



실적 Review

Marketperform (Maintain)

목표주가: 102,000원
주가(8/16): 113,200원
시가총액: 7,358억원

화학/정유 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

Stock Data

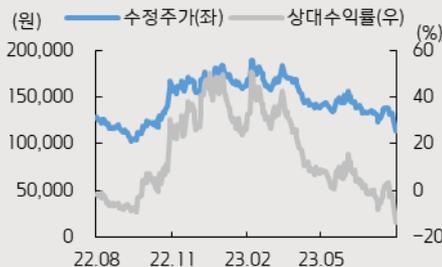
Table with 3 columns: Metric, High, Low. Rows include KOSPI(8/16), 52 주 추가동향, and various ratios like P/E, P/B, EV/EBITDA.

Table with 2 columns: Metric, Value. Rows include 발행주식수, 일평균 거래량(3M), 외국인 지분율, 배당수익률(2023E), BPS(2023E), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: (십억원), 2021, 2022, 2023F, 2024F. Rows include 매출액, 영업이익, EBITDA, 세전이익, 순이익, 지배주주지분순이익, EPS(원), 증감률(% YoY), PER(배), PBR(배), EV/EBITDA(배), 영업이익률(%), ROE(%), 순차입금비율(%).

Price Trend



대한유화(006650)

2분기 손실 예상 상회, 당분간 적자 지속 전망



대한유화는 2분기 실적으로 매출액 6,268억원(YoY -8.8%, QoQ +19.3%), 영업 손실 365억원(YoY 적자지속, QoQ 적자지속)을 발표했다. 이는 당사 추정치 및 Consensus를 31.8%, 52.7% 하회한 수준으로 적자폭이 예상보다 컸다. 동사 주요 제품인 PE, PP, MEG 중장기 약세 전망에 따라 '25년까지 적자 국면이 지속 할 것으로 추정하며, 이를 감안하여 전년비 25% 할인한 PBR 0.38x를 적용, 목표주가 102,000원으로 하향한다. 그러나 현 주가와와의 괴리율이 -10%를 넘지 않아 당사 투자의견 기준에서 기존 의견인 Marketperform을 유지한다..

>>> 2분기 영업손실 약 277억원 예상

동사는 2분기 매출액 6,268억원(YoY -8.8%, QoQ +19.3%), 영업손실 365억원(YoY 적자지속, QoQ 적자지속)을 발표했다. 대다수 제품군의 제품 가격 하락에도 불구하고 2분기부터 가동을 시작한 BD설비 가동 및 분기말 BD 강세 영향으로 매출액은 전기비 19.3% 증가하였다. 그러나 중국 리오 프닝에 대한 기대감으로 소폭 반등했던 4월 시황이 5월 다시 조정되었고, 6월 약보합세를 지속하며 주요 제품 마진이 저조함에 따라 당사 추정치인 277억원보다 31.8% 저조한 영업손실 365억원을 기록했다.

>>> 아시아 NCC 경쟁력 약화 속 긴 바닥 국면 전망

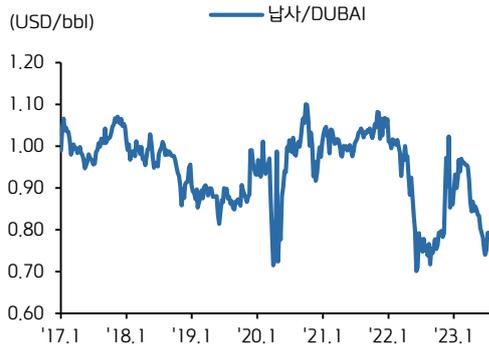
최근 글로벌 산업 컨설팅 기관들은 적어도 '25년까지 아시아 Olefin 시황약 세가 지속될 것으로 전망하고 있다. Spec Capacity 가정을 하지 않을 경우 S&P Global의 경우 '28년까지 장기 바닥 국면을 제시하는 등 동사의 주요 제품군이 속한 Olefin 업황 전망은 장기 불황에 가깝다.

