2022년 04월 28일 I Equity Research

효성화학 (298000)

PP/DH는 부진. NF3 마진 대폭 개선과 폴리케톤 흑전 임박 주목

1Q22 영업이익 컨센 대폭 하회

1Q22 영업이익은 -332억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 컨센(149억원)을 대폭 하회했다. NF3 마진의 대폭 개선과 폴리케톤의 흑자전환 임박이 눈에 띄었으나, PP/DH의 적자가 아쉬웠다. PP/DH 영업이익은 -546억원(국내 -140억원/베트남 -406억원)으로 부진했다. 전반적으로 프로판 가격 상승에 따른 부정적 효과가 작용했다. 특히, 베트남은 프로필렌 외부 구매에 따른 원가부담 증가와 DH설비/케번의 본계정 대체 후 감가상각비 증액분(-160억원)이 발생했다. 반면, 기타부문 영업이익은 216억원(QoQ +73%)으로 사상 최대치를 경신했다. NF3의 영업이익이 QoQ +65% 대폭 증가하며 실적 개선을 주도했다. NF3의 영업이익률이 역대급으로 대폭 개선 덕이라 추정된다. 폴리케톤은 매출액이 지속적으로 늘어나며 OPM -4.8%로 흑자전환이 임박했다.

2Q22 적자폭 축소 전망

2Q22 영업이익은 -155억원(QoQ 적지, YoY 적전)으로 적자폭 축소를 전망한다. 기타부문 영업이익이 227억원으로 견조한 가운데, PP/DH의 적자폭 축소(QoQ +170억원)를 추정한다. PP/DH 적자폭 축소의 근거는 1) 특수처리 벌크선을 통한 북미/유럽향 판매물량 확대 2) 베트남 가동률 현재 92%로 판매량 확대가 가능 3) 베트남 프로필렌 외부 구매에 따른 부정적 효과가 제거되기 때문이다.

PP/DH는 바닥권 업황. NF3와 폴리케톤에 주목

2022년 영업이익 추정치를 조정함에 따라 TP를 기존 37만원에서 29만원으로 하향한다. 다만, 현 시점에서 PP/DH 업황의 추가 악화 가능성도 제한적이며, NF3와 폴리케톤의 중장기 성장성을 감안해 BUY를 유지한다. 베트남 가동률 상향 및 중국의 봉쇄 조치 해제 가능성, 유가 조정 등을 감안하면 PP/DH 업황은 바닥권이다. NF3는 연간 500억 이상의 영업이익 체력에 도달했다. 2022년 하반기 옥산 NF3 2천톤/년 증설(기존 대비+42%)에 따른 물량 증가와 특수가스 추가 확보에 따른 마진율 개선이 가능하기 때문이다. 폴리케톤은 자동차향 납품이 시작되어 출하량 증대 및 흑자전환이 임박한 것으로 파악된다.

Earnings Review

BUY

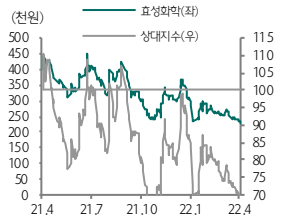
I TP(12M): 290,000원(하향) I CP(4월27일): 228,500원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,639.06
52주 최고/최저(원)	448,000/228,500
시가총액(십억원)	728.9
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	21.4
60일 평균 거래대금(십억원)	5.6
22년 배당금(예상,원)	0
22년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	7.24
주요주주 지분율(%)	
효성 외 10 인	43.93
국민연금공단	12.09

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(10.2)	(23.3)	(46.7)
상대	(7.1)	(12.1)	(35.1)

Consensus Data	2022	2023
매출액(십억원)	2,909.5	3,080.5
영업이익(십억원)	227.7	355.0
순이익(십억원)	149.4	249.2
EPS(원)	46,838	78,129
BPS(원)	205,449	289,824

