



Monthly | 1월호

▶ Analyst 전우제
3772-7617 wchun@hanwha.com

정유

(Neutral)

1Q22까지 시황은 견조할 것

석유화학

(Positive)

NCC 마진: 1월이 바닥

- 1) 1~3월 마진 소폭 반등 예상
- 2) 제품/업체별 차별화

1~2월 관심

정유/화학

2022년 실적 개선 종목은?

십수년간, 국내 제조업 주가는 이익 추정치/상승률에 연동돼 박스권에 갇혀있다. 한두해 상황/이익이 크게 증가하더라도, 매출/이익률 상승에 한계가 있어 Target PER (Valuation)이 변화하는 경우가 흔치 않기 때문이다.

2022년에도 섹터를 Out-Perform 할 기업은: 1) YoY 증익이나, 2) 컨센서스가 상향될 종목, 3) 신사업 개시로 Valuation 상황이 기대되는 종목일 것이다.

[월간 리뷰 & 전망]

정제마진(\$/b): 1~3Q (4.1\$) → 4Q (8.8\$) → 1월 1주(8.9\$)

정제마진은 9월 중순 이후 흑자 회복, 안정세다. 최근 마진이 급반등 한 것은 사실이나, 코로나 이전 평균(2011~19년: 9.7\$/b) 대비 낮은 수준이다. 물론, 추가 상승여력이 남아있다는 뜻으로 해석할 수도 있다.

유가/정제마진 회복세는 2~3개월 지속될 전망이다: 1) 원유 공급 부족에 따른 원유/정제유 재고 하락 및 2) 천연가스 강세 장기화로 디젤 등 대체 수요 발생, 중소형 정유사들의 가동 차질 지속될 것이기 때문이다.

정제마진의 YoY 개선에는 이견 없으나, 연간 실적 개선을 위해서는 2021년의 높은 기저효과(유가 YoY +34\$/b 및 윤활유 YoY +6,000억원) 이상의 개선이 필요하다. 유가 상승없이, 2022년 윤활유 시황 조정이 제한적이라 가정하면 (YoY -3,291억원), 정제마진이 10\$/b 이상으로 회복되어야 한다.

[월간 리뷰 & 전망]

NCC마진(\$/톤): 1~3Q (622\$) → 4Q (508\$) → 1월 1주(377\$)

가중평균 NCC 마진은 4월 고점으로 “많이 약세”다. 중국 PE 생산량은 증설에 맞춰 늘어나고 있으며, PP/BD/PX 등이 모두 약세다. 대형 NCC 업체들마저 12월~2월 가동률을 낮추고 있는 만큼, 1월을 바닥으로 개선될 가능성이 높다.

추세적인 NCC 추가 반등은 마진 회복 외에도, 1) 기존 주도주 약세, 2) 금리 상승 및 3) 유가 급락이 동시 진행되어야 가능할 것으로 보인다.

LG에너지솔루션은 1월말 70.2조원(상단)에 상장 예정이며, 현재까지 강세를 보이는 제품군은 에폭시/스판텍스/LAB/산화방지제 등이다.

[정유/NCC] 한화솔루션/SK이노 > 정유 > 특수NCC > 범용NCC

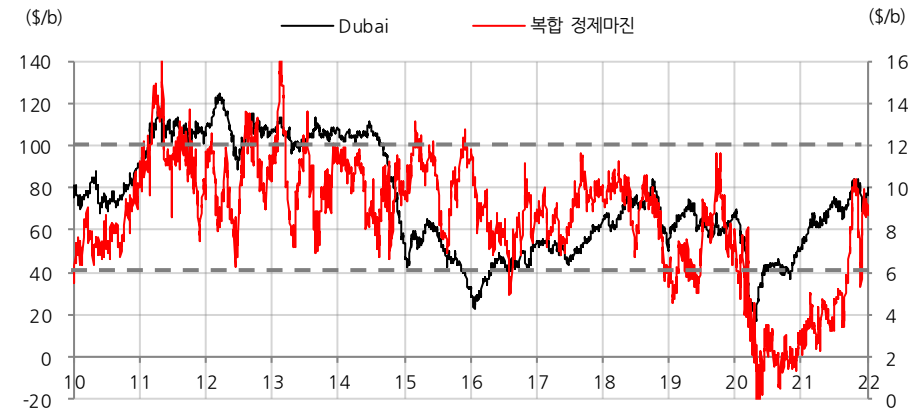
[매력 상승] 송원산업, 국도화학, 티케이케미칼, 효성티앤씨
이수화학, 유니드, 효성첨단소재, 효성화학

| C o n t e n t s |

Key Chart	03
I. 정유/화학 투자전략	05
1. 2022년 실적 개선 종목은?	05
2. YoY 실적 개선이 중요한 이유	07
II. 월간 이슈	09
1. 중국 정제유 수출 축소 영향은?	09
2. NCC 증설 Update	10
3. 프로필렌 증설 Update	11
4. 중국 인프라투자	14
5. 특수/정밀화학 관심종목	16
6. 특수/정밀화학 관심종목(2)	17
7. 유럽의 탄소세 관련	18
III. 기업 분석	22
1. 티케이케미칼(104480)	23
2. 효성화학(298000)	31
3. 효성티앤씨(298020)	36
4. 효성(004800)	42
5. 한화솔루션(009830)	46
IV. Chart Book	51
원유, 정유, 석유화학, LPG 유통, 수요	

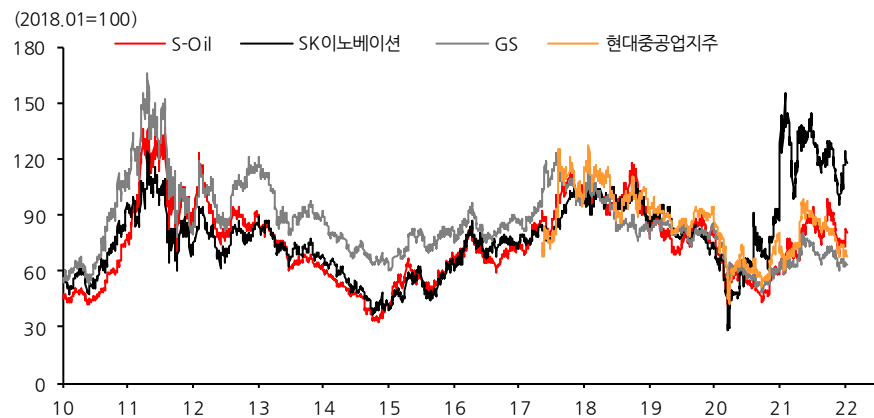
Key-Chart

[그림1] 유가 및 정제마진



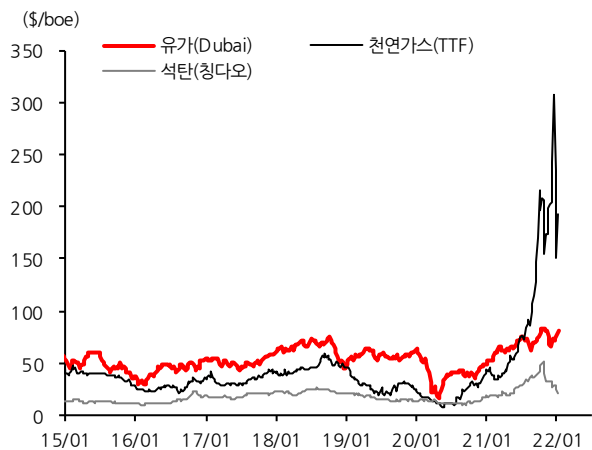
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 정유 4사 주가



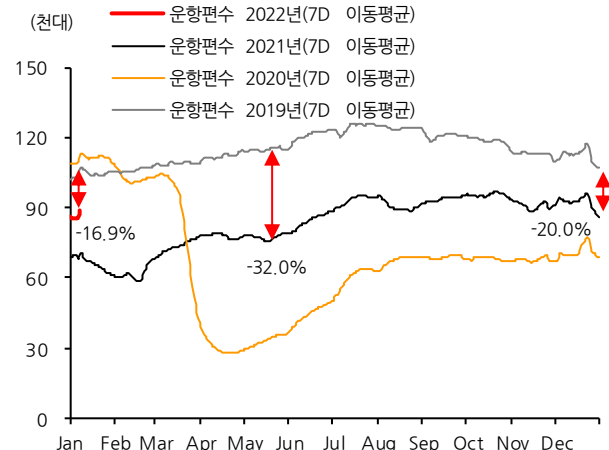
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 에너지 가격 추이



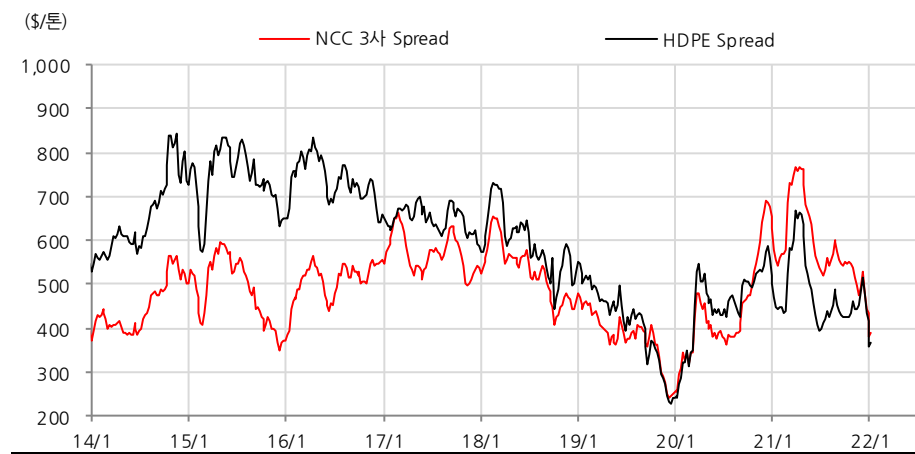
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 항공 운항 편수: 여전히 부진한 수준



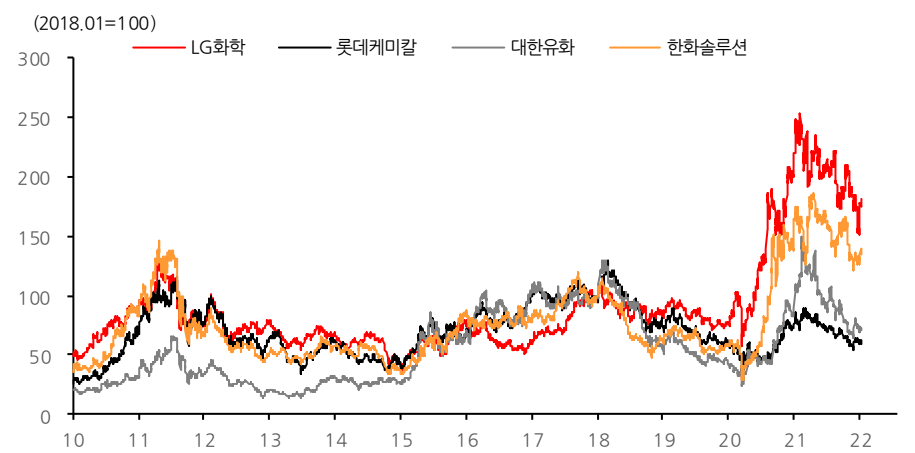
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] NCC 마진 및 HDPE 마진 추이



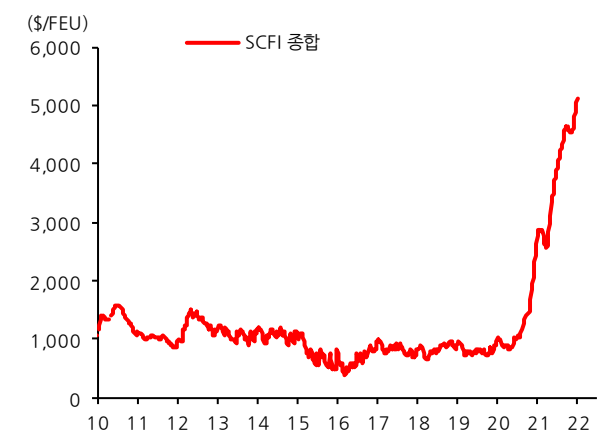
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] NCC 4사 주가



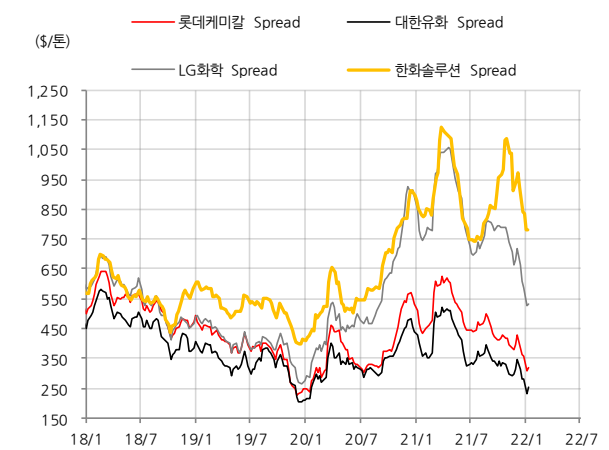
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 운임 상승 부담은 지속



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 업체별 마진 차별화



자료: 한화투자증권 리서치센터

I. 정유/화학 투자전략

1. 2022년 실적 개선 종목은?

*1월 1일 기준

정유/화학 섹터 Sample 30개 종목 중, 2022년 컨센서스가 존재하는 종목은 23개인데, 이중, 실적 개선(YoY) 추정 종목은 11개(48%)로 과거(86%) 대비 적은 편이다. 심지어, 연말 이익이 실제로 증가한 화학 기업 비중은 59%에 불과했다.

기본적으로 1) 유가 상승폭이 4Q20(44.6\$/b) => 4Q21(78.7\$/b)로 +34.2\$/b 상승해 높은 기저효과가 존재하며, 2) 2020~21년 증설이 2H21~2022년으로 지연되어 공급 부담이 존재하기 때문이다.

YoY (+)증익 상위:

대형: 한화솔루션, SK이노베이션
중형: 효성화학, 현대중공업, 티케이케미칼, 롯데정밀화학, 송원산업 등

업체별 YoY 증익에 대한 근거는:

1) **한화솔루션(YoY +22%)**: 견조한 화학 포트폴리오(LDPE/PVC/가성소다/TDI)에 태양광(폴리실리콘 하락 +발전 매출) 적자가 흑자 전환되며 실적 개선될 것으로 전망

2) **SK이노베이션(YoY +9%)**: 정제설비 가동률 회복 및 배터리 적자 축소

3) **SKC(YoY +6%)**: 견조한 PO/필름 시장 속, 동박 판매량/마진 개선될 전망

4) **효성화학(YoY +48%)**: 베트남 PDH 본격 가동(Capa x2배) 및 기타(NF3, 필름, PTA, 폴리케톤 등) 개선 영향

5) **현대중공업지주(YoY +31%)**: HPC(에틸렌 80만톤/년) 가동 시작 및 '21년 반영된 외환차손 및 일회성 비용(자회사) 약 7000억원이 제거되기 때문

6) **롯데정밀화학(YoY +22%)**: 가성소다 강세 지속, 셀룰로오스계 증설 효과

7) **코오롱인더(YoY +7%)**: 타이어코드/아라미드 증설/강세 지속

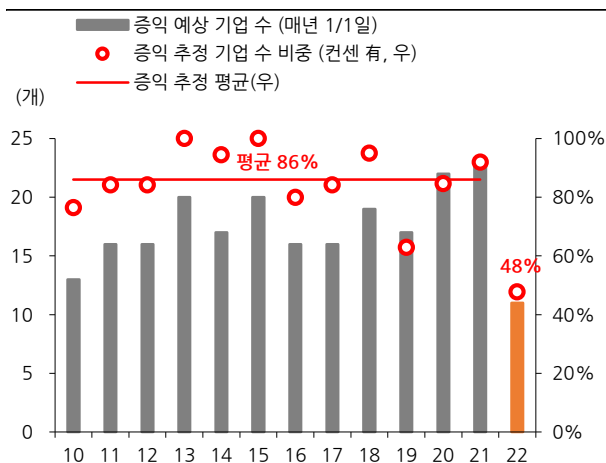
8) **효성첨단소재(YoY +3%)**: 타이어코드/아라미드/탄소섬유 증설/강세 지속

9) **티케이케미칼(YoY +33%)**: 섬유 반덤핑 및 건설 매출 증가

10) **송원산업(YoY +13%)**: NCC(원재료 및 전방) 공급과잉, Q 증가, PR 소재 증설

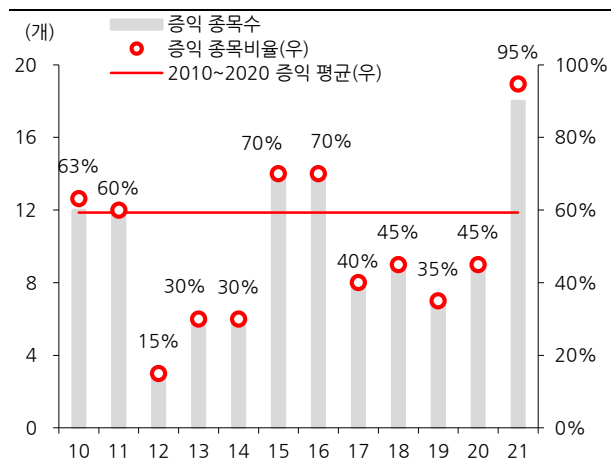
11) **이수화학(YoY +10%)**: LAB 판매 호조 속, 건설 일회성 제거(3Q21 -75억원)

[그림9] YoY 실적 개선 기업 수 (예상: 평균 86%)



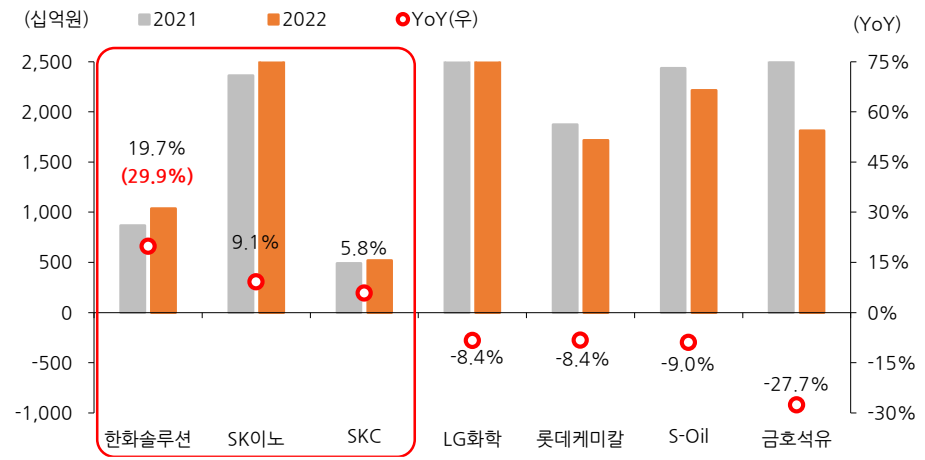
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림10] YoY 실적 개선 기업 수 (실제 달성: 59%)



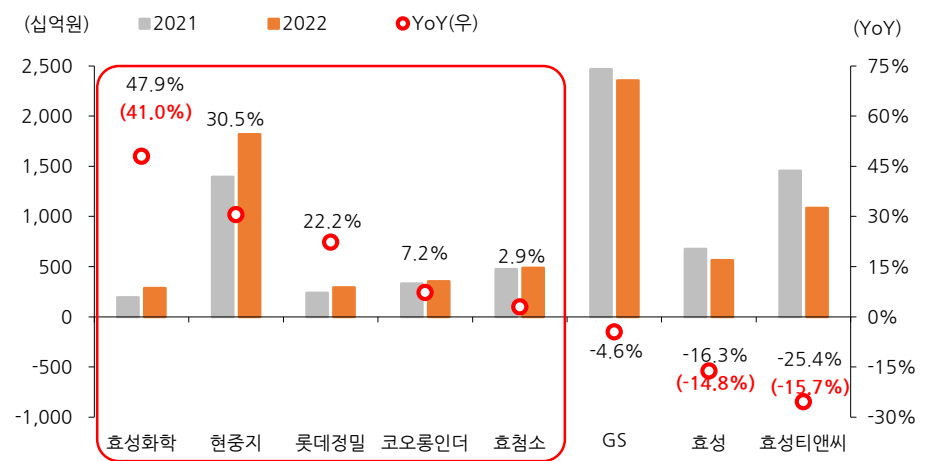
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 정유/화학 주요 종목 영업이익 컨센서스 (시총 5 조 이상)



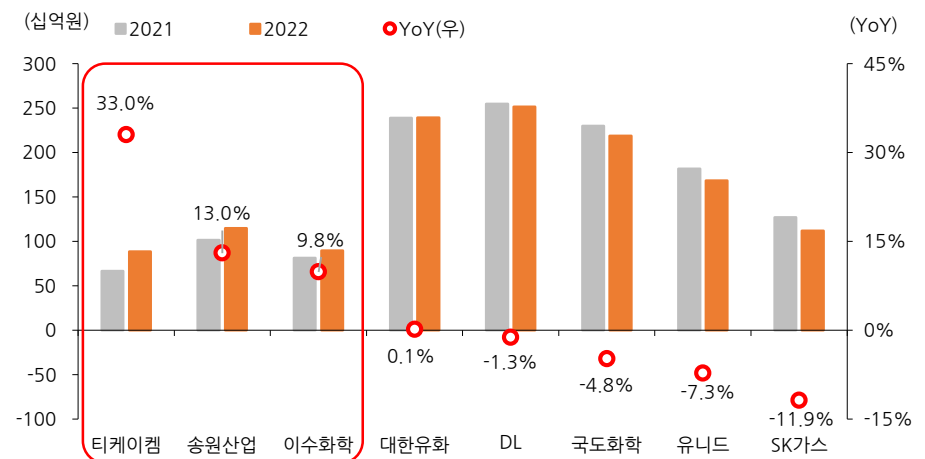
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 정유/화학 주요 종목 영업이익 컨센서스 (시총 2 조 이상 및 효성그룹)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 정유/화학 주요 종목 영업이익 컨센서스 (시가총액 2 조 이하)



자료: 한화투자증권 리서치센터

2. YoY 실적 개선이 중요한 이유

십수년간, 국내 제조업 주가는 이익 추정치/상승률에 연동돼 박스권에 갇혀있다. 한두해 상황/이익이 크게 증가하더라도, 매출/이익률 상승에 한계가 있어 Target PER(Valuation)이 변화하는 경우가 흔치 않기 때문이다. PBR은 바닥 지지 요인에 불과해 Valuation 지표로 삼기에는 오차가 있다. 단순히 “싸다”보다는, “증익 or 추정치 상향” 여부가 주가 측면에서 유리하다.

2022년에도 섹터를 Out-Perform 할 기업은: 1) YoY 증익이나, 2) 컨센서스가 상향될 종목, 3) 신사업 개시로 Valuation 상향이 기대되는 종목일 것이다.

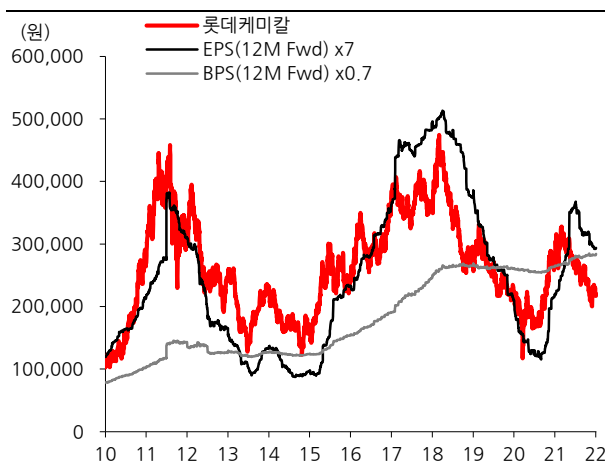
▶ YoY 증익 예상 종목은 11개(비중 48%)로 2010~21년(비중 86%) 대비 적다.

▶ 컨센서스 상향이 기대되는 종목들은 투자 가능해 보이는데, 1) 유가 강세 및 코로나 조기 종료 시, 정유섹터 상향 기대해 볼 수 있겠고, 2) 부동산/인프라 투자 확대 시 PVC/PP/HDPE 생산하는 한화솔루션/효성화학/LG화학/대한유화 투자 가능, 3) 2021년 높은 기저로 Peak-Out 예상한 스팅텍스/에폭시 강세 지속 시 효성티앤씨/국도화학의 컨센서스 상향이 가능해 보인다.

*물리적으로 외형이 커지는 종목들도 가동/합병 시점에 따라 컨센 상/하향 가능하다. 현대중공업지주/GS/LG화학(NCC 증설), DL(크레이톤 인수), 효성화학(베트남 증설), 애경케미칼(계열사 합병) 등이 관심이다.

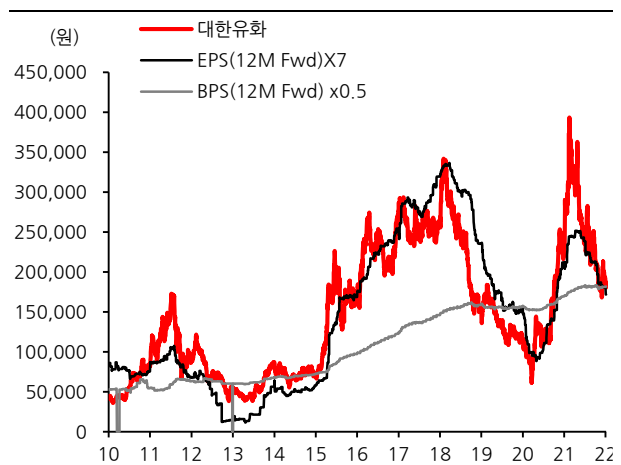
▶ 신사업 비중 확대로 Valuation 상향이 기대되는 종목도 여전히 유망하다. 다만 금리 상승으로, 2020~21년보다는 주가 Trigger로서 영향이 줄어들 가능성이 있다.

[그림14] 주가와 EPS 추정치 연동 (롯데케미칼)



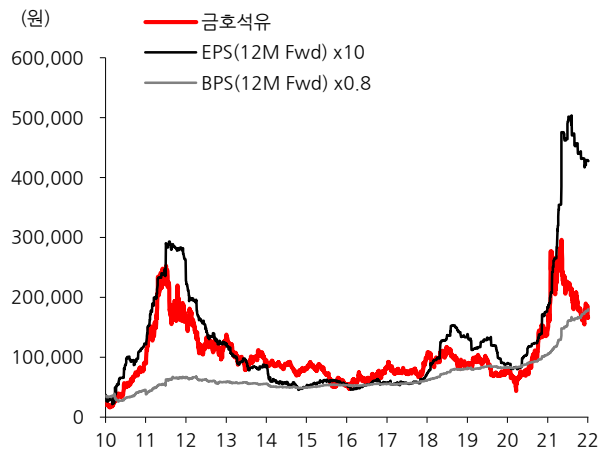
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 주가와 EPS 추정치 연동 (대한유화)



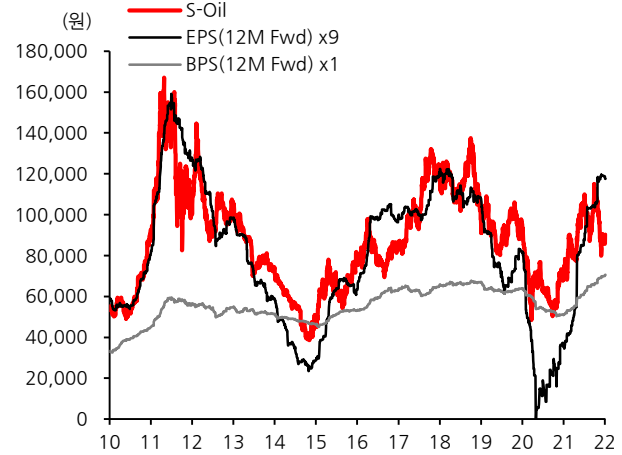
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 주가와 EPS 추정치 연동 (금호석유)



자료: 한화투자증권 리서치센터

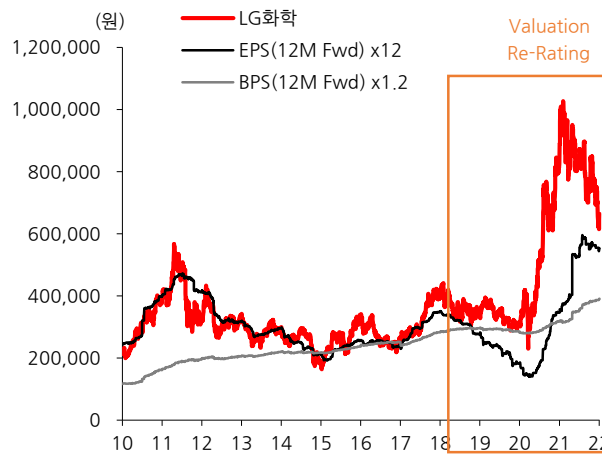
[그림17] 주가와 EPS 추정치 연동 (S-Oil)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 주가와 EPS 추정치 연동 (LG 화학)

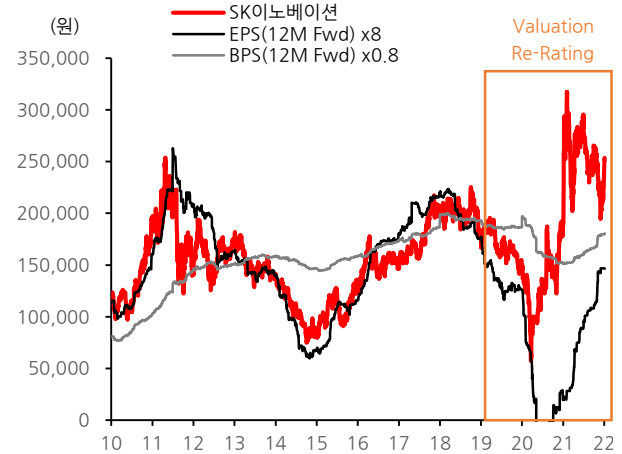
* Valuation Re-Rating



자료: 한화투자증권 리서치센터

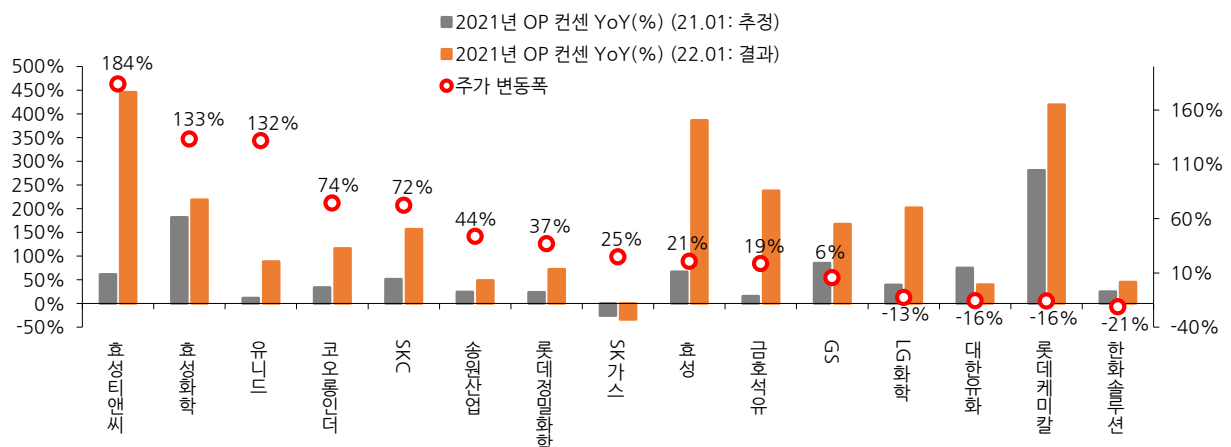
[그림19] 주가와 EPS 추정치 연동 (SK 이노베이션)

* Valuation Re-Rating



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 실제 증익폭이 결국에는 주가와 연관성 가장 높음



자료: 한화투자증권 리서치센터 / 주: 효성첨단소재 제외

II. 월간 이슈

1. 중국 정제유 수출 축소 영향은?

