



# 효성첨단소재 (298050)

3Q23 Review: 타이어 보강재 부진, 탄소섬유 선방



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

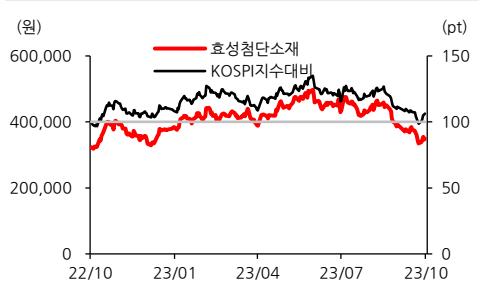
**Buy (유지)**

목표주가(하향): 480,000원

현재 주가(10/27)	349,500원
상승여력	▲37.3%
시가총액	15,657억원
발행주식수	4,480천주
52 주 최고가 / 최저가	497,000 / 318,500원
90 일 일평균 거래대금	115.64억원
외국인 지분율	6.3%
주주 구성	
효성 (외 13인)	44.7%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%
자사주 (외 1인)	0.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.0	-18.6	-10.4	9.7
상대수익률(KOSPI)	-4.4	-7.1	-2.7	9.1
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,841	3,233	3,458	3,657
영업이익	315	204	308	363
EBITDA	501	402	552	635
지배주주순이익	125	66	143	180
EPS	27,978	14,874	32,027	40,224
순차입금	1,605	1,755	1,844	1,938
PER	11.9	23.5	10.9	8.7
PBR	2.1	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	6.2	8.3	6.2	5.5
배당수익률	4.5	2.3	3.4	3.4
ROE	19.1	9.4	18.8	20.5

## 주가 추이



## 3Q23 OP 357억원 기록(컨센대비 -8%)

3Q23 영업이익은 357억원을 기록해 최근 낮아진 시장 기대치에 비해 -8% 하회했다. 타이어 보강재 수요 부진에 따른 판매법인의 충당금 설정으로 인한 일회성 비용(약 -130억원 추정) 반영 및 수익성이 낮은 1<sup>st</sup> Tier 미만 업체로의 물량 확대로 판가가 하락했기 때문이다. 실적은 기대치에 못미치나, 신성장 사업으로 추진중인 탄소섬유 영업이익률이 30% 수준으로 높게 유지된 점은 긍정적인 부분이다.

## 4Q23 전망: 업황 회복은 크지 않지만 일회성 제거효과 기대

4Q23 영업이익은 528억원(QoQ +47.8%)으로 개선 가능할 전망이다. 타이어 보강재 업황 회복은 크지 않을 전망이나, 2Q~3Q 반영되었던 판매법인의 충당금 설정에 따른 일회성 비용 소멸로 실적은 반등할 수 있을 것으로 예상한다. 다만 북미/유럽을 중심으로 수요 회복이 더딘 점은 아쉽다. 9월 Michelin 데이터에 따르면 RE 타이어 판매량은 YoY +1%로 증가세로 전환했지만, OE 타이어는 YoY -10% 하락해 최근 경기 부진 및 높은 금리로 인한 부정적 영향이 반영되고 있는 것으로 파악된다.

탄소섬유는 증설과 최근 원재료인 AN 가격 상승 영향 존재하겠지만, 4Q부터 주변 산업단지로부터 유류 스텁을 구매하여 비용이 절감될 예정이다. 따라서 20% 후반대의 높은 수익성이 유지될 것으로 전망한다.

## 섹터 내 가장 뚜렷한 성장 모멘텀

실적 전망치 변화는 크지 않으나(2023년 전망치 기준 -2.5%), 더딘 업황 회복과 peer 밸류에이션 하락을 반영해 목표주가는 기준 59만원에서 48만원(-18.6%) 하향한다. 다만, 투자의견 BUY는 유지하는데, 섹터 내 가장 뚜렷한 성장 모멘텀은 여전히 매력적이라 판단하기 때문이다. 현재 0.9만톤인 탄소섬유 생산능력은 '24년 1.65만톤(YoY +83%), '25년 2.15만톤(YoY +30%)로 빠르게 확대돼 전체 영업이익 내 비중이 40%까지 증가할 전망이다. Toray 등 타 업체 또한 증설이 계획되어 있지만, 생산비용 절약으로 20% 중반 이상의 높은 수익성이 유지될 수 있을 것으로 예상한다. 일회성 비용 소멸로 타이어 보강재도 4Q부터 실적 반등이 예상되는 점도 긍정적이다.

