희망의 눈높이는 상반기보다 하반기로

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	370,000원(하향)
종가(2022/04/04)	263,500원
상승여력	40.4 %

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	319만주
시가총액	841십억원
외국인지분율	7.4%
52주 주가	234,500~448,000원
60일평균거래량	33,911주
60일평균거래대금	10.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.9	-21.5	-24.1	-11.3
상대수익률	-8.5	-13.7	-15.4	0.1

[투자포인트]

- 1분기 영업이익 65억원(흑자전환QoQ, -89.3%YoY)으로 컨센서스 264억원 대폭 하회할 것으로 예상
- **PP/DH:** 영업적자 -91억원으로 전 분기 이어 적자지속. 국내 공장은 정상적으로 생산활동 이루어졌으나, 베트남은 DH 설비 정기보수로 실제 가동률은 전 분기에 이어 약 30~40% 수준 그쳤던 것으로 파악. 전방수요 둔화 및 신규 공급 물량 유입으로 PP 가격은 소폭 하락한 반면, 유가 상승으로 프로판 가격은 대폭 상승해 스프레드 축소 불가피했을 듯
- 베트남 DH 설비는 보수 이후 정상가동을 시작해 현재 점진적으로 가동률을 상향 중에 있음. 이에 2분기 판매량은 1분기 대비 늘어나긴 하나, full 생산 및 판매가 이루어지는 것은 3분기 이후에나 가능해 상반기 물량(Q) 증가는 더딜 듯. 반면, 프로판 래깅 반영으로 C 상승은 지속되며 원가부담 피할 수 없어 실적 부진 지속될 것으로 예상
- **TAC**은 수율 개선 및 중국 LCD 고객사용 판매 증가로 영업이익 전분기 대비 매출 및 영업이익 모두 대폭 증가
- 베트남 신규설비 가동과정에서 크고 작은 트러블들 지속적으로 발생하며 당초 기대보다 증설효과 가시화는 늦어지는 중. 이에 정상가동에 대한 신뢰도 하락이 동사의 최대 불확실성으로 작용하고 있는데, 이는 2분기 가동률 상향 과정을 통해 해소 가능. 정상가동이 이루어지면 하반기부터는 증설효과가 온기로 발생하며 외형 성장 가시화되고, 유가도 상고하저 흐름 보이며 동사의 원가부담을 한층 낮춰줄 것으로 예상해 투자의견 매수 유지
- 다만 2022년 실적 추정치 변경과 최근 중국 수요둔화, 유가 상승 등에 기인한 화학업종 센티멘털 부진을 반영해 기존 적용 multiple 대비 30% 할인해 목표주가 37만원(PER 6배, PBR 1.8배 각각 적용)으로 하향

FY	2020	2021	2022E	2023E
매출액(십억원)	1,817	2,453	2,885	3,240
영업이익(십억원))	61	149	263	336
순이익(십억원)	-12	70	181	243
EPS(원)	-3,641	22,073	56,887	76,099
BPS(원)	126,125	157,190	220,081	300,192
PER(배)		11.9	4.6	3.5
PBR(배)	1.2	1.7	1.2	0.9
ROE(%)	-2.7	15.6	30.2	29.3
배당수익률(%)			1.1	1.9
EV/EBITDA(배)	8.8	8.3	4.3	3.4

