



효성화학

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

2023년 11월 21일

[화학]

베트남 탐방을 통해 재확인된 성장 기회

이진명 선임연구원

☎ 02-3772-1534

✉ jinmyung.lee93@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (11월 20일)

92,400 원



목표주가

120,000 원 (유지)



상승여력

29.9%

- ◆ 효성비나케미칼 공장 투어의 핵심은 가동 정상화
- ◆ 내년부터 점차 가시화될 성장 스토리
- ◆ 고부가 PP 제품 확대 및 LPG 유통마진 확보 가능



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

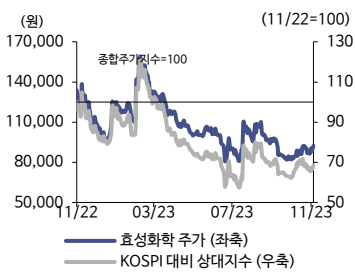


신한투자증권 기업분석부

시가총액	350.4십억원
발행주식수	3.8백만주
유동주식수	1.7백만주(46.1%)
52 주 최고가/최저가	159,100 원/80,800 원
일평균 거래량 (60 일)	15,599 주
일평균 거래액 (60 일)	1,495 백만원
외국인 지분율	3.65%
주요주주	
효성 외 13 인	53.58%

절대수익률	
3개월	-3.2%
6개월	-8.3%
12개월	-27.0%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-2.7%
6개월	-6.6%
12개월	-28.3%

주가



재도약을 준비중인 효성비나케미칼

11월 15일부터 17일까지 효성비나케미칼 공장 탐방을 통해 다시 한번 성장의 기회를 확인할 수 있었다. 해당 공장은 PP 60만톤(#4~5 PP 각 30만톤), DH 60만톤, Cavern(지하 LPG 저장시설) 24만톤으로 구성되어 있다. 동 설비의 장점은 1) LPG부터 PP까지 수직계열화를 통한 높은 원가 경쟁력, 2) LPG 외부판매를 통한 유통마진 확보, 3) 저렴한 비용(인건비, 전력비, 운송비, 무관세 등)이다.

다만 설비완공 이후 1) 지속된 가동차질, 2) PP 시황 둔화, 3) 프로판 가격 급등으로 13개분기 연속 적자를 기록하며 재무구조에 악영향을 끼쳤다. 그럼에도 4~5월 문제가 발생했던 반응기 내 설비교체를 통해 가동률 100%에 도달한 상황이며 3분기 큰 폭의 실적 개선을 시현했다. 아직 유의미한 시황 개선 가능성은 제한적이나 설비 가동이 정상화된 만큼 내년부터 당초 기대했던 성장 스토리는 점차 가시화되겠다.

고부가 제품 및 LPG 외부판매 확대로 이익의 질적/양적 성장 도모

23년 기준 고부가 PP 제품(고기능성, 의료용, 자동차 부품) 비중은 설비 트러블 및 고객사 인증 등으로 33%에 불과했다. 다만 내년부터 가동 정상화에 따른 판매량 증가(+24%)와 유럽 및 일본 중심의 신규 고객사 인증 확보 등으로 고부가 비중은 51%까지 확대될 전망이다. 일반제품 대비 판가가 50~200달러/톤 높기 때문에 증설이 많은 범용제품 대비 높은 수익성을 창출할 수 있겠다.

LPG는 PDH 원료로 사용되거나 외부판매가 가능하며 톤당 '30~40달러+관세차이 1.5%'의 유통마진이 발생한다. 올해 10월부터 선박 판매가 시작되며 외판 물량은 내년 1분기부터 6만톤(+96% QoQ)으로 증가하겠다. 동남아 최대 규모의 저장설비를 바탕으로 저가 물량을 조달하여 원가 경쟁력 향상과 유통 마진 극대화를 달성할 전망이다.

