

Company Visit

Analyst 이동욱
02) 6915-5671
treestump@ibks.com

Not Rated

목표주가	-
현재가 (7/3)	46,600원
KOSPI (7/3)	8,088.34pt
시가총액	177십억원
발행주식수	3,792천주
액면가	5,000원
52주 최고가	75,600원
최저가	38,900원

효성화학 (298000)

영업 레버리지의 힘, 3억원에서 1,000억원으로

- 올해 2분기 영업이익, 1천억원을 상회할 전망. 스프레드 개선과 베트남 가동률 상승 기인
- 북미산 세일가스 기반 LPG 확보 및 S-Oil 사힌 프로젝트로 원료 경쟁력 개선 전망
- 폴리케톤, 전기차와 휴머노이드향 침투율 확대
- 흑자전환 기초 하에 자본 확충 및 사업 매각으로 재무구조 추가 개선 예상

효성화학 기업 탐방 노트: 실적 및 투자 포인트 점검

당사는 지난 6월 말 효성화학을 기업 탐방하였다. 이번 탐방에서 가장 중요한 포인트는 올해 2분기 실적이 좋다는 점이 아니다. 핵심은 그동안 동사의 밸류에이션을 눌러왔던 베트남 PP/DH 설비가 더 이상 구조적 손실의 상징이 아니라, 스프레드 급등 국면에서 가장 큰 이익 레버리지로 바뀌고 있다는 점이다.

동사의 올해 1분기 연결 매출액은 5,870억원, 영업이익은 3억원에 그쳤지만, EBITDA는 이미 512억원으로 회복되었다. 작년 1분기와 4분기에 각각 521억원, 733억원의 영업적자를 기록했던 점을 감안하면, 1분기는 사실상 손익분기점 회복을 확인한 분기였다.

한편 동사의 올해 2분기 영업이익은 1,000억원을 상회할 전망이다. 이는 재고평가 이익이나 일회성 환율효과뿐만 아니라, PP 평가 상승, 프로판 원가 래깅 효과, 베트남 설비 가동 안정화, 작년 말 조기 정기보수 효과가 동시에 맞물린 영업 레버리지의 결과로 판단된다. 1분기 베트남 PP/DH는 1~2월까지 시황과 평가가 약세였으나, 3월부터 중동 정세 영향으로 업황과 평가가 개선되며 적자가 큰 폭으로 축소되었다. 또한 작년 말 조기 정기보수를 실시한 결과, 올해 분기별 안정적인 생산 및 판매 확대가 가능해졌고, 스프레드 강세도 2분기까지 이어지고 있는 것으로 판단된다.

아래에 탐방에서 확인한 주요 투자 포인트를 부연한다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	2,520	2,879	2,623	2,452	2,341
영업이익	137	-337	-214	-175	-161
세전이익	102	-448	-397	-349	-337
지배주주순이익	58	-409	-347	-326	393
EPS(원)	18,311	-128,166	-104,950	-85,902	103,670
증가율(%)	-602.9	-799.9	-18.1	-18.1	-220.7
영업이익률(%)	5.4	-11.7	-8.2	-7.1	-6.9
순이익률(%)	2.3	-14.2	-13.2	-13.3	13.9
ROE(%)	13.1	-135.4	-393.1	10,663.7	260.9
PER	33.1	-1.6	-1.6	-0.9	0.8
PBR	4.0	5.5	10.5	-4.4	0.8
EV/EBITDA	9.0	-56.7	86.8	61.0	85.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조서분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

1) 첫 번째 투자 포인트는 북미산 셰일가스 기반 LPG 확보를 통한 원료 경쟁력 강화다. PDH(프로판 탈수소화) 공정을 채택한 업체의 수익성은 결국 프로판 조달 원가에 크게 좌우된다. 나프타 크래커는 나프타 가격에, 여타 PDH 경쟁사는 중동/아시아산 LPG 현물 가격에 원가 구조가 연동되는 경우가 많다. 반면 동사는 북미산 셰일가스 기반 LPG 조달 비중을 확대하고 있는 것을 고려할 필요가 있다. 북미 셰일가스는 자원 기반의 구조적 저가 공급원이라는 특성을 지니고 있어, 중동 정제와 같은 지정학적 변수에 따른 스프레드 변동 국면에서도 상대적으로 안정적인 원가 기반을 제공할 수 있다.

이러한 조달 구조는 단순한 원가 절감 이슈를 넘어선다. 스프레드가 확대되는 국면에서는 이익 레버리지를 극대화하고, 스프레드가 축소되는 국면에서는 손실 폭을 제한하는 손익 구조를 만들어낼 수 있다는 점에서 의미가 크다. 즉 원재료 다변화 자체가 하나의 헤지 기능을 수행하는 셈이며, 이는 동사 PP/DH 부문의 실적 변동성을 완화하는 요인으로 작용할 수 있다.

