



BUY(Maintain)

목표주가: 420,000원
주가(4/11): 244,000원
시가총액: 7,784억원



화학/정유 Analyst 이동욱
treestump@kiwoom.com

RA 권준수
wkud1222@kiwoom.com

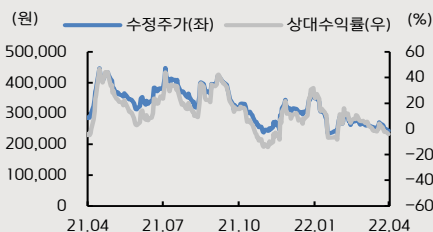
Stock Data

KOSPI(4/11)	2,693.10pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	448,000원	234,500원
등락률	-45.5%	4.1%
수익률	절대	상대
1M	-8.8%	-9.9%
6M	-24.3%	-16.9%
1Y	-18.9%	-5.7%
발행주식수	3,190천주	
일평균 거래량(3M)	29천주	
외국인 지분율	7.3%	
배당수익률(2022E)	0.0%	
BPS(2022E)	197,017원	
주요 주주	효성 외 10인	43.9%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,817.2	2,453.0	2,737.2	2,770.8
영업이익	60.9	148.6	157.2	268.4
EBITDA	237.9	341.1	478.6	564.1
세전이익	3.4	114.4	126.1	239.2
순이익	-11.6	70.4	98.4	186.6
지배주주지분순이익	-11.6	70.4	98.4	186.6
EPS(원)	-3,641	22,073	30,835	58,492
증감률(%YoY)	적전	흑전	39.7	89.7
PER(배)	-43.0	13.8	7.9	4.2
PBR(배)	1.2	1.9	1.2	0.9
EV/EBITDA(배)	8.9	8.7	5.2	3.5
영업이익률(%)	3.4	6.1	5.7	9.7
ROE(%)	-2.7	15.6	17.4	25.3
순부채비율(%)	400.1	398.0	268.9	142.7

Price Trend



기업브리프

효성화학(298000)

기타부문, 고수의 자산으로 변화



효성화학의 기타부문 이익 비중이 커지고 있습니다. NF3/TAC필름이 견고한 마진율을 지속하고 있는 가운데, 폴리케톤의 적자가 빠르게 감소하고 있기 때문입니다. 특히 NF3는 부산물 20% F2/N2 혼합가스의 판매 확대 및 전방 반도체/디스플레이 수요 증가로 중기적으로도 높은 수익성을 유지할 전망이다. 기타부문의 증설과 제품 다각화 등이 이어질 것으로 보입니다.

>>> 기타부문의 이익 비중 확대

일반적으로 베트남 프로젝트의 가동으로 효성화학의 전사 실적은 PP 업황, 프로판/부탄 가격의 변동에 크게 연동되는 것으로 인식되고 있다. 이에 동사의 밸류에이션은 국내 순수화학 업체들의 배수가 적용되고 있다. 다만 동사의 기타부문의 이익 비중이 최근 크게 커지고 있다. 2019년 전사 영업이익의 8%에 불과하였던 기타부문은 작년 37%까지 확대되었다. NF3/TAC 필름이 높은 수익성을 지속하고 있는 가운데, 최근 폴리케톤의 적자가 빠르게 감소하고 있기 때문이다. 올해/내년도 NF3 등의 증설 등으로 증익 추세가 이어질 전망이다.

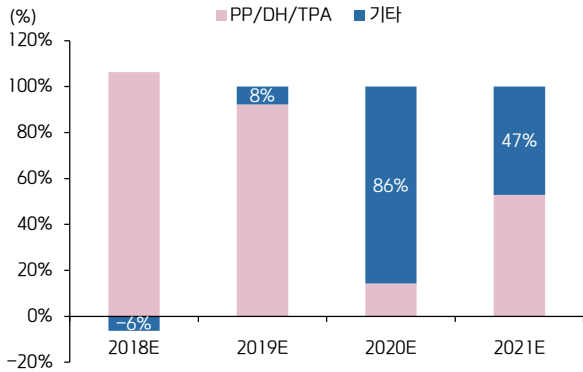
>>> NF3 업황 호조의 최대 수혜주

NF3 업황이 호조세를 지속하고 있다. 동사/SK 등 Top-Tier 업체들의 증설 확대에도 불구하고, 메모리 단수/공정 증가로 클리닝 공정이 더 많이 늘고 있고, 디스플레이에서도 OLED 생산량이 늘며 NF3 사용량이 급증하고 있기 때문이다. 참고로 OLED는 LCD 대비 NF3 소비량이 약 5배 많은 것으로 보인다. 또한 대체재로 언급되고 있는 F3NO는 세정력이 NF3 보다 낮는데 가격은 오히려 높고, F3NO를 사용하더라도 기존 반도체 공정을 변경해야 하므로 고객들의 적극적인 채택이 어렵기 때문이다. 최근 동사의 특수가스 장기공급계약 체결이 이어지는 것도 수요처들의 공격적인 NF3 물량 확보에 기인한 것으로 판단된다. 한편 동사는 수익성이 높은 부산물(20% F2/N2 혼합 가스)의 판매 증가로 네오켄 PU의 추가적인 실적 개선이 예상된다. 참고로 Techcet에 따르면 전방 수요 증가로 NF3는 2025년까지 연평균 15.8% 수요 증가가 예상되며, 2025년까지 수요가 공급을 상회하는 시장이 형성될 전망이다.

