

우호적인 환경 속, 업황의 바닥을 딛고 날아오를 동사

동사의 24E EBITDA 9,824억 원에 Target EV/EBITDA 3.35x를 적용하여, 514,000원을 목표주가로 제시한다. 코로나 19 기간 동안 천국과 지옥을 맛봤던 동사가 드디어 업황의 턴어라운드 시점을 맞이했다. 공급과잉의 해소 국면과 제한적인 증설물량, 동사에 우호적인 패션 트렌드와 고개를 들어올리는 전방수요, 원재료 공급과잉에 따라 벌어질 스프레드까지, 불황을 털어내고 새로운 모습으로 날아오를 준비를 모두 마쳤다. 이제는 진짜, 동사에 주목해야 할 시점이다.

투자포인트 1. 바닥을 통과하는 업황, P와 Q의 동반 상승 기회

2022년 불황은 중국 제로코로나와 고금리에 의해 낮아진 수요와 폭발적으로 늘어난 증설 물량에 기인한다. 그리고 지금, 이 두 가지가 모두 해소될 조짐을 보이고 있다. 중국 스판덱스 공장의 정상화된 가동률과 늘어나지 않는 재고일수, 보험세를 유지하는 가격은 증설 물량이 모두 소화되었음을 암시하며, 중국의 정책과 의류 전방사들의 재고는 24년 수요 반등을 암시하고 있다. 레벨업 된 CAPA까지 준비하고 전방수요의 회복을 기다리고 있는 동사의 24년에 주목해보자.

투자포인트 2. 이익 성장의 레버리지, PTMG - BDO 스프레드

동사는 유일하게 스판덱스의 원재료 PTMG를 내재화하여 PTMG-BDO 스프레드를 누릴 수 있는 스판덱스 기업이다. 그리고 중국 PBAT 정책 등에 따른 BDO 수요 증가 등을 예견한 BDO 업체들의 공격적인 증설에 따라, 현재 BDO 시장은 극단적인 공급과잉 상태로 접어들고 있다. 수요가 완전하게 받쳐주지 못하는 상태에서의 대규모 증설은 필연적으로 BDO 가격의 하락을 불러온다. 그리고 동사는 여타 스판덱스 업체들과 다르게, BDO 가격 하락의 수혜를 온전히 누릴 준비가 되어있다. 이익성장 에 날개를 달 동사의 24년에 주목해보자.

추정손익계산서							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E
매출액	5,983,145	5,161,617	8,596,030	8,882,730	3,790,378	7,838,278	8,456,000
YoY(%)	0.00%	-13.73%	66.54%	3.34%	-	-11.76%	7.88%
매출원가	5,433,039	4,677,979	6,915,010	8,471,772	3,514,151	7,002,343	7,433,512
매출총이익	550,105	483,638	1,681,020	410,958	276,228	835,935	1,022,487
GPM(%)	9.19%	9.37%	19.56%	4.63%	7.29%	10.66%	12.09%
EBITDA	540,736	496,847	1,637,443	377,358	-	807,020	982,351
EBITDA Margin(%)	9.04%	9.63%	19.05%	4.25%	-	10.30%	11.62%
유형자산감가상각비	195,421	206,256	193,917	233,099	-	224,523	229,642
무형자산감가상각비	22,402	24,031	19,875	20,665	-	21,743	21,743
판매비와관리비	227,192	217,078	257,369	287,364	142,373	275,182	291,522
영업이익	322,913	266,560	1,423,651	123,594	133,854	560,753	730,965
OPM(%)	5.40%	5.16%	16.56%	1.39%	3.53%	7.15%	8.64%
영업외 손익	(92,835)	(43,006)	(19,423)	(92,946)	(64,234)	(93,176)	(93,176)
관계기업손익	-	-	-	11	(82)	-	-
법인세비용차감전순이익	230,078	223,554	1,404,228	30,659	69,538	467,577	637,789
법인세비용	108,056	55,282	396,325	11,475	12,217	107,544	146,863
당기순이익(손실)	122,023	168,272	1,007,903	19,183	57,320	360,033	490,926
NPM(%)	2.04%	3.26%	11.73%	0.22%	1.51%	4.59%	5.81%
당기순이익의 귀속							
지배기업의 소유주지분	93,087	136,797	770,364	11,591	50,823	347,038	470,677
비지배지분	28,936	31,475	237,538	7,592	6,498	12,995	20,249

Rating

Buy

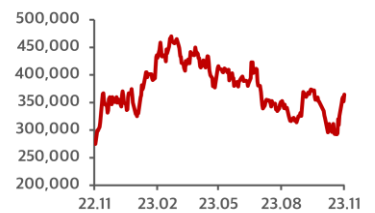
목표주가: 514,000 원

현재주가: 364,500 원

상승여력: 41%

12M 추가추이

시가총액 1 조 5,233 억원



Balance sheet data

순자산(1H23) 1 조 5,471 억원

PBR(1H23) 0.98x

ROE(22) 0.88%

Earning data

추정 EPS(24F) 113,439 원

Consensus EPS(24F) 43,970 원

Implied PER(24F) 3.10x

Consensus PER(24F) 8.01x

주요 주주

효성 외 12인 45.00%

국민연금공단 10.17%

SMIC 2 팀

팀장 47기 강지웅

팀원 47기 강연중

48기 서건호

48기 이학범

48기 임성현

CONTENTS

Intro	03
1. 산업 분석	04
2. 기업 분석	06
3. 투자포인트 1. 바닥을 통과하는 업황, P와 Q의 동반 상승 기회	09
4. 투자포인트 2. 이익 성장의 레버리지, PTMG - BDO 스프레드	17
5. 매출 추정	22
6. Valuation	26
Appendix	31

Intro

어려운 장이다. 높아지는 **유가**, 멈출 줄 모르는 **금리**, 꺾어버린 **수요**. 3 박자가 어우러져 연일 투자자들을 힘들게 하고 있다. 이런 시기에 투자자들은 어디에 주목해야할까?

바로 **턴어라운드**가 임박한 사이클 주식이다. 너무나도 부정적이었던 대내외 환경으로 지옥까지 갔던 주가는 조금의 촉매와 호재만으로도 폭발적인 상승을 보여줄 것이다. 본 보고서는 그 주인공으로 **‘효성티앤씨’**를 제시한다.

동사의 지난 사이클은 **21년 코로나19에 따른 공급 감소와 수요 폭증**에 의해서 일어난 사이클이었다. 그러나 기쁨도 잠시, 짧은 초호황기를 즐긴 스판덱스 산업을 기다리고 있던 것은 **수급 불균형에 따른 불황**이었다.

그러나 이제는 다르다. 원재료 수직계열화를 통해 **원가 경쟁력을 확보**하며 탄탄히 준비하고 있던 동사, 드디어 **턴어라운드의 수혜**를 맘껏 누릴 예정이다. 공급 과잉은 해소됐고, 의류 산업 VIP 고객인 중국이 고개를 든다.

지금부터 스판덱스 산업의 A to Z를 섭렵하고, P와 Q, 그리고 C까지 모든 요소가 동사의 편을 들어주는 **동사의 미래**를 함께 그려보자.

산업 분석

1.1. 의류 산업 Player 소개

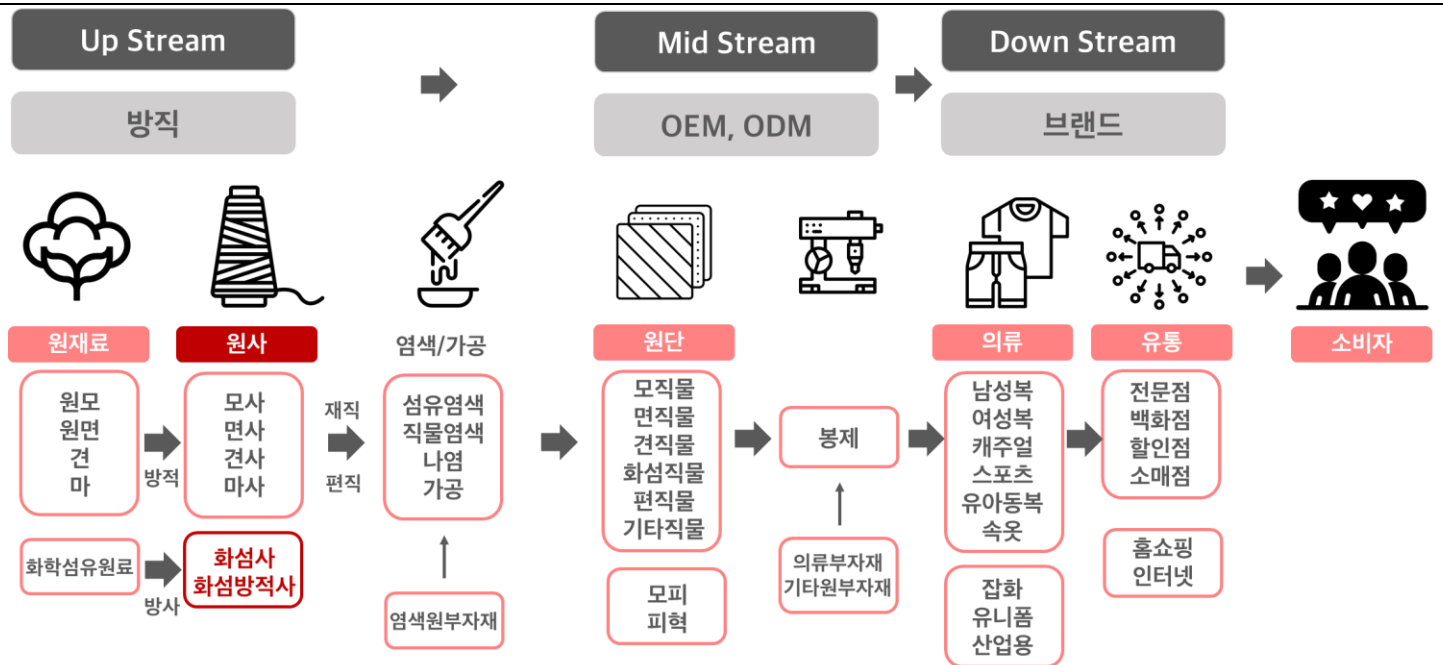
의류 산업의
Up/Mid/Down
Stream

의류 산업은 크게 세 가지 Stream으로 나뉜다. 아래 [그림 1-1]을 보면, **원재료를 공급하는 Up Stream**과 **의류를 제조하는 Mid Stream**, **의류를 유통·판매하는 Down Stream**으로 구분됨을 알 수 있다. 구체적으로 보면, Up Stream에서는 원모, 원면, 화학섬유원료 등으로 원사를 생산하는 역할을 한다. 생산된 원사에 염색 및 가공을 거쳐 Mid Stream에서는 원단으로 의류를 만들고, Down Stream에서는 의류를 유통, 판매하게 된다.

화섬 원사 공급
To OEM, ODM

동사는 Up Stream으로서 Mid Stream에 위치한 OEM, ODM 업체에게 **화섬 원사를 공급**한다. OEM, ODM 업체는 화섬 원사로 전방사인 의류 업체의 요구에 따라 제품을 생산하여 납품한다. 글로벌 의류 업체는 제품을 받아 다양한 유통채널을 통해 소비자에게 공급하게 된다.

그림 1-1. 의류 산업 밸류체인



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀.

1.2. Up Stream 밸류체인의 핵심, 화섬 원사

기능성 의류 발전
→ 핵심은 화섬 원사

기능성 의류의 발전과 함께, 화섬 원사의 중요성이 커지고 있다. 22년 전세계에서 생산된 원사 중 화섬 원사의 비중은 65%에 달한다. 화섬 원사의 대표 주자로는 나일론과 폴리에스터가 있으며, 동사는 이에 더해 성장성과 부가가치가 높은 스판덱스 원사를 공급하고 있다.

나일론: 가볍다
폴리에스터: 구김 X

나일론은 **폴리아마이드(Polyamide, PA)**를 원재료로 생산된 소재로, 의류용 소재 중 가장 가볍다는 특징을 가지고 있다. 이러한 특징을 바탕으로 블라우스, 넥타이, 벨트, 가방 등에 사용된다. 반면, 폴리에스터는 **PET(Polyethylene Terephthalate)**로 만든 소재를 의미한다. 폴리에스터는 구김이 가지 않고 건조가 빠르다는 특징을 가지고 있으며, 스포츠 의류를 포함해 일반 의류에도 사용되는 범용적인 소재이다.

스판덱스: 신축성
→ 활용 증가

마지막으로, 스판덱스는 **폴리우레탄이 성분의 85% 이상을 점유하는 탄성섬유**를 의미한다. 원길이의 5~8배까지 늘어나는 신축성을 지녀 속옷, 수영복, 청바지, 스포츠웨어, 유아용 기저

귀 등 신축을 요하는 다양한 의류에 사용된다. 뿐만 아니라, 스판덱스의 활용은 1) 애슬레저 트렌드에 따른 시장 확대, 2) 일반 의류 스판덱스 혼용률 상승, 3) 성인용 기저귀 시장의 성장 등 요인으로 인해 점점 증가하고 있는 추세이다. 스판덱스는 높은 활용도에 더해, 섬유 산업의 반도체라 불릴 정도로 **고부가가치**를 지니고 있는 품목이다.

1.3. 화섬 원사 원재료 분석

PTMG + MDI
→ 스판덱스

스판덱스는 무엇을 재료로 생산될까? 스판덱스는 **PTMG(Polytetramethylene glycol)**와 **MDI(Methylene Diphenyl Diisocyanate)**를 원료로 두 차례의 중합공정과 방사공정을 거쳐 생산되며, 이때 PTMG는 BDO를 원료로 만들어진다. 후술하겠지만 동사는 현재 PTMG의 내재화를 완료한 상태로, 이를 고려해 원재료의 배합비율을 살펴보면 BDO와 MDI가 8대 2의 비율을 차지한다.

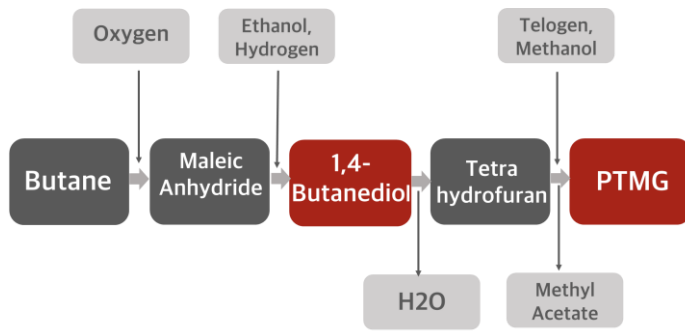
THF → PTMG

PTMG와 MDI에 대해 자세히 알아보면 다음과 같다. 먼저 PTMG는 **THF(Tetrahydrofuran)**의 중합물로, 실온보다 높은 온도에서 무색 투명하고 점도가 있는 액체이다. THF에 텔로겐(Telogen)과 메탄올(Methanol)을 투입하여 메틸 아세테이트(Methyl Acetate)를 분리하면 PTMG가 만들어진다. 그리고 이 THF는 **1,4-부탄디올(1,4-Butanediol, BDO)**로부터 H₂O를 분리하며 생성된다.

중국 BDO 생산
: 석탄/천연가스 기반

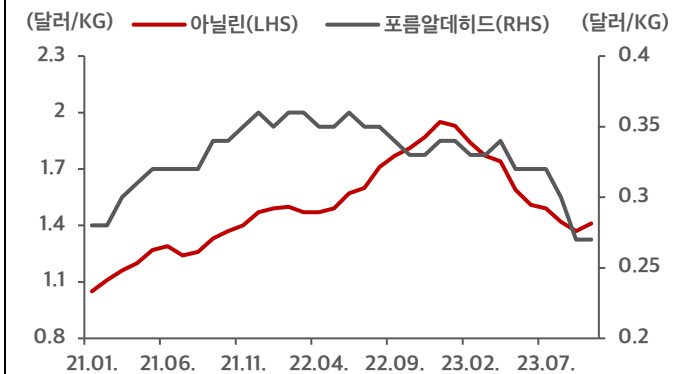
THF의 원료인 BDO는 **석탄 및 천연가스 또는 부타디엔(1,3-Butadiene)**을 통해 생산된다. 중국을 제외한 대만 등 다른 나라들은 주로 부타디엔 베이스로 BDO를 생산한다. 반면 중국의 BDO 공장은 대부분 **석탄 및 천연가스를 베이스**로 하고 있으며, 따라서 BDO 생산은 석탄 및 천연가스 가격의 영향을 받게 된다.

그림 1-2. PTMG 생산 흐름도



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

그림 1-3. 아닐린, 포름알데히드 가격 추이



출처: Business Analytics, SMIC 2팀

아닐린 + 포름알데히드
→ MDI

PTMG와 함께, 스판덱스의 주요 원재료인 MDI는 **아닐린(Aniline)**과 **포름알데히드(Formaldehyde)**가 축합되어 생성된 MDA(Diphenylmethane Diamine)에 포스젠(Phosgene)을 처리하면서 만들어진다. 이를 통해 생성된 MDI를 종류 및 결정화하는 공정을 통해 정제하여, **Pure MDI(Monomeric MDI)**와 Polymeric MDI로 분리한다. 이때 Pure MDI가 스판덱스의 원재료로 사용된다.

MDI의 안정적인 수급

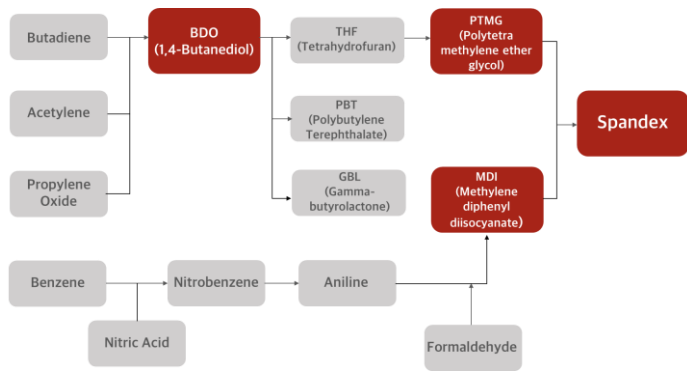
현재 MDI의 공급량은 매우 높은 수준이다. MDI의 전세계 생산량은 연간 6백만 톤을 상회하며, 한국 내 생산량은 연간 40만 톤에 달한다. MDI의 원재료인 **아닐린**의 경우 22년 4분기 이후부터 **가격이 꾸준히 하락**하고 있으며, **포름알데히드 가격도 23년 3분기 급락**을 기록하

며 MDI의 안정적인 수급을 지원해주고 있다.

