

# 효성화학 (298000)

## 3년 래 최대 실적으로 PDH 원가우위 입증. 시총 1조원 도전의 시작

### 2Q19 영업이익/순이익 컨센 17%/42% 상회. 서프라이즈

2Q19 영업이익은 496억원(QoQ +99%, YoY +32%)으로 컨센을 17% 상회하며 3년 래 최대치(분할 후 소급)를 기록했다. 순이익은 컨센을 42% 상회하는 서프라이즈였다. 전 사업부의 개선이 나타났다. PP/DH 영업이익은 396억원(QoQ +89%)으로 대폭 개선되었다. 전분기의 정기보수 효과 제거, 환율/평가상승이 맞물린 영향이다. PTA 또한 영업이익 68억원(QoQ +152%)으로 대폭 개선되었는데, PX 약세와 내부 평가 포물러 개선 등이 반영된 영향이다. 기타사업부 영업이익도 32억원(QoQ +163%)을 기록했다. NF3 증익, 필름 흑전, 폴리케톤 적자 축소 등 전반적인 영업환경 개선 덕이다.

### 3Q19 영업이익 QoQ +16% 추가 개선. PP/DH가 주도

3Q19 영업이익 573억원(QoQ +16%, YoY +58%)을 추정한다. PTA, 기타는 전분기와 유사하나, PP/DH는 영업이익 478억원(QoQ +21%)으로 추가적인 개선이 예상된다. 2Q19 사우디 프로판 CP는 490\$/톤이나, 3Q19는 370\$/톤 전후가 예상됨에 따라 투입가가 확연히 낮아지기 때문이다. 참고로, 사우디 7월 CP는 375\$/톤을, 어제 고시된 8월 CP는 370\$/톤을 기록했다. PP의 소폭 약세에도 불구하고 실적이 개선될 수 밖에 없는 이유다. PTA는 유리한 평가 포물러와 PX 하락 여부에 따라 추가 개선도 가능해 보인다.

### 프로판 약세와 IMO2020, 베트남 증설. 시총 1조 도전

TP를 23만원에서 26만원으로 상향한다. 2019~20년 추정치 상향을 반영했다. 글로벌 프로판의 공급과잉을 전망한다. 미국의 프로판 생산량/순수출 확대는 사우디 프로판 수요를 감소시켜 현재 370\$/에 달하는 사우디가격이 미국가격 200\$/톤 초반에 수렴하는 단초가 될 것이다. IMO2020으로 휘발유 공급과잉이 나타나면서 정유사의 FCC 경쟁력은 하락할 수 밖에 없고, 이는 정유사의 프로필렌 공급축소로 이어질 것이다. 참고로, 정유사는 글로벌 프로필렌 생산의 30%를 차지한다. 결국, PDH는 프로필렌 생산 설비 중에서 가장 높은 원가경쟁력을 가지게 될 것이다. 베트남 증설까지 감안 시 2021년 시총 1조원 도전은 충분히 가능해 보인다. 현주가 기준 2019년 PER 5.5배, 2021년 PER 2.5배로 ROE 22~31% 수준을 감안하면 극도의 저평가 국면이다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 260,000원(상향) | CP(7월 30일): 158,000원

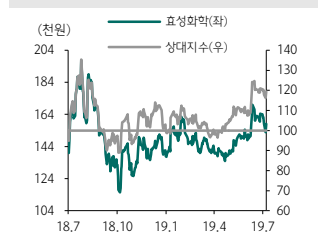
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,038.68
52주 최고/최저 (원)	197,500/115,500
시가총액(십억원)	504.0
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	16.8
60일 평균 거래대금(십억원)	2.6
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.63
외국인지분율(%)	11.89
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.76
국민연금공단	11.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.7 9.7 (5.7)
상대	10.5 18.7 6.1

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,932.7	2,342.2
영업이익(십억원)	145.9	180.8
순이익(십억원)	74.3	94.2
EPS(원)	23,200	29,414
BPS(원)	137,024	164,926

