

효성
(004800)

양지환 jhw.yang@daishin.com 이지수 jane.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 130,000
상향
현재주가 99,400
(21.04.30)
지수업종

지분법 자회사 덕 좀 보네

투자의견 매수, 목표주가 130,000원으로 8.3% 상향

- 목표주가 상향은 자회사들의 주가 상승에 따른 NAV 증가를 반영
- 효성의 2021년 1분기 실적은 당사 추정을 크게 상회하는 서프라이즈 시현
- 실적 호전의 가장 큰 이유는 지분법 자회사인 효성티앤씨, 효성첨단소재, 그리고 효성화학의 2021년 1분기 실적이 시장 기대치를 상회했기 때문
- 반면, 연결자회사인 효성티앤에스는 부진한 1분기 실적 시현. 전통적으로 1분기가 비수기이기도 하지만, 코로나19의 재확산에 따른 고객사의 주문 지연 영향에 따른 것으로 판단함
- 효성티앤에스는 2분기 매장형 로봇 키오스크, 무인계산대 공급과 지연되었던 고객사의 주문 물량의 매출 반영으로 실적 회복 예상함
- 1분기 실적 호조의 주요 요인인 지분법 자회사들의 실적도 호조세를 기록할 것으로 전망됨에 따라 2분기에도 실적 호조세는 지속될 것으로 판단

2021년 1분기 실적 역대급 서프라이즈 시현

- 효성의 2021년 1분기 실적은 연결기준 매출액 6,869억원(+1.5% yoy), 영업 이익 1,006억원(+707.6% yoy), 지배주주순이익 717억원(흑전 yoy) 시현
- 별도기준으로는 매출액 1,804억원, 영업이익 713억원을 기록함
- 주요 연결자회사 실적은 **[효성티앤에스]** 매출액 1,555억원(-28.0% yoy), 영업이익 36억원(-82.9% yoy), **[기타, FMK, 굿스프링스, 트랜스월드]** 매출액 3,564억원(-15.4% yoy), 영업이익 39억원(-51.3% yoy)로 부진
- 지분법 자회사로의 지분법이익은 효성티앤씨 285억원, 효성첨단소재 90억원, 효성화학 85억원, 효성중공업 19억원 등이 인식됨

(단위: 십억원, %)

구분	1Q20	4Q20	1Q21				2Q21			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	677	820	723	687	1.5	-16.2	723	730	10.7	6.3
영업이익	12	79	70	101	707.6	27.7	70	91	419.6	-9.4
순이익	-9	26	42	72	흑전	175.3	42	52	158.4	-27.4

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

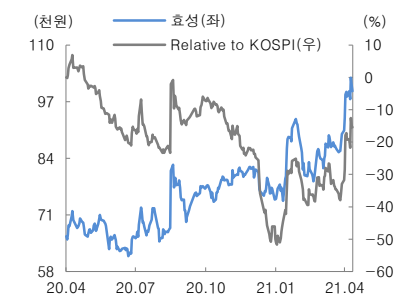
(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,176	2,783	3,044	3,057	3,302
영업이익	202	139	356	338	365
세전순이익	166	110	313	295	331
총당기순이익	150	1	273	258	288
지배지분순이익	104	-53	240	227	254
EPS	4,921	-2,504	11,390	10,754	12,041
PER	16.1	NA	8.7	9.2	8.3
BPS	115,817	105,988	111,342	115,807	121,256
PBR	0.7	0.7	0.9	0.9	0.8
ROE	4.2	-2.3	10.5	9.5	10.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 효성, 대신증권 Research Center

KOSPI	3147.86
시가총액	2,094십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	102,500원 / 61,500원
120일 평균거래대금	126억원
외국인지분율	9.75%
주요주주	조현준 외 13 인 55.13% 국민연금공단 10.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	11.3	34.0	34.3	42.4
상대수익률	8.6	26.7	-3.3	-11.9



연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	3,059	3,219	3,044	3,057	-0.5	-5.0
판매비와 관리비	291	303	290	288	-0.4	-4.8
영업이익	312	351	356	338	14.3	-3.7
영업이익률	10.2	10.9	11.7	11.0	1.5	0.1
영업외손익	-43	-42	-43	-42	적자유지	적자유지
세전순이익	268	308	313	295	16.6	-4.2
지배지분순이익	229	264	240	227	4.7	-14.0
순이익률	7.6	8.4	9.0	8.4	1.3	0.1
EPS(지배지분순이익)	10,879	12,507	11,390	10,754	4.7	-14.0

자료: 효성, 대신증권 Research Center

표 1. 효성의 SOTP Valuation (단위: 십억원, %, 원/주)

