

효성화학 (298000)

1Q21부터 서프라이즈. 중장기 높은 투자수익률 가능 영역

1Q21 영업이익 컨센 62% 상회 예상

1Q21 영업이익은 423억원(QoQ +110%, YoY +241%)으로 컨센(261억원)을 62% 상회할 전망이다. 최근 글로벌 PP 강세로 PP/DH의 뚜렷한 개선이 예상되는 가운데, TAC필름 및 NF3 등 기타사업도 호조가 기대되기 때문이다. PTA는 적자 폭을 줄여가고 있다. PP/DH 영업이익은 287억원(OPM 8%)으로 기대치를 상회할 것이다. ① PP 강세로 베트남 법인 영업이익이 -100억원 내외에서 BEP까지 개선되며 ② 본사는 중국 건축용 PP 프리미엄 회복 및 가격 폭등이 나타난 유럽/북미향 판매 물량이 일부 반영되기 때문이다. PTA는 전분기 정전 피해로 인한 일회성 손실 제거로 적자폭이 줄어든다. 기타사업 영업이익은 164억원(QoQ +17%)을 전망한다. TAC, NF3, 필름 모두 호조를 보이고 있기 때문이다.

2Q21 영업이익 프로판 약세 전환으로 QoQ 41% 개선 전망

2Q21 영업이익은 599억원(QoQ +42%, YoY +1,573%)으로 대폭 개선을 전망한다. PP는 성수기 영향으로 강세가 지속되나, 원료 프로판은 난방 수요 종료로 약세가 예상되어 PP-프로판 스프레드가 개선될 것이며, PTA 또한 의류수요 회복으로 턴어라운드가 예상되기 때문이다.

TP 70% 상향. 중장기 높은 투자수익률 가능 영역

2021~22년 이익추정치 상향/멀티플 정상화에 근거해 TP를 22만원에서 37만원으로 70% 상향한다. 2021~22년 총 기업 가치 2.5조원(화학 가치 2.1조원+NF3 가치 0.37조원)에서 순차입금 1.34조원을 차감해 적정 시총을 1.2조원으로 산정했다. 현 주가에서 Upside는 60%다. 2021년 하반기에는 베트남 프로판 보관 설비 및 PDH 완공으로 정상적인 이익 창출이 가능할 전망이며, 2022년에는 베트남 증설 Full 반영으로 편안한 증익 구간을 맞이할 것으로 예상된다. 따라서, 2021~22년 영업이익은 각각 YoY +310%, +46% 증가할 전망이다. 추정치 기준 2021~22년 PER은 4.9배/3.1배에 불과해 극도의 저평가 상태다. 최근 PP 강세로 베트남의 흑자 전환 시점이 앞당겨질 가능성이 높다. 2022년까지의 편안한 증익 구간 진입을 감안하면 중장기적으로 높은 투자수익률이 기대된다. Conviction BUY를 제시한다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 370,000원(상향) | CP(3월12일): 236,000원

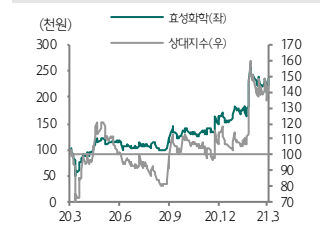
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,054.39
52주 최고/최저(원)	260,000/51,000
시가총액(십억원)	752.9
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	81.6
60일 평균 거래대금(십억원)	17.2
21년 배당금(예상, 원)	5,000
21년 배당수익률(예상, %)	2.12
외국인지분율(%)	8.56
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.76
국민연금공단	13.19
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.7) 74.8 149.5
상대	(2.2) 37.2 49.8

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,383.9	2,793.1
영업이익(십억원)	184.5	284.1
순이익(십억원)	99.9	177.9
EPS(원)	31,300	55,766
BPS(원)	167,827	219,083

