

# Morning Meeting Brief

## Daishin's View

### 배당에 대한 믿음

- '18년까지 KOSPI 상장기업 현금배당이 5년 연속 증가했으나, 올해 들어 기업 실적에 대한 부정적 전망 확대에 배당 축소 우려가 커짐
- 실적 부진 전망에도 풍부한 잉여현금흐름과 현금성자산, 기업들의 추가 방어 의지에 2019년에도 주주환원정책은 안정적으로 유지될 전망
- 과거 고배당지수의 성과가 금리에 민감하게 반응했기 때문에 금리 상승이 제한된 상황에서 올해 배당주에 대한 관심이 이어질 가능성 높음

조승빈, seungbin.cho@daishin.com

## 산업 및 종목 분석

### 스몰캡: 꿈을 꾸는 치과산업 1분기 실적 양호할 전망

- 투자의견 비중확대(Overweight)로 치과산업 커버리지 개시
- 디지털의 꿈을 이루고자 치과용 업체들의 전진하는 모습 긍정적으로 보여
- 다변화된 매출 국가와 높은 수익성을 보유한 덴티움 최선호주, 디오 차선호주

이민영, minyoung.lee01@daishin.com

### 효성첨단소재: 흔들리지 않을 편안함

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 170,000원으로 6.3% 상향. 1분기 영업이익 497억원(+383% QoQ)으로 기존 당사 추정치나 시장 기대치를 상회할 전망
- 타이어보강재 부문 영업이익 대폭 개선 전망. 이는 일회성 비용(중국 청도법인 구조조정 등 약 150억원) 소멸 및 구조조정 효과 발생 및 원가 절감 효과
- 2018년 하반기 급등했던 PX 가격은 하락 국면에 진입. PX 가격 하락(=PET Chip 가격 하락) 이어지며 PET T/C 수익성도 높은 수준에서 유지 가능

한상원, sangwon.han@daishin.com

### 효성화학: 이익이 대폭 늘어나면 결국 주가도 오른다

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 220,000원 유지. 1분기 영업이익 278억원(+69.8% QoQ)으로 시장 기대치(255억원) 상회 전망
- 전분기 대비 큰 폭의 이익 증가는 핵심 사업부인 PP/DH의 이익 개선(+302% QoQ) 덕분. 4Q18에는 선제적 원료(LPG) 구매 이후 유가 및 LPG 가격이 하락하면서 제품 가격 동반 약세 시현했고 이에 따른 수익성 악화 이어져
- 핵심 투자 포인트는 베트남 신규 설비의 가동(2020년 말 예정)에 따른 중장기 구조적인 성장. 2020년 PP/DH 영업이익 2,507억원으로 2018~19년 대비 2배 규모로 증가 전망. 전사 순이익 기준으로는 3배에 해당하는 규모로 성장 예상

한상원, sangwon.han@daishin.com

## 배당에 대한 믿음

- 2018년 KOSPI 상장기업의 현금배당 총액은 30조원을 돌파했고, 5년 연속 증가세가 이어졌다. 하지만 올해는 기업 실적에 대한 부정적인 전망이 이어지면서 배당 축소에 대한 우려가 높아지고 있다.
- 실적 부진이 예상되지만 2019년에도 주주환원 정책은 안정적으로 유지될 수 있다고 판단한다. 그동안 국내 기업들의 주주환원 규모 확대는 잉여현금흐름과 비교해 부담되지 않는 속도로 진행됐고, 기업의 현금성자산도 크게 늘어나 배당을 확대할 수 있는 여력은 여전히 남아있는 상황이다. 기업의 입장에서 주기를 방어하기 위해 주주환원 정책의 후퇴 결정을 내리기는 어려운 것으로 예상된다.
- 과거 고배당지수의 주가성과는 금리에 민감하게 움직였다. 지난 18일 한국은행금통위에서는 기준금리를 만장일치로 동결하고, 올해 GDP성장률과 물가상승률 전망치를 하향조정했다. 경기 둔화에 대한 우려가 높아지면서 한국은행의 기준금리 인하 가능성도 제기되고 있다. 국채금리의 상승이 제한된 상황에서 배당주에 대한 시장의 관심은 올해 내내 이어질 가능성이 높다고 판단한다.

