



# 효성첨단소재 (298050)

타이어보강재 수요 회복 지속

▶ Analyst 윤용식 yongs0928@hanwha.com 02-3772-7691

**Buy** (유지)

목표주가(유지): 440,000원

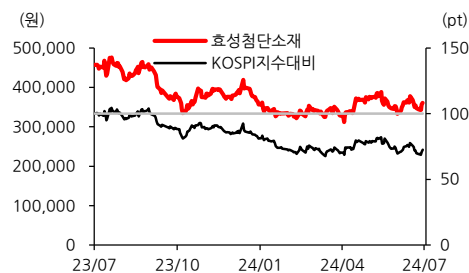
현재 주가(7/15)	358,500원
상승여력	▲22.7%
시가총액	16,061억원
발행주식수	4,480천주
52 주 최고가 / 최저가	475,500 / 312,000원
90 일 일평균 거래대금	81.89억원
외국인 지분율	11.3%
주주 구성	
에이치에스호성 (외 12 인)	46.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.5	9.8	0.4	-21.6
상대수익률(KOSPI)	3.8	2.7	-12.8	-30.4

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,202	3,531	3,746	3,830
영업이익	172	272	320	341
EBITDA	346	467	525	549
지배주주순이익	36	112	159	164
EPS	7,936	25,119	35,516	36,787
순차입금	1,711	1,780	1,763	1,679
PER	50.3	14.4	10.2	9.8
PBR	2.6	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	10.1	7.3	6.4	6.0
배당수익률	1.6	1.9	3.3	3.6
ROE	5.1	15.6	19.2	17.4

주가 추이



2Q24, 타이어코드 판매량 회복세 유지...아쉬운 탄소섬유

2Q24 효성첨단소재 영업이익은 686억원(QoQ +8%, YoY +41%)을 기록해 컨센서스 689억원에 부합할 전망이다. 타이어보강재는 글로벌 해상운임 상승, 운항거리 증가 영향으로 1Q에 이어 2Q에도 재고 확보 움직임이 나타났으며, 이에 평균 가동률도 1Q 대비 한 자릿수 증반대 상승이 이루어졌을 것으로 추정한다. 또한 유럽 판매 비중 증가에 ASP 상승도 이루어져 2Q 타이어보강재 영업이익은 595억원(QoQ +6%)으로 회복세가 이어질 것으로 예상된다. 다만 탄소섬유는 2Q 중국 신규 공장 가동에 ASP 하락이 나타나 판매량 증가에도 불구하고 1Q 수준 영업이익 기록할 전망이다. 아라미드는 평가 하락(QoQ -3%) 이어져 1Q 대비 감익을 예상한다.

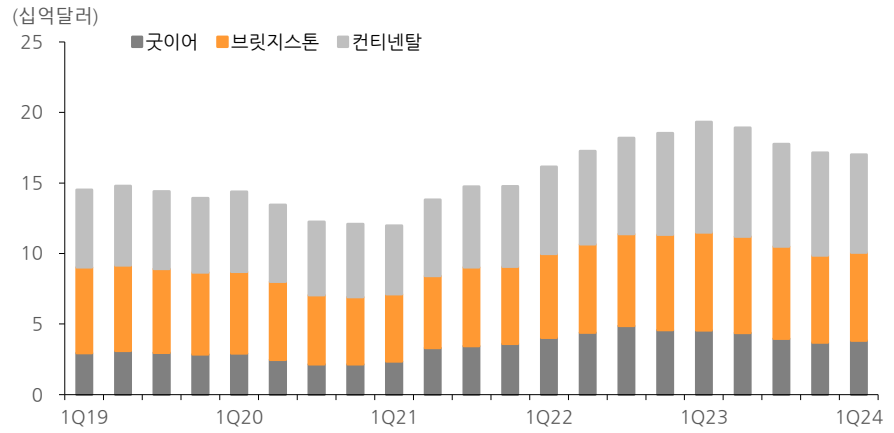
하반기 본업 견조한 가운데 탄소섬유 수익성 회복 기대

하반기에도 타이어보강재 수요는 견조할 것으로 예상된다. 기준금리 인하는 OE 타이어 수요에 긍정적으로 작용할 것이며, RE타이어 역시 낮아진 재고 덕분에 수요회복이 이어질 전망이다. 더불어 탄소섬유는 2Q까진 중국 공장 신규 가동으로 인해 수익성이 감소했으나, 3Q부턴 전주공장 증설에 따라 믹스 개선되며 수익성은 다시 반등할 것으로 예상된다. 2Q24 탄소섬유 수출가가 20.8\$/kg로 하락세가 일단락된 점을 미루어 보아, 추가 평가 하락은 제한될 것으로 판단하기 때문이다.

