



BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원
주가(05/20): 113,000원
시가총액: 3,605억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (05/20)	1,989.64pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	179,500원	51,000원
등락률	-37.0%	121.6%
수익률	절대	상대
1M	13.1%	7.9%
6M	-23.9%	-18.7%
1Y	-18.4%	-15.7%

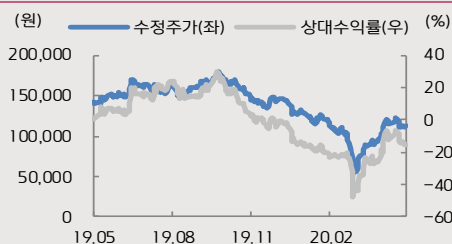
Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	37천주
외국인 지분율	9.1%
배당수익률(2020E)	4.4%
BPS(2020E)	153,247원
주요 주주	효성 외 6인 43.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,795.2	2,484.9
영업이익	65.0	153.9	107.6	189.3
EBITDA	154.7	311.2	246.7	377.8
세전이익	27.4	110.0	59.2	133.9
순이익	20.4	87.8	47.2	106.9
지배주주지분순이익	20.4	87.8	47.2	106.9
EPS(원)	11,059	27,530	14,809	33,503
증감률(%YoY)	NA	148.9	-46.2	126.2
PER(배)	12.8	5.2	7.6	3.4
PBR(배)	1.23	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	8.8	5.6	7.7	5.4
영업이익률(%)	5.8	8.5	6.0	7.6
ROE(%)	5.6	21.4	10.0	19.9
순부채비율(%)	246.0	285.1	316.3	286.7

Price Trend



기업브리프

효성화학 (298000)

PP 스프레드, 2분기부터 본격적인 개선 전망



효성화학의 올해 2분기 영업이익은 300억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상됩니다. 전 분기 발생하였던 일회성 비용(정기보수/재고평가손실)이 제거되고, 프로판 가격 급락으로 PP 스프레드 개선이 전망되기 때문입니다. 한편 기타부문 중 NF3는 가동률 개선, 부산물 판매 증가, 감가상각비 감소 등으로 올해도 증익 추세가 이어질 전망입니다.

>>> 올해 2분기 영업이익, 전 분기 대비 141.7% 증가 전망

효성화학의 올해 2분기 영업이익은 300억원으로 전 분기 대비 141.7% 증가할 전망이다. 코로나19 이슈에 따른 전반적인 수요 감소에도 불구하고, 1) 전 분기 발생하였던 PP/DH 정기보수 및 프로판 재고평가손실에 따른 100억원 이상의 일회성 비용이 제거되고, 2) 주력 제품인 PP는 경쟁 RFCC 설비 경제성 악화, 마스크용 스판본드 수요 증가 및 주요 시장인 중국의 전염병 상황 개선 등으로 타 석유화학/모노머 제품 가격 대비 강세를 지속하고 있으며, 3) PP/DH부문 주요 원재료인 프로판/부탄의 투입가격 하락으로 올해 2분기 스프레드가 1분기 대비 급격히 개선될 전망이고, 4) 기타부문도 전 분기에 발생하였던 일회성 변압기(TPA부문) 보수 비용 등이 제거될 것으로 예상되기 때문이다.

