



# 효성화학 (298000)

모두가 기다린 2022년

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 370,000원

|                 |                    |
|-----------------|--------------------|
| 현재 주가(12/30)    | 303,500원           |
| 상승여력            | ▲21.9%             |
| 시가총액            | 9,682억원            |
| 발행주식수           | 3,190천주            |
| 52 주 최고가 / 최저가  | 448,000 / 156,500원 |
| 90 일 일평균 거래대금   | 118.24억원           |
| 외국인 지분율         | 7.4%               |
| 주주 구성           |                    |
| 효성 (외 7 인)      | 43.8%              |
| 국민연금공단 (외 1 인)  | 10.1%              |
| KB 자산운용 (외 1 인) | 5.7%               |

| 주가수익률(%)     | 1개월  | 3개월   | 6개월   | 12개월 |
|--------------|------|-------|-------|------|
| 절대수익률        | 23.4 | -15.1 | -13.3 | 93.9 |
| 상대수익률(KOSPI) | 18.5 | -12.1 | -3.6  | 90.3 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보      | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 2,464  | 2,817  | 2,981  | 2,740  |
| 영업이익      | 190    | 268    | 316    | 337    |
| EBITDA    | 402    | 568    | 616    | 652    |
| 지배주주순이익   | 110    | 172    | 215    | 235    |
| EPS       | 34,559 | 53,832 | 67,248 | 73,592 |
| 순차입금      | 1,815  | 1,520  | 1,144  | 913    |
| PER       | 7.2    | 5.6    | 4.5    | 4.1    |
| PBR       | 1.5    | 1.4    | 1.1    | 0.9    |
| EV/EBITDA | 6.5    | 4.4    | 3.4    | 2.9    |
| 배당수익률     | 2.0    | 1.6    | 1.6    | 1.6    |
| ROE       | 24.1   | 29.1   | 28.0   | 24.1   |

## 주가 추이



## 프리미엄 PP 수익성 견조

PP/DH 마진은 3Q(409\$/톤) => 4Q(322\$/톤)으로 원료 LPG 급등에 약세다. 다만, LPG가 11월(870\$/톤)을 고점으로 => 12월(795\$/톤) => 1월(740\$/톤)으로 조정중이라 1Q22부터는 실적 개선세가 예상된다.

2022년 PP 시황은 YoY 둔화 전망을 유지하나(NCC 증설 및 정유사 재가동), 효성화학의 건설용 PP 프리미엄은 견조할 것으로 판단된다. 건설용 PP(원료: LPG)는 “PVC(원료: 석탄/원유+염소)”와 경쟁하는데, 최근 석탄 가격이 급등했으며, 염소를 생산하기 위한 운임과 전기료가 급등해 PVC 생산가격이 크게 상승했기 때문이다.

PP Premium과 연관성 높은 PVC-PP Spread는 2011~20년(-309\$/톤) => 2021년(+129\$/톤) => 12월(+153\$/톤) 수준으로, 프리미엄이 PP/DH 사업부 이익의 절반을 기여하는 것으로 추정된다.

## 2022년, 베트남 설비 본격 가동

동사는 5년간 1.5조원을 투자해 LPG 부두/저장시설 => PDH 공장 => PP 공장 완공했으며, 이에 따른 전사 PP 생산능력은 국내 60만톤/년에 베트남 +60만톤/년이 추가되어 2배가량 커지게 된다. 베트남 공장의 프리미엄 제품 비중은 적지만, LPG 직도입으로 수직계열화 되어있고, 수출관세도 적어 안정적인 수익성이 기대된다.

