

대한유화 (006650)

화학

황규원

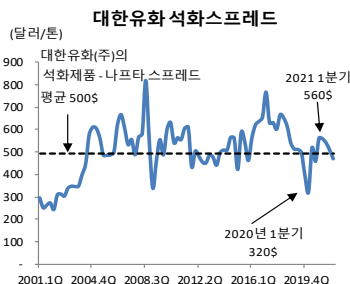


02 3770 5607

kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (D)
목표주가	480,000원 (D)
현재주가 (4/8)	304,000원
상승여력	57%

시가총액	19,403억원
총발행주식수	6,500,000주
60일 평균 거래대금	349억원
60일 평균 거래량	108,931주
52주 고	393,500원
52주 저	90,000원
외인자분율	20.88%
주요주주	이순규 외 12인 39.74%



락바텀 주가 25만원에 근접하고 있어...

2021년 1분기 예상 영업이익 885억원, Covid 이후 최고치 도달...

대한유화(주)의 2021년 1분기 예상 실적은 '매출액 5,797억원, 영업이익 885억원(영업이익률 15.3%), 지배주주 순이익 696억원' 등이다. 영업이익 규모는 전년동기 △457억원과 전분기 804억원에 비해 동시에 개선되는 것이다. 시장 컨센서스 872억원(2021년 4월 8일 기준)에 비해서도 1% 정도 소폭 웃도는 수치이다. 안정적인 2차전지 분리막용 플라스틱 판매 속에, 북미 기습 한파(2월) 효과로 석화부문 손해가 두드러졌다.

① 화학부문(범용 PE/PP 등)은 1 ~ 2월 약세 이후 3월 기대 이상의 실적 회복이 진행되었다. 2월 중순 중국의 종전 이후 농업용 PE/PP 수요 회복세가 진행되는 가운데, 미국 기습한파로 석화설비가 가동을 멈추면서 아시아지역 시장에도 영향을 미쳤다. 1톤당 스프레드(=제품가격-시차반영 원료가격)는 560\$로, 지난 분기 564\$와 비슷했다. 스프레드 560\$ 구성은 '스팟 스프레드 538\$(지난 분기 558\$) + 나프타 투입사차 효과 22\$' 등이다. 특히, 그동안 적자였던 EG 제품이 2 ~ 3월 흑자 전환했던 것이 특징이었다.

② 2차전지 분리막용 초고밀도 플라스틱(UHMWPE/Homo Poly-Propylene) 판매량은 2만톤 수준 정도로 추정된다. 지난 4분기와 비슷했다. 습식용 분리막에 사용되는 UHMWPE(초고밀도폴리에틸렌) : 건식용 분리막 소재인 PP(폴리프로필렌) 매출 비중은 65% : 35% 정도이며, 영업이익률은 각각 50%와 35%로 추정된다.

2021년 영업이익 3,345억원으로 고점 기대, 석화시황 Peak-out에는 주의

2021년 실적은 2018년 이래 최고 수준을 기록할 전망이다. 2021년 예상 실적은 '매출액 2.6조원, 영업이익 3,345억원(이익률 12.9%, 전년 1,702억원), 지배주주 순이익 2,614억원' 등이다. 글로벌 석화 제품 강세 현상 속에 2차전지 분리막용 플라스틱 이익 증가가 동시에 진행되고 있다.

그러나, 목표주가를 48만원(기존 56만원)으로 하향 조정하며, 투자 의견도 Buy(기존 Strong Buy)로 낮춘다. 첫째, 석유화학 사이클 Peak-Out 가능성 때문이다. 2 ~ 4분기 940만톤 규모의 글로벌 에틸렌 증설로 공급 압박이 증가하는 반면, 미-중 무역 분쟁 위험이 점차 커지고 있어 아시아지역 석화제품 수요가 소멸되고 있다. 둘째, 분리막용 플라스틱 성장기초도 낮아지고 있다. 폭스바겐(주) 등 OEM업체가 배터리 자체 생산을 추진하면서, 한국산 배터리 판매에 부정적이다. 대한유화(주) 분리막용 플라스틱 거래처는 SK이노베이션(주), W-Scop(주), 은철고분(주) 등이다. 30%를 차지하고 있는 한국내 판매량 성장에 영향이 불가피한데, 장기 시장점유율을 1.6%p(31.4% → 29.0%)로 낮아진다. 분리막 플라스틱 가치로 1.3조원(기존 1.5조원)이다.

