



대한유화 (006650)

시황 부진 vs. Valuation Re-Rating

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(하향): 250,000원

현재 주가(1/24)	166,500원
상승여력	▲50.2%
시가총액	10,823억원
발행주식수	6,500천주
52 주 최고가 / 최저가	393,500 / 166,500원
90 일 일평균 거래대금	97.16억원
외국인 지분율	12.9%

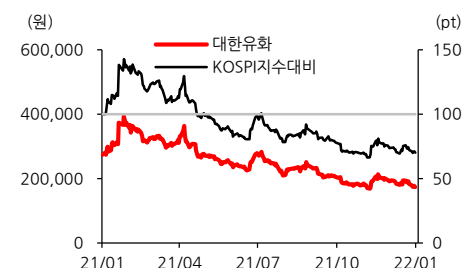
주주 구성	
이순규 (외 17 인)	39.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.1%
자사주 (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-14.2	-18.0	-38.6	-39.1
상대수익률(KOSPI)	-6.9	-10.9	-24.4	-28.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021P	2022E	2023E	2024E
매출액	2,515	2,503	2,525	2,651
영업이익	179	154	212	222
EBITDA	336	313	372	391
지배주주순이익	150	139	185	196
EPS	23,019	21,349	28,496	30,216
순차입금	-374	-497	-709	-924
PER	7.8	7.8	5.8	5.5
PBR	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.4	1.9	1.0	0.4
배당수익률	1.9	2.1	2.1	2.1
ROE	7.6	6.7	8.3	8.2

주가 추이



4Q21 적자 전환

4Q 영업이익은 -157억원으로 최근 하향 조정된 컨센서스 384억원을 하회했다. 지난 10년간 분기 적자는 7번으로, 이례적인 일이다.

실적 부진의 요인으로는 1) 12월 제품/납사 하락한 재고평가손실 100~200억원, 2) 물류비 상승분 부담, 3) 반도체 부족으로 분리막용 PE/PP 판매 차질이 발생한 것으로 예상된다.

2022년 실적

2022년 영업이익은 1,538억원(OPM 6.1%)으로 YoY -14% 감익 추정한다. 4Q Review 전 2022년 컨센서스는 2,440억원이다.

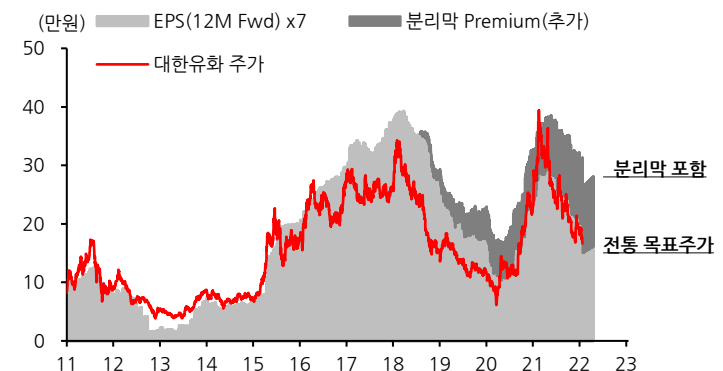
현재의 NCC Spread가 유지될 경우, 2022년 “OPM = 0%”도 예상할 수 있다. 2021~22년 석유화학 증설이 과거의 2~3배 수준이며, 정유사 재가동으로 인한 공급 증가를 감안하면 충분히 가능하다.

다만, 2021년 12월 이후 대형 NCC들이 가동률 조정 중이며, 1Q22에 일부 회복된 재고효과(+) 및 분리막용 PE/PP 회복을 감안, OPM 5% 이상은 가능할 것으로 전망한다.

목표주가 25만원(하향). 주가 하락 제한적이며, Upside 더 커

2022년 EPS 추정치를 2.1만원으로 조정, TP(25만원) 하향한다. 전통적 TP는 15만원(Target PER)이지, EPS 40%에 대해 분리막 Premium (SKIET Valuation 25%)을 부여했다. 분리막 Value 감안, 현재 주가에 서는 Downside(15만원) 보다는 Upside(25만원)가 더 커 보인다.

