



# BUY(Maintain)

목표주가: 460,000원  
주가(11/17): 244,000원  
시가총액: 7,784억원

### 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI(11/17)	2,962.42pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	448,000원	130,500원
등락률	-45.5%	87.0%
수익률	절대	상대
1M	-26.5%	-25.2%
6M	-33.2%	-29.3%
1Y	87.0%	60.3%

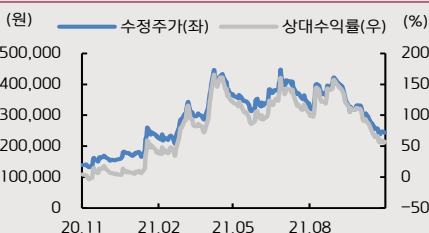
### Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	44천주
외국인 지분율	10.5%
배당수익률(2021E)	2.0%
BPS(2021E)	146,226원
주요 주주	효성 외 6인 43.8%

### 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,812.5	1,817.2	2,608.8	3,315.4
영업이익	153.9	60.9	189.5	278.4
EBITDA	311.2	237.9	428.7	539.3
세전이익	110.0	3.4	131.1	218.9
순이익	87.8	-11.6	104.9	175.1
지배주주지분순이익	87.8	-11.6	104.9	175.1
EPS(원)	27,530	-3,641	32,872	54,889
증감률(%YoY)	148.9	적전	흑전	67.0
PER(배)	5.2	-43.0	7.4	4.4
PBR(배)	1.0	1.2	1.7	1.3
EV/EBITDA(배)	5.6	8.9	5.7	3.9
영업이익률(%)	8.5	3.4	7.3	8.4
ROE(%)	21.4	-2.7	24.1	32.8
순부채비율(%)	285.1	400.1	353.0	222.2

### Price Trend



## 기업브리프

# 효성화학 (298000)

## 소외될 때 관심을 가져야 한다



효성화학의 올해 하반기 실적은 LPG 가격 급등, 물류 차질/코로나 19 확산 등으로 인한 베트남 플랜트 가동을 저하로 부진한 추세가 이어지고 있습니다. 다만 내년은 LPG 가격 하락 전망에 따른 원가 부담 해소, PP 차별화 제품의 프리미엄 지속 및 네오켄(NF3) 실적 호조로 올해 대비 큰 폭의 실적 개선이 예상됩니다. 향후 3~4개월 동안 분할 매수를 권합니다.

### >>> 내년, 탄력적인 실적 개선 전망

효성화학의 주가/실적이 최근 부진한 추세가 유지되고 있다. 베트남 프로젝트 가동으로 인한 물량 증가에도 불구하고, 주요 원재료인 LPG 가격이 급등하고 있고, 역대 PP 설비의 신규 가동이 이어지고 있으며, 물류 차질/코로나 19 확산으로 베트남 증설분의 가동을 개선이 제한되고 있기 때문이다.

다만 내년 영업이익은 올해 대비 46.9% 증가하며 실적 개선이 클 전망이다. 원재료의 가격 하락이 전망되는 가운데, 특화 PP 제품의 프리미엄이 지속될 것으로 예상되고, 높은 수익성을 기록하고 있는 NF3의 증설 효과가 발생할 것으로 전망되기 때문이다. 아래에 좀 더 부연한다.

1) 내년 LPG 가격의 하락이 전망된다. 올해는 국제유가가 급등하는 가운데, 미국의 물류 차질로 인한 LPG 수출 감소로 사우디의 LPG 시장 장악력이 증가하였다. 이에 올해 11월 사우디의 아시아향 LPG 계약 가격은 작년 동기 대비 약 90~100% 상승하였다. 하지만 세계 석유 수급은 미국의 생산량 확대 등으로 내년 2분기 이후 공급 부족에서 공급 과잉으로 전환될 전망이다. 또한 미국의 셰일 리그 수가 증가하는 가운데, 물류 차질 회복 등으로 미국의 LPG 수출이 증가할 것으로 예상되는 점도 LPG 가격 하락에 일조할 전망이다. 한편 미국의 지난주 LPG 수출량은 약 200만B/D로 2014년 이후 2번째로 컸다. 물류 적체 해소 움직임이 발생하고 있기 때문이다.

