



BUY(Maintain)

목표주가: 430,000원

주가(3/19): 289,000원

시가총액: 9,219억원

화학/정유

Analyst 이동우

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkdu1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(3/19)	3,039.53pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	289,000원
등락률	0.0%
수익률	절대
1M	28.7%
6M	117.3%
1Y	466.7%
	상대
	31.6%
	72.5%
	171.8%

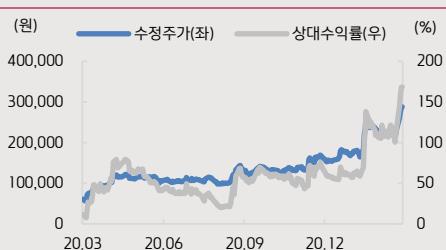
Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	89천주
외국인 지분율	10.4%
배당수익률(2020A)	0.0%
BPS(2020A)	126,125원
주요 주주	효성 외 6인
	43.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,817.2	2,296.4
영업이익	65.0	153.9	60.9	218.7
EBITDA	154.7	311.2	237.9	457.8
세전이익	27.4	110.0	3.4	160.5
순이익	20.4	87.8	-11.6	128.4
자체주주지분순이익	20.4	87.8	-11.6	128.4
EPS(원)	11,059	27,530	-3,641	40,250
증감률(%YoY)	NA	148.9	적전	흑전
PER(배)	12.8	5.2	-43.0	7.2
PBR(배)	1.2	1.0	1.2	1.9
EV/EBITDA(배)	8.8	5.6	8.9	5.5
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	9.5
ROE(%)	5.6	21.4	-2.7	28.8
순부채비율(%)	246.0	285.1	400.1	323.6

Price Trend



실적 Preview

효성화학 (298000)

또 분기 실적 피크 아웃 이론인가?



효성화학의 올해 1분기 영업이익은 450억원으로 최근 높아진 시장 기대치를 크게 상회할 전망입니다. 프로판 가격 상승에도 불구하고, 역내/외 PP 가격 급등으로 PP/PDH부문 실적 개선세가 클 전망이고, 기타부문도 모든 제품들의 수익성 증가가 예상되기 때문입니다. 한편 올해 일부 리스크 요인에도 불구하고, 동사는 분기별로 증익 추세가 이어질 전망입니다. 내년까지 지속적으로 비중 확대를 권합니다.

>>> 올해 1분기, 작년 동기 대비 262.5% 증가 전망

효성화학의 올해 1분기 영업이익은 450억원으로 작년 동기 대비 262.5% 증가하며, 최근 높아진 시장 기대치(290억원)를 크게 상회할 전망이다. 모든 사업부문의 실적 개선에 기인한다.

1) PP/PDH부문 영업이익은 299억원으로 작년 동기 대비 523.6% 증가할 전망이다. 주요 원자료인 프로판 가격 급등에도 불구하고, 전 분기 PDH 정기보수에 따른 물량/일회성 비용 측면의 기저 효과가 발생할 전망이고, 역내/외 PP 수급 타이트 현상 발생으로 베트남 PP 사업 적자가 대폭 감소할 예상이며, 유럽 등 선진국 산업용 파이프 시장의 프리미엄이 일부 회복될 것으로 전망되고, 규모가 크지 않지만 주사기용 등 고부가 PP 수요도 증가세에 있으며, 동사는 유럽/미국 등 PP 가격이 급등한 지역으로 수출을 확대할 것으로 전망되기 때문이다. 2) 기타부문 영업이익은 150억원으로 작년 동기 대비 97.7% 증가할 전망이다. 반도체/LCD 업황 개선으로 NF3가 실적 호조세를 이어 가는 가운데, 완구용 폴리캐톤 수요가 증가하고 있고, 필름 사업은 전 분기 고객사들의 비수기 재고조정 관련 물량 측면의 기저 효과 및 추가적인 마진 개선이 예상되며, LCD 업황 호조로 TAC필름 또한 추가적인 마진율 상승이 전망되고, TPA는 스프레드는 부진하나 전 분기 가동 중단 발생에 따른 원단위 손실 측면의 기저 효과가 발생할 것으로 예상되기 때문이다.

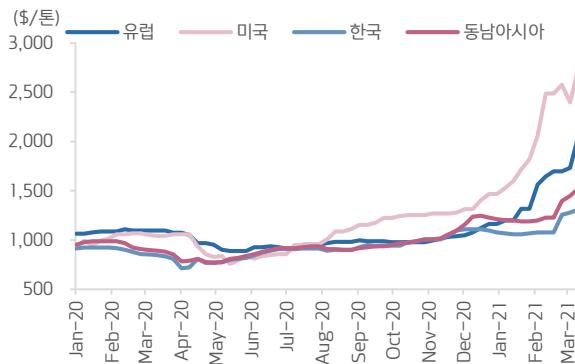
>>> 올해 영업이익, 작년 대비 259.1% 증가 전망

동사의 올해 영업이익은 2,187억원으로 작년 대비 259.1% 증가할 전망이다.

