

효성첨단소재 (298050)

나쁘진 않지만, 뭔가 조금 아쉬운 실적

목표주가 51만원, 투자 의견 매수 유지

동사에 대한 목표주가 51만원 유지한다. 당사는 타이어코드와 탄소섬유 부문별 가치를 24~25년 평균 EBITDA 기반으로 각각 반영하는 방식으로 산출하였으며, 이에 근거한 타이어코드 가치는 2.80조원, 탄소섬유 0.67조원 수준이다. 매수의견도 유지하는데, 폴리에스터 타이어코드 업황은 22년과 유사한 호시황에 진입했고, 탄소섬유도 하반기 중국 신규공장 안정화에 따른 고정비 부담 완화 및 P#5,6(중국)/#7(전주) 증설 효과의 온기 반영으로 뚜렷한 상저하고 기대됨에 근거한다.

2Q24 Review: 영업이익 658억원(컨센서스 706억원 대비 -6.8%)

2분기 동사 영업이익은 658억원(+3.1%QoQ)으로 시장 컨센서스 706억 대비 -6.8% 소폭 하회하였다. 타이어코드는 560억원(-0.4%QoQ)으로 전 분기와 유사한 수준 기록 및 당사 추정치에서 크게 벗어나지 않았으나, 기타 부문에서 탄소섬유 및 아라미드 손익이 예상치에 못 미쳤던 영향이다.

타이어코드 판가는 전방수요 호조 및 해상운임 상승 효과 등을 반영하며 전 분기 대비 로우싱글 상승, 폴리에스터 타이어코드 판매량도 북미/유럽 RE 중심으로 약 +3%QoQ 증가했던 것으로 파악된다. 반면, 스틸코드는 중국산 저가 제품으로 이전 수요가 일부 발생함에 따라 동사 출하량 -6%QoQ 내외 감소하며 전체적인 타이어코드 매출액은 오히려 축소되었다. 타이어코드 매출액이 당사 추정치 5,219억원 대비 -6.4% 하회한 것은 이와 같은 스틸코드 판매량 감소에 대부분 기인하는 것으로 해석된다. 다만, 주력 제품인 폴리에스터 타이어코드 Q 증가 및 P 상승에 따라 영업이익률은 오히려 기준 눈높이인 11.3% 상회하는 12.0%를 기록했고, 이는 22년 2분기 이후 2년 만에 가장 높은 수준이었다는 점에서 고무적이었다.

한편, 기타부문 영업이익은 99억원(+30.3%QoQ)으로 전 분기 대비 개선되긴 했으나, 당사 예상치 135억원 대비로는 -26.7% 대폭 하회하는 저조한 실적을 기록했다. 지난 1분기 신규 가동된 중국 #5P 탄소섬유 공장 안정화 및 저가제품 판매 축소로 마진율 개선 기대했던 것과 달리, 판가 하락 지속과 #6P 신규공장 고정비 부담이 추가 반영된 영향이다. 아라미드는 판매량 증가했음에도 국내외 경쟁사 증설물량 유입에 따른 판가 하락세 지속으로 전 분기 대비 적자규모는 오히려 소폭 확대되었다.

나쁘진 않지만, 그래도 뭔가 좀 아쉬운 실적

금번 실적은 주력 사업인 폴리에스터 타이어코드가 Q, P 상승으로 기대보다 더 높은 이익 체력을 보여줬다는 점에서 나쁘진 않았다. 그러나 비주력 제품인 스틸코드가 예상 대비 판매량 감소하며 타이어코드 전체적인 외형을 축소시켰고, 올해 매 분기별로 이익 성장을 견인해줄 것으로 기대했던 탄소섬유는 판가 하락 및 중국 신규 공장 고정비 부담으로 좀처럼 그 힘을 발휘하지 못하고 있다.

