



2020년 2월 3일 | Equity Research

효성화학 (298000)

4Q19보다 둔화될 1Q20. 하지만, 1Q20은 실적의 바닥

4Q19 영업이익 컨센 33% 하회. 일회성 손실 영향이 커

4Q19 영업이익은 242억원(QoQ -56%, YoY +48%)으로 컨센(364억원)을 33% 하회했다. DH(-66억원) 및 PTA 트러블(-26억원) 관련 일회성손실 약 92억원 영향이다. PP/DH 영업이익은 275억원(QoQ -40%)으로 예상보다 감소폭이 컸다. PP-프로판마진 둔화 효과는 반영되었으나, 일시보수에 따른 단위당 고정비 상승효과 40억원과 보수비용 26억원은 반영되지 않았기 때문이다. PTA 영업이익은 -34억원으로 적자전환 했는데, 마진 둔화에 더해 공정 내 변압기 소손에 의한 가동정지(13영업일)에 따른 일시적 비용 26억원이 발생한 영향이다. 기타 영업이익 1억원(QoQ -73억원)으로 부진했던 것은 TAC필름의 판매량 감소, 전분기 F2N2가스 판매량 급증분 정상화로 NF3사업의 이익이 감소한 영향이다.

1Q20 영업이익 전분기 대비 추가 둔화 예상

1Q20 영업이익은 55억원(QoQ -77%, YoY -78%)으로 전분기 대비 추가 둔화를 예상한다. PP/DH의 영업이익이 BEP 수준에 그칠 전망이기 때문이다. 우선 DH2 공장 정기보수 관련 비용이 50~60억원 발생한다. 또한, 1월 급등한 프로판 원가부담도 존재한다. 작년 말 가동된 베트남 신규 PP 공장은 적자가 불가피하다. 신규 감가상각비 발생 및 말레이시아 Rapid 공장으로부터의 프로필렌 조달 차질로 인한 원가상승 때문이다. 반면, PTA는 전분기 일시적 비용 제거 및 낮은 PX 투입효과로 소폭 흑자전환은 가능할 것으로 판단한다.

1Q20은 확실한 실적 바닥. 최근 프로판 안정화도 나타나

BUY는 유지하나, TP는 기존 20만원에서 16만원으로 하향 한다. 2020년 추정치 하향 때문이다. 다만, 2021년 이익 대폭 상향을 감안하면 1Q20은 큰 그림에서 실적 및 주가의 바닥이다. 1월 565\$/톤(MoM +29%)으로 급등한 프로판 가격은 2월 505\$/톤(MoM -11%)으로 진정되고 있다. 최근 원재료 프로판은 동절기 수요 강세 속에서 이런 사태 및 미국 항구의 안개로 인한 운송차질 등 일회성 요인으로 급등했다. 하지만, 2~3월 이후 미국 물량이 아시아로 대거 유입되며 점차 안정화될 가능성성이 높다. 단기 실적 모멘텀은 부족하나, 긴 호흡으로 1Q20를 저점 매수 구간으로 삼길 권한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 160,000원(하향) | CP(1월 31일): 118,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,119.01		
52주 최고/최저(원)	179,500/118,000	1,835.8	2,132.6
시가총액(십억원)	376.4	166.1	181.7
시가총액비중(%)	0.03	97.4	96.8
발행주식수(천주)	3,190.1		
60일 평균 거래량(천주)	15.4		
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2		
19년 배당금(예상, 원)	1,000		
19년 배당수익률(예상, %)	0.69		
외국인지분율(%)	11.13		
주요주주 지분율(%)			
효성 외 6 인	43.76		
국민연금공단	11.66		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(18.3) (27.8) (16.3)		
상대	(15.3) (31.0) (12.9)		

Stock Price	
(천원)	효성화학(작)
186	
176	
166	
156	
146	
136	
126	
116	
106	
96	
86	
76	
66	
56	
46	
36	
26	
16	
6	
0	
10.1	19.1 19.4 19.7 19.10 20.1

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	1,116.8	1,812.5	1,955.8	2,344.7
영업이익	십억원	0.0	65.0	153.8	135.6	258.9
세전이익	십억원	0.0	27.4	110.0	61.2	174.2
순이익	십억원	0.0	20.4	87.8	49.0	132.4
EPS	원	0	11,059	27,530	15,345	41,492
증감률	%	N/A	N/A	148.9	(44.3)	170.4
PER	배	N/A	12.84	5.25	7.69	2.84
PBR	배	N/A	1.23	1.02	0.75	0.60
EV/EBITDA	배	N/A	8.75	5.63	5.53	3.64
ROE	%	0.00	5.55	21.44	10.31	23.54
BPS	원	0	115,698	142,232	156,581	197,076
DPS	원	0	1,000	1,000	1,000	1,000

