

효성화학

BUY(유지)

298000 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	230,000원	현재주가(07/30)	158,000원	Up/Downside	+45.6%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 07. 31

이익이 성장하는데 저평가된 회사

News

2Q19 영업이익 496억원, 시장 기대치 상회: 효성화학의 2Q19 영업이익은 496억원(QoQ+99.1%/YoY+32.2%)으로 시장 컨센서스 423억원을 상회했다. 우선 상대적으로 견조했던 PP 가격, 납사 대비 약세를 시현한 프로판 가격으로 인해 PP/DH의 수익성이 예상치를 상회했다.(396억원, 15.7%) PTA는 PX 급락에 따른 spread 개선으로 영업이익률 6.4%를 달성하면서 역시 surprise를 시현했다. TAC은 일부 고객사 수요 감소로 감익을 예상했지만 다변화에 따른 판매량 개선으로 high-single 수익성을 유지했으며 NF3는 원가 하락, F2N2 판매 확대로 수익성이 확대되었다. 기대치에 못 미친 것은 폴리케톤인데, 기대했던 매출 발생 지연으로 적자 수준이 유지되었다.

Comment

PDH의 상대적 강세는 지속된다: 3Q19 영업이익은 549억원(QoQ+10.8%/YoY+51.3%)으로 개선세가 이어질 것으로 전망한다. 대부분의 사업부문이 2Q와 유사할 것으로 예상되지만 PP/DH의 성수기 진입에 따른 추가 수익성 개선, 폴리케톤의 원가 절감에 따른 적자폭 감소가 예상된다. 주목할 것은 PDH의 원가 경쟁력 강화 추세다. 미국 Permian 원유/NGL 파이프라인 본격 가동으로 3Q 이후 미국 프로판 수출 급증→프로판의 납사 대비 discount 추가 확대로 이어질 것으로 예상된다. 사우디 8월 프로판 CP 가격은 \$370/t으로 7월 대비 \$5/t 인하되었으며, 반등한 납사 대비 할인 폭은 \$140/t로 확대되었다.

Action

이익이 성장하는데 저평가된 회사, 비중 확대: PDH의 원가 경쟁력 강화 추세가 이어지며 연간 이익 체력이 높아지고 있다. 19년말 PP 30만톤 상업가동을 시작으로 20년말 최종 상업가동이 예정되어 있는 베트남 프로젝트가 시행되면 그 이익 체력은 2배 가까이 성장한다. 중국 이외 글로벌 PDH의 원가경쟁력 강화, 베트남의 압도적 증설 효과 등을 고려, 비중확대에 나설 시점이라 판단한다. 투자 의견 Buy, 목표주가 23만원을 유지한다.

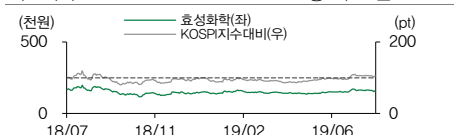
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	NA	1,117	1,882	2,260	2,805
(증가율)	NA	NA	68.6	20.0	24.1
영업이익	NA	65	158	184	297
(증가율)	NA	NA	142.4	16.6	61.5
순이익	NA	20	83	99	185
EPS	NA	11,059	25,918	30,897	57,961
PER (H/L)	NA/NA	17.9/10.0	6.1	5.1	2.7
PBR (H/L)	NA/NA	1.7/1.0	1.1	0.9	0.7
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	9.9/8.2	6.1	6.0	3.7
영업이익률	NA	5.8	8.4	8.1	10.6
ROE	NA	5.6	20.4	20.1	29.9

Stock Data

52주 최고/최저	115,500/197,500원
KOSDAQ /KOSPI	626/2,039pt
시가총액	5,040억원
60일-평균거래량	16,826
외국인지분율	11.9%
60일-외국인지분율변동추이	-0.8%p
주요주주	효성 외 6인 43.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	5.7	14.5	-5.7
상대기준	10.5	23.8	6.1

