

대한유화 (006650)

중국 규제 강화로 반사 수혜. 분리막 PE 성장성 유효

3Q21 영업이익 컨센 대폭 하회

3Q21 영업이익은 321억원(QoQ -58%, YoY -49%)으로 컨센(646억원)을 50% 하회했다. 유가/납사가 상승에도 불구하고 동남아 코로나 재확산, 컨테이너 부족 이슈, 반도체 칩 부족 등에 따른 역대 수요 부진으로 제품가격이 하락하며 마진이 위축된 영향이다.

4Q21 영업이익 QoQ +47% 개선 전망

4Q21 영업이익은 473억원(QoQ +47%, YoY -38%)으로 전분기 대비 개선을 전망한다. 최근 중국 석탄 기반 설비 가동률 하락에 따른 공급 축소, 동남아 수요 회복 등 영향으로 PE/PP, EG, BD 등 주력 제품군의 가격 반등이 나타나고 있다. 중국 전력난도 최악은 통과해 전망 가동률 상승 또한 점진적으로 회복될 가능성이 높다.

중국 규제 강화로 반사 수혜. 분리막 PE 성장성 유효

BUY를 유지하고 TP는 기존 40만원에서 30만원으로 하향한다. 2021~22년 추정치 조정 영향이다. 그러나, 2022년 PER 5.6배, PBR 0.58배로 여전히 수익성 대비 Valuation은 저평가다. 최근 주가는 중국 전력난에 따른 전망 수요 위축 우려로 추가 하락했다. 하지만, 최근 중국 정부의 석탄 생산 확대 명령 및 석탄 발전 전기로 가격 인상폭 확대 등을 감안하면 전력난은 Peak를 통과한 것으로 판단하며, 전방업체 가동률은 점진적인 회복이 기대된다. 하지만, 중국의 민간정 유업체(Teapot)에 대한 규제에서 확인되듯 소규모/탄소과배출 산업인 석탄 기반 화학 설비에 대한 규제는 지속될 가능성이 높다. 특히, 중국은 에너지 다소비 기업에 대해서는 전기요금 인상폭에 제한을 두지 않기로 해 일부 성에서는 전기로 인상폭이 50~80%에 달하기도 한다. 중국 전기로 상승 및 석탄 기반 설비 규제 등은 공급과잉 해소의 단초가 될 수 있는 중요한 요소다. 단기적으로는 동남아/인도 등의 코로나 완화로 인한 수요 회복이 나타나는 점이 긍정적이다. 분리막 PE는 회사의 중장기 성장을 위해 지속적으로 확대해 갈 예정이다. 실제 매출액도 꾸준히 늘어나고 있다. 펀더멘털 대비 저평가된 상황 타개를 위한 회사의 적극적인 주주환원책, 신사업에 대한 의지 피력이 절실한 시점이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 300,000원(하향) | CP(10월26일): 204,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,049.08
52주 최고/최저(원)	393,500/187,000
시가총액(십억원)	1,326.0
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	6,500.0
60일 평균 거래량(천주)	77.0
60일 평균 거래대금(십억원)	18.1
21년 배당금(예상, 원)	4,000
21년 배당수익률(예상, %)	1.54
외국인지분율(%)	13.54
주요주주 지분율(%)	
이순규 외 16 인	39.50
국민연금공단	7.09
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(11.9) (41.5) 4.3
상대	(9.7) (38.3) (19.8)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,442.4	2,505.8
영업이익(십억원)	272.1	262.2
순이익(십억원)	218.8	212.1
EPS(원)	32,844	31,790
BPS(원)	334,888	365,956

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	2,074.3	1,882.7	2,504.2	2,634.3	2,580.2
영업이익	십억원	113.8	170.2	241.7	295.2	306.4
세전이익	십억원	127.7	167.7	252.8	307.7	320.7
순이익	십억원	106.3	127.2	192.1	233.9	242.8
EPS	원	16,360	19,576	29,556	35,980	37,356
증감율	%	(58.69)	19.66	50.98	21.74	3.82
PER	배	7.18	11.75	6.90	5.67	5.46
PBR	배	0.43	0.79	0.64	0.58	0.53
EV/EBITDA	배	2.77	3.91	2.66	1.85	1.27
ROE	%	6.11	6.93	9.70	10.77	10.18
BPS	원	274,192	291,963	318,668	350,847	384,403
DPS	원	2,500	3,000	4,000	4,000	4,000



Analyst **윤재성**
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com@hanafn.com

