



대한유화 (006650)

SKIET 상장에, 분리막 PE 가치 정당화(+1Q Review)

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

Buy (신규)

목표주가(신규): 410,000원

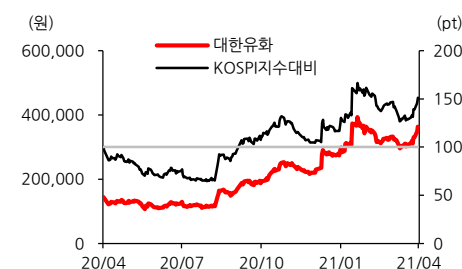
현재 주가(4/28)	336,500원
상승여력	▲21.8%
시가총액	21,873억원
발행주식수	6,500천주
52 주 최고가 / 최저가	393,500 / 106,500원
90 일 일평균 거래대금	338.98억원
외국인 지분율	21.7%
주주 구성	
이순규 (외 17 인)	39.7%
국민연금공단 (외 1 인)	9.3%
자사주 (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.4	12.7	73.5	132.9
상대수익률(KOSPI)	-3.3	9.1	37.8	68.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,883	2,265	2,144	2,105
영업이익	170	322	218	212
EBITDA	325	478	376	385
지배주주순이익	127	257	181	179
EPS	19,576	39,605	27,815	27,544
순차입금	-225	-444	-651	-869
PER	11.7	8.5	12.1	12.2
PBR	0.8	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	3.9	3.6	4.1	3.4
배당수익률	1.3	1.0	1.0	1.0
ROE	6.9	12.8	8.2	7.6

주가 추이



대한유화는 PE/PP/MEG 를 생산하는 순수 석유화학(NCC) 업체이며, 최근 고부가/고성장 분리막용 PE 를 생산하고 있습니다.

1Q 영업이익 컨센 부합. 2016~18년 수준의 실적 달성

1Q 영업이익 865억원(QoQ +7.6%), 영업이익률 15.5%을 기록했다. 여타 석유화학 제품 대비, 시황이 부진했던 HDPE/MEG 비중이 높아, 최대 분기 실적은 못했지만, 초호황기(2016~18년) 수준의 실적을 달성했다.

2Q 영업이익은 914억원(QoQ +5.6%)을 추정한다. 1Q에 발생한 Lagging 효과(100~150억원 추정)는 제거되겠지만, 전반적인(PP/BZ) 판가/마진이 개선되었기 때문이다.

SKIET 상장에, 분리막 PE 가치 정당화

동사는 전기차 배터리의 분리막용 PE 분야에서 세계 1위 업체이며, 2020년부터 해당 분야에 대한 Valuation을 일부 인정 받기 시작했다.

4/26일, SKIET(분리막, 세계 1위) IPO 공모 시가총액이 7.5조원으로 확정되며, 대한유화의 분리막용 PE(세계 1위) 가치가 더 정당화 될 것으로 기대한다. 두 회사는 분리막과 분리막PE 각 분야에서 글로벌 1위이며, 동일한 시장 성장률과, 유사한 초고-마진율을 보유하고 있어 PEER로 설정이 가능하다.

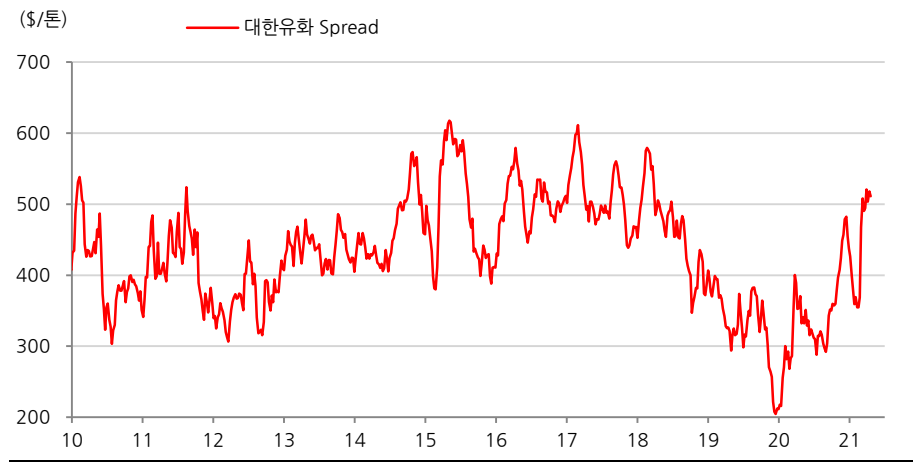
소재(PE)의 경우, 경쟁사 진입이 더 쉬울 수 있겠지만 현재 점유율과 경쟁사들의 증설 계획을 참고, 최소 2026년까지는 글로벌 1위를 유지할 전망이다. 2020년 기준, 대한유화의 분리막용 PE의 EBITDA는 755억원으로 추정, SKIET 대비 30% 할인된 EV/EBITDA 11.7배를 적용, 사업부 가치를 8,809억원으로 계산했다.

