



BUY(Maintain)

목표주가: 570,000원
주가(9/16): 419,500원
시가총액: 13,383억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkudud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(9/16)		3,130.09pt
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	448,000원	120,000원
등락률	-6.4%	249.6%
수익률	절대	상대
1M	18.5%	20.1%
6M	52.0%	48.9%
1Y	204.0%	136.6%

Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	67천주
외국인 지분율	10.0%
배당수익률(2021E)	1.2%
BPS(2021E)	162,079원
주요 주주	효성 외 6인 43.8%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,812.5	1,817.2	2,530.5	2,818.2
영업이익	153.9	60.9	252.5	355.9
EBITDA	311.2	237.9	491.6	616.8
세전이익	110.0	3.4	194.3	297.0
순이익	87.8	-11.6	155.4	237.6
지배주주지분순이익	87.8	-11.6	155.4	237.6
EPS(원)	27,530	-3,641	48,724	74,482
증감률(%YoY)	148.9	적전	흑전	52.9
PER(배)	5.2	-43.0	8.6	5.6
PBR(배)	1.0	1.2	2.6	1.9
EV/EBITDA(배)	5.6	8.9	5.9	4.1
영업이익률(%)	8.5	3.4	10.0	12.6
ROE(%)	21.4	-2.7	33.8	38.6
순부채비율(%)	285.1	400.1	306.8	162.7

Price Trend



기업브리프

효성화학 (298000)

투자가 제한되었던 비 PP/DH부문의 경쟁력 강화



효성화학의 올해 하반기 실적은 LPG 가격 상승 및 일부 섀다운 영향으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 다만 베트남 증설분의 본격 가동, 백신 침투율 개선에 따른 수요 개선 등으로 올해 3분기를 저점으로 탄력적인 실적 개선이 전망됩니다. 또한 베트남 프로젝트에 대한 투자 제한으로 NF3/폴리케톤 등 비 PP/DH부문의 경쟁력 강화 움직임이 점진적으로 발생할 전망이다. 작년/올해 효성티앤씨/효성첨단소재를 놓친 투자자들의 좋은 대안이 될 것으로 판단됩니다.

>>> 올해 하반기 실적, 예상 대비 둔화 전망

효성화학의 올해 하반기 실적은 당초 예상 대비 감익될 전망이다. 1) 당초 3분기 LPG 가격의 하락을 전망하였으나, 가스 및 유가 상승으로 LPG 투입 가격이 상승하였고, 2) 국내 PDH 플랜트 화재로 인한 조기 정기보수 진행으로 일부 기회비용이 발생할 전망이며, 3) 베트남 코로나19 확산에 따른 고객사들의 가동을 저하 효과가 나타날 것으로 예상되고, 4) 4분기도 난방 수요 증가로 LPG 가격의 추가적인 반등이 전망되기 때문이다. 다만 동사 차별화 PP 제품(파이프향)의 대체재인 PVC의 가격 강세, 역외 지역 판매 확대 및 베트남 증설 플랜트 가동으로 큰 폭의 감익은 제한적으로 판단된다. 참고로 PVC와 Homo PP의 가격 스프레드는 톤당 \$250로 재차 상승세에 있다.

한편 ICIS 등에 따르면 동사의 베트남 Cavern, PDH(60만톤), PP(30만톤) 플랜트는 8월 말 이후 상업 가동에 들어간 것으로 보인다.

