2018년 10월 31일 I Equity Research

효성화학 (298000)

배당수익률 5%의 서프라이즈, OPM 10% 이상인 NF3 가치는 Zero

3Q18 실적 컨센 부합. 4Q18 YoY +67% 증익 전망

3Q18 영업이익은 363억원(QoQ -3%, YoY -13%)으로 컨센(391억원)에 부합했다. 실적 내용이 긍정적이었다. PP/DH는 감익되었으나, PTA 및 기타사업부(NF3, TAC, 폴리케톤)가 눈에 띄게 개선되는 모습이 나타났기 때문이다. 4Q18 영업이익은 294억원(QoQ -19%, YoY +67%)을 전망한다. YoY 실적 개선이 뚜렷하게 나타나는 것은 PTA와 기타 사업부의 실적 호전 덕분이다. PTA의 영업이익은 YoY +27억원 개선(YoY +107%), 기타사업부의 영업적자폭은 YoY +60억원 줄어들 것으로 판단된다.

향후 2~3년 간 증익 사이클 진입. 증설과 원재료 하향 효과

효성화학은 향후 2~3년 간 증익사이클에 진입할 것으로 전망한다. 1) 2019년에는 미국산 프로판의 역내 공급이 늘면서 PP/DH의 수익성이 개선될 것이며(사우디-US 프로판 Gap이 3년 래 최대치로 확대되면서 이미 프로판 시장의 변화 포착) 2) 2018~19년에는 기타 사업부(NF3+TAC+필름+폴리케톤)의 적자폭이 대규모로 줄어들 가능성이 높다. 3) 2019~20년에는 PX 대규모 증설에 따른 PTA의 추가적인 수익성 개선이 예상된다. 또한 4) 2020~21년에는 베트남 PP/DH 증설에 따른 외형 성장효과가 발휘될 전망이다.

극도의 저평가. 배당수익률은 5% 이상의 서프라이즈 전망

BUY, TP 28만원을 유지한다. 2018년 DPS를 6,000원으로 추정하며 현 주가 기준 배당수익률은 5.1%로 서프라이즈를 예상한다. 높은 배당수익률을 예상하는 것은, 1) ㈜효성의 대규모 배당을 위해 자회사를 통한 배당 재원 마련이 필요하다고 판단되며 2) ㈜효성의 배당수익률을 감안할 때, 제시한 배당 수준은 충분히 도달 가능하다고 생각되기 때문이다. 반면, 현 시총은 원재료 하향과 증설로 인한 증익이 기대되는 화학사업부에 Down-Cycle 멀티플을 적용하고, 영업이익률 10%를 상회하는 NF3의 가치를 완전히 배제한 수준이다. 2019년 기준 PER 3.3배, PBR 0.77배로 ROE 23%를 감안하면 극한의 저평가 상태다. 적정가치를 꿰뚫고 비이성적인 하락에 대해 상승 베팅할 시점이라 판단한다. 중소형주 Top Pick으로 Conviction BUY를 제시한다.

Earnings Review

BUY

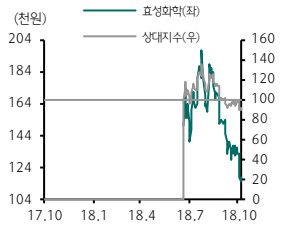
I TP(12M): 280,000원 I CP(10월30일): 118,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,014.69
52주 최고/최저(원)	197,500/115,500
시가총액(십억원)	376.4
시가총액비중(%)	0.03
발행주식수(천주)	3,190.1
60일 평균 거래량(천주)	46.7
60일 평균 거래대금(십억원)	7.7
18년 배당금(예상,원)	0
18년 배당수익률(예상,%)	0.53
외국인지분율(%)	16.24
주요주주 지분율(%)	
조현준 외 11 인	43.61
국민연금	7.61

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(22.9)	0.0	0.0
상대	(10.3)	0.0	0.0

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	1,860.5	2,029.7
영업이익(십억원)	130.8	161.2
순이익(십억원)	70.7	95.0
EPS(원)	32,680	24,733
BPS(원)	132,910	163,003

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	십억원	0.0	1,667.3	1,876.0	1,943.4	2,459.1
영업이익	십억원	0.0	108.8	122.2	183.4	244.3
세전이익	십억원	0.0	68.1	81.7	149.4	218.3
순이익	십억원	0.0	52.1	65.6	113.5	165.9
EPS	원	N/A	N/A	20,578	35,587	52,004
PER	배	N/A	N/A	5.7	3.3	2.3
PBR	배	N/A	N/A	0.96	0.77	0.59
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	4.24	3.44	2.87
ROE	%	N/A	N/A	16.7%	23.3%	26.1%
BPS	원	N/A	110,909	123,346	152,933	198,936
DPS	원	0	0	6,000	6,000	6,000

*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

하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

1. 3Q18 Review & 향후 2~3년 간 증익 사이클에 진입한다

1. 3Q18 Review: 컨센 부합. 세부 실적 내용이 좋다

3Q18 영업이익 컨센 부합. PP/DH 감익, PTA/기타사업부 증익

3Q18 영업이익은 363억원(QoQ -3%, YoY -13%)으로 컨센서스(391억원)와 하나금융투자 추정치(357억원)에 부합했다. 순이익 또한 234억원(QoQ +32%, YoY +1%)으로 컨센에 부합했다. 영업이익 기준으로 PP/DH는 감익되었으나, PTA 및 기타사업부(NF3, TAC, 폴리케톤)가 증익된 영향으로 전분기와 유사한 실적을 시현했다.

PP/DH 영업이익 감익되었으나, 일시적인 프로판 가격 상승에 기인

PP/DH의 영업이익은 340억원(QoQ -20%, YoY -32%)으로 감익되었다. 감익의 주된 요인은 프로판 가격 상승이다. 하지만, 프로판 가격 상승은 일시적인 요인 또한 존재하기에 중장기적으로 안정화될 가능성이 높다고 판단한다. 왜냐하면, 이번 분기의 프로판 가격 상승은 1) 지정학적 요인에 따른 유가상승 2) 미국산 프로판에 대한 중국의 관세부과로 중동산 프로판에 대한 대체수요가 일시적으로 증가한 요인이 겹쳤기 때문이다.

