

효성화학 (298000)

시총 1조원 도전을 위한 위대한 여정의 시작점

1Q20 영업이익 컨센 50% 상회하는 서프라이즈

1Q20 영업이익은 124억원(QoQ -49%, YoY -50%)으로 컨센(84억원)을 약 50% 상회했다. PP/DH의 부진을 기타사업이 만회한 덕이다. PP/DH 영업이익은 48억원(QoQ -83%)으로 부진했다. 하지만, 일회성 비용 125억원(DH 정기보수 50억원+프로판 재고평가손실 50억원+PP 점검비용 25억원)과 베트남 공장 실적 반영에 따른 판관비 11억원 반영을 감안하면 분기 당 기본 영업이익 체력은 150억원 내외로 판단한다. 또한 3월 중국 판매량이 2월 대비 2배나 늘어난 점도 긍정적이다. PTA 영업이익은 -8억원으로 적자폭이 감소했는데, 이는 전분기 변압기 가동정지에 따른 일시적 비용이 제거된 영향이다. 기타는 TAC필름, NF3, 필름, POK 모두 개선되며 영업이익 84억원으로 대폭 개선되었다.

2Q20 영업이익 QoQ 3배 이상 대폭 개선될 전망

2Q20 영업이익은 424억원(QoQ +242%, YoY -14%)으로 QoQ 대폭 개선을 예상한다. PP/DH는 전분기 일회성 요인의 제거에 더해 PP강세, 프로판 약세 영향으로 영업이익이 288억원(QoQ +500%)으로 개선될 것이기 때문이다. 베트남 PP공장은 마스크용 스펀본드 설비를 보유해 우려한 것보다 적자폭은 크지 않을 것으로 전망된다. 현재 정유사의 RFCC의 낮은 가동률에 따른 프로필렌 공급감소와 유럽의 마스크 착용의무화 등을 감안하면 PP/DH 실적은 하반기에도 호조가 지속될 것이다. 기타 사업도 본 궤도에 올랐고, PTA는 중국 폴리에스터 가동률 회복을 감안하면 개선이 전망된다.

실적 추정치 변경으로 TP 상향. 중장기 시총 1조 목표

TP를 14만원에서 20만원으로 상향한다. 2020~21년 추정치를 30~40% 상향했기 때문이다. 사우디 프로판의 상대적인 약세와 정유사의 프로필렌 공급감소, 마스크용 PP 수요 호조를 감안하면 PP/DH는 중장기 호조 가능성이 높다. 2021년은 베트남이 실적에 반영되면서 영업이익 2,375억원(YoY +73%)으로 가파른 성장이 예상된다. 2021년 추정 PER은 2배에 불과하다. NF3의 높은 이익률을 감안하면 시총에는 이에 대한 가치 반영도 전혀 되어 있지 않다. 본업과 기타사업의 Valuation 재평가 구간에 진입할 가능성이 높으며, 중장기적으로 시총 1조원 도전이 가능할 것이라 판단한다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 200,000원(상향) | CP(5월 1일): 115,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,947.56
52주 최고/최저(원)	179,500/5,100
시가총액(십억원)	366.9
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	32.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9
20년 배당금(예상, 원)	5,000
20년 배당수익률(예상, %)	4.35
외국인지분율(%)	9.30
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.76
국민연금공단	12.30
주가상승률	1M 6M 12M
절대	52.7 (31.5) (17.9)
상대	34.7 (26.4) (6.5)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,732.9	2,139.1
영업이익(십억원)	114.7	209.0
순이익(십억원)	54.7	124.9
EPS(원)	17,147	39,163
BPS(원)	153,219	185,034

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,116.8	1,812.5	1,723.4	2,112.2	2,798.7
영업이익	십억원	65.0	153.9	137.4	237.5	353.2
세전이익	십억원	27.4	110.0	92.9	188.0	301.2
순이익	십억원	20.4	87.8	74.3	142.9	228.9
EPS	원	11,059	27,530	23,301	44,788	71,762
증감률	%	N/A	148.9	(15.4)	92.2	60.2
PER	배	12.84	5.25	4.94	2.57	1.60
PBR	배	1.23	1.01	0.71	0.57	0.43
EV/EBITDA	배	8.75	5.64	5.15	3.65	2.66
ROE	%	5.55	21.37	15.36	24.78	30.66
BPS	원	115,698	143,114	161,434	201,241	268,023
DPS	원	1,000	5,000	5,000	5,000	5,000

