

프로판 강세 앞에 속수무책

Buy (Maintain)	
목표주가(12M)	260,000원(하향)
증가(2022/07/04)	181,000원
상승여력	43.6 %

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	319만주
시가총액	577십억원
외국인지분율	7.1%
52주 주가	181,000~448,000원
60일평균거래량	9,826주
60일평균거래대금	2.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.8	-31.3	-46.1	-52.9
상대수익률	-7.9	-14.7	-23.0	-23.0



[투자포인트]

- 1분기 영업이익 -272억원(적자지속QoQ, 적자전환YoY)으로 컨센서스 -21억원 하회 예상
- PP/DH: 영업적자 -496억원으로 전 분기 이어 적자지속. 중국 수요 둔화 및 신규물량 유입 등으로 PP 시황은 부진했던 반면, 프로판 가격 급등이 래깅 반영되며 2분기 평균 PP-프로판 스프레드 \$245로 동사 Cash cost 하회한 영향
- 국내 공장은 아시아 가격보다 약 900~1000달러 더 높은 북미/유럽 물량을 1분기 15% → 2분기 25%까지 확대했고, 특히 컨테이너선 대비 운임요금이 낮은 벌크선으로 운반함으로써 스프레드 감소 분을 일부 만회한 것으로 파악
- 베트남 공장은 5월 말 DH 설비 트러블 재발생으로 약 1개월 간 정기보수 진행되며 가동률은 전분기 대비 더 낮아졌으나, 오히려 적자구간에 진입했던 PP 판매량 감소로 적자규모는 역설적이긴 하나, 전분기 대비 축소되었던 것으로 추정
- NF3는 고객사 판매량 견조 및 특수가스 판매량 확대로 이익 및 영업이익률은 전분기와 유사한 수준 유지할 것으로 전망
- 베트남 설비 가동 본격화된 21년 3분기부터 트러블 계속 발생하며 당초 기대했던 것과 달리 증설에 따른 물량 및 이익 증가는 커녕, 고정비 부담에 따른 어닝쇼크 이어지는 중. 이 와중에 프로판마저 상승해 상반기 적자 약 600억원 달할 듯
- DH 설비 가동 정상화 여부는 더 이상 쉽게 단언하기 어려운 만큼 3분기 가동률 상향 과정을 지켜봐야 하겠으나, 프로판 가격은 2분기 투입된 \$895 대비 3분기 들어 약 -16% 하락하고 있어 스프레드 개선 효과는 두드러질 수 있을 듯
- 하반기 점진적인 이익 개선 기대로 매수의견 유지하나, 22년 연간 이익 추정치 변경과 여전히 추세 반등의 시그널이 포착되지 않는 석유화학 시황 부진을 반영해 멀티플 기존 대비 10% 할인 적용하여 목표주가 26만원으로 하향 조정

FY	2021	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	2,453	2,943	3,245	3,350
영업이익(십억원)	149	30	260	283
순이익(십억원)	70	-18	166	191
EPS(원)	22,073	-5,552	51,957	59,977
BPS(원)	157,190	160,630	216,599	280,588
PER(배)	13.8	-	3.5	3.0
PBR(배)	1.9	1.1	0.8	0.6
ROE(%)	15.6	-3.5	27.5	24.1
배당수익률(%)	-	-	2.8	2.8
EV/EBITDA(배)	8.7	7.0	3.9	3.3

주: K-IFRS 연결 요약재무제표

효성화학 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F
합계											
매출액	591.3	619.2	630.7	612.0	727.2	668.8	747.5	799.2	1,817.1	2,453.2	2,942.7
영업이익	61.1	71.3	32.9	-16.8	-33.2	-27.2	33.3	57.1	61.0	148.5	30.0
영업이익률	10.3%	11.5%	5.2%	-2.7%	-4.6%	-4.1%	4.5%	7.1%	3.4%	6.1%	1.0%
PP/DH											
매출액	357.1	388.6	375.7	357.4	442.5	353.8	449.3	486.8	1,007.6	1,478.8	1,732.3
영업이익	43.7	54.7	15.6	-27.8	-54.6	-49.6	13.4	34.2	19.5	86.2	-56.5
영업이익률	12.2%	14.1%	4.2%	-7.8%	-12.3%	-14.0%	3.0%	7.0%	1.9%	5.8%	-3.3%
기타											
매출액	234.2	230.6	255.0	254.6	284.7	315.0	298.3	312.4	809.5	974.4	1,210.4
영업이익	17.4	16.6	17.3	11.1	21.4	22.4	19.9	22.9	41.5	62.3	86.5
영업이익률	7.4%	7.2%	6.8%	4.3%	7.5%	7.1%	6.7%	7.3%	5.1%	6.4%	7.1%