바닥권 주가 25만원(시총 1.5조원)으로 평가한다. '전고체전지로 분리막 소멸을 반영한 초고밀도 플라스틱 가치 6,000억원(2030년 이후 수익 0로 가정) + 범용석화 바닥가치 9,000억원(EV/EBITDA 3.5배 적용)'

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	5,797	16.9	13.1	5,377	7.8
영업이익	885	흑전	10.1	872	1.5
세전계속사업이익	921	흑전	43.9	895	2.9
지배순이익	696	흑전	41.7	674	3.3
영업이익률 (%)	15.3	흑전	-0.4 %pt	16.2	-0.9 %pt
지배순이익률 (%)	12.0	흑전	+2.4 %pt	12.5	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	20,743	18,827	25,834	19,365
영업이익	1,138	1,702	3,345	2,555
지배순이익	1,063	1,272	2,614	2,061
PER	8.4	7.2	7.4	9.3
PBR	0.5	0.5	0.9	0.8
EV/EBITDA	3.3	2.1	3.7	4.1
ROE	6.1	6.9	13.4	9.8

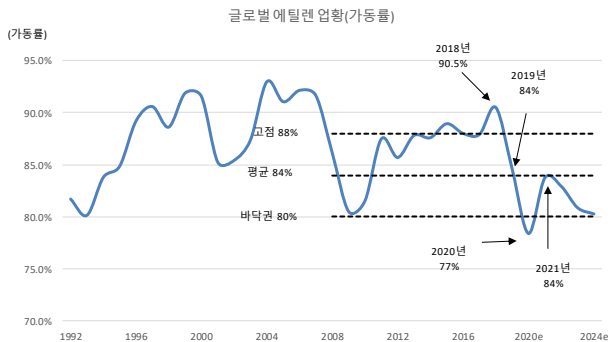
자료: 유안타증권

표 1. 대한유화(주) 실적 추정치 : 2020년 1분기 영업이익 △467억원 → 4분기 804억원 → 2021년 1분기 예상 영업이익 885억원(e)

