NOT RATED

주가(3/5): 67,000 원

시가총액: 2.541 억원

화학/정유 Analyst 정경희

caychung09@kiwoom.com

RA 신대현

shin8d @kiwoom.com

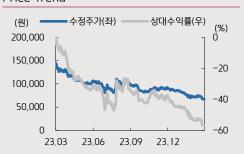
Stock Data

KOSPI(3/5)		2,649.40pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	149,200 원	67,000 원
등락률	-55.1%	0.0%
수익률	절대	상대
1M	-8.8%	-10.8%
6M	-32.7%	-34.4%
1Y	-53.7%	-57.0%
발행주식수		3,792 천주
일평균 거래량(3M)		11 천주
외국인 지분율		3.4%
배당수익률(2022)		0.0%
BPS(2022)		35,929 원
주요 주주	효성 외 13인	53.6%

투자지표

<u> </u>				
(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	1,812.5	1,817.2	2,520.0	2,878.6
영업이익	153.9	60.9	136.6	-336.7
EBITDA	311.2	237.9	329.2	-48.9
세전이익	110.0	3.4	102.4	-448.3
순이익	87.8	-11.6	58.4	-408.9
지배주주지분순이익	87.8	-11.6	58.4	-408.9
EPS(원)	27,530	-3,641	18,311	-128,166
증감률(%,YoY)	148.9	적전	흑전	적전
PER(배)	5.2	-43.0	16.6	-0.8
PBR(배)	1.01	1.24	1.98	2.77
EV/EBITDA(배)	5.6	8.9	9.0	-56.7
영업이익률(%)	8.5	3.4	5.4	-11.7
ROE(%)	21.4	-2.7	13.1	-135.4
순차입금비율(%)	285.1	400.1	407.9	2141.4

Price Trend



효성화학(298000)

아직 터널 안

■ 탐방 요약

효성화학은 기초유화 제품에 속하는 PP(Polypropylene) 및 TPA 와 기타 사업을 영위하고 있습니다. 지난 주가 조정 및 중국 경기 부양에 따른 화학 수요 기대감이 있지만, PP 및 TPA 업황은 중국의 초과 공급에 따라 약세가 지속될 것으로 보입니다. 또한 기타사업부문 NF3 일부 매각을 가정해도, 차입금 감소 영향은

제한적일 수 있습니다. 이에 따라 업황 약세 및 차입금 부담으로 당분간 동사 주가

>>> 주가 조정과 시장의 중국 경기 부양 기대

약세가 지속될 가능성이 높은 것으로 판단합니다.

동사 주가는 최근 1 년 주요 제품인 PP 와 TPA 약세로 약 54% 조정받았다. 이와 더불어 3 월 4 일 시작된 중국 양회로 시장에서 중국 경기 부양에 대한 기대감이 있다. 만약 과거 사이클의 경우와 같이 중국 경기 부양, 이에 따른 기초유화 수요 증가가 선순환된다면 동사 매입 호기로 볼 수 있다.

