

효성티앤씨 (298020)

스판덱스, 마스크 수혜를 입다. PER 3.7배에 불과한 저평가 우량주

1Q20 영업이익 컨센 부합

1Q20 영업이익은 785억원(QoQ -6%, YoY +44%)으로 컨센(767억원)에 부합했다. 코로나19에 따른 우려에도 불구하고 여전히 높은 이익 체력을 유지 중이다. 섬유사업 영업이익은 672억원으로 QoQ 8% 감소했으나, 이익률은 오히려 11.6%로 전분기 대비 0.4%p 개선되었다. 이는 스판덱스의 영업이익률 개선 영향이다. 스판덱스 영업이익률은 18.6%로 약 2년 만에 최대치를 달성했다. 스판덱스 가격은 견조하게 유지된 반면, 원재료 BDO는 하향안정화 추세가 지속되면서 확대된 스프레드가 유지된 영향이다. 나일론/폴리 영업이익은 101억원(QoQ +20%)으로 개선되었고, 영업이익률은 4.3%로 3~4년 래 최대치를 시현했다. 카프롤락탐/MEG 등 원재료 가격 하락에 기인한다. 참고로, 동 사업부는 최근 2~3년 간 적자를 지속해오다 4개 분기 연속 흑자 추세가 유지되고 있다. 무역/기타 영업이익은 111억원으로 전분과 유사한 견조한 흐름이 지속되고 있다.

2Q20 영업이익 전분기 대비 15% 가량 개선될 전망

2Q20 영업이익은 900억원(QoQ +15%, YoY -3%)을 전망한다. 섬유 사업은 스판덱스의 호조세 지속에 따라 영업이익 777억원(QoQ +16%)으로 전분기 대비 개선을 예상된다. 스판덱스는 저원가 효과가 지속되는 가운데 최근 중국 재고가 감소하고 가동률은 4월 하순부터 상승하는 긍정적인 흐름이 나타나고 있어 수급이 점진적으로 회복되는 사이클에 진입할 것으로 판단한다.

스판덱스, 마스크 이어밴드향 사용 급증. PER 3.7배에 불과

BUY, TP 24만원을 유지한다. 최근 중국 스판덱스 재고의 감소와 가동률 상승은 위생용 마스크의 이어밴드향 사용이 급증한 영향이다. 특히, 70~140테니어 제품 수요는 두 배 이상 급증한 것으로 파악된다. 참고로, 이는 중국 스판덱스 비중의 20% 이상이다. 70~140D 가격이 최근 약 30%이상 급등하면서 주요 업체들은 40~50D라인을 70~140D로 전환하기 시작했고 이는 전반적인 스판덱스 수급에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 스판덱스 글로벌 No.1에게 PER 3.7배는 과도한 저평가다. 중소형주 Top Picks에 편입한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 240,000원 | CP(5월 1일): 130,500원

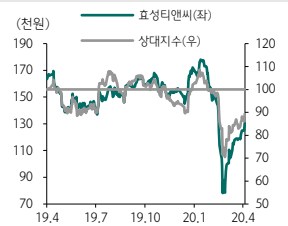
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,947.56
52주 최고/최저(원)	178,000/8,200
시가총액(십억원)	564.8
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	4,327.7
60일 평균 거래량(천주)	13.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.7
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.53
외국인지분율(%)	12.50
주요주주 지분율(%)	
효성 외 5인	43.90
KB자산운용	16.72
주가상승률	1M 6M 12M
절대	30.5 (18.4) (21.9)
상대	15.1 (12.4) (11.1)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	5,841.2	6,188.7
영업이익(십억원)	317.5	348.1
순이익(십억원)	162.5	190.6
EPS(원)	28,803	33,759
BPS(원)	142,330	175,493

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	3,359.1	5,983.1	6,015.1	6,415.0	6,797.7
영업이익	십억원	125.1	322.9	351.0	375.3	390.6
세전이익	십억원	48.5	230.1	257.8	309.5	328.8
순이익	십억원	21.2	93.1	154.1	185.1	196.6
EPS	원	8,492	21,510	35,618	42,762	45,431
증감률	%	N/A	153.3	65.6	20.1	6.2
PER	배	21.79	7.18	3.66	3.05	2.87
PBR	배	1.97	1.36	0.89	0.69	0.56
EV/EBITDA	배	11.68	4.79	4.22	3.84	3.52
ROE	%	5.26	20.86	27.44	25.61	21.73
BPS	원	93,961	113,670	147,293	188,060	231,497
DPS	원	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000



