



효성화학 (298000)

잠시 쉬어가는 구간

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 02-3772-7617

Buy (유지)

목표주가(하향): 370,000원

현재 주가(10/29)	287,500원
상승여력	28.7%
시가총액	9,172억원
발행주식수	3,190천주
52 주 최고가 / 최저가	448,000 / 126,000원
90 일 일평균 거래대금	169.16억원
외국인 지분율	9.5%
주주 구성	
효성 (외 7 인)	43.8%
국민연금공단 (외 1 인)	9.8%
KB 자산운용 (외 1 인)	5.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-22.8	-29.7	-30.5	125.5
상대수익률(KOSPI)	-19.9	-21.3	-24.1	97.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,817	2,540	2,953	3,094
영업이익	61	210	265	359
EBITDA	238	452	565	659
지배주주순이익	-12	126	169	248
EPS	-3,641	39,506	52,955	77,733
순차입금	1,611	1,808	1,620	1,333
PER	-43.0	7.3	5.4	3.7
PBR	1.2	1.7	1.3	1.0
EV/EBITDA	8.9	6.0	4.5	3.4
배당수익률	-	1.7	1.7	1.7
ROE	-2.7	27.1	27.9	31.1

주가 추이



3Q 영업이익 329억원. 컨센 -48%

3Q OP는 329억원(QoQ -54%, YoY +32%)으로, 컨센서스 633억원을 소폭 하회했다. QoQ 감익(-384억원)은 대부분 PDH에서 발생했는데, 이는 1) 전반적인 PP 공급과잉, 2) 9월 PDH 화재, 3) 수출비 상승 등에 기인한다. 4) 베트남 공장 PP도 적자폭 확대되었다(QoQ -105억원). 동남아 코로나 확산에 베트남 공장 PP 판매 부진 영향이다.

* 전반적인 3Q 일회성 비용((2),(3),(4))은 -250억원 수준이었다.

4Q 영업이익 442억원 추정. LPG 상승은 부담

4Q OP는 442억원(QoQ +34%, YoY +120%)을 전망한다. 3Q 일회성 비용(-250억원) 제거되었지만, 4Q에 추가적인 정기보수가 계획되었기 때문이다(한국(PDH #1, #3)/베트남(PDH #2)).

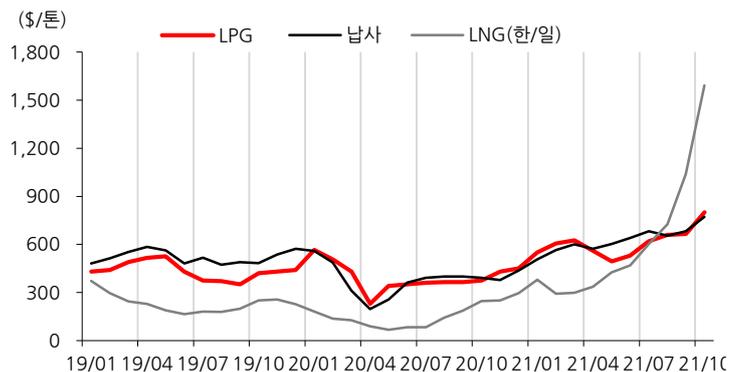
천연가스와의 동반될 LPG 상승도 부담이다. 10월 LPG 가격은 800\$/톤 (MoM +135\$/톤)으로, 10월 납사 가격 772\$/톤(MoM +91\$/톤) 및 상승폭을 상회했다. 또한, 최근 정유사들의 가동률 회복에 프로필렌 공급도 늘어나고 있다.

투자의견 BUY(유지), 목표주가 37만원(하향)

2022년 EPS 추정치 하향에, TP를 49만원 => 37만원으로 하향한다. Target PER 7배는 유지한다.

실적 회복은 1) 베트남 공장 Full 가동, 2) 동남아 고객 코로나 안정화, 3) LNG 가격 안정화로 LPG 가격이 안정되는 2Q22로 전망한다.