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,812.5	1,817.2	2,494.7	3,022.6	3,137.1
영업이익	십억원	153.9	60.9	249.8	365.3	394.0
세전이익	십억원	110.0	3.4	200.9	315.9	345.5
순이익	십억원	87.8	(11.6)	152.7	240.1	262.6
EPS	원	27,530	(3,641)	47,867	75,262	82,304
증감율	%	148.94	적전	흑전	57.23	9.36
PER	배	5.25	(42.98)	4.93	3.14	2.87
PBR	배	1.01	1.24	1.35	0.96	0.73
EV/EBITDA	배	5.64	8.87	4.75	3.46	2.90
ROE	%	21.37	(2.71)	31.90	35.99	29.09
BPS	원	143,114	126,702	174,570	244,850	322,173
DPS	원	5,000	0	5,000	5,000	5,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 이재선

02-3771-3811

js.ha@hanafn.com

표 1. 효성화학 1Q21 실적 Preview

	1Q21F	4Q20	1Q20	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	587.1	475.7	424.8	38.2	23.4	525.0	11.8
영업이익	42.3	20.1	12.4	241.1	110.4	26.1	62.1
세전이익	31.1	-2.1	1.4	2,121.4	1,581.0	N/A	N/A
순이익	29.9	-6.1	1.1	2,618.2	590.2	9.8	205.1
영업이익률	7.2	4.2	2.9	4.3	3.0	5.0	2.2
세전이익률	5.3	-0.4	0.3	5.0	5.7	0.0	5.3
순이익률	5.1	-1.3	0.3	4.8	6.4	1.9	3.2

자료: 하나금융투자

표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

	2021F	2022F	변경전	변경후	차이
매출액	2,494.7	2,736.3	2,260.3	3,022.6	10.4
영업이익	249.8	304.6	230.4	365.3	8.4
세전이익	200.9	252.3	180.7	315.9	11.2
순이익	152.7	191.8	137.3	240.1	11.2
영업이익률	10.0	11.1	10.2	12.1	-0.2
세전이익률	8.1	9.2	8.0	10.5	0.1
순이익률	6.1	7.0	6.1	7.9	0.0

자료: 하나금융투자

그림 3. 효성화학 목표주가 산정 내역 SOTP

	2021년	2022년	2021~22년 평균	비고
영업가치 (A)+(B)	2,377	2,688	2,533	
화학사업 EBITDA	400	513	457	
화학사업 Target EV/EBITDA	5.0	4.5		Target Multiple 5배, 4.5배 적용
화학사업 영업가치 (A)	2,000	2,310	2,155	
NF3 EBITDA	63	63	63	
NF3 Target EV/EBITDA	6.0	6.0		SK머티리얼즈의 EV/EBITDA 10배 40% 할인
NF3 영업가치 (B)	377	378	378	
순차입금	1,444	1,239	1,342	연말 기준
총 기업가치	933	1,449	1,191	영업가치-순차입금
주식수(천주)	3,190	3,190	3,190	
주당 NAV	292,412	454,204	373,308	
목표주가	300,000	450,000	370,000	
현 주가	231,000	231,000	231,000	
Upside	30%	95%	60%	

