

효성티앤씨 (298020)

출하량 감소에 따른 고정비 부담 가중

2Q20 영업이익 컨센 -111% 하회하는 어닝 쇼크

2Q20 영업이익은 -82억원(QoQ 적전, YoY 적전)으로 컨센(717억원)을 대폭 하회하는 쇼크를 기록했다. 섬유/무역기타 모두 출하량 감소에 따른 직격탄을 맞았다. 특히, 스판덱스 영업이익은 176억원(OPM 6.2%)으로 전분기 대비 73% 감익되었다. 판가는 견조하게 유지되었으나, 전방 의류 수요 부진에 따라 출하량이 약 30% 감소하면서 고정비 부담이 가중된 영향이다. 마스크 이어밴드용 스판덱스 수요 증가 효과는 중국을 중심으로 뚜렷하게 나타났으나, 미주/유럽 등의 의류용 수요 감소를 상쇄하기는 어려웠던 상황으로 추정된다. 나일론/폴리에스터는 출하량이 50% 가까이 감소한 영향으로 영업이익 -150억원으로 적자다. 무역기타 영업이익은 BEP(QoQ -111억원)다. 트레이딩은 견조(영업이익 45억원)한 흐름이었으나, 동나이법인 타이어코드 출하량이 70% 가량 급감하여 적자(영업이익-51억원)를 시현한 영향이 컸다.

3Q20 최악은 벗어나나 가동률 상승은 점진적

3Q20 영업이익은 345억원(QoQ 흑전, YoY -63%)으로 전분기 대비 개선은 확실하게 나타날 것으로 예측되지만, 과거 대비 실적의 눈높이는 다소 낮아졌다. 가동률 회복은 나타나고 있으나, 정상 가동률에 도달할 정도의 의류 수요 환경은 아직 아니기 때문이다. 다만, 원재료 BDO, MDI, CPL, MEG, TPA 모두 약세이기에 저가 원재료 투입효과는 유효하다. 핵심인 스판덱스 가동률은 5월 70%를 저점으로 6월 75%, 현재 90% 수준으로 상승했고, 나일론/폴리에스터 가동률 또한 최저 가동률 50%를 기록한 이후 현재 70% 수준까지 회복한 상황으로 파악된다.

의류 수요 회복과 뚜렷한 가동률 상승이 주가 반등의 핵심

BUY를 유지하나, 목표주가는 기존 24만원에서 14만원으로 하향한다. 2020~21년 영업이익 추정치를 약 50% 가량 감익한 영향이다. 목표주가는 2021년 EPS에 PER 10배를 적용했다. 경쟁업체 중국 Huafon Spandex의 PER이 18배 수준이라는 점을 감안하여 50% 가량 할인을 적용했다. 단기 실적 부진에도 불구하고 중국 Huafon의 2020년 영업이익 추정치 3,400억원, 현재 시총 5.37조원을 감안하면 글로벌 No.1 효성티앤씨의 시총 4,900억원은 여전히 저평가다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 140,000원(하향) | CP(7월 31일): 113,500원

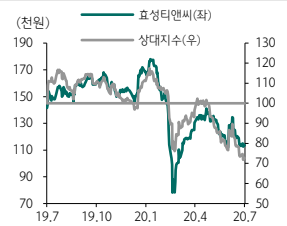
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,249.37
52주 최고/최저(원)	178,000/78,200
시가총액(십억원)	491.2
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	4,327.7
60일 평균 거래량(천주)	14.8
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.76
외국인지분율(%)	12.11
주요주주 지분율(%)	
효성 외 5인	43.90
KB자산운용	16.72
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.3 (31.6) (21.2)
상대	(5.0) (35.6) (29.1)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	5,640.9	5,904.1
영업이익(십억원)	302.2	330.0
순이익(십억원)	144.0	173.7
EPS(원)	25,913	31,313
BPS(원)	138,471	167,030

