

# 효성 (004800)

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

투자 의견 BUY  
매수, 유지

6개월 목표주가 150,000  
상향

현재주가 104,500  
(21.07.09)

지주업종

## 사상최대 분기 실적 전망

투자 의견 매수, 목표주가 150,000원으로 15.4% 상향

- 목표주가 상향은 계열사들의 지분가치 상승 및 실적 서프라이즈에 따른 영업 가치 상승 등을 반영. 계열사들의 실적 호전으로 효성의 상장 계열사들의 시가총액은 8조원, 동사가 보유한 지분가치는 1.8조원을 상회
- 효성의 2021년 2분기 실적은 당사의 직전 추정 및 시장 기대치를 크게 상회하는 깜짝 실적을 시현할 전망
- 실적 호전의 주된 이유는 지분법 자회사들의 실적 개선에 따른 지분법 이익 급증 때문. 특히, 효성티앤씨와 효성첨단소재 2분기 실적이 최근 높아진 시장의 기대치를 상회할 것으로 전망
- 효성화학 및 효성중공업도 실적 개선되며, 깜짝 실적 시현에 기여 예상
- 효성티앤에스는 러시아 Bank(Sber, VTB, Home Credit Bank)향 제품의 판매 실적이 3분기로 이연될 전망으로 3분기 실적이 크게 증가할 것으로 전망함

2021년 2분기 영업이익의 시장 기대치를 약 70% 상회하는 깜짝 실적

- 효성의 2021년 2분기 실적은 매출액 7,931억원(+20.2% yoy), 영업이익은 1,749억원(+896.7% yoy), 지배주주순이익은 1,081억원(+436.3% yoy) 예상
- 2021년 1분기에 이어 2분기에도 자회사로부터의 지분법이익 급증 때문
- 2분기 지분법이익은 약 1,269억원(흑전 yoy, 1Q21 1,056억원) 추정. **효성티앤씨**와 **효성첨단소재**의 실적 개선이 절대적으로 기여했을 것으로 예상
- **효성티앤에스**의 2분기 실적은 매출액 2,351억원(+1.5% yoy), 영업이익 294억원(-6.7% yoy)으로 추정. 러시아향 매출 3분기 이연으로 예상보다 부진

(단위: 십억원, %)

구분	2Q20	1Q21	2021(F)			3Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	660	687	791	793	20.2	15.5	837	878	40.3	10.7
영업이익	18	101	150	175	896.7	73.8	105	176	485.9	0.5
순이익	20	72	91	108	436.3	50.8	79	109	흑전	0.5

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

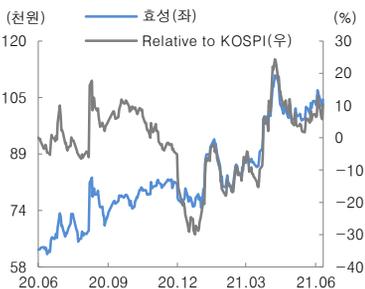
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,176	2,783	3,273	3,253	3,513
영업이익	202	139	595	499	539
세전순이익	166	110	552	457	505
총당기순이익	150	1	481	398	441
지배지분순이익	104	-53	424	351	388
EPS	4,921	-2,504	20,099	16,642	18,399
PER	16.1	NA	5.2	6.2	5.7
BPS	115,817	105,988	120,051	130,404	142,211
PBR	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7
ROE	4.2	-2.3	17.8	13.3	13.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성, 대신증권 Research Center

KOSPI	3,217.95
시가총액	2,202십억원
시가총액비중	0.10%
지분금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	110,500원 / 61,500원
120일 평균거래대금	132억원
외국인지분율	9.52%
주요주주	조현준 외 13 인 55.13% 국민연금공단 10.44%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.8	21.4	31.4	65.6
상대수익률	5.7	18.1	28.8	11.6



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	3,225	3,187	3,273	3,253	1.5	2.1
판매비와 관리비	296	300	301	306	1.4	2.0
영업이익	526	440	595	499	13.1	13.5
영업이익률	16.3	13.8	18.2	15.4	1.9	1.5
영업외손익	-43	-42	-43	-42	적자유지	적자유지
세전순이익	483	398	552	457	14.3	14.9
지배지분순이익	371	305	424	351	14.3	14.9
순이익률	13.1	10.9	14.7	12.2	1.6	1.4
EPS(지배지분순이익)	17,586	14,482	20,099	16,642	14.3	14.9

