

효성화학 (298000)

NF3의 가치가 전혀 반영되지 않은 시총. 목표시총 9천억 제시

PP/DH와 PTA 상황, 현재는 Up-Cycle의 초입에 불과

PP/DH, PTA는 이제 Up-Cycle의 초입에 진입했다. 특히, PP/DH는 원가안정화와 베트남 증설에 따른 중장기 성장성, 타이탄한 제품 수급의 3박자를 통해 2021년까지 꾸준한 이익성장세가 예상된다. 특히, 중국의 미국산 프로판에 대한 관세 부과로 중국을 향하던 미국산 프로판은 중국을 제외한 아시아지역으로 쏟아져 나올 것이다. 이는 효성화학 입장에서 1) 저렴한 미국산 프로판을 쓰게 되면서 누리는 원가절감 효과 2) 중국 PDH의 경쟁력 약화/가동률 조정에 따른 제품 수급 타이트의 두 가지 효과를 동시에 누릴 수 있다. 베트남 증설은 2019~2020년에 걸쳐 진행되며, 완공 시 PP/DH 규모는 각각 130만톤, 110만톤으로 2배 이상 확장된다. 이를 통해, 매출액은 7~8,000억원, 영업이익은 1~1,200억원의 증대효과가 발생한다. 이는 2017년 효성화학 매출액/영업이익 대비 각각 50%/70% 개선효과다. PTA는 올해 초부터 본격 흑자전환되었고, 원재료 PX의 향후 2년 누적증설이 24%에 달해 원가하향에 따른 추가적인 이익 개선이 예상된다.

NF3의 이익을 개선이 나타나고 있다

NF3(한국용연공장, 4,550톤/년)는 원재료 무수불산의 급격한 상승으로 올해 상반기 영업이익률이 5% 미만에 그친 것으로 추정되나, 최근 원재료가격의 하향안정화와 판가 상승 등으로 마진률이 10% 이상으로 급격하게 개선된 것으로 추정된다. 하반기 OLED패널 출하량 증가, 반도체 Wafer Input 성장으로 하반기 NF3 수급은 더욱 타이트해질 것으로 예상되어 이익기여도가 추가로 상승할 것이다.

목표시총 9천억. Upside 75%로 충분한 주가 상승여력 보유

BUY, TP 28만원으로 신규커버를 시작한다. 현 시총은 NF3의 가치가 전혀 반영되지 않은 시총이다. 이익률이 개선되기 시작한 NF3의 가치를 반영시켜야 할 시점이라 판단한다. 총 영업가치 1.76조원(화학사업 1.45조원+NF3 0.31조원)에 순차입금 0.84조원을 차감한 9천억원의 적정시총으로 제시하며, 현 주가 기준 상승여력은 75%다. 현 주가는 12M Fwd PER/PBR기준 각각 5.2배/1.1배로 ROE 20% 내외를 감안하면 현저한 저평가라 판단한다. 적극 매수를 권한다.

Initiation

BUY(신규)

TP(12M): 280,000(신규) | CP(8월 28일): 160,000원

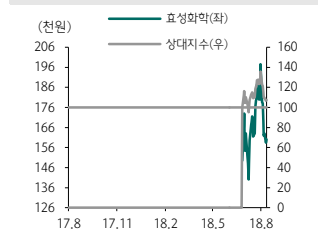
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,303.12
52주 최고/최저(원)	197,500/140,000
시가총액(십억원)	510.4
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	144.4
60일 평균 거래대금(십억원)	22.9
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	16.34
주요주주 지분율(%)	
조현준 외 11인	43.61
국민연금	7.61
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.3 0.0 0.0
상대	(0.0) 0.0 0.0

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,818.7	1,871.7
영업이익(십억원)	135.3	146.0
순이익(십억원)	75.7	81.4
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	십억원	0.0	1,667.3	1,820.3	2,015.4	2,561.4
영업이익	십억원	0.0	108.8	132.8	177.4	235.9
세전이익	십억원	0.0	68.1	94.4	151.7	210.2
순이익	십억원	0.0	52.1	85.5	148.5	204.2
EPS	원	N/A	N/A	26,808	46,544	64,028
PER	배	N/A	N/A	6.0	3.4	2.5
PBR	배	N/A	N/A	1.23	0.91	0.67
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	4.53	4.24	3.54
ROE	%	N/A	N/A	20.7%	26.4%	26.7%
BPS	원	N/A	110,909	129,580	176,124	240,152
DPS	원	0	0	0	0	0

*주1: 2017~18년은 분할 이후 기준으로 소급 적용하여 산출된 수치임



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

CONTENTS

1. 회사소개: PP/DH, PTA, NF3가 주력 제품	3
2. PP/DH: 원가안정화와 증장기 성장성 부각	4
1) 중국의 미국산 프로판 관세 부과에 따른 역내 프로판가격 차별화 전망	4
2) 베트남 증설로 인한 증장기 외형성장 부각	7
3) PP의 공급은 제한적인 국면 진입. 향후 타이트한 수급 밸런스 전망	9
3. PTA: 7년 만의 본격적인 턴어라운드	10
1) PTA 턴어라운드 가시화	10
2) 중국 폴리에스터 수요 호조와 14~17년 증설 위축에 따른 공급 제한	11
4. NF3 마진 개선세 나타나기 시작	13
5. 실적 추정치 및 Valuation	15
1) 2018~2020년 영업이익 증가율 20~30%의 꾸준한 성장 예상	15
2) NF3의 가치가 전혀 반영되지 않은 시총. TP 28만원으로 Upside 75% 제시	16

1. 회사소개: PP/DH, PTA, NF3가 주력 제품

주요제품은 PP/DH, PTA, NF3, 나일론/PET/TAC 필름, 폴리카본 등으로 구성

PDH 50만톤/년, PP 70만톤/년 보유

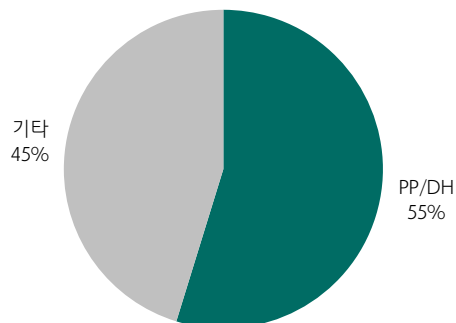
PTA 42만톤/년, NF3 4,550톤/년 보유

효성화학은 (주)효성에서 화학 사업 부문을 인적 분할하여 만든 회사이다. 주요 제품은 PP/DH 70만톤/년, PTA 42만톤/년, NF3, 나일론/PET/TAC 필름, 폴리카본 등으로 구성되어 있다. 전사 매출에서 PP/DH 부문이 53% 정도 차지하며 나머지 기타 사업부가 47%를 차지한다. 반면, 영업이익 기준으로 PP/DH 부문은 128%를 차지하고 나머지 부문에서는 소폭 흑자 혹은 적자를 기록하고 있다.

효성화학의 핵심 수익 창출원은 PP/DH 70만톤/년 설비(PDH 50만톤/년)이다. PP/DH란 프로판을 투입해 프로필렌을 제조하는 PDH 설비와 내부 생산된 프로필렌을 PP로 만드는 설비를 통칭해서 일컫는 용어이다. 효성화학의 경우 범용 PP 뿐 아니라 건설/의료/특수필름용 PP 등 다양한 스펙셜티 제품을 생산하고 있는 점이 특징이다. 참고로 2018년 기준 한국 PP 설비 규모는 약 470만톤/년, 전세계 PP 설비 규모는 약 8,100만톤/년 수준이다.

