

2021. 10. 29



▲ 정유/화학

Analyst **노우호**
02. 6454-4867
wooho.rho@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 270,000 원

현재주가 (10.29) 185,000 원

상승여력 45.9%

KOSPI 2,970.68pt

시가총액 12,025억원

발행주식수 650만주

유동주식비율 50.60%

외국인비중 12.68%

52주 최고/최저가 393,500원/185,000원

평균거래대금 170.1억원

주요주주(%)

이순규 외 16 인 39.50

국민연금공단 7.09

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -17.8 -41.4 -4.1

상대주가 -15.3 -37.3 -24.9

주가그래프



대한유화 006650

미래 성장성 보다는 본업 수익성 개선 확인 필요

- ✓ 2H21 수익성 둔화로 시장 예상치의 상향 가능성은 낮아져
- ✓ 중국발 공급병목 현상 직접 수혜 제한적, 오히려 수급 완화에 따른 시황 둔화 우려
- ✓ 2차전지 분리막 PE사업의 미래 성장성 긍정적, 주가 반등의 선결 조건은 본업의 개선되는 수익성 확인 필요
- ✓ 투자의견 Hold 유지, 적정주가는 2H21 실적 추정치 하향 조정으로 27만원을 제시

시황 둔화가 반영된 연간 컨센서스는 하향 조정 중

동사의 2H21 영업이익은 656억원(-60% HoH)으로 감소할 전망이다. 부진한 이익 배경은 (1) 국제유가의 강세에 따른 고가 원재료 투입에 따른 수익성 악화, (2) 공급 병목 현상 완화에 따른 주력 제품들의 가격 약세 전환을 예상하기 때문이다. 이를 반영한 4Q21 영업이익은 335억원(이익률 5.1%)을 추정한다.

중국의 전력난 이후의 화학 시황: 공급 부담 Up, 수요 수준 유사

하반기 화학 시황의 변수는 중국의 석탄가격/전력난에 따른 공급 병목현상이다. 해당 현상의 최대 수혜 제품은 가성소다/PVC/MEG/PTA 등이다. 해당 제품들의 가격 상승폭은 9월 대비 각각 +15%, +38%, +21%, +4%이다. 10월 들어 중국 정부는 공급정상화 방안으로 석탄수입 일부 재개했고 중국 주요 산업별 제조업 가동률 또한 반등했다. 10/10 60%까지 급락했던 PTA의 가동률은 27일 기준 75%로 상승했다. 중국 정부의 점진적 공급 정상화 정책으로 기존 계획된 신규 화학설비들의 증설(2022년 에틸렌 기준 620만톤 증설)과 기존 설비들의 가동률 정상화에 따른 공급량 증가가 예상된다.

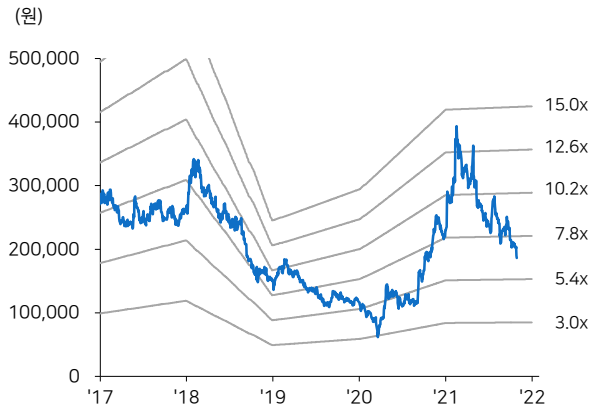
또한 막연한 수요 회복 기대감을 경계한다. (1) 지난 10월 중국의 전통적 수요 성수기 기간 수요 회복률이 Covid19 이전 수준의 60%에 불과, (2) 중국 정부의 공동부유 정책 추진으로 과거와 유사한 경기부양 조치는 낮아질 점, (3) 재고수준은 낮은 편이나 회의적인 구매심리로 재고확보 움직임이 활발하지 않을 점 때문이다.

