

효성 계열사

Feb 24, 2019

정유(Overweight)
화학(Neutral)
태양광(Overweight)

종목	투자의견	목표주가(12M)
Top Picks		
효성첨단소재	Buy	125,000 원(신규)
효성티앤씨	Buy	225,000 원(신규)
관심종목		
효성화학	Buy	140,000 원(신규)

글로벌 1위의 품격

효성 계열사는 글로벌 1~2위 제품을 다수 보유

효성첨단소재는 글로벌 M/S 1위의 폴리에스터 타이어코드와 에어백용 폴리에스터 원사 제품을 보유하고 있다. 효성티앤씨 역시 글로벌 1위인 스판텍스 생산설비를 한국/중국/인도/터키/베트남 등 글로벌 전역에 보유하고 있으며 원재료 PTMG를 내재화해 Peer 대비 수익성이 가장 높다. 효성화학은 원재료인 LPG 장기 약세에 따라 구조적 손해가 예상되는 PP/DH 설비를 보유하고 있으며 반도체 세정가스인 NF3 설비도 글로벌 2위 규모로 보유하고 있다. 다만 높은 글로벌 경쟁력에도 불구하고 일부 할인 요소로 인해 현재의 기업가치는 글로벌 Peer 수준에 미치지 못하는 저평가 상황에 머물러 있다.

기업가치가 저평가되는 이유와 개선 가능한 점들

효성 계열사의 저평가 원인은 크게 5가지로 요약된다. 1) 사업회사의 높은 부채비율 2) 아직 완성되지 못한 기업 분할 3) 영업의 단에서의 높은 실적 변동성 4) 다소 소극적인 주주 환원책 5) 한국의 좁은 내수 시장과 낮은 수요 성장성에 대한 의구심 등이다. 이 중 사업 회사의 높은 부채비율은 점진적으로 해소될 것을 판단되며 미완으로 남겨져 있는 분할 매듭 역시 해결 가능성이 높다고 생각한다. 또한 한국 화학 업종에 대한 할인 요소를 그대로 효성 계열사에 적용하기에는 이미 높아진 해외 생산/판매 비중을 고려할 때 지나치다고 판단한다. 글로벌 1위 제품을 다수 보유하고 있는 한국 기업에게 지금보다 더욱 긍정적인 시각이 필요한 시기이다.

기업분석

- ✓ 효성첨단소재 (298050.KS): 단단한 경제적 해자를 확보한 글로벌 1위 기업
- ✓ 효성티앤씨 (298020.KS): 연간 7% 성장하는 시장의 글로벌 1위 기업
- ✓ 효성화학 (298000.KS): 기업가치에 점진적으로 반영될 베트남 증설 효과



정유/화학/태양광 김정현
3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOBO 교보증권

1. 효성의 인적 분할 기대감과 결과

1-1. 분할 결정 당시의 기대감

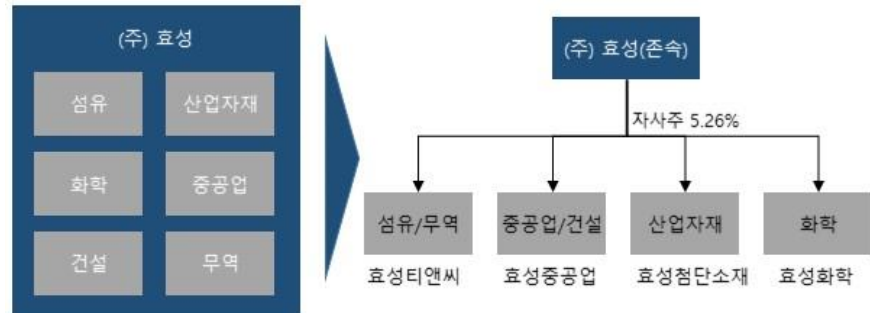
분할 후 부문별 재평가에 따른 기업가치 상승 기대감 높아

효성은 2018년 1월 열린 이사회를 통해 존속 지주회사인 효성과 효성티앤씨(섬유, 무역) 효성중공업(중공업, 건설) 효성첨단소재(산업자재) 효성화학(화학) 등 4개의 사업회사로 인적 분할을 결정했다. 1998년 당시 효성T&C, 효성물산, 효성생활산업, 효성중공업 4개사를 합병한 후 20년 만에 다시 분할을 선택한 것이다. 당시 시장에서는 효성 분할로 인한 기업가치 개선감이 컸다. 기업가치 상승의 근거는

- 1) 부문별 재평가를 통한 글로벌 Peer 수준으로의 밸류에이션 상승
- 2) 스파텍스/타이어코드/NF3 등 글로벌 1~2위 제품의 부문별 가치 재부각
- 3) 효성캐피탈 매각 등을 통한 그룹 전체의 부채 비율 개선 기대

등 이었다.

[도표 1] 효성 분할 전 분할 후



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 효성 분할 비율과 사업부문 내용

구분	회사명	사업부문	분할비율(%)	기준 시총
분할존속회사	(주)효성	지주사업, 지적재산권 관리 및 라이선스업, 연구개발 등	39.3	1 조 8350 억
분할신설회사	효성중공업	중공업 및 건설 사업부문	26.5	1 조 2710 억
	효성첨단소재	타이어코드, 폴리에스터 원사, GST, 스파텍스 일부	12.8	6,120 억
	효성티앤씨	스판텍스, NF3, 무역 등	12.3	5,650 억
	효성화학	TPA, PP/DH, NF3 등 화학 사업 부문	9.1	4,240 억
전체		분할 직전 시가총액 4.7 조	100	4.7 조

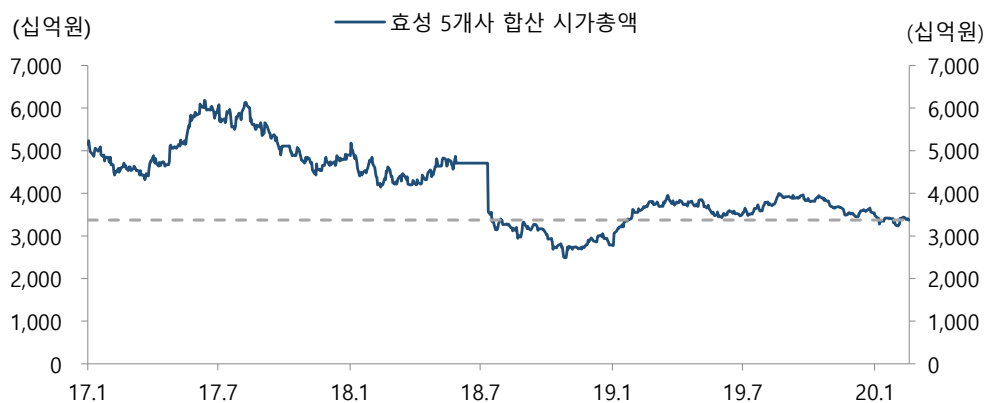
자료: 교보증권 리서치센터

1-2. 분할 후 실현되지 못한 기업가치 상승 기대감

분할 후 기업가치는 오히려 하락

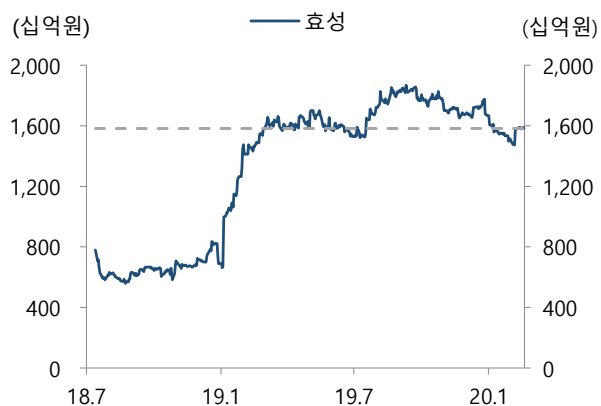
분할 전 마지막 거래일이었던 2018년 5월 29일 당시 효성의 기업가치는 4.7조원 수준이었다. 그러나 분할 후 재상장일인 2018년 7월 13일의 합계 기준 시가 총액은 3.6조원 수준으로 24% 하락했으며 2019년 2월 현재 3.4조원 수준으로 유지되고 있다. 2019년 초 존속 지주회사인 효성의 가치가 주목 받기 전까지는 분할 상장일의 합산 시총을 넘지 못했으며 특히 재평가될 것으로 기대되던 글로벌 1~2위 제품인 PET T/C, PET 원사, PP/DH, NF3, 스판덱스는 분할 초 높았던 기대감을 실현하지 못하고 있는 상황이다.

[도표 1] 효성의 시가총액 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 효성의 주가추이



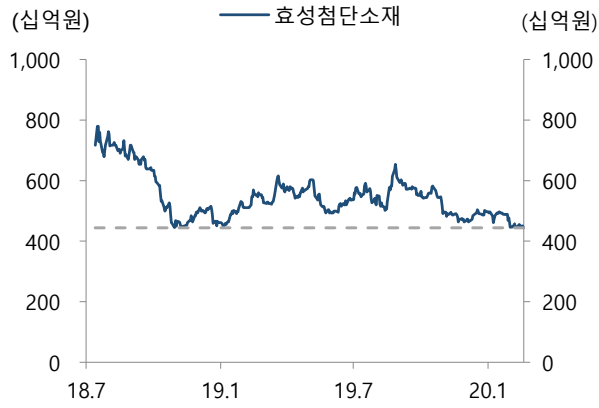
자료: EIA, IEA, OPEC, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 효성티앤씨의 주가추이



자료: EIA, IEA, OPEC, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 효성첨단소재의 주가추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 효성화학의 주가추이



자료: 교보증권 리서치센터

2. 시장의 기대가 실현되지 못한 이유

분할 기대감이 실현되지 못한 이유 5가지

분할 후 주가 상승에 대한 시장의 기대감은 실현되지 못했다. 그 이유는

- 1) 사업회사의 높은 부채비율
- 2) 아직 완성되지 못한 기업 분할
- 3) 영업외 단에서의 높은 실적 변동성
- 4) 다소 소극적인 주주 환원책
- 5) 한국의 좁은 내수 시장과 낮은 수요 성장성에 대한 의구심 등이다.

2-1. 사업회사의 높은 부채 비율

사업회사의 높은 부채 비율

분할 전 효성의 부채비율은 298% 수준이었다. 분할 과정에서 대부분의 부채는 순수지주회사인 주 효성보다는 영업부서가 탄탄한 4개의 사업회사로 옮겨졌고 그 결과 효성티앤씨/효성첨단소재/효성화학 등 사업회사의 부채비율은 당시 코스피와 코스닥 전체 기업의 평균 부채 비율인 대비 265% 대비 현저히 높은 350~550% 수준으로 결정되었다.

[도표 2] 효성의 분할 전/후 부채 비율(단위:%)

	주 효성	효성티앤씨	효성첨단소재	효성화학	효성중공업	시장 평균
1Q18	297.6					
2Q18	185.9	554.9	367.0	422.9	261.6	264.7
4Q18	137.1	543.5	350.1	443.9	279.4	262.6
4Q19	140.5	453.1	353.8	529.7	303.3	270.0(3Q19)

자료: Fnguide, 교보증권 리서치센터

글로벌 Peer 대비 다소 부담스러운 재무 구조

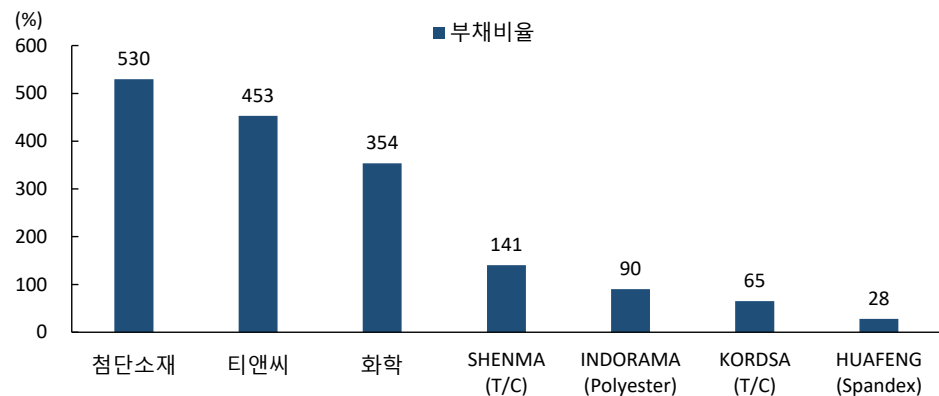
높은 부채비율은 부담스러운 이자보상배율로 이어졌다. 효성 사업회사의 이자보상배율은 2~4.5 수준으로 2018년 기준 코스피 평균 이자보상배율이 7.8임을 감안시 다소 높은 수준을 유지하고 있다. 또한 글로벌 화섬 Peer 들의 부채 비율이 대부분 100% 이하를 유지하고 있기 때문에 효성 화섬/화학 계열사의 높은 부채비율은 할인 요소로 작용할 것으로 판단된다.

[도표 2] 효성 계열사로 분할 전/후 이자보상배율

	주 효성	효성티앤씨	효성첨단소재	효성화학	효성중공업	전체 평균
2018	4.91	2.75	1.82	3.09	1.74	8.21
2019	6.83	4.23	2.63	4.27	2.84	

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 1] 글로벌 섬유 업체와의 부채비율 비교



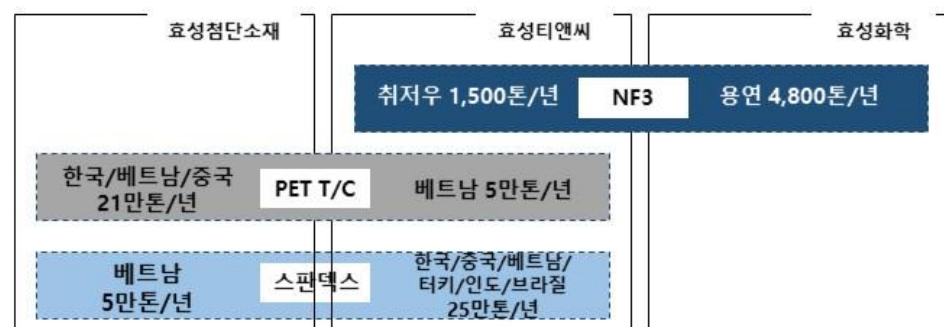
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2-2. 아직 완성되지 못한 기업 분할

PET T/C, NF3, 스판덱스 등 여러 사업 회사에 혼재

분할 당시 스판덱스 설비는 효성티앤씨, PET T/C 설비는 효성첨단소재, NF3 설비는 효성화학 등으로 분할될 예정이었으나 해외 공장의 세제 혜택 문제 등으로 인해 아직 일부 설비들이 각기 다른 회사에 혼재된 상황이다. 효성티앤씨는 아직 효성첨단소재 몫인 PET T/C 5.3만톤/년을 동나이 법인을 통해 보유하고 있으며 효성첨단소재 역시 베트남 법인을 통해 스판덱스 5.3만톤/년을 보유하고 있다. 또한 효성티앤씨는 효성화학 몫인 취저우의 NF3 1,500톤/년 규모의 설비를 보유하고 있다. 앞서 언급한 제품들은 전부 글로벌 1위 혹은 2위를 기록하고 있는 그룹 내 핵심 영업 자산으로 보다 효율적으로 관리될 필요가 있다. 관련 자산을 정리하기 위한 논의가 계속되고 있으며 이른 시일 내에 가시적인 성과를 기대해본다.