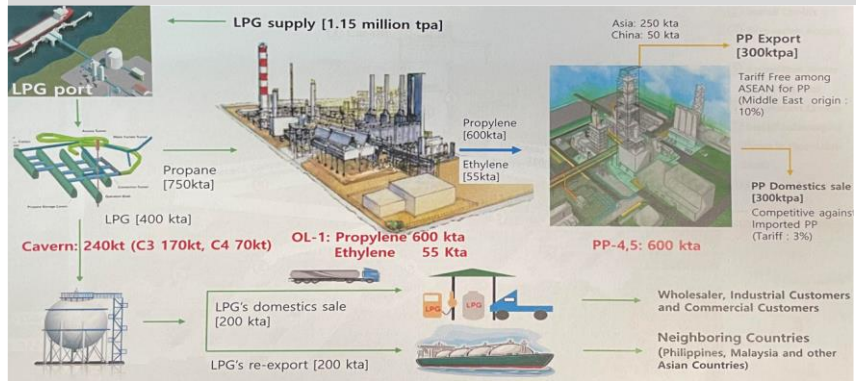
목표주가 120,000원, 투자 의견 '매수' 유지

목표주가 120,000원, 투자 의견 '매수'를 유지한다. 업황 불확실성은 여전히 존재하나 1) 가동 정상화에 따른 판매량 증가, 2) 고부가 제품 확대(→수익성 개선), 3) LPG 외부 판매 등으로 24년 실적과 주가는 점차 정상화될 것으로 예상된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	2,520.0	136.6	58.4	18,311	153,380	16.6	9.0	2.0	13.1	408.0
2022	2,878.6	(336.7)	(408.9)	(128,166)	35,929	-	-	2.8	(135.4)	2,148.7
2023F	2,874.5	(179.5)	(208.6)	(63,107)	41,145	-	19.2	2.1	(154.2)	1,459.8
2024F	3,237.2	107.2	14.3	3,769	18,542	23.4	5.3	4.8	12.6	3,008.6
2025F	3,343.4	159.8	61.5	16,212	34,754	5.4	4.3	2.5	60.8	1,363.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

효성비나케미칼 공장 구조



자료: 회사 자료, 신한투자증권

DH 설비(OL-1)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

프로필렌 저장탱크



자료: 회사 자료, 신한투자증권

PP 생산설비 (#4~5 각 30만톤)



