효성화학(298000.KS)

매수(유지)

1분기부터 놀라운 실적

1Q21 영업이익은 468억원(QOQ +133%, YOY +278%) 전망

1Q21 영업이익은 468억원으로 QOQ, YOY 대폭 증가한 호실적을 보일 전망. 매년 1분기 한달간 진행되었던 정기보수를 지난 12월 중순 울산공단 정전으로 일찍 진행하며 전년대비 판매량 증가할 예정. 무엇보다 미국 한파 영향에 따른 공급 부족으로 동남아 PP가격이 급등세를 보이며 분기 적자가 크게 줄어들 전망. 프로필렌 스팟원료 조달로 20년 2분기부터 분기별 100억원 초중반의 영업적자를 반영해왔으나 1분기에는 20억원 영업적자로 크게 감소할 것으로 예상. 또한 본사 PP제품은 주로 미국과 유럽향 프리미엄제품 위주이며 최근 미국 스팟가격 급등으로 수익성 개선. 기타부문의 TAC필름과 NF3제품도 전방수요 호조로 QOQ 개선 중

급등한 유가로 NCC보다 PDH 가스베이스 설비 원가경쟁력 부각

어느새 $65까지 올라온 유가로 프로판 가스 원가경쟁력이 더욱 높아진 상황. 동사는 프로판가스를 원료로 쓰고 있어 유가 상승 시기에 차별적인 수익성을 기록할 것으로 예상. 반면, 최종 생산제품은 PP제품으로 미국 및 유럽 프리미엄 제품 위주로 생산하고 있어 수익성 호조를 이어나갈 전망. 이외에도 IT제품 및 포장재 수요 호조로 동사의 필름(PET+TAC)부문 실적은 10% 초반의 영업이익율을 보이며 19년 3%대의 이익율 대비 크게 개선. NF3도 경쟁사들의 증설이 제한적인 가운데 수익성 개선세 긍정적

21년 4분기 본격 가동되는 베트남 증설 기대감 유효

DH공정 완공과 프로판을 저장하는 캐번 공사가 6월 말 완공될 예정. 7월부터 램프업을 시작하여 4Q21에는 본격적으로 풀가동 가능하며 물량 증가 효과가 클 것. 대규모 공사로 가동 시기가 한 두달 늦어질 수 있는 점은 리스크이나, 과거 꾸준한 증설을 통한 성장 경험으로 원활하게 상업가동 이뤄질 전망. 또한 LPG원료의 트레이딩 마진 확보와 수직계열화로 PP/DH의 수익성은 더욱 좋아질 것. 풀가동이 가능한 22년 PP/DH 영업이익율은 13%로 과거 수준으로 회귀 가능할 것. 21년 영업이익은 2,040억원으로 YOY 236% 증가하며, 22년 영업이익은 2,920억원으로 YOY 43% 증가할 전망으로 중장기 성장 모멘텀 유효. 매수의견 유지하며 목표주가는 21년 추정치 상향으로 기존 36만원에서 41만원으로 상향

결산기(12월)	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
매출액(십억원)	1,117	1,812	1,817	2,433	2,673
영업이익(십억원)	65	154	61	204	292
계속사업세전손익(십억원)	27	110	3	144	234
지배주주지분순이익(십억원)	20	88	-12	109	178
EPS(원)	11,059	27,530	-3,642	34,188	55,820
증감율(%)	na	148.9	적전	흑전	63.3
ROE(%)	5.6	21.4	-2.6	22.0	28.3
PER(배)	12.8	5.2	na	9.0	5.5
PBR(배)	1.2	1.0	1.1	1.0	0.7
EV/EBITDA(배)	7.8	5.2	9.2	6.5	4.9

정유/화학 담당 이지연
T.02)2004-9589 / lee.ji-yeon@shinyoung.com

현재주가(03/29)	**308,000원**
목표주가(12M, 상향)	**410,000원**

Key Data (기준일: 2021. 03. 29)

