

효성화학 (298000)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	500,000 원(유지)
증가(2021/10/06)	311,500 원
상승여력	60.5 %

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	319만주
시가총액	994십억원
외국인지분율	10.2%
52 주 주가	126,000~448,000 원
60 일평균거래량	61,261 주
60 일평균거래대금	23.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.8	-16.8	3.8	131.6
상대수익률	-6.6	-4.8	10.8	108.7

Price Trend



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	1,817	2,507	2,920	3,295
영업이익(십억원)	61	270	322	370
순이익(십억원)	-12	158	199	241
EPS(원)	-3,641	49,438	62,297	75,439
BPS(원)	126,125	162,792	212,319	274,987
PER(배)		6.3	5.0	4.1
PBR(배)	1.2	1.9	1.5	1.1
ROE(%)	-2.7	34.2	33.2	31.0
배당수익률(%)		1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	8.8	5.3	4.3	3.7

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[정유/화학] 전유진
(2122-9193) yujinjn@hi-ib.com

프로판 강세로 높아진 원가 부담

3Q21 영업이익 648 억원: 컨센서스(670 억원) 부합 전망

3 분기 영업이익은 648 억원(-9.1%QoQ, +160.2%YoY)으로 컨센서스 670 억원에 부합할 것으로 전망한다. 울산공장 화재로 판매물량 감소 및 일회성 비용이 일부 반영되었고, 프로판 가격 상승에 따른 PP-Propane 스프레드 축소 영향이다.

PP/DH 부문 영업이익은 463 억원(-15.4%QoQ)으로 예상한다. 아시아 대비 가격 프리미엄이 형성되어 있는 미국/유럽 판매 비중은 전 분기와 유사한 20% 내외에서 유지되었으나, 울산공장 화재로 전체 판매물량 감소가 불가피했던 것으로 파악된다. 특히 이번 사고로 22년 1분기로 예정되었던 PDH 정기보수가 3분기에 진행되었는데 보수 관련 및 프로필렌 외부 스팟구매 과정에서의 일회성 비용 반영이 불가피했겠다. 7~8 월 동안 이루어진 동사 자체 생산물량에 대해서도 프로판 가격 상승에 따른 스프레드 축소가 영업이익에 부정적 영향을 미쳤을 것으로 추정된다.

TAC 과 NF3 는 각각 중국 및 국내 고객사향 판매량 지속으로 영업이익은 전분기와 유사한 수준이 유지될 것으로 예상한다. TPA 는 보일러 설비 트러블에 따른 스팀판매 중단으로 적자 지속되었으나, 정기보수 종료로 그 규모는 전분기 대비 축소 전망된다.

천연가스 강세로 높아진 원가 부담 우려

4 분기 PP/DH 생산은 모두 정상화되겠지만, 최근 천연가스 강세로 동사 원가 부담은 더욱 높아질 것으로 예상된다. 타이탄한 중국 내 석탄 수급, 프랑스 등 유럽 주요국 신재생에너지 발전량 부족 등으로 주요 에너지원 천연가스 가격은 mmbtu 당 6 달러 넘어서고 있다. 유가 역시 뚜렷한 상승세 보이며, 10 월 프로판 사우디 CP 는 톤당 \$800 로 14 년 7 월 이후 최고점에 도달했다. 동절기를 약 한 달 앞두고 있어 프로판 가격은 추가 상승 가능성이 크나, PP 는 아시아 역내 신규 증설이 집중되어 있어 4 분기 PP-프로판 스프레드 하락은 불가피할 것으로 예상된다. PP/DH 부문에서의 스프레드 정상화와 증설효과는 22 년 2 분기 정도 되어야 온전히 빛을 볼 수 있겠다.

