

효성티앤씨 (298020)

오랜만에 느껴지는 스판덱스 업황의 온기

목표주가 46만원 상향, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가를 30만원에서 46만원으로 상향하고, 투자 의견 매수를 유지한다. 목표주가는 26년 예상 BPS 356,552원에 PBR 1.3배 적용해 산출했다. 실적 추정치는 기존과 크게 변동 없으나 스판덱스 업황이 4년 만에 업사이클 진입하고 있다고 판단해 멀티플을 0.8배에서 1.3배로 상향했다. 이는 중국 스판덱스 점유율 상위 4개 업체들의 26년 평균 PBR 1.6배를 기준으로 삼은 것인데, 지난 한 달 동안 이들의 주가가 30% 이상 급등했던 만큼 목표주가 산출에는 보수적으로 20% 할인을 적용하였다.

최근 중국 폴리에스터 업체들을 중심으로 합성섬유 체인 전반에서 포착되고 있는 높은 가동률은 전방수요 회복을 의미하고 있다. 공급측면에서도 26년 스판덱스 증설 규모는 5~6만톤 내외로 수요 증가분 10~12만톤에 못 미칠 뿐만 아니라, 25년의 15~16만톤 대비로도 크게 줄며 공급부담이 완화될 전망이다. 연말 이후 스판덱스 가동률 상향에도 오히려 재고는 가파르게 소진되고 있는 것 또한 업황의 온기를 느끼게 하는 대목이다.

4Q25 Review: 영업이익 447억원(-20%QoQ) vs 컨센서스 594억원

4분기 영업이익 447억원으로 -20%QoQ 및 컨센서스 594억원 대비 -25% 하회했다. 섬유부문에서는 452억원(OPM 6.0%)으로 예상치 소폭 상회하는 호실적을 달성했으나, 무역 및 기타 부문이 -5억원으로 적자전환한 영향이다. 한편, 가흥법인 구조조정 관련 유형자산 손상차손 약 300억원이 반영되며 당기순이익은 -233억원 손실 기록했다.

섬유부문은 연말 비수기임에도 불구하고 영업이익 452억원으로 +13%QoQ 증가했고, 수익성도 전 분기 5.5%에서 6.0%로 개선되었다. 중국항 비중 확대로 스판덱스 판가는 소폭 하락했으나 판매량이 오히려 5~6% 이상 늘어나며 이익 증가를 견인했고, 나일론 적자규모 축소도 섬유부문 이익에 긍정적으로 기여했다. 한편, 무역부문은 한국산 철강 제품에 대한 유럽의 무관세 쿼터 축소 및 쿼터 초과분에 대한 관세 인상 등의 조치로 트레이딩 물량 감소하며 약 2년 만에 -5억원의 적자를 기록했다.

오랜만에 느껴지는 스판덱스 업황의 온기

스판덱스는 20~21년 슈퍼 초호황 직후 중국 업체들의 증설이 공격적으로 이뤄지면서 다운사이클에 진입했다. 22년 하반기 잠깐의 가격 반등이 있었으나, 기간은 1~2개월로 짧았고 상승 폭도 그리 크지 않았다. 지난 1월 20일 중국에서 6개월 만에 가격 변동이 포착됐는데, 업체별로 인상율은 1% 내외에서 많게는 4%까지 그쳤던 것으로 파악된다.

이번에도 지난 22년 하반기처럼 가격 인상 폭과 기간이 잠깐에 그칠 가능성을 배제할 수는 없으나, 과거와 지금은 중국 폴리에스터 업체들의 가동률이 완전히 다르다는 점에 주목할 필요가 있다. 통상 연말은 합성섬유의 전통적인 비수임에도 불구하고 25년 말, 26년 초 현재까지도 중국 폴리에스터 생산설비 가동률은 90% 상회했고, PSF(단섬유) 가동률은 거의 100% 육박하고 있다. 매년 연말연초엔 가동률이 60% 수준까지 대폭 조정되었던 것과 대조되는 모습이다.