1) 2분기는 미국/유럽 생산 차질 지속으로 분기 증익 추세가 이어질 것으로 예상되고, 2) 하반기는 국내 증설 물량이 존재하나 프로판 가격 안정화(3분기) 및 베트남 플랜트/Cavern 본격 가동(4분기)으로 견고한 수익성을 유지할 것으로 전망되기 때문이다. 한편 올해/내년 세계 PP 플랜트들의 증설 등이 이어지고 있으나, 올해와 내년 세계 PP 증설 물량은 각각 513만톤, 448만톤으로 작년 증설 대비 약 50~60% 수준에 불과하다. 공급 과잉에 대한 막연한 우려는 제거할 필요가 있어 보인다.

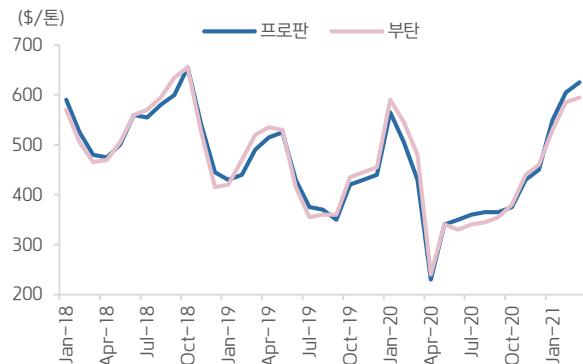
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 실적 개선을 고려하여 목표주가는 기존 33만원에서 43만원으로 상향 조정한다. 중형 화학주 Top-Pick이다.

역내/외 PP 가격 추이



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

사우디 아람코 LPG 계약 가격 추이



자료: SA, 키움증권 리서치

효성화학 베트남 프로젝트 구조



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학 Valuation

사업부	EBITDA	Multiple	비고
화학 등	4,159	6.2	배수 3년 평균 20% 할인
NF3	419	7.9	배수 경쟁사 30% 할인
영업가치 합(A)		29,267	2021년 추정 기준
투자자산가치(B)		147	신화인터텍 시장가치
순차입금(C)		15,855	2021년 추정 기준
시가총액(D=A+B-C)		13,558	
주식수(E)		3,178	자사주 제외
적정주가(D/E)		426,649	
목표주가		430,000	천원 단위 절상
현재주가		289,000	3/19일 종가 기준
상승여력		48.8%	현재주가 대비

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망(2018년 분할 전 실적 포함)

(십억원)	2020				2021				2018*	2019	2020	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE				
매출액	425	429	487	476	533	601	584	578	1,864	1,813	1,817	2,296
PP/PDH	210	242	285	270	320	367	371	379	984	947	1,008	1,437
기타	214	187	202	206	213	234	213	199	880	865	810	860
영업이익	12	4	25	20	45	53	60	61	109	154	61	219
PP/PDH	5	-5	12	10	30	42	50	51	107	134	21	172
기타	8	9	13	11	15	11	10	10	2	20	40	47
영업이익률	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	8.4%	8.8%	10.3%	10.6%	5.9%	8.5%	3.4%	9.5%
PP/PDH	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	9.3%	11.4%	13.4%	13.4%	10.9%	14.1%	2.0%	12.0%
기타	3.5%	4.8%	6.6%	5.2%	7.1%	4.6%	4.9%	5.2%	0.2%	2.3%	5.0%	5.4%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

세계 업체별 PP 증설 계획

(단위: 천톤)

국가	업체	2020E	2021E	2022E
중국	Zhejiang PC	900		
중국	Qinghai Damei	400		
중국	Liaoning Bora PC	400		
중국	Longyou PC	350		
중국	Sinopec-KPC PC JV	350		
중국	Sinochem Quanzhou	350		
중국	Lihe Zhixin New Material	300		
중국	Wanhua Chemical Group	300		
중국	Yulin Energy & Chem	300		
중국	Ningbo Fuji	600		
중국	Longyou PC	200		
중국	Liaoning Bora PC	200		
중국	Shangdong Dongmimg	200		
중국	Hengli Petrochemical	400		
중국	Sinopec-KPC PC JV	200		
중국	SINOPEC Tianjin PC	200		
중국	Huating Coal Group	160		
러시아	ZapSibNeftekhim	500		
미국	Braskem America	450		
인도	Indian Oil	340		
베트남	Hyosung Vietnam	300		
오만	ORPIC	300		
필리핀	JG Summit PC	115		
카자흐스탄	KPI		500	
중국	Jinneng S&T		450	
중국	Sinopec Wuhan		300	
중국	Tianjin Dagu Chem		300	
중국	PetroChina Liao yang		300	
중국	Ningxia Runfeng		300	
인도	HPCL Mittal Energy		500	
한국	Ulsan PP		400	
한국	Hanwha Total		400	
UAE	Borouge		480	
말레이시아	RAPID		900	
베트남	Hyosung Vietnam		300	
중국	Zhejiang PC			900
중국	Qinghai Mining			400
중국	Fujian Gu Lei Petro			300
중국	CNPC Jie yang(PDVSA)			600
중국	Sinopec Zhijin			300
캐나다	Inter Pipeline			525
한국	Hyundai Chemical			500
태국	HMC Polymers			250
미국	ExxonMobil Chemical			450
미국	FPCUSA			250
합계		7,815	5,130	4,475