참고로 동사의 연결 PDH 생산능력은 110만톤으로 100% 가동 시 연간 130만톤 이상의 LPG를 사용한다. LPG 투입 가격이 톤당 \$100 하락 시 원재료 비용이 연간 1,500억원 이상이 절감되는 점도 고려할 필요가 있어 보인다.

2) 올해에 이어 내년도 역대 PP 신증설 물량이 출회될 전망이다. 내년 역대 PP 순증 물량은 600만톤으로 예상되는데, 이는 수요 증가(330만톤)를 상회하는 수치이다. 이에 범용 PP는 내년 가격/스프레드의 회복이 제한적으로 판단된다.

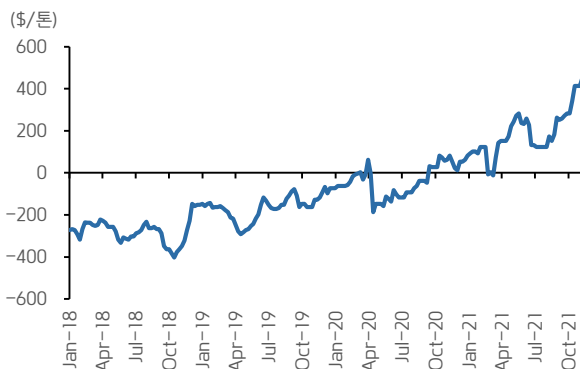
하지만 동사의 PP 제품은 파이프향 등 특화 제품 비중(국내 기준)이 70%를 기록하고 있다. 경쟁 파이프향 PVC의 수급 타이트 현상 지속으로 동사의 PP 제품 프리미엄은 지속될 것으로 보인다. 또한 물류 차질이 완화된다면 역내 공급 과잉이 해소되며, 역내 가격의 반등도 가능할 것으로 보인다. 참고로 금주 PVC-PP(Homo Grade) 스프레드는 \$453/톤으로 2000년 이후 가장 높은 수준을 기록하였다.

3) 동사는 내년 3분기까지 NF3 생산능력을 기존 4.8천톤에서 6.8천톤으로 확대할 계획이다. 이번 증설의 배경은 디스플레이/반도체향 수요가 증가하는 가운데, 자동차 전장용 반도체 수요도 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 고객사들의 증설 요구가 있었던 것으로 추정된다. 참고로 OLED 디스플레이는 세정 과정에서 기존 LCD 대비 4~5배 이상의 NF3를 사용하는 것으로 예상된다.

추가 증설로 인한 특수가스부문의 규모의 경제 효과 발생, F2N2 등 고마진 부산물의 판매량 증가로 동사의 NF3부문 EBITDA 마진율은 경쟁사 SK머티리얼즈(40% 수준으로 추정)와 빠르게 갭을 축소할 것으로 판단된다.

결론적으로 LPG 가격 급등, PP 공급 과잉 전망 등으로 동사는 단기적으로 시장 기대 보다 부진한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 그러나 물류 적체 해소 가능성이 커지는 시점에서 미국의 저가 프로판 수출이 확대된다면, 동사의 내년 실적 개선 폭이 우리의 기존 추정 보다 커질 수도 있어 보인다. 또한 증설 후 현재 시가총액에 육박하는 NF3의 영업 가치와 약 1년 정도 밖에 남지 않은 액화수소 플랜트 완공 모멘텀이 사이클 주식 특유의 추가 하락 리스크를 줄일 수 있는 요인으로 작용할 전망이다. 지루할 수도 있고 리스크도 물론 존재하지만, LPG 가격을 추적하며 향후 3~4개월 동안 분할 매수를 권한다.

국내 PVC-PP(Homo Grade) 스프레드 추이



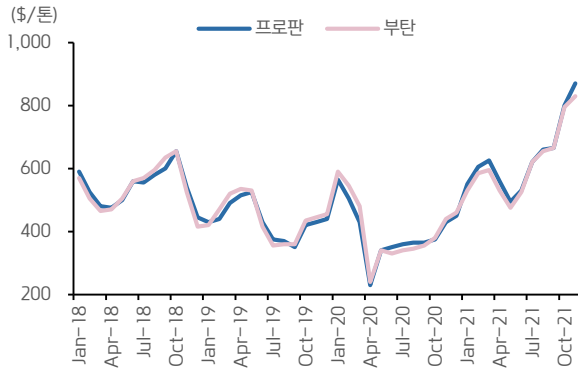
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

