



BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(06/04): 146,000원

시가총액: 4,658억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (06/04)	2,066.97pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	197,500원
등락률	-26.1%
수익률	절대
1W	3.2%
6M	-1.7%
1Y	N/A
	상대
	9.6%
	-0.1%
	N/A

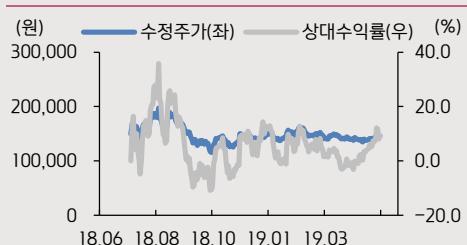
Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	16천주
외국인 지분율	11.1%
배당수익률(19E)	0.7%
BPS(19E)	142,912원
주요 주주	효성 외 10인
	43.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,116.8	2,181.0	2,647.0	
영업이익	65.0	153.0	201.0	
EBITDA	154.7	296.3	410.5	
세전이익	27.4	114.0	155.0	
순이익	20.4	88.9	120.9	
자체주주지분순이익	20.4	88.9	120.9	
EPS(원)	11,059	27,882	37,897	
증감률(%YoY)	NA	152.1	35.9	
PER(배)	12.8	5.2	3.9	
PBR(배)	1.23	1.02	0.81	
EV/EBITDA(배)	8.8	5.7	4.4	
영업이익률(%)	5.8	7.0	7.6	
ROE(%)	5.6	21.6	23.4	
순부채비율(%)	245.2	267.8	233.3	

Price Trend



기업브리프

효성화학 (298000)

앞마당 가스 멀티 전략



효성화학의 베트남 프로젝트는 부두부터 PP까지 통합한 수직 계열화 구축, 베트남의 관세 혜택, 북미 NGL/Fractionation 생산능력 확대로 인한 프로판 가격 안정화 및 비용 절감(운송비/기압비/인건비/전력비) 효과 등으로 역내/외 PP 신증설 확대에도 불구하고, 견고한 수익성을 기록할 것으로 보입니다. 또한 동 프로젝트는 베트남 정부의 법인세 혜택으로 프로젝트 경제성이 추가적으로 증가할 전망입니다.

>>> 부두부터 PP까지 수직 계열화 구축

효성화학의 베트남 프로젝트는 올해 4분기(PP +30만톤)와 내년 4분기(PP +30만톤, PDH +60만톤, Cavern)에 단계적으로 완공될 전망이다. 동남아시아를 비롯한 역내/외 PP 업체들의 신증설 확대에도 불구하고, 동 프로젝트는 견고한 수익성을 유지할 것으로 보인다. 아래에 관련 근거를 부연한다.

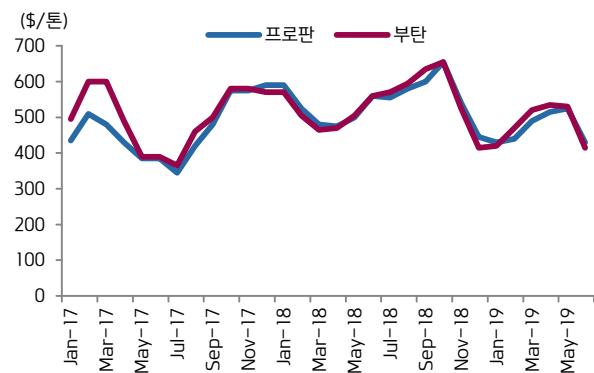
1) 부두부터 PP까지 수직 계열화 구축: 대형수송선이 접안 가능한 부두 건설 및 대용량 LPG Cavern 구축으로 원재료의 안정적인 공급이 가능할 뿐만 아니라, 가스사업 등이 추가될 전망이다. 특히 대용량 Cavern 구축으로 기존 지상 LPG 탱크 대비 수익성 증가와 전략적 재고 관리가 가능할 것으로 보인다. 참고로 6만톤의 지상 LPG 탱크를 건설한다면 1,000억원 이상의 Capex 가 투입되지만, 동사는 1,000억원 미만으로 24만톤(프로판 17만톤, 부탄 7만톤) 규모의 Cavern을 건설 중에 있다.

