

애경유화 (161000)

BUY(Initiate)

주가(12/04) 17,300원
 목표주가 23,000원

2017. 12. 05

PA, 내년에도 좋다.

중국 정부의 환경규제로 인해 원가 경쟁력을 잃은 중국 PA 설비 가동률은 60%대에 머무르고 있습니다. 공급이 제한된 가운데 PA의 전방 제품인 PVC는 인도, 중국, 동남아시아 등에서 수요가 급격히 증가하고 있어 PA 스프레드는 높은 수준을 유지하고 있습니다. 내년에도 PA 시황은 견조할 것으로 판단됩니다. PA 스프레드와 수익성과의 상관관계가 높은 애경유화의 수혜가 예상됩니다. 한편, 정부의 친환경 정책에 따라 동사의 새로운 성장 동력인 바이오 디젤/중유부문의 외형 성장 및 수익성 개선도 기대됩니다.



화학/정유

이창희

02) 3787-4751

Jaydenlee@kiwoom.com

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

키움증권

애경유화(161000)



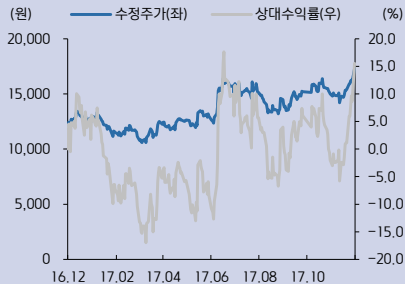
Stock Data

KOSPI (12/04)	2,501.67pt		
시가총액	5,543억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	17,300원	10,600원	
최고/최저가대비 등락율	0.00%	63.21%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	15.3%	17.9%
	6M	33.1%	26.2%
	1Y	43.0%	12.6%

Company Data

발행주식수(천주)	32,040천주	
일평균 거래량(3M)	303천주	
외국인 지분율	22.40%	
배당수익률(17.E)	2.48%	
BPS(17.E)	9,537원	
주요 주주	AK홀딩스 외 5인	44.51%
	Mitsubishi Gas	8.02%

Price Trend



Contents

Investment Summary	3
› PA, 내년에도 견조	3
› 특수 가소제의 시대	3
› 새로운 성장 동력 바이오 디젤/중유	3
I. PA, 내년에도 견조	4
› 국내 최초 무수프탈산(PA) 생산 업체	4
› 수익의 Key Driver는 PA 스프레드	5
› PA 설비의 대부분은 중국	6
› PA 스프레드는 내년에도 견조할 것	7
II. 특수 가소제의 시대	8
› 범용에서 친환경 가소제로	8
› 이제는 특수 가소제	10
› 내년 특수 가소제 설비 증설	11
III. 새로운 성장 동력 바이오 디젤/중유	12
› 바이오 디젤 수요 확대 전망	12
› 바이오 디젤 수요 확대에 따른 수혜	13
› 바이오 중유 시범사업기간	14
› 수익성 높은 정제 글리세린과 신사업 2차전지 음극재	15
IV. 실적 전망 및 Valuation	16
› 견조한 PA 시황으로 2018년 매출액 1조원 전망	16
› 내년 EPS 2,592원, 목표주가 23,000원 제시	16

Compliance Notice

- 당사는 12월 4일 현재 '애경유화(161000)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

Investment Summary

>>> PA, 내년에도 견조

전세계 PA 설비 규모는 약 700-800만톤 규모로 추정된다. 이 중 중국의 비중이 약 30%를 넘으며 2016년 기준 중국 PA 생산설비는 총 250만톤 규모이다. 중국의 생산설비의 경우 약 30% 이상이 나프탈렌을 원료로 하는 설비이다. 나프탈렌 투입 설비는 2015년부터 유가가 급락하고 석탄 가격이 오르면서 원가 경쟁력을 잃게 되었다. 공급이 원활하지 않은 가운데 PA의 전방인 가소제의 수요 확대가 전망된다. 가소제(Plasticizer)는 PVC 등 플라스틱에 첨가되어 고온 가공을 용이하게 하는 화학 제품이다. 대부분이 PVC향으로 사용되며 PVC 수요 증가에 따라 이에 비례하여 사용량이 증가한다. 향후, PVC 사용량은 인도, 중국을 중심으로 동남아, 아프리카 등에서 급격히 증가할 것으로 판단된다.

>>> 특수 가소제의 시대

친환경, 맞춤형 가소제로의 시대 변화에 맞춰 애경유화는 울산에 특수 가소제 생산시설 2.5만톤을 증설할 예정이다. 본 설비의 가동은 2018년도 2분기부터 가능할 것으로 전망한다. 동사는 총 생산 규모가 43.5만톤으로 늘어나 특수 가소제의 공급량을 지금보다 늘릴 예정이다. 범용 가소제에 비해 특수 가소제는 수익성이 좋아 동사의 수익성 개선을 기대한다. 최근 들어 국내 경쟁 업체도 친환경 및 고부가 가소제 생산시설을 확충한다는 사업 계획을 발표하고 있어 향후 국내 특수 가소제 생산능력은 확대될 것으로 판단한다. 하지만 현재 가소제 시장에서 특수 가소제가 사용되는 비중은 아직 20% 미만으로 향후 높은 수요 성장이 예상되어 공급 과잉에 대한 우려는 작다고 생각한다.

>>> 새로운 성장 동력 바이오 디젤/중유

동사의 새로운 성장 동력 중 하나는 바이오 디젤이다. 주로 경유에 첨가되어 친환경 연료로서 사용되며 100% 순수 연료로도 사용이 가능하다. 2007년 우리나라 정부는 매년 0.5%씩 혼합 의무율을 상향하여 중장기 로드맵으로 5%를 제시했다. 정유사들의 반발로 인해 2010년 2% 혼합 의무율이 2015년 8월까지 유지됐다(2015년 8월 2.5%로 상향). 이러한 이유로 공급 과잉이 지속되면서 과거 20개가 넘던 업체가 현재 7개로 감소하며 공급 과잉이 해소되고 있는 국면이라 판단한다. 현 정부 정책방향을 생각할 때 기존 계획과 같이 2018년도부터 혼합 의무율이 3%로 상향될 것으로 전망한다. 상향될 시 소비량은 60만kl-63만kl로 기존 소비량에서 약 20% 증가하게 된다. 동사는 총 13만톤 규모의 바이오 디젤 생산능력을 확보하고 있다.

바이오 중유는 발전소들이 사용하고 있는 화석 연료인 Bunker-C유를 대체하여 환경오염 물질을 감축시키는 역할을 한다. 현재, 한국지역난방공사, 중부발전, 서부발전, 남부발전, 동서발전 5대 발전소에서 시범사업기간으로 사용되고 있다. 당 리서치센터는 향후 RPS(신재생에너지 공급의무화제도)가 법제화될 것으로 전망하고 있으며, 동사는 바이오 중유 생산시설 총 17만톤을 보유하고 있다.

