



효성티앤씨 (298020)

스판덱스 판매량 Low teen 증가, 경쟁사와 차별화 입증

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

Buy (유지)

목표주가(유지): 480,000원

현재 주가(7/26)	320,000원
상승여력	▲50.0%
시가총액	13,849억원
발행주식수	4,328천주
52 주 최고가 / 최저가	412,000 / 281,500원
90 일 일평균 거래대금	83.55억원
외국인 지분율	14.0%

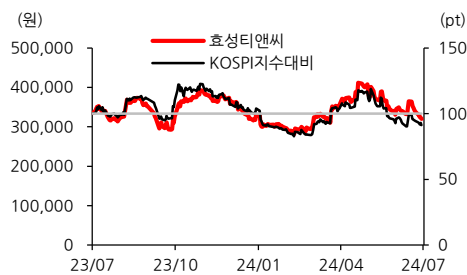
주주 구성	
효성 (외 13 인)	45.0%
국민연금공단 (외 1 인)	9.9%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.3	-9.7	-2.7	-5.2
상대수익률(KOSPI)	-3.2	-12.6	-13.0	-10.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,527	7,572	8,088	8,295
영업이익	213	318	373	392
EBITDA	461	585	632	650
지배주주순이익	93	163	184	196
EPS	21,535	37,868	42,690	45,380
순차입금	1,210	1,020	899	784
PER	16.9	8.5	7.5	7.1
PBR	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	4.1	3.6	3.3
배당수익률	2.7	3.1	3.8	5.6
ROE	7.5	12.2	12.6	12.2

주가 추이



일회성 포함하더라도 컨센서스 부합

효성티앤씨 2Q24 영업이익은 846억원(QoQ+11.3%, YoY+31.2%)을 기록해 높아진 컨센서스 847억원에 부합했다. 스판덱스 가격 하락에도 불구하고 판매량이 QoQ +10% 이상 상승했기 때문이다. 판가 하락은 춘절 영향으로 1Q 낮았던 중국 판매 비중이 2Q 다시 증가했기 때문이다. PTMG 역시 판매량은 확대되었으나, 증설 및 원재료 래깅효과 감소 등 영향으로 이익은 감소했다. NY/PET 사업부는 2Q 운임 반영 및 원가 절감으로 적자폭 축소하며 이익에 기여했다.

