



# 효성티앤씨 (298020)

1Q24 글로벌 운임 상승에 따른 수혜 가능성

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

**Buy** (유지)

목표주가(하향): 430,000원

현재 주가(1/29)	328,000원
상승여력	▲31.1%
시가총액	14,195억원
발행주식수	4,328천주
52 주 최고가 / 최저가	470,000 / 292,500원
90 일 일평균 거래대금	58.41억원
외국인 지분율	10.4%

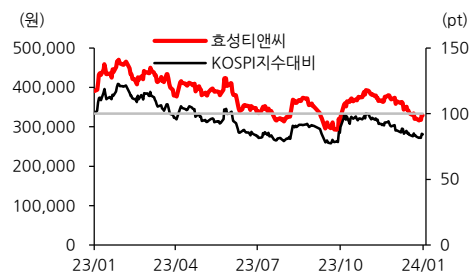
주주 구성	
효성 (외 13 인)	45.0%
국민연금공단 (외 1 인)	11.7%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-10.1	0.6	-1.9	-16.1
상대수익률(KOSPI)	-4.3	-8.0	2.2	-16.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	8,883	7,527	7,031	7,259
영업이익	124	213	306	429
EBITDA	361	468	589	713
지배주주순이익	12	93	146	224
EPS	2,678	21,595	33,808	51,954
순차입금	1,528	1,241	1,130	1,012
PER	130.7	19.9	9.7	6.3
PBR	1.2	1.5	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.4	6.6	4.3	3.4
배당수익률	2.9	2.3	3.7	5.5
ROE	0.9	7.5	11.0	15.3

## 주가 추이



## 4Q23 영업이익 290억원(컨센 대비 -35%)

효성티앤씨 4Q 영업이익은 290억원을 기록해 최근 낮아진 컨센서스 444억원을 -35% 하회했다. 스판텍스와 나일론/폴리, 그리고 기타부문에서 각각 일회성 비용이 반영된 것으로 파악된다. 당초 4Q23 원재료 가격이 급격히 하락함에 따라 스판텍스 수익성이 개선될 것으로 예상했으나, 부진한 수요 때문에 스프레드는 오히려 Low single% 하락한 것으로 파악된다.

## 글로벌 운임강세 시기 빛나는 생산지역 다변화

효성티앤씨 1Q24 영업이익은 432억원으로 QoQ +49% 개선될 전망이다. 일회성 비용 제거와 더불어 글로벌 해상 운임 상승이 동사에게 유리하게 작용할 것이기 때문이다. 글로벌 해상 운임은 12월 대비 +116% 급등했으며, 운송기간 또한 증가했다. 그 결과 중국 외 지역의 전방 업체들은 소재 조달을 로컬 공급사로 대체하고 있다. 그러나 스판텍스의 경우 Top tier 업체중 중국 외 지역에 생산설비를 갖춘 업체는 효성티앤씨가 유일하다. 동사는 중국뿐만 아니라 베트남, 브라질, 인도, 튀르키예 등 생산설비가 다변화되어 있기에 글로벌 운임 상승에 의한 ASP 상승 및 로컬 수요 증가에 따른 수혜를 기대할 수 있을 전망이다.

## 관건은 전반적인 경기 회복

효성티앤씨에 대한 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 45만원 → 43만원으로 하향조정한다. 해상운임 상승에 따른 단기 수혜 가능성은 긍정적으로 평가하나, 예상보다도 부진했던 4Q 업황을 감안해 '24년 EBITDA 전망치를 -10% 하향했다. Target Multiple은 중국 peer 업체인 화평의 EV/EBITDA 5.1배를 적용했다. 다만, 기존 투자포인트였던 1) 2024년 스판텍스 증설은 화평(4.5만톤), 화하이(4만톤)로 수요 증가 대비 제한될 것이란 점과 2) 중국 BDO/PTMG 증설에 따른 원가 하락은 여전히 유효하기 때문에 향후 업황 변화에 따라 실적 추정치를 조정할 계획이다. 따라서, 1분기 스판텍스 가동률과 재고 수준, 그리고 스프레드 등을 종합하여 업황 바닥 혹은 반등을 확인한 뒤 투자하는 전략을 추천한다.