자료: 각사, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,817.2	2,296.4	2,767.9
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,664.1	1,961.5	2,334.7
매출총이익	114.6	243.6	153.1	335.0	433.2
판관비	49.6	89.7	92.1	116.3	139.6
영업이익	65.0	153.9	60.9	218.7	293.6
EBITDA	154.7	311.2	237.9	457.8	554.5
영업외손익	-37.6	-43.9	-57.5	-58.2	-57.7
이자수익	0.1	0.2	0.2	1.4	3.2
이자비용	21.0	36.5	43.5	50.8	52.9
외환관련이익	13.8	31.1	39.2	28.0	29.4
외환관련손실	26.7	44.6	39.1	22.3	23.0
증속 및 관계기업손익	-7.0	4.1	1.7	1.7	1.7
기타	3.2	1.8	-16.0	-16.2	-16.1
법인세차감전이익	27.4	110.0	3.4	160.5	236.0
법인세비용	7.0	22.2	15.0	32.1	47.2
계속사업순손익	20.4	87.8	-11.6	128.4	188.8
당기순이익	20.4	87.8	-11.6	128.4	188.8
지배주주순이익	20.4	87.8	-11.6	128.4	188.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	62.3	0.3	26.4	20.5
영업이익 증감율	NA	136.8	-60.4	259.1	34.2
EBITDA 증감율	NA	101.2	-23.6	92.4	21.1
지배주주순이익 증감율	NA	330.4	-113.2	-1,206.9	47.0
EPS 증감율	NA	148.9	적전	흑전	47.0
매출총이익율(%)	10.3	13.4	8.4	14.6	15.7
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	9.5	10.6
EBITDA Margin(%)	13.9	17.2	13.1	19.9	20.0
지배주주순이익률(%)	1.8	4.8	-0.6	5.6	6.8

재무상태표

(단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	438.3	446.1	435.7	831.0	1,429.5
현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	314.8	818.8
단기금융자산	4.0	54.0	54.0	54.0	54.0
매출채권 및 기타채권	184.7	151.0	222.3	281.0	338.7
재고자산	125.3	127.5	143.2	180.9	218.1
기타유동자산	49.0	121.5	60.0	54.3	53.9
비유동자산	1,214.9	1,617.5	1,981.6	2,096.0	1,938.6
투자자산	77.4	18.0	21.5	25.1	28.6
유형자산	1,117.6	1,448.3	1,923.3	2,034.2	1,873.3
무형자산	74.1	73.1	23.1	23.1	23.1
기타비유동자산	-54.2	78.1	13.7	13.6	13.6
자산총계	1,653.2	2,063.5	2,417.4	2,927.0	3,368.1
유동부채	686.0	431.3	627.5	769.5	982.7
매입채무 및 기타채무	275.7	219.9	295.1	437.1	650.2
단기금융부채	0.0	3.4	3.4	3.4	3.4
기타유동부채	410.3	208.0	329.0	329.0	329.1
비유동부채	600.0	1,177.5	1,387.5	1,667.5	1,747.5
장기금융부채	4.7	10.7	10.7	10.7	10.7
기타비유동부채	595.3	1,166.8	1,376.8	1,656.8	1,736.8
부채총계	1,286.0	1,608.8	2,015.0	2,437.0	2,730.1
자자지분	367.2	454.7	402.4	490.0	638.0
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	-8.3	-33.2	-58.0
이익잉여금	18.3	98.2	67.6	180.1	353.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.2	454.7	402.4	490.0	638.0