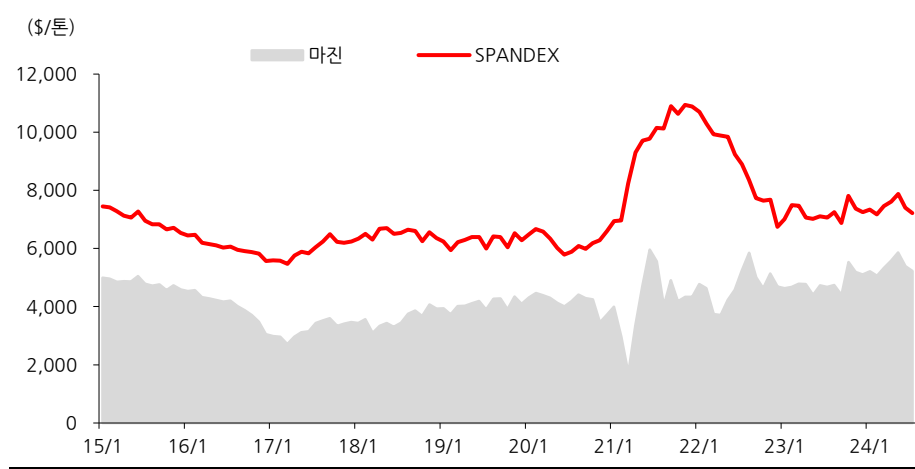
중국 경쟁사와 차별화 진행중

현재 중국의 스판덱스 재고는 56일으로 재고 부담이 가중되고 있다. 그러나 효성티앤씨는 재고가 30일 이하로 유지되며 중국 경쟁사들과 차별화되고 있다. 이는 글로벌 의류 브랜드들의 생산라인 탈 중국화가 영향을 미치고 있는 것으로 파악된다. 동사는 베트남, 인도, 터키 등 각 대륙별 주요 거점에 생산설비를 갖추고 있어 현재와 같은 높은 해상 운임 상황에서 경쟁사 대비 유리하기 때문이다. 또한, 현재 중국 재고 대부분은 2,3 Tier 업체의 것으로 파악되는데, 이들은 낮은 품질로 인해 주요 브랜드들에게 납품될 수 없다. 따라서 중국 경쟁사와의 차별화로 인해 동사 스판덱스 수요는 3Q에도 2Q 수준을 유지할 수 있을 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 48만원 유지

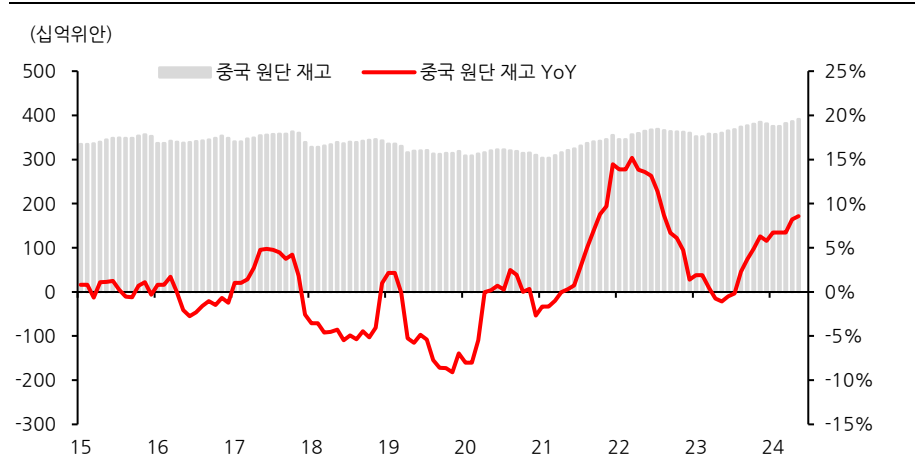
효성티앤씨에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 48만원을 유지한다. 스판덱스 시장은 중국의 높은 재고와 가격 하락 등 우려가 존재했지만, 2Q 실적을 통해 동사는 차별화된 경쟁력이 있음을 증명했다. 그리고 이는 해상운임이 높게 유지되는 한 당분간 지속될 가능성이 높다 판단한다. 단기적으로는 글로벌 의류업체들의 판매량 증가(아디다스 2024 매출 가이던스 상향, 7/16일), 중/장기 소규모 업체들의 스크랩이 기대된다. 현재 밸류에이션(EV/EBITDA)은 3.6배로 과거 5년 평균 3.9배 대비 저평가되어 있다. 따라서 충분히 낮아진 현 주가 수준에서 저가매수 가능한 시점이라 판단한다.

[그림1] 스판덱스 가격 및 스프레드



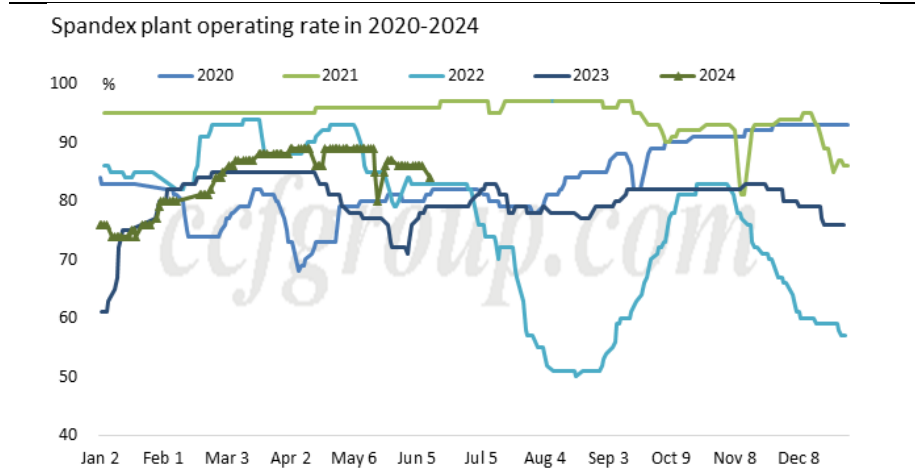
자료: KITA, Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중국 원단 재고



