

효성첨단소재 (298050)

2024.03.14

Toray를 넘어서는 후발업체의 역습

[정유/화학] 전유진
2122-9193 yujinjn@hi-ib.com

투자의견 매수, 목표주가 51만원 유지

동사에 대한 투자의견 매수를 유지한다. 타이어코드는 2023년 4분기를 바닥으로 회복세에 접어들고 있고, 탄소섬유는 올해도 매 분기 생산서립 증설분이 반영되며 종장기 성장 동력원을 확대해갈 것이라는 전망에 근거한다.

탄소섬유 후발업체의 역습

동사는 2007년부터 자체적으로 탄소섬유 기술을 개발해 2013년 총 2천톤으로 소규모 상업생산을 시작했던 후발업체이다. 초기 진입 당시에는 저조한 가동률과 수율 안정화 등에 트러블이 생기며 대규모 영업적자 발생이 불가피했고, 이는 2020년까지 지속되었던 것으로 파악된다. 그러나 매년 꾸준한 설비 증설을 통해 규모의 경제가 창출되기 시작했고, CNG 등 고압용기 시장 성장에 따른 판매량 증가로 2021년 약 9년 만에 흑자로 전환되었다. 2022~2023년에는 원재료 AN 가격 약세까지 더해져 연평균 영업이익률이 20% 중반 달했고, 분기 기준으로는 최대 30% 수준도 넘어섰던 것으로 추정된다.

경쟁사이자 글로벌 1위 생산업체인 Toray 영업이익률이 동 기간 5~6% 수준에 그쳤던 것과 비교하면 가히 후발업체의 역습이라 할 수 있다. 동사와 Toray 간의 이익 차이는 주요 전방산업 수요에서 발생한 것으로, Toray 핵심 판매처인 항공용 수요가 팬데믹 기간 동안 약화된 영향이다. 2022년 하반기부터 보잉사가 항공기 인도를 재개함에 따라 경쟁사 이익도 점차 정상화되었으나, 고객사 생산 계획에 근거했을 때 2027년은 되어야 팬데믹 이전의 체력을 회복할 수 있을 전망이다.

반면, 동사는 올해 1~3분기에 설비 증설이 꾸준히 이뤄지며 2024년 생산규모는 1.65만톤으로 전년도 대비 +80% 확대 예상된다. 항공용 판매가 부진한 Toray 물량이 고압용으로 일부 넘어오며 판가 하방압력이 작용할 수 있겠지만, 전력비가 높은 일본과 미국, 유럽 등에 설비를 보유하고 있는 만큼 공격적인 판가 인하 전략을 취하긴 어려울 것으로 예상된다. 이와 별개로 올해 신규 가동되는 동사의 일부 공장은 중국에서 가동되는 만큼 생산비와 관세 절감 효과가 발생할 수 있어 20% 수준의 이익률은 유지해갈 수 있을 것으로 전망된다. 올해도 2022년과 2023년에 이어 또 한번 탄소섬유 글로벌 1위 업체를 완전히 넘어서는 동사의 이익 체력을 확인하는 시기가 되겠다.

2024년 타이어코드도 본격적인 회복세 예상

타이어코드에서도 점진적인 회복이 기대된다. 1월 Michelin 기준 글로벌 타이어 판매량은 RE, OE 각각 +10%, +18% 증가하며 전방수요 회복 기대감에 힘을 실어주고 있다. 지역별로는 북미에 이어 중국의 가파른 수요 회복이 눈에 띈다.

2024년 동사 영업이익은 2,518억원으로 전년대비 +46% 증가 전망하는데, 이는 전통적인 캐쉬카우 역할을 해주던 타이어코드 사업부의 정상화와 함께 신규 성장 동력원이 되어주던 탄소섬유 추가 증설을 통한 외형 증가라는 여건에 기인한다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	510,000원(유지)
증가(2024.03.13)	340,500원
상승여력	49.8%

Stock Indicator	
자본금	22십억원
발행주식수	448만주
시가총액	1,525십억원
외국인지분율	9.1%
52주 주가	322,000~497,000원
60일평균거래량	20,783주
60일평균거래대금	7.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.6	-8.1	-23.5	-19.0
상대수익률	0.0	-15.4	-29.8	-30.8