투자의견 BUY, 목표주가 41만원

투자의견 BUY, 목표주가 41만원을 제시한다. 현재 NCC 업체는 최상의 시황을 누리고 있지만, 대한유화의 제품 구성(HDPE/MEG/PP)과 공급증가/수요하락에 따른 하반기 마진 조정을 고려, 2021년 추정 BPS 33만원에 과거 중간 수준인 Target PBR 0.8배를 적용했다.

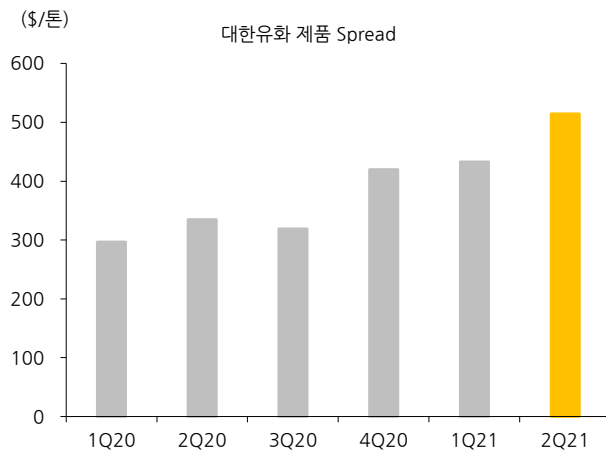
기존 사업의 적정주가(26.2만원)에 분리막 PE 사업가치(+14.3만원)을 추가해 목표주가 41만원을 제시한다. 5월, SKIET 상장 후 추가 상승할("파상") 경우, 추가적인 Valuation 상향도 가능해 보인다.

[그림1] 대한유화 제품 가중평균 Spread



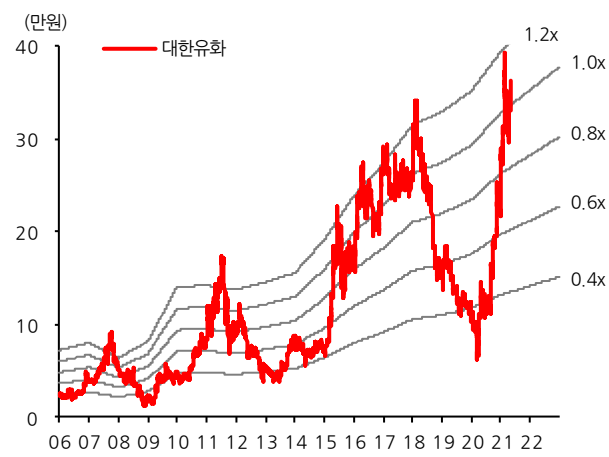
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 대한유화 제품 가중평균 Spread (분기)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 대한유화 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 대한유화 적정 주가 (+분리막 가치)

