대한유화 (006650)

황규원 정유/화학
kyuwon.hwang@yuantakorea.com
서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

2026년 나프타 프리미엄 복병을 만나다!

BUY (M)

목표주가	200,000원 (D)
직전 목표주가	220,000원
현재주가 (3/24)	135,100원
상승여력	48%

시가총액	8,782억원
총발행주식수	6,500,000주
60일 평균 거래대금	98억원
60일 평균 거래량	66,729주
52주 고/저	190,700원 / 76,200원
외인지분율	10.45%
배당수익률	0.90%
주요주주	이순규 외 17 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(29.2)	(8.7)	41.2
상대	(23.9)	(32.4)	(33.1)
절대 (달러환산)	(31.7)	(11.4)	38.6

2026년 예상 영업이익 701억원, 회복 지연

2026년 호르무즈 봉쇄 복병으로 인해, 실적 회복이 예상보다 더디게 진행된다고 전망을 바꾼다. 2026년 예상 실적은 '매출액 3.7조원, 영업이익 701억원(영업이익률 1.9%), 지배주주 순이익 170억원' 등이다. 영업이익은 2025년 527억원에 비해 증가하는 수치이지만, 연초 예상치 1,901억원에 미달하는 수치이다. 2026년 3월부터 시작된 호르무즈 봉쇄로, 석화 업황 회복 지연을 반영했기 때문이다. 특히, 2분기에 다시 적자 전환이 예상되니 주의가 필요하다. 부문별 예상 이익은 '본사 화학 △428억원, 발전소 1,071억원' 등이다.

2026년 호르무즈 봉쇄의 음영

2026년 이란 전쟁으로, 호르무즈 해협을 통한 나프타 수송 우려가 커지고 있다. 대한유화㈜에는 긍정과 부정이 혼재한다. ① 나프타 수송 자질에도 불구하고, 온산 NCC(나프타 분해설비) 70% 정도로 가동할 수 있어 상황이 낫다. 국내 경쟁업체와 달리, 원료인 나프타 70%를 인근에 있는 S-Oil㈜에서 안정적으로 공급받을 수 있기 때문이다. 반면, ② 나프타 구매시 적용되는 프리미엄 상승은 실적 부담요인이다. 원료인 나프타를 'C&F Japan 국제가격 + 프리미엄'으로 구입한다. 프리미엄 규모가 호르무즈 봉쇄 이전 톤당 2~5$에서 50~100$로 뛰어 올랐다. 2분기 나프타 국제 가격에 추가로 부담해야할 비용이 △370억원 이상 늘어난다.

목표주가 20만원으로 소폭 하향

호르무즈 봉쇄에 따른 악영향을 반영해, 2026년 적정주가를 20만원(기존 22만원)으로 소폭 하향 조정한다. NCC 설비 가동률 하락(2025년 91% → 67%)과 석화제품 스프레드 회복 지연(2025년 339$ → 2026년 333$/톤)은 불가피하다. 특히, 2분기 실적 고비를 넘겨야 한다. 그러나, 너무 우울할 필요는 없다. 호르무즈 이슈가 마무리되면, 한계 석화설비에 대한 구조조정 속도가 빨라질 수 있다. 에틸렌 설비 폐쇄에 따른 사이클 회복은 조금 지연되지만, 유효하다!

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	9,345	26.0	10.0	8,666	7.8
영업이익	425	흑전	74.8	412	3.0
세전계속사업이익	475	1,295.9	274.3	460	3.2
지배순이익	97	227.3	흑전	242	-59.9
영업이익률 (%)	4.5	흑전	+1.6 %pt	4.8	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	1.0	+0.6 %pt	흑전	2.8	-1.8 %pt

