

효성티앤씨 (298020)

2025년 스파덱스 업황은 상저하고 전망

목표주가 37만원 하향, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가를 46만원에서 37만원으로 하향한다. 25년 연간 실적 추정치를 변경하였고, 중국 스파덱스 업체들의 공격적인 증설로 야기된 글로벌 재고 부담과 그에 따른 판가 약세 지속되고 있는 현 영업여건을 고려해 적용 멀티플을 기존 1.4배 대비 20% 할인한 1.1배로 적용함에 따른 것이다. 참고로 지난 12월 공시된 효성화학 NF3 사업양수 부문과 관련된 손익 효과는 아직 당사 추정치에 반영되어 있지 않으며, 합병 과정이 마무리된 후 이를 감안해 실적 추정치 및 목표주가를 재변경할 예정이다.

2025년 스파덱스 업황은 상저하고 전망

24년에는 글로벌 수요가 부진한 와중에도 중국 내 2nd-tier 업체들(Huahai 3.5만톤, Hengshen 3만톤 등) 중심으로 약 7~8만톤의 신규 설비가 유입됐던 것으로 파악된다. 절대적인 증설 규모가 크진 않았으나, 22~23년 공급과잉 당시에 완공되었던 설비들의 가동률도 상향되면서 전반적으로 공급에 대한 부담은 컸다. 23년 평균 79% 내외였던 중국 스파덱스 업체들의 가동률은 24년 평균 84%(Max 90%) 수준으로 상향되었고, 재고일수 또한 23년 평균 36일에서 24년 49일로 약 +36% 증가했다.

당초 Huafong, Taihe, Xinxiang, 태광산업 등 당초 다수 업체들이 증설을 계획했으나, 공급 및 재고 부담이 확대되었고 범용제품 가격도 cash-cost 레벨을 하회하면서 일부 프로젝트는 축소 또는 철회된 것으로 파악된다. 그러나 이 중 1st-tier 업체들은 여전히 증설을 추진하고 있다. 대표적으로 Huafong은 일단은 기존 9만톤 계획을 4.5만톤으로 축소하긴 했으나, 25년 상반기에 이를 완공 및 상업생산에 돌입하고 나머지 4.5만톤도 하반기 또는 26년 업황에 따라 재차 추진할 가능성이 높다. 1분기에는 동사 중국법인 역시 유사한 규모의 신규 설비를 새로 가동하게 된다. 따라서 25년 상반기에는 수요의 강도가 그리 크지 않은 상황에서 1st-tier 업체들의 신규물량 유입으로 24년 대비 가격 경쟁이 다소 심화되는 모습이 나타날 수 있음을 염두할 필요가 있겠다.

효성화학 NF3 사업 양수로 인한 명암 비교

지난 12월 동사는 효성화학의 NF3 사업을 총 9,200억원에 양수한다고 공시하였다. 당초 시장에서 예상했던 1.1~1.3조원 대비 최종가격은 낮은 수준이고, 인수대금 또한 현재 보유하고 있는 약 1천억원 내외의 현금과 매출채권 등을 포함한 기타 자산매각 및 외부차입 등을 통해 조달한 예정인 것으로 파악된다. 일말의 가능성으로 우려되었던 유상증자 없이 인수대금을 지불한다는 점에서는 한숨 돌렸지만, 현재 대비 외부차입금 확대에 따른 재무구조 악화와 이자비용 증가로 인한 현금흐름 악화는 불가피하다.

그러나 중장기적으로는 현재 동사가 보유하고 있는 중국 NF3 공장과 달리, 국내 NF3 설비는 특수가스 판매로 수익성 높은 만큼 이번 사업 양수로 외형확대 및 수익성 개선, 향후 추가 투자 통한 성장 모멘텀 확보할 수 있다는 점에서 긍정적으로 판단한다. 특히 효성화학은 지속된 실적 악화로 현금여력이 부족했던 만큼 그 동안 NF3 설비 투자가 적극적으로 이뤄지지 못했는데, 동사는 양수 이후 29년까지 5년간 총 1천억원 내외를 투자해 반도체용 특수가스 생산설비 확대 계획을 밝힌 바 있다. 동사는 스파덱스 등의 알짜 사업만으로 연간 5,000~6,000억원 내외의 EBITDA를 창출해 3,000억원 내외의 CAPEX 지출하고 있는 만큼 NF3 설비투자에 대한 재무부담은 사실상 매우 미미하다. 스파덱스 글로벌 1위에 이어 NF3 부문에서도 글로벌 2위 업체로서 입지를 확보하며 사업 경쟁력을 강화해갈 수 있다는 중장기 모멘텀에 주목할 필요가 있다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	370,000원(하향)
증가(2025.01.08)	234,000원
상승여력	58.1 %

