

효성화학 (298000)

이번 겨울도 원재료 프로판은 약세 지속

3Q19 영업이익 컨센 5% 상회 전망

3Q19 영업이익은 574억원(QoQ +16%, YoY +58%)으로 컨센(547억원)을 5% 상회할 전망이다. PP/DH와 기타사업부의 개선 영향이다. PP/DH는 프로판 투입가 하락 및 환율 상승효과로 영업이익 478억원(QoQ +21%)의 호실적을 예상된다. 기타 영업이익은 61억원(QoQ +92%)으로 완전한 증익을 기대한다. 특히, NF3 사업부 영업이익률은 10% 중반을 상회한 것으로 추정되는데, 이는 F2N2가스의 이익기여도 확대 덕분이다. TAC필름, 나일론/PET필름 또한 매출 확대에 개선이 기대된다. 반면, PTA는 가격하락 및 정기보수로 영업이익이 소폭 감소(35억원, QoQ -49%)할 전망이다.

4Q19 영업이익 YoY +148% 전망. QoQ보다 YoY에 초점

4Q19 영업이익은 407억원(QoQ -29%, YoY +148%)으로 전년(164억원) 대비 뚜렷한 회복을 예상된다. 프로판 약세에 따라 PP/DH의 이익체력이 과거와 달라진 모습을 보여줄 것(영업이익 327억원, YoY +389%)이기 때문이다. 원료투입에 약 1~1.5개월의 시차가 발생한다는 점을 감안하면 10~11월 투입가는 385\$/톤으로 3Q19 투입가(392\$/톤) 대비 낮기에 원가부담이 전혀없다.

이번 겨울도 원재료 프로판은 약세 지속

BUY, TP 26만원을 유지한다. 단기적으로 10월 사우디 프로판 CP가 420\$/톤으로 9월 대비 70\$/톤 급등했으나 추가적인 상승은 제한적일 것으로 판단한다. 이번 프로판 급등은 9/14일 사우디 드론 공격에 따른 원유시설 타격이 LPG 생산에도 고스란히 영향을 미쳤기 때문이다. 특히, 인도는 사우디의 LPG 공급차질로 UAE로부터 물량을 조달할 정도로 단기 수급은 타이트했던 것으로 추정된다. 최근 원유생산 시설의 조속한 회복과 더불어 사우디의 LPG 생산 또한 정상화되었기에 단기적으로 타이트한 수급은 안정화될 것으로 판단된다. 또한 미국 프로판 가격이 230\$/톤으로 사우디 CP 대비 180\$/톤까지 저렴해져 미국으로부터 아시아로의 차익 거래가 발생할 것으로 생각된다. 이 또한 사우디 CP 안정화 요인이다. 이번 겨울 뿐 아니라 적어도 내년까지 프로판의 약세를 전망하며 효성화학은 이에 따른 수혜를 누릴 것이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 260,000원 | CP(10월 10일): 172,500원

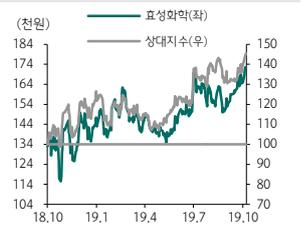
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,028.15
52주 최고/최저(원)	172,500/115,500
시가총액(십억원)	550.3
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	13.4
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2
19년 배당금(예상, 원)	1,000
19년 배당수익률(예상, %)	0.58
외국인지분율(%)	11.69
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.76
국민연금공단	12.90
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.6 18.2 28.7
상대	10.8 29.6 41.5

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,871.2	2,260.6
영업이익(십억원)	166.8	198.7
순이익(십억원)	88.4	105.2
EPS(원)	27,711	32,969
BPS(원)	142,085	174,817