TPA + MEG
→ 폴리에스터
카프로락탐
→ 나일론

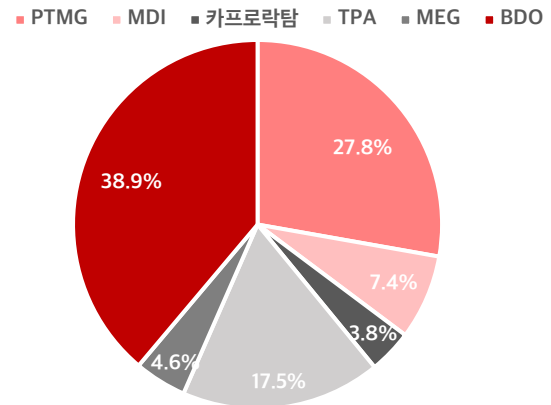
한편, 폴리에스터의 경우 PET(폴리에틸렌 테레프탈레이트)를 주원료로 만들어진다. PET는 테레프탈산(TPA) 또는 테레프탈산 메틸에스테르와 에틸렌글리콜(MEG)을 중합하여 만들어진다. 나일론의 경우, 카프로락탐(Caprolactam)의 중합을 통해 제조된다. 카프로락탐은 원유로부터 얻어지는 사이크로헥산과 암모니아 및 유황 등을 주원료로 생성된다.

그림 1-4. 스판덱스 밸류체인



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

그림 1-5. 원재료 매입 비중



출처: 동사 사업보고서, SMIC 2팀

1.4. 경쟁 구도 분석

생산업체 감소에 따른
과점 심화

스판덱스 시장은 현재 **과점화가 심화**되고 있다. 15년 당시 중국 중소규모 스판덱스 생산업체는 22개로, 중국 내 39%의 점유율을 차지하고 있었다. 그러나 21년에는 13개 업체만이 살아남았으며 그 점유율은 23%까지 떨어졌다. 이는 장기간에 걸친 스판덱스 가격 하락의 영향 때문이었다. 이로 인해, 동사를 포함한 5개 사(화평, 화하이, 바일루, 얀타이)는 현재 중국 내 **점유율의 70% 이상**을 차지하고 있다.

기업 분석

2.1. 사업 부문

동사의 사업 부문은 **고부가가치의 섬유 부문**과 **안정적인 실적이 발생하는 무역 부문**으로 구분된다.

2.1.1. 섬유 부문

1) 가격 프리미엄
2) 입지 다변화
→ 고부가가치

섬유 부문의 제품은 스판덱스 원사, 나일론 원사, 폴리에스터 원사로 구성되어 있다. 특히, 동사의 스판덱스 상품인 'Creora'는 다른 제품에 비해 **고부가가치를 창출**한다. 이는 1) 고품질 제품으로 경쟁사 대비 **2~10% 이상의 가격 프리미엄이 적용**되며, 2) 경쟁사와 달리 인도, 베트남, 미국 등 **여러 지역에 위치한 공장에서** 구매자의 필요에 맞는 다양한 제품을 제공 가능하다는 점에서 기인한다.

영업이익 견인하는
스판덱스

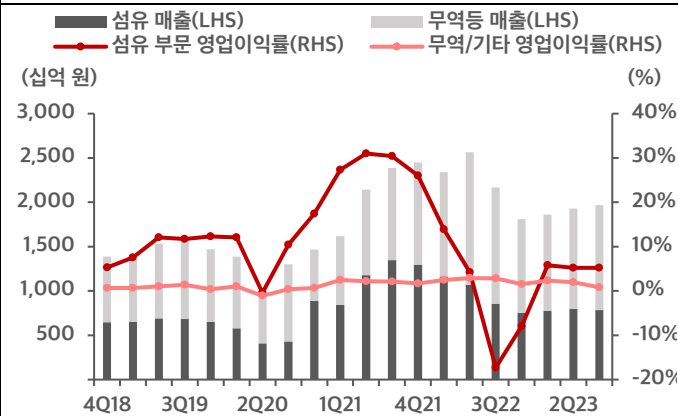
이를 증명하듯, 섬유 부문은 **전체 매출액 중 약 45%**를 차지하고 있지만, **영업이익은 전체의 80% 이상**을 견인하고 있다. 그 중에서도 스판덱스는 섬유 부문의 핵심으로 자리하고 있다. 이는 나일론과 폴리에스터 원사의 **영업이익률이 약 1%**라는 점을 통해 여실히 알 수 있다.

그림 2-1. 스판덱스, 나일론, 폴리에스터 원사 제품군

분류	항목	특징
스판덱스	Creora C-100	소프트한 터치를 제공하는 범용 타입
	Creora C-200	수영복 및 액티브웨어에 내염소성 부여
	Creora C-300	고온처리가 요구되는 염색가공 후에도 고기능성 유지
	Creora H-100	원사를 늘렸을 때 파위가 우수함
	Creora comfort	기저귀용으로 설계된 부드러운 폴리머의 스판덱스
	Creora eco-soft	저온세탁성을 통해 부드러운 촉감과 순백의 색감을 보여줌
나일론	MIPAN regen	친환경적인 제품으로 염색의 균일성이 우수
	MIPAN aqua-X	자외선 차단 기능과 흡한속건 기능을 갖춘 냉감성 원사
	MIPAN fine&soft	더 가볍고 섬세해진 세심사
	MIPAN robic	고강력 나일론 원사
폴리에스터	regen	리사이클 폴리에스터 원사
	cotna	천연섬유 특유의 부드러운 터치를 제공
	aerocool	빠른 수분 흡수와 탁월한 건조기능을 갖춘
	freshgear	일상생활 및 스포츠 활동 중 발생하는 땀냄새 제거

출처: 동사 홈페이지, SMIC 2팀

그림 2-2. 부문별 매출, 영업이익률 추이



출처: 동사 IR, SMIC 2팀

2.1.2. 무역 등 부문

매출에 비해 낮은 영업이익, 무역 부문

무역 등 부문은 **철강, 화학 분야**를 중심으로 물류, 유통 등 다양한 영역의 사업을 영위하고 있다. 철강 분야는 포스코, 현대제철, 동부제철 등의 제품을, 화학 분야는 한화, 롯데, SK 등의 제품을 취급한다. 그 외 반도체, Display 등에 사용하는 산업용 특수가스인 **NF3가스**, 타이어 제조에 필수적으로 사용되는 **타이어보강재**, 자동차용 Seat belt 등을 생산하고 있다. 무역 등 부문은 전체 매출액의 60%를 차지하고 있지만 **영업이익은 약 30%**라는 낮은 비중을 보여주며, 실적의 핵심은 섬유 부문이라는 점을 다시금 입증한다.

2.2. 재무 분석

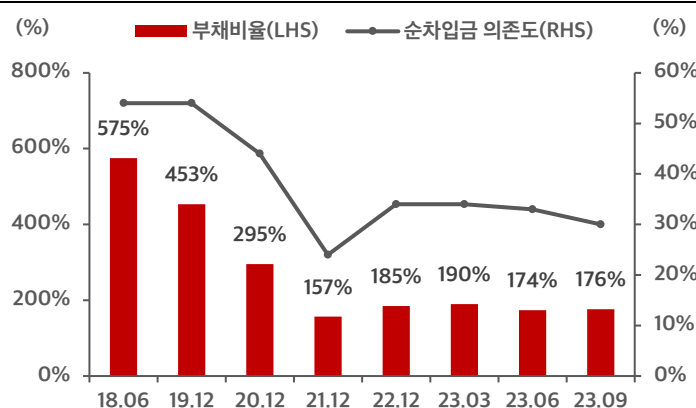
높은 영업이익률의 섬유 부문

섬유 부문 영업이익률은 실적에 따라 변동이 컸다. 특히 실적이 가장 좋았던 시기에는 스판덱스 가격 상승과 스프레드 확대에 힘입어 **30%가 넘는 영업이익률**을 보여주었다. 그 이후 실적 하락에 따라 영업이익률이 감소하다가 지금은 업황 개선을 기다리며 **5% 내외의 영업이익률**을 유지하고 있다. 무역 및 기타 부문은 Low-single 영업이익률을 보여주며 비교적 안정적인 영업이익을 창출하고 있다.

부채비율 ↓ 현금흐름 (+)

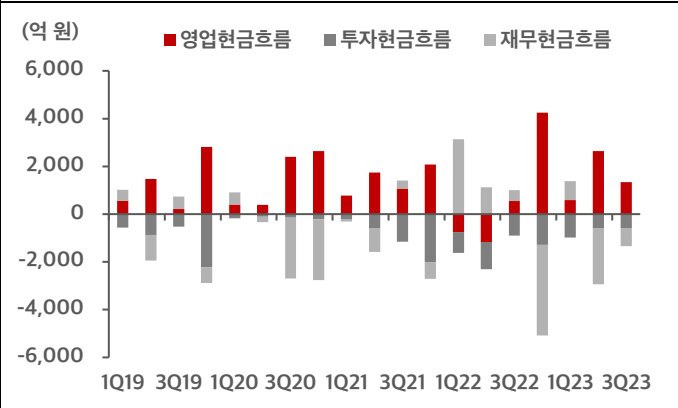
동사는 인적분할 당시 2조원이 넘는 차입금이 이관되면서 부채비율이 600%에 달해, 부채 부담이 상당했다. 하지만, 이후 부채비율이 꾸준히 감소하여 최근 2년간 **170% 내외의 안정적인 비율**을 유지해오고 있다. 또한 영업현금흐름의 경우, 22년 2분기부터 흑자로 전환하며 **양의 현금흐름**을 유지하고 있다.

그림 2-3. 부채비율, 순차입금 의존도 추이



출처: 동사 IR, 사업보고서, SMIC 2팀

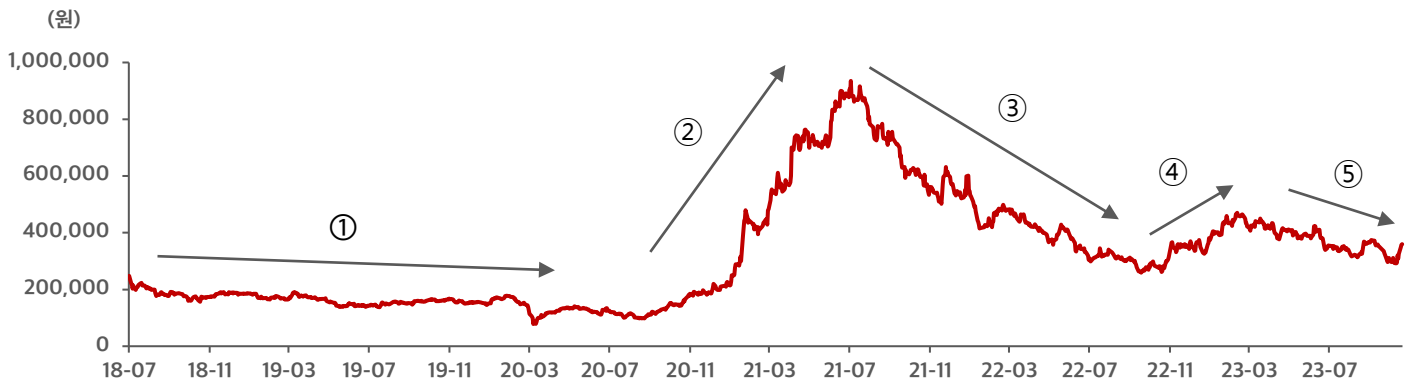
그림 2-4. 현금흐름 추이



출처: 동사 IR, SMIC 2팀

2.3. 주가 분석

그림 2-5. 주가 추이



출처: KRX, SMIC 2팀

- 스판덱스 가격 ↓
판매량 보합 유지
- ① 인적분할 직후~20년 7월: 황보구간
(주)효성에서 인적분할 되었다. 스판덱스 가격은 17년 3분기 이후 지속적으로 하락하였으나 중국 춘절, 계절적 수요에 힘입은 판매량 증가로 실적을 방어할 수 있었다. 이후 코로나19 발생과 그에 따른 미국과 유럽의 이동 제한 조치로 섬유 수요는 둔화되었으나, 마스크용 이어밴드 등의 비섬유수요가 증가하며 보합을 유지하였다.
- OPM 흑전했으나
수요 견인 없음
- ② 20년 7월~21년 7월: 급등구간
혼용률 상승, 애슬레저 트렌드 확산 등에 따른 구조적인 수요 성장세와 코로나 19 팬데믹으로 인한 간편복/트레이닝복 수요 확대로 시황은 좋아졌다. 이에 더해, 팬데믹의 여파로 20년 예정됐던 증설은 모두 지연 또는 취소되며 타이트한 공급 밸런스가 지속되었다. 이러한 여파에 힘입어 스판덱스의 영업이익률도 개선되었다.
- 수익성 둔화 우려
& 수요 둔화
- ③ 21년 7월~22년 10월: 급락구간
실적 호조는 계속되었으나 21년 증설에 따른 스판덱스 수익성 둔화 우려가 발생하여 주가는 하향세로 돌아섰다. 또한, 실제로 공급과잉 상태에 진입하며 스판덱스 판매 가격은 감소하였으며 중국 주요 도시 봉쇄조치로 수요도 둔화되었다.
- 리오프닝 기대감
- ④ 22년 10월~23년 6월: 상승구간
중국 리오프닝에 따른 업황 개선 기대감이 높아졌다. 또한, 22년 예정되었던 증설 프로젝트가 장기간의 적자로 인해 지연 및 철회되려는 움직임에 따라 추가 생산설비를 확보한 동사에 대한 기대가 증가했다.
- 실적 실망
센티먼트 둔화
- ⑤ 23년 6월~현재: 하락구간
연초 리오프닝 기대감과 호실적으로 강세를 시현했던 주가는 실적 눈높이에 대한 실망감과 화학 업종センチ먼트 둔화 영향으로 상승분을 모두 반납하였다.

투자포인트 1. 바닥을 통과하는 업황, P와 Q의 동반 상승

동사의 핵심 사업부는 스판덱스이고 동사 주가의 방향성을 결정하는 핵심 Driver는 업황이다. 동사는 근본적으로 BDO, MDI 등의 화학제품으로 스판덱스라는 섬유를 만드는 화학업종 기업이기 때문이다. 그렇기에 동사 주가의 미래를 그려보기 위해서는 스판덱스 업황에 대한 분석이 필수이다. 그리고 본 보고서는 바로 지금, 스판덱스 업황이 바닥을 다졌으며, 반등할 준비를 하고 있다고 주장한다.

3.1. 바닥까지 온 스판덱스 업황

3.1.1. 스판덱스 업황이란?

업황은
수요와 공급

동사 주가의 가장 중요한 결정요인은 업황이고, 업황의 결정요인은 수요와 공급이다. 동사의 수요는 직접적으로는 의류 브랜드의 재고수준과 관련이 있으며, 최종적으로는 글로벌 의류 수요의 영향을 받으므로 소비경기에 민감하다.

비교적
탄력적인 공급

스판덱스는 생산CAPA 증설에 1~2년 정도밖에 소요되지 않아, 여타 화학 업종에 비해 공급이 탄력적이다. 따라서 스판덱스의 업황을 보려면 수요 측면에서 의류 트렌드와 글로벌 경기를, 공급 측면에서 세계 주요 스판덱스 기업의 증설 계획을 검토해야 한다.

현재는
이익 개선 국면

스판덱스 기업은 수요는 늘어나는데 공급이 정체되면 가격이 상승하면서 이익이 개선된다. 반대로 수요는 Peak-out하는 동시에 공급이 늘어나면 타격을 입는다. 이번 투자포인트를 통해 현재 상황이 전자임을 확인할 것이다. 이제 Top-line과 Bottom-line의 개선은 확정적이다.

3.1.2. 코로나 19 기간, 업황 분석

수 년간
스판덱스 업황
변동폭 대

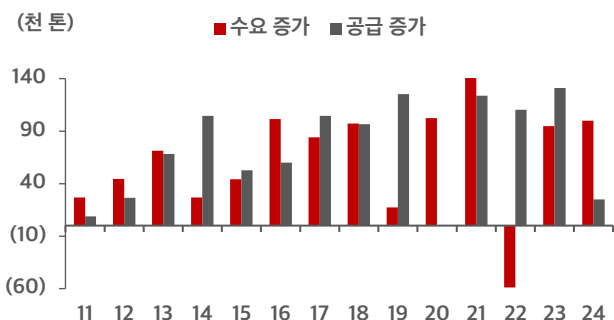
스판덱스는 그 최전방 수요가 장기적 의류 트렌드와 글로벌 소비경기라는 점에서, 일견 단기적 변동폭이 크지 않을 것처럼 보인다. 하지만 최근엔 달랐다. 지난 몇 년간 스판덱스 업계가 천국과 지옥을 오갔던 원인은, 공급과 수요의 동시 대폭 변동이었다.

1) 20년 하반기 ~ 21년, 폭증하는 수요와 타이트한 공급이 만난 고강도 Up-cycle

코로나 19
스판덱스는 호황

코로나 19 확산이 본격화된 후, 사람들의 이동량이 감소하고 글로벌 소비심리가 위축됨에 따라 의류소비는 감소했다. 그러나 스판덱스는 호황기를 맞이했다. 이는 마스크, 방호복 등 코로나 19와 관련된 일시적인 수요가 증가했기 때문이기도 하지만, 주된 이유는 코로나 19와 함께 자리잡은 애슬레저 트렌드다.