[그림 1] <LNG 강세에 원재료인 LPG 동반 상승세>



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

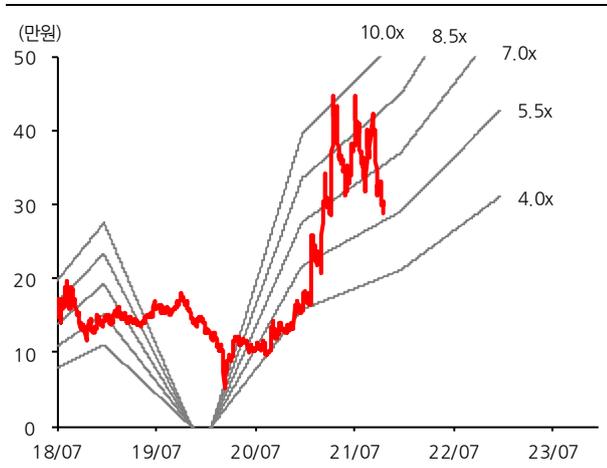
[표1] 효성화학 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	424.8	429.3	487.3	475.7	591.2	619.2	630.6	698.9	1,817.2	2,539.8	2,952.8
QoQ(%)	1.8%	1.1%	13.5%	-2.4%	24.3%	4.7%	1.8%	10.8%			
YoY(%)	-5.9%	-12.0%	6.9%	14.1%	39.2%	44.2%	29.4%	46.9%	0.3%	39.8%	16.3%
PP/PDH	210.4	242.1	285.0	270.1	357.1	388.5	375.7	449.0	1,007.6	1,570.3	1,913.8
기타	214.5	187.2	202.3	205.6	234.1	230.6	254.9	249.9	809.6	969.5	1,039.1
영업이익	12.4	3.6	24.9	20.1	61.1	71.3	32.9	44.2	60.9	209.5	264.6
영업이익률(%)	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	10.3%	11.5%	5.2%	6.3%	3.4%	8.2%	9.0%
QoQ(%)	-48.9%	-71.2%	596.3%	-19.2%	204.2%	16.7%	-53.9%	34.3%			
YoY(%)	-50.3%	-92.8%	-54.8%	-17.3%	392.5%	1898.0%	32.3%	119.9%	-60.4%	243.9%	26.3%
PP/PDH	4.8	-5.3	11.6	9.5	43.7	54.8	15.6	29.9	20.6	144.0	197.5
영업이익률(%)	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	12.2%	14.1%	4.2%	6.7%	2.0%	9.2%	10.3%
기타	7.6	8.8	13.3	10.6	17.4	16.6	17.3	14.3	40.3	65.6	67.1
영업이익률(%)	3.5%	4.7%	6.6%	5.2%	7.4%	7.2%	6.8%	5.7%	5.0%	6.8%	6.5%
당기순이익	1.1	-13.0	6.3	-6.1	41.9	46.8	14.0	23.3	-11.6	126.0	168.9
순이익률(%)	0.2%	-3.0%	1.3%	-1.3%	7.1%	7.6%	2.2%	3.3%	-0.6%	5.0%	5.7%