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	1,817.2	2,453.0	3,174.6	3,157.0	3,092.5
영업이익	십억원	60.9	148.6	44.1	237.8	296.4
세전이익	십억원	3.4	114.4	3.8	197.9	257.1
순이익	십억원	(11.6)	70.4	(13.4)	150.4	195.4
EPS	원	(3,641)	22,073	(4,203)	47,146	61,260
증감율	%	적전	흑전	적전	흑전	29.94
PER	배	(42.98)	13.75	(54.37)	4.85	3.73
PBR	배	1.24	1.92	1.49	1.14	0.87
EV/EBITDA	배	8.87	8.69	10.56	5.66	4.64
ROE	%	(2.71)	15.58	(2.71)	26.70	26.55
BPS	원	126,702	157,767	153,564	200,710	261,971
DPS	원	0	0	0	0	0

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

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

하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

표 1. 효성화학 1Q22 실적 Review

(십억원,,%, %p)

	1Q22P	4Q21	1Q21	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	**727.2**	612.0	591.2	23.0	18.8	**676.2**	8
영업이익	**-33.2**	-16.8	61.1	적전	적지	**14.9**	적전
세전이익	**-50.5**	-27.4	53.5	적전	적지	**N/A**	N/A
순이익	**-49.6**	-32.3	41.9	적전	적지	**15.7**	적전
영업이익률	**-4.6**	-2.7	10.3	적전	적지	**2.2**	-6.8
세전이익률	**-6.9**	-4.5	9.0	적전	적지	**N/A**	N/A
순이익률	**-6.8**	-5.3	7.1	적전	적지	**2.3**	-9.1

자료: 하나금융투자

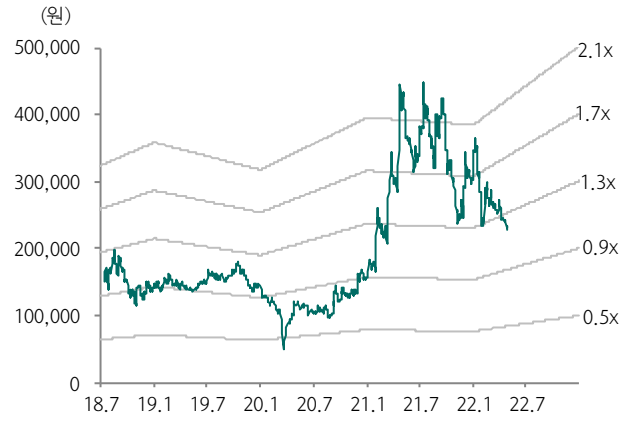
표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

(십억원, %, %p)

	2022F			2023F		
	변경후	변경전	차이	**변경후**	변경전	차이
매출액	**3,174.6**	2,453.0	29.4	**3,157.0**	2,722.5	16.0
영업이익	**44.1**	148.6	-70.3	**237.8**	205.0	16.0
세전이익	**3.8**	115.7	-96.7	**197.9**	157.3	25.8
순이익	**-13.4**	70.4	-119.0	**150.4**	119.6	25.8
영업이익률	**1.4**	6.1	-4.7	**7.5**	7.5	0.0
세전이익률	**0.1**	4.7	-4.6	**6.3**	5.8	0.5
순이익률	**-0.4**	2.9	-3.3	**4.8**	4.4	0.4

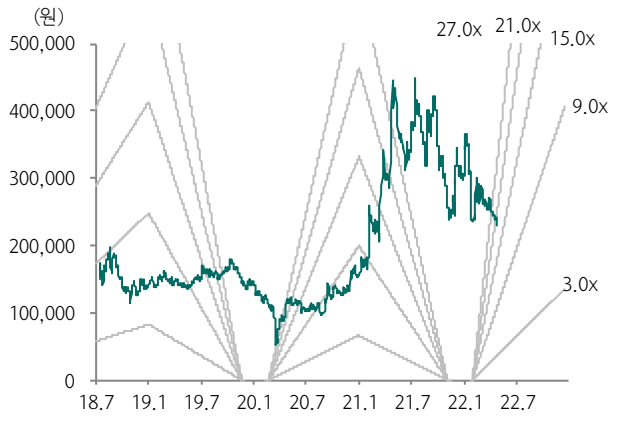
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성화학 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 효성화학 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