그림 3-1. 스판덱스 수요 및 공급 증가분 추이



출처: CCFGroup, SMIC 2팀

그림 3-2. 스포츠웨어 주요 품목 스판덱스 혼용률

분류	항목	스판덱스 혼용률
Heat Resistant Clothing	Under Armour UA Tech	5%
	Under Armour Battle Gear	19%
	Champion double dry compression tee	16%
	Adidas Techfit compression tee	25%
Cold Resistant Clothing	Under Armour Cold Gear fitted leggings	11%
	Under Armour Cold Gear subzero leggings	18%
	Nike pro combat core fitted	16%
	Champion cold-weather compression shrirt/tights	12%
	Adidas Techfit powerlab long tights	25%
	Nike pro core tight mock neck traing shirt	16%

출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

애슬레저 트렌드
→ 스판덱스 혼용 ↑

애슬레저는 Athletic과 Leisure의 합성어로, 스포츠웨어를 기반으로 하는 활동적이면서도 편안한 옷차림을 말한다. 실내에 머무는 시간이 많아지면서 편안한 옷에 대한 수요가 늘어났고, 건강에 대한 관심도 증가하면서 운동복으로도 사용 가능한 애슬레저 룩에 대한 수요가 증가한 것이다. 애슬레저 룩은 일상복보다 스판덱스의 혼용률이 높을 뿐 아니라, 옷차림에서 편안함을 추구하는 욕구를 촉진시켜 일상복에서의 스판덱스 혼용률 또한 상승시키고 있다.

21년
리오프닝 기대감

21년에는 이러한 트렌드 변화뿐 아니라, 백신 접종이 시작되어 리오프닝에 대한 기대감이 커지면서 글로벌 의류소비는 반등했고, 스판덱스에 대한 수요는 그보다 더 큰 폭으로 증가했다. [그림 3-1]을 통해 20년과 21년에 큰 폭의 수요 증가가 확인된다.

제한적 공급
→ 업황 정점

그러나 공급은 이를 따라가지 못했다. 20년 코로나 19로 인해 계획되어 있던 생산CAPA 증설 상당수가 연기 또는 취소됐기 때문이다. 이로 인해 21년 스판덱스 업체들의 가동률은 100%에 가깝게 치솟았고, 그럼에도 재고일수는 평년 수준인 30~40일에 한참 못 미치는 10일 전후 수준까지 하락했다. 자연스럽게 스판덱스 가격은 크게 상승했고, 동사를 포함한 스판덱스 업체들은 큰 호황기를 누렸다.

2) 22년, 급감한 수요와 과도한 증설물량이 만난 고강도 Down-Cycle

제로코로나 + 고금리
→ 수요 위축

호황은 오래가지 못했다. 22년, 글로벌 의류 소비 40%를 차지하는 중국이 고강도의 제로코로나 정책을 채택했을 뿐 아니라, 미국을 필두로 전 세계적인 고금리 기조가 시작됐기 때문이다. 스판덱스의 연간 수요 역시 21년 대비 크게 감소했다.

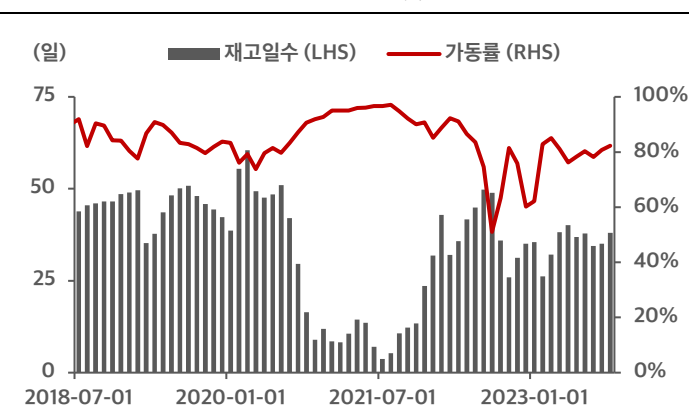
과감한 증설
→ 공급 과잉

설상가상으로 공급은 증가했다. 20년에 연기된 증설 프로젝트들이 21년 하나둘 완공된 데 더해, 21년 초호황기를 보낸 스판덱스 업체들이 과감한 증설을 진행했기 때문이다. 21년과 22년 모두 연 10만 톤 이상의 공급이 쏟아지며 공급과잉 상황으로 돌아섰다.

가동률과 재고에서
확인되는 악재

공급과잉은 중국 스판덱스 업체들의 가동률과 재고일수에 고스란히 반영됐다. 22년 재고일수가 40일 이상으로 늘어났고, 기업들은 가동률을 크게 낮춰 이에 대응했다. 스판덱스 가격은 21년의 상승분을 단 6개월 만에 반납했고, 늘어난 CAPA 대비 낮아진 가동률과 스판덱스 가격 등으로 동사의 수익성은 크게 악화됐다.

그림 3-3. 중국 내 스판덱스 가동률 및 재고일수 추이



출처: CCFEI, SMIC 2팀

그림 3-4. 수요/공급 비중과 동사 스판덱스 영업이익률 추이



출처: CCFEI, 동사 사업보고서, SMIC 2팀

3.2. 현재 스판덱스 업황은 우호적

이제 반등 시점을
가능해야

22년의 Down-Cycle이 지나간 지 1년 여, 악재로 주가 상승분은 모두 반납한 데 반해, 동사의 실적은 정상화되는 추세다. 이제 **반등의 시점을 가능할 시기**다. 우선 아래 세 가지 요인은 동사가 과거에 비해 **훨씬 우호적인 환경**에 있음을 보여준다.

혼용률 상승은
장기적인 트렌드

첫째, 스판덱스 혼용률이 증가한다. 아름다움, 편안함, 건강에 대한 관심, 모두 **인간의 근원적인 욕구와 맞닿아 있는 키워드**들이다. 코로나 19로 인해 뉴노멀 중 하나로 자리잡은 애슬레저 트렌드는, 이러한 맥락 속에 탄생했다. 애슬레저 트렌드에 따라 의류 업계는 스판덱스 혼용률을 증가시키고 있다. **근원적 욕구를 자극하는 장기적 트렌드에 힘입은 높은 혼용률은 스판덱스 시장의 성장성을 담보한다.**

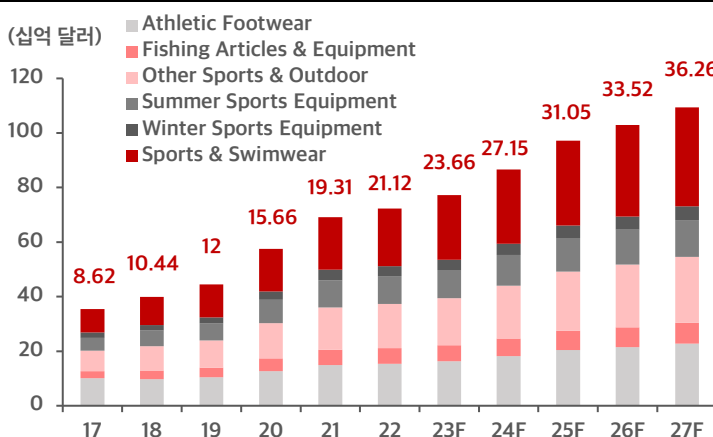
가동률, 재고일수
정상화
→ P 회복

둘째, 22년의 Down-Cycle을 만들었던 **공급과잉이 현재 해소 국면**에 있다. 50%에 가깝게 하락했던 중국 스판덱스 공장 가동률은 코로나 이전 수준인 **80% 전후를 회복**했고, 가동률이 정상화되었음에도 **재고일수는 40일 이하에서 유지**되고 있다. 드디어 스판덱스 수급이 균형을 이룬 것이다. 이에 스판덱스 수출량 압도적 1위인 중국의 스판덱스 수출 단가 역시 23년 상반기부터 하락세를 벗어났다.

증설 물량은
제한적

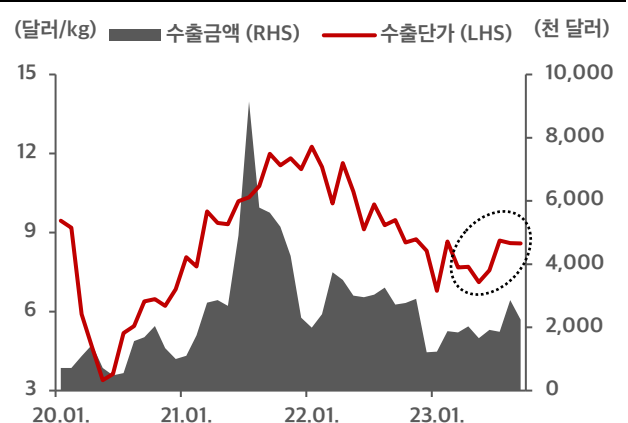
수요는 충전됐으나 작년 공급과잉으로 인해 큰 타격을 입은 스판덱스 기업들은 현재 **추가적인 증설을 고려하지 않고 있다**. 기존에 계획되었던 **증설 물량은 23년 상반기 중으로 대부분 완공**되었으며, 올 하반기부터 내년까지 예정되어 있는 증설 물량은 5만 톤 내외로 그리 크지 않다. 스판덱스 증설에 1~2년 정도가 걸린다는 점에서, **24년까지는 현재 예정된 5만 톤 이외에 추가적인 증설은 없을 것이다.**

그림 3-5. 애슬레저 산업 성장 전망



출처: Statista, SMIC 2팀

그림 3-6. 중국 스판덱스 수출금액 및 단가 추이



출처: TRASS, SMIC 2팀

우호적인 환경에 코로나 이전보다 대폭 증가한 동사의 CAPA는 마지막 열쇠, 수요를 기다리고 있다. 전방 수요만 증가하면 동사의 Top-Line 성장은 당연한 귀결이다. 중국 MACRO 환경은 동사의 최전방인 의류 산업의 수요 증가를 가리키고, 이는 쌓여가는 재고에 허덕이던 의류 제조업체에게 Re-Stocking 구간을 선물한다. 수요가 증가하고, 턴어라운드의 마지막 퍼즐이 맞춰진다.

3.3. 턴어라운드의 마지막 퍼즐, 수요 증가

3.3.1. 중국 소비 반등, 이번엔 진짜다

의류 산업
VIP고객 중국

21년 의류 산업의 수요를 견인한 것은 3,009억 달러를 소비한 중국과 3,175억 달러를 소비한 미국이다. 기관마다 값은 다르지만, 중국과 미국이 세계 의류 소비의 과반일 것으로 추정된다. 세계 의류 수요 중 아시아의 비중은 05년 23%에서 20년 35%로 성장했으며, BRICs(브라질, 러시아, 인도, 중국)의 수요는 다른 국가보다 가파르게 성장해왔다.

애슬레저 룩 소비도
중국이 VIP

중국은 스판덱스 혼용률이 높은 애슬레저 룩의 소비량도 가장 많을 것으로 추정되는데, 피트니스 클럽 수로부터 애슬레저 룩의 소비량을 추측해볼 수 있다. 중국의 피트니스 클럽 수는 2017년 37,627개에서 2019년 97,746개로 가파르게 성장하고 있으며, 세계 2위인 미국이 2019년 41,190개인 것에 비해 훨씬 큰 수치다. 이에 기관들은 중국의 스포츠웨어 시장 규모에 대해, 2024년 82.8억 달러의 추정치를 제시한다.

의류 공급도
1위는 중국

중국은 의류 최대 소비국인 동시에, 부동의 1위 의류 공급국이기도 하다. 중국의 의류 수출량 비중은 19년 30.8%로 압도적인 세계 1위이며, 00년 이후부터 줄곧 1위를 지켜왔다. 즉, 직접적으로 동사 제품의 수요를 견인할 전방사인 의류 제조업 차원에서 봐도, 메인 플레이어는 중국이다.

중국, 3년째
부동산발 경기 둔화

하지만 중국은 2년여 전부터 부동산 위기에서 촉발된 경기 둔화를 겪고 있다. 21년 9월 헝다 그룹이 파산 위기에 처한 것은 부동산 위기 본격화의 시발점이었으며, 22년 부동산 시장 부진이 중국 경제성장률을 1.4%p 끌어내렸다. 하지만 후술할 지표들이 보여주듯, 부동산을 비롯한 중국 경기는 반등의 고개를 들었다.

중국 소비 상승여력
이제 발휘된다

세계 최대 의류 소비국인 중국의 경기가 둔화되었다는 것은, 현 시점에서 의류 소비의 상승여력이 크게 남아있음을 뜻한다. 여기에 후술할 중국의 경기부양책 규모, 정책효과, 기업의 재고 현황 모두 꿈틀대며 반등하려 하는 상황이 더해진다. 거대한 의류 소비 상승여력이 드디어 발휘되는 지금이 중국에 집중할 시점이다. 경기 반등의 근거는 다음 네 가지다.

1) 중국 정부의 경기부양책 규모 확장

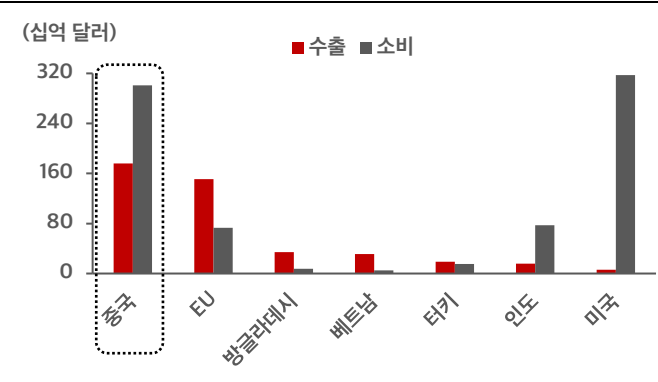
경기부양 꾸준했으나
이제서야 적극 대응

중국 중앙 및 지방 정부는 22년 상반기에만 200개 도시에서 460차례 부동산 규제 완화 정책을 발표했다. 이후 꾸준히 경기부양에 나섰으나 소극적 대응이라는 비판을 받았다. 부동산 침체는 장기화되어 경기 둔화로 확대됐고, 중국 정부의 대응은 과감해졌다.

1조 위안 국채 발행
→ 인프라 건설

중국 정부는 8월 말부터 경기부양책을 강화하였으며, 이를 대표적으로 보여주는 것이 10월 말 추가로 발행한 1조 위안 규모의 국채다. 지방에 분배되어 모래폭풍, 산사태, 폭우 등 여름 유독 잦았던 재난 복구에 더해 인프라 건설에 사용되며 총수요를 확대한다.

그림 3-7. 주요국별 2021년 의류 소비 및 수출 규모



출처: Statista, SMIC 2팀

그림 3-8. 23년 하반기 이후 중국 주요 경기부양책

분야	일자	세부내용
거시경제	23.09.01.	시중은행 외환 기준율 200bp 인하
	23.10.24.	1조 위안 국채 추가 발행
	23.10.25.	10월 특수재용자 채권 발행, 누적 발행 1조 위안 육박
부동산	23.08.27.	증권거래 인지세 인하, 신용거래 담보비율 인하
및	23.10.13.	공매도 대차보증금 비율 상향
주식시장	~23.10.16.	주택 구매 제한 전면 폐지 15개 도시, 일부 폐지 22개 도시
	23.09.02.	23년 전기차 감세 1,150억 위안 목표
산업	23.09.22.	민영 경제 발전 촉진 27가지 조치 발표
	23.10.09.	<연산 인프라 고품질 발전 계획> 발표
향후 6개월	23.12.	24년 경제공작회의: 연간 5% 성장 목표 설정
정책 이벤트	23.12.	중앙정치국회의, 전국 금융공작회의
	24.1~2.	특별국채 발행 및 집행

출처: 언론보도종합, 국제금융센터, SMIC 2팀

부동산 재개발 수요
성중촌 프로젝트

정부 차원에서의 부동산 재개발 수요 창출도 이뤄지고 있다. 도시 외곽에 이주민이 모여 만든 빈민촌을 성중촌이라고 칭하는데, **성중촌 재개발 프로젝트**가 연초부터 거론되었다가 이 역시 **10월에 본격화**되었다. 당국은 9월 25일 정책브리핑에서 **성중촌 재개발과 보장형 주택 건설에 대한 금융지원을 확대**하겠다고 언급했다. 특히, 성중촌 재개발 프로젝트는 위치상으로 양질의 주택 공급지인 초대형 도시에 집중돼 있어서 수요공급 양 측면에서 호재다.

신규착공 투자
24년이 반등 시점

또한, **중국 주택의 31%가 00년도 이전에 건축**했다는 점은 구조적인 재개발 수요를 보여준다. 정부 주도의 부동산 재개발 수요가 24년 인프라 투자 증가율을 4~6%p를 견인함에 따라, 인프라 투자 증가율에 **6개월 후행**하는 신규착공 프로젝트 투자도 반등할 시점이다.

부동산 규제 완화
: 수요 증대

부동산 규제도 **완화**된다. 수요 측면에서는 **주택 계약금**을 첫 주택 구매자에게는 30%에서 20%로, 기존 주택 보유자에게는 40%에서 30%로 **인하**하고, **LTV 규제도 완화**했다. 다주택자에 대한 **모기지금리는 LPR+60bp에서 +20bp로 낮췄다**. 무주택자 인정도 쉬워졌다.

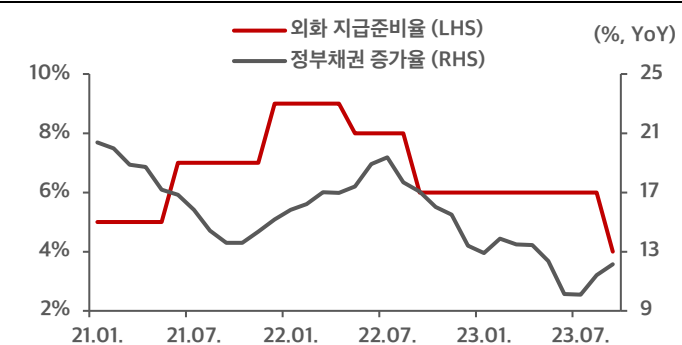
부동산 규제 완화
: 공급 증대

공급 측면에서는 24년부터 보유주택 매각 후 1년 안에 새로운 주택을 구입하면 주택 매각에 따른 **개인소득세를 최대 100%까지 환급**해준다. 부동산 개발업자에게 20년부터 적용되던 **3대 레드라인**에 대한 **완화 의사도 연초에 밝혔다**. 3대 레드라인은 순부채비율 100% 이하, 유동부채 대비 현금성 자산 2배 이상, 선수금 제외한 부채비율 70% 이하를 말한다.