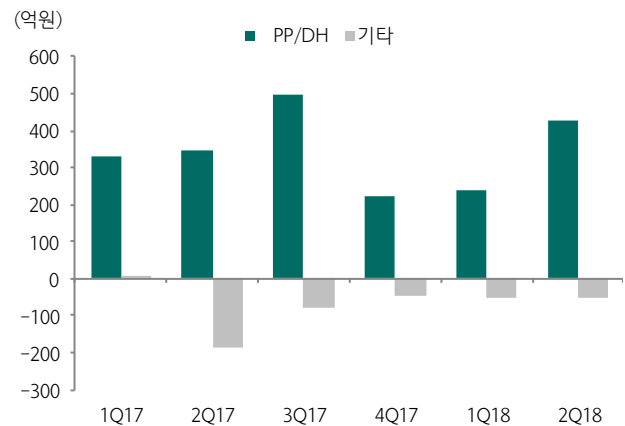
또 다른 주요 제품인 TPA의 경우 2018년부터 상황이 뚜렷하게 회복되었으며 2018년부터 2분기 연속 소폭 흑자를 기록한 것으로 추정된다. 디스플레이나 반도체에 사용되는 특수가스인 NF3도 이익률이 꾸준히 상승하고 있는 것으로 판단된다. 나머지 필름부문과 폴리카본의 경우 적자를 기록한 것으로 추정된다.

그림 1. 사업부별 매출 구성 (2018년 상반기 기준)



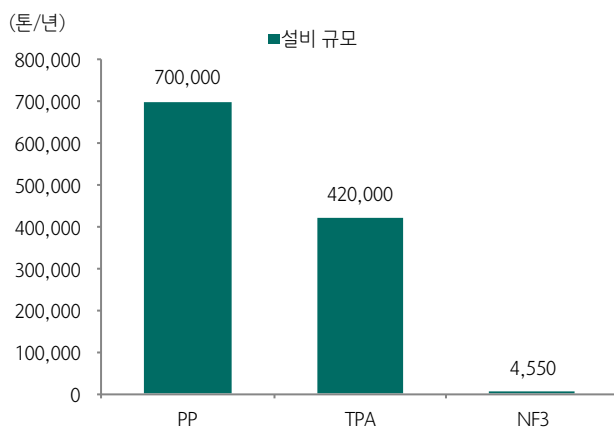
자료: 효성화학, 하나금융투자

그림 2. 사업부별 영업이익 추이



자료: 효성화학, 하나금융투자

그림 3. 제품별 Capa (2017년 기준)



자료: 효성화학, 하나금융투자

그림 4. 효성화학 주요제품



자료: 효성화학, 하나금융투자

2. PP/DH: 원가안정화와 중장기 성장성 부각

1) 중국의 미국산 프로판 관세 부과에 따른 역내 프로판가격 차별화 전망

중국, 미국산 프로판에 대한 25% 관세 부과로 아시아 PDH의 원가경쟁력 부각될 전망

중국 PDH, 미국산 프로판 수요 위축되며 아시아업체로 되팔고 있어. 아시아 업체의 원재료 조달 기회로 이어질 것

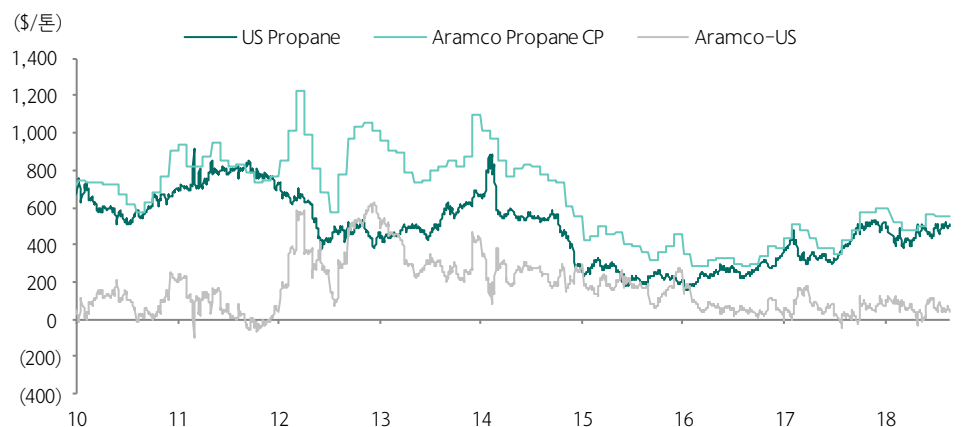
중국 PDH 원가 부담 증가로 인한 경쟁력 악화 예상

중국은 8/23일 프로판 등을 포함한 미국산 수입 제품에 대해 2차 25% 관세를 부과하였다. 이번 조치로 중국의 PDH는 상대적으로 비싼 중동산 프로판을 사용하게 됨에 따라 원가 부담이 늘어날 것이고, 중국을 제외한 아시아 PDH는 저렴한 미국산 프로판을 사용하면서 원가경쟁력이 높아질 것으로 전망한다.

현재 중국의 프로판 수입 중 미국산 비중은 약 26%로 압도적인 비중을 차지한다. 하지만, 관세 부과 이후 중국 PDH의 미국산 프로판 수입 수요는 크게 위축되고 대부분은 중동산 물량으로 대체될 전망이다. 실제, 중국 Oriental Energy(PDH 126만톤/년)는 LPG 유통 회사인 Mabanaft와 6년간 미국산 프로판 100만톤/년 수입 계약을 맺었지만, 이번 관세 부과로 인해 해당 프로판 물량을 SK가스 등에 다시 되팔고 있는 것으로 알려졌다. 중국의 Yantai Wanhua(PDH 75만톤/년) 역시 선구매한 미국산 프로판을 SK가스/일본 Astomos 등에 재판매하고 있다. Tianjin Bohai는 프로판 공급 파트너에게 미국산 프로판은 받지 않겠다고 선언한 상황이다. SK가스로부터 프로판을 구매하는 효성화학 입장에서는 상대적으로 저렴한 프로판을 조달할 수 있는 좋은 기회가 되는 셈이다.

중국 PDH가 기존 미국산 프로판을 다시 비(非)미국산으로 전환하기 위해서는 벤치마크 기준 5~10\$/톤의 추가 프리미엄을 지불해야 한다고 알려졌다. 실제 중국으로 수입되는 중동산 프로판 가격이 추가 상승하고 있는 점도 포착된다. 사우디 아람코 7월 프로판 고시 가격은 6월 대비 약 1%(5\$/톤) 하락한 555\$/톤으로 발표된 반면, 중국 동부 7월 도착분 프로판 가격은 592\$/톤으로 6월 대비 오히려 6%(32\$/톤) 상승하였다. 이러한 원가 상승은 중국 PDH 설비들의 경쟁력을 악화시킬 것으로 예상된다.

