



효성티앤씨 (298020)

아직까진 부진한 업황

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

Buy (유지)

목표주가(하향): 430,000원

현재 주가(9/30)	317,500원
상승여력	▲35.4%
시가총액	13,740억원
발행주식수	4,328천주
52 주 최고가 / 최저가	412,000 / 265,000원
90 일 일평균 거래대금	49.86억원
외국인 지분율	14.2%

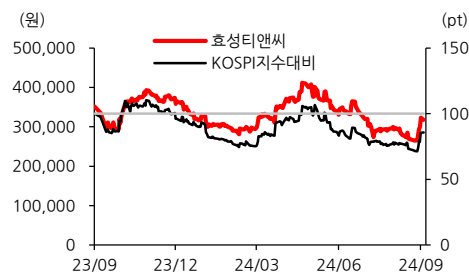
주주 구성	
효성 (외 12 인)	41.6%
국민연금공단 (외 1 인)	9.1%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.9	-8.0	-2.2	-9.8
상대수익률(KOSPI)	9.9	-0.7	3.4	-15.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	7,527	7,367	7,674	7,968
영업이익	213	299	329	389
EBITDA	461	576	641	705
지배주주순이익	93	163	176	216
EPS	21,535	37,745	40,872	50,116
순차입금	1,210	1,208	1,275	1,140
PER	16.9	8.4	7.8	6.3
PBR	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.0	4.5	4.1	3.6
배당수익률	2.7	3.1	3.5	3.8
ROE	7.5	12.2	12.1	13.4

주가 추이



3Q24 영업이익 663억원, 컨센서스 하회 예상

효성티앤씨 3Q24 영업이익은 663억원(QoQ -21.6%, YoY +31.1%)을 기록해 컨센서스 843억원을 -21.3% 하회할 것으로 추정한다. 당초 3Q 판매량은 여전히 부진한 중국 내수 수요에도 불구하고 동남아 등 수요 유지되며 2Q와 유사한 수준을 기록할 것으로 파악된다. 그러나 원가(BDO) 하락 및 저가 제품의 가격 인하로 인해 스판텍스 판가는 약세 시현할 전망이다 수익성도 다소 하락할 것으로 예상된다. 중국의 스판텍스 가격은 9월 4째주 기준 24,800위안으로 2Q 대비 -9% 하락했으며, 재고일수 또한 63일까지 증가했다

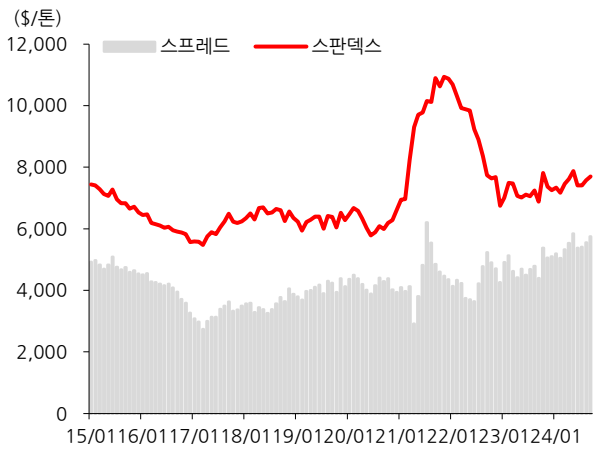
최악의 업황이지만, 반등을 기대할 수 있는 시기

Huahai(4만톤, 2Q24)와 Hengsheng(3만톤, 3Q24)의 증설 및 부진한 수요, 높은 재고일수 등 아직 대외환경은 어렵지만, 1) 현재 스판텍스 가격이 역사적 저점 수준이고 4Q엔 낮아진 BDO 가격이 원가로 반영 될 것이란 점, 2) 미국 기준금리 인하 및 중국의 재정정책 등 최근 소비 회복에 긍정적인 대외 환경 변화, 3) 1H25 예정된 신규공장 가동(5만톤) 등 기대할 수 있는 요인들도 존재한다. 4) 업황 부진으로 최근 중국 스판텍스 업체들의 가동률이 하락하기 시작했다는 점 역시 판가를 지지할 수 있는 요인이다. 업황은 최악이지만, 이는 더 이상의 악화보단 개선을 기대할 수 있는 이유기도 하다

