

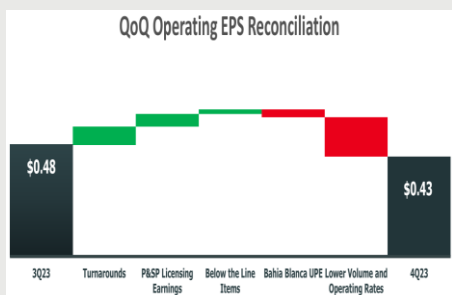


화학 Underweight (Maintain)

정유화학 Analyst 정경희
caychung09@kiwoom.com

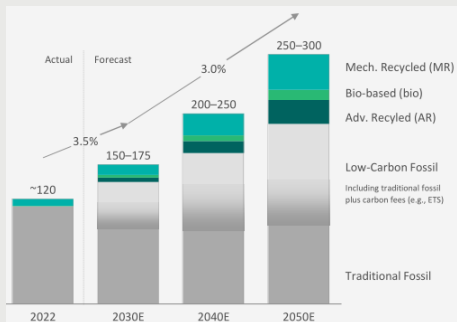
RA 신대현
shin8d@kiwoom.com

4분기 EPS 변화(3분기 대비) 요인



(출처: DOW, 키움증권 리서치센터)

글로벌 PE에 대한 DOW 전망



(출처: DOW, 키움증권 리서치센터)

Compliance Notice

- 당사는 1월 31일 현재 상기에 언급된 종목들의 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.

DOW Inc (DOW US)

4Q23 실적 및 시사점



DOW 4분기 실적은 순매출 \$10.8bn, operating EBIT \$559mn(마진율 5.9%)로 요약할 수 있습니다. 기초유화를 운영하는 동사는 전분기 대비 판매량 감소 및 가동을 하락에도 원재료 이점(저가의 Ethane gas)에 힘입어 기초유화 이익률 약 12%가 전사 영업이익을 견인했습니다. 1분기 가이드는 건설관련 계절적 요인을 긍정적으로 제시했고, 기초유화 및 중간재는 전기와 유사하게 예상했습니다. 시사점은 1) 미국 Ethane Cracker의 유리한 원가 구조 지속, 2) 1분기 건설할 계절성 기대, 3) PE 및 재활용 플라스틱 전망 등입니다.

>>> 4분기 판매량과 가동을 하락했으나 5%대 OPM

동사의 사업부문은 Packaging & Specialty Plastics(P&SP, 기초유화), Industrial Intermediates & Infrastructure(II&I, 중간화학제 및 수지), 및 Performance Materials & Coatings(PM&C, 건설용 페인트, 유기실리콘 및 기타)로 구성되어 있다. 4분기 실적은 매출액 \$10.6bn(가격 하락 YoY -13%, QoQ flat), P&SP(기초유화)의 견조한 마진에 힘입어 operating EBITDA \$1.2bn, operating EBIT \$599mn(마진율 5.9%), 주주환원 \$616mn으로 요약된다. P&SP를 제외하면 적자 혹은 BEP 수준을 기록했다.

>>> 1분기/'24년 가이드라인

동사는 1분기 가이드에서 전체 매출액은 4분기와 유사할 것으로, 부문별 매출액에서, P&SP 및 II&I는 -2~+2% 내외의 변동, 그리고 PM&C에서 +3~+7%로 증가할 것을 예상했다. 이는 곧 동사 미국 중심의 건설용 페인트 수요가 계절성 및 기타 부문의 유사한 공급 상황을 의미한다고 볼 수 있다.

'24년 긍정적 요인으로 유가와 가스 가격차 증가, 미 경제의 soft landing, 유럽 에너지가격 하향 안정화, 인플레이션 안정화 등을 꼽았다. 참고로 동사는 Ethane Base 화학사이며, 유럽에서도 사업을 영위하고 있다. 따라서 유가와 가스 가격차 확대 및 유럽 에너지 가격 하향 안정화는 국내 유화사와 달리 긍정적으로 작용할 수 있는 요인이다.

>>> 한국 화학 섹터에 대한 시사점

대표적인 글로벌 화학사이자 미국의 Ethane base 기반인 DOW의 4분기 실적, 1분기 및 '24년에 대한 전망을 통해 아래 시사점을 도출하였다.