	2020				2021				연간실적									
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
생산 Capa																		
에틸렌 (만톤)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	47.0	47.0	63.5	80.0	80.0	80.0	80.0	90.0	90.0	
일반 HDPE (만톤)	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	53.0	53.0	43.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	
분리막용 Ultra PE (만톤)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	12.0	54.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	26.0	26.0	
PP (만톤)	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	47.0	47.0	48.5	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	
BTX (만톤)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	20.0	20.0	23.4	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	
기타(C4+PPG) (만톤)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	14.0	14.0	19.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	
EG/EO (만톤)	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	
SM (만톤)																	30.0	
공업용가스(산소,질소 등) (만톤)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	
주요제품 가격																		
에틸렌 \$/MT	706	566	775	879	981	1,060	1,075	1,045	1,055	1,040	1,153	1,215	852	732	1,040	890	770	
HDPE \$/MT	961	816	959	1,019	1,129	1,230	1,275	1,245	1,227	1,202	1,252	1,381	1,116	939	1,220	1,080	970	
분리막용 Ultra PE \$/MT	1,936	1,936	1,936	1,936	2,088	2,088	2,088	2,088					1,936	1,936	2,088	1,873	1,873	
PP \$/MT	1,113	1,030	1,077	1,168	1,328	1,330	1,325	1,275	1,087	1,170	1,261	1,376	1,229	1,097	1,315	1,100	980	
BTX(벤젠) \$/MT	620	366	426	536	760	780	775	765	679	646	823	822	641	487	770	620	550	
C4(대용치 부타디엔) \$/MT	794	333	556	1,159	912	1,080	1,125	1,075	898	1,062	1,486	1,414	1,053	711	1,048	990	950	
EG \$/MT	522	412	450	492	664	730	775	756	784	652	851	899	576	469	741	660	580	
나프타(원료) \$/MT	440	275	398	417	562	630	675	675	497	406	497	614	527	383	636	540	450	
(참고) Dubai 원유가격 \$/MT	52	32	42	44	60	70	75	75	52	40	53	69	63	43	70	60	50	
주요제품 스프레드																		
\$/MT	320	519	459	564	560	542	510	470	505	620	659	620	480	466	521	462	465	
스마트 스프레드 \$/MT	475	478	449	558	538	525	498	470	518	620	652	621	481	490	508	473	473	
나프타 도입 시차 \$/MT	155	-	41	-	22	-	17	-	12	-	0	8	1	1	25	-	8	
*마이네스(-) 이면 이익 발생 의미																		
2022년 대정기보수																		
매출액																		
역원	4,960	4,395	4,347	5,125	5,797	6,662	6,492	6,892	17,270	15,964	17,794	25,540	20,743	18,827	25,834	19,416	21,261	
본사 화학부문	역원	4,919	4,359	4,315	5,058	5,446	6,311	5,747	17,175	15,837	17,690	25,396	20,592	18,650	25,577	19,250	21,135	
코리아에어텍(공업용가스)	역원	42	36	32	27	31	35	29	95	127	104	144	151	137	124	126	126	
별도 분리막용 PE/PP	역원													1,084	1,485	1,737	2,189	
* 본사 화학부문 매출 가운데 분리막용 PE/PP 연간 실적을 별도로 표시함																		
영업이익																		
역원	-457	724	631	804	885	884	826	750	2,713	3,430	2,842	3,188	1,138	1,702	3,345	2,555	2,884	
본사 화학부문	역원	-470	709	625	816	875	872	821	2,712	3,401	2,830	3,138	1,091	1,680	3,318	2,513	2,842	
코리아에어텍(지분율 65%)	역원	13	15	6	-12	10	12	5	1	29	12	50	47	22	27	42	42	
별도 분리막용 PE/PP	역원													435	711	872	1,107	
* 본사 화학부문 매출 가운데 분리막용 PE/PP 연간 실적을 별도로 표시함																		
영업이익률																		
%	-9.2%	16.5%	14.5%	15.7%	15.3%	13.3%	12.7%	10.9%	15.7%	21.5%	16.0%	12.5%	5.5%	9.0%	12.9%	13.2%	13.6%	
본사 화학부문	%	-9.6%	16.3%	14.5%	16.1%	16.1%	15.0%	13.1%	15.8%	21.5%	16.0%	12.4%	5.3%	9.0%	14.7%	13.0%	13.4%	
코리아에어텍	%	30.4%	41.5%	18.7%	-43.7%	33.3%	33.3%	17.1%	1.1%	22.8%	11.5%	34.8%	31.4%	15.7%	21.9%	33.3%	33.3%	
별도 분리막용 PE/PP	%													40.1%	47.9%	50.2%	50.6%	
* 본사 화학부문 매출 가운데 분리막용 PE/PP 연간 실적을 별도로 표시함																		
지배주주 순이익																		
역원	-302	541	542	491	696	683	646	590	2,005	2,722	2,143	2,574	1,063	1,272	2,614	2,061	2,279	
주당순이익 원/주									30,846	41,867	32,972	39,602	16,360	19,576	40,221	31,714	35,068	
주당순자산 원/주									166,666	208,231	238,533	275,432	287,983	306,685	324,510	353,388	386,295	
주당EBITDA 원/주									51,567	62,675	58,356	69,895	40,214	49,983	74,871	63,211	68,219	
주당배당금 원/주									3,000	4,000	4,000	4,000	2,500	3,000	4,500	4,000	3,500	
ROE(자기자본이익률)																		
%									18.5%	20.1%	13.8%	14.4%	5.7%	6.4%	12.4%	9.0%	9.1%	

