

HS효성첨단소재 (298050)

탄소섬유 25년 하반기 흑자전환 전망

목표주가 26만원 하향, 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가 40만원에서 26만원으로 하향한다. 탄소섬유 수익성 부진을 반영해 25년 연간 실적 추정치 변경하였고, 적용 멀티플도 글로벌 Peer 업체들의 밸류에이션 조정을 반영해 전반적으로 재적용함에 따른 것이다. 각 부문별 가치는 타이어코드 2.28조원, 탄소섬유 0.35조원, 아라미드/스판덱스 등 그 외 사업부문 전체를 0.38조원 등으로 추정하였다.

탄소섬유는 한때 동사의 주요 성장 동력원 역할을 해주었으나, 23~24년 중국 업체들의 공격적인 증설로 공급과잉 구간 진입하며 판가 하락세가 계속되고 있다. 이에 지난해 신규로 가동을 시작한 동사 중국공장은 현재 영업적자 기록하고 있을 것으로 추정되고, 국내공장 이익률을 감안하더라도 탄소섬유 전체적으로는 적자가 예상된다. 그러나 25년에는 국내/중국 공장보다 판가와 원가 모든 측면에서 더 우위에 있는 베트남 공장 3개가 순차적으로 가동되는 만큼 탄소섬유 전반의 마진 개선 및 흑자전환을 전망한다. 글로벌 시장에서 50% 내외 점유율을 차지하고 있는 타이어코드는 언제나 늘 그래왔던 것처럼 안정적인 이익 창출력 이어가겠고, 탄소섬유/아라미드는 24년 하반기 저점으로 이익개선 기대돼 매수의견 유지한다.

4Q24 Preview: 431억원(-2.5%QoQ), 컨센서스 410억원 소폭 상회 예상

4분기 동사 영업이익은 431억원(-2.5%QoQ)으로 컨센서스 410억원을 +5.1% 소폭 상회할 것으로 예상된다. 타이어코드는 1st-tier 고객사들 중심으로 출하량이 증가해 전형적인 비수기를 감안하더라도 전 분기와 유사한 493억원(-3.4%QoQ) 내외의 이익 유지가 가능했을 것으로 추정된다. 탄소섬유/아라미드는 4분기에도 가격 하락세가 이어졌던 만큼 4분기에도 영업손실은 불가피했겠다. 다만, 사업부 전체 중 적자 폭이 가장 큰 중국공장에서 일부 라인의 생산조정이 이뤄졌던 만큼 절대적인 적자규모 자체는 오히려 소폭 축소되었을 전망이다.

탄소섬유, 25년 베트남 공장 가동 효과로 하반기 흑자전환 전망

한 때 동사의 주요 투자포인트는 타이어코드 시장 글로벌 1위 업체로서 안정적인 이익 창출력을 이어가는 동시에, 탄소섬유/아라미드가 신규 성장 동력원의 역할을 해준다는 점이었다. 특히 23년에는 탄소섬유와 아라미드가 연간 각각 26%, 12% 넘는 수익성을 창출하면서 시장 기대치를 상회하는 이익 체력을 보여주기도 했다. 그러나 중국 손길이 닿는 모든 산업이 그렇듯 그들의 증설이 공격적으로 이뤄지며 23년 말과 24년 초를 기점으로 가격 하락세가 가팔라졌고 시차가 있긴 했으나, 탄소섬유와 아라미드 모두 24년 분기 기준 적자전환하였다.

25년 상반기까지 적자기조 예상되는 만큼 현 시점에서 펀더멘털과センチ멘털 개선 모멘텀이 크진 않지만, 최근 하락세가 한층 완화된다는 것은 그나마 고무적이다. 또한 25년 2분기부터 베트남에서 순차 가동 예정인 탄소섬유 공장은 한국 공장과 판매처가 동일해 판가는 유사한 반면, 생산비는 낮아 수익성이 더 높다. 참고로 이익률은 베트남>국내>중국 순서로 추정된다. 25년 하반기부터는 국내와 베트남 공장 가동 효과가 일부 반영되면서 중국법인의 대규모 적자를 상쇄시키겠고, 이에 따라 보다 뚜렷한 수익성 개선을 확인할 수 있을 것으로 전망한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

