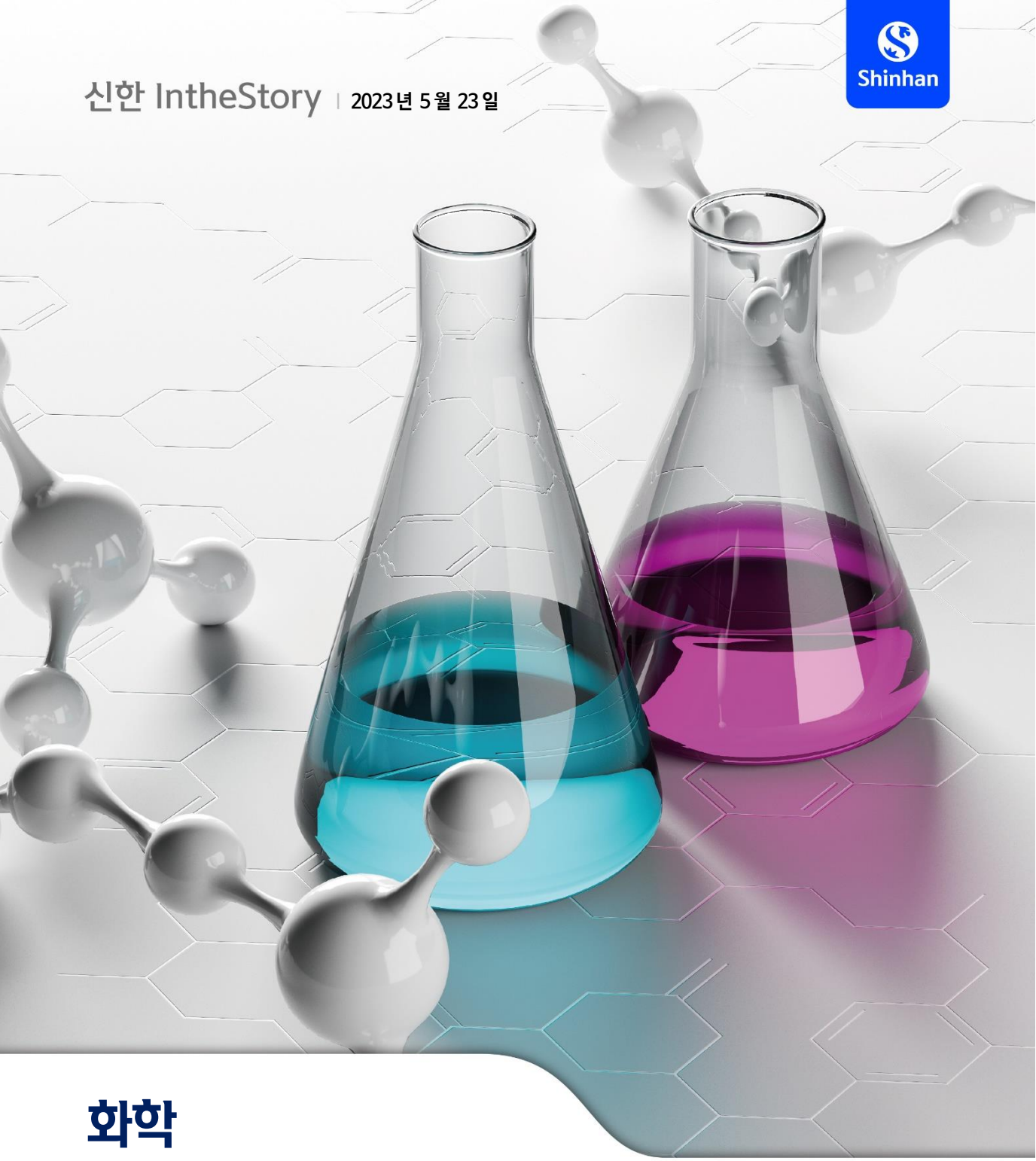


화학

비중확대 (유지)

진흙 속 진주 찾기

신한투자증권
기업분석부

이진명 책임연구원
☎ 02-3772-1534
✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

최규헌 연구원
☎ 02-3772-2665
✉ cgh815@shinhan.com

신한 리서치
투자정보



Contents

I. Investment Summary 3

II. Key charts 4

III. 화학 산업의 사이클과 중국의 영향력 7

IV. 화학 시황의 현 주소와 하반기 전망 14

V. 진흙 속 진주 같은 작지만 강한 업체들 20

Company Analysis

효성티앤씨(298020) - 매수(유지), 목표주가 550,000원(유지) 32

국도화학(007690) - 매수(신규), 목표주가 60,000원(신규) 39

효성첨단소재(298050) - 매수(유지), 목표주가 610,000원(유지) 45

코오롱인더(120110) - 매수(유지), 목표주가 60,000원(유지) 52

I. Investment Summary

생존의 갈림길에 놓인 화학 산업

사이클 산업의 전통적 투자 전략은 Q 확대 → 높은 실적 변동성 有

석유화학 산업은 전형적인 사이클 산업으로 전통적인 투자 전략은 호황기에서 창출된 이익으로 불황기 투자를 통해 다음 사이클을 준비하는 것이다. 생산능력 확대로 다운사이클에도 절대적인 이익 수준을 보전할 수 있으나 높은 실적 변동성으로 오히려 이익 감소폭이 확대될 수 있다.

중국의 막강한 영향력 ↔ 국내 업체의 입지 축소 불가피한 돌파구 모색

글로벌 폴리머 제품 수요에서 중국의 비중은 42%이며 다운스트림 제품의 경우 생산의 47%를 차지한다. 중국의 영향력이 막대한 가운데 지속적인 자급률 확대로 여전히 중국 의존도가 높은 국내 화학 산업의 입지는 점차 축소되고 있다. 국내 대형 화학 업체들은 이미 대규모 투자를 통해 포트폴리오 다변화를 추진중이며 중소형 업체의 경우 상대적으로 신사업 투자가 어려운 상황이나 기존 제품의 글로벌 경쟁력 강화 및 스페셜티 제품 확대 등을 통해 돌파구를 모색하고 있다.

2H23 전망 – 우려보단 기대를, 다만 제한적일 개선폭

최악의 구간을 통과한 업황 추세적 반등 여력은 제한적

작년 하반기 역대 최악의 시황 이후 중국 방역 정책 완화로 리오프닝에 따른 수요 회복 기대감이 빠르게 반영되며 화학 업종 주가는 강세를 시현했다. 춘절 이후 재고축적 수요 등으로 전반적인 화학제품 가격 상승과 스프레드 개선이 나타났으며 중국 경제 지표 호조세로 경기 회복에 대한 기대감도 강화됐다. 다만 2분기 들어 더딘 수요 회복과 높은 재고 부담 등으로 중국 매크로 지표(제조업 PMI 등)가 악화되며 업황 회복에 대한 의구심이 재차 부각됐다.

그럼에도 반등의 조건들 충족되며 방향성은 위

그럼에도 '중국 수요'가 시황 반전의 트리거였던만큼 리오프닝 효과와 부양 정책 가시화로 업황은 하반기로 갈수록 점차 회복될 전망이다. 다만 리오프닝의 수혜는 '서비스/필수소비재 〉 투자/부동산 〉 경기소비재(내구재 등)' 순으로 예상되는 바, 업황과 실적은 상반기보다 하반기 유의미한 개선이 가능하겠다. 결국 반등의 조건(중국 수요 회복, 원가 부담 완화 등)들이 충족되고 있는 만큼 업황의 방향성은 아래보다 위를 향할 전망이다.

진흙 속 진주 같은 작지만 강한 업체들

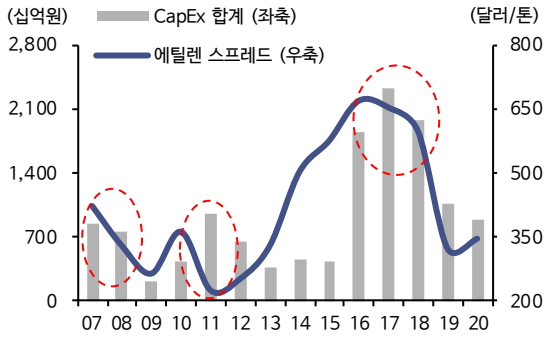
효성티앤씨(스판덱스)
국도화학(에폭시)
효성첨단소재(탄소섬유)
코오롱인더(아라미드)

하반기 업황 개선 기대감에도 중국의 높은 자급률 등으로 국내 업체들의 수혜폭은 과거 대비 제한적이겠다. 그럼에도 높은 글로벌 점유율을 보유하고 있으면서 중국 수요 비중이 절대적인 제품이거나 혹은 높은 수익성과 성장성을 가진 제품을 보유한 업체들은 시황 개선에 따른 수혜폭이 클 전망이다.

국내 화학 업체 중 이러한 특성을 가진 작지만 강한 기업들이 다수 존재한다. 효성티앤씨와 국도화학은 각각 글로벌 1위 스판덱스, 에폭시 업체이며 중국 수요 비중이 절대적이다. 효성첨단소재는 글로벌 1위 타이어코드 업체이며 탄소섬유를 통해 수익성과 성장성 모두를 확보하고 있다. 코오롱인더는 글로벌 2위 타이어코드 업체이며 아라미드 생산능력 확대를 통해 글로벌 3위로서의 지위를 공고히 할 전망이다.

II. Key charts

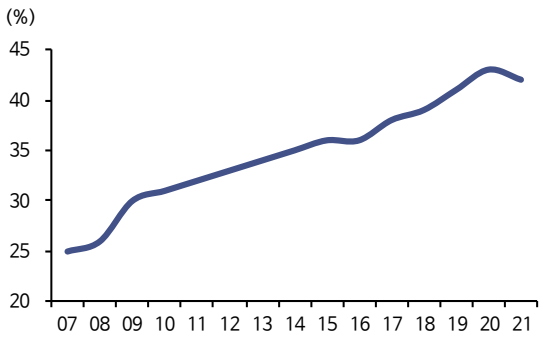
에틸렌 스프레드와 국내 NCC 업체 CAPEX



자료: 회사 자료, Platts, 신한투자증권

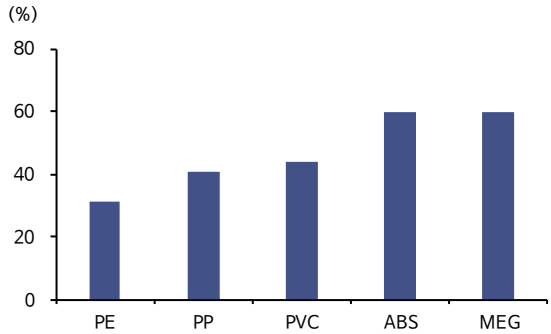
주: NCC업체(LG화학, 롯데케미칼, 대한유화), LG화학은 전지 부문 투자 금액 제외

글로벌 폴리머 제품 수요 중 중국이 차지하는 비중



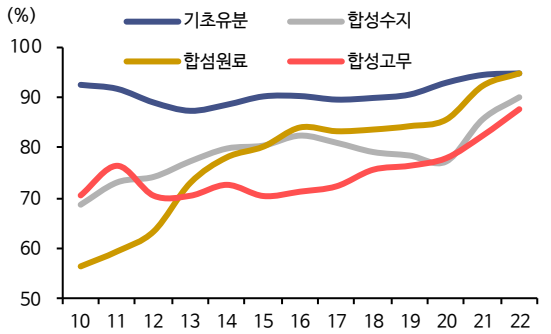
자료: ICIS, 신한투자증권

주요 제품별 중국 수요 비중



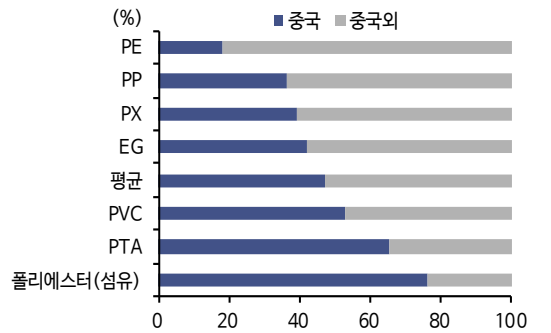
자료: Platts, 신한투자증권

중국 화학 제품 자급률 추이



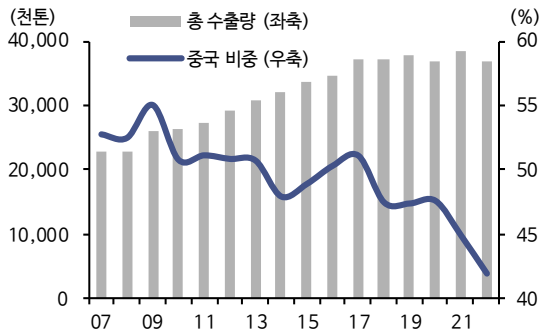
자료: 산업 자료, 신한투자증권

글로벌 다운스트림 제품별 중국 생산 비중



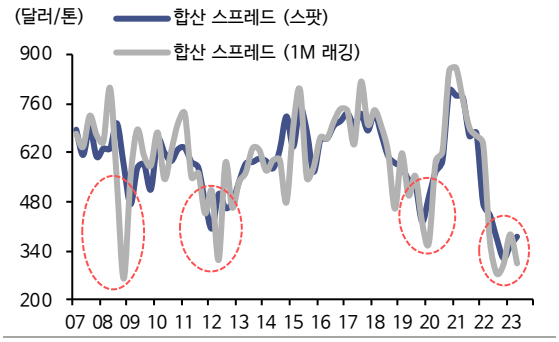
자료: ICIS, 신한투자증권

국내 화학제품 수출량과 중국 비중



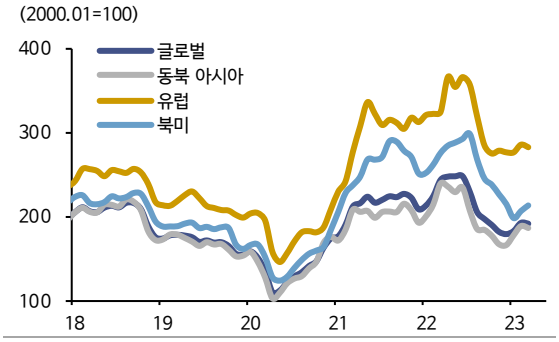
자료: KITA, 신한투자증권

화학 제품 합산 스프레드



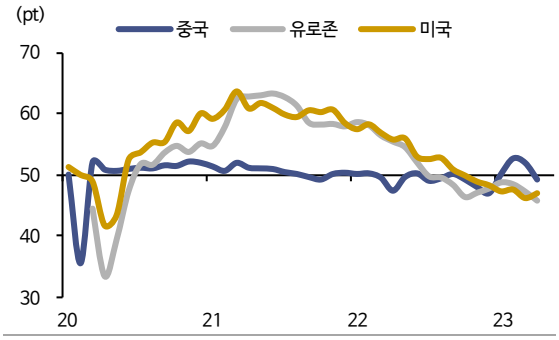
자료: Platts, 씨스켐, 신한투자증권

지역별 화학 제품 가격 Index



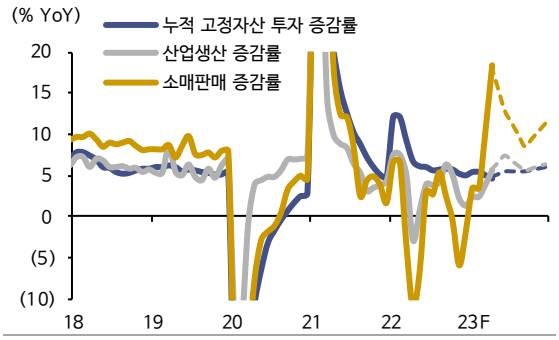
자료: ICIS, 신한투자증권

주요국 제조업 PMI 추이



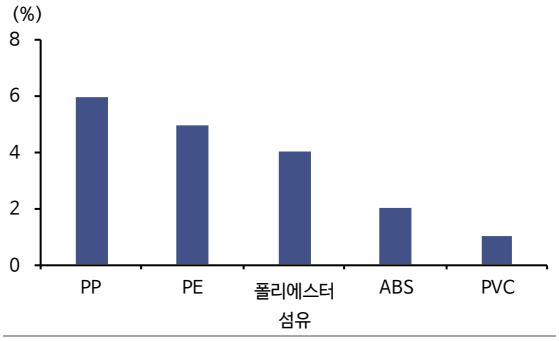
자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 주요 경제지표 추이 및 전망



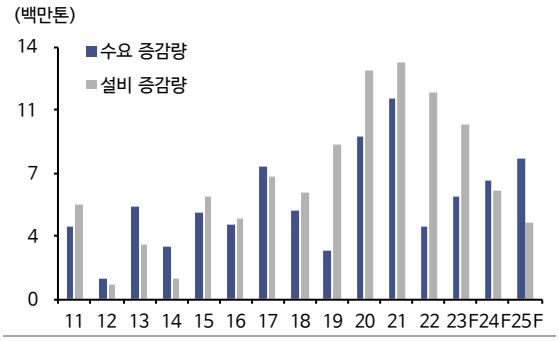
자료: Bloomberg, 신한투자증권

2023년 중국 화학 제품별 수요 증가율



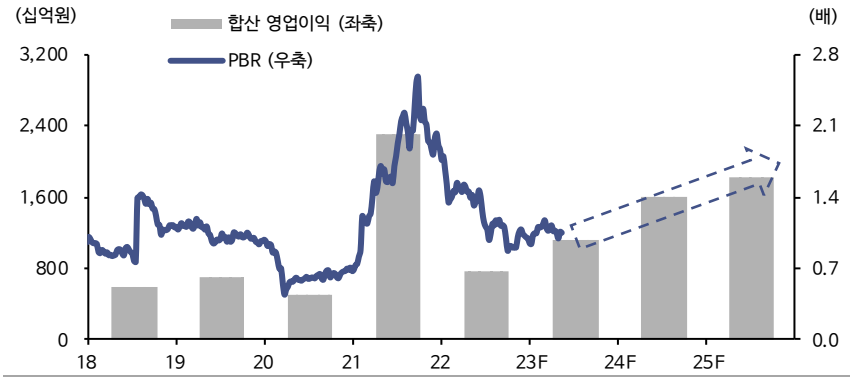
자료: ICIS, 신한투자증권

글로벌 에틸렌 수급 추이 및 전망



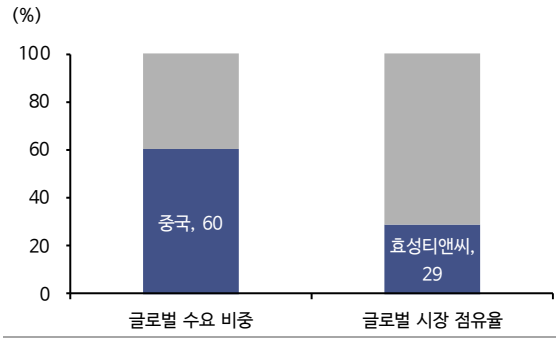
자료: ICIS, Platts, Argus, 신한투자증권 추정

4개사 합산 영업이익 및 12MF PBR 밸류에이션



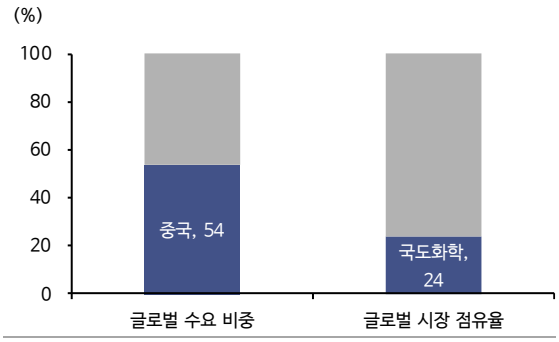
자료: 회사 자료, Bloomberg, 신한투자증권 추정
주: 효성티앤씨, 국도화학, 효성첨단소재, 코오롱인더 합산

지역별 스판덱스 수요 비중과 효성티앤씨 점유율



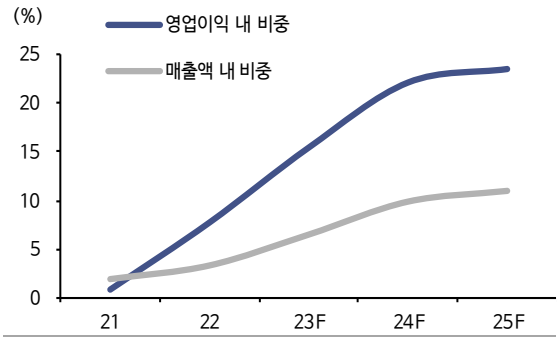
자료: 산업 자료, 신한투자증권

지역별 에폭시 수요 비중과 국도화학 점유율



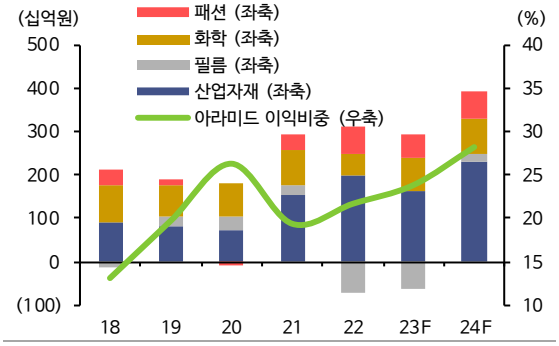
자료: 산업 자료, 신한투자증권

효성첨단소재 탄소섬유 실적 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

코오롱인더 사업부별 영업이익 및 아라미드 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

III. 화학 산업의 사이클과 중국의 영향력

호황과 불황이 반복되는 화학 산업

그동안의 사이클

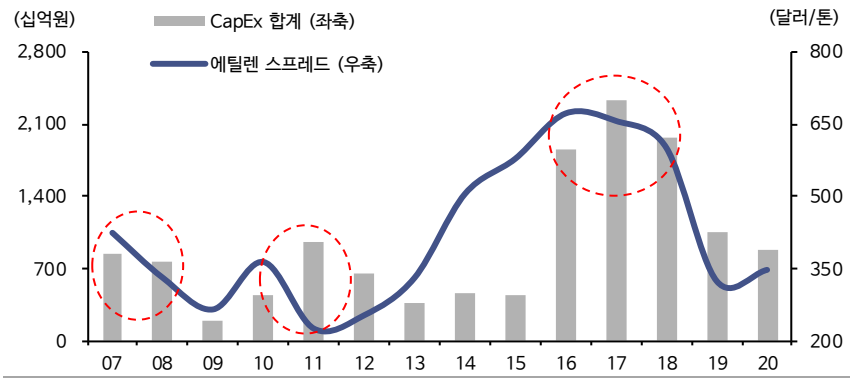
사이클 산업의 전통적 투자 전략은 Q 확대 → 높은 실적 변동성 有

석유화학 산업은 전형적인 사이클 산업으로 수요와 공급에 따라 호황과 불황이 반복된다. 업황 변화가 뚜렷한 산업에서 그동안 화학 회사들의 투자(생존) 전략은 호황기에서 창출된 이익을 바탕으로 불황기에 투자를 통해 다음 사이클을 준비하는 전략이다.

다운사이클에서 이익 감소폭 확대 가능성 有

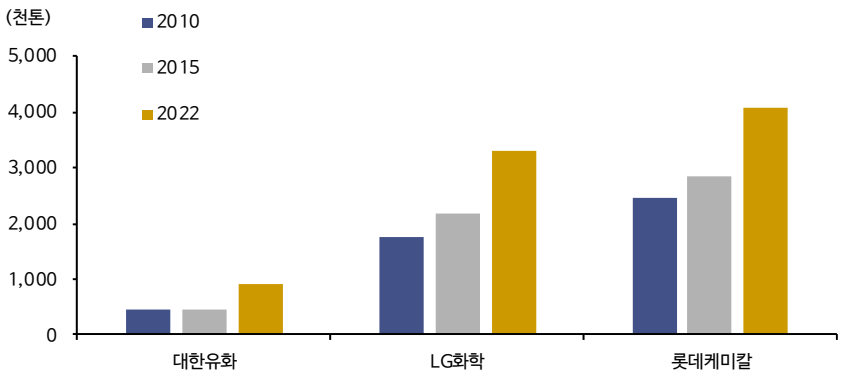
이러한 전략은 과거 국내 NCC 업체(LG화학, 롯데케미칼, 대한유화)들이 추구해 왔다. 공격적인 생산능력 확대를 통한 외형 확대로 불황기에도 절대적인 이익 수준을 보전할 수 있다. 다만 다운사이클에서 높은 실적 변동성으로 오히려 이익 감소폭이 확대될 수 있는 단점이 존재한다.

에틸렌 스프레드와 국내 NCC 업체 CAPEX



자료: 회사 자료, Platts, 신한투자증권
주: NCC업체(LG화학, 롯데케미칼, 대한유화), LG화학은 전지 부문 투자 금액 제외

국내 NCC 업체 에틸렌 생산능력



자료: 회사 자료, 신한투자증권
주: 국내 및 해외 공장, 합작사 포함

여전히 막대한 중국의 영향력과 약해지고 있는 한국의 위상

글로벌 폴리머 제품 수요 중 中 비중 42%

글로벌 폴리머 제품(PE, PP, ABS, PVC 등) 수요에서 중국이 차지하는 비중은 2007년 25%에서 2021년 42%까지 확대됐다. 중국은 그동안 세계의 공장으로서 글로벌 화학 수요 성장을 견인해 왔으며 2008년 금융위기 이후 대규모 경기 부양책을 통해 영향력을 한층 강화시켰다.

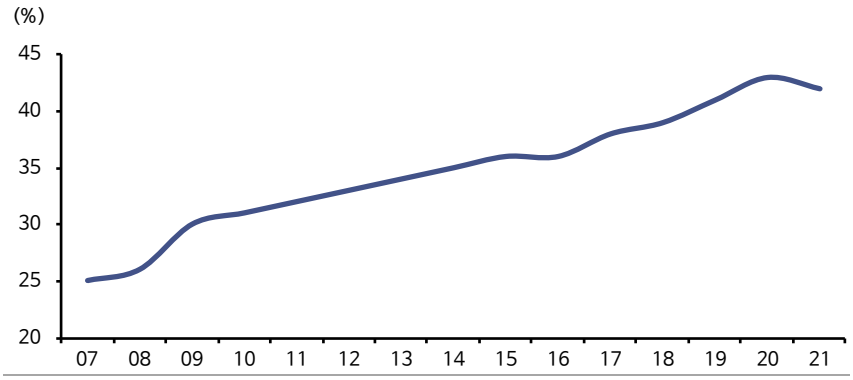
전 밸류체인에서 상당한 수요 차지

중국은 기초유분부터 합성수지/합성고무/합섬원료까지 전 밸류체인에서 상당한 수요를 차지하고 있다. 가장 대표적인 화학 제품인 에틸렌의 경우 글로벌 수요의 22%를 차지하며 프로필렌 37%, 부타디엔은 32%를 차지하고 있다.

여전히 막강한 영향력

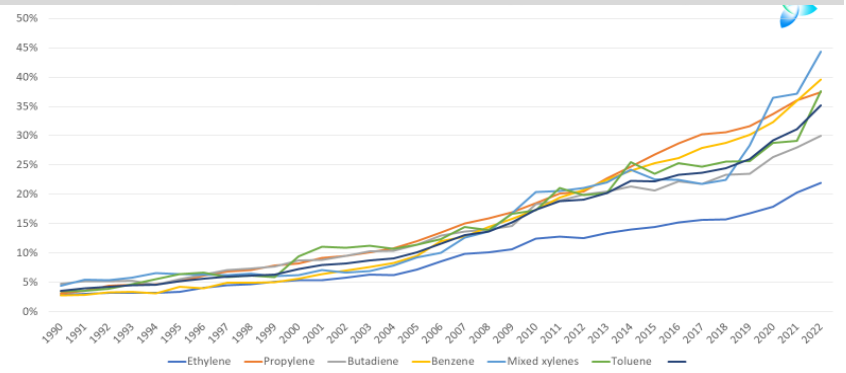
합성수지의 경우 폴리에틸렌(PE) 31%, 폴리프로필렌(PP) 29%, PVC 44%, ABS 60%, PS 34%, PC 45%를 차지하고 있다. 합성고무 제품인 SBR은 글로벌 수요의 30%를 차지하며 합섬원료인 PX, PTA, MEG는 65%, 70%, 60%를 차지하고 있다. 향후 중국의 장기 성장률 둔화로 수요에서 미치는 영향력이 줄어들 것으로 예상되나 여전히 글로벌 화학 시황에서 중국의 파워는 막강하다고 할 수 있다.

