

효성티앤씨 (298020)

보수적 가정으로도 주가 상승여력 71%

3Q20 영업이익 컨센 10% 상회. 물량/마진 모두 개선

3Q20 영업이익은 662억원(QoQ 흑전, YoY -28%)으로 컨센(561억원)을 10% 상회했다. 섬유/무역기타 모두 2Q20의 출하량 감소의 직격탄에서 완전한 회복세를 보였다. 특히, 스판덱스 영업이익은 701억원(OPM 16.6%)으로 전분기 대비 300% 증익되었다. 가동률이 전분기 70%에서 100%에 육박할 정도로 상승한 가운데, 회사의 재고는 물론 중국 스판덱스 재고도 동시에 감소하며 판가가 상승했기 때문이다. 언택트 환경 하에서 애슬레저/래깅스 등 스판혼용율이 높은 의류의 판매량이 뚜렷한 개선세를 보였고, 중국 소비 시장 회복도 한 몫 했다. 나일론/폴리에스터는 출하량이 코로나 이전 70% 수준까지 회복되며 영업이익 -28억원(QoQ +122억원)으로 적자를 크게 줄였다. 무역기타 영업이익은 57억원이다.

4Q20 영업이익 QoQ 31% 개선 전망. 스판덱스 추가 증익

4Q20 영업이익은 868억원(QoQ +31, YoY +4%)으로 증익을 전망한다. 스판덱스 영업이익 809억원(OPM 17.6%)으로 개선될 것을 가정했다. 9월부터 상승한 가격이 Full 반영될 것이기 때문이다. 팬데믹으로 내년 상반기까지 글로벌 스판덱스 증설 또한 전무하다는 점도 긍정적이다. 나일론/폴리에스터 가동률 또한 추가 회복되며 흑자 전환이 가능할 것이다.

경쟁사와 비교해 터무니 없이 낮은 기업가치. Upside 71%

TP를 기존 14만원에서 24만원으로 상향한다. 2021년 영업이익 추정치를 약 90% 상향한 영향이다. 2020~21년 평균 EPS에 PER 7.5배를 적용했다. 글로벌 No.2 경쟁업체 중국 Zhejiang Huafoon Spandex의 2021년 PER이 15배 수준이라는 점을 감안해 50% 할인을 적용했다. EPS/PER 모두 보수적 가정이다. Huafoon의 2021년 컨센 매출액 2.8조원/영업이익 4,800억원(OPM 16.8%), 현재 시총 6.3조원을 감안하면 글로벌 No.1 효성티앤씨(스판덱스 영업이익 추정 3,300억원, OPM 17.6%)의 시총 6,300억원은 터무니 없는 저평가다. EV/EBITDA 또한 효성티앤씨 4배, Huafoon 9배로 큰 차이를 보인다. 특히, 전체 Capa의 30~40%에 해당하는 중국의 수출이 과거 대비 구조적으로 상승한 점, 최근 중국 시장의 호조는 구조적인 Re-rating을 가능하게 할 요소다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 240,000원(상향) | CP(10월 30일): 143,000원

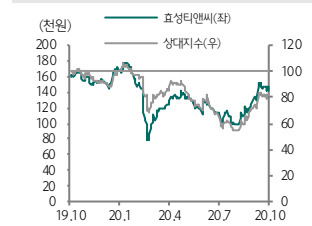
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,267.15
52주 최고/최저(원)	178,000/78,200
시가총액(십억원)	618.9
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	4,327.7
60일 평균 거래량(천주)	49,266.0
60일 평균 거래대금(십억원)	6.1
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.40
외국인지분율(%)	11.73
주요주주 지분율(%)	
효성 외 5인	43.90
KB자산운용	13.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.3 9.6 (10.6)
상대	14.3 (5.9) (18.0)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	4,938.8	5,523.6
영업이익(십억원)	172.1	271.3
순이익(십억원)	60.3	128.1
EPS(원)	10,787	22,784
BPS(원)	122,483	141,988