Stock Indicator	
자본금	22십억원
발행주식수	433만주
시가총액	1,013십억원
외국인지분율	16.9%
52주 주가	193,600~412,000원
60일평균거래량	35,897주
60일평균거래대금	8.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.3	-23.8	-29.7	-33.3
상대수익률	3.5	-21.0	-17.9	-31.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	7,527	7,737	7,994	8,550
영업이익(십억원)	213	286	319	388
순이익(십억원)	93	116	116	167
EPS(원)	21,535	26,916	26,765	38,664
BPS(원)	294,531	311,283	326,887	351,398
PER(배)	16.9	8.7	8.7	6.1
PBR(배)	1.2	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	7.5	8.9	8.4	11.4
배당수익률(%)	2.7	4.7	5.1	6.4
EV/EBITDA(배)	5.9	3.7	4.6	3.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/화학/정유]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 효성티앤씨 목표주가 산정: PBR Valuation

(단위: 원, 배, %)	기존 (2023-10-06)	변경 (2025-01-09)	참고내용
BPS	321,972	326,887	23~24년 BPS 평균 추정치 → 25년 BPS 당사 추정치 변경 적용
Target PBR	1.4	1.1	글로벌 상위 Peer 업체 (Huafong, Haili) 평균 PBR → 기존 대비 20% 할인 적용
적정주가(원)	460,420	366,113	BPS * Target PBR
목표주가(원)	460,000	370,000	기존 대비 -19.6% 하향 조정
현재주가(원)		234,000	2025년 01월 08일 종가 기준
상승여력(%)		58.1%	

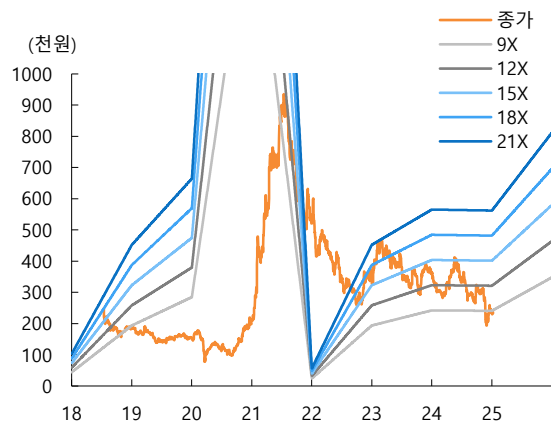
자료: iM증권 리서치본부

표2. 효성티앤씨 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	1,879.5	1,982.6	1,936.3	1,941.4	1,879.5	1,982.6	1,936.3	2,058.9	7,526.9	7,736.7	7,993.8
영업이익	76.0	84.6	67.6	57.6	76.0	84.6	67.6	78.0	213.5	285.8	319.2
영업이익률(%)	4.0%	4.3%	3.5%	3.0%	4.0%	4.3%	3.5%	3.8%	2.8%	3.7%	4.0%
섬유부문											
매출액	766.0	821.8	794.6	762.6	766.0	821.8	794.6	875.0	3,089.5	3,145.0	3,375.9
영업이익	55.6	63.7	40.8	34.8	55.6	63.7	40.8	56.8	156.9	194.9	230.0
영업이익률(%)	7.3%	7.8%	5.1%	4.6%	7.3%	7.8%	5.1%	6.5%	5.1%	6.2%	6.8%
무역 등 기타											
매출액	1,113.5	1,160.8	1,141.7	1,178.9	1,113.5	1,160.8	1,141.7	1,183.9	4,437.4	4,591.7	4,617.9
영업이익	20.4	20.9	26.8	22.8	20.4	20.9	26.8	21.1	56.6	90.9	89.1
영업이익률(%)	1.8%	1.8%	2.3%	1.9%	1.8%	1.8%	2.3%	1.8%	1.3%	2.0%	1.9%

