



BUY(Maintain)

목표주가: 180,000원
주가(09/08): 114,000원
시가총액: 3,637억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (09/08)	2,401.91pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	179,500원	51,000원
등락률	-36.5%	123.5%
수익률	절대	상대
1M	2.7%	0.6%
6M	6.0%	-9.9%
1Y	-21.7%	-34.0%

Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	24천주
외국인 지분율	9.8%
배당수익률(2020E)	1.7%
BPS(2020E)	149,523원
주요 주주	효성 외 6인 43.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,776.7	2,490.4
영업이익	65.0	153.9	80.9	205.9
EBITDA	154.7	311.2	219.9	394.4
세전이익	27.4	110.0	32.4	150.5
순이익	20.4	87.8	25.8	120.1
지배주주지분순이익	20.4	87.8	25.8	120.1
EPS(원)	11,059	27,530	8,097	37,663
증감률(%YoY)	NA	148.9	-70.6	365.2
PER(배)	12.8	5.2	14.9	3.2
PBR(배)	1.23	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA(배)	8.8	5.6	8.8	5.2
영업이익률(%)	5.8	8.5	4.6	8.3
ROE(%)	5.6	21.4	5.5	22.6
순부채비율(%)	246.0	285.1	326.4	285.8

Price Trend



기업브리프

효성화학 (298000)

3분기 영업이익, 전 분기 대비 775.0% 증가 전망



효성화학의 올해 3분기 영업이익은 315억원으로 전 분기 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상됩니다. 전 분기 발생하였던 일회성 비용(TPA/PDH 정기보수/축매 교체)이 제거되고, 전방 수요 개선으로 PP 플랜트 가동률 상승이 전망되기 때문입니다. 한편 기타부문 중 NF3/TAC필름은 가동률 개선, 부산물 판매 증가, 감가상각비 감소 등으로 올해도 증익 추세가 유지될 전망입니다.

>>> 3분기 실적, 턴어라운드 전망

효성화학의 올해 3분기 영업이익은 315억원으로 전 분기(36억원) 대비 775.0% 증가할 전망이다. 베트남 비나 PP 법인이 적자를 지속하고 있으나, 1) 전 분기 발생하였던 TPA/No.2 PDH 정기보수/축매 교체로 인한 일회성/기회비용이 제거될 전망이고, 2) 중국향 제품 판매가 호조세를 이어가는 가운데, 북미/유럽/호주향 프리미엄 제품의 판매 회복으로 국내 PP 플랜트 가동률이 개선될 것으로 예상되며, 3) 계열사 PET Chip 가동률 개선으로 TPA부문이 전 분기 대비 흑자전환이 전망되고, 4) TAC필름/NF3는 중국 고객사 수요 개선으로 생산성/수익성이 증가하고 있으며, 5) 필름사업도 원가가 하락한 가운데, 코비드19로 포장용/광학용 수요가 증가하며 양호한 실적을 기록할 것으로 추정되기 때문이다.

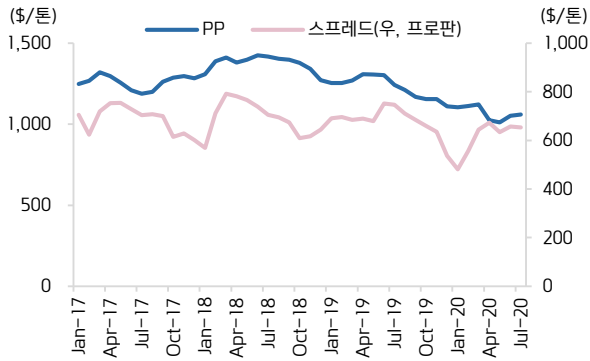
>>> NF3부문, 고마진율 유지 전망

동사의 NF3부문은 전방 업황 둔화로 최근 판가가 하락하고 있으나, 올해 영업이익은 작년 대비 20% 이상 증가할 전망이다. 1) 중국 고객사향 상품 판매 확대로 가동률이 상승하며, 원단위 개선 효과가 발생할 것으로 보이고, 2) 감가상각비 증대로 원가 절감이 예상되며, 3) 고마진 부산물인 F2/N2 혼합가스 판매 증가로 증익 효과가 추가될 것으로 전망되기 때문이다. 한편 전 사업부문의 실적 개선으로 내년 영업이익은 2,059억원으로 올해 대비 154.5% 증가할 전망이다. 또한 PDH 공정 과정에서 만들 어지는 부생수소를 현재 효성/린데가 추진 중인 액화수소 플랜트에 판매하며, 일부 영업이익이 발생할 것으로 보인다.