PTA의 영업이익 대폭 개선

PTA의 영업이익은 59억원(QoQ +542%, YoY +344%)으로 대폭 개선되었다. 2017년 연간 영업이익(71억원)의 약 83%를 한 개 분기 만에 달성한 셈이다. 특히, 긍정적인 점은 PX가격이 분기 초 대비 약 34% 급등했음에도 불구하고 PTA가 원가 상승분을 더 큰 폭으로 전가했다는 점이다. 결국 이는 타이트한 PTA의 수급을 반증한다.

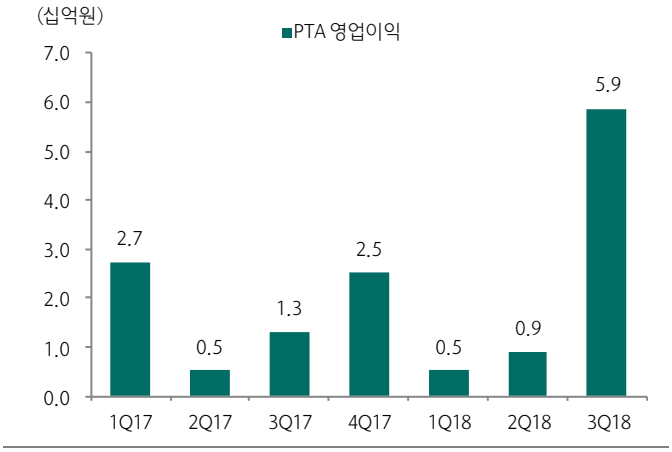
기타 사업부의 적자폭 대폭 축소 중

PP/DH와 PTA를 제외한 기타 사업부의 실적 개선세도 뚜렷하게 나타나고 있어 긍정적이라 판단된다. 기타 사업부(TAC+필름+NF3+폴리케톤)의 영업이익은 -32억원을 기록했다. 2017년 연간 영업이익 -400억원에서 1Q18 -87억원 → 2Q18 -67억원 → 3Q18 -32억원으로 눈에 띄게 적자폭이 줄어들고 있다는 점이 긍정적이다.

기타 사업부의 실적 개선은 NF3, TAC, 폴리케톤이 주도

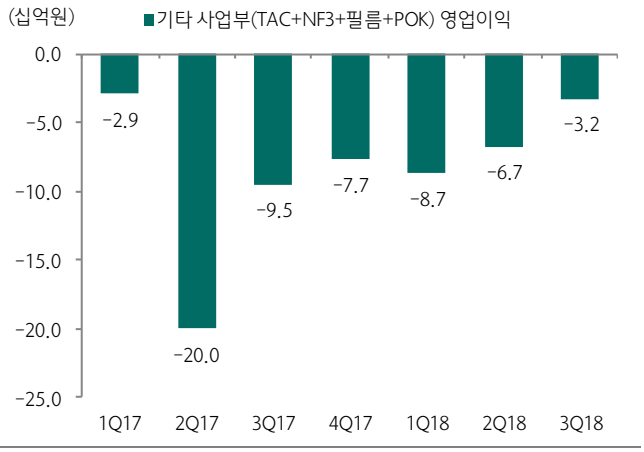
기타 사업부의 실적 개선은 NF3, TAC, 폴리케톤이 주도하고 있다. NF3의 영업이익률은 11~12%를 기록하며 1H18 영업이익률 5~6% 대비 뚜렷한 개선세를 나타내고 있다. 원재료 가격 하락과 공정 상 무수불산 재사용 등에 기인한다. TAC필름 영업이익은 12억원으로 4~5년 만에 흑자전환했다. 국내 TAC 시장의 전광판용 LCD 판매 및 중국/대만향 판매 확대로 인한 영향이다. 폴리케톤 영업이익은 -50~-60억원을 시현했다. 2017년 영업이익이 -428억원에 달했다는 점을 감안하면 판매 확대를 통한 점진적인 적자 축소가 나타나고 있는 것으로 해석할 수 있다. 나일론/PET필름은 적자를 시현했는데, 이는 카프로락탐, PX/PTA 등 원료 가격 급등에 따른 영향이다.

그림 1. PTA 영업이익 추이. 큰 폭의 실적 개선세 시현 중



자료: 효성화학, 하나금융투자

그림 2. 기타사업부 영업이익 추이. 적자폭 지속 축소 중



자료: 효성화학, 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

표 1. 효성화학 3Q18 실적 Review

(십억원, %, %p)

	3Q18	2Q18	3Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	491.8	442.4	426.1	3.8	11.2	479.6	2.5	474.6	3.6
영업이익	36.3	37.5	41.9	-10.6	-3.2	35.7	1.7	39.1	-7.1
세전이익	29.0	21.2	27.3	-22.5	37.1		N/A	N/A	N/A
순이익	23.4	17.7	23.3	-24.0	32.4	27.8	-15.9	22.0	6.3
영업이익률	7.4	8.5	9.8	-2.5	-1.1	7.4	-0.1	8.2	-0.9
세전이익률	5.9	4.8	6.4	-0.5	1.1			N/A	N/A
순이익률	4.8	4.0	5.5	-0.7	0.8	5.8	-1.0	4.6	0.1

자료: 하나금융투자

표 2. 효성화학 연간 실적 추정치 변경 내역

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	1,876.0	1,847.6	1.5	1,943.4	1,987.0	-2.2
영업이익	122.2	120.7	1.3	183.4	172.9	6.1
세전이익	81.7		N/A	149.4		N/A
순이익	65.6	64.9	1.1	113.5	111.6	1.7
영업이익률	6.5	6.5	0.0	9.4	8.7	0.7
세전이익률	4.4	0.0	4.4	7.7	0.0	7.7
순이익률	3.5	3.5	0.0	5.8	5.6	0.2

