

효성화학 (298000)

1Q19부터 3Q19까지 회복. 단기/중장기 그림 상 지금이 매수 적기

1Q19 영업이익 컨센 부합 전망. PP/DH 회복 도드라져

1Q19 영업이익은 262억원(QoQ +60%, YoY +38%)으로 컨센(256억원)에 부합할 전망이다. PP/DH의 회복이 도드라진다. PP/DH는 정기보수에 따른 기회손실 약 50억원이 발생했음에도 불구하고 영업이익 226억원(QoQ +237%)으로 큰 폭의 회복세가 예상된다. 이는 원료구매 전략 실패로 고가의 원재료가 투입되었던 전분기와, 동일한 정기보수가 실시되었던 전년동기 대비로도 개선되는 실적이다. PTA 영업이익은 20억원(QoQ +565%)으로 개선될 전망이다. 이는 전분기 고가의 PX투입에 따른 부정적 효과가 소멸되기 때문이다. 기타사업은 TAC필름/NF3를 중심으로 견조한 실적이 지속되며 영업이익 9억원으로 흑자확대 기조가 지속될 것이다.

2Q19 영업이익 QoQ +65% 큰 폭 개선 전망

2Q19 영업이익은 432억원(QoQ +65%, YoY +15%)으로 개선을 전망한다. PP/DH 영업이익은 384억원(QoQ +70%)으로 뚜렷한 회복을 기대한다. 전분기 춘절 효과가 소멸되고, 최근 PP 상승에 따라 긍정적인 래깅효과가 발생하기 때문이다. 원재료 프로판가격(사우디아라비아 계약 기준)은 4월까지 3개월 연속 상승했으나, 하절기 진입으로 점진적인 하락 안정화가 나타나면서 원가부담은 낮아질 전망이다. PTA 또한 저가 PX 투입에 따른 소폭의 개선세가 예상된다.

1Q19부터 3Q19까지 회복. 베트남증설 감안 시 지금이 바닥

TP를 28만원에서 23만원으로 조정한다. 프로판 전망치를 상향하고, 베트남 증설에 따른 차입금 증가를 감안해 이자비용을 조절하면서 이익추정치를 하향했기 때문이다. 다만, 2019년 말~20년 말까지 이어지는 베트남 PP/DH 증설을 감안 시 현 주가에서도 여전히 매력은 높다. 2021년 영업이익은 2,986억원으로 2019년 1,481억원 대비 약 2배 이상 증가할 전망이다. 특히, 베트남은 LPG 유통사업을 동시에 영위하기에 한국공장보다 이익률이 더 높을 전망이다. 2019년 PER 7배이나 베트남 완공 후 2021년 PER은 2.97배까지 하락할 전망이기에 단기 Valuation보다 중장기 성장성에 초점을 맞출 것을 권한다. 1Q19~3Q19까지 이어질 실적개선과 4Q19 베트남 Phase1, 2020년 말 베트남 Phase2 완공을 감안 시 단기/중장기 그림 상 지금이 매수 적기다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 230,000원(하향) | CP(4월 16일): 141,000원

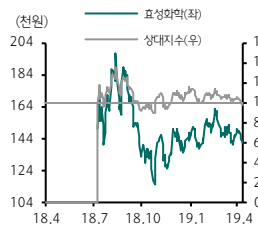
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,248.63
52주 최고/최저(원)	197,500/115,500
시가총액(십억원)	449.8
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	16.9
60일 평균 거래대금(십억원)	2.5
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.71
외국인지분율(%)	15.03
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.76
국민연금	11.21
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.4) 6.8 0.0
상대	(6.5) 1.9 0.0

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,918.6	2,281.6
영업이익(십억원)	141.3	183.5
순이익(십억원)	67.3	88.9
EPS(원)	22,650	31,221
BPS(원)	138,251	163,845

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	1,116.8	1,880.1	2,337.6	2,829.7
영업이익	십억원	0.0	65.0	148.1	180.6	298.6
세전이익	십억원	0.0	27.4	83.8	93.5	199.4
순이익	십억원	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
EPS	원	0	11,059	19,968	22,284	47,494
증감률	%	N/A	N/A	80.6	11.6	113.1
PER	배	N/A	12.84	7.06	6.33	2.97
PBR	배	N/A	1.23	1.05	0.90	0.70
EV/EBITDA	배	N/A	8.75	5.85	5.29	3.67
ROE	%	0.00	5.55	16.02	15.40	26.59
BPS	원	0	115,698	134,670	155,958	202,456
DPS	원	0	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst **윤재성**
02-3771-7567
js.yoon@hanafin.com

