



BUY(Maintain)

목표주가: 257,000원

주가(4/26): 153,500원

시가총액: 9,978억원



화학/정유 Analyst 이동욱
treestump@kiwoom.com

RA 권준수
wkdud1222@kiwoom.com

Stock Data

	2,668.31pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	363,000원	147,500원
등락률	-57.7%	4.1%
수익률	절대	상대
1M	-4.1%	-1.8%
6M	-24.8%	-14.0%
1Y	-56.0%	-56.0%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	37천주
외국인 지분율	11.3%
배당수익률(2022E)	2.3%
BPS(2022E)	324,303원
주요 주주	이순규 외 16인
	39.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,882.7	2,514.9	3,073.8	3,058.5
영업이익	170.2	179.4	104.0	197.1
EBITDA	324.9	335.8	235.1	341.6
세전이익	167.7	198.2	124.2	219.1
순이익	127.2	149.9	96.8	170.9
자체주주지분순이익	127.2	149.9	96.8	170.9
EPS(원)	19,576	23,067	14,899	26,293
증감률(%YoY)	19.7	17.8	-35.4	76.5
PER(배)	11.7	7.9	10.3	5.8
PBR(배)	0.79	0.59	0.47	0.44
EV/EBITDA(배)	3.9	2.4	2.9	1.4
영업이익률(%)	9.0	7.1	3.4	6.4
ROE(%)	6.9	7.6	4.7	7.8
순부채비율(%)	-11.9	-19.3	-15.1	-22.4

Price Trend



실적 Review

대한유화(006650)

올해/내년, NEO-II/KBD 프로젝트의 순차적 가동



대한유화의 올해 1분기 실적은 유가 상승, 역내 공급 과잉 및 높은 물류비 부담 등으로 컨센서스를 하회하였습니다. 다만 최근 유가 하락, 제품 가격 반등으로 1분기를 저점으로 실적 반등이 예상됩니다. 특히 내년은 세계 에틸렌 증설 급감으로 수급 여건이 개선될 것으로 전망되는 가운데, 동사의 경우 NEO-II/KBD 프로젝트의 순차적 가동 효과가 실적에 추가될 것으로 보입니다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 시장 기대치 하회

대한유화의 올해 1분기 영업이익은 -22억원으로 전 분기에 이어 적자를 지속하며, 시장 기대치(149억원)를 하회하였다. 수출주에 우호적인 환율 효과가 발생하였지만, 국제유가 상승으로 주요 원자재인 나프타 가격이 급등하였고, 중국 증설 확대로 MEG가 적자 구조를 지속하였으며, 에틸렌/Mixed C4/BTX 등 기초유분의 수익성 감소로 크래커 가동률을 감축하였고, HDPE/PP 등 폴리머 제품도 스페셜티 제품들의 수익성 방어에도 불구하고, 중국 수요 둔화 및 국내/외 업체 증설 확대 등으로 래깅 스프레드가 축소된 점이 부진한 실적의 요인으로 작용하였다. 다만 내년 에틸렌/HDPE/PP 등 주요 제품들의 순증 물량 감소, 국제유가 안정화 전망 등으로 올해 1분기를 저점으로 실적 개선이 전망된다. 한편 수출 운임이 정상화된다면, 미국/유럽과 역내의 재정 거래가 발생하며 역내 수급 여건이 급격히 개선될 가능성도 존재한다.

