



BUY(Maintain)

목표주가: 500,000원

주가(1/12): 348,500원

시가총액: 11,118억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkud1222@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI(1/12)		2,972.48pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	448,000원	165,000원
등락률	-22.2%	111.2%
수익률	절대	상대
1M	9.2%	10.6%
6M	-8.0%	0.4%
1Y	95.2%	105.3%

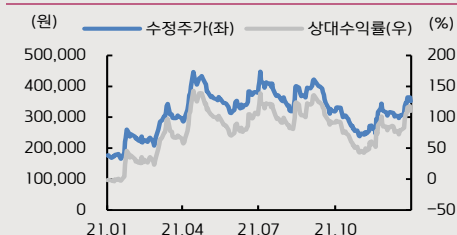
Company Data

발행주식수	3,190천주
일평균 거래량(3M)	45천주
외국인 지분율	7.9%
배당수익률(2021E)	1.6%
BPS(2021E)	144,714원
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	183.5	257.5
EBITDA	311.2	237.9	422.6	518.4
세전이익	110.0	3.4	125.1	197.9
순이익	87.8	-11.6	100.0	158.3
지배주주지분순이익	87.8	-11.6	100.0	158.3
EPS(원)	27,530	-3,641	31,360	49,617
증감률(%YoY)	148.9	적전	흑전	58.2
PER(배)	5.2	-43.0	9.7	7.1
PBR(배)	1.0	1.2	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	5.6	8.9	6.2	4.8
영업이익률(%)	8.5	3.4	7.0	7.8
ROE(%)	21.4	-2.7	23.2	30.4
순부채비율(%)	285.1	400.1	357.7	234.2

Price Trend



기업브리프

효성화학 (298000)

NF3 가격, 고공행진 중



효성화학의 올해 영업이익은 2,575억원으로 작년 대비 40% 이상 증가할 전망입니다. 베트남 PP/PDH 증설 효과가 본격적으로 반영되는 가운데, LPG 등 주요 원재료 가격의 안정화가 예상되고, TPA/NF3/폴리케톤 등도 증설 효과 및 수급 여건 개선으로 작년 대비 실적 증가가 예상되기 때문입니다. 한편 NF3는 증설 완료 후 영업가치가 현재 시가총액의 50%를 상회할 것으로 판단됩니다.

>>> 올해 영업이익, 작년 대비 40% 이상 증가 전망

효성화학의 올해 영업이익은 2,575억원으로 작년 대비 40% 이상 증가하며, 증익 기초를 유지할 전망이다.

1) 미국 LPG 수출 설비들의 본격 가동 및 물류 차질 완화로 미국향 LPG 수출이 확대되며 주요 원재료인 LPG 가격의 안정화가 예상되고, 2) 베트남 PDH 플랜트 가동으로 작년 2,000억원을 상회하던 동사 외부 프로필렌 구매가 제거될 것으로 전망되며, 3) Cavern/PDH 통합으로 증설한 베트남 PP 플랜트의 가동을 상승으로 실적 개선 및 규모의 경제 효과가 발생할 예상이고, 4) PET 업황 개선 및 PX 공급 확대로 올해 TPA 사업부문의 적자가 큰 폭으로 감소할 것으로 전망되며, 5) 전방 반도체/디스플레이 업황 호조가 지속되는 가운데, 올해 4분기 2천톤의 증설 효과로 NF3부문의 추가적인 수익 개선이 예상되고, 6) 폴리케톤 또한 완성차 업체향 침투율 확대로 가동률이 급격히 상승할 전망이며, 7) PVC는 올해 공급 증가 요인에도 불구하고, 공급을 상회하는 수요 증가로 양호한 수급 상황이 이어지며 동사의 주력 제품인 파이프용 PP의 프리미엄이 견고할 것으로 예상되기 때문이다.

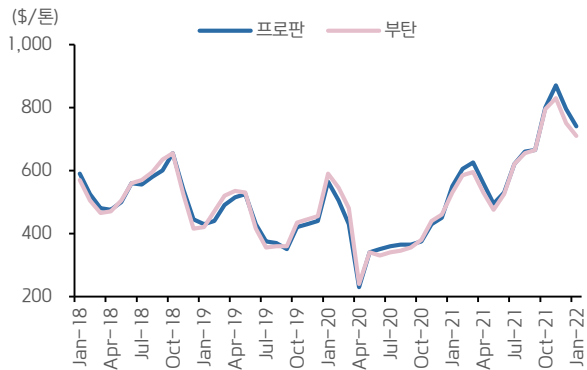
또한 동사 베트남 법인의 본격 가동으로 법인세 면세(4년)/감면(9년 5%), 프로필렌 제조 시 프로판 수입세(2%) 비부과 및 아세안 지역내 관세 혜택 등 세제 관련 긍정적인 효과가 올해 실적부터 본격적으로 반영될 전망이다.

>>> 시가총액의 50%를 상회하는 NF3 영업가치

올해 1월 초순 국내 NF3 수출 판가는 Kg 당 약 \$30로 2018년 12월 이후 처음으로 \$30대에 근접하였다. OLED 디스플레이/반도체향 수요가 증가하는 가운데, 자동차 전장용 반도체 수요 증가에 기인한다.

