

# 효성화학

# BUY(유지)

298000 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	157,000원	현재주가(05/22)	115,500원	Up/Downside	+35.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 05. 25

## PDH 경쟁력 회복 구간

### News

**납사의 프로판 대비 할인 폭 축소 진행. 상대적인 PDH 원가 경쟁력 회복 구간:** COVID-19 shock로 인해 Dubai가 4/22, \$13.5/bbl까지 급락했으며 아시아 납사 가격 역시 4월 한때 \$170/t를 하회하면서 납사의 프로판 대비 할인 폭이 커졌다. 미국의 원유&가스 생산량 증가→수출량 증가로 프로판의 납사 대비 할인 폭이 커져왔던 17~19년과는 달리 미국의 원유&가스 생산량은 급감 기조로 선화하였으며 이는 PDH의 원가 경쟁력 우려로 이어졌다. 하지만 지나친 저유가를 가만두지 못한 OPEC+의 감산과 수요 회복 기대감으로 유가는 급반등했으며 납사 가격 역시 프로판 spot 가격에 육박할 정도로 반등했다. 장기 저유가를 예상하기에 PDH의 원가 경쟁력이 과거 3년 수준을 회복할 것이라 판단하지는 않지만 중요한 것은 PDH의 downstream은 현재 화학 제품 군 중 가장 수요가 견고한 축에 속하는 PP가 대부분이라는 점이다.

### Comment

**2Q20E 영업이익 289억원, 분기 이익 반등 이어질 것:** 재고평균손 발생 등으로 부진했던 1Q와 달리 2Q 영업이익은 289억원, 3Q 영업이익은 443억원으로 분기 이익 반등세가 이어질 것으로 전망한다. 19년 대비 PP-프로판 spread 하락과 베트남 PP 적자는 분명 아쉬운 부분이나 저가 프로판이 투입되며 2Q/3Q PP/DH 중심의 이익 반등이 예상된다. 기타는 필름의 원가 개선, TAC/NF3 판매량 증가, 폴리케톤 적자 규모 축소 등으로 19년 대비 실적 개선이 지속될 것으로 보인다.

### Action

**21년 베트남 PDH 이익 기여 본격화. 장기 투자에 최적합:** 투자의견 Buy, 목표주가 15.7만원, 화학 top-picks 의견을 유지한다. 높은 부채비율, PDH 경쟁력 약화 등으로 주가가 급락했고 시장 반등과 함께 회복이 나타났으나 적정 주가까지는 아직 갈 길이 멀어 보인다. 21년 베트남 PDH 이익 기여가 본격화되었을 때 효성화학 전사 이익 체력 규모에 대한 고민이 필요하다. 비중확대를 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data			
(단위: 십억원 원 배 %)									
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	51,000/179,500원		
매출액	1,117	1,812	1,825	2,411	2,675	KOSDAQ /KOSPI	709/1,970pt		
(증가율)	NA	62.3	0.7	32.1	11.0	시가총액	3,685억원		
영업이익	65	154	112	207	306	60일-평균거래량	37,328		
(증가율)	NA	136.8	-27.0	84.3	47.8	외국인지분율	9.0%		
순이익	20	88	53	126	207	60일-외국인지분율변동주이	-1.9%p		
EPS	11,059	27,530	16,574	39,539	64,791	주요주주	효성 외 6인 43.8%		
PER (H/L)	17.9/10.0	6.3/4.8	7.0	2.9	1.8	(천원)	200		
PBR (H/L)	1.7/1.0	1.2/0.9	0.7	0.6	0.5	— 효성화학(좌)	— KOSPI지수대비(우)		
EV/EBITDA (H/L)	9.9/8.2	5.9/5.5	6.4	4.2	3.0	0	0		
영업이익률	5.8	8.5	6.2	8.6	11.4	19/05	19/08	19/12	20/03
ROE	5.6	21.4	11.1	22.9	29.9	주기상승률	1M	3M	12M
						절대기준	12.1	3.1	-17.2
						상대기준	5.5	11.6	-14.6

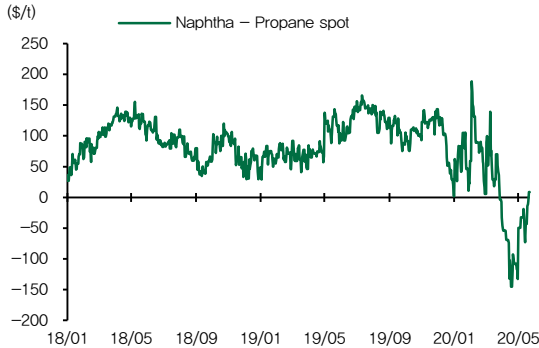
도표 1. 효성화학 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	451.5	488.0	455.9	417.0	424.8	446.1	481.9	472.4	1,812.4	1,825.2	2,411.0
%YoY	2.5	10.3	-7.3	-14.8	-5.9	-8.6	5.7	13.3	-2.8	0.7	32.1
%QoQ	-7.7	8.1	-6.6	-8.5	1.9	5.0	8.0	-2.0			
PP/DH	219.8	253.0	247.3	227.2	210.4	252.2	286.6	288.6	947.3	1,037.8	1,566.1
기타	231.7	235.0	208.6	189.8	214.4	193.9	195.4	183.8	865.1	787.5	844.9
연결 영업이익	24.9	49.6	55.1	24.2	12.4	28.9	44.3	26.7	153.8	112.3	207.1
%YoY	31.1	32.2	51.8	47.7	-50.2	-41.7	-19.5	10.2	40.8	-27.0	84.3
%QoQ	51.8	99.1	11.1	-56.0	-48.8	133.1	53.4	-39.8			
PP/DH	21.0	39.6	45.7	27.5	4.8	18.9	30.1	22.6	133.8	76.4	164.3
기타	3.9	10.0	9.4	-3.3	7.6	10.0	14.3	4.1	20.0	35.9	42.8
영업이익률	5.5	10.2	12.1	5.8	2.9	6.5	9.2	5.6	8.5	6.2	8.6
PP/DH	9.6	15.7	18.5	12.1	2.3	7.5	10.5	7.8	14.1	7.4	10.5
기타	1.7	4.2	4.5	-1.7	3.5	5.2	7.3	2.2	2.3	4.6	5.1