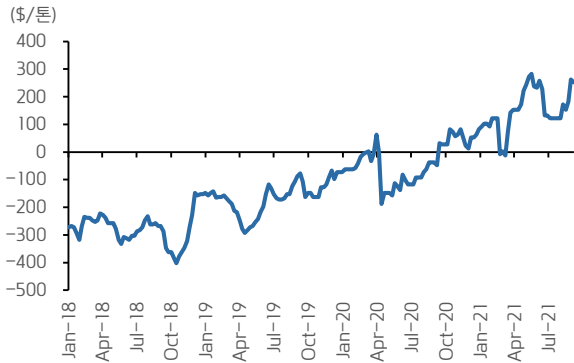
>>> 내년/내후년, 탄력적인 실적 개선 전망

향후 LPG 가격 움직임을 고려할 필요가 있으나, 올해 3분기를 저점으로 내년/내후년까지 동사 기업가치의 개선이 예상된다. 1) 약 1.5조원이 투입된 베트남 프로젝트의 Capex가 마무리된 가운데, 투자가 제한되었던 비 PP/DH 사업부문의 경쟁력 강화(증설 및 노후설비 교체 등) 움직임이 본격적으로 발생할 전망이고, 2) 백신 침투율 개선, 각각 인프라 투자 확대, 역내 증설분 수요 흡수 및 물류 여건 개선으로 인한 역내/외 재정거래 확대 등으로 역내 PP 가격이 정상화될 것으로 예상되기 때문이다.

>>> 증설 후 NF3 영업가치, 현재 시가총액의 반을 설명 가능

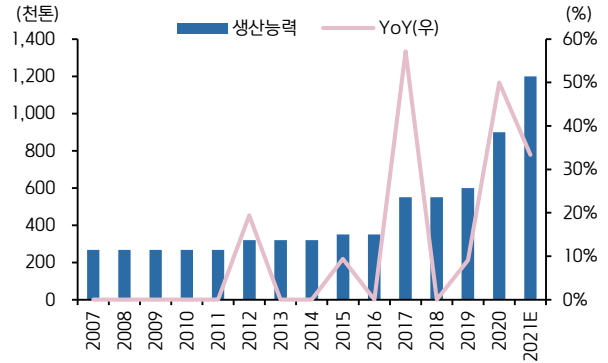
동사는 NF3 경쟁력 강화 및 고객 수요 대치를 위하여 NF3 플랜트를 내년 3분기까지 증설할 계획이다. 이에 동사의 NF3 생산능력은 기존 4,800톤에서 6,800톤으로 증가하게 된다. 현재 수출 판가/경쟁 가스 업체들의 배수를 고려 시 NF3의 영업가치는 증설 후 약 6천억원으로 현 시가총액의 45~50%를 설명 가능하다. NF3 가치를 좀 더 공격적으로 볼 필요가 있어 보인다. 한편 지속가능경영보고서에 따르면 동사는 신규 특수 가스인 염소가스를 사업화하여 시장을 확대하고 있으며, 추가로 염화수소 제품 개발을 진행하고 있다.

국내 PVC-PP(Homo) 스프레드 추이



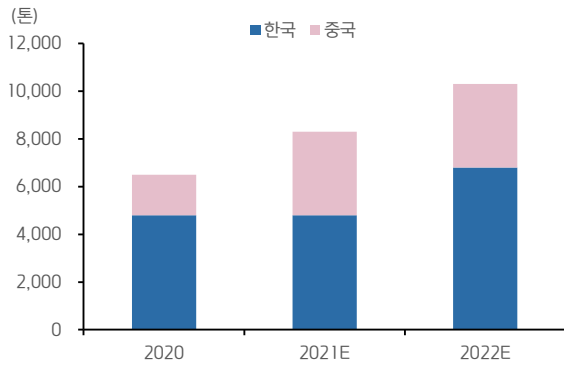
자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