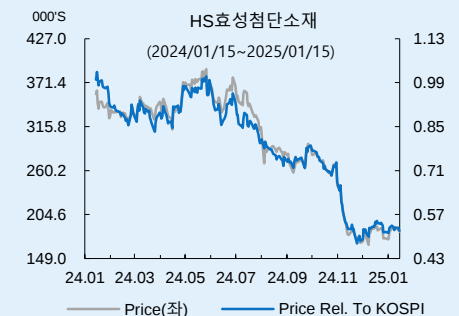
목표주가(12M)	260,000원(하향)
증가(2025.01.15)	182,900원
상승여력	42.2 %

Stock Indicator

자본금	22십억원
발행주식수	448만주
시가총액	819십억원
외국인지분율	12.7%
52주 주가	166,500~388,500원
60일평균거래량	20,885주
60일평균거래대금	4.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	-33.0	-49.0	-48.8
상대수익률	-2.3	-27.8	-36.3	-47.6

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	3,202	3,355	3,600	3,922
영업이익(십억원)	172	217	228	283
순이익(십억원)	36	63	72	102
EPS(원)	7,936	14,103	16,120	22,840
BPS(원)	151,266	157,548	163,853	174,883
PER(배)	50.3	13.0	11.3	8.0
PBR(배)	2.6	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	5.1	9.1	10.0	13.5
배당수익률(%)	1.6	4.4	5.5	6.6
EV/EBITDA(배)	10.1	6.5	6.5	5.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[에너지/화학/정유]

전유진 2122-9193 yujinjn@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. HS 효성첨단소재 목표주가 산정: EV/EBITDA Valuation

(단위: 십억원, 배)	기존 (2024.10.11)			변경 (2025.01.16)			참고 내용
	'24F~'25F EBITDA	EV/EBITDA	EV	'25F EBITDA	EV/EBITDA	EV	
사업가치 합계			3,521			3,011	(A) = (a)+(b)+(c)
타이어코드	305	8.4	2,529	318	7.2	2,282	(a) 코오롱인더, Indorama 평균 대비 +10%
탄소섬유	54	9.0	483	34	9.3	320	(b) Toray, Teijin, SGL 평균 대비 -10%
그 외 사업	83	6.1	508	63	6.5	409	(c) KOSPI200 에너지/화학 밸류에이션
투자자산가치			17			18	(B) 2025년 당사 예상치 기준 30% 할인
순차입금			1,746			1,878	(C) 2025년 당사 예상치 기준
적정 시가총액			1,792			1,152	(D) = (A)+(B)-(C)
보통주발행주식수			4,468,022			4,468,022	(E)
적정주가(원)			401,019			257,739	(F) = (D)/(E)
목표주가(원)			400,000			260,000	기존 대비 -35.0% 하향 조정
현재주가(원)			272,500			182,900	2025년 1월 15일 종가 기준
상승여력 (%)						42.2%	

