

효성티앤씨 (298020.KS)

가뭄에 내린 단비

전 세계 스판덱스 수급 밸런스 견조한 가운데 유독 부진했던 중국에서도 수요 반등과 재고일수 감소 등 긍정적 시그널 나타나는 중. 3분기에 이어 4분기에도 시장 기대치에 부합하는 실적 흐름 이어갈 전망

Analyst 최영광
02)2229-6755, yk.choi@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

점차 늘어나는 업황 개선 시그널

2025년 스판덱스 수급 밸런스 개선 따라 실적 개선 이어갈 전망. 유독 가격 흐름이 부진했던 중국에서도 수요가 반등하며 재고일수 감소하기 시작. 전방 상황 역시 긍정적. 원단 업체들의 가동률은 상승하는데 재고는 역사적 최저치로 낮아져 있어 추가 수요 개선 여력도 큼. 투자의견 Buy 및 목표주가 42만원 유지

3분기에 이어 4분기에도 시장 기대치 부합할 전망

3분기 영업이익 676억원(-20.1% q-q, 영업이익률 3.5%) 기록하며 시장 컨센서스를 소폭 상회. [섬유] 영업이익 408억원(-35.9% q-q, 영업이익률 5.1%) 기록. 3분기 중국 스판덱스 가격 하락 폭(-6% q-q)과 달리 동사 스판덱스 판가는 전분기 대비 낮은 한 자릿수 감소하는데 그쳐 선방. 다만, PTMEG 가격 하락세가 가팔랐던 점이 q-q 감익 주요인. [무역/기타] 영업이익 268억원(+28.2% q-q, 영업이익률 2.3%) 기록. 안정적 철강 판매 속 2분기의 일회성 비용(대손상각금 약 50억원) 소멸로 전분기 대비 개선

4분기 영업이익 682억원(영업이익률 3.7%)으로 컨센서스(677억원) 부합 전망. [섬유] 영업이익 491억원(+20.5% q-q, 영업이익률 6.3%) 전망. 1개월 래깅 BDO 가격은 톤당 3분기 1,233달러에서 4분기 1,040달러(-15.6% q-q)로 감소 예상. 낮아진 원가 반영으로 스판덱스 수익성 견조할 것. 10월부터 중국 수요 반등 나타난 점 고려하면 4분기 판매량도 증가(+9% q-q)할 것. [무역/기타] 계절적 비수기 영향으로 영업이익 190억원(영업이익률 1.8%) 전망

Buy (유지)

목표주가 420,000원 (유지)
현재가 (24/10/31) 308,500원

업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,556.15 / 743.06
시가총액(보통주)	1,335.1십억원
발행주식수(보통주)	4.3백만주
52주 최고가('24/05/17)	412,000원
최저가('24/09/20)	265,000원
평균거래대금(60일)	5,184백만원
배당수익률(2024E)	3.24%
외국인지분율	14.8%
주요주주	
효성 외 11 인	41.6%
국민연금공단	9.1%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	2.2 -16.2 -13.6
상대수익률 (%p)	10.7 -11.7 -23.0

효성티앤씨 3분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P					4Q24E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	1,970	1,767	1,880	1,983	1,936	-1.7	-2.3	1,903	1,914	1,835
영업이익	51	29	76	85	68	33.7	-20.1	64	64	68
영업이익률	2.6	1.6	4.0	4.3	3.5			3.4	3.3	3.7
세전이익	20	34	54	66	42	113.0	-36.6	40	42	42
(지배)순이익	11	31	46	43	23	104.0	-46.9	20	29	19

자료: 효성티앤씨, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	7,527	7,633	7,690	7,950
증감률	-15.3	1.4	0.7	3.4
영업이익	213	296	350	369
증감률	72.7	38.9	17.9	5.6
영업이익률	2.8	3.9	4.5	4.6
(지배지분)순이익	93	129	173	193
EPS	21,535	29,723	39,861	44,645
증감률	704.0	38.0	34.1	12.0
PER	16.9	10.4	7.7	6.9
PBR	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	6.6	5.2	4.7	4.4
ROE	7.5	9.8	12.1	12.3
부채비율	159.5	155.5	142.1	129.3
순차입금	1,190	1,155	1,108	992