글로벌 폴리머 제품(다운스트림) 수요에서 중국이 차지하는 비중



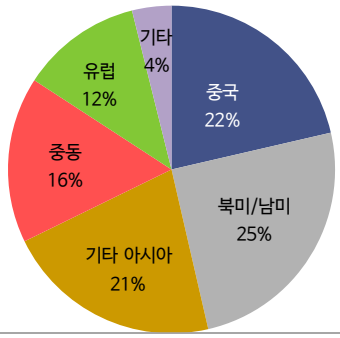
자료: ICIS, 신한투자증권

글로벌 기초유분(업스트림) 수요에서 중국이 차지하는 비중



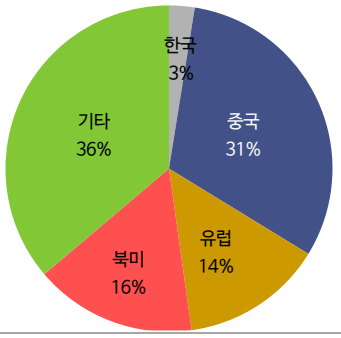
자료: ICIS, 신한투자증권

국가별 에틸렌 수요 비중



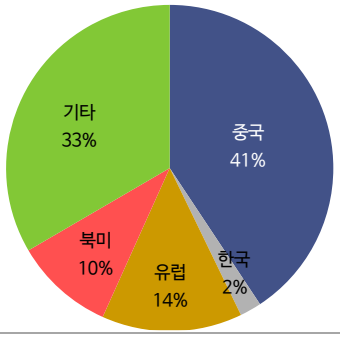
자료: Platts, 신한투자증권

국가별 폴리에틸렌(PE) 수요 비중



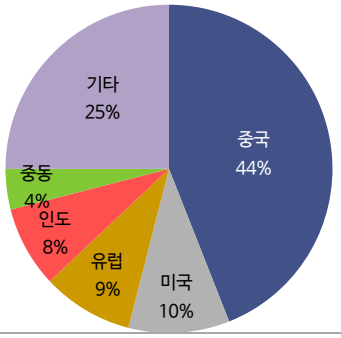
자료: Platts, 신한투자증권

국가별 폴리프로필렌(PP) 수요 비중



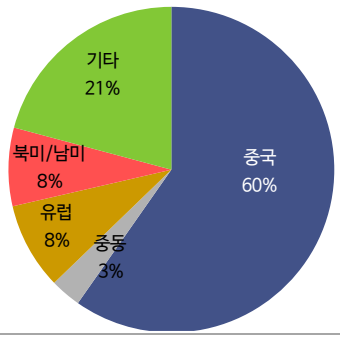
자료: Platts, 신한투자증권

국가별 PVC 수요 비중



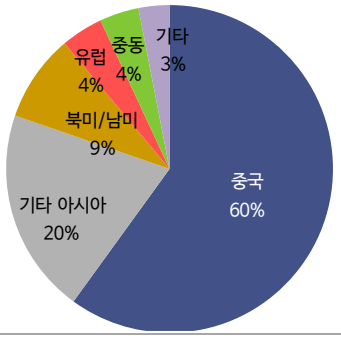
자료: Platts, 신한투자증권

국가별 ABS 수요 비중



자료: Platts, 신한투자증권

국가별 MEG 수요 비중



자료: Platts, 신한투자증권

공급 측면에서도 막대한 영향력 보유

수요 뿐만 아니라 공급 측면에서도 중국의 영향력은 막대하다. 중국은 화학 수요 성장을 견인하는 동시에 공격적인 생산능력 확대로 빠르게 자급률을 높여가고 있다. 글로벌 기초유분(에틸렌, 프로필렌, 부타디엔 등) 생산에서 중국이 차지하는 비중은 2007년 13%에서 2022년 38%까지 확대됐다.

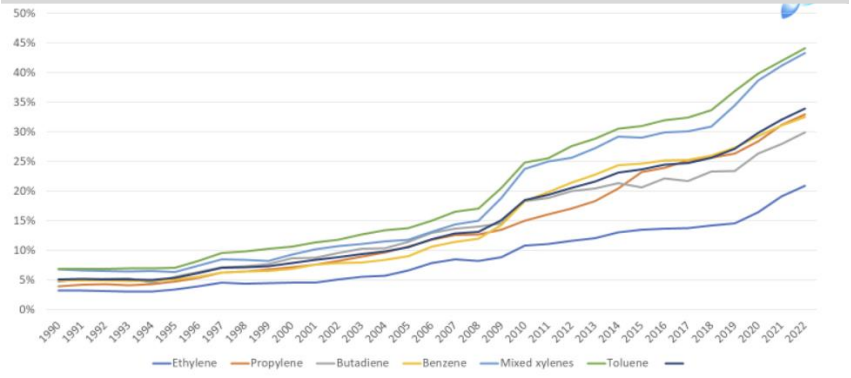
글로벌 생산 비중의 약 50%는 중국

다운스트림의 경우 제품마다 상이하지만 평균적으로 47%의 글로벌 생산 비중을 차지하고 있다. 합성수지의 경우 PE 18%, PP 36%, PVC 53%를 차지하고 있다. 특히 폴리에스터 섬유와 PTA는 76%, 66%를 차지하며 글로벌 생산의 대부분을 담당하고 있다. 중국의 자급률 확대는 제품의 생산량 증가와 순수입량(수입-수출) 감소로 나타나고 있으며 점차 완전한 자급자족 체제가 형성되고 있다.

中 경제지표 향방이 업황 방향성에 중요

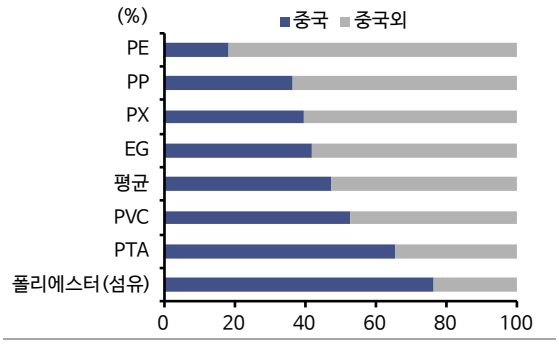
중국이 글로벌 화학 수급에서 강력한 영향력을 미치고 있는만큼 화학 제품 스프레드와 매크로 지표는 높은 상관관계를 보이고 있으며 경제지표의 향방이 향후 업황의 방향성을 판단하는 데 중요할 전망이다.

글로벌 기초유분(업스트림) 생산에서 중국이 차지하는 비중



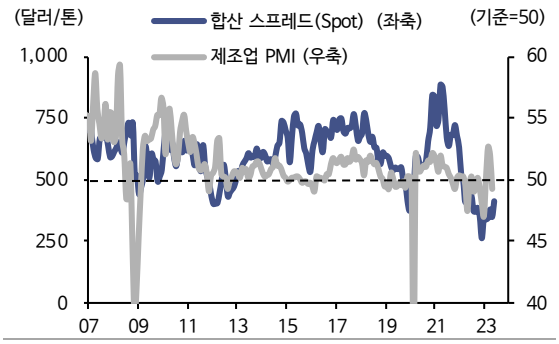
자료: ICIS, 신한투자증권

글로벌 다운스트림 제품별 중국 생산 비중



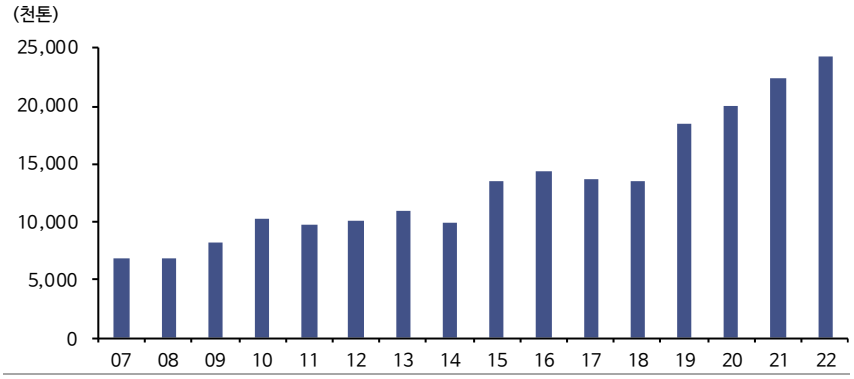
자료: ICIS, 신한투자증권

중국 제조업 PMI 및 합산 제품 스프레드



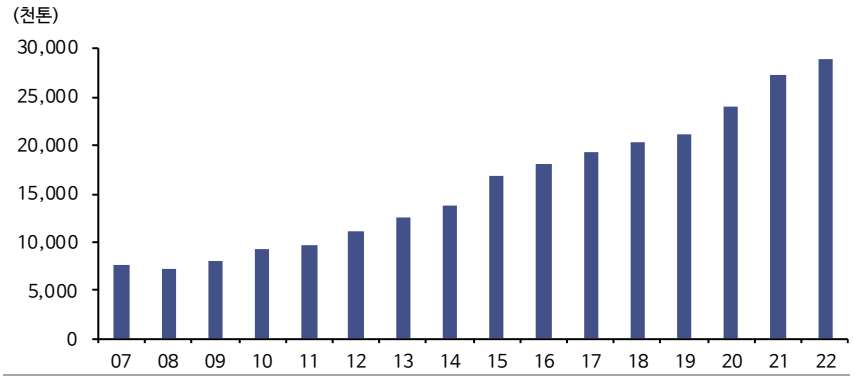
자료: CEIC, Platts, 신한투자증권

중국의 PE(폴리에틸렌) 생산량 추이



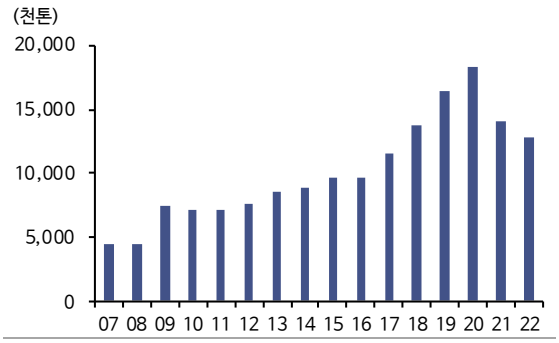
자료: CEIC, 신한투자증권

중국의 PP(폴리프로필렌) 생산량 추이



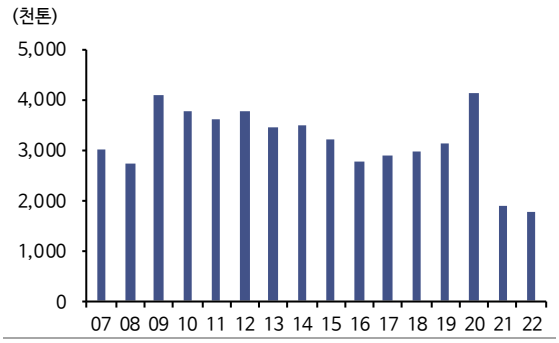
자료: CEIC, 신한투자증권

중국의 PE(폴리에틸렌) 순수입량(수입-수출) 추이



자료: CEIC, 신한투자증권

중국의 PP(폴리프로필렌) 순수입량 추이



자료: CEIC, 신한투자증권

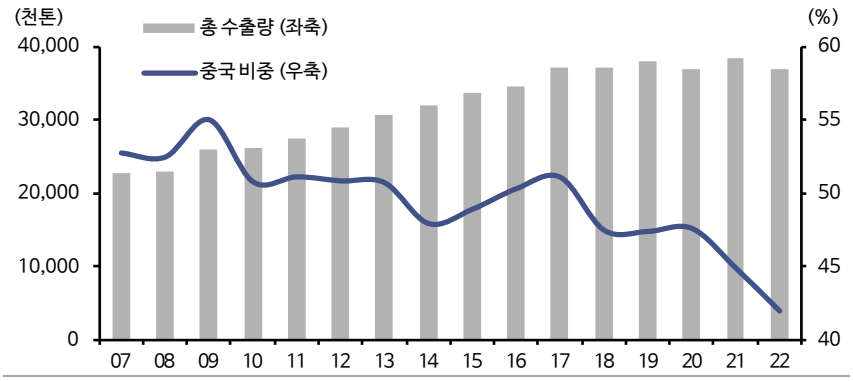
국내 화학 업체들의 높은 중국향 수출 비중

중국은 글로벌 화학 산업 뿐만 아니라 국내 화학 산업에서도 가장 중요한 국가이다. 국내 화학 업종은 대표적인 수출 산업으로 과거 20년동안 중국은 국내 화학 제품 수출량의 약 50%를 차지했다. 중국향 수출 비중이 가장 큰 만큼 국내 화학 시황은 중국의 제조업 경기(수요)에 큰 영향을 받는다.

中 자급률 상승으로 점차 비중 감소 추세

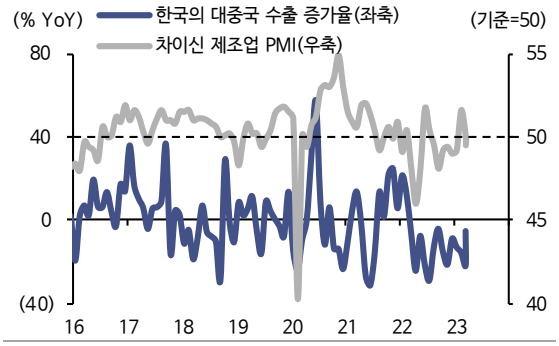
다만 중국은 기초유분(에틸렌, 프로필렌, 부타디엔 등), 중간재(PX, PTA 등), 그리고 합성수지(PE, PP 등)까지 석유화학 자급률을 점차 높여왔다. 중국의 공격적인 증설에 따른 자국 내 생산 증가는 중국향 수출 감소로 이어지며 이미 중국향 수출 비중은 2009년 55%에서 점차 감소하는 추세다.

국내 화학제품 수출량과 중국 비중



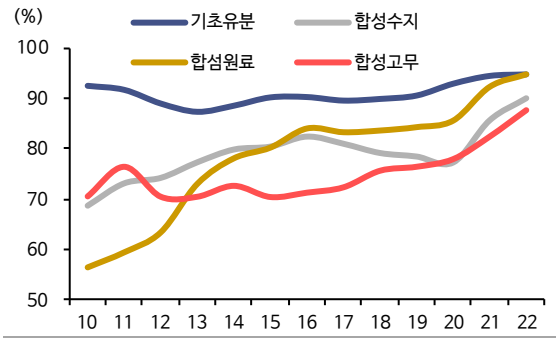
자료: KITA, 신한투자증권

중국 제조업 PMI, 중국향 화학 제품 수출 증가율



자료: KITA, Bloomberg, 신한투자증권

중국의 화학 제품 자급률 추이



자료: 산업 자료, 신한투자증권
주: 기초유분(에틸렌, 프로필렌, 부타디엔), 합성수지(PE, PP, PVC, ABS 등), 합섬원료(PTA, MEG 등), 합성고무(SBR, BR 등)

中 자급률 확대에도 여전히 높은 의존도

중국의 자급률 확대에도 여전히 국내 화학 업체들의 중국 의존도는 높은 상황이다. LG화학의 중국향 매출 비중은 31%(22년 기준)이며 롯데케미칼과 금호석유는 각각 18%, 23%(합성고무 사업 기준)이다. 글로벌 및 국내 화학 시황에서 중국의 영향력이 여전히 막대한 가운데 점차 국내 화학 업체들의 입지는 약해질 수밖에 없다. 다만 기존 제품의 글로벌 경쟁력을 강화시키고 중국 내 점유율 확대가 가능한 업체는 중국 수요 회복의 온기를 온전히 누릴 수 있다.

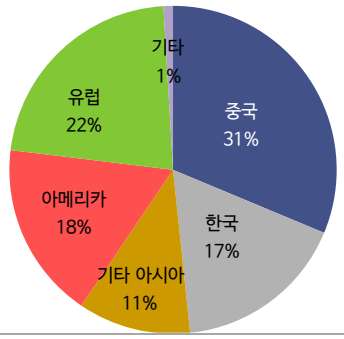
투자 전략 변화의 핵심은 1) 고부가화, 2) 신사업

그럼에도 기존 투자 전략(양적 성장)의 단점을 보완하기 위한 새로운 방식은 필수적이다. 국내 화학 업체들의 새로운 투자 전략은 1) 제품 포트폴리오의 고부가화(질적 성장), 2) 신사업(신성장)이다. 이를 통해 중국 의존도를 낮추고 이익 변동성을 완화하며 미래 성장성까지 확보가 가능하다.

중소형 업체 전략은 1) 기존 제품 경쟁력 강화 2) 스페셜티 제품 확대

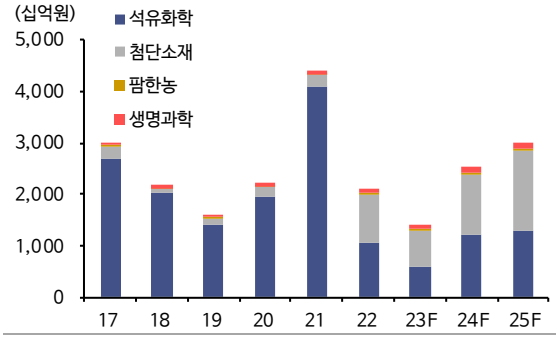
국내 대형 화학 업체(LG화학, 한화솔루션, 롯데케미칼 등)들은 이미 대규모 투자를 통해 사업 포트폴리오 다변화를 추진중이다. 중소형 업체들은 상대적으로 대규모 신사업(2차전지, 신재생 등) 투자가 어려운 상황이나 중장기 성장을 위해 1) 기존 제품의 글로벌 경쟁력 강화, 2) 스페셜티 제품 확대 등을 추진중에 있다.

LG화학 지역별 매출액 비중



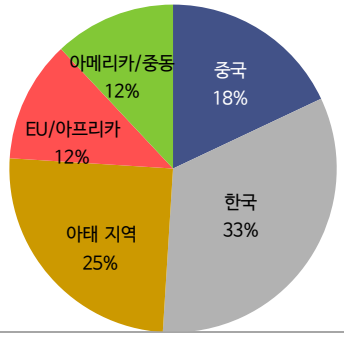
자료: 회사 자료, 신한투자증권

LG화학 사업부별 영업이익 추이 및 전망



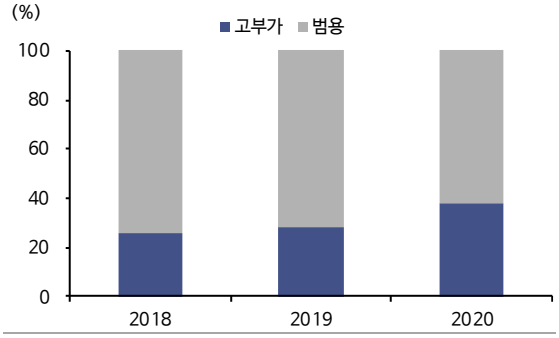
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

롯데케미칼 지역별 매출액 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

롯데케미칼 제품별 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

IV. 화학 시황의 현 주소와 하반기 전망

2023년 상반기 요약

최악 이후 반등을 모색하는 중

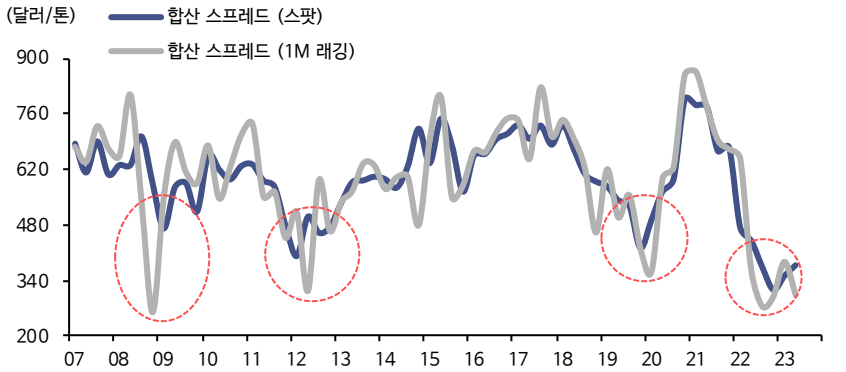
中 리오프닝에 따른 수요 기대감로 주가 강세
→제품 가격↑+스프레드 개선

작년말부터 화학 업종 주가는 리오프닝에 따른 수요 회복 기대감으로 강세를 시현했다. 춘절 이후 재고축적 수요 등으로 전반적인 제품 가격 상승과 스프레드 개선이 나타났다. 특히 제조업 PMI, 소매판매 등 중국 매크로 지표 호조까지 더해지며 경기 회복 기대감은 한층 강화됐다. 1분기 아시아 화학제품 가격 Index는 전기대비 8% 상승했으며 화학제품 합산 스프레드(1M 래깅)는 29% 상승했다.

리오프닝 효과 및 부양책 가시화로 방향성은 위

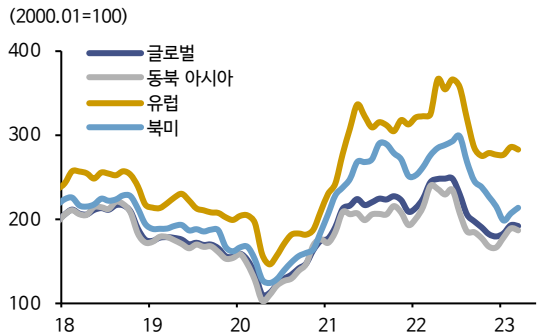
반면 2분기 들어 가격 및 스프레드 개선세가 둔화됐다. 4월 중국 제조업 PMI는 49.2(3월 51.9)를 기록하며 경기 회복 속도가 더디다는 것을 보여줬다. 5월 화학제품 스프레드는 3월 대비 25% 하락하며 수요 회복이 제한적임을 드러냈다. 다만 리오프닝 수혜는 '필수소비재 〉 부동산 〉 경기소비재' 순으로 예상되는 바, 업황은 하반기로 갈수록 개선될 전망이며 우려보다 기대감을 높여나갈 시점이다.

화학 제품 합산 스프레드



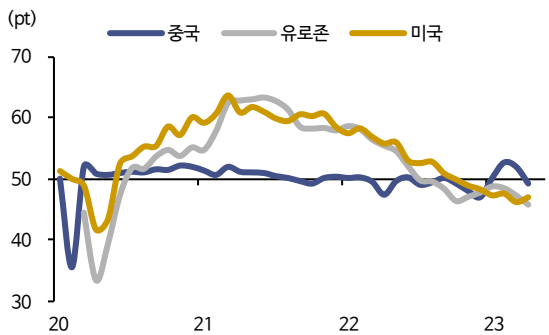
자료: Platts, Cischem, 신한투자증권 / 주: 기초유분 및 합성수지 합산 스프레드

지역별 화학 제품 가격 Index



자료: ICIS, 신한투자증권

주요국 제조업 PMI 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

2023년 하반기 전망

우려보단 기대를, 그러나 제한적일 개선폭

시황 반전의 트리거는 '중국 수요 회복'

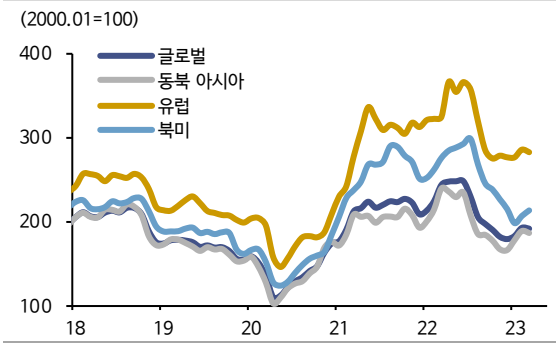
작년 11월 중국의 방역 정책 완화로 리오프닝에 따른 수요 회복 기대감이 빠르게 확산되기 시작했다. 춘절 이후 재고축적 수요 등으로 전반적인 화학제품 가격 상승과 스프레드 개선이 나타났다. 1분기 아시아 화학제품 가격 Index는 전기대비 8% 상승했으며 화학제품 합산 스프레드(1M 래깅)는 저가 원재료 투입 효과 등으로 29% 상승했다. 역대 최악의 구간에서 '중국 수요'가 분위기 반전의 트리거였던만큼 반등의 핵심은 결국 돌고 돌아 중국이다.

중국 코로나 방역 정책 정리

일자	이벤트	기조	주요 내용
11월 11일	코로나 방역 완화 조치	방역 완화	밀접 접촉자 및 입국자 격리기간 '7+3'에서 '5+3'으로 단축 2차 밀접 접촉자 자가격리 폐지 및 추가 역학조사 중단 위험 지역 구분 체계 3단계에서 2단계로 축소 입국 수속 전 48시간 내 PCR 검사 횟수 2회에서 1회로 단축
12월 7일	방역 완화 조치 10개항	방역 완화	PCR 전수 조사 폐지 , 무증상·경증 확진자 '자가 격리' 조치 고위험지역 5일 연속 확진자 발생하지 않을 시 즉시 봉쇄 해제
12월 26일	코로나 감염병 관리등급 '을'로 하향 조정	전면적 리오프닝	1월 8일부로 해외 입국자 격리 조치 해제 및 입국 후 PCR 검사 면제 코로나19 감염자 격리 조치 해제 입국자 및 화물에 대해 '감염병 검역 관리 조치' 중단 외국인 비자(비즈니스, 유학, 친지방문 등) 업무 전면 개방

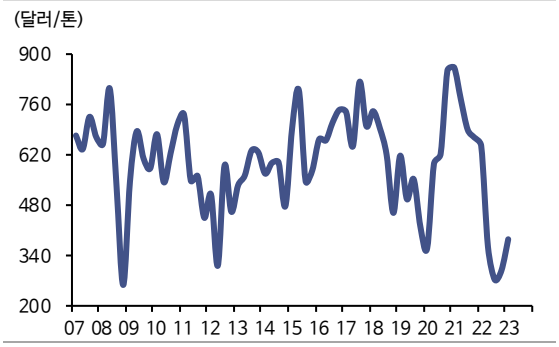
자료: 국가위생건강위원회, 언론 보도, 신한투자증권

국가별 화학제품 가격 Index



자료: ICIS, 신한투자증권

화학제품 합산 스프레드(1M 래깅) 추이



자료: Platts, Cischem, 신한투자증권

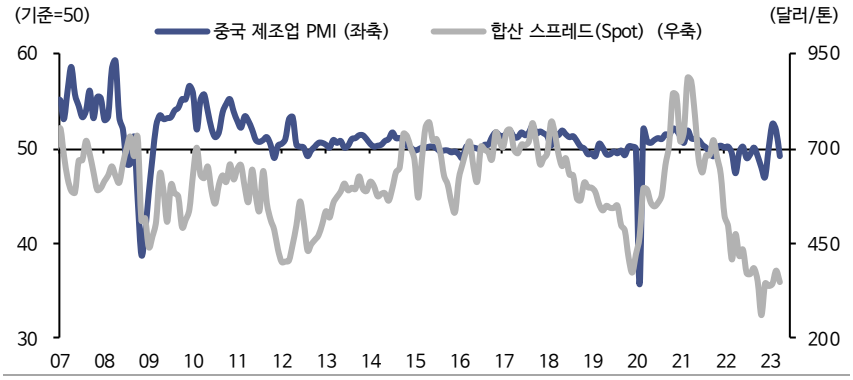
2월 경제 지표 호조 이후 4월 재차 둔화, 그럼에도 하반기 회복 기대

중국 경기 회복에 대한 기대감은 2월 제조업 PMI 서프라이즈로 한층 강화됐다. 춘절 이후 생산과 수요가 집중되며 3월까지 확장국면(기준=50)이 지속됐으나 더딘 실질 수요 회복과 높은 재고 부담으로 4월 PMI(49.2)는 위축국면으로 돌아섰다. 상반기 추가적인 재고조정이 예상되나 리오프닝 본격화 및 적극적인 부양책 등으로 하반기 지표 개선과 전방 산업의 수요 회복이 가능할 전망이다.

