

휴비스 (079980/Not Rated)

박연주 02-768-3061 yeonju.park@dwsec.com
김희은 02-768-3511 grace.kim@dwsec.com

2012. 4. 27
이슈코멘트

돋보이는 안정성과 밸류에이션 매력

- 국내 최대의 폴리에스터 단섬유 제조 업체
- 차별화된 제품 구성으로 경기 둔화의 영향 제한적, 산업 구조조정으로 안정적 마진 유지 전망
- 안정적 실적 대비 주가 하락 과도, 매력적인 밸류에이션

■ 국내 최대의 폴리에스터 단섬유 제조 업체

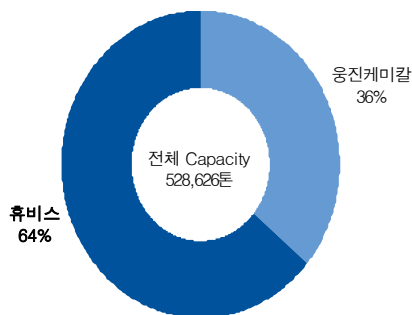
휴비스는 지난 2000년 11월, SK케미칼과 삼양사가 지분 50%를 출자하여 설립된 폴리에스터 제조 업체이다. 2011년 기준 매출 구성은 단섬유 64%, 장섬유 30%, 폴리에스터 칩 16%로 구성되어 있다.

단섬유(Staple Fiber: SF)는 섬유 다발을 짧게 잘라서 솜처럼 만든 후 천연 섬유와 혼합하여 하나의 원사로 만든 것으로 자동차용 내장재, 매트리스/가구, 위생재/산업용 등으로 사용된다. 단섬유는 의류용과 비 의류용으로 나뉘는데 비 의류용 제품으로는 LM(Low Melting fiber), OLM(Olefin Low Melting fiber), Conjugate가 있으며, 의류용 제품으로는 면방이 있다.

LM은 낮은 온도에서 녹아 인체에 유해한 화학접착제가 없이도 사용이 가능한 섬유로 주로 자동차용 내장재, 소파 및 침구에 쓰인다. Conjugate는 섬유의 탄성이 좋아 주로 침대 매트리스, 봉제완구 등의 충전재로 사용되고 있다. 면방은 천연섬유인 면화의 대체재로서 주로 의류용으로 쓰이고 있다. 폴리에스터 장섬유(Filament Yarn: FY)는 섬유를 모아 하나의 원사로 만든 것으로 의류용으로 주로 사용된다. 폴리에스터 칩은 음료수 포장용 PET 병, 폴리에스터 필름의 원료 등으로 사용된다.

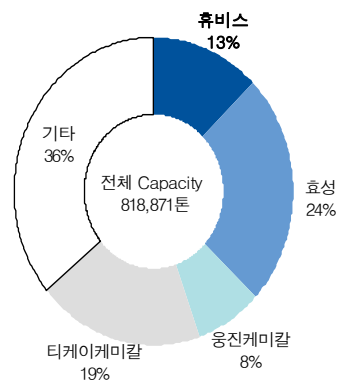
폴리에스터 시장은 과거 공급 과잉으로 수익성 악화에 시달리기도 하였으나, 2000년대 초중반 구조조정을 통해 단섬유 시장의 경우 국내에서 휴비스(점유율 65%)와 웅진케미칼(점유율 35%)이 과점하고 있다. 글로벌 경쟁 업체로는 난야, Far Eastern 등이 있다. 장섬유는 다수의 업체가 진입해 있으며, 휴비스의 점유율은 13% 수준이다. 경쟁 업체로는 웅진케미칼, 효성, TK케미칼 등이 있다.

그림 1. 국내 단섬유 시장 점유율(2011)



자료: 휴비스

그림 2. 국내 장섬유 시장 점유율(2011)



자료: 휴비스

■ 수요 전망: 폴리에스터 섬유 수요는 2020년까지 연평균 6.2% 성장 전망

전세계 폴리에스터 섬유 수요는 2000년부터 2011년까지 연평균 6.5% 성장해 2011년 기준 37백만톤 규모로 추정된다. 의류용은 전체 폴리에스터 수요의 85%, 산업용은 15%를 차지하고 있다. 2010~2011년까지 총 섬유 수요는 연평균 3.6% 증가했는데, 폴리에스터 비중이 지속적으로 확대(2000년 35%에서 2011년 48%로 확대)되어 왔다. 면화는 2000년 35%에서 2011년 38%로 늘어나는데 그쳤고 나일론 등 기타 섬유 제품은 비중이 줄어들었다. 면화는 경작지 감소, 기후 변화 등의 영향으로 생산 증가가 제한적이었고, 기타 나일론 등 다른 합성 섬유는 폴리에스터 대비 가격 및 품질 경쟁력이 떨어졌기 때문이다. 면화의 경우 10년에는 가격이 급등하자 면화를 대체하는 폴리에스터 수요가 확대되기도 하였다.