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

효성티앤씨는 스판덱스 생산기업으로 시장 점유율 약 30%를 차지하며 글로벌 1위 지위를 유지. 사업부문은 스판덱스와 PTA, 나일론 원사 등을 생산하는 섬유와 화학, 철강 제품 등을 트레이딩하는 무역 및 기타로 구분. 2019~2021년 평균 매출액 비중은 섬유 48%, 무역 및 기타 52%. 영업이익 비중은 섬유 부문 94%, 무역 6%로 구성. 2022년에는 대규모 증설 및 수요 부진으로 섬유 부문 영업적자 기록했으나, 2023~2024년 스판덱스 업황 개선으로 실적 개선세 시현할 것

Share price drivers/Earnings Momentum

- 견조한 수요 및 제한적인 증설에 따른 스판덱스 가격 상승
- 원재료 BDO 가격 약세 장기화로 인한 스프레드 개선
- 글로벌 섬유 수요 증가 및 스판덱스 혼용률 상승으로 인한 수요 성장률 확대

Downside Risk

- 글로벌 경기 둔화, 섬유 수요 감소로 인한 스판덱스 수요 부진
- 대규모 증설로 인한 스판덱스 공급 과잉 국면 진입
- BDO 가격 급등으로 인한 스판덱스 스프레드 축소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Huafon Chem	12.2	10.6	1.4	1.2	11.4	11.8
Yantai Tayho	28.4	20.1	1.1	1.1	3.9	5.4

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	130.7	16.9	10.4	7.7	6.9
PBR	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE	0.9	7.5	9.8	12.1	12.3
ROIC	0.8	5.9	8.3	10.0	10.0

자료: NH투자증권 리서치본부

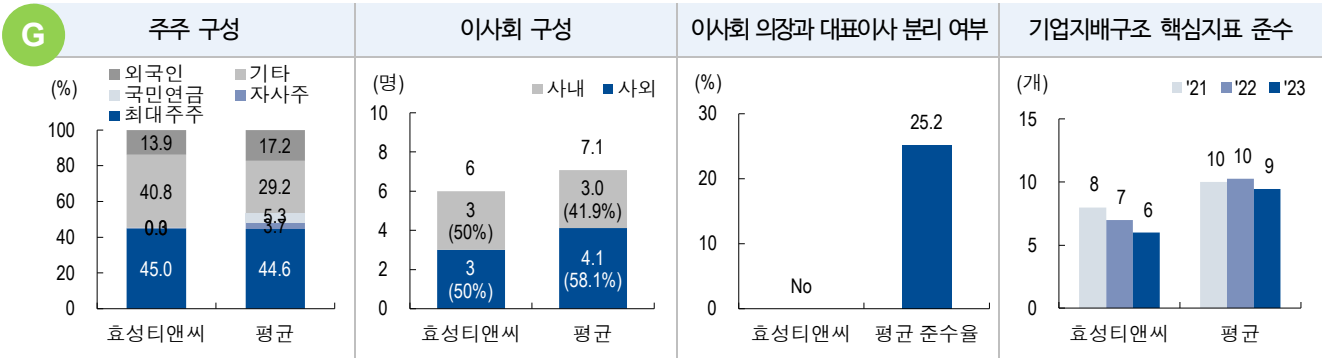
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