표 3. 효성화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2021P				FY2022F				FY2020	FY2021	FY2022F	FY2023F
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F				
매출액	**591.2**	**619.2**	**630.6**	**612.0**	**727.2**	**782.7**	**831.3**	**833.4**	**1,817.1**	**2,453.1**	**3,174.6**	**3,157.0**
QoQ(%)	24.3%	4.7%	1.8%	-3.0%	18.8%	7.6%	6.2%	0.2%				
YoY(%)	39.2%	44.3%	29.4%	28.7%	23.0%	26.4%	31.8%	36.2%	0.3%	35.0%	29.4%	-0.6%
PP/DH	357.1	388.6	375.7	357.4	442.5	473.8	527.9	515.2	1,007.6	1,478.8	1,959.4	1,882.1
PTA	72.7	68.0	92.8	89.0	94.4	114.9	111.4	114.0	238.3	322.4	434.7	400.3
기타(NF3+필름 등)	157.1	159.4	158.9	161.4	185.7	190.0	187.7	199.9	557.8	636.8	763.3	857.6
영업이익	**61.1**	**71.3**	**32.9**	**-16.8**	**-33.2**	**-15.5**	**42.8**	**50.0**	**61.0**	**148.5**	**44.1**	**237.8**
영업이익률(%)	10.3%	11.5%	5.2%	-2.7%	-4.6%	-2.0%	5.1%	6.0%	3.4%	6.1%	1.4%	7.5%
QoQ(%)	204.0%	16.6%	-53.9%	적전	적지	적지	흑전	17.0%				
YoY(%)	392.7%	1890.8%	32.0%	적전	적전	적전	30.0%	흑전	-60.4%	143.4%	-70.3%	439.3%
PP/DH	43.7	54.7	15.6	-27.8	-54.6	-37.6	19.1	24.4	20.6	86.3	-48.6	136.8
영업이익률(%)	12.2%	14.1%	4.2%	-7.8%	-12.3%	-7.9%	3.6%	4.7%	2.0%	5.8%	-2.5%	7.3%
QoQ(%)	360.0%	25.3%	-71.4%	-277.7%	96.4%	적지	흑전	27.7%				
YoY(%)	810.4%	흑전	34.8%	-392.6%	적전	적전	22.3%	흑전	-84.6%	318.8%	적전	흑전
PTA	-1.8	-3.6	-1.0	-1.4	-0.1	-0.6	0.8	1.7	-10.7	-7.8	1.7	3.4
영업이익률(%)	-2.5%	-5.3%	-1.1%	-1.6%	-0.1%	-0.6%	0.7%	1.5%	-4.5%	-2.4%	0.4%	0.9%
QoQ(%)	적지	적지	적지	40.0%	적지	적지	흑전	103.9%				
YoY(%)	적지	적지	적지	-58.8%	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전	97.6%
기타(NF3+필름 등)	19.2	20.1	18.2	12.5	21.6	22.7	22.8	23.9	51.1	70.0	91.1	97.6
영업이익률(%)	12.2%	12.6%	11.5%	7.7%	11.6%	12.0%	12.2%	12.0%	9.2%	11.0%	11.9%	11.4%
QoQ(%)	37.1%	4.7%	-9.3%	-31.5%	72.8%	5.1%	0.5%	4.9%				
YoY(%)	128.6%	46.9%	21.6%	-10.7%	12.5%	13.0%	25.1%	91.6%	329.2%	37.1%	30.0%	7.2%
당기순이익	**41.9**	**46.8**	**14.0**	**-32.3**	**-49.6**	**-20.8**	**25.7**	**31.2**	**-11.6**	**70.4**	**-13.4**	**150.4**
QoQ(%)	흑전	11.8%	-70.1%	적전	적지	적지	흑전	21.3%				
YoY(%)	3882.6%	흑전	120.6%	적지	적전	적전	83.8%	흑전	적전	흑전	적전	흑전

