



효성티앤씨 (298020)

4Q23 Preview: 아쉬운 업황, 2024년 기대 요인은 유지

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

Buy (유지)

목표주가(유지): 450,000원

현재 주가(12/28)	365,000원
상승여력	▲23.3%
시가총액	15,796억원
발행주식수	4,328천주
52 주 최고가 / 최저가	470,000 / 292,500원
90 일 일평균 거래대금	62.46억원
외국인 지분율	10.3%
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	-4.8	6.1	-8.1	1.9
상대수익률(KOSPI)	-9.1	0.4	-8.9	-10.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,883	7,463	7,141	7,267
영업이익	124	238	370	435
EBITDA	361	492	654	720
지배주주순이익	12	108	208	254
EPS	2,678	24,948	48,199	58,851
순차입금	1,528	1,196	1,039	882
PER	130.7	15.0	7.8	6.4
PBR	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.4	5.7	4.1	3.5
배당수익률	2.9	1.6	2.7	3.2
ROE	0.9	8.6	15.1	16.1

주가 추이



4Q23 OP 538억원 전망(컨센 대비 -17%)

효성티앤씨 4Q23 영업이익은 538억원을 전망하며, 이는 컨센서스 (647억원) 대비 -17% 하회하는 수치다. PTMG가 증설 물량 출회로 가격이 하락했으며, 스판텍스는 수요부진에 따라 업황회복이 지연되고 있기 때문이다.

1)섬유(OP: 426억원, QoQ +15억원): '23년 중국 PTMG 생산능력은 114만톤으로, YoY +24% 증가했을 것으로 추정된다. 증설 물량 출회로 중국 PTMG 가격은 3Q 2.0만위안 → 1.9만위안(QoQ -5%)으로 하락했다. 스판텍스는 원료 가격 하락에도 불구하고 수요 부진으로 수익성 및 판매량이 3Q 수준에 머물렀을 것으로 파악된다.

2)무역/기타(OP: 111억원, QoQ +6억원): 4분기 비수기 영향으로 철강/화학제품 관련 영업이익은 부진할 것으로 예상된다. 타이어보강재는 일회성 비용 제거로 3Q 대비 소폭 개선되었을 것으로 추정한다.

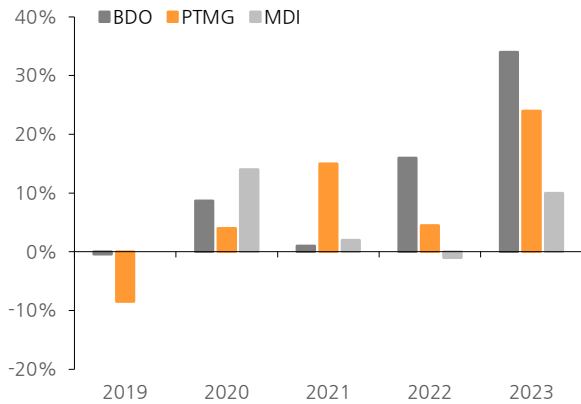
본격적인 업황 회복 시점 2Q24부터 가능할 전망

BDO/PTMG 공급 증가 및 수요 대비 제한된 스판텍스 증설로 수익성 개선이 이루어질 것이라 기존 전망은 유지하나, 그 시점을 기존 4Q23에서 2Q24로 수정한다. 전방 업체의 재고 축소가 계속됨에 따라 수요 및 스프레드 회복이 이루어지고 있지 않고 있기 때문이다. 그러나 의류업체들의 재고 감소와 매출 증가세가 나타나고 있고, 2024년 스판텍스 증설은 화평(4.5만톤), 화하이(4만톤)으로 수요 증가 대비 제한될 전망이기에 업황 회복 가능성은 여전히 충분하다.

