



## BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(04/30): 138,000원

시가총액: 4,402억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (04/30)		2,203.59pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	197,500원	115,500원
등락률	-30.1%	19.5%
수익률	절대	상대
1W	-1.8%	-4.6%
6M	16.9%	6.9%
1Y	N/A	N/A

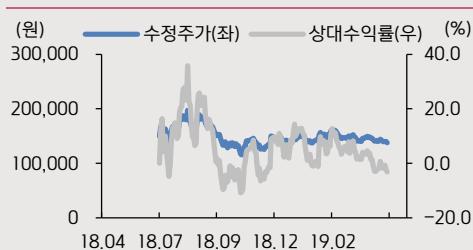
## Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	18천주
외국인 지분율	13.1%
배당수익률(19E)	0.7%
BPS(19E)	137,774원
주요 주주	효성 외 10인
	43.8%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,116.8	1,992.4	2,448.1	
영업이익	65.0	131.9	186.7	
EBITDA	154.7	275.3	396.2	
세전이익	27.4	93.0	140.6	
순이익	20.4	72.6	109.7	
자체주주지분순이익	20.4	72.6	109.7	
EPS(원)	11,059	22,743	34,380	
증감률(%YoY)	NA	105.7	51.2	
PER(배)	12.8	6.1	4.0	
PBR(배)	1.23	1.00	0.80	
EV/EBITDA(배)	8.8	6.1	4.5	
영업이익률(%)	5.8	6.6	7.6	
ROE(%)	5.6	18.0	22.2	
순부채비율(%)	245.2	278.8	247.7	

## Price Trend



## 실적 Review

## 효성화학 (298000)

## 올해 1분기 영업이익, 전 분기 대비 52.1% 증가



효성화학의 올해 1분기 영업이익은 249억원으로 전 분기 52.1% 증가하며, 당사 추정치에 부합하였습니다. PDH/PP 설비 정기보수에 따른 일회성 비용 증가 및 TPA 스프레드 축소에도 불구하고, 프로판 투입가격 하락으로 PP 스프레드가 확대되었고, NF3/TAC필름의 실적 개선에 기인합니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 1분기 영업이익, 추정치 부합

효성화학의 올해 1분기 영업이익은 249억원으로 전 분기 대비 52.1% 증가하며, 우리의 추정치에 부합하였다. 일부 PDH/PP 설비 정기보수에 따른 기회 손실 발생과 TPA 스프레드 축소에도 불구하고, 프로판 투입가격 하락에 따른 PP 스프레드 확대 및 NF3/TAC필름 실적 개선에 기인한다.

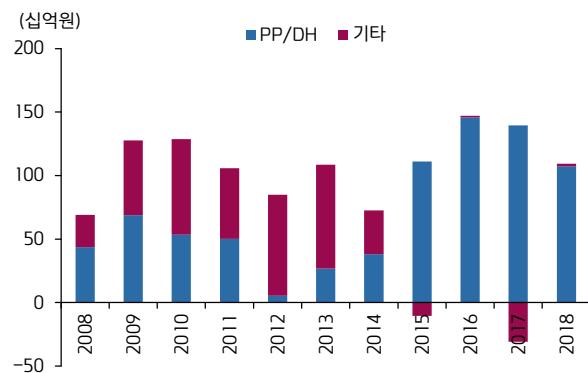
1) PP/DH부문 영업이익 210억원으로 전 분기 대비 213.4% 증가하였다. PDH 및 PP(No.1/2)의 정기보수로 약 60억원의 일회성 비용이 발생하였지만, 전 분기 대비 프로판 투입가격 하락으로 PP 스프레드는 견조한 수준을 유지하였기 때문이다. 2) 기타부문 영업이익은 39억원으로 전 분기 대비 59.8% 감소하였다. PX 수급 타이트로 인하여 TPA 스프레드가 축소되었기 때문이다. 한편 기타부문 중 NF3와 TAC필름은 견조한 실적으로 기록하였다. NF3은 두자릿 수 영업이익률을 기록한 것으로 추정되는데, 원재료인 모노불산 가격이 하락하였고, 부산물(F2N2) 판매 확대 등에 기인한다. TAC필름도 광폭 수출 확대, 일부 라인 효율성 개선으로 흑자 추세를 지속하였다.