전방 수요는 하반기 본격 반등 예상

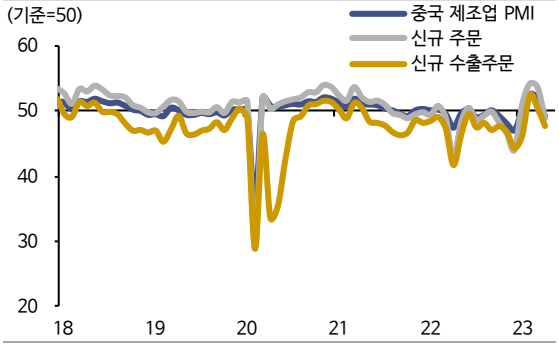
중국의 1분기(1~2월 누적, 3월) 경제지표(소매판매, 고정자산투자, 산업생산)도 작년 12월 대비 개선되며 리오프닝 효과가 나타나고 있음을 시사했다. 다만 4월 경제지표는 예상을 하회하며 정부 정책의 효과와 재화 소비 회복세가 아직 미진하다는 것을 보여줬다. 결국 리오프닝에 따른 업종별 회복 순서는 '서비스/필수소비재 〉 투자/부동산 〉 경기소비재(내구재)' 순으로 예상되는만큼 화학의 주요 전방 수요는 상반기보다 하반기 본격적인 회복이 기대된다.

중국 제조업 PMI 및 화학제품 합산 스프레드



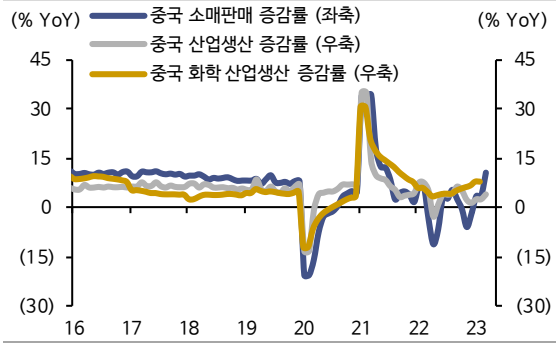
자료: Platts, Cischem, 신한투자증권
주: 기초유분 및 합성수지 합산 스프레드

중국 제조업 PMI와 세부 지표



자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 주요 경제 지표 추이



자료: CEIC, 신한투자증권

23년 中 화학제품 수요 성장률 큰 폭 개선 전망 → 글로벌 수요 회복 견인

2023년 중국의 화학제품 수요 성장률은 전년대비 큰 폭의 회복이 예상된다. ICIS에 따르면 올해 중국의 PE, PP 수요는 각각 5%, 6% 성장이 기대되며 글로벌 수요 비중(PE 33%, PP 40%)을 감안할 경우 중국이 업황 개선을 견인할 전망이다. 리오프닝에 따른 외부활동 증가로 외식과 쇼핑이 증가하고 패키징에 대한 수요가 확대되며 PE, PP 수요 성장을 견인하겠다. 또한 관광업 회복으로 필수소비재인 의류 수요가 회복되며 폴리에스터 섬유는 올해 4% 성장이 기대된다.

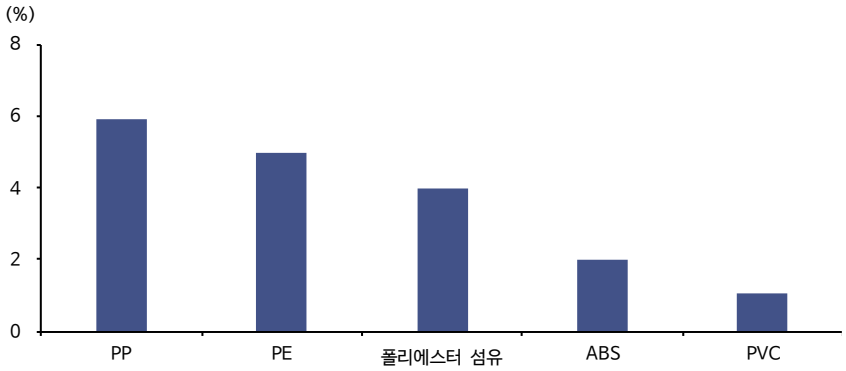
ABS는 가전 등 주요 전방 판매 회복 예상

ABS는 가전이 총 수요의 80%를 차지하며 전체 수요의 35~40%를 차지하는 소형가전 및 전자제품 판매 회복이 기대되나 에어컨, 냉장고 등 대형 백색가전은 제한적인 수요 증가가 예상된다. 그럼에도 급격히 위축된 수요의 완만한 개선세로 올해 ABS 수요는 2% 성장이 가능할 전망이다.

PVC는 하반기 부동산 부양 효과로 수요 회복 전망

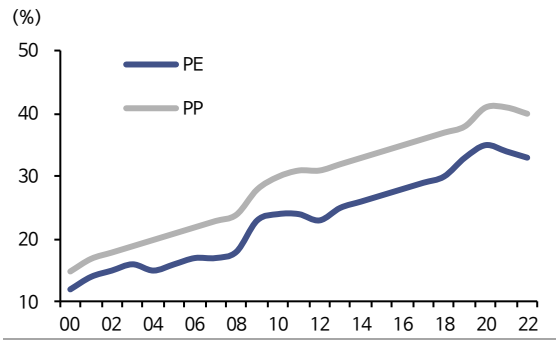
건설향 수요 비중이 약 60%인 PVC는 작년 부동산 경기 하락으로 역성장(-3%)을 기록했다. 그러나 최근 중국 주택 가격 및 거래량이 반등하는 등 회복의 시그널이 포착되기 시작했다. 중국 정부의 적극적인 부동산 부양정책 효과가 하반기부터 본격화되며 올해 PVC 수요는 1% 성장이 가능할 전망이다.

2023년 중국의 화학 제품별 수요 증가율



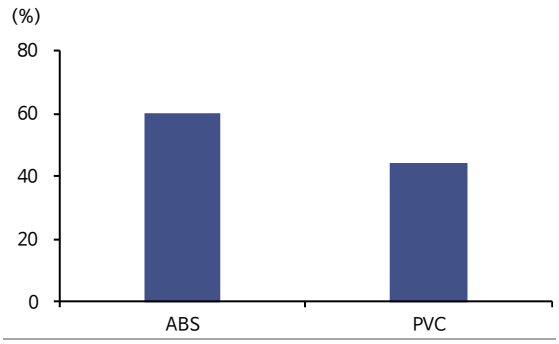
자료: ICIS, 신한투자증권

중국의 글로벌 PE, PP 수요 비중 추이



자료: ICIS, 신한투자증권

중국의 글로벌 ABS, PVC 수요 비중



자료: Platts, 신한투자증권

공급 측 우려 요인들도 점차 완화될 전망

중국 수요에 대한 기대감에도 불구하고 공급 부담(증설/가동률 상승) 및 글로벌 경기 침체 등 여전히 우려 요인들이 존재한다. 3월 글로벌 화학 설비 가동률은 68%로 향후 수요 회복이 나타날 경우 가동률 상향 조정 가능성은 높은 상황이다. 기초유분(에틸렌 등)부터 다운스트림(PE, PP 등)까지 중국 중심의 증설도 지속될 전망이며 이는 수요 증가를 상회하겠다. 그럼에도 증설 물량은 내년부터 축소되며 공급과잉 규모는 점차 완화될 전망이다.

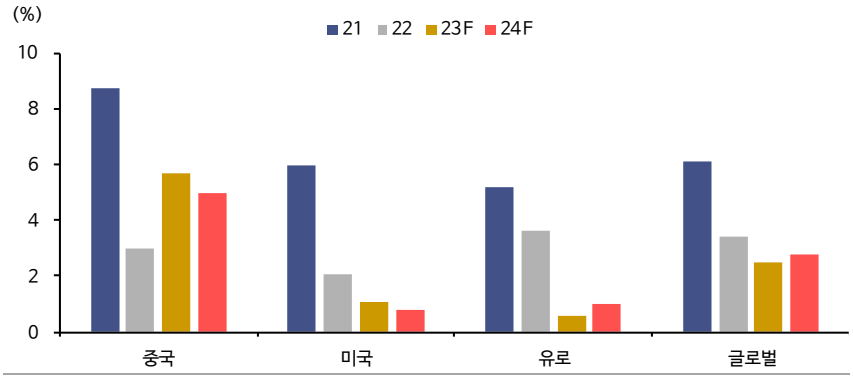
추세적 반등보다 제한적인 회복 예상

과거 호황기 수준의 업사이클을 기대하기 어렵지만 중국이 글로벌 폴리머 수요의 42%, 글로벌 GDP의 18%를 차지하는만큼 올해 화학 업종의 수급 밸런스는 개선될 전망이며 추세적인 반등 보다는 제한적인 회복을 예상한다.

업황 방향성은 아래보다 위

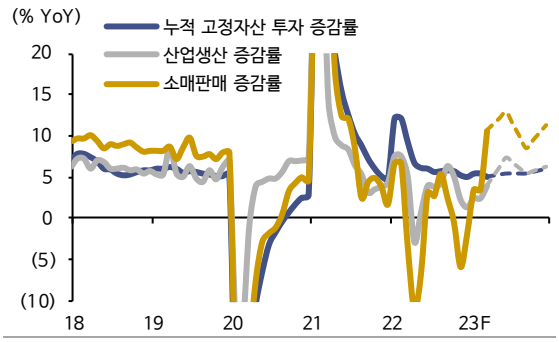
결국 반등의 핵심 조건인 중국의 수요 회복 가시성이 높아지고 있는 만큼 하반기 리오프닝 효과와 부양 정책 등으로 주요 전방 산업의 수요 회복이 나타나며 업황의 방향성은 아래보다 위를 향할 전망이다.

지역별 경제성장률 추이 및 전망



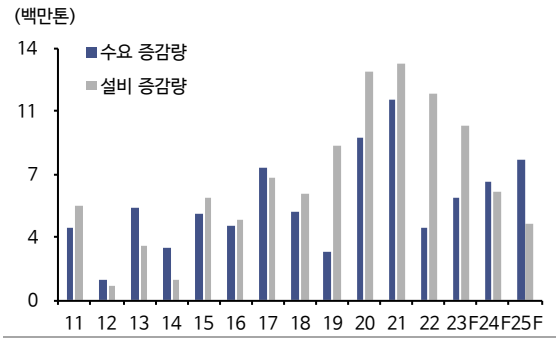
자료: Bloomberg, 신한투자증권

중국 주요 경제 지표 추이 및 전망



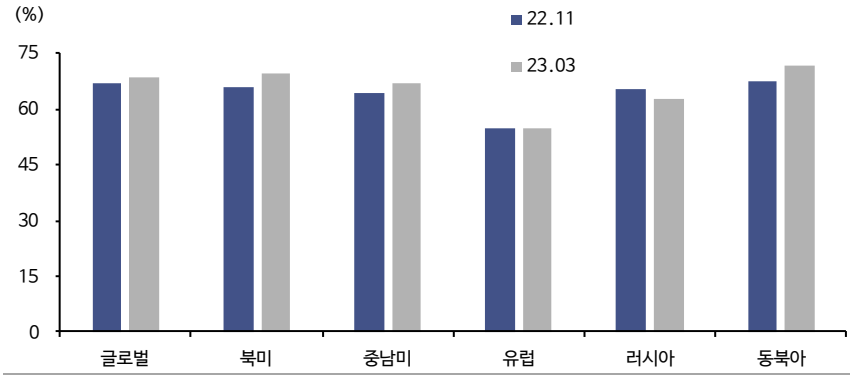
자료: CEIC, Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 에틸렌 수급 추이 및 전망



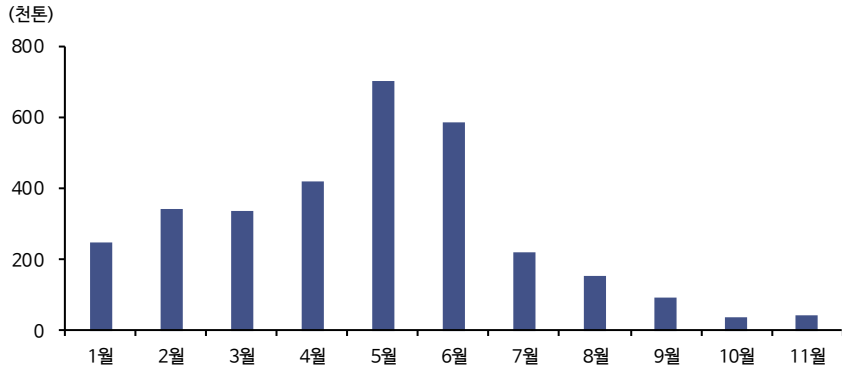
자료: ICIS, Platts, Argus, 신한투자증권

지역별 화학 설비 가동률 추이



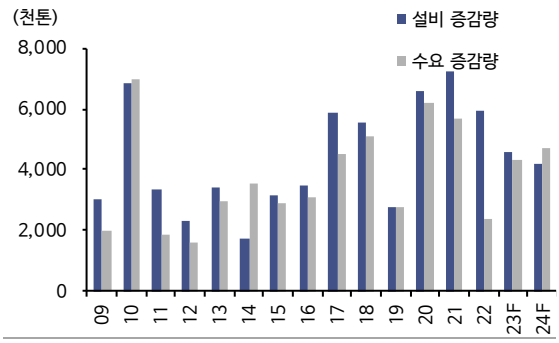
자료: ICIS, 신한투자증권

2023년 아시아 에틸렌 정기보수 일정



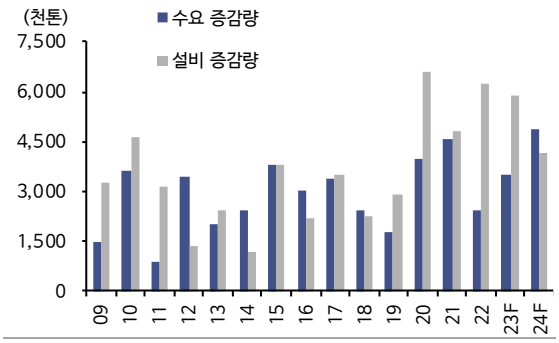
자료: CEIC, Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 PE 수급 추이 및 전망



자료: ICIS, Platts, Argus, 신한투자증권

글로벌 PP 수급 추이 및 전망



자료: ICIS, 신한투자증권

V. 진흙 속 진주 같은 작지만 강한 업체들

글로벌 탑티어 업체에 투자하자

중국 수요 회복 수혜 혹은 담보된 성장성에 주목

1) 높은 점유율&중국 비중
2) 높은 수익성/성장성 보유
→ 업황 개선 수혜폭 大

올해 하반기 중국 수요 회복에 따른 업황 개선 기대감에도 불구하고 중국의 높은 자급률과 공급 부담 등으로 국내 화학 업체들의 수혜폭은 과거 대비 제한적일 전망이다. 그럼에도 높은 글로벌 점유율을 보유하고 있으면서 중국 수요 비중이 절대적인 제품이거나 혹은 높은 수익성과 성장성을 가진 제품을 보유한 업체의 경우 업황 개선에 따른 수혜폭이 클 전망이다.

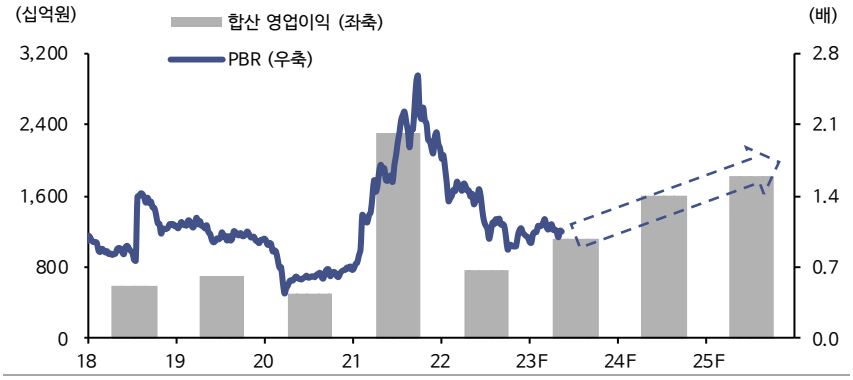
효성티앤씨(스판덱스)
국도화학(에폭시)

특히 국내 화학 업체 중 이러한 특성을 가진 작지만 강한 기업들이 다수 존재한다. 효성티앤씨(시가총액 1.7조원)는 글로벌 1위 스판덱스 업체이며 중국이 글로벌 스판덱스 수요의 61%를 차지한다. 국도화학(시가총액 3,942억원)은 글로벌 1위 에폭시 생산 업체로 글로벌 에폭시 수지의 54%가 중국에서 소비된다.

효성첨단소재
(타이어코드/탄소섬유)
코오롱인더
(타이어코드/아라미드)

효성첨단소재(시가총액 2.1조원)는 글로벌 1위 PET 타이어코드 업체로 본업의 높은 경쟁력을 보유하고 있으며 탄소섬유를 통해 수익성과 성장성 모두를 확보하고 있다. 코오롱인더(시가총액 1.2조원)는 글로벌 2위 PET 타이어코드 업체이며 슈퍼섬유인 아라미드의 생산능력 확대를 통해 글로벌 3위로서의 지위를 공고히 할 전망이다.

4개사 합산 영업이익 및 12MF PBR 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정
주: 4개사(효성티앤씨, 국도화학, 효성첨단소재, 코오롱인더)

1) 효성티앤씨: 중국 리오프닝 최대 수혜주

대표적 고부가 섬유 제품 '스판덱스'

스판덱스는 탁월한 신축성(원래 길이의 5~8배)을 지닌 대표적인 고부가 섬유 제품이다. 의류용에 사용되는 비중이 75%로 가장 높고 일반 의류에는 약 2~5%, 스포츠 의류에는 10~20%의 비율로 혼용되어 사용된다. 핵심 시장은 중국으로 글로벌 수요의 61%를 차지한다.

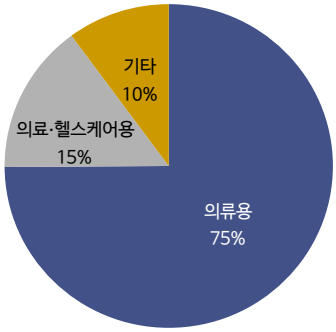
글로벌 시장 점유율 1위

2022년말 기준 글로벌 스판덱스 생산능력은 연간 145만톤으로 추정된다. 지역별로 중국이 가장 높으며 업체별로는 효성티앤씨 29%, Huafon 19%, Bailu 12%, Yantai 9%, Shandong Ruyi 8% 등을 차지한다. 동사는 2010년 이후 글로벌 1위를 지속하고 있으며 중국 고가 시장에서도 M/S(50%) 1위로 차별화된 경쟁력을 보유하고 있다.

지속적인 해외 증설로 생산 거점 다변화

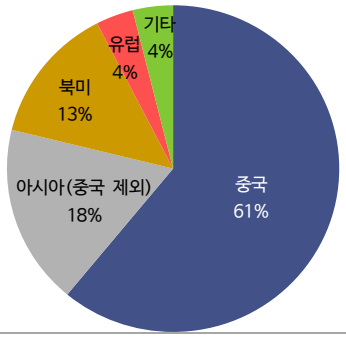
중국 21.2만톤, 베트남 3.8만톤, 인도 3.4만톤, 터키 3.6만톤 등 다양한 지역에 생산 설비를 갖고 있으며 중국 이외의 국가에서도 각각 60% 이상의 시장 점유율을 보유하고 있다.

스판덱스 용도별 비중



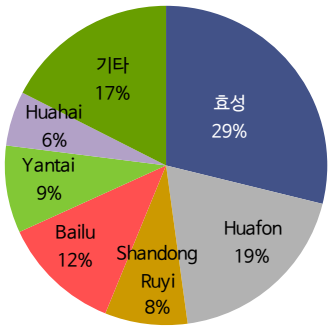
자료: 한국화학섬유협회, 신한투자증권

스판덱스 지역별 수요 비중



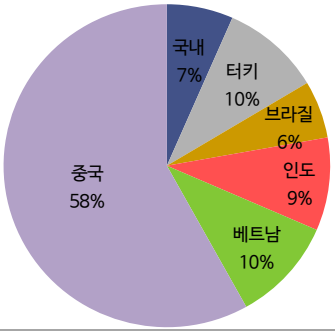
자료: 한국화학섬유협회, 신한투자증권

글로벌 스판덱스 시장 점유율



자료: 회사 자료, 한국화학섬유협회, 신한투자증권

효성티앤씨 지역별 생산능력 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

코로나 호황기 이후 중국 락다운으로 수요 둔화

팬데믹 이전(10~19년) 스판덱스 수요는 연평균 9.3% 증가하며 의류 수요 성장(3~4%) 대비 높은 성장세를 보였다. 코로나로 실내 활동이 증가함에 따라 래깅스 등 애슬레져 의류 수요가 폭발적으로 증가하며 20~21년 동안 10% 이상의 성장을 보여줬다. 반면 중국 봉쇄 정책이 강화됨에 따라 스판덱스 수요가 둔화되기 시작했으며 경기침체 영향 등으로 작년 수요는 역성장한 것으로 추정된다.

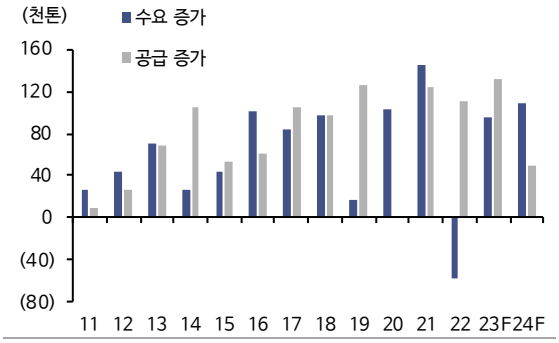
리오프닝 이후 전방 회복 → 스프레드 및 지표 개선

다만 중국의 리오프닝 이후 전방 수요가 빠르게 회복되며 Bottom up 지표(가동률, 재고일수) 및 스판덱스 스프레드가 개선되기 시작했다. 중국의 1~4월 의류 소매판매는 13%(YoY) 증가하며 리오프닝 효과가 나타나고 있음을 증명했다. 리오프닝에 따른 업종별 회복 순서가 '서비스/필수소비재 〉 부동산 〉 경기소비재' 순인만큼 전방 의류 수요의 회복세는 점차 확대될 전망이다.

효성티앤씨 최대 수혜

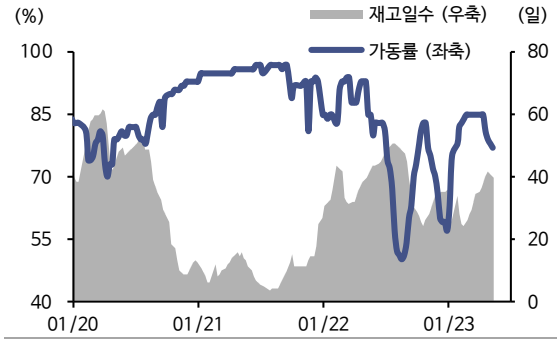
결국 중국(글로벌 수요 61%)의 수요 회복은 효성티앤씨의 수혜로 이어질 전망이며 글로벌 1위로서의 차별화된 경쟁력을 바탕으로 매분기 실적 개선세는 확대되겠다. 작년 하반기 저점 이후 업황이 턴어라운드하는 구간에서 선제적인 증설 및 높은 원가 경쟁력으로 동종 업체 중 가장 큰 수혜를 누릴 전망이다.

글로벌 스판덱스 수급 추이 및 전망



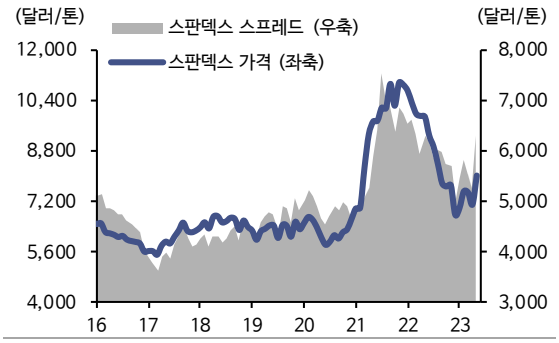
자료: Woodmac, 회사 자료, 신한투자증권 추정

중국 스판덱스 가동률 및 재고일수 추이



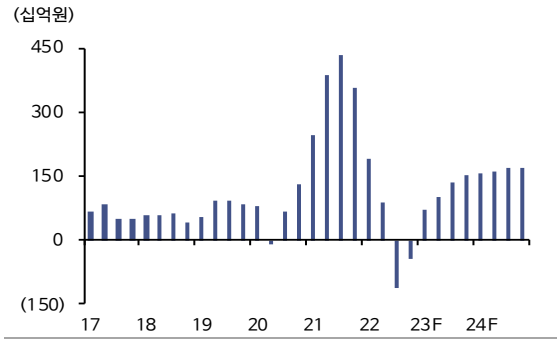
자료: CCFGroup, 신한투자증권

스판덱스 가격 및 스프레드 추이



자료: KITA, Cischem, 신한투자증권

효성티앤씨 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

2) 국도화학: 중국 및 전방 수요 회복으로 업황 개선 예상

핵심 시장은 中 → 글로벌 수요 54%

에폭시는 주로 코팅제, 방수재, 접착제의 용도로 사용되며 조선/자동차/건설/IT/풍력/항공 등 다양한 산업에서 사용되는 고기능성 원자재이다. 전방 수요처별로 페인트 및 코팅에 사용되는 비중이 36%로 가장 높고 전기전자(27%), 건설(11%), 풍력(9%) 등 다양한 수요처를 확보하고 있다. 핵심 시장은 중국으로 글로벌 수요의 54%를 차지한다.

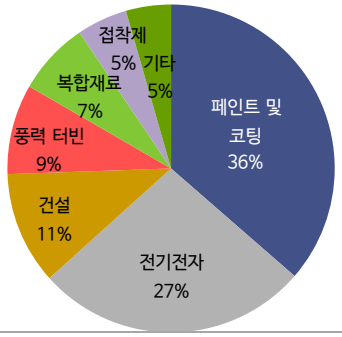
소수 업체 과점 시장 글로벌/국내 점유율 1위

2022년 기준 글로벌 에폭시 생산능력은 350만톤으로 추정되며 업체별로는 국도화학 24%, Olin 17%, Nanya 11%, Hexion 9%, 금호P&B 7% 등을 차지한다. 에폭시는 진입장벽이 높은 산업으로 소수 업체들이 과점화된 형태를 나타내고 있으며 동사는 지속적인 증설을 통해 글로벌/국내 점유율 1위를 확보하고 있다.

향후 성장 예상되는 인도 생산능력 확대 전망

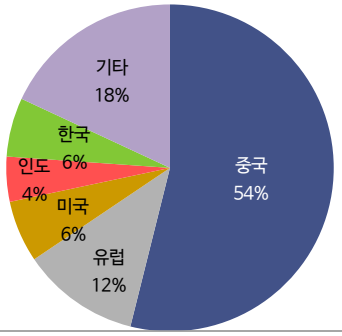
국내에 57.8만톤의 생산 설비를 갖고 있으며 최대 수요 시장인 중국에 20.5만톤의 설비를 보유하고 있다. 향후 높은 수요 성장이 예상되는 인도의 경우 생산능력이 4만톤에 불과하지만 증설을 통해 25년까지 10만톤으로 확대할 계획이다.

