



## BUY(Maintain)

목표주가: 440,000원

주가(5/14): 272,000원

시가총액: 17,680억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

## Stock Data

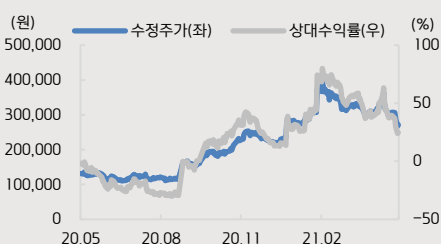
KOSPI(5/14)		3,153.32pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	393,500원	106,500원
등락률	-30.9%	155.4%
수익률	절대	상대
1M	-11.5%	-10.7%
6M	20.4%	-4.8%
1Y	104.5%	24.8%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	88천주
외국인 지분율	20.8%
배당수익률(2020A)	1.3%
BPS(2020A)	291,403원
주요 주주	이순규 외 12인
	39.5%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,882.7	2,344.4
영업이익	318.8	113.8	170.2	350.6
EBITDA	454.3	261.4	324.9	498.0
세전이익	336.4	127.7	167.7	350.0
순이익	257.4	106.3	127.2	273.0
지배주주지분순이익	257.4	106.3	127.2	273.0
EPS(원)	39,602	16,360	19,576	42,005
증감률(%YoY)	20.1	-58.7	19.7	114.6
PER(배)	3.9	7.2	11.7	6.5
PBR(배)	0.6	0.4	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	2.2	2.8	3.9	2.8
영업이익률(%)	12.5	5.5	9.0	15.0
ROE(%)	16.2	6.1	6.9	13.5
순부채비율(%)	0.1	-2.2	-11.9	-17.9

## Price Trend



## 기업브리프

## 대한유화 (006650)

## 모노머/기초유분의 수익성 개선을 고려하자



대한유화는 HDPE/PP 등 폴리머부문의 높은 수익성이 유지되는 가운데, 기초유분/모노머의 스프레드가 최근 개선 추세에 있습니다. 특히 스팀 크래커의 부산물인 BTX가 휘발유/폴리에스터 업황 반등으로 최근 수익성이 크게 개선되고 있습니다. 또한 일부 외부 판매하는 에틸렌 또한 역내 스팟 가용성 제한으로 최근 마진이 반등세에 있습니다. 최근 주가 하락은 과도하다는 판단입니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 2분기도 증익 추세 지속 전망

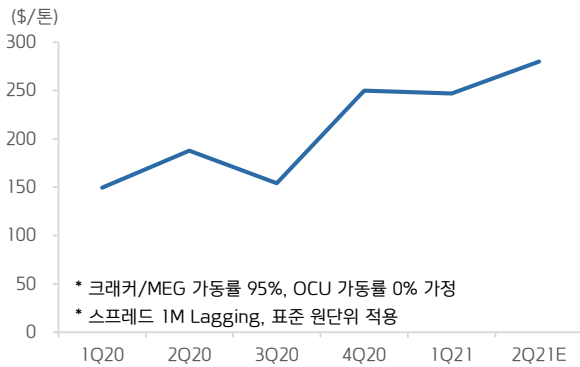
대한유화는 올해 2분기도 증익 추세를 이어갈 전망이다. 미국 크래커들의 재가동 이슈에도 불구하고, 1) 올해 2~3분기 역내/외 크래커들의 정기보수 진행으로 판매 물량의 훼손이 제한되고, 2) 북미 PP 가격이 고점 대비 조정을 받고 있으나, 역내 PP와는 가격 갭이 아직은 큰 상황으로 역내 PP 가격은 높은 수준을 유지하고 있으며, 3) HDPE는 미국 크래커 가동에도 불구하고, 미국 가격은 오히려 상승세를 기록하고 있고, 4) 동사 에틸렌/BTX 스프레드(1M Lagging)가 전 분기 대비 큰 폭으로 개선되었으며, 5) 동사는 올해 유의미한 정기보수가 없기 때문이다. 한편 동사를 비롯한 국내 NCC 업체들의 실제 폴리머 가격은 높은 고부가 제품 판매 비중으로 스팟 가격 대비 프리미엄 거래가 되는 점을 고려할 필요가 있다.