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 1Q20 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q20	4Q19	1Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	424.8	417.1	451.5	(5.9)	1.8	434.3	-2.2	407.8	4.2
영업이익	12.4	24.3	24.9	(50.2)	(49.0)	5.8	113.8	8.4	47.6
세전이익	1.4	13.7	12.3	(88.6)	(89.8)	-5.3	126.4	(5.2)	126.9
순이익	1.1	9.1	13.5	(91.9)	(87.9)	-4.3	125.6	(0.4)	375.0
영업이익률	2.9	5.8	5.5	-2.6	-2.9	1.3	1.6	2.1	0.9
세전이익률	0.3	3.3	2.7	-2.4	-3.0	-1.2	1.5	-1.3	1.6
순이익률	0.3	2.2	3.0	-2.7	-1.9	-1.0	1.2	-0.1	0.4

자료: 하나금융투자

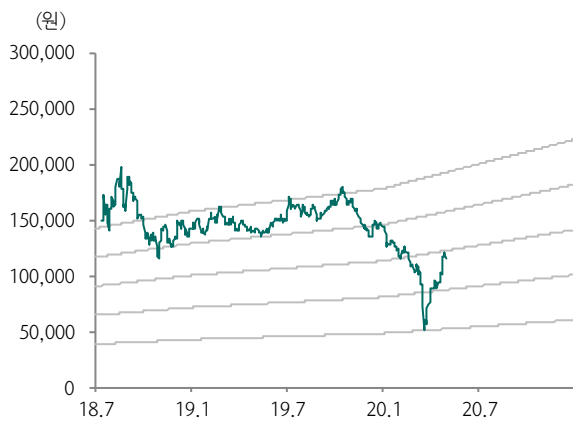
표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	1,723.4	1,756.9	-1.9	2,112.2	2,149.0	-1.7
영업이익	137.4	97.8	40.5	237.5	187.4	26.7
세전이익	92.9	53.3	74.3	188.0	137.7	36.5
순이익	74.3	42.6	74.4	142.9	104.7	36.5
영업이익률	8.0	5.6	2.4	11.2	8.7	2.5
세전이익률	5.4	3.0	2.4	8.9	6.4	2.5
순이익률	4.3	2.4	1.9	6.8	4.9	1.9