자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	**1,817.2**	**2,453.0**	**3,174.6**	**3,157.0**	**3,092.5**
매출원가	1,664.1	2,203.7	3,080.3	2,869.3	2,747.3
매출총이익	153.1	249.3	94.3	287.7	345.2
판관비	92.1	100.7	50.2	49.9	48.9
영업이익	**60.9**	**148.6**	**44.1**	**237.8**	**296.4**
금융손익	(48.3)	(38.9)	(40.3)	(39.9)	(39.2)
종속/관계기업손익	1.7	0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(10.9)	4.4	0.0	0.0	0.0
세전이익	**3.4**	**114.4**	**3.8**	**197.9**	**257.1**
법인세	15.0	44.0	17.2	47.5	61.7
계속사업이익	(11.6)	70.4	(13.4)	150.4	195.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**(11.6)**	**70.4**	**(13.4)**	**150.4**	**195.4**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**(11.6)**	**70.4**	**(13.4)**	**150.4**	**195.4**
지배주주지분포괄이익	(36.5)	99.1	(13.4)	150.4	195.4
NOPAT	(206.9)	91.5	(154.3)	180.7	225.2
EBITDA	237.9	341.1	255.2	450.7	509.3
성장성(%)					
매출액증가율	0.26	34.99	29.42	(0.55)	(2.04)
NOPAT증가율	적전	흑전	적전	흑전	24.63
EBITDA증가율	(23.55)	43.38	(25.18)	76.61	13.00
영업이익증가율	(60.43)	144.01	(70.32)	439.23	24.64
(지배주주)순익증가율	적전	흑전	적전	흑전	29.92
EPS증가율	적전	흑전	적전	흑전	29.94
수익성(%)					
매출총이익률	8.43	10.16	2.97	9.11	11.16
EBITDA이익률	13.09	13.91	8.04	14.28	16.47
영업이익률	3.35	6.06	1.39	7.53	9.58
계속사업이익률	(0.64)	2.87	(0.42)	4.76	6.32

대차대조표

(단위:십억원)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	**435.7**	**797.6**	**911.1**	**1,050.1**	**1,225.1**
금융자산	64.2	35.6	65.5	209.1	401.3
현금성자산	10.2	34.8	64.5	208.2	400.4
매출채권	174.1	214.7	277.9	276.4	270.7
재고자산	143.2	401.0	409.0	406.8	398.4
기타유동자산	54.2	146.3	158.7	157.8	154.7
비유동자산	**1,981.6**	**2,258.6**	**2,275.1**	**2,283.1**	**2,290.7**
투자자산	18.0	18.6	24.1	24.0	23.5
금융자산	2.3	2.4	3.2	3.1	3.1
유형자산	1,923.3	2,188.1	2,199.2	2,207.3	2,215.4
무형자산	**23.1**	**34.0**	**34.0**	**34.0**	**34.0**
기타비유동자산	**17.2**	**17.9**	**17.8**	**17.8**	**17.8**
자산총계	**2,417.4**	**3,056.2**	**3,186.3**	**3,333.2**	**3,515.8**
유동부채	**627.5**	**1,083.2**	**1,218.8**	**1,215.5**	**1,203.4**
금융부채	307.9	586.8	588.1	588.1	588.0
매입채무	146.2	235.0	304.2	302.5	296.3
기타유동부채	173.4	261.4	326.5	324.9	319.1
비유동부채	**1,387.5**	**1,471.6**	**1,479.4**	**1,479.2**	**1,478.5**
금융부채	**1,367.2**	**1,445.0**	**1,445.0**	**1,445.0**	**1,445.0**
기타비유동부채	20.3	26.6	34.4	34.2	33.5
부채총계	**2,015.0**	**2,554.7**	**2,698.2**	**2,694.7**	**2,681.9**
지배주주지분	**402.4**	**501.5**	**488.0**	**638.4**	**833.9**
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	(8.3)	20.2	20.2	20.2	20.2
이익잉여금	67.6	138.2	124.8	275.2	470.6
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**402.4**	**501.5**	**488.0**	**638.4**	**833.9**
순금융부채	1,610.8	1,996.3	1,967.6	1,823.9	1,631.6