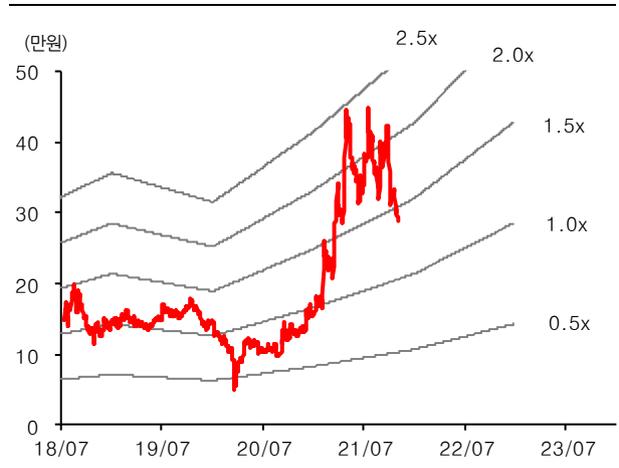
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 효성화학 12M 선행 PER 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 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	2,540	2,953	3,094
매출총이익	244	153	324	413	514
영업이익	154	61	210	265	359
EBITDA	311	238	452	565	659
순이자손익	-36	-43	-38	-44	-41
외화관련손익	-14	0	-4	0	0
지분법손익	4	2	1	1	1
세전계속사업손익	110	3	171	206	302
당기순이익	88	-12	126	169	248
지배주주순이익	88	-12	126	169	248
증가율(%)					
매출액	62.3	0.3	39.8	16.3	4.8
영업이익	136.8	-60.4	243.9	26.3	35.5
EBITDA	101.2	-23.6	90.1	24.9	16.6
순이익	330.6	적전	흑전	34.0	46.8
이익률(%)					
매출총이익률	13.4	8.4	12.7	14.0	16.6
영업이익률	8.5	3.4	8.2	9.0	11.6
EBITDA 이익률	17.2	13.1	17.8	19.1	21.3
세전이익률	6.1	0.2	6.7	7.0	9.8
순이익률	4.8	-0.6	5.0	5.7	8.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	163	168	314	454	543
당기순이익	110	3	155	169	248
자산상각비	157	177	243	300	300
운전자본증감	-98	-25	-62	-14	-4
매출채권 감소(증가)	29	-33	-60	-27	-10
재고자산 감소(증가)	0	-20	-57	-17	-6
매입채무 증가(감소)	-30	17	86	29	10
투자현금흐름	-552	-554	-429	-250	-241
유형자산처분(취득)	-481	-556	-474	-250	-240
무형자산 감소(증가)	0	0	-2	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	1	51	0	0
재무현금흐름	352	357	158	-116	-116
차입금의 증가(감소)	356	373	158	-100	-100
자본의 증가(감소)	-3	-16	0	-16	-16
배당금의 지급	3	16	0	16	16
총현금흐름	303	260	406	468	547
(-)운전자본증가(감소)	80	-98	100	14	4
(-)설비투자	481	556	474	250	240
(+)자산매각	0	0	-1	0	0
Free Cash Flow	-258	-198	-169	204	303
(-)기타투자	88	122	-33	0	0
잉여현금	-346	-320	-136	204	303
NOPLAT	123	-207	161	217	294
(+) Dep	157	177	243	300	300
(-)운전자본투자	80	-98	100	14	4
(-)Capex	481	556	474	250	240
OpFCF	-281	-487	-170	253	350

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	446	436	595	728	931
현금성자산	52	64	62	150	337
매출채권	150	220	316	343	352
재고자산	128	143	201	218	224
비유동자산	1,617	1,982	2,206	2,158	2,099
투자자산	96	35	31	32	33
유형자산	1,448	1,923	2,153	2,103	2,043
무형자산	73	23	22	22	22
자산총계	2,064	2,417	2,802	2,886	3,030
유동부채	431	628	832	863	875
매입채무	207	279	343	372	383
유동성이자부채	187	308	450	450	450
비유동부채	1,177	1,387	1,442	1,342	1,242
비유동이자부채	1,161	1,367	1,420	1,320	1,220
부채총계	1,609	2,015	2,274	2,205	2,117
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329	329
이익잉여금	98	68	193	346	578
자본조정	12	-10	-10	-10	-10
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	455	402	528	681	913

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	27,530	-3,641	39,506	52,955	77,733
BPS	142,536	126,125	165,497	213,452	286,185
DPS	5,000	0	5,000	5,000	5,000
CFPS	94,928	81,357	127,369	146,793	171,575
ROA(%)	4.7	-0.5	4.8	5.9	8.4
ROE(%)	21.4	-2.7	27.1	27.9	31.1
ROIC(%)	8.2	-11.1	7.4	9.4	13.0
Multiples(x, %)					
PER	5.2	-43.0	7.3	5.4	3.7
PBR	1.0	1.2	1.7	1.3	1.0
PSR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
PCR	1.5	1.9	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	5.6	8.9	6.0	4.5	3.4
배당수익률	3.5	-	1.7	1.7	1.7
안정성(%)					
부채비율	353.8	500.8	430.7	323.8	231.9
Net debt/Equity	285.0	400.3	342.4	237.9	146.0
Net debt/EBITDA	416.4	677.2	399.8	286.8	202.4
유동비율	103.4	69.4	71.5	84.4	106.4
이자보상배율(배)	4.2	1.4	5.5	6.1	8.7
자산구조(%)					
투하자본	92.2	95.3	96.1	92.6	85.7
현금+투자자산	7.8	4.7	3.9	7.4	14.3
자본구조(%)					
차입금	74.8	80.6	78.0	72.2	64.7
자기자본	25.2	19.4	22.0	27.8	35.3

[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 11월 01일)

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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[효성화학 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2021.05.03	2021.05.03	2021.07.01	2021.07.14	2021.08.12	2021.11.01
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	전우제	490,000	490,000	490,000	490,000	370,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.03	Buy	490,000	-25.79	-8.57
2021.11.01	Buy	370,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2021년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%