자료: 하나금융투자

표 3. 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**	**491.8**	**501.3**	**1,667.3**	**1,876.0**	**1,943.4**	**2,459.1**
QoQ(%)		7.5%	2.3%	2.6%	0.7%	0.4%	11.2%	1.9%				
YoY(%)					13.7%	6.2%	15.4%	14.6%	39.6%	12.5%	3.6%	26.5%
PP/DH	198.0	229.4	233.6	225.0	238.4	245.1	252.4	256.3	886.0	992.2	1,007.5	1,464.4
PTA	83.9	80.9	77.9	87.1	86.4	80.7	114.0	122.0	329.7	403.1	440.8	480.0
기타(NF3+필름 등)	102.0	103.0	112.7	114.1	109.9	112.2	123.3	118.9	431.8	464.2	481.4	500.9
영업이익	**33.4**	**15.8**	**41.9**	**17.7**	**19.0**	**37.5**	**36.3**	**29.4**	**108.8**	**122.2**	**183.4**	**244.3**
영업이익률(%)	8.6%	3.8%	9.8%	4.0%	4.3%	8.5%	7.4%	5.9%	6.5%	6.5%	9.4%	9.9%
QoQ(%)		-52.7%	165.3%	-57.9%	7.6%	97.4%	-3.2%	-18.9%				
YoY(%)					-43.2%	137.2%	-13.4%	66.8%		12.3%	50.0%	33.2%
PP/DH	**32.9**	**34.7**	**49.7**	**22.3**	**24.1**	**42.5**	**34.0**	**26.2**	**139.6**	**126.8**	**160.3**	**239.2**
영업이익률(%)	16.6%	15.1%	21.3%	9.9%	10.1%	17.3%	13.5%	10.2%	15.8%	12.8%	15.9%	16.3%
QoQ(%)		5.3%	43.3%	-55.1%	7.9%	76.6%	-20.0%	-23.0%				
YoY(%)					-26.9%	22.6%	-31.6%	17.3%		-9.2%	26.5%	49.2%
PTA	**2.7**	**0.5**	**1.3**	**2.5**	**0.5**	**0.9**	**5.9**	**5.2**	**7.1**	**12.5**	**26.5**	**29.8**
영업이익률(%)	3.3%	0.7%	1.7%	2.9%	0.6%	1.1%	5.2%	4.3%	2.2%	3.1%	6.0%	6.2%
QoQ(%)		-80.5%	148.1%	90.0%	-79.1%	74.4%	542.4%	-11.3%				
YoY(%)					-80.8%	71.6%	344.2%	107.3%		76.3%	112.1%	12.1%
기타(NF3+필름 등)	**-2.9**	**-20.0**	**-9.5**	**-7.7**	**-8.7**	**-6.7**	**-3.2**	**-1.6**	**-40.0**	**-20.2**	**-7.3**	**-3.1**
영업이익률(%)	-2.9%	-19.4%	-8.4%	-6.7%	-7.9%	-6.0%	-2.6%	-1.4%	-9.3%	-4.4%	-1.5%	-0.6%
QoQ(%)		적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)					적지	적지	적지	적지		적지	적지	적지
당기순이익	**33.3**	**1.9**	**23.3**	**-6.4**	**8.3**	**17.7**	**23.4**	**16.3**	**52.1**	**65.6**	**113.5**	**165.9**
당기순이익률(%)	8.6%	0.5%	5.5%	-1.5%	1.9%	4.0%	4.8%	3.3%	3.1%	3.5%	5.8%	6.7%
QoQ(%)		-94.2%	1097.0%	적전	흑전	113.0%	32.4%	-30.3%				
YoY(%)					-75.1%	809.1%	0.6%	흑전		26.0%	72.9%	46.1%

자료: 하나금융투자

2. 4Q18 Preview: 영업이익 YoY +67% 개선 전망

4Q18 영업이익은 294억원 (QoQ -19%, YoY +67%) 전망

4Q18 영업이익은 294억원(QoQ -19%, YoY +67%)을 전망한다. 전분기 대비 감소하나, 전년 동기 대비 큰 폭의 성장이 나타나는 것이다. 참고로, 효성화학은 PDH를 보유하고 있어 겨울철에는 프로판 가격 상승에 따른 실적 감소가 필연적으로 나타나므로 4Q18 실적은 QoQ보다 YoY로 비교하는 것이 합리적이다. YoY 실적 개선이 뚜렷하게 나타나는 것은 PTA와 기타 사업부의 실적 호전 덕분이다. PTA의 영업이익은 YoY +27억원 개선(YoY +107%), 기타사업부의 영업적자폭은 YoY +60억원 줄어들 것으로 판단된다.

PP/DH 영업이익 262억원으로 전년동기 대비 증가

PP/DH의 영업이익은 262억원(QoQ -23%, YoY +10%)으로 전분기 대비 감소할 전망이나, 전년동기 대비로는 증가할 것이다. 4Q17 영업이익률은 9.9%로 당시 PP-프로판 스프레드는 570~580$/톤 수준에 불과했다. 하지만, 현재 스프레드는 600$/톤을 상회하며, 최근 유가 하락과 중동산 프로판 프리미엄이 점진적으로 제거될 수 있다는 점을 감안하면 현 수준이 유지될 가능성이 높다. 이를 감안해 4Q18 PP/DH 영업이익률은 10.2%를 추정한다. 2017~18년 소규모의 리뱀핑을 통해 Capa 또한 늘어났다는 점을 감안하면 YoY 실적 개선은 충분히 가능할 것으로 판단한다.

PTA 영업이익 52억원으로 전년동기 대비 큰 폭으로 늘어날 전망

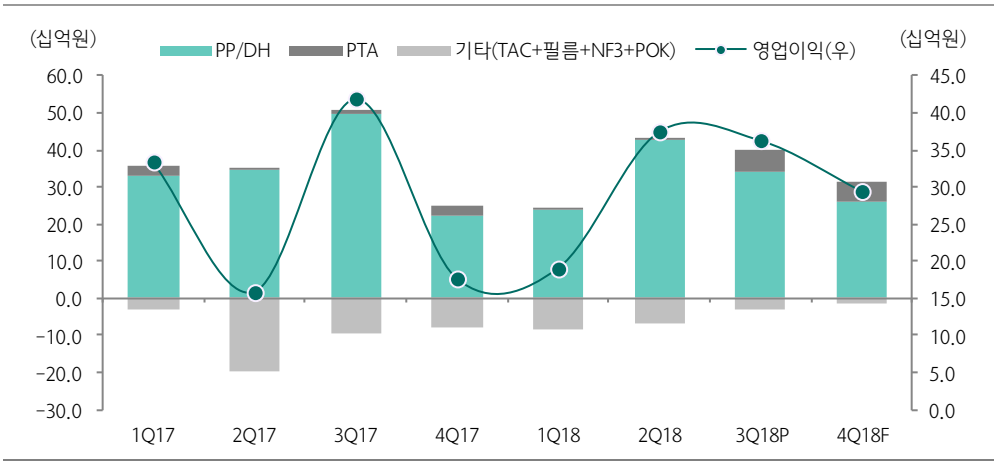
PTA 영업이익은 52억원(QoQ -11%, YoY +107%)으로 전년 동기 대비 큰 폭으로 늘어날 전망이다. PX 가격이 높게 유지됨에도 불구하고, 중국 폴리에스터 가동률이 90%에 육박해 PTA의 수요가 견조하게 유지되며 스프레드 또한 호조세가 유지될 것으로 전망하기 때문이다.