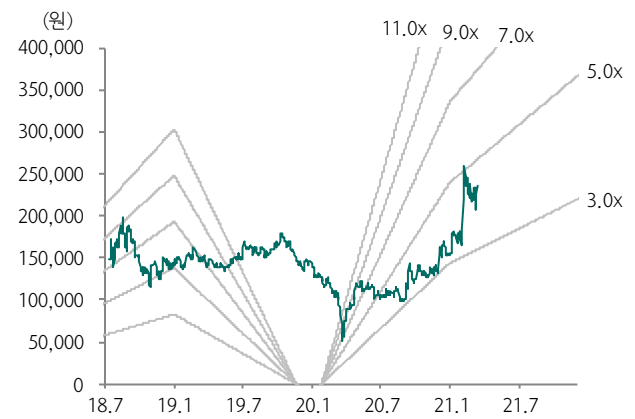
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성화학 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 효성화학 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 효성화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2020				FY2021F				FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F				
매출액	424.8	429.3	487.3	475.7	587.1	597.0	628.0	682.5	1,812.5	1,817.1	2,494.7	3,022.6
QoQ(%)	1.9%	1.0%	13.5%	-2.4%	23.4%	1.7%	5.2%	8.7%				
YoY(%)	-5.9%	-12.0%	6.9%	14.1%	38.2%	39.1%	28.9%	43.5%	-2.7%	0.3%	37.3%	21.2%
PP/DH	210.4	242.1	285.0	270.1	344.4	350.0	366.4	420.0	947.4	1,007.6	1,480.8	1,909.9
PTA	77.7	51.1	53.8	55.7	82.8	90.3	91.7	91.7	352.8	238.3	356.5	381.0
기타(NF3+필름 등)	131.4	133.2	146.0	147.2	157.3	154.1	167.2	168.2	512.4	557.8	646.7	721.0
영업이익	12.4	3.6	24.9	20.1	42.3	59.9	69.4	78.2	153.8	61.0	249.8	365.3
영업이익률(%)	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	7.2%	10.0%	11.1%	11.5%	8.5%	3.4%	10.0%	12.1%
QoQ(%)	-48.8%	-71.1%	595.5%	-19.3%	110.3%	41.6%	15.9%	12.7%				
YoY(%)	-50.3%	-92.8%	-54.8%	-17.1%	241.0%	1572.5%	178.8%	289.2%	40.9%	-60.4%	309.6%	46.2%
PP/DH	4.8	-5.3	11.6	9.5	28.7	42.0	48.7	56.2	133.8	20.6	175.6	270.8
영업이익률(%)	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	8.3%	12.0%	13.3%	13.4%	14.1%	2.0%	11.9%	14.2%
QoQ(%)	-82.5%	-210.4%	-318.9%	-18.1%	202.1%	46.2%	16.1%	15.4%				
YoY(%)	-77.1%	-113.4%	-74.6%	-65.5%	497.9%	-891.7%	320.0%	491.7%	24.7%	-84.6%	752.4%	54.2%
PTA	-0.8	-4.8	-1.7	-3.4	-2.8	1.2	1.5	1.5	8.1	-10.7	1.3	8.4
영업이익률(%)	-1.0%	-9.4%	-3.2%	-6.1%	-3.4%	1.4%	1.6%	1.6%	2.3%	-4.5%	0.4%	2.2%
QoQ(%)	-76.5%	500.0%	-64.6%	100.0%	-16.7%	-143.2%	20.3%	0.0%				