2020년까지 폴리에스터 수요는 연평균 6.2% 성장해 현재와 같은 고 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 지역별로는 중국 등 이머징 국가의 의류 소비 확대가 시장 성장을 이끌 것으로 예상된다. 선진국의 인당 폴리에스터 섬유 소비량은 15~20Kg 인데 반해 중국의 인당 소비량은 09년 기준 6Kg 수준에 불과하다. 중국의 소득 수준의 상승하면서 14년 12Kg, 20년에는 16Kg을 소비할 것으로 예상된다(삼성경제연구소 전망).

그림 3. 섬유 종류별 수요 추이와 전망

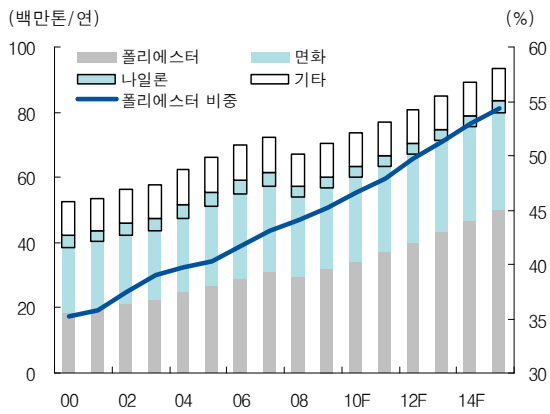
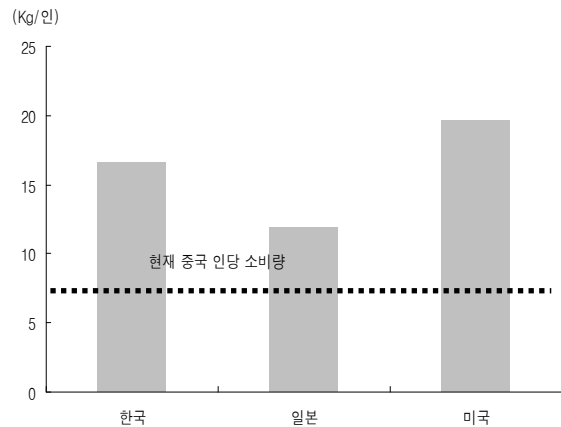


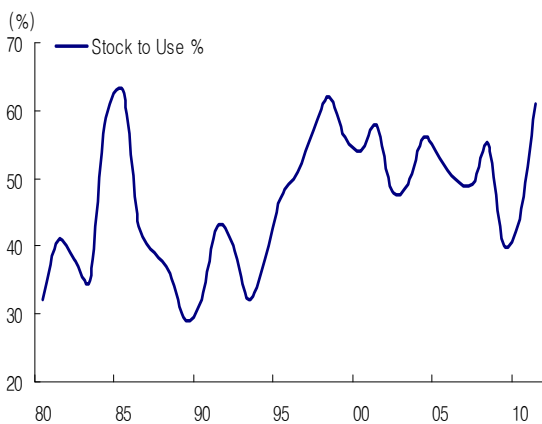
그림 4. 국가별 인당 폴리에스터 소비량 현황(2010)



자료: 한국화섬협회, KDB대우증권 리서치센터

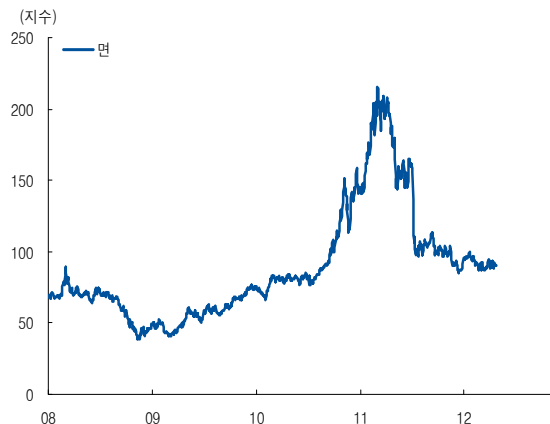
자료: 한국화섬협회, 삼성경제연구소, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 미국 면화 재고 비중 추이



자료: USDA

그림 6. 면화 가격 추이

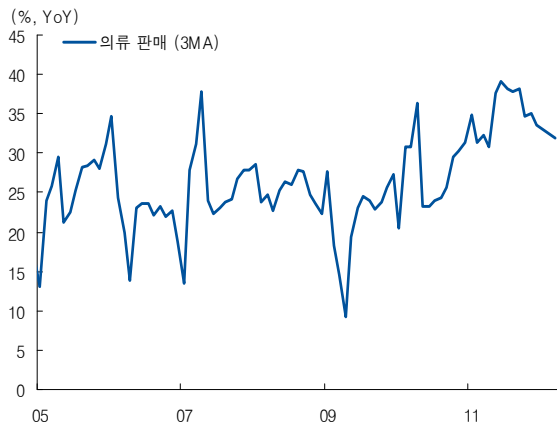


자료: EZRDB

다만 경기 둔화의 영향으로 12년 폴리에스터 수요 성장률은 예년보다 둔화될 전망이다. 12년 3월 이후 MEG, TPA 등 폴리에스터 원재료 가격이 급락하고 있는데 이는 수요가 확대될 것으로 예상하고 재고를 축적했으나 최종 수요가 강하지 못하자 재고를 정리하기 때문으로 추정된다. 이후 재고가 소진되고 있으나 최종 수요가 강하지 못해 마진 회복이 더딘 상황이다.

