



## BUY(Maintain)

목표주가: 620,000원

주가(4/23): 415,000원

시가총액: 18,592억원

화학/정유

Analyst 이동우

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 권준수

02) 3787-3760 wkldud1222@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI(4/23)	3,186.10pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	428,000원
등락률	-3.0%
수익률	절대
1M	18.9%
6M	220.5%
1Y	445.3%
	상대
	12.1%
	137.5%
	227.7%

## Company Data

발행주식수	4,480천주
일평균 거래량(3M)	200천주
외국인 지분율	9.3%
배당수익률(20A)	0.0%
BPS(20A)	69,831원
주요 주주	효성 외 5인
	44.4%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020	2021E
매출액	1,767.5	3,053.6	2,394.6	3,468.4
영업이익	64.1	158.3	34.2	290.9
EBITDA	178.1	332.6	210.6	461.2
세전이익	-5.4	52.3	1.1	251.9
순이익	-23.7	-52.9	6.8	196.5
지배주주지분순이익	-26.5	-70.0	0.1	196.5
EPS(원)	-10,218	-15,622	18	43,859
증감률(%), YoY	NA	적지	흑전	249,805.7
PER(배)	-10.1	-7.1	8,490.0	9.5
PBR(배)	1.2	1.5	2.1	3.8
EV/EBITDA(배)	11.8	6.9	10.9	7.6
영업이익률(%)	3.6	5.2	1.4	8.4
ROE(%)	-6.9	-19.7	0.0	48.8
순차입금비율(%)	333.1	424.4	409.2	278.1

## Price Trend



## 기업브리프

## 효성첨단소재 (298050)

## 경쟁사와 차이가 나던 아라미드 수익성 축소 전망



효성첨단소재의 올해 1분기 영업이익은 773억원으로 시장 기대치를 재차 상회할 전망입니다. 특수섬유 실적이 견조한 가운데, 타이어코드/스판덱스의 실적 급증이 예상되기 때문입니다. 또한 동사의 아라미드 증설분이 곧 완공될 전망입니다. 이에 규모의 경제 효과가 발생하며, 경쟁사 대비 낮았던 이익률의 추가적인 개선이 예상됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 아라미드의 밸류를 이제는 제대로 줄 필요가 있다

국내 경쟁사와 차이가 나던 동사 아라미드(파라) 사업의 마진율이 올해를 기점으로 축소될 전망이다. 규모의 경제 효과가 발생할 것으로 추정되기 때문이다. 동사의 현재 아라미드 생산능력은 1,350톤이나, 올해 2분기 증설분 가동으로 3,850톤으로 증가할 전망이다. 또한 동사는 증설 이후 곧바로 추가적인 리밸핑/디보틀넥킹 작업을 돌입할 것으로 보인다.

이에 동사의 아라미드 생산능력은 5,000톤 수준으로 빠르게 증가하며, 국내 1위 업체의 약 67% 수준으로 증가할 전망이다. 또한 이번 증설분은 전기차 및 5G 광케이블 수요 증가로 증설 이후 판로 개척에는 크게 문제가 없는 것으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 올해 1분기 실적, 어닝 서프라이즈 전망

동사의 올해 1분기 영업이익은 773억원으로 최근 급격히 증가한 시장 기대치(622억원)를 크게 상회할 전망이다.

국내/외 자동차/타이어 업황 개선에 따른 전방 출하량 증가로 동사의 PET 타이어코드/나일론코드 판매량/ASP가 개선될 것으로 추정되고, 스틸코드 또한 베트남 이설 효과로 수익성이 개선될 것으로 예상되기 때문이다. 이에 동사의 타이어코드부문 마진율은 2017년 1분기 이후 처음으로 10%를 상회할 것으로 추정된다. 또한 기타부문도 중국 스팟 가격 대비 낮았던 스판덱스 ASP의 상승으로 기존 예상 대비 영업이익이 크게 개선될 것으로 보인다. 한편 올해 2분기 영업이익은 827억원으로 증익 추세가 이어질 전망이다. 일부 차량용 반도체 관련 물량에 대한 부정적인 이슈가 존재하나, 성수기 효과로 타이어보강재부문의 추가적인 실적 개선이 예상되고, 베트남 스판덱스도 ASP 개선 효과가 발생할 가능성성이 크며, GST 또한 어려운 가운데서도 증설을 추진한 효과가 나타날 것으로 예상되기 때문이다.

