

효성화학 (298000)

베트남 PP/DH 가동 직전에 기록한 사상 최대 실적

2Q21 영업이익 컨센 부합. 사상 최대 실적 시현

2Q21 영업이익은 713억원(QoQ +17%, YoY +1,891%)으로 사상 최대치를 기록하며 컨센(745억원)에 부합했다. PP/DH 영업이익이 547억원(OPM 14%)을 기록하면서 실적 호조를 견인했다. 베트남 PP의 적자(-37억원)와 본사 정기보수에 따른 물량 감소에도 불구하고, 본사 PP/DH가 사상 최대의 영업이익(물)을 기록한 덕이다. 이는 ① 미국/유럽향 PP 판매 비중 확대로 높은 마진을 확보했고 ② 건축/건설용 PP 수요 강세로 전 지역에서의 판가 프리미엄이 범용 대비 크게 확대되었기 때문이다. NF3/필름/TAC 등 기타 사업 영업이익 또한 201억원으로 사상 최대 실적을 시현했다. NF3는 F2N2 생산능력 향상에 따른 판매량 증가, TAC은 생산성 향상, POK는 판매량 확대에 따른 적자폭 축소가 긍정적이었다.

3Q21 영업이익 전분기와 유사한 수준 전망

3Q21 영업이익은 660억원(QoQ -8%, YoY +165%)으로 전분기와 유사한 수준을 추정한다. 최근 사우디 프로판 가격 상승은 다소 아쉽다. 하지만, 최근 미국 PP는 7월부터 재차 상승하기 시작했으며, 아시아 상황은 8~9월 뚜렷한 반등을 전망한다. 효성화학은 미국/유럽향 PP 판매 비중을 추가적으로 확대하고 고부가 PP에 대한 프리미엄 또한 확대해 나갈 계획이기에 이익 호조는 지속될 가능성이 높다. 기타 사업 또한 전분기에 이어 사상 최대 실적을 지속할 전망이다.

베트남 PP/DH 가동 직전에 기록한 사상 최대 실적

BUY, TP 70만원을 유지한다. 고대했던 베트남 PP/DH가 이르면 9월부터 가동될 것이다. 가동 지연의 원인었던 Cavern이 완공되었고, 빠르면 8월 중 프로판이 PDH 공정에 투입되기 시작할 것으로 예상되기 때문이다. 하반기 기대되는 가동률은 50%이며, 내년에는 80% 수준까지 상향될 것으로 판단한다. LPG 유통 마진까지 확보할 수 있다는 장점을 감안할 때, 공정 상 이슈만 없다면 본사 설비와 유사하거나 더 높은 마진율을 빠르게 창출 수 있다. 베트남 PP/DH 가동 직전에 시현한 사상 최대 실적에서 이미 높은 영업력과 고부가 프리미엄을 확인시켜 준 만큼 내년 실적을 기대해도 좋다. 2022년 추정 ROE 48%, PER 3.6배, PBR 1.4배에 불과하다. 내년을 위한 편안한 선택이다. 매수 추천한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 700,000원 | CP(7월30일): 392,500원

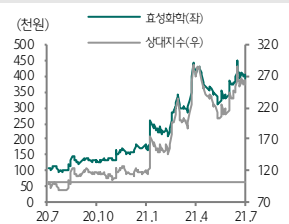
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,202.32
52주 최고/최저(원)	448,000/97,600
시가총액(십억원)	1,252.1
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	66.4
60일 평균 거래대금(십억원)	25.1
21년 배당금(예상, 원)	10,000
21년 배당수익률(예상, %)	2.55
외국인지분율(%)	9.93
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.76
국민연금공단	9.94
주가상승률	1M 6M 12M
절대	12.1 137.9 260.1
상대	15.4 121.1 154.9

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	2,576.8	2,945.7
영업이익(십억원)	281.0	367.1
순이익(십억원)	180.3	244.0
EPS(원)	56,568	76,549
BPS(원)	177,017	245,489

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	1,812.5	1,817.2	2,560.0	3,130.9	3,226.4
영업이익	십억원	153.9	60.9	259.8	502.1	521.7
세전이익	십억원	110.0	3.4	212.1	455.2	476.0
순이익	십억원	87.8	(11.6)	161.2	345.9	361.7
EPS	원	27,530	(3,641)	50,528	108,440	113,393
증감율	%	148.94	적전	흑전	114.61	4.57
PER	배	5.25	(42.98)	7.77	3.62	3.46
PBR	배	1.01	1.24	2.21	1.42	1.04
EV/EBITDA	배	5.64	8.87	5.78	3.44	2.92
ROE	%	21.37	(2.71)	33.38	48.01	34.69
BPS	원	143,114	126,702	177,230	275,709	379,141
DPS	원	5,000	0	10,000	10,000	10,000