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	3,359.1	5,983.1	4,983.5	5,148.7	4,915.7
영업이익	십억원	125.1	322.9	223.3	350.0	357.8
세전이익	십억원	48.5	230.1	152.6	285.2	297.3
순이익	십억원	21.2	93.1	94.9	177.5	185.0
EPS	원	8,492	21,510	21,938	41,009	42,750
증감률	%	N/A	153.30	1.99	86.93	4.25
PER	배	21.79	7.18	6.52	3.49	3.35
PBR	배	1.97	1.36	1.07	0.83	0.67
EV/EBITDA	배	11.68	4.79	5.51	3.97	3.60
ROE	%	5.26	20.86	17.84	26.90	22.23
BPS	원	93,961	113,670	133,613	172,627	213,383
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)

	3Q20P	2Q20	3Q19	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	1,301.8	1,005.9	1,570.9	-17.1	29.4	1,443.9	-9.8	1,296	0.4
영업이익	66.2	-8.2	92.2	-28.2	907.3	34.5	91.9	56	18.0
세전이익	65.0	-26.1	60.4	7.6	349.0	25.1	159.0		N/A
순이익	41.5	-13.8	-7.1	684.5	400.7	21.6	92.1	19	116.1
영업이익률	5.1	-0.8	5.9	-0.8	5.9	2.4	2.7	4.3	0.8
세전이익률	5.0	-2.6	3.8	1.1	7.6	1.7	3.3	0.0	5.0
순이익률	3.2	-1.4	-0.5	3.6	4.6	1.5	1.7	1.5	1.7

자료: 하나금융투자

표 2. 효성티앤씨 연간 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	4,983.5	5,269.6	-5.4	5,148.7	5,740.4	-10.3
영업이익	223.3	149.2	49.7	350.0	181.8	92.5
세전이익	152.6	76.7	99.0	285.2	112.5	153.5
순이익	94.9	41.4	129.2	177.5	60.7	192.4
영업이익률	4.5	2.8	1.6	6.8	3.2	3.6
세전이익률	3.1	1.5	1.6	5.5	2.0	3.6
순이익률	1.9	0.8	1.1	3.4	1.1	2.4