글로벌 에폭시 전방 수요처별 비중



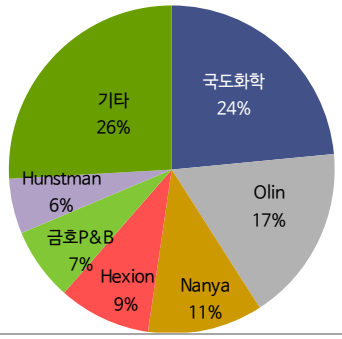
자료: 산업 자료, 신한투자증권

에폭시 지역별 수요 비중



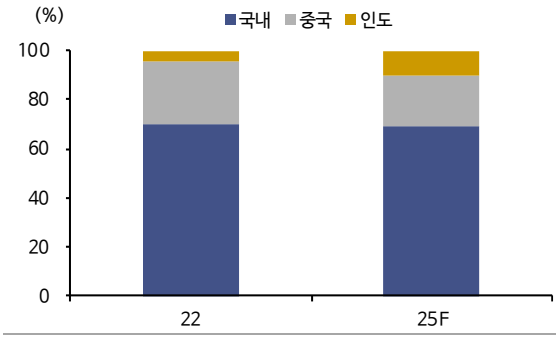
자료: Platts, 신한투자증권

글로벌 에폭시 시장 점유율



자료: 회사 자료, 산업 자료, 신한투자증권

국도화학 에폭시 지역별 생산능력 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

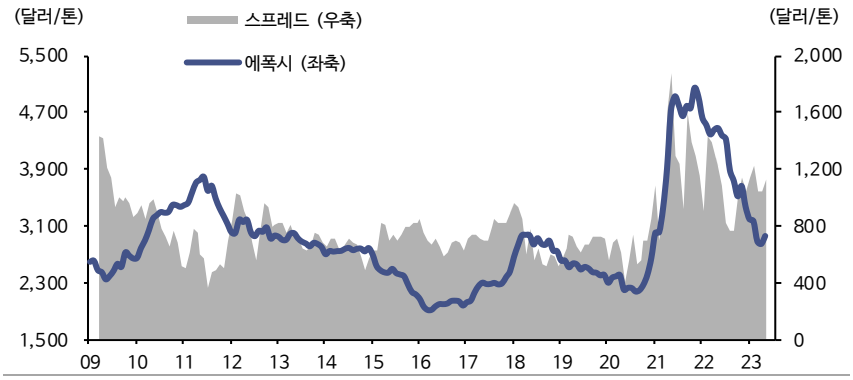
팬데믹 이후 타이트한 수급 21년 사상 최대 실적 달성

동사는 창립 이후 지금까지 연간 흑자 기조를 유지하고 있으며 지속적인 생산능력 확대를 통해 안정적인 외형 성장을 보여주고 있다. 팬데믹 이후 글로벌 에폭시 시장은 전방(선박, 건설, 풍력 등) 수요가 확대되는 가운데 경쟁사(Olin 등) 공급 차질로 타이트한 수급이 지속됐다. 에폭시 가격은 2021년 4분기 4,900달러/톤을 기록하며 팬데믹 이전 대비 두 배 이상 상승했고 동사의 2021년 영업이익은 사상 최고치를 달성했다.

22년 업황 급격히 둔화되며 영업이익 -53%

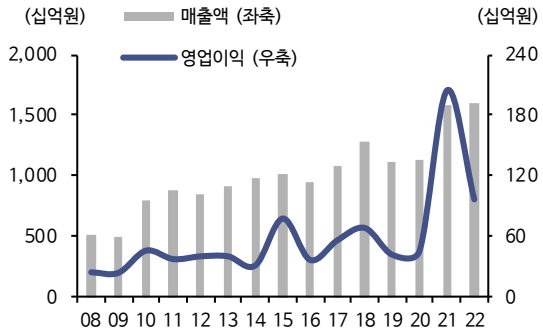
다만 1) 중국의 강력한 봉쇄 정책, 2) 러시아-우크라이나 전쟁, 3) 글로벌 인플레이션에 따른 경기 침체 등으로 전방 수요가 급감하기 시작했으며 경쟁사 공급 정상화로 에폭시 가격과 스프레드는 21년 고점 이후 빠르게 하락했다. 사이클 산업 특성상 업황 하락기에 고가 원재료 투입에 따른 부정적 래깅효과가 점차 확대됐으며 동사의 2022년 영업이익은 전년대비 53% 감소했다.

에폭시 가격 및 스프레드 추이



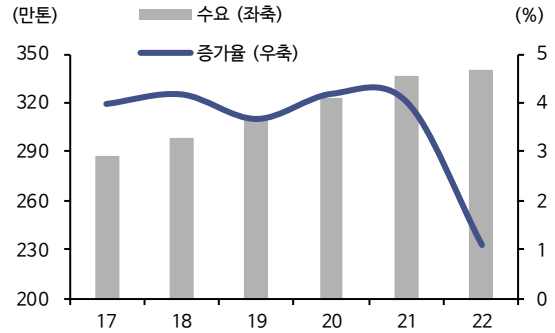
자료: KITA, Platts, 신한투자증권

국도화학 매출액 및 영업이익 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 에폭시 수요 추이



자료: 산업 자료, 신한투자증권

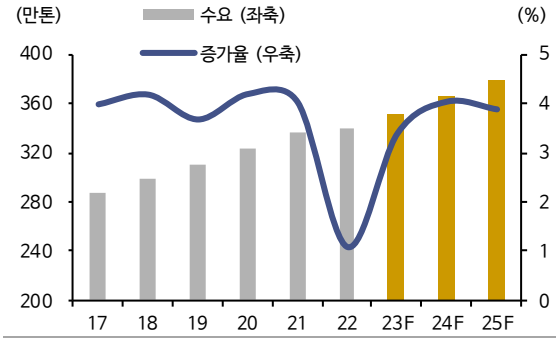
향후 수요 회복&제한적 증설 → 시황 점차 회복 전망

글로벌 에폭시 수요는 중국 및 전방 수요 증가 등으로 2025년까지 연평균 4% 성장이 기대된다. 반면 경쟁 업체들의 제한적인 증설로 타이트한 공급이 유지되며 시황은 점차 회복될 전망이다. 주요 전방인 조선 산업은 21~23년 대규모 발주(컨테이너, LNG선)로 인해 향후 2~3년간 인도될 선박이 과거 평균 대비 많은 상황이며 이는 에폭시(선박용 페인트 원료) 수요 증가로 이어질 전망이다. 글로벌 자동차 수요 역시 반도체 부족 이슈 완화 등으로 정상화될 전망이며 글로벌 풍력 수요는 정책적 모멘텀에 힘입어 25년까지 연평균 6%의 성장이 기대된다.

中 리오프닝 및 부양책 효과 → 에폭시 수요 회복

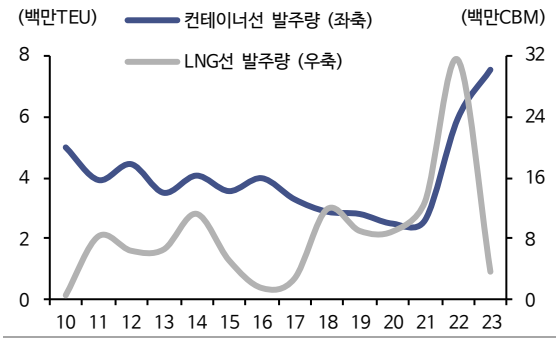
중국은 글로벌 에폭시 수요에서 가장 큰 비중(54%)을 차지한다. 팬데믹 기간 동안 고강도 봉쇄 정책으로 제조업 경기는 크게 위축됐으며 이는 에폭시 수요 감소로 이어졌다. 다만 봉쇄 해제 이후 리오프닝 효과와 경기 부양책 등으로 중국의 에폭시 수요는 점차 회복되겠다. 올해 중국 고정자산 투자와 산업생산은 전년대비 각각 5.7%(+0.2%p), 5.5%(+2.5%p) 증가가 예상되며 부동산 경기도 완만한 회복세가 기대된다. 특히 올해 중국의 풍력 설치량은 60GW(+84%)가 예상되며 수요 성장세는 점차 확대될 전망이다.

글로벌 에폭시 수요 추이 및 전망



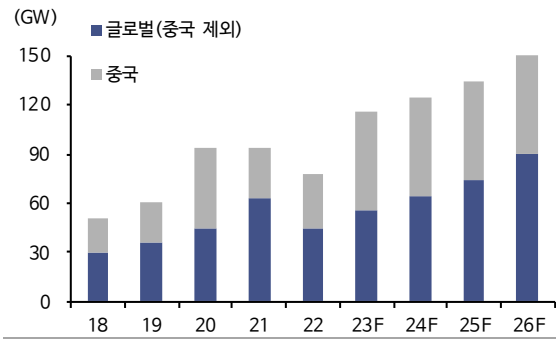
자료: 산업 자료, ICIS, 신한투자증권

글로벌 컨테이너/LNG선 발주량



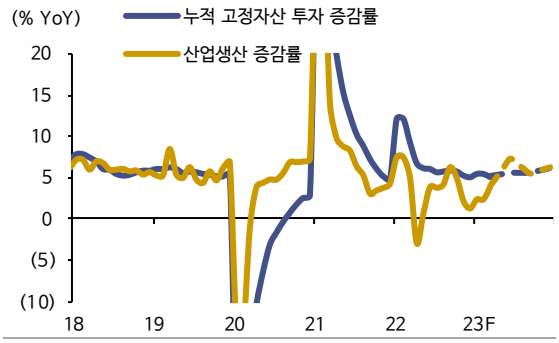
자료: Clarkson, 신한투자증권

글로벌 풍력 수요 추이 및 전망



자료: 산업 자료, 신한투자증권

중국 고정자산 투자, 산업생산 증가율 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

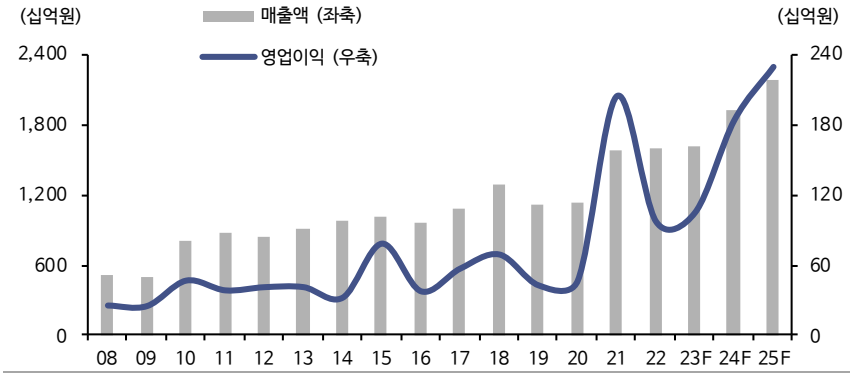
2H22 저점으로 턴어라운드 → 1분기 실적으로 증명

중국 및 전방 산업의 수요 회복과 타이트한 공급으로 에폭시 시황은 작년 하반기를 저점으로 턴어라운드가 예상되며 동사의 최대 수혜가 기대된다. 1분기 영업이익은 에폭시 판매량 회복 및 스프레드 개선으로 105억원(+742% QoQ)을 기록하며 완연한 회복세를 시현했다.

업황 회복 구간에서 차별화된 주가 및 실적 전망

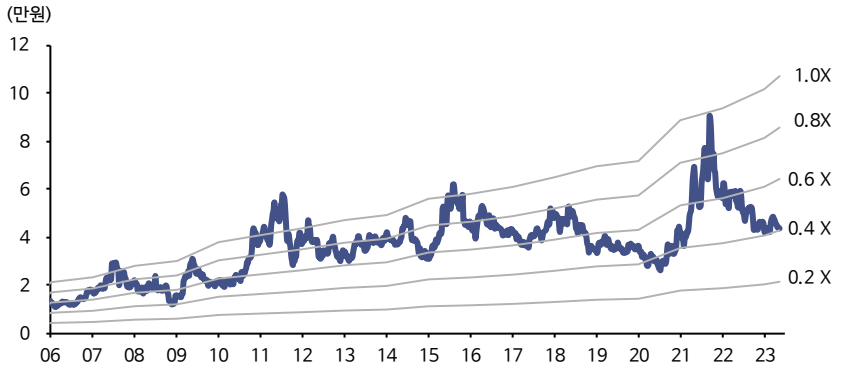
글로벌 1위로서의 차별화된 경쟁력을 바탕으로 매분기 실적 개선세는 점차 확대되겠다. 결국 업황이 돌아서는 구간에서 선제적인 가동률 상승과 중국 공장의 적극적인 대응을 통해 경쟁사 대비 차별화된 실적이 나타나며 주가의 방향성은 아래보다 위를 향할 전망이다.

국도화학 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

국도화학 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

2) 효성첨단소재: 타이어코드가 받쳐주고, 탄소섬유가 밀어주고

타이어코드 글로벌 M/S 1위
경제적 이점 보유한
베트남 설비 비중 가장 ↑

동사의 PET 타이어코드 생산능력은 26만톤으로 지난 십여 년간 글로벌 1위를 차지하고 있으며 상위 업체와 설비 규모 격차도 큰 상황이다. 현재 베트남이 가장 큰 설비 비중을 차지하는데, 단위당 가공비와 전력비가 한국의 60%, 40% 수준에 불과하며 경쟁사 대비 차별화된 수익성이 가능하다. 또한 매출의 약 70%가 1st tier 타이어 업체인 브릿지스톤, 미쉐린, 굿이어 등으로부터 발생하며 장기공급계약을 통해 안정적인 매출 창출과 상대적으로 높은 마진 확보가 가능하다.

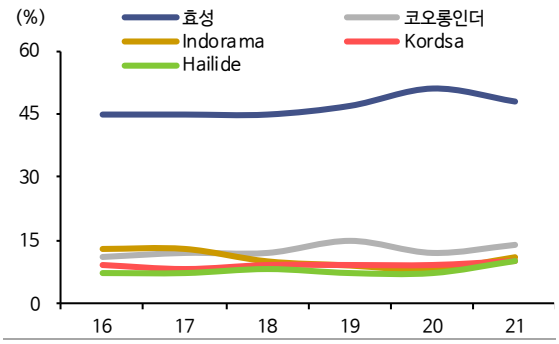
견조한 신차 및 교체용 회복
→ 하반기 업황 개선

타이어코드는 교체용 타이어와 신차용 양쪽에서 수요가 발생하며 교체용이 전체의 약 80%를 차지한다. 21년 호황기 이후 중국 락다운 및 경기 침체 등으로 교체용 수요가 큰 폭으로 위축되며 현재까지 수요는 부진하다. 그럼에도 견조한 신차용 수요와 중국 중심의 교체용 회복세로 하반기 업황은 점차 개선되겠다. 특히 향후 2년간 글로벌 증설이 전무한 상황으로 우호적인 수급이 지속될 전망이다.

전기차 침투율 확대
→타이어코드 사용량↑

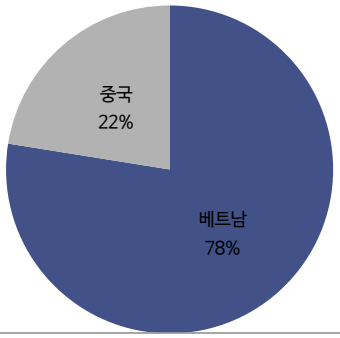
전기차는 내연기관차 대비 무겁기 때문에 타이어 내구성이 더욱 중요하다. 전기차용 타이어는 1) 성장성이 높고, 2) 타이어코드 사용량이 더 많으며, 3) 교체주기가 짧은 특징이 있다. 글로벌 전기차 침투율 확대로 타이어코드 수요 성장률은 점차 증가할 전망이며 점유율 1위인 동사의 수혜가 가장 크겠다.

글로벌 PET 타이어코드 업체별 점유율 추이



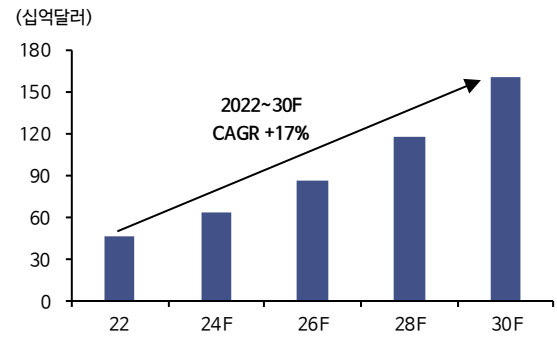
자료: 산업 자료, 회사 자료, 신한투자증권

효성첨단소재 지역별 타이어코드 설비 비중



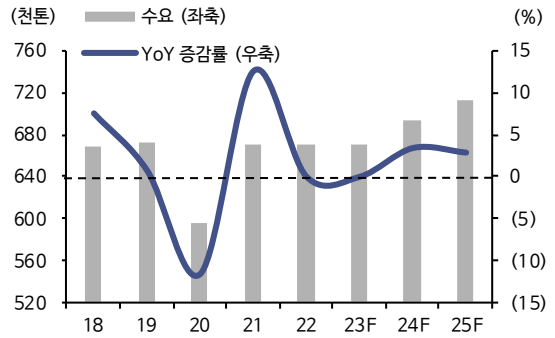
자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 전기차용 타이어 시장 규모 전망



자료: 산업 자료, 신한투자증권

글로벌 PET 타이어코드 수요 추이 및 전망



자료: 산업 자료, 신한투자증권

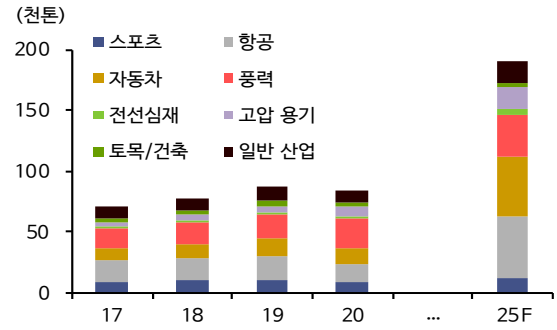
전방 수요 호조세 지속 → 타이트한 수급 전망

탄소섬유는 탄소 함량이 90% 이상인 섬유로 강도는 철의 10배 수준이며 무게는 20%에 불과하다. 이러한 특성으로 풍력, 우주/항공, 고압용기 등 철을 대체하고 경량화가 필수적인 분야에 사용되고 있다. 21년 글로벌 탄소섬유 수요는 12.9만톤으로 연평균(16~21년) 11% 성장했으며 고압용기, 풍력/태양광용, 항공 등의 수요 확대에 힘입어 25년까지 연평균 14% 성장이 기대된다. 반면 글로벌 공급은 25년까지 연평균 8% 증가가 예상되며 타이트한 수급 여건은 지속되겠다.

공격적인 케파 확대 24년/28년 1.4/2.4만톤 고부가 시장 진출로 성장

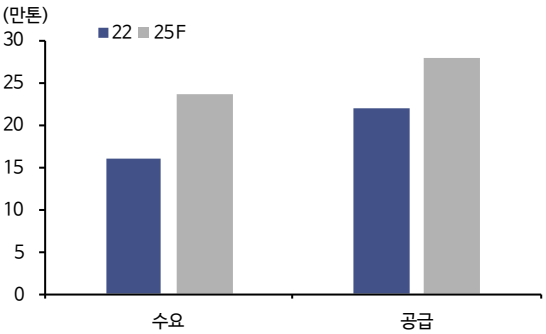
효성첨단소재의 생산능력은 24년 1.4만톤(기존 1.15만톤), 28년 2.4만톤으로 올해(9,000톤) 대비 대폭 확대될 전망이다. 현재 고압용기(60~70%), 태양광용(30~40%) 등으로 판매 중이며 전방 수요 강세로 Full 생산/판매되고 있고 판가도 높은 수준을 유지하고 있다. 중국의 공격적인 태양광 설비 확대로 잉곳성장로용 단열재향 수요가 급증하고 있으며 중국 증설(1H24 5천톤)을 통해 고성장이 예상되는 전방 산업에서 점유율 확대로 수혜가 예상된다. 특히 향후 판매 시장도 현재 고압용기/태양광용에서 판가가 몇 배 이상 높은 항공/방산(T1000 Grade 이상)용으로 확대되며 중장기 성장 동력으로 작용할 전망이다.

탄소섬유 전방 산업별 수요 추이 및 전망



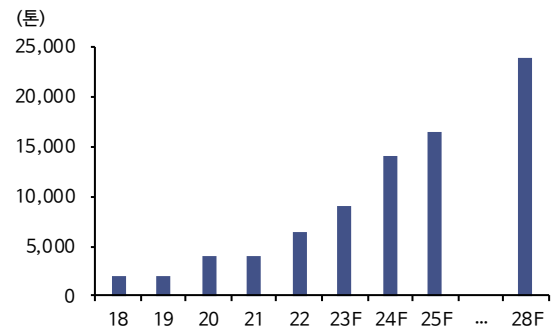
자료: 산업 자료, 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 탄소섬유 수급 전망



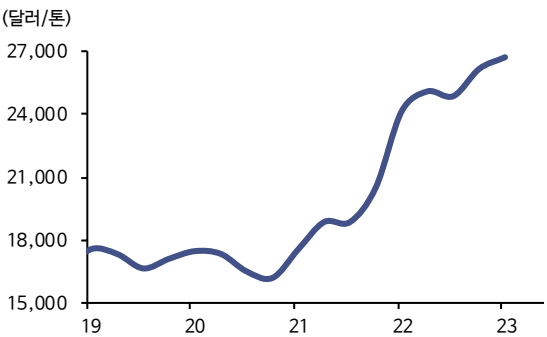
자료: 산업 자료, 회사 자료, 한국화학섬유협회, 신한투자증권

탄소섬유 생산능력 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권

탄소섬유 수출단가(전주) 추이



자료: KITA, 신한투자증권

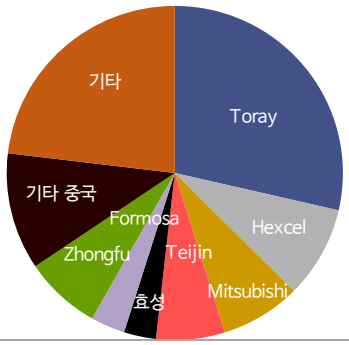
탄소섬유 수요 41% 중국 高밸류 부여 받는 중국 업체

중국은 글로벌 탄소섬유 수요의 41%를 차지하며 주요 업체 Zhongfu Carbon Fiber(시가총액 6.3조원)는 1.5만톤(21년말 기준)의 생산능력을 확보하고 있다. 21년, 22년 매출액은 각각 2,076억원(OPM 26%), 3,821억원(OPM 34%)을 기록했으며 25년까지 연평균 36% 이익 성장이 예상된다. 23년 기준 EV/EBITDA 23배, PER 36배로 높은 밸류에이션을 부여받고 있다.

탄소섬유 영업가치 1.2조원 업사이드 포텐셜 大

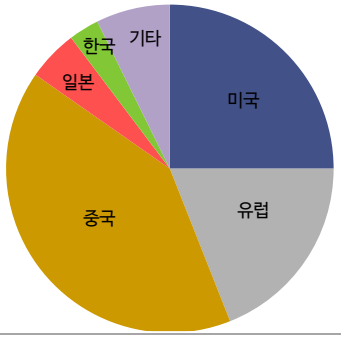
효성첨단소재의 22년 탄소섬유 매출액은 1,300억원(영업이익률 18%)을 기록한 것으로 추정된다. 매년 공격적인 증설을 바탕으로 25년까지 매출액과 영업이익은 연평균 37%, 44% 성장이 예상되며 20% 이상의 고수익성이 기대된다. 탄소섬유 영업가치는 1.2조원(EBITDA 1,134억원, 목표 멀티플 11배)으로 현재 시가총액의 65%에 해당되며 본업까지 감안할 경우 업사이드 포텐셜은 큰 상황이다.

글로벌 탄소섬유 업체별 점유율 (21년 기준)



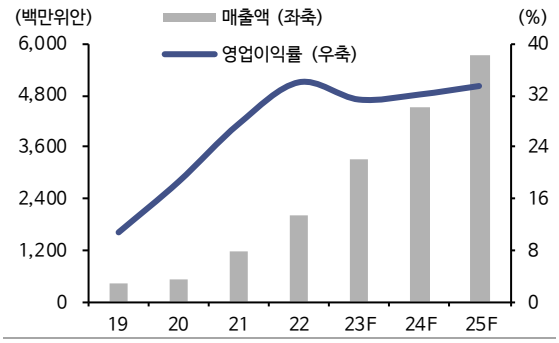
자료: 산업 자료, 회사 자료, 한국화학섬유협회, 신한투자증권

지역별 탄소섬유 수요 비중 (21년 기준)



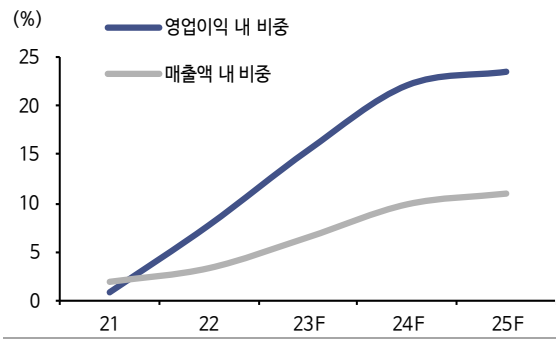
자료: IHS, 신한투자증권

Zhongfu 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한투자증권

효성첨단소재 탄소섬유 실적 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

2) 코오롱인더: 아라미드 증설로 한 단계 Level-Up

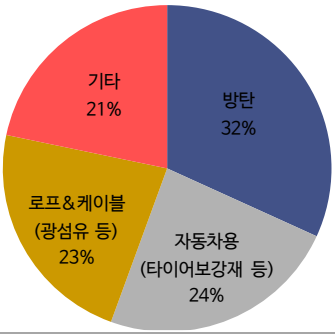
과점 체제인 아라미드 시장

아라미드는 고강도(강철의 5배), 고탄성, 내열성 등이 우수한 슈퍼섬유로 주로 타이어보강재, 광케이블, 방탄/방호복 등에 사용된다. 글로벌 아라미드 시장 규모는 약 7.5만톤이며 지역별로 북미 37%, 유럽 26%, 아시아 22% 등을 차지하고 있다. 아라미드 산업은 진입장벽이 높은 특성으로 과점 체제가 형성되어 있으며 업체별로 Teijin 3.5만톤, DuPont 2.5만톤, 코오롱인더 7,500톤, 효성첨단소재 3,750톤 등의 생산능력을 보유하고 있다.

30년까지 수요 연평균 +6%

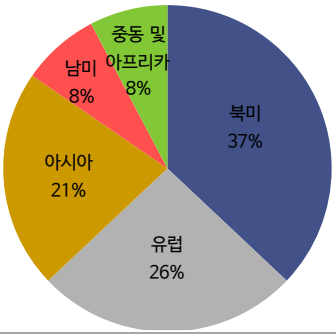
아라미드는 견조한 방탄/방호용 수요가 지속되는 가운데 5G 투자 및 전기차 확대로 향후 수요 성장은 광케이블용과 자동차용(타이어 등)이 견인할 전망이다. 글로벌 아라미드 수요는 지난 10년간 연평균 5%의 성장을 기록했으며 2030년까지 연평균 6%의 안정적인 성장이 예상된다.

아라미드 용도별 수요 비중



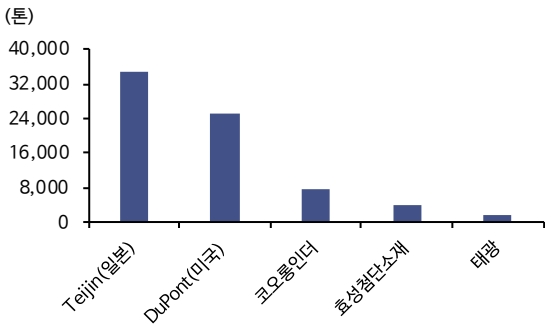
자료: 산업 자료, 회사 자료, 신한투자증권

아라미드 지역별 수요 비중



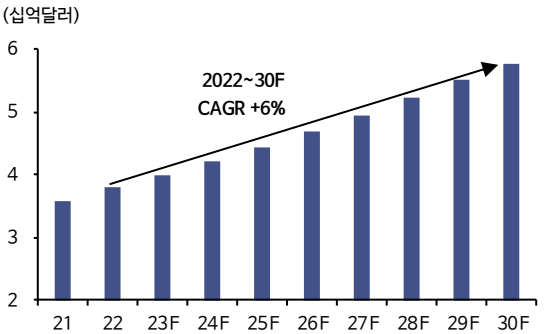
자료: 회사 자료, 신한투자증권

업체별 아라미드 생산능력



자료: 산업 자료, 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 아라미드 수요 추이 및 전망



자료: 산업 자료, 신한투자증권

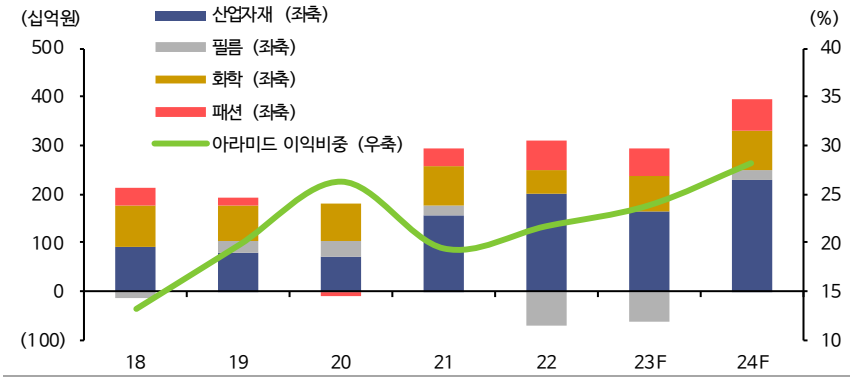
Double up 증설로 M/S ↑ 프리 마케팅으로 고객 확보

동사의 아라미드 생산능력은 올해 하반기 15,000톤으로 현재 대비 두 배 확대될 전망이다. 글로벌 시장 점유율은 기존 10%에서 18%로 증가하며 탑티어 지위는 더욱 굳건해지겠다. 특히 아라미드 시장의 타이트한 수급으로 증설 물량의 63%는 공급처가 확보된 상황이며 내년초 Full 생산 및 판매가 가능할 전망이다. 현재 아라미드 판가는 톤당 23,000달러대가 유지되며 높은 수준이 지속되고 있다.

