

Company Update

Analyst 이동욱
 02) 6915-5671
 treestump@ibks.com

매수 (유지)

목표주가	110,000원
현재가 (1/29)	74,900원

KOSPI (1/29)	2,500.65pt
시가총액	284십억원
발행주식수	3,792천주
액면가	5,000원
52주 최고가	159,100원
최저가	71,700원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	3.6%
배당수익률 (2023F)	0.0%

주주구성	
효성 외 13 인	53.58%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-4%	-37%
절대기준	-13%	-8%	-37%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	110,000	120,000	▼
EPS(23)	-107,236	-96,039	▼
EPS(24)	708	7,827	▼

효성화학 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

효성화학 (298000)

베트남 PP/DH 플랜트, 풀 가동 지속

작년 4분기 영업이익, 시장 기대치 하회

효성화학의 작년 4분기 영업이익은 -375억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되며, 시장 기대치를 소폭 하회하였다. 수요 증가가 제한적인 가운데, 주요 원재료인 LPG 가격 상승으로 인한 스프레드 축소에 기인한다. 1) PP/DH부문 영업이익은 -277억원으로 전 분기 대비 적자가 확대되었다. 베트남 PP/DH 플랜트는 4분기에도 풀 생산/판매를 유지하였으나, 난방 수요 증가로 인한 LPG 가격 상승으로 원가 부담 요인이 존재하였고, 정기보수 및 파이프향 PP 비수기 효과 등으로 국내 용연 공장의 실적도 둔화되었기 때문이다. 2) 기타부문 영업이익은 -97억원으로 전 분기 대비 적자 전환하였다. 중국의 TPA/Film 공급 과잉 현상이 지속되었고, 디스플레이/반도체 업황 부진으로 NF3 수요도 계획 대비 감소하였기 때문이다.

다만 작년/재작년과 같은 대규모 영업손실이 재발할 가능성은 제한적으로 판단된다. 작년 하반기 반응기 교체 이후 베트남 PDH 설비의 트러블이 없고, 생산 정상화를 바탕으로 유럽/일본 등으로 고부가 PP 제품 판매를 확대하고 있기 때문이다. 또한 Cavern을 활용한 원가 경쟁력 확보 및 베트남/인근 동남아시아 지역에 대한 LPG 판매도 확대되고 있다.

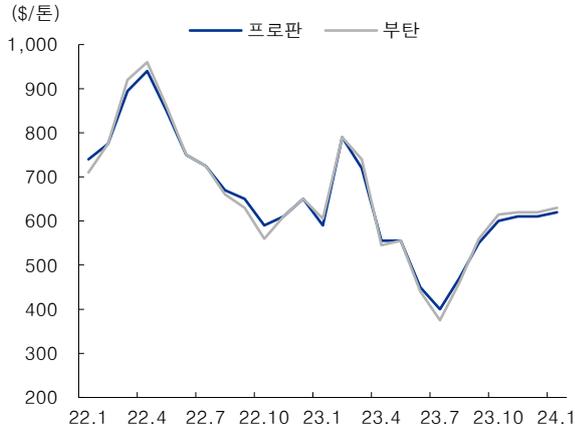
재무구조 개선 작업 진행 중……

중국 PP 공급 과잉 지속 등으로 올해도 악화될 재무구조의 급격한 개선은 제한적으로 보인다. 다만 베트남 관련 대규모 Capex가 끝났고, 투자비 절감 정책 강화로 향후 연결 기준 연간 Capex는 1천억원 미만에 형성될 전망이다. 한편 당사는 작년 5월 토지 재평가(1.5천억원 자본 증가), 작년 8/9월 신종자본증권 발행(1천억원 자본 증가), 작년 10월 유상증자(0.5천억원 자본 증가) 등 재무구조 개선 작업을 진행 중이다. 또한 최근 언론 보도 등에 따르면 추가적인 부채비율 개선을 위하여 특수 가스 사업부의 분사 및 투자 유치 등을 검토 중에 있다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,520	2,879	2,792	2,867	2,891
영업이익	137	-337	-189	106	190
세전이익	102	-448	-368	3	64
지배주주순이익	58	-409	-354	3	50
EPS(원)	18,311	-128,166	-107,236	708	13,266
증가율(%)	-602.9	-799.9	-16.3	-100.7	1,772.5
영업이익률(%)	5.4	-11.7	-6.8	3.7	6.6
순이익률(%)	2.3	-14.2	-12.7	0.1	1.7
ROE(%)	13.1	-135.4	-401.1	4.2	55.9
PER	16.6	-0.8	-0.8	105.7	5.6
PBR	2.0	2.8	5.2	4.4	2.5
EV/EBITDA	9.0	-56.7	36.7	7.5	6.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 사우디 LPG CP 추이



