



효성그룹

2021년 합산 영업이익: 2.2조원(YoY +278%)

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 3772-7617

효성그룹은 지난 12개월간, 석유화학 섹터에서 가장 주목을 받았다. 각사의 시황(타이어코드, 스판텍스, PP)이 순차적으로 개선되며 나타난 현상인데, 2021년 OP 추정치/컨센서스는 기업별로 YoY +215%~+322% 개선될 전망이다.

동 기간, 그룹 주가는: 효성티앤씨(+454%), 첨단소재(+370%), 화학(+252%), 중공업(+289%), 지주(+42%) 상승했는데, 아직도 추가적인 Upside가 남아있다고 판단한다.

▶ 효성그룹, 1Q21 합산 영업이익 5,141억원(YoY +545%)

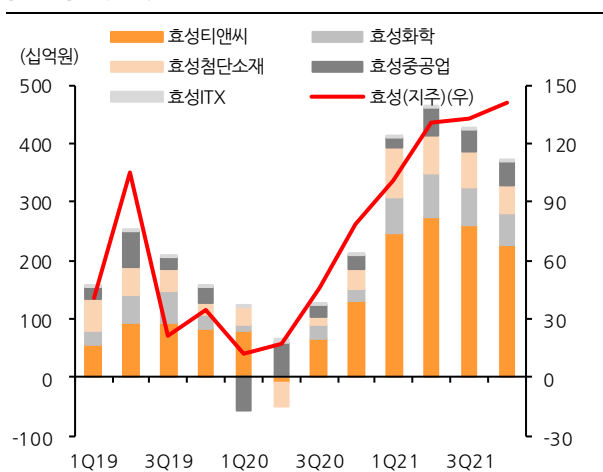
1Q21 합산 영업이익은 5,141억원(YoY +4,344억원), 지배순이익은 3,051억원(YoY +3,430억원)으로 개선됐다. 이번 실적에서 주목해야할 것은 세가지인데, 결론은 지주 및 계열사 실적이 동시에 개선된다는 점이다.

- 1) 2018년까지 하나의 화학 회사였던 효성은, 분사를 했지만 아직도 계열사간 수직계열화가 이뤄져 있다: 일례로 타이어코드의 경우, 효성화학(TPA) => 효성티앤씨(폴리에스터) => 효성첨단소재(타이어코드)를 생산, 한가지 전망이 시황 개선될 경우, 그룹사 전반 실적이 개선된다.
- 2) 또한, 효성(지주/티앤씨/첨단소재/화학)는 일부 스판/TC/NF3 법인 지분 공유하고 있어 실적 흐름이 유사하다.
- 3) 2018~20년초, 효성그룹 주가의 발목을 잡았던 “높은 부채/이자 비용”도 해소되고 있다. 특히, 이익체력이 대폭 개선되며 상대적으로 이자 비용 부담이 줄어 EPS가 크게 개선되는 점이 긍정적이다.

▶ 최선호: 효성 & 효성티앤씨

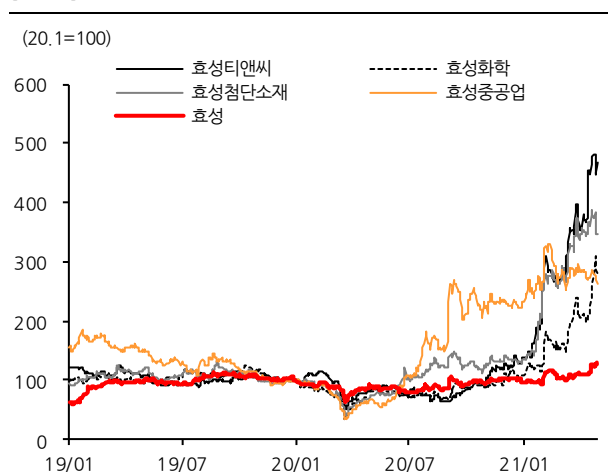
효성(BUY, 15만원(+51%)), 효성티앤씨(BUY, 100만원(+38%)), 효성화학(BUY, 49만원(+21%))를 제시한다.

[그림1] (효성)지주 및 자회사 영업이익 추이



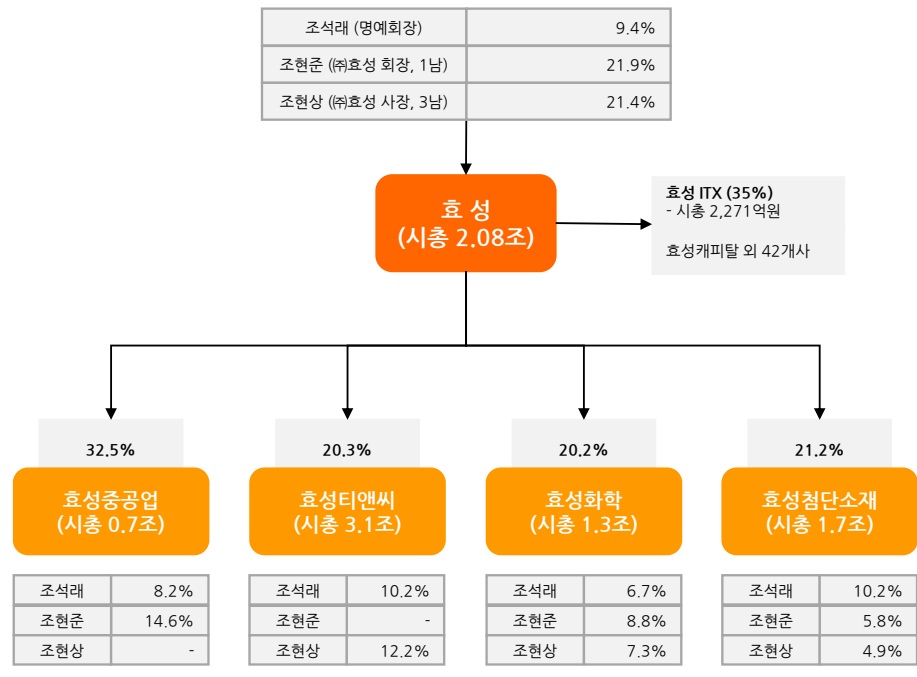
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 효성 그룹사 주가 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 효성그룹 지배구조



자료: 한화투자증권 리서치센터 리서치센터



효성 (004800)

올해 OP x3.3배. 나무만 말고 숲도 보자

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (신규)

목표주가(신규): 150,000원

현재 주가(4/30)	99,400원
상승여력	▲50.9%
시가총액	20,945억원
발행주식수	21,071천주
52 주 최고가 / 최저가	102,500 / 61,500원
90 일 일평균 거래대금	160.57억원
외국인 지분율	9.8%

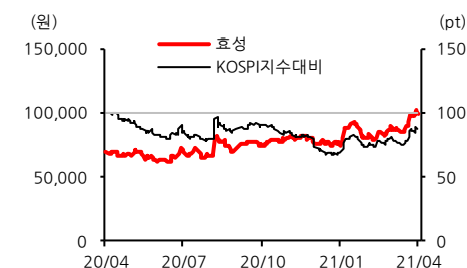
주주 구성	
조현준 (외 14 인)	55.1%
국민연금공단 (외 1 인)	10.1%
자사주 (외 1 인)	5.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	11.3	34.0	34.3	42.4
상대수익률(KOSPI)	8.8	28.2	-4.5	-19.2

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,783	3,417	3,404	3,470
영업이익	139	505	479	482
EBITDA	242	611	588	595
지배주주순이익	-53	351	330	333
EPS	-2,504	16,660	15,656	15,809
순차입금	384	366	170	-23
PER	-30.5	6.0	6.3	6.3
PBR	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.3	4.0	3.9	3.5
배당수익률	6.5	5.0	5.0	5.0
ROE	-2.3	14.9	12.7	11.8

주가 추이



효성은 2018 년에 분할된 지주사로, 상장계열사 지분을 20~32%씩 보유하고 있으며, 티앤에스(ATM), 굿스프링스(펌프) 등 20 여개의 연결/지분법 관계사 지분을 보유하고 있다.