스판덱스는 폴리에스터/나일론/면 등 합성섬유에 혼용 투입되는데, 폴리에스터 설비의 높은 가동률은 전방 수요가 강하다는 것을 의미한다. 25년 하반기부터 중국 스판덱스 가동률이 빠르게 상향됐고 재고일수도 53일에서 최근 29일까지 줄었는데, 폴리에스터 가동률 상향과 이를 함께 바라보면 전방에서 수요 흡수가 함께 이뤄지고 있는 것으로 해석된다. 공급측면에서 25년에는 스판덱스 증설 규모가 약 15~16만톤 달했던 것과 달리, 26년에는 그 규모가 5~6만톤 내외에 그칠 것으로 예상된다는 점도 긍정적이다.

Company Brief

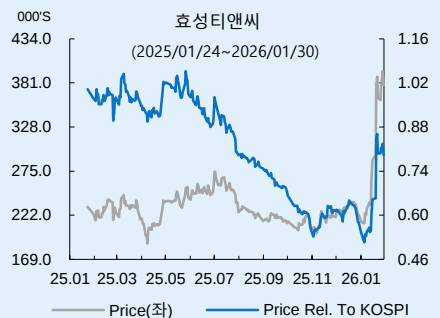
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	460,000원(상향)
종가(2026.01.30)	377,500원
상승여력	21.9 %

Stock Indicator	
자본금	22십억원
발행주식수	433만주
시가총액	1,634십억원
외국인지분율	16.5%
52주 주가	188,300~395,000원
60일평균거래량	30,682주
60일평균거래대금	8.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	76.4	81.5	67.4	68.9
상대수익률	55.2	54.3	-0.1	-38.6

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	7,776	7,695	7,763	7,946
영업이익(십억원)	271	251	309	341
순이익(십억원)	135	11	108	142
EPS(원)	31,089	2,499	24,992	32,901
BPS(원)	337,125	337,656	356,552	382,359
PER(배)	7.7	151.1	15.1	11.5
PBR(배)	0.7	1.1	1.1	1.0
ROE(%)	9.8	0.7	7.2	8.9
배당수익률(%)	4.2	1.3	2.1	2.4
EV/EBITDA(배)	4.1	7.0	4.7	4.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[화학/유틸리티/에너지]

전유진 2122-9193 yujinjin@imfnsec.com

[RA]

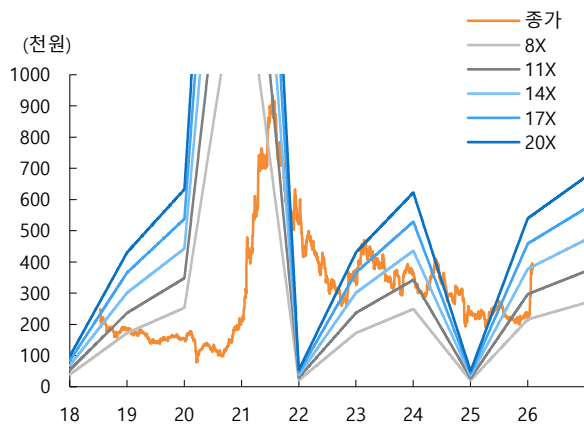
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 효성티앤씨 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
합계											
매출액	1,952.7	1,889.1	2,009.8	1,843.2	1,938.9	1,911.7	1,985.0	1,927.8	7,776.0	7,694.8	7,763.5
영업이익	77.3	73.4	56.1	44.7	76.9	83.8	80.5	68.1	270.6	251.5	309.1
영업이익률(%)	4.0%	3.9%	2.8%	2.4%	4.0%	4.4%	4.1%	3.5%	3.5%	3.3%	4.0%
섬유부문											
매출액	753.8	733.9	719.0	755.9	766.3	757.1	792.4	820.2	3,157.2	2,962.6	3,136.0
영업이익	56.2	44.4	39.9	45.2	56.7	62.6	62.6	57.1	185.0	185.7	238.9
영업이익률(%)	7.5%	6.0%	5.5%	6.0%	7.4%	8.3%	7.9%	7.0%	5.9%	6.3%	7.6%
무역 등 기타											
매출액	1,198.9	1,155.2	1,290.8	1,087.3	1,172.6	1,154.6	1,192.6	1,107.6	4,618.8	4,732.2	4,627.5
영업이익	21.1	29.0	16.2	-0.5	20.2	21.2	17.9	11.0	85.6	65.8	70.2
영업이익률(%)	1.8%	2.5%	1.3%	-0.1%	1.7%	1.8%	1.5%	1.0%	1.9%	1.4%	1.5%