아라미드 증설로 이익 모멘텀 더욱 확대

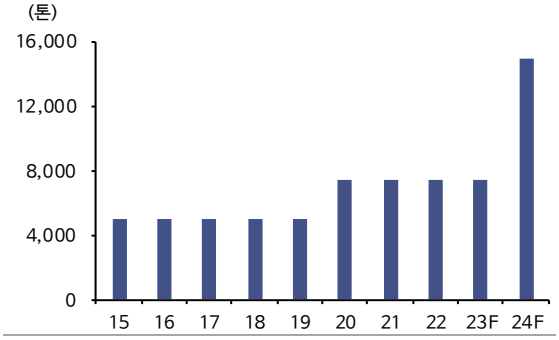
2022년 아라미드 영업이익은 527억원(+7%, OPM 29%)을 기록한 것으로 추정된다. 증설 이후 2024년 아라미드 영업이익은 1,131억원(+104%)으로 확대될 전망이며 전사 이익 비중에서 28%(22년 22%)를 차지하겠다. 상반기 타이어코드 부진 및 필름/전자재료 적자로 실적에 대한 아쉬움은 존재하나 아라미드 증설로 이익 모멘텀은 더욱 확대될 전망이다.

사업부별 영업이익 및 아라미드(산업자재 소재) 비중



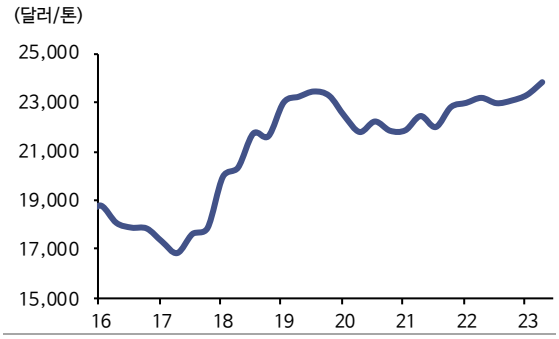
자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

아라미드 생산능력 추이 및 전망



자료:, 회사 자료, 신한투자증권

아라미드 수출단가



자료: KITA, 신한투자증권



효성티앤씨

Bloomberg Code (298020 KS) | Reuters Code (298020.KS)

하반기가 더욱 기대된다

[화학]

이진명 책임연구원
☎ 02-3772-1534
✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

최규헌 연구원
☎ 02-3772-2665
✉ cgh815@shinhan.com

매수	현재주가 (5 월 22 일)	목표주가	상승여력
(유지)	401,000 원	550,000 원 (유지)	37.2%

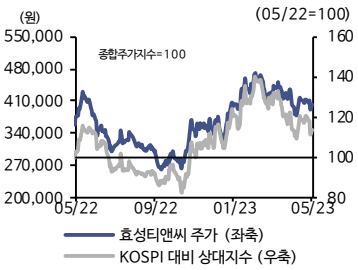
- 업황 회복 구간에서 돋보일 글로벌 1위의 경쟁력
- 확연히 개선될 하반기 실적
- 향후 타이트한 수급으로 업황 개선에 따른 가장 큰 수혜

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

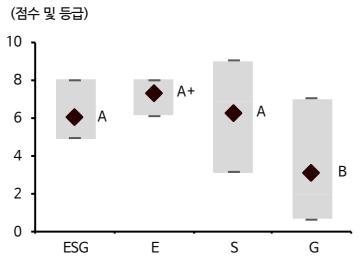
신한투자증권 기업분석부

시가총액	1,735.4 십억원
발행주식수	4.3 백만주
유동주식수	2.4 백만주(55.0%)
52 주 최고가/최저가	470,000 원/259,000 원
일평균 거래량 (60 일)	27,286 주
일평균 거래액 (60 일)	11,598 백만원
외국인 지분율	8.44%
주요주주	
효성 외 12 인	44.68%
국민연금공단	9.98%
절대수익률	
3 개월	-14.1%
6 개월	21.0%
12 개월	7.4%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-14.2%
6 개월	8.3%
12 개월	11.6%

주가



ESG 컨센서스



업황 회복 구간에서 돋보일 글로벌 1위의 경쟁력

스판덱스는 탁월한 신축성을 지닌 대표적인 고부가 섬유 제품이며 핵심 시장은 중국으로 글로벌 수요의 61%를 차지한다. 동사 점유율은 29%로 2010년 이후 글로벌 1위를 지속하고 있으며 중국 고가 시장에서 M/S(50%) 1위로 차별화된 경쟁력을 보유하고 있다. 중국 21.2만톤, 베트남 3.8만톤, 인도 3.4만톤 등 다양한 지역에 설비를 갖고 있으며 중국 이외 국가에서도 60% 이상의 점유율을 보유하고 있다.

팬데믹 이전(10~19년) 스판덱스 수요는 연평균 9.3% 증가하며 의류 수요 성장(3~4%) 대비 높은 성장세를 보였다. 코로나로 래깅스 등 애슬레져 수요가 폭발적으로 증가하며 20~21년 동안 10% 이상의 성장을 보여줬다. 반면 작년 상반기 중국 락다운으로 수요가 둔화되기 시작했으며 증설 물량 출회로 시황은 급격히 악화됐다.

다만 리오프닝으로 전방 수요가 빠르게 회복되며 Bottom up 지표(가동률, 재고일수) 및 스프레드 개선이 나타나기 시작했고 1분기 어닝 서프라이즈로 이어졌다. 중국의 1~4월 의류 소매판매도 13%(YoY) 증가하며 리오프닝 효과가 나타나고 있음을 증명했다.

확연히 개선될 하반기 실적

하반기 영업이익은 2,863억원(+68%, 이하 HoH)으로 확연히 개선된 실적이 예상된다. 스판덱스/PTMG 영업이익은 전방 수요 회복에 따른 스프레드 상승과 판매량 증가 등으로 2,248억원(+64%)이 기대된다. 작년 하반기 저점 이후 업황 개선세가 지속되며 매분기 증익 추세가 가능할 전망이다. 리오프닝에 따른 업종별 회복 순서가 '서비스/필수소비재(의류 등) 〉 투자/부동산 〉 경기소비재' 순인만큼 전방 수요 회복세는 점차 확대되겠다.

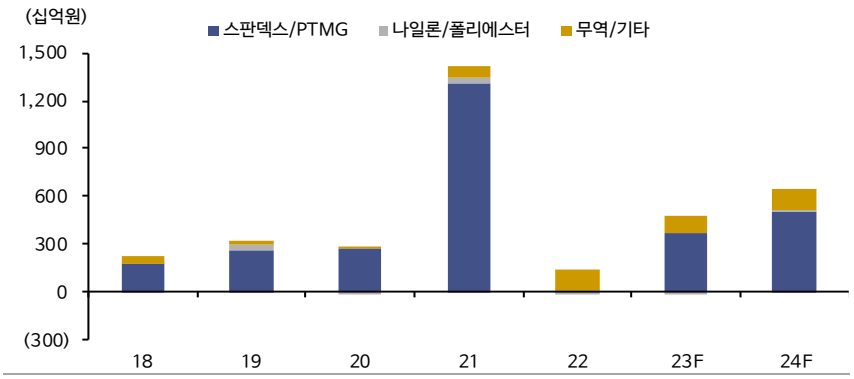
목표주가 550,000원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가 550,000원, 투자의견 '매수'를 유지한다. 전방 수요 모멘텀이 지속되는 가운데 소규모 업체들의 구조조정과 선제적인 증설(중국, 인도)로 업황 회복에 따른 가장 큰 수혜가 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	8,596.0	1,423.7	770.4	178,008	328,240	2.9	2.3	1.6	76.2	60.4
2022	8,882.7	123.6	11.6	2,678	282,528	130.7	9.2	1.2	0.9	98.7
2023F	7,951.5	457.0	260.3	60,143	332,699	6.7	4.4	1.2	19.6	59.3
2024F	8,274.4	649.3	380.2	87,852	410,579	4.6	3.1	1.0	23.6	25.9
2025F	8,162.6	722.9	433.6	100,196	500,803	4.0	2.4	0.8	22.0	(1.9)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

사업부별 영업이익 추이 및 전망



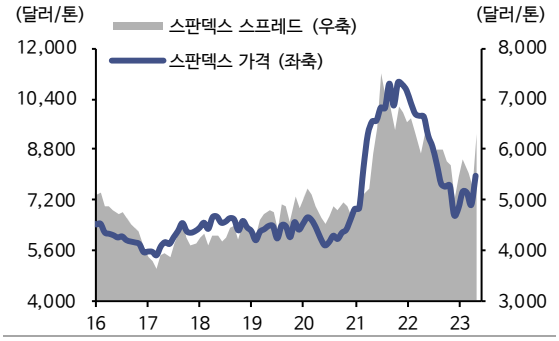
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

효성티앤씨 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q24F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**2,340.8**	**2,563.7**	**2,167.1**	**1,811.1**	**1,861.1**	**1,991.4**	**2,033.2**	**2,065.8**	**5,161.5**	**8,596.0**	**8,882.7**	**7,951.5**	**8,274.4**
섬유	1,164.2	1,069.5	855.3	752.8	777.8	887.4	913.3	938.4	2,308.1	4,663.4	3,841.9	3,517.0	3,788.4
스판덱스/PTMG	912.6	807.6	597.6	514.0	565.4	671.6	693.7	714.4	1,532.9	3,559.4	2,831.8	2,645.1	2,918.4
나일론/폴리/기타	251.6	261.9	257.7	238.8	212.4	215.8	219.7	224.0	775.2	1,103.9	1,010.0	871.9	870.0
무역/기타	1,176.6	1,494.2	1,311.8	1,058.3	1,083.2	1,103.9	1,119.8	1,127.4	2,853.4	3,932.7	5,040.9	4,434.4	4,486.0
영업이익	**190.1**	**87.5**	**(110.8)**	**(43.2)**	**69.3**	**101.3**	**135.1**	**151.2**	**266.6**	**1,423.7**	**123.6**	**457.0**	**649.3**
섬유	161.3	44.4	(147.7)	(59.6)	45.0	75.7	103.8	119.8	256.8	1,341.3	(1.7)	344.2	517.4
스판덱스/PTMG	161.5	58.6	(154.7)	(54.7)	54.4	83.1	105.8	119.0	270.5	1,306.9	10.7	362.2	498.9
나일론/폴리/기타	(0.2)	(14.3)	7.0	(4.9)	(9.4)	(7.4)	(2.0)	0.8	(13.7)	34.4	(12.4)	(18.0)	18.5
무역/기타	28.9	43.1	36.9	16.3	24.4	25.7	31.3	31.4	9.8	82.4	125.2	112.8	131.9
세전이익	**159.6**	**67.3**	**(144.5)**	**(51.8)**	**51.0**	**109.5**	**143.3**	**142.6**	**223.6**	**1,404.2**	**30.7**	**446.3**	**650.8**
지배주주 순이익	**68.6**	**25.9**	**(94.8)**	**11.8**	**31.9**	**62.5**	**81.8**	**84.0**	**136.8**	**770.4**	**11.6**	**260.3**	**380.2**
매출액 증가율 (YoY)	44.7	19.7	(9.3)	(26.0)	(20.5)	(22.3)	(6.2)	14.1	(13.7)	66.5	3.3	(10.5)	4.1
매출액 증가율 (QoQ)	(4.4)	9.5	(15.5)	(16.4)	2.8	7.0	2.1	1.6	-	-	-	-	-
영업이익 증가율 (YoY)	(23.0)	(77.4)	적전	적전	(63.5)	15.9	흑전	흑전	(17.5)	434.1	(91.3)	269.7	42.1
영업이익 증가율 (QoQ)	(46.6)	(54.0)	적전	적지	흑전	46.2	33.3	11.9	-	-	-	-	-
영업이익률	**8.1**	**3.4**	**(5.1)**	**(2.4)**	**3.7**	**5.1**	**6.6**	**7.3**	**5.2**	**16.6**	**1.4**	**5.7**	**7.8**
섬유	13.9	4.1	(17.3)	(7.9)	5.8	8.5	11.4	12.8	11.1	28.8	(0.0)	9.8	13.7
스판덱스/PTMG	17.7	7.3	(25.9)	(10.6)	9.6	12.4	15.3	16.7	17.6	36.7	0.4	13.7	17.1
나일론/폴리/기타	(0.1)	(5.4)	2.7	(2.1)	(4.4)	(3.4)	(0.9)	0.4	(1.8)	3.1	(1.2)	(2.1)	2.1
무역/기타	2.5	2.9	2.8	1.5	2.3	2.3	2.8	2.8	0.3	2.1	2.5	2.5	2.9

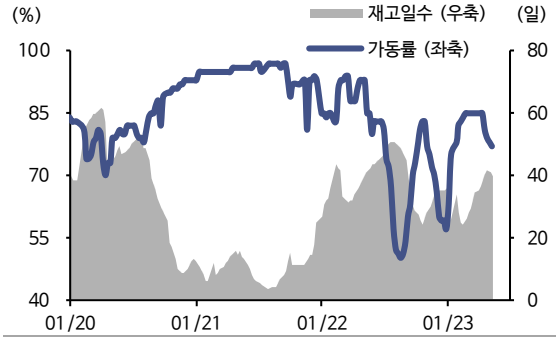
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

스판덱스 가격 및 스프레드(1M 래깅) 추이



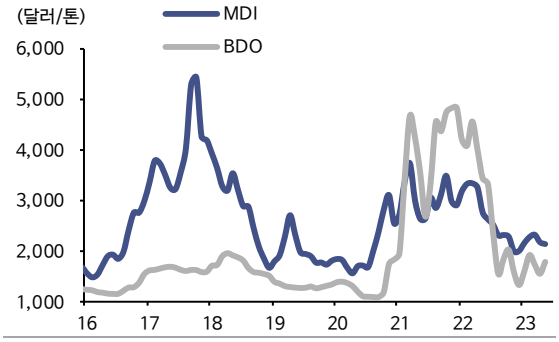
자료: KITA, Cischem, 신한투자증권

중국 스판덱스 가동률 및 재고일수 추이



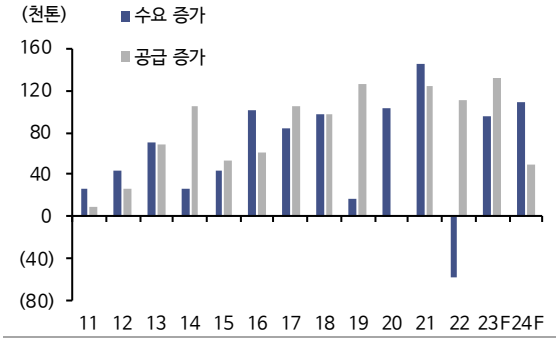
자료: CCFGroup, 신한투자증권

원재료(BDO, MDI) 가격 추이



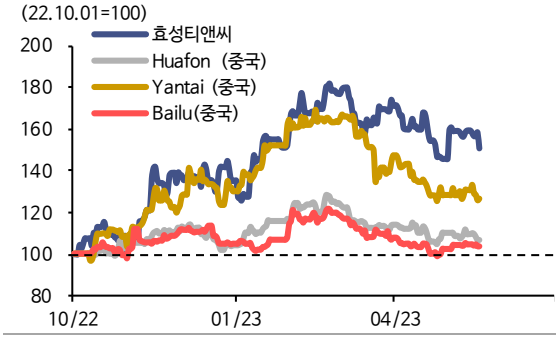
자료: KITA, Cischem, 신한투자증권

글로벌 스판덱스 수급 추이 및 전망



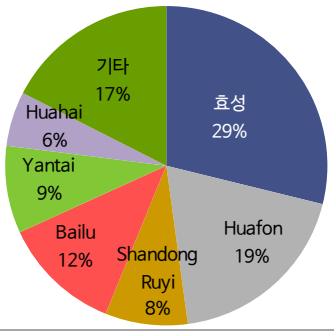
자료: CCFGroup, 신한투자증권

글로벌 스판덱스 업체 상대주가 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 스판덱스 시장 점유율



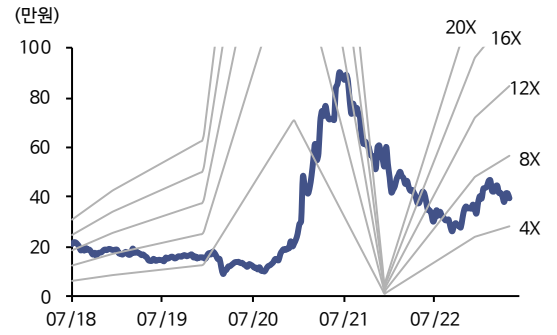
자료: 산업 자료, 신한투자증권

효성티앤씨 목표주가 산출

	목표주가			비고
	22	12MF	24F	
ROE (%)	0.9	20.9	23.6	중국 2사(Huafon, Yantai)의 23년 조정 PBR 평균 적용
BPS (원)	282,528	358,659	410,579	
Target PBR (배)	1.9	1.5	1.3	
목표주가 (원)	550,000	550,000	550,000	

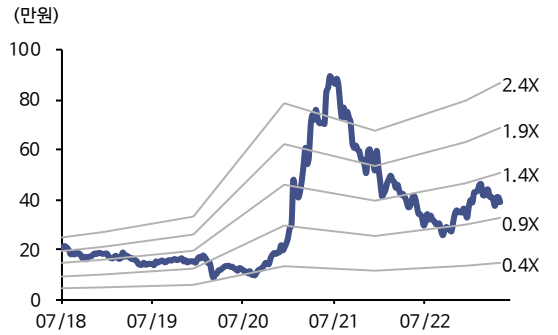
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

효성티앤씨 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

효성티앤씨 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

국내 및 글로벌 Peers 그룹 Valuation

(백만달러, 배, %)	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE			EPS 성장률		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
스판덱스																
효성티앤씨	1,278	130.7	6.7	4.6	1.2	1.2	1.0	9.2	4.4	3.1	0.9	19.6	23.6	(98.5)	2,145.5	46.1
Huafon (중)	4,934	11.3	9.2	7.9	1.5	1.3	1.1	7.2	6.5	4.9	13.7	13.6	13.8	(63.7)	22.1	17.6
Yantai (중)	2,535	36.0	21.4	14.6	3.7	2.8	2.5	23.0	14.6	9.9	10.1	14.5	17.9	(59.3)	67.8	47.1
폴리에스터																
Toray (일)	8,878	12.7	15.9	13.4	0.9	0.8	0.8	8.2	8.9	8.0	7.5	5.3	6.0	106.4	(19.9)	18.5
Hengyi (중)	3,578	15.3	8.7	6.8	0.9	0.9	0.8	12.4	9.4	8.0	7.8	10.6	12.2	(51.8)	76.8	26.9
Teijin (일)	2,052	8.6	-	14.1	0.6	0.7	0.6	5.9	7.8	6.3	7.7	(3.2)	4.7	흑전	적전	흑전

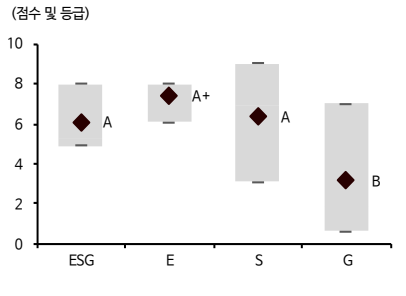
자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

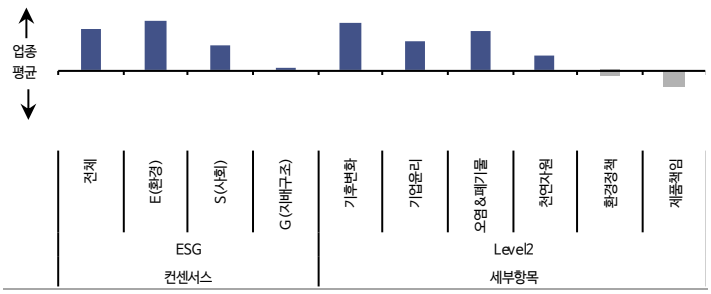
- 환경: 효성그룹 그린경영 VISION 2030을 기초로 CSE(Creating Social Eco-system) 실현 추진
- 사회: 사업활동으로 인한 부정적 사회·환경·경제적 임팩트를 최소화할 수 있는 공급망 관리 추진
- 지배구조: 주주친화 경영 및 권익 보호를 위해 이사회에서 결의하는 내부 통제 시스템 구축

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

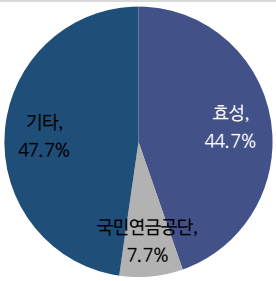
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

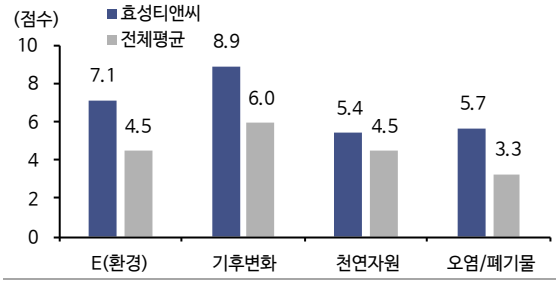
Key Chart

주주 구성



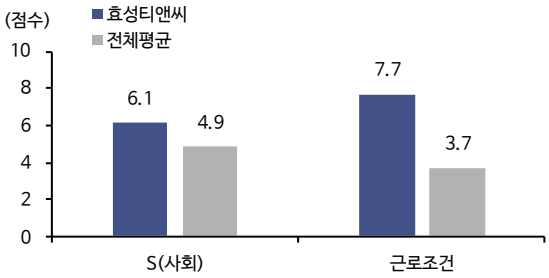
자료: QuantiWise, 신한투자증권

환경(E) 세부 항목 비교



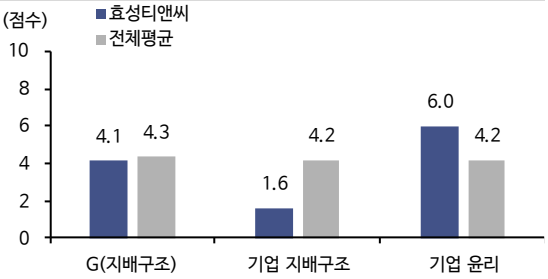
자료: 신한투자증권

사회(S) 세부 항목 비교



자료: 신한투자증권

지배구조(G) 세부 항목 비교



자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	**4,526.5**	**4,319.9**	**4,781.3**	**4,888.2**	**5,276.3**
유동자산	2,605.4	2,143.1	2,659.1	2,848.8	3,356.1
현금및현금성자산	143.8	103.1	829.5	946.3	1,478.9
매출채권	1,245.3	901.3	806.8	839.6	828.2
재고자산	1,009.1	885.4	792.6	824.7	813.6
비유동자산	1,921.0	2,176.8	2,122.2	2,039.4	1,920.2
유형자산	1,556.6	1,755.8	1,702.5	1,619.2	1,500.2
무형자산	26.6	23.9	23.9	23.9	23.9
투자자산	72.4	68.8	67.5	67.9	67.8
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**2,762.9**	**2,804.4**	**2,980.6**	**2,652.0**	**2,537.1**
유동부채	2,249.5	2,185.0	2,381.6	2,045.9	1,933.5
단기차입금	746.9	1,027.8	1,327.8	1,127.8	1,027.8
매입채무	851.1	643.2	575.8	599.2	591.1
유동성장기부채	162.1	171.5	171.5	0.0	0.0
비유동부채	513.4	619.4	599.0	606.1	603.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	339.4	424.8	424.8	424.8	424.8
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,763.6**	**1,515.5**	**1,800.6**	**2,236.1**	**2,739.3**
자본금	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
자본잉여금	403.7	403.8	403.8	403.8	403.8
기타자본	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타포괄이익누계액	26.9	20.3	20.3	20.3	20.3
이익잉여금	971.3	780.0	997.1	1,334.1	1,724.6
지배주주지분	**1,420.5**	**1,222.7**	**1,439.8**	**1,776.8**	**2,167.4**
비지배주주지분	343.1	292.8	360.8	459.3	571.9
*총차입금	1,249.2	1,631.9	1,931.1	1,559.9	1,459.8
*순차입금(순현금)	1,066.1	1,495.4	1,068.2	580.2	(52.5)

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**8,596.0**	**8,882.7**	**7,951.5**	**8,274.4**	**8,162.6**
증감률 (%)	66.5	3.3	(10.5)	4.1	(1.4)
매출원가	**6,897.0**	**8,450.6**	**7,198.1**	**7,313.4**	**7,131.4**
매출총이익	**1,699.1**	**432.1**	**753.3**	**961.0**	**1,031.2**
매출총이익률 (%)	19.8	4.9	9.5	11.6	12.6
판매관리비	**275.4**	**308.6**	**296.4**	**311.7**	**308.3**
영업이익	**1,423.7**	**123.6**	**457.0**	**649.3**	**722.9**
증감률 (%)	434.1	(91.3)	269.7	42.1	11.3
영업이익률 (%)	16.6	1.4	5.7	7.8	8.9
영업외손익	(19.4)	(92.9)	(10.6)	1.5	19.8
금융손익	(49.9)	(109.6)	(27.3)	(15.1)	3.2
기타영업외손익	30.5	16.6	16.6	16.6	16.6
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**1,404.2**	**30.7**	**446.3**	**650.8**	**742.7**
법인세비용	396.3	11.5	118.1	172.1	196.5
계속사업이익	1,007.9	19.2	328.3	478.7	546.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**1,007.9**	**19.2**	**328.3**	**478.7**	**546.3**
증감률 (%)	499.0	(98.1)	1,611.3	45.8	14.1
순이익률 (%)	11.7	0.2	4.1	5.8	6.7
(지배주주)당기순이익	770.4	11.6	260.3	380.2	433.6
(비지배주주)당기순이익	237.5	7.6	68.0	98.5	112.6
총포괄이익	1,104.3	42.3	328.3	478.7	546.3
(지배주주)총포괄이익	845.9	17.9	139.2	202.9	231.6
(비지배주주)총포괄이익	258.4	24.4	189.1	275.8	314.7
EBITDA	**1,621.9**	**360.7**	**722.3**	**897.5**	**946.9**
증감률 (%)	239.5	(77.8)	100.2	24.3	5.5
EBITDA 이익률 (%)	18.9	4.1	9.1	10.8	11.6