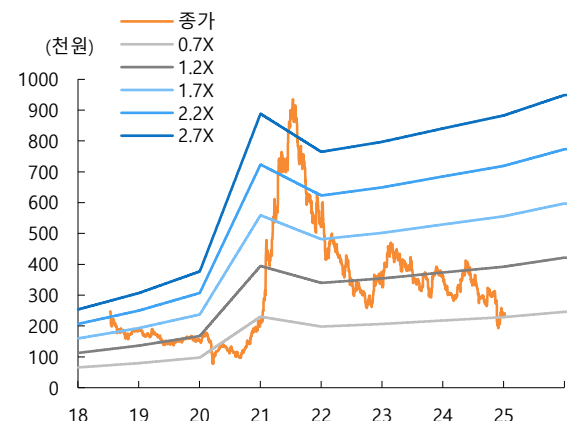
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 효성티앤씨 12M Forward 기준 PER 추이



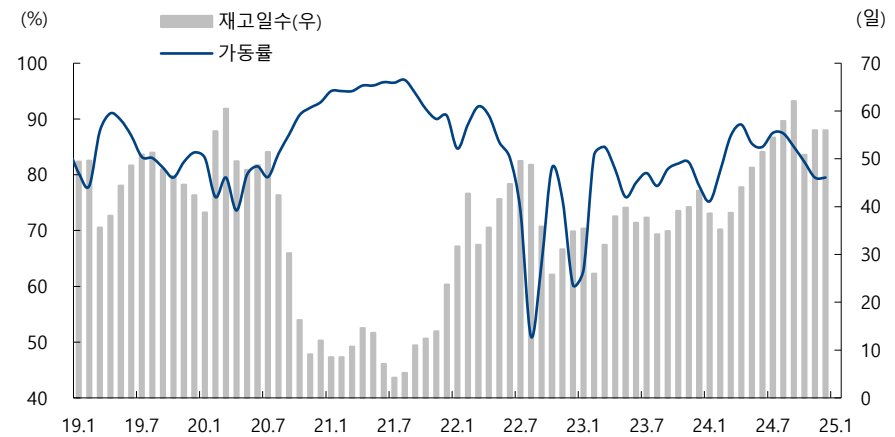
자료: iM증권 리서치본부

그림2. 효성티앤씨 12M Forward 기준 PBR 추이



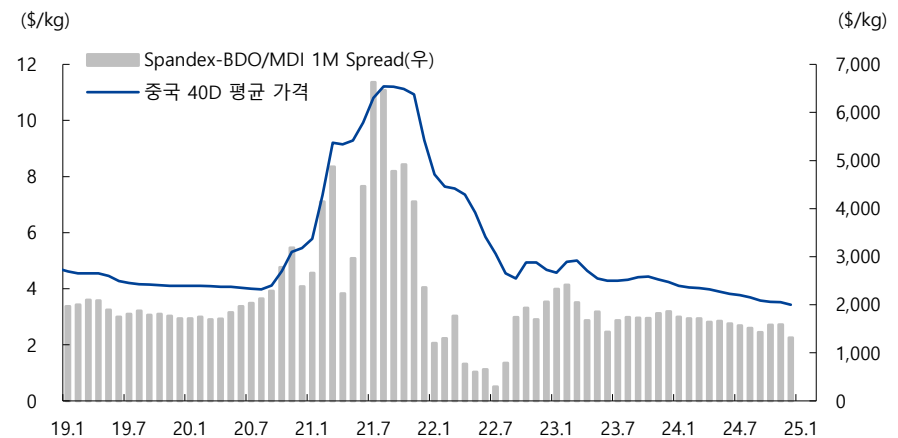
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 중국 내 스판덱스 가동률 및 재고일수 추이