		2020	2021F	12M Forward	적용배수	Value	Weight
영업가치	로열티	46.2	48.5	48	23.3	1,115	27.4%
	소계					1,115	27.4%
상장자회사	계열사명	지분율	시가총액			지분가치	
	효성 ITX	37.6	233			88	2.2%
	효성화학	20.2	930			188	4.6%
	효성중공업	32.5	670			217	5.3%
	효성첨단소재	21.2	1,723			365	9.0%
	효성티앤씨	20.3	2,597			528	13.0%
	소계		6,151			1,385	34.1%
	지분가치	계열사명	지분율	Book value	적용배수	Value	Weight
비상장자회사	효성굿스프링스(주)	100.0	74	1.0	74	1.8%	
	효성트랜스월드(주)	100.0	5	1.0	5	0.1%	
	효성투자개발	59.0	35	1.0	35	0.9%	
	효성티앤에스	54.0	75	1.0	75	1.8%	
	기타(해외법인포함)		270	1.0	270	6.6%	
	소계				459	11.3%	
그 외	안양공장부지(BV=470 십억원)					783	19.3%
영업 및 지분가치 합계						3,743	
순차입금(별도)						-322	7.9%
순자산가치						4,065	
주당순자산가치						204,162	
할인율						40%	
Target NPV						2,439	
발행주식수——(8)						21,071,025	
자기주식——(9)						1,161,621	
유통주식수——(10)=(8)-(9)						19,909,404	
목표주가						122,497	

주) WACC 4.3%, g=0%를 적용하여 로열티 가치 산정
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 효성의 분기 및 연간 매출 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	677	660	719	820	793	717	783	837	2,876	3,129	3,052
% yoy	-8.6	-29.9	-8.2	-14.0	17.1	8.6	8.8	2.1	-15.9	8.8	-2.5
매출원가	590	569	607	601	514	568	630	672	2,367	2,384	2,424
% of 매출액	87.1	86.3	84.4	73.3	64.9	79.2	80.4	80.3	82.3	76.2	79.4
% yoy	-6.6	-25.2	-11.2	-24.0	-12.7	-0.3	3.7	11.9	-17.4	0.7	1.7
매출총이익	87.3	90.5	112.3	141.2	278.1	149.3	153.2	165.2	431.3	745.8	627.7
GPM	12.9	13.7	15.6	17.2	35.1	20.8	19.6	19.7	15.0	23.8	20.6
% yoy	-20.1	-49.7	12.1	-13.5	218.5	64.8	36.4	17.0	-21.9	72.9	-15.8
판매비	70	68	63	56	67	65	70	75	257	278	268
연구개발비	4.6	4.7	4.5	6.0	4.5	4.6	4.6	6.1	19.8	19.8	19.5
영업이익	13	18	45	79	206	79	79	84	154	448	340
OPM	1.8	2.7	6.3	9.6	26.0	11.1	10.1	10.0	5.4	14.3	11.1
% yoy	-69.4	-83.2	79.8	7.1	1,549.6	351.3	74.2	6.3	-37.0	190.8	-24.2
사업부문별 매출액											
효성 별도											
로열티수익	9	10	13	13	10	11	14	14	45	50	54
기타	31	65	61	94	170	48	48	62	250	329	224
소계	40	75	74	107	180	59	63	77	296	379	278
연결자회사											
효성티앤에스	216	232	200	262	156	243	210	276	910	884	928
효성캐피탈	47	47	0	0	0	0	0	0	94	0	0
기타(FMK, 굿스프링스)	421	397	496	503	356	424	538	532	1,817	1,851	1,933
소계	671	671	712	784	618	703	781	840	2,838	2,942	3,020
자회사 지분법이익	-13.5	-3.9	16.8	18.7	105.6	35.5	34.0	32.3	18.2	207.4	158.9
연결조정	-34	-86	-67	-71	-5	-46	-61	-80	-258	-192	-247
합계	677	660	719	820	793	717	783	837	2,876	3,129	3,052
사업부문별 영업이익											
효성별도	-16.5	15.3	16.6	41.6	71.3	0.6	0.6	0.8	57	73	26
연결자회사											
효성티앤에스	21.1	31.5	12.7	28.1	3.6	24.8	21.4	27.8	93	78	97
효성캐피탈	7.2	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16	0	0
기타	8.0	1.7	8.9	12.2	3.9	14.4	18.8	18.6	31	56	68
자회사 지분법이익	-13.5	-3.9	16.8	18.7	105.6	35.5	34.0	32.3	18	207	159
연결조정	6.1	-35.4	-9.7	-21.8	21.8	4.1	4.1	4.3	-61	34	-9
합계	12	18	45	79	206	79	79	84	154	448	340

주: 2020년 4분기 실적은 단기순이익 이전 캐피탈 실적 제외(당기순이익에서 캐피탈의 중단영업이익 반영)
자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