>>> TAC필름, 100% 가동 지속 중

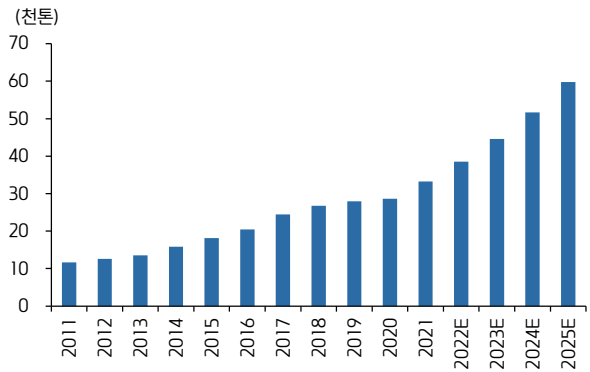
2018년까지 작자를 기록하였던 TAC필름도 최근 실적이 크게 개선되고 있다. 패널의 평균 사이즈가 확대되며 출하 면적이 동시에 증가하고 있고, 주요 고객 중 하나인 Shanjin Optoelectronics(구 LG화학 편광판 사업부문)의 증설 확대 등으로 동사의 TAC필름 라인들이 100% 가동을 지속하고 있기 때문이다.

PP/DH/TPA부문과 기타부문 영업이익 추이



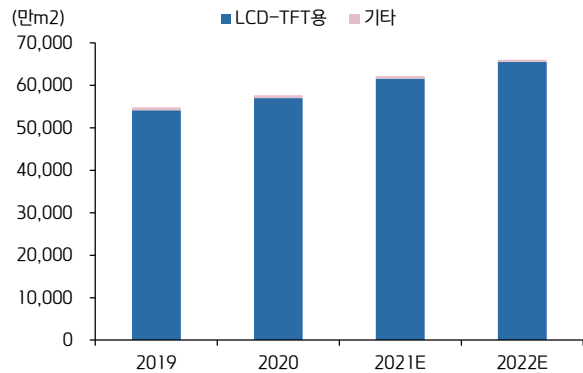
자료: 효성화학, 키움증권 리서치

세계 NF3 수요 추이/전망



자료: 각사, Techcet, 키움증권 리서치

세계 편광판 생산 추이/전망



자료: Yano, 키움증권 리서치

효성화학 20% F2/N2 혼합가스



자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망

(십억원)	2021				2022				2019	2020	2021	2022E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액	591	619	631	612	626	723	732	657	1,813	1,817	2,453	2,737
PP/PDH	357	389	376	357	352	421	427	356	947	1,008	1,479	1,556
기타	234	231	255	255	274	302	305	301	865	810	974	1,182
영업이익	61	71	33	-17	-16	29	76	68	154	61	149	157
PP/PDH	44	55	16	-28	-28	13	58	45	134	21	86	88
기타	17	17	17	11	12	17	18	23	20	40	62	69
영업이익률	10.3%	11.5%	5.2%	-2.7%	-2.5%	4.1%	10.3%	10.3%	8.5%	3.4%	6.1%	5.7%
PP/PDH	12.2%	14.1%	4.2%	-7.8%	-7.8%	3.1%	13.6%	12.6%	14.1%	2.0%	5.8%	5.7%
기타	7.4%	7.2%	6.8%	4.3%	4.4%	5.5%	5.8%	7.6%	2.3%	5.0%	6.4%	5.8%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액	1,817.2	2,453.0	2,737.2	2,770.8	2,790.7
매출원가	1,664.1	2,203.7	2,466.0	2,387.6	2,370.1
매출총이익	153.1	249.3	271.2	383.2	420.6
판관비	92.1	100.7	113.9	114.8	115.1
영업이익	60.9	148.6	157.2	268.4	305.5
EBITDA	237.9	341.1	478.6	564.1	573.2
영업외손익	-57.5	-34.2	-31.1	-29.2	-25.9
이자수익	0.2	0.2	2.8	6.2	9.9
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	126.1	239.2	279.6
법인세비용	15.0	44.0	27.7	52.6	61.5
계속사업순손익	-11.6	70.4	98.4	186.6	218.1
당기순이익	-11.6	70.4	98.4	186.6	218.1
지배주주순이익	-11.6	70.4	98.4	186.6	218.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.3	35.0	11.6	1.2	0.7
영업이익 증감율	-60.4	144.0	5.8	70.7	13.8
EBITDA 증감율	-23.6	43.4	40.3	17.9	1.6
지배주주순이익 증감율	-113.2	-706.9	39.8	89.6	16.9
EPS 증감율	적전	흑전	39.7	89.7	16.9
매출총이익률(%)	8.4	10.2	9.9	13.8	15.1
영업이익률(%)	3.4	6.1	5.7	9.7	10.9
EBITDA Margin(%)	13.1	13.9	17.5	20.4	20.5
지배주주순이익률(%)	-0.6	2.9	3.6	6.7	7.8
	1,817.2	2,453.0	2,737.2	2,770.8	2,790.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	168.3	68.7	586.3	727.0	755.2
당기순이익	-11.6	70.4	98.4	186.6	218.1
비현금항목의 가감	256.1	263.6	417.3	414.7	392.4
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	96.0	119.1	124.8
영업활동자산부채증감	-25.0	-253.8	17.3	95.4	120.2
매출채권및기타채권의감소	-33.5	-36.1	-38.0	-4.5	-2.7
재고자산의감소	-20.2	-260.4	-46.5	-5.5	-3.3
매입채무및기타채무의증가	17.2	80.6	102.4	106.1	142.7
기타	11.5	-37.9	-0.6	-0.7	-16.5
기타현금흐름	-51.2	-11.5	53.3	30.3	24.5
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	434.4	582.3	626.6
기초현금 및 현금성자산	46.1	10.2	34.8	469.2	1,051.5
기말현금 및 현금성자산	10.2	34.8	469.2	1,051.5	1,678.1

