



# BUY(Maintain)

목표주가: 430,000원  
주가(4/6): 300,000원  
시가총액: 9,570억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI(4/6)	3,127.08pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	343,000원	88,700원
등락률	-12.5%	238.2%
수익률	절대	상대
1M	27.9%	23.8%
6M	123.0%	68.8%
1Y	238.2%	93.8%

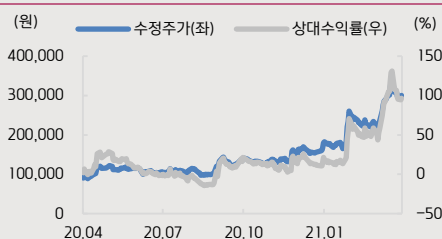
### Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	100천주
외국인 지분율	9.4%
배당수익률(2020A)	0.0%
BPS(2020A)	126,125원
주요 주주	효성 외 6인 43.8%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	1,116.8	1,812.5	1,817.2	2,296.4
영업이익	65.0	153.9	60.9	218.7
EBITDA	154.7	311.2	237.9	457.8
세전이익	27.4	110.0	3.4	160.5
순이익	20.4	87.8	-11.6	128.4
지배주주지분순이익	20.4	87.8	-11.6	128.4
EPS(원)	11,059	27,530	-3,641	40,250
증감률(%YoY)	NA	148.9	적전	흑전
PER(배)	12.8	5.2	-43.0	7.5
PBR(배)	1.2	1.0	1.2	2.0
EV/EBITDA(배)	8.8	5.6	8.9	5.6
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	9.5
ROE(%)	5.6	21.4	-2.7	28.8
순부채비율(%)	246.0	285.1	400.1	323.6

### Price Trend



## 기업브리프

# 효성화학 (298000)

## 시총 1.6배 수준의 대규모 Capex가 마무리된다



효성화학 시가총액의 1.6배에 해당하는 베트남 프로젝트 Capex가 올해 2~3분기에 마무리됩니다. 이에 올해 하반기부터 영업현금흐름이 개선되며, 작년 400%를 상회 하던 순부채비율이 빠르게 감소할 전망이다. 한편 동사의 베트남 프로젝트는 부산 물(에틸렌/수소/스팀) 생산 및 LPG 트레이딩 사업 진행으로 추가적인 이익 증가가 예상됩니다. 하반기부터 본격적인 Capex 회수기에 돌입할 것으로 전망됩니다.

### >>> 베트남 프로젝트, 올해 하반기부터 본격 가동 전망

2018년부터 시작된 13.3억달러의 대규모 Capex 투자가 올해로 마무리된다. 코로나19 등 어려운 상황에서도 효성화학은 작년까지 10.2억달러의 투자를 집행하였고, 올해 3.13억달러의 잔여 투자만 남은 상황이다.

올해 2~3분기에 동사의 베트남 2차 PP 설비(+30만톤), Cavern, PDH(C3 +60만톤) 설비가 본격 가동한다. 램프업에 시간 등이 필요할 것으로 판단되지만, 상업 가동 시 탄력적인 실적 증가가 예상된다. 동사가 독자적인 기술을 보유한 PDH 가동으로 1차 PP 설비의 경제성도 크게 개선될 전망이다. 또한 에틸렌 회수 설비(+5.5만톤), 부생 수소(+2만톤), 스팀(80톤/시간) 생산으로 추가적인 수익성 개선도 예상된다. 한편 LPG 트레이딩은 국가 기간 산업으로 외국 업체가 일반적으로 사업을 진행하기가 어렵다. 하지만 동사는 베트남 정부와 협력을 통하여 LPG를 베트남(+20만톤)과 동남아시아(+20만톤)에 판매할 계획이다. 또한 Cavern 보유로 일반적인 트레이딩 대비 차별화된 마진율이 예상된다. 최근 불거진 건설 지연 뉴스 등은 크게 의미가 없어 보인다.