2022년 점진적인 이익 정상화 반영해 시간 여유를 둔 매수전략 필요

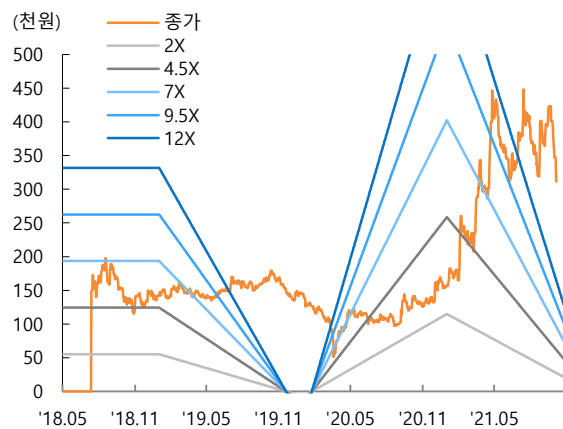
올해 동사는 내내 베트남 프로젝트 완공 지연, 울산공장 트러블, 역내 PP 공급 부담, 원가 상승 등 사면초가와 같은 영업환경을 계속 마주하고 있다. 이는 하반기까지 지속되며 실적 눈높이의 하향조정이 불가피하겠지만, 2022년에는 ①베트남 프로젝트 온기 반영, ②PP/DH 정상가동에 따른 판매물량 증가 및 원재료 외부 조달과 관련된 일회성 비용 소멸, ③TPA 보일러설비 보수 및 그로 인한 스팀판매 정상화로 흑자전환 이루어지며 실적 개선이 나타날 전망이다. 동사에 대한 목표주가 50 만원과 매수의견 유지한다. 다만, 지금 당장 대응하기 보다는 2022 년 점진적으로 정상화되는 이익을 반영하여 연말연초를 기점으로 조금 여유있게 매수하는 전략을 추천한다.

표1. 효성화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2020A	2021F	2022F
매출액	424.8	429.3	487.3	475.7	591.3	619.2	611.4	685.0	1,817.1	2,506.9	2,920.2
PP/DH	210.4	242.1	285.0	270.1	357.1	388.6	373.4	451.4	1,007.6	1,570.5	2,004.9
TPA	77.7	51.1	53.8	55.7	72.7	68.0	74.8	76.5	238.3	292.1	266.2
기타	136.7	136.1	148.5	149.9	161.5	162.6	163.1	157.1	571.2	644.3	649.2
영업이익	12.4	3.6	24.9	20.1	61.1	71.3	64.8	72.7	61.0	269.9	321.8
PP/DH	3.7	-5.3	11.6	9.5	43.7	54.7	46.3	56.2	19.5	200.9	241.9
TPA	-0.8	-4.8	-1.7	-3.4	-1.8	-3.6	-1.4	-1.9	-10.7	-8.7	1.7
기타	9.5	13.7	15.0	14.0	19.2	20.2	19.9	18.3	52.2	77.7	78.2
영업이익률(%)	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	10.3%	11.5%	10.6%	10.6%	3.4%	10.8%	11.0%
PP/DH	1.8%	-2.2%	4.1%	3.5%	12.2%	14.1%	12.4%	12.5%	1.9%	12.8%	12.1%
TPA	-1.0%	-9.4%	-3.2%	-6.1%	-2.5%	-5.3%	-1.9%	-2.4%	-4.5%	-3.0%	0.6%
기타	6.9%	10.1%	10.1%	9.3%	11.9%	12.4%	12.2%	11.7%	9.1%	12.1%	12.0%