2) 두 번째 투자 포인트는 사히 프로젝트를 통한 저가 프로필렌 확보 가능성이다. S-Oil이 추진 중인 사히 프로젝트는 역내 대규모 석유화학 콤플렉스로, 가동이 본격화될 경우 신규 프로필렌 공급 축이 하나 더 추가된다. 동사 입장에서는 기존 조달선 외에 저가 프로필렌을 확보할 수 있는 잠재적 대안이 늘어난다는 점에서, 원료 조달의 협상력과 유연성이 개선될 수 있는 계기로 작용할 가능성이 있다.

특히 이는 앞서 언급한 북미산 셰일가스 LPG 조달 전략과도 결을 같이한다. 단일 지역, 단일 원료에 대한 의존도를 낮추는 조달 다변화 전략으로 해석할 수 있기 때문이다. 다만 사히 프로젝트의 가동 시점과 실제 물량 확보 여부는 프로젝트 진행 상황에 따라 유동적일 수 있다. 따라서 현시점에서는 확정된 사실관계라기보다는 향후 원가 구조 개선의 잠재적 상방 요인으로 이해하는 것이 적절하다.

3) 세 번째 투자 포인트는 폴리케톤의 전기차/휴머노이드향 침투율 확대다. 폴리케톤은 내마모성, 내화화성, 기체 차단성 등의 물성을 바탕으로 기존에는 자동차 부품 및 산업용 소재 중심으로 채택되어 왔다. 그런데 최근에는 전기차 경량화 부품과 휴머노이드 로봇의 정밀 구동부/외장재 등으로 응용 영역이 확대되고 있는 것으로 파악된다. 이는 폴리케톤의 포지셔닝이 범용 엔지니어링 플라스틱에서 구조적 성장 산업에 연동된 소재로 이동하고 있음을 시사한다.

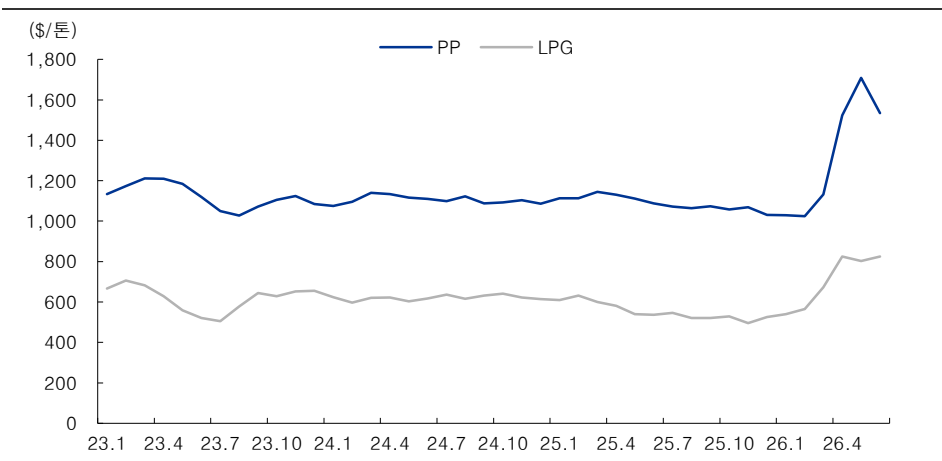
전기차 경량화 소재 수요와 휴머노이드 로봇 산업의 초기 성장 국면이 맞물리는 시점에서 폴리케톤의 응용처가 넓어지고 있다는 점은 해당 산업들의 성장에 편승하는 이른바 반사수혜 구조로 볼 수 있다. 즉 전기차와 휴머노이드 산업 자체의 성장률보다도, 그 안에서 폴리케톤과 같은 소재의 침투율이 얼마나 빠르게 높아지는지가 동사의 기타 부문 실적에 더 크게 기여할 수 있는 변수라는 의미다. 다만 현시점에서는 응용처 확대의 초기 단계로 판단되며, 실제 매출 기여 규모는 향후 분기 실적을 통해 순차적으로 확인할 필요가 있다.

4) 네 번째 투자 포인트는 재무구조 개선이다. 사실 여전히 높은 부채비율은 리스크

요인이다. 다만 동사는 경영개선계획을 통해 매각 및 외부 자본 유치 기준 1조 6,414억원의 자금 조달을 진행했고, 이에 따라 연간 이자비용은 2024년 1,776억원에서 올해 약 800억원 수준으로 감소할 전망이다.

