



효성화학

| Bloomberg Code (298000 KS) | Reuters Code (298000.KS)

2024년 4월 29일

[화학]

아직 어두운 터널을 지나는 중

이진명 수석연구원

☎ 02-3772-1534

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (4월 26일)
56,700 원



목표주가
90,000 원 (하향)



상승여력
58.7%

- ◆ 1Q24 영업이익 -348억원(적자지속 QoQ) 기록, 실적 부진 지속
- ◆ PP 업황 부진 장기화로 PP/DH 사업부 적자폭 확대 영향
- ◆ 아직 회복 가능성 제한적이나 주가 하방 경직성은 견고하다는 판단

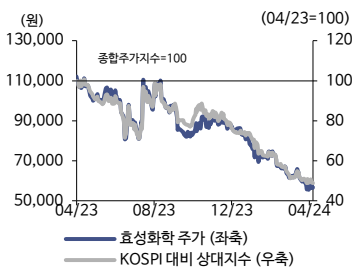


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	215.0십억원
발행주식수	3.8백만주
유동주식수	1.7백만주(46.1%)
52 주 최고가/최저가	111,200 원/55,500 원
일평균 거래량 (60 일)	10,994 주
일평균 거래액 (60 일)	732 백만원
외국인 지분율	2.87%
주요주주	
효성 외 13 인	53.58%

절대수익률	
3 개월	-24.5%
6 개월	-33.1%
12 개월	-47.9%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-29.6%
6 개월	-42.1%
12 개월	-51.3%

주가



1Q24 영업이익 -348억원(적자지속 QoQ) 기록, 실적 부진 지속

1Q24 영업이익은 -348억원(적자지속, 이하 QoQ)으로 부진한 실적을 기록했다. 국내 및 베트남 PP/DH 부문은 PP 스프레드(1개월 레깅)가 전기 대비 24% 하락하며 적자폭이 확대됐다. 국내 PP/DH는 주력 제품인 파이프용 PP 업황이 중국 부동산 경기 부진으로 둔화되며 비우호적인 영업환경이 지속됐다. 그럼에도 프로판 관세 인하 및 원단위 축소 등에 따른 비용 감소 효과로 적자폭이 축소됐다. 베트남 PP/DH는 폴생산 체제가 지속됐으나 스프레드 둔화 및 중국산 물량 유입에 따른 경쟁 심화 등으로 적자폭이 확대됐다.

TPA 사업부는 수요 부진 속 공급 부담이 지속되며 적자폭이 확대됐으나 기타(POK, NF3 등) 부문은 흑자전환에 성공했다. 특히 폴리케톤(POK)은 친환경 자동차용 부품 수요 증가로 판가 및 판매량 모두 개선되며 흑자전환했다. NF3는 전방 수요 둔화에도 높은 글로벌 경쟁력을 바탕으로 양호한 실적을 시현했다.

상반기 부진, 시선은 하반기로

2분기 영업이익은 -392억원으로 적자폭이 확대될 전망이다. 국내 및 베트남 PP/DH 영업이익은 PP 스프레드 개선에도 -454억원으로 부진한 실적이 지속되겠다. 국내 법인은 더딘 전방 수요 회복에도 하절기 프로판(원재료) 가격 약세로 스프레드가 개선되며 적자폭이 축소되겠다. 다만 베트남 법인은 고율 가동에 따른 설비 점검 차원에서 정기 보수가 진행되며 외형과 이익 모두 전기 대비 감소할 전망이다.

하반기로 갈수록 중국 경기 회복에 따른 PP 수요 증가와 저가 원재료 투입 효과 등으로 점진적인 실적 개선이 가능할 전망이다. 하반기 영업이익은 236억원(1H24 -740억원)으로 상저하고의 흐름이 예상된다.

