



애경유화 (161000)

화학 3사 통합에 따른 변화

Not Rated

현재 주가(8/30): 12,200원

Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

애경유화에 다시 관심을 가질 요인이 생겼다. 1) 애경케미칼로 합병되며 시가총액이 6,000억원대로 상승할 것이며, 2) 피합병회사들의 자본 대비 수익성이 높아, 합병 후 PER은 더욱 낮아질 것이기 때문이다. 3) 또한, 최근 1년간 화학 시장 개선되며 실적/주가/거래량이 모두 상승했다.

애경케미칼 합병 효과

- 8/5일, 애경그룹은 화학 자회사(애경유화(상장), 에이케이캠텍(비상장), 애경화학(비상장)) 합병을 결정했다. 합병기일은 11/1일, 신주상장은 11/16일이다. 합병 배경/영향으로는:
 - 합병 배경: 제품/연구/투자/인력 효율화로 고부가/종합 화학솔루션 업체로 변모
 - 애경그룹은 분산된 화학 자회사들을 통합하고 있었음. (에이케이캠텍의 2009년 애경피앤씨 흡수합병 등)
 - 애경화학은 2019년 일본 DIC와 JV(지분 50% => 100%) 종료하는 등 합병 준비
 - 합병 영향: 효율화/시너지/투자 확대에 이어질 것
 - 3사 전방은 건설/조선/자동차로, 제품개발/판매에서 시너지 예상
 - 그동안 소극적이었던 증설/투자 확대도 기대됨. 2012년 상장 이후, 동사의 PA/폴리올/음극재 Capa는 18만톤/2만톤/0.1만톤 => 21만톤/2만톤/0.1만톤으로 제자리였음

주가에도 긍정적

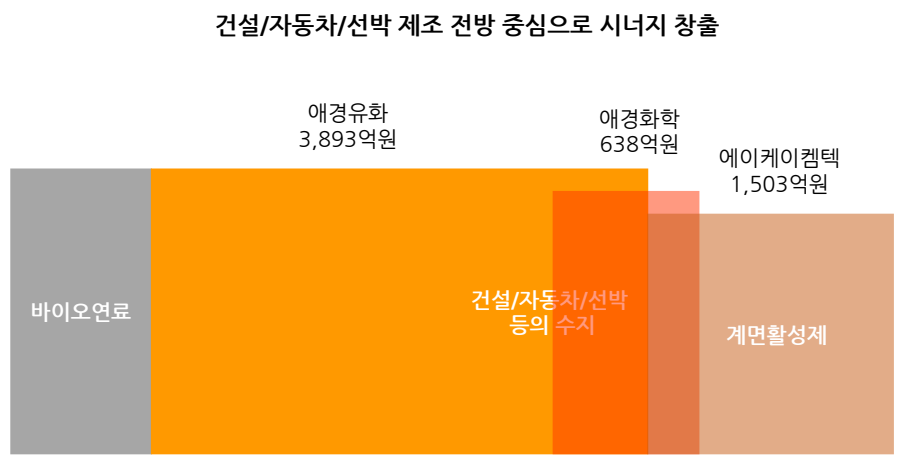
- 합병 후 PER 낮아져(8.8배 => 7.4배): 피합병회사(2사)의 자본 대비 이익 창출력 높아
- 시가총액 3,000억대 => 6,000억대로 상승. 투자자들의 관심 늘어날 것
- 9/29일까지 기존 주주들의 주식매수청구권(12,726원) 행사 기간으로, 주가 하락 제한적

[표1] 화학 3사 개요/재무/Valuation

	시가총액 (합병가액)	2020년				PER	생산 제품
		자산	자본	매출액	순이익		
애경유화	3,893	5,321	3,912	9,089	443	8.8	가소제, PA, 바이오디젤/중유
(+)에이케이캠텍	1,503	3,114	1,543	2,349	269	5.6	계면활성제(세제), 기능성 수지(도로 원료)
(+)애경화학	638	1,640	684	1,956	102	6.2	코팅, 경화제, 접착제
(=)애경케미칼	6,034	10,075	6,139	13,394	815	7.4	종합 화학 솔루션 회사