나무만 보지 말고, 숲도 보자

지난 1년간 그룹 계열사(4사, +250~450%) 대비 효성의 주가 수익률(+42%)이 부진했는데, 이유는 “지주”이기 때문에 자회사 지분가치 상승에 투자자들이 가치를 부여하지 않았기 때문이고, DPS가 5,000원으로 고정되며, 심리적으로 주가가 10만원을 넘기 어려웠기 때문인 것으로 생각된다.

다만, 효성의 2021년 영업이익은 5,050억원(YoY +3,508억원), 지배순이익은 3,510억원(YoY +4,038억원)으로 개선될 전망이다. 상장자회사들의 실적 개선 및 자체 보유중인 해외 화학/스판/타보 공장 이익, 티앤에스(ATM) 등의 실적 개선 덕분이다.

앞서 언급한 바와 같이[P.1], 효성 계열사들은 일부 수직계열화/공장 지분 공유가 되어있어 유사한 이익 흐름을 보인다. 참고로 효성의 영업이익 중 “상장(지분법)”과 “기타(지분법)” 이익 비중은 40%/40%이며, 구성이 비슷해 실적이 함께 개선되고 있다.[그림.4]

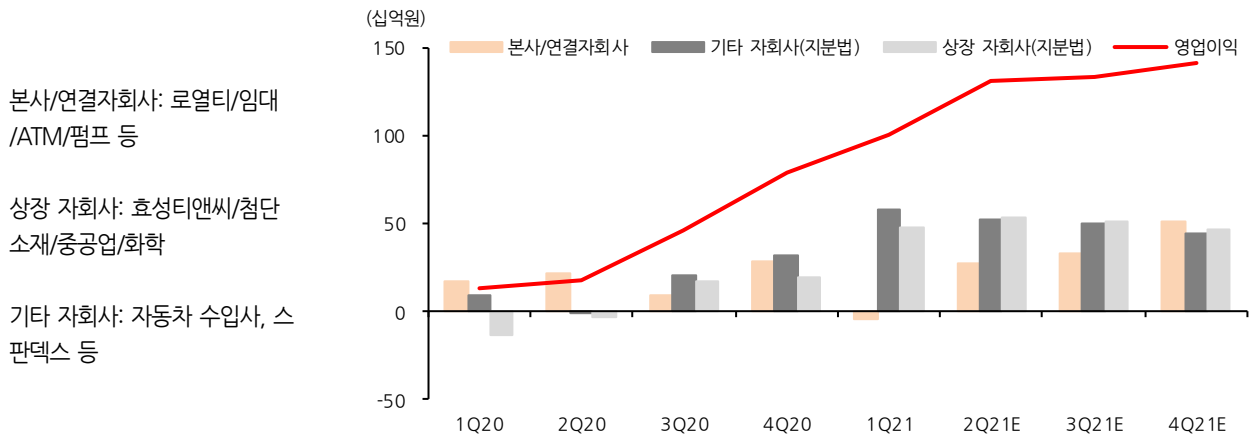
목표주가 15만원. 주당 배당금: 향후 1만원도 가능해 보여

투자의견 BUY, TP 15만원 제시한다. 목표주가는 Target DPS 7,500원을 시가배당률 5%로 역산한 15만원이다. 현재의 DPS 5,000원 지급을 위해 연간 1,000억원의 Cash-Flow가 필요한데, 과거(2018~20년) OP 1,500~2,000억원(EPS 5,000원) 체력으로는 부담스러웠던 것이 사실이다. 최근, 비/상장 자회사들의 동시 다발적 실적 개선으로 2021~23년 연간 OP 5,000억원(EPS 16,000원)이 예상됨에 따라 향후 DPS 1만원도 가능해 보인다. 2020년말, 효성캐피탈도 매각(3752억)해 현금은 충분하다. SOTP(50% 할인)로 산출한 적정주가도 15만원이다.

1Q21 영업이익 1,006억원. 컨센 +44% 상회

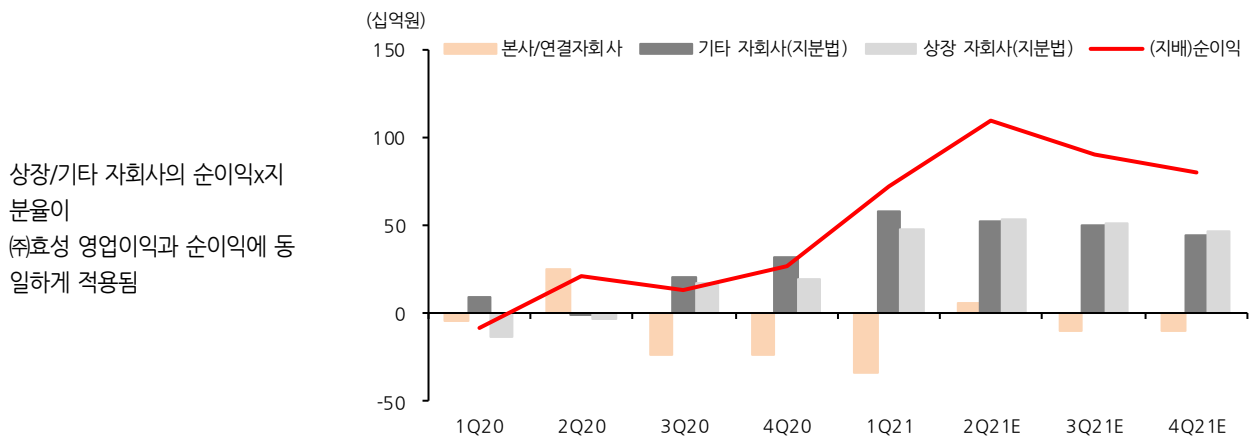
1Q21 영업이익 1,006억원(QoQ +28%, YoY +708%), 지배순이익 717억원(QoQ +175%, YoY 흑전)으로 대폭 개선되었다. 2Q21 영업이익/순이익은 1,311억/1,908억원으로 추가개선될 전망이다.

