

화학/정유 Overweight

Downstream Series III

효성 화학 3사, 목표 시가총액 3.2조원

화학/정유 Analyst 이동욱 02-3787-3688, treestump@kiwoom.com



Contents

I. Summary

II. 기업분석

- 효성티앤씨
: 효율적 Copy and paste 전략 지속
- 효성첨단소재
: PET 타이어코드, 공급 과정에 대한 반론
- 효성화학
: 1+1 판매가 마트에만 있는 것이 아니다

Part I Summary



Summary

◎ Summary(1): 종목 선택 배경

- 1990년 초 정부의 유화사업 투자자율화 조치 이후 국내 대기업들의 경쟁적인 석유화학 플랜트 신증설이 이어졌다. 럭키석유화학, 대한유화, 호남석유화학의 NCC 건설이 진행됨과 동시에 삼성종합화학과 현대석유화학 등 그룹사들이 당시 기준으로 각각 1.2조원을 투입하여 대산에 NCC를 포함한 석유화학 콤플리케이션을 본격 가동하였다.
- 또한 유공, 쌍용정유, 경인에너지 등은 BTX 공장을 완공하였으며, 럭키, 럭키유화, 대림산업, 한양화학, 동양나이론, 동양화학, 금호쉘, 호남정유, 삼성BP화학 등도 석유화학 공장을 이 시기에 완공하였다. 국내 석유화학 업계가 주도한 1차 신증설 Wave다. 당시는 나프타를 주로 원료로 사용하는 유럽 업체들의 경우 국내 업체의 증설을 재앙으로 판단한 시기였다.
- 최근 몇 년간 호황 싸이클 지속에 따른 대규모 현금 유입과 정유업체의 정제마진 햇지를 위한 석유화학 진출 확대 움직임으로 국내 화학/정유업체가 주도하는 2차 신증설 Wave가 발생하고 있다. 작년 900만톤의 국내 에틸렌 생산능력은 2024년 1,400만톤으로 약 500만톤이 증가할 것으로 전망된다.
- 향후 2~3년 동안은 석유화학 업황의 하락 가능성이 제한되지만, 국내 업체들의 대규모 증설에 따라 순수화학에 대한 투자 심리가 위축될 가능성도 존재한다. 이에 당 리서치센터는 향후 Alpha를 찾을 수 있는 저평가되고, 투자매력도가 있는 정밀화학 등 다운스트림 업체들에 대한 심층 분석을 확대할 계획이다.
- 이에 우선 효성의 분할회사 중 화학 3사인 효성티앤씨(A298020), 효성첨단소재(A298050), 효성화학(A298000)에 대한 신규 커버리지를 개시한다. 지난 주 주가 상승에도 불구하고, 3개 사 모두 현재 주가 대비 상승여력이 커 보인다.

Summary

◎ Summary(2): 효성티앤씨/효성첨단소재/효성화학 투자포인트

- 효성티앤씨에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 271,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 효성티앤씨는 1) 약 1.3억 달러를 투자하여 인도 스판덱스 플랜트를 신설할 계획이다. 성장성이 큰 인도 시장 대응, 경쟁사 증설 의지 저하 및 현지 관세 장벽을 회피하기 위함이다. 2) 올해 하반기 중국 스판덱스의 증설에 대한 부정적인 의견이 대두되고 있으나, 작년 일부 설비의 폐쇄, 견고한 수요 성장, 하반기 증설 계획 지연, 주요 원자재 가격의 하향 안정화로 올해 하반기부터 스판덱스 업황은 재차 개선될 전망이다. 또한 4) 무역 기타부문도 일부 타이어코드 생산능력 귀속과 중국 NF3 플랜트 가동률 개선으로 견조한 실적을 지속할 것으로 예상된다.
- 효성첨단소재에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 244,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 효성첨단소재는 1) 지속적인 증설을 통하여 PET 타이어코드 시장에서 18년 넘게 세계 시장 점유율 1위를 지속하고 있다. 올해도 10% 이상의 생산능력이 증가할 전망이다. 2) 최근 증설 계획 증가로 향후 PET 타이어코드 공급 과잉 이슈가 대두되고 있으나, 작년 일부 설비의 폐쇄, 자연 수요 증가 등을 고려할 경우 증설 계획분은 시장의 수급을 훼손할 가능성은 제한된다. 3) 스틸코드는 전력비가 저렴한 베트남으로 설비 이전 확대로 올해 하반기부터 실적 개선이 예상된다. 4) 기타부문은 일부 스판덱스 생산능력 귀속, GST/탄소섬유/아라미드의 실적 개선으로 견조한 실적을 유지할 전망이다.
- 효성화학에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 276,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 효성화학은 1) 작년 20만톤의 PP 증설에 이어 올해 추가적인 증설(+15만톤, 공정 개선)로 올해 PP 생산능력이 70만 톤을 육박한다. 국내 3위권 생산능력이다. 2) 총 1.4조원을 투자하여 베트남에 PP/PDH/LPG 저장소를 건설할 계획이다. PDH 통합에 따른 수소/C5+/스팀 등 고부가 부산물에 대한 고려도 필요해 보인다. 3) 기타부문은 TPA 마진 개선, TAC/폴리케톤/NF3 실적 개선이 예상된다.

Part II 기업분석

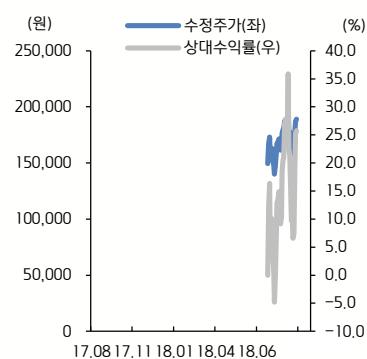
- ◎ 효성티앤씨: 효율적 Copy and paste 전략 지속
- ◎ 효성첨단소재: PET 타이어코드, 공급 과잉 전망에 대한 반론
- ◎ 효성화학: 1+1 판매가 마트에만 있는 것은 아니다

효성티앤씨(A298020)

BUY (Initiate)

주가(8/31): 190,000원/TP: 271,000원

KOSPI(8/31)	2,322.88pt
시가총액	8,223억원
52주 주가동향	최고가 최저가 247,500원 73.23% 7.34%
최고/최저가 대비 등락률	상대수익률 절대 1M -14.6% 6M N/A 12M N/A
발행주식수	4,328천주
일평균거래량(3M)	85천주
외국인 지분율	11.63%
배당수익률(18.E)	1.93%
BPS(18.E)	136,273원



◎ 투자 포인트

- 효성티앤씨는 약 1.3억 달러를 투자하여 인도 스판덱스 플랜트를 신설할 계획이다. 수요 성장성이 큰 인도 시장 대응, 경쟁사 증설 의지 저하 및 현지 관세 회피를 위함이다.
- 올해 상반기 중국의 4.5만톤 스판덱스 증설에 이어 하반기 8.7만톤의 추가 증설 계획으로 스판덱스 업황에 대한 부정적인 전망이 대두되고 있다. 하지만 1) 작년 중국 일부업체의 설비 폐쇄, 2) 견고한 스판덱스 수요 지속, 3) 하반기 증설 계획 지연, 4) 주요 원재료가 안정화 추세로 올해 하반기부터 스판덱스 업황은 재차 개선될 전망이다. 한편 효성티앤씨는 포트폴리오 다각화로 경쟁사 대비 높은 ASP 프리미엄을 보유하고 있다.
- 무역 기타부문은 일부 타이어코드 생산능력 귀속과 중국 NF3 플랜트 가동률 개선으로 견조한 실적을 지속할 것으로 예상된다.

12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	56,970	58,753	62,006
보고영업이익(억원)	2,345	2,808	3,068
핵심영업이익(억원)	2,345	2,808	3,068
EBITDA(억원)	4,258	4,781	5,150
세전이익(억원)	1,357	1,790	1,993
순이익(억원)	1,059	1,396	1,554
지배주주지분순이익(억원)	1,059	1,396	1,554
EPS(원)	24,467	32,264	35,920
증감률(%)	N/A	31.9	11.3
PER(배)	7.8	5.9	5.3
PBR(배)	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	8.6	7.9	7.7
보고영업이익률(%)	4.1	4.8	4.9
핵심영업이익률(%)	4.1	4.8	4.9
ROE(%)	18.0	19.6	19.0

투자 포인트 1. 인도 스판덱스 시장 직접 진출

◎ 내년 2분기, 인도 신규 스판덱스 플랜트 완공

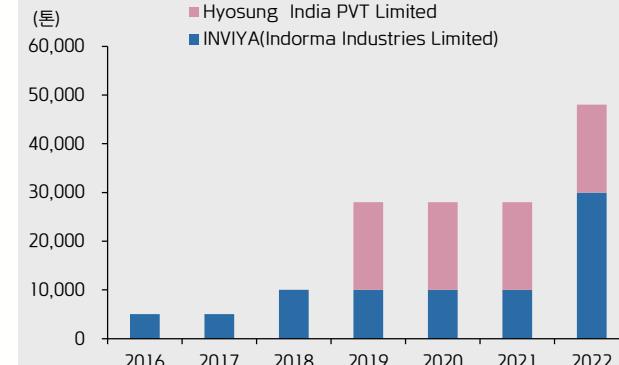
- 효성티앤씨는 약 1.3억 달러(부지임대료 포함)를 투자하여 인도 마하라슈트라주에 2019년까지 스판덱스 플랜트를 건설할 계획이다. 신설하는 플랜트의 생산능력은 1.8만톤으로 고성장세를 기록하고 하고 있는 인도 시장의 직접 진출이 가능하게 된다. 양산 가동은 2019년 2분기이다. 한편 효성티앤씨는 플랜트 가동 후 인도 내수시장 및 수출(방글라데시 등)을 동시에 진행할 것으로 보인다.
- 인도의 스판덱스 수요는 2014~2018년 연평균 13.2%씩 증가할 전망이며, 효성티앤씨의 스판덱스 플랜트 신설로 계획되어 있던 인도 로컬 업체(INVIYA)의 증설 계획 차질이 발생할 것으로 판단된다.
- 기존 진출 해외 법인 사례를 볼 때 초기에는 인도 플랜트도 부채비율을 높게 가져갈 것으로 판단되지만, 4~5년 만에 투자금액을 회수할 수 있을 것으로 판단된다.

아시아(중국 제외)/인도 스판덱스 시장 성장성



자료: 업계, 키움증권 리서치

인도 스판덱스 업체 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 1. 인도 스판덱스 시장 직접 진출

◎ 인도 시장 점유율 확대 전망

- 현재 효성티앤씨의 인도 스판덱스 시장 점유율은 50% 수준이며, 플랜트 신설 후 2020년에는 시장 점유율이 70~80%까지 확대될 전망이다. 이번 플랜트 신설로 인도의 덤피ング 관세율이 높아진 탓 중국/한국 경쟁 업체 대비 판매 경쟁력이 상승할 것으로 예상되기 때문이다.
- 한편 효성티앤씨는 직조, 데님, 니트, 기저귀 등을 생산하는 인도 대부분의 섬유 제조업체들 (Vardhman, Ginza, Pratibha, Maral Overseas 등)과 협력을 하고 있고, 방글라데시에서는 거의 모든 니트 공장에 효성티앤씨 크레오라를 공급하고 있다.

인도 스판덱스 시장 점유율 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국/한국/베트남/대만 스판덱스 업체 덤피ング 마진 범위

국가	업체	범위(%)
중국	Hangzhou Sunrise Spandex Co. Ltd	35~45
	Yantai Tayho Advanced Materials Co. Ltd	45~55
	Invista	5~15
한국	티케이케미칼	1~20
	효성	-10~0
	기타	30~40
베트남	효성	1~10
	기타	35~45
	대만	55~65

자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 2. 스판덱스 업황 전망

◎ 스판덱스, 2021년 9.7조원 시장으로 확대 전망

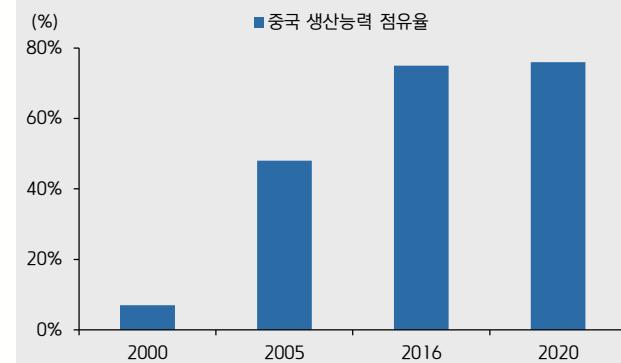
- 중국은 지난 10년 간 대규모 설비투자를 통해 세계 스판덱스 시장 점유율을 확대하고 있다. 중국의 스판덱스 생산능력 점유율은 2000년 7%, 2005년 48%, 2016년 75%까지 급속히 증가하였다.
- 초기 스판덱스 섬유는 밴드와 같은 단일 제품에서 신축성을 발휘하기 위해 사용되었다. 이후 의류에도 활용되기 시작였으나, 그 범위가 수영복, 스포츠웨어, 팬티 스타킹 등 높은 신축성이 필요한 분야에 국한되었다. 그러나 지난 10년 간 편안감을 제공하면서 신축성을 발휘할 수 있는 분야에 주력하면서 유연성, 밀착감, 기존 의류소재에 대한 대응성이 크게 개선되었다. 이에 세계 스판덱스 시장(금액 기준)은 2015~2021년 연평균 10% 이상 성장하며, 2021년에는 약 9.7조원으로 확대될 전망이다.

세계 스판덱스 시장 규모 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 스판덱스 점유율 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 2. 스판덱스 업황 전망

◎ 올해 하반기, 중국 신증설 계획 지연 예상

- 올해 상반기 4.5만톤의 중국 스판덱스 업체 신증설과 하반기 8.7만톤의 추가 신증설 계획으로 중국 스판덱스 업황이 부정적으로 전환되었다. 이에 작년 30일까지 감소하였던 재고일수가 현재는 40일을 상회하고 있는 상태로 보인다.
- 하지만 중국 일부 업체(Yantai)의 플랜트(3.8만톤) 스크랩과 견고한 세계 수요 증가(연간 11만톤 이상) 등을 고려할 경우 중국 신증설이 전체 수급을 크게 훼손하지는 못 할 전망이다. 또한 올해 하반기 계획되어 있던 8.7만톤의 중국 신증설 계획 중 약 86%가 환경규제 및 경영 상의 이슈로 완공이 지연될 가능성이 커 보인다.

중국 스판덱스 업체 점유율 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 스판덱스 생산능력 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 3. 스판덱스 사업 경쟁력

◎ Full-range 스판덱스 제품 포트폴리오 보유

- 효성티앤씨는 원천 기술력을 바탕으로 지속적인 투자 공급망(생산/판매/물류거점)을 확대하였고, 거의 모든 그레이드의 스판덱스 제품을 생산하고 있다.

[효성티앤씨/주요 경쟁사 스판덱스 제품 포트폴리오\(Denier별\) 비교](#)

Denier	효성	티케이케미칼	태광산업	Zhejiang Huafon
15		●	●	●
20	●	●	●	●
30	●	●	●	●
40	●	●	●	●
55	●	●	●	●
70	●	●	●	●
105			●	●
140	●		●	●
180	●			
210	●		●	●
280	●		●	●
360			●	
420	●		●	●
470	●			
540	●			
560	●		●	●
620	●			
680	●			
720				●
780	●			
800	●			
840	●		●	●
940	●			
1100	●			
1120	●		●	●
1520	●			
1680	●		●	●
2300			●	
2500				●

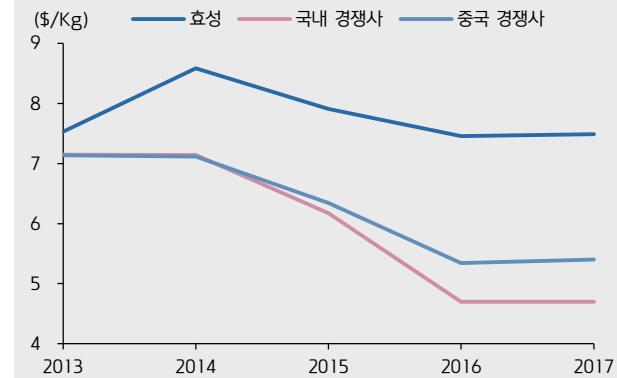
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 3. 스판덱스 사업 경쟁력

◎ 높은 프리미엄을 받는 Blended ASP

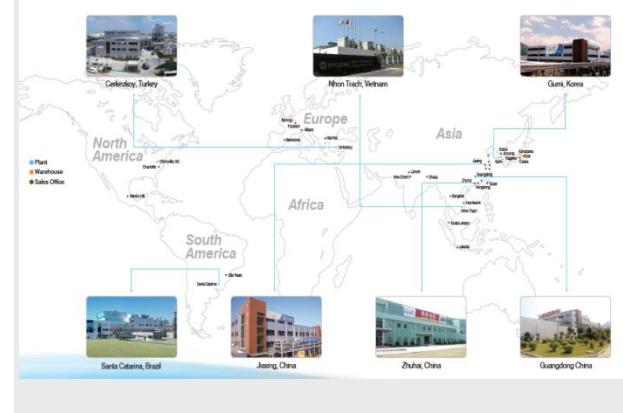
- 효성티앤씨는 1992년 국내 업체로 스판덱스를 독자적인 기술로 개발하였다. 이후 효성티앤씨는 크레 오라를 앞세워 세계 시장을 확대하였다. 효성티앤씨는 국내뿐만 아니라 중국, 터키, 베트남, 브라질 등 전 세계에 생산 체계를 구축하였고, 현지에서 생산된 제품도 수출하고 있다.
- 효성티앤씨는 다각화된 스판덱스 제품 포트폴리오 구축 및 높은 브랜드력으로 국내/중국 경쟁사 대비 평균판매가격이 40~50% 이상 높은 것으로 추정된다.