2022년 주요 PP 업체 증설 계획

Country	PP Company	Nameplate Capacity (KTON)	Startup Period
China	Shandong Shouguang Luqing PC	350	Jan
Malaysia	Pengerang Petrochemical	450	Jan
China	Zhejiang PC	450	Apr
China	Ningxia Runfeng	300	May
China	Zhongjing Petrochemical	1,200	Jun
China	Huating Zhongxu Coal Chemical	200	Jul

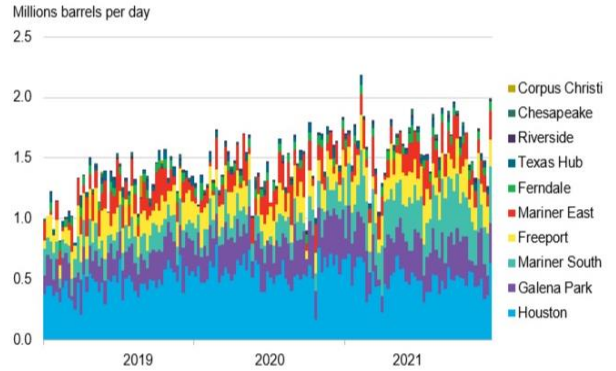
자료: IHS, 키움증권 리서치

사우디 LPG 계약 가격 추이



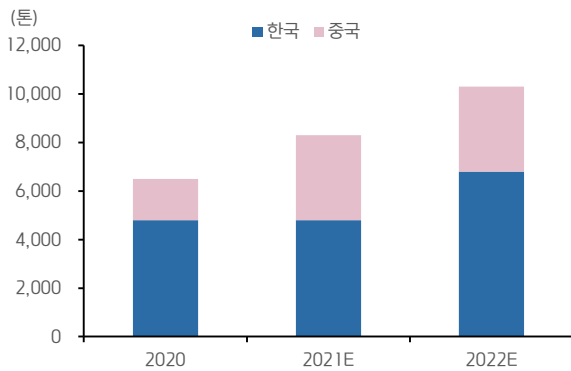
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

미국 LPG 수출 추이(터미널 기준)



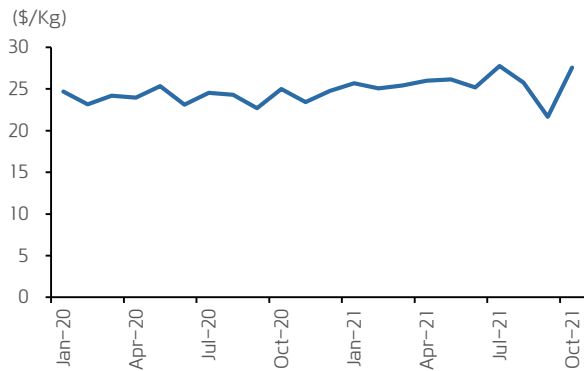
자료: BNEF, 키움증권 리서치

효성 NF3 생산능력 추이/전망



자료: 효성화학, 효성티앤씨, 키움증권 리서치

국내 NF3 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망(2018년 분할 전 실적 포함)