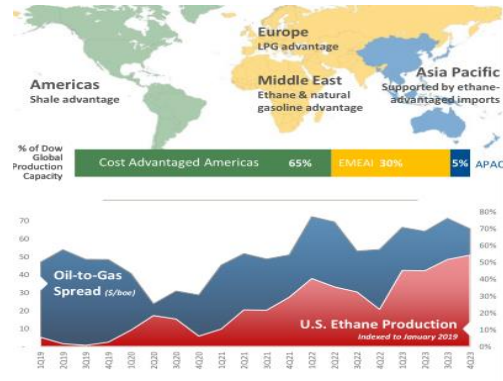
- 1) 4분기 글로벌 기초유화 약세에도, 원가 우위에 따라 미국 기초유화사 약 12% 마진 시현: 국내 및 아시아 NCC 원가 상대적 열위 지속
- 2) 1분기 미 내수 중심 건설용 페인트 계절성 기대: 건설용 페인트 계절성 에 따른 판매량 증가 가능성
- 3) PE 수요 성장 3.5(~'30)~3(~'50)% 및 기계적 재활용 제품 성장 전망
- 4) 이 중 기계적 재활용 등 Low carbon이 기존 시장 약 15% 침투 전망

4분기 실적 요약(전기 및 전년 동기대비)

Financial Summary <i>(\$ millions, unless otherwise noted)</i>	4Q23	4Q22	YoY B/W	3Q23	QoQ B/W
Net Sales	\$10,621	\$11,859	\$(1,238)	\$10,730	\$(109)
Equity Losses	\$(7)	\$(43)	\$36	\$(7)	\$0
Net Income (Loss) – GAAP	\$(95)	\$647	\$(742)	\$327	\$(422)
Operating EBIT	\$559	\$601	\$(42)	\$626	\$(67)
Op. EBIT Margin (%)	5.3%	5.1%	20 bps	5.8%	(50) bps
Operating EBITDA	\$1,216	\$1,255	\$(39)	\$1,283	\$(67)
Earnings (Loss) per share – GAAP	\$(0.15)	\$0.85	\$(1.00)	\$0.42	\$(0.57)
Operating earnings per share – diluted	\$0.43	\$0.46	\$(0.03)	\$0.48	\$(0.05)
Cash Provided by Op. Activities – Cont. Ops.	\$1,628	\$2,078	\$(450)	\$1,658	\$(30)

자료: DOW, 키움증권 리서치센터

DOW의 글로벌 생산 비중 및 원유-가스 가격 차 추이



자료: DOW, 키움증권 리서치센터

4분기 부문별 매출액 및 OP(전년 및 동기 대비)

Business Segment	REVENUE (\$MM)	Y-o-Y	Q-o-Q	Op. EBIT (\$MM) & Op. EBIT Margin %	Y-o-Y	Q-o-Q
Packaging & Specialty Plastics	4Q22: 6,073; 3Q23: 5,454; 4Q23: 5,641	Sales ↓ 7%; Price ↓ 11%; Volume ↑ 3% Declines driven by lower prices globally; volume up on higher packaging demand	Sales ↑ 3%; Price ↑ 1%; Volume ↑ 2% Gains led by higher merchant sales of hydrocarbons and higher polyethylene prices in all regions	4Q22: 655 (10.8%); 3Q23: 476 (8.7%); 4Q23: 664 (11.8%)	Op. EBIT ↑ \$9MM; Margins ↑ 100 bps Results driven primarily due to reduced input costs and higher operating rates	Op. EBIT ↑ \$188MM; Margins ↑ 310 bps Driven by higher integrated polyethylene margins, the impact of planned maintenance activity in 3Q23, and higher licensing revenue
Ind. Intermediates & Infrastructure	4Q22: 3,653; 3Q23: 3,035; 4Q23: 2,948	Sales ↓ 19%; Price ↓ 17%; Volume ↓ 2% Price decreases in all regions; volume declines driven by reduced supply availability	Sales ↓ 3%; Price ↓ 1%; Volume ↓ 1% Increased deicing fluid and mobility demand more than offset by declines in building & construction and lower prices in EMEA	4Q22: 164 (4.5%); 3Q23: 21 (0.7%); 4Q23: 15 (0.5%)	Op. EBIT ↓ \$149MM; Margins ↓ 400 bps Results primarily driven by lower prices in both businesses and reduced supply availability in Industrial Solutions	Op. EBIT ↓ \$6MM; Margins ↓ 20 bps Lower volumes in building & construction partly offset by higher demand for deicing fluid and mobility applications
Perf. Materials & Coatings	4Q22: 2,058; 3Q23: 2,130; 4Q23: 1,894	Sales ↓ 8%; Price ↓ 12%; Volume ↑ 3% Price declines in both businesses; volume gains driven by higher demand in project-driven building & construction end-markets	Sales ↓ 11%; Price ↓ 1%; Volume ↓ 9% Results primarily driven by seasonally lower volumes in both businesses	4Q22: (130) (-6.3%); 3Q23: 179 (8.4%); 4Q23: (61) (-3.2%)	Op. EBIT ↑ \$69MM; Margins ↑ 310 bps Results driven by reduced costs and lower planned maintenance activity	Op. EBIT ↓ \$240MM; Margins ↓ 1160 bps Results primarily driven by seasonally lower volumes

자료: DOW, 키움증권 리서치센터

DOW가 보는 글로벌 PE 수요 성장

동사는 글로벌 PE¹ 수요가 '30년까지 연간 약 3.5%, 이후 3%대를 유지할 것으로 전망하였다. 이는 GDP 성장율의 약 1.2~1.4배로 증가하는 것을 가정한 것이다.