타이어코드 이익률은 이미 22년 레벨까지 상승한 만큼 하반기 추가 개선을 기대하긴 쉽지 않다는 점도 뭔가 아쉽다. 하지만, 달리 말하면 이는 타이어코드가 전년도 부진한 시황에서 탈피해 이제 완전한 호황에 진입했음을 의미한다. 하반기에도 유럽/북미향 물량 확대 및 해상운임 상승분 추가 반영 등으로 상반기와 유사한 이익 체력은 이어갈 것으로 예상되는 만큼 마냥 실망하기에는 이르다. 탄소섬유 신규공장 고정비 부담 역시 상당부분 소멸되며 이익규모 및 이익률 개선에 기여할 수 있다는 점에서 긍정적이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M) 510,000원(유지)
증가(2024.07.26) 330,000원
상승여력 54.5%

| Stock Indicator | |
|-----------------|------------------|
| 자본금 | 22십억원 |
| 발행주식수 | 448만주 |
| 시가총액 | 1,478십억원 |
| 외국인지분율 | 11.1% |
| 52주 주가 | 312,000~475,500원 |
| 60일평균거래량 | 20,495주 |
| 60일평균거래대금 | 7.4십억원 |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 | -12.7 | -11.3 | -4.5 | -24.1 |
| 상대수익률 | -10.3 | -12.9 | -13.7 | -28.9 |

Price Trend



| FY | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 3,202 | 3,446 | 3,757 | 4,135 |
| 영업이익(십억원) | 172 | 273 | 331 | 391 |
| 순이익(십억원) | 36 | 92 | 130 | 165 |
| EPS(원) | 7,936 | 20,597 | 29,053 | 36,830 |
| BPS(원) | 151,266 | 164,042 | 183,280 | 208,299 |
| PER(배) | 50.3 | 16.0 | 11.4 | 9.0 |
| PBR(배) | 2.6 | 2.0 | 1.8 | 1.6 |
| ROE(%) | 5.1 | 13.1 | 16.7 | 18.8 |
| 배당수익률(%) | 1.6 | 2.4 | 3.0 | 3.6 |
| EV/EBITDA(배) | 10.1 | 7.0 | 6.4 | 5.9 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

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

표1. 효성첨단소재 목표주가 산정: SOTP Valuation

| (단위: 십억원) | EBITDA | EV/EBITDA | EV | 세부 및 참고 내용 |
|-----------------|--------|-----------|----------------|---|
| 사업가치 합계 | | | 4,012 | (A)=(a)+(b)+(c) |
| 타이어코드 | 323 | 8.7 | 2,806 | (a) 글로벌 타이어코드 Peer 평균 대비 +10% 할증 적용 |
| 탄소섬유 | 68 | 9.9 | 670 | (b) 24~25년 평균 EBITDA, 글로벌 탄소섬유 Peer 대비 -10% |
| 그 외 사업 | 89 | 6.0 | 537 | (c) KOSPI 평균 적용 |
| 투자자산 | | | 13 | (B) 2024년 말 기준 당사 추정치 기준 |
| 순차입금 | | | 1,760 | (C) 2024년 말 기준 당사 추정치 기준 |
| 적정 시가총액 | | | 2,265 | (D)=(A)+(B)-(C) |
| 총 발행주식 수 | | | 4,468,022 | (E) |
| 적정주가(원) | | | 506,962 | (F)=(D)/(E) |
| 목표주가(원) | | | 510,000 | |
| 현재주가(원) | | | 330,000 | 2024년 07월 26일 종가 기준 |
| 상승여력 (%) | | | 54.5% | |

