



BUY(Maintain)

목표주가: 340,000원
주가(4/27): 228,500원
시가총액: 7,289억원



화학/정유 Analyst 이동욱
treestump@kiwoom.com

RA 권준수
wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

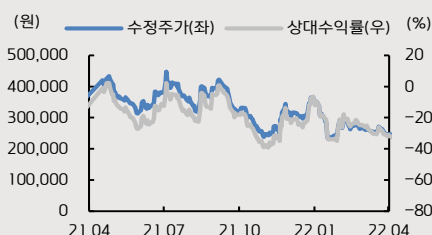
KOSPI(4/27)		2,639.06pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	448,000원	228,500원
등락률	-49.0%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-10.2%	-7.1%
6M	-23.3%	-12.1%
1Y	-46.7%	-35.1%

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	22천주
외국인 지분율	7.2%
배당수익률(2022E)	0.0%
BPS(2022E)	178,660원
주요 주주	효성 외 10인 43.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,817.2	2,453.0	2,838.3	2,770.8
영업이익	60.9	148.6	82.6	219.2
EBITDA	237.9	341.1	404.0	514.8
세전이익	3.4	114.4	51.0	189.4
순이익	-11.6	70.4	39.8	147.7
지배주주지분순이익	-11.6	70.4	39.8	147.7
EPS(원)	-3,641	22,073	12,478	46,315
증감률(%YoY)	적전	흑전	-43.5	271.2
PER(배)	-43.0	13.8	18.7	5.0
PBR(배)	1.2	1.9	1.3	1.0
EV/EBITDA(배)	8.9	8.7	6.2	4.0
영업이익률(%)	3.4	6.1	2.9	7.9
ROE(%)	-2.7	15.6	7.4	22.4
순부채비율(%)	400.1	398.0	310.4	174.3

Price Trend



효성화학(298000)

스페셜티사업부문 비중이 커지고 있다



효성화학의 올해 1분기 영업이익은 -332억원으로 전 분기에 이어 적자를 유지하며, 시장 기대치를 하회하였습니다. LPG 가격 급등 및 베트남 플랜트 정기보수로 PP/DH부문의 수익성이 부진하였기 때문입니다. 다만 NF3/TAC필름/폴리케톤 등 기타부문 영업이익은 전방 수요 호조로 전 분기 대비 107.7% 증가하였습니다.

>>> 올해 1분기 실적, 시장 기대치 하회

효성화학의 올해 1분기 영업이익은 -332억원으로 전 분기에 이어 적자를 유지하며, 시장 기대치(149억원)를 하회하였다. 프로판 가격 급등 및 PP의 역대 공급 확대로 PP/DH부문의 수익성이 부진하였기 때문이다.

1) PP/DH부문 영업이익은 -546억원으로 적자를 지속하였다. 국제유가/가스가 상승으로 사우디 프로판/부탄 가격이 동반 급등하였고, 올해 1분기 중국에서 130만톤의 신증설 물량이 가동을 시작하였으며, 코비드19 확산으로 역대 수요가 둔화되었고, PVC 가격 하락으로 특화 PP 제품의 프리미엄이 축소되었기 때문이다. 2) TPA부문 영업이익은 -1억원으로 적자를 지속하였다. 소형 TPA 업체들의 감산에도 불구하고, 중국 다운스트림 가동률 축소 및 주요 원재료인 PX 가격 상승 등에 기인한다. 3) 기타부문 영업이익은 216억원으로 전 분기 대비 107.7% 증가하였다. 반도체/디스플레이 업황 호조로 NF3/TAC필름이 높은 수익성을 지속하였고, 폴리케톤도 가동률 상승으로 실적이 개선되었기 때문이다.