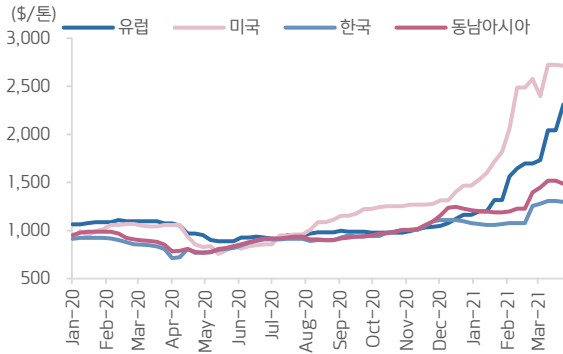
### >>> 사우디 LPG 가격 인하

사우디 아람코가 4월 아시아 LPG 계약 가격을 전월 대비 10~11% 인하하였다. 9~10개월만에 처음으로 하락하며, 트레이더들의 예측치 보다도 인하 폭이 컸다. 난방 수요의 감소가 예상되고, 인도/인도네시아의 스팟 수요가 여전히 부진하며, 중동의 공급 과잉이 지속되고 있기 때문이다. 또한 역내/외 PP 가격이 급등세에 있다. 미국 한파 영향에 따른 역외 경쟁사들의 생산 차질, 물류비 강세로 인한 제품 가격의 동반 상승 및 전방 수요 개선에 기인한다. 동사의 PP/PDH부문 실적은 국내/베트남 모두 개선세를 보일 전망이다.

### >>> NF3, 온실가스 지정?

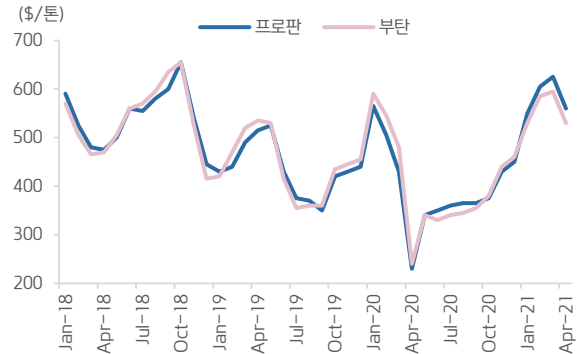
정부가 반도체/디스플레이 공정에 주로 사용되는 NF3를 온실가스로 추가하기 위한 작업 등을 하고 있는 것으로 보인다. NF3 대체 후보물질의 개발을 준비해도 2030~2035년에도 가능성이 있는지 없는지 알 수 없는 상황이다. 없어서 못 파는 상황을 즐길 필요가 있어 보인다. 또한 영업현금흐름이 크게 개선되는 내년/내후년에는 중국 NF3 설비의 인수도 가능할 것으로 추정된다.

역내/외 PP 가격 추이



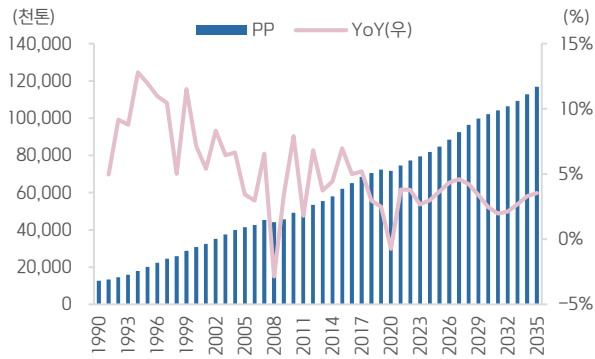
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

사우디 아람코 LPG 계약 가격 추이



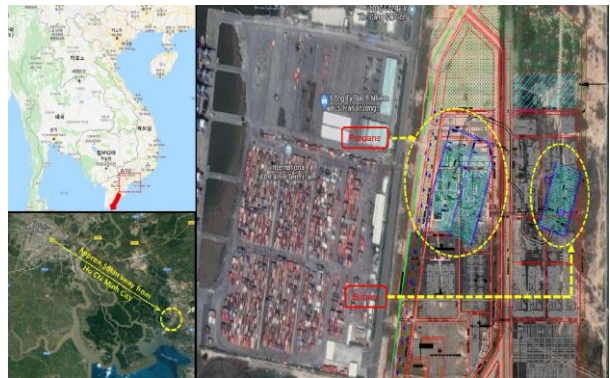
자료: SA, 키움증권 리서치

세계 PP 수요 및 증가률 추이/전망



자료: NXT, 키움증권 리서치

효성화학 베트남 Cavern Bird's Eye View



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망(2018년 분할 전 실적 포함)