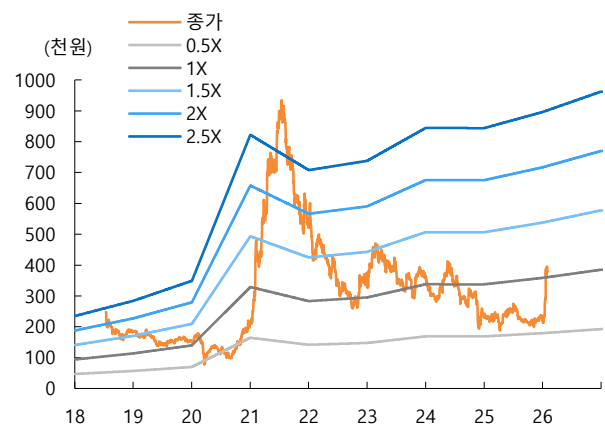
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 효성티앤씨 12M Forward 기준 PER 추이



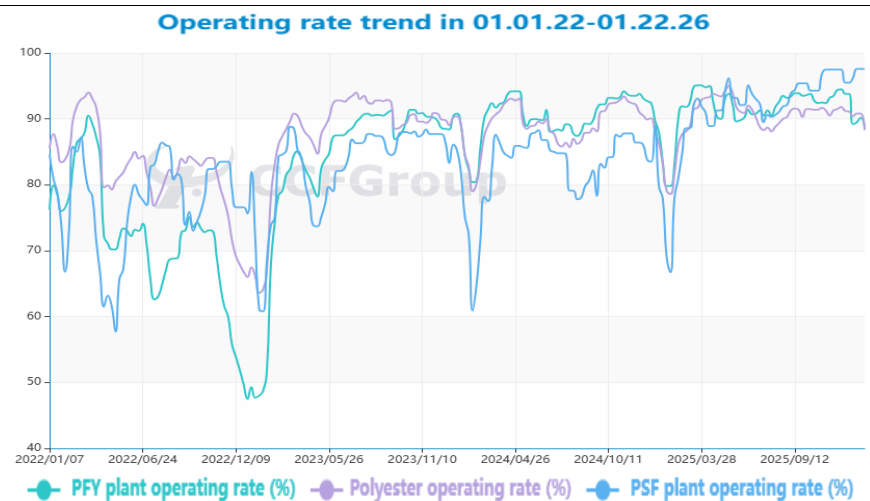
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 효성티앤씨 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: iM증권 리서치본부

