



하나금융그룹

2019년 10월 31일 | Equity Research

# 효성첨단소재 (298050)

## 컨센 25% 하회. 수요 부진에 판가도 하락

### 3Q19 영업이익 컨센 25% 하회

3Q19 영업이익은 378억원(QoQ -20%, YoY -2%)으로 컨센(502억원)을 25% 하회했다. 지배순이익은 법인세 추징금 영향으로 -575억원을 기록하며 컨센을 큰 폭 하회했다. 영업이익이 컨센을 하회한 것은 타이어보강재의 부진 때문이다. 타이어보강재 영업이익은 239억원(QoQ -28%)으로 감익되었다. 이는 중국법인의 판매량 부진 및 매출채권 대손상각 40억원 반영, 한국법인은 주요고객인 한국타이어의 부진 등에 따라 판가방어가 어려웠던 것으로 파악된다. 스텔코드 또한 판가하락이 컸던 영향으로 스프레드가 악화된 것으로 판단한다. 다만, 기타 영업이익은 전분기와 유사한 138억원으로 견조한 흐름을 지속했다. GST는 루마니아 공장 수율 안정화로 흑자전환했으며, 아마미드는 영업이익 21억원으로 영업이익률 16%를 기록하며 호조를 보였다.

### 4Q19 영업이익 전분기와 유사할 전망

4Q19 영업이익은 361억원(QoQ -5%, YoY +250%)으로 전분기와 유사한 흐름을 전망한다. 전방 타이어업체의 재고조정에 따라 물량이 전반적으로 감소하겠으나, 전분기에 발생한 매출채권 대손상각이 제거되면서 타이어보강재의 영업이익은 전분기와 유사한 흐름을 예상한다. 기타 사업부에서 GST의 던어라운드도 유지될 가능성이 높고, 아라미드의 높은 OPM도 지속될 전망이다.

### 눈높이는 낮추나, 2020년에 대한 기대는 여전

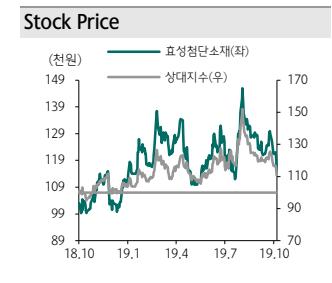
BUY는 유지하나, 목표주가는 18만원에서 15만원으로 하향한다. 연간 실적 추정치를 하향함에 따른 영향이다. 원재료 PX, PTA, PET Chip의 약세에도 불구하고 전방 타이어 수요 부진이 판가 방어의 걸림돌로 작용하고 있는 것으로 판단한다. 이로 인해, 타이어보강재의 영업이익 추정치를 하향했다. 다만, PX를 비롯한 원재료의 약세는 2020년에 더욱 심화될 가능성이 높기에 이에 대한 기대감은 여전하다. 또한 수급이 타이트해지기 시작한 아라미드 및 2020년 신증설을 통한 성장성이 기대되는 탄소섬유도 관심거리다. 단기적인 모멘텀은 부족하나 2020년이 기대되는 종목이라 판단한다.

### Earnings Review

BUY

| TP(12M): 150,000원(하향) | CP(10월 30일): 115,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,080.27		
52주 최고/최저(원)	146,000/99,300	매출액(십억원)	3,222.5 3,487.4
시가총액(십억원)	515.2	영업이익(십억원)	189.3 214.3
시가총액비중(%)	0.04	순이익(십억원)	87.3 115.2
발행주식수(천주)	4,479.9	EPS(원)	15,192 20,581
60일 평균 거래량(천주)	77.3	BPS(원)	102,108 121,781
60일 평균 거래대금(십억원)	10.2		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	7.30		
주요주주 지분율(%)			
효성 외 5 인	44.39		
국민연금공단	11.92		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.5) (11.2) 15.5		
상대	(7.3) (5.9) 11.8		



투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	0.0	1,767.5	3,093.1	2,970.2	2,981.1
영업이익	십억원	0.0	64.1	175.9	177.0	181.2
세전이익	십억원	0.0	(5.4)	106.4	108.3	113.6
순이익	십억원	0.0	(26.5)	1.1	65.8	69.1
EPS	원	0	(10,218)	253	14,697	15,420
증감률	%	N/A	N/A	흑전	5,709.1	4.9
PER	배	N/A	N/A	454.75	7.82	7.46
PBR	배	N/A	1.19	1.32	1.13	0.98
EV/EBITDA	배	N/A	11.76	7.40	6.96	6.53
ROE	%	0.00	(6.86)	0.29	15.68	14.18
BPS	원	0	86,544	86,797	101,494	116,914
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 윤재성