재정지출 1H24 집중

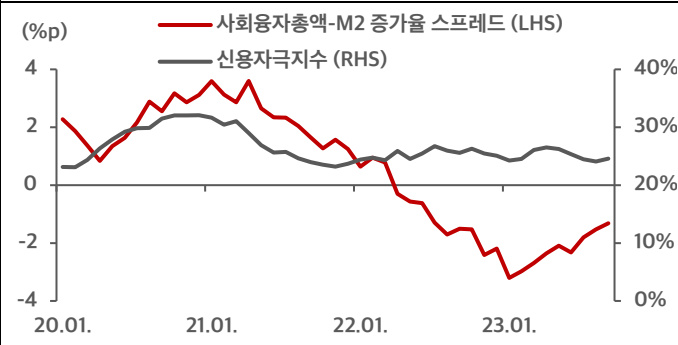
이외에도 역사상 3번째로 시중은행 외환 **지급준비율을 200bp 낮췄고**, **증권거래 인지세를 15년 만에 인하**했으며, **전기차 감세 계획 발표 등 경기 전반을 부양할 정책도 마련**하고 있다. 경기부양책을 위해 사상 4번째로 4분기 추경을 편성했고, 해당 **재정지출은 24년 상반기에 집중적으로 집행**될 예정이다.

그림 3-9. 중국 외화 지급준비율 및 정부채권 증가율



출처: CEIC, Wind, SMIC 2팀

그림 3-10. 사회용자총액-M2 증가율 스프레드와 신용자극지수



출처: CEIC, Wind, SMIC 2팀

2) 경기부양책 효과 가시화

경기부양책 효과
23년부터 가시화

적극적인 정책만으로는 경기 반등을 단언할 수 없겠지만, 그 효과가 수치로 나타난다면 얘기는 달라진다. [그림 3-10]에서 확인할 수 있는 **사회용자총액-M2 증가율 스프레드**는 그 값이 작아지면 정부와 개인의 빚보다 시중에 돌고 있는 돈이 더 빠르게 늘었다는 뜻이므로 정책효과를 보여준다. 23년 하반기 정부채권이 증가하면서 스프레드가 조금 상승했으나 22년 하반기부터 음수를 유지하고 있어 **정책효과는 여전히**다. GDP 대비 신용창출 규모를 보여주는 유량지표인 신용자금지수 역시 23년 하반기를 기점으로 반등하려 한다.

동사 최전방
의류 소매판매도 ↑

의류 소매판매액 역시 23년 7월을 저점으로 반등하면서 9월에는 21년 하반기에서 22년 상반기의 평균 수준을 회복했다. 의류 소매판매 시장의 성장률은 22년 대비 12.8%로, **소비산업 중 가장 크게 반등**했다. 최전방인 의류 소매시장 역시 동사의 손을 드는 것이다.

3) 부동산 위기 연착륙

부동산 연착륙
① 공급 완화

24년은 중국 경기 둔화의 근원인 부동산 위기가 연착륙할 원년이 될 것이다. 우선 공급은 **정상화를 넘어 타이트해질** 전망이다. 중국의 월별 공사 중인 주거용 부동산 면적은 최근 3년간 하락세를 띤다. 21년과 22년엔 2월부터 12월까지 면적이 증가한 데 반해 23년엔 월간 증가세도 뚜렷하지 않다. 이는 **주택 공급이 약화**된다는 것을 의미한다.

부동산 연착륙
② 수요 견제

수요는 견제하다. 기존 인구 및 유출입, 고도화 수요 등을 고려한 중국의 **향후 10년 주택거래 적정수요를 고려하면, 23년 연평균 주택 구매수요는 10.7억 제곱미터**다. 그러나 지난 2년간 주택거래는 급감하여 23년 말 10.4억 제곱미터로 축소됐다.

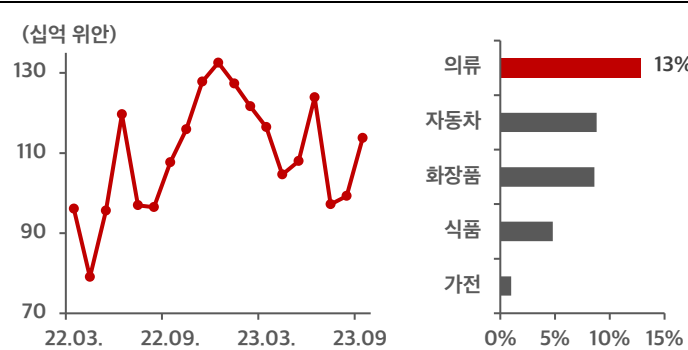
부동산 점검사항
: 디폴트 우려?

부동산 위기 안정화를 수치로 확인하기에 앞서, **중국 부동산 개발업체의 디폴트 우려를 짊어 넘어가야 한다**. 일례로 비구이위안(Counry Garden)은 23년 10월 25일 처음으로 달러채권 디폴트를 공식 선언했다. 또한 헝다(Evergrande), 카이사(Kaisa), 위안양(Sino Ocean) 등의 디폴트 우려도 상존한다.

비구이위안
: 정책 수혜 ↓
+ 순자산 有

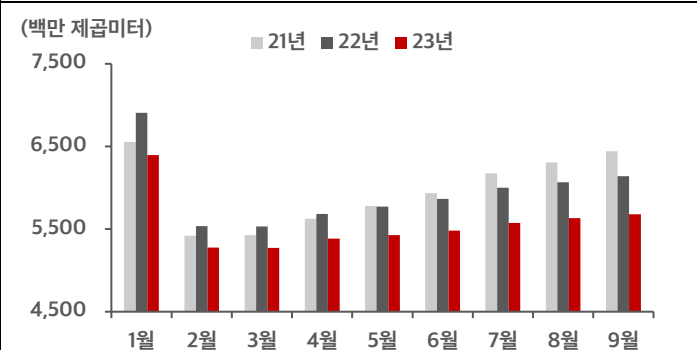
우선 비구이위안으로 확대된 우려는 다음의 두 가지 사실로 어느 정도 잠식된다. **첫째, 비구이위안의 건설 프로젝트는 70%가 3~4선 도시에 집중**돼 있었는데, 정부의 부동산 부양책은 양질의 주택 공급지인 1~2선 도시에 초점을 두고 있어 **정책 수혜를 크게 본 기업이 아니다**. **둘째, 부동산 위기를 일으킨 헝다 그룹이 22년 12월 기준으로 -5,991억의 순자산을 가진** 완전자본잠식 상태인 데 반해, 비구이위안은 같은 시점 3,096억 위안의 순자산이 있어서 **순자산 매각을 통한 대응여력이 존재**한다.

그림 3-11. 중국 의류소매판매액(좌) 및 산업별 반등폭(우)



출처: CEIC, NBS, SMIC 2팀

그림 3-12. 월별 공사 중인 주거용 부동산 면적



출처: CEIC, SMIC 2팀

민영기업 M/S 15%뿐

중국 부동산 시장 자체의 특성을 고려하면 추가적인 디폴트 우려가 크지 않다. 이미 디폴트 위기에 처한 기업과 중국 정부가 채무이행을 사실상 보증하는 국영 기업을 제외하면, 민영 기업의 M/S는 23년 15%이고, 상위 5개 업체 중 민영기업은 완커(Vanke)뿐이다.

개별기업 집중 X
+ 달러채권 만기는
22년이 고점

또한 23년 주택판매 면적 1위인 비구이위안의 비중이 2.7%뿐이라는 사실이 보여주듯, 개별 기업 집중도가 낮은 산업이므로 일부 기업의 디폴트가 전체 부동산 시장의 몰락을 의미하지는 않는다. 중국 개발업체들의 달러채권은 22년 만기인 것이 가장 많았으며 23년부터 하락세라는 점도 긍정적이다.

개발업체 부양책
효과도 有

부동산 부양책의 효과도 나타나고 있다. 중국 은행들은 22년 11월부터 1.3조 위안의 대출 및 2,500억 위안의 채권발행 자금을 지원했다. 또한 상장 개발업체의 증자와 해외상장을 허용해 다양한 자금조달 경로를 열어주고, 건설 프로젝트 중단을 방지하기 위해 개발업체 간 인수합병도 지원했다. 그러면서 23년 5월 기준으로 우량한 10개 기업은 전년 대비 평균 65%의 실적 성장률을 보였다.

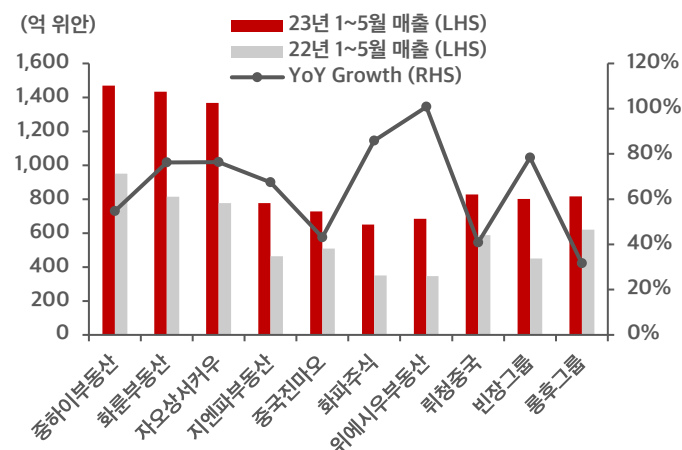
부동산 3대 지표
23년 저점 확인

부동산 위기 안정화는 말뿐이 아닌 수치가 증명한다. 주택 거래 면적, 지방정부의 국유 토지 사용권 매각 수입, 개발업체의 개발투자 자금조달 모두 23년 저점 확인을 끝냈다. 특히 토지 사용권 매각 대금은 정부 세입의 30% 이상으로, 재정건전성과 밀접하게 관련된다. 여기에 상술한 경기부양책 기조를 감안하면 24년 2%의 시장 성장세를 회복할 전망이다.

주택거래 동행지표,
가격지수
23년 저점 후 회복

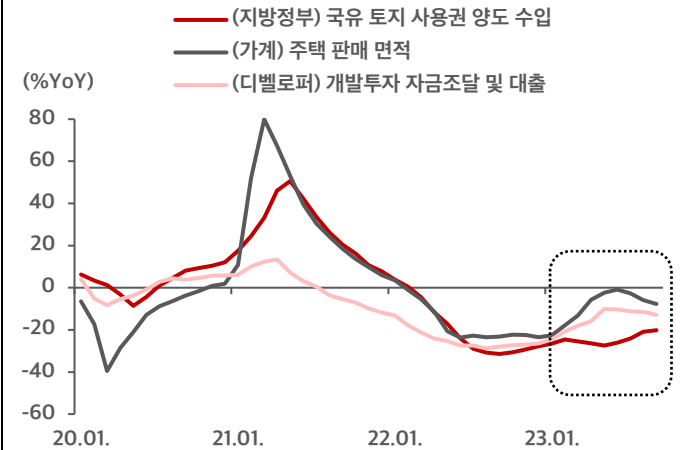
중국 주택거래에 동행하는 도시화 속도는 팬데믹 3년 간 농민의 도시 이탈로 주춤했다가 23년부터 회복 중이다. 현재 중국 도시화율은 65%로, 미국(83%), 유럽(75%) 등에 비해 낮아 추가 개발 여력도 크다. 또한 중국 70대 도시 가격지수 역시, 23년 1선 도시를 필두로 회복세에 진입했다. 특히 1~2선 도시는 21년 이후 신규착공이 둔화되어 24년 하반기에는 공급 감소효과도 기대된다. 여기서 1선 도시는, 중국 전역 도시를 발전 정도에 따라 1~5선 도시로 구분한 것 중 가장 규모가 큰 도시들을 말한다.

그림 3-13. 23년 1~5월 주요 부동산 업체 실적



출처: CRIC, SMIC 2팀

그림 3-14. 중국 부동산 3대 지표 추이



출처: CEIC, Wind, SMIC 2팀

4) 미중 긴장감 완화

양국 국가원수
관계 개선 의지

11월 샌프란시스코에서 미중 정상회담이 성사될 것인지에 대한 긴장감은 완전히 해소되지 않았다. 하지만 23년 5월 있었던 G7 정상회의 후 기자회견에서 바이든 대통령이 중국과의 관계가 곧 해빙될 것이라며 관계 개선 의지를 언급했다. 시진핑 주석은 23년 10월 베이징 인민대회당에서 “양국 관계를 개선할 이유가 1천 가지나 있다”라며 개선 필요성을 강조했다. 미

중 대립구도의 완전한 해소를 이야기하기는 이르지만, 미중 관계가 표면적으로 더 악화되지는 않을 전망이다.

실질GDP 성장률
저점 통과 후
중장기 지속

이상의 4가지 요인에 힘입어 중국이 내수소비 위주로 성장방식을 전환하는 데 성공하면 30년까지 5%에 달하는 중속성장이 가능하다. 중국의 실질GDP 성장률이 12~19년 6~7%대를 유지하다가 20년과 22년 급락한 것을 고려하면 의미있는 저점통과인 셈이다.

3.3.2. 의류 Re-stocking으로 확실시된 스판덱스 수요 증가

최전방 수요 증가
→ 의류 재고 감소

동사의 최전방인 의류 산업 수요가 성장하는 것은 확인되었고, 수요 증가는 의류 브랜드의 재고 감소로 이어져 Re-stocking 구간이 올 것임을 암시한다. 즉, 수요를 감당할 수 있는 규모의 재고자산을 확보하기 위해 의류 브랜드들은 더 많은 의류를 제작할 것이고, 여기에 더 많은 스판덱스가 필요함은 당연하다.

스포츠웨어 브랜드
분석

의류 브랜드 중에서도 스판덱스 혼용률이 높으면서도 장기적 트렌드가 될 스포츠웨어에 주목하면 스판덱스 수요 증가로 이어지는 의미 있는 Re-Stocking 구간을 확인할 수 있다. 분석 대상 기업은 나이키, 아디다스, 룰루레몬이다.

분석 대상 기업
: 나이키, 아디다스,
룰루레몬

나이키와 아디다스는 세계 스포츠웨어 브랜드 중 매출액이 가장 많은 브랜드다. 룰루레몬은 매출액 규모로는 5위고 의류 수요를 견인할 중국으로의 매출액 비중(8%)도 나이키(17%), 아디다스(14%)에 비해 낮다. 그러나 매출액 순위 상위 기업이 대부분 신발에 주력하는 반면, 룰루레몬은 스판덱스 혼용률이 특히 높은 레깅스 판매비중이 높다. 각 사 홈페이지에서 판매되는 품목 수를 비교하면, 룰루레몬은 레깅스가 신발보다 9배 다양한 품목을 갖고 있는데, 이는 나이키(0.1배), 아디다스(0.08배)가 신발에 주력하는 것과 대비된다.

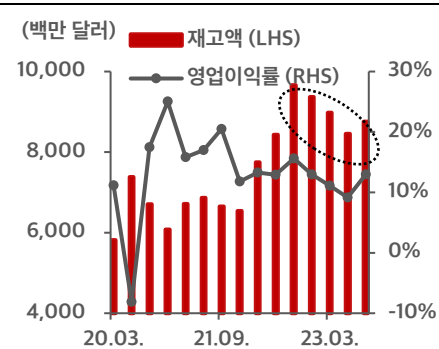
3기업 모두
23년부터 재고 ↓

세 기업 모두 꾸준히 증가하던 재고자산이 23년 하락세로 전환됐다. 영업이익률이 함께 하락하지 않는다는 점에서, 이월된 재고를 저가에 처분한 것이 아니라 탄탄한 수요에 의해 지지된 재고 소진임을 보여준다.

스판덱스 수요
23년부터 증가

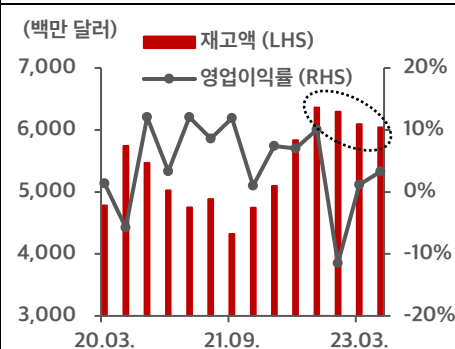
이러한 전방의 수요 증가는 스판덱스 수요에 고스란히 반영된다. 앞서 [그림 3-1.]에서 살펴본 바와 같이, 22년 이례적으로 감소했던 스판덱스 수요는 23년과 24년엔 증가한다.

그림 3-15. 나이키 재고자산 및 OPM



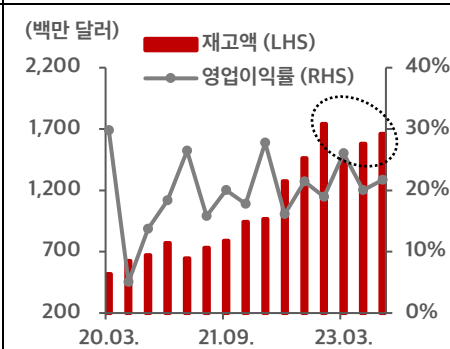
출처: Nike, SMIC 2팀

그림 3-16. 아디다스 재고자산 및 OPM



출처: Adidas AG, SMIC 2팀

그림 3-17. 룰루레몬 재고자산 및 OPM



출처: Lululemon Athletica, SMIC 2팀

공급 과잉은 끝났고, 수요가 증가한다면 P는 상승하고, Q는 반등을 시작한다. 동사의 Top-Line은 정상화를 넘어 성장할 수밖에 없다.

투자포인트 2. 이익 성장의 레버리지, PTMG - BDO 스프레드

스판덱스 제조 기업의 경쟁 우위를 형성하는 요인은 무엇일까? 답은 원가 절감을 통한 마진 개선에 있다. 동사는 스판덱스 원재료 수직 계열화 설비를 보유한 유일한 기업으로, 폭발적으로 증가할 전방 수요를 온몸으로 받아낼 준비가 되어 있다. 투자포인트 2에서는 원재료 가격의 하향안정화 국면 속, PTMG 내재화를 통해 P-C 스프레드 확대의 수혜를 가장 크게 받을 기업이 바로 동사임을 규명한다.

4.1. PTMG 생산 내재화

23 만 톤의
PTMG 내재화 설비

동사는 스판덱스의 원재료인 PTMG를 자체적으로 생산한다. 중국, 베트남 등지에 PTMG 생산 공장을 지속적으로 증설해온 결과, 총 23만 톤의 PTMG 내재화 설비를 보유하고 있다. 현재는 스판덱스 생산에 사용되는 PTMG를 중국, 베트남 지역에서는 100% 자급, 기타 지역에서는 일부 구입하는 방식으로 조달하고 있다.