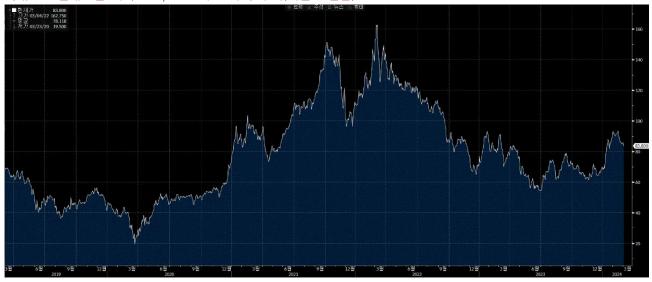
>>> '24 년 PP 와 TPA 약세 지속 전망

이를 위해서는 업황 회복에 따른 수익성 개선, 혹은 약 2.4 조에 달하는 차입금 감소가 필요하다. 그러나 PP 와 TPA 는 '24 년 약세를 지속할 것으로 전망한다. PP 의 경우 NCC(Naphtha Cracking Center, 대형 화학사가 보유한 기초 유화 설비)와 달리 PDH(Propane De-Hydrogenation, 프로판에서 수소를 제거하여 Propylene 을 생산하는 공정)를 통해 Propylene 을 생산한다. 따라서 한국 PDH의 주 원료인 미국 프로판 가스 가격 하락이 동사 마진에 긍정적이다. 그러나 '21 년 러시아 우크라이나 사태 이후 상승한 프로판가스 가격은 여전히 높은 수준이며, 최근 운임비 상승을 감안하면 실제 투입단가는 Spot 가격 수준을 상회할 것으로 보인다. PP 는 '23 년부터 중국 증설이 집중된 제품으로 '23 년 마진이 감소했다. 우리는 Propylene, PP 의 초과 공급이 당분간 지속될 것으로 보고 있다. TPA 역시 '23 년 하반기부터 역내 재고가 증가하였고. 원재료인 PX 는 휘발유 블렌딩 수요로 강세를 나타내며, 마진 약세를 시현했다. 기타부문 NF3의 경우 동사가 글로벌 2위인 특수가스 제품으로 마진이 안정적이다. '22 년 기준 약 1,000 억원의 EBITDA 에 EV/EBITDA 10 배를 적용할 경우 1 조원 내외 가치이다. 최근 거론되는 NF3의 부분 매각을 가정해도 '23년말 기준 약 2.4조원의 순차입금 해소에는 다소 부족할 수 있다. 이에 따라 펀더멘털 약세와 차입금 해소라는 두 이슈는 당분간 지속될 전망이다.

>>> 펀더멘털 개선이 필요

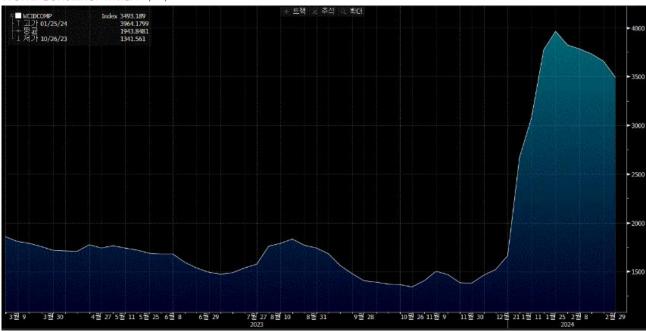
동사는 '23 년 영업손실 1,913 억원을 기록, 전년에 이어 적자를 지속했다. 이에는 PP/DH와 TPA의 손실이 주요했지만, 당분간 업황 약세 지속 구간으로 보면, 수익성은 '24 년 크게 개선되기 어렵다. 중국 경기 부양 기대감에 앞서 펀더멘탈 개선을 확인하는 보수적인 투자가 필요한 시점으로 판단한다.

국내 PP 원재료인 미국 Propane 가스 가격 추이(최근 5년간)

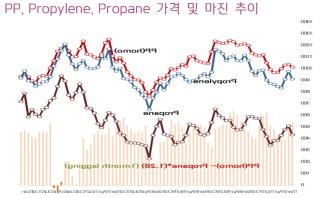


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

World Container Index 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: 효성화학, 키움증권 리서치센터