미래 성장성 보다는 주력 제품들의 수익성 확인 필요

투자의견 Hold 유지, 적정주가는 27만원을 제시(추정치 기준 PBR 0.9배)

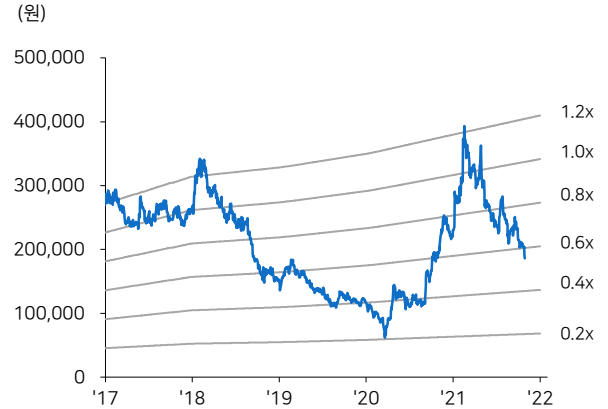
| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2019 | 2,074.3 | 113.9 | 106.3 | 16,360 | -58.7 | 273,632 | 7.2 | 0.4 | 2.8 | 6.1 | 13.9 |
| 2020 | 1,882.7 | 170.2 | 127.2 | 19,576 | 19.7 | 291,403 | 11.7 | 0.8 | 3.9 | 6.9 | 12.3 |
| 2021E | 2,481.0 | 227.9 | 181.8 | 27,968 | 42.9 | 316,620 | 6.6 | 0.6 | 2.9 | 9.2 | 15.9 |
| 2022E | 2,482.7 | 232.9 | 184.1 | 28,326 | 1.3 | 341,620 | 6.5 | 0.5 | 2.6 | 8.6 | 15.9 |
| 2023E | 2,516.1 | 252.0 | 200.7 | 39,274 | 38.6 | 377,093 | 4.7 | 0.5 | 1.2 | 10.9 | 9.4 |

그림1 대한유화 12M Fwd PER 밴드



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 대한유화 12M Trailing PBR 밴드



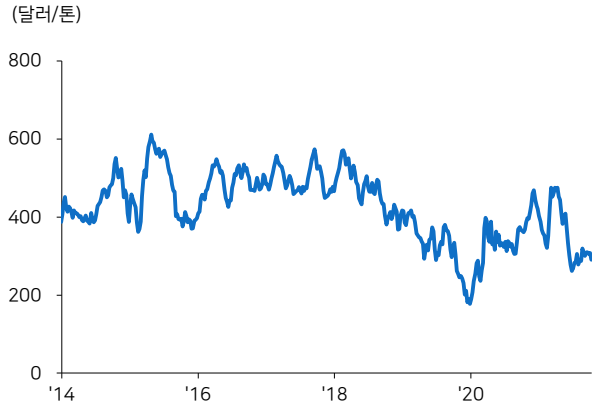
자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 대한유화 실적 추정