도표 1. 효성화학 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
연결 매출액	440.6	442.4	491.8	489.2	451.5	488.0	474.3	468.7	1,863.9	1,882.5	2,259.8
YoY	13.7	6.2	15.4	11.9	2.5	10.3	-3.6	-4.2	11.8	1.0	20.0
QoQ	0.7	0.4	11.2	-0.5	-7.7	8.1	-2.8	-1.2			
PP/DH	238.4	245.1	252.4	247.9	219.8	253.0	245.6	240.5	983.8	958.9	1,307.2
NF3	31.6	33.3	31.3	33.7	32.7	36.7	37.0	32.2	129.8	138.6	134.5
기타	170.6	164.0	208.1	207.6	198.9	198.3	191.6	196.1	750.3	784.9	818.1
연결 영업이익	19.0	37.5	36.3	16.4	24.9	49.6	54.9	28.2	109.2	157.6	183.7
YoY	-43.1	137.3	-13.2	-6.8	31.1	32.2	51.3	71.7	0.6	44.3	16.6
QoQ	8.0	97.4	-3.2	-54.8	51.8	99.1	10.8	-48.7			
PP/DH	24.1	42.5	34.0	6.7	21.0	39.6	44.7	26.7	107.3	132.0	154.4
NF3	1.1	2.8	3.6	3.4	3.2	4.4	3.7	2.9	10.9	14.3	14.5
기타	-6.2	-7.8	-1.3	6.3	0.7	5.5	6.5	-1.4	-9.0	11.3	14.8
영업이익률	4.3	8.5	7.4	3.4	5.5	10.2	11.6	6.0	5.9	8.4	8.1
PP/DH	10.1	17.3	13.5	2.7	9.6	15.7	18.2	11.1	10.9	13.8	11.8
NF3	3.4	8.4	11.4	10.2	9.9	12.0	10.0	9.0	8.4	10.3	10.8
기타	-3.6	-4.8	-0.6	3.0	0.3	2.8	3.4	-0.7	-1.2	1.4	1.8

자료: 효성화학 DB금융투자

도표 2. Permian - Eagle Ford NGL 파이프라인 운송능력: 19년 하반기부터 약 160만b/d 증설

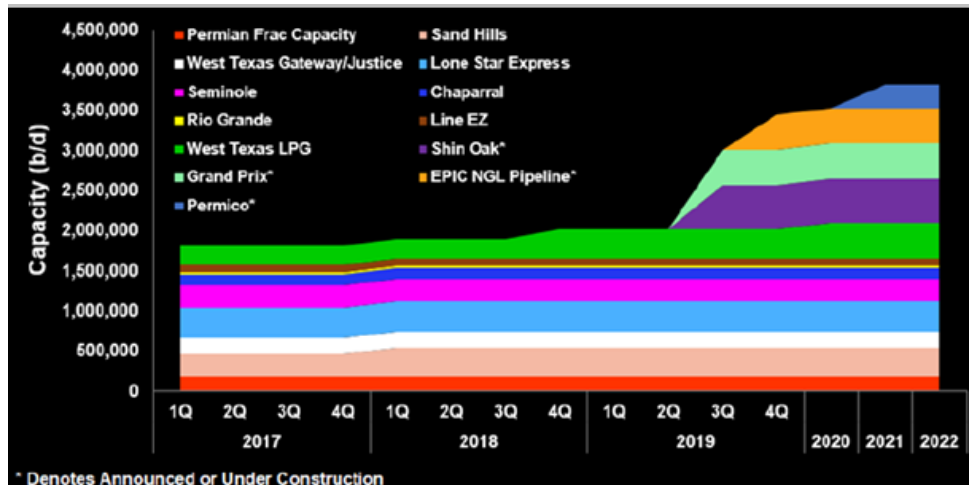
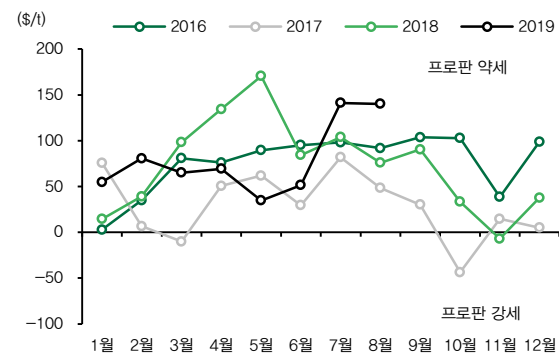
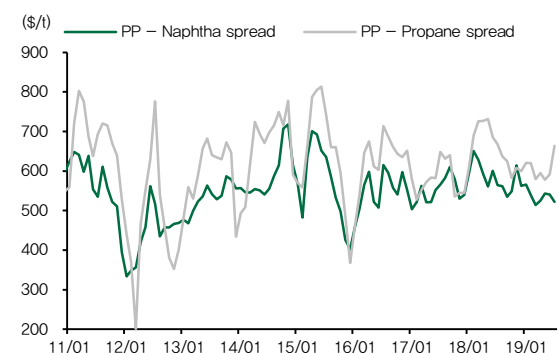
* Denotes Announced or Under Construction
자료: Bloomberg intelligence, DB금융투자 19.6 월 보고서 '하락 cycle'에도 반등은 온다 참조

