



# 대한유화 (006650)

화학



황규원

02 3770 5607  
kyuwon.hwang@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (U)</b>
목표주가	<b>260,000원 (U)</b>
현재주가 (11/11)	<b>140,000원</b>
상승여력	<b>86%</b>

시가총액	9,100억원
총발행주식수	6,500,000주
60일 평균 거래대금	37억원
60일 평균 거래량	30,029주
52주 고	213,500원
52주 저	103,000원
외인지분율	8.03%
주요주주	이순규 외 17 인 39.44%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	25.6	6.9	(22.0)
상대	10.8	8.6	(8.1)
절대(달려환산)	30.8	1.1	(33.1)

## 다시 달릴 때가 되었다

### 글로벌 에틸렌 업황 회복 사이클 진입 기대

대한유화(주)은 국내 5위의 대표적인 순수 NCC 업체로, 에틸렌 생산능력 90만톤으로, 국내 1,217만톤에서 7.4%를 차지하고 있다. 실적에 가장 영향을 많이 미치는 변수는 에틸렌 업황이다. 2021 ~ 2022년 과잉공급으로 하락 사이클이 진행되었다. 2023 ~ 2024년 중반까지 과잉공급 뒤편에서 벗어날 전망이다. 특히, 2023년 신규 증설규모가 최근 3년간 연평균 1,100만톤에서 500만톤 이하로 낮아지게 된다. 글로벌 수요는 900만톤 복원(정상수요 600~700만톤 + 중국 락다운 완화 수요 150만톤 + 우크라이나 복원 특수 80만톤)이 기대된다.

### 2차전지 분리막용 폴리머 잔결음 성장 지속

초고밀도 폴리에틸렌(NCM배터리용)과 폴리프로필렌(LFP배터리용) 등은 2차전지 분리막 재료로, 규모는 작지만 성장 제품으로 자리잡고 있다. 글로벌 시장 규모는 2022년 30만톤에서 2030년까지 연평균 20% 성장이 예상된다. 대한유화(주) 판매량도 2022년 8만톤(PE 6만톤, PP 2만톤), 2023년 10 ~ 11만톤(PE 8만톤, PP 2 ~ 3만톤), 2025년 16만톤으로 성장 중인데, 글로벌 Celanese(주)와 1 ~ 2위를 다투고 있다. 추정 매출액 규모는 2022년 1,803억원, 2023년 2,255억원, 2030년 3,736억원으로 확대될 전망이다. 전사 매출액에서 차지하는 비중은 2023년 8%에서 13% 수준으로 늘어나게 된다.

### Buy로 상향 및 적정주가 26만원 상향

에틸렌 상승 사이클 진입과 분리막용 폴리머 성장가치를 반영해, 2023년 목표주가를 26만원(변경전 16.5만원)으로 상향조정하고, 투자 의견도 Hold에서 Buy로 높인다.

2023년 예상 실적은 '매출액 2.9조원, 영업이익 900억원(영업이익률 3.1%), 지배주주 순이익 767억원' 등이다. 영업손익은 전년대비 2,307억원이 증가해 흑자 전환을 시작하는 것으로, 하반기로 접근할수록 이익 회복 속도가 빨라질 전망이다. 2024년에는 2,379억원까지 확대될 수 있을 것이다. 2022년 말, 주가/순자산 배율(PBR)은 0.4배 수준이다. 과거 석유화학 업황 사이클 회복 과정에서 보였던 PBR 0.9배 수준까지 충분히 도달할 것으로 기대된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,751	-30.8	-0.2	4,918	-3.4
영업이익	-354	적지	적지	-399	11.4
세전계속사업이익	-338	적지	적지	-557	39.3
지배순이익	-247	적지	적지	-377	34.5
영업이익률 (%)	-7.4	적지	적지	-8.1	+0.7%pt
지배순이익률 (%)	-5.2	적지	적지	-7.7	+2.5%pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	18,827	25,149	23,369	29,429
영업이익	1,702	1,794	-1,407	900
지배순이익	1,272	1,499	-900	767
PER	7.2	11.2	-10.1	11.9
PBR	0.5	0.8	0.5	0.4
EV/EBITDA	2.1	3.8	21.6	3.3
ROE	6.9	7.6	-4.6	3.9

자료: 유안타증권

## I. 2023년 기업가치 영향 변수 : 에틸렌 사이클과 2차전지 분리막 폴리머

대한유화(주)는 중소형 NCC 업체로, 리틀 롯데케미칼(주)로 불림

대한유화(주)는 중소형 NCC 석화 업체로, 리틀 롯데케미칼(주)로 불린다. NCC(Naphtha Cracking Center) 설비는 나프타를 원료로 고온 가열 및 급랭 공정을 거쳐 에틸렌, 프로필렌 등 기초유분을 분리해 낸 다음 금속 촉매(티타늄, 알루미늄 등)와의 반응으로 딱딱한 플라스틱을 생산한다. 가장 대표적인 중간 생산제품은 에틸렌이며, 외부에 판매되는 주력 제품은 폴리에틸렌(Poly-Ethylene, PE), 폴리프로필렌(Poly-Propylene, PP) 등이다.

폴리에틸렌은 연성을 가지는 플라스틱으로, 포장재, 토목용 대구경 파이프 등으로 사용된다. 특히, 초밀도폴리에틸렌(UHDPE)은 2차전지 분리막, 인공관절, 방탄복 등에 기초 재료로 사용되는 등 고부가 특화제품으로 성장하고 있다. 폴리프로필렌은 딱딱하고 투박한 성질 때문에 어업용 그물, 자동차 범퍼, 장난감 등의 소재로 쓰인다. 뿐만 아니라, 리튬-철-인산(LFP) 양극재 배터리를 제조할 때 사용되는 분리막 소재로도 초고밀도 폴리프로필렌이 사용된다.

주력제품으로는 폴리에틸렌 26%, 폴리프로필렌 28%, C4(부타디엔) 13%, EG 11%, 아로마틱 15%. 특히하게도 2차전지 분리막용 폴리머를 생산 중

동사의 주력제품을 구성을 살펴보면, 폴리에틸렌 계열 26%, 폴리프로필렌 계열 28%, C4(부타디엔, 타이어 원료) 13%, EG(에틸렌글리콜, 폴리에스터 섬유 원료) 11%, 벤젠/톨루엔/자일렌 등 아로마틱 액체 제품 15% 로 구성되어 있다. 2022년 말과 2023년 상반기에 기존 에틸렌 13%(기존 80만톤 → 90만톤)과 부타디엔 15만톤(신설)로 설비가 추가로 완공된다. 성장제품으로 불리는 2차전지 분리막용 플라스틱 판매량은 8만톤(초고밀도 폴리에틸렌 6만톤, 초고밀도 폴리프로필렌 2만톤, 2022년 기준) 수준으로, 전체 생산량의 4% 정도를 차지하고 있는데, 비중이 점점 커지고 있다.

에틸렌 캐파는 80만톤으로, 한국 전체 1,217만톤에서 6.5% 차지

참고로, NCC업체의 규모를 비교하는 지표는 ‘연간 에틸렌 생산능력’이다. 한국 주요 에틸렌 생산업체의 생산능력은 1,217만톤으로, 글로벌 전체에서 5.5%를 차지하고 있다. LG화학(주) 322만톤, 롯데케미칼(주) 233만톤, 여천NCC(한화솔루션(주)과 DL(주)의 합작사) 225만톤, 한화토탈(주) 130만톤, 대한유화 80만톤(2022년 4분기 10만톤 확장을 반영하면 90만톤으로 늘어남), SK지오센트릭(주) 67만톤, GS칼텍스(주) 80만톤, 현대케미칼(현대오일뱅크(주)와 롯데케미칼(주) 합작사) 80만톤 등이다.