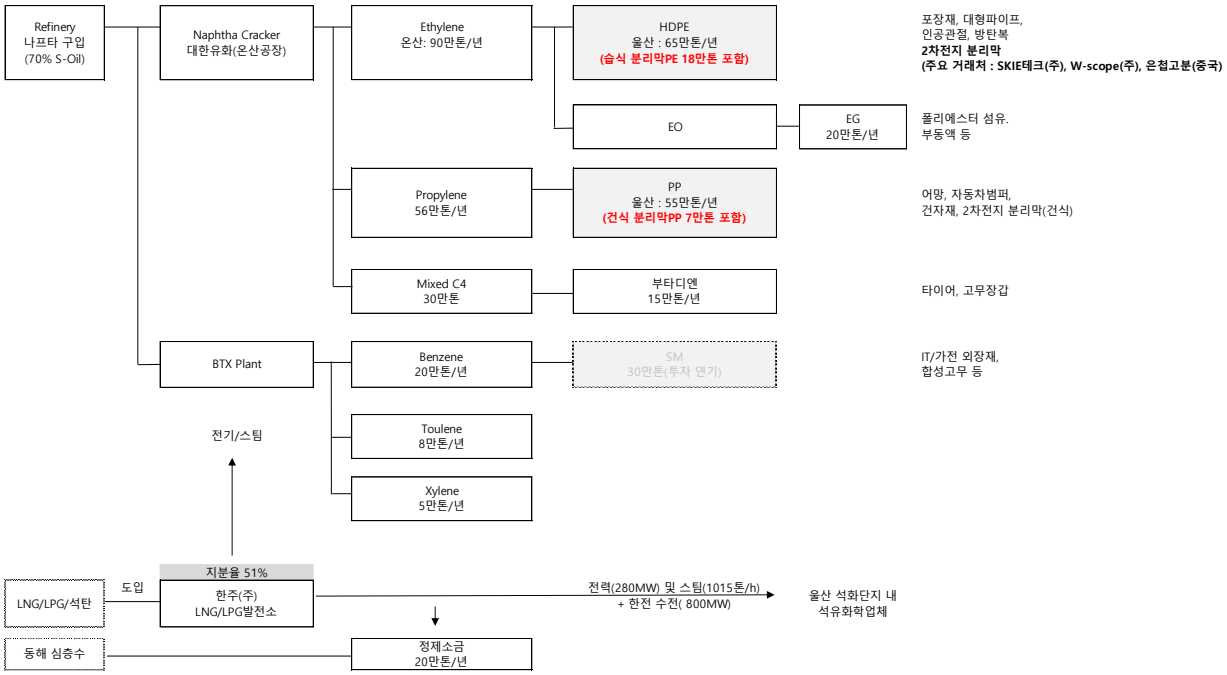
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	28,001	33,478	36,559	40,068
영업이익	-599	527	701	2,540
지배순이익	-85	317	170	1,664
PER	-92.1	21.7	51.8	5.3
PBR	0.4	0.4	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.0	4.5	5.0	2.4
ROE	-0.5	1.7	0.9	8.7

자료: 유안타증권

그림 1. 대한유화㈜의 석화 생산프로세스 : 순수 석화 + 분리막 PE/PP 25 만톤 + 2025 년 5 월부터 한주(LNG 발전소, 한주소금) 편입



자료: 유안타증권 리서치센터

표 1. 대한유화㈜의 실적 추정치 : 2025 년 영업이익 526 억원(흑자전환) → 2026 년 701 억원(e, 회복 지연) → 2027 년 2,540 억원(e)