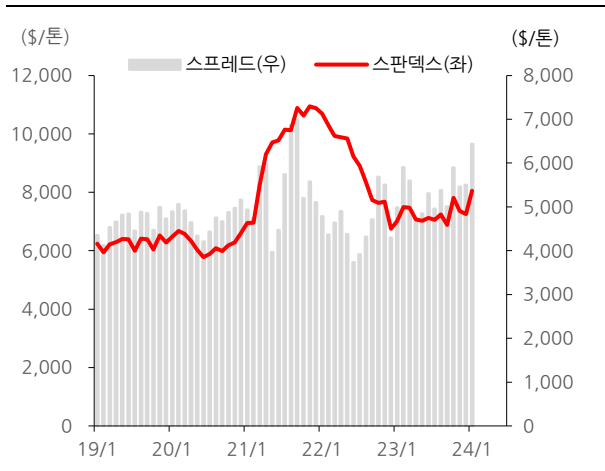
[표1] 효성티앤씨 2023년 4분기 실적

(단위: 십억 원)

	4Q22	3Q23	4Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	1,811.1	1,969.6	1,767.0	1,703.1	1,884.3	-2.4%	-10.3%	3.8%	-6.2%
영업이익	-43.2	50.6	29.0	53.8	44.4	후자전환	-42.7%	-46.1%	-34.7%
순이익	-7.0	5.9	35.5	46.7	31.7	후자전환	500.1%	-24.0%	11.9%
영업이익률	-2.4%	2.6%	1.6%	3.2%	2.4%	4.0%pt	-0.9%pt	-1.5%pt	-0.7%pt
순이익률	-0.4%	0.3%	2.0%	2.7%	1.7%	2.4%pt	1.7%pt	-0.7%pt	0.3%pt

자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 스판덱스 가격 및 마진(2m lag) 추이



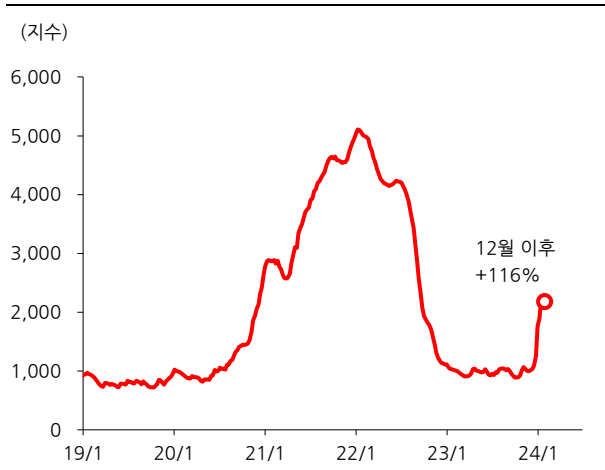
자료: KITA, Ciscem, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 2024년 중국 BDO 증설 프로젝트(+209만톤)

업체명	생산능력(천톤)	가동 시기
Wanhua Chemical	50	1Q24
Yuxin Huizhou	120	1Q24
Shanxi Tongde	240	2Q24
Junzheng Chemical	300	2Q24
Ningxia Weiyuan	120	2Q24
Ningxia Guanneng Chemical	272	2H24
Xinjiang Xinye	140	2H24
Zhongjing Petrochemical	300	2H24
Shuguang Lvhu	100	2H24
Wuhai Guangjin	300	4Q24
Sichuan Yongying	150 (Phase I)	End 2024

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

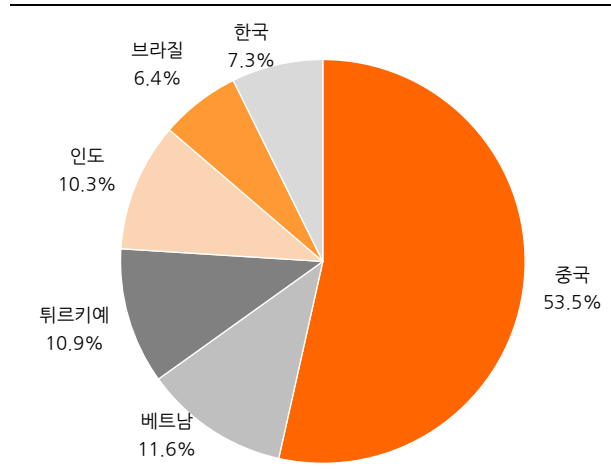
[그림3] 운임 상승으로 로컬 공급사 수요 증가



주: SCFI지수

자료: Clarksons, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국가별 효성티앤씨 생산 Capa 분포