그림 5. 미국/중동산 프로판 가격 추이



자료: Petronet, Bloomberg, 하나금융투자

표 1. 중국 PDH 프로판 공급 현황

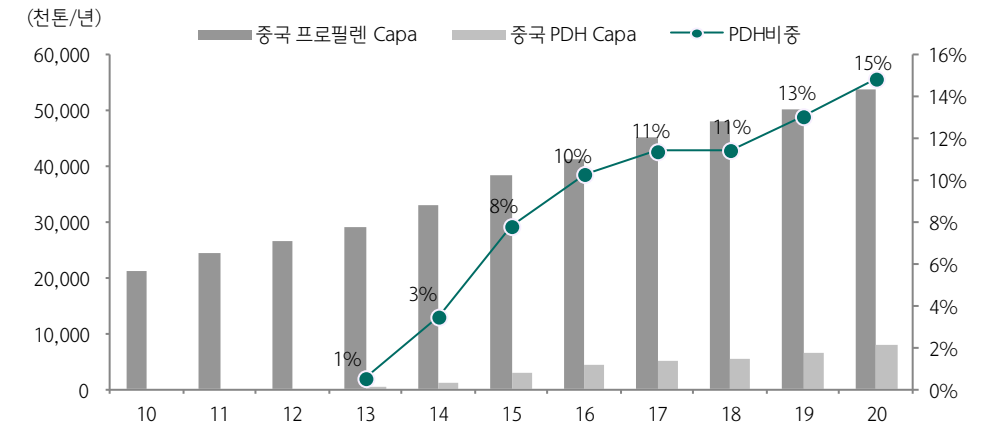
(단위: 톤/년)

회사	PDH 설비규모	프로판 소비량	프로판 공급 관련 내용
Oriental Energy	1,260,000	1,510,000	미국산 프로판 100만톤/년 재판매 중
Yantai Wanhua	750,000	900,000	미국산 프로판(계약 물량 미상) 재판매 중
Tianjin Bohai	600,000	720,000	향후 미국산 프로판 수용 거부
Hebei Haiwei	500,000	600,000	
Ningbo Haiyue	600,000	720,000	
Shaoxing Sanyuan	450,000	540,000	
Zhejiang Satellite	450,000	540,000	
Total	4,610,000	5,530,000	

자료: Platts, 하나금융투자

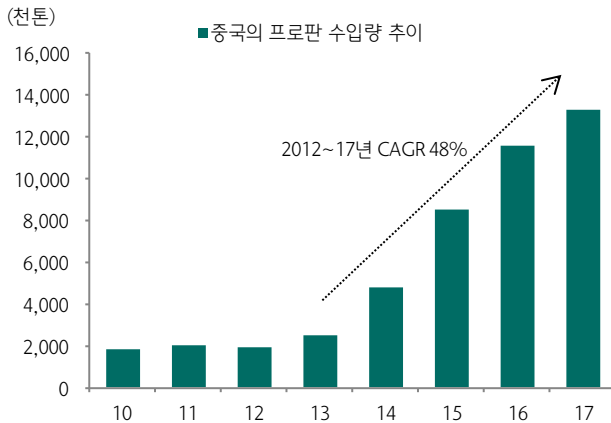
그림 6. 중국 프로필렌 CAPA 중 PDH의 비중 추이

중국 PDH 설비는 2013년부터 본격적으로 완공되기 시작해 2017~18년 기준 중국 전체 프로필렌 생산의 11%를 차지



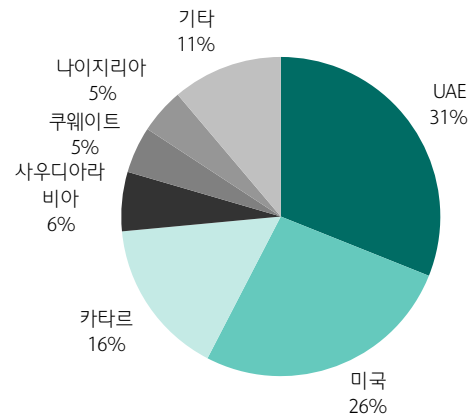
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 7. 중국의 프로판 수입량 최근 5년 CAGR 48% 급성장



자료: KITA, 하나금융투자

그림 8. 중국의 프로판 수입국가별 비중(2017년, 금액 기준)



자료: Industry Data, 하나금융투자

중국 이외의 아시아 국가로 미국산 프로판 수출 증가

중국의 PDH들은 선구매한 미국산 프로판 물량을 시장에 내놓으면서 아시아 지역 내 미국산 프로판 공급이 증가하고 있다. 현재 미국의 프로판 수출 국가 중 중국 비중은 2017년 13%이며 중국 이외 아시아 국가(일본, 한국, 싱가포르) 비중은 37% 수준이다. 급격히 증가하고 있는 미국의 프로판 수출 물량을 소화할 수 있는 지역이 제한적이기 때문에 미국의 프로판 메이커들은 프로판 수요가 충분한 아시아 국가로의 수출 확대를 시도하게 될 것이다. 이에 따라 중국을 제외한 아시아 지역 내 미국의 프로판 공급은 증가하게 될 것이다.

미국-중동 프로판 가격 차이 확대 전망

무역전쟁이 계속될 경우 중동-미국 가격 차이는 현재 50\$/톤보다 향후 확대될 것으로 예상된다. 가격 차이가 커질수록 상대적으로 비싼 중동산 프로판을 강제 사용해야 하는 중국 PDH의 원가 경쟁력은 더욱 타격을 받을 것이다. 결론적으로 이번 관세 부과는 2020년까지 타이트할 것으로 예상되는 프로필렌/PP 시장을 강화시키는 요소가 될 뿐만 아니라 효성화학 등 아시아 PDH 업체에 프로판 원가 우위를 더해줄 계기가 될 것이다.

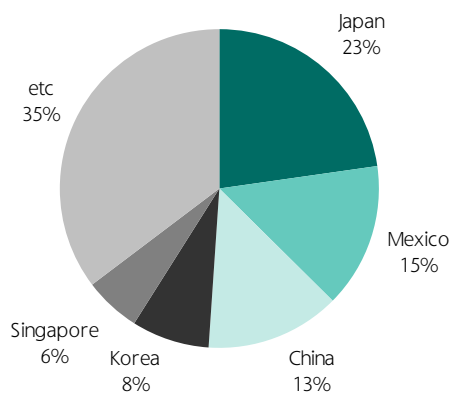
그림 9. 미국 프로판 수출 증가 추이

미국의 프로판 수출량은 가파르게 성장하여 12년 초 대비 500% 증가



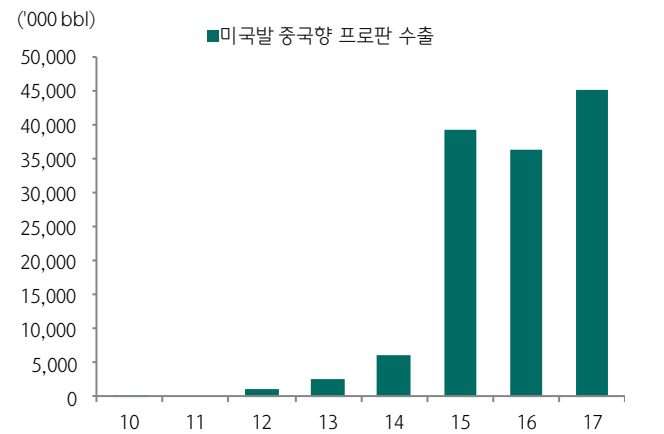
자료: EIA, 하나금융투자

그림 10. 미국의 프로판 수출국가 비중(2017년 기준)