TPA, PX 가격 및 마진 추이



자료: 효성화학, 키움증권 리서치센터

포괼	소인	」 は	ļ.	서	

포괄손익계산서				(단:	위 :십억원)	재무상태표
12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020	2021	2022	12월 결산, IFR
매출액	1,116.8	1,812.5	1,817.2	2,520.0	2,878.6	유동자산
매출원가	1,002.2	1,568.9	1,664.1	2,282.7	3,108.7	현금 및 현금
매출총이익	114.6	243.6	153.1	237.3	-230.2	단기금융자산
판관비	49.6	89.7	92.1	100.7	106.6	매출채권 및
영업이익	65.0	153.9	60.9	136.6	-336.7	재고자산
EBITDA	154.7	311.2	237.9	329.2	-48.9	기타유동자산
영업외손익	-37.6	-43.9	-57.5	-34.2	-111.5	비유동자산
이자수익	0.1	0.2	0.2	0.2	1.5	투자자산
이자비용	21.0	36.5	43.5	34.2	101.1	유형자산
외환관련이익	13.8	31.1	39.2	20.5	96.7	무형자산
외환관련손실	26.7	44.6	39.1	31.0	114.8	기타비유동자
종속 및 관계기업손익	-7.0	4.1	1.7	0.3	-1.7	자산총계
기타	3.2	1.8	-16.0	10.0	7.9	유 동부 채
법인세차감전이익	27.4	110.0	3.4	102.4	-448.3	매입채무 및
법인세비용	7.0	22.2	15.0	44.0	-39.4	단기금융부채
계속사업순손익	20.4	87.8	-11.6	58.4	-408.9	기타유동부채
당기순이익	20.4	87.8	-11.6	58.4	-408.9	비유동부채
지배주주순이익	20.4	87.8	-11.6	58.4	-408.9	장기금융부채
증감율 및 수익성 (%)						기타비유동부
매출액 증감율	NA	62.3	0.3	38.7	14.2	부채총계
영업이익 증감율	NA	136.8	-60.4	124.3	-346.5	지배지분
EBITDA 증감율	NA	101.2	-23.6	38.4	-114.9	자본금
지배주주순이익 증감율	NA	330.4	-113.2	-603.4	-800.2	자본잉여금
EPS 증감율	NA	148.9	적전	흑전	적전	기타자본
매출총이익율(%)	10.3	13.4	8.4	9.4	-8.0	기타포괄손익
영업이익률(%)	5.8	8.5	3.4	5.4	-11.7	이익잉여금
EBITDA Margin(%)	13.9	17.2	13.1	13.1	-1.7	비지배지분
지배주주순이익률(%)	1.8	4.8	-0.6	2.3	-14.2	자 본총 계

(단위 :십억원)

세 1 0세표				\C	1 672/
12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020	2021	2022
유동자산	438.3	446.1	435.7	789.0	819.9
현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	34.8	106.3
단기금융자산	0.0	4.0	54.0	0.7	8.0
매출채권 및 기타채권	184.7	151.0	222.3	328.0	333.4
재고자산	125.3	127.5	143.2	392.4	353.1
기타유동자산	49.0	117.5	6.0	33.1	26.3
비유동자산	1,214.9	1,617.5	1,981.6	2,255.1	2,311.2
투자자산	7.3	77.4	18.0	18.6	19.0
유형자산	1,117.6	1,448.3	1,923.3	2,184.6	2,187.1
무형자산	74.1	73.1	23.1	34.0	32.2
기타비유동자산	15.9	18.7	17.2	17.9	72.9
자산총계	1,653.2	2,063.5	2,417.4	3,044.0	3,131.1
유 동부 채	686.0	431.3	627.5	1,083.2	1,715.7
매입채무 및 기타채무	275.7	219.9	295.1	438.8	406.6
단기금융부채	399.7	186.0	307.1	586.3	1,285.3
기타유동부채	10.6	25.4	25.3	58.1	23.8
비유동부채	600.0	1,177.5	1,387.5	1,471.6	1,300.8
장기금융부채	582.9	1,160.5	1,367.2	1,445.0	1,275.8
기타비유동부채	17.1	17.0	20.3	26.6	25.0
부채총계	1,286.0	1,608.8	2,015.0	2,554.7	3,016.5
지배지분	367.2	454.7	402.4	489.3	114.6
자본금	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
자본잉여금	329.0	329.0	329.0	329.0	329.0
기타자본	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
기타포괄손익누계액	5.9	13.5	-8.3	20.0	43.0
이익잉여금	18.3	98.2	67.6	126.2	-271.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자 본총 계	367.2	454.7	402.4	489.3	114.6