자료: 효성티앤씨, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 효성티앤씨 실적 추이 및 전망

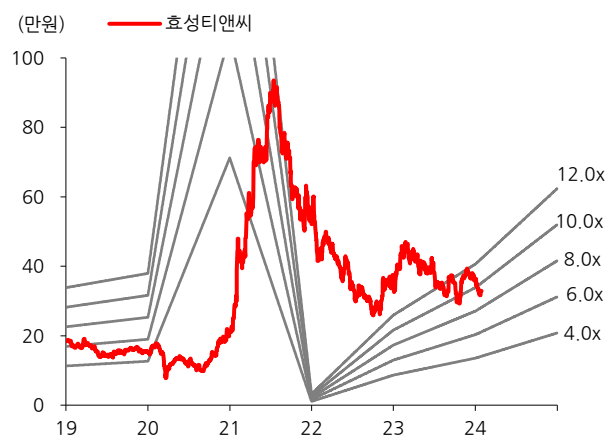
(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,861.1	1,929.3	1,969.6	1,767.0	1,668.8	1,763.6	1,834.6	1,763.9	7,526.9	7,030.9	7,258.9
QoQ(%)	2.8%	3.7%	2.1%	-10.3%	-5.6%	5.7%	4.0%	-3.9%			
YoY(%)	-20.5%	-24.7%	-9.1%	-2.4%	-10.3%	-8.6%	-6.9%	-0.2%	-15.3%	-6.6%	3.2%
섬유	777.8	798.1	783.8	729.8	724.1	776.5	787.0	756.5	3,089.5	3,044.1	3,122.0
스판덱스/PTMG	565.4	541.5	535.7	534.0	510.0	562.3	567.8	537.9	2,176.7	2,178.1	2,239.5
나일론/폴리에스터	212.4	243.7	263.8	216.9	214.1	214.2	219.2	218.6	936.8	866.0	882.5
무역+기타	1,083.2	1,131.2	1,185.8	1,037.2	944.8	987.1	1,047.5	1,007.4	4,437.4	3,986.8	4,136.9
영업이익	69.3	64.5	50.6	29.0	43.2	77.0	97.8	87.7	213.5	305.6	428.8
영업이익률(%)	3.7%	3.3%	2.6%	1.6%	2.6%	4.4%	5.3%	5.0%	2.8%	4.3%	5.9%
QoQ(%)	흑전	-7.0%	-21.6%	-42.7%	49.1%	78.1%	27.0%	-10.3%			
YoY(%)	-63.5%	-26.2%	흑전	흑전	-37.7%	19.4%	93.2%	202.3%	72.7%	43.2%	40.3%
섬유	45.0	41.5	41.1	29.3	36.9	64.6	84.8	75.1	156.9	261.5	355.0
영업이익률(%)	5.8%	5.2%	5.2%	4.0%	5.1%	8.3%	10.8%	9.9%	5.1%	8.6%	11.4%
스판덱스/PTMG	54.4	42.9	46.3	45.4	49.6	74.0	86.2	76.8	189.0	286.5	359.7
나일론/폴리에스터	-9.4	-1.4	-5.2	-16.1	-12.7	-9.3	-1.3	-1.7	-32.1	-25.1	-4.7
무역+기타	24.4	23.0	9.5	-0.3	6.3	12.4	12.9	12.5	56.6	44.2	73.8
영업이익률(%)	2.3%	2.0%	0.8%	0.0%	0.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%	1.1%	1.8%
당기순이익	37.5	19.8	5.9	35.5	17.5	41.8	56.8	49.5	98.7	165.6	254.5
지배순이익	31.9	18.9	11.1	31.3	15.4	36.8	50.0	43.6	93.2	145.9	224.2
순이익률(%)	1.7%	1.0%	0.6%	1.8%	0.9%	2.1%	2.7%	2.5%	1.2%	2.1%	3.1%

주: 섬유 사업부 내 스판덱스 및 NY/PET 실적은 한화투자증권 추정치

자료: 효성티앤씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 효성티앤씨 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 효성티앤씨 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

### 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	8,596	8,883	7,527	7,031	7,259
매출총이익	1,699	432	515	586	718
영업이익	1,424	124	213	306	429
EBITDA	1,622	361	468	589	713
순이자손익	-29	-52	-79	-76	-75
외화관련손익	-27	-52	-20	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,404	31	123	230	353
당기순이익	1,008	19	99	166	254
지배주주순이익	770	12	93	146	224
증가율(%)					
매출액	43.7	3.3	-15.3	-6.6	3.2
영업이익	340.9	-91.3	72.7	43.2	40.3
EBITDA	209.4	-77.8	29.6	26.0	21.0
순이익	726.0	-98.1	414.5	67.8	53.7
이익률(%)					
매출총이익률	19.8	4.9	6.8	8.3	9.9
영업이익률	16.6	1.4	2.8	4.3	5.9
EBITDA 이익률	18.9	4.1	6.2	8.4	9.8
세전이익률	16.3	0.3	1.6	3.3	4.9
순이익률	11.7	0.2	1.3	2.4	3.5

