

효성화학 (298000)

이례적인 11월 사우디 프로판 CP가격 인하. 4Q18 추정치 상향 요인

이례적인 11월 사우디 프로판 CP가격 MoM 18% 인하

10/31일 발표된 11월 사우디아람코 프로판 계약가격(CP)은 10월 655\$/톤에서 약 18% 하락한 540\$/톤으로 결정되었다. 2013년부터의 사례를 보면, 유가가 본격적으로 하락한 2014년을 제외하면 11월은 동절기 진입에 따라 10월 대비 약 7~15% 가량 인상되는 것이 일반적이었다. 하지만, 올해 11월은 2014년(-17%)보다 더 큰 폭의 인하(-18%)가 나타났다. 더욱 이례적인 것은 2018년 10월 유가가 2014년 10월(-11%) 대비 덜 하락(-5%)했다는 점이다. 즉, 유가는 당시보다 덜 하락했으나, 2018년 11월 프로판 계약가격은 당시보다 더 가파르게 인하되었다는 것으로 요약할 수 있다.

11월 사우디 프로판 CP가격 인하의 배경은?

최근 US Propane(Mont Belvieu) 가격은 최근 한 달간 20% 가량 하락(567\$/톤→455\$/톤)했는데, 이와 유사한 수준으로 사우디 계약가격도 인하(18%)된 것으로 추정된다. 이는 기본적으로 미국의 프로판 시장 점유율 확대에 따라 사우디의 가격결정권이 약화되었음을 의미한다. 추정컨대, 최근 미국 가격하락은 1) 미국의 프로판 수출 지역 중 13%를 차지하는 중국향 수출이 관세부과로 차질을 빚은 영향이거나 2) 유가 하락 가능성 때문일 것이다. 하나금융투자는 1), 2)의 복합적인 이유겠으나, 1)의 가능성이 더 크다고 생각한다. 향후 미중 무역분쟁이 지속되면서 미국을 중심으로 글로벌 프로판 가격하락이 나타나거나, 혹은 미국산 프로판이 아시아 지역(중국 제외)에 넘쳐날 가능성이 높다. 어떤 경우건, 효성화학 입장에서는 원가 상 유리한 국면이 아닐 수 없다.

4Q18 실적 추정치 상향 가능성 높아져

효성화학 PDH Capa는 55만톤/년이다. 프로필렌 생산 시 프로판의 원단위가 약 1.3이라는 점을 감안할 때, 프로판 소요량은 약 71.5만톤/년이다. 11월 CP 인하폭인 115\$/톤을 감안하면 월간 기준 원가절감 효과는 약 75억원(71.5만톤/년÷12개월*환율*115\$/톤)에 달한다. 참고로, 4Q18 현재까지의 프로판 평균은 598\$/톤으로 3Q18 578\$/톤과 차이가 거의 없다. 4Q18 현재까지 PP가격이 전분기와 유사하다는 점을 감안하면 기존 PP/DH의 이익추정치(QoQ -23%)는 상향될 가능성이 높다. Conviction BUY를 제시한다.

Update

BUY

| TP(12M): 280,000원 | CP(10월 31일): 130,000원

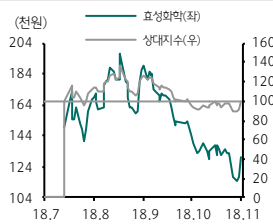
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,029.69
52주 최고/최저(원)	197,500/115,500
시가총액(십억원)	414.7
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	46.6
60일 평균 거래대금(십억원)	7.6
18년 배당금(예상, 원)	1,767
18년 배당수익률(예상, %)	1.99
외국인지분율(%)	16.24
주요주주 지분율(%)	
조현준 외 11인	43.61
국민연금	7.61
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(15.0) 0.0 0.0
상대	(1.9) 0.0 0.0

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,854.2	1,949.9
영업이익(십억원)	120.3	152.7
순이익(십억원)	58.8	86.8
EPS(원)	30,366	25,140
BPS(원)	129,462	157,047