YoY(%)	-129.6%	-170.6%	-185.0%	0.0%	253.8%	-125.5%	-186.5%	-143.3%	6.4%	적전	흑전	526.7%
기타(NF3+필름 등)	8.4	13.7	15.0	14.0	16.4	16.7	19.2	20.5	11.9	51.1	72.9	86.1
영업이익률(%)	6.4%	10.3%	10.3%	9.5%	10.4%	10.8%	11.5%	12.2%	2.3%	9.2%	11.3%	11.9%
QoQ(%)	5900.0%	62.9%	9.6%	-6.7%	17.2%	1.7%	15.2%	6.8%				
YoY(%)	600.0%	332.9%	102.7%	9900.0%	95.4%	22.0%	28.2%	46.7%	흑전	329.2%	42.7%	18.1%
당기순이익	1.1	-13.0	6.3	-6.1	29.9	33.8	33.9	55.0	87.8	-11.6	152.7	240.1
QoQ(%)	-88.4%	적전	흑전	적전	흑전	12.9%	0.5%	62.1%				
YoY(%)	-92.2%	적전	-82.7%	적전	2745.9%	흑전	435.0%	흑전	100.7%	적전	흑전	57.2%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,812.5	1,817.2	2,494.7	3,022.6	3,137.1
매출원가	1,568.9	1,664.1	2,205.4	2,609.5	2,693.6
매출총이익	243.6	153.1	289.3	413.1	443.5
판매비	89.7	92.1	39.4	47.8	49.6
영업이익	153.9	60.9	249.8	365.3	394.0
금융손익	(45.6)	(48.3)	(48.9)	(49.4)	(48.5)
중속/관계기업손익	4.1	1.7	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.3)	(10.9)	0.0	0.0	0.0
세전이익	110.0	3.4	200.9	315.9	345.5
법인세	22.2	15.0	48.2	75.8	82.9
계속사업이익	87.8	(11.6)	152.7	240.1	262.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	87.8	(11.6)	152.7	240.1	262.6
지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주지분포괄이익	87.8	(11.6)	152.7	240.1	262.6
NOPAT	122.8	(206.9)	189.8	277.6	299.4
EBITDA	311.2	237.9	462.8	576.4	605.7
성장성(%)					
매출액증가율	62.29	0.26	37.28	21.16	3.79
NOPAT증가율	154.24	적전	흑전	46.26	7.85
EBITDA증가율	101.16	(23.55)	94.54	24.55	5.08
영업이익증가율	136.77	(60.43)	310.18	46.24	7.86
(지배주주)순이익증가율	330.39	적전	흑전	57.24	9.37
EPS증가율	148.94	적전	흑전	57.23	9.36
수익성(%)					
매출총이익률	13.44	8.43	11.60	13.67	14.14
EBITDA이익률	17.17	13.09	18.55	19.07	19.31
영업이익률	8.49	3.35	10.01	12.09	12.56
계속사업이익률	4.84	(0.64)	6.12	7.94	8.37