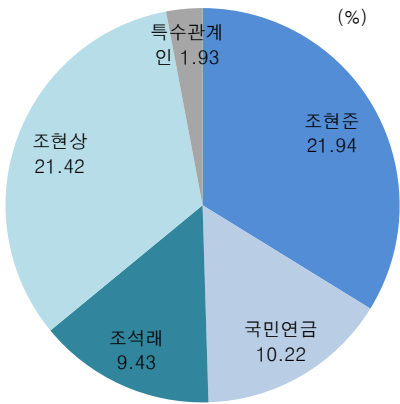
- 효성은 1966년 11월에 설립됨. 효성은 지주회사 전환을 위해 2018년 6월1일을 분할기일로 인적분할함
- 2019년 4월 11일 공정거래위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족 통보 받으며 본격적인 지주체계 시작
- (주)효성이 영위하는 사업은 4개 사업회사는 효성티앤씨(섬유/무역 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성첨단소재(산업자재 사업부문), 효성화학(화학 사업부문) 로 자본법대상 적용 연결/지분법 합산 완료됨
- 브랜드사용료, 연구유역 비용 등 안정적 수익구조 확보 중

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장자회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동요인
- 비상장 자회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 효성, 대신증권 Research Center

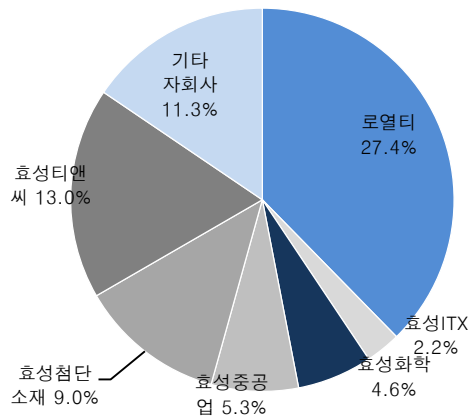
효성의 주요 주주구성



자료: 효성, 대신증권 Research Center

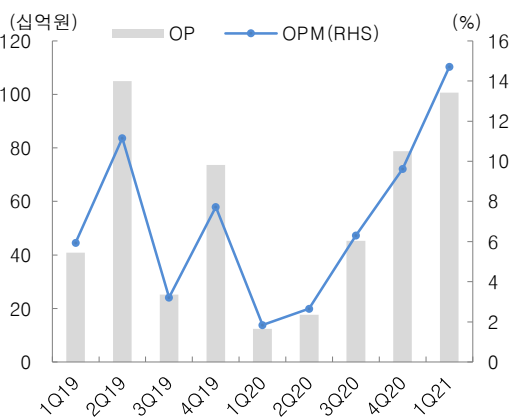
Earnings Driver

효성의 NAV 비중



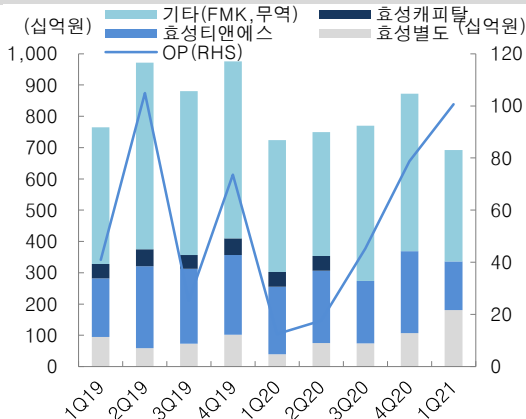
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성(별도)부문 OP 및 OPM 추이



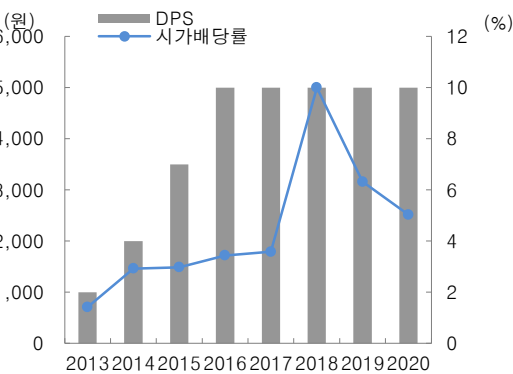
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성의 매출 및 OP 추이



