2018년 5월 16일 I Equity Research

애경유화 (161000)

PA마진 호조/바이오디젤 성수기로 2Q18 추가 개선 전망

1Q18 영업이익 컨센서스 부합

1Q18 영업이익은 177억원(QoQ +13%, YoY -5%)으로 시장 예상치(189억원)에 부합하였다. PA/MA/가소제는 전분기 대비 마진율이 약 0.4%p 개선된 것으로 추정된다. 이는 PA마진이 3월부터 뚜렷하게 개선(1~2월 평균 253$/톤 → 3월 평균 408$/톤)된 영향이다. 참고로, 전사 실적 또한 PA마진이 본격적으로 개선되기 시작한 3월이 가장 좋았던 것으로 판단된다. 바이오디젤은 동절기 영향으로 BEP 수준에 그친 것으로 추정된다.

2Q18 영업이익 QoQ +10% 증익 전망

2Q18 영업이익은 194억원(QoQ +10%, YoY 보합)으로 전분기 대비 개선을 예상한다. 가소제는 높은 가격의 원재료가 일부 투입되면서 실적이 다소 위축되겠으나, PA마진이 전분기 대비 큰 폭 개선(1Q18 305$/톤 → 2Q18 현재 평균 478$/톤)된 상황이기에 전사 실적은 충분히 개선될 수 있을 것으로 추정된다. 또한 바이오디젤은 본격적인 성수기에 진입하면서 전분기 대비 뚜렷한 매출/영업이익 개선세가 나타날 전망이다. 바이오디젤 2Q18 영업이익은 47억원으로 추정하였다. 참고로, 2Q17 영업이익은 40억원 이상 추정, 1Q18은 BEP수준으로 추정된다.

실적 대비 과도하게 하락한 주가. 가소제 회복 시 주가의 모멘텀은 추가로 강해질 것

투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 기존 22,000원에서 19,000원으로 하향한다. 2018~19년 영업이익 추정치를 조정한 영향이다. 추정치 조정은 가소제의 국내 시장 경쟁 심화와 일부 높은 원재료 투입에 따른 마진 위축 등을 반영했다. 목표주가는 2018~19년 BPS에 Target PBR 1.6배를 적용했다. 목표주가는 2018년 기준 PER 10.2배에 해당한다. 중국 환경규제와 전방 수요 호조에 따른 PA마진 강세, 이에 따른 실적 개선세를 감안하면 주가는 과도하게 하락(고점 대비 약 30%가량) 했다고 판단한다. 가소제는 국내 경쟁 완화와 원재료 안정화 등으로 하반기부터 점진적인 개선을 전망하는데 이는 주가의 강한 모멘텀이 될 것이다.

Earnings Review

BUY

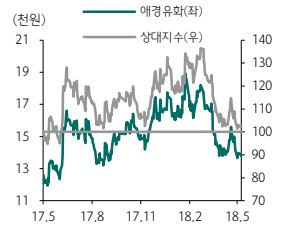
I TP(12M): 19,000원(하향) I CP(5월 15일): 13,800원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,458.54
52주 최고/최저(원)	18,950/11,950
시가총액(십억원)	442.2
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	32,040.0
60일 평균 거래량(천주)	155.2
60일 평균 거래대금(십억원)	2.4
18년 배당금(예상,원)	350
18년 배당수익률(예상,%)	2.54
외국인지분율(%)	21.50
주요주주 지분율(%)	
AK홀딩스 외 2 인	44.51
국민연금	9.76

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(3.2)	(2.8)	14.0
상대	(3.3)	(0.5)	6.3

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	1,041.2	1,085.8
영업이익(십억원)	81.0	89.6
순이익(십억원)	61.4	70.1
EPS(원)	1,926	2,197
BPS(원)	11,227	13,057

