

# 효성티앤씨 (298020)

## 경쟁사 대비 Valuation 할증을 받아야 하는 이유

### 2Q21 영업이익 사상 최대치. 상향된 컨센 마저 19% 상회

2Q21 영업이익은 3,871억원(QoQ +57%, YoY 흑전)으로 상향된 컨센(3,263억원)을 19% 상회했다. 스파텍스/PTMG 영업이익이 3,507억원(QoQ +76%)으로 급증한 덕이다. 이는 ① 전분기 춘절로 인한 물량감소 효과 제거, 판가 상승(QoQ +30%)으로 매출액이 QoQ +58% 급증한데다 ② 스파텍스의 점진적 마진 확대 및 외부판매 PTMG 이익기여도 상승 등으로 OPM이 38.5%로 QoQ +4%p 개선되었기 때문이다.

### 3Q21 영업이익 QoQ +10% 추가 개선 전망

3Q21 영업이익은 4,244억원(QoQ +10%, YoY +583%)으로 추가 개선될 전망이다. 스파텍스 판가의 추가 상향 및 BDO 투입가 하락으로 추가 마진 확대가 가능하기 때문이다. 현재 중국 스파텍스 가동률은 97%이며, 재고일수는 4일에 불과해 타이트한 수급 지속을 암시하고 있다. 이는 수요 호조 영향이다. 의류 수요 회복과 함께 혼용율 또한 증가하기 때문이다. 참고로, 실내 요가복의 스파텍스 혼용율은 10% 내외였으나 일상용 요가복은 20% 이상으로 늘었고, 여성용 속옷 또한 기존 16~20%에서 Ubra 등에는 20~40%까지 쓰인다.

### 경쟁사 대비 Valuation 프리미엄 부여하여 TP 상향

BUY를 유지하며, TP는 120만원에서 140만원으로 상향한다. 2021~22년 이익 추정치를 20% 가량 상향했기 때문이다. 최근 주가 상승에도 불구하고, 현재 효성티앤씨의 Capa 대비 EV는 경쟁사 Huafon Chemical 대비 여전히 30% 할인 상태다. TP 140만원(목표시총 6조원)은 경쟁사 대비 가치를 10% 할증한 수치다. 할증의 이유는 ① 약 30% 가량 우월한 설비 규모(Huafon 25만 vs. 티앤씨 32.3만) ② 다양한 국가에서의 사업 영위(경쟁사는 중국 국한) ③ BDO-PTMG-스판텍스까지 일관화된 사업구조(Huafon은 PTMG 외부구매)로 인한 우월한 이익 창출 능력 ④ 상대가치 할인 요인이었던 순차입금의 대폭 감소(2020년 1.2조원→2021년 추정 0.26조원) 때문이다. 2021~22년 Huafon은 ROE 30%에 PER 10배, PBR 3배의 가치를 적용 받는다. 티앤씨의 ROE 21년 84% → 22년 42%를 감안하면 TP에 반영된 Target PER 8배, PBR 3배는 전혀 무리스럽지 않다. 참고로, 현 주가는 올해 기준 PER 4.5배에 불과해 여전히 저평가 상태다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 1,400,000원(상향) | CP(7월30일): 889,000원

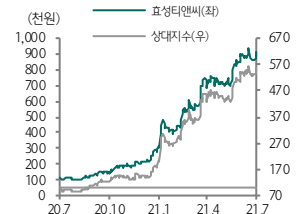
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,202.32
52주 최고/최저(원)	935,000/98,100
시가총액(십억원)	3,847.3
시가총액비중(%)	0.17
발행주주수(천주)	4,327.7
60일 평균 거래량(천주)	64.5
60일 평균 거래대금(십억원)	52.0
21년 배당금(예상, 원)	10,00
21년 배당수익률(예상, %)	1.12
외국인지분율(%)	22.23
주요주주 지분율(%)	
효성 외 6인	43.90
국민연금공단	7.63
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.2) 196.8 679.8
상대	1.7 175.9 452.1

#### Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	7,142.1	7,525.1
영업이익(십억원)	1,162.2	1,004.9
순이익(십억원)	845.4	736.2
EPS(원)	159,169	138,673
BPS(원)	296,347	426,083

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	5,983.1	5,161.6	7,873.9	8,312.2	8,536.9
영업이익	십억원	322.9	266.6	1,425.4	1,240.8	1,269.4
세전이익	십억원	230.1	223.6	1,420.1	1,233.3	1,284.4
순이익	십억원	93.1	136.8	849.6	737.8	768.4
EPS	원	21,510	31,610	196,309	170,480	177,548
증감율	%	153.30	46.95	521.03	(13.16)	4.15
PER	배	7.18	6.68	4.53	5.21	5.01
PBR	배	1.36	1.51	2.69	1.81	1.35
EV/EBITDA	배	4.79	4.75	2.69	2.52	1.95
ROE	%	20.86	25.10	83.70	41.54	30.91
BPS	원	113,670	139,553	330,877	491,384	658,960
DPS	원	2,000	5,000	10,000	10,000	10,000



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 이재선

02-3771-3869

jaeseon.ha@hanafn.com

표 1. 효성티앤씨 2Q21 실적 Review

	2Q21P	1Q21	2Q20	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,142.0	1,618.2	1,005.9	112.9	32.4	1,867.4	14.7
영업이익	387.1	246.8	-8.2	흑전	56.8	326.3	18.6
세전이익	403.6	238.7	-26.1	흑전	69.1	N/A	N/A
순이익	235.8	140.2	-13.8	흑전	68.2	176.6	33.5
영업이익률	18.1	15.3	-0.8	흑전	2.8	17.5	0.6
세전이익률	18.8	14.8	-2.6	흑전	4.1	0.0	18.8
순이익률	11.0	8.7	-1.4	흑전	2.3	9.5	1.6

자료: 하나금융투자

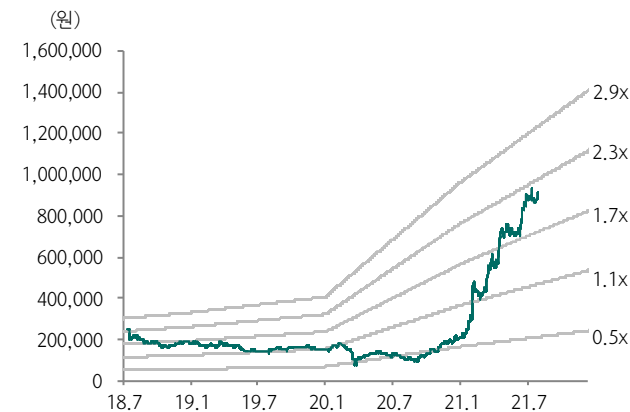
표 2. 효성티앤씨 연간 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2020F			2021F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	7,873.9	6,910.1	13.9	8,312.2	6,968.2	19.3
영업이익	1,425.4	1,153.2	23.6	1,240.8	980.4	26.6
세전이익	1,420.1	1,121.1	26.7	1,233.3	967.0	27.5
순이익	849.6	663.3	28.1	737.8	572.1	29.0
영업이익률	18.1	16.7	1.4	14.9	14.1	0.9
세전이익률	18.0	16.2	1.8	14.8	13.9	1.0
순이익률	10.8	9.6	1.2	8.9	8.2	0.7