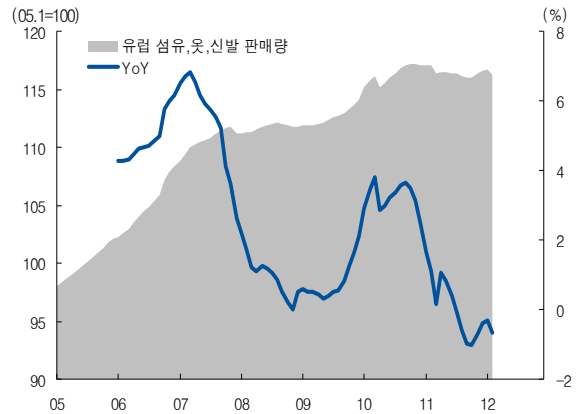
폴리에스터 수요가 약한 이유는 유럽 경기 둔화, 중국 건축, 소비 둔화 때문으로 추정된다. 전세계 폴리에스터 생산의 70%를 차지하고 있는 중국의 경우 최근 의류 판매가 둔화되고 있다. 중국의 의류 생산 중 60% 이상이 수출되는 것으로 추정되는데, 이는 주로 유럽, 미국 등 선진국으로 수출되고 있다. 최근 유럽 경기 둔화로 수출이 둔화되고 있는 것으로 추정된다.

그림 7. 중국 의류 판매 증가율 추이



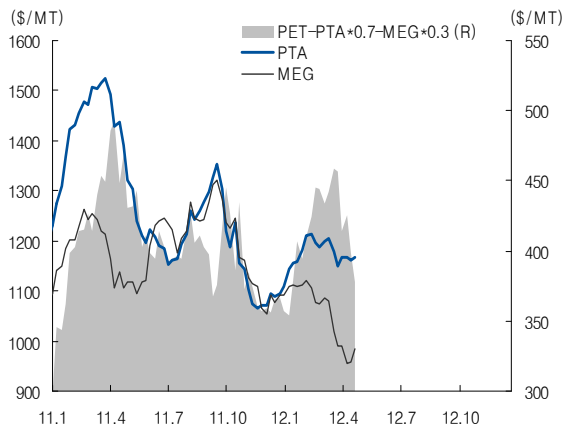
자료: CEIC

그림 8. 유럽 섬유, 옷, 신발 판매량 및 증가율 추이



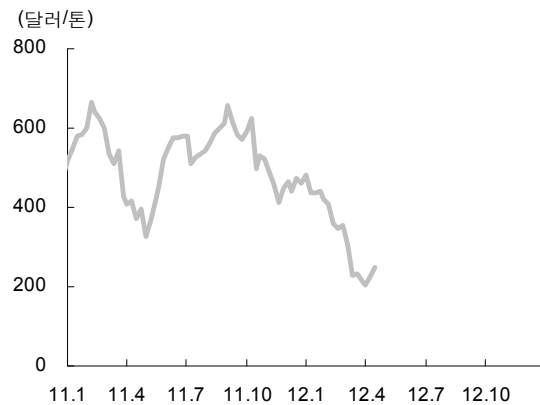
자료: CEIC

그림 9. 원재료 가격과 폴리에스터 스프레드 추이



자료: 플랏츠

그림 10. 폴리에스터 원재료인 EG 스프레드 추이



자료: Cischem

■ 공급 전망: 구조조정으로 수급 개선

2000년 이후 전세계 폴리에스터 생산 설비 확대는 중국에 의해 주도되어 왔다. 전세계 폴리에스터 생산 설비 중 중국 비중은 98년 단섬유 18%, 장섬유 25%에서 2010년 단섬유 61%, 장섬유 71%로 확대되었다. 중국 업체들이 연평균 20~30%의 공격적인 증설을 지속한 결과 폴리에스터 마진이 크게 위축되었고 2000년대 초중반 이후 구조조정이 본격화되었다.

한국 업체들의 경우 2000년 150만톤까지 증가했던 생산량이 07년에는 70만톤까지 감소했고 일부 규모의 경제를 갖춘 업체들만 차별화 제품을 확대하면서 살아 남았다. 08년에는 금융 위기까지 발생해 수요가 추가 위축되었고 금융 상황도 악화되면서 설비 투자가 본격적으로 이루어지지 못했다.