02-3771-7567

js.yoon@hanafn.com

RA 손진원

02-3771-3811

jwshon@hanafn.com

표 1. 효성첨단소재 3Q19 실적 Review

	3Q19	2Q19	3Q18	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	764.3	792.2	760.0	0.6	-3.5	748.8	2.1	789.7	-3.2
영업이익	37.8	47.1	31.9	18.5	-19.7	53.6	-29.5	50.2	-24.7
세전이익	12.0	26.1	7.0	71.4	-54.0	N/A	32.1	32.1	-62.6
순이익	-57.5	9.4	-1.5	적지	적전	9.4	적전	25.8	적전
영업이익률	4.9	5.9	4.2	0.7	-1.0	7.2	-2.2	6.4	-1.4
세전이익률	1.6	3.3	0.9	0.6	-1.7		1.6	4.1	-2.5
순이익률	-7.5	1.2	-0.2	-7.3	-8.7	1.3	-8.8	3.3	-10.8

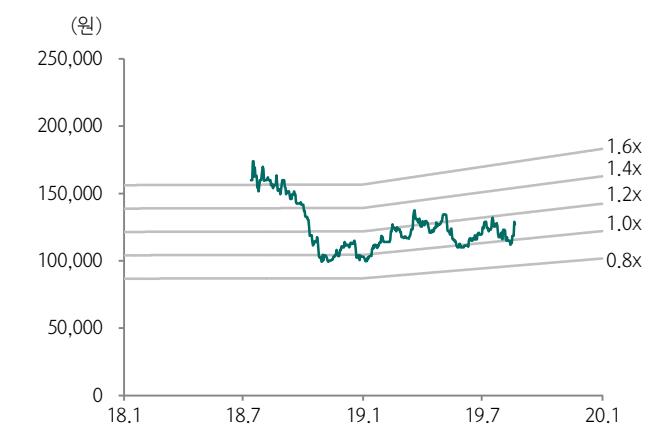
자료: 하나금융투자

표 2. 효성첨단소재 연간 실적 추정치 변경 내역

	2019F	2020F		
매출액	변경후 3,093.1	변경전 3,085		
영업이익	175.9	203		
세전이익	106.4	134		
순이익	1.1	64		
영업이익률	5.7	6.6		
세전이익률	3.4	4.3		
순이익률	0.0	2.1		
변경후	변경전	변경후	변경전	차이

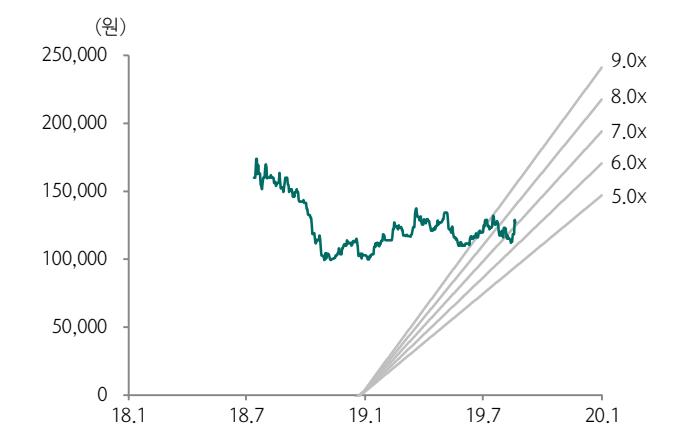
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성첨단소재 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 효성첨단소재 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 1. 효성첨단소재 부문별 실적 BreakDown(1Q18, 2Q18은 추정치 포함)

