

효성티앤씨 (298020)

중국 석탄 생산량 확대와 인도 수요 강세의 수혜

1Q23 영업이익 흑자전환 전망

1Q23 영업이익은 433억원(QoQ 흑전, YoY -77%)으로 컨센 (220억원)을 2배 상회할 전망이다. 스파텍스/PTMG 영업이 익이 3개 분기 만에 243억원(OPM +4%)으로 흑자전환에 성공할 것으로 예상된다. 1) 환율 상승과 더불어 2) 중국 춘절 영향에도 불구하고 리오프닝에 따른 내수 회복 영향으로 판매 물량이 QoQ 약 8~9% 가량 늘어난 덕이다. 2022년 초 완공된 중국 닝샤 3.6만톤이 올해 2월 초부터 가동률 80%로 상향되며 물량 증가에 기여했다. 3) 반면, 원재료 BDO는 1~2개월의 투입 시차로 낮은 수준에서 반영되었다.

2Q23 영업이익 QoQ +59% 증가 전망

2Q23 영업이익은 689억원(QoQ +59%, YoY -21%)를 추정한다. 중국/인도 중심의 물가압력 완화는 완만한 수요 개선 요인인 동시에 경기 부양을 위한 정책을 기대할 수 있는 요소라 판단한다. 또한 전통적인 성수기 효과도 기대할 수 있다. 특히, 중국 닝샤 3.6만톤 설비는 2월부터 가동률 80% 수준에서 유지되고 있어 2Q23에는 Full 반영이 가능하다.

중국 석탄 생산량 확대와 인도 수요 강세의 수혜

2023년 영업이익 추정치를 21% 상향함에 따라 TP를 기존 44만원에서 53만원으로 조정한다. TP는 2023~24년 평균 BPS에 사이클의 중간 값 Target PBR 1.6배를 적용했다. 2023년 스파텍스/PTMG 영업이익은 약 3천억원(YoY +63%)으로 개선될 전망이다. 판가의 완만한 상승과 중국 석탄 생산량 확대에 따른 원재료 BDO 안정화가 기대되기 때문이다. 중국의 BDO Capa는 약 270만톤으로 전 세계의 대부분을 차지하며, 이는 석탄 기반 아세틸렌을 기초로 생산된다. BDO 증설이 중국 내 최소 9% 이상 예정(3월 내몽골 Dongjing 14만톤, 4월 Xinjiang 10만톤)된 점도 원료가 안정화 측면에서 긍정적이다. 효성티앤씨의 인도 스파텍스 공장에 대한 가치도 부각될 필요가 있다. 기존 1.8만톤에 2022년 하반기 추가 1.5만톤 증설로 인도 Capa는 총 3.3만톤으로 늘어났다. 또한 전사에서 차지하는 Capa 비중도 10%를 넘어서기 시작했다. 효성티앤씨의 인도 내 스파텍스 M/S 60%와 중장기 성장성에 대한 가치를 밸류에이션에 반영할 시점이다.

Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 530,000원(상향) | CP(3월24일): 438,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,414.96
52주 최고/최저(원)	470,000/259,000
시가총액(십억원)	1,897.7
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	4,327.7
60일 평균 거래량(천주)	39.7
60일 평균 거래대금(십억원)	16.4
23년 배당금(예상, 원)	10,000
23년 배당수익률(예상, %)	2.38
외국인지분율(%)	8.30
주요주주 지분율(%)	
효성 외 12인	44.68
국민연금공단	7.65
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.0) 57.7 (3.4)
상대	(4.6) 49.6 9.2

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	8,717.0	9,046.9
영업이익(십억원)	334.0	526.6
순이익(십억원)	222.4	370.7
EPS(원)	39,629	65,976
BPS(원)	339,337	396,165

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	십억원	8,596.0	8,882.7	9,045.2	9,514.6	9,867.7
영업이익	십억원	1,423.7	123.6	302.5	426.5	438.1
세전이익	십억원	1,404.2	30.7	236.6	361.9	375.8
순이익	십억원	770.4	11.6	152.8	233.8	242.8
EPS	원	178,008	2,678	35,314	54,029	56,095
증감율	%	463.14	(98.50)	1,218.67	53.00	3.82
PER	배	2.93	130.69	12.42	8.12	7.82
PBR	배	1.58	1.24	1.42	1.24	1.10
EV/EBITDA	배	2.26	9.16	7.39	5.67	5.33
ROE	%	76.22	0.88	11.96	16.38	14.96
BPS	원	328,926	283,214	308,556	352,612	398,734
DPS	원	50,000	10,000	10,000	10,000	10,000