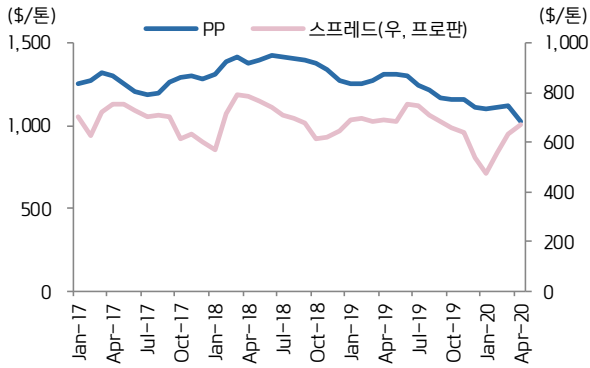
>>> 베트남 프로젝트, 내년부터 본격적인 현금창출 예상

동사의 베트남 신규 No.4 PP 플랜트(+30만톤)는 외부 프로필렌 도입으로 올해까지 큰 폭의 실적 개선은 제한될 것으로 보인다. 다만 PDH(프로필렌 +60만톤), No.5 PP 플랜트(+30만톤)가 상업 가동되는 내년부터는 원재료 통합, 가동률 상승 및 규모의 경제 효과가 본격적으로 반영될 전망이다. 또한 PP/프로필렌 생산능력 증가 외에도 LPG 보관 설비(+24만톤) 운영을 통하여 LPG를 적정 가격에 대량 구입하고 보관하는 것이 가능해지는 등 원재료의 원가관리 제고 및 LPG 판매 수익도 추가될 전망이다. 한편 동사는 올해~내년 베트남 화학 공장 투자(총 투자비는 \$1.3억)에 약 \$7.2억의 잔여 투자비를 집행할 것으로 추정되나, 내년부터 PP 매출 본격화 및 현금창출능력 개선으로 차입금 상환 부담은 올해를 정점으로 내년부터 감소할 것으로 예상된다.

>>> NF3부문, 작년 대비 증익 전망

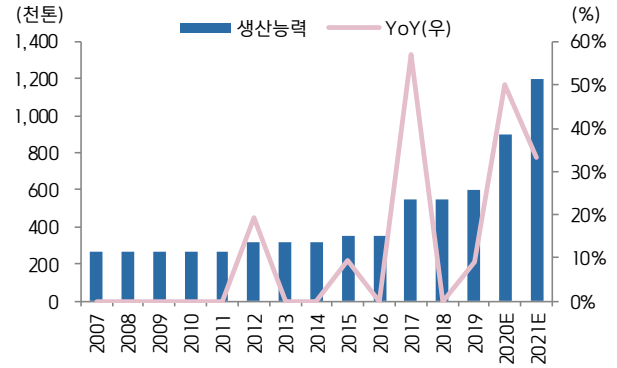
동사의 NF3부문은 전방 업황 둔화(국내 LCD 업체 라인 섀다운)로 최근 판가가 하락하고 있으나, 올해 영업이익은 작년 대비 20% 이상 증가할 전망이다. 1) 일부 고객사 상품 판매 확대로 가동률이 상승하며, 원단위 개선 효과가 발생할 것으로 보이고, 2) 감가상각비 종료로 원가 절감이 예상되며, 3) 고마진 부산물 F2N2 판매 확대로 증익 효과가 추가될 것으로 전망되기 때문이다.

국내 PP 가격 및 스프레드(프로판) 추이



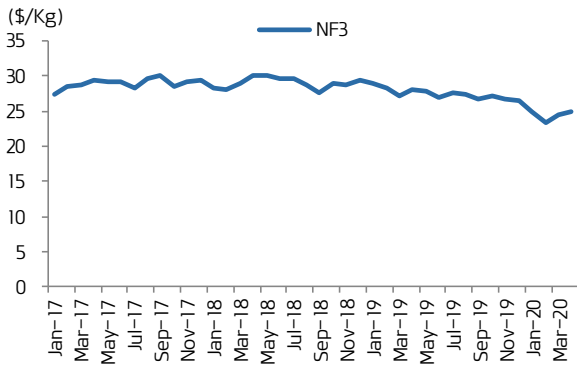
자료: KITA, 키움증권 리서치

효성화학 PP 생산능력 추이/전망



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

국내 NF3 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

효성화학 베트남 법인 현황



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망(2018년 분할 전 실적 포함)

