

Company Brief

2023-03-24

효성티앤씨(298020)

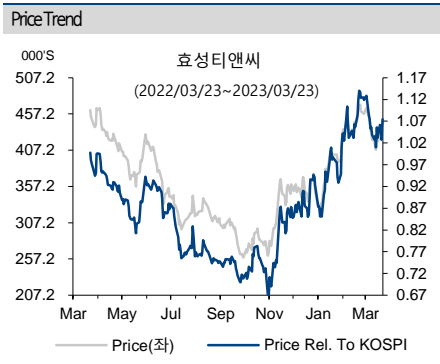
가동률과 재고 추이에서 증명되는 수요 회복

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	560,000 원(유지)
증가(2023/03/23)	441,500 원
상승여력	26.8 %

Stock Indicator	
자본금	22십억원
발행주식수	433만주
시가총액	1,911 십억원
외국인지분율	8.6%
52주 주가	259,000~470,000 원
60일평균거래량	39,694주
60일평균거래대금	16.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.1	20.3	58.8	-4.5
상대수익률	-5.5	15.5	52.9	6.8



FY	2021	2022	2023E	2024E
매출액(십억원)	8,596	8,883	8,668	8,507
영업이익(십억원)	1,424	124	346	504
순이익(십억원)	770	8	178	275
EPS(원)	178,008	1,871	41,189	63,650
BPS(원)	328,240	282,528	395,883	471,825
PER(배)	2.9	235.9	10.7	6.9
PBR(배)	1.6	1.6	1.1	0.9
ROE(%)	76.2	0.6	12.1	14.7
배당수익률(%)	9.6	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	2.0	8.6	4.3	3.0

1Q23 Preview: 영업이익 442 억원 흑자전환 예상 (컨센서스 220 억)

23년 1분기 동사 영업이익은 442 억원으로 흑자전환을 전망한다. 지난 분기 -433 억원원의 영업적자 및 시장 컨센서스 220 억원을 상회하는 수준인데, 이는 1)중국 내 수요 회복으로 스판덱스 판가가 상승했고, 2)지난 12월부터 급락했던 BDO 및 MDI 가격이 래깅 반영되며 동사 스프레드가 개선됨에 따라 섬유(스판덱스) 부문 호실적이 예상됨에 근거한다.

중국 가동률 및 재고 데이터에서 증명되는 수요 회복

스판덱스 시황은 연초 들어 빠르게 개선되는 분위기이다. 리오프닝에 따른 수요 회복 기대가 높아지며 중국 스판덱스 업체들이 가동률을 상향하고 있음에도, 전방에서 이를 흡수해주며 재고는 오히려 계속해서 소진되는 모습이다. 글로벌 수요가 전체적으로 위축되며 시황이 최악에 달했던 22년 7~8월 50일치 상회했던 중국 내 스판덱스 재고는 최근 30일 내외까지 감소했다. 여기서 특히 주목해야 할 부분은 22년 7~8월 평균 50~60%에 그쳤던 가동률이 23년 3월 현재 85%를 넘어서고 있다는 점이다. **공급 늘고 있음에도 오히려 재고는 소진되고 있는 추세가 전방수요 회복을 직간접적으로 증명해주고 있다는 판단이다**(그림 3 참고).

1월 바닥으로 뚜렷한 가격 반등세

수요 회복에 따라 스판덱스 가격도 연말~연초를 바닥으로 점진적인 반등세를 보이고 있다. **KITA 수출입 기준 22년 12월 kg당 6.7달러였던 스판덱스 가격은 1월 6.9달러, 2월 7.5달러 등으로 상승세가 두드러졌다**(그림 4 참고). 물론 동사 생산설비는 베트남과 중국, 터키 등에 위치하고 있어 실제 ASP는 국내 수출가격과 상이할 수 있다. 그러나 국내 수출은 물론 글로벌 시장에서도 동사는 40% 이상의 점유율을 확보하고 있는 최대 생산업체라는 것을 고려하면 그 레벨과 폭의 차이일 뿐, 실제 동사 판가의 방향성 자체는 동일할 것으로 파악된다.