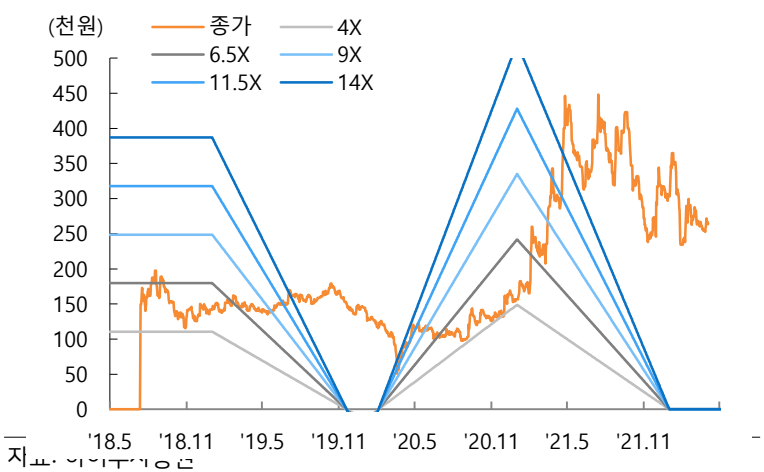
주: K-IFRS 연결 요약재무제표

효성화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F
합계											
매출액	591.3	619.2	630.7	612.0	644.2	712.0	760.5	768.7	1,817.1	2,453.2	2,885.5
영업이익	61.1	71.3	32.9	-16.8	6.5	40.1	109.1	107.0	61.0	148.5	262.8
영업이익률	10.3%	11.5%	5.2%	-2.7%	1.0%	5.6%	14.3%	13.9%	3.4%	6.1%	9.1%
PP/DH											
매출액	357.1	388.6	375.7	357.4	366.2	443.9	485.8	478.0	1,007.6	1,478.8	1,773.9
영업이익	43.7	54.7	15.6	-27.8	-9.1	23.3	90.6	86.2	19.5	86.2	191.0
영업이익률	12.2%	14.1%	4.2%	-7.8%	-2.5%	5.2%	18.7%	18.0%	1.9%	5.8%	10.8%
기타											
매출액	234.2	230.6	255.0	254.6	277.9	268.1	274.7	290.7	809.5	974.4	1,111.5
영업이익	17.4	16.6	17.3	11.1	15.6	16.8	18.5	20.8	41.5	62.3	71.8
영업이익률	7.4%	7.2%	6.8%	4.3%	5.6%	6.3%	6.7%	7.2%	5.1%	6.4%	6.5%

