



## BUY (유지)

목표주가(12M) 460,000원  
현재주가(2.23) 322,000원

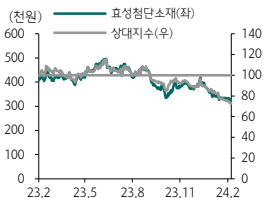
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,667.70
52주 최고/최저(원)	497,000/322,000
시가총액(십억원)	1,442.5
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	4,479.9
60일 평균 거래량(천주)	16.4
60일 평균 거래대금(십억원)	6.0
외국인지분율(%)	9.05
주요주주 지분율(%)	
효성 외 12 인	45.74
국민연금공단	8.96

### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	3,241.3	3,467.0
영업이익(십억원)	195.8	250.9
순이익(십억원)	86.0	139.3
EPS(원)	16,384	26,867
BPS(원)	161,791	170,534

### Stock Price



### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,597.8	3,841.4	3,202.4	3,200.1
영업이익	437.3	315.1	172.4	202.7
세전이익	411.8	213.2	73.4	153.8
순이익	250.7	125.3	35.5	99.4
EPS	55,960	27,978	7,924	22,182
총감율	310,788.89	(50.00)	(71.68)	179.93
PER	10.65	11.92	50.42	14.52
PBR	4.41	2.11	2.64	2.03
EV/EBITDA	6.95	6.37	9.26	7.40
ROE	54.69	19.11	5.13	14.36
BPS	135,249	158,346	151,310	158,532
DPS	10,000	15,000	15,000	15,000



Analyst 윤재성 js.yoon@hanafn.com  
RA 신홍주 hongjushin@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 02월 26일 | 기업분석\_Update

## 효성첨단소재 (298050)

### 타이어코드의 회복과 그룹사 계열분리의 수혜

#### 본업인 타이어보강재의 회복 시작

효성첨단소재의 본업인 타이어보강재 수요 회복이 시작되었다. 2024년 현재까지 유럽/북미 RE 판매가 각각 +4%, +9% 증가하고 있다는 점이 그 증거다. 1) 북미/유럽 고객사의 재고조정이 마무리 되면서 Driving 시즌 전 계절적 요인 2) 중국을 중심으로 한 전기차 침투율 상승, 이에 따른 빠른 타이어 교체 주기의 도래 3) 올해 국내 타이어 업체들의 6년만의 증설이 이루어진다는 점 등이 수요 측면에서의 긍정적인 포인트다. 한편, 공급은 제한적인 상황으로 부담이 전혀 없다. 지난 수년 간 지속된 공급과잉에 따른 구조조정으로 글로벌 경쟁사의 증설은 전무하기 때문이다.

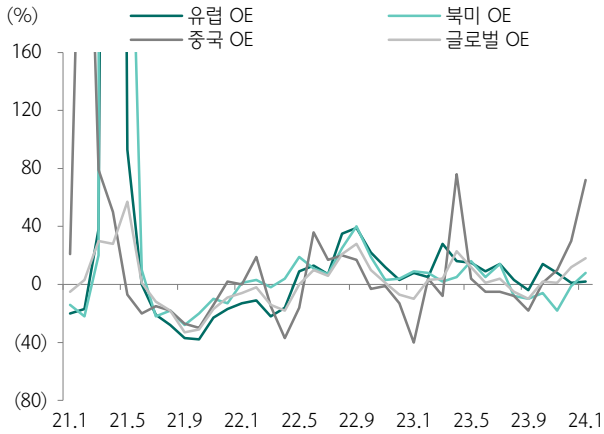
#### 1Q24 실적 턴어라운드 전망

1Q24 영업이익은 483억원(QoQ +132%, YoY -28%)으로 전분기 대비 개선을 전망한다. 타이어보강재는 4Q23부터 시작된 글로벌 RE/OE 타이어 수요 증가가 지속되며 회복세가 이어질 전망이다. 전분기 발생한 GST 구조조정 관련 일회성비용도 소멸된다. 탄소섬유는 오버슈팅된 평가 정상화 구간이나 여전히 20%대의 높은 이익률을 기록할 것으로 추정된다.