[그림4] 효성 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 효성 (지배)순이익 추이



주: 3Q20 순이익에서 캐피탈 매각비용 제외

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] (주)효성 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	630.0	613.2	719.5	819.9	686.9	957.6	842.1	930.1	2,782.6	3,416.7	3,403.8
QoQ(%)	-26.3%	-2.7%	17.3%	14.0%	-16.2%	39.4%	-12.1%	10.4%			
YoY(%)	-9.3%	-30.8%	-2.8%	-4.1%	9.0%	56.2%	17.0%	13.4%	-12.4%	22.8%	-0.4%
▶효성(별도/비상장)	690.3	663.7	702.6	769.5	581.3	904.9	791.0	883.6	3,093.1	3,376.2	3,443.7
▷ (주)효성	39.8	74.9	74.1	56.1	74.8	75.6	74.8	56.7	244.9	282.0	287.6
*기타(지분법)	8.7	-0.2	19.9	31.9	57.7	51.4	49.3	43.6	60.3	202.0	164.1
▷ 효성티앤에스	216.0	231.6	199.8	262.4	155.5	243.2	209.8	275.5	909.8	884.0	901.7
▷ 효성캐피탈	47.0	46.6	0.0	0.0					93.6		
▷ 기타(비상장)	421.3	396.7	495.6	531.2	356.4	656.0	576.4	621.4	1,844.8	2,210.2	2,254.4
▷ 연결조정	-33.8	-86.1	-66.9	-80.2	-5.4	-70.0	-70.0	-70.0	-267.0	-215.4	-219.7
▶상장4사 NP*지분	-13.5	-3.9	16.8	18.7	47.9	52.8	51.1	46.5	18.1	198.2	179.8
▷ 효성티앤씨	4.2	-2.8	8.4	18.0	28.5	31.6	29.8	25.8	27.8	115.7	95.4
▷ 효성첨단소재	1.3	-7.4	1.5	4.6	9.0	7.3	7.3	5.8	0.0	29.4	21.2
▷ 효성화학	0.2	-2.6	1.3	-1.3	8.5	9.3	9.5	7.8	-2.4	35.0	43.7
▷ 효성중공업	-19.2	8.9	5.6	-2.6	1.9	4.5	4.5	7.1	-7.3	18.1	19.5
영업이익	12.5	17.6	45.4	78.8	100.6	131.1	132.7	140.6	154.2	505.0	479.0
영업이익률(%)	2.0%	2.9%	6.3%	9.6%	14.7%	13.7%	15.8%	15.1%	5.5%	14.8%	14.1%
QoQ(%)	-64.2%	40.9%	158.7%	73.5%	27.7%	30.3%	1.3%	5.9%			
YoY(%)	-69.6%	-83.3%	111.3%	126.3%	707.9%	646.8%	192.4%	78.4%	-23.7%	227.5%	-5.2%
▶효성(별도/비상장)	25.9	21.4	16.5	78.8	100.6	78.3	81.7	94.1	204.3	332.9	299.2
▷ (주)효성	-16.5	15.3	16.6	41.6	71.3	47.4	45.3	38.1	57.0	202.1	146.6
*기타(지분법)	8.7	-0.2	19.9	31.9	57.7	51.4	49.3	43.6	60.3	202.0	164.1
▷ 효성티앤에스	21.1	31.5	12.7	28.1	3.6	29.2	27.3	35.8	93.4	95.9	108.2
영업이익률(%)	9.8%	13.6%	6.4%	10.7%	2.3%	12.0%	13.0%	13.0%	10.3%	10.8%	12.0%
▷ 효성캐피탈	7.2	8.3	-	-	-	-	-	-	15.5	-	-
영업이익률(%)	14.0%	17.8%	-	-					16.6%		
▷ 기타(비상장)	8.0	1.7	8.9	19.8	3.9	1.7	9.1	20.2	38.4	34.9	35.6
▷ 연결조정	6.1	-35.4	-21.7	-10.7	21.8	0.0	0.0	0.0	-61.7	21.8	0.0
▶상장4사 NP*지분	-13	-4	17	19	48	53	51	46	18	198	180
당기순이익	-2.9	36.8	-78.1	45.5	91.7	137.2	112.5	99.6	1.2	440.9	412.4
▶상장4사 NP*지분	-13.5	-3.9	16.8	18.7	47.9	52.8	51.1	46.5	18.1	198.2	179.8
*기타(지분법)	8.7	-0.2	19.9	31.9	57.7	51.4	49.3	43.6	60.3	202.0	164.1
지배순이익	-9.3	20.1	-89.7	26.0	71.7	109.8	90.0	79.7	-52.8	351.0	329.9
순이익률(%)	-1.5%	3.3%	-12.5%	3.7%	4.9%	5.7%	4.3%	4.0%	-1.7%	4.7%	0.0%

주: 3Q20 순이익 적자는 캐피탈 매각비용에 기인(1,025억원)

자료: 한화투자증권 리서치센터

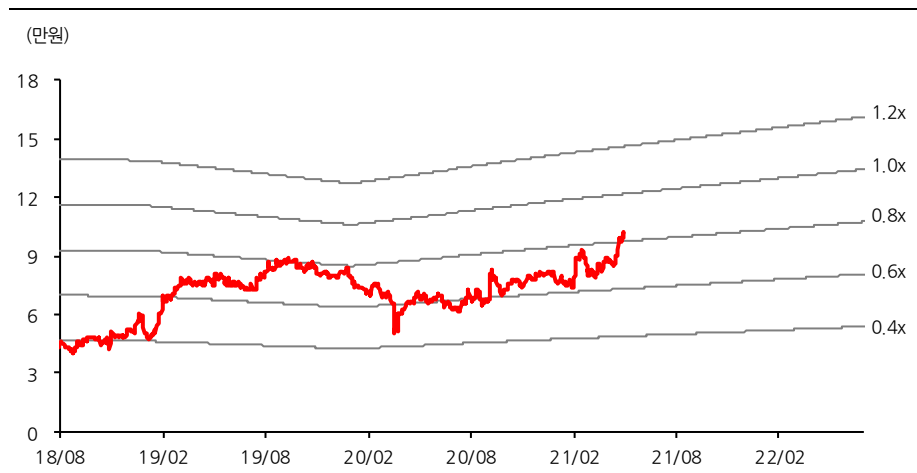
[표2] (주)효성 SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율	장부가	12M EBITDA	평가액	비고
투자자산가치(+)				1,558.1	
효성티앤씨	20.3%	57.2		635.7	
효성화학	20.2%	39.5		260.6	
효성첨단소재	21.2%	44.4		363.8	4/30일 종가 적용
효성중공업	32.5%	30.7		212.3	
효성PX	37.6%	7.0		85.7	
영업가치(+)				3,428.9	EV/EBITDA x8배 적용. (21년 KRX고배당50: x12배)
효성(별도+비상장)	-	-	428.6	3,428.9	CI 관리, ATM, 펌프, 해외 연결 자회사 등, 28개사 일부 주요 자회사는 54%, 59% 소유 *2021~23년 기준, 투자자산가치 대비 이익 기여 165~170%
부동산가치(+)				1,240.0	
수서오피스 빌딩		16.0		240.0	수서역 연결 16층 빌딩(1.56만평) 1H17 감평 2,311억원
안양 공장 부지		470.0		1,000.0	7.5만평(18년 공시지가 4,979억원). 공장/연구소 운영 평당: 공시지가 651만원 vs 주변 아파트 913~1,914만원 * 1조원 가정, 장부가 대비 +5,300억원
순차입금(-)				323.1	2021년말 순차입금
총 기업가치(=)				5,903.8	투자자산가치+영업가치+매각차익-순차입금
총 기업가치(50%)				2,951.9	*할인율 50% 적용
주식수(천주)				19,909	자사주 제외한 발행주식수 기준
주당 NAV(원)				148,000	
현재주가(원)				99,400	4/30일 종가 적용
상승여력				49%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] (주)효성 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,176	2,783	3,417	3,404	3,470
매출총이익	476	416	821	794	804
영업이익	202	139	505	479	482
EBITDA	300	242	611	588	595
순이자손익	-32	-27	-22	-21	-20
외화관련손익	6	-21	0	0	0
지분법손익	0	4	0	0	0
세전계속사업손익	166	110	499	469	473
당기순이익	150	1	441	412	416
지배주주순이익	104	-53	351	330	333
증가율(%)					
매출액	5.8	-12.4	22.8	-0.4	1.9
영업이익	30.4	-31.3	263.9	-5.2	0.7
EBITDA	-36.2	-19.6	152.9	-3.7	1.1
순이익	-95.6	-99.2	36,033.7	-6.5	1.0
이익률(%)					
매출총이익률	15.0	15.0	24.0	23.3	23.2
영업이익률	6.4	5.0	14.8	14.1	13.9
EBITDA 이익률	9.5	8.7	17.9	17.3	17.1
세전이익률	5.2	3.9	14.6	13.8	13.6
순이익률	4.7	0.0	12.9	12.1	12.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	141	278	263	451	453
당기순이익	123	96	441	412	416
자산상각비	98	103	106	109	112
운전자본증감	-177	8	-206	0	-5
매출채권 감소(증가)	30	-132	-116	-8	-12
재고자산 감소(증가)	-61	74	-165	-8	-12
매입채무 증가(감소)	-98	-2	65	5	7
투자현금흐름	-128	-229	-159	-164	-170
유형자산처분(취득)	-62	-53	-62	-64	-66
무형자산 감소(증가)	-10	-1	-9	-9	-10
투자자산 감소(증가)	-7	-427	-14	-14	-15
재무현금흐름	-170	-12	-140	-145	-145
차입금의 증가(감소)	627	608	-40	-40	-40
자본의 증가(감소)	-138	-130	-100	-105	-105
배당금의 지급	138	130	100	105	105
총현금흐름	260	247	469	451	458
(-)운전자본증가(감소)	58	-13	206	0	5
(-)설비투자	66	61	62	64	66
(+)자산매각	-5	6	-9	-9	-10
Free Cash Flow	131	206	192	377	377
(-)기타투자	169	-248	73	76	79
잉여현금	-38	454	118	301	298
NOPLAT	149	121	447	422	425
(+) Dep	98	103	106	109	112
(-)운전자본투자	58	-13	206	0	5
(-)Capex	66	61	62	64	66
OpFCF	124	176	284	466	465

