

효성화학 (298000)

단기 부진 불구, 2020년 이후에 대한 긍정적인 시각 유지

2Q20 영업이익 컨센 88% 하회. 기타 사업 호조는 긍정적

2Q20 영업이익은 36억원(QoQ -71%, YoY -93%)으로 컨센(288억원)을 88% 하회했다. PP/DH, PTA 모두 적자였으나, 오히려 기타사업은 최대 실적을 시현했다. PP/DH 영업이익은 -53억원(QoQ -101억원)으로 부진했다. 정기보수/촉매 교체 등 일회성비용(41억원) 반영에 더해, 프로판 가격 상승에도 불구하고 북미/유럽/호주향 산업용 파이프 판매량이 급감한 영향이다. 또한 신규 증설한 베트남 PP의 영업이익이 -164억원으로 부진한 영향도 컸다. 마스크용 스펀본드 신규 생산에 따른 수출 이슈로 가동률이 낮은 수준에서 유지되며 고정비 부담이 커진 탓이다. PTA 영업이익은 -48억원(QoQ -40억원)이다. 촉매교체 비용 11억원과 계열사향 판매량이 50% 급감한 영향이다. 반면, 기타사업 영업이익은 137억원(QoQ +63%)으로 최대치였다. TAC, NF3, 필름 모두 개선되었고, OPM 또한 두 자릿수 수준으로 호조였다.

3Q20 영업이익 개선세 뚜렷할 것

3Q20 영업이익은 373억원(QoQ +943%, YoY -32%)으로 전분기 대비 뚜렷한 개선을 전망한다. PP/DH는 유럽/미주의 물량 회복과 중국 건축용 파이프의 프리미엄 회복이 기대되기 때문이다. 베트남 PP 또한 가동률 상승에 따른 고정비 부담 감소로 전분기 대비 개선이 가능할 것이다. PTA 또한 타이어 생산 재개에 따른 계열사 가동률 회복으로 출하량이 늘어나면서 고정비 부담은 감소한다. 기타사업은 전분기 뚜렷한 개선세가 유지되면서 높은 이익 수준이 가능하다.

핵심 투자 포인트는 PDH의 경쟁력 회복과 Capa 증설

단기 부진에도 불구하고 2020년 이후에 대해 긍정적인 시각을 유지한다. 핵심은 PDH의 경쟁력 확보다. 글로벌 프로필렌 생산 중 30%를 차지하는 정유사의 RFCC설비(휘발유/프로필렌 동반 생산)는 현재는 물론 중장기적으로 경쟁력을 잃어갈 것이다. 또한 OPEC+의 감산 완화 이후 사우디 프로판은 향후 점진적인 하향 안정화가 가능하다. 즉, PDH는 정유사는 물론 NCC 대비 경쟁 우위가 높아질 수 있다. 특히, 내년 완공되는 베트남 PDH는 LPG 유통까지 일원화된 점을 감안하면 원재료 조달 관점에서 한국보다 훨씬 유리한 사업 구조라 판단한다. 중장기 관점에서 지금이 바닥권이다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 170,000원(하향) | CP(7월 31일): 107,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,249.37
52주 최고/최저(원)	179,500/51,000
시가총액(십억원)	341.3
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	20.8
60일 평균 거래대금(십억원)	2.3
20년 배당금(예상, 원)	5,000
20년 배당수익률(예상, %)	4.67
외국인지분율(%)	9.25
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.76
국민연금공단	13.46
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.9 (9.3) (34.6)
상대	(4.5) (14.6) (41.1)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,767.2	2,212.3
영업이익(십억원)	107.7	204.6
순이익(십억원)	46.3	115.5
EPS(원)	14,502	36,209
BPS(원)	153,282	186,324

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,116.8	1,812.5	1,706.7	2,014.6	2,186.4
영업이익	십억원	65.0	153.9	79.1	203.9	233.4
세전이익	십억원	27.4	110.0	34.6	154.3	181.2
순이익	십억원	20.4	87.8	27.7	117.2	137.7
EPS	원	11,059	27,530	8,670	36,750	43,179
증감률	%	N/A	148.9	(68.5)	323.9	17.5
PER	배	12.84	5.25	12.34	2.91	2.48
PBR	배	1.23	1.01	0.73	0.60	0.49
EV/EBITDA	배	8.75	5.64	6.35	4.15	3.54
ROE	%	5.55	21.37	6.01	22.67	21.91
BPS	원	115,698	143,114	146,803	178,573	216,771
DPS	원	1,000	5,000	5,000	5,000	5,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com@hanafn.com