효성티앤씨(국내)/주요 경쟁사 스판덱스 ASP 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성티앤씨 글로벌 네트워크 현황



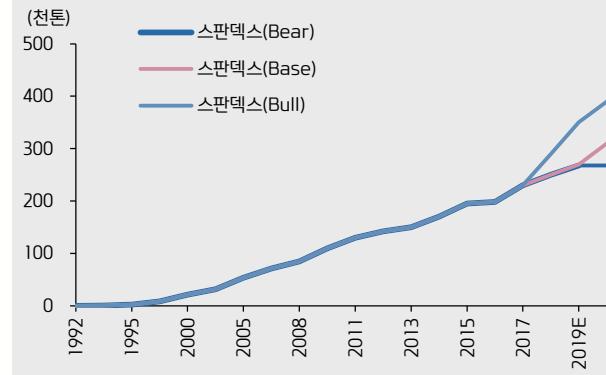
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 3. 스판덱스 사업 경쟁력

◎ 올해 상반기, 터키/브라질 스판덱스 법인 부채비율 증가 이유

- 효성티앤씨는 1992년 스판덱스 플랜트를 신설한 이래 2017년까지 연평균 30% 이상 스판덱스 생산능력이 증가하였다. 이에 2012년 이후 세계 스판덱스 시장 점유율 1위를 유지하고 있다.
- 향후 인도 신설 및 기존 플랜트 증설을 통하여 신흥국 수요 증가에 지속적으로 대응할 것으로 판단된다. 한편 작년 100%를 하회하던 터키/브라질 스판덱스 법인의 부채비율이 올해 상반기에 상승하였다. 추가적인 증설에 대한 차입금 증가로 추정된다.
- 당 리서치센터는 효성티앤씨가 향후 2020년까지 10% 이상의 스판덱스 생산능력 증가를 지속할 것으로 예상하고 있다.

효성티앤씨 스판덱스 생산능력 전망(Case별)



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성티앤씨 터키/스판덱스 법인 부채비율 추이

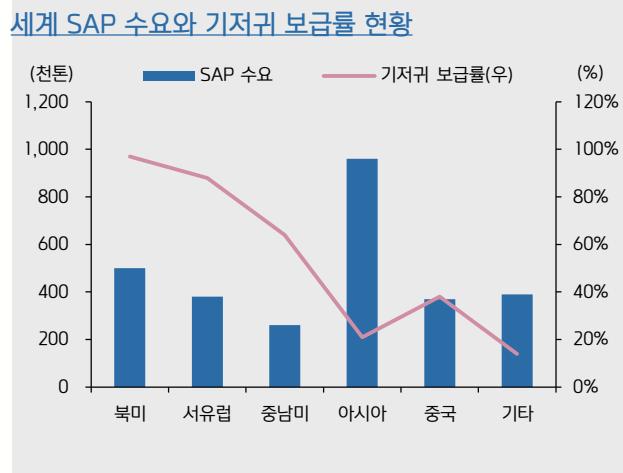


자료: 업계, 키움증권 리서치

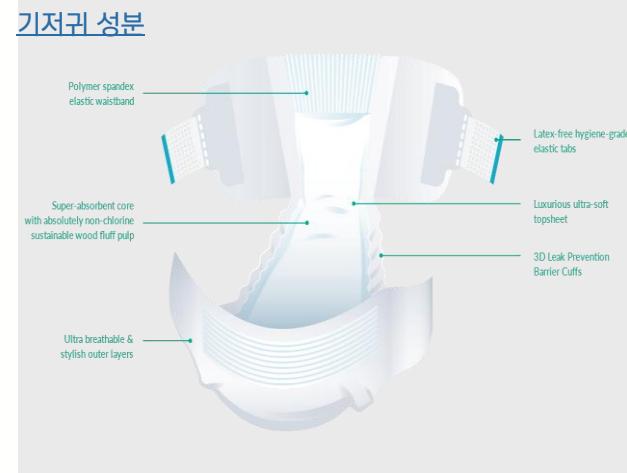
투자 포인트 3. 스판덱스 사업 경쟁력

◎ 기저귀 시장, 2021년 80조원으로 확대 전망

- 세계 기저귀 시장(유아/성인 합산)은 2016년 545억 달러(60조원)에서 매년 8% 이상 성장하며, 2021년에는 약 800억 달러(80조원)에 달할 것으로 전망된다. 중국과 아시아 지역이 기저귀 시장의 성장을 주도하고 있으며, 최근에는 인구 노령화에 따라 성인용 기저귀 시장도 확대되어, 기저귀용 스판덱스의 수요도 빠르게 증가하고 있다. 참고로 중국/아시아 지역의 기저귀 보급률은 20~30% 수준으로 북미/서유럽 등 선진국(90% 이상)을 크게 하회하고 있다.
- 기저귀용 스판덱스는 기저귀 허리와 다리 밴드 부분에 쓰이는데 소량이 들어가도 배설물이 쉽게 새지 않고 착용감이 부드러워진다. 한편 남아/여아/사이즈/앞뒤 구분 등을 위하여 스판덱스에 색깔을 입히는 기술력이 필요해 시장 참여자가 제한된 시장이다.



자료: 업계, 키움증권 리서치

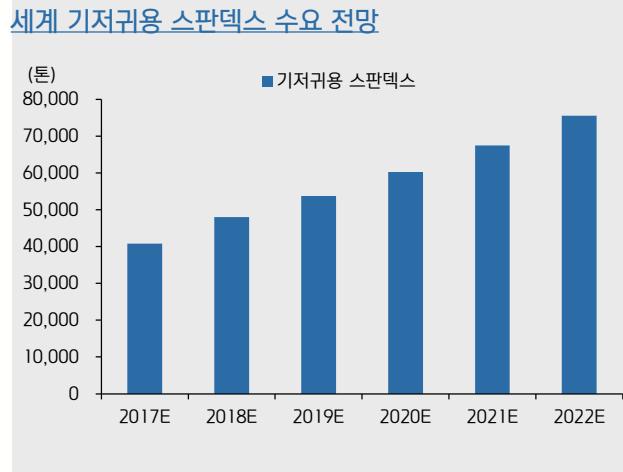


자료: 업계, 키움증권 리서치

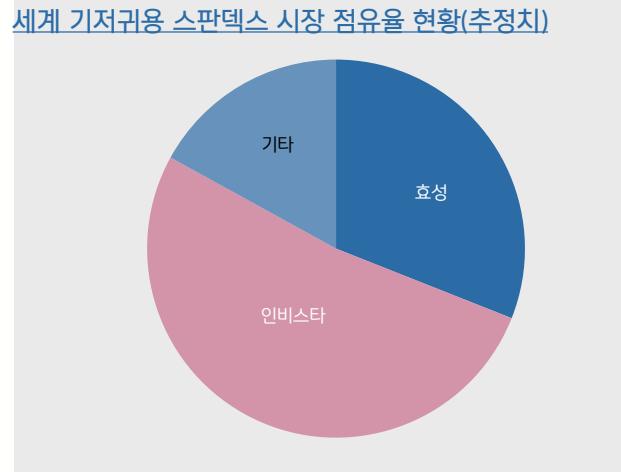
투자 포인트 3. 스판덱스 사업 경쟁력

◎ 기저귀용 스판덱스, 세계 2위 업체

- 세계 기저귀용 스판덱스 수요 성장률은 기존 스판덱스 수요 성장을 상회할 것으로 전망된다. 중국/인도 등 신흥국의 수요 증가에 기인한다. 당 리서치센터는 작년 4만톤 수준의 세계 기저귀용 스판덱스 시장이 2022년에는 7.5만톤으로 증가할 것으로 추정하고 있다.
- 효성티앤씨는 크레오라 파워핏/컴포트를 통하여 기저귀 시장에 대응하고 있으며, 현재 인비스타에 이어 시장 점유율 2위를 차지하고 있는 것으로 보인다.



자료: 업계, 키움증권 리서치



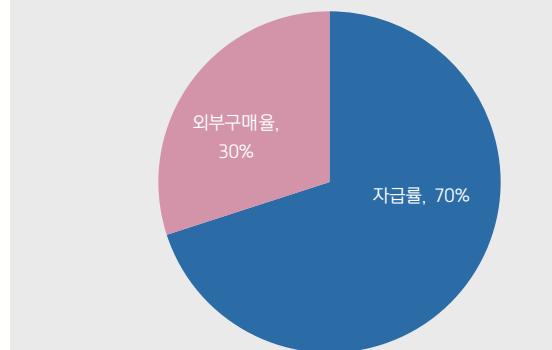
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 3. PTMEG 생산으로 수직계열화 구축

◎ PTMEG, 자급률 상승

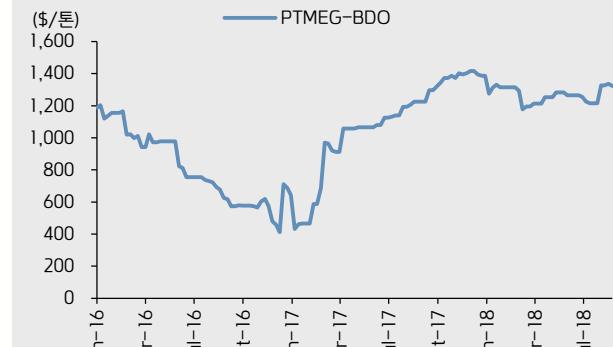
- 효성티앤씨의 3.9천억 달러가 투자된 중국 PTMEG 공장이 올해 10월에 가동할 예정이다. 이에 효성티앤씨의 PTMEG 생산능력은 18만톤으로 증가하게 된다. 원단위 고려 시 스판덱스 생산에 투입되는 PTMEG의 약 70% 정도를 자체 생산하게 된다. 이에 효성티앤씨의 스판덱스 스프레드 계산 시 PTMEG 보다는 BDO를 고려한 통합 스프레드를 고려하는 것이 합리적이다. 효성티앤씨는 스판덱스 증설에 맞춰, 주요 원재료인 PTMEG도 지속적으로 증설할 계획이다.
- 참고로 PTMEG-BDO 스프레드는 작년 초부터 강세를 지속하고 있다.

효성티앤씨 PTMEG 자급률/외부구매율 현황(추정치)



자료: 업계, 키움증권 리서치

PTMEG-BDO 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

첨부: 아시아 PTMEG 생산능력 현황

◎ 중국, 아시아 PTMEG 생산능력의 70% 점유

- 아시아 PTMEG 생산능력은 약 110만톤이고, 중국은 75만톤으로 약 70%의 비중을 차지하고 있다. 참고로 효성티앤씨의 터키/브라질 법인 등은 BASF, Dailian 등을 통하여 부족한 PTMEG를 조달받고 있는 것으로 보인다.

아시아 PTMEG 생산능력 현황

회사명	생산능력(톤)	신증설	시기	프로세스
<u>일본</u>				
Asahi Kasei Chemicals	7,000			자체기술
mitsubishi Chemical	35,000			자체기술
Hodogaya Chemical	7,000			자체기술
<u>한국</u>				
코리아 PTG	30,000			자체기술
한국 BASF	60,000			자체기술
<u>타이완</u>				
Formosa Asahi Spandex	14,000			Asahi kasei
Dalian Chemical/Hodogaya Chemical	10,000			Hodogaya
Dalian Chemical	60,000			자체기술
	60,000			자체기술
	60,000			자체기술
<u>중국</u>				
BASF	90,000			자체기술
Dalian Chemical	40,000			자체기술
Dalian Chemical	60,000			자체기술
Shanxi Shanwei	50,000			코리아PTG
Xinjiang Guotai		30,000	2016년	코리아PTG
Xinhua Mining		30,000	2016년	코리아PTG
MGC Advanced polymer	25,000			Mitsubishi
효성	50,000			자체기술
Qingyun Group	38,000			한국PTG
Sichuan Tianhua	46,000			
Sinopec Great Wall Energy & Chemical	46,000			
	46,000			
Chongqing Jian Fang	46,000			Invista
Hemei	30,000			Invista
	30,000			Invista
Meike/BASF	50,000			Invista
Shaanxi Xihua Chemical	46,000			
합계	1,036,000	60,000		

자료: 업계, 키움증권 리서치

첨부: 아시아 BDO 생산능력 현황

◎ 중국, 아시아 BDO 생산능력의 80% 점유

- 아시아 BDO 생산능력은 약 378만톤이고, 중국은 298만톤으로 약 80%의 비중을 차지하고 있다.

아시아 BDO 생산능력 현황

회사명	생산능력(톤)	신증설(톤)	프로세스	원료	회사명	생산능력(톤)	신증설(톤)	프로세스	원료
일본									
Mitsubishi Chemical	60,000		자체기술	부타디엔	Shaanxi Xihua Chemical	100,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
BASF Idemitsu	25,000		Reppe	아세틸렌	Fujian Meizhouwan	40,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
한국									
Koreatech PTG	30,000		Kvaerner	부탄/무수말레인산	Yunnan Yunwei	30,000		Frontech	무수말레인산
SK에너지	40,000		Reppe	아세틸렌	Chongqing Chiyuan	60,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
타이완									
Nanya Plastics	100,000		Mitsubishi	부타디엔	Henan Kaixiang	45,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
Dalian Chemical	120,000		자체기술	A-알코올(프로필렌)	Shanghai Hua Chen	55,000		Kvaerner	무수말레인산
	150,000		자체기술	A-알코올(프로필렌)	Chongqing Jianfeng Chemical	100,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
	140,000		자체기술	A-알코올(프로필렌)	Jiangshan Chemical	70,000		Kvaerner	부탄/무수말레인산
Taiwan Cement	30,000		Kvaerner	부탄/무수말레인산	Dongyuan Technology	100,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
중국									
BASF(THF한정)	100,000		Kvaerner	부탄/무수말레인산	Sinopec Great Wall Energy & Chemical	200,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
Dalian Chemical	36,000	30,000	자체기술	A-알코올(프로필렌)	Yiwang	100,000		Kvaerner	부탄/무수말레인산
	150,000		자체기술	A-알코올(프로필렌)	Xianjiang Tianye	30,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
Shanxi Shanwei	75,000		Kvaerner	아세틸렌(카바이드공법)	SK에너지/BP	180,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
	75,000		Kvaerner	무수말레인산	Yizheng Chemical	100,000		Reppe	아세틸렌(천연가스)
Xinjiang Markor	100,000		Reppe	아세틸렌(천연가스)	Hemei	50,000		Reppe	아세틸렌(천연가스)
Meike Chemical	60,000	100,000	Reppe	아세틸렌(카바이드공법)	Ronghe Chemical	50,000	60,000	Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
	100,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)	Xinjiang Blue Ridge Tunhe Chemical	60,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)
Meike/BASF	100,000		Reppe	아세틸렌(천연가스)	Yanchang Oil	100,000			
Sichuan Tianhua	25,000		Reppe	아세틸렌(카바이드공법)	말레이	46,000			
	60,000		Reppe	아세틸렌(천연가스)	BASF	100,000		Kvaerner	부탄/무수말레인산
Nanjing Lanxing	110,000		Kvaerner	무수말레인산					
Shaanxi Xihua Chemical	30,000		Frontech	아세틸렌(카바이드공법)					
				합계		3,201,000	574,000		

자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 4. MDI 가격 안정화 추세

◎ 중국 MDI 가격, 연초 대비 31.8% 하락

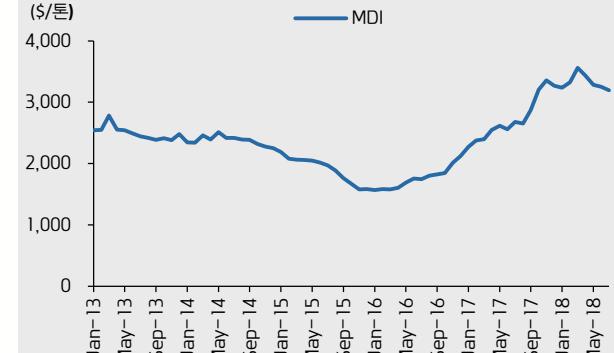
- 현재(8월 27일) 중국 MDI 가격은 \$2,810/톤으로 연초 대비 31.8% 하락하였다. 1) 작년 연말 대규모 정기보수를 진행하였던 세계 최대 MDI 업체인 Wanhua Chemical이 총 120만톤 규모의 MDI 플랜트들을 재가동하였고, 2) 가스 부족으로 가동을 중지하였던 BASF의 Chongqing 플랜트도 올해 3월부터 재가동에 들어갔기 때문이다. 한편 올해 3분기 공급은 Shanghai BASF/Huntsman의 합작 플랜트(24만톤) 가동으로 증가할 전망이나, 수요 측면에서는 8~9월 성수기 및 최근 가격 하락으로 구매업체가 재고 비축을 확대할 전망이다.
- PTMEG와 함께 스판덱스의 주요 원재료인 MDI 가격 하락으로 최근 효성티앤씨의 스판덱스 수익성이 개선되고 있다.

중국 MDI 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 MDI 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 4. MDI 가격 안정화 추세

◎ 2022년 MDI 생산능력, 900만톤 육박 전망

- 세계 MDI 생산능력은 2017~2022년 연평균 4.4% 증가하며, 2022년에는 생산능력이 약 900만톤에 육박할 전망이다.
- 참고로 MDI는 Major 업체의 집중도가 높은 시장으로 올해 기준 9개 MDI 업체가 세계 생산능력의 99%를 점유하고 있다.