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,312	1,627	1,891	2,067	2,248
현금성자산	210	561	540	696	848
매출채권	385	490	606	613	625
재고자산	574	463	629	636	648
비유동자산	5,215	2,803	2,841	2,882	2,925
투자자산	5,529	1,799	1,872	1,948	2,027
유형자산	918	931	898	863	828
무형자산	161	73	72	71	70
자산총계	6,527	4,430	4,733	4,949	5,173
유동부채	2,238	1,090	1,130	1,110	1,093
매입채무	327	317	383	387	395
유동성이자부채	1,536	411	371	331	291
비유동부채	1,578	825	837	849	861
비유동이자부채	1,080	534	534	534	534
부채총계	3,817	1,915	1,967	1,959	1,955
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	951	951	951	951	951
이익잉여금	6,337	6,181	6,432	6,657	6,884
자본조정	-4,953	-5,004	-5,004	-5,004	-5,004
자기주식	-14	-42	-42	-42	-42
자본총계	2,710	2,514	2,766	2,990	3,218

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	4,934	-2,504	16,660	15,656	15,809
BPS	115,817	105,988	117,923	128,580	139,388
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
CFPS	12,375	11,737	22,258	21,419	21,750
ROA(%)	1.6	-1.0	7.7	6.8	6.6
ROE(%)	4.2	-2.3	14.9	12.7	11.8
ROIC(%)	4.1	4.6	28.1	25.3	26.0
Multiples(x, %)					
PER	16.0	-30.5	6.0	6.3	6.3
PBR	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
PSR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	6.4	6.5	4.5	4.6	4.6
EV/EBITDA	13.6	8.3	4.0	3.9	3.5
배당수익률	6.3	6.5	5.0	5.0	5.0
안정성(%)					
부채비율	140.8	76.2	71.1	65.5	60.7
Net debt/Equity	88.7	15.3	13.2	5.7	-0.7
Net debt/EBITDA	800.4	159.1	59.9	28.9	-3.8
유동비율	58.6	149.2	167.3	186.2	205.6
이자보상배율(배)	5.7	4.6	21.8	21.6	22.7
자산구조(%)					
투하자본	39.7	38.9	41.0	38.4	36.1
현금+투자자산	60.3	61.1	59.0	61.6	63.9
자본구조(%)					
차입금	49.1	27.3	24.7	22.5	20.4
자기자본	50.9	72.7	75.3	77.5	79.6



효성티앤씨 (298020)

중국 Millenial 4억명에 레깅스를 입히다

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (신규)

목표주가(신규): 1,000,000원

현재 주가(4/30)	723,000원
상승여력	▲38.3%
시가총액	31,289억원
발행주식수	4,328천주
52 주 최고가 / 최저가	743,000 / 98,100원
90 일 일평균 거래대금	661.24억원
외국인 지분율	19.8%

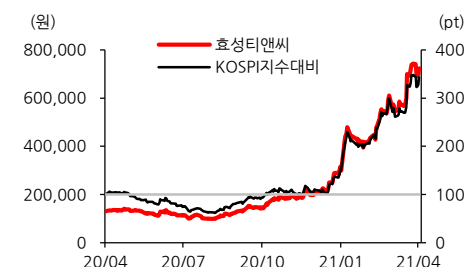
주주 구성	
효성 (외 6 인)	43.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.5%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	29.6	141.4	405.6	454.0
상대수익률(KOSPI)	27.0	135.6	366.7	392.4

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,162	6,987	7,009	7,015
영업이익	267	1,006	833	840
EBITDA	478	1,223	1,057	1,071
지배주주순이익	137	569	470	477
EPS	31,610	131,542	108,544	110,246
순차입금	1,243	672	106	-463
PER	6.7	5.5	6.7	6.6
PBR	1.5	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA	4.5	3.1	3.1	2.5
배당수익률	2.4	1.4	1.4	1.4
ROE	25.1	65.1	34.5	26.6

주가 추이



1Q21 스파텍스 영업이익률 37%. 코로나 19 이후 의류 수요가 회복되기도 전, 사상 초유의 스파텍스 Shortage 가 발생해버렸다. 2022 년에도 이런 현상이 이어질 수 있을까?

1Q21 OP 2,468억원. 컨센 +33%

1Q21 OP는 2,468억원(QoQ +90%, YoY +214%)로 컨센 +33% 상회했다. 스파텍스 영업이익률은 37%까지 상승, 폴리/나일론도 5% 수준으로 작년 적자에서 회복했다. 무역/타이어코드/NF3 등 기타 부문도 전반적으로 YoY/QoQ 개선되었다.

스�파텍스 재고가 2020년 1H 50~60일에서 11월까지 20일 수준으로 하락했다. 미국에서 BDO가 일부 가동차질 발생하기도 했지만, 기본적으로 수요가 급증하는데, 코로나19 기간, 스파텍스 증설 지연이 발생했기 때문이다. 상대적으로 증설기간이 짧으며(1~1.5년) 수요성장률이 빠른 제품으로 Shortage는 더 빠르고 크게 발생했다.

중국 Millenial 4억명에 레깅스를 입히다.

최근 중국 여성 연예인/SNS 패션 리더들을 중심으로 “운동” 열풍이 빠르게 확산되고 있다. 중국 Millenial(20대~30대초반) 세대 아름다움의 기준이 “마름” => “건강함”으로 이동하고, 헬스장은 운동 외에도, 새로운 인맥을 만드는 곳으로 변하는 중이다.

운동복들은 활동성을 위해 스파텍스 함량을 일반 의류(0~2%) 대비 높게(10~20%) 첨가하기 때문에, 운동복의 성장률 증가는 스파텍스 수요를 급격하게 늘리게 된다.

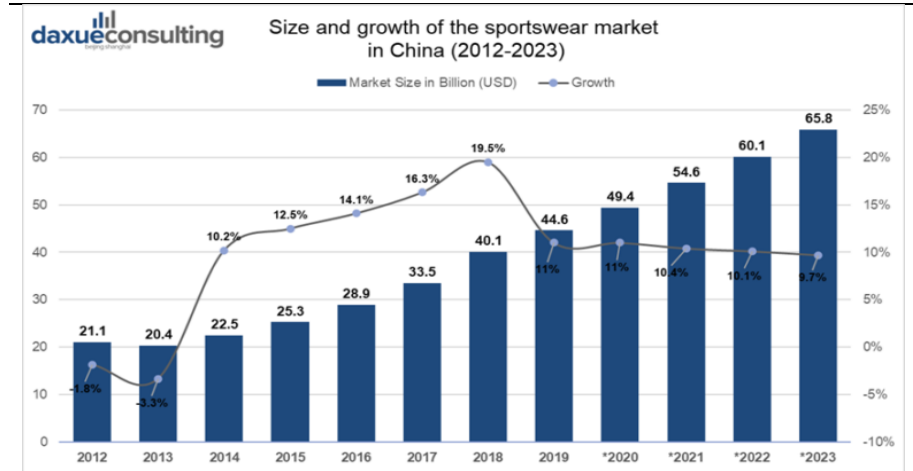
투자의견 BUY, 목표주가 100만원

투자의견 BUY, 목표주가 100만원을 제시한다. 주가가 1년전 대비 +454% 상승했지만, 여전히 상승여력이 있어 보인다. 1) 아직도 주가는 2021년 기준 PER 6배 수준이며, 2) 증설은 4Q에 시작되는데, 지연된 물량이 들어오는 수준이다. 3) 시황이 좋아진 4Q20부터 추가 증설이 시작되었을텐데, 이는 2022년 상반기 물량이고, 현재의 수요는 4Q20 당시 보다 높아 부족할 것이다. 2022년 상반기까지도 스파텍스 슈퍼사이클은 지속될 것으로 판단된다.