투자의견 BUY, 목표주가 45만원 유지

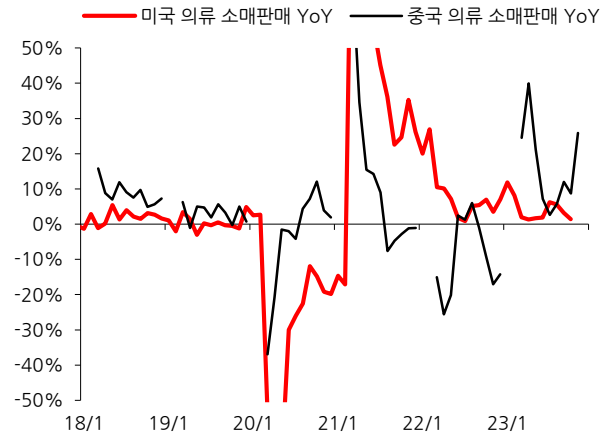
2024년 업황 회복 전망은 유지하지만, 단기 실적 부진을 반영해 목표주가 45만원을 유지한다. Target Multiple은 2020~'23년 평균 EV/EBITDA 3.6배를 적용했다. 중국 가동률은 10월 82% → 12월 76%로 하락했지만, 재고일수는 45일로 오히려 늘어 1Q24까지 단기시황 악화 가능성은 유의할 필요가 있다. 그럼에도 현재 의류업체의 낮은 재고 수준과 스판텍스의 제한된 증설을 감안할 때 수요 개선시 업황회복은 가파르게 이루어질 것으로 판단한다.

[그림1] 중국 스판덱스 원료(BDO/PTMG/MDI) 생산능력 증감률



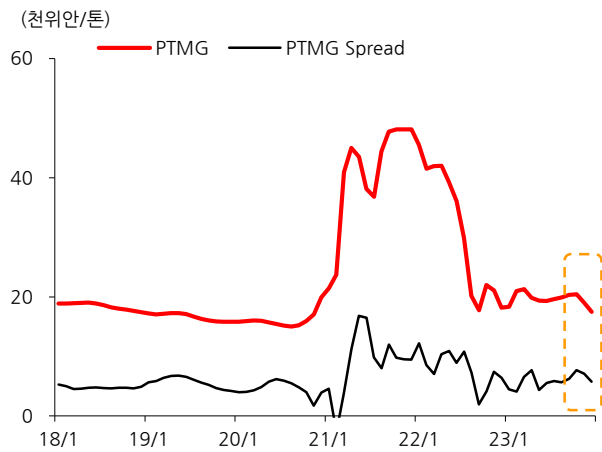
자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국/중국 의류 소매판매 증감률



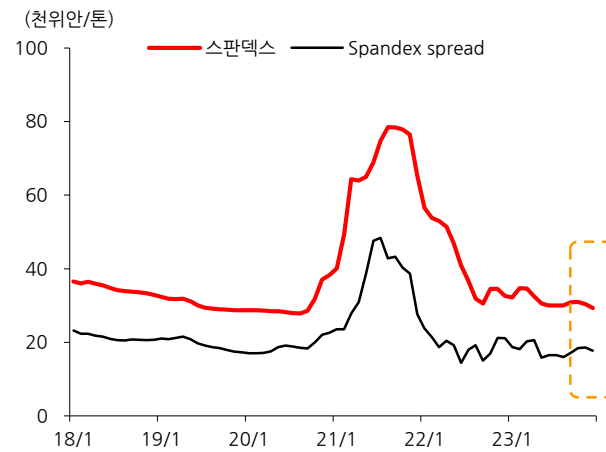
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] PTMG 가격 및 스프레드(PTMG-BDO) 추이



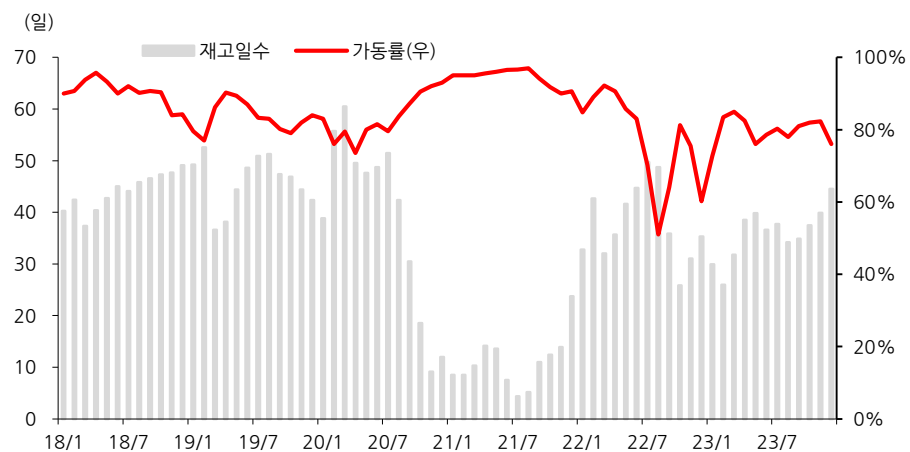
자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 스판덱스 가격 및 스프레드(스판덱스-BDO) 추이