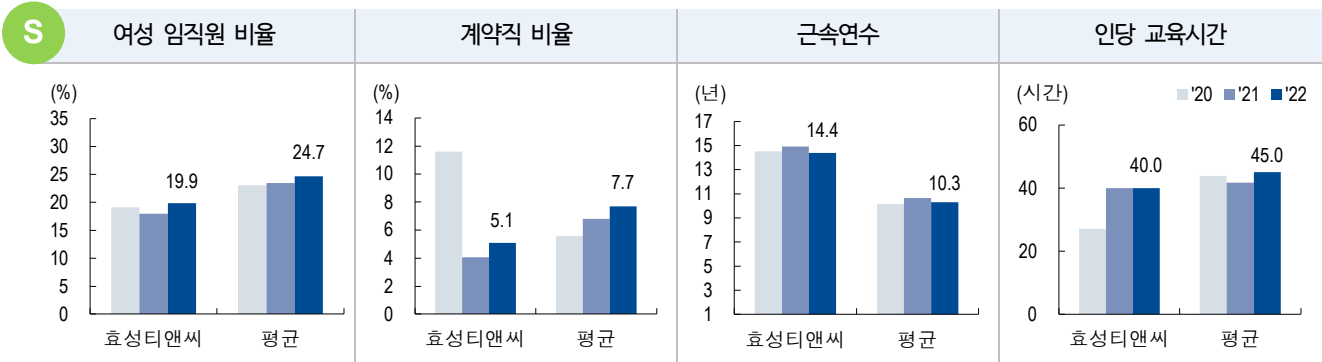
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	N/A	N/A	N/A	3,359	5,983	5,162	8,596	8,883	7,527
영업이익	N/A	N/A	N/A	125	323	267	1,424	124	213
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	3.7	5.4	5.2	16.6	1.4	2.8
세전이익	N/A	N/A	N/A	48	230	224	1,404	31	123
순이익	N/A	N/A	N/A	31	122	168	1,008	19	99
자배지분순이익	N/A	N/A	N/A	21	93	137	770	12	93
EBITDA	N/A	N/A	N/A	229	524	478	1,622	361	461
CAPEX	N/A	N/A	N/A	177	207	54	383	414	261
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	-61	142	511	260	-121	341
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	8,492	21,510	31,610	178,008	2,678	21,535
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	93,276	112,984	138,867	328,240	282,528	294,531
DPS(원)	N/A	N/A	N/A	1,000	2,000	5,000	50,000	10,000	10,000
순차입금	N/A	N/A	N/A	1,792	1,740	1,238	1,097	1,506	1,190
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	5.3	20.9	25.1	76.2	0.9	7.5
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	8.9	9.8	46.1	0.8	5.9
배당성향(%)	N/A	N/A	N/A	20.3	9.3	15.8	28.0	372.3	46.3
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.5	1.3	2.4	9.6	2.9	2.7
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	368.0	298.5	173.0	62.2	99.3	75.8

자료: 효성티앤씨, NH투자증권 리서치본부

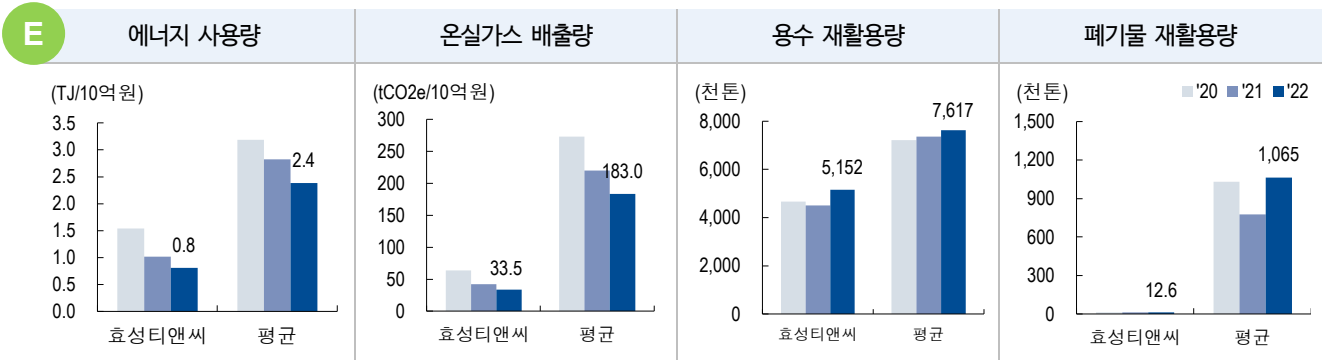
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 효성티앤씨, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 효성티앤씨, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상
 자료: 효성티앤씨, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	2022.12	- 온실가스 배출량 50% 이하 배출에 대한 할당 취소 사유 통보서 기한 내 미제출로 환경부가 과태료 200만원 부과
	2023.4	- 세계 최초로 옥수수 추출물로 만든 바이오 스판덱스 'Creora Bio-based' 개발
S	2022.4	- 생산공정 중 물질안전보건자료 경고표시 미부착해 노동부로부터 과태료 1,400만원 부과
G	2018.6	- (주)효성의 섬유 및 무역 사업부문 인적분할해 효성티앤씨 신설
	2018.7	- 2018년 7월 13일 유가증권시장에 재생장