| (십억원) | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21P | 4Q21E | 1Q22E | 2Q22E | 3Q22E | 4Q22E | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 559.6 | 634.4 | 634.1 | 652.9 | 621.7 | 623.0 | 605.6 | 632.3 | 2,481.0 | 2,482.7 | 2,516.1 |
| 영업이익 | 86.5 | 75.7 | 32.1 | 33.5 | 45.3 | 48.2 | 65.5 | 73.9 | 227.9 | 232.9 | 252.0 |
| %OP | 15.5% | 11.9% | 5.1% | 5.1% | 7.3% | 7.7% | 10.8% | 11.7% | 9.2% | 9.4% | 10.0% |
| 세전이익 | 93.5 | 78.4 | 40.1 | 36.5 | 48.3 | 48.5 | 68.5 | 76.9 | 248.5 | 242.3 | 264.0 |
| 순이익(지배주주) | 70.6 | 58.4 | 30.9 | 27.7 | 36.7 | 36.9 | 52.1 | 58.5 | 187.6 | 184.1 | 200.7 |
| %YoY | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 12.8 | 44.3 | 45.9 | 27.4 | 11.1 | -1.8 | -4.5 | -3.2 | 31.8 | 0.1 | 1.3 |
| 영업이익 | 흑전 | 4.6 | -49.1 | -58.4 | -47.6 | -36.4 | 104.1 | 120.9 | 33.9 | 2.2 | 8.2 |
| 세전이익 | 흑전 | 7.3 | -43.8 | -43.0 | -48.3 | -38.2 | 70.7 | 110.9 | 48.2 | -2.5 | 9.0 |
| 순이익(지배) | 흑전 | 8.1 | -43.1 | -43.6 | -48.0 | -36.9 | 68.7 | 110.9 | 47.5 | -1.9 | 9.0 |
| %QoQ | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 9.2 | 13.4 | 0.0 | 3.0 | -4.8 | 0.2 | -2.8 | 4.4 | | | |
| 영업이익 | 7.6 | -12.5 | -57.6 | 4.3 | 35.4 | 6.3 | 36.0 | 12.8 | | | |
| 세전이익 | 46.1 | -16.1 | -48.8 | -9.1 | 32.5 | 0.4 | 41.2 | 12.3 | | | |
| 순이익(지배) | 43.7 | -17.2 | -47.2 | -10.2 | 32.5 | 0.4 | 41.2 | 12.3 | | | |

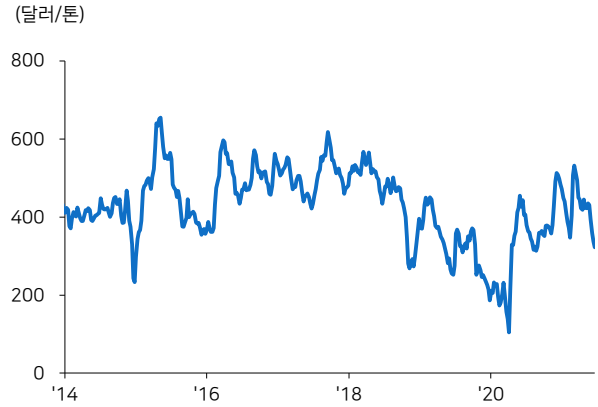
자료: 대한유화, 메리츠증권 리서치센터

그림3 대한유화 통합스프레드: 스팟 기준



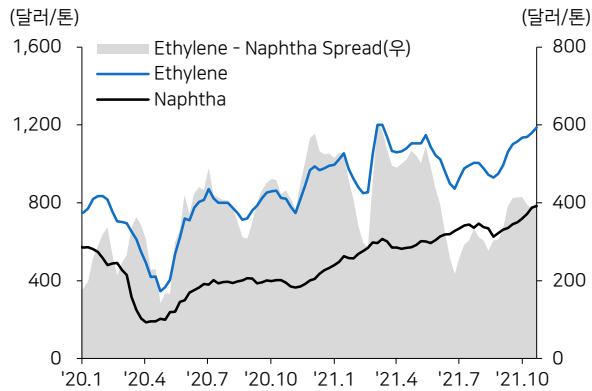
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 대한유화 통합스프레드: 래깅 기준



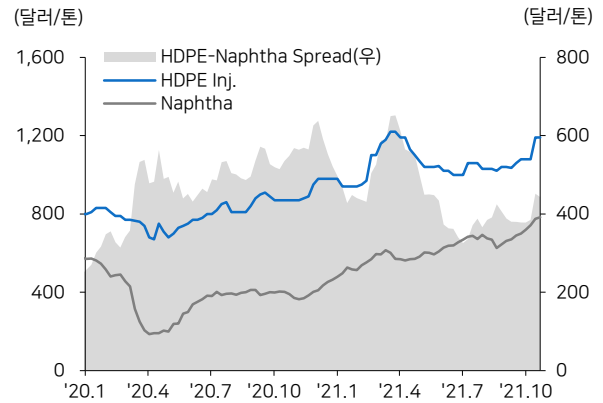
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림5 에틸렌 스프레드



