



BUY(Maintain)

목표주가: 220,000원
주가(10/30): 118,000원
시가총액: 3,764억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/30)	2,014.69pt	
52 주 추가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	197,500원	115,500원
등락률	-40.25%	2.16%
수익률	절대	상대
1W	-22.9%	-10.3%
6M	N/A	N/A
1Y	N/A	N/A

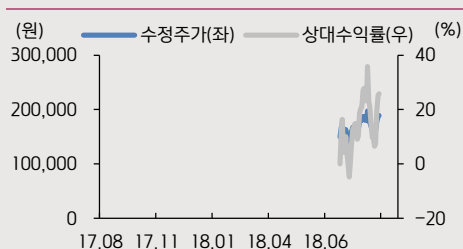
Company Data

발행주식수	3,190천주	
일평균 거래량(3M)	47천주	
외국인 지분율	16.86%	
배당수익률(18E)	1.25%	
BPS(18E)	122,678원	
주요 주주	조현준 외 11인	43.61%
	국민연금관리공단	7.61%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2018E	2019E	2020E
매출액	18,374	19,892	24,946
보고영업이익	1,195	1,646	1,870
핵심영업이익	1,195	1,646	1,870
EBITDA	3,069	3,674	4,413
세전이익	482	789	802
순이익	376	616	625
지배주주지분순이익	376	616	625
EPS(원)	11,778	19,294	19,602
증감률(%YoY)	N/A	63.8	1.6
PER(배)	10.0	6.1	6.0
PBR(배)	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	3.5	4.0	4.3
보고영업이익률(%)	6.5	8.3	7.5
핵심영업이익률(%)	6.5	8.3	7.5
ROE(%)	9.6	13.8	12.8
순부채비율(%)	180.1	275.2	311.1

Price Trend



효성화학 (298000)

NF3, 재차 두 자릿수 영업이익률 회복



효성화학의 올해 3분기 영업이익은 363억원을 기록하며, 우리의 추정치를 소폭 하회하였습니다. 비수기에도 프로판 가격이 예상보다 강세를 지속하였기 때문입니다. 다만 NF3부문은 원재료의 가격 하락 및 리사이클 확대로 영업이익률이 다시 두 자릿수를 회복하였습니다. 또한 TAC 필름도 판매량 증가로 흑자전환에 성공한 것으로 보입니다.

>>> 올해 3분기 실적, 프로판 가격 상승 영향

효성화학의 올해 3분기 실적은 매출액 4,918억원(YoY +15.4%, QoQ +11.2%), 영업이익 363억원(YoY -13.4%, QoQ -3.2%)을 기록하며, 우리의 추정치를 소폭 하회하였다. TPA부문이 원가 상승을 전가하며, ASP가 호조세를 기록하였지만, 프로판 가격 상승으로 PP/PDH부문의 실적이 예상보다 부진했기 때문이다. 반면 NF3부문은 원재료 가격 하락, 무수불산 리사이클 등으로 실적이 개선되었다. 4분기 영업이익은 267억원으로 전 분기 대비 감익할 전망이다. 4분기 프로판 성수기에 따른 원가 상승 요인이 존재하기 때문이다. 다만 최근 최근 PP 재고 축적 수요가 발생하고 있고, 무수불산의 비수기 효과로 NF3부문은 추가적인 수익성 개선이 예상된다.

>>> TPA, 견고한 업황 전망

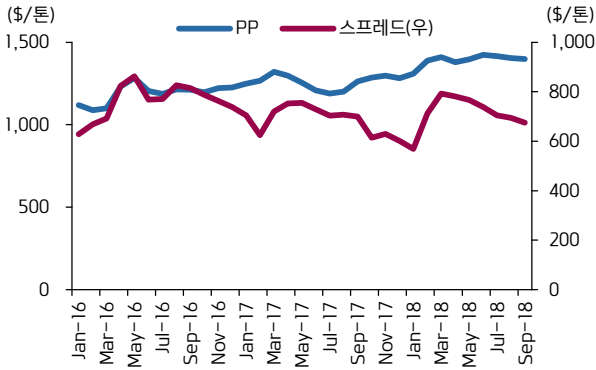
TPA도 견고한 업황이 지속될 전망이다. 2018~2020년까지 제한적인 신증설이 예상되기 때문이다. 일부 중국과 인도의 설비가 가동에 들어갈 전망이었지만, 중국 소규모 증설은 원재료 공급 문제가 발생할 가능성이 있으며, 인도 JBF Industries도 자금 문제에 직면하고 있기 때문이다. 또한 TPA는 지난 몇 년 동안 약 320만톤 규모(세계 생산능력의 4%)의 설비가 구조조정된 점도 수급 타이트 현상을 유지시키는 요인으로 작용하고 있다. 이에 세계 TPA 가동률은 올해 78%에서 2020년에는 84%까지 상승할 전망이다. 한편 TPA의 전방인 PET의 경우 올해/내년에 약 350만톤의 생산능력이 추가될 전망이다.

