

효성화학

BUY(유지)

298000 기업분석 | 화학

목표주가(상향)	175,000원	현재주가(09/11)	135,000원	Up/Downside	+29.6%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 09. 14

향후 2년간 개선 폭은 누구도 따라올 수 없다

News

3Q20E 영업이익 298억원, PP/DH 중심의 이익 개선: 효성화학의 3Q 영업이익은 298억원(QoQ +739%/YoY-46%)으로 2Q 큰 폭의 부진에서 회복될 것으로 예상된다. 2Q 베트남 PP의 공정상 문제를 해결하기 위한 일회성 비용이 제거되고 한국 PP/DH 역시 고가 프로판 부담 및 정기보수 영향에 따른 물량 감소 효과가 3Q에는 일정 부분 정상화된 것으로 판단된다.(PP/DH 영업이익 189억원) 기타 부문은 계열사 가동을 회복으로 PTA가 BEP 수준으로 회복될 것으로 예상되고 NF3/TAC/기타 필름은 모두 견고한 수익성이 유지되고 있기에 2Q 대비 소폭 증익을 전망한다.(기타 109억원)

Comment

21년 베트남 PP/DH 가동 본격화: 베트남 PDH는 21년 2Q 완공이 예상되고 본격적인 이익 기여 시점은 21년 하반기로 예상된다. DH에 앞서 가동한 베트남 PP가 초기 가동에 따른 공정 문제, 상대적인 고가 원재료 부담 등으로 여전히 분기 기준 50~100억원의 적자를 시현하고 있기에 베트남 사업의 수익성 대한 의구심이 커져있는 상황이지만 초기 시행착오는 시간이 해결해 줄 문제다. 21년에는 코로나로 인해 20년 판매 mix가 악화되었던 한국 PP/DH의 수익성도 정상화될 것으로 판단되기에 효성화학 전사 실적은 1,957억원(YoY+184%)으로 큰 폭 개선될 것으로 전망한다.

Action

시황이 유지되어도 생산능력은 2배→21E P/E 4배, 22E P/E 2.1배는 지나친 저평가: 효성화학의 목표주가를 17.5만원(21E BPS에 target P/B 1배 적용)으로 상향한다. 베트남 PP/DH의 이익 기여 시점이 지연되었어도 한국 PP/DH, 기타 개선으로 21년 이익 반등 폭이 커질 것으로 예상되며 베트남 PP/DH가 정상적으로 온기 반영되는 22년 기준 P/E는 2.1배 수준이다. 지나친 저평가 상황을 기회로 삼을 필요가 있다.

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	1,835	2,258	2,705	KOSDAQ /KOSPI	888/2,397pt
(증가율)	NA	62.3	1.2	23.1	19.8	시가총액	4,307억원
영업이익	65	154	69	196	315	60일-평균거래량	31,028
(증가율)	NA	136.8	-55.3	184.2	60.9	외국인지분율	9.9%
순이익	20	88	16	107	201	60일-외국인지분율변동추이	+0.8%p
EPS	11,059	27,530	4,924	33,540	62,937	주요주주	효성 외 6인 43.8%
PER (H/L)	17.9/10.0	6.3/4.8	25.0	4.0	2.1	(천원)	
PBR (H/L)	1.7/1.0	1.2/0.9	0.9	0.8	0.6		(pt)
EV/EBITDA (H/L)	9.9/8.2	5.9/5.5	7.6	4.5	3.2	200	
영업이익률	5.8	8.5	3.8	8.7	11.6	0	
ROE	5.6	21.4	3.4	20.9	31.2	0	
						주기상승률	1M 3M 12M
						절대기준	17.9 17.9 -15.1
						상대기준	19.0 7.1 -27.4

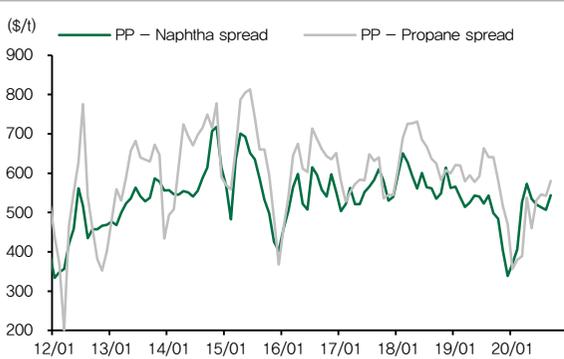
도표 1. 효성화학 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	451.5	488.0	455.9	417.0	424.8	429.3	503.0	477.9	1,812.4	1,835.0	2,258.3
%YoY	2.5	10.3	-7.3	-14.8	-5.9	-12.0	10.3	14.6	-2.8	1.2	23.1
%QoQ	-7.7	8.1	-6.6	-8.5	1.9	1.1	17.2	-5.0			
PP/DH	219.8	253.0	247.3	227.2	210.4	242.1	307.9	298.0	947.3	1,058.4	1,466.3
기타	231.7	235.0	208.6	189.8	214.4	187.2	195.0	179.9	865.1	776.6	792.0
연결 영업이익	24.9	49.6	55.1	24.2	12.4	3.6	29.8	23.1	153.8	68.8	195.7
%YoY	31.1	32.2	51.8	47.7	-50.2	-92.8	-46.0	-4.6	40.8	-55.2	184.2
%QoQ	51.8	99.1	11.1	-56.0	-48.8	-71.4	738.8	-22.4			
PP/DH	21.0	39.6	45.7	27.5	4.8	-5.3	18.9	17.0	133.8	35.4	155.7
기타	3.9	10.0	9.4	-3.3	7.6	8.8	10.9	6.1	20.0	33.4	40.0
영업이익률	5.5	10.2	12.1	5.8	2.9	0.8	5.9	4.8	8.5	3.8	8.7
PP/DH	9.6	15.7	18.5	12.1	2.3	-2.2	6.1	5.7	14.1	3.3	10.6
기타	1.7	4.2	4.5	-1.7	3.5	4.7	5.6	3.4	2.3	4.3	5.0

