

효성화학 (298000)

목표시총 2.2조원. 프리미엄 PP 시장과 NF3에 주목

1Q21 영업이익, 컨센 25% 상회

1Q21 영업이익은 611억원(QoQ +204%, YoY +393%)으로 컨센(489억원)을 25% 상회했다. PP/DH, 기타 모두 뚜렷한 개선세였다. PP/DH 영업이익은 437억원(OPM 12%)로 비수기를 감안해도 호실적이었다. 미주/유럽향 산업용 PP파이프의 평균관가/판매량이 모두 개선된 데다, 중동/터키 등의 건축용 PP파이프의 관가 프리미엄이 크게 개선되었다. 중국의 건축용 PP파이프 판매량 하락 및 프리미엄의 더딘 회복은 아쉽다. 베트남 PP 법인이 3월부터 흑전하면서 BEP에 근접했다는 점도 긍정적이다. 기타사업부는 TAC필름과 NF3를 중심으로 회복되었다. 영업이익 각각 84억원/68억원으로 사상 최대치를 경신했다. 특히, NF3 이익률이 특수가스(F2N2) 판매 증가로 20% 가까이 개선된 점이 긍정적이다.

2Q21 영업이익 QoQ +40% 개선 추정

2Q21 영업이익은 856억원(QoQ +40%, YoY +2,292%)으로 추가 개선을 추정한다. PP/DH 영업이익이 694억원(QoQ +59%)으로 개선되면서 전사 실적을 견인할 전망이다. 개선의 근거는 1) 1Q21 약 600\$/톤에 달했던 사우디 프로판 가격이 4~5월 연속 하락할 것으로 예상되어 투입원가의 급격한 하락이다. 참고로, 사우디 프로판 CP는 3월 625\$/톤, 4월 560\$/톤이었고, 5월은 480\$/톤으로 추정된다. 2) 중국의 건축 경기회복에 따라 건축용 PP의 판매량과 프리미엄이 회복될 가능성이 높다. 특히, 중국향 PP 판매 비중이 약 34% 가량으로 높은 편이기에 이에 따른 레버리지 효과 극대화가 예상된다. 3) 3월부터 흑자전환한 베트남 법인의 실적 추가 개선이 기대된다. 자동차/오토바이 등 프리미엄 제품군에 대한 납품이 확정되면서 판매량이 늘어난 영향이다.

본업 추정치와 NF3 가치를 상향. 목표시총 2.2조원

TP를 37만원에서 70만원으로 상향한다. PP/DH를 중심으로 2021~22년 이익 추정치를 32~55% 가량 상향한 결과다. NF3의 가치도 상향했다. 이는 NF3의 이익률 호조로 경쟁사 대비 할인폭을 축소한 결과다. 화학사업 EV 3조원과 NF3 EV 0.54조원에서 순차입금 1.2조원을 차감해 목표시총 2.2조원을 제시한다. 베트남 PP/DH가 완벽히 가동되는 2022년 PER은 3.3배에 불과해 여전히 저평가 국면이다.

Earnings Review

BUY

TP(12M): 700,000원(상향) | CP(4월30일): 405,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,147.86
52주 최고/최저(원)	446,500/97,600
시가총액(십억원)	1,292.0
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	118.8
60일 평균 거래대금(십억원)	34
21년 배당금(예상, 원)	10,000
21년 배당수익률(예상, %)	2.47
외국인지분율(%)	9.33
주요주주 지분율(%)	
효성 외 5인	43.76
국민연금공단	12.61
주가상승률	1M 6M 12M
절대	29.6 405.6 454.0
상대	26.4 264.1 242.8

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,438.7	2,844.6
영업이익(십억원)	225.5	332.2
순이익(십억원)	133.2	214.5
EPS(원)	45,798	67,239
BPS(원)	173,018	235,829

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,812.5	1,817.2	2,517.9	3,084.1	3,186.9
영업이익	십억원	153.9	60.9	330.1	566.7	592.5
세전이익	십억원	110.0	3.4	282.5	520.1	547.3
순이익	십억원	87.8	(11.6)	214.7	395.3	415.9
EPS	원	27,530	(3,641)	67,302	123,911	130,384
증감율	%	148.94	(113.23)	(1,948.45)	84.11	5.22
PER	배	5.25	N/A	6.02	3.27	3.11
PBR	배	1.01	1.24	2.09	1.32	0.95
EV/EBITDA	배	5.64	8.87	5.00	3.07	2.51
ROE	%	21.37	(2.71)	42.12	49.48	35.47
BPS	원	143,114	126,702	194,004	307,953	428,376
DPS	원	285.0	400.3	230.8	111.6	53.2



