



BUY(Maintain)

목표주가: 440,000원
주가(3/25): 325,000원
시가총액: 21,125억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

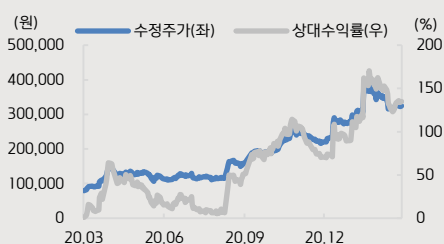
KOSPI(3/25)	3,008.33pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	393,500원	77,500원
등락률	-17.4%	319.4%
수익률	절대	상대
1M	-9.7%	-7.0%
6M	105.7%	55.8%
1Y	307.8%	131.1%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	124천주
외국인 자본율	21.4%
배당수익률(2020A)	1.3%
BPS(2020A)	291,403원
주요 주주	이순규 외 12인 39.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,882.7	2,118.0
영업이익	318.8	113.8	170.2	330.0
EBITDA	454.3	261.4	324.9	477.3
세전이익	336.4	127.7	167.7	329.5
순이익	257.4	106.3	127.2	257.0
지배주주지분순이익	257.4	106.3	127.2	257.0
EPS(원)	39,602	16,360	19,576	39,536
증감률(%YoY)	20.1	-58.7	19.7	102.0
PER(배)	3.9	7.2	11.7	8.2
PBR(배)	0.59	0.43	0.79	0.99
EV/EBITDA(배)	2.2	2.8	3.9	3.6
영업이익률(%)	12.5	5.5	9.0	15.6
ROE(%)	16.2	6.1	6.9	12.8
순부채비율(%)	0.1	-2.2	-11.9	-19.0

Price Trend



대한유화 (006650)

ITC 소송 승리



대한유화의 올해 1분기 영업이익은 869억원으로 시장 기대치를 상회할 전망입니다. 수요가 견고한 가운데, 일부 공급 차질로 전반적인 석유화학 업황이 개선되었고, 저가 원재로 투입 효과가 발생할 것으로 예상되기 때문입니다. 한편 동사의 초고분자량 PE는 ITC 소송 승리 및 고객사들의 공격적인 증설로 고성장세가 이어질 전망입니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 상회 전망

대한유화의 올해 1분기 영업이익은 869억원으로 작년 동기 대비 대규모 흑자전환하며, 시장 기대치(835억원)를 상회할 전망이다. 유가 상승으로 저가 원재로 투입 효과가 발생할 것으로 예상되는 가운데, 1) 역외 플랜트들의 비계획 섀다운 확대 및 운송비 급등으로 주력 제품인 PE/PP 스프레드가 강세를 지속하고 있고, 2) 중국 춘절 이후 역내 제품 수요가 확대되고 있으며, 3) 국내 경쟁 크래커 재가동에도 면화 규제 확대에 따른 화석 체인수급 타이트로 부진한 스프레드를 기록하던 MEG/BTX가 일부 회복세를 보이고 있고, 4) 분리막용 PE 등 고부가 제품도 전방 수요 증가로 가동률 개선이 예상되기 때문이다.

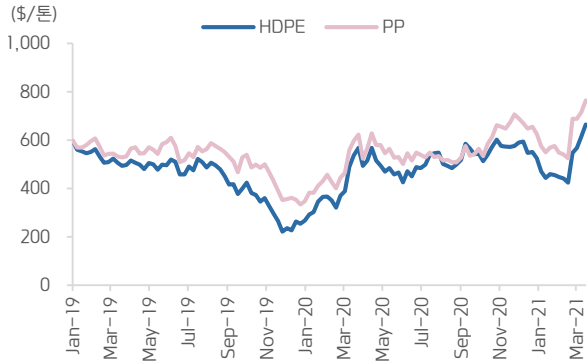
올해 2분기 영업이익은 923억원으로 분기 증익 추세가 이어질 전망이다. 동사는 올해 정기보수 제한으로 물량 측면의 감소가 없고, 동력 설비 가동을 저조로 미국 업체들의 모노머/폴리머 설비들의 급격한 가동을 상승이 제한되며, 석유화학 성수기 효과가 발생할 것으로 예상되기 때문이다.

>>> 분리막용 PE, 불확실성 해소

최근 미국 ITC는 셀라니즈가 동사에 제기한 초고분자량 PE에 대한 산업피해 부정 결과를 최종 발표하였다. 이에 미국 상무부가 동사에 부과한 7.84%의 덤핑마진율은 0%가 되었다. 불확실성 해소로 동사의 분리막용 PE 등 초고분자량 PE 수출 확대가 예상된다. 참고로 동사의 단일 폴리머 설비는 상대적으로 규모가 작아, 초고분자량 PE로 탄력적으로 전환도 가능해 보인다.

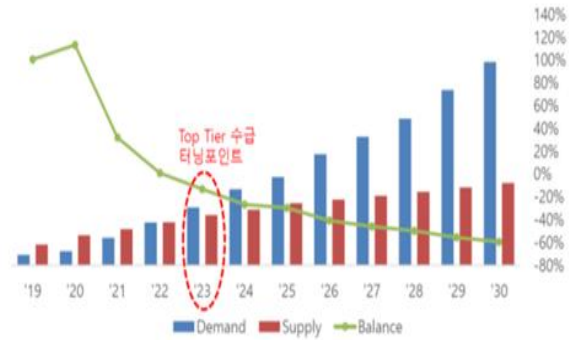
국내 경쟁 NCC 업체들의 초고분자량 PE 시장 진입 움직임이 존재하나, 최근 불거진 안정성 이슈, 긴 인증/테스트 기간, 세계 분리막 수요 급증으로 동사의 초고분자 PE 실적은 중장기적으로도 고성장이 예상된다. 참고로 SNE리서치에 따르면 세계 분리막 시장은 2019년 29억m2에서 2025년 193억m2로 약 7배로 커질 전망이다. 또한 중국의 올해 분리막 수요는 폭발적인 전기차 시장 확대로 55억m2를 기록하며, 작년 대비 54% 이상 증가할 것으로 예상된다. 한편 동사 고객사들의 공격적인 증설이 지속되고 있어, 동사의 초고분자량 PE 실적은 매년 30% 이상의 높은 성장이 예상된다. 실적 개선에 근거하여 목표주가를 15.8% 상향한다.