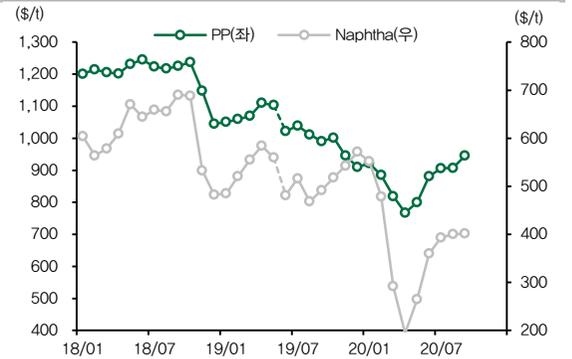
자료: 효성화학, DB 금융투자

도표 2. 변동하는 PP-프로판 spread



자료: Bloomberg, Platts, DB 금융투자

도표 3. 견고한 수요로 변동하는 PP 가격



자료: Bloomberg, Platts, DB 금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
유동자산	438	446	496	564	710
현금및현금성자산	79	46	109	118	172
매출채권및기타채권	185	151	172	219	273
재고자산	125	128	131	151	187
비유동자산	1,215	1,617	1,909	1,866	1,812
유형자산	1,118	1,448	1,740	1,697	1,643
무형자산	74	73	73	73	73
투자자산	10	85	85	85	85
자산총계	1,653	2,064	2,521	2,546	2,638
유동부채	686	431	616	650	673
매입채무및기타채무	276	220	235	269	292
단기차입금및단기차채	255	43	253	253	253
유동성장기부채	145	143	103	103	103
비유동부채	600	1,177	1,437	1,337	1,237
사채및차입금	583	1,156	1,416	1,316	1,216
부채총계	1,286	1,609	2,054	1,987	1,911
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329	329
이익잉여금	18	98	111	202	371
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	367	455	467	558	727

손익계산서

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,117	1,812	1,835	2,258	2,705
매출원가	1,002	1,569	1,664	1,937	2,239
매출총이익	115	244	171	322	466
판매비	50	90	102	126	151
영업이익	65	154	69	196	315
EBITDA	155	311	277	438	569
영업외손익	-38	-44	-49	-60	-57
금융손익	-29	-46	-54	-58	-55
투자손익	-7	4	0	0	0
기타영업외손익	-2	-2	5	-2	-2
세전이익	27	110	20	135	257
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	88	16	107	201
지배주주지분순이익	20	88	16	107	201
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	23	91	16	107	201
증감률(%YoY)					
매출액	NA	62.3	1.2	23.1	19.8
영업이익	NA	136.8	-55.3	184.2	60.9
EPS	NA	148.9	-82.1	581.1	87.6

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

현금흐름표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	77	163	299	371	426
당기순이익	20	88	16	107	201
현금유출이없는비용및수익	120	193	267	329	366
유형및무형자산상각비	90	157	208	243	254
영업관련자산부채변동	-45	-98	22	-37	-84
매출채권및기타채권의감소	-50	29	-21	-46	-54
재고자산의감소	-13	0	-4	-19	-37
매입채무및기타채무의증가	16	-30	15	34	23
투자활동현금흐름	-145	-552	-507	-210	-210
CAPEX	-84	-481	-500	-200	-200
투자자산의순증	-10	-76	0	0	0
재무활동현금흐름	-135	352	386	-152	-161
사채및차입금의 증가	983	365	430	-100	-100
자본금및자본잉여금의증가	345	0	0	0	0
배당금지급	0	-3	0	-3	-16
기타현금흐름	7	4	-116	0	0
현금의증가	-197	-33	63	9	54
기초현금	276	79	46	109	118
기말현금	79	46	109	118	172

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당자료(원)					
EPS	11,059	27,530	4,924	33,540	62,937
BPS	115,120	142,536	146,464	175,024	227,999
DPS	1,000	0	1,000	5,000	10,000
Multiple(배)					
P/E	12.8	5.8	25.0	3.7	2.0
P/B	1.2	1.1	0.8	0.7	0.5
EV/EBITDA	8.8	5.8	7.4	4.4	3.2
수익성(%)					
영업이익률	5.8	8.5	3.8	8.7	11.6
EBITDA마진	13.8	17.2	15.1	19.4	21.0
순이익률	1.8	4.8	0.9	4.7	7.4
ROE	5.6	21.4	3.4	20.9	31.2
ROA	1.2	4.7	0.7	4.2	7.7
ROC	3.8	8.3	3.0	8.0	12.7
안정성및기타					
부채비율(%)	350.2	353.8	439.5	356.0	262.7
이자보상배율(배)	3.1	4.2	1.6	4.0	6.9
배당성향(배)	15.6	0.0	20.2	14.8	15.8

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 언급된 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 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

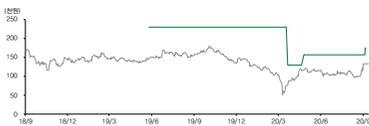
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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	-30.4	-15.0					
20/09/14	Buy	175,000	-	-					