목표주가 56만원 유지, 화학업종 Top Picks 유지

동사에 대한 목표주가를 56만원과 매수의견, 화학업종 Top Picks를 유지한다. 목표주가는 23년 BPS 추정치 395,883원에 글로벌 Peer 업체들의 평균 멀티플 PBR 1.4배를 적용하였다.

연초 이후 빠르게 회복되고 있는 스판덱스 시황에서 동사는 상반기 중 중국과 인도 증설공장 상업가동을 본격화함으로써 그 수혜강도를 더욱 확대할 수 있을 것으로 전망된다. 특히 지난해 계속된 업황 부진 속에서 적자를 면치 못하던 중국 2nd-Tier 업체들 중 상당 수는 계획되었던 증설 일정을 지연시키거나 이미 철화한 만큼 이번 회복 사이클에서 추가 플레이는 제한되겠다. 반대로 동사는 지난해 추가 생산설비 증설을 완료했던 만큼 늘어나는 수요를 흡수함으로써 점유율을 한번 더 확대할 수 있는 기회가 될 수 있다는 판단이다. 업사이클 초입 구간에서 경쟁사 대비 누릴 있는 수혜 강도가 큰 만큼, 경쟁사들의 평균 PBR을 적용하는 것은 무리가 없다는 판단이다. 참고로 PBR 1.4배는 18년 7월 분할 재상장 이후 스판덱스가 본격적인 초호황을 누리기 직전인 19년에 동사의 평균 멀티플 레벨이기도 하다.

표1. 효성티앤씨 목표주가 산정 PBR Valuation

(단위: 원, 배)	적용값	참고사항
2023년 예상 BPS	395,883	(A) 당사 추정치
Target PBR (배)	1.4	(B) 글로벌 Peer 4개사 평균 멀티플 (참고로 2019년 동사 평균 PBR 1.4배)
적정주가	558,195	
목표주가	560,000	목표주가 유지
현재주가	441,500	2023년 03월 23일 종가 기준
상승여력(%)	26.8%	

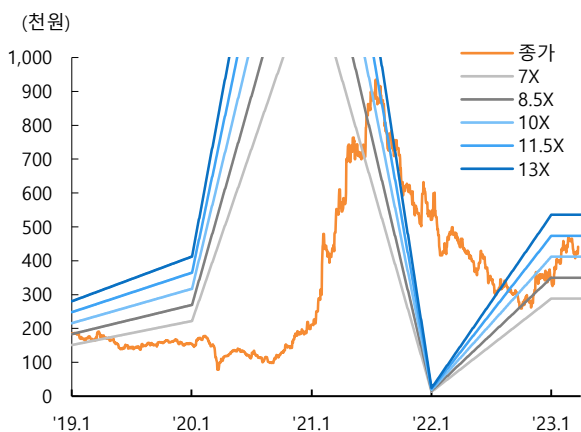
자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 효성티앤씨 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F
합계											
매출액	2,340.8	2,563.7	2,167.1	1,811.1	2,016.4	2,217.0	2,244.4	2,189.7	8,596.0	8,882.7	8,667.5
영업이익	190.1	87.5	-110.8	-43.3	44.2	85.6	105.7	111.0	1,423.7	123.5	346.5
영업이익률(%)	8.1%	3.4%	-5.1%	-2.4%	2.2%	3.9%	4.7%	5.1%	16.6%	1.4%	4.0%
섬유부문											
매출액	1,164.2	1,069.5	855.3	752.8	898.3	1,056.3	1,089.8	1,063.3	4,663.4	3,841.8	4,107.7
영업이익	161.3	44.4	-147.7	-59.6	18.4	57.7	78.2	83.2	1,341.2	-1.6	237.5
영업이익률(%)	13.9%	4.2%	-17.3%	-7.9%	2.0%	5.5%	7.2%	7.8%	28.8%	0.0%	5.8%
무역 등 기타											
매출액	1,176.6	1,494.2	1,311.8	1,058.3	1,118.1	1,160.7	1,154.6	1,126.3	3,932.7	5,040.9	4,559.8
영업이익	28.9	43.1	36.9	16.3	25.8	27.8	27.6	27.8	82.4	125.2	109.0
영업이익률(%)	2.5%	2.9%	2.8%	1.5%	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%	2.1%	2.5%	2.4%

