



BUY(Maintain)

목표주가: 170,000원

주가(6/3): 134,000원

시가총액: 8,710억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

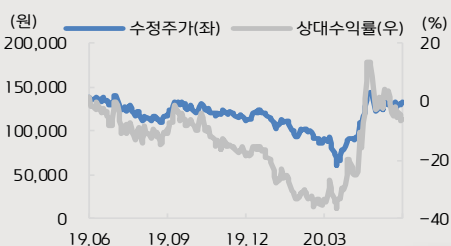
KOSPI(6/3)		2,147.00pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	144,500원	61,500원
등락률	-7.3%	117.9%
수익률	절대	상대
1M	-4.6%	-13.5%
6M	17.0%	13.6%
1Y	-2.2%	-5.8%

발행주식수	6,500천주
일평균 거래량(3M)	81천주
외국인 지분율	12.1%
배당수익률(2020E)	2.3%
BPS(2020E)	284,911원
주요 주주	이순규 외 12인 40.1%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,797.5	2,349.2
영업이익	318.8	113.8	95.7	209.8
EBITDA	454.3	261.4	245.4	343.7
세전이익	336.4	127.7	115.3	231.8
순이익	257.4	106.3	96.0	193.0
지배주주지분순이익	257.4	106.3	96.0	193.0
EPS(원)	39,602	16,360	14,764	29,691
증감률(%YoY)	20.1	-58.7	-9.8	101.1
PER(배)	3.9	7.2	8.9	4.4
PBR(배)	0.59	0.43	0.46	0.42
EV/EBITDA(배)	2.2	2.8	2.6	1.4
영업이익률(%)	12.5	5.5	5.3	8.9
ROE(%)	16.2	6.1	5.3	10.0
순부채비율(%)	0.1	-2.2	-12.2	-18.0

Price Trend



기업브리프

대한유화 (006650)

탄산가스, 수급 타이트 수혜



대한유화의 탄산가스 국내 시장 점유율은 3.2%로 국내 8위권 업체입니다. 하지만 EO/EG 분해공정에서 원재료 자가 조달이 가능한 등 탄산가스 수직계열화를 구축하였습니다. 본업에 비해 규모가 크지 않지만, 최근 수급 타이트 현상 발생으로 전사 실적에 긍정적으로 작용할 전망입니다. 한편 국내 조선 업체들의 대규모 수주 확보로 탄산가스 시장은 중장기적으로 수급 타이트 현상이 지속될 것으로 보입니다.

>>> 탄산가스, 수직계열화 구축

동사는 SM 생산시설 신설에 이어 추가적인 사업 포트폴리오 개선을 추진하고 있다. 동사의 종속회사인 코리아에어텍은 작년 3분기에 액체탄산가스 설비(연산 3.6만톤)를 신설하고 판매에 들어갔다. 액체탄산가스는 산업용과 식음료용으로 사용되고 있는데, 이번 신설로 가스부문 매출액이 기존 대비 10~15% 증가가 예상된다. 동사는 EO/EG 분해공정에서 부산되는 원재료 탄산가스를 활용하는 것으로 보인다.

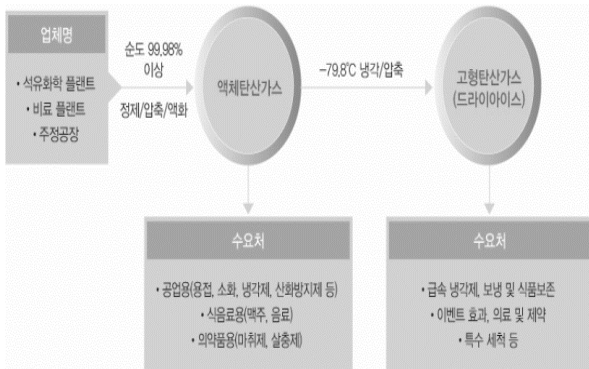
국내 탄산가스 시장은 수급 타이트 현상이 발생하고 있다. 조선 업종에 공급하고 있던 액체탄산 수요가 증가하고 있고, 택배 및 신선식품배송 증가로 드라이아이스도 폭발적인 수요 증가가 발생하고 있기 때문이다. 또한 공급 측면에서는 국내 대형 NCC 업체들의 셋다운/사고 발생 및 MEG 업황 둔화로 공급 차질이 나타나고 있다. 국내/일본의 탄산가스/드라이아이스 수급 타이트로 현재 국내 탄산가스 수출 가격은 톤당 \$1,043으로 급등세를 이어가고 있다.