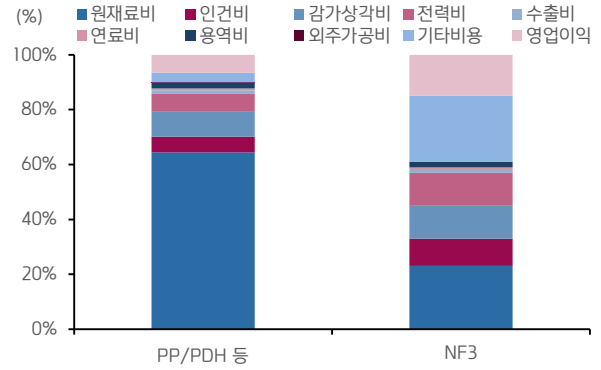
한편 중국 반도체 업체의 사업 축소로 인한 경쟁사 PERIC Special Gas의 추가 증설 제한, 올해 하반기 증설로 인한 규모의 경제 효과 발생, F2N2 등 고마진 부산물의 판매량 증가로 동사 NF3부문은 고수익성을 지속하고 있다. 증설 완료 후 동사의 NF3 영업가치는 6,000억원을 상회하며, 전사 시가총액의 50%를 상회할 것으로 추정된다. NF3 가치를 좀 더 공격적으로 반영할 필요가 있어 보인다. 실적 개선과 NF3 가치를 반영해 목표주가를 상향 조정한다.

사우디 LPG 계약 가격 추이



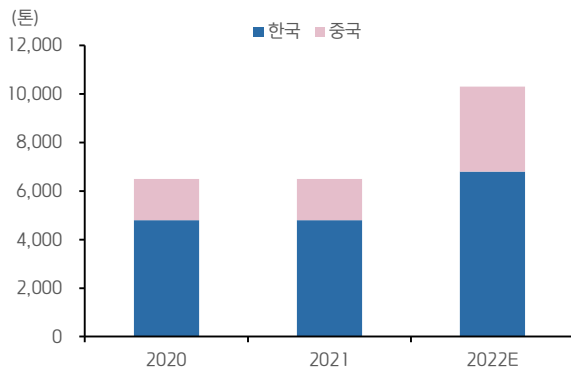
자료: 페트로넷, 키움증권 리서치

효성화학 Cost Breakdown(2021년 추정치)



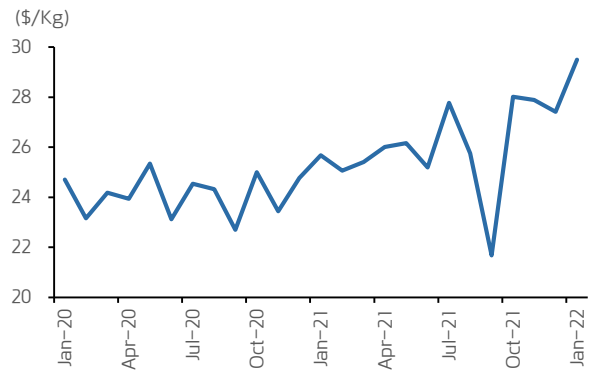
자료: 효성화학, SK머티리얼즈, 키움증권 리서치

효성그룹 NF3 생산능력 추이/전망



자료: 효성화학, 효성티앤씨, 키움증권 리서치

국내 NF3 가격 추이



자료: KITA 등, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망

(십억원)		2021				2022				2019	2020	2021E	2022E
		1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	Annual			
매출액		591	619	631	768	811	833	859	813	1,813	1,817	2,609	3,315
	PP/PDH	357	389	376	503	533	549	567	525	947	1,008	1,624	2,175
	기타	234	231	255	265	278	284	291	288	865	810	984	1,141
영업이익		61	71	33	18	43	77	81	56	154	61	183	257
	PP/PDH	44	55	16	0	25	56	60	33	134	21	114	175
	기타	17	17	17	18	18	21	22	22	20	40	69	83
영업이익률		10.3%	11.5%	5.2%	2.4%	5.3%	9.3%	9.5%	6.9%	8.5%	3.4%	7.0%	7.8%
	PP/PDH	12.2%	14.1%	4.2%	0.0%	4.7%	10.3%	10.5%	6.4%	14.1%	2.0%	7.0%	8.0%
	기타	7.4%	7.2%	6.8%	6.8%	6.5%	7.3%	7.5%	7.8%	2.3%	5.0%	7.0%	7.3%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
매출액	1,812.5	1,817.2	2,608.8	3,315.4	3,398.7
매출원가	1,568.9	1,664.1	2,293.9	2,891.8	2,911.2
매출총이익	243.6	153.1	314.9	423.6	487.5
판매비	89.7	92.1	131.4	166.1	169.8
영업이익	153.9	60.9	183.5	257.5	317.7
EBITDA	311.2	237.9	422.6	518.4	560.5
영업외손익	-43.9	-57.5	-58.4	-59.6	-60.0
이자수익	0.2	0.2	1.1	2.7	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	-16.1	-16.1
법인세차감전이익	110.0	3.4	125.1	197.9	257.7
법인세비용	22.2	15.0	25.0	39.6	51.5
계속사업손익	87.8	-11.6	100.0	158.3	206.2
당기순이익	87.8	-11.6	100.0	158.3	206.2
지배주주순이익	87.8	-11.6	100.0	158.3	206.2
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	62.3	0.3	43.6	27.1	2.5
영업이익 증감률	136.8	-60.4	201.3	40.3	23.4
EBITDA 증감률	101.2	-23.6	77.6	22.7	8.1
지배주주순이익 증감률	330.5	-113.2	-962.1	58.3	30.3
EPS 증감률	148.9	적전	흑전	58.2	30.3
매출총이익율(%)	13.4	8.4	12.1	12.8	14.3
영업이익률(%)	8.5	3.4	7.0	7.8	9.3
EBITDA Margin(%)	17.2	13.1	16.2	15.6	16.5
지배주주순이익률(%)	4.8	-0.6	3.8	4.8	6.1