한편 동사의 올해 연간 영업이익은 2,909억원으로 작년 동기 대비 750.6% 증가할 전망이다. 이에 동사의 순차입금비율은 빠르게 감소할 것으로 추정되고, 올해 수익성 개선으로 ROE는 48.8%에 달할 전망이다. 차익 실현을 노리

기에는 아직 이르다는 판단이다.

### >>> 탄소섬유, 내년부터 본격적인 증익 전망

동사의 탄소섬유부문은 올해부터 연간 흑자 구조를 공고히 할 전망이다. 전선 심재, CNG저장 용기 시장의 견고한 성장이 예상되는 가운데, 가동률 개선으로 고정비 절감 효과가 추가될 것으로 전망되기 때문이다. 또한 높은 Capex 투입 및 경쟁사 탄소섬유의 감가상각비 사례를 고려할 경우, 동사 탄소섬유부문 EBITDA 마진율은 두 자리 수를 기록할 것으로 추정된다.

한편 동사의 탄소섬유부문은 내년부터 본격적인 성장이 예상된다. 우선 작년 탄소섬유 수요 위축에 큰 영향을 주었던 항공용 수요가 개선될 전망이다. 코비드19 상황 완화로 보잉/에어버스 등 항공 업체들의 수주가 내년부터 본격적으로 발생하며, 타 용도 시장에 부정적 영향을 주었던 요인들이 제거될 전망이기 때문이다. 또한 동사는 한화솔루션 등에서 수주한 물량을 고려하면 추가적인 증설이 나올 개연성(\*우리의 개인적인 추정)이 크기 때문이다.

### >>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 620,000원(상향)

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 실적 추정치 상향 및 배수 조정을 고려하여 목표주가는 기존 540,000원에서 620,000원으로 14.8% 상향 조정한다.

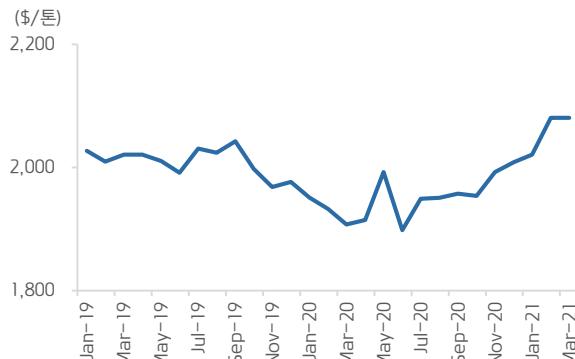
타겟 EV/EBITDA 배수는 기존 8.9배(과거 3년 평균 10% 할인)에서 9.4배(과거 3년 평균 5% 할인)로 변경하였다. 다만 타겟 배수는 타이어코드 경쟁사인 터키 Kordsa, 태국 Indorama Ventures와 아라미드/탄소섬유 경쟁사인 Toray/Teijin/Yantai Taiyo 대비 낮은 수치로 동사의 높은 시장 점유율 및 증설 추진 등을 고려하면 크게 무리하지 않은 수치로 판단된다. 참고로 우리의 목표주가는 현재(4/23일) 주가 대비 49.4%의 상승여력이 있다.

## 국내 PET 타이어코드 수출 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

## 국내 스틸코드 수출 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

## 효성첨단소재 Alkex 제품 라인업

Yarn Type	LOT	Linear density	Breaking tenacity		Breaking strength		Elongation at break		Modulus		
			Denier	MPa	g/d	N	kgf	%	GPa	g/d	
AF 1000	200De <sup>1</sup>	220Dtex	A021	203±10	2923±254	23.0±2.0	45±3.9	4.6±0.4	2.8±0.5	102±19	800±150
	400De <sup>1</sup>	440Dtex	A041	405±20	2923±254	23.0±2.0	91±7.8	9.3±0.8	3.2±0.5	93±9	730±70
	1000De <sup>1</sup>	1100Dtex	A101	1010±50	2923±254	23.0±2.0	226±20	23.2±2.0	3.5±0.5	86±10	680±80
	1500De <sup>1</sup>	1670Dtex	A151	1520±60	2923±254	23.0±2.0	333±29	35.0±3.0	3.7±0.5	70±7	550±50
	2250De <sup>1</sup>	2500Dtex	A221	2280±80	2923±254	23.0±2.0	510±49	52.4±4.6	3.8±0.5	71±10	560±80
	3000De <sup>1</sup>	3340Dtex	A311	3040±100	2923±254	23.0±2.0	686±59	70.0±6.0	4.2±0.5	65±11	510±90
			A301	3040±100	2923±254	23.0±2.0	686±59	70.0±6.0	3.9±0.5	74±11	580±90
	400De <sup>1</sup>	440Dtex	H041	405±20	3432±254	27.0±2.0	108±10	10.9±0.8	3.5±0.5	92±9	720±70
AF 2000	840De <sup>1</sup>	930Dtex	H081	850±40	3432±254	27.0±2.0	226±20	23.0±1.7	3.5±0.5	89±9	700±70
	1000De <sup>1</sup>	1100Dtex	H101	1010±50	3432±254	27.0±2.0	265±20	27.3±2.0	3.6±0.5	89±9	700±70
	1500De <sup>1</sup>	1670Dtex	H151	1520±60	3432±254	27.0±2.0	402±20	410±30	3.7±0.5	89±9	700±70