										[국제유가]	이란원유수출로 약세		이란수출 재봉쇄		Covid 수요급락		2022년 우크라이나 전쟁			2026년 이란 전쟁 시기		
										[범용석화업황]	PE/PP 호황기		미국 ECC증설기		Covid19 충격 및 복원		과잉공급 압박		증설 압박 완화기+이란전쟁으로 회복 지연			
										[대한유화 증설/변화]	2017년 NCC 증설 33만톤						2022년 NCC/부다티엔 확장		2025년 LNG발전소			
		2025				2026				연간실적													
		1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
생산 Capa																					
에틸렌	(만톤)	22.5	22.5	22.5	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	90.0	90.0	114.5
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	49.0	49.0	89.8
분리막용 Ultra PE	(만톤)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	54.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.3	13.0	13.0	18.0	18.0	13.5
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	53.0	53.0	86.8
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	26.8	26.8	40.1
기타(C4 또는 BD)	(만톤)	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8	14.0	19.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	35.3	39.0	39.0	39.0	44.3
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	21.3	31.8	57.6	65.4	66.1	66.1	66.1	66.1	49.6
한주㈜ 발전소	MW/h		280	280	280	280	280	280	280										280.0	280.0	280.0
			2025.5월부터 한주㈜ 발전소 연결반영																		
주요제품 가격																					
에틸렌	$/MT	853	768	799	721	903	1,200	1,029	915	1,040	1,153	1,215	852	732	1,013	1,009	840	853	785	1,012	879
HDPE(스팟+수출 평균)	$/MT	996	989	965	932	987	1,385	1,214	1,090	1,202	1,209	1,335	1,045	905	1,162	1,153	1,043	1,027	971	1,169	1,054
분리막용 Ultra PE	$/MT	1,382	1,462	1,388	1,334	1,409	1,800	1,629	1,515		1,350	1,309	1,936	1,175	1,641	1,771	1,533	1,401	1,391	1,588	1,479
PP(스팟+수출 평균)	$/MT	1,030	1,036	1,008	948	1,004	1,405	1,234	1,120	1,170	1,261	1,376	1,229	1,097	1,267	1,167	1,028	1,020	1,005	1,191	1,074
BTX(벤젠)	$/MT	889	747	734	674	870	1,130	959	865	646	823	822	641	487	918	1,038	916	1,004	761	956	859
C4(대용치 부타디엔)	$/MT	1,462	1,166	1,112	927	1,628	1,800	1,579	1,265	1,062	1,486	1,414	1,053	711	1,014	1,109	1,009	1,443	1,167	1,568	1,334
EG	$/MT	545	513	524	467	505	720	635	578	652	851	899	576	469	676	578	492	541	512	609	560
나프타(원료)	$/MT	663	578	591	562	777	950	779	665	406	497	614	527	383	651	789	647	683	598	793	609
(참고) Dubai 원유가격	$/MT	**70**	**67**	**70**	**64**	**88**	**100**	**82**	**70**	40	53	69	63	43	**70**	**97**	**82**	**80**	**68**	**85**	**70**
울산 전기판매가격	원/khw			180	180	180	180	180	180											180	180
주요제품 스프레드	$/MT	339	365	348	304	309	320	347	357	608	654	603	453	430	478	310	340	346	339	333	409
스팟 스프레드	$/MT	339	381	346	315	219	395	397	390	608	646	604	453	454	468	323	343	346	345	350	409
나프타 도입 시차	$/MT	- 0	16	- 3	12	- 90	75	50	33	- 0	- 8	1	1	25	- 10	13	3	0	6	17	-
※마이너스(-) 이면 이익 발생 의미						[2분기 나프타 프리미엄 75$]															
												정기보수				정기보수				정기보수	
매출액	**억원**	**7,416**	**8,468**	**9,099**	**8,495**	**9,345**	**9,729**	**10,077**	**7,408**	**15,964**	**17,794**	**25,540**	**20,743**	**18,827**	**25,149**	**22,221**	**25,000**	**28,001**	**33,478**	**36,559**	**40,068**
본사 화학부문	억원	7,361	7,118	7,069	6,739	7,083	7,812	7,998	5,625	15,837	17,690	25,396	20,592	18,650	24,933	22,046	24,813	27,795	28,287	28,518	31,781
코리아에어텍(공업용가스,100%)	억원	55	65	63	60	46	64	69	62	127	104	144	151	137	239	175	187	206	243	241	247
한주(전기/소금, 지분율 50.1%)			**1,285**	**1,967**	**1,696**	**2,216**	**1,853**	**2,010**	**1,721**										**4,948**	**7,800**	**8,040**
영업이익	**억원**	**-99**	**-46**	**428**	**243**	**425**	**-2**	**281**	**-3**	**3,430**	**2,842**	**3,188**	**1,138**	**1,702**	**1,794**	**-2,146**	**-623**	**-599**	**526**	**701**	**2,540**
본사 화학부문	억원	-115	-205	96	25	95	-238	-30	-255	3,401	2,830	3,138	1,091	1,680	1,781	-2,123	-654	-651	-199	-428	1,506
코리아에어텍(공업용가스,100%)	억원	16	8	19	3	14	16	11	17	29	12	50	47	22	12	-23	31	52	46	58	88
한주(전기/소금, 지분율 50.1%)			**151**	**313**	**215**	**316**	**220**	**300**	**235**										**679**	**1,071**	**946**
영업이익률	**%**	**-1.3%**	**-0.5%**	**4.7%**	**2.9%**	**4.5%**	**0.0%**	**2.8%**	**0.0%**	**21.5%**	**16.0%**	**12.5%**	**5.5%**	**9.0%**	**7.1%**	**-9.7%**	**-2.5%**	**-2.1%**	**1.6%**	**1.9%**	**6.3%**
본사 화학부문	%	-1.6%	-2.9%	1.4%	0.4%	1.3%	-3.0%	-0.4%	-4.5%	21.5%	16.0%	12.4%	5.3%	9.0%	7.1%	-9.6%	-2.6%	-2.3%	-0.7%	-1.5%	4.7%
코리아에어텍(공업용가스,100%)	%	29.1%	12.3%	30.2%	5.0%	30.4%	25.0%	15.9%	27.4%	22.8%	11.5%	34.8%	31.4%	15.7%	5.1%	-13.3%	16.5%	25.2%	18.9%	24.1%	35.6%
한주(전기/소금, 지분율 50.1%)	**%**		**11.8%**	**15.9%**	**12.7%**	**14.3%**	**11.9%**	**14.9%**	**13.7%**										**13.7%**	**13.7%**	**11.8%**
지배주주 순이익	**억원**	**30**	**14**	**299**	**-26**	**97**	**4**	**56**	**12**	**2,721**	**2,145**	**2,574**	**1,063**	**1,272**	**1,499**	**-1,491**	**-290**	**-85**	**317**	**170**	**1,664**
주당순이익	원/주									41,867	32,972	39,602	16,360	19,576	23,067	-22,931	-4,468	-1,312	4,878	2,609	25,599
주당순자산	원/주									208,231	238,533	275,432	287,983	306,685	328,546	301,477	295,460	292,683	297,102	298,548	324,190
주당EBITDA	원/주									62,675	58,356	69,895	40,214	49,983	51,656	-8,263	18,308	18,474	34,190	34,196	60,462
주당배당금	원/주				1,300				1,300	4,000	4,000	4,000	2,500	3,000	3,500	1,000	1,000	1,000	1,300	1,300	1,500
ROE(자기자본이익률)	**%**									**20.1%**	**13.8%**	**14.4%**	**5.7%**	**6.4%**	**7.0%**	**-7.6%**	**-1.5%**	**-0.4%**	**1.6%**	**0.9%**	**7.9%**