I. PA, 내년에도 견조

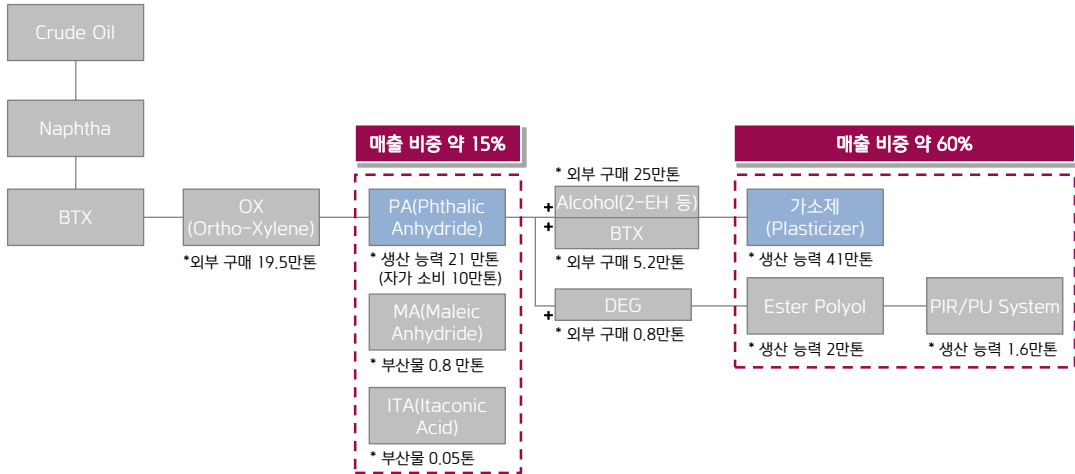
>>> 국내 최초 무수프탈산(PA) 생산 업체

1972년 가동 개시, 현재 21만톤 생산능력 보유

애경유화는 1972년 무수프탈산(PA: Phthalic Anhydride) 생산을 시작하여 현재 생산능력 21만톤으로 국내 1위의 PA 생산 업체이다. 단일 공장 기준으로 전세계 2위 규모의 생산능력을 보유하고 있다. PA의 용도는 PVC 등 플라스틱의 고온 가공을 용이하게 하는 가소제(Plasticizers) 60%, 인조대리석 등의 제품 원료인 불포화 폴리에스터 수지(UPR) 20%, 페인트 등의 제품 원료 10%이다. 동사는 가소제까지 사업 영역을 확장해 현재 41만톤 규모의 가소제를 생산하고 있다.

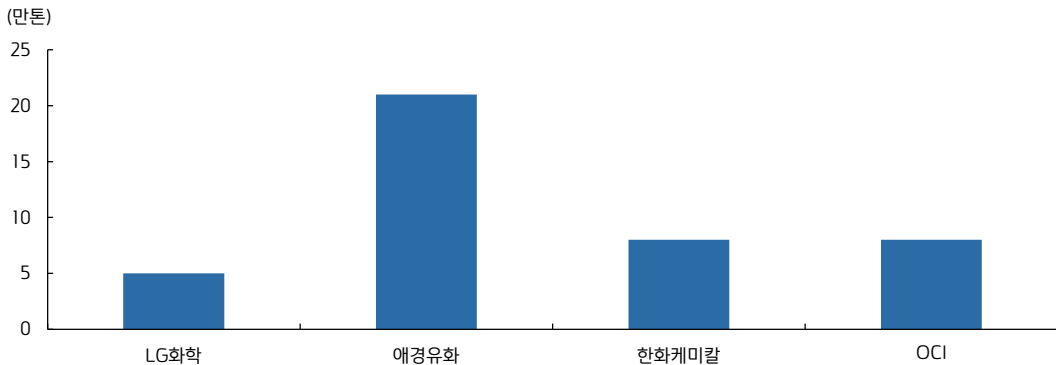
동사는 2012년 9월 AK홀딩스와 인적분할 되면서 설립됐고 2015년까지 재무구조 건전화를 위해 노력하여 2016년부터 수익성이 개선되고 있다. 2016년 기준 동사의 매출 비중은 가소제 약 60%, 바이오 디젤/중유(음극재 포함) 약 20%, PA(MA, ITA 포함) 약 15%로 추정된다.

애경유화 사업영역 및 주요 제품



자료: 애경유화, 키움증권 리서치

국내 무수프탈산(PA) 생산능력 현황



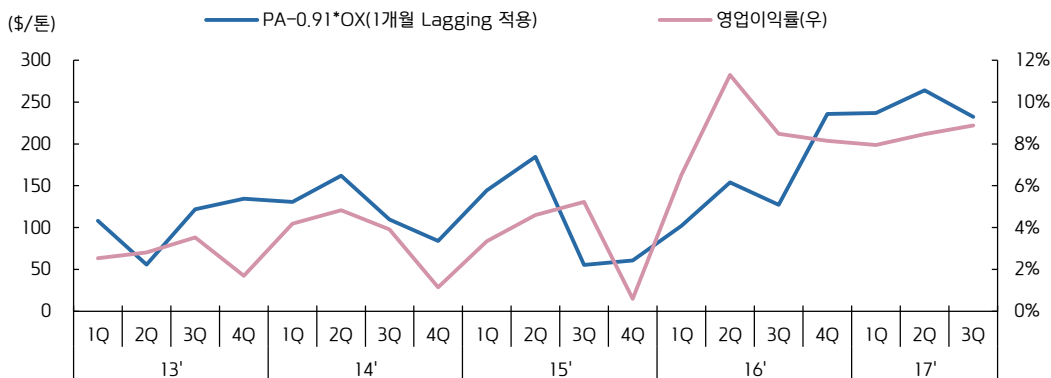
자료: 애경유화, 키움증권 리서치 *2017년 9월 기준

>>> 수익의 Key Driver는 PA 스프레드

PA 스프레드와 애경유화 영업이익률 상관관계수 0.7

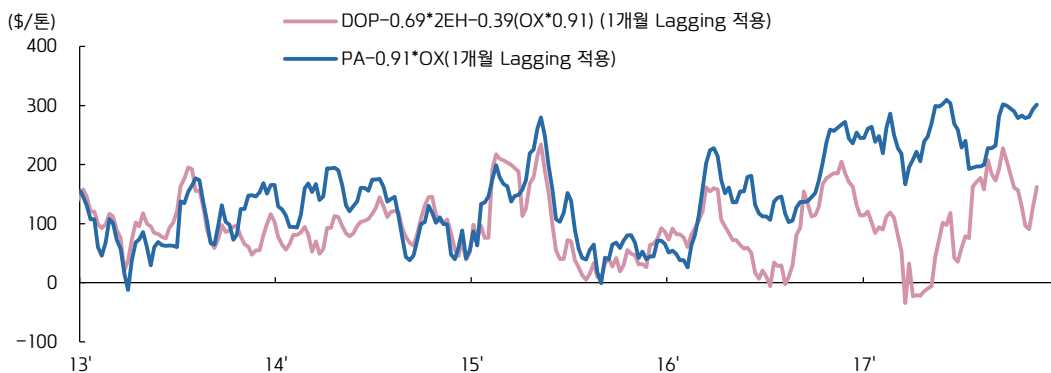
동사의 수익원을 분석하기 위해 사업부문별로 매출을 살펴보면 매출 비중의 약 60%가 가소제에서 발생하는 것을 알 수 있다. 하지만, 가소제의 스프레드는 무수프탈산(PA)에 비해 절대 마진이 작으며, 최근 국내 타 가소제 업체와의 경쟁 심화 등으로 인해 동사 수익의 미치는 영향이 크지 않은 상황이다. 실제로 동사 수익의 Key Driver는 무수프탈산(PA)이다. 즉, 동사의 수익 추정을 위해서는 PA-OX 스프레드의 추이 및 전망이 중요하다. 실제로 아래 그래프와 같이 과거 5년간 PA-OX 스프레드와 동사 영업이익률간의 상관관계수는 0.7로 상당히 의미있는 수치인 것을 알 수 있다. PA-OX 스프레드는 2015년 말부터 개선되기 시작했고 동사의 영업이익률도 2015년 4Q 이후 급격히 반등하는 모습을 확인 할 수 있다.

