대한유화 (006650)

2025년 초, 2가지 온기가 돌기 시작했다!

2025년 예상 영업이익 801억원, 흑전 기대

2025년 흑자전환이 예상된다. 2025년 예상 실적은 '매출액 2.9조원, 영업이익 801억원(영업 이익률 2.8%), 지배주주 순이익 637억원' 등이다. 영업실적은 3개년 만에 흑자전환을 예상하 고 있다.(2022년 △2,146억원, 2023년 △623억원, 2024년 △658억원(e)) 2024년 말부터 에틸렌의 수 급 상황이 개선되는 가운데, 2차전지 분리막용 폴리에틸렌(습식용 분리막)/폴리프로필렌(건식용 분리막) 판매량도 증가하기 때문이다. 특히, 2024년 12월 ~ 2025년 1월, 흑자전환 가능성이 높아지며, 2025년 턴어라운드 기대감을 높이고 있다.

2025년 2가지 온기(溫氣)

2025년 2가지 변화에 주목해야 한다. 1) 에틸렌 글로벌 증설이 줄어든다. 순증설 규모는 '2022년 1,011만톤, 2024년 558만톤, 2025년 206만톤' 등이다. 중국 Yulong Petrochemical(주) 300만톤 양산이 2025년에서 2026년으로 늦춰져, 부담이 줄었다. 2) 분 리막용 초고순도 레진 판매 기대감이 높다. 습식 분리막용 PE제품은 월당 1만톤 수준을 넘 어서고 있다. 주거래처는 SK IET(SK온㈜ 항), W-Scope(LG엔솔㈜), 은첩고분(CATL㈜) 등이다. 2025년 SK온㈜의 배터리 캐파가 121GW에서 271GW로 확대되면서, 대한유화㈜에 수혜 가 기대된다. 참고로, 배터리 1GW 생산에 고순도 레진 400톤 정도가 필요하다.

2025년 업황회복 가정해 목표주가 21만원 유지

2025년 석화업황이 평균으로 회복 가능성이 높다는 점을 감안해, 목표주가 21만원과 Buy 의견을 유지한다. 2025년 초, 실적은 바닥을 벗어나고 있는 반면, PBR(주가/순자산 배율) 밸류 는 0.29배로, 최저치에 근접해 있다. 과거 PBR은 0.2 ~ 1.4배 밴드에서 움직여 왔다. 최악 의 업황에서 PBR 0.2배로 바닥을 터치했으며, 업황이 회복되어 평균 수준에 도달하면 0.7 배에 이르렀다. 참고로, 업황 평균 도달 여부는 영업이익률 7%로 판단할 수 있다.

적지

전지

-20

-0.1



BUY (M)

목표주가	210,000원 (M)
직전 목표주가	210,000원
현재주가 (1/13)	83,200원
상승여력	152%
시가총액	5,408억원
총발행주식수	6,500,000주
60일 평균 거래대금	21억원
60일 평균 거래량	24,384주
52주 고/저	158,100원 / 68,700원
외인지분율	7.34%
배당수익률	0.65%
주요주주	이순규 외 17 인
주가수익률 (%)	1개월 3개월 12개월
절대	6.4 (23.0) (40.1)
상대	6.6 (19.7) (39.2)
절대 (달러환산)	3.7 (29.4) (46.5)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	6,530	-2.8	-4.4	7,029	-7.1
영업이익	-152	적지	적지	-140	-8.5
세전계속사업이익	-98	적지	적지	-10	-884.8
지배순이익	-71	적지	적지	-10	-607.7

-1.0 %pt 지배순이익률 (%) 전지 자료: 유안타증권

적지

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)												
결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F								
매출액	22,221	25,000	27,410	29,090								
영업이익	-2,146	-623	-658	801								
지배순이익	-1,491	-290	-357	637								
PER	-6.3	-33.8	-14.1	8.5								
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3								
EV/EBITDA	-18.5	9.2	4.3	1.5								
ROE	-7.7	-1.6	-2.0	3.5								

자료: 유안타증권

(억원, %)

-0.3 %pt



-23

-1 1

영업이익률 (%)

Quarterly earning Forecasts

그림 1. 대한유화㈜의 석화 생산프로세스

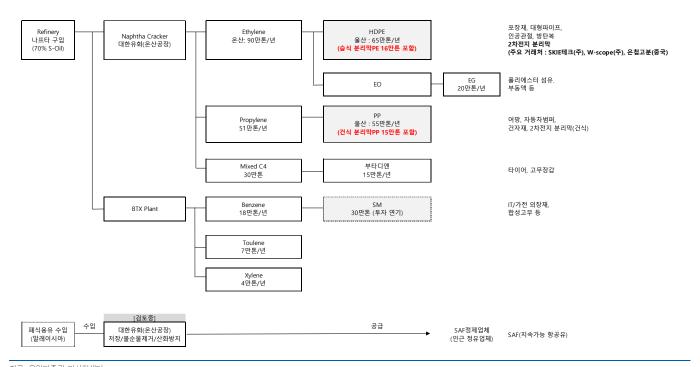


표 1. 대한유화주의 실적 추정치 : 2023 년 영업손익 △623 억원(p) → [2024년 3분기 △286 억원 → 4분기 △152 억원(e)] → 2024년 △658 억원(e) → 2025 년 801 억원(e)