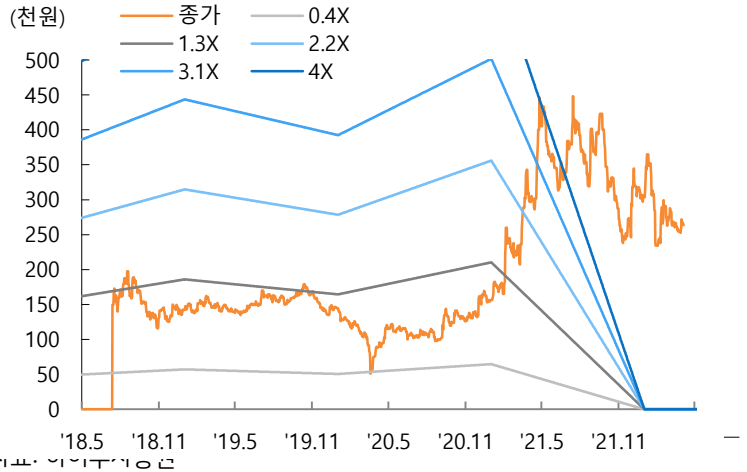
자료: 하이투자증권

효성화학 12M Forward 기준 PER 추이



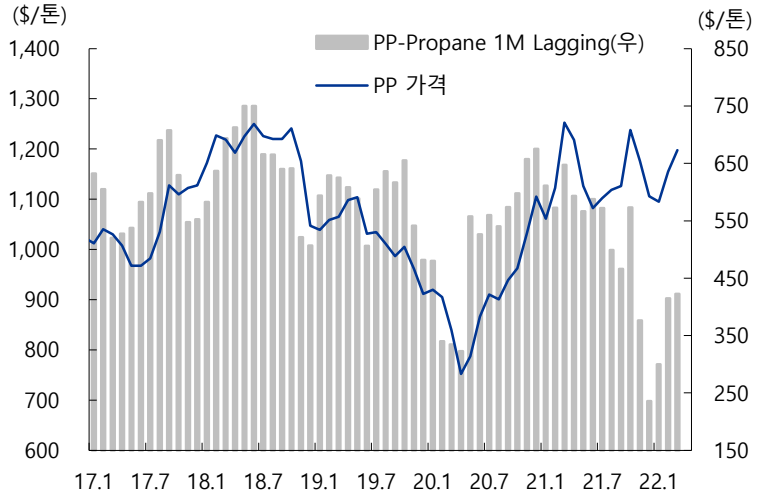
자료: 하이투자증권

효성화학 12M Forward 기준 PBR 추이



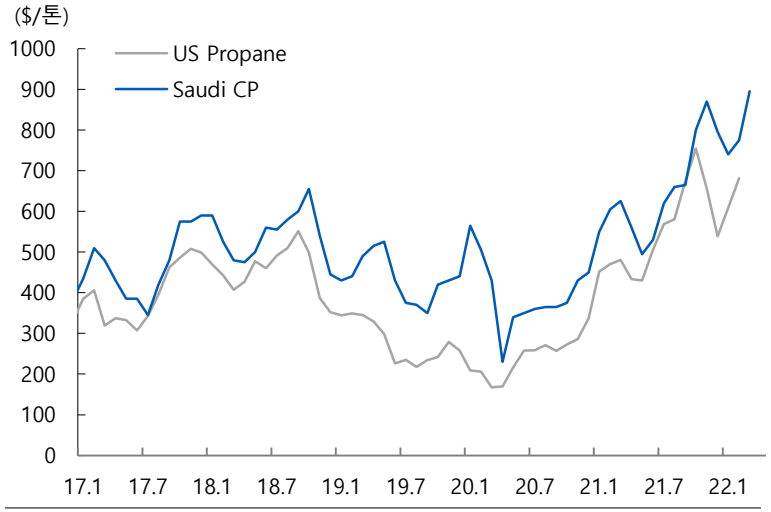
자료: 하이투자증권

PP 가격 및 프로판 대비 스프레드 추이



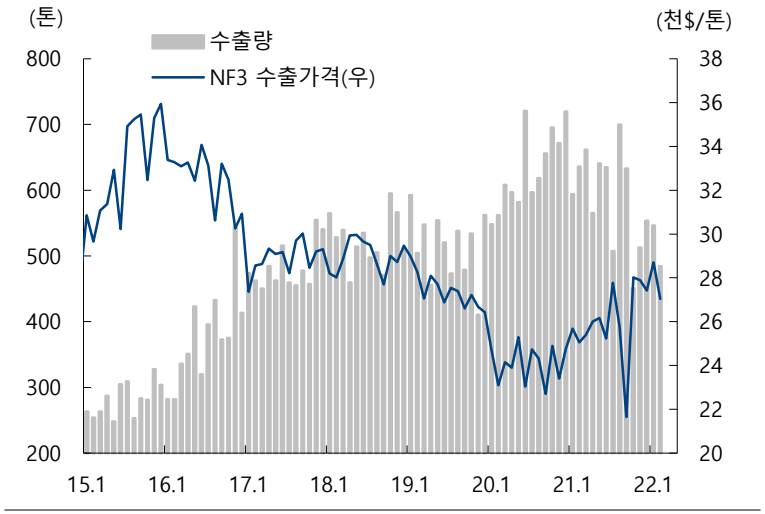
자료: Platts, 하이투자증권

미국 및 사우디 프로판 가격 추이



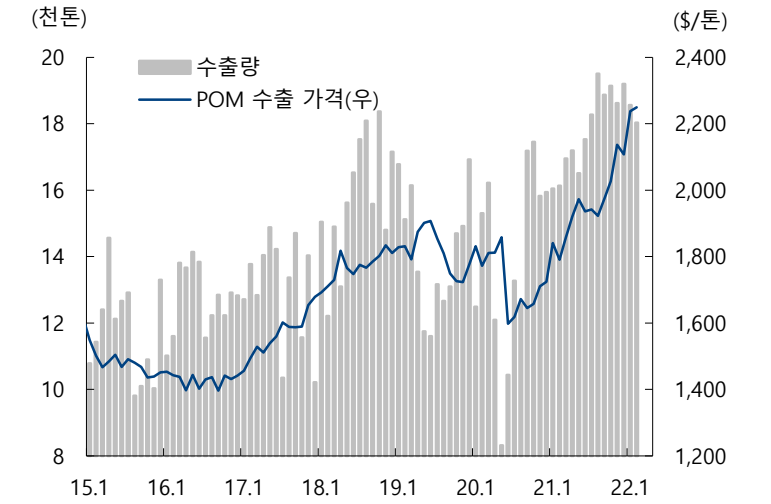
자료: Platts, 하이투자증권

NF3 수출기준 가격 추이



자료: KITA, 하이투자증권

POM(POK 대체재) 가격 추이



자료: KITA, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	436	798	1,129	1,292
현금 및 현금성자산	10	35	236	291
단기금융자산	54	1	1	1
매출채권	224	330	388	435
재고자산	143	401	472	530
비유동자산	1,982	2,259	2,154	2,054
유형자산	1,923	2,188	2,084	1,984
무형자산	23	34	34	34
자산총계	2,417	3,056	3,283	3,346
유동부채	628	1,083	1,170	1,227
매입채무	146	235	276	310
단기차입금	192	340	310	230
유동성장기부채	111	243	243	243
비유동부채	1,387	1,472	1,412	1,162
사채	492	297	267	217
장기차입금	865	1,140	1,110	910
부채총계	2,015	2,555	2,581	2,388
지배주주지분	402	501	702	958
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329
이익잉여금	68	138	310	537
기타자본항목	-10	18	47	76
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	402	501	702	958

포괄손익계산서 (단위:십억원,%)

	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,817	2,453	2,885	3,240
증가율(%)	0.3	35.0	17.6	12.3
매출원가	1,664	2,204	2,488	2,755
매출총이익	153	249	397	485
판매비와관리비	92	101	134	149
연구개발비	20	22	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	61	149	263	336
증가율(%)	-60.4	143.9	76.9	27.8
영업이익률(%)	3.4	6.1	9.1	10.4
이자수익	0	0	1	2
이자비용	44	34	33	27
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-11	4	4	4
세전계속사업이익	3	114	234	313
법인세비용	15	44	52	70
세전계속이익률(%)	0.2	4.7	8.1	9.7
당기순이익	-12	70	181	243
순이익률(%)	-0.6	2.9	6.3	7.5
지배주주귀속 순이익	-12	70	181	243