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

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

표 1. 효성화학 2Q21 실적 Review

(십억원, %, %p)

	2Q21	1Q21	2Q20	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	619.2	591.2	429.3	44.2	4.7	625.8	-1.1
영업이익	71.3	61.1	3.6	1,880.6	16.7	74.5	-4.3
세전이익	64.1	53.5	-9.1	804.4	19.8	N/A	N/A
순이익	46.8	41.9	-13.0	460.0	11.7	44.5	5.2
영업이익률	11.5	10.3	0.8	10.7	1.2	11.9	-0.4
세전이익률	10.4	9.0	-2.1	12.5	1.3	N/A	N/A
순이익률	7.6	7.1	-3.0	10.6	0.5	7.1	0.4

자료: 하나금융투자

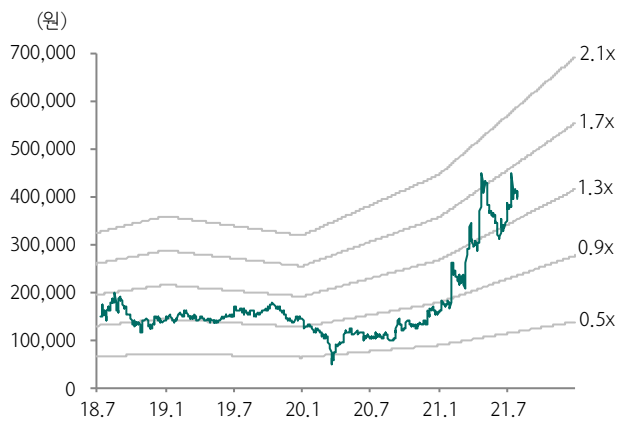
표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원, %, %p)

	2021F			2022F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,560.0	2,517.90	1.7	3,130.9	3,084.10	1.5
영업이익	259.8	330.1	-21.3	502.1	566.7	-11.4
세전이익	212.1	281.4	-24.6	455.2	517.9	-12.1
순이익	161.2	213.8	-24.6	345.9	393.6	-12.1
영업이익률	10.1	13.1	-3.0	16.0	18.4	-2.4
세전이익률	8.3	11.2	-2.9	14.5	16.8	-2.3
순이익률	6.3	8.5	-2.2	11.0	12.8	-1.8