RA 손진원

02-3771-7617

jwshon@hanafn.com

표 1. 효성화학 2Q20 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	2Q20	1Q20	2Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	429.3	424.8	488.0	-12.0	1.1	436.0	-1.5	454.7	-5.6
영업이익	3.6	12.4	49.6	-92.7	-71.0	28.6	-87.4	28.8	-87.5
세전이익	-9.1	1.4	37.2	-124.5	-750.0	17.5	-152.0	23.7	-138.4
순이익	-13.0	1.1	28.6	-145.5	-1,281.8	14.0	-192.9	0.0	N/A
영업이익률	0.8	2.9	10.2	-9.3	-2.1	6.6	-5.7	6.3	-5.5
세전이익률	-2.1	0.3	7.6	-9.7	-2.4	4.0	-6.1	5.2	-7.3
순이익률	-3.0	0.3	5.9	-8.9	-3.3	3.2	-6.2	0.0	-3.0

자료: 하나금융투자

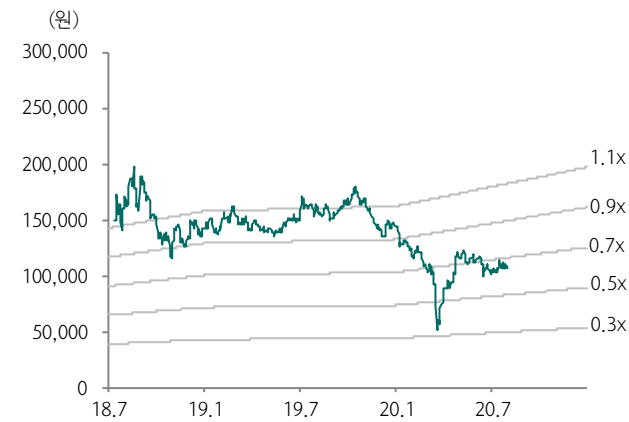
표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

(단위: 십억원, %)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	1,706.7	1,785.1	-4.4	2,014.6	2,176.2	-7.4
영업이익	79.1	110.8	-28.6	203.9	223.9	-8.9
세전이익	34.6	66.3	-47.8	154.3	174.3	-11.5
순이익	27.7	53.1	-47.8	117.2	132.4	-11.5
영업이익률	4.6	6.2	-1.6	10.1	10.3	-0.2
세전이익률	2.0	3.7	-1.7	7.7	8.0	-0.4
순이익률	1.6	3.0	-1.4	5.8	6.1	-0.3