Issue: 2022년 정제유 수출 쿼터(1차) YoY -56%

중국 정부는 매년 2~3회 정유사들에 수출 쿼터를 부여하는데, 1차 쿼터를 1,300만톤 (YoY -56%)으로 축소한다고 발표했다. 또한, 2025년까지 탄소배출량을 조정하기 위해, 수출량을 “0”으로 줄이는 것도 고려 중이라 했다.

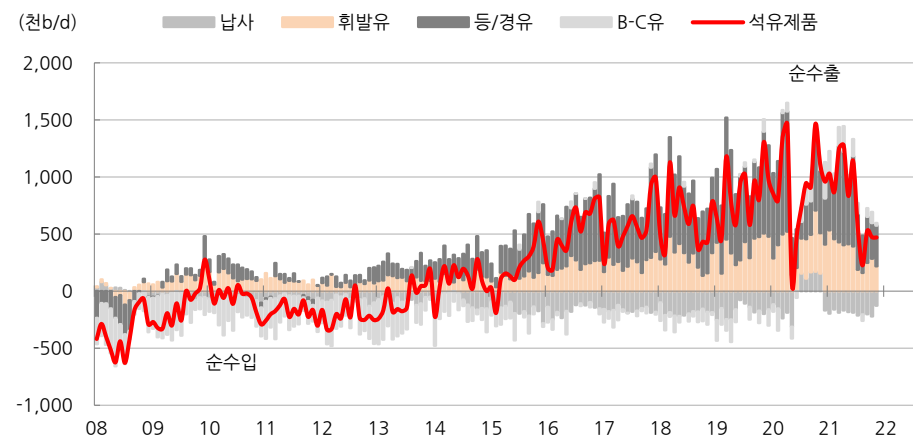
Comment: 1H22 정유センチ먼트에는 긍정적

중국의 2021년(1~11월) 순수출량은 87만b/d로 글로벌 공급의 1%가 안되는 수준이다. 참고로, 순수출량은 1~6월(109만b/d) => 7~11월(60만b/d)로 이미 HoH -45% 감소한 수준이다. 각 쿼터의 기간이 불명확하지만, 2022년 1~6월에 YoY -56%를 적용할 경우, 예상 수출량은 47만b/d로 HoH -13만b/d 감소하게 된다.

음... 정유センチ먼트에 긍정적일 수는 있겠다.

[그림21] 중국 석유 제품 순수출량: 78.7 만 b/d

중국 휘발유/등유/경유 순수출량: 86.7 만 b/d



자료: 한화투자증권 리서치센터

중국 정제유 쿼터는
휘발유/등유/경유 기준

휘발유/등유/경유 수출량 기준:

2019년: 110만b/d
2020년: 91만b/d
2021년(1~6월): 109만b/d
2021년(7~11월): 60만b/d
2022년(1~6월): 47만b/d (예상)

2. NCC 증설 Update

중국 10월 PE 생산량

- 중국 11월 PE 생산량: 207만톤 (MoM -3%, YoY +16%)
- 중국 10월 PE 수입량: 106만톤 (MoM -12%, YoY -38%)

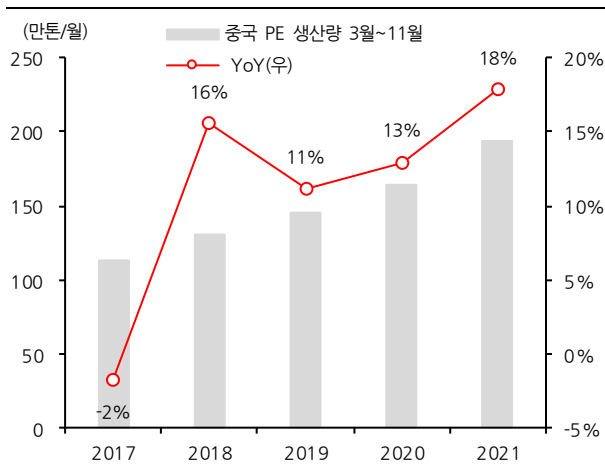
*Comment는 12월 Monthly 참고

MEG도 공급과잉

중국 MEG Capa는 2021년 1,928만톤/년(YoY +23.4%), 2022년 +700만톤(36.3%)으로 증가할 전망이다. 2021년 글로벌 Capa는 약 7,000만톤/년 수준으로, 해외 증설까지 +845만톤/년 감안, YoY +12% 증설이다.

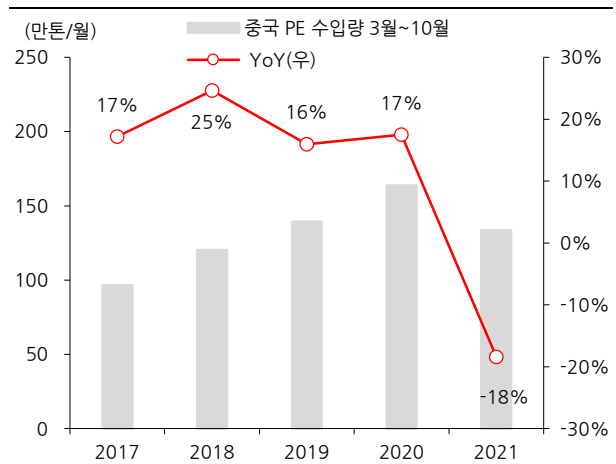
LG화학은 3개 크래커 가동률을 12월 90% => 1~2월 80%로 축소 운영할 것으로 발표

[그림22] 중국 PE 생산량 (월별)



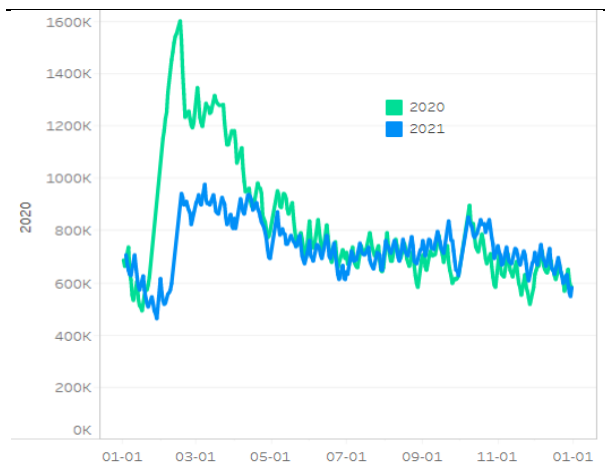
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 중국 PE 수입량 (월별)



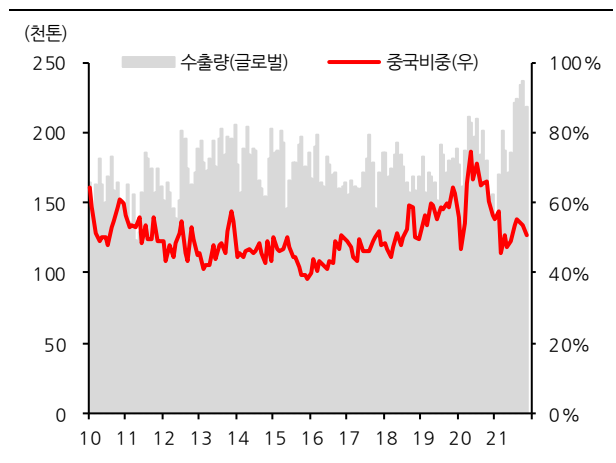
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 중국 PE/PP 재고량



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 한국 => 중국 PE 수출량



자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 프로필렌 증설 Update

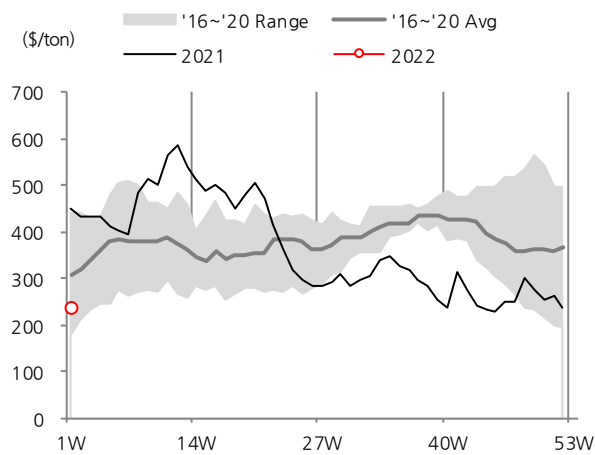
중국의 2021년말~2022년 프로필렌 체인 증설은:

*Propylene 980만톤/년 (대부분 PDH)

*PP 535만톤/년, 아세톤 127만톤/년, PO 227만톤/년, AN 55만톤/년

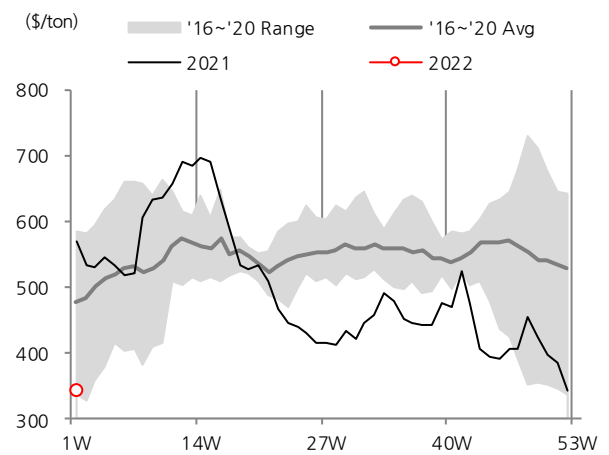
=> 프로필렌 체인 증설은 Global Capa 대비 +5~18% 수준에 육박한다. 프로필렌 생산량의 30%를 차지하는 정유사들의 가동률 회복도 문제다. 정유 가동률이 5%p 회복될 경우, 공급은 +1.5% 추가된다.

[그림26] 프로필렌 스프레드



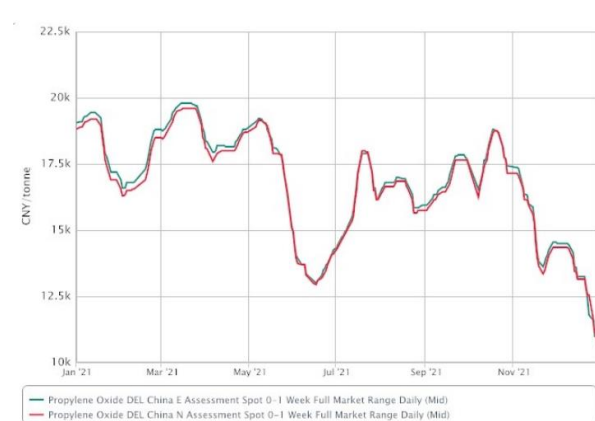
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림27] PP 스프레드



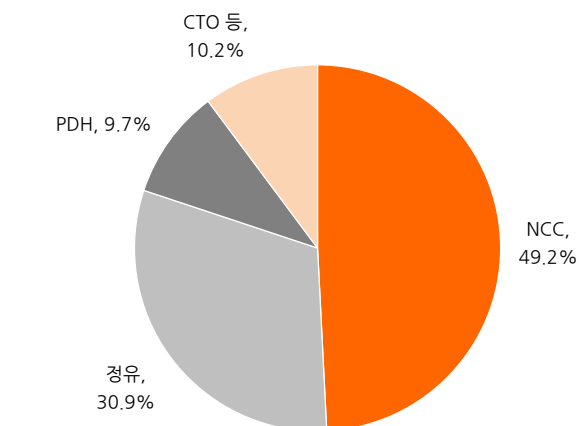
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림28] PO 가격 추이 (국내 수출 단가는 아직 견조)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 프로필렌의 30%가 정유사 가동률에 연동



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 중국 프로필렌 신규 증설(2021 년 말~2022 년)

지역	기업명	도시명	설비 유형	규모(천톤)	가동 시기
North China	Luqing Petrochemical	Weifang, Shandong	NCC	400	End 2021
Northwest China	Hami Hengyou	Hami, Xinjiang	MTP	200	End 2021
East China	Anqing Taiheng	Anqing, Anhui	MDH	250	End 2021
NW China	Huating zhongxu	Huating, Gansu	MTP	200	End 2021
North China	Lihuayi	Dongying, Shandong	K-COT	180	Q1 2022
North China	Zibo Haiyi	Zibo, Shandong	PDH	250	Q1 2022
North China	Qixiang Tengda	Zibo, Shandong	PDH	700	Q1 2022
North China	Tianjin Bohai Chemical	Tianjin	MTO	380	Q2 2022
East China	Shenghong Petrochemical	Lianyungang, Jiangsu	NCC	526	Q2 2022
East China	Sierbang	Lianyungang, Jiangsu	PDH	600	Q2 2022
East China	Sinopec Zhenhai Refining & Chemical	Ningbo, Zhejiang	NCC#2	560	Q2 2022
North China	Shandong Xintai	Zibo, Shandong	PDH	200	Q2 2022
East China	Yanchang Zhongran	Taixing, Jiangsu	PDH	600	Q3 2022
North China	Binhua New Material	Binzhou, Shandong	PDH	600	Q3 2022
East China	Formosa Plastics (Ningbo)	Ningbo, Zhejiang	PDH	600	Q3 2022
South China	Sinopec Hainan Refining & Chemical	Yangpu, Hainan	NCC	500	Q3 2022
South China	Grand Resource	Dongguan, Guangdong	PDH	600	Q3 2022
East China	Zhejiang Petroleum & Chemical	Ningbo, Zhejiang	NCC#3	660	Q3 2022
East China	Daxie Petrochemical	Ningbo, Zhejiang	DCC	400	Q4 2022
East China	Jiangsu Ruiheng	Lianyungang, Jiangsu	PDH	600	Q4 2022
South China	Oriental Energy	Maoming, Guangdong	PDH	600	Q4 2022
North China	Sinochem Hongrun	Weifang, Shandong	FCC	200	Q4 2022
Total				9,806	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 중국 프로필렌 다운스트림 신규 증설(2021 년 말~2022 년)

제품명	기업명	도시명	규모(천톤)	가동 시기
PP	Daxie Petrochemical	Zhejiang	300	Q4 2022
PP	Luqing Petrochemical	Shandong	350	Q1 2022
PP	Zhenhai Refining & Chemical	Zhejiang	300	Q1 2022
PP	Huating Zhongxu	Gansu	200	Q1 2022
PP	Hami Hengyou	Xinjiang	200	Q1 2022
PP	Zhejiang Petroleum & Chemical	Zhejiang	450	Q1 2022
PP	Zhejiang Petroleum & Chemical	Zhejiang	450	Q2 2022
PP	Zhongjing Petrochemical	Fujian	1200	Q2 2022
PP	Tianjin Bohai Chemical	Tianjin	300	Q2 2022
PP	Chambroad Petrochemical	Shandong	600	Q3 2022
PP	Yanchang Zhongran	Jiangsu	300	Q4 2022
PP	PetroChina Guangdong	Guangdong	700	Q4 2022
PP Total			5,350	
Acetone	Zhejiang Petroleum & Chemical	Zhejiang	250	Q1 2022
Acetone	Jiangsu Ruiheng	Jiangsu	250	H2 2022
Acetone	Haiwan Chemical	Shandong	120	H2 2022
Acetone	Sirebang	Jiangsu	250	Q3 2022
Acetone	Wanhua Chemical	Shandong	250	Q4 2022
Acetone	Huizhou Zhongxin	Guangdong	150	Q4 2022
Acetone Total			1270	
PO	Wanhua Chemical	Shandong	300	Q4 2021
PO	ZRCC Lyondell Chemical	Zhejiang	300	Q1 2022
PO	Tianjin Dagou	Tianjin	200	Q1 2022
PO	Tianjin Petrochemical	Tianjin	150	2022
PO	Jiangsu Yida	Jiangsu	150	2022
PO	Zhejiang Petroleum & Chemical	Zhejiang	270	H2 2022
PO	Befar	Shandong	300	Q4 2022
PO	Qixiang Tengda	Shandong	300	Q4 2022
PO	Jiangsu Ruiheng	Jiangsu	300	Q4 2022
PO Total			2,270	
ACN	Shandong KoRuhr Chemical	Shandong	130	Nov-21
ACN	Lihuayi	Shandong	260	Q4 2021
ACN	Tianchen Qixiang	Shandong	130	Q1 2022
ACN	Sirebang	Jiangsu	26	Q1 2022
ACN Total			546	

자료: 한화투자증권 리서치센터

4. 중국 인프라투자

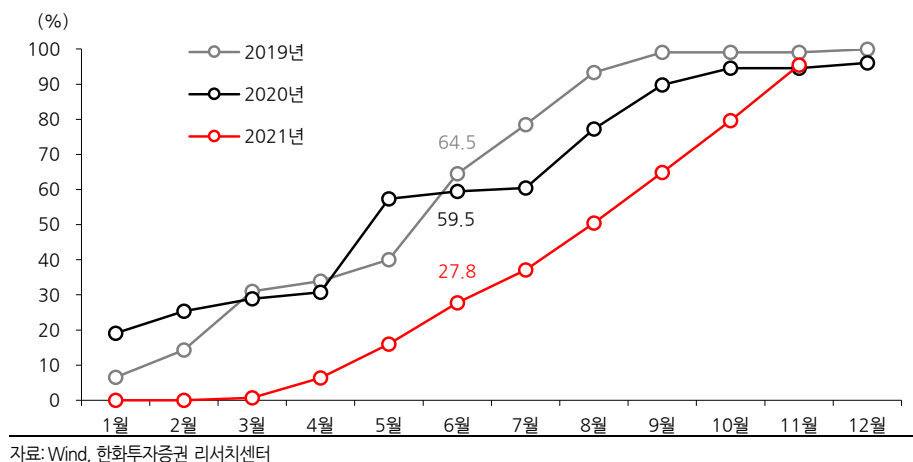
중국 인프라투자 반등의 핵심은 '강도'가 아닌 '속도' - 중국 담당 정정영 (1월 6일)

- 1.46조위안을 조기 집행했다고 발표.
- 특수채 발행 규모 및 속도는 중국 인프라 투자 프로젝트의 proxy 지표로 해석 가능.
- 투자처: 교통인프라/에너지/농림어업/생태환경/사회사업/물류체인/시정/산업기지/국가 중요프로젝트/보장성 주택 등
- 4Q21에 집중 발행된 특수채 자금도 1Q22에 반영될 것으로 예상
- 현지에서는 1Q 중국 인프라 증가율이 10%에 달할 것이라는 의견도
- * 다만, 대규모 경제 부양 개념의 인프라 투자 확대는 제한적이라는 판단

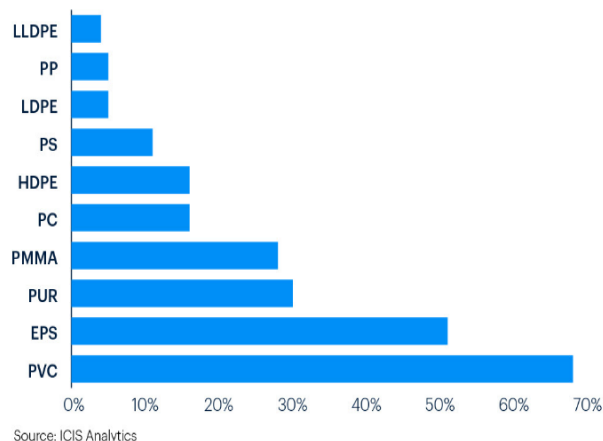
건설 회복 시: PVC(샤시/배관), 단열재(PUR/EPS), 건설용 PP, 고무에 긍정적이다.

*한화솔루션, 휴켄스, SKC, S-Oil, 효성화학 등

[그림30] 2021년 특수채는 하반기 들어 집중 발행. 2022년은 과거처럼 상반기에 가속화시킬 계획

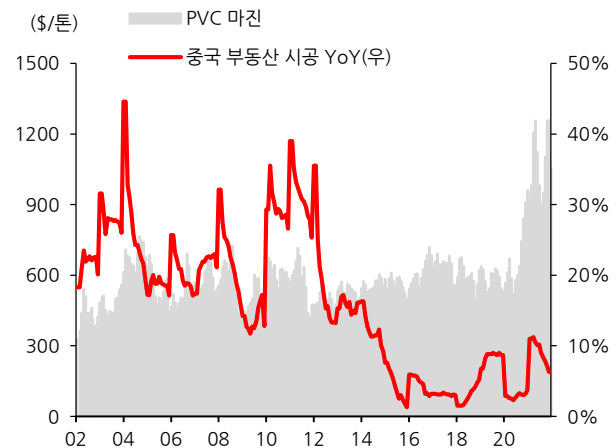


[그림31] 제품별 건설/인프라 비중



자료: 한화투자증권 리서치센터

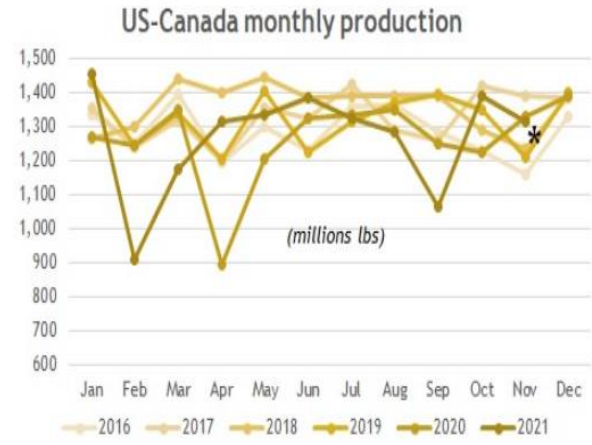
[그림32] PVC 마진 및 중국 부동산 시공(YoY)



자료: 한화투자증권 리서치센터

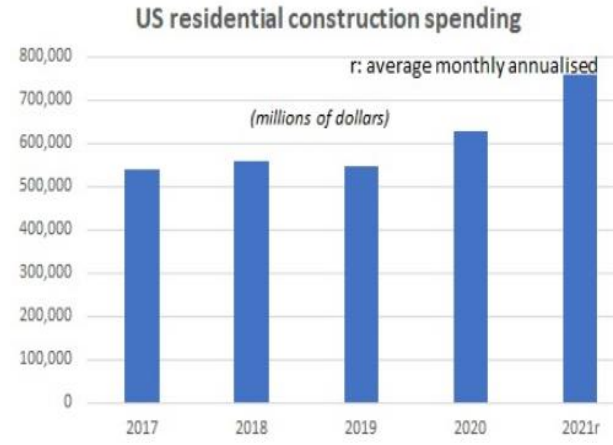
*중국 부동산 수요, 석탄 차질 외에도, 미국 주택 수요 강세에 PVC 등 부족한 상황

[그림33] 북미 PVC 생산량: 2~3월, 9월 가동차질 발생 했지만



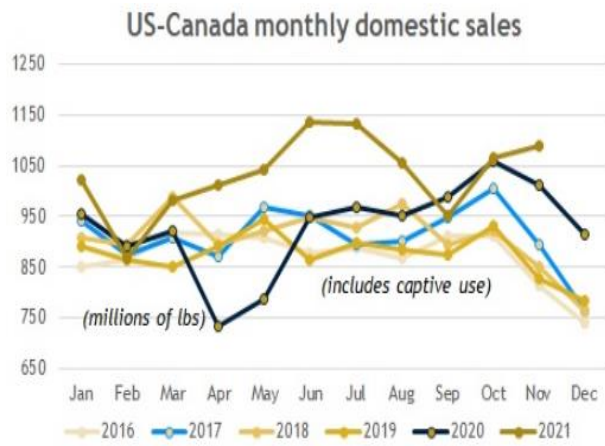
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 북미 주택 수요 강세에,



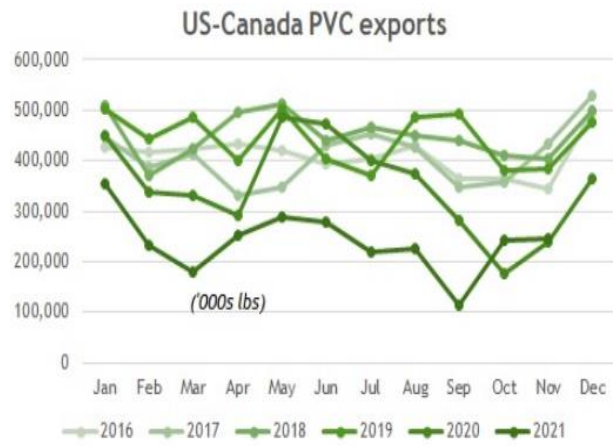
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림35] PVC 내수 수요 크게 늘어났고,



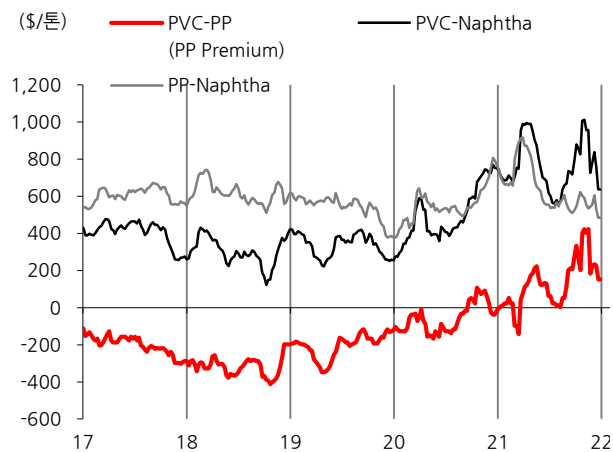
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 이에 미국의 수출량 급감



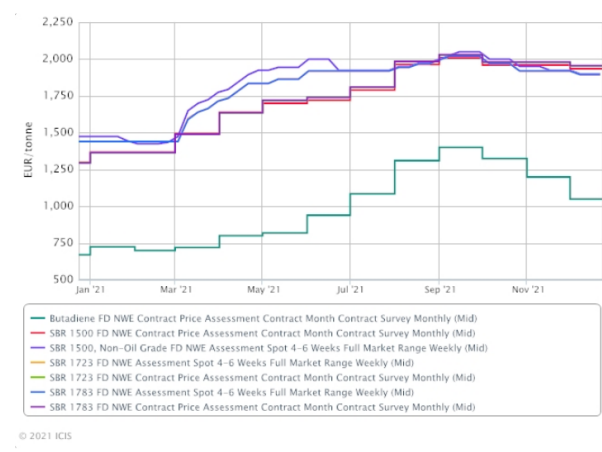
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림37] PVC 강세에 건설용 PP 프리미엄 상승



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림38] SBR, 부타디엔 대비 강세 보여



자료: 한화투자증권 리서치센터

5. 특수/정밀화학 관심종목 (1)

*12월 월보와 동일한 내용
Data만 12월까지 Update

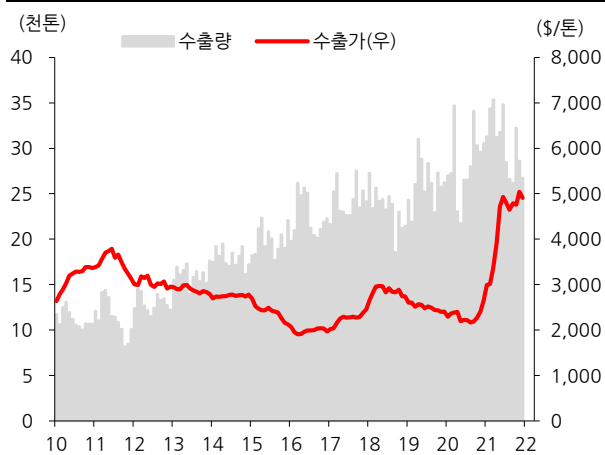
에폭시: 전방(건설/조선/풍력) 강세에 수급타이트 지속. 11~12월 BPA 하락에 1월 판가 하락하겠으나 마진 강세 지속될 것. 국도화학/금호석유 4Q 실적 호조 지속 예상

LAB: 일본/중국 경쟁사 가동중단에 강세 지속. 이수화학 장기 호황 예상

스판덱스: 2Q21~4Q21 계속되는 증설 우려에도, 역사상 최고가에 수출가 형성. BDO/PTMEG 증설에(1Q~2Q22)까지 실적 강세를 예상. 장기적으로도 과거 대비 이익 체력 개선됨. 효성티앤씨/티케이케미칼

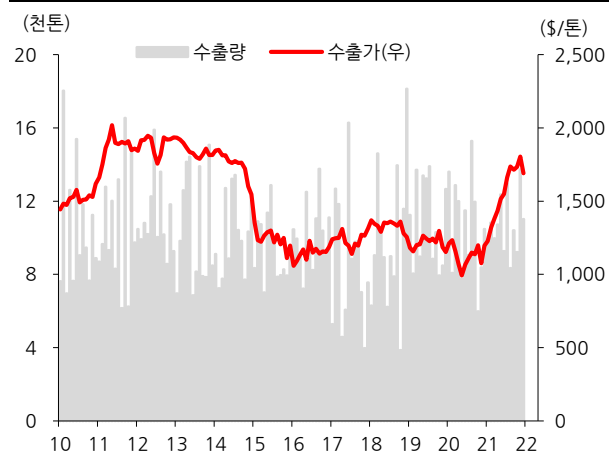
SBR: BD 약세(NCC 공급과잉) + 합성고무/천연고무 공급차질. 금호석유/LG화학

[그림39] 에폭시 수출가격



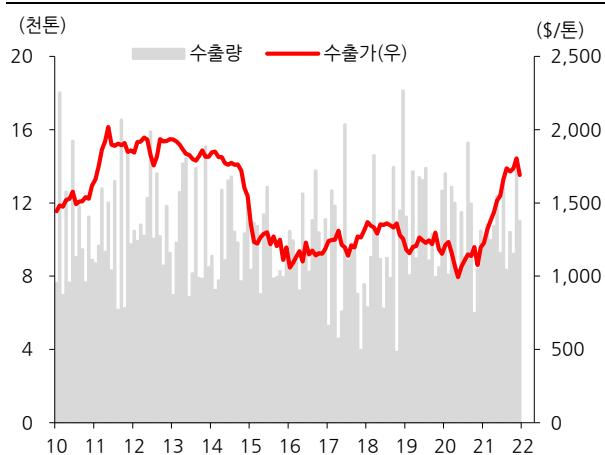
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림40] LAB 수출가격



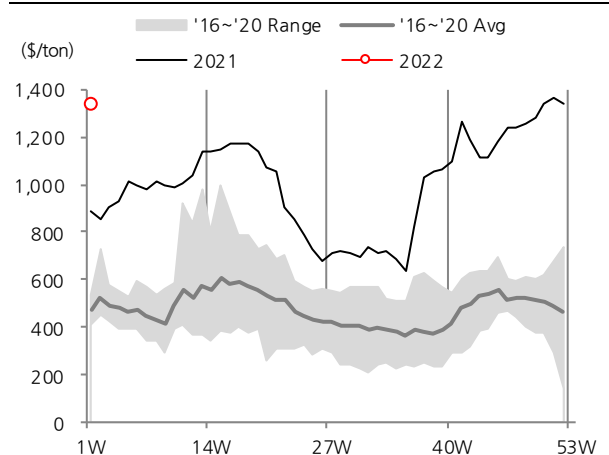
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 스판덱스 수출가격



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림42] SBR 마진 (SM/BD 차감)



자료: 한화투자증권 리서치센터

6. 특수/정밀화학 관심종목 (2)

