



# BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원  
주가(01/10): 150,500원  
시가총액: 4,801억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (01/10)	2,063.28pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	197,500원	115,500원
등락률	-23.80%	30.30%
수익률	절대	상대
1W	4.2%	3.7%
6M	N/A	N/A
1Y	N/A	N/A

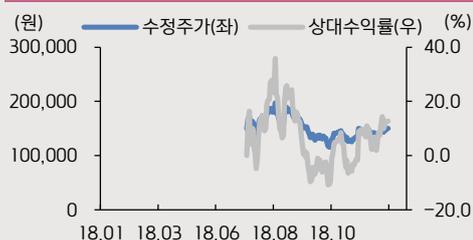
### Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	23천주
외국인 지분율	16.43%
배당수익률(18E)	1.08%
BPS(18E)	121,717원
주요 주주	(주) 효성 외 10인 43.78%
	국민연금관리공단 7.61%

### 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018E	2019E	2020E
매출액	18,741	19,690	25,191
보고영업이익	1,163	1,675	2,069
핵심영업이익	1,163	1,675	2,069
EBITDA	3,074	3,683	4,638
세전이익	442	822	997
순이익	345	641	777
지배주주지분순이익	345	641	777
EPS(원)	10,817	20,098	24,371
증감률(%YoY)	N/A	85.8	21.3
PER(배)	13.9	7.5	6.2
PBR(배)	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	3.9	4.3	4.3
보고영업이익률(%)	6.2	8.5	8.2
핵심영업이익률(%)	6.2	8.5	8.2
ROE(%)	8.9	14.3	15.5
순부채비율(%)	182.9	245.1	299.7

### Price Trend



## 기업브리프

# 효성화학 (298000)

## 작년 소형주, 올해 중형주, 내년 대형주



효성화학의 올해 영업이익은 1,675억원으로 작년 대비 44.0% 급증할 전망이다. 주력 제품들의 스프레드 개선이 예상되기 때문이다. TPA는 폴리에스터 수요가 견조한 가운데, 중국 등의 PX 공급 확대로 연말까지 스프레드가 지속 상승할 전망이며, PP도 프로판 가격 하락으로 안정적인 마진이 이어질 것으로 예상된다. 한편 최근 모노불산 가격 하락으로 NF3 원가 개선 효과도 고려할 필요가 있어 보인다.

### >>> 올해 영업이익, 작년 대비 44.0% 증가 전망

일반적으로 화학/정유업체의 경우 실적/주가 전망에 중요한 요인 중 하나가 제품 스프레드의 추정이다. 동사도 마찬가지로, 분할 후 포트폴리오 다각화 장점이 사라져, 스프레드 변동에 따른 동사의 실적/주가 민감도가 더욱 확대된 상황이다. 당 리서치센터는 동사의 주력 제품인 PP, TPA 스프레드의 개선으로 올해 영업이익은 1,675억원으로 YoY +44.0% 증가할 것으로 예상한다.

TPA부문은 현재 스프레드가 작년 3분기 대비 감소한 상황이다. 하지만 올해 1분기 말부터 연말까지 지속적으로 상승할 것으로 예상하고 있다. 그 이유는 미-중 무역 분쟁에도 불구하고, 중국의 폐플라스틱 수입 금지 영향으로 폴리에스터 수요가 견조할 것으로 예상되고, 올해 유효 TPA 공급 증가분은 225만톤 수준에 불과하며, 원재료인 PX의 공급이 올해 지속적으로 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 참고로 올해 상반기 일부 역내 PX 설비의 정기보수가 계획되어 있지만, 1) 중국 대규모 플랜트 3기(Hengli 450만톤, Zhejiang 400만톤, Sinopec Hainan 100만톤)가 올해 하반기 상업 가동을 개시할 전망이며, 2) 작년 신설 후 생산 차질이 있었던 설비(사우디 Petro Rabigh 134만톤, 베트남 Nghi Son 68만톤)들이 올해 정상 가동이 예상되고, 3) 작년 말을 전후로 215만톤 규모의 유류 설비(인도네시아 TPPI 55만톤, 중국 Fuhaihuang 160만톤)들이 재가동에 들어갈 것으로 예상되기 때문이다.