### 국채 금리 상승 제한으로 배당주에 대한 관심 지속될 것으로 예상



자료: WISEfn, 대신증권 Research&Strategy본부

# 스몰캡

# 꿈을 꾸는 치과산업 1분기 실적 양호할 전망

이민영

minyong.lee01@daishin.com

## Overweight

비중확대, 신규

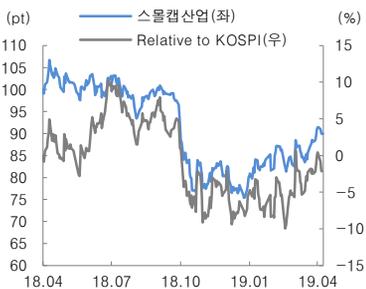
4차 산업혁명/안전등급

Sky Blue

### Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
덴티움	Buy	109,000원
디오	Buy	49,000원
바텍	Buy	40,000원
레이언스	Buy	24,000원
오스텀임플란트	Marketperform	57,700원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	5.5	5.1	-15.1
상대수익률	0.1	1.2	2.0	-4.9



### 투자의견 비중확대(Overweight)로 치과산업 커버리지 개시

- 커버리지 5개사 합산 2019년 매출액 및 영업이익은 전년대비 각각 15%, 30% 증가할 전망. 영업이익 증가율이 매출 성장을 대비 높은 점에 주목해야 함
- 이는 국내 임플란트 업체들과 치과용 X-ray관련 업체들이 1) 수출 확대에 따른 제품 믹스 개선 및 2) 절대적인 매출 규모 성장에 따른 영업 레버리지 발생 구간에 진입한 것으로 해석됨
- 안정적인 재무구조와 실적 성장세에 기반한 주가 상승이 예상되어 비중확대 제시

### 디지털의 꿈을 이루고자 치과용 업체들의 전진하는 모습 긍정적으로 보여

- 임플란트 시술의 핵심은 치료기간 단축과 임플란트의 안정적인 공용합성 확보
- 기존의 아날로그 방식으로 시술하면, 환자가 처음 병원에 방문해서 X-ray를 찍은 후 최종보철 시술을 받기까지 약 3~6개월 소요, 반면, 디지털 임플란트는 X-ray 검사부터 최종보철 시술까지 1개월 내에 완료
- 환자와 의사 모두에게 디지털 임플란트는 꿈의 시술. 환자는 치료기간 단축에 따른 심리적/육체적 고통 완화. 의사는 한정된 시간에 더 많은 임플란트 식립 가능
- 추세가 아날로그에서 디지털로 이동하면서 국내 치과산업 상장사들은 대규모 유무형 자산 투자를 단행해 3D 구강 스캐너, 밀링장비, 그리고 3D 프린터를 개발 중
- 2019년에 업체들의 디지털 임플란트 매출 비중이 상승하면서 매출원가율과 판관비율이 전년대비 각각 0.4%p, 1.3%p 개선되어 43.6%와 41.7%를 기록할 전망
- 영업이익률은 14.6%(+1.6%p YoY), 지배주주순이익률은 11.0%(+2.2%p YoY)의 안정적인 수준으로 예상되는 점 또한 고무적

### 다변화된 매출 국가와 높은 수익성을 보유한 덴티움 최선호주, 디오 차선호주

- **[덴티움]** 우리 치과산업 유니버스에서 2019년부터 2021년까지 가장 높은 영업이익률 달성이 전망되어 업종 최선호주로 추천
- **[디오]** 아날로그에서 디지털 임플란트 시장으로 진입한 국내 선두주자. 2019년에 미국향 디지털 솔루션(디오나비) 매출 증가에 따른 전사 실적 개선 전망
- **[바텍]** 세계 치과용 X-ray 장비시장에서 점유율 3위. 2019년 중국 매출 고성장세와 밸류에이션 저평가 매력 보유
- **[레이언스]** 치과용에서 다양한 산업용으로 저변 확대 중인 X-ray 디텍터업체

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	966	1,088	1,255	1,433	1,638
영업이익	141	142	184	210	244
세전순이익	117	129	165	193	227
총당기순이익	144	92	132	154	181
지배지분순이익	142	95	138	162	190
EPS	20,865	14,086	20,473	23,903	28,121
PER	20.2	25.5	19.9	17.0	14.5
BPS	105,302	113,567	132,348	154,605	181,653
PBR	3.8	3.0	2.9	2.5	2.1
ROE	18.8	12.1	15.6	15.7	15.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