주: 2018년은 분할 후 기준



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

RA 손진원
02-3771-7617
jwshon@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 효성화학 4Q19 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q19	3Q19	4Q18	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	417.1	455.9	489.2	-14.7	-8.5	446.8	-6.6	440.6	-5.3
영업이익	24.3	55.1	16.4	48.2	-55.9	33.7	-27.9	36.4	-33.2
세전이익	13.7	46.9	-4.8	385.4	-70.8	19.9	-31.2	26.6	-48.5
순이익	9.1	36.6	-5.5	265.5	-75.1	9.6	-5.2	19.3	-52.8
영업이익률	5.8	12.1	3.4	2.5	-6.3	7.5	-1.7	8.3	-2.4
세전이익률	3.3	10.3	-1.0	4.3	-7.0	4.5	-1.2	6.0	-2.8
순이익률	2.2	8.0	-1.1	3.3	-5.8	2.1	0.0	4.4	-2.2

자료: 하나금융투자

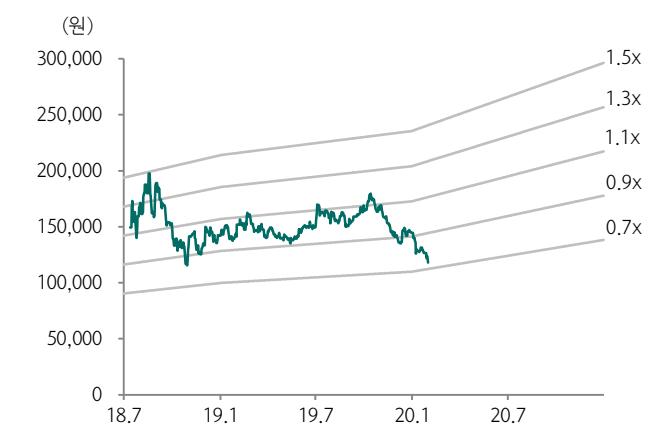
표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2019F	2020F
매출액	변경후 1,812.5	변경전 1,842.2
영업이익	153.8	163.3
세전이익	110.0	116.3
순이익	87.8	88.4
영업이익률	8.5	8.9
세전이익률	6.1	6.3
순이익률	4.8	4.8

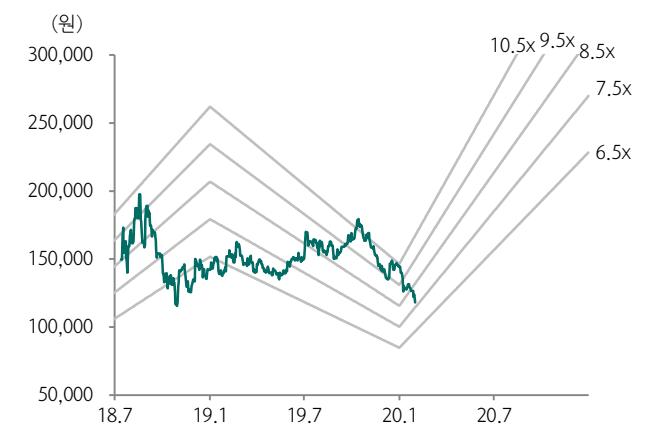
자료: 하나금융투자

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)