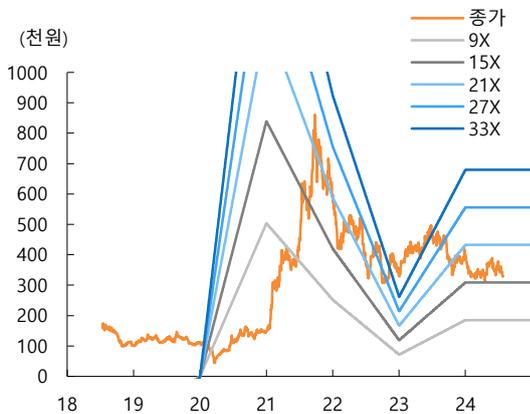
자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 효성첨단소재 사업부문별 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원, %) | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23 | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24F | 4Q24F | 2022 | 2023 | 2024F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 합계 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 834.5 | 816.4 | 783.4 | 768.1 | 836.7 | 840.5 | 874.9 | 893.7 | 3,841.7 | 3,202.4 | 3,445.8 |
| 영업이익 | 67.3 | 48.6 | 35.7 | 20.8 | 63.8 | 65.8 | 75.2 | 67.9 | 315.2 | 172.4 | 272.7 |
| 영업이익률 | 8.1% | 6.0% | 4.6% | 2.7% | 7.6% | 7.8% | 8.6% | 7.6% | 8.2% | 5.4% | 7.9% |
| 타이어코드 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 491.1 | 457.7 | 426.5 | 430.9 | 484.3 | 466.2 | 488.4 | 499.9 | 2,271.5 | 1,806.2 | 1,938.8 |
| 영업이익 | 44.5 | 31.3 | 17.2 | 34.7 | 56.2 | 56.0 | 58.2 | 51.6 | 245.4 | 127.7 | 222.0 |
| 영업이익률 | 9.1% | 6.8% | 4.0% | 8.1% | 11.6% | 12.0% | 11.9% | 10.3% | 10.8% | 7.1% | 11.4% |
| 산업용사/기타 | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 343.4 | 358.7 | 356.9 | 337.2 | 352.4 | 374.3 | 386.5 | 393.8 | 1,570.2 | 1,396.2 | 1,507.0 |
| 영업이익 | 22.8 | 17.3 | 18.5 | -14.0 | 7.6 | 9.8 | 17.0 | 16.4 | 69.8 | 44.7 | 50.7 |
| 영업이익률 | 6.6% | 4.8% | 5.2% | -4.1% | 2.2% | 2.6% | 4.4% | 4.2% | 4.4% | 3.2% | 3.4% |

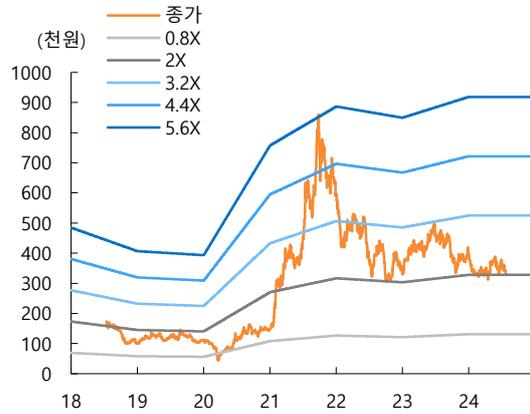
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. 효성첨단소재 12M Forward 기준 PER 추이



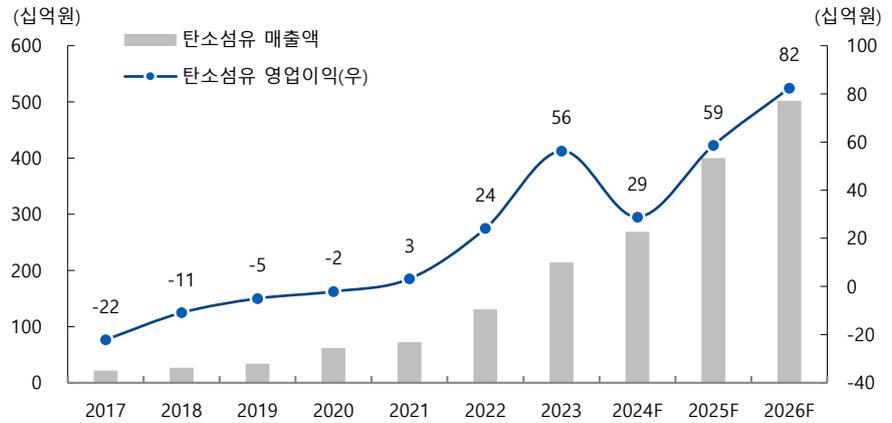
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. 효성첨단소재 12M Forward 기준 PBR 추이



자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. 탄소섬유 매출액, 영업이익 추이 및 전망



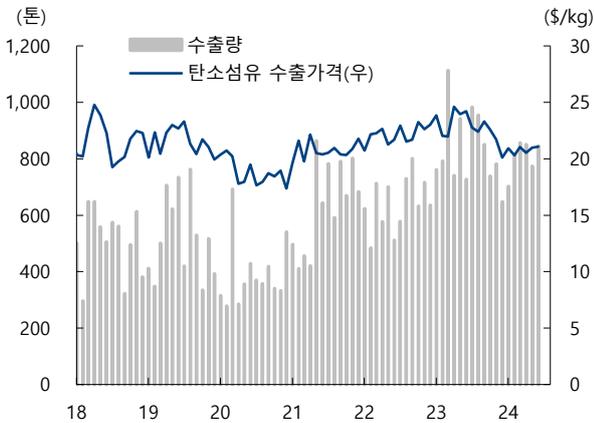
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림4. 탄소섬유 및 원재료 AN 가격 추이



