

효성화학

BUY(유지)

298000 기업분석 | 화학

목표주가(유지)	175,000원	현재주가(11/25)	134,500원	Up/Downside	+30.1%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 11. 26

21년, 22년을 내다보자

News

4Q 실적은 반등. 다만 베트남은 여전히 부진: 효성의 4Q 영업이익은 339억원(QoQ+36%/YoY +40%)으로 시장 컨센서스 282억원을 상회할 것으로 예상한다. PP-프로판 spread가 3Q \$555/t→10월~11월 \$599/t으로 상승함에 따라 본사 PP/DH의 실적 반등이 예상되며 베트남 PP의 충당금 30억원이 제거되면서 PP/DH 영업이익은 207억원을 전망한다. 기타 부문은 3Q와 유사한 업황이 유지되며 실적 역시 유사할 것으로 판단된다.

Comment

20년 부진했던 PP/DH는 21년 이후 반등. 기타는 여전히 견고: 20년 신규 가동한 베트남 PP가 고가 프로필렌 투입/운송비 부담으로 20년 연간 영업적자 400억원을 상회할 것으로 예상된다. 또한 코로나 여파로 본사 프리미엄 PP 파이프 제품 출하량이 감소하면서 PP/DH 20년 실적은 크게 부진 했다. 베트남 PP의 분기 100억원 수준의 적자는 20년 상반기까지 이어질 것으로 판단되나 베트남 PDH가 21년 하반기 본격적인 상업가동에 들어가면 운송비/원가 부담이 큰 폭 원회되며 흑자 전환 할 것으로 전망한다. PP/DH 반등, 기타 부문 성장세 지속으로 21년 전사 영업이익은 1,596억원 (YoY+113.4%)으로 실적이 정상화될 수 있음을 염두하자.

Action

중장기 텐아라운드 초입. 실망보다는 기대감을 키울 때: 당초 예상했던 시점보다 베트남 PP/DH의 이익 기여 시점이 지연되고 있으며 초기 부진 폭이 심화되고 있다. 다만 대규모 설비 상업가동 전 초기 시행착오는 시간이 해결해 줄 문제다. 베트남 PP/DH가 본격적인 이익 기여를 할 것으로 예상 되는 21년 하반기부터 전사 이익 규모가 큰 폭으로 개선될 수 있음을 고려하자. 투자의견 Buy, 목표주가 17.5만원을 유지하며 점진적인 비중확대 전략을 추천한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data		
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	51,000/149,000원		
매출액	1,117	1,812	1,864	2,284	2,773	KOSDAQ /KOSPI	865/2,602pt		
(증가율)	NA	62.3	2.8	22.5	21.4	시가총액	4,291억원		
영업이익	65	154	75	160	287	60일-평균거래량	39,461		
(증가율)	NA	136.8	-51.4	113.4	80.2	외국인지분율	10.9%		
순이익	20	88	11	85	187	60일-외국인지분율변동추이	+1.0%		
EPS	11,059	27,530	3,394	26,763	58,663	주요주주	효성 외 6 인 43.8%		
PER (H/L)	17.9/10.0	6.3/4.8	41.4	5.2	2.4	(천원)			
PBR (H/L)	1.7/1.0	1.2/0.9	1.0	0.8	0.7	효성화학(회)			
EV/EBITDA (H/L)	9.9/8.2	5.9/5.5	7.5	5.0	3.5	KOSPI지수대비(우)	(pt)		
영업이익률	5.8	8.5	4.0	7.0	10.4	주가상승률	1M 3M 12M		
ROE	5.6	21.4	2.4	17.2	30.6	절대기준	1.1 34.5 -5.6		
						상대기준	-8.2 22.4 -23.0		