Analyst **윤재성**
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA **하재선**
02-3771-3869
jaeseon.ha@hanafn.com

표 1. 효성화학 1Q21 실적 Review

(십억원, %, %p)

	1Q21F	4Q20	1Q20	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	591.2	475.7	424.8	39.2	24.3	567.1	4.2
영업이익	61.1	20.1	12.4	392.7	204.0	48.9	24.9
세전이익	53.5	(2.1)	1.4	3,721.4	2,647.6	32.1	66.7
순이익	41.9	(6.1)	1.1	3,709.1	786.9	25.7	63.0
영업이익률	10.3	4.2	2.9	7.4	6.1	8.6	1.7
세전이익률	9.0	(0.4)	0.3	8.7	9.5	5.7	3.4
순이익률	7.1	(1.3)	0.3	6.8	8.4	4.5	2.6

자료: 하나금융투자

표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원, %, %p)

	2021F			2022F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,517.9	2,494.7	0.9	3,084.1	3,022.6	2.0
영업이익	330.1	249.8	32.1	566.7	365.3	55.1
세전이익	281.4	200.9	40.1	517.9	315.9	63.9
순이익	213.8	152.7	40.0	393.6	240.1	63.9
영업이익률	13.1	10.0	3.1	18.4	12.1	6.3
세전이익률	11.2	8.1	3.1	16.8	10.5	6.3
순이익률	8.5	6.1	2.4	12.8	7.9	4.8

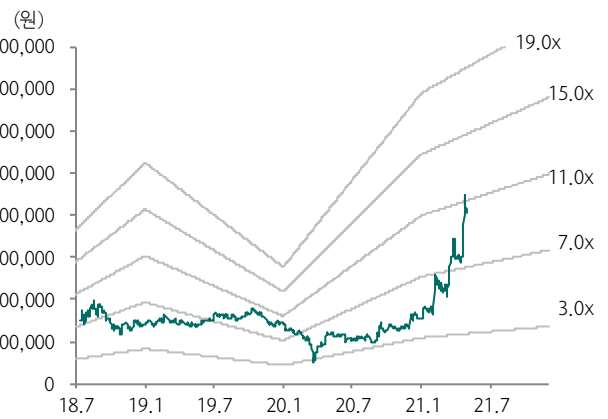
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성화학 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 효성화학 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 효성화학 Valuation 테이블

	2021년	2022년	2021~22년 평균	비고
영업가치 (A)+(B)	2,915	4,089	3,502	
화학사업 EBITDA	475	709	592	
화학사업 Target EV/EBITDA	5.0	5.0		Target Multiple 5배 적용
화학사업 영업가치(A)	2,373	3,545	2,959	
NF3 EBITDA	69	69	69	
NF3 Target EV/EBITDA	7.9	7.9		SK머티리얼즈의 EV/EBITDA 11.3배 30% 할인
NF3 영업가치(B)	543	544	544	
순차입금	1,424	1,094	1,259	연말 기준
총 기업가치	1,491	2,995	2,243	영업가치-순차입금
주식수(천주)	3,190	3,190	3,190	
주당 NAV	467,478	938,982	703,230	
목표주가	470,000	940,000	700,000	
현 주가	405,000	405,000	405,000	
Upside	16%	132%	73%	