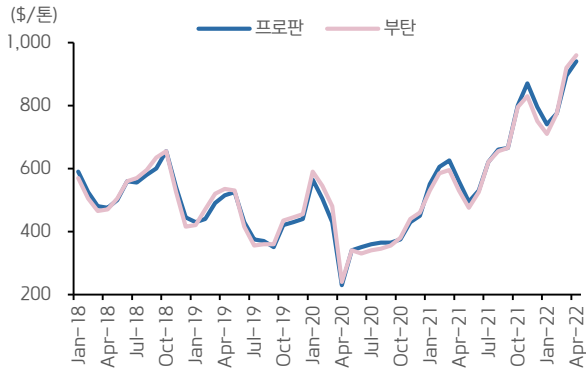
>>> NF3, 증설 효과를 고려할 필요가 있다

동사는 올해 3분기까지 NF3 생산능력을 기존 4.8천톤에서 6.8천톤으로 확대할 계획이다. 이번 증설의 배경은 디스플레이/반도체용 수요가 증가하고 있는 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 높은 수준을 유지하고 있는 것으로 보인다.

>>> TAC필름, 풀 가동 지속

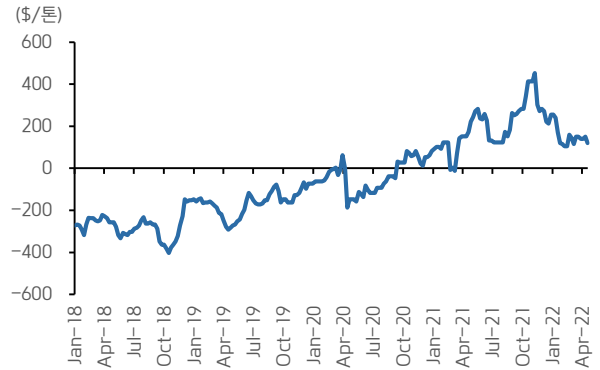
TAC필름 실적도 최근 크게 개선되고 있다. 패널의 평균 사이즈가 확대되며, 출하 면적이 증가하고 있고, 주요 고객 중 하나인 Shanjin Optoelectronics의 증설 확대 등으로 동사의 TAC필름 라인들이 풀 가동을 지속하고 있기 때문이다.