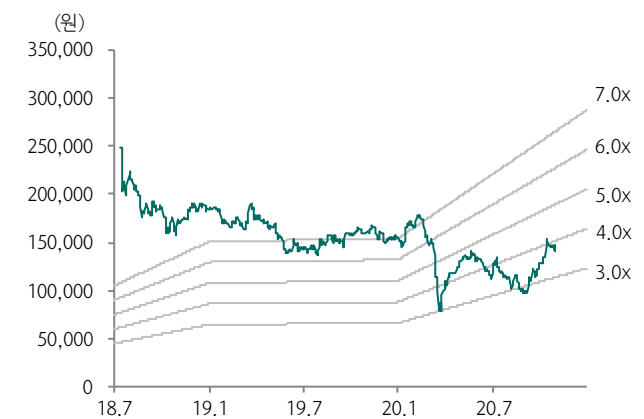
자료: 하나금융투자

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	2Q20	3Q20P	4Q20F				
매출액	1,410.4	1,531.3	1,570.9	1,470.6	1,387.7	1,005.9	1,301.8	1,288.1	5,662.3	5,983.2	4,983.5	5,148.7
QoQ(%)	1.7%	8.6%	2.6%	-6.4%	-5.6%	-27.5%	29.4%	-1.0%				
YoY(%)	5.2%	7.1%	4.4%	6.0%	-1.6%	-34.3%	-17.1%	-12.4%	11.8%	5.7%	-16.7%	3.3%
섬유	650.1	689.6	683.5	652.3	579.3	410.2	610.3	585.1	2,720.7	2,675.5	2,184.9	2,744.2
QoQ(%)	-5.9%	6.1%	-0.9%	-4.6%	-11.2%	-29.2%	48.8%	-4.1%				
YoY(%)	-0.2%	3.9%	-4.3%	-5.6%	-10.9%	-40.5%	-10.7%	-10.3%	8.0%	-1.7%	-18.3%	25.6%
스판덱스/PTMG	358.7	411.2	416.0	412.1	346.7	282.3	422.4	459.5	1,475.4	1,598.0	1,510.9	1,875.8
QoQ(%)	-1.3%	14.6%	1.2%	-0.9%	-15.9%	-18.6%	49.6%	8.8%				
YoY(%)	1.2%	14.3%	4.5%	13.4%	-3.3%	-31.3%	1.5%	11.5%	13.6%	8.3%	-5.4%	24.2%
나일론/폴리에스터/기타	291.4	278.5	267.4	240.2	232.6	127.9	187.9	190.3	1,245.4	1,077.4	738.7	786.9
QoQ(%)	-11.1%	-4.4%	-4.0%	-10.2%	-3.2%	-45.0%	46.9%	1.3%				
YoY(%)	-2.0%	-8.4%	-15.4%	-26.7%	-20.2%	-54.1%	-29.7%	-20.8%	2.0%	-13.5%	-31.4%	6.5%
무역 기타	760.3	841.7	887.4	818.3	808.4	595.7	691.4	703.1	2,941.6	3,307.7	2,798.6	2,404.5
QoQ(%)	9.2%	10.7%	5.4%	-7.8%	-1.2%	-26.3%	16.1%	1.7%				
YoY(%)	10.3%	10.0%	12.1%	17.6%	6.3%	-29.2%	-22.1%	-14.1%	15.7%	12.4%	-15.4%	-14.1%
영업이익	54.7	92.4	92.2	83.6	78.5	-8.2	66.2	86.8	218.3	322.9	223.3	350.0
영업이익률(%)	3.9%	6.0%	5.9%	5.7%	5.7%	-0.8%	5.1%	6.7%	3.9%	5.4%	4.5%	6.8%
QoQ(%)	32.3%	68.8%	-0.2%	-9.3%	-6.1%	적전	흑전	31.1%				
YoY(%)	-4.9%	58.5%	50.9%	102.1%	43.5%	적전	-28.2%	3.8%	-11.4%	47.9%	-30.9%	56.7%
섬유	39.8	74.1	74.3	73.1	67.2	-8.2	60.5	80.3	175.2	261.3	199.8	327.7
영업이익률(%)	6.1%	10.7%	10.9%	11.2%	11.6%	-2.0%	9.9%	13.7%	6.4%	9.8%	9.1%	11.9%
QoQ(%)	9.3%	86.0%	0.3%	-1.6%	-8.1%	-112.2%	-837.8%	32.7%				
YoY(%)	-16.5%	65.1%	60.7%	100.7%	68.8%	-111.1%	-18.6%	9.8%	-21.6%	49.1%	-23.5%	64.1%
스판덱스/PTMG	50.5	62.5	71.1	72.0	64.4	17.6	70.1	80.9	198.5	256.0	233.0	330.1
영업이익률(%)	14.1%	15.2%	17.1%	17.5%	18.6%	6.2%	16.6%	17.6%	13.5%	16.0%	15.4%	17.6%
QoQ(%)	15.0%	23.8%	13.8%	1.3%	-10.6%	-72.7%	298.3%	15.4%				