KOSPI(pt)	3036.04
KOSDAQ(pt)	954.10
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	9,826
발행주식수(천주)	3,190
평균거래량(3M,주)	97,901
평균거래대금(3M, 백만원)	23,103
52주 최고/최저	343,000 / 75,300
52주 일간Beta	1.0
배당수익률(21F,%)	2.4
외국인지분율(%)	10.0
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6 인	43.8 %
국민연금공단	13.2 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.0	98.1	148.4	309.0
KOSPI대비상대수익률	34.9	84.0	90.5	131.4

Company vs KOSPI composite

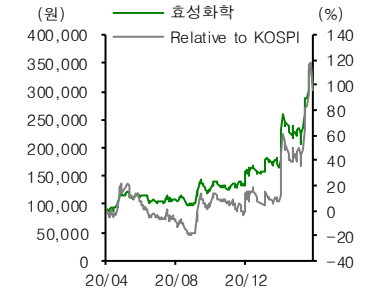


도표 1. 효성화학 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	18	19	20P	21F	22F
매출액	425	429	487	476	574	612	639	609	1,864	1,812	1,817	2,433	2,673
(QoQ)	2	1	14	(2)	21	7	4	(5)					
(YoY)	(6)	(12)	7	14	35	43	31	28	12	(3)	0	34	10
PP/DH	210	242	285	270	347	365	378	370	984	947	1,008	1,460	1,632
TPA	78	51	54	56	67	84	83	74	391	353	238	308	312
기타	137	136	149	150	159	163	178	166	489	512	571	665	729
영업이익	12	4	25	20	46.8	49	52	57	108	154	61	204	292
(QoQ)	(49)	(71)	596	(19)	133	4	7	9					
(YoY)	(50)	(93)	(55)	(17)	278	1,265	110	183	(1)	42	(60)	236	43
PP/DH	4	(5)	12	10	33	35	36	43	107	134	20	147	213
TPA	(0.8)	(4.8)	(1.7)	(3.4)	(3.0)	(3.8)	(3.7)	(3.3)	7.6	8.1	(10.7)	(13.9)	(6.2)
기타	10	14	15	14	17	17	20	17	(7)	12	52	71	85
영업이익율	2.9	0.8	5.1	4.2	8.2	8.0	8.2	9.3	5.8	8.5	3.4	8.4	10.9
PP/DH	1.8	(2.2)	4.1	3.5	9.6	9.7	9.4	11.6	10.9	14.1	1.9	10.1	13.1
TPA	(1.0)	(9.4)	(3.2)	(6.1)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	(4.5)	2.0	2.3	(4.5)	(4.5)	(2.0)
기타	7.0	10.0	10.1	9.3	10.5	10.6	11.4	10.5	(1.4)	2.3	9.1	10.7	11.6
세전이익	1	(9)	13	(2)	32	32	35	45	27	110	3	144	234
(지배)순이익	1	(13)	6	(6)	24	24	27	34	20	88	(12)	109	178

자료: 효성화학, 신영증권 리서치센터

도표 2. 효성화학 밸류에이션

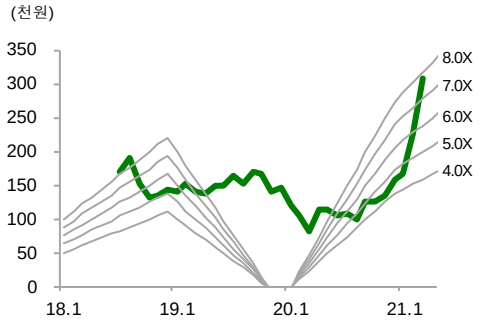
(단위: 십억원)

	21F	22F	비고
BPS	171,440	224,157	
평균BPS		197,799	
TargetP/B		2.08	멀티플 2.6%의 20% 할인
목표주가		410,000	
현재주가		308,000	
Upside(%)		33	