#### 그룹사 계열 분리와 인도 Motorization의 수혜 기대

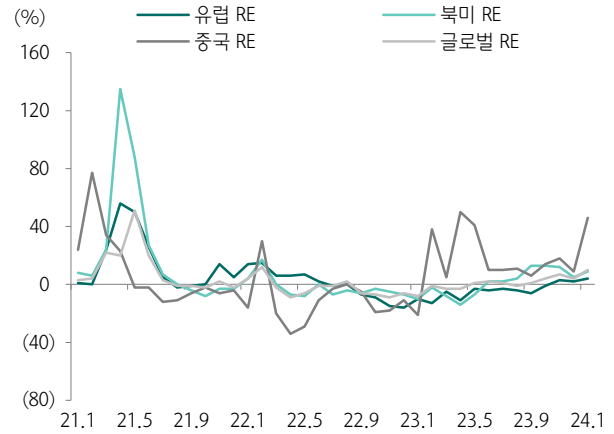
BUY, TP 46만원을 유지한다. 2/23일 효성그룹이 기존 지주사인 (주)효성을 인적분할해 새로운 지주사를 설립할 계획을 밝혔다. 신설지주사는 효성첨단소재를 중심으로 조현상 부회장이 이사진을 꾸려 독립경영에 나설 예정이다. 향후 조현준 회장과 조현상 부회장 간의 지분스왑 및 조석래 명예회장의 지분 처리, 베트남 법인 내 사업 양수/양도 등 계열분리 과정에서 구체적인 액션은 긴 시간에 걸쳐 순차적으로 이뤄질 것으로 예상된다. 하지만, 한 가지 확실한 것은 이번 지주사 분할을 통해 효성첨단소재와 효성화학이 완전히 분리되면서 계열사 지원 등 시장의 재무구조와 관련한 우려는 완벽히 종식되었다는 점이다. 효성첨단소재도 인도 Motorization의 직접적인 수혜가 가능하다. 인도 내 PET 타이어 코드 수입 물량 중 베트남산 수입 비중은 72%로 압도적인데, 이는 효성첨단소재의 베트남 공장에서 생산된 제품이다. 아직까지 인도는 저가 타이어위주의 시장으로 이익 기여도는 크지 않으나, 그 성장세는 매우 가파르다. 인도 내 자동차 판매량은 2021년 이후 매년 20% 이상 성장 중이다. 인도 타이어 수출은 지난 4년간 거의 2배 이상 증가했으며, 향후 2030년까지 세계 3대 타이어 생산 허브로 부상하는 것으로 목표로 하고 있다. 효성첨단소재의 높은 인도 내 M/S 90%와 인도의 빠른 성장세를 고려하면, 인도 Motorization 과정에서 인도향 타이어코드 수익성도 빠르게 개선될 가능성이 높다. 참고로, 지난 1/17일 다포스포럼에서 조현상 효성 부회장은 성장 잠재력이 풍부한 인도를 타이어코드 핵심 생산 기지로 육성하겠다고 밝힌 바 있을 정도로 회사는 인도에 대한 관심이 높다.

