

효성화학 (298000)

6월 사우디 프로판 MoM 18% 인하. 아시아 프로판 약세의 신호탄

6월 사우디아라코 프로판 5개월 만에 인하. MoM -95\$/톤

사우디아라코의 아시아향 프로판 계약가격(CP)이 430\$/톤 (MoM -95\$/톤, -18%)으로 5개월 만에 인하 고시되었다. 최근 미국 대비 일시적으로 200\$/톤 이상 비싸졌던 사우디 가격이 미국 가격인 280~290\$/톤에 점진적으로 수렴해가는 과정이라 판단한다. 최근 사우디 프로판의 상대적 강세는 1) 중국의 미국산 프로판에 대한 관세부과로 사우디산에 대한 프리미엄이 발생했으며 2) OPEC의 감산에 따른 공급 감소 3) 3월 초 휴스턴 항구의 탱크 폭발사고로 인한 미국의 수출 차질 등의 요인이 혼재해 있다. 하지만, 6월을 기점으로 아시아 프로판 가격은 약세 구간에 진입할 전망이다. 효성화학 입장에서는 뚜렷한 원가절감 요인이다. 이는 1) 지난 4월 인도가 사상 최초로 미국산 LPG를 받기 시작해 사우디산에 대한 프리미엄이 축소될 것이며 2) 미국 수출 이슈도 정상화되었고 3) 하절기 프로판 수요 약세 4) 미국의 설비 확장에 따른 추가적인 수출 증대 가능성 때문이다.

프로판 약세가 프로필렌/PP 가격에 미치는 영향은 제한적

글로벌 프로필렌 공급 구성은 NCC 45%, 정유사 32%, PDH 11%, CTO/MTO 6%로 NCC/정유사의 공급비중이 80%에 육박한다. 즉, 프로필렌과 PP의 수급 및 가격은 PDH보다는 NCC/정유사에 의해 결정된다. 바꿔 말해, 프로판의 약세가 프로필렌/PP의 약세로 귀결되지 않는다는 것이다.

가장 싸게 프로필렌/PP를 만드는 방법은 PDH가 될 전망

2018년 초부터 현재까지 프로필렌 제조 원재료별 가격변화율은 유가 +6.2%, 납사 -11%, 사우디프로판 -27%, 미국 프로판 -44%다. 글로벌 프로필렌 공급비중이 높은 NCC/정유사의 원재료보다 프로판이 더 큰 폭으로 하락한 것이다. 특히, 현재 납사 가격은 547\$/톤으로 6월 사우디 프로판은 이의 78%, 미국 프로판은 53%에 불과하다. 업체별 실제 원가 차이는 있겠으나, 단순히 원재료만 놓고 보면 이제는 PDH가 NCC보다 더 싼 원재료로 프로필렌/PP를 만들게 되었고, 향후 미국의 프로판 생산증가를 감안하면 PDH의 원가우위는 지속될 가능성이 높다. 참고로, 효성화학의 연간 프로판 구매량은 60만톤 가량으로 모든 조건이 동일할 때 프로판 100\$/톤 하락 시 이익개선 효과는 약 700억원이다.

Update

BUY

| TP(12M): 230,000원 | CP(5월 29일): 141,000원

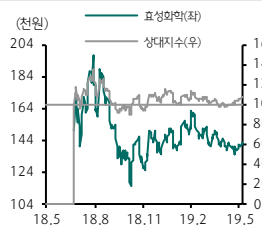
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,023.32
52주 최고/최저(원)	197,500/115,500
시가총액(십억원)	449.8
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	16.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.4
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.71
외국인지분율(%)	11.46
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.76
국민연금	11.21
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.7 4.4 0.0
상대	10.3 9.1 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,919.4	2,334.3
영업이익(십억원)	142.8	180.7
순이익(십억원)	72.1	94.2
EPS(원)	22,609	29,391
BPS(원)	136,522	165,272