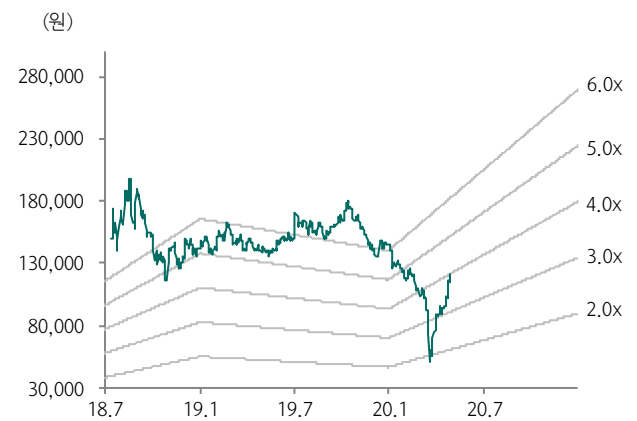
자료: 하나금융투자

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				FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F				
매출액	451.5	488.0	455.9	417.1	424.8	437.9	436.9	423.9	1,863.7	1,812.5	1,723.4	2,112.2
QoQ(%)	-7.7%	8.1%	-6.6%	-8.5%	1.9%	3.1%	-0.2%	-3.0%				
YoY(%)	2.5%	10.3%	-7.3%	-14.7%	-5.9%	-10.3%	-4.2%	1.6%	11.8%	-2.7%	-4.9%	22.6%
PP/DH	219.8	253.0	247.3	227.2	210.4	243.9	241.0	234.8	983.7	947.4	930.1	1,282.3
PTA	102.9	105.8	74.7	69.4	77.7	52.1	52.3	50.5	390.9	352.8	232.5	214.5
기타(NF3+필름 등)	128.9	129.2	133.9	120.4	131.4	138.5	139.8	134.4	489.0	512.4	544.1	599.7
영업이익	24.9	49.6	55.1	24.2	12.4	42.4	52.1	30.4	109.2	153.8	137.4	237.5
영업이익률(%)	5.5%	10.2%	12.1%	5.8%	2.9%	9.7%	11.9%	7.2%	5.9%	8.5%	8.0%	11.2%
QoQ(%)	52.1%	98.7%	11.2%	-56.0%	-48.8%	242.0%	23.0%	-41.7%				
YoY(%)	31.4%	32.2%	51.8%	47.8%	-50.3%	-14.4%	-5.4%	25.5%	0.3%	40.9%	-10.7%	72.9%
PP/DH	21.0	39.6	45.7	27.5	4.8	28.8	38.7	17.4	107.3	133.8	89.7	176.2
영업이익률(%)	9.6%	15.7%	18.5%	12.1%	2.3%	11.8%	16.1%	7.4%	10.9%	14.1%	9.6%	13.7%
QoQ(%)	213.4%	88.6%	15.4%	-39.8%	-82.5%	499.0%	34.6%	-54.9%				
YoY(%)	-12.8%	-6.9%	34.4%	310.4%	-77.1%	-27.4%	-15.3%	-36.6%	-23.2%	24.7%	-33.0%	96.4%
PTA	2.7	6.8	2.0	-3.4	-0.8	4.7	4.8	4.7	7.6	8.1	13.4	19.8
영업이익률(%)	2.6%	6.4%	2.7%	-4.9%	-1.0%	8.9%	9.3%	9.3%	1.9%	2.3%	5.7%	9.2%
QoQ(%)	800.0%	151.9%	-70.6%	적전	-76.5%	-681.9%	3.9%	-3.4%				
YoY(%)	415.0%	643.8%	-65.9%	적전	-129.6%	-31.5%	141.9%	-237.5%	7.2%	6.4%	65.0%	48.1%
기타(NF3+필름 등)	1.2	3.2	7.4	0.1	8.4	9.0	8.6	8.3	-6.9	11.9	34.3	41.5
영업이익률(%)	0.9%	2.4%	5.5%	0.1%	6.4%	6.5%	6.2%	6.2%	-1.4%	2.3%	6.3%	6.9%
QoQ(%)	-87.2%	163.3%	134.2%	-98.1%	5900.0%	7.2%	-4.3%	-3.6%				
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	-98.5%	600.0%	184.8%	16.4%	5829.0%	적지	흑전	188.4%	21.0%
당기순이익	13.5	28.6	36.6	9.1	1.1	25.0	32.8	15.4	43.8	87.8	74.3	142.9
QoQ(%)	흑전	112.4%	27.9%	-75.3%	-88.4%	2274.6%	31.1%	-53.0%				
YoY(%)	62.6%	62.1%	56.6%	흑전	-92.2%	-12.6%	-10.4%	70.1%	-16.0%	100.7%	-15.4%	92.2%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