Price Trend



FY	2022	2023	2024E	2025E
매출액(십억원)	3,841	3,247	3,504	3,714
영업이익(십억원)	315	202	267	314
순이익(십억원)	125	86	123	150
EPS(원)	27,978	19,174	27,450	33,400
BPS(원)	157,920	173,661	195,685	223,659
PER(배)	11.9	17.8	12.4	10.2
PBR(배)	2.1	2.0	1.7	1.5
ROE(%)	19.1	11.6	14.9	15.9
배당수익률(%)	4.5	2.9	3.5	3.5
EV/EBITDA(배)	6.2	7.0	6.5	5.9

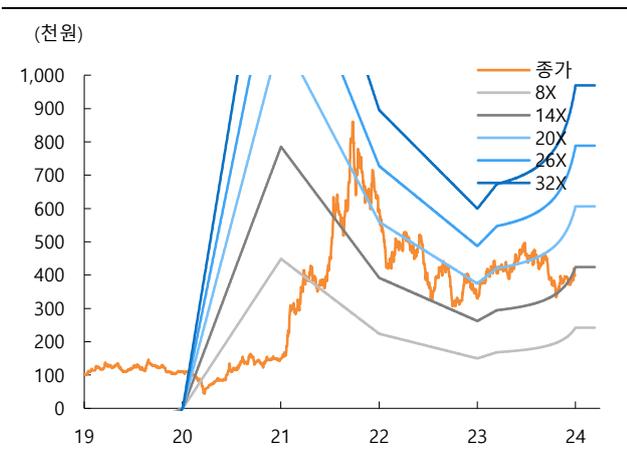
주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 효성첨단소재 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
합계											
매출액	834.5	816.4	783.4	768.1	819.8	854.5	899.3	877.1	3,841.7	3,202.4	3,450.8
영업이익	67.3	48.6	35.7	20.8	50.6	60.2	71.5	69.5	315.2	172.4	251.8
영업이익률	8.1%	6.0%	4.6%	2.7%	6.2%	7.0%	7.9%	7.9%	8.2%	5.4%	7.3%
타이어코드											
매출액	491.1	457.7	426.5	430.9	468.0	495.6	527.8	499.5	2,271.5	1,806.2	1,991.0
영업이익	44.5	31.3	17.2	34.7	36.2	41.7	48.0	42.8	245.4	127.7	168.7
영업이익률	9.1%	6.8%	4.0%	8.1%	7.7%	8.4%	9.1%	8.6%	10.8%	7.1%	8.5%
산업용사기타											
매출액	343.4	358.7	356.9	337.2	351.9	358.9	371.5	377.5	1,570.2	1,396.2	1,459.8
영업이익	22.8	17.3	18.5	-14.0	14.4	18.5	23.5	26.7	69.8	44.7	83.1
영업이익률	6.6%	4.8%	5.2%	-4.1%	4.1%	5.1%	6.3%	7.1%	4.4%	3.2%	5.7%

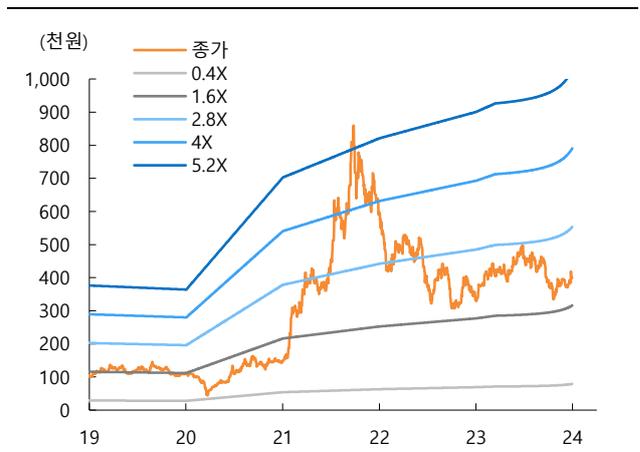
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 효성첨단소재 12M Forward 기준 PER 추이