									[국제유가]	이란원유	수출 확대로	약세	이란수출 기	재봉쇄	Covid 수요	요급락	우=	L라이나 전쟁		원유공급 증	가시기
								[범용	석화업황]	PE	/PP 호황기		미국 ECC	증설기	Covid19 충격	부 및 복원	과잉공급	압박	증설	압박 완화기	
								[대한:	유화 증설]		NCC 중	설 33만톤				소구	모 NCC/부디	티엔 확장		SAF저장	투자 검토
			202				202					,			연간실	[적					
		1Q24 2	Q24 3	3Q24 4	Q24E	1Q25E	2Q25E 3	Q25E 4	Q25E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026
생산 Capa	(-1-1																				
에틸렌	(만톤)	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	22.5	47.0	47.0	63.5	80.0	80.0	80.0	80.0	82.5	90.0	90.0	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	53.0	43.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
분리막용 Ultra PE	(만톤)	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	12.0	54.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.3	13.0	13.0	13.0	13.0
PP	(만톤)	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	13.3	47.0	47.0	48.5	53.0	53.0	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	20.0	23.4	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8	26.8
기타(C4 또는 BD)	(만톤)	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	14.0	14.0	19.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	35.3	39.0	39.0	39.0
SM	(만톤)																		2025년까지 3		
공업용가스(산소,질소 등)	(만톤)	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	20.4	20.4	20.4	20.4	21.3	31.8	57.6	65.4	66.1	66.1	66.1	66.
SAF(지속가능항공유) 원료 저장	(만톤)																				
주요제품 가격																					
에틸렌	\$/MT	896	845	837	835	871	828	803	767	1,058	1,040	1,153	1,215	852	732	1,013	1,009	840	853	817	76
HDPE(스팟+수출 평균)	\$/MT	1,033	1,049	1,019	1,008	1,046	1,003	978	942	1,227	1,202	1,209	1,335	1,045	905	1,162	1,153	1,043	1,027	992	95
분리막용 Ultra PE	\$/MT	1,431	1,464	1,368	1,340	1,391	1,348	1,323	1,287			1,350	1,309	1,936	1,175	1,641	1,771	1,533	1,401	1,337	1,28
PP(스팟+수출 평균)	\$/MT	1,010	1,036	1,023	1,011	1,011	983	998	982	1,087	1,170	1,261	1,376	1,229	1,097	1,267	1,167	1,028	1,020	993	94
BTX(벤젠)	\$/MT	1,013	1,074	1,015	915	891	858	833	817	679	646	823	822	641	487	918	1,038	916	1,004	849	78
C4(대용치 부타디엔)	\$/MT	1,288	1,536	1,582	1,366	1,271	1,408	1,383	1,117	898	1,062	1,486	1,414	1,053	711	1,014	1,109	1,009	1,443	1,294	1,20
EG	\$/MT	541	524	547	552	555	554	542	523	784	652	851	899	576	469	676	578	492	541	543	520
나프타(원료)	\$/MT	699	696	676	660	621	558	533	517	497	406	497	614	527	383	651	789	647	683	557	480
(참고) Dubai 원유가격	\$/MT	82	85	78	74	70	68	65	63	52	40	53	69	63	43	70	97	82	80	67	60
주요제품 스프레드	\$/MT	336	356	347	345	378	414	432	412	512	608	654	603	453	430	478	310	340	346	409	417
구르세품 모르네트 스팟 스프레드	S/MT	325	363	359	338	383	422	435	414	525	608	646	604	453	454	468	323	343	346	413	432
쓰컷 쓰르테르 나프타 도입 시차	S/MT	- 11	7	12 -	. 7	5	422 8	433	2	12 -	0.00	8	1	400	454 25 -	10	13	343	340	413	45
※마이너스(-) 이면 이익 발생 의		"	,	12		3	0	3	۷	12	0	0	'		دے	10	13	3	U	4	1.
														정기보수			정기보수				정기보수
매출역	억원	6,636	7,416	6,828	6,530	6,847	6,650	7,682	7,911	17,270	15,964	17,794	25,540	20,743	18,827	25,149	22,221	25,000	27,410	29,090	22,95
본사 화학부문	억원	6,591	7,360	6,780	6,502	6,815	6,615	7,652	7,884	17,175	15,837	17,690	25,396	20,592	18,650	24,933	22,046	24,813	27,233	28,966	22,83
코리아에어텍(공업용가스)	억원	45	56	48	28	32	35	30	27	95	127	104	144	151	137	239	175	187	177	124	13
별도) 분리막용 PE/PP	억원													968	1,084	1,549	1,994	2,378	2,598	2,816	2,7
※ 본사 화학부문 매출 가운데 분		1					/													***	,
영업이익	억원	-157	-63	-286	/ -152	24	\ 218	400	159	2,713	3,430	2,842	3,188	1,138	1,702	1,794	-2,146	-623	/ -658	801	\1,2
본사 화학부문	억원	-167	-81	-295	-157	18	211	394	153	2,712	3,401	2,830	3,138	1,091	1,680	1,781	-2,123	-654	-700	776	1,2
코리아에어텍(지분율 65%)	억원	10	18	9	\ 5	6	/ 7	6	6	1	29	12	50	47	22	12	-23	31	42	25	- / -
별도) 분리막용 PE/PP	억원				1									430	435	549	442	506	348	538	/ 5
※ 본사 화학부문 매출 가운데 분	리막용 PE/P	P 연간 추정 실	적을 별도로	표시함															*******		
영업이익률	%	-2.4%	-0.8%	-4.2%	-2.3%	0.4%	3.3%	5.2%	2.0%	15.7%	21.5%	16.0%	12.5%	5.5%	9.0%	7.1%	-9.7%	-2.5%	-2.4%	2.8%	5.4
본사 화학부문	%	-2.5%	-1.1%	-4.4%	-2.4%	0.3%	3.2%	5.1%	1.9%	15.8%	21.5%	16.0%	12.4%	5.3%	9.0%	7.1%	-9.6%	-2.6%	-2.6%	2.7%	5.4
코리아에어텍	%	22.2%	32.1%	18.8%	17.9%	18.8%	20.0%	20.0%	22.2%	1.1%	22.8%	11.5%	34.8%	31.4%	15.7%	5.1%	-13.3%	16.5%	23.7%	20.2%	18.9
별도) 분리막용 PE/PP	%														40.1%	35.4%	22.2%	21.3%	13.4%	19.1%	19.2
※ 본사 화학부문 매출 가운데 분	리막용 PE/P	▮ 'P 연간 실적을 '	별도로 표시함	il-																	
지배주주 순이익	억원	-66	-18	-203	-71	23	171	315	128	2,005	2,721	2,145	2.574	1,063	1,272	1,499	-1,491	-290	-357	637	1,00
주당순이익	원/주									30,846	41.867	32,972	39,602	16,360	19,576	23.067	-22.931	-4,468	-5,497	9,801	11,45
1 1	원/주									166,666	208.231	238.533	275,432	287.983	306,685	328.546	301,477	295,460	288.796	298,111	308,1
조다수지 사		1									,	58,356	,	,		,		,	,		
주당순자산 조단CDTD4										51,567	62,675		69,895	40,214	49,983	51,656	-8,263	18,308	17,439	36,352	34,1
주당EBITDA	원/주				4 000				4 500					0.500	0.000	0.500				4.500	0
					1,000				1,500	3,000	4,000	4,000	4,000 14.4%	2,500 5.7%	3,000 6.4%	3,500 7.0%	1,000 -7.6%	1,000	1,000	1,500	2,50 3.79