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 애경케미칼: AK 홀딩스의 화학 3사 통합



[표2] 애경 화학 3사 실적 추이

(단위: 억원)

		2016	2017	2018	2019	2020	1H21
애경유화	매출액	8,677	9,598	10,314	10,170	9,089	7,081
	영업이익	750	751	520	469	575	616
	영업이익률	8.6%	7.8%	5.0%	4.6%	6.3%	8.7%
에이케이캠텍	매출액	2,713	3,159	2,985	2,766	2,349	1,157
	영업이익	213	152	121	205	228	100
	영업이익률	7.9%	4.8%	4.1%	7.4%	9.7%	8.6%
애경화학	매출액	2,414	2,565	2,615	2,214	1,956	1,233
	영업이익	266	237	230	231	162	114
	영업이익률	11.0%	9.2%	8.8%	10.4%	8.3%	9.2%
애경케미칼	매출액	13,804	15,322	15,913	15,150	13,394	9,471
	영업이익	1,229	1,140	871	904	965	829
	영업이익률	8.9%	7.4%	5.5%	6.0%	7.2%	8.8%

자료: 한화투자증권 리서치센터

애경그룹 화학 3사 요약

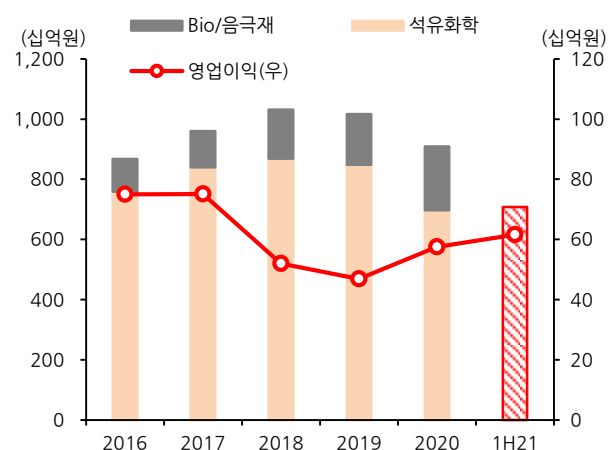
애경그룹 화학 3사는 주로 건설/조선/자동차용 소재를 생산.

1) **애경유화**: 1970년 설립. 생산능력은 가소제 43만톤/년, 바이오디젤/중유 29만톤/년. 가소제는 PVC 필수 첨가제이며, PA는 가소제/페인트/코팅 중간재
=> 2020년, 코로나 영향으로 수출 감소했으나, 상반기 PVC 강세로 실적 동반 강세

2) **에이케이켐텍**: 1982년 설립, 주요제품은 계면활성제(주방/세탁세제)이며, 세정제, 점착제, 건설화학소재 등을 생산
=> 코로나로 위생관념 향상되며 계면활성제 실적 개선. 도로 부진은 하반기 해소 기대

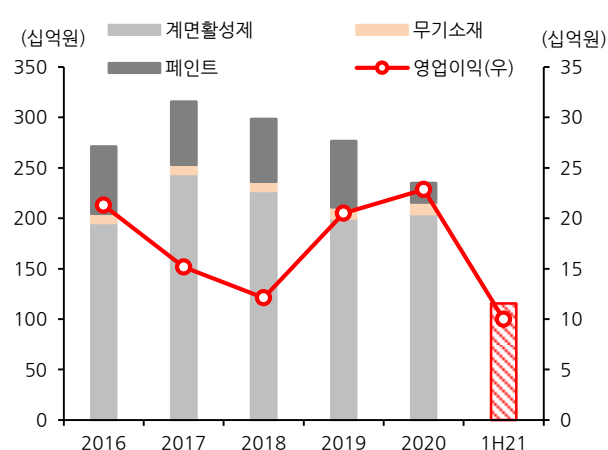
3) **애경화학**: 1979년 설립. UPR(옥조/단추/인조대리석 소재), 수지(도로 원료), 경화제(도로/건설용) 등을 생산. => 실적 변동성 적음

