

효성티앤씨 (298020)

원가부담 완화 중. 글로벌 No.1에게 부여한 너무나 가혹한 밸류에이션

3Q18 영업이익 컨센 부합. 스판덱스 이익률 회복 긍정적

3Q18 영업이익은 611억원(QoQ +5%, YoY +23%)으로 컨센(623억원)에 부합했다. 실적 개선은 섬유사업부가 견인(영업이익 390억원, QoQ +6%)했다. 특히, 스판덱스의 영업이익은 465억(QoQ +18%)으로 전분기 대비 뚜렷하게 개선되었다. 중국 취저우 3.6만톤/년 증설에 따른 물량 효과가 일부 발휘되었고, 판가 하락에도 불구하고 주요 원재료인 BDO, MDI 가격이 더 큰 폭으로 하락 안정화되면서 전분기 대비 0.8%p의 영업이익률 개선을 시현한 영향이다. 나일론/폴리에스터, 직물/염색은 합산 영업이익 -76억원으로 전분기(-24억원) 대비 크게 부진했다. 이는 카프로락탐, PET Chip 가격 급등에 따른 원재료가격 부담 영향이다. 취저우 네오캠은 주요 고객사향으로 물량을 납품하면서 가동률 상승이 나타나며 흑자전환 하였다. 특히, 9월 OPM은 5%, 4Q18에는 추가적인 개선이 나타날 것으로 기대된다.

4Q18 영업이익 전분기와 유사한 수준 예상. 원가부담 완화

4Q18 영업이익은 614억원(QoQ +1%, YoY +24%)을 예상한다. YoY 개선의 주요인은 동나이법인이 산업용사를 기반으로 호전되었고, 취저우 네오캠 또한 흑자전환이 유력하기 때문이다. 참고로, 회사는 4Q18 네오캠의 이익률 목표를 8% 수준으로 제시하고 있다. 스판덱스는 판가 하락에도 불구하고 취저우 증설 Full 반영과 원가하락으로 전분기와 유사한 수준을 예상한다. 나일론/폴리에스터의 실적은 전분기 대비 소폭 개선될 것이다. 최근 카프로락탐/PET Chip 가격이 조정을 받으면서 원재료 가격 부담이 낮아질 것이기 때문이다.

배당수익률 3% 이상 예상. 주가 반등이 가능한 시점

투자 의견 BUY, 목표가 23만원으로 분석을 개시한다. 목표가는 2019년 EPS에 PER 7배를 적용했다. (주)효성의 대규모 배당을 감안할 때, 효성티앤씨의 DPS는 약 6,000원 수준을 추정한다. 이는 현 주가 기준 배당수익률 3.4% 가량에 해당해 주가의 바닥을 지지할 수 있는 요인이다. 그 동안 급등세를 보이며 주가 하락의 원인으로 작용했던 원료가격이 안정화되고 있어 점진적인 마진 확대와 주가 반등이 가능한 국면에 진입했다. ROE가 20%를 상회하는 글로벌 No.1 스판덱스 업체에게 PBR 0.87배는 너무나 가혹한 밸류에이션이다.

Initiation & Earnings Review

BUY(신규)

| TP(12M): 230,000원(신규) | CP(10월 31일): 174,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,029.69
52주 최고/최저(원)	247,500/157,000
시가총액(십억원)	755.2
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	4,327.7
60일 평균 거래량(천주)	25.4
60일 평균 거래대금(십억원)	4.7
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.46
주요주주 지분율(%)	
조현준 외 11인	43.61
국민연금	10.94
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.2) 0.0 0.0
상대	8.3 0.0 0.0

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	5,787.4	6,046.8
영업이익(십억원)	240.7	279.8
순이익(십억원)	102.4	126.3
EPS(원)	41,491	30,740
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	십억원	0.0	5,062.5	5,771.6	6,200.3	6,562.0
영업이익	십억원	0.0	246.3	238.3	259.0	280.0
세전이익	십억원	0.0	150.7	135.8	187.0	208.0
순이익	십억원	0.0	52.1	102.6	142.1	158.1
EPS	원	N/A	N/A	23,698	32,832	36,535
PER	배	N/A	N/A	7.4	5.3	4.8
PBR	배	N/A	N/A	1.06	0.87	0.72
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	6.20	5.81	5.42
ROE	%	N/A	N/A	19.3%	21.9%	20.2%
BPS	원	N/A	110,590	123,097	149,929	180,464
DPS	원	0	0	6,000	6,000	6,000