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

RA 손진원
02-3771-3811
jwshon@hanafn.com

표 1. 효성티앤씨 1Q20 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q20	4Q19	1Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	1,387.7	1,470.6	1,410.4	(1.6)	(5.6)	1,451.1	-4.4	1,421.3	-2.4
영업이익	78.5	83.6	54.7	43.5	(6.1)	88.0	-10.8	76.7	2.3
세전이익	44.0	63.7	41.6	5.8	(30.9)	N/A	N/A	39.0	12.8
순이익	20.7	36.9	24.7	(16.2)	(43.9)	41.6	-50.2	37.2	-44.4
영업이익률	5.7	5.7	3.9	1.8	(0.0)	6.1	(0.4)	5.4	0.3
세전이익률	3.2	4.3	2.9	0.2	(1.2)	3.2	3.2	2.7	0.4
순이익률	1.5	2.5	1.8	(0.3)	(1.0)	2.9	(1.4)	2.6	(1.1)

자료: 하나금융투자

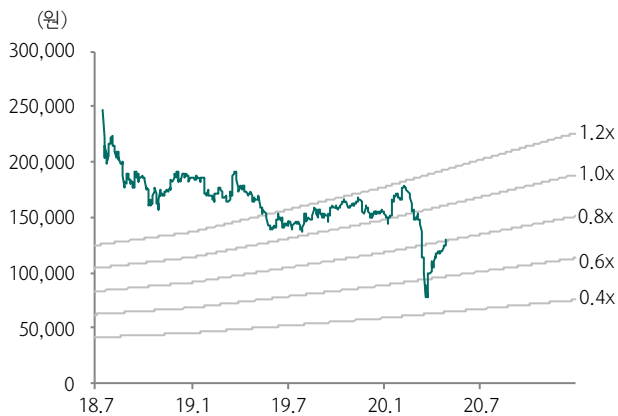
표 2. 효성티앤씨 연간 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	6,015.1	5,983.2	0.5	6,415.0	6,111.4	5.0
영업이익	351.0	322.9	8.7	375.3	356.1	5.4
세전이익	257.8	230.0	12.1	309.5	277.9	11.4
순이익	154.1	93.1	65.5	185.1	168.9	9.6
영업이익률	5.8	5.4	0.4	5.9	5.8	0.0
세전이익률	4.3	3.8	0.4	4.8	4.5	0.3
순이익률	2.6	1.6	1.0	2.9	2.8	0.1

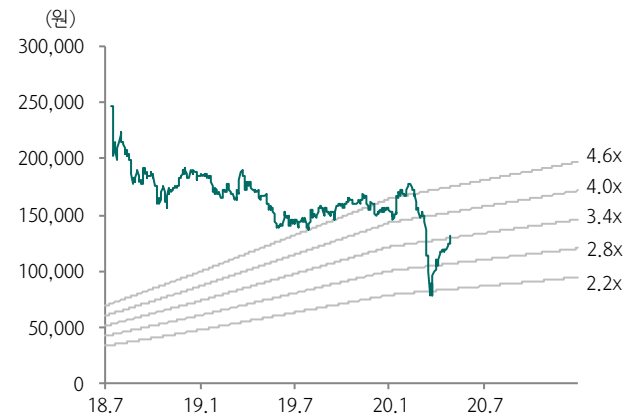
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성티앤씨 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

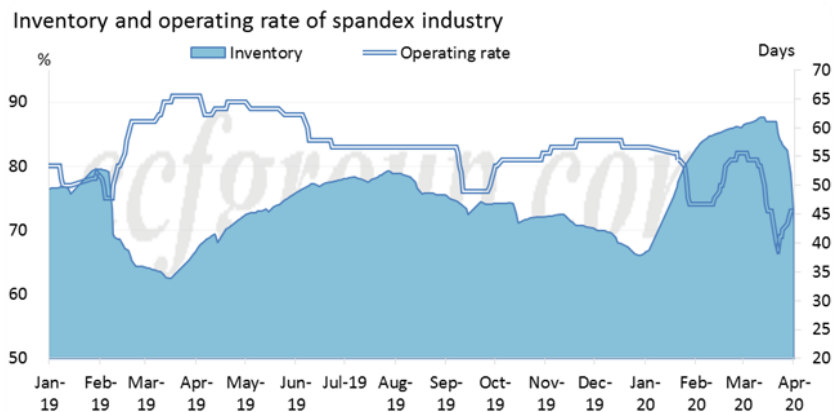
그림 2. 효성티앤씨 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 중국 스판덱스 재고 및 가동률 추이