자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 중국 스판덱스업체 가동률 추이



자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

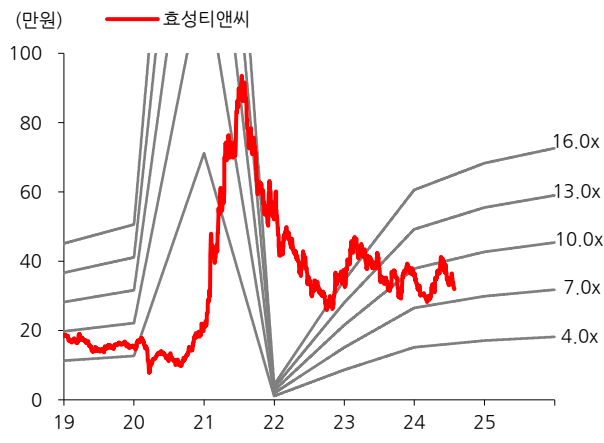
[표1] 효성티앤씨 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	1,879.5	1,982.6	1,897.2	1,812.3	2,008.6	2,097.1	2,096.8	1,885.8	7,526.9	7,571.5	8,088.4
QoQ(%)	6.4%	5.5%	-4.3%	-4.5%	10.8%	4.4%	0.0%	-10.1%			
YoY(%)	1.0%	2.8%	-3.7%	2.6%	6.9%	5.8%	10.5%	4.1%	-15.3%	0.6%	6.8%
섬유	766.0	821.8	792.1	752.7	755.7	836.7	827.3	793.9	3,089.5	3,132.7	3,213.6
스판덱스/PTMG	540.0	546.5	541.0	523.9	529.2	610.2	598.0	566.6	2,194.2	2,151.3	2,304.0
나일론/폴리에스터	221.6	247.6	251.2	228.8	226.6	226.4	229.3	227.4	881.0	949.2	909.6
무역+기타	1,113.5	1,160.8	1,105.0	1,059.6	1,252.9	1,260.5	1,269.6	1,091.9	4,437.4	4,438.9	4,874.8
영업이익	76.0	84.6	85.7	72.0	80.8	112.0	100.4	79.5	213.4	318.3	372.7
영업이익률(%)	4.0%	4.3%	4.5%	4.0%	4.0%	5.3%	4.8%	4.2%	2.8%	4.2%	4.6%
QoQ(%)	162.2%	11.3%	1.4%	-16.1%	12.2%	38.6%	-10.3%	-20.8%			
YoY(%)	9.6%	31.1%	69.6%	148.3%	6.3%	32.4%	17.1%	10.5%	72.7%	49.2%	17.1%
섬유	55.6	63.7	61.5	53.7	59.6	87.0	74.1	60.8	156.9	234.6	281.5
영업이익률(%)	7.3%	7.8%	7.8%	7.1%	7.9%	10.4%	9.0%	7.7%	5.1%	7.5%	8.8%
스판덱스/PTMG	68.9	75.0	72.6	66.3	72.2	99.3	86.2	72.9	206.7	282.6	330.5
나일론/폴리에스터	-13.6	-12.2	-11.0	-12.5	-12.6	-12.2	-12.1	-12.1	-47.8	-49.4	-49.0
무역+기타	20.4	20.9	24.2	18.2	21.2	25.0	26.3	18.8	56.6	83.8	91.2
영업이익률(%)	1.8%	1.8%	2.2%	1.7%	1.7%	2.0%	2.1%	1.7%	1.3%	1.9%	1.9%
당기순이익	56.1	51.8	50.4	40.5	46.8	69.3	61.0	46.0	98.7	198.7	223.1
지배순이익	45.6	42.7	41.6	33.4	38.7	57.2	50.4	38.0	93.2	163.4	184.3
순이익률(%)	2.4%	2.2%	2.2%	1.8%	1.9%	2.7%	2.4%	2.0%	1.2%	2.2%	2.3%