*주: 2017~18년은 분할 이후 기준으로 소급 적용하여 산출된 수치임

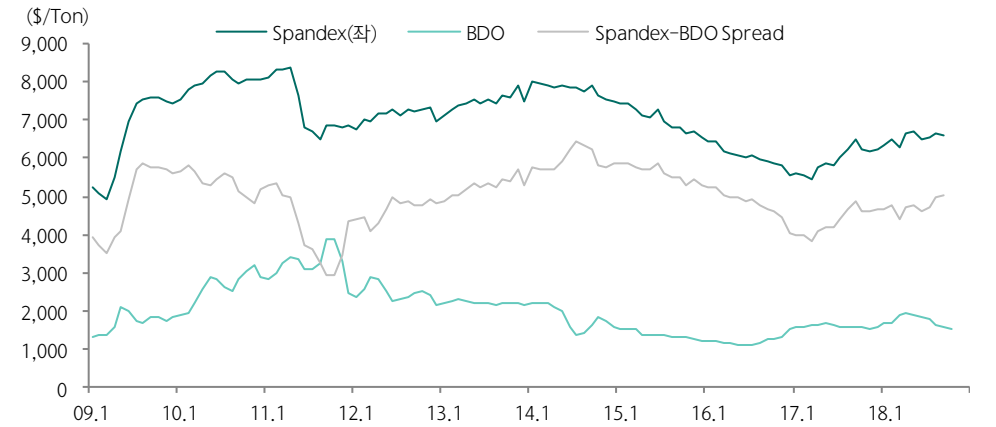


Analyst **윤재성**
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA **김정연**
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