PA 스프레드와 애경유화 영업이익률 상관관계수 0.7



자료: 애경유화, Ciscem, 키움증권 리서치 *2013년부터 2017년 3Q 시점까지

무수프탈산(PA)/가소제(DOP) 스프레드



자료: 애경유화, Ciscem, 키움증권 리서치

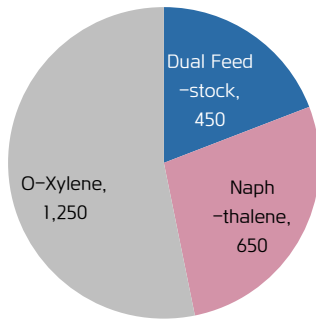
>>> PA 설비의 대부분은 중국

중국 PA 설비 가동률 60%

전세계 PA 설비 규모의 정확한 데이터는 공표되어있지 않으나 약 700-800만톤 규모로 추정된다. 이 중 중국의 비중이 약 30%를 넘으며 2016년 기준 중국 PA 생산설비는 총 250만톤 규모이다. 한편, PA를 생산하는 방법은 MX(Mixed Xylene)에서 생산되는 OX(Ortho Xylene)를 원료로 사용하는 방법과 석탄의 부산물인 나프탈렌을 원료로 사용하는 방법이 있다.

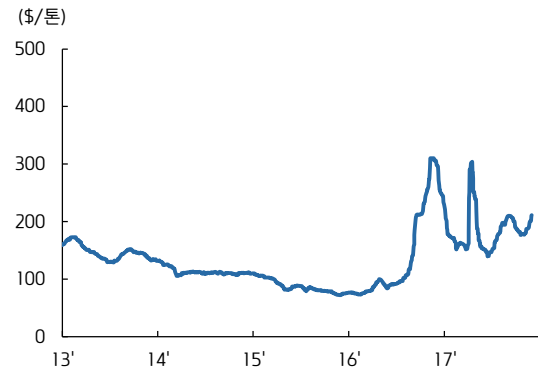
중국의 생산설비의 경우 약 30% 이상이 나프탈렌을 원료로 하는 설비이다. 과거에는 나프탈렌을 원료로 하는 설비가 유가 대비 낮은 원재료 비용으로 경쟁력이 있었으나, 2015년부터 유가가 급락했고 석탄 가격이 오르면서 원가 경쟁력을 잃게 되었다. 게다가 PA 설비의 증설이 급속히 이루어진 탓에 공급이 수요를 역전하며 공급 과잉 상황에 접어들었다. 이에 따라 OX를 원료로 하는 설비마저 설비를 스크랩하거나 가동률을 낮췄다. 현재 중국 PA 설비 가동률은 약 60% 정도에 불과하다.

중국 PA 설비의 생산 원료 비중 (천톤)



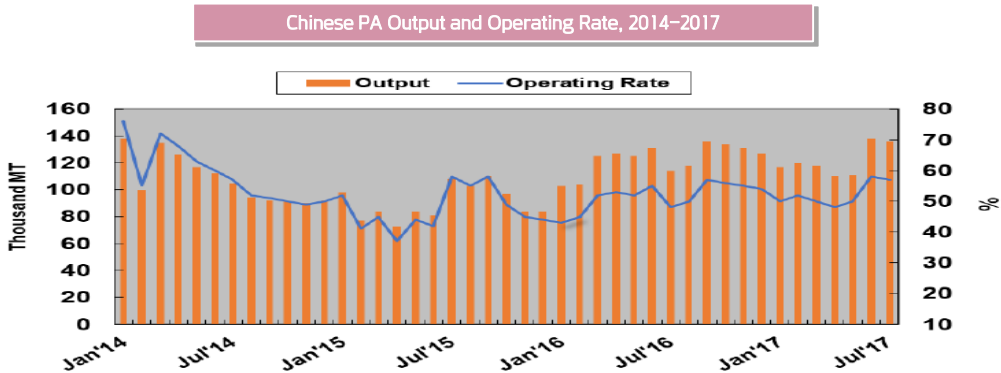
자료: East River Asia Limited, 키움증권 리서치

원료탄 가격 추이



자료: Korea PDS, 키움증권 리서치. *동호주 항구 (FOB)

중국 PA 가동률은 60% 수준



자료: East River Asia Limited, 키움증권 리서치

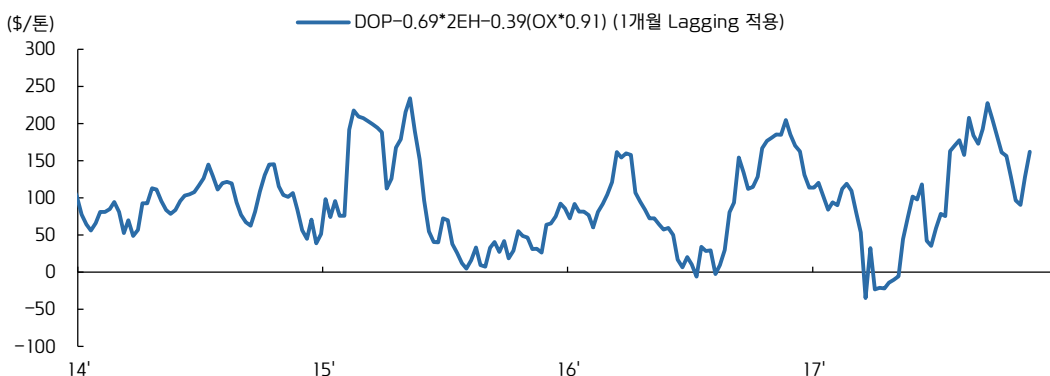
>>> PA 스프레드는 내년에도 견조할 것

가소제 수요 확대 전망

앞에서 서술했듯이 중국 대부분의 PA 설비는 석탄 가격 상승에 따라 원가 경쟁력을 잃으며 가동률이 낮은 상황이다. 더군다나 중국 정부의 환경규제로 인해 석탄 가격 상승이 상당기간 이어질 것으로 판단되어, 현재 가동률에서 의미있는 개선까지는 좀 더 시간이 필요할 것으로 보인다. 또한 PA 설비는 타 플랜트 대비 초기 비용이 높은 편(5만톤에 약 500억원 정도로 추정)으로 향후 2-3년간 증설 계획이 제한적인 것도 공급을 타이트하게 하고 있다.