자료: EIA, 하나금융투자

그림 11. 미국 프로판 월별 수출 추이



자료: EIA, 하나금융투자

그림 12. 효성화학 대표적인 파이프용(건설용) PP 제품



자료: 효성화학, 하나금융투자

그림 13. 효성화학 의료용 스페셜티 PP 제품








자료: 효성화학, 하나금융투자

2) 베트남 증설로 인한 중장기 외형성장 부각

PP/DH 60만톤/년 증설 및 LPG 유통 사업 추가

효성화학은 1.4조원의 베트남 투자 계획을 밝힌 바 있다. 투자계획에 따르면 베트남을 비롯한 동남 아시아 시장의 성장성을 고려하여 PP 생산 및 LPG 유통 사업에 진출하는 것을 목표로 한다. PP/DH 설비 뿐만 아니라 인프라 투자 및 유관 사업인 LPG 유통사업으로 확장하는 것까지 포함되어 있다. 이를 위해 대형 수송선 접안을 가능케 하는 부두 시설, 115만톤/년을 수입/유통할 수 있게 하는 LPG 저장시설, PDH 60만톤/년, PP 60만톤/년 등이 포함된다. 일차적으로 PP 30만톤/년이 2019년 4분기 상업가동예정이며 이후 PDH 60만톤/년, 2차 PP 30만톤/년 등은 2020년 완공 예정이다.

표 2. 효성화학 베트남 프로젝트 정리

구분					
설비(제품)				 PDH	 PP
	프로판 115만톤/년 수입	부두	프로판 24만톤 저장시설	PDH 60만톤/년	60만톤/년
일정	'19/9 예정		'20/9 예정	'20/12 예정	1차 30만톤/년 '19/10 2차 30만톤/년 '20/12
원단위				프로판 1.25 = 프로필렌 1	프로판 1~1.05 = PP 1
비고	LPG 대형 수송선 VLGC 접안 가능한 부두 건설		75만톤/년 PDH 설비 40만톤/년 LPG 유통	조기 준공분 프로필렌 30만톤/년 1년간 외부 조달	
자료: 하나금융투자					

자료: 하나금융투자

베트남 플랜트로 2배 외형 성장

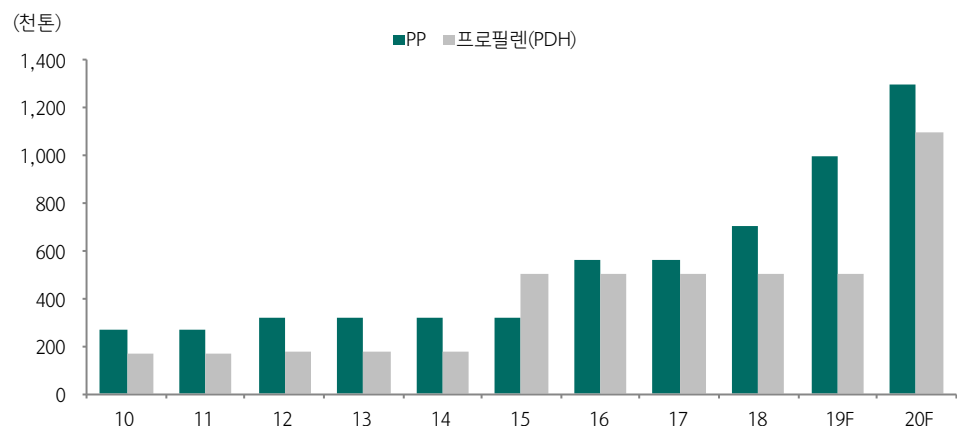
효성화학의 베트남 PP/DH 설비는 2020년 말 완공 후 2021년 상반기부터 상업 가동하면서 외형성장에 기여할 수 있을 전망이다. 현재 효성화학의 울산 용연 공장의 설비는 PDH 50만톤/년 PP 70만톤/년이다. 2020년 증설이 계획대로 진행되었을 경우 합계 설비 규모는 PDH 110만톤/년, PP 130만톤/년으로 약 2배 성장하게 된다.

매출액은 7,000억원~8,000억원 가량
영업이익은 1,000~1,200억원
가량으로 추정

베트남 PP/DH 완공에 따른 실적 기여도를 시나리오 분석한 결과, 매출액 7,000억원~8,000억원, 영업이익은 1,000~1,200억원 가량으로 추정된다. 이는 PP/DH의 최근 영업이익률이 15% 내외에서 변동한다는 점을 감안하여 계산한 결과다. 이는 2017년 효성화학 매출액/영업이익 대비 각각 50%/70% 개선효과에 해당한다.

그림 14. 효성 PP/DH 설비 규모 추이

베트남 증설로 효성 PP/DH 부문 설비 규모 대폭 증가(각 년도 설비 규모는 연중 최대 설비 기준)



자료: KPIA, 효성화학, 하나금융투자

표 3. 효성화학 베트남 프로젝트 시나리오 분석

		단위		비고
환율 및 Capa				
	환율	1,120	원/달러	
	PP CAPA	600	천톤/년	
	LPG 유통	400(1050)		Peer(SK가스)와의 트레이딩 규모(1000만톤/년) 비교시 50~100억 수준의 영업이익 가능할 전망
실적 추정 시나리오 분석				
(1) Bull case	PP 가격	1,250	\$/톤	2018년 YTD 평균
	매출액	8,400	억원	현재가격 기준
	영업이익(OPM 20%)	1,680		17년 3분기에 OPM 21.3%
	영업이익(OPM 15%)	1,260		17~18년 평균 OPM 15.1%
	영업이익(OPM 10%)	840		스프레드 축소시 가정
(2) Base case	PP 가격	1,125	\$/톤	Bull/Bear의 평균
	매출액	7,560	억원	
	영업이익(OPM 20%)	1,512		
	영업이익(OPM 15%)	1,134		
	영업이익(OPM 10%)	756		
(3) Bear case	PP 가격	1,100	\$/톤	최근 2~3년 아시아 프로필렌 가격 평균
	매출액	7,392	억원	
	영업이익(OPM 20%)	1,478		
	영업이익(OPM 15%)	1,109		
	영업이익(OPM 10%)	739		

자료: 하나금융투자

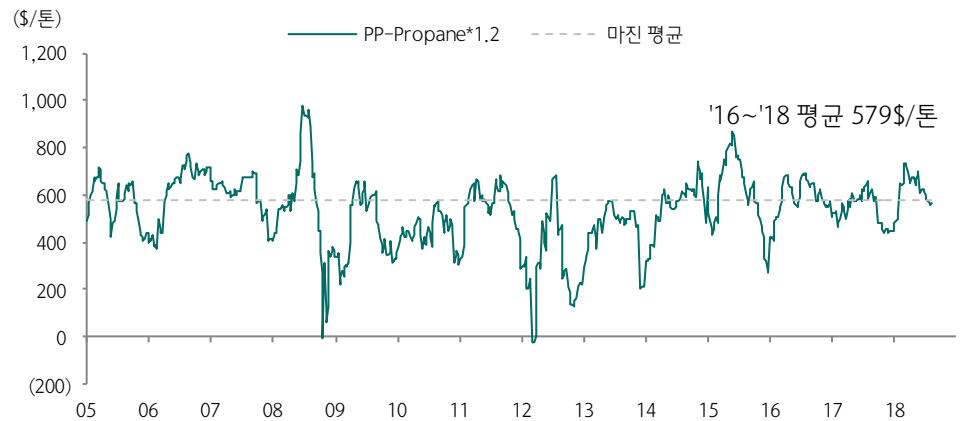
3) PP의 공급은 제한적인 국면 진입. 향후 타이트한 수급 밸런스 전망

향후 3년 간 PP 수요 > PP 공급

PP는 향후 증설이 제한적인 구간에 진입함에 따라 타이트한 수급이 최소 3년간은 유지될 것으로 판단한다. 수요증분이 공급증분을 압도하는 국면이 지속될 것이기 때문이다. 참고로, 2018년부터 2020년까지 3년 간 누적 PP 증설은 10~11%에 그칠 것으로 예상된다. 하지만, 연간 PP 수요 성장은 4.6~5%로 누적 PP 수요는 13~15%에 달할 것으로 전망된다. 수요의 성장의 배경은 중국을 포함한 전 세계 지역에서 전자상거래가 폭발적으로 늘어남에 따라 포장(Packaging) 수요가 가파르게 증가하기 때문이다. 이미 순증설보다 수요 성장이 가파른 구간에 진입한 것은 15~20%의 높은 영업이익률로 증명되고 있다고 판단한다. 적어도 2020년까지 PP 수급 및 마진은 최소한 현재 수준에서 유지되거나 개선될 가능성이 높다.