현금흐름표

(단위 :십억원) 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	76.8	163.2	168.3	68.7	-134.8
당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비현금항목의 가감	120.2	192.8	256.1	275.6	448.3
유형자산감가상각비	89.7	157.3	176.9	192.6	287.9
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-7.0	-1.4	-1.7	-0.3	-1.7
기타	37.5	36.9	80.9	83.3	162.1
영업활동자산부채증감	-45.4	-98.1	-25.0	-253.8	-0.2
매출채권및기타채권의감소	-50.4	29.5	-33.5	-36.1	-36.0
재고자산의감소	-13.2	0.5	-20.2	-260.4	10.3
매입채무및기타채무의증가	15.5	-30.1	17.2	80.6	49.4
기타	2.7	-98.0	11.5	-37.9	-23.9
기타현금흐름	2.0	68.5	-62.8	46.9	-582.9
투자활동 현금흐름	-145.2	-552.4	-553.5	-307.4	-230.7
유형자산의 취득	-83.6	-480.9	-555.8	-328.3	-243.8
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.2	0.3	2.6
무형자산의 순취득	-60.5	0.0	-0.1	-12.2	-0.3
투자자산의감소(증가)	-7.3	-70.1	59.4	-0.6	-0.3
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-4.0	-50.0	53.3	0.0
기타	6.2	2.6	-7.2	-19.9	11,1
재무활동 현금흐름	-134.9	351.7	356.8	262.7	416.7
차입금의 증가(감소)	-133.0	358.9	376.0	266.1	420.5
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-3.2	-15.9	0.0	0.0
기타	-0.1	-4.0	-3.3	-3.4	-3.8
기타현금흐름	6.7	4.3	-7.4	0.7	20.3
현금 및 현금성자산의 순증가	-196.6	-33.2	-35.9	24.6	71.5
기초현금 및 현금성자산	275.9	79.3	46.1	10.2	34.8
기말현금 및 현금성자산	79.3	46.1	10.2	34.8	106.3

(단위 :원, %, 배)

무시시표				(근귀 ·	전, 10, 메)
12월 결산, IFRS 연결	2018	2019	2020	2021	2022
주당지표(원)					
EPS	11,059	27,530	-3,641	18,311	-128,166
BPS	115,120	142,536	126,125	153,380	35,929
CFPS	76,224	87,972	76,643	104,713	12,367
DPS	1,000	5,000	0	0	0
주가배수(배)					
PER	12.8	5.2	-43.0	16.6	-0.8
PER(최고)	17.9	6.6	-47.4		
PER(최저)	10.0	4.8	-14.0		
PBR	1.23	1.01	1.24	1.98	2.77
PBR(최고)	1.72	1.27	1.37		
PBR(최저)	0.96	0.94	0.40		
PSR	0.23	0.25	0.27	0.38	0.11
PCFR	1.9	1.6	2.0	2.9	8.0
EV/EBITDA	8.8	5.6	8.9	9.0	-56.7
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	15.6	18.1	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.7	3.5	0.0	0.0	0.0
ROA	1.2	4.7	-0.5	2.1	-13.2
ROE	5.6	21.4	-2.7	13.1	-135.4
ROIC	3.3	8.6	-11.6	3.4	-13.4
매출채권회전율	12.1	10.8	9.7	9.2	8.7
재고자산회전율	17.8	14.3	13.4	9.4	7.7
부채비율	350.2	353.8	500.8	522.1	2,631.8
순차입금비율	246.0	285.1	400.1	407.9	2,141.4
이자보상배율,현금	3.1	4.2	1.4	4.0	-3.3
 총차입금	982.7	1,346.5	1,674.3	2,031.3	2,561.2
순차입금	903.4	1,296.4	1,610.1	1,995.8	2,454.1
EBITDA	154.7	311.2	237.9	329.2	-48.9
FCF	-58.1	-293.8	-618.3	-324.7	-290.7

자료: 키움증권 리서치센터



Compliance Notice

- 당사는 3월 5일 현재 '효성화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민· 형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6 개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6 개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