사우디아람코 아시아 LPG 계약 가격 추이



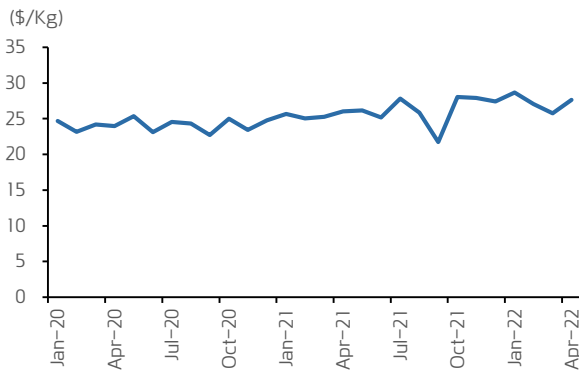
자료: 페트로넛, 키움증권 리서치

PVC-PP 가격 스프레드 추이



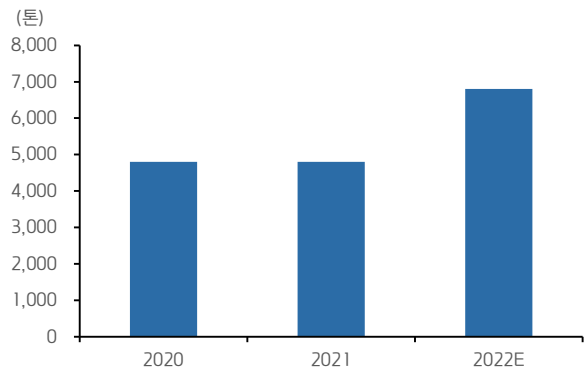
자료: 씨스켈, 키움증권 리서치

국내 NF3 가격 추이



자료: KITA 등, 키움증권 리서치

효성화학 NF3 생산능력 추이/전망



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망

(십억원)	2021				2022				2019	2020	2021	2022E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	591	619	631	612	727	723	732	657	1,813	1,817	2,453	2,838
PP/PDH	357	389	376	357	443	421	427	356	947	1,008	1,479	1,646
기타	234	231	255	255	285	302	305	301	865	810	974	1,193
영업이익	61	71	33	-17	-33	-2	53	65	154	61	149	83
PP/PDH	44	55	16	-28	-55	-29	26	32	134	21	86	-25
기타	17	17	17	11	22	26	27	32	20	40	62	107
영업이익률	10.3%	11.5%	5.2%	-2.7%	-4.6%	-0.3%	7.3%	9.9%	8.5%	3.4%	6.1%	2.9%
PP/PDH	12.2%	14.1%	4.2%	-7.8%	-12.3%	-6.8%	6.1%	9.1%	14.1%	2.0%	5.8%	-1.5%
기타	7.4%	7.2%	6.8%	4.3%	7.6%	8.6%	8.9%	10.8%	2.3%	5.0%	6.4%	9.0%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	1,817.2	2,453.0	2,838.3	2,770.8	2,790.7
매출원가	1,664.1	2,203.7	2,637.8	2,436.8	2,449.9
매출총이익	153.1	249.3	200.5	334.0	340.9
판매비	92.1	100.7	117.9	114.8	115.1
영업이익	60.9	148.6	82.6	219.2	225.8
EBITDA	237.9	341.1	404.0	514.8	493.4
영업외손익	-57.5	-34.2	-31.6	-29.8	-26.9
이자수익	0.2	0.2	2.3	5.6	8.9
이자비용	43.5	34.2	36.3	37.9	38.5
외환관련이익	39.2	20.5	16.6	17.5	18.4
외환관련손실	39.1	31.0	24.3	25.0	25.8
종속 및 관계기업손익	1.7	0.3	0.3	0.3	0.3
기타	-16.0	10.0	9.8	9.7	9.8
법인세차감전이익	3.4	114.4	51.0	189.4	198.9
법인세비용	15.0	44.0	11.2	41.7	43.8
계속사업순이익	-11.6	70.4	39.8	147.7	155.1
당기순이익	-11.6	70.4	39.8	147.7	155.1
지배주주순이익	-11.6	70.4	39.8	147.7	155.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.3	35.0	15.7	-2.4	0.7
영업이익 증감율	-60.4	144.0	-44.4	165.4	3.0
EBITDA 증감율	-23.6	43.4	18.4	27.4	-4.2
지배주주순이익 증감율	-113.2	-706.9	-43.5	271.1	5.0
EPS 증감율	적전	흑전	-43.5	271.2	5.0
매출총이익률(%)	8.4	10.2	7.1	12.1	12.2
영업이익률(%)	3.4	6.1	2.9	7.9	8.1
EBITDA Margin(%)	13.1	13.9	14.2	18.6	17.7
지배주주순이익률(%)	-0.6	2.9	1.4	5.3	5.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	435.7	797.6	1,267.5	1,811.9	2,382.2
현금 및 현금성자산	10.2	34.8	390.2	954.1	1,517.7
단기금융자산	54.0	0.7	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	222.3	328.0	379.5	370.5	373.1
재고자산	143.2	401.0	464.0	453.0	456.2
기타유동자산	60.0	33.8	33.8	34.3	35.2
비유동자산	1,981.6	2,258.6	2,097.2	1,921.6	1,694.0
투자자산	18.0	18.6	18.6	18.6	18.6
유형자산	1,923.3	2,188.1	2,026.8	1,851.2	1,623.6
무형자산	23.1	34.0	34.0	34.0	34.0
기타비유동자산	17.2	17.9	17.8	17.8	17.8
자산총계	2,417.4	3,056.2	3,364.8	3,733.6	4,076.2
유동부채	627.5	1,083.2	1,195.2	1,291.6	1,434.3
매입채무 및 기타채무	295.1	438.8	550.9	647.3	790.0
단기금융부채	3.4	3.7	3.7	3.7	3.7
기타유동부채	329.0	640.7	640.6	640.6	640.6
비유동부채	1,387.5	1,471.6	1,599.6	1,695.6	1,727.6
장기금융부채	10.7	7.6	7.6	7.6	7.6
기타비유동부채	1,376.8	1,464.0	1,592.0	1,688.0	1,720.0
부채총계	2,015.0	2,554.7	2,794.8	2,987.2	3,161.9
자본지분	402.4	501.5	569.9	746.4	914.3
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	-8.3	20.2	48.8	77.5	106.2
이익잉여금	67.6	138.2	178.0	325.8	465.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	402.4	501.5	569.9	746.4	914.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	168.3	68.7	507.4	708.5	692.3
당기순이익	-11.6	70.4	39.8	147.7	155.1
비현금항목의 가감	256.1	263.6	401.3	404.3	375.6
유형자산감가상각비	176.9	192.5	321.3	295.6	267.6
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-1.7	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타	80.9	71.4	80.0	108.7	108.0
영업활동자산부채증감	-25.0	-253.8	-3.1	115.8	120.2
매출채권및기타채권의감소	-33.5	-36.1	-51.5	9.0	-2.7
재고자산의감소	-20.2	-260.4	-63.0	11.0	-3.3
매입채무및기타채무의증가	17.2	80.6	112.1	96.4	142.7
기타	11.5	-37.9	-0.7	-0.6	-16.5
기타현금흐름	-51.2	-11.5	69.4	40.7	41.4
투자활동 현금흐름	-553.5	-307.4	-179.2	-139.9	-59.9
유형자산의 취득	-555.8	-328.3	-160.0	-120.0	-40.0
유형자산의 처분	0.2	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	-12.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	59.4	-0.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-50.0	53.3	0.7	0.0	0.0
기타	-7.2	-19.9	-19.9	-19.9	-19.9
재무활동 현금흐름	356.8	262.7	124.6	92.6	28.6
차입금의 증가(감소)	376.0	266.1	128.0	96.0	32.0
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	-15.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-3.3	-3.4	-3.4	-3.4	-3.4
기타현금흐름	-7.4	0.7	-97.3	-97.3	-97.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-35.9	24.6	355.4	563.8	563.6
기초현금 및 현금성자산	46.1	10.2	34.8	390.2	954.1
기말현금 및 현금성자산	10.2	34.8	390.2	954.1	1,517.7

