



# 효성첨단소재 (298050)

탄소섬유 부진을 잊게 할 타이어코드 반등

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

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 440,000원

현재 주가(4/26)	337,000원
상승여력	▲30.6%
시가총액	15,097억원
발행주식수	4,480천주
52 주 최고가 / 최저가	497,000 / 312,000원
90 일 일평균 거래대금	73.99억원
외국인 지분율	11.1%

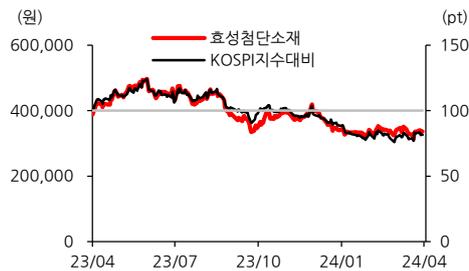
주주 구성	
효성 (외 13 인)	45.7%
국민연금공단 (외 1 인)	7.9%
자사주 (외 1 인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.7	-1.0	-2.7	-14.6
상대수익률(KOSPI)	7.3	-8.2	-18.3	-21.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,841	3,202	3,492	3,675
영업이익	315	172	267	348
EBITDA	501	346	462	554
지배주주순이익	125	36	131	189
EPS	27,978	7,936	29,333	42,253
순차입금	1,605	1,711	1,793	1,758
PER	11.9	50.3	11.5	8.0
PBR	2.1	2.6	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.2	10.1	7.1	5.9
배당수익률	4.5	1.6	2.1	3.6
ROE	19.1	5.1	18.0	22.0

**주가 추이**



**1Q24 영업이익 637억원(컨센 대비 28%)**

효성첨단소재 1Q24 영업이익은 타이어보강재 판매 호조 4Q23 산업용사 일회성 비용 소멸로 637억원을 기록해 컨센서스 496억원, 당사 추정치 513억을 각각 +28%, +24% 상회했다. 이번 분기 타이어보강재 가동률은 95%로 상승했는데, 이는 1) 견조한 OE 타이어 판매 지속과, 2) 수에즈 운하 물류 차질로 전방 고객사들이 선제적인 물량 확보에 나섰다 때문이다. 특히 북미/유럽 수요가 증가하며 판매 믹스 개선되어 실적에 긍정적으로 작용했다. 한편 탄소섬유 수익성은 급감한 것으로 파악되는데, 중국 내 경쟁 심화로 지난 12월 가동 개시한 중국 공장이 부진한 영향이다.

**2Q24 기대 포인트는 타이어보강재 ASP 상승**

2Q24 효성첨단소재 영업이익은 642억원으로 1Q 수준의 이익 유지할 수 있을 것으로 예상된다. 보수적 관점에서 1Q 발생한 전방 고객사의 선제적인 구매 활동으로 인해 2Q엔 판매량이 다소 감소할 가능성이 존재하나 ASP 상승은 무리 없을 것이라 판단이다. 이는 높아진 운임이 계속되고 있어 판가 인상 가능성이 충분하기 때문이다. 탄소섬유는 최근 가격 하락이 발생하고 있으나, 1) 고마진 스펙 제품 판매 확대, 2) 전 주공장 7호기 가동 등으로 추가적인 마진 감소는 제한적일 전망이다.

**타이어 업황 회복 속도가 관건**

효성첨단소재에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 44만원을 유지한다. 견조한 OE 타이어 수요가 뒷받침하는 가운데, RE 타이어도 개선세가 나타나고 있는 점이 긍정적이다. 또한, 4Q23 기준 굿이어/브릿지스톤/컨티넨탈의 재고 자산은 1Q23 대비 -13% 감소했으며, 중국의 이구환신 정책도 최근 세부안이 발표된 만큼 수요 회복 속도가 더욱 빨라질 가능성도 존재한다. 다만, 고마진으로 인해 높은 벨류에이션을 부여했던 탄소섬유가 증설 물량 출회로 가격/마진 하락이 발생하고 있는 점을 감안해 목표주가는 유지한다.