세계 MDI 생산능력 모델(업체별)

(천톤)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
BASF	1,300	1,300	1,300	1,330	1,430	1,520	1,650	1,845	2,043	2,218	2,293
Covestro	1,310	1,310	1,310	1,365	1,313	1,392	1,430	1,550	1,660	1,685	1,710
Wanhua Chemical	800	925	1,250	1,625	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800	1,800
BorsodChem	245	273	300	300	300	288	300	300	300	300	300
Wanhua											
Huntsman	850	850	850	850	865	880	910	940	940	940	940
Dow Chemical	655	655	655	655	655	644	655	655	655	655	655
Sadara Chemical						60	260	400	400	400	400
Tosho Corp	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400	400
Kumho Mitsui	163	182	200	225	250	213	275	300	300	375	450
기타	130	130	145	154	104	50	40	40	40	40	40
합계	5,853	6,024	6,410	6,904	7,117	7,246	7,720	8,230	8,538	8,813	8,988
YoY											

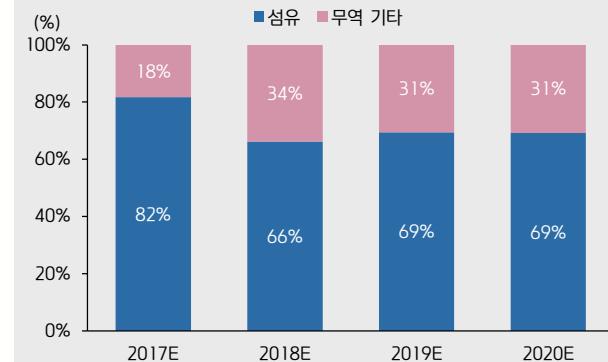
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 5. 무역 기타부문, 견조한 실적 지속

◎ 무역 기타부문, 일부 타이어코드 등 고부가 제품군 포함

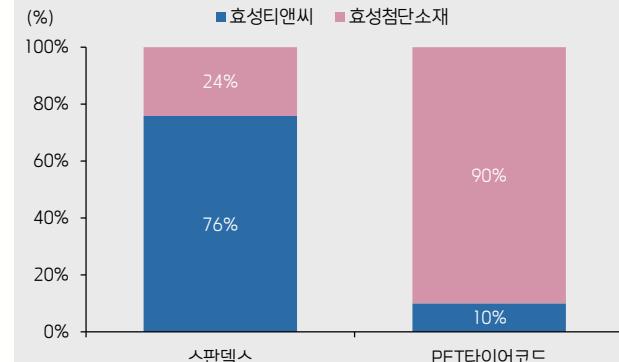
- 효성티앤씨의 무역부문은 주로 철강/화학 시황에 연동되고, 마진율은 1~3%에서 유지되고 있다. 다만 효성티앤씨의 무역 기타부문에는 분할 후 마진율이 높은 일부 타이어코드, 성장이 큰 일부 NF3 사업 등이 추가되었다.
- 한편 PET 타이어코드는 작년 기준 10% 수준의 생산능력이 효성티앤씨에 귀속되었고, 스판덱스는 작년 기준 약 24%의 생산능력이 효성첨단소재에 포함된 것으로 추정된다.

효성티앤씨 부문별 영업이익 익스포져 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

티앤씨/첨단소재 스판덱스/타이어코드 생산능력 비중



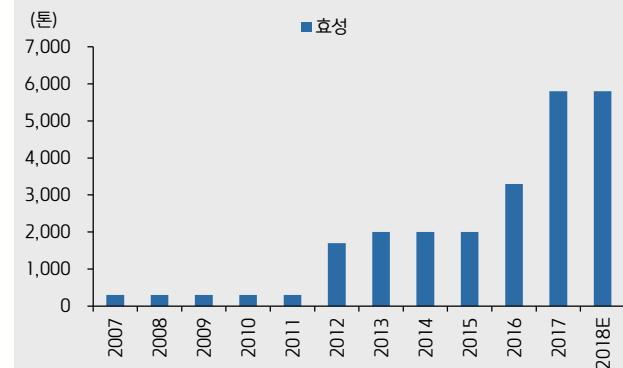
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 5. 무역 기타부문, 견조한 실적 지속

◎ 중국 NF3 가동률 개선

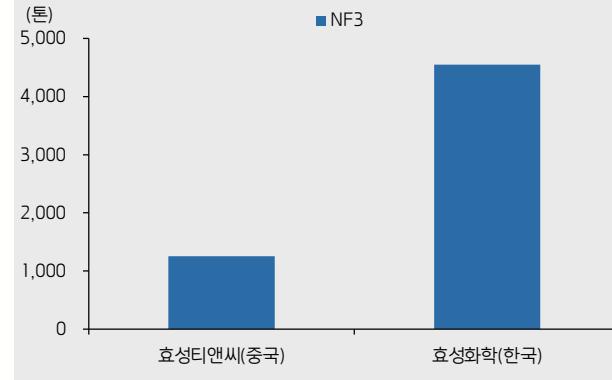
- 중국 취저우의 NF3 사업이 효성티앤씨 무역 기타부문에 포함되었다. 중국 NF3 생산능력은 1,250톤으로 기존 총 NF3 생산능력의 약 20%를 상회하였었다.
- 한편 중국 NF3 공장은 낮은 가동률로 가동 후 큰 적자폭을 기록하였으나, 올해 2분기에는 가동률이 70~80% 수준까지 상승하여 적자폭을 크게 줄인 것으로 추정된다. 올해 하반기 일부 인증 완료로 추가적인 실적 개선이 예상된다.

효성 통합 NF3 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성티앤씨/효성화학 NF3 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

첨부: 카프로락탐 업황

◎ 카프로락탐, 중국 수요 증가

- 중국의 폐플라스틱 스크랩 수입 금지로 인한 나일론 수요 증가, 원재료 벤젠 가격 상승으로 카프로락탐 가격이 작년 중순 이후 반등하고 있다. 참고로 효성티앤씨는 나일론 원사 등을 생산 시에 연간 2,000억 원 이상의 카프로락탐을 구매(현재 가격 유지 가정)하고 있다.
- 참고로 올해 중국의 카프로락탐 수요는 약 3.1백만톤으로 작년 대비 25.0% 증가할 전망이다.

카프로락탐 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 카프로락탐 수요 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

첨부: 카프로락탐 업황

◎ 중국 카프로락탐 신증설 프로젝트

- 다만 상승하였던 카프로락탐 가격은 향후 하향 안정화가 전망된다. 중국의 카프로락탐 신증설이 확대되고 있기 때문이다. 올해 하반기에만 중국에서 50만톤 규모의 신증설 설비가 가동에 들어갈 계획이며, 중기적으로 2019~2022년 사이에 작년 중국 수요를 넘어서는 총 260만톤의 생산능력이 추가될 것으로 보인다.

세계 카프로락탐 신증설 계획

시기	회사명	입지	능력	비고
2017년	신서양매	중국 산서	200	자체 만든 암모니아를 원료로 함. PA6(10만톤)을 병산
	복건신원신재료유한공사	중국 복건	400	나일론메이커 力恒의 DSM페놀법 아는 도입에 의한 업스트림 진출
	로보흥해신재료유한공사	중국 산서	100	7월 가동개시
	항일파릉석화	중국 절강	100	디보틀넥킹
	산동노서	중국 산서	200	기존 10만톤 다음으로 제2기 설비, 12월부터 가동예정
2018년	금강과기	중국 복건	200	나일론메이커의 업스트림 진출. 2018년 제4분기 시운전 예정
	항일파릉석화	중국 절강	100	제3기 플랜트, 2018년말 가동예정
	신마	중국 하남	200	제2기 플랜트, 2018년말 가동예정
2019년 이후	천진요룡	중국 복건	200	제2기 플랜트
	신원신재료유한공사	중국 복건	600	40만톤 플랜트로 지속, 제2기 프로젝트
	호북삼녕	중국 호북	100	제2기 플랜트
	파릉석화	중국 호남	100	제4기 플랜트
	염성해력	중국 강소	200	제3기·4기째(합계 20만톤) 계획
	SINOPEC	중국 복건	200	
	항일집단	중국 산동	1,200	2017년 11월에 산동성 東營시에 계약조인. 2022년까지 가동예정

자료: 업계, 키움증권 리서치

실적 전망

◎ 올해 하반기 영업이익, 1,188억원으로 YoY +19.9% 증가 전망

- 효성티앤씨의 올해 하반기 영업이익은 1,188억원으로 작년 대비 19.9% 증가할 전망이다. 1) 지속적인 생산능력 증설로 판매량이 증가할 전망이고, 2) 계획된 중국 업체 하반기 증설 물량이 지연되며 스판덱스 판가가 개선될 것으로 예상되며, 3) 플랜트의 가동률 개선으로 중국 NF3의 적자폭이 감소할 전망이고, 4) 주요 원재료인 BDO/MDI/CPL 등의 가격이 하향 안정화 추세에 있기 때문이다.
- 내년 영업이익은 2,808억원으로 올해 대비 19.8% 증가할 전망이다. 신흥국을 필두로 스판덱스 수요가 증가하는 가운데, 1) 인도 스판덱스 1.8만톤 증설 효과가 반영되고, 2) 중국 NF3 플랜트도 견고한 마진율을 기록할 것으로 예상되며, 3) 산업용사/타이어코드도 안정적인 실적 흐름을 지속할 것으로 예상되기 때문이다.

효성티앤씨 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2017	2018E	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual			
매출액	1,168	1,247	1,256	1,392	1,341	1,429	1,476	1,451	5,063	5,697	5,875	6,201
설유	566	586	598	631	615	629	667	635	2,381	2,546	2,527	2,716
무역 기타	602	661	658	760	726	800	808	816	2,682	3,151	3,348	3,484
영업이익	65	83	50	49	57	58	60	58	246	234	281	307
설유	61	58	41	42	40	37	40	38	201	155	195	212
무역 기타	4	25	9	8	18	21	20	20	45	79	86	94
영업이익률	5.5%	6.6%	4.0%	3.5%	4.3%	4.1%	4.1%	4.0%	4.9%	4.1%	4.8%	4.9%
설유	10.8%	9.9%	6.8%	6.6%	6.5%	5.9%	6.1%	6.0%	8.4%	6.1%	7.7%	7.8%
무역 기타	0.6%	3.7%	1.4%	1.0%	2.4%	2.7%	2.5%	2.5%	1.7%	2.5%	2.6%	2.7%

자료: 업계, 키움증권 리서치

Valuation

◎ 투자의견 Buy(신규), 목표주가 271,000원(신규)

- 효성티앤씨에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 271,000원을 신규 제시한다. 목표주가의 상승여력은 42.6%이다. 효성티앤씨의 목표주가 산정은 영업가치와 투자자산가치를 합산한 Sum of the Parts 방식을 적용하였다. Target Multiple의 경우 섬유부문의 경우 Asahi Kasei, Huafeng, Nan Ya, Teijin, 휴비스의 평균치를 10% 할증 적용하였고, 무역 기타부문의 경우 효성티앤씨는 자원개발사업이 없어 포스코대우, 현대종합상사, SK네트웍스의 평균치를 약 30% 디스카운트하였다. 또한 투자자산가치는 카프로의 8월 31일 종가를 고려하여 계산하였다.

효성티앤씨 목표주가 산정

사업부	EBITDA	Multiple	비고
섬유	3,640	9.1	33,233 배수 10% 프리미엄
무역 기타	1,141	6.9	7,910 배수 30% 디스카운트
영업가치 합(A)		41,143	2019년 추정 기준
투자자산가치(B)		311	카프로 시장가치
순차입금(C)		29,689	2019년 추정 기준
시가총액(D=A+B-C)		11,764	
주식수(E)		4,328	
적정주가(D/E)		271,839	
목표주가		271,000	백원 단위 절하
현재주가		190,000	8/31일 종가 기준
상승여력		42.6%	현재 주가 대비

자료: 업계, 키움증권 리서치

Peer Group 비교

구분	시가총액 (조원)	종가 (현지 통화)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA (배)		배당 수익률 %
			2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	
Asahi Kasei	23.1	1,640	14.0	14.3	1.8	1.6	13.5	12.1	8.1	7.8	2.1
Huafeng	1.2	4	26.1	16.9		1.9			12.5		0.6
Nan Ya	24.3	85	15.2	12.4	1.9	1.8	11.5	14.3	15.6	14.3	6.0
Teijin	4.4	2,200	9.4	9.0	1.1	1.0	12.9	11.9	6.1	5.8	2.7
휴비스	0.3	9,670	14.1	9.3	0.8	0.8	5.9	8.3	7.5	5.2	3.1
섬유 평균			15.8	12.4	1.4	1.4	11.0	11.8	9.3	8.3	2.9
포스코대우	2.2	17,900	11.9	8.3	0.8	0.7	6.9	9.0	10.7	8.6	2.8
현대종합상사	0.4	28,650	8.9	10.2	0.8	1.0	9.7	9.9	12.7	11.7	2.1
SK네트웍스	1.1	4,525	22.0	27.3	0.5	0.5	2.2	1.8	9.2	9.5	2.7
무역 기타 평균			14.3	15.3	0.7	0.7	6.2	6.9	10.8	9.9	2.5

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

손익계산서

	(단위: 억원)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
매출액	56,970	58,753	62,006
섬유	25,456	25,269	27,162
무역 기타	31,514	33,484	34,844
매출원가	52,630	53,888	56,767
매출총이익	4,340	4,866	5,239
매출총이익률(%)	7.6	8.3	8.4
판매비및관리비	1,995	2,057	2,171
영업이익	2,345	2,808	3,068
영업이익률(%)	4.1	4.8	4.9
섬유	1,552	1,950	2,124
무역 기타	792	859	943
영업외수익	-987	-1,018	-1,075
법인세차감전이익	1,357	1,790	1,993
법인세차감전이익률(%)	2.4	3.0	3.2
법인세비용	299	394	438
우회법인세율(%)	22.0	22.0	22.0
당기순이익	1,059	1,396	1,554
당기순이익률(%)	1.9	2.4	2.5
지배주주지분순이익	1,059	1,396	1,554
지배주주지분순이익률(%)	1.9	2.4	2.5
EBITDA	4,258	4,781	5,150
EBITDA margin(%)	7.5	8.1	8.3

현금흐름표

	(단위: 억원)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,942	1,484	1,509
투자활동현금흐름	-1,787	-1,940	-1,891
재무활동현금흐름	1,841	1,497	1,440
현금및현금성자산의순증가	1,942	1,484	1,509
기초현금및현금성자산	838	2,780	4,264
기말현금및현금성자산	2,780	4,264	5,773

재무상태표

	(단위: 억원)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
유동자산	18,521	20,498	22,905
현금및현금성자산	2,780	4,264	5,773
매출채권및유동채권	9,887	10,197	10,761
재고자산	5,117	5,277	5,569
기타유동자산	737	760	802
비유동자산	18,650	20,590	22,481
투자자산	2,957	2,957	2,957
유형자산 등	15,693	17,633	19,524
자산총계	37,171	41,088	45,386
유동부채	21,752	22,434	23,675
비유동부채	9,520	11,520	13,520
부채총계	31,273	33,954	37,196
자본금	216	216	216
주식발행초과금	4,028	4,028	4,028
이익잉여금	1,052	2,290	3,342
기타자본	601	601	601
자본총계	5,897	7,135	8,187

투자지표

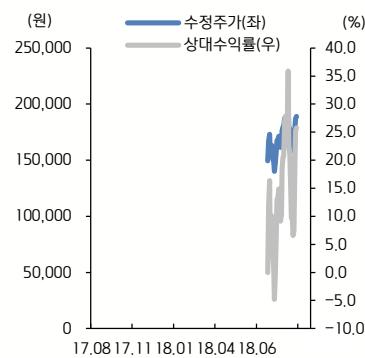
	(단위: 원, 배)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)			
EPS	24,467	32,264	35,920
BPS	136,273	164,867	189,172
주당EBITDA	98,389	110,484	118,997
CFS	68,671	77,853	84,032
DPS	3,670	11,615	12,931
주가배수(배)			
PER	7.8	5.9	5.3
PBR	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.6	7.9	7.7
PCFR	2.8	2.4	2.3

효성첨단소재(A298050)

BUY (Initiate)

주가(8/31): 160,000원/TP: 244,000원

KOSPI(8/31)	2,322.88pt
시가총액	7,168억원
52주 주가동향	최고가 최저가 174,000원 149,500원
최고/최저가 대비 등락률	-8.05% 7.02%
상대수익률	절대 상대 1M -5.9% -7.0% 6M N/A N/A 12M N/A N/A
발행주식수	4,480천주
일평균거래량(3M)	98천주
외국인 지분율	14.18%
배당수익률(18.E)	1.45%
BPS(18.E)	127,193원



◎ 투자 포인트

- 효성첨단소재는 지속적인 증설을 추진하여, PET 타이어코드 시장에서 18년 넘게 1위 자리(M/S 45%)를 유지하고 있다. 올해도 10% 이상의 생산능력이 증가할 전망이다.
- 효성첨단소재 및 경쟁사의 증설 확대로 최근 PET 타이어코드의 공급 과잉 이슈가 대두되고 있으나, 작년 7월 DuraFiber의 4.5만톤 설비 폐쇄, 2~3만톤의 자연 수요 증가를 고려할 경우 최근 증설분이 수급을 훼손할 가능성은 제한적으로 판단된다.
- 타이어보강재 매출액의 30% 이상을 차지하고 있는 스틸코드는 전력비가 저렴한 베트남으로 설비를 이전하여 올해 하반기부터 실적 개선이 예상된다.
- 기타부문은 일부 스판덱스 생산능력 귀속, GST/탄소섬유/아라미드의 실적 개선 및 높은 시장점유율을 보유한 산업용사의 경쟁력으로 견조한 성장을 지속할 전망이다.