그림3. 중국 폴리에스터 생산설비 가동률 추이



자료: CCFGroup, iM증권 리서치본부

그림4. 중국 내 스판덱스 가동률 및 재고일수 추이

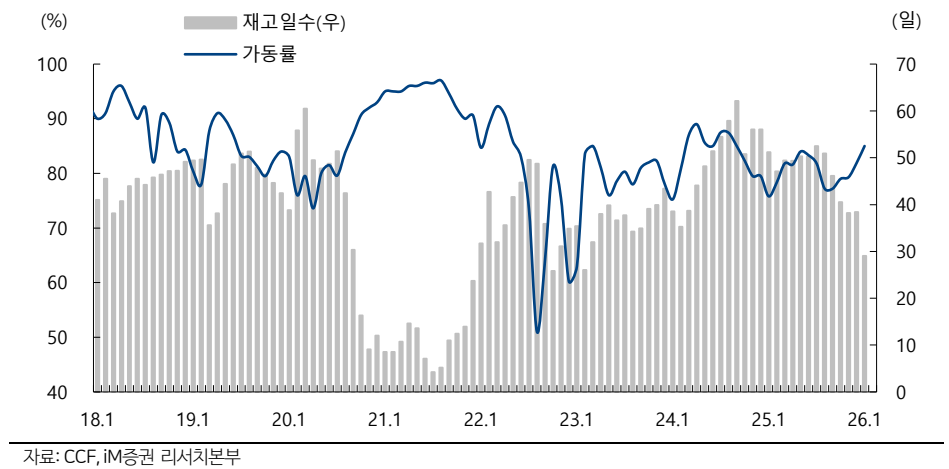


그림5. 스판덱스 가격 및 1MLagging 스프레드 추이

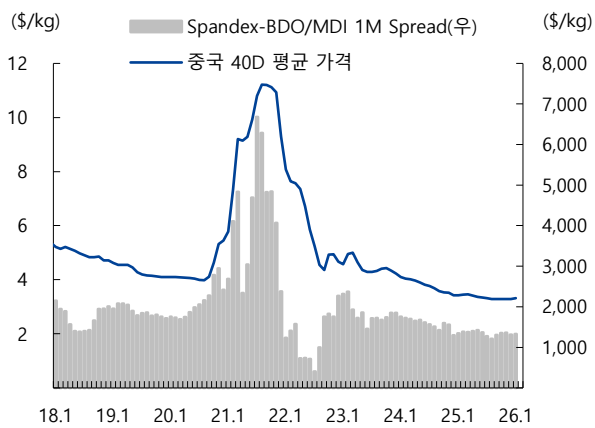


그림6. 중국 스판덱스 가격 추이

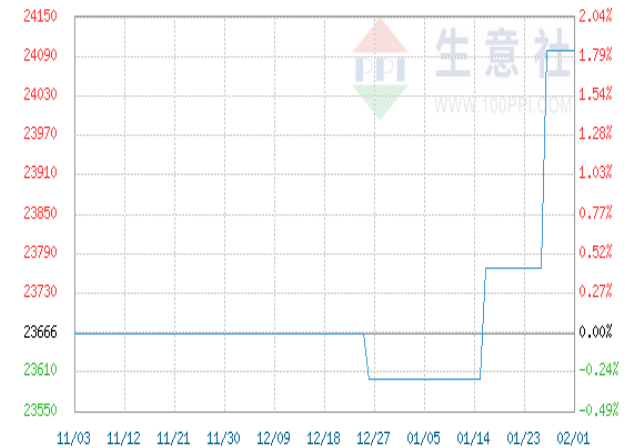


그림7. BDO 및 MDI 가격 추이

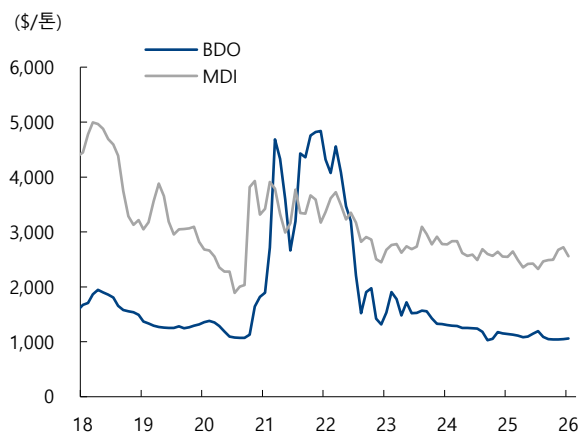


그림8. PTMEG-BDO 스프레드 추이

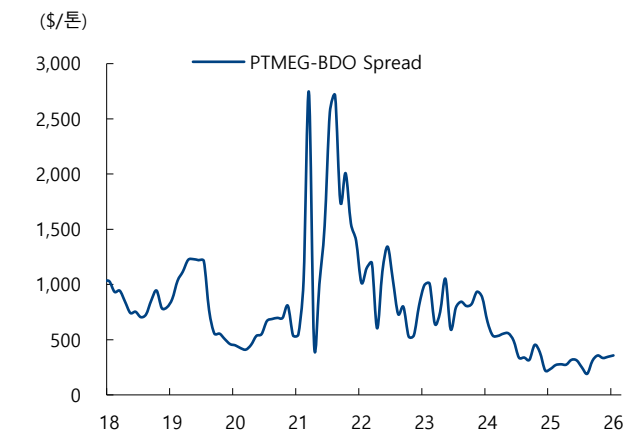


표2. 효성티앤씨 및 중국 스판덱스 업체 Peer Valuation

(백만\$, %, 배)	효성티앤씨	Huafong Chemical	Yantai Tayho	Xinxiang Chem	Zhejiang Haili
증가(현지통화)	377,500	12.9	12.9	7.3	7.3
시가총액(백만\$)	1,165.2	9,182.5	1,593.2	1,728.3	1,217.4
현지통화	KRW	CNY	CNY	CNY	CNY
매출액(백만\$)					
FY2024	5,703	3,741	546	1,023	820
FY2025	5,326	3,558	732	1,055	852
FY2026	5,520	3,943	891	1,194	877
영업이익(백만\$)					