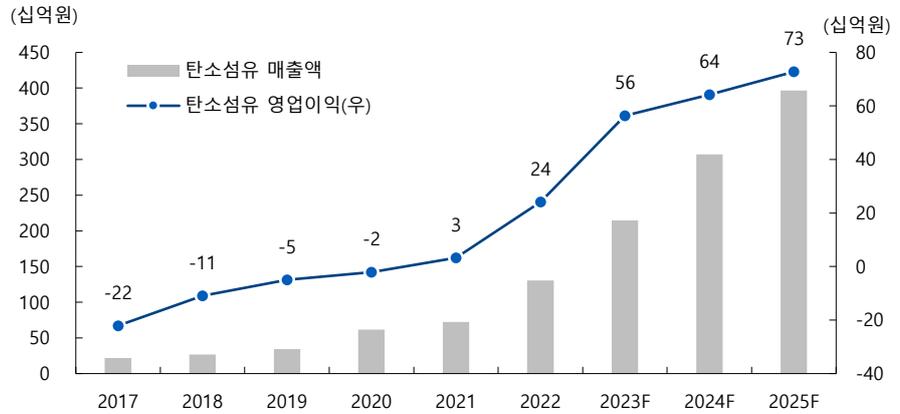
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 효성첨단소재 12M Forward 기준 PBR 추이



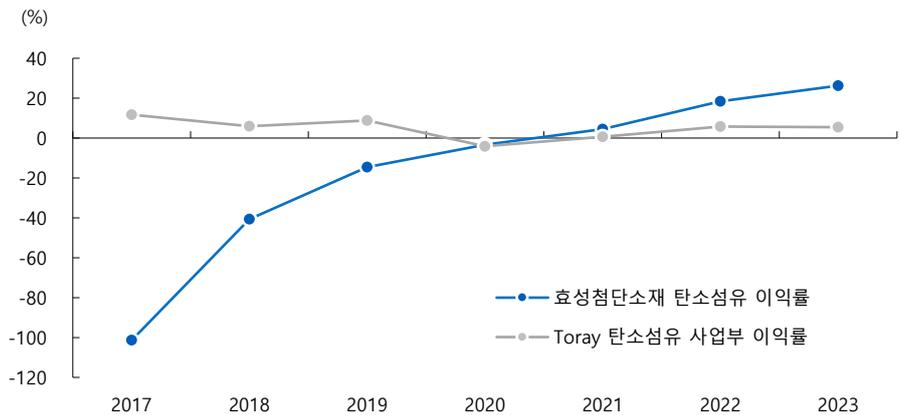
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. 효성첨단소재 탄소섬유 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림4. 효성첨단소재와 Toray 탄소섬유 영업이익률 추이 비교



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림5. Toray Industries 현재 탄소섬유 지역별 생산설비 및 규모

Main Production Sites / Capacities		
	Regular Tow Carbon Fiber	Large Tow Carbon Fiber
Japan (Ehime)	8,970	-
United States	9,900	-
France	5,200	-
South Korea	4,700	-
Hungary / Mexico	-	35,000
Total	28,770	35,000

Unit: t/year
(As of March 31, 2023)

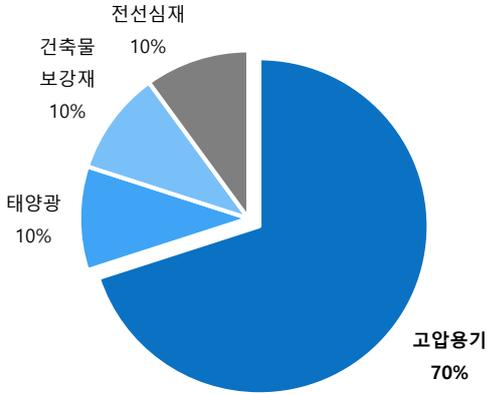
자료: Toray Industries, 하이투자증권 리서치본부

그림6. Toray Industries 현재 건설 중인 탄소섬유 설비 프로젝트

Major Large-scale Capital Investments Under Consideration				
	Location	Capacity	Production Start	Main Application
Regular Tow Carbon Fiber	USA KOR	6,500t/y	Mid 2025	Pressure Vessels
Regular Tow Mid/high-modulus Carbon Fiber	FRA	1,000t/y	Mid 2025	Uranium Centrifuge
Larger Tow Carbon Fiber	MEX	2,500t/y	TBD	Wind Turbine Blades