자료: CCFEI, iM증권 리서치본부

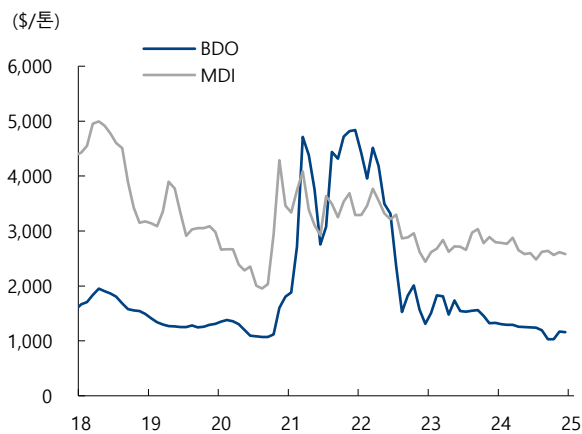
그림4. 스판덱스 가격 및 1M Lagging 스프레드 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

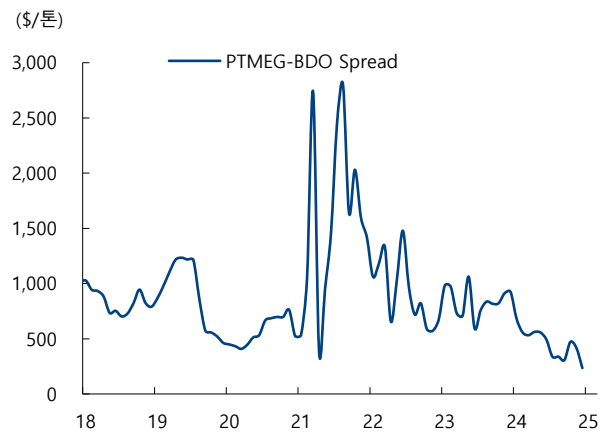
주: 당사는 PTMEG 자가생산하고 있어 BDO, MDI 기준으로 스프레드 계산하였음

그림5. BDO 및 MDI 가격 추이



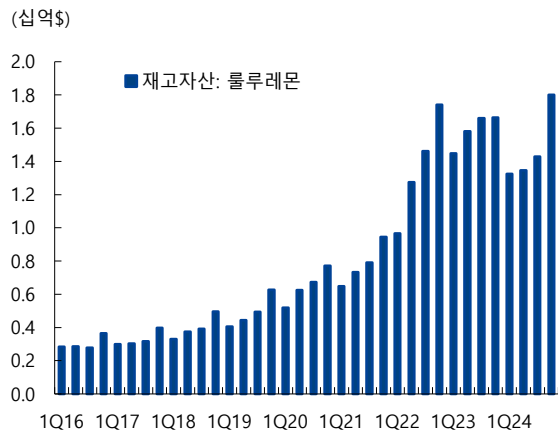
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림6. PTMEG-BDO 스프레드 추이



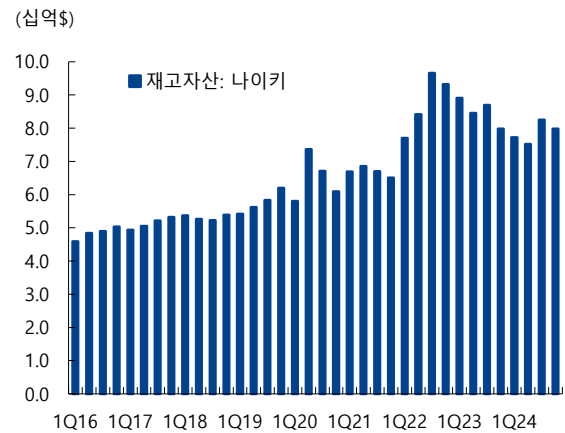
자료: Platts, iM증권 리서치본부

그림7. 룰루레몬 분기별 재고자산 추이



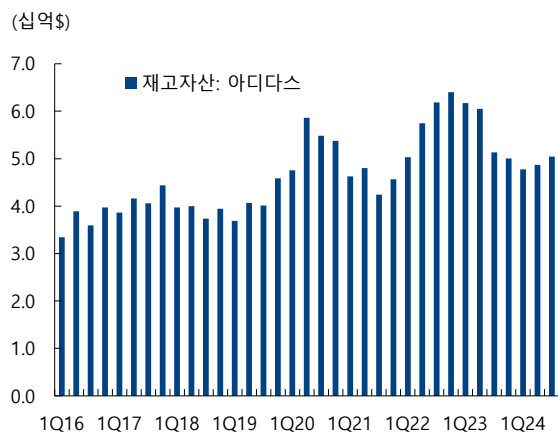
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 나이키 분기별 재고자산 추이