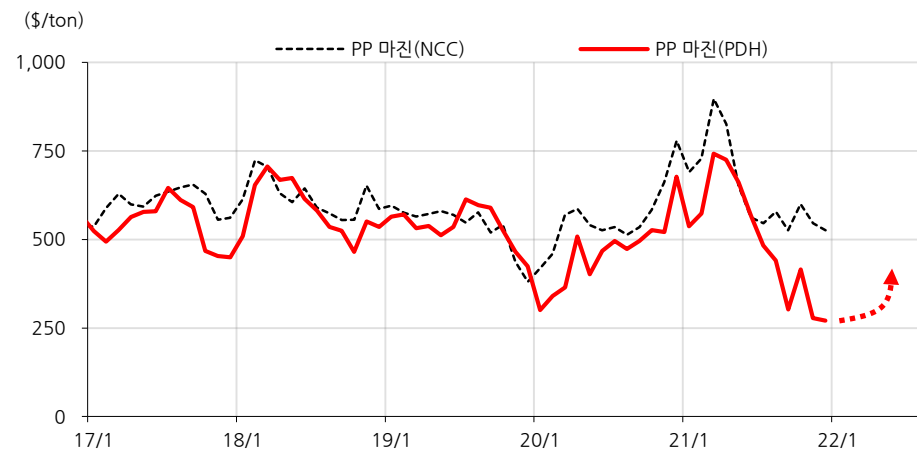
2021년 7월 완공된 베트남 PDH는 올 1월부터 제역할을 할 예정이다. 1) 원가 경쟁 핵심인 LPG 캐번(동굴형 저장고)에는 10월부터 LPG를 투입하기 시작했으며, 2) 파이프 교체로 인해 11월 1달간 가동을 중단했기 때문이다.

## 베트남 설비 효과로 2022년 PER 5.6배

영업이익은 2021년(1,900억원) => 2022년(2,679억원)으로 YoY +41% 증가할 전망이다. PP 시황 둔화에도 베트남 공장이 618억원으로 정상 가동/흑자전환(YoY +940억원) 예상되기 때문이다. 폴리케톤도 자동차 향 판매 시작되며(가동률 40% => 60%) 적자 축소될 전망이다.

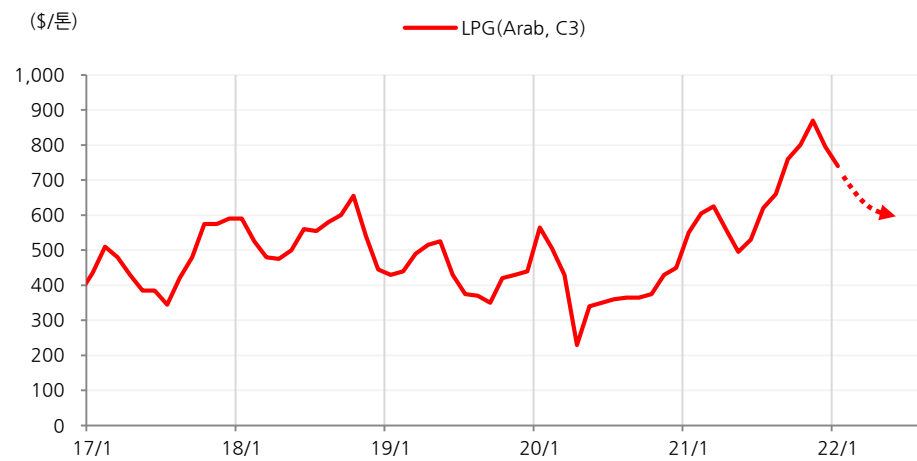
순이익은 2021년(1,102억원) => 2022년(1,717억원)으로 YoY +56% 증가할 전망이다. 순이익 개선폭이 큰 이유는 1) 연간 이자비용 4~500억원이 유지된채, 영업이익이 늘어나며, 2) 베트남 PDH 사업은 세금 혜택을 받기 때문이다(15년간 2,692억원 => 650억원 추정).

