



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원
추가(12/01): 135,000원
시가총액: 4,307억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/01)	2,634.25pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	149,000원	51,000원
등락률	-9.4%	164.7%
수익률	절대	상대
1M	7.1%	-7.8%
6M	18.4%	-7.2%
1Y	-5.3%	-23.7%

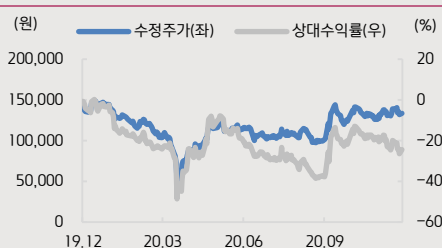
Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	40천주
외국인 지분율	10.9%
배당수익률(2020E)	0.7%
BPS(2020E)	146,889원
주요 주주	효성 외 6인 43.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,819.5	2,329.5
영업이익	65.0	153.9	70.4	184.2
EBITDA	154.7	311.2	209.4	372.7
세전이익	27.4	110.0	21.8	128.7
순이익	20.4	87.8	17.4	102.8
지배주주지분순이익	20.4	87.8	17.4	102.8
EPS(원)	11,059	27,530	5,467	32,213
증감률(%YoY)	NA	148.9	-80.1	489.3
PER(배)	12.8	5.2	24.4	4.1
PBR(배)	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	8.8	5.6	9.5	5.6
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.9	7.9
ROE(%)	5.6	21.4	3.8	19.9
순부채비율(%)	246.0	285.1	331.8	299.0

Price Trend



기업브리프

효성화학 (298000)

PP 업황 강세의 대표 수혜주



현재 PP 마진율은 2010~2011년, 2016~2017년 슈퍼 사이클 시기를 상회하고 있습니다. 참고로 효성화학의 올해 말 기준 PP 생산능력은 90만톤으로 국내 2위권 업체입니다. 또한 내년 7월에는 프로판 가격이 하락하는 가운데, 동사 베트남 PDH(60만톤), PP(30만톤) 플랜트 가동으로 실적이 급격히 개선될 것으로 보입니다. 내년 실적 개선을 고려하여 목표주가를 기존 18만원에서 20만원으로 상향 조정합니다.

>>> PDH 통합 PP 설비도 견고한 스프레드를 유지하고 있다

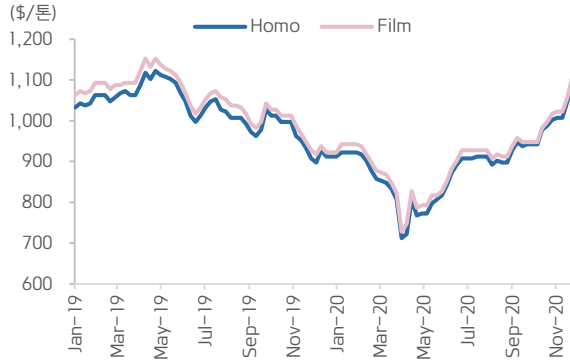
금주(11/30일) 나프타 통합 기준 PP 스프레드는 톤당 \$706로 2015년 6월 초 이후 처음으로 톤당 \$700을 상회하였다. 특히 현재 PP 변동 마진율은 2010~2011년, 2016~2017년 슈퍼 사이클 시기의 마진율을 경신하는 40%를 상회하고 있다. 1) 주요 시장인 중국이 수급 타이트를 반영하며, 재고량 감소(Sinopec/Petro China 등 PE/PP 제조 업체의 재고 56.5만톤)가 발생하고 있고, 2) 태국/인도네시아/인도 등 타 아시아 지역도 공급 부족 현상이 나타나고 있으며, 3) 주요 PP 수출 국가인 국내 업체들의 플랜트 셋다운이 발생하고 있고, 4) 원재료인 프로필렌 가격과 운송비용 상승이 제품가격을 동시에 밀어 올리고 있기 때문이다.

