

# 효성티앤씨 (298020)

## 컨센을 47% 상회하는 서프라이즈. Conviction BUY

### 2Q19 영업이익/순이익, 컨센을 47%/86% 상회하는 서프

2Q19 영업이익은 924억원(QoQ +69%, YoY +59%)으로 컨센을 47% 상회했고 순이익은 컨센을 86% 상회했다. 전 사업부가 개선되었으나, 특히 나일론/폴리에스터의 대폭 흑자 전환(QoQ +222억원)이 서프라이즈의 주요인이었다. 이는 전분기 발생한 나일론 재고손실 소멸/구조조정으로 고정비 감소, PX약세로 인한 원가하락 영향이다. 스판텍스/PTMEG 영업이익은 625억원(QoQ +24%)을 기록했다. 스판텍스 판가 조정에도 불구하고, 원재료 BDO가 더 큰 폭 하락했기 때문이다. 또한 PTMEG의 이익기여도도 확대되었다. 연말~연초 중국 취저우, 베트남 동나이에 PTMEG를 증설하면서 외부 판매가 늘어난 상황에서 PTMEG-BDO스프레드가 확대되었기 때문이다. 무역/기타의 호조(OP 183억원, QoQ +23%) 원인은 베트남 동나이법인의 PET T/C, 산업용사, NF3 호조에 기인한다. 특히, PET T/C는 PX 하락의 수혜가 컸다.

### 3Q19 영업이익 YoY +35% 개선된 높은 수준 예상

3Q19 영업이익은 823억원(QoQ -11%, YoY +35%)을 전망한다. 소폭의 판가조정, 인도 스판텍스 증설에 따른 PTMEG 외부판매 감소 등으로 QoQ 감익 가능성은 존재한다. 하지만, 1) PX/PTA, BDO, CPL 등 주요 사업의 원료 가격은 급반등 가능성이 매우 낮고 2) 나일론 사업부의 구조조정 효과 지속 3) 베트남 동나이법인 PET T/C 호조 지속 가능성이 높아 YoY 큰 폭 개선된 흐름을 보일 가능성이 높다.

### 높아진 이익 체력 유지 전망. TP 상향. Conviction BUY

이익추정치 조정을 반영해 TP를 21만원에서 24만원으로 상향한다. TP는 2019~20년 EPS에 Target Multiple 7배를 적용했다. 글로벌 스판텍스 1위 업체의 지위를 감안하면 충분히 보수적인 Valuation이다. 레벨업된 실적이 향후에도 유지될 전망이다. 이번 실적을 통해 PX의 하락이 폴리에스터, 동나이법인 PET T/C에 긍정적인 영향을 주고 있음을 확인했고, 나일론의 구조적인 적자 축소도 가능하기 때문이다. BDO는 8월 이후 일부 업체의 정기보수 종료로 가격 상승이 어려우나, 국내 스판텍스 수출가는 소폭의 반등세다. 현 주가는 2019년 기준 PER 4.65배, PBR 1.16배로 극도의 저평가다. DPS 개선으로 배당수익률도 2% 이상을 전망한다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 240,000원(상향) | CP(7월 31일): 144,000원

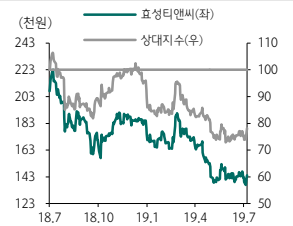
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,024.55
52주 최고/최저(원)	223,000/137,000
시가총액(십억원)	623.2
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	4,327.7
60일 평균 거래량(천주)	9.5
60일 평균 거래대금(십억원)	1.4
19년 배당금(예상, 원)	3,000
19년 배당수익률(예상, %)	2.08
외국인지분율(%)	10.04
주요주주 지분율(%)	
효성 외 5인	43.90
KB자산운용	17.25
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.4 (16.0) (35.3)
상대	6.7 (8.6) (26.6)

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	5,865.0	6,091.0
영업이익(십억원)	238.3	268.9
순이익(십억원)	106.9	132.4
EPS(원)	19,117	22,907
BPS(원)	110,399	131,254

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	3,359.1	5,879.7	6,143.9	6,498.5
영업이익	십억원	0.0	125.1	309.2	346.7	359.8
세전이익	십억원	0.0	48.5	224.8	269.6	289.3
순이익	십억원	0.0	21.2	133.9	160.6	172.4
EPS	원	0	8,492	30,947	37,118	39,837
증감률	%	N/A	N/A	264.4	19.9	7.3
PER	배	N/A	21.79	4.65	3.88	3.61
PBR	배	N/A	1.97	1.16	0.91	0.74
EV/EBITDA	배	N/A	11.68	5.64	4.72	4.12
ROE	%	0.00	5.26	28.59	26.46	22.66
BPS	원	0	93,961	123,911	158,038	194,883
DPS	원	0	1,000	3,000	3,000	3,000