참고로 현재 국내 액체탄산의 컴프레서 능력 기준 생산능력은 160만톤/년이나, 원료 공급에 따른 실질적인 생산량은 112만톤 수준이다. 한편 국내 조선 업체들의 카타르발 대규모 수주 확보로 탄산가스 시장은 중장기적으로 수급 타이트 현상이 지속될 것으로 예상된다.

>>> 올해 하반기 이후 산업용 가스 증설 효과 발생 전망

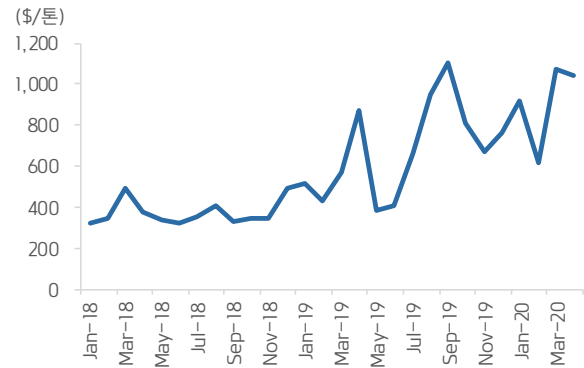
동사는 기존 가스 수요처의 수요량 증가 및 신규 거래처의 공급 요청에 대응하기 위하여, 산업용 가스 생산능력을 올해 하반기 20만톤에서 61만톤으로 확대할 계획이다(약 470억원 투자). 이에 산업용 가스 매출액도 급격히 증가할 전망이다. 탄산가스와 마찬가지로 산업용 가스도 최근 수급 타이트 현상이 발생하고 있다. 아르곤의 경우 포스코/고려아연 등에서 공급되는 잉여가스의 시장 유입이 줄었고, 산소/수소의 경우 2차전지(양극재/음극재/동박) 소재 업체들의 수요가 급증하고 있기 때문이다.

탄산가스산업 Flow



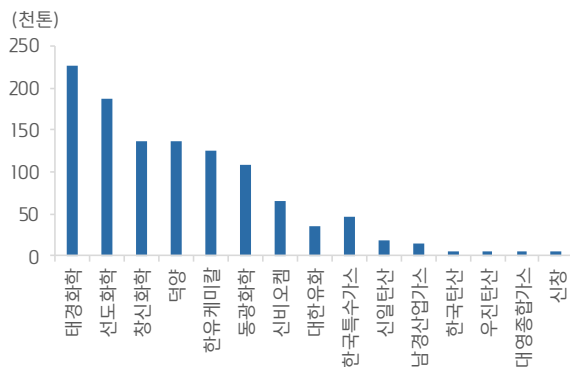
자료: 태경케미컬, 키움증권 리서치

국내 탄산가스(드라이아이스 포함) 수출 가격 추이



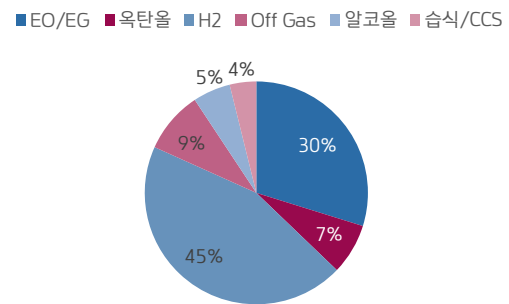
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 탄산가스 생산능력 현황(실제 생산가능 기준)



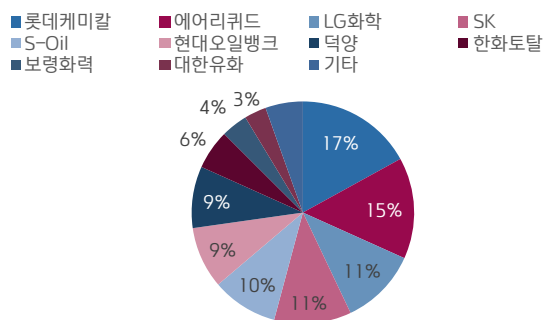
자료: 각사, 키움증권 리서치

국내 원재료 탄산가스 비중(원재료별)