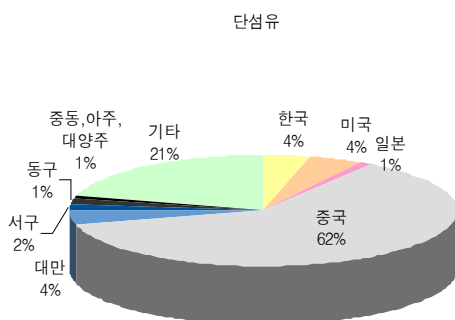
10년부터 중국을 중심으로 수요가 급격하게 개선되기 시작하면서 폴리에스터 마진이 회복되기 시작했다. 폴리에스터는 생산 설비 증설에 오랜 시간이 걸리지 않고 기술도 범용 기술이기는 하나, 적어도 향후 1~2년간 과거와 같은 극심한 공급 과잉이 재현될 가능성은 낮아 보인다. 이는 한국 등 선진국 업체들은 이미 범용 제품 쪽은 수익성이 없다고 판단하고 고부가 제품 위주로 설비를 늘려 나갈 예정이고, 중국 업체들도 위안화 절상, 인건비 상승 등으로 수익성이 과거보다 떨어졌기 때문이다.

표 1. 국내 폴리에스터 산업 구조조정 내역

년도	구조조정 내용
1998년	㈜고합 Work out, 동국무역 Work out
1999년	도레이 새한 출범(일본 도레이사와 새한 Joint Venture)
2000년	금강화섬(주) 화의 신청, ㈜새한 Work out, (주)대하합섬 청산. 11월 삼양사와 SK케미칼 화섬부문 통합, 휴비스 탄생
2001년	2001년 7월 고합 화섬부문 정리
2002년	동국무역 상장폐지
2003년	2003년 대한화섬 단섬유 생산 중단
2004년	2004년 6월 금강화섬(주) 청산
2005년	.2005년 2월 효성 울산 공장 가동 중지(장섬유)
2006년	한국합섬(주) 가동 중지. 휴비스 수원 공장 Scrap(장섬유)
2007년	2007년 5월 한국합섬(주) 파산
2008년	2008년 2월 동국무역 TK케미칼에 피인수 2008년 1월 도레이 새한 일본 도레이에 100%인수 ㈜새한 응진 그룹 피인수

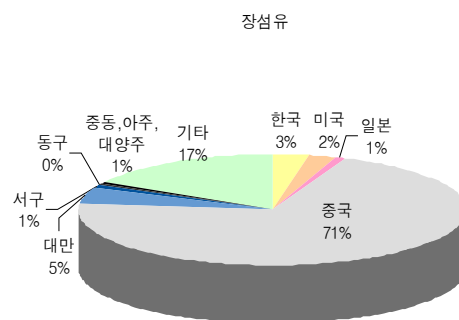
자료: 휴비스

그림 11. 2010년 국가별 폴리에스터 단섬유 시장 점유율



자료: 한국화섬협회

그림 12. 2010년 국가별 폴리에스터 장섬유 시장 점유율



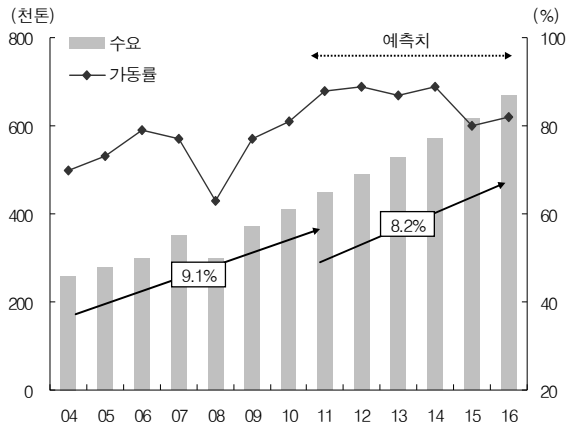
자료: 한국화섬협회

■ 투자포인트 1. 차별화된 제품 구성으로 경기 둔화의 영향 제한적

경기 둔화가 본격화된 11년 4분기에도 휴비스는 영업이익률 3.9%로 견조한 실적을 시현했다. 1분기도 분사 별도 이익 기준으로 영업이익률 5%를 시현했다. LM/OLM(11년 매출 비중 25%) 등 차별화 제품 비중이 높아 경기 둔화 영향이 제한적이었던 것으로 추정된다. LM 등 고부가 제품은 범용 제품 대비 영업이익률이 3~5%p 높은 것으로 추정된다.