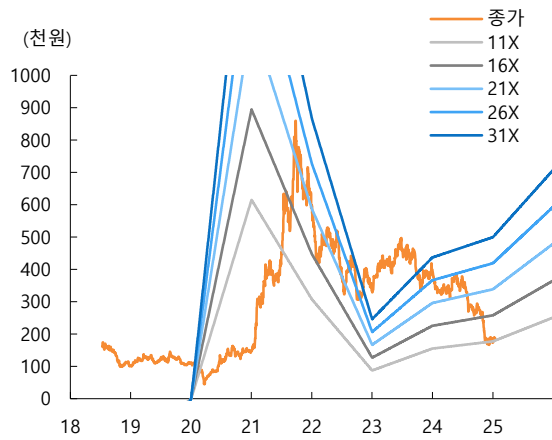
자료: iM증권 리서치본부

표2. HS 효성첨단소재 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
합계											
매출액	836.8	840.5	829.5	848.4	883.8	902.1	888.8	925.6	3,202.4	3,355.1	3,600.4
영업이익	63.7	65.8	44.2	43.1	50.2	56.1	60.8	61.1	172.4	216.9	228.1
영업이익률	7.6%	7.8%	5.3%	5.1%	5.7%	6.2%	6.8%	6.6%	5.4%	6.5%	6.3%
타이어코드											
매출액	484.3	466.2	491.8	493.1	516.4	534.4	501.7	540.0	1,806.2	1,935.4	2,092.5
영업이익	56.2	56.0	51.0	49.3	52.5	56.0	54.1	52.2	127.7	212.5	214.9
영업이익률	11.6%	12.0%	10.4%	10.0%	10.2%	10.5%	10.8%	9.7%	7.1%	11.0%	10.3%
산업용사 및 기타											
매출액	352.4	374.4	337.6	355.3	367.4	367.8	387.1	385.6	1,396.2	1,419.7	1,507.9
영업이익	7.6	9.9	-6.7	-6.1	-2.3	0.0	6.6	8.9	44.7	4.7	13.2
영업이익률	2.2%	2.6%	-2.0%	-1.7%	-0.6%	0.0%	1.7%	2.3%	3.2%	0.3%	0.9%

