



# Marketperform (Maintain)

목표주가: 173,000원  
주가(2/8): 161,700원  
시가총액: 10,511억원

화학/정유 Analyst 정경희  
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현  
shin8d@kiwoom.com

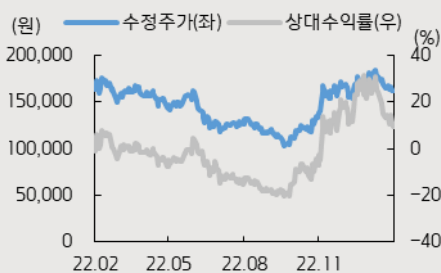
## Stock Data

KOSPI(2/8)	2,483.64pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	184,000원	103,000원
등락률	-12.1%	57.0%
수익률	절대	상대
1M	-2.0%	-9.6%
6M	26.8%	27.3%
1Y	-1.7%	9.6%
발행주식수	6,500천주	
일평균 거래량(3M)	66천주	
외국인 지분율	5.4%	
배당수익률(2022E)	2.0%	
BPS(2022E)	288.203원	
주요 주주	이순규 외 17인	39.4%

## 투자지표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,882.7	2,514.9	2,222.1	1,979.7
영업이익	170.2	179.4	-202.1	-91.8
EBITDA	324.9	335.8	-71.1	23.5
세전이익	167.7	198.2	-182.2	-71.9
순이익	127.2	149.9	-137.8	-54.4
지배주주지분순이익	127.2	149.9	-137.8	-54.4
EPS(원)	19,576	23,067	-21,201	-8,370
증감률(% YoY)	19.7	17.8	적전	적지
PER(배)	11.7	7.9	-8.1	-19.3
PBR(배)	0.79	0.59	0.60	0.58
EV/EBITDA(배)	3.9	2.4	-11.2	31.1
영업이익률(%)	9.0	7.1	-9.1	-4.6
ROE(%)	6.9	7.6	-7.1	-3.0
순차입금비율(%)	-11.9	-19.3	-17.2	-17.8

## Price Trend



# 대한유화(006650)

## 2023년 업황 약세 지속 전망



대한유화는 주요 제품의 마진 약세 및 정기보수 외에도 급격한 유가 변동에 따른 납사가격 변화 및 환율 변동 등으로 4분기 영업손실 약 970억원(YoY 적자전환, QoQ 적자지속)으로 동사 추정치 영업손실 890억원에 근접하였다. 당사는 2023년 대한유화의 주요 제품군인 HDPE, PP, MEG에 대한 시황 약세가 지속될 것으로 예상된다. 이에 따라 목표주가 173,000원, MARKETPERFORM 의견을 유지한다.

### >>> 4분기 영업손실 약 970억원 기록

S-Oil은 4분기 매출액 3640억(YoY -47%, QoQ -23%), 영업손실 970억 원(YoY 적자전환, QoQ 적자지속)을 거둔 것으로 보이며 이는 당사 추정치인 영업손실 890억원과 유사한 수준이다. 4분기는 주요 제품(HDPE, PP, MEG)의 마진 약세 및 정기보수 뿐 아니라 유가 하락에 연동한 납사가 하락 및 환율 변동(4Q -167.5W/\$) 등 영업환경을 둘러싼 환경 변화도 컸다. 전분기 대비 1월의 납사 가격과 Ethane 가격을 볼 때 납사 가격은 4분기 대비 거의 변화가 없었으나, Ethane 가격은 약 35% 감소하였다. 1월의 원재료 가격만 단순 비교하면 글로벌 시장에서 아시아 NCC의 원재료 경쟁력이 북미시장 대비 약 35% 하락한 것으로 해석할 수 있다.