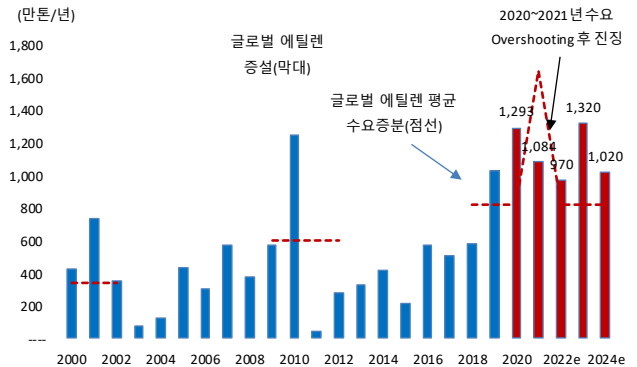
자료 : 유안타증권 리서치센터

그림 1. 글로벌 에틸렌 사이클 : 2020 년 ~ 2021 년 상승 국면



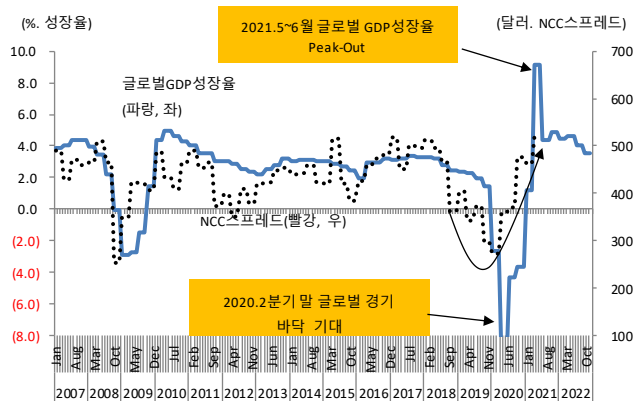
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 에틸렌 신규 증설 : 2020 ~ 2024년 동안 연평균 1000 만톤 증설



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 GDP 와 NCC 스프레드 관계 : 2021 년 2 분기 말 peak out



자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. 2021 년 분기별 에틸렌 증설 계획 : 2분기 말부터 증설압박 증가

시 기	에틸렌 증설	
	(미국, 아시아 지역)	정기보수
2020년 1분기	Shinetsu Chemical(미국) 50만톤	PTTG(태국) 40만톤(1~2월)
	Formosa(미국) 100만톤	CPC(대만) 72만톤(2월)
	Dow-Dupont(중국) 50만톤	롯데케미칼(말레이시아) 50만톤(3~4월)
	Sibur ZapSibNeftekhim(러시아) 150만톤	PTTG(태국) 46만톤(3월)
2분기		JXTG(일본) 40만톤(3~4월)
		Tosoh(일본) 53만톤(3~4월)
	Shanxi Coking(중국) 30만톤 CTO	Exxon Mobil(싱가폴) 80만톤(3~5월)
	Tianjin Bohai Chem(중국) 30만톤	Map Ta Phut Olefin(태국) 90만톤(5~7월)
3분기	Zhejiang Petchem(중국) 140만톤	Mitsubishi Chem(일본) 53만톤(5~6월)
	Sinochem Quanzhou(중국) 100만톤	Formosa(대만) 120만톤(8~9월)
	Sinopec Zhongke(중국) 80만톤	
	Sinopec Sabc Tianjin(중국) 30만톤	
4분기	Liaoning Bora(중국) 110만톤	여천NCC(한국) 58만톤(60월)
	Wanhua Chemical(중국) 100만톤	롯데케미칼(여수) 120만톤(10/5~12/3)
	SK 종합화학(한국, 1호기) -20만톤	SK에너지(울산) 66만톤(1개월)
	PTTG(태국) 50만톤	
2021년 1분기	SK-Wuhan(중국) 20만톤	Ethylene Malaysia 40만톤(3월)
	JG Summit Ofefin(필리핀) 16만톤	IRPC(태국) 36만톤(3월)
	ORPIC(오만) 80만톤	
	GS칼텍스(한국) 75만톤	Idemitsu(일본) 37.4만톤(4월, 2개월)
2분기	Fujian Gulei Refinery(중국) 80만톤	Mitsubishi Chem(일본) 49.5만톤(5월, 2개월)
	Bayport Polymer(Total/Borealis/NOVA미국) 100만톤	LG화학(한국) 127만톤(5~6월)
	Petronas(말레이시아) 120만톤(재가동)	Formosa(대만) 70만톤(6~7월)
	LG화학(한국) 80만톤	
3분기	Shell(미국) 160만톤	Mitsui Chemical(일본) 60만톤(7~8월)
	SCG Chemical(인도네시아) 30만톤	Lotte Chem(대산) 110만톤(7~8월)
	ZPC(중국) 140만톤	PCS(싱가폴) 65.5만톤(7월)
	HPCL/Mittal(인도) 80만톤	
4분기	Shandong Shouguang Luqing(중국) 75만톤	
	현대케미칼(한국) 75만톤	ENOOC & Shell(중국) 95만톤(11월, 1.5개월)
		CPC(대만) 38만톤(11월 중순 ~ 1월 초)