그림 15. PP-Propane 마진 추이

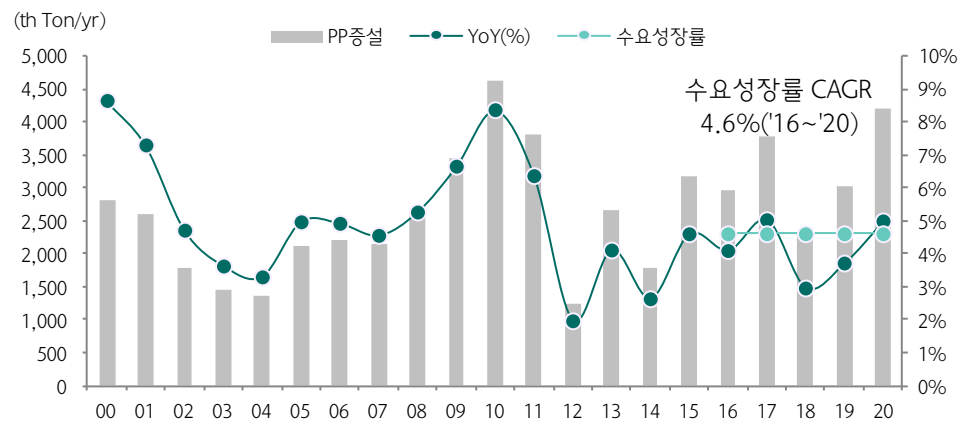
PP-Propane 마진은 안정적인 흐름 유지



자료: Cischem, 하나금융투자

그림 16. PP 글로벌 수급 밸런스

수요 성장이 증설보다 가파른 구간 진입



자료: 업계자료, 하나금융투자

3. PTA: 7년 만의 본격적인 턴어라운드

1) PTA 턴어라운드 가시화

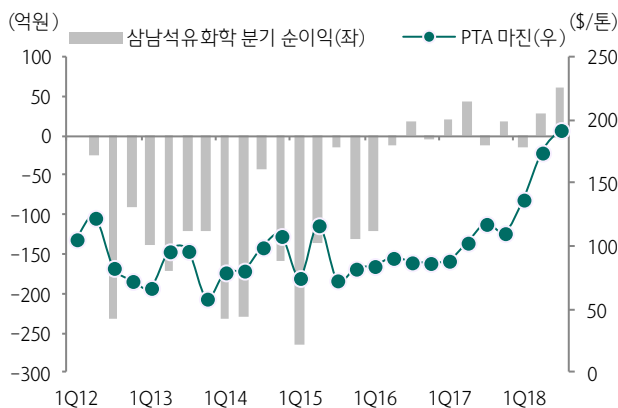
PTA 42만톤/년 2018년 흑자 전환

PTA란 PX를 주원료로 만든 백색의 분말 상태의 제품으로 주로 폴리에스터 섬유/PET 수지 등의 주원료로 사용된다. 효성화학의 PTA 설비 규모는 42만톤/년이다. 국내 전체 PTA 생산 규모는 630만톤/년이다. 그 동안 PTA 부문은 시황 부진에 따라 적자를 면치 못하였으나 2018년부터 소폭 흑자 전환하여 2개 분기 연속 흑자를 기록한 것으로 추정된다.

PTA 시황 확연한 턴어라운드

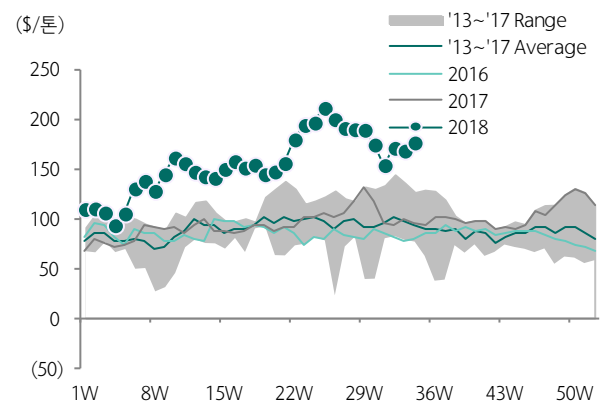
그 동안 PTA 설비는 국내 석유화학 업종 구조조정 1순위로 꼽힐 만큼 어려움을 겪어왔다. 국내 기업 중 PTA 180만톤/년 설비를 보유하고 있는 삼남석유화학 실적 추이를 보면 어려웠던 PTA 시황을 가늠할 수 있다. 하지만, PTA 시황은 이제 완전한 회복세에 진입했다. PTA-PX 마진은 이미 5년 밴드를 상회하고 있으며 삼남석유화학 역시 PTA 마진 개선에 실적 턴어라운드가 뚜렷하게 나타나고 있다. 참고로, 삼남석유화학의 전체 매출 중 PTA 비중은 100%이다. PTA 중국 가동률이 80%를 넘어선 상황에서도 PTA 마진이 뚜렷하게 개선되는 점을 감안할 때, 글로벌 PTA 수급은 완벽한 턴어라운드가 이루어졌음을 알 수 있다.

그림 17. 삼남석유화학 분기 순이익 추이



자료: 삼양홀딩스, Platts, 하나금융투자

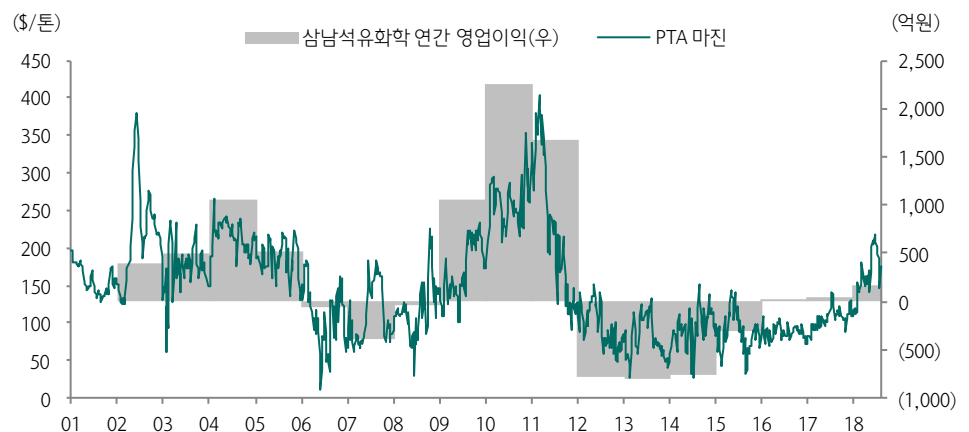
그림 18. PTA 마진 5년 밴드 상회



자료: Platts, 하나금융투자

그림 19. 삼남석유화학 연간 영업이익/PTA 가격 추이(장기 시계열)