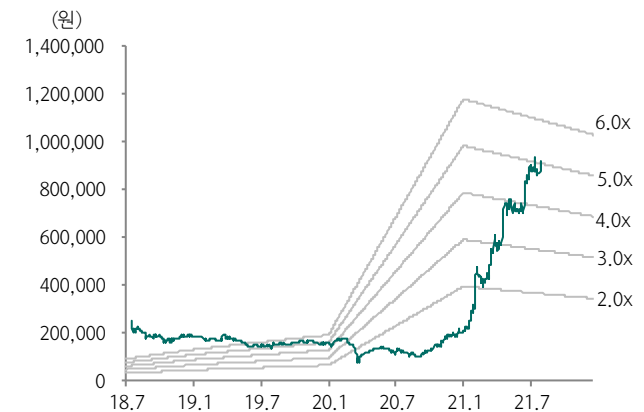
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성티앤씨 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 효성티앤씨 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 3. 효성티앤씨 Valuation

(십억원)	Huafon Chemical	효성티앤씨(7/30일)	목표시총
시총(7/30)	10,124	3,847	5,848
순차입금	-134	-258	-258
기업가치(EV)	9,990	3,589	5,590
Spandex 이익비중	36%	90%	90%
Spandex의 EV	3,597	3,230	5,031
Spandex Capa(천톤)	254	323	323
천톤 당 EV(십억원)	14.2	10.0	15.6
Huafon 대비 EV 할인율		29%	-10%