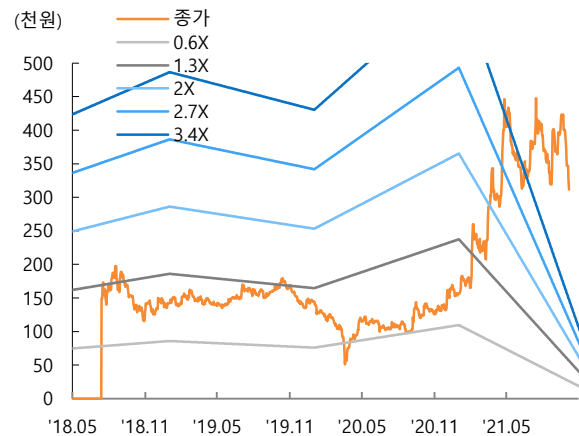
자료: 하이투자증권

그림1. 효성화학 12M Forward 기준 PER 추이



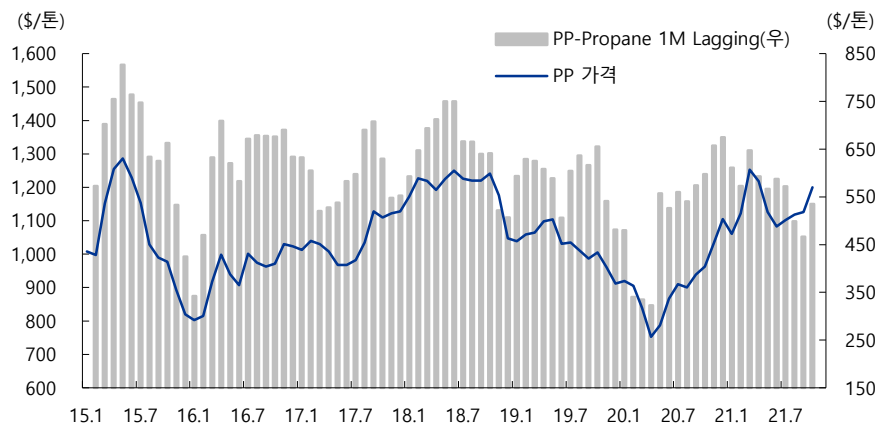
자료:하이투자증권

그림2. 효성화학 12M Forward 기준 PBR 추이



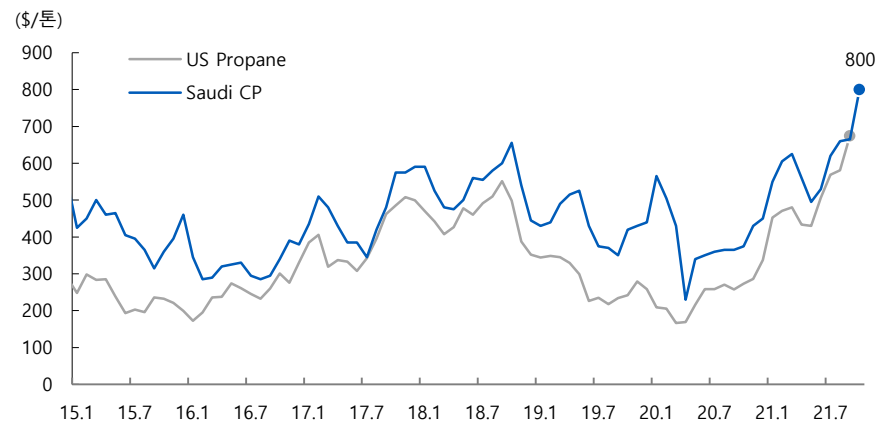
자료:하이투자증권

그림3. PP 가격 및 프로판 대비 스프레드 추이



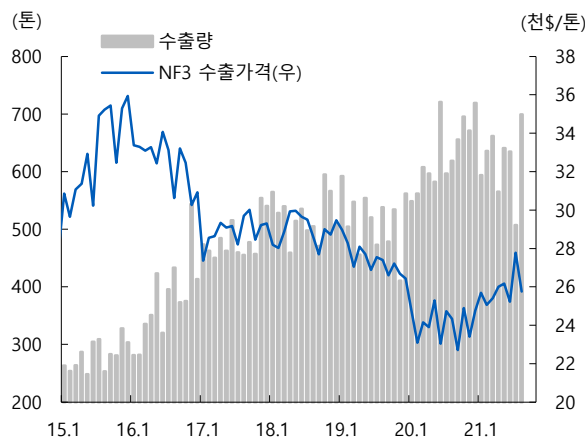
자료: 시스کم, 하이투자증권

그림4. 미국 및 사우디 프로판 가격 추이



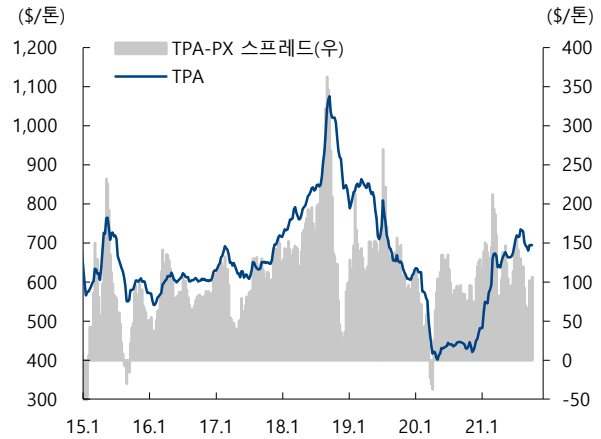
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림5. NF3 수출기준 가격 추이



자료: kita, 하이투자증권

그림6. TPA 가격 및 스프레드 추이



자료: 시스کم, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	436	627	884	1,001
현금 및 현금성자산	10	56	221	253
단기금융자산	54	61	68	76
매출채권	224	309	359	405
재고자산	143	197	230	260
비유동자산	1,982	2,281	2,156	2,022
유형자산	1,923	2,206	2,071	1,938
무형자산	23	28	33	38
자산총계	2,417	2,908	3,040	3,023
유동부채	628	751	775	778
매입채무	146	202	235	265
단기차입금	192	242	212	162
유동성장기부채	111	111	111	111
비유동부채	1,387	1,637	1,587	1,367
사채	492	542	522	402
장기차입금	865	1,065	1,035	935
부채총계	2,015	2,389	2,362	2,146
자배주주지분	402	519	677	877
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329
이익잉여금	68	209	392	617
기타자본항목	-10	-35	-60	-85
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	402	519	677	877

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,817	2,507	2,920	3,295
증가율(%)	0.3	38.0	16.5	12.8
매출원가	1,664	2,126	2,463	2,774
매출총이익	153	381	458	522
판매비와관리비	92	111	136	152
연구개발비	20	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	61	270	322	370
증가율(%)	-60.4	343.0	19.2	15.0
영업이익률(%)	3.4	10.8	11.0	11.2