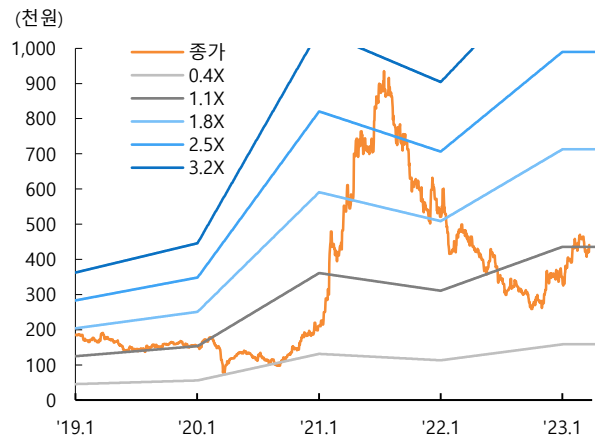
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 효성티앤씨 12M Forward 기준 PER 추이



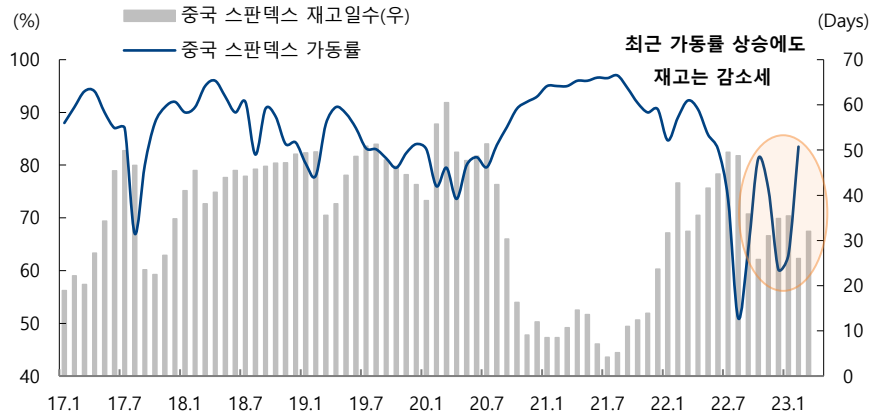
자료:하이투자증권 리서치본부

그림2. 효성티앤씨 12M Forward 기준 PBR 추이



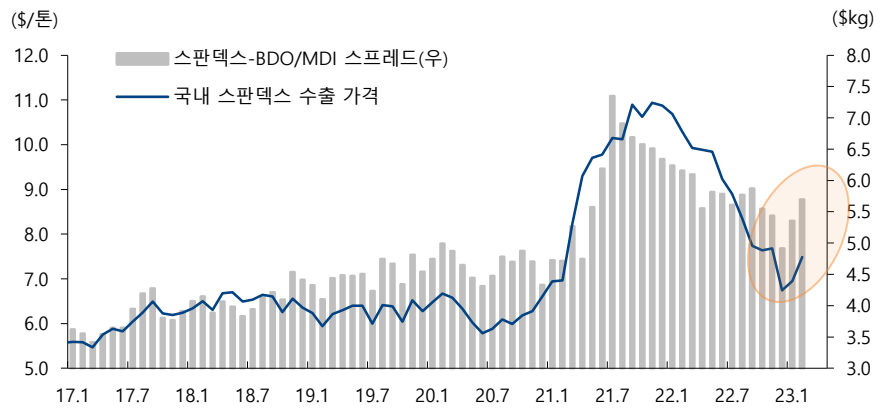
자료:하이투자증권 리서치본부

그림3. 중국 내 스판덱스 가동률 및 재고일수 추이



자료: CCFEI, 하이투자증권 리서치본부

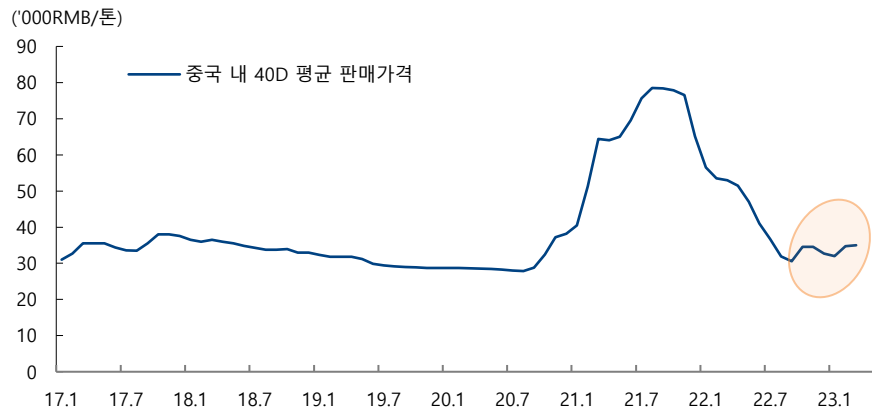