목표주가 90,000원으로 하향, 투자 의견 '매수' 유지

목표주가는 실적 추정치 하향 조정을 반영해 90,000원(-25%)으로 하향한다. 시황 부진이 지속되는 가운데 원가 부담 확대로 적자 기조가 이어지고 있다. 여전히 업황 불확실성이 존재하나 하반기 완만한 PP 시황 회복 및 특수가스 사업 지분 매각에 따른 재무구조 개선 등을 감안할 경우 주가의 하방 경직성은 견고하다는 판단이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2022	2,878.6	(336.7)	(408.9)	(128,166)	35,929	-	-	2.8	(135.4)	2,148.7
2023	2,791.6	(188.8)	(346.9)	(104,950)	16,320	-	48.8	5.3	(393.1)	3,925.8
2024F	2,946.4	(50.4)	(150.4)	(39,677)	15,960	-	12.0	3.6	(245.8)	3,681.8
2025F	3,196.9	92.0	(27.7)	(7,311)	8,650	-	6.5	6.6	(59.4)	6,312.9
2026F	3,406.8	152.9	25.4	6,711	15,360	8.4	5.5	3.7	55.9	3,238.7

자료: 회사 자료, 시장研究机构

효성화학 2024년 1분기 실적 리뷰

(십억원, %)	1Q24P	4Q23	QoQ	1Q23	YoY	컨센서스
매출액	710.3	686.5	3.5	669.5	6.1	739.5
영업이익	(34.8)	(37.5)	적지	(45.3)	적지	(57.5)
세전이익	(80.6)	(85.4)	적지	(87.1)	적지	(90.0)
순이익	(73.9)	(74.1)	적지	(82.3)	적지	(78.0)
영업이익률	(4.9)	(5.5)	-	(6.8)	-	(7.8)

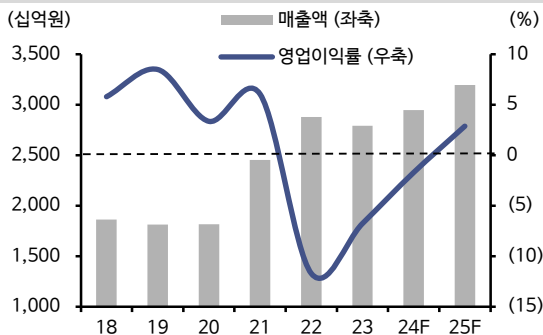
자료: FnGuide, 신한투자증권

효성화학 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	669.5	723.9	711.7	686.5	710.3	714.6	764.1	757.4	2,453.0	2,878.6	2,791.6	2,946.4	3,196.9
PP/DH	432.9	436.9	447.1	444.0	462.7	474.2	507.3	502.5	1,479.6	1,737.1	1,760.9	1,946.7	2,101.8
TPA	76.6	120.2	111.0	102.6	86.7	87.6	99.0	91.7	322.5	452.2	410.4	365.0	390.4
기타	160.0	166.8	153.6	139.9	160.9	152.8	157.8	163.2	650.9	689.3	620.3	634.7	704.7
영업이익	(45.3)	(103.3)	(2.8)	(37.5)	(34.8)	(39.2)	15.0	8.6	148.5	(336.7)	(188.8)	(50.4)	92.0
PP/DH	(44.7)	(115.0)	(10.5)	(27.7)	(37.6)	(45.4)	6.1	(0.3)	86.4	(375.7)	(197.9)	(77.3)	48.3
TPA	(5.4)	2.4	(1.1)	(1.6)	(2.5)	(2.3)	(2.2)	(2.0)	(8.1)	(3.2)	(5.7)	(9.0)	(8.6)
기타	4.8	9.3	8.8	(8.2)	5.3	8.6	11.1	10.9	70.2	42.1	14.8	35.8	52.3
세전이익	(87.1)	(147.5)	(51.8)	(85.4)	(80.6)	(76.2)	(22.0)	(28.5)	102.4	(448.3)	(371.9)	(198.5)	(36.6)
당기순이익	(82.3)	(142.5)	(48.0)	(74.1)	(73.9)	(57.8)	(16.7)	(21.6)	58.4	(408.9)	(346.9)	(150.4)	(27.7)
영업이익률	(6.8)	(14.3)	(0.4)	(5.5)	(4.9)	(5.5)	2.0	1.1	6.1	(11.7)	(6.8)	(1.7)	2.9
PP/DH	(10.3)	(26.3)	(2.3)	(6.2)	(8.1)	(9.6)	1.2	(0.1)	5.8	(21.6)	(11.2)	(4.0)	2.3