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	1,116.8	1,862.4	2,258.8	2,746.0
영업이익	십억원	0.0	65.0	172.5	217.9	345.7
세전이익	십억원	0.0	27.4	117.5	143.5	261.0
순이익	십억원	0.0	20.4	89.3	109.1	198.3
EPS	원	0	11,059	27,992	34,188	62,172
증감률	%	N/A	N/A	153.1	22.1	81.9
PER	배	N/A	12.84	6.16	5.05	2.77
PBR	배	N/A	1.23	1.21	0.98	0.73
EV/EBITDA	배	N/A	8.75	5.63	4.87	3.31
ROE	%	0.00	5.55	21.76	21.54	30.20
BPS	원	0	115,698	142,694	175,886	237,062
DPS	원	0	1,000	1,000	1,000	1,000

주: 2018년은 분할 후 기준



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

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

표 1. 효성화학 3Q19 Preview

(십억원, %, %p)

	3Q19F	2Q19	3Q18	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	468.4	488.0	491.8	-4.8	-4.0	473.5	-1.1
영업이익	57.4	49.6	36.3	58.1	15.7	54.7	4.9
세전이익	42.8	37.2	29.0	47.6	15.1	39.2	9.2
순이익	32.5	28.6	23.4	38.9	13.6	31.8	2.2
영업이익률	12.3	10.2	7.4	4.9	2.1	11.6	0.7
세전이익률	9.1	7.6	5.9	3.2	1.5	8.3	0.9
순이익률	6.9	5.9	4.8	2.2	1.1	6.7	0.2

자료: 하나금융투자

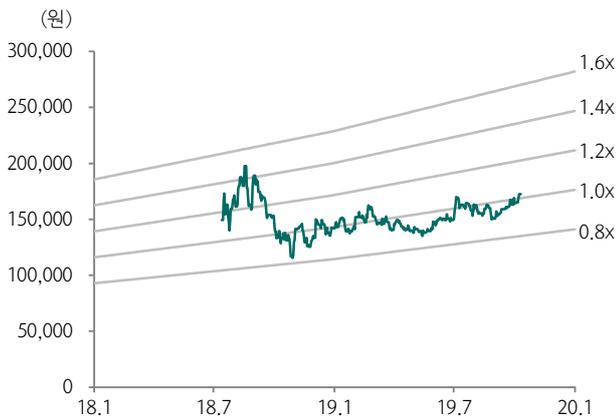
표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경내역

(십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	1,862.4	1,850.2	0.7	2,258.8	2,223.6	1.6
영업이익	172.5	174.8	-1.3	217.9	225.7	-3.5
세전이익	117.5	119.8	-1.9	143.5	151.3	-5.2
순이익	89.3	91.0	-1.9	109.1	115.0	-5.1
영업이익률	9.3	9.4	-0.2	9.6	10.2	-0.5
세전이익률	6.3	6.5	-0.2	6.4	6.8	-0.5
순이익률	4.8	4.9	-0.1	4.8	5.2	-0.3

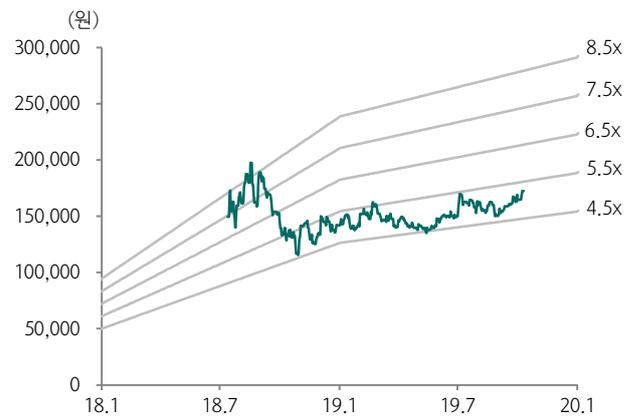
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성화학 12M Fwd PBR 밴드차트



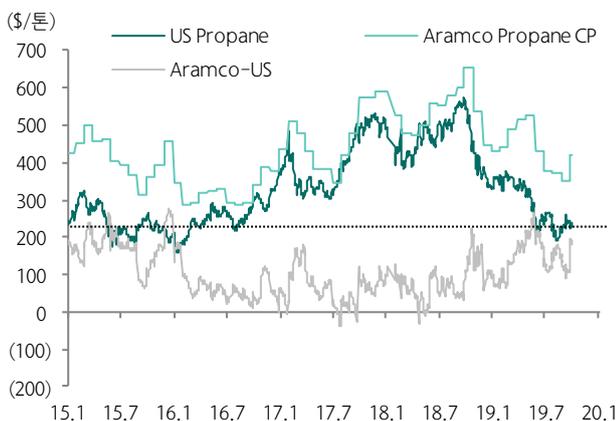
자료: 하나금융투자

그림 2. 효성화학 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 미국과 사우디 프로판 가격 추이 비교