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	3,359.1	5,983.1	5,269.6	5,740.4	6,081.1
영업이익	십억원	125.1	322.9	149.2	181.8	190.7
세전이익	십억원	48.5	230.1	76.7	112.5	122.9
순이익	십억원	21.2	93.1	41.4	60.7	66.4
EPS	원	8,492	21,510	9,575	14,031	15,338
증감률	%	N/A	153.3	(55.5)	46.5	9.3
PER	배	21.79	7.18	11.85	8.09	7.40
PBR	배	1.97	1.36	0.94	0.85	0.77
EV/EBITDA	배	11.68	4.79	6.98	6.52	6.54
ROE	%	5.26	20.86	8.20	11.08	11.01
BPS	원	93,961	113,670	121,250	133,286	146,630
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 2Q20 실적 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q20P	1Q20	2Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	1,005.9	1,387.7	1,531.3	-34.3	-27.5	1,527.8	-34.2	1,346.8	-25.3
영업이익	-8.2	78.5	92.4	-108.9	-110.4	75.0	-110.9	71.7	-111.4
세전이익	-26.1	44.0	64.4	-140.5	-159.3	55.3	-147.2	54.4	-148.0
순이익	-13.8	20.7	38.7	-135.7	-166.7	33.3	-141.4	36.9	-137.4
영업이익률	-0.8	5.7	6.0	-6.8	-6.5	4.9	-5.7	5.3	-6.1
세전이익률	-2.6	3.2	4.2	-6.8	-5.8	3.6	-6.2	4.0	-6.6
순이익률	-1.4	1.5	2.5	-3.9	-2.9	2.2	-3.6	2.7	-4.1

자료: 하나금융투자

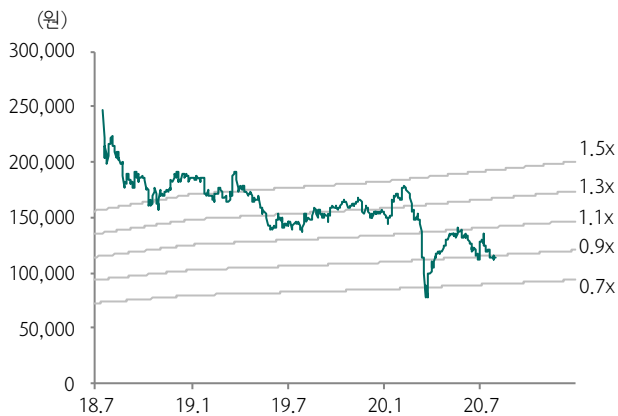
표 2. 효성티앤씨 연간 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	5,269.6	6,015.1	-12.4	5,740.4	6,415.0	-10.5
영업이익	149.2	319.1	-53.2	181.8	351.0	-48.2
세전이익	76.7	225.7	-66.0	112.5	284.7	-60.5
순이익	41.4	134.9	-69.3	60.7	170.2	-64.3
영업이익률	2.8	5.3	-2.5	3.2	5.5	-2.3
세전이익률	1.5	3.8	-2.3	2.0	4.4	-2.5
순이익률	0.8	2.2	-1.5	1.1	2.7	-1.6

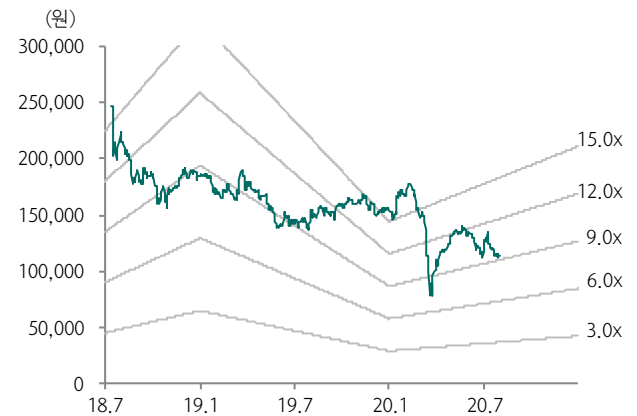
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성티앤씨 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 효성티앤씨 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 효성티앤씨 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