투자의견 Buy 유지, 목표주가 43만원으로 하향

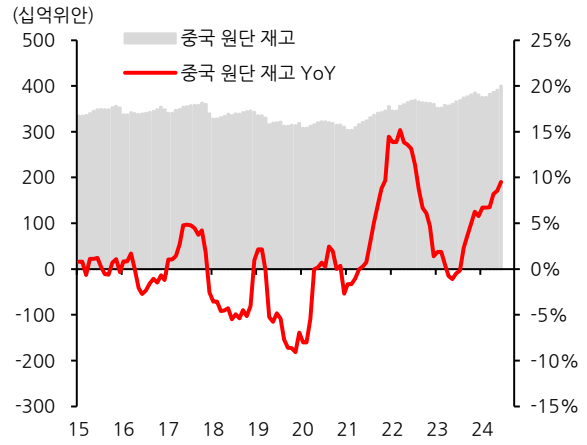
효성티앤씨의 목표주가를 48만원→43만원으로 하향한다. 최근 판가의 하락을 반영해 2024~'25년 실적 추정치를 -12% 하향했기 때문이다. 목표주가는 현재 부진한 업황을 반영해 과거 5년 평균 EV/EBITDA 3.8배에 15% 할인한 3.2배를 적용했다. 저가제품의 높은 재고와 공급 증가로 인해 중국 스판텍스 가격은 바닥수준까지 도달했다. 이에 2024년 예정되었던 스판텍스 증설 중 일부가 연기되었으며, 가동률 또한 7월 88% → 8월 87% → 9월 84%로 점차 하락하고 있어 현 상황에선 추가 악화보다 점진적인 회복을 기대하는 것이 타당하다. 3.6배에 불과한 EV/EBITDA로 인해 밸류에이션 매력도 충분한 만큼 투자의견 BUY는 유지한다

[그림1] 스판덱스 가격 및 스프레드 추이



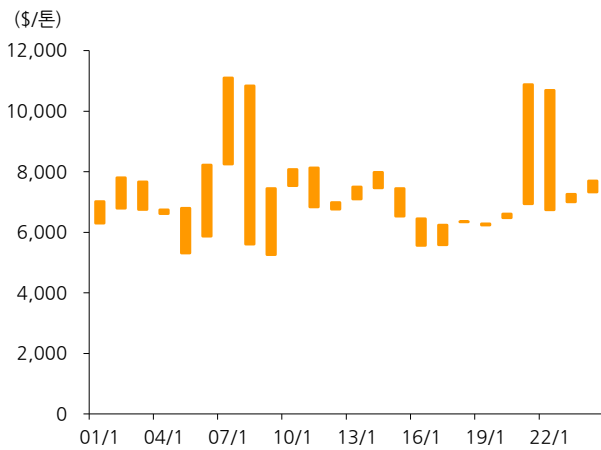
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중국 원단재고 추이



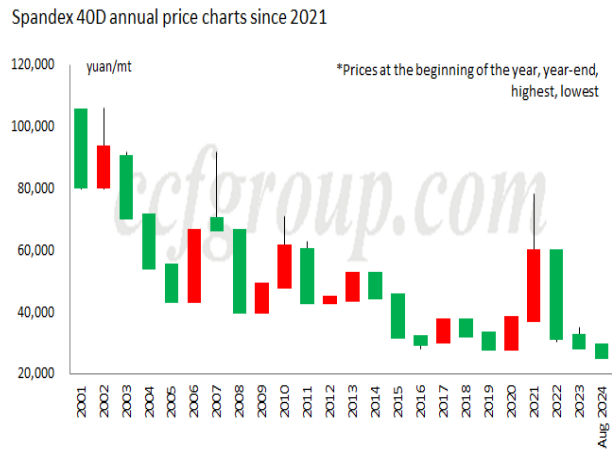
자료: CEIC, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 우리나라 스판덱스 연초, 연말 가격 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