2023년 기업가치에 영향을 미치는 변수로는 ① 글로벌 에틸렌 사이클과 ② 2차전지용 폴리머 성장

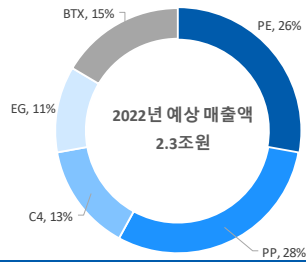
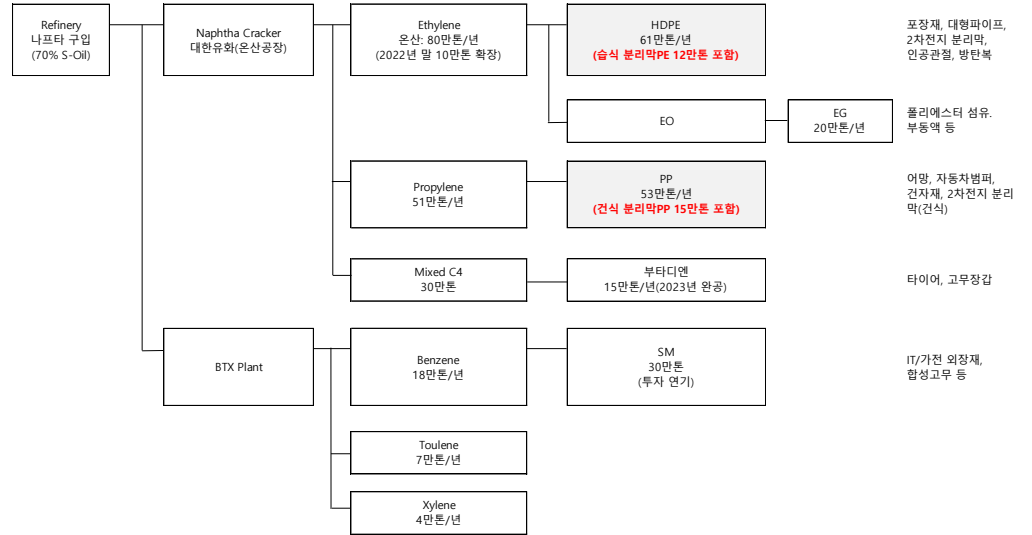
2023년 투자매력에 영향을 미치는 변수를 정리하면, ① 글로벌 에틸렌 사이클 업황과 ② 대한유화(주) 자체의 석화 증설과 2차전지용 초고밀도 폴리머 성장 등이다.

표 1. 한국 에틸렌 기업 현황 및 향후 증설 계획

구 분	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년E	2024년E	2025년E	2026년E
<b>[NCC석화업체]</b> (만톤)										
LG화학	219	219	242	242	322	322	322	322	322	322
롯데케미칼	213	213	233	233	233	233	233	233	233	233
(해외)	80	80	130	130	130	130	130	130	230	230
여천NCC	191	191	191	191	225	225	225	225	225	225
한화토탈	100	100	130	130	130	130	130	130	130	130
대한유화	47	80	80	80	80	80	90	90	90	90
<b>[정유업체]</b> (만톤)										
SK지오센트릭	92	92	92	67	67	67	67	67	67	67
GS칼텍스					80	80	80	80	80	80
S-Oil										180
현대오일뱅크						80	80	80	80	80
한국 에틸렌 생산능력(해외 제외)	862	895	968	943	1,137	1,217	1,227	1,227	1,227	1,407
증설규모		33	73	25	194	80	10			180

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 대한유화주 생산 프로세스 및 생산제품



자료: 대한유화, 유안타증권 리서치센터

## II. 2023년 투자 매력 상승 이유 (1) : 에틸렌 사이클 회복

2023년 에틸렌 사이클 상승을 위한 필요조건(하락기간 21개월)과 충분조건(수급 타이트)이 동시에 충족되는 시기에 진입

2021년 중반 ~ 2022년 동안, 석유화학 업황은 하락 사이클이 진행되었다. 과거 바닥권 시기보다 하락폭이 더 깊어진 것이 특징이었다. 2022년 8~9월 기점으로 이번 하락 사이클은 바닥을 터치한 것으로 보인다. 2023년에는 최악 상황을 벗어난 수요 측면 복원 속에 공급 부담이 완화된 것으로 기대된다. 2024년 중반까지 약 1.5년에 걸친 상승사이클이 진행될 전망이다.

### 2022년 하반기 석화 하락 사이클 마무리

2000 ~ 2020년 기간 동안 에틸렌 하락 사이클은 5번이 있었고, 하락 기간은 16 ~ 28개월

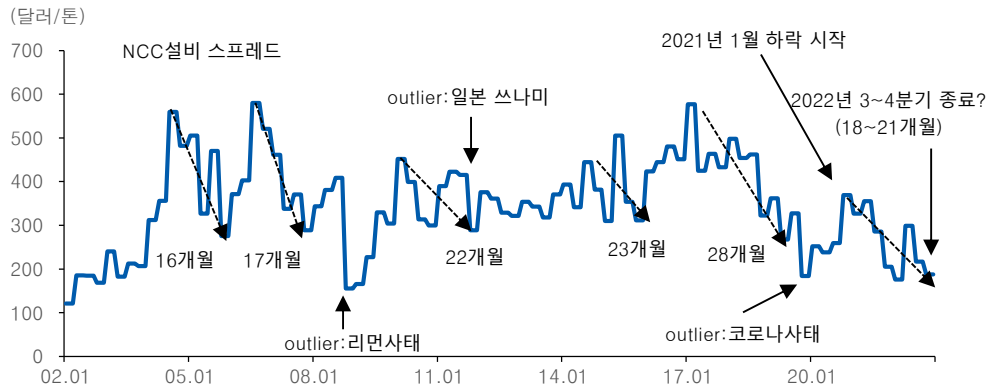
2001 ~ 2022년 동안 아시아 NCC설비의 스프레드를 추적해보면 4 ~ 5번의 하락 사이클이 발생되었다. 가장 짧은 조정은 16개월이었으며, 가장 길게는 28개월이 걸렸다. 평균 하락 기간은 21개월이었다.

최근에는 2021년 1월 고점으로 하락 사이클이 시작되었다. 평균 하락 기간을 적용하면 2022년 3 ~ 4분기에 변곡점을 통과했을 가능성이 높다.

2021년 1월 peak out로부터 산술 계산하면, 2022년 8 ~ 10월이 사이클 바닥 도달

실제로, 바닥권에 나타나는 3가지 현상들이 강하게 목격되고 있다. 첫째, 석화 스프레드가 최악 상황을 지났다. 2022년 8월 NCC 스프레드는 2008년 글로벌 금융위기나 2020년 글로벌 코로나 확산 시기 보다 더 나빠져 있다. 더 하락할 수 없는 수준까지 도달한 것이다. 둘째, 적자에 내몰린 화학업체들이 적극적으로 설비 가동률을 낮추어 공급량을 조절하고 있다. 2022년 중반 이후 아시아 주요 석화설비 가동률은 80% 전후로 낮아졌다. 셋째, 설비 구조조정 계획이 늘어나고 있다. 적자 압박이 심한 PE/PP 설비를 펄라스틱을 재활용하는 리사이클 설비로 전환하거나 탄성 및 내열성이 강화된 고부가제품(탄성을 가지는 엘라스토머, IT용 ABS, 건축용 실란트 등)으로 바꾸는 것이다.

그림 2. 아시아 NCC설비 스프레드 흐름 : 하락 사이클 최저 16개월 ~ 최장 28개월, 평균 21개월



자료: 유안타증권 리서치센터

## 2023년 에틸렌 수급 개선 기대

2023년 글로벌 에틸렌 신규증설 규모는 400~500만톤으로, 수요증분 800~900만톤을 크게 하회할 것

2022년 말 글로벌 에틸렌 생산능력 2.2억톤, 미국 > 중국 > 유럽

2023년 에틸렌 순증설 규모 400~500만톤으로, 최근 3개년 연평균 1,100만톤을 크게 하회

2024년 중반까지 공급이 타이트한 반면, 하반기 중국 증설이 대기하고 있다는 점에 주의

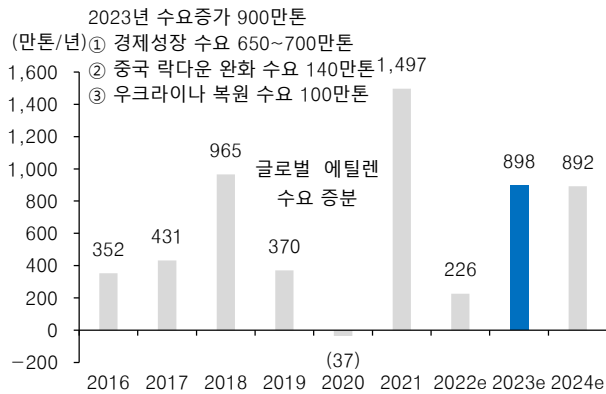
석유화학 대표제품인 에틸렌 업황은 2023년 수급개선으로 상승 사이클에 접어들 전망이다. 글로벌 에틸렌 수요량은 800~900만톤 증가할 수 있는 반면, 신규 증설 규모는 400~500만톤으로 적을 것으로 추정된다.

**공급측면을 살펴보자.** 2022년 말 글로벌 에틸렌 총 생산능력은 2.2억톤 수준이다. 주요 국가별로 나눠보면, 미국 4,908만톤(점유율 22%), 중국 4,554만톤(점유율 21%), EU 2,236만톤(점유율 10%), CIS 830만톤(점유율 4%) 등이다. 참고로, 한국 주요 에틸렌 생산업체의 생산능력은 1,217만톤으로, 글로벌 전체에서 5.5%를 차지하고 있다. LG화학(주) 322만톤, 롯데케미칼(주) 233만톤, 여천 NCC(한화솔루션(주)과 DL(주)의 합작사) 225만톤, 한화토탈(주) 130만톤, 대한유화 80만톤, SK지오센트릭(주) 67만톤, GS칼텍스(주) 80만톤, 현대케미칼(현대오일뱅크(주)와 롯데케미칼(주) 합작사) 80만톤 등이다.