구분	FY2019				FY2020				FY2018	FY2019	FY2020F	FY2021F
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F				
매출액	1,410.4	1,531.3	1,570.9	1,470.6	1,387.7	1,005.9	1,443.9	1,432.1	5,662.3	5,983.2	5,269.6	5,740.4
QoQ(%)	1.7%	8.6%	2.6%	-6.4%	-5.6%	-27.5%	43.5%	-0.8%				
YoY(%)	5.2%	7.1%	4.4%	6.0%	-1.6%	-34.3%	-8.1%	-2.6%	11.8%	5.7%	-11.9%	8.9%
섬유	650.1	689.6	683.5	652.3	579.3	410.2	494.4	556.5	2,720.7	2,675.5	2,040.4	2,285.2
QoQ(%)	-5.9%	6.1%	-0.9%	-4.6%	-11.2%	-29.2%	20.5%	12.5%				
YoY(%)	-0.2%	3.9%	-4.3%	-5.6%	-10.9%	-40.5%	-27.7%	-14.7%	8.0%	-1.7%	-23.7%	12.0%
스판덱스/PTMG	358.7	411.2	416.0	412.1	346.7	282.3	318.6	378.6	1,475.4	1,598.0	1,326.2	1,552.6
QoQ(%)	-1.3%	14.6%	1.2%	-0.9%	-15.9%	-18.6%	12.9%	18.8%				
YoY(%)	1.2%	14.3%	4.5%	13.4%	-3.3%	-31.3%	-23.4%	-8.1%	13.6%	8.3%	-17.0%	17.1%
나일론/폴리에스터/기타	291.4	278.5	267.4	240.2	232.6	127.9	155.5	157.5	1,245.4	1,077.4	673.5	651.0
QoQ(%)	-11.1%	-4.4%	-4.0%	-10.2%	-3.2%	-45.0%	21.6%	1.3%				
YoY(%)	-2.0%	-8.4%	-15.4%	-26.7%	-20.2%	-54.1%	-41.9%	-34.4%	2.0%	-13.5%	-37.5%	-3.3%
무역 기타	760.3	841.7	887.4	818.3	808.4	595.7	949.5	875.6	2,941.6	3,307.7	3,229.2	3,455.2
QoQ(%)	9.2%	10.7%	5.4%	-7.8%	-1.2%	-26.3%	59.4%	-7.8%				
YoY(%)	10.3%	10.0%	12.1%	17.6%	6.3%	-29.2%	7.0%	7.0%	15.7%	12.4%	-2.4%	7.0%
영업이익	54.7	92.4	92.2	83.6	78.5	-8.2	34.5	44.3	218.3	322.9	149.2	181.8
영업이익률(%)	3.9%	6.0%	5.9%	5.7%	5.7%	-0.8%	2.4%	3.1%	3.9%	5.4%	2.8%	3.2%
QoQ(%)	32.3%	68.8%	-0.2%	-9.3%	-6.1%	적전	흑전	28.4%				
YoY(%)	-4.9%	58.5%	50.9%	102.1%	43.5%	적전	-62.6%	-47.0%	-11.4%	47.9%	-53.8%	21.9%
섬유	39.8	74.1	74.3	73.1	67.2	-8.2	32.6	40.0	175.2	261.3	131.6	164.5
영업이익률(%)	6.1%	10.7%	10.9%	11.2%	11.6%	-2.0%	6.6%	7.2%	6.4%	9.8%	6.4%	7.2%
QoQ(%)	9.3%	86.0%	0.3%	-1.6%	-8.1%	-112.2%	-497.9%	22.5%				
YoY(%)	-16.5%	65.1%	60.7%	100.7%	68.8%	-111.1%	-56.1%	-45.3%	-21.6%	49.1%	-49.6%	25.0%
스판덱스/PTMG	50.5	62.5	71.1	72.0	64.4	17.6	39.0	46.3	198.5	256.0	167.3	190.0
영업이익률(%)	14.1%	15.2%	17.1%	17.5%	18.6%	6.2%	12.2%	12.2%	13.5%	16.0%	12.6%	12.2%
QoQ(%)	15.0%	23.8%	13.8%	1.3%	-10.6%	-72.7%	121.5%	18.8%				
YoY(%)	-4.0%	29.6%	32.2%	64.1%	27.7%	-71.8%	-45.2%	-35.7%	-11.6%	29.0%	-34.7%	13.5%
나일론/폴리에스터/기타	-10.6	11.6	8.9	8.4	10.1	-15.0	-6.0	-6.0	-23.2	18.3	-16.9	-24.0
영업이익률(%)	-3.6%	4.2%	3.3%	3.5%	4.3%	-11.7%	-3.9%	-3.8%	-1.9%	1.7%	-2.5%	-3.7%
QoQ(%)	적지	흑전	-23.3%	-5.6%	20.2%	-248.5%	-60.0%	0.0%				
YoY(%)	적지	흑전	흑전	흑전	-195.1%	-229.3%	-167.4%	-171.4%	적지	흑전	적전	적지
