

효성화학 (298000)

사상 최초의 미국 LPG 물량 인도에 도착. 프로판 약세 가능성 높아

4/11 최초로 미국 LPG 인도에 도착. 4월 말 3개 추가 도착

3/6일 텍사스 Freeport를 출발한 Clipper Sun의 VLGC가 최초로 미국산 LPG를 싣고 4/11일 인도 엔노레(Ennore)항에 도착했다. 4월 말까지 3개 가량의 VLGC가 추가로 인도에 도착한다. Iris Glory는 4/12일, BW Loyalty는 4/22일, Thetis Glory는 4/26일 예정이다. Sakura Gas도 4/4일 텍사스를 출발해 5월 경 도착한다. 휴스턴에서 인도까지 운송비는 80\$/톤 내외로 사우디와 미국의 프로판 가격차 180\$/톤 감안 시 충분히 미국 물량이 유입될 수 있는 환경이다. 1개의 VLGC는 LPG 약 45,000톤을 운반할 수 있기에 4월에만 약 18만톤의 미국 물량이 유입되는 셈이다. 이는 인도의 최근 월간 평균 수입량 116만톤 대비 16%에 해당한다.

인도의 미국산 LPG 수입 확대는 서로 Win-Win

인도의 미국산 LPG 수입량 확대는 양국 입장에서 서로 윈윈이다. 미국은 중국의 관세부과에 따라 중국향 수출이 위축된 상황에서 대체 시장을 찾아야 하는 과정에 있었다. 반면, 인도는 가파르게 성장하는 수요를 감안할 때 수입량 증대가 필요하나 최근 중국이 미국 물량을 증동산으로 대체하면서 사우디 LPG가 미국산 대비 180\$/톤(프로판)이나 높아 증동을 대체할 대안이 필요했다. 참고로, 인도는 LPG 수입의 80% 이상을 사우디/카타르/UAE로부터 조달하고 있다.

단기/중장기적으로 원재료 프로판의 약세를 전망

최근 사우디 프로판의 상대적 강세는 1) 미국 프로판에 대한 중국 관세부과로 증동산 프리미엄 확대 2) OPEC 감산에 따른 공급량 감소 3) 3월 초 휴스턴 항구의 탱크 폭발사고로 인한 미국 수출 차질 등에 기인한다. 하지만, 인도의 미국산 LPG 수입으로 증동산에 대한 수요는 진정될 것이며, 고유가로 인한 수요 위축을 감안하면 OPEC의 감산 또한 마무리 단계라 판단한다. 또한 5월 이후는 하절기라 프로판 수요가 약세를 보이는 구간이다. 2H19에는 미국 Enterprise Product Partners가 휴스턴 수출 설비를 확장하고, Targa Resources Corp. 또한 물량을 수출할 것으로 예상되기에 인도는 지속적으로 미국물량 수입 비중을 늘려갈 것이다. 단기 뿐 아니라 중장기적으로 원료 프로판의 약세를 전망한다.

Update

BUY

| TP(12M): 230,000원 | CP(4월 19일): 141,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,216.15
52주 최고/최저(원)	197,500/115,500
시가총액(십억원)	449.8
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	17.3
60일 평균 거래대금(십억원)	2.6
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.71
외국인지분율(%)	14.39
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.76
국민연금	11.21
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.7) 7.6 0.0
상대	(7.3) 4.7 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,918.6	2,281.6
영업이익(십억원)	141.3	183.5
순이익(십억원)	67.3	88.9
EPS(원)	22,650	31,221
BPS(원)	138,251	163,845

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	1,116.8	1,880.1	2,337.6	2,829.7
영업이익	십억원	0.0	65.0	148.1	180.6	298.6
세전이익	십억원	0.0	27.4	83.8	93.5	199.4
순이익	십억원	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
EPS	원	0	11,059	19,968	22,284	47,494
증감률	%	N/A	N/A	80.6	11.6	113.1
PER	배	N/A	12.84	7.06	6.33	2.97
PBR	배	N/A	1.23	1.05	0.90	0.70
EV/EBITDA	배	N/A	8.75	5.85	5.29	3.67
ROE	%	0.00	5.55	16.02	15.40	26.59
BPS	원	0	115,698	134,670	155,958	202,456
DPS	원	0	1,000	1,000	1,000	1,000