기타 사업부 영업이익은 -16억원으로 전분기에 이어 적자폭이 추가적으로 축소될 전망

기타 사업부(TAC+필름+NF3+폴리케톤)의 영업이익은 -16억원으로 전분기에 이어 적자폭이 추가적으로 축소될 전망이다. 이는 NF3와 나일론/PET필름, 폴리케톤의 개선에 기인한다. NF3는 원재료 가격 하향안정화로 11~12%의 영업이익률이 유지 가능할 것으로 전망되며, 나일론/PET필름 또한 원재료가격 하향으로 적자폭이 줄어들 것으로 판단한다. 폴리케톤은 지속적인 판매 확대 노력이 지속된 영향이다.

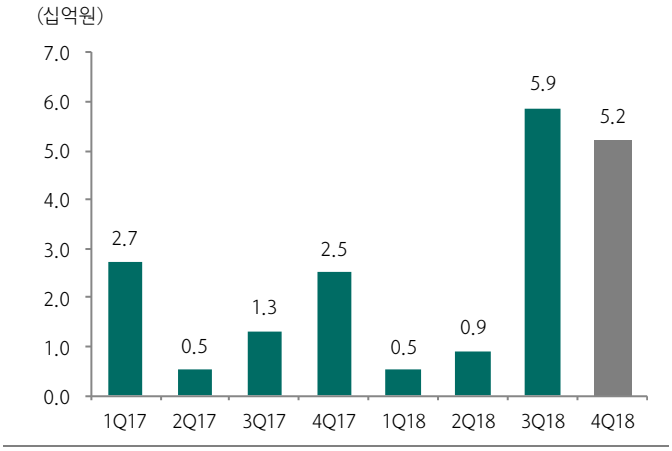
효성화학 분기 영업이익 추이

그림 3. 효성화학 분기 영업이익 추이 Break Down



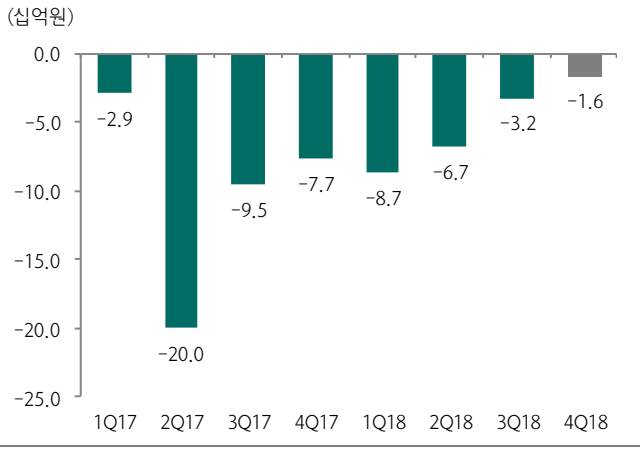
자료: 하나금융투자

그림 4. PTA 영업이익 전분기와 유사한 수준 전망



자료: 효성화학, 하나금융투자

그림 5. 4Q18 기타 사업부 영업적자 추가적으로 축소될 전망



자료: 효성화학, 하나금융투자

3. 향후 2~3년 간 증익 사이클 진입: 2019~20년 영업이익 YoY +50%, +33%

4Q18 영업이익은 294억원 (QoQ -19%, YoY +67%) 전망

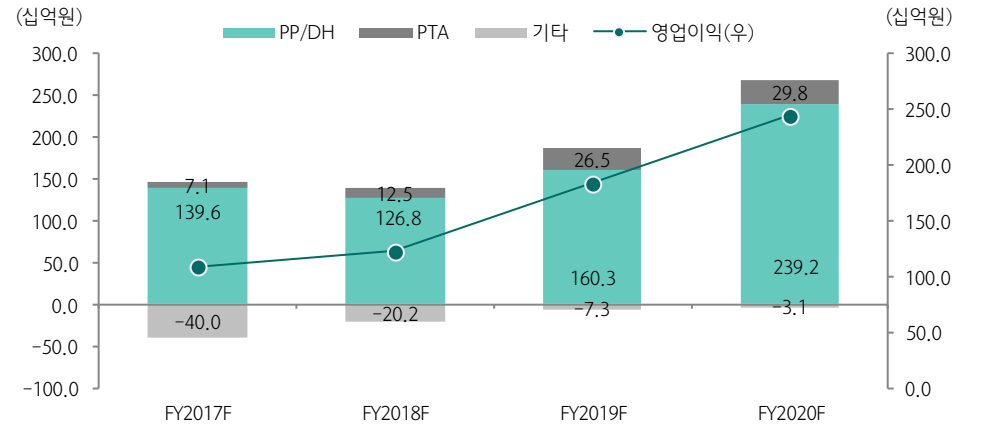
효성화학은 향후 2~3년 간 증익 사이클에 진입할 것으로 전망한다. 1) 2019년에는 미국산 프로판의 역내 공급이 늘면서 PP/DH의 수익성이 개선될 것이며 2) 2018~19년에는 기타 사업부(NF3+TAC+필름+폴리케톤 등)의 적자폭이 대규모로 줄어들 가능성이 높다. 3) 2019~20년에는 PX 의 대규모 증설에 따른 PTA의 추가적인 수익성 개선이 예상된다. 또한 4) 2020~21년에는 베트남 PP/DH 증설에 따른 외형 성장효과가 발휘될 것으로 예상한다. 이러한 효과들로 인해 효성화학의 영업이익은 2018년부터 향후 2~3년 간 꾸준히 늘어나는 모습을 보일 것이다.

PP/DH 영업이익 262억원으로 전년동기 대비 증가

2019년 영업이익은 1,834억원으로 전년 대비 50% 증가할 것으로 전망한다. PP/DH, PTA는 각각 프로판/PX의 하향안정화에 따라 큰 폭의 실적 개선이 예상된다. NF3, TAC, 폴리케톤이 견인하며 기타 사업부 또한 적자폭이 크게 줄어들 전망이다. 2020년 영업이익은 전년대비 33% 개선을 전망한다. 주된 요인은 베트남 PP 30만톤/년 증설이다. PTA 또한 추가적인 개선세가 나타날 것으로 판단한다. 2021년에는 추가 PP 30만톤/년과 DH 60만톤/년이 완공되며 실적에 기여할 전망이다.