(십억원)	2020				2021				2018*	2019	2020	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	425	429	487	476	533	601	584	578	1,864	1,813	1,817	2,296
PP/PDH	210	242	285	270	320	367	371	379	984	947	1,008	1,437
기타	214	187	202	206	213	234	213	199	880	865	810	860
영업이익	12	4	25	20	45	53	60	61	109	154	61	219
PP/PDH	5	-5	12	10	30	42	50	51	107	134	21	172
기타	8	9	13	11	15	11	10	10	2	20	40	47
영업이익률	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	8.4%	8.8%	10.3%	10.6%	5.9%	8.5%	3.4%	9.5%
PP/PDH	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	9.3%	11.4%	13.4%	13.4%	10.9%	14.1%	2.0%	12.0%
기타	3.5%	4.8%	6.6%	5.2%	7.1%	4.6%	4.9%	5.2%	0.2%	2.3%	5.0%	5.4%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>매출액</b>	1,116.8	1,812.5	1,817.2	2,296.4	2,767.9
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,664.1	1,961.5	2,334.7
매출총이익	114.6	243.6	153.1	335.0	433.2
판매비	49.6	89.7	92.1	116.3	139.6
<b>영업이익</b>	65.0	153.9	60.9	218.7	293.6
<b>EBITDA</b>	154.7	311.2	237.9	457.8	554.5
영업외손익	-37.6	-43.9	-57.5	-58.2	-57.7
이자수익	0.1	0.2	0.2	1.4	3.2
이자비용	21.0	36.5	43.5	50.8	52.9
외환관련이익	13.8	31.1	39.2	28.0	29.4
외환관련손실	26.7	44.6	39.1	22.3	23.0
종속 및 관계기업손익	-7.0	4.1	1.7	1.7	1.7
기타	3.2	1.8	-16.0	-16.2	-16.1
<b>법인세차감전이익</b>	27.4	110.0	3.4	160.5	236.0
법인세비용	7.0	22.2	15.0	32.1	47.2
계속사업순이익	20.4	87.8	-11.6	128.4	188.8
<b>당기순이익</b>	20.4	87.8	-11.6	128.4	188.8
<b>지배주주순이익</b>	20.4	87.8	-11.6	128.4	188.8
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	62.3	0.3	26.4	20.5
영업이익 증감율	NA	136.8	-60.4	259.1	34.2
EBITDA 증감율	NA	101.2	-23.6	92.4	21.1
지배주주순이익 증감율	NA	330.4	-113.2	-1,206.9	47.0
EPS 증감율	NA	148.9	적전	흑전	47.0
매출총이익률(%)	10.3	13.4	8.4	14.6	15.7
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	9.5	10.6
EBITDA Margin(%)	13.9	17.2	13.1	19.9	20.0
지배주주순이익률(%)	1.8	4.8	-0.6	5.6	6.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	438.3	446.1	435.7	831.0	1,429.5
현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	314.8	818.8
단기금융자산	4.0	54.0	54.0	54.0	54.0
매출채권 및 기타채권	184.7	151.0	222.3	281.0	338.7
재고자산	125.3	127.5	143.2	180.9	218.1
기타유동자산	49.0	121.5	60.0	54.3	53.9
<b>비유동자산</b>	1,214.9	1,617.5	1,981.6	2,096.0	1,938.6
투자자산	77.4	18.0	21.5	25.1	28.6
유형자산	1,117.6	1,448.3	1,923.3	2,034.2	1,873.3
무형자산	74.1	73.1	23.1	23.1	23.1
기타비유동자산	-54.2	78.1	13.7	13.6	13.6
<b>자산총계</b>	1,653.2	2,063.5	2,417.4	2,927.0	3,368.1
<b>유동부채</b>	686.0	431.3	627.5	769.5	982.7
매입채무 및 기타채무	275.7	219.9	295.1	437.1	650.2
단기금융부채	0.0	3.4	3.4	3.4	3.4
기타유동부채	410.3	208.0	329.0	329.0	329.1
<b>비유동부채</b>	600.0	1,177.5	1,387.5	1,667.5	1,747.5
장기금융부채	4.7	10.7	10.7	10.7	10.7
기타비유동부채	595.3	1,166.8	1,376.8	1,656.8	1,736.8
<b>부채총계</b>	1,286.0	1,608.8	2,015.0	2,437.0	2,730.1
<b>자본지분</b>	367.2	454.7	402.4	490.0	638.0
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	-8.3	-33.2	-58.0
이익잉여금	18.3	98.2	67.6	180.1	353.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	367.2	454.7	402.4	490.0	638.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	76.8	163.2	168.3	439.4	604.6
당기순이익	20.4	87.8	0.0	128.4	188.8
비현금항목의 가감	120.2	192.8	256.1	353.4	390.5
유형자산감가상각비	89.7	157.3	176.9	239.2	260.9
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-7.0	-1.4	-1.7	0.0	0.0
기타	37.5	36.9	80.9	114.2	129.6
영업활동자산부채증감	-45.4	-98.1	-25.0	35.4	118.6
매출채권및기타채권의감소	-50.4	29.5	-33.5	-58.6	-57.7
재고자산의감소	-13.2	0.5	-20.2	-37.8	-37.1
매입채무및기타채무의증가	15.5	-30.1	17.2	142.0	213.2
기타	2.7	-98.0	11.5	-10.2	0.2
기타현금흐름	-18.4	-19.3	-62.8	-77.8	-93.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145.2	-552.4	-553.5	-360.8	-110.8
유형자산의 취득	-83.6	-480.9	-555.8	-350.0	-100.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-60.5	0.0	-0.1	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.3	-70.1	59.4	-3.5	-3.5
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-4.0	-50.0	0.0	0.0
기타	6.2	2.6	-7.2	-7.3	-7.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	-134.9	351.7	356.8	276.6	60.7
차입금의 증가(감소)	-133.0	358.9	376.0	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	-15.9
기타	-0.1	-4.0	-3.3	-3.4	-3.4
기타현금흐름	6.7	4.3	-7.4	-50.5	-50.5
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-196.6	-33.2	-35.9	304.6	504.0
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	46.1	10.2	314.8
기말현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	314.8	818.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	11,059	27,530	-3,641	40,250	59,173
BPS	115,120	142,536	126,125	153,604	200,007
CFPS	76,224	87,972	76,643	151,035	181,569
DPS	1,000	5,000	0	5,000	5,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.8	5.2	-43.0	7.5	5.1
PER(최고)	17.9	6.6	-47.4		
PER(최저)	10.0	4.8	-14.0		
PBR	1.2	1.0	1.2	2.0	1.5
PBR(최고)	1.7	1.3	1.4		
PBR(최저)	1.0	0.9	0.4		
PSR	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
PCFR	1.9	1.6	2.0	2.0	1.7
EV/EBITDA	8.8	5.6	8.9	5.6	3.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%·보통주, 현금)	15.6	18.1	0.0	12.4	8.4
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.7	3.5	0.0	1.7	1.7
ROA	1.2	4.7	-0.5	4.8	6.0
ROE	5.6	21.4	-2.7	28.8	33.5
ROIC	3.3	8.6	-11.6	8.6	12.2
매출채권회전율	12.1	10.8	9.7	9.1	8.9
재고자산회전율	17.8	14.3	13.4	14.2	13.9
부채비율	350.2	353.8	500.8	497.3	427.9
순차입금비율	246.0	285.1	400.1	323.6	182.1
이자보상배율	3.1	4.2	1.4	4.3	5.6
총차입금	982.7	1,346.5	1,674.3	1,954.3	2,034.3
순차입금	903.4	1,296.4	1,610.1	1,585.5	1,161.5
NOPLAT	154.7	311.2	237.9	457.8	554.5
FCF	-58.1	-293.8	-618.3	99.6	514.4