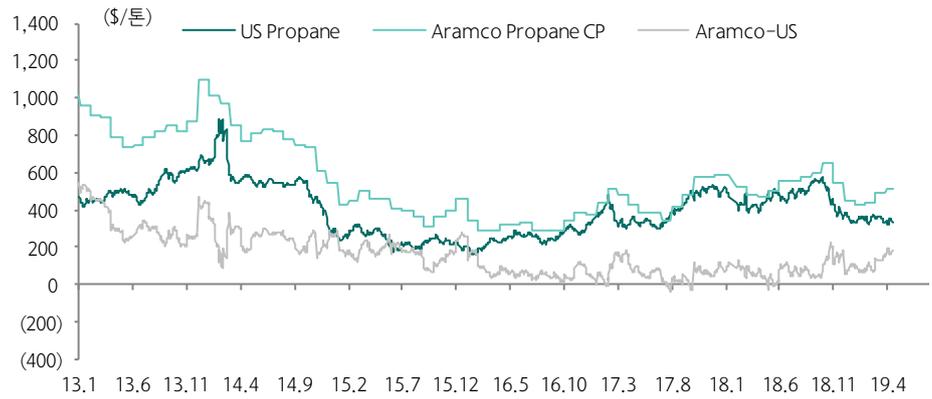


Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

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

최근 사우디 프로판 가격의 상대적 강세 나타나

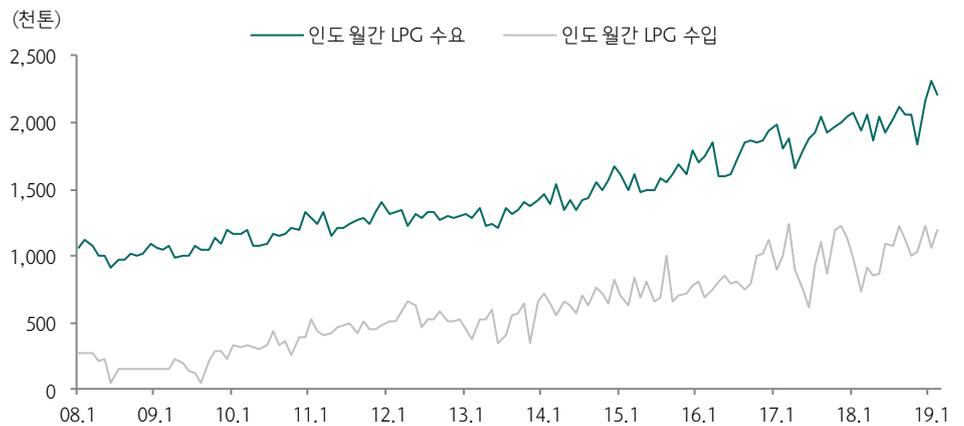
그림 1. 미국/사우디 프로판 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

인도의 LPG 수요/수입량은 큰 폭의 증가세 지속

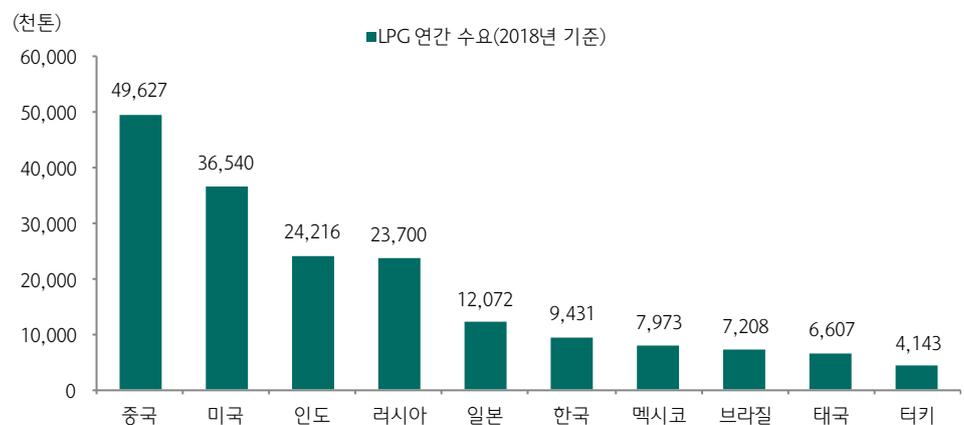
그림 2. 인도의 월간 LPG 수요와 수입량 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