(십억원)	2019				2020				2018*	2019	2020E	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	452	488	456	417	425	430	479	462	1,864	1,813	1,795	2,485
PP/PDH	220	253	247	227	210	267	299	288	984	947	1,064	1,687
기타	232	235	209	190	214	162	180	174	880	865	731	798
영업이익	25	50	55	24	12	30	43	23	109	154	108	189
PP/PDH	21	40	46	28	5	24	27	11	107	134	66	122
기타	4	10	9	-3	8	6	15	12	2	20	41	68
영업이익률	5.5%	10.2%	12.1%	5.8%	2.9%	7.0%	8.9%	4.9%	5.9%	8.5%	6.0%	7.6%
PP/PDH	9.6%	15.7%	18.5%	12.1%	2.3%	8.8%	9.2%	3.7%	10.9%	14.1%	6.2%	7.2%
기타	1.7%	4.3%	4.5%	-1.7%	3.5%	4.0%	8.4%	7.0%	0.2%	2.3%	5.7%	8.5%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,795.2	2,484.9	2,609.1
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,601.7	2,176.9	2,263.9
매출총이익	114.6	243.6	193.5	308.0	345.2
판매비	49.6	89.7	85.9	118.8	125.1
영업이익	65.0	153.9	107.6	189.3	220.1
EBITDA	154.7	311.2	246.7	377.8	436.7
영업외손익	-37.6	-43.9	-48.5	-55.4	-56.3
이자수익	0.1	0.2	0.5	1.1	2.3
이자비용	21.0	36.5	45.7	53.3	55.5
외환관련이익	13.8	31.1	17.4	18.3	19.2
외환관련손실	26.7	44.6	26.6	27.4	28.2
종속 및 관계기업손익	-7.0	4.1	4.1	4.1	4.1
기타	3.2	1.8	1.8	1.8	1.8
법인세차감전이익	27.4	110.0	59.2	133.9	163.8
법인세비용	7.0	22.2	11.9	27.0	33.0
계속사업순이익	20.4	87.8	47.2	106.9	130.7
당기순이익	20.4	87.8	47.2	106.9	130.7
지배주주순이익	20.4	87.8	47.2	106.9	130.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	62.3	-1.0	38.4	5.0
영업이익 증감율	NA	136.8	-30.1	75.9	16.3
EBITDA 증감율	NA	101.2	-20.7	53.1	15.6
지배주주순이익 증감율	NA	330.4	-46.2	126.5	22.3
EPS 증감율	NA	148.9	-46.2	126.2	22.3
매출총이익률(%)	10.3	13.4	10.8	12.4	13.2
영업이익률(%)	5.8	8.5	6.0	7.6	8.4
EBITDA Margin(%)	13.9	17.2	13.7	15.2	16.7
지배주주순이익률(%)	1.8	4.8	2.6	4.3	5.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	438.3	446.1	535.0	799.3	1,124.5
현금 및 현금성자산	79.3	46.1	135.2	291.1	594.8
단기금융자산	0.0	4.0	4.0	4.1	4.1
매출채권 및 기타채권	184.7	151.0	149.5	207.0	217.3
재고자산	125.3	127.5	126.3	174.8	183.6
기타유동자산	49.0	121.5	124.0	126.4	128.8
비유동자산	1,214.9	1,617.5	1,902.4	2,063.9	1,947.3
투자자산	7.3	77.4	77.4	77.4	77.4
유형자산	1,117.6	1,448.3	1,733.3	1,894.8	1,778.2
무형자산	74.1	73.1	73.1	73.1	73.1
기타비유동자산	15.9	18.7	18.6	18.6	18.6
자산총계	1,653.2	2,063.5	2,437.4	2,863.2	3,071.8
유동부채	686.0	431.3	431.8	483.9	494.7
매입채무 및 기타채무	275.7	219.9	220.4	272.4	283.3
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	410.3	211.4	211.4	211.5	211.4
비유동부채	600.0	1,177.5	1,516.7	1,796.7	1,876.7
장기금융부채	0.0	4.7	4.7	4.7	4.7
기타비유동부채	600.0	1,172.8	1,512.0	1,792.0	1,872.0
부채총계	1,286.0	1,608.8	1,948.5	2,280.5	2,371.4
자본지분	367.2	454.7	488.9	582.7	700.4
자본금	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
자본잉여금	329.0	329.0	329.0	329.0	329.0
기타자본	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
기타포괄손익누계액	5.9	13.5	16.3	19.1	21.9
이익잉여금	18.3	98.2	129.5	220.5	335.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.2	454.7	488.9	582.7	700.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	76.8	163.2	296.0	348.0	445.6
당기순이익	0.0	0.0	47.2	106.9	130.7
비현금항목의 가감	120.2	192.8	195.1	266.7	301.8
유형자산감가상각비	89.7	157.3	139.0	188.5	216.6
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-7.0	-4.1	0.0	0.0	0.0
기타	37.5	39.6	56.1	78.2	85.2
영업활동자산부채증감	-45.4	-98.1	0.8	-56.3	-10.7
매출채권및기타채권의감소	-50.4	29.5	1.4	-57.5	-10.3
재고자산의감소	-13.2	0.5	1.2	-48.5	-8.7
매입채무및기타채무의증가	15.5	-30.1	0.5	52.0	10.9
기타	2.7	-98.0	-2.3	-2.3	-2.6
기타현금흐름	2.0	68.5	52.9	30.7	23.8
투자활동 현금흐름	-145.2	-552.4	-421.5	-347.5	-97.5
유형자산의 취득	-83.6	-480.9	-424.0	-350.0	-100.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-60.5	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.3	-70.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-4.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.2	2.6	2.5	2.5	2.5
재무활동 현금흐름	-134.9	351.7	319.2	260.0	60.0
차입금의 증가(감소)	-133.0	358.9	339.2	280.0	80.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-3.2	-15.9	-15.9	-15.9
기타	-0.1	-4.0	-4.1	-4.1	-4.1
기타현금흐름	6.7	4.3	-104.6	-104.6	-104.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-196.6	-33.2	89.2	156.0	303.6
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	46.1	135.2	291.2
기말현금 및 현금성자산	79.3	46.1	135.2	291.2	594.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	14,809	33,503	40,985
BPS	115,120	142,536	153,247	182,652	219,538
CFPS	76,224	87,972	75,966	117,098	135,581
DPS	1,000	5,000	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	12.8	5.2	7.6	3.4	2.7
PER(최고)	17.9	6.6	9.8		
PER(최저)	10.0	4.8	3.4		
PBR	1.2	1.0	0.7	0.6	0.5
PBR(최고)	1.7	1.3	0.9		
PBR(최저)	1.0	0.9	0.3		
PSR	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
PCFR	1.9	1.6	1.5	1.0	0.8
EV/EBITDA	8.8	5.6	7.7	5.4	4.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	15.6	18.1	33.6	14.9	12.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.7	3.5	4.4	4.4	4.4
ROA	1.2	4.7	2.1	4.0	4.4
ROE	5.6	21.4	10.0	19.9	20.4
ROIC	3.3	8.6	4.7	7.3	8.2
매출채권회전율	12.1	10.8	11.9	13.9	12.3
재고자산회전율	17.8	14.3	14.1	16.5	14.6
부채비율	350.2	353.8	398.6	391.4	338.6
순차입금비율	246.0	285.1	316.3	286.7	206.6
이자보상배율	3.1	4.2	2.4	3.6	4.0
총차입금	982.7	1,346.5	1,685.7	1,965.7	2,045.7
순차입금	903.4	1,296.4	1,546.4	1,670.5	1,446.8
NOPLAT	154.7	311.2	246.7	377.8	436.7
FCF	-58.1	-293.8	-198.2	-66.7	281.6