그림4. 스판덱스 가격 및 1개월 래깅 스프레드 추이



자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

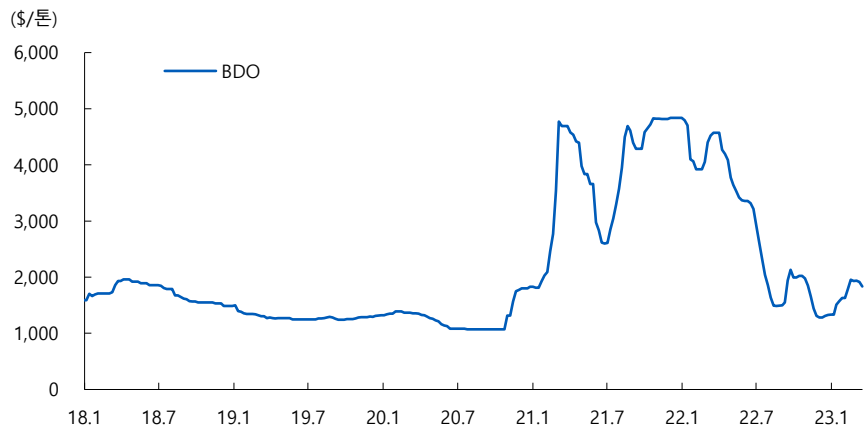
주: 동사는 PTMEG 자가생산하고 있어 BDO(75%), MDI(25%) 기준으로 스프레드 계산하였음

그림5. 중국 40D 기준 스판덱스 가격 추이



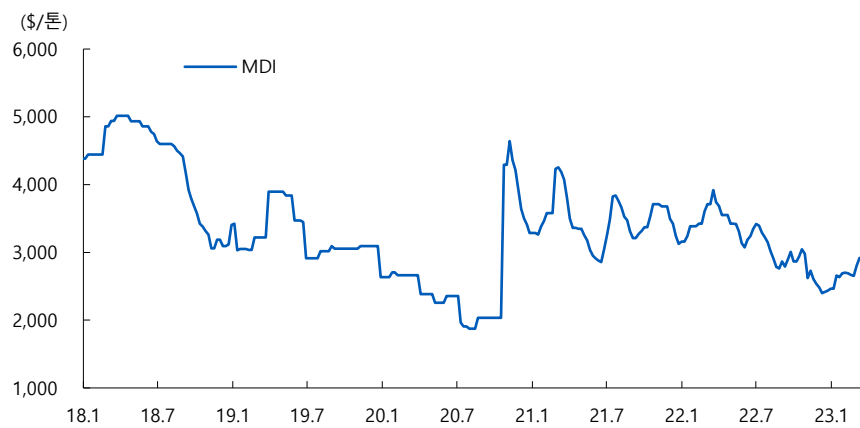
자료: CCFEI, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 스판덱스 주요 원재료 가격 추이: BDO