2) 관세 혜택 효과: 동 프로젝트가 위치한 베트남은 아세안/중국/인도 수출 시 무관세가 적용되고 내수 시장도 관세 3%가 발생하여, 역외(중동, 유럽) 및 동북아시아 PP 업체 대비 판매 원가 측면에서 긍정적이다. 동사는 계획하는 내수 30만톤, 수출 30만톤 판매는 무난히 달성할 수 있을 것으로 보인다.

3) 프로판 가격 하향 안정화 향유: 북미 NGL/Fractionation 생산능력 확대로 인한 수출 증가로 프로판 가격은 일부 계절적 변동성이 있겠지만, 하향 안정화될 전망이다. 이에 동사를 비롯한 프로판 구매자의 경우 현재 중동/미국산 도입 등을 경제성에 맞춰 합리적으로 구매할 수 있는 시기가 도래하였다. 한편 동사는 중동산 도입 시에도 극동 지역 대비 톤당 \$15 수준의 프로판 운송비 절감 효과도 추가될 전망이다.

4) 세계 10위권 PP 업체 등극 전망: 동사는 베트남 Cai-Mep 공단 내 61Ha 중 30Ha만 이번 프로젝트에 사용하고, 잔여 부지(31Ha)는 향후 증설 투자에 활용할 계획이다. 동사는 베트남 프로젝트 진행으로 총 PP 생산능력이 130만 톤으로 증가할 것으로 보이며, 리밸핑을 통하여 200만톤(2017년 Marketer 기준 세계 10위권 업체)까지 PP를 확대할 중장기 계획을 가지고 있다.

사우디 아람코 프로판 계약 가격 추이



자료: SA, 키움증권 리서치

효성화학 베트남 부두 접안시설 전경



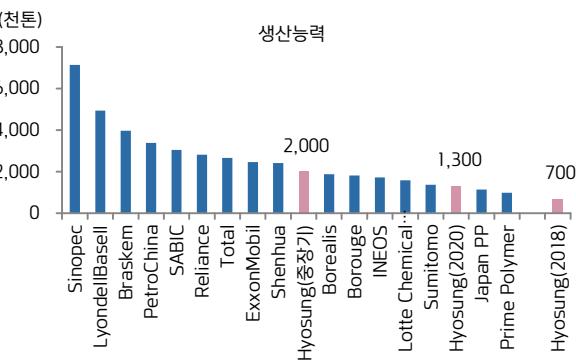
자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학 베트남 PP 플랜트(No.4) 전경



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

세계 주요 PP 업체 생산능력 현황(2017년 기준)



자료: Bloomberg, 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	562	596	572	1,667	1,864	2,181	2,647
PP/PDH	238	245	252	248	220	277	294	282	886	984	1,073	1,537
기타	202	197	239	241	232	285	301	290	781	880	1,108	1,110
영업이익	19	37	36	16	25	43	52	33	109	109	153	201
PP/PDH	24	43	34	7	21	33	36	24	140	107	114	153
기타	-5	-5	2	10	4	10	16	9	-31	2	39	48
영업이익률	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.5%	7.7%	8.7%	5.8%	6.5%	5.9%	7.0%	7.6%
PP/PDH	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	9.6%	12.0%	12.2%	8.5%	15.8%	10.9%	10.7%	9.9%
기타	-2.5%	-2.5%	1.0%	4.0%	1.7%	3.5%	5.2%	3.0%	-4.0%	0.2%	3.5%	4.4%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	1,116.8	2,181.0	2,647.0	3,062.2	
매출원가	1,002.2	1,931.5	2,328.6	2,693.2	
매출총이익	114.6	249.6	318.4	369.0	
판관비	49.6	96.6	117.4	135.8	
영업이익	65.0	153.0	201.0	233.2	
EBITDA	154.7	296.3	410.5	477.0	
영업외손익	-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	
법인세차감전이익	27.4	114.0	155.0	185.7	
법인세비용	7.0	25.1	34.1	40.8	
계속사업순손익	20.4	88.9	120.9	144.8	
당기순이익	20.4	88.9	120.9	144.8	
지배주주순이익	20.4	88.9	120.9	144.8	
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	95.3	21.4	15.7	
영업이익 증감율	NA	135.4	31.4	16.0	
EBITDA 증감율	NA	91.5	38.5	16.2	
지배주주순이익 증감율	NA	335.8	36.0	19.8	
EPS 증감율	NA	152.1	35.9	19.8	
매출총이익율(%)	10.3	11.4	12.0	12.1	
영업이익률(%)	5.8	7.0	7.6	7.6	
EBITDA Margin(%)	13.9	13.6	15.5	15.6	
지배주주순이익률(%)	1.8	4.1	4.6	4.7	

