



기업분석 | 정유/화학/신소재

Analyst
이안나

02 3779 8936

annalee@ebestsec.co.kr

Hold (downgrade)

목표주가	303,000 원
현재주가	284,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(1/26)	2,709.24 pt
시가총액	9,060 억원
발행주식수	3,190 천주
52주 최고가 / 최저가	448,000 / 165,000 원
90일 일평균거래대금	139.87 억원
외국인 지분율	7.7%
배당수익률(21.12E)	3.5%
BPS(21.12E)	150,832 원
KOSPI 대비 수익률	1개월 2.7%
	6개월 -14.4%
	12개월 70.6%
주주구성	효성 (외 7인) 43.8%
	국민연금공단 11.6 %

Stock Price



효성화학 (298000)

4분기, 컨센서스 하회하는 실적 기록

4Q21 Review: 컨센서스 하회하는 실적 기록

동사의 2021년 4분기 매출액은 6,120억원(-3.0% QoQ, +28.7% YoY), 영업이익 -168억원(적전)으로 컨센서스 대비 큰 폭으로 하회하는 실적을 기록했다. 이는 국내 PP/DH 정기보수 등으로 인한 일회성 비용 약 110억원 발생 및 프로판 가격 급등으로 인한 스프레드 축소로 인한 것이다. 베트남 PP/DH 사업부 또한 트러블 관련 보수 비용이 약 20억원 발생하였으며, 프로필렌 등 재고평가손실도 약 20억원 발생했다.

2022년 베트남 PP 실적 개선으로 증익 기대

2021년 동사 실적 부진의 중심에는 베트남 PP가 있었다. 베트남 DH 설비가 완공되기 전까지는 외부에서 프로필렌을 조달해서 판매를 했기 때문에 이익 변동성이 컸다. 그리고 7월 베트남 DH 설비 완공 후에도 화재 및 설비 트러블 등으로 인해 가동이 제대로 이루어지지 않았다. 2022년, 베트남 DH 가동이 정상화되면서 그 동안 적자를 기록했던 베트남 PP 이익이 큰 폭으로 개선될 것이다. 특히, 베트남 법인의 경우, 프리미엄 PP 비중은 작지만, 법인세 4년 면제, 아세안 지역 내 수출 관세 혜택 등 다양한 세제 혜택으로 수익 안정성이 클 것으로 기대된다.

동사에 대한 목표주가 303,000원으로 하향

동사에 대한 목표주가 303,000원으로 하향한다. 2022년 대부분 석유화학 기업들은 중국 수요 불확실성 확대 및 대규모 증설로 인한 업황 부진, LG에너지솔루션 대형 IPO로 인한 수급 부담까지 겹쳐 저평가 매력으로 인한 주가 상승은 기대하기 어렵다는 판단이다. 이에 동사의 경우, 2022년 증익 가능성에도 불구하고, 주가 업사이드는 제한적일 것으로 보인다. 다만, 베트남 DH 가동 정상화가 본격화되는 시점에는 Trading Buy 전략이 유효할 것으로 보인다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	1,812	1,817	2,453	2,856	2,890
영업이익	154	61	149	299	314
세전계속사업손익	110	3	90	236	243
순이익	88	-12	70	180	185
EPS (원)	27,637	-3,656	22,183	56,496	58,161
증감률 (%)	330.6	적전	흑전	154.7	2.9
PER (x)	5.2	n/a	12.8	5.0	4.9
PBR (x)	1.0	1.2	1.9	1.4	1.1
EV/EBITDA (x)	5.6	8.9	7.1	4.5	4.3
영업이익률 (%)	8.5	3.4	6.1	10.5	10.9
EBITDA 마진 (%)	17.2	13.1	16.6	23.5	25.0
ROE (%)	21.4	-2.7	16.0	31.9	25.3
부채비율 (%)	353.8	500.8	524.4	475.9	441.0