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

RA 손진원  
02-3771-7617  
jwshon@hanafn.com

표 1. 효성티앤씨 2Q19 실적 Review

	2Q19	1Q19	2Q18	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	1,531.3	1,410.4	466.7	228.1	8.6	1,541.1	-0.6	1,464.5	4.6
영업이익	92.4	54.7	22.6	308.8	68.9	58.8	57.1	62.9	46.9
세전이익	64.4	41.6	2.5	2,476.0	54.8	N/A	N/A	28.8	123.6
순이익	38.7	24.7	-0.5	7,840.0	56.7	24.8	56.0	20.8	86.1
영업이익률	6.0	3.9	4.8	1.2	2.2	3.8	2.2	4.3	1.7
세전이익률	4.2	2.9	0.5	3.7	1.3	1.6	4.2	2.0	2.2
순이익률	2.5	1.8	-0.1	2.6	0.8	1.6	0.9	1.4	1.1

자료: 하나금융투자

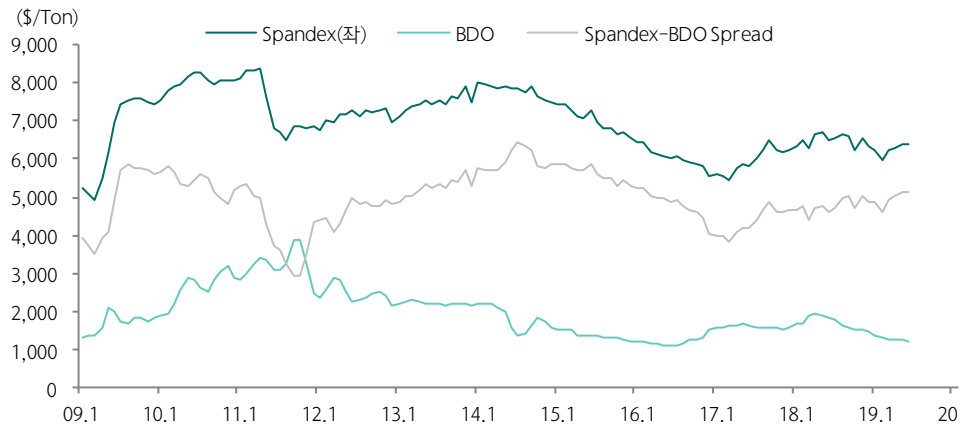
표 2. 효성티앤씨 연간 실적 추정치 변경 내역

	2019F			2020F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	5,879.7	6,048.9	-2.8	6,143.9	6,376.7	-3.7
영업이익	309.2	230.8	34.0	346.7	255.0	36.0
세전이익	224.8	158.8	41.6	269.6	183.0	47.3
순이익	133.9	96.9	38.2	160.6	111.3	44.3
영업이익률	5.3	3.8	1.4	5.6	4.0	1.6
세전이익률	3.8	2.6	1.2	4.4	2.9	1.5
순이익률	2.3	1.6	0.7	2.6	1.7	0.9

자료: 하나금융투자

그림 1. Spandex-BDO 스프레드 개선세 나타나

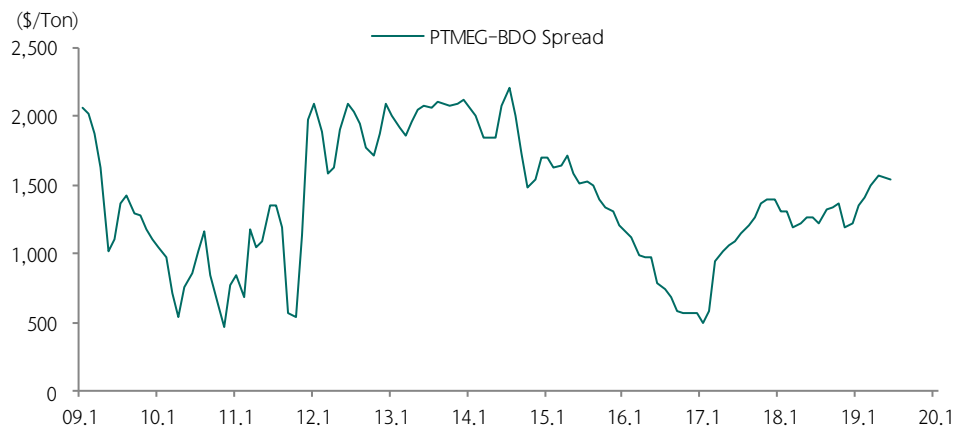
원재료 BDO 가격 하락으로  
Spandex 스프레드 개선  
국내 수출가격은 반등 나타나