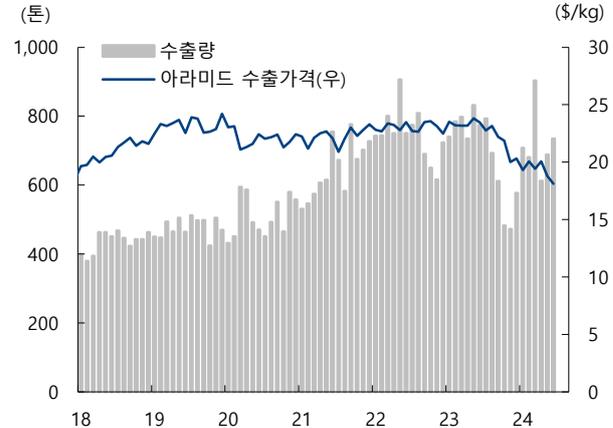
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 탄소섬유 수출량 및 수출가격 추이



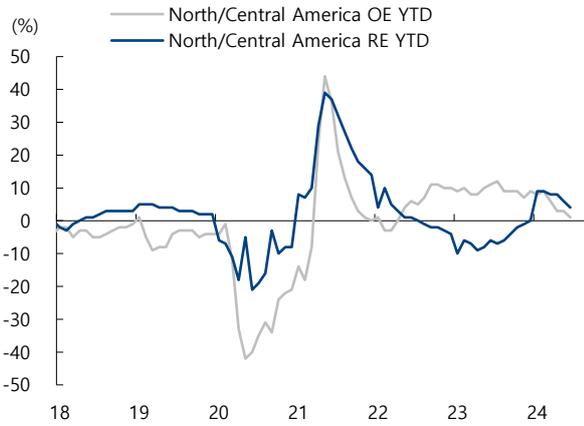
자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 아라미드 수출량 및 수출가격 추이