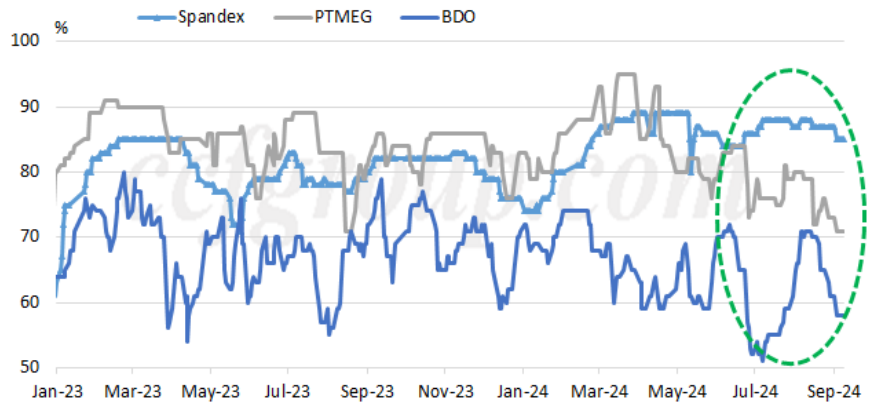
[그림4] 중국 스판덱스 연초, 연말 가격 추이



자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 중국 스판덱스 밸류체인 가동률 추이

Operating rate of spandex industrial chain



자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

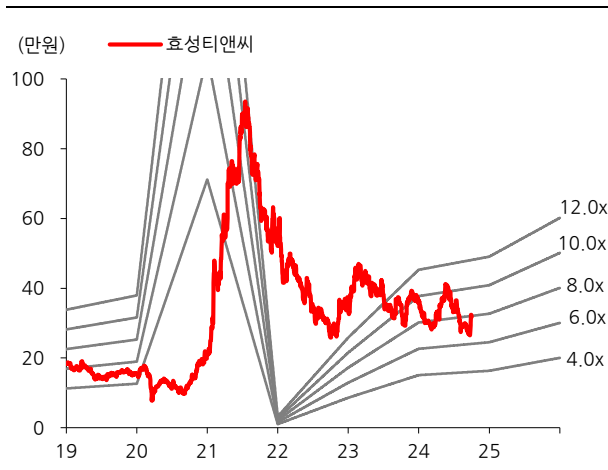
[표1] 효성티앤씨 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	1,861.1	1,929.3	1,969.6	1,767.0	1,879.5	1,982.6	1,766.9	1,738.1	7,526.9	7,367.0	7,673.8
QoQ(%)	2.8%	3.7%	2.1%	-10.3%	6.4%	5.5%	-10.9%	-1.6%			
YoY(%)	-20.5%	-24.7%	-9.1%	-2.4%	1.0%	2.8%	-10.3%	-1.6%	-15.3%	-2.1%	4.2%
섬유	777.8	798.1	783.8	729.8	766.0	821.8	751.1	714.1	3,089.5	3,053.0	2,967.7
스판덱스/PTMG	565.4	541.5	552.8	534.6	540.0	546.5	514.3	503.1	2,194.2	2,103.9	2,120.5
나일론/폴리에스터	212.4	228.5	221.9	218.2	221.6	247.6	236.8	211.0	881.0	917.0	847.2
무역+기타	1,083.2	1,131.2	1,185.8	1,037.2	1,113.5	1,160.8	1,015.8	1,024.0	4,437.4	4,314.1	4,706.1
영업이익	69.3	64.5	50.6	29.0	76.0	84.6	66.3	71.8	213.4	298.7	329.1
영업이익률(%)	3.7%	3.3%	2.6%	1.6%	4.0%	4.3%	3.8%	4.1%	2.8%	4.1%	4.3%
QoQ(%)	흑전	-7.0%	-21.6%	-42.7%	162.2%	11.3%	-21.6%	8.3%			
YoY(%)	-63.5%	-26.2%	흑전	흑전	9.6%	31.1%	31.1%	147.6%	72.7%	40.0%	10.2%
섬유	45.0	41.5	41.1	29.3	55.6	63.7	48.9	54.1	156.9	222.3	241.0
영업이익률(%)	5.8%	5.2%	5.2%	4.0%	7.3%	7.8%	6.5%	7.6%	5.1%	7.3%	8.1%
스판덱스/PTMG	54.4	42.9	63.3	46.1	68.9	77.6	64.0	69.9	206.7	280.3	302.8
나일론/폴리에스터	-9.4	-1.4	-22.2	-14.8	-13.6	-12.2	-15.1	-15.8	-47.8	-56.7	-61.8
무역+기타	24.4	23.0	9.5	-0.3	20.4	20.9	17.4	17.7	56.6	76.4	88.2
영업이익률(%)	2.3%	2.0%	0.8%	0.0%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%	1.3%	1.8%	1.9%
당기순이익	37.5	19.8	5.9	35.5	56.1	51.8	43.6	46.6	98.7	198.1	213.6
지배순이익	31.9	18.9	11.1	31.3	45.6	42.7	36.0	38.5	93.2	162.9	176.4
순이익률(%)	1.7%	1.0%	0.6%	1.8%	2.4%	2.2%	2.0%	2.2%	1.2%	2.2%	2.3%