당사는 1월 투자의견 개시 이후 이번 바닥 국면이 길고도 깊은 수준인 것으로 전망해 왔고, 이 경우 '23년부터 '25년까지 사이클 바닥 국면으로 동사의 경우 영업손실구간이 이어질 가능성이 높은 것으로 추정한다. 또한 수요 둔화가 당초 예상을 상회한다면 '25년이후까지 불황이 장기화될 수 있음에 유의할 필요가 있다. 왜냐하면 1) 중국의 자급을 증가, 2) 지난 4년간 누적된 초과 공급량의 영향 지속, 3) PP의 경우 PE대비 추가 악화가 예상되는 On-Purpose 물량 출회, 4) 서유럽 NCC보다 하락한 아시아 NCC 원가 경쟁력 등 다양한 부담 요인이 존재하기 때문이다.

>>> 목표주가 102,000원, Marketperform 유지

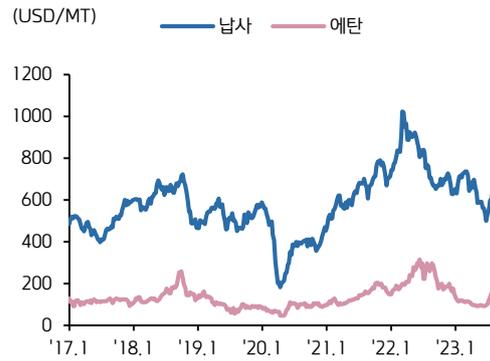
우리는 산업 수급 분석에서 '25년까지 수익성 약세 지속 구간을 전망하며, 장기 불황을 감안한 할인율(25%)을 적용(PBR 0.38x), 목표주가를 102,000 원으로 하향한다. 현재 주가와 목표주가의 괴리율이 -10%~+10% 구간에 해당하여 기존 투자의견인 Marketperform은 유지한다. NCC에서 Specialty 제품군으로의 전략 선회가 필요한 시점으로 판단한다.

‘23년 납사는 유가대비 견조할 것으로 예상



자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

글로벌 원가 경쟁력에서 납사의 열위는 최근 증가



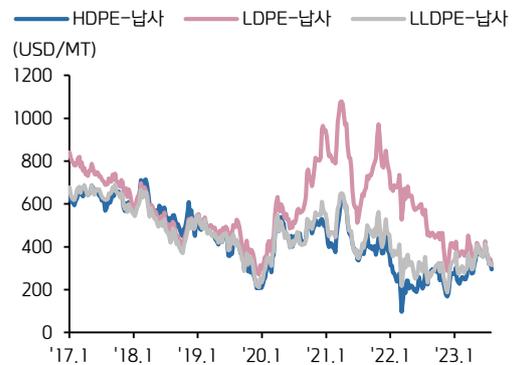
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

EG 약세 지속



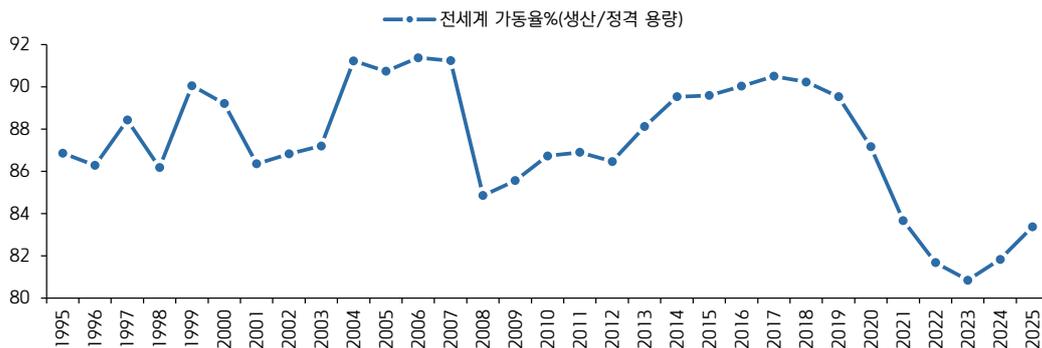
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