>>> 베트남 프로젝트, 내년부터 본격적인 실적 개선 효과 전망

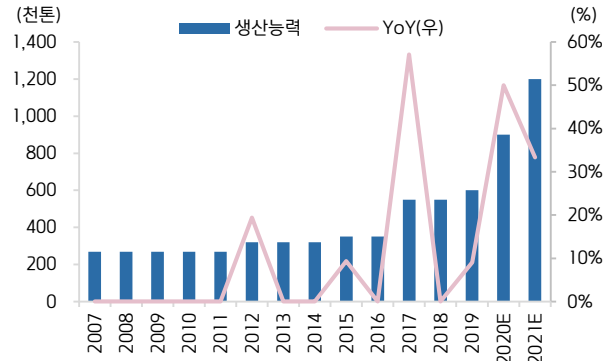
동사의 베트남 프로젝트는 외부 프로필렌 도입 및 동남아 프로필렌 공급처 트러블로 올해까지 큰 폭의 실적 개선은 제한될 것으로 보인다. 다만 PDH, No.5 PP 플랜트가 상업 가동되는 내년 초부터는 원재료 통합, 가동률 상승 및 규모의 경제 효과가 본격적으로 나타날 전망이다. 또한 PP/프로필렌 생산 능력 확대 외에도 LPG 보관 설비 운영을 통하여 LPG를 적정 가격에 대량 구입하고 보관하는 것이 가능해지는 등 원재료의 원가관리 체고 및 LPG 판매 수익 효과도 추가될 전망이다.

국내 PP 가격 및 스프레드(프로판) 추이



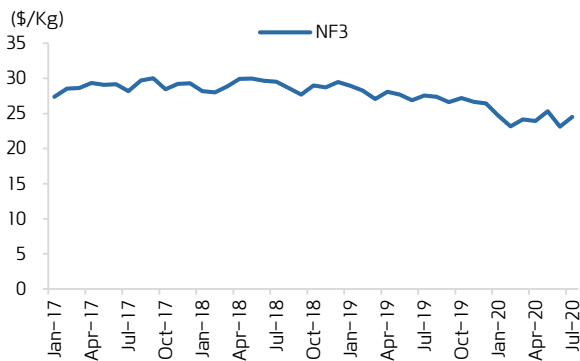
자료: KITA, 키움증권 리서치

효성화학 국내/외 PP 생산능력 추이/전망



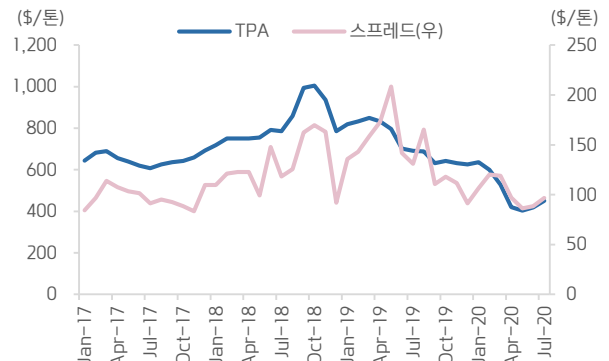
자료: 효성화학, 키움증권 리서치

국내 NF3 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 TPA 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망(2018년 분할 전 실적 포함)

