



BUY(Maintain)

목표주가: 650,000원
주가(4/23): 400,000원
시가총액: 12,761억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(4/23)		3,186.10pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	400,000원	97,600원	
등락률	0.0%	309.8%	
수익률	절대	상대	
	1M	32.9%	25.3%
	6M	200.8%	122.8%
	1Y	258.7%	115.6%

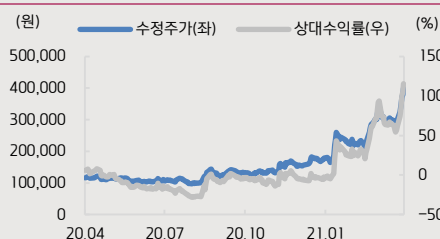
Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	111천주
외국인 지분율	9.5%
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	269.3
EBITDA	154.7	311.2	237.9	508.5
세전이익	27.4	110.0	3.4	211.3
순이익	20.4	87.8	-11.6	169.0
지배주주지분순이익	20.4	87.8	-11.6	169.0
EPS(원)	11,059	27,530	-3,641	52,988
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	2.4
EV/EBITDA(배)	8.8	5.6	8.9	5.5
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	11.7
ROE(%)	5.6	21.4	-2.7	36.2
순부채비율(%)	246.0	285.1	400.1	291.1

Price Trend



기업브리프

효성화학 (298000)

내년 금방 옵니다



효성화학에 대한 우리의 목표 시가총액은 2.1조원입니다. 당사는 올해 베트남 프로젝트 완료로 이제 대규모 Capex 투자가 제한됩니다. 이에 내년부터는 영업현금흐름이 급격히 개선되는 가운데, 부채비율의 빠른 감소 및 NF3 등 특수가스의 경쟁력 강화 움직임이 발생할 것으로 보입니다. 우선 효성티앤씨에게 NF3 자산을 매입하려는 움직임이 그 트리거로 작용할 것으로 전망됩니다.

>>> NF3의 밸류를 제대로 받을 필요가 있다

효성화학은 시가총액을 상회하는 베트남 프로젝트의 대규모 Capex 투입으로 과거 인적분할 시 중국 최저우 NF3를 편입하지 못하였다. 당사 NF3 사업부 입장에서는 피눈물이 나는 상황으로 판단된다. 이에 NF3 합산 기준 세계 2위 생산능력 보유에도 불구하고, 당사는 특수가스 관련 밸류에이션을 제대로 받지 못하고 있다.

하지만 당사는 올해 베트남 프로젝트 Capex를 마무리하고, 내년에는 경상 투자 및 일부 설비 교체만 필요한 상황이다. 이에 당사는 내년 베트남 프로젝트의 온기 가동으로 영업현금흐름이 급격히 개선될 것으로 예상되는 가운데, 내년 투자비는 올해 대비 71% 감소한 1,000억원 수준에 불과할 전망이다.

이에 당사의 중국 NF3 설비 인수에 대한 의지가 커질 것으로 추정된다. 현재 효성티앤씨는 중국 NF3 생산능력을 기존 대비 2배로 늘리는 작업을 진행하고 있다. 기존 라인 투자비를 고려하면 추가적으로 1천억원 이상의 자산 인수 비용이 발생할 것으로 전망된다. 만약 당사가 효성티앤씨의 중국 NF3 설비를 인수하면, 당사의 전사 NF3 영업가치는 5,000억원 수준으로 증가하며, 현재 시가총액의 약 40%가 설명 가능해진다.

한편 증설을 진행하고 있는 중국 NF3 플랜트의 경우 세계 메이저 반도체/디스플레이 업체의 주문 등을 득하고, 건설 중에 있는 것으로 추정된다.

>>> 올해 1분기 영업이익, 어닝 서프라이즈 전망

올해 1분기 영업이익 575억원으로 최근 급증한 시장 기대치(477억원)를 재차 상회할 전망이다.