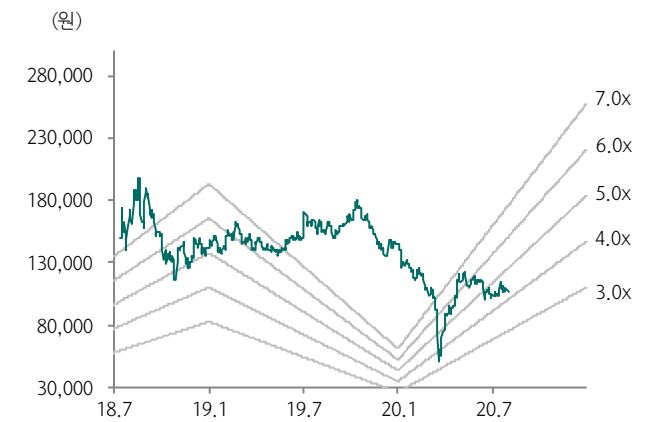
자료: 하나금융투자

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	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F				
매출액	451.5	488.0	455.9	417.1	424.8	429.3	427.1	425.6	1,863.7	1,812.5	1,706.7	2,014.6
QoQ(%)	-7.7%	8.1%	-6.6%	-8.5%	1.9%	1.0%	-0.5%	-0.3%				
YoY(%)	2.5%	10.3%	-7.3%	-14.7%	-5.9%	-12.0%	-6.3%	2.1%	11.8%	-2.7%	-5.8%	18.0%
PP/DH	219.8	253.0	247.3	227.2	210.4	242.1	227.5	231.4	983.7	947.4	911.3	1,175.8
PTA	102.9	105.8	74.7	69.4	77.7	51.1	51.6	51.2	390.9	352.8	231.6	214.5
기타(NF3+필름 등)	128.9	129.2	133.9	120.4	131.4	133.2	144.4	139.1	489.0	512.4	548.0	609.7
영업이익	24.9	49.6	55.1	24.2	12.4	3.6	37.3	25.8	109.2	153.8	79.1	203.9
영업이익률(%)	5.5%	10.2%	12.1%	5.8%	2.9%	0.8%	8.7%	6.1%	5.9%	8.5%	4.6%	10.1%
QoQ(%)	52.1%	98.7%	11.2%	-56.0%	-48.8%	-71.1%	943.2%	-31.0%				
YoY(%)	31.4%	32.2%	51.8%	47.8%	-50.3%	-92.8%	-32.2%	6.3%	0.3%	40.9%	-48.6%	157.8%
PP/DH	21.0	39.6	45.7	27.5	4.8	-5.3	28.4	16.8	107.3	133.8	44.7	158.4
영업이익률(%)	9.6%	15.7%	18.5%	12.1%	2.3%	-2.2%	12.5%	7.3%	10.9%	14.1%	4.9%	13.5%
QoQ(%)	213.4%	88.6%	15.4%	-39.8%	-82.5%	-210.4%	-635.2%	-40.7%				
YoY(%)	-12.8%	-6.9%	34.4%	310.4%	-77.1%	-113.4%	-37.9%	-38.8%	-23.2%	24.7%	-66.6%	254.4%
PTA	2.7	6.8	2.0	-3.4	-0.8	-4.8	-1.3	-1.1	7.6	8.1	-8.0	-4.0
영업이익률(%)	2.6%	6.4%	2.7%	-4.9%	-1.0%	-9.4%	-2.5%	-2.2%	1.9%	2.3%	-3.4%	-1.8%
QoQ(%)	800.0%	151.9%	-70.6%	적전	-76.5%	500.0%	-73.3%	-13.8%				
YoY(%)	415.0%	643.8%	-65.9%	적전	-129.6%	-170.6%	-164.0%	-67.6%	7.2%	6.4%	적전	적지
기타(NF3+필름 등)	1.2	3.2	7.4	0.1	8.4	13.7	10.3	10.0	-6.9	11.9	42.4	49.4
영업이익률(%)	0.9%	2.4%	5.5%	0.1%	6.4%	10.3%	7.1%	7.2%	-1.4%	2.3%	7.7%	8.1%
QoQ(%)	-87.2%	163.3%	134.2%	-98.1%	5900.0%	62.9%	-25.0%	-2.2%				
YoY(%)	흑전	흑전	흑전	-98.5%	600.0%	332.9%	38.6%	7069.4%	적지	흑전	256.1%	16.7%
당기순이익	13.5	28.6	36.6	9.1	1.1	-13.0	25.7	13.8	43.8	87.8	27.7	117.2
QoQ(%)	흑전	112.4%	27.9%	-75.3%	-88.4%	적전	흑전	-46.2%				
YoY(%)	62.6%	62.1%	56.6%	흑전	-92.2%	적전	-29.8%	52.8%	-16.0%	100.7%	-68.5%	323.9%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,116.8	1,812.5	1,706.7	2,014.6	2,186.4
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,600.7	1,778.9	1,918.5
매출총이익	114.6	243.6	106.0	235.7	267.9
판매비	49.6	89.7	27.0	31.8	34.6
영업이익	65.0	153.9	79.1	203.9	233.4
금융손익	(29.1)	(45.6)	(44.5)	(49.6)	(52.1)
총속/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	34.6	154.3	181.2
법인세	7.0	22.2	6.9	37.0	43.5
계속사업이익	20.4	87.8	27.7	117.2	137.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	20.4	87.8	27.7	117.2	137.7
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	20.4	87.8	27.7	117.2	137.7
지배주주지분포괄이익	23.3	90.6	27.7	117.2	137.7
NOPAT	48.3	122.8	63.3	155.0	177.4
EBITDA	154.7	311.2	278.9	398.7	428.2
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	62.3	(5.8)	18.0	8.5
NOPAT증가율	N/A	154.2	(48.5)	144.9	14.5
EBITDA증가율	N/A	101.2	(10.4)	43.0	7.4
영업이익증가율	N/A	136.8	(48.6)	157.8	14.5
(지배주주)순이익증가율	N/A	330.4	(68.5)	323.1	17.5
EPS증가율	N/A	148.9	(68.5)	323.9	17.5
수익성(%)					
매출총이익률	10.3	13.4	6.2	11.7	12.3
EBITDA이익률	13.9	17.2	16.3	19.8	19.6
영업이익률	5.8	8.5	4.6	10.1	10.7
계속사업이익률	1.8	4.8	1.6	5.8	6.3

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	8,670	36,750	43,179
BPS	115,698	143,114	146,803	178,573	216,771
CFPS	76,224	87,972	87,420	124,990	134,230
EBITDAPS	83,861	97,558	87,420	124,990	134,230
SPS	605,574	568,150	535,009	631,513	685,372
DPS	1,000	5,000	5,000	5,000	5,000
주가지표(배)					
PER	12.8	5.2	12.3	2.9	2.5
PBR	1.2	1.0	0.7	0.6	0.5
PCFR	1.9	1.6	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.8	5.6	6.3	4.2	3.5
PSR	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	5.6	21.4	6.0	22.7	21.9
ROA	1.2	4.7	1.3	4.9	5.2
ROIC	3.8	8.3	3.6	8.4	9.8
부채비율	350.2	353.8	375.5	351.0	292.3
순부채비율	245.2	285.0	306.3	231.4	170.1
이자보상배율(배)	3.1	4.2	1.8	4.1	4.4