효성화학의 올해 말 기준 PP 생산능력은 90만톤으로 롯데케미칼에 이어 국내 2위권 PP 업체이다. 이에 최근 PP 업황 강세의 반사 수혜가 발생하고 있다. 한편 동사는 나프타가 아닌 PDH를 통합한 PP 생산 업체이다. 이에 동절기 LPG 수요 증가로 일반적으로 동절기에는 나프타 기반 PP 대비 경제성이 떨어진다. 다만 12월 사우디 아람코 프로판 계약 가격이 톤당 \$450로 발표되었다. 나프타 가격 대비 약 \$50 높은 수준이나, 현재 역내/외 PP 가격을 고려 시 동사를 비롯한 PDH 통합 설비도 높은 마진율을 형성하고 있다.

>>> 내년 하반기, 물량/마진 개선 폭이 커질 전망

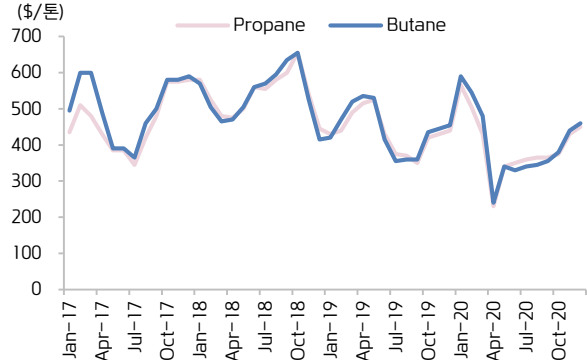
동사의 내년 영업이익은 1,842억원으로 올해 대비 161.4% 증가할 전망이다. 내년 상반기까지 베트남 PP-Along 설비(30만톤)는 외부 프로필렌 도입으로 적자 기초를 유지하겠지만, 1) 내년 7월부터 PDH 60만톤, PP 30만톤, Cavern 가동으로 원재료 통합 및 물량 증가 효과가 본격적으로 발생할 것으로 예상되고, 2) 코비드19 확산세 진정으로 유럽/미국/호주 등 선진국향 산업용 파이프 시장 수요가 증가하며, 프리미엄과 마진율이 높은 특화품 판매량이 확대될 것으로 전망되며, 3) 필름/옵티컬부문이 전방 산업 업황 회복으로 견고한 마진율을 유지할 것으로 예상되고, 4) 내년에는 증설 제한으로 NF3도 마진 개선이 전망되기 때문이다. 한편 대규모 프로젝트 종료로 내년을 기점으로 부채비율도 점진적으로 빠르게 감소할 것으로 보인다.

국내 PP 가격 추이



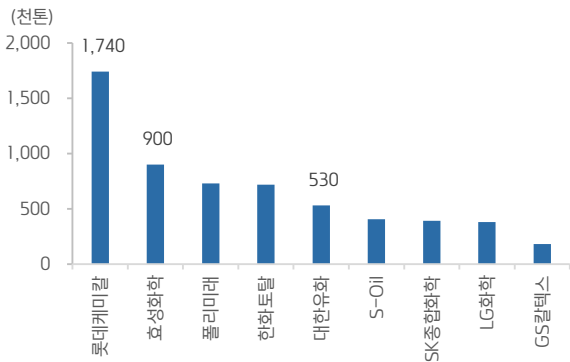
자료: KITA, 키움증권 리서치

사우디 LPG Contract Price 추이



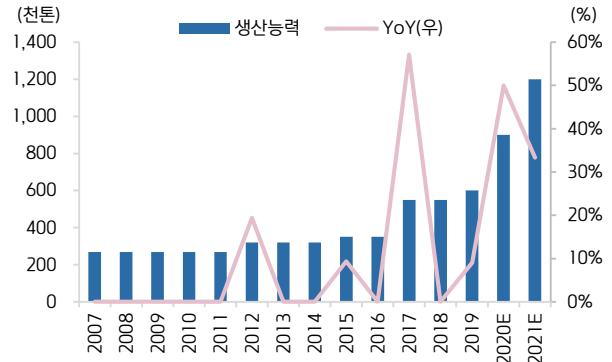
자료: SA, 키움증권 리서치

국내 PP 업체 생산능력 현황(2020년 기준)