현금흐름표

(단위: 십억원)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	76.8	163.2	168.3	439.4	604.6
당기순이익	20.4	87.8	0.0	128.4	188.8
비현금항목의 가감	120.2	192.8	256.1	353.4	390.5
유형자산감가상각비	89.7	157.3	176.9	239.2	260.9
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-7.0	-1.4	-1.7	0.0	0.0
기타	37.5	36.9	80.9	114.2	129.6
영업활동자산부채증감	-45.4	-98.1	-25.0	35.4	118.6
매출채권및기타채권의감소	-50.4	29.5	-33.5	-58.6	-57.7
재고자산의감소	-13.2	0.5	-20.2	-37.8	-37.1
매입채무및기타채무의증가	15.5	-30.1	17.2	142.0	213.2
기타	2.7	-98.0	11.5	-10.2	0.2
기타현금흐름	-18.4	-19.3	-62.8	-77.8	-93.3
투자활동 현금흐름	-145.2	-552.4	-553.5	-360.8	-110.8
유형자산의 취득	-83.6	-480.9	-555.8	-350.0	-100.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-60.5	0.0	-0.1	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.3	-70.1	59.4	-3.5	-3.5
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-4.0	-50.0	0.0	0.0
기타	6.2	2.6	-7.2	-7.3	-7.3
재무활동 현금흐름	-134.9	351.7	356.8	276.6	60.7
차입금의 증가(감소)	-133.0	358.9	376.0	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	0.0	-15.9
기타	-0.1	-4.0	-3.3	-3.4	-3.4
기타현금흐름	6.7	4.3	-7.4	-50.5	-50.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-196.6	-33.2	-35.9	304.6	504.0
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	46.1	10.2	314.8
기밀현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	314.8	818.8

(단위: 원, %, 배)					
12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	-3,641	40,250	59,173
BPS	115,120	142,536	126,125	153,604	200,007
CFPS	76,224	87,972	76,643	151,035	181,569
DPS	1,000	5,000	0	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	12.8	5.2	-43.0	7.2	4.9
PER(최고)	17.9	6.6	-47.4		
PER(최저)	10.0	4.8	-14.0		
PBR	1.2	1.0	1.2	1.9	1.4
PBR(최고)	1.7	1.3	1.4		
PBR(최저)	1.0	0.9	0.4		
PSR	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
PCFR	1.9	1.6	2.0	1.9	1.6
EV/EBITDA	8.8	5.6	8.9	5.5	3.8
주요비율(%)					
배당성향(%), 보통주, 현금	15.6	18.1	0.0	12.4	8.4
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.7	3.5	0.0	1.7	1.7
ROA	1.2	4.7	-0.5	4.8	6.0
ROE	5.6	21.4	-2.7	28.8	33.5
ROIC	3.3	8.6	-11.6	8.6	12.2
매출채권회전율	12.1	10.8	9.7	9.1	8.9
재고자산회전율	17.8	14.3	13.4	14.2	13.9
부채비율	350.2	353.8	500.8	497.3	427.9
순차입금비율	246.0	285.1	400.1	323.6	182.1
이자보상배율	3.1	4.2	1.4	4.3	5.6
총차입금	982.7	1,346.5	1,674.3	1,954.3	2,034.3
순차입금	903.4	1,296.4	1,610.1	1,585.5	1,161.5
NOPLAT	154.7	311.2	237.9	457.8	554.5
FCF	-58.1	-293.8	-618.3	99.6	514.4

자료: 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 3월 19일 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

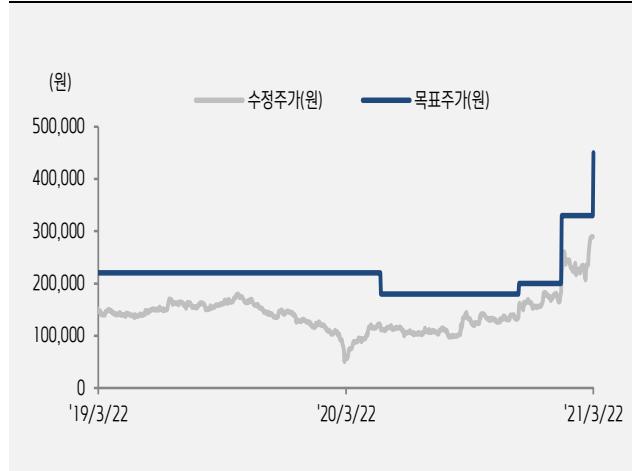
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	최저 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	2019/03/22	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-34.89	-32.05		
	2019/05/02	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-35.36	-32.05		
	2019/06/05	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-31.40	-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	-39.94	-32.78		
	2020/09/09	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-36.21	-20.00		
	2020/10/26	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-35.92	-20.00		
	2020/11/02	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-35.40	-20.00		
	2020/12/02	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-17.10	-8.75		
	2021/02/01	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-16.86	-8.25		
	2021/02/03	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-27.85	-12.42		
	2021/03/22	Buy(Maintain)	430,000원	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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%