한편, 이처럼 공급이 원활하지 않은 가운데 PA의 전방인 가소제의 수요 확대가 전망된다. 가소제는 PVC 등 플라스틱에 첨가되어 고온 가공을 용이하게 하는 화학 제품이다. 대부분이 PVC향으로 사용되며 PVC 수요 증가에 따라 이에 비례하여 사용량이 증가한다. PVC는 비닐을 주성분으로 하는 플라스틱으로 필름, 파이프, 시트 등 넓은 범위에서 사용되는 범용 플라스틱이다. 가격이 저렴한 편으로 주로 개발도상국에서 사용 비중이 늘어 나고 있다. 향후, PVC 사용량은 인도, 중국을 중심으로 동남아, 아프리카 등에서 급격히 증가 할 것으로 판단하고 있다. 현재 동사는 울산에 총 41만톤 규모의 가소제 생산능력을 보유하고 있다.

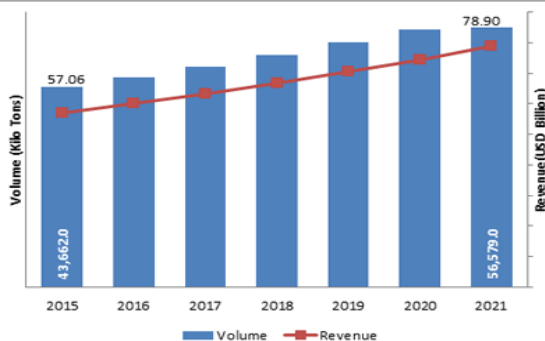
가소제(DOP) 스프레드 추이



자료: 애경유화, Cischem, 키움증권 리서치

2016-2021 PVC 수요 CAGR 5.6%

Global PVC(Polyvinyl Chloride) Market, 2015-2021 (USD Billion) (Kilo Tons)



자료: Zion Research Analysis 2016, 키움증권 리서치

II. 특수 가소제의 시대

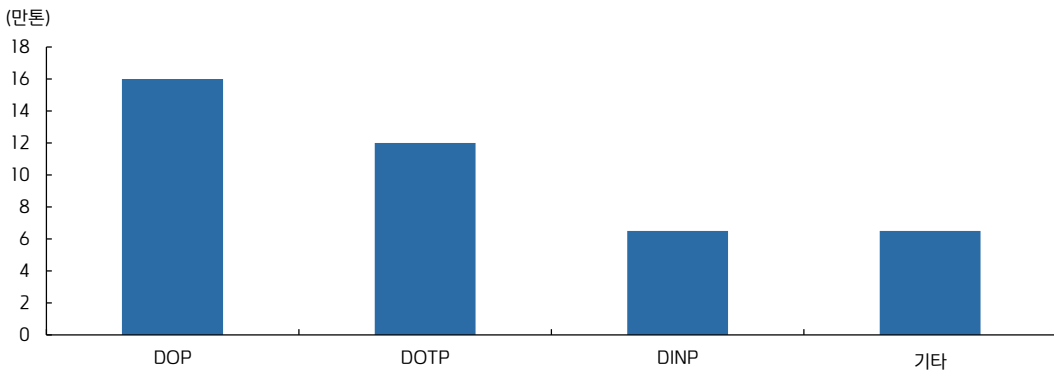
>>> 범용에서 친환경 가소제로

Non-Phthalate 계열 가소제 수요 확대 전망

가소제는 전술했듯이 무수프탈산을 원료로 하여 2-EH 등의 알코올과 PTA를 첨가하여 생산되는 화학 제품이다. Phthalate 계열의 가소제 이외에도 Adipate계, Trimellitate계, Tere-Phthalate 계 등의 가소제가 있다. 이 중에서도 현재 사용되는 대부분의 가소제는 1930년대부터 사용해왔던 Phthalate 계열의 가소제로 전세계 가소제 중 약 60-70%의 비중을 차지하고 있는 것으로 추정된다.

하지만 최근 들어 인체에 유해한 물질을 줄이고 환경에 친화적인 경제발전이 세계적 주요 이슈로 떠오르고 있다. 따라서 Phthalate 계열의 가소제 사용량을 최대한 줄이고 Non-Phthalate 계열의 가소제를 사용하는 움직임이 커지고 있다. 실제로 북미, EU를 중심으로 일정량 이상을 함유하지 못하게 제한하는 화학물질 관리 제도가 생겨났다. 향후 이러한 환경규제 흐름은 전세계로 확산될 것으로 전망하며 적용되는 분야 또한 늘어날 수 밖에 없다고 판단한다.

애경유화 가소제 생산능력(총 41만톤)



자료: 애경유화, 키움증권 리서치

가소제의 분류



자료: 애경유화, 키움증권 리서치

BASF Non-Phthalate 가소제 제품



Palatinol® DOTP

Palatinol® DOTP can be used in a broad range of applications as an alternative to general purpose ortho-phthalates, where good processing characteristics are needed and the finished product requires improved low temperature flexibility and low volatility.



Hexamol® DINCH®

This trusted non-phthalate plasticizer is recommended when people come into close contact with PVC products that contain plasticizers.

자료: BASF, 키움증권 리서치

Eastman Non-Phthalate 가소제 제품



Eastman Effusion™ plasticizer

- Preferred non-phthalate fast-fuser
- Increases production line speeds while reducing processing temperatures
- High efficiency, reducing energy and raw material costs
- Outperforms BBP and other alternatives, providing similar properties at a lower loading level

Eastman 168™ non-phthalate plasticizer

- Often a drop-in replacement for general-purpose phthalate plasticizers
- Ensured compatibility with your current flooring pressure-sensitive adhesives
- Optimal efficiency and fusion properties
- Preferred replacement for DINP
- Reliability for over 40 years

Renzoflex™ RF-352 plasticizer

- Non-phthalate, fast-fusing plasticizer alternative
- Excellent degradation of UV light and stain resistance
- Improved heat stability and low-temperature flexibility compared to BBP
- Optimal blending options when used with general-purpose plasticizers

자료: Eastman, 키움증권 리서치

>>> 이제는 특수 가소제

기능성에서 맞춤형으로

범용 가소제에서 친환경 가소제로의 변화가 향후 가소제의 시대 변화의 한가지 큰 흐름이라고 생각할 때 또 하나의 큰 흐름은 기능성 가소제에서 맞춤형 가소제로의 흐름으로 볼 수 있다. 기능성 가소제는 기존 가소제의 기본적인 기능에 추가적으로 능력을 향상시키는 것에 초점을 두었다. 예를 들면, 열에 더 강하게 하는 성질을 추가하는 등 물리적 성질 변화에 대한 기능을 확대 시키는 것이다. 그러나 시대가 변화하면서 이제는 고객의 생산 라인이나 필요한 특정 제품의 니즈에 맞게 가소제를 공급하는 맞춤형 가소제 시대로 흐름이 바뀌고 있다.

한편, 특정 고객을 위해 생산라인이나 제품의 스펙을 변경하기 위해서는 긴 연구개발 기간이 필요하며 투자 비용도 큰 편이다. 하지만, 시간과 비용을 투자한 만큼 고객을 확보하였을 경우 장기적으로 공급이 가능하여 안정적인 수익 창출이 가능한 장점이 있다. 또한 수익성 측면에서도 범용 가소제의 경우보다 월등히 높은 것으로 판단된다. 최근 국내 업체들은 이러한 맞춤형 가소제 고객 확보에 열을 올리고 있으며 향후에는 맞춤형 가소제 고객을 얼마나 확보하느냐가 중요한 포인트가 될 것으로 보인다.