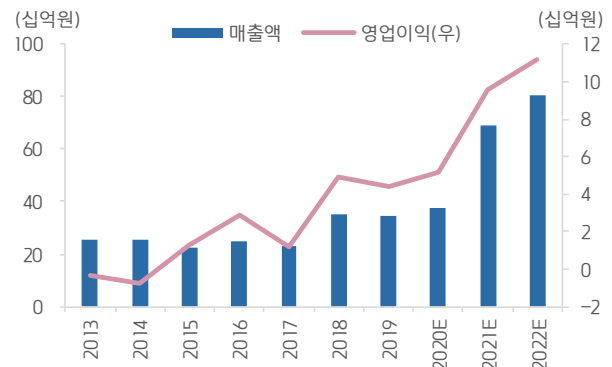
자료: 각사, 키움증권 리서치

국내 원재료 탄산가스 비중(업체별)



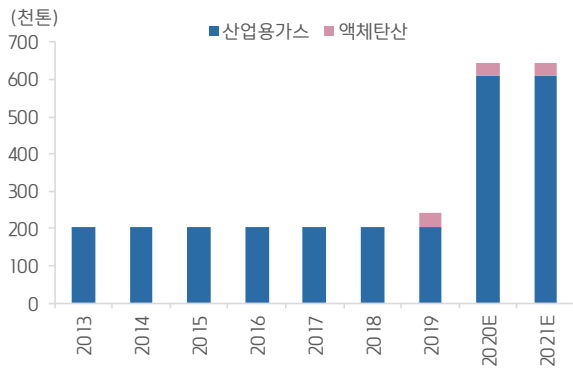
자료: 각사, 키움증권 리서치

대한유화 산업용가스 실적 추이/전망



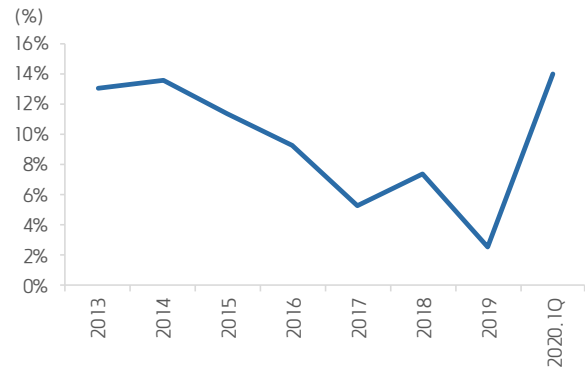
자료: 대한유화, 키움증권 리서치

대한유화 산업용가스 생산능력 추이/전망



자료: 대한유화, 키움증권 리서치

태경케미컬 탄산가스/산업용가스 영업이익률 추이



자료: 태경케미컬, 키움증권 리서치

대한유화 실적 전망

(십억원)	2019				2020				2016	2017	2018	2019	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual				
매출액	516	405	587	566	496	395	426	481	1,596	1,779	2,554	2,074	1,798
영업이익	57	-16	61	12	-46	36	49	57	343	284	319	114	96
%	11.0%	-3.9%	10.4%	2.1%	-9.2%	9.1%	11.5%	11.8%	21.5%	16.0%	12.5%	5.5%	5.3%
세전이익	62	-12	65	12	-41	41	54	62	360	280	336	128	115
%	12.0%	-3.0%	11.1%	2.1%	-8.2%	10.3%	12.6%	12.8%	22.6%	15.7%	13.2%	6.2%	6.4%
당기순이익	58	-11	49	11	-30	31	44	52	273	214	257	106	96
%	11.2%	-2.8%	8.4%	1.9%	-6.1%	7.8%	10.3%	10.8%	17.1%	12.1%	10.1%	5.1%	5.3%