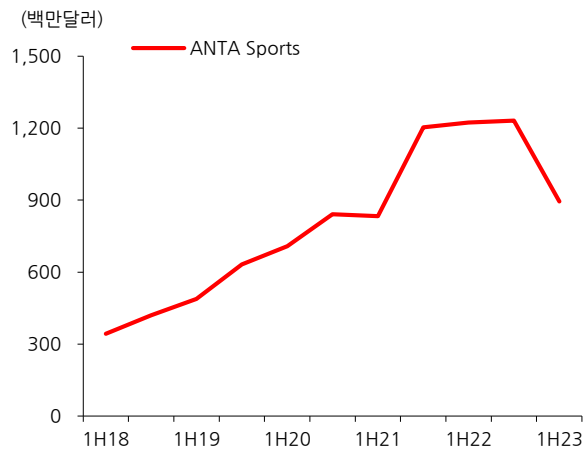
자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 스판덱스 재고일수 및 가동률 추이



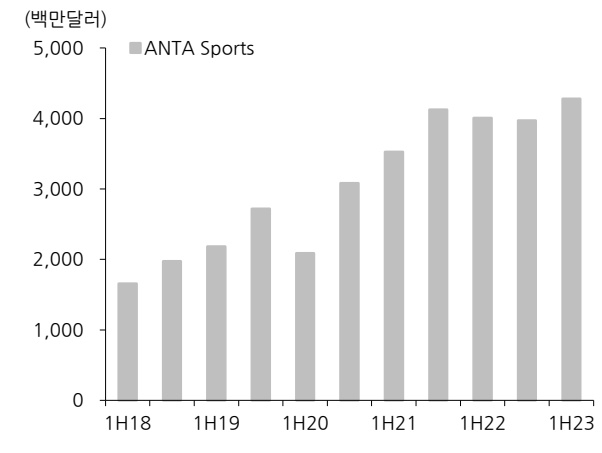
자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 중국 스포츠웨어 업체 재고 추이



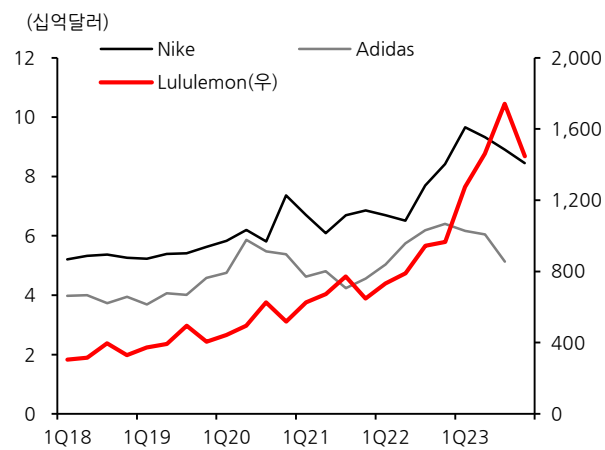
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 중국 스포츠웨어 업체 매출 추이



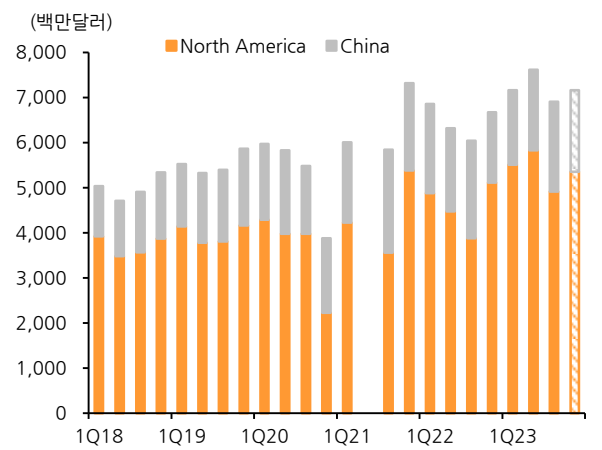
자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 글로벌 스포츠웨어 업체 재고 추이