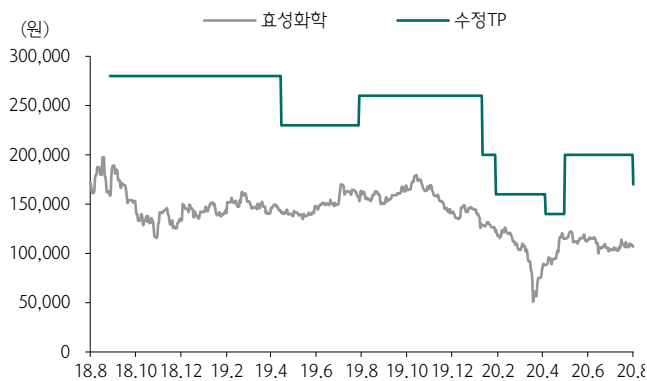
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	438.3	446.1	447.2	828.9	1,007.4
금융자산	82.3	51.8	75.9	390.7	531.8
현금성자산	79.3	46.1	70.5	384.3	524.9
매출채권 등	184.7	151.0	142.2	167.8	182.1
재고자산	125.3	127.5	120.1	141.7	153.8
기타유동자산	46.0	115.8	109.0	128.7	139.7
비유동자산	1,214.9	1,617.5	1,771.1	1,731.8	1,698.1
투자자산	10.0	85.5	80.5	95.0	103.1
금융자산	3.3	74.7	70.4	83.1	90.2
유형자산	1,117.6	1,448.3	1,607.0	1,553.1	1,511.3
무형자산	74.1	73.1	73.1	73.1	73.1
기타비유동자산	13.2	10.6	10.5	10.6	10.6
자산총계	1,653.2	2,063.5	2,218.3	2,560.7	2,705.5
유동부채	686.0	431.3	275.3	313.5	334.8
금융부채	399.7	187.1	44.1	44.3	44.5
매입채무 등	275.7	219.9	207.1	244.4	265.2
기타유동부채	10.6	24.3	24.1	24.8	25.1
비유동부채	600.0	1,177.5	1,476.5	1,679.4	1,681.0
금융부채	582.9	1,160.5	1,460.5	1,660.5	1,660.5
기타비유동부채	17.1	17.0	16.0	18.9	20.5
부채총계	1,286.0	1,608.8	1,751.8	1,992.9	2,015.8
지배주주지분	367.2	454.7	466.5	567.8	689.7
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	109.9	211.3	333.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.2	454.7	466.5	567.8	689.7
순금융부채	900.4	1,295.8	1,428.8	1,314.2	1,173.2

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	76.8	163.2	236.4	286.0	318.0
당기순이익	20.4	87.8	27.7	117.2	137.7
조정	101.8	173.5	199.7	194.9	194.9
감가상각비	89.7	157.3	199.8	194.8	194.8
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)	0.1	0.1
영업활동자산부채변동	(45.4)	(98.1)	9.0	(26.1)	(14.6)
투자활동 현금흐름	(145.2)	(552.4)	(353.1)	(156.5)	(161.7)
투자자산감소(증가)	(10.0)	(75.5)	5.0	(14.5)	(8.1)
유형자산감소(증가)	(83.6)	(480.9)	(358.4)	(141.0)	(153.0)
기타	(51.6)	4.0	0.3	(1.0)	(0.6)
재무활동 현금흐름	(134.9)	351.7	141.1	184.3	(15.8)
금융부채증가(감소)	982.7	364.9	157.0	200.2	0.1
자본증가(감소)	344.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1,462.5)	(10.0)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(3.2)	(15.9)	(15.9)	(15.9)
현금의 증감	(196.6)	(33.2)	24.5	313.8	140.6
Unlevered CFO	140.6	280.6	278.9	398.7	428.2
Free Cash Flow	(6.8)	(317.6)	(122.0)	145.0	165.0

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.3	BUY	170,000		
20.5.3	BUY	200,000	-44.81%	-39.00%
20.4.7	BUY	140,000	-27.87%	-13.93%
20.1.31	BUY	160,000	-37.30%	-21.25%
20.1.13	BUY	200,000	-36.03%	-34.25%
19.7.31	BUY	260,000	-40.36%	-30.96%
19.4.17	BUY	230,000	-35.18%	-26.09%
18.8.29	BUY	280,000	-47.75%	-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	91.6%	8.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 08월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 08월 03일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.