가소제의 시대적 변화



자료: 애경유화, 키움증권 리서치

2016-2022년 특수 가소제 수요 전망



자료: Market Research Future, 키움증권 리서치

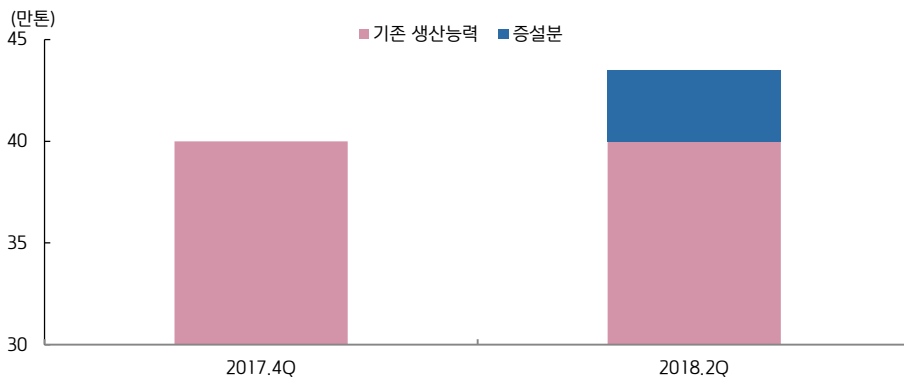
>>> 내년 특수 가소제 설비 증설

특수 가소제 생산설비 연간 2.5만톤 확대

친환경, 맞춤형 가소제로의 시대 변화에 맞춰 동사는 울산에 특수 가소제 생산시설 2.5만톤을 증설할 예정이다. 내년 1분기 완공 후 시험 가동을 실시 할 예정이다. 본 가동은 2분기부터 가능할 것으로 전망한다. 동사는 2018년 2분기부터는 총 생산 규모가 43.5만톤으로 늘어나 특수 가소제 공급량을 지금보다 늘릴 예정이다. 또한 가소제 생산 공정이 Batch 타입이어서 범용 가소제 플랜트에서 시장 상황에 따라 특수 가소제도 생산이 가능한 구조이다. 범용 가소제에 비해 특수 가소제는 수익성이 좋아 동사의 수익성 개선을 기대한다.

최근 들어 국내 경쟁 업체도 친환경 및 고부가 가소제 생산시설을 확충한다는 사업 계획을 발표하고 있어 향후 국내 특수 가소제 생산능력은 확대 될 것으로 판단한다. 하지만 현재 가소제 시장에서 특수 가소제가 사용되는 비중은 아직 20% 미만으로 향후 높은 수요 성장이 예상되어 공급 과잉에 대한 우려는 적다고 생각한다.

애경유화 가소제 생산능력 변화



자료: 애경유화, 키움증권 리서치

애경유화 친환경 가소제 제품 NEO-T



자료: 애경유화, 키움증권 리서치

III. 새로운 성장 동력 바이오 디젤/중유

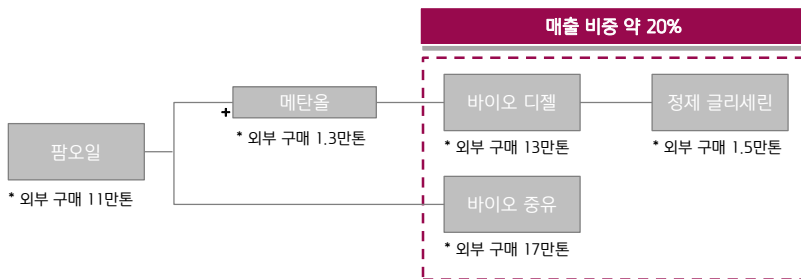
>>> 바이오 디젤 수요 확대 전망

2018년 1월 바이오 디젤 혼합 의무율 3.0% 상향 조정 예정

동사의 새로운 성장 동력 중 하나는 바이오 디젤이다. 바이오 디젤은 주로 폐식용유(유채유 포함)와 동물성 유지(소, 돼지 기름 등)에 화학 제품인 메탄올을 첨가하여 생산한다. 주로 경유에 첨가되어 친환경 연료로서 사용되며 100% 순수 연료로도 사용이 가능하다(자동차, 난방 연료). 미국 및 EU 선진국에서 선제적으로 경유에 바이오 디젤을 의무적으로 혼합하는 정책을 실시하면서, 우리나라도 2002년 월드컵 개최에 따른 환경 오염 개선 목적으로 실시했다. EU의 경우 2020년까지 바이오 디젤 혼합 의무율을 10%로 정했다.

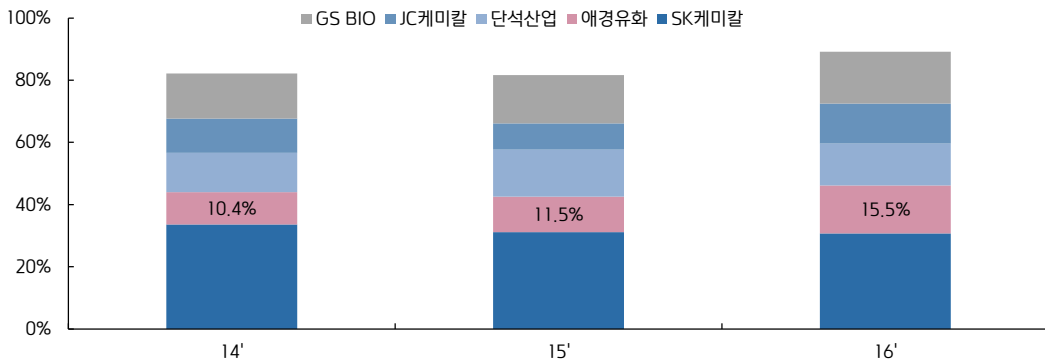
2007년 우리나라 정부는 매년 0.5%씩 혼합 의무율을 상향하여 중장기 로드맵으로 5%를 제시했다. 이러한 과정에서 바이오 디젤 사업을 시작한 중소기업들이 많이 생겨나며 바이오 디젤 생산능력은 수요를 넘어 공급 과잉 상황에 이르렀다. 게다가 원가율 상승을 이유로 한 정유사들의 반발로 인해 2010년 2% 혼합 의무율이 2015년 8월까지 유지됐다(2015년 8월 2.5%로 상향). 하지만, 공급 과잉이 지속되면서 사업에서 철수한 회사들이 늘어나기 시작했다. 과거 20개가 넘는 업체가 현재 7개로 감소하며 공급 과잉이 해소되고 있는 국면이라 판단된다.