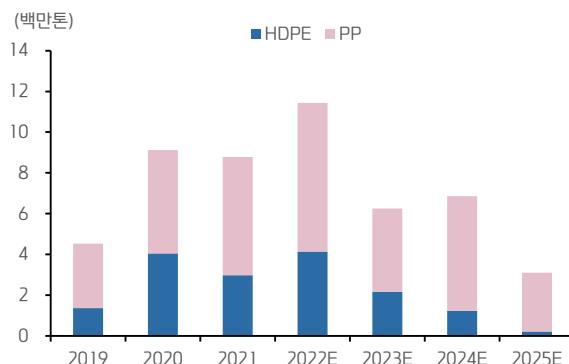
>>> 고순도 EO 생산 확대로 MEG 업황 해지

MEG 업황 반등이 단기적으로 제한적이다. 석탄화학 MEG 증설 확대로 중국의 자급률이 급격히 개선되고 있기 때문이다. 이에 동사는 EO/EG 사업의 경제성 확보를 위하여, 기존 MEG 가동률을 줄이고 고순도 EO 생산을 확대하고 있다. 한편 동사 온산 공장 인근에 위치한 국내 PAG 업체의 증설 추진으로 동사 EO/유ти리티의 안정적인 판매가 증가하며, 부진한 MEG 업황을 일정부분 해지할 것으로 보인다.

>>> 올해/내년, NEO-II/KBD 프로젝트의 순차적 가동 전망

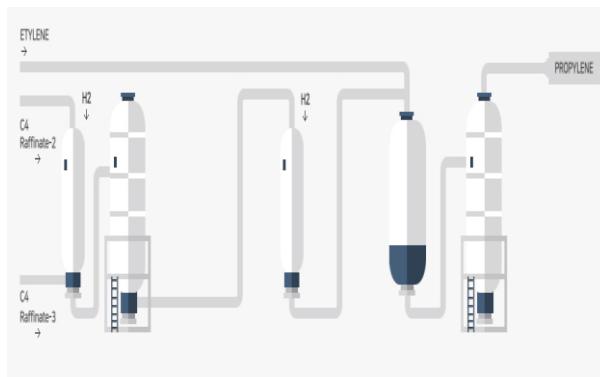
동사는 올해 말부터 내년 상반기까지 순차적으로 온산 공장 증산과 BD 플랜트 신설 프로젝트를 진행 중에 있다. 크래커는 디보틀넥킹 진행(NEO-II)으로 에틸렌 생산능력을 기존 대비 12.5% 증가시킴과 동시에, 에너지 원단위를 낮추며 에너지 관리 측면의 절감 효과가 발생할 전망이다. 한편 동사는 크래커 증설에 맞춰 부타디엔 추출 설비(생산능력 15만톤)를 내년 상반기까지 완공할 계획이다. 이에 동사의 C4 체인이 고도화될 뿐만 아니라 기존 보유하고 있던 올레핀 전환 설비(OCU, 프로필렌 11만톤)의 경제성도 원자재 확보로 추가적으로 개선될 전망이다.