투자지표

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(3,641)	22,073	(4,203)	47,146	61,260
BPS	126,702	157,767	153,564	200,710	261,971
CFPS	76,643	104,713	79,921	141,192	159,542
EBITDAPS	74,563	106,930	80,012	141,283	159,633
SPS	569,630	768,932	995,133	989,607	969,398
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	(42.98)	13.75	(54.37)	4.85	3.73
PBR	1.24	1.92	1.49	1.14	0.87
PCFR	2.04	2.90	2.86	1.62	1.43
EV/EBITDA	8.87	8.69	10.56	5.66	4.64
PSR	0.27	0.39	0.23	0.23	0.24
재무비율(%)					
ROE	(2.71)	15.58	(2.71)	26.70	26.55
ROA	(0.52)	2.57	(0.43)	4.61	5.71
ROIC	(11.24)	4.02	(6.08)	7.16	8.91
부채비율	500.81	509.47	552.86	422.07	321.62
순부채비율	400.35	398.10	403.16	285.68	195.67
이자보상배율(배)	1.40	4.35	1.18	6.35	7.91

현금흐름표

(단위:십억원)

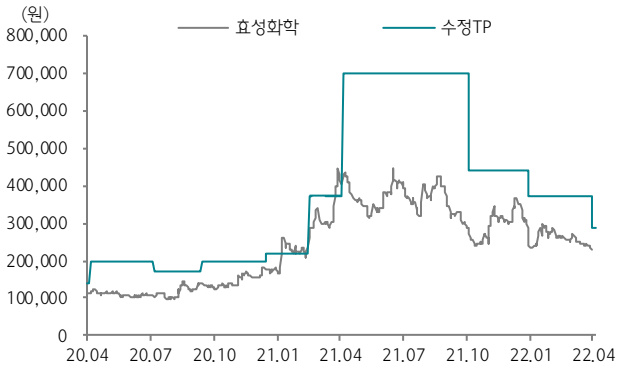
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	**168.3**	**68.7**	**253.4**	**367.7**	**416.3**
당기순이익	(11.6)	70.4	(13.4)	150.4	195.4
조정	20	25	21	22	22
감가상각비	176.9	192.5	211.2	212.9	212.9
외환거래손익	4.9	2.8	3.0	3.0	3.0
지분법손익	(1.7)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(160.1)	(170.0)	(193.2)	(193.9)	(193.9)
영업활동 자산부채 변동	(25.0)	(253.8)	52.7	1.4	5.0
투자활동 현금흐름	**(553.5)**	**(307.4)**	**(230.9)**	**(223.9)**	**(223.5)**
투자자산감소(증가)	67.5	(0.6)	(5.5)	0.1	0.5
자본증가(감소)	(555.6)	(328.0)	(222.2)	(221.0)	(221.0)
기타	(65.4)	21.2	(3.2)	(3.0)	(3.0)
재무활동 현금흐름	**356.8**	**262.7**	**1.3**	**(0.0)**	**(0.1)**
금융부채증가(감소)	327.4	356.8	1.3	(0.0)	(0.1)
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	45.3	(94.1)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(15.9)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(35.9)**	**24.6**	**29.7**	**143.7**	**192.2**
Unlevered CFO	244.5	334.0	255.0	450.4	509.0
Free Cash Flow	(387.4)	(259.6)	31.2	146.7	195.4

자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.4.28	BUY	290,000		
22.1.27	BUY	370,000	-29.86%	-19.05%
21.11.1	BUY	440,000	-32.45%	-17.05%
21.5.3	BUY	700,000	-48.13%	-36.00%
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%

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	95.62%	4.38%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 04월 25일

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 2022년 4월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2022년 4월 28일 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 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.