자료: 효성화학, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 4Q21 Review

(십억원, %)	4Q20	3Q21	4Q21P	% QoQ	% YoY	당사 전망치	차이	Consensus	차이
매출액	476	631	612	-3.0%	28.7%	568	44	655	-43
PP/DH	270	376	357	-4.9%	32.3%	301	57		
TPA	56	93	89	-4.1%	59.8%	91	-2		
기타	150	162	166	2.2%	10.5%	177	-11		
영업이익	20	33	-17	적전	적전	19	-36	24	-51
PP/DH	10	16	-28	적전	적전	2	-29		
TPA	-3	-1	-1	적지	적지	-2	0		
기타	14	18	12	-32.2%	-11%	19	-7		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
매출액	425	429	487	476	591	619	631	612	1,817	2,453	2,856
PP/DH	210	242	285	270	357	389	376	357	1,008	1,479	1,810
TPA	78	51	54	56	73	68	93	89	238	323	329
기타	137	133	149	150	161	163	162	166	568	652	717
영업이익	12	4	25	20	61	71	33	-17	61	149	299
PP/DH	5	-5	12	10	44	55	16	-28	21	86	226
TPA	-1	-5	-2	-3	-2	-4	-1	-1	-11	-8	1
기타	8	14	15	14	19	20	18	12	51	70	72
영업이익률	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	10.3%	11.5%	5.2%	-2.7%	3.4%	6.1%	10.5%
PP/DH	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	12.2%	14.1%	4.2%	-7.8%	2.0%	5.8%	12.5%
TPA	-1.0%	-9.4%	-3.2%	-6.1%	-2.5%	-5.3%	-1.1%	-1.6%	-4.5%	-2.4%	0.4%
기타	6.1%	10.3%	10.1%	9.3%	11.9%	12.4%	11.3%	7.5%	9.0%	10.8%	10.0%
매출비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
PP/DH	49.5%	56.4%	58.5%	56.8%	60.4%	62.8%	59.6%	58.4%	55.5%	60.3%	63.4%
TPA	18.3%	11.9%	11.0%	11.7%	12.3%	11.0%	14.7%	14.5%	13.1%	13.1%	11.5%
기타	32.2%	31.0%	30.5%	31.5%	27.3%	26.3%	25.7%	27.1%	31.3%	26.6%	25.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 목표주가 303,000 원으로 하향

구분	단위	2022E	내용
BPS	원	202,129	
Target PBR	X	1.5	← Middle-Cycle Multiple
BPS x Target PBR	원	303,194	
목표주가	원	303,000	
현재주가(1/26)	원	284,000	
Upside	%	6.7	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

효성화학(298000)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
유동자산	446	436	613	1,030	1,470
현금 및 현금성자산	46	10	104	469	860
매출채권 및 기타채권	150	220	255	273	300
재고자산	128	143	190	220	240
기타유동자산	122	62	64	68	70
비유동자산	1,617	1,982	2,391	2,683	2,933
관계기업투자등	11	16	21	25	25
유형자산	1,448	1,923	2,321	2,606	2,855
무형자산	73	23	23	22	22
자산총계	2,064	2,417	3,004	3,713	4,403
유동부채	431	628	738	925	1,086
매입채무 및 기타채무	207	279	307	338	372
단기금융부채	187	308	393	545	669
기타유동부채	37	40	38	42	45
비유동부채	1,177	1,387	1,785	2,143	2,503
장기금융부채	1,161	1,367	1,764	2,123	2,482
기타비유동부채	17	20	21	21	21
부채총계	1,609	2,015	2,523	3,068	3,589
지배주주지분	455	402	481	645	814
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329	329
이익잉여금	98	68	138	302	471
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	455	402	481	645	814