도표 3. 프로판의 납사 대비 할인 폭 강화

도표 4. PP-프로판 spread 개선



자료: Bloomberg, DB 금융투자



자료: Bloomberg, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	NA	438	516	662	875
현금및현금성자산	NA	79	105	153	236
매출채권및기타채권	NA	185	210	263	324
재고자산	NA	125	145	188	255
비유동자산	NA	1,215	1,686	1,942	1,908
유형자산	NA	1,118	1,588	1,844	1,810
무형자산	NA	74	74	74	74
투자자산	NA	10	10	10	10
자산총계	NA	1,653	2,202	2,603	2,782
유동부채	NA	686	903	915	925
매입채무및기타채무	NA	276	242	275	335
단기차입금및단기차	NA	255	505	505	455
유동성장기부채	NA	145	145	125	125
비유동부채	NA	600	854	1,154	1,154
사채및장기차입금	NA	583	833	1,133	1,133
부채총계	NA	1,286	1,757	2,069	2,079
자본금	NA	16	16	16	16
자본잉여금	NA	329	329	329	329
이익잉여금	NA	18	96	185	354
비지배주주지분	NA	0	0	0	0
자본총계	NA	367	445	534	703

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	NA	77	194	249	399
당기순이익	NA	20	83	99	185
현금유출이없는비용및수익	NA	120	218	245	339
유형및무형자산상각비	NA	90	150	167	234
영업관련자산부채변동	NA	-45	-85	-69	-76
매출채권및기타채권의감소	NA	-50	-25	-53	-61
재고자산의감소	NA	-13	-20	-44	-67
매입채무및기타채무의증가	NA	16	-33	32	60
투자활동현금흐름	NA	-145	-630	-423	-200
CAPEX	NA	-84	-621	-423	-200
투자자산의순증	NA	-10	0	0	0
재무활동현금흐름	NA	-135	461	223	-115
사채및차입금의 증가	NA	983	504	280	-50
자본금및자본잉여금의증가	NA	345	0	0	0
배당금지급	NA	0	-3	-5	-10
기타현금흐름	NA	7	0	0	0
현금의증가	NA	-197	25	48	84
기초현금	NA	276	79	105	153
기말현금	NA	79	105	153	236

자료: 효성화학 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	NA	1,117	1,882	2,260	2,805
매출원가	NA	1,002	1,614	1,943	2,342
매출총이익	NA	115	269	317	462
판매비	NA	50	111	134	166
영업이익	NA	65	158	184	297
EBITDA	NA	155	308	351	531
영업외손익	NA	-38	-53	-59	-62
금융손익	NA	-29	-46	-52	-55
투자손익	NA	-7	0	0	0
기타영업외손익	NA	-2	-7	-7	-7
세전이익	NA	27	105	125	234
중단사업이익	NA	0	0	0	0
당기순이익	NA	20	83	99	185
지배주주지분순이익	NA	20	83	99	185
비지배주주지분순이익	NA	0	0	0	0
총포괄이익	NA	23	83	99	185
총감률(%YoY)	NA	NA	68.6	20.0	24.1
매출액	NA	NA	142.4	16.6	61.5
영업이익	NA	NA	134.4	19.2	87.6
EPS	NA	NA	134.4	19.2	87.6

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)	NA	11,059	25,918	30,897	57,961
EPS	NA	115,120	139,544	167,453	220,433
BPS	NA	1,000	1,500	3,000	5,000
DPS	NA	1,000	1,500	3,000	5,000
Multiple(배)	NA	12.8	6.1	5.1	2.7
P/E	NA	1.2	1.1	0.9	0.7
P/B	NA	8.8	6.1	6.0	3.7
EV/EBITDA	NA	13.8	16.4	15.5	18.9
수익성(%)	NA	1.8	4.4	4.4	6.6
순이익률	NA	5.6	20.4	20.1	29.9
ROE	NA	1.2	4.3	4.1	6.9
ROA	NA	3.8	8.1	7.3	10.9
ROIC	NA	350.2	394.6	387.3	295.7
안정성및기타	NA	3.1	4.0	3.5	5.3
부채비율(%)	NA	15.6	5.8	9.7	8.6
이자보상배율(배)	NA	15.6	5.8	9.7	8.6
배당성향(배)	NA	15.6	5.8	9.7	8.6

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

효성화학 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
19/06/04	Buy	230,000	-	-			

주: *표는 담당자 변경