효성화학 PP 생산능력 추이/전망



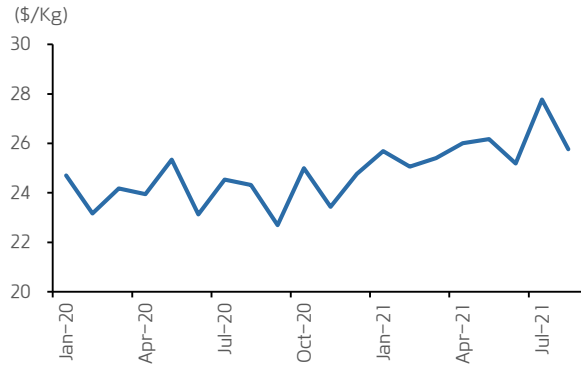
자료: 효성화학, KPIA, 키움증권 리서치

효성그룹 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	3QE	4QE	Annual			
매출액	425	429	487	476	591	619	624	696	1,864	1,813	1,817	2,531
PP/PDH	210	242	285	270	357	389	397	471	984	947	1,008	1,614
기타	214	187	202	206	234	231	227	225	880	865	810	917
영업이익	12	4	25	20	61	71	58	63	109	154	61	252
PP/PDH	5	-5	12	10	44	55	40	46	107	134	21	184
기타	8	9	13	11	17	17	18	17	2	20	40	68
영업이익률	2.9%	0.8%	5.1%	4.2%	10.3%	11.5%	9.2%	9.0%	5.9%	8.5%	3.4%	10.0%
PP/PDH	2.3%	-2.2%	4.1%	3.5%	12.2%	14.1%	10.1%	9.7%	10.9%	14.1%	2.0%	11.4%
기타	3.5%	4.8%	6.6%	5.2%	7.4%	7.2%	7.7%	7.5%	0.2%	2.3%	5.0%	7.5%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	1,812.5	1,817.2	2,530.5	2,818.2	2,963.4
매출원가	1,568.9	1,664.1	2,150.4	2,320.3	2,417.9
매출총이익	243.6	153.1	380.1	498.0	545.6
판관비	89.7	92.1	127.6	142.0	148.7
영업이익	153.9	60.9	252.5	355.9	396.9
EBITDA	311.2	237.9	491.6	616.8	639.7
영업외손익	-43.9	-57.5	-58.2	-58.9	-59.1
이자수익	0.2	0.2	1.4	3.4	6.0
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	-16.2	-16.1	-16.1
법인세차감전이익	110.0	3.4	194.3	297.0	337.8
법인세비용	22.2	15.0	38.9	59.4	67.6
계속사업순이익	87.8	-11.6	155.4	237.6	270.3
당기순이익	87.8	-11.6	155.4	237.6	270.3
지배주주순이익	87.8	-11.6	155.4	237.6	270.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	62.3	0.3	39.3	11.4	5.2
영업이익 증감율	136.8	-60.4	314.6	41.0	11.5
EBITDA 증감율	101.2	-23.6	106.6	25.5	3.7
지배주주순이익 증감율	330.5	-113.2	-1,439.7	52.9	13.8
EPS 증감율	148.9	적전	흑전	52.9	13.7
매출총이익률(%)	13.4	8.4	15.0	17.7	18.4
영업이익률(%)	8.5	3.4	10.0	12.6	13.4
EBITDA Margin(%)	17.2	13.1	19.4	21.9	21.6
지배주주순이익률(%)	4.8	-0.6	6.1	8.4	9.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	446.1	435.7	876.9	1,495.4	2,238.9
현금 및 현금성자산	46.1	10.2	313.6	874.6	1,588.8
단기금융자산	4.0	54.0	54.0	54.0	54.0
매출채권 및 기타채권	151.0	222.3	309.6	344.8	362.6
재고자산	127.5	143.2	199.4	222.0	233.5
기타유동자산	121.5	60.0	54.3	54.0	54.0
비유동자산	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
자산총계	2,063.5	2,417.4	2,972.9	3,504.1	4,178.2
유동부채	431.3	627.5	788.3	986.7	1,295.3
매입채무 및 기타채무	219.9	295.1	455.9	654.3	962.9
단기금융부채	0.0	3.4	3.4	3.4	3.4
기타유동부채	211.4	329.0	329.0	329.0	329.0
비유동부채	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
부채총계	1,608.8	2,015.0	2,455.8	2,790.2	3,234.8
자본지분	454.7	402.4	517.1	713.9	943.5
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	207.2	428.9	683.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	454.7	402.4	517.1	713.9	943.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	163.2	168.3	438.1	675.6	828.9
당기순이익	87.8	-11.6	155.4	237.6	270.3
비현금항목의 가감	192.8	256.1	360.2	403.9	394.9
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	121.0	143.0	152.1
영업활동자산부채증감	-98.1	-25.0	7.2	140.8	279.4
매출채권및기타채권의감소	29.5	-33.5	-87.3	-35.2	-17.8
재고자산의감소	0.5	-20.2	-56.2	-22.7	-11.4
매입채무및기타채무의증가	-30.1	17.2	160.8	198.4	308.6
기타	-98.0	11.5	-10.1	0.3	0.0
기타현금흐름	-19.3	-51.2	-84.7	-106.7	-115.7
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	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
현금 및 현금성자산의 순증가	-33.2	-35.9	303.4	561.0	714.2
기초현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	313.6	874.6
기말현금 및 현금성자산	46.1	10.2	313.6	874.6	1,588.8