자료: 효성첨단소재, 키움증권 리서치

## 효성첨단소재 Valuation

(액원, 배, 천주)	EBITDA	Multiple	비고
타이어보강재 등	4,612	9.4	43,376
		43,376	배수 3년 평균 5% 할인 2021년 추정 기준
영업가치 합(A)			
투자자산가치(B)			
순차임금(C)		15,580	2021년 추정 기준
시가총액(D=A+B-C)		27,796	
주식수(E)		4,468	
적정주가(D/E)		622,104	
목표주가		620,000	천원 단위 절하
현재주가		415,000	4/23일 종가 기준
상승여력		49.4%	현재주가 대비

자료: 효성첨단소재, 키움증권 리서치

## 효성첨단소재 실적 전망(\*분할 전 실적 포함)

(실익원)	2020				2021				2018*	2019	2020	2021E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE					
매출액	688	377	637	693	842	949	879	798	3,002	3,054	2,395	3,468	
	타이어보강재	396	188	349	485	587	527	449	1,797	1,741	1,304	2,049	
	기타	292	190	287	322	357	361	352	349	1,206	1,313	1,091	1,419
영업이익	29	-43	12	37	77	83	77	54	134	158	34	291	
	타이어보강재	20	-27	3	21	49	55	50	29	96	115	16	183
	기타	9	-16	9	16	28	27	25	39	43	18	108	
영업이익률	4.1%	-11.3%	1.9%	5.3%	9.2%	8.7%	8.8%	6.8%	4.5%	5.2%	1.4%	8.4%	
	타이어보강재	4.9%	-14.4%	0.9%	5.6%	10.1%	9.4%	9.5%	6.4%	5.3%	6.6%	1.3%	8.9%
	기타	3.0%	-8.3%	3.1%	4.9%	7.9%	7.6%	7.6%	7.2%	3.2%	3.3%	1.6%	7.6%

자료: 효성첨단소재, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>매출액</b>	1,767.5	3,053.6	2,394.6	3,468.4	3,617.9
매출원가	1,584.7	2,696.6	2,186.0	2,931.9	3,053.8
매출총이익	182.8	357.0	208.7	536.5	564.1
판관비	118.6	198.7	174.4	245.5	254.8
<b>영업이익</b>	64.1	158.3	34.2	290.9	309.3
<b>EBITDA</b>	178.1	332.6	210.6	461.2	466.7
<b>영업외손익</b>	-69.6	-106.1	-33.1	-39.0	-38.3
이자수익	0.5	0.3	0.4	0.8	2.8
이자비용	35.3	60.3	47.1	48.5	50.0
외환관련이익	20.2	33.6	42.2	20.1	21.1
외환관련손실	41.3	43.0	29.4	17.5	18.4
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-13.7	-36.7	0.8	6.1	6.2
<b>법인세차감전이익</b>	-5.4	52.3	1.1	251.9	271.0
법인세비용	18.3	105.2	-5.7	55.4	59.6
<b>계속사업순손익</b>	-23.7	-52.9	6.8	196.5	211.4
<b>당기순이익</b>	-23.7	-52.9	6.8	196.5	211.4
<b>지배주주순이익</b>	-26.5	-70.0	0.1	196.5	211.4
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	72.8	-21.6	44.8	4.3
영업이익 증감율	NA	147.0	-78.4	750.6	6.3
EBITDA 증감율	NA	86.7	-36.7	119.0	1.2
지배주주순이익 증감율	NA	164.2	-100.1	196,400.0	7.6
EPS 증감율	NA	적지	흑전 249,805.7	7.6	
매출총이익율(%)	10.3	11.7	8.7	15.5	15.6
영업이익률(%)	3.6	5.2	1.4	8.4	8.5
EBITDA Margin(%)	10.1	10.9	8.8	13.3	12.9
지배주주순이익률(%)	-1.5	-2.3	0.0	5.7	5.8