세계 HDPE/PP 순증 추이/전망



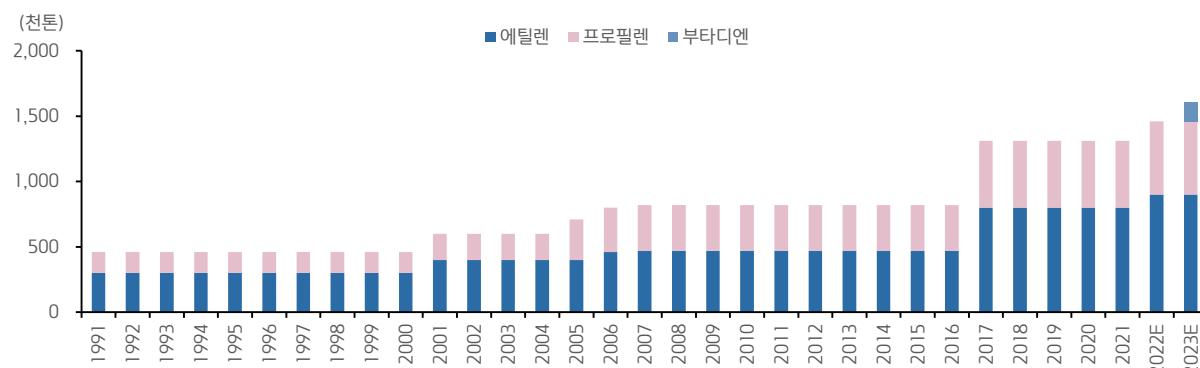
자료: IHS 등, 키움증권 리서치

Olefin Conversion Unit 공정



자료: 업계, 키움증권 리서치

대한유화 에틸렌/프로필렌/부타디엔 생산능력 추이/전망



자료: 대한유화, KPIA, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(실적원)	2021				2022				2019	2020	2021	2022E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	560	634	634	687	694	751	819	810	2,074	1,883	2,515	3,074
영업이익	87	76	32	-15	-2	28	30	49	114	170	179	104
%	15.5	11.9	5.1	-2.2	-0.3	3.7	3.6	6.0	5.5	9.0	7.1	3.4

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	1,882.7	2,514.9	3,073.8	3,058.5	3,352.8
매출원가	1,667.3	2,287.7	2,911.8	2,803.6	3,078.4
매출총이익	215.4	227.1	162.0	254.9	274.4
판관비	45.3	47.7	58.0	57.8	63.2
영업이익	170.2	179.4	104.0	197.1	211.2
EBITDA	324.9	335.8	235.1	341.6	347.0
영업외손익	-2.4	18.8	20.1	22.0	23.8
이자수익	1.7	4.6	3.9	5.7	7.5
이자비용	0.5	1.1	1.1	1.1	1.1
외환관련이익	7.2	12.0	11.8	11.8	11.8
외환관련손실	12.1	8.8	7.5	7.5	7.5
증속 및 관계기업손익	13.4	14.4	14.4	14.4	14.4
기타	-12.1	-2.3	-1.4	-1.3	-1.3
법인세차감전이익	167.7	198.2	124.2	219.1	235.0
법인세비용	40.5	48.2	27.3	48.2	51.7
계속사업순손익	127.2	149.9	96.8	170.9	183.3
당기순이익	127.2	149.9	96.8	170.9	183.3
지배주주순이익	127.2	149.9	96.8	170.9	183.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-9.2	33.6	22.2	-0.5	9.6
영업이익 증감율	49.5	5.4	-42.0	89.5	7.2
EBITDA 증감율	24.3	3.4	-30.0	45.3	1.6
지배주주순이익 증감율	19.6	17.8	-35.4	76.5	7.3
EPS 증감율	19.7	17.8	-35.4	76.5	7.2
매출총이익률(%)	11.4	9.0	5.3	8.3	8.2
영업이익률(%)	9.0	7.1	3.4	6.4	6.3
EBITDA Margin(%)	17.3	13.4	7.6	11.2	10.3
지배주주순이익률(%)	6.8	6.0	3.1	5.6	5.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	605.2	970.6	1,010.8	1,195.5	1,437.3
현금 및 현금성자산	249.8	241.4	158.1	334.1	504.5
단기금융자산	43.0	219.7	230.7	242.2	254.3
매출채권 및 기타채권	184.8	202.1	247.1	245.8	269.5
재고자산	124.2	303.0	370.3	368.5	403.9
기타유동자산	46.4	224.1	235.3	247.1	259.4
비유동자산	1,522.3	1,508.3	1,591.7	1,561.6	1,510.2
투자자산	173.5	188.4	202.8	217.2	231.7
유형자산	1,306.3	1,272.7	1,341.8	1,297.4	1,231.7
무형자산	7.9	8.9	8.8	8.7	8.6
기타비유동자산	34.6	38.3	38.3	38.3	38.2
자산총계	2,127.6	2,478.9	2,602.5	2,757.1	2,947.6
유동부채	69.0	307.5	352.3	354.0	379.2
매입채무 및 기타채무	31.4	244.2	289.0	290.7	315.9
단기금융부채	8.1	28.9	28.9	28.9	28.9
기타유동부채	29.5	34.4	34.4	34.4	34.4
비유동부채	164.4	142.2	142.2	142.2	142.2
장기금융부채	160.9	139.2	139.2	139.2	139.2
기타비유동부채	3.5	3.0	3.0	3.0	3.0
부채총계	233.4	449.7	494.5	496.3	521.4
자자지분	1,894.1	2,029.1	2,108.0	2,260.9	2,426.1
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	-0.3	1.5	5.1	8.7	12.3
이익잉여금	1,594.8	1,728.0	1,803.2	1,952.5	2,114.2
비자매지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,894.1	2,029.1	2,108.0	2,260.9	2,426.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	303.2	309.0	374.2	534.0	498.9
당기순이익	127.2	149.9	96.8	170.9	183.3
비현금항목의 가감	147.0	175.4	167.8	200.3	193.4
유형자산감가상각비	154.6	156.3	130.9	144.4	135.7
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-13.4	-14.4	-14.4	-14.4	-14.4
기타	5.7	33.4	51.2	70.2	72.0
영업활동자산부채증감	14.1	-20.0	-67.7	4.6	-34.2
매출채권및기타채권의감소	8.8	-2.7	-44.9	1.2	-23.7
재고자산의감소	37.7	-200.8	-67.3	1.8	-35.5
매입채무및기타채무의증가	-15.4	182.7	44.8	1.7	25.2
기타	-17.0	0.8	-0.3	-0.1	-0.2
기타현금흐름	14.9	3.7	177.3	158.2	156.4
투자활동 현금흐름	-138.7	-297.7	-212.2	-112.8	-83.3
유형자산의 취득	-87.6	-119.7	-200.0	-100.0	-70.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.0	0.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-5.5	-0.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-40.0	-176.7	-11.0	-11.5	-12.1
기타	-4.7	-1.3	-1.2	-1.3	-1.2
재무활동 현금흐름	-12.8	-19.7	-21.8	-21.8	-21.8
차입금의 증가(감소)	3.5	-1.0	0.0	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	-15.4	-18.5	-21.6	-21.6	-21.6
기타	-0.9	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타현금흐름	0.0	0.0	-223.4	-223.4	-223.4
현금 및 현금성자산의 순증가	151.6	-8.4	-83.3	176.0	170.4
기초현금 및 현금성자산	98.2	249.8	241.4	158.1	334.1
기말현금 및 현금성자산	249.8	241.4	158.1	334.1	504.5