투자의견 Buy, 목표주가 44만원 유지

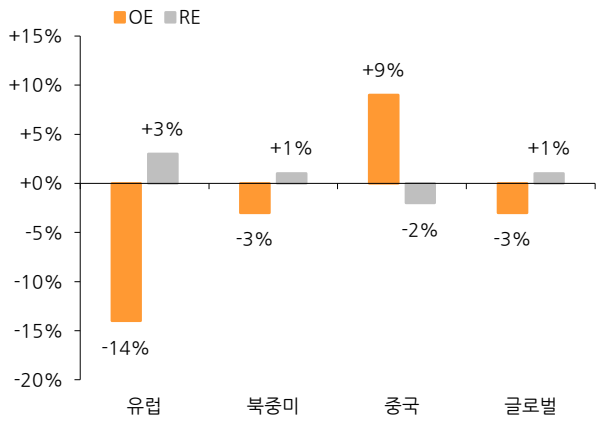
효성첨단소재에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 44만원을 유지한다. 본업 실적 개선에도 불구하고 동사 주가 수익률은 YTD -9.6%를 기록하며 부진한데, 이는 신성장동력인 탄소섬유 수익성 하락이 주요 원인으로 작용했을 것으로 추정한다. 하지만, 글로벌 평가 대비 절반 이상 저렴해 평가 믹스에 부정적으로 영향을 주었던 중국 증설은 끝났으며, 3Q부턴 전주공장 가동으로 수익성이 개선될 전망이다. 탄소섬유가 고압용기/전선심재 등의 소재로 사용돼 가파른 수요 성장이 이루어질 것 이란 전망은 변함 없기에 동사의 공격적인 생산능력 확대(2023년 0.9만톤 → 2024년 1.65만톤 → 2025년 2.15만톤)는 지속가능한 성장이 불확실한 현 화학 업황에서 차별적인 가치 부여가 가능하다 판단한다.

[그림1] 타이어 업체 재고자산 추이



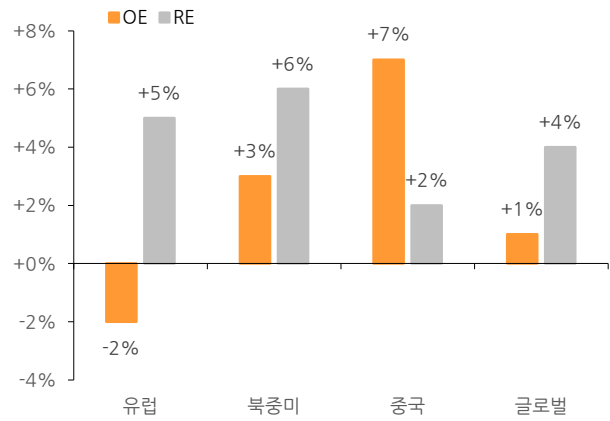
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주요 지역 타이어 판매 YoY(5월 기준)



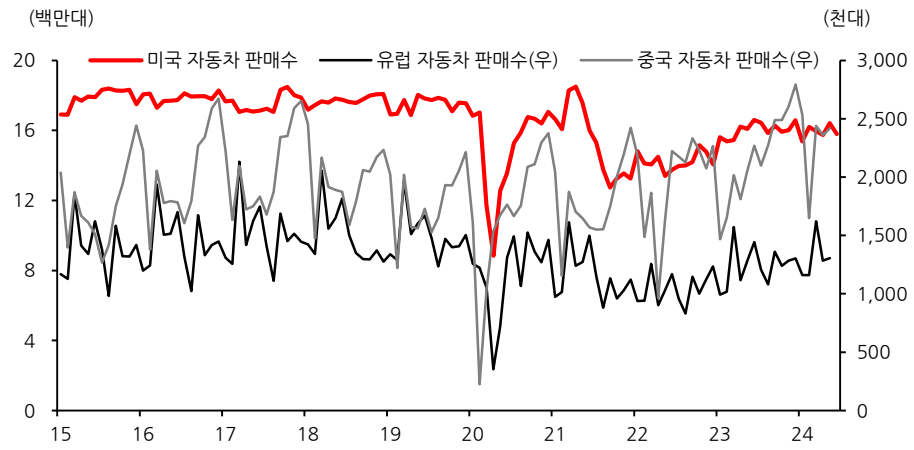
자료: Michelin, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 주요 지역 RE 타이어 판매 YoY(5월 YTD)