애경유화 바이오 디젤/중유 제품



자료: 애경유화, 키움증권 리서치

바이오 디젤 시장 점유율 변화



자료: 한국바이오에너지협회, 키움증권 리서치

바이오디젤 사용 영역

년도	내용	부처
2002년	월드컵 개최에 따른 대기질 및 환경개선을 위한 정책의 일환으로 시작	환경부
2002년 5월	서울 및 수도권을 중심으로 시범보급사업(BD20) 시작	서울시 및 지자체
2006년 7월	정유사를 통한 바이오 디젤 전국 보급(경유에 0.5% 혼합) 개시	상용화
2007년 9월	바이오 디젤 중장기 보급계획 수립	산업자원부 외 4개부처
2009년 7월	녹색성장 국가전략 및 녹색성장 5계년 계획 발표	녹색성장위원회
2009년	온실가스 중기 감축목표 설정	녹색성장위원회
2010년 12월	제2차 바이오 디젤 중장기 보급계획 발표	지식경제부
2015년 8월	바이오 디젤 혼합의무를 2.5% 상향 조정 시행	
2018년 예정	2018년부터 바이오 디젤 혼합의무를 3.0% 상향 조정 예정	

자료: 한국바이오에너지협회, 키움증권 리서치

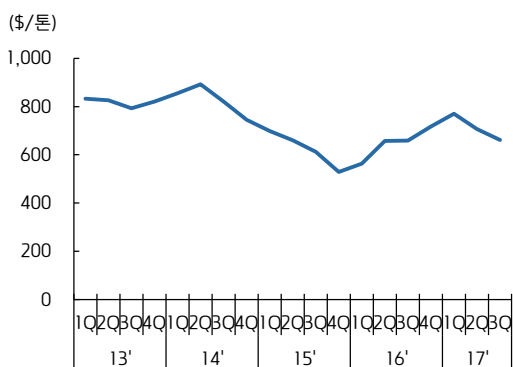
>>> 바이오 디젤 수요 확대에 따른 수혜

바이오 디젤 사업부문 외형 확대 및 수익성 개선

한편, 우리나라 연간 경유 소비량은 약 2,000만kl~2,100만kl로 추정되는데 현 혼합 의무율 2.5% 고려 시 바이오 디젤 소비량은 약 50만kl~53만kl이다. 현 정부 정책 방향을 생각할 때 기존 계획과 같이 2018년도부터 혼합 의무율이 3%로 상향될 것으로 전망한다. 상향될 시 소비량은 60만kl~63만kl로 기존 소비량에서 약 20% 증가하게 된다.

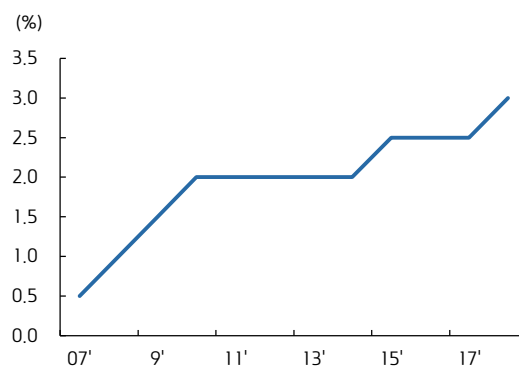
또한 원재료인 팜유 가격도 안정적으로 유지되고 있어 공급 과잉이 해소되고 있는 국면에서 바이오 디젤 수요 확대에 의해 동사의 바이오 디젤 사업부문 매출 확대 및 수익 개선이 예상된다. 추가적으로 바이오 디젤은 연간 계약을 맺는 구조로서 계약 가격은 선물 시장의 가격 평균 + 제조 비용으로 구성되는 것으로 판단된다. 연간 계약 갱신 시 제조 비용 상승에 따른 수익성 개선도 가능할 것으로 생각한다. 당 리서치센터는 바이오 디젤부문의 매출액을 2017년 약 1,100억원으로 추정하며 2018년에는 YoY 27.4% 증가한 1,402억원을 전망한다.

바이오 디젤 원재료 팜오일 가격



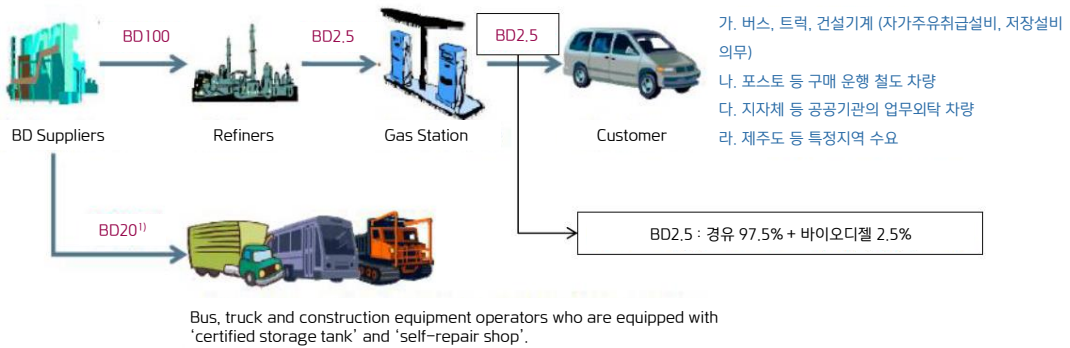
자료: KITA, 키움증권 리서치

바이오 디젤 혼합 의무율 추이 및 전망



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

바이오 디젤 사용처



자료: 애경유화, 키움증권 리서치

>>> 바이오 중유 시범사업기간

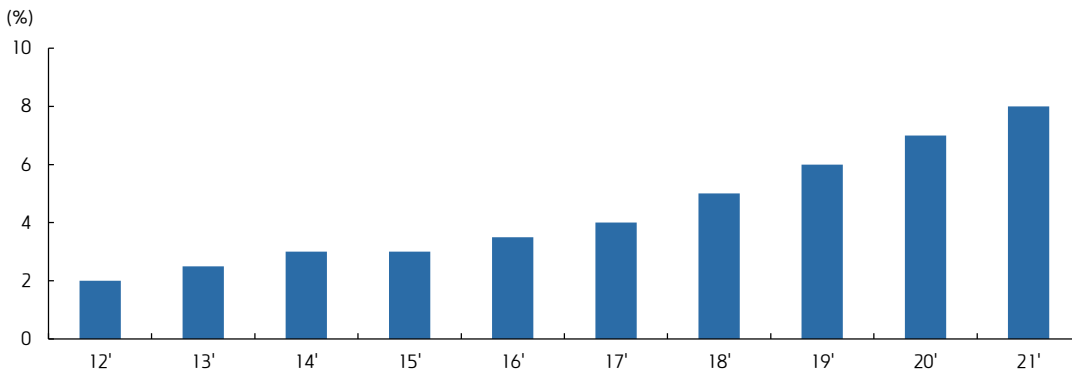
화력발전소 Bunker-C유 대체 연료 가능성

바이오 디젤과 더불어 대기오염 물질인 이산화탄소, 황산화물, 질소산화물 등의 환경오염 물질을 감축시키기 위한 정책의 일환으로 2012년 정부는 RPS(신재생에너지 공급 의무화제도)를 도입했다. RPS 제도는 50만kw 이상의 전력 생산설비를 갖춘 국내 발전사들의 발전량 중 3%를 재생에너지로 생산하도록 의무화한 제도이다. 현재는 법제화되기 전으로 시범사업기간이다. 재생에너지를 사용한 생산이 부족할 경우에는 부족분에 대한 과징금을 부과하고 있다.

