



Marketperform (Maintain)

목표주가: 141,000원
주가(6/14): 152,100원
시가총액: 9,887억원

화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

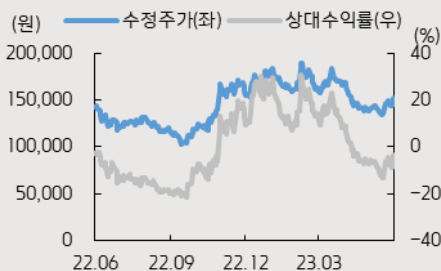
KOSPI(6/14)	2,619.08pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	189,900원	103,000원
등락률	-19.9%	47.7%
수익률	절대	상대
1M	9.3%	3.3%
6M	-8.6%	-16.3%
1Y	1.7%	-3.2%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	44천주
외국인 지분율	6.8%
배당수익률(2022E)	0.7%
BPS(2022E)	277.517원
주요 주주	이순규 외 17인 39.4%

투자지표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	2,514.9	2,222.1	2,152.3	2,152.3
영업이익	179.4	-214.6	-94.9	-118.8
EBITDA	335.8	-53.7	106.8	34.5
세전이익	198.2	-204.4	-76.0	-98.6
순이익	149.9	-149.1	-55.4	-71.9
지배주주지분순이익	149.9	-149.1	-55.4	-71.9
EPS(원)	23,067	-22,931	-8,524	-11,065
증감률(% YoY)	17.8	적전	적지	적지
PER(배)	7.9	-7.5	-16.9	-13.0
PBR(배)	0.59	0.60	0.52	0.54
EV/EBITDA(배)	2.4	-21.6	7.9	23.4
영업이익률(%)	7.1	-9.7	-4.4	-5.5
ROE(%)	7.6	-7.7	-3.0	-4.1
순차입금비율(%)	-19.3	2.5	-5.4	-7.5

Price Trend



대한유화(006650)

영업손실 지속 국면



대한유화는 2분기 매출액 5,681억원, 영업손실 277억원, EBITDA 253억원을 추정한다. 2분기부터 시작되는 BD증설 효과로 대부분의 제품 가격이 전기보다 하락하였음에도 매출액은 전기비 약 7% 증가할 것으로 예상된다. 주요 제품인 PE, PP, MEG의 중장기 약세 전망에 따라 자기자본에 전년과 동일한 PBR 0.5x를 적용하여 목표주가 141,000원, Marketperform을 유지한다..

>>> 2분기 영업손실 약 277억원 예상

동사는 1분기 매출액 5,681억원(YoY -18%, QoQ +7%), 영업손실 277억원(YoY 적자지속, QoQ 적자지속)을 예상한다. 대다수 제품군의 제품가격 하락에도 불구하고 2분기부터 가동을 시작한 BD설비에 따라 매출액은 전기비 7% 증가한 수준을 예상한다. 중국 리오프닝에 대한 기대감으로 소폭 반등했던 4월 시황이 5월 재조정되었고, 6월 약보합세를 지속하며 주요 제품마진이 저조한 상황임에 따라 2분기 실적은 영업손실 약 277억원에 달할 전망이다.

>>> 중장기 아시아 NCC 경쟁 심화의 영향권 하

ICIS의 최근 전망에서 아시아 올레핀 업황을 '23년부터 '25년까지 추가 악화될 것으로 예상했다. 우리는 '23년부터 '25년까지 소폭의 업황 회복, 그러나 여전히 바닥 국면을 예상하고 있으며, 만일 수요 둔화가 기시화된다면 '25년까지 추가 악화될 가능성이 크다. 이는 중국의 자급율 증가, 아시아 역내 수요 성장률을 상회하는 생산설비 증가율 등이 주요한 원인이다. 특히 HDPE, PP, MEG 등 동사의 주요 제품은 중국의 PDH 기반 Propylene 증설 및 자급율 130%에 MEG 자급율 등 역내 경쟁심화 제품군에 속한다. 아시아 NCC 중에서도 동사를 포함한 국내 NCC의 경우 중국 등 납사외 기타 원재료 비중이 높은 회사들 대비 상대적으로 납사 의존도가 높은 점도 현재와 같이 에탄가스 대비 납사가격이 높은 수준을 지속하는 경우 원재료 측면에서 아시아 내에서도 상대적인 원가 열위에 해당한다. BD증설에 따라 기존 C4 판매에서 상대적인 고부가가치제품으로 변환했지만, 전방인 교체 타이어 수요 성장률 둔화로 증설 영향이 반감되었다.