[도표 1] 효성 계열사 주요 제품



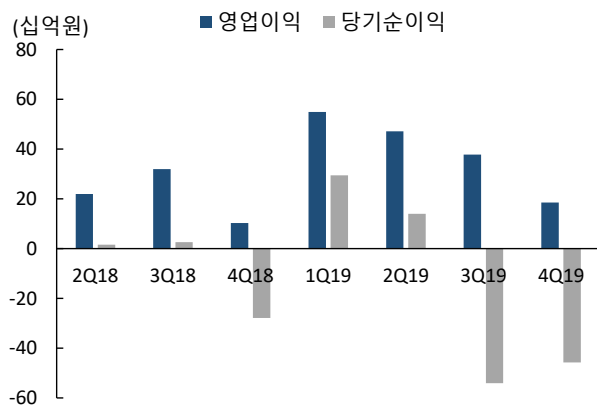
자료: 교보증권 리서치센터

2-3. 영업외 단에서의 높은 실적 변동성

효성 계열사 2개 분기 연속 영업외 비용 발생

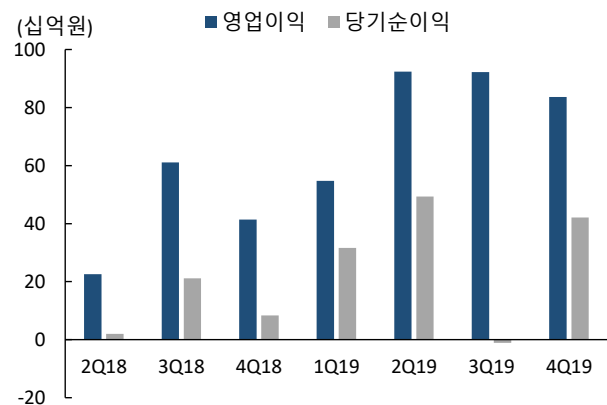
2019년 세무조사 결과 효성 5개 계열사는 총 1,522억원의 추징금을 부과 받았다. 추징금은 회계상 3분기에 반영되었으며 이에 따라 효성화학을 제외한 4개사는 건조한 영업환경에도 불구하고 3분기 당기순손실로 전환되었다. 또한 효성첨단소재의 경우 GST 손상차손에 따른 영업외비용이 4분기에 반영되며 2개 분기 연속 당기순손실을 기록하였다. 이와 같이 영업 상황과 관계없는 영업외단의 대규모 손실이 이어지는 점은 실적의 가시성을 저해하여 기업가치 상승에 제한요소가 되고 있다.

[도표 11] 효성첨단소재의 분기 영업이익과 당기순이익 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 효성티앤씨의 영업이익과 당기순이익 추이



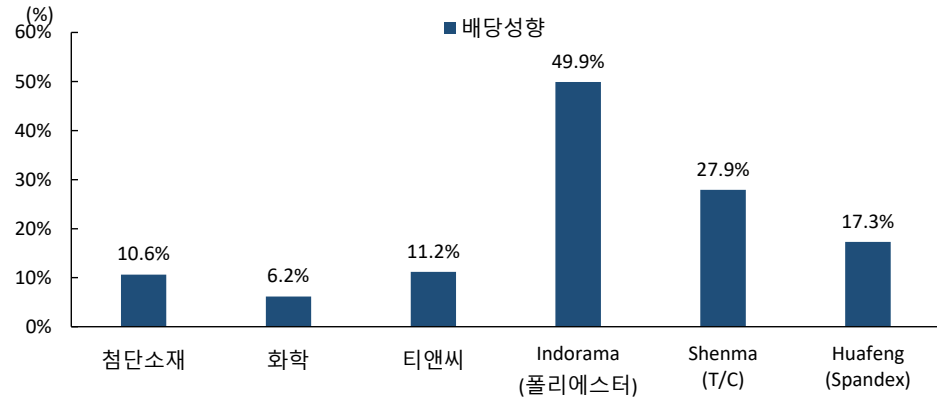
자료: 교보증권 리서치센터

2-4. 다소 소극적인 주주 환원책

부담스러운 재무구조로 인한 미진한 주주 환원책

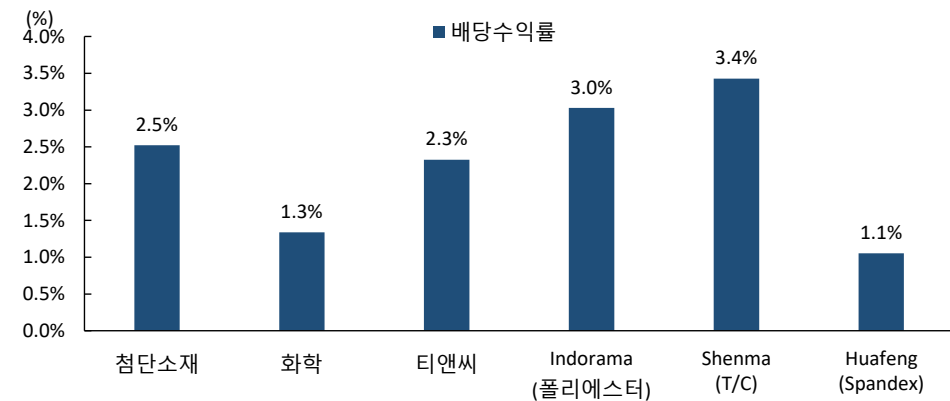
글로벌 화섬 Peer 대비 효성 계열사의 배당성향과 배당수익률은 다소 낮다. 이는 높은 부채비율과 지속적으로 집행되는 글로벌 투자 사이클 때문이며 단기간에 배당성향이나 배당수익률을 높이는 것은 어려울 것으로 판단된다. 다만 지주사인 효성이 높은 배당수익률 등 적극적인 주주환원 의사를 표명하고 있는 점을 감안할 때 점진적인 배당성향의 상향을 기대한다.

[도표 1] 글로벌 화섬 Peer 예상 배당성향



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 1] 글로벌 화섬 Peer 예상 배당 수익률



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2-5. 한국의 좁은 내수 시장과 낮은 수요 성장성

보수적인 한국 화학/화섬 업체에 대한 밸류에이션

효성첨단소재는 폴리에스터 T/C와 에어백용 폴리에스터 원사 부문 모두 글로벌 1위를 차지하고 있다. 효성티앤씨 역시 연간 수요 성장률이 7%에 이르는 스판덱스 글로벌 M/S 1위이며 원재료 내재화를 통해 업종 내 수익성이 가장 높다. 반면 높은 경쟁력을 가지고 있음에도 효성첨단소재/효성티앤씨의 밸류에이션은 상대적으로 열위에 있는 글로벌 Peer 대비 오히려 낮다. 이러한 밸류에이션 할인은 중국 대비 작은 한국 화학/화섬 업종의 내수 시장 규모와 낮은 수요 성장성에 기인하는 것으로 판단한다.

[도표 2] 정유/화학 기업 밸류에이션(일부 기업 4 분기 실적 반영)

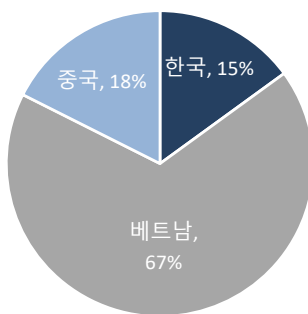
		효성티앤씨	효성화학	효점소	롯데	대한유화	SHENMA	KORDSA	HUAFENG	INDORAMA
Ticker		298020 KS	298000 KS	298050 KS	011170 ks	006650 ks	600810 CH	KORDS TI	002064 CH	IVL TB
회계기준		Equity	Equity	Equity	Equity	Equity	Equity	Equity	Equity	Equity
연결		연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결
종가	2/18	172,500	119,500	99,300	208,000	99,500	7	15	7	30
시가총액	(백만)	628	321	374	5,995	544	577	494	4,391	5,392
매출액	2018	2,896	963	1,524	14,263	2,202	1,687	842	671	10,747
	2019	5,158	1,562	2,632	13,037	1,788	1,767	852	1,937	11,360
	2020F	5,216	1,751	2,765	12,844	1,928	1,802	961	2,261	12,384
	2021F	5,430	2,275	n/a	13,146	1,937	1,820	1,035	2,580	12,909
영업이익	2018	108	56	55	1,696	275	141	105	86	961
	2019	278	133	136	955	98	113	n/a	300	552
	2020F	286	131	162	770	106	111	n/a	355	764
	2021F	307	215	180	944	124	112	n/a	427	873
EBITDA	2018	328	229	284	2,268	408	177	135	126	1,403
	2019	444	267	285	1,615	224	n/a	125	326	1,022
	2020F	439	292	317	1,401	232	n/a	139	426	1,394
	2021F	461	409	340	1,605	251	n/a	158	515	1,496
순이익	2018	18	18	-23	1,361	222	99	61	73	740
	2019	80	76	-63	618	93	69	53	239	342
	2020F	129	67	88	644	93	76	63	307	533
	2021F	138	129	95	778	109	90	62	367	600
PER(x)	2018	21.8	12.8	n/a	6.0	3.7	6.9	6.5	15.5	11.8
	2019	7.2	5.2	n/a	10.7	6.8	8.2	n/a	16.4	16.5
	2020F	4.8	4.6	4.2	9.3	5.7	7.5	7.8	14.1	10.3
	2021F	4.5	2.3	3.9	7.8	4.9	6.3	n/a	11.6	8.8
PBR(x)	2018	2.0	1.2	0.7	0.7	0.6	1.4	1.0	1.8	2.1
	2019	1.4	1.0	1.2	0.6	0.4	1.2	n/a	5.3	1.1
	2020F	1.2	0.7	0.9	0.5	0.3	1.0	n/a	4.1	1.1
	2021F	1.0	0.6	0.7	0.5	0.3	0.9	n/a	3.2	1.0
EV/EBITDA(x)	2018	11.7	8.8	11.8	4.1	2.6	4.2	3.1	8.6	7.3
	2019	5.7	5.6	5.2	3.8	3.2	n/a	4.4	14.2	5.6
	2020F	1.7	1.3	1.5	4.7	2.9	n/a	4.0	11.0	4.3
	2021F	1.7	1.1	1.4	4.2	2.7	n/a	3.5	9.4	4.0
ROE(%)	2018	5.3	5.5	-13.7	13.0	16.2	22.7	18.8	12.4	19.4
	2019	20.8	21.4	-21.1	5.6	6.1	14.2	17.0	22.6	6.9
	2020F	28.7	15.9	22.4	6.0	6.2	13.9	15.0	22.5	10.7
	2021F	24.7	25.4	20.2	6.7	6.9	14.6	n/a	23.4	11.2

자료: 교보증권 리서치센터

글로벌 공급 체인에 오른 기업에 맞는 밸류에이션 재평가 필요

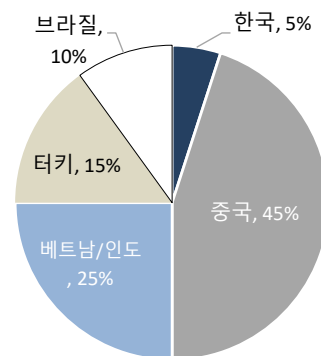
글로벌 공급 체인에 오른 기업의 경우 그에 걸맞는 밸류에이션 재평가가 필요하다고 판단한다. 효성첨단소재와 효성티앤씨 모두 베트남/중국 글로벌 각지에 생산 거점을 마련하고 있으며 한국 울산 공장의 생산 비중은 점차 줄어나가고 있다. 효성첨단소재의 경우 2020년에도 추가적으로 울산의 PET T/C 설비를 베트남으로 옮겼으며 현재 한국 내 PET T/C 생산 비중은 15% 수준이다. 효성티앤씨 역시 한국 내 스판덱스 설비 비중은 5%에 불과한 상황으로 글로벌 거점을 지속적으로 확장해 나가고 있다. 이러한 생산 공장의 해외 이동은 인건비 비중이 높은 화섬 산업 특성상 원가 경쟁력 강화뿐만 아니라 중국과의 경쟁이 불가피한 한국 화섬 기업의 한계를 극복하게 해줄 것으로 판단한다. 더 이상 한국 화섬 업체의 낮은 밸류에이션이 코리아 디스카운트로 단순히 정당화되기는 어렵다.

[도표 11] 효성 계열사 PET T/C 지역별 생산 비중



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 효성 계열사 스판덱스 지역별 생산 비중



자료: 교보증권 리서치센터



Company Analysis

회사명	TP(원)	의견	상승여력(%)
효성첨단소재 (298050.KS)	127,000 원(신규)	Buy(신규)	37.7%
효성티앤씨 (010950.KS)	225,000 원(신규)	Buy(신규)	39.3%
효성화학 (010950.KS)	140,000 원(신규)	Buy(신규)	25.0%

Company Analysis

효성첨단소재 298050

Feb 24, 2019

단단한 경제적 해자를 확보한 글로벌 1위 기업

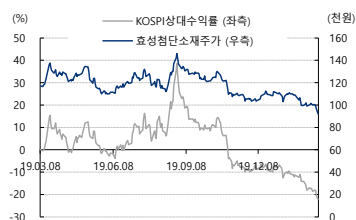
Buy (신규)

TP 127,000 원 (신규)

Company Data

현재가(02/21)	92,200 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	146,000 원
52 주 최저가(보통주)	92,200 원
KOSPI (02/21)	2,162.84p
KOSDAQ (02/21)	667.99p
자본금	224 억원
시가총액	4,131 억원
발행주식수(보통주)	448 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	26 만주
평균거래대금(60 일)	26 억원
외국인지분(보통주)	7.48%
주요주주	
효성 외 5 인	44.39%
국민연금공단	11.45%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.4	-29.1	-26.2
상대주가	-12.4	-35.6	-24.0



정유/화학/태양광 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

글로벌 공급 체인에 탑승한 기업

효성첨단소재는 PET T/C와 에어백용 PET 원사 시장의 글로벌 1위 기업이다. PET T/C 시장의 경우 탑티어 타이어 회사와의 안정적인 매출 계약을 통해 경쟁사 대비 높은 수익성을 보장받고 있다. 또한 에어백용 PET 원사 시장 규모는 나일론 원사를 대체하며 연간 10% 이상 성장하고 있으며 미중 무역분쟁 영향으로 중국 업체의 M/S를 효성첨단소재가 잠식하며 2019년부터 글로벌 1위로 올라섰다. 이처럼 효성첨단소재는 자동차 산업 글로벌 공급체인의 다수 제품에서 1위를 달성하였으며 안정성을 중시하는 자동차 밸류체인 특성상 견조한 이익 성장 추세가 유지될 것으로 예상된다.