RA **김정현**
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafin.com

표 1. 효성화학 1Q19 실적 Preview

(십억원, %, %p)

	1Q19F	4Q18	1Q18	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	445.8	489.2	440.6	1.2	-8.9	443.0	0.6
영업이익	26.2	16.4	19.0	38.0	59.8	25.6	2.3
세전이익	17.8	-4.8	10.1	76.3	흑전	15.0	18.7
순이익	13.5	-5.5	8.3	62.8	흑전	10.7	26.2
영업이익률	5.9	3.4	4.3	1.6	2.5	5.8	0.1
세전이익률	4.0	-1.0	2.3	1.7	5.0	3.4	0.6
순이익률	3.0	-1.1	1.9	1.1	4.2	2.4	0.6

자료: 하나금융투자

표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	1,880.1	1,901.4	-1.1	2,337.6	2,484.9	-5.9
영업이익	148.1	168.4	-12.1	180.6	241.4	-25.2
세전이익	83.8	134.4	-37.6	93.5	215.4	-56.6
순이익	63.7	102.2	-37.7	71.1	163.7	-56.6
영업이익률	7.9	8.9	-1.0	7.7	9.7	-2.0
세전이익률	4.5	7.1	-2.6	4.0	8.7	-4.7
순이익률	3.4	5.4	-2.0	3.0	6.6	-3.5

자료: 하나금융투자

표 3. 효성화학 2021년까지의 Valuation

(십억원, 배, 원)

	2019년	2020년	2021년	비고
영업가치 (A)+(B)	1,930	2,347	2,468	
화학사업 EBITDA	268	338	468	
화학사업 Target EV/EBITDA	6.0	5.8	4.4 Target Multiple 6배, 5.8배, 4.4배 각각 적용	
화학사업 영업가치(A)	1,609	1,960	2,059	
NF3 EBITDA	45	54	57	
NF3 Target EV/EBITDA	7.2	7.2	7.2 SK머티리얼즈의 EV/EBITDA Multiple 9배에서 20% 할인	
NF3 영업가치(B)	321	387	409	

순차입금	1,380	1,621	1,475 연말 기준
총 기업가치	550	726	993 영업가치-순차입금
주식수(천주)	3,190	3,190	3,190
주당 NAV	172,335	227,563	311,344
목표주가	180,000	230,000	300,000
현 주가	141,000	141,000	141,000
Upside	28%	63%	113%