자료: Cischem, 하나금융투자

그림 2. PTMEG-BDO 스프레드 개선 나타나

PTMEG-BDO 스프레드 개선  
PTMEG 외부판매분 증가로  
수혜의 폭은 더 커져



자료: Cischem, 하나금융투자

표 1. 효성티앤씨 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

구분	FY2018				FY2019F				FY2017	FY2018	FY2019F	FY2020F
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F				
매출액	1,340.7	1,429.2	1,505.4	1,387.0	1,410.4	1,531.3	1,521.9	1,416.1	5,062.5	5,662.3	5,879.7	6,143.9
QoQ(%)	-3.7%	6.6%	5.3%	-7.9%	1.7%	8.6%	-0.6%	-7.0%				
YoY(%)	14.8%	14.6%	19.8%	-0.3%	5.2%	7.1%	1.1%	2.1%		11.8%	3.8%	4.5%
섬유	651.6	664.0	714.0	691.1	650.1	689.6	675.1	671.4	2,519.3	2,720.7	2,686.3	2,727.0
QoQ(%)	-2.7%	1.9%	7.5%	-3.2%	-5.9%	6.1%	-2.1%	-0.5%				
YoY(%)	9.7%	7.4%	12.0%	3.2%	-0.2%	3.9%	-5.4%	-2.8%		8.0%	-1.3%	1.5%
스판덱스/PTMG	354.3	359.8	397.9	363.3	358.7	411.2	376.3	373.6	1,298.6	1,475.4	1,519.7	1,498.6
QoQ(%)	0.9%	1.6%	10.6%	-8.7%	-1.3%	14.6%	-8.5%	-0.7%				
YoY(%)	25.8%	11.4%	16.2%	3.5%	1.2%	14.3%	-5.4%	2.8%		13.6%	3.0%	-1.4%
나일론/폴리에스터/기타	297.3	304.1	316.1	327.8	291.4	278.5	278.0	277.7	1,220.8	1,245.4	1,125.6	1,146.8
QoQ(%)	-6.7%	2.3%	3.9%	3.7%	-11.1%	-4.4%	-0.1%	-0.1%				
YoY(%)	-4.7%	3.0%	7.3%	2.9%	-2.0%	-8.4%	-12.0%	-15.3%		2.0%	-9.6%	1.9%
무역 기타	689.1	765.2	791.4	695.9	760.3	841.7	846.8	744.6	2,543.2	2,941.6	3,193.4	3,416.9
QoQ(%)	-4.5%	11.0%	3.4%	-12.1%	9.2%	10.7%	0.6%	-12.1%				
YoY(%)	20.0%	21.8%	27.9%	-3.6%	10.3%	10.0%	7.0%	7.0%		15.7%	8.6%	7.0%
영업이익	57.5	58.3	61.1	41.4	54.7	92.4	82.3	79.8	246.4	218.3	309.2	346.7
영업이익률(%)	4.3%	4.1%	4.1%	3.0%	3.9%	6.0%	5.4%	5.6%		3.9%	5.3%	5.6%
QoQ(%)	16.4%	1.3%	4.8%	-32.3%	32.3%	68.8%	-10.9%	-3.1%				
YoY(%)	-11.0%	-29.4%	22.8%	-16.3%	-4.9%	58.5%	34.8%	92.8%		-11.4%	41.6%	12.1%
섬유	47.7	44.9	46.2	36.4	39.8	74.1	63.9	63.6	223.5	175.2	241.4	272.4
영업이익률(%)	7.3%	6.8%	6.5%	5.3%	6.1%	10.7%	9.5%	9.5%		6.4%	9.0%	10.0%
QoQ(%)	7.5%	-5.9%	3.1%	-21.2%	9.3%	86.0%	-13.7%	-0.6%				
YoY(%)	-22.8%	-32.1%	-9.8%	-17.9%	-16.5%	65.1%	38.2%	74.5%		-21.6%	37.7%	12.8%
스판덱스/PTMG	52.6	48.2	53.8	43.9	50.5	62.5	51.5	51.2	224.4	198.5	215.6	220.2
영업이익률(%)	14.8%	13.4%	13.5%	12.1%	14.1%	15.2%	13.7%	13.7%		13.5%	14.2%	14.7%
QoQ(%)	5.1%	-8.3%	11.6%	-18.4%	15.0%	23.8%	-17.5%	-0.7%				
YoY(%)	-3.8%	-27.7%	1.3%	-12.2%	-4.0%	29.6%	-4.2%	16.6%		-11.6%	8.6%	2.1%
나일론/폴리에스터/기타	-4.9	-3.3	-7.6	-7.5	-10.6	11.6	12.8	12.8	-0.9	-23.2	26.5	53.6
영업이익률(%)	-1.6%	-1.1%	-2.4%	-2.3%	-3.6%	4.2%	4.6%	4.6%		-1.9%	2.4%	4.7%
QoQ(%)	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	10.0%	0.0%				
YoY(%)	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전		적지	흑전	102.2%
무역 기타	9.8	13.4	14.9	4.9	14.9	18.3	18.4	16.2	22.9	43.1	67.8	74.3
영업이익률(%)	1.4%	1.8%	1.9%	0.7%	2.0%	2.2%	2.2%	2.2%		1.5%	2.1%	2.2%
QoQ(%)	95.6%	36.4%	10.7%	-66.8%	201.6%	22.9%	0.6%	-12.1%				
YoY(%)	239.3%	-18.7%	-1071%	-1.8%	51.4%	36.4%	24.0%	227.9%		88.0%	57.5%	9.6%
당기순이익	38.2	10.2	21.2	8.4	31.6	49.3	45.3	44.6	52.1	78.0	170.8	204.9
QoQ(%)	흑전	-73.4%	107.6%	-60.4%	278.2%	56.0%	-8.3%	-1.5%				
YoY(%)	14.7%	424.4%	-9.0%	흑전	-17.3%	384.2%	113.9%	432.9%		49.7%	119.1%	19.9%
지배주주	29.1	7.7	15.7	6.0	24.7	38.7	35.5	35.1	39.6	58.5	133.9	160.6
QoQ(%)	흑전	-73.4%	102.7%	-61.8%	311.2%	56.8%	-8.3%	-1.1%				
YoY(%)	14.7%	424.4%	-11.2%	흑전	-15.1%	399.5%	126.0%	484.8%		47.8%	128.9%	19.9%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