료: 유안타증권 리서치센터

표 2. 대한유화㈜ 실적 추정 변경 내역

	기존 추정(억원)			신규 추정(억원)			변화율(%)		
	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E	1Q26E	2026E	2027E
매출액	9,169	32,813	34,887	9,345	36,559	40,068	1.9%	11.4%	14.9%
영업이익	462	1,901	2,857	425	701	2,540	△8.0%	△63.1%	△11.1%
OPM	5.0%	5.8%	8.2%	4.5%	1.9%	6.3%	△0.5%	△3.9%	△1.8%
세전이익	497	2,009	3,024	475	826	2,673	△4.5%	△58.9%	△11.6%
지배순이익	261	1,047	1,874	97	170	1,664	△62.7%	△83.8%	△11.2%

자료: 유안타증권 리서치센터

표 3. 글로벌 에틸렌 증설 계획(2026 년 3 월 수정) : 2025 년 584 만톤, 2026 년 301 만톤, 2027 년 79 만톤 순증설 부담 감소

지역	구분	2024년	(만톤/년)	2025년	(만톤/년)	2026년	(만톤/년)	2027년	(만톤/년)	2028년	(만톤/년)	2029년	(만톤/년)	2030년	(만톤/년)
아메리카	미국											DOW(캐나다) phase 1	130	DOW(캐나다) phase 2(연말)	60
	아메리카 소계		-		-		-		-				**130**		**60**
유럽	러시아/동유럽			Gazprom Neftekhim	60			Irkutsk Oil	65	Baltic Chemical	240	KazMunayGas(카자흐스탄)	125	PNK Orlen(폴란드)	74
								Sibur Amur GCC	230					PNK Orlen(폴란드)	- 34
	서유럽	Exxon(프랑스) 폐쇄	- 42	SABIC(네덜란드) 폐쇄(1Q)	- 55	ENI(이탈리아, 프리올로)	- 43	Ineos Cracker(벨기에)	125						
				ENI(이탈리아, 브린디시 2Q)	- 41	Exxon(영국, FEP, 2월)	- 83	TotalEnergy(벨기에, Antwarp, 안-	110						
								Dow(독일 Bohlem, 연말)	- 57						
	유럽 소계		**- 42**		**- 36**		**- 126**		**254**		**240**		**125**		**40**
아프리카															
	소 계		-		-		-		-		-		-		-
아시아	중국	Sinopec Tianjin	120	Exxon Huizhou Ethylene I (1	160	BASF Zhanjiang(1Q)	100	Huajin Aramco(Panjin)	150	Sinopec(Zhenhai)	150	ZPC(Rongheng, 미정)	140	ZPC(Rongheng, 미정)	140
		Wanhua Chemical II(4Q)	120	Nanshan Group(Yulong)	300	CHN Energy Ningxia Coal Ind	70	Sinopec maoming	100	CNOOC/Shell 3	160				
				Petrochina Jilin(2Q)	120	Xinjiang Zhongtai Newmateria	50	Tangshan Xuyang	150	SABIC/Gulei Petchem	150				
				Petrochina Guangxi (4Q)	120	Guangxi Huayi Energy Chemic	52			Sinopec(Yueyang)	100				
				Sinopec Yanshan	- 80	Petrochina Lanzhou	- 24	중국 추가 폐쇄 (40년 노후 잔여)	- 216						
						Petrochina Dushanzi	- 22	중국 폐쇄 (30년 노후 설비)	- 220						
						Sinopec Maoming	- 36								
	중국 소계		**240**		**620**		**190**		**- 36**		**560**		-		-
	한국	GS칼텍스(Debottle, 4Q)	15			롯데케미칼 (하반기)	- 100	여천NCC	- 135						
						S-Oil(하반기)	180	SK지오센트릭	- 66						
								LG화학	- 120						
	일본					Maruzen(폐쇄)	- 53	Idemitsu kosan(폐쇄)	- 37					Mitsubishi or Asahikasei	- 50
								Eneos(가와사키 1곳 폐쇄)	- 45						
	말레이시아														
	베트남	Nghison Petrochem(3q)	135												
	필리핀														
	브루나이									Brunei Hengyi Industires	165				
	싱가폴					Exxon Mobil(Jurong, 3월)	- 90								
	아시아 소계		**480**		**620**		**227**		**- 339**		**885**		**120**		**- 50**
중동	이란	Sepehr Makran Chabahar	140			Ganaveh-Dashtestan PC	50								
		Dehloran Sepehr PC	50												
	사우디아라비아							Aramco/Totla/JXTG(Amiral)	165					Tasnee National Industializat	330
	UAE					Borouge 4(중반)	150								
	카타르									Ras Laffan Petchem(Chevron,	210				
	중동 소 계		**190**		**-**		**200**		**165**		**210**		-		**480**
아프리카										Tahrir Petchem(이집트)	150				
	아프리카 소계										**150**		-		-
글로벌 신규증설 합계			**628**		**584**		**301**		**79**		**1,485**		**375**		**530**
[글로벌 수급]															
글로벌 에틸렌 capa			23,264		23,848		23,358		24,229		25,714		26,089		26,619
	Capa 증감		628		584		301		79		1,485		375		530
	공급차질					[이란 전쟁영향 6개월 가정]	- 791	[이란 전쟁 정상화]	791						
글로벌 에틸렌수요			18,187		18,418		18,994		19,558		20,145		20,749		21,372
	수요 증감		230		231		575		564		587		604		622
글로벌 설비 가동률			**78.2%**		**77.2%**		**81.3%**		**80.7%**		**78.3%**		**79.5%**		**80.3%**