### 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	643	293	683	445	509
당기순이익	1,008	19	99	166	254
자산상각비	198	237	254	284	284
운전자본증감	-786	171	321	8	-7
매출채권 감소(증가)	-514	393	104	11	-8
재고자산 감소(증가)	-623	100	223	8	-6
매입채무 증가(감소)	413	-238	-10	-10	8
투자현금흐름	-369	-363	-290	-293	-340
유형자산처분(취득)	-383	-408	-289	-276	-323
무형자산 감소(증가)	2	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-2
재무현금흐름	-252	29	-288	-43	-52
차입금의 증가(감소)	-225	297	-214	0	0
자본의 증가(감소)	-27	-270	-43	-43	-52
배당금의 지급	-27	-270	-43	-43	-52
총현금흐름	1,248	404	433	437	516
(-)운전자본증감(감소)	585	-58	-291	-8	7
(-)설비투자	383	414	290	276	323
(+)자산매각	2	6	-1	-1	-1
Free Cash Flow	282	53	434	168	185
(-)기타투자	189	-160	-31	14	14
잉여현금	93	212	464	154	170
NOPLAT	1,022	77	171	220	309
(+) Dep	198	237	254	284	284
(-)운전자본투자	585	-58	-291	-8	7
(-)Capex	383	414	290	276	323
OpFCF	252	-42	427	236	263

주: IFRS 연결 기준

### 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	2,605	2,143	1,937	2,032	2,167
현금성자산	146	104	252	363	482
매출채권	1,360	1,061	928	917	925
재고자산	1,009	885	696	688	694
비유동자산	1,921	2,177	2,245	2,253	2,307
투자자산	338	397	355	369	383
유형자산	1,557	1,756	1,867	1,859	1,898
무형자산	27	24	24	25	26
자산총계	4,526	4,320	4,183	4,285	4,475
유동부채	2,250	2,185	1,944	1,935	1,945
매입채무	1,090	904	864	854	862
유동성이자부채	910	1,207	1,029	1,029	1,029
비유동부채	513	619	665	672	680
비유동이자부채	339	425	464	464	464
부채총계	2,763	2,804	2,609	2,608	2,625
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	404	404	404	404	404
이익잉여금	971	780	830	932	1,105
자본조정	24	17	17	17	17
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	1,764	1,516	1,574	1,677	1,849

### 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	178,008	2,678	21,595	33,808	51,954
BPS	328,240	282,528	294,022	317,764	357,607
DPS	50,000	10,000	10,000	12,000	18,000
CFPS	288,401	93,275	100,100	100,940	119,229
ROA(%)	21.0	0.3	2.2	3.4	5.1
ROE(%)	76.2	0.9	7.5	11.0	15.3
ROIC(%)	43.2	2.7	5.9	7.9	10.9
Multiples(x, %)					
PER	2.9	130.7	19.9	9.7	6.3
PBR	1.6	1.2	1.5	1.0	0.9
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	1.8	3.8	4.3	3.2	2.8
EV/EBITDA	2.1	8.4	6.6	4.3	3.4
배당수익률	9.6	2.9	2.3	3.7	5.5
안정성(%)					
부채비율	156.7	185.0	165.7	155.5	142.0
Net debt/Equity	62.5	100.8	78.8	67.4	54.7
Net debt/EBITDA	68.0	423.7	265.3	191.8	141.9
유동비율	115.8	98.1	99.7	105.0	111.4
이자보상배율(배)	43.4	2.0	2.5	3.7	5.2
자산구조(%)					
투하자본	85.2	85.6	82.2	79.2	76.7
현금+투자자산	14.8	14.4	17.8	20.8	23.3
자본구조(%)					
차입금	41.5	51.8	48.7	47.1	44.7
자기자본	58.5	48.2	51.3	52.9	55.3

[ Compliance Notice ]

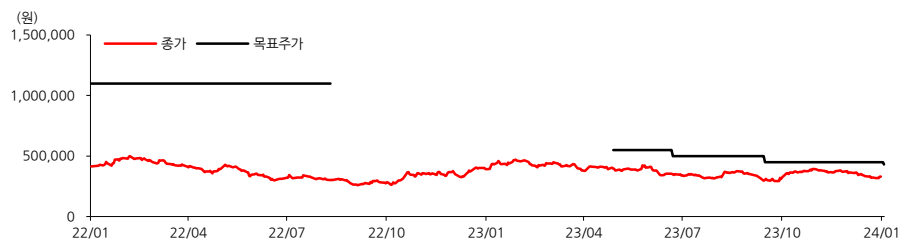
(공표일: 2024년 01월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 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 다른 종목을 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 ]



[ 투자이전 변동 내역 ]

일 시	2022.01.27	2022.02.18	2022.03.10	2022.05.02	2022.05.12	2023.05.23
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000	윤용식
일 시	2023.05.24	2023.07.18	2023.07.31	2023.10.11	2023.11.27	2023.11.29
투자이전	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	550,000	500,000	500,000	450,000	450,000	450,000
일 시	2024.01.02	2024.01.17	2024.01.30			
투자이전	Buy	Buy	Buy			
목표가격	450,000	450,000	430,000			

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자이전	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	-21.95	-12.67
2024.01.30	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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이전 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자이전 ]

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: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%