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	867.7	959.8	1,109.4	1,187.5	1,215.0
영업이익	십억원	75.0	75.1	78.7	90.7	96.6
세전이익	십억원	70.3	87.4	77.3	90.7	97.2
순이익	십억원	53.8	65.1	59.2	68.8	73.5
EPS	원	1,678	2,032	1,847	2,148	2,295
증감률	%	89.8	21.1	(9.1)	16.3	6.8
PER	배	7.51	8.64	7.47	6.43	6.01
PBR	배	1.57	1.82	1.24	1.06	0.92
EV/EBITDA	배	4.36	5.97	4.16	3.30	2.68
ROE	%	23.11	23.22	18.03	18.05	16.66
BPS	원	8,007	9,669	11,171	12,974	14,924
DPS	원	300	350	350	350	350

Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

표 1. 애경유화 1Q18 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q18F	4Q17	1Q17	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	252.3	256.0	235.5	7.1	-1.4	245.6	2.7
영업이익	17.7	15.8	18.7	-5.3	12.0	18.9	-6.3
세전이익	17.0	27.5	19.0	-10.5	-38.2	19.1	-11.0
순이익	12.8	19.7	14.4	-11.1	-35.0	0.0	N/A
영업이익률	7.0	6.2	7.9	-0.9	0.8	7.7	-0.7
세전이익률	6.7	10.7	8.1	-1.3	-4.0	7.8	-1.0
순이익률	5.1	7.7	6.1	-1.0	-2.6	0.0	5.1

자료: 하나금융투자

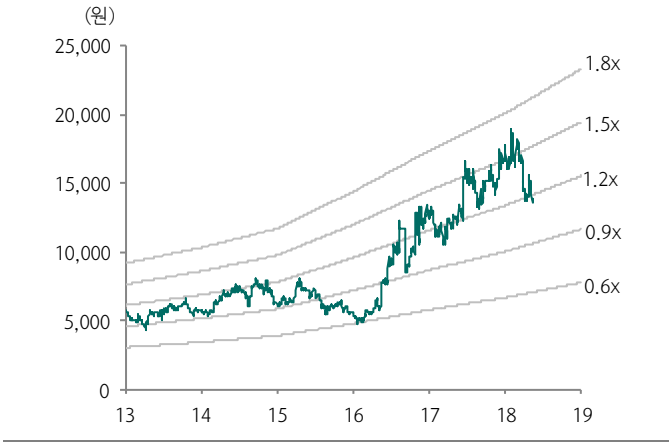
표 2. 애경유화 연간 실적 추정치 전망

(단위: 십억원, %, %p)

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	1,109.4	1,055.0	5.2	1,187.5	1,070.2	11.0
영업이익	78.7	116.3	-32.3	90.7	121.0	-25.0
세전이익	77.3	116.0	-33.4	90.7	121.3	-25.2
순이익	59.2	90.7	-34.7	68.8	93.4	-26.3
영업이익률	7.1	11.0	-3.9	7.6	11.3	-3.7
세전이익률	7.0	11.0	-4.0	7.6	11.3	-3.7
순이익률	5.3	8.6	-3.3	5.8	8.7	-2.9

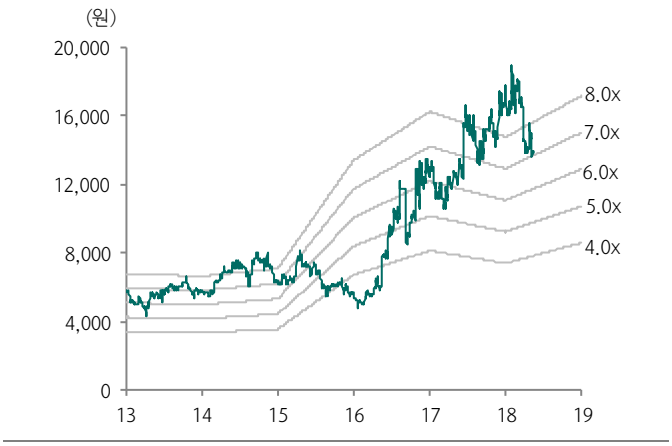
자료: 하나금융투자

그림 1. 애경유화 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 애경유화 12M Fwd PER 밴드차트