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 2000 ~ 2024 년 NCC(Naphtha Cracking Center, 니프타 분해설비)의 수익 사이클 흐름 : 2023 년 비닥 이후 점진적 개선 시도 중





표 2. 대한유회㈜ 실적 추정 변경 내역

		기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)	
	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E	4Q24E	2024E	2025E
매출액	6,485	27,395	30,831	6,530	27,410	29,090	0.7%	0.1%	△5.6%
영업이익	△253	△759	981	△152	△658	801	39.9%	13.3%	△18.3%
OPM	△3.9%	△2.8%	3.2%	△2.3%	△2.4%	2.8%	1.6%p	0.4%p	△0.4%p
세전이익	△226	△616	1,051	△98	△488	822	56.6%	20.8%	△21.8%
지배순이익	△168	△455	811	△71	△357	637	57.7%	21.5%	△21.5%

표 3. 글로벌 에틸렌 증설 계획: 2022 년 1,011 만톤, 2023 년 768 만톤, 2024 년 558 만톤, 2025 년 206 만톤 증설 부담 크게 줄어듦

지역 구분		2022년	(만톤/년)	2023년	(만톤/년)	2024년	(만톤/년)	2025년	(만톤/년)	2026년	(만톤/년)	2027년	(만톤/년)	2028년	(만톤/년)
아메리카	미국	Exxon/SABIC(2021.4Q)	180							CP Chem/Qatar Energy	200	PTTG(미정)	150	DOW(캐나다)	180
		Shell(1~2Q)	180												
		Baystar(3Q)	100												
	남미	NOVA Chemical(케나다) Braskem	35												
	아메리카 소계	Braskem	501								200				180
유럽			301					PNK Orlen(폴란드)		Sibur Amur GCC(재검토중)					
유립	러시아/동유럽			PJSC(Nizhnenkamskneftekhim)	60			PNK Orlen(출단트)	/4	Sibur Amur GCC(세심도왕) Gazprom Neftekhim	230 100	Irkutsk Oil	65	Baltic Chemical	240
	서유럽			Inoes Rafnes Craker2(노르웨이	En.	Exxon(프랑스) 폐쇄	42	ENI(이탈리아)	07	Ineos Cracker(벨기에)	125				
	-1116			moes names cranera(arm M-1	50	SABIC(네델란드) 폐쇄	- 55	CM(-12-1-1)		med ducker(E-1-II)	123				
	유럽 소계				110		- 97		- 23		225		65		240
아시아	중국	Gulei Refinery	100	Petrochina Jieyang	120	Sinopec Tianjin	120	Petrochina Jilin	120	Nanshan Group(Yulong)	300	CNOOC/Shell 3	160	ZPC(Rongheng, 미정)	140
		Lianyungang Petchem 2		Sinopec Hainan Refining & Chem		Wanhua Chemical II(4Q)		Inner Mongolia Baofeng		BASF Zhanjiang		Huajin Aramco(Panjin)	150		
		' ' '		Saniang Chemical	100					Exxon Huizhou Ethylene I		Sinopec(Yueyang)	150		
						1				Petrochina Guangxi		Sinopec maoming	100		
										SABIC/Gulei Petchem	150	Tangshan Xuyang	150		
		Sinopec Zhijin(CTO, 2H)	30												
		Shenhua Ningxia(CTO)	30												
	중국 소계		285		320		240		203		680		710		140
	한국 일본	현대케미칼(2~3Q)	85	대한유화(1Q)	10					S-Oil	180			<u> </u>	
	PE.											Idemitsu kosan(폐쇄)	- 37		
	인도	IOCL(Oaradip)	20	BPCL(Cochin)	8	HPCL(Pachpadra, 1Q)	90							Haldia Petrochemical	160
				HPCL/Mittal Energy	120										
	말레이시아	Petronas(재가동)	120												
	베트남 인도네시아	ļ				Nghison Petrochem(3q)	135	Lotte Titan(2H)	100			Pertamina/CPC	100		
	인도네시아 브루나이							Lotte IItan(ZH)	100			Pertamina/CPC	100	Brunei Hengyi Industires	165
	아시아 소계		510		458		465		303		860		773		465
중동	이란			Gachsaran PC		Sepehr Makran Chabaha				Ganaveh-Dashtestan PC	50				
				Bushehr PC	100	Dehloran Sepehr PC	50								
	사우디아라비아 UAE									D	150	Aramco/Totla/JXTG(Amiral)	165		
	O D)									Borouge 4	130				
	오만 카타르											Ras Laffan Petchem(Chevroi	1, 210		
	중동 소 계				200		190				200		375		-
아프리카	-											Tahrir Petchem(이집트)		Tahrir Petchem(이집트)	150
	아프리카 소계				-								150		150
글로벌 신규증	at deal		1,011		768		558		206		1,485		1,363		1,035
교도일 인규당	열 압세		1,011		/68		558		206		1,485		1,363		1,035
[글로벌 수급]															
글로벌 에틸렌	capa		21,849		22,616		23,174		23,380		24,865		26,228		27,263
	Capa 중감		1,011	•	768		558		206		1,485		1,363		1,035
글로벌 에틸렌	수요		17,595		17,947		18,396		18,986		19,699		20,366	1	21,101
	수요 중감		82		352		449		590.		713		668		735
글로벌 설비 7	동률		80.5%		79.4%		79.4%		81.2%		79.2%		77.7%		77.4%

주: 노란색은 설비 폐쇄를 발표한 기업임 자료: 유안타증권 리서치센터

표 4. 2025 년 분기별 주요 글로벌 에틸렌 증설 계획: 2025 년 중국 Yulong Petrochemical위 300 만톤 양산 지연(품질문제)으로, 신규증설 부담 급감

분 기		글로벌 주요	1 에틸렌 증설	
	2022년	2023년	2024년	2025년
1분기	Exxon/Sabic(미국) 180만톤	대한유화(한국) 10만톤(확장)	HPCL Barmer(인도) 90만톤	ENI(이탈리아) 폐쇄 -97만톤
	Fujian Gulei Refinery(중국) 80만톤	Sinopec Hainan(중국) 100만톤		Yulong(중국) 1호기 150만톤
		Petrochina Jieyang(중국) 120만톤		(2026년초 연기)
		Sanjiang Chemical(중국) 100만톤		
2분기	Shell(미국) 180만톤			Petrochina Jilin(중국) 120만톤
			Sepehr Makran Chabahar(이란) 140만톤	PNK Orlen(폴란드) 74만톤
			Exxon(프랑스) 폐쇄 -42만톤	
			SABIC(네델란드) 폐쇄 -55만톤	
3분기	현대케미칼(한국) 85만톤	HPCL/Mittal(인도) 120만톤	Nghi Son(베트남) 135만톤	Inner Mongolia Baofeng(중국) 83만톤
	NKNC(러시아) 60만톤	Gachsaran PC(이란) 100만톤	Sinopec Tianjin(중국) 120만톤	Yulong(중국) 2호기 150만톤
				(2025년중반-> 연기)
4분기	Nova Chemical(미국) 35만톤	PJSC(NKNK,러시아) 60만톤	Wanhua Chemical II(중국) 120만톤	롯데케미칼(인도네시아) 120만톤
	Petronas(말레이시아) 120만톤(재가동)	Bushehr PC(이란) 100만톤		
	Lianyungang Petchem(중국) 125만톤			

자료: 언론발표, 유안타증권 리서치센터



표 5. 대한유화㈜의 배터리 분리막용 PE/PP 실적 추정 및 사업가치 : 2025년 기준 사업가치 4,892 억원 미래 순이익을 현재가치로 할인함