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**643.3**	**293.4**	**675.6**	**691.2**	**775.3**
당기순이익	1,007.9	19.2	328.3	478.7	546.3
유형자산상각비	198.2	237.1	265.3	248.3	224.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	9.4	49.2	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(19.2)	(6.7)	(6.7)	(6.7)	(6.7)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(785.8)	171.3	87.4	(30.3)	10.5
(법인세납부)	(196.6)	(240.0)	(118.1)	(172.1)	(196.5)
기타	429.4	63.3	119.4	173.3	197.7
투자활동으로인한현금흐름	**(369.5)**	**(362.6)**	**(211.9)**	**(166.7)**	**(106.0)**
유형자산의증가(CAPEX)	(383.0)	(414.4)	(212.0)	(165.0)	(105.0)
유형자산의감소	0.4	6.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	1.5	(1.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	40.8	390.5	1.3	(0.5)	0.2
기타	(29.2)	(344.5)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
FCF	252.5	(35.6)	499.1	522.8	663.9
재무활동으로인한현금흐름	**(252.3)**	**28.5**	**256.0**	**(414.4)**	**(143.3)**
차입금의 증가(감소)	(214.2)	309.7	299.2	(371.3)	(100.1)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(27.4)	(270.2)	(43.2)	(43.2)	(43.2)
기타	(10.7)	(11.0)	0.0	0.1	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	6.7	6.7	6.7
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**21.5**	**(40.7)**	**726.4**	**116.7**	**532.7**
기초현금	122.2	143.8	103.1	829.5	946.2
기말현금	143.8	103.1	829.5	946.2	1,478.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	232,897	4,433	75,856	110,603	126,226
EPS (지배순이익, 원)	178,008	2,678	60,143	87,852	100,196
BPS (자본총계, 원)	407,515	350,193	416,077	516,708	632,962
BPS (지배지분, 원)	328,240	282,528	332,699	410,579	500,803
DPS (원)	50,000	10,000	10,000	10,000	10,000
PER (당기순이익, 배)	2.2	79.0	5.3	3.6	3.2
PER (지배순이익, 배)	2.9	130.7	6.7	4.6	4.0
PBR (자본총계, 배)	1.3	1.0	1.0	0.8	0.6
PBR (지배지분, 배)	1.6	1.2	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA (배)	2.3	9.2	4.4	3.1	2.4
배당성향 (%)	28.0	372.3	16.6	11.4	10.0
배당수익률 (%)	9.6	2.9	2.5	2.5	2.5
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	18.9	4.1	9.1	10.8	11.6
영업이익률 (%)	16.6	1.4	5.7	7.8	8.9
순이익률 (%)	11.7	0.2	4.1	5.8	6.7
ROA (%)	27.4	0.4	7.2	9.9	10.7
ROE (지배순이익, %)	76.2	0.9	19.6	23.6	22.0
ROIC (%)	48.1	0.8	11.7	18.3	20.8
안정성					
부채비율 (%)	156.7	185.0	165.5	118.6	92.6
순차입금비율 (%)	60.4	98.7	59.3	25.9	(1.9)
현금비율 (%)	6.4	4.7	34.8	46.3	76.5
이자보상배율 (배)	43.4	2.0	6.0	8.7	11.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	10.5	8.2	8.0	8.7	8.4
재고자산회수기간 (일)	29.0	38.9	38.5	35.7	36.6
매출채권회수기간 (일)	40.7	44.1	39.2	36.3	37.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권



국도화학

Bloomberg Code (007690 KS) | Reuters Code (007690.KS)

숨겨진 저평가 화학주

매수	현재주가 (5 월 22 일)	목표주가	상승여력
(신규)	43,750 원	60,000 원 (신규)	37.1%

- 업황 회복 구간에서 돋보일 글로벌 1위의 경쟁력
- 매분기 개선될 실적, 기대해도 좋을 하반기
- PBR 0.4배(과거 다운사이클 0.5배)로 밸류에이션 매력 부각

[화학]

이진명 책임연구원
☎ 02-3772-1534
✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

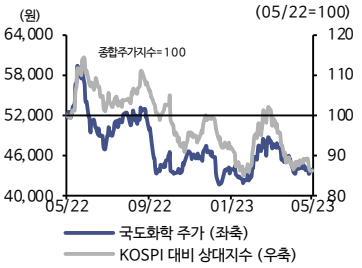
최규헌 연구원
☎ 02-3772-2665
✉ cgh815@shinhan.com

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

신한투자증권 기업분석부

시가총액	394.2 십억원
발행주식수	9.0 백만주
유동주식수	5.4 백만주(60.2%)
52 주 최고가/최저가	59,300 원/41,500 원
일평균 거래량 (60 일)	19,432 주
일평균 거래액 (60 일)	894 백만원
외국인 지분율	19.13%
주요주주	
국도코퍼레이션 외 3 인	28.23%
NIPPONSTEEL Chemical & Material Co., Ltd.	17.71%
절대수익률	
3 개월	-0.3%
6 개월	-3.4%
12 개월	-16.3%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-5.8%
6 개월	-9.2%
12 개월	-13.7%

주가



글로벌 에폭시 1위 업체, 업황 회복에 올라타자

에폭시는 코팅/접착제, 방수재 용도로 사용되며 조선/자동차/건설/풍력 등 다양한 산업에 사용된다. 핵심 시장은 글로벌 수요의 54%를 차지하는 중국이다. 22년 글로벌 에폭시 생산능력은 350만톤으로 국도화학 24%, Olin 17%, Nanya 11%, Hexion 9% 등을 차지한다. 과점화된 형태를 나타내며 동사는 글로벌/국내 점유율 1위를 확보하고 있다.

팬데믹 이후 전방 수요가 확대되는 가운데 경쟁사 공급 차질로 에폭시 가격과 스프레드는 상승했으며 21년 사상 최고 실적을 달성했다. 다만 중국 락다운, 러-우 전쟁, 경기 침체 등으로 수요가 급감하기 시작했고 에폭시 업황은 21년 고점 이후 빠르게 둔화되며 22년 영업이익은 전년대비 53% 감소했다.

다만 시황은 중국 및 전방 수요 증가가 예상되는 가운데 제한적인 증설로 회복될 전망이며 1분기 실적 턴어라운드를 통해 회복 구간에 진입했음이 입증됐다. 조선 산업은 21~23년 대규모 발주로 인해 향후 2~3년간 인도될 선박이 과거 평균 대비 많은 상황이다. 자동차 수요 역시 반도체 부족 완화 등으로 정상화될 전망이며 글로벌 풍력 수요는 25년까지 연평균 6%의 성장이 기대된다.

매분기 개선될 실적, 기대해도 좋을 하반기

하반기 영업이익은 가동률 상승에 따른 판매량 증가와 스프레드 회복으로 717억원(+117% HoH)이 예상된다. 에폭시 가격은 전방 수요 회복과 중국 리오프닝 등으로 하반기 본격적인 상승이 기대된다. 반면 원재료는 하향 안정화되며 수익성 개선이 가능하겠다. 4Q22를 저점으로 실적 회복이 지속되며 매분기 증익 추세가 가능할 전망이다.

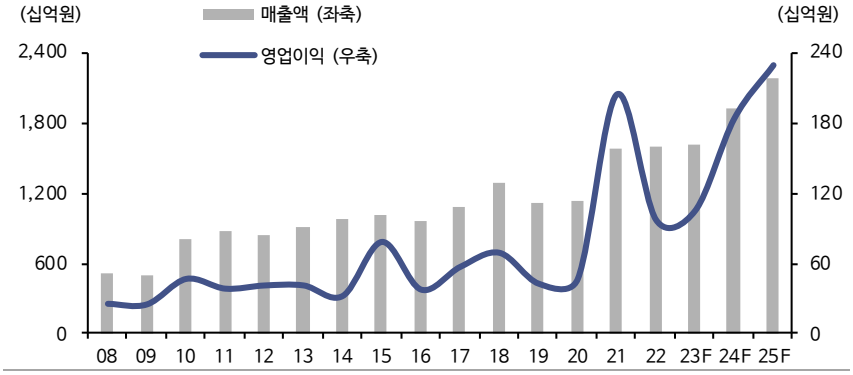
목표주가 60,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지 개시

목표주가 60,000원, 투자의견 '매수'로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 23년 BPS에 목표 PBR 0.6배(과거 10년 평균 PBR에 10% 할인)를 적용했다. 에폭시 시황은 하반기로 갈수록 점차 회복될 전망이며 글로벌 1위 업체로서 차별화된 경쟁력을 바탕으로 주가 재평가가 가능하겠다. 23년 기준 PBR은 0.4배로 과거 다운사이클 수준(0.5배)보다 낮으며 밸류에이션 매력은 점차 부각될 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,577.1	204.7	157.7	19,643	88,900	2.9	3.0	0.6	23.5	22.2
2022	1,601.8	96.9	74.3	8,248	93,818	5.2	4.9	0.5	9.0	28.7
2023F	1,607.9	104.8	83.9	9,315	101,837	4.7	3.9	0.4	9.5	18.8
2024F	1,926.3	184.0	146.4	16,244	116,785	2.7	2.4	0.4	14.9	11.3
2025F	2,183.1	229.8	183.6	20,380	135,869	2.1	1.6	0.3	16.1	1.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

국도화학 매출액, 영업이익 추이 및 전망



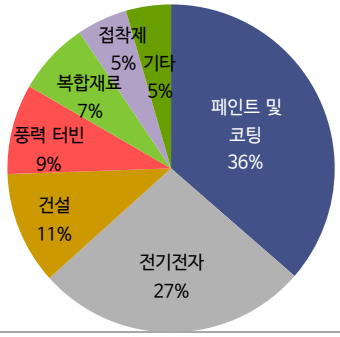
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

국도화학 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**416.6**	**441.5**	**386.8**	**356.9**	**344.2**	**390.5**	**419.7**	**453.5**	**1,132.7**	**1,577.1**	**1,601.8**	**1,607.9**	**1,926.3**
에폭시	425.5	450.3	377.7	356.0	358.5	389.8	417.5	452.4	1,203.9	1,665.6	1,609.4	1,618.2	1,913.9
폴리올	11.9	14.0	17.2	16.3	20.2	20.9	21.7	23.5	47.6	35.2	59.4	86.3	102.6
기타	(20.8)	(22.7)	(8.1)	(15.4)	(34.5)	(20.2)	(19.5)	(22.4)	(118.8)	(123.7)	(67.0)	(96.7)	(90.2)
영업이익	**35.6**	**46.7**	**13.5**	**1.2**	**10.5**	**22.6**	**35.0**	**36.7**	**46.0**	**204.7**	**96.9**	**104.8**	**184.0**
세전이익	**39.9**	**50.6**	**17.8**	**(10.7)**	**10.3**	**23.7**	**36.1**	**37.8**	**42.1**	**210.4**	**97.7**	**109.3**	**190.5**
지배주주순이익	**32.7**	**38.6**	**14.5**	**(12.3)**	**11.8**	**18.0**	**27.4**	**28.4**	**30.8**	**157.1**	**74.3**	**83.9**	**146.4**
매출액 증가율													
YoY	34.0	0.1	(5.4)	(14.3)	(17.4)	(11.6)	8.5	27.1	1.0	39.2	1.6	0.4	19.8
QoQ	0.0	6.0	(12.4)	(7.7)	(3.6)	13.5	7.5	8.1	-	-	-	-	-
영업이익 증가율													
YoY	35.0	(40.2)	(76.2)	(97.1)	(70.5)	(51.6)	159.8	2,847.8	9.3	344.8	(52.6)	8.1	75.6
QoQ	(18.6)	31.2	(71.1)	(90.8)	741.5	115.7	54.8	4.9	-	-	-	-	-
영업이익률	**8.5**	**10.6**	**3.5**	**0.3**	**3.0**	**5.8**	**8.3**	**8.1**	**4.1**	**13.0**	**6.1**	**6.5**	**9.6**
세전이익률	**9.6**	**11.4**	**4.6**	**(3.0)**	**3.0**	**6.1**	**8.6**	**8.3**	**3.7**	**13.3**	**6.1**	**6.7**	**9.9**
순이익률	**7.9**	**8.7**	**3.7**	**(3.4)**	**3.4**	**4.6**	**6.5**	**6.3**	**2.7**	**10.0**	**4.6**	**5.3**	**7.5**

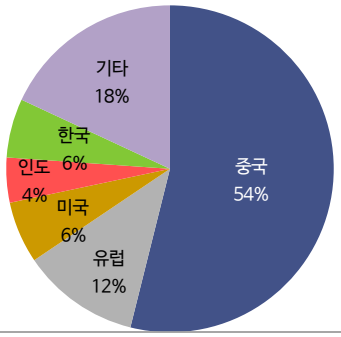
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

글로벌 에폭시 전방 수요처별 비중



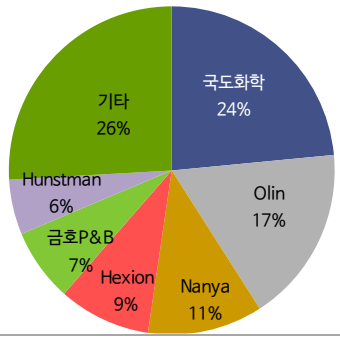
자료: 산업 자료, 신한투자증권

에폭시 지역별 수요 비중



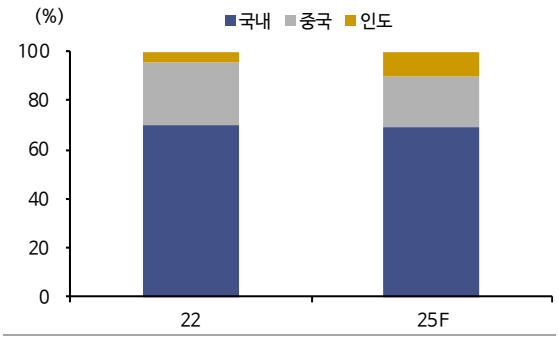
자료: Platts, 신한투자증권

글로벌 에폭시 시장 점유율



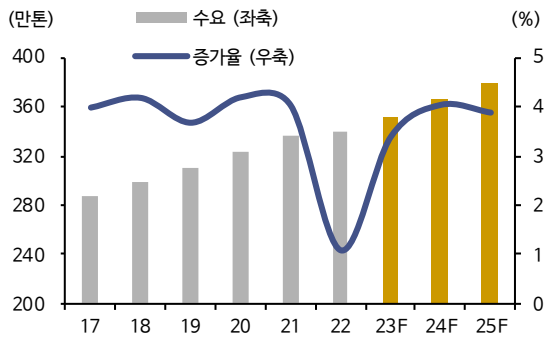
자료: 회사 자료, 산업 자료, 신한투자증권

국도화학 에폭시 지역별 생산 능력 비중



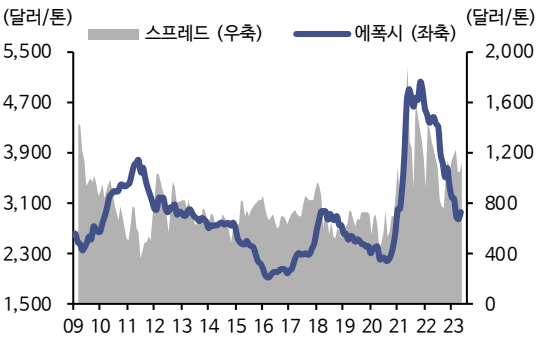
자료: 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 에폭시 수요 추이 및 전망



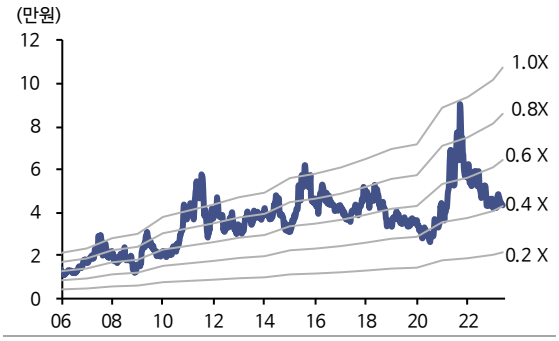
자료: 산업 자료, ICIS, 신한투자증권

에폭시 가격 및 스프레드



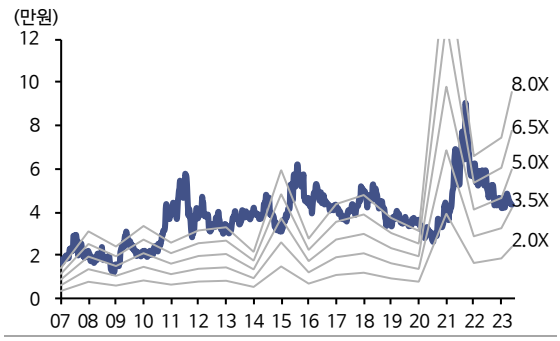
자료: KITA, Platts, 신한투자증권

국도화학 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

국도화학 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

국도화학 Valuation

	신규			비고
	22	23F	24F	
BPS (원)	93,818	101,837	116,785	
목표 PBR (배)	0.6	0.6	0.5	과거 10년 평균 PBR(0.7배)에 단기 업황 불확실성 감안하여 10% 할인
ROE (%)	9.0	9.5	14.9	
목표주가 (원)	60,000	60,000	60,000	
현재주가 (원)		43,750		
상승여력 (%)		37.1		

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	**1,416.4**	**1,499.1**	**1,511.0**	**1,693.2**	**1,902.8**
유동자산	804.6	746.0	759.7	933.8	1,131.9
현금및현금성자산	40.9	29.4	40.8	94.2	194.9
매출채권	369.9	300.0	301.2	360.8	408.9
재고자산	265.4	272.5	273.5	327.7	371.4
비유동자산	611.7	753.0	751.3	759.4	770.9
유형자산	471.3	636.7	637.9	648.0	661.4
무형자산	24.8	27.1	24.0	21.3	18.9
투자자산	8.5	3.5	3.5	4.2	4.8
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**601.4**	**640.9**	**581.5**	**630.6**	**670.1**
유동부채	482.0	494.4	434.9	479.4	515.3
단기차입금	162.3	210.1	210.1	210.1	210.1
매입채무	101.0	109.2	109.6	131.3	148.8
유동성장기부채	65.8	60.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	119.5	146.5	146.6	151.1	154.8
사채	49.9	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금(장기금융부채 포함)	50.7	73.8	73.8	73.8	73.8
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**814.9**	**858.2**	**929.6**	**1,062.7**	**1,232.7**
자본금	45.1	45.1	45.1	45.1	45.1
자본잉여금	124.1	124.1	124.1	124.1	124.1
기타자본	(19.5)	(26.2)	(26.2)	(26.2)	(26.2)
기타포괄이익누계액	12.2	7.9	7.9	7.9	7.9
이익잉여금	639.2	694.5	766.7	901.4	1,073.4
지배주주지분	**801.0**	**845.4**	**917.7**	**1,052.3**	**1,224.3**
비지배주주지분	13.9	12.8	11.9	10.4	8.4
*총차입금	328.7	394.5	334.1	334.2	334.3
*순차입금(순현금)	181.0	246.6	174.8	119.7	17.6

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**1,577.1**	**1,601.8**	**1,607.9**	**1,926.3**	**2,183.1**
증감률 (%)	39.2	1.6	0.4	19.8	13.3
매출원가	**1,210.1**	**1,321.8**	**1,326.9**	**1,529.9**	**1,712.2**
매출총이익	**367.0**	**279.9**	**281.0**	**396.5**	**470.9**
매출총이익률 (%)	23.3	17.5	17.5	20.6	21.6
판매관리비	**162.3**	**183.0**	**176.2**	**212.4**	**241.0**
영업이익	**204.7**	**96.9**	**104.8**	**184.0**	**229.8**
증감률 (%)	344.8	(52.6)	8.1	75.6	24.9
영업이익률 (%)	13.0	6.1	6.5	9.6	10.5
영업외손익	5.7	0.7	4.5	6.5	9.2
금융손익	2.4	(1.8)	1.9	3.9	6.6
기타영업외손익	3.2	2.5	2.5	2.5	2.5
종속 및 관계기업관련손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
세전계속사업이익	**210.4**	**97.7**	**109.3**	**190.5**	**239.1**
법인세비용	53.3	24.1	26.2	45.7	57.4
계속사업이익	157.1	73.5	83.0	144.8	181.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**157.1**	**73.5**	**83.0**	**144.8**	**181.7**
증감률 (%)	410.5	(53.2)	12.9	74.4	25.5
순이익률 (%)	10.0	4.6	5.2	7.5	8.3
(지배주주)당기순이익	157.7	74.3	83.9	146.4	183.6
(비지배주주)당기순이익	(0.6)	(0.8)	(0.9)	(1.6)	(2.0)
총포괄이익	175.8	68.9	83.0	144.8	181.7
(지배주주)총포괄이익	174.9	70.0	84.3	147.1	184.5
(비지배주주)총포괄이익	0.9	(1.1)	(1.3)	(2.2)	(2.8)
EBITDA	**233.1**	**130.5**	**147.6**	**221.6**	**262.9**
증감률 (%)	228.9	(44.0)	13.1	50.2	18.6
EBITDA 이익률 (%)	14.8	8.1	9.2	11.5	12.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**(25.9)**	**113.5**	**126.2**	**114.0**	**159.9**
당기순이익	157.1	73.5	83.0	144.8	181.7
유형자산상각비	26.3	30.8	39.7	34.9	30.7
무형자산상각비	2.1	2.8	3.1	2.7	2.4
외화환산손실(이익)	(0.4)	3.6	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
운전자본변동	(259.7)	50.6	(1.1)	(69.9)	(56.4)
(법인세납부)	(7.6)	(77.2)	(26.2)	(45.7)	(57.4)
기타	56.0	28.6	26.9	46.4	58.1
투자활동으로인한현금흐름	**(172.1)**	**(169.9)**	**(41.7)**	**(48.1)**	**(46.6)**
유형자산의증가(CAPEX)	(75.4)	(117.1)	(41.0)	(45.0)	(44.0)
유형자산의감소	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(3.7)	(5.8)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(62.5)	(43.6)	0.1	(0.6)	(0.5)
기타	(30.8)	(3.7)	(0.8)	(2.5)	(2.1)
FCF	(78.4)	17.9	80.0	58.0	103.7
재무활동으로인한현금흐름	**195.3**	**44.6**	**(72.2)**	**(11.6)**	**(11.6)**
차입금의 증가(감소)	108.4	72.4	(60.4)	0.1	0.1
자기주식의처분(취득)	0.5	6.7	0.0	0.0	0.0
배당금	(6.5)	(19.0)	(11.9)	(11.7)	(11.7)
기타	92.9	(15.5)	0.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.9)	(0.9)	(0.9)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.2	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(1.5)**	**(11.5)**	**11.4**	**53.4**	**100.7**
기초현금	42.4	40.9	29.4	40.8	94.2
기말현금	40.9	29.4	40.8	94.2	194.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	19,567	8,161	9,216	16,071	20,163
EPS (지배순이익, 원)	19,643	8,248	9,315	16,244	20,380
BPS (자본총계, 원)	90,443	95,242	103,162	117,936	136,804
BPS (지배지분, 원)	88,900	93,818	101,837	116,785	135,869
DPS (원)	2,200	1,400	1,400	1,400	1,400
PER (당기순이익, 배)	2.9	5.2	4.7	2.7	2.2
PER (지배순이익, 배)	2.9	5.2	4.7	2.7	2.1
PBR (자본총계, 배)	0.6	0.4	0.4	0.4	0.3
PBR (지배지분, 배)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (배)	3.0	4.9	3.9	2.4	1.6
배당성향 (%)	12.1	16.0	13.9	8.0	6.4
배당수익률 (%)	3.9	3.3	3.2	3.2	3.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	14.8	8.1	9.2	11.5	12.0
영업이익률 (%)	13.0	6.1	6.5	9.6	10.5
순이익률 (%)	10.0	4.6	5.2	7.5	8.3
ROA (%)	13.4	5.0	5.5	9.0	10.1
ROE (지배순이익, %)	23.5	9.0	9.5	14.9	16.1
ROIC (%)	18.6	7.6	7.7	13.4	15.4
안정성					
부채비율 (%)	73.8	74.7	62.6	59.3	54.4
순차입금비율 (%)	22.2	28.7	18.8	11.3	1.4
현금비율 (%)	8.5	5.9	9.4	19.6	37.8
이자보상배율 (배)	36.0	9.1	9.7	18.6	23.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.1	4.1	4.3	4.7	4.5
재고자산회수기간 (일)	45.0	61.3	62.0	57.0	58.4
매출채권회수기간 (일)	67.1	76.3	68.2	62.7	64.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권



효성첨단소재

Bloomberg Code (298050 KS) | Reuters Code (298050.KS)

본업이 받쳐주고 탄소섬유가 민다

[화학]

이진명 책임연구원
☎ 02-3772-1534
✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

최규헌 연구원
☎ 02-3772-2665
✉ cgh815@shinhan.com

매수	현재주가 (5 월 22 일)	목표주가	상승여력
(유지)	458,500 원	610,000 원 (유지)	33.0%

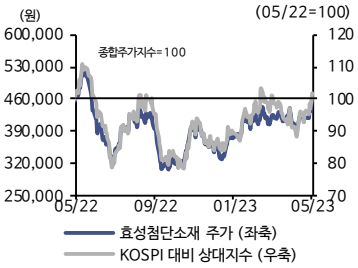
- 글로벌 1위 타이어코드 업체의 경쟁력
- 탄소섬유의 담보된 성장성과 존재감 부각
- 본업 개선과 탄소섬유 이익 기여도 확대로 업사이드 포텐셜 큰 시점

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

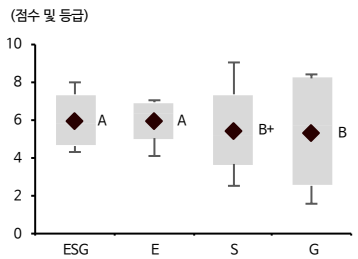
신한투자증권 기업분석부

시가총액	2,054.1 십억원
발행주식수	4.5 백만주
유동주식수	2.5 백만주(55.0%)
52 주 최고가/최저가	521,000 원/306,500 원
일평균 거래량 (60 일)	27,986 주
일평균 거래액 (60 일)	11,832 백만원
외국인 지분율	7.66%
주요주주	
효성 외 12 인	44.69%
국민연금공단	8.44%
절대수익률	
3 개월	9.8%
6 개월	21.8%
12 개월	-3.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	3.8%
6 개월	14.5%
12 개월	-0.5%

주가



ESG 컨센서스



글로벌 1위 PET 타이어코드 업체

PET 타이어코드에서 독보적인 글로벌 1위 업체이며 생산능력은 타 상위권 업체 대비 두 배 이상으로 설비 규모 격차도 크다. 경제성이 우수한 베트남 설비 비중이 78%로 경쟁사 대비 수익성도 높은 상황이다. 특히 브릿지스톤, 미쉐린, 굿이어 등 1st tier 타이어 업체들의 매출 비중이 약 70%로 안정적인 실적 창출이 가능하다.

21년 호황기 이후 중국 락다운 및 경기 침체로 전방 수요가 위축되며 현재까지 수요는 부진하다. 그럼에도 견조한 신차용 수요와 중국 중심의 교체용 회복세로 하반기 업황은 개선되겠다. 향후 전기차 침투율 확대로 수요 성장률은 증가할 전망이며 동사의 수혜가 가장 크겠다.

탄소섬유의 높은 성장성/수익성과 점차 부각될 가치

탄소섬유 생산능력은 24년 1.4만톤(기존 1.15만톤), 28년 2.4만톤으로 올해(9,000톤) 대비 대폭 확대되겠다. 현재 고압용기(60~70%), 태양광용(30~40%) 등으로 판매 중이며 수요 강세로 Full 생산/판매되고 있고 판가도 높은 수준을 유지하고 있다. 중국의 태양광 잉곳성장로용 단열재향 수요가 급증하고 있으며 중국 증설(1H24 5천톤)을 통해 고성장이 예상되는 전방 산업에서 점유율 확대로 수혜가 예상된다. 향후 기존 제품보다 판가가 몇 배 이상 높은 항공/방산(T1000 Grade 이상)용까지 제품이 확대되며 중장기 성장 모멘텀은 더욱 확대되겠다.

공격적인 증설을 바탕으로 25년까지 영업이익은 연평균 44% 성장이 예상되며 20% 이상의 고수익성이 기대된다. 현재 탄소섬유 영업가치는 1.2조원(EBITDA 1,134억원, 목표 멀티플 11배)으로 현재 시가총액의 60%에 해당된다.