자료: 신영증권 리서치센터

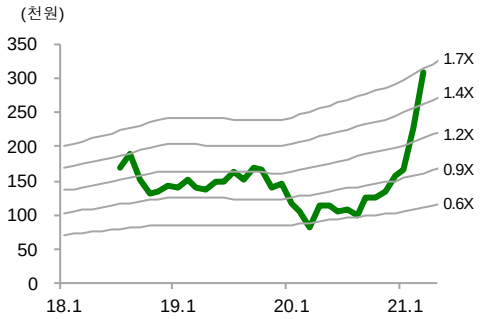
주: 멀티플 2.6%는 Rm 1.1%, Rp 8%, ROE 22%로 반영하여 산출

도표 3. 12m Fwd P/E 밴드 추이



자료: 와이즈에프엔, 신영증권 리서치센터

도표 4. 12m Fwd P/B 밴드 추이



자료: 와이즈에프엔, 신영증권 리서치센터

효성화학(298000.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	**11,168**	**18,125**	**18,172**	**24,334**	**26,730**
증가율(%)	NA	62.3	0.3	33.9	9.8
매출원가	**10,022**	**15,689**	**16,641**	**21,374**	**22,892**
원가율(%)	89.7	86.6	91.6	87.8	85.6
매출총이익	**1,146**	**2,436**	**1,531**	**2,960**	**3,838**
매출총이익률(%)	10.3	13.4	8.4	12.2	14.4
판매비와 관리비 등	**496**	**897**	**921**	**915**	**919**
판관비율(%)	4.4	4.9	5.1	3.8	3.4
영업이익	**650**	**1,539**	**609**	**2,045**	**2,919**
증가율(%)	NA	136.8	-60.4	235.8	42.7
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	8.4	10.9
EBITDA	**1,547**	**3,112**	**2,399**	**3,827**	**4,855**
EBITDA마진(%)	13.9	17.2	13.2	15.7	18.2
순금융손익	**-291**	**-456**	**-483**	**-517**	**-482**
이자손익	-210	-363	-433	-455	-445
외화관련손익	-128	-135	1	-7	14
기타영업외손익	**-15**	**-23**	**-109**	**-111**	**-112**
종속및관계기업 관련손익	**-70**	**41**	**17**	**18**	**18**
법인세차감전계속사업이익	**274**	**1,100**	**34**	**1,435**	**2,343**
계속사업손익법인세비용	**70**	**222**	**150**	**344**	**562**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**204**	**878**	**-116**	**1,091**	**1,781**
증가율(%)	NA	330.4	적전	흑전	63.2
순이익률(%)	1.8	4.8	-0.6	4.5	6.7
지배주주지분 당기순이익	204	878	-116	1,091	1,781
증가율(%)	NA	330.4	적전	흑전	63.2
기타포괄이익	**29**	**28**	**28**	**28**	**28**
총포괄이익	**233**	**906**	**-88**	**1,119**	**1,809**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	**4,383**	**4,461**	**5,241**	**5,857**	**6,838**
현금및현금성자산	793	461	1,025	599	1,123
매출채권 및 기타채권	1,847	1,510	1,670	2,216	2,434
재고자산	1,253	1,275	1,267	1,697	1,864
비유동자산	**12,149**	**16,175**	**20,329**	**23,337**	**23,565**
유형자산	11,176	14,483	18,637	21,646	21,874
무형자산	741	731	731	731	731
투자자산	100	855	855	855	855
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**16,532**	**20,635**	**25,570**	**29,194**	**30,403**
유동부채	**6,860**	**4,313**	**4,712**	**5,450**	**5,880**
단기차입금	2,552	430	473	516	559
매입채무및기타채무	2,757	2,199	2,412	2,963	3,208
유동성장기부채	1,445	1,429	1,572	1,715	1,858
비유동부채	**6,000**	**11,775**	**16,398**	**18,294**	**17,390**
사채	2,177	3,960	5,543	6,375	6,056
장기차입금	3,653	7,599	10,639	11,702	11,117
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**12,860**	**16,088**	**21,111**	**23,743**	**23,270**
지배주주지분	**3,672**	**4,547**	**4,459**	**5,451**	**7,132**
자본금	160	160	160	160	160
자본잉여금	3,290	3,290	3,290	3,290	3,290
기타포괄이익누계액	59	135	163	191	219
이익잉여금	183	982	866	1,829	3,483
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**3,672**	**4,547**	**4,459**	**5,451**	**7,132**
총차입금	**9,827**	**13,476**	**18,286**	**20,367**	**19,649**
순차입금	**7,594**	**11,548**	**17,198**	**19,699**	**18,450**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	**768**	**1,632**	**2,935**	**3,368**	**4,599**
당기순이익	**0**	**0**	**-116**	**1,091**	**1,781**
현금유출이없는비용및수익	**1,202**	**1,928**	**2,372**	**2,589**	**2,931**
유형자산감가상각비	897	1,573	1,790	1,783	1,936
무형자산상각비	0	0	0	0	0
영업활동관련자산부채변동	**-454**	**-981**	**162**	**-612**	**-204**
매출채권의감소(증가)	-504	295	-160	-545	-218
재고자산의감소(증가)	-132	5	8	-430	-167
매입채무의증가(감소)	155	-301	213	551	245
투자활동으로인한현금흐름	**-1,452**	**-5,524**	**-5,896**	**-4,743**	**-2,118**
투자자산의 감소(증가)	-100	-755	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	1,426	1,141
CAPEX	-836	-4,809	-5,944	-6,217	-3,305
단기금융자산의감소(증가)	-30	-27	-6	-6	-7
재무활동으로인한현금흐름	**-1,349**	**3,517**	**4,610**	**2,040**	**-886**
장기차입금의증가(감소)	-9	5,725	3,040	1,064	-585
사채의증가(감소)	0	0	1,584	832	-319
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	**67**	**43**	**-1,084**	**-1,092**	**-1,071**
현금의 증가	**-1,966**	**-332**	**564**	**-426**	**524**
기초현금	2,759	793	461	1,025	599
기말현금	793	461	1,025	599	1,123