주 : 노란색은 설비 폐쇄를 발표한 기업임

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 2. 한국 울산 NCC 설비 구조와 2026 년 구조조정 방향 : SK 지오센트릭㈜ + 대한유화㈜ + S-Oil(?)

대한유화㈜ NCC

에틸렌 90만톤
프로필렌 56만톤
부타디엔 15만톤

[Down Stream]

- HDPE 65만톤 — 2차전지 분리막용 초고밀도PE 포함
- EG 20만톤 — 범용 폴리에스터 원료
- PP 55만톤 — 2차전지 분리막용 초고밀도PPP 포함

S-Oil㈜ NCC

에틸렌 200만톤
(샤힌 180만톤 포함)
프로필렌 163만톤
부타디엔 20만톤

[Down Stream]

- HD/LDPE 132만톤 — 범용 포장재
- PP 41만톤 — 범용 플라스틱
- PO 30만톤 — 화장품 보습재 PG 원료

SK지오센트릭㈜ NCC

에틸렌 66만톤
프로필렌 38만톤
부타디엔 13만톤

[Down Stream]

- HD/LDPE 41만톤 — 범용 포장재
- PP 43만톤 — 범용 플라스틱

[특징]

1. NCC 규모 : 356만톤으로, 국내 단지 가운데 가장 작음(=대한유화 90만톤, SK지오센트릭 66만톤, S-Oil 200만톤)
2. 설비 노후화 정도 : SK지오센트릭 현재 설비는 1989년 투자완공
   대한유화㈜ 설비는 1992년 완공
   S-Oil㈜ 설비는 2018년 시작으로, 2026년 중반 샤힌 대형 프로젝트 완공
3. 다운스트림 특징 : 대한유화㈜는 2차전지 분리막용 PE/PP를 생산
   SK지오센트릭㈜과 S-Oil㈜는 주로 범용 등급 제품 생산
4. **NCC 구조조정 방향 : SK지오센트릭㈜과 대한유화㈜의 합작 형태 등 검토 중(SK지오센트릭㈜ 66만톤 설비 Box-up 포함)**
5. 구조조정 이후 변수 : 2027년 S-Oil㈜ 180만톤 대형설비가 가동되며, 범용제품 공급압박이 예상됨
6. **수혜 업체 : 설비 변동이 없는 대한유화, S-Oil**

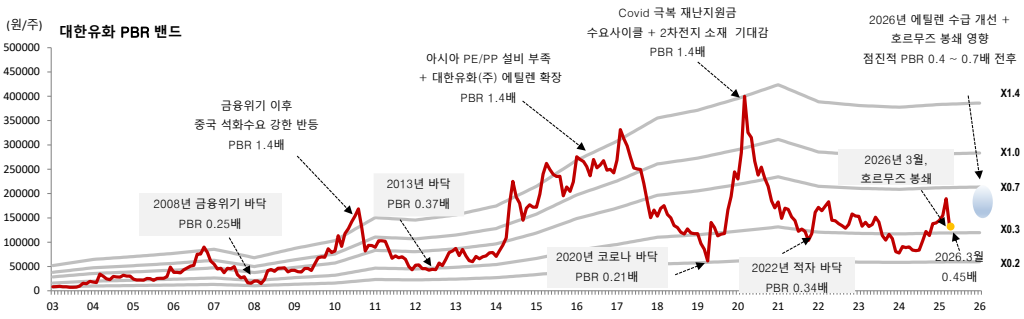
자료: 석유화학공업협회, 유안타증권 리서치센터

표 4. Sum-of-parts 로 계산된 대한유화㈜ 적정주가 : 20 만원 소폭 하향(기존 22 만원, 이란 전쟁으로 석화 회복 사이클 지연)