자료: 효성티앤씨, NH투자증권 리서치본부

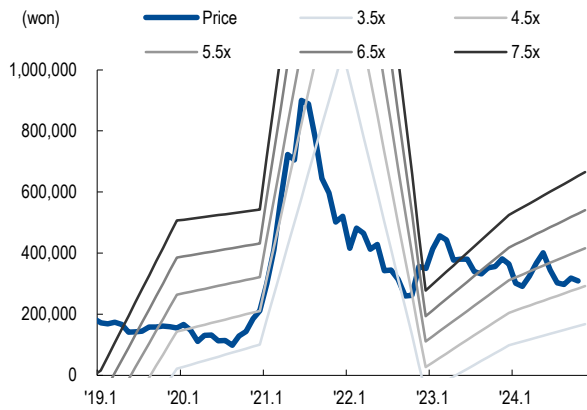
표1. 효성티앤씨 목표주가 산정

(단위: 배, 천주, 십억원, 원)

	'25F EBITDA	Multiple	적정가치	비고
영업부문가치	598	5.5	3,288	'25년 Huafon Chemical EVEBITDA(2024년 누적)
투자자산가치			24	타법인출자 금액 및 자사주
기업가치			3,312	
- 순차입금			1,108	'25년 추정 순차입금
- 비지배주주지분 자본총계			369	'25년 추정 비지배주주지분 자본총계
NAV			1,835	
보통주 발행주식 수(천주)			4,328	
주당 NAV			424,037	
목표주가(원)			420,000	

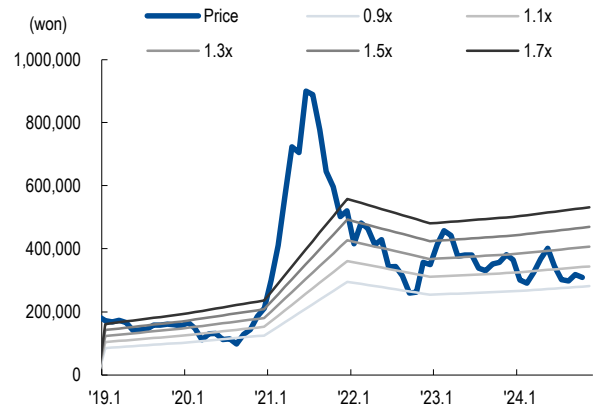
자료: 효성티앤씨, NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 효성티앤씨 12M Trailing EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 효성티앤씨 12M Trailing PBR Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 효성티앤씨 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	7,527	7,633	7,690	7,950
	- 수정 전	-	7,591	7,634	7,868
	- 변동률	-	0.6	0.7	1.0
영업이익	- 수정 후	213	296	350	369
	- 수정 전	-	291	346	366
	- 변동률	-	1.9	0.9	0.9
영업이익률(수정 후)		2.8	3.9	4.5	4.6
EBITDA		461	545	598	618
(지배지분)순이익		93	129	173	193
EPS	- 수정 후	21,535	29,723	39,861	44,645
	- 수정 전	-	28,904	39,420	44,209
	- 변동률	-	2.8	1.1	1.0
PER		16.9	10.4	7.7	6.9
PBR		1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA		6.6	5.2	4.7	4.4
ROE		7.5	9.8	12.1	12.3