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	1,116.8	1,850.2	2,223.6	2,689.5
영업이익	십억원	0.0	65.0	174.8	225.7	355.4
세전이익	십억원	0.0	27.4	119.8	151.3	270.7
순이익	십억원	0.0	20.4	91.0	115.0	205.7
EPS	원	0	11,059	28,538	36,048	64,484
증감률	%	N/A	N/A	158.1	26.3	78.9
PER	배	N/A	12.84	5.54	4.38	2.45
PBR	배	N/A	1.23	1.10	0.89	0.65
EV/EBITDA	배	N/A	8.75	5.44	4.64	3.13
ROE	%	0.00	5.55	22.14	22.50	30.79
BPS	원	0	115,698	143,240	178,292	241,780
DPS	원	0	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 윤재성  
02-3771-7567  
js.yoon@hanafn.com

RA 손진원  
02-3771-7617  
jwshon@hanafn.com

표 1. 효성화학 2Q19 실적 Review

(십억원, %, %p)

	2Q19	1Q19	2Q18	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	488.0	451.5	135.8	259.4	8.1	478.4	2.0	487.9	0.0
영업이익	49.6	24.9	12.3	303.3	99.2	42.3	17.3	42.3	17.3
세전이익	37.2	12.3	3.2	1,062.5	202.4			26.2	42.0
순이익	28.6	13.5	2.5	1,044.0	111.9	13.5	111.9	22.1	29.4
영업이익률	10.2	5.5	9.1	1.1	4.6	8.8	1.3	8.7	1.5
세전이익률	7.6	2.7	2.4	5.3	4.9			5.4	2.3
순이익률	5.9	3.0	1.8	4.0	2.9	2.8	3.0	4.5	1.3

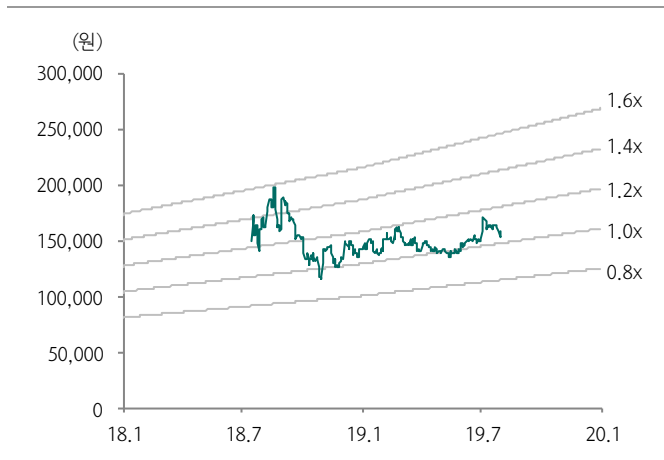
자료: 하나금융투자

표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	1,850.2	1,866.8	-0.9	2,223.6	2,316.7	-4.0
영업이익	174.8	144.1	21.3	225.7	175.9	28.3
세전이익	119.8	79.7	50.3	151.3	88.9	70.2
순이익	91.0	60.6	50.2	115.0	67.5	70.4
영업이익률	9.4	7.7	1.7	10.2	7.6	2.6
세전이익률	6.5	4.3	2.2	6.8	3.8	3.0
순이익률	4.9	3.2	1.7	5.2	2.9	2.3