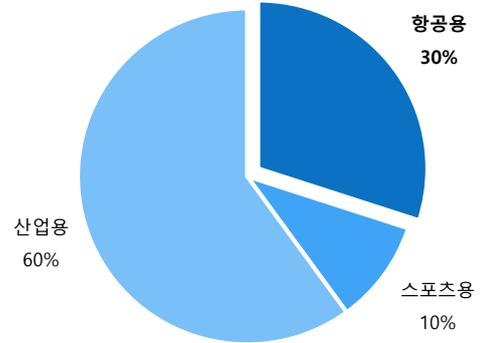
자료: Toray Industries, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 고성첨단소재 탄소섬유 매출 수요처별 비중(2023년 기준)



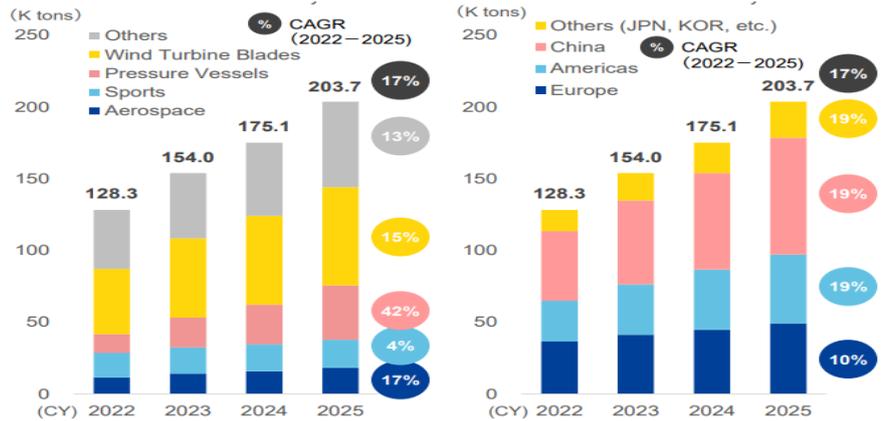
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림8. Toray 탄소섬유 매출 수요처별 비중(23년 3~12월 기준)



자료: Toray Industries, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 2025년까지 탄소섬유 전방처 및 지역별 수요 전망