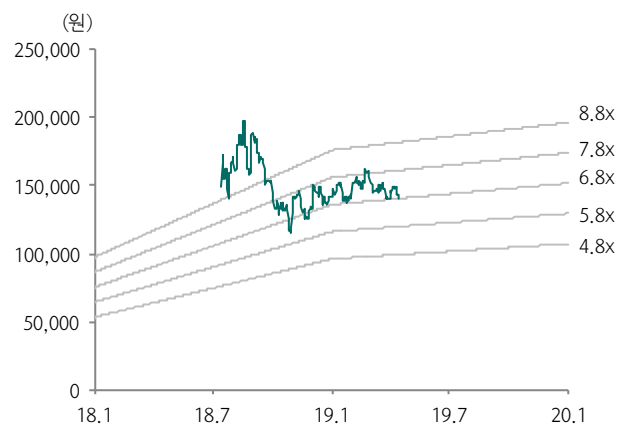
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성화학 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 효성화학 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 효성화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019				FY2018	FY2019F	FY2020F	FY2021F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	440.6	442.4	491.8	489.0	445.8	484.5	476.7	473.0	1,863.7	1,880.1	2,337.6	2,829.7
QoQ(%)	0.7%	0.4%	11.2%	-0.6%	-8.8%	8.7%	-1.6%	-0.8%				
YoY(%)	13.7%	6.2%	15.4%	11.8%	1.2%	9.5%	-3.1%	-3.3%	11.8%	0.9%	24.3%	21.0%
PP/DH	238.4	245.1	252.4	247.8	219.2	252.3	244.7	238.4	983.7	954.6	1,368.1	1,802.2
PTA	86.4	80.7	114.0	109.8	99.4	102.0	96.7	94.8	390.9	393.0	400.5	414.2
기타(NF3+필름 등)	109.9	112.2	123.3	128.5	124.1	127.5	132.4	136.9	473.9	520.8	557.7	601.9
영업이익	19.0	37.5	36.3	16.4	26.2	43.2	46.5	32.3	109.2	148.1	180.6	298.6
영업이익률(%)	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.9%	8.9%	9.8%	6.8%	5.9%	7.9%	7.7%	10.6%
QoQ(%)	7.6%	97.4%	-3.2%	-54.8%	59.7%	64.9%	7.8%	-30.7%				
YoY(%)	-43.2%	137.2%	-13.4%	-7.1%	37.9%	15.1%	28.1%	96.7%	0.3%	35.7%	21.9%	65.4%
PP/DH	24.1	42.5	34.0	6.7	22.6	38.4	41.5	26.0	107.3	128.4	148.8	249.5
영업이익률(%)	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	10.3%	15.2%	17.0%	10.9%	10.9%	13.5%	10.9%	13.8%
QoQ(%)	7.9%	76.6%	-20.0%	-80.3%	236.9%	70.1%	8.1%	-37.4%				
YoY(%)	-26.9%	22.6%	-31.6%	-70.0%	-6.2%	-9.7%	22.0%	287.4%	-23.2%	19.7%	15.9%	67.7%
PTA	0.5	0.9	5.9	0.3	2.0	2.8	3.2	3.9	7.6	11.9	17.1	19.1
영업이익률(%)	0.6%	1.1%	5.2%	0.3%	2.0%	2.8%	3.3%	4.1%	1.9%	3.0%	4.3%	4.6%
QoQ(%)	-79.1%	74.4%	542.4%	-94.9%	565.3%	40.9%	12.9%	22.2%				
YoY(%)	-80.8%	71.6%	344.2%	-88.1%	280.7%	207.6%	-45.9%	1193.8%	7.2%	55.9%	44.2%	11.9%
기타(NF3+필름 등)	-8.7	-6.7	-3.2	0.6	0.9	1.2	1.1	1.7	-18.0	5.0	11.9	27.2
영업이익률(%)	-7.9%	-6.0%	-2.6%	0.5%	0.7%	1.0%	0.9%	1.2%	-3.8%	1.0%	2.1%	4.5%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	50.8%	38.1%	-8.0%	48.4%				
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	184.3%	적지	흑전	136.6%	129.2%
당기순이익	8.3	17.7	23.4	-5.6	13.5	18.6	21.2	10.3	43.8	63.7	71.1	151.5
당기순이익률(%)	1.9%	4.0%	4.8%	-1.1%	3.0%	3.8%	4.4%	2.2%	2.3%	3.4%	3.0%	5.4%
QoQ(%)	흑전	113.0%	32.4%	적전	흑전	37.6%	13.7%	-51.2%				
YoY(%)	-75.1%	809.1%	0.6%	적지	63.3%	5.5%	-9.5%	흑전	-16.0%	45.6%	11.6%	113.1%
지배주주순이익	8.3	17.7	23.4	-5.6	13.5	18.6	21.2	10.3	43.8	63.7	71.1	151.5