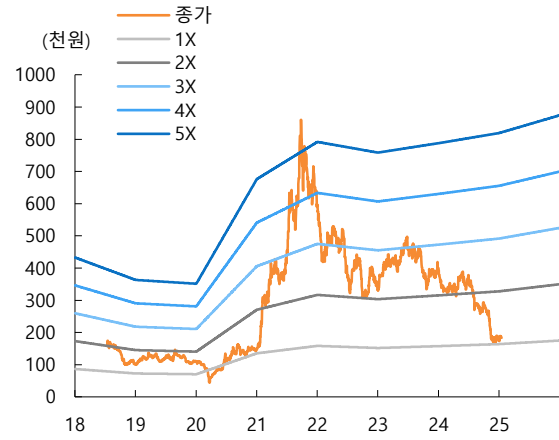
자료: iM증권 리서치본부

그림1. HS 효성첨단소재 12M Forward 기준 PER 추이



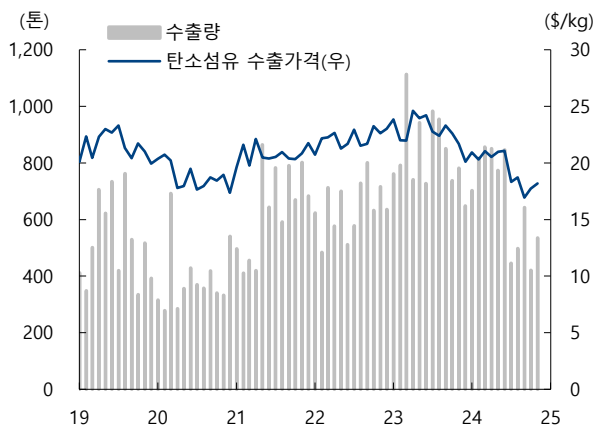
자료: iM증권 리서치본부

그림2. HS 효성첨단소재 12M Forward 기준 PBR 추이



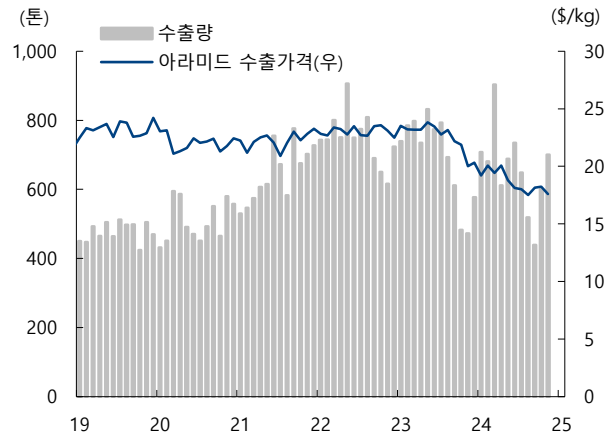
자료: iM증권 리서치본부

그림3. 탄소섬유 수출량 및 수출가격 추이



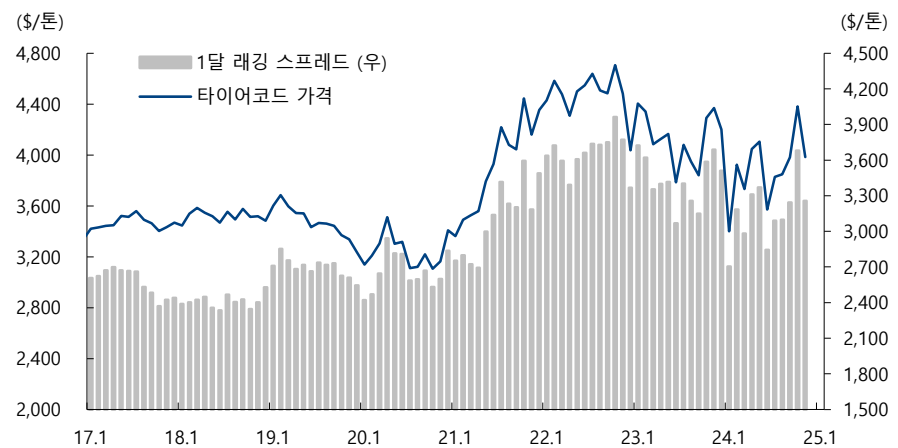
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림4. 아라미드 수출량 및 수출가격 추이