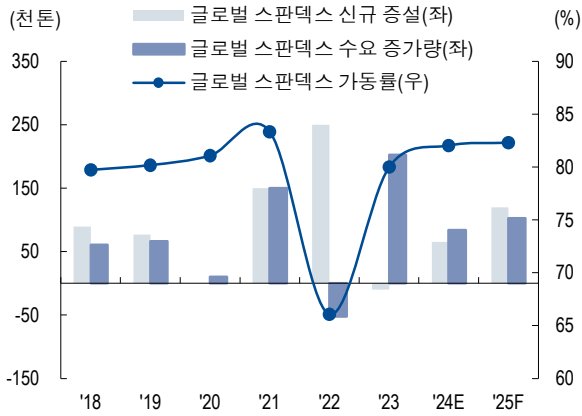
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 효성티앤씨 분기 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025F
매출액	1,861	1,929	1,970	1,767	1,880	1,983	1,936	1,835	7,527	7,633	7,690
섬유	778	798	784	730	766	822	795	777	3,090	3,159	3,284
무역/기타	1,083	1,131	1,186	1,037	1,114	1,161	1,142	1,058	4,437	4,474	4,406
영업이익	69	65	51	29	76	85	68	68	213	296	350
섬유	45	42	41	29	56	64	41	49	157	209	282
무역/기타	24	23	10	0	20	21	27	19	57	87	67
영업이익률	3.7	3.3	2.6	1.6	4.0	4.3	3.5	3.7	2.8	3.9	4.5
섬유	5.8	5.2	5.2	4.0	7.3	7.8	5.1	6.3	5.1	6.6	8.6
무역/기타	2.3	2.0	0.8	0.0	1.8	1.8	2.3	1.8	1.3	1.9	1.5

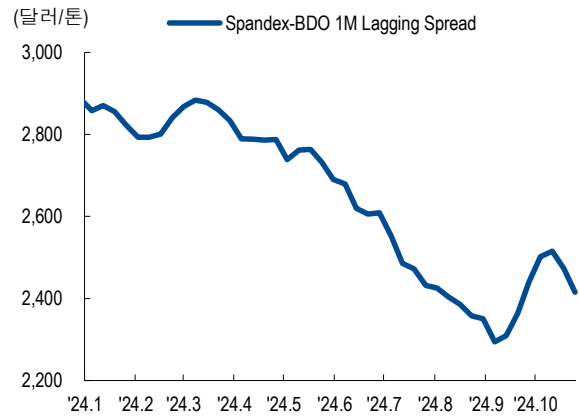
주: IFRS 연결기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. 글로벌 스판덱스 수급 상황 견조



