



BUY(Maintain)

목표주가: 330,000원
추가(2/2): 183,500원
시가총액: 5,845억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(2/2)	3,096.81pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	183,500원	51,000원
등락률	0.0%	259.8%
수익률	절대	상대
1M	17.3%	8.8%
6M	71.5%	24.6%
1Y	55.5%	6.4%

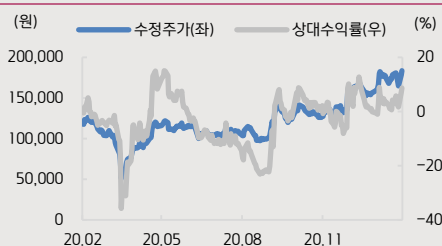
Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	48천주
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(2020E)	0.0%
BPS(2020E)	139,790원
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	2,529.2
영업이익	65.0	153.9	60.9	178.7
EBITDA	154.7	311.2	200.0	367.3
세전이익	27.4	110.0	3.3	123.2
순이익	20.4	87.8	-11.6	98.5
지배주주지분순이익	20.4	87.8	-11.6	98.5
EPS(원)	11,059	27,530	-3,628	30,883
증감률(%YoY)	NA	148.9	적전	흑전
PER(배)	12.8	5.2	-43.1	5.9
PBR(배)	1.2	1.0	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	8.8	5.6	10.5	6.3
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	7.1
ROE(%)	5.6	21.4	-2.6	20.0
순부채비율(%)	246.0	285.1	356.8	317.2

Price Trend



기업브리프

효성화학 (298000)

높은 마진율을 향유하는 NF3 가치를 고려하자



현재 NF3는 전방(반도체/디스플레이) 업황 개선으로 없어서 판매를 못하는 상황입니다. 효성화학은 세계 2위권 NF3 업체로 세계 1위 업체 대비 마진율이 낮은 상황이나, 2019년 이후 마진율 갭이 급격히 축소되고 있습니다. 한편 올해 동사의 NF3 EBITDA 마진율은 20% 후반대를 기록할 것으로 추정됩니다. 동사 NF3 가치를 시가총액에 반영할 필요가 있어 보입니다.

>>> 동사 NF3 영업가치, 현재 시가총액의 57%를 설명

작년 2분기 이후 NF3 업황이 호조세를 이어가고 있다. 작년 경쟁사의 트러블(화재) 등이 발생하였고, 반도체/디스플레이 업황 개선으로 수요가 견고한 흐름으로 전환되었기 때문이다. 참고로 작년 SK머티리얼즈 1.5천톤, 중국 PERIC 3천톤 증설 이후 올해는 NF3 Top-3의 증설 계획이 없는 상황이다.

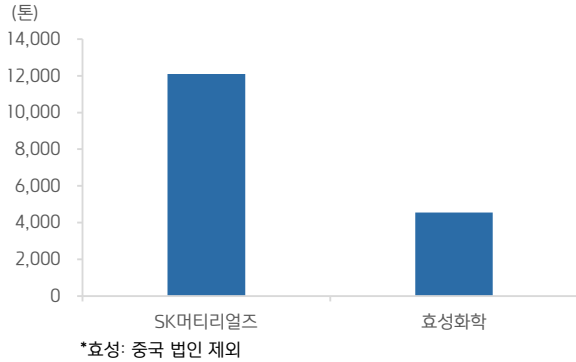
효성화학의 NF3 생산능력은 4,550톤(효성티앤씨가 보유한 중국 취저우 생산 능력 제외)으로 SK머티리얼즈에 이어 세계 2위 시장 점유율을 기록하고 있다. 동사의 NF3 수익성은 국내 경쟁사 대비 아직은 열위인 상황이나, 부산물을 활용한 F2N2 가스 판매 개시 및 고객사 확보에 따른 가동률 개선 등으로 2019년 이후 마진율 갭이 급격히 축소되고 있다. 동사의 NF3 사업부는 현재 시장 내에 알려져 있는 NF3 제조공법(DF/ECF공정)을 모두 보유하고 있고, 자체적인 플랜트 설계 및 건설 기술을 확보하고 있다. 또한 이를 통하여 생산 노하우/공정 개선을 실시하고 있어 최근 제조원가도 절감되고 있다.

동사 NF3 가치가 현재 동사 시가총액에 전혀 반영되지 않은 상황이다. 당 리서치센터는 동사 NF3 영업가치를 3,315억원(배수 경쟁사 대비 30% 할인)으로 현재 시가총액의 57%로 평가하고 있다. 또한 SK머티리얼즈의 NF3 천톤당 시가총액(1,112억원)을 30% 할인하여도 유사한 가치가 산출된다. 참고로 동사의 올해 NF3 EBITDA 마진율은 20% 후반대를 기록할 것으로 추정된다. 높은 이익률을 기록하고 있는 NF3 가치를 반영시켜야 할 시점으로 판단된다.