1) PP/PDH부문의 영업이익은 424억원으로 작년 동기 대비 784.0% 증가할 전망이다. 동절기 높은 LPG 가격 투입에도 불구하고, 전 분기 선 정기보수 진행에 따른 물량 측면의 기저효과가 발생할 전망이고, 역내/외 PP 업황 호조로 국내 PP 설비의 수익성이 급증한 가운데, 프로필렌을 통합하지 못한 베트남 PP 설비도 흑자전환이 예상되기 때문이다. 또한 범용 제품 대비 수익성

이 우수한 PPR, HPPB 등 PP 특화제품의 수익성 증가도 PP/PDH 수익 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 전망된다. 참고로 동사의 국내 PP 설비의 특화제품 비중은 70%를 상회하는 것으로 보인다.

2) 기타부문 영업이익은 150억원으로 전 분기 대비 97.7% 증가할 전망이다. TPA 사업부문이 적자를 지속할 것으로 예상되지만, 전방 반도체/디스플레이 업황 호조로 NF3 실적 개선이 예상되고, 중국 LCD 업황 개선으로 TAC필름 또한 수익성이 크게 증가할 것으로 추정되기 때문이다.

>>> 베트남 프로젝트, 올해 하반기부터 본격 가동

동사는 베트남 남부 Cai Mep Industrial Zone에 PP/PDH 프로젝트를 건설 중에 있다. 동 사업은 PP 60만톤(No.4 30만톤, No.5 30만톤), PDH(OL-1) 60만톤뿐만 아니라 LPG 저장설비(Cavern), 부두 등을 포함한 일관생산 단지이다. No.4 PP 설비는 작년 2분기에 상업 가동을 시작하였고, No.5 PP와 PDH는 올해 2분기 말 완공하여 3분기부터 본격 상업 생산을 시작할 것으로 보인다.

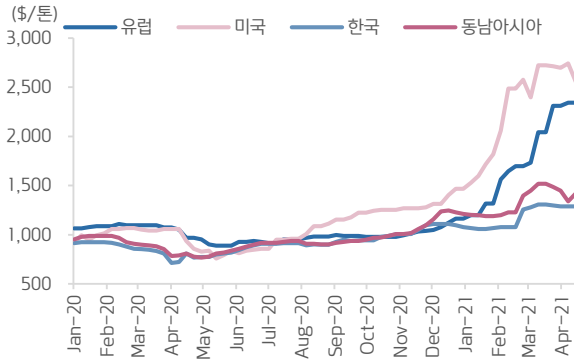
동 프로젝트가 완공될 경우 동사의 PP 생산능력은 120만톤으로 증가할 전망이다. 그리고 아세안 내 PP 공급 여건이 세계 시장 대비 양호한 것으로 파악되는 가운데, VLGC 접안이 가능한 부두와 대규모 LPG 저장 설비를 직접 보유하고 있어, 원료의 대량 구매 및 보관을 통하여 원가 개선 효과도 추가될 예정이다. 또한 동남아시아 권역 내에 수출할 경우 관세 혜택이 존재함을 감안하면, 동 프로젝트가 원활히 진행될 경우 견고한 영업이익을 실현할 가능성이 크다.

한편 베트남 정부의 투자 혜택으로 법인세 절감 효과가 발생하며, 프로젝트 수익성이 예상보다 훨씬 좋을 전망이다. 참고로 동사는 1999년 세계 2번째로 PDH 설비를 가동한 후 자체 공정 기술과 고효율 백금 촉매(HDC-300)의 개발을 통해 2015년 No.2 PDH 설비를 신설하였다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 650,000원(상향)

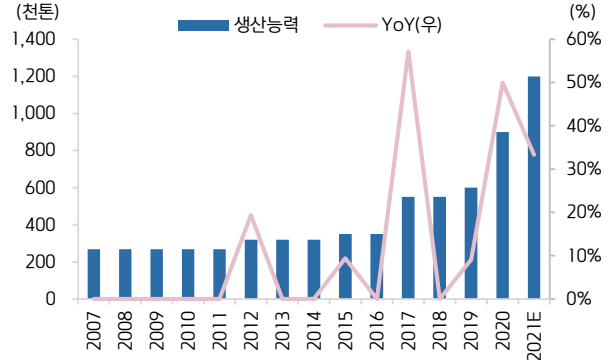
동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 기존 430,000원에서 650,000원으로 올린다. 실적 추정치를 상향하였고, 보유하고 있는 NF3의 영업가치를 반영하였기 때문이다. 참고로 우리의 목표주가는 현재(4/23일) 주가 대비 62.5%의 상승여력이 있다.