RA **하재선**
02-3771-3869
jaeseon.ha@hanafn.com

표 1. 대한유화 3Q21 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	3Q21	2Q21	3Q20	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	634.1	634.4	434.7	45.9	0.0	164.6	285.2
영업이익	32.1	75.7	63.1	-49.1	-57.6	64.6	-50.3
세전이익	40.1	78.4	71.4	-43.8	-48.9	N/A	N/A
순이익	30.9	58.4	54.2	-43.0	-47.1	58.0	-46.7
영업이익률	5.1	11.9	14.5	-9.5	-6.9	39.2	-34.2
세전이익률	6.3	12.4	16.4	-10.1	-6.0	N/A	N/A
순이익률	4.9	9.2	12.5	-7.6	-4.3	35.2	-30.4

자료: 하나금융투자

표 2. 대한유화 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2021F			2022F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,504.2	2,382.6	5.1	2,634.3	2,656.3	-0.8
영업이익	241.7	307.9	-21.5	295.2	365.2	-19.2
세전이익	252.8	319.2	-20.8	307.7	378.3	-18.7
순이익	192.1	242.6	-20.8	233.9	287.5	-18.6
영업이익률	9.7	12.9	-3.3	11.2	13.7	-2.5
세전이익률	10.1	13.4	-3.3	11.7	14.2	-2.6
순이익률	7.7	10.2	-2.5	8.9	10.8	-1.9

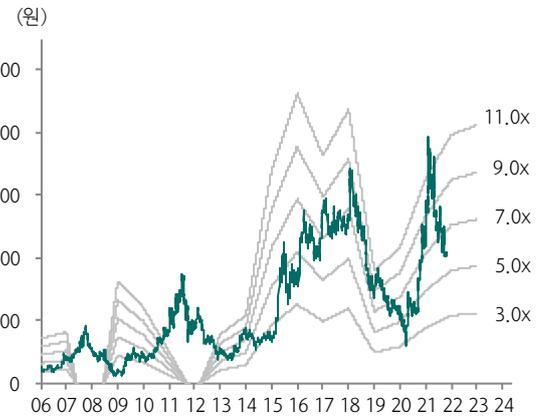
자료: 하나금융투자

그림 1. 대한유화 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 대한유화 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 대한유화 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21F	FY2019	FY2020F	FY2021F	FY2022F
매출액	496.0	439.5	434.7	506.5	559.6	634.4	634.1	676.1	2,074.3	1,876.7	2,504.2	2,634.3
QoQ(%)	-12.4%	-11.4%	-1.1%	16.5%	10.5%	13.4%	0.0%	6.6%				
YoY(%)	-3.9%	8.6%	-25.9%	-10.6%	12.8%	44.3%	45.9%	33.5%	-18.8%	-9.5%	33.4%	5.2%
영업이익	-45.7	72.4	63.1	75.9	86.5	75.7	32.1	47.3	113.8	165.7	241.7	295.2
영업이익률(%)	-9.2%	16.5%	14.5%	15.0%	15.5%	11.9%	5.1%	7.0%	5.5%	8.8%	9.7%	11.2%
QoQ(%)	적전	흑전	-12.8%	20.3%	14.0%	-12.5%	-57.6%	47.4%				
YoY(%)	적전	흑전	3.8%	541.5%	흑전	4.6%	-49.1%	-37.7%	-64.3%	45.5%	45.9%	22.1%
당기순이익	-30.2	54.1	54.2	49.1	70.6	58.4	30.9	32.1	106.3	127.2	192.1	233.9
QoQ(%)	적전	흑전	0.3%	-9.4%	43.7%	-17.2%	-47.1%	4.0%				
YoY(%)	적전	흑전	10.0%	359.8%	흑전	8.1%	-43.0%	-34.6%	-58.7%	19.7%	51.0%	21.7%
지배순이익	-30.2	54.1	54.2	49.1	70.6	58.4	30.9	32.1	106.3	127.2	192.1	233.9

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	2,074.3	1,882.7	2,504.2	2,634.3	2,580.2
매출원가	1,914.0	1,667.3	2,206.2	2,279.1	2,214.3
매출총이익	160.3	215.4	298.0	355.2	365.9
판매비	46.5	45.3	56.2	60.0	59.5
영업이익	113.8	170.2	241.7	295.2	306.4
금융손익	0.1	(3.7)	(2.4)	(0.9)	0.9
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	252.8	307.7	320.7
법인세	21.4	40.5	60.7	73.9	77.0
계속사업이익	106.3	127.2	192.1	233.9	243.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	106.3	127.2	192.1	233.9	243.7
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9
지배주주순이익	106.3	127.2	192.1	233.9	242.8
지배주주지분포괄이익	102.2	130.9	192.1	233.9	243.7
NOPAT	94.8	129.1	183.7	224.4	232.8
EBITDA	261.4	324.9	359.3	412.9	424.1
성장성(%)					
매출액증가율	(18.78)	(9.24)	33.01	5.20	(2.05)
NOPAT증가율	(61.15)	36.18	42.29	22.16	3.74
EBITDA증가율	(42.46)	24.29	10.59	14.92	2.71
영업이익증가율	(64.30)	49.56	42.01	22.13	3.79
(지배주주)순이익증가율	(58.70)	19.66	51.02	21.76	3.81
EPS증가율	(58.69)	19.66	50.98	21.74	3.82
수익성(%)					
매출총이익률	7.73	11.44	11.90	13.48	14.18
EBITDA이익률	12.60	17.26	14.35	15.67	16.44
영업이익률	5.49	9.04	9.65	11.21	11.88
계속사업이익률	5.12	6.76	7.67	8.88	9.45