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	FY2018	FY2019F	FY2020F
<b>매출액</b>	<b>726.9</b>	<b>749.7</b>	<b>760.0</b>	<b>765.9</b>	<b>801.7</b>	<b>792.2</b>	<b>764.3</b>	<b>734.9</b>	<b>3,002.5</b>	<b>3,093.1</b>	<b>2,970.2</b>
QoQ(%)	3.4%	3.1%	1.4%	0.8%	4.7%	-1.2%	-3.5%	-3.8%			
YoY(%)	-1.5%	4.4%	7.7%	9.0%	10.3%	5.7%	0.6%	-4.0%	4.8%	3.0%	-4.0%
타이어보강재	447.1	453.2	452.3	443.9	472.3	451.2	428.5	394.9	1,796.5	1,746.8	1,578.7
기타	279.8	296.5	307.7	322.0	329.4	341.0	335.9	340.0	1,206.0	1,346.3	1,391.6
<b>영업이익</b>	<b>45.7</b>	<b>46.0</b>	<b>31.9</b>	<b>10.3</b>	<b>54.9</b>	<b>47.1</b>	<b>37.8</b>	<b>36.1</b>	<b>133.9</b>	<b>175.9</b>	<b>177.0</b>
영업이익률(%)	6.3%	6.1%	4.2%	1.3%	6.8%	5.9%	4.9%	4.9%	4.5%	5.7%	6.0%
QoQ(%)	135.6%	0.7%	-30.7%	-67.7%	433.0%	-14.2%	-19.7%	-4.5%			
YoY(%)	-31.2%	-27.4%	-17.1%	-46.9%	20.1%	2.4%	18.5%	250.4%	-28.7%	31.4%	0.6%
타이어보강재	35.2	28.8	24.5	7.0	41.7	33.1	23.9	23.7	95.5	122.5	125.6
영업이익률(%)	7.9%	6.4%	5.4%	1.6%	8.8%	7.3%	5.6%	6.0%	5.3%	7.0%	8.0%
QoQ(%)	188.5%	-18.2%	-14.9%	-71.4%	495.7%	-20.6%	-27.6%	-0.9%			
YoY(%)	-25.6%	-32.2%	-14.9%	-42.6%	18.5%	14.9%	-2.2%	239.2%	-27.0%	28.3%	2.6%
기타	10.5	17.2	7.4	3.3	13.2	14.0	13.8	12.3	38.4	53.4	51.4
영업이익률(%)	3.8%	5.8%	2.4%	1.0%	4.0%	4.1%	4.1%	3.6%	3.2%	4.0%	3.7%
QoQ(%)	45.8%	63.8%	-57.0%	-55.4%	300.0%	6.1%	-1.1%	-10.8%			
YoY(%)	-45.0%	-17.7%	-23.7%	-54.2%	25.7%	-18.6%	87.1%	274.2%	-32.5%	39.1%	-3.8%
<b>당기순이익</b>	<b>1.5</b>	<b>2.6</b>	<b>-27.9</b>	<b>29.5</b>	<b>13.9</b>	<b>-54.0</b>	<b>11.6</b>	<b>-</b>	<b>-23.7</b>	<b>1.1</b>	<b>82.3</b>
당기순이익률(%)	0.0%	0.2%	0.3%	-3.6%	3.7%	1.8%	-7.1%	1.6%	-0.8%	0.0%	2.8%
QoQ(%)	적지	적지	67.8%	적전	흑전	-52.7%	적전	흑전			
YoY(%)	적지	적지	적지	적지	적지	803.1%	적전	흑전	적지	흑전	7632.2%
<b>지배순이익</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>-23.9</b>	<b>23.2</b>	<b>9.4</b>	<b>-57.5</b>	<b>26.0</b>	<b>-</b>	<b>-26.5</b>	<b>1.1</b>	<b>65.8</b>

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	0.0	1,767.5	3,093.1	2,970.2	2,981.1
매출원가	0.0	1,584.7	2,731.7	2,615.0	2,621.1
매출총이익	0.0	182.8	361.4	355.2	360.0
판관비	0.0	118.6	185.6	178.2	178.9
<b>영업이익</b>	0.0	64.1	175.9	177.0	181.2
금융순익	0.0	(58.6)	(69.5)	(68.7)	(67.5)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(10.9)	0.0	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	0.0	(5.4)	106.4	108.3	113.6
법인세	0.0	18.3	105.4	26.0	27.3
계속사업이익	0.0	(23.7)	1.1	82.3	86.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	0.0	(23.7)	1.1	82.3	86.4
비지배주주지분	0.0	2.7	(0.1)	16.5	17.3
순이익	0.0	2.7	(0.1)	16.5	17.3
<b>지배주주순이익</b>	0.0	(26.5)	1.1	65.8	69.1
지배주주지분포괄이익	0.0	(25.8)	1.3	99.7	104.6
NOPAT	0.0	279.9	1.8	134.5	137.7
EBITDA	0.0	178.1	288.4	293.4	301.1
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	N/A	75.0	(4.0)	0.4
NOPAT증가율	N/A	N/A	(99.4)	7,372.2	2.4
EBITDA증가율	N/A	N/A	61.9	1.7	2.6
영업이익증가율	N/A	N/A	174.4	0.6	2.4
(지배주주)순익증가율	N/A	N/A	흑전	5,881.8	5.0
EPS증가율	N/A	N/A	흑전	5,709.1	4.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	N/A	10.3	11.7	12.0	12.1
EBITDA이익률	N/A	10.1	9.3	9.9	10.1
영업이익률	N/A	3.6	5.7	6.0	6.1
계속사업이익률	N/A	(1.3)	0.0	2.8	2.9