한편 동사의 올해/내년 영업이익은 각각 1,319억원, 1,867억원으로 증익 추세를 지속할 전망이다. 1) 프로판은 가격 변동성이 있겠지만, 미국 Fractionation 설비 신증설로 공급이 확대되며, PP-프로판 스프레드는 중장 기적으로 견조한 흐름을 지속할 전망이고, 2) 올해 중반 이후 중국 PX 신규 설비들이 가동할 것으로 전망되어, TPA 스프레드는 올해 하반기에서 내년에 재차 반등할 가능성이 크며, 3) 동사는 원재료 가격과 연동한 포뮬러 도입으로 수익성을 안정적으로 방어하는 전략을 추진하고 있고, 4) 기타부문 중 TAC 필름과 폴리케톤은 제품믹스(아크릴 확대) 개선, 신규 판매처 확보(창틀용)로 판매량이 증가하며, 적자가 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 하반기, 1차 베트남 PP 플랜트 가동 전망

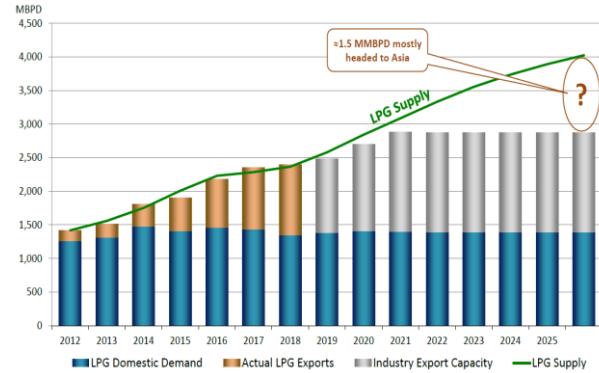
동사의 신규 모멘텀인 베트남 PP/PDH 프로젝트는 올해 하반기 PP(4) 30만 톤, 내년 하반기 PP(5) 30만톤, PDH 60만톤이 완공된다. 동 프로젝트가 완료되면 동사의 PP 생산능력은 130만톤으로 증가하며, 역내 대표 PDH 통합 PP 업체가 될 전망이다.