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	1,116.8	1,866.8	2,316.7	2,804.1
영업이익	십억원	0.0	65.0	144.1	175.9	292.2
세전이익	십억원	0.0	27.4	79.7	88.9	192.9
순이익	십억원	0.0	20.4	60.6	67.5	146.6
EPS	원	0	11,059	18,999	21,174	45,966
증감률	%	N/A	N/A	71.8	11.4	117.1
PER	배	N/A	12.84	7.42	6.66	3.07
PBR	배	N/A	1.23	1.05	0.92	0.71
EV/EBITDA	배	N/A	8.75	5.92	5.35	3.72
ROE	%	0.00	5.55	15.31	14.79	26.15
BPS	원	0	115,698	133,701	153,880	198,850
DPS	원	0	1,000	1,000	1,000	1,000

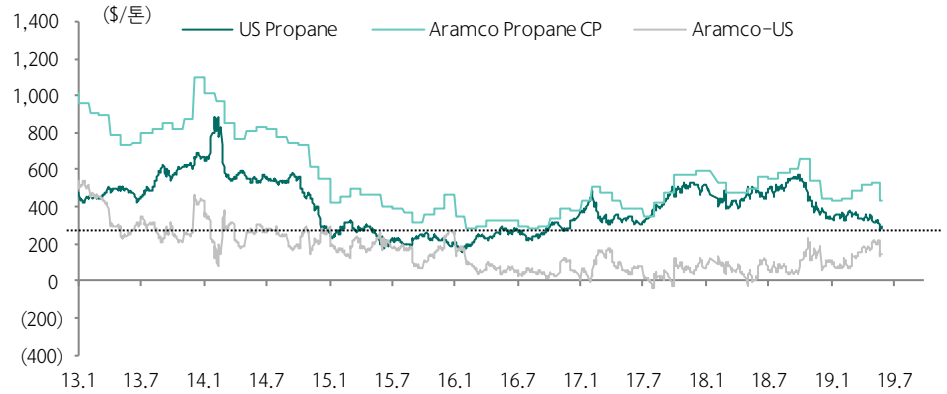


Analyst **윤재성**
02-3771-7567
js.yoon@hanafin.com

RA **김정현**
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafin.com

사우디-미국 간 프로판 가격 격차 축소 국면 진입 전망

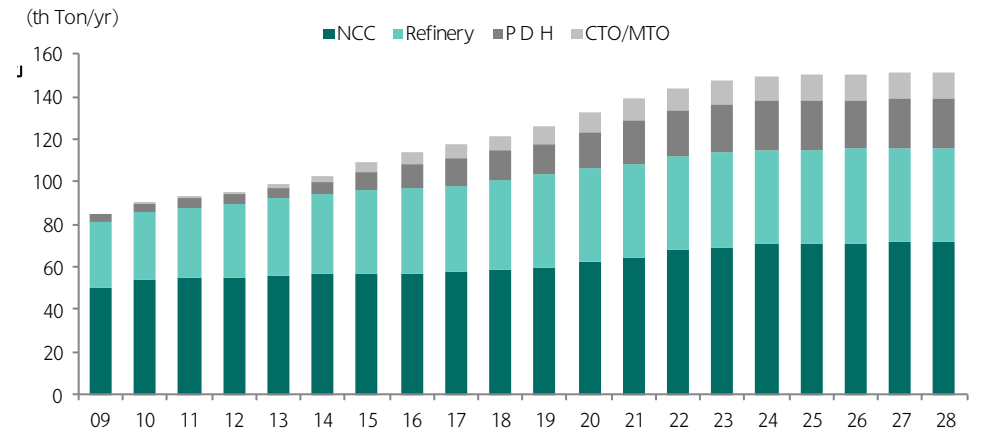
그림 1. 글로벌 프로판 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