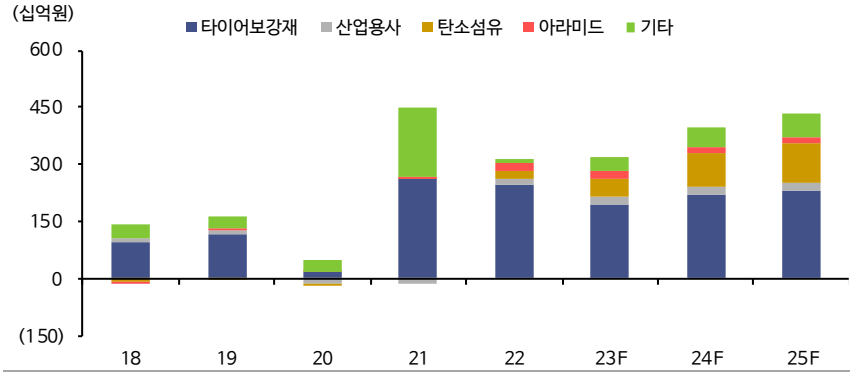
목표주가 610,000원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가 610,000원, 투자의견 '매수'를 유지한다. 타이어보강재는 글로벌 1위 경쟁력을 바탕으로 하반기 전방 수요 회복에 따른 실적 개선이 예상된다. 탄소섬유 증설에 따른 이익 기여도 확대까지 감안할 경우 업사이드 포텐셜이 큰 시점이라 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	3,597.8	437.3	250.7	55,960	134,823	10.7	7.0	4.4	54.7	208.8
2022	3,841.4	315.1	125.3	27,978	157,920	11.9	6.4	2.1	19.1	200.7
2023F	3,480.2	320.3	174.3	38,905	181,865	11.8	6.4	2.5	22.9	143.0
2024F	3,753.6	399.7	221.8	49,515	216,419	9.3	5.5	2.1	24.9	96.1
2025F	3,888.7	434.5	244.7	54,615	256,074	8.4	5.0	1.8	23.1	58.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

사업부별 영업이익 추이 및 전망



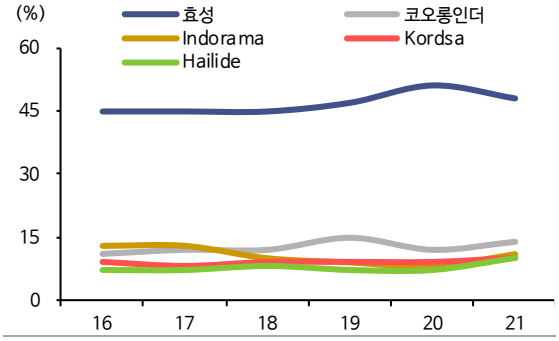
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

효성첨단소재 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**1,003.3**	**1,024.9**	**975.3**	**837.9**	**834.5**	**860.1**	**886.3**	**899.3**	**2,394.6**	**3,597.8**	**3,841.4**	**3,480.2**	**3,753.6**
타이어보강재	560.5	615.9	596.4	498.7	491.1	493.9	512.4	523.2	1,303.7	1,988.2	2,271.5	2,020.6	2,113.6
산업용사	150.8	148.1	165.8	147.6	136.7	137.9	136.7	140.2	552.6	579.3	612.3	551.5	574.9
탄소섬유&아라미드	48.9	53.6	71.4	66.5	72.9	86.7	92.1	90.3	104.0	111.8	240.4	342.1	484.2
기타(스판덱스 등)	243.1	207.3	141.7	125.1	133.8	141.7	145.1	145.5	434.3	918.5	717.2	566.1	581.0
영업이익	**101.7**	**97.6**	**66.1**	**49.8**	**67.3**	**78.1**	**85.1**	**89.8**	**34.2**	**437.3**	**315.1**	**320.3**	**399.7**
타이어보강재	64.8	77.9	64.2	38.5	44.5	47.7	50.5	53.5	16.3	259.9	245.4	196.2	219.7
산업용사	4.2	2.7	4.8	3.5	4.3	4.6	4.4	4.9	(11.1)	(13.1)	15.2	18.2	20.4
탄소섬유&아라미드	8.3	7.4	13.5	12.8	12.9	16.3	18.4	18.5	0.8	6.0	42.0	66.1	105.8
기타(스판덱스 등)	24.4	9.6	(16.4)	(5.0)	5.6	9.5	11.6	12.9	28.2	184.5	12.5	39.7	53.8
세전이익	**93.8**	**75.4**	**39.9**	**4.1**	**47.6**	**67.3**	**74.3**	**88.7**	**1.1**	**411.8**	**213.2**	**277.9**	**360.2**
당기순이익	**56.1**	**45.6**	**21.6**	**2.1**	**33.1**	**41.1**	**45.3**	**54.8**	**0.1**	**250.7**	**125.3**	**174.3**	**221.8**
매출액 증가율													
YoY	30.4	17.5	0.9	(15.3)	(16.8)	(16.1)	(9.1)	7.3	(21.6)	50.2	6.8	(9.4)	7.9
QoQ	1.5	2.2	(4.8)	(14.1)	(0.4)	3.1	3.0	1.5	-	-	-	-	-
영업이익 증가율													
YoY	21.9	(17.2)	(52.7)	(48.3)	(33.8)	(20.0)	28.8	80.4	(78.4)	1,178.3	(28.0)	1.7	24.8
QoQ	5.6	(4.0)	(32.3)	(24.6)	35.2	16.0	8.9	5.6	-	-	-	-	-
영업이익률	**10.1**	**9.5**	**6.8**	**5.9**	**8.1**	**9.1**	**9.6**	**10.0**	**1.4**	**12.2**	**8.2**	**9.2**	**10.6**
타이어보강재	11.6	12.6	10.8	7.7	9.1	9.6	9.9	10.2	1.3	13.1	10.8	9.7	10.4
산업용사	2.8	1.8	2.9	2.4	3.1	3.3	3.2	3.5	(2.0)	(2.3)	2.5	3.3	3.6
탄소섬유&아라미드	17.0	13.8	18.9	19.2	17.7	18.8	20.0	20.4	0.8	5.4	17.5	19.3	21.8
기타(스판덱스 등)	10.0	4.6	(11.6)	(4.0)	4.2	6.7	8.0	8.9	6.5	20.1	1.7	7.0	9.3

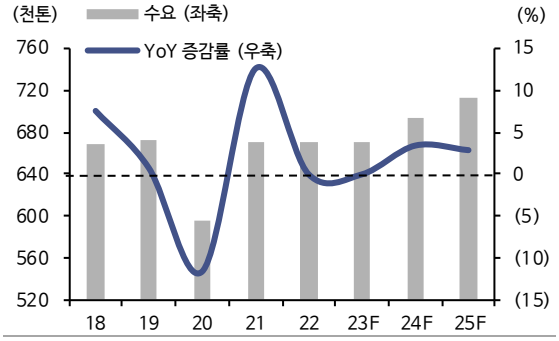
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

글로벌 PET 타이어코드 업체별 점유율 추이



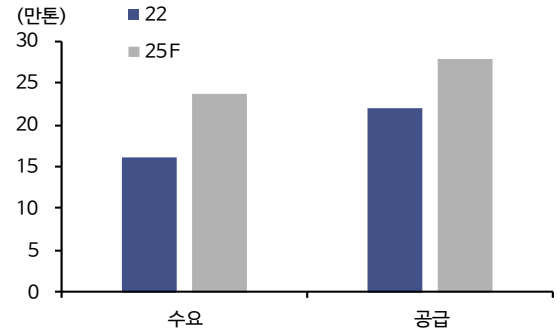
자료: 산업 자료, 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 PET 타이어코드 수요 추이 및 전망



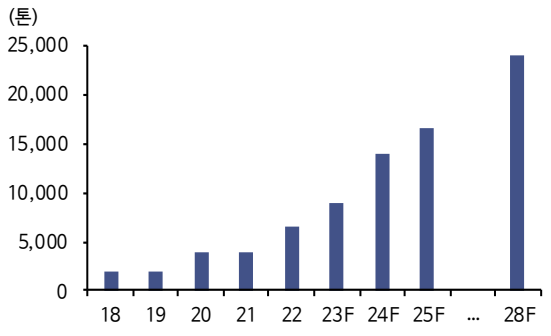
자료: 산업 자료, 신한투자증권

글로벌 탄소섬유 수급 전망



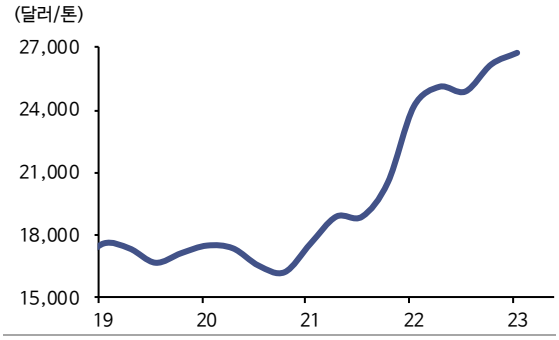
자료: 산업 자료, 회사 자료, 한국화학섬유협회, 신한투자증권

탄소섬유 생산능력 추이 및 전망



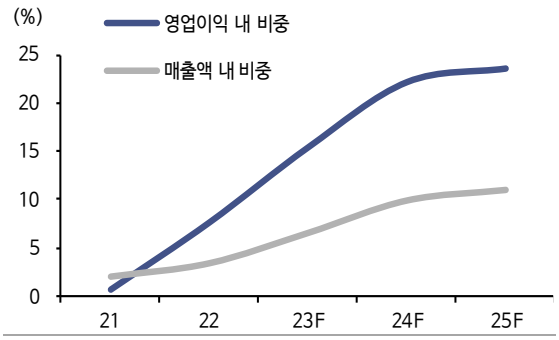
자료: 회사 자료, 신한투자증권

탄소섬유 수출단가(전주) 추이



자료: KITA, 신한투자증권

탄소섬유 실적 비중 추이 및 전망



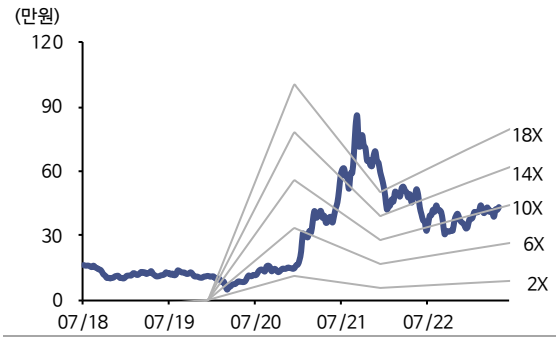
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

효성첨단소재 SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	배수	적정가치	비고
① 영업가치			4,102	
산업자재	358.8	7.0	2,516	타이어보강재, 아라미드 등
탄소섬유	113.4	10.8	1,226	글로벌 탄소섬유 업체 평균에 20% 할인
기타	66.9	5.4	360	스판덱스, 폴리에스터 원사 등
총합	539.1	7.6	4,102	
② 자산가치			-	
③ 순차입금			1,358	2023년 말 기준
목표 시가총액			2,744	(①+②-③)
발행주식수 (천주)			4,480	자사주 제외
목표주가 (원)			610,000	

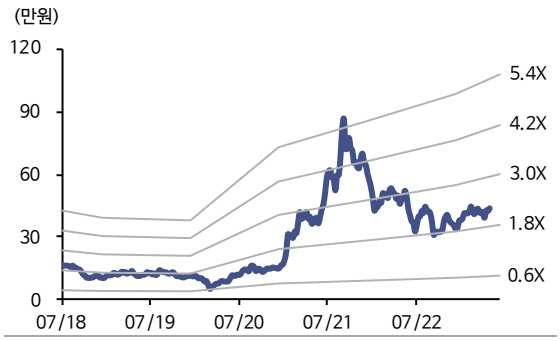
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

효성첨단소재 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

효성첨단소재 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

국내 및 글로벌 Peers 그룹 Valuation

(백만달러, 배, %)	시가총액	PER			PBR			EV/EBITDA			ROE			EPS 성장률		
		22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F	22	23F	24F
타이어코드/아라미드																
효성첨단소재	1,461	11.9	11.8	9.3	2.1	2.5	2.1	6.4	6.4	5.5	19.1	22.9	24.9	(50.0)	39.1	27.3
코오롱인더	881	7.1	9.0	4.8	0.5	0.5	0.4	7.1	6.6	4.7	7.1	5.6	9.8	(6.4)	(16.7)	87.2
Indorama(태)	5,337	4.2	8.7	7.3	0.9	0.9	0.8	4.9	6.8	6.4	23.8	10.4	11.5	70.8	(51.5)	19.0
Toray(일)	8,878	12.7	15.9	13.4	0.9	0.8	0.8	8.2	8.9	8.0	7.5	5.3	6.0	106.4	(19.9)	18.5
Teijin(일)	2,052	8.6	-	14.1	0.6	0.7	0.6	5.9	7.8	6.3	7.7	(3.2)	4.7	흑전	적전	흑전
탄소섬유																
Toray(일)	8,878	12.7	15.9	13.4	0.9	0.8	0.8	8.2	8.9	8.0	7.5	5.3	6.0	106.4	(19.9)	18.5
Teijin(일)	2,052	8.6	-	14.1	0.6	0.7	0.6	5.9	7.8	6.3	7.7	(3.2)	4.7	흑전	적전	흑전
Hexcel(미)	6,103	59.9	37.1	27.8	4.1	3.6	3.4	22.6	18.0	15.2	7.5	10.0	12.6	535.3	61.7	33.1
Zhongfu (중)	4,746	55.4	35.7	25.8	8.2	6.1	5.0	36.8	22.9	16.4	20.9	19.1	21.3	91.1	55.2	38.3
Weihai (중)	3,671	27.0	21.7	17.2	5.3	4.4	3.7	20.5	16.1	13.4	20.0	20.9	21.2	26.5	24.4	26.3

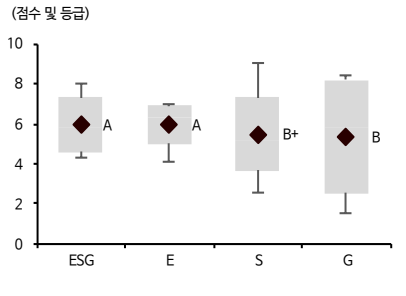
자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

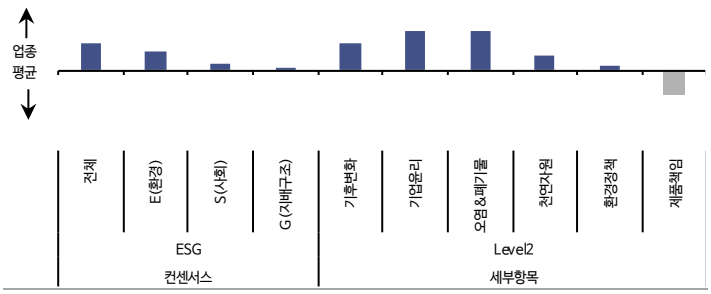
- 환경: 효성그룹 그린경영 VISION 2030을 기초로 CSE(Creating Social Eco-system) 실현 추진
- 사회: 사업활동으로 인한 부정적 사회·환경·경제적 임팩트를 최소화할 수 있는 공급망 관리 추진
- 지배구조: 주주친화 경영 및 권익 보호를 위해 이사회에서 결의하는 내부 통제 시스템 구축

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

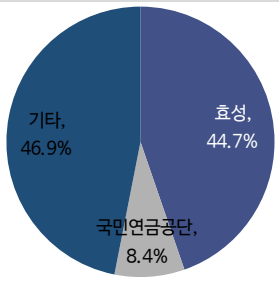
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

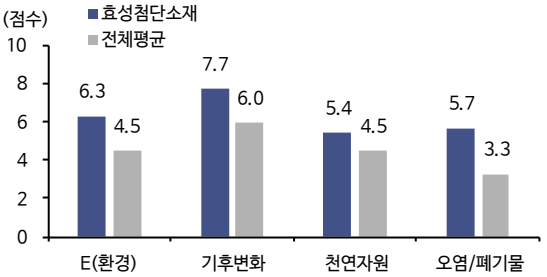
Key Chart

주주 구성



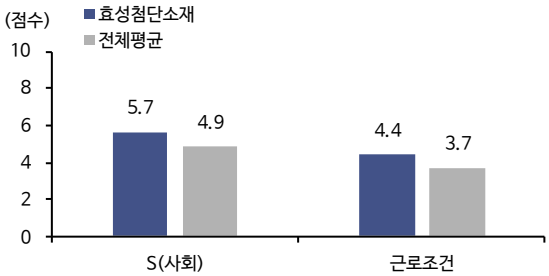
자료: QuantiWise, 신한투자증권

환경(E) 세부 항목 비교



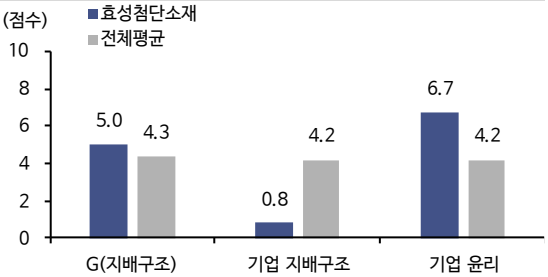
자료: 신한투자증권

사회(S) 세부 항목 비교



자료: 신한투자증권

지배구조(G) 세부 항목 비교



자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	**2,908.7**	**2,934.7**	**2,967.8**	**3,213.0**	**3,468.7**
유동자산	1,435.3	1,331.3	1,386.3	1,722.9	2,070.6
현금및현금성자산	33.6	23.9	201.7	445.3	747.1
매출채권	653.0	548.6	497.0	536.1	555.4
재고자산	564.0	652.3	591.0	637.4	660.3
비유동자산	1,473.4	1,603.4	1,581.5	1,490.1	1,398.0
유형자산	1,224.3	1,344.6	1,323.2	1,231.3	1,139.1
무형자산	36.6	32.7	32.7	32.7	32.7
투자자산	8.0	15.2	14.7	15.0	15.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**2,187.1**	**2,135.2**	**2,018.3**	**2,053.8**	**2,071.3**
유동부채	1,744.5	1,625.0	1,509.8	1,544.0	1,560.9
단기차입금	1,105.0	1,073.8	1,073.8	1,073.8	1,073.8
매입채무	309.0	272.0	246.4	265.8	275.3
유동성장기부채	55.8	70.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	442.6	510.2	508.6	509.8	510.4
사채	253.9	186.6	186.6	186.6	186.6
장기차입금(장기금융부채 포함)	130.7	306.2	306.2	306.2	306.2
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**721.6**	**799.6**	**949.5**	**1,159.2**	**1,397.4**
자본금	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	384.1	384.1	384.1	384.1	384.1
기타자본	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	52.1	66.8	66.8	66.8	66.8
이익잉여금	147.3	236.1	343.3	498.1	675.8
지배주주지분	**604.0**	**707.5**	**814.7**	**969.6**	**1,147.2**
비지배주주지분	117.6	92.1	134.8	189.6	250.2
*총차입금	1,550.1	1,642.0	1,571.5	1,571.9	1,572.0
*순차입금(순현금)	1,506.7	1,604.8	1,357.6	1,113.5	811.4

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**3,597.8**	**3,841.4**	**3,480.2**	**3,753.6**	**3,888.7**
증감률 (%)	50.2	6.8	(9.4)	7.9	3.6
매출원가	**2,961.8**	**3,319.4**	**2,961.9**	**3,138.1**	**3,229.9**
매출총이익	**636.0**	**522.0**	**518.4**	**615.6**	**658.8**
매출총이익률 (%)	17.7	13.6	14.9	16.4	16.9
판매관리비	**198.7**	**206.9**	**198.1**	**215.9**	**224.3**
영업이익	**437.3**	**315.1**	**320.3**	**399.7**	**434.5**
증감률 (%)	1,178.4	(28.0)	1.7	24.8	8.7
영업이익률 (%)	12.2	8.2	9.2	10.6	11.2
영업외손익	(25.5)	(101.9)	(42.4)	(39.5)	(37.1)
금융손익	(32.3)	(71.5)	(43.9)	(41.0)	(38.6)
기타영업외손익	6.7	(30.4)	1.5	1.5	1.5
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	**411.8**	**213.2**	**277.9**	**360.2**	**397.4**
법인세비용	81.8	52.9	61.0	83.5	92.1
계속사업이익	330.0	160.2	217.0	276.7	305.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**330.0**	**160.2**	**217.0**	**276.7**	**305.3**
증감률 (%)	4,746.0	(51.4)	35.4	27.5	10.3
순이익률 (%)	9.2	4.2	6.2	7.4	7.8
(지배주주)당기순이익	250.7	125.3	174.3	221.8	244.7
(비지배주주)당기순이익	79.3	34.9	42.7	54.9	60.6
총포괄이익	378.5	189.5	217.0	276.7	305.3
(지배주주)총포괄이익	291.2	148.2	169.6	216.3	238.6
(비지배주주)총포괄이익	87.4	41.4	47.4	60.4	66.7
EBITDA	**617.8**	**500.6**	**552.7**	**612.5**	**627.7**
증감률 (%)	193.4	(19.0)	10.4	10.8	2.5
EBITDA 이익률 (%)	17.2	13.0	15.9	16.3	16.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**234.7**	**350.4**	**523.6**	**431.5**	**469.3**
당기순이익	330.0	160.2	217.0	276.7	305.3
유형자산상각비	180.5	185.5	232.4	212.8	193.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(8.1)	27.3	(1.0)	(1.0)	(1.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(300.1)	(45.9)	75.3	(57.0)	(28.2)
(법인세납부)	(50.7)	(57.3)	(61.0)	(83.5)	(92.1)
기타	83.1	80.6	60.9	83.5	92.1
투자활동으로인한현금흐름	**(89.1)**	**(251.6)**	**(209.2)**	**(122.2)**	**(101.6)**
유형자산의증가(CAPEX)	(148.2)	(227.6)	(211.0)	(121.0)	(101.0)
유형자산의감소	2.6	6.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.9	(0.5)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(1.1)	(4.0)	0.5	(0.4)	(0.2)
기타	56.7	(25.5)	1.3	(0.8)	(0.4)
FCF	104.6	189.0	349.0	340.1	397.0
재무활동으로인한현금흐름	**(163.7)**	**(102.7)**	**(137.5)**	**(66.6)**	**(66.8)**
차입금의 증가(감소)	(139.8)	37.7	(70.5)	0.4	0.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(17.3)	(135.4)	(67.0)	(67.0)	(67.0)
기타	(6.6)	(5.0)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	4.6	(5.9)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**(13.5)**	**(9.7)**	**177.8**	**243.6**	**301.9**
기초현금	47.1	33.6	23.9	201.7	445.3
기말현금	33.6	23.9	201.7	445.3	747.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	73,667	35,768	48,432	61,759	68,139
EPS (지배순이익, 원)	55,960	27,978	38,905	49,515	54,615
BPS (자본총계, 원)	161,071	178,475	211,947	258,746	311,925
BPS (지배지분, 원)	134,823	157,920	181,865	216,419	256,074
DPS (원)	10,000	15,000	15,000	15,000	15,000
PER (당기순이익, 배)	8.1	9.3	9.5	7.4	6.7
PER (지배순이익, 배)	10.7	11.9	11.8	9.3	8.4
PBR (자본총계, 배)	3.7	1.9	2.2	1.8	1.5
PBR (지배지분, 배)	4.4	2.1	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA (배)	7.0	6.4	6.4	5.5	5.0
배당성향 (%)	17.8	53.5	38.5	30.2	27.4
배당수익률 (%)	1.7	4.5	3.3	3.3	3.3
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	17.2	13.0	15.9	16.3	16.1
영업이익률 (%)	12.2	8.2	9.2	10.6	11.2
순이익률 (%)	9.2	4.2	6.2	7.4	7.8
ROA (%)	12.5	5.5	7.4	9.0	9.1
ROE (지배순이익, %)	54.7	19.1	22.9	24.9	23.1
ROIC (%)	19.4	9.1	11.6	14.7	16.4
안정성					
부채비율 (%)	303.1	267.0	212.6	177.2	148.2
순차입금비율 (%)	208.8	200.7	143.0	96.1	58.1
현금비율 (%)	1.9	1.5	13.4	28.8	47.9
이자보상배율 (배)	12.7	6.4	6.4	8.2	8.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.3	4.7	4.4	4.8	4.7
재고자산회수기간 (일)	45.1	57.8	65.2	59.7	60.9
매출채권회수기간 (일)	54.3	57.1	54.8	50.2	51.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권



코오롱인더

Bloomberg Code (120110 KS) | Reuters Code (120110.KS)

개선될 하반기와 아라미드 증설까지

[화학]

이진명 책임연구원
☎ 02-3772-1534
✉ jinmyung.lee93@shinhan.com

최규헌 연구원
☎ 02-3772-2665
✉ cgh815@shinhan.com

매수	현재주가 (5 월 22 일)	목표주가	상승여력
(유지)	43,350 원	60,000 원 (유지)	38.4%

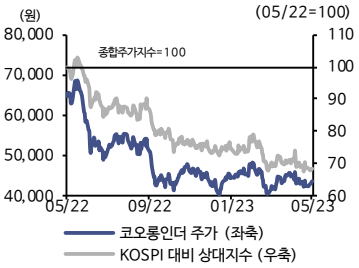
- 아라미드 증설로 한 단계 Level-Up
- 상반기 실적에 대한 아쉬움 보다는 개선될 하반기에 주목
- 23년 PBR 0.47배(20년 0.49배)로 저평가 매력 부각

신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

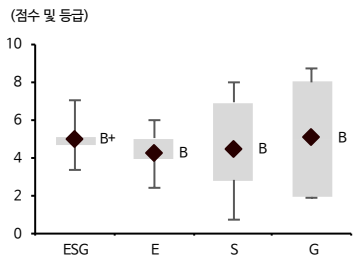
신한투자증권 기업분석부

시가총액	1,193.0 십억원
발행주식수	27.5 백만주
유동주식수	17.9 백만주(65.1%)
52 주 최고가/최저가	68,600 원/40,050 원
일평균 거래량 (60 일)	136,831 주
일평균 거래액 (60 일)	5,965 백만원
외국인 지분율	17.45%
주요주주	
코오롱 외 9 인	34.77%
국민연금공단	7.72%
절대수익률	
3 개월	-8.6%
6 개월	-4.9%
12 개월	-33.8%
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-13.6%
6 개월	-10.6%
12 개월	-31.7%

주가



ESG 컨센서스



아라미드 증설로 한 단계 Level-Up

아라미드는 고강도, 고탄성, 내열성 등이 우수한 슈퍼섬유로 타이어보강재, 광케이블, 방탄/방호복 등에 주로 사용된다. 글로벌 아라미드 시장 규모는 약 7.5만톤이며 진입장벽이 높은 특성으로 과점 체제가 형성되어 있다. 동사는 Teijin(일본), DuPont(미국)에 이어 글로벌 3위(1H23 기준 7,500톤) 생산능력을 보유하고 있다.

아라미드는 견조한 방탄/방호용 수요가 지속되는 가운데 5G 투자 및 전기차 확대로 향후 수요 성장은 광케이블용과 자동차용(타이어 등)이 견인하겠다. 글로벌 아라미드 수요는 지난 10년간 연평균 5%의 성장을 기록했으며 2030년까지 연평균 6%의 안정적인 성장이 예상된다.

아라미드 생산능력은 올해 하반기 1.5만톤으로 확대되며 글로벌 점유율은 기존 10%에서 18%로 증가하겠다. 타이트한 수급으로 증설 물량의 63%는 공급처가 확보된 상황이며 내년초 Full 생산 및 판매가 가능할 전망이다. 24년 아라미드 영업이익은 1,131억원(+104%)이 예상되며 전사 이익 비중에서 28%(22년 22%)를 차지하겠다.

상반기보다 하반기를 기대

하반기 영업이익은 산업자재 중심의 회복에 힘입어 1,425억원(+59%, 이하 HoH)이 예상된다. 산업자재 영업이익은 견조한 아라미드 실적이 지속되는 가운데 타이어코드 회복으로 935억원(+31%)이 기대된다. 화학 부문은 비용(원가, 운임 등) 감소와 수요 회복으로 양호한 실적이 예상되며 필름 부문의 적자폭도 축소될 전망이다. 상반기 실적에 대한 아쉬움은 존재하나 개선될 부분에 초점을 맞춰야 할 시점이다.