YoY(%)	-4.0%	29.6%	32.2%	64.1%	27.7%	-71.8%	-1.4%	12.3%	-11.6%	29.0%	-9.0%	41.7%
나일론/폴리에스터/기타	-10.6	11.6	8.9	8.4	10.1	-15.0	-2.8	2.8	-23.2	18.3	-4.9	11.2
영업이익률(%)	-3.6%	4.2%	3.3%	3.5%	4.3%	-11.7%	-1.5%	1.5%	-1.9%	1.7%	-0.7%	1.4%
QoQ(%)	적지	흑전	-23.3%	-5.6%	20.2%	-248.5%	-81.3%	-200.0%				
YoY(%)	적지	흑전	흑전	흑전	-195.1%	-229.3%	-131.5%	-66.7%	적지	흑전	적전	흑전
무역 기타	14.9	18.3	17.9	10.5	11.1	0.0	5.7	6.5	43.1	61.6	23.3	22.2
영업이익률(%)	2.0%	2.2%	2.0%	1.3%	1.4%	0.0%	0.8%	0.9%	1.5%	1.9%	0.8%	0.9%
QoQ(%)	201.6%	22.9%	-2.2%	-41.3%	5.7%	-100.0%		14.0%				
YoY(%)	51.4%	36.4%	20.5%	112.6%	-25.5%	-100.0%	-68.2%	-38.1%	88.0%	43.1%	-62.2%	-4.6%
당기순이익	31.6	49.3	-1.0	42.1	26.3	-19.5	50.7	58.5	78.0	122.0	116.0	216.8
QoQ(%)	278.2%	55.9%	적전	흑전	-37.5%	적전	흑전	15.3%				
YoY(%)	-17.3%	384.2%	적전	403.0%	-16.9%	적전	흑전	39.0%	49.7%	56.5%	-5.0%	86.9%
지배주주	24.7	38.7	-7.1	36.9	20.7	-13.8	41.5	46.6	58.5	93.1	94.9	177.5
QoQ(%)	311.2%	56.8%	적전	흑전	-43.9%	적전	흑전	12.1%				
YoY(%)	-15.1%	399.5%	적전	514.5%	-16.2%	적전	흑전	26.3%	47.8%	59.1%	2.0%	86.9%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	3,359.1	5,983.1	4,983.5	5,148.7	4,915.7
매출원가	3,103.3	5,419.3	4,559.7	4,591.6	4,360.1
매출총이익	255.8	563.8	423.8	557.1	555.6
판매비	130.7	240.9	200.5	207.2	197.8
영업이익	125.1	322.9	223.3	350.0	357.8
금융손익	(78.5)	(96.2)	(70.7)	(64.7)	(60.5)
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	152.6	285.2	297.3
법인세	17.0	108.1	36.6	68.5	71.4
계속사업이익	31.5	122.0	116.0	216.8	226.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	31.5	122.0	116.0	216.8	226.0
비자배주주지분 순이익	10.3	28.9	21.0	39.3	41.0
지배주주순이익	21.2	93.1	94.9	177.5	185.0
지배주주지분포괄이익	1.9	89.6	86.1	161.0	167.8
NOPAT	81.3	171.3	169.7	266.0	271.9
EBITDA	229.2	524.2	398.2	502.0	490.0
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	78.12	(16.71)	3.31	(4.53)
NOPAT증가율	N/A	110.70	(0.93)	56.75	2.22
EBITDA증가율	N/A	128.71	(24.04)	26.07	(2.39)
영업이익증가율	N/A	158.11	(30.85)	56.74	2.23
(지배주주)순이익증가율	N/A	339.15	1.93	87.04	4.23
EPS증가율	N/A	153.30	1.99	86.93	4.25
수익성(%)					
매출총이익률	7.62	9.42	8.50	10.82	11.30
EBITDA이익률	6.82	8.76	7.99	9.75	9.97
영업이익률	3.72	5.40	4.48	6.80	7.28
계속사업이익률	0.94	2.04	2.33	4.21	4.60