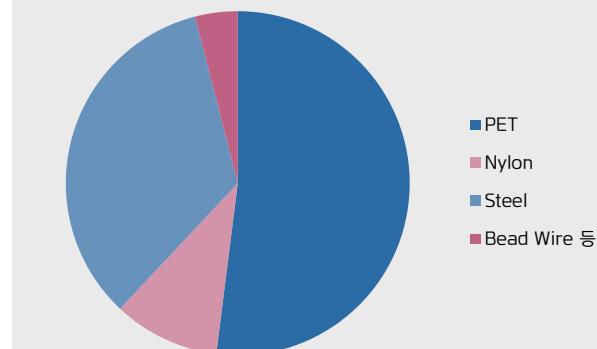
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	30,033	31,472	33,982
보고영업이익(억원)	1,678	1,995	2,164
핵심영업이익(억원)	1,678	1,995	2,164
EBITDA(억원)	3,987	4,414	4,776
세전이익(억원)	891	1,170	1,273
순이익(억원)	695	912	993
지배주주지분순이익(억원)	695	912	993
EPS(원)	15.517	20,365	22,169
증감율(%)	N/A	31.2	8.9
PER(배)	10.3	7.9	7.2
PBR(배)	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.3	6.9	6.8
보고영업이익률(%)	5.6	6.3	6.4
핵심영업이익률(%)	5.6	6.3	6.4
ROE(%)	12.2	14.0	13.8

투자 포인트 1. 타이어코드, 높은 시장 점유율 보유

◎ 영업이익의 70%, 타이어보강재에서 발생

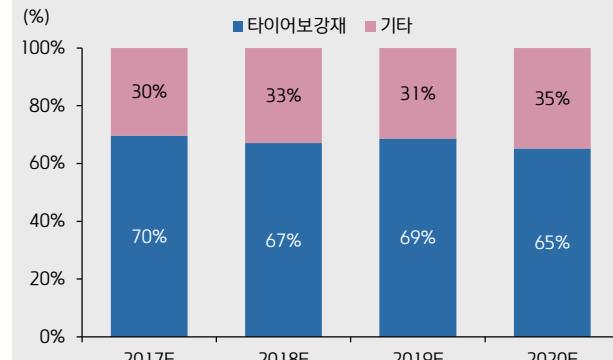
- 효성첨단소재는 타이어보강재와 기타부문으로 사업부문이 분류된다. 주력 사업부문인 타이어보강재부문은 PET/Nylon/Steel/Bead Wire가 주력 제품이며, 그 중 PET 타이어코드가 매출액과 영업이익의 비중이 가장 크다. 한편 전체 영업이익의 약 70%가 타이어보강재부문에서 발생하고, 기타부문은 아라미드/탄소섬유/일부 스판덱스/GST 등의 사업을 포함하고 있다.
- 한편 PET 타이어코드는 인적분할로 TPA부터 후가공에 이르는 수직계열화 효과는 다소 감소된 것으로 보인다.

효성첨단소재 타이어코드 Sales Breakdown(추정치)



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성첨단소재 부문별 영업이익 익스포져 추이



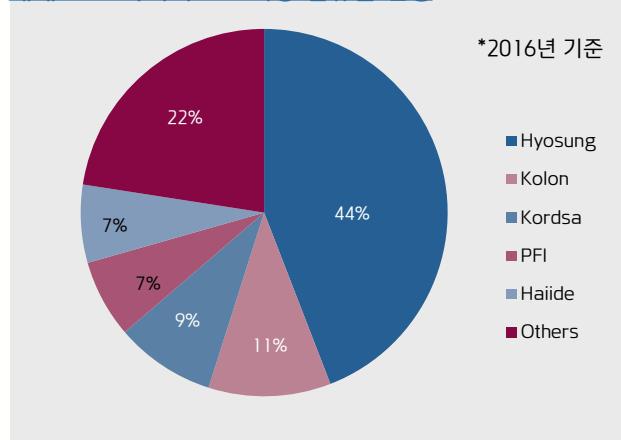
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 1. 타이어코드, 높은 시장 점유율 보유

◎ PET 타이어코드, 18년 넘게 1위 자리 유지

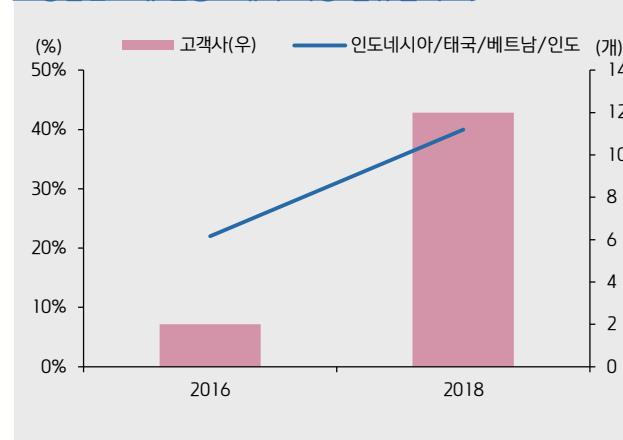
- 효성첨단소재는 세계 PET 타이어코드 시장에서 18년 넘게 1위 자리를 지키고 있으며, 후발주자로 시 작하였음에도 불구하고 시장 점유율 40~45% 수준을 유지하고 있다. 올해 10%의 생산능력 증가로 추가적인 점유율 확대가 예상된다.
- 또한 자동차 판매가 증가하고 있는 인도, 인도네시아, 태국, 베트남 등 신흥 4대 개도국 타이어코드 점 유율도 2016년 22%에서 2년 만에 40%로 확대되었고, 2개에 불과하였던 주요 고객사도 12개로 증가 하였다. 특히 인구 2.5억명의 인도네시아는 동남아 최대의 자동차 시장이며, 인도는 올해 작년 대비 7.5%의 성장이 있을 것으로 전망된다.

세계 PET 타이어코드 시장 점유율 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성첨단소재 신흥 4개국 시장 점유율 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 2. 타이어코드, 시장 전망

◎ PET 타이어코드, 안정적인 성장 지속 전망

- 타이어코드 업황은 전방 산업인 타이어의 수요에 따라 변하지만 타이어 성능을 결정짓는 핵심 부품인 만큼 타이어 제조업체는 기술력이 인정된 타이어코드 공급사를 쉽게 바꾸지 않는다. 이에 타이어코드는 효성첨단소재, 코오롱인더, 코드사, 인도라마 등 상위 타이어코드(PET) 업체의 점유율이 세계 70% 이상인 클럽 비즈니스의 성격을 보유하고 있다.
- 효성첨단소재, 코오롱인더 등 메이저 업체의 증설 확대에도 불구하고, PET 타이어코드 수요는 2018~2023년 연평균 3~4%의 성장을 지속할 전망이다.

세계 타이어코드 수급 모델

(천톤, %, 백만대, 백만개)		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2017~2023 CAGR	
PET HMLS	공급	792	828	836	843	851	858	1.2%	
	YoY	-0.6%	4.5%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%		
수요	643	665	689	713	738	763	3.5%	3.5%	
	YoY	3.5%	3.4%	3.6%	3.5%	3.5%	3.4%		
Nylon 66	공급	481	479	492	508	525	530	2.9%	2.9%
	YoY	7.8%	-0.4%	2.7%	3.3%	3.3%	1.0%		
수요	366	375	384	394	404	414	2.5%	2.5%	
	YoY	2.5%	2.5%	2.4%	2.6%	2.5%	2.5%		
합계	공급	1,273	1,307	1,328	1,351	1,376	1,388	1.9%	1.9%
	YoY	2.4%	2.7%	1.6%	1.7%	1.9%	0.9%		
	수요	1,009	1,040	1,073	1,107	1,142	1,177	3.1%	3.1%
	YoY	3.2%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.1%		

Assumption

LV Assembly	97	100	102	105	107	109	2.3%
YoY	2.1%	3.1%	2.0%	2.9%	1.9%	1.9%	
LV Tire Production	1,741	1,791	1,852	1,909	1,962	2,010	2.9%
YoY	3.0%	2.9%	3.4%	3.1%	2.8%	2.4%	

자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 2. 타이어코드, 시장 전망

◎ 공급 과잉 전망에 대한 반론

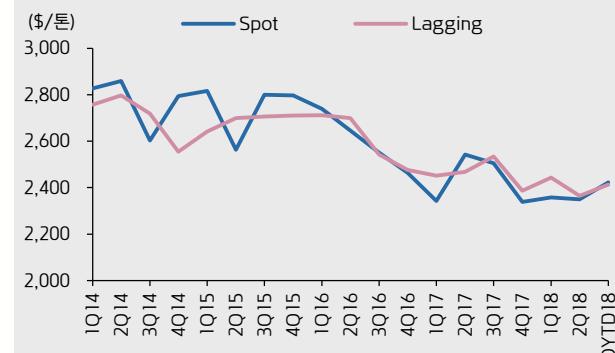
- TPA, MEG, PET Chip, Nylon Chip 등 원재료 가격 상승에도 불구하고, Pure Chemical 대비 긴 Lagging 타임으로 제품 스프레드는 올해 상반기에 축소되었다. 하지만 올해 하반기부터 판가 인상 및 가공비 절감 확대(ESS 도입, 노후 연직 설비 교체 등)를 통하여 수익성이 개선될 전망이다.
- 한편 효성첨단소재, 코오롱인더, 코드사(+0.8만톤), 인도라마(+1.2만톤) 등의 증설로 타이어코드 공급 과잉을 예상하는 시각이 존재한다. 하지만 작년 7월 DuraFiber의 4.5만톤 설비 폐쇄, 2~3만톤의 자연 수요 증가 등을 고려할 경우 타이어코드 업체들의 증설이 수급을 훼손할 가능성은 제한적으로 판단된다.

국내 Nylon/PET 타이어코드 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 PET 타이어코드 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

첨부: 타이어코드란?

◎ 무기/유기 소재 사용

- 타이어코드는 타이어의 기본 운동성능을 만족시키기 위하여 매트릭스 고무와의 복합체를 형성하기에 충분한 접착성과 일방향성 보강제로써의 인장탄성을 강도가 필요하다. 무기/유기 소재로 구분된다.
- 무기섬유로는 주로 스틸코드가 있으며, 비중 때문에 일부 아라미드로 대체되고 있는 추세이다.
- 유기섬유로는 면, 레이온, 나일론, 폴리에스터 등이 사용되며, 강도와 내구성의 향상 및 원가 측면의 이유로 면에서 레이온으로, 이후 나일론이 사용되다가 현재는 폴리에스터가 주로 사용되고 있다. 한편 최근 PEN, Lyocell, POK, 아라미드 등 타 소재 적용 기술 개발이 증가하고 있다.

타이어 종류별 타이어코드 소재의 사용 현황

타이어종류		구조	Nylon	PET	Rayon	Aramid
승용차	래디알	카카스 벨트	○ ○	◎ ○	○ ○	○
	바이어스	카카스	○	◎	◎	
경트력	래디알	카카스 벨트	○ ○	◎ ○	○ ○	
	바이어스	카카스	○			
트럭/버스	래디알	카카스 벨트		○ ○	○ ○	
	바이어스	카카스	○			
비고		◎주력소재, ○일부사용				

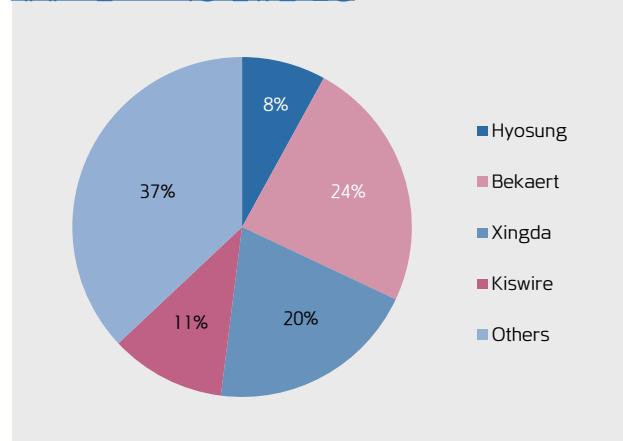
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 3. 스틸코드, 실적 개선 전망

◎ 베트남으로 스틸코드 설비 이설 효과

- 효성첨단소재는 1968년 나일론 타이어코드를 생산한 이래 폴리에스터 타이어코드, 스틸코드, 비드와 이어 등 4대 타이어보강재 소재를 모두 생산하는 세계 유일의 기업이다. 또한 효성첨단소재는 굿이어 스틸코드 플랜트 2곳을 인수해, 중국/베트남/태국 외 미주와 유럽까지 글로벌 생산 기지를 확충하였다.
- 스틸코드는 타이어보강재 매출액 중 30% 이상을 차지하고 있다. 국내 스틸코드 공장은 높은 전력비로 인하여 높은 마진을 기록하지 못 하였다. 하지만 국내 설비의 베트남 이설로 올해 하반기부터 본격적인 실적 개선이 전망된다. 효성첨단소재는 향후 전체 스틸코드 생산능력의 $\frac{3}{4}$ 를 전력비가 싼 베트남에서 영위할 것으로 보인다.

세계 스틸코드 시장 점유율 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 스틸코드 가격 추이



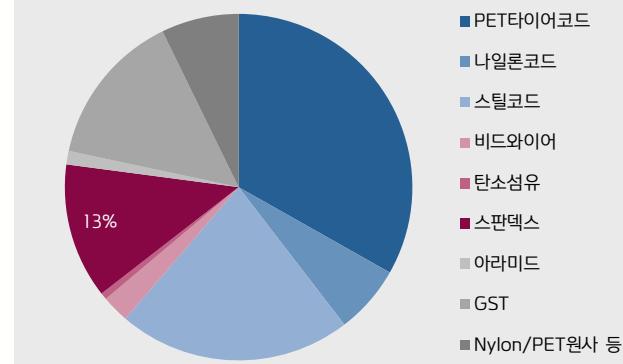
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 4. 기타부문, 견조한 성장 지속 전망

◎ 기타부문, 일부 스판덱스 제품 포함

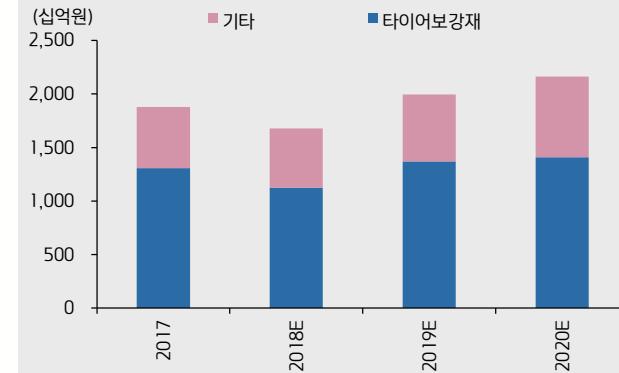
- 효성첨단소재의 기타부문은 아라미드/탄소섬유/GST/산업용사 등이 포함되었으며, 스판덱스의 생산 능력의 약 24%도 효성첨단소재에 귀속되었다. 높은 마진율을 기록하고 있는 스판덱스 사업 보유로 기 존 효성 산업자재 시절 대비 영업이익 규모가 커질 전망이다. 당 리서치센터는 효성첨단소재의 스판덱스 매출액은 전체 매출액의 약 13%로 GST와 비슷한 규모를 기록하고 있는 것으로 추정하고 있다.

효성첨단소재 Sales Breakdown(추정치)



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성첨단소재 부문별 영업이익 추이



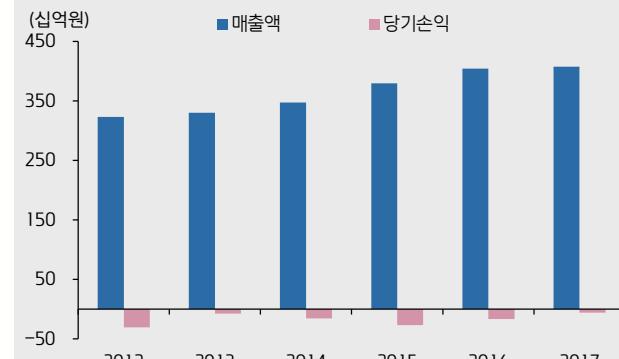
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 4. 기타부문, 견조한 성장 지속 전망

◎ 산업용사, 높은 시장 점유율 보유

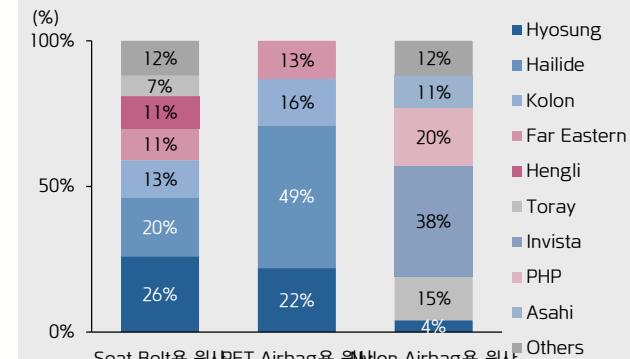
- GST는 2011년 인수 이후 큰 폭의 실적 개선은 제한되고 있지만, 불량률 개선, 생산성 향상 등으로 신규 수주가 확대되어 적자폭을 줄이고 있다.
- 아라미드 또한 상반기 수급 개선에 따른 ASP 상승(YoY +15%)으로 올해 2분기에는 흑자전환에 성공한 것으로 보인다.
- 또한 산업용사부문은 Seat Belt 원사(세계 1위), PET Airbag 원사(세계 2위) 등의 높은 세계 시장 점유율을 바탕으로 안정적인 마진율을 유지하고 있다. 주요 고객사로는 Autoliv, TRW, KSS 등이 있으며, 주요 경쟁사로는 국내 코오롱인더, 중국 Hailide 등이 있다.

