

# 대한유화 (006650)

## Rock Bottom Call (Feat. 분리막소재 가치 미반영)

### 2Q21~3Q21 실적 감소는 주가에 기반영

2Q21 영업이익은 798억원(QoQ -8%, YoY +10%)으로 컨센 (855억원)을 7% 하회할 전망이다. 아시아 코로나 재확산 및 전방 생산 병목에 따른 일시적 수요 급감, 납사 상승 등 영향이다. 부진은 7월까지 지속되어 3Q21 영업이익은 611억원(QoQ -24%)으로 감소한다. 하지만, 3Q21까지의 부진을 선반영해 주가는 이미 고점 대비 34% 하락했다.

### 8~9월 실적 개선 전망 이유: 시황 반등 & 납사가격 안정화

대한유화의 주력제품인 C4, BTX는 이미 6월부터 강한 상승이 시작되었고, 7월부터는 에틸렌, PE/PP, MEG가 반등하기 시작했다. 앞서 언급한 일시적 수요 부진이 해소되기 시작한 영향이다. 문제는 유가보다 강한 납사다. 하지만, 이는 아시아 정제설비 가동률이 낮은 상황에서 휘발유 수요가 급증하면서 나타나는 일시적 현상이다. 유가의 하향 안정화와 정제설비 가동률 상승 등을 감안하면, 하반기 납사는 안정화되면서 8~9월부터의 실적 개선을 견인할 것이다.

### 기업가치에 분리막PE 가치는 미반영. 압도적인 저평가

대한유화의 기업가치(EV)에 분리막PE의 가치는 전혀 반영되어 있지 않다. 2021년 추정 롯데케미칼 EV 8.4조원을 에틸렌Capa로 나눈 에틸렌 백만톤 당 EV는 2.3조원 가량이 나, 동일하게 계산한 대한유화의 그것(=EV 1.2조원/에틸렌 80만톤)은 1.5조원에 불과해 35% 할인 상태다. 롯데케미칼의 상대적 포트폴리오 우위를 감안해도 현 주가에 분리막PE 가치는 전혀 반영되지 않았다. 최근 주요 고객 중 하나인 SKIET의 주가상승과 높은 Multiple(2022년 EV/EBITDA 35배, 창신신소재 EV/EBITDA 66배)감안 시, 현 EV/EBITDA 3배에서 재평가가 절실하다. LG화학-도레이의 분리막 JV설립에 따른 추가 국내 고객사 확보 가능성을 감안하면, 대한유화는 글로벌 1위 분리막PE 사업자로서의 성장성을 점차 인정받을 수 있을 것이다. 현 주가는 12M Fwd PBR 0.7배로 과거 바닥권 수준의 Valuation에 불과하며, 2021년 말 추정 기준 4천억원에 달하는 역대급 순현금 감안 시 이만큼 안정된 재무구조와 저평가된 배터리 소재 업체를 찾기는 힘들다. 약점은 10%에 불과한 배당성향이나, 국내 경쟁 화학업체의 배당성향 20~30%를 경영진도 알고 있을 것으로 판단한다.

### Earnings Preview

**BUY**

| TP(12M): 400,000원 | CP(7월16일): 259,500원

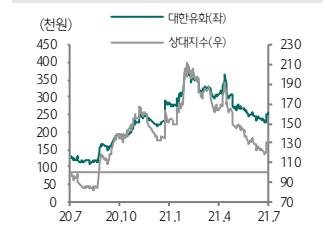
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,276.91
52주 최고/최저(원)	393,500/111,000
시가총액(십억원)	1,686.8
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	6,500.0
60일 평균 거래량(천주)	86.2
60일 평균 거래대금(십억원)	23.8
21년 배당금(예상, 원)	4,000
21년 배당수익률(예상, %)	1.54
외국인지분율(%)	16.90
주요주주 지분율(%)	
이순규 외 16 인	39.50
국민연금공단	8.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.6 (7.7) 103.5
상대	1.6 (13.0) 35.6

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,346.8	2,373.7
영업이익(십억원)	321.8	287.3
순이익(십억원)	253.2	229.6
EPS(원)	38,955	35,306
BPS(원)	342,787	377,696

