



# BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원  
주가(1/29): 165,000원  
시가총액: 5,264억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/29)	2,976.21pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	182,500원	51,000원
등락률	-9.6%	223.5%
수익률	절대	상대
1M	6.1%	0.6%
6M	52.1%	15.6%
1Y	33.1%	-2.3%

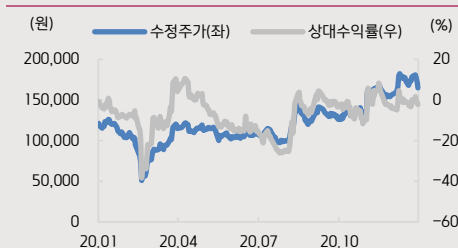
## Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	8.9%
배당수익률(2020E)	0.6%
BPS(2020E)	138,808원
주요 주주	효성 외 6인 43.8%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,817.2	2,354.7
영업이익	65.0	153.9	60.9	174.0
EBITDA	154.7	311.2	200.0	362.6
세전이익	27.4	110.0	3.3	118.5
순이익	20.4	87.8	-11.5	94.8
지배주주지분순이익	20.4	87.8	-11.5	94.8
EPS(원)	11,059	27,530	-3,615	29,707
증감률(%YoY)	NA	148.9	적전	흑전
PER(배)	12.8	5.2	-43.3	5.6
PBR(배)	1.2	1.0	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	8.8	5.6	10.5	6.2
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	7.4
ROE(%)	5.6	21.4	-2.6	19.6
순부채비율(%)	246.0	285.1	360.0	327.6

## Price Trend



## 실적 Review

# 효성화학 (298000)

## 작년 4분기, 일회성 요인 발생



효성화학의 작년 4분기 영업이익은 201억원으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 주력 사업인 PP/PDH의 일회성 비용이 반영되었고, 기타부문 중 TPA는 중국 증설 영향으로 스프레드가 여전히 저조한 상황을 유지하고 있기 때문입니다. 다만 동사는 올해 하반기부터 프로판 가격 안정화 및 베트남 PDH 증설 효과로 실적 개선세가 안정할 전망입니다.

### >>> 작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 하회

효성화학의 작년 4분기 영업이익은 201억원으로 전 분기 대비 19.2% 감소하며 당사 추정치 및 시장 기대치를 하회하였다. LPG가 성수기 효과로 가격이 상승한 가운데, 동사 플랜트 인근 업체의 변압기 폭파 사고로 동사도 올해 1분기에 예정된 정기보수의 일정을 작년 4분기로 변경하였기 때문이다.

1) PP/PDH부문 영업이익은 95억원으로 전 분기 대비 18.1% 감소하였다. LPG 가격 상승에도 불구하고 PP 스프레드는 전 분기 대비 개선되었으나, 플랜트 인근 업체의 정전사고로 PDH 가동이 일시 중단되어, 올해 1분기 예정되었던 정기보수를 조기 실시하며 물량 측면의 감소 효과가 있었고, 건축용 등의 비수기 영향이 발생하였으며, 3) 프로필렌 외부 도입으로 베트남 PP 사업이 여전히 적자를 지속하고 있기 때문이다.

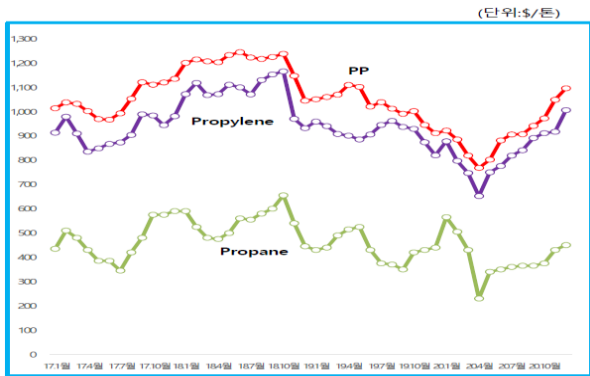
2) 기타부문 영업이익은 106억원으로 전 분기 대비 20.3% 감소하였다. NF3/TAC필름/POK의 실적이 개선되었으나, 중국 증설 등으로 TPA의 스프레드가 전 분기 대비 축소되었기 때문이다.