GST 실적 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

주요 산업용사 업체별 세계 시장 점유율 현황



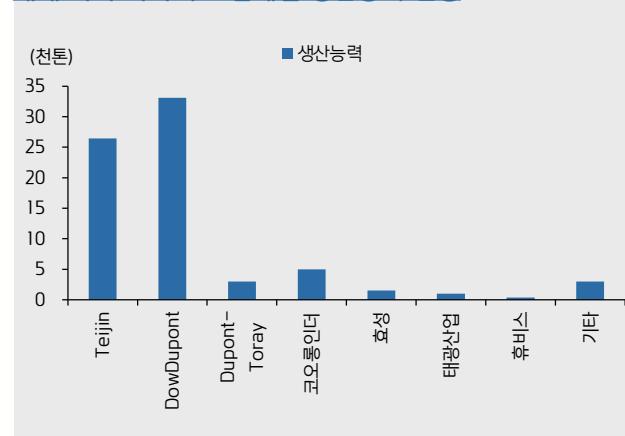
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 5. 슈퍼섬유, 점진적 개선 전망

◎ 국내 아라미드 2분기 가격, YoY +20.6% 증가

- 세계 파라 아라미드 생산능력은 약 7.6만톤으로 Teijin, DowDupont이 시장의 약 86%를 장악하고 있다. 국내 주요 파라아라미드 업체는 코오롱인더(5,000톤), 효성첨단소재(1,550톤), 태광산업(1,000톤), 휴비스(350톤)이다.
- 올해 상반기 파라 아라미드 업황은 방산용 교체 시기 도래, 광섬유용 수요 증가(5G), 산업용/항공용 물량 증가 등에 따른 수요 증가와 DowDupont의 미국 설비 폐쇄(또는 이설), Teijin 설비 정기보수에 따른 공급 감소로 타이트한 수급 상황이 지속되었다. 이에 Major 업체의 판가 인상이 올해 1~2분기 이어졌고, 국내 업체도 판가를 동시에 인상하였다. 참고로 국내 아라미드 업체(메타 포함)의 수출 판가는 올해 1분기에는 YoY +15.3% 증가하였고, 올해 2분기에는 YoY +20.6% 증가하였다.

세계 파라 아라미드 업체별 생산능력 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 아라미드(파라/메타) 섬유 가격 추이



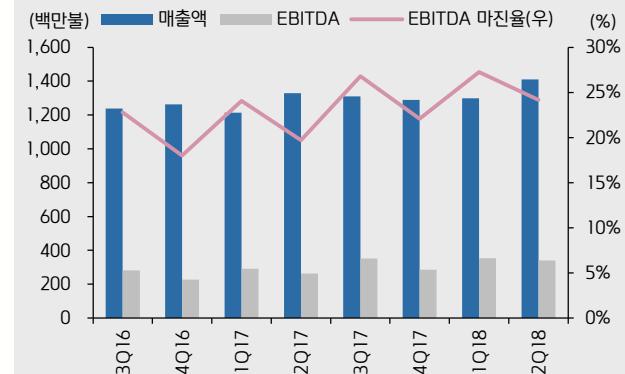
자료: 업계, 키움증권 리서치

첨부: 주요 아라미드 업체 실적 추이

◎ DowDupont/Tejin의 아라미드 사업부문, 높은 EBITDA 마진율 기록

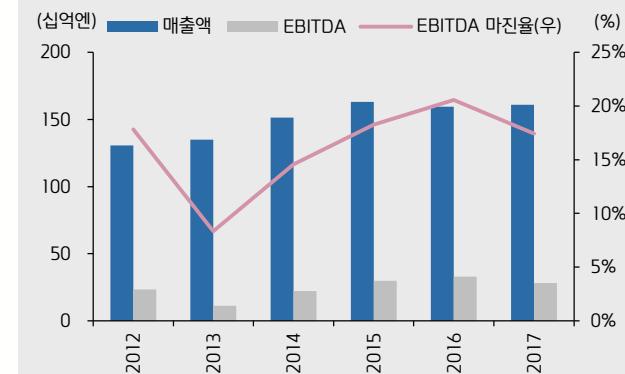
- DowDupont과 Teijin의 아라미드가 포함된 사업부문은 20~30%의 높은 EBITDA 마진율을 기록하고 있다. 규모의 경제 효과, 높은 시장 지배력 보유 및 기술적 우위에 기인한다.

DowDupont Safety & Construction 실적 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

Teijin Advanced Fibers and Composites 실적 추이

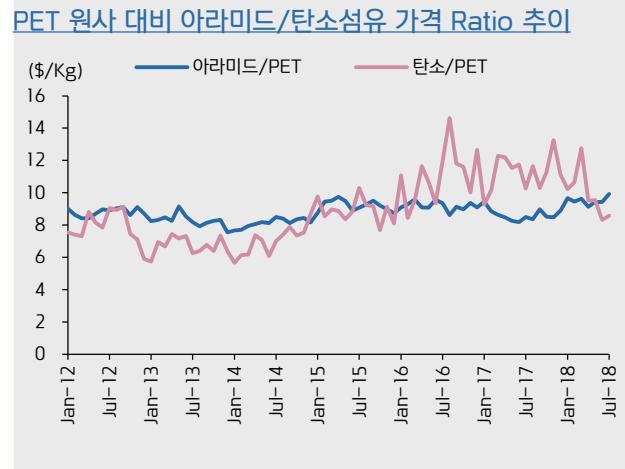


자료: 업계, 키움증권 리서치

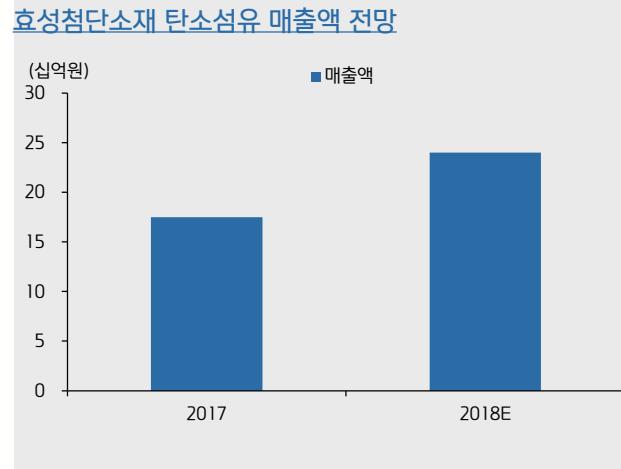
투자 포인트 5. 슈퍼섬유, 점진적 개선 전망

◎ 탄소섬유, 적자폭 축소 전망

- 아라미드, 탄소섬유 등 슈퍼섬유는 PET 원사 대비 약 10배 이상의 프리미엄에 거래되고 있다.
- 효성첨단소재의 탄소섬유는 작년 일부 자산상각처리에 따른 상각비 감소, 용도 개발, 신규 고객 확보에 따른 가동률 개선으로 올해 적자폭을 크게 줄일 수 있을 것으로 예상된다. 한편 효성첨단소재의 탄소섬유 생산능력은 현재 연간 2,000톤이다.



자료: 업계, 키움증권 리서치



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 5. 슈퍼섬유, 점진적 개선 전망

◎ 탄소섬유 생산능력, 2천톤 보유

- 효성첨단소재는 2008년 탄소섬유 개발에 착수하고, 2012년 프리커서/카본 개발을 완료하였다. 이후 전주에 총 2,000톤의 상업화 플랜트를 2013년에 완공하였다.
- 효성첨단소재는 중장기적으로 2025년까지 탄소섬유 생산능력을 1.4만톤(프리커서 2.8만톤)까지 확보 할 계획이다.

[효성첨단소재 탄소섬유 역사](#)

2008~ Development Stage	2011~ Marketing Stage	2013~ Commercial Production Stage	~2025 Expansion Stage
2008 Started Carbon Fiber Development	2011 Started Global Product Marketing	2013 Established Commercial Plant in Jeonju, Korea [CF Capa.: 2,000MT/y]	~2025 Carbon Fiber Capa.: 14,000 MT/y Precursor Capa.: 28,000 MT/y
2010 Successfully Developed H2550 Precursor & Carbon	2012 Successfully Developed H3055 Precursor & Carbon	"The 1st Korean company to produce High Performance Carbon Fiber & PAN Precursor"	
2011 Approved Corporate Investment Plans for the Commercial Production Line Established Semi-Commercial Line in Jeonju, Korea [CF Capa.: 500MT/y]			

자료: 업계, 키움증권 리서치

[효성첨단소재 탄소섬유 제품 사진](#)



자료: 업계, 키움증권 리서치

실적 전망

◎ 올해 하반기 영업이익, 760억원으로 YoY +31.3% 증가 전망

- 효성첨단소재의 올해 하반기 영업이익은 760억원으로 작년 대비 31.3% 증가할 전망이다. 1) 지속적인 생산능력 증설로 판매량이 증가할 전망이고, 2) 상반기 원재료 가격 상승분의 판가 적용이 가능할 것으로 예상되며, 3) 가동비 절감 확대(ESS 도입, 노후 연직 설비 교체 등)를 통하여 수익성이 개선될 전망이기 때문이다.
- 내년 영업이익은 1,995억원으로 올해 대비 18.8% 증가할 전망이다. 1) 올해 타이어코드 증설분이 온기 반영될 전망이고, 2) GST/탄소섬유/아라미드 등 기타부문의 실적 개선이 예상되며, 3) 베트남으로 이설 확대로 스틸코드도 큰 폭의 실적 개선이 전망되기 때문이다.

효성첨단소재 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2017	2018E	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual			
매출액	735	718	706	703	727	750	776	751	2,862	3,003	3,147	3,398
타이어보강재	456	446	441	427	447	453	482	465	1,770	1,847	1,955	2,127
기타	279	272	264	276	280	297	294	286	1,091	1,156	1,192	1,271
영업이익	67	63	39	19	46	46	40	36	188	168	199	216
타이어보강재	47	43	29	12	35	29	25	24	131	113	137	141
기타	19	21	10	7	11	17	15	12	57	55	63	75
영업이익률	9.0%	8.8%	5.5%	2.8%	6.3%	6.1%	5.2%	4.8%	6.6%	5.6%	6.3%	6.4%
타이어보강재	10.4%	9.5%	6.5%	2.9%	7.9%	6.4%	5.1%	5.1%	7.4%	6.1%	7.0%	6.6%
기타	6.9%	7.7%	3.7%	2.6%	3.8%	5.8%	5.2%	4.3%	5.2%	4.8%	5.2%	5.9%

자료: 업계, 키움증권 리서치

Valuation

◎ 투자의견 Buy(신규), 목표주가 244,000원(신규)

- 효성첨단소재에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 244,000원을 신규 제시한다. 목표주가의 상승여력은 52.5%이다. 효성첨단소재의 목표주가 산정은 영업가치와 투자자산가치를 합산한 Sum of the Parts 방식을 적용하였다. Target Multiple의 경우 Toray, Toyobo, Kordsa, Asahi Kasei, 코오롱인더의 평균치를 적용하였다.

효성첨단소재 목표주가 산정

사업부	EBITDA	Multiple		비고
타이어보강재 등	4,414	7.8	34,429	Peer 그룹 배수 적용
영업가치 합(A)			34,429	2019년 추정 기준
투자자산가치(B)				
순차입금(C)		23,497	2019년 추정 기준	
시가총액(D=A+B-C)		10,933		
주식수(E)		4,480		
적정주가(D/E)		244,033		
목표주가		244,000	십원 단위 절하	
현재주가		160,000	8/31일 종가 기준	
상승여력		52.5%	현재 주가 대비	

자료: 업계, 키움증권 리서치

Peer Group 비교

구분	시가총액 (조원)	종가 (현지 통화)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)		배당 수익률 %
			2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	
Toray	13.7	838	13.5	13.6	1.2	1.2	9.5	8.7	8.1	7.8	1.8
Toyobo	1.8	2,003	9.7	13.1	1.0	0.9	9.6	7.6	7.5	7.8	2.0
Kordsa	0.3	9			8.8		12.1	12.5	8.4	7.4	4.0
Asahi Kasei	23.1	1,640	14.0	14.3	1.8	1.6	13.5	12.1	8.1	7.8	2.1
코오롱인더	1.8	67,500	11.8	12.8	0.9	0.9	7.3	6.3	8.2	8.0	1.6
평균			12.2	12.5	1.2	1.1	10.4	9.4	8.0	7.8	2.3

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

손익계산서

	(단위: 억원)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
매출액	30,033	31,472	33,982
타이어보강재	18,470	19,550	21,273
기타	11,563	11,922	12,709
매출원가	26,722	27,767	29,970
매출총이익	3,311	3,705	4,011
매출총이익률(%)	11.0	11.8	11.8
판매비및관리비	1,633	1,711	1,847
영업이익	1,678	1,995	2,164
영업이익률(%)	5.6	6.3	6.4
타이어보강재	1,125	1,369	1,410
기타	553	625	754
영업외손익	-787	-825	-891
법인세차감전이익	891	1,170	1,273
법인세차감전이익률(%)	3.0	3.7	3.7
법인세비용	196	257	280
유효법인세율(%)	22.0	22.0	22.0
당기순이익	695	912	993
당기순이익률(%)	2.3	2.9	2.9
지배주주지분순이익	695	912	993
지배주주지분순이익률(%)	2.3	2.9	2.9
EBITDA	3,987	4,414	4,776
EBITDA margin(%)	13.3	14.0	14.1

현금흐름표

	(단위: 억원)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	1,020	1,141	1,243
투자활동현금흐름	-1,891	-1,889	-1,807
재무활동현금흐름	1,896	1,672	1,642
현금및현금성자산의순증가	1,020	1,141	1,243
기초현금및현금성자산	913	1,933	3,074
기말현금및현금성자산	1,933	3,074	4,317

재무상태표

	(단위: 억원)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
유동자산	12,183	13,815	15,914
현금및현금성자산	1,933	3,074	4,317
매출채권및유동채권	5,207	5,457	5,892
재고자산	4,249	4,452	4,807
기타유동자산	794	832	899
비유동자산	17,372	19,261	21,068
투자자산	3,000	3,000	3,000
유형자산 등	14,371	16,260	18,068
자산총계	29,555	33,076	36,982
유동부채	14,872	15,584	16,827
비유동부채	8,987	10,987	12,987
부채총계	23,858	26,571	29,814
자본금	224	224	224
주식발행초과금	4,284	4,284	4,284
이익잉여금	684	1,492	2,157
기타자본	506	506	506
자본총계	5,698	6,506	7,171

투자지표

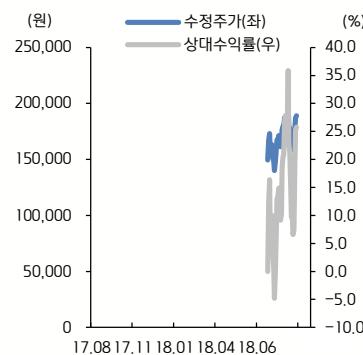
	(단위: 원, 배)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)			
EPS	15,517	20,365	22,169
BPS	127,193	145,231	160,068
주당EBITDA	89,001	98,528	106,616
CFS	67,055	74,372	80,483
DPS	2,328	7,331	7,981
주가배수(배)			
PER	10.3	7.9	7.2
PBR	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.3	6.9	6.8
PCFR	2.4	2.2	2.0

효성화학(A298000)

BUY (Initiate)

주가(8/31): 189,000원/TP: 276,000원

KOSPI(8/31)	2,322.88pt
시가총액	6,029억원
52주 주가동향	최고가 최저가 197,500원 35.00%
최고/최저가 대비 등락률	-4.30%
상대수익률	절대 상대 1M 12.2% 10.8% 6M N/A N/A 12M N/A N/A
발행주식수	3,190천주
일평균거래량(3M)	144천주
외국인 지분율	16.38%
배당수익률(18.E)	0.99%
BPS(18.E)	123,412원



◎ 투자 포인트

- 향후 프로필렌/PP 신증설 제한, 중국 폐플라스틱 규제 및 CTO/MTO 경제성 열위로 Virgin PP 시황은 중장기적으로 호조세를 지속할 전망이다.
- 효성화학은 작년 20만톤의 PP 증설에 이어 올해 공정 개선을 통한 추가적인 증설(+15만톤)로 올해 PP 생산능력이 70만톤에 육박하게 되었다. 이는 국내 3위권 생산능력이다. 한편 효성화학은 고부가 파이프용 PP 판매 확대 및 PDH 통합으로 견고한 실적을 유지할 전망이다. 효성화학은 총 1.4조원을 투자하여 베트남에 PP/PDH를 건설할 계획이다. 또한 PDH 통합에 따른 수소/C5+/스팀 등 고마진 부산물이 실적에 추가된다.
- 폴리에스터 업황 강세에 따른 TPA 마진 개선의 수혜주이다. 분할로 효성화학의 TPA 외부 판매 비중이 증가하였다. 또한 기타부문 TAC/폴리케톤/NF3 실적 개선도 전망된다.