자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 대한유화(주)의 2 차전지 분리막용 플라스틱 부분의 장기 실적 전망 및 Valuation : 폭스바겐(주) 배터리 자급화 영향 반영 가치 1.27 조원(장기 점유율 31.4% → 29%)

구	분	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2030년	2035년	2040년	2045년	2050년	2055년	2060년	Terminal
[기초 시장 가정] 자료 : BNEF 2019															
글로벌 자동차 판매량	만대	7,264	7,904	8,374	8,813	9,179	9,497	10,504	10,844	10,575	10,064	10,135	10,186	10,237	2040년까지 평균성장률
	성장률	-13.1%	8.8%	6.0%	5.2%	4.2%	3.5%	1.6%	0.3%	-0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	1.2%
전기차 판매량(EV/PHEV)	만대	324	440	530	665	840	1,019	3,000	5,024	6,332	6,686	7,399	8,301	9,213	2040년까지 평균성장률
	성장률	53.6%	35.7%	20.6%	25.5%	26.3%	21.3%	20.2%	8.3%	4.9%	2.0%	1.9%	2.2%	2.0%	18.2%
전기차 판매비중	%	4.5%	5.6%	6.3%	7.5%	9.2%	10.7%	28.6%	46.3%	59.9%	66%	73%	82%	90%	18.8%
글로벌 배터리 수요(1+2+3)															
GW	만대	334	446	545	689	856	1,006	2,668	4,397	5,524	5,833	6,455	7,242	8,038	2040년까지 평균성장률
	성장률	44.6%	33.5%	22.2%	26.4%	24.3%	17.6%	19.5%	8.1%	4.8%	2.0%	1.9%	2.2%	2.0%	16.8%
(1) EV 배터리 수요	GW	241	332	407	519	666	807	2,376	3,979	5,015	5,296	5,860	6,575	7,297	2040년까지 평균성장률
	성장률	58%	38%	23%	27%	28%	21%	20%	8%	5%	2%	2%	2%	2%	18.8%
(2) ESS 배터리 수요	GW	23	30	43	66	78	83	155	260	327	321	316	310	304	2040년까지 평균성장률
	성장률	283%	30%	43%	53%	18%	6%	27%	8%	5%	0%	0%	0%	0%	28.3%
(3) IT용 배터리 수요	GW	70	84	95	104	112	116	137	158	182	209	241	277	319	2040년까지 평균성장률
	성장률	-3%	20%	13%	9%	8%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4.6%
글로벌 분리막 수요															
억㎡ (1GW당 900만㎡ 사용, 향후 1200만㎡)	억㎡	51	67	82	104	129	152	256	183	138	129	113	98	86	2040년까지 평균성장률
	성장률	45%	33%	22%	26%	24%	18%	0%	-7%	-6%	-2%	-2%	-3%	-3%	7.8%
분리막용 UHMWPE/PP 수요	만톤(1GW당 400톤 내외 사용)	13	18	22	28	34	40	107	176	221	233	258	290	322	2040년까지 평균성장률
	성장률	45%	33%	22%	26%	24%	18%	0%	-7%	-6%	-2%	-2%	-3%	-3%	7.8%
원달러 환율		1,200	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	
전고체 전지 도입으로, 분리막 시장 역성장 반영															
[대한유화 분리막용 PE 실적 전망]															
구	분	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2030년	2035년	2040년	2045년	2050년	2055년	2060년	Terminal
매출액	(억원)	1,084	1,533	1,666	2,097	2,299	2,274	5,107	6,034	7,430	7,824	8,563	9,486	10,422	2040년까지 평균 MS 29.0%
	대한유화(주)의 전지박 MS	38%	37%	37%	37%	36%	30%	27%	25%	25%	25%	25%	24%	24%	
(1) LIBS용 PE 매출액															