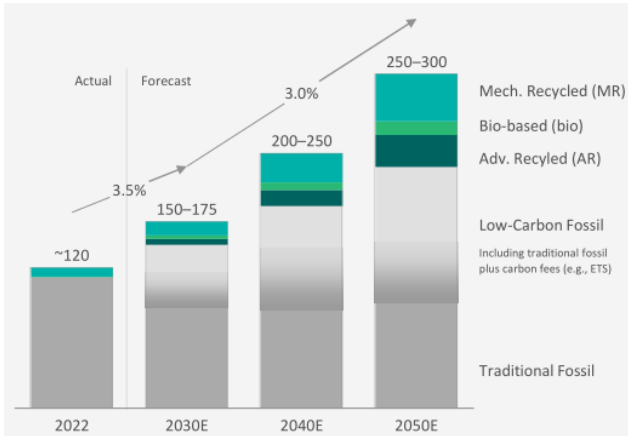
세부적으로는 규제 및 소비자 인식 제고로 재활용, 저탄소(Circular, Low-carbon)쪽으로 수요가 이동할 것으로 전망하였다. 그러나 약 85% 이상의 수요가 기존 설비를 통해 생산되는 제품으로 보고, 나머지 15% 수준이 주로 기계적 재활용 제품 중심의 대체 PE가 침투할 것으로 예상했다.

이를 감안하면 '30년까지 3.5%, 이후 '50년까지 3% 미만의 기존 PE 제품 수요 성장을 예상하고 있음을 알 수 있다. 이에 따라 DOW의 '30년까지의 Roadmap을 보면

¹ PE(Polyethylene)은 HDPE, LDPE, LLDPE 등을 포함하는 Ethylene을 원료로 생산되는 대표적인 플라스틱 제품군

‘Decarbonize & Grow’과 ‘Transform the waste’가 양대 축으로 기존 사업 정밀화 외 Green에 발맞추어 전략을 추진하고 있는 것으로 이해된다.

DOW의 글로벌 PE 수요 전망: 1.2~1.4X GDP



자료: DOW, 키움증권 리서치센터

DOW의 지역별 세부시장별 단기 전망



자료: DOW, 키움증권 리서치센터

‘30년까지 Roadmap: 기존사업 정교화, 유럽기반 재활용 플라스틱 생산설비 구축 및 신재생에너지 추진

Decarbonize & Grow

Grow underlying earnings by ~\$3B/year, while reducing GHG emissions by ~5MM mta by 2030¹

Near-Term Growth and Efficiency Investments

- ✓ **Achieved**
- FS1 cracker expansion
- FCDh unit in Louisiana
- Alkoxyates capacity investments
- Silicones downstream debottlenecking projects
- MDI distillation and prepolymers facility
- Increased use of clean energy with >1,000 MW of renewable power
- **In Flight**
- P&SP: Enhancing feedstock flexibility and PE/functional polymers incremental growth projects
- II&I: Additional alkoxyates capacity
- PM&C: Multiple silicones and coatings debottlenecks

~\$2B of EBITDA by mid-decade
>2MM mta CO₂e reduction

PATH₂ZERO

- Fort Saskatchewan Path2Zero
- ✓ Board of Directors approved FID in 4Q23
- Construction to begin in 2024; Phased start-ups ~2027 thru 2029
- ✓ Developed emissions reduction plans for top 25 manufacturing sites
- **Transformative, Next-Generation Solutions**
- EDH pilot plant in ~2025; commercial scale in ~2030
- E-cracking pilot start-up by ~2025
- Solar power purchase agreement in Bahía Blanca by ~2025
- X-energy advanced nuclear at Seadrift site ~2030
- At Terneuzen site, compressor electrification 2027/2029 and circular hydrogen ~2030+

~\$1B of EBITDA by 2030
~3MM mta CO₂e reduction

Transform the Waste

Commercialize 3MM mta of circular & renewable solutions

- Strategic Partnerships & Offtake Agreements
- ✓ Valoregen's 15KTA mechanical recycling line in France achieved mechanical completion in 4Q23
- ✓ Mura Technology commenced commissioning in 4Q23 with 20 KTA of advanced recycling capacity in the UK
- New Energy Blue partnership for bio-based renewable plastics by ~2026
- Mura Germany 120 KTA advanced recycling facility start-up in ~2026; as much as 600 KTA total global capacity by ~2030
- WM residential recycling project to divert >120 KTA plastic film from U.S. landfills

>\$0.5B of EBITDA (~2030)

Disciplined organic growth investments

- Higher return, lower-risk, faster payback growth projects
- Investing prudently in downcycle, to lock-in lower cost inputs and be ready to capture up-cycle growth
- Invest in value-add trends that complement Dow's capabilities to de-risk projects
- Keep CapEx spending at or below D&A while targeting >13% ROIC over the cycle
- Established Green Finance Framework to align funding with goals & targets

자료: DOW, 키움증권 리서치센터

투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

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.