>>> 올해 하반기, 1.4조원이 투입된 베트남 프로젝트 완공

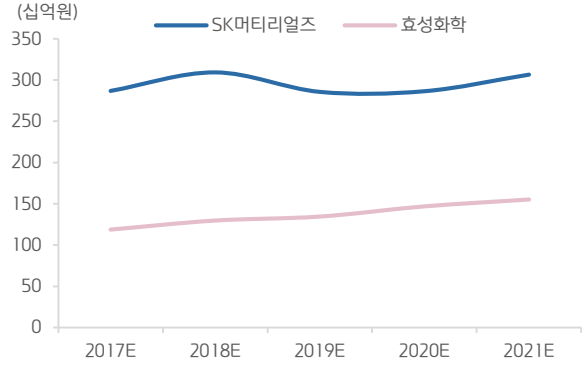
처음 지어보는 Cavern의 정상 가동에 대한 추적이 필요해 보이지만, 하절기 LPG 가격 하락으로 인한 PP 스프레드 개선 및 베트남 PP/PDH 가동에 따른 물량 측면의 증가 효과가 올해 3분기부터 동사 연결 실적에 본격적으로 반영될 것으로 보인다. 또한 Cavern 설치로 LPG 트레이딩이 실적에 추가될 전망이고, PDH 통합으로 인한 프로필렌 정제마진 획득과 에틸렌/수소/C5+/스팀 등 부산물 생산도 동 프로젝트 수익성 개선에 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 예상된다. 참고로 동사의 현재 시가총액은 5,845억원이며 베트남 프로젝트에는 약 1.4조원의 Capex가 투입된다.

효성화학/SK머티리얼즈 NF3 생산능력 현황(2020년)



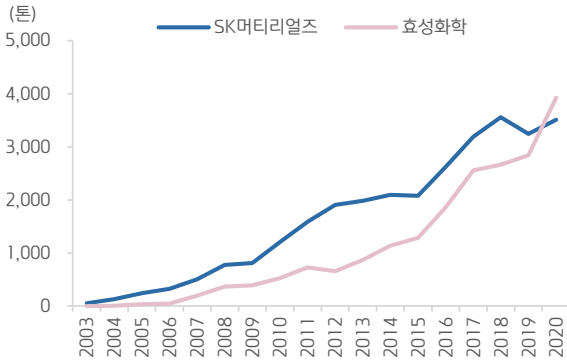
자료: 각사, 키움증권 리서치

효성화학/SK머티리얼즈 NF3 매출액 추이(추정치)



자료: 각사, 키움증권 리서치

효성화학/SK머티리얼즈 NF3 수출 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

효성화학 Valuation

사업부	EBITDA	Multiple	Value	비고
화학 등	3,254	7.5	24,307	배수 3년 평균 10% 할인
NF3	419	7.9	3,315	배수 경쟁사 30% 할인
영업가치 합(A)			27,622	2021년 추정 기준
투자자산가치(B)			157	신화인더텍 시장가치
순차입금(C)			17,157	2021년 추정 기준
시가총액(D=A+B-C)			10,622	
주식수(E)			3,178	자사주 제외
적정주가(D/E)			334,246	
목표주가			330,000	천원 단위 절하
현재주가			183,500	2/2 일 종가 기준
상승여력			79.8%	현재주가 대비

(억원, 배, 천주)

