



Buy(Maintain)

목표주가: 23,000원
주가(03/21): 16,600원
시가총액: 5,319억원

화학/정유

이창희

02) 3787-4751 jaydlee@kiwoom.com

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Reference Value. Includes KOSPI (03/21) at 2,484.97pt, 52-week range, and performance metrics for 1M, 6M, and 1Y.

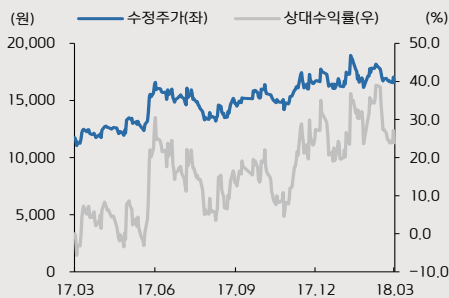
Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수 (32,040천주), 일평균 거래량 (174천주), and 외국인 지분율 (23.57%).

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2016, 2017, 2018E, 2019E. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, EPS, and various ratios.

Price Trend



애경유화 (161000)

아쉽지만 양호한 실적



4분기 애경유화는 매출액 2,560억원(YoY+4.0%), 영업이익 160억원(YoY-21.4%)을 기록했다. 매출액은 유가 상승으로 주요 제품 판매가격 높아지며 기존 전망과 같이 안정적으로 증가했다. 다만, 원재료 가격의 상승으로 수익성은 다소 감소했다. 올해에도 가소제 증설 및 바이오 디젤 혼합 의무율 상향으로 외형 성장 유효하다고 판단한다.

>>>4Q 매출액 2,560억원(YoY+4%), 영업이익160억원(YoY -21.4%)

애경유화는 지난 4Q IFRS 연결 기준 매출액 2,560억원 (YoY +4.0%)과 영업이익 160억원(YoY-21.4%)을 기록했다. 2017년 연간으로는 IFRS 연결 기준 매출액 9,598억원(YoY +10.6%)과 영업이익 751억원(YoY +0.2%)을 기록했다. 매출액의 확대는 국제 유가가 상승함에 따라 동사의 주요 제품인 PA, 가소제 등의 제품 판매 가격이 상승한 것으로 판단한다. 다만, 기존 전망보다 매출 원가율이 상승하며 수익성은 감소했다. 가소제의 원재료인 2EH의 가격 상승이 판매 가격으로 전가되지 못했던 것으로 보인다. 하지만, 2016년 영업이익 750억원에는 기술 수출료 수익 약 70억원 인식된 것을 고려할 때 양호한 수익성이다. 한편, 영업외로는 울산에 위치하고 있는 사택을 매각하며 약 155억원 처분이익으로 인식됐다.

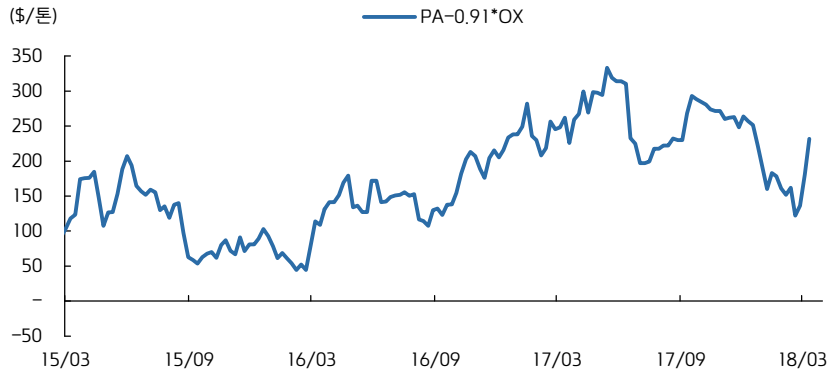
>>> 바이오 디젤 혼합 의무율 3%로 상향

바이오 디젤은 동사의 새로운 성장 동력이다. 현재 정부는 친환경 정책의 일환으로 경유 연료에 바이오 디젤을 의무적으로 혼합하는 정책을 실시하고 있다. 기존 전망대로 2018년 1월부터 바이오 디젤 혼합 의무율이 2.5% 에서 3%로 상향됐다. 동사는 현재 약 15%의 시장 점유율을 차지하고 있어 정부의 혼합 의무율 상향 정책에 따른 수혜가 예상된다. 동사는 현재 2018년 계약을 완료한 상황이며 전년대비 20%-25%의 공급 증대가 기대된다. 한편, 정부는 중장기 로드맵으로 5% 까지 혼합 의무율 상향을 제시한 바 있다. 당 리서치 센터에서는 바이오 디젤 부문 2018년 추정 매출액을 약 1,400억원(YoY + 27.4%)으로 전망한다.