역내/외 PP 가격 추이



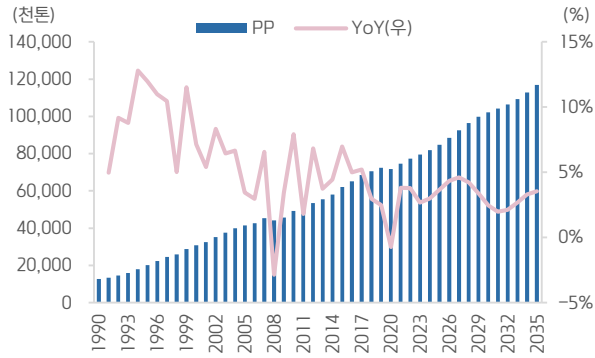
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

효성화학 PP 생산능력 추이/전망



자료: 효성화학, KPIA, 키움증권 리서치

세계 PP 수요 및 증가률 추이/전망



자료: NXT, 키움증권 리서치

효성화학 Valuation

(억원, 배, 천주)	EBITDA	Multiple		비고
PP/PDH 등	4,666	7.0	32,755	배수 3년 평균 10% 할인
NF3	419	7.9	3,315	배수 경쟁사 30% 할인
영업가치 합(A)			36,070	2021년 추정 기준
투자자산가치(B)			170	신화인터텍 시장가치
순차입금(C)			15,449	2021년 추정 기준
시가총액(D=A+B-C)			20,790	
주식수(E)			3,178	자사주 제외
적정주가(D/E)			654,243	
목표주가			650,000	천원 단위 절하
현재주가			400,000	4/23일 종가 기준
상승여력			62.5%	현재주가 대비