>>> 목표주가 141,000원, Marketperform 유지

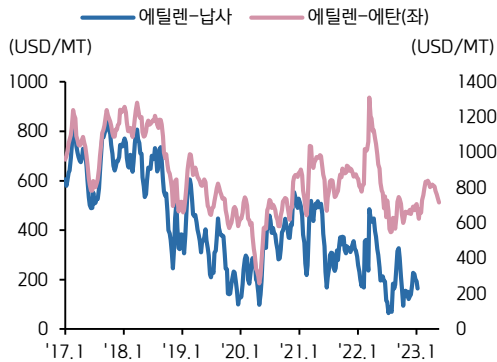
화학섹터는 Cyclical 산업에 속하며, 따라서 Macro 기대감이 주가에 미치는 영향이 크다. 그러나 우리는 이와는 별개로 산업 펀더멘털 기준에서 지속적인 수익성 약세를 전망하며, 이는 밸류에이션에도 다소 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 이를 감안하여 전년도 PBR 0.5x를 적용한 목표주가 141,000원을 유지한다. 또한 현재 주가와 목표주가의 괴리율이 Marketperform 구간에 해당하므로 기존 투자의견을 유지한다. 이제 NCC에서 벗어나 Specialty 제품군으로의 전략선회가 필요한 시점이다.

대한유화 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	694	692	473	364	529	568	562	493	2,222	2,152	2,152
(YoY)	13%	44%	46%	34%	24%	9%	-25%	-47%	-12%	-3%	0%
매출원가	684	724	522	464	553	576	526	521	2,394	2,176	2,200
(YoY)	-13%	53%	64%	65%	48%	33%	-12%	-33%	37%	5%	-9%
매출총이익	10	(32)	(49)	(100)	(24)	(8)	36	(27)	(172)	(24)	(48)
HDPE-Naphtha	339	356	366	325	338	405	405	392	350	385	372
PP-Naphtha	312	339	350	313	304	349	349	(249)	332	188	146
EG-Ethylene	(93)	(143)	(78)	(89)	(65)	(78)	(81)	(448)	(101)	(168)	(234)
(YoY)	-90%	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	적지	적전	적지	적지
GPM	1%	-5%	-10%	-28%	-5%	-1%	6%	-6%	-8%	-1%	-2%
판매비	12	11	11	9	12	20	20	20	43	71	71
(YoY)	11%	29%	1%	-12%	3%	-13%	-9%	-22%	5%	-10%	66%
영업이익	(2)	(43)	(60)	(109)	(36)	(28)	16	(47)	(215)	(95)	(119)
(YoY)	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적지	적전	적지	적지
OPM	0%	-6%	-13%	-30%	-7%	-5%	3%	-10%	-10%	-4%	-6%

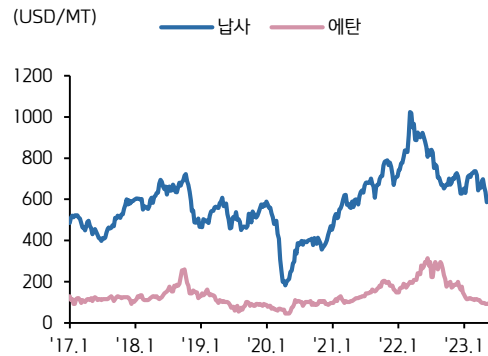
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