자료: 대한유화, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	2,554.0	2,074.3	1,797.5	2,349.2	2,466.6
매출원가	2,178.4	1,914.0	1,661.4	2,086.9	2,170.4
매출총이익	375.6	160.3	136.1	262.3	296.3
판매비	56.8	46.5	40.4	52.5	55.0
영업이익	318.8	113.8	95.7	209.8	241.2
EBITDA	454.3	261.4	245.4	343.7	362.1
영업외손익	17.6	13.9	19.6	22.0	26.1
이자수익	1.9	1.8	5.1	7.5	11.6
이자비용	3.6	1.5	1.5	1.5	1.5
외환관련이익	9.0	8.1	7.7	7.7	7.7
외환관련손실	9.6	8.3	7.2	7.2	7.2
종속 및 관계기업손익	8.4	7.8	7.8	7.8	7.8
기타	11.5	6.0	7.7	7.7	7.7
법인세차감전이익	336.4	127.7	115.3	231.8	267.3
법인세비용	79.0	21.4	19.3	38.8	44.7
계속사업순이익	257.4	106.3	96.0	193.0	222.5
당기순이익	257.4	106.3	96.0	193.0	222.5
지배주주순이익	257.4	106.3	96.0	193.0	222.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	43.5	-18.8	-13.3	30.7	5.0
영업이익 증감율	12.2	-64.3	-15.9	119.2	15.0
EBITDA 증감율	19.8	-42.5	-6.1	40.1	5.4
지배주주순이익 증감율	20.1	-58.7	-9.7	101.0	15.3
EPS 증감율	20.1	-58.7	-9.8	101.1	15.3
매출총이익률(%)	14.7	7.7	7.6	11.2	12.0
영업이익률(%)	12.5	5.5	5.3	8.9	9.8
EBITDA Margin(%)	17.8	12.6	13.7	14.6	14.7
지배주주순이익률(%)	10.1	5.1	5.3	8.2	9.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	428.7	464.2	602.0	834.5	1,082.2
현금 및 현금성자산	53.7	98.2	284.3	422.2	650.0
단기금융자산	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출채권 및 기타채권	201.7	196.7	170.4	222.7	233.9
재고자산	167.6	161.4	139.9	182.8	191.9
기타유동자산	5.7	7.9	7.4	6.8	6.4
비유동자산	1,555.2	1,562.3	1,480.5	1,414.4	1,361.3
투자자산	148.8	154.5	162.4	170.2	178.0
유형자산	1,381.4	1,382.7	1,293.0	1,219.1	1,158.1
무형자산	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5
기타비유동자산	18.6	18.6	18.6	18.6	18.7
자산총계	1,983.9	2,026.5	2,082.4	2,248.9	2,443.4
유동부채	134.8	91.4	74.1	70.2	64.8
매입채무 및 기타채무	75.1	66.1	48.8	44.8	39.5
단기금융부채	5.0	6.5	6.5	6.5	6.5
기타유동부채	54.7	18.8	18.8	18.9	18.8
비유동부채	148.0	156.5	156.5	156.5	156.5
장기금융부채	146.4	155.5	155.5	155.5	155.5
기타비유동부채	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0
부채총계	282.8	247.9	230.5	226.6	221.3
자본지분	1,701.1	1,778.6	1,851.9	2,022.3	2,222.2
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	-0.2	-0.2	-4.3	-8.4	-12.5
이익잉여금	1,401.6	1,479.1	1,556.6	1,731.0	1,935.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,701.1	1,778.6	1,851.9	2,022.3	2,222.2

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	350.9	230.3	402.2	356.9	446.9
당기순이익	0.0	0.0	96.0	193.0	222.5
비현금항목의 가감	147.7	149.0	162.9	164.2	153.1
유형자산감가상각비	135.5	147.5	149.7	133.9	120.9
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-8.4	-7.8	-7.8	-7.8	-7.8
기타	20.6	9.3	21.0	38.1	40.0
영업활동자산부채증감	-61.1	-0.1	28.0	-98.6	-25.1
매출채권및기타채권의감소	19.4	-0.2	26.2	-52.3	-11.1
재고자산의감소	-5.2	15.1	21.5	-42.9	-9.1
매입채무및기타채무의증가	-59.4	14.8	-17.3	-3.9	-5.3
기타	-15.9	-29.8	-2.4	0.5	0.4
기타현금흐름	264.3	81.4	115.3	98.3	96.4
투자활동 현금흐름	-116.6	-156.6	-62.9	-62.9	-62.9
유형자산의 취득	-125.8	-163.9	-60.0	-60.0	-60.0
유형자산의 처분	10.4	11.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.8	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.8	2.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-3.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.2	-2.8	-2.9	-2.9	-2.9
재무활동 현금흐름	-190.2	-29.3	-15.5	-18.6	-18.6
차입금의 증가(감소)	-165.5	-4.5	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	-24.7	-24.7	-15.4	-18.5	-18.5
기타	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	0.0	-0.1	-137.6	-137.6	-137.6
현금 및 현금성자산의 순증가	44.0	44.4	186.2	137.8	227.9
기초현금 및 현금성자산	9.7	53.7	98.2	284.4	422.2
기말현금 및 현금성자산	53.7	98.2	284.4	422.2	650.1