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

RA 신용주
02-3771-7790
hongjushin@hanafn.com

표 1. 효성티앤씨 1Q23 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q23F	4Q22	1Q22	% YoY	% QoQ	컨센서스	차이
매출액	2,067.0	1,811.1	2,340.8	-11.7	14.1	2,039.9	1.3
영업이익	43.3	-43.2	190.1	-77.2	흑전	22.0	96.8
세전이익	27.6	-51.8	159.6	-82.7	흑전	N/A	N/A
순이익	21.1	11.8	68.6	-69.2	78.8	3.6	486.1
영업이익률	2.1	-2.4	8.1	-6.0	4.5	1.1	1.0
세전이익률	1.3	-2.9	6.8	-5.5	4.2	N/A	N/A
순이익률	1.0	0.7	2.9	-1.9	0.4	0.2	0.8

자료: 하나증권

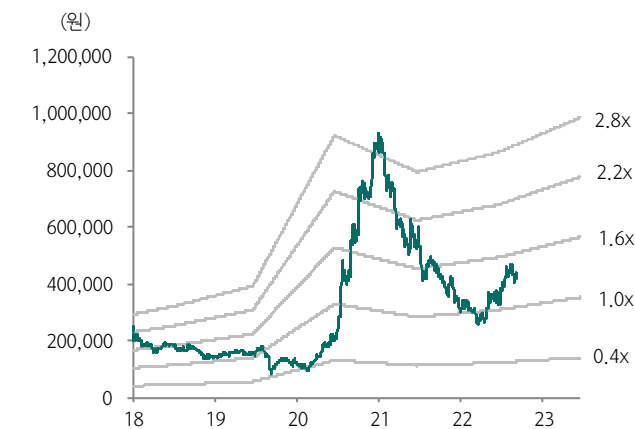
표 2. 효성티앤씨 연간 실적 추정치 변경내역

(단위: 십억원, %, %p)

	2023F			2024F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	9,045.2	9,220.0	-1.9	9,514.6	9,673.6	-1.6
영업이익	302.5	250.0	21.0	426.5	398.7	7.0
세전이익	236.6	188.6	25.5	361.9	337.4	7.3
순이익	152.8	109.5	39.5	233.8	196.0	19.3
영업이익률	3.3	2.7	0.6	4.5	4.1	0.4
세전이익률	2.6	2.0	0.6	3.8	3.5	0.3
순이익률	1.7	1.2	0.5	2.5	2.0	0.4