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	2,074.3	1,882.7	2,382.6	2,656.3	2,672.6
영업이익	십억원	113.8	170.2	307.9	365.2	358.3
세전이익	십억원	127.7	167.7	319.2	378.3	373.6
순이익	십억원	106.3	127.2	242.6	287.5	282.9
EPS	원	16,360	19,576	37,324	44,235	43,521
증감율	%	(58.69)	19.66	90.66	18.52	(1.61)
PER	배	7.18	11.75	6.95	5.87	5.96
PBR	배	0.43	0.79	0.79	0.71	0.64
EV/EBITDA	배	2.77	3.91	3.00	2.16	1.66
ROE	%	6.11	6.93	12.09	12.78	11.27
BPS	원	274,192	291,963	326,436	366,870	406,590
DPS	원	2,500	3,000	4,000	4,000	4,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 하재선

02-3771-3869

jaeseon.ha@hanafn.com

표 1. 대한유화 2Q21 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q21F	1Q21	2Q20	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	598.8	559.6	439.5	36.2	7.0	601.3	-0.4
영업이익	79.8	86.5	72.4	10.2	-7.7	85.5	-6.7
세전이익	79.9	93.5	73.1	9.3	-14.5	N/A	N/A
순이익	60.7	70.6	54.1	12.2	-14.0	64.1	-5.3
영업이익률	13.3	15.5	16.5	-3.1	-2.1	14.2	-0.9
세전이익률	13.3	16.7	16.6	-3.3	-3.4	0.0	13.3
순이익률	10.1	12.6	12.3	-2.2	-2.5	10.7	-0.5

자료: 하나금융투자

표 2. 대한유화 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2021F		2022F	
	변경후	변경전	변경후	변경전
매출액	2,382.6	2,553.1	2,656.3	2,795.5
영업이익	307.9	399.8	365.2	422.7
세전이익	319.2	411.4	378.3	436.6
순이익	242.6	312.6	287.5	331.8
영업이익률	12.9	15.7	13.7	15.1
세전이익률	13.4	16.1	14.2	15.6
순이익률	10.2	12.2	10.8	11.9

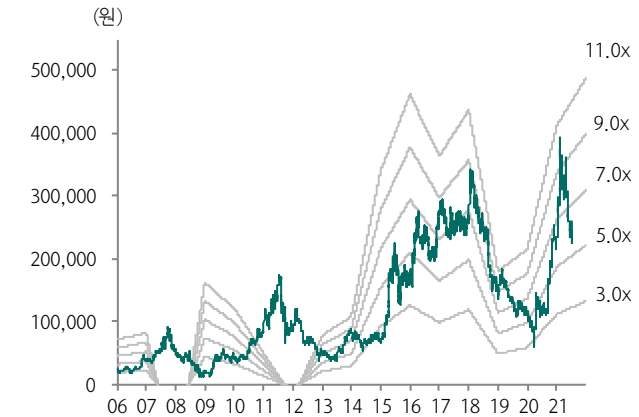
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한유화 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 대한유화 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 롯데케미칼과 대한유화의 Capa 당 EV 비교. 대한유화가 롯데케미칼 대비 35% 할인 상태

(십억원)	롯데케미칼	대한유화(현재)
시총(7/16)	9,254	1,687
순차입금	-864	-475
기업가치(EV)	8,391	1,212
에틸렌 Capa(천톤)	3,625	800
백만톤 당 EV(십억원)	2,315	1,515
롯데케미칼 대비 EV 할인율		-35%

\*주: 순차입금은 2021년 기준

\*\*주: LC USA는 롯데케미칼 보유 지분 비율(53.23%)에 해당하는 에틸렌 Capa만 합산

자료: 하나금융투자

표 3. 글로벌 습식 분리막 상위 4개사 Valuation 비교

		창신신소재	SKIET	아사히카세이	도레이
PBR	2021F	13.4	7.4	1.3	1.0
	2022F	16.9	8.4	1.1	0.9
PER	2021F	113.9	105.4	22.5	27.9
	2022F	103.2	69.0	10.9	14.1
ROE	2021F	14.3	8.5	5.6	3.9
	2022F	16.7	10.2	9.9	6.3
EV/EBITDA	2021F	71.8	50.6	8.0	10.1
	2022F	66.1	34.8	6.6	8.1