[표1] 효성첨단소재 2024년 1분기 실적

(단위: 십억 원)

	1Q23	4Q23	1Q24P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	834.5	768.2	836.8	778.1	809.0	0.3%	8.9%	7.5%	3.4%
영업이익	67.3	20.8	63.7	51.3	49.6	-5.4%	206.8%	24.2%	28.3%
순이익	33.1	-12.5	20.2	19.3	21.3	-38.9%	후자전환	4.7%	-4.9%
영업이익률	8.1%	2.7%	7.6%	6.6%	6.1%	-0.5%pt	4.9%pt	1.0%pt	1.5%pt
순이익률	4.0%	-1.6%	2.4%	2.5%	2.6%	-1.5%pt	4.0%pt	-0.1%pt	-0.2%pt

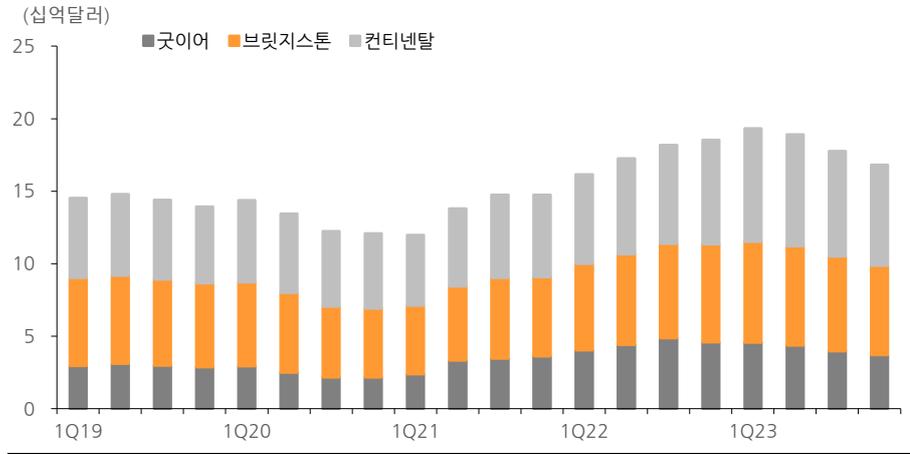
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 효성첨단소재 연간 실적 추정치 변경

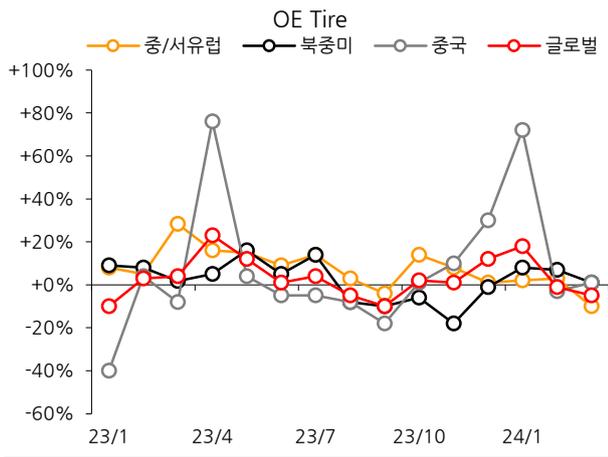
	2024E			2025E		
	변경 후	변경 전	차이	변경 후	변경 전	차이
매출액	7604.6	3300.0	130.4%	7830.9	3512.6	122.9%
영업이익	343.4	273.3	25.6%	419.9	340.7	23.2%
영업이익률	4.5%	8.3%	-3.8%pt	5.4%	9.7%	-4.3%pt
순이익(지배)	173.0	118.5	46.0%	207.0	152.8	35.5%
순이익률(지배)	2.3%	3.6%	-1.3%pt	2.6%	4.4%	-1.7%pt