>>> 고부가 제품으로 수익성 개선 기대

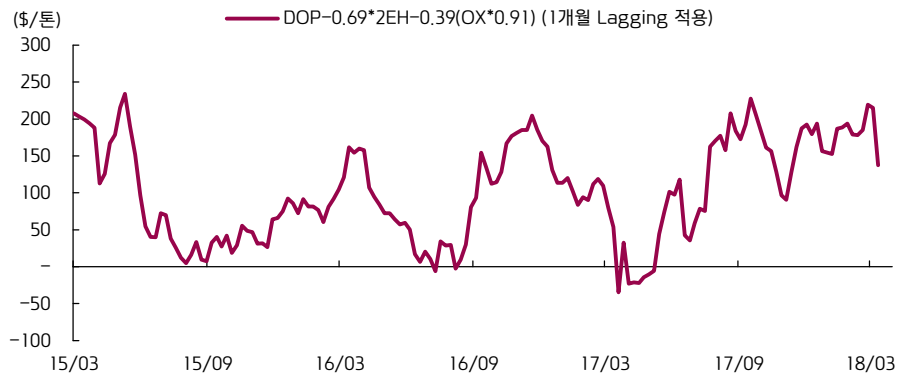
최근 들어 친환경, 맞춤형 특수 가소제 제품의 수요가 확대됨에 따라 동사는 울산에 특수 가소제 공장 2.5만 톤을 증설할 예정이다. 5월 완공을 목표로 하며 본격적으로 하반기부터 가동이 예상된다. 이에 따라 기존 41만 톤 생산능력에서 43.5만톤으로 생산능력이 늘어날 것 전망이다. 또한 동사는 수익성이 높은 정제 글리세린을 공정 개선을 거쳐 현재 1.8 만 톤까지 생산능력을 확대시켰고 상반기내에 1.9 만 톤까지 생산 능력을 확장시킬 전망이다. 타 제품대비 수익률이 상당히 높은 것으로 추정되어 수익성 개선에 도움이 될 것으로 판단한다. 2019년 EPS 2,201원 Target PER 10배 목표주가 23,000원으로 투자 의견 Buy(매수) 유지한다.

PA 스프레드



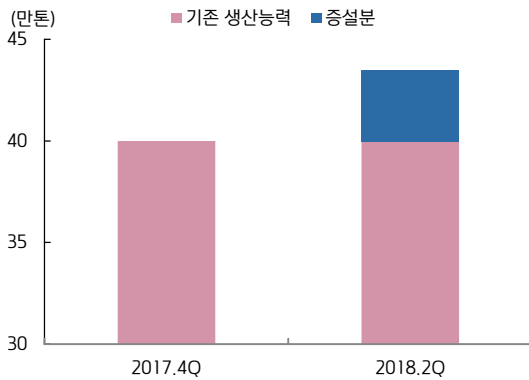
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

DOP 스프레드



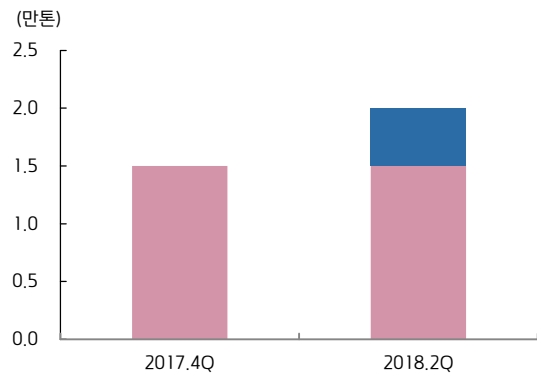
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