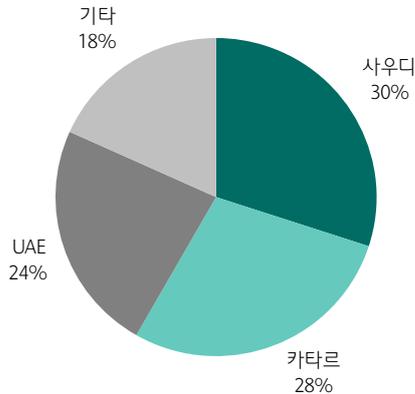
인도의 글로벌 LPG 수요 M/S는 10% 가량에 해당

그림 3. 국가별 LPG 연간 수요



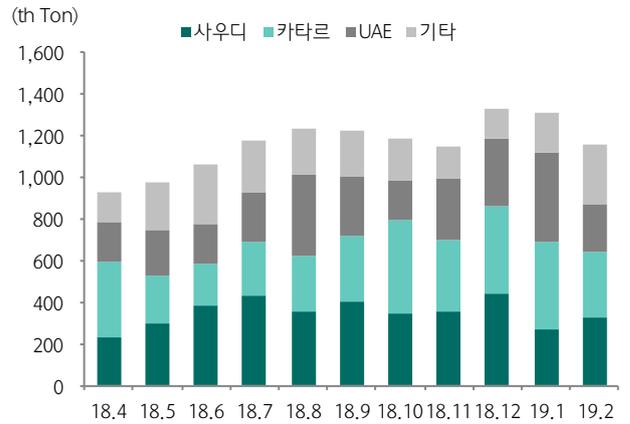
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 인도의 LPG 수입 국가별 비중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