### >>> 올해 하반기, 물량/마진 개선 폭이 커질 전망

동사의 올해 영업이익은 1,740억원으로 작년 대비 185.7% 증가할 전망이다. 올해 상반기까지 베트남 PP-Alone 설비(30만톤)는 외부 프로필렌 도입으로 적자 기조를 유지하겠지만, 1) 올해 7월부터 PDH 60만톤, PP 30만톤, Cavern 가동으로 원재료 통합 및 물량 증가 효과가 본격적으로 발생할 것으로 예상되고, 2) 코비드19 확산세 진정으로 유럽/미국/호주 등 선진국향 산업용 파이프 시장 수요가 증가하며, 프리미엄과 마진율이 높은 특화품 판매량이 확대될 것으로 전망되며, 3) 필름/옵티컬부문이 전방 산업 업황 회복으로 견고한 마진율을 유지할 것으로 예상되고, 4) 증설 제한으로 NF3도 올해 마진 개선이 전망되기 때문이다.

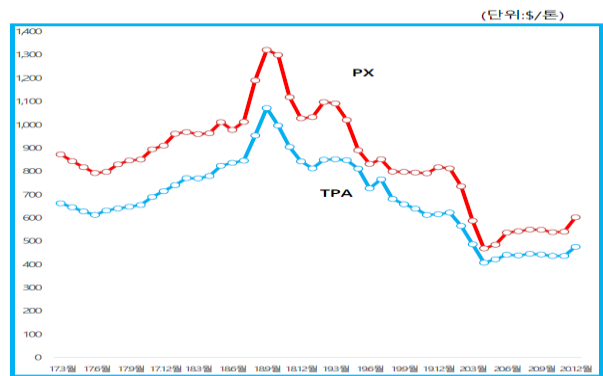
한편 NF3는 전방 반도체/LCD 업황 호조 및 증설 제한으로 현재 없어서 못하는 상황으로 보인다.

PP/프로필렌/프로판 가격 추이



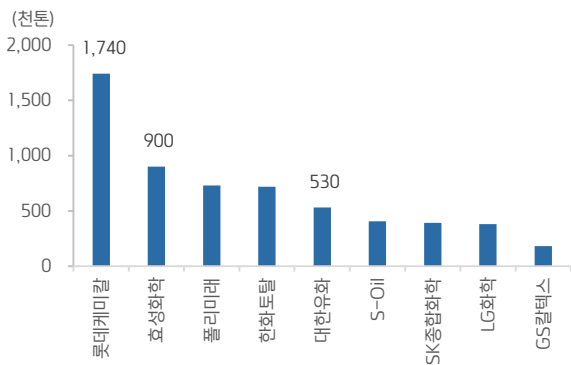
자료: 효성화학, 키움증권 리서치

PX/TPA 가격 추이



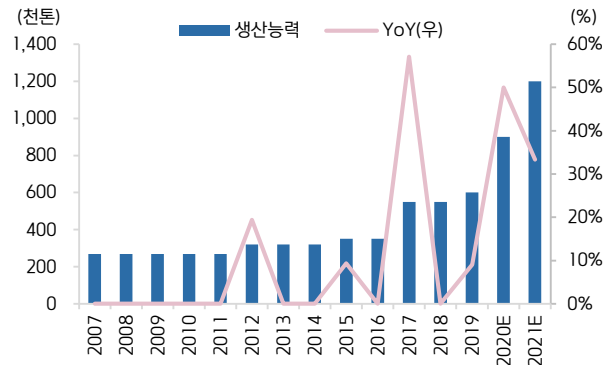
자료: 효성화학, 키움증권 리서치

국내 PP 업체 생산능력 현황(2020년 기준)



자료: 각사, 키움증권 리서치

효성화학 PP 생산능력 추이/전망



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망(2018년 분할 전 실적 포함)