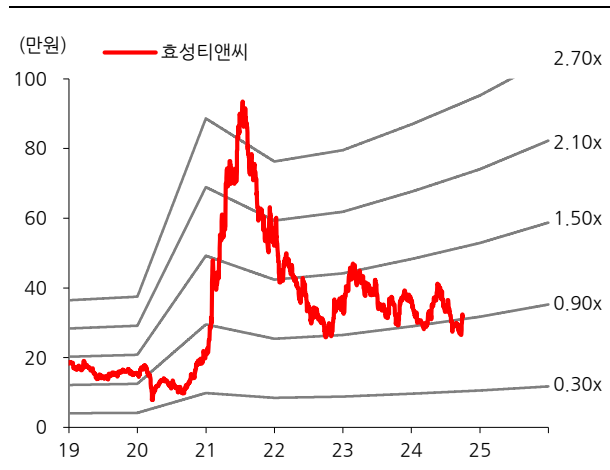
자료: 효성티앤씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 효성티앤씨 12M Fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 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	7,367	7,674	7,968
매출총이익	432	531	637	706	780
영업이익	124	213	299	329	389
EBITDA	361	461	576	641	705
순이자손익	-52	-79	-62	-66	-68
외화관련손익	-52	-13	-14	0	0
지분법손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업손익	31	123	234	271	333
당기순이익	19	99	198	214	262
지배주주순이익	12	93	163	176	216
증가율(%)					
매출액	3.3	-15.3	-2.1	4.2	3.8
영업이익	-91.3	72.7	40.0	10.2	18.1
EBITDA	-77.8	27.8	24.9	11.2	10.1
순이익	-98.1	414.5	100.7	7.8	22.6
이익률(%)					
매출총이익률	4.9	7.1	8.7	9.2	9.8
영업이익률	1.4	2.8	4.1	4.3	4.9
EBITDA 이익률	4.1	6.1	7.8	8.3	8.9
세전이익률	0.3	1.6	3.2	3.5	4.2
순이익률	0.2	1.3	2.7	2.8	3.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	293	602	495	408	519
당기순이익	19	99	198	214	262
자산상각비	237	248	277	312	317
운전자본증감	171	291	33	-86	-21
매출채권 감소(증가)	393	67	89	-84	-25
재고자산 감소(증가)	100	179	39	-30	-19
매입채무 증가(감소)	-238	48	9	27	23
투자현금흐름	-363	-184	-379	-435	-339
유형자산처분(취득)	-408	-261	-307	-418	-321
무형자산 감소(증가)	-1	-1	-45	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-1	-2	-2
재무현금흐름	29	-420	-157	63	-4
차입금의 증가(감소)	297	-345	-81	106	44
자본의 증가(감소)	-270	-76	-43	-43	-47
배당금의 지급	270	76	43	43	47
총현금흐름	404	413	504	495	540
(-)운전자본증가(감소)	-58	-297	-27	86	21
(-)설비투자	414	261	307	418	321
(+)자산매각	6	-1	-45	0	0
Free Cash Flow	53	448	180	-9	198
(-)기타투자	-160	-71	21	15	16
잉여현금	212	519	159	-24	182
NOPLAT	77	171	252	259	306
(+) Dep	237	248	277	312	317
(-)운전자본투자	-58	-297	-27	86	21
(-)Capex	414	261	307	418	321
OpFCF	-42	455	250	66	280