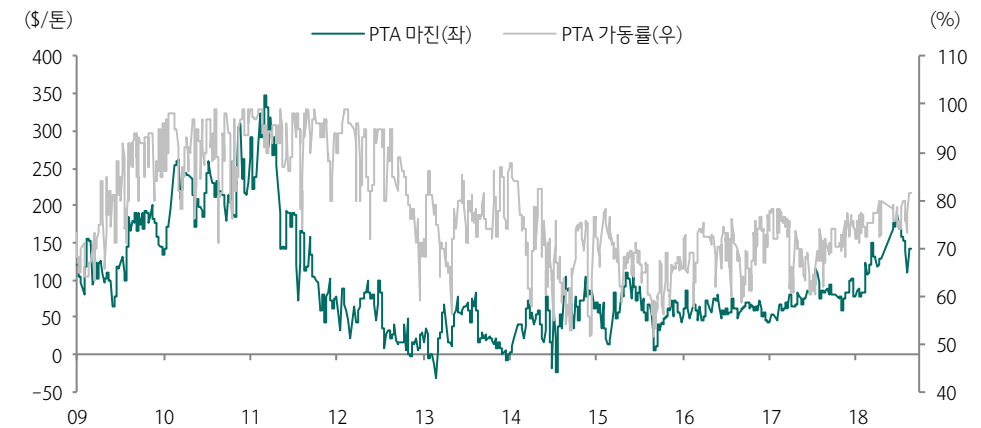
삼남석유화학 실적 턴어라운드 뚜렷하게 나타나기 시작



자료: 삼양홀딩스, Cischem, 하나금융투자

PTA 가동률 상승과 마진 상승이 동시에 나타나고 있어

그림 20. PTA마진과 PTA 가동률 추이



자료: 삼양홀딩스, Ciscem, 하나금융투자

2) 중국 폴리에스터 수요 호조와 14~17년 증설 위축에 따른 공급 제한

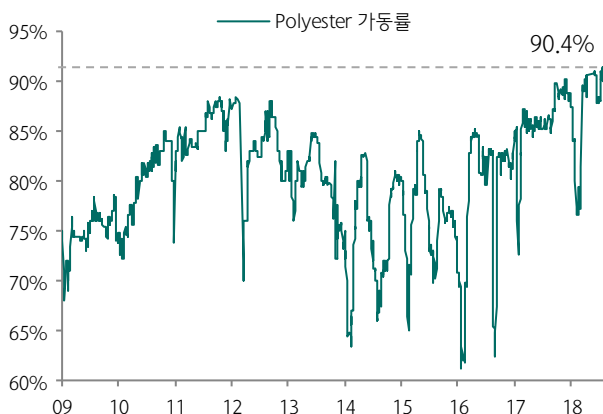
중국 폴리에스터 수요 호조세 지속

현재 중국 폴리에스터 시장은 호조세를 나타내고 있다. 8/20~21일에 열렸던 APIC(아시아 석유화학 산업 컨퍼런스)에 따르면, 2018년 상반기 중국 폴리에스터 수요 성장률은 12~14%에 달했다고 한다. 이외에도 폴리에스터 수요 성장 증거는 곳곳에서 발견된다. 우선 중국 폴리에스터 주요 업체 중 설비규모 글로벌 4위인 Tongkun의 2018년 상반기 실적은 YoY +153% 성장하였고 2분기 영업이익률 역시 역대 최고 수준인 12.5%를 기록하였다. 또한 일시적으로 증가했던 중국 동부 MEG 재고 역시 고점 대비 50% 수준으로 안정세에 접어들었다. 이를 고려할 때 현재의 PTA-PX 마진 개선이 단순히 PTA/PX 수급 문제가 아닌 구조적인 수요 성장으로 볼 수 있다.

PX 증설은 PTA 증설보다 많아

공급 상황 역시 긍정적이다. 과잉 공급에 따른 마진 위축에 따라 14~17년까지 PTA 설비 증설은 3% 미만에 머물렀다. 증설 예정이었던 일부의 PTA 설비들은 연기되거나 취소되었다. 반면, PX의 경우 2019/2020년 각 9%/14%의 공급 증가가 예정되어 있다. PX 증설 물량이 PTA 증설보다 상대적으로 많다는 점을 감안할 때, 중장기적으로 PTA의 원가는 추가적으로 하향 안정화될 가능성이 높으며 수익성 또한 추가적으로 개선될 가능성이 높다. 7년 간의 어둠에서 PTA는 부활의 신호탄을 쏘아올리고 있다.