PP/PDH부문도 올해 견조한 실적 흐름을 지속할 전망이다. 1) PP는 양호한 수급 상황이 이어질 전망이고, 2) 최근 LPG 성수기임에도 불구하고, 유가/천연가스 하락 등의 영향으로 LPG 가격이 큰 폭으로 하락하며 PDH 수익성이 개선되고 있기 때문이다. 참고로 1분기는 동사 PDH의 정기보수가 있으나, 2~3분기에는 역내 나프타 크래커 정기보수 진행에 따른 LPG 투입 감소 및 LPG 비수기 효과 등을 고려할 필요가 있다.

### >>> 역내 대표 PDH 통합 PP 업체

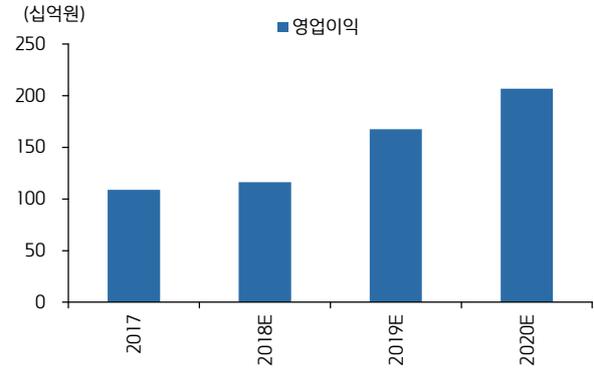
착공을 시작한 동사의 베트남 PP/PDH 프로젝트는 2019년 하반기에 PP(4) 30만톤, 2020년 하반기에 PP(5) 30만톤, PDH 60만톤이 완공된다. 이에 동 프로젝트가 완료되면, 동사의 PP 생산능력은 총 130만톤으로 증가하며, 역내 대표 PDH 통합 PP 업체가 될 전망이다.

2019~2020년 PX 신증설 계획

업체	국가	생산능력(천톤)	상업화 시기
Hengli Petrochemical	China	4,500	Q3 '19
Saudi Aramco	Saudi	800	Q4 '19
Sinopec Hainan No 2	China	1,000	Oct '19
Zhejiang Petrochemical (Zhoushan)	China	4,000	Q3 '19
Hengyi Brunei	Brunei	1,500	2020
		11,800	