[그림1] PP/DH 마진: LPG 급락에 3~4Q 약세 시현



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] LPG 가격, 11 월 고점으로 조정 시작

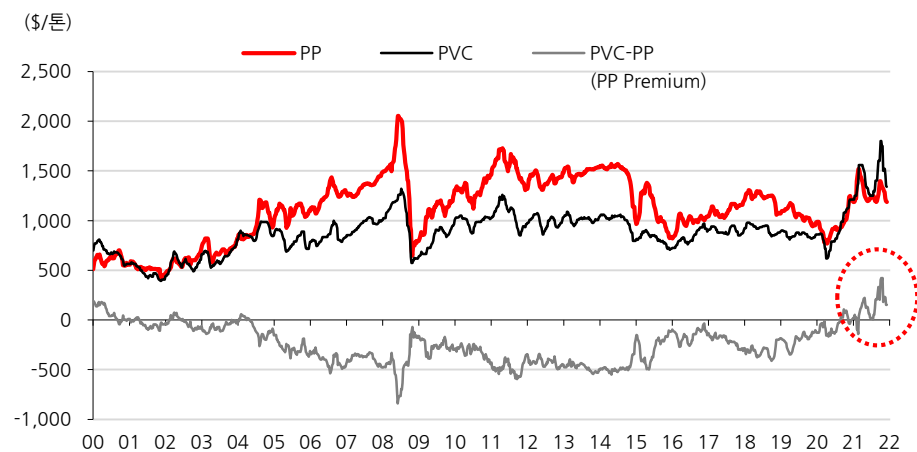


자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 다만, PVC와 연동되는 효성화학의 PP 프리미엄, 역대 최고 수준

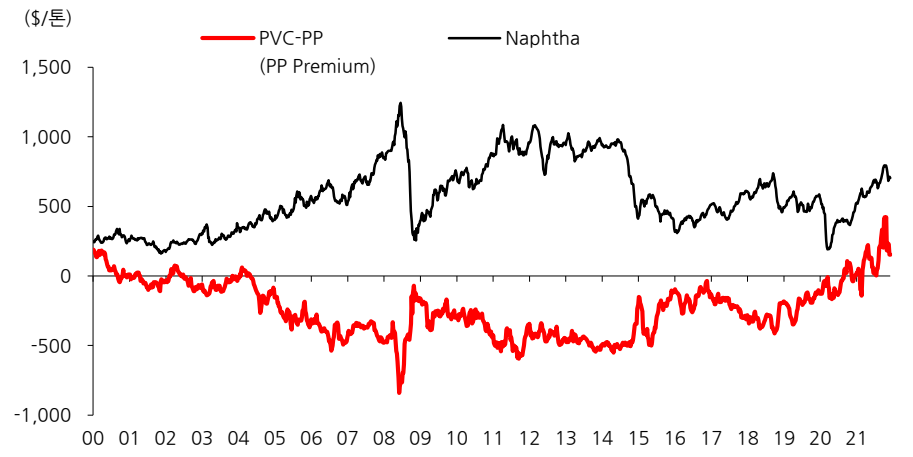
2011~20년(-309\$/톤)  
=> 2021년(+129\$/톤)  
=> 12월말(+153\$/톤)

참고로, 마진 +100\$/톤 차이는  
OPM +5~10%p 효과



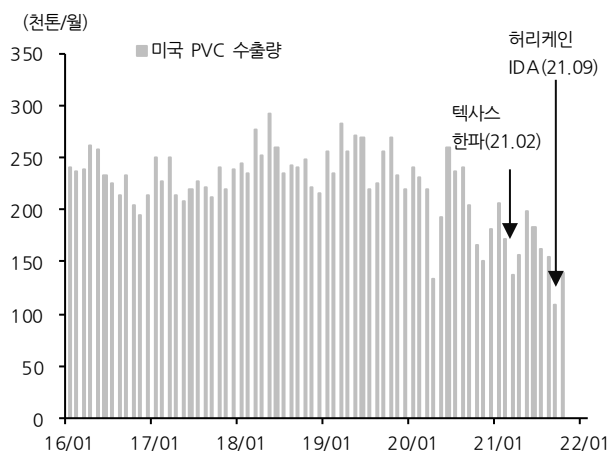
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] (참고) PVC는 절반만 유가에 연동되기 때문에,  
유가 하락시, 효성화학의 PP Premium 개선됨 (향후, 유가 하락시 마진 개선)  
\*올해는 석탄 급등 및 정유사 가동을 영향에 특이 Case.