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	27,530	-3,641	48,724	74,482	84,723
BPS	142,536	126,125	162,079	223,791	295,743
CFPS	87,972	76,643	161,630	201,098	208,520
DPS	5,000	0	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	5.2	-43.0	8.6	5.6	5.0
PER(최고)	6.6	-47.4	9.7		
PER(최저)	4.8	-14.0	3.2		
PBR	1.0	1.2	2.6	1.9	1.4
PBR(최고)	1.3	1.4	2.9		
PBR(최저)	0.9	0.4	1.0		
PSR	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5
PCFR	1.6	2.0	2.6	2.1	2.0
EV/EBITDA	5.6	8.9	5.9	4.1	3.0
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	18.1	0.0	10.2	6.7	5.9
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.5	0.0	1.2	1.2	1.2
ROA	4.7	-0.5	5.8	7.3	7.0
ROE	21.4	-2.7	33.8	38.6	32.6
ROIC	8.6	-11.6	9.9	14.4	18.8
매출채권회전율	10.8	9.7	9.5	8.6	8.4
재고자산회전율	14.3	13.4	14.8	13.4	13.0
부채비율	353.8	500.8	475.0	390.8	342.9
순차입금비율	285.1	400.1	306.8	162.7	61.8
이자보상배율	4.2	1.4	5.0	6.6	6.9
총차입금	1,346.5	1,674.3	1,954.3	2,090.3	2,226.3
순차입금	1,296.4	1,610.1	1,586.7	1,161.7	583.5
NOPLAT	311.2	237.9	491.6	616.8	639.7
FCF	-293.8	-618.3	98.3	516.4	669.8

Compliance Notice

- 당사는 9월 16일 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

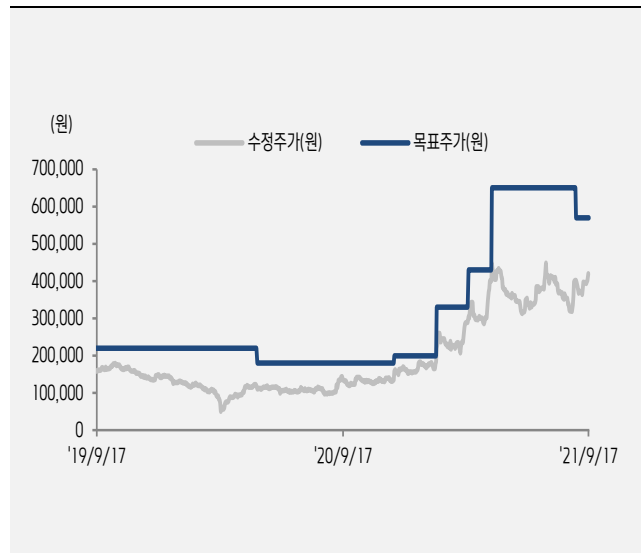
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사항	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	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	-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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%