2021. 1. 26

대한유화 006650

23 년 NCC 풀라인업 구축 (점진적 Re-rating)

- ✓ 4Q20 영업이익 759억원으로 2020년 연간 영업이익 1,657억원(+45% YoY) 달성
- ✓ 지난 12개월 159%의 주가 상승은 (1) HDPE 2차전지 분리막 소재 채택의 주가 re-rating, (2) 국내 NCC 반사수혜 및 신규 시설 투자를 통한 본업 성장 story 진행형
- ✓ 동사는 연이은 신규 설비 구축으로 2023년 NCC 생산제품 풀라인업 구축 긍정적
- ✓ 동사의 본업 성장성에 긍정적 평가. 단, 21년 이익 방향성을 최근 주가가 반영했다는 판단으로 투자의견 Hold유지. 21년 추정치 상향으로 적정주가는 31만원을 제시

▲ **정유/화학**
Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

RA **위정원**
02. 6454-4883
jungwon.wee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12 개월)	**310,000 원**
현재주가 (1.25)	**279,500 원**
상승여력	**10.9%**
KOSPI	3,208.99pt
시가총액	18,168억원
발행주식수	650만주
유동주식비율	50.24%
외국인비중	19.70%
52주 최고/최저가	290,500원/61,500원
평균거래대금	243.2억원
주요주주(%)	
이순규 외 12 인	39.86
국민연금공단	9.84

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.0	128.2	158.8
상대주가	11.1	56.5	81.1

주가그래프

4Q20 Review 영업이익 759억원, 2020년 연간 이익 1,657억원 시현

동사는 4Q20 영업이익 759억원을 기록하며 시장 예상치에 부합했다. 원/달러 환율 하락과 북미 ECC 가동중단의 특수 종료에도 불구, 전방 수요 우위 기반 PE/PP 수익성 유지와 부타디엔 강세(역내 설비 트러블)가 호실적 배경으로 추정된다. 앞선 2020년 공급 우위에 따른 NCC에 비관적 전망에도 불구, 동사는 저유가에 따른 원가 개선, Covid19의 역설적 수요 수혜, 그리고 동사의 HDPE가 2차전지 LIBS 분리막 소재로 납품된 점이 연중 컨센서스 우상향 요인이었다.

2021년 석유화학 전망 또한 긍정적: 글로벌 에틸렌 수급 전망 수정 중

2021년 수요 회복 기조의 석유화학 Up-cycle을 전망한다. 경기 정상화의 모멘텀 발휘 시점은 상반기로 판단한다. 또한 당사가 파악한 2021년 글로벌 에틸렌 증설 규모는 780만톤(기존 추정치 1,100만톤 대비 축소), Cycle 반등의 변곡점을 통과했다는 판단이다. 업황 호조 흐름에서 동사의 연이은 투자결정 또한 긍정적이다.

2020년 연이은 신규 설비 투자결정: 에틸렌-부타디엔-BTX 라인업 확대

동사는 BTX 설비 투자를 시작으로, 에틸렌(10만톤)과 부타디엔(15만톤)의 신규 설비 투자를 결정했다. 2023년 상반기 동사는 NCC 전 제품 생산 라인업 구축으로 외형이 확대되겠다. 또한 전방 LIBS분리막 시장 확대 속, 동사의 HDPE 출하량 증가로 향후 외형성장과 고마진 유지에 따른 주가 프리미엄 또한 가능하겠다.

동사의 성장 스토리(본업 외형확대 및 HDPE 고마진 수요) 현재 진행 형

동사의 성장성에 대해 의심할 여지가 없다. 단, 최근 연중 국내 경쟁사 대비 주가 강세는 20~21년 이익 변수가 반영되었다는 판단, 상반기 동사에 투자의견 Hold를 유지한다. 적정주가는 21년 추정치 기준 PBR 0.9배를 적용한 31만원을 제시한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,554.0	318.8	257.4	39,602	20.0	261,707	3.9	0.6	2.2	16.2	16.6
2019	2,074.3	113.9	106.3	16,360	-58.7	273,632	7.2	0.4	2.8	6.1	13.9
2020P	1,876.7	165.7	128.6	20,971	28.2	289,863	11.0	0.8	4.9	7.4	14.1
2021E	2,132.2	369.8	288.1	44,338	111.4	331,825	6.3	0.8	3.2	14.3	15.3
2022E	2,299.5	424.3	329.4	50,676	14.3	380,126	5.5	0.7	2.5	14.2	16.5