중국 스판덱스 재고 및 가동률 추이



자료: 하나금융투자

표 3. 효성티앤씨 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

구분	FY2019				FY2020				FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F				
매출액	1,410.4	1,531.3	1,570.9	1,470.6	1,387.7	1,527.8	1,583.3	1,516.3	5,662.3	5,983.2	6,015.1	6,415.0
QoQ(%)	1.7%	8.6%	2.6%	-6.4%	-5.6%	10.1%	3.6%	-4.2%				
YoY(%)	5.2%	7.1%	4.4%	6.0%	-1.6%	-0.2%	0.8%	3.1%	11.8%	5.7%	0.5%	6.6%
섬유	650.1	689.6	683.5	652.3	579.3	627.2	633.8	640.7	2,720.7	2,675.5	2,481.0	2,633.5
QoQ(%)	-5.9%	6.1%	-0.9%	-4.6%	-11.2%	8.3%	1.1%	1.1%				
YoY(%)	-0.2%	3.9%	-4.3%	-5.6%	-10.9%	-9.1%	-7.3%	-1.8%	8.0%	-1.7%	-7.3%	6.1%
스판덱스/PTMG	358.7	411.2	416.0	412.1	346.7	371.1	374.8	378.6	1,475.4	1,598.0	1,471.3	1,552.6
QoQ(%)	-1.3%	14.6%	1.2%	-0.9%	-15.9%	7.0%	1.0%	1.0%				
YoY(%)	1.2%	14.3%	4.5%	13.4%	-3.3%	-9.7%	-9.9%	-8.1%	13.6%	8.3%	-7.9%	5.5%
나일론/폴리에스터/기타	291.4	278.5	267.4	240.2	232.6	235.6	238.6	241.7	1,245.4	1,077.4	948.6	999.3
QoQ(%)	-11.1%	-4.4%	-4.0%	-10.2%	-3.2%	1.3%	1.3%	1.3%				
YoY(%)	-2.0%	-8.4%	-15.4%	-26.7%	-20.2%	-15.4%	-10.8%	0.6%	2.0%	-13.5%	-12.0%	5.4%
무역 기타	760.3	841.7	887.4	818.3	808.4	900.6	949.5	875.6	2,941.6	3,307.7	3,534.1	3,781.5
QoQ(%)	9.2%	10.7%	5.4%	-7.8%	-1.2%	11.4%	5.4%	-7.8%				
YoY(%)	10.3%	10.0%	12.1%	17.6%	6.3%	7.0%	7.0%	7.0%	15.7%	12.4%	6.8%	7.0%
영업이익	54.7	92.4	92.2	83.6	78.5	90.0	91.4	91.1	218.3	322.9	351.0	375.3
영업이익률(%)	3.9%	6.0%	5.9%	5.7%	5.7%	5.9%	5.8%	6.0%	3.9%	5.4%	5.8%	5.8%
QoQ(%)	32.3%	68.8%	-0.2%	-9.3%	-6.1%	14.7%	1.5%	-0.3%				
YoY(%)	-4.9%	58.5%	50.9%	102.1%	43.5%	-2.5%	-0.9%	9.0%	-11.4%	47.9%	8.7%	6.9%
섬유	39.8	74.1	74.3	73.1	67.2	77.7	78.4	79.1	175.2	261.3	302.3	323.3
영업이익률(%)	6.1%	10.7%	10.9%	11.2%	11.6%	12.4%	12.4%	12.3%	6.4%	9.8%	12.2%	12.3%
QoQ(%)	9.3%	86.0%	0.3%	-1.6%	-8.1%	15.6%	0.9%	0.9%				
YoY(%)	-16.5%	65.1%	60.7%	100.7%	68.8%	4.9%	5.5%	8.2%	-21.6%	49.1%	15.7%	7.0%
스판덱스/PTMG	50.5	62.5	71.1	72.0	64.4	68.9	69.6	70.3	198.5	256.0	273.3	288.4
영업이익률(%)	14.1%	15.2%	17.1%	17.5%	18.6%	18.6%	18.6%	18.6%	13.5%	16.0%	18.6%	18.6%
QoQ(%)	15.0%	23.8%	13.8%	1.3%	-10.6%	7.0%	1.0%	1.0%				
YoY(%)	-4.0%	29.6%	32.2%	64.1%	27.7%	10.4%	-2.1%	-2.3%	-11.6%	29.0%	6.7%	5.5%
나일론/폴리에스터/기타	-10.6	11.6	8.9	8.4	10.1	9.1	9.1	9.1	-23.2	18.3	37.4	36.4
영업이익률(%)	-3.6%	4.2%	3.3%	3.5%	4.3%	3.9%	3.8%	3.8%	-1.9%	1.7%	3.9%	3.6%
QoQ(%)	적지	흑전	-23.3%	-5.6%	20.2%	-10.0%	0.0%	0.0%				
YoY(%)	적지	흑전	흑전	흑전	-195.1%	-21.6%	2.1%	8.2%	적지	흑전	104.4%	-2.7%
무역 기타	14.9	18.3	17.9	10.5	11.1	12.4	13.0	12.0	43.1	61.6	48.5	51.9
영업이익률(%)	2.0%	2.2%	2.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.9%	1.4%	1.4%
QoQ(%)	201.6%	22.9%	-2.2%	-41.3%	5.7%	11.4%	5.4%	-7.8%				
YoY(%)	51.4%	36.4%	20.5%	112.6%	-25.5%	-32.5%	-27.2%	14.5%	88.0%	43.1%	-21.2%	7.0%
당기순이익	31.6	49.3	-1.0	42.1	26.3	55.6	56.9	57.1	78.0	122.0	195.9	169.7
QoQ(%)	278.2%	55.9%	적전	흑전	-37.6%	111.4%	2.5%	0.4%				
YoY(%)	-17.3%	384.2%	적전	403.0%	-16.9%	12.6%	흑전	35.8%	49.7%	56.5%	60.6%	-13.4%
지배주주	24.7	38.7	-7.1	36.9	20.7	43.7	44.8	45.0	58.5	93.1	154.1	133.5
QoQ(%)	311.2%	56.8%	적전	흑전	-43.9%	111.4%	2.5%	0.4%				
YoY(%)	-15.1%	399.5%	적전	514.5%	-16.2%	13.0%	흑전	21.9%	47.8%	59.1%	65.6%	-13.4%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