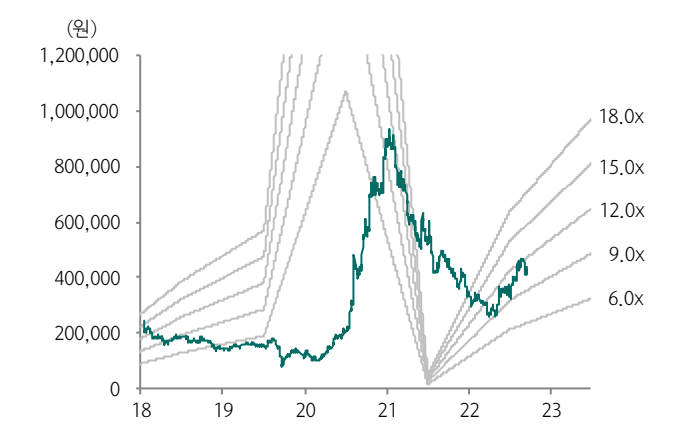
자료: 하나증권

그림 1. 효성티앤씨 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

그림 2. 효성티앤씨 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

표 3. 효성티앤씨 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	FY2021	FY2022	FY2023F	FY2024F
매출액	2,340.8	2,563.7	2,167.1	1,811.1	2,067.0	2,524.4	2,350.6	2,103.2	8,596.0	8,882.8	9,045.2	9,514.6
QoQ(%)	-4.4%	9.5%	-15.5%	-16.4%	14.1%	22.1%	-6.9%	-10.5%				
YoY(%)	44.7%	19.7%	-9.3%	-26.0%	-11.7%	-1.5%	8.5%	16.1%	66.5%	3.3%	1.8%	5.2%
섬유	1,164.2	1,069.5	855.3	752.8	843.3	970.4	986.3	1,002.5	4,663.3	3,841.8	3,802.6	4,062.3
QoQ(%)	-10.2%	-8.1%	-20.0%	-12.0%	12.0%	15.1%	1.6%	1.6%				
YoY(%)	40.0%	-9.6%	-36.8%	-41.9%	-27.6%	-9.3%	15.3%	33.2%	102.0%	-17.6%	-1.0%	6.8%
스판덱스/PTMG	912.0	807.1	577.0	553.7	569.8	693.1	705.1	717.3	3,559.5	2,849.9	2,685.3	2,880.3
QoQ(%)	-8.5%	-11.5%	-28.5%	-4.0%	2.9%	21.6%	1.7%	1.7%				
YoY(%)	57.9%	-11.4%	-46.3%	-44.4%	-37.5%	-14.1%	22.2%	29.5%	132.2%	-19.9%	-5.8%	7.3%
나일론/폴리에스터/기타	252.2	262.5	266.1	269.8	273.5	277.3	281.2	285.2	1,103.9	1,050.7	1,117.2	1,182.1
QoQ(%)	-15.8%	4.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%				
YoY(%)	-0.8%	-3.4%	-4.4%	-9.9%	8.5%	5.6%	5.7%	5.7%	42.4%	-4.8%	6.3%	5.8%
무역 기타	1,176.6	1,494.2	1,311.8	1,058.3	1,223.7	1,554.0	1,364.3	1,100.6	3,932.7	5,040.9	5,242.6	5,452.3
QoQ(%)	2.2%	27.0%	-12.2%	-19.3%	15.6%	27.0%	-12.2%	-19.3%				
YoY(%)	49.6%	55.7%	26.7%	-8.1%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	37.8%	28.2%	4.0%	4.0%
영업이익	190.1	87.4	-110.8	-43.3	43.3	68.9	89.5	100.7	1,423.6	123.5	302.5	426.5
영업이익률(%)	8.1%	3.4%	-5.1%	-2.4%	2.1%	2.7%	3.8%	4.8%	16.6%	1.4%	3.3%	4.5%
QoQ(%)	-46.6%	-54.0%	적전	적지	흑전	59.1%	30.0%	12.5%				
YoY(%)	-23.0%	-77.4%	적전	적전	-77.2%	-21.2%	흑전	흑전	442.3%	-91.3%	144.9%	41.0%
섬유	161.3	44.4	-147.7	-59.5	17.2	35.7	60.4	77.2	1,341.2	-1.6	190.5	310.1
영업이익률(%)	13.9%	4.1%	-17.3%	-7.9%	2.0%	3.7%	6.1%	7.7%	28.8%	0.0%	5.0%	7.6%
QoQ(%)	-52.1%	-72.5%	적전	적지	흑전	108.0%	69.2%	27.9%				
YoY(%)	-28.9%	-87.9%	적전	적전	-89.4%	-19.5%	흑전	흑전	461.6%	적전	흑전	62.8%
스판덱스/PTMG	161.6	58.7	-125.4	-42.8	24.3	39.3	61.1	76.5	1,293.3	52.0	201.2	307.2
영업이익률(%)	17.7%	7.3%	-21.7%	-7.7%	4.3%	5.7%	8.7%	10.7%	36.3%	1.8%	7.5%	10.7%
QoQ(%)	-51.7%	-63.7%	적전	적지	흑전	61.5%	55.6%	25.2%				