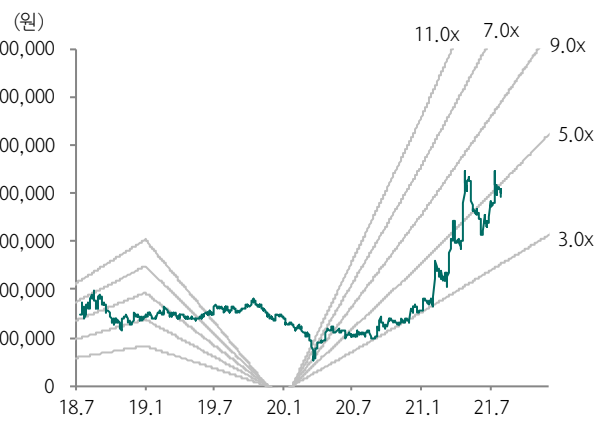
자료: 하나금융투자

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	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F				
매출액	424.8	429.3	487.3	475.7	591.2	619.2	656.6	693.0	1,812.5	1,817.1	2,560.0	3,130.9
QoQ(%)	1.9%	1.0%	13.5%	-2.4%	24.3%	4.7%	6.0%	5.5%				
YoY(%)	-5.9%	-12.0%	6.9%	14.1%	39.2%	44.3%	34.7%	45.7%	-2.7%	0.3%	40.9%	22.3%
PP/DH	210.4	242.1	285.0	270.1	357.1	388.6	398.5	431.7	947.4	1,007.6	1,575.8	2,007.1
PTA	77.7	51.1	53.8	55.7	72.7	68.0	91.8	94.3	352.8	238.3	326.8	401.6
기타(NF3+필름 등)	131.4	133.2	146.0	147.2	157.1	159.4	162.9	163.3	512.4	557.8	642.7	708.2
영업이익	12.4	3.6	24.9	20.1	61.1	71.3	66.0	61.5	153.8	61.0	259.8	502.1
영업이익률(%)	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	10.3%	11.5%	10.0%	8.9%	8.5%	3.4%	10.1%	16.0%
QoQ(%)	-48.8%	-71.1%	595.5%	-19.3%	204.0%	16.6%	-7.5%	-6.7%				
YoY(%)	-50.3%	-92.8%	-54.8%	-17.1%	392.7%	1890.8%	164.9%	206.0%	40.9%	-60.4%	326.1%	93.3%
PP/DH	4.8	-5.3	11.6	9.5	43.7	54.7	44.5	37.6	133.8	20.6	180.6	399.5
영업이익률(%)	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	12.2%	14.1%	11.2%	8.7%	14.1%	2.0%	11.5%	19.9%
QoQ(%)	-82.5%	적전	-318.9%	-18.1%	360.0%	25.3%	-18.7%	-15.4%				
YoY(%)	-77.1%	적전	-74.6%	-65.5%	810.4%	흑전	283.7%	296.2%	24.7%	-84.6%	776.7%	121.2%
PTA	-0.8	-4.8	-1.7	-3.4	-1.8	-3.6	-0.7	-0.4	8.1	-10.7	-6.5	0.4
영업이익률(%)	-1.0%	-9.4%	-3.2%	-6.1%	-2.5%	-5.3%	-0.7%	-0.5%	2.3%	-4.5%	-2.0%	0.1%
QoQ(%)	-76.5%	500.0%	-64.6%	100.0%	-47.1%	98.3%	-81.2%	-34.5%				
YoY(%)	-129.6%	-170.6%	-185.0%	0.0%	125.0%	-25.6%	-60.4%	-87.0%	6.4%	적전	적지	흑전
기타(NF3+필름 등)	8.4	13.7	15.0	14.0	19.2	20.1	22.1	24.3	11.9	51.1	85.7	102.2
영업이익률(%)	6.4%	10.3%	10.3%	9.5%	12.2%	12.6%	13.6%	14.9%	2.3%	9.2%	13.3%	14.4%
QoQ(%)	5900.0%	62.9%	9.6%	-6.7%	37.1%	4.7%	10.0%	9.9%				
YoY(%)	600.0%	332.9%	102.7%	9900.0%	128.6%	46.9%	47.4%	73.6%	흑전	329.2%	67.8%	19.3%
당기순이익	1.1	-13.0	6.3	-6.1	41.9	46.8	38.5	34.0	87.8	-11.6	161.2	345.9
QoQ(%)	-88.4%	적전	흑전	적전	흑전	11.8%	-17.7%	-11.8%				
YoY(%)	-92.2%	적전	-82.7%	적전	3882.6%	흑전	507.0%	흑전	100.7%	적전	흑전	114.6%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,812.5	1,817.2	2,560.0	3,130.9	3,226.4
매출원가	1,568.9	1,664.1	2,259.7	2,579.3	2,653.6
매출총이익	243.6	153.1	300.3	551.6	572.8
판매비	89.7	92.1	40.5	49.5	51.0
영업이익	153.9	60.9	259.8	502.1	521.7
금융손익	(45.6)	(48.3)	(47.7)	(46.9)	(45.8)
종속/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	212.1	455.2	476.0
법인세	22.2	15.0	50.9	109.2	114.2
계속사업이익	87.8	(11.6)	161.2	345.9	361.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	87.8	(11.6)	161.2	345.9	361.7
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	87.8	(11.6)	161.2	345.9	361.7
지배주주지분포괄이익	90.6	(36.5)	161.2	345.9	361.7
NOPAT	122.8	(206.9)	197.5	381.6	396.5
EBITDA	311.2	237.9	473.0	714.1	735.1
성장성(%)					
매출액증가율	62.29	0.26	40.88	22.30	3.05
NOPAT증가율	154.24	적전	흑전	93.22	3.90
EBITDA증가율	101.16	(23.55)	98.82	50.97	2.94
영업이익증가율	136.77	(60.43)	326.60	93.26	3.90
(지배주주)순이익증가율	330.39	적전	흑전	114.58	4.57
EPS증가율	148.94	적전	흑전	114.61	4.57
수익성(%)					
매출총이익률	13.44	8.43	11.73	17.62	17.75
EBITDA이익률	17.17	13.09	18.48	22.81	22.78
영업이익률	8.49	3.35	10.15	16.04	16.17
계속사업이익률	4.84	(0.64)	6.30	11.05	11.21