이자수익	0	0	1	1
이자비용	44	51	49	42
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-11	-5	-6	-7
세전계속사업이익	3	209	264	320
법인세비용	15	52	65	79
세전계속이익률(%)	0.2	8.4	9.0	9.7
당기순이익	-12	158	199	241
순이익률(%)	-0.6	6.3	6.8	7.3
지배주주귀속 순이익	-12	158	199	241
기타포괄이익	-25	-25	-25	-25
총포괄이익	-36	133	174	216
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	168	385	494	496
당기순이익	-12	158	199	241
유형자산감가상각비	177	267	285	238
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-554	-593	-185	-129
유형자산의 처분(취득)	-556	-550	-150	-105
무형자산의 처분(취득)	0	-5	-5	-5
금융상품의 증감	67	-15	-5	6
재무활동 현금흐름	357	297	-99	-289
단기금융부채의증감	83	50	-30	-50
장기금융부채의증감	293	250	-50	-220
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-36	45	165	32
기초현금및현금성자산	46	10	56	221
기말현금및현금성자산	10	56	221	253

주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	-3,641	49,438	62,297	75,439
BPS	126,125	162,792	212,319	274,987
CFPS	51,823	133,146	151,755	149,970
DPS	-	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER		6.3	5.0	4.1
PBR	1.2	1.9	1.5	1.1
PCR	3.0	2.3	2.1	2.1
EV/EBITDA	8.8	5.3	4.3	3.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.7	34.2	33.2	31.0
EBITDA 이익률	13.1	21.4	20.8	18.4
부채비율	500.8	460.0	348.8	
순부채비율	396.7	355.1	235.0	146.0
매출채권회전율(x)	9.6	9.4	8.7	8.6
재고자산회전율(x)	13.4	14.7	13.7	13.5

자료 : 효성화학, 하이투자증권 리서치본부

효성화학
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2021-05-26	Buy	500,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 전 유 진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	94.6%	5.4%	-