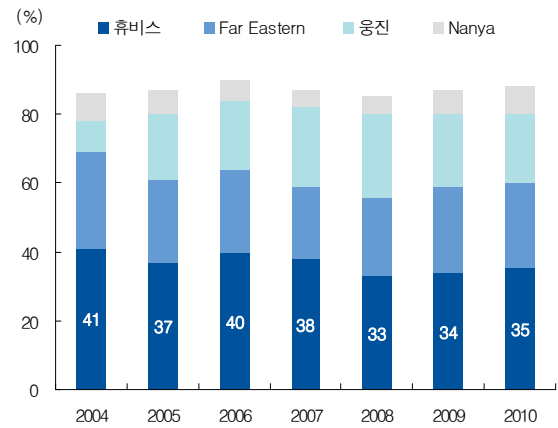
LM은 자동차, 매트리스 등에 사용되는 단섬유로 일반 의류용에 사용되는 범용 제품과 달리 휴비스와 웅진케미칼, 대만의 Far Eastern, Nanya 정도가 과점하고 있는 시장이고, 휴비스는 글로벌 시장에서 35%의 시장 점유율을 확보하고 있다. LM 시장은 04년부터 10년까지 연평균 9.1% 성장해 일반 폴리에스터 시장 대비 빠르게 성장해 왔고 향후에도 운송용, 공업용 등 산업용 섬유 수요가 확대되며 고 성장세를 이어갈 것으로 예상된다.

그림 13. 전세계 LM 시장 전망



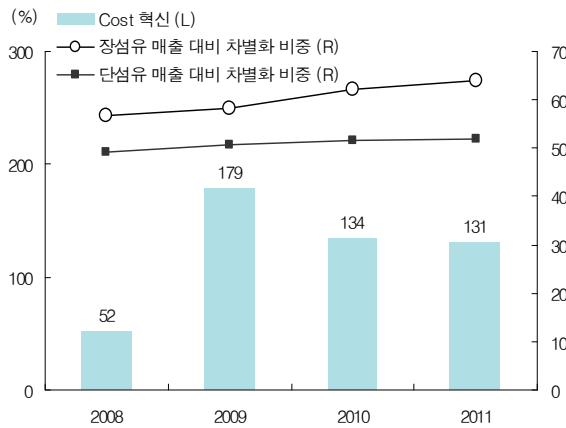
자료: 산업자료

그림 14. 전세계 LM 점유율 현황



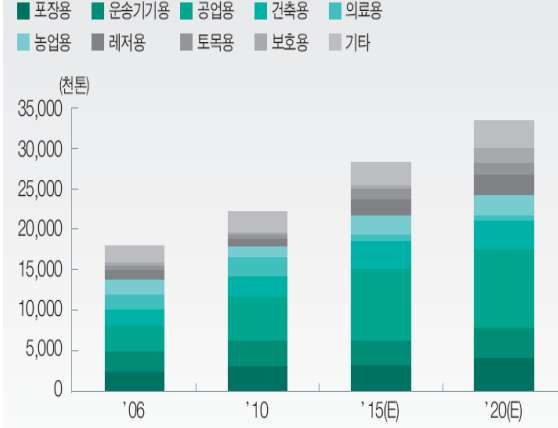
자료: 산업자료

그림 15. 휴비스 매출 대비 차별화 비중 추이



자료: 휴비스

그림 16. 산업용(차별화 단섬유) 시장 전망



자료: 휴비스

■ 투자포인트 2. 산업 구조조정으로 안정적 마진 유지 전망

글로벌 경기 둔화에도 불구하고 범용 제품 마진도 과거와 같이 위축될 가능성이 낮다고 판단된다. 폴리에스터 산업이 적어도 향후 1~2년간 극심한 공급 과잉을 겪을 가능성은 낮기 때문이다.

이는 2000년대 초중반 구조조정 이후 한국 등 선진 업체들은 범용 제품에 대한 투자를 늘리지 않고 있는 상황이고, 중국 역시 위안화 절상, 임금 상승 때문에 범용 폴리에스터 부문에 투자를 확대할 유인이 적기 때문이다. 중국 내 연구 결과에 따르면 위안화가 10% 절상될 경우 의류 및 방직업 수출액이 각각 12%, 7% 감소할 것으로 추정하고 있고 최저임금이 20% 상승할 때 방직품 의류, 신발, 모자 산업의 원가는 2.2%, 화학 섬유는 0.6% 상승할 것으로 추정하고 있다.

표 2. 위안화 절상에 따른 중국 수출액 증감률 추정 (%)

	위안화 10% 절상	위안화 20% 절상	위안화 30% 절상
의류업	-12.13	-22.9	-32.51
방직업	-6.82	-13.4	-19.61
화학공업	0.61	1.2	1.62
자동차	0.68	1.31	1.88
철강	1.32	2.57	3.75