표1 대한유화 4Q20실적 Review 테이블

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	**506.5**	566.3	-10.6	434.7	16.5	476.8	6.2	**460.1**	10.1
영업이익	**75.9**	11.8	543.2	63.1	20.3	74.1	2.4	**71.0**	6.9
세전이익	**65.8**	12.2	439.3	71.4	-7.8	77.6	-15.2	**74.0**	-11.1
순이익(지배주주)	**50.5**	10.7	372.0	54.2	-6.8	59.4	-15.0	**56.3**	-10.3
영업이익률(%)	**15.0**	2.1		14.5		15.5		**15.4**	
순이익률(%)	**10.0**	1.9		12.5		12.5		**12.2**	

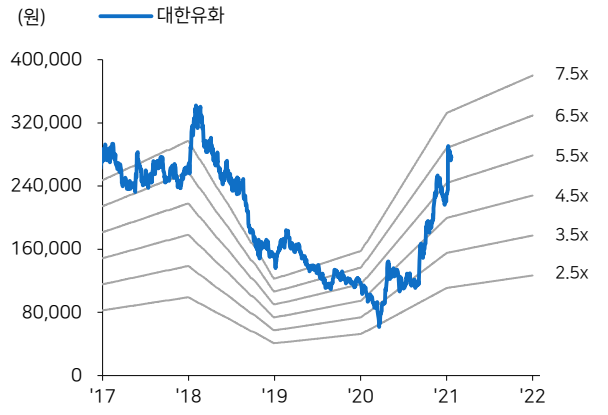
자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 대한유화 분기별 추정 테이블

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	**496.0**	**439.5**	**434.7**	**506.5**	**524.5**	**543.6**	**517.1**	**547.1**	**1,876.7**	**2,132.3**	**2,299.5**
영업이익	**-45.7**	**72.4**	**63.1**	**75.9**	**83.4**	**91.8**	**93.7**	**101.0**	**165.7**	**369.9**	**424.3**
%OP	-9.2%	16.5%	14.5%	15.0%	15.9%	16.9%	18.1%	18.5%	8.8%	17.3%	18.5%
세전이익	**-40.8**	**73.1**	**71.4**	**65.8**	**86.4**	**94.8**	**94.1**	**104.0**	**169.5**	**379.3**	**433.4**
순이익(지배주주)	**-30.2**	**54.1**	**54.2**	**50.5**	**65.6**	**72.0**	**71.5**	**79.0**	**128.6**	**288.1**	**329.3**
%YoY											
매출액	-3.9	8.6	-25.9	-10.6	5.7	23.7	19.0	8.0	-9.5	13.6	7.8
영업이익	적전	흑전	3.8	543.2	흑전	26.8	48.5	33.1	45.6	123.2	14.7
세전이익	적전	흑전	9.2	439.3	흑전	29.7	31.8	58.1	32.7	123.8	14.3
순이익(지배)	적전	흑전	9.9	372.0	흑전	33.1	31.9	56.4	21.0	124.0	14.3
%QoQ											
매출액	-12.4	-11.4	-1.1	16.5	3.6	3.6	-4.9	5.8			
영업이익	적전	흑전	-12.8	20.3	9.9	10.1	2.1	7.8			
세전이익	적전	흑전	-2.3	-7.8	31.3	9.7	-0.7	10.5			
순이익(지배)	적전	흑전	0.2	-6.8	29.9	9.8	-0.7	10.5			

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 대한유화 12M Fwd PER 밴드

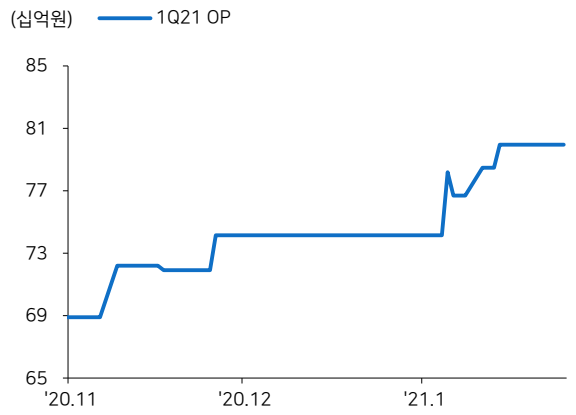


자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 대한유화 12M Trailing PBR 밴드

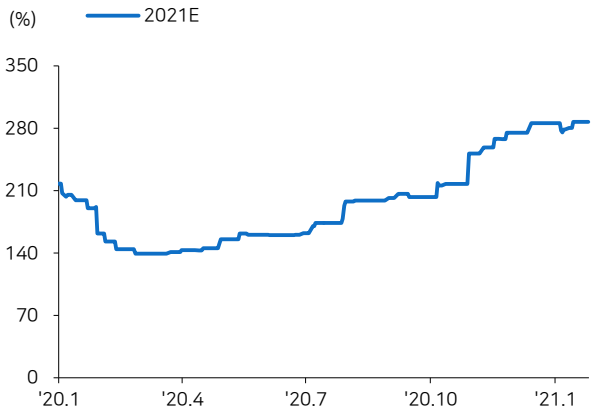
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 대한유화 1Q21 영업이익 컨센서스 추이