스판덱스-PTMG
강력한 가격 연동성

PTMG 생산의 내재화는 원가 절감을 통해 마진율의 개선에 기여한다. PTMG와 스판덱스의 수요는 연동되는 경향이 강해, 가격 또한 강력한 양(+)의 상관관계를 보이기 때문이다. PTMG의 80% 이상은 스판덱스용으로 공급되며, 나머지 20%는 대부분 건축용 단열재인 TPU 엘라스토머항으로 공급된다. 전방 수요 중 스판덱스가 차지하는 비중이 큰 만큼, 스판덱스의 가격 상승은 약 한 달의 시차를 두고 PTMG의 가격에 반영된다.

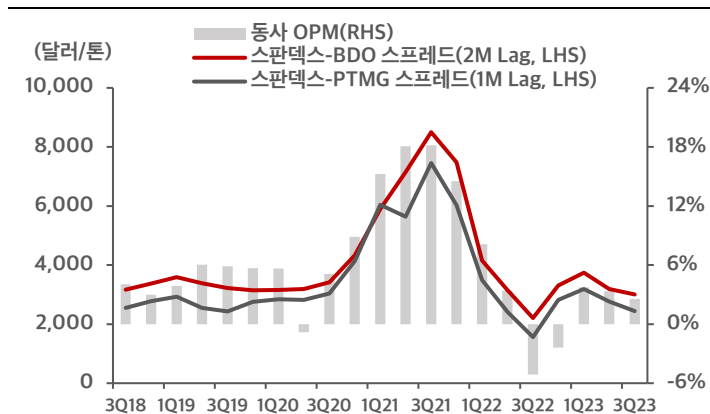
스판덱스-BDO,
상대적으로 낮은
가격 연동성

반면, BDO의 수요 중 스판덱스향이 차지하는 비중은 대략 50% 안팎이다. PTMG의 원재료인 THF 외에도 PBT(열가소성 수지), PBAT(생분해성 플라스틱) 등 전방 수요가 다양한 만큼, BDO와 스판덱스 간 가격 연관성은 PTMG와 스판덱스 간 가격 연관성에 비해 낮은 모습을 보여 왔다. 또한, 밸류체인상 업스트림에 위치한 BDO의 가격은 PTMG 대비 저렴하다.

동사 원재료는 BDO

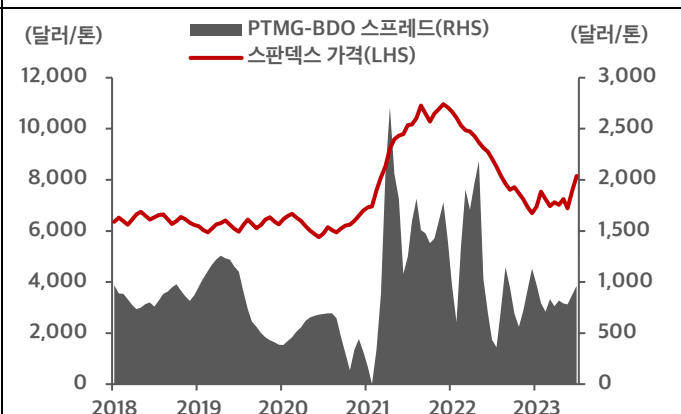
바로 이 지점에서 동사의 경쟁 우위가 형성된다. 동사는 Peer 그룹 내 유일하게 PTMG의 내재화를 달성한 기업으로, 원재료로 PTMG를 구입하는 Peer들과 달리 BDO를 구입한다. 따라서 동사는 스판덱스 가격 상승기에도 상대적으로 저렴한 가격에 원재료를 수급할 수 있다. 물론 BDO의 최종 수요 중 50% 가량이 스판덱스용으로 발생하는 만큼 스판덱스와 BDO 간 가격 연관성이 존재하기는 하지만, 그럼에도 불구하고 향후 강력한 BDO 공급 과잉 국면이 예상되는 바, BDO 가격의 지속적인 하락이 전망된다. 4.2.에서 후술하겠지만, 실제로 현재 스판덱스의 판가가 상승하는 가운데 BDO의 가격은 하락하는 추세가 관찰된다.

그림 4-1. 원재료별 스판덱스 스프레드 추이



출처: KITA, SMIC 2팀

그림 4-2. PTMG-BDO 스프레드 및 스판덱스 가격 추이



출처: CCFEI, KITA, SMIC 2팀

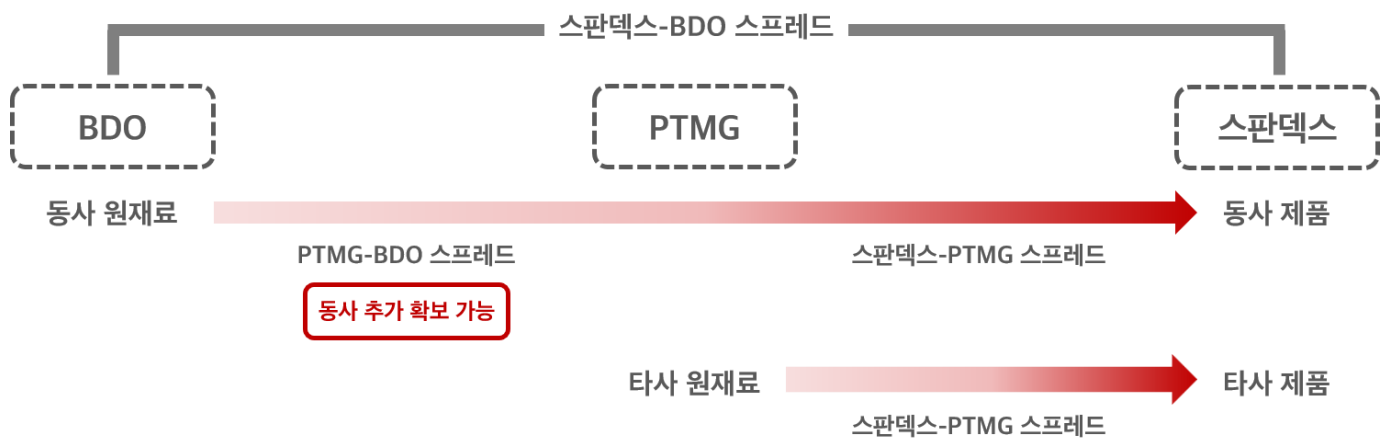
P-C 스프레드
: BDO > PTMG

PTMG 내재화에 따른 수익성 개선은 P-C 스프레드의 관점에서 확인할 수 있다. 상술한 바와 같이 PTMG는 BDO에 비해 스판덱스와 가격 연동성이 더 높다. 실제로 [그림 4-1]을 보면, 스판덱스-PTMG 스프레드는 스판덱스-BDO 스프레드에 비해 지속적으로 낮은 추세를 유지하고 있다. 3Q23 기준 스판덱스-PTMG 스프레드는 스판덱스-BDO 스프레드 대비 23% 가량 낮은 수치를 보인다.

PTMG-BDO
스프레드 추가 확보

이처럼 동사의 마진율은 스판덱스-BDO 스프레드를 기반으로 결정되며, 타사의 마진율은 스판덱스-PTMG 스프레드를 기반으로 결정된다. 이는 동사가 경쟁사 대비 PTMG-BDO 스프레드를 추가로 확보함으로써 마진율을 극대화할 수 있음을 의미한다. PTMG의 내재화를 통한 원재료의 수직 계열화는, 스판덱스의 수요가 증가하는 국면에서 동사가 확고한 우위를 점할 수 있도록 해줄 것이다.

그림 4-3. 동사/타사 스판덱스 스프레드 비교 개념도



출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

4.2. MDI 가격도 하향안정화 추세

MDI 가격
하향안정화 추세

PTMG와 더불어 스판덱스의 주원료인 MDI의 가격 또한 하향안정화 추세에 접어들었다는 점은 고무적이다. 본 절에서는 MDI 가격이 향후 안정적으로 유지될 것이며, 이로 인해 원재료단에서 MDI가 동사의 수익성에 미치는 영향은 제한적일 것임을 분석한다.

스판덱스 원재료 중
MDI 비중 20%

MDI는 스판덱스, 합성피혁, 단열재 등 폴리우레탄의 핵심 원료이다. 스판덱스의 원재료 중 MDI의 비중은 20% 수준이며, MDI는 최근 소비재에서부터 산업재까지 활용 영역이 점차 다변화되고 있다. 그러나 수요처의 확대에도 불구하고, [그림 4-4]에 드러나듯, MDI의 가격은 오히려 3분기 들어 소폭 하락 추세에 접어들었다. 올해 3분기 MDI 가격은 전년 동기 대비 약 24.5% 하락했다.

중국 기업들의
CAPA 증설

가격 하락의 주된 요인은 중국 기업들에 의한 공급 증가이다. 글로벌 MDI의 총 CAPA는 23년 현재 약 1,000만 톤이지만, 23~25년 집중적으로 이뤄질 증설의 결과로 25년에는 약 1,140만 톤에 달할 것으로 예상된다. CAPA 증설의 중심에 있는 기업은 중국의 만화화학(Wanhua Chemical)이다. 만화화학은 글로벌 MDI 시장 내 23% 가량의 점유율을 차지하는 세계 1위 기업으로, 바스프(독일), 다우케미칼(미국), 미쓰이화학(일본) 등 서구 기업의 비중이 높은 글로벌 MDI 시장에서 영향력을 강화하기 위해 공격적 증설을 이어가고 있다.

만화화학 CAPA
2년간 37.7% 증가

만화화학은 23~25년 기간 중국 Fujian과 Ningbo 지역에 각각 40만 톤과 60만 톤의 증설을 통해 **총 100만 톤 규모의 CAPA를 확충**하고 있다. 이로 인해 만화화학의 CAPA는 23년 265만 톤에서 25년 365만 톤으로 **약 37.7% 증가**해, 글로벌 총 CAPA의 32% 가량을 점유하며 MDI의 공급 과잉 국면을 주도할 것으로 전망된다.

공급 > 수요
추세 지속

반면 글로벌 MDI의 총 수요는 22년 약 825만 톤으로, 27년까지 연평균 4.9~5.5%의 속도로 성장할 것으로 전망된다. **현재 이미 공급 1,000만 톤과 수요 825만 톤 간 괴리가 존재하는 상황에서, 향후 최소 2년간 수요에 비해 공급이 빠른 속도로 확대될 예정인 셈이다.** 이에 따라 MDI의 가격은 하향안정화 추세를 이어나갈 것으로 전망된다.

BDO 가격이 핵심!

앞선 분석을 통해 동사는 PTMG 생산의 내재화 및 MDI 가격의 하향안정화에 힘입어 안정적으로 스판덱스의 원재료를 공급받을 수 있음을 확인했다. 따라서 원재료 수급단에서 동사의 경쟁력을 결정지을 핵심 포인트는 **PTMG의 원재료인 BDO의 가격**이다. 본 보고서는 BDO가 현재 단기적 공급 과잉 구간에 진입했으며, **BDO 가격은 최소 24년까지 지속적으로 하락할 것**이라 주장한다. 4.3.을 통해 자세히 살펴보도록 하자.

4.3. 공급 과잉으로 인한 BDO 가격 하락

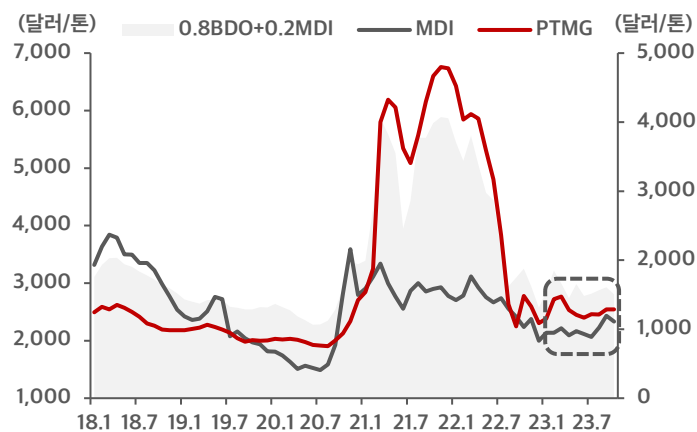
BDO
: 단기적 공급 과잉

PTMG 생산의 내재화 결과, 동사의 수익성에 직접적으로 영향을 미치는 요인은 PTMG의 원재료인 BDO 가격이다. 통상적으로는 동절기에 중국의 난방 및 전력용 석탄 수요가 증가함에 따라 BDO 가격이 계절적 강세를 보여왔다. 그러나 **BDO는 단기적 공급 과잉 구간에 진입할 것이 예상되는 바, 최소 24년까지는 지속적으로 BDO 가격이 하락할 것**이라 판단된다.

230 만 톤 CAPA
추가 완공 예정

글로벌 BDO 생산 CAPA는 22년 말 기준 400만 톤이다. 그 가운데 중국은 전체의 62.5%에 달하는 250만 톤의 생산 CAPA를 보유하고 있다. 그러나 **23년 내 중국에서만 기존 글로벌 설비 규모의 58%에 달하는 230만 톤의 CAPA가 추가적으로 완공될 예정**으로, 공급의 급격한 증가가 전망된다.

그림 4-4. PTMG, MDI 가격 추이 및 스판덱스 원가 추정



출처: KITA, 동사 IR, SMIC 2팀

그림 4-5. 23년 중국 내 BDO 증설 프로젝트

기업	지역	CAPA(천 톤/년)
Inner Mongolia Dongjing	Inner Mongolia	140
Inner Mongolia Huaheng	Inner Mongolia	240
Inner Mongolia Sanwei	Inner Mongolia	300
Huizhou Yussen	Guangdong	120
Zhongtai Jinhui	Xinjiang	300
Xinjiang Blue Ridge Tunhe	Xinjiang	104
Inner Mongolia Zunzheng	Inner Mongolia	300
Shanxi Tond	Shanxi	240
Wuheng Chemical	Ningxia	110
기타		206
합계		2,300

출처: ICIS, SMIC 2팀

전통 수요의 증가 중국 내 BDO 생산 CAPA의 증설 이유는 **전통 수요의 증가와 신규 수요의 발생**이 맞물렸기 때문이다. 기존에는 BDO 수요의 51%가 PTMG향으로, 26%가 PBT 엔지니어링 플라스틱향으로 발생했다. 최근 스판덱스의 원재료인 PTMG와 전기차 충전 장치향 PBT 엔지니어링 플라스틱의 수요가 증가함에 따라 BDO의 수요도 강세를 보이고 있다.

신규 수요의 발생
1) NMP 이에 더해, BDO의 전방에 **PBAT(친환경 생분해성 플라스틱), NMP로 인해 대규모의 신규 수요가 발생**하고 있다. 먼저 NMP에 대해 살펴보자. NMP는 2차전지 양극재 코팅에 첨가되는 유기용매로, 전극 제조에 필수적인 보조재료이다. **NMP의 핵심 원료는 BDO로**, 중국 내 전기차 보급의 확대와 함께 2차전지의 수요가 증가할 것으로 예상됨에 따라, BDO 공급 업체들은 생산 능력을 확대해왔다.

신규 수요의 발생
2) PBAT BDO의 공급 증가가 전방 수요의 증가에서 기인한 것인 만큼, CAPA 증설이 가격 하락에 미치는 영향은 제한적인 것 아니냐는 의문을 가질 수도 있다. 그러나 지금부터 살펴볼 **PBAT(생분해성 플라스틱)는 BDO의 공급 증설-수요 증가 시점 간 불일치를 발생**시켰고, 이로 인해 공급 과잉 상황을 만들어냈다.

중국 플라스틱 규제
→ 분해 불가능 플라스틱 전면 금지 **PBAT의 성장은 구조적 요인에 기인한다.** 중국 정책 당국은 최근 탄소 중립을 선언하며 기존의 **분해 불가능한 플라스틱의 사용을 억제하는 강력한 정책**을 이어가고 있다. 21년 플라스틱 포장용기의 생산과 판매를 금지한 것을 시작으로, 25년까지 분해 불가능한 플라스틱 일체의 사용을 점진적으로 제한하는 정책이 시행되고 있다. 나아가 **26년부터는 분해 불가능한 플라스틱의 사용이 전면 금지**될 예정이다.

그림 4-6. 23년 기준 BDO 전방 수요

수요 구분	비중(%)	최종 사용처
PTMG/THF	53.5	스판덱스, 건축용 단열재
PBT	24.5	절연체, 전자제품용 플라스틱
GBL	11.9	전자공업용 세정제, 제조제, 살충제
PU Slurry	5.7	연마제, 산업용 펌프
PBS/PBAT	2.3	생분해성 플라스틱
TPU	2.1	고성능 필름, 접착제, 충격 보강재

출처: ChemAnalyst, SMIC 2팀

그림 4-7. 중국 플라스틱 규제 정책

금지 품목	규제 내용	규제 시점
분해 불가 비닐봉지	쇼핑몰/마트/배달 분해 불가 비닐봉지 사용 금지	2020
분해 불가 비닐봉지	식료품점 분해 불가 비닐봉지 사용 제한	2022
	식료품점 분해 불가 비닐봉지 사용 금지	2025
일회용 플라스틱 식기	음식료업 분해 불가 플라스틱 빨대 사용 금지	2020
	음식료업 분해 불가 식기류 일체 사용 금지 음식료업 일회용 플라스틱 식기 소비 30% 절감	2025
현대산업 내 일회용 플라스틱 제품	호텔/게스트하우스 일회용 플라스틱 제공 금지	2022
	상기 규제 모든 숙박업에 적용	2025

출처: MOC, SMIC 2팀

23년, 선제적 CAPA 증설 완료

중요한 점은 **PBAT가 BDO를 기반으로 생산된다는 점**이다. 25년 이후 PBAT로의 전면 대체가 예고됨에 따라, BDO 기업들은 **23년까지 선제적으로 생산 CAPA를 확충**했다. 그러나 PBAT의 높은 가격이 수요 증가를 억누르는 요인으로 작용해, 수요는 선제적으로 증가하지 않고 있다. 기존 플라스틱의 가격은 0.9만 위안/톤인데 반해 PBAT의 가격은 1.5~2.0만 위안/톤에 달해, PBAT의 평균 단가가 67~122% 가량 더 높다. 다시 말해, **분해 불가능한 플라스틱의 사용이 전면 금지되는 시점 이전에는 경제성이 낮은 PBAT를 사용할 유인이 크지 않다.**

수요 증가는
25년 이후

따라서 본격적으로 중국 내 PBAT 수요가 증가할 시점은 분해 불가능한 플라스틱의 사용이 전면 금지되는 25~26년 이후가 될 것으로 전망한다. 25년 연간 500만 톤의 신규 PBAT 수요가 발생되며, 이는 25년까지 연간 250만 톤의 신규 BDO 수요를 창출할 것으로 예상된다.