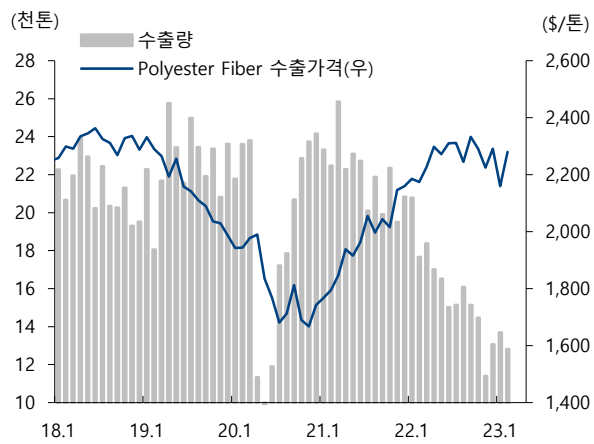
자료: 시스캠, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 스판덱스 주요 원재료 가격 추이: MDI



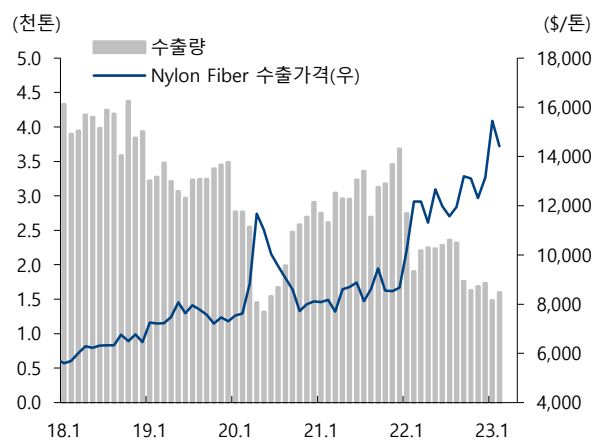
자료: 시스캠, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 폴리에스터 국내 수출기준 가격 추이



자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 나일론 국내 수출기준 가격 추이



자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

표3. 효성티앤씨 및 글로벌 Peer Valuation

(\$백만, %, 배)	효성티앤씨	Huafon Chemical	Zhejiang Haili	Indorama Venture	Far Eastern
시가총액(십억\$)	1.5	5.4	1.0	5.8	5.5
현지통화	KRW	CNY	CNY	THB	TWD
매출액					
2021A	7,511	4,398	786	14,651	8,550
2022F	7,038	3,749	839	18,356	8,941
2023F	6,255	4,086	970	17,030	8,921
영업이익					
2021A	1,244	1,428	102	1,318	419
2022F	80	3,535	60	1,840	509
2023F	271	4,657	107	1,287	512
EBITDA					
2021A	1,416	1,578	152	1,998	1,406
2022F	318	4,254	124	2,584	1,432
2023F	484	5,469	179	2,036	1,422
당기순이익					
2021A	673	1,231	89	823	347
2022F	5	442	52	1,275	330
2023F	149	580	90	828	304
OPM(%)					
2021A	16.6	32.5	13.0	9.0	4.9
2022F	1.1	13.9	7.1	10.0	5.7
2023F	4.3	16.8	11.0	7.6	5.7
ROE(%)					
2021A	76.2	51.9	18.7	17.9	4.7
2022F	0.5	13.7	10.1	23.8	4.5
2023F	13.4	15.6	15.1	13.5	4.2
PER(배)					
2021A	2.9	6.1	17.8	9.5	15.1
2022F	273.5	12.0	19.1	4.5	15.3
2023F	9.7	8.9	11.1	7.0	16.7
PBR(배)					
2021A	1.6	2.5	3.1	1.5	0.8
2022F	1.3	1.6	1.9	1.0	0.7
2023F	1.2	1.4	1.7	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)					
2021A	2.3	4.6	12.9	7.3	11.6
2022F	8.9	7.9	10.4	5.0	10.8
2023F	5.8	6.1	7.2	6.2	10.8