자료: 하나금융투자

표 3. 효성티앤씨 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

구분	FY2020				FY2021F				FY2019	FY2020	FY2021F	FY2022F
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F				
매출액	1,387.7	1,005.9	1,301.8	1,466.2	1,618.2	2,142.0	2,111.9	2,001.7	5,983.2	5,161.6	7,873.9	8,312.2
QoQ(%)	-5.6%	-27.5%	29.4%	12.6%	10.4%	32.4%	-1.4%	-5.2%				
YoY(%)	-1.6%	-34.3%	-17.1%	-0.3%	16.6%	112.9%	62.2%	36.5%	5.7%	-13.7%	52.5%	5.6%
섬유	579.3	410.2	610.3	708.3	831.8	1,182.5	1,213.1	1,168.0	2,675.5	2,308.1	4,395.4	4,764.2
QoQ(%)	-11.2%	-29.2%	48.8%	16.1%	17.4%	42.2%	2.6%	-3.7%				
YoY(%)	-10.9%	-40.5%	-10.7%	8.6%	43.6%	188.3%	98.8%	64.9%	-1.7%	-13.7%	90.4%	8.4%
스판덱스/PTMG	345.5	281.5	419.2	486.7	577.6	910.8	937.7	889.0	1,598.0	1,532.9	3,315.2	3,609.8
QoQ(%)	-16.2%	-18.5%	48.9%	16.1%	18.7%	57.7%	3.0%	-5.2%				
YoY(%)	-3.7%	-31.5%	0.8%	18.1%	67.2%	223.5%	123.7%	82.7%	8.3%	-4.1%	116.3%	8.9%
나일론/폴리에스터/기타	233.8	128.7	191.2	221.6	254.3	271.7	275.3	279.0	1,077.4	775.3	1,080.3	1,154.4
QoQ(%)	-2.7%	-45.0%	48.6%	15.9%	14.7%	6.9%	1.3%	1.3%				
YoY(%)	-19.8%	-53.8%	-28.5%	-7.7%	8.8%	111.1%	44.0%	25.9%	-13.5%	-28.0%	39.3%	6.9%
무역 기타	808.4	595.7	691.4	757.9	786.4	959.5	898.9	833.7	3,307.7	2,853.5	3,478.4	3,548.0
QoQ(%)	-1.2%	-26.3%	16.1%	9.6%	3.8%	22.0%	-6.3%	-7.3%				
YoY(%)	6.3%	-29.2%	-22.1%	-7.4%	-2.7%	61.1%	30.0%	10.0%	12.4%	-13.7%	21.9%	2.0%
영업이익	78.5	-8.2	62.1	130.1	246.8	387.1	424.4	367.2	322.9	262.5	1,425.4	1,240.8
영업이익률(%)	5.7%	-0.8%	4.8%	8.9%	15.3%	18.1%	20.1%	18.3%	5.4%	5.1%	18.1%	14.9%
QoQ(%)	-6.1%	적전	흑전	109.5%	89.7%	56.8%	9.6%	-13.5%				
YoY(%)	43.5%	적전	-32.6%	55.6%	214.4%	흑전	583.4%	182.2%	47.9%	-18.7%	443.0%	-13.0%
섬유	67.2	-8.2	56.4	123.4	226.8	366.0	404.6	348.8	261.3	238.8	1,346.2	1,162.8
영업이익률(%)	11.6%	-2.0%	9.2%	17.4%	27.3%	30.9%	33.4%	29.9%	9.8%	10.3%	30.6%	24.4%
QoQ(%)	-8.1%	적전	-787.8%	118.8%	83.8%	61.3%	10.6%	-13.8%				
YoY(%)	68.8%	적전	-24.1%	68.8%	237.6%	흑전	617.4%	182.7%	49.1%	-8.6%	463.8%	-13.6%
스판덱스/PTMG	62.9	16.0	68.4	123.2	213.0	350.7	389.2	333.4	256.0	270.5	1,272.8	1,101.2
영업이익률(%)	18.2%	5.7%	16.3%	25.3%	36.9%	38.5%	41.5%	37.5%	16.0%	17.6%	38.4%	30.5%
QoQ(%)	-12.7%	-74.6%	327.8%	80.1%	72.9%	75.9%	11.0%	-14.3%				
YoY(%)	24.6%	-74.4%	-3.8%	71.1%	238.9%	2093.4%	469.0%	170.7%	29.0%	5.6%	370.6%	-13.5%
나일론/폴리에스터/기타	7.4	-17.7	-5.2	1.8	13.8	15.2	15.4	15.4	18.3	-13.7	59.8	61.5
영업이익률(%)	3.2%	-13.7%	-2.7%	0.8%	5.4%	5.6%	5.6%	5.5%	1.7%	-1.8%	5.5%	5.3%
QoQ(%)	-12.0%	-339.2%	-70.5%	-134.4%	672.6%	10.1%	1.0%	0.0%				
YoY(%)	-169.6%	-252.4%	-158.5%	-78.7%	87.1%	-186.1%	-395.2%	759.3%	흑전	적전	흑전	2.8%
무역 기타	11.1	0.0	5.7	6.7	19.9	21.1	19.8	18.3	61.6	23.5	79.1	78.0
영업이익률(%)	1.4%	0.0%	0.8%	0.9%	2.5%	2.2%	2.2%	2.2%	1.9%	0.8%	2.3%	2.2%
QoQ(%)	5.7%	-100.0%	569900%	17.5%	197.6%	5.8%	-6.3%	-7.3%				
YoY(%)	-25.5%	-100.0%	-68.2%	-36.2%	79.6%	흑전	246.8%	173.6%	43.1%	-61.9%	236.8%	-1.4%
당기순이익	26.3	-19.5	50.7	110.8	180.1	299.6	317.5	282.1	122.0	168.3	1,079.3	937.3
QoQ(%)	-37.5%	적전	흑전	118.6%	62.5%	66.3%	6.0%	-11.1%				
YoY(%)	-16.9%	적전	흑전	163.3%	585.2%	흑전	526.2%	154.6%	56.5%	37.9%	541.4%	-13.2%
지배주주순이익	20.7	-13.8	41.5	88.4	140.2	235.8	249.9	223.7	93.1	136.8	849.6	737.8
QoQ(%)	-43.9%	적전	흑전	112.9%	58.6%	68.2%	6.0%	-10.5%				
YoY(%)	-16.2%	적전	흑전	139.8%	577.9%	흑전	501.9%	153.0%	59.1%	47.0%	521.0%	-13.2%