그림 6. 효성화학 연간 영업이익 추이 Break Down

효성화학 2019~20년 영업이익은 각각 50%, 33% 증가할 전망



자료: 하나금융투자

2. 약 3년 래 최대치로 벌어진 Saudi-US 프로판 Gap

Saudi Aramco 계약가격과 US(Mont Belvieu)가격 차이가 약 3년 래 최대치인 200$/톤을 넘어서기 시작

8/28일 중국의 미국산 프로판에 대한 관세 부과 이후 최근 프로판 시장의 변화가 심상치 않다. Saudi Aramco 계약가격과 US(Mont Belvieu)가격 차이가 약 3년 래 최대치인 200$/톤을 넘어서기 시작했다. 이는 Saudi Aramco 계약가격은 상승한 데 반해, US 프로판 가격은 약 한 달 사이에 20% 가까이 급락했기 때문이다. 무슨 일이 프로판 시장에서 벌어지고 있는 것일까?

중국 PDH 입장에서는 원가 부담이 상승할 수 밖에 없는 상황이 전개

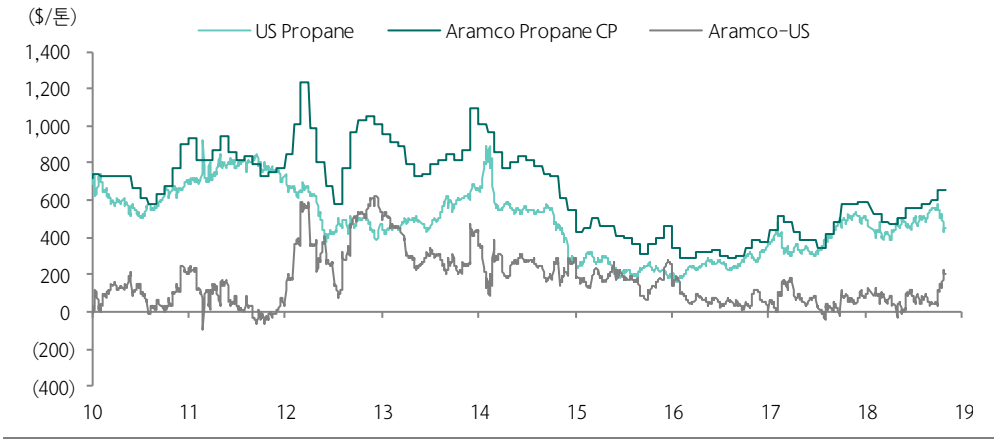
2013년 이후 중국의 프로판 수입량의 급증의 배경에는 PDH가 자리하고 있다. 2013년 중국 프로필렌 생산 중 1%에 불과했던 PDH의 규모가 2017년 기준 11%로 급증한 점이 이를 뒷받침한다. 2017년 기준 중국의 프로판 국가별 수입은 UAE(31%), 미국(26%) 순으로 미국산 프로판에 대한 관세부과는 중국 PDH 입장에서는 분명 원가 상승요인이다. 또한 갑작스런 관세부과로 중국의 중동산 프로판 대체 구매가 늘어나면서 중동산에 대한 프리미엄이 형성되고 있는 것으로 파악된다. 어찌되었건, 중국 PDH 입장에서는 원가 부담이 상승할 수 밖에 없는 상황이 전개되고 있는 것이다. 이는 수익성 악화와 가동률 조정으로 이어질 가능성이 높은 바, 결국 중국의 프로필렌 체인 공급을 약화(=수급을 타이트하게 만드는)시키는 긍정적인 요인으로 작용할 것이다. 최근 프로필렌/PP의 견조한 업황에 중국 PDH의 가동률 조정에 따른 요인도 일부 존재할 것으로 예상한다.

미국의 프로판 수출 물량을 소화할 지역이 제한적이기 때문에 미국의 프로판 메이커들은 프로판 수요가 충분한 아시아 국가로의 수출 확대를 시도하게 될 것

앞서 살펴본 것처럼, 중국의 급작스런 중동산 프로판 구매에 따른 프리미엄과 US 물량의 구매 부진이 결국 최근 Saudi-US 프로판 가격 차의 원인이라고 판단한다. 향후 이는 중국을 제외한 한국 등 아시아 PDH에는 매우 긍정적인 요소다. 2017년 기준 미국의 프로판 수출 국가 중 중국 비중 비중은 13%이며 중국 이외 아시아 국가(일본, 한국, 싱가폴) 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 것이며, 이를 가져다 쓰는 아시아 PDH의 수혜가 예상된다.

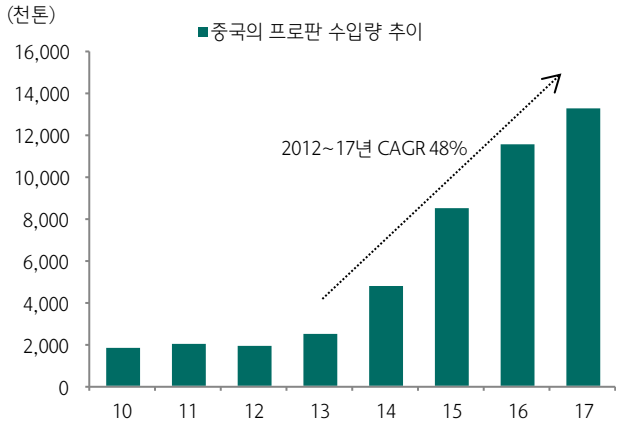
관세 부과가 유지될 경우 미국/중동산 프로판 가격 분화 전망

그림 7. 미국/중동산 프로판 가격 추이



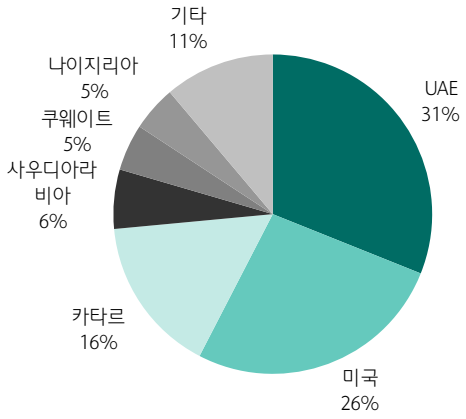
자료: Petronet, Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 중국의 프로판 수입량 최근 5년 CAGR 48% 급성장