글로벌 프로필렌 공급에서 NCC/정유사가 차지하는 비중은 80%에 육박

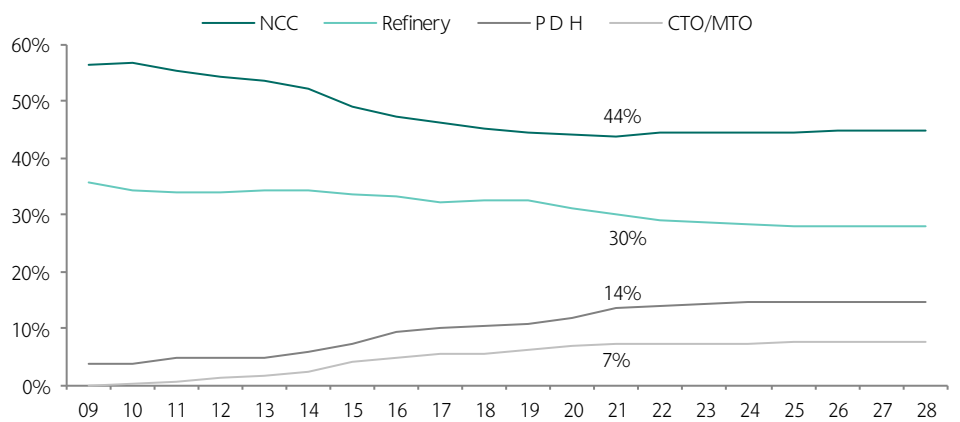
그림 2. 글로벌 프로필렌 공급설비 규모 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