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	27,530	(3,641)	47,867	75,262	82,304
BPS	143,114	126,702	174,570	244,850	322,173
CPFS	87,972	76,643	144,995	180,610	189,796
EBITDAPS	97,558	74,563	145,065	180,680	189,866
SPS	568,150	569,630	781,999	947,474	983,389
DPS	5,000	0	5,000	5,000	5,000
주가지표(배)					
PER	5.25	(42.98)	4.93	3.14	2.87
PBR	1.01	1.24	1.35	0.96	0.73
PCFR	1.64	2.04	1.63	1.31	1.24
EV/EBITDA	5.64	8.87	4.75	3.46	2.90
PSR	0.25	0.27	0.30	0.25	0.24
재무비율(%)					
ROE	21.37	(2.71)	31.90	35.99	29.09
ROA	4.73	(0.52)	5.86	8.14	8.09
ROIC	8.32	(11.24)	9.58	14.05	15.06
부채비율	353.81	500.81	402.84	299.18	229.27
순부채비율	284.98	400.35	260.17	159.04	97.92
이자보상배율(배)	4.21	1.40	5.03	7.14	7.70

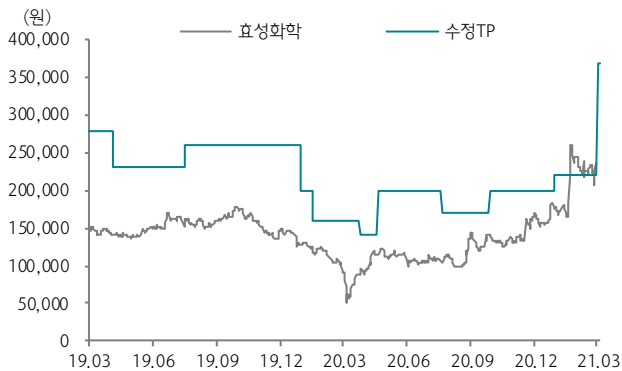
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	446.1	435.7	841.1	1,155.0	1,413.4
금융자산	51.8	64.2	331.0	537.0	772.0
현금성자산	46.1	10.2	256.9	447.1	678.7
매출채권	143.0	174.1	239.0	289.5	300.5
재고자산	127.5	143.2	196.5	238.1	247.1
기타유동자산	123.8	54.2	74.6	90.4	93.8
비유동자산	1,617.5	1,981.6	1,950.0	1,955.7	1,964.7
투자자산	85.5	18.0	24.7	29.9	31.1
금융자산	74.7	2.3	3.1	3.8	3.9
유형자산	1,448.3	1,923.3	1,885.0	1,885.5	1,893.3
무형자산	73.1	23.1	23.1	23.1	23.1
기타비유동자산	10.6	17.2	17.2	17.2	17.2
자산총계	2,063.5	2,417.4	2,791.1	3,110.7	3,378.1
유동부채	431.3	627.5	641.0	730.4	749.9
금융부채	187.1	307.9	208.0	209.2	209.4
매입채무	132.0	146.2	200.7	243.2	252.4
기타유동부채	112.2	173.4	232.3	278.0	288.1
비유동부채	1,177.5	1,387.5	1,595.0	1,601.0	1,602.2
금융부채	1,160.5	1,367.2	1,567.2	1,567.2	1,567.2
기타비유동부채	17.0	20.3	27.8	33.8	35.0
부채총계	1,608.8	2,015.0	2,236.0	2,331.4	2,352.1
지배주주지분	454.7	402.4	555.1	779.3	1,025.9
자본금	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
자본잉여금	329.0	329.0	329.0	329.0	329.0
자본조정	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
기타포괄이익누계액	13.5	(8.3)	(8.3)	(8.3)	(8.3)
이익잉여금	98.2	67.6	220.3	444.5	691.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	454.7	402.4	555.1	779.3	1,025.9
순금융부채	1,295.8	1,610.8	1,444.1	1,239.3	1,004.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	163.2	168.3	358.4	445.6	473.1
당기순이익	87.8	(11.6)	152.7	240.1	262.6
조정	17	20	21	21	21
감가상각비	157.3	176.9	213.0	211.1	211.7
외환거래손익	4.3	4.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.4)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(143.2)	(160.1)	(192.0)	(190.1)	(190.7)
영업활동 자산부채 변동	(98.1)	(25.0)	(7.2)	(5.6)	(1.2)
투자활동 현금흐름	(552.4)	(553.5)	(201.5)	(232.5)	(224.1)
투자자산감소(증가)	(75.5)	67.5	(6.7)	(5.2)	(1.1)
자본증가(감소)	(480.9)	(555.6)	(174.6)	(211.6)	(219.6)
기타	4.0	(65.4)	(20.2)	(15.7)	(3.4)
재무활동 현금흐름	351.7	356.8	100.1	(14.7)	(15.6)
금융부채증가(감소)	364.9	327.4	100.1	1.2	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.0)	45.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	(3.2)	(15.9)	0.0	(15.9)	(15.9)
현금의 증감	(33.2)	(28.4)	239.2	190.3	231.5
Unlevered CFO	280.6	244.5	462.6	576.2	605.5
Free Cash Flow	(317.6)	(387.4)	183.8	234.0	253.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.3.15	BUY	370,000		
21.1.13	BUY	220,000	-4.45%	18.18%
20.10.11	BUY	200,000	-27.19%	-8.75%
20.8.3	BUY	170,000	-31.24%	-15.29%
20.5.3	BUY	200,000	-44.81%	-39.00%
20.4.7	BUY	140,000	-26.71%	-13.93%
20.1.31	BUY	160,000	-37.98%	-21.25%
20.1.13	BUY	200,000	-36.52%	-34.25%
19.7.31	BUY	260,000	-40.40%	-30.96%
19.4.17	BUY	230,000	-35.01%	-26.09%
18.8.29	BUY	280,000	-47.89%	-32.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.69%	7.31%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 3월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 3월 15일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 중립자료로 사용될 수 없습니다.