(십억원)	2019				2020				2018*	2019	2020E	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual			
매출액	452	488	456	417	425	429	457	465	1,864	1,813	1,777	2,490
PP/PDH	220	253	247	227	210	242	256	261	984	947	970	1,592
기타	232	235	209	190	214	187	201	204	880	865	807	899
영업이익	25	50	55	24	12	4	31	33	109	154	81	206
PP/PDH	21	40	46	28	4	-5	14	14	107	134	27	113
기타	4	10	9	-3	9	9	17	19	2	20	54	93
영업이익률	5.5%	10.2%	12.1%	5.8%	2.9%	0.8%	6.9%	7.2%	5.9%	8.5%	4.6%	8.3%
PP/PDH	9.6%	15.7%	18.5%	12.1%	1.8%	-2.2%	5.5%	5.5%	10.9%	14.1%	2.8%	7.1%
기타	1.7%	4.3%	4.5%	-1.7%	4.1%	4.8%	8.6%	9.3%	0.2%	2.3%	6.7%	10.3%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,776.7	2,490.4	2,614.9
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,610.8	2,165.5	2,252.1
매출총이익	114.6	243.6	165.9	324.9	362.8
판관비	49.6	89.7	85.0	119.0	125.4
영업이익	65.0	153.9	80.9	205.9	237.4
EBITDA	154.7	311.2	219.9	394.4	454.0
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	32.4	150.5	181.2
법인세비용	7.0	22.2	6.5	30.4	36.5
계속사업손손익	20.4	87.8	25.8	120.1	144.6
당기순이익	20.4	87.8	25.8	120.1	144.6
지배주주순이익	20.4	87.8	25.8	120.1	144.6
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	62.3	-2.0	40.2	5.0
영업이익 증감율	NA	136.8	-47.4	154.5	15.3
EBITDA 증감율	NA	101.2	-29.3	79.4	15.1
지배주주순이익 증감율	NA	330.4	-70.6	365.5	20.4
EPS 증감율	NA	148.9	-70.6	365.2	20.4
매출총이익율(%)	10.3	13.4	9.3	13.0	13.9
영업이익률(%)	5.8	8.5	4.6	8.3	9.1
EBITDA Margin(%)	13.9	17.2	12.4	15.8	17.4
지배주주순이익률(%)	1.8	4.8	1.5	4.8	5.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	438.3	446.1	521.7	801.1	1,140.2
현금 및 현금성자산	79.3	46.1	124.8	292.1	609.6
단기금융자산	0.0	4.0	4.0	4.1	4.1
매출채권 및 기타채권	184.7	151.0	148.0	207.4	217.8
재고자산	125.3	127.5	125.0	175.2	184.0
기타유동자산	49.0	121.5	123.9	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	2,424.1	2,865.0	3,087.5
유동부채	686.0	431.3	430.5	484.3	495.1
매입채무 및 기타채무	275.7	219.9	219.0	272.8	283.7
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	410.3	211.4	211.5	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	1,947.2	2,280.9	2,371.8
지배지분	367.2	454.7	477.0	584.1	715.6
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	117.6	221.9	350.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.2	454.7	477.0	584.1	715.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	76.8	163.2	285.7	349.8	459.5
당기순이익	0.0	0.0	25.8	120.1	144.6
비현금항목의 가감	120.2	192.8	189.7	270.0	305.2
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	50.7	81.5	88.6
영업활동자산부채증감	-45.4	-98.1	11.8	-67.8	-10.7
매출채권및기타채권의감소	-50.4	29.5	3.0	-59.5	-10.4
재고자산의감소	-13.2	0.5	2.5	-50.2	-8.8
매입채무및기타채무의증가	15.5	-30.1	-0.9	53.8	10.9
기타	2.7	-98.0	7.2	-11.9	-2.4
기타현금흐름	2.0	68.5	58.4	27.5	20.4
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	269.6	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	-6.4	-15.9
기타	-0.1	-4.0	-4.1	-4.0	-4.1
기타현금흐름	6.7	4.3	-104.6	-104.6	-104.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-196.6	-33.2	78.8	167.3	317.4
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	46.1	124.8	292.1
기말현금 및 현금성자산	79.3	46.1	124.8	292.1	609.6

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	8,097	37,663	45,337
BPS	115,120	142,536	149,523	183,087	224,326
CFPS	76,224	87,972	67,570	122,307	141,015
DPS	1,000	5,000	2,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	12.8	5.2	14.9	3.2	2.7
PER(최고)	17.9	6.6	18.0		
PER(최저)	10.0	4.8	6.3		
PBR	1.2	1.0	0.8	0.7	0.5
PBR(최고)	1.7	1.3	1.0		
PBR(최저)	1.0	0.9	0.3		
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1
PCFR	1.9	1.6	1.8	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.8	5.6	8.8	5.2	4.0
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	15.6	18.1	24.6	13.2	11.0
배당수익률(%보통주, 현금)	0.7	3.5	1.7	4.1	4.1
ROA	1.2	4.7	1.2	4.5	4.9
ROE	5.6	21.4	5.5	22.6	22.3
ROIC	3.3	8.6	3.5	7.9	8.9
매출채권회전율	12.1	10.8	11.9	14.0	12.3
재고자산회전율	17.8	14.3	14.1	16.6	14.6
부채비율	350.2	353.8	408.2	390.5	331.4
순차입금비율	246.0	285.1	326.4	285.8	200.1
이자보상배율	3.1	4.2	1.8	3.9	4.3
총차입금	982.7	1,346.5	1,685.7	1,965.7	2,045.7
순차입금	903.4	1,296.4	1,556.8	1,669.5	1,432.0
NOPLAT	154.7	311.2	219.9	394.4	454.0
FCF	-58.1	-293.8	-208.6	-64.9	295.5

Compliance Notice

- 당사는 09월 08일 현재 '효성화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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

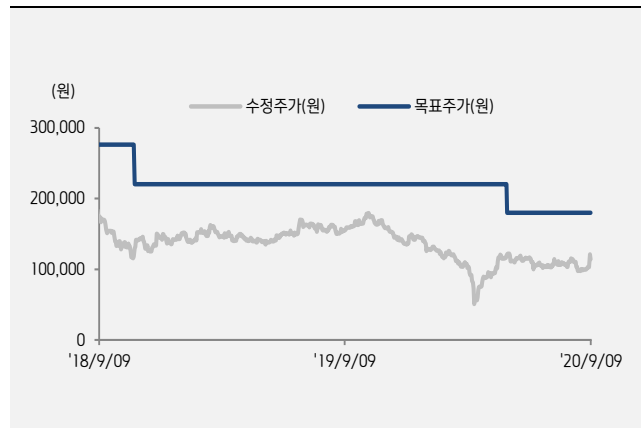
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	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	-39.08	-33.89
	2020/09/09	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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%