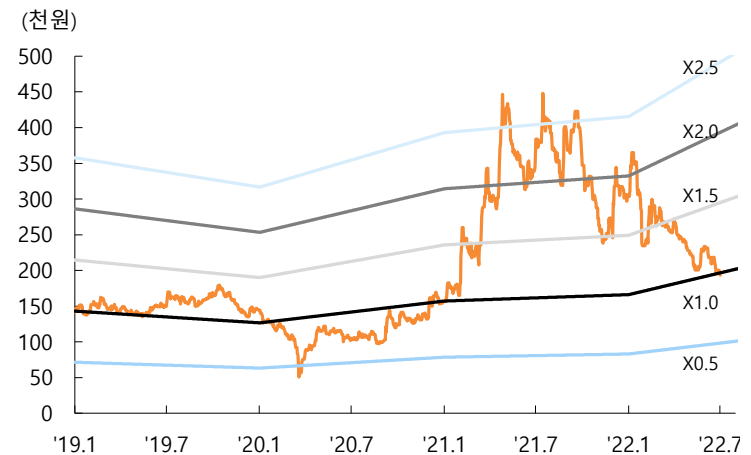
자료: 하이투자증권

효성화학 목표주가 변경

기존 (2022-04-05)		변경 (2022-07-05)		참고사항
PBR Valuation	389,032	PBR Valuation	255,548	
2022F BPS (원)	220,081	2022F BPS (원)	160,630	이익 추정치 변경 10% 할인 적용
PBR (배)	1.77	PBR (배)	1.59	
PER Valuation	341,322	PER Valuation	-	이익 추정치 변경 10% 할인 적용
2022F EPS (원)	56,887	2022F EPS (원)	-5,552	
PER (배)	6.0	PER (배)	5.4	
Average	365,177	Average	255,548	
Target Price	370,000	Target Price	260,000	EPS 적자로 PBR만 반영