Compliance Notice

- 당사는 4월 6일 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

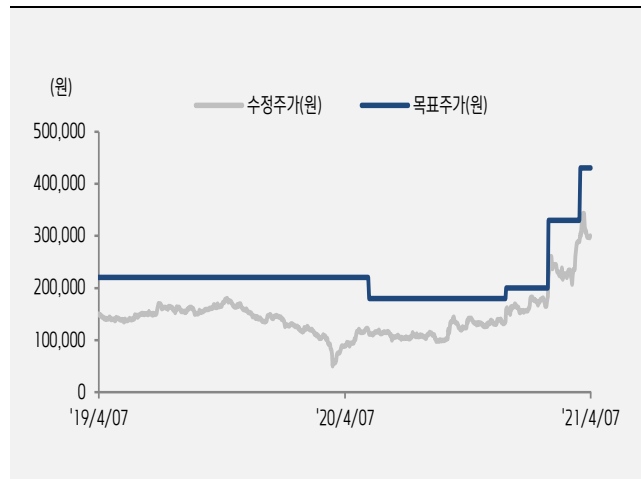
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2019/05/02	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-35.93	-32.73
	2019/06/05	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-30.37	-22.73
	2019/09/23	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-29.85	-22.73
	2019/10/08	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-28.83	-18.41
	2019/12/13	Buy(Maintain)	220,000원	6개월	-48.49	-32.27
	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	-27.19	-12.42
	2021/03/22	Buy(Maintain)	430,000원	6개월	-27.33	-20.23
	2021/04/07	Buy(Maintain)	430,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%