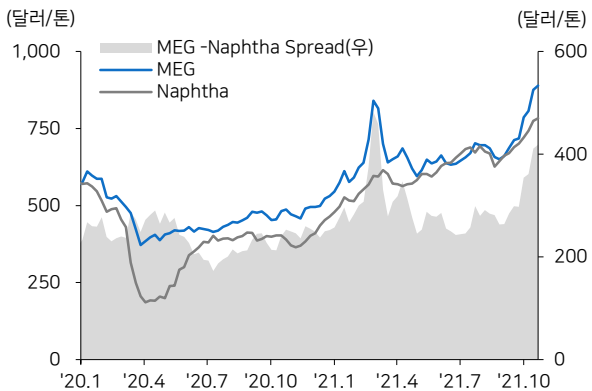
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림6 HDPE 스프레드



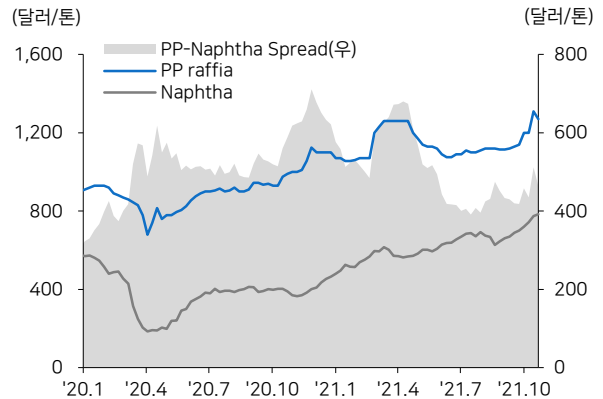
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림7 MEG 스프레드



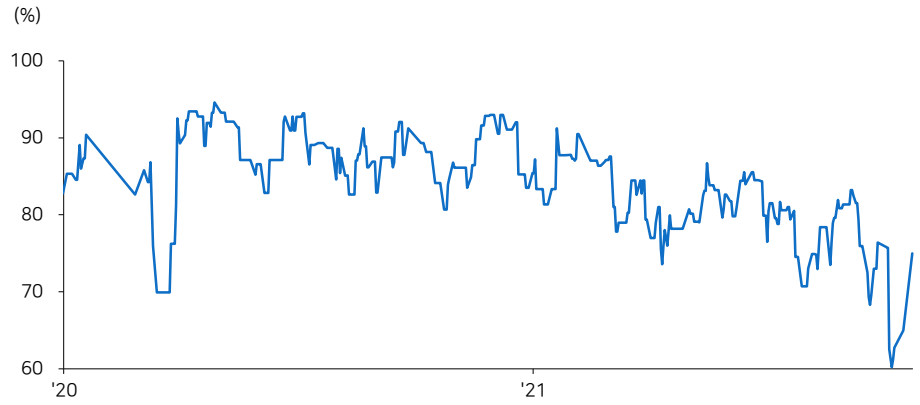
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림8 PP 스프레드