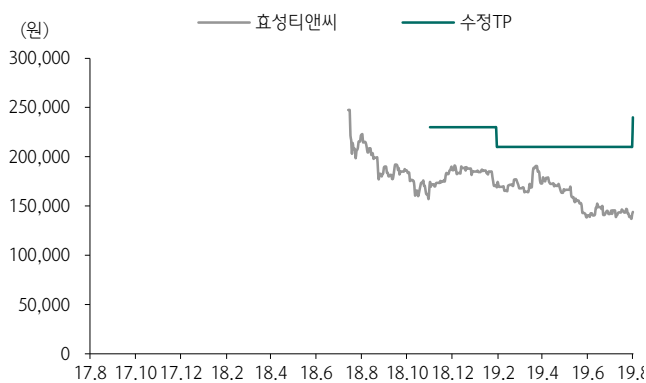
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	0.0	3,359.1	5,879.7	6,143.9	6,498.5
매출원가	0.0	3,103.3	5,333.9	5,550.0	5,877.1
매출총이익	0.0	255.8	545.8	593.9	621.4
판매비	0.0	130.7	236.6	247.2	261.5
영업이익	0.0	125.1	309.2	346.7	359.8
금융손익	0.0	(78.5)	(84.4)	(77.1)	(70.5)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	0.0	48.5	224.8	269.6	289.3
법인세	0.0	17.0	53.9	64.7	69.4
계속사업이익	0.0	31.5	170.8	204.9	219.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	0.0	31.5	170.8	204.9	219.9
비지배주주지분순이익	0.0	10.3	36.9	44.3	47.5
지배주주순이익	0.0	21.2	133.9	160.6	172.4
지배주주지분포괄이익	0.0	1.9	26.2	31.5	33.8
NOPAT	0.0	81.3	235.0	263.5	273.5
EBITDA	0.0	229.2	405.4	435.5	441.9
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	N/A	75.0	4.5	5.8
NOPAT증가율	N/A	N/A	189.1	12.1	3.8
EBITDA증가율	N/A	N/A	76.9	7.4	1.5
영업이익증가율	N/A	N/A	147.2	12.1	3.8
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	531.6	19.9	7.3
EPS증가율	N/A	N/A	264.4	19.9	7.3
수익성(%)					
매출총이익률	N/A	7.6	9.3	9.7	9.6
EBITDA이익률	N/A	6.8	6.9	7.1	6.8
영업이익률	N/A	3.7	5.3	5.6	5.5
계속사업이익률	N/A	0.9	2.9	3.3	3.4
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	0	8,492	30,947	37,118	39,837
BPS	0	93,961	123,911	158,038	194,883
CFPS	0	83,348	93,560	100,525	101,994
EBITDAPS	0	91,604	93,670	100,636	102,105
SPS	0	1,342,691	1,358,615	1,419,671	1,501,602
DPS	0	1,000	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	N/A	21.8	4.7	3.9	3.6
PBR	N/A	2.0	1.2	0.9	0.7
PCFR	N/A	2.2	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	N/A	11.7	5.6	4.7	4.1
PSR	N/A	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	0.0	5.3	28.6	26.5	22.7
ROA	0.0	0.7	4.2	4.8	4.8
ROIC	0.0	3.7	11.0	12.8	13.8
부채비율	0.0	544.7	394.0	308.5	252.0
순부채비율	0.0	368.2	236.1	150.2	93.8
이자보상배율(배)	0.0	2.7	3.5	4.0	4.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	0.0	1,428.1	1,612.2	1,925.9	2,258.9
금융자산	0.0	107.0	264.7	537.6	820.7
현금성자산	0.0	84.7	225.7	496.8	777.6
매출채권 등	0.0	771.7	787.2	802.9	819.0
재고자산	0.0	517.3	527.7	551.4	583.2
기타유동자산	0.0	32.1	32.6	34.0	36.0
비유동자산	0.0	1,710.8	1,615.7	1,527.0	1,445.1
투자자산	0.0	38.5	39.6	39.7	39.9
금융자산	0.0	1.4	2.5	2.6	2.7