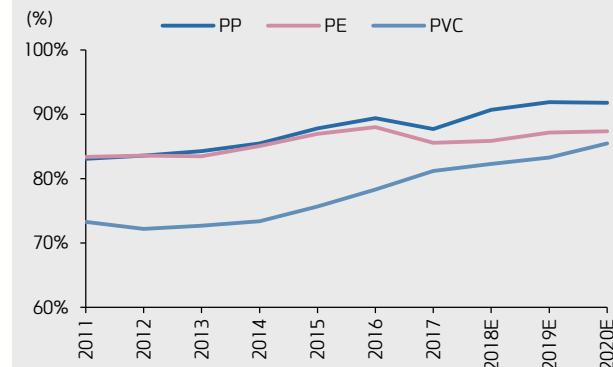
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	17,996	18,901	24,249
보고영업이익(억원)	1,296	1,550	2,108
핵심영업이익(억원)	1,296	1,550	2,108
EBITDA(억원)	3,131	3,478	4,580
세전이익(억원)	512	630	947
순이익(억원)	399	492	739
지배주주지분순이익(억원)	399	492	739
EPS(원)	12,512	15,410	23,165
증감율(%)	N/A	23.2	50.3
PER(배)	15.1	12.3	8.2
PBR(배)	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	6.7	7.2	6.4
보고영업이익률(%)	7.2	8.2	8.7
핵심영업이익률(%)	7.2	8.2	8.7
ROE(%)	10.1	11.3	15.0

투자 포인트 1. PP, 수급 타이트 지속

◎ 올해 세계 PP 순증 물량, 작년 대비 53.5% 감소 전망

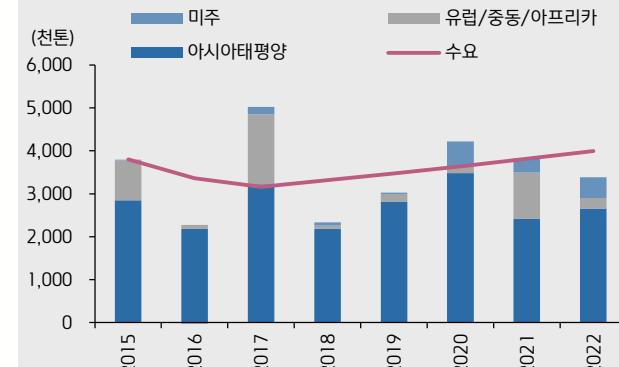
- 향후 원재료인 프로필렌 신증설 제한, 중국 폐플라스틱 규제 및 CTO/MTO 경제설 열위로 Virgin PP 시황은 2018~2020년 호조세를 지속할 전망이다.
- 세계 PP 가동률은 수급 타이트를 반영하며, 올해 90% 수준을 기록할 전망이다. 올해 세계 PP 순증 물량은 234만톤으로 작년 순증 물량 대비 53.5% 감소하며, 수요 증가분 332만톤을 하회할 것으로 예상된다.

세계 PE/PP/PVC 가동률 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 PP 공급/수요 증감 추이/전망

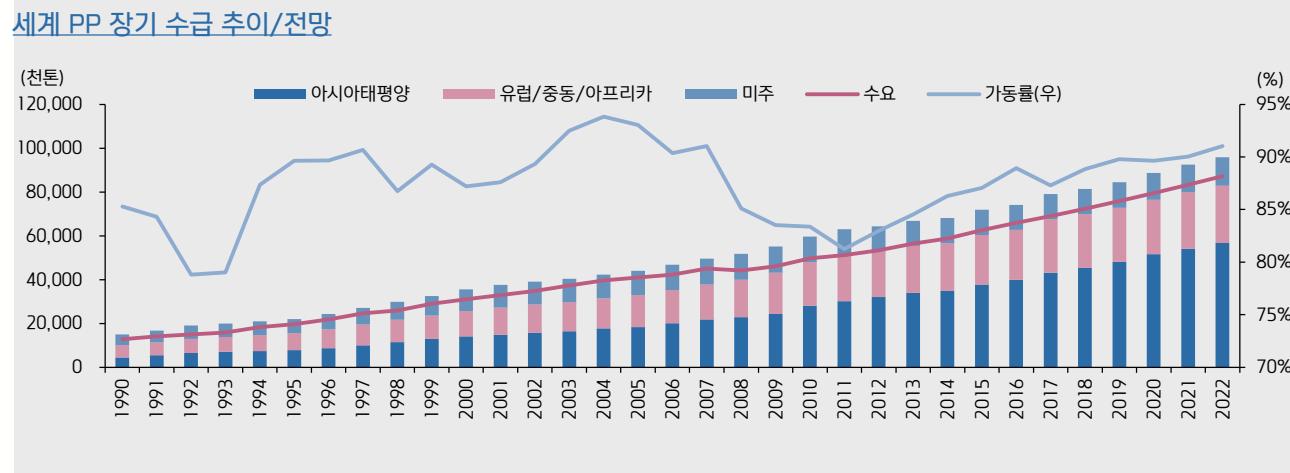


자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 1. PP, 수급 타이트 지속

◎ 2017~2022년, 세계 PP 수요 증가율 > 공급 증가율

- 당 리서치센터의 세계 PP 수급 모델에 따르면 세계 PP 생산능력은 2017~2022년 연평균 3.9%씩 증가할 전망이며, 세계 PP 수요는 연평균 4.8%씩 증가할 전망이다.
- 2010년 81%까지 하락하였던 세계 PP 가동률은 이후 견고한 수급 상황 유지로 지속적으로 상승하며, 올해 90% 수준까지 상승할 전망이다.



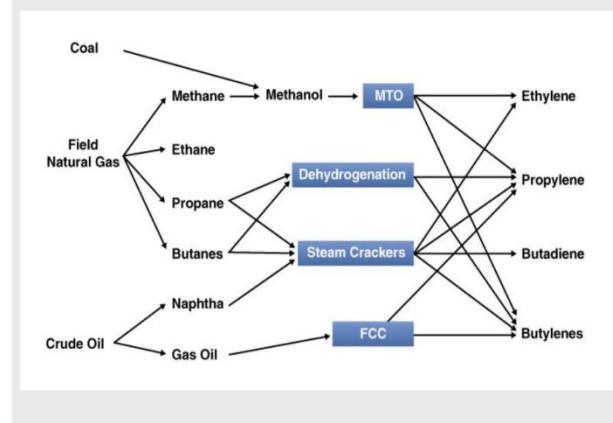
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 1. PP, 수급 타이트 지속

◎ 효성화학, PDH 통합 PP 설비 보유

- 효성화학은 1999년 세계 2번째로 PDH 설비를 가동한 후 자체 공정 기술과 고효율 백금촉매(HDC-300)의 개발을 통해 2015년 No.2 PDH 설비를 건설하였다. 이에 현재 효성화학의 PDH 설비의 생산능력은 연간 50만톤이다. 당초 국내/중국의 PDH 신증설 확대로 프로필렌 업황에 대한 부정적인 의견이 대두되었으나, 미국의 LPG 수출 확대에 따른 LPG 가격 하향 안정화 및 중국 석탄 가격 상승으로 인한 내수 프로필렌 판매가격 상승으로 효성화학을 포함한 국내 PDH 설비의 경제성이 급격히 개선되었다. 특히 효성화학은 PP 등 유도체를 통하여, 유도체 비통합 PDH 업체보다 높은 수익성을 유지하고 있다.
- 참고로 PDH는 650도에서 프로판을 백금촉매로 반응시켜 프로필렌을 만드는 공정으로 프로판이 프로필렌으로 전환되는 과정에서 수소가 떨어져 나가기 때문에 일반적으로 수소가 부산된다.

올레핀 생산 공법 현황



자료: 업계, 키움증권 리서치

On-Purpose 프로필렌 공법 비교

There are several tasty items on the on-purpose propylene menu

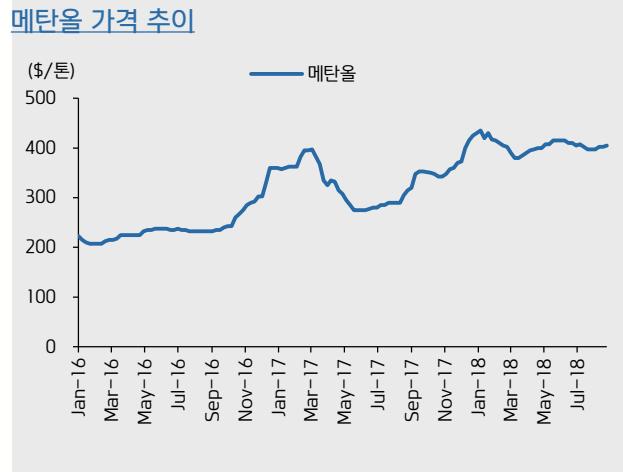
Technology					
Technology	Feedstock	Feed Cost	TFI	Op. Cost	Challenges
PDH	Propane	\$\$	\$	\$\$	Oper. complexity
CTO/CTP	Coal	\$	\$\$\$	\$\$\$	Water use
MTO/MTP	Methanol	\$\$\$	\$\$	\$\$	Poor economics
Metathesis	Ethylene/Butylene	\$\$\$\$	\$	\$	Options for feed
HS-FCC	Crude	\$\$	\$\$	\$	Part of refinery

자료: 업계, 키움증권 리서치

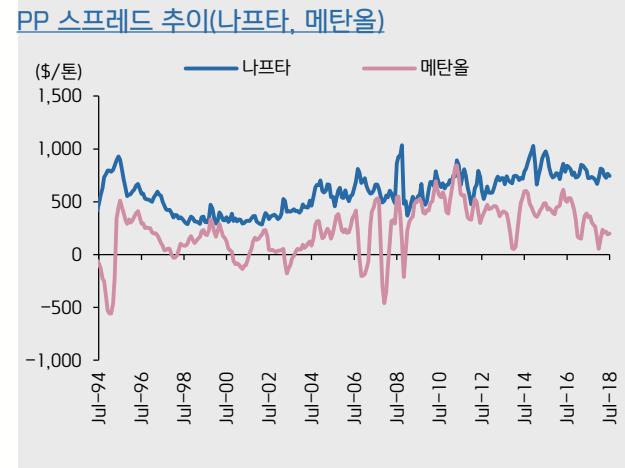
투자 포인트 1. PP, 수급 타이트 지속

◎ 나프타 통합 PP 설비와 MTO 통합 PP 설비의 스프레드 캡 확대

- 현재(8월 27일) 메탄올 가격은 \$405/톤으로 높은 수준을 기록하고 있다. 중국의 미국 메탄올에 대한 관세 부과, 미국의 이란 석유화학 제품 거래 규제 계획 등에 기인한다.
- 이에 메탄올을 도입하여 PP를 생산하는 MTO 업체는 제조경비를 포함할 경우 현재 역마진 구간에 노출되어 있다. 7월 현재 나프타 통합 PP 설비와 MTO 통합 PP의 스프레드 차이는 톤당 \$544에 유탁한다.



자료: 업계, 키움증권 리서치



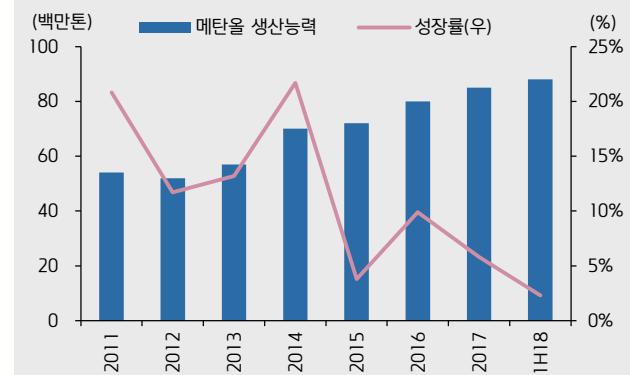
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 1. PP, 수급 타이트 지속

◎ 올해 중국 MTO 설비 신규 가동, 전무한 상황

- 미국–중국 관세 전쟁, 미국–이란 갈등 확대뿐만 아니라 중국의 메탄올 신증설 축소로 메탄올 가격이 추가적으로 강세를 기록하고 있다. 올해 상반기 말 기준 중국의 메탄올 생산능력은 8,800만톤으로 작년 대비 2.3% 증가에 그쳤다. 참고로 2014년, 2016년, 2017년의 메탄올 공급 증가는 각각 22%, 10%, 5% 수준을 기록하였다.
- 한편 최근 메탄올 가격 상승에 따른 MTO 경제성 하락으로 올해 가동을 개시하는 중국 MTO 신증설 설비는 전무한 상황이다.

중국 메탄올 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 MTO 프로젝트 현황/계획

업체	시기	메탄올 사용량	올레핀 생산능력	메탄올 소싱	비고
Fund Energy	2013	1,800	600	Merchant market	MTO
Zhejiang New Energy	2015	1,800	600	Merchant market	MTO
Fund Energy	2016	900	300	Merchant market	MTO
Shenghong(Sailboat)	2016	2,400	800	Merchant market	MTO
Shenhua Xinjiang	2016	1,800	600	Self-supplied	CTO
Zhongtian Hechuang 1	2016	1,800	600	Self-supplied	CTO
Qinghaiyanhu	2017	1,000	300	Merchant market	
Zhongtian Hechuang 2	2017	1,800	600	Self-supplied	CTO
Connell Chemical	2019	1,000	300	Nearby plants, merchant market	
Jiutai Energy	2019	1,800	600	Self-supplied	CTO
Huating, Gansu	2019	600	200	MTO	MTO
Zhong An United Coal Chemical	2019	1,800	600	Self-supplied	CTO
Anhui Haoyuan	2019	1,800	600	Merchant market	MTO

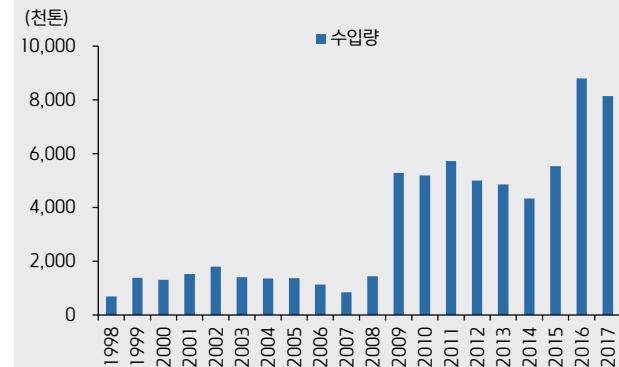
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 1. PP, 수급 타이트 지속

◎ 중국, 2017년 메탄올 수입량 800만톤 상회

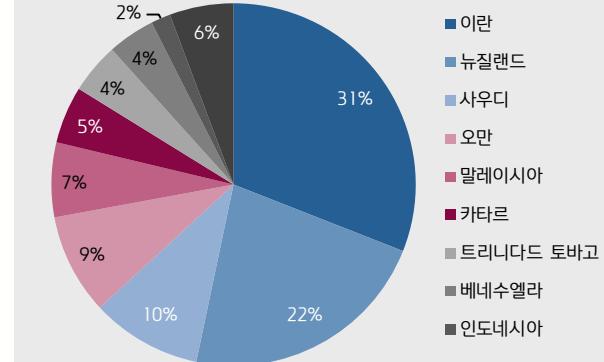
- 중국의 메탄올 수입량은 석유화학 원재료 다변화에 따른 CTO/MTO 프로젝트 확대로 2009년부터 증가 추세에 있다.
- 로컬 메탄올 생산능력 확대에도 불구하고, 중국의 2017년 메탄올 수입량은 814만톤으로 나프타 수입량 667만톤을 상회하고 있다. 참고로 중국의 메탄올 수입량은 2015년부터 나프타 수입량을 역전하였다.

중국 메탄올 수입량 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

중국 메탄올 수입국 비중(2017년)

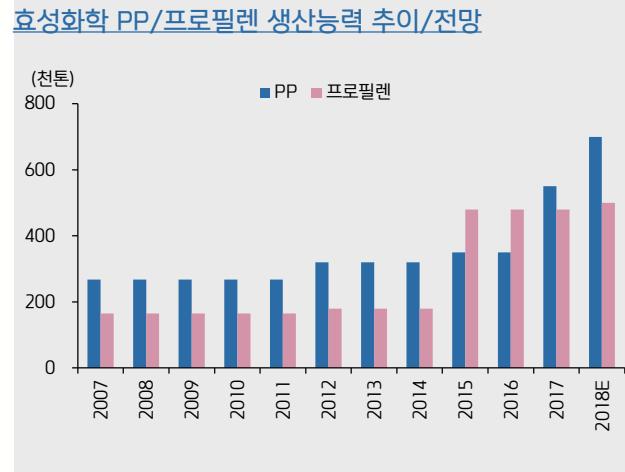


자료: 업계, 키움증권 리서치

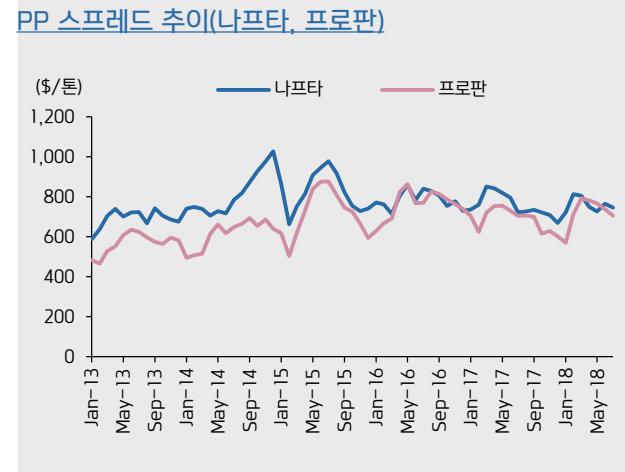
투자 포인트 2. PP 사업, 경쟁력 강화

◎ 추가적인 증설로 국내 3위권 PP 업체로 등극

- 효성화학의 PP 생산능력은 작년 20만톤의 증설에 이어, 올해 공정 개선을 통하여 추가적으로 약 15만 톤 증가할 전망이다. 이에 올해 효성화학의 PP 생산능력은 70만톤에 육박하게 되며, 롯데케미칼 110 만톤, 한화토탈 71.7만톤에 이어 국내 3위권 PP 업체로 등극하였다.
- 한편 MTO와 다르게 PP-프로판 스프레드는 PP-나프타 스프레드와 유사한 높은 수준을 유지하고 있다.