글로벌 프로필렌 공급에서 NCC/정유사가 차지하는 비중은 80%에 육박

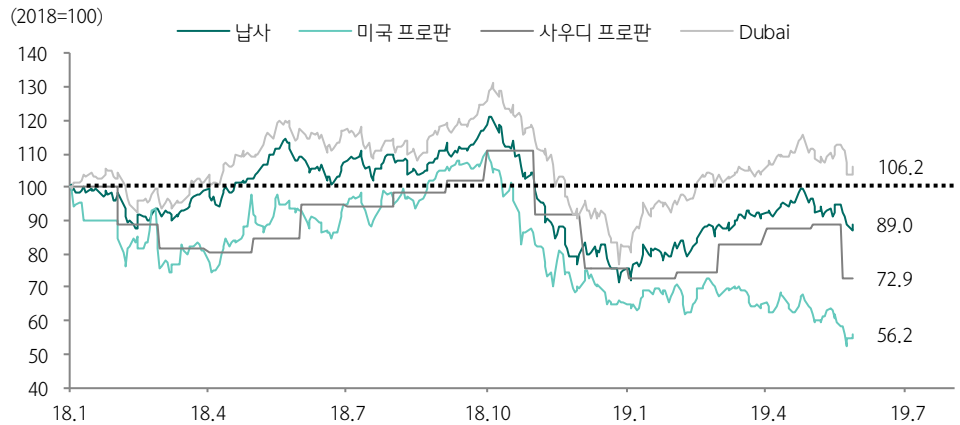
그림 3. 글로벌 프로필렌 공급설비 비중 추이 비교



자료: Industry Data, 하나금융투자

2018년 초 이후 유가/납사보다
프로판의 가격이 더 큰 폭으로
하락함

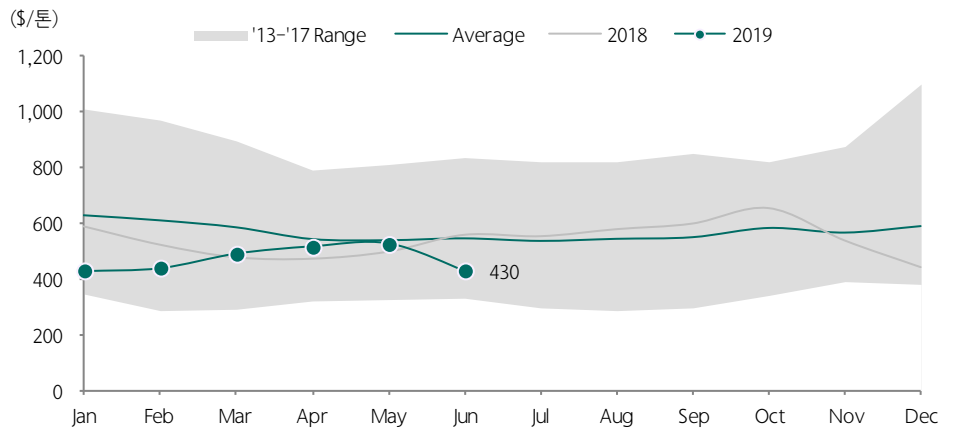
그림 4. 2018년 이후 프로필렌 제조 원재료별 가격 변화율



자료: Bloomberg, 하나금융투자

작년 6월 두바이 평균 75\$/bbl
작년 6월 프로판 560\$/톤
Vs.
현재 두바이 71\$/bbl
올해 6월 프로판 430\$/톤

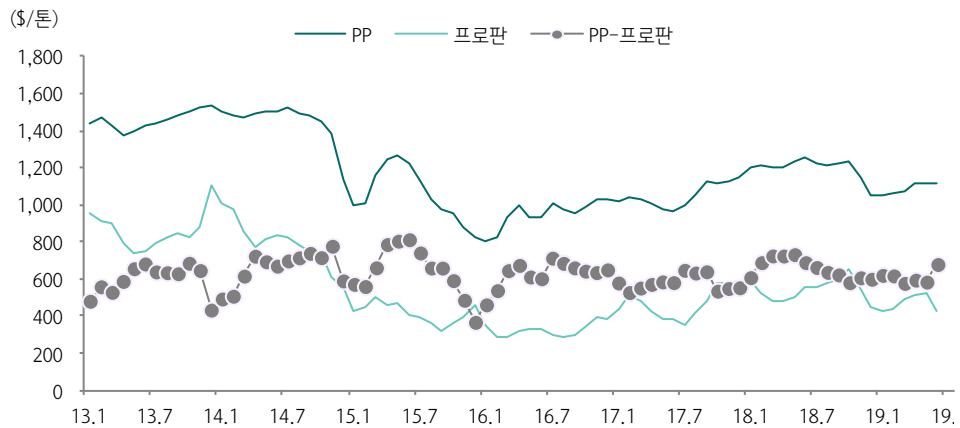
그림 5. 프로판 가격 계절성 비교



자료: Bloomberg, 하나금융투자

프로판 하락으로
PP-프로판 스프레드 개선될 것

그림 6. PP-프로판 마진 추이



자료: Platts, 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	139,500	139,500	139,500	
Upside	29%	65%	115%	