아라미드와 탄소섬유의 이익기여 증가

효성첨단소재는 폴리에스터 부문에서 올린 수익을 바탕으로 신소재인 아라미드와 탄소섬유에 대한 투자를 이어가고 있다. 아라미드는 Dow의 설비 스크랩 이후 공급이 크게 개선되며 2019년 처음으로 전 분기 흑자를 기록했다. 또한 2020년에는 200톤/년, 2021년 1,200톤/년 등 증설이 이어지며 지속적인 외형 성장도 예상된다. 탄소섬유의 경우 전년 대비 2019년 적자 폭을 크게 줄였으며 2020년부터 증설 설비 가동과 함께 흑자 전환이 예상된다. 증설 설비가 가동되는 2022년 아라미드와 탄소섬유의 전사 이익 비중은 20%에 이를 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 127,000원

투자의견 BUY, 목표주가는 12.7만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정의 근거는 타이어코드 업체인 Corsda사와 자동차 소재 업체의 EV/EBITDA를 참고하였다. 견조한 영업상황에도 불구하고 대규모 영업외비용 인식으로 기업 가치도 크게 하락하였으나 2년 내 아라미드와 탄소섬유 등 신소재의 본격적인 이익 증가가 예상되어 있는 상황에서 지금은 저가 매수의 적기로 판단된다. 강력 매수 추천한다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2017.12	2018.12	2019.12E	2020.12E	2021.12E
매출액(십억원)	0	1,767	3,054	3,154	3,336
YoY(%)	NA	NA	72.8	3.3	5.8
영업이익(십억원)	0	64	158	165	179
OP 마진(%)	0.0	3.6	5.2	5.2	5.4
순이익(십억원)	0	-24	-57	75	85
EPS(원)	0	-10,218	-14,055	18,613	21,085
YoY(%)	0.0	0.0	적지	흑전	13.3
PER(배)	0.0	-10.1	-7.9	5.2	4.6
PCR(배)	0.0	1.7	-7.0	-3.0	-2.3
PBR(배)	0.0	1.2	1.5	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	0.0	11.8	6.8	6.0	5.3
ROE(%)	0.0	-13.7	-17.8	22.9	20.8

투자포인트 1. 글로벌 1 위 제품이 2 개

효성첨단소재의 PET T/C 글로벌 M/S는 약 50% 수준으로 2~3위권 회사의 10% 내외의 M/S와는 격차가 크다. 압도적인 시장지배력을 바탕으로 탭티어 타이어 메이커인 브릿지스톤, 미쉐린, 굿이어와 장기 공급 계약을 맺고 있으며 Formular 방식에 따라 경쟁사 대비 높은 마진을 확보 하고 있다. 또한 2019년부터 10% 이상 성장하고 있는 에어백용 PET 원사 시장에서 M/S 1위에 오르며 물량이 증가하고 수익성도 개선되었다. 안정성을 최우선으로 고려하는 타이어 제품 특성상 일단 매출이 발생하고 난 뒤에는 고객사와의 Lock-in 효과로 견조한 실적이 지속될 것으로 예상된다.

투자포인트 2. 성장성 높은 제품에 대한 원활한 투자 진행 중

2020년에는 아라미드와 탄소섬유 제품 모두 수익성이 개선되고 외형 역시 성장할 것으로 예상된다. 아라미드는 2018년까지 연간 기준 적자를 기록하였으나 2019년 처음으로 전 분기 흑자를 달성하며 안정적인 제품으로 탈바꿈하였다. 또한 2019년 200톤/년 규모의 De-Bottlenecking을 통해 전체 설비 규모를 1,450톤/년으로 확장했으며 2021년 하반기 완공을 목표로 추가 증설이 검토되고 있다. 탄소섬유는 2019년 적자폭을 YoY 50억원 이상 줄였으며 2020년에는 흑자 전환이 예상된다. 또한 2020년부터는 2,000톤/년 규모의 탄소섬유 설비가 신규 가동되며 전체 CAPA는 2배 확장되었다. 증설 설비가 온기 반영되는 2022년부터는 아라미드와 탄소섬유의 이익 기여가 전사 이익의 약 20%까지 확대될 것으로 예상된다.

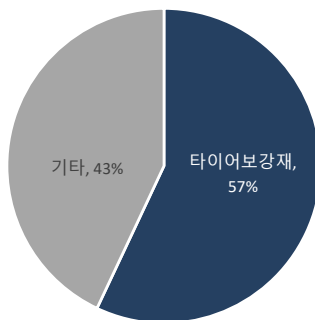
투자포인트 3. 영업외 비용 반영에 따른 기업가치 하락. 저가 매수 기회

효성첨단소재는 3분기 세무조사에 따른 추징금, 4분기 GST 대규모 손상차손 반영으로 2개 분기 연속 큰 폭의 손실을 기록하였다. 시장 기대 대비 부진한 실적이 이어지며 기업가치 역시 크게 하락했다. 하지만 2020년부터는 영업외단에서 불확실성이 낮아질 것으로 예상하며 영업환경도 개선될 것으로 판단한다. 따라서 대규모 영업외 손실 반영으로 인해 주가가 크게 하락한 지금이 매수의 적기로 판단한다.

1. 회사 개요

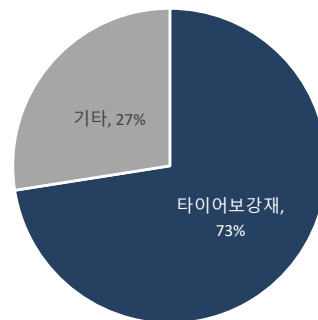
효성첨단소재의 주요 제품은 타이어보강재 (T/C), 산업용사(에어백, 안전벨트용 원사), 아라미드, 탄소섬유, 스판덱스 등이다. 원재료는 계열사인 효성화학으로부터 구매하는 PTA로 Pet Chip/폴리에스터 원사로 만들어 타이어보강재나 에어백 원사 제조에 사용한다. 효성첨단소재의 제품 중 가장 이익의 규모가 큰 제품은 T/C이며 베트남 스판, 산업용사, 아라미드 등의 순서이다. 탄소섬유는 2019년 적자를 기록하였다.

[도표 1] 효성첨단소재 부분별 매출 구성



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 효성첨단소재 부분별 이익 구성

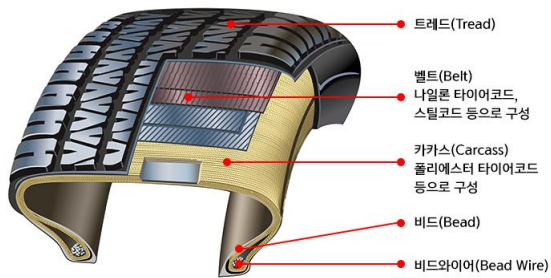


자료: 교보증권 리서치센터

2. 타이어보강재(T/C)란?

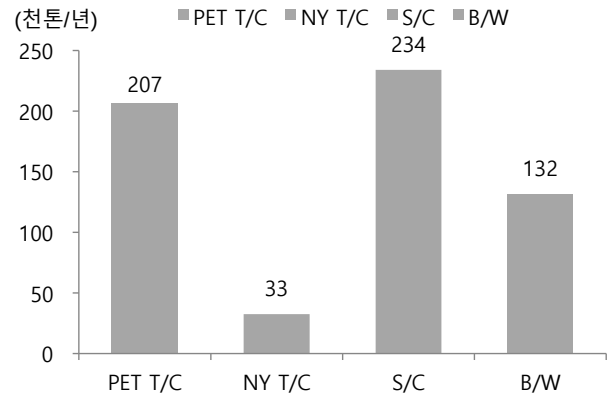
타이어보강재 부문은 효성첨단소재 전사 매출의 57%, 영업이익의 73%를 차지한다. 타이어보강재란 타이어 내부를 구성하는 제품 중 하나로 고무 부문(Tread) 안에서 안정적인 승차감을 느낄 수 있도록 힘을 더하는 역할을 하며 PET T/C (타이어 코드의약자), NY T/C, Steal Cord, Bead Wire 등 크게 4가지 제품을 통칭해서 일컫는 용어이다. 효성첨단소재 PET T/C 부문에서 글로벌 1위의 경쟁력을 가지고 있으며 이를 바탕으로 NY T/C, Steal Cord, Bead Wire 등 3가지 제품 역시 안정적인 고객을 확보하고 있다.

[도표 3] 타이어보강재 도식도



자료: 효성첨단소재, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 효성첨단소재 타이어 보강재 설비 규모

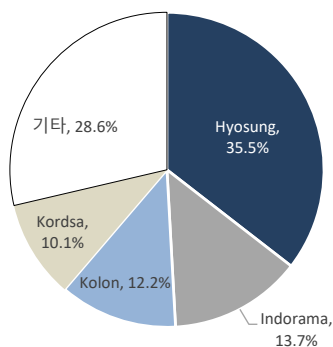


자료: 효성첨단소재, 교보증권 리서치센터

2-1. 글로벌 1 위의 품격

중국 등의 주요 자동차 시장에서 자동차 판매 부진이 이어지며 타이어보강재 수요 역시 부진 우려가 높아지고 있다. 하지만 효성첨단소재가 수요 부진에도 이익 유지가 가능할 것으로 예상되는 이유는 1) 효성첨단소재의 PET T/C 제품의 설비 규모는 25만톤/년 내외로 2~3위권 코오롱인더와 Indorama의 10만 톤/년 내외의 설비에 비해 큰 격차로 1위를 유지하고 있으며 2) 높은 시장 지배력을 바탕으로 Bridgestone, Michelin, Goodyear 등 1st tier 자동차 기업과 PET T/C 장기공급 계약을 맺고 있어 스팟 판매 비중이 높은 경쟁사 대비 수익성이 높다는 점 때문이다. 참고로 효성첨단소재는 PET T/C 부문에서 화섬 업계 평균인 OPM 5~6% 내외 대비 월등히 높은 OPM 10% 이상의 고수익성을 기록 중이다. 3) 마지막으로 효성첨단소재는 PET T/C, NY T/C, Steel Cord, Bead Wire 등 4가지 타이어보강재 설비를 모두 보유하여 고객사에 전 제품을 모두 공급할 수 있다.

[도표 3] PET T/C 글로벌 시장 점유율



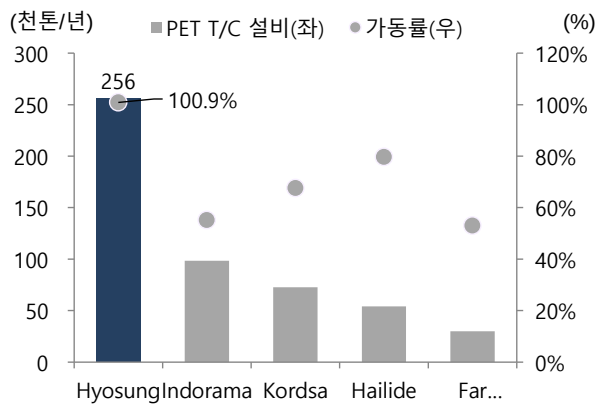
자료: 효성첨단소재, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 타이어 시장의 순위는 안정적. 주요 고객사 순위도 유지

구분	10년	11년	12년	13년	14년	15년	16년
Bridges-stone	1	1	1	1	1	1	1
Michelin	2	2	2	2	2	2	2
Goodyear	3	3	3	3	3	3	3
Contienetal	4	4	4	4	4	4	4
Pirelli	5	5	6	5	5	5	5
Sumitomo	6	6	5	6	6	6	6
Hankok	7	7	7	7	7	7	7

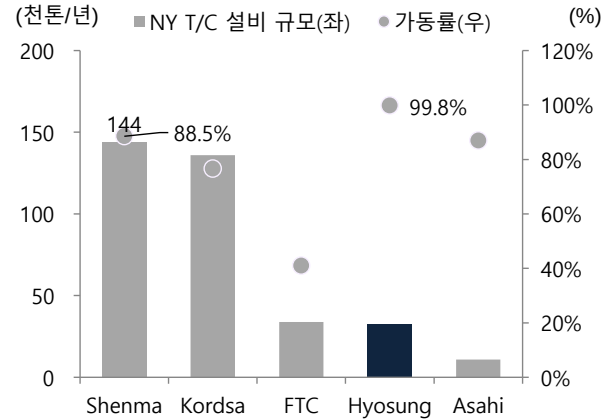
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] PET T/C 글로벌 Peer 가동률 비교



자료: 효성첨단소재, 교보증권 리서치센터

[도표 4] NY T/C 글로벌 Peer 가동률 비교



자료: 효성첨단소재, 교보증권 리서치센터

2-2. 해외 공장 이전에 따른 원가 절감 수혜

효성첨단소재는 울산의 PET T/C 설비 일부를 베트남으로 이전하였다. 베트남의 단위당 가공비는 한국의 60% 수준으로 현지 생산이 늘어날수록 전체 단위당 평균 가공비도 하락하게 된다. 가공비 하락에 따른 수혜 규모는 연간 100~150억dnjs 수준으로 예상된다.

[표 4] 효성첨단소재 PET T/C 설비 이전 관련

구분	19 년 Capa(톤)	단위당 가공비	20 년 Capa(톤)	단위당 가공비	YoY
울산	60,000	100	45,000	100	
베트남	90,000	60	109,200	60	
중국	52,800	60	52,800	60	
	202,800	71.83	207,000	68.7	-4.4%

자료: 효성첨단소재, 교보증권 리서치센터

3. 더 나빠질 게 없는 GST, 글로벌 1 위의 에어백향 PET 원사

기타 부문 중 매출 규모가 가장 큰 것은 에어백 원단 회사인 GST와 PET 원사, 나일론 원사 등으로 구성된 산업용사 부문이다. 효성은 2012년 에어백 원단 회사인 GST를 인수한 후 에어백향 PET 원사의 매출 확대 및 수직 통합 효과를 기대하였으나 GST의 실적 부진이 지속되어 효과가 반감된 바 있다. 실적 부진의 원인은 인건비가 저렴한 멕시코 등으로 공장을 이전하며 비용을 절감하고자 하였으나 현지 직원들의 생산성 향상에 어려움을 겪었기 때문이다. 결국 2019년 4분기 GST 관련 영업권 382억 등 총 620억의 규모의 자산을 영업외단에서 손상 처리하였다.

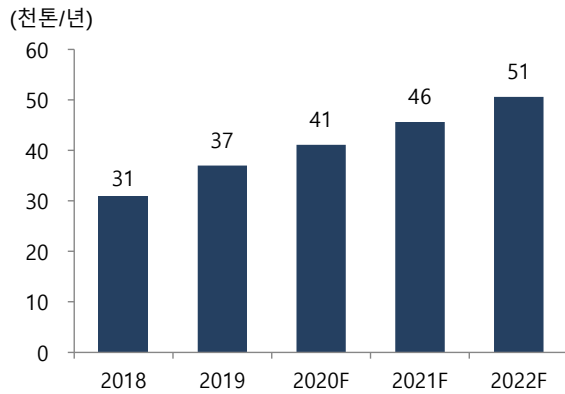
GST의 부진한 실적과는 달리 에어백향 PET 원사 시장은 빠르게 성장하고 있다. 일반적으로 에어백에는 나일론이 주로 사용되어 왔으나 상대적으로 저렴한 PET 원사의 물성 개선에 따라 PET 원사 시장이 연간 10% 이상 빠르게 성장하고 있다. 또한 기존 1위였던 중국의 Hailide가 미중 무역 분쟁 영향으로 가격 경쟁력을 상실하며 2019년부터 효성첨단소재가 에어백향 PET 원사 부문에서 판매량 기준 글로벌 1위를 기록한 것으로 추정한다. 성장하는 에어백향 PET 원사 시장에서 M/S도 꾸준히 확대되고 있는 것이다.