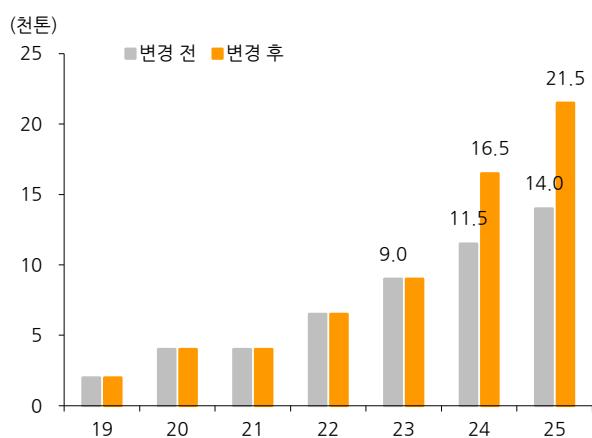
[표1] 효성첨단소재 2023년 3분기 실적

(단위: 십억 원)

	3Q22	2Q23	3Q23P			증감		차이	
			발표치	당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ	당사 추정치	컨센서스
매출액	975.3	816.4	783.3	765.1	788.9	-19.7%	-4.1%	2.4%	-0.7%
영업이익	66.1	48.6	35.7	36.6	38.8	-46.0%	-26.5%	-2.5%	-8.0%
순이익	21.6	12.1	1.9	12.2	16.2	-91.3%	-84.3%	-84.5%	-88.4%
영업이익률	6.8%	6.0%	4.6%	4.8%	4.9%	2.5%pt	2.2%pt	-0.2%pt	-0.4%pt
순이익률	2.2%	1.5%	0.2%	1.6%	2.1%	0.5%pt	-0.2%pt	-1.4%pt	-1.8%pt

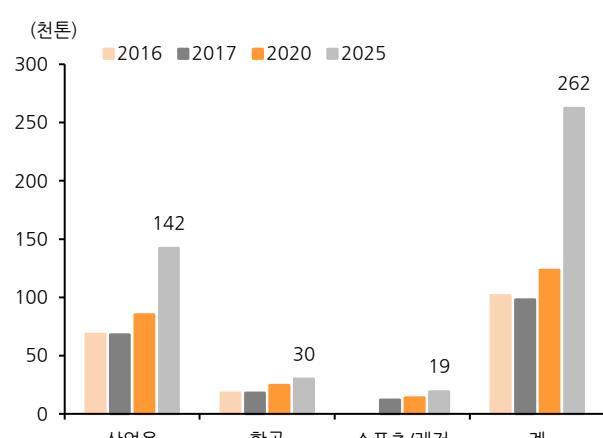
자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 효성첨단소재 탄소섬유 증설 계획



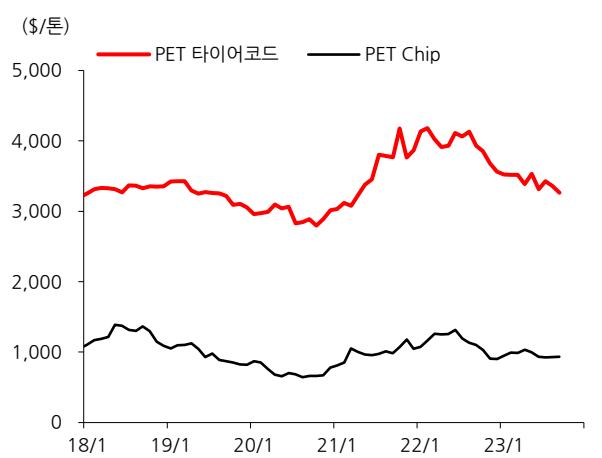
자료: 효성첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 글로벌 탄소섬유 수요 전망



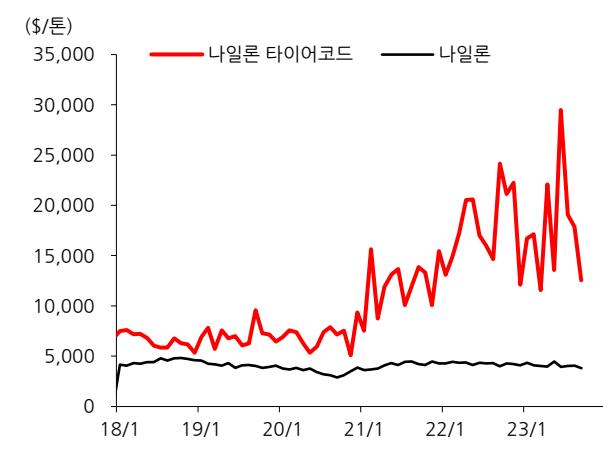
자료: Statista, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] PET 타이어코드, PET Chip 가격 추이