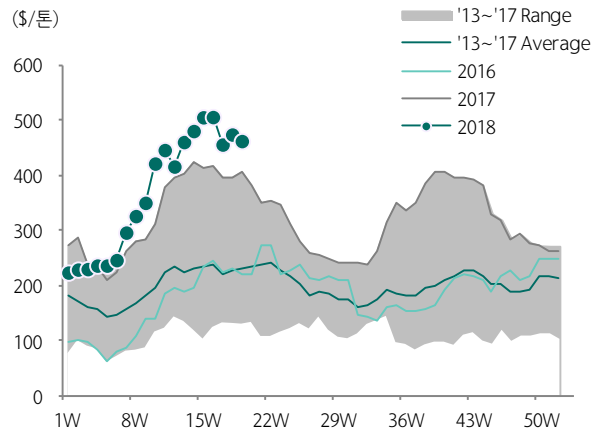
자료: 하나금융투자

표 3. 애경유화 부문별 실적 BreakDown (단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18 P	2Q18F	3Q18F	4Q18F				
매출액	235.5	229.3	239.1	256.0	252.3	280.4	290.3	286.5	867.7	959.8	1,109.4	1,187.5
QoQ(%)	-4.4%	-2.6%	4.3%	7.1%	-1.5%	11.1%	3.5%	-1.3%				
YoY(%)	20.5%	6.3%	13.6%	4.0%	7.1%	22.3%	21.4%	11.9%	-4.9%	10.6%	15.6%	7.0%
영업이익	18.7	19.4	21.2	15.8	17.7	19.4	23.0	18.5	75.0	75.1	78.7	90.7
영업이익률(%)	7.9%	8.5%	8.9%	6.2%	7.0%	6.9%	7.9%	6.5%	8.6%	7.8%	7.1%	7.6%
QoQ(%)	-6.8%	3.8%	9.3%	-25.7%	12.5%	9.5%	18.4%	-19.6%				
YoY(%)	46.9%	-20.3%	19.0%	-21.4%	-5.2%	0.1%	8.4%	17.4%	132.3%	0.2%	4.7%	15.3%
당기순이익	14.3	14.8	16.0	19.6	12.7	14.6	17.7	13.7	53.4	64.7	58.7	68.3
당기순익률(%)	6.1%	6.4%	6.7%	7.7%	5.0%	5.2%	6.1%	4.8%	6.2%	6.7%	5.3%	5.8%
QoQ(%)	3.9%	3.2%	8.7%	22.4%	-35.3%	15.2%	20.6%	-22.3%				
YoY(%)	63.7%	-20.2%	29.6%	42.8%	-11.1%	-0.8%	10.1%	-30.1%	90.9%	21.3%	-9.2%	16.3%
지배순이익	14.4	14.8	16.1	19.7	12.8	14.8	17.8	13.8	53.8	65.1	59.2	68.8