(십억원)	2019				2020				2018*	2019	2020P	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	Annual			
매출액	452	488	456	417	425	429	487	476	1,864	1,813	1,817	2,355
PP/PDH	220	253	247	227	210	242	285	270	984	947	1,008	1,491
기타	232	235	209	190	214	187	202	206	880	865	810	864
영업이익	25	50	55	24	12	4	25	20	109	154	61	174
PP/PDH	21	40	46	28	4	-5	12	10	107	134	20	131
기타	4	10	9	-3	9	9	13	11	2	20	42	43
영업이익률	5.5%	10.2%	12.1%	5.8%	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	5.9%	8.5%	3.4%	7.4%
PP/PDH	9.6%	15.7%	18.5%	12.1%	1.8%	-2.2%	4.1%	3.5%	10.9%	14.1%	1.9%	8.8%
기타	1.7%	4.3%	4.5%	-1.7%	4.1%	4.8%	6.6%	5.2%	0.2%	2.3%	5.1%	5.0%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	1,116.8	1,812.5	1,817.2	2,354.7	2,831.6
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,669.4	2,067.9	2,442.4
매출총이익	114.6	243.6	147.8	286.8	389.2
판관비	49.6	89.7	86.9	112.8	135.4
<b>영업이익</b>	65.0	153.9	60.9	174.0	253.8
<b>EBITDA</b>	154.7	311.2	200.0	362.6	470.4
영업외손익	-37.6	-43.9	-57.6	-55.6	-56.5
이자수익	0.1	0.2	0.3	0.9	2.1
이자비용	21.0	36.5	45.7	53.3	55.5
외환관련이익	13.8	31.1	17.4	18.3	19.2
외환관련손실	26.7	44.6	26.6	27.4	28.2
종속 및 관계기업손익	-7.0	4.1	-4.9	4.1	4.1
기타	3.2	1.8	1.9	1.8	1.8
<b>법인세차감전이익</b>	27.4	110.0	3.3	118.5	197.3
법인세비용	7.0	22.2	14.8	23.7	39.5
계속사업순이익	20.4	87.8	-11.5	94.8	157.8
<b>당기순이익</b>	20.4	87.8	-11.5	94.8	157.8
<b>지배주주순이익</b>	20.4	87.8	-11.5	94.8	157.8
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	62.3	0.3	29.6	20.3
영업이익 증감율	NA	136.8	-60.4	185.7	45.9
EBITDA 증감율	NA	101.2	-35.7	81.3	29.7
지배주주순이익 증감율	NA	330.4	-113.1	-924.3	66.5
EPS 증감율	NA	148.9	적전	흑전	66.6
매출총이익률(%)	10.3	13.4	8.1	12.2	13.7
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	7.4	9.0
EBITDA Margin(%)	13.9	17.2	11.0	15.4	16.6
지배주주순이익률(%)	1.8	4.8	-0.6	4.0	5.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	438.3	446.1	490.5	731.7	1,109.7
현금 및 현금성자산	79.3	46.1	87.4	243.6	545.8
단기금융자산	0.0	4.0	4.0	4.1	4.1
매출채권 및 기타채권	184.7	151.0	151.4	196.1	235.9
재고자산	125.3	127.5	127.8	165.7	199.2
기타유동자산	49.0	121.5	123.9	126.3	128.8
<b>비유동자산</b>	1,214.9	1,617.5	1,902.4	2,063.9	1,947.3
투자자산	7.3	77.4	77.4	77.4	77.4
유형자산	1,117.6	1,448.3	1,733.3	1,894.8	1,778.2
무형자산	74.1	73.1	73.1	73.1	73.1
기타비유동자산	15.9	18.7	18.6	18.6	18.6
<b>자산총계</b>	1,653.2	2,063.5	2,392.9	2,795.6	3,057.0
<b>유동부채</b>	686.0	431.3	433.4	474.4	510.9
매입채무 및 기타채무	275.7	219.9	222.0	262.9	299.5
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	410.3	211.4	211.4	211.5	211.4
<b>비유동부채</b>	600.0	1,177.5	1,516.7	1,796.7	1,876.7
장기금융부채	0.0	4.7	4.7	4.7	4.7
기타비유동부채	600.0	1,172.8	1,512.0	1,792.0	1,872.0
<b>부채총계</b>	1,286.0	1,608.8	1,950.1	2,271.1	2,387.6
<b>자본지분</b>	367.2	454.7	442.8	524.5	669.3
자본금	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
자본잉여금	329.0	329.0	329.0	329.0	329.0
기타자본	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
기타포괄손익누계액	5.9	13.5	16.3	19.1	21.9
이익잉여금	18.3	98.2	83.5	162.3	304.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	367.2	454.7	442.8	524.5	669.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	76.8	163.2	248.2	335.5	444.2
당기순이익	20.4	87.8	-11.5	94.8	157.8
비현금항목의 가감	120.2	192.8	198.2	263.5	308.4
유형자산감가상각비	89.7	157.3	139.0	188.5	216.6
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-7.0	-4.1	0.0	0.0	0.0
기타	37.5	39.6	59.2	75.0	91.8
영업활동자산부채증감	-45.4	-98.1	11.7	-56.8	-39.2
매출채권및기타채권의감소	-50.4	29.5	-0.4	-44.8	-39.7
재고자산의감소	-13.2	0.5	-0.3	-37.8	-33.5
매입채무및기타채무의증가	15.5	-30.1	2.1	40.9	36.6
기타	2.7	-98.0	10.3	-15.1	-2.6
기타현금흐름	-18.4	-19.3	49.8	34.0	17.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145.2	-552.4	-421.5	-347.5	-97.5
유형자산의 취득	-83.6	-480.9	-424.0	-350.0	-100.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-60.5	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.3	-70.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-4.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.2	2.6	2.5	2.5	2.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	-134.9	351.7	319.2	272.7	60.0
차입금의 증가(감소)	-133.0	358.9	339.2	280.0	80.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-3.2	-15.9	-3.2	-15.9
기타	-0.1	-4.0	-4.1	-4.1	-4.1
기타현금흐름	6.7	4.3	-104.6	-104.6	-104.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-196.6	-33.2	41.3	156.2	302.2
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	46.1	87.4	243.5
기말현금 및 현금성자산	79.3	46.1	87.4	243.5	545.7