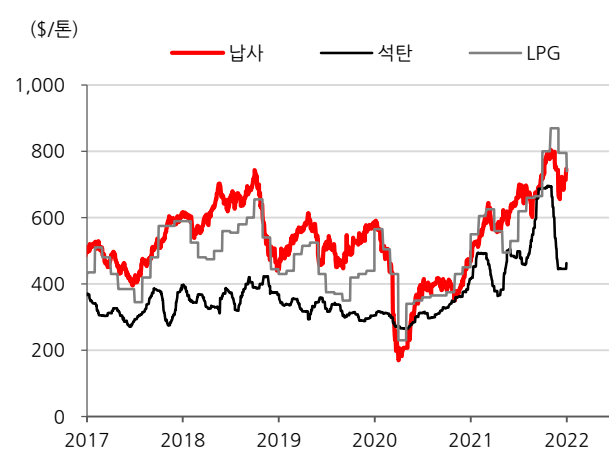
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 미국 PVC 부족으로 수입량 감소 (향후 6~12개월간)



자료: 한화투자증권 리서치센터

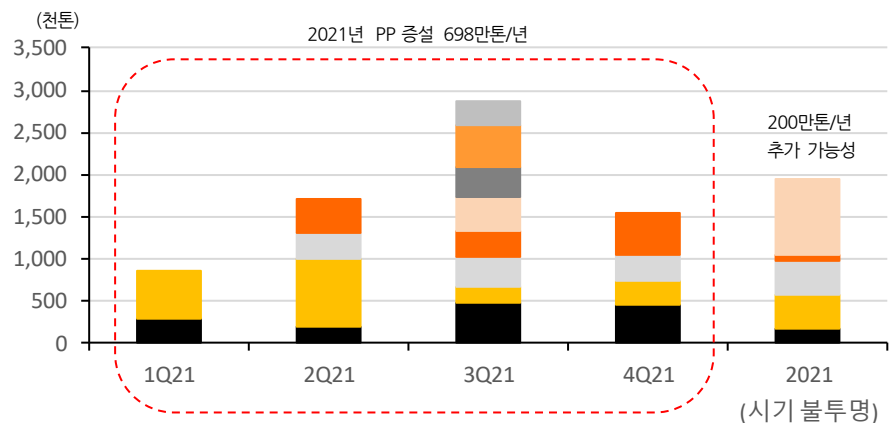
[그림6] 최근 석탄 하락에 PVC 둔화는 종료, LPG 약세 시작



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 2021년 PP 증설

최대 900만톤/년 증설 계획 중  
실제 On-Schedule 증설은  
5~700만톤/년 정도 일 것...



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 효성화학 실적 추이

(단위: 십억원)