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
유동자산	446.1	435.7	827.8	1,400.8	2,075.1
현금 및 현금성자산	46.1	10.2	248.8	680.0	1,337.5
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	54.0	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	2,923.8	3,409.5	4,014.5
유동부채	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
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	2,462.1	2,830.2	3,269.8
지배지분	454.7	402.4	461.7	579.2	744.6
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	151.8	294.2	484.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	454.7	402.4	461.7	579.2	744.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	163.2	168.3	373.3	545.8	772.2
당기순이익	87.8	-11.6	100.0	158.3	206.2
비현금항목의 가감	192.8	256.1	346.6	384.8	379.8
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	107.4	123.9	137.0
영업활동자산부채증감	-98.1	-25.0	-2.2	90.3	286.9
매출채권및기타채권의감소	29.5	-33.5	-96.9	-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	-10.0	0.4	0.1
기타현금흐름	-19.3	-51.2	-71.1	-87.6	-100.7
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	238.6	431.1	657.6
기초현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	248.7	679.9
기말현금 및 현금성자산	46.1	10.2	248.7	679.9	1,337.5

자료: 키움증권 리서치

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	27,530	-3,641	31,360	49,617	64,632
BPS	142,536	126,125	144,714	181,561	233,423
CFPS	87,972	76,643	139,999	170,240	183,696
DPS	5,000	0	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	5.2	-43.0	9.7	7.1	5.4
PER(최고)	6.6	-47.4	15.1		
PER(최저)	4.8	-14.0	5.0		
PBR	1.0	1.2	2.1	1.9	1.5
PBR(최고)	1.3	1.4	3.3		
PBR(최저)	0.9	0.4	1.1		
PSR	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
PCFR	1.6	2.0	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	5.6	8.9	6.2	4.8	3.5
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	18.1	0.0	15.9	10.0	7.7
배당수익률(%·보통주, 현금)	3.5	0.0	1.6	1.4	1.4
ROA	4.7	-0.5	3.7	5.0	5.6
ROE	21.4	-2.7	23.2	30.4	31.1
ROIC	8.6	-11.6	7.1	10.2	14.6
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	533.3	488.6	439.1
순차입금비율	285.1	400.1	357.7	234.2	112.1
이자보상배율	4.2	1.4	3.6	4.7	5.5
총차입금	1,346.5	1,674.3	1,954.3	2,090.3	2,226.3
순차입금	1,296.4	1,610.1	1,651.5	1,356.3	834.8
NOPLAT	311.2	237.9	422.6	518.4	560.5
FCF	-293.8	-618.3	33.7	387.1	613.9

Compliance Notice

- 당사는 1월 12일 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

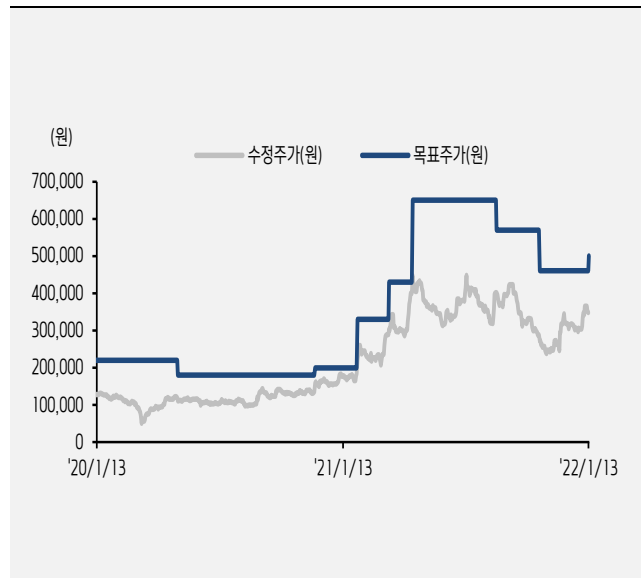
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	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	-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	-44.04	-35.98
	2021/12/03	Buy(Maintain)	460,000원	6개월	-36.14	-20.65
	2022/01/13	Buy(Maintain)	500,000원	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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%