애경유화 가소제 생산능력 변화



자료: 애경유화, 키움증권 리서치 \*2018. 2Q는 전망치

애경유화 정제 글리세린 생산능력 변화



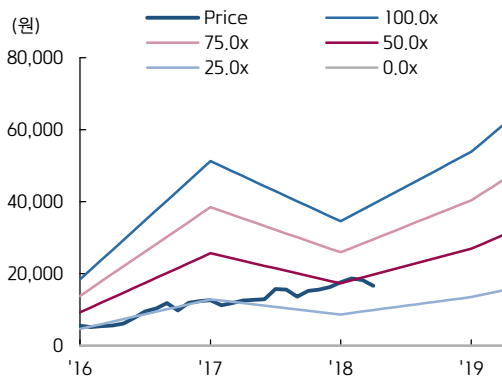
자료: 애경유화, 키움증권 리서치 \*2018. 2Q는 전망치

애경유화 사업부문별 과거실적 및 전망치 추정

(억원, %)	2016				2017				2016	2017E	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	Annual	Annual	Annual
<b>매출액</b>	1,955	2,156	2,105	2,462	2,355	2,293	2,391	2,560	8,677	9,598	10,980
PA 및 부산물	214	280	240	288	320	305	286	299	1,022	1,210	1,259
가소제(PU 포함)	1,142	1,284	1,261	1,432	1,387	1,370	1,439	1,415	5,118	5,612	5,959
바이오디젤/중유	345	350	349	357	404	358	364	411	1,401	1,537	2,025
음극재 및 기타	254	242	256	384	244	259	302	434	1,136	1,239	1,737
<b>영업이익</b>	127	244	178	201	187	194	212	158	750	751	798
<b>%</b>	6.5%	11.3%	8.5%	8.2%	7.9%	8.5%	8.9%	6.2%	8.6%	7.8%	7.3%

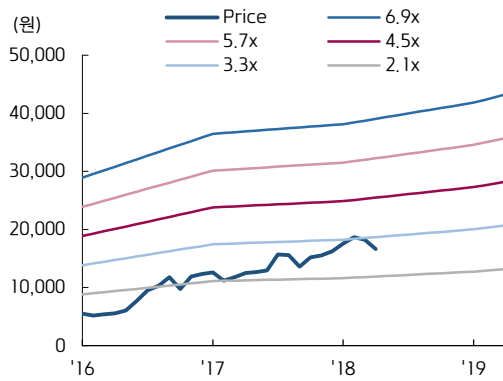
자료: 애경유화, 키움증권

애경유화 PER 밴드



자료: Fnguide

애경유화 PBR 밴드



자료: Fnguide

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	8,677	9,598	10,980	11,287	11,603
매출원가	7,404	8,287	9,542	9,759	10,002
매출충이익	1,273	1,311	1,438	1,528	1,601
판매비및일반관리비	523	560	640	657	676
영업이익(보고)	750	751	798	871	928
영업이익(핵심)	750	751	798	871	925
영업외손익	-47	123	-14	52	10
이자수익	7	14	16	19	20
배당금수익	1	1	1	1	1
외환이익	134	114	37	39	0
이자비용	20	21	21	7	11
외환손실	145	123	23	0	0
관계기업지분법손익	-2	4	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	154	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	2	0	0	0	0
기타	-24	-20	-23	0	0
법인세차감전이익	703	874	785	923	935
법인세비용	170	227	189	222	226
유효법인세율 (%)	24.1%	25.9%	24.1%	24.1%	24.2%
당기순이익	534	647	596	700	709
지배주주지분순이익(억원)	538	651	600	705	714
EBITDA	829	831	873	960	1,015
현금순이익(Cash Earnings)	613	727	670	790	799
수정당기순이익	532	533	596	700	709
증감율(% YoY)					
매출액	-4.9	10.6	14.4	2.8	2.8
영업이익(보고)	132.3	0.2	6.2	9.1	6.6
영업이익(핵심)	132.3	0.2	6.2	9.1	6.3
EBITDA	104.7	0.3	5.0	10.0	5.8
지배주주지분 당기순이익	89.7	21.1	-7.9	17.6	1.2
EPS	89.7	21.1	-7.9	17.6	1.2
수정순이익	92.6	0.3	11.7	17.6	1.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	673	312	593	648	867
당기순이익	534	647	596	700	709
감가상각비	76	77	72	87	88
무형자산상각비	3	3	3	2	2
외환손익	16	-3	-14	-39	0
자산처분손익	1	154	0	0	0
지분법손익	2	-4	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-86	-295	-76	-141	69
기타	127	-267	13	38	-1
투자활동현금흐름	-235	33	-339	-109	-109
투자자산의 처분	-189	-21	-39	-9	-9
유형자산의 처분	1	198	0	0	0
유형자산의 취득	-51	-141	-300	-100	-100
무형자산의 처분	0	0	0	0	0
기타	3	-3	0	0	0
재무활동현금흐름	-37	-93	-104	-109	-109
단기차입금의 증가	24	18	0	0	0
장기차입금의 증가	0	40	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-61	-96	-110	-110	-110
기타	0	-55	6	1	1
현금및현금성자산의순증가	401	243	150	430	649
기초현금및현금성자산	300	701	944	1,094	1,524
기말현금및현금성자산	701	944	1,094	1,524	2,172
Gross Cash Flow	759	607	669	788	797
Op Free Cash Flow	512	201	304	509	760