구 분	기준일 (2026.3월)	주요 내역						
(+) 영업자산가치	1조 4,692억원	사업 부문	평균영업이익 (억원)	평균감가상각비 (억원)	평균EBITDA (억원)	적정배율 (배)	가치 적용율 (비상장여부)	적정사업가치 (억원, 지분율)
		▶본사 일반 석화제품	948	1,138	2,086	3.2↓	100%	6,675
		▶분리막용 PE/PP	464	56	520	7.5↓	100%	3,900
		[자회사]						
		▶코리아에어(지분율100%)	39	15	54	5.0	80%	216
		▶한주(지분율 50.1%)	1,020	278	1,298	7.5	80%	3,901
		합 계	1,962	1,348	3,310	4.4x	석화 사이클 정진회복 가정	1조 4,692
		주1) 평균 영업이익 = 미래 3개년 간 예상 매출액 x 과거 평균 영업이익률. 석유화학 업황 사이클에 상관없이 얻을 수 있는 평균 수익을 계산하는데 유용함 주2)*비상장계열사 적정가치 계산할 때, EBITDA × 배율 × 지분율 × 비상장 적용율 80%로 계상함 주3) 일반 석화제품 사이클 불황에서 평균 업황으로 더디게 회복되는 것을 반영해 EV/EBITDA 3.6배 적용함 (참고로, 불황 2.0~3.0배, 평균업황 6.5배, 호황 7.5 ~ 8.5배) 분리막용 PE 부문은 영업이익률 20%를 고려해, 호황 업황인 7.5배 적용함 주4) 한주㈜ LNG발전소는 평균 이상의 호황을 반영해, EV/EBITDA 7.5배를 적용함(2025.5월부터 편입)						
(+) 투자자산가치	521억원	투자자산 구성	지분율	순자산(지분율 반영)	PBR(배)	적정가치(억원)	비 고	
		오드볼터미널코리아	43.6%	444	0.5x	222	석화제품 보관	
		KPIC Dawn Polymer	50%	290	0.5x	145	중국 폴리머 컴파운딩 지회사	
		온산공장 잉여부지		154		154	장부가	
		합 계				521		
(-) 순차입금	(-) 2,953억원							
(+) 현금성자산	2,382억원	▶대한유화㈜ 현금성 자산 2,350억원 + 한주㈜ 현금 64억원 x 50%						
(-) 총차입금	2,264억원	▶대한유화㈜ 차입금 1,759억원 + 한주㈜ 차입금 1,009억원 x 50%						
(-) 탄소배출부담	3,072억원	▶연간 탄소배출량 2,402,937톤 X 10$/톤 X 환율 1,350원/달러 = 324억원 (연간 탄소배출액 사회적 비용) 참고. 탄소배출량 = 대한유화㈜ 1,695,800톤 + 한주㈜ 9,33,120톤 x 지분율 51% ▶연간 탄소배출량 부담액 추정치가 지속된다는 가정하에 현재가치로 환산 = 324억원 / WACC(10.6%) = 3,072억원						
보통주 주주가치(A)	1조 2,260억원							
발행주식수(B)	6,176,100주	총발행주식수 6,500,000주 - 자사주 323,900주						
보통주 1주당 가치 (A/B) (기존 적정가)	20만원/주 (22만원/주)	※ 목표주가 하향 배경 (22만원 → 20만원) : ① 2026년 전쟁 여파로 석화 회복 지연 반영해, 사업가치 하향(기존 1.4조억원 → 1.1조억원) ② 2026년 순차입금 부담 축소(기존 4600억원 → 2,900억원)						

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 대한유화㈜의 PBR 밴드 : 과거 0.21 ~ 1.4 배 등락(평균치 0.7 배, 2026 년 3 월 말 PBR 0.45 배)



자료: 유안타증권 리서치센터

대한유화 (006650) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**28,001**	**33,478**	**36,559**	**40,068**	**39,458**
매출원가	28,090	32,273	34,781	36,346	36,102
매출총이익	-89	1,205	1,777	3,722	3,355
판관비	510	679	1,076	1,182	1,164
영업이익	**-599**	**527**	**701**	**2,540**	**2,191**
EBITDA	1,201	2,222	2,223	3,930	3,467
영업외손익	269	193	125	132	113
외환관련손익	62	4	-4	-9	0
이자손익	-36	-48	-47	-35	13
관계기업관련손익	231	191	8	51	26
기타	12	46	168	125	74
법인세비용차감전순손익	-330	719	826	2,673	2,304
법인세비용	-244	160	193	640	554
계속사업순손익	-85	559	633	2,032	1,750
중단사업순손익	0	0	0	0	10
당기순이익	-85	559	633	2,032	1,760
지배지분순이익	**-85**	**317**	**170**	**1,664**	**1,404**
포괄순이익	-110	577	633	2,032	1,760
지배지분포괄이익	-110	335	170	1,664	1,404