영업이익(분리막)	600 억원	2021년 추정
감가상각(분리막)	155 억원	2021년 감가상각비의 10%
EBITDA	755 억원	
적용 EV/EBITDA	38.9 배	SKIET 공모가 상단 EV/EBITDA(38.9배)
추정 EV	29,364 억원	
유통주식수	618 만주	
주당 분리막 가치	475,440 원	
⇒ 적용 분리막 가치	142,632 원	SKIET EV/EBITDA 배수의 x30% 만 적용
기준 사업 적정가치	262,526 원	2021년 BPS x Target PBR 0.8배(중단)
목표 주가	410,000 원	
현재 주가	336,500 원	
Upside	21.8%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 대한유화 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	496.0	439.5	434.7	512.5	557.3	584.9	569.6	552.8	1,882.7	2,264.7	2,144.4
QoQ(%)	-12.4%	-11.4%	-1.1%	17.9%	8.7%	4.9%	-2.6%	-2.9%			
YoY(%)	-3.9%	8.6%	-25.9%	-9.5%	12.4%	33.1%	31.0%	7.9%	-9.2%	20.3%	-5.3%
영업이익	-45.7	72.4	63.1	80.4	86.5	91.4	78.0	66.0	170.2	322.0	218.0
영업이익률(%)	-9.2%	16.5%	14.5%	15.7%	15.5%	15.6%	13.7%	11.9%	9.0%	14.2%	10.2%
QoQ(%)	적전	흑전	-12.8%	27.4%	7.6%	5.6%	-14.6%	-15.4%	0.0%	0.0%	0.0%
YoY(%)	적전	흑전	3.8%	579.7%	흑전	26.3%	23.7%	-17.9%	49.5%	89.2%	-32.3%
지배순이익	-30.2	54.1	54.2	49.1	70.6	71.0	63.8	52.1	127.2	257.4	180.8
순이익률(%)	-6.1%	12.3%	12.5%	9.6%	12.7%	12.1%	11.2%	9.4%	6.8%	11.4%	8.4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,074	1,883	2,265	2,144	2,105
매출총이익	160	215	375	268	260
영업이익	114	170	322	218	212
EBITDA	261	325	478	376	385
순이자손익	0	1	4	7	11
외화관련손익	0	-5	0	0	0
지분법손익	8	13	10	10	11
세전계속사업손익	128	168	338	238	236
당기순이익	106	127	256	181	179
지배주주순이익	106	127	257	181	179
증가율(%)					
매출액	-18.8	-9.2	20.3	-5.3	-1.8
영업이익	-64.3	49.5	89.2	-32.3	-2.9
EBITDA	-42.5	24.3	47.2	-21.4	2.5
순이익	-58.7	19.7	101.5	-29.5	-1.0
이익률(%)					
매출총이익률	7.7	11.4	16.5	12.5	12.4
영업이익률	5.5	9.0	14.2	10.2	10.1
EBITDA 이익률	12.6	17.3	21.1	17.5	18.3
세전이익률	6.2	8.9	14.9	11.1	11.2
순이익률	5.1	6.8	11.3	8.4	8.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	230	303	377	348	350
당기순이익	128	168	257	181	179
자산상각비	148	155	156	158	174
운전자본증감	5	14	-29	16	4
매출채권 감소(증가)	0	9	-9	9	1
재고자산 감소(증가)	15	38	-29	7	1
매입채무 증가(감소)	15	-15	9	-2	0
투자현금흐름	-157	-139	-259	-239	-229
유형자산처분(취득)	-153	-89	-140	-120	-110
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-3	0	-120	-120	-120
재무현금흐름	-29	-13	-19	-23	-23
차입금의 증가(감소)	-5	5	0	0	0
자본의 증가(감소)	-25	-15	-19	-23	-23
배당금의 지급	-25	-15	-19	-23	-23
총현금흐름	271	315	406	333	346
(-)운전자본증감(감소)	33	-27	31	-16	-4
(-)설비투자	164	89	140	120	110
(+)자산매각	11	-1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	86	251	235	227	239
(-)기타투자	-37	61	-3	-2	-2
잉여현금	123	190	238	229	241
NOPLAT	95	129	244	165	161
(+) Dep	148	155	156	158	174
(-)운전자본투자	33	-27	31	-16	-4
(-)Capex	164	89	140	120	110
OpFCF	46	221	230	219	228

주1: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	464	605	863	1,054	1,270
현금성자산	101	293	512	718	937
매출채권	197	186	195	186	184
재고자산	161	124	154	147	146
비유동자산	1,562	1,522	1,515	1,487	1,433
투자자산	183	208	217	225	235
유형자산	1,373	1,306	1,290	1,252	1,189
무형자산	7	8	9	9	10
자산총계	2,026	2,128	2,379	2,541	2,703
유동부채	91	69	77	77	78
매입채무	59	25	33	32	31
유동성이자부채	7	8	8	8	8
비유동부채	156	164	169	173	177
비유동이자부채	55	60	60	60	60
부채총계	248	233	246	250	256
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264	264
이익잉여금	1,479	1,595	1,834	1,992	2,148
자본조정	-6	-6	-6	-6	-6
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	1,779	1,894	2,133	2,291	2,447

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	16,360	19,576	39,605	27,815	27,544
BPS	273,632	291,403	328,157	352,473	376,517
DPS	2,500	3,000	3,500	3,500	3,500
CFPS	41,753	48,421	62,459	51,164	53,267
ROA(%)	5.3	6.1	11.4	7.4	6.8
ROE(%)	6.1	6.9	12.8	8.2	7.6
ROIC(%)	6.0	8.4	16.2	11.1	11.3
Multiples(x, %)					
PER	7.2	11.7	8.5	12.1	12.2
PBR	0.4	0.8	1.0	1.0	0.9
PSR	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0
PCR	2.8	4.8	5.4	6.6	6.3
EV/EBITDA	2.8	3.9	3.6	4.1	3.4
배당수익률	2.1	1.3	1.0	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	13.9	12.3	11.5	10.9	10.4
Net debt/Equity	-2.2	-11.9	-20.8	-28.4	-35.5
Net debt/EBITDA	-15.0	-69.2	-92.9	-173.1	-225.5
유동비율	507.8	876.8	1,120.1	1,368.2	1,621.4
이자보상배율(배)	78.0	354.5	1,187.2	803.7	780.2
자산구조(%)					
투하자본	84.8	75.0	67.5	60.7	54.3
현금+투자자산	15.2	25.0	32.5	39.3	45.7
자본구조(%)					
차입금	3.4	3.5	3.1	2.9	2.7
자기자본	96.6	96.5	96.9	97.1	97.3

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 04월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[대한유화 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2016.08.12	2021.04.29				
투자의견	투자등급변경	Buy				
목표가격		410,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.29	Buy	410,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%