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	39,602	16,360	14,764	29,691	34,237
BPS	261,707	273,632	284,911	311,118	341,870
CFPS	62,323	39,291	39,824	54,951	57,790
DPS	4,000	2,500	3,000	3,000	3,000
주가배수(배)					
PER	3.9	7.2	8.9	4.4	3.8
PER(최고)	8.8	11.4	10.2		
PER(최저)	3.6	6.4	4.1		
PBR	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
PBR(최고)	1.3	0.7	0.5		
PBR(최저)	0.6	0.4	0.2		
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.3
PCFR	2.5	3.0	3.3	2.4	2.3
EV/EBITDA	2.2	2.8	2.6	1.4	0.7
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	9.6	14.5	19.3	9.6	8.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.6	2.1	2.3	2.3	2.3
ROA	13.0	5.3	4.7	8.9	9.5
ROE	16.2	6.1	5.3	10.0	10.5
ROIC	15.0	6.0	5.0	11.2	12.9
매출채권회전율	12.0	10.4	9.8	12.0	10.8
재고자산회전율	14.9	12.6	11.9	14.6	13.2
부채비율	16.6	13.9	12.4	11.2	10.0
순차입금비율	0.1	-2.2	-12.2	-18.0	-26.6
이자보상배율	88.0	78.0	65.5	143.7	165.2
총차입금	56.0	61.9	61.9	61.9	61.9
순차입금	2.3	-39.2	-225.4	-363.2	-591.1
NOPLAT	454.3	261.4	245.4	343.7	362.1
FCF	202.9	93.3	197.3	150.0	236.6

Compliance Notice

- 당사는 6월 3일 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

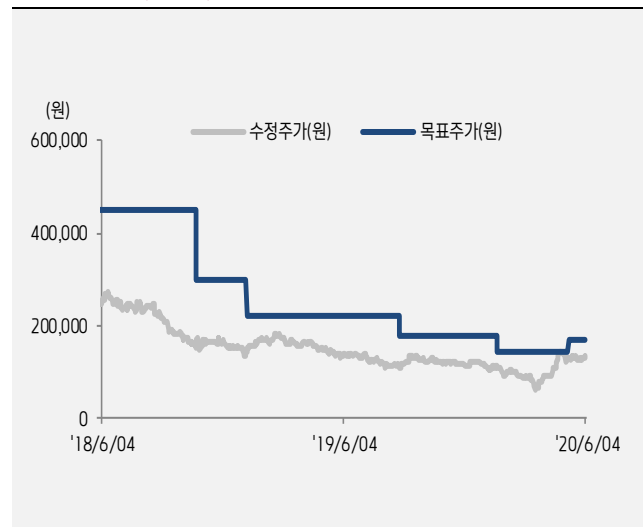
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
대한유화 (006650)	2018-06-05	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-42.63	-39.56
	2018-06-28	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-45.13	-39.56
	2018-08-14	BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-50.89	-39.56
	2018-10-24	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-47.18	-42.67
	2019-01-08	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-25.31	-16.36
	2019-02-20	BUY(Maintain)	220,000원	6개월	-29.72	-16.36
	2019-08-27	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-30.58	-25.56
	2019-09-23	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-30.73	-25.56
	2019-10-31	BUY(Maintain)	180,000원	6개월	-33.15	-25.56
	2020-01-22	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-37.59	-23.45
	2020-03-31	BUY(Maintain)	145,000원	6개월	-31.07	-0.34
	2020-05-12	BUY(Maintain)	170,000원	6개월	-23.62	-20.00
	2020-06-04	BUY(Maintain)	170,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%