도표 1. 지역 별 OE 타이어 판매 YoY 추이



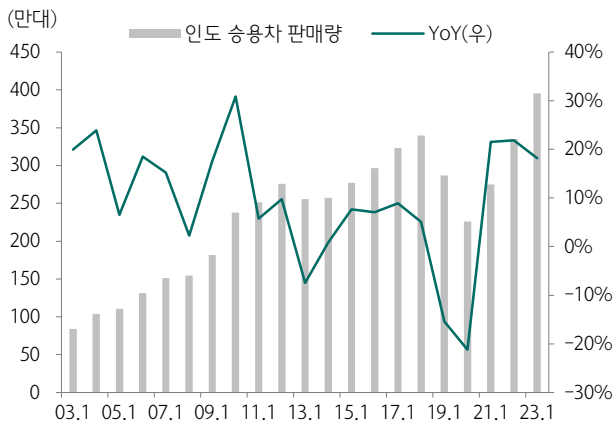
자료: Michelin, 하나증권

도표 2. 지역 별 RE 타이어 판매 YoY 추이



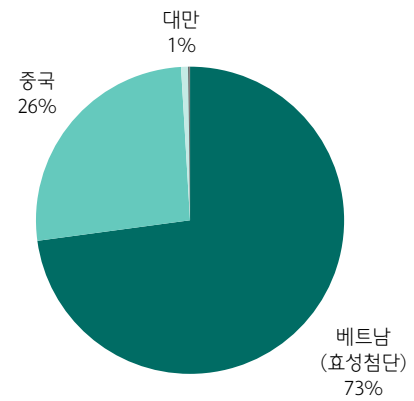
자료: Michelin, 하나증권

도표 3. 인도 승용차 판매량 추이



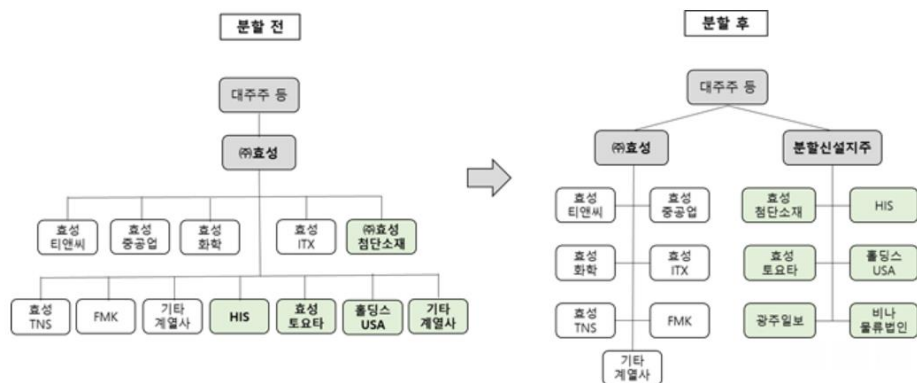
자료: Ceic, 하나증권

도표 4. 인도 PET 타이어코드 수입 국가별 비중



자료: 인도 상무부, 하나증권

도표 5. (주)효성 2개 지주 체제 분할 전후 구조



자료: 언론종합, 하나증권

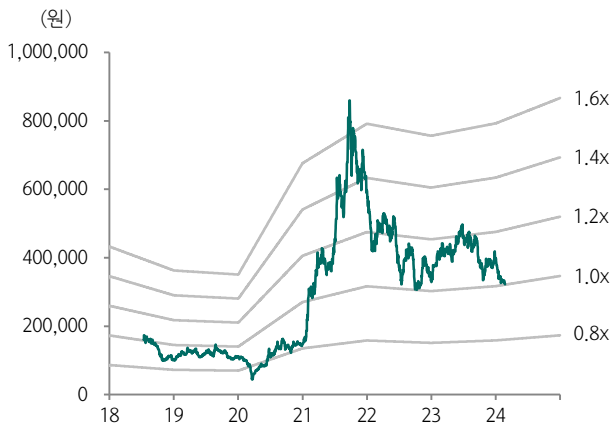
도표 6. 효성첨단소재 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F		FY2021	FY2022	FY2023	FY2024F
<b>매출액</b>	<b>834.5</b>	<b>816.4</b>	<b>783.4</b>	<b>768.1</b>	<b>795.4</b>	<b>811.1</b>	<b>794.8</b>	<b>798.9</b>		<b>3,597.5</b>	<b>3,842.2</b>	<b>3,202.4</b>	<b>3,200.1</b>
QoQ(%)	-0.4%	-2.2%	-4.0%	-2.0%	3.5%	2.0%	-2.0%	0.5%					
YoY(%)	-16.9%	-20.4%	-19.7%	-8.3%	-4.7%	-0.7%	1.5%	4.0%		23.7%	6.8%	-16.7%	-0.1%
<b>산업자재</b>	<b>710.1</b>	<b>693.7</b>	<b>658.5</b>	<b>645.9</b>	<b>679.2</b>	<b>691.4</b>	<b>677.0</b>	<b>680.2</b>		<b>2,713.4</b>	<b>3,158.6</b>	<b>2,708.2</b>	<b>2,727.8</b>
타이어보강재	491.1	457.7	426.5	430.9	453.9	457.6	433.2	431.5		1,988.2	2,270.1	1,806.2	1,776.2
에어백&안전벨트	136.7	138.7	141.3	138.2	138.6	139.3	142.4	145.1		579.3	612.3	554.9	565.4
탄소섬유&아라미드 등	82.3	97.3	90.7	76.8	86.7	94.5	101.4	103.6		145.9	276.2	347.1	386.2
<b>기타</b>	<b>124.4</b>	<b>122.7</b>	<b>124.9</b>	<b>122.2</b>	<b>116.2</b>	<b>119.7</b>	<b>117.8</b>	<b>118.7</b>		<b>884.1</b>	<b>683.6</b>	<b>494.2</b>	<b>472.3</b>
스판덱스&필름 등	84.1	82.6	88.6	83.2	77.5	78.4	78.0	78.8		724.2	503.7	338.5	312.7
<b>영업이익</b>	<b>67.3</b>	<b>48.6</b>	<b>35.7</b>	<b>20.8</b>	<b>48.3</b>	<b>53.1</b>	<b>52.5</b>	<b>48.8</b>		<b>437.3</b>	<b>315.0</b>	<b>172.4</b>	<b>202.7</b>