자료: KITA, Cischem, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 나일론 타이어코드 및 나일론 가격 추이



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

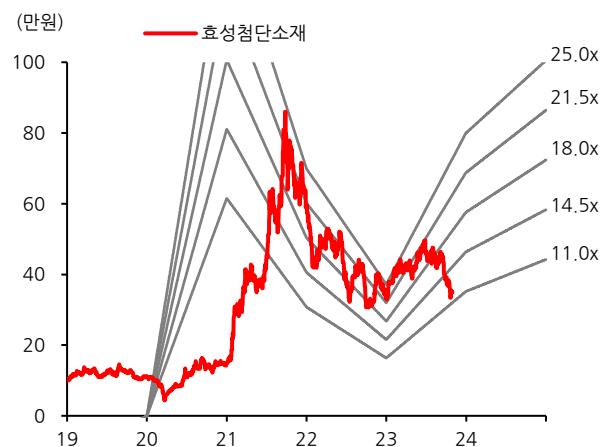
[표2] 효성첨단소재 목표주가 산정

(단위: 십억 원)

	'23~24 EBITDA	Multiple(배)	평가액	비고
<b>영업가치 (A)</b>			3,917.0	
타이어코드	297.6	5.9	1,755.6	타이어코드 Peer 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 5.9
탄소섬유	92.4	18.7	1,728.8	탄소섬유 Peer 12M Fwd EV/EBITDA 평균 = 18.7 탄소섬유 Peer: Toray, Zhongfu, Hexcel
기타	78.7	5.5	432.7	스팬덱스 등: 효성티엔씨, 코로롱인더 평균 = 5.5
<b>순차입금 (B)</b>			1,755.0	2023년 말 예상치 기준
<b>총 기업가치 (A) - (B)</b>			2,162.0	
주식수(천주)			4,479.9	유통주식수
주당 NAV(원)			482,594	
<b>목표주가</b>			480,000	
현재주가(원)			349,500	23.10.27 기준
<b>상승여력</b>			37%	

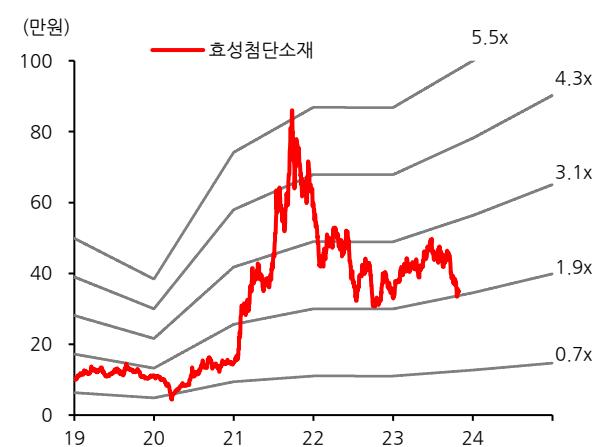
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 효성첨단소재 12M fwd. PER 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 효성첨단소재 12M fwd. PBR 밴드차트