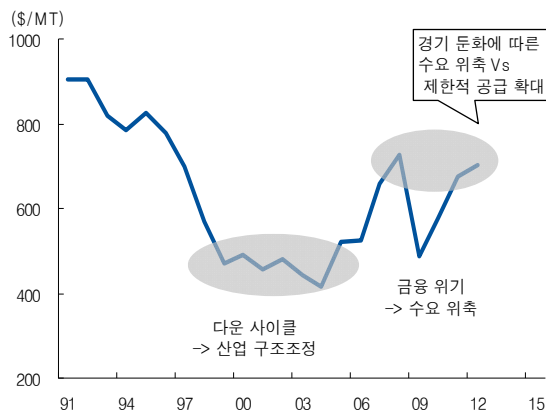
자료: 胡宗义, 刘亦文(2010). 人民币激进升值对中国经济冲击的动态CGE分析. 湖南师范大学社会科学学报, 第4期. 삼성경제연구소에서 재인용

표 3. 중국 최저임금 20% 상향 조정에 따른 원가율 상승 추정 (%)

분야별 제조업	상승률
방직품의류, 신발, 모자	2.23
화학섬유	0.55
방직업	1.16
화학원료 및 화학제품	0.77

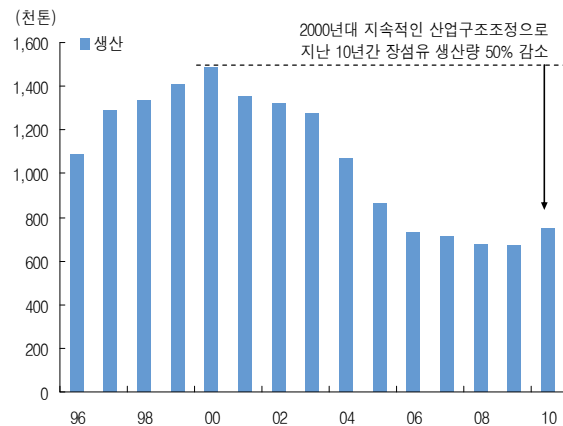
자료: 삼성경제연구소에서 재인용

그림 17. 폴리에스터 섬유 마진 추이



자료: KITA, KDB 대우증권 리서치센터

그림 18. 한국 폴리에스터 섬유 생산량 추이



자료: 한국화섬협회, KDB대우증권 리서치센터

■ 영업 실적 전망: 12년 영업이익률 4%로 안정적 실적 이어갈 전망

유럽, 중국 등의 경기 둔화에도 불구하고 동사는 12년 영업이익률 4%로 안정적인 실적을 이어갈 전망이다. 최근 높은 폴리 에스터 재고로 인해 범용 폴리에스터 마진은 둔화될 것으로 예상되나, LM 등 차별화 제품의 마진은 여전히 견조한 것으로 추정된다. 11년 4분기 영업이익률도 4%를 기록했고 1분기 단독 영업이익률도 5% 수준을 유지하고 있다. 분기별로는 2분기 에는 경기 둔화 영향 및 원재료 가격 하락에 따른 판가 하락으로 소폭 둔화될 전망이다, 3분기에 다시 개선될 전망이다.

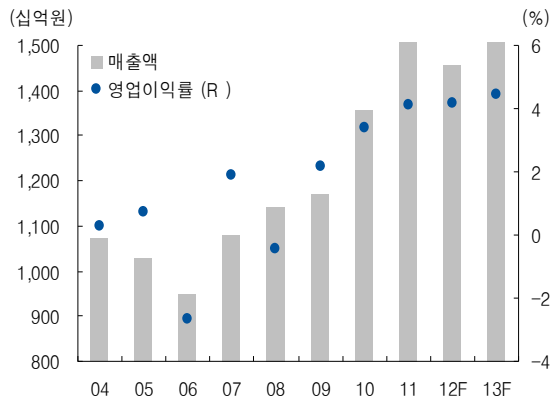
중장기적으로 휴비스는 단섬유 부문에서는 LM 등 차별화 제품의 비중을 확대하고 장섬유에서는 차별화 제품을 확대해 수익 구조를 고도화해 나갈 예정이다. 또한 메타 아라미드, 파라 아라미드 등 슈퍼 섬유를 본격적으로 사업화 해 나간다는 계획이 다. 메타 아라미드는 국내 최초로 12년 상업화 예정이고, 파라 아라미드는 13년 상업화 예정이다.

표 4. 실적 추정

	04	05	06	07	08	09	10	11	12F	13F
매출액	1,072.0	1,031.0	949.1	1,081.6	1,140.4	1,169.9	1,355.7	1,669.2	1,513.3	1,526.9
매출원가	983.3	936.6	900.8	977.2	1,060.1	1,062.2	1,199.3	1,505.9	1,353.1	1,356.2
매출총이익	88.7	94.4	48.3	104.4	80.4	107.7	156.4	163.3	160.2	170.7
영업이익	3.1	7.2	-25.2	20.3	-5.1	25.6	46.3	68.7	60.2	70.7
영업이익률	0.3	0.7	-2.7	1.9	-0.4	2.2	3.4	4.1	4.0	4.6
가격										
장섬유	1,874	2,130	2,223	2,333	2,311	2,109	2,485	3,034	2,865	2,859
단섬유	1,286	1,395	1,450	1,631	1,574	1,290	1,605	2,046	1,877	2,009
TPA	759	805	900	882	892	833	931	1,269	1,183	1,213
MEG	944	871	851	1,111	930	619	878	1,180	1,075	1,228
스프레드										
장섬유	1,168	1,413	1,452	1,509	1,526	1,437	1,688	1,952	1,863	1,800
단섬유	580	678	679	807	788	618	808	963	875	950