FY2024	199	319	4	54	67
FY2025	180	323	19	26	85
FY2026	230	439	46	52	99
EBITDA(백만\$)					
FY2024	393	530	95	175	119
FY2025	383	514	139	N/A	N/A
FY2026	435	648	182	N/A	N/A
당기순이익(백만\$)					
FY2024	99	308	12	34	57
FY2025	48	280	19	22	75
FY2026	96	383	46	44	87
OPM(%)					
FY2024	3.5	8.5	0.8	5.3	8.2
FY2025	3.4	9.1	2.6	2.5	10.0
FY2026	4.2	11.1	5.1	4.4	11.2
ROE(%)					
FY2024	9.8	8.6	1.2	4.1	10.8
FY2025	4.7	7.0	1.9	N/A	13.1
FY2026	9.2	9.1	4.3	N/A	14.1
PER(배)					
FY2024	7.7	18.2	94.0	25.5	12.3
FY2025	24.0	32.6	82.3	80.6	16.2
FY2026	11.9	23.9	34.6	40.3	14.0
PBR(배)					
FY2024	0.7	1.5	1.1	1.0	1.3
FY2025	1.1	2.3	1.5	N/A	N/A
FY2026	1.1	2.1	1.5	N/A	N/A
EV/EBITDA(배)					
FY2024	4.8	10.0	17.0	8.4	7.5
FY2025	7.4	17.1	14.8	N/A	N/A
FY2026	6.5	13.6	11.4	N/A	N/A