자료: 한화투자증권 리서치센터

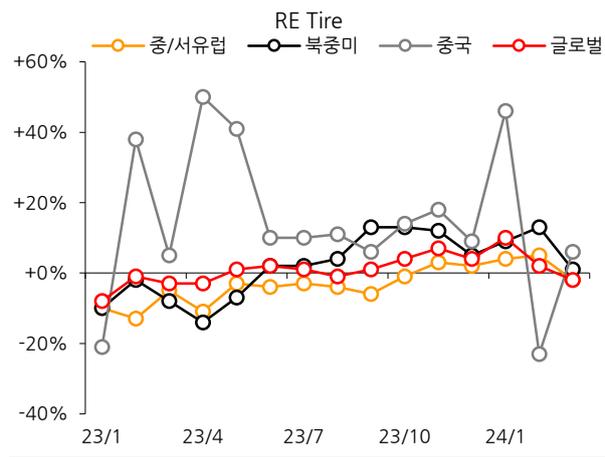
[그림1] 탑티어 타이어업체 재고자산 추이



[그림2] 주요 지역 OE 타이어 판매 YoY



[그림3] 주요 지역 RE 타이어 판매 YoY



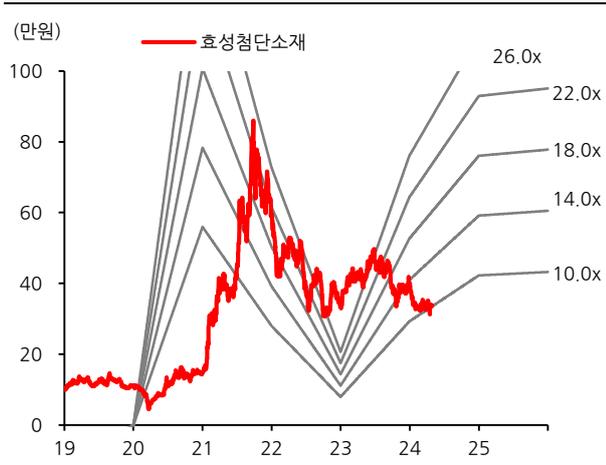
[표3] 효성첨단소재 목표주가 산정

(단위: 십억 원)

	12M Fwd EBITDA	Multiple(배)	평가액	비고
<b>영업가치 (A)</b>			<b>3,810.9</b>	
타이어코드	379.5	6.3	2,391.1	타이어코드 Peer 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 6.3
탄소섬유	74.0	15.0	1,109.9	탄소섬유 Peer 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 14.3 탄소섬유 Peer: Toray, Zhongfu, Hexcel
기타	56.3	5.5	309.8	스판덱스 등: 효성티앤씨, 코로롱인더 평균 = 5.5
<b>순차입금 (B)</b>			1,792.9	2024년 말 예상치 기준
<b>총 기업가치 (A) - (B)</b>			<b>1,966.1</b>	
주식수(천주)			4,479.9	유통주식수
주당 NAV(원)			438,871	
<b>목표주가</b>			<b>440,000</b>	
현재주가(원)			337,000	24.04.26 기준
<b>상승여력</b>			31%	