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	십억원	0.0	1,667.3	1,876.0	1,943.4	2,459.1
영업이익	십억원	0.0	108.8	122.2	183.4	244.3
세전이익	십억원	0.0	68.1	81.7	149.4	218.3
순이익	십억원	0.0	52.1	65.6	113.5	165.9
EPS	원	N/A	N/A	20,578	35,587	52,004
PER	배	N/A	N/A	6.3	3.7	2.5
PBR	배	N/A	N/A	1.05	0.85	0.65
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	4.37	3.55	2.96
ROE	%	N/A	N/A	16.7%	23.3%	26.1%
BPS	원	N/A	110,909	123,346	152,933	198,936
DPS	원	0	0	6,000	6,000	6,000

*주1: 2017~18년은 분할 이후 기준으로 소급 적용하여 산출된 수치임

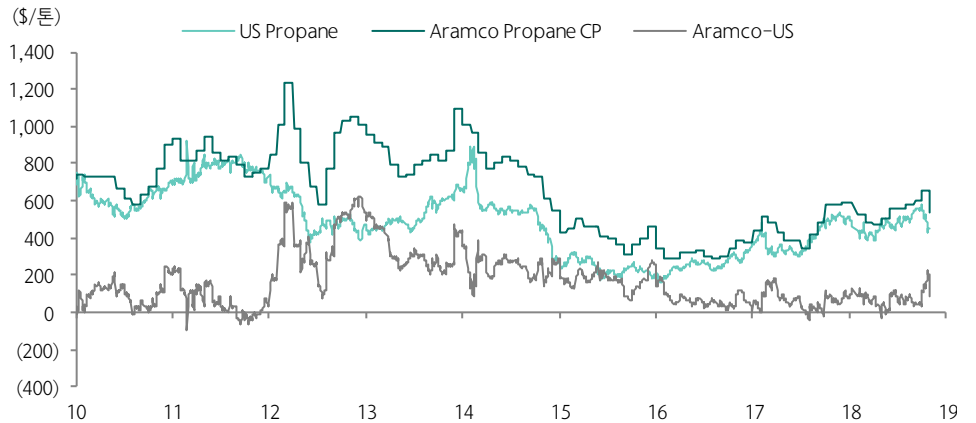


Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

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

미국 가격 하락에 따라
사우디 11월 CP 가격도 하락

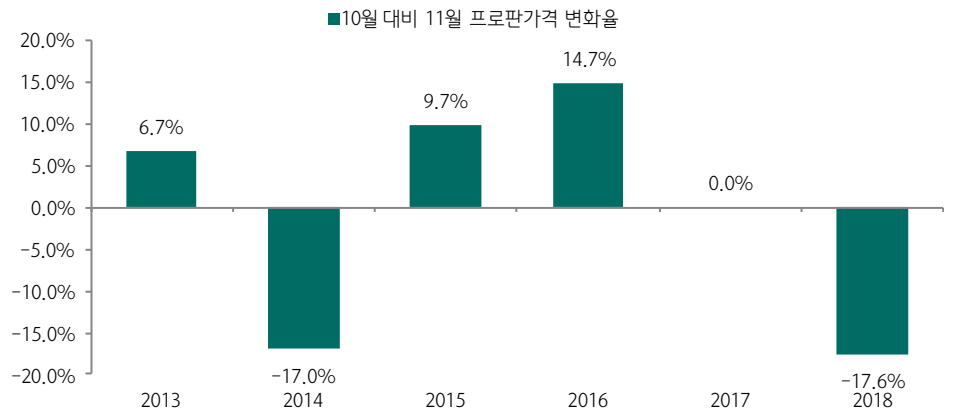
그림 1. 미국/사우디 프로판 가격 추이



자료: Petronet, Bloomberg, 하나금융투자

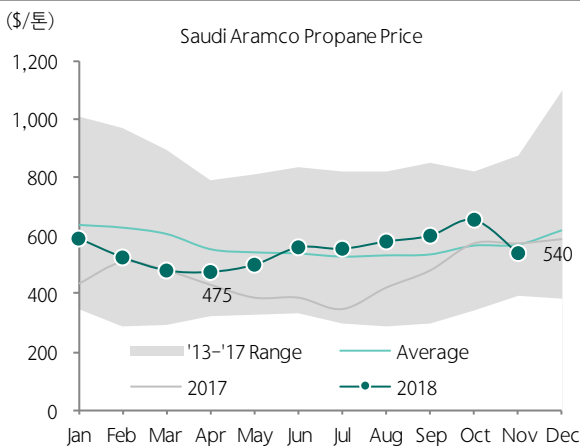
2018년 11월의 가격 인하폭은
2014년 유가 대세 하락 시기보다
더 크게 나타남

그림 2. 10월 대비 11월 프로판 가격 변화율(연간 비교)



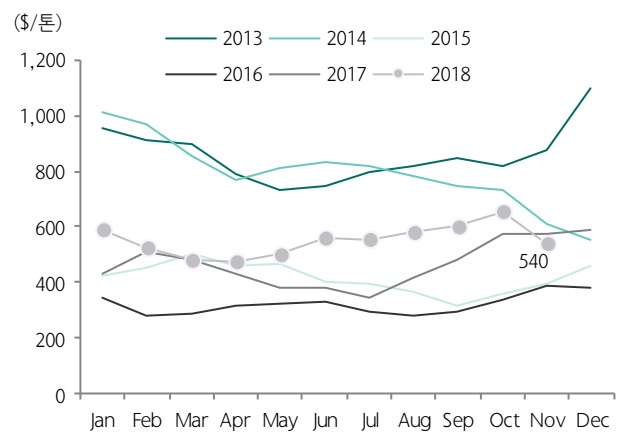
자료: Petronet, Bloomberg, 하나금융투자

그림 3. 사우디아람코 프로판 월간 가격(5년 밴드 차트)