### >>> 주요 제품 2023년 약세 지속 예상

우리는 2023년 중국 리오프닝에도 불구하고 동사의 주요 제품군인 HDPE, PP, 및 MEG의 시황 약세가 지속될 것으로 예상된다. HDPE 및 PP의 경우 중국 자급을 증가에 따라 역외 수입물량 증가가 제한적일 것으로 보이고 지난 몇 년간의 증설로 MEG의 역 Cash Margin 구조가 이어질 것으로 예상하기 때문이다. 또한 MEG의 경우 Recycled PET 수요 증가로 Virgin PET 수요가 정체될 경우 향후 성장율이 둔화될 수 있음에 유의할 필요가 있다.

### >>> 목표주가 173,000원, MARKETPERFORM 유지

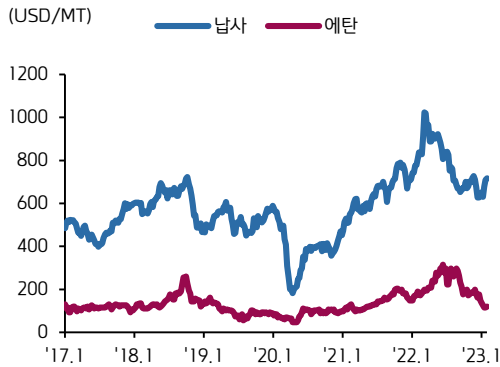
목표주가 173,000원(2023년 PBR 0.6배 적용) 및 투자 의견 MARKETPERFORM를 유지한다. 우리는 연내 주요 제품에 대한 빠른 업황 회복을 예상하지 않기에, PBR 1배 미만임에도 불구하고 현재 주가 수준을 Deep Value 상황으로 보지 않는다. 동사는 최근 공시를 통하여 배당에 대한 투자자의 예측 가능성 제고를 위하여 3개년 배당정책을 수립, 2022~2024년 배당성장 15%(별도재무제표 기준)를 목표로 추진할 것임을 밝힌 바 있다. 주주가치 제고 측면에서 긍정적인 신호로 해석할 수 있으며, 향후 업황 개선에 따라 계획한 배당 정책 실행을 기대한다.

대한유화 실적 전망

(십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2021	2022F	2023F
매출액	560	634	634	687	694	692	473	364	2,515	2,222	1,980
(YoY)	13%	44%	46%	34%	24%	9%	-25%	-47%	-12%	-11%	-2%
매출원가	461	546	590	690	684	724	522	448	2,288	2,378	2,019
(YoY)	-13%	53%	64%	65%	48%	33%	-12%	-35%	37%	4%	-15%
매출총이익	98	88	44	-3	10	-32	-49	-84	227	-156	-40
(YoY)	11%	29%	1%	-12%	3%	-13%	-9%	9%	5%	적전	-75%
GPM	18%	14%	7%	0%	1%	-5%	-10%	-23%	9%	-7%	-2%
판매비	12	13	12	12	12	11	11	13	48	46	52
(YoY)	11%	29%	1%	-12%	3%	-13%	-9%	9%	5%	-3%	12%
영업이익	87	76	32	-15	-2	-3	-60	-97	179	-202	-92
(YoY)	흑전	5%	-49%	적전	적전	적전	적전	546%	5%	적전	-55%
OPM	15%	12%	5%	-2%	0%	-6%	-13%	-27%	7%	-9%	-5%

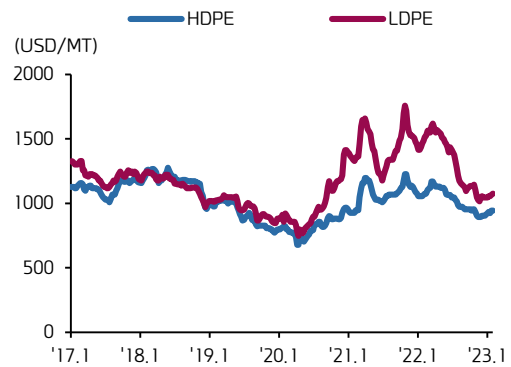
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