|              | 1Q21         | 2Q21         | 3Q21         | 4Q21E        | 1Q22E        | 2Q22E        | 3Q22E        | 4Q22E        | 2021E          | 2022E          | 2023E          |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>591.2</b> | <b>619.2</b> | <b>630.6</b> | <b>623.2</b> | <b>677.5</b> | <b>688.0</b> | <b>704.2</b> | <b>747.0</b> | <b>2,464.1</b> | <b>2,816.7</b> | <b>2,981.1</b> |
| QoQ(%)       | 24.3%        | 4.7%         | 1.8%         | -1.2%        | 8.7%         | 1.5%         | 2.4%         | 6.1%         |                |                |                |
| YoY(%)       | 39.2%        | 44.2%        | 29.4%        | 31.0%        | 14.6%        | 11.1%        | 11.7%        | 19.9%        | 35.6%          | 14.3%          | 5.8%           |
| PP/PDH(국내)   | 272.0        | 294.0        | 285.2        | 296.7        | 280.7        | 272.7        | 272.1        | 280.6        | 1,147.9        | 1,106.1        | 1,107.3        |
| PP/PDH(베트남)  | 85.1         | 94.5         | 90.5         | 76.6         | 129.3        | 155.5        | 179.0        | 207.8        | 346.7          | 671.6          | 832.7          |
| 기타           | 234.1        | 230.6        | 254.9        | 249.9        | 267.5        | 259.8        | 253.1        | 258.6        | 969.5          | 1,039.0        | 1,041.1        |
| <b>영업이익</b>  | <b>61.1</b>  | <b>71.3</b>  | <b>32.9</b>  | <b>24.6</b>  | <b>64.0</b>  | <b>67.8</b>  | <b>67.9</b>  | <b>68.2</b>  | <b>190.0</b>   | <b>267.9</b>   | <b>316.3</b>   |
| 영업이익률(%)     | 10.3%        | 11.5%        | 5.2%         | 4.0%         | 9.4%         | 9.9%         | 9.6%         | 9.1%         | 7.7%           | 9.5%           | 10.6%          |
| QoQ(%)       | 204.2%       | 16.7%        | -53.9%       | -25.1%       | 159.7%       | 5.9%         | 0.2%         | 0.5%         |                |                |                |
| YoY(%)       | 392.5%       | 1898.0%      | 32.3%        | 22.7%        | 4.8%         | -5.0%        | 106.4%       | 176.8%       | 211.8%         | 41.0%          | 18.0%          |
| PP/PDH(국내)   | 44.3         | 58.5         | 29.8         | 24.2         | 32.8         | 31.4         | 29.4         | 29.5         | 156.8          | 123.1          | 130.1          |
| 영업이익률(%)     | 16.3%        | 19.9%        | 10.4%        | 11.0%        | 11.7%        | 11.5%        | 10.8%        | 10.5%        | 13.7%          | 11.1%          | 11.7%          |
| PP/PDH(베트남)  | -0.5         | -3.7         | -14.2        | -13.9        | 10.3         | 15.7         | 17.0         | 18.7         | -32.3          | 61.8           | 84.0           |
| 영업이익률(%)     | -0.6%        | -3.9%        | -15.7%       | -18.1%       | 8.0%         | 10.1%        | 9.5%         | 9.0%         | -9.3%          | 9.2%           | 10.1%          |
| 기타           | 17.4         | 16.6         | 17.3         | 14.3         | 20.8         | 20.7         | 21.5         | 20.1         | 65.6           | 83.1           | 102.2          |
| 영업이익률(%)     | 7.4%         | 7.2%         | 6.8%         | 5.7%         | 7.8%         | 8.0%         | 8.5%         | 7.8%         | 6.8%           | 8.0%           | 9.8%           |
| <b>당기순이익</b> | <b>41.9</b>  | <b>46.8</b>  | <b>14.0</b>  | <b>7.5</b>   | <b>40.2</b>  | <b>43.5</b>  | <b>43.8</b>  | <b>44.3</b>  | <b>110.2</b>   | <b>171.7</b>   | <b>214.5</b>   |
| 순이익률(%)      | 7.1%         | 7.6%         | 2.2%         | 1.2%         | 5.9%         | 6.3%         | 6.2%         | 5.9%         | 4.5%           | 6.1%           | 7.2%           |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 효성화학 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

### 손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산    | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 1,817 | 2,464 | 2,817 | 2,981 | 2,740 |
| 매출총이익      | 153   | 295   | 409   | 466   | 474   |
| 영업이익       | 61    | 190   | 268   | 316   | 337   |
| EBITDA     | 238   | 402   | 568   | 616   | 652   |
| 순이자손익      | -43   | -35   | -44   | -40   | -36   |
| 외화관련손익     | 0     | -10   | 0     | 0     | 0     |
| 지분법손익      | 2     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 세전계속사업손익   | 3     | 151   | 209   | 262   | 286   |
| 당기순이익      | -12   | 110   | 172   | 215   | 235   |
| 지배주주순이익    | -12   | 110   | 172   | 215   | 235   |
| 증가율(%)     |       |       |       |       |       |
| 매출액        | 0.3   | 35.6  | 14.3  | 5.8   | -8.1  |
| 영업이익       | -60.4 | 211.8 | 41.0  | 18.0  | 6.6   |
| EBITDA     | -23.6 | 68.9  | 41.4  | 8.5   | 5.8   |
| 순이익        | 적전    | 흑전    | 55.8  | 24.9  | 9.4   |
| 이익률(%)     |       |       |       |       |       |
| 매출총이익률     | 8.4   | 12.0  | 14.5  | 15.6  | 17.3  |
| 영업이익률      | 3.4   | 7.7   | 9.5   | 10.6  | 12.3  |
| EBITDA 이익률 | 13.1  | 16.3  | 20.2  | 20.7  | 23.8  |
| 세전이익률      | 0.2   | 6.1   | 7.4   | 8.8   | 10.4  |
| 순이익률       | -0.6  | 4.5   | 6.1   | 7.2   | 8.6   |