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] 효성첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>1,003.3</b>	<b>1,024.8</b>	<b>975.3</b>	<b>837.9</b>	<b>834.5</b>	<b>816.4</b>	<b>783.3</b>	<b>799.3</b>	<b>3,233.4</b>	<b>3,457.5</b>	<b>3,657.4</b>
QoQ(%)	1.5%	2.1%	-4.8%	-14.1%	-0.4%	-2.2%	-4.1%	2.0%			
YoY(%)	30.4%	17.5%	0.9%	-15.3%	-16.8%	-20.3%	-19.7%	-4.6%	-15.8%	6.9%	5.8%
산업자재	767.6	826.2	843.9	722.7	710.1	693.7	658.5	662.3	2,724.6	2,917.3	3,111.4
타이어 보강재	559.1	615.9	596.4	498.7	491.1	457.7	426.5	451.9	1,827.2	1,957.5	2,061.9
에어백/안전벨트	150.2	148.1	165.8	147.6	136.7	138.7	141.3	122.5	539.2	481.2	480.4
탄소섬유/아라미드	55.6	62.3	81.8	76.5	82.3	97.3	80.8	87.9	348.3	478.6	569.1
기타(스판덱스 등)	235.7	198.6	131.4	115.1	124.4	122.7	124.9	137.0	509.0	540.2	546.0
스판덱스	193.8	148.7	85.2	76.0	84.1	82.6	88.6	94.4	349.7	374.1	382.4
<b>영업이익</b>	<b>101.6</b>	<b>97.6</b>	<b>66.1</b>	<b>49.8</b>	<b>67.3</b>	<b>48.6</b>	<b>35.7</b>	<b>52.8</b>	<b>204.4</b>	<b>308.2</b>	<b>363.5</b>
영업이익률(%)	10.1%	9.5%	6.8%	5.9%	8.1%	6.0%	4.6%	6.6%	6.3%	8.9%	9.9%
QoQ(%)	5.6%	-4.0%	-32.3%	-24.6%	35.2%	-27.8%	-26.5%	47.8%			
YoY(%)	21.9%	-17.2%	-52.8%	-48.3%	-33.8%	-50.2%	-46.0%	6.0%	-35.1%	50.8%	17.9%
산업자재	76.9	87.6	83.0	55.4	62.7	54.0	37.5	51.3	205.5	292.0	328.6
영업이익률(%)	10.0%	10.6%	9.8%	7.7%	8.8%	7.8%	5.7%	7.7%	7.5%	10.0%	10.6%
기타(스판덱스 등)	24.9	10.0	-17.0	-5.6	4.6	-5.4	-1.8	1.5	-1.1	16.2	34.9
영업이익률(%)	10.6%	5.0%	-12.9%	-4.9%	3.7%	-4.4%	-1.4%	1.1%	-0.2%	3.0%	6.4%
<b>당기순이익</b>	<b>70.8</b>	<b>57.9</b>	<b>26.0</b>	<b>5.6</b>	<b>40.0</b>	<b>13.9</b>	<b>2.2</b>	<b>22.4</b>	<b>78.4</b>	<b>164.4</b>	<b>206.5</b>
<b>지배순이익</b>	<b>56.1</b>	<b>45.6</b>	<b>21.6</b>	<b>2.1</b>	<b>33.1</b>	<b>12.1</b>	<b>1.9</b>	<b>19.5</b>	<b>66.5</b>	<b>143.1</b>	<b>179.7</b>
순이익률(%)	5.6%	4.4%	2.2%	0.2%	4.0%	1.5%	0.2%	2.4%	2.1%	4.1%	4.9%

자료: 효성첨단소재, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,598	3,841	3,233	3,458	3,657
매출총이익	636	522	358	469	534
영업이익	437	315	204	308	363
EBITDA	618	501	402	552	635
순이자순익	-34	-49	-83	-92	-97
외화관련손익	-1	-25	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	412	213	101	196	247
당기순이익	330	160	78	164	207
자배주주순이익	251	125	66	143	180
증가율(%)					
매출액	17.8	6.8	-15.8	6.9	5.8
영업이익	176.2	-28.0	-35.1	50.8	17.9
EBITDA	85.8	-19.0	-19.7	37.4	14.9
순이익	흑전	-51.4	-51.1	109.7	25.6
이익률(%)					
매출총이익률	17.7	13.6	11.1	13.6	14.6
영업이익률	12.2	8.2	6.3	8.9	9.9
EBITDA 이익률	17.2	13.0	12.4	16.0	17.4
세전이익률	11.4	5.5	3.1	5.7	6.7
순이익률	9.2	4.2	2.4	4.8	5.6

## 재무상태표

12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,435	1,331	1,274	1,303	1,367
현금성자산	43	36	76	87	93
매출채권	703	593	561	573	591
재고자산	564	652	569	573	610
비유동자산	1,473	1,603	1,774	1,969	2,159
투자자산	212	226	233	242	252
유형자산	1,224	1,345	1,510	1,695	1,876
무형자산	37	33	32	32	32
자산총계	2,909	2,935	3,048	3,271	3,526
유동부채	1,745	1,625	1,653	1,669	1,697
매입채무	509	417	403	418	445
유동성이자부채	1,166	1,149	1,230	1,230	1,230
비유동부채	443	510	617	717	817
비유동이자부채	385	493	601	701	801
부채총계	2,187	2,135	2,270	2,386	2,515
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	384	384	384	384	384
이익잉여금	147	236	235	343	469
자본조정	50	65	65	65	65
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	722	800	778	885	1,011