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	-3,641	22,073	12,478	46,315	48,634
BPS	126,125	157,190	178,660	233,967	286,613
CFPS	76,643	104,713	138,257	173,042	166,368
DPS	0	0	0	0	5,000
주가배수(배)					
PER	-43.0	13.8	18.7	5.0	4.8
PER(최고)	-47.4	21.5	29.8		
PER(최저)	-14.0	7.1	18.1		
PBR	1.2	1.9	1.3	1.0	0.8
PBR(최고)	1.4	3.0	2.1		
PBR(최저)	0.4	1.0	1.3		
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PCFR	2.0	2.9	1.7	1.3	1.4
EV/EBITDA	8.9	8.7	6.2	4.0	3.1
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	10.2
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1
ROA	-0.5	2.6	1.2	4.2	4.0
ROE	-2.7	15.6	7.4	22.4	18.7
ROIC	-11.6	4.0	2.7	7.8	9.5
매출채권회전율	9.7	8.9	8.0	7.4	7.5
재고자산회전율	13.4	9.0	6.6	6.0	6.1
부채비율	500.8	509.5	490.4	400.2	345.8
순차입금비율	400.1	398.0	310.4	174.3	84.2
이자보상배율	1.4	4.3	2.3	5.8	5.9
총차입금	1,674.3	2,031.3	2,159.3	2,255.3	2,287.3
순차입금	1,610.1	1,995.8	1,769.1	1,301.3	769.6
NOPLAT	237.9	341.1	404.0	514.8	493.4
FCF	-618.3	-311.3	222.7	462.4	523.9