YoY(%)	-19.0%	-83.3%	적전	적전	-85.0%	-33.0%	흑전	흑전	378.2%	-96.0%	287.0%	52.7%
나일론/폴리에스터/기타	-0.3	-14.3	-28.6	-14.3	-7.1	-3.6	-0.7	0.7	34.3	-57.5	-10.7	2.9
영업이익률(%)	-0.1%	-5.4%	-10.7%	-5.3%	-2.6%	-1.3%	-0.3%	0.3%	3.1%	-5.5%	-1.0%	0.2%
QoQ(%)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전				
YoY(%)	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전
무역 기타	28.8	43.1	36.9	16.3	26.1	33.2	29.1	23.5	82.4	125.1	112.0	116.4
영업이익률(%)	2.5%	2.9%	2.8%	1.5%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.5%	2.1%	2.1%
QoQ(%)	49.2%	49.3%	-14.3%	-56.0%	60.8%	27.0%	-12.2%	-19.3%				
YoY(%)	44.6%	104.1%	67.2%	-15.9%	-9.4%	-23.0%	-21.0%	44.6%	250.8%	51.7%	-10.5%	4.0%
당기순이익	105.4	42.9	-122.1	-7.0	27.6	41.3	54.5	56.3	1,007.9	19.2	179.8	275.1
QoQ(%)	-51.6%	-59.3%	적전	적지	흑전	49.6%	31.9%	3.3%				
YoY(%)	-41.5%	-85.7%	적전	적전	-73.8%	-3.6%	흑전	흑전	499.0%	-98.1%	837.3%	53.0%
지배주주	68.6	25.9	-94.8	11.8	21.1	31.6	46.3	53.8	770.4	11.6	152.8	233.8
QoQ(%)	-54.9%	-62.2%	적전	흑전	79.2%	49.6%	46.6%	16.1%				
YoY(%)	-51.0%	-89.0%	적전	-92.3%	-69.2%	21.8%	흑전	356.3%	463.1%	-98.5%	1,218.5%	53.0%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	8,596.0	8,882.7	9,045.2	9,514.6	9,867.7
매출원가	6,897.0	8,450.6	8,378.7	8,705.2	9,032.5
매출총이익	1,699.0	432.1	666.5	809.4	835.2
판매비	275.4	308.6	364.0	382.8	397.1
영업이익	1,423.7	123.6	302.5	426.5	438.1
금융손익	(49.9)	(109.6)	(65.9)	(64.6)	(62.3)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	30.5	16.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	1,404.2	30.7	236.6	361.9	375.8
법인세	396.3	11.5	56.8	86.9	90.2
계속사업이익	1,007.9	19.2	179.8	275.1	285.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1,007.9	19.2	179.8	275.1	285.6
비배주주지분 손익	237.5	7.6	27.0	41.3	42.8
지배주주순이익	770.4	11.6	152.8	233.8	242.8
지배주주지분포괄이익	845.9	17.9	76.2	116.6	121.1
NOPAT	1,021.8	77.3	229.9	324.2	332.9
EBITDA	1,621.9	360.7	477.4	603.8	615.3
성장성(%)					
매출액증가율	66.54	3.34	1.83	5.19	3.71
NOPAT증가율	409.37	(92.43)	197.41	41.02	2.68
EBITDA증가율	239.45	(77.76)	32.35	26.48	1.90
영업이익증가율	434.02	(91.32)	144.74	40.99	2.72
(지배주주)순이익증가율	463.16	(98.49)	1,217.24	53.01	3.85
EPS증가율	463.14	(98.50)	1,218.67	53.00	3.82
수익성(%)					
매출총이익률	19.77	4.86	7.37	8.51	8.46
EBITDA이익률	18.87	4.06	5.28	6.35	6.24
영업이익률	16.56	1.39	3.34	4.48	4.44
계속사업이익률	11.73	0.22	1.99	2.89	2.89