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	19,576	23,067	14,899	26,293	28,195
BPS	291,403	312,175	324,303	347,826	373,250
CFPS	42,191	50,056	40,720	57,113	57,942
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
주가배수(배)					
PER	11.7	7.9	10.3	5.8	5.4
PER(최고)	13.3	17.6	13.2		
PER(최저)	3.1	7.1	9.6		
PBR	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
PBR(최고)	0.9	1.3	0.6		
PBR(최저)	0.2	0.5	0.4		
PSR	0.8	0.5	0.3	0.3	0.3
PCFR	5.5	3.7	3.8	2.7	2.6
EV/EBITDA	3.9	2.4	2.9	1.4	0.9
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금	14.6	14.4	22.3	12.6	11.8
배당수익률(%),보통주,현금	1.3	1.9	2.3	2.3	2.3
ROA	6.1	6.5	3.8	6.4	6.4
ROE	6.9	7.6	4.7	7.8	7.8
ROI	8.1	8.5	5.1	9.3	10.2
매출채권회전율	9.9	13.0	13.7	12.4	13.0
재고자산회전율	13.2	11.8	9.1	8.3	8.7
부채비율	12.3	22.2	23.5	22.0	21.5
순차입금비율	-11.9	-19.3	-15.1	-22.4	-28.4
이자보상배율	354.5	165.7	96.1	182.0	195.0
총차입금	67.8	69.7	69.7	69.7	69.7
순차입금	-225.0	-391.4	-319.1	-506.7	-689.1
NOPLAT	324.9	335.8	235.1	341.6	347.0
FCF	211.7	150.1	-55.5	202.8	196.4