도표 1. 효성화학 부문별 실적추정내역

(단위: 십억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
연결 매출액	451.5	488.0	455.9	417.0	424.8	429.3	487.3	522.2	1,812.4	1,863.6	2,283.6
%YoY	2.5	10.3	-7.3	-14.8	-5.9	-12.0	6.9	25.2	-2.8	2.8	22.5
%QoQ	-7.7	8.1	-6.6	-8.5	1.9	1.1	13.5	7.2			
PP/DH	219.8	253.0	247.3	227.2	210.4	242.1	285.0	320.0	947.3	1,057.5	1,451.7
기타	231.7	235.0	208.6	189.8	214.4	187.2	202.3	202.2	865.1	806.1	831.9
연결 영업이익	24.9	49.6	55.1	24.2	12.4	3.6	24.9	33.9	153.8	74.8	159.6
%YoY	31.1	32.2	51.8	47.7	-50.2	-92.8	-54.8	40.1	40.8	-51.4	113.4
%QoQ	51.8	99.1	11.1	-56.0	-48.8	-71.4	601.4	36.3			
PP/DH	21.0	39.6	45.7	27.5	4.8	-5.3	11.6	20.7	133.8	31.9	101.1
기타	3.9	10.0	9.4	-3.3	7.6	8.8	13.3	13.2	20.0	42.9	58.4
영업이익률	5.5	10.2	12.1	5.8	2.9	0.8	5.1	6.5	8.5	4.0	7.0
PP/DH	9.6	15.7	18.5	12.1	2.3	-2.2	4.1	6.5	14.1	3.0	7.0
기타	1.7	4.2	4.5	-1.7	3.5	4.7	6.6	6.5	2.3	5.3	7.0

자료: 효성화학, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	438	446	489	541	677
현금및현금성자산	79	46	97	91	128
매출채권및기타채권	185	151	175	221	280
재고자산	125	128	133	152	192
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	2,513	2,523	2,605
유동부채	686	431	618	652	679
매입채무및기타채무	276	220	237	271	297
단기应付금및단기차채	255	43	253	253	253
유동성장기부채	145	143	103	103	103
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	2,056	1,989	1,916
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329	329
이익잉여금	18	98	101	177	332
비자매주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	367	455	458	533	689

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	77	163	287	356	397
당기순이익	20	88	11	85	187
현금유동이없는비용및수익	120	193	278	320	358
유형및무형자산상각비	90	157	208	243	254
영업관련자산부채변동	-45	-98	15	-25	-95
매출채권및기타채권의감소	-50	29	-24	-46	-59
재고자산의감소	-13	0	-6	-19	-40
매입채무및기타채무의증가	16	-30	17	34	27
투자활동현금흐름	-145	-552	-507	-211	-211
CAPEX	-84	-481	-500	-200	-200
투자자산의순증	-10	-76	0	0	0
재무활동현금흐름	-135	352	386	-151	-150
사채및자본의증가	983	365	430	-100	-100
자본금및자본잉여금의증가	345	0	0	0	0
배당금지급	0	-3	0	-8	-10
기타현금흐름	7	4	-116	0	0
현금의증가	-197	-33	51	-6	36
기초현금	276	79	46	97	91
기말현금	79	46	97	91	128

자료: 혼성화학 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,117	1,812	1,864	2,284	2,773
매출원가	1,002	1,569	1,685	1,996	2,331
매출총이익	115	244	179	287	442
판관비	50	90	104	128	155
영업이익	65	154	75	160	287
EBITDA	155	311	283	402	542
영업외손익	-38	-44	-48	-50	-48
금융순익	-29	-46	-54	-53	-51
투자순익	-7	4	0	0	0
기타영업외손익	-2	-2	6	3	3
세전이익	27	110	27	109	240
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	88	11	85	187
자비주주지분순이익	20	88	11	85	187
비자매주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	23	91	11	85	187
증감률(%YoY)					
매출액	NA	62.3	2.8	22.5	21.4
영업이익	NA	136.8	-51.4	113.4	80.2
EPS	NA	148.9	-87.7	688.6	119.2

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

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	3,394	26,763	58,663
BPS	115,120	142,536	143,440	167,215	215,916
DPS	1,000	0	2,500	3,000	10,000
Multiple(배)					
P/E	12.8	5.8	41.4	5.2	2.4
P/B	1.2	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.8	5.8	7.5	5.0	3.5
수익성(%)					
영업이익률	5.8	8.5	40	7.0	10.4
EBITDA마진	13.8	17.2	15.2	17.6	19.5
순이익률	1.8	4.8	0.6	3.7	6.7
ROE	5.6	21.4	2.4	17.2	30.6
ROA	1.2	4.7	0.5	3.4	7.3
ROIC	3.8	8.3	1.7	6.4	11.6
안정성및기타					
부채비율(%)	350.2	353.8	449.3	373.0	278.2
이자보상배율(배)	3.1	4.2	1.7	3.7	7.1
배당성향(배)	15.6	0.0	73.4	11.2	17.0

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주주업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 권리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변동

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
			최고/최저				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	-30.2	-14.0			
20/09/14	Buy	175,000	-	-			