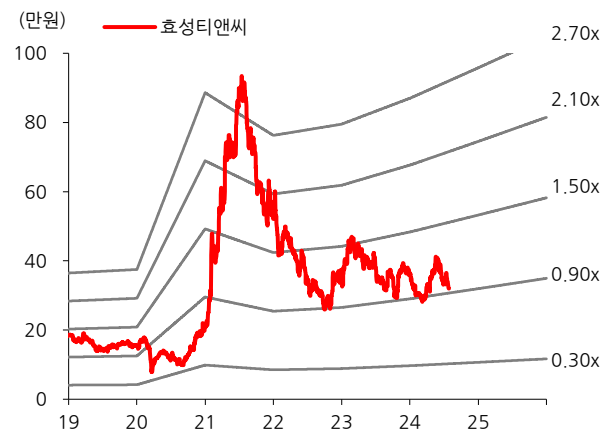
자료: 효성티앤씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 효성티앤씨 12M Fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 효성티앤씨 12M Fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	8,883	7,527	7,572	8,088	8,295
매출총이익	432	531	678	770	799
영업이익	124	213	318	373	392
EBITDA	361	461	585	632	650
순이자손익	-52	-79	-63	-63	-63
외화관련손익	-52	-13	-8	0	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	31	123	246	310	329
당기순이익	19	99	199	223	237
지배주주순이익	12	93	163	184	196
증가율(%)					
매출액	3.3	-15.3	0.6	6.8	2.6
영업이익	-91.3	72.7	49.2	17.1	5.2
EBITDA	-77.8	27.8	26.8	8.1	2.8
순이익	-98.1	414.5	101.3	12.3	6.3
이익률(%)					
매출총이익률	4.9	7.1	9.0	9.5	9.6
영업이익률	1.4	2.8	4.2	4.6	4.7
EBITDA 이익률	4.1	6.1	7.7	7.8	7.8
세전이익률	0.3	1.6	3.2	3.8	4.0
순이익률	0.2	1.3	2.6	2.8	2.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	293	602	399	420	441
당기순이익	19	99	199	223	237
자산상각비	237	248	266	259	258
운전자본증감	171	291	-51	-30	-20
매출채권 감소(증가)	393	67	38	-28	-25
재고자산 감소(증가)	100	179	-4	-31	-20
매입채무 증가(감소)	-238	48	32	27	24
투자현금흐름	-363	-184	-180	-257	-276
유형자산처분(취득)	-408	-261	-163	-240	-258
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-1	-2	-2
재무현금흐름	29	-420	-70	-43	-52
차입금의 증가(감소)	297	-345	-62	0	0
자본의 증가(감소)	-270	-76	-43	-43	-52
배당금의 지급	270	76	43	43	52
총현금흐름	404	413	475	450	460
(-)운전자본증가(감소)	-58	-297	-11	30	20
(-)설비투자	414	261	163	240	258
(+)자산매각	6	-1	0	0	0
Free Cash Flow	53	448	323	180	183
(-)기타투자	-160	-71	78	16	16
잉여현금	212	519	245	165	166
NOPLAT	77	171	257	268	282
(+) Dep	237	248	266	259	258
(-)운전자본투자	-58	-297	-11	30	20
(-)Capex	414	261	163	240	258
OpFCF	-42	455	371	258	262