‘22년부터 약세 시황 시현 중인 PE계열



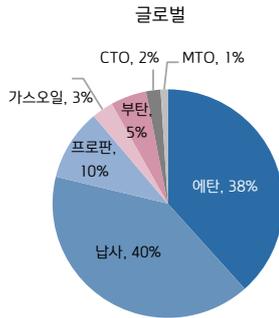
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

지금은 과거 30여년의 Ethylene 업황에서 보지 못했던 장기간의 바닥 국면(‘23년~’25년) 추정
: ‘23~’25년의 업황개선 추세는 가동률 측면에서 큰 의미가 없는 수준



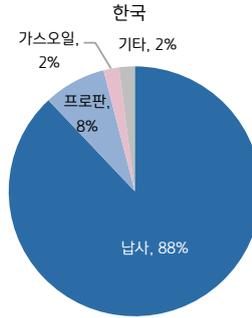
자료: Bloomberg, 넥산트 시스템즈, 키움증권 리서치센터

글로벌 Ethylene 원재료 비중('21년)



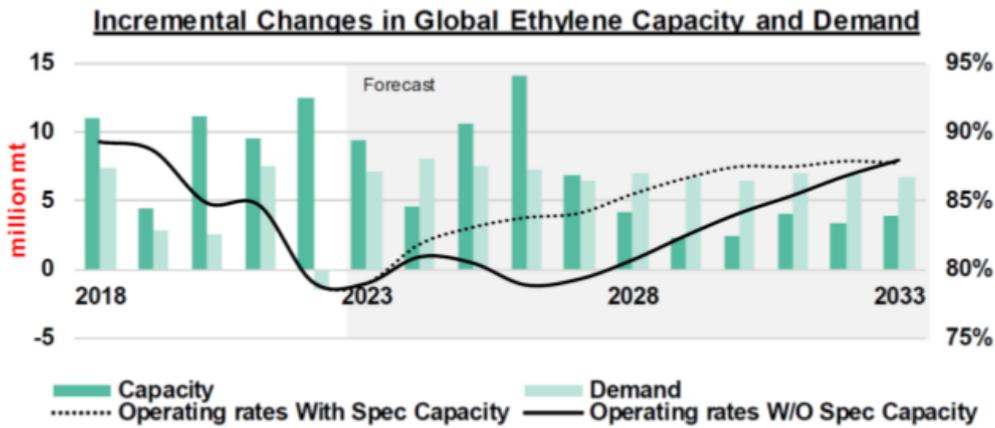
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

한국의 Ethylene 원재료 비중('21년) 납사 편중, 경쟁력 떨어져..