그림 21. 중국 폴리에스터 가동률 추이



자료: WIND, 하나금융투자

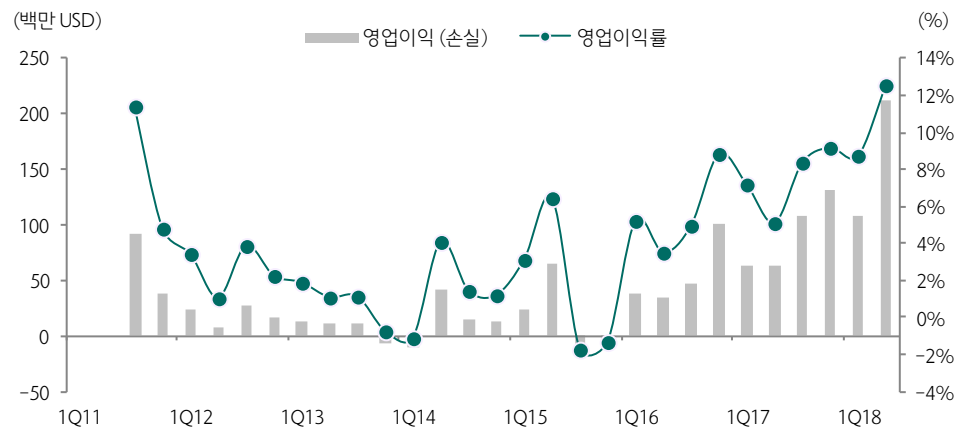
그림 22. 중국 동부 MEG 재고 추이



자료: Platts, 하나금융투자

그림 23. 폴리에스터 글로벌 No.4 중국 Tongkun의 영업이익 추이

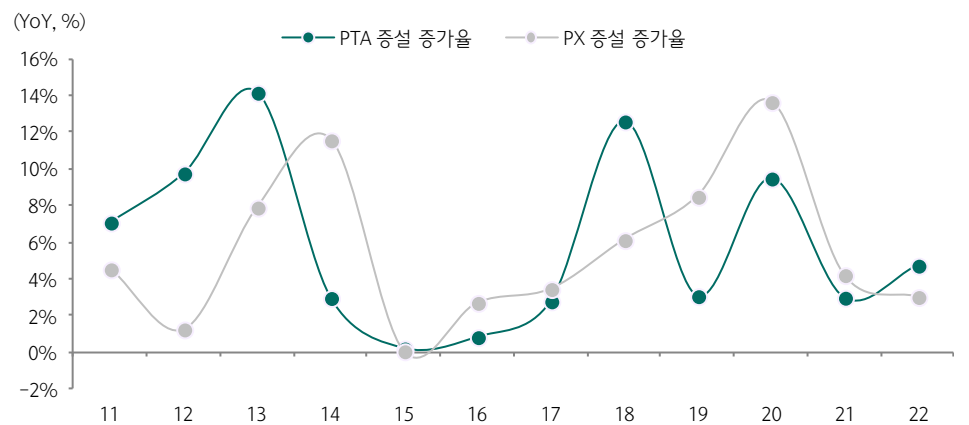
2Q18 영업이익률 10% 넘어



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 24. PTA/PX 증설증가율 추이

PTA/PX 증설 추이



자료: 업계자료, 하나금융투자

4. NF3 마진 개선세 나타나기 시작

세척용 특수가스 NF3

NF3란 반도체/디스플레이/솔라셀 등의 제조공정에서 발생하는 이물질들을 세척하는데 사용되는 특수가스 중 하나이다. 반도체 생산 과정 중 실리콘 웨이퍼에 박막을 씌우기 위해 웨이퍼가 있는 챔버 안 전체에 박막을 씌우고 다시 실리콘 위의 박막만 남도록 박막을 씻어내는 공정이 있다. 여기서 NF3는 웨이퍼 이외 부분의 박막을 씻어내는데 사용된다. NF3는 반도체/디스플레이/솔라셀 제조공정에서 필수적인 제품인 만큼 전방 산업의 생산량에 따라 수요가 결정되는 제품이다.

NF3 4,550톤/년 보유, 글로벌 CAPA 17% 수준

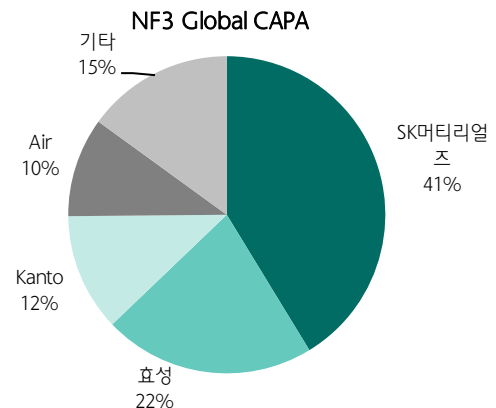
효성화학은 울산 용연 공장에 NF3 4,550톤/년 설비를 보유하고 있다. 참고로, (주)효성 분할 과정에 용연공장보다 수익성이 다소 부진한 중국 취저우의 NF3 1,250톤/년은 효성티앤씨 소유가 되었다. NF3는 범용 제품인 만큼 효성화학은 삼성디스플레이/LG디스플레이/삼성전자/중국 회사 등 디스플레이/반도체 회사 등에 모두 납품하고 있다. 글로벌 NF3 1위 사업자이자 국내 경쟁자인 SK머티리얼즈는 11,000톤/년 설비를 보유하고 있으며 효성화학은 글로벌 2위 사업자이다. 2018년 기준 전세계 NF3 CAPA는 26~27,000톤/년으로 추정된다.

그림 25. 효성의 NF3 가스



자료: 효성화학, 하나금융투자

그림 26. 전세계 NF3 CAPA 비중



주: 효성 CAPA에 효성티앤씨 취저우 플랜트 포함
자료: 업계자료, 하나금융투자

하반기 NF3 수요 증가와 함께 가격 상승 가능성 높아

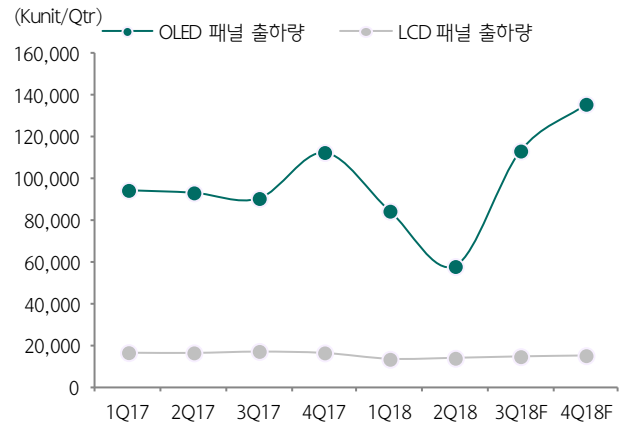
효성화학 NF3 부문의 최대 고객사는 삼성디스플레이이다. 상반기 어려웠던 디스플레이 업황으로 인해 OLED 패널 출하량이 다소 부진한 모습을 보였다. 하지만 3분기 아이폰 시리즈 출시와 함께 삼성디스플레이의 패널 출하량 역시 크게 증가할 전망이다. 패널 출하량 증가뿐 아니라 반도체 Wafer Input 성장 역시 꾸준히 발생하고 있는 만큼 2018년 하반기 NF3 수급은 더욱 타이트해질 전망이다. 현재 효성화학 NF3 용연공장의 경우 가동률 100% 수준으로 알려져 있는데 실제 고객사 등의 패널 출하량이 증가할 경우 추가 가격 상승 가능성 역시 존재한다.

그림 27. NF3 수출/수입 가격



자료: KITA, 하나금융투자

그림 28. 삼성디스플레이 패널 출하량(일부 추정)



자료: 하나금융투자

상반기 영업이익률 5% 미만으로 경쟁사 대비 다소 부진

2018년 상반기 기준 효성화학 NF3 부문의 영업이익률은 5%보다 소폭 낮은 수준을 기록한 것으로 추정된다. 경쟁사 SK머티리얼즈가 특수가스(전체 매출에서 NF3 비중 60~70%) 부문에서 20%를 상회하는 영업이익률을 기록한 것에 비해서는 영업이익률이 다소 낮은 편이다. 이유는 2018년 초 원재료인 무수불산 가격 급등 시 SK머티리얼즈는 대규모 장기공급계약으로 보다 안정적인 가격에 무수불산을 공급받은 반면 효성은 원재료 가격 변동성에 상대적으로 더 크게 노출된 탓이다. 참고로 무수불산이 급등했던 이유는 중국이 환경규제를 강화하면서 무수불산의 원료인 형석의 수급이 타이트해졌기 때문이다.

하지만, 무수불산 가격 안정화로 실적의 큰 폭 개선 가능성 높아져

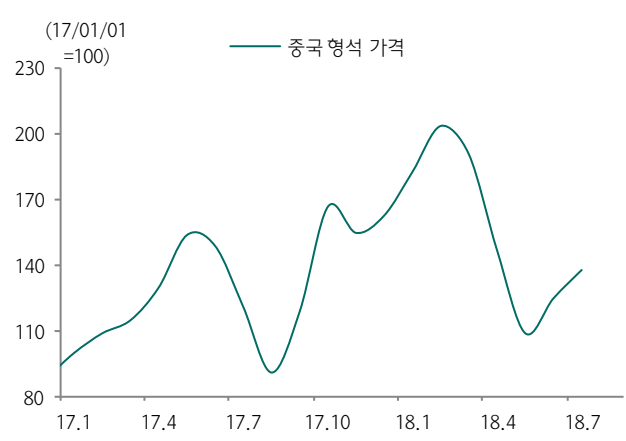
현재 형석 수급이 안정화되면서 가격은 고점 대비 30% 하락하고 무수불산 가격 역시 3월 고점 대비 약 16% 정도 하락하면서 NF3 생산 업체의 원가 부담을 다소 완화되는 흐름이 나타나고 있다. 이에 따라, 효성화학의 NF3의 영업이익률 또한 큰 폭으로 개선된 것으로 추정된다. 무수불산 가격이 현 수준을 유지하며 안정화된다면 향후 NF3 실적은 상반기보다 큰 폭으로 개선될 전망이다.