# 효성첨단소재 (298050)

**한상원** 김상수  
 sangwon.han@daishin.com sungsu.kim@daishin.com

**투자 의견** BUY  
 매수, 유지

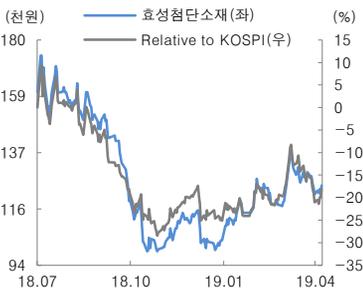
**6개월 목표주가** 170,000  
 상황

**현재주가** 124,500  
 (19.04.19) 화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2216.15
시가총액	558십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	174,000원 / 99,300원
120일 평균거래대금	23억원
외국인지분율	12.62%
주요주주	효성 외 5 인 44.39% 국민연금 11.94%

주가지수(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.8	11.2	9.2	0.0
상대수익률	-10.4	6.6	6.3	0.0



## 흔들리지 않을 편안함

투자 의견 매수 유지, 목표주가 170,000원으로 6.3% 상향

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.6배(기준과 동일)를 적용하여 산출
- 수익 추정 변경(12MF EPS +12%)에 따른 12MF BPS 상승(+5%)으로 목표주가 상향
- 글로벌 T/C(타이어코드) 업체 평균 대비 약 30% 훌륭한 수준이나 글로벌 시장 내 독보적인 점유율(45% 내외) 감안하면 할증 타당

1Q19 영업이익 497억원(+382.6% QoQ, 영업이익률 6.5%) 전망

- 1분기 영업이익 497억원(+383% QoQ)으로 기존 당사 추정치(456억원)나 시장 기대치(460억원)를 상회할 전망, 예상보다 원가 절감 효과가 더 컸기 때문
- 타이어보강재 부문 영업이익 대폭 개선(4Q18 70억원 → 1Q19F 414억원): 일회성 비용(중국 청도법인 구조조정 등 약 150억원) 소멸 및 구조조정 효과 발생 + 원가 절감 효과
- 타이어보강재 내 주력 제품은 폴리에스터 타이어코드(PET T/C, 매출 비중 55~60%)로 PET Chip이 주요 원재료 vs. PET Chip 가격은 PX, PTA, MEG 등 제품 가격과 동행
- PET T/C 가격(판가)은 원료 가격을 토대로 약 3개월 후행적으로 결정되는 포물러 방식 → 원료 가격 하락 국면에서 스프레드가 상승(판가 고정 vs. 원료 가격 하락)하는 구조
- 1Q19 가격 변동(%QoQ): [원료] PET Chip -9%, PX -5%, PTA -8%, MEG -16% vs. [제품] PET T/C(수출 가격) +2% → 이익이 대폭 증가하는 이유

PX 가격 하락의 최대 수혜주, 원가 절감 효과 지속 전망

- 2018년 하반기 급등했던 PX(화섬 체인 핵심 원재료) 가격은 하락 국면에 진입(2018년 1,048 달러/톤 → 2020F 707달러/톤), 특히 중국에서 글로벌 시장의 약 20%에 해당하는 대규모 증설이 계획되어 있어 가격 약세가 불가피할 전망
- 지난주 PX 가격이 10% 하락한 이유도 중국 Hengli가 벤젠 On-spec 제품을 생산했다는 소식 때문 → PX 생산에 대한 기대감 확대되며 수요자 구매 이연, 참고로 Hengli는 2019~20년 4.5백만톤/년 규모의 신규 PX 설비 가동을 계획
- PX 가격 하락(=PET Chip 가격 하락) 이어지며 PET T/C 수익성도 높은 수준에서 유지 가능 (단위: 십억원 %)

구분	1Q18	4Q18	1Q19(F)			2Q19(F)				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	N/A	766	791	762	N/A	-0.6	794	775	221.0	1.8
영업이익	N/A	10	46	50	N/A	382.6	46	50	128.9	0.9
순이익	N/A	-28	14	14	N/A	흑전	18	15	흑전	4.0

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	N/A	1,767	3,101	3,265	3,383
영업이익	N/A	64	198	213	210
세전순이익	N/A	-5	80	146	139
총당기순이익	N/A	-24	63	114	108
자배지분순이익	N/A	-26	56	102	98
EPS	N/A	-10,265	12,611	22,927	21,839
PER	N/A	N/A	9.9	5.4	5.7
BPS	N/A	148,973	98,749	117,720	134,582
PBR	N/A	0.7	1.3	1.1	0.9
ROE	N/A	-13.7	13.6	21.1	17.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