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	8,492	21,510	21,938	41,009	42,750
BPS	93,961	113,670	133,613	172,627	213,383
CFPS	83,348	97,197	91,869	115,851	113,063
EBITDAPS	91,604	121,136	92,022	116,004	113,216
SPS	1,342,691	1,382,529	1,151,549	1,189,712	1,135,872
DPS	1,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	21.79	7.18	6.52	3.49	3.35
PBR	1.97	1.36	1.07	0.83	0.67
PCFR	2.22	1.59	1.56	1.23	1.26
EV/EBITDA	11.68	4.79	5.51	3.97	3.60
PSR	0.14	0.11	0.12	0.12	0.13
재무비율(%)					
ROE	5.26	20.86	17.84	26.90	22.23
ROA	0.68	2.93	3.01	5.58	5.47
ROIC	3.72	7.68	7.75	12.77	13.34
부채비율	544.66	453.10	352.61	275.74	220.31
순부채비율	368.18	299.64	216.82	141.86	90.88
이자보상배율(배)	2.75	4.17	3.03	4.93	5.04

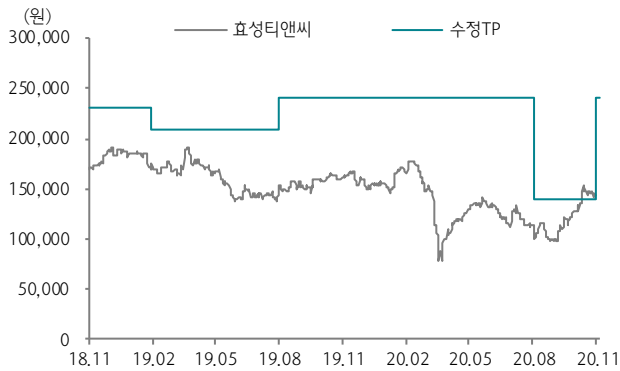
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,428.1	1,470.1	1,395.2	1,662.5	1,871.3
금융자산	107.0	101.5	244.9	474.8	733.6
현금성자산	84.7	89.4	234.8	464.4	723.7
매출채권	712.9	762.3	777.5	793.1	808.9
재고자산	517.3	524.2	436.6	451.1	430.7
기타유동자산	90.9	82.1	(63.8)	(56.5)	(101.9)
비유동자산	1,710.8	1,754.2	1,678.8	1,629.7	1,595.9
투자자산	38.5	32.8	32.7	32.7	32.7
금융자산	38.5	32.8	32.7	32.7	32.7
유형자산	1,439.5	1,470.1	1,394.8	1,345.7	1,311.8
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	3,074.0	3,292.2	3,467.1
유동부채	1,994.6	2,074.4	1,832.5	1,851.2	1,824.9
금융부채	1,325.9	1,393.3	1,262.6	1,262.9	1,262.4
매입채무	487.4	477.0	397.3	410.5	391.9
기타유동부채	181.3	204.1	172.6	177.8	170.6
비유동부채	657.3	566.9	562.3	564.8	559.8
금융부채	573.8	454.9	454.9	454.9	454.9
기타비유동부채	83.5	112.0	107.4	109.9	104.9
부채총계	2,651.9	2,641.4	2,394.8	2,416.0	2,384.7
지배주주지분	403.7	489.0	575.3	744.1	920.5
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	189.0	357.9	534.3
비지배주주지분	83.2	94.0	103.9	132.1	161.9
자본총계	486.9	583.0	679.2	876.2	1,082.4
순금융부채	1,792.7	1,746.8	1,472.6	1,242.9	983.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	115.7	349.5	393.5	352.4	377.3
당기순이익	31.5	122.0	116.0	216.8	226.0
조정	14	28	17	15	13
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	(113.7)	(182.9)	(158.0)	(137.1)	(119.2)
영업활동 자산부채 변동	(58.4)	(51.5)	102.6	(16.5)	19.1
투자활동 현금흐름	(150.0)	(195.2)	(108.7)	(114.4)	(108.9)
투자자산감소(증가)	(38.5)	5.7	(11.0)	(11.1)	(11.1)
자본증가(감소)	(137.3)	(206.6)	(99.7)	(103.0)	(98.3)
기타	25.8	5.7	2.0	(0.3)	0.5
재무활동 현금흐름	(163.8)	(152.0)	(139.4)	(8.3)	(9.1)
금융부채증가(감소)	1,899.7	(51.5)	(130.8)	0.3	(0.4)
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	145.4	229.6	259.3
Unlevered CFO	208.5	420.6	397.6	501.4	489.3
Free Cash Flow	(61.2)	142.1	293.8	249.4	279.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성티앤씨



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.1	BUY	240,000		
20.8.3	BUY	140,000	-13.91%	8.93%
20.8.1	1년 경과		-	-
19.8.1	BUY	240,000	-40.32%	-25.83%
19.1.30	BUY	210,000	-23.96%	-9.29%
18.11.1	BUY	230,000	-20.83%	-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	92.22%	7.78%	0.00%	100%

* 기준일: 2020년 11월 1일

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 11월 2일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2020년 11월 2일 현재 해당회사의 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 중립자료로 사용될 수 없습니다.