판매량	만톤	836	1,195	1,332	1,731	1,933	1,896	4,697	5,640	6,980	7,311	7,977	8,817	9,659	
	만톤	4	5	6	8	10	10	26	41	51	54	59	65	71	
대한유화 판매량 증가율	(%)	260%	37%	24%	30%	27%	20%	21%	8%	5%	2%	2%	2%	2%	
	Capex(연평균)	12	12	12	19	26	26	32	50	62	62	74	74	86	
한국 울산	만톤	12	12	12	26	26	26	38	50	62	62	74	74	86	
	계(연말기준)	12	12	12	26	26	26	38	50	62	62	74	74	86	
(2) LIBS용 PP 매출액															
판매량	만톤	248	338	334	365	366	379	409	394	450	513	586	669	763	
	만톤	1	2	2	2	2	2	3	3	4	4	5	5	6	
대한유화 판매량 증가율	(%)	44%	20%	13%	9%	8%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	
	Capex(연평균)	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
한국 울산	만톤	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
	계(연말기준)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
가동률	%	11%	12%	13%	14%	15%	16%	18%	21%	24%	27%	31%	36%	41%	
영업이익															
(억원)		435	654	801	1,015	987	974	2,054	1,258	1,551	1,631	1,783	1,974	2,166	2040년까지 영업이익률 34.4%
	영업이익률	40.1%	42.7%	48.1%	48.4%	42.9%	42.8%	40.2%	20.8%	20.9%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	
스프레드(LIBS PE/PP가격-나프타)		1,407	1,346	1,353	1,365	1,194	1,191	1,121	743	743	743	743	742	742	
	LIBS PE 가격	1,936	2,088	1,873	1,873	1,673	1,673	1,573	1,173	1,173	1,173	1,173	1,173	1,173	
LIBS PP 가격		1,436	1,688	1,473	1,473	1,373	1,373	1,273	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	1,073	
	원료인 나프타	386	638	423	423	423	423	423	423	423	423	423	423	423	
EBITDA															
(억원)		483	702	849	1,071	1,043	1,030	2,158	1,410	1,751	1,831	2,031	2,222	2,462	
	감가상각비	48	48	48	56	56	56	104	152	200	200	248	248	296	
투자액(PE 10인분 당 1000억 원)		1,200	1,200	1,200	1,400	1,400	1,400	2,800	3,800	5,000	5,000	6,200	6,200	7,400	
	순자입금(평균조달금리 2.5%)	1,200	875	471	743	1,941	2,433	7,183	13,167	17,735	21,474	26,720	31,186	37,273	
참고) 순자입금 = 기존자입금 + (설비투자액 - 세후EBITDA)															
Terminal 순이익															
순이익	(억원)	308	480	599	785	787	787	1,698	1,206	1,516	1,647	1,863	2,092	2,355	2,355
[밸류에이션] 참고) 순이익을 자기자본요구수익률로 현재가치를 계산해 합산함															
할인율(자기자본조달비용)	(%)	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	순이익의 현재가치	437	495	590	537	488	655	289	225	152	107	74	52	520	
현재가치 합계(100% 기준)	(억원)	11,853													
	순자입금	875													
대한유화(주)의 분리막PE 사업가치(Enterprise Value)		12,727													

자료: 유안타증권 리서치센터

표 4. Sum-of-parts 로 재 계산된 대한유화(주) 2021 년 적정주가 48 만원 하향(기준 56 만원)