[그림2] 애경유화 매출 추이



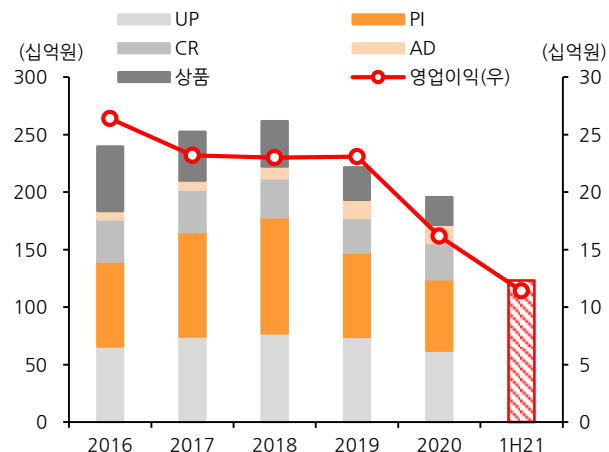
주: Bio=바이오디젤 + 바이오중유
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 에이케이켐텍 매출/영업이익 추이



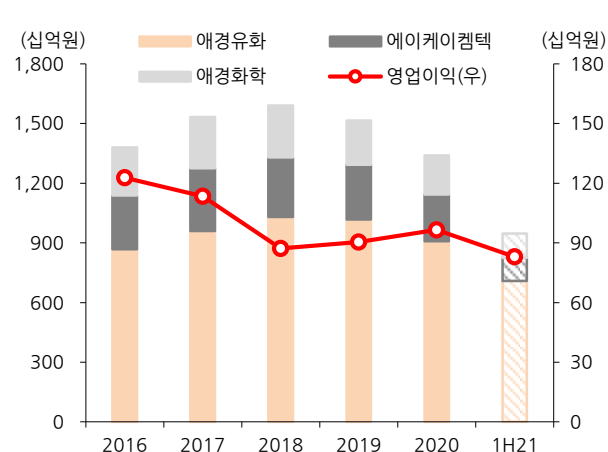
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 애경화학 매출/영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 애경케미칼 (합산)매출/영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

애경유화 실적 현황

상반기 매출액/영업이익은 YoY +69.8%/151.6% 늘어났다.

매출액 상승은 수출비중이 2019년 48% => 2020년 28% => 2021년 32%로 회복됐기 때문이다. 유가와 함께 DOP/PA 가격이 상승한 영향도 있다.

영업이익은 더 크게 상승했는데, 판매량 회복과 마진 상승이 동반되었기 때문이다. 전방 PVC가 수요 강세를 보였기 때문인데, DOP 마진은 5~7월 부진 => 8월 회복세이다.

바이오디젤/중유 부문도 3Q 호실적 지속될 전망이다. 2~3Q는 바이오디젤 성수기이며, 7월부터 바이오디젤 혼합비율이 3.0%=> 3.5%로 상향되었기 때문이다. 바이오중유도 2019년 하반기부터 시범사업(2014~2019.03) 종료로, 판매처/판매량 확대 추세다.

[표3] 애경유화 실적 추이

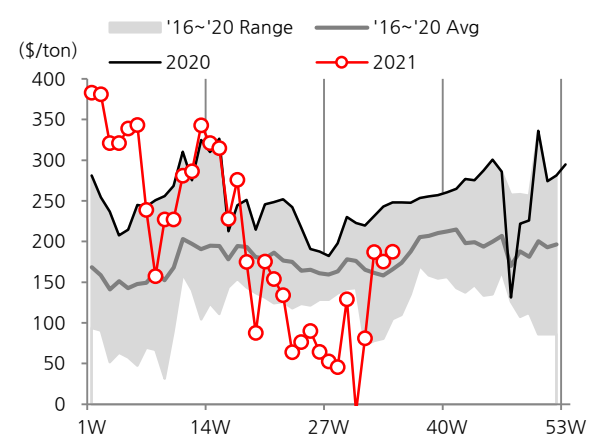
(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	216.0	200.9	243.2	248.7	306.7	401.4	867.7	959.8	1,031.4	1,017.0	908.9
석유화학	180.3	133.3	174.7	208.6			758.5	840.3	868.8	848.7	696.8
Bio/음극재	35.8	67.6	68.5	40.2			109.2	119.5	162.5	168.3	212.1
영업이익	13.1	11.4	19.1	13.9	30.8	30.8	75.0	75.1	52.0	46.9	57.5
영업이익률(%)	6.1%	5.6%	7.9%	5.6%	10.0%	7.7%	8.6%	7.8%	5.0%	4.6%	6.3%
QoQ(%)	117.6%	-13.5%	68.6%	-27.5%	121.6%	0.2%					
YoY(%)	153.8%	-34.5%	4.5%	130.2%	134.5%	171.5%	132.3%	0.2%	-30.8%	-9.9%	22.7%
당기순이익	12.5	8.9	14.7	8.3	27.1	29.2	53.4	64.7	52.7	30.4	44.3
지배순이익	12.5	8.9	14.7	8.3	27.2	29.2	53.8	65.1	53.1	30.5	44.4
지배순이익률(%)	6.1%	5.6%	7.9%	5.6%	10.0%	7.7%	8.6%	7.8%	5.0%	4.6%	6.3%