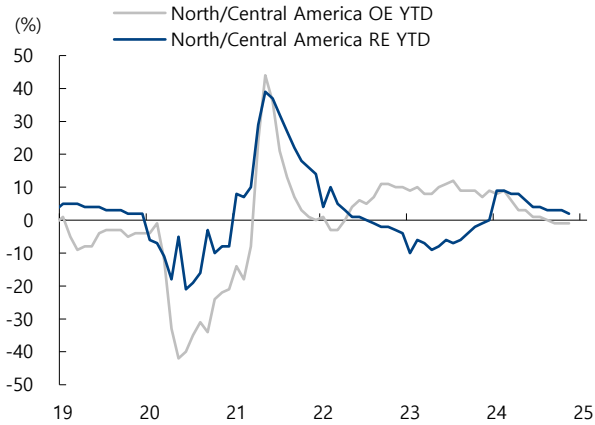
자료: KITA, iM증권 리서치본부

그림5. 타이어코드 수출 가격 및 스프레드 추이



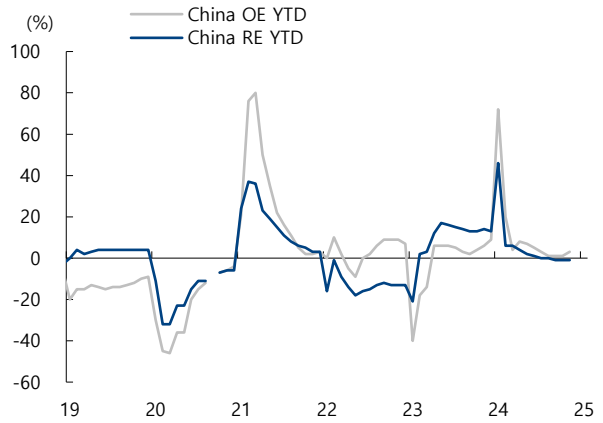
자료: CCFEI, iM증권 리서치본부

그림6. (승용차) 미주지역 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



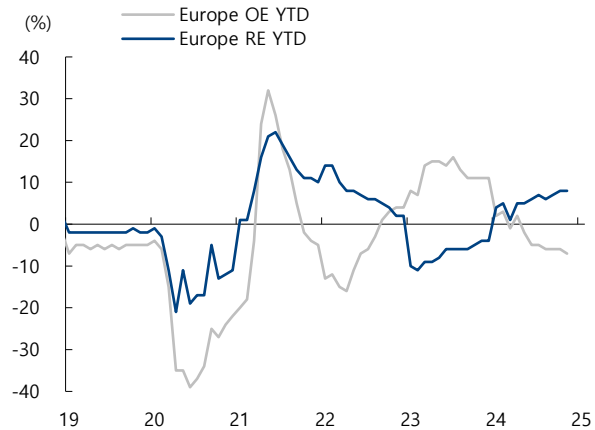
자료: Michelin, iM증권 리서치본부

그림7. (승용차) 중국 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



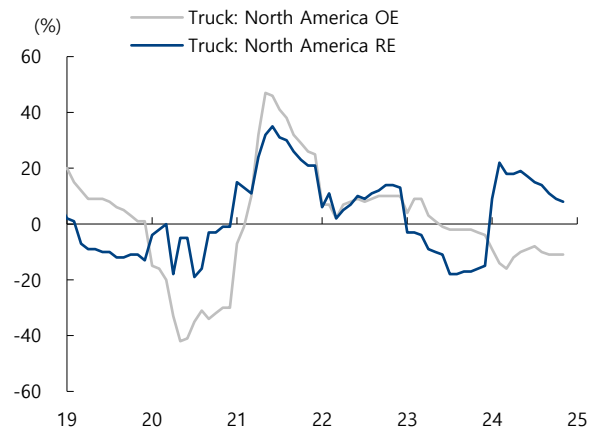
자료: Michelin, iM증권 리서치본부

그림8. (승용차) 유럽 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



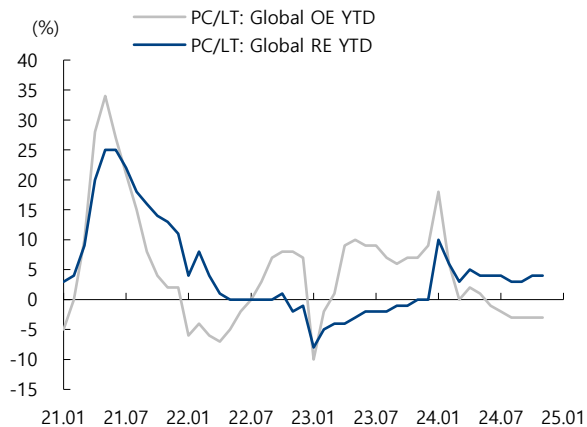
자료: Michelin, iM증권 리서치본부

그림9. (트럭/버스) 북미 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



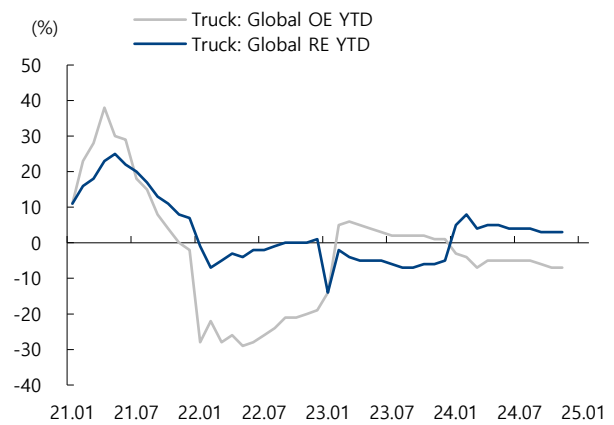
자료: Michelin, iM증권 리서치본부

그림10. (승용차) 글로벌 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



자료: Michelin, iM증권 리서치본부

그림11. (트럭/버스) 글로벌 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



자료: Michelin, iM증권 리서치본부

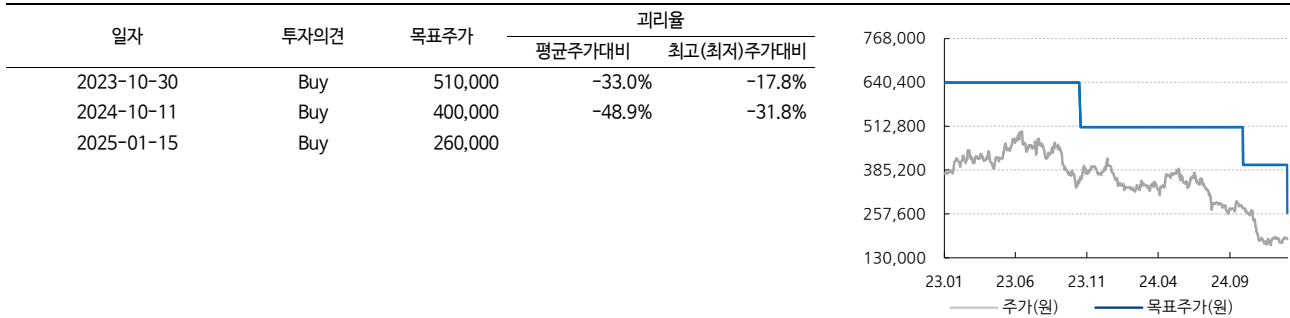
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,192	1,250	1,327	1,508	매출액	3,202	3,355	3,600	3,922
현금 및 현금성자산	20	34	27	97	증가율(%)	-16.6	4.8	7.3	8.9
단기금융자산	10	10	10	11	매출원가	2,842	2,932	3,153	3,400
매출채권	595	602	645	703	매출총이익	361	423	447	522
재고자산	507	542	582	634	판매비와관리비	188	206	219	240
비유동자산	1,842	1,943	2,008	2,054	연구개발비	33	-	-	-
유형자산	1,572	1,678	1,741	1,781	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	31	32	35	40	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	3,034	3,193	3,336	3,563	영업이익	172	217	228	283
유동부채	1,751	1,882	1,925	1,991	증가율(%)	-45.3	25.8	5.2	23.9
매입채무	247	259	278	303	영업이익률(%)	5.4	6.5	6.3	7.2
단기차입금	1,000	1,180	1,230	1,280	이자수익	1	1	1	2
유동성장기부채	226	157	123	106	이자비용	83	83	76	81