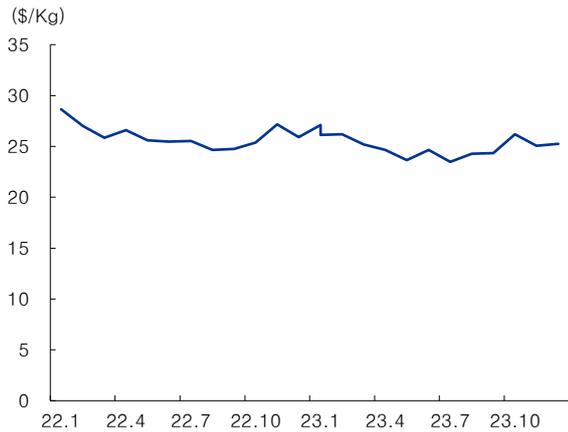
자료: 페트로넛, IBK투자증권

그림 2. 국내 PP 가격 및 스프레드 추이



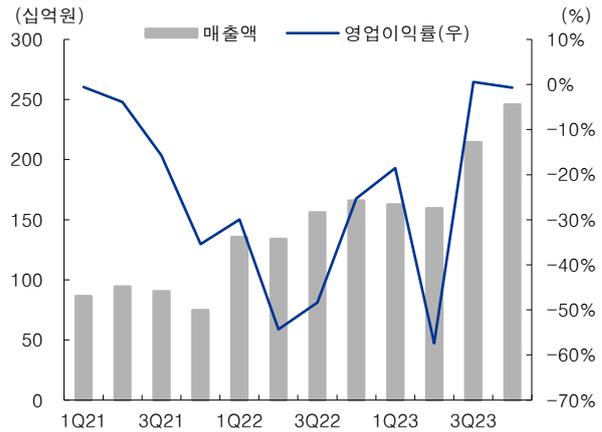
자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 3. 국내 NF3 가격 추이



자료: KITA 등, IBK투자증권

그림 4. 베트남 PP/DH 실적 추이



자료: 효성화학, IBK투자증권

표 1. 효성화학 실적 전망

(단위: 십억원, %)	2022				2023				2021	2022	2023P	2024E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	Annual			
매출액	727	766	703	720	670	724	712	687	2,453	2,917	2,792	2,867
PP/PDH	443	448	432	415	433	437	447	444	1,479	1,738	1,761	2,031
기타	285	319	271	305	237	287	265	243	974	1,179	1,031	836
영업이익	-33	-68	-140	-89	-45	-103	-3	-37	149	-330	-189	106
PP/PDH	-55	-95	-140	-87	-45	-115	-11	-28	86	-376	-198	75
기타	21	27	0	-2	-1	12	8	-10	62	46	9	31
영업이익률	-4.6	-8.9	-19.9	-12.3	-6.8	-14.3	-0.4	-5.4	6.1	-11.3	-6.8	3.7
PP/PDH	-12.3	-21.2	-32.3	-20.9	-10.3	-26.3	-2.3	-6.2	5.8	-21.6	-11.2	3.7
기타	7.5	8.4	-0.1	-0.6	-0.2	4.1	2.9	-4.0	6.4	3.9	0.9	3.8

자료: 효성화학(2021~2022년은 IR 자료 기준), IBK투자증권

효성화학 (298000)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,520	2,879	2,792	2,867	2,891
증가율(%)	38.7	14.2	-3.0	2.7	0.8
매출원가	2,283	3,109	2,872	2,649	2,588
매출총이익	237	-230	-81	218	303
매출총이익률 (%)	9.4	-8.0	-2.9	7.6	10.5
판매비	101	107	108	112	113
판매비율(%)	4.0	3.7	3.9	3.9	3.9
영업이익	137	-337	-189	106	190
증가율(%)	124.2	-346.6	-43.9	-156.2	78.6
영업이익률(%)	5.4	-11.7	-6.8	3.7	6.6
순금융손익	-39	-111	-177	-123	-133
이자손익	-34	-100	-171	-143	-147
기타	-5	-11	-6	20	14
기타영업외손익	4	1	0	20	8
중속/관계기업손익	0	-2	-3	0	0
세전이익	102	-448	-368	3	64
법인세	44	-39	-14	0	14
법인세율	43.1	8.7	3.8	0.0	21.9
계속사업이익	58	-409	-354	3	50
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	58	-409	-354	3	50
증가율(%)	-602.9	-799.9	-13.3	-100.8	1,772.5
당기순이익률 (%)	2.3	-14.2	-12.7	0.1	1.7
지배주주당기순이익	58	-409	-354	3	50
기타포괄이익	29	34	149	0	0
총포괄이익	87	-375	-205	3	50
EBITDA	329	-49	75	335	396
증가율(%)	38.4	-114.8	-253.8	346.4	18.2
EBITDA마진율(%)	13.1	-1.7	2.7	11.7	13.7