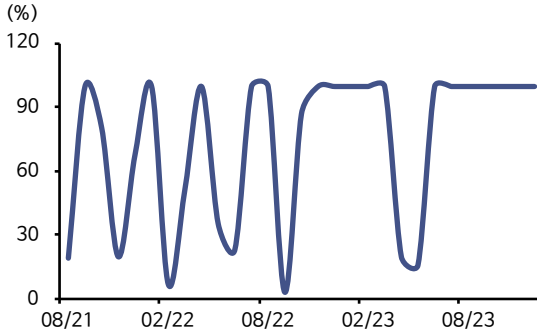
자료: 회사 자료, 신한투자증권

PP 제품 포장 자동화 공정



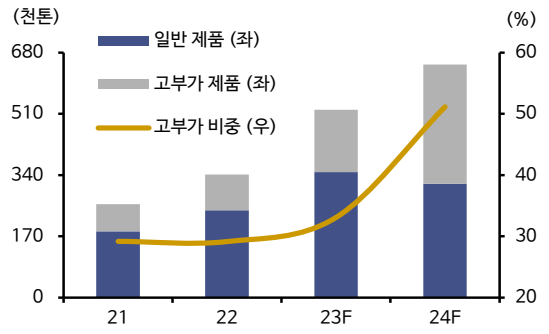
자료: 회사 자료, 신한투자증권

효성비나케미칼 가동률 추이



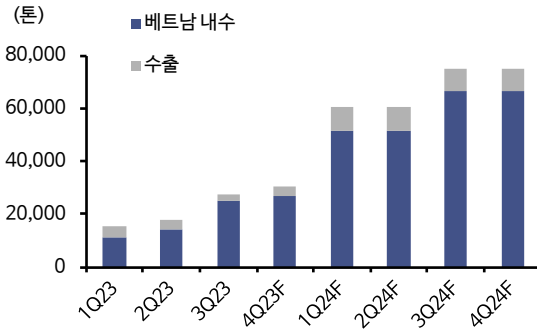
자료: 회사 자료, 신한투자증권

제품별 판매량 및 고부가 비중



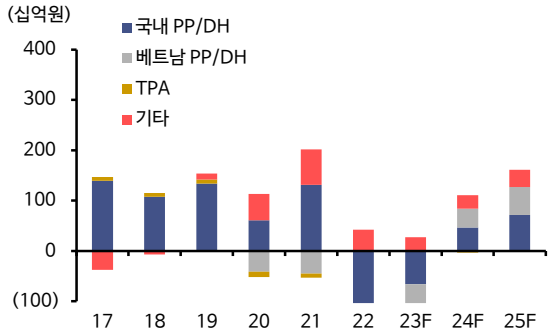
자료: 회사 자료, 신한투자증권

LPG 외부판매 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

사업부별 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

효성화학 SOTP Valuation

(십억원)	24F EBITDA	배수	적정가치	비고
① 영업가치	466.6	5.5	2,544	글로벌 피어 업체 평균 대비 15% 할인
② 자산가치			13	신화인터텍 시장가치
③ 순차입금			2,115	24년말 기준
목표 시가총액			443	(①+②-③)
발행주식수 (천주)			3,779	자사주 제외
목표주가 (원)			120,000	

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	3,044.0	3,131.1	3,041.8	2,814.0	2,692.4
유동자산	789.0	819.9	982.1	1,049.3	1,199.1
현금및현금성자산	34.8	106.3	161.7	125.3	244.9
매출채권	214.7	248.2	285.4	321.4	331.9
재고자산	392.4	353.1	406.0	457.3	472.3
비유동자산	2,255.1	2,311.2	2,059.7	1,764.7	1,493.3
유형자산	2,184.6	2,187.1	1,935.7	1,638.2	1,366.1
무형자산	34.0	32.2	32.2	32.2	32.2
투자자산	18.6	19.0	19.0	21.3	22.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,554.7	3,016.5	2,885.9	2,743.7	2,560.6
유동부채	1,083.2	1,715.7	1,585.1	1,439.8	1,255.8
단기차입금	339.7	645.4	545.4	545.4	545.4
매입채무	235.0	284.4	284.0	319.9	330.3
유동성장기부채	242.9	636.5	606.5	406.5	206.5
비유동부채	1,471.6	1,300.8	1,300.7	1,303.9	1,304.8
사채	297.4	340.5	340.5	340.5	340.5
장기차입금(경기금융부채 포함)	1,147.6	935.4	935.4	935.4	935.4
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	489.3	114.6	156.0	70.3	131.8
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)
기타포괄이익누계액	20.0	43.0	193.0	193.0	193.0
이익잉여금	126.2	(271.4)	(480.0)	(465.7)	(404.3)
지배주주지분	489.3	114.6	156.0	70.3	131.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*충차입금	2,031.9	2,570.7	2,440.6	2,242.3	2,042.8
*순차입금(순현금)	1,996.3	2,462.8	2,277.5	2,115.2	1,796.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	68.7	(134.8)	(0.5)	326.7	384.9
당기순이익	58.4	(408.9)	(208.6)	14.3	61.5
유형자산상각비	192.6	287.9	315.4	359.4	337.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환손실(이익)	2.8	4.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.2)	0.1	0.1	0.1	0.1
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.3)	1.7	0.0	0.0	0.0
운전차분변동	(253.8)	(0.2)	(107.4)	(47.2)	(13.8)
(법인세납부)	(21.5)	(33.4)	66.6	(4.6)	(19.6)
기타	90.7	13.9	(66.6)	4.7	19.6
투자활동으로인한현금흐름	(307.4)	(230.7)	(64.0)	(64.6)	(65.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(328.3)	(243.8)	(64.0)	(62.0)	(65.0)
유형자산의감소	0.3	2.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(12.2)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.1)	(1.5)	0.0	(2.4)	(0.7)
기타	32.9	12.3	0.0	(0.2)	(0.1)
FCF	(262.9)	(300.4)	8.0	328.0	378.4
재무활동으로인한현금흐름	262.7	416.7	(130.0)	(198.4)	(199.5)
차입금의 증가(감소)	266.1	420.5	(130.0)	(198.4)	(199.5)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(3.4)	(3.8)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	249.8	(100.0)	(0.1)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.7	20.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	24.6	71.5	55.3	(36.3)	119.5
기초현금	10.2	34.8	106.3	161.7	125.3
기말현금	34.8	106.3	161.7	125.3	244.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