[표 4] 효성첨단소재의 산업용사 부문 밸류체인(붉은 표시가 GST 부분)



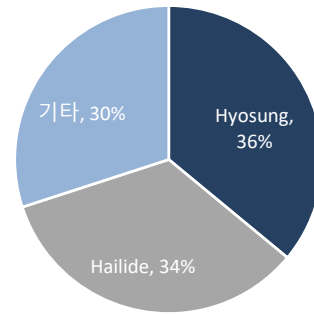
자료: 효성첨단소재, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 에어백용 PET 원사 시장 규모 추정



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 에어백 PET 원사 M/S (2019년 기준)

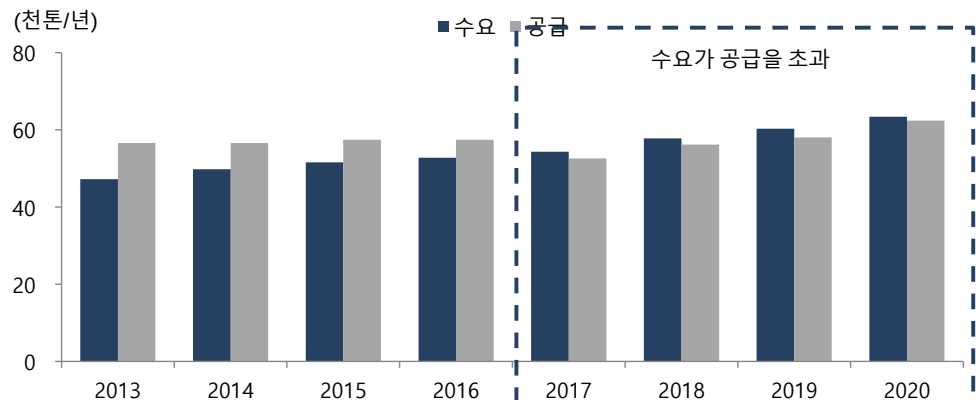


자료: 교보증권 리서치센터

4. 타이트한 수급에 따른 아라미드 수익성 개선 이어져

타이트한 아라미드 시장이 이어지고 있다. 이는 Dow의 설비 스크랩 이후 2017년부터 수급은 크게 개선되었기 때문이다. 효성첨단소재는 타이트한 수급에 대응하기 위해 2019년 200톤/년 규모의 증설을 단행하였으며 내년 하반기에는 1,250톤/년 규모의 추가 신규 설비가 가동될 것으로 예상된다. 2022년 아라미드 사업부는 연간 매출 800억원/영업이익 100억원 이상의 견조한 실적을 기록할 것으로 예상된다.

[도표 139] 아라미드 수급 전망

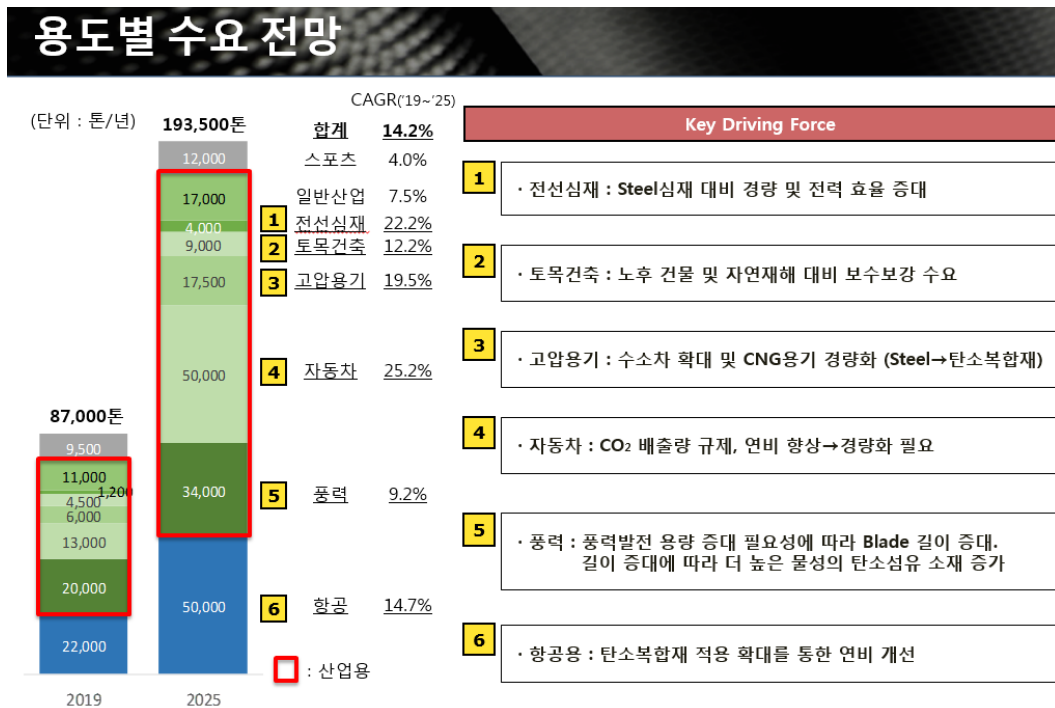


자료: 교보증권 리서치센터

5. 탄소섬유 흑자 전환의 원년

효성첨단소재의 탄소섬유 설비 2019년 2,000톤/년에서 2020년 4,000톤/년 규모로 2배 확장되었으며 증설 설비를 바탕으로 2020년 흑자 전환이 예상된다. 탄소섬유는 강도가 철보다 더 강한 신소재로 원재료는 ACN(아크릴로니트릴)이다. 현재 수소전기차와 수소연료탱크 등 탄소섬유의 신규 어플리케이션이 늘어나면서 탄소섬유 시장도 빠르게 확대되고 있다. 효성첨단소재는 2028년까지 합계 1조원을 투자해 세계 최대인 2.4만톤/년 규모의 탄소섬유 설비를 보유할 것으로 예상된다.

[표 4] 탄소섬유의 수요 성장 추세



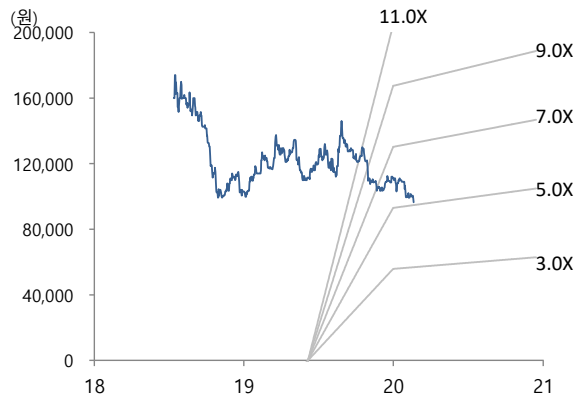
자료: 교보증권 리서치센터

5. 목표주가

[표 1] 효성첨단소재 목표주가 산출(단위: 십억원, 원)

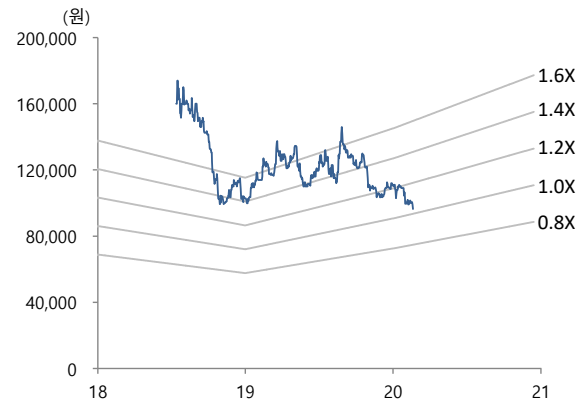
	영업이익	감가상각비	EBITDA	Multiple	합계	Multiple 기준
전사 기준	165	200	365	6	2,190	Kordsa/Shenma EV/EBITDA 5 배 참고
영업자산 가치					2,190	
20e 순부채					1,600	
20e 기업가치					590	
할인율					4%	
현재 기업가치					567	
주식수(천)					4,480	
목표주가(원)					127,000	
종가(02/21)					92,200	
업사이드					37.7%	

[도표 3] 효성첨단소재 PER 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 효성첨단소재 PBR 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

실적 추정

[표 4] 효성첨단소재 실적 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F		2018	2019P	2020F
매출액	802	792	764	695	794	816	789	755		3,000	3,054	3,154
<i>QoQ(%)</i>	5.0%	-1.2%	-3.5%	-9.0%	14.2%	2.7%	-3.2%	-4.4%		0.0%	0.0%	0.0%
<i>YoY(%)</i>	10.3%	5.7%	0.6%	-8.9%	-0.9%	3.0%	3.3%	8.6%		4.7%	1.8%	3.3%
타이어보강재	472	451	429	389	449	456	435	428		1,797	1,741	1,767
기타	329	341	336	306	346	360	354	327		1,204	1,313	1,387
영업이익	55	47	38	19	39	47	42	37		134	158	165
<i>OPM(%)</i>	6.8%	5.9%	4.9%	2.7%	4.9%	5.7%	5.3%	4.9%		4.5%	5.2%	5.2%
<i>QoQ(%)</i>	433.0%	-14.2%	-20.0%	-50.7%	109.9%	20.0%	-10.6%	-11.6%		0.0%	0.0%	0.0%
<i>YoY(%)</i>	20.1%	2.4%	18.2%	80.6%	-28.9%	-0.5%	11.2%	99.2%		-28.7%	18.2%	4.2%
타이어보강재	42	33	24	16	24	32	29	24		96	115	108
<i>OPM(%)</i>	8.8%	7.3%	5.6%	4.1%	5.3%	7.0%	6.6%	5.5%		5.3%	6.6%	6.1%
<i>QoQ(%)</i>	495.7%	-20.6%	-27.8%	-32.6%	48.7%	33.0%	-9.4%	-17.7%		0.0%	0.0%	0.0%
<i>YoY(%)</i>	18.5%	14.9%	-2.4%	130.0%	-42.6%	-3.8%	20.6%	47.5%		-27.0%	20.2%	-5.6%
기타	13	14	14	3	15	15	13	13		38	44	57
<i>OPM(%)</i>	4.0%	4.1%	4.1%	0.8%	4.4%	4.2%	3.7%	4.1%		3.2%	3.3%	4.1%
<i>QoQ(%)</i>	300.0%	6.1%	-1.4%	-81.9%	504.3%	-0.4%	-13.0%	1.8%		0.0%	0.0%	0.0%
<i>YoY(%)</i>	25.7%	-18.6%	86.5%	-24.2%	14.5%	7.4%	-5.2%	432.7%		-32.5%	13.3%	30.0%
당기순이익	30	14	-54	-46	17	23	19	16		11	-57	75
<i>이익률(%)</i>	3.7%	1.8%	-7.1%	-6.6%	2.2%	2.8%	2.4%	2.1%		0.4%	-1.9%	2.4%
<i>QoQ(%)</i>	흑전	-52.9%	적전	적지	흑전	31.7%	-15.3%	-17.7%		0.0%	0.0%	0.0%
<i>YoY(%)</i>	21.9%	17.8%	적전	적지	-41.7%	62.9%	흑전	흑전		-87.8%	적전	흑전

자료: 교보증권 리서치센터

[효성첨단소재 298050]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	0	1,767	3,054	3,154	3,336
매출원가	0	1,585	2,691	2,778	2,934
매출총이익	0	183	363	376	403
매출총이익률 (%)	na	10.3	11.9	11.9	12.1
판매비와관리비	0	119	205	211	224
영업이익	0	64	158	165	179
영업이익률 (%)	na	3.6	5.2	5.2	5.4
EBITDA	0	178	260	256	261
EBITDA Margin (%)	na	10.1	8.5	8.1	7.8
영업외손익	0	-70	-49	-42	-41
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	21	17	16	17
금융비용	0	-80	-53	-45	-45
기타	0	-11	-13	-13	-13
법인세비용차감전순이익	0	-5	48	107	122
법인세비용	0	18	-162	-361	-409
계속사업순이익	0	-24	-57	75	85
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-24	-57	75	85
당기순이익률 (%)	na	-1.3	-1.9	2.4	2.5
비지배지분순이익	0	3	6	-9	-10
지배지분순이익	0	-26	-63	83	94
지배순이익률 (%)	na	-1.5	-2.1	2.6	2.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	2	2	2	2
포괄순이익	0	-21	-54	77	87
비지배지분포괄이익	0	4	11	-16	-18
지배지분포괄이익	0	-26	-65	94	106

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0	91	412	194	186
당기순이익	0	0	-57	75	85
비현금항목의 가감	0	185	-8	-225	-284
감가상각비	0	114	102	91	82
외환손익	0	20	1	1	1
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	51	-111	-317	-366
자산부채의 증감	0	-23	347	9	1
기타현금흐름	0	-71	129	335	384
투자활동 현금흐름	0	-104	1	1	1
투자자산	0	3	0	0	0
유형자산	0	-107	0	0	0
기타	0	0	1	1	1
재무활동 현금흐름	0	-192	-4	-391	12
단기차입금	0	-9	-9	-9	-9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-181	-181	-181	-181
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	-2	186	-202	202
현금의 증감	0	-206	351	-209	190
기초 현금	0	291	85	435	226
기말 현금	0	85	435	226	416
NOPLAT	0	280	691	719	782
FCF	0	264	1,140	819	864

주: 2017 년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 효성첨단소재, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	0	1,031	1,240	1,056	1,290
현금및현금성자산	0	85	435	226	416
매출채권 및 기타채권	0	443	332	342	360
재고자산	0	467	436	451	477
기타유동자산	0	37	37	37	37
비유동자산	0	1,504	1,402	1,310	1,229
유형자산	0	1,197	1,095	1,004	922
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	1	1	1	1
기타비유동자산	0	306	306	306	306
자산총계	0	2,535	2,642	2,366	2,518
유동부채	0	1,475	1,839	1,643	1,861
매입채무 및 기타채무	0	369	557	572	598
차입금	0	1,073	1,063	1,054	1,044
유동성채무	0	16	202	0	202
기타유동부채	0	17	17	17	17
비유동부채	0	594	413	233	52
차입금	0	254	73	-107	-288
사채	0	299	299	299	299
기타비유동부채	0	41	41	41	41
부채총계	0	2,069	2,252	1,875	1,914
지배지분	0	386	323	406	501
자본금	0	22	22	22	22
자본잉여금	0	384	384	384	384
이익잉여금	0	-27	-90	-6	88
기타자본변동	0	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	80	67	84	104
자본총계	0	466	390	491	605
총차입금	0	1,643	1,639	1,247	1,259

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	0	-10,218	-14,055	18,613	21,085
PER	0.0	-10.1	-7.9	5.0	4.4
BPS	0	86,118	72,063	90,677	111,762
PBR	0.0	1.2	1.5	1.0	0.8
EBITDAPS	0	68,756	58,096	57,179	58,222
EV/EBITDA	0.0	11.8	6.8	5.9	5.2
SPS	0	682,486	681,637	704,054	744,756
PSR	0.0	0.2	0.2	0.1	0.1
CFPS	0	101,912	254,446	182,886	192,855
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	NA	NA	72.8	3.3	5.8
영업이익 증가율	NA	NA	146.8	4.2	8.6
순이익 증가율	NA	NA	적지	흑전	13.3
수익성					
ROIC	0.0	30.1	42.0	51.9	59.5
ROA	0.0	-2.1	-2.4	3.3	3.9
ROE	0.0	-13.7	-17.8	22.9	20.8
안정성					
부채비율	0.0	443.9	577.6	382.2	316.4
순차입금비율	0.0	64.8	62.0	52.7	50.0
이자보상배율	0.0	1.8	4.5	6.2	6.6

Company Analysis

효성티앤씨 298020

Feb 24, 2020

연간 7% 성장하는 시장의 글로벌 1위 기업

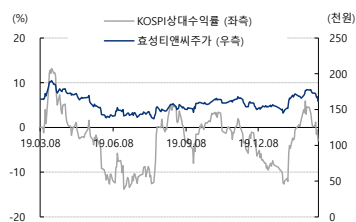
Buy (신규)

TP 225,000 원 (신규)

Company Data

현재가(01/31)	161,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	190,500 원
52 주 최저가(보통주)	137,000 원
KOSPI (01/31)	2,162.84p
KOSDAQ (01/31)	667.99p
자본금	216 억원
시가총액	6,989 억원
발행주식수(보통주)	433 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	0.9 만주
평균거래대금(60 일)	16 억원
외국인지분(보통주)	12.72%
주요주주	
효성 외 5 인	43.90%
국민연금공단	15.57%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	2.9	-8.5
상대주가	-0.2	-6.6	-5.7



정유/화학/태양광 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

경쟁사 대비 압도적인 1위의 품격

효성티앤씨 스판덱스 부문의 장점은 크게 1) 글로벌 설비 규모 1위(효성첨단소재 포함) 2) 범용 대비 높은 프리미엄 판가 3) 원재료인 PTMG 내재화 4) 글로벌 전역에 분포하는 스판덱스 설비 등이다. 효성의 스판덱스 설비 규모는 30만톤/년(효성첨단소재의 베트남 스판덱스 5만톤/년 포함)으로 글로벌 M/S는 30% 내외이다. 또한 효성의 제품은 원사가 잘 끊어지지 않는 고품질로 인정 받아 범용 제품 대비 30% 이상의 프리미엄을 받고 있으며 원재료인 PTMG 설비를 내재화하여 경쟁사 대비 수익성이 높다. 마지막으로 중국 로컬 비즈니스에 집중하고 있는 경쟁사와 달리 효성티앤씨는 5개 국가에 모두 생산 설비를 갖추고 있어 향후 중국 외 신흥국 수요 성장의 과실을 누릴 수 있다.