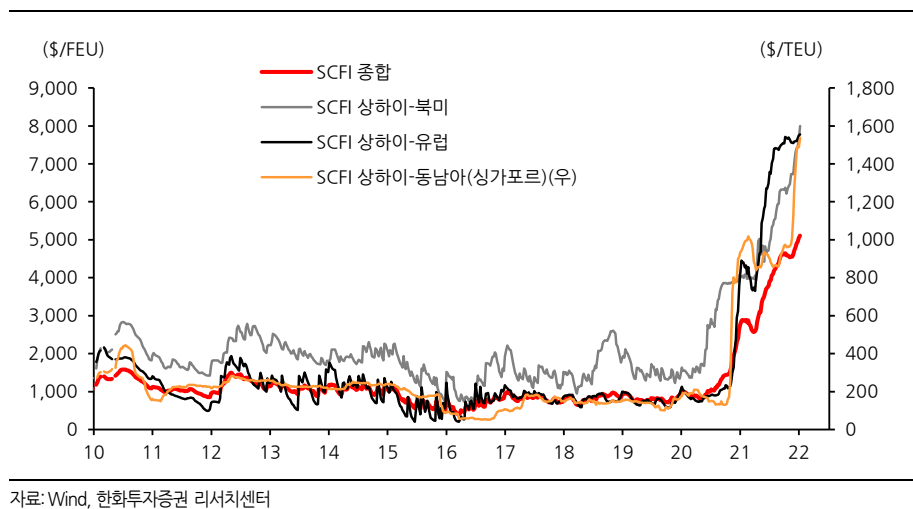
해상운임 강세: 터케이케미칼 4Q21 지분법 이익 강세 예상

메탈실리콘 하락: 한화솔루션의 폴리실리콘/웨이퍼 안정화로 이어질 것으로 기대

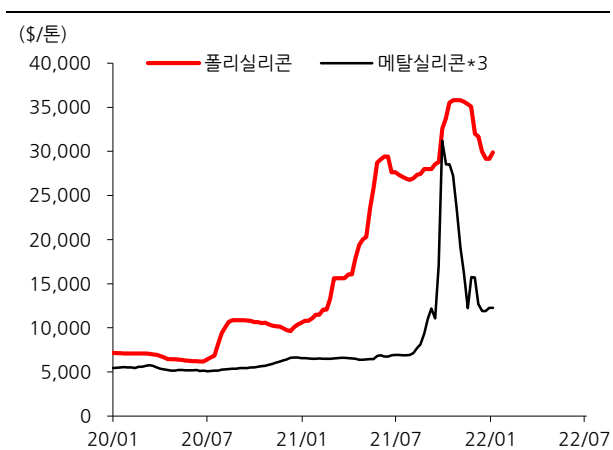
탄소배출권 강세: 휴켄스 매출 증가 기대

산화방지제/안정제 수출 증가(YoY +31%, QoQ +12%): 송원산업 4Q 매출액 기대

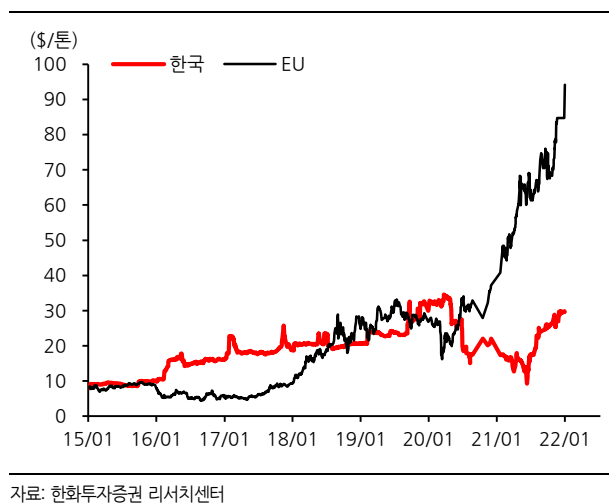
[그림43] 해상운임 강세 지속



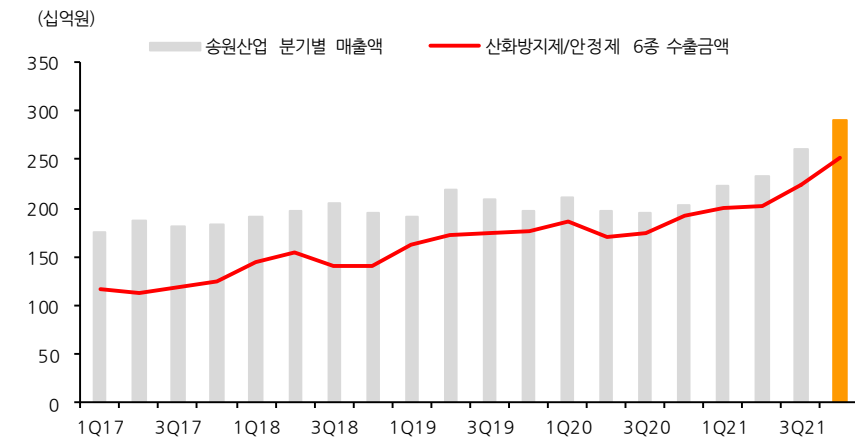
[그림44] 메탈실리콘 안정화에 따른 폴리실리콘 조정 예상



[그림45] 한국/유럽 탄소배출권 가격



[그림46] 송원산업 매출액 및 관련 수출금액

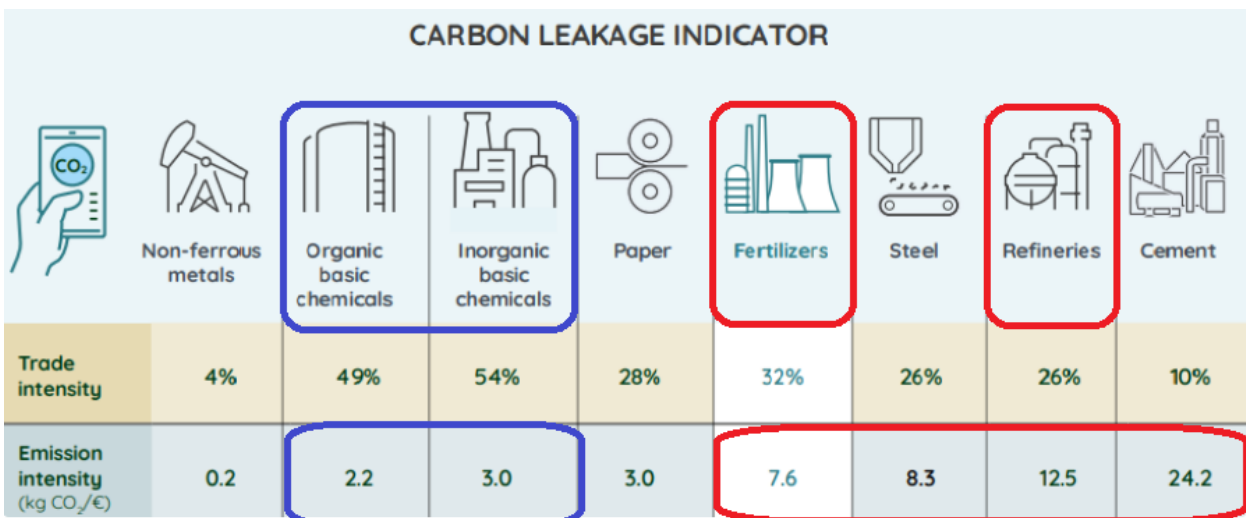


자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

7. 유럽의 탄소세 관련

EU의회는 21년 7월 발표된 탄소국경조정제(CBAM) 적용 대상 품목에 석유화학제품을 추가하는 방안을 검토 중이다. 영향은 제한적일 전망이다. 1) 한국의 석유화학 수출 중 EU 비중은 9%에 불과하며, 2) 타 품목 대비 석유화학제품의 탄소집약도(Emission Intensity)가 낮아 부과 금액이 상대적으로 크지 않기 때문이다. 3) 또한, 올바른 설비 도입으로 경쟁사 대비 탄소 배출 적을 경우, Premium을 받게되며, 자연스러운 중소형사의 구조조정이 발생할 것이기 때문이다.

[그림47] 산업별 탄소집약도(Emission Intensity) 비교



Source: Fertilizers Europe

자료: 한화투자증권 리서치센터

8. LG 에너지솔루션 IPO 계획 (12/8 일 자료)

[표3] LG 에너지솔루션 요약

기준			
	주식 수		
주식 수	200,000,000		
LG화학 보유 지분	100%		
상장 후(*청약 예정일: 1월 18~19일)			
	주식 수	공모희망가액	
		최저	최고
		257,000원	300,000원
LG화학 보유	191,500,000	49.2조원	57.5조원
구주 매출	8,500,000	2.2조원	2.6조원
신주 상장	34,000,000	8.7조원	10.2조원
전체 주식수	234,000,000	60.1조원	70.2조원
LG화학 보유 지분	81.84%		
공모 최고가 기준			
LG에너지솔루션 70.2조원에 상장			
LG화학은 2.6조원 확보(구주 매출) = 배터리소재, 화학 등 증설에 사용			
LG에너지솔루션 10.2조원 확보(신주 상장) = 배터리 증설 등에 사용			
*우리사주 우선배정비율 20%			

자료: 한화투자증권 리서치센터

- 공모 최고가(30만원) 기준, LG에너지솔루션 70.2조원에 상장
- LG화학은 2.6조원 확보(구주 매출) = 배터리소재, 화학 등 증설에 사용
- LG에너지솔루션 10.2조원 확보(신주 상장) = 배터리 증설 등에 사용
(우리사주 우선배정비율 20%)
- 청약일은 1월 18~19일

*한화투자증권 기준, 현재 LG에너지솔루션 가치 105조원을 적용, LG화학 목표주가를 산출했음. 만약, 70조 상장 => 100~150조원에 안착할 경우 LG화학은 추가 Upside를 확보하게 될 것

[표4] 커버리지 실적

(단위: 십억 원)

	시가총액	YTD 수익률	2021(컨센)		영업이익					
			PER	PBR	3Q20	4Q20	1Q20	2Q21	3Q21	4Q21(컨센)
S-Oil	10,954	29.7%	7.0	1.6	-9.3	81.7	629.2	571.0	549.4	704.2
SK이노베이션	22,839	-6.1%	22.7	1.3	-28.9	-324.9	502.5	506.5	618.5	745.1
현대중공업지주	4,384	-3.8%	22.4	0.6	101.1	-315.3	534.3	184.6	301.8	455.0
GS	3,689	0.5%	2.7	0.4	474.1	279.7	706.4	485.5	637.0	617.6
한국셀석유(*)	326	-1.8%	48.2	3.5	8.7	6.2	10.7	9.0	9.3	-
대한유화	1,261	-33.2%	6.5	0.6	63.1	80.4	86.6	75.8	32.1	32.4
롯데케미칼	7,952	-23.7%	5.4	0.6	193.8	216.2	623.8	594.0	288.3	326.5
LG화학	50,756	-25.3%	14.3	2.6	902.1	118.6	1,408.1	2,139.8	729.1	1,130.4
한화솔루션	7,001	-31.8%	7.5	0.9	233.2	65.4	254.6	221.1	178.4	215.4
DL	1,387	-20.2%	1.5	0.4	249.6	-727.0	66.0	47.5	74.5	67.0
금호석유	5,240	0.0%	2.8	1.0	213.8	275.1	612.5	753.7	625.3	518.0
국도화학(*)	563	45.4%	13.5	0.8	9.7	11.2	26.3	78.1	56.6	-
송원산업	550	29.0%	7.9	0.9	15.8	18.0	17.3	21.7	30.1	32.4
애경유화(*)	550	18.8%	23.8	0.9	19.1	13.9	30.8	30.8	22.5	-
유니드	996	127.4%	5.0	1.0	23.6	21.5	43.8	55.4	43.7	38.6
효성	1,945	19.7%	4.1	0.7	30.0	78.8	100.6	217.6	175.8	174.0
효성티앤씨	2,592	167.4%	2.9	1.8	66.2	130.1	246.8	387.1	433.9	388.2
효성화학	1,164	102.8%	9.9	2.3	24.9	20.1	61.1	71.3	32.9	29.0
효성첨단소재	2,540	254.4%	8.7	4.3	11.9	36.7	83.4	117.8	139.9	132.9
코오롱인더	1,970	69.7%	9.1	0.9	28.7	60.5	69.1	103.6	77.3	79.4
휴켄스(*)	948	-11.1%	68.0	1.4	17.4	29.9	28.3	27.2	18.3	-
티케이케미칼(*)	530	97.0%	1.4	1.1	-4.0	-1.2	7.5	15.7	15.3	28.0
태광산업(*)	1,270	41.2%	13.3	0.3	3.0	-4.4	84.4	130.0	103.7	-
휴비스(*)	287	1.0%	-116.3	0.8	10.9	7.7	9.6	10.1	-2.5	-
이수화학	433	-7.5%	6.0	1.3	17.6	-68.3	13.4	22.8	19.3	25.7
롯데정밀화학	1,948	30.2%	4.4	0.9	25.9	28.5	35.5	53.9	70.2	82.0
SK가스	1,205	15.0%	4.8	0.6	50.2	-2.1	37.6	44.6	35.6	9.1
E1(*)	329	10.9%	13.0	0.3	-14.2	-20.6	37.1	5.0	-60.8	-
SKC	6,135	58.8%	22.7	2.9	52.6	58.1	81.9	137.6	145.8	128.8
KPX케미칼(*)	259	-3.6%	43.8	0.5	14.6	26.5	14.6	12.1	7.1	-

주: (*) 컨센 미존재 종목 / 01.10 기준

자료: 각 사, FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 커버리지 종목 4Q21 실적 컨센서스 비교

구분	종목
4Q21 컨센 상향 종목	한화솔루션(+13.0%), GS(+13.0%), 롯데정밀화학(+4.7%), 금호석유(+1.2%), SK이노베이션(+1.1%), S-Oil(+1.1%), SKC(+0.8%)
4Q21 컨센 하향 종목	LG화학(-2.4%), 이수화학(-2.5%), 롯데케미칼(-2.7%), 대한유화(-18.6%)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] 커버리지 실적 및 주요 뉴스/현황

	구분	특이사항
S-Oil	코멘트	1Q까지는 유가/경제마진 견조. 중국 수출 쿼터 축소는 센티 긍정적
SK이노베이션	01.06	솔리드파워에 3,000만달러 투자, 공동으로 차세대 전고체 배터리를 개발하는 내용의 협약 체결. NCM 양극재와 실리콘 음극재를 적용한 전고체 배터리 개발을 함께 진행할 예정
현대중공업지주	12.22	현대오일뱅크, 4,000억원 투자해 LNG-블루수소 발전소 건설...2025년 상업가동 및 대산공장 필요 전력의 75% 공급 목표.
GS	코멘트	MFC 프로젝트 가동 시작
한국셀석유	코멘트	배당시즌 종료로 주가 부진 예상. 2021년 실적은 아마 사상 최대 일 것
대한유화	코멘트	시황부진 및 4Q 비수기
롯데케미칼	코멘트	인도네시아 4,5조 라인프로젝트 본격 추진. 2025년까지 에틸렌 100만톤/년, 프로필렌 52만톤/년, PP 25만톤/년 생산 및 매출 2.4조원/년 목표
LG화학	코멘트	中 화유코발트와 함께 2025년까지 6만톤/년 규모의 양극재 공장 건설 추진. 완공시 LG화학 양극재 케파는 8만톤/년(2021년) → 26만톤/년으로 늘어날 전망/
한화솔루션	12.30	데이터 실시간 전송 및 자동차 전자장치 수요 증가 전망에 삼성전기 '통신모듈 사업' 일부 인수.
DL	12.20	자회사인 DL케미칼 M 크레틴 인수. 이번 인수로 접착제/의료용품/자동차 등에 사용되는 SBC의 글로벌 공급망 확보
금호석유	12.14	역대급 실적에 배당 상향 가능성 확대. 주당 6~7,000원 사이의 배당 기대
국도화학	코멘트	에폭시 강세 지속. 2022~23년도 건설/조선/풍력항 수요 기대
송원산업	코멘트	NCC 증설 많아 => 원료 증가 + 전방 증가로 호시황 기대
애경케미칼	코멘트	11월부터 자회사 합병 효과 반영
유니드	코멘트	호시황 지속. 원가발 판가/매출 증가 예상
효성	코멘트	효성티앤씨 및 ATM 강세에 호실적 기대
효성티앤씨	01.06	중국 닝샤에 3.6만톤 규모 공장 신설 및 브라질/터키 공장 생산량 기준 3.7만톤에서 6.2만톤으로 +68% 증설
효성화학	코멘트	베트남 PDH 설비 본격 가동 시작
효성첨단소재	코멘트	타이어코드 강세 및 탄소섬유/아라미드 증설효과
코오롱인더	12.22	SK지오센트릭과 생분해성플라스틱(PBAT) 출시. 현재 3,000톤/년 규모인 생산능력을 2024년까지 6만톤/년으로 늘릴 계획
휴켄스	코멘트	2022년, 본업 호실적에 탄소배출권 판매 늘어날 것
티케이케미칼	12.31	차량용 전장 제조 기업이자 자회사인 이엔에이치 합병. 전자부품 제조 부문으로 사업영역 확장과 주주가치 제고 목적
태광산업	코멘트	스판덱스 호황 지속에 4Q 실적 3Q와 유사한 수준 달성 전망.
휴비스	코멘트	물류 이슈로 인해 3Q 적자전환하였지만, 운임 하락 및 항만 병목현상 완화 조짐에 실적 개선될 전망
이수화학	코멘트	LAB 강세로 호실적 기대
롯데정밀화학	코멘트	롯데정밀화학/삼성엔지니어링/롯데케미칼 등 6개 기관 암모니아 기반 수소 생산 파일럿 플랜트 실증화 프로젝트 추진
SK가스	코멘트	LPG/LNG 투입 가능한 청록수소 생산기술을 보유한 C-Zero에 투자. 2025년까지 2.2조원을 투자, 수소 생태계를 구축한다는 계획
E1	코멘트	Venus Gas와 LPG 냉동탱크터미널 건설을 위해 JV 설립. LPG 냉동탱크터미널은 프로판 5만톤, 부탄 3만톤 규모로 건설 예정이며 2025년 완공 예정
SKC	01.01	글래스 반도체 기반 자회사 애플릭스 출범. AMD/NVDA 등 업체에 고부가 제품 납품 예정. 양산은 2023년을 목표
KPX케미칼	코멘트	건설/자동차/반도체용 특수화학제품 강세 유지로 4Q 실적도 3Q와 유사한 수준 달성할 전망

자료: 각 사, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



석유화학/정유 Monthly

III. 기업분석

티케이케미칼 (104480)

효성화학 (298000)

효성티앤씨 (298020)

효성 (004800)

한화솔루션 (009830)



티케이케미칼 (104480)

올해 PER 1.3배. 내년도 증익

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Not Rated

현재 주가(12/16)	5,910원
상승여력	-
시가총액	5,371억원
발행주식수	90,895천주
52 주 최고가 / 최저가	8,350 / 2,120원
90 일 일평균 거래대금	140.12억원
외국인 지분율	4.7%

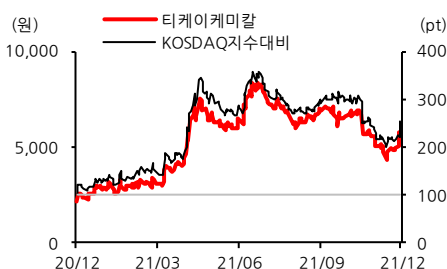
주주 구성	
에스엠인더스트리 (외 3 인)	47.9%
티케이케미칼우리사주 (외 1 인)	0.3%
티케이케미칼우리사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.0	-15.2	-3.3	169.3
상대수익률(KOSPI)	5.5	-11.5	-4.0	161.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	429	701	790	798
영업이익	-21	66	88	89
EBITDA	-9	76	99	100
지배주주순이익	-1	394	421	287
EPS	-15	4,332	4,631	3,159
순차입금	253	127	-292	-561
PER	-	1.3	1.3	1.8
PBR	0.9	0.8	0.5	0.4
EV/EBITDA	-54.9	8.5	2.4	-0.3
배당수익률	-	-	-	-
ROE	-0.5	82.6	47.0	23.0

주가 추이



2021년 순이익 3,938억원 => 2022년 증익 가능

동사의 2021년 매출비중은 화학(PET/Polyester/Spandex) 87%, 건설 13%로 구성되며, 자회사(해운/건설/하이페스)의 이익기여도 중요하다.

2022년 증익 가능성이 높아보인다: 1) 지분법: 컨테이너/벌크 강보합 및 고가 계약비중 확대, 2) 화학: 코로나 이후 의류 수요 개선, 2022년 ~26년 중국산 장섬유 반덤핑 규제, 4Q21 PET 마진 반등/강세 시작, 3) 건설: '22년 송추 아파트 분양(604세대) 수익인식 본격화 때문이다.

하반기 주가 하락 이유와 반론

1) 해운주 기피 현상: HMM이 산업은행 “영구채 전환”과 “컨테이너 운임 Peak-Out 우려”에 급락하자, 티케이케미칼 주가도 하락했다.

2) SM상선 IPO 지연: 해운업(HMM) 주가 하락 영향에, SM상선은 11월 예정되어있던 IPO를 잠정 연기했다.

▶ 오히려 호재다. 컨테이너 운임 강세인 이상, SM상선 IPO는 늦출수록 유리한 것으로 판단된다. 실제로, SM상선 자본총계는 0.3조원('20년) => 1.0조원(3Q21) => 1.4조원(4Q21)으로 급증하기 때문이다. 만약 1H22에 상장한다면, 1Q22말 자본총계는 1.7~1.8조원이 예상된다.

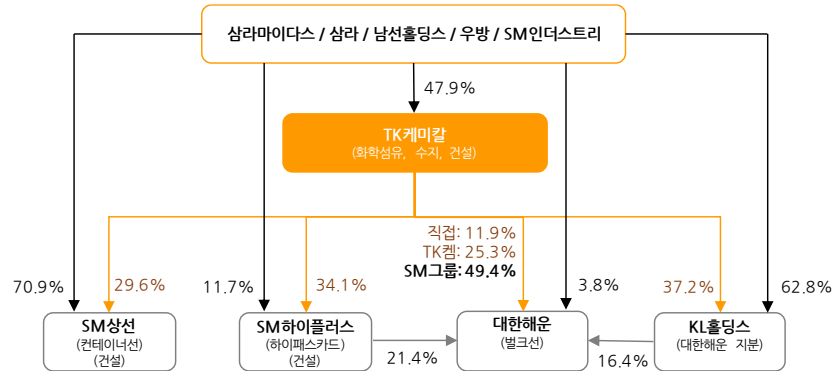
▶ Valuation 차이도 고려해야 한다. HMM의 2021년(E) PER은 3.1배로, 영구채 발행시 PER 5.3배로 늘어날텐데, SM상선 2021년(E) 자본총계/순이익은 1.3배에 불과하다. 상장시, 수천억원대의 자산 재평가와 구주매출로 인한 현금 확보가 예상된다.

문고 더블로 가!

지난 7월 취임한 김병기 대표이사는 12/1일, 2만주 장내 매수를 공시했다. “책임경영 및 저평가라 판단해 매수했다” 밝혔다. 북미 컨테이너 운임이 3Q(5,740\$) => 12월초(7,300\$)로 추가 강세를 보이자, 연간 순이익이 당시 시가총액을 상회할 수준이었기 때문이다.

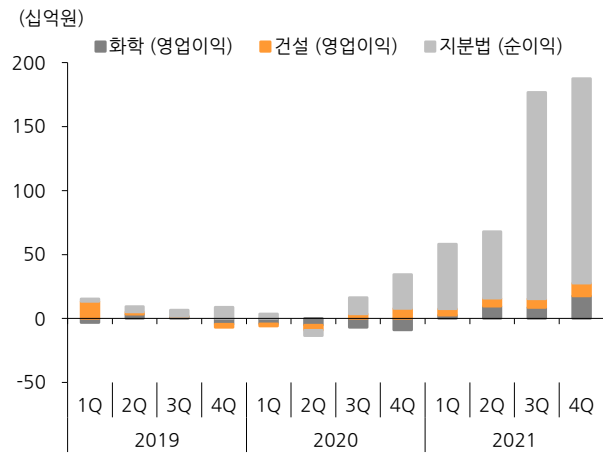
티케이케미칼의 현재 주가는 2021/22년 기준, PER 1.34배/1.25배, PBR 0.8배/0.5배로 매우 저평가 되었다. 참고로, SM상선 IPO시, 삼마미다스(최대주주 41.9%)의 구주매출 비중이 높아, 티케이케미칼은 최대주주가 된다. SM그룹 지분율은 60%로 예상되어, 경영권 인정받을 경우, SM상선이 연결 편입되어 회계적 영업이익 증가도 가능하다.

[그림48] TK 케미칼 지분구조 (요약)



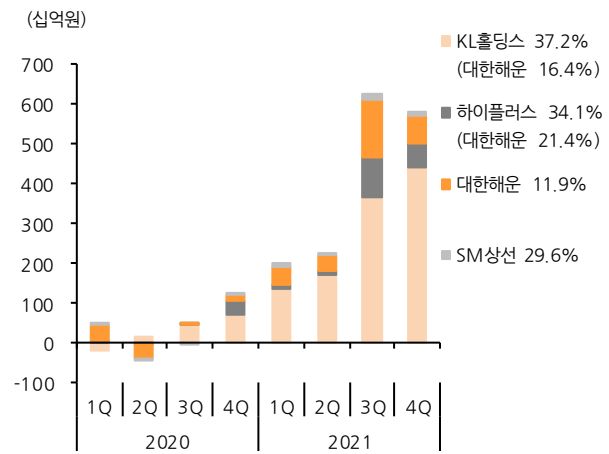
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 티케이케미칼 실적 추이



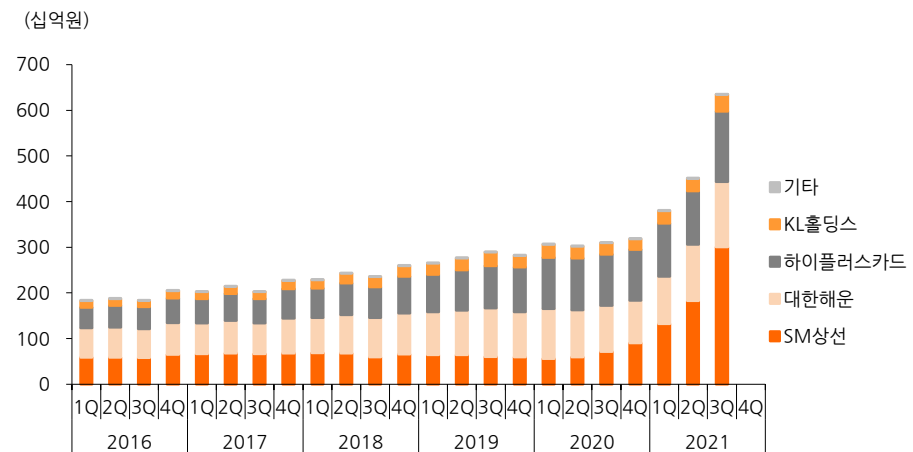
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 지분법 기여도



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 지분법 자회사 장부가



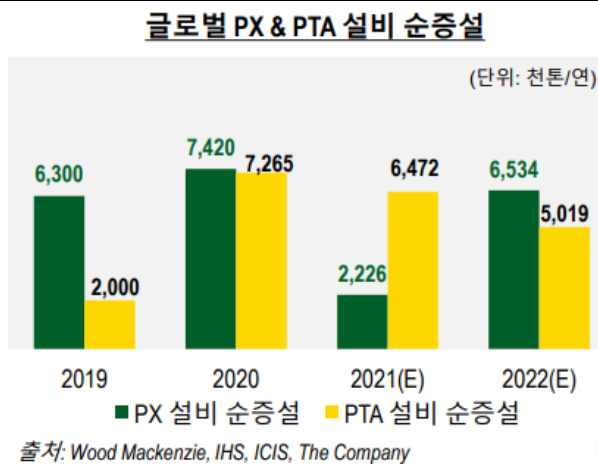
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 4Q21 PET 마진 강세 (MEG/TPA 차감)



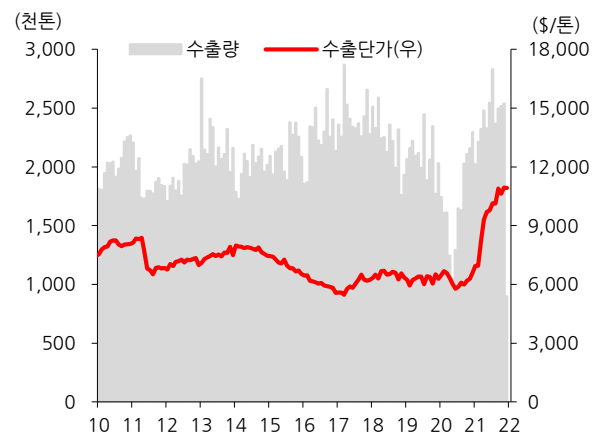
자료: 티케이케미칼, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 2020~22년 TPA 증설, PET/Polyester 원가 부담 적음



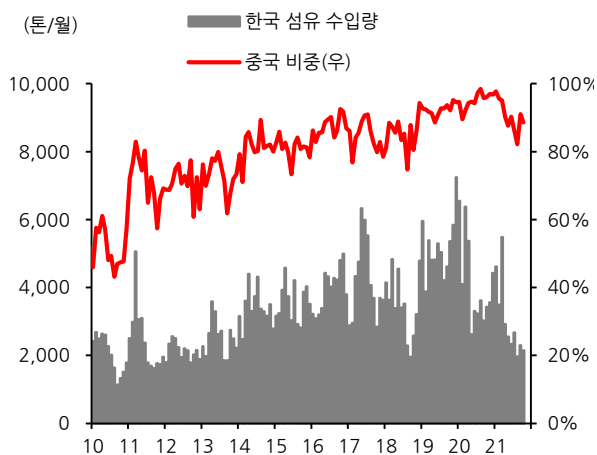
자료: S-Oil, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] Spandex 수출 단가 (12월 10일까지)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 폴리에스터 수입량 감소추세. 중국산 대부분 (10월)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 2021년 1월부터 중국 폴리에스터 수입 줄어든 것

*티케이케미칼 폴리에스터 매출치는 내수 80~90%

中 화섬사 국내 반입 '급제동'

A 국제섬유신문 | © 승인 2021.12.13 10:45 | 댓글 0



무역위, 中 폴리에스테르 FDY 덤프링을 확정

-행리, 귀왕 등 6개사 덤프링 마진율 3.95~10.91%

-무역위 최종 판정률 반덤핑 관세 부과 기재부 건의

-이번 주 관보 게재 즉시 부과 기본관세 8%에 추가

자료: 국제섬유신문, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 글로벌 컨테이너 해운사 규모/선박수/Valuation

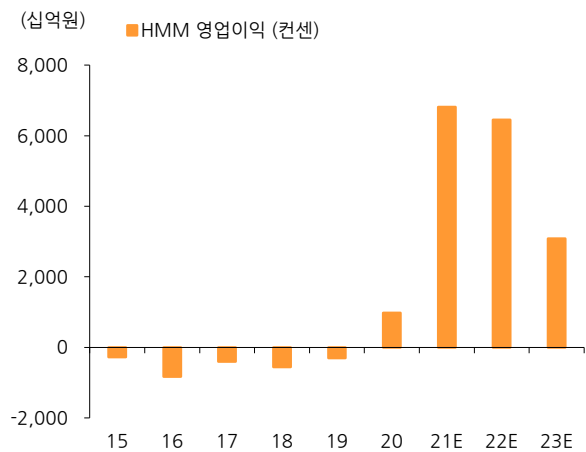
SM 상선 Valuation 시가총액은 자본총계로 적용

(단위: 백만 USD/십억원)

순위(TEU)		TEU	선박 수			3Q21 YTD		2021F	
			총계	사선	용선	매출	순이익	PER	PBR
1	Maersk	4,262,658	734	330	404	54,536.0	13,147.0	3.3	1.3
4	COSCO	2,944,130	484	175	309	43,828.7	11,326.2	3.2	2.1
5	Hapag-Lloyd	1,782,321	257	112	145	22,004.6	7,114.1	4.4	2.7
7	Evergreen	1,420,761	205	120	85	14,167.8	6,111.0	3.0	2.2
8	HMM	821,599	76	34	42	9,351.1	2,664.4	3.1	1.6
25	SM상선	70,594	14	8	6	1,319.0	669.7	1.3	0.7