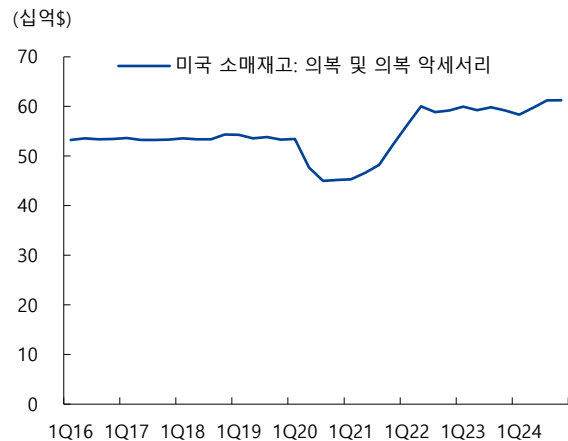
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 아디다스 분기별 재고자산 추이



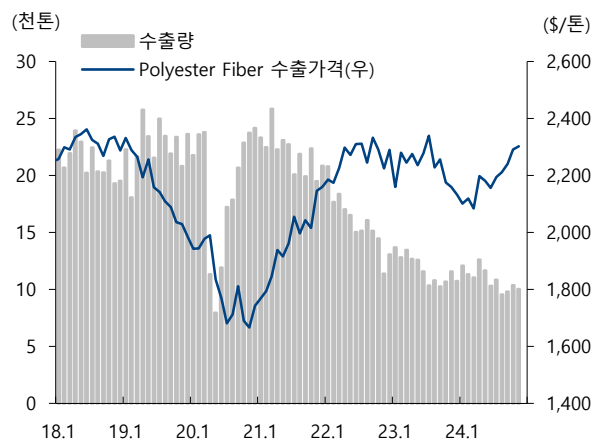
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10. 미국 의복/의복 액세서리 부문 소매재고 추이



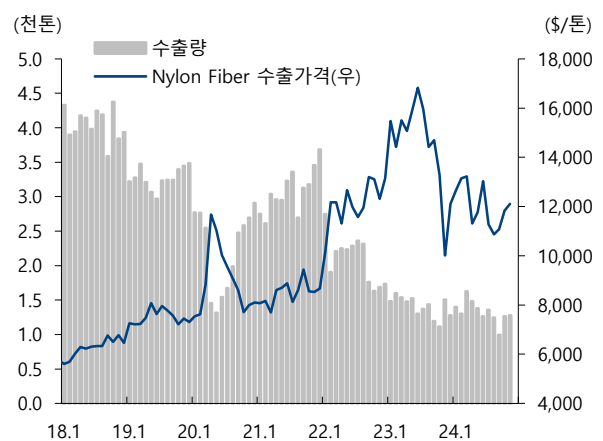
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림11. 폴리에스터 국내 수출기준 가격 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림12. 나일론 국내 수출기준 가격 추이