안정적인 스판덱스 수급 유지될 것

스판덱스 수요는 스포츠웨어, 애슬레저 의류의 인기가 높아지며 연간 7%씩 꾸준히 성장하고 있다. 연간 100만톤/년 내외의 스판덱스 수요가 존재하는 걸 감안할 때 자연 수요 성장률은 최소 7만톤/년 수준이다. 반면 예상되는 2020년 증설 규모는 최소 3만톤/년에서 최대 7만톤/년 수준으로 추정된다. 2019년부터 대부분의 화학 제품이 수급 악화에 따른 부진한 마진이 이어지고 있는 것과는 달리 스판덱스 시장은 2020년 양호한 수급이 유지될 것으로 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 225,000원

투자의견 BUY, 목표주가는 22.5만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 멀티플은 한국 화학/화학 업체 평균 EV/EBITDA 4~5배를 참고하였다. 스판덱스 시장의 글로벌 2위인 Zhejiang Huafeng의 EV/EBITDA가 10배 이상을 상회하는 것을 감안할 때 효성티앤씨의 현재의 기업가치는 현저한 저평가 상황이다. 연간 7% 성장하는 시장의 글로벌 1위 기업에는 그에 걸맞는 대접이 필요하다고 판단한다.

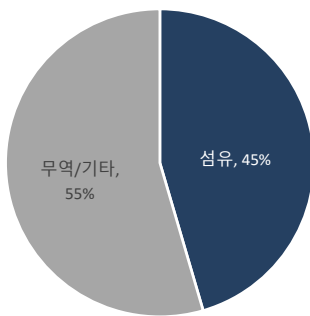
Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2017.12	2018.12	2019.12E	2020.12E	2021.12E
매출액(십억원)	0	3,359	5,983	5,941	6,017
YoY(%)	NA	NA	78.1	-0.7	1.3
영업이익(십억원)	0	125	323	367	375
OP 마진(%)	0.0	3.7	5.4	6.2	6.2
순이익(십억원)	0	31	122	188	199
EPS(원)	0	8,492	21,513	33,830	35,903
YoY(%)	0.0	0.0	153.3	57.3	6.1
PER(배)	0.0	21.8	7.2	4.8	4.5
PCR(배)	0.0	2.3	2.0	1.8	1.8
PBR(배)	0.0	2.0	1.4	1.1	0.9
EV/EBITDA(배)	0.0	11.7	4.6	3.8	3.3
ROE(%)	0.0	10.5	20.8	26.0	21.9

1. 효성티앤씨의 매출 구조

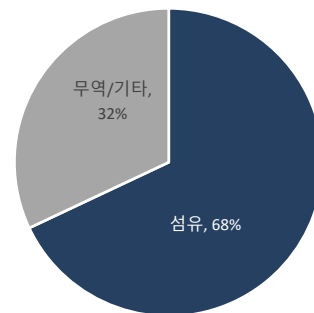
효성티앤씨의 주력 제품은 PTMG/스판덱스 부문이며 이외에 의류용 폴리에스터/나일론, 무역, PET T/C, NF3 등을 보유하고 있다. 의류용 섬유 부문은 전사 영업이익의 68%를 차지하며 이 중에서도 스판덱스의 이익기여가 절대적이다. 반면 무역, PET T/C, NF3 실적이 포함된 무역/기타 부문은 3조원 이상의 매출을 기록하는 등 외형은 크나 수익성은 낮은 편이다. 특히 중장기적으로 계열사로의 매각이 예정된 동나이 법인의 PET T/C 설비와 취저우의 NF3 설비를 제외하면 무역/기타 부문이 이익에 미치는 영향은 제한적이다.

[도표 4] 효성티앤씨 부문별 매출 비중(2019년 기준)



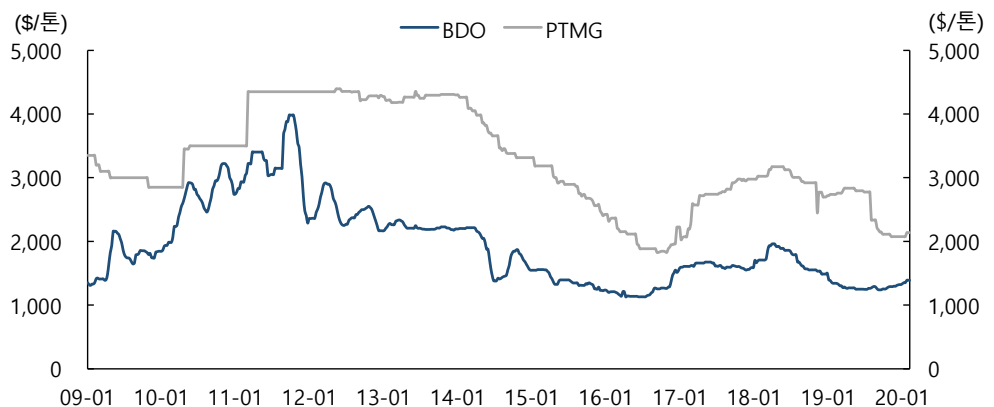
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 효성티앤씨 부문별 영업이익 비중(2019년 기준)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 143] 스판덱스의 원재료인 PTMG/BDO 가격 추이

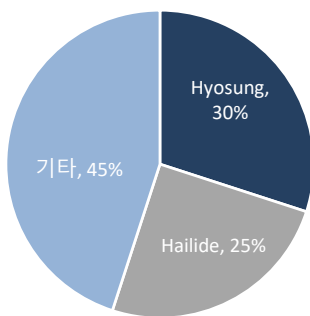


자료: 씨스캠, 교보증권 리서치센터

2. 1 등의 수익성 개선이 가장 빠르다

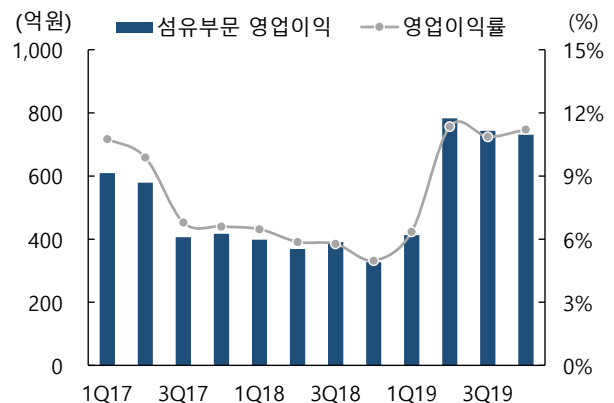
효성티앤씨 스판텍스 부문의 장점은 크게 1) 글로벌 설비 규모 1위(효성첨단소재 포함) 2) 범용 대비 높은 프리미엄 평가 3) 원재료인 PTMG 내재화 4) 글로벌 전역에 분포하는 스판텍스 설비 등이다. 효성의 스판텍스 설비 규모는 30만톤/년(효성첨단소재의 베트남 스판텍스 5만톤/년 포함)으로 글로벌 M/S는 30% 내외로 2위인 Huafeng의 25만톤/년을 앞선다. 또한 효성의 제품은 원사가 잘 끊어지지 않는 고품질로 인정 받아 범용 제품 대비 30% 이상의 프리미엄을 받고 있으며 원재료인 PTMG 설비를 내재화하여 경쟁사 대비 수익성이 높다. 마지막으로 중국 로컬 비즈니스에 집중하고 있는 경쟁사와 달리 효성티앤씨는 5개 국가에 모두 생산 설비를 갖추고 있어 향후 중국 외 신흥국 수요 성장의 과실을 누릴 수 있다.

[도표 4] 효성티앤씨의 글로벌 스판텍스 M/S 비중



자료: 산업자료, 교보증권 리서치센터

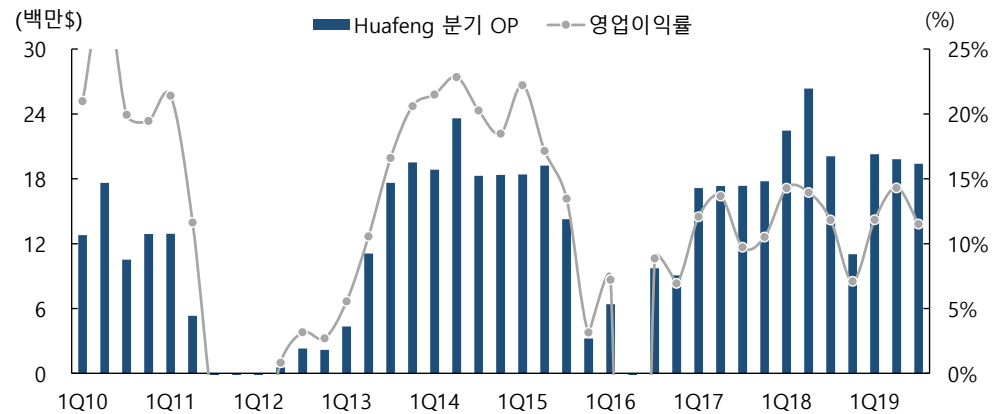
[도표 5] 효성티앤씨 섬유 부문 영업이익 실적 추이



자료: 교보증권 리서치센터

효성티앤씨의 스판텍스 실적은 2Q19부터 개선되었으며 이는 원재료인 BDO 가격 하락 및 프리미엄 평가 영향으로 판단된다. 2Q19부터 BDO 가격은 1,200\$/톤대로 하락한 뒤 연중 비슷한 수준을 유지하며 효성티앤씨의 원재료 부담이 크게 낮아졌다. 또한 스판텍스 시장 부진이 지속되며 중소형 스판텍스 메이커들은 가동률을 내릴 수 밖에 없었으나 효성은 프리미엄 평가 영향으로 가동률 및 수익성을 방어할 수 있었다.

[도표 143] 저장화평 분기별 실적 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 143] 저장화평 주가 추이

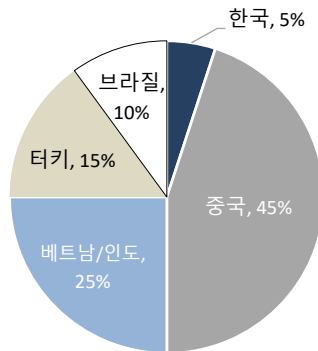


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

3. 신흥국 수요 성장은 효성티앤씨 몫

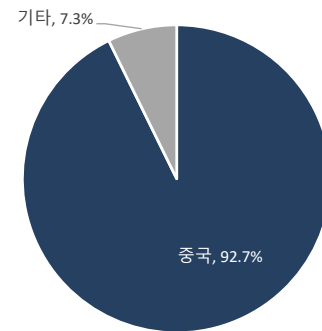
효성티앤씨의 스판텍스 설비는 글로벌 각지에 분포하고 있다. 최대 섬유 생산국인 중국의 설비 규모가 가장 크며 베트남, 터키, 브라질 등에도 설비가 있다. 반면 경쟁사인 중국 스판텍스 업체들은 자국 로컬 비즈니스에 집중하고 있다. 현재 중국의 섬유 수요가 견조하긴 하나 신흥국의 섬유 수요 역시 꾸준히 성장하고 있고 중국 스판텍스 업체들은 해외 스판텍스 생산 경험이 부족한 점을 감안할 때 중국 이외의 신흥국 수요는 효성티앤씨의 몫이 될 가능성이 크다.

[도표 4] 효성티앤씨 스판덱스 설비 비중



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] Huafeng Spandex 지역별 매출



자료: 교보증권 리서치센터

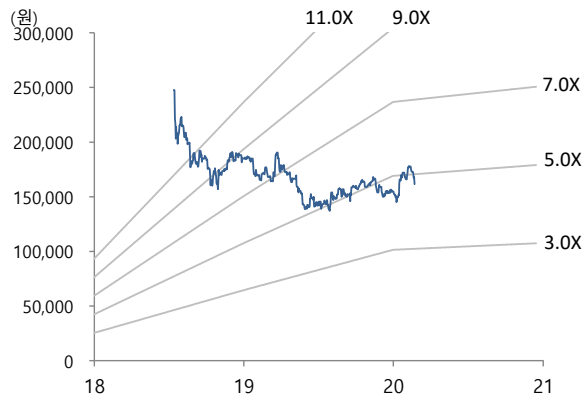
실적 추정

[표 4] 효성첨단소재 실적 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F		2018	2019P	2020F
매출액	650	690	684	652	569	678	691	679		5,662	5,983	5,941
QoQ(%)	-0.9%	6.1%	-0.9%	-4.6%	-12.8%	19.1%	1.9%	-1.6%				
YoY(%)	-51.5%	9.7%	1.2%	-0.6%	-12.5%	-1.7%	1.1%	4.2%			5.7%	-0.7%
섬유	650	690	684	652	569	678	691	679		2,575	2,675	2,617
무역/기타	760	842	887	818	764	846	892	822		3,088	3,308	3,324
영업이익	55	92	92	84	75	97	99	97		218	323	367
OPM(%)	8.4%	13.4%	13.5%	12.8%	13.1%	14.3%	14.3%	14.3%		3.9%	5.4%	6.2%
QoQ(%)	32.1%	68.9%	-0.2%	-9.3%	-10.5%	29.2%	2.4%	-2.2%				
YoY(%)	-4.9%	58.5%	50.9%	101.9%	36.7%	4.6%	7.4%	15.8%			47.9%	13.7%
섬유	41	78	74	73	61	82	84	81		148	267	308
OPM(%)	6.4%	11.4%	10.9%	11.2%	10.7%	12.1%	12.2%	12.0%		5.8%	10.0%	11.8%
QoQ(%)	26.3%	89.6%	-5.1%	-1.6%	-16.8%	35.1%	2.3%	-3.2%				
YoY(%)	3.8%	112.2%	90.5%	123.5%	47.2%	4.9%	13.1%	11.3%			79.9%	15.5%
무역/기타	13	14	18	11	14	15	15	16		70	56	59
OPM(%)	1.8%	1.7%	2.0%	1.3%	1.8%	1.7%	1.7%	1.9%		2.3%	1.7%	1.8%
QoQ(%)	54.0%	5.2%	27.0%	-41.3%	33.3%	3.6%	3.4%	3.3%				
YoY(%)	-24.3%	-34.1%	-19.0%	20.7%	4.5%	2.8%	-16.2%	47.6%			-20.0%	5.5%
당기순이익	32	49	-1	42	35	50	52	50		43	122	188
이익률(%)	4.9%	7.1%	-0.2%	6.5%	6.2%	7.4%	7.5%	7.4%		0.8%	2.0%	3.2%
QoQ(%)	276.2%	56.0%	적전	흑전	-16.9%	43.7%	3.3%	-2.9%				
YoY(%)	-17.3%	383.3%	적지	401.2%	10.7%	2.0%	흑전	19.8%			184.8%	53.9%