공급-수요 간 시차
→ 단기적 공급 과잉

이처럼 공급 증설 완료 시점과 수요 발생 시점 간 발생한 시차는 단기적 공급 과잉을 낳았다. 실제로 현재 BDO의 생산 CAPA는 수요의 두 배를 초과하고 있으며, 그로 인해 시장 판가는 원가 이하 수준에서 형성되어 모든 업체가 적자 운영을 지속하고 있다. 또한 코로나19로 인한 경기 침체를 이유로 규제 실행 시점이 지연되고 있어, 실수요와 PBAT 공장의 가동률이 10% 대에 머물러 있다. 이로 인해 향후 PBAT 시장의 전망은 불명확한 상태로, BDO의 공급 과잉 상황은 더 연장될 가능성이 존재한다.

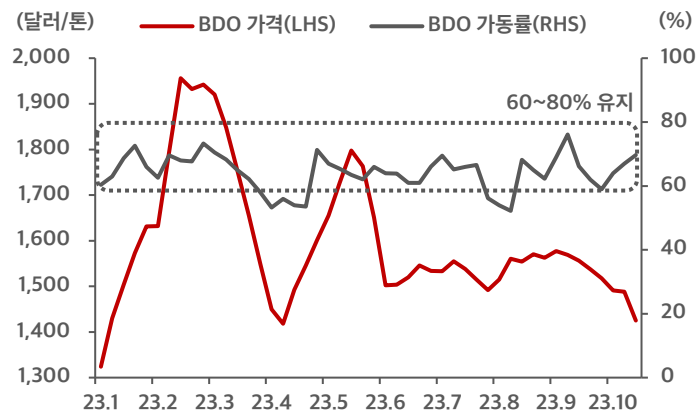
60~80% 가동률
유지 필요

공급 과잉 상황임에도 불구하고, 고정비 지출이 큰 BDO 플랜트의 특성상 상시적으로 70% 수준의 가동률은 유지되고 있다. 지난 3년간의 중국 BDO 플랜트 가동률을 보면 60~80% 범위 내에서 등락을 반복했으며, 23년 10월 기준 가동률은 70% 수준이다. 공급이 수요를 넘어서는 상황에서 일정 수준의 가동률이 유지될 수밖에 없다면, 이는 판가 하락으로 귀결될 것이 자명하다.

BDO 가격 하락
→ 최소 24년까지는
지속

실제로 BDO 가격은 올해 3월 1,920달러/톤을 상회하는 고점을 기록한 후, 3분기 이후 하향안정화 추세를 보이고 있다. 10월 말 기준 가격은 1425달러/톤으로, 3월 대비 26% 가량 하락한 상황이다. BDO 가격의 하락세는 최소한 공급과 수요의 불일치가 유지되는 24년까지는 지속될 것으로 판단한다. 원재료비 하락과 함께 3분기 이후 스판덱스-BDO 스프레드는 점차 확대되는 추세인 만큼, PTMG가 아닌 BDO를 원재료로 조달할 수 있는 유일한 기업인 동사의 수혜가 기대된다.

그림 4-8. 23년 BDO 가격 및 가동률 추이



출처: ICIS, Ciscem, SMIC 2팀

그림 4-9. 플라스틱 종류별 생산능력 및 가격

구분	재료 종류	생산능력 (천 톤)	가격 (만 위안/톤)	원재료
기존 플라스틱	PP	79,000	0.9	석유
	LDPE	8,930	0.9	에틸렌
	HDPE	67,000	0.9	에틸렌
생분해성 플라스틱	PBAT	285	1.5-2.0	BDO, DMT, Adipic Acid
	PLA	395	2.8	옥수수/사탕수수
	PBS	87	3.0	BDO, Succinic Acid

출처: 언론보도종합, SMIC 2팀

투자포인트 2의 내용을 종합하면 다음과 같다.

모두 동사에 주목!

- 1) 동사는 PTMG 생산의 내재화를 통해, PTMG-BDO 스프레드를 확보함으로써 수익성을 제고할 수 있다.
- 2) PTMG와 더불어 스판덱스의 주요 원재료인 MDI 또한, 수요와 공급의 불균형으로 인해 가격의 하향안정화가 지속될 전망이다.
- 3) 이에 동사의 수익성을 결정지을 핵심 요인은 PTMG의 원재료인 BDO이다. 공급 증설과 수요 증대 시점 간 괴리로 인해 BDO의 가격은 최소한 24년까지는 하락할 것이다.

매출 추정

5.1. 매출추정 논리

동사의 매출은 크게 **섬유 부문**과 **무역/기타 부문**으로 나뉜다. 동사의 주업인 스판덱스 제조업을 비롯하여, 이와 관련된 PTMG, 나이론, 폴리에스터 원사 제조업이 모두 섬유 부문으로 분류되며, 이외에 철강 및 화학 무역, 타이어보강재, NF3 제조 공장 등이 무역/기타 부문으로 분류된다.

본 보고서에서는 크게 스판덱스, 기타 섬유, 그리고 무역/기타 부문으로 나누어 매출을 추정할 것이다. 전사 매출에 있어서 스판덱스가 차지하는 비중은 30% 수준이지만, 영업이익에서의 기여도는 기간에 따라 90%에 달할 정도로 높을 뿐만 아니라, 본 보고서에서 다루는 동사의 투자포인트가 스판덱스에 집중되어 있기에, **매출 추정에서는 스판덱스를 위주로 엄밀하게 추정하였다.** 기타 섬유 부문과 무역/기타 부문의 경우 관련 **업황을 반영할 수 있는 범위 내에서 보수적으로 추정하였다.**

5.2. 스판덱스 매출 추정

5.2.1. Q 추정

스판덱스 매출은 **P*Q 논리**로 추정하였으며, Q의 경우 **CAPA * 가동률**로 추정하였다. 사업보고서 상 동사의 CAPA가 금액 단위로 제시되어 있어, 각종 언론보도와 IR 자료를 종합하여 분기별로 동사의 전사 CAPA를 추정한 뒤, 당사의 분기별 가동률을 적용하여 Q를 구하였다. 효성첨단소재가 보유한 베트남 공장의 5만톤 CAPA의 경우 동사의 실적으로 인식되지 않기에 제외해주었다.

24년까지 동사의 추가적인 CAPA 증설은 없을 것으로 예상됨에 따라, 올해 증설되어 생산을 시작하는 CAPA만 반영해주었다. 다만, 각 지에서 대규모 증설이 이루어진 올해의 경우, **라인별로 순차적 가동이 예상됨에 따라 3개 분기에 걸쳐 CAPA 증설 효과를 반영해주었다.** 가동률은 올 2분기 가동률인 **92.95%**를 그대로 flat 적용해주었다.

분기별 Q 추정

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
분기 Q 추정 (톤)	68,966	67,195	48,784	52,993	65,754	70,409	74,359	78,310	78,310	78,310	78,310	78,310
연간 CAPA (톤/년)	286,000	286,000	286,000	286,000	286,000	303,000	320,000	337,000	337,000	337,000	337,000	337,000
분기 CAPA (톤/분기)	71,500	71,500	71,500	71,500	71,500	75,750	80,000	84,250	84,250	84,250	84,250	84,250
가동률 (%)	96.46%	93.98%	68.23%	74.12%	91.96%	92.95%	92.95%	92.95%	92.95%	92.95%	92.95%	92.95%

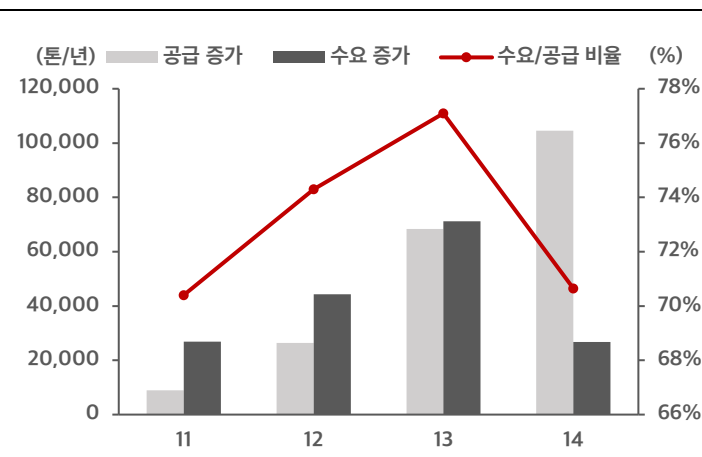
5.2.2. P 추정

P로는 **스판덱스 40D 가격 추이**를 활용하였으며, 관세청 수출데이터에서 산출한 스판덱스의 전체 수출단가와 중국향 수출단가, 그리고 My Steel Data에서 얻은 스판덱스 40D 단가를 분기별로 평균하여 활용하였다. 동사는 베트남, 터키, 브라질, 인도 등 세계 각 국에 생산기지를 가지고 있어 중국 외 국가의 가격을 반영할 필요가 있으며 동시에 동사 CAPA의 절반 이상이 중국에 위치하고 있어 중국 내수 가격도 반영할 필요가 있기 때문이다.

향후 P의 상승률에 대한 예측은 스판덱스 전체 수출단가의 11~12년 수출단가 상승률을 활용하였다. 당시 상황은 현재의 상황과 비슷한 부분이 상당히 많다. 09년에서 11년에 걸쳐 스판덱스 CAPA는 상당히 많은 증설이 이루어졌으며, 이 중 상당부분은 중국의 증설이었다. 당시 글로벌 수요는 42만톤 규모인 데에 반해 전체 CAPA는 62.58만톤에 달해 CAPA 대비 수요가 67% 수준이었다. 중국 외 지역의 경우 수요 22.5만톤, CAPA 27.08톤으로 CAPA 대비 수요가 83% 수준인 데에 반해, 중국은 19.5만톤 수요에 CAPA 35.5만톤으로 명백한 과잉공급 상태였다. 이에 11년 중순, 스판덱스 가격은 8,300달러 수준에서 6,500달러 수준까지 급락하였다.

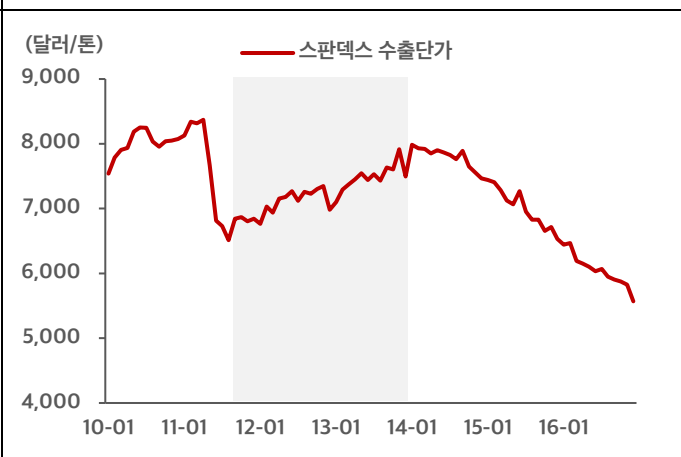
이후 11년 하반기와 12년, 13년에 걸쳐 공급 증가는 정체되고, 수요는 공급보다 빠르게 늘어나기 시작하면서 공급과잉이 해소되었다. 67% 수준이었던 수요/공급 비율은 2013년에 77%까지 상승하며 수요-공급이 안정화되었고, 2014년 대규모 CAPA 증설이 출회되기 전까지, 동기간 스판덱스의 수출단가는 완만한 상승세를 그렸다.

그림 5-1. 2011~2014년 공급/수요 증가와 수요 대비 공급 비율



출처: CCFGroup, SMIC 2팀

그림 5-2. 2010~2016년 스판덱스 수출단가



출처: 관세청, SMIC 2팀

본 보고서에서는 위 상황이 현재의 상황과 닮아있다고 판단한다. 22년 대규모 CAPA 증설이 이루어지면서 스판덱스 가격은 급락하였고, 현재 공급과잉이 해소되면서 바닥을 다지고 있다. 24년에는 공급 증가가 정체되고 수요는 빠르게 늘어나면서 스판덱스 가격의 상승이 예상된다. 이에 11년 당시 분기별 수출단가 상승률을 동일하게 적용하여 P를 추정하였다.

상기 논리에 따른 P 추정 결과는 다음과 같다.

2011년 ~ 2014년 수출단가 QoQ

	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13
스판덱스 수출단가	7,617.4	6,694.4	6,837.6	6,912.6	7,200.7	7,202.3	7,210.2	7,256.8
QoQ(%)	-7.79%	-12.12%	2.14%	1.10%	4.17%	0.02%	0.11%	0.65%

2023 ~ 2024년 P 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
스판덱스 P	6,671	6,316	6,715	6,788.8	7,071.6	7,073.2	7,081.0	7,126.7
QoQ(%)	-3.56%	-5.31%	6.31%	1.10%	4.17%	0.02%	0.11%	0.65%

5.2.3. 검증

상기 논의에 따른 스판덱스 매출추정 방식을 과거 데이터에 적용하여 검증해본 결과는 다음과 같다. 위 방식은 생산과 판매 간의 시차나 계절성을 고려하지 않은 방식이기 때문에 1년 단위로 괴리율을 산정해보아야 한다.

스판덱스 매출 추정																			
(단위: 백만 원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	
스판덱스 매출 추정	295,225	364,610	359,209	401,715	415,403	183,747	298,221	416,716	565,914	673,771	786,229	880,427	829,441	737,247	505,633	487,312	564,721	589,024	
CAPA	52750	54125	55500	60000	60000	60000	60000	60000	60000	60000	60000	69000	71500	71500	71500	71500	71500	75750	
가동률	88.38%	99.55%	93.97%	95.78%	90.82%	53.91%	77.62%	99.44%	98.24%	97.74%	100.83%	102.18%	96.46%	93.98%	68.23%	74.12%	91.96%	92.95%	
P	5,634	5,790	5,748	5,985	6,329	4,677	5,417	6,292	8,550	10,276	11,157	10,567	9,970	8,678	7,613	6,917	6,671	6,316	
환율	1,124	1,169	1,198	1,168	1,204	1,215	1,182	1,110	1,123	1,118	1,165	1,182	1,206	1,264	1,361	1,329	1,287	1,324	
실제 스판덱스 매출액	390,014	413,767	410,077	391,355	386,177	273,473	287,194	591,902	578,000	911,000	1,075,000	996,000	912,600	807,600	597,600	514,000	565,400	598,600	
괴리율	-24.30%	-11.88%	-12.40%	2.65%	7.57%	-32.81%	3.84%	-29.60%	-2.09%	-26.04%	-26.86%	-11.60%	-9.11%	-8.71%	-15.39%	-5.19%	-0.12%	-1.60%	

스판덱스 매출 추정 괴리율

(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	3Q23
스판덱스 매출 추정액	1,420,759	1,314,087	2,906,341	2,559,632	1,153,744	658,332
스판덱스 실제 매출액	1,605,213	1,538,745	3,560,000	2,831,800	1,164,000	588,303
괴리율	-11.49%	-14.60%	-18.36%	-9.61%	-0.88%	11.90%

20년과 21년은 코로나로 인한 호황기로 가격의 급격한 변동 등으로 인해 괴리율이 크게 나오는 것으로 보인다. 또한 동사는 업계 1위의 자리를 지키고 있을 뿐 아니라, 프리미엄 라인 점유율이 월등히 높을 정도로 시장 지배력을 가지고 있는 기업이기 때문에, 일반적인 유통가격 대비 가격 프리미엄을 부가할 수 있어, 일반적인 유통가격을 이용한 가격이 동사 매출을 과소평가하고 있는 것으로 보인다.

다만, 현재는 업황이 바닥에서 회복해나가는 국면이기에 가격 프리미엄을 부과하기 힘들 것이며, 실제로 23년 상반기의 경우 괴리율이 1% 미만으로 나온 점을 고려해볼 때, 보수적으로 위 추정방식을 사용하여도 동사의 매출 전망치를 보여주는 데에 무리가 없으리라 판단한다.

5.2.4. 스판덱스 매출 추정

스판덱스 매출 추정												
(단위: 백만 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
스판덱스 매출 추정	912,600	807,600	597,600	514,000	565,400	598,600	588,303	700,913	730,121	730,284	731,089	735,808
QoQ(%)	-8.37%	-11.51%	-26.00%	-13.99%	10.00%	5.87%	-1.72%	19.14%	4.17%	0.02%	0.11%	0.65%
CAPA (톤/분기)	-	-	-	-	-	-	-	84,250	84,250	84,250	84,250	84,250
가동률 (%)	-	-	-	-	-	-	-	92.95%	92.95%	92.95%	92.95%	92.95%
P (달러/톤)	-	-	-	-	-	-	-	6,788.8	7,071.6	7,073.2	7,081.0	7,126.7
환율 (원/달러)	-	-	-	-	-	-	-	1,318	1,318	1,318	1,318	1,318

5.3. 기타 섬유 매출 추정

나일론, 폴리에스터 등의 기타 섬유는 의류 전반에 두루 쓰이는 소재이기에, 전방 의류소비에 따라 매출이 변한다고 가정하였다. 올 2분기까지 동사의 기타 섬유 매출은 감소 추세에 있다. 본 보고서의 논리 상 2024년에는 업황이 반등할 것으로 예상되기에, 24년 1분기까지는 매출이 QoQ 2%씩 감소하며, 2분기부터는 반등하여 QoQ 3%로 성장할 것을 가정하였다.

기타 섬유 매출								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	3Q23P	2023E	2024E
기타 섬유 매출	1,070,142	769,373	1,103,375	1,009,998	412,022	195,497	799,107	785,499
YoY(%)		-28.11%	43.41%	-8.46%	-	-	-20.88%	-1.70%

5.4. 무역/기타 부문 매출 추정

무역/기타 부문의 매출은 대부분 무역에서 발생하며, 이외에 중국의 NF3(삼불화질소) 공장, 새빛섬 매출, 그리고 베트남 법인의 타이어보강재 등의 매출이 포함된다. 다만, NF3와 새빛섬 매출의 경우 전체 매출 대비 1~2% 수준으로 미미하며, 타이어보강재 매출은 분리가 불가능할 뿐만 아니라 본 보고서의 투자포인트와도 관련이 없기에 통합하여 추정하였다.