>>> 경쟁사 대비 NF3 생산능력은 50%, 시가총액은 20% 수준

올해 3분기 동사의 NF3부문은 두 자릿수의 영업이익률을 시현한 것으로 보인다. IT 성수기 진입에 따른 국내 메모리 및 디스플레이 생산 증가에 기인한다. 또한 삼성전자 평택 생산라인(2층), 삼성디스플레이 A3 생산라인 가동을 상승, SK하이닉스(청주)/삼성전자(92단)의 투자로 NF3 수요는 추가적인 개선이 예상된다. 또한 동사는 리사이클 공정 개발 및 폐기하던 부산물(N2F2)의 판매 확대로 내년에 이익 개선이 예상된다.

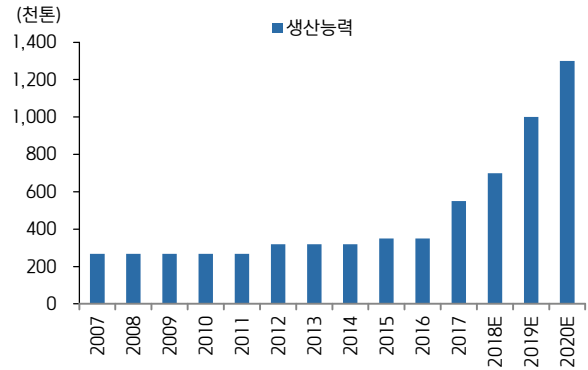
한편 동사의 NF3 생산능력은 SK머티리얼즈에 비해 50% 정도이지만, 시가총액(화학 포함)은 20% 수준에 불과할 정도로 저평가되어 있다고 판단된다.