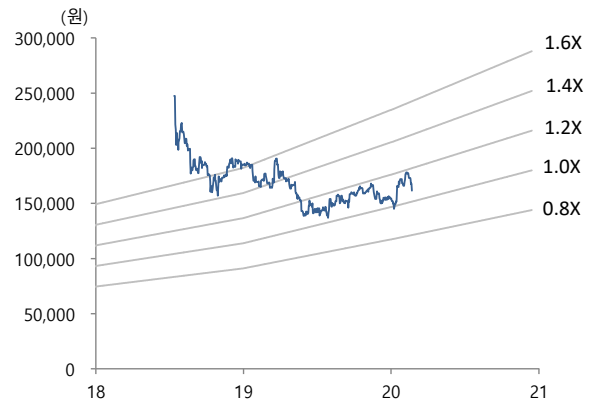
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 효성티앤씨 PER 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 효성티앤씨 PBR 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

목표주가

[표 1] 효성티앤씨 목표주가 산출(단위: 십억원, 원)

	영업이익	감가상각비	EBITDA	Multiple	합계	Multiple 기준
전사 기준	367	200	567	4.8	2,722	
영업자산 가치					2,722	
20e 순부채					1,700	
20e 기업가치					1,022	
할인율					4%	
현재 기업가치					981	
주식수(천)					4,328	
목표주가(원)					225,000	
종가(02/21)					161,500	
업사이드					39.3%	

자료: 교보증권 리서치센터

[효성티앤씨 298020]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	0	3,359	5,983	5,941	6,017
매출원가	0	3,103	5,430	5,334	5,392
매출총이익	0	256	553	607	625
매출총이익률 (%)	na	7.6	9.2	10.2	10.4
판매비와관리비	0	131	230	240	250
영업이익	0	125	323	367	375
영업이익률 (%)	na	3.7	5.4	6.2	6.2
EBITDA	0	229	419	456	456
EBITDA Margin (%)	na	6.8	7.0	7.7	7.6
영업외손익	0	-77	-43	-38	-33
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	55	43	43	45
금융비용	0	-133	-88	-82	-80
기타	0	2	2	2	2
법인세비용차감전순이익	0	48	279	330	341
법인세비용	0	17	98	115	119
계속사업순이익	0	31	122	188	199
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	31	122	188	199
당기순이익률 (%)	na	0.9	2.0	3.2	3.3
비지배지분순이익	0	10	29	41	44
지배지분순이익	0	21	93	146	155
지배순이익률 (%)	na	0.6	1.6	2.5	2.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-19	-19	-19	-19
포괄순이익	0	13	103	169	180
비지배지분포괄이익	0	11	87	143	153
지배지분포괄이익	0	2	16	26	28

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0	116	624	295	317
당기순이익	0	0	122	188	199
비현금항목의 가감	0	177	241	245	238
감가상각비	0	104	96	89	82
외환손익	0	24	7	7	7
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	49	138	149	149
자산부채의 증감	0	-58	393	7	24
기타현금흐름	0	-3	-133	-144	-144
투자활동 현금흐름	0	-150	0	0	0
투자자산	0	-11	0	0	0
유형자산	0	-177	0	0	0
기타	0	38	0	0	0
재무활동 현금흐름	0	-164	-184	-239	-91
단기차입금	0	-311	-311	-311	-311
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	151	151	151	151
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-4	-4	-4
기타	0	-3	-19	-74	74
현금의 증감	0	-199	441	19	188
기초 현금	0	283	85	526	545
기말 현금	0	85	526	545	733
NOPLAT	0	81	210	239	243
FCF	0	-50	699	334	349

주: 2017 년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 효성티앤씨, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	0	1,428	1,869	1,889	2,076
현금및현금성자산	0	85	526	545	733
매출채권 및 기타채권	0	772	772	772	772
재고자산	0	517	517	517	517
기타유동자산	0	54	54	54	54
비유동자산	0	1,711	1,578	1,489	1,407
유형자산	0	1,440	1,344	1,255	1,173
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	0	39	1	1	1
기타비유동자산	0	233	233	233	233
자산총계	0	3,139	3,447	3,378	3,484
유동부채	0	1,995	2,045	1,653	1,427
매입채무 및 기타채무	0	643	1,024	1,018	1,029
차입금	0	1,232	920	609	298
유동성채무	0	93	74	0	74
기타유동부채	0	26	26	26	26
비유동부채	0	657	808	958	1,109
차입금	0	574	724	875	1,025
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	84	84	84	84
부채총계	0	2,652	2,853	2,612	2,536
지배지분	0	404	493	635	786
자본금	0	22	22	22	22
자본잉여금	0	406	406	406	406
이익잉여금	0	19	108	250	401
기타자본변동	0	-3	-3	-3	-3
비지배지분	0	83	102	131	162
자본총계	0	487	594	766	948
총차입금	0	1,899	1,719	1,484	1,397

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	0	8,492	21,513	33,830	35,903
PER	0.0	21.8	7.2	4.8	4.5
BPS	0	93,276	113,876	146,709	181,614
PBR	0.0	2.0	1.4	1.1	0.9
EBITDAPS	0	91,604	96,798	105,325	105,429
EV/EBITDA	0.0	11.7	4.6	3.8	3.3
SPS	0	1,342,691	1,382,542	1,372,828	1,390,277
PSR	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	0	-19,936	161,597	77,139	80,590
DPS	0	1,000	1,000	1,000	1,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	NA	NA	78.1	-0.7	1.3
영업이익 증가율	NA	NA	158.2	13.7	2.0
순이익 증가율	NA	NA	287.0	54.0	6.1
수익성					
ROIC	0.0	7.5	10.9	14.5	15.6
ROA	0.0	1.4	2.8	4.3	4.5
ROE	0.0	10.5	20.8	26.0	21.9
안정성					
부채비율	0.0	544.7	479.9	341.0	267.5
순차입금비율	0.0	60.5	49.9	43.9	40.1
이자보상배율	0.0	2.7	7.8	10.3	11.2

Company Analysis

효성화학 298000

Feb 24, 2019

기업가치에 점진적으로 반영될 베트남 증설 효과

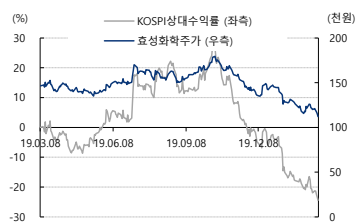
Buy (신규)

TP 140,000 원 (신규)

Company Data

현재가(01/31)	112,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	179,500 원
52 주 최저가(보통주)	112,000 원
KOSPI (01/31)	2,162.84p
KOSDAQ (01/31)	667.99p
자본금	160 억원
시가총액	3,573 억원
발행주식수(보통주)	319 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	12 만주
평균거래대금(60 일)	14 억원
외국인지분(보통주)	10.96%
주요주주	
효성 외 6 인	43.76%
국민연금공단	11.66%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.2	-31.1	-31.1
상대주가	-10.1	-37.4	-29.0



정유/화학/태양광 김정현

3771-9351, jh.kim@iprovest.com

수요 부진의 안전지대, PP/DH

베트남 PP/DH 60만톤/년 전체 완공이 약 1년 앞으로 다가왔다. 설비 완공 후 효성화학의 전체 PP 설비는 123만톤/년 규모로 현재 대비 약 2배 수준에 이르게 된다. 전체 설비 중 PP #1 30만톤/년 설비는 PDH에 앞서 조기에 준공하였으며 이를 통해 범용 제품 대비 프리미엄을 받는 효성화학 PP 특화 제품의 동남아시아 시장 진출을 추진하고 있다. PP/DH의 장기 시황 역시 긍정적이다. 단기적으로는 아랍코의 프로판 가격 경쟁력이 큰 상황이나 미국의 LPG 수출이 구조적으로 증가하고 있어 아시아 가격 역시 동반 하락할 가능성이 크다. 또한 아직 전체 프로필렌 생산량중 중 PP/DH 생산 비중 10%에 불과해 프로판 가격 하락에 따른 공급 증가 부담도 비교적 적다.

PTA, 수익성은 소폭 상승할 것

효성화학은 PP/DH 이외에 PTA, NF3, 폴리케톤, 필름 사업부 등을 가지고 있다. 하반기부터 중국의 대규모 PTA 증설이 예정되어 있어 추가적인 마진 악화가 불가피해보이나 나머지 NF3, 폴리케톤, 필름 사업부 모두 증익이 예상된다. NF3는 부산물로 생산되는 F2N2 가스의 추가적인 판매 증가가 예상되며 필름 사업부 역시 설비 내용 연수 종료에 따른 회계상 증익이 기대된다. 폴리케톤 사업부 역시 판매량 증가에 따른 소폭 증익이 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원 제시

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 멀티플은 한국 화학 기업 EV/EBITDA 4~5배의 20% 할인한 6배를 적용하였다. 멀티플 상향의 근거는 베트남의 대규모 투자가 예정되어 있어 순차입금은 증가할 것으로 보이나 2021년 하반기부터 이익이 70% 이상 큰 폭으로 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 큰 폭의 증익과 함께 재무구조도 빠르게 개선될 것을 판단한다.

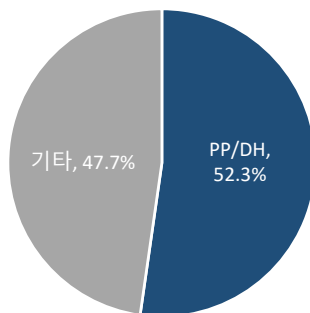
Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2017.12	2018.12	2019.12E	2020.12E	2021.12E
매출액(십억원)	0	1,117	1,813	2,018	2,332
YoY(%)	NA	NA	62.3	11.3	15.5
영업이익(십억원)	0	65	154	126	204
OP 마진(%)	0.0	5.8	8.5	6.2	8.7
순이익(십억원)	0	20	88	52	106
EPS(원)	0	11,059	27,530	16,325	33,265
YoY(%)	0.0	0.0	148.9	-40.7	103.8
PER(배)	0.0	12.8	5.2	6.9	3.4
PCR(배)	0.0	1.9	2.0	2.1	1.5
PBR(배)	0.0	1.2	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	0.0	8.8	4.6	4.2	2.3
ROE(%)	0.0	11.1	21.4	10.9	19.2

1. 회사 개요

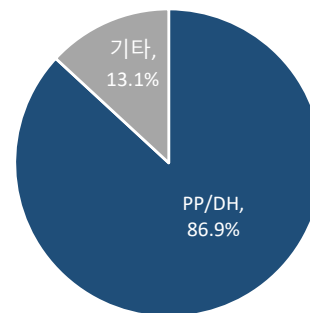
효성화학의 주요 제품은 합성수지인 PP/DH, 화섬의 원료인 PTA, 반도체 에칭가스인 NF3, 옵티컬, 폴리케톤 등이며 이 중 PP/DH 부문이 전사 영업이익의 대부분을 차지하고 있다. 현재 효성화학의 PP/DH는 PDH 프로필렌 50만톤/년과 PP 93만톤/년(베트남 PP 30만톤/년 포함)으로 구성되어 있다. PTA는 42만톤/년 규모이며 PET 수지를 제조하는 효성첨단소재에 내부 거래를 통해 판매한다. PTA 부문은 일시적 비용 발생과 시황 악화에 따라 4분기부터 적자 전환된 것으로 추정된다. 또한 반도체 에칭가스로 사용되는 NF3 4,800톤/과 옵티컬 필름 부문은 견조한 수익성을 유지하고 있으며 폴리케톤의 경우 연간 200억 내외로 적자를 기록하고 있는 것으로 추정된다.

[도표 1] 효성화학 사업부별 매출 구성(2019년 기준)



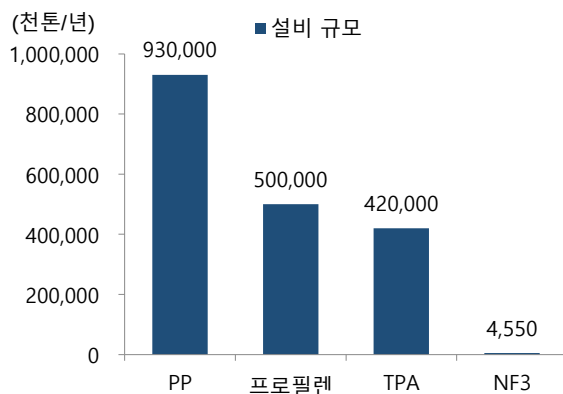
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 효성화학 사업부별 영업이익 구성(2019년 기준)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 효성화학 제품별 Capa



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 효성화학 주요 제품 중 옵티컬 필름



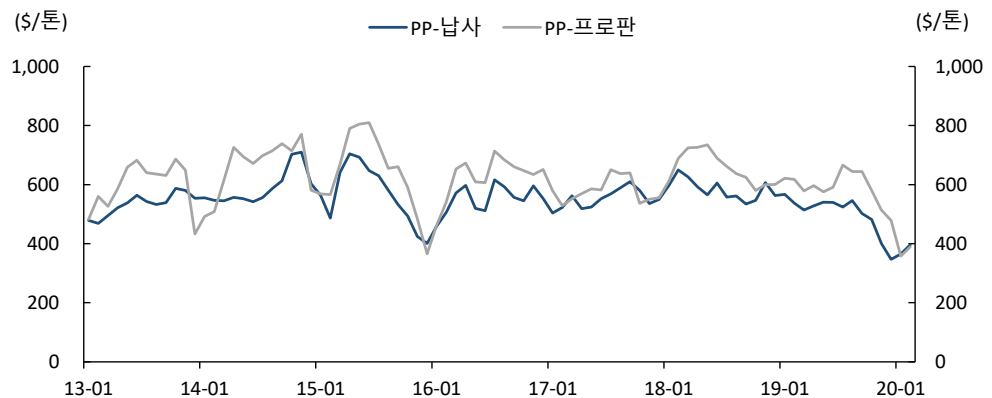
자료: 효성화학, 교보증권 리서치센터

2. 효성화학은 PP/DH의 구조적 성장 수혜를 누릴 준비 중

2-1. 미국 프로판 수출 증가에 따라 PP/DH 원재료 부담 낮아질 것

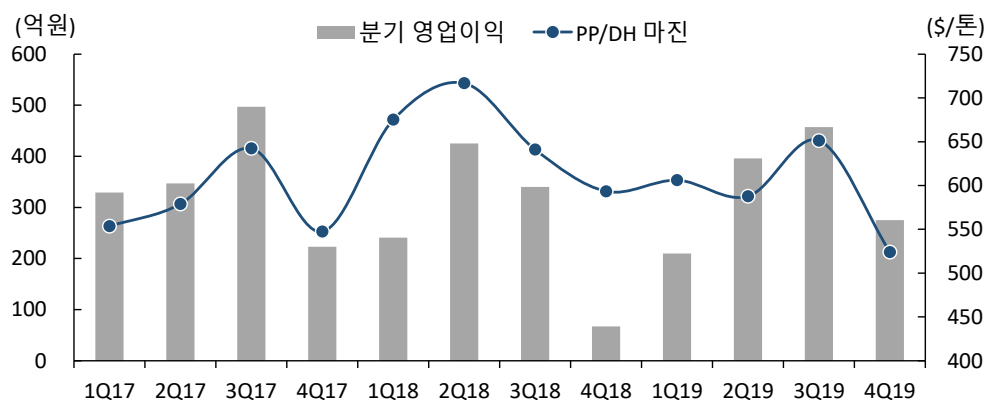
화학 시장 부진이 이어지며 PP-납사 마진, PP-프로판 마진 모두 7년래 최저 수준에서 머무르고 있다. 일시적으로 사우디 프로판 가격이 단기 하락하며 PP-프로판 마진이 높아지기도 하나 현재는 양 마진이 모두 부진하다. 단기적으로는 납사 대비 아람코 프로판의 원재료 가격 경쟁력이 낮아져 NCC와 비교한 PP/DH의 장점이 부각되기는 힘든 시점이다.