자료: KITA, iM증권 리서치본부

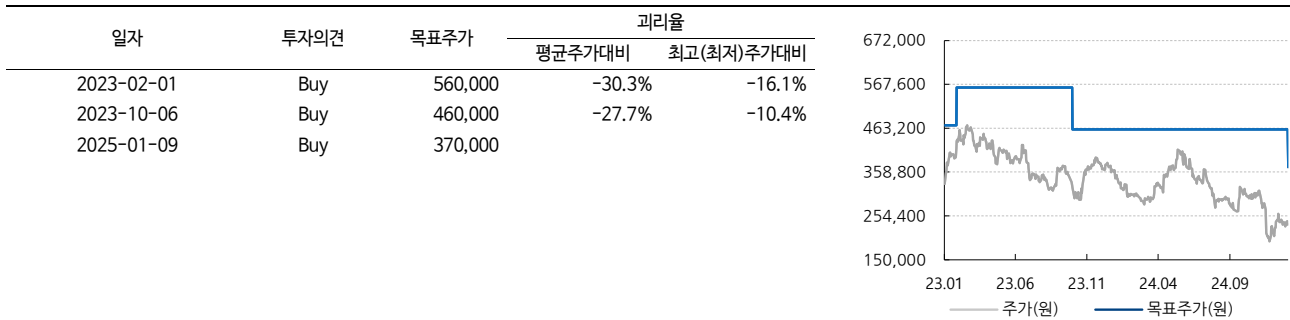
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,856	2,071	1,885	2,188	매출액	7,527	7,737	7,994	8,550
현금 및 현금성자산	101	209	130	289	증가율(%)	-15.3	2.8	3.3	7.0
단기금융자산	28	29	30	31	매출원가	6,996	7,109	7,319	7,781
매출채권	950	976	919	966	매출총이익	531	627	675	768
재고자산	734	811	759	855	판매비와관리비	318	341	356	381
비유동자산	2,214	2,264	3,107	3,062	연구개발비	21	-	-	-
유형자산	1,775	1,822	2,663	2,615	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	22	25	27	29	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,070	4,335	4,992	5,250	영업이익	213	286	319	388
유동부채	1,882	2,017	2,210	2,342	증가율(%)	72.7	33.9	11.7	21.5
매입채무	604	649	671	717	영업이익률(%)	2.8	3.7	4.0	4.5
단기차입금	752	782	882	882	이자수익	4	8	4	9
유동성장기부채	134	134	134	134	이자비용	85	62	84	75
비유동부채	620	670	1,060	1,070	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	43	15	15	15
장기차입금	405	455	845	855	세전계속사업이익	123	172	171	248
부채총계	2,502	2,687	3,270	3,412	법인세비용	24	49	49	71
지배주주지분	1,275	1,347	1,415	1,521	세전계속이익률(%)	1.6	2.2	2.1	2.9
자본금	22	22	22	22	당기순이익	99	123	123	177
자본잉여금	404	404	404	404	순이익률(%)	1.3	1.6	1.5	2.1
이익잉여금	828	897	961	1,063	지배주주귀속 순이익	93	116	116	167
기타자본항목	22	25	29	32	기타포괄이익	3	3	3	3
비지배주주지분	294	301	308	318	총포괄이익	102	127	126	181
자본총계	1,569	1,648	1,723	1,838	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	602	451	637	596	주당지표 (원)				
당기순이익	99	123	123	177	EPS	21,535	26,916	26,765	38,664
유형자산감가상각비	248	293	277	407	BPS	294,531	311,283	326,887	351,398
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS	78,790	94,697	90,809	132,780
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	10,000	11,000	12,000	15,000
투자활동 현금흐름	-184	-279	-1,056	-297	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-261	-340	-1,118	-360	PER	16.9	8.7	8.7	6.1
무형자산의 처분(취득)	-1	-3	-2	-2	PBR	1.2	0.8	0.7	0.7
금융상품의 증감	8	-	-	-	PCR	4.6	2.5	2.6	1.8
재무활동 현금흐름	-420	23	428	-56	EV/EBITDA	5.9	3.7	4.6	3.2
단기금융부채의증감	-370	30	100	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	40	50	390	10	ROE	7.5	8.9	8.4	11.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA0이익률	6.1	7.5	7.5	9.3
배당금지급	-2	-2	-2	-2	부채비율	159.5	163.0	189.8	185.6
현금및현금성자산의증감	-2	108	-79	159	순부채비율	74.1	68.8	98.8	84.4
기초현금및현금성자산	103	101	209	130	매출채권회전율(x)	7.5	8.0	8.4	9.1
기말현금및현금성자산	101	209	130	289	재고자산회전율(x)	9.3	10.0	10.2	10.6

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 기관투자가 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

종목추천투자의견은 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 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%