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
Per Share (원)					
EPS	11,059	27,530	-3,642	34,188	55,820
BPS	115,698	143,114	140,354	171,440	224,157
DPS	1,000	5,000	0	4,000	4,000
Multiples (배)					
PER	12.8	5.2	na	9.0	5.5
PBR	1.2	1.0	1.1	1.0	0.7
EV/EBITDA	7.8	5.2	9.2	6.5	4.9

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	na	148.9%	적전	흑전	63.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	na	101.2%	-22.9%	59.5%	26.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	5.6%	21.4%	-2.6%	22.0%	28.3%
ROE(지배순이익 기준)	5.6%	21.4%	-2.6%	22.0%	28.3%
ROIC	3.3%	8.7%	-11.0%	6.9%	9.0%
WACC	5.1%	4.8%	-3.7%	4.0%	4.0%
안전성(%)					
부채비율	350.2%	353.8%	473.4%	435.6%	326.3%
순차입금비율	206.8%	254.0%	385.7%	361.4%	258.7%
이자보상배율	3.1	4.2	1.4	4.5	6.5

Compliance Notice

■ 투자등급

종목
- **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
- **중립** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
- **매도** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업
- **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
- **중 립** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
- **비중축소** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1 년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율				
기준일(20201231)	매수 : 87.95%	중립 : 12.05%	매도 : 0.0%	

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식선물	주식옵션				
효성화학	-	-	-	-	-	-	-

효성화학 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역



추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2021-03-30	매수	410000		
2021-02-16	매수	360000	-29.14	-4.72
2020-11-17	매수	220000	-22.51	18.18
2020-03-27	매수	170000	-32.96	-15.29
2019-10-07	매수	240000	-44.75	-25.21
2019-05-27	매수	210000	-25.26	-19.05