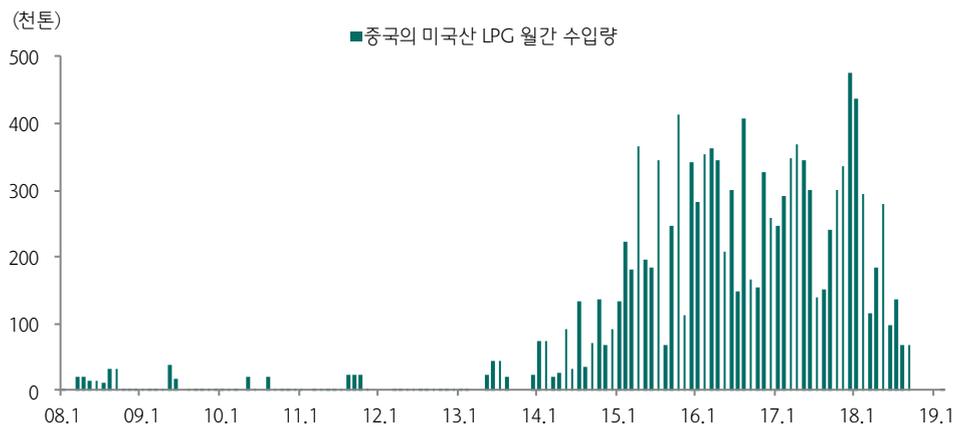
그림 5. 인도의 월별 LPG 수입량의 국가별 Break Down



자료: Bloomberg, 하나금융투자

미국산 프로판에 대한 관세부과 이후 중국의 미국산 프로판 수입량 급격하게 감소

그림 6. 중국의 미국산 LPG 월간 수입량 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

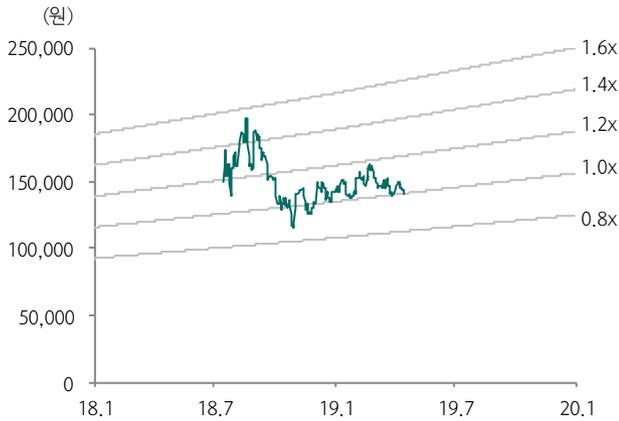
표 1. 효성화학 2021년까지의 Valuation

(십억원, 배, 원)

	2019년	2020년	2021년	비고
영업가치 (A)+(B)	1,930	2,347	2,468	
화학사업 EBITDA	268	338	468	
화학사업 Target EV/EBITDA	6.0	5.8	4.4	Target Multiple 6배, 5.8배, 4.4배 각각 적용
화학사업 영업가치(A)	1,609	1,960	2,059	
NF3 EBITDA	45	54	57	
NF3 Target EV/EBITDA	7.2	7.2	7.2	SK머티리얼즈의 EV/EBITDA Multiple 9배에서 20% 할인
NF3 영업가치(B)	321	387	409	
순차입금	1,380	1,621	1,475	연말 기준
총 기업가치	550	726	993	영업가치-순차입금
주식수(천주)	3,190	3,190	3,190	
주당 NAV	172,335	227,563	311,344	
목표주가	180,000	230,000	300,000	
현 주가	141,000	141,000	141,000	
Upside	28%	63%	113%	