### 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산        | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 영업현금흐름         | 168  | 193   | 432   | 512   | 583   |
| 당기순이익          | 3    | 149   | 172   | 215   | 235   |
| 자산상각비          | 177  | 212   | 300   | 300   | 315   |
| 운전자본증감         | -25  | -136  | -39   | -2    | 34    |
| 매출채권 감소(증가)    | -33  | -21   | -58   | -5    | 47    |
| 재고자산 감소(증가)    | -20  | -103  | -50   | -4    | 40    |
| 매입채무 증가(감소)    | 17   | 71    | 68    | 6     | -55   |
| 투자현금흐름         | -554 | -262  | -120  | -121  | -337  |
| 유형자산처분(취득)     | -556 | -304  | -120  | -120  | -336  |
| 무형자산 감소(증가)    | 0    | -2    | 0     | 0     | 0     |
| 투자자산 감소(증가)    | 1    | 51    | 0     | 0     | 0     |
| 재무현금흐름         | 357  | 127   | -176  | -176  | -176  |
| 차입금의 증가(감소)    | 373  | 127   | -160  | -160  | -160  |
| 자본의 증가(감소)     | -16  | 0     | -16   | -16   | -16   |
| 배당금의 지급        | 16   | 0     | 16    | 16    | 16    |
| 총현금흐름          | 260  | 374   | 471   | 514   | 549   |
| (-)운전자본증감(감소)  | -98  | 123   | 39    | 2     | -34   |
| (-)설비투자        | 556  | 305   | 120   | 120   | 336   |
| (+)자산매각        | 0    | -1    | 0     | 0     | 0     |
| Free Cash Flow | -198 | -55   | 312   | 392   | 247   |
| (-)기타투자        | 122  | 20    | 0     | 0     | 0     |
| 잉여현금           | -320 | -75   | 312   | 391   | 247   |
| NOPLAT         | -207 | 139   | 220   | 259   | 276   |
| (+) Dep        | 177  | 212   | 300   | 300   | 315   |
| (-)운전자본투자      | -98  | 123   | 39    | 2     | -34   |
| (-)Capex       | 556  | 305   | 120   | 120   | 336   |
| OpFCF          | -487 | -77   | 360   | 437   | 290   |

주: IFRS 연결 기준

### 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산    | 436   | 640   | 885   | 1,110 | 1,095 |
| 현금성자산   | 64    | 80    | 216   | 431   | 502   |
| 매출채권    | 220   | 293   | 352   | 357   | 310   |
| 재고자산    | 143   | 251   | 301   | 305   | 265   |
| 비유동자산   | 1,982 | 2,177 | 1,998 | 1,819 | 1,842 |
| 투자자산    | 35    | 31    | 32    | 33    | 35    |
| 유형자산    | 1,923 | 2,124 | 1,944 | 1,764 | 1,785 |
| 무형자산    | 23    | 22    | 22    | 22    | 22    |
| 자산총계    | 2,417 | 2,817 | 2,883 | 2,930 | 2,936 |
| 유동부채    | 628   | 755   | 824   | 832   | 779   |
| 매입채무    | 279   | 340   | 408   | 414   | 359   |
| 유동성이자부채 | 308   | 369   | 369   | 369   | 369   |
| 비유동부채   | 1,387 | 1,551 | 1,391 | 1,231 | 1,072 |
| 비유동이자부채 | 1,367 | 1,527 | 1,367 | 1,207 | 1,047 |
| 부채총계    | 2,015 | 2,305 | 2,215 | 2,063 | 1,851 |
| 자본금     | 16    | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 자본잉여금   | 329   | 329   | 329   | 329   | 329   |
| 이익잉여금   | 68    | 177   | 333   | 532   | 750   |
| 자본조정    | -10   | -10   | -10   | -10   | -10   |
| 자기주식    | -2    | -2    | -2    | -2    | -2    |
| 자본총계    | 402   | 512   | 668   | 866   | 1,085 |