자료: 하나금융투자

표 3. 효성화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2020				FY2021F				FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F				
매출액	424.8	429.3	487.3	475.7	591.2	598.7	639.3	688.6	1,812.5	1,817.1	2,517.9	3,084.1
QoQ(%)	1.9%	1.0%	13.5%	-2.4%	24.3%	1.3%	6.8%	7.7%				
YoY(%)	-5.9%	-12.0%	6.9%	14.1%	39.2%	39.5%	31.2%	44.8%	-2.7%	0.3%	38.6%	22.5%
PP/DH	210.4	242.1	285.0	270.1	357.1	361.1	376.1	424.9	947.4	1,007.6	1,519.3	1,959.0
PTA	77.7	51.1	53.8	55.7	72.7	73.6	97.4	97.4	352.8	238.3	341.1	404.8
기타(NF3+필름 등)	131.4	133.2	146.0	147.2	157.1	160.8	162.3	162.5	512.4	557.8	642.7	706.3
영업이익	12.4	3.6	24.9	20.1	61.1	85.6	98.7	84.7	153.8	61.0	330.1	566.7
영업이익률(%)	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	10.3%	14.3%	15.4%	12.3%	8.5%	3.4%	13.1%	18.4%
QoQ(%)	-48.8%	-71.1%	595.5%	-19.3%	204.0%	40.1%	15.3%	-14.2%				
YoY(%)	-50.3%	-92.8%	-54.8%	-17.1%	392.7%	2291.7%	296.4%	321.3%	40.9%	-60.4%	441.4%	71.7%
PP/DH	4.8	-5.3	11.6	9.5	43.7	69.4	76.6	60.6	133.8	20.6	250.4	464.6
영업이익률(%)	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	12.2%	19.2%	20.4%	14.3%	14.1%	2.0%	16.5%	23.7%
QoQ(%)	-82.5%	적전	-318.9%	-18.1%	360.0%	58.9%	10.4%	-20.9%				
YoY(%)	-77.1%	적전	-74.6%	-65.5%	810.4%	흑전	560.5%	538.1%	24.7%	-84.6%	1115.4%	85.6%
PTA	-0.8	-4.8	-1.7	-3.4	-1.8	-2.9	1.3	1.3	8.1	-10.7	-2.0	7.1
영업이익률(%)	-1.0%	-9.4%	-3.2%	-6.1%	-2.5%	-3.9%	1.4%	1.4%	2.3%	-4.5%	-0.6%	1.8%
QoQ(%)	-76.5%	500.0%	-64.6%	100.0%	-47.1%	60.1%	-146.4%	0.0%				
YoY(%)	-129.6%	-170.6%	-185.0%	0.0%	125.0%	-40.0%	-178.7%	-139.3%	6.4%	적전	적지	흑전
기타(NF3+필름 등)	8.4	13.7	15.0	14.0	19.2	19.1	20.8	22.7	11.9	51.1	81.8	95.0
영업이익률(%)	6.4%	10.3%	10.3%	9.5%	12.2%	11.9%	12.8%	14.0%	2.3%	9.2%	12.7%	13.4%
QoQ(%)	5900.0%	62.9%	9.6%	-6.7%	37.1%	-0.6%	8.7%	9.5%				
YoY(%)	600.0%	332.9%	102.7%	9900.0%	128.6%	39.5%	38.3%	62.3%	흑전	329.2%	60.1%	16.2%
당기순이익	1.1	-13.0	6.3	-6.1	41.8	54.7	64.7	52.6	87.8	-11.6	213.8	393.6
QoQ(%)	-88.4%	적전	흑전	적전	흑전	30.8%	18.3%	-18.6%				
YoY(%)	-92.2%	적전	-82.7%	적전	3874.7%	흑전	919.7%	흑전	100.7%	적전	흑전	84.1%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,812.5	1,817.2	2,517.9	3,084.1	3,186.9
매출원가	1,568.9	1,664.1	2,147.9	2,468.6	2,544.1
매출총이익	243.6	153.1	370.0	615.5	642.8
판매비	89.7	92.1	39.8	48.7	50.4
영업이익	153.9	60.9	330.1	566.7	592.5
금융손익	(45.6)	(48.3)	(47.6)	(46.6)	(45.2)
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	282.5	520.1	547.3
법인세	22.2	15.0	67.8	124.8	131.4
계속사업이익	87.8	(11.6)	214.7	395.3	415.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	87.8	(11.6)	214.7	395.3	415.9
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	87.8	(11.6)	214.7	395.3	415.9
지배주주지분포괄이익	90.6	(36.5)	214.7	395.3	415.9
NOPAT	122.8	(206.9)	250.9	430.7	450.3
EBITDA	311.2	237.9	543.2	778.3	805.1
성장성(%)					
매출액증가율	62.3	0.3	38.6	22.5	3.3
NOPAT증가율	154.2	(268.5)	(221.3)	71.7	4.6
EBITDA증가율	101.2	(23.6)	128.3	43.3	3.4
영업이익증가율	136.8	(60.4)	442.0	71.7	4.6
(지배주주)순이익증가율	330.4	(113.2)	(1,950.9)	84.1	5.2
EPS증가율	148.9	N/A	N/A	84.1	5.2
수익성(%)					
매출총이익률	13.4	8.4	14.7	20.0	20.2
EBITDA이익률	17.2	13.1	21.6	25.2	25.3
영업이익률	8.5	3.4	13.1	18.4	18.6
계속사업이익률	4.8	(0.6)	8.5	12.8	13.1