무역 기타	14.9	18.3	17.9	10.5	11.1	0.0	1.9	4.4	43.1	61.6	17.4	17.3
영업이익률(%)	2.0%	2.2%	2.0%	1.3%	1.4%	0.0%	0.2%	0.5%	1.5%	1.9%	0.5%	0.5%
QoQ(%)	201.6%	22.9%	-2.2%	-41.3%	5.7%	-100.0%		130.5%				
YoY(%)	51.4%	36.4%	20.5%	112.6%	-25.5%	-100.0%	-89.4%	-58.3%	88.0%	43.1%	-71.8%	-0.6%
당기순이익	31.6	49.3	-1.0	42.1	26.3	-19.5	21.6	29.9	78.0	122.0	58.3	85.5
QoQ(%)	278.2%	55.9%	적전	흑전	-37.5%	적전	흑전	38.2%				
YoY(%)	-17.3%	384.2%	적전	403.0%	-16.9%	적전	흑전	-29.0%	49.7%	56.5%	-52.2%	46.5%
지배주주	24.7	38.7	-7.1	36.9	20.7	-13.8	15.4	19.2	58.5	93.1	41.4	60.7
QoQ(%)	311.2%	56.8%	적전	흑전	-43.9%	적전	흑전	25.2%				
YoY(%)	-15.1%	399.5%	적전	514.5%	-16.2%	적전	흑전	-47.9%	47.8%	59.1%	-55.5%	46.5%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
매출액	3,359.1	5,983.1	5,269.6	5,740.4	6,081.1	
매출원가	3,103.3	5,419.3	4,908.4	5,327.6	5,645.7	
매출총이익	255.8	563.8	361.2	412.8	435.4	
판매비	130.7	240.9	212.0	231.0	244.7	
영업이익	125.1	322.9	149.2	181.8	190.7	
금융손익	(78.5)	(96.2)	(72.4)	(69.4)	(67.8)	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	2.0	3.4	0.0	0.0	0.0	
세전이익	48.5	230.1	76.7	112.5	122.9	
법인세	17.0	108.1	18.4	27.0	29.5	
계속사업이익	31.5	122.0	58.3	85.5	93.4	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	31.5	122.0	58.3	85.5	93.4	
비배주주지분순이익	10.3	28.9	16.9	24.7	27.0	
지배주주순이익	21.2	93.1	41.4	60.7	66.4	
지배주주지분포괄이익	1.9	89.6	43.3	63.5	69.4	
NOPAT	81.3	171.3	113.4	138.2	145.0	
EBITDA	229.2	524.2	324.1	333.9	322.9	
성장성(%)						
매출액증가율	N/A	78.1	(11.9)	8.9	5.9	
NOPAT증가율	N/A	110.7	(33.8)	21.9	4.9	
EBITDA증가율	N/A	128.7	(38.2)	3.0	(3.3)	
영업이익증가율	N/A	158.1	(53.8)	21.8	4.9	
(지배주주)순이익증가율	N/A	339.2	(55.5)	46.6	9.4	
EPS증가율	N/A	153.3	(55.5)	46.5	9.3	
수익성(%)						
매출총이익률	7.6	9.4	6.9	7.2	7.2	
EBITDA이익률	6.8	8.8	6.2	5.8	5.3	
영업이익률	3.7	5.4	2.8	3.2	3.1	
계속사업이익률	0.9	2.0	1.1	1.5	1.5	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	8,492	21,510	9,575	14,031	15,338	
BPS	93,961	113,670	121,250	133,286	146,630	
CFPS	83,348	97,197	74,746	76,997	74,458	
EBITDAPS	91,604	121,136	74,899	77,149	74,611	
SPS	1,342,691	1,382,529	1,217,648	1,326,445	1,405,174	
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000	
주가지표(배)						
PER	21.8	7.2	11.9	8.1	7.4	
PBR	2.0	1.4	0.9	0.9	0.8	
PCFR	2.2	1.6	1.5	1.5	1.5	
EV/EBITDA	11.7	4.8	7.0	6.5	6.5	
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
재무비율(%)						
ROE	5.3	20.9	8.2	11.1	11.0	
ROA	0.7	2.9	1.3	2.0	2.1	
ROIC	3.7	7.7	5.0	6.2	6.6	
부채비율	544.7	453.1	390.8	361.8	332.7	
순부채비율	368.2	299.6	269.0	228.8	196.0	
이자보상배율(배)	2.7	4.2	2.0	2.6	2.7	