자료: KITA, 하이투자증권 리서치본부

그림7. (승용차) 미주지역 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



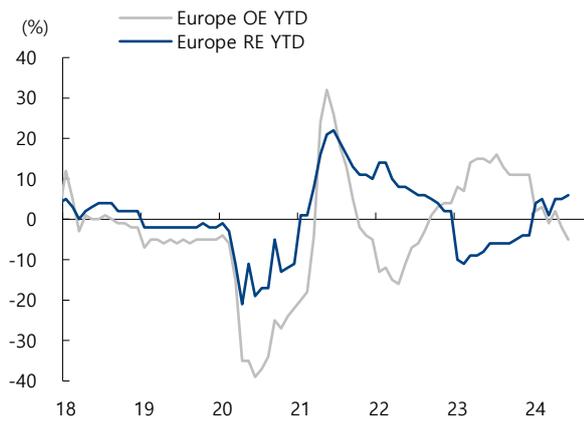
자료: Michelin, 하이투자증권 리서치본부

그림8. (승용차) 중국 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



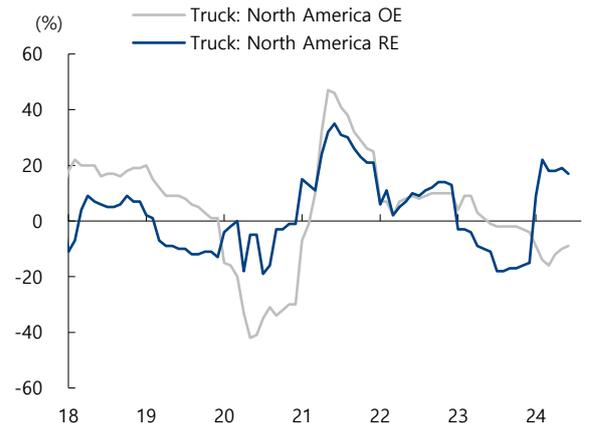
자료: Michelin, 하이투자증권 리서치본부

그림9. (승용차) 유럽 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



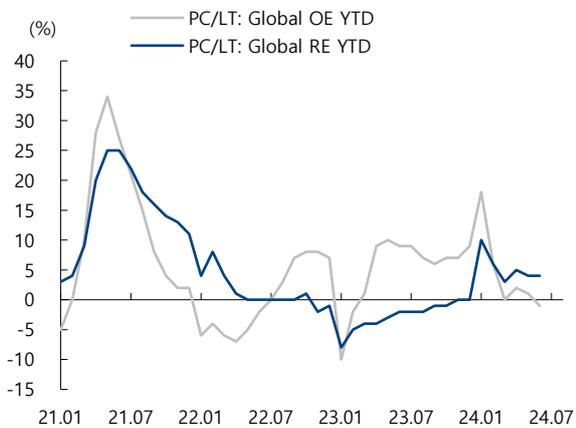
자료: Michelin, 하이투자증권 리서치본부

그림10. (트럭/버스) 북미 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



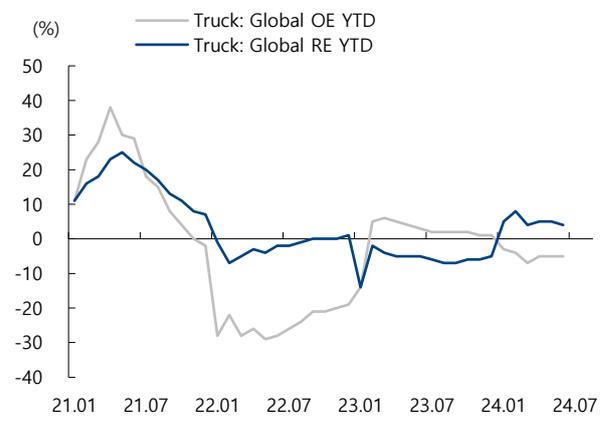
자료: Michelin, 하이투자증권 리서치본부

그림11. (승용차) 글로벌 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



자료: Michelin, 하이투자증권 리서치본부

그림12. (트럭/버스) 글로벌 RE/OE 타이어 판매 증가율 YTD



자료: Michelin, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 유동자산 | 1,192 | 1,333 | 1,565 | 1,672 |
| 현금 및 현금성자산 | 20 | 97 | 222 | 199 |
| 단기금융자산 | 10 | 10 | 11 | 11 |
| 매출채권 | 595 | 618 | 673 | 741 |
| 재고자산 | 507 | 545 | 594 | 654 |
| 비유동자산 | 1,842 | 1,929 | 1,980 | 2,080 |
| 유형자산 | 1,572 | 1,668 | 1,716 | 1,810 |
| 무형자산 | 31 | 32 | 35 | 40 |
| 자산총계 | 3,034 | 3,262 | 3,545 | 3,751 |
| 유동부채 | 1,751 | 1,843 | 1,950 | 1,913 |
| 매입채무 | 247 | 266 | 290 | 319 |
| 단기차입금 | 1,000 | 1,060 | 1,130 | 1,050 |
| 유동성장기부채 | 226 | 226 | 226 | 226 |
| 비유동부채 | 533 | 583 | 633 | 713 |
| 사채 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| 장기차입금 | 414 | 464 | 514 | 594 |
| 부채총계 | 2,284 | 2,426 | 2,583 | 2,626 |
| 지배주주지분 | 678 | 735 | 821 | 933 |
| 자본금 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 자본잉여금 | 384 | 384 | 384 | 384 |
| 이익잉여금 | 204 | 261 | 346 | 458 |
| 기타자본항목 | 67 | 67 | 68 | 69 |
| 비지배주주지분 | 72 | 101 | 141 | 192 |
| 자본총계 | 750 | 836 | 962 | 1,125 |

| 현금흐름표 | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 영업활동 현금흐름 | 353 | 346 | 344 | 355 |
| 당기순이익 | 47 | 121 | 170 | 216 |
| 유형자산감가상각비 | 174 | 185 | 172 | 156 |
| 무형자산상각비 | - | - | - | - |
| 지분법관련손실(이익) | - | - | - | - |
| 투자활동 현금흐름 | -350 | -275 | -227 | -259 |
| 유형자산의 처분(취득) | -335 | -280 | -220 | -250 |
| 무형자산의 처분(취득) | -1 | -1 | -3 | -5 |
| 금융상품의 증감 | -12 | 10 | - | - |
| 재무활동 현금흐름 | -13 | 72 | 75 | -54 |
| 단기금융부채의증감 | -85 | 60 | 70 | -80 |
| 장기금융부채의증감 | 178 | 50 | 50 | 80 |
| 자본의증감 | - | - | - | - |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금및현금성자산의증감 | -4 | 77 | 125 | -23 |
| 기초현금및현금성자산 | 24 | 20 | 97 | 222 |
| 기말현금및현금성자산 | 20 | 97 | 222 | 199 |