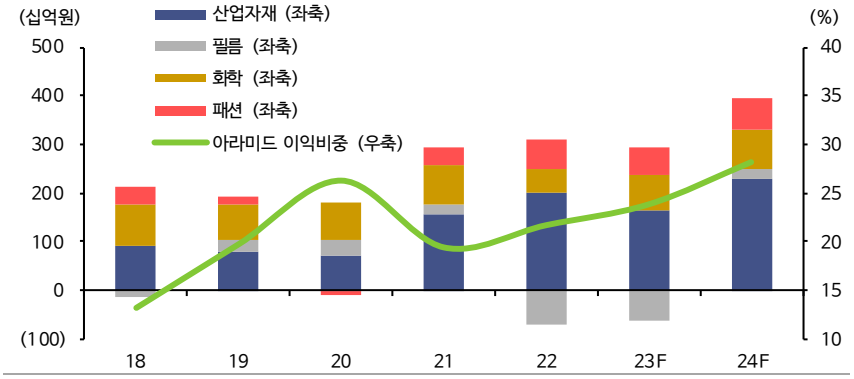
목표주가 60,000원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가 60,000원, 투자의견 '매수'를 유지한다. 안정적인 사업 포트폴리오에 아라미드 증설로 실적 모멘텀은 강화되며 24년 큰 폭의 이익 성장(+72%)이 가능하겠다. 23년 기준 PBR은 0.48배로 20년 코로나 당시 0.49배였던 점을 감안하면 저평가 매력은 부각될 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	4,662.1	252.7	189.2	6,211	80,464	11.4	7.9	0.9	8.2	66.2
2022	5,367.5	242.5	179.8	5,814	86,166	7.1	7.1	0.5	7.1	74.8
2023F	5,302.5	231.9	150.4	4,843	89,828	9.0	6.6	0.5	5.6	67.8
2024F	5,864.7	399.8	278.4	9,069	97,716	4.8	4.7	0.4	9.8	56.1
2025F	6,242.7	455.9	326.8	10,666	107,201	4.1	4.0	0.4	10.5	42.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

사업부별 영업이익 추이 및 전망



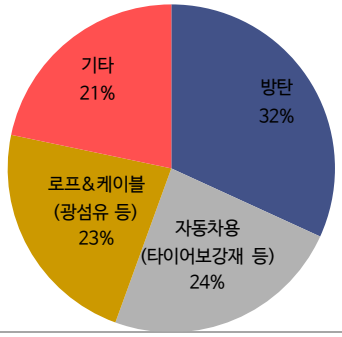
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

코오롱인더 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	**1,274.6**	**1,388.3**	**1,258.8**	**1,445.6**	**1,229.1**	**1,317.2**	**1,275.3**	**1,480.8**	**4,036.1**	**4,662.1**	**5,367.35**	**5,302.5**	**5,864.7**
산업자재	543.4	583.6	584.7	656.1	583.5	596.6	609.1	625.3	1,718.2	1,998.3	2,367.8	2,414.5	2,692.8
화학	272.6	288.7	260.0	230.9	221.4	228.1	244.4	254.0	705.8	915.6	1,052.2	947.9	1,028.8
필름/전자재료	165.9	157.7	128.8	108.2	112.5	115.2	121.0	126.4	578.7	609.2	560.6	475.2	586.5
패션	266.3	309.9	245.5	406.8	279.2	324.9	257.8	427.1	868.0	1,018.1	1,228.5	1,289.0	1,353.5
기타의류소재	26.4	48.4	39.8	43.6	32.5	52.3	43.0	48.0	165.4	120.9	158.2	175.9	203.0
영업이익	**63.9**	**88.5**	**51.0**	**39.1**	**28.9**	**60.5**	**50.9**	**91.6**	**163.2**	**252.7**	**242.5**	**231.9**	**399.8**
산업자재	37.9	56.4	61.7	44.5	34.7	36.8	43.0	50.5	71.3	154.4	200.5	165.0	230.1
화학	10.8	14.4	9.7	12.5	16.9	17.5	18.4	20.1	79.0	80.0	47.4	72.9	83.0
필름/전자재료	1.3	(8.5)	(21.8)	(43.1)	(24.4)	(20.9)	(12.6)	(5.6)	31.2	21.7	(72.1)	(63.4)	18.2
패션	15.4	23.4	(0.1)	25.7	5.6	23.9	0.4	27.0	(10.7)	38.4	64.4	56.9	62.8
기타의류소재	(1.6)	2.8	1.5	(0.4)	(4.0)	3.1	1.7	(0.4)	(18.4)	(41.7)	2.3	0.4	5.9
기타손익	5.3	0.2	31.2	(57.9)	0.2	0.2	0.2	0.2	198.3	(5.2)	(21.2)	0.8	0.8
세전이익	**101.4**	**57.4**	**56.5**	**(45.7)**	**38.7**	**46.0**	**27.9**	**77.1**	**321.6**	**278.1**	**169.7**	**165.4**	**335.7**
지배주주순이익	**85.1**	**40.6**	**29.0**	**25.0**	**25.2**	**38.1**	**23.1**	**64.0**	**203.4**	**189.2**	**179.8**	**150.4**	**278.4**
영업이익률	**5.0**	**6.4**	**4.0**	**2.7**	**2.4**	**4.6**	**4.0**	**6.2**	**4.0**	**5.4**	**4.5**	**4.4**	**6.8**
산업자재	7.0	9.7	10.6	6.8	5.9	6.2	7.1	8.1	4.1	7.7	8.5	6.8	8.5
화학	4.0	5.0	3.7	5.4	7.6	7.7	7.5	7.9	11.2	8.7	4.5	7.7	8.1
필름/전자재료	0.8	(5.4)	(16.9)	(39.8)	(21.7)	(18.1)	(10.4)	(4.4)	5.4	3.6	(12.9)	(13.3)	3.1
패션	5.8	7.6	(0.0)	6.3	2.0	7.4	0.2	6.3	(1.2)	3.8	5.2	4.4	4.6
기타의류소재	(6.1)	5.8	3.8	(0.9)	(12.3)	6.0	4.0	(0.9)	(11.1)	(34.5)	1.5	0.2	2.9

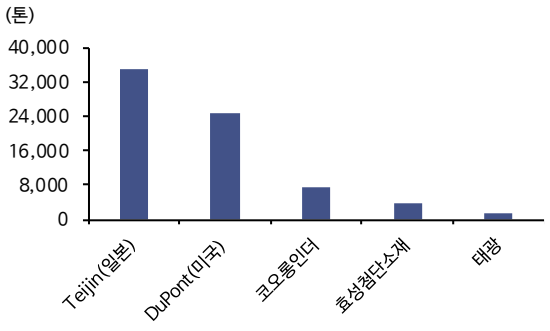
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

아라미드 용도별 수요 비중



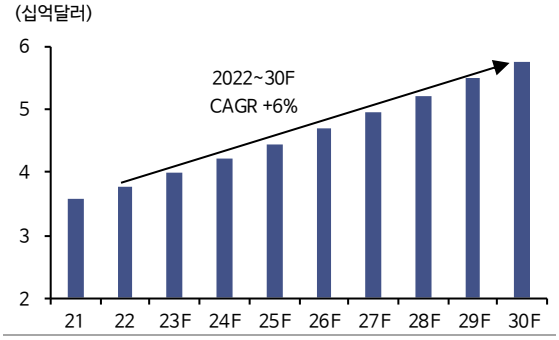
자료: 산업 자료, 회사 자료, 신한투자증권

업체별 아라미드 생산능력



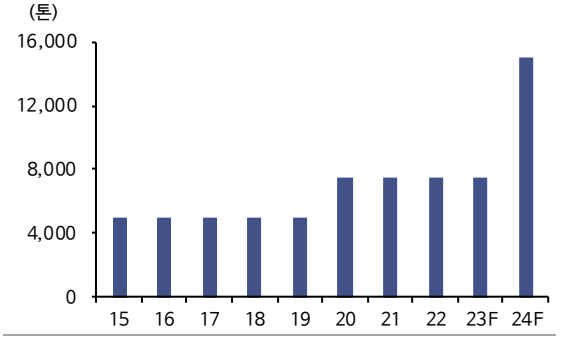
자료: 산업 자료, 회사 자료, 신한투자증권

글로벌 아라미드 수요 추이 및 전망



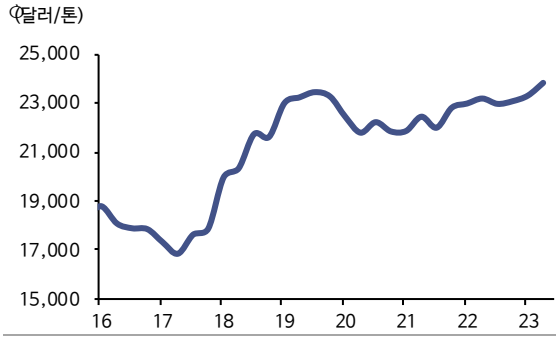
자료: 산업 자료, 신한투자증권

아라미드 생산능력 추이 및 전망



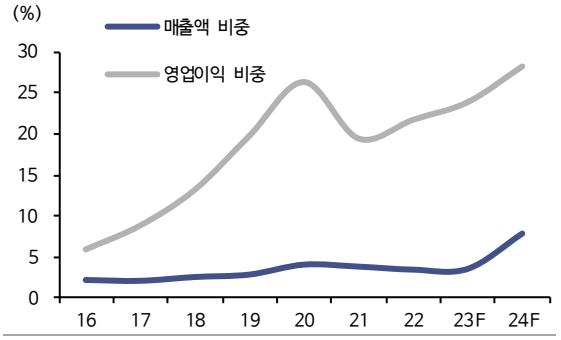
자료: 회사 자료, 신한투자증권

아라미드 수출단가



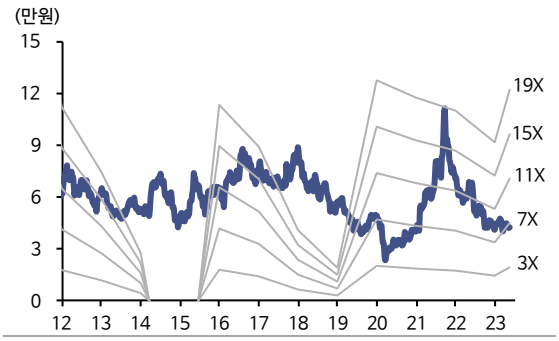
자료: KITA, 신한투자증권

아라미드 매출액 및 영업이익 비중



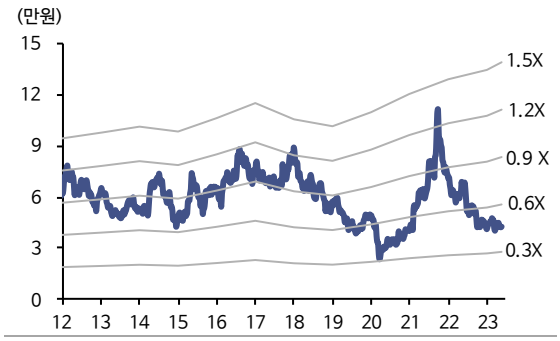
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

코오롱인더 12MF PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

코오롱인더 12MF PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

코오롱인더 SOTP Valuation

(십억원)	12MF EBITDA	배수	적정가치	비고
① 영업가치			3,342	
1) 산업자재	290.7	7.3	2,110	글로벌 타이어코드/아라미드 업체 평균
2) 화학	107.0	5.8	618	글로벌 Peers 업체 평균
3) 필름/전자재료	1.4	5.0	7	글로벌 필름 업체 평균 대비 30% 할인
4) 패션/기타 의류소재	94.3	6.4	607	국내 Peers 업체 평균
총합			3,342	
② 자산가치			199	투자자산 30%할인
③ 순차입금			1,931	2023년 말 기준
④ 우선주 시가총액			66	
목표 시가총액			1,544	(①+②-③-④우선주 시가총액)
발행주식수 (천주)			26,979	자사주 제외
목표주가(원)			60,000	

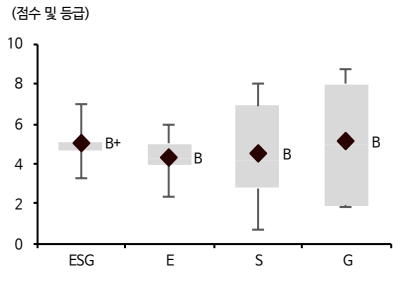
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

ESG Insight

Analyst Comment

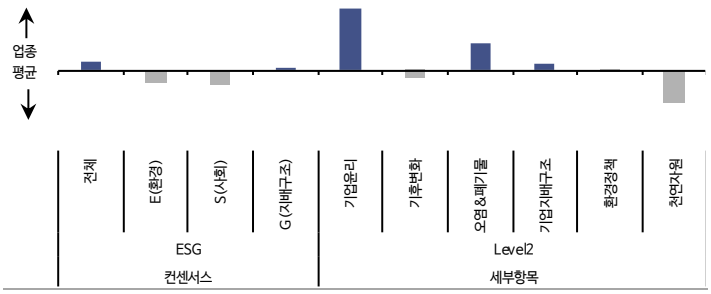
- 환경: 2047 Net Zero 달성, 친환경 제품 및 소재 개발과 친환경 사업 확대 추진
- 사회: 환경 및 안전사고 무재해 사업장(유해 오염물질 처리 공정 개선 등) 구축 추진
- 지배구조: 경영투명성 강화 및 윤리경영 내재화를 통해 지속가능한 거버넌스 구축

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

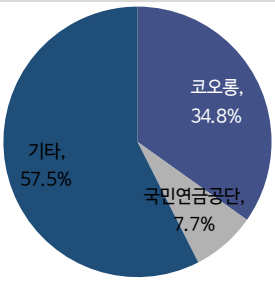
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준

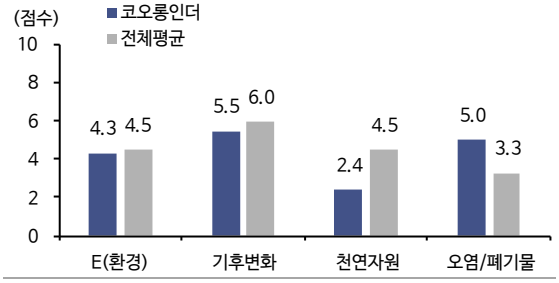
Key Chart

주주 구성



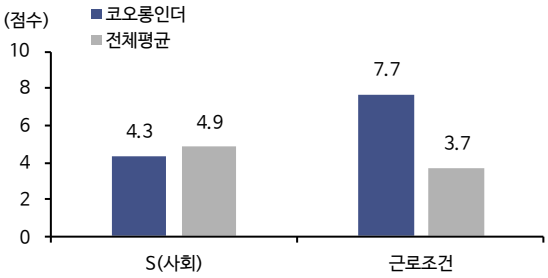
자료: QuantiWise, 신한투자증권

환경(E) 세부 항목 비교



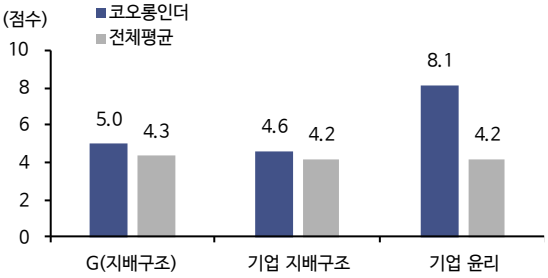
자료: 신한투자증권

사회(S) 세부 항목 비교



자료: 신한투자증권

지배구조(G) 세부 항목 비교



자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	**5,601.3**	**6,003.5**	**6,108.4**	**6,453.3**	**6,561.0**
유동자산	2,213.2	2,456.9	2,544.6	2,969.8	3,179.2
현금및현금성자산	240.5	204.0	318.8	509.3	561.0
매출채권	745.7	744.7	735.7	813.7	866.1
재고자산	1,008.2	1,260.9	1,245.6	1,377.7	1,466.5
비유동자산	3,388.1	3,546.5	3,563.9	3,483.5	3,381.8
유형자산	2,418.5	2,538.4	2,567.1	2,462.9	2,346.8
무형자산	133.5	133.4	125.6	118.5	112.1
투자자산	669.6	671.8	668.2	699.1	719.9
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**3,050.7**	**3,270.4**	**3,258.8**	**3,359.2**	**3,173.0**
유동부채	2,232.4	2,651.2	2,640.3	2,735.0	2,545.1
단기차입금	989.1	1,388.2	1,388.2	1,388.2	1,388.2
매입채무	453.5	421.4	416.3	460.4	490.1
유동성장기부채	258.5	253.6	253.6	253.6	0.0
비유동부채	818.3	619.1	618.5	624.2	628.0
사채	204.8	164.7	164.7	164.7	164.7
장기차입금(장기금융부채 포함)	477.2	400.2	400.2	400.2	400.2
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**2,550.6**	**2,733.1**	**2,849.7**	**3,094.2**	**3,388.0**
자본금	151.4	151.4	151.4	151.4	151.4
자본잉여금	990.3	990.3	990.3	990.3	990.3
기타자본	(81.9)	(81.9)	(81.9)	(81.9)	(81.9)
기타포괄이익누계액	22.8	24.1	24.1	24.1	24.1
이익잉여금	1,354.5	1,525.8	1,636.7	1,875.6	2,162.9
지배주주지분	**2,437.0**	**2,609.7**	**2,720.6**	**2,959.6**	**3,246.8**
비지배주주지분	113.6	123.4	129.1	134.6	141.2
*총차입금	2,008.4	2,338.5	2,338.1	2,340.9	2,089.2
*순차입금(순현금)	1,689.6	2,045.6	1,931.4	1,735.7	1,426.9

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**4,662.1**	**5,367.5**	**5,302.5**	**5,864.7**	**6,242.7**
증감률 (%)	17.4	15.1	(1.2)	10.6	6.4
매출원가	**3,360.2**	**3,886.3**	**4,016.8**	**4,324.1**	**4,552.0**
매출총이익	**1,301.9**	**1,481.2**	**1,285.7**	**1,540.6**	**1,690.6**
매출총이익률 (%)	27.9	27.6	24.2	26.3	27.1
판매관리비	**1,049.2**	**1,238.7**	**1,053.8**	**1,140.7**	**1,234.8**
영업이익	**252.7**	**242.5**	**231.9**	**399.8**	**455.9**
증감률 (%)	54.8	(4.0)	(4.4)	72.4	14.0
영업이익률 (%)	5.4	4.5	4.4	6.8	7.3
영업외손익	25.3	(72.8)	(66.5)	(64.2)	(61.9)
금융손익	(22.8)	(43.2)	(58.8)	(56.3)	(53.9)
기타영업외손익	(5.2)	(21.2)	0.8	0.8	0.8
종속 및 관계기업관련손익	53.3	(8.5)	(8.5)	(8.7)	(8.9)
세전계속사업이익	**278.1**	**169.7**	**165.4**	**335.7**	**394.0**
법인세비용	53.5	(16.9)	33.6	51.7	60.7
계속사업이익	224.6	186.6	136.1	284.0	333.3
중단사업이익	(20.8)	2.6	24.3	0.0	0.0
당기순이익	**203.8**	**189.2**	**156.1**	**284.0**	**333.3**
증감률 (%)	(0.8)	(7.2)	(17.5)	81.9	17.4
순이익률 (%)	4.4	3.5	2.9	4.8	5.3
(지배주주)당기순이익	189.2	179.8	150.4	278.4	326.8
(비지배주주)당기순이익	14.7	9.3	5.7	5.6	6.5
총포괄이익	293.1	223.9	156.1	284.0	333.3
(지배주주)총포괄이익	278.0	212.2	147.9	269.2	315.9
(비지배주주)총포괄이익	15.1	11.7	8.1	14.8	17.4
EBITDA	**488.3**	**477.6**	**495.0**	**646.1**	**683.5**
증감률 (%)	19.8	(2.2)	3.6	30.5	5.8
EBITDA 이익률 (%)	10.5	8.9	9.3	11.0	10.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**255.7**	**30.4**	**486.7**	**450.4**	**516.5**
당기순이익	203.8	189.2	156.1	284.0	333.3
유형자산상각비	226.1	226.7	255.3	239.1	221.1
무형자산상각비	9.4	8.3	7.8	7.1	6.4
외화환산손실(이익)	3.3	13.2	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.4	(18.2)	(15.5)	(15.5)	(15.5)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(53.3)	8.5	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(158.5)	(430.2)	14.9	(129.0)	(86.8)
(법인세납부)	(100.4)	(69.7)	(33.6)	(51.7)	(60.7)
기타	124.9	102.6	101.7	116.4	118.7
투자활동으로인한현금흐름	**(193.1)**	**(221.3)**	**(272.4)**	**(163.4)**	**(117.9)**
유형자산의증가(CAPEX)	(183.4)	(286.7)	(284.0)	(135.0)	(105.0)
유형자산의감소	6.6	2.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(1.2)	(5.3)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(62.5)	(28.1)	3.6	(30.9)	(20.8)
기타	47.4	96.6	8.0	2.5	7.9
FCF	118.8	(80.8)	185.5	314.5	417.5
재무활동으로인한현금흐름	**7.4**	**154.8**	**(115.0)**	**(112.0)**	**(362.5)**
차입금의 증가(감소)	114.0	294.4	(0.3)	2.8	(251.7)
자기주식의처분(취득)	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(30.1)	(41.3)	(39.5)	(39.5)	(39.5)
기타	(77.1)	(98.3)	(75.2)	(75.3)	(71.3)
기타현금흐름	0.0	0.0	15.5	15.5	15.5
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	9.7	(0.5)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	**79.7**	**(36.6)**	**114.8**	**190.5**	**51.7**
기초현금	160.8	240.5	204.0	318.8	509.3
기말현금	240.5	204.0	318.8	509.3	561.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

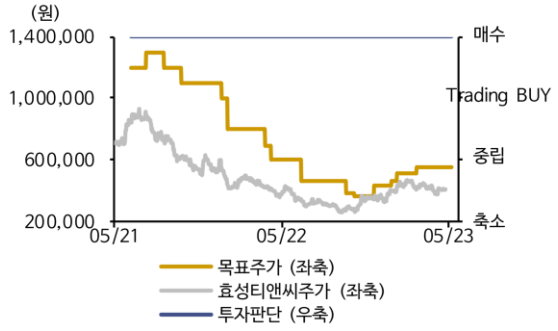
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	6,702	6,122	5,030	9,253	10,882
EPS (지배순이익, 원)	6,211	5,814	4,843	9,069	10,666
BPS (자본총계, 원)	84,213	90,240	94,090	102,161	111,862
BPS (지배지분, 원)	80,464	86,166	89,828	97,716	107,201
DPS (원)	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
PER (당기순이익, 배)	10.6	6.7	8.6	4.7	4.0
PER (지배순이익, 배)	11.4	7.1	9.0	4.8	4.1
PBR (자본총계, 배)	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
PBR (지배지분, 배)	0.9	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	7.9	7.1	6.6	4.7	4.0
배당성향 (%)	20.9	22.0	26.3	14.2	12.1
배당수익률 (%)	1.8	3.2	3.0	3.0	3.0
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	10.5	8.9	9.3	11.0	10.9
영업이익률 (%)	5.4	4.5	4.4	6.8	7.3
순이익률 (%)	4.4	3.5	2.9	4.8	5.3
ROA (%)	3.8	3.3	2.6	4.5	5.1
ROE (지배순이익, %)	8.2	7.1	5.6	9.8	10.5
ROIC (%)	5.9	5.2	4.8	8.6	9.7
안정성					
부채비율 (%)	119.6	119.7	114.4	108.6	93.7
순차입금비율 (%)	66.2	74.8	67.8	56.1	42.1
현금비율 (%)	10.8	7.7	12.1	18.6	22.0
이자보상배율 (배)	5.8	3.5	3.1	5.3	6.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.0	4.7	4.1	4.4	4.3
재고자산회수기간 (일)	70.1	77.2	86.3	81.6	83.1
매출채권회수기간 (일)	55.3	50.7	51.0	48.2	

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자의견 및 목표주가 추이

효성티앤씨 (298020)

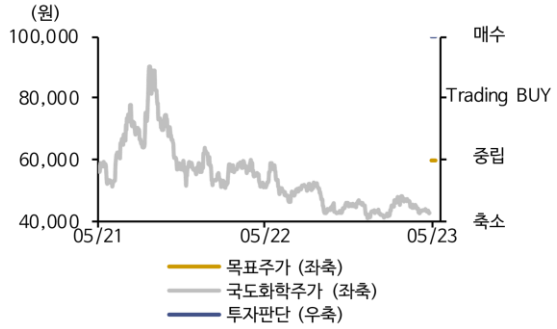


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 06월 30일	매수	1,200,000	(26.2)	(22.1)
2021년 08월 02일	매수	1,300,000	(40.0)	(32.8)
2021년 09월 10일	매수	1,200,000	(44.3)	(37.0)
2021년 10월 18일	매수	1,100,000	(48.6)	(42.5)
2022년 01월 14일	매수	1,000,000	(52.8)	(49.0)
2022년 01월 27일	매수	800,000	(43.3)	(37.6)
2022년 04월 19일	매수	690,000	(39.5)	(37.7)
2022년 05월 02일	매수	600,000	(37.0)	(28.5)
2022년 07월 07일	매수	460,000	(33.6)	(25.1)
2022년 10월 13일	매수	380,000	(24.8)	(21.3)
2022년 10월 31일	매수	360,000	(7.3)	1.9
2022년 12월 13일	매수	430,000	(16.0)	(5.8)
2023년 01월 20일	매수	460,000	(13.3)	(9.9)
2023년 02월 01일	매수	510,000	(13.1)	(7.8)
2023년 03월 16일	매수	550,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

국도화학 (007690)

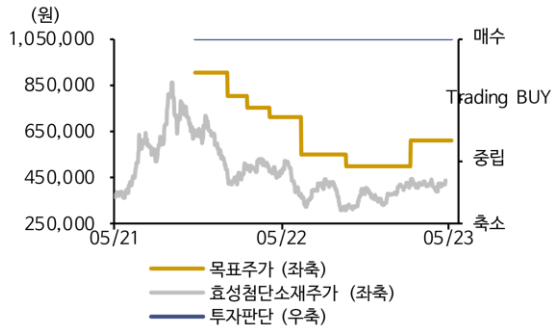


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2023년 05월 23일	매수	60,000		

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

효성첨단소재 (298050)

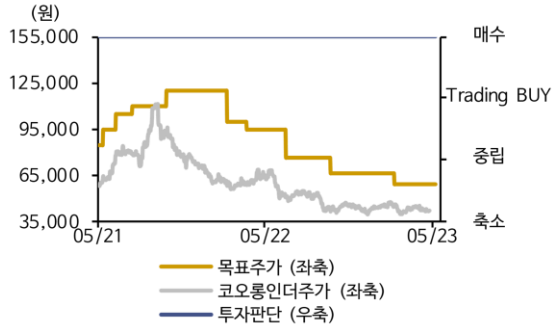


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 11월 17일	매수	900,000	(33.3)	(20.4)
2022년 01월 27일	매수	800,000	(43.0)	(36.3)
2022년 03월 11일	매수	750,000	(33.4)	(29.5)
2022년 04월 29일	매수	710,000	(36.5)	(26.6)
2022년 07월 07일	매수	550,000	(30.9)	(19.7)
2022년 10월 13일	매수	500,000	(25.9)	(14.7)
2023년 03월 03일	매수	610,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

코오롱인더 (120110)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	괴리율 (%) 평균	괴리율 (%) 최고/최저
2021년 05월 04일	매수	85,000	(28.3)	(23.8)
2021년 06월 01일	매수	95,000	(29.7)	(17.8)
2021년 06월 29일	매수	105,000	(23.2)	(19.6)
2021년 08월 04일	매수	110,000	(18.7)	1.4
2021년 10월 18일	매수	120,000	(38.8)	(19.6)
2022년 02월 28일	매수	100,000	(40.7)	(36.6)
2022년 04월 12일	매수	95,000	(35.8)	(27.4)
2022년 07월 07일	매수	77,000	(34.1)	(28.3)
2022년 10월 13일	매수	67,000	(33.3)	(28.3)
2023년 03월 02일	매수	60,000	-	-

주: 목표주가 괴리율 산출 기간은 6개월 기준

산업 용어 해설은 QR코드를 통해 확인하실 수 있습니다.

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이진명, 최규헌)
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 ◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% ◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% ◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 ◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 ◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 5월 20일 기준)

매수 (매수)	94.95%	Trading BUY (중립)	3.37%	중립 (중립)	1.68%	축소 (매도)	0.00%