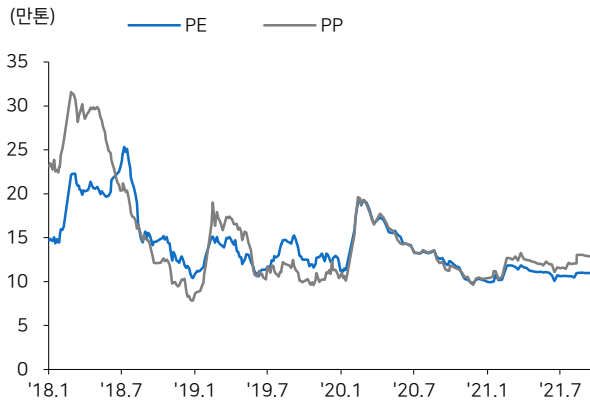
자료: Platts, 메리츠증권 리서치센터

그림9 중국 PTA 가동률 추이



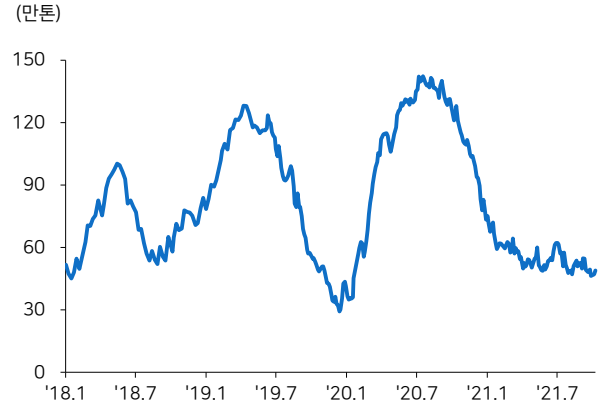
자료: WIND, 메리츠증권 리서치센터

그림10 중국 동부 항구 PE/PP 재고량



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림11 중국 동부 항구 MEG 재고량



자료: 메리츠증권 리서치센터

대한유화 (006650)

Income Statement

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 2,074.3 | 1,882.7 | 2,481.0 | 2,482.7 | 2,516.1 |
| 매출액증가율 (%) | -18.8 | -9.2 | 31.8 | 0.1 | 2.9 |
| 매출원가 | 1,914.0 | 1,667.3 | 1,972.5 | 1,862.0 | 1,887.0 |
| 매출총이익 | 160.3 | 215.4 | 508.6 | 620.7 | 629.0 |
| 판매관리비 | 46.5 | 45.3 | 280.7 | 387.8 | 377.0 |
| 영업이익 | 113.9 | 170.2 | 227.9 | 232.9 | 252.0 |
| 영업이익률 | 5.5 | 9.0 | 9.2 | 9.4 | 11.2 |
| 금융손익 | 0.1 | -3.8 | -0.3 | -2.7 | 0.0 |
| 중속/관계기업손익 | 7.8 | 13.4 | 9.0 | 4.0 | 4.0 |
| 기타영업외손익 | 6.0 | -12.1 | 4.4 | 8.0 | 8.0 |
| 세전계속사업이익 | 127.7 | 167.7 | 241.0 | 242.3 | 264.0 |
| 법인세비용 | 21.4 | 40.5 | 59.2 | 58.1 | 63.4 |
| 당기순이익 | 106.3 | 127.2 | 181.8 | 184.1 | 200.7 |
| 지배주주지분 순이익 | 106.3 | 127.2 | 181.8 | 184.1 | 200.7 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산 | 464.2 | 605.2 | 863.6 | 997.2 | 1,024.2 |
| 현금및현금성자산 | 98.2 | 249.8 | 141.9 | 260.4 | 731.9 |
| 매출채권 | 186.2 | 179.0 | 205.9 | 236.8 | 272.3 |
| 재고자산 | 161.4 | 124.2 | 219.2 | 212.3 | 0.0 |
| 비유동자산 | 1,562.3 | 1,522.3 | 1,522.0 | 1,577.3 | 1,657.9 |
| 유형자산 | 1,372.9 | 1,306.3 | 1,299.1 | 1,354.6 | 1,435.2 |
| 무형자산 | 6.5 | 7.9 | 8.4 | 8.3 | 8.2 |
| 투자자산 | 154.5 | 173.5 | 179.7 | 179.7 | 179.7 |
| 자산총계 | 2,026.5 | 2,127.6 | 2,385.5 | 2,574.5 | 2,682.1 |
| 유동부채 | 91.4 | 69.0 | 106.8 | 142.5 | 148.6 |
| 매입채무 | 21.8 | 6.4 | 8.2 | 7.9 | 8.7 |
| 단기차입금 | 6.5 | 7.0 | 27.3 | 47.3 | 47.3 |
| 유동성장기부채 | 0.0 | 0.0 | 10.0 | 20.0 | 20.0 |
| 비유동부채 | 156.5 | 164.4 | 220.7 | 211.5 | 82.4 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 장기차입금 | 45.0 | 48.0 | 63.0 | 58.0 | 58.0 |
| 부채총계 | 247.9 | 233.4 | 327.5 | 354.0 | 231.0 |
| 자본금 | 41.0 | 41.0 | 41.0 | 41.0 | 41.0 |
| 자본잉여금 | 264.3 | 264.3 | 264.3 | 264.3 | 264.3 |
| 기타포괄이익누계액 | -0.2 | -0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 이익잉여금 | 1,479.1 | 1,594.8 | 1,758.1 | 1,920.6 | 2,151.1 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 1,778.6 | 1,894.1 | 2,058.0 | 2,220.5 | 2,451.1 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 영업활동 현금흐름 | 230.3 | 303.2 | 34.9 | 332.0 | 700.5 |
| 당기순이익(손실) | 106.3 | 127.2 | 181.8 | 184.1 | 255.3 |
| 유형자산상각비 | 147.5 | 154.6 | 159.6 | 164.6 | 179.3 |
| 무형자산상각비 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 운전자본의 증감 | 5.3 | 14.1 | -318.6 | -15.4 | 269.8 |
| 투자활동 현금흐름 | -156.6 | -138.7 | -177.5 | -214.3 | -203.0 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -163.9 | -87.6 | -145.5 | -220.0 | -260.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 2.1 | -5.5 | 2.9 | 4.0 | 4.0 |
| 재무활동 현금흐름 | -29.3 | -12.8 | 34.7 | 0.7 | -26.0 |
| 차입금의 증감 | 6.0 | 5.9 | 58.2 | 25.0 | -1.3 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 44.4 | 151.6 | -107.9 | 118.4 | 471.5 |
| 기초현금 | 53.7 | 98.2 | 249.8 | 141.9 | 260.4 |
| 기말현금 | 98.2 | 249.8 | 141.9 | 260.4 | 731.9 |