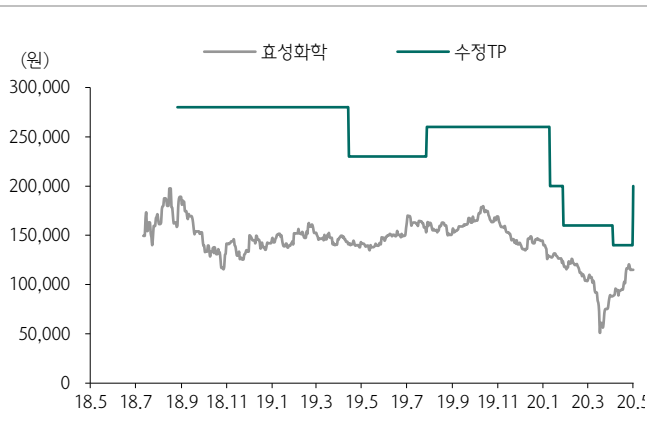
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,116.8	1,812.5	1,723.4	2,112.2	2,798.7
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,558.8	1,841.3	2,401.3
매출총이익	114.6	243.6	164.6	270.9	397.4
판매비	49.6	89.7	27.2	33.4	44.2
영업이익	65.0	153.9	137.4	237.5	353.2
금융손익	(29.1)	(45.6)	(44.5)	(49.5)	(52.0)
중속/관계기업손익	(7.0)	4.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.5)	(2.3)	0.0	0.0	0.0
세전이익	27.4	110.0	92.9	188.0	301.2
법인세	7.0	22.2	18.6	45.1	72.3
계속사업이익	20.4	87.8	74.3	142.9	228.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	20.4	87.8	74.3	142.9	228.9
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	20.4	87.8	74.3	142.9	228.9
지배주주지분포괄이익	23.3	90.6	74.3	142.9	228.9
NOPAT	48.3	122.8	109.9	180.5	268.4
EBITDA	154.7	311.2	340.1	443.3	559.0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	62.3	(4.9)	22.6	32.5
NOPAT증가율	N/A	154.2	(10.5)	64.2	48.7
EBITDA증가율	N/A	101.2	9.3	30.3	26.1
영업이익증가율	N/A	136.8	(10.7)	72.9	48.7
(지배주주)순이익증가율	N/A	330.4	(15.4)	92.3	60.2
EPS증가율	N/A	148.9	(15.4)	92.2	60.2
수익성(%)					
매출총이익률	10.3	13.4	9.6	12.8	14.2
EBITDA이익률	13.9	17.2	19.7	21.0	20.0
영업이익률	5.8	8.5	8.0	11.2	12.6
계속사업이익률	1.8	4.8	4.3	6.8	8.2
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	23,301	44,788	71,762
BPS	115,698	143,114	161,434	201,241	268,023
CFPS	76,224	87,972	106,610	138,964	175,235
EBITDAPS	83,861	97,558	106,610	138,964	175,235
SPS	605,574	568,150	540,218	662,094	877,296
DPS	1,000	5,000	5,000	5,000	5,000
주가지표(배)					
PER	12.8	5.2	4.9	2.6	1.6
PBR	1.2	1.0	0.7	0.6	0.4
PCFR	1.9	1.6	1.1	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.8	5.6	5.2	3.6	2.7
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1
재무비율(%)					
ROE	5.6	21.4	15.4	24.8	30.7
ROA	1.2	4.7	3.4	5.8	8.2
ROIC	3.8	8.3	6.2	9.8	14.5
부채비율	350.2	353.8	341.8	313.4	245.9
순부채비율	245.2	285.0	269.9	195.4	131.1
이자보상배율(배)	3.1	4.2	3.1	4.7	6.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	438.3	446.1	494.7	913.3	1,195.5
금융자산	82.3	51.8	119.9	453.8	586.7
현금성자산	79.3	46.1	114.4	447.1	577.8
매출채권 등	184.7	151.0	143.6	175.9	233.1
재고자산	125.3	127.5	121.2	148.6	196.9
기타유동자산	46.0	115.8	110.0	135.0	178.8
비유동자산	1,214.9	1,617.5	1,772.4	1,732.8	1,755.2
투자자산	10.0	85.5	81.3	99.6	132.0
금융자산	3.3	74.7	71.1	87.1	115.4
유형자산	1,117.6	1,448.3	1,607.5	1,549.5	1,539.6
무형자산	74.1	73.1	73.1	73.1	73.1
기타비유동자산	13.2	10.6	10.5	10.6	10.5
자산총계	1,653.2	2,063.5	2,267.2	2,646.1	2,950.7
유동부채	686.0	431.3	277.4	325.6	410.8
금융부채	399.7	187.1	44.2	44.4	44.9
매입채무 등	275.7	219.9	209.1	256.2	339.5
기타유동부채	10.6	24.3	24.1	25.0	26.4
비유동부채	600.0	1,177.5	1,476.7	1,680.3	1,686.7
금융부채	582.9	1,160.5	1,460.5	1,660.5	1,660.5
기타비유동부채	17.1	17.0	16.2	19.8	26.2
부채총계	1,286.0	1,608.8	1,754.0	2,005.9	2,097.6
지배주주지분	367.2	454.7	513.2	640.1	853.2
자본금	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
자본잉여금	329.0	329.0	329.0	329.0	329.0
자본조정	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
기타포괄이익누계액	5.9	13.5	13.5	13.5	13.5
이익잉여금	18.3	98.2	156.6	283.6	496.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.2	454.7	513.2	640.1	853.2
순금융부채	900.4	1,295.8	1,384.8	1,251.1	1,118.7
현금흐름표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	76.8	163.2	284.6	315.8	376.6
당기순이익	20.4	87.8	74.3	142.9	228.9
조정	101.8	173.5	202.8	205.8	205.9
감가상각비	89.7	157.3	202.7	205.8	205.8
외환거래손익	8.1	4.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	7.0	(4.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(3.0)	16.0	0.1	0.0	0.1
영업활동자산부채변동	(45.4)	(98.1)	7.5	(32.9)	(58.2)
투자활동 현금흐름	(145.2)	(552.4)	(357.4)	(167.4)	(230.5)
투자자산감소(증가)	(10.0)	(75.5)	4.2	(18.3)	(32.4)
유형자산감소(증가)	(83.6)	(480.9)	(361.9)	(147.9)	(195.9)
기타	(51.6)	4.0	0.3	(1.2)	(2.2)
재무활동 현금흐름	(134.9)	351.7	141.2	184.4	(15.4)
금융부채증가(감소)	982.7	364.9	157.0	200.3	0.5
자본증가(감소)	344.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,462.5)	(10.0)	0.1	(0.0)	0.0
배당지급	0.0	(3.2)	(15.9)	(15.9)	(15.9)
현금의 증감	(196.6)	(33.2)	68.3	332.7	130.7
Unlevered CFO	140.6	280.6	340.1	443.3	559.0
Free Cash Flow	(6.8)	(317.6)	(77.3)	167.9	180.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 피리올

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	피리올	
			평균	최고/최저
20.5.4	BUY	200,000		
20.4.7	BUY	140,000	-27.32%	-13.93%
20.1.31	BUY	160,000	-37.59%	-21.25%
20.1.13	BUY	200,000	-36.20%	-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 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	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 3일

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 2020년 05월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 05월 04일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.