자료: 업계, 키움증권 리서치



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 2. PP 사업, 경쟁력 강화

◎ 파이프용 PP, 세계 1위 점유율 보유

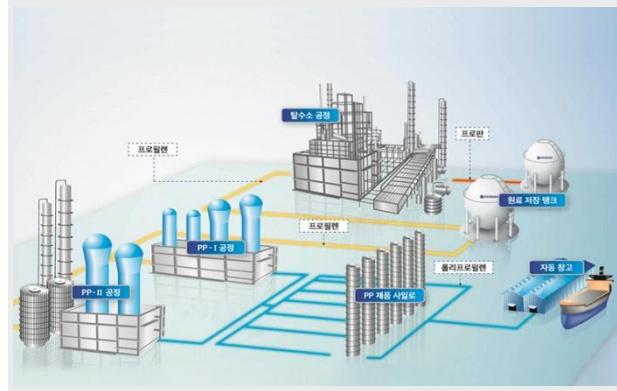
- 효성화학은 2001년 파이프용 PP 소재인 R200P(브랜드명 토플렌)를 아시아 최초 및 세계 3번째로 개발하였다. PP-R 파이프 소재는 고점도의 코폴리머로서 고난도의 종합기술이 요구되는 제품이며, 효성화학은 증설과 판매지역 확대를 통하여 파이프용 PP 시장의 세계 시장 점유율 1위를 유지하고 있다.
- 효성화학은 지난해 30만톤 규모의 증설을 완료한 울산시 용연 PP 플랜트를 고부가가치 제품인 파이프용 PP 생산 플랜트로 전환하고, 베트남에 신설하는 PP 플랜트는 일반 범용 제품 생산 플랜트로 이원화 할 계획이다.

효성화학 토플렌(TOPILENE) 주요 용도



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성화학 토플렌(TOPILENE) 공정



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 3. 베트남 프로젝트

◎ 효성화학이 하나 더 추가된다

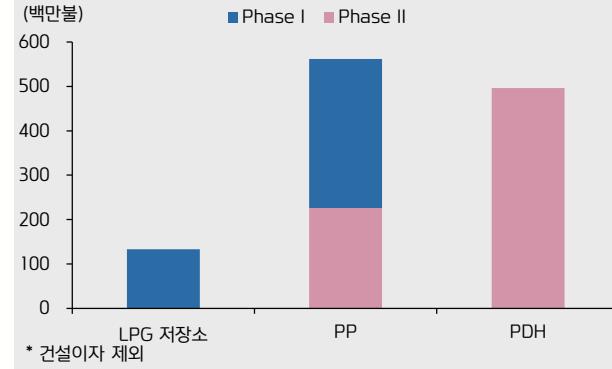
- 효성화학은 올해 2월 Hyosung Vina Chemicals를 설립하고, 베트남에 신규 화학 공장을 건설할 계획이다. LPG 저장소와 부두, 프로판 탈수소 공장, PP 공장을 신설하여 일관생산체계를 구축 할 예정이며, 총 투자금액은 약 1.4조원이다. 대규모 Capex 투입으로 연결 부채비율은 증가할 전망이나, 3~4년에 걸쳐 투자가 진행되어, 단기적인 재무구조 악화 영향은 제한적으로 보인다.
- 이에 동 프로젝트가 완공이 되면, 효성화학의 PP 생산능력은 총 130만톤으로 증가하며, 역내 대표 PDH 통합 PP 업체가 될 전망이다.

효성화학 PP 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성화학 베트남 프로젝트 Capex 전망



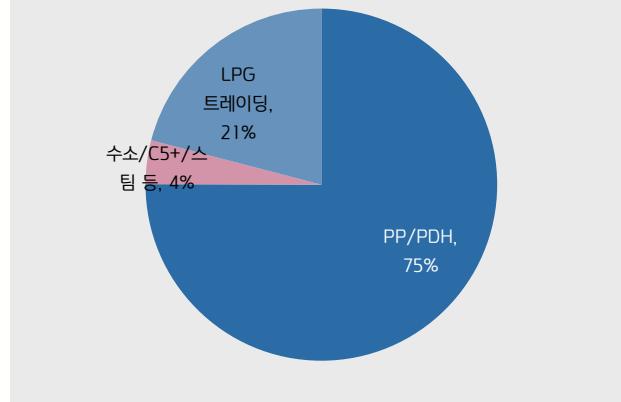
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 2. 베트남 프로젝트

◎ 부산물 경제성도 고려 할 필요가 있다

- 효성화학의 베트남 프로젝트의 경우 베트남 및 동남아시아 PP 수요 증가로 연간 1.2조원 매출액과 2,500억원 이상의 EBITDA가 연결 실적에 추가될 전망이다.
- No.4 PP 30만톤은 2019년 11월 완공 후 2020년 초부터 실적에 반영될 전망이며, 나머지 No.5 PP 30만톤과 PDH 60만톤은 2020년 12월 완공 후 2021년 초에 상업 가동을 할 것으로 보인다.
- 특히 프로필렌 제조 시 부산되는 수소는 약 3만톤이며, 부산물 특성 상 높은 마진율을 기록할 것으로 예상된다. 한편 LPG 수입량 가운데 PP 원재료로 사용하고 남는 잔여 물량의 경우 베트남 내수 시장과 필리핀, 말레이시아 등 동남아시아 시장에 판매할 것으로 보이며, 동남아시아 유일의 대형 LPG 저장소를 확보하게 되어 가격 변동에 대한 대응 능력과 원재료 조달 경쟁력도 확보할 전망이다.

효성화학 베트남 Sales Breakdown 전망(2021)



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성화학 베트남 LPG 저장능력 전망(2020)



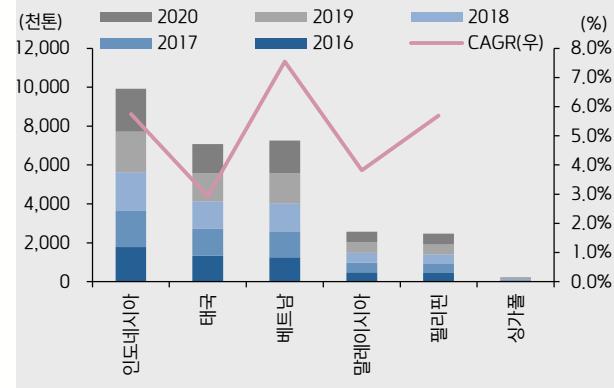
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 2. 베트남 프로젝트

◎ 베트남 PP, 수급 타이트 지속 전망

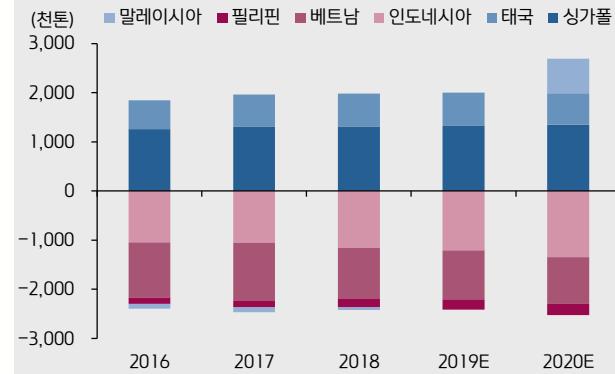
- 효성화학의 PP 플랜트 건설로 베트남의 PP 생산능력은 2016~2021년까지 연평균 28.2%씩 증가할 전망이나, 여전히 견조한 수요 증가로 베트남 내 PP 공급 부족 상황은 지속될 전망이다.
- 효성화학은 건설할 PP 생산능력 중 50%는 동남아시아로 수출할 것으로 예상된다. 특히 ASEAN 국가 간의 관세 혜택으로 타 경쟁국 대비 PP 판매 원가 우위를 확보할 것으로 추정된다. 효성화학은 국내 증설 라인은 토피렌 등 고부가 제품으로 전환하고, 범용 제품은 수요 성장성이 큰 베트남에서 생산할 것으로 보인다.

아세안 PP 수요 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

아세안 PP 순수출 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

첨부: 효성화학 베트남 프로젝트 단순 모델

효성화학 베트남 프로젝트 단순 모델

구분	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2039	비고
생산능력/자가 소비/외부 판매(만톤)										
PP 생산능력		30	60	60	60	60	60	60	60	2019년 11월 30만톤 완공, 2020년 12월 30만톤 완공
PP 외부 판매		30	60	60	60	60	60	60	60	
프로필렌 생산능력		60	60	60	60	60	60	60	60	2020년 12월 60만톤 완공
프로필렌 자가 소비			60	60	60	60	60	60	60	
프로필렌 외부 구매		30								
수소 생산능력		3	3	3	3	3	3	3	3	PDH 부산물
수소 외부 판매			3	3	3	3	3	3	3	
가격(\$/톤)										
PP		1,419	1,419	1,419	1,419	1,419	1,419	1,419	1,419	
프로필렌		1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	
프로판		594	594	594	594	594	594	594	594	
수소		1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	
환율										
w/\$		1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	
매출액(억원)										
합계		4,470	11,913	11,913	11,913	11,913	11,913	11,913	11,913	
PP		4,470	8,940	8,940	8,940	8,940	8,940	8,940	8,940	자동률 100% 가정
수소/C5+/스팀		478	478	478	478	478	478	478	478	자동률 100% 가정
LPG 트레이딩		2,495	2,495	2,495	2,495	2,495	2,495	2,495	2,495	2020년 10월 Cavern 완공
기타(의뢰 %)										
판매관리비	-50	-100	112	298	298	298	298	298	298	
영업이익	-50	-100	-223	1,990	1,990	1,990	1,990	1,990	2,790	
영업이익률			-5%	17%	17%	17%	17%	17%	23%	
기타비용(이자비용)	23	165	318	468	477	481	485	490	556	이자율 3.7% 가정
세전이익	-215	-418	-691	1,513	1,509	1,504	1,500	1,500	2,233	
TAX									558	9년 면제 2년 감면
세후이익	-215	-418	-691	1,513	1,509	1,504	1,500	1,500	1,675	
Capex	609	3,854	4,134	4,058	225	120	120	120	120	유지보수: 톤당 1억원 가정
감가상각비				800	800	800	800	800	800	10년 정액 상각 가정
FCF	-215	-418	-691	1,513	1,509	1,504	1,500	1,500	1,675	
환인계수	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.2	WACC 8% 가정
Discounted FCF	-215	-385	-585	1,178	1,081	991	991	991	291	
SUM	10,754									

자료: 업계, 키움증권 리서치

첨부: SK어드밴스드 실적 추이

SK어드밴스드 실적 추이

(십억원, 천톤, \$/톤)	2014		2015				2016				2017				2018	
	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q

실적

매출액							137	148	176		193	173	184	160	208	186
프로필렌							132	143	168		183	163	174	152	198	176
수소/기타							5	6	8		9	11	9	9	10	10
영업이익	0	-1	-2	-1	-2	-1	-2	14	21	33	25	16	33	0	18	34
%							10.1%	14.4%	18.8%		12.7%	9.4%	17.9%	0.2%	8.8%	18.5%
세전이익	0	-1	-1	-1	0	-1	-2	10	18	29	21	13	30	-3	16	31
%							7.2%	12.0%	16.6%		10.8%	7.4%	16.2%	-1.8%	7.5%	16.8%
순이익	0	0	-1	0	0	0	-1	8	15	23	17	11	25	-5	12	25
%							6.1%	10.4%	13.3%		8.9%	6.1%	13.4%	-3.0%	5.9%	13.6%

생산

생산능력							164	166	166		162	164	166	166	162	164
생산량							169	171	183		173	173	178	145	177	157
평균가동률							103.0%	103.2%	110.3%		106.6%	105.6%	107.5%	87.5%	109.0%	95.6%

제품/원재료 가격 추이(공시)

프로필렌		836	836	836	836		755	755	755	755	910	910	910	910	1,085	1,085
프로판	791	791	416	416	416	416	323	323	323	323	468	468	468	468	522	522

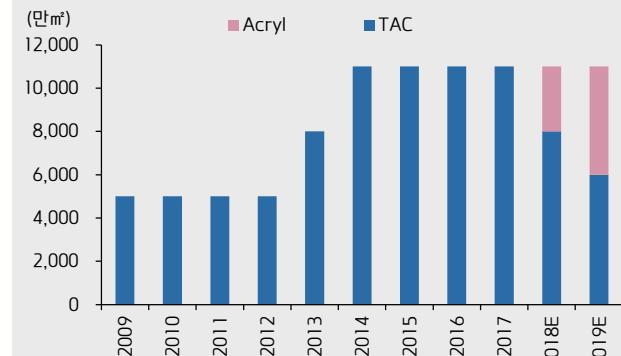
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 3. TAC필름, 실적 개선 전망

◎ 비TAC필름, 비중 확대

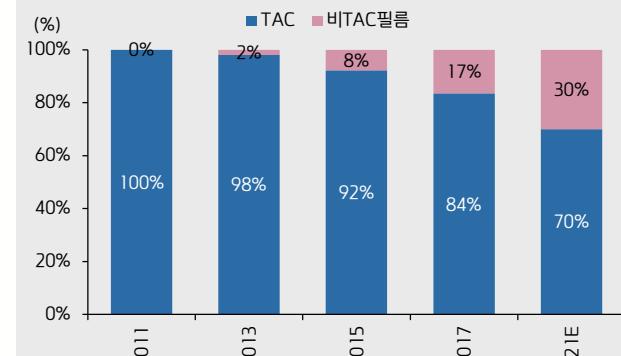
- 효성화학의 TAC필름은 수요 감소, 대체 아크릴필름 성장으로 점자를 지속하고 있으나, 국내 SK이노베이션 사업 철수로 효성화학의 TAC필름 판매량은 증가하고 있다.
- 다만 패널 대형화/박형화 및 오픈셀 방식이 부상함에 따라 비TAC필름 비중이 확대되고 있는 상황이다
 - . 편광판 보호필름의 비TAC필름 비중은 2015년 7.8% 수준에서 작년 16.5%까지 증가하였고, 2021년에는 30%까지 비중이 증가할 전망이다.
- 이에 효성화학은 TAC필름 라인의 일부를 점진적으로 아크릴 라인으로 전환할 것으로 보인다. 일부 제품은 국내 고객사에게 판매계약을 체결한 것으로 추정된다. 아크릴 라인 전환으로 내년 하반기 중에는 분기 흑자전환이 가능할 전망이다.

효성 TAC/Acryl 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 편광판 보호필름 비TAC필름 비중 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 3. TAC필름, 실적 개선 전망

◎ 효성화학, TAC필름 1.1억m²의 생산능력 확보

- 효성화학은 용연공장 5,000만m²에 이어 옥산에 6,000만m²의 생산 설비를 보유하며, 총 1.1억m²의 TAC필름 생산능력을 확보하고 있다.

효성화학 용연 TAC Film 1호기 현황



소재지	용연공장 TAC Film 1호기
제품군	TAC Film
두께	80μm, 60μm, 40μm
전폭	1330mm~1500mm
CAPA	50,000Km ² /년

자료: 업계, 키움증권 리서치

효성화학 옥산공장 TAC Film 2호기 현황



소재지	옥산공장 TAC Film 2호기
제품군	TAC Film
두께	60μm, 40μm
전폭	1910mm~2260mm
CAPA	60,000Km ² /년

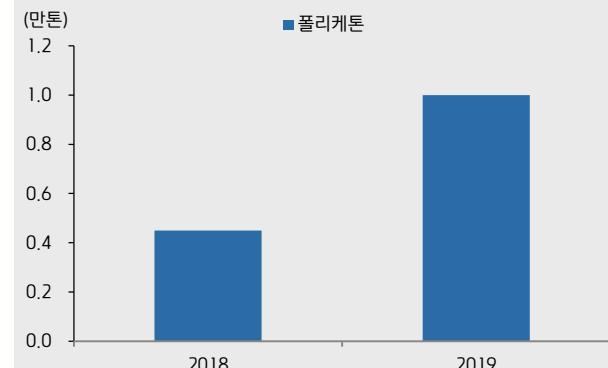
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 4. 폴리케톤, 적자 축소 전망

◎ 폴리케톤, 올해 판매량 증가 전망

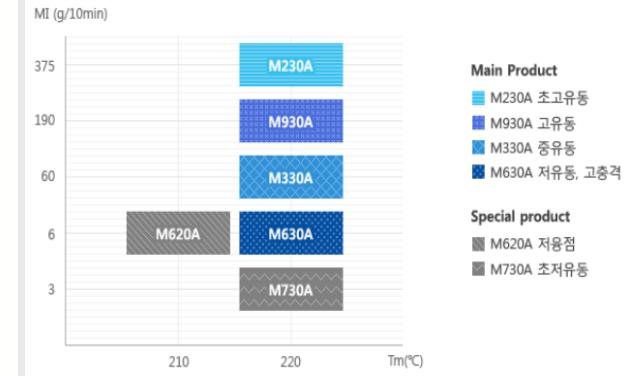
- 효성화학은 1,250억원을 투자해 연산 5만톤의 폴리케톤 플랜트를 용연2공장 내에 2015년 건설 완료 하였다. 하지만 유가 하락에 따른 가격 경쟁력 약화 및 성형에 필요한 변동비 열위 등으로 뛰어난 물성 대비 판매가 저조하였다. 하지만 지난 10여 년간 500억원의 연구개발비 투자 효과 등으로 올해부터 판매량이 증가하고 있는 것으로 보인다. 내년 판매량은 올해 대비 추가적으로 122% 증가할 전망이다.
- 한편 폴리케톤의 원재료 중 일산화탄소는 병커C유 국제 시세에 연동되고, 에틸렌/프로필렌은 나프타 국제 시세에 연동되나, 총 제조비용의 원재료 비중이 20% 미만으로 원재료 비용이 제조비용의 변동에 큰 영향을 주지 않는다.

효성화학 폴리케톤 판매량 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성화학 폴리케톤 포트폴리오



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 5. TPA, 외부 판매 증가

◎ TPA 마진 개선의 수혜주

- 중국 폴리에스터 업황 강세에 따라 TPA 마진이 최근 급격히 개선되고 있다. 효성화학의 TPA 생산능력은 42만톤으로 TPA 스프레드 개선의 수혜주이다.
- 현재(8/27일) TPA 스프레드는 \$554/톤으로 올해 연초 이후 약 26.4% 상승하였다.