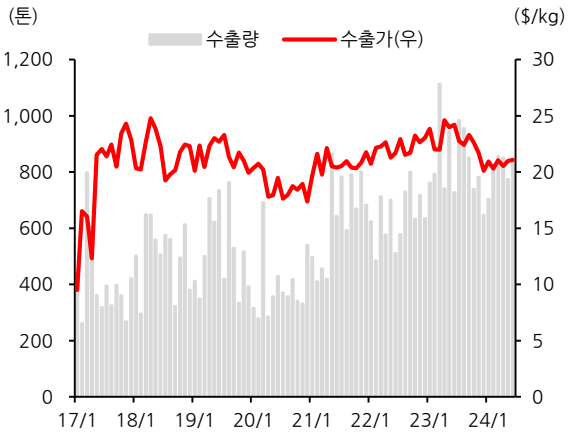
자료: Michelin, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 미국/유럽/중국 자동차 판매 추이



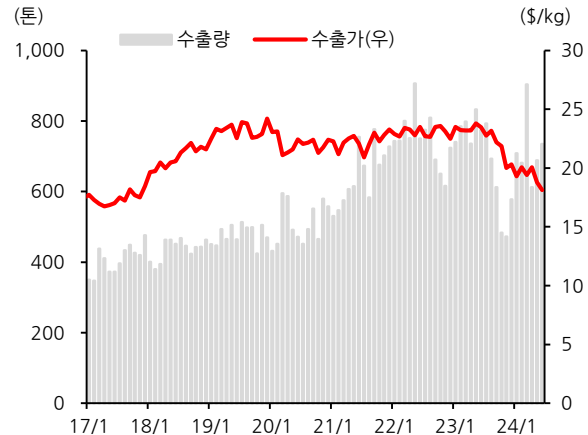
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 탄소섬유 수출 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 아라미드 수출 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 효성첨단소재 목표주가 산정

(단위: 십억 원)

	12M Fwd EBITDA	Multiple(배)	평가액	비고
<b>영업가치 (A)</b>			<b>3,772.5</b>	
타이어코드	399.3	5.7	2,276.0	타이어코드 Peer 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 5.7
탄소섬유	101.9	11.7	1,191.7	탄소섬유 Peer 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 11.7 탄소섬유 Peer: Toray, Zhongfu, Hexcel
기타	66.3	4.6	304.9	스판덱스 등: 효성티앤씨, 코로룸인더 평균 = 4.6
<b>순차입금 (B)</b>			1,780.4	2024년 말 예상치 기준
<b>총 기업가치 (A) - (B)</b>			<b>1,992.1</b>	
주식수(천주)			4,479.9	유통주식수
주당 NAV(원)			444,680	
<b>목표주가</b>			<b>440,000</b>	
현재주가(원)			358,500	24.07.15 기준
<b>상승여력</b>			<b>23%</b>	