Compliance Notice

- 당사는 05월 20일 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.

고지사항

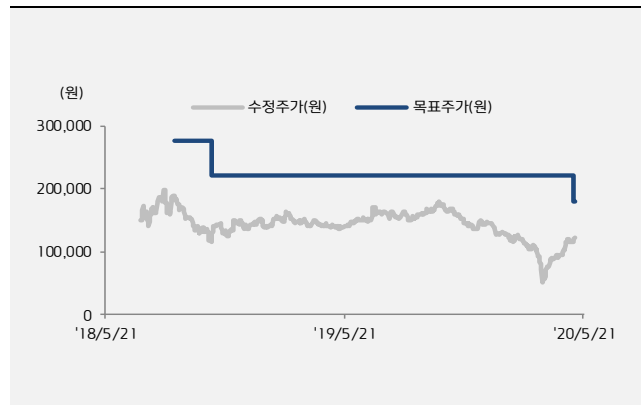
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	2018/09/03	Buy(Initiate)	276,000원	6개월	-46.52	-32.79
	2018/10/31	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-36.48	-31.59
	2019/01/11	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-35.30	-28.86
	2019/02/20	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-34.42	-26.14
	2019/03/22	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-34.50	-26.14
	2019/05/02	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-35.93	-32.73
	2019/06/05	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-30.37	-22.73
	2019/09/23	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.85	-22.73
	2019/10/08	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.83	-18.41
	2019/12/13	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-48.49	-32.27
	2020/05/12	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-37.87	-37.22
	2020/05/21	Buy(Maintain)	180,000원	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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%