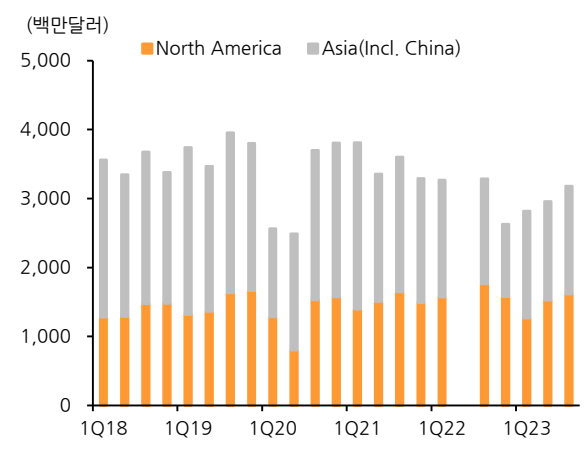
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 나이키 북미/중국 매출 추이



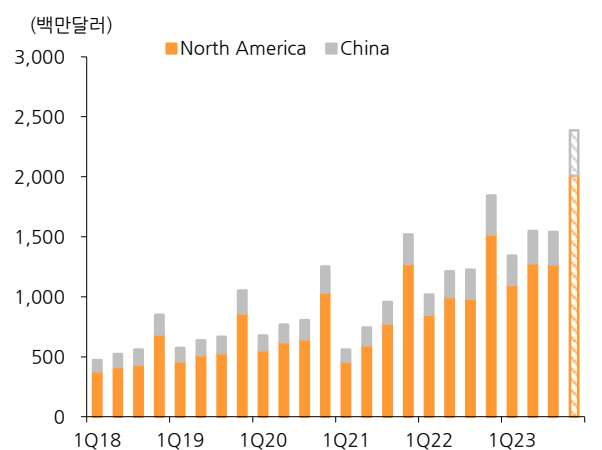
자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 아디다스 북미/아시아 매출 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 롤루레몬 북미/중국 매출 추이



자료: CCFGroup, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 효성티앤씨 실적 추이 및 전망

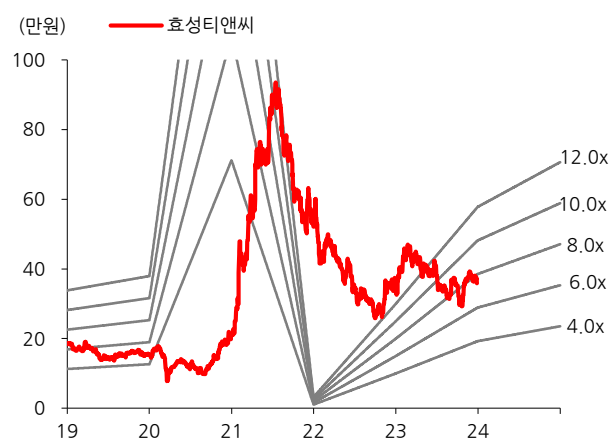
(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,861.1	1,929.3	1,969.6	1,703.1	1,773.8	1,765.4	1,836.4	1,765.8	7,463.1	7,141.4	7,267.3
QoQ(%)	2.8%	3.7%	2.1%	-13.5%	4.1%	-0.5%	4.0%	-3.8%			
YoY(%)	-20.5%	-24.7%	-9.1%	-6.0%	-4.7%	-8.5%	-6.8%	3.7%	-16.0%	-4.3%	1.8%
섬유	777.8	798.1	783.8	751.4	724.6	777.2	787.8	757.3	3,111.1	3,046.8	3,125.6
스판덱스/PTMG	565.4	541.5	535.7	534.4	510.3	562.7	568.2	538.3	2,177.0	2,179.3	2,240.8
나일론/폴리에스터	212.4	243.7	263.8	217.0	214.4	214.5	219.6	219.0	937.0	867.5	884.8
무역+기타	1,083.2	1,131.2	1,185.8	951.7	1,049.1	988.2	1,048.7	1,008.5	4,351.9	4,094.6	4,141.6
영업이익	69.3	64.5	50.6	53.8	65.4	98.4	110.5	96.1	238.2	370.4	435.3
영업이익률(%)	3.7%	3.3%	2.6%	3.2%	3.7%	5.6%	6.0%	5.4%	3.2%	5.2%	6.0%
QoQ(%)	흑전	-7.0%	-21.6%	6.2%	21.7%	50.4%	12.4%	-13.0%			
YoY(%)	-63.5%	-26.2%	흑전	흑전	-5.7%	52.5%	118.4%	78.8%	92.7%	55.5%	17.5%
섬유	45.0	41.5	41.1	42.6	47.6	80.4	90.6	75.9	170.2	294.4	358.5
영업이익률(%)	5.8%	5.2%	5.2%	5.7%	6.6%	10.3%	11.5%	10.0%	5.5%	9.7%	11.5%
스판덱스/PTMG	54.4	42.9	46.3	50.2	54.8	84.2	91.4	77.0	193.9	307.3	360.5
나일론/폴리에스터	-9.4	-1.4	-5.2	-7.6	-7.3	-3.8	-0.8	-1.1	-23.6	-13.0	-1.9
무역+기타	24.4	23.0	9.5	11.1	17.9	18.0	20.0	20.2	68.0	76.1	76.8
영업이익률(%)	2.3%	2.0%	0.8%	1.2%	1.7%	1.8%	1.9%	2.0%	1.6%	1.9%	1.9%
당기순이익	37.5	19.8	5.9	46.7	33.5	57.2	66.0	55.6	109.9	212.3	259.2
지배순이익	31.9	18.9	11.1	45.7	32.8	56.1	64.7	54.5	107.7	208.0	254.0
순이익률(%)	1.7%	1.0%	0.6%	2.7%	1.8%	3.2%	3.5%	3.1%	1.4%	2.9%	3.5%