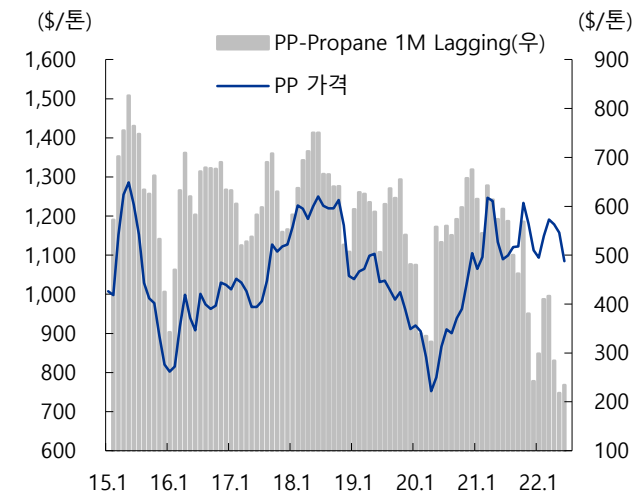
자료: 하이투자증권

효성화학 12M Forward 기준 PBR 추이



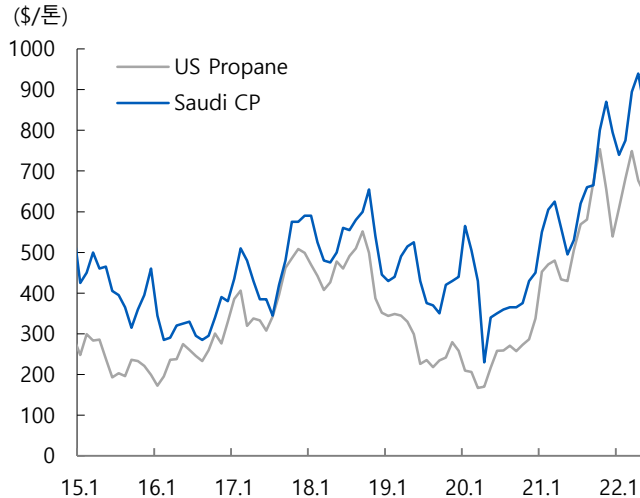
자료: 하이투자증권

PP 가격 및 프로판 대비 스프레드 추이



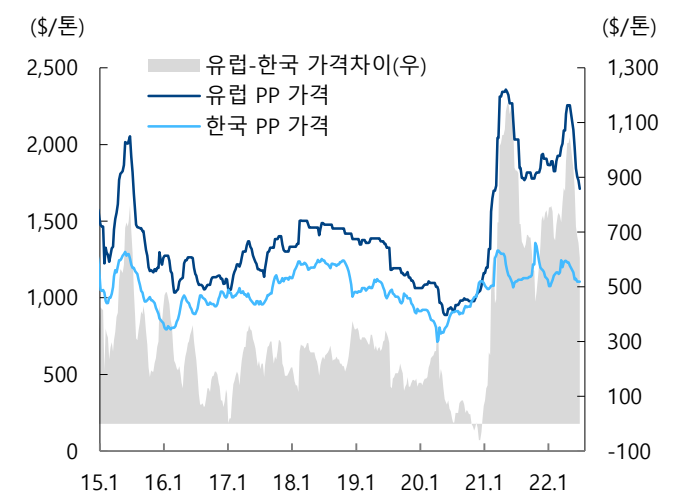
자료: Platts, 하이투자증권

미국 및 사우디 프로판 가격 추이



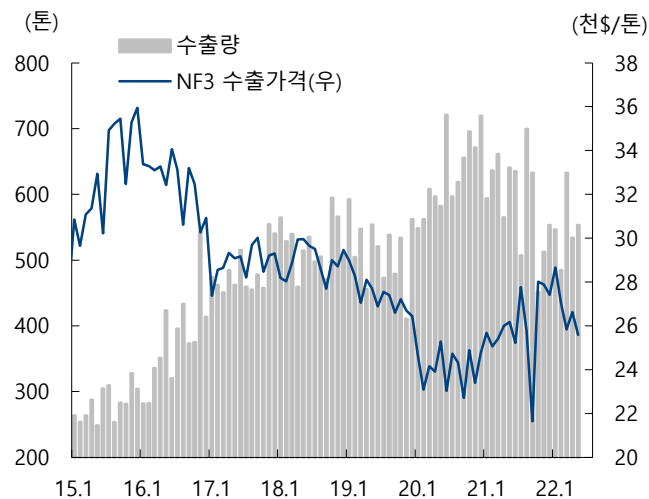
자료: Bloomberg, 하이투자증권

유럽 및 아시아 PP 가격 추이



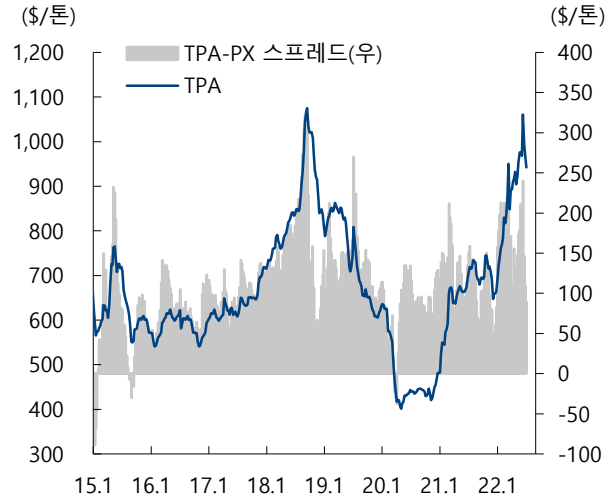
자료: Bloomberg, 하이투자증권

NF3 수출기준 가격 추이



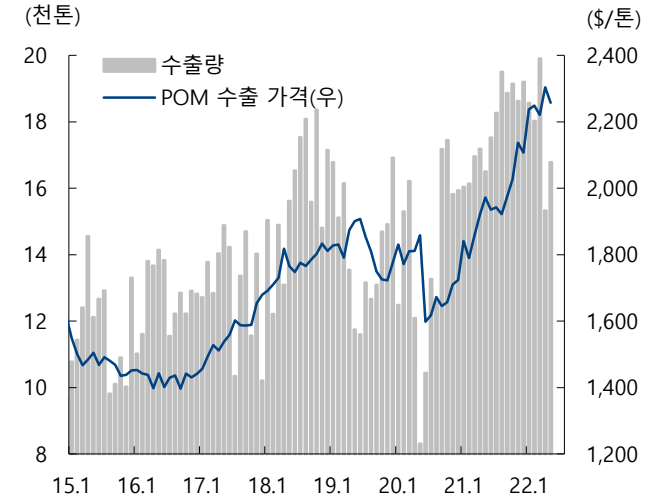
자료: KITA, 하이투자증권

TPA 가격 추이



자료: Platts, 하이투자증권

POM 수출 기준 가격 (POK 대체재)