무역/기타 부문 매출의 상당부분을 무역, 그 중에서도 특히 철강 무역이 차지하기에, 해당 부문의 매출은 철강 수출단가와 높은 관련성을 지닌다. 19년~23년 3분기까지의 분기별 철강 수출단가와 동사 매출 간의 상관계수는 0.84에 달한다.

이에 해당 무역/기타 부문 매출추정에서는 향후 철강 가격을 예측하는 것이 합리적이다. 또한 상승한 중국의 경기부양책, 중국과 미국을 비롯한 세계 주요국들의 인프라 투자 등을 고려하면 향후 철강가격은 상승할 가능성이 높다.

다만, 본 보고서의 투자포인트와 직접적인 관련이 없는 부문이기 때문에, 보수적으로 2023년 3분기의 잠정실적을 기준으로 flat처리하였다.

무역/기타 부문 매출								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	3Q23P	2023E	2024E
무역/기타 부문 매출	3,307,790	2,853,499	3,932,655	5,040,932	2,214,356	1,185,800	4,585,956	4,743,200
YoY(%)		-13.73%	37.82%	28.18%	-	-	-9.03%	3.43%

5.5. 최종 매출 Table

상기 논의에 의해 산출된 동사의 최종 매출 Table은 다음과 같다.

최종 매출 Table								
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	3Q23	2023E	2024E
매출	5,983,145	5,161,617	8,596,030	8,882,730	3,790,378	1,929,289	7,838,278	8,456,000
YoY(%)		-13.73%	66.54%	3.34%	-	-	-11.76%	7.88%
섬유부문	2,675,355	2,308,118	4,663,375	3,841,798	1,576,022	783,800	3,252,322	3,712,800
YoY(%)		-13.73%	102.04%	-17.62%	-	-	-15.34%	14.16%
스판덱스	1,605,213	1,538,745	3,560,000	2,831,800	1,164,000	588,303	2,453,216	2,927,301
YoY(%)		-4.14%	131.36%	-20.46%	-	-	-13.37%	19.33%
나일론/폴리에스터	1,070,142	769,373	1,103,375	1,009,998	412,022	195,497	799,107	785,499
YoY(%)		-28.11%	43.41%	-8.46%	-	-	-20.88%	-1.70%
무역/기타부문	3,307,790	2,853,499	3,932,655	5,040,932	2,214,356	1,185,800	4,585,956	4,743,200
YoY(%)		-13.73%	37.82%	28.18%	-	-	-9.03%	3.43%

Valuation

6.1. 매출원가, 판매비와 관리비 추정

매출원가 & 판매비와 관리비 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E
매출액	5,983,145	5,161,617	8,596,030	8,882,730	3,790,378	7,838,278	8,456,000
YoY (%)	0.00%	-13.73%	66.54%	3.34%		-11.76%	7.88%
매출원가	5,433,039	4,677,979	6,915,010	8,471,772	3,514,151	7,002,343	7,433,512
매출원가율 (%)	90.81%	90.63%	80.44%	95.37%	92.71%	89.34%	87.91%
상품의 변동	3,018,538	2,736,481	4,065,431	4,493,405		3,908,182	4,042,187
% of sales	50.45%	53.02%	47.29%	50.59%		49.86%	47.80%
원재료 및 소모품 등의 사용	1,461,100	1,016,790	1,705,316	2,505,562		1,625,838	1,737,888
% of sales	24.42%	19.70%	19.84%	28.21%		20.74%	20.55%
종업원 급여	140,096	136,260	160,239	166,391		181,247	195,086
% of sales	2.34%	2.64%	1.86%	1.87%		2.31%	2.31%
감가상각 및 무형자산상각	184,827	192,107	182,634	220,518		212,371	217,490
% of sales	3.09%	3.72%	2.12%	2.48%		2.71%	2.57%
전력비	144,554	128,285	155,749	186,129		186,468	225,138
% of sales	2.42%	2.49%	1.81%	2.10%		2.38%	2.66%
수출비	97,888	120,797	167,243	362,900		320,229	345,466
% of sales	1.64%	2.34%	1.95%	4.09%		4.09%	4.09%
연료비	101,738	86,423	121,481	190,406		225,263	304,772
% of sales	1.70%	1.67%	1.41%	2.14%		2.87%	3.60%
기타비용	284,298	260,836	356,917	346,461		342,744	365,485
% of sales	4.75%	5.05%	4.15%	3.90%		4.46%	4.46%
판매비와 관리비	227,192	217,078	257,369	287,364	142,373	275,182	291,522
판매비율 (%)	3.80%	4.21%	2.99%	3.24%	3.76%	3.51%	3.45%
인건비	94,699	95,676	112,213	117,555		126,173	135,807
% of sales	1.58%	1.85%	1.31%	1.32%		1.61%	1.61%
감가상각비	11,922	16,217	13,471	14,803		14,103	14,103
% of sales	0.20%	0.31%	0.16%	0.17%		0.18%	0.17%
지급수수료	41,358	37,296	55,607	69,532		55,720	60,111
% of sales	0.69%	0.72%	0.65%	0.78%		0.71%	0.71%
수출비	22,624	19,937	31,953	32,202		29,367	31,681
% of sales	0.38%	0.39%	0.37%	0.36%		0.37%	0.37%
기타판매비와관리비	56,589	47,952	44,125	53,272		49,819	49,819
% of sales	0.95%	0.93%	0.51%	0.60%		0.64%	0.59%

매출원가는 상품의 변동, 원재료 및 소모품 등의 사용, 종업원 급여, 감가상각 및 무형자산상각, 전력비, 수출비, 연료비, 용역비, 외주가공비, 기타비용으로 나누어 추정해주었다. 상품의 변동은 무역/기타 부문의 비용에 연동해주어 추정하였으며, 자세한 추정 과정은 Appendix에 수록하였다. 원재료 및 소모품 등의 사용은 스파덱스 가격 대비 BDO의 가격 비중을 구한 뒤, 이를 바탕으로 23년과 24년 매출액 대비 비중을 추정하였다. 자세한 추정 과정은 Appendix에 수록하였다. 종업원 급여는 직원 당 인건비와 총직원수를 추정한 뒤, 매출원가와 판매비로 안분해주었다. 감가상각비 및 무형자산상각비는 별도 추정해주었다. 자세한 추정 과정은 Appendix에 수록하였다. 그 외의 계정들은 변동추이를 고려하여 추정해주었다.

판매비와 관리비는 인건비, 여비교통비, 세금과 공과, 대손상각비, 감가상각비, 무형자산상각비, 해외지사관리비, 광고선전비, 지급수수료, 수출비, 기타판매비와 관리비로 나누어 추정해주었다. 금액적 중요성을 띠는 인건비, 감가상각비는 별도 추정해주었다. 그외의 계정들은 고정비와 변동비로 나누어 추정해주었다.

6.2. 영업외손익 추정

영업외 손익 추정							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2023	2024
영업외손익	(92,836)	(43,005)	(19,423)	(92,946)	(64,234)	(93,176)	(93,176)
기타손익	3,350	6,419	30,477	16,624	9,016	9,344	9,344
유형자산처분손익	118	(1,301)	(68)	221	89	-	-
매각예정비유동자산처분손익	-	-	19,333	6,418	-	-	-
잡손익	(11,421)	(4,265)	(5,332)	(14,333)	(917)	(8,838)	(8,838)
무형자산처분손익	(1)	(28)	-	18	-	-	-
기부금	(841)	(887)	(1,638)	(6,606)	(1,284)	(2,493)	(2,493)
임대료손익	2,814	2,623	2,642	2,794	1,346	2,718	2,718
대손상각비손익	-	(41)	-	-	-	-	-
정부보조금손익	10,743	9,807	14,931	22,495	7,845	14,494	14,494
배당금손익	1,855	511	609	5,617	1,731	3,462	3,462
기타자산처분손익	83	-	-	-	206	-	-
금융손익	(96,186)	(49,424)	(49,900)	(109,570)	(73,250)	(102,520)	(102,520)
이자손익	(75,660)	(50,000)	(29,440)	(57,532)	(42,386)	(84,772)	(84,772)
외환차손익	(16,470)	855	(17,316)	(2,395)	(1,236)	-	-
외화환산손익	(9,587)	16,817	(9,386)	(49,190)	(12,159)	-	-
금융자산처분손익	(27)	-	-	-	-	-	-
Nego 수수료	(11,051)	(7,845)	(7,689)	(22,975)	(19,589)	(17,748)	(17,748)
매출채권처분손익	(1,510)	(416)	(609)	(19)	-	-	-
파생상품거래손익	19,612	343	12,915	31,021	437	-	-
파생상품평가손익	(1,493)	(9,178)	1,730	(7,269)	1,504	-	-
공정가치측정금융자산처분손익	-	-	1	110	-	-	-
공정가치측정금융자산평가손익	-	-	(106)	(1,321)	179	-	-

성격상 대응되는 계정은 합산하여 '손익개념'으로 추정하였다. 금액적 중요성이 낮고 추정이 난해하며, 일시적인 손익은 Average 또는 0 Flat 처리하였다. 이자손익의 경우, 금리가 동결될 것이라는 예상을 반영하여 23년 Flat 처리해주었다.

최종 손익계산서는 다음과 같다.

추정손익계산서							
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E
매출액	5,983,145	5,161,617	8,596,030	8,882,730	3,790,378	7,838,278	8,456,000
<i>YoY(%)</i>	<i>0.00%</i>	<i>-13.73%</i>	<i>66.54%</i>	<i>3.34%</i>		<i>-11.76%</i>	<i>7.88%</i>
매출원가	5,433,039	4,677,979	6,915,010	8,471,772	3,514,151	7,002,343	7,433,512
매출총이익	550,105	483,638	1,681,020	410,958	276,228	835,935	1,022,487
<i>GPM(%)</i>	<i>9.19%</i>	<i>9.37%</i>	<i>19.56%</i>	<i>4.63%</i>	<i>7.29%</i>	<i>10.66%</i>	<i>12.09%</i>
판매비와관리비	227,192	217,078	257,369	287,364	142,373	275,182	291,522
영업이익	322,913	266,560	1,423,651	123,594	133,854	560,753	730,965
<i>OPM(%)</i>	<i>5.40%</i>	<i>5.16%</i>	<i>16.56%</i>	<i>1.39%</i>	<i>3.53%</i>	<i>7.15%</i>	<i>8.64%</i>
영업외 손익	(92,835)	(43,006)	(19,423)	(92,946)	(64,234)	(93,176)	(93,176)
관계기업손익	-	-	-	11	(82)	-	-
법인세비용차감전순이익	230,078	223,554	1,404,228	30,659	69,538	467,577	637,789
법인세비용	108,056	55,282	396,325	11,475	12,217	107,544	146,863
당기순이익(손실)	122,023	168,272	1,007,903	19,183	57,320	360,033	490,926
<i>NPM(%)</i>	<i>2.04%</i>	<i>3.26%</i>	<i>11.73%</i>	<i>0.22%</i>	<i>1.51%</i>	<i>4.59%</i>	<i>5.81%</i>
당기순이익의 귀속							
지배기업의 소유주지분	93,087	136,797	770,364	11,591	50,823	347,038	470,677
비지배지분	28,936	31,475	237,538	7,592	6,498	12,995	20,249
EBITDA	540,736	496,847	1,637,443	377,358		807,020	982,351
유형자산감가상각비	195,421	206,256	193,917	233,099		224,523	229,642
무형자산감가상각비	22,402	24,031	19,875	20,665		21,743	21,743

6.3. 수요/공급 비중에 따른 동사 영업이익률 추정

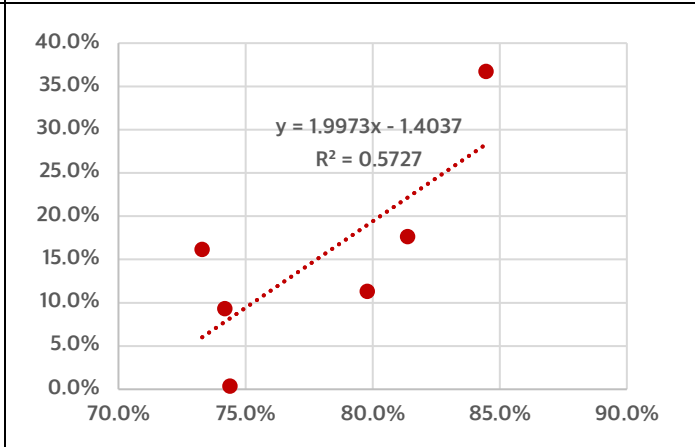
동사의 영업이익률은 상기한 업황, 즉 수요와 공급에 의해 결정되기 때문에, 수요/공급 비중과 밀접한 관계가 있다. 따라서 수요/공급 비중과 영업이익률 간의 회귀분석을 통하여 스파덱스 부문 영업이익률을 추정해보고, 이를 본 보고서의 결과와 대조해봄으로써 동사 수익성에 대한 Insight를 제공하고자 한다.

그림 6-1. 수요/공급 비중 및 동사 스파덱스 영업이익률 추이



출처: CCFGroup, SMIC 2팀

그림 6-2. 회귀분석을 통한 24년 영업이익률 추정



출처: SMIC 2팀

[그림 6-1]을 보면 글로벌 수요/공급 비중과 동사 스파덱스 영업이익률 간에는 밀접한 관련성이 있다. 상관계수는 약 0.757 수준이다. 이에 수요/공급 비중과 동사 스파덱스 영업이익률 간의 회귀분석을 통해 회귀식을 도출하고, 24년의 추정 공급 증가 2.5만톤과 추정 수요 증가 10만톤을 반영하여 24년 동사 스파덱스 영업이익률을 추정해보면, 대략 17.59%가 산출된다. 2023년 동사 영업이익률의 경우, 추정치가 아닌, 3분기까지의 영업이익률을 반영하였다.

글로벌 수요-공급 및 동사 스파덱스 영업이익률

(단위: 톤)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
글로벌 공급	1,148,000	1,273,000	1,273,000	1,397,000	1,507,000	1,639,000	1,664,000
글로벌 수요	916,000	933,000	1,036,000	1,180,000	1,121,000	1,216,000	1,316,000
수요/공급 비중	79.79%	73.29%	81.38%	84.47%	74.39%	74.19%	79.09%
동사 스파덱스 영업이익률	11.30%	16.15%	17.65%	36.72%	0.38%	9.30%	17.59%

동사 매출에서 스파덱스 매출이 차지하는 비중이 약 34.62%까지 상승할 것으로 예상되는 만큼, 22년 대비 17.2%p 수준의 스파덱스 영업이익률의 개선은, 다른 사업부가 동일할 때, 전사 기준 6%p에 달하는 마진 개선으로 이어질 것으로 예측된다.

전사 대비 스파덱스 매출 비중

(단위: 톤)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
전사 매출	5,662,000	5,983,145	5,161,617	8,596,030	8,882,730	7,838,278	8,456,000
스판덱스 매출	1,548,000	1,605,213	1,538,745	3,560,000	2,831,800	2,453,216	2,927,301
비중	27.34%	26.83%	29.81%	41.41%	31.88%	31.30%	34.62%

추가적으로 위 추정치는 과거 수요/공급 비중과 동사 마진 간의 관계를 분석한 것으로서, 본 보고서 투자포인트 2에서 상술한 BDO의 추가적인 가격하락이 온전히 반영되었다고 보기 어렵다. 해당 투자포인트가 실현된다면, 추가적인 스프레드 확장으로 인해 마진 개선 효과는 더 확대될 것으로 예상된다.

6.4. Valuation Method 선정 논리

6.4.1. PBR Method는 불가능

우선, Historical PBR Method는 과거의 사이클을 활용할 수 없다는 점에서 불가능하다. 21년 사이클 당시, 스판덱스 산업은 코로나로 인한 증설 감소 그리고 레깅스 수요 증대로 유례없는 호황을 누렸다. 이에 따라 동사의 주가 또한 폭발적으로 상승하였다. 그러나 현재 동사가 처한 상황은 당시와 다르다. 21년부터 시작되었던 3년 간의 대규모 증설이 종료됨과 동시에 중국과 미국의 수요는 이제 바닥을 막 탈출하고 고개를 드는 시점이기 때문이다. 따라서 21년처럼 특수한 상황의 멀티플을 부여하는 것은 적합하지 못하다고 판단하였다.

Peer PBR 또한 국내에 마땅한 Peer가 없기 때문에 적용 불가하다. 국내에서 스판덱스 사업을 영위하는 업체는 코오롱인더, 티케이케미칼, 태광산업 등이 있으나 티케이케미칼을 제외하고는 스판덱스의 매출 비중이 매우 적다. 티케이케미칼은 스판덱스 Pure Player이긴 하나 매출액이 22년 기준 7,533억으로, 8조 8,827억의 매출을 올린 동사와 비교하기에는 무리가 있다고 판단하였다.

6.4.2. EV/EBITDA Method를 통한 목표 주가 산정

앞서 언급하였듯이, 국내에는 동사를 제외하고는 스판덱스를 주업종으로 삼는 업체가 존재하지 않기 때문에, 직접적인 비교가 가능한 Peer가 존재하지 않는다. 따라서 적절한 멀티플을 부여하기 위해서는 해외 Peer 업체의 멀티플을 차용해야 한다. 다만 해외 Peer의 멀티플을 활용함에 있어, 국가마다 상이할 수 있는 감가상각법, 법인세, 금융비용 등의 영향을 최소화하기 위해 EV/EBITDA Method를 활용하는 것이 적합하다고 판단하였다.

본 보고서는 동사의 Peer로 세계 2위 스판덱스 업체인 Huafon Chemical을 제시한다. Huafon Chemical은 동사에 이어 세계 2위 스판덱스 생산 업체로 전체 매출의 약 50%가 스판덱스 등의 화학섬유에서 발생한다. 동사 또한 무역 부문의 매출을 제외하면 약 50%의 매출을 스판덱스에서 거두고 있다는 점에서 유사성이 있다.

또한 양사 모두 스판덱스 업황에 따라 실적이 좌우되는 만큼, ROE는 매우 깊은 연관성을 보인다. 19년부터 22년까지의 양사 ROE를 회귀분석한 결과, 결정계수는 0.96으로 매우 높았다. 이를 모두 종합하여 Huafon Chemical을 동사의 Peer로 선정하는데 무리가 없다고 판단한다.