	FY2019				FY2020F				FY2017	FY2018	FY2019P	FY2020F
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F				
매출액	451.5	488.0	455.9	417.1	443.9	508.9	506.2	496.9	1,667.3	1,863.7	1,812.5	1,955.8
QoQ(%)	-7.7%	8.1%	-6.6%	-8.5%	6.4%	14.7%	-0.5%	-1.8%				
YoY(%)	2.5%	10.3%	-7.3%	-14.7%	-1.7%	4.3%	11.0%	19.1%	39.6%	11.8%	-2.7%	7.9%
PP/DH	219.8	253.0	247.3	227.2	231.9	293.7	290.9	287.8	886.0	983.7	947.4	1,104.4
PTA	102.9	105.8	74.7	69.4	79.9	77.9	76.7	76.0	329.7	390.9	352.8	310.4
기타(NF3+필름 등)	128.9	129.2	133.9	120.4	129.5	134.8	136.0	130.6	451.6	489.0	512.4	531.0
영업이익	24.9	49.6	55.1	24.2	5.5	31.0	59.8	39.3	108.8	109.2	153.8	135.6
영업이익률(%)	5.5%	10.2%	12.1%	5.8%	1.2%	6.1%	11.8%	7.9%	6.5%	5.9%	8.5%	6.9%
QoQ(%)	52.1%	98.7%	11.2%	-56.0%	-77.4%	467.2%	92.8%	-34.3%				
YoY(%)	31.4%	32.2%	51.8%	47.8%	-78.1%	-37.4%	8.5%	62.1%		0.3%	40.9%	-11.9%
PP/DH	21.0	39.6	45.7	27.5	0.2	23.9	51.8	31.4	139.6	107.3	133.8	107.2
영업이익률(%)	9.6%	15.7%	18.5%	12.1%	0.1%	8.1%	17.8%	10.9%	15.8%	10.9%	14.1%	9.7%
QoQ(%)	213.4%	88.6%	15.4%	-39.8%	-99.3%	12256.3%	116.9%	-39.4%				
YoY(%)	-12.8%	-6.9%	34.4%	310.4%	-99.1%	-39.7%	13.3%	14.1%		-23.2%	24.7%	-19.9%
PTA	2.7	6.8	2.0	-3.4	1.5	1.9	1.8	1.8	7.1	7.6	8.1	6.9
영업이익률(%)	2.6%	6.4%	2.7%	-4.9%	1.9%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	1.9%	2.3%	2.2%
QoQ(%)	800.0%	151.9%	-70.6%	적전	-145.2%	20.8%	-4.5%	-0.9%				
YoY(%)	415.0%	643.8%	-65.9%	적전	-43.0%	-72.7%	-11.3%	-151.7%		7.2%	6.4%	-14.5%
기타(NF3+필름 등)	1.2	3.2	7.4	0.1	3.7	5.3	6.2	6.2	-37.9	-6.9	11.9	21.4
영업이익률(%)	0.9%	2.4%	5.5%	0.1%	2.9%	3.9%	4.6%	4.7%	-8.4%	-1.4%	2.3%	4.0%
QoQ(%)	-87.2%	163.3%	134.2%	-98.1%	2569.0%	41.5%	18.1%	-1.3%				
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	-98.5%	211.4%	67.3%	-15.6%	4303.2%		적지	흑전	80.1%
당기순이익	13.5	28.6	36.6	9.1	-10.5	9.9	33.0	16.6	52.1	43.8	87.8	49.0
QoQ(%)	흑전	112.4%	27.9%	-75.3%	적전	흑전	231.8%	-49.7%				
YoY(%)	62.6%	62.1%	56.6%	흑전	적전	-65.3%	-10.0%	82.8%		-16.0%	100.7%	-44.3%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019P	2020F	2021F
매출액	0.0	1,116.8	1,812.5	1,955.8	2,344.7
매출원가	0.0	1,002.2	1,630.0	1,789.3	2,048.7
매출총이익	0.0	114.6	182.5	166.5	296.0
판관비	0.0	49.6	28.6	30.9	37.1
영업이익	0.0	65.0	153.8	135.6	258.9
금융순익	0.0	(29.1)	(43.8)	(74.4)	(84.8)
종속/관계기업순익	0.0	(7.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	0.0	(1.5)	0.0	0.0	0.0
세전이익	0.0	27.4	110.0	61.2	174.2
법인세	0.0	7.0	22.2	12.2	41.8
계속사업이익	0.0	20.4	87.8	49.0	132.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	20.4	87.8	49.0	132.4
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	0.0	20.4	87.8	49.0	132.4
지배주주지분포괄이익	0.0	23.3	87.8	49.0	132.4
NOPAT	0.0	48.3	122.8	108.5	196.8
EBITDA	0.0	154.7	318.2	339.2	472.3
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	62.3	7.9	19.9
NOPAT증가율	N/A	N/A	154.2	(11.6)	81.4
EBITDA증가율	N/A	N/A	105.7	6.6	39.2
영업이익증가율	N/A	N/A	136.6	(11.8)	90.9
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	330.4	(44.2)	170.2
EPS증가율	N/A	N/A	148.9	(44.3)	170.4
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	10.3	10.1	8.5	12.6
EBITDA이익률	N/A	13.9	17.6	17.3	20.1
영업이익률	N/A	5.8	8.5	6.9	11.0
계속사업이익률	N/A	1.8	4.8	2.5	5.6