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
유동자산	435.7	797.6	1,316.4	1,909.3	2,542.5
현금 및 현금성자산	10.2	34.8	469.1	1,051.4	1,678.1
단기금융자산	54.0	0.7	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	222.3	328.0	366.0	370.5	373.1
재고자산	143.2	401.0	447.5	453.0	456.2
기타유동자산	60.0	33.8	33.8	34.4	35.1
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	3,413.6	3,830.9	4,236.6
유동부채	627.5	1,083.2	1,185.5	1,291.6	1,434.3
매입채무 및 기타채무	295.1	438.8	541.2	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	2,785.1	2,987.2	3,161.9
지배지분	402.4	501.5	628.5	843.8	1,074.7
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	236.6	423.2	625.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	402.4	501.5	628.5	843.8	1,074.7

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)					
EPS	-3,641	22,073	30,835	58,492	68,362
BPS	126,125	157,190	197,017	264,501	336,875
CFPS	76,643	104,713	161,646	188,473	191,365
DPS	0	0	0	0	5,000
주가배수(배)					
PER	-43.0	13.8	7.9	4.2	3.6
PER(최고)	-47.4	21.5	12.0		
PER(최저)	-14.0	7.1	7.3		
PBR	1.2	1.9	1.2	0.9	0.7
PBR(최고)	1.4	3.0	1.9		
PBR(최저)	0.4	1.0	1.1		
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PCFR	2.0	2.9	1.5	1.3	1.3
EV/EBITDA	8.9	8.7	5.2	3.5	2.4
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	7.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0
ROA	-0.5	2.6	3.0	5.2	5.4
ROE	-2.7	15.6	17.4	25.3	22.7
ROIC	-11.6	4.0	5.1	9.6	12.8
매출채권회전율	9.7	8.9	7.9	7.5	7.5
재고자산회전율	13.4	9.0	6.5	6.2	6.1
부채비율	500.8	509.5	443.1	354.0	294.2
순차입금비율	400.1	398.0	268.9	142.7	56.7
이자보상배율	1.4	4.3	4.3	7.1	7.9
총차입금	1,674.3	2,031.3	2,159.3	2,255.3	2,287.3
순차입금	1,610.1	1,995.8	1,690.2	1,203.9	609.3
NOPLAT	237.9	341.1	478.6	564.1	573.2
FCF	-618.3	-311.3	301.2	480.4	586.1

Compliance Notice

- 당사는 4월 11일 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

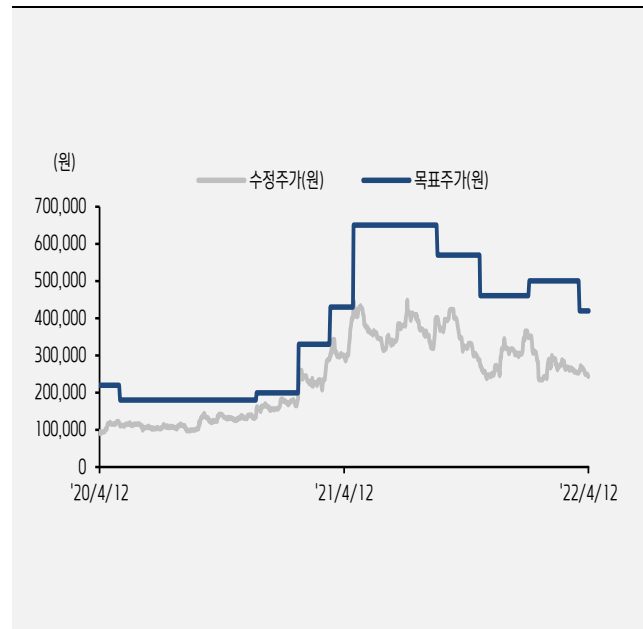
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분 과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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%