비유동부채	533	513	563	643	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	99	99	99	99	기타영업외손익	-7	-8	-8	-8
장기차입금	414	394	444	524	세전계속사업이익	73	113	129	183
부채총계	2,284	2,395	2,488	2,634	법인세비용	26	30	34	49
지배주주지분	678	706	734	783	세전계속이익률(%)	2.3	3.4	3.6	4.7
자본금	22	22	22	22	당기순이익	47	83	94	134
자본잉여금	384	384	384	384	순이익률(%)	1.5	2.5	2.6	3.4
이익잉여금	204	232	259	308	지배주주귀속 순이익	36	63	72	102
기타자본항목	67	67	68	69	기타포괄이익	1	1	1	1
비지배주주지분	72	92	114	146	총포괄이익	48	83	95	135
자본총계	750	798	848	929	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	353	315	296	314	주당지표 (원)				
당기순이익	47	83	94	134	EPS	7,936	14,103	16,120	22,840
유형자산감가상각비	174	185	187	189	BPS	151,266	157,548	163,853	174,883
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS	46,666	55,335	57,884	65,053
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	6,500	8,000	10,000	12,000
투자활동 현금흐름	-350	-288	-256	-238	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-335	-290	-250	-230	PER	50.3	13.0	11.3	8.0
무형자산의 처분(취득)	-1	-1	-3	-5	PBR	2.6	1.2	1.1	1.0
금융상품의 증감	-12	6	-	-	PCR	8.6	3.3	3.2	2.8
재무활동 현금흐름	-13	54	21	59	EV/EBITDA	10.1	6.5	6.5	5.8
단기금융부채의증감	-85	112	16	33	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	178	-20	50	80	ROE	5.1	9.1	10.0	13.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	10.8	12.0	11.5	12.0
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	304.5	300.3	293.3	283.5
현금및현금성자산의증감	-4	14	-8	70	순부채비율	227.8	223.9	219.3	204.8
기초현금및현금성자산	24	20	34	27	매출채권회전율(x)	5.4	5.6	5.8	5.8
기말현금및현금성자산	20	34	27	97	재고자산회전율(x)	5.5	6.4	6.4	6.5

자료 : HS호성첨단소재, iM증권 리서치본부

HS효성첨단소재 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 기관투자가 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

종목추천투자등급은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%