## 재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	1,031.0	984.0	939.3	1,340.8	1,672.0
현금 및 현금성자산	84.8	31.8	47.1	98.6	375.5
단기금융자산	5.0	4.4	4.4	4.4	4.4
매출채권 및 기타채권	442.5	439.4	442.6	641.1	668.7
재고자산	466.6	472.1	324.7	470.3	490.6
기타유동자산	37.1	40.7	124.9	130.8	137.2
<b>비유동자산</b>	1,503.7	1,547.1	1,437.3	1,367.0	1,309.6
투자자산	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
유형자산	1,196.7	1,276.0	1,204.4	1,134.1	1,076.6
무형자산	107.7	71.7	36.6	36.6	36.6
기타비유동자산	194.2	194.3	191.2	191.2	191.3
<b>자산총계</b>	2,534.7	2,531.1	2,376.6	2,707.9	2,981.6
<b>유동부채</b>	1,474.7	1,540.2	1,574.9	1,677.1	1,706.8
매입채무 및 기타채무	369.2	301.8	335.2	437.4	467.2
단기금융부채	1,215.2	1,227.8	1,227.8	1,227.8	1,227.8
기타유동부채	-109.7	10.6	11.9	11.9	11.8
<b>비유동부채</b>	594.0	585.5	420.6	470.6	520.6
장기금융부채	572.0	405.9	455.9	505.9	595.9
기타비유동부채	22.0	179.6	-35.3	-35.3	-75.3
<b>부채총계</b>	2,068.7	2,125.7	1,995.5	2,147.6	2,227.4
<b>자자지분</b>	385.8	323.4	312.8	491.9	685.9
자본금	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
자본잉여금	384.1	384.1	384.1	384.1	384.1
기타자본	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9
기타포괄손익누계액	7.7	19.6	9.6	-3.4	-16.3
이익잉여금	-26.6	-100.8	-101.4	90.7	297.6
비자지분	80.2	82.0	68.3	68.3	68.3
<b>자본총계</b>	466.0	405.4	381.1	560.2	754.2

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	91.0	127.0	312.4	119.5	349.5
당기순이익	-23.7	-52.9	6.8	196.5	211.4
비현금항목의 가감	185.4	281.9	218.0	277.5	268.3
유형자산감가상각비	113.9	174.2	176.4	170.3	157.4
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	71.5	107.7	41.6	107.2	110.9
영업활동자산부채증감	-23.2	-61.4	151.6	-252.4	-24.5
매출채권및기타채권의감소	-5.0	17.5	-13.7	-198.5	-27.6
재고자산의감소	-80.2	6.1	146.5	-145.6	-20.3
매입채무및기타채무의증가	43.6	-92.8	20.8	102.2	29.8
기타	18.4	7.8	-2.0	-10.5	-6.4
기타현금흐름	-47.5	-40.6	-64.0	-102.1	-105.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-104.3	-222.9	-148.7	-91.2	-91.2
유형자산의 취득	-106.7	-238.2	-161.0	-100.0	-100.0
유형자산의 처분	4.2	24.5	6.8	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-5.6	-6.2	-4.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.3	-3.7	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-4.3	-0.7	0.6	0.0	0.0
기타	9.4	1.4	8.9	8.8	8.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	-191.9	50.9	-142.4	44.9	40.5
차입금의 증가(감소)	-190.0	72.3	-119.2	50.0	50.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.9	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-17.6	-18.2	0.0	-4.5
기타	0.0	-3.8	-5.0	-5.1	-5.0
기타현금흐름	-0.7	-8.0	-5.9	-21.8	-21.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-205.9	-52.9	15.3	51.4	276.9
기초현금 및 현금성자산	290.7	84.8	31.8	47.1	98.6
기말현금 및 현금성자산	84.8	31.8	47.1	98.6	375.5