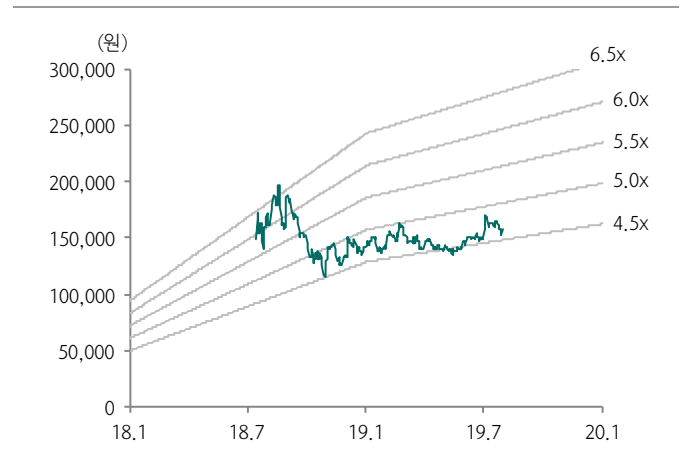
자료: 하나금융투자

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				FY2019F				FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F				
매출액	440.6	442.4	491.8	489.0	451.5	488.0	460.5	450.3	1,667.3	1,863.7	1,850.2	2,223.6
QoQ(%)	0.7%	0.4%	11.2%	-0.6%	-7.7%	8.1%	-5.6%	-2.2%				
YoY(%)	13.7%	6.2%	15.4%	11.8%	2.5%	10.3%	-6.4%	-7.9%	39.6%	11.8%	-0.7%	20.2%
PP/DH	238.4	245.1	252.4	247.8	219.8	253.0	244.9	233.9	886.0	983.7	951.6	1,321.8
PTA	86.4	80.7	114.0	109.8	102.9	105.8	91.2	87.8	329.7	390.9	387.7	362.7
기타(NF3+필름 등)	109.9	112.2	123.3	128.5	125.9	126.4	121.5	125.7	431.8	473.9	499.4	527.7
영업이익	19.0	37.5	36.3	16.4	24.9	49.6	57.3	43.0	108.8	109.2	174.8	225.7
영업이익률(%)	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.5%	10.2%	12.4%	9.5%	6.5%	5.9%	9.4%	10.2%
QoQ(%)	7.6%	97.4%	-3.2%	-54.8%	52.1%	98.7%	15.7%	-25.0%				
YoY(%)	-43.2%	137.2%	-13.4%	-7.1%	31.4%	32.2%	57.9%	162.1%		0.3%	60.1%	29.1%
PP/DH	24.1	42.5	34.0	6.7	21.0	39.6	47.8	32.7	139.6	107.3	141.1	177.4
영업이익률(%)	10.1%	17.3%	13.5%	2.7%	9.6%	15.7%	19.5%	14.0%	15.8%	10.9%	14.8%	13.4%
QoQ(%)	7.9%	76.6%	-20.0%	-80.3%	213.4%	88.6%	20.7%	-31.5%				
YoY(%)	-26.9%	22.6%	-31.6%	-70.0%	-12.8%	-6.9%	40.6%	388.7%		-23.2%	31.5%	25.7%
PTA	0.5	0.9	5.9	0.3	2.7	6.8	6.6	7.0	7.1	7.6	23.0	27.8
영업이익률(%)	0.6%	1.1%	5.2%	0.3%	2.6%	6.4%	7.2%	7.9%	2.2%	1.9%	5.9%	7.7%
QoQ(%)	-79.1%	74.4%	542.4%	-94.9%	800.0%	151.9%	-3.3%	6.0%				
YoY(%)	-80.8%	71.6%	344.2%	-88.1%	415.0%	643.8%	12.0%	2224.5%		7.2%	202.8%	20.8%
기타(NF3+필름 등)	-5.6	-7.1	-3.6	9.4	1.2	3.2	3.0	3.3	-37.9	-6.9	10.6	20.5
영업이익률(%)	-5.1%	-6.3%	-2.9%	7.3%	1.0%	2.5%	2.4%	2.6%	-8.8%	-1.4%	2.1%	3.9%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	-87.2%	163.3%	-6.1%	10.2%				
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-65.2%		적지	흑전	93.3%
당기순이익	8.3	17.7	23.4	-5.6	13.5	28.6	32.5	16.4	52.1	43.8	91.0	115.0
QoQ(%)	흑전	113.0%	32.4%	적전	흑전	112.4%	13.4%	-49.4%				
YoY(%)	-75.1%	809.1%	0.6%	적지	62.6%	62.1%	38.9%	흑전		-16.0%	108.1%	26.3%