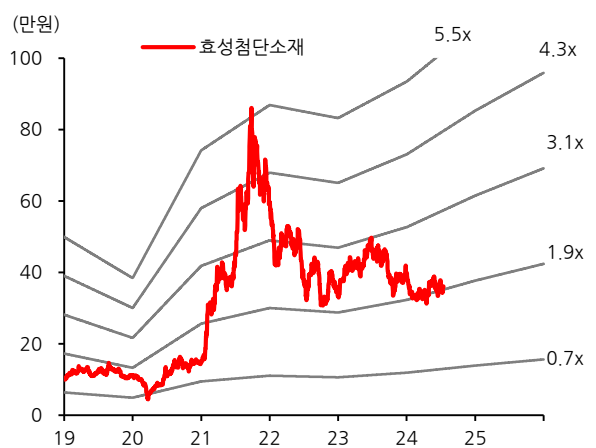
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 효성첨단소재 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 효성첨단소재 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 효성첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>836.8</b>	<b>915.3</b>	<b>933.0</b>	<b>846.0</b>	<b>923.4</b>	<b>939.2</b>	<b>980.6</b>	<b>902.6</b>	<b>3,202.3</b>	<b>3,531.1</b>	<b>3,745.7</b>
QoQ(%)	8.9%	9.4%	1.9%	-9.3%	9.1%	1.7%	4.4%	-8.0%			
YoY(%)	0.3%	12.1%	19.1%	10.1%	10.3%	2.6%	5.1%	6.7%	-16.6%	10.3%	6.1%
산업자재	712.6	770.5	783.8	705.3	790.0	796.1	831.0	758.3	2,708.2	2,972.1	3,175.4
타이어 보강재	484.3	531.4	536.6	462.7	547.3	552.8	563.9	491.2	1,806.2	2,015.0	2,155.2
에어백/안전벨트	141.2	135.1	133.8	132.5	132.6	133.2	133.2	133.2	554.9	542.6	532.3
탄소섬유/아라미드	76.2	104.0	113.5	110.1	110.1	110.1	133.8	133.8	326.7	403.7	487.8
기타(스판덱스 등)	124.1	144.8	149.2	140.8	133.4	143.0	149.6	144.3	494.2	558.9	570.3
스판덱스	84.9	103.1	108.5	100.8	93.3	103.0	109.5	103.8	349.6	397.3	409.5
<b>영업이익</b>	<b>63.7</b>	<b>68.6</b>	<b>75.8</b>	<b>63.8</b>	<b>73.9</b>	<b>79.9</b>	<b>86.3</b>	<b>80.3</b>	<b>172.4</b>	<b>271.9</b>	<b>320.5</b>
영업이익률(%)	7.6%	7.5%	8.1%	7.5%	8.0%	8.5%	8.8%	8.9%	5.4%	7.7%	8.6%
QoQ(%)	206.7%	7.8%	10.5%	-15.9%	16.0%	8.1%	8.1%	-7.0%			
YoY(%)	-5.4%	41.1%	112.6%	207.2%	16.1%	16.4%	13.9%	25.9%	-45.3%	57.7%	17.9%
산업자재	64.2	64.2	69.1	61.3	70.9	74.7	78.0	72.0	176.1	258.8	295.6
영업이익률(%)	9.0%	8.3%	8.8%	8.7%	9.0%	9.4%	9.4%	9.5%	6.5%	8.7%	9.3%
기타(스판덱스 등)	-0.4	4.4	6.7	2.5	3.1	5.2	8.3	8.3	-3.8	13.3	24.9
영업이익률(%)	-0.3%	3.0%	4.5%	1.8%	2.3%	3.6%	5.6%	5.8%	-0.8%	2.4%	4.4%
<b>당기순이익</b>	<b>25.9</b>	<b>37.7</b>	<b>43.7</b>	<b>33.6</b>	<b>45.5</b>	<b>50.0</b>	<b>55.5</b>	<b>50.4</b>	<b>47.3</b>	<b>140.9</b>	<b>201.5</b>
<b>지배순이익</b>	<b>20.2</b>	<b>30.2</b>	<b>35.0</b>	<b>26.9</b>	<b>36.4</b>	<b>40.0</b>	<b>43.5</b>	<b>38.8</b>	<b>35.6</b>	<b>112.2</b>	<b>158.7</b>
순이익률(%)	2.4%	3.3%	3.7%	3.2%	3.9%	4.3%	4.4%	4.3%	1.3%	3.2%	4.2%

자료: 효성첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,841	3,202	3,531	3,746	3,830
매출총이익	522	361	444	504	528
영업이익	315	172	272	320	341
EBITDA	501	346	467	525	549
순이자손익	-49	-82	-93	-99	-99
외화관련손익	-25	2	-2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	213	73	176	241	261
당기순이익	160	47	141	201	218
지배주주순이익	125	36	112	159	164
<b>증가율(%)</b>					
매출액	6.8	-16.6	10.3	6.1	2.2
영업이익	-28.0	-45.3	57.7	17.9	6.4
EBITDA	-19.0	-30.9	35.1	12.4	4.4
순이익	-51.4	-70.5	198.3	42.9	8.4
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	13.6	11.3	12.6	13.4	13.8
영업이익률	8.2	5.4	7.7	8.6	8.9
EBITDA 이익률	13.0	10.8	13.2	14.0	14.3
세전이익률	5.5	2.3	5.0	6.4	6.8
순이익률	4.2	1.5	4.0	5.4	5.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	350	353	349	318	365
당기순이익	160	47	141	201	218
자산상각비	186	174	195	205	208
운전자본증감	-46	177	20	-46	-7
매출채권 감소(증가)	138	14	31	-28	-6
재고자산 감소(증가)	-71	161	7	-35	-5
매입채무 증가(감소)	-55	-38	21	18	5
투자현금흐름	-252	-350	-377	-271	-228
유형자산처분(취득)	-222	-335	-342	-260	-217
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-4	-15	-1	-1	-1
재무현금흐름	-103	-13	69	69	-54
차입금의 증가(감소)	32	89	70	100	0
자본의 증가(감소)	-135	-98	-29	-31	-54
배당금의 지급	135	98	29	31	54
총현금흐름	446	301	342	364	373
(-)운전자본증가(감소)	6	-183	7	46	7
(-)설비투자	228	353	342	260	217
(+)자산매각	6	17	0	0	0
Free Cash Flow	218	148	-7	58	148
(-)기타투자	65	6	8	10	10
잉여현금	153	142	-15	48	138
NOPLAT	237	111	217	268	285
(+) Dep	186	174	195	205	208
(-)운전자본투자	6	-183	7	46	7
(-)Capex	228	353	342	260	217
OpFCF	189	115	63	167	269

