



효성화학 (298000)

본업 적자에 가려진 “고밸류 가스” 성장

▶ Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

Buy (유지)

목표주가(하향): 230,000원

현재 주가(9/1)	168,000원
상승여력	▲36.9%
시가총액	5,359억원
발행주식수	3,190천주
52 주 최고가 / 최저가	423,000 / 167,500원
90 일 일평균 거래대금	16.27억원
외국인 지분율	7.3%
주주 구성	
효성 (외 14 인)	44.2%
국민연금공단 (외 1 인)	12.5%
KB 자산운용 (외 1 인)	5.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-7.2	-28.1	-38.9	-55.4
상대수익률(KOSPI)	-5.7	-18.0	-28.4	-30.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	2,453	2,986	3,095	3,250
영업이익	149	-53	221	231
EBITDA	341	238	520	546
지배주주순이익	70	-127	124	136
EPS	22,073	-40,110	38,943	42,860
순차입금	1,996	2,214	1,945	1,654
PER	13.8	-4.2	4.3	3.9
PBR	1.9	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA	8.7	11.6	4.8	4.0
배당수익률	-	3.0	3.0	3.0
ROE	15.6	-29.6	29.8	25.7

주가 추이



2Q OP -681억원. 적자 확대

2Q OP는 -681억원으로, 총당금 -425억원을 감안해도 적자 확대됐다. 베트남 PP/DH는 4Q/1Q/2Q 연속 트러블 발생해 보수를 실시한만큼, 하반기에도 Full 가동은 어려울 것으로 예상된다. 다만, 현재 PP 시장 부진해 큰 손실은 아닐 것이다.

3Q/4Q22에도 PP 시장은 부진할 전망이다. 1) PP 공급과잉, 2) LNG와 동반된 원가(LPG) 상승 속, 3) 개별적인 PP Premium도 연동되는 PVC 시장 부진으로 개선되기 어렵기 때문이다.

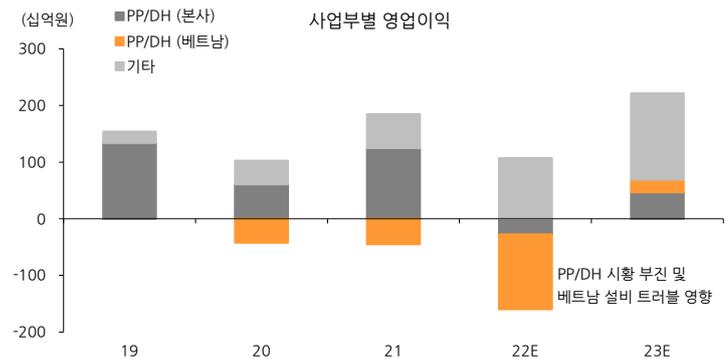
가스 사업 대폭 개선 중

다만, “기타 사업부”들이 강세를 보이고 있다. 1H22 기타 영업이익은 483억원으로 YoY +42% 성장했으며, 이 중심에는 네오켄(OP 300억, YoY +100% 추정)이 있다. 네오켄은 반도체/디스플레이용 식각가스인 NF3를 생산하는데, 최근 부산물격인 F2N2 수출 개선으로 마진 대폭 상승된 것으로 판단된다. 2022년 9월 증설(약 +50%)로 2023년 실적은 또한번 레벨업 될 예정이다. 폴리실리콘/TPA 부문도 실적 개선세다.

투자의견 BUY(유지), 목표주가 23만원(하향)

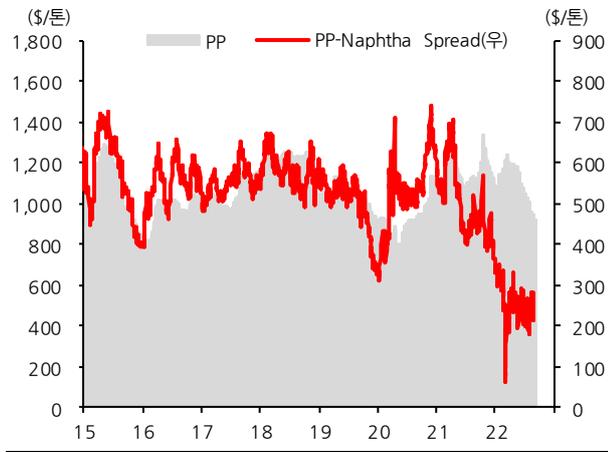
목표주가는 23만원으로 하향하나, 투자의견 BUY는 유지한다. 시장은 계속 부진하겠으나, 베트남 공장 트러블은 개선될 것이며 고밸류 기타 사업부들 실적 개선이 나타나고 있기 때문이다. 목표주가는 2023년 추정 EPS에 Target PER 6배를 적용해 조정했다.