자료: 각사, 키움증권 리서치

효성화학 PP 생산능력 추이/전망



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망(2018년 분할 전 실적 포함)

(십억원)	2019				2020				2018*	2019	2020E	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	452	488	456	417	425	429	487	478	1,864	1,813	1,819	2,330
PP/PDH	220	253	247	227	210	242	285	282	984	947	1,020	1,471
기타	232	235	209	190	214	187	202	196	880	865	800	858
영업이익	25	50	55	24	12	4	25	30	109	154	70	184
PP/PDH	21	40	46	28	4	-5	12	16	107	134	26	139
기타	4	10	9	-3	9	9	13	14	2	20	44	45
영업이익률	5.5%	10.2%	12.1%	5.8%	2.9%	0.8%	5.1%	6.2%	5.9%	8.5%	3.9%	7.9%
PP/PDH	9.6%	15.7%	18.5%	12.1%	1.8%	-2.2%	4.1%	5.7%	10.9%	14.1%	2.5%	9.4%
기타	1.7%	4.3%	4.5%	-1.7%	4.1%	4.8%	6.6%	6.9%	0.2%	2.3%	5.6%	5.3%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,819.5	2,329.5	2,932.4
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,662.2	2,033.8	2,542.2
매출총이익	114.6	243.6	157.4	295.8	390.2
판관비	49.6	89.7	87.0	111.6	140.0
영업이익	65.0	153.9	70.4	184.2	250.1
EBITDA	154.7	311.2	209.4	372.7	466.7
영업외손익	-37.6	-43.9	-48.5	-55.4	-56.4
이자수익	0.1	0.2	0.5	1.1	2.2
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	21.8	128.7	193.7
법인세비용	7.0	22.2	4.4	26.0	39.1
계속사업순이익	20.4	87.8	17.4	102.8	154.6
당기순이익	20.4	87.8	17.4	102.8	154.6
지배주주순이익	20.4	87.8	17.4	102.8	154.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	62.3	0.4	28.0	25.9
영업이익 증감율	NA	136.8	-54.3	161.6	35.8
EBITDA 증감율	NA	101.2	-32.7	78.0	25.2
지배주주순이익 증감율	NA	330.4	-80.2	490.8	50.4
EPS 증감율	NA	148.9	-80.1	489.3	50.5
매출총이익률(%)	10.3	13.4	8.7	12.7	13.3
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.9	7.9	8.5
EBITDA Margin(%)	13.9	17.2	11.5	16.0	15.9
지배주주순이익률(%)	1.8	4.8	1.0	4.4	5.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	438.3	446.1	519.6	766.8	1,150.7
현금 및 현금성자산	79.3	46.1	116.2	282.5	571.3
단기금융자산	0.0	4.0	4.0	4.1	4.1
매출채권 및 기타채권	184.7	151.0	151.6	194.0	244.3
재고자산	125.3	127.5	128.0	163.9	206.3
기타유동자산	49.0	121.5	123.8	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	2,422.1	2,830.7	3,097.9
유동부채	686.0	431.3	433.6	472.5	518.3
매입채무 및 기타채무	275.7	219.9	222.2	261.1	306.8
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	410.3	211.4	211.4	211.4	211.5
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	1,950.3	2,269.2	2,395.0
자본지분	367.2	454.7	471.8	561.5	703.0
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	112.4	199.3	338.1
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.2	454.7	471.8	561.5	703.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	76.8	163.2	277.0	345.7	430.9
당기순이익	20.4	87.8	17.4	102.8	154.6
비현금항목의 가감	120.2	192.8	187.6	265.7	307.9
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	48.6	77.2	91.3
영업활동자산부채증감	-45.4	-98.1	11.5	-54.5	-49.3
매출채권및기타채권의감소	-50.4	29.5	-0.6	-42.5	-50.2
재고자산의감소	-13.2	0.5	-0.5	-35.9	-42.4
매입채무및기타채무의증가	15.5	-30.1	2.3	38.9	45.7
기타	2.7	-98.0	10.3	-15.0	-2.4
기타현금흐름	-18.4	-19.3	60.5	31.7	17.7
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	272.7	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	-3.2	-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	70.1	166.4	288.8
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	46.1	116.2	282.5
기말현금 및 현금성자산	79.3	46.1	116.2	282.5	571.3