7	분	2023년	2024년	2025년	2026년	2027년	2030년	2035년	2040년	2045년	2050년	2060년	Termina
[기초 시장 가정] 자료 : BNEF 2	023, 유안타증권 만대	7.566	7,604	7,794	7,970	8,076	8,439	8,702	8,548	8,480	8,540	8,625	20 4011 71 1 1 1 1 1 1 1
글로벌 자동차 판매량	선내 성장률	7,566 6.0%	0.5%	2.5%	2.3%	1.3%	1.3%	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	2040년까지 성장율 0.8%
전기차 판매량(EV/PHEV)	만대	1,198	1,438	1,675	1,956	2,206	3,211	4,724	5,901	6,743	7,686	7,763	2040년까지 성장율
	성장률	26.0%	20.0%	16.5%	16.7%	12.8%	11.9%	5.8%	3.8%	2.7%	2.5%	0.1%	17.6%
전기차 판매비중	%	15.8%	18.9%	21.5%	24.5%	27.3%	38.1%	54.3%	69.0%	80%	90%	90%	
글로벌 배터리 수요(1+2+3)	GW	1,083	1,309	1,537	1,780	1,988	2,824	4,061	5,068	5,791	6,600	6,956	2040년까지 평균성장률
(1) EV 배터리 수요	성장율 GW	43.0% 916	20.9%	17.4%	15.8% 1,546	11.7%	10.9% 2,539	5.5% 3,734	3.8% 4,665	2.7% 5,331	2.5% 6,076	0.1% 6,403	18.6% 2040년까지 성장율
(승용차+상용차+E-Bus+2륜차)	성장율	46%	22%	19%	17%	13%	12%	6%	4%	3%	2%	0,403	20.8%
(2) ESS 배터리 수요	GW	63	80	97	113	119	149	155	198	228	258	258	2040년까지 성장율
	성장율	79%	26%	21%	17%	5%	4%	1%	4%	3%	2%	0%	20.3%
(3) IT용 배터리 수요	GW	104	112	116	121	125	137	171	205	245	293	418	2040년까지 성장율
글로벌 분리막 수요	성장율 억㎡ (1GW당 900만㎡ 사용, 향후 1200만㎡)	9% 164	8% 198	4% 233	4% 266	3% 288	3% 319	4% 251	4% 191	4% 159	4% 133	4% 122	4.6% 2040년까지 평균성장률
글로걸 문디막 구요 (건식 30%, 습식 55%, IT용 15%)	역m (IGW등 900년m 사용, 당부 1200년m) 성장율	43%	21%	17%	14%	288 8%	0%	-5%	-5%	-4%	-3%	0%	2040년까지 평균성정률 11.8%
분리막용 UHMWPE/PP 수요	만톤(1GW당 400톤 내외 사용)	43	52	61	71	80	113	162	203	232	264	278	2040년까지 평균성장률
	성장율	43%	21%	17%	14%	8%	0%	-5%	-5%	-4%	-3%	0%	11.8%
원달러 환율		1,301	1,365	1,344	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250	
						7.	선고체 전지 도입	으로, 분리막 /	시장 역성장 반영	8			
[대한유화 분리막용-PE/PP 실적					27%								
<u>구</u> 매출액	분 (억원)	2023년 2,378	2024년 2,598	2025년 2,816	2026년 2,713	2027년 3,103	2030년 3,680	2035년 4,641	2040년 5,396	2045년 5,810	2050년 6,473	2060년 6,721	Terminal 2040년까지 평균 MS
대한유화㈜의 분리막용 플		2,378	27%	26%	25%	24%	22%	20%	20%	19%	19%	18%	24.8%
1211-10-121102													
(1) LIBS용 PE 매출액		1,617	1,701	1,917	1,827	2,194	2,711	3,652	4,288	4,626	5,217	5,464	
판매량	만톤	8	9	11	12	13	18	26	32	36	41	42	
대한유화 판매량 증가율	(%)	24%	11%	19%	13%	11%	10%	6%	4%	3%	2%	0%	
Capa(연평균)	만톤	13	13	13	13	26	26	38	38	50	50	50	
(2) LIBS용 PP 매출액	ni e	762	898	899	887	909	968 7	988	1,108	1,185	1,256	1,256	
판매량 대한유화 판매량 증가율	만톤 (%)	4 39%	5 13%	6 11%	6 9%	6 3%	2%	7 0%	8 2%	8 1%	9 1%	9 0%	11.8%