동사가 생산하고 있는 바이오 중유는 이러한 발전소들이 사용하고 있는 화석연료인 Bunker-C유를 대체하여 환경오염 물질을 감축시킬 수 있다. 현재, 한국지역난방공사, 중부발전, 서부발전, 남부발전, 동서발전 등 5대 발전소에서 시범사업기간으로 사용되고 있다. 동사는 향후 RPS(신재생에너지 공급의무화제도)가 법제화될 것으로 전망하고 있으며 동사는 바이오 중유 생산시설 총 17만톤을 보유하고 있다.

한편, 바이오 중유는 각종 동식물성 유지를 원재료로 하며 동식물성 유지를 메틸에스테르화한 뒤 다시 동식물성 유지와 혼합하여 제조한다. 제품 판가는 발전소와 직접 계약하는 방식이며, 적정마진을 고정적으로 확보하는 계약으로 원재료가에 대한 부담이 타 화학제품에 비해 상대적으로 덜 한 것으로 추정된다. 2016년 연간 사용량은 약 40만ki 이며 동사는 연 17만톤의 생산능력을 보유하고 있다. 이 밖에 공급 업체는 SK케미칼, 단석산업, JC케미칼 등이다. 당 리서치센터는 바이오 중유 부문의 매출액을 2017년 약 330억원으로 추정하며 2018년에는 YoY 24.0% 증가한 409억원을 전망한다.

연도별 RPS 의무공급비율



자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치 * 16년 9월 기준 공급의무비율을 2018년부터 0.5% - 1% 상향시킴.

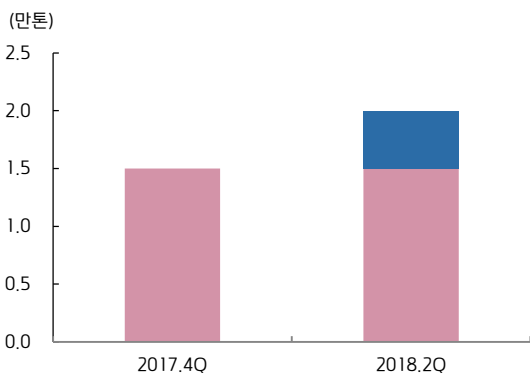
>>> 수익성 높은 정제 글리세린과 신사업 2차전지 음극재

공정 개선으로 내년 생산능력 2만톤까지 확대 전망

바이오 디젤 생산 시에 부산물로 Crude Glycerin이 생산된다. 당사는 이 Crude Glycerin을 원료로 사용하여 정제 글리세린을 생산하고 있다. 생산능력은 1.5만톤이며 내년에는 0.5만톤 늘어난 총 2만톤의 생산이 가능할 것으로 추정하고 있다. 사용처는 순도에 따라 페인트 첨가제, 스티로폼 원재료, 화장품, 담배, 식품용, 계면활성제 등 다양한 분야에서 사용되고 있다. 동사에서 차지하는 매출 비중은 크지 않으나 부가가치 제품인 만큼 수익률이 상당히 높은 것으로 판단되어 내년 생산 물량 증가에 따른 이익은 클 것으로 예상된다. 당사는 2017년도 정제 글리세린 매출액을 약 101억원으로 추정하며 2018년에는 YoY 67% 늘어난 약 169억원까지 증가할 것으로 전망한다.

한편, 동사의 또 하나의 사업부문으로 음극재 부문이 있다. 매출 비중은 1% 미만으로 미미한 것이 사실이다. 전주공장 내에 약 500톤 규모의 생산설비를 가지고 있으며 2014년부터 상업적으로 하드카본 제품을 생산하여 판매하고 있다. 향후 바스프, 솔브레인 등 이차전지 구성요소 업체와 다각적인 사업분야 진출을 모색하고 있다.

애경유화 정제 글리세린 생산능력 전망



자료: 애경유화, 키움증권 리서치

2차전지 음극재 시장 전망



자료: SNE리서치, 키움증권 리서치

IV. 실적 전망 및 Valuation

>>> 실적 전망

건조한 PA 시황으로 2018년 매출액 1조원 전망

당사는 연결 기준 지난 3분기 매출액 2,391억원(YoY+13.6%), 영업이익 212억원(YoY+19.1%)으로 좋은 영업실적을 시현했다. 제품별로 살펴보면 PA/가소제 제품은 공급은 제한된 가운데 수요 증가로 인해 높은 스프레드 유지됐다. 바이오 디젤 제품의 경우는 3분기 성수기 효과로 인해 판매량이 증가했고 하절기에는 제품가격 대비 저가 팜유 원재료가 사용이 가능하여 이익이 개선됐다.

4분기에도 중국 정부의 환경규제로 인해 중국 석탄 가격 상승 기조 유지될 것으로 판단되어 타이트한 공급은 지속될 것으로 보고 있다. 이로 인해 현재 건조한 PA 스프레드가 유지 가능할 것으로 전망하여 전 분기와 비슷한 수익이 예상된다. 게다가 3분기에 PA 물량 2만톤분의 수익(영업이익 기준 약 20억원 규모)이 4분기로 이연 됨에 따라 추가적으로 수익 개선 가능할 것이다. 또한, 국내 가소제 시장 경쟁 심화에 따른 수익성이 저하되고 있는 상황에서 정상화 방안으로 판가 인상을 하고 있어 4분기부터 본격적으로 수익 개선이 가시화 될 것으로 판단된다.

한편, 2018년에도 PA 시황은 건조할 것으로 판단된다. 국내 최대 규모인 21만톤의 PA 생산설비를 보유하고 있는 동사의 수혜를 전망한다. 1) PA/가소제의 스프레드 확대, 2) 친환경 정책에 따른 바이오 디젤/중유의 수요 확대로 2018년 매출액 1조원을 돌파할 것으로 추정한다. 동사는 현재 수익성 측면에서도 과거 공급 과잉 시대의 3-4%의 낮은 수익률에서 한 단계 개선된 8-9% 정도의 수익률을 안정적으로 내고 있다. 2018년도에도 이러한 기조 변함없을 것으로 판단되며 추가적으로 바이오 디젤 부문의 수익성 개선으로 2018년 영업이익을 1,064억원(YoY +30.3%)으로 추정한다.

>>> Valuation

2018년 EPS 2,592원 PER 9배 적용, 목표주가 23,000원

동사에 대해 투자의견 Buy(매수), 목표주가 23,000원을 신규 제시한다. 동사의 목표주가는 2018년도 EPS 2,592원에 화학섹터 평균 10배에 10% 디스카운트한 9배 적용했다. 현 주가에서 상승 여력 33% 전망한다. 동사에 대해 투자의견 Buy(매수)를 유지하는 이유는 2018년도 PA 시황은 건조할 것으로 판단되며 신성장 동력인 바이오 디젤/중유 혼합 의무율 상승에 따른 수혜가 전망되기 때문이다.