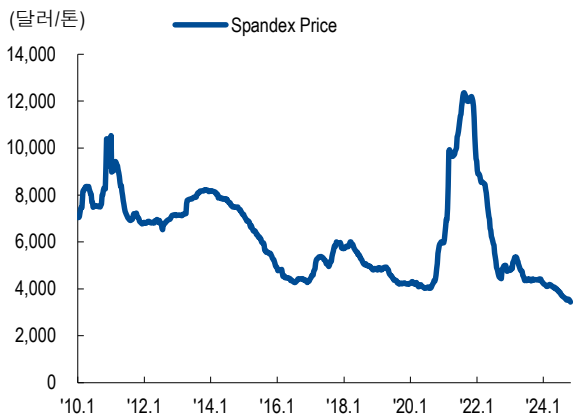
자료: Mysteel Data, NH투자증권 리서치본부

그림4. 중국 스판덱스 래깅 스프레드



자료: Mysteel Data, Cischem, NH투자증권 리서치본부

그림5. 중국 스판덱스 가격은 역사적 최저치



자료: Mysteel Data, NH투자증권 리서치본부

그림6. 중국 스판덱스 재고일수 10월 들어 급감



자료: 산업자료, NH투자증권 리서치본부

그림7. 전방 원단 업체 가동률 상승세



자료: Mysteel Data, NH투자증권 리서치본부

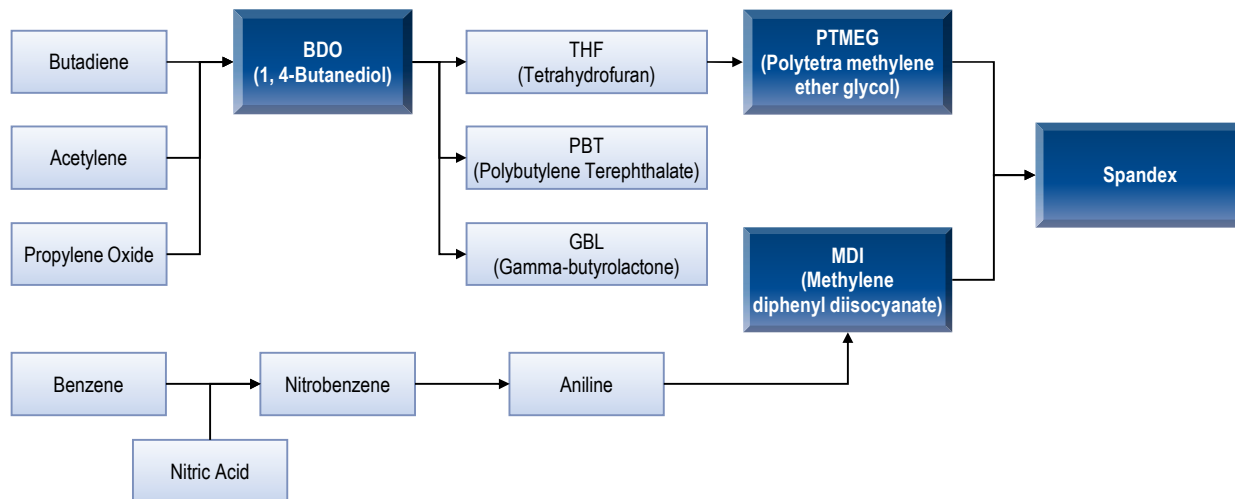
그림8. 전방 원단업체 최종재 재고일수 역사적 최저치



자료: Mysteel Data, NH투자증권 리서치본부

Appendix. 용어 설명 및 스판덱스 밸류체인

제품명(약어)	설명
BDO	1, 4-Butanediol(부탄디올). 중간 원료로 스판덱스가 최대 수요처. 전자제품용 폴리머(PBT), 용제(GBL) 제조에도 사용
PTMEG	Polytetra Methylene Ether Glycol. 폴리우레탄계 중간 원료. 효성티앤씨는 PTMEG를 자급화해, BDO를 원료로 사용
MDI	Methylene Diphenyl Diisocyanate. 폴리우레탄계 주요 원료. 건축 단열재, 자동차용 및 패션 섬유용 우레탄 폼 등에 사용
Spandex	스판덱스는 가볍고 우수한 신축성을 지닌 합성섬유. 수영복, 운동복 등을 넘어 최근 정장, 청바지, 겹옷 등 사용처 확대 중



자료: NH투자증권 리서치본부

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	7,527	7,633	7,690	7,950
증감률 (%)	-15.3	1.4	0.7	3.4
매출원가	6,996	6,975	6,998	7,075
매출총이익	531	658	692	874
Gross 마진 (%)	7.1	8.6	9.0	11.0
판매비와 일반관리비	318	362	343	505
영업이익	213	296	350	369
증감률 (%)	72.7	38.9	17.9	5.6
OP 마진 (%)	2.8	3.9	4.5	4.6
EBITDA	461	545	598	618
영업외손익	-90	-93	-77	-60
금융수익(비용)	-133	-128	-112	-96
기타영업외손익	43	35	36	37
중속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
세전계속사업이익	123	204	273	310
법인세비용	24	43	57	68
계속사업이익	99	161	216	242
당기순이익	99	161	216	242
증감률 (%)	414.5	62.9	34.1	12.0
Net 마진 (%)	1.3	2.1	2.8	3.0
지배주주지분 순이익	93	129	173	193
비지배주주지분 순이익	6	32	43	48
기타포괄이익	3	0	0	0
총포괄이익	102	161	216	242