사업부별 영업이익 추이: 기타 이익 대폭 개선 중



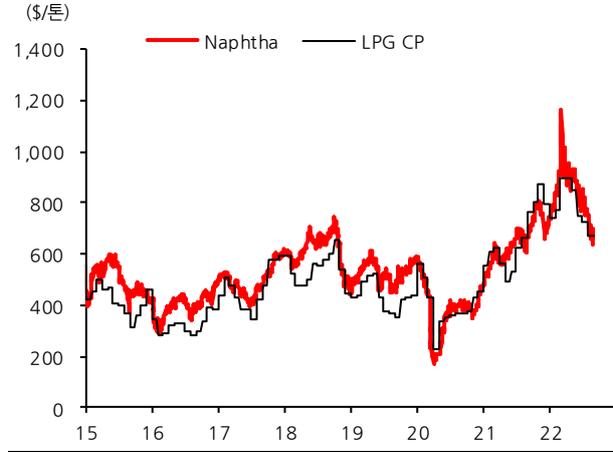
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] PP Spread 약세



자료: 한화투자증권

[그림2] LPG 안정화 시작. 여전히 높은 수준



자료: 한화투자증권

[표1] 효성화학 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	591.2	619.2	630.6	612.0	727.2	766.4	733.6	758.7	2,453.0	2,985.9	3,095.3
QoQ(%)	24.3%	4.7%	1.9%	-2.9%	18.8%	5.4%	-4.3%	3.4%			
YoY(%)	39.2%	44.2%	29.4%	28.7%	23.0%	23.8%	16.3%	24.0%	35.0%	21.7%	3.7%
PP/PDH(국내)	272.0	294.0	285.2	283.3	307.0	313.7	290.1	281.1	1,134.5	1,191.9	1,132.6
PP/PDH(베트남)	85.1	94.5	90.5	75.0	135.5	134.1	144.6	185.9	345.1	600.1	702.2
기타	234.1	230.6	254.9	254.7	284.7	318.6	298.8	291.8	974.3	1,193.9	1,260.5
영업이익	61.1	71.3	32.9	-16.8	-33.2	-68.1	19.3	29.2	148.6	-52.7	221.4
영업이익률(%)	10.3%	11.5%	5.2%	-2.7%	-4.6%	-8.9%	2.6%	3.8%	6.1%	-1.8%	7.2%
QoQ(%)	204.2%	16.7%	-53.9%	-151.0%	98.0%	105.2%	-128.4%	51.0%			
YoY(%)	392.5%	1898.0%	32.3%	-183.4%	-154.3%	-195.4%	-41.2%	-274.3%	143.9%	적전	흑전
PP/PDH(국내)	44.3	58.5	29.8	-7.8	-14.0	-22.1	2.9	5.6	124.8	-27.6	46.7
영업이익률(%)	16.3%	19.9%	10.4%	-2.8%	-4.6%	-7.0%	1.0%	2.0%	11.0%	-2.3%	4.1%
PP/PDH(베트남)	-0.5	-3.7	-14.2	-26.6	-40.6	-72.8	-13.0	-5.6	-45.0	-132.0	22.3
영업이익률(%)	-0.6%	-3.9%	-15.7%	-35.5%	-30.0%	-54.3%	-9.0%	-3.0%	-13.0%	-22.0%	3.2%
기타	17.4	16.6	17.3	8.6	21.5	26.8	29.5	29.2	59.9	106.9	152.4
영업이익률(%)	7.4%	7.2%	6.8%	3.4%	7.6%	8.4%	9.9%	10.0%	6.1%	9.0%	12.1%
당기순이익	41.9	46.8	14.0	-32.3	-49.6	-87.7	1.1	8.7	70.4	-127.5	123.8
순이익률(%)	7.1%	7.6%	2.2%	-5.3%	-6.8%	-11.4%	0.2%	1.1%	2.9%	-4.3%	4.0%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,817	2,453	2,986	3,095	3,250
매출총이익	153	249	75	376	395
영업이익	61	149	-53	221	231
EBITDA	238	341	238	520	546
순이자손익	-43	-34	-63	-54	-50
외화관련손익	0	-11	-14	0	0
지분법손익	0	0	1	1	1
세전계속사업손익	3	114	-125	151	166
당기순이익	-12	70	-127	124	136
지배주주순이익	-12	70	-127	124	136
증가율(%)					
매출액	0.3	35.0	21.7	3.7	5.0
영업이익	-60.4	143.9	적전	흑전	5.2
EBITDA	-23.6	43.4	-30.2	118.4	5.1
순이익	적전	흑전	적전	흑전	10.1
이익률(%)					
매출총이익률	8.4	10.2	2.5	12.2	12.2
영업이익률	3.4	6.1	-1.8	7.1	7.1
EBITDA 이익률	13.1	13.9	8.0	16.8	16.8
세전이익률	0.2	4.7	-4.2	4.9	5.1
순이익률	-0.6	2.9	-4.3	4.0	4.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	168	69	246	406	434
당기순이익	0	0	10	124	136
자산상각비	177	193	291	300	315
운전자본증감	-25	-254	52	-17	-17
매출채권 감소(증가)	-33	-36	-45	-19	-19
재고자산 감소(증가)	-20	-260	-46	-21	-21
매입채무 증가(감소)	17	81	24	23	23
투자현금흐름	-554	-307	-307	-121	-127
유형자산처분(취득)	-556	-328	-298	-120	-126
무형자산 감소(증가)	0	-12	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	55	0	0	0
재무현금흐름	357	263	154	-176	-176
차입금의 증가(감소)	373	263	154	-160	-160
자본의 증가(감소)	-16	0	0	-16	-16
배당금의 지급	16	0	0	-16	-16
총현금흐름	256	264	373	423	451
(-)운전자본증가(감소)	-98	214	66	17	17
(-)설비투자	556	328	300	120	126
(+)자산매각	0	-12	3	0	0
Free Cash Flow	-201	-290	9	286	308
(-)기타투자	122	62	-108	1	1
잉여현금	-323	-352	117	285	306
NOPLAT	-207	91	-39	180	189
(+) Dep	177	193	291	300	315
(-)운전자본투자	-98	214	66	17	17
(-)Capex	556	328	300	120	126
OpFCF	-487	-258	-113	343	361