유형자산	0.0	1,439.5	1,343.4	1,254.6	1,172.5
무형자산	0.0	75.9	75.9	75.9	75.9
기타비유동자산	0.0	156.9	156.8	156.8	156.8
자산총계	0.0	3,138.8	3,227.9	3,452.9	3,703.9
유동부채	0.0	1,994.6	1,915.5	1,946.1	1,987.1
금융부채	0.0	1,325.9	1,233.4	1,233.5	1,233.5
매입채무 등	0.0	643.2	656.1	685.6	725.2
기타유동부채	0.0	25.5	26.0	27.0	28.4
비유동부채	0.0	657.3	659.0	661.5	664.5
금융부채	0.0	573.8	573.8	573.8	573.8
기타비유동부채	0.0	83.5	85.2	87.7	90.7
부채총계	0.0	2,651.9	2,574.4	2,607.6	2,651.6
지배주주지분	0.0	403.7	533.3	681.0	840.4
자본금	0.0	21.6	21.6	21.6	21.6
자본잉여금	0.0	406.1	406.1	406.1	406.1
자본조정	0.0	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타포괄이익누계액	0.0	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	0.0	19.0	148.6	296.3	455.7
비지배주주지분	0.0	83.2	120.1	164.4	211.9
자본총계	0.0	486.9	653.4	845.4	1,052.3
순금융부채	0.0	1,792.7	1,542.5	1,269.7	986.7
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	0.0	115.7	255.6	285.9	296.1
당기순이익	0.0	31.5	170.8	204.9	219.9
조정	0.0	142.6	96.2	88.9	82.0
감가상각비	0.0	104.1	96.2	88.8	82.0
외환거래손익	0.0	23.6	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	14.9	0.0	0.1	0.0
영업활동자산부채변동	0.0	(58.4)	(11.4)	(7.9)	(5.8)
투자활동 현금흐름	0.0	(150.0)	(17.8)	(1.9)	(2.5)
투자자산감소(증가)	0.0	(38.5)	(1.1)	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)	0.0	(137.3)	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	25.8	(16.7)	(1.8)	(2.4)
재무활동 현금흐름	0.0	(163.8)	(96.8)	(12.9)	(12.9)
금융부채증가(감소)	0.0	1,899.7	(92.5)	0.1	0.1
자본증가(감소)	0.0	427.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(2,491.3)	0.0	(0.1)	(0.1)
배당지급	0.0	0.0	(4.3)	(12.9)	(12.9)
현금의 증감	0.0	(198.7)	141.0	271.1	280.8
Unlevered CFO	0.0	208.5	404.9	435.0	441.4
Free Cash Flow	0.0	(61.2)	255.6	285.9	296.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성티앤씨



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.8.1	BUY	240,000		
19.1.30	BUY	210,000	-23.84%	-9.29%
18.11.1	BUY	230,000	-20.82%	-16.96%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	89.1%	10.3%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 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 2019년 08월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 08월 01일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.