구 분	기준일 (2021.4월)	주요 내역						
(+) 영업자산가치	2조 7,345억원	사업 부문	평균영업이익 (억원)	평균감가상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	적정배율 (배)	가치 적용율 (비상장여부)	적정사업가치(억원)
		▶본사 일반 석화제품	1,309	1,383	2,692	5.5(↓)	100%	1조 4,806
		▶분리막용 PE [자회사]	823	51	874	14.1	100%	1조 2,323(↓)
		▶코리아에어(지분율100%)	39	15	54	5.0	80%	216
		합 계	2,171	1,449	3,620	7.7x		2조 7,345
		주1) 평균 영업이익 = 미래 3개년 간 예상 매출액 x 과거 평균 영업이익률, 석유화학 업황 사이클에 상관없이 얻을 수 있는 평균 수익을 계산하는데 유용함 주2) 비상장계열사 적정가치 계산할 때, EBITDA x 배율 x 지분율 x 비상장 적용율 80%로 계산함 주3) 본사 일반 석화제품 사이클 Peak-out가능성을 반영해 EV/EBITDA 5.5배 적용함 (참고로, 불황 2.5~3.5배, 평균업황 6.5배, 호황 7.5 ~ 8.5배) 분리막용 PE 부문은 성장성을 반영해, 별도로 실적 추정후 현재가치로 환산함. 평균영업이익과 감가상각비는 2021 ~ 2023년 평균 추정치임						
(+) 투자자산가치	1,381억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고	
		한주	40%	1,075	0.5x	538	울산 및 온산공단 전력 공급	
		오드펠드이날코리아	43.6%	390	0.5x	195	석화제품 보관	
		KPIC Dawn Polymer	50%	113	0.5x	57	중국 폴리머 컴파운딩 자회사	
		온산공장 잉여부지				591	10만평 x 평당 59만원	
		합 계				1,381		
(+) 순현금	677억원							
(+) 현금성자산	2,072억원							
(-) 총차입금	1,395억원							
보통주 주주가치(A) 발행주식수(B)	2조 9,403억원 6,176,100주	총발행주식수 6,500,000주 - 자사주 323,900주						
보통주 1주당 가치 (A/B)	48만원/주	※ 목표주가 하향 배경(56만원 → 48만원) : ① 석화사이클 Peak-out 가능성으로 EV/EBITDA 배율 하향, ② 한국 배터리업체 MS 하락 위험을 분리막폴리믹스틱 가치에 반영						

자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 (006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	20,743	18,827	25,834	19,365	21,165
매출원가	19,140	16,673	21,729	16,239	17,696
매출총이익	1,603	2,154	4,105	3,127	3,469
판매비	465	453	759	571	625
영업이익	1,138	1,702	3,345	2,555	2,844
EBITDA	2,614	3,249	4,867	4,109	4,434
영업외손익	139	-24	114	172	172
외환관련손익	-3	-50	19	13	1
이자손익	3	12	10	25	24
관계기업관련손익	78	134	85	134	147
기타	60	-121	0	0	0
법인세비용차감전순손익	1,277	1,677	3,459	2,727	3,016
법인세비용	214	405	833	657	726
계속사업순손익	1,063	1,272	2,626	2,070	2,289
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,063	1,272	2,626	2,070	2,289
지배지분순이익	1,063	1,272	2,614	2,061	2,279
포괄순이익	1,022	1,309	2,626	2,070	2,289
지배지분포괄이익	1,022	1,309	2,614	2,061	2,279

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	2,303	3,032	2,836	4,100	3,201
당기순이익	1,063	1,272	2,626	2,070	2,289
감가상각비	1,475	1,546	1,520	1,552	1,589
외환손익	7	-5	-19	-13	-1
중속, 관계기업 관련손익	-78	-134	-85	-134	-147
자산부채의 증감	52	141	-1,124	710	-447
기타현금흐름	-217	211	-82	-85	-83
투자활동 현금흐름	-1,566	-1,387	-2,467	-3,226	-3,306
투자자산	-38	-488	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,639	-876	-2,460	-3,220	-3,300
유형자산 감소	112	1	0	0	0
기타현금흐름	-2	-24	-7	-6	-6
재무활동 현금흐름	-293	-128	-97	-110	-235
단기차입금	-45	5	101	-97	26
사채 및 장기차입금	0	30	0	278	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-247	-154	-185	-278	-247
기타현금흐름	-1	-9	-13	-14	-14
연결범위변동 등 기타	-1	0	-1,084	327	291
현금의 증감	444	1,516	-812	1,091	-49
기초 현금	537	982	2,498	1,686	2,778
기말 현금	982	2,498	1,686	2,778	2,728
NOPLAT	1,138	1,702	3,345	2,555	2,844
FCF	665	2,156	376	880	-99