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,331	1,192	1,267	1,449	1,547
현금성자산	36	36	84	201	286
매출채권	593	590	612	640	646
재고자산	652	507	516	551	556
비유동자산	1,603	1,842	2,000	2,065	2,084
투자자산	226	239	236	246	256
유형자산	1,345	1,572	1,733	1,789	1,797
무형자산	33	31	31	31	31
자산총계	2,935	3,034	3,267	3,514	3,631
유동부채	1,625	1,751	1,841	1,860	1,866
매입채무	417	502	515	533	538
유동성이자부채	1,149	1,231	1,300	1,300	1,300
비유동부채	510	533	584	685	686
비유동이자부채	493	516	564	664	664
부채총계	2,135	2,284	2,425	2,545	2,551
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	384	384	384	384	384
이익잉여금	236	204	288	415	526
자본조정	65	67	67	67	67
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	800	750	842	969	1,080

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	27,978	7,936	25,119	35,516	36,787
BPS	157,920	151,266	169,823	198,263	222,984
DPS	15,000	6,500	7,000	12,000	13,000
CFPS	99,612	67,151	76,418	81,276	83,178
ROA(%)	4.3	1.2	3.6	4.7	4.6
ROE(%)	19.1	5.1	15.6	19.2	17.4
ROIC(%)	10.3	4.6	8.6	10.0	10.4
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	11.9	50.3	14.4	10.2	9.8
PBR	2.1	2.6	2.1	1.8	1.6
PSR	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
PCR	3.3	5.9	4.7	4.4	4.3
EV/EBITDA	6.2	10.1	7.3	6.4	6.0
배당수익률	4.5	1.6	1.9	3.3	3.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	267.0	304.5	288.0	262.5	236.2
Net debt/Equity	200.8	228.2	211.5	181.9	155.4
Net debt/EBITDA	320.7	494.8	381.1	335.7	305.9
유동비율	81.9	68.1	68.9	77.9	82.9
이자보상배율(배)	6.4	2.1	2.9	3.2	3.4
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	90.1	89.9	89.1	86.0	83.6
현금+투자자산	9.9	10.1	10.9	14.0	16.4
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	67.3	70.0	68.9	67.0	64.5
자기자본	32.7	30.0	31.1	33.0	35.5

[ Compliance Notice ]

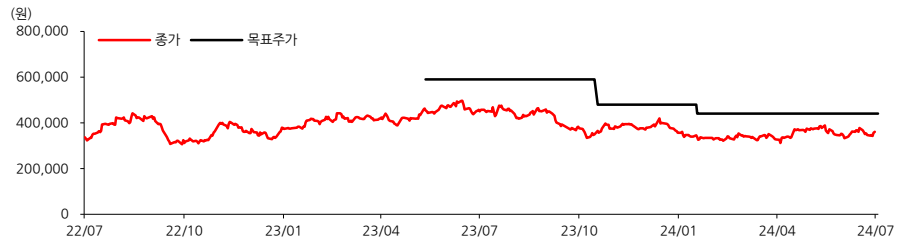
(공표일: 2024년 07월 16일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 효성첨단소재 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일시	2023.05.23	2023.05.24	2023.07.17	2023.07.31	2023.09.13	2023.10.11
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	윤용식	590,000	590,000	590,000	590,000	590,000
일시	2023.10.30	2023.11.27	2024.01.17	2024.01.30	2024.04.29	2024.07.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	480,000	480,000	480,000	440,000	440,000	440,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.24	Buy	590,000	-25.93	-15.76
2023.10.30	Buy	480,000	-21.66	-12.71
2024.01.30	Buy	440,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2024년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.4%	4.6%	0.0%	100.0%