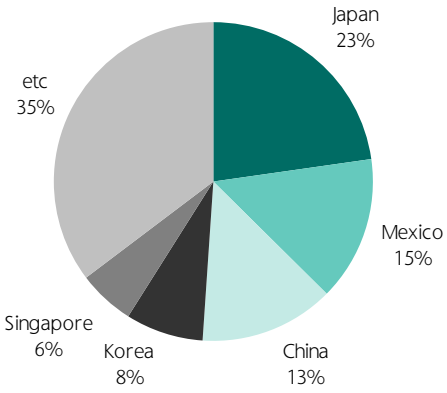
자료: KITA, 하나금융투자

그림 9. 중국의 프로판 수입국가별 비중(2017년, 금액 기준)



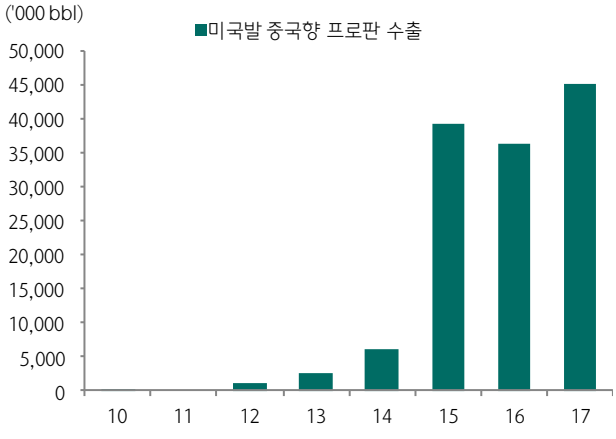
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 10. 미국의 프로판 수출국가 비중(2017년 기준)



자료: EIA, 하나금융투자

그림 11. 미국 프로판 월별 수출 추이



자료: EIA, 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

3. 2019~20년 PX 증설로 인한 PTA 추가 마진 확대 전망

2019년~20년 한국 내 PX 공급 과잉과 약세가 지속될 것

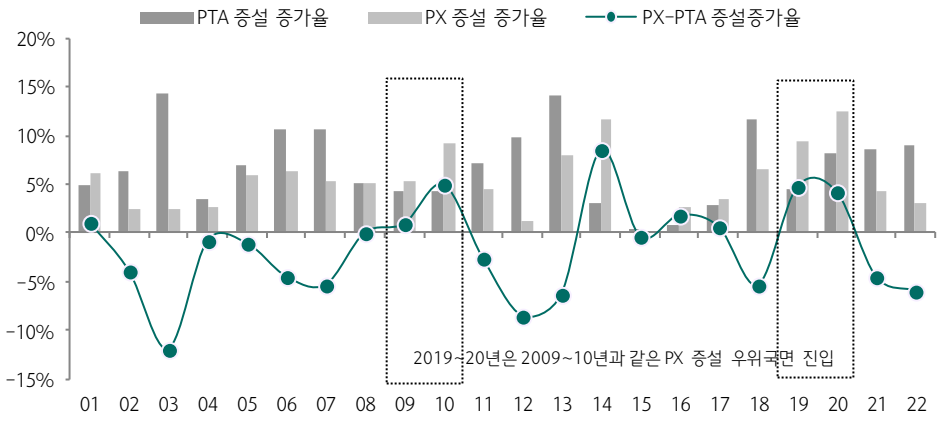
향후 3년 간 중국을 중심으로 한 글로벌 PX증설은 글로벌 Capa의 약 30% 가량 일어날 전망이다. 이로 인해 글로벌 PX 수급밸런스는 현재 86~87% 수준에서 2020년에는 75% 수준으로 큰 폭 하락할 가능성이 높다. 시장에서 중국의 PX 증설 시점에 대한 논의가 분분하나, 과거 2014년 SK이노베이션 중심의 대규모 PX 증설 시 프리세일즈 효과 때문에 공장 완공 6개월 전부터 이미 업황은 나빠졌다는 점을 감안하면 어쨌든 2019년부터는 PX 업황이 다운사이클에 들어갈 가능성이 높다. 특히, 중국은 증설이 완료되면 PX 자급률이 현재 50% 수준에서 80% 수준까지 상승하게 되며, 이는 PX 수입을 줄이는 결과를 초래할 것이다. 현재 중국의 PX 수입 중 50% 가까이를 한국 업체가 충당하고 있다는 점을 감안하면, 향후 중국의 자급률 상승은 한국 내 PX 공급 과잉과 약세 요인으로 작용할 가능성이 매우 높다고 판단한다.

2019~20년 예정된 PTA의 증설 증가율은 PX증설증가율 대비 4~5%p 가량 적음

중요한 점은 PTA의 증설 규모다. 2019~20년 예정된 PTA의 증설증가율은 PX증설증가율 대비 4~5%p 가량 적다. 즉, PTA보다 PX의 가격이 더욱 가파르게 하향 안정화될 가능성이 높다는 것이고, 이는 결국 2019~20년 PTA의 마진 호조를 견인하는 핵심 논리가 될 것으로 판단한다.