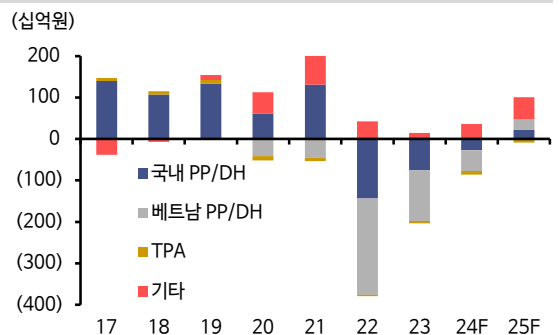
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

효성화학 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



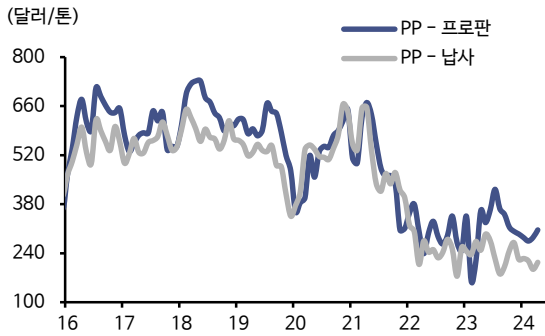
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

사업부별 영업이익 추이 및 전망



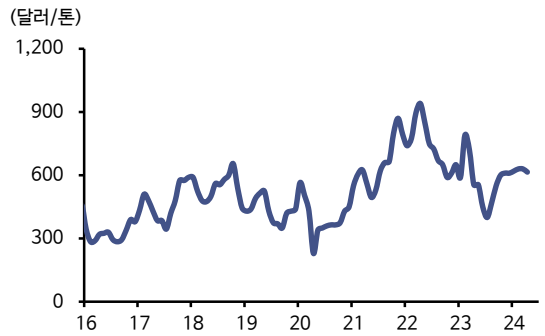
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