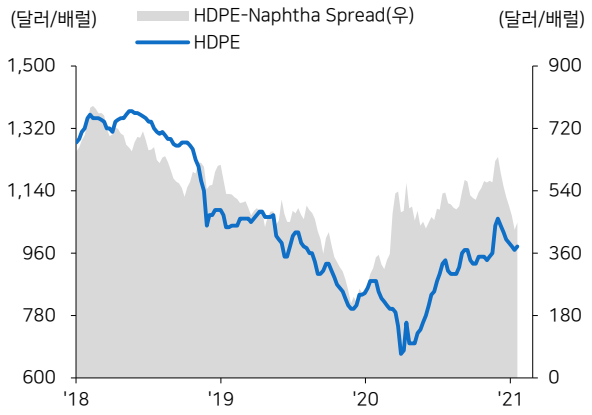
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림4 대한유화 연간 영업이익 컨센서스 추이



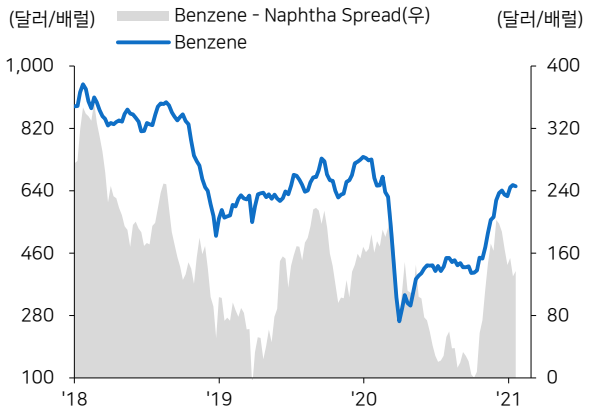
자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

그림5 HDPE 가격 및 스프레드 동향



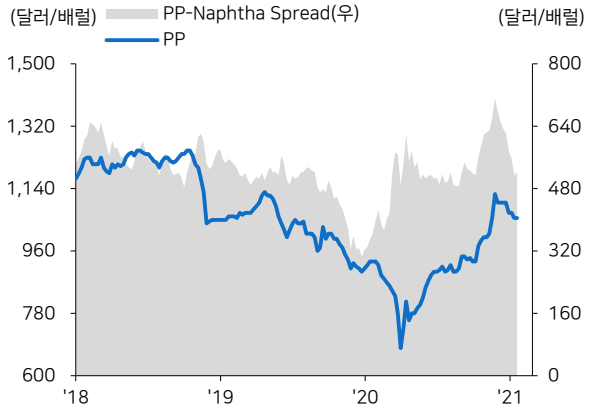
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 벤젠 가격 및 스프레드 동향



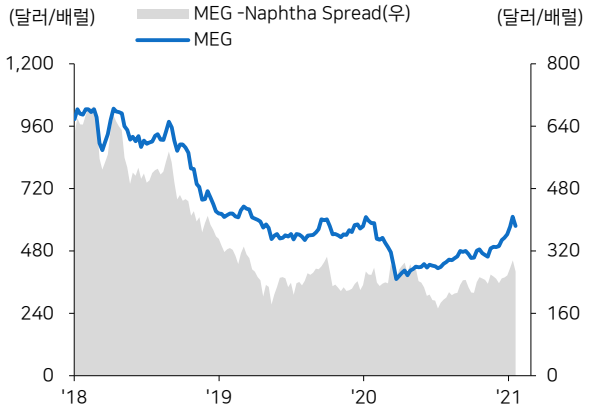
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 PP 가격 및 스프레드 동향



