



BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원
주가(03/21): 148,000원
시가총액: 4,721억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (03/21)	2,184.88pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	197,500원	115,500원
등락률	-25.06%	28.14%
수익률	절대	상대
1W	-8.9%	-7.1%
6M	-3.9%	2.9%
1Y	N/A	N/A

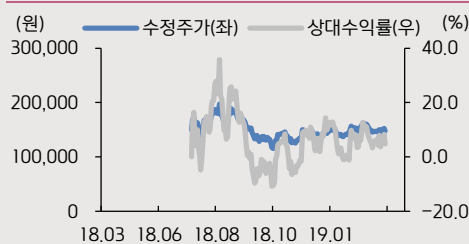
Company Data

발행주식수	3,190천주	
일평균 거래량(3M)	19천주	
외국인 지분율	15.42%	
배당수익률(18E)	0.7%	
BPS(18E)	124,630원	
주요 주주	☞ 효성 외 10인	43.78%
	국민연금관리공단	10.18%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018E	2019E	2020E
매출액	18,639	20,041	25,542
보고영업이익	1,092	1,303	1,834
핵심영업이익	1,092	1,303	1,834
EBITDA	2,653	3,266	4,335
세전이익	555	613	978
순이익	438	478	763
지배주주지분순이익	438	478	763
EPS(원)	13,730	14,982	23,916
증감률(%YoY)	N/A	9.1	59.6
PER(배)	10.3	9.9	6.2
PBR(배)	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	5.2	5.8	5.3
보고영업이익률(%)	5.9	6.5	7.2
핵심영업이익률(%)	5.9	6.5	7.2
ROE(%)	11.0	10.8	15.1
순부채비율(%)	233.4	322.1	362.6

Price Trend



실적 Preview

효성화학 (298000)

올해/내년, 증익 추세 지속 전망



효성화학의 올해/내년 영업이익은 각각 1,303억원, 1,834억원으로 증익 추세가 이어질 전망이다. 북미 Fractionation 설비 신증설 확대로 PP의 주요 원재료인 프로판 가격은 중장기적으로 안정화될 것으로 예상되며, 내년에는 중국 PX 신규 설비들의 가동으로 TPA 스프레드도 재차 반등할 것으로 전망되기 때문이다. 또한 NF3도 부산물 판매 확대, 원재료 가격 하락 및 운전효율 개선으로 마진 개선이 예상된다.

>>> 올해 1분기 영업이익, YoY/QoQ 증익 전망

효성화학의 올해 1분기 영업이익은 238억원으로 작년 대비 25.4%, 전 분기 대비 45.2% 증가할 전망이다.

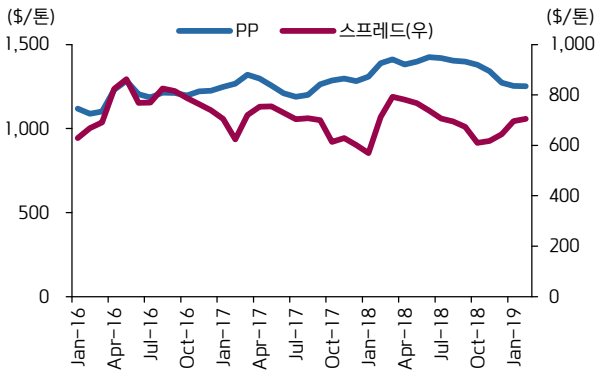
2월 중순부터 약 한달 동안의 PDH(30만톤) 정기보수에 따른 기회비용 발생, PX 가격 강세에 따른 TPA 스프레드 축소 및 TAC 필름 수출 감소 등에도 불구하고, 1) 사우디 프로판 계약 가격 하락에 따른 PP 통합 스프레드 개선 효과, 2) PET Chip 가격 하락으로 인한 PET 필름 마진 확대, 3) 모노불산 가격 하락으로 NF3 수익성이 개선되었을 것으로 예상되기 때문이다.