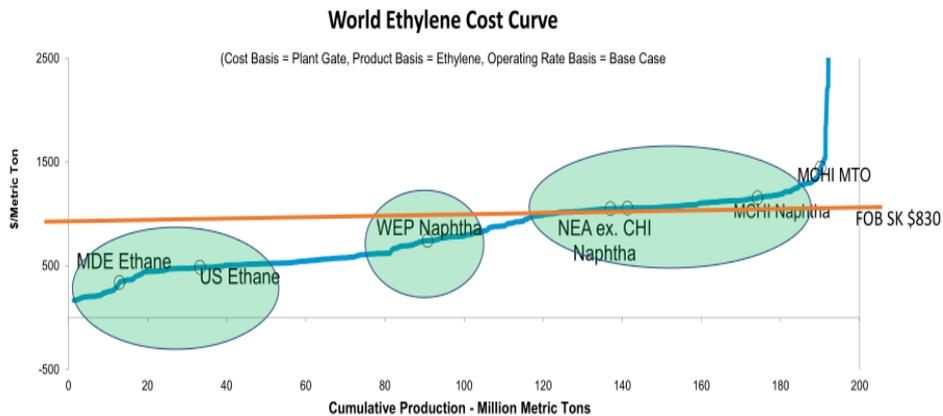
자료: KPIA, Cischem, 키움증권 리서치

S&P Global의 글로벌 Ethylene 업황 전망은 Spec Capacity 가정이 없을 때 매우 부정적



자료: S&P Global Commodity Insights, 넥산트 시스템즈, 키움증권 리서치센터

과거 Cost Curve에서 아시아보다 열위였던 서유럽 NCC보다 원가 경쟁력에서 열위로 뒤바뀐 상황



자료: S&P Global Commodity Insights, 넥산트 시스템즈, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	2,514.9	2,222.1	2,336.3	2,336.3	2,316.7
매출원가	2,287.7	2,393.8	2,432.0	2,388.2	2,398.7
매출총이익	227.1	-171.8	-95.8	-51.9	-82.0
판관비	47.7	42.9	77.3	77.0	76.3
영업이익	179.4	-214.6	-173.0	-128.9	-158.3
EBITDA	335.8	-53.7	28.6	24.4	-41.6
영업외손익	18.8	10.3	15.6	16.5	14.1
이자수익	4.6	6.5	3.7	4.2	1.8
이자비용	1.1	1.6	3.1	2.7	2.7
외환관련이익	12.0	15.1	15.1	15.1	15.1
외환관련손실	8.8	10.3	8.0	8.0	8.0
종속 및 관계기업손익	14.4	7.1	7.1	7.1	7.1
기타	-2.3	-6.5	0.8	0.8	0.8
법인세차감전이익	198.2	-204.4	-157.5	-112.5	-144.2
법인세비용	48.2	-55.3	-42.6	-30.5	-39.0
계속사업순이익	149.9	-149.1	-114.8	-82.0	-105.2
당기순이익	149.9	-149.1	-114.8	-82.0	-105.2
지배주주순이익	149.9	-149.1	-114.8	-82.0	-105.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	33.6	-11.6	5.1	0.0	-0.8
영업이익 증감율	5.4	-219.6	-19.4	-25.5	22.8
EBITDA 증감율	3.4	-116.0	-153.3	-14.7	-270.5
지배주주순이익 증감율	17.8	-199.5	-23.0	-28.6	28.3
EPS 증감율	17.8	적전	적지	적지	적지
매출총이익율(%)	9.0	-7.7	-4.1	-2.2	-3.5
영업이익률(%)	7.1	-9.7	-7.4	-5.5	-6.8
EBITDA Margin(%)	13.4	-2.4	1.2	1.0	-1.8
지배주주순이익률(%)	6.0	-6.7	-4.9	-3.5	-4.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
유동자산	970.6	460.9	532.8	546.2	479.8
현금 및 현금성자산	241.4	39.3	86.1	101.5	38.3
단기금융자산	219.7	3.0	6.0	3.0	6.0
매출채권 및 기타채권	202.1	198.0	208.2	208.2	206.5
재고자산	303.0	217.2	228.4	228.4	226.5
기타유동자산	4.4	3.4	4.1	5.1	2.5
비유동자산	1,508.3	1,734.9	1,555.3	1,439.0	1,359.4
투자자산	188.4	193.8	200.8	207.9	215.0
유형자산	1,272.7	1,472.4	1,285.8	1,162.5	1,075.9
무형자산	8.9	8.8	8.7	8.6	8.5
기타비유동자산	38.3	59.9	60.0	60.0	60.0
자산총계	2,478.9	2,195.8	2,088.1	1,985.2	1,839.2
유동부채	307.5	222.6	242.4	224.1	186.0
매입채무 및 기타채무	238.2	186.8	206.6	198.4	160.3
단기금융부채	28.9	28.5	28.5	18.5	18.5
기타유동부채	40.4	7.3	7.3	7.2	7.2
비유동부채	142.2	111.3	101.3	101.3	101.3
장기금융부채	40.8	60.2	50.2	50.2	50.2
기타비유동부채	101.4	51.1	51.1	51.1	51.1
부채총계	449.7	333.9	343.7	325.4	287.4
자본지분	2,029.1	1,862.0	1,744.4	1,659.7	1,551.9
자본금	41.0	41.0	41.0	41.0	41.0
자본잉여금	264.3	264.3	264.3	264.3	264.3
기타자본	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7
기타포괄손익누계액	1.5	1.5	5.0	8.5	11.9
이익잉여금	1,728.0	1,560.8	1,439.8	1,351.6	1,240.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,029.1	1,862.0	1,744.4	1,659.7	1,551.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	309.0	-48.0	-100.9	-123.2	-205.8
당기순이익	0.0	0.0	-114.8	-82.0	-105.2
비현금항목의 가감	175.4	186.3	173.5	136.5	93.6
유형자산감가상각비	156.3	160.8	201.6	153.3	116.6
무형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법평가손익	-14.4	-7.1	-7.1	-7.1	-7.1
기타	33.4	32.5	-21.1	-9.8	-16.0
영업활동자산부채증감	-20.0	-11.6	-2.3	-9.2	-31.9
매출채권및기타채권의감소	-2.7	7.7	-10.2	0.0	1.7
재고자산의감소	-200.8	64.9	-11.2	0.0	1.9
매입채무및기타채무의증가	182.7	-70.9	19.8	-8.2	-38.1
기타	0.8	-13.3	-0.7	-1.0	2.6
기타현금흐름	153.6	-222.7	-157.3	-168.5	-162.3
투자활동 현금흐름	-297.7	-132.3	-21.3	-30.3	-36.3
유형자산의 취득	-119.7	-347.4	-15.0	-30.0	-30.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.3	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.4	1.7	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-176.7	216.7	-3.0	3.0	-3.0
기타	-1.3	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
재무활동 현금흐름	-19.7	-21.5	-7.2	-7.2	-7.2
차입금의 증가(감소)	-1.0	1.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-18.5	-21.6	-6.2	-6.2	-6.2
기타	-0.2	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
기타현금흐름	0.0	-0.2	176.1	176.1	186.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-8.4	-202.0	46.8	15.4	-63.2
기초현금 및 현금성자산	249.8	241.4	39.3	86.1	101.5
기말현금 및 현금성자산	241.4	39.3	86.1	101.5	38.3