2023년 순증설 규모는 400~500만톤 수준으로, 2019~2021년 연평균 신증설 1,100만톤 대비 크게 줄어든 전망이다. 신규 가동 계획을 살펴보면, 1분기 중국 Sinopec Hainan(주) 100만톤, 한국 대한유화(주) 10만톤, 2~3분기 베트남 Nghi Son(주) 100만톤, 브루나이 Hengyi(주) 165만톤 등이다. 특히, 2분기부터 2024년 상반기까지 중국 등 동북아시아 지역 증설이 크게 감소한다는 점에 주목해야 할 것이다. 게다가, 2022년 적자 여건에 대한 영향으로 설비가 완공되더라도 양산으로 이어지는데 최대한 늦출 것으로 예상된다. 동북아시아 공급과잉 부담이 가벼울 수 있다 동북아시아 공급과잉 부담이 가벼울 수 있다.

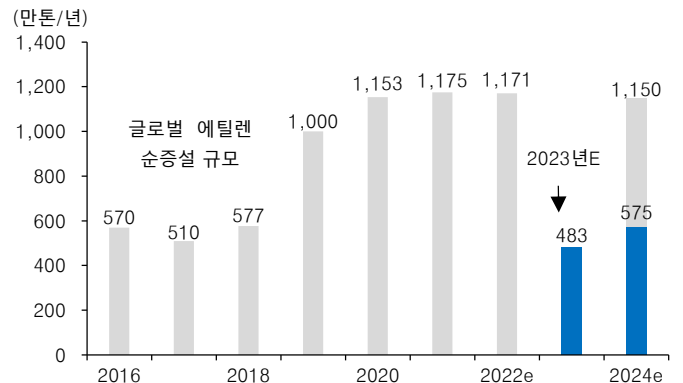
다만, 2024년 중반부터 다시 연간 1,000만톤 증설 압박이 대기하고 있다. 특히, 중국, 동남아시아 집중되어 있다. 구체적으로, 중국 Sinopec Tianjin(주) 120만톤, Huajin Aramco(주) 150만톤, CNOOC/Shell(주) 160만톤, Exxon Huizhou(주) 160만톤, 인도네시아 Chandra Asri(주) 110만톤, Pertamina/Rosneft(주) 100만톤 등이다. 여기서, 2022년 러시아-우크라이나 전쟁으로, 국제사회에서 러시아 에너지 기업인 Rosneft(주)에 대한 경제 제재가 진행되고 있다는 점을 감안하면, 인도네시아 합작 설비 가동 여부는 불확실해 보인다.

그림 3. 글로벌 에틸렌 수요 증분 : 2023년 +800~900만톤



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. 글로벌 에틸렌 설비 연간 순증 : 2023년 +400~500만톤/년



자료: 유안타증권 리서치센터

2023년 에틸렌 수요량은 1.89억톤으로, 증가 규모 900만톤 내외로 빠르게 클 것으로 예상

글로벌 GDP 성장에 따른 수요 증가 600~700만톤, 중국 락다운 완화 효과 140만톤, 우크라이나나 복원 수요 100만톤

에틸렌 수급 부담 완화로, 에틸렌 스프레드 2022년 230\$에서 2023~2024년 350~420\$로 회복 기대

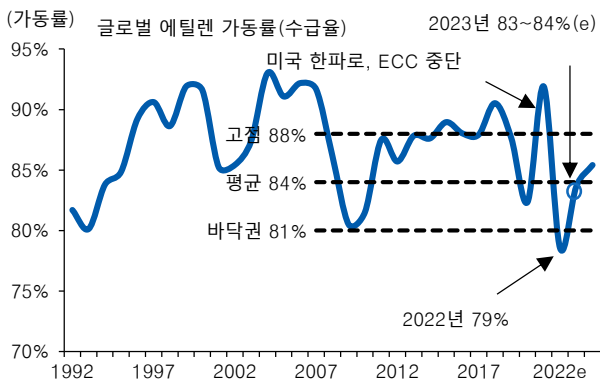
**수요측면을 살펴보자.** 2022년 글로벌 에틸렌 수요량은 1.8억톤으로 추정되는데, Covid19 이전이었던 2019년 1.6억톤에 비해 10% 이상 높은 수준이다. 특히하게도, 2020년 Covid19라는 외생 변수에도 정유제품과 달리, 석유화학 제품 수요는 충격이 매우 짧게 끝났다. 2019년 수요량 1.6억톤에서 37만톤 정도 미미하게 감소하며 2020년 1.6억톤을 지켰다. 2020년 중반 ~ 2021년 중반 동안 글로벌 각국의 재난지원금 효과로 내구재용 플라스틱 수요가 강했기 때문이다. 에틸렌 수요 변동규모는 2020년 △37만톤에서 2021년 1,500만톤으로 급증해 총 수요량이 1.7억톤을 넘어섰다. 2022년에는 석유화학 특수가 소멸되면서, 수요 증가 규모가 200 ~ 300만톤으로, 정상적인 경기에서 성장 폭인 700만톤을 크게 밑돌 것으로 보인다.

그러나, 2023년 수요 회복이 빨라질 것으로 전망이다. 2023년에는 전년보다 900만톤 증가해, 연간 수요량이 1억 8,900만톤배럴 수준에 도달 할 전망이다. 수요 변화에 영향을 미칠 수 있는 변수는 3가지이다. ① 글로벌 경기변동에 따른 정상 수요 증가 규모는 600 ~ 700만톤 수준이다. ② 중국 락다운 완화될 경우 약 150만톤 내외의 추가 수요를 기대할 수 있다. ③ 우크라이나 전쟁 종료시 재건용 플라스틱 특별 수요 80 ~ 90만톤 발생 가능성 등이다.

에틸렌 수급상황을 종합해보면, 2023년에는 과잉공급 부담이 줄어들 것으로 예상할 수 있다. 글로벌 에틸렌 업황이 바닥을 탈출해 회복 가능성을 의미한다. 우리가 눈으로 직접 목격할 수 있는 지표로는 에틸렌 스프레드(=에틸렌가격 - 나프타가격, 톤당) 개선으로 나타날 것이다.

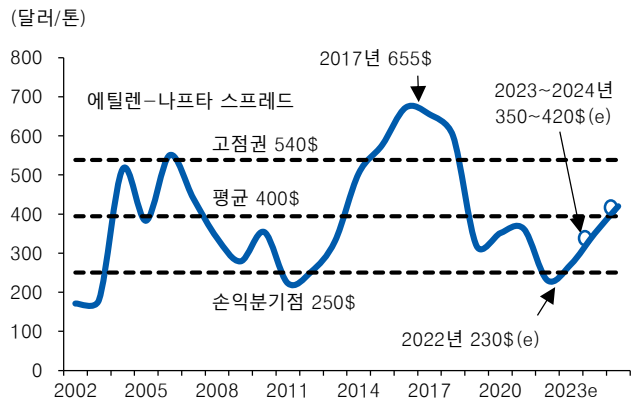
과거 에틸렌 스프레드 250 ~ 650\$ 범위에서 움직였는데, 평균치는 400\$ 수준이었다. 2023년 글로벌 에틸렌 가동률이 과거 평균치인 83 ~ 84%로 회귀할 것으로 전망되는데, 이 경우 에틸렌 스프레드는 350 ~ 420\$ 수준으로 추정된다. 특히, 2022년 바닥권 230\$을 벗어나 2023년 연말로 갈수록 회복 스프레드 회복 속도가 빨라질 것으로 예상된다. 2024년 글로벌 경기 회복에 대한 기대감이 높아질 수 있기 때문이다.

그림 5. 글로벌 에틸렌 가동률 : 2023년 83 ~ 84% 평균으로 회귀



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 6. 에틸렌 스프레드 전망 : 2023~2024년 350 ~ 420\$ 회복 사이클 진입



자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. 글로벌 에틸렌 기업별 증설 계획과 수급 밸런스