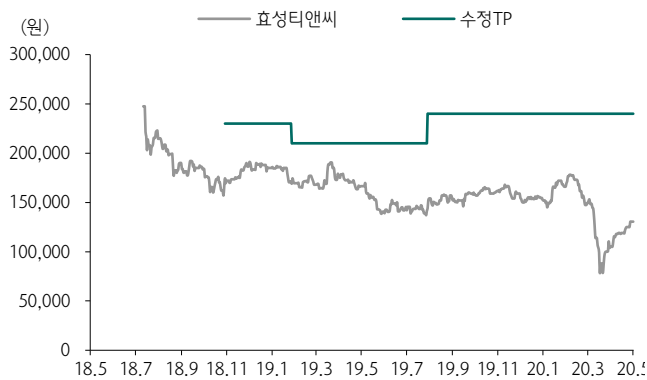
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	3,359.1	5,983.1	6,015.1	6,415.0	6,797.7
매출원가	3,103.3	5,419.3	5,422.1	5,781.6	6,133.6
매출총이익	255.8	563.8	593.0	633.4	664.1
판매비	130.7	240.9	242.0	258.1	273.5
영업이익	125.1	322.9	351.0	375.3	390.6
금융손익	(78.5)	(96.2)	(71.2)	(65.7)	(61.8)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.0	3.4	(22.0)	0.0	0.0
세전이익	48.5	230.1	257.8	309.5	328.8
법인세	17.0	108.1	61.9	74.3	78.9
계속사업이익	31.5	122.0	195.9	235.2	249.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	31.5	122.0	195.9	235.2	249.9
비배주주지분 손익	10.3	28.9	41.8	50.2	53.3
지배주주순이익	21.2	93.1	154.1	185.1	196.6
지배주주지분포괄이익	1.9	89.6	145.5	174.7	185.6
NOPAT	81.3	171.3	266.8	285.2	296.9
EBITDA	229.2	524.2	526.0	527.3	522.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	78.1	0.5	6.6	6.0
NOPAT증가율	N/A	110.7	55.8	6.9	4.1
EBITDA증가율	N/A	128.7	0.3	0.2	(0.9)
영업이익증가율	N/A	158.1	8.7	6.9	4.1
(지배주주)순이익증가율	N/A	339.2	65.5	20.1	6.2
EPS증가율	N/A	153.3	65.6	20.1	6.2
수익성(%)					
매출총이익률	7.6	9.4	9.9	9.9	9.8
EBITDA이익률	6.8	8.8	8.7	8.2	7.7
영업이익률	3.7	5.4	5.8	5.9	5.7
계속사업이익률	0.9	2.0	3.3	3.7	3.7
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	8,492	21,510	35,618	42,762	45,431
BPS	93,961	113,670	147,293	188,060	231,497
CFPS	83,348	97,197	121,389	121,698	120,643
EBITDAPS	91,604	121,136	121,542	121,851	120,796
SPS	1,342,691	1,382,529	1,389,923	1,482,317	1,570,750
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	21.8	7.2	3.7	3.1	2.9
PBR	2.0	1.4	0.9	0.7	0.6
PCFR	2.2	1.6	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	11.7	4.8	4.2	3.8	3.5
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무비율(%)					
ROE	5.3	20.9	27.4	25.6	21.7
ROA	0.7	2.9	4.7	5.4	5.3
ROIC	3.7	7.7	11.8	12.8	13.3
부채비율	544.7	453.1	331.7	263.4	217.2
순부채비율	368.2	299.6	201.5	132.9	89.0
이자보상배율(배)	2.7	4.2	4.8	5.3	5.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,428.1	1,470.1	1,577.4	1,865.9	2,142.5
금융자산	107.0	101.5	189.4	424.6	649.1
현금성자산	84.7	89.4	177.3	411.6	635.4
매출채권 등	771.7	820.8	837.3	854.0	871.1
재고자산	517.3	524.2	527.0	562.1	595.6
기타유동자산	32.1	23.6	23.7	25.2	26.7