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
주당지표(원)					
EPS	23,067	-22,931	-17,666	-12,620	-16,179
BPS	312,175	286,454	268,375	255,340	238,748
CFPS	50,056	5,729	9,021	8,373	-1,785
DPS	3,500	1,000	1,000	1,000	1,000
주당배수(배)					
PER	7.9	-7.5	-7.1	-10.0	-7.8
PER(최고)	17.6	-8.6	-11.0		
PER(최저)	7.1	-4.4	-7.0		
PBR	0.59	0.60	0.47	0.49	0.53
PBR(최고)	1.30	0.69	0.72		
PBR(최저)	0.52	0.35	0.46		
PSR	0.47	0.50	0.35	0.35	0.35
PCFR	3.7	29.9	14.0	15.1	-70.7
EV/EBITDA	2.4	-21.6	28.2	32.1	-20.3
주요비율(%)					
배당성향(%:보통주, 현금)	14.4	-4.1	-5.4	-7.5	-5.9
배당수익률(%:보통주, 현금)	1.9	0.6	0.8	0.8	0.8
ROA	6.5	-6.4	-5.4	-4.0	-5.5
ROE	7.6	-7.7	-6.4	-4.8	-6.5
ROIC	8.5	-12.7	-7.6	-6.2	-8.1
매출채권회전율	13.0	11.1	11.5	11.2	11.2
재고자산회전율	11.8	8.5	10.5	10.2	10.2
부채비율	22.2	17.9	19.7	19.6	18.5
순차입금비율	-19.3	2.5	-0.8	-2.2	1.6
이자보상배율	165.7	-136.2	-54.9	-46.9	-57.6
총차입금	69.7	88.7	78.7	68.7	68.7
순차입금	-391.4	46.4	-13.4	-35.8	24.4
NOPLAT	335.8	-53.7	28.6	24.4	-41.6
FCF	150.1	-407.2	58.2	20.2	-60.7