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	5,467	32,213	48,477
BPS	115,120	142,536	147,889	176,004	220,382
CFPS	76,224	87,972	64,286	115,492	144,994
DPS	1,000	5,000	1,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	12.8	5.2	24.4	4.1	2.8
PER(최고)	17.9	6.6	27.2		
PER(최저)	10.0	4.8	9.3		
PBR	1.2	1.0	0.9	0.8	0.6
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	2.1	1.2	0.9
EV/EBITDA	8.8	5.6	9.5	5.6	4.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	15.6	18.1	18.2	15.5	10.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.7	3.5	0.7	3.7	3.7
ROA	1.2	4.7	0.8	3.9	5.2
ROE	5.6	21.4	3.8	19.9	24.5
ROIC	3.3	8.6	3.1	7.1	9.3
매출채권회전율	12.1	10.8	12.0	13.5	13.4
재고자산회전율	17.8	14.3	14.2	16.0	15.8
부채비율	350.2	353.8	413.4	404.2	340.7
순차입금비율	246.0	285.1	331.8	299.0	209.1
이자보상배율	3.1	4.2	1.5	3.5	4.5
총차입금	982.7	1,346.5	1,685.7	1,965.7	2,045.7
순차입금	903.4	1,296.4	1,565.5	1,679.1	1,470.3
NOPLAT	154.7	311.2	209.4	372.7	466.7
FCF	-58.1	-293.8	-217.2	-69.0	266.9

Compliance Notice

- 당사는 12월 1일 현재 '효성화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 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

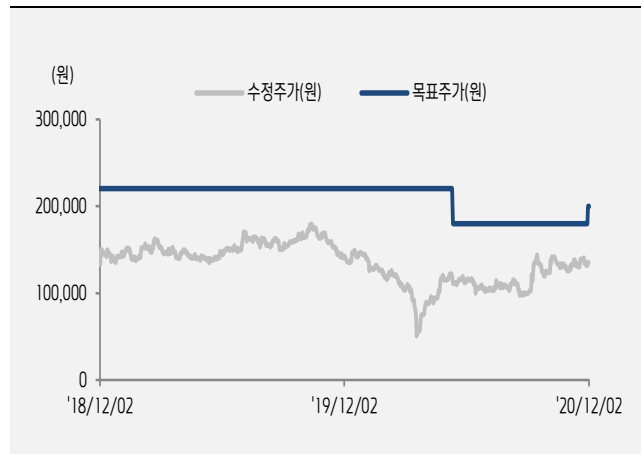
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	2019/01/11	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-33.18	-28.86
	2019/02/20	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-32.30	-26.14
	2019/03/22	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-33.26	-26.14
	2019/05/02	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-33.89	-26.14
	2019/06/05	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-33.12	-22.73
	2019/09/23	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-24.86	-23.18
	2019/10/08	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-27.95	-18.41
	2019/12/13	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-37.50	-18.41
	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	-39.08	-33.89
	2020/10/26	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-39.08	-33.89
	2020/11/02	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-39.08	-33.89
	2020/12/02	Buy(Maintain)	200,000원	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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%