[도표 142] 글로벌 LPG 수출 전망



자료: IHS, 교보증권 리서치센터

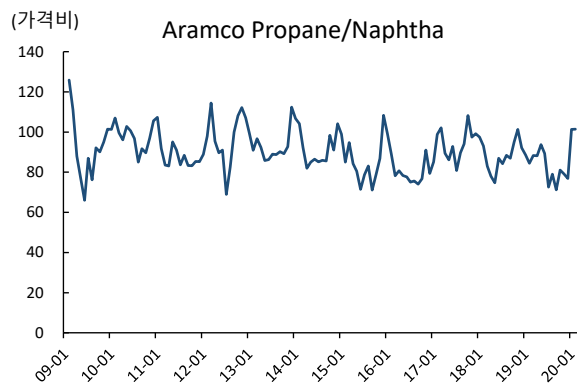
[도표 142] 효성화학 PP/DH 부문 영업이익 추이



자료: 교보증권 리서치센터

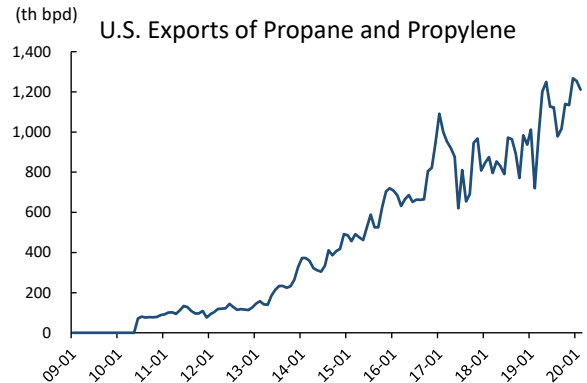
하지만 구조적인 프로판 공급 과잉은 장기적으로 이어질 것이다. 아람코 가격 대비 미국 프로판 가격의 상대적 가격 할인 현상이 심화되며 미국 프로판 수출량이 꾸준히 증가할 것으로 예상하기 때문이다. 또한 미국은 가스 재처리 과정의 LPG 생산량은 증가할 수 밖에 없고 이를 소화할 수 있는 미국 내 수요 역시 한정적이기 때문에 해외 수출로 공급 과잉 현상을 해소할 가능성이 높다. 또한 미국뿐만 아니라 글로벌 LPG 수출 역시 꾸준히 증가할 것으로 예상되며 아람코의 프로판 가격 결정력은 점진적으로 낮아질 것으로 판단된다.

[도표 140] 아시아 프로판 가격과 납사 가격 비교



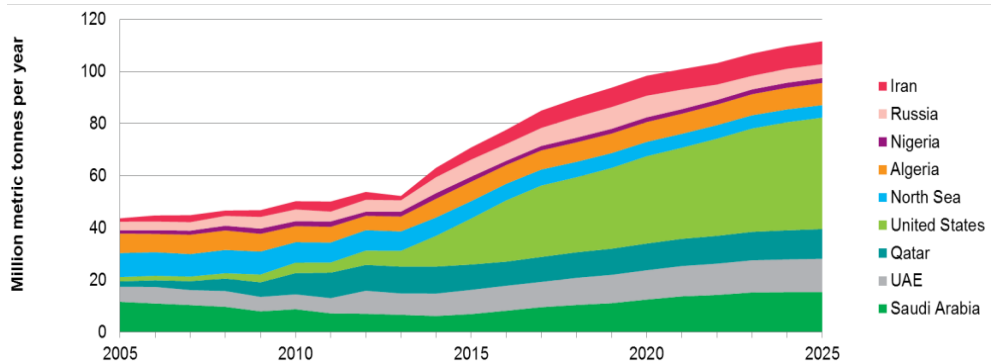
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 141] 미국 프로판/프로필렌 수출 추이



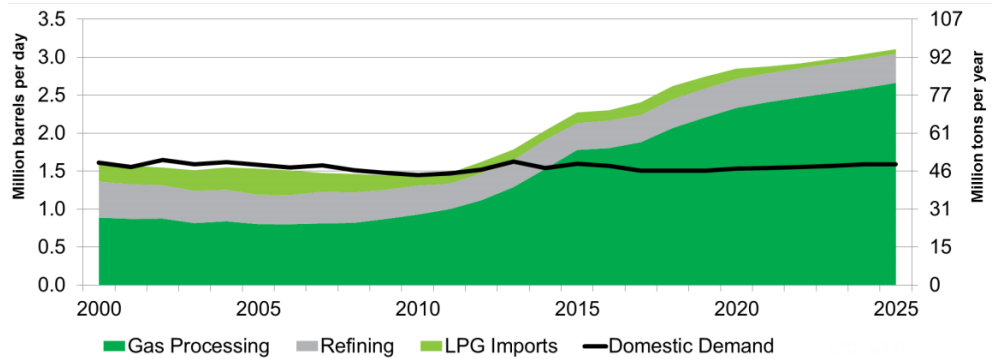
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 142] 글로벌 LPG 수출 전망



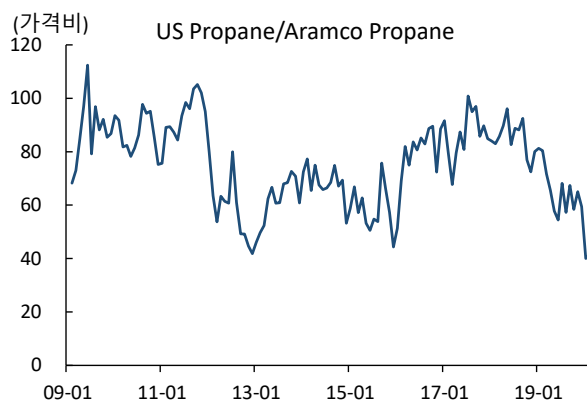
자료: IHS, 교보증권 리서치센터

[도표 143] 미국의 LPG 수급 상황



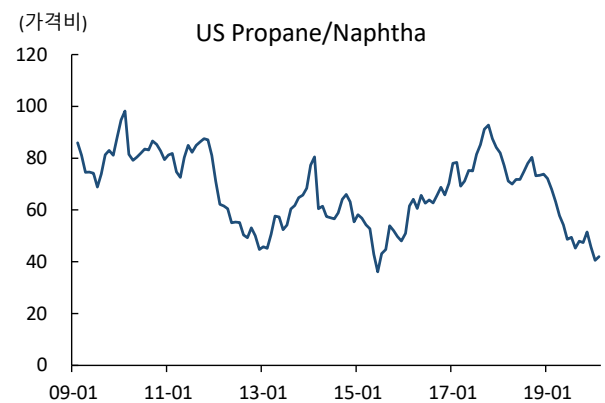
자료: IHS, 교보증권 리서치센터

[도표 140] 미국과 사우디 프로판 가격 비교



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 141] 미국 프로판과 아시아 납사 가격 비교



자료: 교보증권 리서치센터

2-2. 프리미엄 가격을 받는 효성화학의 특화제품

효성화학의 PP 63만톤/년(베트남 제외) 설비 중 46만톤/년 설비는 특화 제품을 생산한다. 특화 제품은 범용 제품의 물성을 개선한 제품으로 프리미엄 가격을 받을 수 있는 제품을 일컫는다. 효성의 특화 제품은 1990년 처음 PP/DH 설비 가동을 시작한 후 지속적인 기술 개발을 통해 물성을 개선해온 결과이며 범용 PP 수지보다 특화제품의 내구 연한 등이 길어 건설현장 등에서 선호되고 있기 때문이다.

[도표 140] 효성화학 건설용 특화 제품



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 141] 효성화학 의료용 특화 제품



자료: 교보증권 리서치센터

2-3. 장기성장성을 담보할 베트남 PP/DH 증설

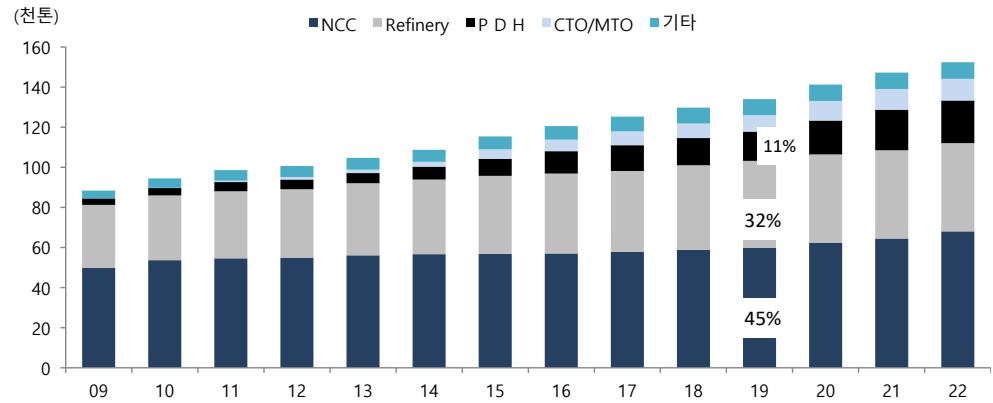
효성화학의 PP/DH 투자 완공 시점이 다가오고 있다. PP #1 30만톤/년은 준공이 완료되어 2월부터 가동 예정이며 2021년 하반기부터 프로필렌 60만톤/년(PDH)과 PP #2 30만톤/년이 풀 가동이 예정되어 있다. 단기적으로 PP #1에 프로필렌을 공급할 Rapid NCC 설비 가동이 지연되면서 원재료 조달에 차질이 발생한 상황이나 하반기부터는 정상적으로 프로필렌이 공급되며 안정적인 수익성을 기록할 것으로 예상된다.

[표 4] 효성화학 베트남 프로젝트 일정 Update

구분	프로판 도입 규모	인프라	PP/DH 생산 설비
설비(제품)	프로판 115 만톤/년/수입	부두 프로판 24 만톤 저장시설	PDH 60 만톤/년 PP 60 만톤/년
일정	2020 년 말		2H21 풀 가동 #1 20 년 2 월 가동 예정 전망 #2 2H21 풀 가동 전망
비고	75 만톤/년 PDH 투입 40 만톤/년 LPG 유통	LPG 대형 수송선 접안 가능한 부두 건설	1 차 필요 프로필렌 30 만톤/년 말레이시아 Rapid 조달 예정. 다만 3 개월 지연.

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 139] 프로필렌 생산방법별 프로필렌 수급 전망

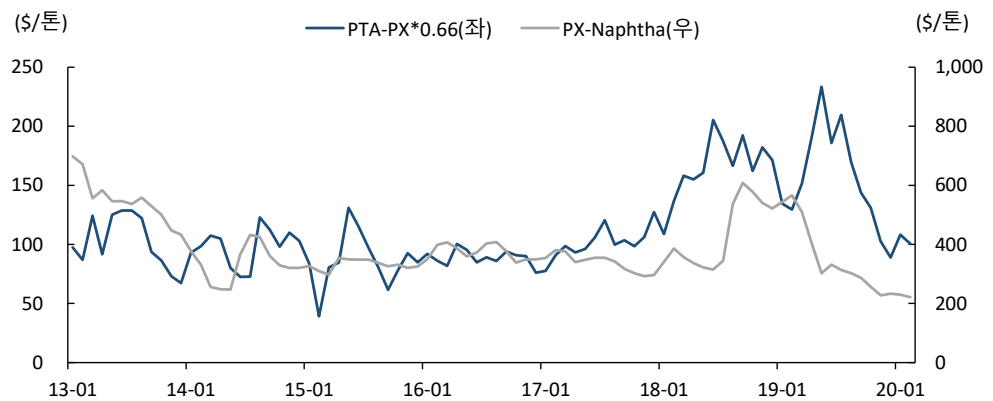


자료: 교보증권 리서치센터

3. PTA 시장 부진하나 실적에 영향은 적어

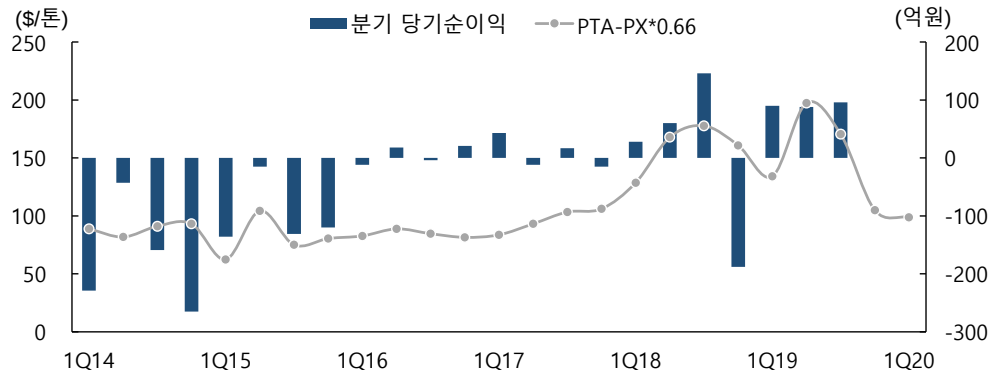
중국의 섬유 제품 자급화율 상향에 따라 PTA-PX 마진 부진이 이어지고 있다. 현재 PTA-PX 마진은 2014~15년 PTA 메이커들이 대규모 적자를 기록하던 수준까지 하락하였다. 2020년 하반기 대규모 PTA 설비의 신규 가동이 예정되어 있어 당분간 시장 부진이 이어질 것으로 예상된다. 다만 효성화학은 계열사인 효성첨단소재로 PTA를 판매해 일정 마진을 확보 고하 있어 다른 PTA 기업 대비 시장 부진의 영향은 적다.

[도표 139] PTA/PX 마진 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 139] 삼남석유화학(PTA 100 만톤/년) 분기별 실적과 PTA 마진



자료: 교보증권 리서치센터

[표 1] 2020 년 중국 PTA 신규 설비

가동 시기	기업	설비 규모(천톤/년)	비고
12 월말/1 월초	Xinjiang Zhongtai Kunyu	1,200	2019 년 9 월 테스트
2020 년 초	Zhejiang Yisheng	3,300	
2020 년 3 분기	Xinfengming(Dushan, Tonxang)	2,200	
2020 년	Hengli	2,500	
2020 년	Formosa	1,500	

자료: Bloomberg, 산업자료, 교보증권 리서치센터

5. NF3 이익률 개선 이어져

효성화학 NF3 설비는 4,800톤/년 규모로 전체 글로벌 시장 점유율은 20% 수준으로 추정된다. 2019년 NF3 사업부의 실적은 전년대비 크게 개선되었으며 이는 NF3 생산시 부산물로 정제되는 F2N2의 이익기여가 증가했기 때문이다. 2020년에도 F2N2의 이익은 추가적으로 증가할 것으로 예상된다. 참고로 NF3/F2N2는 반도체/디스플레이 제조 과정에서 이물질들을 세척할 때 사용하는 특수가스로 주요 고객은 삼성전자/삼성디스플레이/LG디스플레이와 중국 회사 등이다.