영업이익률(%)	8.1%	6.0%	4.6%	2.7%	6.1%	6.5%	6.6%	6.1%		12.2%	8.2%	5.4%	6.3%
QoQ(%)	35.4%	-27.8%	-26.5%	-41.7%	132.3%	9.8%	-1.1%	-7.0%					
YoY(%)	-33.8%	-50.2%	-46.1%	-58.1%	-28.2%	9.2%	47.0%	134.7%		261.7%	-28.0%	-45.3%	17.6%
<b>산업자재</b>	<b>62.9</b>	<b>54.0</b>	<b>37.5</b>	<b>21.9</b>	<b>49.5</b>	<b>53.9</b>	<b>52.5</b>	<b>47.6</b>		<b>254.5</b>	<b>301.3</b>	<b>176.3</b>	<b>203.5</b>
영업이익률(%)	8.9%	7.8%	5.7%	3.4%	7.3%	7.8%	7.8%	7.0%		9.4%	9.5%	6.5%	7.5%
QoQ(%)	13.6%	-14.2%	-30.6%	-41.6%	125.9%	9.0%	-2.6%	-9.3%					
YoY(%)	-16.4%	-38.3%	-54.9%	-60.5%	-21.4%	-0.1%	40.0%	117.5%		792.6%	18.4%	-41.5%	15.4%
<b>기타</b>	<b>4.4</b>	<b>-5.4</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>-0.9</b>	<b>0.0</b>	<b>1.2</b>		<b>182.8</b>	<b>13.7</b>	<b>-3.9</b>	<b>-0.9</b>
영업이익률(%)	3.5%	-4.4%	-1.4%	-0.9%	-1.0%	-0.7%	0.0%	1.0%		20.7%	2.0%	-0.8%	-0.2%
QoQ(%)	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전					
YoY(%)	-83.4%	적전	적지	적지	적전	적지	적지	흑전		97.9%	-92.5%	적전	적지
<b>당기순이익</b>	<b>40.0</b>	<b>13.9</b>	<b>2.8</b>	<b>-9.4</b>	<b>27.2</b>	<b>31.0</b>	<b>30.3</b>	<b>28.4</b>		<b>330.0</b>	<b>160.2</b>	<b>47.3</b>	<b>116.9</b>
당기순이익률(%)	4.8%	1.7%	0.4%	-1.2%	3.4%	3.8%	3.8%	3.6%		9.2%	4.2%	1.5%	3.7%
QoQ(%)	618.6%	-65.4%	-80.0%	적전	흑전	14.3%	-2.3%	-6.3%					
YoY(%)	-43.5%	-76.1%	-89.3%	적전	-32.2%	123.9%	993.3%	흑전		4,746.0%	-51.4%	-70.5%	147.4%
<b>지배순이익</b>	<b>33.1</b>	<b>12.1</b>	<b>2.9</b>	<b>-12.5</b>	<b>23.1</b>	<b>26.4</b>	<b>25.8</b>	<b>24.2</b>		<b>250.7</b>	<b>125.3</b>	<b>35.5</b>	<b>99.4</b>