자료: 하나금융투자

그림 4. 사우디아람코 프로판 월간가격 연간 계절성 비교



자료: 하나금융투자

표 1. 효성화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F				
매출액	387.5	416.4	426.1	437.3	440.6	442.4	491.8	501.3	1,667.3	1,876.0	1,943.4	2,459.1
QoQ(%)		7.5%	2.3%	2.6%	0.7%	0.4%	11.2%	1.9%				
YoY(%)					13.7%	6.2%	15.4%	14.6%	39.6%	12.5%	3.6%	26.5%
PP/DH	198.0	229.4	233.6	225.0	238.4	245.1	252.4	256.3	886.0	992.2	1,007.5	1,464.4
PTA	83.9	80.9	77.9	87.1	86.4	80.7	114.0	122.0	329.7	403.1	440.8	480.0
기타(NF3+필름 등)	102.0	103.0	112.7	114.1	109.9	112.2	123.3	118.9	431.8	464.2	481.4	500.9
영업이익	33.4	15.8	41.9	17.7	19.0	37.5	36.3	29.4	108.8	122.2	183.4	244.3
영업이익률(%)	8.6%	3.8%	9.8%	4.0%	4.3%	8.5%	7.4%	5.9%	6.5%	6.5%	9.4%	9.9%
QoQ(%)		-52.7%	165.3%	-57.9%	7.6%	97.4%	-3.2%	-18.9%				
YoY(%)					-43.2%	137.2%	-13.4%	66.8%		12.3%	50.0%	33.2%
PP/DH	32.9	34.7	49.7	22.3	24.1	42.5	34.0	26.2	139.6	126.8	160.3	239.2
영업이익률(%)	16.6%	15.1%	21.3%	9.9%	10.1%	17.3%	13.5%	10.2%	15.8%	12.8%	15.9%	16.3%
QoQ(%)		5.3%	43.3%	-55.1%	7.9%	76.6%	-20.0%	-23.0%				
YoY(%)					-26.9%	22.6%	-31.6%	17.3%		-9.2%	26.5%	49.2%
PTA	2.7	0.5	1.3	2.5	0.5	0.9	5.9	5.2	7.1	12.5	26.5	29.8
영업이익률(%)	3.3%	0.7%	1.7%	2.9%	0.6%	1.1%	5.2%	4.3%	2.2%	3.1%	6.0%	6.2%
QoQ(%)		-80.5%	148.1%	90.0%	-79.1%	74.4%	542.4%	-11.3%				
YoY(%)					-80.8%	71.6%	344.2%	107.3%		76.3%	112.1%	12.1%
기타(NF3+필름 등)	-2.9	-20.0	-9.5	-7.7	-8.7	-6.7	-3.2	-1.6	-40.0	-20.2	-7.3	-3.1
영업이익률(%)	-2.9%	-19.4%	-8.4%	-6.7%	-7.9%	-6.0%	-2.6%	-1.4%	-9.3%	-4.4%	-1.5%	-0.6%
QoQ(%)		적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)					적지	적지	적지	적지		적지	적지	적지
당기순이익	33.3	1.9	23.3	-6.4	8.3	17.7	23.4	16.3	52.1	65.6	113.5	165.9
당기순이익률(%)	8.6%	0.5%	5.5%	-1.5%	1.9%	4.0%	4.8%	3.3%	3.1%	3.5%	5.8%	6.7%
QoQ(%)		-94.2%	1097.0%	적전	흑전	113.0%	32.4%	-30.3%				
YoY(%)					-75.1%	809.1%	0.6%	흑전		26.0%	72.9%	46.1%

자료: 하나금융투자

표 2. 효성화학 B/S 및 Valuation

(단위: 십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	1,652.2	1,728.9	1,927.4	2,196.6
부채총계	1,298.4	1,335.4	1,458.7	1,581.1
자본총계	353.8	393.5	487.9	634.6
(부채비율)	367%	339%	299%	249%
EPS		20,578	35,587	52,004
BPS	110,905	123,346	152,933	198,936
ROE		16.7%	23.3%	26.1%
PER		6.3	3.7	2.5
PBR		1.05	0.85	0.65
EV/EBITDA		4.37	3.55	2.96

자료: 하나금융투자

표 3. 효성화학 SOTP Valuation

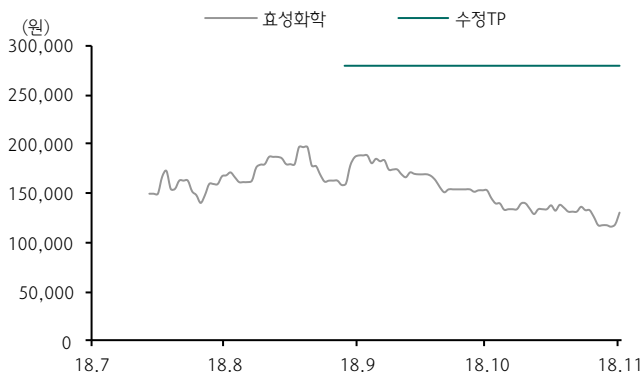
(단위: 십억원, 원)

	12M Fwd EBITDA	Multiple	평가액	비고
투자자산가치			0	
영업가치			1,776	
화학사업 등	289	5.0	1,444	금호석유 EV/EBITDA Multiple 5.0배를 적용(사이클 시작 감안)
NF3	46	7.2	331	SK머티리얼즈의 EV/EBITDA Multiple 9배에서 20% 할인
순차입금			842	3Q18 기준
총 기업가치			933	
주식수(천주)			3,190	
주당 NAV			292,515	
목표주가			280,000	
현 주가			130,000	
Upside			115%	

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.08.29	BUY	280,000		

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	92.1%	7.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 30일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 11월 01일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.