투자지표

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	0	11,059	27,530	15,345	41,492
BPS	0	115,698	142,232	156,581	197,076
CFPS	0	76,224	102,248	106,342	148,054
EBITDAPS	0	83,861	99,740	106,342	148,054
SPS	0	605,574	568,150	613,079	734,981
DPS	0	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	N/A	12.8	5.2	7.7	2.8
PBR	N/A	1.2	1.0	0.8	0.6
PCFR	N/A	1.9	1.4	1.1	0.8
EV/EBITDA	N/A	8.8	5.6	5.5	3.6
PSR	N/A	0.2	0.3	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	0.0	5.6	21.4	10.3	23.5
ROA	0.0	1.2	4.2	1.8	4.2
ROIC	0.0	3.8	8.0	5.7	9.9
부채비율	0.0	350.2	461.7	487.2	435.2
순부채비율	0.0	245.2	294.1	301.2	214.5
이자보상배율(배)	0.0	3.1	2.8	1.8	3.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

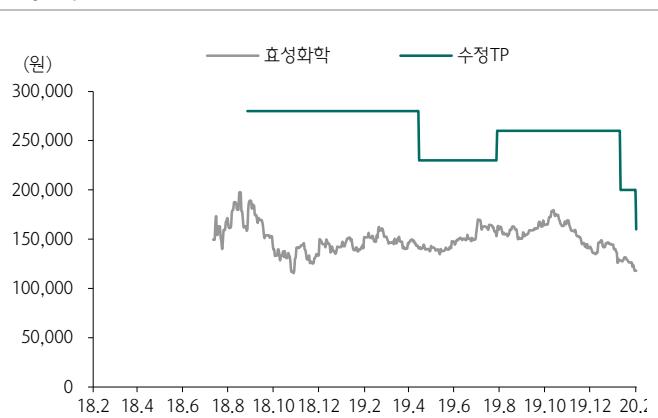
	2017	2018	2019P	2020F	2021F
유동자산	0.0	438.3	847.2	1,022.7	1,501.1
금융자산	0.0	82.3	269.3	399.2	753.6
현금성자산	0.0	79.3	264.4	393.9	747.2
매출채권 등	0.0	184.7	299.7	323.4	387.7
재고자산	0.0	125.3	203.3	219.4	263.1
기타유동자산	0.0	46.0	74.9	80.7	96.7
비유동자산	0.0	1,214.9	1,691.2	1,899.5	1,853.7
투자자산	0.0	10.0	16.2	17.5	20.9
금융자산	0.0	3.3	5.3	5.7	6.9
유형자산	0.0	1,117.6	1,587.6	1,794.6	1,745.4
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	2,538.4	2,922.2	3,354.8
유동부채	0.0	686.0	715.8	751.7	849.2
금융부채	0.0	399.7	255.2	255.2	255.2
매입채무 등	0.0	275.7	447.4	482.8	578.8
기타유동부채	0.0	10.6	13.2	13.7	15.2
비유동부채	0.0	600.0	1,370.7	1,672.9	1,878.8
금융부채	0.0	582.9	1,342.9	1,642.9	1,842.9
기타비유동부채	0.0	17.1	27.8	30.0	35.9
부채총계	0.0	1,286.0	2,086.5	2,424.6	2,728.0
지배주주지분	0.0	367.2	451.9	497.7	626.9
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	102.9	148.7	277.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	0.0	367.2	451.9	497.7	626.9
순금융부채	0.0	900.4	1,328.8	1,499.0	1,344.6

현금흐름표

	2017	2018	2019P	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0.0	76.8	212.1	245.0	325.2
당기순이익	0.0	20.4	87.8	49.0	132.4
조정	0.0	101.8	161.1	203.6	213.4
감가상각비	0.0	89.7	164.3	203.7	213.4
외환거래손익	0.0	8.1	(3.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	7.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	(3.0)	(0.0)	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	0.0	(45.4)	(36.8)	(7.6)	(20.6)
투자활동 현금흐름	0.0	(145.2)	(639.3)	(412.4)	(168.7)
투자자산감소(증가)	0.0	(10.0)	(6.2)	(1.3)	(3.5)
유형자산감소(증가)	0.0	(83.6)	(634.4)	(410.7)	(164.1)
기타	0.0	(51.6)	1.3	(0.4)	(1.1)
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)	185.2	129.5	353.3
Unlevered CFO	0.0	140.6	326.2	339.2	472.3
Free Cash Flow	0.0	(6.8)	(422.2)	(165.7)	161.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.2.3	BUY	160,000		
20.1.13	BUY	200,000	-36.83%	-34.25%
19.7.31	BUY	260,000	-40.37%	-30.96%
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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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: 2020년 2월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 02월 03일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.