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

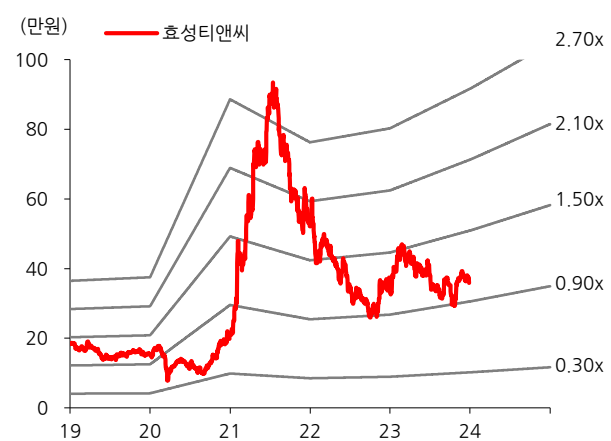
자료: 효성티앤씨, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 효성티앤씨 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 효성티앤씨 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	8,596	8,883	7,463	7,141	7,267
매출총이익	1,699	432	537	655	725
영업이익	1,424	124	238	370	435
EBITDA	1,622	361	492	654	720
순이자손익	-29	-52	-79	-76	-75
외화관련손익	-27	-52	-20	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	1,404	31	154	295	360
당기순이익	1,008	19	110	212	259
지배주주순이익	770	12	108	208	254
증가율(%)					
매출액	43.7	3.3	-16.0	-4.3	1.8
영업이익	340.9	-91.3	92.7	55.5	17.5
EBITDA	209.4	-77.8	36.5	32.8	10.0
순이익	726.0	-98.1	472.9	93.2	22.1
이익률(%)					
매출총이익률	19.8	4.9	7.2	9.2	10.0
영업이익률	16.6	1.4	3.2	5.2	6.0
EBITDA 이익률	18.9	4.1	6.6	9.2	9.9
세전이익률	16.3	0.3	2.1	4.1	5.0
순이익률	11.7	0.2	1.5	3.0	3.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	643	293	725	479	539
당기순이익	1,008	19	110	212	259
자산상각비	198	237	254	284	284
운전자본증감	-786	171	348	-20	-7
매출채권 감소(증가)	-514	393	137	-24	-9
재고자산 감소(증가)	-623	100	248	-18	-6
매입채무 증가(감소)	413	-238	-41	22	8
투자현금흐름	-369	-363	-287	-298	-341
유형자산처분(취득)	-383	-408	-286	-281	-323
무형자산 감소(증가)	2	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-2	-2
재무현금흐름	-252	29	-288	-26	-43
차입금의 증가(감소)	-225	297	-214	0	0
자본의 증가(감소)	-27	-270	-43	-26	-43
배당금의 지급	-27	-270	-43	-26	-43
총현금흐름	1,248	404	448	499	546
(-)운전자본증감(감소)	585	-58	-318	20	7
(-)설비투자	383	414	287	281	323
(+)자산매각	2	6	-1	-1	-1
Free Cash Flow	282	53	478	197	214
(-)기타투자	189	-160	-31	14	14
잉여현금	93	212	509	183	200
NOPLAT	1,022	77	170	267	313
(+) Dep	198	237	254	284	284
(-)운전자본투자	585	-58	-318	20	7
(-)Capex	383	414	287	281	323
OpFCF	252	-42	455	250	267