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,143	1,856	2,029	2,211	2,373
현금성자산	104	102	289	411	525
매출채권	1,061	950	941	969	994
재고자산	885	734	755	785	806
비유동자산	2,177	2,214	2,133	2,129	2,146
투자자산	397	417	395	410	426
유형자산	1,756	1,775	1,717	1,697	1,698
무형자산	24	22	22	22	22
자산총계	4,320	4,070	4,162	4,341	4,519
유동부채	2,185	1,882	1,849	1,880	1,908
매입채무	904	916	903	930	954
유동성이자부채	1,207	892	863	863	863
비유동부채	619	620	627	634	641
비유동이자부채	425	420	446	446	446
부채총계	2,804	2,502	2,477	2,514	2,548
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	404	404	404	404	404
이익잉여금	780	828	948	1,089	1,233
자본조정	17	22	22	22	22
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	1,516	1,569	1,686	1,827	1,971

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,678	21,535	37,868	42,690	45,380
BPS	282,528	294,531	322,281	354,880	388,167
DPS	10,000	10,000	10,000	12,000	18,000
CFPS	93,275	95,498	109,715	104,012	106,363
ROA(%)	0.3	2.2	4.0	4.3	4.4
ROE(%)	0.9	7.5	12.2	12.6	12.2
ROIC(%)	2.7	6.0	9.5	9.9	10.3
Multiples(x, %)					
PER	130.7	16.9	8.5	7.5	7.1
PBR	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	3.8	3.8	2.9	3.1	3.0
EV/EBITDA	8.4	6.0	4.1	3.6	3.3
배당수익률	2.9	2.7	3.1	3.8	5.6
안정성(%)					
부채비율	185.0	159.5	146.9	137.6	129.3
Net debt/Equity	100.8	77.2	60.5	49.2	39.8
Net debt/EBITDA	423.7	262.5	174.5	142.2	120.7
유동비율	98.1	98.6	109.7	117.6	124.4
이자보상배율(배)	2.0	2.5	4.6	5.4	5.7
자산구조(%)					
투하자본	85.6	84.0	79.8	76.8	74.2
현금+투자자산	14.4	16.0	20.2	23.2	25.8
자본구조(%)					
차입금	51.8	45.5	43.7	41.7	39.9
자기자본	48.2	54.5	56.3	58.3	60.1

[Compliance Notice]

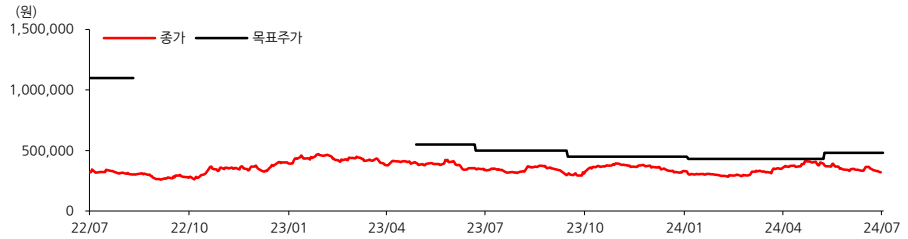
(공표일: 2024년 07월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[효성티앤씨 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.05.23	2023.05.24	2023.07.18	2023.07.31	2023.10.11	2023.11.27
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	윤용식	550,000	500,000	500,000	450,000	450,000
일 시	2023.11.29	2024.01.02	2024.01.17	2024.01.30	2024.04.16	2024.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	450,000	450,000	450,000	430,000	430,000	430,000
일 시	2024.06.04	2024.07.29				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	480,000	480,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.24	Buy	550,000	-30.39	-23.09
2023.07.18	Buy	500,000	-31.34	-25.20
2023.10.11	Buy	450,000	-22.01	-12.67
2024.01.30	Buy	430,000	-22.98	-4.19
2024.06.04	Buy	480,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%