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	5,983.1	5,161.6	7,873.9	8,312.2	8,536.9
매출원가	5,419.3	4,663.1	6,131.7	6,736.9	6,924.0
매출총이익	563.8	498.5	1,742.2	1,575.3	1,612.9
판매비	240.9	232.0	316.8	334.5	343.5
영업이익	322.9	266.6	1,425.4	1,240.8	1,269.4
금융손익	(96.2)	(49.4)	(20.3)	(7.5)	15.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.4	6.4	15.0	0.0	0.0
세전이익	230.1	223.6	1,420.1	1,233.3	1,284.4
법인세	108.1	55.3	340.8	296.0	308.3
계속사업이익	122.0	168.3	1,079.3	937.3	976.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	122.0	168.3	1,079.3	937.3	976.1
비배주주지분 순이익	28.9	31.5	229.7	199.5	207.8
지배주주순이익	93.1	136.8	849.6	737.8	768.4
지배주주지분포괄이익	89.6	123.1	888.1	771.2	803.2
NOPAT	171.3	200.6	1,083.3	943.0	964.7
EBITDA	524.2	477.8	1,651.4	1,466.8	1,495.4
성장성(%)					
매출액증가율	78.12	(13.73)	52.55	5.57	2.70
NOPAT증가율	110.70	17.10	440.03	(12.95)	2.30
EBITDA증가율	128.71	(8.85)	245.63	(11.18)	1.95
영업이익증가율	158.11	(17.44)	434.66	(12.95)	2.30
(지배주주)순이익증가율	339.15	46.94	521.05	(13.16)	4.15
EPS증가율	153.30	46.95	521.03	(13.16)	4.15
수익성(%)					
매출총이익률	9.42	9.66	22.13	18.95	18.89
EBITDA이익률	8.76	9.26	20.97	17.65	17.52
영업이익률	5.40	5.17	18.10	14.93	14.87
계속사업이익률	2.04	3.26	13.71	11.28	11.43

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	21,510	31,610	196,309	170,480	177,548
BPS	113,670	139,553	330,877	491,384	658,960
CFPS	97,197	102,548	383,778	338,811	345,416
EBITDAPS	121,136	110,395	381,586	338,931	345,535
SPS	1,382,529	1,192,698	1,819,422	1,920,694	1,972,631
DPS	2,000	5,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	7.18	6.68	4.53	5.21	5.01
PBR	1.36	1.51	2.69	1.81	1.35
PCR	1.59	2.06	2.32	2.62	2.57
EV/EBITDA	4.79	4.75	2.69	2.52	1.95
PSR	0.11	0.18	0.49	0.46	0.45
재무비율(%)					
ROE	20.86	25.10	83.70	41.54	30.91
ROA	2.93	4.52	25.07	16.70	14.34
ROIC	8.67	11.09	64.81	55.46	58.13
부채비율	453.10	294.79	124.10	84.30	63.13
순부채비율	299.64	173.76	14.63	(25.78)	(46.26)
이자보상배율(배)	4.17	5.05	31.64	27.59	28.22