## 현금흐름표

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금흐름	235	350	314	386	421
당기순이익	330	160	78	164	207
자산상각비	181	186	198	244	271
운전자본증감	-300	-46	62	-2	-30
매출채권 감소(증가)	-183	138	50	-12	-18
재고자산 감소(증가)	-216	-71	100	-3	-37
매입채무 증가(감소)	97	-55	-57	15	27
투자현금흐름	-89	-252	-335	-440	-463
유형자산처분(취득)	-146	-222	-327	-429	-452
무형자산 감소(증가)	1	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-2	-4	-1	-1	-1
재무현금흐름	-164	-103	61	64	46
차입금의 증가(감소)	-145	32	157	100	100
자본의 증가(감소)	-17	-135	-67	-36	-54
배당금의 지급	17	135	67	36	54
총현금흐름	537	446	331	388	451
(-)운전자본증가(감소)	272	6	-45	2	30
(-)설비투자	148	228	339	429	452
(+)자산매각	4	6	12	0	0
Free Cash Flow	120	218	47	-44	-31
(-)기타투자	-29	65	-11	9	10
잉여현금	150	153	59	-53	-40
NOPLAT	350	237	159	258	304
(+) Dep	181	186	198	244	271
(-)운전자본투자	272	6	-45	2	30
(-)Capex	148	228	339	429	452
OpFCF	111	189	62	71	94

## 주요지표

	(단위: 원, 배)				
12 월 결산	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당지표					
EPS	55,960	27,978	14,874	32,027	40,224
BPS	134,823	157,920	157,747	181,711	209,860
DPS	10,000	15,000	8,000	12,000	12,000
CFPS	119,856	99,612	73,795	86,563	100,779
ROA(%)	9.5	4.3	2.2	4.5	5.3
ROE(%)	54.7	19.1	9.4	18.8	20.5
ROIC(%)	16.8	10.3	6.4	9.8	10.7
Multiples(x, %)					
PER	10.7	11.9	23.5	10.9	8.7
PBR	4.4	2.1	2.2	1.9	1.7
PSR	0.7	0.4	0.5	0.5	0.4
PCR	5.0	3.3	4.7	4.0	3.5
EV/EBITDA	6.8	6.2	8.3	6.2	5.5
배당수익률	1.7	4.5	2.3	3.4	3.4
안정성(%)					
부채비율	303.1	267.0	291.9	269.6	248.7
Net debt/Equity	208.8	200.8	225.7	208.4	191.7
Net debt/EBITDA	243.9	320.7	436.4	333.7	305.3
유동비율	82.3	81.9	77.0	78.0	80.5
이자보상배율(배)	12.7	6.4	2.4	3.3	3.7
자산구조(%)					
투자자본	89.7	90.1	89.1	89.2	89.5
현금+투자자산	10.3	9.9	10.9	10.8	10.5
자본구조(%)					
차입금	68.2	67.3	70.2	68.6	66.8
자기자본	31.8	32.7	29.8	31.4	33.2

주: IFRS 연결 기준

## [ Compliance Notice ]

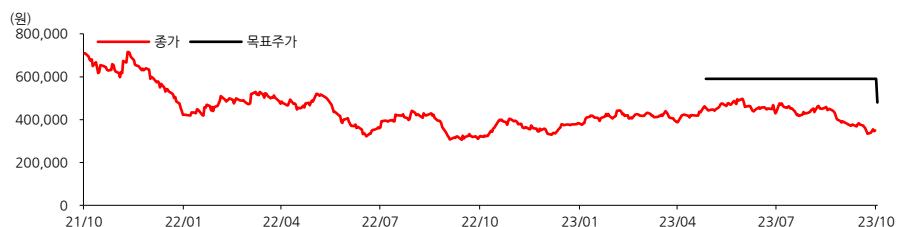
(공표일: 2023년 10월 30일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (윤용식)

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

이 자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 책임소재에 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	당당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	윤용식	590,000	590,000	590,000	590,000	590,000
일 시	2023.10.29					
투자의견	Buy					
목표가격	480,000					

## [ 목표주가 변동 내역별 고리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.05.24	Buy	590,000	-25.93	-15.76
2023.10.30	Buy	480,000		

## [ 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 당당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%