지역 구분	2021년 (만톤/년)	2022년 (만톤/년)	2023년 (만톤/년)	2024년 (만톤/년)	2025년 (만톤/년)
아메리카					
미국		Exxon/SABIC(2021.4Q) 180 Shell(1~2Q) 180 기습한파 증격(2월~9월) - 800 NOVA Chemical(캐나다, 2H) 35 Baystar(3Q) 100 Braskem 6			Formosa (4Q) 120
남미					
아메리카 소계	- 800	501	-	-	120
유럽					
러시아		Nizhnekamskneftekhim(2Q) 140	InK(Irkutsk Oil) 50	Baltic Chemical 120	Amur GCC(재검토중) 230
서유럽			Ineos Rafnes Craker2(노르웨이) 50		
유럽 소계		140	100	120	230
아시아					
중국	Sinopec Sabc Tianjin(2Q, 증설) 30 Ningbo Huatai 60 SK-Wuhan(2H) 30 Lianyungang Petchem 1 125 Petrochina Changqing 80 Gulei Refinery 100 CNPC Tarim Oil Field Branch 60 Luqing Petrochemical 75 Zhejiang Rongsheng(4Q) 140 China Coal Yulin(CTO, mid) 30 Qinghai Mining(CTO, 2H) 26 Shanxi Coking Co(CTO, 2H) 30	Lianyungang Petchem 2(Shenghong, 2Q) 125 Petrochina Jieyang(2Q) 120	Sinopec Hainan Refining & Chem 100	Sinopec Tianjin 120 Huajin Aramco(Panjin) 150 CNOOC/Shell 3 160 Exxon Huizhou Ethylene I 160	Guangxi Investment Group 100 Nanshan Group(Yulong) 300 Exxon Huizhou Ethylene II 120
중국 소계	786	305	100	590	520
한국	여천NCC(1Q) 34 한화토탈 15 LG화학(2Q) 80 GS칼텍스(2Q) 75	현대케미칼(2~3Q) 85	대한유화(1Q) 10		
인도		HPCL/Mittal Energy(2Q) 120 IOCL(Oaradip) 20	BPCL(Cochin) 8	HPCL(Pachpadra) 90	Haldia Petrochemical 160
태국	SCG/DOW 30				
말레이시아					
베트남			Nghison Petrochem(2q) 100		
인도네시아	Chandra Asri 4			Chandra Asri 110 Pertamina/Rosneft 100	Lotte Titan(2H) 100
필리핀	JG Summit 16				
브루나이			Brunei Henyi Industries 165		
아시아 소계	1,040	530	383	890	780
중동					
이란	liam PC 45			NPC(Sepehr Makran Chab) 140	
사우디아라비아					Aramco/Totla/JXTC 150
UAE					
오만	ORPIC(Liwa) 90				
카타르					
중동 소계	135	-	-	140	150
아프리카				Tahrir Petchem(이집트) 150	
아프리카 소계				-	
<b>글로벌 신규증설 합계</b>	<b>1,175</b>	<b>1,171</b>	<b>483</b>	<b>1,150</b>	<b>1,280</b>
<b>[글로벌 수급]</b>					
글로벌 에틸렌 capa	20,138	22,109	22,591	23,741	25,021
글로벌 에틸렌 수요	17,772	17,998	18,895	19,788	20,598
글로벌 에틸렌 수요 증감	1,497	226	898	892	811
글로벌 설비 가동률	88.3%	81.4%	83.6%	83.3%	82.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

### III. 2023년 투자 매력 상승 이유 (2) : 여전히 살아있는 분리막폴리머

2020년 2차전지 분리막용 특수폴리머가 기업성장 동력으로 부각되기 시작. 2023년 다시 부각 될 것

돌이켜보면, 2020년 대한유화(주)의 성장 동력으로 ‘2차전지 분리막 원료인 초고밀도 폴리머’가 부각되었다. 그러나, 2022년 분리막용 특수 폴리머 이외에 본업이 적자로 전환하면서, 투자 매력이 묻혀버렸다. 그러나, 2차전지용 분리막 폴리머 성장과 고마진 상황은 여전히 이어지고 있다. 2023년 범용 석화제품 사이클 복원으로 실적 우려가 사라지면, 또다시 분리막 폴리머 가치가 부각될 것이다.

초고밀도 폴리에틸렌과 고밀도 폴리프로필렌은 NCM 2차전지 분리막과 LFP 배터리 분리막에 각각 사용

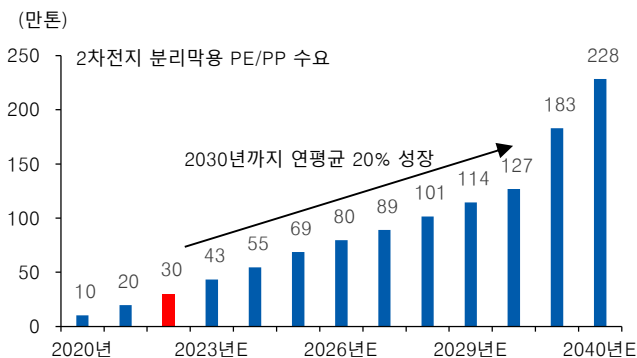
**[분리막 및 특수 폴리머]** 동사의 특수 폴리머는 2차전지용 분리막과 연관이 있다. 분리막(Seperator)은 양극과 음극을 나누어주는 5 ~ 25 $\mu$ m의 얇은 필름으로, 내부에 미세 기공이 있어 리튬이온을 이동시키는 통로로 이용된다. 생산공정에 따라 건식 분리막과 습식 분리막으로 나뉘어진다. 건식분리막은 폴리머 원단을 기계적인 힘으로 당겨 얇은 필름으로 만드는 방식으로, 12 $\mu$ m 정도 두께를 만드는데 유용하다. 배터리 종류로는 LFP(리튬-철-인산 양극재) 전지에 주로 사용된다. 습식분리막은 베이스 필름을 녹인 후 기공을 만들고 건조공정을 거치는 방법으로, 5 ~ 10 $\mu$ m 두께에 적합하다. LCM(리튬-코발트-망간 양극재) 3원계 전지에 주로 사용되고 있다.

동사는 분리막 소재인 초고밀도 폴리에틸렌(Ultra High Weight Poly Ethylene)과 PP(초고밀도 Poly-Propylene)를 생산하고 있다. 일반 범용 폴리에틸렌 보다 분자 밀도가 100배 정도 높아서 충격에 가장 잘 견디며 내마모성, 내화학성, 내열성이 뛰어나다. PE/PP 폴리머 생산 과정을 간략히 살펴보자. 폴리머(polymer, 고체형태의 고분자)를 만들기 위해서 모노머(monomer, 저분자 형태의 원료)를 반응기에 넣고, 수소와 촉매제인 알루미늄계(티타늄, 크롬 등)를 넣고 중합 반응을 유도한다. 80°C 정도 온도에서 반응기에서 회전을 가하면 고분자 폴리머가 형성된다. 이것을 고속 원심 분리기에 넣고 회전시키게 되면 촉매(티타늄) 잔여분과 잔여 찌꺼기(Ash contents) 등이 동시에 제거되면서, 고순도의 초고밀도 폴리머가 생산된다.

주요 거래처는 한국 더블유씨피(주), SKIE 테크놀로지(주), 중국 은첩고분(주) 등

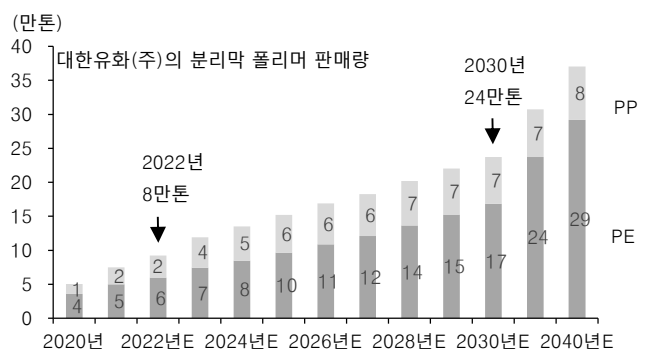
초고밀도 PE의 주요 거래처는 한국 더블유씨피(주), SKIE 테크놀로지(주) 등에 납품하고 있으며, 대부분 NCM 배터리 업체에 최종 공급된다. 고밀도 PP는 중국 은첩고분(주) 등에 판매되고, LFP 배터리 업체로 공급하고 있다. 분리막 플라스틱 경쟁업체로는 미국 Celanese(원천기술 확보), 일본 Mitsui Chemical(주), Sumitomo Chemical(주), 중국 Petrochina(주), Sino-Chem(주) 등이 있다.

그림 7. 글로벌 분리막용 폴리머(초고밀도 PE/PP) 시장 전망



자료: 유안타증권 리서치센터, 대한유화, 더블유씨피

그림 8. 대한유화(주)의 분리막용 PE/PP 생산량 전망



자료: 유안타증권 리서치센터



글로벌 분리막용 폴리머 시장규모는 30만톤 수준으로, 연평균 20% 이상 성장 중

대한유화(주) 분리막 폴리머 판매량은 2022년 8만톤에서 2023년 10~11만톤(PE 10만톤, PP 2~3만톤)으로 확장

분리막용 폴리머 매출액 추정치는 2022년 1,803억원, 2023년 2,255억원, 2030년 3,736억원 등으로 성장 예상

분리막용 폴리머 보수적인 사업가치는 5,903억원. 글로벌 시장 점유율 22%와 평균영업이익률 20% 적용

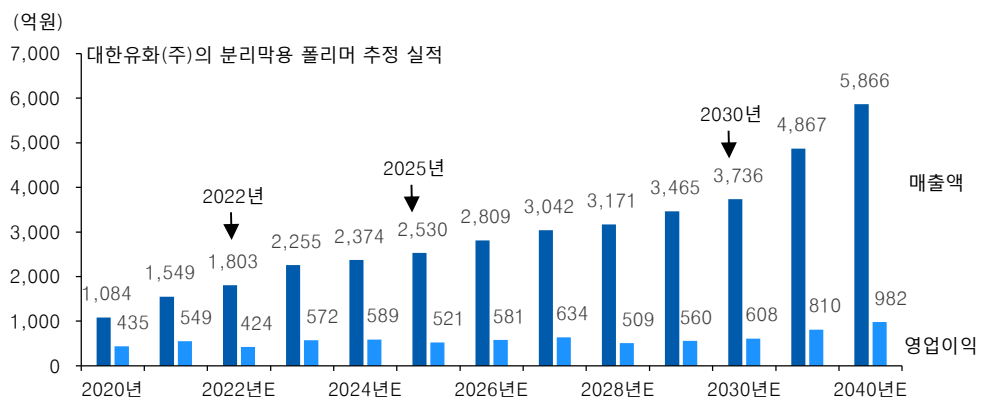
**[시장 규모 및 판매량]** 글로벌 2차전지 분리막용 폴리머 시장 규모는 2022년 30만톤 수준으로 추정된다. 2023년 43만톤, 2025년 69만톤, 2030년 127만톤 수준으로, 2030년까지 연평균 20% 성장이 예상된다. 참고로, 배터리 1GW당 분리막용 폴리머 수요량은 360톤 정도이다.