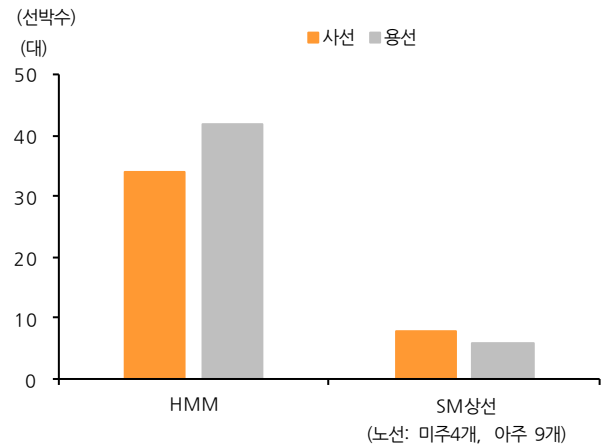
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림57] HMM 영업이익 추이 (컨센): SM 상선 유사할 것



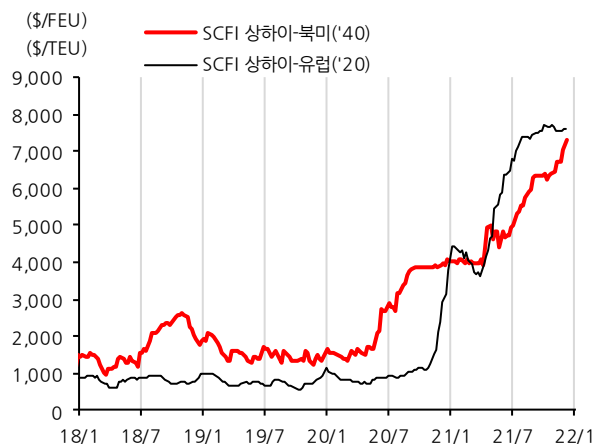
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림58] HMM vs. SM 상선



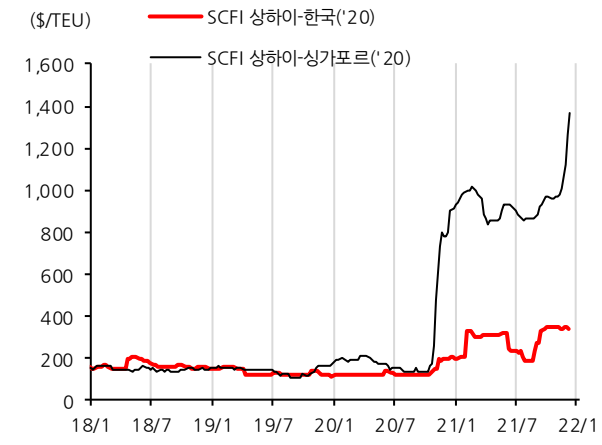
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림59] SM 상선 노선: (미주 4개, 아주 9개)



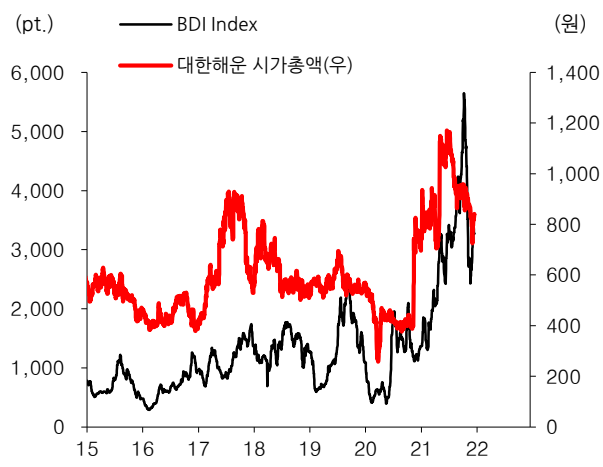
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림60] SM 상선 노선: (미주 4개, 아주 9개)



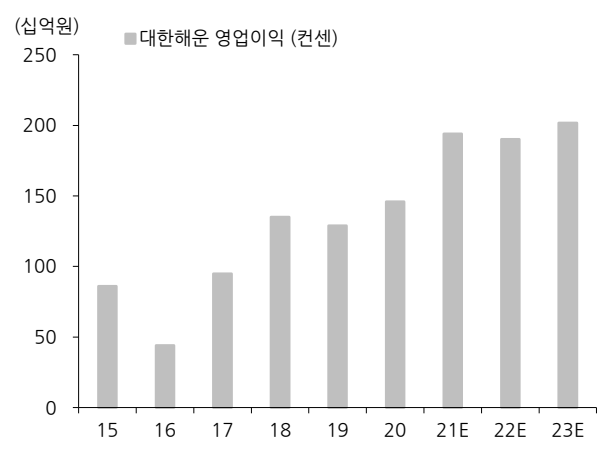
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림61] BDI 지수 vs. 대한해운 시가총액



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 대한해운 영업이익 추이(컨센)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표8] 티케이케미칼 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	120.6	93.8	104.6	110.2	126.8	161.0	185.2	228.2	429.3	701.2	790.3
제조	116.7	90.0	88.8	94.6	111.3	139.4	163.5	195.2	371.8	609.4	670.3
건설	143.2	-135.4	15.8	15.6	15.5	21.6	21.7	33.0	39.2	91.8	120.0
영업이익	-6.1	-9.6	-4.0	-1.2	7.5	15.7	15.2	28.0	-20.8	66.4	88.3
제조	-4.4	-5.7	-7.6	-9.0	2.4	9.5	8.5	18.0	-23.5	38.5	42.3
건설	-1.7	-3.9	3.6	7.9	5.0	6.2	6.7	10.0	4.0	27.9	46.0
지분법 자회사	3.6	-4.4	12.8	26.6	50.7	52.1	161.5	160.1	37.3	424.3	433.4
SM상선(29.6%)	-20.4	14.5	42.4	71.1	134.0	168.6	367.1	440.5	107.6	1,110.1	1,165.6
하이플러스(34.1%)	3.1	-6.4	0.4	32.2	8.3	12.0	98.2	65.9	29.4	184.4	166.7
대한해운(11.9%)	42.5	-34.9	1.7	18.3	48.9	37.9	144.3	52.2	27.5	283.3	253.0
KL홀딩스(37.2%)	4.7	-5.3	-0.3	3.8	6.1	0.9	14.4	8.7	3.0	30.0	27.0
(당기)순이익	-4.7	-12.6	2.3	13.7	46.7	56.0	142.5	148.5	-1.4	393.8	420.9
(지배)순이익	-4.7	-12.6	2.3	13.7	46.7	56.0	142.5	148.5	-1.4	393.8	420.9

자료: 한화투자증권 리서치센터

<참고자료>

[표9] 티케이케미칼 SOTP (2021 년말 기준, 참고용)

(단위: 십억원, 원)

	지분율	3Q21 장부가	2021 영업이익	평가액	비고
투자자산가치				635.8	
대한해운	11.9%	143.0		143.0	대한해운(지분 11.9%, 총 25.3%)
KL홀딩스	37.2%	37.2		37.2	대한해운(지분 16.4%)
하이플러스카드	34.1%	154.0		154.0	대한해운(지분 21.4%), 하이플러스카드(고속도로)
SM상선	29.6%	300.4		300.4	해운(컨테이너), 우방건설산업
기타	N/A	1.2		1.2	
영업가치				265.6	
화학부문			38.5	154.0	4배 적용
건설부문부문			27.9	111.6	4배 적용
순차입금				127.0	2021년말 순차입금
총 기업가치				774.4	투자자산가치+영업가치-순차입금
총 기업가치(조정)				456.5	투자자산 50% 할인 적용
주식수(천주)				90,895	자사주 제외한 발행주식수 기준
주당 NAV(원)				5,000	2021년말 기준
현재주가(원)				5,920	2021/12/16 종가 기준
상승여력				-16%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

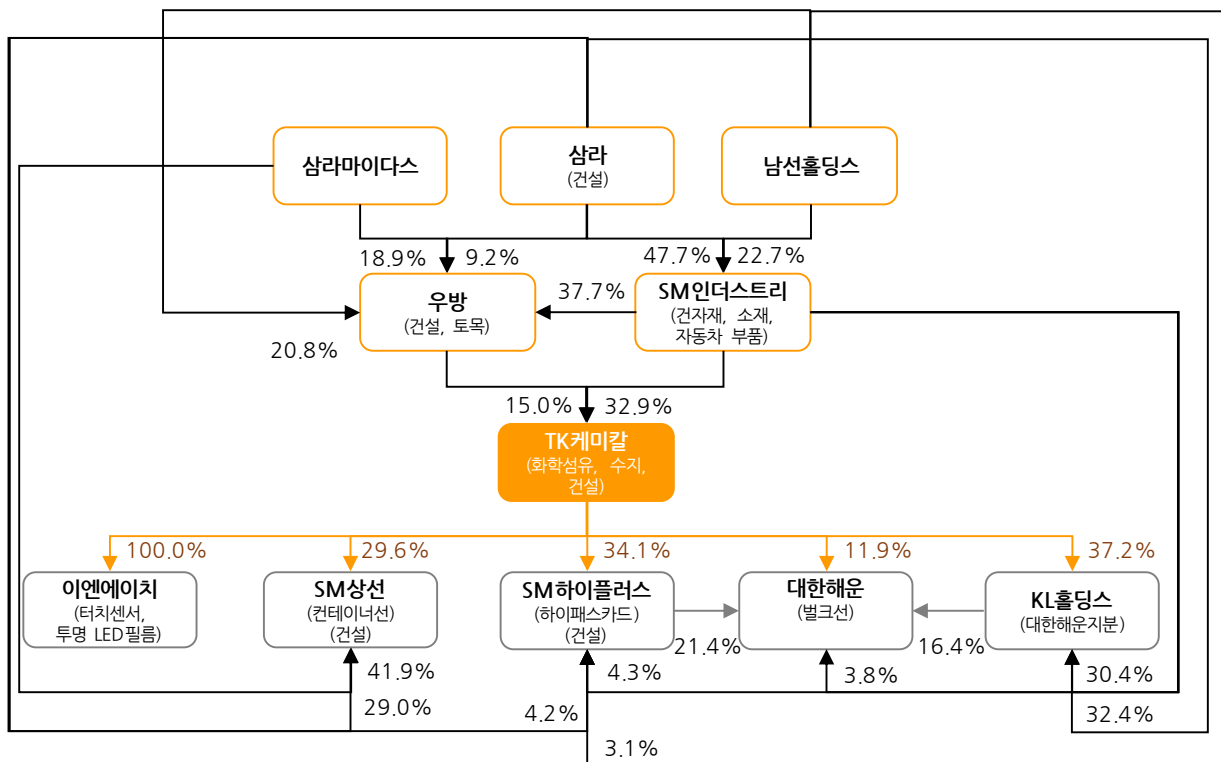
[표10] 티케이케미칼 SOTP (2022 년말 기준, 참고용)

(단위: 십억원, 원)

	지분율	2022 장부가	2022 영업이익	평가액	비고
투자자산가치				1,239.3	
대한해운	11.9%	184.0		184.0	대한해운(지분 11.9%, 총 25.3%)
KL홀딩스	37.2%	50.5		50.5	대한해운(지분 16.4%)
하이플러스카드	34.1%	228.5		228.5	대한해운(지분 21.4%), 하이플러스카드(고속도로)
SM상선	29.6%	775.0		775.0	해운(컨테이너), 우방건설산업
기타	N/A	1.2		1.2	
영업가치				353.2	
화학부문			42.3	169.2	4배 적용
건설부문부문			46.0	184.0	4배 적용
순차입금				-292.0	2022년말 순차입금
총 기업가치				1,884.5	투자자산가치+영업가치-순차입금
총 기업가치(조정)				1,264.8	투자자산 50% 할인 적용
주식수(천주)				90,895	자사주 제외한 발행주식수 기준
주당 NAV(원)				13,900	2022년말 기준
현재주가(원)				5,920	2021/12/16 종가 기준
상승여력				135%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 티케이케미칼 지분구조(Full Ver.)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림64] SM 상선 상장 철회 및 재상장 추진에 대한 입장

티케이케미칼, 하반기 실적 대폭 개선 기대

2021.11.04

티케이케미칼, 하반기 실적 대폭 개선 기대

최근 본업과 상관없는 과도한 주가하락에 대한 입장 표명 ... 하반기 실적에 대한 자신감 피력

티케이케미칼은 주가 급락에 따른 시장 불안감을 해소하고자 4일 해명 자료를 내고 주주 달래기에 적극 나섰다. 최근 주가하락은 지분 약 30%를 보유한 SM상선의 상장 철회에 따른 투자심리 악화가 원인으로 실제 회사 자체의 가치와는 무관함에도 불구하고 심리적 영향에 따른 패닉셀 현상에 기인한 것으로 회사에서는 자체 판단했다.

실제 SM상선 상장 철회는 최근 공모가 산정에 있어 기준이 되는 기업인 동시에 국내 유일한 컨테이너 상장사인 HMM의 주가가 급락하면서 시장 참여자의 우려감이 확대되어 실제 회사의 가치보다 대폭 낮은 평가를 받음에 따라 결정된 것으로 향후 회사가 적절한 가치를 받을 시기에 상장을 다시 추진할 것으로 보인다.

티케이케미칼 관계자는 "SM상선 상장 철회는 회사 본업의 하반기 실적 및 재무구조 개선 추세에는 영향을 주지 않을 것이며, 이번엔 취소된 당사 보유주식의 구매 매출은 향후 재 추진되는 상장 이후에 다시 진행할 수 있다"고 말했다. 그리고 "금번 중국의 에너지 정책이 불리한 전력난에 따른 공급 차질과 국제 원료가격 급등으로 기존 사업뿐 만 아니라 폴리에스터 사업의 시황까지 개선 시그널이 보여 제조업의 수익이 크게 증가할 것으로 예상되며, 특히 해운시황 호조에 따른 지분법 이익 등으로 인해 창사 이래 최고의 순이익 달성을 기대하고 있다"고 밝혔다. 또한 "앞으로 페페트병 리사이클 사업 및 PBAT 사업 등 친환경 사업을 통한 신 성장 동력을 발굴에도 최선을 다할 것"이라고 강조했다.

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	621	429	701	790	798
매출총이익	37	10	100	134	135
영업이익	10	-21	66	88	89
EBITDA	21	-9	76	99	100
순이자손익	-7	-7	-6	-6	-6
외화관련손익	-2	0	-2	0	0
지분법손익	18	38	424	433	271
세전계속사업손익	11	1	475	507	346
당기순이익	9	-1	394	421	287
지배주주순이익	9	-1	394	421	287
증가율(%)					
매출액	-21.3	-30.8	63.3	12.7	1.0
영업이익	-82.3	적전	흑전	33.0	1.0
EBITDA	-68.1	적전	흑전	29.2	1.3
순이익	-66.4	적전	흑전	6.9	-31.8
이익률(%)					
매출총이익률	6.0	2.4	14.3	16.9	16.9
영업이익률	1.6	-4.8	9.5	11.2	11.2
EBITDA 이익률	3.4	-2.1	10.9	12.5	12.5
세전이익률	1.7	0.2	67.8	64.2	43.3
순이익률	1.5	-0.3	56.2	53.3	36.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	0	14	-25	17	30
당기순이익	9	-1	394	421	287
자산상각비	11	12	10	10	11
운전자본증감	-23	21	-35	15	-1
매출채권 감소(증가)	-2	10	-31	12	-1
재고자산 감소(증가)	52	-9	-74	26	-2
매입채무 증가(감소)	-15	-20	64	-23	1
투자현금흐름	-29	18	120	402	238
유형자산처분(취득)	-13	-5	-4	-4	-4
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-13	-1	-1
재무현금흐름	29	-25	1	0	0
차입금의 증가(감소)	38	-17	-19	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	25	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	22	-7	11	2	31
(-)운전자본증감(감소)	20	-25	34	-15	1
(-)설비투자	13	5	4	4	4
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	-10	13	-27	13	26
(-)기타투자	20	-20	-136	-407	-243
잉여현금	-30	32	109	419	269
NOPLAT	9	29	55	73	74
(+) Dep	11	12	10	10	11
(-)운전자본투자	20	-25	34	-15	1
(-)Capex	13	5	4	4	4
OpFCF	-12	61	27	95	80

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	214	190	417	798	1,070
현금성자산	32	18	127	546	815
매출채권	60	46	90	78	78
재고자산	106	116	192	166	168
비유동자산	466	489	805	826	847
투자자산	304	340	663	690	718
유형자산	158	145	139	134	127
무형자산	4	4	2	2	2
자산총계	680	679	1,222	1,624	1,917
유동부채	311	290	367	344	347
매입채무	83	97	171	148	150
유동성이자부채	223	186	179	179	179
비유동부채	98	122	169	173	177
비유동이자부채	65	85	75	75	75
부채총계	409	412	536	518	524
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	130	130	145	145	145
이익잉여금	78	76	469	890	1,177
자본조정	18	16	26	26	26
자기주식	-10	-10	0	0	0
자본총계	272	267	686	1,107	1,394

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표					
EPS	104	-15	4,332	4,631	3,159
BPS	2,989	2,940	7,544	12,174	15,333
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	240	-75	120	19	336
ROA(%)	1.4	-0.2	41.4	29.6	16.2
ROE(%)	3.6	-0.5	82.6	47.0	23.0
ROIC(%)	3.8	13.2	29.6	46.2	52.2
Multiples(x, %)					
PER	21.2	-	1.3	1.3	1.8
PBR	0.7	0.9	0.8	0.5	0.4
PSR	0.3	0.5	0.8	0.7	0.7
PCR	9.2	-34.0	48.1	303.1	17.2
EV/EBITDA	21.9	-54.9	8.5	2.4	-0.3
배당수익률	-	-	-	-	-
안정성(%)					
부채비율	150.4	154.1	78.2	46.8	37.6
Net debt/Equity	93.8	94.8	18.6	-26.4	-40.3
Net debt/EBITDA	1,222.1	-2,870.5	166.4	-295.6	-560.6
유동비율	68.8	65.6	113.7	231.9	308.9
이자보상배율(배)	1.1	n/a	10.2	14.0	14.1
자산구조(%)					
투하자본	42.0	36.0	17.8	10.6	8.2
현금+투자자산	58.0	64.0	82.2	89.4	91.8
자본구조(%)					
차입금	51.4	50.4	27.0	18.7	15.4
자기자본	48.6	49.6	73.0	81.3	84.6



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 Premium와 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.

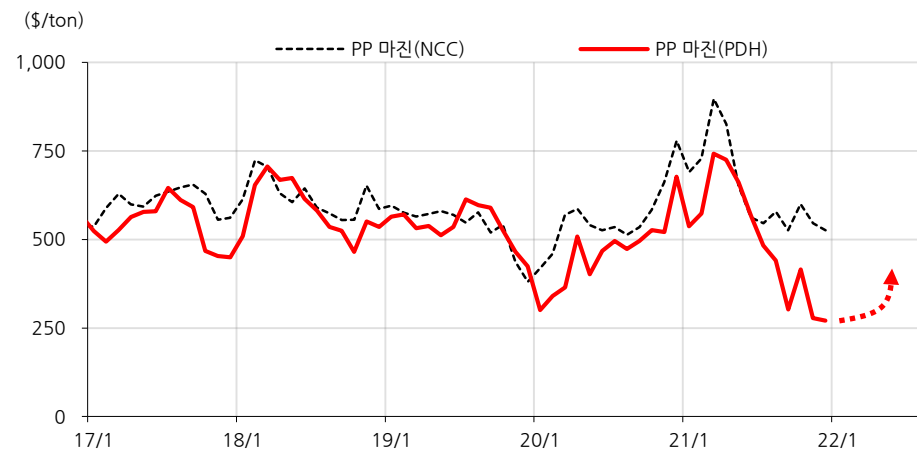
1) 원가 경쟁 핵심인 LPG 캐번(동굴형 저장고)에는 10월부터 LPG를 투입하기 시작했으며, 2) 파이프 교체로 인해 11월 1달간 가동을 중단했기 때문이다.

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. 폴리카보네이트 자동차량 판매 시작되며(가동률 40% => 60%) 적자 축소될 전망이다.

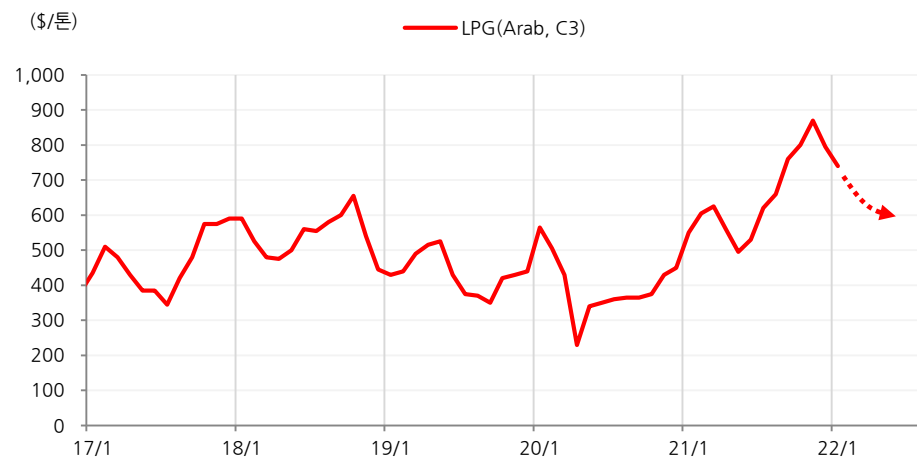
순이익은 2021년(1,102억원) => 2022년(1,717억원)으로 YoY +56% 증가할 전망이다. 순이익 개선폭이 큰 이유는 1) 연간 이자비용 4~500억원이 유지된채, 영업이익이 늘어나며, 2) 베트남 PDH 사업은 세금 혜택을 받기 때문이다(15년간 2,692억원 => 650억원 추정).

[그림65] PP/DH 마진: LPG 급락에 3~4Q 약세 시현



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림66] LPG 가격, 11 월 고점으로 조정 시작

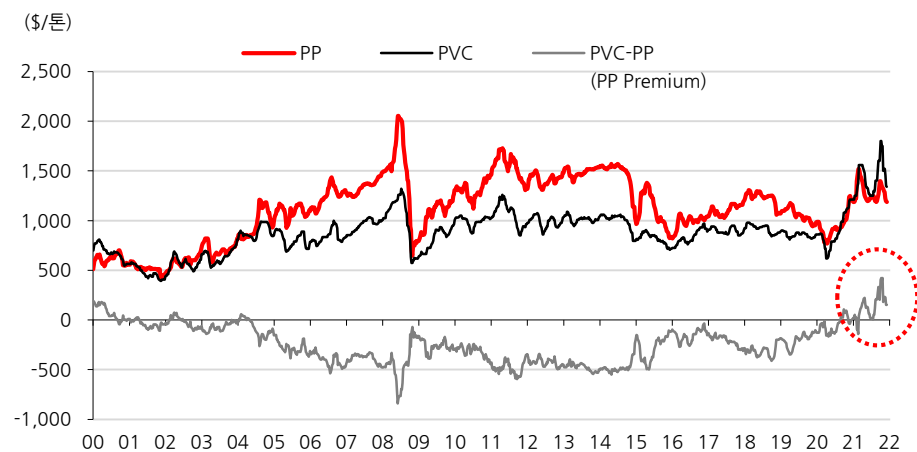


자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 다만, PVC와 연동되는 효성화학의 PP 프리미엄, 역대 최고 수준

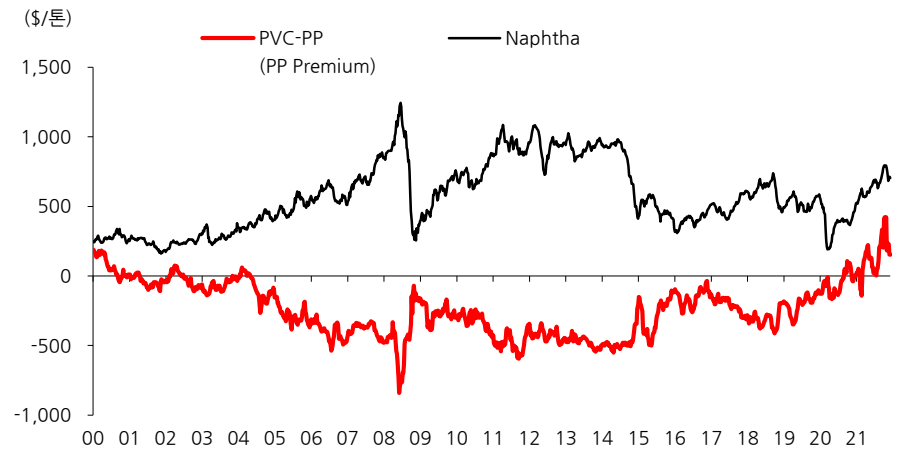
2011~20년(-309\$/톤)
=> 2021년(+129\$/톤)
=> 12월말(+153\$/톤)

참고로, 마진 +100\$/톤 차이는
OPM +5~10%p 효과



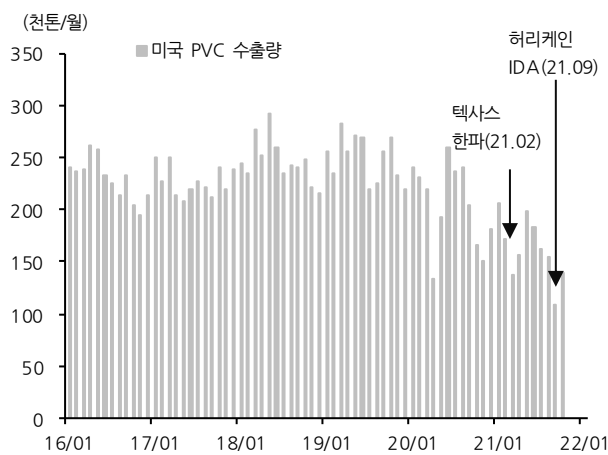
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림68] (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.



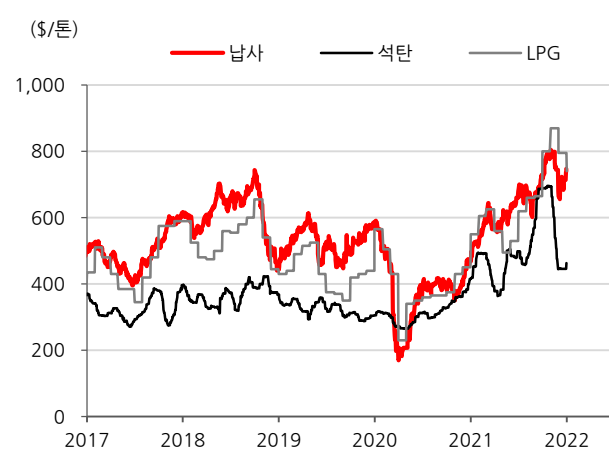
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 미국 PVC 부족으로 수입량 감소 (향후 6~12개월간)



자료: 한화투자증권 리서치센터

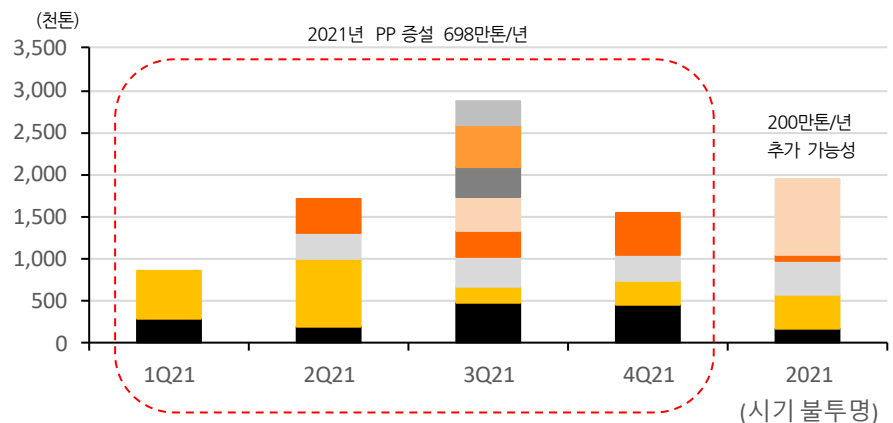
[그림70] 최근 석탄 하락에 PVC 둔화는 종료, LPG 약세 시작



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 2021년 PP 증설

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



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표11] 효성화학 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	591.2	619.2	630.6	623.2	677.5	688.0	704.2	747.0	2,464.1	2,816.7	2,981.1
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
영업이익	61.1	71.3	32.9	24.6	64.0	67.8	67.9	68.2	190.0	267.9	316.3
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%
당기순이익	41.9	46.8	14.0	7.5	40.2	43.5	43.8	44.3	110.2	171.7	214.5
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

[그림72] 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



효성티앤씨 (298020)

수요가 증설을 소화 가능한 이유

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(유지): 1,100,000원

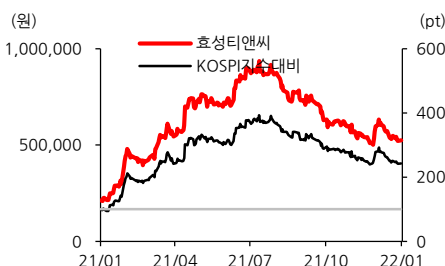
현재 주가(1/4)	530,000원
상승여력	▲ 107.5%
시가총액	22,937억원
발행주식수	4,328천주
52 주 최고가 / 최저가	935,000 / 210,000원
90 일 일평균 거래대금	240.7억원
외국인 지분율	17.9%
주주 구성	
효성 (외 7 인)	43.9%
국민연금공단 (외 1 인)	7.6%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.2	-15.7	-41.0	148.8
상대수익률(KOSPI)	-11.9	-14.7	-32.1	147.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	8,285	8,841	8,857	9,300
영업이익	1,478	1,245	1,306	1,372
EBITDA	1,677	1,450	1,517	1,593
지배주주순이익	854	718	761	804
EPS	197,396	165,855	175,891	185,803
순차입금	695	-29	-804	-1,606
PER	2.7	3.2	3.0	2.8
PBR	1.6	1.1	0.8	0.6
EV/EBITDA	1.8	1.5	1.0	0.4
배당수익률	1.8	1.9	1.9	1.9
ROE	84.2	40.7	30.9	25.1

주가 추이



4Q21 OP 4,103억원 추정. 컨센 +10% 상회할 전망

4Q21 영업이익은 4,103억원으로, 컨센서스(3,746억원)를 6분기 연속 상회할 전망이다. 스판덱스 판가는 10,814\$/톤(QoQ +4.1%), 마진은 6,507\$/톤(-0.3%)으로 최고 수준 유지됐기 때문이다. 수급 타이트한 상황에서 1Q 계약이 진행됐기 때문에, 1Q22 실적도 견조할 전망이다.

2022년 OP 1.2조원 전망 (PER 3.2배)

2022 연간 실적은 1.2조원(YoY -15.7%)으로 높은 실적 지속될 전망이다. 과도한 증설에 마진은 하락하겠으나, 증설의 36%가 효성티앤씨 발로(중국/터키/브라질/인도), 동사 판매량은 17%가량 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 마진 하락이 20% 이하에 그친다면, 2022년 감익이 아닐 수도 있고, 4Q21~1Q22 대규모 증설로, 추가 증설은 제한적이라 2023년 증익이 기대되는 바이다.

2021년 스판덱스 강세 배경

2021~22년(2년간) 글로벌 스판덱스 증설은 '20년 대비 +20% 늘어날 계획인데, 대부분 코로나19로 지연되어 4Q21~1Q22에 집중되었다. 그동안 수급이 타이트했고, 시장에서는 Peak-Out을 예상해 주가가 고점(7월: 93.5만원) 대비 -44% 하락한 이유다.

