



## BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(12/12): 136,500원

시가총액: 4,355억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 김민선

02) 3787-5299 mkim36@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (12/12)	2,137.35pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	179,500원	135,000원
등락률	-24.0%	1.1%
수익률	절대	상대
1M	-14.4%	-14.3%
6M	-9.3%	-10.5%
1Y	-8.7%	-11.0%

## Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	12천주
외국인 지분율	12.8%
배당수익률(19E)	0.7%
BPS(19E)	145,554원
주요 주주	효성 외 6인
	43.8%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,116.8	1,870.0	2,303.3	
영업이익	65.0	163.7	188.0	
EBITDA	154.7	307.1	397.6	
세전이익	27.4	124.8	142.0	
순이익	20.4	97.4	110.8	
자체주주지분순이익	20.4	97.4	110.8	
EPS(원)	11,059	30,524	34,728	
증감률(%YoY)	NA	176.0	13.8	
PER(배)	12.8	4.5	3.9	
PBR(배)	1.2	0.9	0.8	
EV/EBITDA(배)	8.8	5.3	4.4	
영업이익률(%)	5.8	8.8	8.2	
ROE(%)	5.6	23.4	21.3	
순부채비율(%)	246.0	257.5	230.9	

## Price Trend



## 기업브리프

## 효성화학 (298000)

## 베트남 프로젝트, 내년 1분기 본격 가동 예상



동절기 LPG 성수기에 따른 Spot PP 스프레드 축소로 최근 동사의 주가가 하락세에 있습니다. 하지만 올해 4분기는 원재료 투입 래깅 효과로 작년 대비 높은 수익성을 유지할 것으로 보입니다. 또한 베트남 No.4 PP 설비는 올해 12월에 촉매투입 후 내년 1분기부터 본격적인 가동에 들어갈 전망입니다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 4분기, 견고한 PP/PDH 실적 예상

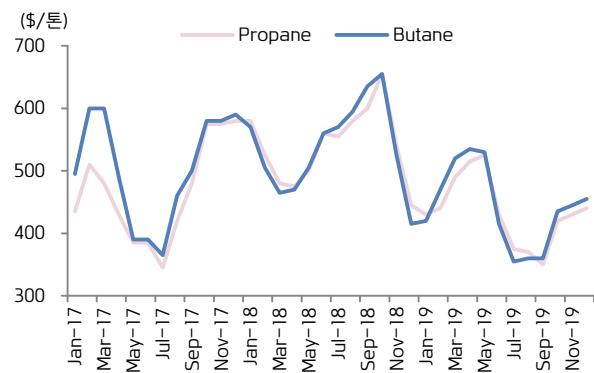
동절기 LPG 성수기에 따른 사우디 LPG 계약 가격의 상승, 역내/외 PP 수요둔화로 인한 PP 가격 하락으로 Spot PP 스프레드가 전 분기 대비 축소되고 있다. 이에 동사 PP/PDH 실적 둔화 전망으로 동사의 주가도 3분기 이후 조정을 받고 있다. 하지만 올해 4분기에도 원재료 투입 래깅 효과로 낮은 LPG 가격이 투입되어, 동사의 PP/PDH부문은 작년 동기 대비 높은 수익성을 유지할 전망이다. 또한 중국 PP 증설로 양호한 수급을 유지하였던 PP도 싸이클둔화가 예상되나, 동사의 고부가 PP 비중은 75% 수준으로 중국의 범용 증설로 인한 영향은 제한적으로 판단된다. 한편 동사는 내년 PP/PDH부문의 실적 개선 및 물량 최대화를 위하여, 내년 1분기에 계획되어 있는 PDH 플랜트 정기보수를 내년으로 연기할 가능성도 있어 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 베트남 No.4 PP 설비, 내년 1분기 가동 전망

동사의 베트남 신규 No.4 PP 플랜트(+30만톤)는 올해 12월 중순 촉매투입 후 내년 1분기부터 본격적인 생산에 들어갈 전망이다. 1월 초에는 Homo 등 범용 제품이 먼저 생산되고, 이후 투명랜덤 등 특화제품 비중이 커질 전망이다. 동사의 베트남 프로젝트는 정부로부터 세제 혜택을 받을 수 있으며, 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 긍정적으로 예상된다. 또한 베트남 정부는 중국산 PP에 대해서 3% 관세를 물리고 있는데, 단계적으로 6%, 10% 수준까지 확대할 것으로 보인다.