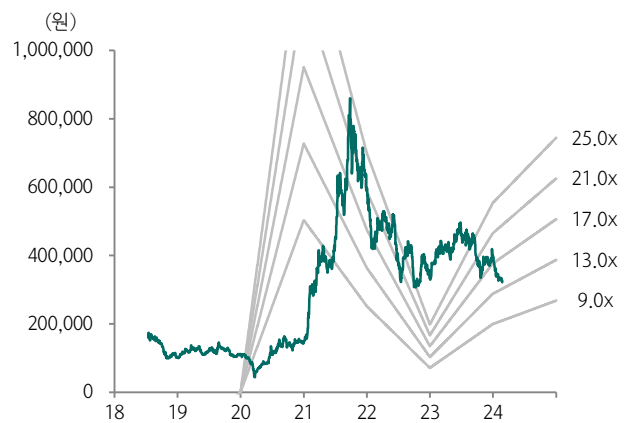
자료: 하나증권

도표 7. 효성첨단소재 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나증권

도표 8. 효성첨단소재 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
매출액	3,597.8	3,841.4	3,202.4	3,200.1	3,417.2	
매출원가	2,961.8	3,319.4	2,837.9	2,805.4	2,956.4	
매출총이익	636.0	522.0	364.5	394.7	460.8	
판매비	198.7	206.9	192.1	192.0	205.0	
영업이익	437.3	315.1	172.4	202.7	255.8	
금융손익	(32.3)	(71.5)	(67.6)	(48.8)	(49.3)	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	6.7	(30.4)	(30.0)	0.0	0.0	
세전이익	411.8	213.2	73.4	153.8	206.5	
법인세	81.8	52.9	17.6	36.9	49.6	
계속사업이익	330.0	160.2	55.8	116.9	156.9	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	330.0	160.2	47.3	116.9	156.9	
비지배주주지분 손이익	79.3	34.9	11.8	17.5	23.5	
지배주주순이익	250.7	125.3	35.5	99.4	133.4	
지배주주지분포괄이익	291.2	148.2	37.0	91.4	122.7	
NOPAT	350.5	236.8	131.0	154.0	194.4	
EBITDA	617.8	500.6	365.7	418.4	483.5	
성장성(%)						
매출액증가율	50.25	6.77	(16.63)	(0.07)	6.78	
NOPAT증가율	66.27	(32.44)	(44.68)	17.56	26.23	
EBITDA증가율	193.35	(18.97)	(26.95)	14.41	15.56	
영업이익증가율	1,178.65	(27.94)	(45.29)	17.58	26.20	
(지배주주)순이익증가율	N/A	(50.02)	(71.67)	180.00	34.21	
EPS증가율	N/A	(50.00)	(71.68)	179.93	34.24	
수익성(%)						
매출총이익률	17.68	13.59	11.38	12.33	13.48	
EBITDA이익률	17.17	13.03	11.42	13.07	14.15	
영업이익률	12.15	8.20	5.38	6.33	7.49	
계속사업이익률	9.17	4.17	1.74	3.65	4.59	

투자지표					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	55,960	27,978	7,924	22,182	29,777
BPS	135,249	158,346	151,310	158,532	173,349
CFPS	119,856	99,612	72,038	93,366	107,906
EBITDAPS	137,906	111,743	81,633	93,388	107,928
SPS	803,085	857,459	714,830	714,310	762,769
DPS	10,000	15,000	15,000	15,000	15,000
주가지표(배)					
PER	10.65	11.92	50.42	14.52	10.81
PBR	4.41	2.11	2.64	2.03	1.86
PCFR	4.97	3.35	5.55	3.45	2.98
EV/EBITDA	6.95	6.37	9.26	7.40	6.35
PSR	0.74	0.39	0.56	0.45	0.42
재무비율(%)					
ROE	54.69	19.11	5.13	14.36	17.99
ROA	9.49	4.29	1.24	3.54	4.70
ROIC	22.16	12.86	6.63	7.72	9.47
부채비율	303.09	267.04	293.37	304.88	298.19
순부채비율	208.81	200.71	218.54	224.23	219.59
이자보상배율(배)					
	12.68	6.38	3.46	4.13	5.16