PP-프로판 및 PP-납사 스프레드 추이



자료: Platts, 씨스켄, 신한투자증권

사우디 프로판 가격



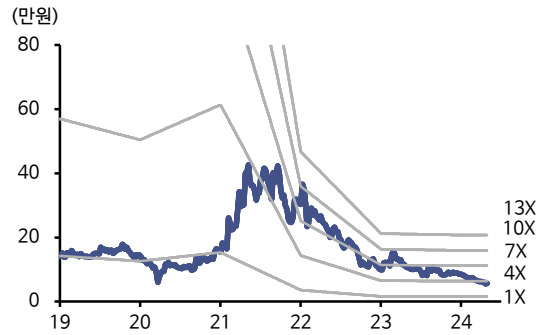
자료: Petronet, 신한투자증권

지역별 PP 가격 추이



자료: 씨스켄, 신한투자증권

효성화학 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

효성화학 SOTP Valuation

(십억원)	25F EBITDA	배수	적정가치	비고
① 영업가치	350.8	7.3	2,570	글로벌 피어 업체 평균
② 자산가치			12	신화인터텍 시장가치
③ 순차입금			2,228	24년말 기준
목표 시가총액			354	(①+②-③)
발행주식수 (천주)			3,779	자사주 제외
목표주가 (원)			90,000	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,131.1	3,115.6	3,256.7	3,201.5	3,191.0
유동자산	819.9	699.2	1,047.1	1,184.0	1,337.9
현금및현금성자산	106.3	52.8	364.8	443.8	549.0
매출채권	248.2	211.5	223.2	242.2	258.1
재고자산	353.1	368.5	389.0	422.0	449.7
비유동자산	2,311.2	2,416.4	2,209.6	2,017.5	1,853.1
유형자산	2,187.1	2,325.5	2,117.7	1,923.8	1,757.9
무형자산	32.2	30.0	30.0	30.0	30.0
투자자산	19.0	19.6	20.6	22.4	23.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	3,016.5	3,053.7	3,196.2	3,168.7	3,132.8
유동부채	1,715.7	2,147.5	2,258.6	2,228.9	2,191.1
단기차입금	645.4	689.0	719.0	689.0	659.0
매입채무	284.4	275.0	290.3	314.9	335.6
유동성장기부채	636.5	897.6	947.6	897.6	847.6
비유동부채	1,300.8	906.2	937.6	939.8	941.7
사채	340.5	296.6	326.6	326.6	326.6
장기차입금(경기금융부채 포함)	935.4	585.0	585.0	585.0	585.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	114.6	61.9	60.5	32.8	58.2
자본금	16.0	19.0	19.0	19.0	19.0
자본잉여금	329.0	375.9	375.9	375.9	375.9
기타자본	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
기타포괄이익누계액	43.0	189.8	338.9	338.9	338.9
이익잉여금	(271.4)	(621.0)	(771.4)	(799.2)	(773.7)
지배주주지분	114.6	61.9	60.5	32.8	58.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	2,570.7	2,484.3	2,595.2	2,516.6	2,437.9
*순차입금(순현금)	2,462.8	2,429.4	2,228.2	2,070.5	1,886.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	(134.8)	77.4	102.0	226.1	247.4
당기순이익	(408.9)	(346.9)	(150.4)	(27.7)	25.4
유형자산상각비	287.9	245.3	254.8	258.8	225.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환산손실(이익)	4.1	(3.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	4.7	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.7	3.4	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(0.2)	198.5	(4.2)	(6.7)	(5.6)
(법인세납부)	(33.4)	(1.0)	48.0	8.9	(8.1)
기타	13.9	(22.8)	(45.9)	(6.9)	10.1
투자활동으로인한현금흐름	(230.7)	(151.2)	(48.2)	(66.9)	(61.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(243.8)	(142.7)	(47.0)	(65.0)	(60.0)
유형자산의감소	2.6	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(1.5)	(1.4)	(1.1)	(1.8)	(1.5)
기타	12.3	(7.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
FCF	(300.4)	120.0	164.0	254.5	274.2
재무활동으로인한현금흐름	416.7	28.9	108.9	(80.6)	(80.8)
차입금의 증가(감소)	420.5	(115.1)	110.9	(78.6)	(78.8)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.8)	144.0	(2.0)	(2.0)	(2.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	149.4	0.3	0.3
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	20.3	(8.7)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	71.5	(53.5)	312.0	78.9	105.3
기초현금	34.8	106.3	52.8	364.8	443.8
기말현금	106.3	52.8	364.8	443.8	549.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,878.6	2,791.6	2,946.4	3,196.9	3,406.8
증감률 (%)	14.2	(3.0)	5.5	8.5	6.6
매출원가	3,108.7	2,869.4	2,880.2	2,978.1	3,118.7
매출총이익	(230.2)	(77.8)	66.2	218.8	288.1
매출총이익률 (%)	(8.0)	(2.8)	2.2	6.8	8.5
판매관리비	106.6	111.0	116.6	126.8	135.1
영업이익	(336.7)	(188.8)	(50.4)	92.0	152.9
증감률 (%)	적전	적지	적지	후전	66.2
영업이익률 (%)	(11.7)	(6.8)	(1.7)	2.9	4.5
영업외손익	(111.5)	(183.1)	(148.1)	(128.6)	(119.4)
금융손익	(110.7)	(175.2)	(147.9)	(128.4)	(119.2)
기타영업외손익	0.9	(4.5)	3.3	3.3	3.3
중소 및 관계기업관련손익	(1.7)	(3.4)	(3.4)	(3.4)	(3.4)
세전계속사업이익	(448.3)	(371.9)	(198.5)	(36.6)	33.6
법인세비용	(39.4)	(25.0)	(48.0)	(8.9)	8.1
계속사업이익	(408.9)	(346.9)	(150.4)	(27.7)	25.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(408.9)	(346.9)	(150.4)	(27.7)	25.4
증감률 (%)	적전	적지	적지	적지	후전
순이익률 (%)	(14.2)	(12.4)	(5.1)	(0.9)	0.7
(지배주주)당기순이익	(408.9)	(346.9)	(150.4)	(27.7)	25.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(374.7)	(200.6)	(150.4)	(27.7)	25.4
(지배주주)총포괄이익	(374.7)	(200.6)	(150.4)	(27.7)	25.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	(48.9)	56.4	204.4	350.8	378.8
증감률 (%)	적전	후전	262.2	71.6	8.0
EBITDA 이익률 (%)	(1.7)	2.0	6.9	11.0	11.1