Compliance Notice

- 당사는 8월 16일 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

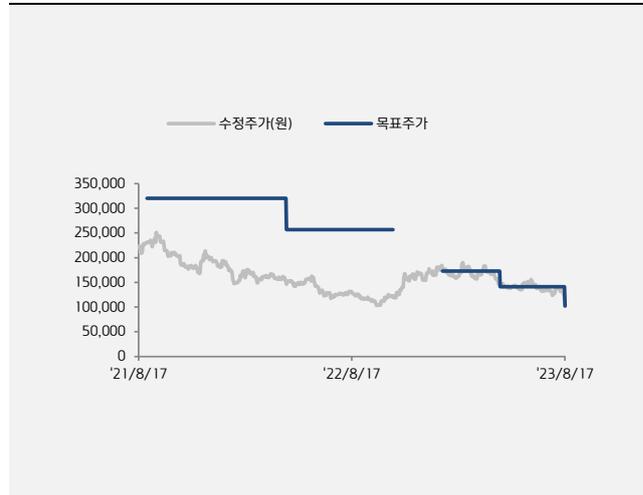
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 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	-1.52	10.71
	2023-08-17	Marketperform (Maintain)	102,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

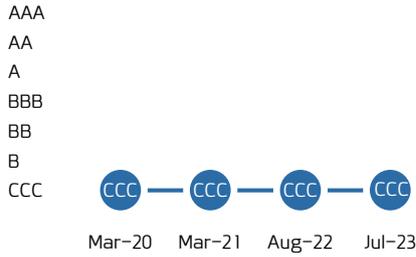
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/30)

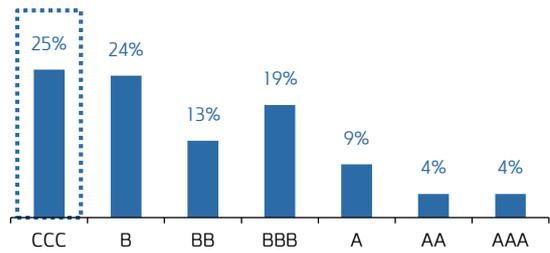
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

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 67개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	2.6	3.5		
환경	2.6	3.8	56.0%	▲0.2
탄소배출	1.3	5.1	15.0%	
유독 물질 배출 & 폐기물	2.7	2.9	15.0%	
물 부족	3.9	3.5	15.0%	▲0.7
친환경 기술 관련 기회	2.7	3.8	11.0%	▲0.5
사회	0.4	2.3	11.0%	▲0.4
화학 안전성	0.4	2.2	11.0%	▲0.4
지배구조	3.3	3.5	33.0%	▲0.6
기업 지배구조	3.4	4.4		
기업 행동	6	4.6		▲1.4

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
TONGKUN GROUP CO.,LTD	●	●●	●●●●	●	●●●●	●●	●	B	
SUNRESIN NEW MATERIALS CO.,LTD	●	●●●●	●●	●	●	●●●	●	B	
Hengyi Petrochemical Co., Ltd.	●	●	●●●	●●	●●●●	●	●●	B	◀▶
HuBei XingFa Chemical Group Co., Ltd.	●	●●	●●	●	●	●●	●	CCC	◀▶
LB Group Co., Ltd.	●	●●●	●●●	●	●●	●	●●	CCC	◀▶
대한유화	●	●	●●●	●●●	●●	●	●●●	CCC	◀▶

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