IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Update

Analyst 이동욱
02) 6915-5671
treestump@ibks.com

대한유화 (006650)

두 개의 엔진, 특수 폴리머와 울산의 유틸리티

매수 (유지)

목표주가 (하향)	140,000원
현재가 (11/9)	87,900원

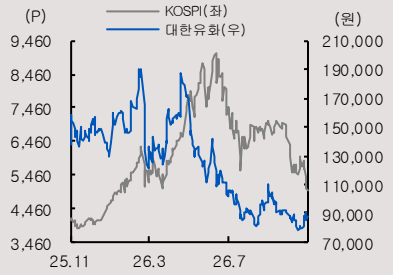
KOSPI (11/9)	5,018.85pt
시가총액	571십억원
발행주식수	6,500천주
액면가	5,000원
52주 최고가	190,700원
최저가	78,400원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	9.1%
배당수익률 (2026F)	1.7%

주주구성	
이순규 외 17 인	39.04%
국민연금공단	11.29%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	29%	-24%	-45%
절대기준	-2%	-49%	-30%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	140,000	180,000	▼
EPS(26)	11,623	9,956	▲
EPS(27)	16,141	15,365	▲

대한유화 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

특수 폴리머 투자 확대

대한유화의 특수 폴리머 증설은 물량이 아니라 마진을 키우는 투자다. 내신 등에 따르면 동사는 2027년 말까지 배터리 분리막용 PE 생산능력을 연 20만톤에서 40만톤으로, 커패시터용 PP를 17만톤에서 34만톤으로 각각 두 배 늘릴 계획이다. 신규 크래커 없이 기존 범용 중합 라인을 전환해 같은 원료로 생산 등급만 바꾸는 방식이다. 따라서 증설 효과는 생산량보다 제품 믹스 개선에서 먼저 확인될 것이다.

진입장벽은 품질이다. 분리막용 PE는 순도와 분자량 분포의 일관성이, 커패시터용 PP는 초박막 가공성과 절연 특성이 핵심이다. 고객 승인을 거쳐 양산에 들어간 소재는 재검증 부담 때문에 쉽게 교체되지 않는다. 범용품이 가격으로 거래된다면 특수 등급은 승인으로 거래되며, 이 차이가 거래의 지속성을 만든다.

한주/코리아에어텍, 석화 사이클과 따로 움직이는 이익 기반 보유

동사는 석화 마진이 바닥일 때도 이익을 내는 유틸리티/가스 자회사를 보유하고 있다. 한주(지분율 50.13%)는 울산 석유화학단지에 전기/증기/공업용수를 공급하고, 같은 증기로 정제소금을 생산해 산단 수요와 식품 수요를 함께 확보했다. 100% 자회사 코리아에어텍은 질소/산소/아르곤을 산업용과 의료용으로 판매한다.

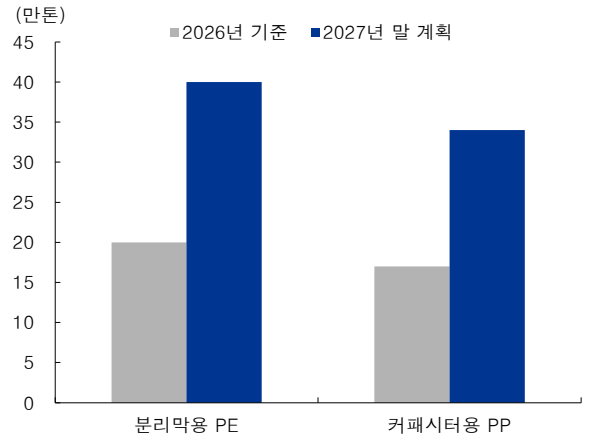
핵심은 이익 변수가 본업과 다르다는 점이다. 한주의 증기 판매량은 산단 가동률을 따르지만, 수익성은 연료비와 공급단가가 결정한다. 따라서 나프타/폴리머 스프레드와 다르게 움직이며, 정제소금과 의료용 가스는 화학과 무관한 수요처를 더한다.

밸류에이션은 특수 폴리머의 증분이익에는 성장 멀티플을, 유틸리티/소금/가스의 정상이익에는 안정 멀티플을 적용하는 SOTP가 합리적이다. 다만 한주 손익이 전부 연결되더라도 주주 귀속 가치는 지분 50.13%만큼이므로, 비지배지분을 차감한 지배주주 기준으로 평가해야 한다. 이 기준을 적용해도 결론은 같다. 석화 업황이 돌아서기 전에도 동사의 이익 기반은 범용 NCC 업체보다 두텁다.