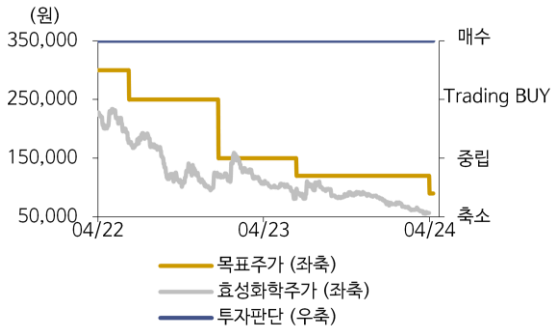
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(128,166)	(104,950)	(39,677)	(7,311)	6,711
EPS (지배순이익, 원)	(128,166)	(104,950)	(39,677)	(7,311)	6,711
BPS (자본총계, 원)	35,929	16,320	15,960	8,650	15,360
BPS (지배지분, 원)	35,929	16,320	15,960	8,650	15,360
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(0.8)	(0.8)	(1.4)	(7.8)	8.4
PER (지배순이익, 배)	(0.8)	(0.8)	(1.4)	(7.8)	8.4
PBR (자본총계, 배)	2.8	5.3	3.6	6.6	3.7
PBR (지배지분, 배)	2.8	5.3	3.6	6.6	3.7
EV/EBITDA (배)	(56.9)	48.8	12.0	6.5	5.5
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(1.7)	2.0	6.9	11.0	11.1
영업이익률 (%)	(11.7)	(6.8)	(1.7)	2.9	4.5
순이익률 (%)	(14.2)	(12.4)	(5.1)	(0.9)	0.7
ROA (%)	(13.2)	(11.1)	(4.7)	(0.9)	0.8
ROE (지배순이익, %)	(135.4)	(393.1)	(245.8)	(59.4)	55.9
ROIC (%)	(13.5)	(6.3)	(1.6)	3.2	5.8
안정성					
부채비율 (%)	2,631.8	4,934.6	5,281.3	9,661.3	5,378.7
순차입금비율 (%)	2,148.7	3,925.8	3,681.8	6,312.9	3,238.7
현금비율 (%)	6.2	2.5	16.2	19.9	25.1
이자보상배율 (배)	(3.3)	(1.1)	(0.3)	0.5	0.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	10.4	14.1	28.4	28.8	28.6
재고자산회수기간 (일)	47.3	47.2	46.9	46.3	46.7
매출채권회수기간 (일)	29.3	30.0	26.9	26.6	26.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

효성화학(298000)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 28일	매수	300,000	(29.8)	(22.2)
2022년 07월 07일	매수	250,000	(44.0)	(23.0)
2023년 01월 08일		6개월경과	(51.9)	(49.8)
2023년 01월 20일	매수	150,000	(23.1)	6.1
2023년 07월 11일	매수	120,000	(23.9)	(7.9)
2024년 01월 12일		6개월경과	(43.8)	(32.1)
2024년 04월 29일	매수	90,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진명)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 04월 26일 기준)

매수 (매수)	92.92%	Trading BUY (중립)	5.00%	중립 (중립)	2.08%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------