Key Financial Data

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 319,123 | 289,651 | 381,699 | 381,948 | 392,920 |
| EPS(지배주주) | 16,360 | 19,576 | 27,968 | 28,326 | 39,274 |
| CFPS | 38,464 | 42,191 | 55,033 | 62,400 | 77,885 |
| EBITDAPS | 40,214 | 49,983 | 59,626 | 61,170 | 76,654 |
| BPS | 273,632 | 291,403 | 316,620 | 341,620 | 377,093 |
| DPS | 2,500 | 3,000 | 3,500 | 4,000 | 5,000 |
| 배당수익률(%) | 2.1 | 1.3 | 1.9 | 2.2 | 2.7 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 7.2 | 11.7 | 6.6 | 6.5 | 4.7 |
| PCR | 3.1 | 5.5 | 3.4 | 3.0 | 2.4 |
| PSR | 0.4 | 0.8 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| PBR | 0.4 | 0.8 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| EBITDA | 261.4 | 324.9 | 387.6 | 397.6 | 498.3 |
| EV/EBITDA | 2.8 | 3.9 | 2.9 | 2.6 | 1.2 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 6.1 | 6.9 | 9.2 | 8.6 | 10.9 |
| EBITDA 이익률 | 12.6 | 17.3 | 15.6 | 16.0 | 19.5 |
| 부채비율 | 13.9 | 12.3 | 15.9 | 15.9 | 9.4 |
| 금융비용부담률 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.0 |
| 이자보상배율(x) | 78.0 | 354.5 | 90.5 | 87.6 | |
| 매출채권회전율(x) | 11.1 | 10.3 | 12.9 | 11.2 | 10.0 |
| 재고자산회전율(x) | 12.6 | 13.2 | 14.4 | 11.5 | 24.1 |

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------|
| 추천기준일 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 |
| 직전 1개월간 | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
| 증가대비 3등급 | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일 | Overweight (비중확대) | |
| 시장지수대비 3등급 | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율 |
|-------|-------|
| 매수 | 80.9% |
| 중립 | 19.1% |
| 매도 | 0.0% |

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

대한유화 (006650) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