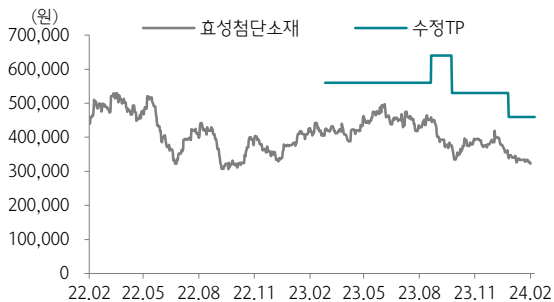
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,435.3	1,331.3	1,155.3	1,034.2	1,006.7
금융자산	43.4	37.2	24.0	31.6	33.3
현금성자산	33.6	23.9	12.8	20.4	21.4
매출채권	653.0	548.6	466.3	396.4	388.4
재고자산	564.0	652.3	587.1	528.4	501.9
기타유동자산	174.9	93.2	77.9	77.8	83.1
비유동자산	1,473.4	1,603.4	1,649.3	1,783.6	1,856.1
투자자산	8.0	15.2	14.3	14.3	14.6
금융자산	8.0	15.2	14.3	14.3	14.6
유형자산	1,224.3	1,344.6	1,391.2	1,525.5	1,597.8
무형자산	36.6	32.7	32.7	32.7	32.7
기타비유동자산	204.5	210.9	211.1	211.1	211.0
자산총계	2,908.7	2,934.7	2,804.5	2,817.7	2,862.9
유동부채	1,744.5	1,625.0	1,561.2	1,551.3	1,513.2
금융부채	1,165.5	1,149.1	1,069.2	1,039.2	999.3
매입채무	309.0	272.0	285.6	299.9	296.9
기타유동부채	270.0	203.9	206.4	212.2	217.0
비유동부채	442.6	510.2	530.3	570.5	630.7
금융부채	384.6	492.8	512.8	552.8	612.8
기타비유동부채	58.0	17.4	17.5	17.7	17.9
부채총계	2,187.1	2,135.2	2,091.6	2,121.8	2,143.9
지배주주지분	604.0	707.5	675.9	708.3	774.7
자본금	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	384.1	384.1	384.1	384.1	384.1
자본조정	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	52.1	66.8	66.8	66.8	66.8
이익잉여금	147.3	236.1	204.5	236.9	303.3
비지배주주지분	117.6	92.1	37.0	(12.4)	(55.7)
자본총계	721.6	799.6	712.9	695.9	719.0
순금융부채	1,506.7	1,604.8	1,558.1	1,560.5	1,578.8

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	234.7	350.4	338.9	397.3	411.0
당기순이익	330.0	160.2	47.3	116.9	156.9
조정	204.8	236.1	208.3	215.8	227.8
감가상각비	180.5	185.5	193.3	215.7	227.7
외환거래손익	(0.3)	8.0	15.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	24.6	42.6	0.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(300.1)	(45.9)	83.3	64.6	26.3
투자활동 현금흐름	(89.1)	(251.6)	(318.9)	(416.9)	(367.9)
투자자산감소(증가)	(3.0)	(7.1)	(66.0)	(66.9)	(67.2)
자본증가(감소)	(145.5)	(221.6)	(240.0)	(350.0)	(300.0)
기타	59.4	(22.9)	(12.9)	0.0	(0.7)
재무활동 현금흐름	(163.7)	(102.7)	(127.0)	(57.0)	(47.0)
금융부채증가(감소)	(62.4)	91.9	(59.9)	10.1	20.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(84.0)	(149.9)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(17.3)	(44.7)	(67.0)	(67.0)	(67.0)
현금의 증감	(13.5)	(3.8)	(17.0)	7.6	1.0
Unlevered CFO	536.9	446.3	322.7	418.3	483.4
Free Cash Flow	86.5	122.8	98.9	47.3	111.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 효성첨단소재



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.18	BUY	460,000	-	-
23.10.16	BUY	530,000	-28.99%	-20.94%
23.9.12	BUY	640,000	-36.89%	-29.61%
23.3.20	BUY	560,000	-20.94%	-11.25%
23.3.3	Not Rated	-	-	-

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2024년 2월 26일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.46%	6.07%	0.47%	100%

\* 기준일: 2024년 02월 23일