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	178,008	2,678	35,314	54,029	56,095
BPS	328,926	283,214	308,556	352,612	398,734
CFPS	288,401	93,275	109,070	138,271	140,938
EBITDAPS	374,765	83,355	110,312	139,514	142,181
SPS	1,986,290	2,052,538	2,090,069	2,198,545	2,280,126
DPS	50,000	10,000	10,000	10,000	10,000
주가지표(배)					
PER	2.93	130.69	12.42	8.12	7.82
PBR	1.58	1.24	1.42	1.24	1.10
PCFR	1.81	3.75	4.02	3.17	3.11
EV/EBITDA	2.26	9.16	7.39	5.67	5.33
PSR	0.26	0.17	0.21	0.20	0.19
재무비율(%)					
ROE	76.22	0.88	11.96	16.38	14.96
ROA	20.96	0.26	3.51	5.21	5.17
ROIC	48.39	2.91	8.44	11.74	11.82
부채비율	156.66	185.04	178.65	164.37	152.21
순부채비율	60.45	98.67	92.70	80.22	67.26
이자보상배율(배)	43.40	2.01	4.34	6.11	6.28

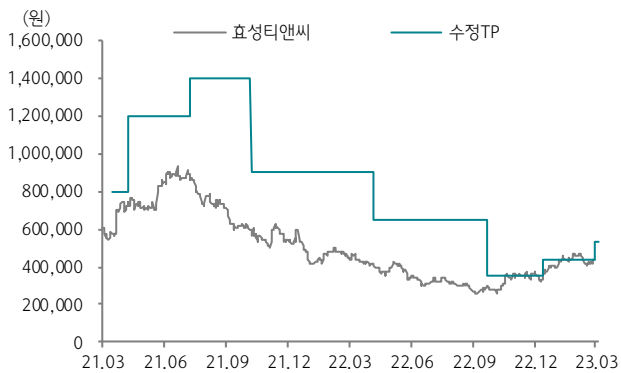
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,605.4	2,143.1	2,212.8	2,389.8	2,581.5
금융자산	183.2	136.5	169.7	240.8	353.0
현금성자산	143.8	103.1	136.3	207.4	319.6
매출채권	1,245.3	901.3	917.8	965.4	1,001.2
재고자산	1,009.1	885.4	901.6	948.4	983.5
기타유동자산	167.8	219.9	223.7	235.2	243.8
비유동자산	1,921.0	2,176.8	2,183.0	2,196.7	2,217.3
투자자산	72.4	68.8	69.0	69.6	70.1
금융자산	59.7	56.3	56.3	56.3	56.3
유형자산	1,556.6	1,755.8	1,761.8	1,774.8	1,794.9
무형자산	26.6	23.9	23.9	23.9	23.9
기타비유동자산	265.4	328.3	328.3	328.4	328.4
자산총계	4,526.5	4,319.9	4,395.8	4,586.5	4,798.9
유동부채	2,249.5	2,185.0	2,195.5	2,219.2	2,256.4
금융부채	909.8	1,207.2	1,207.3	1,207.7	1,208.0
매입채무	851.1	643.2	649.7	656.2	680.5
기타유동부채	488.6	334.6	338.5	355.3	367.9
비유동부채	513.4	619.4	622.7	632.4	639.7
금융부채	339.4	424.8	424.8	424.8	424.8
기타비유동부채	174.0	194.6	197.9	207.6	214.9
부채총계	2,762.9	2,804.4	2,818.3	2,851.6	2,896.1
지배주주지분	1,420.5	1,222.7	1,332.4	1,523.0	1,722.6
자본금	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
자본잉여금	403.7	403.8	403.8	403.8	403.8
자본조정	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
기타포괄이익누계액	26.9	20.3	20.3	20.3	20.3
이익잉여금	971.3	780.0	889.6	1,080.3	1,279.9
비지배주주지분	343.1	292.8	245.2	211.9	180.1
자본총계	1,763.6	1,515.5	1,577.6	1,734.9	1,902.7
순금융부채	1,066.1	1,495.4	1,462.4	1,391.7	1,279.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	643.3	293.4	342.0	420.6	439.0
당기순이익	1,007.9	19.2	179.8	275.1	285.6
조정	421.2	102.9	175.0	177.3	177.3
감가상각비	198.2	237.1	174.9	177.2	177.2
외환거래손익	9.4	49.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	213.6	(183.4)	0.1	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(785.8)	171.3	(12.8)	(31.8)	(23.9)
투자활동 현금흐름	(369.5)	(362.6)	(255.7)	(265.6)	(272.5)
투자자산감소(증가)	(33.9)	3.6	(74.8)	(75.3)	(75.1)
자본증가(감소)	(382.6)	(407.6)	(180.9)	(190.3)	(197.4)
기타	47.0	41.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(252.3)	28.5	(43.0)	(42.7)	(42.8)
금융부채증가(감소)	(130.6)	382.7	0.1	0.4	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(94.3)	(138.4)	0.1	0.1	0.1
배당지급	(27.4)	(215.8)	(43.2)	(43.2)	(43.2)
현금의 증감	21.5	(40.7)	33.2	71.1	112.2
Unlevered CFO	1,248.1	403.7	472.0	598.4	609.9
Free Cash Flow	260.3	(121.0)	161.0	230.3	241.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성티앤씨



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.3.27	BUY	530,000		
23.1.9	BUY	440,000	-2.96%	6.82%
22.10.17	BUY	350,000	-5.78%	7.00%
22.5.2	BUY	650,000	-48.61%	-34.00%
21.11.1	BUY	900,000	-44.89%	-29.78%
21.8.2	BUY	1,400,000	-49.12%	-37.57%
21.5.3	BUY	1,200,000	-32.93%	-22.08%
21.4.8	BUY	800,000	-15.91%	-7.13%
20.5.4	BUY	240,000	-9.76%	154.58%

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	95.00%	5.00%	0.00%	100%

* 기준일: 2023년 03월 24일

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 2023년 3월 27일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2023년 3월 27일 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 증빙자료로 사용될 수 없습니다.