## 효성화학 부문별 영업이익 추이



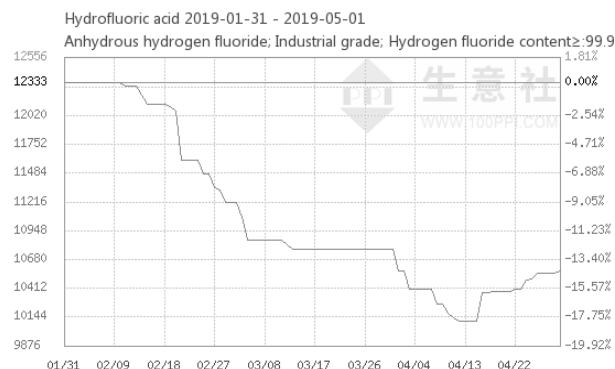
자료: 효성화학, 키움증권 리서치

## 미국 LPG 수급 추이/전망



자료: EPD, 키움증권 리서치

## 중국 모노불산 가격 추이



자료: SS, 키움증권 리서치

## 효성화학 베트남 프로젝트 구조



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

## 효성화학 실적 전망(2017~2018년 분할 전 실적 포함)

(십억원)	2018				2019				2017	2018	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE				
매출액	441	442	492	489	452	503	517	521	1,667	1,864	1,992	2,448
PP/PDH	238	245	252	248	220	247	253	256	886	984	975	1,409
기타	202	197	239	241	232	257	263	265	781	880	1,017	1,040
영업이익	19	37	36	16	25	40	41	26	109	109	132	187
PP/PDH	24	43	34	7	21	30	31	16	140	107	97	119
기타	-5	-5	2	10	4	10	11	10	-31	2	35	68
영업이익률	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.5%	7.9%	8.0%	5.0%	6.5%	5.9%	6.6%	7.6%
PP/PDH	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	9.6%	12.0%	12.1%	6.3%	15.8%	10.9%	10.0%	8.4%
기타	-2.5%	-2.5%	1.0%	4.0%	1.7%	3.9%	4.1%	3.7%	-4.0%	0.2%	3.4%	6.5%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	1,116.8	1,992.4	2,448.1	2,857.9	
매출원가	1,002.2	1,772.2	2,152.9	2,524.5	
매출총이익	114.6	220.3	295.3	333.4	
판관비	49.6	88.3	108.6	126.8	
<b>영업이익</b>	65.0	131.9	186.7	206.6	
<b>EBITDA</b>	154.7	275.3	396.2	450.5	
<b>영업외손익</b>	-37.6	-38.9	-46.0	-47.5	
이자수익	0.1	0.1	0.3	0.5	
이자비용	21.0	30.6	37.8	39.6	
외환관련이익	13.8	6.3	6.3	6.3	
외환관련손실	26.7	11.0	11.0	11.0	
증속 및 관계기업손익	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	
기타	3.2	3.3	3.2	3.3	
<b>법인세차감전이익</b>	27.4	93.0	140.6	159.1	
법인세비용	7.0	20.5	30.9	35.0	
<b>계속사업순손익</b>	20.4	72.6	109.7	124.1	
<b>당기순이익</b>	20.4	72.6	109.7	124.1	
<b>지배주주순이익</b>	20.4	72.6	109.7	124.1	
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	78.4	22.9	16.7	
영업이익 증감율	NA	102.9	41.5	10.7	
EBITDA 증감율	NA	78.0	43.9	13.7	
지배주주순이익 증감율	NA	255.9	51.1	13.1	
EPS 증감율	NA	105.7	51.2	13.2	
매출총이익율(%)	10.3	11.1	12.1	11.7	
영업이익률(%)	5.8	6.6	7.6	7.2	
EBITDA Margin(%)	13.9	13.8	16.2	15.8	
지배주주순이익률(%)	1.8	3.6	4.5	4.3	

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>					
현금 및 현금성자산	438.3	671.9	973.5	1,381.7	
단기금융자산	79.3	200.0	404.9	726.2	
매출채권 및 기타채권	184.7	199.2	244.8	285.8	
재고자산	125.3	223.5	274.7	320.6	
기타유동자산	49.0	49.2	49.1	49.1	
<b>비유동자산</b>					
투자자산	1,214.9	1,628.6	1,843.1	1,699.2	
유형자산	1,117.6	1,531.2	1,745.7	1,601.9	
무형자산	74.1	74.1	74.1	74.1	
기타비유동자산	13.2	13.3	13.3	13.2	
<b>자산총계</b>	1,653.2	2,300.5	2,816.6	3,081.0	
<b>유동부채</b>					
매입채무 및 기타채무	686.0	815.5	882.8	943.4	
단기금융부채	399.7	399.7	399.7	399.7	
기타유동부채	10.6	10.6	10.6	10.6	
<b>비유동부채</b>					
장기금융부채	600.0	1,045.6	1,384.8	1,464.8	
기타비유동부채	582.9	1,028.5	1,367.7	1,447.7	
기타	17.1	17.1	17.1	17.1	
<b>부채총계</b>	1,286.0	1,861.1	2,267.7	2,408.3	
<b>자자지분</b>					
자본금	367.2	439.5	548.9	672.7	
자본잉여금	16.0	16.0	16.0	16.0	
기타자본	329.0	329.0	329.0	329.0	
기타포괄손익누계액	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	
기타포괄손익누계액	5.9	8.8	11.7	14.6	
이익잉여금	18.3	87.7	194.2	315.1	
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>자본총계</b>	367.2	439.5	548.9	672.7	