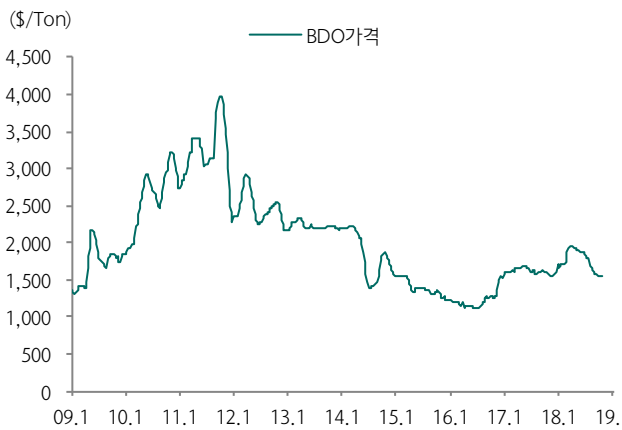
그림 1. Spandex-BDO 스프레드 소폭 개선세 나타나

원재료 BDO 가격 하락으로
Spandex 스프레드 소폭 개선



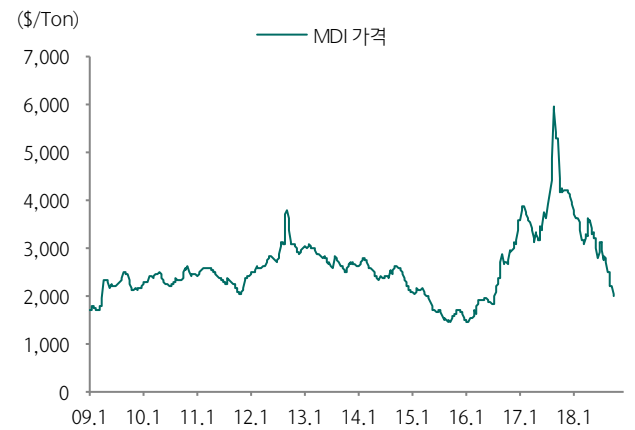
자료: 하나금융투자

그림 2. BDO 가격 최근 하향 안정화



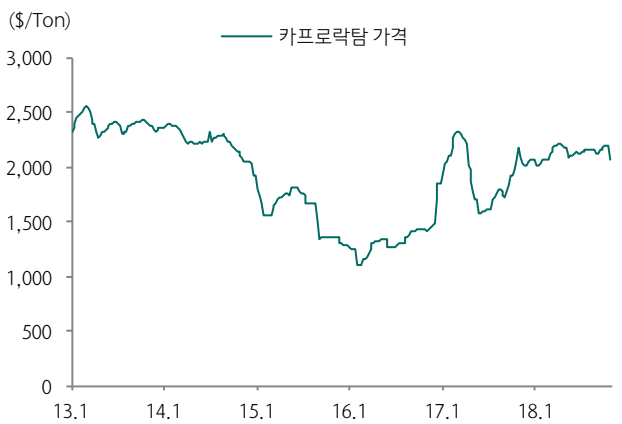
자료: 하나금융투자

그림 3. MDI 가격 최근 하향 안정화



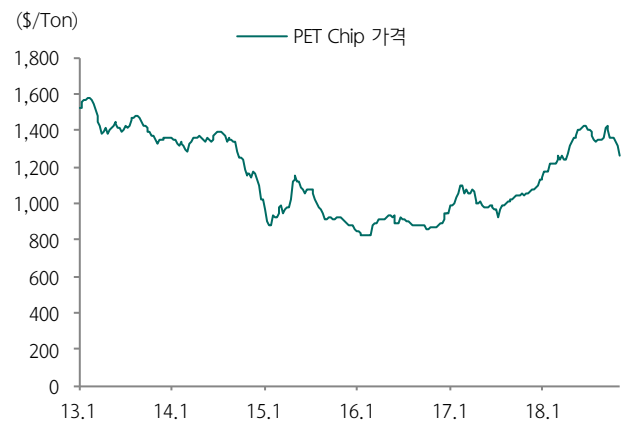
자료: 하나금융투자

그림 4. 카프로락탐 최근 하락세가 시작됨



자료: 하나금융투자

그림 5. PET Chip 가격 최근 하락세가 시작됨



자료: 하나금융투자

표 1. 효성티앤씨 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				FY2017	FY2018F	FY2019F	FY2020F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F				
매출액	1,168.0	1,246.6	1,256.2	1,391.7	1,340.7	1,429.2	1,505.3	1,496.4	5,062.5	5,771.6	6,200.3	6,562.0
QoQ(%)		6.7%	0.8%	10.8%	-3.7%	6.6%	5.3%	-0.6%				
YoY(%)					14.8%	14.6%	19.8%	7.5%		14.0%	7.4%	5.8%
섬유	565.8	585.9	597.9	631.3	614.6	628.8	675.2	682.8	2,380.9	2,601.4	2,808.2	2,932.4
스판덱스	253.7	290.7	303.1	312.7	317.3	324.6	359.2	364.1	1,160.2	1,365.2	1,493.0	1,553.6
나일론+폴리에스터	290.9	272.7	273.5	290.7	282.8	285.6	298.1	301.7	1,127.8	1,168.2	1,244.6	1,308.5
직물/염색	21.2	22.6	21.3	28.0	14.5	18.5	18.0	17.0	93.1	68.0	70.6	70.3
무역 기타	602.2	660.7	658.4	760.4	726.1	800.4	830.1	813.6	2,681.7	3,170.2	3,392.1	3,629.6
영업이익	64.7	82.5	49.7	49.4	57.5	58.3	61.1	61.4	246.3	238.3	259.0	280.0
영업이익률(%)	5.5%	6.6%	4.0%	3.5%	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%	4.9%	4.1%	4.2%	4.3%
QoQ(%)		27.5%	-39.8%	-0.6%	16.4%	1.4%	4.8%	0.5%				
YoY(%)					-11.1%	-29.3%	22.9%	24.3%		-3.3%	8.7%	8.1%
섬유	60.9	57.9	40.6	41.7	39.8	36.9	39.0	41.4	201.1	157.1	175.4	190.7
영업이익률(%)	10.8%	9.9%	6.8%	6.6%	6.5%	5.9%	5.8%	6.1%	8.4%	6.0%	6.2%	6.5%
QoQ(%)		-4.9%	-29.9%	2.7%	-4.6%	-7.3%	5.7%	6.0%				
YoY(%)					-34.6%	-36.3%	-3.9%	-0.8%		-21.9%	11.7%	8.7%
스판덱스	53.8	58.6	42.4	47.3	44.7	39.3	46.5	45.3	202.1	175.8	185.8	193.4
영업이익률(%)	21.2%	20.2%	14.0%	15.1%	14.1%	12.1%	12.9%	12.4%	17.4%	12.9%	12.4%	12.4%