대한유화 Valuation



[표1] 대한유화 실적 추이

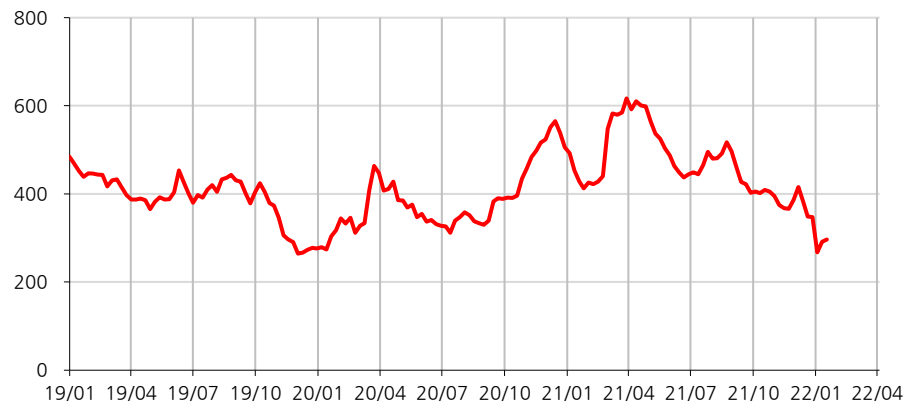
(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
매출액	559.6	634.4	634.1	686.7	625.4	625.9	618.3	633.3	2,514.9	2,502.8	2,524.9
QoQ(%)	9.2%	13.4%	0.0%	8.3%	-8.9%	0.1%	-1.2%	2.4%			
YoY(%)	12.8%	44.3%	45.9%	34.0%	11.7%	-1.3%	-2.5%	-7.8%	33.6%	-0.5%	0.9%
영업이익	86.5	75.7	32.1	-15.7	30.8	36.8	38.5	47.7	178.7	153.8	211.5
영업이익률(%)	15.5%	11.9%	5.1%	-2.3%	4.9%	5.9%	6.2%	7.5%	7.1%	6.1%	8.4%
QoQ(%)	7.6%	-12.5%	-57.6%	적전	흑전	19.6%	4.6%	23.9%			
YoY(%)	흑전	4.6%	-49.1%	적전	-64.4%	-51.4%	19.9%	흑전	5.0%	-14.0%	37.6%
당기순이익	70.6	58.4	30.9	-10.3	28.8	33.5	35.2	41.2	149.6	138.8	185.2
지배순이익	70.6	58.4	30.9	-10.3	28.8	33.5	35.2	41.2	149.6	138.8	185.2
순이익률(%)	12.6%	9.2%	4.9%	-1.5%	4.6%	5.3%	5.7%	6.5%	5.9%	5.5%	7.3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

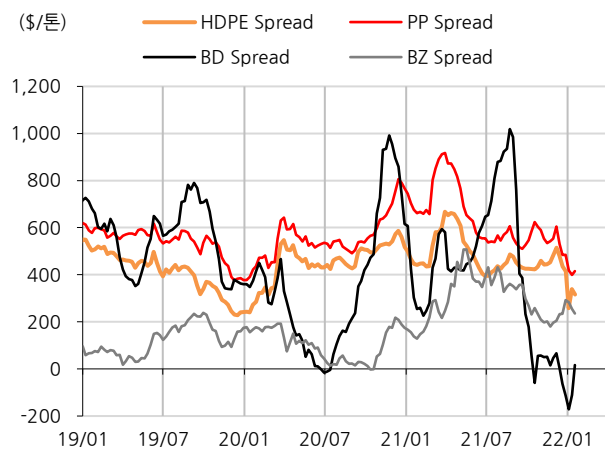
[그림1] 대한유화 가중평균 마진

(\$/톤) — 가중평균 마진(Spot)



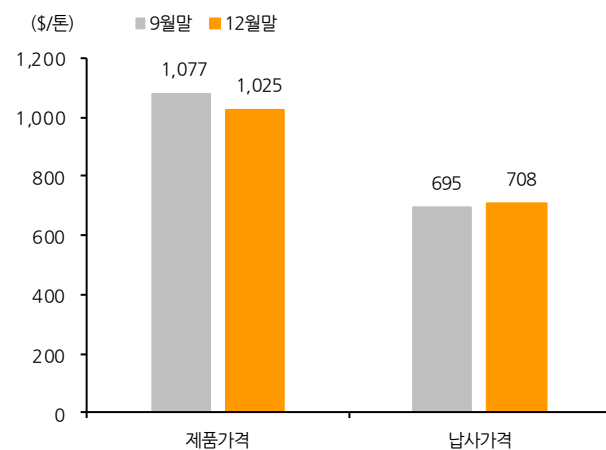
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] BZ 건조, PE/PP/MEG 부진