단순 증설 공백만으로는 2021년 점유 OPM 33%를 설명하기 어렵다. 점유 수요가 2019년(코로나19 전) 대비 -8% 감소했기 때문이다.

1) 혼용율 개선: 글로벌 의류 단가는 2021년, 9.2\$/벌로 YoY +4.5% 인상되었다. 2013~20년 약보합(-0.1%)과 다른 모습인데, 이는 고급 의류(스판덱스 비중 높은) 선호도가 높아진 영향으로 분석된다.

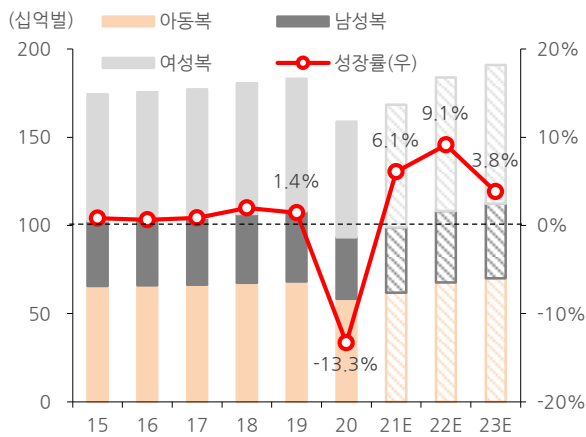
2) 소형사 구조조정: 중소형 스판덱스 업체는 2015년 22개 => 2021년 13개로 감소하며, 일부 폐쇄가 진행된 것으로 파악된다.

의류 수요: '20~21년 (-8.0%) vs. '22~23년 (+13.3%)

글로벌 의류 수요는 '19년 1,832억벌(YoY +1.4%) => '20년(-13.3%) => '21년(+6.1%) => '22년(+9.1%) => '23년 1,909억벌(+3.8%)로 늘어날 전망이다. 스판덱스 혼용률 높은 스포츠의류/수영복 수요 전망치는 22/23년(YoY +9.7%/ +5.6%)이며 의류당 혼용률도 확대 추세다.

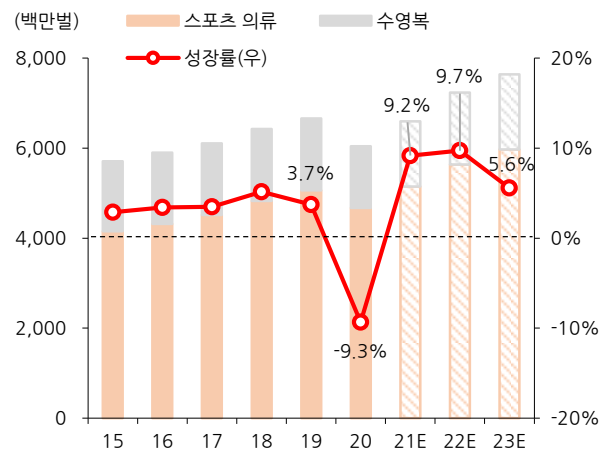
수요 성장률이 높아진 근거는 점유 시장 내 수요 성장률 높은 개발도상국(중국/인도) 비중이 커지고 있기 때문이다. 추가로, 2020년 중국의 레깅스 시장 규모는 3.5억\$로, 일본(30.2억\$)의 12%에 불과하다.

[그림73] (전체) 글로벌 의류 판매량 추이



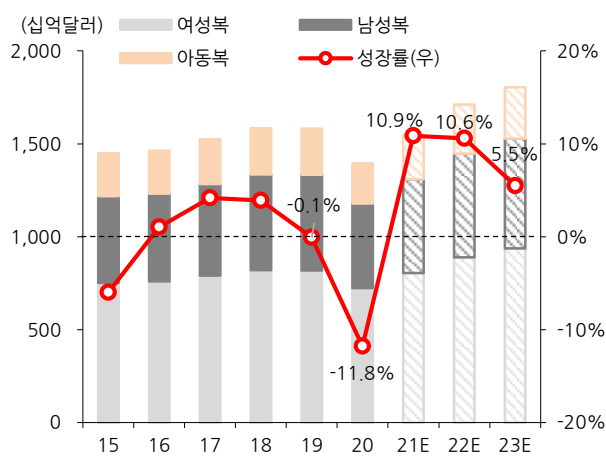
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] (스포츠) 글로벌 의류 판매량 추이



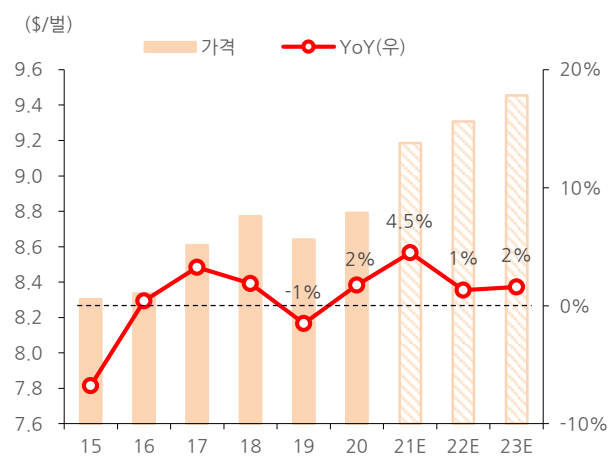
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] (전체) 글로벌 의류 매출액 추이 :
매출액은 판매량 대비 감소폭 적어 =>



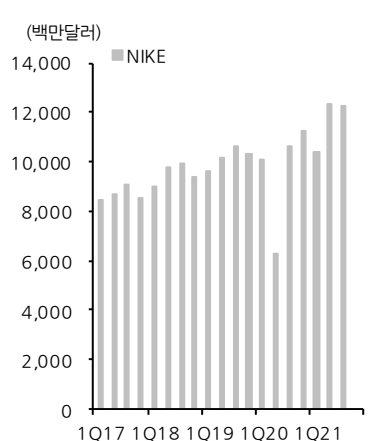
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 글로벌 의류 단가 2020~21년 상승 했기 때문
*고부가 스판덱스 혼용률 높아났기 때문



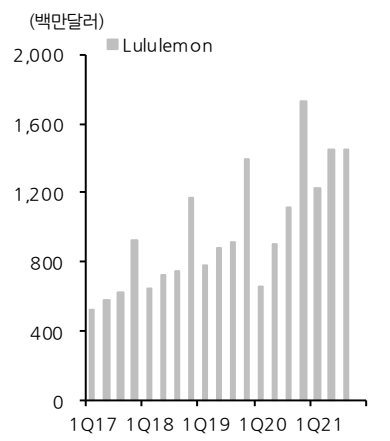
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] NIKE 매출 추이



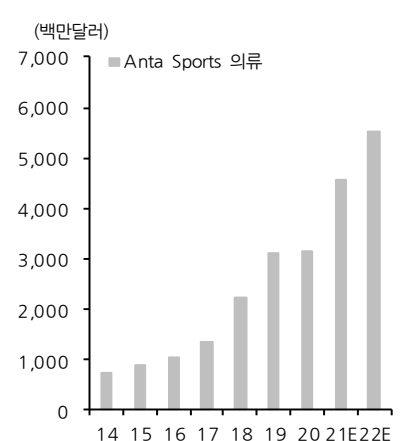
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림78] Lululemon 매출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] Anta Sports 매출 추이 및 전망



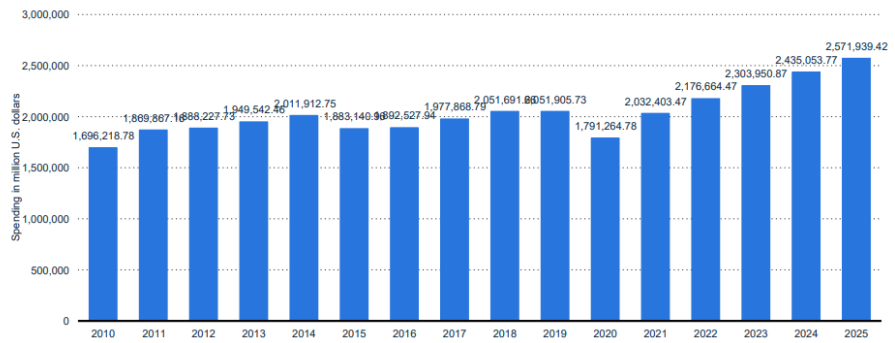
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

<의류/섬유 수요 성장률이 높아진 이유>

[그림80] 글로벌 의류 수요 성장률

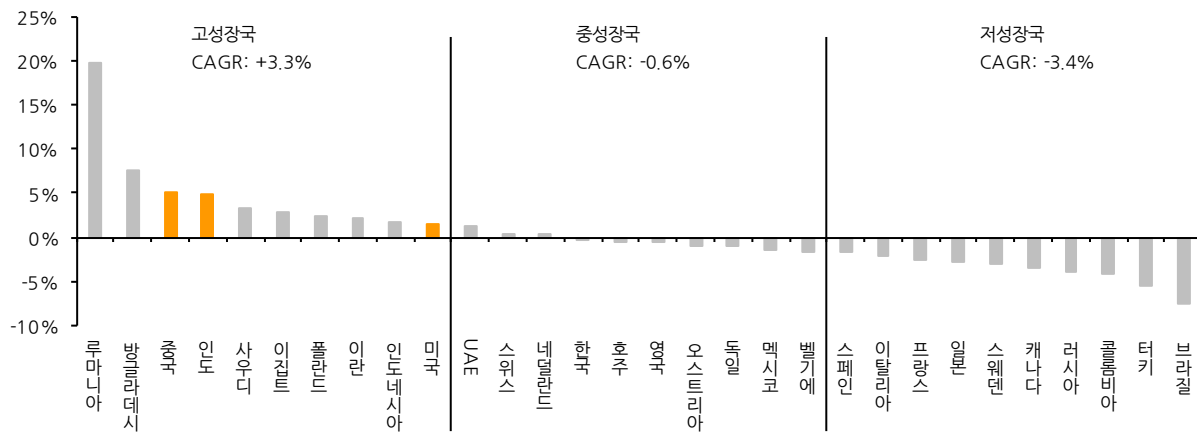
Forecast of the total consumer spending on clothing & footwear in the World from 2010 to 2025 (in million U.S. dollars)

Fashion consumer spending forecast in the World 2010-2025



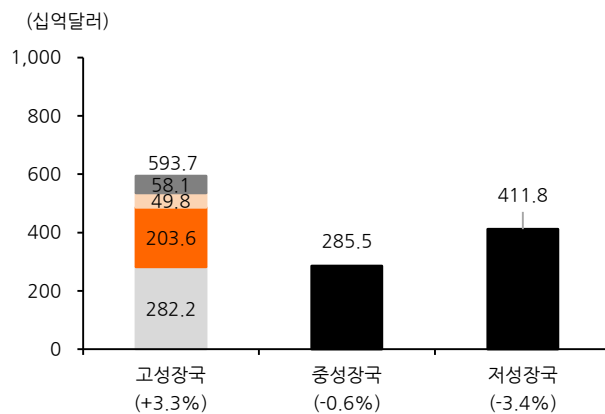
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 글로벌 의류 매출 Top 30 국가의 2013~'21 년 CAGR 비교



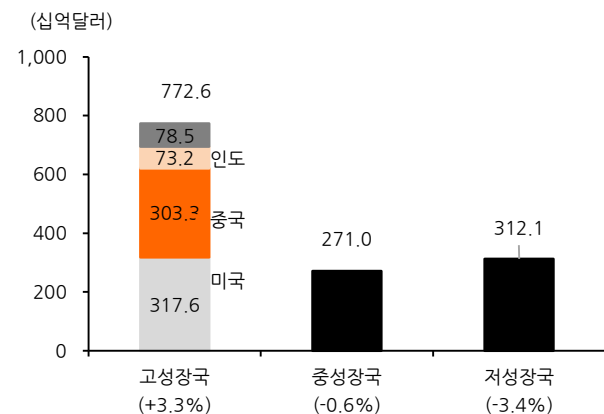
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 그룹별 2013 년 의류 매출 (고성장국 비중 46%)



자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

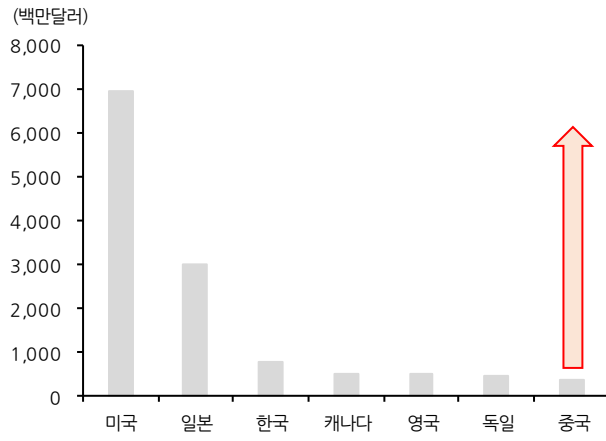
[그림83] 그룹별 2021 년 의류 매출 (고성장국 비중 57%)



자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

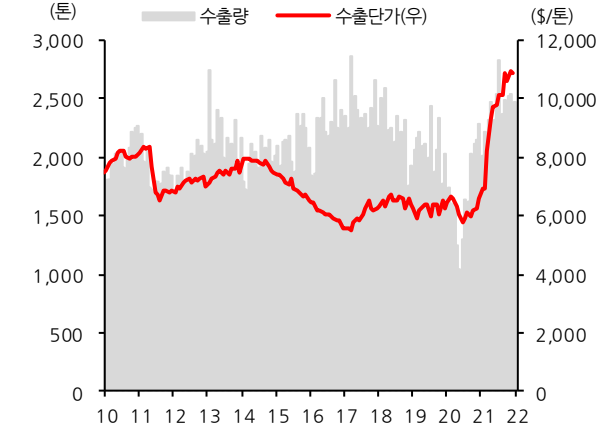
<스판덱스 시장/마진, 추가 성장 가능>

[그림84] 2020년 국가별 레깅스 시장 규모



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] Spandex 수출 추이

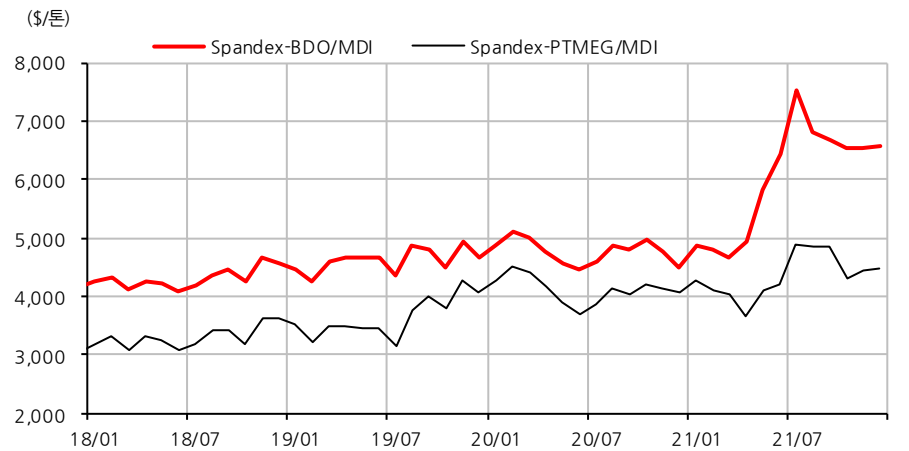


자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] Spandex 마진 추이 (3Q와 유사한 레벨)

효성화학은 BDO 구입, PTMEG 및 Spandex 생산.

Spandex-BDO/MDI(붉은색) 마진 참고



자료: 한화투자증권 리서치센터

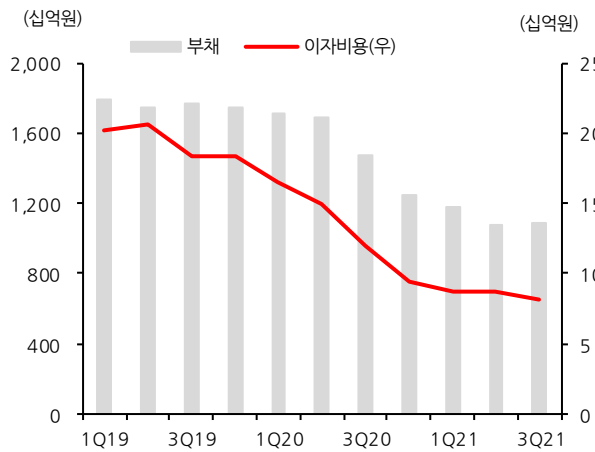
[표12] 효성티앤씨 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	1,618.2	2,142.0	2,388.2	2,136.8	2,293.3	2,212.9	2,152.2	2,182.4	8,285.2	8,840.9	8,857.3
QoQ(%)	10.4%	32.4%	11.5%	-10.5%	7.3%	-3.5%	-2.7%	1.4%			
YoY(%)	16.6%	112.9%	83.5%	45.7%	41.7%	3.3%	-9.9%	2.1%	60.5%	6.7%	0.2%
섬유	831.9	1,182.5	1,353.2	1,100.7	1,194.9	1,139.0	1,109.9	1,116.1	4,468.2	4,559.9	4,560.9
무역/기타	786.4	959.5	1,035.0	1,036.1	1,098.4	1,073.9	1,042.4	1,066.3	3,817.0	4,281.0	4,296.4
영업이익	246.8	387.1	433.9	410.3	354.3	312.4	289.3	289.4	1,478.1	1,245.4	1,306.4
영업이익률(%)	15.3%	18.1%	18.2%	19.2%	15.4%	14.1%	13.4%	13.3%	17.8%	14.1%	14.7%
QoQ(%)	89.7%	56.8%	12.1%	-5.4%	-13.7%	-11.8%	-7.4%	0.0%			
YoY(%)	214.4%	흑전	555.8%	215.4%	43.6%	-19.3%	-33.3%	-29.5%	454.5%	-15.7%	4.9%
섬유	226.9	366.0	411.8	393.2	335.3	293.7	271.0	270.8	1,397.8	1,170.8	1,227.5
영업이익률(%)	27.3%	30.9%	30.4%	35.7%	28.1%	25.8%	24.4%	24.3%	31.3%	25.7%	26.9%
무역/기타	19.9	21.1	22.1	17.2	19.0	18.7	18.3	18.6	80.3	74.5	78.8
영업이익률(%)	2.5%	2.2%	2.1%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.7%	2.1%	1.7%	1.8%
당기순이익	180.1	299.6	310.7	302.9	261.4	230.5	213.8	214.6	1,093.2	920.2	975.9
지배순이익	140.2	235.8	242.0	236.3	203.9	179.8	166.8	167.4	854.3	717.8	761.2
순이익률(%)	8.7%	11.0%	10.1%	11.1%	8.9%	8.1%	7.7%	7.7%	10.3%	8.1%	8.6%

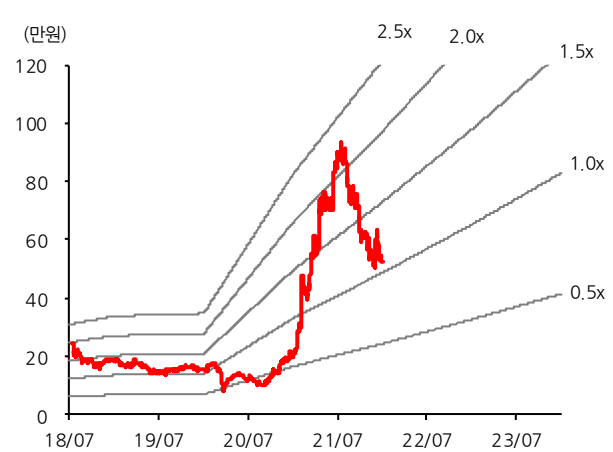
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 효성티앤씨 부채 및 이자비용 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 효성티앤씨 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	5,162	8,285	8,841	8,857	9,300
매출총이익	499	1,764	1,620	1,682	1,766
영업이익	267	1,478	1,245	1,306	1,372
EBITDA	478	1,677	1,450	1,517	1,593
순이자손익	-49	-29	-15	-2	5
외화관련손익	18	-17	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	224	1,465	1,222	1,296	1,369
당기순이익	168	1,093	920	976	1,031
지배주주순이익	137	854	718	761	804
증가율(%)					
매출액	-13.7	60.5	6.7	0.2	5.0
영업이익	-17.5	454.5	-15.7	4.9	5.0
EBITDA	-8.9	251.0	-13.5	4.6	5.0
순이익	37.9	549.7	-15.8	6.1	5.6
이익률(%)					
매출총이익률	9.7	21.3	18.3	19.0	19.0
영업이익률	5.2	17.8	14.1	14.7	14.7
EBITDA 이익률	9.3	20.2	16.4	17.1	17.1
세전이익률	4.3	17.7	13.8	14.6	14.7
순이익률	3.3	13.2	10.4	11.0	11.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	565	910	914	957	990
당기순이익	224	1,366	920	976	1,031
자산상각비	211	199	205	211	221
운전자본증감	152	-412	-15	-21	-42
매출채권 감소(증가)	69	-243	-23	-32	-57
재고자산 감소(증가)	156	-218	-13	-18	-32
매입채무 증가(감소)	-74	120	17	23	41
투자현금흐름	-58	-289	-149	-140	-146
유형자산처분(취득)	-51	-309	-130	-120	-126
무형자산 감소(증가)	-1	2	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	1	0	-2	-2	-2
재무현금흐름	-470	-323	-643	-478	-175
차입금의 증가(감소)	-456	-305	-600	-435	-132
자본의 증가(감소)	-17	-22	-43	-43	-43
배당금의 지급	17	22	43	43	43
총현금흐름	499	1,455	928	978	1,032
(-)운전자본증감(감소)	-168	266	15	21	42
(-)설비투자	54	310	130	120	126
(+)자산매각	1	2	-2	-2	-2
Free Cash Flow	614	881	782	835	861
(-)기타투자	23	127	15	16	16
잉여현금	592	754	767	819	845
NOPLAT	201	1,103	938	984	1,033
(+) Dep	211	199	205	211	221
(-)운전자본투자	-168	266	15	21	42
(-)Capex	54	310	130	120	126
OpFCF	526	726	998	1,053	1,086

주1: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,271	2,240	2,403	2,796	3,558
현금성자산	137	473	596	937	1,606
매출채권	710	1,082	1,105	1,137	1,194
재고자산	355	606	619	636	668
비유동자산	1,553	1,816	1,759	1,686	1,609
투자자산	274	372	388	403	420
유형자산	1,249	1,417	1,342	1,251	1,156
무형자산	31	27	29	31	34
자산총계	2,824	4,056	4,161	4,482	5,167
유동부채	1,682	1,914	1,538	1,169	1,087
매입채무	512	787	804	827	868
유동성이자부채	1,068	932	532	132	0
비유동부채	427	409	215	186	192
비유동이자부채	312	235	35	0	0
부채총계	2,109	2,323	1,753	1,355	1,280
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	404	404	404	404	404
이익잉여금	228	1,055	1,730	2,448	3,209
자본조정	-52	-52	-52	-52	-52
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	715	1,734	2,408	3,126	3,887

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	31,610	197,396	165,855	175,891	185,803
BPS	138,867	330,049	485,904	651,795	827,599
DPS	5,000	10,000	10,000	10,000	10,000
CFPS	115,322	336,283	214,511	226,022	238,427
ROA(%)	4.5	24.8	17.5	17.6	16.7
ROE(%)	25.1	84.2	40.7	30.9	25.1
ROIC(%)	9.5	51.3	39.8	42.8	45.9
Multiples(x, %)					
PER	6.7	2.7	3.2	3.0	2.8
PBR	1.5	1.6	1.1	0.8	0.6
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
PCR	1.8	1.6	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	4.5	1.8	1.5	1.0	0.4
배당수익률	2.4	1.8	1.9	1.9	1.9
안정성(%)					
부채비율	294.8	134.0	72.8	43.4	32.9
Net debt/Equity	173.8	40.1	-1.2	-25.7	-41.3
Net debt/EBITDA	260.2	41.4	-2.0	-53.0	-100.8
유동비율	75.6	117.1	156.2	239.1	327.2
이자보상배율(배)	5.0	44.8	59.8	161.7	2,308.3
자산구조(%)					
투하자본	82.4	73.8	70.3	62.9	52.4
현금+투자자산	17.6	26.2	29.7	37.1	47.6
자본구조(%)					
차입금	65.9	40.2	19.1	4.1	0.0
자기자본	34.1	59.8	80.9	95.9	100.0



호성 (004800)

4Q Preview: 호실적 지속

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(하향): 140,000원

현재 주가(1/5)	93,500원
상승여력	▲49.7%
시가총액	19,701억원
발행주식수	21,071천주
52 주 최고가 / 최저가	125,500 / 74,200원
90 일 일평균 거래대금	56.98억원
외국인 지분율	7.9%

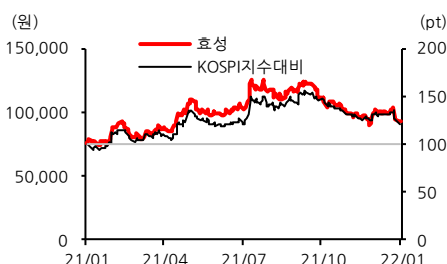
주주 구성	
조현준 (외 1인)	55.1%
국민연금공단 (외 1인)	10.4%
자사주 (외 1인)	5.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.5	-16.1	-9.7	22.4
상대수익률(KOSPI)	-6.0	-15.9	0.6	23.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	3,486	3,777	3,682	3,719
영업이익	686	585	625	631
EBITDA	790	690	732	740
지배주주순이익	477	383	413	419
EPS	22,636	18,181	19,614	19,907
순차입금	761	612	434	242
PER	4.4	5.1	4.8	4.7
PBR	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.6	3.7	3.3	3.0
배당수익률	7.0	7.5	7.5	7.5
ROE	19.7	14.1	13.9	12.9

주가 추이



4Q21 OP 1,920억원. 컨센 +23%

4Q21 영업이익은 1,920억원(QoQ +9%, YoY +148%)로 컨센서스를 +23% 상회할 전망이다. 호성티앤에스(ATM)는 해외 매출이 3Q => 4Q로 이연되며 실적이 크게 개선될 전망이다(QoQ +463억원).

지분별도 비수기에 선방할 전망이다(3Q 1,715억 => 4Q 1,448억원):

1) 호성티앤씨는 스파텍스 강세 지속에(QoQ -2%), 2) 호성첨단소재는 타이어코드 강세 지속에(QoQ -3%), 3) 호성화학은 11월 설비 트러블로 감익(QoQ -46%), 4) 호성중공업은 국내외 변압기 판매 호조에 증익이 전망된다(QoQ +105%)

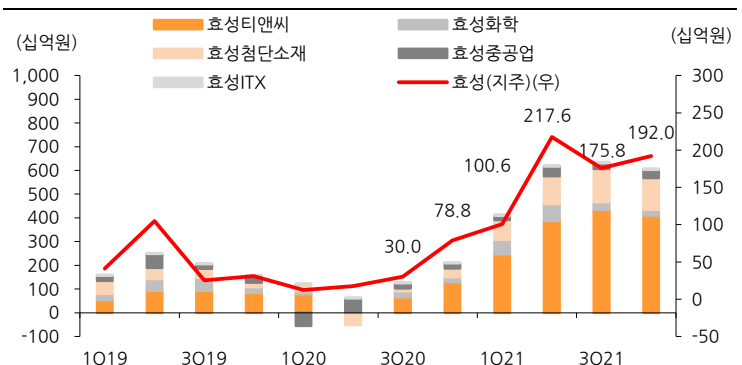
2022년 OP 5,847억원 및 NP 3,831억원 전망

2022년 영업이익 5,847억원(YoY -15%), 지배순이익 3,831억원(YoY -20%)을 전망한다. 1) 첨단소재의 아라미드/탄소섬유 개선, 2) 화학의 베트남 설비 가동, 3) 중공업은 국내외 신재생 수요 증가한다. 감익은 아쉽지만 2022년 기준 PER 5.1배, PBR 0.7배로 여전히 저평가다.

투자의견 BUY, 목표주가 14만원(하향, Upside 50%)

동사는 2017~19년 EPS 5,000원 수준에서 DPS 5,000원을 지급했고, 2020년 캐피탈 매각에 따른 중단손(-1,024억원) 및 코로나19로 인한 적자(EPS -2500원)에도 DPS 5,000원 유지하는 주주친화적 대당정책을 시행했다. 2021/22년 EPS 추정치는 2.3만/1.8만원으로, 배당 상향될 가능성이 높아보인다. 연말 목표주가는 Target PER/PBR 7.0배/1.0배, SOTP 및 (예상)DPS 7,000원에 시가배당률 5%를 역산한 14만원이다.