주: Bio=바이오디젤 + 바이오중유

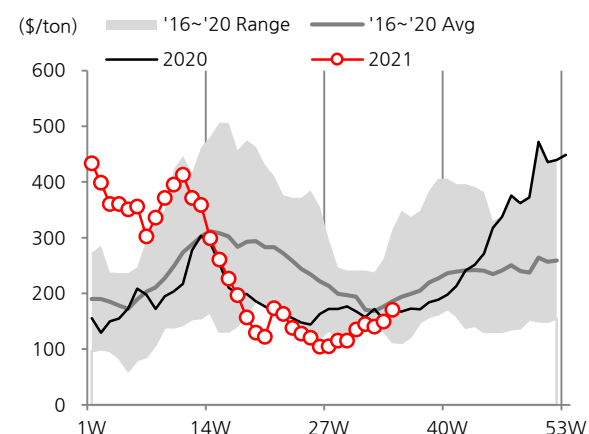
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] DOP 마진 추이 (최근 회복)



자료: 한화투자증권 리서치센터

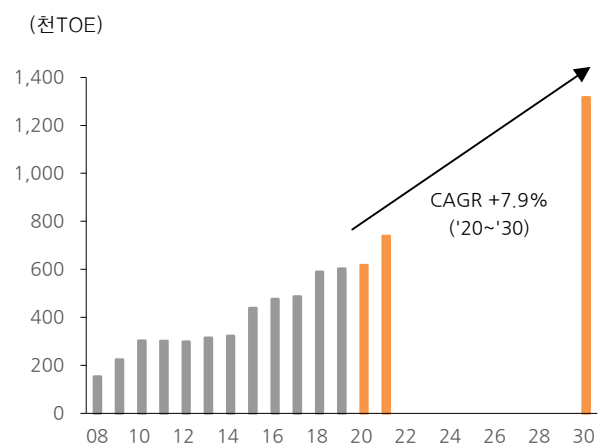
[그림7] PA 마진 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

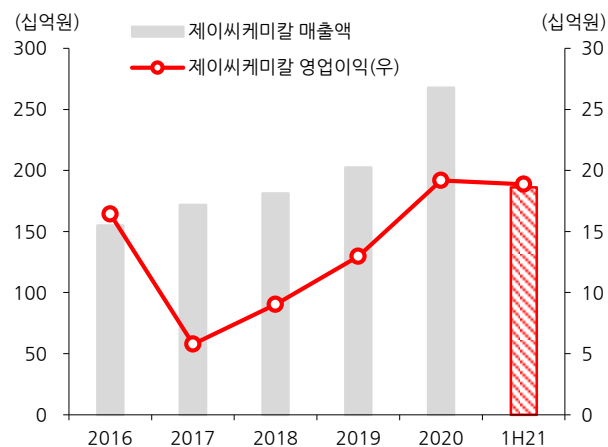
[그림8] 바이오디젤 의무 함유량

(20년 3.0% => 21년 7월 3.5% => 30년 5.0%)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 바이오디젤/중유 경쟁사 매출/영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 애경유화 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 8월 31일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%