그림 29. 무수불산(NF3 원료) 가격 추이



자료: KITA, 하나금융투자

그림 30. 형석(Fluorite, 무수불산 원료) 가격 추이



자료: Honeywell, 하나금융투자

5. 실적 추정 및 밸류에이션

1) 2018~2020년 영업이익 증가율 20~30%의 꾸준한 성장 예상

2018~2019년 지속적인 이익개선 전망

2018년 효성화학의 영업이익은 1,328억원으로 전년대비 22% 개선될 것으로 예상된다. 2018년의 실적 개선 포인트는 1) PP 증설분(약 10만톤/년)의 추가 반영 2) 2017년 프로판의 불안정한 흐름에 따른 기저효과 3) PTA의 흑자전환 4) 전년에 발생한 폴리케톤의 감모손실 제거 등에 기인한다. 2019년 영업이익은 1,774억원으로 추가적으로 34% 가량 개선될 전망이다, 이는 1) 2018년 상반기 정기보수, 트러블에 따른 기저효과 2) PP/DH, PTA의 추가적인 마진 개선에 기인한다.

3Q18 영업이익 QoQ 11% 개선

3Q18 영업이익은 415억원(QoQ +11%, YoY -1%)으로 전분기 대비 개선을 예상된다. 프로판 가격 상승에 따라 소폭의 마진 감소가 있겠으나, 전분기에 발생한 설비트러블에 따른 부정적인 효과가 제거되고 PTA가격이 가파르게 상승함에 따른 레깅효과가 큰 폭으로 발생하기 때문이다.

표 4. 효성화학 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F				
매출액	387.5	416.4	426.1	437.3	440.6	442.4	472.1	465.3	1,667.3	1,820.3	2,015.4	2,561.4
QoQ(%)	29.2%	7.5%	2.3%	2.6%	0.7%	0.4%	6.7%	-1.4%				
YoY(%)	37.9%	36.5%	38.2%	45.8%	13.7%	6.2%	10.8%	6.4%	39.6%	9.2%	10.7%	27.1%
PP/DH(추정)	112.7	127.0	176.2	179.5	94.6	224.5	228.7	229.3	595.4	777.1	1,030.7	1,523.1
QoQ(%)	6.3%	12.7%	38.8%	1.8%	-47.3%	137.3%	1.9%	0.3%				
YoY(%)	17.4%	21.2%	72.9%	69.2%	-16.1%	76.8%	29.8%	27.8%	45.7%	30.5%	32.6%	47.8%
PTA(추정)	82.1	75.8	78.7	80.2	87.2	93.2	105.3	98.0	316.9	383.6	431.7	484.0
QoQ(%)	8.0%	-7.6%	3.8%	1.8%	8.8%	6.8%	13.0%	-6.9%				
YoY(%)	11.3%	-0.8%	7.9%	5.5%	6.2%	22.8%	33.7%	22.2%	5.9%	21.1%	12.5%	12.1%
기타(추정, NF3+필름)	192.6	213.6	171.1	177.7	258.7	124.7	138.1	138.0	755.1	659.5	553.0	554.2
QoQ(%)	63.5%	10.9%	-19.9%	3.8%	45.6%	-51.8%	10.7%	-0.1%				
YoY(%)	73.4%	72.4%	28.2%	50.8%	34.3%	-41.6%	-19.3%	-22.4%	55.2%	-12.7%	-16.1%	0.2%
영업이익	33.4	15.8	41.9	17.7	19.0	37.5	41.5	34.8	108.8	132.8	177.4	235.9
영업이익률(%)	8.6%	3.8%	9.8%	4.0%	4.3%	8.5%	8.8%	7.5%	6.5%	7.3%	8.8%	9.2%
QoQ(%)	-31.2%	-52.7%	165.3%	-57.9%	7.6%	97.4%	10.7%	-16.1%				
YoY(%)	100.2%	-60.2%	-0.4%	-63.7%	-43.2%	137.2%	-1.0%	97.3%	-26.0%	22.1%	33.6%	33.0%
당기순이익	33.3	1.9	23.3	-6.4	8.3	17.7	26.6	21.5	52.1	74.1	115.1	159.6
당기순이익률(%)	8.6%	0.5%	5.5%	-1.5%	1.9%	4.0%	5.6%	4.6%	3.1%	4.1%	5.7%	6.2%
QoQ(%)		-94.2%	1097.0%	적전	흑전	113.0%	50.6%	-19.0%				
YoY(%)					-75.1%	809.1%	14.4%	흑전		42.2%	55.3%	38.6%

자료: 하나금융투자

표 5. 효성화학 B/S 및 Valuation

(단위: 십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	1,652.2	1,739.5	1,983.7	2,273.4
부채총계	1,298.4	1,335.4	1,458.7	1,581.1
자본총계	353.8	404.1	525.0	692.3
(부채비율)	367%	330%	278%	228%
EPS		23,895	37,907	52,435
BPS	110,909	126,667	164,575	217,009
ROE		18.9%	23.0%	24.2%
PER		6.7	4.2	3.1
PBR		1.26	0.97	0.74
EV/EBITDA		4.53	4.24	3.54

자료: 하나금융투자

2) NF3의 가치가 전혀 반영되지 않은 시총. TP 28만원으로 Upside 75% 제시

목표주가 28만원 제시

효성화학에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 28만원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 NF3의 가치를 온전히 반영하기 위해 STOP를 적용했다. NF3의 영업가치는 약 3,100억원으로 판단한다. 12M Fwd EBITDA 440억원에 최근 정상화된 이익율을 감안하여 SK머티리얼즈의 Multiple 9배에서 20%를 할인하여 산정했다. 화학사업의 가치는 약 1,45조원으로 판단한다. 12M Fwd EBITDA 2,800억원에 Up-Cycle에 진입하기 시작한 금호석유의 Multiple 5.2배를 적용했다. 총 영업가치 1.76조원에 2Q18 순차입금 8,400억원을 차감한 9,260억원을 적정시총으로 제시하며, 현 주가 기준 상승여력은 75%다. 목표주가는 2018년 기준 PER/PBR 각각 11.7배/2.2배이며, 2019년 기준으로는 PER/PBR 각각 7.4배/1.7배에 해당한다. 현 주가는 12M Fwd PER/PBR기준 각각 5.2배/1.1배로 ROE 20% 내외를 감안하면 현저한 저평가라 판단한다.

표 6. 효성화학 SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원)

	12M Fwd EBITDA	Multiple	평가액	비고
투자자산가치			0	
영업가치			1,768	
화학사업 등	280	5.2	1,454	금호석유 EV/EBITDA Multiple 5.2배를 적용(사이클 시작 감안)
NF3	44	7.2	314	SK머티리얼즈의 EV/EBITDA Multiple 9배에서 20% 할인 (참고) NF3의 OPM은 10%으로 보수적으로 가정함
순차입금			842	2Q18 기준
총 기업가치			926	
주식수(천주)			3,190	
주당 NAV			290,154	
목표주가			280,000	
현 주가			160,000	
Upside			75%	

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성화학



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.08.29	BUY	280,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 08월 29일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.