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,500	3,004	3,390	4,043	4,662
현금및현금성자산	701	944	1,094	1,524	2,172
유동금융자산	218	250	286	294	302
매출채권및유동채권	900	904	1,000	1,106	1,093
재고자산	630	842	938	1,045	1,018
기타유동비금융자산	51	64	73	75	77
비유동자산	1,584	1,575	1,812	1,826	1,840
장기매출채권및기타비유동채권	52	54	62	63	65
투자자산	398	375	379	381	382
유형자산	1,102	1,118	1,346	1,359	1,372
무형자산	31	28	25	23	20
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,084	4,578	5,202	5,869	6,502
유동부채	1,494	1,496	1,628	1,704	1,737
매입채무및기타유동채무	839	812	923	994	1,022
단기차입금	511	517	517	517	517
유동성장기차입금	6	18	18	18	18
기타유동부채	138	148	170	174	179
비유동부채	60	76	82	84	85
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	11	31	31	31	31
기타비유동부채	48	45	51	52	54
부채총계	1,553	1,572	1,711	1,788	1,822
자본금	160	160	160	160	160
주식발행초과금	1,149	1,149	1,149	1,149	1,149
이익잉여금	1,252	1,795	2,283	2,876	3,478
기타자본	3	-62	-62	-62	-62
지배주주지분자본총계	2,565	3,042	3,530	4,124	4,726
비지배주주지분자본총계	-34	-35	-38	-42	-46
자본총계	2,531	3,007	3,492	4,082	4,680
순차입금	-391	-627	-812	-1,250	-1,907
총차입금	528	567	567	567	567

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	1,678	2,032	1,872	2,201	2,228
BPS	8,005	9,495	11,018	12,871	14,750
주당EBITDA	2,588	2,595	2,725	2,996	3,169
CFPS	1,913	2,270	2,092	2,464	2,492
DPS	300	350	350	350	350
주가배수(배)					
PER	7.5	8.6	9.4	8.0	7.9
PBR	1.6	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	4.4	6.0	5.5	4.5	3.6
PCFR	6.6	7.7	8.4	7.1	7.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.6	7.8	7.3	7.7	8.0
영업이익률(핵심)	8.6	7.8	7.3	7.7	8.0
EBITDA margin	9.6	8.7	8.0	8.5	8.7
순이익률	6.2	6.7	5.4	6.2	6.1
자기자본이익률(ROE)	23.3	23.4	18.3	18.5	16.2
투자자본이익률(ROIC)	31.0	29.0	27.5	27.2	28.4
안정성(%)					
부채비율	61.4	52.3	49.0	43.8	38.9
순차입금비율	-15.5	-20.8	-23.3	-30.6	-40.7
이자보상배율(배)	38.0	35.0	37.1	118.1	81.6
활동성(배)					
매출채권회전율	10.6	10.6	11.5	10.7	10.6
재고자산회전율	14.2	13.0	12.3	11.4	11.2
매입채무회전율	11.5	11.6	12.7	11.8	11.5

Compliance Notice

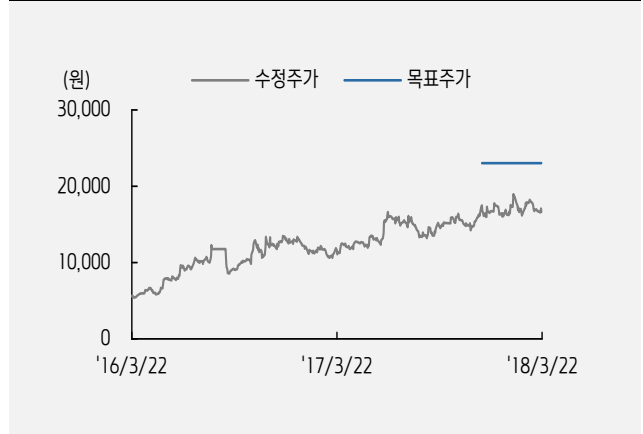
- 당사는 3월 21일 현재 '애경유화' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
애경유화 (161000)	2017-12-05	BUY(Initiate)	23,000원	6개월		
	2018-03-22	BUY(Maintain)	23,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 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 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%