국내 HDPE/PP 스프레드 추이



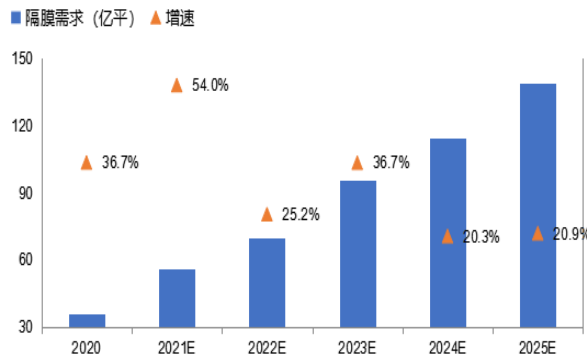
자료: 씨스캠, 키움증권 리서치

세계 분리막 수급 전망(중국 외)



자료: SNE리서치, 키움증권 리서치

중국 분리막 수요 전망(2020~2025)



자료: 업계 키움증권 리서치

ITC 초고분자량 PE 판결 관련 내용

March 22, 2021
 News Release 21-041
 Inv. No. 731-TA-1474 (Final)
 Contact: Peg O'Laughlin, 202-205-1819

ULTRA-HIGH MOLECULAR WEIGHT POLYETHYLENE FROM KOREA DOES NOT INJURE U.S. INDUSTRY, SAYS USITC

The United States International Trade Commission (USITC) today determined that a U.S. industry is not materially injured or threatened with material injury by reason of imports of ultra-high molecular weight polyethylene from Korea that the U.S. Department of Commerce (Commerce) has determined are sold in the United States at less than fair value.

Chair Jason E. Kearns, Vice Chair Randolph J. Stayin, and Commissioners David S. Johanson, Rhonda K. Schmidlein, and Amy A. Karpel voted in the negative.

As a result of the Commission's negative determination, no antidumping duty order will be issued.

The Commission's public report, *Ultra-High Molecular Weight Polyethylene from Korea* (Inv. No. 731-TA-1474 (Final), USITC Publication 5178, April 2021) will contain the views of the Commission and information developed during the investigation.

The report will be available by April 26, 2021; when available, it may be accessed on the USITC website at: http://pubapps.usitc.gov/applications/publogs/qr_publication_loglist.asp.

자료: USITC, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2020				2021				2018	2019	2020	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE				
매출액	496	439	435	513	537	559	512	510	2,554	2,074	1,883	2,118
영업이익	-46	72	63	80	87	92	86	65	319	114	170	330
%	-9.2	16.5	14.5	15.7	16.2	16.5	16.7	12.8	12.5	5.5	9.0	15.6
세전이익	-41	73	71	64	87	92	85	65	336	128	168	329
%	-8.2	16.6	16.4	12.5	16.2	16.5	16.7	12.7	13.2	6.2	8.9	15.6
당기순이익	-30	54	54	49	69	74	67	47	257	106	127	257
%	-6.1	12.3	12.5	9.6	12.8	13.3	13.1	9.2	10.1	5.1	6.8	12.1

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 3월 25일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

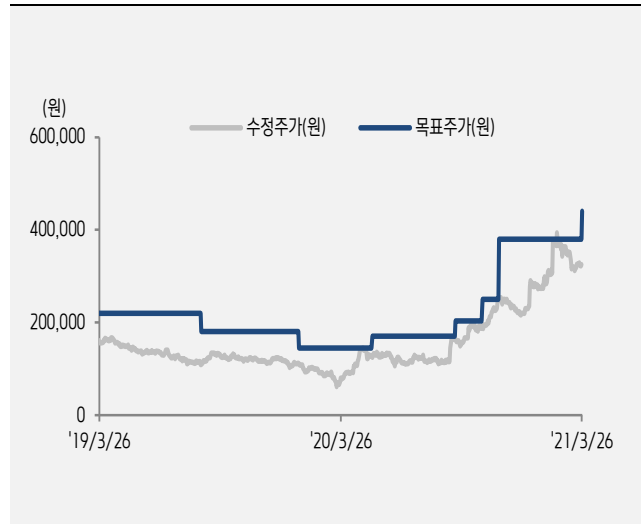
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한유화 (006650)	2019-08-27	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-30.58	-25.56
	2019-09-23	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-30.73	-25.56
	2019-10-31	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-33.15	-25.56
	2020-01-22	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-37.59	-23.45
	2020-03-31	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-31.07	-0.34
	2020-05-12	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-23.62	-20.00
	2020-06-04	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-27.76	-20.00
	2020-07-30	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-27.49	-1.76
	2020-09-15	BUY(Maintain)	203,000원	6개월	-13.66	-3.69
	2020-10-26	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-23.13	-21.80
	2020-10-29	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-13.11	0.60
	2020-11-23	BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-23.81	3.55
	2021-03-26	BUY(Maintain)	440,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%