납사 및 에탄가격 추이



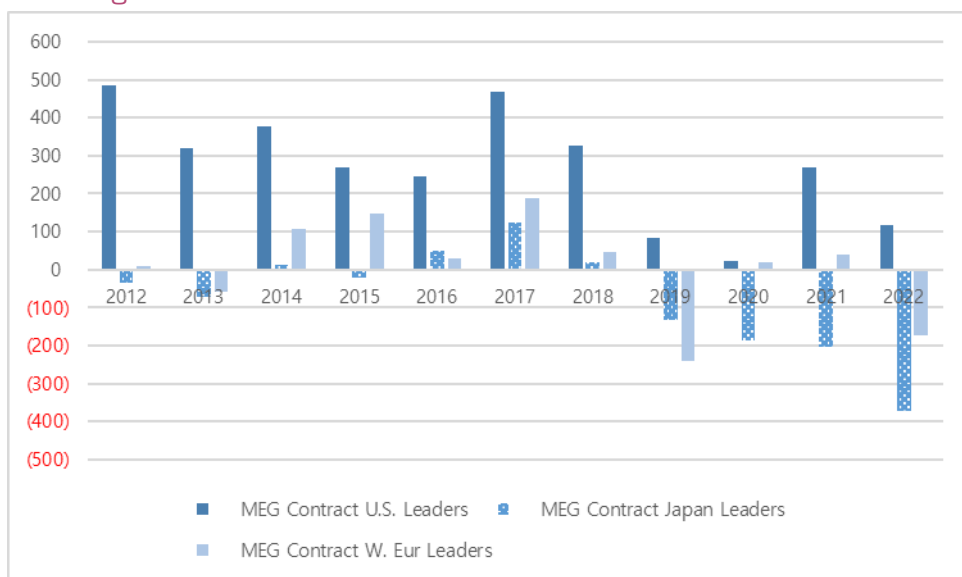
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

HDPE 및 LLDPE 가격 추이



자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

지역별 MEG Cash Margin



자료: 넥산트, Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 2월 8일 현재 '대한유화(006650)' 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

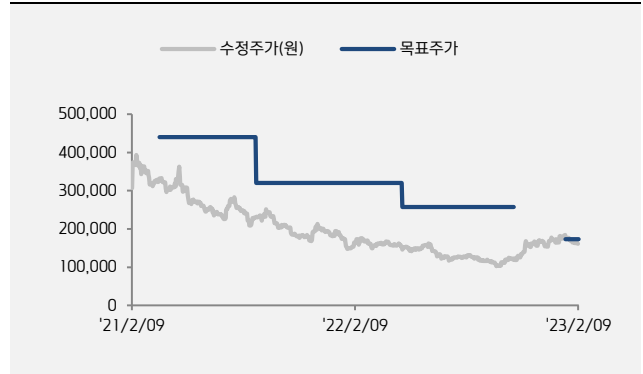
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2021-03-26	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	-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		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

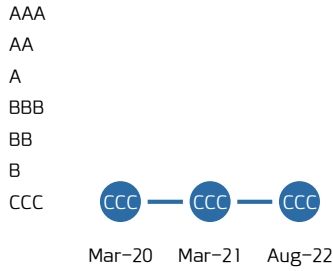
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/01/01~2022/12/31)

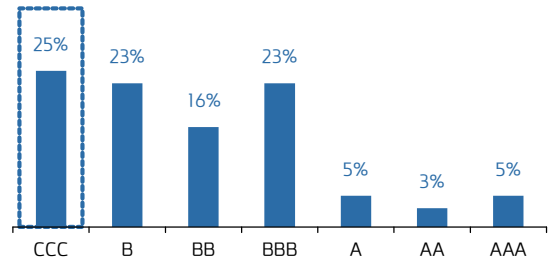
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치자료:

MSCI 동종 업체 등급 분포



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

세부 항목별 점수 및 산업 평균

항목	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	11.0%	
화학적 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

사업 Peer 주요 5개사 (일반화학)	탄소배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출 & 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업지배구조	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