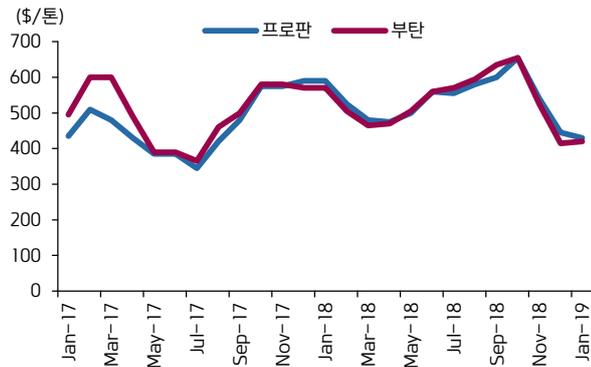
자료: 업계, 키움증권 리서치

효성화학 영업이익 추이/전망



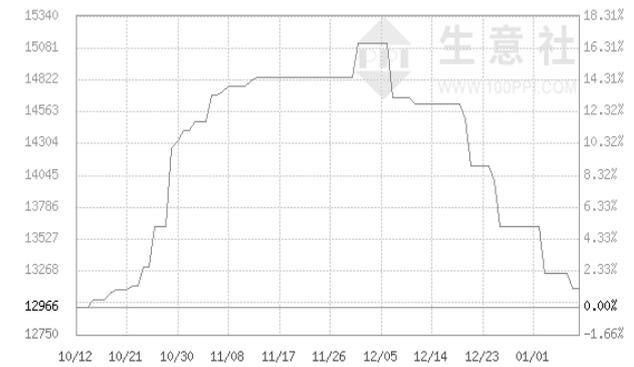
자료: 효성화학, 키움증권 리서치

사우디 아람코 프로판/부탄 계약 가격 추이



자료: 페트로넬, 키움증권 리서치

중국 모노불산 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2017	2018E	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	387	416	426	437	441	442	492	499	1,667	1,874	1,969	2,519
PP/PDH	198	229	234	225	238	245	252	244	886	979	1,046	1,530
기타	190	187	193	212	202	197	239	256	781	895	923	989
영업이익	33	16	42	18	19	37	36	24	109	116	167	207
PP/PDH	33	35	50	22	24	43	34	24	140	125	147	176
기타	1	-19	-8	-5	-5	-5	2	-1	-31	-9	20	31
영업이익률	8.6%	3.8%	9.8%	4.0%	4.3%	8.5%	7.4%	4.7%	6.5%	6.2%	8.5%	8.2%
PP/PDH	16.6%	15.1%	21.3%	9.9%	10.1%	17.3%	13.5%	10.0%	15.8%	12.8%	14.1%	11.5%
기타	0.3%	-10.1%	-4.1%	-2.2%	-2.5%	-2.5%	1.0%	-0.3%	-4.0%	-1.0%	2.2%	3.1%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
매출액	18,741	19,690	25,191
PP/PDH	9,794	10,458	15,299
기타	8,947	9,232	9,892
매출원가	16,900	17,303	22,210
매출총이익	1,841	2,387	2,981
매출총이익률(%)	9.8	12.1	11.8
판매비및관리비	678	712	911
영업이익	1,163	1,675	2,069
영업이익률(%)	6.2	8.5	8.2
PP/PDH	1,250	1,473	1,759
기타	-87	202	311
영업외손익	-721	-853	-1,073
법인세차감전이익	442	822	997
법인세차감전이익률(%)	2.4	4.2	4.0
법인세비용	97	181	219
유효법인세율(%)	22.0	22.0	22.0
당기순이익	345	641	777
당기순이익률(%)	1.8	3.3	3.1
지배주주지분순이익	345	641	777
지배주주지분순이익률(%)	1.8	3.3	3.1
EBITDA	3,074	3,683	4,638
EBITDA margin(%)	16.4	18.7	18.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-238	-424	1,042
투자활동현금흐름	-3,943	-4,277	-3,677
재무활동현금흐름	2,856	2,831	2,686
현금및현금성자산의순증가	-238	-424	1,042
기초현금및현금성자산	1,840	1,601	1,177
기말현금및현금성자산	1,601	1,177	2,219

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,868	4,609	6,611
현금및현금성자산	1,601	1,177	2,219
매출채권및유동채권	1,798	1,890	2,417
재고자산	1,279	1,343	1,719
기타유동자산	190	200	255
비유동자산	15,718	19,995	23,672
투자자산	472	472	472
유형자산 등	15,246	19,523	23,200
자산총계	20,587	24,605	30,283
유동부채	7,355	7,727	9,886
비유동부채	9,348	12,410	15,376
부채총계	16,703	20,137	25,262
자본금	160	160	160
주식발행초과금	3,277	3,277	3,277
이익잉여금	370	959	1,506
기타자본	77	77	77
자본총계	3,883	4,472	5,019

투자지표

(단위: 원, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)			
EPS	10,817	20,098	24,371
BPS	121,717	140,193	157,328
주당 EBITDA	96,359	115,437	145,386
CFS	70,717	83,031	104,886
DPS	1,622	7,235	8,774
주가배수(배)			
PER	13.9	7.5	6.2
PBR	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.9	4.3	4.3
PCFR	2.1	1.8	1.4

Compliance Notice

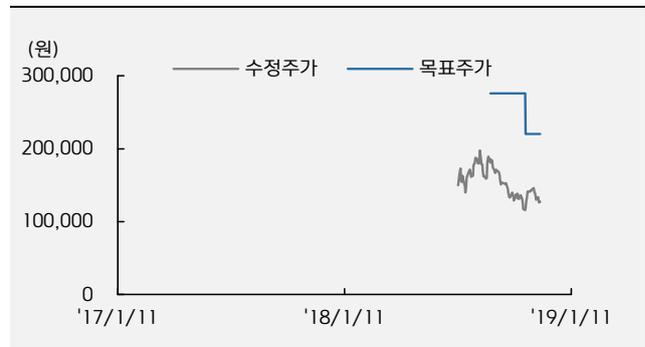
- 당사는 1월 10일 현재 '효성화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	2018/09/03	Buy(Initiate)	276,000원	6개월	-46.5	-32.8
	2018/10/31	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-36.5	-31.6
	2019/01/11	Buy(Maintain)	220,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%