QoQ(%)		8.9%	-27.6%	11.6%	-5.5%	-12.1%	18.3%	-2.6%				
YoY(%)					-16.9%	-32.9%	9.7%	-4.2%		-13.0%	5.7%	4.1%
나일론+폴리에스터	7.1	-0.9	-2.3	-7.1	-4.1	-3.3	-6.1	-3.7	-3.2	-17.2	-9.2	-1.5
영업이익률(%)	2.4%	-0.3%	-0.8%	-2.4%	-1.4%	-1.2%	-2.0%	-1.2%	-0.3%	-1.5%	-0.7%	-0.1%
QoQ(%)		적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지				
YoY(%)					적전	적지	적지	적지		적지	적지	적지
직물/염색	-0.1	0.3	0.5	1.4	-0.8	0.9	-1.5	-0.3	2.1	-1.7	-1.2	-1.2
영업이익률(%)	-0.5%	1.3%	2.3%	5.0%	-5.5%	4.9%	-8.3%	-1.7%	2.3%	-2.5%	-1.7%	-1.7%
QoQ(%)		흑전	66.7%	180.0%	적전	흑전	적전	적지				
YoY(%)					적지	200.0%	적전	적전		적전	적지	적지
무역 기타	3.8	24.6	9.1	7.7	17.7	21.4	22.1	20.0	45.2	81.2	83.5	89.4
영업이익률(%)	0.6%	3.7%	1.4%	1.0%	2.4%	2.7%	2.7%	2.5%	1.7%	2.6%	2.5%	2.5%
QoQ(%)		547.4%	-63.0%	-15.4%	129.9%	20.9%	3.3%	-9.3%				
YoY(%)					365.8%	-13.0%	142.9%	160.2%		79.7%	2.8%	7.0%
당기순이익	33.3	1.9	23.3	-6.4	38.2	10.2	21.2	33.0	52.1	102.6	142.1	158.1
당기순이익률(%)	2.9%	0.2%	1.9%	-0.5%	2.9%	0.7%	1.4%	2.2%	1.0%	1.8%	2.3%	2.4%
QoQ(%)		-94.2%	1097.0%	적전	흑전	-73.4%	107.6%	55.9%				
YoY(%)					14.7%	424.4%	-9.0%	흑전		96.9%	38.5%	11.3%

자료: 하나금융투자

표 2. 효성티앤씨 B/S 및 Valuation

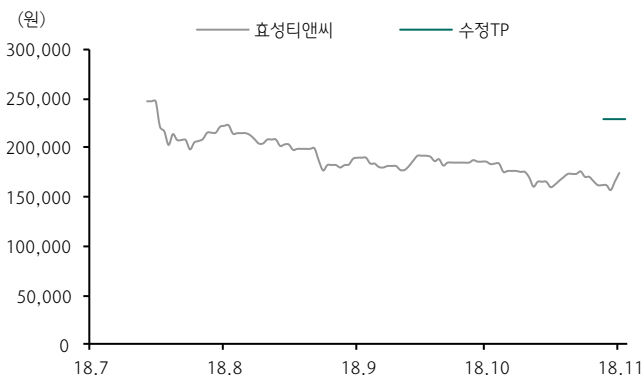
(단위: 십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F
자산총계	3,229.2	3,350.4	3,607.4	3,887.5
부채총계	2,750.6	2,817.7	2,958.6	3,106.5
자본총계	478.6	532.7	648.8	781.0
(부채비율)	575%	529%	456%	398%
EPS		23,698	32,832	36,535
BPS	110,590	123,097	149,929	180,464
ROE		19.3%	21.9%	20.2%
PER		7.4	5.3	4.8
PBR		1.06	0.87	0.72
EV/EBITDA		6.20	5.81	5.42

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성티앤씨



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.01	BUY	230,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 31일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 11월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 11월 01일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.