대한규의 간에의 공기를 Capa(연평균)	(개) 만토	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	11.070
00p1(202)													
[가격 가정]													
Libs PE	(달러/톤)	1,553	1,401	1,352	1,230	1,330	1,180	1,130	1,080	1,030	1,030	1,030	
Libs PP	(달러/톤)	1,301	1,301	1,202	1,180	1,180	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	
영업이익	(억원)	506	348	538	522	731	588	616	544	382	420	432	2040년까지 영업이익률
	영업이익률 스프레드(LIBS PE/PP가격-나프타)	21.3% 811	13.4%	19.1% 748	19.2% 733	23.6% 802	16.0%	13.3%	10.1%	6.6% 569	6.5% 568	567	17.9%
	LIBS PE	1,553	1,401	1,352	1,230	1,330	1,180	1,130	1,080	1,030	1,030	1,030	
	LIBS PP	1,301	1,301	1,202	1,180	1,180	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	1,130	
	나프타	651	682	552	480	480	480	480	480	480	480	480	
						787	644	720	648	534	572	584	
EBITDA	(억원)	562	404	594	578								
EBITDA	감가상각비	56	56	56	56	56	56	104	104	152	152 3.800	152	
EBITDA							56 1,400	104 2,600	2,600	152 3,800	152 3,800	3,800	
EBITDA 금융비용	감가상각비	56	56	56	56	56							
	감가상각비 투자액(PE 10만론당 1000억원)	56 1,400	56 1,400	56 1,400	56 1,400	56 1,400	1,400	2,600	2,600	3,800	3,800	3,800	
금용비용	감가상각비 무자역(PE 10만론당 1000억원) (억원) 순차입금(평균조달금리 2.5%)	56 1,400 9 375	56 1,400 5 - 216 -	56 1,400 1 - 43.93 -	56 1,400 7 - 295 -	56 1,400 49 - 1,958 -	71 - 2,850 -	2,600 134 - 5,370 -	2,600 172 - 6,867 -	3,800 230 - 9,205 -	3,800 248 - 9,927 -	3,800 287 11,479	Terminal 밸류
	감가상각비 투자역(PE 10만론당 1000억원) (억원)	56 1,400 9	56 1,400 5 -	56 1,400	56 1,400 7 -	56 1,400 49 -	1,400 71 -	2,600 134 -	2,600 172 -	3,800 230 -	3,800 248 -	3,800	Terminal 뱰류 5,204
금용비용	감가상각비 무자역(PE 10만투당 1000억원) (억원) 순차임급(평균조달금리 2.5%)	56 1,400 9 375	56 1,400 5 - 216 -	56 1,400 1 - 43.93 -	56 1,400 7 - 295 -	56 1,400 49 - 1,958 -	71 - 2,850 -	2,600 134 - 5,370 -	2,600 172 - 6,867 -	3,800 230 - 9,205 -	3,800 248 - 9,927 -	3,800 287 11,479	
금용비용 숲이익 [쌜류에이선] 참고) 순이익을 자기:	감가상각비 무지역(PE 10만론당 1000억원) (억원) (억원) (억원) (억원) (억원) (억원) (억원) (억원)	56 1,400 9 375	56 1,400 5 - 216 -	56 1,400 1 - 43.93 -	56 1,400 7 - 295 - 402	56 1,400 49 - 1,958 -	1,400 71 - 2,850 -	2,600 134 - 5,370 -	2,600 172 - 6,867 - 544	3,800 230 - 9,205 - 465	3,800 248 - 9,927 - 508	3,800 287 11,479 546	5,204
금용비용	감가상각비 무자역(PE 10만투당 1000억원) (억원) 순차임급(평균조달금리 2.5%)	56 1,400 9 375	56 1,400 5 - 216 -	56 1,400 1 - 43.93 -	56 1,400 7 - 295 -	56 1,400 49 - 1,958 -	71 - 2,850 -	2,600 134 - 5,370 -	2,600 172 - 6,867 -	3,800 230 - 9,205 -	3,800 248 - 9,927 -	3,800 287 11,479	