Compliance Notice

- 당사는 4월 27일 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

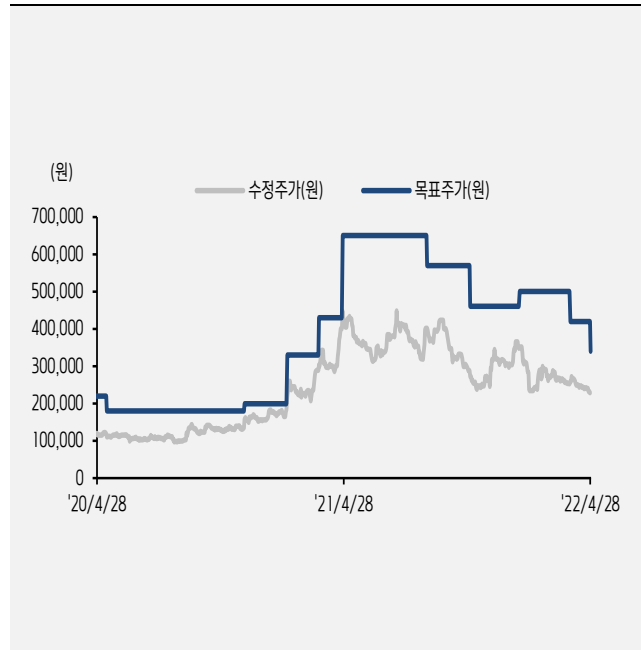
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	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	-25.59	-6.98
	2021/04/26	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-35.73	-31.31
	2021/05/03	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-43.76	-31.31
	2021/07/01	Buy(Maintain)	650,000원	6개월	-42.75	-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	-44.04	-35.98
	2021/12/03	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.14	-20.65
	2022/01/13	Buy(Maintain)	500,000원	6개월	-45.09	-29.60
	2022/03/29	Buy(Maintain)	420,000원	6개월	-38.63	-35.24
2022/04/12	Buy(Maintain)	420,000원	6개월	-40.81	-35.24	
2022/04/28	Buy(Maintain)	340,000원	6개월			

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

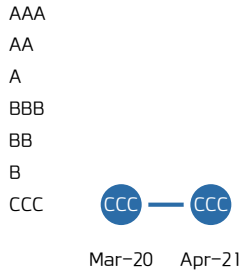
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/04/01~2022/03/31)

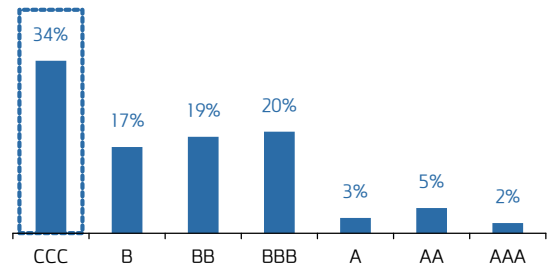
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI ACWI Index 내 화학 기업 64개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
ESG 주요 이슈 가중평균값	3.0	3.3		
환경	3.5	3.6	56.0%	
탄소 배출	4.3	4.5	15.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	3.6	2.5	15.0%	
물 부족	3.7	3.5	15.0%	▼0.1
친환경 기술 관련 기회	2.1	3.6	11.0%	
사회	0.4	2.4	11.0%	▲0.1
화학적 안전성	0.4	2.4	11.0%	▲0.1
지배구조	3.1	3.3	33.0%	▲1.2
기업 지배구조	3.5	4.4		▲1.5
기업 활동	5.3	4.1		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
2021.09	울산, 한국: 용연공장 화재사고 발생, 부상자 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 Peer 주요 5개사 (유기화학)	탄소 배출	친환경 기술 관련 기회	유독 물질 배출과 폐기물	물 부족	화학적 안전성	기업 지배구조	기업 활동	등급	추이
Saudi Basic Industries Corporation SJSC	●●●●	●●●●	●●	●●●	●●●●●	●●	●●●	N/A	
Yanbu National Petrochemicals Company SJSC	●●●	●●●	●●	●●	●●●●●	●	●●●	N/A	◀▶
LB Group Co., Ltd.	●	●	●	●	●	●●	●●●	N/A	▶
TORAY INDUSTRIES, INC.	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●	N/A	▲
Mesaieed Petrochemical Holding Company Q.P.S.C.	●●●	●	●	●	●●	●	●●	N/A	▶
Hyosung Chemical Corporation	●●	●	●●●	●●●	●●	●	●●●	CCC	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치