투자지표

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	16,360	19,576	29,556	35,980	37,356
BPS	274,192	291,963	318,668	350,847	384,403
CFPS	38,464	42,191	54,824	63,079	64,794
EBITDAPS	40,214	49,983	55,273	63,528	65,243
SPS	319,123	289,651	385,258	405,282	396,947
DPS	2,500	3,000	4,000	4,000	4,000
주가지표(배)					
PER	7.18	11.75	6.90	5.67	5.46
PBR	0.43	0.79	0.64	0.58	0.53
PCR	3.05	5.45	3.72	3.23	3.15
EV/EBITDA	2.77	3.91	2.66	1.85	1.27
PSR	0.37	0.79	0.53	0.50	0.51
재무비율(%)					
ROE	6.11	6.93	9.70	10.77	10.18
ROA	5.30	6.13	8.67	9.70	9.25
ROIC	6.27	8.73	12.73	15.47	16.04
부채비율	13.94	12.32	11.51	10.57	9.52
순부채비율	(2.21)	(11.88)	(17.24)	(24.16)	(31.10)
이자보상배율(배)	77.99	354.54	481.43	587.34	609.33

자료: 하나금융투자

대차대조표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	464.2	605.2	768.1	973.8	1,192.4
금융자산	101.2	292.8	424.4	618.1	844.1
현금성자산	98.2	249.8	367.2	557.9	785.1
매출채권	186.1	179.0	196.9	207.2	202.9
채고자산	161.4	124.2	136.6	138.0	135.1
기타유동자산	15.5	9.2	10.2	10.5	10.3
비유동자산	1,562.3	1,522.3	1,537.6	1,543.7	1,541.0
투자자산	154.5	173.5	190.8	193.0	189.1
금융자산	4.6	6.2	6.8	7.1	7.0
유형자산	1,372.9	1,306.3	1,304.3	1,308.3	1,309.7
무형자산	6.5	7.9	7.8	7.7	7.6
기타비유동자산	28.4	34.6	34.7	34.7	34.6
자산총계	2,026.5	2,127.6	2,305.7	2,517.5	2,733.5
유동부채	91.4	69.0	72.5	74.1	73.3
금융부채	6.5	8.1	8.2	8.2	8.2
매입채무	21.8	6.4	7.0	7.4	7.3
기타유동부채	63.1	54.5	57.3	58.5	57.8
비유동부채	156.5	164.4	165.5	166.5	164.3
금융부채	55.4	59.8	59.8	59.8	59.8
기타비유동부채	101.1	104.6	105.7	106.7	104.5
부채총계	247.9	233.4	238.0	240.6	237.6
지배주주지분	1,778.6	1,894.1	2,067.7	2,276.9	2,495.0
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	1,768.4	1,977.5	2,195.6
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9
자본총계	1,778.6	1,894.1	2,067.7	2,276.9	2,495.9
순금융부채	(39.2)	(225.0)	(356.5)	(550.1)	(776.1)

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	230.3	303.2	291.7	343.6	353.2
당기순이익	106.3	127.2	192.1	233.9	243.7
조정	12	16	11	11	11
감가상각비	147.5	154.7	117.6	117.7	117.7
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)	(98.2)	(98.3)	(98.3)
영업활동 자산부채 변동	5.2	14.1	(9.5)	0.4	0.2
투자활동 현금흐름	(156.6)	(138.7)	(138.6)	(118.3)	(105.4)
투자자산감소(증가)	2.1	(5.5)	(3.9)	11.3	17.4
자본증가(감소)	(152.6)	(87.5)	(115.6)	(121.6)	(119.1)
기타	(6.1)	(45.7)	(19.1)	(8.0)	(3.7)
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	117.4	190.8	227.2
Unlevered CFO	250.0	274.2	356.4	410.0	421.2
Free Cash Flow	66.5	215.6	176.2	222.0	234.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

대한유화



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.27	BUY	300,000		
21.4.8	BUY	400,000	-36.67%	-9.25%
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	94.67%	5.33%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 10월 24일

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 10월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 10월 27일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.