자료: 하나금융투자

그림 4. PP-프로판 스프레드 추이



자료: 하나금융투자

표 3. 효성화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2018				FY2019F				FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F				
매출액	440.6	442.4	491.8	489.0	451.5	488.0	468.4	454.6	1,667.3	1,863.7	1,862.4	2,258.8
QoQ(%)	0.7%	0.4%	11.2%	-0.6%	-7.7%	8.1%	-4.0%	-2.9%				
YoY(%)	13.7%	6.2%	15.4%	11.8%	2.5%	10.3%	-4.8%	-7.0%	39.6%	11.8%	-0.1%	21.3%
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	129.4	130.0	431.8	473.9	511.6	562.9
영업이익	19.0	37.5	36.3	16.4	24.9	49.6	57.4	40.7	108.8	109.2	172.5	217.9
영업이익률(%)	4.3%	8.5%	7.4%	3.4%	5.5%	10.2%	12.2%	8.9%	6.5%	5.9%	9.3%	9.6%
QoQ(%)	7.6%	97.4%	-3.2%	-54.8%	52.1%	98.7%	15.7%	-29.1%				
YoY(%)	-43.2%	137.2%	-13.4%	-7.1%	31.4%	32.2%	58.0%	147.9%	0.3%	58.0%	26.3%	
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	3.5	4.0	7.1	7.6	17.0	16.0
영업이익률(%)	0.6%	1.1%	5.2%	0.3%	2.6%	6.4%	3.8%	4.5%	2.2%	1.9%	4.4%	4.4%
QoQ(%)	-79.1%	74.4%	542.4%	-94.9%	800.0%	151.9%	-48.5%	12.8%				
YoY(%)	-80.8%	71.6%	344.2%	-88.1%	415.0%	643.8%	-40.3%	1218.0%	7.2%	122.8%	-5.5%	
기타(NF3+필름 등)	-5.6	-7.1	-3.6	9.4	1.2	3.2	6.1	4.0	-37.9	-6.9	14.4	24.5
영업이익률(%)	-5.1%	-6.3%	-2.9%	7.3%	1.0%	2.5%	4.7%	3.0%	-8.8%	-1.4%	2.8%	4.4%
QoQ(%)	적지	적지	적지	흑전	-87.2%	163.3%	92.4%	-34.8%				
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-57.8%	적지	흑전	70.3%	
당기순이익	8.3	17.7	23.4	-5.6	13.5	28.6	32.5	14.7	52.1	43.8	89.3	109.1
QoQ(%)	흑전	113.0%	32.4%	적전	흑전	112.4%	13.5%	-54.9%				
YoY(%)	-75.1%	809.1%	0.6%	적지	62.6%	62.1%	39.0%	흑전	-16.0%	104.1%	22.1%	