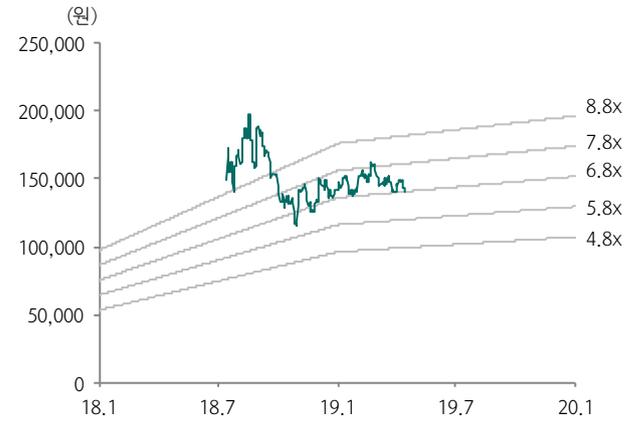
자료: 하나금융투자

그림 7. 효성화학 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 8. 효성화학 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 2. 효성화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019				FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	440.6	442.4	491.8	489.0	445.8	484.5	476.7	473.0	1,863.7	1,880.1	2,337.6	2,829.7
QoQ(%)	0.7%	0.4%	11.2%	-0.6%	-8.8%	8.7%	-1.6%	-0.8%				
YoY(%)	13.7%	6.2%	15.4%	11.8%	1.2%	9.5%	-3.1%	-3.3%	11.8%	0.9%	24.3%	21.0%
PP/DH	238.4	245.1	252.4	247.8	219.2	252.3	244.7	238.4	983.7	954.6	1,368.1	1,802.2
PTA	86.4	80.7	114.0	109.8	99.4	102.0	96.7	94.8	390.9	393.0	400.5	414.2
기타(NF3+필름 등)	109.9	112.2	123.3	128.5	124.1	127.5	132.4	136.9	473.9	520.8	557.7	601.9
영업이익	19.0	37.5	36.3	16.4	26.2	43.2	46.5	32.3	109.2	148.1	180.6	298.6
영업이익률(%)	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.9%	8.9%	9.8%	6.8%	5.9%	7.9%	7.7%	10.6%
QoQ(%)	7.6%	97.4%	-3.2%	-54.8%	59.7%	64.9%	7.8%	-30.7%				
YoY(%)	-43.2%	137.2%	-13.4%	-7.1%	37.9%	15.1%	28.1%	96.7%	0.3%	35.7%	21.9%	65.4%
PP/DH	24.1	42.5	34.0	6.7	22.6	38.4	41.5	26.0	107.3	128.4	148.8	249.5
영업이익률(%)	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	10.3%	15.2%	17.0%	10.9%	10.9%	13.5%	10.9%	13.8%
QoQ(%)	7.9%	76.6%	-20.0%	-80.3%	236.9%	70.1%	8.1%	-37.4%				
YoY(%)	-26.9%	22.6%	-31.6%	-70.0%	-6.2%	-9.7%	22.0%	287.4%	-23.2%	19.7%	15.9%	67.7%
PTA	0.5	0.9	5.9	0.3	2.0	2.8	3.2	3.9	7.6	11.9	17.1	19.1
영업이익률(%)	0.6%	1.1%	5.2%	0.3%	2.0%	2.8%	3.3%	4.1%	1.9%	3.0%	4.3%	4.6%
QoQ(%)	-79.1%	74.4%	542.4%	-94.9%	565.3%	40.9%	12.9%	22.2%				
YoY(%)	-80.8%	71.6%	344.2%	-88.1%	280.7%	207.6%	-45.9%	1193.8%	7.2%	55.9%	44.2%	11.9%
기타(NF3+필름 등)	-8.7	-6.7	-3.2	0.6	0.9	1.2	1.1	1.7	-18.0	5.0	11.9	27.2
영업이익률(%)	-7.9%	-6.0%	-2.6%	0.5%	0.7%	1.0%	0.9%	1.2%	-3.8%	1.0%	2.1%	4.5%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	50.8%	38.1%	-8.0%	48.4%				
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	184.3%	적지	흑전	136.6%	129.2%
당기순이익	8.3	17.7	23.4	-5.6	13.5	18.6	21.2	10.3	43.8	63.7	71.1	151.5
당기순이익률(%)	1.9%	4.0%	4.8%	-1.1%	3.0%	3.8%	4.4%	2.2%	2.3%	3.4%	3.0%	5.4%
QoQ(%)	흑전	113.0%	32.4%	적전	흑전	37.6%	13.7%	-51.2%				
YoY(%)	-75.1%	809.1%	0.6%	적지	63.3%	5.5%	-9.5%	흑전	-16.0%	45.6%	11.6%	113.1%
지배주순이익	8.3	17.7	23.4	-5.6	13.5	18.6	21.2	10.3	43.8	63.7	71.1	151.5