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	2,529
PP/PDH	220	253	247	227	210	242	285	270	984	947	1,008	1,601
기타	232	235	209	190	214	187	202	206	880	865	810	928
영업이익	25	50	55	24	12	4	25	20	109	154	61	179
PP/PDH	21	40	46	28	5	-5	12	10	107	134	21	134
기타	4	10	9	-3	8	9	13	11	2	20	40	45
영업이익률	5.5%	10.2%	12.1%	5.8%	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	5.9%	8.5%	3.4%	7.1%
PP/PDH	9.6%	15.7%	18.5%	12.1%	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	10.9%	14.1%	2.0%	8.4%
기타	1.7%	4.3%	4.5%	-1.7%	3.5%	4.8%	6.6%	5.2%	0.2%	2.3%	5.0%	4.8%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,817.2	2,529.2	3,004.1
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,669.4	2,229.6	2,598.4
매출총이익	114.6	243.6	147.8	299.5	405.7
판매비	49.6	89.7	86.9	120.8	143.3
영업이익	65.0	153.9	60.9	178.7	262.4
EBITDA	154.7	311.2	200.0	367.3	479.0
영업외손익	-37.6	-43.9	-57.6	-55.6	-56.5
이자수익	0.1	0.2	0.4	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	1.8	1.8	1.8
법인세차감전이익	27.4	110.0	3.3	123.2	205.9
법인세비용	7.0	22.2	14.9	24.6	41.2
계속사업순이익	20.4	87.8	-11.6	98.5	164.7
당기순이익	20.4	87.8	-11.6	98.5	164.7
지배주주순이익	20.4	87.8	-11.6	98.5	164.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	62.3	0.3	39.2	18.8
영업이익 증감율	NA	136.8	-60.4	193.4	46.8
EBITDA 증감율	NA	101.2	-35.7	83.7	30.4
지배주주순이익 증감율	NA	330.4	-113.2	-949.1	67.2
EPS 증감율	NA	148.9	적전	흑전	67.2
매출총이익률(%)	10.3	13.4	8.1	11.8	13.5
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	7.1	8.7
EBITDA Margin(%)	13.9	17.2	11.0	14.5	15.9
지배주주순이익률(%)	1.8	4.8	-0.6	3.9	5.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	438.3	446.1	493.7	760.8	1,145.5
현금 및 현금성자산	79.3	46.1	90.6	245.9	555.1
단기금융자산	0.0	4.0	4.0	4.1	4.1
매출채권 및 기타채권	184.7	151.0	151.4	210.7	250.2
재고자산	125.3	127.5	127.8	177.9	211.3
기타유동자산	49.0	121.5	123.9	126.3	128.9
비유동자산	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
자산총계	1,653.2	2,063.5	2,396.1	2,824.7	3,092.7
유동부채	686.0	431.3	433.4	487.1	523.5
매입채무 및 기타채무	275.7	219.9	222.0	275.6	312.1
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	410.3	211.4	211.4	211.5	211.4
비유동부채	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
부채총계	1,286.0	1,608.8	1,950.1	2,283.8	2,400.2
자본지분	367.2	454.7	445.9	540.9	692.6
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	86.6	178.8	327.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.2	454.7	445.9	540.9	692.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	76.8	163.2	251.3	331.5	441.7
당기순이익	20.4	87.8	-11.6	98.5	164.7
비현금항목의 가감	120.2	192.8	198.2	264.5	310.1
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	76.0	93.5
영업활동자산부채증감	-45.4	-98.1	14.9	-64.5	-48.5
매출채권및기타채권의감소	-50.4	29.5	-0.4	-59.3	-39.6
재고자산의감소	-13.2	0.5	-0.3	-50.1	-33.4
매입채무및기타채무의증가	15.5	-30.1	2.1	53.7	36.4
기타	2.7	-98.0	13.5	-8.8	-11.9
기타현금흐름	-18.4	-19.3	49.8	33.0	15.4
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	-134.9	351.7	319.2	275.9	69.6
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	0.0	-6.4
기타	-0.1	-4.0	-4.1	-4.1	-4.0
기타현금흐름	6.7	4.3	-104.6	-104.6	-104.6
현금 및 현금성자산의 순증가	-196.6	-33.2	44.5	155.3	309.2
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	46.1	90.5	245.9
기말현금 및 현금성자산	79.3	46.1	90.5	245.9	555.1

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	-3,628	30,883	51,632
BPS	115,120	142,536	139,790	169,564	217,097
CFPS	76,224	87,972	58,505	113,787	148,828
DPS	1,000	5,000	0	2,000	5,000
주가배수(배)					
PER	12.8	5.2	-43.1	5.9	3.6
PER(최고)	17.9	6.6	-47.5		
PER(최저)	10.0	4.8	-14.1		
PBR	1.2	1.0	1.1	1.1	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	1.6	1.2
EV/EBITDA	8.8	5.6	10.5	6.3	4.3
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	15.6	18.1	0.0	6.5	9.6
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.7	3.5	0.0	1.1	2.7
ROA	1.2	4.7	-0.5	3.8	5.6
ROE	5.6	21.4	-2.6	20.0	26.7
ROIC	3.3	8.6	-11.7	6.9	9.7
매출채권회전율	12.1	10.8	12.0	14.0	13.0
재고자산회전율	17.8	14.3	14.2	16.5	15.4
부채비율	350.2	353.8	437.3	422.2	346.6
순차입금비율	246.0	285.1	356.8	317.2	214.6
이자보상배율	3.1	4.2	1.3	3.4	4.7
총차입금	982.7	1,346.5	1,685.7	1,965.7	2,045.7
순차입금	903.4	1,296.4	1,591.1	1,715.7	1,486.5
NOPLAT	154.7	311.2	200.0	367.3	479.0
FCF	-58.1	-293.8	-483.3	-83.0	278.0

Compliance Notice

- 당사는 2월 2일 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

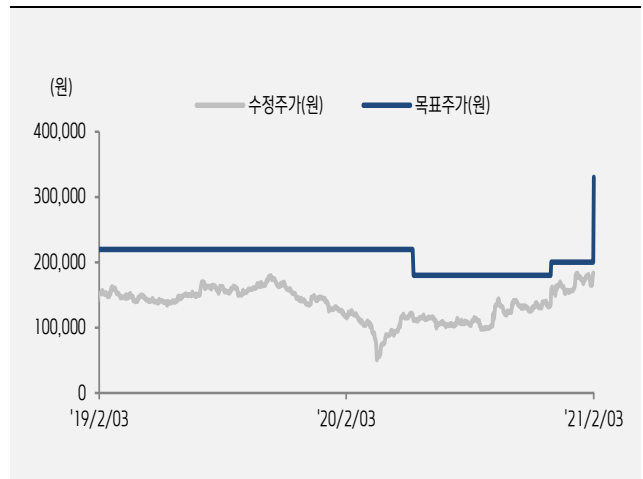
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	-17.10	-8.75
	2021/02/01	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-16.86	-8.25
	2021/02/03	Buy(Maintain)	330,000원	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%