[그림89] 호성 및 계열사 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표13] (주)효성 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	686.9	946.8	861.3	991.3	847.6	1,019.4	895.0	1,014.9	3,486.3	3,777.0	3,682.4
QoQ(%)	-25.1%	37.8%	-9.0%	15.1%	-14.5%	20.3%	-12.2%	13.4%			
YoY(%)	9.0%	71.6%	25.9%	8.1%	23.4%	7.7%	3.9%	2.4%	25.3%	8.3%	-2.5%
▶효성(지분법 포함)	180.4	298.7	293.1	236.5	226.6	220.1	206.3	210.2	1,008.7	863.1	890.4
▷ 지분법(기타)	57.7	103.2	106.6	81.7	74.5	68.5	65.6	65.8	349.2	274.4	280.5
▷ 지분법(상장4사)	47.9	81.0	70.4	70.2	69.8	70.7	63.0	65.9	269.5	269.5	284.4
효성티앤씨	28.5	47.9	49.2	48.0	41.4	36.5	33.9	34.0	173.6	145.9	154.7
효성첨단소재	9.0	16.0	15.9	15.5	15.5	14.8	14.8	14.8	56.4	60.0	56.0
효성화학	8.5	9.4	2.8	1.5	8.1	8.8	8.8	8.9	22.2	34.6	43.3
효성중공업	1.9	7.7	2.5	5.2	4.8	10.6	5.5	8.1	17.3	29.0	30.4
▶ 효성티앤에스	155.5	256.8	200.4	301.8	259.2	277.9	239.8	314.9	914.5	1091.8	1200.9
▶ 기타(FMK 등)	332.5	437.7	407.1	528.1	436.8	596.4	524.0	564.9	1,705.4	2122.1	1891.1
▶ 연결조정	-5.4	-46.4	-39.3	-75.0	-75.0	-75.0	-75.0	-75.0	-166.1	-300.0	-300.0
영업이익	100.6	218.0	175.8	192.0	136.6	149.5	139.5	159.1	686.5	584.7	624.9
영업이익률(%)	14.7%	23.0%	20.4%	19.4%	16.1%	14.7%	15.6%	15.7%	19.7%	15.5%	17.0%
QoQ(%)	29.9%	116.6%	-19.4%	9.2%	-28.9%	9.5%	-6.7%	14.1%			
YoY(%)	1788.0%	2315.6%	274.2%	147.9%	35.7%	-31.4%	-20.7%	-17.1%	394.6%	-14.8%	6.9%
▶효성(지분법 포함)	71.3	152.1	132.8	121.9	114.3	109.3	98.7	101.7	478.1	423.9	444.9
▷ 지분법(기타)	57.7	103.2	106.6	81.7	74.5	68.5	65.6	65.8	349.2	274.4	280.5
▷ 지분법(상장4사)	47.9	81.0	70.4	70.2	69.8	70.7	63.0	65.9	269.5	269.5	284.4
▶ 효성티앤에스	3.6	27.8	-7.1	39.2	23.3	27.8	26.4	34.6	63.5	112.1	123.3
▶ 기타(FMK 등)	3.5	13.8	24.9	18.8	5.5	11.2	14.6	18.6	61.0	49.9	49.8
▶ 연결조정	21.8	24.4	25.4	12.0	-6.6	1.2	-0.1	4.2	83.6	-1.3	6.9
당기순이익	91.7	187.4	171.5	144.8	116.7	126.5	119.5	116.1	595.4	478.9	516.6
▷ 지분법(기타)	57.7	103.2	106.6	81.7	74.5	68.5	65.6	65.8	349.2	274.4	280.5
▷ 지분법(상장4사)	47.9	81.0	70.4	70.2	69.8	70.7	63.0	65.9	269.5	269.5	284.4
지배순이익	71.7	146.4	143.1	115.8	93.4	101.2	95.6	92.9	477.0	383.1	413.3
순이익률(%)	10.4%	15.5%	16.6%	11.7%	11.0%	9.9%	10.7%	9.1%	13.7%	10.1%	11.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

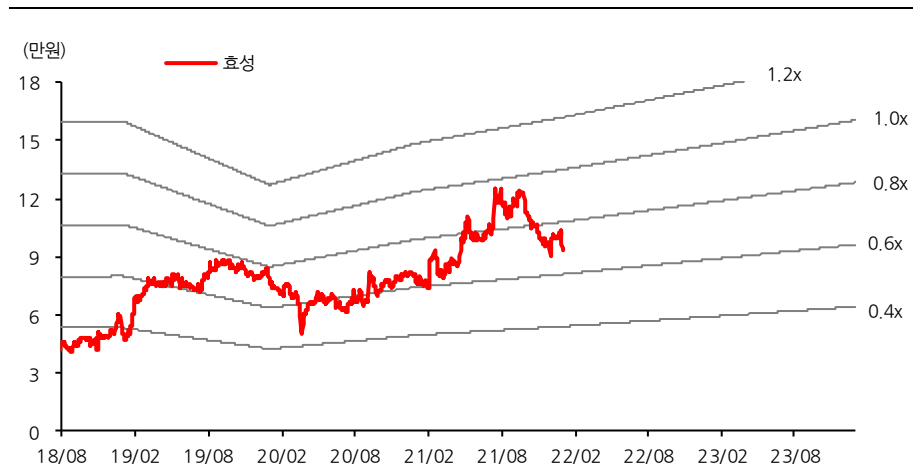
[표14] (주)효성 SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율	장부가	12M EBITDA	평가액	비고
(+)투자자산가치 1				1,528.0	지분법(상장 자회사) 기여: 2,883억원(2020~21년E)
효성티앤씨	20.3%	57.2		485.4	2022년 1월 5일 증가 적용
효성화학	20.2%	39.5		229.4	
효성첨단소재	21.2%	44.4		552.8	
효성중공업	32.5%	30.7		175.6	
효성ITX	37.6%	7.0		84.8	
(+)투자자산가치 2				1,528.0	지분법(상장 자회사) 기여: 3,641억원(2020~21년E)
지분법(기타)					투자자산가치 1과 동일 (유사한 매출/영업/순이익 인식) 스판덱스, 타이어코드 공장 등
(+)영업가치				1,332.8	EV/EBITDA 7배 적용. (KRX 고배당 50 평균 10.1배)
FMK, 굿스프링스 등			117.8	824.6	CI 관리, ATM, 캐피탈, 펌프, 수입차 딜러, 해외 연결 자회사 등 비지배지분(46%)만큼 영업가치 차감
티엔에스	54.0%	75.2	134.4	508.2	
(+)부동산가치				1,240.0	
수서오피스 빌딩		16.0		240.0	수서역 연결 16층 빌딩(1.56만평) 1H17 감평 2,311억원
안양 공장 부지		470.0		1,000.0	7.5만평(18년 공시지가 4,979억원). 공장/연구소 운영 평당: 공시지가 651만원 vs 주변 아파트 913~1,914만원 * 1조원 가정, 장부가 대비 +5,300억원
(-)순차입금				56.1	적용 순차입금 = 효성(별도)+티엔에스+FMK+굿스프링스
총 기업가치				5,572.7	투자자산가치+영업가치+매각차익순차입금
주식수(천주)				19,909	자사주 제외한 발행주식수 기준
주당 NAV(원)				280,000	할인 적용 전 (주)효성 목표주가
목표주가(SOTP)				140,000	지주사 할인 50% 적용 (높은 배당성향 고려)
목표주가 (1)				127,000	2022년 Target PER 7.0배
목표주가 (2)				135,000	2022년 Target PBR 1.0배
현재주가(원)				93,500	2022년 1월 5일 증가 적용
상승여력				50%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 효성 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	2,783	3,486	3,777	3,682	3,719
매출총이익	416	991	934	966	975
영업이익	139	686	585	625	631
EBITDA	242	790	690	732	740
순이자손익	-27	-17	-22	-19	-17
외화관련손익	-21	8	0	0	0
지분법손익	4	0	-4	-4	-4
세전계속사업손익	110	660	541	584	592
당기순이익	1	595	479	517	524
지배주주순이익	-53	477	383	413	419
증가율(%)					
매출액	-12.4	25.3	8.3	-2.5	1.0
영업이익	-31.3	394.6	-14.8	6.9	1.0
EBITDA	-19.6	226.8	-12.6	6.1	1.0
순이익	-99.2	48,695.2	-19.6	7.9	1.5
이익률(%)					
매출총이익률	15.0	28.4	24.7	26.2	26.2
영업이익률	5.0	19.7	15.5	17.0	17.0
EBITDA 이익률	8.7	22.6	18.3	19.9	19.9
세전이익률	3.9	18.9	14.3	15.9	15.9
순이익률	0.0	17.1	12.7	14.0	14.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	278	-13	489	525	543
당기순이익	96	598	479	517	524
자산상각비	103	103	105	107	108
운전자본증감	8	-250	-16	-13	-3
매출채권 감소(증가)	-132	-165	-17	-15	-7
재고자산 감소(증가)	74	-294	-16	-15	-7
매입채무 증가(감소)	-2	138	11	10	5
투자현금흐름	-229	-105	-203	-209	-214
유형자산처분(취득)	-53	-86	-90	-92	-93
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-8	-8	-8
투자자산 감소(증가)	-427	93	-10	-10	-11
재무현금흐름	-12	34	-267	-267	-267
차입금의 증가(감소)	608	171	-120	-120	-120
자본의 증가(감소)	-130	-100	-147	-147	-147
배당금의 지급	-130	-100	-147	-147	-147
총현금흐름	247	255	505	538	546
(-)운전자본증감(감소)	-13	388	16	13	3
(-)설비투자	61	89	90	92	93
(+)자산매각	6	0	-8	-8	-8
Free Cash Flow	206	-222	391	424	441
(-)기타투자	-248	-30	95	98	102
잉여현금	454	-192	296	326	339
NOPLAT	121	622	517	553	559
(+) Dep	103	103	105	107	108
(-)운전자본투자	-13	388	16	13	3
(-)Capex	61	89	90	92	93
OpFCF	176	248	516	555	571

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,627	1,880	1,945	2,038	2,128
현금성자산	561	390	418	477	548
매출채권	490	696	712	727	734
재고자산	463	692	708	723	730
비유동자산	2,803	3,269	3,354	3,442	3,533
투자자산	1,799	2,246	2,338	2,433	2,531
유형자산	931	955	950	945	940
무형자산	73	68	66	64	62
자산총계	4,430	5,149	5,299	5,479	5,662
유동부채	1,090	1,493	1,395	1,295	1,191
매입채무	317	458	469	479	484
유동성이자부채	411	779	659	539	419
비유동부채	825	702	715	729	743
비유동이자부채	534	372	372	372	372
부채총계	1,915	2,195	2,110	2,024	1,934
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	951	951	951	951	951
이익잉여금	6,181	6,556	6,791	7,057	7,329
자본조정	-5,004	-5,004	-5,004	-5,004	-5,004
자기주식	-42	-42	-42	-42	-42
자본총계	2,514	2,954	3,189	3,455	3,727

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-2,504	22,636	18,181	19,614	19,907
BPS	105,988	123,794	134,975	147,589	160,496
DPS	5,000	7,000	7,000	7,000	7,000
CFPS	11,737	12,103	23,964	25,523	25,893
ROA(%)	-1.0	10.0	7.3	7.7	7.5
ROE(%)	-2.3	19.7	14.1	13.9	12.9
ROIC(%)	4.6	37.2	28.0	29.8	30.0
Multiples(x, %)					
PER	-30.5	4.4	5.1	4.8	4.7
PBR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	6.5	8.3	3.9	3.7	3.6
EV/EBITDA	8.3	3.6	3.7	3.3	3.0
배당수익률	6.5	7.0	7.5	7.5	7.5
안정성(%)					
부채비율	76.2	74.3	66.1	58.6	51.9
Net debt/Equity	15.3	25.8	19.2	12.6	6.5
Net debt/EBITDA	159.1	96.3	88.7	59.2	32.7
유동비율	149.2	125.9	139.5	157.3	178.6
이자보상배율(배)	4.6	29.6	25.0	30.1	34.7
자산구조(%)					
투하자본	38.9	41.2	40.2	39.0	37.7
현금+투자자산	61.1	58.8	59.8	61.0	62.3
자본구조(%)					
차입금	27.3	28.0	24.4	20.9	17.5
자기자본	72.7	72.0	75.6	79.1	82.5



한화솔루션 (009830)

Top Pick 기호 1번: 1) 폴리 하락, 2) 석탄 부족, 3) 미국 세제 혜택

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(유지): 61,000원

현재 주가(1/7)	36,600원
상승여력	▲66.7%
시가총액	70,008억원
발행주식수	191,278천주
52 주 최고가 / 최저가	57,200 / 33,000원
90 일 일평균 거래대금	410.38억원
외국인 지분율	18.1%

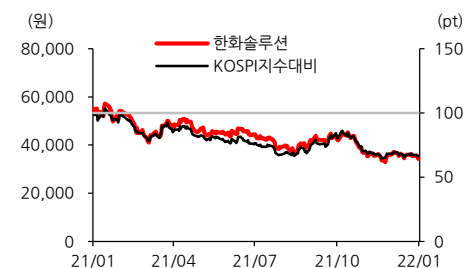
주주 구성	
한화 (외 4 인)	36.5%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
BlackRockFundAdvisors (외)	5.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.2	-13.4	-17.8	-31.8
상대수익률(KOSPI)	2.5	-13.2	-7.7	-29.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	10,556	15,416	16,950	17,798
영업이익	848	1,102	1,420	1,491
EBITDA	1,493	1,766	2,104	2,209
지배주주순이익	956	804	1,075	1,151
EPS	4,998	4,203	5,617	6,017
순차입금	4,304	4,475	4,012	3,326
PER	7.1	8.7	6.5	6.1
PBR	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.5	6.5	5.3	4.7
배당수익률	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	13.5	9.4	11.3	10.9

주가 추이



Top Pick 기호 1번

2022년 정유/화학 대형주 Top Pick으로 “한화솔루션”을 고민중인데, 이유는: 1) 현재 시가총액 5조 이상 종목군(6개)에서, 증익이 예상되는 종목(2개) 중 가장 높은 영업이익 성장(+30%)이 예상되기 때문이다. 2) 실적 개선이 Valuation 높은 태양광 이익 개선이라는 점도 주가에 긍정적이다. 3) 바이든의 주 공약이었던 SEMA(신재생 법안) 통과 시 향후 10년간 1조~4조원 이상의 보조금/증설 혜택도 기대 된다.

2022년 태양광: 폴리 하락 + 발전 매출 (YoY +4,033억원)

1) ‘21년 태양광 적자의 주요인은: 폴리실리콘 부족에 따른 원가 상승 및 수요 감소인데, 폴리실리콘은 10월말(36\$) => 1월초(30\$)로 조정 중이다. 중국 정부의 메탈실리콘(26%) 가동중단(9월~12월, 전력난)이 종료되었으며, 폴리실리콘 증설도 4Q21에 시작되어 2022년 생산량이 67만톤(YoY +20%)으로 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

2) 2020년부터 시작된 태양광 발전사업 수주는 15GW에 달하는데, 매출로 인식된 부분은 0.5GW 뿐이다. 발전 수주 => 매출 인식이 통상 1~3년 걸린다는 점을 감안, 2022년부터는 2~6GW(2~5조원)의 안정적인 태양광 매출(OPM 5~20%) 증가가 기대된다.

2022년 케미칼: 감익폭 제한적 (YoY -1,993억원)

가성소다: 국내 판가는 11월(염료 업체 등) 인상된 것으로 파악되는데, 통상 1년씩 판가가 유지되기 때문에 2022년 YoY 증익 가능성이 높다.

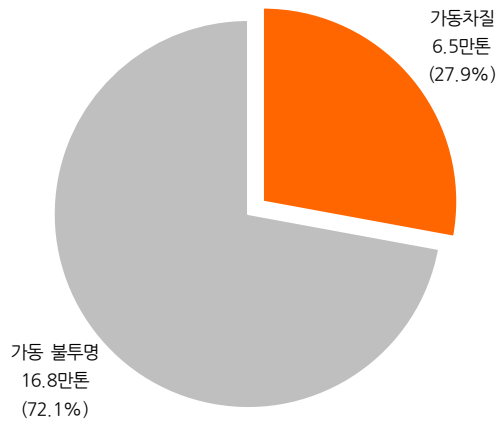
PVC: 탈-석탄 움직임이 지속되는 가운데, 인니(중국 수입 1위)의 1월 석탄 수출금지로 중국의 (석탄)PVC 업체들의 가동차질이 예상된다.

여타 화학 제품 대비 가성비소다(+2%)/PVC(4%)는 증설도 제한적이다.

미국 세제 혜택: 1~4조원 수혜 가능

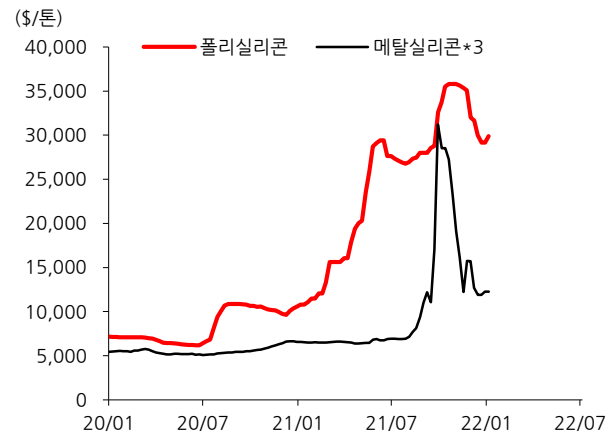
일부 반대로 지연되고 있지만, 바이든의 SEMA 법안 통과도 기대된다. 미국의 2022년 태양광 모듈 Capa(7.5GW)는 설치 목표(30GW) 대비 크게 부족하기에, 미국산 폴리/웨이퍼/셀/모듈 생산을 장려하고자 세제 혜택을 제공할 계획이다. 통과 시 한화솔루션은, ‘30년까지 누적 1조원 이상의 세제혜택이 예상된다. M/S 23% 유지 및 일부 수직 계열화를 위한 증설 가정, 최대 3~4조원의 보조금을 기대해 볼 수도 있겠다.

[그림91] 중국 메탈실리콘 (원난성 가동 중단: 9~12 월, 종료)



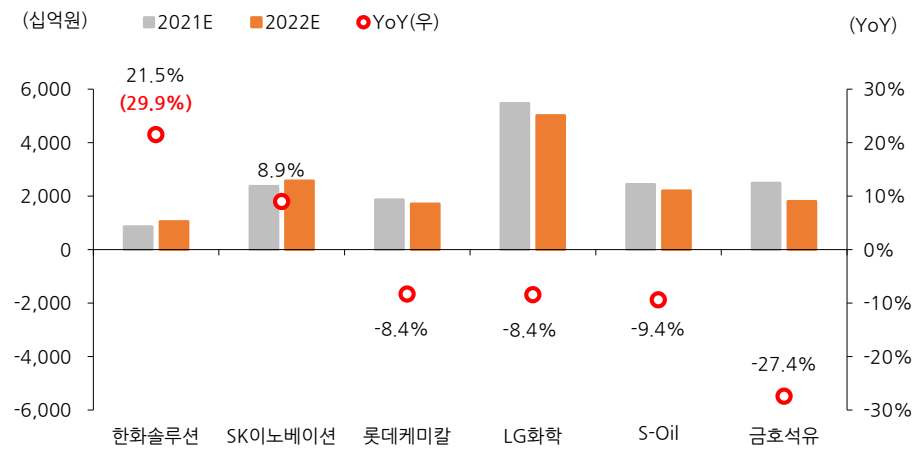
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 메탈/폴리실리콘 가격추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 정유/화학 주요 종목 영업이익 컨센서스 (시가총액 5 조 이상)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표15] 미국 SEMA 통과 시, 한화솔루션 세금감면액: 1.25 조원~4.1 조원

*1.7GW 는 현재 한화솔루션의 미국 모듈 Capa

*6.9GW 는 2030 년까지 미국 Capa 30GW(50% 자급자족)로 확대 시, 한화솔루션 M/S 23% 유지할 경우의 Capa

*미국 REC 지분 (폴리실리콘 1GW) 포함

제품별 세금혜택 규모				세금혜택 규모(십억원)		
	제품	기준 단위	원/kW	1.0GW (기준)	1.7GW (현재)	6.9GW (증설 시)
	폴리실리콘	3\$/kg	12,629.7	12.6	21.5	87.1
	웨이퍼	12\$/m ²	4,099.9	4.1	7.0	28.3
	셀	0.04\$/W	48,113.2	48.1	81.8	332.0
	모듈	0.07\$/W	84,198.1	84.2	143.1	581.0
	수직계열화시		149,040.9	149.0	253.4	1,028.4
누적 세금감면액 (모듈 기준)	2022(100%)			84.2	143.1	581.0
	2023(100%)			168.4	286.3	1,161.9
	2024(100%)			252.6	429.4	1,742.9
	2025(100%)			336.8	572.5	2,323.9
	2026(100%)			421.0	715.7	2,904.8
	2027(100%)			505.2	858.8	3,485.8
	2028(100%)			589.4	1,002.0	4,066.8
	2029(70%)			648.3	1,102.2	4,473.4
	2030(35%)			677.8	1,152.3	4,676.8
누적 세금감면액 (수직계열화)	2022(100%)			149.0	253.4	1,028.4
	2023(100%)			298.1	506.7	2,056.8
	2024(100%)			447.1	760.1	3,085.1
	2025(100%)			596.2	1,013.5	4,113.5
	2026(100%)			745.2	1,266.8	5,141.9
	2027(100%)			894.2	1,520.2	6,170.3
	2028(100%)			1,043.3	1,773.6	7,198.7
	2029(70%)			1,147.6	1,950.9	7,918.5
	2030(35%)			1,199.8	2,039.6	8,278.5

자료: 한화투자증권 리서치센터

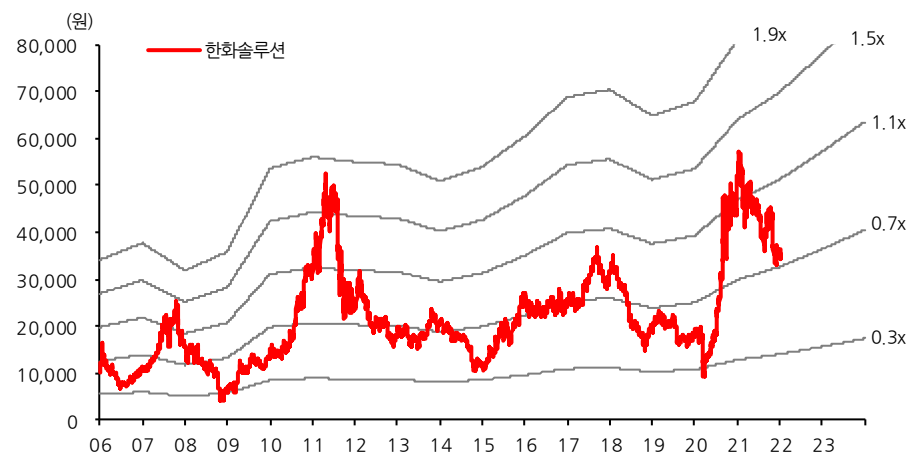
[표16] 한화솔루션 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E	2023E
매출액	2,404.3	2,777.5	2,580.3	2,793.8	3,815.6	3,800.8	3,940.8	3,859.2	10,555.9	15,416.4	16,950.4
QoQ(%)	-6.1%	15.5%	-7.1%	8.3%	36.6%	-0.4%	3.7%	-2.1%			
YoY(%)	6.9%	42.0%	6.3%	9.1%	58.7%	36.8%	52.7%	38.1%	14.8%	46.0%	10.0%
케미칼	1,248.4	1,333.1	1,311.0	1,219.0	1,259.8	1,285.6	1,286.3	1,153.9	5,111.5	4,985.5	4,910.9
태양광	744.7	1,006.5	827.3	1,104.4	2,106.3	2,111.1	2,187.1	2,229.4	3,682.9	8,633.8	10,083.2
첨단소재	225.5	224.3	226.5	220.3	209.6	164.1	227.5	225.9	896.6	827.1	986.3
리테일	121.3	126.6	120.5	150.0	140.0	140.0	140.0	150.0	518.4	570.0	570.0
기타	64.4	87.0	95.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	346.4	400.0	400.0
영업이익	254.6	221.1	178.4	194.4	246.5	241.1	326.8	287.6	848.5	1,102.0	1,419.7
영업이익률(%)	10.6%	8.0%	6.9%	7.0%	6.5%	6.3%	8.3%	7.5%	8.0%	7.1%	8.4%
QoQ(%)	289.3%	-13.1%	-19.3%	8.9%	26.8%	-2.2%	35.6%	-12.0%			
YoY(%)	52.3%	72.1%	-23.5%	197.2%	-3.2%	9.0%	83.2%	48.0%	42.8%	29.9%	28.8%
케미칼	254.8	293.0	266.8	267.7	257.2	224.8	234.9	166.2	1,082.3	883.0	831.0
영업이익률(%)	20.4%	22.0%	20.4%	22.0%	20.4%	17.5%	18.3%	14.4%	21.2%	17.7%	16.9%
태양광	-14.9	-64.6	-95.7	-88.4	-39.3	2.8	73.7	102.5	-263.6	139.7	504.3
영업이익률(%)	-2.0%	-6.4%	-11.6%	-8.0%	-1.9%	0.1%	3.4%	4.6%	-7.2%	1.6%	5.0%
첨단소재	7.2	2.2	2.3	-2.0	10.6	5.3	5.4	0.9	9.7	22.2	23.3
영업이익률(%)	3.2%	1.0%	1.0%	-0.9%	5.0%	3.2%	2.4%	0.4%	1.1%	2.7%	2.4%
리테일	12.1	2.2	6.8	12.0	13.1	3.2	7.8	13.0	33.1	37.1	41.1
영업이익률(%)	18.8%	2.5%	7.2%	12.0%	13.1%	3.2%	7.8%	13.0%	6.4%	6.5%	7.2%
기타	-4.6	-11.7	-1.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	-13.1	20.0	20.0
지분법손익	105.1	90.7	72.5	50.0	85.1	85.1	80.1	84.9	318.3	335.1	369.3
YNCC	60.5	70.3	26.6	20.0	43.4	50.5	49.4	46.4	177.4	189.7	199.6
종합화학/토탈	49.6	25.4	45.9	35.0	36.7	29.6	25.7	38.5	155.9	130.4	139.7
당기순이익	385.2	222.8	193.4	153.1	178.9	173.6	240.7	210.9	954.5	804.2	1,074.7
지배순이익	386.4	223.0	193.8	153.1	178.9	173.6	240.7	210.9	956.3	804.2	1,074.7
순이익률(%)	16.1%	8.0%	7.5%	5.5%	4.7%	4.6%	6.1%	5.5%	9.1%	5.2%	6.3%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 한화솔루션 12M 선행 PBR 밴드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	9,195	10,556	15,416	16,950	17,798
매출총이익	1,926	2,289	3,352	3,894	4,089
영업이익	594	848	1,102	1,420	1,491
EBITDA	1,190	1,493	1,766	2,104	2,209
순이자손익	-180	-140	-171	-138	-119
외화관련손익	32	-71	0	0	0
지분법손익	139	350	180	176	184
세전계속사업손익	452	1,272	1,031	1,378	1,476
당기순이익	302	955	804	1,075	1,151
지배주주순이익	309	956	804	1,075	1,151
증가율(%)					
매출액	-2.8	14.8	46.0	10.0	5.0
영업이익	29.4	42.8	29.9	28.8	5.0
EBITDA	16.6	25.5	18.3	19.1	5.0
순이익	흑전	216.4	-15.7	33.6	7.1
이익률(%)					
매출총이익률	20.9	21.7	21.7	23.0	23.0
영업이익률	6.5	8.0	7.1	8.4	8.4
EBITDA 이익률	12.9	14.1	11.5	12.4	12.4
세전이익률	4.9	12.0	6.7	8.1	8.3
순이익률	3.3	9.0	5.2	6.3	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	1,070	600	685	1,330	1,593
당기순이익	398	955	804	1,075	1,151
자산상각비	595	645	664	684	718
운전자본증감	-129	-155	-642	-292	-134
매출채권 감소(증가)	111	-258	-738	-334	-150
재고자산 감소(증가)	-26	-610	-776	-351	-158
매입채무 증가(감소)	12	33	875	396	178
투자현금흐름	-43	-1,165	-827	-839	-879
유형자산처분(취득)	-865	-766	-800	-800	-840
무형자산 감소(증가)	8	-3	-10	-10	-11
투자자산 감소(증가)	16	-20	-10	-10	-11
재무현금흐름	-887	711	-539	-539	-839
차입금의 증가(감소)	-643	-616	-500	-500	-800
자본의 증가(감소)	-33	1,327	-39	-39	-39
배당금의 지급	33	0	39	39	39
총현금흐름	1,271	756	1,327	1,623	1,726
(-)운전자본증가(감소)	-9	398	642	292	134
(-)설비투자	884	792	800	800	840
(+)자산매각	27	22	-10	-10	-11
Free Cash Flow	422	-411	-125	520	742
(-)기타투자	-661	133	7	19	18
잉여현금	1,083	-545	-132	502	724
NOPLAT	447	637	860	1,107	1,163
(+) Dep	595	645	664	684	718
(-)운전자본투자	-9	398	642	292	134
(-)Capex	884	792	800	800	840
OpFCF	167	92	82	699	907

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,954	5,907	6,764	7,427	7,636
현금성자산	1,389	1,593	922	885	771
매출채권	1,474	1,934	2,672	3,006	3,156
재고자산	1,432	2,034	2,810	3,161	3,319
비유동자산	10,179	11,727	12,060	12,380	12,714
투자자산	3,349	4,602	4,788	4,983	5,185
유형자산	6,416	6,565	6,732	6,880	7,035
무형자산	414	561	540	517	494
자산총계	15,133	17,635	18,824	19,807	20,351
유동부채	5,250	5,025	5,910	6,318	5,707
매입채무	1,823	2,295	3,170	3,566	3,745
유동성이자부채	3,046	2,468	2,468	2,468	1,668
비유동부채	3,912	4,364	3,902	3,442	3,483
비유동이자부채	3,072	3,429	2,929	2,429	2,429
부채총계	9,162	9,389	9,813	9,759	9,190
자본금	821	978	978	978	978
자본잉여금	798	1,983	1,983	1,983	1,983
이익잉여금	4,430	5,336	6,102	7,138	8,250
자본조정	-120	-95	-95	-95	-95
자기주식	0	-14	-14	-14	-14
자본총계	5,968	8,246	9,011	10,048	11,160

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,874	4,998	4,203	5,617	6,017
BPS	35,701	42,630	46,609	51,995	57,778
DPS	0	200	200	200	200
CFPS	7,651	3,927	6,896	8,435	8,973
ROA(%)	2.0	5.8	4.4	5.6	5.7
ROE(%)	5.3	13.5	9.4	11.3	10.9
ROIC(%)	5.6	7.5	9.2	11.1	11.3
Multiples(x, %)					
PER	24.8	7.1	8.7	6.5	6.1
PBR	1.3	0.8	0.8	0.7	0.6
PSR	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
PCR	6.1	9.1	5.3	4.3	4.1
EV/EBITDA	10.5	7.5	6.5	5.3	4.7
배당수익률	n/a	0.6	0.5	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	153.5	113.9	108.9	97.1	82.3
Net debt/Equity	79.2	52.2	49.7	39.9	29.8
Net debt/EBITDA	397.5	288.2	253.3	190.7	150.6
유동비율	94.4	117.6	114.4	117.6	133.8
이자보상배율(배)	2.9	5.1	5.2	8.0	9.2
자산구조(%)					
투자자본	62.7	59.2	63.1	63.4	63.7
현금+투자자산	37.3	40.8	36.9	36.6	36.3
자본구조(%)					
차입금	50.6	41.7	37.5	32.8	26.9
자기자본	49.4	58.3	62.5	67.2	73.1



석유화학/정유 Monthly

IV. Chart Book

원유

정유

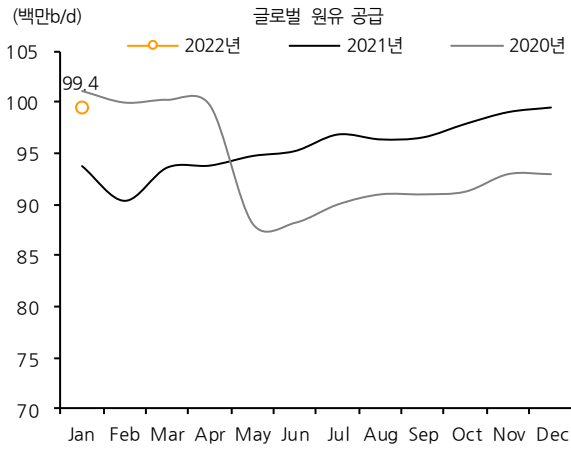
석유화학

LPG 유통

수요

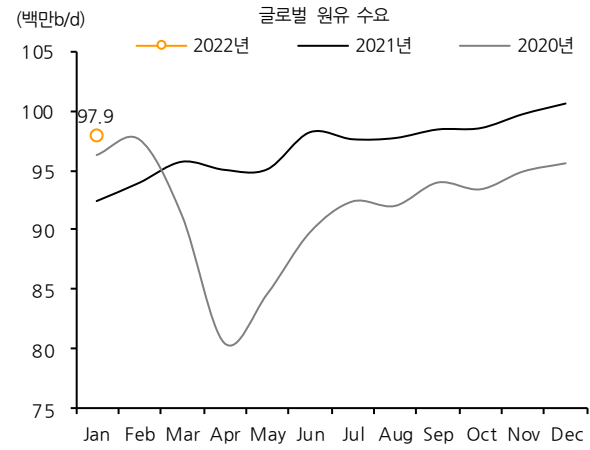
Chart Book: 원유

[그림95] 원유 공급 (글로벌)



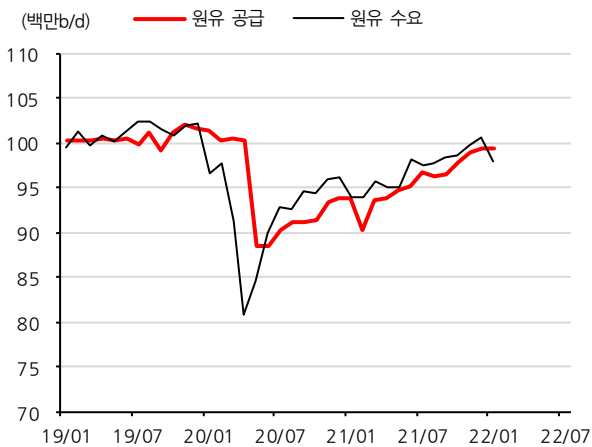
자료: DOE, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] 원유 수요 (글로벌)