대한유화(주)의 2차전지용 폴리머(PE/PP) 판매량 흐름을 살펴보면, 2019년 2만톤, 2020년 4만톤, 2021년 6만톤, 2022년 8만톤(PE 6만톤, PP 2만톤), 2023년 10 ~ 11만톤(PE 8만톤, PP 2 ~ 3만톤), 2025년 16만톤 등이다. 판매가격은 원료인 국제유가 변동에 관계없이 매우 안정적인 것이 특징이다. 초고밀도 폴리에틸렌 가격은 1,800 ~ 1,900\$ 수준이 2년째 이어지고 있다. 일반 PE제품가격이 1,000 ~ 1,400\$ 수준에서 움직였다고 감안하면, 최소 500달러 이상 높은 가격이 형성되고 있다. 전자자동차 생산업체에 한번 분리막 소재 업체로 납품하기 시작하면, 쉽게 거래처가 바뀌지 않는 특징 때문이다. 배터리 안정성과 직결되는 분리막 재료이기 때문에 품질 검증과정이 까다롭고, 4 ~ 5년 정도의 테스트 기간이 필요하다.

**[수익 추정 및 사업가치]** 대한유화(주)의 분리막용 초고밀도 폴리머 실적을 추정해 보면, 매출액은 2020년 1,084억원, 2021년 1,549억원, 2022년 1,803억원, 2023년 2,255억원, 2030년 3,736억원 정도로 확대될 전망이다. 전사 매출액에서 차지하는 비중은 2023년 8%에서 13% 수준으로 늘어나는 수치로, 그렇게 높지 않다. 그러나, 영업이익 기여도는 클 것으로 예상된다. 영업이익 규모를 추정해 보면, 2020년 435억원, 2021년 549억원, 2022년 424억원, 2023년 572억원, 2025년 521억원, 2030년 608억원(전고체전지 양산 이전까지 고성장) 등이 예상된다. 전사 영업이익에서 차지하는 비중이 20 ~ 30%로 확대된다.

분리막용 초고밀도 폴리머 사업가치는 5,903억원으로 평가한다. 2040년까지 분리막용 폴리머 평균시장 성장률 12.5%(2030년까지 20% 성장), 대한유화(주) 평균 시장점유율 22%, 평균 영업이익률 20% 적용해 추정한 매년도의 순이익을 현재가치로 환산한 것이다. 참고로, 2021년 2월 전망했던 가정치 대비 보수적으로 적용해 하향 조정했다. 대한유화(주)의 시장점유율을 50%에서 22%로 낮추었다. 유럽 및 미국 시장의 배터리 업체의 경우, 운송 비용 문제로 한국 제품보다 현지에서 폴리머를 조달한다는 점과 2025년부터 롯데케미칼(주) 등 새로운 경쟁회사가 등장한다는 점을 고려했다. 평균 영업이익률도 36%에서 20%로 낮춰 잡았다. 배터리업체의 가격 인하 요구와 원료인 나프타 가격 강세 흐름을 반영한 결과이다.

그림 9. 대한유화(주)의 분리막용 특수 폴리머 추정 실적



자료: 유안타증권 리서치센터

표 2. 대한유화(주)의 2 차전지 분리막용 특수 폴리머 밸류에이션(Valuation): 2030년 전고체 전지 도입 가정시 5,903 억원

구	분	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2030년	2035년	2040년	2050년	2060년	Terminal
<b>[기초 시장 가정] 자료 : BNEF 2022, 유안타증권 리서치센터</b>													
글로벌 자동차 판매량	만대	7,283	7,517	7,141	7,566	7,822	8,054	8,721	8,992	8,833	8,824	8,913	2040년까지 성장률
	성장률	-12.9%	3.2%	-5.0%	6.0%	3.4%	3.0%	1.3%	-0.1%	-0.3%	0.1%	0.1%	1.0%
전기차 판매량(EV/PHEV)	만대	310	656	951	1,198	1,510	1,911	3,662	5,387	6,730	7,942	8,021	2040년까지 성장률
	성장률	45.5%	111.6%	45.0%	26.0%	26.0%	26.5%	11.9%	5.8%	3.8%	18.2%	0.1%	18.4%
	%	4.3%	8.7%	13.3%	15.8%	19.3%	23.7%	42.0%	59.9%	76.2%	90%	90%	
글로벌 배터리 수요(1+2+3)	GW	257	492	758	1,083	1,364	1,720	3,175	4,577	5,712	6,740	7,103	2040년까지 평균성장률
	성장률	38.9%	91.4%	54.0%	43.0%	26.0%	26.1%	11.1%	5.6%	3.8%	18.2%	0.1%	19.3%
(1) EV 배터리 수요	GW	164	380	627	916	1,173	1,507	2,889	4,250	5,309	6,265	6,603	2040년까지 성장률
(송용차+상용차+E-Bus+2륜차)	성장률	50%	132%	65%	46%	28%	29%	12%	6%	4%	18%	0%	21.6%
(2) ESS 배터리 수요	GW	9	22	35	63	80	97	149	155	198	233	233	2040년까지 성장률
	성장률	50%	145%	60%	79%	26%	21%	4%	1%	4%	18%	0%	20.3%
(3) IT용 배터리 수요	GW	84	90	95	104	112	116	137	171	205	293	418	2040년까지 성장률
	성장률	17%	7%	6%	9%	8%	4%	3%	4%	4%	4%	4%	4.6%
글로벌 분리막 수요	억㎡ (1GW당 900만㎡ 사용, 향후 1200만㎡)	39	74	115	164	206	260	358	281	214	162	148	2040년까지 평균성장률
(간식 30%, 습식 55%, IT용 15%)	성장률	39%	91%	54%	43%	26%	26%	0%	-5%	-5%	-23%	0%	12.5%
분리막용 UHMWPE/PP 수요	만톤(1GW당 400톤 내외 사용)	10	20	30	43	55	69	127	183	228	270	284	2040년까지 평균성장률
	성장률	39%	91%	54%	43%	26%	26%	0%	-5%	-5%	-23%	0%	12.5%
원달러 환율		1,200	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	1,160	
전고체 전지 도입으로, 분리막 시장 역성장 반영													
<b>[대한유화 분리막용-PE/PP 실적 전망]</b>													
구	분	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년	2030년	2035년	2040년	2050년	2060년	Terminal
매출액	(억원)	1,084	1,549	1,803	2,255	2,374	2,530	3,736	4,867	5,866	6,744	7,005	2040년까지 평균 MS
	대한유화(주)의 분리막용 플라스틱 시장점유율	49%	38%	30%	28%	25%	22%	19%	17%	16%	16%	16%	21.9%
(1) LIBS용 PE 매출액		836	1,135	1,265	1,506	1,560	1,667	2,712	3,822	4,695	5,472	5,734	
판매량	만톤	4	5	6	7	8	10	17	24	29	34	36	
대한유화 판매량 증가율	(%)	260%	122%	32%	24%	14%	14%	10%	6%	4%	18%	0%	
Capex(연평균)	만톤	12	12	12	13	13	13	26	32	38	38	50	
(2) LIBS용 PP 매출액		248	414	538	749	814	863	1,024	1,045	1,172	1,271	1,271	
판매량	만톤	1	2	3	4	5	6	7	7	8	9	9	
대한유화 판매량 증가율	(%)	44%	72%	30%	39%	13%	11%	2%	0%	2%	9%	0%	11.8%
Capex(연평균)	만톤	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
영업이익	(억원)	435	549	424	572	589	521	608	810	982	1,134	1,181	2040년까지 영업이익률
	영업이익률	40.1%	35.4%	23.5%	25.4%	24.8%	20.6%	16.3%	16.7%	16.7%	16.8%	16.9%	20.3%
	스프레드(LIBS PE/PP가격-나프타)	1,407	1,132	896	913	875	795	721	727	729	730	731	
	LIBS PE	1,936	1,957	1,817	1,746	1,588	1,488	1,388	1,388	1,388	1,388	1,388	
	LIBS PP	1,436	1,436	1,436	1,436	1,388	1,338	1,288	1,288	1,288	1,288	1,288	
	나프타	386	652	787	716	638	638	638	638	638	638	638	
EBITDA	(억원)	483	597	472	628	645	577	664	914	1,086	1,238	1,333	
	감가상각비	48	48	48	56	56	56	56	104	104	104	152	
	투자액(PE 10만톤당 1000억원)	1,200	1,200	1,200	1,400	1,400	1,400	1,400	2,600	2,600	2,600	3,800	
금융비용	(억원)	30	23	18	9	2	-	5	-	72	-	202	-
	순차입금(평균조달금리 2.5%)	1,200	931	727	349	62	-	189	-	2,896	-	5,297	-
	참고) 순차입금 = 기존차입금 + (설비투자액 - 세후EBITDA)												- 19,645
순이익	(억원)	308	399	309	428	446	400	517	716	900	1,107	1,271	Terminal 순이익
<b>[밸류에이션] 참고) 순이익을 자기자본요구수익률로 현재가치를 계산해 합산함</b>													
할인율(자기자본비용 10.5%+유동성 프리미엄 1%)	(%)	10.500%	10.5%	12.5%	12.5%	12.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%
순이익의 현재가치	(억원)				380	353	296	233	196	149	68	29	272
현재가치 합계(100% 기준)	(억원)				5,903								