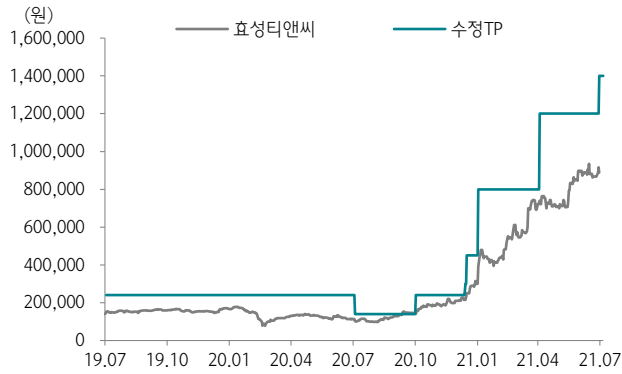
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,470.1	1,270.8	2,468.9	3,458.4	4,460.8
금융자산	101.5	136.9	1,116.0	2,058.0	3,028.6
현금성자산	89.4	122.2	1,093.7	2,034.5	3,004.5
매출채권	762.3	672.5	685.9	699.7	713.7
재고자산	524.2	354.7	541.1	571.2	586.6
기타유동자산	82.1	106.7	125.9	129.5	131.9
비유동자산	1,754.2	1,553.3	1,485.3	1,425.7	1,370.5
투자자산	32.8	39.5	40.0	40.1	40.1
금융자산	32.8	39.5	40.0	40.1	40.1
유형자산	1,455.3	1,248.7	1,180.2	1,120.5	1,065.2
무형자산	91.9	30.6	30.6	30.6	30.6
기타비유동자산	174.2	234.5	234.5	234.5	234.6
자산총계	3,224.3	2,824.1	3,954.2	4,884.1	5,831.3
유동부채	2,074.4	1,681.9	1,741.1	1,777.9	1,796.7
금융부채	1,393.3	1,067.7	1,062.1	1,062.5	1,062.8
매입채무	477.0	408.5	428.9	452.8	465.0
기타유동부채	204.1	205.7	250.1	262.6	268.9
비유동부채	566.9	426.9	448.5	456.1	460.0
금융부채	454.9	312.1	312.1	312.1	312.1
기타비유동부채	112.0	114.8	136.4	144.0	147.9
부채총계	2,641.4	2,108.8	2,189.7	2,234.0	2,256.8
지배주주지분	489.0	601.0	1,428.9	2,123.6	2,848.8
자본금	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
자본잉여금	406.1	403.7	403.7	403.7	403.7
자본조정	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타포괄이익누계액	(38.6)	(49.5)	(49.5)	(49.5)	(49.5)
이익잉여금	102.7	228.1	1,056.1	1,750.8	2,476.0
비지배주주지분	94.0	114.4	335.6	526.5	725.7
자본총계	583.0	715.4	1,764.5	2,650.1	3,574.5
순금융부채	1,746.8	1,243.0	258.2	(683.3)	(1,653.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	349.5	564.8	1,150.9	1,149.4	1,194.6
당기순이익	122.0	168.3	1,079.3	937.3	976.1
조정	28	24	21	23	23
감가상각비	201.3	211.2	226.0	226.0	226.0
외환거래손익	9.6	(16.8)	(15.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(182.9)	(170.4)	(190.0)	(203.0)	(203.0)
영업활동 자산부채 변동	(51.5)	152.4	(139.3)	(13.9)	(7.5)
투자활동 현금흐름	(195.2)	(58.5)	(159.2)	(176.1)	(180.0)
투자자산감소(증가)	5.7	(6.7)	(9.1)	(8.6)	(8.6)
자본증가(감소)	(206.6)	(51.3)	(157.5)	(166.2)	(170.7)
기타	5.7	(0.5)	7.4	(1.3)	(0.7)
재무활동 현금흐름	(152.0)	(469.6)	(27.2)	(42.7)	(42.9)
금융부채증가(감소)	(51.5)	(468.4)	(5.6)	0.5	0.2
자본증가(감소)	(0.0)	(2.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(85.1)	9.8	0.0	0.0	0.1
배당지급	(15.4)	(8.6)	(21.6)	(43.2)	(43.2)
현금의 증감	4.6	36.7	967.6	940.8	970.0
Unlevered CFO	420.6	443.8	1,660.9	1,466.3	1,494.8
Free Cash Flow	142.1	511.2	993.5	983.2	1,023.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성티앤씨



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.7.30	BUY	1,400,000		
21.5.3	BUY	1,200,000	-33.05%	-22.08%
21.4.8	BUY	800,000	-15.91%	-7.13%
21.2.1	BUY	800,000	-43.56%	-30.88%
21.1.15	BUY	450,000	-36.91%	-29.89%
21.1.13	BUY	300,000	-24.00%	-24.00%
20.11.1	BUY	240,000	-20.12%	-5.63%

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	93.75%	6.25%	0.00%	100%

\* 기준일: 2021년 07월 27일

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 2021년 8월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2021년 8월 2일 현재 해당회사의 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.