자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

주: 2025, 2026년 수치는 Bloomberg 추정치 기준

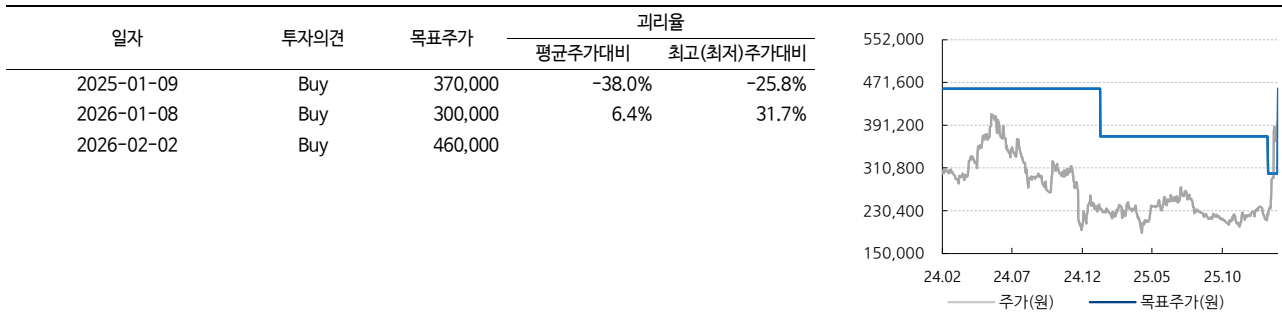
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,034	2,173	2,452	2,601	매출액	7,776	7,695	7,763	7,946
현금 및 현금성자산	98	240	522	619	증가율(%)	3.3	-1.0	0.9	2.4
단기금융자산	38	38	40	40	매출원가	7,156	7,092	7,109	7,252
매출채권	1,089	1,050	1,059	1,094	매출총이익	620	603	655	695
재고자산	758	793	776	791	판매비와관리비	350	352	346	354
비유동자산	2,690	3,458	3,288	3,240	연구개발비	24	-	-	-
유형자산	2,006	2,771	2,661	2,611	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	71	73	75	77	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,724	5,631	5,740	5,841	영업이익	271	251	309	341
유동부채	2,328	2,569	2,598	2,623	증가율(%)	26.9	-7.1	23.0	10.3
매입채무	770	646	699	723	영업이익률(%)	3.5	3.3	4.0	4.3
단기차입금	764	1,124	1,044	1,014	이자수익	4	8	16	18
유동성장기부채	154	154	154	154	이자비용	64	111	88	84
비유동부채	576	1,212	1,176	1,096	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	44	14	29	45
장기차입금	388	1,024	974	894	세전계속사업이익	213	111	189	249
부채총계	2,904	3,781	3,774	3,719	법인세비용	29	73	47	62
지배주주지분	1,459	1,461	1,543	1,655	세전계속이익률(%)	2.7	1.4	2.4	3.1
자본금	22	22	22	22	당기순이익	184	38	142	187
자본잉여금	404	404	404	404	순이익률(%)	2.4	0.5	1.8	2.4
이익잉여금	907	896	970	1,073	지배주주귀속 순이익	135	11	108	142
기타자본항목	127	140	148	156	기타포괄이익	141	13	8	8
비지배주주지분	361	388	422	467	총포괄이익	325	51	150	195
자본총계	1,820	1,850	1,965	2,122	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	655	443	853	741	주당지표 (원)				
당기순이익	184	38	142	187	EPS	31,089	2,499	24,992	32,901
유형자산감가상각비	267	274	380	335	BPS	337,125	337,656	356,552	382,359
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS	92,731	65,870	112,823	110,340
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	10,000	5,000	8,000	9,000
투자활동 현금흐름	-463	-1,225	-456	-470	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-235	-1,040	-270	-285	PER	7.7	151.1	15.1	11.5
무형자산의 처분(취득)	-33	-2	-2	-2	PBR	0.7	1.1	1.1	1.0
금융상품의 증감	-3	-	-	-	PCR	2.6	5.7	3.3	3.4
재무활동 현금흐름	-194	936	-168	-161	EV/EBITDA	4.1	7.0	4.7	4.5
단기금융부채의증감	-144	360	-80	-30	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	40	636	-50	-80	ROE	9.8	0.7	7.2	8.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	6.9	6.8	8.9	8.5
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	159.6	204.4	192.0	175.3
현금및현금성자산의증감	-3	142	282	98	순부채비율	64.3	109.4	82.0	66.1
기초현금및현금성자산	101	98	240	522	매출채권회전율(x)	7.6	7.2	7.4	7.4
기말현금및현금성자산	98	240	522	619	재고자산회전율(x)	10.4	9.9	9.9	10.1

자료 : 효성티앤씨, iM증권 리서치본부

효성티앤씨 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-