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

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**1,331**	**2,028**	**2,484**	**2,562**	**3,156**
당기순이익	-85	559	633	2,032	1,760
감가상각비	1,798	1,664	1,409	1,293	1,193
외환손익	20	16	4	9	0
종속,관계기업관련손익	-231	-191	-8	-51	-26
자산부채의 증감	-31	-380	380	-783	132
기타현금흐름	-140	360	66	62	97
투자활동 현금흐름	**-910**	**-1,433**	**-2,030**	**-3,219**	**-3,126**
투자자산	-318	-693	44	-81	14
유형자산 증가 (CAPEX)	-587	-771	-720	-880	-880
유형자산 감소	0	7	0	0	0
기타현금흐름	-5	24	-1,354	-2,259	-2,260
재무활동 현금흐름	**323**	**-161**	**-118**	**-2**	**-106**
단기차입금	-38	615	-38	78	-13
사채 및 장기차입금	460	483	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-62	-62	-80	-80	-93
기타현금흐름	-37	-1,198	0	0	0
연결범위변동 등 기타	5	-10	-378	285	-11
현금의 증감	**749**	**424**	**-42**	**-375**	**-87**
기초 현금	342	1,091	1,515	1,472	1,098
기말 현금	1,091	1,515	1,472	1,098	1,011
NOPLAT	**-599**	**527**	**701**	**2,540**	**2,191**
FCF	**744**	**1,256**	**1,764**	**1,682**	**2,276**

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**6,281**	**7,636**	**9,457**	**12,883**	**14,784**
현금및현금성자산	1,091	1,515	1,472	1,098	1,011
매출채권 및 기타채권	2,365	2,907	3,677	4,671	4,503
재고자산	2,400	2,275	2,023	2,570	2,477
비유동자산	15,917	19,367	18,521	18,092	17,682
유형자산	12,614	16,654	15,965	15,552	15,239
관계기업등 지분관련자산	2,543	734	734	734	734
기타투자자산	131	343	298	379	365
자산총계	**22,197**	**27,003**	**27,979**	**30,975**	**32,466**
유동부채	3,071	4,267	4,813	5,667	5,807
매입채무 및 기타채무	1,891	2,212	2,788	3,542	3,415
단기차입금	879	1,494	1,456	1,535	1,521
유동성장기부채	218	280	324	280	573
비유동부채	1,050	1,922	1,798	1,989	1,672
장기차입금	851	1,274	1,230	1,274	982
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**4,121**	**6,189**	**6,611**	**7,656**	**7,479**
지배지분	18,076	18,349	18,439	20,022	21,334
자본금	410	410	410	410	410
자본잉여금	2,643	2,643	2,643	2,643	2,643
이익잉여금	15,049	15,318	15,407	16,991	18,302
비지배지분	0	2,465	2,929	3,297	3,653
자본총계	**18,076**	**20,815**	**21,367**	**23,319**	**24,987**
순차입금	**504**	**660**	**-686**	**-2,483**	**-4,659**
총차입금	1,976	3,074	3,036	3,115	3,101

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	-1,312	4,878	2,609	25,599	21,604
BPS	292,683	297,102	298,548	324,190	345,427
EBITDAPS	18,474	34,190	34,196	60,462	53,343
SPS	430,785	515,050	562,440	616,433	607,041
DPS	1,000	1,300	1,300	1,500	1,500
PER	**-92.1**	**21.7**	**51.8**	**5.3**	**6.3**
PBR	**0.4**	**0.4**	**0.5**	**0.4**	**0.4**
EV/EBITDA	**7.0**	**4.5**	**5.0**	**2.4**	**2.2**
PSR	**0.3**	**0.2**	**0.2**	**0.2**	**0.2**

재무비율 (단위: 배, %)

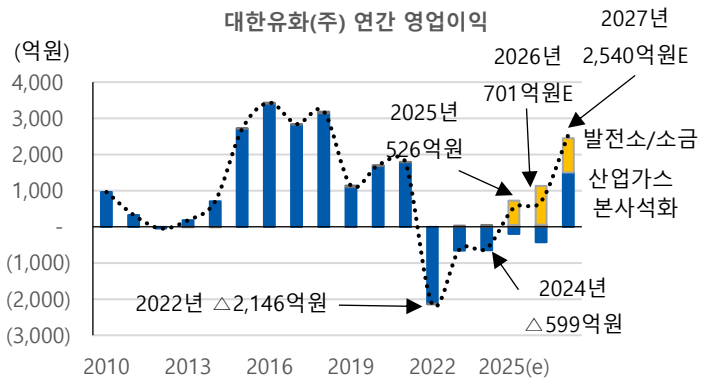
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**12.0**	**19.6**	**9.2**	**9.6**	**-1.5**
영업이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**33.1**	**262.3**	**-13.7**
지배순이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**-46.5**	**881.1**	**-15.6**
매출총이익률 (%)	-0.3	3.6	4.9	9.3	8.5
영업이익률 (%)	**-2.1**	**1.6**	**1.9**	**6.3**	**5.6**
지배순이익률 (%)	-0.3	0.9	0.5	4.2	3.6
EBITDA 마진 (%)	4.3	6.6	6.1	9.8	8.8
ROIC	-1.0	2.3	2.3	10.5	8.4
ROA	-0.4	1.3	0.6	5.6	4.4
ROE	**-0.5**	**1.7**	**0.9**	**8.7**	**6.8**
부채비율 (%)	22.8	29.7	30.9	32.8	29.9
순차입금/자기자본 (%)	2.8	3.6	-3.7	-12.4	-21.8
영업이익/금융비용 (배)	-8.3	5.1	6.7	19.8	17.0