[그림7] 중국 Sportswear market 시장 성장률

Daxue Consulting의 중국 Sports 의류 시장 전망 (2020년 10월)

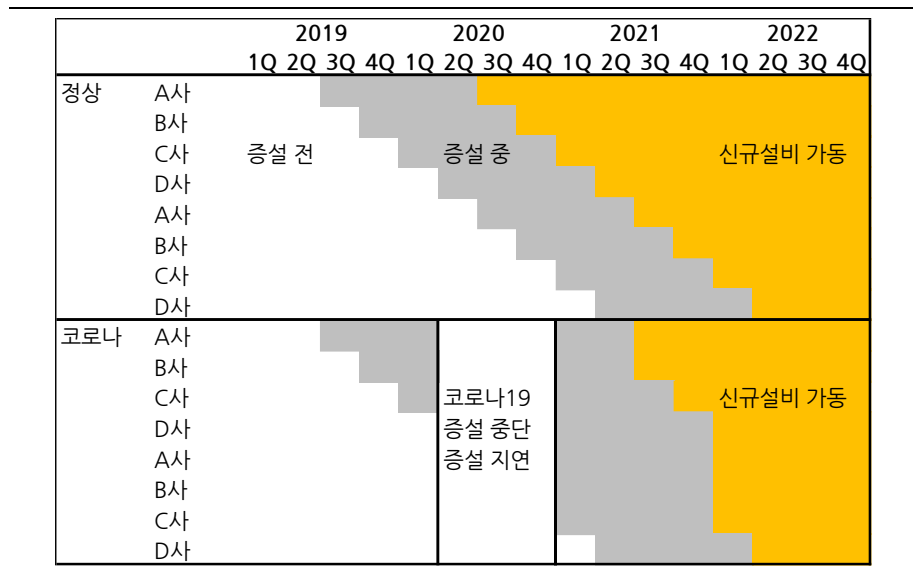
2020년 12월 기사에는 현재 수요 성장률 11% => 17%로 수정



자료: 한화투자증권 리서치센터, Daxue Consulting

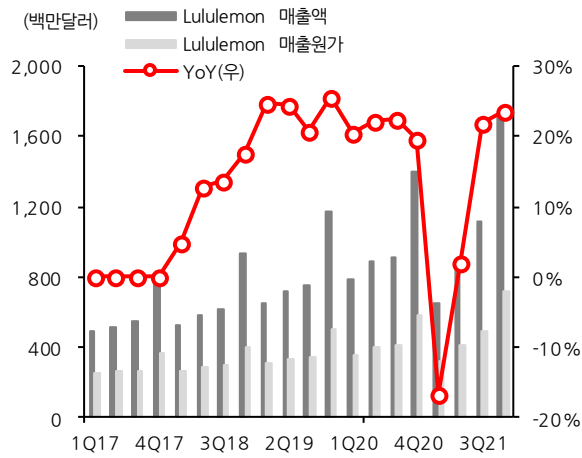
[그림8] 코로나로 인한 증설 지연

4Q21~1Q22, 스판덱스 증설 들어오더라도, 이는 2019/20 년 수요 증가율을 기본으로 한, 현재 수요증가율 대비 낮은 수준의 증설일 것



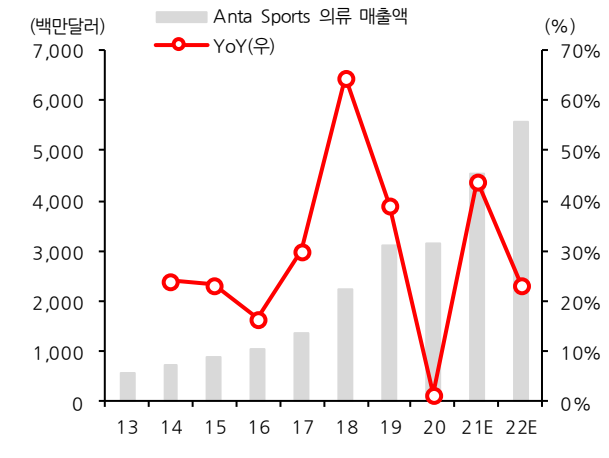
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림9] Lululemon 분기별 실적추이



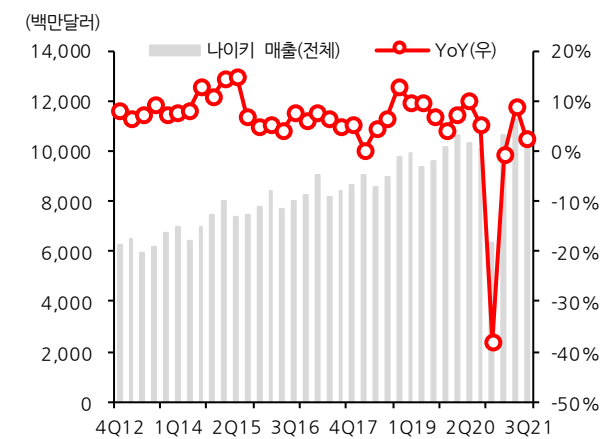
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] Anta Sports 연도별 매출 추이 및 전망



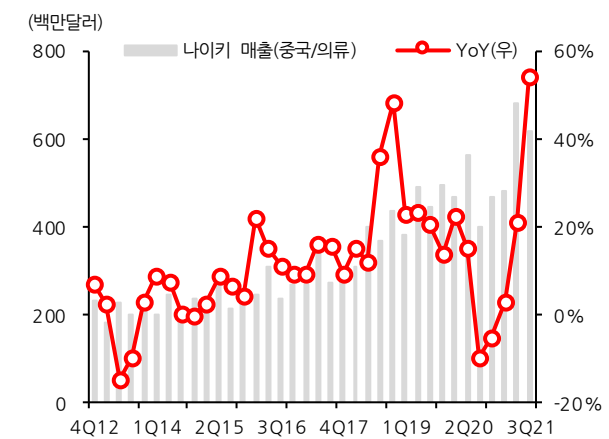
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 나이키 분기별 매출 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 나이키 분기별 중국 의류 매출 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