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-10,218	-15,622	18	43,859	47,183
BPS	86,118	72,195	69,831	109,804	153,101
CFPS	62,410	51,110	50,186	105,805	107,061
DPS	0	0	0	1,000	1,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-10.1	-7.1	8,490.0	9.5	8.8
PER(최고)	-22.8	-9.7	10,028.4		
PER(최저)	-9.4	-6.3	2,421.6		
PBR	1.2	1.5	2.1	3.8	2.7
PBR(최고)	2.7	2.1	2.5		
PBR(최저)	1.1	1.4	0.6		
PSR	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5
PCFR	1.7	2.2	3.0	3.9	3.9
EV/EBITDA	11.8	6.9	10.9	7.6	7.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금	0.0	0.0	0.0	2.3	2.1
배당수익률(%),보통주,현금	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2
ROA	-0.9	-2.1	0.3	7.7	7.4
ROE	-6.9	-19.7	0.0	48.8	35.9
ROIC	3.3	-7.9	1.0	12.1	12.4
매출채권회전율	8.0	6.9	5.4	6.4	5.5
재고자산회전율	7.6	6.5	6.0	8.7	7.5
부채비율	443.9	524.3	523.6	383.4	295.4
순차입금비율	333.1	424.4	409.2	278.1	176.5
이자보상배율	1.8	2.6	0.7	6.0	6.2
총차입금	1,641.4	1,757.5	1,611.0	1,661.0	1,711.0
순차입금	1,552.3	1,720.7	1,559.5	1,558.0	1,331.1
NOPLAT	178.1	332.6	210.6	461.2	466.7
FCF	45.4	-260.7	189.4	44.8	274.2

자료: 키움증권 리서치

## Compliance Notice

- 당사는 4월 23일 현재 '효성첨단소재' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

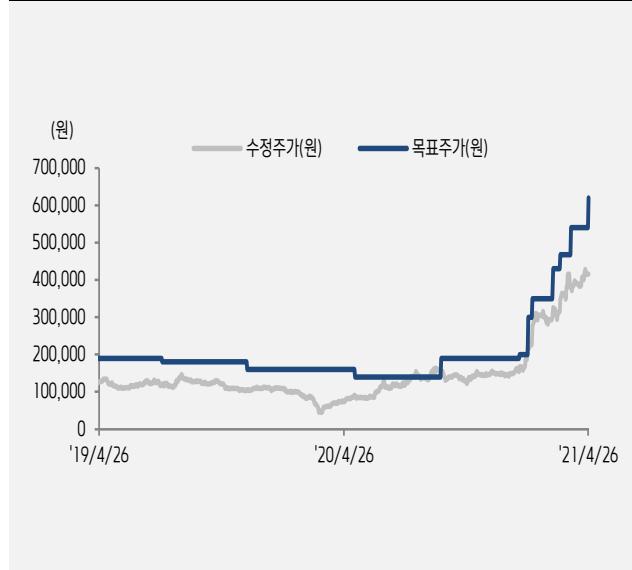
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표주가 대상 시점			괴리를(%)		
				평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
효성첨단소재 (298050)	2019-05-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-38.24	-29.21			
	2019-06-25	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-36.89	-29.21			
	2019-07-29	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-34.24	-32.78			
	2019-08-02	Buy(Maintain)	180,000원	6개월	-30.30	-18.89			
	2019-10-31	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-32.74	-30.63			
	2019-12-03	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-32.43	-29.69			
	2020-01-10	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-41.77	-29.69			
	2020-05-12	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-14.68	16.79			
	2020-09-18	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-26.52	-18.95			
	2020-10-26	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-27.22	-18.95			
	2020-11-02	Buy(Maintain)	190,000원	6개월	-23.97	-14.74			
	2021-01-13	Buy(Maintain)	200,000원	6개월	-9.82	10.50			
	2021-01-28	Buy(Maintain)	300,000원	6개월	-23.92	-22.17			
	2021-02-01	Buy(Maintain)	350,000원	6개월	-14.38	-9.71			
	2021-02-23	Buy(Maintain)	430,000원	6개월	-31.94	-30.35			
	2021-03-04	Buy(Maintain)	430,000원	6개월	-29.31	-24.19			
	2021-03-15	Buy(Maintain)	468,000원	6개월	-19.82	-11.32			
	2021-04-02	Buy(Maintain)	540,000원	6개월	-26.59	-20.74			
	2021-04-23	Buy(Maintain)	620,000원	6개월					

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리를율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기입	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%