(십억원)	2020				2021				2018*	2019	2020	2021E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	425	429	487	476	591	619	631	768	1,864	1,813	1,817	2,609
PP/PDH	210	242	285	270	357	389	376	503	984	947	1,008	1,624
기타	214	187	202	206	234	231	255	265	880	865	810	984
영업이익	12	4	25	20	61	71	33	24	109	154	61	189
PP/PDH	5	-5	12	10	44	55	16	6	107	134	21	120
기타	8	9	13	11	17	17	17	18	2	20	40	69
영업이익률	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	10.3%	11.5%	5.2%	3.1%	5.9%	8.5%	3.4%	7.3%
PP/PDH	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	12.2%	14.1%	4.2%	1.2%	10.9%	14.1%	2.0%	7.4%
기타	3.5%	4.8%	6.6%	5.2%	7.4%	7.2%	6.8%	6.8%	0.2%	2.3%	5.0%	7.0%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	1,812.5	1,817.2	2,608.8	3,315.4	3,398.7
매출원가	1,568.9	1,664.1	2,287.9	2,870.8	2,934.1
매출총이익	243.6	153.1	320.9	444.6	464.6
판매비	89.7	92.1	131.4	166.1	169.8
<b>영업이익</b>	153.9	60.9	189.5	278.4	294.8
<b>EBITDA</b>	311.2	237.9	428.7	539.3	537.6
영업외손익	-43.9	-57.5	-58.4	-59.6	-60.0
이자수익	0.2	0.2	1.1	2.8	5.1
이자비용	36.5	43.5	50.8	54.3	57.9
외환관련이익	31.1	39.2	28.0	29.4	30.9
외환관련손실	44.6	39.1	22.3	23.0	23.7
종속 및 관계기업손익	4.1	1.7	1.7	1.7	1.7
기타	1.8	-16.0	-16.1	-16.2	-16.1
<b>법인세차감전이익</b>	110.0	3.4	131.1	218.9	234.8
법인세비용	22.2	15.0	26.2	43.8	47.0
계속사업손익	87.8	-11.6	104.9	175.1	187.9
<b>당기순이익</b>	87.8	-11.6	104.9	175.1	187.9
<b>지배주주순이익</b>	87.8	-11.6	104.9	175.1	187.9
<b>증감 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감률	62.3	0.3	43.6	27.1	2.5
영업이익 증감률	136.8	-60.4	211.2	46.9	5.9
EBITDA 증감률	101.2	-23.6	80.2	25.8	-0.3
지배주주순이익 증감률	330.5	-113.2	-1,004.3	66.9	7.3
EPS 증감률	148.9	적전	흑전	67.0	7.3
매출총이익율(%)	13.4	8.4	12.3	13.4	13.7
영업이익률(%)	8.5	3.4	7.3	8.4	8.7
EBITDA Margin(%)	17.2	13.1	16.4	16.3	15.8
지배주주순이익률(%)	4.8	-0.6	4.0	5.3	5.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	446.1	435.7	832.6	1,422.4	2,078.4
현금 및 현금성자산	46.1	10.2	253.6	701.5	1,340.8
단기금융자산	4.0	54.0	54.0	54.0	54.0
매출채권 및 기타채권	151.0	222.3	319.2	405.6	415.8
재고자산	127.5	143.2	205.5	261.2	267.8
기타유동자산	121.5	60.0	54.3	54.1	54.0
<b>비유동자산</b>	1,617.5	1,981.6	2,096.0	2,008.6	1,939.4
투자자산	77.4	18.0	21.5	25.1	28.6
유형자산	1,448.3	1,923.3	2,034.2	1,943.3	1,870.5
무형자산	73.1	23.1	23.1	23.1	23.1
기타비유동자산	18.7	17.2	17.2	17.1	17.2
<b>자산총계</b>	2,063.5	2,417.4	2,928.6	3,431.0	4,017.8
<b>유동부채</b>	431.3	627.5	794.6	1,026.7	1,330.4
매입채무 및 기타채무	219.9	295.1	462.2	694.3	997.9
단기금융부채	0.0	3.4	3.4	3.4	3.4
기타유동부채	211.4	329.0	329.0	329.0	329.1
<b>비유동부채</b>	1,177.5	1,387.5	1,667.5	1,803.5	1,939.5
장기금융부채	4.7	10.7	10.7	10.7	10.7
기타비유동부채	1,172.8	1,376.8	1,656.8	1,792.8	1,928.8
<b>부채총계</b>	1,608.8	2,015.0	2,462.1	2,830.2	3,269.8
<b>지배지분</b>	454.7	402.4	466.5	600.8	748.0
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	13.5	-8.3	-33.2	-58.0	-82.9
이익잉여금	98.2	67.6	156.6	315.8	487.8
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	454.7	402.4	466.5	600.8	748.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	163.2	168.3	378.1	562.6	753.9
당기순이익	87.8	-11.6	104.9	175.1	187.9
비현금항목의 가감	192.8	256.1	347.8	388.9	375.2
유형자산감가상각비	157.3	176.9	239.2	260.9	242.8
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-1.4	-1.7	0.0	0.0	0.0
기타	36.9	80.9	108.6	128.0	132.4
영업활동자산부채증감	-98.1	-25.0	-2.2	90.3	286.9
매출채권및기타채권의감소	29.5	-33.5	-96.8	-86.5	-10.2
재고자산의감소	0.5	-20.2	-62.4	-55.7	-6.6
매입채무및기타채무의증가	-30.1	17.2	167.1	232.1	303.6
기타	-98.0	11.5	-10.1	0.4	0.1
기타현금흐름	-19.3	-51.2	-72.4	-91.7	-96.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-552.4	-553.5	-360.8	-180.8	-180.8
유형자산의 취득	-480.9	-555.8	-350.0	-170.0	-170.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-70.1	59.4	-3.5	-3.5	-3.5
단기금융자산의감소(증가)	-4.0	-50.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.6	-7.2	-7.3	-7.3	-7.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	351.7	356.8	276.6	116.7	116.7
차입금의 증가(감소)	358.9	376.0	280.0	136.0	136.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-3.2	-15.9	0.0	-15.9	-15.9
기타	-4.0	-3.3	-3.4	-3.4	-3.4
기타현금흐름	4.3	-7.4	-50.5	-50.5	-50.5
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-33.2	-35.9	243.4	448.0	639.3
기초현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	253.6	701.5
기말현금 및 현금성자산	46.1	10.2	253.6	701.5	1,340.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	27,530	-3,641	32,872	54,889	58,892
BPS	142,536	126,125	146,226	188,345	234,467
CFPS	87,972	76,643	141,884	176,806	176,517
DPS	5,000	0	5,000	5,000	5,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	5.2	-43.0	7.4	4.4	4.1
PER(최고)	6.6	-47.4	14.4		
PER(최저)	4.8	-14.0	4.8		
PBR	1.0	1.2	1.7	1.3	1.0
PBR(최고)	1.3	1.4	3.2		
PBR(최저)	0.9	0.4	1.1		
PSR	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
PCFR	1.6	2.0	1.7	1.4	1.4
EV/EBITDA	5.6	8.9	5.7	3.9	3.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	18.1	0.0	15.2	9.1	8.5
배당수익률(%, 보통주, 현금)	3.5	0.0	2.0	2.0	2.0
ROA	4.7	-0.5	3.9	5.5	5.0
ROE	21.4	-2.7	24.1	32.8	27.9
ROIC	8.6	-11.6	7.4	11.1	13.5
매출채권회전율	10.8	9.7	9.6	9.1	8.3
재고자산회전율	14.3	13.4	15.0	14.2	12.9
부채비율	353.8	500.8	527.8	471.0	437.2
순차입금비율	285.1	400.1	353.0	222.2	111.2
이자보상배율	4.2	1.4	3.7	5.1	5.1
총차입금	1,346.5	1,674.3	1,954.3	2,090.3	2,226.3
순차입금	1,296.4	1,610.1	1,646.7	1,334.8	831.5
NOPLAT	311.2	237.9	428.7	539.3	537.6
FCF	-293.8	-618.3	38.5	403.9	595.6