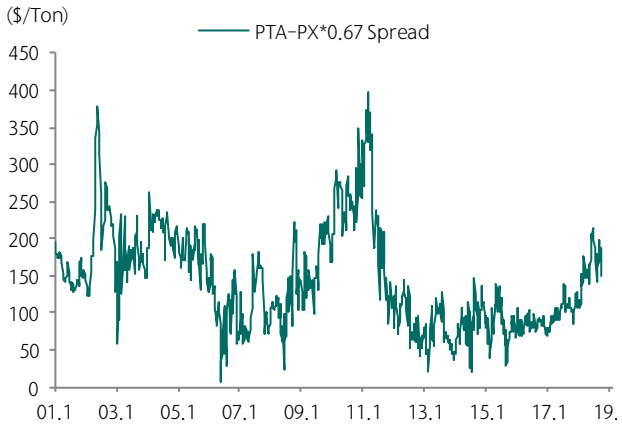
2019~20년 PTA 증설보다 PX 증설이 많은 구간에 진입

그림 12. PTA/PX 증설 증가율 비교



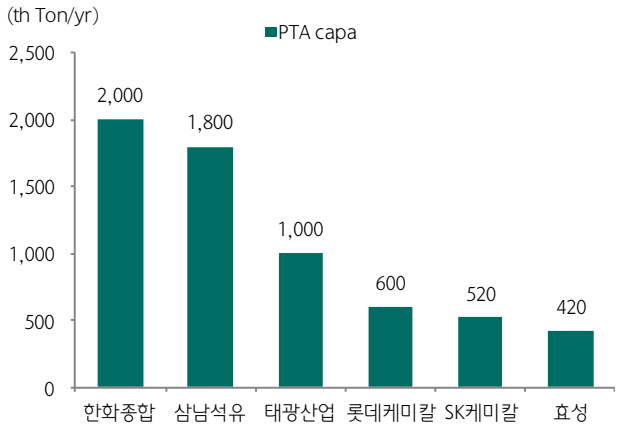
자료: Industry Data, 하나금융투자

그림 13. PTA 마진 추이



자료: Industry Data, 하나금융투자

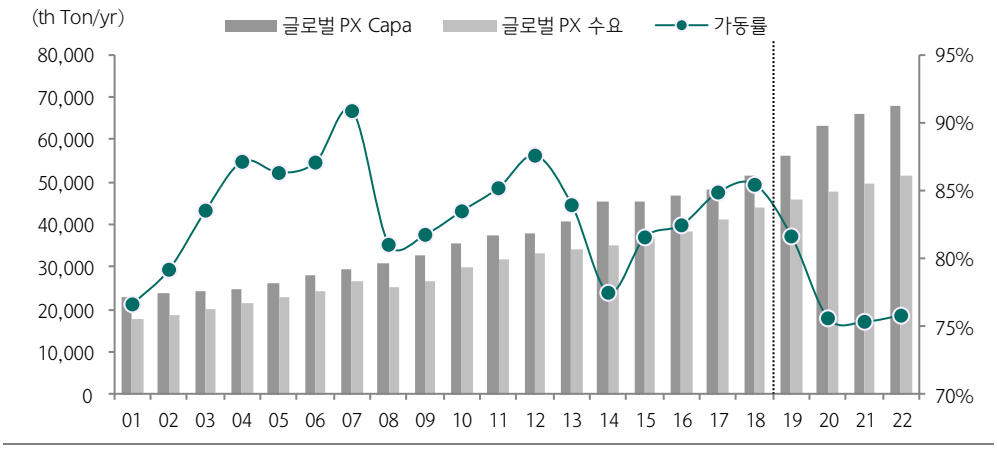
그림 14. 한국 주요 PTA 업체의 Capa 비교



자료: Industry Data, 하나금융투자

글로벌 PX 가동률은 2018년 85% → 2019년 82% → 2020년 76%로 급격한 둔화가 예상

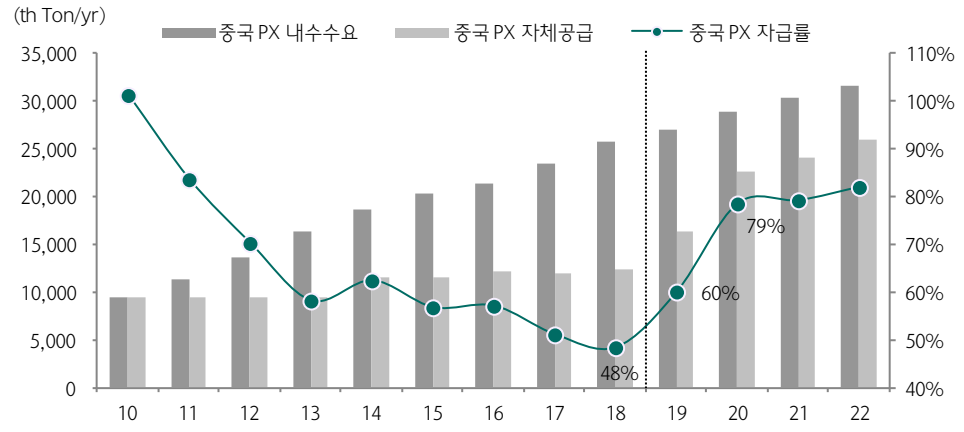
그림 15. 글로벌 PX 가동률 전망



자료: Indutsry Data, 하나금융투자

중국 PX 대규모 증설에 따라 중국 PX 자급률은 2018년 50% 수준에서 2020년 80%로 급격 상승 현재 Capa의 약 2배 가량이 향후 3년 간 증설되기 때문

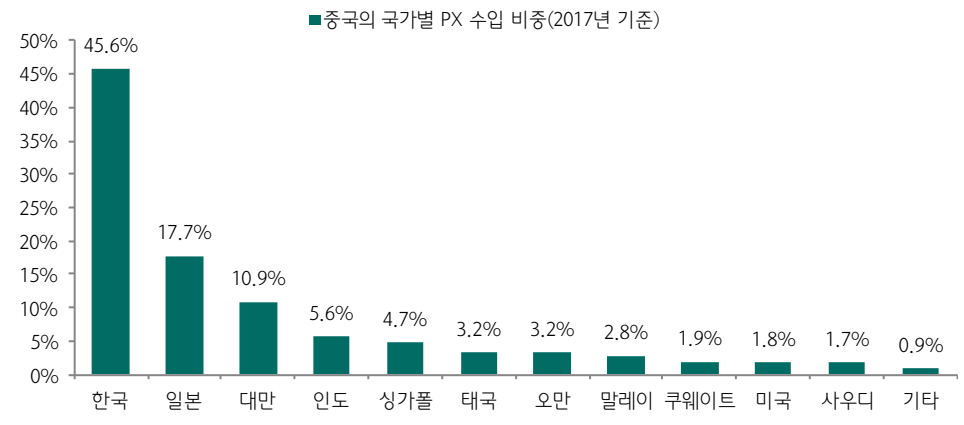
그림 16. 2018년을 바닥으로 중국의 PX 자급률은 급격하게 상승



자료: Indutsry Data, 하나금융투자

2017년 기준 중국의 PX 수입량은 1,450만톤 가량으로 자급률은 50%를 하회. 이 중 한국산 물량은 660만톤으로 50%에 육박함

그림 17. 중국의 국가별 PX 수입 비중



자료: KITA, 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

4. 2020~21년 베트남 PP/DH 증설로 인한 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 부두시설, 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.

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.