자료: 유안타증권 리서치센터

### IV. 실적 추정 : 2023년 흑자 전환, 2024년 확대

2023년 영업적자 △1,407억원을 기록 후 2023년 900억원, 2024년 2,379억원으로 회복 흐름 기대

2023 ~ 2024년 실적 회복 과정에 진입할 전망이다. 영업실적 흐름을 살펴보면, 직전 사이클 고점이었던 2016년 3,430억원에서 2022년 △1,407억원으로 떨어졌다. 2023년 900억원으로 흑자 전환 후, 2024년 2,379억원으로 회귀할 것으로 보인다. 참고로, 대한유화(주)의 정상 영업이익 눈높이는 2,000 ~ 2,300억원(연간 매출액 2.9조원 x 평균적인 영업이익률 7~8%) 수준이다.

2022년 영업손실 △1,407억원 기록한 원인에는 글로벌 과잉공급에 따른 스프레드 하락과 중국항 수출 감소 등

둘이켜 보면, 2022년 예상 실적은 ‘매출액 2.3조원, 영업손실 △1,407억원(영업손실율 △6.0%), 지배주주 순이익 △900억원’ 등이다. 영업손익은 사상 최대 적자를 보일 전망이다. 가장 큰 이유는 ① 글로벌 과잉공급에 따른 스프레드 급락(2021년 506\$ → 2022년 327\$/톤), ② 중국으로 수출 여건이 나빠지면서 가동률 하락(2022년 평균 75%)이 겹쳤기 때문이다.

2023년 예상 영업이익은 900억원으로, 전년 보다 2,307억원 증가할 전망

2023년 예상 실적은 ‘매출액 2.9조원, 영업이익 900억원(영업이익률 3.1%), 지배주주 순이익 767억원’ 등이다. 영업손익은 전년대비 2,307억원이 증가해 흑자 전환이 시작된다. 실적에 영향을 미치는 변수로는 ① 글로벌 업황 변동에 따른 1톤당 스프레드 개선, ② 설비 가동률 상승 및 증설에 따른 생산량 회복, ③ 2차전지 분리막용 폴리머 성장 효과 등을 꼽을 수 있다.

에틸렌 스프레드 개선에 따른 영업이익 개선 1,500억원

① 스프레드 개선 효과 +1,500억원 증익 : 석유화학 대표제품인 에틸렌 업황 개선으로, 동사 주요 석화제품 1톤당 스프레드가 2022년 325\$에서 2023년 377\$ 수준으로 52\$ 정도 개선될 것으로 추정된다. 총 화학제품 생산량 264만톤을 고려하면, 전년 대비 1,400 ~ 1,500억원 규모의 이익 개선이 가능하다.

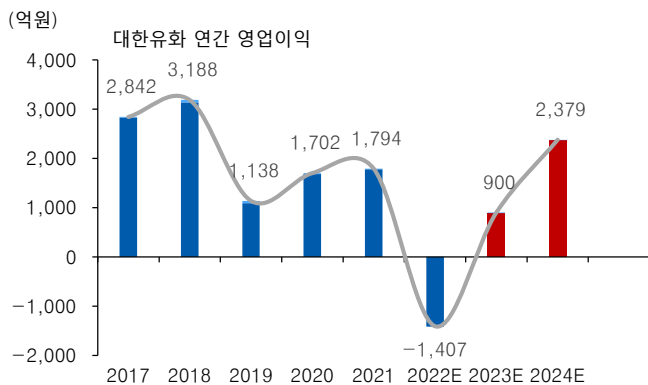
정기보수 종료로 설비 가동회복에 따른 영업이익 개선 700억원

② 설비가동률 개선 효과 +700억원 증익 : 2022년 온산 NCC 가동률은 75% 수준이다. 상반기 저율 가동에 이어 하반기 정기보수를 진행했다. 2023년 업황 회복과 더불어 가동률이 90%로 올라설 것으로 추정된다. 판매량 확대에 따른 이익 개선 효과는 450억원 수준이다. 여기에, 에틸렌 10만톤 및 부타디엔 15만톤 증설 효과로 연간 250억원 규모의 실적 개선이 가능하다.

2차전지 분리막용 특수 폴리머 추가 이익 성장효과 150억원

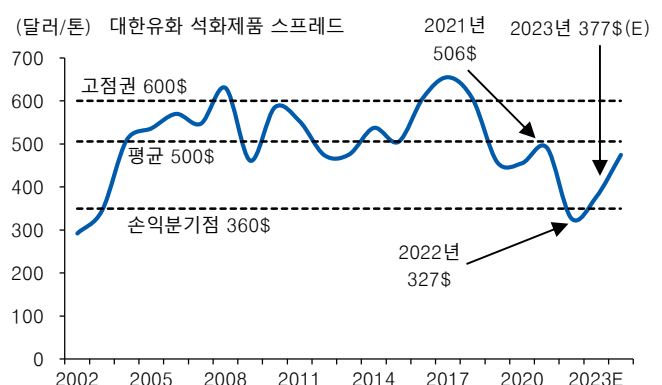
③ 2차전지 분리막용 폴리머 성장 효과 +150억원 증익 : 2차전지 분리막용 폴리머 판매물량이 전년 8만톤에서 11만톤으로 37% 증가를 기대할 수 있다. 추정 실적은 매출액 2,255억원, 영업이익 572억원(영업이익률 25%) 등이다. 영업이익 규모는 전년 대비 150억원 증가하는 것이다.

그림 10. 대한유화(주) 연간 영업이익 : 2023년 다시 흑자 전환 사이클



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 11. 대한유화(주) 주력 석화제품 스프레드 : 2023년 50\$/톤 개선



자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 대한유화주의 실적 추정치 : 2021년 영업이익 1,794억원 → 2022년 손실 △1,407억원(e) → 2023년 900억원(e) → 2024년 2,379억원(e)