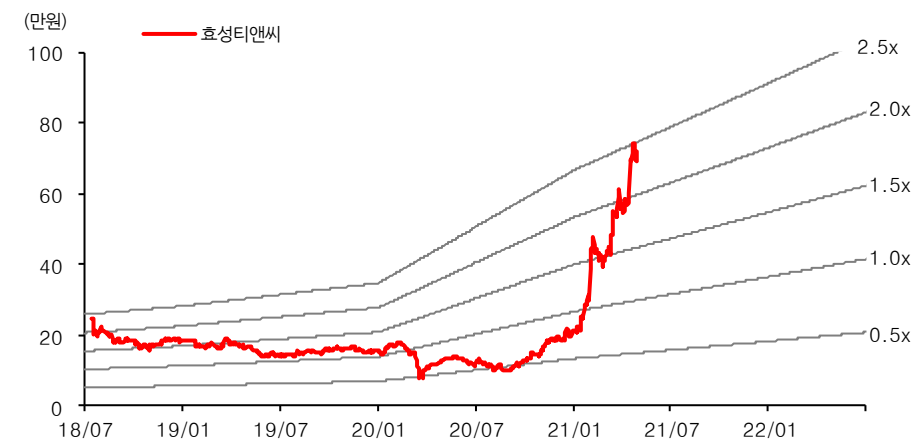
[표3] 효성티앤씨 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,387.7	1,005.9	1,301.8	1,466.2	1,618.2	1,854.2	1,792.9	1,721.3	5,161.6	6,986.6	7,009.1
QoQ(%)	-5.6%	-27.5%	29.4%	12.6%	10.4%	14.6%	-3.3%	-4.0%			
YoY(%)	-1.6%	-34.3%	-17.1%	-0.3%	16.6%	84.3%	37.7%	17.4%	-13.7%	35.4%	0.3%
섬유	579.3	410.2	610.3	708.3	831.8	899.4	848.9	815.5	2,308.1	3,395.6	3,295.3
무역/기타	808.4	595.7	691.4	757.9	786.4	954.8	944.1	905.8	2,853.4	3,591.0	3,713.8
영업이익	78.5	-8.2	66.2	130.1	246.8	274.8	259.0	225.0	266.6	1,005.5	832.6
영업이익률(%)	5.7%	-0.8%	5.1%	8.9%	15.3%	14.8%	14.4%	13.1%	5.2%	14.4%	0.0%
QoQ(%)	-6.1%	적전	후전	96.6%	89.7%	11.3%	-5.8%	-13.1%			
YoY(%)	43.5%	적전	-28.2%	55.6%	214.4%	후전	291.4%	72.9%	-17.4%	277.2%	-17.2%
섬유	70.3	-1.7	63.2	125.0	226.9	258.3	242.6	209.1	256.7	936.9	768.1
영업이익률(%)	12.1%	-0.4%	10.4%	17.6%	27.3%	28.7%	28.6%	25.6%	23.3%	23.1%	23.2%
무역/기타	8.3	-6.5	3.0	5.1	19.9	16.5	16.4	15.9	9.8	68.7	64.5
영업이익률(%)	1.0%	-1.1%	0.4%	0.7%	2.5%	1.7%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
당기순이익	26.3	-19.5	50.7	110.8	180.1	200.0	188.3	163.0	168.3	731.5	603.6
지배순이익	20.7	-13.8	41.5	88.4	140.2	155.7	146.6	126.9	136.8	569.3	469.7
순이익률(%)	1.9%	-1.9%	3.9%	7.6%	11.1%	10.8%	10.5%	9.5%	3.3%	10.5%	8.6%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 효성티앤씨 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,983	5,162	6,987	7,009	7,015
매출총이익	564	499	1,302	1,130	1,138
영업이익	323	267	1,006	833	840
EBITDA	524	478	1,223	1,057	1,071
순이자손익	-74	-49	-28	-23	-18
외화관련손익	-26	18	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	230	224	971	802	814
당기순이익	122	168	731	604	613
지배주주순이익	93	137	569	470	477
증가율(%)					
매출액	78.1	-13.7	35.4	0.3	0.1
영업이익	158.2	-17.5	277.2	-17.2	0.9
EBITDA	128.8	-8.9	156.0	-13.6	1.4
순이익	287.4	37.9	334.7	-17.5	1.6
이익률(%)					
매출총이익률	9.4	9.7	18.6	16.1	16.2
영업이익률	5.4	5.2	14.4	11.9	12.0
EBITDA 이익률	8.8	9.3	17.5	15.1	15.3
세전이익률	3.8	4.3	13.9	11.4	11.6
순이익률	2.0	3.3	10.5	8.6	8.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	350	565	686	703	706
당기순이익	230	224	731	604	613
자산상각비	201	211	218	224	231
운전자본증감	-52	152	-105	5	-7
매출채권 감소(증가)	-2	69	-127	4	-10
재고자산 감소(증가)	1	156	-74	2	-5
매입채무 증가(감소)	-34	-74	95	-3	8
투자현금흐름	-195	-58	-94	-94	-95
유형자산처분(취득)	-207	-51	-80	-80	-80
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	1	1	-1	-1	-1
재무현금흐름	-152	-470	-177	-243	-243
차입금의 증가(감소)	-138	-456	-155	-200	-200
자본의 증가(감소)	-15	-17	-22	-43	-43
배당금의 지급	-15	-17	-22	-43	-43
총현금흐름	529	499	791	698	712
(-)운전자본증가(감소)	35	-168	105	-5	7
(-)설비투자	207	54	80	80	80
(+)자산매각	-1	1	-2	-2	-2
Free Cash Flow	285	614	604	621	624
(-)기타투자	4	23	11	12	12
잉여현금	281	592	593	609	612
NOPLAT	171	201	757	627	633
(+) Dep	201	211	218	224	231
(-)운전자본투자	35	-168	105	-5	7
(-)Capex	207	54	80	80	80
OpFCF	130	526	790	776	777

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,470	1,271	1,891	2,254	2,641
현금성자산	101	137	553	919	1,288
매출채권	817	710	837	833	844
재고자산	524	355	429	427	432
비유동자산	1,754	1,553	1,429	1,298	1,162
투자자산	207	274	285	297	309
유형자산	1,455	1,249	1,111	967	816
무형자산	92	31	33	35	37
자산총계	3,224	2,824	3,320	3,552	3,802
유동부채	2,074	1,682	1,626	1,427	1,239
매입채무	595	512	607	604	611
유동성이자부채	1,393	1,068	913	713	513
비유동부채	567	427	431	436	440
비유동이자부채	455	312	312	312	312
부채총계	2,641	2,109	2,057	1,862	1,679
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	406	404	404	404	404
이익잉여금	103	228	776	1,202	1,636
자본조정	-42	-52	-52	-52	-52
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	583	715	1,263	1,690	2,123

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	21,510	31,610	131,542	108,544	110,246
BPS	112,984	138,867	265,423	363,967	464,213
DPS	2,000	5,000	10,000	10,000	10,000
CFPS	122,165	115,322	182,787	161,337	164,634
ROA(%)	2.9	4.5	18.5	13.7	13.0
ROE(%)	20.9	25.1	65.1	34.5	26.6
ROIC(%)	7.5	9.5	39.7	34.4	37.5
Multiples(x, %)					
PER	7.2	6.7	5.5	6.7	6.6
PBR	1.4	1.5	2.7	2.0	1.6
PSR	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4
PCR	1.3	1.8	4.0	4.5	4.4
EV/EBITDA	4.6	4.5	3.1	3.1	2.5
배당수익률	1.3	2.4	1.4	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	453.1	294.8	162.8	110.2	79.1
Net debt/Equity	299.6	173.8	53.2	6.3	-21.8
Net debt/EBITDA	333.2	260.2	54.9	10.0	-43.2
유동비율	70.9	75.6	116.3	157.9	213.1
이자보상배율(배)	4.2	5.0	31.8	30.8	37.9
자산구조(%)					
투자자본	88.2	82.4	69.3	59.1	50.3
현금+투자자산	11.8	17.6	30.7	40.9	49.7
자본구조(%)					
차입금	76.0	65.9	49.2	37.8	28.0
자기자본	24.0	34.1	50.8	62.2	72.0



효성화학 (298000)

하반기 베트남 증설이 더 기대되는 이유

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (신규)

목표주가(신규): 490,000원

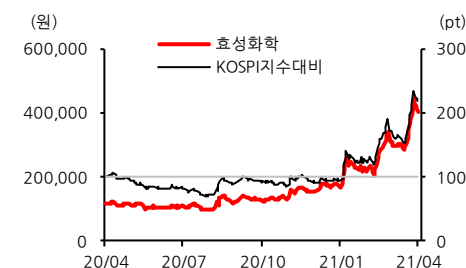
현재 주가(4/30)	405,000원
상승여력	▲21.0%
시가총액	12,920억원
발행주식수	3,190천주
52 주 최고가 / 최저가	446,500 / 97,600원
90 일 일평균 거래대금	335.09억원
외국인 지분율	9.3%
주주 구성	
효성 (외 7 인)	43.8%
국민연금공단 (외 1 인)	12.6%
KB 자산운용 (외 1 인)	7.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	30.2	145.5	221.4	252.2
상대수익률(KOSPI)	27.7	139.7	182.6	190.5

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,817	2,389	2,578	2,610
영업이익	61	271	321	321
EBITDA	238	513	621	621
지배주주순이익	-12	173	217	218
EPS	-3,641	54,305	67,947	68,340
순차입금	1,611	1,683	1,501	1,319
PER	-43.0	7.5	6.0	5.9
PBR	1.2	2.2	1.7	1.3
EV/EBITDA	8.9	5.8	4.5	4.2
배당수익률	n/a	1.2	1.2	1.2
ROE	-2.7	35.4	32.1	24.8

주가 추이



효성화학의 주력사업은 LPG 를 원료로 (건설용)PP 를 생산하는 PDH 이며, TPA(섬유 중간재), NF3(반도체시각), 필름(IT/전자) 등 다양한 전방을 위한 특수 화학제품을 생산한다.