자료: KITA, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

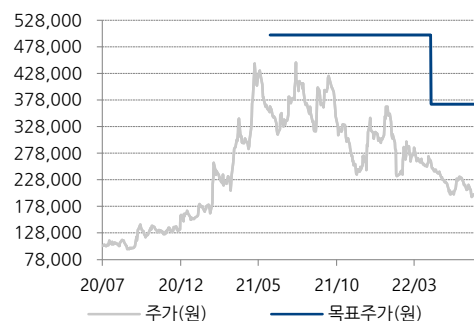
재무상태표	(단위:십억원)			
	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	798	945	1,025	1,144
현금 및 현금성자산	35	35	24	109
단기금융자산	1	1	1	1
매출채권	330	395	436	450
재고자산	401	481	530	548
비유동자산	2,259	2,154	2,054	1,961
유형자산	2,188	2,084	1,984	1,890
무형자산	34	34	34	34
자산총계	3,056	3,099	3,080	3,105
유동부채	1,083	1,175	1,227	1,348
매입채무	235	282	311	321
단기차입금	340	310	230	200
유동성장기부채	243	243	243	243
비유동부채	1,472	1,412	1,162	862
사채	297	267	217	167
장기차입금	1,140	1,110	910	660
부채총계	2,555	2,587	2,389	2,210
지배주주지분	501	512	691	895
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329
이익잉여금	138	121	270	446
기타자본항목	18	47	76	104
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	501	512	691	895

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	69	428	627	709
당기순이익	70	-18	166	191
유형자산감가상각비	193	321	287	250
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-307	-237	-207	-177
유형자산의 처분(취득)	-328	-217	-187	-157
무형자산의 처분(취득)	-12	-	-	-
금융상품의 증감	-1	-	-	-
재무활동 현금흐름	263	-93	-333	-349
단기금융부채의증감	94	-30	-80	-30
장기금융부채의증감	172	-60	-250	-300
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	0	0	0	0
현금및현금성자산의증감	25	0	-11	85
기초현금및현금성자산	10	35	35	24
기말현금및현금성자산	35	35	24	109

자료 : 효성화학, 하이투자증권 리서치본부

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,453	2,943	3,245	3,350
증가율(%)	35.0	20.0	10.3	3.3
매출원가	2,204	2,792	2,850	2,929
매출총이익	249	150	394	422
판매비와관리비	101	120	134	139
연구개발비	22	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	149	30	260	283
증가율(%)	143.9	-79.8	767.7	8.7
영업이익률(%)	6.1	1.0	8.0	8.4
이자수익	0	0	0	1
이자비용	34	54	48	38
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	4	4	4	4
세전계속사업이익	114	-23	214	247
법인세비용	44	-5	48	55
세전계속이익률(%)	4.7	-0.8	6.6	7.4
당기순이익	70	-18	166	191
순이익률(%)	2.9	-0.6	5.1	5.7
지배주주귀속 순이익	70	-18	166	191
기타포괄이익	29	29	29	29
총포괄이익	99	11	194	220
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)				
EPS	22,073	-5,552	51,957	59,977
BPS	157,190	160,630	216,599	280,588
CFPS	82,430	95,175	141,974	138,491
DPS	-	-	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER	13.8		3.5	3.0
PBR	1.9	1.1	0.8	0.6
PCR	3.7	1.9	1.3	1.3
EV/EBITDA	8.7	7.0	3.9	3.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.6	-3.5	27.5	24.1
EBITDA이익률	13.9	11.9	16.9	15.9
부채비율	509.5	504.8	345.7	246.8
순부채비율	395.7	369.7	228.0	129.6
매출채권회전율(x)	8.8	8.1	7.8	7.6
재고자산회전율(x)	9.0	6.7	6.4	6.2

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


일자	투자이전	목표주가(원)	목표주가 대상시점	평균 주가대비	과리율 최고(최저) 주가대비
2021-05-26	Buy	500,000	1년	-35.6%	-10.4%
2022-04-05	Buy	370,000	1년	-40.3%	-31.8%
2022-07-05	Buy	260,000	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 기관투자자 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) 종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 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 2022-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이전 비율(%)	97.9%	2.1%	-