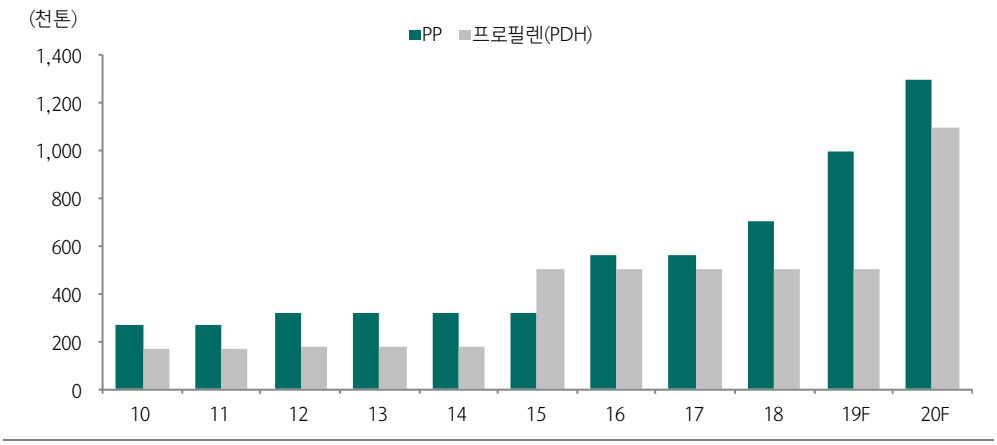
표 4. 효성화학 베트남 프로젝트 정리

구분					
설비(제품)	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

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

그림 18. 효성 PP/DH 설비 규모 추이



자료: KPIA, 효성화학, 하나금융투자

5. 극도의 저평가. 배당수익률은 5% 이상의 서프라이즈 전망

1. 시총에 반영된 NF3의 가치는 Zero. 2019년 PER 3.3배로 극도의 저평가 국면

현 시총은 화학사업부의 가치절하와 NF3 가치를 철저히 배제한 시총

효성화학의 10/30일 종가 기준 시총은 3,685억원이다. 순차입금이 8,400억원 가량이니 역산하면 영업가치가 1.2조원으로 평가되고 있다는 것인데, 이는 정확히 1) 효성화학 화학사업부의 12M Fwd EBITDA에 EV/EBITDA 멀티플 4배를 적용하고 2) NF3의 영업가치는 절처히 배제한 시총이다. 우선, 앞서 살펴본 바와 같이 프로판가격 안정화에 따른 PDH의 수익성 개선과 베트남 PP/DH 증설에 따른 외형성장, PX 대규모 증설에 따른 PTA의 수익개선 사이클 진입을 감안하면 EV/EBITDA 멀티플 4배는 너무 가혹한 수준이다. 적어도 현재 이익사이클에 이제 막 진입한 금호석유의 멀티플 5배는 충분히 적용가능하다고 판단한다. 또한 NF3는 12M Fwd EBITDA가 약 460억원에 이를 것으로 전망된다. SK머티리얼즈의 EV/EBITDA 멀티플 9배에서 20% 할인한 7.2배를 적용한 3,300억원 가량의 NF3 가치는 분명히 시총에 반영되어야 할 것으로 판단한다.

2019년에는 추가적인 개선에 따라 PER 3.3배, PBR 0.77배

현 주가는 2018년 기준(분할 전 온기 실적 기준) PER 5.7배, PBR 0.96배다. 또한 2019년에는 추가적인 개선에 따라 PER 3.3배, PBR 0.77배로 더욱 밸류에이션 매력도가 높아지게 된다. 2019년 예상 ROE 23.3%를 감안하면 지나친 저평가 국면이라 판단하며, 2021년까지 이어질 이익 사이클을 감안한 적극적인 저가 매수를 권한다.

표 5. 효성화학 SOTP Valuation (단위: 십억원, 원)

	12M Fwd EBITDA	Multiple	평가액	비고
투자자산가치			0	
영업가치			1,776	
화학사업 등	289	5.0	1,444	금호석유 EV/EBITDA Multiple 5.0배를 적용(사이클 시작 감안)
NF3	46	7.2	331	SK머티리얼즈의 EV/EBITDA Multiple 9배에서 20% 할인
순차입금			842	3Q18 기준
총 기업가치			933	
주식수(천주)			3,190	
주당 NAV			292,515	
목표주가			280,000	
현 주가			118,000	
Upside			137%	

자료: 하나금융투자

2. 배당수익률 5% 이상의 서프라이즈 전망

배당수익률 5% 이상의 서프라이즈 전망

효성화학의 2018년 DPS를 6,000원으로 추정하며 현 주가 기준 배당수익률은 5.1%로 서프라이즈를 예상한다. 우선 10/29일 공시를 통해 발표된 ㈜효성의 연간 배당금액은 대략 900~1,000억원에 달할 것으로 추정되는데, 이를 위해서는 자회사를 통한 배당 재원 마련이 필요하기 때문이다. 또한 ㈜효성의 배당수익률을 감안할 때, 제시한 배당 수준은 충분히 도달 가능하다고 판단된다. ㈜효성의 배당 공시를 통해 추측컨대, 향후 자회사들의 배당 정책 또한 구체화될 가능성이 높아 보인다.

표 6. 효성화학 B/S 및 Valuation

(단위: 십억원)

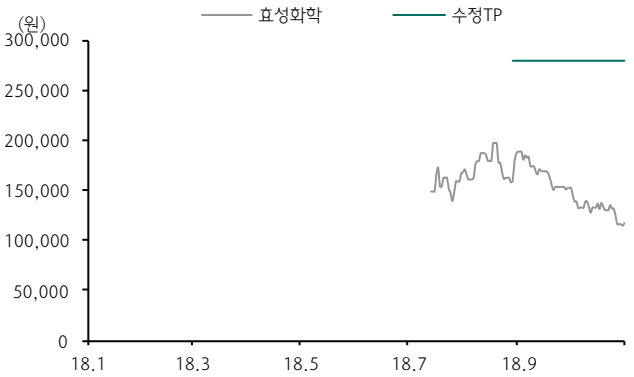
	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	1,652.2	1,728.9	1,927.4	2,196.6
부채총계	1,298.4	1,335.4	1,458.7	1,581.1
자본총계	353.8	393.5	487.9	634.6
(부채비율)	367%	339%	299%	249%
EPS		20,578	35,587	52,004
BPS	110,905	123,346	152,933	198,936
ROE		16.7%	23.3%	26.1%
PER		5.7	3.3	2.3
PBR		0.96	0.77	0.59
EV/EBITDA		4.24	3.44	2.87

자료: 하나금융투자

Analyst 윤재성 02-3771-7567

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	92.1%	7.0%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 29일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 10월 31일 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.