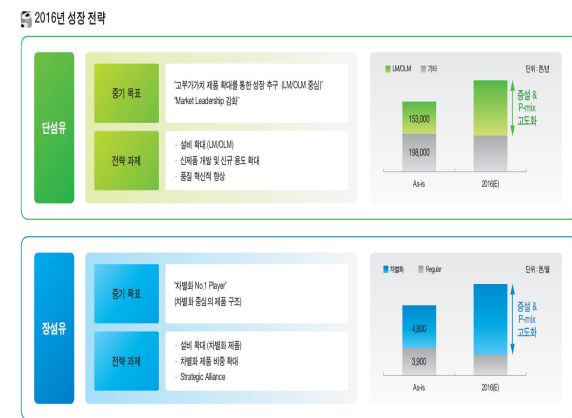
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 장기 매출액 및 영업이익률 추정



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 휴비스의 중장기 성장 전략



자료: 휴비스

■ 안정적 실적 대비 주가 하락 과도, 매력적인 밸류에이션

휴비스의 주가는 2월 이후 화학 업종 주가가 크게 하락하면서 함께 하락하였다. 화학 업종 주가가 하락한 이유는 이란 등 산유국의 공급 차질로 유가가 상승해 원가 부담이 확대된 가운데 중국 경기가 예상치 못하게 둔화되었기 때문이다. 중국은 12년 경제 성장률을 7.5%로 하향하고 PMI 등 주요 지표들이 둔화되는 모습이 나타나고 있다. 12년 중에 나올 것으로 기대했던 긴축 완화, 경기 부양 정책도 과도한 유동성, 부동산 버블 등의 문제로 본격적으로 나오지 못하고 있다.

휴비스는 폴리에스터 관련 업체로 폴리에스터 수요 부진에 대한 우려도 주가 하락의 배경이 되었던 것으로 추정된다. 폴리에스터 원재료인 EG 등의 마진은 11년에 이어 12년 1~2월에도 차별적인 강세를 이어갔으나, 3월부터 중국 수요 둔화와 이에 따른 재고 확대로 인해 마진이 급격히 둔화되었다. 이후 재고가 점진적으로 소화되고 있으나 마진 개선이 더딘 상황이다.

휴비스는 차별화 제품의 매출 비중이 높아 경기 둔화 그 영향이 제한적일 전망이다. 차별화 제품의 견조한 마진으로 인해 휴비스는 1분기 실적도 견조했고 12년 연간으로도 4%의 안정적인 영업이익률을 유지할 전망이다. 이에 비해 최근 주가 하락은 과도한 수준으로 판단된다. 현 주가는 12년 PER 5.8배 수준에 불과하다.

리스크 요인은 폴리에스터 공급 과잉 재현, 중국의 경기 경착륙, 유가, 환율 변동 가능성 등이다. 폴리에스터는 증설 기간이 짧고 상대적으로 범용 기술이기 때문에 중장기적으로 공급 과잉이 재현될 수 있으나, 휴비스는 차별화 제품 비중이 높아 그 영향이 제한적일 전망이다. 최근 화학 업종 주가가 크게 하락한 이유 중 하나는 중국 경기 경착륙 우려 때문인데, 당사에서는 중국 경기가 1~2분기를 바닥으로 3~4분기 완만하게 회복할 것으로 전망하고 있다. 휴비스는 100% 달러 기반으로 매출이 발생하고 주요 경쟁국이 중국이기 때문에 위안화 대비 원화 약세가 긍정적인데 원화 약세는 당분간 지속될 전망이다.

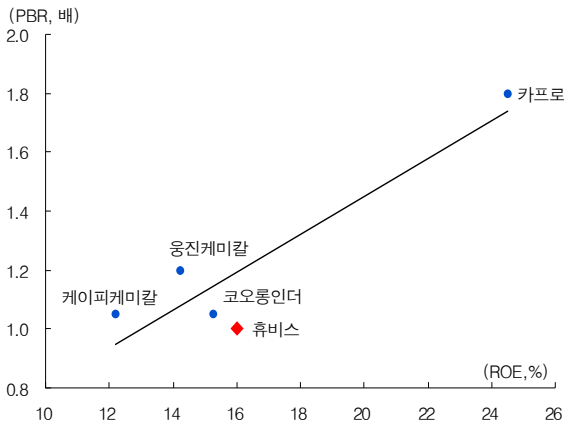
▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	1,361	46	3.4	24	836	90	56	13.9	-	-	1.9
12/11	1,669	75	4.5	70	2,413	99	35	32.1	-	-	1.5
12/12F	1,513	60	4.0	45	1,332	84	50	16.7	5.8	0.9	4.4
12/13F	1,527	71	4.6	54	1,602	93	57	16.9	4.8	0.8	3.4
12/14F	1,481	70	4.7	55	1,617	92	57	14.6	4.8	0.7	2.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