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 MEG 가격 및 스프레드 동향



자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

대한유화 (006650)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	**2,554.0**	**2,074.3**	**1,876.7**	**2,132.2**	**2,299.5**
매출액증가율 (%)	43.5	-18.8	-9.5	13.6	7.8
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,602.9	1,599.2	1,724.6
매출총이익	375.6	160.3	273.8	533.1	574.9
판매관리비	56.8	46.5	108.1	163.3	150.6
영업이익	**318.8**	**113.9**	**165.7**	**369.8**	**424.3**
영업이익률	12.5	5.5	8.8	17.3	18.5
금융손익	-2.2	0.1	-3.7	-2.6	-2.9
종속/관계기업손익	8.4	7.8	12.1	4.0	4.0
기타영업외손익	11.3	6.0	6.3	8.0	8.0
세전계속사업이익	336.4	127.7	169.6	379.2	433.4
법인세비용	79.0	21.4	41.4	91.0	104.0
당기순이익	**257.4**	**106.3**	**128.6**	**288.2**	**329.4**
지배주주지분 순이익	257.4	106.3	128.6	288.2	329.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**350.9**	**230.3**	**12.6**	**401.0**	**441.5**
당기순이익(손실)	257.4	106.3	136.3	288.2	329.4
유형자산상각비	135.5	147.5	153.1	151.8	163.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-61.1	-0.1	-274.6	-37.7	-50.8
투자활동 현금흐름	**-116.7**	**-156.6**	**-92.0**	**-156.2**	**-216.2**
유형자산의증가(CAPEX)	-125.8	-163.9	-82.5	-160.0	-220.0
투자자산의감소(증가)	2.8	2.1	-4.7	4.0	4.0
재무활동 현금흐름	**-190.2**	**-29.3**	**-4.8**	**32.0**	**41.7**
차입금의 증감	-165.5	6.0	23.9	50.0	60.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	44.0	44.4	-84.2	276.8	267.0
기초현금	9.7	53.7	98.2	14.0	290.7
기말현금	53.7	98.2	14.0	290.7	557.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	428.7	464.2	632.4	962.8	1,296.8
현금및현금성자산	53.7	98.2	14.0	290.7	557.6
매출채권	189.0	186.2	214.1	246.2	283.1
재고자산	167.6	161.4	187.1	191.3	204.8
비유동자산	1,555.2	1,562.3	1,516.8	1,524.9	1,580.9
유형자산	1,381.4	1,382.7	1,308.0	1,316.2	1,372.4
무형자산	6.4	6.5	7.9	7.8	7.6
투자자산	148.8	154.5	171.3	171.3	171.3
자산총계	**1,983.9**	**2,026.5**	**2,149.2**	**2,487.7**	**2,877.7**
유동부채	134.8	91.4	120.5	169.0	228.1
매입채무	9.4	21.8	19.5	21.1	22.6
단기차입금	5.0	6.5	11.6	21.6	41.6
유동성장기부채	0.0	0.0	20.0	50.0	80.0
비유동부채	148.0	156.5	144.6	161.8	178.7
사채	0.0	0.0	0.0	10.0	20.0
장기차입금	51.0	45.0	40.0	40.0	40.0
부채총계	**282.8**	**247.9**	**265.1**	**330.8**	**406.8**
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타포괄이익누계액	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	1,401.6	1,479.1	1,584.6	1,857.3	2,171.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,701.1**	**1,778.6**	**1,884.1**	**2,156.9**	**2,470.8**

Key Financial Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	392,920	319,123	288,716	328,036	353,767
EPS(지배주주)	39,602	16,360	20,971	44,338	50,676
CFPS	62,323	39,291	46,343	81,500	91,733
EBITDAPS	69,896	40,214	49,052	80,269	90,503
BPS	261,707	273,632	289,863	331,825	380,126
DPS	4,000	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	2.6	2.1	1.1	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	3.9	7.2	11.0	6.3	5.5
PCR	2.5	3.0	5.0	3.4	3.0
PSR	0.4	0.4	0.8	0.9	0.8
PBR	0.6	0.4	0.8	0.8	0.7
EBITDA	454.3	261.4	318.8	521.8	588.3
EV/EBITDA	2.2	2.8	4.9	3.2	2.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.2	6.1	7.4	14.3	14.2
EBITDA 이익률	17.8	12.6	17.0	24.5	25.6
부채비율	16.6	13.9	14.1	15.3	16.5
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	88.0	78.0	70.8	141.8	146.2
매출채권회전율(x)	12.8	11.1	9.4	9.3	8.7
재고자산회전율(x)	14.9	12.6	10.8	11.3	11.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019 년 9 월 16 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

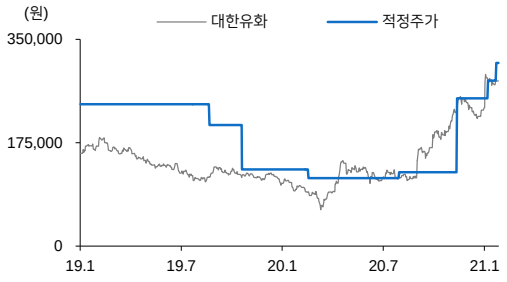
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

대한유화 (006650) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2019.01.08	산업브리프	Buy	240,000	노우호	-39.3	-23.3
2019.09.03	산업브리프	Buy	205,000	노우호	-38.8	-34.6
2019.10.31	산업분석	Hold	130,000	노우호	-14.3	-5.0
2020.02.26	기업브리프	Hold	115,000	노우호	-3.1	25.7
2020.08.06	기업브리프	Hold	125,000	노우호	31.1	85.6
2020.11.17	산업분석	Hold	250,000	노우호	-4.3	16.2
2021.01.11	산업브리프	Hold	280,000	노우호	-0.8	1.4
2021.01.26	기업브리프	Hold	310,000	노우호	-	-

주가 및 적정주가 변동추이