애경유화 과거 실적 추정 및 전망

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,955	2,156	2,105	2,462	2,355	2,293	2,391	2,492	9,121	8,677	9,530	10,613
PA 및 부산물	222	280	245	277	330	303	282	302	1,011	1,024	1,217	1,221
가소제(PU포함)	1,137	1,284	1,258	1,438	1,382	1,371	1,441	1,479	5,117	5,117	5,674	6,185
바이오디젤/중유	345	350	349	357	404	358	364	407	1,281	1,401	1,533	1,993
음극재 및 기타	250	242	253	390	239	260	304	304	1,712	1,136	1,107	1,215
영업이익	127	244	178	201	187	194	212	220	323	750	813	1,083
%	6.5%	11.3%	8.5%	8.2%	7.9%	8.5%	8.9%	8.8%	3.5%	8.6%	8.5%	10.2%

자료: 애경유화, 키움증권 리서치 *부문별 매출액은 당 리서치센터의 추정치임

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,121	8,677	9,530	10,613	10,729
매출원가	8,335	7,404	8,196	8,931	8,912
매출총이익	786	1,273	1,334	1,682	1,816
판매비및일반관리비	463	523	538	599	606
영업이익(보고)	323	750	813	1,083	1,210
영업이익(핵심)	323	750	796	1,083	1,210
영업외손익	22	-47	-26	-25	-27
이자수익	2	7	7	8	8
배당금수익	1	1	1	1	1
외환이익	166	134	32	37	39
이자비용	23	20	20	20	20
외환손실	168	145	21	23	26
관계기업지분법손익	41	-2	0	0	0
투자및기타자산처분손익	4	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	2	0	0	0
기타	-2	-24	-26	-29	-29
법인세차감전이익	345	703	770	1,057	1,183
법인세비용	65	170	186	233	260
유효법인세율 (%)	18.9%	24.1%	24.1%	22.0%	22.0%
당기순이익	280	534	584	825	923
지배주주지분순이익(억원)	283	538	588	831	930
EBITDA	405	829	870	1,158	1,287
현금순이익(Cash Earnings)	362	613	658	900	1,000
수정당기순이익	276	532	584	825	923
증감률(% , YoY)					
매출액	-21.4	-4.9	9.8	11.4	1.1
영업이익(보고)	-21.5	132.3	8.4	33.1	11.8
영업이익(핵심)	-21.5	132.3	6.2	36.0	11.8
EBITDA	-19.8	104.7	4.9	33.1	11.1
지배주주지분 당기순이익	6.6	89.7	9.5	41.1	11.9
EPS	6.6	89.7	9.5	41.1	11.9
수정순이익	5.4	92.6	9.9	41.1	11.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	729	673	570	719	855
당기순이익	280	534	584	825	923
감가상각비	79	76	71	73	75
무형자산상각비	3	3	3	3	2
외환손익	3	16	-11	-14	-13
자산처분손익	1	1	0	0	0
지분법손익	-41	2	0	0	0
영업활동자산부채 증감	447	-86	-88	-180	-144
기타	-43	127	10	13	12
투자활동현금흐름	-45	-235	-124	-131	-103
투자자산의 처분	-11	-189	-24	-31	-3
유형자산의 처분	0	1	0	0	0
유형자산의 취득	-39	-51	-100	-100	-100
무형자산의 취득	2	0	0	0	0
기타	3	3	0	0	0
재무활동현금흐름	-673	-37	-91	-120	-126
당기차입금의 증가	-612	24	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-61	-61	-96	-126	-126
기타	0	0	5	6	1
현금및현금성자산의순증가	11	401	354	468	626
기초현금및현금성자산	290	300	701	1,056	1,524
기말현금및현금성자산	300	701	1,056	1,524	2,150
Gross Cash Flow	282	759	657	899	999
Op Free Cash Flow	753	512	491	640	777

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,716	2,500	3,054	3,750	4,596
현금및현금성자산	300	701	1,056	1,524	2,150
유동금융자산	50	218	239	266	269
매출채권및유동채권	739	900	986	1,081	1,186
재고자산	589	630	717	815	928
기타유동비금융자산	37	51	56	63	63
비유동자산	1,611	1,584	1,619	1,654	1,679
장기매출채권및기타비유동채권	59	52	57	63	64
투자자산	374	398	402	406	408
유형자산	1,144	1,102	1,131	1,158	1,183
무형자산	34	31	29	26	24
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,327	4,084	4,673	5,404	6,275
유동부채	1,193	1,494	1,590	1,616	1,690
매입채무및기타유동채무	674	839	921	930	1,003
당기차입금	473	511	511	511	511
유동성장기차입금	6	6	6	6	6
기타유동부채	41	138	152	169	171
비유동부채	78	60	64	70	71
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	17	11	11	11	11
기타비유동부채	61	48	53	59	60
부채총계	1,271	1,553	1,654	1,686	1,761
자본금	160	160	160	160	160
주식발행초과금	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149
이익잉여금	785	1,252	1,743	2,446	3,248
기타자본	-8	3	3	3	3
지배주주지분자본총계	2,087	2,565	3,056	3,759	4,561
비지배주주지분자본총계	-31	-34	-37	-41	-46
자본총계	2,056	2,531	3,019	3,717	4,514
순차입금	145	-391	-767	-1,262	-1,892
총차입금	495	528	528	528	528

투자지표

(단위: 원, 배, %)

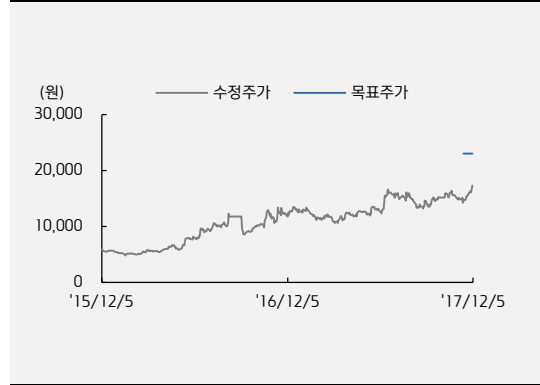
12월 결산	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	884	1,678	1,837	2,592	2,902
BPS	6,513	8,005	9,537	11,731	14,234
수당EBITDA	1,265	2,588	2,716	3,615	4,017
CFPS	1,129	1,913	2,055	2,810	3,122
DPS	1,900	300	400	400	400
주가배수(배)					
PER	6.2	7.5	9.4	6.7	6.0
PBR	0.8	1.6	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	4.6	4.4	5.0	3.3	2.5
PCFR	4.8	6.6	8.4	6.2	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.5	8.6	8.5	10.2	11.3
영업이익률(핵심)	3.5	8.6	8.4	10.2	11.3
EBITDA margin	4.4	9.6	9.1	10.9	12.0
순이익률	3.1	6.2	6.1	7.8	8.6
자기자본이익률(ROE)	14.4	23.3	21.1	24.5	22.4
투자자본이익률(ROIC)	12.3	31.0	32.7	42.1	43.1
안정성(%)					
부채비율	61.8	61.4	54.8	45.4	39.0
순차입금비율	7.0	-15.5	-25.4	-34.0	-41.9
이자보상배율(배)	14.1	38.0	40.4	54.9	61.3
활동성(배)					
매출채권회전율	9.8	10.6	10.1	10.3	9.5
재고자산회전율	12.3	14.2	14.2	13.9	12.3
매입채무회전율	12.2	11.5	10.8	11.5	11.1

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
애경유화 (161000)	2017/12/05	BUY(Initiate)	23,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상

투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%