비유동자산	1,710.8	1,754.2	1,699.5	1,675.8	1,679.7
투자자산	38.5	32.8	32.8	32.9	32.9
금융자산	1.4	0.7	0.7	0.7	0.8
유형자산	1,439.5	1,470.1	1,415.4	1,391.6	1,395.4
무형자산	75.9	91.9	91.9	91.9	91.9
기타비유동자산	156.9	159.4	159.4	159.4	159.5
자산총계	3,138.8	3,224.3	3,277.0	3,541.7	3,822.1
유동부채	1,994.6	2,074.4	1,949.2	1,994.4	2,037.7
금융부채	1,325.9	1,393.3	1,264.5	1,265.3	1,266.1
매입채무 등	643.2	626.9	630.2	672.1	712.2
기타유동부채	25.5	54.2	54.5	57.0	59.4
비유동부채	657.3	566.9	568.6	572.6	579.7
금융부채	573.8	454.9	454.9	454.9	454.9
기타비유동부채	83.5	112.0	113.7	117.7	124.8
부채총계	2,651.9	2,641.4	2,517.8	2,567.1	2,617.4
지배주주지분	403.7	489.0	634.4	810.9	998.9
자본금	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
자본잉여금	406.1	406.1	406.1	406.1	406.1
자본조정	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타포괄이익누계액	(40.1)	(38.6)	(38.6)	(38.6)	(38.6)
이익잉여금	19.0	102.7	248.2	424.7	612.7
비지배주주지분	83.2	94.0	124.7	163.7	205.9
자본총계	486.9	583.0	759.1	974.6	1,204.8
순금융부채	1,792.7	1,746.8	1,530.0	1,295.7	1,071.8
현금흐름표					
영업활동 현금흐름	115.7	349.5	378.8	382.4	379.6
당기순이익	31.5	122.0	195.9	235.2	249.9
조정	142.6	279.0	197.0	152.1	132.2
감가상각비	104.1	201.3	175.0	152.1	132.2
외환거래손익	23.6	9.6	22.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	14.9	68.1	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(58.4)	(51.5)	(14.1)	(4.9)	(2.5)
투자활동 현금흐름	(150.0)	(195.2)	(153.5)	(140.3)	(147.9)
투자자산감소(증가)	(38.5)	5.7	(11.1)	(11.2)	(11.2)
유형자산감소(증가)	(137.3)	(206.6)	(120.3)	(128.3)	(136.0)
기타	25.8	5.7	(22.1)	(0.8)	(0.7)
재무활동 현금흐름	(163.8)	(152.0)	(137.4)	(7.9)	(7.9)
금융부채증가(감소)	1,899.7	(51.5)	(128.8)	0.8	0.7
자본증가(감소)	427.8	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,491.3)	(85.1)	0.0	(0.1)	0.0
배당지급	0.0	(15.4)	(8.6)	(8.6)	(8.6)
현금의 증감	(198.7)	4.6	87.9	234.3	223.8
Unlevered CFO	208.5	420.6	525.3	526.7	522.1
Free Cash Flow	(61.2)	142.1	258.5	254.1	243.6

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	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 5월 3일

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 2020년 05월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 05월 04일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.