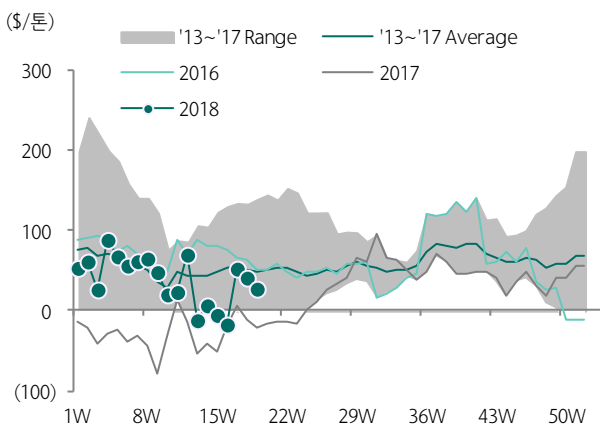
자료: 하나금융투자

그림 3. PA-OX 마진 추이



자료: Platts, 하나금융투자

그림 4. DOP 마진 추이



자료: Platts, 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**867.7**	**959.8**	**1,109.4**	**1,187.5**	**1,215.0**
매출원가	740.4	828.7	977.0	1,038.2	1,057.1
매출총이익	127.3	131.1	132.4	149.3	157.9
판관비	52.3	56.0	53.7	58.6	61.2
영업이익	**75.0**	**75.1**	**78.7**	**90.7**	**96.6**
금융손익	(1.2)	(0.8)	(0.4)	(0.0)	0.5
종속/관계기업손익	(0.2)	0.4	(1.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.3)	12.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	**70.3**	**87.4**	**77.3**	**90.7**	**97.2**
법인세	17.0	22.7	18.6	22.4	24.2
계속사업이익	53.4	64.7	58.7	68.3	73.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**53.4**	**64.7**	**58.7**	**68.3**	**73.0**
비지배주주지분순이익	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
지배주주순이익	**53.8**	**65.1**	**59.2**	**68.8**	**73.5**
지배주주지분포괄이익	53.9	62.8	58.9	68.5	73.2
NOPAT	56.9	55.6	59.8	68.3	72.6
EBITDA	82.9	83.1	86.0	97.3	102.6
성장성(%)					
매출액증가율	(4.9)	10.6	15.6	7.0	2.3
NOPAT증가율	117.2	(2.3)	7.6	14.2	6.3
EBITDA증가율	104.7	0.2	3.5	13.1	5.4
영업이익증가율	132.2	0.1	4.8	15.2	6.5
(지배주주)순익증가율	90.1	21.0	(9.1)	16.2	6.8
EPS증가율	89.8	21.1	(9.1)	16.3	6.8
수익성(%)					
매출총이익률	14.7	13.7	11.9	12.6	13.0
EBITDA이익률	9.6	8.7	7.8	8.2	8.4
영업이익률	8.6	7.8	7.1	7.6	8.0
계속사업이익률	6.2	6.7	5.3	5.8	6.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,678	2,032	1,847	2,148	2,295
BPS	8,007	9,669	11,171	12,974	14,924
CFPS	2,579	2,536	2,647	3,001	3,167
EBITDAPS	2,588	2,595	2,683	3,037	3,203
SPS	27,083	29,957	34,626	37,062	37,921
DPS	300	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	7.5	8.6	7.5	6.4	6.0
PBR	1.6	1.8	1.2	1.1	0.9
PCFR	4.9	6.9	5.2	4.6	4.4
EV/EBITDA	4.4	6.0	4.2	3.3	2.7
PSR	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	23.1	23.2	18.0	18.0	16.7
ROA	14.5	15.0	12.1	12.5	12.0
ROIC	29.6	27.0	25.7	26.8	26.7
부채비율	61.4	52.3	48.4	43.3	38.1
순부채비율	(15.5)	(20.8)	(23.2)	(28.6)	(34.7)
이자보상배율(배)	38.0	35.0	35.9	42.1	44.9