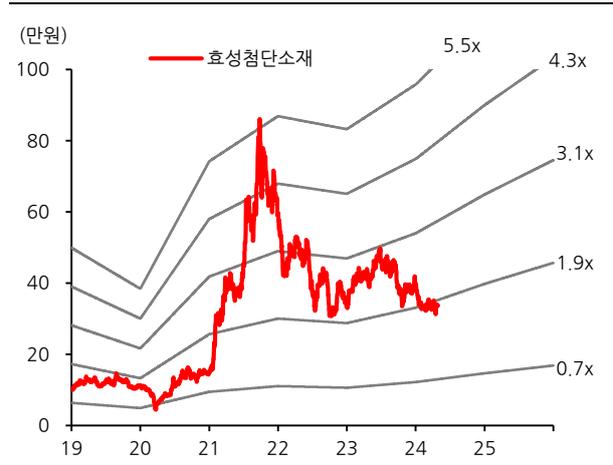
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 효성첨단소재 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 효성첨단소재 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] 효성첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>834.5</b>	<b>816.4</b>	<b>783.3</b>	<b>768.2</b>	<b>836.8</b>	<b>901.4</b>	<b>919.4</b>	<b>834.2</b>	<b>3,202.3</b>	<b>3,491.9</b>	<b>3,674.8</b>
QoQ(%)	-0.4%	-2.2%	-4.1%	-1.9%	8.9%	7.7%	2.0%	-9.3%			
YoY(%)	-16.8%	-20.3%	-19.7%	-8.3%	0.3%	10.4%	17.4%	8.6%	-16.6%	9.0%	5.2%
산업자재	710.1	693.7	658.5	645.9	712.6	758.9	772.6	695.6	2,708.2	2,939.7	3,113.4
타이어 보강재	491.1	457.7	426.5	430.9	484.3	519.7	524.8	452.6	1,806.2	1,981.3	2,107.9
에어백/안전벨트	136.7	138.7	141.3	138.2	141.2	132.2	130.9	129.5	554.9	533.8	520.6
탄소섬유/아라미드	82.3	97.3	80.8	66.3	76.2	107.0	117.0	113.5	326.7	413.7	484.9
기타(스판덱스 등)	124.4	122.7	124.9	122.2	124.1	142.5	146.8	138.6	494.2	552.0	561.3
스판덱스	84.1	82.6	88.6	94.3	84.9	100.8	106.1	98.6	349.6	390.4	400.5
<b>영업이익</b>	<b>67.3</b>	<b>48.6</b>	<b>35.7</b>	<b>20.8</b>	<b>63.7</b>	<b>64.2</b>	<b>76.1</b>	<b>63.3</b>	<b>172.4</b>	<b>267.2</b>	<b>347.9</b>
영업이익률(%)	8.1%	6.0%	4.6%	2.7%	7.6%	7.1%	8.3%	7.6%	5.4%	7.7%	9.5%
QoQ(%)	35.2%	-27.8%	-26.7%	-41.8%	206.8%	0.7%	18.6%	-16.8%			
YoY(%)	-33.8%	-50.2%	-46.0%	-58.3%	-5.4%	31.9%	113.4%	204.8%	-45.3%	55.0%	30.2%
산업자재	62.7	54.0	37.5	21.9	64.2	60.8	70.7	59.9	176.1	255.6	303.2
영업이익률(%)	8.8%	7.8%	5.7%	3.4%	9.0%	8.0%	9.1%	8.6%	6.5%	8.7%	9.7%
기타(스판덱스 등)	4.6	-5.4	-1.8	-1.2	-0.4	3.3	5.4	3.4	-3.8	11.8	44.7
영업이익률(%)	3.7%	-4.4%	-1.4%	-1.0%	-0.3%	2.3%	3.7%	2.5%	-0.8%	2.1%	8.0%
<b>당기순이익</b>	<b>40.0</b>	<b>13.9</b>	<b>10.5</b>	<b>-9.4</b>	<b>25.1</b>	<b>41.8</b>	<b>56.8</b>	<b>40.1</b>	<b>55.0</b>	<b>163.8</b>	<b>239.5</b>
<b>지배순이익</b>	<b>33.1</b>	<b>12.1</b>	<b>9.1</b>	<b>-12.5</b>	<b>20.1</b>	<b>33.5</b>	<b>45.4</b>	<b>32.1</b>	<b>41.7</b>	<b>131.1</b>	<b>188.8</b>
순이익률(%)	4.0%	1.5%	1.2%	-1.6%	2.4%	3.7%	4.9%	3.8%	1.3%	3.8%	5.1%

자료: 효성첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,598	3,841	3,202	3,492	3,675
매출총이익	636	522	361	438	528
영업이익	437	315	172	267	348
EBITDA	618	501	346	462	554
순이자손익	-34	-49	-82	-61	-62
외화관련손익	-1	-25	2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	412	213	73	195	286
당기순이익	330	160	47	164	240
지배주주순이익	251	125	36	131	189
<b>증가율(%)</b>					
매출액	50.2	6.8	-16.6	9.0	5.2
영업이익	1,178.4	-28.0	-45.3	55.0	30.2
EBITDA	193.4	-19.0	-30.9	33.6	20.0
순이익	4,746.0	-51.4	-70.5	246.7	46.2
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	17.7	13.6	11.3	12.5	14.4
영업이익률	12.2	8.2	5.4	7.7	9.5
EBITDA 이익률	17.2	13.0	10.8	13.2	15.1
세전이익률	11.4	5.5	2.3	5.6	7.8
순이익률	9.2	4.2	1.5	4.7	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	235	350	353	315	354
당기순이익	330	160	47	164	240
자산상각비	181	186	174	195	206
운전자본증감	-300	-46	177	-11	-42
매출채권 감소(증가)	-183	138	14	-13	-24
재고자산 감소(증가)	-216	-71	161	-2	-31
매입채무 증가(감소)	97	-55	-38	6	15
투자현금흐름	-89	-252	-350	-368	-289
유형자산처분(취득)	-146	-222	-335	-357	-277
무형자산 감소(증가)	1	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-2	-4	-15	-1	-1
재무현금흐름	-164	-103	-13	171	-31
차입금의 증가(감소)	-145	32	89	200	0
자본의 증가(감소)	-17	-135	-98	-29	-31
배당금의 지급	17	135	98	29	31
총현금흐름	537	446	301	326	396
(-)운전자본증가(감소)	272	6	-183	11	42
(-)설비투자	148	228	353	358	277
(+)자산매각	4	6	17	0	-1
Free Cash Flow	120	218	148	-44	75
(-)기타투자	-29	65	6	9	9
잉여현금	150	153	142	-53	66
NOPLAT	350	237	111	224	291
(+) Dep	181	186	174	195	206
(-)운전자본투자	272	6	-183	11	42
(-)Capex	148	228	353	358	277
OpFCF	111	189	115	49	178