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	0.0	1,116.8	1,862.4	2,258.8	2,746.0
매출원가	0.0	1,002.2	1,660.5	2,005.2	2,356.8
매출총이익	0.0	114.6	201.9	253.6	389.2
판매비	0.0	49.6	29.4	35.7	43.4
영업이익	0.0	65.0	172.5	217.9	345.7
금융손익	0.0	(29.1)	(55.0)	(74.4)	(84.8)
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	117.5	143.5	261.0
법인세	0.0	7.0	28.2	34.4	62.6
계속사업이익	0.0	20.4	89.3	109.1	198.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	20.4	89.3	109.1	198.3
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	20.4	89.3	109.1	198.3
지배주주지분포괄이익	0.0	23.3	89.3	109.1	198.3
NOPAT	0.0	48.3	131.1	165.6	262.8
EBITDA	0.0	154.7	337.2	427.4	569.1
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	66.8	21.3	21.6
NOPAT증가율	N/A	N/A	171.4	26.3	58.7
EBITDA증가율	N/A	N/A	118.0	26.7	33.2
영업이익증가율	N/A	N/A	165.4	26.3	58.7
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	337.7	22.2	81.8
EPS증가율	N/A	N/A	153.1	22.1	81.9
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	10.3	10.8	11.2	14.2
EBITDA이익률	N/A	13.9	18.1	18.9	20.7
영업이익률	N/A	5.8	9.3	9.6	12.6
계속사업이익률	N/A	1.8	4.8	4.8	7.2
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	0	11,059	27,992	34,188	62,172
BPS	0	115,698	142,694	175,886	237,062
CFPS	0	76,224	105,714	133,989	178,405
EBITDAPS	0	83,861	105,714	133,989	178,405
SPS	0	605,574	583,809	708,066	860,776
DPS	0	1,000	1,000	1,000	1,000
주기지표(배)					
PER	N/A	12.8	6.2	5.0	2.8
PBR	N/A	1.2	1.2	1.0	0.7
PCFR	N/A	1.9	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	N/A	8.8	5.6	4.9	3.3
PSR	N/A	0.2	0.3	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	0.0	5.6	21.8	21.5	30.2
ROA	0.0	1.2	4.2	3.9	6.0
ROIC	0.0	3.8	8.5	8.5	12.5
부채비율	0.0	350.2	463.1	447.9	375.7
순부채비율	0.0	245.2	297.2	273.8	176.9
이자보상배율(배)	0.0	3.1	3.1	2.9	4.0

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	0.0	438.3	844.4	1,087.3	1,638.8
금융자산	0.0	82.3	250.6	367.1	763.3
현금성자산	0.0	79.3	245.6	361.0	755.9
매출채권 등	0.0	184.7	308.0	373.5	454.1
재고자산	0.0	125.3	209.0	253.4	308.1
기타유동자산	0.0	46.0	76.8	93.3	113.3
비유동자산	0.0	1,214.9	1,708.7	1,977.1	1,950.3
투자자산	0.0	10.0	16.6	20.2	24.5
금융자산	0.0	3.3	5.5	6.6	8.1
유형자산	0.0	1,117.6	1,604.7	1,869.5	1,838.4
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	2,553.1	3,064.4	3,589.1
유동부채	0.0	686.0	728.3	827.7	949.7
금융부채	0.0	399.7	255.2	255.2	255.2
매입채무 등	0.0	275.7	459.7	557.6	677.8
기타유동부채	0.0	10.6	13.4	14.9	16.7
비유동부채	0.0	600.0	1,371.4	1,677.5	1,884.9
금융부채	0.0	582.9	1,342.9	1,642.9	1,842.9
기타비유동부채	0.0	17.1	28.5	34.6	42.0
부채총계	0.0	1,286.0	2,099.7	2,505.1	2,834.7
지배주주지분	0.0	367.2	453.4	559.3	754.4
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	104.4	210.3	405.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	367.2	453.4	559.3	754.4
순금융부채	0.0	900.4	1,347.6	1,531.1	1,334.9
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0.0	76.8	214.5	297.6	395.9
당기순이익	0.0	20.4	89.3	109.1	198.3
조정	0.0	101.8	164.7	209.5	223.4
감가상각비	0.0	89.7	164.7	209.5	223.4
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)	(39.5)	(21.0)	(25.8)
투자활동 현금흐름	0.0	(145.2)	(660.5)	(479.0)	(197.9)
투자자산감소(증가)	0.0	(10.0)	(6.7)	(3.5)	(4.4)
유형자산감소(증가)	0.0	(83.6)	(651.8)	(474.4)	(192.2)
기타	0.0	(51.6)	(2.0)	(1.1)	(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)	166.3	115.4	394.9
Unlevered CFO	0.0	140.6	337.2	427.4	569.1
Free Cash Flow	0.0	(6.8)	(437.3)	(176.8)	203.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자 의견	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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 10일

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 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 10월 11일 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.