PX-TPA 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성화학 TPA 생산능력 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 5. TPA, 외부 판매 증가

◎ 분할로 TPA 외부 판매 증가

- 기존 분할 전에는 타 사업부문과 수직계열화 구축에 따라 효성화학의 TPA 사내 매출액은 연결 실적에서 제거되었다. 이에 분할 전 TPA 생산능력 중 약 25% 정도만 연결 실적에 집계된 것으로 추정된다. 당 리서치센터는 효성화학의 일부 폴리에스터 필름의 자가 소비를 제외하고, 나머지 88%의 생산능력이 연결 실적에 계상될 것으로 추정하고 있다. 물량 기준으로는 분할 전후 약 25만톤의 외부 판매량 차이다. 한편 용연공단 내 타 사업부 공장과 에너지 네트워크를 구축하여, 경쟁사 대비 원가 경쟁력을 갖추고 있다.
- 효성화학은 국내에서 PET 필름 3개 라인을 보유하고 있으며, 생산능력은 5.6만톤이다. PET 필름의 60%가 포장용도로 사용되고, 35%가 산업용, 5%가 광학용으로 쓰이고 있다.

효성화학 TPA 외부 판매/자가 소비 비중(추정치)



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 PET 필름 수급 동향

업체	라인수	생산능력	(단위: 개, 천톤)	
			수출 공급	내수 공급
SKC	12	135.6	42	63
코오롱인더	9	87.6	36	51.6
회승인더	1	16	3	13
효성화학	3	56	4	30

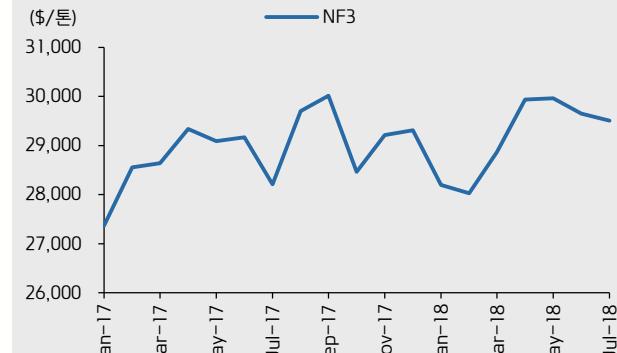
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 6. NF3, 정상 마진으로 전환

◎ 올해 하반기, NH3 가격 반등 전망

- 효성화학/SK머티리얼즈/중국 로컬 업체의 공격적 증설 발표로 2016년 하반기부터 NF3 판가 하락이 이어졌고, 중국 형석 채굴 규제로 인한 무수불산 등 원재료 가격 상승으로 NF3 마진도 올해 상반기까지 하락세를 지속하였다.
- 하지만 올해 하반기 이후 NF3 가격은 점진적으로 반등할 전망이다. 3분기 IT 성수기 진입에 따른 국내 메모리 및 디스플레이 생산 증가가 예상되고, 삼성전자 평택 생산라인(2층), 삼성디스플레이 A3 생산라인 가동률 상승, SK하이닉스(청주)/삼성전자(92단) 추가 투자가 예상되기 때문이다.
- 한편 효성화학은 무수불산을 중국에서 수입하고 있으며, 현재 시장 내 알려져 있는 NF3 제조공법(DF, ECF)을 모두 보유하고 있고, 자체적인 플랜트 설계 및 건설 기술을 확보하고 있다.

국내 NF3 가격 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 무수불산 가격 추이



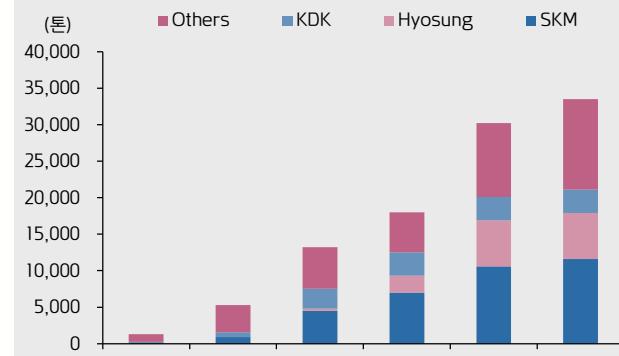
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 6. NF3, 정상 마진으로 전환

◎ 효성화학, 세계 2위 NF3 업체

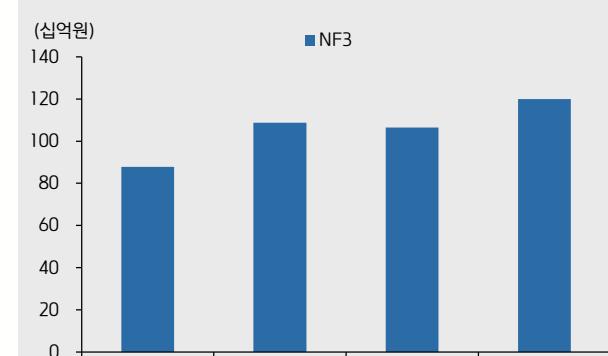
- 효성화학(4,550톤)/효성티앤씨(1,250톤)의 NF3 생산능력은 5,800톤으로 SK머티리얼즈에 이어 세계 2위 생산능력을 확보하고 있다.
- 효성화학/효성티앤씨는 2010년 300톤의 NF3 생산능력을 확보한 이후 2018년까지 연평균 18.3%의 생산능력이 증가하였다. 한편 효성화학의 NF3 매출액은 2015년 878억원에서 올해 1,200억원까지 증가할 전망이다. 경쟁사 대비 미진한 마진율을 극복하기 위하여, 효성화학은 리싸이클 공정 개발 및 폐기 하던 부산물의 판매 확대로 마진 개선도 예상된다. 한편 효성화학은 가스 관련 사업 다각화를 통하여 신규 사업(Large Volume Gas, Small&Mixed Gas, Customer Specialized Materials)을 검토하고 있으며, 현재 NF3 플랜트를 100% 가동하고 있다.

세계 NF3 생산능력 추이/전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성화학 네오켐 매출액 추이/전망



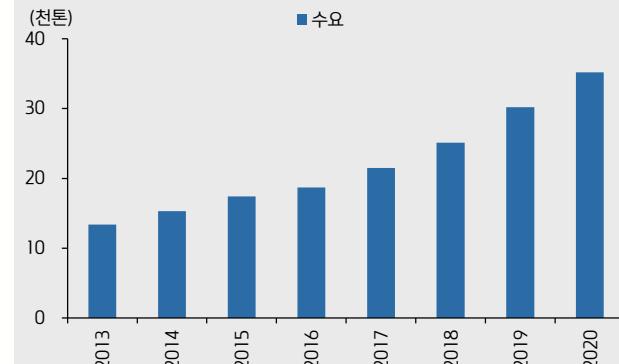
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 6. NF3, 정상 마진 전환

◎ NF3 수요, 2017~2020년 CAGR +17.9%

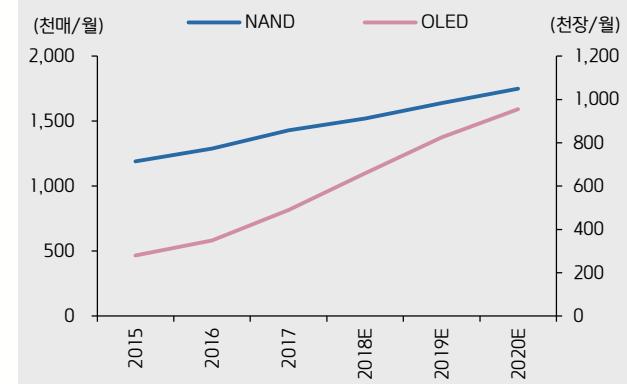
- 세계 NF3 수요는 반도체 및 디스플레이 시장을 중심으로 지속적으로 증가하고 있다. 수요 증가의 이유는 1) 스마트폰, 서버 시장의 성장으로 NAND/DRAM 수요 증가, 2) DRAM 미세화 및 3D NAND 단수 증가로 인한 칩 당 제조공정 수 증가, 3) 중국 Local 업체의 대면적 LCD 및 플렉서블 OLED 신규 라인 증설 투자 증가, 4) 애플 등의 플렉서블 OLED 출시 가시화에 따른 디스플레이 업체들의 신규 증설 투자 및 제품 당 공정 수 증가가 예상되기 때문이다.
- 세계 NF3 수요는 2017~2020년 연평균 17.9%씩 증가하며, 2020년에는 3.5만톤을 상회할 전망이다.

세계 NF3 수요 전망



자료: 업계, 키움증권 리서치

세계 NAND/OLED 생산능력 전망



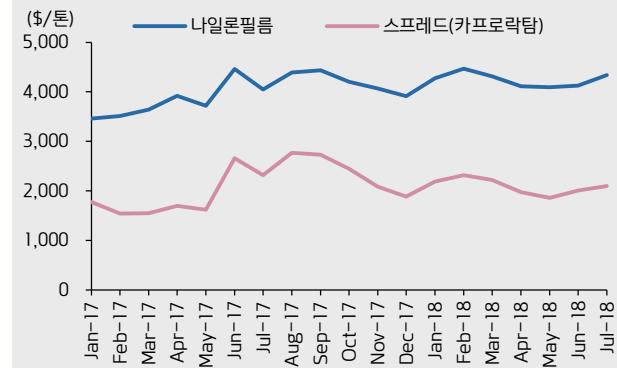
자료: 업계, 키움증권 리서치

투자 포인트 7. 나일론 필름 증설

◎ 중국 나일론 필름, 올해 하반기 2개 라인 증설 완료

- 효성화학은 가스 차단성, 내충격성, 내핀홀성 등의 품질 우수성을 인정 받아 국내에서 높은 시장 점유율을 보유하고 있으며, 제약용, 레토르트용, 이접착용 등의 전략제품 판매 확대 및 중국 지역 2라인 신규 투자 완료(투자비 6,900만 달러)로 올해 말부터 나일론 필름 증설 효과가 발생할 전망이다.
- 또한 작년 하반기 이후 카프로락탐 가격 상승으로 축소되었던 나일론 필름 스프레드는 올해 하반기 이후 중국의 카프로락탐 공급 확대로 점진적인 개선이 예상된다.

국내 나일론 필름 가격 및 스프레드 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

국내 나일론 필름 수급 동향

업체	라인수	생산능력	(단위: 개, 천톤)	
			수출공급	내수공급
코오롱인더	2	8.4	4.2	4.2
효성화학	2	9.5	4.5	5
제이케이머티리얼즈	2	10	4	6

자료: 업계, 키움증권 리서치

실적 전망

◎ 올해 하반기 영업이익, 732억원으로 YoY +22.8% 증가 전망

- 효성화학의 올해 하반기 영업이익은 732억원으로 작년 대비 22.8% 증가할 전망이다. 1) 중국 폴리에스터 업황 개선에 따른 TPA 스프레드 개선, 2) PP 증설분 본격 반영, 3) 작년에 발생한 폴리케톤 관련 일회성 비용에 따른 기저 효과 발생, 4) 견고한 PP-프로판 스프레드가 유지되고 있기 때문이다.
- 내년 영업이익은 1,550억원으로 올해 대비 19.6% 증가할 전망이다. 1) PP 수급 타이트 지속으로 PP/PDH부문의 견고한 마진율이 유지될 전망이고, 2) TAC/폴리케톤 등의 적자폭이 감소할 예상이며, 3) 외부 판매 증가 및 폴리에스터 시황 호조에 따른 TPA 스프레드 개선 수혜가 이어질 전망이고, 4) NF3 수요 개선 및 공정 개선/부산물 판매 확대로 NF3의 실적 개선이 예상되기 때문이다.

효성화학 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2017	2018E	2019E	2020E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual			
매출액	387	416	426	437	441	442	454	463	1,667	1,800	1,890	2,425
PP/PDH	198	229	234	225	238	245	232	237	886	953	1,051	1,532
기타	190	187	193	212	202	197	222	225	781	846	839	893
영업이익	33	16	42	18	19	37	43	30	109	130	155	211
PP/PDH	33	35	50	22	24	43	45	31	140	143	157	207
기타	1	-19	-8	-5	-5	-5	-3	-1	-31	-14	-2	4
영업이익률	8.6%	3.8%	9.8%	4.0%	4.3%	8.5%	9.4%	6.6%	6.5%	7.2%	8.2%	8.7%
PP/PDH	16.6%	15.1%	21.3%	9.9%	10.1%	17.3%	19.5%	13.3%	15.8%	15.0%	14.9%	13.5%
기타	0.3%	-10.1%	-4.1%	-2.2%	-2.5%	-2.5%	-1.1%	-0.4%	-4.0%	-1.6%	-0.2%	0.5%

자료: 업계, 키움증권 리서치

Valuation

◎ 투자의견 Buy(신규), 목표주가 276,000원(신규)

- 효성화학에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 276,000원을 신규 제시한다. 목표주가의 상승여력은 46.0%이다. 효성첨단소재의 목표주가 산정은 영업가치, 투자자산가치와 베트남 프로젝트의 가치를 합산한 Sum of the Parts 방식을 적용하였다. Target Multiple의 경우 롯데케미칼, 코오롱인더, 대한유화, SK머티리얼즈의 평균치를 20% 할인하여 적용하였다. 또한 투자자산가치는 신화인터텍의 8월 31일 종가를 고려하여 계산하였다.

효성화학 목표주가 산정

사업부	EBITDA	Multiple	(억원, 배, 천주)		비고
			2019년 추정 기준	2019년 추정 기준	
화학 등	3,478	4.9	16,971	16,971	배수 20% 디스카운트
영업가치 합(A)				16,971	2019년 추정 기준
투자자산가치(B)			88	신화인터텍 시장가치	
베트남 PJT(C)		10,754	DCF, WACC 8%		
순차입금(D)		18,997	2019년 추정 기준		
시가총액(E=A+B+C-D)		8,816			
주식수(F)		3,190			
적정주가(E/F)		276,343			
목표주가		276,000	백원 단위 절하		
현재주가		189,000	8/31일 종가 기준		
상승여력		46.0%	현재 주가 대비		

자료: 업계, 키움증권 리서치

Peer Group 산정

구분	시가총액(조원)	증가(현지통화)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)		배당수익률%
			2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019	
롯데케미칼	10.8	316,500	4.7	5.2	0.9	0.8	21.7	16.8	3.1	3.3	3.3
코오롱인더	1.8	67,500	11.8	12.8	0.9	0.9	7.3	6.3	8.2	8.0	1.6
대한유화	1.4	221,000	6.5	4.4	1.0	0.8	16.3	20.0	3.8	2.8	1.8
SK머티리얼즈	1.9	179,500	17.4	16.0	4.3	3.8	25.8	27.2	11.2	10.1	2.0
평균			10.1	9.6	1.8	1.6	17.8	17.6	6.6	6.1	2.2

자료: 업계, 키움증권 리서치

재무제표

손익계산서

	(단위: 억원)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
매출액	17,996	18,901	24,249
PP/PDH	9,531	10,508	15,318
기타	8,465	8,393	8,931
매출원가	16,048	16,667	21,264
매출총이익	1,948	2,234	2,985
매출총이익률(%)	10.8	11.8	12.3
판매비및관리비	651	684	877
영업이익	1,296	1,550	2,108
영업이익률(%)	7.2	8.2	8.7
PP/PDH	1,433	1,566	2,066
기타	-136	-16	42
영업외손익	-785	-920	-1,160
법인세차감전이익	512	630	947
법인세차감전이익률(%)	2.8	3.3	3.9
법인세비용	113	139	208
유효법인세율(%)	22.0	22.0	22.0
당기순이익	399	492	739
당기순이익률(%)	2.2	2.6	3.0
지배주주지분순이익	399	492	739
지배주주지분순이익률(%)	2.2	2.6	3.0
EBITDA	3,131	3,478	4,580
EBITDA margin(%)	17.4	18.4	18.9

현금흐름표

	(단위: 억원)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-422	-588	998
투자활동현금흐름	-4,019	-4,282	-3,692
재무활동현금흐름	2,848	2,885	2,700
현금및현금성자산의순증가	-422	-588	998
기초현금및현금성자산	1,840	1,418	830
기말현금및현금성자산	1,418	830	1,828

재무상태표

	(단위: 억원)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,555	4,125	6,056
현금및현금성자산	1,418	830	1,828
매출채권및유동채권	1,727	1,814	2,327
재고자산	1,228	1,290	1,655
기타유동자산	182	192	246
비유동자산	15,794	20,076	23,768
투자자산	472	472	472
유형자산 등	15,322	19,603	23,296
자산총계	20,349	24,201	29,824
유동부채	7,062	7,418	9,517
비유동부채	9,348	12,410	15,376
부채총계	16,410	19,827	24,893
자본금	160	160	160
주식발행초과금	3,277	3,277	3,277
이익잉여금	424	855	1,417
기타자본	77	77	77
자본총계	3,937	4,369	4,931

투자지표

	(단위: 원, 배)		
12월 결산, IFRS 연결	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)			
EPS	12,512	15,410	23,165
BPS	123,412	136,946	154,563
주당EBITDA	98,159	109,012	143,576
CFS	70,030	75,822	100,670
DPS	1,877	5,548	8,339
주가배수(배)			
PER	15.1	12.3	8.2
PBR	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.7	7.2	6.4
PCFR	2.7	2.5	1.9

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

◎ Compliance Notice

- > 당사는 8월 31일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

◎ 투자의견 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

◎ 투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%

투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	乖리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
호성티엔씨 (298020)	2018/09/03	Buy(Initiate)	271,000원	6개월		
호성첨단소재 (298050)	2018/09/03	Buy(Initiate)	244,000원	6개월		
호성화학 (298000)	2018/09/03	Buy(Initiate)	276,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)