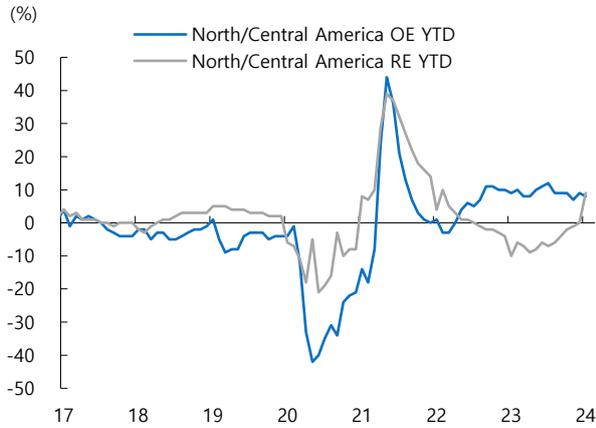
자료: Toray Industries, 하이투자증권 리서치본부

그림10. 2026년 이후 중장기로 예상되는 주요 전방처별 탄소섬유 수요 수요 전망



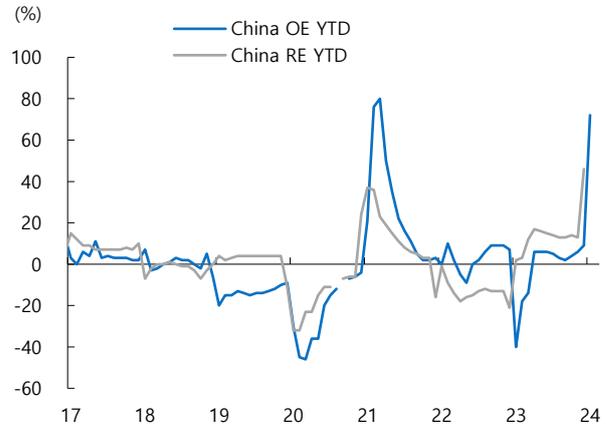
자료: Toray Industries, 하이투자증권 리서치본부

그림11. (승용차) 미주지역 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



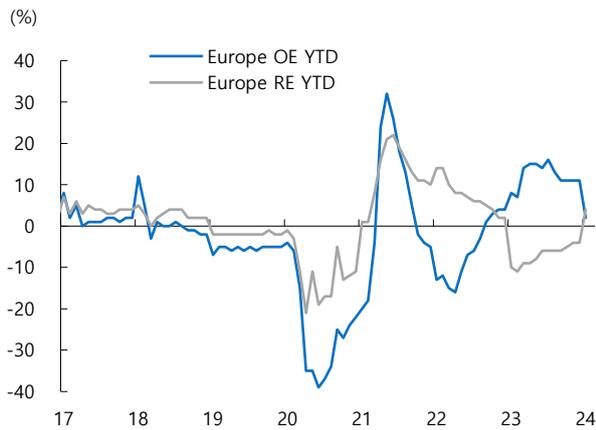
자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림12. (승용차) 중국 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



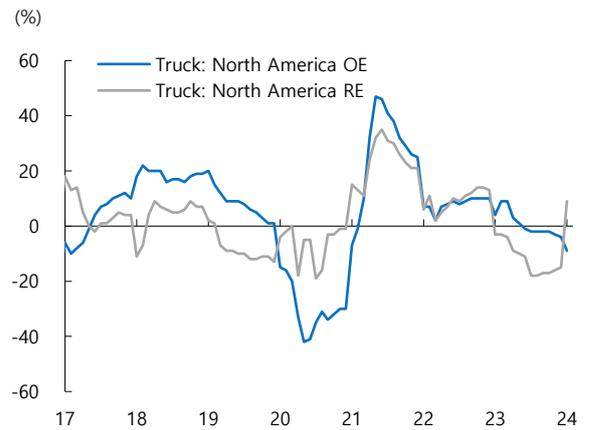
자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림13. (승용차) 유럽 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



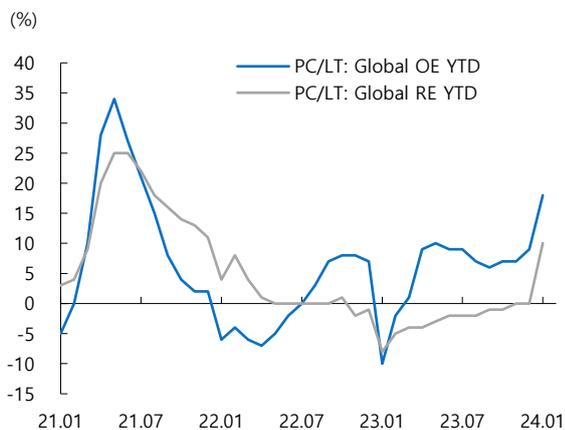
자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림14. (트럭/버스) 북미 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



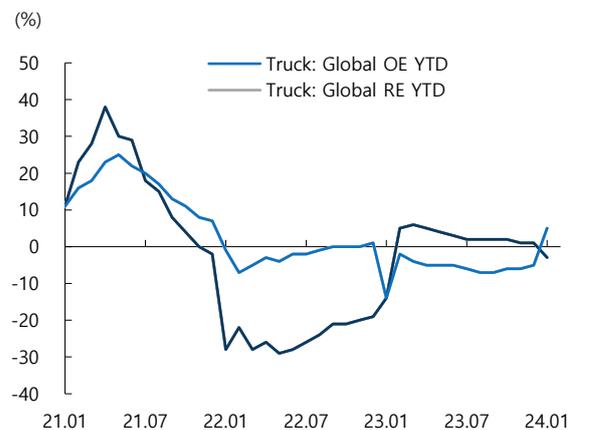
자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림15. (승용차) 글로벌 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