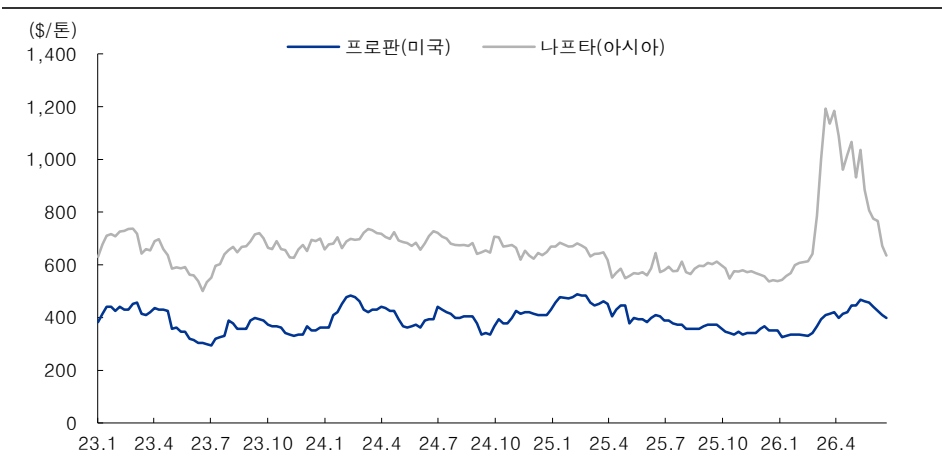
더 중요한 점은 2분기부터 재무제표가 추가 개선될 가능성이 있다. 올해 1분기 기준 동사의 순차입금은 1조 5,468억원, 순차입금비율은 240.5%로 여전히 높았다. 그러나 6월 말 2,000억원 규모의 영구채가 반영될 경우 회계상 자본 확충 효과가 발생한다. 여기에 2분기 영업이익의 흑자가 동반되면, 분모인 자본은 증가하고 분자인 순차입금 부담은 완화되는 구조가 된다. 즉 1분기까지는 업황은 회복되지만 재무 부담은 여전히 무거운 구간이었다면, 2분기 말부터는 이익 회복과 자본 확충이 동시에 반영되는 첫 번째 재무구조 개선 분기가 될 가능성이 높다.

그림 1. 국내 PP/LPG 가격 추이



자료: KITA, IBK투자증권

그림 2. 프로판(미국)/나프타 가격 추이



자료: 씨스켈, IBK투자증권

표 1. 효성화학 재무구조 현황

(억원)	2024	2025	2026.1Q
연결 자본총계	-680	6,331	6,433
연결 총 차입금	27,109	15,784	15,805
부채비율(%)	-	310%	311%
순차입금비율(%)	-	235%	240%
시장성 차입금(CP/전단채 등)	7,624	3,029	2,222

자료: 효성화학, IBK투자증권

표 2. 효성화학 경영개선계획 주요 이행내역 요약

구분	주요 이행내역	이행여부	개선효과(억원)	개선 내용 상세
특수가스사업부 매각	효성티앤씨에 양도	완료(25.01)	9,216	세전 처분이익 6,007억원 발생
온산 탱크터미널 매각	효성에 양도	완료(25.04)	1,519	세전 처분이익 1,261억원 발생
비나 지분매각 및 자본유치	49% 지분 매각, 외부 자본 유치	완료(25.07)	3,679	연결 자본총계 추가 확충 및 차입금 상환
영구채 추가 발생	신종자본증권 추가 발행	완료(26.05)	2,000	자본 확충, 단기차입금 1,500억원 상환
합계	재무구조 개선 자금조달 효과 총계		16,414	매각 대금 및 외부 자본 유치 금액 합산 기준

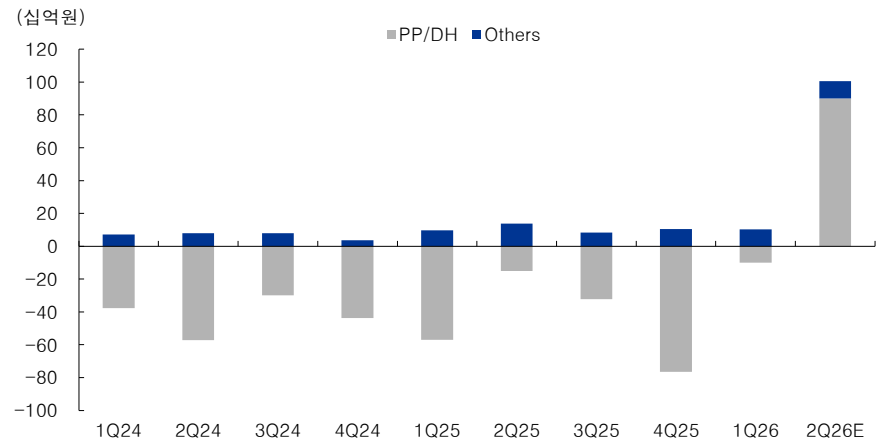
자료: 효성화학, IBK투자증권

그림 3. 효성화학 폴리케톤 밸류체인



자료: 효성화학, IBK투자증권

그림 4. 효성화학 부문별 영업이익 추이/전망



자료: 효성화학, IBK투자증권

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부		1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가 취득일								
해당 사항 없음											

투자자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2025.07.01~2026.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	95.3
Trading Buy (중립)	6	4
중립	1	0.7
매도	0	0