# 효성화학 (298000)

# 이익이 대폭 늘어나면 결국 주가도 오른다

**한상원** 김성수  
sangwon.han@daishin.com sungsu.kim@daishin.com

**투자 의견** BUY  
매수, 유지

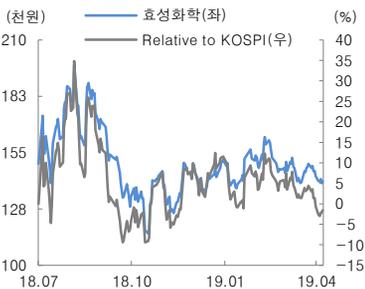
**6개월 목표주가** 220,000  
유지

**현재주가** 141,000  
(19.04.19)  
화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2216.15
시가총액	450십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	197,500원 / 115,500원
120일 평균거래대금	29억원
외국인지분율	14.39%
주요주주	효성 외 6 인 43.76% 국민연금 11.21%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.7	1.4	7.6	0.0
상대수익률	-7.3	-2.8	4.7	0.0



### 투자의견 매수, 목표주가 220,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.5배(기준과 동일)를 적용하여 산출
- 목표 PBR 1.5배는 ROE, COE를 통해 계산되는 적정 수준 대비 10% 할인한 수치
- 석유화학 업종의 평균적인 Valuation(12MF PBR 1.0배) 대비로는 큰 폭의 할인이나 구조적인 성장성(2019~21년 영업이익 연평균 +41%) 감안하면 Premium 타당 판단

### 1Q19 영업이익 278억원(+69.8% QoQ)으로 시장 기대치(255억원) 상회 전망

- 전분기 대비 큰 폭의 이익 증가는 핵심 사업부인 PP/DH(매출 비중 52%, 이익 기여도 93%)의 이익 개선(+302% QoQ) 덕분
  - : 4Q18에는 선제적 원료(LPG) 구매 이후 유가(WTI -15%) 및 LPG 가격(프로판 -20%)이 하락하면서 제품 가격 동반 약세(PP -7%) 시현 → 수익성 급격히 악화(=원가 부담 증가)
- 1Q19에는 정가보수(일회성 비용 약 50억원)에도 불구하고 전분기 부진에서 벗어나며 수익성 회복(PP/DH 영업이익률 12.1% 예상, 1Q18~3Q18 평균 13.6%에 근접) 전망
- 3분기까지 LPG 가격 하락에 따른 PP/DH 사업의 수익성 개선 흐름 지속 전망
  - : 2~3분기 평균 스프레드(PP/프로판)가 778달러/톤을 기록하며 영업이익률도 평균 16.7%까지 개선될 전망, 참고로 영업이익률이 17.3%를 기록했던 2Q18의 스프레드는 744달러/톤

### 2019/2021 두 번 이익 Jump: 베트남 신규 가동을 기다리며 맞이하는 증익 구간

- 핵심 투자 포인트는 베트남 신규 설비의 가동(2020년 말 예정)에 따른 중장기 구조적인 성장, 2021년 PP/DH 영업이익 2,507억원으로 2018~19년 대비 2배 규모로 증가 전망, 전사 순이익 기준으로는 3배에 해당하는 규모로 성장
- 단기적으로도 점진적인 이익 증가 기대 가능(2019F 영업이익 +48% YoY)
  - 1) 2019년 PP/DH 영업이익은 전년 대비 31% 증가한 1,409억원을 기록하며 2017년(1,406억원)과 유사한 수준까지 회복될 전망
  - 2) 기타 부문(PP/DH, TPA 제외)의 이익 개선세(2017년 -381억원 → 2018년 -57억원 → 2019년 +74억원) 지속: 산업용 가스(네오켄) 수익성 개선, TAC Film 흑자 전환 등

(단위: 십억원 %)

구분	1Q18	4Q18	1Q19(F)			2Q19(F)				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	N/A	489	473	449	N/A	-8.2	446	492	262.3	9.6
영업이익	N/A	16	30	28	N/A	69.8	26	45	267.3	62.1
순이익	N/A	-6	11	9	N/A	흑전	14	22	777.1	143.8

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	N/A	1,117	1,873	2,202	2,960
영업이익	N/A	65	161	189	299
세전순이익	N/A	27	98	124	229
총당기순이익	N/A	20	74	95	176
지배지분순이익	N/A	20	74	95	176
EPS	N/A	11,134	23,228	29,765	55,448
PER	N/A	12.8	6.1	4.7	2.5
BPS	N/A	199,142	137,346	166,067	220,442
PBR	N/A	0.7	1.0	0.8	0.6
ROE	N/A	11.1	18.3	19.5	28.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

#### ▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research&Strategy 본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.