Compliance Notice

- 당사는 11월 17일 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

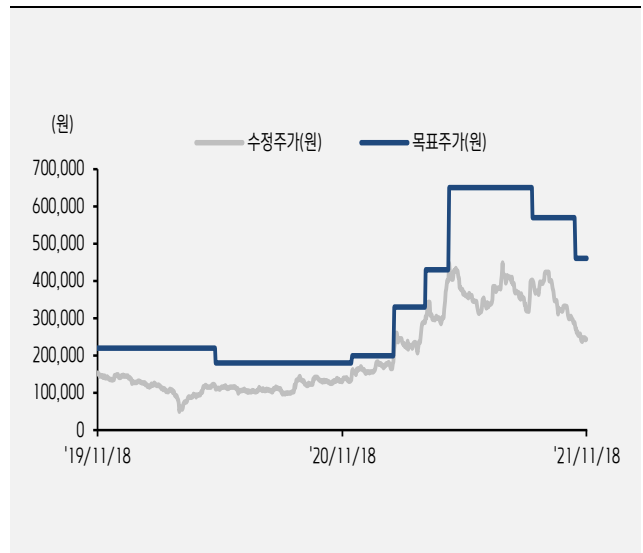
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	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	-36.55	-31.31
	2021/05/03	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-43.53	-31.31
	2021/07/01	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-42.66	-31.08
	2021/08/31	Buy(Maintain)	570,000원	6개월	-32.37	-26.40
	2021/09/17	Buy(Maintain)	570,000원	6개월	-37.57	-25.79
	2021/11/01	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-45.07	-40.76
	2021/11/18	Buy(Maintain)	460,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 증가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 증가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 증가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 증가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 증가 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 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%