[도표 140] 효성화학 NF3



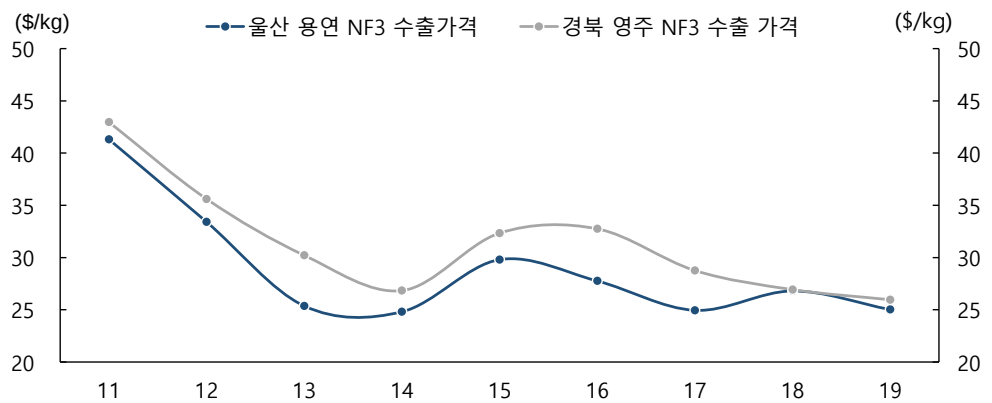
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 141] 효성화학 F2N2



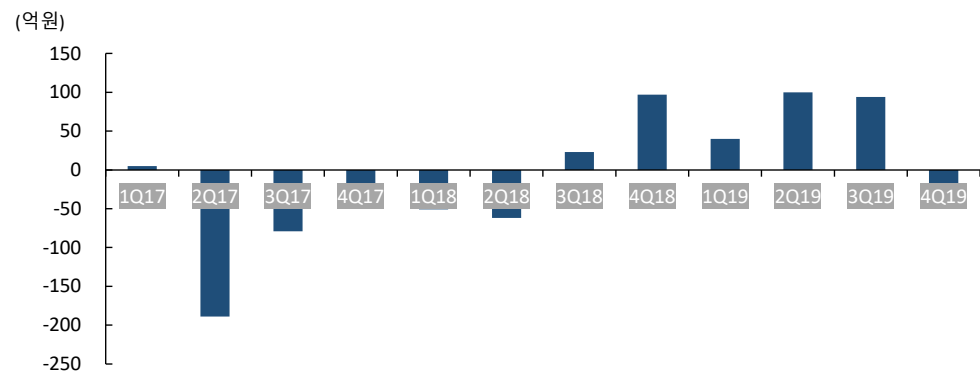
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 139] NF3 수출 가격 비교



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 139] 효성화학 기타 부문(PTA, NF3, 폴리케톤, 필름) 분기 영업이익 추이



자료: 교보증권 리서치센터

실적 추정

[표 4] 효성첨단소재 실적 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F		2018	2019P	2020F
매출액	452	488	456	417	431	529	529	529		1,864	1,813	2,018
QoQ(%)	-31.2%	8.1%	-6.6%	-8.5%	3.4%	22.6%	0.0%	0.0%				
YoY(%)	-66.3%	-22.4%	-32.5%	-36.4%	-4.4%	8.4%	16.0%	26.8%			-2.8%	11.3%
PP/DH	220	253	247	227	238	335	335	335		984	947	1,244
기타	232	235	209	190	193	193	193	193		880	865	774
영업이익	25	50	55	24	16	34	51	26		108	154	126
OPM(%)	5.5%	10.2%	12.1%	5.8%	3.6%	6.4%	9.6%	4.9%		5.8%	8.5%	6.3%
QoQ(%)	-39.6%	98.4%	11.1%	-55.9%	-36.2%	118.7%	50.1%	-48.7%				
YoY(%)	-56.5%	-14.9%	-9.8%	-41.3%	-38.0%	-31.7%	-7.6%	7.4%			42.6%	-17.9%
PP/DH	21	40	46	28	12	27	45	21		107	134	105
OPM(%)	9.6%	15.7%	18.5%	12.1%	5.0%	8.1%	13.4%	6.3%		10.9%	14.1%	8.5%
QoQ(%)	-35.8%	88.6%	15.4%	-39.8%	-56.4%	125.0%	66.7%	-52.9%				
YoY(%)	-47.2%	7.3%	17.2%	-15.9%	-42.9%	-31.8%	-1.5%	-22.9%			24.7%	-21.4%
기타	4	10	9	-3	4	7	6	5		1	20	21
OPM(%)	1.7%	4.3%	4.5%	-1.7%	1.8%	3.6%	3.1%	2.5%		0.1%	2.3%	2.7%
QoQ(%)	-54.0%	150.0%	-6.0%	적전	흑전	97.1%	-14.5%	-16.9%				
YoY(%)	-77.4%	-53.3%	-57.5%	적전	-12.5%	-31.0%	-37.2%	-253%			2785.7%	5.0%
당기순이익	135	286	366	91	18	146	265	92		18	88	52
이익률(%)	29.9%	58.7%	80.4%	21.7%	4.1%	27.7%	50.2%	17.3%		1.0%	4.8%	2.6%
QoQ(%)	1505.5%	112.4%	적전	흑전	-80.7%	736.0%	81.3%	-65.4%				
YoY(%)	253.0%	2707.8%	적지	978.6%	-87.0%	-48.9%	흑전	1.2%			391.4%	-40.7%

자료: 교보증권 리서치센터

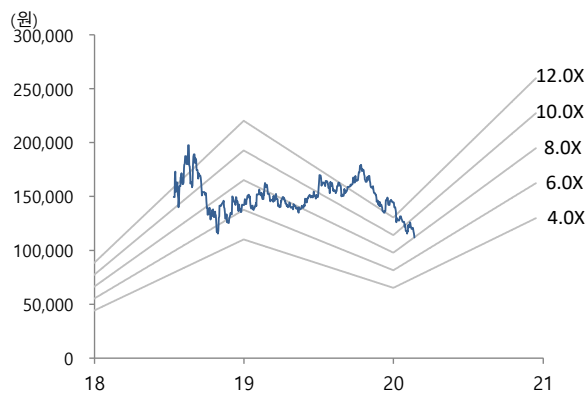
목표주가

[표 1] 효성화학 목표주가 산출(단위: 십억원, 원)

	영업이익	감가상각비	EBITDA	Multiple	합계	Multiple 기준
전사 기준	126	160	286	6	1,716	대규모 투자가 예정된 걸 감안하여
영업자산 가치					1,716	평균 화학업종 대비 밸류에이션 할증
20e 순부채					1,300	
20e 기업가치					416	
할인율					4%	
현재 기업가치					399.36	
주식수(천)					3,190	
목표주가(원)					125,000	
종가(02/21)					112,000	
업사이드					25%	

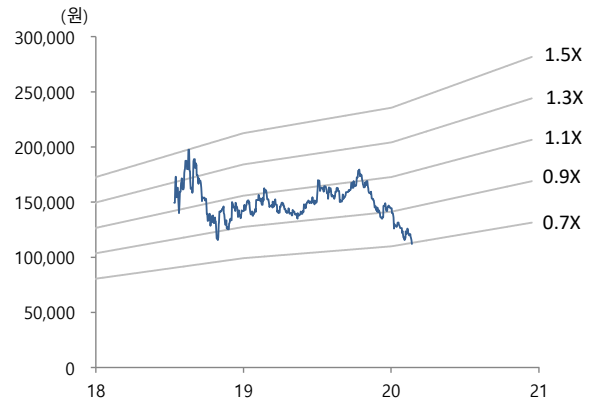
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 효성화학 PER 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 효성화학 PBR 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

[효성화학 298000]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	0	1,117	1,813	2,018	2,332
매출원가	0	1,002	1,578	1,802	2,025
매출총이익	0	115	234	216	307
매출총이익률 (%)	na	10.3	12.9	10.7	13.2
판매비와관리비	0	50	80	89	103
영업이익	0	65	154	126	204
영업이익률 (%)	na	5.8	8.5	6.3	8.7
EBITDA	0	155	236	200	271
EBITDA Margin (%)	na	13.8	13.0	9.9	11.6
영업외손익	0	-38	-25	-21	-19
관계기업손익	0	-7	-7	-7	-7
금융수익	0	21	13	13	14
금융비용	0	-50	-30	-26	-24
기타	0	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	0	27	110	74	152
법인세비용	0	7	28	19	39
계속사업순이익	0	20	88	52	106
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	20	88	52	106
당기순이익률 (%)	na	1.8	4.8	2.6	4.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	0	20	88	52	106
지배순이익률 (%)	na	1.8	4.8	2.6	4.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	3	3	3	3
포괄순이익	0	23	91	55	109
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	0	23	91	55	109

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0	77	287	172	235
당기순이익	0	0	88	52	106
비현금항목의 가감	0	120	138	118	129
감가상각비	0	90	82	74	67
외환손익	0	8	5	5	5
자본법평가손익	0	0	7	7	7
기타	0	22	45	32	50
자산부채의 증감	0	-45	105	33	49
기타현금흐름	0	2	-45	-31	-49
투자활동 현금흐름	0	-145	-1	-1	-1
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	-84	0	0	0
기타	0	-62	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	0	-135	-219	-198	-74
단기차입금	0	-132	-132	-132	-132
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-1	-1	-1	-1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-3	-3	-3
기타	0	-2	-83	-62	62
현금의 증감	0	-197	53	-42	146
기초 현금	0	276	79	133	91
기말 현금	0	79	133	91	237
NOPLAT	0	48	115	94	151
FCF	0	9	301	201	268

주: 2017 년 이전은 K-GAAP 기준, 자료: 효성화학, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	0	438	492	450	596
현금및현금성자산	0	79	133	91	237
매출채권 및 기타채권	0	185	185	185	185
재고자산	0	125	125	125	125
기타유동자산	0	49	49	49	49
비유동자산	0	1,215	1,133	1,059	992
유형자산	0	1,118	1,036	962	895
관계기업투자금	0	7	7	7	7
기타금융자산	0	3	3	3	3
기타비유동자산	0	87	87	87	87
자산총계	0	1,653	1,625	1,509	1,588
유동부채	0	686	574	410	387
매입채무 및 기타채무	0	276	379	409	455
차입금	0	255	123	-9	-141
유동성채무	0	145	62	0	62
기타유동부채	0	11	11	11	11
비유동부채	0	600	599	598	597
차입금	0	365	364	363	363
사채	0	218	218	218	218
기타비유동부채	0	17	17	17	17
부채총계	0	1,286	1,173	1,009	984
지배지분	0	367	452	501	604
자본금	0	16	16	16	16
자본잉여금	0	329	329	329	329
이익잉여금	0	18	103	152	255
기타자본변동	0	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	367	452	501	604
총차입금	0	983	767	572	501

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	0	11,059	27,530	16,325	33,265
PER	0.0	12.8	5.2	6.9	3.4
BPS	0	115,120	141,654	156,983	189,252
PBR	0.0	1.2	1.0	0.7	0.6
EBITDAPS	0	83,861	73,822	62,846	84,933
EV/EBITDA	0.0	8.8	4.6	4.2	2.3
SPS	0	605,574	568,159	632,543	730,894
PSR	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2
CFPS	0	4,890	94,509	63,022	83,932
DPS	0	1,000	1,000	1,000	1,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	NA	NA	62.3	11.3	15.5
영업이익 증가율	NA	NA	136.9	-17.9	61.1
순이익 증가율	NA	NA	330.6	-40.7	103.8
수익성					
ROIC	0.0	7.7	9.8	9.2	16.5
ROA	0.0	2.5	5.4	3.3	6.9
ROE	0.0	11.1	21.4	10.9	19.2
안정성					
부채비율	0.0	350.2	259.6	201.4	163.0
순차입금비율	0.0	59.4	47.2	37.9	31.6
이자보상배율	0.0	3.1	9.4	10.3	19.0

효성첨단소재 최근 2년간 목표주가 변동추이

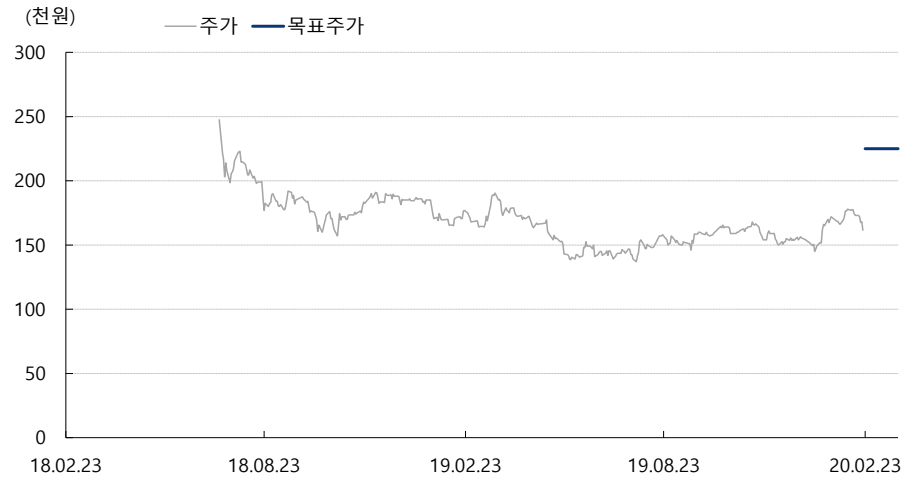


최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2020.02.24	매수	127,000							

자료: 교보증권 리서치센터

효성티앤씨 최근 2년간 목표주가 변동추이

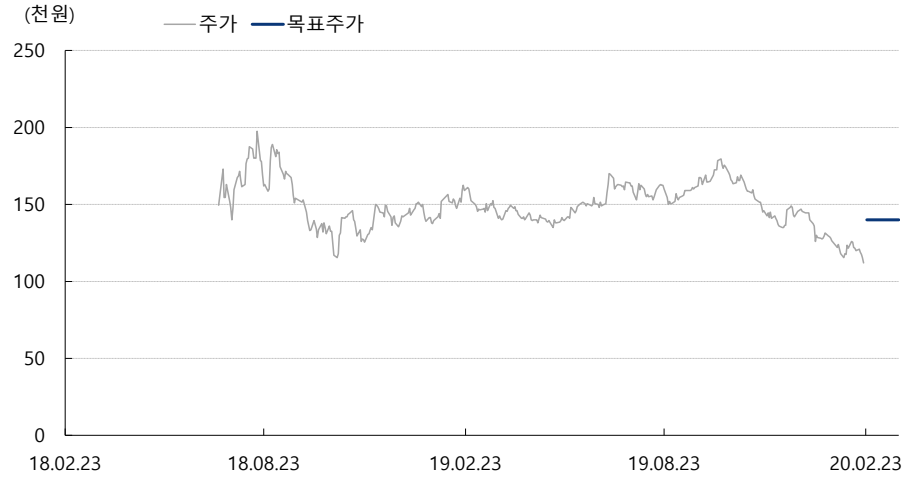


최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2020.02.23	매수	225,000							

자료: 교보증권 리서치센터

효성화학 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
2020.02.24	매수	140,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2019.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	90.4	7.7	1.9	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대 **Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하