	2022				2023				연간실적									
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>생산 Capa</b>																		
에틸렌 (만톤)	20.0	20.0	20.0	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	47.0	63.5	80.0	80.0	80.0	80.0	82.5	90.0	90.0	
일반 HDPE (만톤)	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3	53.0	43.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	
분리막용 Ultra PE (만톤)	3.0	3.0	3.0	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	54.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.3	13.0	13.0	
PP (만톤)	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	47.0	48.5	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	53.0	
BTX (만톤)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	20.0	23.4	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	
기타(C4 또는 BD) (만톤)	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	9.8	9.8	9.8	14.0	19.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	35.3	39.0	
EG/EO (만톤)	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	19.2	
SM (만톤)	2025년까지 30만톤 증설 계획 연기 계획 연기																	
공업용가스(산소, 질소 등) (만톤)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	20.4	
<b>주요제품 가격</b>																		
에틸렌 \$/MT	1,115	1,168	890	874	955	1,014	1,087	1,107	1,040	1,153	1,215	852	732	1,013	1,012	1,041	1,048	
HDPE(스팟+수출 평균) \$/MT	1,238	1,265	1,082	1,049	1,130	1,189	1,247	1,267	1,202	1,209	1,325	1,045	905	1,162	1,163	1,208	1,133	
분리막용 Ultra PE \$/MT	1,817	1,817	1,817	1,817	1,746	1,746	1,746	1,746	1,936	1,936	1,936	1,936	1,936	1,957	1,817	1,746	1,588	
PP(스팟+수출 평균) \$/MT	1,257	1,294	1,096	1,074	1,160	1,219	1,282.25	1,296.50	1,170	1,261	1,376	1,229	1,097	1,267	1,180	1,239	1,163	
BTX(벤젠) \$/MT	1,088	1,253	989	854	855	894	887	907	646	823	822	641	487	918	1,041	886	788	
C4(대용치 부타디엔) \$/MT	1,052	1,481	1,086	874	865	1,044	1,217	1,257	1,082	1,486	1,414	1,053	711	1,014	1,123	1,126	1,088	
EG \$/MT	691	629	519	494	535	544	617	657	652	851	899	576	469	676	583	588	538	
나프타(원료) \$/MT	889	880	707	674	735	744	767	757	406	497	614	527	383	651	788	751	638	
(참고) Dubai 원유가격 \$/MT	97	109	98	93	98	96	93	89	40	53	69	63	43	70	99	94	75	
<b>주요제품 스프레드</b>																		
스팟 스프레드 \$/MT	333	360	299	306	335	368	394	412	608	655	605	457	456	492	325	377	475	
스팟 스프레드 \$/MT	300	391	340	311	325	365	391	414	608	648	606	458	480	482	335	373	521	
나프타 도입 시차	33	31	41	5	10	2	4	2	0	8	1	1	25	10	11	3	-	
*마이너스(-) 이면 이익 발생 의미																		
<b>매출액</b>																		
본사 화학부문	6,893	6,871	4,716	4,723	6,658	7,248	7,848	7,551	15,837	17,690	25,396	20,592	18,650	24,933	23,202	29,305	28,939	
코리아에어텍(공업용가스)	44	48	46	28	31	35	30	28	127	104	144	151	137	239	166	125	127	
별도 분리막용 PE/PP	9월 - 11월 정기보수				연간 실적을 별도로 표시함				4분기, NOC 증설									
* 본사 화학부문 매출 가운데 분리막용 PE/PP																		
<b>영업이익</b>																		
본사 화학부문	-22	-430	-601	-354	86	208	235	371	3,430	2,842	3,188	1,138	1,702	1,794	-1,407	900	2,379	
코리아에어텍(지분율 65%)	-1	-2	9	-1	-1	3	3	3	29	12	50	47	22	12	6	8	8	
별도 분리막용 PE/PP	9월 - 11월 정기보수				연간 실적을 별도로 표시함				4분기, NOC 증설									
* 본사 화학부문 매출 가운데 분리막용 PE/PP																		
<b>영업이익률</b>																		
본사 화학부문	-0.3%	-6.2%	-12.6%	-7.4%	1.3%	2.9%	3.0%	4.9%	21.5%	16.0%	12.5%	5.5%	9.0%	7.1%	-6.0%	3.1%	8.2%	
코리아에어텍	-1.3%	-3.2%	20.1%	-3.1%	-3.1%	9.3%	9.3%	9.3%	22.8%	11.5%	34.8%	31.4%	15.7%	5.1%	3.8%	6.1%	6.3%	
별도 분리막용 PE/PP	9월 - 11월 정기보수				연간 실적을 별도로 표시함				4분기, NOC 증설									
* 본사 화학부문 매출 가운데 분리막용 PE/PP																		
<b>지배주주 순이익</b>																		
주당순이익	25	-290	-388	-247	89	175	191	313	2,722	2,143	2,574	1,063	1,272	1,499	-900	767	1,920	
주당순자산																		
주당EBITDA																		
주당배당금																		
<b>ROE(자기자본이익률)</b>																		
	20.1%	13.8%	14.4%	5.7%	6.4%	7.0%	-4.5%	3.7%	8.4%									

자료: 유안타증권 리서치센터

## V. 적정 주가(Equity Valuation) : Buy 상황, TP 26만원

2023년 투자의견 Buy로 상향, 목표주가 26만원으로 상향

2023년 투자의견을 기존 Hold에서 Buy로 상향 조정하는 동시에, 목표주가도 26만원(기존 16.5만원)로 높인다. ① 2년만에 순수 석화부문 상승 사이클 전환 가능성, ② 2023년 석화 설비 증설효과, ③ 2차전지 분리막용 폴리머 소재 가치를 동시에 반영한 결과이다.

적정 시총 규모는 1.6조원으로, 일반 석화제품 부문 1.2조원 + 분리막용 폴리머가치 5,903억원 등으로 구성

적정 주가 26만원에 해당하는 순자산가치는 1.6조원으로, Sum-of-Parts 방식으로 구했다. 일반 석화제품 부문 가치와 분리막용 특수 폴리머 부문 가치를 별도로 구한 후, 합산했다. 부문별 사업가치는 ‘평균 EBITDA × Enterprise Value/EBITDA’로 계산했다. 참고로, 석화 업황에 따라 목표 EV/EBITDA 적용 배율로는 ‘불황 2.0 ~ 3.0배, 평균 5.2배, 호황 6.0 ~ 7.5배’ 등이다. 주의할 점이 있다. 대형 석화업체 적용 배율 대비 20% 낮게 적용하는데, 석화 규모가 작아서 이익변동폭이 크다는 리스크를 반영한 것이다. 2021 ~ 2022년 하락 사이클 적정주가 계산에서는 2.5배를 적용했으며, 2023 ~ 2024년 사이클 회복 시기에는 5.2배를 사용할 수 있다.

구체적인 결과인 사업부문별 지분가치는 ① 일반 석화제품부문 1.2조원(평균 석화업황), ② 분리막용 PE/PP 부문 5,903억원(미래가치를 현재가치로 환산) 등이다.

표 4. Sum-of-parts로 계산된 대한유화(주) 적정주가 : 26만원(2023년 평균 사이클 회복 반영)

구분	기준일 (2022.11월)	주요 내역						
		사업 부문	평균영업이익 (억원)	평균가산각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	적정배율 (배)	가치 적용율 (비상장여부)	적정사업가치 (억원)
(+) 영업자산가치	1조 8,994억원	▶본사 일반 석화제품	948	1,532	2,480	5.2	100%	1조 2,875
		석화 사이클 호황가치	948	1,532	2,480	6.8	100%	1조 6,837
		석화 사이클 불황가치	948	1,532	2,480	2.0	100%	4,952
		▶분리막용 PE/PP [지형시]	561	56	617	9.6	100%	5,903
		▶코리아메어(지분율65%)	39	15	54	5.0	80%	216
		합 계	1,548	1,599	3,147	6.0x	평균 사이클	1조 8,994
							석화사이클 호황	2조 2,956
					석화사이클 불황	1조 1,071		
주1) 평균 영업이익 = 미래 37년 간 예상 매출액 x 과거 평균 영업이익률, 석유화학 업황 사이클에 상관없이 얻을 수 있는 평균 수익을 계산하는데 유용함 주2) 비상장기업가치 적정가치 계산할 때, EBITDA x 배율 x 지분율 x 비상장 적용률 80%로 계산함 주3) 본사 일반 석화제품 사이클 불황진입을 반영해 EV/EBITDA 2.0배 적용함 (참고로, 불황 2.0~3.0배, 평균업황 5.2배, 호황 6.0 ~ 7.5배) 분리막용 PE 부문은 성장성을 반영해, 별도로 실적 추정후 현재가치로 환산함. 평균영업이익과 가산각비비는 2023 ~ 2025년 평균 추정치임								
(+) 투자자산가치	1,380억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(배)	적정가치(억원)	비고	
		한주	40%	1,065	0.5x	419	울산 및 온산공단 전력 공급	
		오드벨다이날코리아	43.6%	378	0.5x	214	석화제품 보관	
		KPIC Dawn Polymer	50%	113	0.5x	57	중국 폴리머 컴파운드링 자회사	
		온산공장 잉여부지				591	10만평 X 평당 59만원	
합 계					1,380			
(-) 순차입금	4,418억원							
(+) 현금성자산	1,236억원							
(-) 총차입금	553억원							
(-) 탄소배출부담	5,101억원	연간 탄소배출량 1,795,584톤 X 25\$/톤 X 환율 1,200원/달러 = 530억원 (연간 탄소배출액 시형적 비용) 연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 530억원 / WACC(10.5%) = 5,101억원						
보통주 주주가지(A)	1조 5,965억원							
발행주식수(B)	6,176,100주	총발행주식수 6,500,000주 - 자사주 323,900주						
보통주 1주당 가치 (A/B)	26만원/주	* 목표주가 상향 배경(변경전 16.5만원 → 26만원) : 2023년 석화 평균 사이클로 진입						
석화 사이클 호황	32만원							
석화 사이클 불황	13만원							