자료: 효성, 대신증권 Research Center

표 1. 효성의 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

		2020	2021F	12M Forward	적용배수	Value	Weight
영업가치	로열티	58.4	63.1	60	23.3	1,403	27.9%
	소계					1,403	27.9%
상장자회사	계열사명		지분율	시가총액		지분가치	
	효성 ITX		37.6	256		96	1.9%
	효성화학		20.2	1,214		245	4.9%
	효성중공업		32.5	663		215	4.3%
	효성첨단소재		21.2	2,202		467	9.3%
	효성티앤씨		20.3	3,856		783	15.6%
	소계			6,151		1,385	34.1%
지분가치	계열사명		지분율	Book value	적용배수	Value	Weight
	효성굿스프링스(주)		100.0	74	1.0	74	1.5%
	효성트랜스월드(주)		100.0	5	1.0	5	0.1%
	효성투자개발		59.0	35	1.0	35	0.7%
	효성티앤에스		54.0	75	1.0	75	1.5%
	기타(해외법인포함)			270	1.0	270	5.4%
	소계					459	9.1%
그 외	안양공장부지(BV=470 십억원)					1,000	19.9%
<b>영업 및 지분가치 합계</b>						<b>4,669</b>	
순차입금(별도)						-357	7.1%
<b>순자산가치</b>						<b>5,026</b>	
주당순자산가치						252,432	
할인율						40%	
<b>Target NPV</b>						<b>3,015</b>	
발행주식수—(8)						21,071,025	
자기주식—(9)						1,161,621	
유통주식수—(10)=(8)-(9)						19,909,404	
<b>목표주가</b>						<b>151,459</b>	

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	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>687</b>	<b>793</b>	<b>878</b>	<b>915</b>	<b>674</b>	<b>781</b>	<b>872</b>	<b>925</b>	<b>2,876</b>	<b>3,273</b>	<b>3,253</b>
% yoy	1.5	20.2	22.0	11.6	-1.9	-1.5	-0.6	1.1	-15.9	13.8	-0.6
매출원가	521	545	624	687	485	578	668	717	2,367	2,377	2,448
% of 매출액	75.8	68.8	71.1	75.1	71.9	74.0	76.6	77.5	82.3	72.6	75.3
% yoy	-11.7	-4.2	2.8	14.4	-6.9	5.9	7.1	4.4	-17.4	0.4	3.0
매출총이익	166.1	247.7	254.1	228.0	189.1	203.4	204.1	208.4	431.3	895.9	805.0
GPM	24.2	31.2	28.9	24.9	28.1	26.0	23.4	22.5	15.0	27.4	24.7
% yoy	90.3	173.6	126.2	61.5	13.9	-17.9	-19.7	-8.6	-21.9	107.7	-10.1
판관비	61	68	74	78	60	68	76	82	257	281	286
연구개발비	4.6	4.6	4.6	6.1	4.2	4.4	4.7	6.2	19.8	19.9	19.5
<b>영업이익</b>	<b>101</b>	<b>175</b>	<b>176</b>	<b>144</b>	<b>125</b>	<b>131</b>	<b>124</b>	<b>120</b>	<b>154</b>	<b>595</b>	<b>499</b>
OPM	14.6	22.1	20.0	15.7	18.5	16.8	14.2	12.9	5.4	18.2	15.4
% yoy	704.8	893.9	287.9	82.8	24.2	-25.1	-29.7	-16.8	-37.0	286.1	-16.1
<b>사업부문별 매출액</b>											
<b>효성 별도</b>											
로열티수익	12	13	17	17	13	14	18	18	45	58	63
기타	169	175	173	154	132	135	128	133	250	671	528
소계	180	188	190	171	145	149	146	152	296	729	591
<b>연결자회사</b>											
효스티앤에스	156	235	225	276	163	247	236	289	910	891	935
기타(FMK, 굿프링스)	356	377	471	478	372	392	498	494	1,817	1,682	1,757
소계	512	612	696	753	536	639	734	783	2,838	2,573	2,692
<b>자회사 지분법이익</b>	<b>105.6</b>	<b>126.9</b>	<b>124.8</b>	<b>91.4</b>	<b>62.4</b>	<b>84.7</b>	<b>77.4</b>	<b>67.7</b>	<b>18.2</b>	<b>448.7</b>	<b>292.2</b>
연결조정	-5	-6	-8	-9	-6	-7	-8	-10	-258	-29	-31
<b>합계</b>	<b>687</b>	<b>793</b>	<b>878</b>	<b>915</b>	<b>674</b>	<b>781</b>	<b>872</b>	<b>925</b>	<b>2,876</b>	<b>3,273</b>	<b>3,253</b>
<b>사업부문별 영업이익</b>											
<b>효성별도</b>											
효성별도	71.3	9.4	9.5	8.5	73.4	7.4	7.3	7.6	57	99	96
<b>연결자회사</b>											
효스티앤에스	3.6	29.4	28.1	27.8	17.1	27.2	24.1	29.2	93	89	98
기타	3.9	4.5	8.5	11.5	5.6	7.1	10.0	10.4	31	28	33
자회사 지분법이익	105.6	126.9	124.8	91.4	62.4	84.7	77.4	67.7	18	449	292
연결조정	-83.8	4.8	4.8	4.8	-33.6	4.7	4.8	4.9	-61	-69	-19
<b>합계</b>	<b>101</b>	<b>175</b>	<b>176</b>	<b>144</b>	<b>125</b>	<b>131</b>	<b>124</b>	<b>120</b>	<b>154</b>	<b>595</b>	<b>499</b>