주: 2018년 데이터는 동일한 회계기준을 적용하여 소급 적용한 숫자
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	0.0	1,116.8	1,880.1	2,337.6	2,829.7
매출원가	0.0	1,002.2	1,702.2	2,120.1	2,486.3
매출총이익	0.0	114.6	177.9	217.5	343.4
판매비	0.0	49.6	29.7	36.9	44.7
영업이익	0.0	65.0	148.1	180.6	298.6
금융손익	0.0	(29.1)	(64.3)	(87.1)	(99.3)
중속/관계기업손익	0.0	(7.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(1.5)	0.0	0.0	0.0
세전이익	0.0	27.4	83.8	93.5	199.4
법인세	0.0	7.0	20.1	22.4	47.8
계속사업이익	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
지배주주지분포괄이익	0.0	23.3	63.7	71.1	151.5
NOPAT	0.0	48.3	112.6	137.3	227.0
EBITDA	0.0	154.7	312.8	391.6	524.7
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	68.3	24.3	21.1
NOPAT증가율	N/A	N/A	133.1	21.9	65.3
EBITDA증가율	N/A	N/A	102.2	25.2	34.0
영업이익증가율	N/A	N/A	127.8	21.9	65.3
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	212.3	11.6	113.1
EPS증가율	N/A	N/A	80.6	11.6	113.1
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	10.3	9.5	9.3	12.1
EBITDA이익률	N/A	13.9	16.6	16.8	18.5
영업이익률	N/A	5.8	7.9	7.7	10.6
계속사업이익률	N/A	1.8	3.4	3.0	5.4
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	0	11,059	19,968	22,284	47,494
BPS	0	115,698	134,670	155,958	202,456
CFPS	0	76,224	98,046	122,764	164,487
EBITDAPS	0	83,861	98,046	122,764	164,487
SPS	0	605,574	589,338	732,769	887,016
DPS	0	1,000	1,000	1,000	1,000
주기지표(배)					
PER	N/A	12.8	7.1	6.3	3.0
PBR	N/A	1.2	1.0	0.9	0.7
PCFR	N/A	1.9	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	N/A	8.8	5.9	5.3	3.7
PSR	N/A	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	0.0	5.6	16.0	15.4	26.6
ROA	0.0	1.2	3.0	2.6	4.6
ROIC	0.0	3.8	7.3	7.0	10.6
부채비율	0.0	350.2	492.0	509.6	443.6
순부채비율	0.0	245.2	322.7	327.0	229.0
이자보상배율(배)	0.0	3.1	2.3	2.1	3.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	0.0	438.3	817.1	1,022.7	1,525.5
금융자산	0.0	82.3	217.7	277.4	623.3
현금성자산	0.0	79.3	212.6	271.1	615.7
매출채권 등	0.0	184.7	310.9	386.5	467.9
재고자산	0.0	125.3	210.9	262.3	317.5
기타유동자산	0.0	46.0	77.6	96.5	116.8
비유동자산	0.0	1,214.9	1,715.1	1,999.1	1,975.4
투자자산	0.0	10.0	16.8	20.9	25.3
금융자산	0.0	3.3	5.5	6.9	8.3
유형자산	0.0	1,117.6	1,610.9	1,890.8	1,862.8
무형자산	0.0	74.1	74.1	74.1	74.1
기타비유동자산	0.0	13.2	13.3	13.3	13.2
자산총계	0.0	1,653.2	2,532.2	3,021.8	3,500.9
유동부채	0.0	686.0	732.7	847.4	970.7
금융부채	0.0	399.7	255.2	255.2	255.2
매입채무 등	0.0	275.7	464.1	577.0	698.5
기타유동부채	0.0	10.6	13.4	15.2	17.0
비유동부채	0.0	600.0	1,371.7	1,678.7	1,886.2
금융부채	0.0	582.9	1,342.9	1,642.9	1,842.9
기타비유동부채	0.0	17.1	28.8	35.8	43.3
부채총계	0.0	1,286.0	2,104.4	2,526.1	2,856.9
지배주주지분	0.0	367.2	427.8	495.7	644.0
자본금	0.0	16.0	16.0	16.0	16.0
자본잉여금	0.0	329.0	329.0	329.0	329.0
자본조정	0.0	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
기타포괄이익누계액	0.0	5.9	5.9	5.9	5.9
이익잉여금	0.0	18.3	78.8	146.7	295.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	367.2	427.8	495.7	644.0
순금융부채	0.0	900.4	1,380.5	1,620.8	1,474.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0.0	76.8	187.9	257.9	351.6
당기순이익	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
조정	0.0	101.8	164.6	211.0	226.2
감가상각비	0.0	89.7	164.7	211.0	226.1
외환거래손익	0.0	8.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	7.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	(3.0)	(0.1)	0.0	0.1
영업활동자산부채변동	0.0	(45.4)	(40.4)	(24.2)	(26.1)
투자활동 현금흐름	0.0	(145.2)	(666.9)	(496.2)	(203.8)
투자자산감소(증가)	0.0	(10.0)	(6.8)	(4.1)	(4.4)
유형자산감소(증가)	0.0	(83.6)	(658.0)	(490.9)	(198.1)
기타	0.0	(51.6)	(2.1)	(1.2)	(1.3)
재무활동 현금흐름	0.0	(134.9)	612.3	296.8	196.8
금융부채증가(감소)	0.0	982.7	615.5	300.0	200.0
자본증가(감소)	0.0	344.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(1,462.5)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(3.2)	(3.2)	(3.2)
현금의 증감	0.0	(196.6)	133.4	58.5	344.6
Unlevered CFO	0.0	140.6	312.8	391.6	524.7
Free Cash Flow	0.0	(6.8)	(470.1)	(233.0)	153.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.17	BUY	230,000		
18.8.29	BUY	280,000	-47.80%	-32.50%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	91.9%	7.6%	0.6%	100.1%

* 기준일: 2019년 4월 18일

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 2019년 04월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 04월 22일 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.