‘23년 납사는 유가대비 견조할 것으로 예상



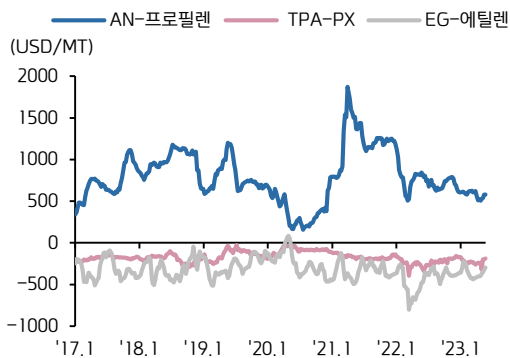
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

글로벌 원가 경쟁력에서 납사의 열위는 최근 증가



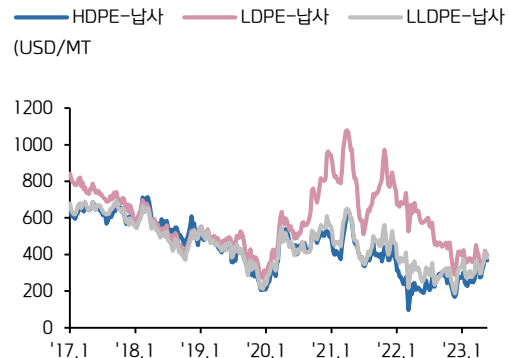
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

EG 역마진 지속



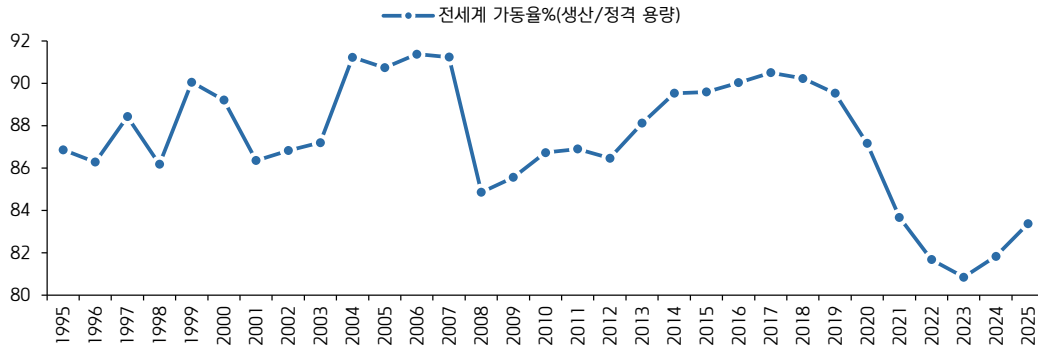
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

‘22년부터 약세 시황 시현 중인 PE계열



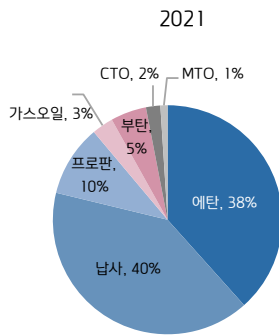
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

과거 30여년의 Ethylene 업황에서 보지 못했던 23~25년의 바닥 국면 예상



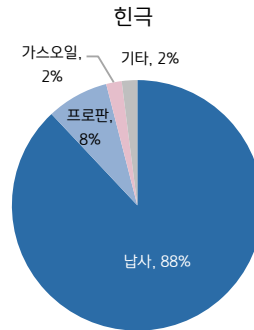
자료: Bloomberg, 넥산트 시스템즈, 키움증권 리서치센터

글로벌 Ethylene 원재료 비중('21년)



자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

한국의 Ethylene 원재료 비중('21년) 납사 편중



자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 6월 14일 현재 '대한유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