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	1,435	1,331	1,192	1,329	1,420
현금성자산	43	36	36	155	189
매출채권	703	593	590	603	627
재고자산	564	652	507	509	540
비유동자산	1,473	1,603	1,842	2,015	2,096
투자자산	212	226	239	248	257
유형자산	1,224	1,345	1,572	1,735	1,806
무형자산	37	33	31	32	33
<b>자산총계</b>	<b>2,909</b>	<b>2,935</b>	<b>3,034</b>	<b>3,343</b>	<b>3,517</b>
유동부채	1,745	1,625	1,751	1,758	1,773
매입채무	509	417	502	508	523
유동성이자부채	1,166	1,149	1,231	1,231	1,231
비유동부채	443	510	533	733	734
비유동이자부채	385	493	516	716	716
<b>부채총계</b>	<b>2,187</b>	<b>2,135</b>	<b>2,284</b>	<b>2,491</b>	<b>2,507</b>
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	384	384	384	384	384
이익잉여금	147	236	204	306	464
자본조정	50	65	67	67	67
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
<b>자본총계</b>	<b>722</b>	<b>800</b>	<b>750</b>	<b>852</b>	<b>1,010</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>주당지표</b>					
EPS	55,960	27,978	7,936	29,333	42,253
BPS	134,823	157,920	151,266	174,038	209,197
DPS	10,000	15,000	6,500	7,000	12,000
CFPS	119,856	99,612	67,151	72,814	88,288
ROA(%)	9.5	4.3	1.2	4.1	5.5
ROE(%)	54.7	19.1	5.1	18.0	22.0
ROIC(%)	16.8	10.3	4.6	8.9	10.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	10.7	11.9	50.3	11.5	8.0
PBR	4.4	2.1	2.6	1.9	1.6
PSR	0.7	0.4	0.6	0.4	0.4
PCR	5.0	3.3	5.9	4.6	3.8
EV/EBITDA	6.8	6.2	10.1	7.1	5.9
배당수익률	1.7	4.5	1.6	2.1	3.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	303.1	267.0	304.5	292.4	248.3
Net debt/Equity	208.8	200.8	228.2	210.4	174.2
Net debt/EBITDA	243.9	320.7	494.8	388.1	317.3
유동비율	82.3	81.9	68.1	75.6	80.1
이자보상배율(배)	12.7	6.4	2.1	4.3	5.6
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	89.7	90.1	89.9	86.7	86.0
현금+투자자산	10.3	9.9	10.1	13.3	14.0
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	68.2	67.3	70.0	69.6	65.9
자기자본	31.8	32.7	30.0	30.4	34.1

[ Compliance Notice ]

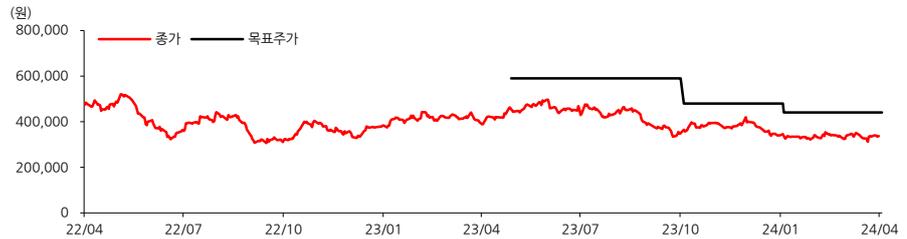
(공표일: 2024년 04월 29일)

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 ]

일 시	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
일 시	2023.10.30	2023.11.27	2024.01.17	2024.01.30	2024.04.29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	480,000	480,000	480,000	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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%