ROE 비교			
(단위: %)	2019	2020	2021
효성티앤씨	20.93%	23.52%	57.15%
Huafon Chemical	26.80%	21.90%	51.90%

다만 양사가 상장된 KOSPI와 선전증시에는 근본적인 멀티플의 차이가 존재하기 때문에 그 차이를 보정해줄 필요가 있다. 이에, 20년과 21년 동사의 TTM EV/EBITDA가 Huafon Chemical의 TTM EV/EBITDA 대비 할인되어 있는 만큼 Huafon Chemical의 24년 EV/EBITDA에 할인하여 멀티플을 산정하였다.

EV/EBITDA 비교				
(단위: %)	2021	2022	2023E	2024E
효성티앤씨	1.57	5.19	4.14	3.35
Huafon Chemical	4.73	7.92	8.38	6.78
Peer 대비 할인율	66.81%	34.47%	50.64%	50.64%

Huafon Chemical의 TTM EV/EBITDA은 21년, 22년 각각 4.73, 7.92이다. 한편 동사의 TTM EV/EBITDA는 1.57, 2.93으로 평균적으로 50.64% 할인되었다. 따라서 Huafon Chemical의 24년 EV/EBITDA 6.78에 50.64%를 할인하여 3.35x을 Target EV/EBITDA로 제시한다.

순차입금의 경우, 장단기 차입금의 차입과 상환의 추이를 고려하여 추정해주었다. 또한 23년과 24년 추가로 예정된 증설은 없다는 점에서 CAPA 증설을 위한 추가 차입은 없다고 가정하였다.

순차입금 추정						
(단위:백만 원)	2020	2021	2022	1H23	2023E	2024E
순차입금 추정	1,229,476	1,089,553	1,494,334	1,398,448	1,288,821	1,069,567
이자발생부채	1,351,718	1,233,316	1,597,441	1,512,526		
단기차입금	1,053,683	899,433	1,187,670	1,113,016		
장기차입금	298,035	333,883	409,771	399,510		
현금 및 현금성 자산	122,242	143,763	103,107	114,079		

지금까지의 논의를 종합해 24F EBITDA 9,823억 원에 Target EV/EBITDA 3.35x를 적용한 514,000원을 목표주가로 산출하였으며, 현재 주가 364,500원 대비 상승여력 41%로 투자의견 Buy를 제시한다.

EV/EBITDA Method (2024F)	
2024E EBITDA (단위: 백만 원)	982,351
Target EV/EBITDA	3.35x
Target EV (2024E)	3,287,632
순차입금	1,069,567
목표시가총액	2,218,065
발행주식총수 (단위: 주)	4,315,690
목표주가 (단위: 원)	514,000
현재주가 (단위: 원)	364,500
상승여력	41%

6.5. 투자 전략

무릎에 사서 어깨에 팔아라. 오래된 주식 명언이지만, 그만큼 실천은 어렵다. 무릎이라고 생각했던 곳이 정수리일 수도 있고, 어깨라고 생각했던 곳이 복숭아뼈일 수도 있는 노릇이다. 즉, 해당 투자전략은 리스크를 수반한다. 그렇다면, 적은 리스크로 확실한 수익을 올릴 수 있는 방법은 없는 것일까?

본 보고서는 그 답으로 'Buy & Hold' 전략을 제시한다. 무릎에서 사는건 어려울지도 몰라도, 저평가된 기업을 바닥에서 매수, 기다리는건 그리 어렵지 않다. 특히나 기업을 둘러싼 업황이 좋지 않아 저평가되어 있지만, 근시일내에 턴어라운드 가능성이 확실하다면, 금상첨화일 것이다. 그리고 그 주인공으로 본 보고서는 동사를 추천한다.

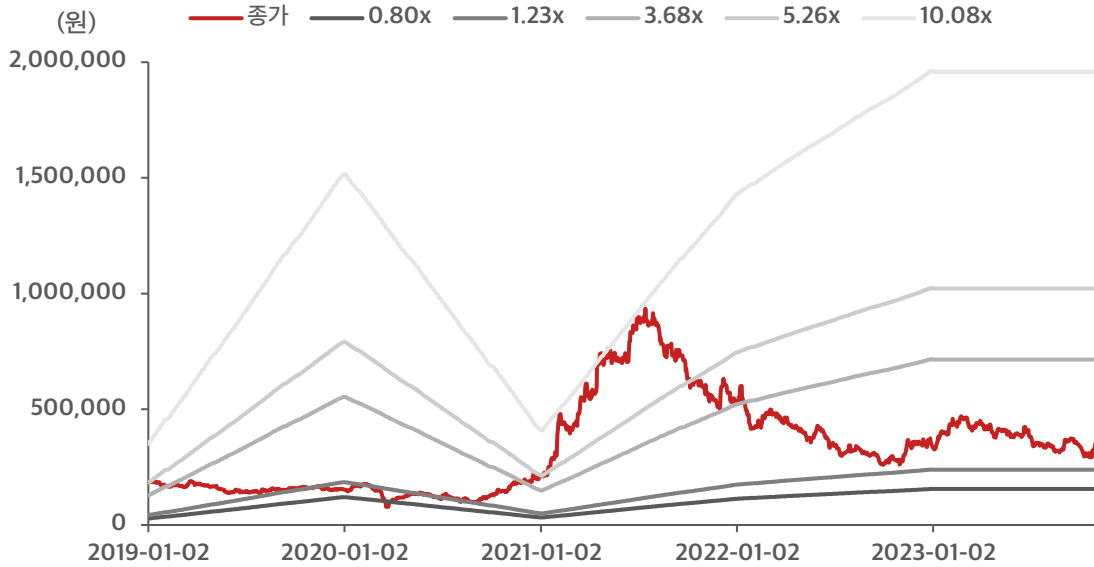
그러나 동사에 투자함에 있어, 중국과 미국의 소비 등의 Macro에 많은 영향을 받는 것도 사실이다. 따라서 본 보고서는 동사의 영업에 영향을 주는 요소들을 트레이킹할 수 있는 지표들을 제시하여, 투자 가이드라인을 설정하고자 한다.

첫번째 트레이킹 지표로 의류 업체들의 재고 수준을 제시한다. 낮아지는 재고 수준은 Re-Stocking을 부르고, 스판덱스의 수요를 증대시킨다. 두번째 트레이킹 지표로 스판덱스와 BDO 사이의 스프레드를 제시한다. 주요 원재료인 BDO와의 마진을 통해 동사의 수익성을 가늠할 수 있을 것이다. 마지막으로 중국의 경기선행지수, 사회용자총액-M2스프레드이다. 두 지표를 통해 스판덱스의 주요 소비처인 중국의 소비 심리를 파악할 수 있다.

동사의 24E EBITDA 9,824억 원에 Target EV/EBITDA 3.35x를 적용하여, 514,500원을 목표주가로 제시한다.

Appendix.

Appx 1. FWD PER Band



Appx 2. 연결재무상태표 및 연결현금흐름표

연결재무상태표	2020	2021	2022	1H23
(단위:백만원)				
자산총계	2,824,128	4,526,469	4,319,879	4,239,036
유동자산	1,245,072	2,605,431	2,143,068	1,993,845
현금및현금성자산	122,242	143,763	103,107	114,079
매출채권및기타채권	713,180	1,359,913	1,061,002	983,003
재고자산	354,691	1,009,135	885,375	796,690
기타	54,959	92,620	93,584	100,073
매각예정비유동자산	25,772	-	-	-
비유동자산	1,553,283	1,921,038	2,176,811	2,245,191
장기매출채권및기타채권	13,594	434	174	173
유형자산	1,248,720	1,556,634	1,755,821	1,839,112
투자부동산	125,063	123,726	122,388	121,720
무형자산	30,621	26,570	23,911	23,533
기타	135,285	213,674	274,517	260,653
부채총계	2,108,772	2,762,873	2,804,356	2,691,954
유동부채	1,681,903	2,249,513	2,184,964	2,074,449
매입채무및기타채무	551,994	1,083,946	902,574	899,881
차입금	1,053,683	899,433	1,187,670	1,113,016
기타	76,226	266,133	94,719	61,551
비유동부채	426,869	513,360	619,391	617,505
장기매입채무및기타채무	28,818	13,624	15,764	18,451
장기차입금	298,035	333,883	409,771	399,510
기타	100,016	165,853	193,857	199,544
자본총계	715,356	1,763,597	1,515,524	1,547,082
지배기업의소유주지분	600,974	1,420,517	1,222,693	1,245,118
자본금	21,638	21,638	21,638	21,638
주식발행초과금	402,774	402,774	402,774	402,774
이익잉여금	228,149	971,280	779,977	787,552
기타자본구성요소	(51,587)	24,824	18,303	33,153
비지배지분(소수주주지분)	114,382	343,079	292,831	301,964

연결현금흐름표	2020	2021	2022	1H23
(단위:백만원)				
영업활동으로인한현금흐름	293,383	643,292	564,818	358,422
영업으로부터창출된현금흐름	586,480	858,671	651,457	430,589
법인세납부	(239,965)	(196,584)	(50,188)	(28,477)
이자지급	(62,447)	(22,642)	(39,709)	(46,582)
이자수취	3,937	3,239	2,741	2,155
배당금수취	5,378	608	518	736
투자활동으로인한현금흐름	(362,559)	(369,477)	(58,467)	(161,382)
단기대여금의회수	673	985	687	461
단기보증금의회수	4,480	195	195	478
기타금융자산의처분	390,252	44,894	11,568	90,747
장기타금융자산의처분	280	102	-	4,811
장기대여금의회수	212	222	99	129
장기보증금의회수	236	-	2	168
유형자산의처분	6,846	396	2,368	136
무형자산의처분	282	2,632	9	-
정보보증금의수령	-	7,590	1,514	-
매각예정비유동자산의처분	42,731	45,105	-	-
사용권자산의 처분	-	-	-	2,464
보험금의수취	11,400	-	-	-
단기대여금의증가	(725)	(666)	(926)	(369)
단기보증금의증가	(3,910)	(3,335)	(362)	(1,700)
기타금융자산의취득	(401,160)	(59,983)	(16,514)	(96,641)
장기대여금의증가	(360)	(488)	(428)	(94)
장기보증금의증가	(957)	(184)	-	(192)
기타비유동금융자산의취득	(354)	(717)	(1,917)	(652)
유형자산의취득	(414,426)	(382,970)	(53,634)	(160,295)
무형자산의취득	(1,266)	(1,112)	(1,126)	(817)
사용권자산의취득	(195)	(17,964)	-	(19)
관계기업투자자의취득	-	(4,179)	-	-
연결범위의변동	3,404	-	-	-
기타비유동자산의취득	-	-	(1)	-
재무활동으로인한현금흐름	28,520	(252,302)	(469,634)	(186,069)
단기차입금의차입	4,838,012	3,089,782	4,005,127	2,889,889
장기차입금의차입	202,978	176,090	77,852	29,837
예수보증금의수령	2,325	41	-	1,293
장기예수보증금의수령	-	-	1,320	-
단기차입금의상환	(4,655,751)	(3,336,746)	(4,378,333)	(2,997,953)
장기차입금의상환	(75,571)	(143,296)	(148,830)	(31,399)
배당금의지급	(270,168)	(27,377)	(17,190)	(70,098)
예수보증금의상환	-	(150)	-	-
장기예수보증금의상환	(364)	-	-	(15)
리스부채의지급	(12,941)	(10,646)	(9,580)	(7,621)
현금및현금성자산의환율변동효과	0	8	(3,841)	0
현금및현금성자산의순증가	(40,656)	21,521	32,877	10,972
기초현금및현금성자산	143,763	122,242	89,365	103,107
기말현금및현금성자산	103,107	143,763	122,242	114,079

Appx 3. 유형자산감가상각비 추정

유형자산 감가상각비 추정						
(단위: 백만 원, %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
기초 총장부가	1,439,548	1,470,073	1,323,298	1,649,961	1,857,691	1,956,812
토지	137,028	121,134	103,579	103,862	103,959	103,959
건물	316,469	331,126	304,821	361,571	355,752	355,752
구축물	78,259	77,839	74,265	119,791	124,723	124,723
기계장치	809,867	861,852	710,284	845,829	825,465	860,565
차량운반구	3,243	2,700	1,837	1,002	792	792
공구와비품	22,280	21,831	15,830	19,972	17,793	17,793
기타의유형자산	26,652	26,008	22,626	25,106	24,868	59,968
건설중인자산	43,319	12,422	15,215	53,466	298,496	327,417
미착기계	2,431	371	263	26,035	3,973	3,973
리스유형자산	-	14,790	74,578	93,327	101,870	101,870
취득/처분/대체	30,525	(146,775)	326,663	207,730	64,021	28,921
토지	(15,894)	(17,555)	283	97	-	-
건물	14,657	(26,305)	56,750	(5,819)	-	-
구축물	(420)	(3,574)	45,526	4,932	-	-
기계장치	51,985	(151,568)	135,545	(20,364)	35,100	-
차량운반구	(543)	(863)	(835)	(210)	-	-
공구와비품	(449)	(6,001)	4,142	(2,179)	-	-
기타의유형자산	(644)	(3,382)	2,480	(238)	28,921	28,921
건설중인자산	(30,897)	2,793	38,251	245,030	-	-
미착기계	(2,060)	(108)	25,772	(22,062)	-	-
리스유형자산	14,790	59,788	18,749	8,543	-	-
기말총장부가	1,470,073	1,323,298	1,649,961	1,857,691	1,956,812	1,985,733
토지	121,134	103,579	103,862	103,959	103,959	103,959
건물	331,126	304,821	361,571	355,752	355,752	355,752
구축물	77,839	74,265	119,791	124,723	124,723	124,723
기계장치	861,852	710,284	845,829	825,465	860,565	860,565
차량운반구	2,700	1,837	1,002	792	792	792
공구와비품	21,831	15,830	19,972	17,793	17,793	17,793
기타의유형자산	26,008	22,626	25,106	24,868	59,968	59,968
건설중인자산	12,422	15,215	53,466	298,496	327,417	356,338
미착기계	371	263	26,035	3,973	3,973	3,973
리스유형자산	14,790	74,578	93,327	101,870	101,870	101,870
상각비	195,421	206,256	193,917	233,099	224,523	229,642
건물	14,373	14,993	12,707	14,361	15,094	15,094
구축물	2,956	3,023	3,065	5,145	4,717	4,717
기계장치	157,229	162,540	154,694	189,309	172,869	176,468
차량운반구	923	844	974	549	514	514
공구와비품	8,659	9,140	7,338	6,891	7,352	7,352
기타의유형자산	2,170	3,255	1,407	1,675	3,674	5,194
리스유형자산	9,111	12,461	13,732	15,169	20,301	20,301
상각률	13.43%	14.77%	13.04%	13.29%	11.77%	11.65%
건물	4.44%	4.72%	3.81%	4.00%	4.24%	4.24%
구축물	3.79%	3.97%	3.16%	4.21%	3.78%	3.78%
기계장치	18.81%	20.68%	19.88%	22.65%	20.51%	20.51%
차량운반구	31.06%	37.21%	68.62%	61.20%	64.91%	64.91%
공구와비품	39.26%	48.54%	40.99%	36.49%	41.32%	41.32%
기타의유형자산	8.24%	13.39%	5.90%	6.70%	8.66%	8.66%
리스유형자산	123.20%	27.89%	16.36%	15.54%	19.93%	19.93%

감가상각비 안분						
(단위: 백만 원, %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
유형자산감가상각비	195,421	206,256	193,917	233,099	224,523	229,642
무형자산상각비	22,402	24,031	19,875	20,665	21,743	21,743
매출원가 감가상각비	184,827	192,107	182,634	220,518	212,371	217,490
판관비 감가상각비	16,498	19,090	15,579	16,623	16,948	16,948
판관비 유형자산상각비	11,922	16,217	13,471	14,803	14,103	14,103
판관비 무형자산상각비	4,576	2,873	2,108	1,820	2,844	2,844

Appx 4. 인건비, 원재료비, 상품의 변동 추정

상품의 변동 추정					
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024
무역/기타 매출액	2,853,400	3,932,700	5,040,900	4,585,956	4,743,200
무역/기타 영업이익	9,800	82,400	125,200	75,246	77,826
무역/기타 영업이익률	0.34%	2.10%	2.48%	1.64%	1.64%
무역/기타 매출원가 + 판관비	2,843,600	3,850,300	4,915,700	4,510,710	4,665,374
상품의 변동	3,018,538	2,736,481	4,065,431	3,908,182	4,042,187
비용 / 상품의 변동 (%)	106.15%	71.07%	82.70%	86.64%	86.64%

인건비 변동 추정						
(단위: 백만 원)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출원가 인건비	140,096	136,260	160,239	166,391	181,247	195,086
판관비 인건비	94,699	95,676	112,213	117,555	126,173	135,807
총 인건비	234,795	231,936	272,452	283,946	307,420	330,894
총 직원수	1537	1528	1501	1435	1435	1435
직원 당 인건비	153	152	182	198	214	231

원재료 및 소모품 등의 사용 추정						
(단위: \$/Ton)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
스판덱스-BDO 스프레드	3333	3523	7257	3207	5372.02	5937.26
스판덱스 가격	4,518	4,459	10,325	6,887	6,640	7,153
BDO 가격	1,481.00	1,170.09	3,835.04	4,600.38	1,585.20	1,520.29
BDO / Spandex	0.33	0.26	0.37	0.67	0.24	0.21
섬유부문 매출	1,605,213	1,538,745	3,560,000	2,831,800	2,460,440	2,954,283
원재료 및 소모품 등의 사용	1,461,100	1,016,790	1,705,316	2,505,562	1,625,838	1,737,888
% of sales	91.02%	66.08%	47.90%	88.48%	66.08%	58.83%

Appx 5. 법인세비용 추정

법인세비용 추정(2023년 개정)				
(단위: 백만 원)		2023E	2024E	구간법인세율
과세구간	2억원 이하	200	200	9.00%
	2억원~200억원	20,000	20,000	19.00%
	200억원 초과	447,377	617,589	21.00%
과세구간별 법인세	2억원 이하	18	18	
	2억원~200억원	3,800	3,800	
	200억원 초과	93,949	129,694	
최종법인세	합계	97,767	133,512	
	지방세율	9,777	13,351	
	법인세비용	107,544	146,863	

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.