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,605	2,143	1,923	2,125	2,299
현금성자산	146	104	297	454	611
매출채권	1,360	1,061	894	918	926
재고자산	1,009	885	671	688	695
비유동자산	1,921	2,177	2,243	2,255	2,309
투자자산	338	397	355	369	383
유형자산	1,557	1,756	1,864	1,861	1,900
무형자산	27	24	24	25	26
자산총계	4,526	4,320	4,166	4,379	4,608
유동부채	2,250	2,185	1,912	1,936	1,946
매입채무	1,090	904	833	855	863
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	2,577	2,609	2,626
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	404	404	404	404	404
이익잉여금	971	780	844	1,026	1,237
자본조정	24	17	17	17	17
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
자본총계	1,764	1,516	1,589	1,771	1,982

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	178,008	2,678	24,948	48,199	58,851
BPS	328,240	282,528	297,366	339,448	388,163
DPS	50,000	10,000	6,000	10,000	12,000
CFPS	288,401	93,275	103,444	115,314	126,169
ROA(%)	21.0	0.3	2.5	4.9	5.7
ROE(%)	76.2	0.9	8.6	15.1	16.1
ROIC(%)	43.2	2.7	5.9	9.6	11.1
Multiples(x, %)					
PER	2.9	130.7	15.0	7.8	6.4
PBR	1.6	1.2	1.3	1.1	1.0
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	1.8	3.8	3.6	3.2	3.0
EV/EBITDA	2.1	8.4	5.7	4.1	3.5
배당수익률	9.6	2.9	1.6	2.7	3.2
안정성(%)					
부채비율	156.7	185.0	162.2	147.3	132.5
Net debt/Equity	62.5	100.8	75.3	58.7	44.5
Net debt/EBITDA	68.0	423.7	243.0	158.8	122.6
유동비율	115.8	98.1	100.6	109.7	118.1
이자보상배율(배)	43.4	2.0	2.8	4.5	5.3
자산구조(%)					
투하자본	85.2	85.6	81.0	77.3	74.1
현금+투자자산	14.8	14.4	19.0	22.7	25.9
자본구조(%)					
차입금	41.5	51.8	48.5	45.7	43.0
자기자본	58.5	48.2	51.5	54.3	57.0

[Compliance Notice]

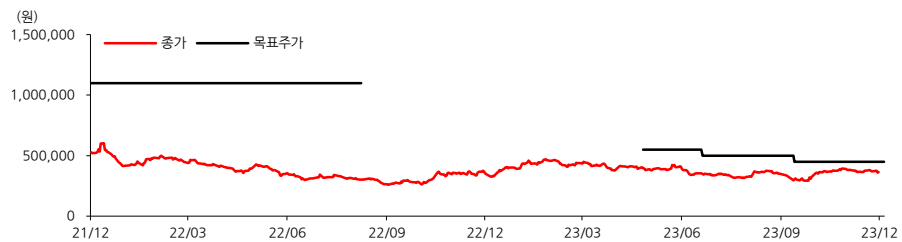
(공표일: 2024년 01월 02일)

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 종목의 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]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.01.04	2022.01.12	2022.01.27	2022.02.18	2022.03.10	2022.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000
일 시	2022.05.12	2023.05.23	2023.05.24	2023.07.18	2023.07.31	2023.10.11
투자의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	1,100,000	윤용식	550,000	500,000	500,000	450,000
일 시	2023.11.27	2023.11.29	2024.01.02			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	450,000	450,000	450,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	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		

[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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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%