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	163	168	671	891	940
당기순이익(손실)	110	3	70	180	185
비현금수익비용가감	193	256	653	725	765
유형자산감가상각비	157	177	258	372	408
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	3	3	395	353	357
영업활동 자산부채변동	-98	-25	-53	-13	-10
매출채권 감소(증가)	29	-33	-35	-18	-27
재고자산 감소(증가)	0	-20	-47	-30	-20
매입채무 증가(감소)	-30	17	28	31	34
기타자산, 부채변동	-98	12	1	4	3
투자활동 현금	-552	-554	-661	-662	-658
유형자산처분(취득)	-481	-556	-656	-657	-658
무형자산 감소(증가)	0	0	0	1	0
투자자산 감소(증가)	-2	1	-6	-6	-1
기타투자활동	-70	1	0	0	0
재무활동 현금	352	357	84	136	109
차입금의 증가(감소)	356	373	85	152	124
자본의 증가(감소)	-3	-16	0	-16	-16
배당금의 지급	3	16	0	16	16
기타재무활동	-1	0	-1	0	0
현금의 증가	-33	-36	94	365	390
기초현금	79	46	10	104	469
기말현금	46	10	104	469	860

자료: 효성화학, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	1,812	1,817	2,453	2,856	2,890
매출원가	1,569	1,664	2,195	2,430	2,448
매출총이익	244	153	258	426	442
판매비 및 관리비	90	92	109	127	128
영업이익	154	61	149	299	314
(EBITDA)	311	238	407	671	722
금융손익	-50	-43	-63	-69	-77
이자비용	37	44	59	67	74
관계기업등 투자손익	4	2	2	2	2
기타영업외손익	2	-16	3	5	5
세전계속사업이익	110	3	90	236	243
계속사업법인세비용	22	15	20	57	58
계속사업이익	88	-12	70	180	185
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	88	-12	70	180	185
지배주주	88	-12	70	180	185
총포괄이익	95	-33	70	180	185
매출총이익률 (%)	13.4	8.4	10.5	14.9	15.3
영업이익률 (%)	8.5	3.4	6.1	10.5	10.9
EBITDA마진률 (%)	17.2	13.1	16.6	23.5	25.0
당기순이익률 (%)	4.8	-0.6	2.9	6.3	6.4
ROA (%)	4.7	-0.5	2.6	5.3	4.6
ROE (%)	21.4	-2.7	16.0	31.9	25.3
ROIC (%)	8.2	-11.1	5.2	8.7	8.3

주요 투자지표

	2019	2020	2021P	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	5.2	n/a	12.8	5.0	4.9
P/B	1.0	1.2	1.9	1.4	1.1
EV/EBITDA	5.6	8.9	7.1	4.5	4.3
P/CF	1.5	1.9	1.3	1.0	1.0
배당수익률 (%)	3.5	n/a	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	62.3	0.3	35.0	16.4	1.2
영업이익	136.8	-60.4	144.0	101.0	5.1
세전이익	301.2	-96.9	2,541.5	161.4	2.9
당기순이익	330.6	적전	흑전	154.7	2.9
EPS	330.6	적전	흑전	154.7	2.9
안정성 (%)					
부채비율	353.8	500.8	524.4	475.9	441.0
유동비율	103.4	69.4	83.0	111.4	135.3
순차입금/자기자본(x)	285.0	400.3	415.1	331.6	274.0
영업이익/금융비용(x)	4.2	1.4	2.5	4.5	4.2
총차입금 (십억원)	1,348	1,675	2,157	2,668	3,151
순차입금 (십억원)	1,296	1,611	1,997	2,138	2,230
주당지표(원)					
EPS	27,637	-3,656	22,183	56,496	58,161
BPS	142,536	126,125	150,832	202,129	255,085
CFPS	94,928	81,357	226,877	283,510	297,799
DPS	5,000	n/a	5,000	5,000	5,000

효성화학

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

600,000

500,000

400,000

300,000

200,000

100,000

0

20/01

20/07

21/01

21/07

22/01

투자의견

변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.06.29	신규	이안나									
2020.06.29	Hold	109,000	23.9		-1.5						
2020.09.14	Buy	169,000	164.2		17.7						
2021.04.28	Buy	490,000	-8.6		-23.8						
2021.08.02	Buy	464,000	-8.8		-29.9						
2022.01.27	Hold	303,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이안나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2021. 1. 1 ~ 2021. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)