(단위:십억원,배)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,800	3,348	3,445	3,799	4,030
영업이익	-60	53	116	140	160
세전이익	-33	72	115	135	156
지배주주순이익	-9	32	76	105	121
EPS(원)	-1,312	4,878	11,623	16,141	18,664
증가율(%)	-70.6	-471.8	138.3	38.9	15.6
영업이익률(%)	-2.1	1.6	3.4	3.7	4.0
순이익률(%)	-0.3	1.7	3.0	2.8	3.0
ROE(%)	-0.5	1.7	4.0	5.4	5.9
PER	-59.2	29.7	7.6	5.4	4.7
PBR	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.9	5.6	2.3	1.9	1.3

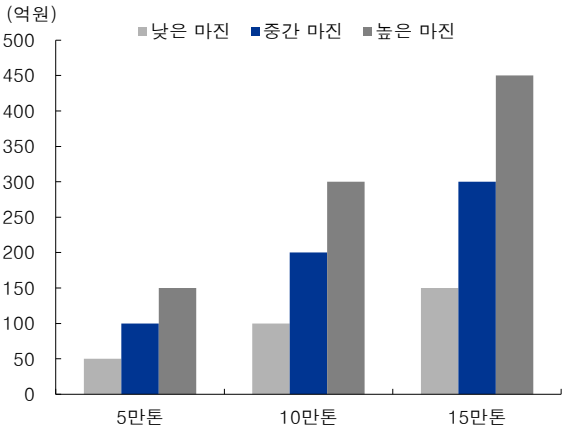
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 대한유화 특수 폴리머 생산능력 현황/전망



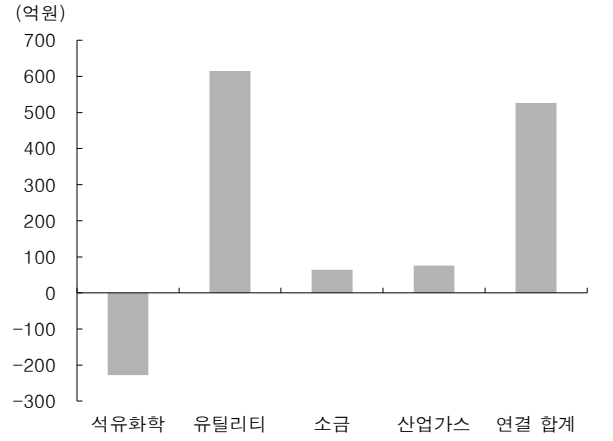
자료: 업계, 대한유화, IBK투자증권

그림 2. 특수 폴리머 이익 민감도(추정)



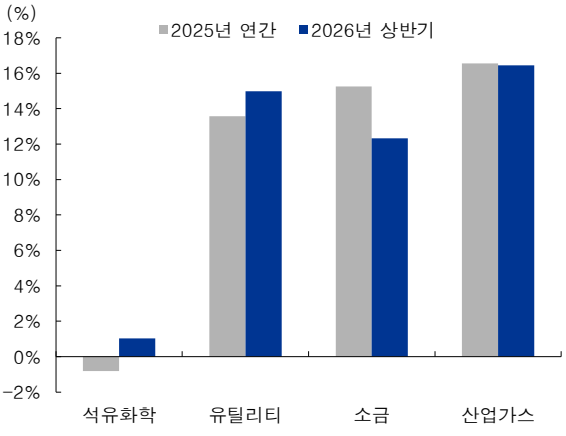
자료: 업계, 대한유화, IBK투자증권

그림 3. 대한유화 영업이익 Breakdown(2025년 기준)



자료: 업계, 대한유화, IBK투자증권

그림 4. 대한유화 사업부문별 영업이익률



자료: 업계, 대한유화, IBK투자증권

표 1. 대한유화 실적 전망

(십억원)	2025				2026				2024	2025	2026E	2027E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QE	Annual			
매출액	742	847	910	849	847	956	911	731	2,800	3,348	3,445	3,799
영업이익	-10	-5	43	24	74	-4	45	1	-60	53	116	140
%	-1.3%	-0.5%	4.7%	2.9%	8.7%	-0.4%	4.9%	0.2%	-2.1%	1.6%	3.4%	3.7%

자료: 대한유화, IBK투자증권

대한유화 (006650)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	2,800	3,348	3,445	3,799	4,030
증가율(%)	12.0	19.6	2.9	10.3	6.1
매출원가	2,809	3,227	3,259	3,581	3,787
매출총이익	-9	121	186	218	243
매출총이익률 (%)	-0.3	3.6	5.4	5.7	6.0
판관비	51	68	71	78	83
판관비율(%)	1.8	2.0	2.1	2.1	2.1
영업이익	-60	53	116	140	160
증가율(%)	-3.9	-187.9	119.9	20.8	14.6
영업이익률(%)	-2.1	1.6	3.4	3.7	4.0
순금융손익	2	-4	-3	-25	-26
이자손익	-4	-5	-13	-27	-28
기타	6	1	10	2	2
기타영업외손익	1	4	-10	6	6
종속/관계기업손익	23	19	12	13	15
세전이익	-33	72	115	135	156
법인세	-24	16	13	30	34
법인세율	72.7	22.2	11.3	22.2	21.8
계속사업이익	-9	56	102	105	121
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	56	102	105	121
증가율(%)	-70.6	-755.4	82.9	2.6	15.6
당기순이익률 (%)	-0.3	1.7	3.0	2.8	3.0
지배주주당기순이익	-9	32	76	105	121
기타포괄이익	-2	2	3	0	0
총포괄이익	-11	58	105	105	121
EBITDA	120	222	254	262	276
증가율(%)	0.9	85.1	14.1	3.5	5.1
EBITDA마진율(%)	4.3	6.6	7.4	6.9	6.8