자료: 유안타증권 리서치센터

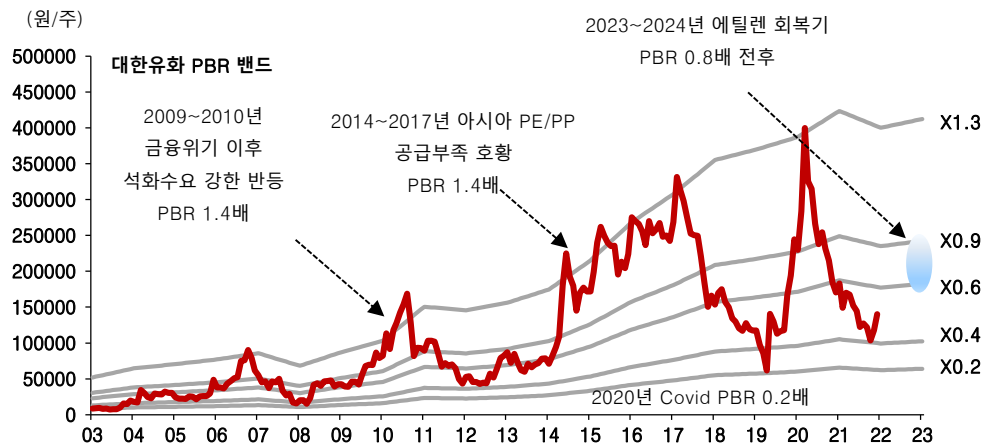
과거 PBR은 0.2 ~ 1.3배 수준에서 등락을 보임. 중심점은 0.6 ~ 1.0배 수준

목표주가 26만원에 PBR 0.8배로, 석화 업황 회복 및 분리막 폴리머 성장성을 고려할 때 충분히 달성 가능한 수준

주가/순자산 배율(PBR, Price to Book value Ratio)로 평가해 보자. 최근 20년간 PBR 밴드를 참고해보면, 평균적인 석화 업황에서 평가되는 PBR은 0.6 ~ 1.0배 수준이었으며, 호황시기에는 1.3배를 초과했다. 반면, 금융위기나 코로나 사태와 같이 최악의 대외 여건에서 PBR은 0.2배에서 지지되었다.

2023년 목표주가로 제시된 26만원에 주당순자산 31만원(2022년 말 기준)으로 계산한 PBR 수치는 0.8배이다. 과거 평균에 해당한다. 일반 석화부문 평균 업황으로 회귀하는 가운데, 2차전지용 특수 폴리머 성장세가 이어지고 있다는 점을 감안하면, 무리한 가정은 아닐 것이다.

그림 12. 대한유화주의 PBR 밴드 :



자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 (006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액	18,827	25,149	23,369	29,429	29,066	
매출원가	16,673	22,877	24,288	27,666	25,829	
매출충이익	2,154	2,271	-920	1,763	3,236	
판매비	453	477	487	863	858	
영업이익	1,702	1,794	-1,407	900	2,379	
EBITDA	3,249	3,358	355	2,547	3,776	
영업외손익	-24	188	184	112	154	
외환관련손익	-50	32	42	-51	-1	
이자손익	12	35	6	-8	-1	
관계기업관련손익	134	144	81	153	122	
기타	-121	-23	56	18	34	
법인세비용차감전순손익	1,677	1,982	-1,223	1,012	2,533	
법인세비용	405	482	-323	245	613	
계속사업순손익	1,272	1,499	-900	767	1,920	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	1,272	1,499	-900	767	1,920	
지배지분순이익	1,272	1,499	-900	767	1,920	
포괄순이익	1,309	1,535	-875	767	1,920	
지배지분포괄이익	1,309	1,535	-875	767	1,920	

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
영업활동 현금흐름	3,032	3,090	1,317	1,210	3,920	
당기순이익	1,272	1,499	-900	767	1,920	
감가상각비	1,546	1,563	1,761	1,646	1,396	
외환손익	-5	12	-26	51	1	
중속, 관계기업관련손익	-134	-144	-81	-153	-122	
자산부채의 증감	141	-200	645	-1,463	352	
기타현금흐름	211	361	-82	362	374	
투자활동 현금흐름	-1,387	-2,977	-958	-1,800	-1,400	
투자자산	-488	-1,782	509	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-876	-1,197	-3,468	-1,800	-1,400	
유형자산 감소	1	1	1	0	0	
기타현금흐름	-24	1	1,999	0	0	
재무활동 현금흐름	-128	-197	-404	121	-784	
단기차입금	5	-10	-29	134	-48	
사채 및 장기차입금	30	0	-143	0	-600	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-154	-185	-216	0	-124	
기타현금흐름	-9	-2	-16	-13	-13	
연결범위변동 등 기타	0	0	88	-278	-236	
현금의 증감	1,516	-84	42	-747	1,500	
기초 현금	982	2,498	2,414	2,456	1,708	
기말 현금	2,498	2,414	2,456	1,708	3,208	
NOPLAT	1,702	1,794	-1,407	900	2,379	
FCF	2,156	1,893	-2,151	-590	2,520	

자료: 유안타증권

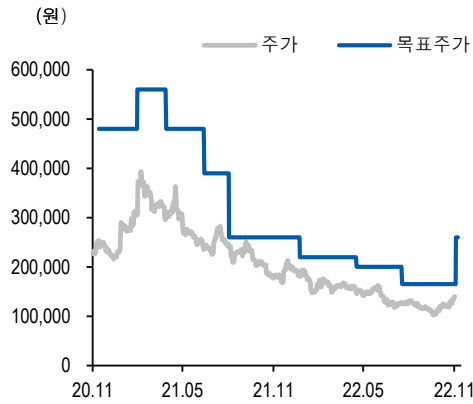
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
유동자산	6,052	9,706	6,359	6,987	7,944	
현금및현금성자산	2,498	2,414	2,456	1,708	3,208	
매출채권 및 기타채권	1,848	2,021	2,494	2,527	2,462	
재고자산	1,242	3,030	1,624	2,967	2,488	
비유동자산	15,223	15,083	17,050	17,357	17,482	
유형자산	13,063	12,727	14,475	14,630	14,633	
관계기업 등 지분관련 자산	1,673	1,806	1,854	2,007	2,129	
기타투자자산	62	79	94	94	94	
자산총계	21,276	24,789	23,409	24,345	25,425	
유동부채	690	3,075	2,741	3,509	2,833	
매입채무 및 기타채무	314	2,442	2,411	2,445	2,378	
단기차입금	70	60	32	166	119	
유동성장기부채	0	96	0	600	40	
비유동부채	1,644	1,422	1,468	868	828	
장기차입금	480	384	336	-264	-304	
사채	0	0	0	0	0	
부채총계	2,334	4,497	4,209	4,377	3,662	
지배지분	18,941	20,291	19,200	19,968	21,764	
자본금	410	410	410	410	410	
자본잉여금	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643	
이익잉여금	15,948	17,280	16,184	16,951	18,747	
비지배지분	0	0	0	0	0	
자본총계	18,941	20,291	19,200	19,968	21,764	
순차입금	-2,260	-4,046	-1,455	-574	-2,721	
총차입금	668	565	574	708	60	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
EPS	19,576	23,067	-13,844	11,805	29,535	
BPS	306,685	328,546	310,881	323,305	352,388	
EBITDAPS	49,983	51,656	5,457	39,180	58,092	
SPS	289,651	386,900	359,517	452,757	447,162	
DPS	3,000	3,500	0	2,000	4,000	
PER	7.2	11.2	-10.1	11.9	4.7	
PBR	0.5	0.8	0.5	0.4	0.4	
EV/EBITDA	2.1	3.8	21.6	3.3	1.7	
PSR	0.5	0.7	0.4	0.3	0.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액 증가율 (%)	-9.2	33.6	-7.1	25.9	-1.2	
영업이익 증가율 (%)	49.5	5.4	적전	흑전	164.3	
지배순이익 증가율 (%)	19.7	17.8	적전	흑전	150.2	
매출총이익률 (%)	11.4	9.0	-3.9	6.0	11.1	
영업이익률 (%)	9.0	7.1	-6.0	3.1	8.2	
지배순이익률 (%)	6.8	6.0	-3.9	2.6	6.6	
EBITDA 마진 (%)	17.3	13.4	1.5	8.7	13.0	
ROIC	8.0	8.8	-6.6	4.0	10.2	
ROA	6.1	6.5	-3.7	3.2	7.7	
ROE	6.9	7.6	-4.6	3.9	9.2	
부채비율 (%)	12.3	22.2	21.9	21.9	16.8	
순차입금/자기자본 (%)	-11.9	-19.9	-7.6	-2.9	-12.5	
영업이익/금융비용 (배)	354.5	165.7	-177.3	56.7	149.9	

대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-14	BUY	260,000	1년		
2022-07-28	HOLD	165,000	1년	-26.73	-
2022-04-27	HOLD	200,000	1년	-30.21	-
2022-01-03	HOLD	220,000	1년	-24.99	-
2021-08-13	HOLD	260,000	1년	-21.33	-
2021-06-24	BUY	390,000	1년	-35.50	-27.44
2021-04-08	BUY	480,000	1년	-40.96	-24.38
2021-02-09	Strong Buy	560,000	1년	-39.69	-29.73
2020-11-09	Strong Buy	480,000	1년	-46.95	-34.69

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.9
Hold(중립)	5.5
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-09

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 황규원)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.