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	436	798	909	1,059	1,231
현금성자산	64	36	113	223	353
매출채권	222	328	359	378	397
재고자산	143	401	398	419	440
비유동자산	1,982	2,259	2,272	2,094	1,907
투자자산	35	36	50	52	54
유형자산	1,923	2,188	2,185	2,005	1,816
무형자산	23	34	37	37	37
자산총계	2,417	3,056	3,181	3,153	3,138
유동부채	628	1,083	1,335	1,359	1,383
매입채무	295	439	443	466	489
유동성이자부채	308	587	871	871	871
비유동부채	1,387	1,472	1,485	1,325	1,166
비유동이자부채	1,367	1,445	1,457	1,297	1,137
부채총계	2,015	2,555	2,820	2,684	2,549
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	329	329	329	329	329
이익잉여금	68	138	0	107	228
자본조정	-10	18	16	16	16
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	402	501	361	469	589

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-3,641	22,073	-40,110	38,943	42,860
BPS	126,125	157,190	113,159	146,971	184,684
DPS	0	0	5,000	5,000	5,000
CFPS	80,285	82,640	116,780	132,700	141,311
ROA(%)	-0.5	2.6	-4.1	3.9	4.3
ROE(%)	-2.7	15.6	-29.6	29.8	25.7
ROIC(%)	-11.1	4.1	-1.5	7.3	8.2
Multiples(x, %)					
PER	-43.0	13.8	-4.2	4.3	3.9
PBR	1.2	1.9	1.5	1.1	0.9
PSR	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
PCR	1.9	3.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.9	8.7	11.6	4.8	4.0
배당수익률	-	-	3.0	3.0	3.0
안정성(%)					
부채비율	500.8	509.5	781.1	572.5	432.6
Net debt/Equity	400.3	398.1	613.4	414.8	280.8
Net debt/EBITDA	677.2	585.2	930.6	374.2	303.0
유동비율	69.4	73.6	68.1	77.9	89.0
이자보상배율(배)	1.4	4.3	-	4.1	4.6
자산구조(%)					
투하자본	95.3	97.2	94.0	89.7	84.5
현금+투자자산	4.7	2.8	6.0	10.3	15.5
자본구조(%)					
차입금	80.6	80.2	86.6	82.2	77.3
자기자본	19.4	19.8	13.4	17.8	22.7

[Compliance Notice]

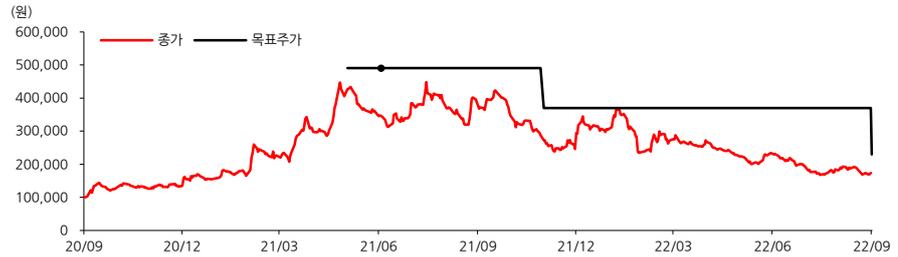
(공표일: 2022년 09월 02일)

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.

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 책임소지에 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	2022.01.12	2022.01.27	2022.02.18	2022.04.28	2022.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000	370,000
일 시	2022.08.16	2022.09.02				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	370,000	230,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

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	-33.94	-1.35
2022.09.02	Buy	230,000		

[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 추정에 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: 2022년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.4%	3.6%	0.0%	100.0%