기타포괄이익	-25	29	29	29
총포괄이익	-36	99	210	271
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표 (단위:십억원)

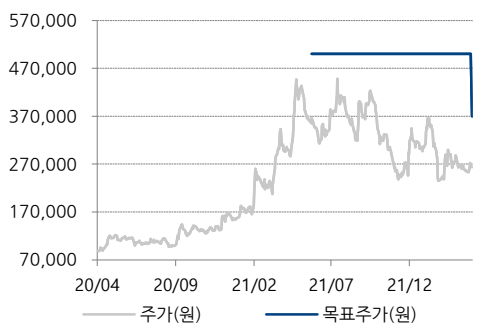
	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	168	69	629	703
당기순이익	-12	70	181	243
유형자산감가상각비	177	193	321	287
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-554	-307	-237	-207
유형자산의 처분(취득)	-556	-328	-217	-187
무형자산의 처분(취득)	0	-12	-	-
금융상품의 증감	59	-1	-	-
재무활동 현금흐름	357	263	-93	-343
단기금융부채의증감	83	94	-30	-80
장기금융부채의증감	293	172	-60	-250
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	-36	25	201	55
기초현금및현금성자산	46	10	35	236
기말현금및현금성자산	10	35	236	291

주요투자지표

	2020	2021	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	-3,641	22,073	56,887	76,099
BPS	126,125	157,190	220,081	300,192
CFPS	51,823	82,430	157,614	166,115
DPS	-	-	3,000	5,000
Valuation(배)				
PER		11.9	4.6	3.5
PBR	1.2	1.7	1.2	0.9
PCR	3.0	3.2	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.8	8.3	4.3	3.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.7	15.6	30.2	29.3
EBITDA이익률	13.1	13.9	20.2	19.2
부채비율	500.8	509.5	367.7	249.4
순부채비율	396.7	395.7	241.1	136.6
매출채권회전율(x)	9.6	8.8	8.0	7.9
재고자산회전율(x)	13.4	9.0	6.6	6.5

자료 : 효성화학, 하이투자증권 리서치본부

효성화학(298000)
최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2021-05-26	Buy	500,000	1년	-35.6%	-10.4%
2022-04-05	Buy	370,000	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-mail등을 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 : 전유진)

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) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- 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 투자비율 등급 공시 2022-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.3%	2.7%	-