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

주: 시가총액 및 밸류에이션 지표는 2023년 3월 23일 종가 기준

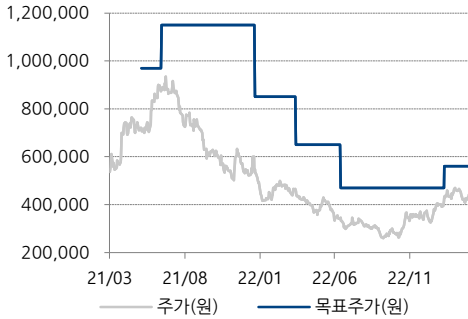
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2021	2022	2023E	2024E	(단위:십억원,%)	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	2,605	2,233	2,710	3,020	매출액	8,596	8,883	8,668	8,507
현금 및 현금성자산	144	190	716	1,065	증가율(%)	66.5	3.3	-2.4	-1.9
단기금융자산	37	33	30	27	매출원가	6,897	8,483	8,050	7,737
매출채권	1,360	1,066	1,041	1,021	매출총이익	1,699	400	617	769
재고자산	1,009	888	867	851	판매비와관리비	275	277	271	266
비유동자산	1,921	2,084	2,120	2,161	연구개발비	18	-	-	-
유형자산	1,557	1,696	1,706	1,742	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	27	32	37	37	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,526	4,317	4,830	5,181	영업이익	1,424	124	346	504
유동부채	2,250	2,213	2,240	2,214	증가율(%)	434.1	-91.3	180.5	45.3
매입채무	851	700	858	842	영업이익률(%)	16.6	1.4	4.0	5.9
단기차입금	747	897	797	812	이자수익	3	4	14	20
유동성장기부채	162	162	162	162	이자비용	33	39	35	35
비유동부채	513	589	539	519	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	30	16	12	12
장기차입금	334	410	360	340	세전계속사업이익	1,404	21	296	457
부채총계	2,763	2,802	2,780	2,733	법인세비용	396	8	73	113
자배주주지분	1,421	1,223	1,713	2,042	세전계속이익률(%)	16.3	0.2	3.4	5.4
자본금	22	22	22	22	당기순이익	1,008	13	223	344
자본잉여금	404	404	404	404	순이익률(%)	11.7	0.2	2.6	4.0
이익잉여금	971	936	1,071	1,304	자배주주귀속 순이익	770	8	178	275
기타자본항목	24	120	217	313	기타포괄이익	96	96	96	96
비자배주주지분	343	293	337	406	총포괄이익	1,104	110	319	441
자본총계	1,764	1,516	2,051	2,448	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2021	2022	2023E	2024E		2021	2022	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	643	2,068	2,038	1,959	주당지표(원)				
당기순이익	1,008	13	223	344	EPS	178,008	1,871	41,189	63,650
유형자산감가상각비	198	245	235	214	BPS	328,240	282,528	395,883	471,825
무형자산감가상각비	-	-	-	-	CFPS	223,809	58,592	95,458	113,061
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	50,000	10,000	10,000	10,000
투자활동 현금흐름	-369	-334	-197	-183	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-383	-385	-245	-250	PER	2.9	235.9	10.7	6.9
무형자산의 처분(취득)	2	-5	-5	-	PBR	1.6	1.6	1.1	0.9
금융상품의 증감	-34	-16	-19	-4	PCR	2.3	7.5	4.6	3.9
재무활동 현금흐름	-252	-1	-204	-59	EV/EBITDA	2.0	8.6	4.3	3.0
단기금융부채의증감	-247	150	-100	15	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	33	76	-50	-20	ROE	76.2	0.6	12.1	14.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	18.9	4.2	6.7	8.4
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	156.7	184.9	135.5	111.6
현금및현금성자산의증감	22	46	527	348	순부채비율	60.2	82.2	27.9	9.1
기초현금및현금성자산	122	144	190	716	매출채권회전율(x)	8.2	7.3	8.2	8.3
기말현금및현금성자산	144	190	716	1,065	재고자산회전율(x)	12.6	9.4	9.9	9.9

자료 : 효성티앤씨, 하이투자증권 리서치본부

효성티앤씨
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2021-05-26	Buy	970,000	1년	-37.9%	-3.6%
2021-07-06	Buy	1,150,000	1년	-51.7%	-18.7%
2022-01-12	Buy	850,000	1년	-56.7%	-37.5%
2022-04-05	Buy	650,000	1년	-44.8%	-27.7%
2022-07-05	Buy	470,000	1년	-26.1%	0.0%
2023-02-01	Buy	560,000	1년	-21.4%	-16.1%

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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 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.

(작성자 : 전 유 진)

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.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 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
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2022-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	97.8%	2.2%	-