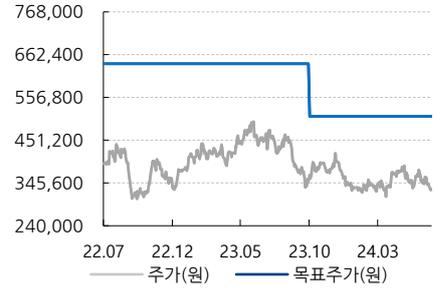
| 포괄손익계산서 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원,%) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 매출액 | 3,202 | 3,446 | 3,757 | 4,135 |
| 증가율(%) | -16.6 | 7.6 | 9.0 | 10.0 |
| 매출원가 | 2,842 | 2,962 | 3,197 | 3,491 |
| 매출총이익 | 361 | 484 | 560 | 644 |
| 판매비와관리비 | 188 | 211 | 229 | 252 |
| 연구개발비 | 33 | - | - | - |
| 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 영업이익 | 172 | 273 | 331 | 391 |
| 증가율(%) | -45.3 | 58.3 | 21.3 | 18.1 |
| 영업이익률(%) | 5.4 | 7.9 | 8.8 | 9.5 |
| 이자수익 | 1 | 2 | 4 | 4 |
| 이자비용 | 83 | 88 | 79 | 79 |
| 지분법이익(손실) | - | - | - | - |
| 기타영업외손익 | -7 | -8 | -8 | -8 |
| 세전계속사업이익 | 73 | 165 | 232 | 295 |
| 법인세비용 | 26 | 44 | 62 | 79 |
| 세전계속이익률(%) | 2.3 | 4.8 | 6.2 | 7.1 |
| 당기순이익 | 47 | 121 | 170 | 216 |
| 순이익률(%) | 1.5 | 3.5 | 4.5 | 5.2 |
| 지배주주귀속 순이익 | 36 | 92 | 130 | 165 |
| 기타포괄이익 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 총포괄이익 | 48 | 121 | 171 | 216 |
| 지배주주귀속총포괄이익 | - | - | - | - |

| 주요투자지표 | | | | |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|
| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 주당지표(원) | | | | |
| EPS | 7,936 | 20,597 | 29,053 | 36,830 |
| BPS | 151,266 | 164,042 | 183,280 | 208,299 |
| CFPS | 46,666 | 61,829 | 67,338 | 71,582 |
| DPS | 6,500 | 8,000 | 10,000 | 12,000 |
| Valuation(배) | | | | |
| PER | 50.3 | 16.0 | 11.4 | 9.0 |
| PBR | 2.6 | 2.0 | 1.8 | 1.6 |
| PCR | 8.6 | 5.3 | 4.9 | 4.6 |
| EV/EBITDA | 10.1 | 7.0 | 6.4 | 5.9 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | |
| ROE | 5.1 | 13.1 | 16.7 | 18.8 |
| EBITDA이익률 | 10.8 | 13.3 | 13.4 | 13.2 |
| 부채비율 | 304.5 | 290.3 | 268.5 | 233.5 |
| 순부채비율 | 227.8 | 208.5 | 180.5 | 156.4 |
| 매출채권회전율(x) | 5.4 | 5.7 | 5.8 | 5.8 |
| 재고자산회전율(x) | 5.5 | 6.6 | 6.6 | 6.6 |

자료 : 효성첨단소재, 하이투자증권 리서치본부

효성첨단소재 투자이견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자이견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|------------|------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 2023-10-30 | Buy | 510,000 | | |



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. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

| 종목추천 투자등급 | 산업추천 투자등급 |
|--|-------------------------------------|
| 종목투자이견은 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 2024-06-30 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.8% | 6.6% | 0.6% |