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	76.8	254.4	311.7	363.4	
당기순이익	0.0	72.6	109.7	124.1	
비현금항목의 가감	120.2	188.7	272.4	312.3	
유형자산감가상각비	89.7	143.3	209.5	243.8	
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분평가손익	-7.0	0.0	0.0	0.0	
기타	37.5	45.4	62.9	68.5	
영업활동자산부채증감	-45.4	16.7	-29.3	-26.4	
매출채권및기타채권의감소	-50.4	-14.6	-45.6	-41.0	
재고자산의감소	-13.2	-98.2	-51.1	-46.0	
매입채무및기타채무의증가	15.5	129.5	67.4	60.6	
기타	2.7	0.0	0.0	0.0	
기타현금흐름	2.0	-23.6	-41.1	-46.6	
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145.2	-545.1	-412.1	-88.1	
유형자산의 취득	-83.6	-557.0	-424.0	-100.0	
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 순취득	-60.5	0.0	0.0	0.0	
투자자산의감소(증가)	-10.0	0.0	0.0	0.0	
단기금융자산의감소(증가)	-3.0	0.0	0.0	0.0	
기타	11.9	11.9	11.9	11.9	
<b>재무활동 현금흐름</b>	-134.9	442.4	336.0	76.8	
차입금의 증가(감소)	-133.0	445.6	339.2	80.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	-1.8	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	0.0	-3.2	-3.2	-3.2	
기타	-0.1	0.0	0.0	0.0	
기타현금흐름	6.7	-30.9	-30.8	-30.7	
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-196.6	120.8	204.8	321.4	
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	200.0	404.9	
기밀현금 및 현금성자산	79.3	200.0	404.9	726.3	

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, %, 배)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,059	22,743	34,380	38,902	
BPS	115,120	137,774	172,064	210,876	
CFPS	76,224	81,885	119,784	136,803	
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.8	6.1	4.0	3.5	
PER(최고)	17.9	7.3			
PER(최저)	10.0	6.0			
PBR	1.23	1.00	0.80	0.65	
PBR(최고)	1.72	1.20			
PBR(최저)	0.96	0.99			
PSR	0.23	0.22	0.18	0.15	
PCFR	1.9	1.7	1.2	1.0	
EV/EBITDA	8.8	6.1	4.5	3.5	
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금)	15.6	4.4	2.9	2.6	
배당수익률(%),보통주,현금)	0.7	0.7	0.7	0.7	
ROA	1.2	3.7	4.3	4.2	
ROE	5.6	18.0	22.2	20.3	
ROIC	3.3	7.0	8.2	8.7	
매출채권회전율	12.1	10.4	11.0	10.8	
재고자산회전율	17.8	11.4	9.8	9.6	
부채비율	350.2	423.4	413.1	358.0	
순차입금비율	245.2	278.8	247.7	166.2	
이자보상배율	3.1	4.3	4.9	5.2	
총차입금	982.7	1,428.3	1,767.5	1,847.5	
순차입금	900.4	1,225.2	1,359.6	1,118.3	
NOPLAT	154.7	275.3	396.2	450.5	
FCF	-58.1	-294.1	-98.2	278.6	

## Compliance Notice

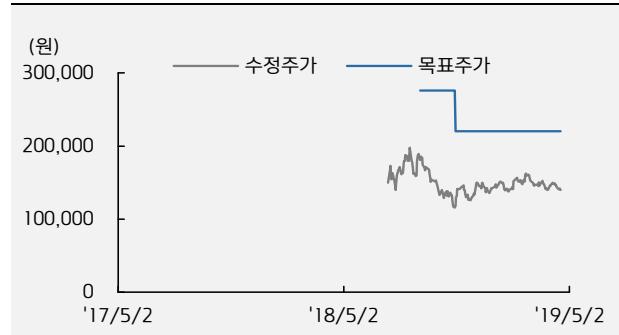
- 당사는 4월 30일 현재 '효성화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	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	-35.3	-28.9	
	2019/02/20	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-34.4	-26.1	
	2019/03/22	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-34.5	-26.1	
	2019/05/02	Buy(Maintain)	220,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기입	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 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%