한편 동사의 올해/내년 영업이익은 각각 1,303억원, 1,834억원으로 증익 추세를 지속할 전망이다. 1) 프로판은 분기별 계절성/변동성이 있겠지만, 미국 Fractionation 설비 신증설 확대로 공급이 확대되며, PP-프로판 스프레드는 중장기적으로 견조한 흐름을 지속할 전망이고, 2) 올해 PX 업황에 대한 시장의 논리가 대립하고 있으나, 내년에는 중국 PX 신규 설비들이 가동할 것으로 전망되는 등 TPA 스프레드는 올해 하반기에서 내년에 재차 반등할 가능성이 크며, 3) 기타부문 중 TAC 필름과 폴리케톤은 제품믹스(아크릴 확대) 개선, 신규 판매처 확보(창틀용)로 판매량이 증가하며, 적자가 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

>>> 중국 취저우 NF3 플랜트 인수 계획

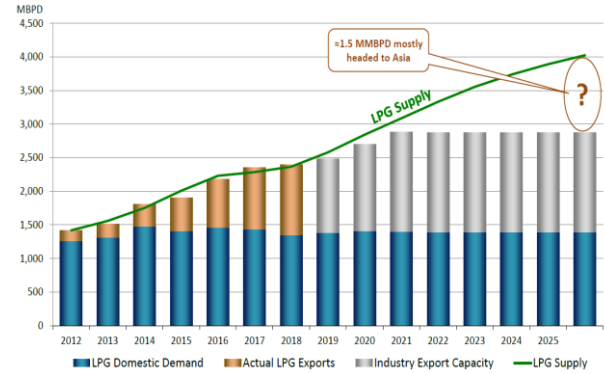
경쟁사 대비 낮은 마진을 기록으로 동사의 NF3부문은 현재 시가총액에 전혀 반영되지 못하고 있는 것으로 보인다. 동사는 NF3부문의 사업 효율 및 중국 시장점유율 확대를 위하여, 효성티앤씨가 보유한 중국 취저우 NF3 플랜트(1,250톤)를 올해 중으로 인수할 계획으로 보인다. 인수가 완료된다면, 동사의 연결 NF3 생산능력은 5,800톤으로 경쟁사인 SK머티리얼즈 대비 55% 정도로 증가한다. 또한 NF3부문은 F2N2 등 부산물 판매 확대, 원재료 가격 하락 및 운전효율 개선으로 작년 대비 실적이 개선될 것으로 보인다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 220,000원을 유지한다.

국내 PP 가격 및 스프레드(프로판) 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

미국 LPG 수급 추이/전망



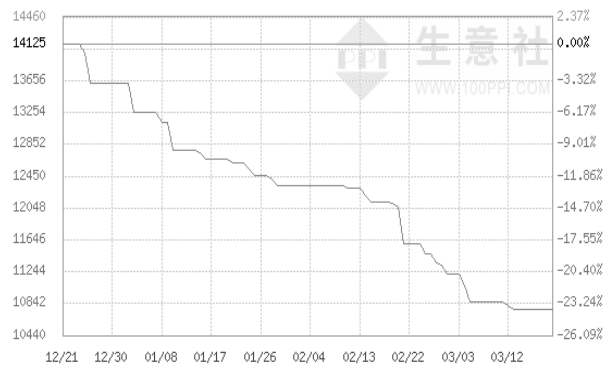
자료: EPD, 키움증권 리서치

USGC Fractionation 설비 증설 계획

업체	위치	설비	생산능력	상업화 시기
ET	Mont Belvieu	Frac VI	150	1Q19
EPD	Ascension	Tebone Restart	30	1Q19
TRGP	Mont Belvieu	Frac VI	100	2Q19
ENLK	Eunice	Expansion	10	2Q19
ENLK	Plaquemine	Expansion	20	2Q19
EPD	Corpus Christi	Shoup Expansion	25	3Q19
OKE	Mont Belvieu	MB4	125	1Q20
EPD	Mont Belvieu	Frac X	150	1Q20
ET	Mont Belvieu	Frac VII	150	1Q20
TRGP	Mont Belvieu	Frac VIII	110	1Q20
EPIC	Corpus Christi	EPIC - I	110	1Q20
TRGP	Mont Belvieu	Frac VIII	110	2Q20
EPD	Mont Belvieu	Frac XI	150	2Q20
PSX	Sweeney	Frac II/III	300	4Q20
Permico	Corpus Christi	El Centro	300	4Q20
OKE	Mont Belvieu	MB5	125	1Q21
TRGP	Mont Belvieu	Frac IX	-	2~3Q21