국내 PP 가격 및 스프레드(프로판) 추이



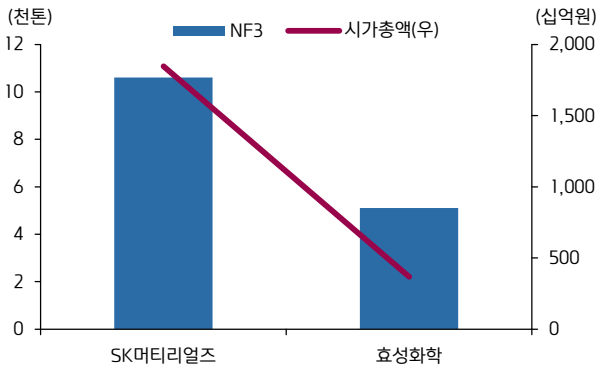
자료: KITA, 키움증권 리서치

효성화학 PP 생산능력 추이/전망



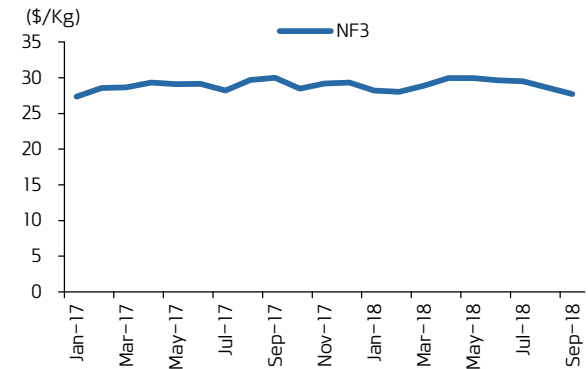
자료: 효성화학, 키움증권 리서치

효성화학/SK머티리얼즈 NF3 생산능력 및 시가총액



자료: 각사, 키움증권 리서치

국내 NF3 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

효성화학 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2017	2018E	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual			
매출액	387	416	426	437	441	442	492	463	1,667	1,837	1,989	2,495
PP/PDH	198	229	234	225	238	245	252	237	886	973	1,106	1,578
기타	190	187	193	212	202	197	239	225	781	864	883	917
영업이익	33	16	42	18	19	37	36	27	109	120	165	187
PP/PDH	33	35	50	22	24	43	34	23	140	123	130	154
기타	1	-19	-8	-5	-5	-5	2	4	-31	-4	34	33
영업이익률	8.6%	3.8%	9.8%	4.0%	4.3%	8.5%	7.4%	5.8%	6.5%	6.5%	8.3%	7.5%
PP/PDH	16.6%	15.1%	21.3%	9.9%	10.1%	17.3%	13.5%	9.6%	15.8%	12.7%	11.8%	9.8%
기타	0.3%	-10.1%	-4.1%	-2.2%	-2.5%	-2.5%	1.0%	1.7%	-4.0%	-0.5%	3.9%	3.6%

자료: 효성화학, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
매출액	18,374	19,892	24,946
PP/PDH	9,731	11,062	15,779
기타	8,643	8,829	9,166
매출원가	16,515	17,526	22,174
매출총이익	1,860	2,366	2,772
매출총이익률(%)	10.1	11.9	11.1
판매비및관리비	665	720	902
영업이익	1,195	1,646	1,870
영업이익률(%)	6.5	8.3	7.5
PP/PDH	1,235	1,303	1,540
기타	-40	343	329
영업외손익	-713	-857	-1,068
법인세차감전이익	482	789	802
법인세차감전이익률(%)	2.6	4.0	3.2
법인세비용	106	174	176
유효법인세율(%)	22.0	22.0	22.0
당기순이익	376	616	625
당기순이익률(%)	2.0	3.1	2.5
지배주주지분순이익	376	616	625
지배주주지분순이익률(%)	2.0	3.1	2.5
EBITDA	3,069	3,674	4,413
EBITDA margin(%)	16.7	18.5	17.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-328	-260	746
투자활동현금흐름	-3,980	-4,219	-3,722
재무활동현금흐름	2,851	2,840	2,741
현금및현금성자산의순증가	-328	-260	746
기초현금및현금성자산	1,840	1,511	1,251
기말현금및현금성자산	1,511	1,251	1,997

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,714	4,719	6,346
현금및현금성자산	1,511	1,251	1,997
매출채권및유동채권	1,763	1,909	2,394
재고자산	1,254	1,357	1,702
기타유동자산	186	202	253
비유동자산	15,756	19,975	23,697
투자자산	472	472	472
유형자산 등	15,283	19,502	23,225
자산총계	20,470	24,694	30,043
유동부채	7,211	7,806	9,790
비유동부채	9,348	12,410	15,376
부채총계	16,559	20,216	25,166
자본금	160	160	160
주식발행초과금	3,277	3,277	3,277
이익잉여금	400	959	1,363
기타자본	77	77	77
자본총계	3,914	4,473	4,876

투자지표

(단위: 원, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)			
EPS	11,778	19,294	19,602
BPS	122,678	140,206	152,862
주당 EBITDA	96,189	115,177	138,334
CFS	70,506	82,871	99,333
DPS	1,767	6,946	7,057
주가배수(배)			
PER	10.0	6.1	6.0
PBR	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA	3.5	4.0	4.3
PCFR	1.7	1.4	1.2

Compliance Notice

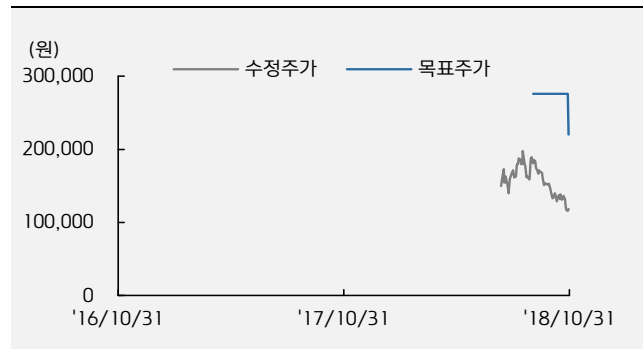
- 당사는 10월 30일 현재 '효성화학' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성화학 (298000)	2018/09/03	Buy(Initiate)	276,000원	6개월	-46.5	-32.8
	2018/10/31	Buy(Maintain)	220,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

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

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%