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,143	1,856	1,790	1,945	2,171
현금성자산	104	102	109	148	327
매출채권	1,061	950	902	987	1,012
재고자산	885	734	724	754	773
비유동자산	2,177	2,214	2,358	2,479	2,499
투자자산	397	417	380	395	410
유형자산	1,756	1,775	1,891	1,998	2,002
무형자산	24	22	87	87	87
자산총계	4,320	4,070	4,148	4,424	4,670
유동부채	2,185	1,882	1,830	1,860	1,887
매입채무	904	916	866	893	916
유동성이자부채	1,207	892	887	887	887
비유동부채	619	620	618	731	782
비유동이자부채	425	420	429	536	580
부채총계	2,804	2,502	2,448	2,592	2,669
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	404	404	404	404	404
이익잉여금	780	828	947	1,080	1,249
자본조정	17	22	21	21	21
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	1,516	1,569	1,699	1,833	2,002

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,678	21,535	37,745	40,872	50,116
BPS	282,528	294,531	321,931	352,717	391,725
DPS	10,000	10,000	10,000	11,000	12,000
CFPS	93,275	95,498	116,526	114,342	124,821
ROA(%)	0.3	2.2	4.0	4.1	4.8
ROE(%)	0.9	7.5	12.2	12.1	13.4
ROIC(%)	2.7	6.0	9.0	8.7	9.8
Multiples(x, %)					
PER	130.7	16.9	8.4	7.8	6.3
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	2.7	2.8	2.5
EV/EBITDA	8.4	6.0	4.5	4.1	3.6
배당수익률	2.9	2.7	3.1	3.5	3.8
안정성(%)					
부채비율	185.0	159.5	144.1	141.4	133.3
Net debt/Equity	100.8	77.2	71.1	69.6	57.0
Net debt/EBITDA	423.7	262.5	209.6	199.0	161.6
유동비율	98.1	98.6	97.8	104.6	115.1
이자보상배율(배)	2.0	2.5	4.4	4.6	5.3
자산구조(%)					
투하자본	85.6	84.0	85.5	85.1	80.9
현금+투자자산	14.4	16.0	14.5	14.9	19.1
자본구조(%)					
차입금	51.8	45.5	43.7	43.7	42.3
자기자본	48.2	54.5	56.3	56.3	57.7

[Compliance Notice]

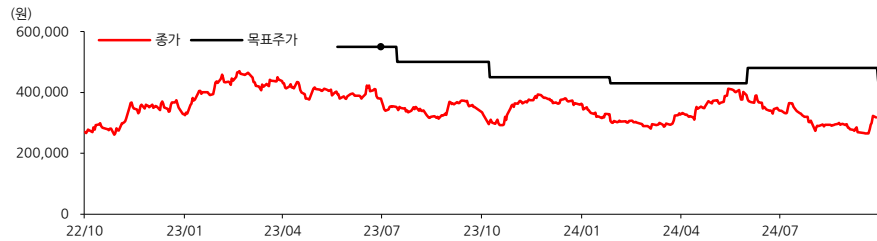
(공표일: 2024년 10월 02일)

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	2024.10.02			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	480,000	480,000	430,000			

[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	-33.64	-18.75
2024.10.02	Buy	430,000		

[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 투자의견]

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 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%