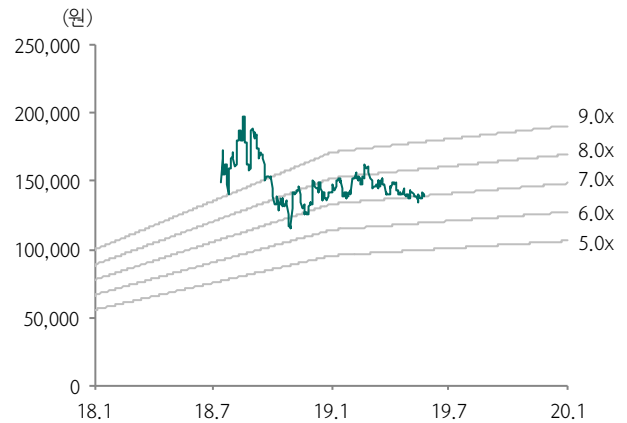
자료: 하나금융투자

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	451.5	478.4	470.4	466.5	1,863.7	1,866.8	2,316.7	2,804.1
QoQ(%)	0.7%	0.4%	11.2%	-0.6%	-7.7%	6.0%	-1.7%	-0.8%				
YoY(%)	13.7%	6.2%	15.4%	11.8%	2.5%	8.2%	-4.3%	-4.6%	11.8%	0.2%	24.1%	21.0%
PP/DH	238.4	245.1	252.4	247.8	219.8	252.3	244.7	238.4	983.7	955.2	1,368.1	1,802.2
PTA	86.4	80.7	114.0	109.8	102.9	102.0	96.7	94.8	390.9	396.5	400.5	414.2
기타(NF3+필름 등)	109.9	112.2	123.3	128.5	125.9	121.5	126.1	130.4	473.9	503.9	536.9	576.5
영업이익	19.0	37.5	36.3	16.4	24.9	42.3	45.6	31.3	109.2	144.1	175.9	292.2
영업이익률(%)	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.5%	8.8%	9.7%	6.7%	5.9%	7.7%	7.6%	10.4%
QoQ(%)	7.6%	97.4%	-3.2%	-54.8%	52.1%	69.4%	7.9%	-31.4%				
YoY(%)	-43.2%	137.2%	-13.4%	-7.1%	31.4%	12.7%	25.5%	90.7%	0.3%	31.9%	22.1%	66.1%
PP/DH	24.1	42.5	34.0	6.7	21.0	38.4	41.5	26.0	107.3	126.8	148.8	249.5
영업이익률(%)	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	9.6%	15.2%	17.0%	10.9%	10.9%	13.3%	10.9%	13.8%
QoQ(%)	7.9%	76.6%	-20.0%	-80.3%	213.4%	82.8%	8.1%	-37.4%				
YoY(%)	-26.9%	22.6%	-31.6%	-70.0%	-12.8%	-9.7%	22.0%	287.4%	-23.2%	18.2%	17.3%	67.7%
PTA	0.5	0.9	5.9	0.3	2.7	2.8	3.2	3.9	7.6	12.6	17.1	19.1
영업이익률(%)	0.6%	1.1%	5.2%	0.3%	2.6%	2.8%	3.3%	4.1%	1.9%	3.2%	4.3%	4.6%
QoQ(%)	-79.1%	74.4%	542.4%	-94.9%	800.0%	4.2%	12.9%	22.2%				
YoY(%)	-80.8%	71.6%	344.2%	-88.1%	415.0%	207.6%	-45.9%	1193.8%	7.2%	65.1%	36.1%	11.9%
기타(NF3+필름 등)	-8.7	-6.7	-3.2	0.6	1.4	1.2	1.1	1.6	-18.0	5.4	10.8	24.4
영업이익률(%)	-7.9%	-6.0%	-2.6%	0.5%	1.1%	1.0%	0.9%	1.3%	-3.8%	1.1%	2.0%	4.2%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	133.3%	-10.7%	-10.4%	46.3%				
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	173.1%	적지	흑전	100.4%	125.0%
당기순이익	8.3	17.7	23.4	-5.6	13.5	17.9	20.5	8.7	43.8	60.6	67.5	146.6
당기순이익률(%)	1.9%	4.0%	4.8%	-1.1%	3.0%	3.7%	4.4%	1.9%	2.3%	3.2%	2.9%	5.2%
QoQ(%)	흑전	113.0%	32.4%	적전	흑전	33.0%	14.1%	-57.4%				
YoY(%)	-75.1%	809.1%	0.6%	적지	62.6%	1.6%	-12.5%	흑전	-16.0%	38.5%	11.4%	117.1%
지배주주순이익	8.3	17.7	23.4	-5.6	13.5	17.9	20.5	8.7	43.8	60.6	67.5	146.6