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	57	65	73	74	109	154	61	269
PP/PDH	5	-5	12	10	42	49	57	59	107	134	21	208
기타	8	9	13	11	15	16	15	15	2	20	40	62
영업이익률	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	10.8%	10.8%	12.4%	12.8%	5.9%	8.5%	3.4%	11.7%
PP/PDH	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	13.2%	13.5%	15.4%	15.5%	10.9%	14.1%	2.0%	14.5%
기타	3.5%	4.8%	6.6%	5.2%	7.1%	6.7%	7.2%	7.7%	0.2%	2.3%	5.0%	7.2%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
매출액	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	1,910.8	2,272.1
매출총이익	114.6	243.6	153.1	385.6	495.8
판매비	49.6	89.7	92.1	116.3	139.6
영업이익	65.0	153.9	60.9	269.3	356.2
EBITDA	154.7	311.2	237.9	508.5	617.1
영업외손익	-37.6	-43.9	-57.5	-58.0	-57.3
이자수익	0.1	0.2	0.2	1.5	3.5
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	-16.1	-16.0
법인세차감전이익	27.4	110.0	3.4	211.3	298.9
법인세비용	7.0	22.2	15.0	42.3	59.8
계속사업순이익	20.4	87.8	-11.6	169.0	239.1
당기순이익	20.4	87.8	-11.6	169.0	239.1
지배주주순이익	20.4	87.8	-11.6	169.0	239.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	NA	62.3	0.3	26.4	20.5
영업이익 증감율	NA	136.8	-60.4	342.2	32.3
EBITDA 증감율	NA	101.2	-23.6	113.7	21.4
지배주주순이익 증감율	NA	330.4	-113.2	-1,556.9	41.5
EPS 증감율	NA	148.9	적전	흑전	41.5
매출총이익률(%)	10.3	13.4	8.4	16.8	17.9
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	11.7	12.9
EBITDA Margin(%)	13.9	17.2	13.1	22.1	22.3
지배주주순이익률(%)	1.8	4.8	-0.6	7.4	8.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
유동자산	438.3	446.1	435.7	871.6	1,520.5
현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	355.4	909.8
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
비유동자산	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
자산총계	1,653.2	2,063.5	2,417.4	2,967.6	3,459.2
유동부채	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
비유동부채	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
부채총계	1,286.0	1,608.8	2,015.0	2,437.0	2,730.1
자본지분	367.2	454.7	402.4	530.7	729.0
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	220.8	444.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	367.2	454.7	402.4	530.7	729.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	76.8	163.2	168.3	480.0	655.0
당기순이익	20.4	87.8	-11.6	169.0	239.1
비현금항목의 가감	120.2	192.8	256.1	363.4	402.7
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	124.2	141.8
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	-51.2	-87.8	-105.4
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	-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
현금 및 현금성자산의 순증가	-196.6	-33.2	-35.9	345.3	554.4
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	46.1	10.2	355.4
기말현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	355.4	909.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	-3,641	52,988	74,956
BPS	115,120	142,536	126,125	166,342	228,528
CFPS	76,224	87,972	76,643	166,912	201,193
DPS	1,000	5,000	0	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	12.8	5.2	-43.0	7.5	5.3
PER(최고)	17.9	6.6	-47.4		
PER(최저)	10.0	4.8	-14.0		
PBR	1.2	1.0	1.2	2.4	1.8
PBR(최고)	1.7	1.3	1.4		
PBR(최저)	1.0	0.9	0.4		
PSR	0.2	0.3	0.3	0.6	0.5
PCFR	1.9	1.6	2.0	2.4	2.0
EV/EBITDA	8.8	5.6	8.9	5.5	3.8
주요비율(%)					
배당성향(%보통주, 현금)	15.6	18.1	0.0	9.4	6.6
배당수익률(%보통주, 현금)	0.7	3.5	0.0	1.3	1.3
ROA	1.2	4.7	-0.5	6.3	7.4
ROE	5.6	21.4	-2.7	36.2	38.0
ROIC	3.3	8.6	-11.6	10.6	14.8
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	459.2	374.5
순차입금비율	246.0	285.1	400.1	291.1	146.8
이자보상배율	3.1	4.2	1.4	5.3	6.7
총차입금	982.7	1,346.5	1,674.3	1,954.3	2,034.3
순차입금	903.4	1,296.4	1,610.1	1,544.9	1,070.5
NOPLAT	154.7	311.2	237.9	508.5	617.1
FCF	-58.1	-293.8	-618.3	140.1	564.5

Compliance Notice

- 당사는 4월 23일 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

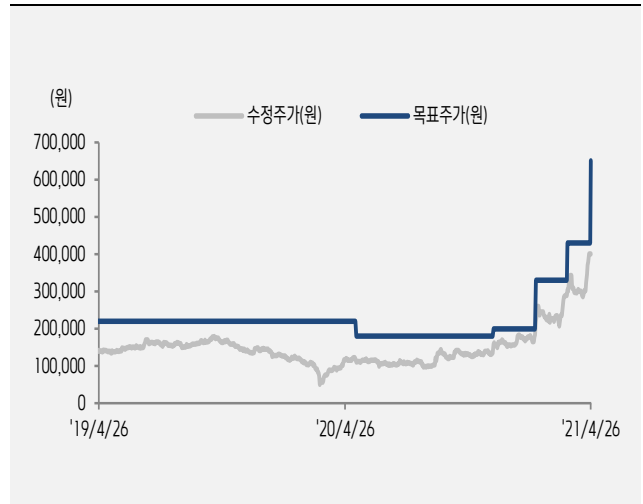
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표가 가격 대상 사점	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	-27.34	-11.86
	2021/04/26	Buy(Maintain)	650,000원	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%