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	27,530	-3,641	67,302	123,911	130,384
BPS	143,114	126,702	194,004	307,953	428,376
CFPS	87,972	76,643	170,196	243,895	252,288
EBITDAPS	97,558	74,563	170,266	243,965	252,358
SPS	568,150	569,630	789,265	966,749	998,994
DPS	5,000	0	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	5.2	N/A	6.0	3.3	3.1
PBR	1.0	1.2	2.1	1.3	0.9
PCFR	1.6	2.0	2.4	1.7	1.6
EV/EBITDA	5.6	8.9	5.0	3.1	2.5
PSR	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	21.4	(2.7)	42.1	49.5	35.5
ROA	4.7	(0.5)	8.4	13.5	12.4
ROIC	8.3	(11.2)	12.6	21.4	22.2
부채비율	353.8	500.8	338.9	222.5	161.1
순부채비율	285.0	400.3	230.8	111.6	53.2
이자보상배율(배)	4.2	1.4	6.8	11.7	12.3

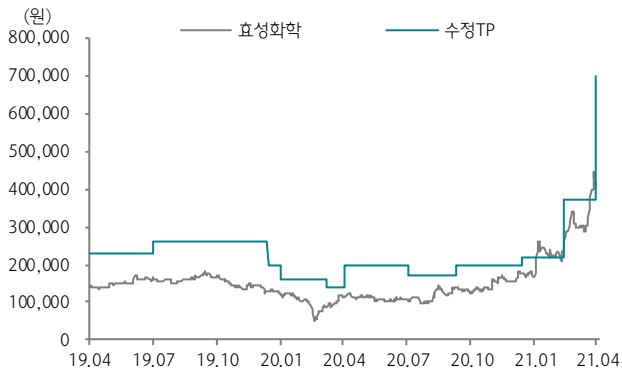
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	446.1	435.7	756.5	1,201.1	1,590.2
금융자산	51.8	64.2	252.6	583.8	952.4
현금성자산	46.1	10.2	177.7	492.1	857.6
매출채권	143.0	174.1	241.2	295.4	305.3
재고자산	127.5	143.2	187.5	229.7	237.3
기타유동자산	123.8	54.2	75.2	92.2	95.2
비유동자산	1,617.5	1,981.6	1,951.8	1,961.7	1,973.2
투자자산	85.5	18.0	24.9	30.5	31.6
금융자산	74.7	2.3	3.2	3.9	4.0
유형자산	1,448.3	1,923.3	1,886.5	1,890.9	1,901.4
무형자산	73.1	23.1	23.1	23.1	23.1
기타비유동자산	10.6	17.2	17.3	17.2	17.1
자산총계	2,063.5	2,417.4	2,708.3	3,162.8	3,563.4
유동부채	431.3	627.5	695.9	780.5	795.9
금융부채	187.1	307.9	309.4	310.7	310.9
매입채무	132.0	146.2	192.8	236.1	244.0
기타유동부채	112.2	173.4	193.7	233.7	241.0
비유동부채	1,177.5	1,387.5	1,395.3	1,401.6	1,402.8
금융부채	1,160.5	1,367.2	1,367.2	1,367.2	1,367.2
기타비유동부채	17.0	20.3	28.1	34.4	35.6
부채총계	1,608.8	2,015.0	2,091.2	2,182.2	2,198.7
비배주주지분	454.7	402.4	617.1	980.6	1,364.7
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	282.3	645.8	1,030.0
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	454.7	402.4	617.1	980.6	1,364.7
순금융부채	1,295.8	1,610.8	1,424.0	1,094.1	725.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	163.2	168.3	390.5	594.1	626.2
당기순이익	87.8	(11.6)	214.7	395.3	415.9
조정	173.5	204.9	213.0	211.5	212.6
감가상각비	157.3	176.9	213.1	211.6	212.6
외환거래손익	4.3	4.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.4)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
기타	13.3	24.8	(0.1)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(98.1)	(25.0)	(37.2)	(12.7)	(2.3)
투자활동 현금흐름	(552.4)	(553.5)	(204.0)	(238.3)	(227.2)
투자자산감소(증가)	(75.5)	67.5	(6.9)	(5.6)	(1.0)
자본증가(감소)	(480.9)	(555.6)	(176.2)	(215.9)	(223.1)
기타	4.0	(65.4)	(20.9)	(16.8)	(3.1)
재무활동 현금흐름	351.7	356.8	1.6	(30.5)	(31.5)
금융부채증가(감소)	364.9	327.4	1.6	1.3	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.0)	45.3	0.0	0.0	0.1
배당지급	(3.2)	(15.9)	0.0	(31.8)	(31.8)
현금의 증감	(33.2)	(35.9)	167.5	314.4	365.5
Unlevered CFO	280.6	244.5	542.9	778.1	804.8
Free Cash Flow	(317.6)	(387.4)	214.3	378.2	403.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.4.8	BUY	700,000		
21.3.15	BUY	370,000	-23.04%	-21.89%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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	94.66%	5.34%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 04월 27일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 5월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 5월 3일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.