## &gt;&gt;&gt; BTX/에틸렌 마진 개선의 대표 수혜주

최근 BTX 마진이 전 분기 대비 크게 개선되었다. 동사는 SM 플랜트 신설 전에는 BTX를 전량 외부 판매할 전망이다. 동사의 BTX 합산 생산능력은 29만톤으로 Mixed-C4, 에틸렌 보다 외부 판매 비중이 높다. 한편 최근 BTX 스프레드가 호조세를 기록하고 있는 이유는 1) 휘발유 마진 급등으로 BTX와 휘발유 생산간 밸런스가 조정되었고, 2) 역내 SM/ABS/PS 수요 증가로 벤젠 수요가 증가하였으며, 3) 중국 TPA 공급 증가로 자일렌도 수익성이 개선되었고, 4) 중국의 재고 감소, 운송비 급증 및 가솔린(옥탄촉진제 용도) 수요 증가 영향이 지속되고 있는 가운데, HDA(톨루엔을 벤젠으로 전환), TDP(톨루엔을 PX/벤젠으로 전환) 설비들의 경제성 확보로 톨루엔 수요도 증가하고 있기 때문이다. 참고로 동사의 올해 2분기 BTX 스프레드(판매량 가중평균, 추정치)는 전 분기 대비 44.2% 상승하였다.

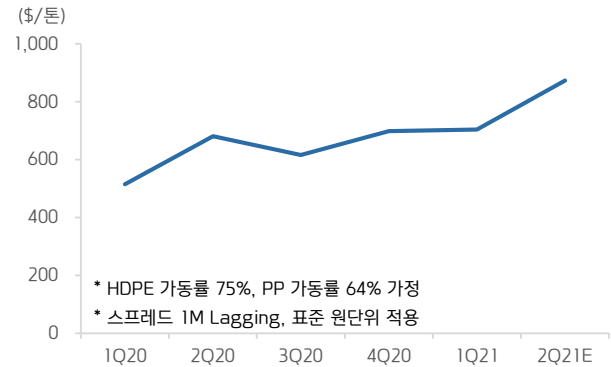
에틸렌은 국내에서 외부 판매할 수 있는 업체가 제한된 가운데, 동사는 제품 믹스를 고려할 경우 연간 20만톤 이상의 에틸렌을 외부 판매 가능하다. 이에 에틸렌 스프레드 변동이 타 국내 NCC 업체 대비 실적에 영향을 미치는 구조를 보유하고 있다. 참고로 올해 2분기 누적 에틸렌 스프레드(1M Lagging)는 전 분기 대비 톤당 \$50 이상 상승하였고, 향후 몇 개월 동안 중국 크래커 정기보수, 한국/일본의 다운스트림 강세 및 태국 PTTGC 생산 차질로 스팟 가용성이 제한될 것으로 보인다. 또한 동사는 MEG 업황 부진 시 에틸렌/HPEO/OCU 생산/판매 비중을 조정하며, 수익성을 강화한다.

## 대한유화 기초유분/모노머부문 가중평균 스프레드(추정치) 추이



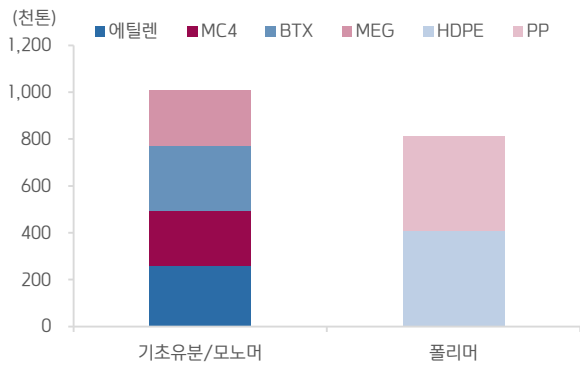
자료: 씨스켄, KITA, KPIA, 대한유화, 키움증권 리서치

## 대한유화 폴리머부문 가중평균 스프레드(추정치) 추이



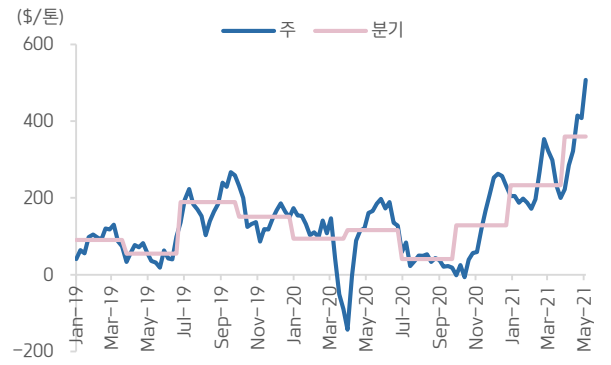
자료: 씨스켄, KITA, KPIA, 대한유화, 키움증권 리서치

## 대한유화 기초유분/모노머/폴리머 판매량(추정치)



자료: KPIA, 대한유화, 키움증권 리서치

## 국내 벤젠 스프레드(1M Lagging) 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

## 대한유화 실적 전망

(십억원)	2020				2021				2018	2019	2020	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	496	439	435	513	557	614	598	576	2,554	2,074	1,883	2,344
영업이익	-46	72	63	80	86	94	94	76	319	114	170	351
%	-9.2	16.5	14.5	15.7	15.5	15.4	15.8	13.1	12.5	5.5	9.0	15.0