표 6. Sum-of-parts 로 계신된 대한유화㈜ 적정주가: 21 만원(석화 사이클이 저점에서 점진적인 회복을 가정함)

구 분	기준일 (2025.1월)			주요 내역									
(+) 영업자산가치	1조 7,240억원	사업 부문	평균영업이익 (억원)	평균감기상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	적정배율 (배)	가치 적용율 (비상장여부)	적정사업가치 (억원)					
		▶본사 일반 석화제품	948	1,528	2,476	4.9	100%	1조 2,132					
		▶분리막용 PE/PP [자회사]	464	56	520	9.4(↓)	100%	4,892					
		▶코리아에어(100%)	39	15	54	5.0	80%	216					
		합계	1,451	1,599	3,050	5.7x	사이클 점진회복 가정	1조 7,240					
		주2)*비상장계열사 적정가치 주3) 일반 석화제품 사이클 불 (참고로, 불황 2.0~3.0배	주1) 평균 영업이익 = 미래 3개년 간 예상 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 석유화학 업황 사이클에 상관없이 얻을 수 있는 평균 수익을 계신하는데 유용함 주2)·비상장계열사 적정기치 계산할 때, EBITDA × 배율 × 지분율 × 비상장 적용율 80%로 계상함 주3) 일반 석화제품 사이를 불황에서 평균 업황으로 회복되는 것을 반영해 EV/EBITDA 4.9배 적용함 (참고로, 불황 2.0~3.0배, 평균업황 6.5배, 호황 7.5~8.5배) 분리막용 PE 부문은 성장성을 반영해, 별도로 실적 추정후 현재기치로 환산함. 평균영업이익과 감가상객비는 2024~2026년 평균 추정치임										
(+) 투자자산가치	1,808억원	투자자산 구성	지분율	순자산	PBR(III)	적정가치(억원)		비고					
		한주 오드펠터미널코리아 KPIC Dawn Polymer	40% 43.6% 50%	1,772 418 243	0.5x 0.5x 0.5x	886 209 122	울산 및 온산공단 석화제품 보관 중국 폴리머 컴I	마운딩 자회사					
		온산공장 잉여부지 합 계				591 1.808	10만평 X 평당 5	59만원					
		0 /1				1,000							
(-) 순차입금	(-) 5,896억원												
(+) 현금성자산 (-) 총차입금 (-) 탄소배출부당	820억원 1,751억원 4,965억원	연간 탄소배출량 1,677,740톤 연간 탄소배출량 부담액 추정											
보통주 주주가치(A) 발행주식수(B)	1조 3,152억원 6,176,100주	총발행주식수 6,500,000주 - 지사주 323,900주											
보통주 1주당 가치 (A/B)	21만원/주	기존 목표 주가 유지 : 석화 사이클 점진적인 회복을 반영함											