자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 4. 대한유화 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
매출액	496.0	439.5	434.7	506.5	559.6	598.8	598.8	625.4	2,074.3	1,876.7	2,382.6	2,656.3
QoQ(%)	-12.4%	-11.4%	-1.1%	16.5%	10.5%	7.0%	0.0%	4.4%				
YoY(%)	-3.9%	8.6%	-25.9%	-10.6%	12.8%	36.2%	37.8%	23.5%	-18.8%	-9.5%	27.0%	11.5%
영업이익	(45.7)	72.4	63.1	75.9	86.5	79.8	61.1	80.5	113.8	165.7	307.9	365.2
영업이익률(%)	-9.2%	16.5%	14.5%	15.0%	15.5%	13.3%	10.2%	12.9%	5.5%	8.8%	12.9%	13.7%
QoQ(%)	적전	흑전	-12.8%	20.3%	14.0%	-7.8%	-23.5%	31.8%				
YoY(%)	적전	흑전	3.8%	541.5%	흑전	10.2%	-3.3%	6.0%	-64.3%	45.5%	85.8%	18.6%
당기순이익	(30.2)	54.1	54.2	49.1	69.2	83.3	86.3	73.8	106.3	127.2	312.6	331.8
QoQ(%)	적전	흑전	0.3%	-9.4%	40.8%	20.4%	3.6%	-14.5%				
YoY(%)	적전	흑전	10.0%	359.8%	흑전	54.1%	59.2%	50.2%	-58.7%	19.7%	145.7%	6.1%
지배순이익	-30.2	54.1	54.2	49.1	69.2	83.3	86.3	73.8	106.3	127.2	312.6	331.8

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,074.3	1,882.7	2,382.6	2,656.3	2,672.6
매출원가	1,914.0	1,667.3	2,020.8	2,230.9	2,252.8
매출총이익	160.3	215.4	361.8	425.4	419.8
판매비	46.5	45.3	53.9	60.2	61.4
영업이익	113.8	170.2	307.9	365.2	358.3
금융손익	0.1	(3.7)	(2.1)	(0.3)	1.8
종속/관계기업손익	7.8	13.4	13.4	13.4	13.4
기타영업외손익	6.0	(12.1)	0.0	0.0	0.0
세전이익	127.7	167.7	319.2	378.3	373.6
법인세	21.4	40.5	76.6	90.8	89.7
계속사업이익	106.3	127.2	242.6	287.5	283.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	106.3	127.2	242.6	287.5	283.9
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
지배주주순이익	106.3	127.2	242.6	287.5	282.9
지배주주지분포괄이익	102.2	130.9	242.6	287.5	283.9
NOPAT	94.8	129.1	234.0	277.5	272.3
EBITDA	261.4	324.9	425.2	482.0	475.9
성장성(%)					
매출액증가율	(18.78)	(9.24)	26.55	11.49	0.61
NOPAT증가율	(61.15)	36.18	81.25	18.59	(1.87)
EBITDA증가율	(42.46)	24.29	30.87	13.36	(1.27)
영업이익증가율	(64.30)	49.56	80.90	18.61	(1.89)
(지배주주)순이익증가율	(58.70)	19.66	90.72	18.51	(1.60)
EPS증가율	(58.69)	19.66	90.66	18.52	(1.61)
수익성(%)					
매출총이익률	7.73	11.44	15.19	16.01	15.71
EBITDA이익률	12.60	17.26	17.85	18.15	17.81
영업이익률	5.49	9.04	12.92	13.75	13.41
계속사업이익률	5.12	6.76	10.18	10.82	10.62

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	16,360	19,576	37,324	44,235	43,521
BPS	274,192	291,963	326,436	366,870	406,590
CFPS	38,464	42,191	64,963	73,707	72,761
EBITDAPS	40,214	49,983	65,413	74,156	73,210
SPS	319,123	289,651	366,552	408,657	411,163
DPS	2,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	7.18	11.75	6.95	5.87	5.96
PBR	0.43	0.79	0.79	0.71	0.64
PCR	3.05	5.45	3.99	3.52	3.57
EV/EBITDA	2.77	3.91	3.00	2.16	1.66
PSR	0.37	0.79	0.71	0.64	0.63
재무비율(%)					
ROE	6.11	6.93	12.09	12.78	11.27
ROA	5.30	6.13	10.82	11.55	10.27
ROIC	6.27	8.73	16.24	19.20	18.77
부채비율	13.94	12.32	11.24	10.18	9.22
순부채비율	(2.21)	(11.88)	(19.46)	(27.14)	(33.98)
이자보상배율(배)	77.99	354.54	613.29	726.08	711.77