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,882.7	2,344.4	2,630.7
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,667.3	1,937.5	2,195.6
매출총이익	375.6	160.3	215.4	406.9	435.2
판매비	56.8	46.5	45.3	56.2	63.0
영업이익	318.8	113.8	170.2	350.6	372.2
EBITDA	454.3	261.4	324.9	498.0	520.0
영업외손익	17.6	13.9	-2.4	-0.6	0.6
이자수익	1.9	1.8	1.7	2.7	3.9
이자비용	3.6	1.5	0.5	0.5	0.5
외환관련이익	9.0	8.1	7.2	6.2	6.2
외환관련손실	9.6	8.3	12.1	11.7	11.7
종속 및 관계기업손익	8.4	7.8	13.4	13.4	13.4
기타	11.5	6.0	-12.1	-10.7	-10.7
법인세차감전이익	336.4	127.7	167.7	350.0	372.8
법인세비용	79.0	21.4	40.5	77.0	82.0
계속사업순이익	257.4	106.3	127.2	273.0	290.8
당기순이익	257.4	106.3	127.2	273.0	290.8
지배주주순이익	257.4	106.3	127.2	273.0	290.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	43.5	-18.8	-9.2	24.5	12.2
영업이익 증감율	12.2	-64.3	49.6	106.0	6.2
EBITDA 증감율	19.8	-42.5	24.3	53.3	4.4
지배주주순이익 증감율	20.1	-58.7	19.7	114.6	6.5
EPS 증감율	20.1	-58.7	19.7	114.6	6.5
매출총이익률(%)	14.7	7.7	11.4	17.4	16.5
영업이익률(%)	12.5	5.5	9.0	15.0	14.1
EBITDA Margin(%)	17.8	12.6	17.3	21.2	19.8
지배주주순이익률(%)	10.1	5.1	6.8	11.6	11.1

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	428.7	464.2	605.2	842.2	1,096.8
현금 및 현금성자산	53.7	98.2	249.8	409.8	616.4
단기금융자산	3.0	43.0	43.9	44.7	45.6
매출채권 및 기타채권	201.7	196.7	185.7	231.2	259.4
재고자산	167.6	161.4	124.2	154.6	173.5
기타유동자산	5.7	7.9	45.5	46.6	47.5
비유동자산	1,555.2	1,562.3	1,522.3	1,545.6	1,568.5
투자자산	154.5	173.5	194.2	214.8	235.5
유형자산	1,381.4	1,372.9	1,306.3	1,309.1	1,311.3
무형자산	6.4	6.5	7.9	7.7	7.6
기타비유동자산	12.9	9.4	13.9	14.0	14.1
자산총계	1,983.9	2,026.5	2,127.6	2,387.8	2,665.2
유동부채	134.8	91.4	69.0	71.1	72.6
매입채무 및 기타채무	75.1	66.1	31.4	33.5	35.0
단기금융부채	6.5	8.1	8.1	8.1	8.1
기타유동부채	53.2	17.2	29.5	29.5	29.5
비유동부채	148.0	156.5	164.4	164.4	164.4
장기금융부채	155.5	160.9	160.9	160.9	160.9
기타비유동부채	-7.5	-4.4	3.5	3.5	3.5
부채총계	282.8	247.9	233.4	235.5	237.0
자본지분	1,701.1	1,778.6	1,894.1	2,152.3	2,428.3
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타자본	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7
기타포괄손익누계액	-0.2	-0.2	-0.3	3.4	7.1
이익잉여금	1,401.6	1,479.1	1,594.8	1,849.3	2,121.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,701.1	1,778.6	1,894.1	2,152.3	2,428.3