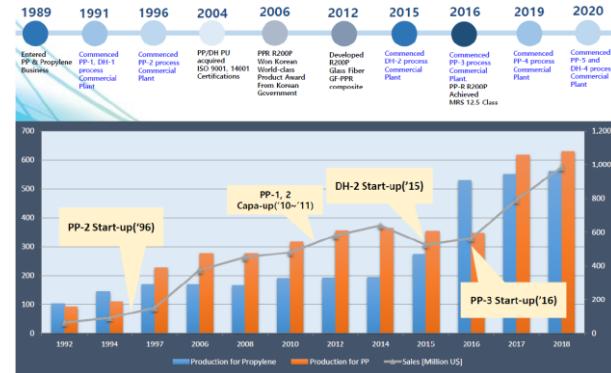
PDH 완공 전 No.4 PP 플랜트의 프로필렌 조달에 대한 시장의 우려가 존재한다. 말레이시아 Petronas PIC Petchem 프로젝트의 가동 지연 등에 기인한다. 하지만 Petronas Chemical은 이번 실적 발표 컨퍼런스콜에서 내년 1분기 중 화학 플랜트의 풀가동을 언급하였다. 또한 일반적으로 외부 프로필렌 도입이 원활한 점 등을 고려하면, 동사의 원재료 조달에 대한 리스크는 제한적으로 판단된다. 한편 동사는 PP/PDH와 함께 LPG 트레이딩 사업도 추진할 계획이다. 자체 Cavern(처리능력 115만톤)을 활용하여, 내부 PDH에 투입되고 남는 40만톤의 LPG를 트레이딩할 것으로 보인다.

## 사우디 아람코 LPG 계약 가격 추이



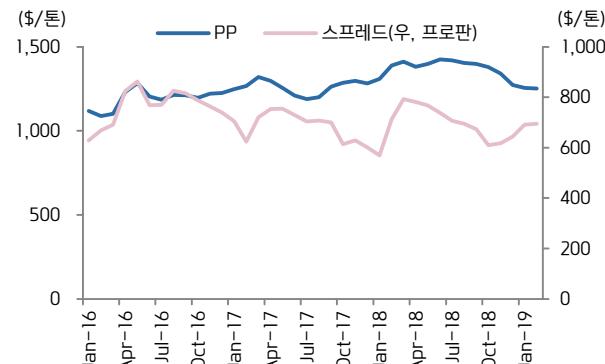
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

## 효성화학 PP/PDH 생산능력 추이/전망



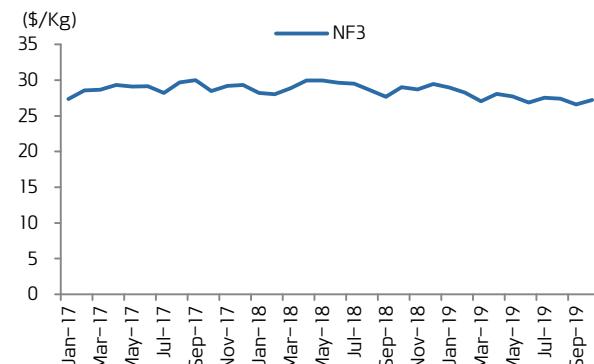
자료: 효성화학, 키움증권 리서치

## 국내 PP 가격 및 스프레드(프로판) 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

## 국내 NF3 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

## 효성화학 실적 전망(2017~2018년 분할 전 실적 포함)

(실적원)	2018*				2019				2017*	2018*	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE				
매출액	441	442	492	489	452	488	456	475	1,667	1,864	1,870	2,303
PP/PDH	238	245	252	248	220	253	247	253	886	984	973	1,414
기타	202	197	239	241	232	235	209	222	781	880	897	889
영업이익	19	37	36	16	25	50	55	34	109	109	164	188
PP/PDH	24	43	34	7	21	40	46	28	140	107	135	136
기타	-5	-5	2	10	4	10	9	6	-31	2	29	52
영업이익률	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.5%	10.2%	12.1%	7.2%	6.5%	5.9%	8.8%	8.2%
PP/PDH	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	9.6%	15.7%	18.5%	11.2%	15.8%	10.9%	13.8%	9.6%
기타	-2.5%	-2.5%	1.0%	4.0%	1.7%	4.3%	4.5%	2.6%	-4.0%	0.2%	3.2%	5.9%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	1,116.8	1,870.0	2,303.3	2,788.7	
매출원가	1,002.2	1,623.4	2,013.0	2,416.6	
매출총이익	114.6	246.6	290.3	372.1	
판관비	49.6	82.9	102.2	123.7	
<b>영업이익</b>	65.0	163.7	188.0	248.3	
<b>EBITDA</b>	154.7	307.1	397.6	492.2	
<b>영업외손익</b>	-37.6	-38.9	-46.0	-47.5	
이자수익	0.1	0.2	0.3	0.6	
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	3.2	3.2	3.2	
<b>법인세차감전이익</b>	27.4	124.8	142.0	200.9	
법인세비용	7.0	27.5	31.2	44.2	
<b>계속사업순손익</b>	20.4	97.4	110.8	156.7	
<b>당기순이익</b>	20.4	97.4	110.8	156.7	
<b>지배주주순이익</b>	20.4	97.4	110.8	156.7	
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	67.4	23.2	21.1	
영업이익 증감율	NA	151.8	14.8	32.1	
EBITDA 증감율	NA	98.5	29.5	23.8	
지배주주순이익 증감율	NA	377.5	13.8	41.4	
EPS 증감율	NA	176.0	13.8	41.4	
매출총이익율(%)	10.3	13.2	12.6	13.3	
영업이익률(%)	5.8	8.8	8.2	8.9	
EBITDA Margin(%)	13.9	16.4	17.3	17.6	
지배주주순이익률(%)	1.8	5.2	4.8	5.6	