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	0	(10,218)	253	14,697	15,420
BPS	0	86,544	86,797	101,494	116,914
CFPS	0	62,410	64,365	65,497	67,207
EBITDAPS	0	68,756	64,365	65,497	67,207
SPS	0	682,486	690,442	663,008	665,436
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	N/A	454.7	7.8	7.5
PBR	N/A	1.2	1.3	1.1	1.0
PCFR	N/A	1.7	1.8	1.8	1.7
EV/EBITDA	N/A	11.8	7.4	7.0	6.5
PSR	N/A	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	0.0	(6.9)	0.3	15.7	14.2
ROA	0.0	(1.0)	0.0	2.5	2.5
ROIC	0.0	14.8	0.1	7.2	7.4
부채비율	0.0	443.9	452.4	392.8	347.3
순부채비율	0.0	333.2	329.2	260.6	210.2
이자보상배율(배)	0.0	1.8	2.5	2.5	2.6

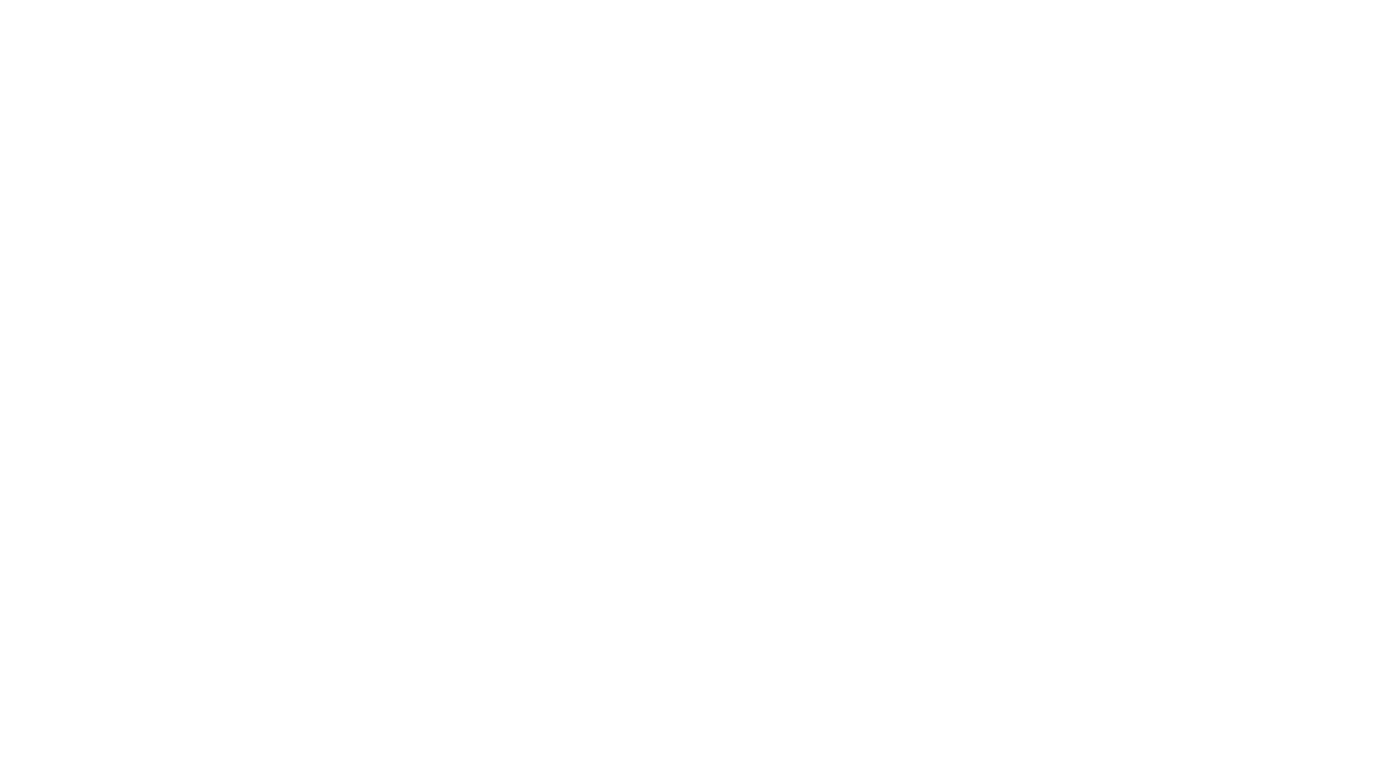
자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	0.0	1,031.0	1,087.9	1,181.8	1,288.0
금융자산	0.0	90.3	105.3	211.2	306.3
현금성자산	0.0	84.8	95.7	202.0	297.0
매출채권 등	0.0	442.5	451.4	460.4	469.6
재고자산	0.0	466.6	475.9	457.0	458.7
기타유동자산	0.0	31.6	55.3	53.2	53.4
<b>비유동자산</b>	0.0	1,503.7	1,492.2	1,525.7	1,555.8
투자자산	0.0	1.3	2.3	2.2	2.2
금융자산	0.0	1.3	2.3	2.2	2.2
유형자산	0.0	1,196.7	1,184.3	1,217.9	1,248.0
무형자산	0.0	107.7	107.7	107.7	107.7
기타비유동자산	0.0	198.0	197.9	197.9	197.9
<b>자산총계</b>	0.0	2,534.7	2,580.2	2,707.5	2,843.8
<b>유동부채</b>	0.0	1,474.7	1,512.4	1,553.9	1,599.5
금융부채	0.0	1,088.4	1,088.4	1,088.4	1,088.4
매입채무 등	0.0	369.2	406.2	446.8	491.5
기타유동부채	0.0	17.1	17.8	18.7	19.6
<b>비유동부채</b>	0.0	594.0	600.7	604.2	608.5
금융부채	0.0	554.4	554.4	554.4	554.4
기타비유동부채	0.0	39.6	46.3	49.8	54.1
<b>부채총계</b>	0.0	2,068.7	2,113.1	2,158.1	2,208.1
<b>지배주주지분</b>	0.0	385.8	387.0	452.8	521.8
자본금	0.0	22.4	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	0.0	384.1	384.1	384.1	384.1
자본조정	0.0	(1.9)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
기타포괄이익누계액	0.0	7.7	7.7	7.7	7.7