자료: 유안타증권

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

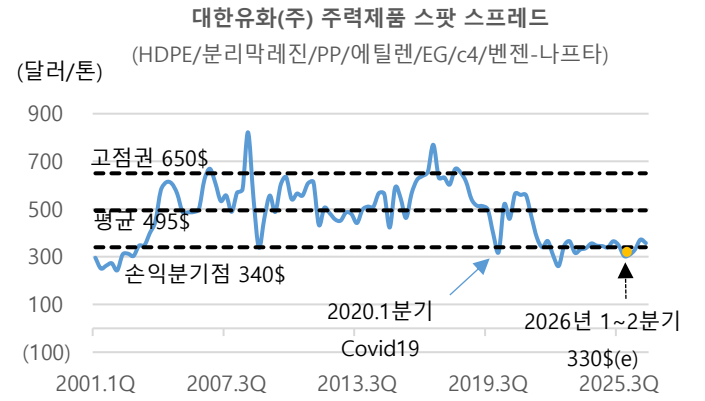
Key Chart

연간 영업이익 : 하향 조정
2025년 526억원
2026년 701억원(e, 변경전 1,901억원)
2027년 2,540억원(e)



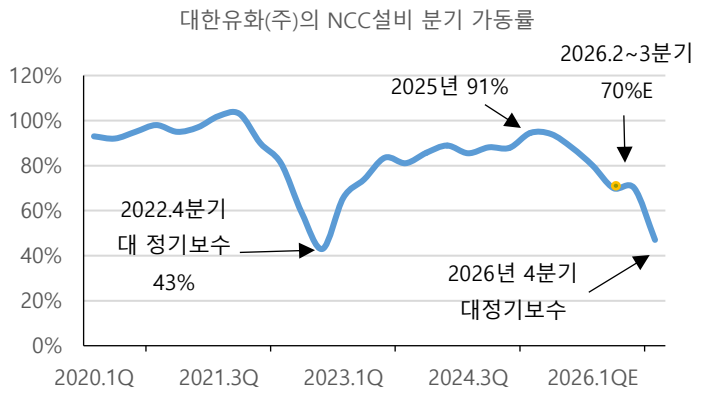
자료: 유안타증권 리서치센터

주력제품 스프레드 : 주춤
2025년 339$
2026년 1~2분기 330$(e, ↓)



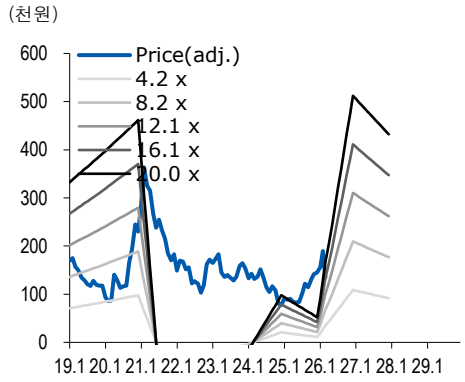
자료: 유안타증권 리서치센터

NCC 설비 가동율 : 70% 한계
2025년 91%
2026년 2~3분기 70%(e, ↓)

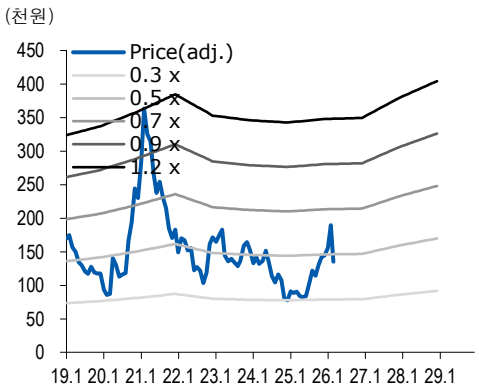


자료: 유안타증권 리서치센터

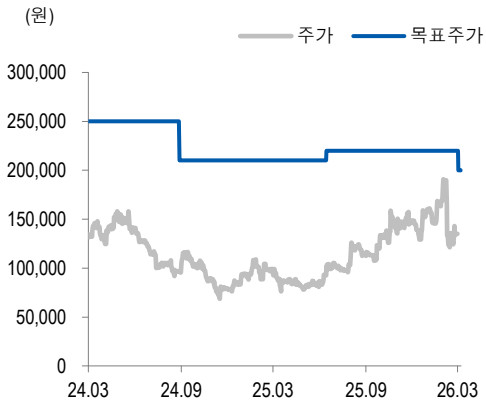
P/E band chart



P/B band chart



대한유화 (006650) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-25	BUY	200,000	1년		
2025-07-08	BUY	220,000	1년	-40.25	-13.32
2024-09-20	BUY	210,000	1년	-56.76	-44.52
2024-01-31	BUY	250,000	1년	-47.84	-36.76

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)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-25

※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.