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	27,530	(3,641)	50,528	108,440	113,393
BPS	143,114	126,702	177,230	275,709	379,141
CFPS	87,972	76,643	148,213	223,792	230,349
EBITDAPS	97,558	74,563	148,283	223,862	230,419
SPS	568,150	569,630	802,483	981,429	1,011,364
DPS	5,000	0	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	5.25	(42.98)	7.77	3.62	3.46
PBR	1.01	1.24	2.21	1.42	1.04
PCR	1.64	2.04	2.65	1.75	1.70
EV/EBITDA	5.64	8.87	5.78	3.44	2.92
PSR	0.25	0.27	0.49	0.40	0.39
재무비율(%)					
ROE	21.37	(2.71)	33.38	48.01	34.69
ROA	4.73	(0.52)	6.35	12.08	11.16
ROIC	8.32	(11.24)	9.87	18.90	19.43
부채비율	353.81	500.81	372.28	249.48	182.59
순부채비율	284.98	400.35	263.07	137.29	73.90
이자보상배율(배)	4.21	1.40	5.38	10.40	10.80

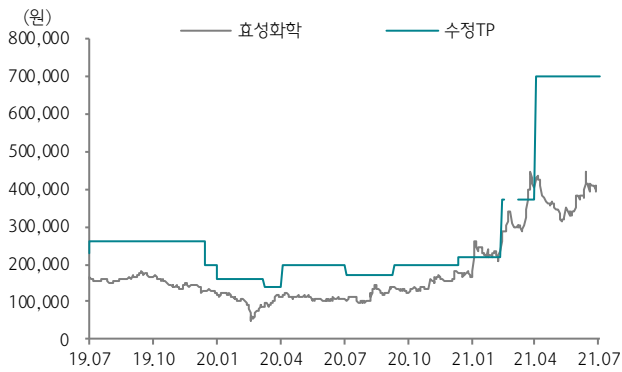
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	446.1	435.7	706.6	1,099.7	1,431.5
금융자산	51.8	64.2	194.2	473.0	785.7
현금성자산	46.1	10.2	118.1	379.9	689.8
매출채권	143.0	174.1	245.2	299.9	309.1
재고자산	127.5	143.2	190.7	233.2	240.3
기타유동자산	123.8	54.2	76.5	93.6	96.4
비유동자산	1,617.5	1,981.6	1,955.0	1,967.8	1,981.2
투자자산	85.5	18.0	25.4	31.0	32.0
금융자산	74.7	2.3	3.2	3.9	4.0
유형자산	1,448.3	1,923.3	1,889.3	1,896.5	1,909.0
무형자산	73.1	23.1	23.1	23.1	23.1
기타비유동자산	10.6	17.2	17.2	17.2	17.1
자산총계	2,063.5	2,417.4	2,661.5	3,067.4	3,412.7
유동부채	431.3	627.5	702.2	787.5	801.8
금융부채	187.1	307.9	309.5	310.8	311.0
매입채무	132.0	146.2	196.0	239.7	247.0
기타유동부채	112.2	173.4	196.7	237.0	243.8
비유동부채	1,177.5	1,387.5	1,395.8	1,402.2	1,403.2
금융부채	1,160.5	1,367.2	1,367.2	1,367.2	1,367.2
기타비유동부채	17.0	20.3	28.6	35.0	36.0
부채총계	1,608.8	2,015.0	2,098.0	2,189.7	2,205.1
지배주주지분	454.7	402.4	563.5	877.7	1,207.7
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	228.8	543.0	872.9
비배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	454.7	402.4	563.5	877.7	1,207.7
순금융부채	1,295.8	1,610.8	1,482.5	1,205.0	892.5

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	163.2	168.3	336.2	545.1	572.9
당기순이익	87.8	(11.6)	161.2	345.9	361.7
조정	17	20	21	21	21
감가상각비	157.3	176.9	213.2	212.0	213.3
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)	(192.2)	(191.0)	(192.3)
영업활동 자산부채 변동	(98.1)	(25.0)	(38.2)	(12.8)	(2.1)
투자활동 현금흐름	(552.4)	(553.5)	(208.6)	(241.8)	(229.6)
투자자산감소(증가)	(75.5)	67.5	(7.4)	(5.7)	(0.9)
자본증가(감소)	(480.9)	(555.6)	(179.2)	(219.2)	(225.8)
기타	4.0	(65.4)	(22.0)	(16.9)	(2.9)
재무활동 현금흐름	351.7	356.8	1.7	(30.5)	(31.6)
금융부채증가(감소)	364.9	327.4	1.7	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	0.0
배당지급	(3.2)	(15.9)	0.0	(31.8)	(31.8)
현금의 증감	(33.2)	(35.9)	107.9	261.9	309.7
Unlevered CFO	280.6	244.5	472.8	713.9	734.8
Free Cash Flow	(317.6)	(387.4)	157.0	326.0	347.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.3	BUY	700,000		
21.4.8	BUY	370,000	-3.70%	20.68%
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	93.75%	6.25%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 07월 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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 8월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 8월 2일 현재 해당회사의 유가증권에 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.