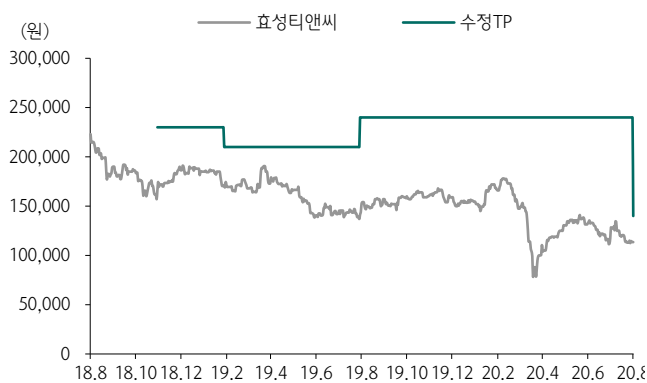
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F	
유동자산	1,428.1	1,470.1	1,365.9	1,526.5	1,655.9	
금융자산	107.0	101.5	46.1	146.9	228.1	
현금성자산	84.7	89.4	35.4	135.3	215.8	
매출채권 등	771.7	820.8	837.3	854.0	871.1	
재고자산	517.3	524.2	461.7	503.0	532.8	
기타유동자산	32.1	23.6	20.8	22.6	23.9	
비유동자산	1,710.8	1,754.2	1,684.5	1,647.3	1,636.9	
투자자산	38.5	32.8	32.7	32.8	32.8	
금융자산	1.4	0.7	0.6	0.7	0.7	
유형자산	1,439.5	1,470.1	1,400.5	1,363.2	1,352.7	
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	3,050.4	3,173.8	3,292.8	
유동부채	1,994.6	2,074.4	1,864.9	1,918.1	1,956.7	
금융부채	1,325.9	1,393.3	1,263.1	1,264.0	1,264.7	
매입채무 등	643.2	626.9	552.1	601.4	637.1	
기타유동부채	25.5	54.2	49.7	52.7	54.9	
비유동부채	657.3	566.9	564.0	568.5	575.2	
금융부채	573.8	454.9	454.9	454.9	454.9	
기타비유동부채	83.5	112.0	109.1	113.6	120.3	
부채총계	2,651.9	2,641.4	2,428.9	2,486.6	2,531.9	
지배주주지분	403.7	489.0	521.7	573.8	631.6	
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	135.5	187.6	245.4	
비지배주주지분	83.2	94.0	99.8	113.4	129.3	
자본총계	486.9	583.0	621.5	687.2	760.9	
순금융부채	1,792.7	1,746.8	1,671.9	1,572.0	1,491.5	
현금흐름표						
영업활동 현금흐름	115.7	349.5	199.9	234.5	222.0	
당기순이익	31.5	122.0	58.3	85.5	93.4	
조정	142.6	279.0	175.0	152.0	132.2	
감가상각비	104.1	201.3	175.0	152.1	132.2	
외환거래손익	23.6	9.6	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타	14.9	68.1	0.0	(0.1)	0.0	
영업활동자산부채변동	(58.4)	(51.5)	(33.4)	(3.0)	(3.6)	
투자활동 현금흐름	(150.0)	(195.2)	(115.0)	(126.9)	(133.5)	
투자자산감소(증가)	(38.5)	5.7	(11.0)	(11.2)	(11.2)	
유형자산감소(증가)	(137.3)	(206.6)	(105.4)	(114.8)	(121.6)	
기타	25.8	5.7	1.4	(0.9)	(0.7)	
재무활동 현금흐름	(163.8)	(152.0)	(138.8)	(7.7)	(8.0)	
금융부채증가(감소)	1,899.7	(51.5)	(130.2)	0.9	0.7	
자본증가(감소)	427.8	(0.0)	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(2,491.3)	(85.1)	(0.0)	0.0	(0.1)	
배당지급	0.0	(15.4)	(8.6)	(8.6)	(8.6)	
현금의 증감	(198.7)	4.6	(53.9)	99.8	80.5	
Unlevered CFO	208.5	420.6	323.5	333.2	322.2	
Free Cash Flow	(61.2)	142.1	94.5	119.7	100.3	

(단위: 십억원)

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성티앤씨



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.3	BUY	140,000		
19.8.1	BUY	240,000	-40.31%	-25.83%
19.1.30	BUY	210,000	-23.73%	-9.29%
18.11.1	BUY	230,000	-20.80%	-16.96%

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	91.6%	8.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 8월 2일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 08월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 08월 03일 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.