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**250.0**	**300.4**	**344.8**	**394.9**	**446.1**
금융자산	91.9	119.4	135.6	171.0	217.0
현금성자산	70.1	94.4	106.7	140.1	185.4
매출채권 등	87.0	83.0	96.0	102.7	105.1
재고자산	63.0	84.2	97.3	104.2	106.6
기타유동자산	8.1	13.8	15.9	17.0	17.4
비유동자산	**158.4**	**157.5**	**172.3**	**186.4**	**199.6**
투자자산	38.0	35.0	40.4	43.3	44.3
금융자산	2.7	1.6	1.8	1.9	2.0
유형자산	110.2	111.8	121.5	133.0	145.4
무형자산	**3.1**	**2.8**	**2.5**	**2.3**	**2.0**
기타비유동자산	**7.1**	**7.9**	**7.9**	**7.8**	**7.9**
자산총계	**408.4**	**457.8**	**517.1**	**581.3**	**645.7**
유동부채	**149.4**	**149.6**	**160.4**	**167.0**	**169.3**
금융부채	51.7	53.6	51.7	51.7	51.7
매입채무 등	81.7	75.3	87.1	93.2	95.4
기타유동부채	16.0	20.7	21.6	22.1	22.2
비유동부채	**6.0**	**7.6**	**8.3**	**8.7**	**8.8**
금융부채	**1.1**	**3.1**	**3.1**	**3.1**	**3.1**
기타비유동부채	4.9	4.5	5.2	5.6	5.7
부채총계	**155.3**	**157.2**	**168.7**	**175.7**	**178.1**
지배주주지분	**256.5**	**304.2**	**352.4**	**410.1**	**472.6**
자본금	**16.0**	**16.0**	**16.0**	**16.0**	**16.0**
자본잉여금	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0
자본조정	(0.1)	(5.5)	(5.5)	(5.5)	(5.5)
기타포괄이익누계액	0.3	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	125.2	179.5	227.6	285.3	347.8
비지배주주지분	**(3.4)**	**(3.5)**	**(4.0)**	**(4.5)**	**(5.0)**
자본총계	**253.1**	**300.7**	**348.4**	**405.6**	**467.6**
순금융부채	(39.1)	(62.7)	(80.7)	(116.2)	(162.1)

현금흐름표

(단위: 십억원)

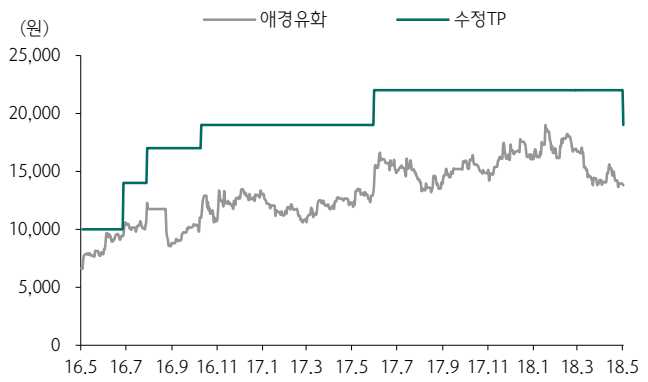
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**67.3**	**31.2**	**52.2**	**67.2**	**76.3**
당기순이익	53.4	64.7	58.7	68.3	73.0
조정	22.5	(4.0)	8.3	6.6	6.0
감가상각비	7.9	8.0	7.3	6.6	6.0
외환거래손익	1.6	(0.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.2	(0.4)	1.0	0.0	0.0
기타	12.8	(11.3)	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(8.6)	(29.5)	(14.8)	(7.7)	(2.7)
투자활동 현금흐름	**(23.5)**	**3.3**	**(27.0)**	**(22.7)**	**(19.9)**
투자자산감소(증가)	(1.4)	3.5	(6.4)	(2.8)	(1.0)
유형자산감소(증가)	(4.9)	5.7	(16.6)	(17.8)	(18.2)
기타	(17.2)	(5.9)	(4.0)	(2.1)	(0.7)
재무활동 현금흐름	**(3.7)**	**(9.3)**	**(12.9)**	**(11.0)**	**(11.0)**
금융부채증가(감소)	3.3	3.9	(1.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.9)	(3.6)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(6.1)	(9.6)	(11.0)	(11.0)	(11.0)
현금의 증감	**40.1**	**24.3**	**12.3**	**33.4**	**45.3**
Unlevered CFO	82.6	81.3	84.8	96.2	101.5
Free Cash Flow	62.3	17.2	35.5	49.4	58.0

자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

애경유화



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.16	BUY	19,000		
17.6.14	BUY	22,000	-29.20%	-13.86%
16.10.24	BUY	19,000	-35.85%	-28.95%
16.8.12	BUY	17,000	-38.74%	-30.88%
16.7.11	BUY	14,000	-26.72%	-22.86%
16.5.17	BUY	10,000	-14.87%	-3.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 5월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 05월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.