Valuations/profitability/stability				
	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	16.9	10.4	7.7	6.9
PBR(X)	1.2	1.0	0.9	0.8
PCR(X)	3.8	2.5	2.2	2.2
PSR(X)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(X)	6.6	5.2	4.7	4.4
EV/EBIT(X)	14.4	9.5	8.0	7.4
EPS(W)	21,535	29,723	39,861	44,645
BPS(W)	294,531	314,281	344,170	378,843
SPS(W)	1,739,25	1,763,77	1,776,89	1,837,00
자기자본이익률(ROE, %)	7.5	9.8	12.1	12.3
총자산이익률(ROA, %)	2.4	3.8	4.9	5.2
투자자본이익률(ROIC, %)	5.9	8.3	10.0	10.0
배당수익률(%)	2.7	3.2	3.2	3.2
배당성장률(%)	46.3	33.6	25.0	22.3
총현금배당금(십억원)	43	43	43	43
보통주 주당배당금(W)	10,000	10,000	10,000	10,000
순부채(현금)/자기자본(%)	75.8	68.5	59.6	48.2
총부채/자기자본(%)	159.5	155.5	142.1	129.3
이자발생부채	1,312	1,360	1,358	1,356
유동비율(%)	98.6	102.7	108.9	118.0
총발행주식수(mn)	4	4	4	4
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	365,000	308,500	308,500	308,500
시가총액(십억원)	1,580	1,335	1,335	1,335

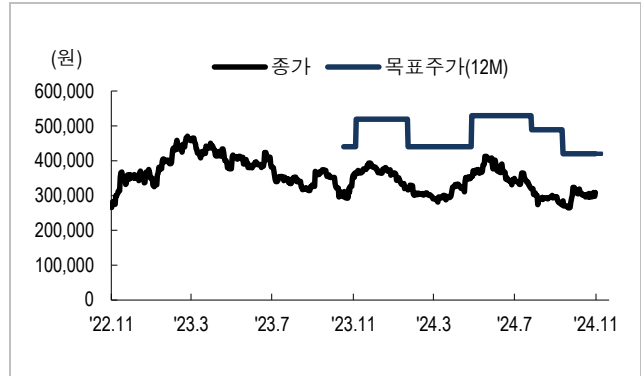
Statement of financial position				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	101	164	209	322
매출채권	838	905	950	998
유동자산	1,856	2,038	2,188	2,400
유형자산	1,775	1,812	1,849	1,850
투자자산	61	77	81	85
비유동자산	2,214	2,271	2,312	2,318
자산총계	4,070	4,309	4,500	4,718
단기성부채	892	927	933	938
매입채무	604	635	641	647
유동부채	1,882	1,984	2,009	2,034
장기성부채	420	433	425	418
장기충당부채	6	6	6	7
비유동부채	620	638	632	627
부채총계	2,502	2,622	2,642	2,661
자본금	22	22	22	22
자본잉여금	404	404	404	404
이익잉여금	828	913	1,043	1,193
비지배주주지분	294	326	369	418
자본총계	1,569	1,686	1,859	2,057

Cash flow statement				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	602	369	386	418
당기순이익	99	161	216	242
+ 유/무형자산상각비	248	248	248	248
+ 중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	6	6	6	6
Gross Cash Flow	413	535	597	618
- 운전자본의증가(감소)	291	-46	-84	-77
투자활동 현금흐름	-184	-311	-295	-260
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-261	-285	-285	-250
+ 투자자산의매각(취득)	8	-16	-5	-4
Free Cash Flow	341	84	101	168
Net Cash Flow	418	58	90	159
재무활동 현금흐름	-420	5	-45	-45
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-420	5	-45	-45
현금의증가	-2	63	45	113
기말현금 및 현금성자산	101	164	209	322
기말 순부채(순현금)	1,190	1,155	1,108	992

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.09.13	Buy	420,000원(12개월)	-	-
2024.07.29	Buy	490,000원(12개월)	-40.4%	-34.7%
2024.04.29	Buy	530,000원(12개월)	-31.5%	-22.3%
2024.01.23	Buy	440,000원(12개월)	-29.3%	-19.4%
2023.11.06	Buy	520,000원(12개월)	-29.8%	-24.4%
2023.10.18	Buy	440,000원(12개월)	-26.1%	-17.2%

효성티앤씨 (298020.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 9월 30일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.0%	15.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '효성티앤씨'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.