자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성의 배당 및 배당수익률 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,176	2,783	3,044	3,057	3,302
매출원가	2,699	2,367	2,397	2,431	2,626
매출총이익	476	416	646	626	676
판매비와관리비	274	277	290	288	312
영업이익	202	139	356	338	365
영업이익률	6.4	5.0	11.7	11.0	11.0
EBITDA	300	242	441	417	440
영업외손익	-36	-29	-43	-42	-34
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	41	47	47	47	39
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-69	-99	-100	-98	-81
외환관련손실	24	58	57	57	45
기타	-8	22	10	9	8
법인세비용차감전순손익	166	110	313	295	331
법인세비용	-43	-14	-40	-38	-42
계속사업순손익	123	96	273	258	288
중단사업순손익	27	-94	0	0	0
당기순이익	150	1	273	258	288
당기순이익률	4.7	0.0	9.0	8.4	8.7
비재배지분순이익	46	54	33	31	35
지배지분순이익	104	-53	240	227	254
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	146	-27	244	229	260
비재배지분포괄이익	47	50	5	27	31
지배지분포괄이익	99	-78	239	201	229

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,921	-2,504	11,390	10,754	12,041
PER	16.1	NA	8.7	9.2	8.3
BPS	115,817	105,988	111,342	115,807	121,256
PBR	0.7	0.7	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	14,260	11,466	20,912	19,804	20,894
EV/EBITDA	14.4	9.4	6.1	6.1	5.6
SPS	150,710	132,056	144,451	145,087	156,694
PSR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
CFPS	12,341	11,737	27,380	26,232	27,284
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	5.8	-12.4	9.4	0.4	8.0
영업이익 증가율	30.4	-31.3	156.6	-5.2	8.0
순이익 증가율	-95.6	-99.2	22,249.3	-5.6	12.0
수익성					
ROIC	9.4	7.7	20.2	19.2	20.7
ROA	3.1	2.5	7.8	7.2	7.7
ROE	4.2	-2.3	10.5	9.5	10.2
안정성					
부채비율	140.8	76.2	76.5	72.1	64.4
순차입금비율	88.7	15.3	10.6	5.1	1.3
이자보상배율	5.7	4.6	11.0	11.1	14.4

자료: 효성, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,312	1,627	1,888	1,979	2,001
현금및현금성자산	189	222	396	482	422
매출채권 및 기타채권	394	495	538	541	582
재고자산	574	463	507	509	550
기타유동자산	155	447	447	447	447
비유동자산	3,283	2,803	2,774	2,750	2,729
유형자산	918	931	907	888	871
관계기업투자금	1,281	1,258	1,259	1,261	1,262
기타비유동자산	1,085	614	607	601	596
자산총계	6,527	4,430	4,662	4,728	4,730
유동부채	2,238	1,090	1,237	1,208	1,087
매입채무 및 기타채무	434	406	428	429	450
차입금	766	392	392	362	332
유동성채무	748	0	120	116	0
기타유동부채	291	292	297	301	306
비유동부채	1,578	825	784	773	766
차입금	988	448	398	378	362
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	590	377	386	395	404
부채총계	3,817	1,915	2,020	1,981	1,854
자배지분	2,440	2,233	2,346	2,440	2,555
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	951	951	951	951	951
이익잉여금	6,337	6,181	6,321	6,448	6,602
기타지분변동	-4,953	-5,004	-5,032	-5,065	-5,104
비지배지분	270	281	295	307	322
자본총계	2,710	2,514	2,641	2,747	2,877
순차입금	2,405	384	280	140	38

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	141	278	417	457	424
당기순이익	123	96	273	258	288
비현금항목의 가감	110	246	304	295	287
감가상각비	98	103	84	80	76
외환손익	0	16	21	20	17
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	12	127	199	195	194
자산부채의 증감	-177	8	4	65	9
기타현금흐름	85	-71	-164	-160	-160
투자활동 현금흐름	-128	-229	-53	-53	-53
투자자산	-50	252	-1	-1	-1
유형자산	-62	-53	-53	-53	-53
기타	-16	-428	1	1	1
재무활동 현금흐름	-170	-12	-520	-644	-752
단기차입금	11	59	0	-30	-30
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	642	577	-50	-20	-16
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-138	-130	-100	-100	-100
기타	-686	-519	-371	-495	-607
현금의 증감	-152	33	174	86	-60
기초 현금	341	189	222	396	482
기말 현금	189	222	396	482	422
NOPLAT	149	121	311	294	318
FCF	172	162	334	313	333

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

효성(004800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	21.05.03	21.02.09	20.09.15	20.04.29	20.02.01	19.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	130,000	120,000	105,000	90,000	100,000	100,000
과리율(평균.%)		(26.96)	(25.74)	(24.46)	(32.65)	(18.18)
과리율(최대/최소.%)		(14.58)	(15.33)	(8.33)	(24.60)	(11.40)

제시일자	19.05.09
투자의견	Buy
목표주가	91,000
과리율(평균.%)	(16.61)
과리율(최대/최소.%)	(10.22)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)

제시일자
투자의견
목표주가
과리율(평균.%)
과리율(최대/최소.%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210428)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	8.7%	1.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상