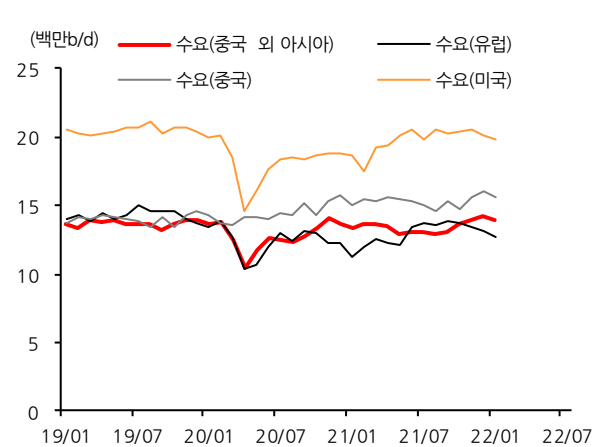
자료: DOE, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 원유 공급/수요



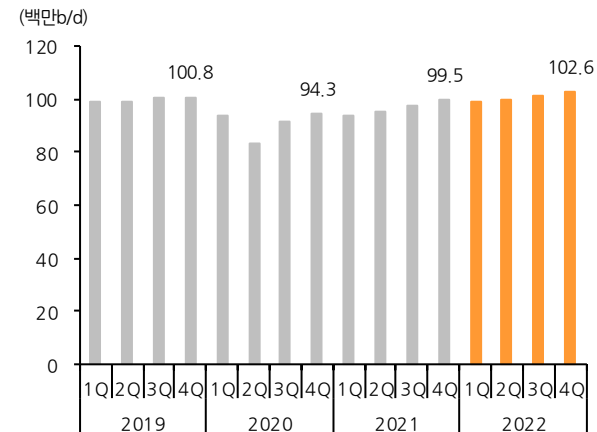
자료: DOE, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 원유 수요 (지역별)



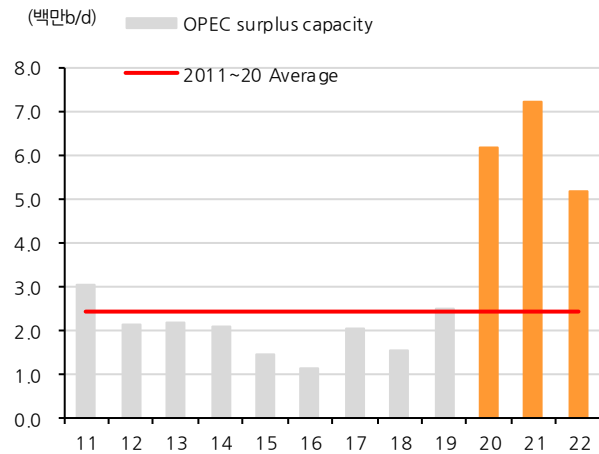
자료: DOE, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 원유 수요 전망치



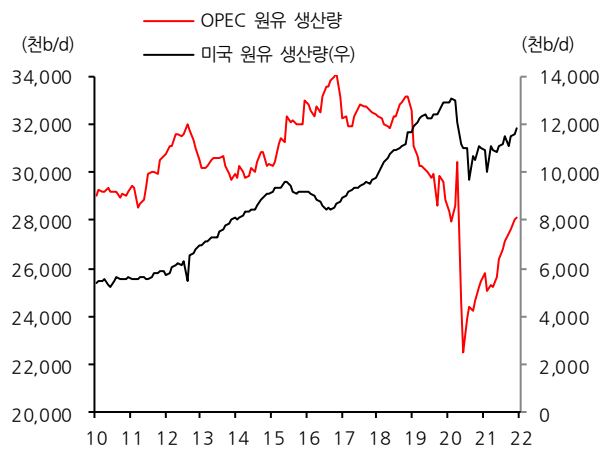
자료: OPEC, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] 원유 잉여 Capacity (OPEC)



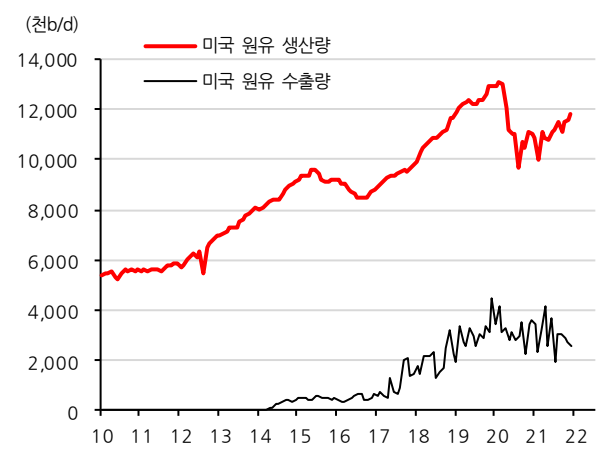
자료: OPEC, 한화투자증권 리서치센터

[그림101] OPEC / US 원유 생산량



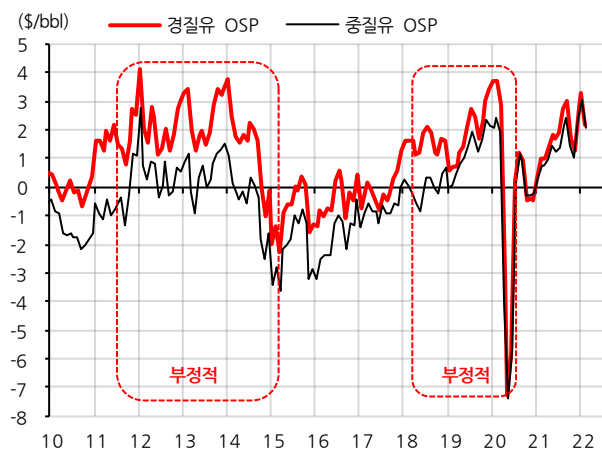
자료: OPEC, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 미국 원유 생산/수출량



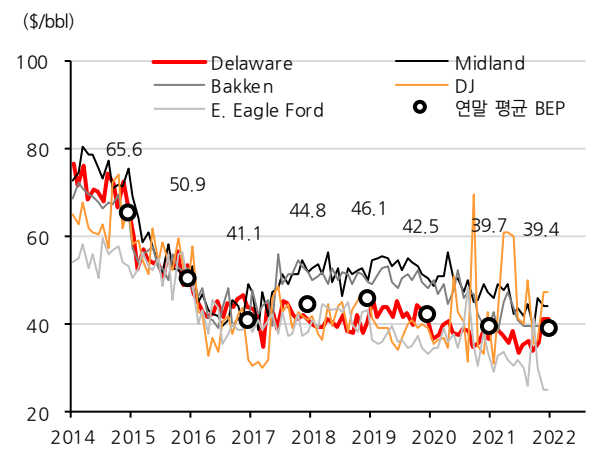
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림103] OSP 추이



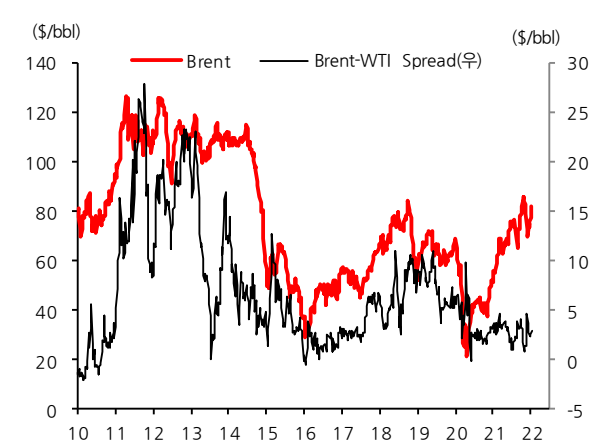
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 미국 Shale BEP



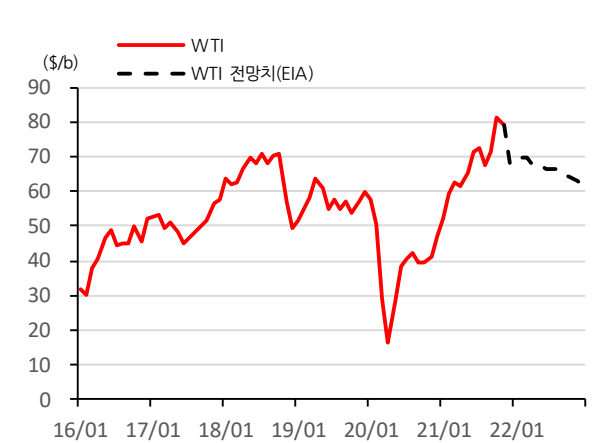
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림105] Brent 유가 vs. WTI



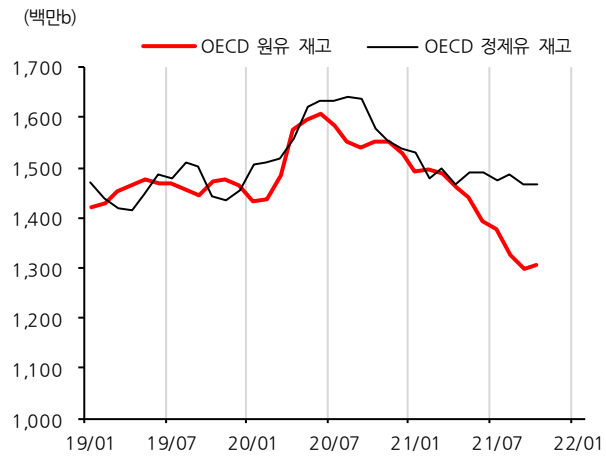
자료: 한화투자증권 리서치센터, Bloomberg

[그림106] EIA 유가 전망



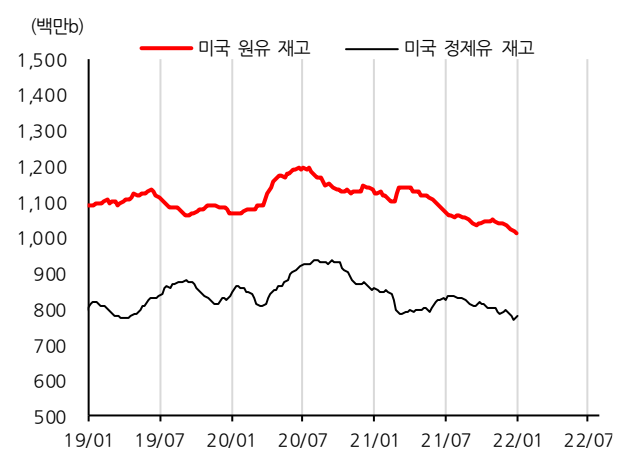
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림107] 글로벌 원유/정제유 재고



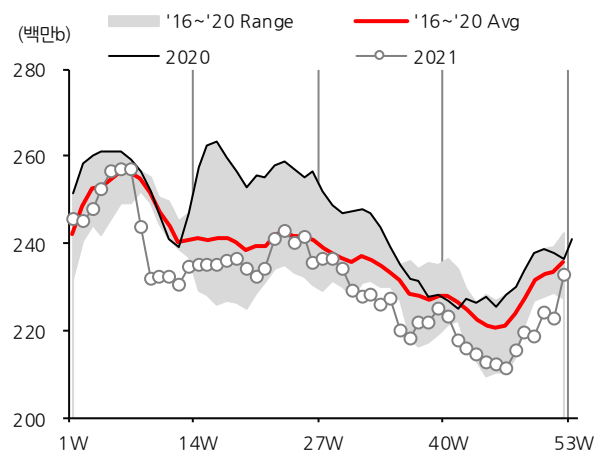
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 미국 원유/정제유 재고



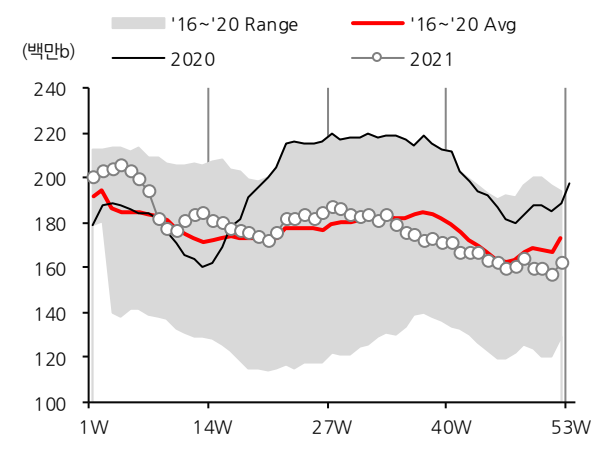
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림109] 미국 휘발유 재고



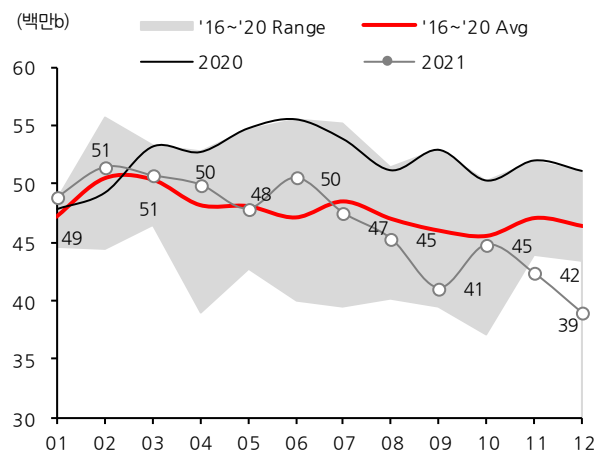
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림110] 미국 경유/항공유 재고



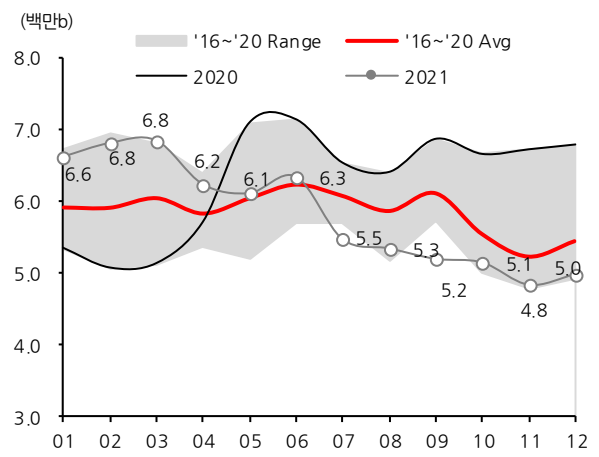
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 싱가포르 정제유 재고



자료: 한화투자증권 리서치센터

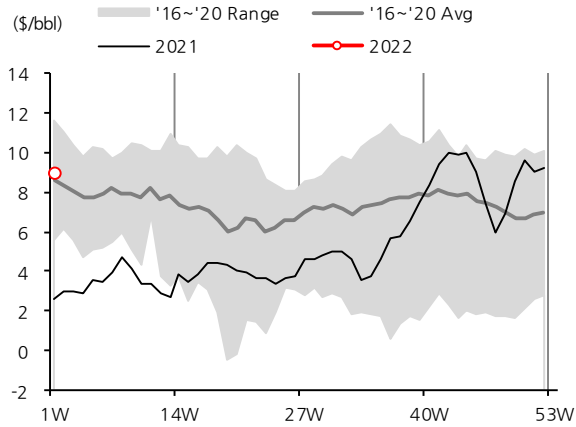
[그림112] 유럽 정제유 재고



자료: 한화투자증권 리서치센터

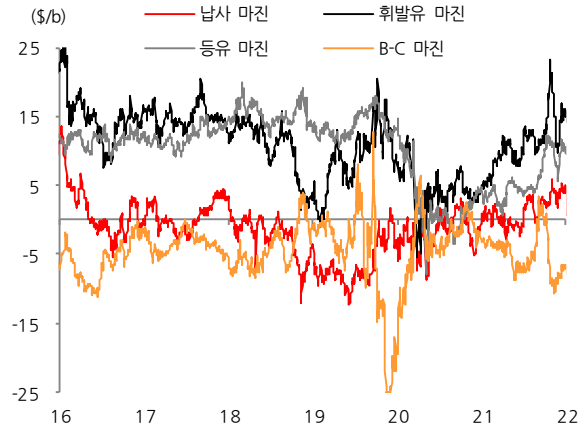
Chart Book: 정유

[그림113] 싱가포르 복합 정제마진



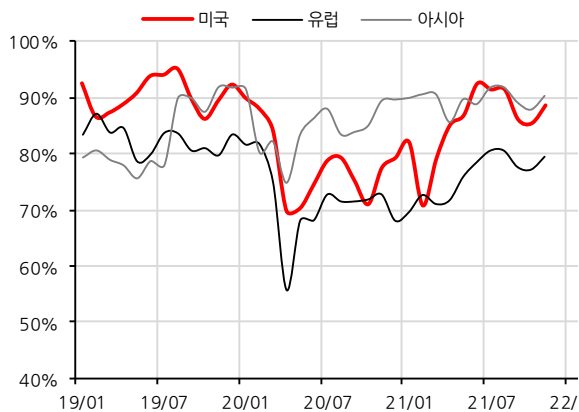
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림114] 정유 제품별 마진



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림115] 정유사 가동률(지역별)



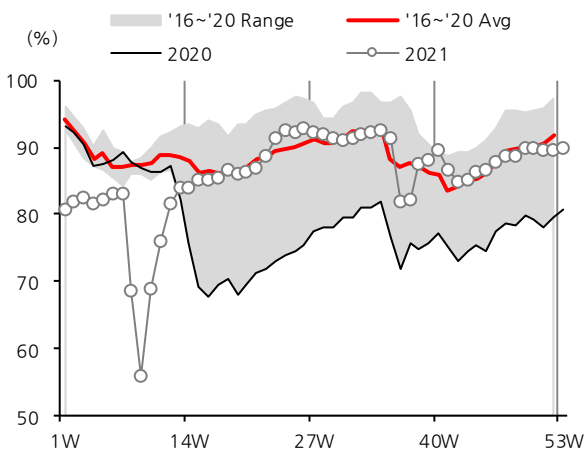
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림116] 정유사 가동률(미국/중국)



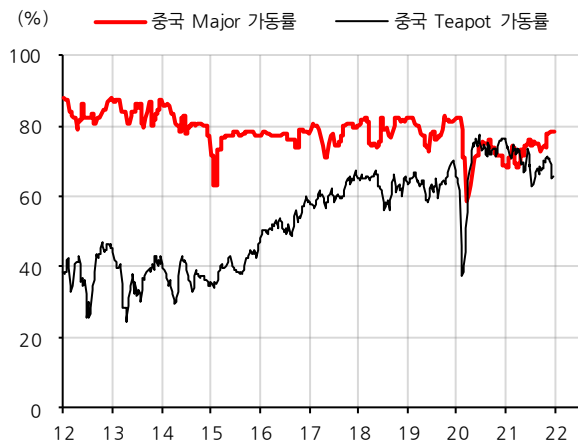
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림117] 미국 정유사 가동률



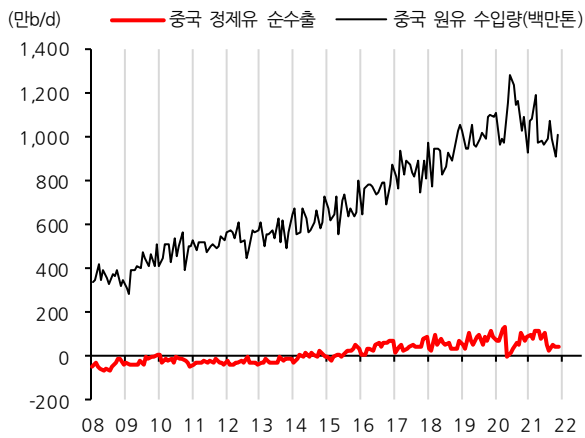
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림118] 중국 정유사 가동률(메이저/티팟)



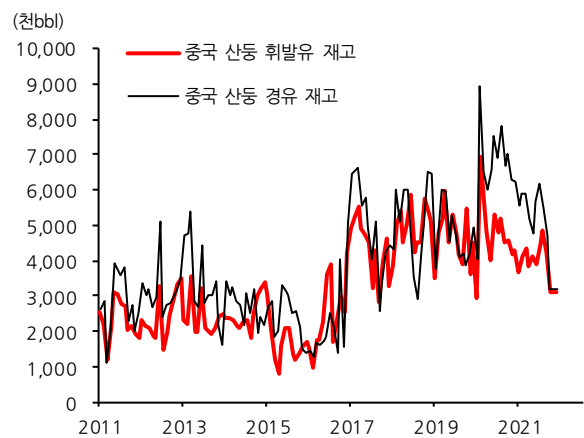
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림119] 중국 정제유 순수출



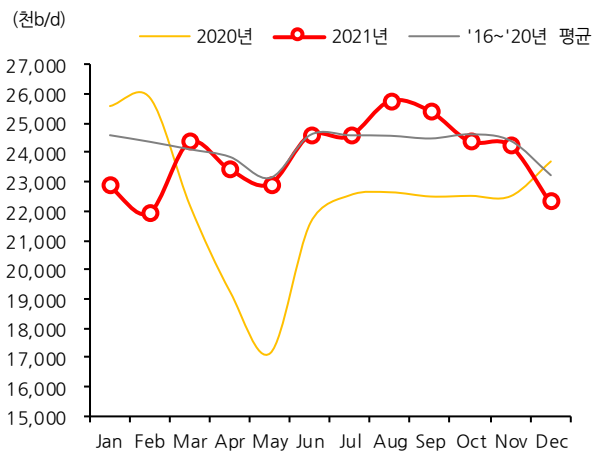
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림120] 중국 휘발유/경유 재고



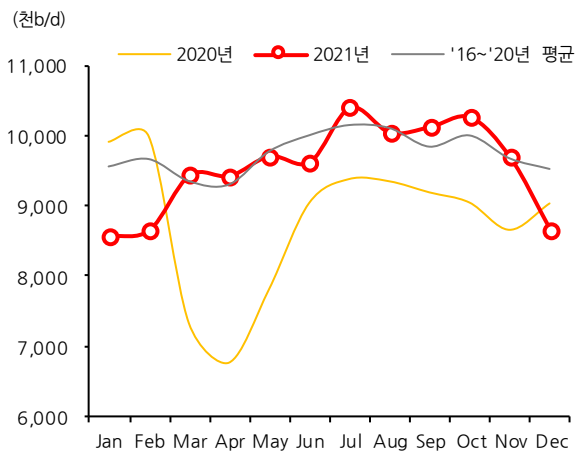
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림121] 미국 정제유 수요



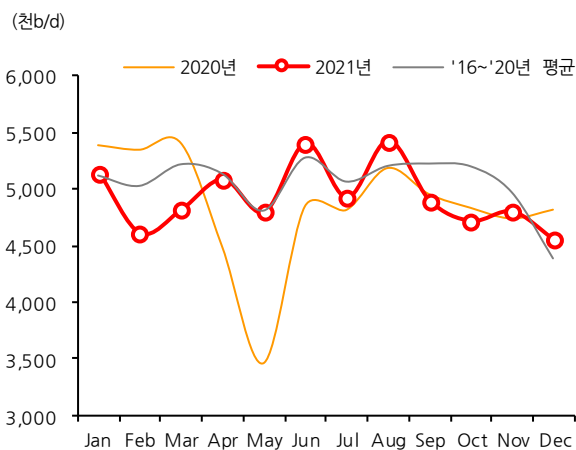
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림122] 미국 정제유 수요 (휘발유)



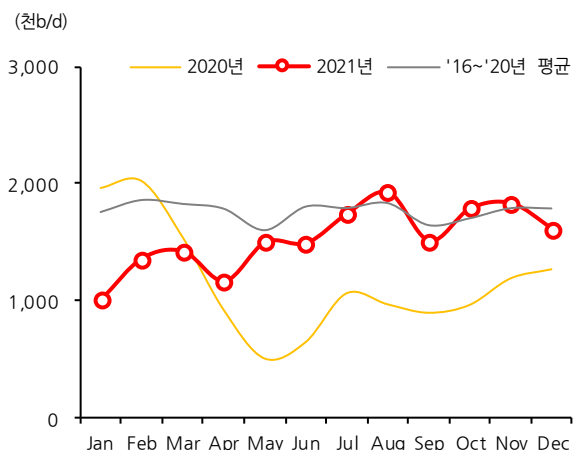
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림123] 미국 정제유 수요 (경유)



자료: 한화투자증권 리서치센터

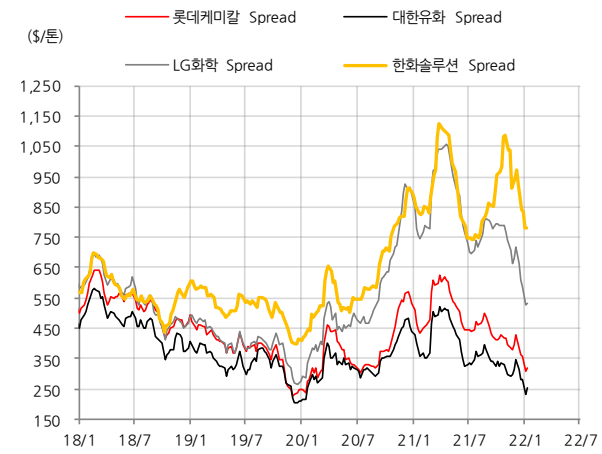
[그림124] 미국 정제유 수요 (항공유)



자료: 한화투자증권 리서치센터

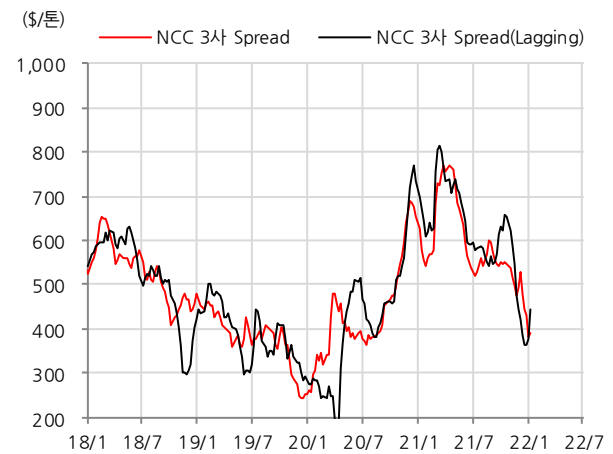
Key Charts: 석유화학

[그림125] NCC 종합 스프레드



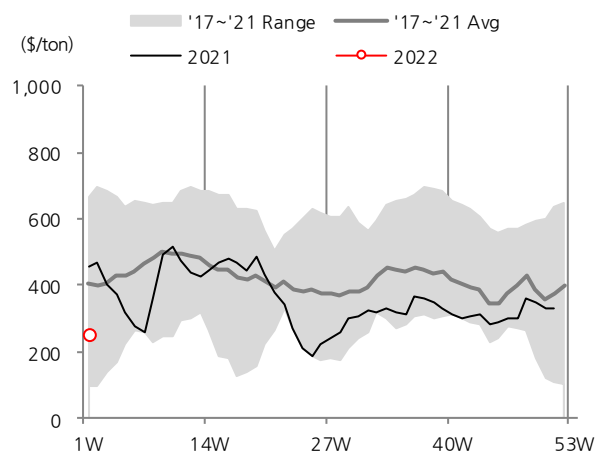
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림126] NCC 종합 스프레드 (vs. Lagging)



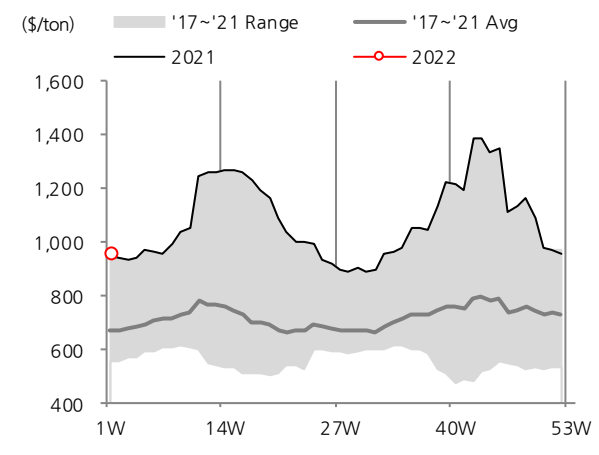
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림127] 에틸렌 스프레드



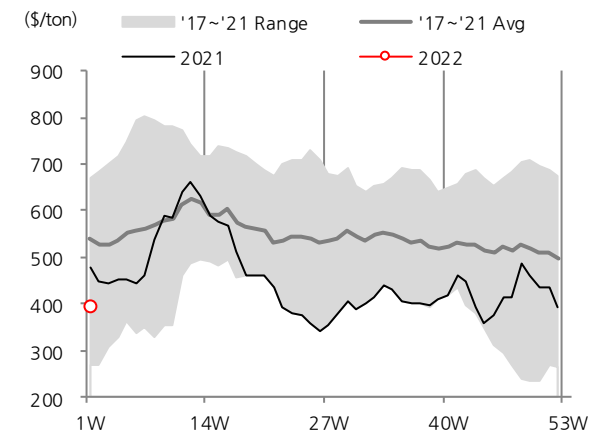
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림128] PVC 스프레드(납사)



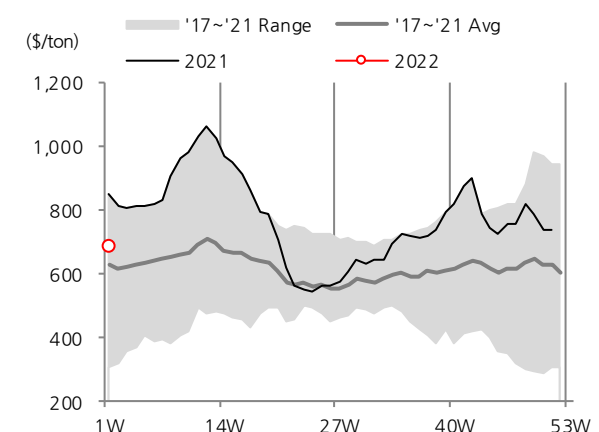
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림129] HDPE 스프레드



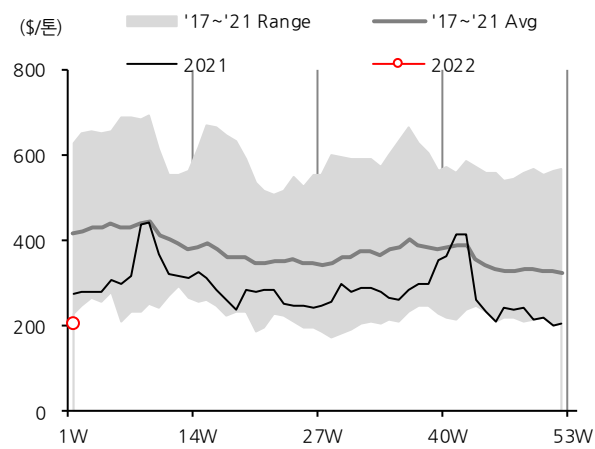
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림130] LDPE 스프레드



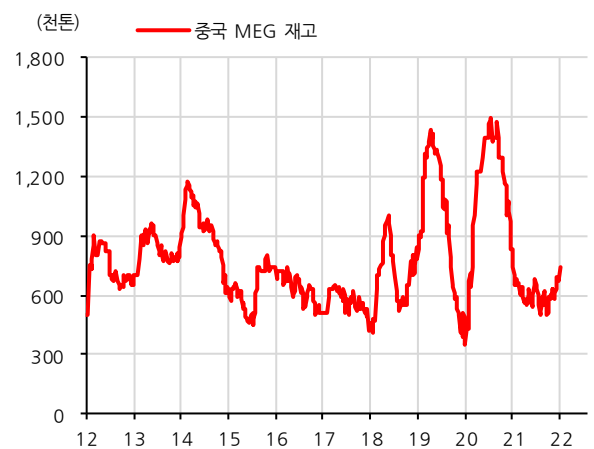
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림131] MEG 스프레드 (원단위)