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	1,866.8	2,316.7	2,804.1
매출원가	0.0	1,002.2	1,693.2	2,104.1	2,467.6
매출총이익	0.0	114.6	173.6	212.6	336.5
판매비	0.0	49.6	29.5	36.6	44.3
영업이익	0.0	65.0	144.1	175.9	292.2
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	79.7	88.9	192.9
법인세	0.0	7.0	19.1	21.3	46.3
계속사업이익	0.0	20.4	60.6	67.5	146.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	20.4	60.6	67.5	146.6
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	20.4	60.6	67.5	146.6
지배주주지분포괄이익	0.0	23.3	60.6	67.5	146.6
NOPAT	0.0	48.3	109.5	133.7	222.1
EBITDA	0.0	154.7	308.6	386.3	517.3
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	67.2	24.1	21.0
NOPAT증가율	N/A	N/A	126.7	22.1	66.1
EBITDA증가율	N/A	N/A	99.5	25.2	33.9
영업이익증가율	N/A	N/A	121.7	22.1	66.1
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	197.1	11.4	117.2
EPS증가율	N/A	N/A	71.8	11.4	117.1
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	10.3	9.3	9.2	12.0
EBITDA이익률	N/A	13.9	16.5	16.7	18.4
영업이익률	N/A	5.8	7.7	7.6	10.4
계속사업이익률	N/A	1.8	3.2	2.9	5.2
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	0	11,059	18,999	21,174	45,966
BPS	0	115,698	133,701	153,880	198,850
CFPS	0	76,224	96,744	121,088	162,160
EBITDAPS	0	83,861	96,744	121,088	162,160
SPS	0	605,574	585,184	726,204	878,993
DPS	0	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	N/A	12.8	7.4	6.7	3.1
PBR	N/A	1.2	1.1	0.9	0.7
PCFR	N/A	1.9	1.5	1.2	0.9
EV/EBITDA	N/A	8.8	5.9	5.4	3.7
PSR	N/A	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	0.0	5.6	15.3	14.8	26.1
ROA	0.0	1.2	2.9	2.4	4.5
ROIC	0.0	3.8	7.1	6.8	10.5
부채비율	0.0	350.2	494.7	515.4	450.6
순부채비율	0.0	245.2	324.5	330.8	233.3
이자보상배율(배)	0.0	3.1	2.2	2.0	2.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	0.0	438.3	815.2	1,019.0	1,516.5
금융자산	0.0	82.3	220.0	280.4	622.5
현금성자산	0.0	79.3	214.9	274.1	614.9
매출채권 등	0.0	184.7	308.7	383.1	463.7
재고자산	0.0	125.3	209.4	259.9	314.6
기타유동자산	0.0	46.0	77.1	95.6	115.7
비유동자산	0.0	1,214.9	1,710.4	1,990.6	1,966.2
투자자산	0.0	10.0	16.7	20.7	25.0
금융자산	0.0	3.3	5.5	6.8	8.2
유형자산	0.0	1,117.6	1,606.4	1,882.5	1,853.7
무형자산	0.0	74.1	74.1	74.1	74.1
기타비유동자산	0.0	13.2	13.2	13.3	13.4
자산총계	0.0	1,653.2	2,525.6	3,009.6	3,482.6
유동부채	0.0	686.0	729.4	842.2	964.3
금융부채	0.0	399.7	255.2	255.2	255.2
매입채무 등	0.0	275.7	460.8	571.9	692.2
기타유동부채	0.0	10.6	13.4	15.1	16.9
비유동부채	0.0	600.0	1,371.5	1,678.4	1,885.8
금융부채	0.0	582.9	1,342.9	1,642.9	1,842.9
기타비유동부채	0.0	17.1	28.6	35.5	42.9
부채총계	0.0	1,286.0	2,100.9	2,520.5	2,850.1
지배주주지분	0.0	367.2	424.7	489.1	632.5
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	75.7	140.1	283.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	367.2	424.7	489.1	632.5
순금융부채	0.0	900.4	1,378.2	1,617.8	1,475.7
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0.0	76.8	185.5	254.1	345.9
당기순이익	0.0	20.4	60.6	67.5	146.6
조정	0.0	101.8	164.6	210.4	225.1
감가상각비	0.0	89.7	164.6	210.3	225.1
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)	0.0	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	0.0	(45.4)	(39.7)	(23.8)	(25.8)
투자활동 현금흐름	0.0	(145.2)	(662.1)	(491.7)	(202.0)
투자자산감소(증가)	0.0	(10.0)	(6.7)	(4.0)	(4.4)
유형자산감소(증가)	0.0	(83.6)	(653.4)	(486.5)	(196.3)
기타	0.0	(51.6)	(2.0)	(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)	135.7	59.2	340.8
Unlevered CFO	0.0	140.6	308.6	386.3	517.3
Free Cash Flow	0.0	(6.8)	(467.9)	(232.4)	149.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 피리올

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	피리올	
			평균	최고/최저
19.4.17	BUY	230,000		
18.8.29	BUY	280,000	-47.80%	-32.50%

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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 28일

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 05월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 05월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 효성화학이 주최한 베트남 방문 행사(2019년 5월 22일~2019년 5월 24일)에 효성화학이 제공한 항공, 숙박 등의 비용으로 참여한 바가 있습니다.

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 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.