### 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산         | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표            |         |         |         |         |         |
| EPS             | -3,641  | 34,559  | 53,832  | 67,248  | 73,592  |
| BPS             | 126,125 | 160,495 | 209,327 | 271,575 | 340,167 |
| DPS             | 0       | 5,000   | 5,000   | 5,000   | 5,000   |
| CFPS            | 81,357  | 117,130 | 147,692 | 161,113 | 172,166 |
| ROA(%)          | -0.5    | 4.2     | 6.0     | 7.4     | 8.0     |
| ROE(%)          | -2.7    | 24.1    | 29.1    | 28.0    | 24.1    |
| ROIC(%)         | -11.1   | 6.4     | 9.8     | 12.5    | 13.9    |
| Multiples(x, %) |         |         |         |         |         |
| PER             | -43.0   | 7.2     | 5.6     | 4.5     | 4.1     |
| PBR             | 1.2     | 1.5     | 1.4     | 1.1     | 0.9     |
| PSR             | 0.3     | 0.3     | 0.3     | 0.3     | 0.4     |
| PCR             | 1.9     | 2.1     | 2.1     | 1.9     | 1.8     |
| EV/EBITDA       | 8.9     | 6.5     | 4.4     | 3.4     | 2.9     |
| 배당수익률           | n/a     | 2.0     | 1.6     | 1.6     | 1.6     |
| 안정성(%)          |         |         |         |         |         |
| 부채비율            | 500.8   | 450.2   | 331.7   | 238.2   | 170.6   |
| Net debt/Equity | 400.3   | 354.6   | 227.6   | 132.1   | 84.2    |
| Net debt/EBITDA | 677.2   | 451.8   | 267.6   | 185.7   | 140.0   |
| 유동비율            | 69.4    | 84.9    | 107.4   | 133.5   | 140.5   |
| 이자보상배율(배)       | 1.4     | 5.5     | 6.1     | 8.0     | 9.4     |
| 자산구조(%)         |         |         |         |         |         |
| 투하자본            | 95.3    | 95.4    | 89.8    | 81.1    | 78.7    |
| 현금+투자자산         | 4.7     | 4.6     | 10.2    | 18.9    | 21.3    |
| 자본구조(%)         |         |         |         |         |         |
| 차입금             | 80.6    | 78.7    | 72.2    | 64.5    | 56.6    |
| 자기자본            | 19.4    | 21.3    | 27.8    | 35.5    | 43.4    |

[ Compliance Notice ]

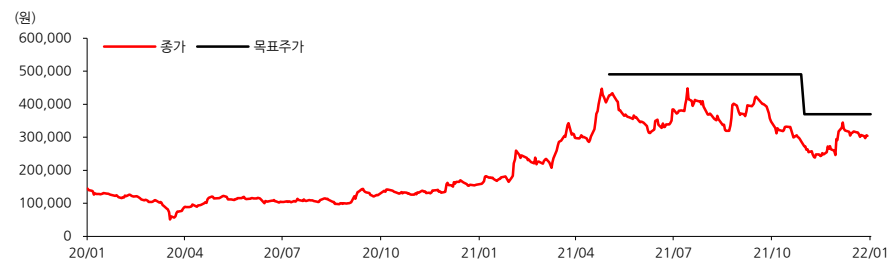
(공표일: 2022 년 01 월 03 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 효성화학 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

|      |            |            |            |            |            |            |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시  | 2021.05.03 | 2021.05.03 | 2021.07.01 | 2021.07.14 | 2021.08.12 | 2021.11.01 |
| 투자의견 | 담당자변경      | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        | Buy        |
| 목표가격 | 전우제        | 490,000    | 490,000    | 490,000    | 490,000    | 370,000    |
| 일 시  | 2022.01.03 |            |            |            |            |            |
| 투자의견 | Buy        |            |            |            |            |            |
| 목표가격 | 370,000    |            |            |            |            |            |

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%)  |             |
|------------|------|---------|---------|-------------|
|            |      |         | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2021.05.03 | Buy  | 490,000 | -25.79  | -8.57       |
| 2021.11.01 | Buy  | 370,000 |         |             |

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2021 년 12 월 31 일)

| 투자등급       | 매수    | 중립   | 매도   | 합계     |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 97.7% | 2.3% | 0.0% | 100.0% |