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	18,311	-128,166	-107,236	708	13,266
BPS	153,380	35,929	16,384	17,093	30,359
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	16.6	-0.8	-0.8	105.7	5.6
PBR	2.0	2.8	5.2	4.4	2.5
EV/EBITDA	9.0	-56.7	36.7	7.5	6.0
성장성지표(%)					
매출증가율	38.7	14.2	-3.0	2.7	0.8
EPS증가율	-602.9	-799.9	-16.3	-100.7	1,772.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	13.1	-135.4	-401.1	4.2	55.9
ROA	2.1	-13.2	-11.2	0.1	1.5
ROIC	2.6	-16.5	-14.3	0.1	2.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	522.1	2,631.8	5,011.7	4,953.8	2,968.7
순차입금 비율(%)	407.4	2,131.3	3,921.0	3,427.7	1,805.2
이자보상배율(배)	4.0	-3.3	-1.1	0.7	1.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.0	12.4	11.4	12.0	11.9
재고자산회전율	9.4	7.7	8.0	8.3	8.3
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	789	820	753	1,053	1,415
현금및현금성자산	35	106	90	399	730
유가증권	1	1	0	0	0
매출채권	215	248	240	237	248
재고자산	392	353	346	341	357
비유동자산	2,255	2,311	2,423	2,223	2,118
유형자산	2,185	2,187	2,343	2,143	2,037
무형자산	34	32	31	31	31
투자자산	19	19	16	16	16
자산총계	3,044	3,131	3,176	3,275	3,533
유동부채	1,083	1,716	1,987	1,969	2,025
매입채무및기타채무	235	284	293	289	303
단기차입금	340	645	625	616	645
유동성장기부채	243	636	795	795	795
비유동부채	1,472	1,301	1,127	1,241	1,393
사채	297	340	0	100	200
장기차입금	1,140	914	1,089	1,104	1,154
부채총계	2,555	3,017	3,114	3,211	3,417
지배주주지분	489	115	62	65	115
자본금	16	16	19	19	19
자본잉여금	329	329	329	329	329
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	20	43	192	192	192
이익잉여금	126	-271	-626	-623	-573
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	489	115	62	65	115
비이자부채	527	459	593	584	611
총차입금	2,028	2,558	2,521	2,627	2,806
순차입금	1,992	2,451	2,431	2,228	2,076

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	69	-135	122	196	222
당기순이익	58	-409	-354	3	50
비현금성 비용 및 수익	276	448	424	333	332
유형자산감가상각비	193	288	264	229	207
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-254	0	230	4	-13
매출채권등의 감소	-36	-36	6	3	-11
재고자산의 감소	-260	10	42	5	-16
매입채무등의 증가	81	49	3	-4	14
기타 영업현금흐름	-11	-174	-178	-144	-147
투자활동 현금흐름	-307	-231	-139	-8	-91
유형자산의 증가(CAPEX)	-328	-244	-135	-30	-100
유형자산의 감소	0	3	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-12	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	33	10	-4	22	9
재무활동 현금흐름	263	417	10	122	201
차입금의 증가(감소)	270	187	105	15	50
자본의 증가	0	0	3	0	0
기타	-7	230	-98	107	151
기타 및 조정	0	21	-9	-1	-1
현금의 증가	25	72	-16	309	331
기초현금	10	35	106	90	399
기말현금	35	106	90	399	730

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	88.3
Trading Buy (중립)	14	8.6
중립	5	3.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

효성화학	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2022.08.30	매수	210,000	-41.86	-17.38					
	2023.05.31	매수	130,000	-24.93	-15.00					
	2023.09.18	매수	137,000	-36.14	-28.54					
	2023.10.19	매수	120,000	-28.40	-23.00					
	2024.01.30	매수	110,000							