1Q21 영업이익 611억원. 컨센 +25%

1Q1Q21 OP는 611억원(QoQ +204%, YoY +392%)으로 컨센서스를 +25% 상회했다. PP/DH 영업이익률은 12%였는데, 1/3에 해당되는 베트남 공장이 시운전 및 프로필렌 조달 문제로 적자를 기록했음을 감안, 실제 영업이익률은 20%에 육박했을 것으로 판단된다.

IT 전방 호조로, 필름사업부의 강세(OPM '19(4%) => 1Q21(13%))는 지속되고 있으며, 네오캠(NF3)도 부생가스 가공/판매에 성공하며 OPM 18.1%(YoY +5.4%p)로 개선되었다.

하반기 베트남 증설이 더 기대되는 이유

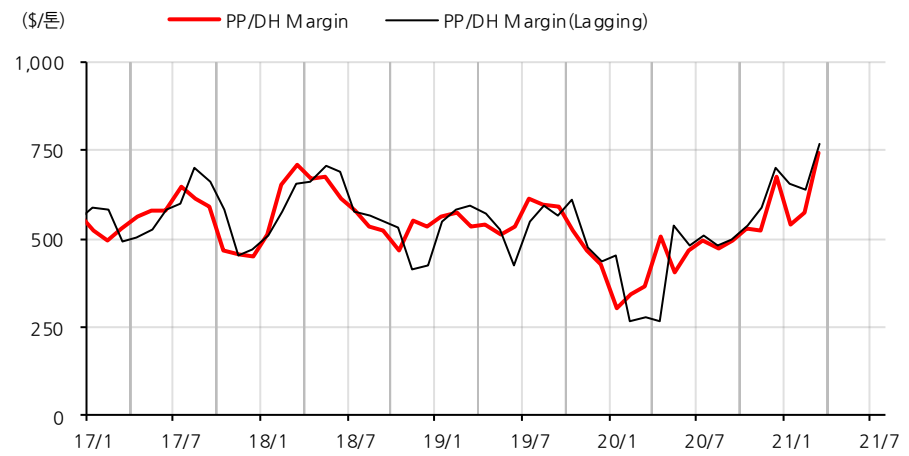
동사의 PP/DH사업은 2017~2020년, 매출/영업이익 비중에서 각각 53%/93%를 차지한다. 베트남 증설(60만톤/년) 시, PP/DH Capa는 단숨에 2배로 뛰어 전사 영업이익 체력이 두배가 된다.

더 기대되는 이유는: 1) 인건/운송/전력비 절감할 수 있고, 2) 베트남의 외국 투자자 감세 정책으로 15년간 낮은 세율을 부과 받기 때문이다. (4년 0%, 9년 5%, 2년 10%). 3) 국가별 수출 관세도 차이가 있다. 한국에서 PP를 중/일본에 수출하면 6.5%의 관세를 부과해야 하지만, 베트남에서 수출할 경우 무관세다. 4) 한국과 다르게 LPG를 직접 수입하기 도해, 추가적인 원가 절감을 기대해 볼 수 있겠다.

투자의견 BUY, 목표주가 49만원

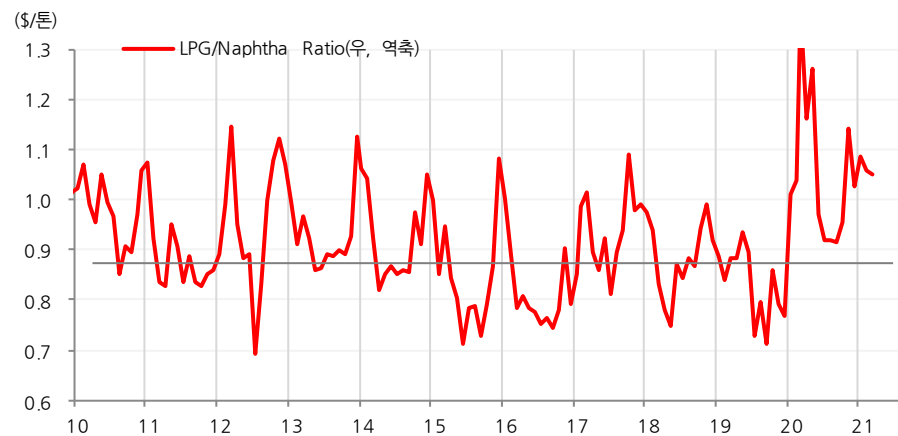
투자의견 BUY, 목표주가 49만원을 제시한다. 목표주가는 2021~22년 평균 EPS(12만원)에 목표 PER 8배를 적용했다. 최근 급등한 시황은 하반기 조정되었으나, 여타 NCC 대비 강점은 효성화학이 특화된 건설 전방 수요가 안정적이라는 점과 원유 생산 늘어나며 LPG가격이 안정화될 수 있다는 점이다. 시황에 따라 이익 레버리지가 커, 베트남 증설 현황 및 PP/LPG 시황을 주의하며 투자할 필요가 있겠다.

[그림14] PP/DH 마진



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] LPG, 최근 납사대비 강세



자료: 한화투자증권 리서치센터

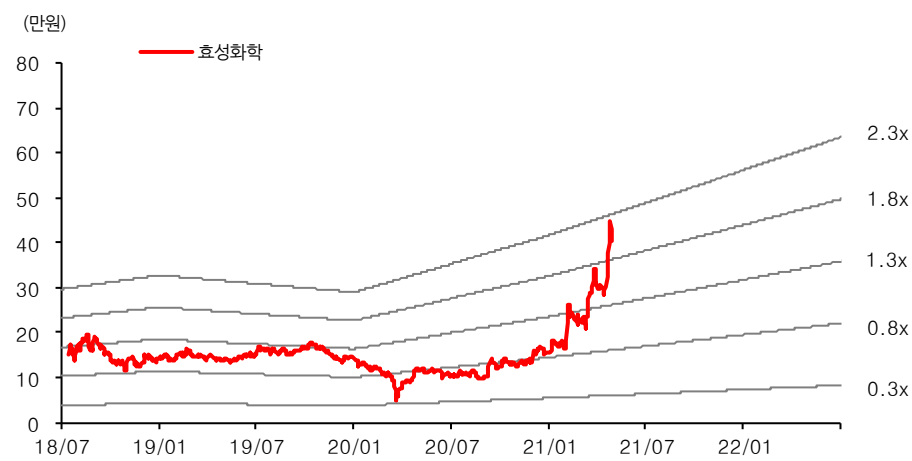
[표4] 효성화학 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	424.8	429.3	487.3	475.7	591.2	557.8	610.9	628.8	1,817.2	2,388.8	2,577.6
QoQ(%)	1.8%	1.1%	13.5%	-2.4%	24.3%	-5.6%	9.5%	2.9%			
YoY(%)	-5.9%	-12.0%	6.9%	14.1%	39.2%	29.9%	25.4%	32.2%	0.3%	31.5%	7.9%
PP/PDH	210.4	242.1	285.0	270.1	357.1	341.6	396.8	421.3	1,007.6	1,516.9	1,736.9
기타	214.5	187.2	202.3	205.6	234.1	216.2	214.1	207.5	809.6	871.8	840.8
영업이익	12.4	3.6	24.9	20.1	61.1	73.3	73.9	62.7	60.9	271.1	321.4
영업이익률(%)	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	10.3%	13.1%	12.1%	10.0%	3.4%	11.3%	12.5%
QoQ(%)	-48.9%	-71.2%	596.3%	-19.2%	204.1%	20.0%	0.8%	-15.2%			
YoY(%)	-50.3%	-92.8%	-54.8%	-17.3%	392.5%	1954.0%	197.3%	212.1%	-60.4%	344.9%	18.6%
PP/PDH	4.8	-5.3	11.6	9.5	43.7	56.9	54.1	44.0	20.6	198.7	235.0
영업이익률(%)	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	12.2%	16.7%	13.6%	10.4%	2.0%	13.1%	13.5%
기타	7.6	8.8	13.3	10.6	17.4	16.4	19.8	18.7	40.3	72.3	86.4
영업이익률(%)	3.5%	4.7%	6.6%	5.2%	7.4%	7.6%	9.3%	9.0%	5.0%	8.3%	10.3%
당기순이익	1.1	-13.0	6.3	-6.1	41.9	45.9	46.9	38.6	-11.6	173.2	216.8
지배순이익	1.1	-13.0	6.3	-6.1	41.9	45.9	46.9	38.6	-11.6	173.2	216.8
순이익률(%)	0.2%	-3.0%	1.3%	-1.3%	7.1%	8.2%	7.7%	6.1%	-0.6%	7.3%	8.4%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 효성화학 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,812	1,817	2,389	2,578	2,610
매출총이익	244	153	391	451	452
영업이익	154	61	271	321	321
EBITDA	311	238	513	621	621
순이자손익	-36	-43	-43	-42	-40
외화관련손익	-14	0	0	0	0
지분법손익	4	2	1	1	1
세전계속사업손익	110	3	220	264	266
당기순이익	88	-12	173	217	218
지배주주순이익	88	-12	173	217	218
증가율(%)					
매출액	62.3	0.3	31.5	7.9	1.3
영업이익	136.8	-60.4	344.9	18.6	-0.1
EBITDA	101.2	-23.6	115.8	21.1	-0.1
순이익	330.6	적전	흑전	25.1	0.6
이익률(%)					
매출총이익률	13.4	8.4	16.4	17.5	17.3
영업이익률	8.5	3.4	11.3	12.5	12.3
EBITDA 이익률	17.2	13.1	21.5	24.1	23.8
세전이익률	6.1	0.2	9.2	10.3	10.2
순이익률	4.8	-0.6	7.3	8.4	8.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	163	168	338	519	519
당기순이익	110	3	173	217	218
자산상각비	157	177	242	300	300
운전자본증감	-98	-25	-75	2	1
매출채권 감소(증가)	29	-33	-78	1	0
재고자산 감소(증가)	0	-20	-56	1	0
매입채무 증가(감소)	-30	17	58	-1	0
투자현금흐름	-552	-554	-413	-323	-323
유형자산처분(취득)	-481	-556	-410	-320	-320
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	1	-2	-2	-2
재무현금흐름	352	357	120	-86	-96
차입금의 증가(감소)	356	373	120	-70	-80
자본의 증가(감소)	-3	-16	0	-16	-16
배당금의 지급	-3	-16	0	-16	-16
총현금흐름	303	260	412	517	518
(-)운전자본증가(감소)	80	-98	78	-2	-1
(-)설비투자	481	556	410	320	320
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-258	-198	-75	199	199
(-)기타투자	88	122	-3	0	1
잉여현금	-346	-320	-73	198	199
NOPLAT	123	-207	212	264	263
(+) Dep	157	177	242	300	300
(-)운전자본투자	80	-98	78	-2	-1
(-)Capex	481	556	410	320	320
OpFCF	-281	-487	-34	245	245