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,059	27,530	-3,615	29,707	49,477
BPS	115,120	142,536	138,808	164,416	209,795
CFPS	76,224	87,972	58,505	112,319	146,146
DPS	1,000	5,000	1,000	5,000	5,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.8	5.2	-43.3	5.6	3.3
PER(최고)	17.9	6.6	-47.7		
PER(최저)	10.0	4.8	-14.1		
PBR	1.2	1.0	1.1	1.0	0.8
PBR(최고)	1.7	1.3	1.2		
PBR(최저)	1.0	0.9	0.4		
PSR	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2
PCFR	1.9	1.6	2.7	1.5	1.1
EV/EBITDA	8.8	5.6	10.5	6.2	4.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	15.6	18.1	-27.6	16.8	10.1
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.7	3.5	0.6	3.0	3.0
ROA	1.2	4.7	-0.5	3.7	5.4
ROE	5.6	21.4	-2.6	19.6	26.4
ROIC	3.3	8.6	-11.7	6.7	9.5
매출채권회전율	12.1	10.8	12.0	13.6	13.1
재고자산회전율	17.8	14.3	14.2	16.0	15.5
부채비율	350.2	353.8	440.4	433.0	356.7
순차입금비율	246.0	285.1	360.0	327.6	223.5
이자보상배율	3.1	4.2	1.3	3.3	4.6
총차입금	982.7	1,346.5	1,685.7	1,965.7	2,045.7
순차입금	903.4	1,296.4	1,594.2	1,718.0	1,495.8
NOPLAT	154.7	311.2	200.0	362.6	470.4
FCF	-58.1	-293.8	-486.5	-79.0	280.5

Compliance Notice

- 당사는 1월 29일 현재 '효성화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

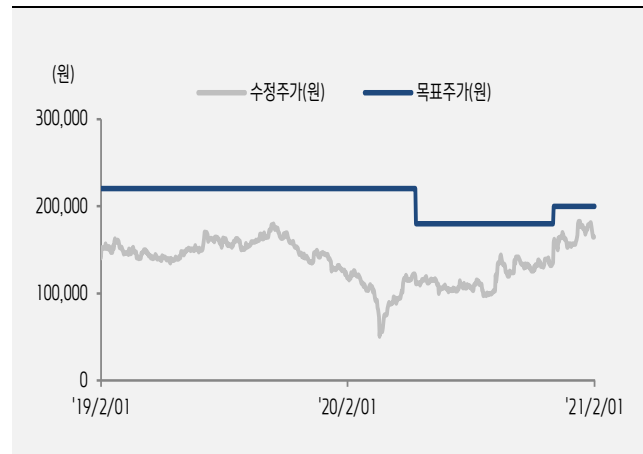
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사업	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	2019/02/20	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-31.13	-26.14
	2019/03/22	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-33.30	-26.14
	2019/05/02	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-34.15	-26.14
	2019/06/05	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-31.84	-22.73
	2019/09/23	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-24.86	-23.18
	2019/10/08	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-27.95	-18.41
	2019/12/13	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-37.50	-18.41
	2020/05/12	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-37.87	-37.22
	2020/05/21	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-39.94	-32.78
	2020/09/09	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-36.21	-20.00
	2020/10/26	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-35.92	-20.00
	2020/11/02	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-35.40	-20.00
	2020/12/02	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-17.08	-8.75
	2021/02/01	Buy(Maintain)	200,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%