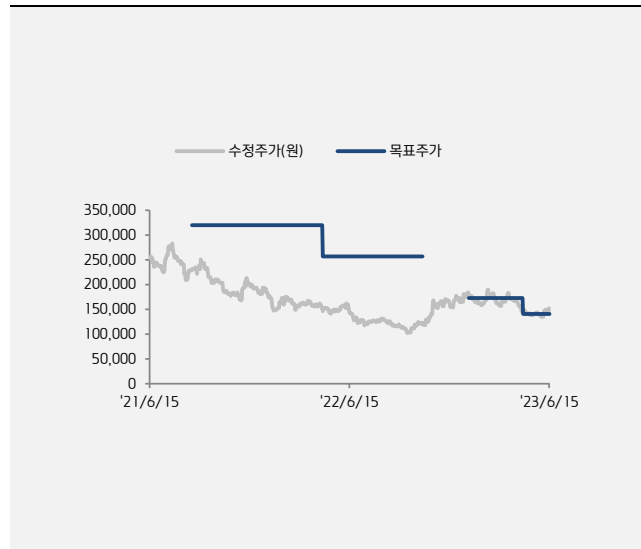
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한유화 (006650)	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	-49.40	-36.77
담당자변경	2023-01-19	Marketperform (Reinitiate)	173,000원	6개월	-2.12	2.31
	2023-02-09	Marketperform (Maintain)	173,000원	6개월	-1.79	9.77
	2023-04-12	Marketperform (Maintain)	173,000원	6개월	-2.78	9.77
	2023-04-28	Marketperform (Maintain)	141,000원	6개월	0.68	7.87
	2023-06-15	Marketperform (Maintain)	141,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

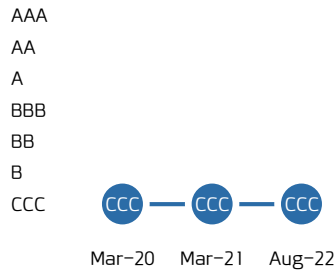
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상

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 (2022/04/01~2023/03/31)

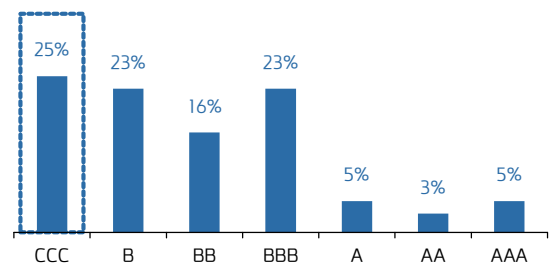
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
Universe: MSCI ACWI 지수 내 일반 화학 기업 64개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	2.2	3.5		
환경	2.4	3.7	56.0%	
탄소배출	1.3	4.7	15.0%	
유독 물질 배출 & 폐기물	2.7	2.7	15.0%	
물 부족	3.2	3.7	15.0%	
친환경 기술 관련 기회	2.2	3.7	11.0%	
사회	2.4	2.4	11.0%	
화학 안전성		2.3	11.0%	
지배구조	2.7	3.7	33.0%	
기업 지배구조	3.4	4.6		
기업 행동	4.6	4.6		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	특이사항 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (일반 화학기업)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출 & 폐기물	물 부족	화학 안전성	기업 지배구조	기업 행동	등급	추세
DOW INC.	●●●	●●●●	●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	AA	
LyondellBasell Industries N.V.	●●●	●●	●	●●●	●●●●	●●●●	●●●●	A	▲
Saudi Basic Industries Corporation SJSC	●●●●	●●●●	●●	●●●	●●●●	●	●●●	BBB	◀▶
LG CHEM LTD	●●●●	●●●●	●	●●●●	●●●	●	●●	BBB	◀▶
Yunnan Energy New Material Co., Ltd.	●●	●●●●	●●●	●●	●	●●●●	●●●	BBB	◀▶
KOREA PETRO CHEMICAL IND CO.,LTD	●	●	●●●	●●	●	●	●●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 4분위 최저 ● 4분위 최고 ●●●●
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
자료: MSCI, 키움증권 리서치