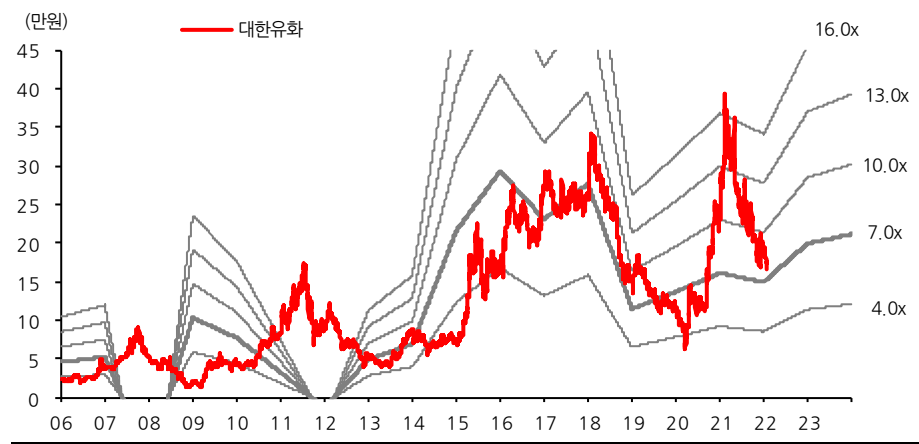
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 9월말 vs 12월말 재고 가격 (재고효과 크지 않음)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 대한유화 12M 선행 PER 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 대한유화 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
매출액	1,883	2,515	2,503	2,525	2,651
매출총이익	215	231	212	270	284
영업이익	170	179	154	212	222
EBITDA	325	336	313	372	391
순이자손익	1	2	12	15	19
외화관련손익	-5	0	0	0	0
지분법손익	13	13	13	13	14
세전계속사업손익	168	198	183	244	259
당기순이익	127	150	139	185	196
지배주주순이익	127	150	139	185	196
증가율(%)					
매출액	-9.2	33.6	-0.5	0.9	5.0
영업이익	49.5	5.0	-14.0	37.6	5.0
EBITDA	24.3	3.6	-6.9	19.0	5.0
순이익	19.7	17.6	-7.3	33.5	6.0
이익률(%)					
매출총이익률	11.4	9.2	8.5	10.7	10.7
영업이익률	9.0	7.1	6.1	8.4	8.4
EBITDA 이익률	17.3	13.4	12.5	14.7	14.7
세전이익률	8.9	7.9	7.3	9.7	9.8
순이익률	6.8	5.9	5.5	7.3	7.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	303	298	312	337	344
당기순이익	168	202	139	185	196
자산상각비	155	158	159	161	169
운전자본증감	14	-12	23	-1	-12
매출채권 감소(증가)	9	-39	17	-2	-10
재고자산 감소(증가)	38	-118	19	-2	-11
매입채무 증가(감소)	-15	129	-14	1	9
투자현금흐름	-139	-405	-286	-222	-227
유형자산처분(취득)	-89	-123	-170	-105	-110
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	-30	-120	-120	-120
재무현금흐름	-13	-19	-23	-23	-23
차입금의 증가(감소)	5	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	-15	-19	-23	-23	-23
배당금의 지급	15	19	23	23	23
총현금흐름	315	356	289	337	356
(-)운전자본증감(감소)	-27	-5	-23	1	12
(-)설비투자	89	124	170	105	110
(+)자산매각	-1	0	-1	-1	-1
Free Cash Flow	251	238	141	231	233
(-)기타투자	61	269	-4	-4	-4
잉여현금	190	-31	145	235	238
NOPLAT	129	135	117	160	168
(+) Dep	155	158	159	161	169
(-)운전자본투자	-27	-5	-23	1	12
(-)Capex	89	124	170	105	110
OpFCF	221	174	129	216	216

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
유동자산	605	929	1,016	1,233	1,470
현금성자산	293	448	570	782	997
매출채권	186	221	203	205	215
재고자산	124	240	221	223	234
비유동자산	1,522	1,506	1,527	1,481	1,433
투자자산	208	219	228	237	247
유형자산	1,306	1,278	1,289	1,233	1,175
무형자산	8	9	10	11	11
자산총계	2,128	2,435	2,543	2,713	2,902
유동부채	69	245	233	236	247
매입채무	25	184	169	171	179
유동성이자부채	8	10	10	10	10
비유동부채	164	165	169	173	178
비유동이자부채	60	63	63	63	63
부채총계	233	410	402	410	425
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264	264
이익잉여금	1,595	1,726	1,842	2,004	2,178
자본조정	-6	-6	-6	-6	-6
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	1,894	2,025	2,141	2,304	2,477

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021P	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	19,576	23,019	21,349	28,496	30,216
BPS	291,403	311,573	329,421	354,418	381,133
DPS	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
CFPS	48,421	54,757	44,453	51,872	54,754
ROA(%)	6.1	6.6	5.6	7.0	7.0
ROE(%)	6.9	7.6	6.7	8.3	8.2
ROIC(%)	8.4	9.1	8.0	11.2	12.2
Multiples(x, %)					
PER	11.7	7.8	7.8	5.8	5.5
PBR	0.8	0.6	0.5	0.5	0.4
PSR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
PCR	4.8	3.3	3.7	3.2	3.0
EV/EBITDA	3.9	2.4	1.9	1.0	0.4
배당수익률	1.3	1.9	2.1	2.1	2.1
안정성(%)					
부채비율	12.3	20.2	18.8	17.8	17.2
Net debt/Equity	-11.9	-18.5	-23.2	-30.8	-37.3
Net debt/EBITDA	-69.2	-111.3	-158.8	-190.4	-236.3
유동비율	876.8	379.0	436.5	521.5	594.7
이자보상배율(배)	354.5	2,440.9	525.0	722.2	758.3
자산구조(%)					
투하자본	75.0	68.8	64.6	57.9	52.1
현금+투자자산	25.0	31.2	35.4	42.1	47.9
자본구조(%)					
차입금	3.5	3.5	3.3	3.1	2.9
자기자본	96.5	96.5	96.7	96.9	97.1

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 01월 25일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[대한유화 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.04.29	2021.04.29	2021.06.08	2021.08.12	2022.01.25
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	410,000	410,000	410,000	250,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.29	Buy	410,000	-45.03	-23.05
2022.01.25	Buy	250,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	97.7%	2.3%	0.0%	100.0%