주: 2018년 데이터는 동일한 회계기준을 적용하여 소급 적용한 숫자
 자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	0.0	1,116.8	1,880.1	2,337.6	2,829.7
매출원가	0.0	1,002.2	1,702.2	2,120.1	2,486.3
매출총이익	0.0	114.6	177.9	217.5	343.4
판매비	0.0	49.6	29.7	36.9	44.7
영업이익	0.0	65.0	148.1	180.6	298.6
금융손익	0.0	(29.1)	(64.3)	(87.1)	(99.3)
중속/관계기업손익	0.0	(7.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(1.5)	0.0	0.0	0.0
세전이익	0.0	27.4	83.8	93.5	199.4
법인세	0.0	7.0	20.1	22.4	47.8
계속사업이익	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
지배주주지분포괄이익	0.0	23.3	63.7	71.1	151.5
NOPAT	0.0	48.3	112.6	137.3	227.0
EBITDA	0.0	154.7	312.8	391.6	524.7
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	68.3	24.3	21.1
NOPAT증가율	N/A	N/A	133.1	21.9	65.3
EBITDA증가율	N/A	N/A	102.2	25.2	34.0
영업이익증가율	N/A	N/A	127.8	21.9	65.3
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	212.3	11.6	113.1
EPS증가율	N/A	N/A	80.6	11.6	113.1
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	10.3	9.5	9.3	12.1
EBITDA이익률	N/A	13.9	16.6	16.8	18.5
영업이익률	N/A	5.8	7.9	7.7	10.6
계속사업이익률	N/A	1.8	3.4	3.0	5.4
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	0	11,059	19,968	22,284	47,494
BPS	0	115,698	134,670	155,958	202,456
CFPS	0	76,224	98,046	122,764	164,487
EBITDAPS	0	83,861	98,046	122,764	164,487
SPS	0	605,574	589,338	732,769	887,016
DPS	0	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	N/A	12.8	7.1	6.3	3.0
PBR	N/A	1.2	1.0	0.9	0.7
PCFR	N/A	1.9	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA	N/A	8.8	5.9	5.3	3.7
PSR	N/A	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	0.0	5.6	16.0	15.4	26.6
ROA	0.0	1.2	3.0	2.6	4.6
ROIC	0.0	3.8	7.3	7.0	10.6
부채비율	0.0	350.2	492.0	509.6	443.6
순부채비율	0.0	245.2	322.7	327.0	229.0
이자보상배율(배)	0.0	3.1	2.3	2.1	3.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	0.0	438.3	817.1	1,022.7	1,525.5
금융자산	0.0	82.3	217.7	277.4	623.3
현금성자산	0.0	79.3	212.6	271.1	615.7
매출채권 등	0.0	184.7	310.9	386.5	467.9
재고자산	0.0	125.3	210.9	262.3	317.5
기타유동자산	0.0	46.0	77.6	96.5	116.8
비유동자산	0.0	1,214.9	1,715.1	1,999.1	1,975.4
투자자산	0.0	10.0	16.8	20.9	25.3
금융자산	0.0	3.3	5.5	6.9	8.3
유형자산	0.0	1,117.6	1,610.9	1,890.8	1,862.8
무형자산	0.0	74.1	74.1	74.1	74.1
기타비유동자산	0.0	13.2	13.3	13.3	13.2
자산총계	0.0	1,653.2	2,532.2	3,021.8	3,500.9
유동부채	0.0	686.0	732.7	847.4	970.7
금융부채	0.0	399.7	255.2	255.2	255.2
매입채무 등	0.0	275.7	464.1	577.0	698.5
기타유동부채	0.0	10.6	13.4	15.2	17.0
비유동부채	0.0	600.0	1,371.7	1,678.7	1,886.2
금융부채	0.0	582.9	1,342.9	1,642.9	1,842.9
기타비유동부채	0.0	17.1	28.8	35.8	43.3
부채총계	0.0	1,286.0	2,104.4	2,526.1	2,856.9
지배주주지분	0.0	367.2	427.8	495.7	644.0
자본금	0.0	16.0	16.0	16.0	16.0
자본잉여금	0.0	329.0	329.0	329.0	329.0
자본조정	0.0	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
기타포괄이익누계액	0.0	5.9	5.9	5.9	5.9
이익잉여금	0.0	18.3	78.8	146.7	295.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	367.2	427.8	495.7	644.0
순금융부채	0.0	900.4	1,380.5	1,620.8	1,474.8
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0.0	76.8	187.9	257.9	351.6
당기순이익	0.0	20.4	63.7	71.1	151.5
조정	0.0	101.8	164.6	211.0	226.2
감가상각비	0.0	89.7	164.7	211.0	226.1
외환거래손익	0.0	8.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	7.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	(3.0)	(0.1)	0.0	0.1
영업활동자산부채변동	0.0	(45.4)	(40.4)	(24.2)	(26.1)
투자활동 현금흐름	0.0	(145.2)	(666.9)	(496.2)	(203.8)
투자자산감소(증가)	0.0	(10.0)	(6.8)	(4.1)	(4.4)
유형자산감소(증가)	0.0	(83.6)	(658.0)	(490.9)	(198.1)
기타	0.0	(51.6)	(2.1)	(1.2)	(1.3)
재무활동 현금흐름	0.0	(134.9)	612.3	296.8	196.8
금융부채증가(감소)	0.0	982.7	615.5	300.0	200.0
자본증가(감소)	0.0	344.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(1,462.5)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(3.2)	(3.2)	(3.2)
현금의 증감	0.0	(196.6)	133.4	58.5	344.6
Unlevered CFO	0.0	140.6	312.8	391.6	524.7
Free Cash Flow	0.0	(6.8)	(470.1)	(233.0)	153.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.4.17	BUY	230,000		
18.8.29	BUY	280,000	-47.80%	-32.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.9%	7.6%	0.6%	100.1%

* 기준일: 2019년 4월 16일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 04월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.