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	350.9	230.3	303.2	507.6	554.1
당기순이익	257.4	106.3	127.2	273.0	290.8
비현금항목의 가감	147.7	143.7	147.0	212.7	217.0
유형자산감가상각비	135.5	147.5	154.6	147.2	147.7
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-8.4	-7.8	-13.4	-13.4	-13.4
기타	20.6	4.0	5.7	78.8	82.6
영업활동자산부채증감	-61.1	5.2	14.1	-74.0	-45.7
매출채권및기타채권의감소	19.4	-0.2	8.8	-45.5	-28.2
재고자산의감소	-5.2	15.1	37.7	-30.5	-18.9
매입채무및기타채무의증가	-59.4	14.8	-15.4	2.1	1.5
기타	-15.9	-24.5	-17.0	-0.1	-0.1
기타현금흐름	6.9	-24.9	14.9	95.9	92.0
투자활동 현금흐름	-116.6	-156.6	-138.7	-162.7	-162.8
유형자산의 취득	-125.8	-163.9	-87.6	-150.0	-150.0
유형자산의 처분	10.4	11.2	0.1	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.8	-0.2	-1.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.8	2.1	-5.5	-7.2	-7.2
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-3.0	-40.0	-0.9	-0.9
기타	-3.2	-2.8	-4.7	-4.6	-4.7
재무활동 현금흐름	-190.2	-29.3	-12.8	-19.4	-19.4
차입금의 증가(감소)	-165.5	-4.5	3.5	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.7	-24.7	-15.4	-18.5	-18.5
기타	0.0	-0.1	-0.9	-0.9	-0.9
기타현금흐름	0.0	-0.1	0.0	-165.4	-165.4
현금 및 현금성자산의 순증가	44.0	44.4	151.6	160.1	206.5
기초현금 및 현금성자산	9.7	53.7	98.2	249.8	409.8
기말현금 및 현금성자산	53.7	98.2	249.8	409.8	616.4

자료: 키움증권 리서치

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	39,602	16,360	19,576	42,005	44,731
BPS	261,707	273,632	291,403	331,128	373,579
CFPS	62,323	38,464	42,191	74,727	78,113
DPS	4,000	2,500	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	3.9	7.2	11.7	6.5	6.1
PER(최고)	8.8	11.4	13.3		
PER(최저)	3.6	6.4	3.1		
PBR	0.6	0.4	0.8	0.8	0.7
PBR(최고)	1.3	0.7	0.9		
PBR(최저)	0.6	0.4	0.2		
PSR	0.4	0.4	0.8	0.8	0.7
PCFR	2.5	3.1	5.5	3.6	3.5
EV/EBITDA	2.2	2.8	3.9	2.8	2.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.6	14.5	14.6	6.8	6.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.6	2.1	1.3	1.1	1.1
ROA	13.0	5.3	6.1	12.1	11.5
ROE	16.2	6.1	6.9	13.5	12.7
ROIC	15.0	6.0	8.1	16.9	17.2
매출채권회전율	12.0	10.4	9.8	11.2	10.7
재고자산회전율	14.9	12.6	13.2	16.8	16.0
부채비율	16.6	13.9	12.3	10.9	9.8
순차입금비율	0.1	-2.2	-11.9	-17.9	-24.4
이자보상배율	88.0	78.0	354.5	730.6	775.4
총차입금	56.0	61.9	67.8	67.8	67.8
순차입금	2.3	-39.2	-225.0	-385.9	-593.3
NOPLAT	454.3	261.4	324.9	498.0	520.0
FCF	202.9	98.7	211.7	196.9	242.4

## Compliance Notice

- 당사는 5월 14일 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

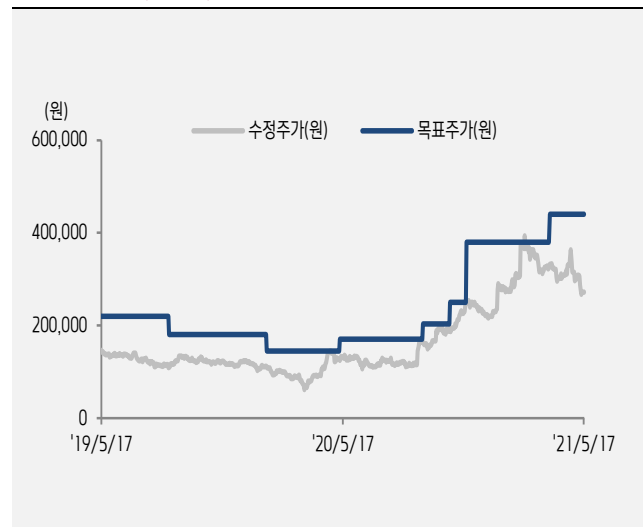
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가격 대상 사점	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	-28.93	-17.50
	2021-05-17	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(2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%