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 대한유화㈜의 PBR 밴드: 과거 0.21 ~ 1.4 배 등락(평균치 0.7 배, 2025 년 1 월 PBR 0.29 배)





대한유화 (006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	22,221	25,000	27,410	29,090	22,959
매출원가	23,938	25,116	27,493	27,436	21,031
매출총이익	-1,718	-116	-83	1,654	1,928
판관비	429	507	575	854	677
영업이익	-2,146	-623	-658	801	1,251
EBITDA	-537	1,190	1,137	2,366	2,573
영업외손익	103	124	170	21	56
외환관련손익	48	-7	31	-33	-18
이자손익	49	-29	-21	-70	-47
관계기업관련손익	71	135	176	125	122
기타	-65	25	-16	0	0
법인세비용차감전순손익	-2,044	-499	-488	822	1,307
법인세비용	-553	-209	-130	185	302
계속사업순손익	-1,491	-290	-357	637	1,005
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,491	-290	-357	637	1,005
지배지분순이익	-1,491	-290	-357	637	1,005
포괄순이익	-1,456	-310	-350	637	1,005
지배지분포괄이익	-1,456	-310	-350	637	1,005

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표				(!	근위: 억원)
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	-480	855	-1,144	1,947	2,750
당기순이익	-1,491	-290	-357	637	1,005
감가상각비	1,608	1,812	1,793	1,563	1,321
외환손익	23	5	-20	33	18
종속,관계기업관련손익	-71	-135	-176	-125	-122
자산부채의 증감	-116	-126	-2,391	-93	573
기타현금흐름	-434	-411	6	-69	-46
투자활동 현금흐름	-1,323	-1,588	-996	-655	-707
투자자산	2,151	-459	5	-22	31
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,474	-1,130	-700	-600	-720
유형자산 감소	1	4	0	0	0
기타현금흐름	-1	-4	-301	-33	-18
재무활동 현금흐름	-215	681	408	-513	-619
단기차입금	75	658	498	-452	-527
사채 및 장기차입금	115	9	40	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-216	-62	-62	-62	-93
기타현금흐름	-189	76	-68	0	0
연결범위변동 등 기타	-2	0	3,194	434	-189
현금의 증감	-2,020	-51	1,461	1,212	1,234
기초 현금	2,414	393	342	1,803	3,015
기말 현금	393	342	1,803	3,015	4,249
NOPLAT	-2,146	-623	-658	801	1,251
FCF	-3,954	-274	-1,844	1,347	2,030

자료: 유안타증권

재무상태표				([근위: 억원)
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	4,609	5,021	6,949	8,632	8,780
현금및현금성자산	393	342	1,803	3,015	4,249
매출채권 및 기타채권	1,980	2,459	1,655	2,014	1,528
재고자산	2,172	2,111	2,881	2,951	2,410
비유동자산	17,349	16,944	15,895	14,953	14,319
유형자산	14,724	13,928	12,722	11,758	11,157
관계기업등 지분관련자산	1,845	2,335	2,434	2,434	2,434
기타투자자산	96	108	104	126	95
자산총계	21,958	21,965	22,844	23,585	23,099
유동부채	2,226	2,882	4,277	4,339	3,075
매입채무 및 기타채무	1,868	1,783	2,547	3,086	2,326
단기차입금	134	918	1,415	962	438
유동성장기부채	17	100	235	195	239
비유동부채	1,113	835	730	833	701
장기차입금	400	316	401	441	397
사채	0	0	0	0	0
부채총계	3,339	3,717	5,008	5,173	3,775
지배지분	18,620	18,248	17,836	18,412	19,324
자본금	410	410	410	410	410
자본잉여금	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
이익잉여금	15,608	15,245	14,826	15,402	16,314
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	18,620	18,248	17,836	18,412	19,324
순차입금	464	1,132	-126	-1,790	-3,550
총차입금	887	1,554	2,092	1,640	1,113

Valuation 지표				(단위	: 원, 배, %)
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-22,931	-4,468	-5,497	9,801	15,460
BPS	301,477	295,460	288,796	298,111	312,882
EBITDAPS	-8,263	18,308	17,492	36,393	39,592
SPS	341,857	384,611	421,688	447,543	353,218
DPS	1,000	1,000	1,000	1,500	2,500
PER	-6.3	-33.8	-14.1	8.5	5.4
PBR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	-18.5	9.2	4.3	1.5	0.7
PSR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2