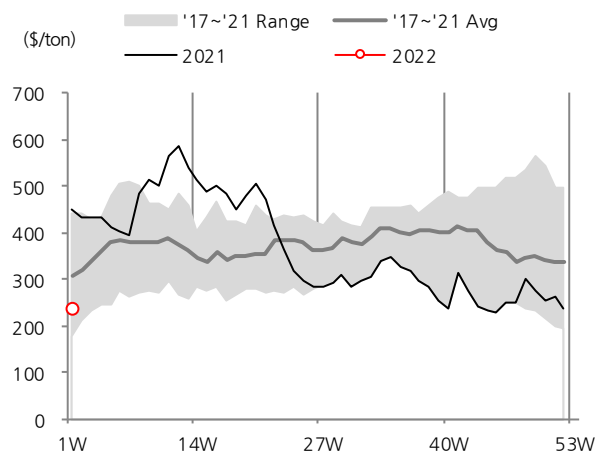
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림132] MEG 재고



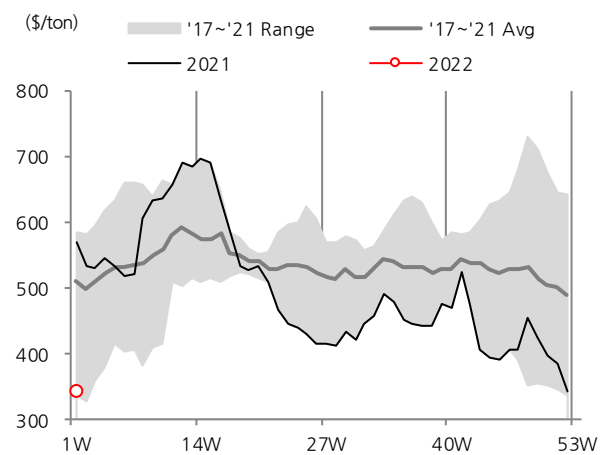
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림133] 프로필렌 스프레드



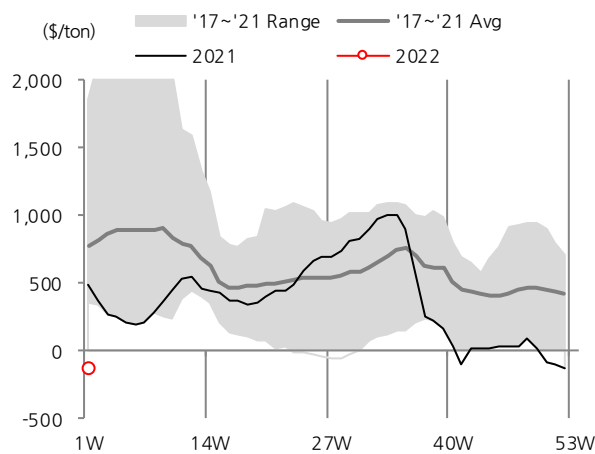
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림134] PP 스프레드



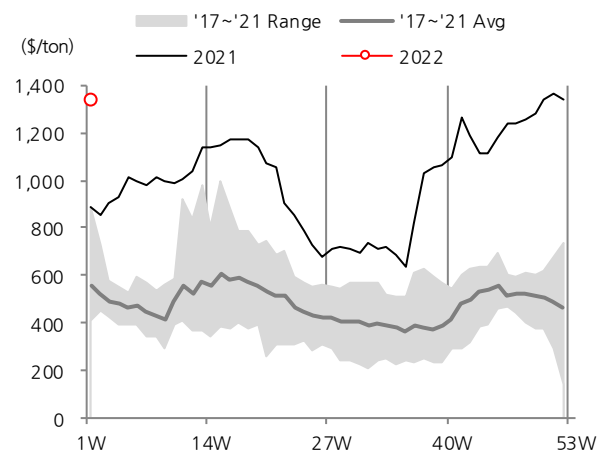
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림135] 부타디엔 스프레드



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림136] SBR 마진 (SM/BD 차감)



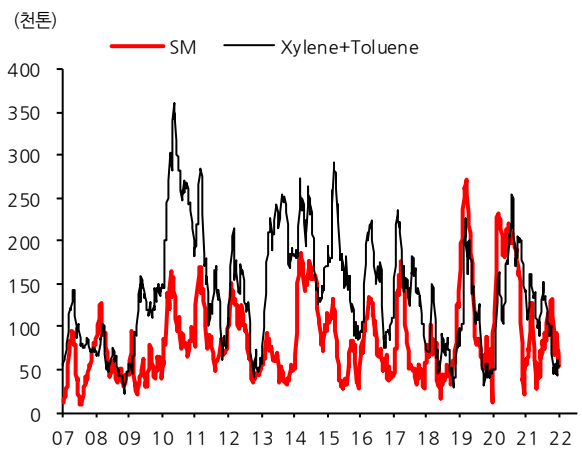
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림137] 천연/합성고무 가격추이



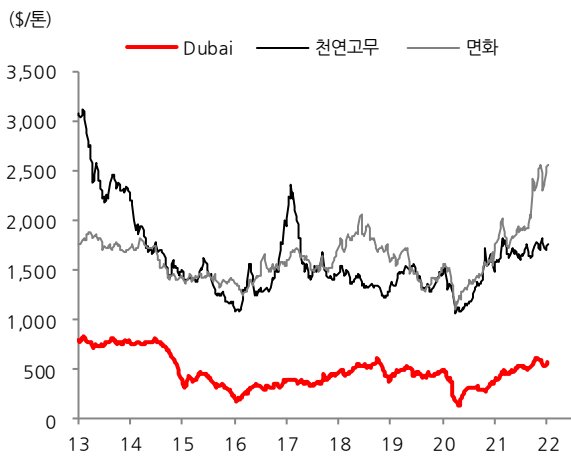
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림138] SM/자일렌/톨루엔 재고



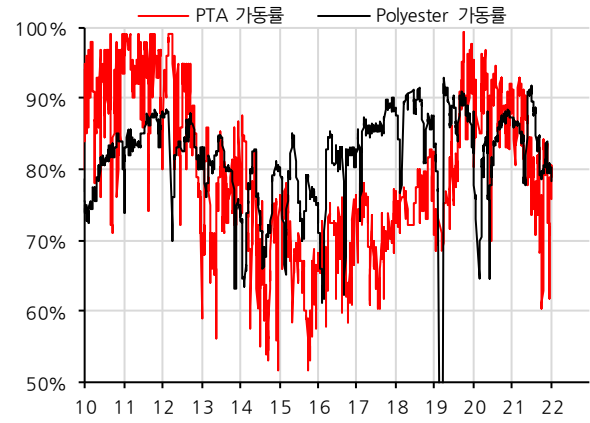
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림139] 원유/면화/고무



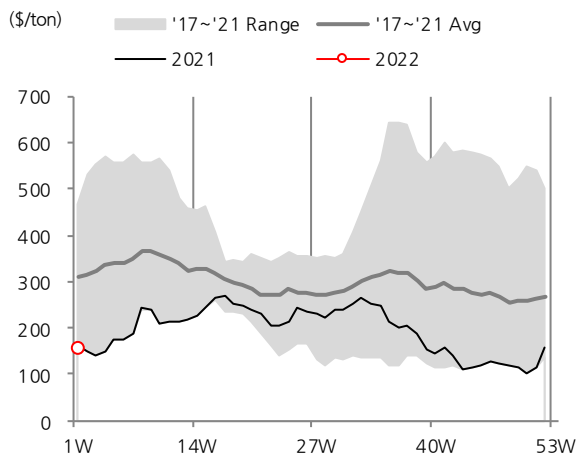
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림140] Polyester 가동률



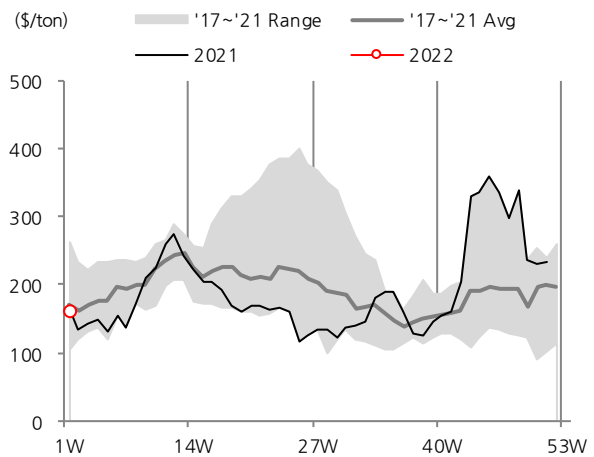
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림141] PX 스프레드



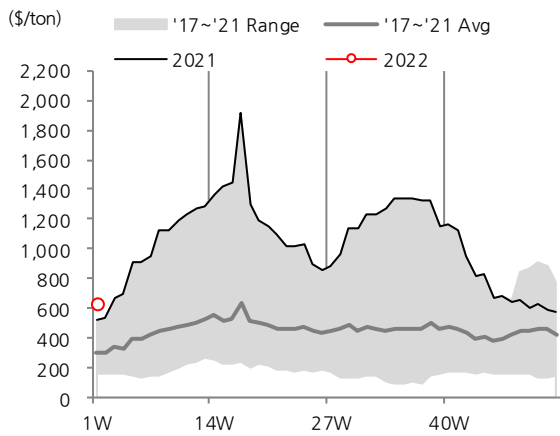
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림142] PET 마진(MEG/TPA 차감)



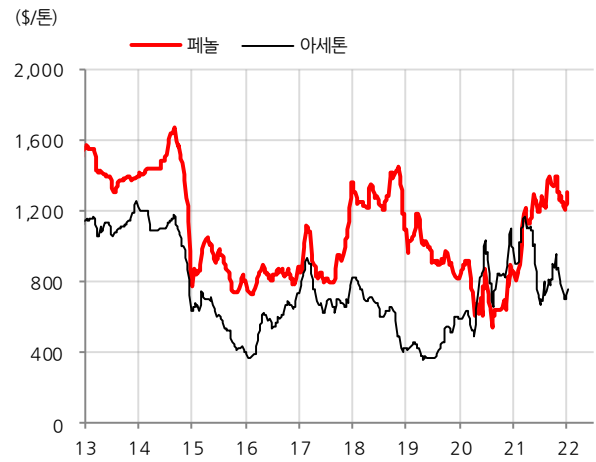
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림143] BPA 마진(벤젠/프로필렌 차감)



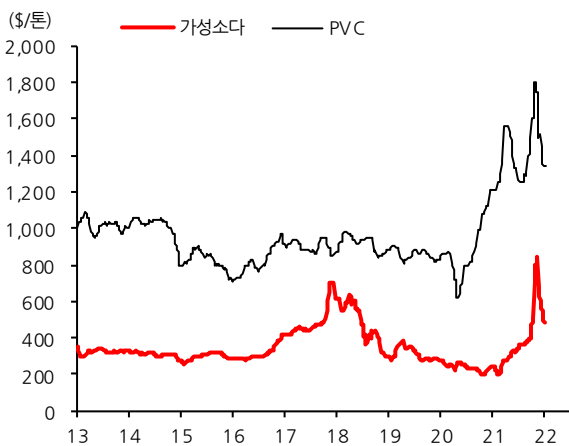
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림144] 페놀, 아세톤 가격추이



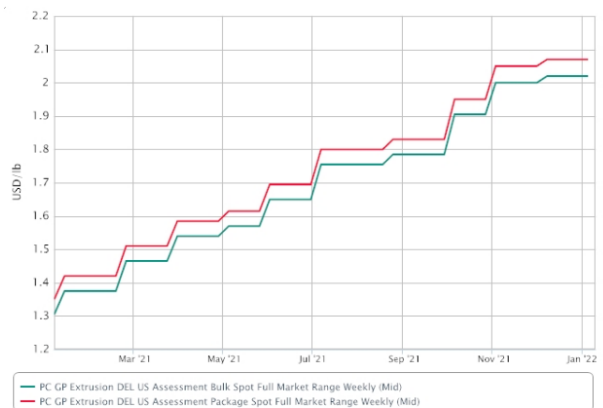
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림145] 가성소다, PVC 가격 추이



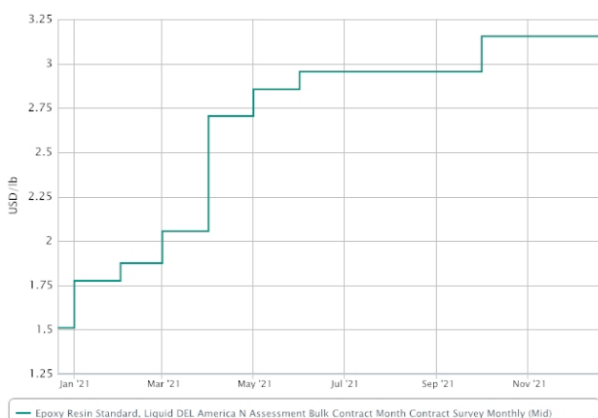
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림146] PC 가격 추이 (미국, USD)



자료: 한화투자증권 리서치센터, ICIS

[그림147] Epoxy 가격 추이 (미국, USD)



자료: 한화투자증권 리서치센터, ICIS

[그림148] MMA 가격 추이 (유럽, Euro)



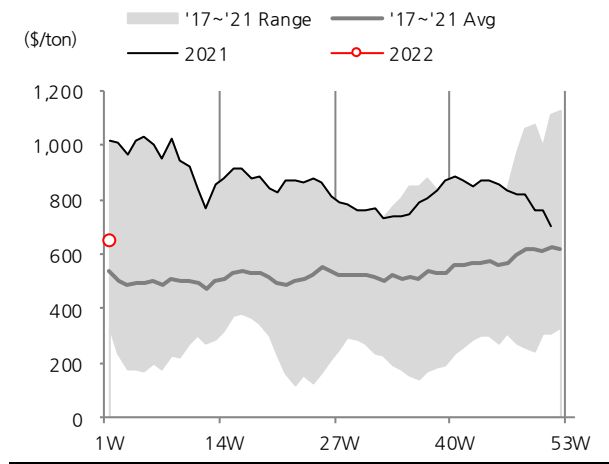
자료: 한화투자증권 리서치센터, ICIS

[그림149] LAB 스프레드 추이 (수출가격)



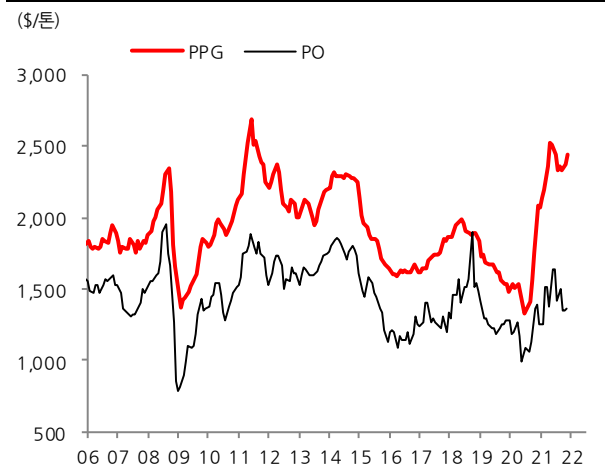
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림150] ABS 마진(원단위)



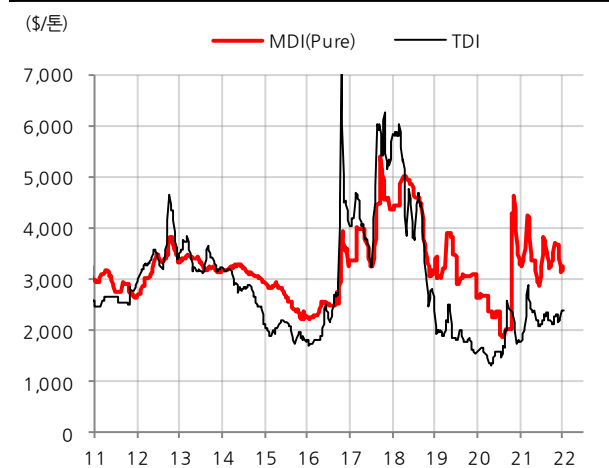
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림151] PPG/PO 가격 추이 (수출가격)



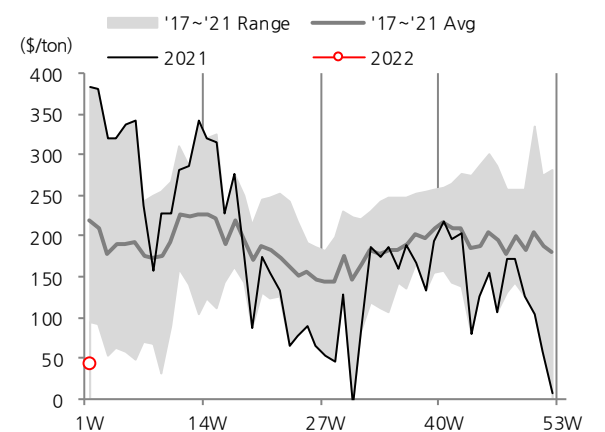
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림152] MDI/TDI 가격 추이



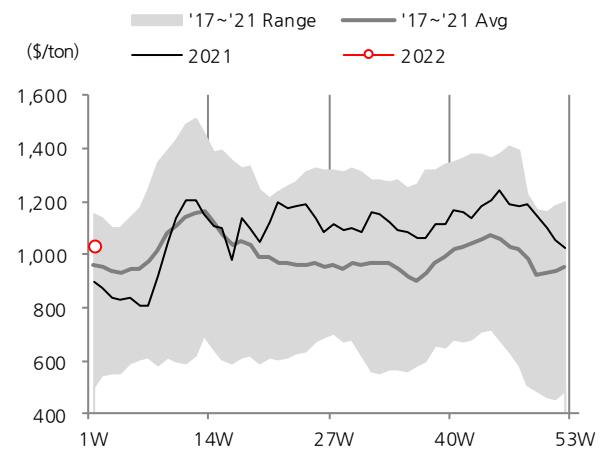
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림153] DOP 마진(-OX,-2EH 원단위)



자료: 한화투자증권 리서치센터

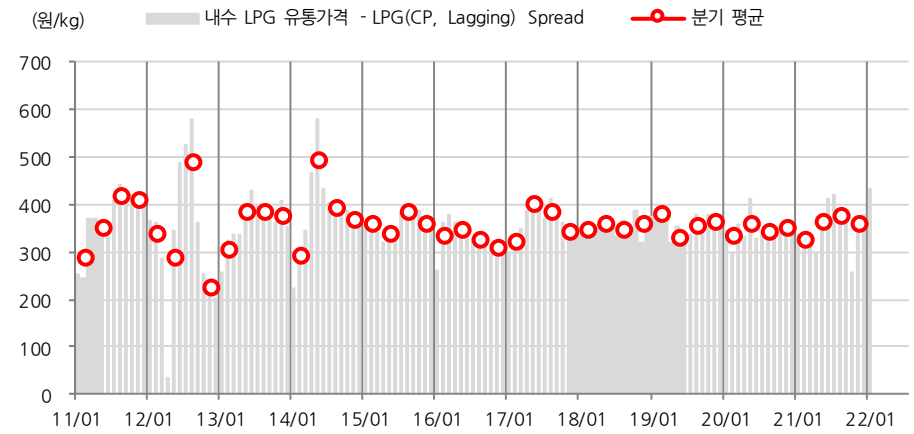
[그림154] 카프로락탐 마진



자료: 한화투자증권 리서치센터

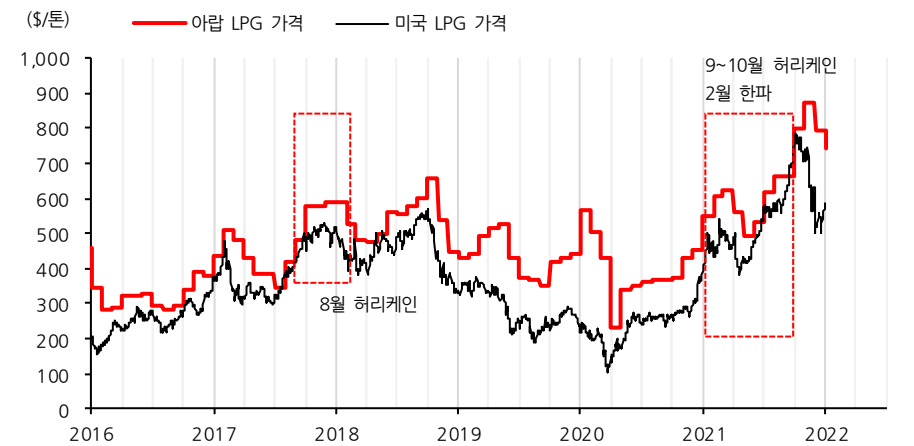
Chart Book: LPG유통

[그림155] LPG Spread (내수)



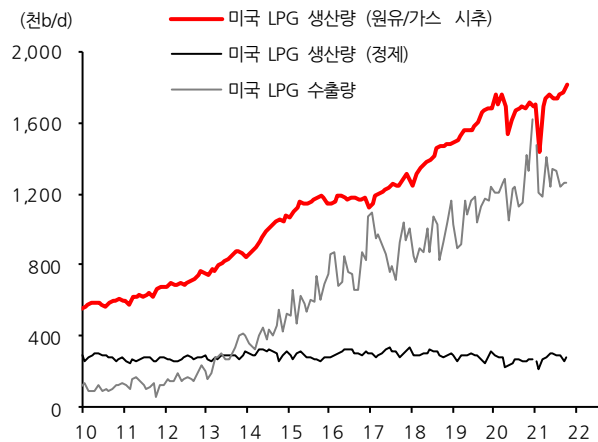
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림156] LPG Spread (중동 - 미국)



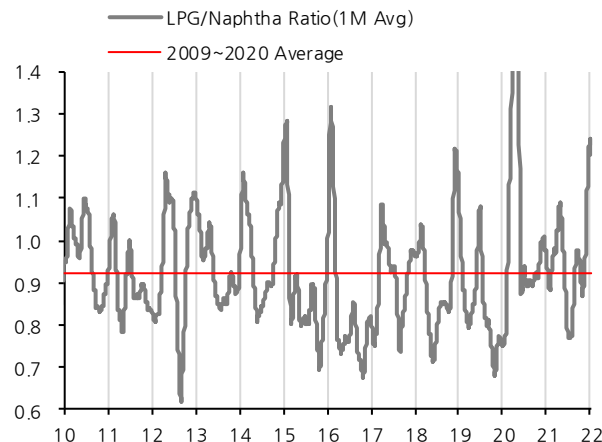
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림157] 미국 LPG 생산/수출량 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

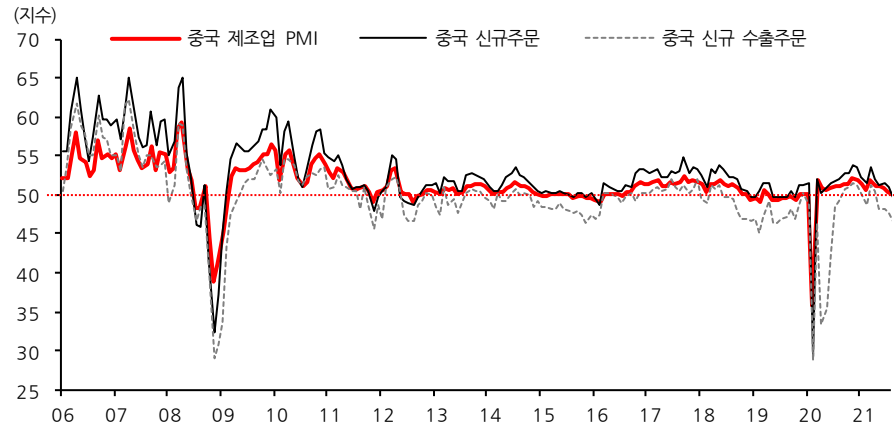
[그림158] LPG/납사 Ratio 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

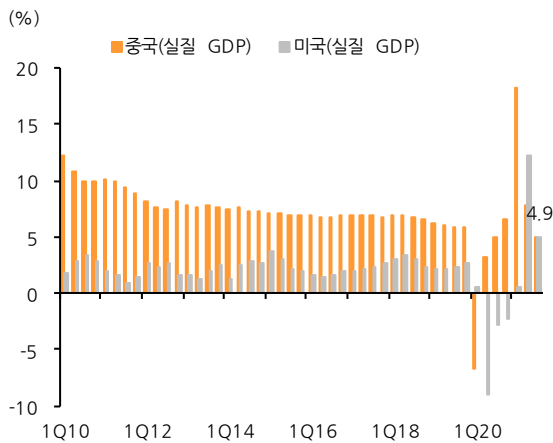
Chart Book: 수요

[그림159] 중국 제조업 PMI 및 신규 수출주문



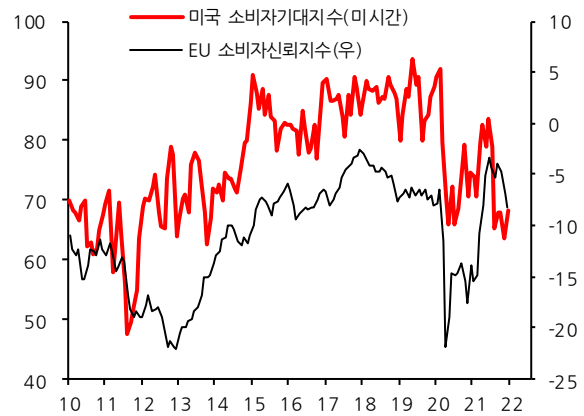
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림160] 중국/미국 GDP



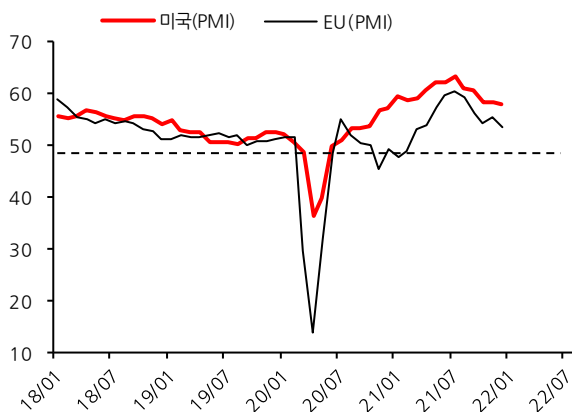
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림161] 미국/유럽 소비심리지수



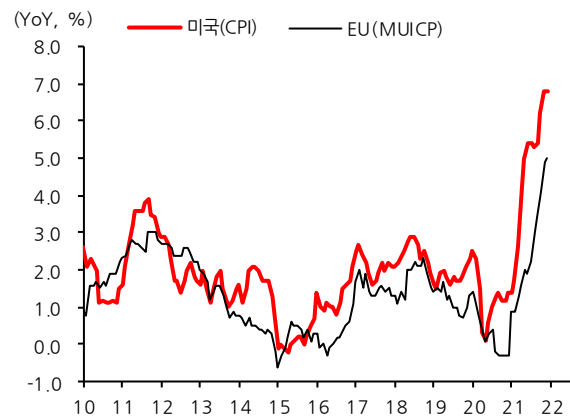
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림162] 미국/유럽 PMI



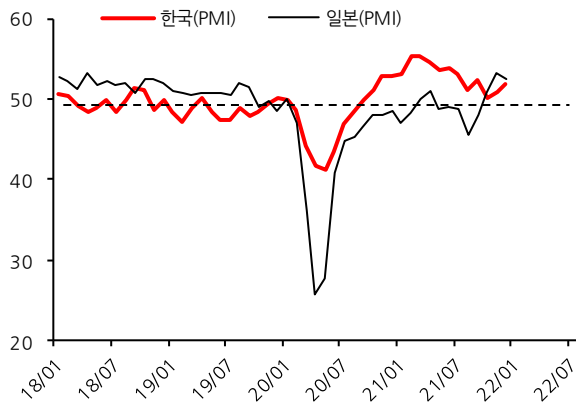
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림163] 미국/유럽 CPI



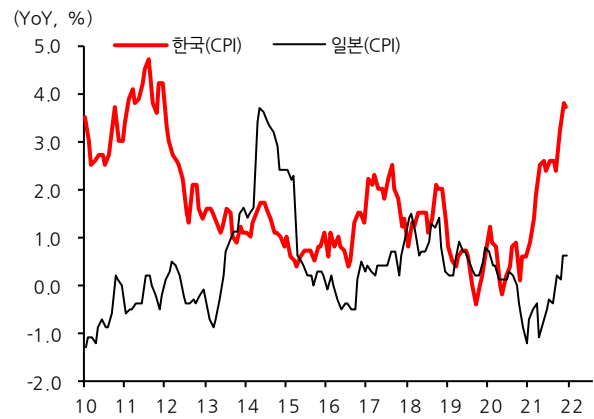
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림164] 한국/일본 PMI



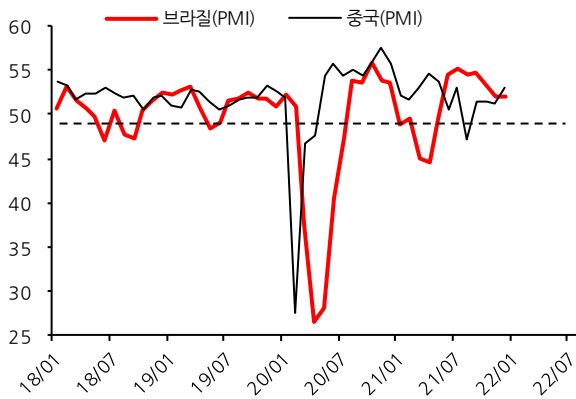
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림165] 한국/일본 CPI



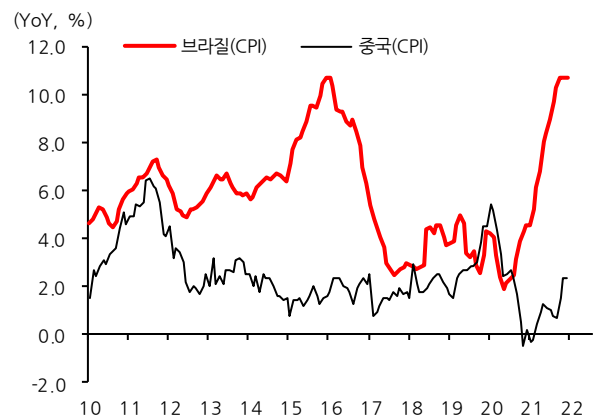
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림166] 브라질/중국 PMI



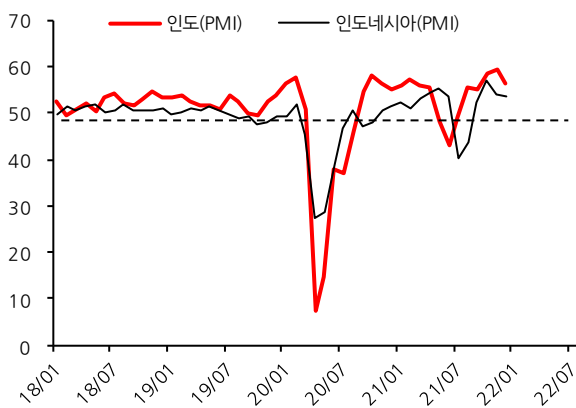
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림167] 브라질/중국 CPI



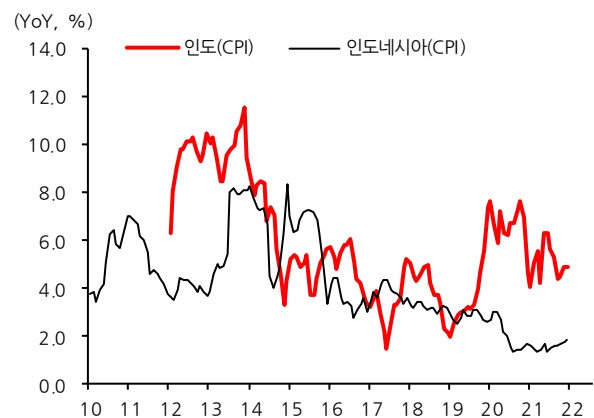
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림168] 인도네시아/인도 PMI



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림169] 인도네시아/인도 CPI



자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2022년 01월 12일)

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

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

상기 '한화솔루션'은 당사와 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률'에서 규정하는 계열회사의 관계에 있는 법인입니다.

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.

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2021년 12월 31일)

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