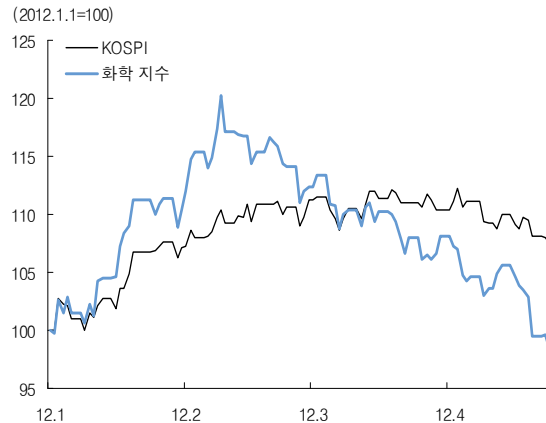
자료: 휴비스, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 국내 동종 업체 ROE-PBR 비교 차트(12F, 컨센서스)



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 코스피 대비 화학 지수 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 5. 동종 업체 실적 컨센서스 현황

(십억원, 배)

티커	기업명	매출액			영업이익			순이익			EV/EBITDA		
		'11	'12	'13	'11	'12	'13	'11	'12	'13	'11	'12	'13
004800 KS	코오롱인더스트리	9,283	11,617	11,983	283	-	-	108	280	362	11.0	7.8	7.1
064420 KS	케이피케미칼	3,138	4,641	4,776	301	275	277	249	207	219	2.2	2.6	2.7
006380 KS	카프로	1,173	1,128	1,221	216	170	226	157	133	181	2.8	3.6	2.8
008000 KS	웅진케미칼	1,083	1,122	1,222	35	66	85	4	50	60	3.8	5.6	4.7
3405 JP	Kuraray	4,886	5,226	5,506	714	795	856	387	466	512	3.1	3.8	3.5
3401 JP	TEIJIN	10,974	11,942	11,420	653	477	533	339	163	255	5.5	6.1	5.9
DSM NA	DSM	13,946	13,581	14,135	1,216	1,195	1,335	1,255	813	927	4.1	5.7	5.2

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

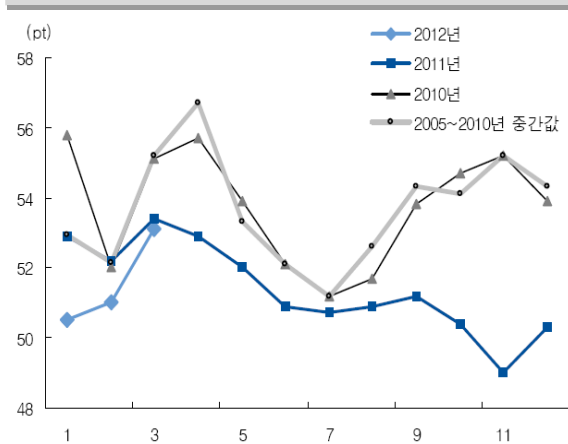
표 6. 동종 업체 밸류에이션 컨센서스 현황

(배, %)

Ticker	Company Name	PER			PBR			영업이익률			ROE		
		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
004800 KS	코오롱인더스트리	18.5	6.8	5.8	0.7	0.6	0.6	3.1	-	-	3.7	9.4	9.9
064420 KS	케이피케미칼	6.2	7.4	6.8	1.3	1.0	0.9	9.6	5.9	5.8	22.8	15.4	13.8
006380 KS	카프로	5.4	6.4	4.7	1.7	1.5	1.1	18.4	15.1	18.6	43.4	27.8	29.2
008000 KS	웅진케미칼	89.7	7.6	6.2	0.1	1.0	0.8	3.3	5.9	6.9	1.3	11.8	12.4
3405 JP	Kuraray	12.5	12.1	11.0	1.1	1.1	1.0	14.6	15.2	15.6	8.5	9.3	9.6
3401 JP	TEIJIN	11.6	21.7	14.9	0.9	0.9	0.9	6.0	4.0	4.7	9.1	4.7	7.1
dsm na	DSM	10.1	12.5	11.1	1.2	1.1	1.0	8.7	8.8	9.4	14.3	9.0	9.6

자료: Bloomberg KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 중국 PMI 추이



자료: CEIC

그림 24. 위안화/원화 환율 추이



자료: Bloomberg

▶ Compliance Notice

- 휴비스: 2012년 2월 23일 IPO 대표주관회사 업무를 수행한 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