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 4월 26일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

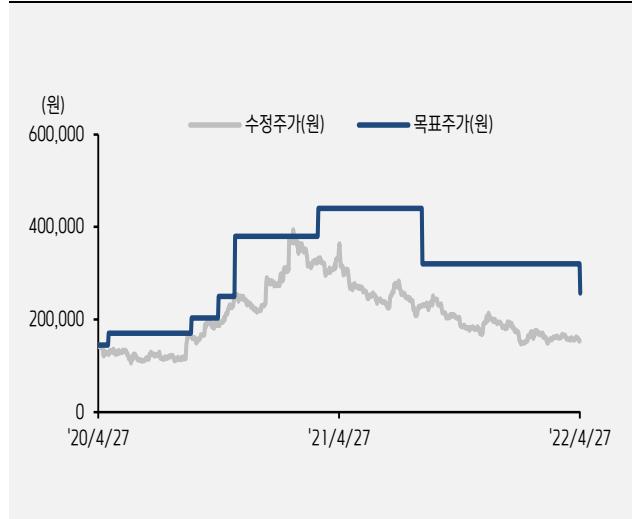
고지사항

- 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 일제의 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.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
대한유화 (006650)	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	-29.28	-17.50	
	2021-05-17	BUY(Maintain)	440,000원	6개월	-38.66	-17.50	
	2021-08-31	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-35.80	-21.56	
	2021-12-06	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-39.67	-21.56	
	2022-04-27	BUY(Maintain)	257,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)**투자의견 및 적용기준**

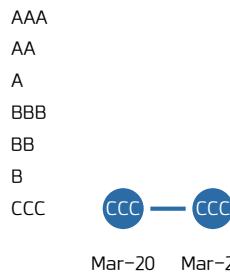
기입	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/04/01~2022/03/31)

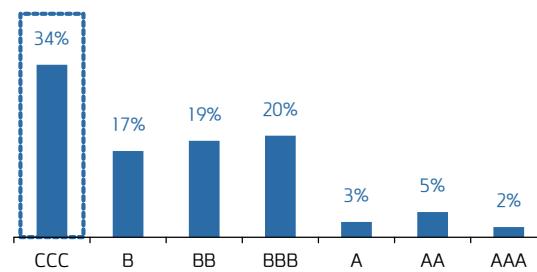
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 화학 기업 64개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	1.8	3.3		
환경	2.3	3.6	56.0%	▼0.4
탄소 배출	1.6	4.5	15.0%	▼1.2
유독 물질 배출과 폐기물	2.4	2.5	15.0%	
물 부족	3.2	3.5	15.0%	
친환경 기술 관련 기회	2.1	3.6	11.0%	
사회		2.4	11.0%	
화학적 안전성		2.3	11.0%	
지배구조	1.6	3.3	33.0%	▲0.1
기업 지배구조	2.3	4.4		▲0.2
기업 활동	3.9	4.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021.11	한국: 울산 혁산 공장에서 화재사고 발생. 부상자 및 가스누출 신고 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (유기화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Sahara International Petrochemical Company SJSC	● ● ● ● ●	● ●	● ●	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	N/A	
LB Group Co., Ltd.	●	●	●	●	● ●	● ● ●	● ● ●	N/A	◀▶
Saudi Kayan Petrochemical Company SJSC	● ●	● ● ●	●	● ●	● ● ●	●	N/A	N/A	◀▶
BERGER PAINTS INDIA LIMITED	● ● ● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	N/A	▲
TORAY INDUSTRIES, INC.	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	N/A	▲
KOREA PETRO CHEMICAL IND CO.,LTD	●	●	● ●	● ●	●	●	● ●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치