자료: 유안타증권

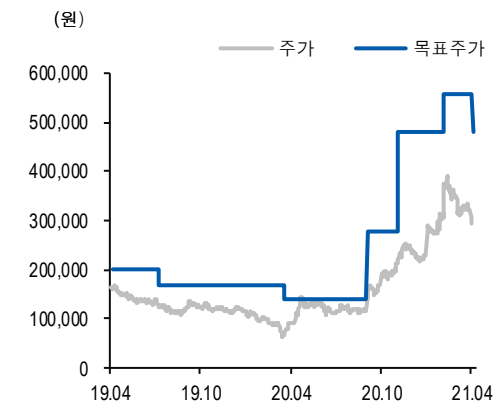
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	4,642	6,052	6,385	6,413	6,658	
현금및현금성자산	982	2,498	1,686	2,778	2,728	
매출채권 및 기타채권	1,967	1,857	2,424	1,860	2,008	
재고자산	1,614	1,242	1,817	1,318	1,464	
비유동자산	15,623	15,223	16,247	18,048	19,905	
유형자산	13,729	13,063	14,002	15,670	17,381	
관계기업등 지분관련자산	1,500	1,673	1,759	1,893	2,040	
기타투자자산	46	62	62	62	62	
자산총계	20,265	21,276	22,632	24,461	26,562	
유동부채	914	690	962	451	520	
매입채무 및 기타채무	661	314	488	352	395	
단기차입금	65	70	171	74	101	
유동성장기부채	0	0	16	-262	-262	
비유동부채	1,565	1,644	1,628	2,184	2,184	
장기차입금	450	480	464	1,020	1,020	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	2,479	2,334	2,590	2,635	2,704	
지배지분	17,786	18,941	20,042	21,826	23,858	
자본금	410	410	410	410	410	
자본잉여금	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643	
이익잉여금	14,791	15,948	17,049	18,832	20,865	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	17,786	18,941	20,042	21,826	23,858	
순차입금	-393	-2,260	-1,347	-2,257	-2,182	
총차입금	619	668	768	950	976	

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	16,360	19,576	40,221	31,714	35,068
BPS	287,983	306,685	324,510	353,388	386,295
EBITDAPS	40,214	49,983	74,871	63,211	68,219
SPS	319,123	289,651	397,441	297,928	325,613
DPS	2,500	3,000	4,500	4,000	3,500
PER	8.4	7.2	7.4	9.3	8.4
PBR	0.5	0.5	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.3	2.1	3.7	4.1	3.8
PSR	0.4	0.5	0.7	1.0	0.9

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	-18.8	-9.2	37.2	-25.0	9.3	
영업이익 증가율 (%)	-64.3	49.5	96.6	-23.6	11.3	
지배순이익 증가율 (%)	-58.7	19.7	105.5	-21.1	10.6	
매출총이익률 (%)	7.7	11.4	15.9	16.1	16.4	
영업이익률 (%)	5.5	9.0	12.9	13.2	13.4	
지배순이익률 (%)	5.1	6.8	10.1	10.6	10.8	
EBITDA 마진 (%)	12.6	17.3	18.8	21.2	21.0	
ROIC	5.8	8.0	15.3	10.8	11.2	
ROA	5.3	6.1	11.9	8.8	8.9	
ROE	6.1	6.9	13.4	9.8	10.0	
부채비율 (%)	13.9	12.3	12.9	12.1	11.3	
순차입금/자기자본 (%)	-2.2	-11.9	-6.7	-10.3	-9.1	
영업이익/금융비용 (배)	78.0	354.5	224.1	171.2	190.5	

대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-08	BUY	480,000	1년		
2021-02-09	Strong Buy	560,000	1년	-39.51	-29.73
2020-11-09	Strong Buy	480,000	1년	-46.95	-34.69
2020-09-07	BUY	280,000	1년	-35.87	-24.29
2020-03-23	HOLD	140,000	1년	-16.23	-
2019-07-11	HOLD	170,000	1년	-33.52	-
2018-10-10	HOLD	200,000	1년	-22.17	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-05

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.