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>					
현금 및 현금성자산	438.3	678.7	978.0	1,430.0	
단기금융자산	79.3	232.8	440.2	789.2	
매출채권 및 기타채권	184.7	187.0	230.3	278.9	
재고자산	125.3	209.8	258.4	312.9	
기타유동자산	49.0	49.1	49.1	49.0	
<b>비유동자산</b>					
투자자산	1,214.9	1,628.6	1,843.1	1,699.2	
유형자산	7.3	7.3	7.3	7.3	
무형자산	1,117.6	1,531.2	1,745.7	1,601.9	
기타비유동자산	74.1	74.1	74.1	74.1	
<b>자산총계</b>	1,653.2	2,307.3	2,821.1	3,129.3	
<b>유동부채</b>					
매입채무 및 기타채무	686.0	797.4	861.4	933.2	
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타유동부채	410.3	410.3	410.3	410.3	
<b>비유동부채</b>					
장기금융부채	600.0	1,045.6	1,384.8	1,464.8	
기타비유동부채	600.0	1,045.6	1,384.8	1,464.8	
<b>부채총계</b>	1,286.0	1,843.0	2,246.2	2,398.0	
<b>자자지분</b>					
자본금	367.2	464.3	574.8	731.2	
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	
기타잉여금	5.9	8.8	11.7	14.6	
비자지분	18.3	112.5	220.1	373.6	
<b>자본총계</b>	367.2	464.3	574.8	731.2	

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	76.8	287.1	314.3	391.2	
당기순이익	0.0	97.4	110.8	156.7	
비현금항목의 가감	120.2	195.6	272.7	321.4	
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	52.3	63.2	77.6	
영업활동자산부채증감	-45.4	24.5	-27.9	-31.2	
매출채권및기타채권의감소	-50.4	-2.3	-43.3	-48.5	
재고자산의감소	-13.2	-84.5	-48.6	-54.5	
매입채무및기타채무의증가	15.5	111.4	64.1	71.8	
기타	2.7	-0.1	-0.1	0.0	
기타현금흐름	2.0	-30.4	-41.3	-55.7	
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145.2	-550.8	-417.8	-93.8	
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)	-7.3	0.0	0.0	0.0	
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	6.2	6.2	6.2	6.2	
<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	
<b>기타현금흐름</b>	6.7	-25.2	-25.2	-25.1	
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-196.6	153.6	207.4	349.0	
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	232.8	440.2	
기말현금 및 현금성자산	79.3	232.8	440.2	789.2	

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, %, 배)				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,059	30,524	34,728	49,117	
BPS	115,120	145,554	180,193	229,220	
CFPS	76,224	91,852	120,219	149,880	
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.8	4.5	3.9	2.8	
PER(최고)	17.9	5.9			
PER(최저)	10.0	4.4			
PBR	1.2	0.9	0.8	0.6	
PBR(최고)	1.7	1.2			
PBR(최저)	1.0	0.9			
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	
PCFR	1.9	1.5	1.1	0.9	
EV/EBITDA	8.8	5.3	4.4	3.0	
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금)	15.6	3.3	2.9	2.0	
배당수익률(%),보통주,현금)	0.7	0.7	0.7	0.7	
ROA	1.2	4.9	4.3	5.3	
ROE	5.6	23.4	21.3	24.0	
ROIC	3.3	8.7	8.2	10.5	
매출채권회전율	12.1	10.1	11.0	11.0	
재고자산회전율	17.8	11.2	9.8	9.8	
부채비율	350.2	396.9	390.8	327.9	
순차입금비율	246.0	257.5	230.9	144.7	
이자보상배율	3.1	5.4	5.0	6.3	
총차입금	982.7	1,428.3	1,767.5	1,847.5	
순차입금	903.4	1,195.5	1,327.3	1,058.3	
NOPLAT	154.7	307.1	397.6	492.2	
FCF	-58.1	-261.4	-95.7	306.3	

자료: 키움증권 리서치

## Compliance Notice

- 당사는 12월 12일 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

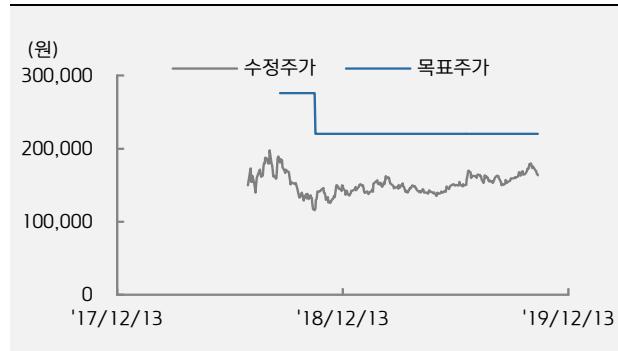
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 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	-35.9	-32.7	
	2019/06/05	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-30.4	-22.7	
	2019/09/23	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.9	-22.7	
	2019/10/08	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.3	-18.4	
	2019/12/13	Buy(Maintain)	220,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%