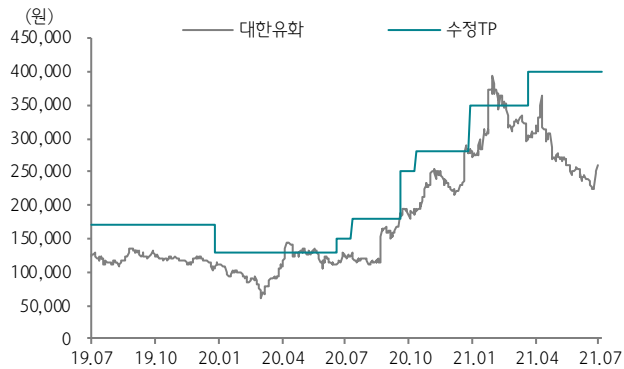
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	464.2	605.2	823.9	1,082.8	1,336.0
금융자산	101.2	292.8	480.2	714.2	965.2
현금성자산	98.2	249.8	425.8	653.6	904.1
매출채권	186.1	179.0	196.9	219.5	220.9
재고자산	161.4	124.2	136.6	138.0	138.8
기타유동자산	15.5	9.2	10.2	11.1	11.1
비유동자산	1,562.3	1,522.3	1,532.3	1,540.6	1,547.6
투자자산	154.5	173.5	190.8	193.5	194.6
금융자산	4.6	6.2	6.8	7.5	7.6
유형자산	1,372.9	1,306.3	1,299.0	1,304.8	1,310.7
무형자산	6.5	7.9	7.8	7.7	7.6
기타비유동자산	28.4	34.6	34.7	34.6	34.7
자산총계	2,026.5	2,127.6	2,356.2	2,623.4	2,883.6
유동부채	91.4	69.0	72.5	75.9	76.1
금융부채	6.5	8.1	8.2	8.3	8.3
매입채무	21.8	6.4	7.0	7.9	7.9
기타유동부채	63.1	54.5	57.3	59.7	59.9
비유동부채	156.5	164.4	165.5	166.5	167.2
금융부채	55.4	59.8	59.8	59.8	59.8
기타비유동부채	101.1	104.6	105.7	106.7	107.4
부채총계	247.9	233.4	238.0	242.4	243.3
지배주주지분	1,778.6	1,894.1	2,118.2	2,381.0	2,639.2
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
자본조정	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	1,479.1	1,594.8	1,818.9	2,081.7	2,339.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1
자본총계	1,778.6	1,894.1	2,118.2	2,381.0	2,640.3
순금융부채	(39.2)	(225.0)	(412.3)	(646.2)	(897.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	230.3	303.2	341.9	397.2	393.0
당기순이익	106.3	127.2	242.6	287.5	283.9
조정	12	16	11	11	11
감가상각비	147.5	154.7	117.3	116.9	117.5
외환거래손익	0.7	(0.5)	5.0	5.0	5.0
지분법손익	(7.8)	(13.4)	(13.4)	(13.4)	(13.4)
기타	(128.4)	(124.8)	(97.9)	(97.5)	(98.1)
영업활동 자산부채 변동	5.2	14.1	(9.5)	1.2	(0.1)
투자활동 현금흐름	(156.6)	(138.7)	(130.2)	(123.0)	(116.4)
투자자산감소(증가)	2.1	(5.5)	(3.9)	10.8	12.3
자본증가(감소)	(152.6)	(87.5)	(109.9)	(122.6)	(123.3)
기타	(6.1)	(45.7)	(16.4)	(11.2)	(5.4)
재무활동 현금흐름	(29.3)	(12.8)	(18.4)	(24.6)	(24.7)
금융부채증가(감소)	5.9	5.9	0.1	0.1	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.5)	(3.3)	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(24.7)	(15.4)	(18.5)	(24.7)	(24.7)
현금의 증감	44.4	151.6	176.0	227.8	250.5
Unlevered CFO	250.0	274.2	422.3	479.1	472.9
Free Cash Flow	66.5	215.6	232.0	274.6	269.6

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 대한유화



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.8	BUY	400,000		
21.1.13	BUY	350,000	-8.08%	12.43%
20.10.28	BUY	280,000	-16.41%	3.75%
20.10.6	BUY	250,000	-24.01%	-21.80%
20.7.28	BUY	180,000	-25.46%	4.72%
20.7.6	BUY	150,000	-18.60%	-14.00%
20.1.12	BUY	130,000	-17.46%	11.15%
19.7.9	BUY	170,000	-29.30%	-21.18%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.21%	5.79%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 07월 16일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 7월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 7월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.