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산					
현금 및 현금성자산	438.3	716.3	1,030.5	1,460.2	
단기금융자산	79.3	204.4	419.7	761.4	
매출채권 및 기타채권	184.7	218.1	264.7	306.2	
재고자산	125.3	244.7	297.0	343.6	
기타유동자산	49.0	49.1	49.1	49.0	
비유동자산					
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	
자산총계	1,653.2	2,344.9	2,873.6	3,159.5	
유동부채					
매입채무 및 기타채무	275.7	433.0	501.9	563.3	
단기금융부채	399.7	399.7	399.7	399.7	
기타유동부채	10.6	10.6	10.7	10.6	
비유동부채					
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	
부채총계	1,286.0	1,889.0	2,297.1	2,438.5	
자배지분					
자본금	367.2	455.9	576.5	721.1	
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	104.1	221.8	363.4	
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본총계	367.2	455.9	576.5	721.1	

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	76.8	258.7	322.3	383.8	
당기순이익	0.0	88.9	120.9	144.8	
비현금항목의 가감	120.2	193.3	275.6	318.1	
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	50.0	66.1	74.3	
영업활동자산부채증감	-45.4	4.5	-30.0	-26.7	
매출채권및기타채권의감소	-50.4	-33.4	-46.6	-41.5	
재고자산의감소	-13.2	-119.4	-52.3	-46.6	
매입채무및기타채무의증가	15.5	157.4	68.9	61.4	
기타	2.7	-0.1	0.0	0.0	
기타현금흐름	2.0	-28.0	-44.2	-52.4	
투자활동 현금흐름	-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	
재무활동 현금흐름	-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	-30.8	
현금 및 현금성자산의 순증가	-196.6	125.1	215.4	341.7	
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	204.3	419.7	
기밀현금 및 현금성자산	79.3	204.3	419.7	761.4	

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, %, 배)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,882	37,897	45,397	
BPS	115,120	142,912	180,719	226,026	
CFPS	76,224	88,473	124,289	145,123	
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	
주가배수(배)					
PER	12.8	5.2	3.9	3.2	
PER(최고)	17.9	5.9			
PER(최저)	10.0	4.8			
PBR	1.23	1.02	0.81	0.65	
PBR(최고)	1.72	1.15			
PBR(최저)	0.96	0.93			
PSR	0.23	0.21	0.18	0.15	
PCFR	1.9	1.7	1.2	1.0	
EV/EBITDA	8.8	5.7	4.4	3.2	
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	15.6	3.6	2.6	2.2	
배당수익률(%),보통주,현금)	0.7	0.7	0.7	0.7	
ROA	1.2	4.4	4.6	4.8	
ROE	5.6	21.6	23.4	22.3	
ROIC	3.3	8.1	8.7	9.8	
매출채권회전율	12.1	10.8	11.0	10.7	
재고자산회전율	17.8	11.8	9.8	9.6	
부채비율	350.2	414.3	398.4	338.2	
순차입금비율	245.2	267.8	233.3	150.2	
이자보상배율	3.1	5.0	5.3	5.9	
총차입금	982.7	1,428.3	1,767.5	1,847.5	
순차입금	900.4	1,220.9	1,344.7	1,083.1	
NOPLAT	154.7	296.3	410.5	477.0	
FCF	-58.1	-289.8	-87.7	299.0	

Compliance Notice

- 당사는 6월 4일 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 이동욱은 기업설명회에 동사의 일부 내용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점			과리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	과리율(%)	과리율(%)
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	-35.9	-32.7		
	2019/06/05	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 (2018/04/01~2019/03/31)

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