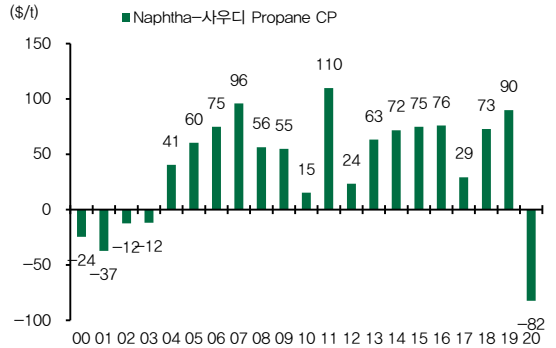
자료: 효성화학, DB금융투자

도표 2. 납사-프로판 spot 가격 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. 납사-사우디 프로판 CP 연평균 spread 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	438	446	563	627	741
현금및현금성자산	79	46	177	157	209
매출채권및기타채권	185	151	171	233	270
재고자산	125	128	130	161	185
비유동자산	1,215	1,617	1,744	1,730	1,700
유형자산	1,118	1,448	1,575	1,561	1,530
무형자산	74	73	73	73	73
투자자산	10	85	85	85	85
자산총계	1,653	2,064	2,422	2,473	2,557
유동부채	686	431	485	532	541
매입채무및기타채무	276	220	234	281	289
단기차입금및단기차채	255	43	83	83	83
유동성장기부채	145	143	143	143	143
비유동부채	600	1,177	1,437	1,337	1,237
사채및장기차입금	583	1,156	1,416	1,316	1,216
부채총계	1,286	1,609	1,923	1,870	1,778
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329	329
이익잉여금	18	98	143	247	422
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	367	455	500	604	778

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,117	1,812	1,825	2,411	2,675
매출원가	1,002	1,569	1,623	2,085	2,237
매출총이익	115	244	203	326	438
판매비	50	90	90	119	132
영업이익	65	154	112	207	306
EBITDA	155	311	286	421	537
영업외손익	-38	-44	-45	-47	-44
금융손익	-29	-46	-45	-47	-44
투자손익	-7	4	0	0	0
기타영업외손익	-2	-2	0	0	0
세전이익	27	110	68	160	262
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	88	53	126	207
지배주주지분순이익	20	88	53	126	207
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	23	91	53	126	207
총감률(%YoY)					
매출액	NA	62.3	0.7	32.1	11.0
영업이익	NA	136.8	-27.0	84.3	47.8
EPS	NA	148.9	-39.8	138.6	63.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	77	163	289	336	419
당기순이익	20	88	53	126	207
현금유출이없는비용및수익	120	193	233	295	330
영업및무형자산상각비	90	157	173	214	231
영업관련자산부채변동	-45	-98	18	-52	-63
매출채권및기타채권의감소	-50	29	-20	-62	-37
재고자산의감소	-13	0	-3	-30	-24
매입채무및기타채무의증가	16	-30	14	47	9
투자활동현금흐름	-145	-552	-297	-200	-200
CAPEX	-84	-481	-300	-200	-200
투자자산의순증	-10	-76	0	0	0
재무활동현금흐름	-135	352	255	-156	-167
사채및차입금의 증가	983	365	300	-100	-100
자본금및자본잉여금의증가	345	0	0	0	0
배당금지급	0	-3	0	-8	-22
기타현금흐름	7	4	-116	0	0
현금의증가	-197	-33	131	-20	52
기초현금	276	79	46	177	157
기말현금	79	46	177	157	209

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당자료(원)					
EPS	11,059	27,530	16,574	39,539	64,791
BPS	115,120	142,536	156,620	189,186	244,016
DPS	1,000	0	2,500	7,000	10,000
Multiple(배)					
P/E	12.8	5.8	7.0	2.9	1.8
P/B	1.2	1.1	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.8	5.8	6.4	4.2	3.0
수익성(%)					
영업이익률	5.8	8.5	6.2	8.6	11.4
EBITDA마진	13.8	17.2	15.7	17.4	20.1
순이익률	1.8	4.8	2.9	5.2	7.7
ROE	5.6	21.4	11.1	22.9	29.9
ROA	1.2	4.7	2.4	5.2	8.2
ROIC	3.8	8.3	5.1	9.1	13.3
안정성및기타					
부채비율(%)	350.2	353.8	384.8	309.8	228.5
이자보상배율(배)	3.1	4.2	2.5	4.3	6.8
배당성향(배)	15.6	0.0	15.0	17.6	15.4

자료: 효성화학 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 기재된 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 것이거나 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 투자이견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/06/04	Buy	230,000	-37.9	-22.0					
20/03/30	Buy	130,000	-24.4	-7.3					
20/05/04	Buy	157,000	-	-					