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	446	436	617	728	831
현금성자산	52	64	112	224	326
매출채권	150	220	298	297	297
재고자산	128	143	199	198	198
비유동자산	1,617	1,982	2,151	2,172	2,194
투자자산	96	35	37	38	40
유형자산	1,448	1,923	2,091	2,111	2,131
무형자산	73	23	23	23	23
자산총계	2,064	2,417	2,768	2,900	3,025
유동부채	431	628	814	814	816
매입채무	207	279	337	336	336
유동성이자부채	187	308	438	438	438
비유동부채	1,177	1,387	1,378	1,309	1,230
비유동이자부채	1,161	1,367	1,357	1,287	1,207
부채총계	1,609	2,015	2,192	2,123	2,046
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329	329
이익잉여금	98	68	241	442	644
자본조정	12	-10	-10	-10	-10
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	455	402	576	776	978

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	27,530	-3,641	54,305	67,947	68,340
BPS	142,536	126,125	180,429	243,376	306,717
DPS	5,000	0	5,000	5,000	5,000
CFPS	94,928	81,357	129,258	161,943	162,347
ROA(%)	4.7	-0.5	6.7	7.6	7.4
ROE(%)	21.4	-2.7	35.4	32.1	24.8
ROIC(%)	8.2	-11.1	10.0	11.7	11.6
Multiples(x, %)					
PER	5.2	-43.0	7.5	6.0	5.9
PBR	1.0	1.2	2.2	1.7	1.3
PSR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
PCR	1.5	1.9	3.1	2.5	2.5
EV/EBITDA	5.6	8.9	5.8	4.5	4.2
배당수익률	3.5	n/a	1.2	1.2	1.2
안정성(%)					
부채비율	353.8	500.8	380.9	273.5	209.1
Net debt/Equity	285.0	400.3	292.5	193.4	134.8
Net debt/EBITDA	416.4	677.2	328.0	241.6	212.3
유동비율	103.4	69.4	75.8	89.3	101.8
이자보상배율(배)	4.2	1.4	6.3	7.6	7.9
자산구조(%)					
투자자본	92.2	95.3	93.8	89.6	86.2
현금+투자자산	7.8	4.7	6.2	10.4	13.8
자본구조(%)					
차입금	74.8	80.6	75.7	69.0	62.7
자기자본	25.2	19.4	24.3	31.0	37.3

[Compliance Notice]

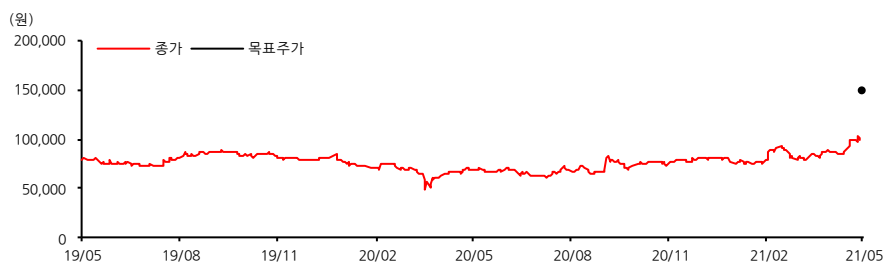
(공표일: 2021년 05월 03일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[효성 주가와 목표주가 추이]



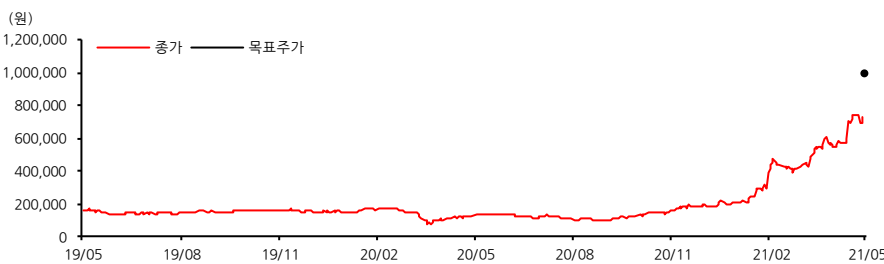
[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.03				
투자의견	투자등급변경	Buy				
목표가격		150,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.03	Buy	150,000		

[효성티앤씨 주가와 목표주가 추이]



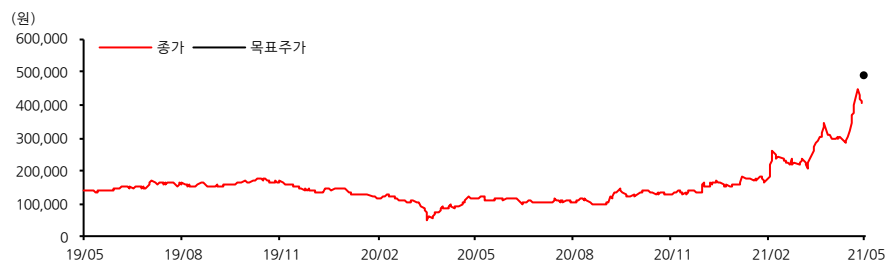
[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.05.03				
투자의견	Buy				
목표가격	1,000,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.03	Buy	1,000,000		

[효성화학 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.05.03					
투자의견	Buy					
목표가격	490,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.03	Buy	490,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%