자료: 하나금융투자

## 주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	0.0	1,116.8	1,850.2	2,223.6	2,689.5
매출원가	0.0	1,002.2	1,646.2	1,962.7	2,291.6
매출총이익	0.0	114.6	204.0	260.9	397.9
판매비	0.0	49.6	29.2	35.1	42.5
영업이익	0.0	65.0	174.8	225.7	355.4
금융손익	0.0	(29.1)	(55.0)	(74.4)	(84.7)
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	119.8	151.3	270.7
법인세	0.0	7.0	28.7	36.3	65.0
계속사업이익	0.0	20.4	91.0	115.0	205.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	20.4	91.0	115.0	205.7
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	20.4	91.0	115.0	205.7
지배주주지분포괄이익	0.0	23.3	91.0	115.0	205.7
NOPAT	0.0	48.3	132.9	171.6	270.1
EBITDA	0.0	154.7	339.4	434.4	577.4
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	65.7	20.2	21.0
NOPAT증가율	N/A	N/A	175.2	29.1	57.4
EBITDA증가율	N/A	N/A	119.4	28.0	32.9
영업이익증가율	N/A	N/A	168.9	29.1	57.5
영업이익(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	346.1	26.4	78.9
EPS증가율	N/A	N/A	158.1	26.3	78.9
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	10.3	11.0	11.7	14.8
EBITDA이익률	N/A	13.9	18.3	19.5	21.5
영업이익률	N/A	5.8	9.4	10.2	13.2
계속사업이익률	N/A	1.8	4.9	5.2	7.6
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	0	11,059	28,538	36,048	64,484
BPS	0	115,698	143,240	178,292	241,780
CFPS	0	76,224	106,388	136,172	180,995
EBITDAPS	0	83,861	106,388	136,172	180,995
SPS	0	605,574	579,982	697,023	843,071
DPS	0	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	N/A	12.8	5.5	4.4	2.5
PBR	N/A	1.2	1.1	0.9	0.7
PCFR	N/A	1.9	1.5	1.2	0.9
EV/EBITDA	N/A	8.8	5.4	4.6	3.1
PSR	N/A	0.2	0.3	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	0.0	5.6	22.1	22.5	30.8
ROA	0.0	1.2	4.3	4.1	6.2
ROIC	0.0	3.8	8.6	8.8	12.9
부채비율	0.0	350.2	460.7	440.2	366.4
순부채비율	0.0	245.2	294.6	266.4	169.3
이자보상배율(배)	0.0	3.1	3.2	3.0	4.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	0.0	438.3	847.1	1,096.6	1,652.6
금융자산	0.0	82.3	257.2	387.7	795.1
현금성자산	0.0	79.3	252.3	381.7	787.9
매출채권 등	0.0	184.7	306.0	367.7	444.7
재고자산	0.0	125.3	207.6	249.5	301.7
기타유동자산	0.0	46.0	76.3	91.7	111.1
비유동자산	0.0	1,214.9	1,704.5	1,966.1	1,936.5
투자자산	0.0	10.0	16.5	19.9	24.0
금융자산	0.0	3.3	5.4	6.5	7.9
유형자산	0.0	1,117.6	1,600.6	1,858.8	1,825.1
무형자산	0.0	74.1	74.1	74.1	74.1
기타비유동자산	0.0	13.2	13.3	13.3	13.3
자산총계	0.0	1,653.2	2,551.6	3,062.7	3,589.1
유동부채	0.0	686.0	725.3	818.8	935.6
금융부채	0.0	399.7	255.2	255.2	255.2
매입채무 등	0.0	275.7	456.7	548.9	663.9
기타유동부채	0.0	10.6	13.4	14.7	16.5
비유동부채	0.0	600.0	1,371.2	1,677.0	1,884.1
금융부채	0.0	582.9	1,342.9	1,642.9	1,842.9
기타비유동부채	0.0	17.1	28.3	34.1	41.2
부채총계	0.0	1,286.0	2,096.5	2,495.8	2,819.7
지배주주지분	0.0	367.2	455.1	566.9	769.5
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	106.1	218.0	420.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	367.2	455.1	566.9	769.5
순금융부채	0.0	900.4	1,340.9	1,510.5	1,303.1
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0.0	76.8	216.8	303.9	403.0
당기순이익	0.0	20.4	91.0	115.0	205.7
조정	0.0	101.8	164.6	208.7	222.0
감가상각비	0.0	89.7	164.6	208.7	222.0
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)	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	0.0	(45.4)	(38.8)	(19.8)	(24.7)
투자활동 현금흐름	0.0	(145.2)	(656.1)	(471.3)	(193.7)
투자자산감소(증가)	0.0	(10.0)	(6.5)	(3.3)	(4.2)
유형자산감소(증가)	0.0	(83.6)	(647.6)	(467.0)	(188.3)
기타	0.0	(51.6)	(2.0)	(1.0)	(1.2)
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)	173.0	129.4	406.2
Unlevered CFO	0.0	140.6	339.4	434.4	577.4
Free Cash Flow	0.0	(6.8)	(430.8)	(163.0)	214.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 효성화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.31	BUY	260,000	-	-
19.4.17	BUY	230,000	-35.11%	-26.09%
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	89.1%	10.3%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 30일

## 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 07월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 07월 31일 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.