그림16. (트럭/버스) 글로벌 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



자료: 미쉐린, 하이투자증권 리서치본부

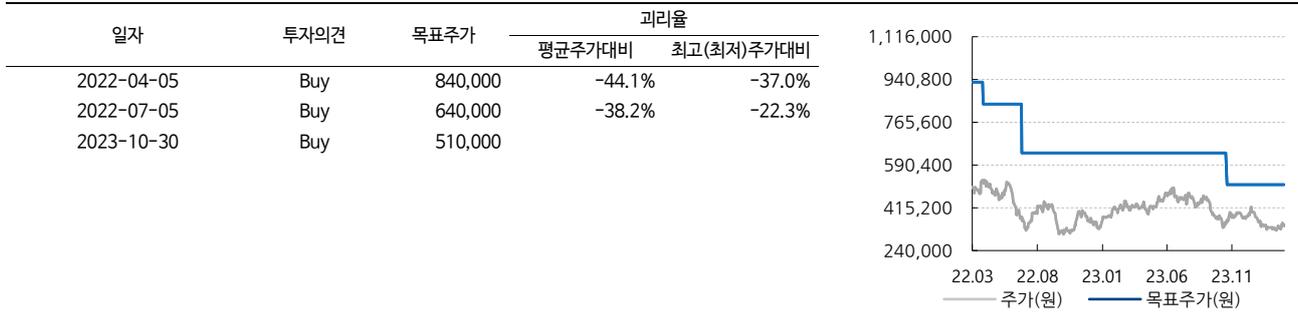
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	(십억원,%)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,331	1,237	1,290	1,561	매출액	3,841	3,247	3,504	3,714
현금 및 현금성자산	24	206	150	347	증가율(%)	6.8	-15.5	7.9	6.0
단기금융자산	11	16	23	33	매출원가	3,319	2,868	3,022	3,173
매출채권	597	475	512	542	매출총이익	522	379	482	541
재고자산	652	487	549	582	판매비와관리비	207	177	215	226
비유동자산	1,603	1,683	1,806	1,899	연구개발비	34	-	-	-
유형자산	1,345	1,424	1,547	1,641	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	33	33	33	33	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,935	2,920	3,096	3,461	영업이익	315	202	267	314
유동부채	1,625	1,590	1,615	1,685	증가율(%)	-28.0	-35.9	32.1	17.8
매입채무	272	292	263	279	영업이익률(%)	8.2	6.2	7.6	8.5
단기차입금	1,074	1,014	1,064	1,114	이자수익	0	2	2	4
유동성장기부채	70	70	70	70	이자비용	49	45	47	53
비유동부채	510	435	450	575	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	187	182	177	252	기타영업외손익	-30	-2	-1	0
장기차입금	300	230	250	300	세전계속사업이익	213	148	212	258
부채총계	2,135	2,025	2,065	2,260	법인세비용	53	37	53	64
지배주주지분	707	778	877	1,002	세전계속이익률(%)	5.5	4.6	6.1	7.0
자본금	22	22	22	22	당기순이익	160	111	160	194
자본잉여금	384	384	384	384	순이익률(%)	4.2	3.4	4.6	5.2
이익잉여금	236	277	347	443	지배주주귀속 순이익	125	86	123	150
기타자본항목	65	94	123	153	기타포괄이익	29	29	29	29
비지배주주지분	92	118	154	199	총포괄이익	190	141	189	223
자본총계	800	896	1,031	1,201	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2022	2023	2024E	2025E		2022	2023	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	350	891	463	583	주당지표 (원)				
당기순이익	160	111	160	194	EPS	27,978	19,174	27,450	33,400
유형자산감가상각비	186	195	182	176	BPS	157,920	173,661	195,685	223,659
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS	69,392	62,782	68,106	72,797
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	15,000	10,000	12,000	12,000
투자활동 현금흐름	-252	-301	-333	-301	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-222	-275	-305	-270	PER	11.9	17.8	12.4	10.2
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR	2.1	2.0	1.7	1.5
금융상품의 증감	-5	-	-	-	PCR	4.8	5.4	5.0	4.7
재무활동 현금흐름	-103	-207	15	116	EV/EBITDA	6.2	7.0	6.5	5.9
단기금융부채의증감	88	-60	50	50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-51	-75	15	125	ROE	19.1	11.6	14.9	15.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	13.0	12.2	12.8	13.2
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	267.0	226.1	200.3	188.3
현금및현금성자산의증감	-10	182	-56	196	순부채비율	199.6	142.3	134.7	113.0
기초현금및현금성자산	34	24	206	150	매출채권회전율(x)	5.9	6.1	7.1	7.0
기말현금및현금성자산	24	206	150	346	재고자산회전율(x)	6.3	5.7	6.8	6.6

자료 : 효성첨단소재, 하이투자증권 리서치본부

효성첨단소재 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 : 2023-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
91.1%	8.9%	-