재무비율 (단위: 배, 5					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	-11.6	12.5	9.6	6.1	-21.1
영업이익 증가율 (%)	적전	적지	적지	흑전	56.2
지배순이익 증가율(%)	적전	적지	적지	흑전	57.7
매출총이익률 (%)	- 7.7	-0.5	-0.3	5.7	8.4
영업이익률 (%)	-9.7	-2.5	-2.4	2.8	5.4
지배순이익률 (%)	-6.7	-1.2	-1.3	2.2	4.4
EBITDA 마진 (%)	-2.4	4.8	4.1	8.1	11.2
ROIC	-9.7	-2.1	-3.7	4.7	6.6
ROA	-6.4	-1.3	-1.6	2.7	4.3
ROE	-7.7	-1.6	-2.0	3.5	5.3
부채비율 (%)	17.9	20.4	28.1	28.1	19.5
순차입금/자기자본 (%)	2.5	6.2	-0.7	-9.7	-18.4
영업이익/금융비용 (배)	-136.2	-10.9	-30.9	11.4	26.4



주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

Key Chart

연간 영업이익 전망: 흑전 기대 2022년 △2,146억원, 2023년 △623억원, 2024년 △658억원(상반기 △220억원, 3분기 △286억원, 4분기 △152억원(e)), 2025년 801억원 (↑) 2026년 1,251억원

글로벌 에틸렌 순증설: 부담 급감 2022년 1,011만톤 2024년 558만톤 2025년 206만톤(↓) 2026년 1,485만톤

분리막 PE 주요 거래처인 SK온㈜ 배터리 캐파 변화: 2024년 121GW 2025년 271GW(↑)



자료: 유안타증권 리서치센터



자료: 유안타증권 리서치센터





유안타 ESG Tearsheet



산업재/소재/자동차 산업내 순위	52위(73개 기업 중)		
Total ESG 점수	-2점		
E (Environment)	-2점		
S (Social)	-1점		
G (Governance)	+1점		
Qualitative	+0점		

ESG 평가 기업	대한유화
ESG 평가 날짜	2022 / 05 / 11
Bloomberg Ticker	006650 KS
Industry	정유/화학
Analyst	황규원
Analyst Contact	kyuwon.hwang@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	Е	S	G	합계
대한유화	-2	-1	+1	-2
SK 이노베이션	2	3	1	6
LG 화학	2	1	-1	2
SK 아이이테크놀로지	4	3	-1	6
롯데케미칼	2	1	-1	2
SKC	-4	3	3	2
S-Oil	-3	1	1	-1
평균	2	2	1	3

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 대한유화 포함 73개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

- ESG 외부평가기관 수상 내역

+0 최근 이슈 관련 애널리스트 Comments

3세가 현재 대한유화 근무중으로, 승계작업이 미완 상태임 연공서열 중심의 임직원 직급 체제가 유지되고 있어, 인사적체 등에 대한 문제가 부각되고 있음

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 :+3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	_
S	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	_	_
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	_	_
	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	_
G	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	_	_
	대표이사 이사회의장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	_	_
OverPlant.	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	_	-	_
Qualitative	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2~+2	_		_



Environment

ESG

온실가스 증기율 vs. 매출액 증기율



신재생 에너지 사용량 & 증가율

물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

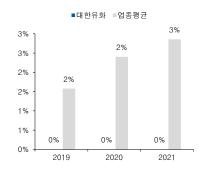
데이터 미공시

주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준
▶ 2년 연속 온실가스 증가율 〉 매출액 증가율 = -2점

Social



여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영

▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

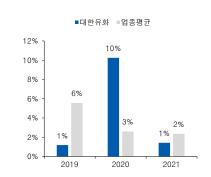
계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73개 기업 수치 반영

▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균



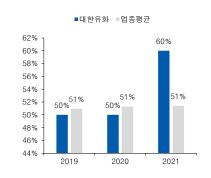
주: 업종평균에는 동종업종 73 개 기업 수치 반영

▶ 사회기부금/당기순이익 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance



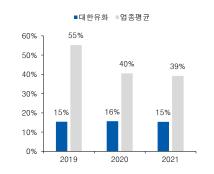
사외이사 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73개 기업 수치 반영

▶ 사외이사비율 업종평균 대비 상위 = +1점

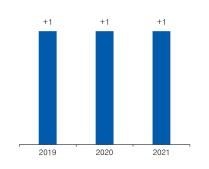
배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 73개 기업 수치 반영

▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1

▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

11

대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이 괴리율 투자 목표가 목표기격 (원) 일자 평균주가 최고(최저) 목표주가 - 주가 -의견 (원) 대상시점 대비 주가 대비 350,000 2025-01-14 BUY 210,000 1년 300,000 2024-09-20 BUY 210,000 1년 250,000 250,000 -36.76 2024-01-31 BUY 1년 -47.84 200,000 2023-04-04 BUY 300,000 1년 -52.07 -42.932022-11-14 260,000 1년 -26.96 BUY -35.36 150,000 100.000 50,000 0 23.01 23.07 24.01 24.07 25.01

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (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
Buy(매수)	88.9
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-01-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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.