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	628	764	1,123	1,428	1,624
현금및현금성자산	109	151	582	716	867
유가증권	8	90	0	0	0
매출채권	215	269	0	0	0
재고자산	240	228	300	395	420
비유동자산	1,592	1,937	1,823	1,786	1,748
유형자산	1,261	1,665	1,605	1,548	1,497
무형자산	9	97	93	88	84
투자자산	267	108	99	117	132
자산총계	2,220	2,700	2,945	3,215	3,373
유동부채	307	427	550	706	747
매입채무및기타채무	153	169	145	191	203
단기차입금	61	149	113	149	159
유동성장기부채	48	28	59	59	59
비유동부채	105	192	228	246	251
사채	0	0	49	49	49
장기차입금	85	127	108	108	108
부채총계	412	619	778	952	998
지배주주지분	1,808	1,835	1,905	2,001	2,113
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	264	264	264	264	264
자본조정등	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	3	4	6	6	6
이익잉여금	1,505	1,532	1,599	1,695	1,807
비지배주주지분	0	247	262	262	262
자본총계	1,808	2,081	2,167	2,263	2,375
비이자부채	214	312	433	572	608
총차입금	198	307	345	380	390
순차입금	81	66	-238	-337	-477

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	-1,312	4,878	11,623	16,141	18,664
BPS	278,099	282,298	293,119	307,835	325,074
DPS	1,000	1,300	1,500	1,500	2,000
밸류에이션(배)					
PER	-59.2	29.7	7.6	5.4	4.7
PBR	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.9	5.6	2.3	1.9	1.3
성장성지표(%)					
매출증가율	12.0	19.6	2.9	10.3	6.1
EPS증가율	-70.6	-471.8	138.3	38.9	15.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	0.9	1.7	1.7	2.3
ROE	-0.5	1.7	4.0	5.4	5.9
ROA	-0.4	2.3	3.6	3.4	3.7
ROIC	-0.5	3.1	5.2	5.7	6.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	22.8	29.7	35.9	42.1	42.0
순차입금 비율(%)	4.5	3.2	-11.0	-14.9	-20.1
이자보상배율(배)	-8.3	5.1	9.2	5.2	5.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.1	13.8	25.6	0.0	0.0
재고자산회전율	12.4	14.3	13.1	10.9	9.9
총자산회전율	1.3	1.4	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	133	203	369	157	201
당기순이익	-9	56	102	105	121
비현금성 비용 및 수익	144	183	218	128	120
유형자산감가상각비	180	166	133	118	111
무형자산상각비	0	3	5	5	4
운전자본변동	-3	-38	79	-49	-13
매출채권등의 감소	0	-7	-7	0	0
재고자산의 감소	-30	17	-119	-95	-25
매입채무등의 증가	21	-39	216	46	12
기타 영업현금흐름	1	2	-30	-27	-27
투자활동 현금흐름	-91	-143	141	-141	-75
유형자산의 증가(CAPEX)	-59	-77	-68	-60	-60
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-2	-100	35	-5	-1
기타	-30	31	174	-76	-14
재무활동 현금흐름	32	-16	-81	118	25
차입금의 증가(감소)	40	-9	26	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-8	-7	-107	118	25
기타 및 조정	1	-2	1	0	-1
현금의 증가	75	42	430	134	150
기초현금	34	109	151	582	716
기말현금	109	151	582	716	867

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

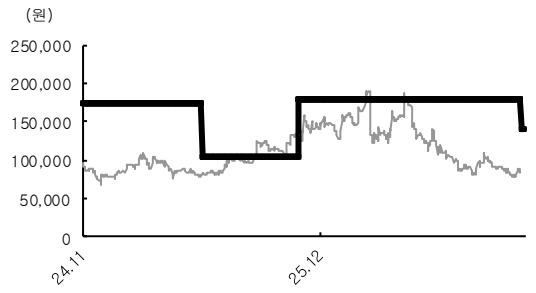
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.10.01~2026.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	184	96.8
Trading Buy (중립)	5	2.6
중립	1	0.5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경



대한유화	추천일자	투자의견	목표가(원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.07.17	매수	175,000	-45.85	-28.74
	2025.05.27	매수	105,000	0.06	28.10
	2025.11.03	매수	180,000	-29.53	5.94
	2026.11.03	1년경과	180,000	-51.56	-50.11
	2026.11.09	매수	140,000		