이익총잉여금	0.0	(26.6)	(25.5)	40.4	109.5
<b>비지배주주지분</b>	0.0	80.2	80.1	96.6	113.9
<b>자본총계</b>	0.0	466.0	467.1	549.4	635.7
<b>순금융부채</b>	0.0	1,552.5	1,537.5	1,431.6	1,336.5

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	0.0	91.0	116.0	255.8	245.1
당기순이익	0.0	(23.7)	1.1	82.3	86.4
조정	0.0	137.9	112.4	116.4	119.9
감가상각비	0.0	113.9	112.5	116.4	119.9
외환거래손익	0.0	20.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	3.7	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	0.0	(23.2)	2.5	57.1	38.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	0.0	(104.3)	(105.1)	(149.5)	(150.0)
투자자산감소(증가)	0.0	(1.3)	(1.0)	0.1	(0.0)
유형자산감소(증가)	0.0	(102.4)	(100.0)	(150.0)	(150.0)
기타	0.0	(0.6)	(4.1)	0.4	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	0.0	(191.9)	0.0	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	0.0	1,642.8	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	406.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(2,241.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	0.0	(205.9)	10.9	106.3	95.1
Unlevered CFO	0.0	161.6	288.4	293.4	301.1
Free Cash Flow	0.0	(15.7)	16.0	105.8	95.1



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

#### 효성첨단소재



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
19.10.31	BUY	150,000		
19.8.21	BUY	180,000	-28.73%	-18.89%
19.5.27	BUY	160,000	-25.49%	-17.50%

### 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

#### 기업의 분류

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.2%	9.8%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 10월 30일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 10월 31일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 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.