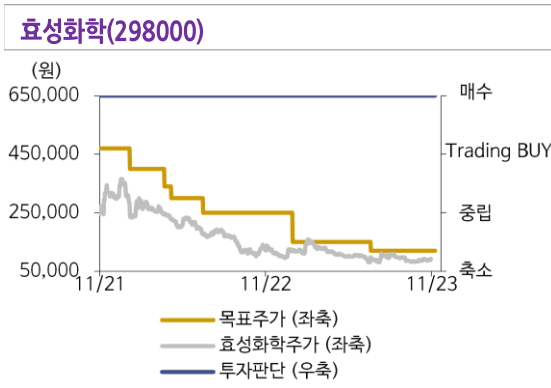
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,520.0	2,878.6	2,874.5	3,237.2	3,343.4
증감률 (%)	38.7	14.2	(0.1)	12.6	3.3
매출원가	2,282.7	3,108.7	2,938.1	3,000.1	3,049.4
매출총이익	237.3	(230.2)	(63.6)	237.1	294.1
매출총이익률 (%)	9.4	(8.0)	(2.2)	7.3	8.8
판매관리비	100.7	106.6	115.9	130.0	134.3
영업이익	136.6	(336.7)	(179.5)	107.2	159.8
증감률 (%)	124.2	적전	적지	흑전	49.1
영업이익률 (%)	5.4	(11.7)	(6.2)	3.3	4.8
영업외손익	(34.2)	(111.5)	(95.7)	(88.3)	(78.7)
금융손익	(38.9)	(110.7)	(94.9)	(87.5)	(77.9)
기타영업외손익	4.4	0.9	0.9	0.9	0.9
중속 및 관계기업관련손익	0.3	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
세전계속사업이익	102.4	(448.3)	(275.2)	18.9	81.1
법인세비용	44.0	(39.4)	(66.6)	4.6	19.6
계속사업이익	58.4	(408.9)	(208.6)	14.3	61.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.4	(408.9)	(208.6)	14.3	61.5
증감률 (%)	흑전	적전	적지	흑전	330.1
순이익률 (%)	2.3	(14.2)	(7.3)	0.4	1.8
(지배주주)당기순이익	58.4	(408.9)	(208.6)	14.3	61.5
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	86.9	(374.7)	(208.6)	14.3	61.5
(지배주주)총포괄이익	86.9	(374.7)	(208.6)	14.3	61.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	329.2	(48.9)	135.9	466.6	496.9
증감률 (%)	38.4	적전	흑전	243.2	6.5
EBITDA 이익률 (%)	13.1	(1.7)	4.7	14.4	14.9

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	18,311	(128,166)	(63,107)	3,769	16,212
EPS (지배순이익, 원)	18,311	(128,166)	(63,107)	3,769	16,212
BPS (자본총계, 원)	153,380	35,929	41,145	18,542	34,754
BPS (지배지분, 원)	153,380	35,929	41,145	18,542	34,754
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	16.6	(0.8)	(1.4)	23.4	5.4
PER (지배순이익, 배)	16.6	(0.8)	(1.4)	23.4	5.4
PBR (자본총계, 배)	2.0	2.8	2.1	4.8	2.5
PBR (지배지분, 배)	2.0	2.8	2.1	4.8	2.5
EV/EBITDA (배)	9.0	(56.9)	19.2	5.3	4.3
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 (%)	13.1	(1.7)	4.7	14.4	14.9
영업이익률 (%)	5.4	(11.7)	(6.2)	3.3	4.8
순이익률 (%)	2.3	(14.2)	(7.3)	0.4	1.8
ROA (%)	2.1	(13.2)	(6.8)	0.5	2.2
ROE (지배순이익, %)	13.1	(135.4)	(154.2)	12.6	60.8
ROIC (%)	3.4	(13.5)	(5.6)	3.6	6.1
안정성					
부채비율 (%)	522.1	2,631.8	1,849.7	3,902.4	1,943.1
순차입금비율 (%)	408.0	2,148.7	1,459.8	3,008.6	1,363.0
현금비율 (%)	3.2	6.2	10.2	8.7	19.5
이자보상배율 (배)	4.0	(3.3)	(1.6)	1.0	1.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	16.3	10.4	8.3	7.6	7.3
재고자산회수기간 (일)	38.8	47.3	48.2	48.7	50.7
매출채권회수기간 (일)	28.2	29.3	33.9	34.2	35.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 11월 01일	매수	470,000	(36.8)	(22.3)
2022년 01월 27일	매수	400,000	(34.0)	(25.1)
2022년 04월 13일	매수	340,000	(29.8)	(27.4)
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	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 이진명은 상기 회사 효성화학의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 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 (2023년 11월 17일 기준)

매수 (매수)	93.15%	Trading BUY (중립)	4.84%	중립 (중립)	2.02%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------