자료: 각사, 키움증권 리서치

중국 모노불산 가격 추이



자료: SS, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망

(십억원)	2018				2019				2017	2018	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	441	442	492	489	447	497	522	538	1,667	1,864	2,004	2,554
PP/PDH	238	245	252	248	242	268	281	290	886	984	1,081	1,565
기타	202	197	239	241	205	229	241	249	781	880	923	989
영업이익	19	37	36	16	24	36	41	29	109	109	130	183
PP/PDH	24	43	34	7	20	28	31	17	140	107	96	138
기타	-5	-5	2	10	4	8	10	12	-31	2	34	45
영업이익률	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.3%	7.3%	7.9%	5.4%	6.5%	5.9%	6.5%	7.2%
PP/PDH	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	8.2%	10.6%	10.9%	5.9%	15.8%	10.9%	8.9%	8.8%
기타	-2.5%	-2.5%	1.0%	4.0%	1.9%	3.5%	4.3%	4.8%	-4.0%	0.2%	3.7%	4.6%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
매출액	18,639	20,041	25,542
PP/PDH	9,838	10,809	15,650
기타	8,801	9,232	9,892
매출원가	16,675	17,800	22,513
매출총이익	1,964	2,241	3,029
매출총이익률(%)	10.5	11.2	11.9
판매비및관리비	872	938	1,195
영업이익	1,092	1,303	1,834
영업이익률(%)	5.9	6.5	7.2
PP/PDH	1,073	959	1,380
기타	19	344	453
영업외손익	-532	-691	-855
법인세차감전이익	555	613	978
법인세차감전이익률(%)	3.0	3.1	3.8
법인세비용	117	135	215
유효법인세율(%)	21.1	22.0	22.0
당기순이익	438	478	763
당기순이익률(%)	2.3	2.4	3.0
지배주주지분순이익	438	478	763
지배주주지분순이익률(%)	2.3	2.4	3.0
EBITDA	2,653	3,266	4,335
EBITDA margin(%)	14.2	16.3	17.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-455	-513	1,088
투자활동현금흐름	-4,226	-5,172	-3,699
재무활동현금흐름	2,876	3,758	2,737
현금및현금성자산의순증가	-455	-513	1,088
기초현금및현금성자산	1,840	1,384	871
기말현금및현금성자산	1,384	871	1,959

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,634	4,365	6,412
현금및현금성자산	1,384	871	1,959
매출채권및유동채권	1,789	1,923	2,451
재고자산	1,272	1,367	1,743
기타유동자산	189	203	259
비유동자산	16,001	21,173	24,872
투자자산	472	472	472
유형자산 등	15,529	20,701	24,399
자산총계	20,635	25,538	31,284
유동부채	7,315	7,865	10,024
비유동부채	9,348	13,250	16,216
부채총계	16,663	21,115	26,240
자본금	160	160	160
주식발행초과금	3,277	3,277	3,277
이익잉여금	463	909	1,528
기타자본	77	77	77
자본총계	3,976	4,422	5,041

투자지표

(단위: 원, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)			
EPS	13,730	14,982	23,916
BPS	124,630	138,613	158,033
주당 EBITDA	83,158	102,387	135,895
CFS	62,662	76,512	102,335
DPS	1,000	4,495	7,175
주가배수(배)			
PER	10.3	9.9	6.2
PBR	1.1	1.1	0.9
EV/EBITDA	5.2	5.8	5.3
PCFR	2.3	1.9	1.4

Compliance Notice

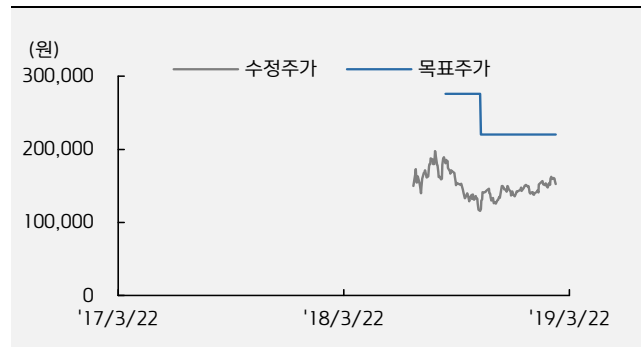
- 당사는 3월 21일 현재 '효성화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

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	-48.1	-32.8
	2019/01/11	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-33.2	-28.9
	2019/02/20	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-32.3	-26.1
	2019/03/22	Buy(Maintain)	220,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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%