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

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

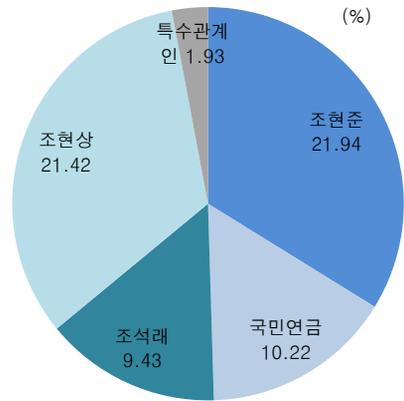
- 효성은 1966년 11월에 설립됨. 효성은 지주회사 전환을 위해 2018년 6월1일을 분할기일로 인적분할함
- 2019년 4월 11일 공정거래위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족 통보 받으며 본격적인 지주체계 시작
- (주)효성이 영위하는 사업은 4개 사업회사는 효성티앤씨(섬유/무역 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성첨단소재(산업자재 사업부문), 효성화학(화학 사업부문) 로 지분법대상 적용 연결/지분법 합산 완료됨
- 브랜드사용료, 연구용역 비용 등 안정적 수익구조 확보 중

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

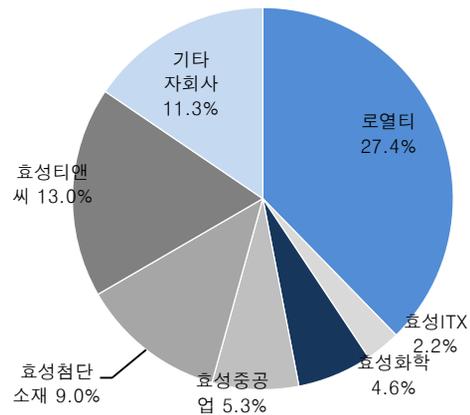
효성의 주요 주주구성



자료: 효성, 대신증권 Research Center

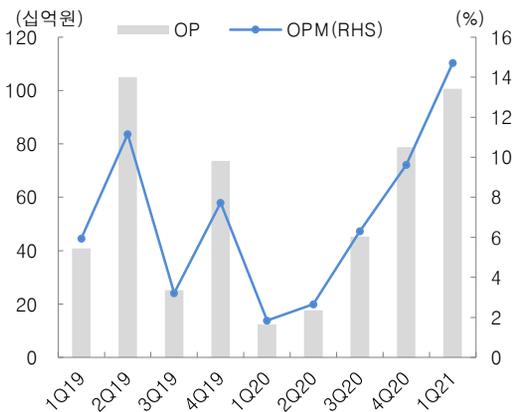
Earnings Driver

효성의 NAV 비중



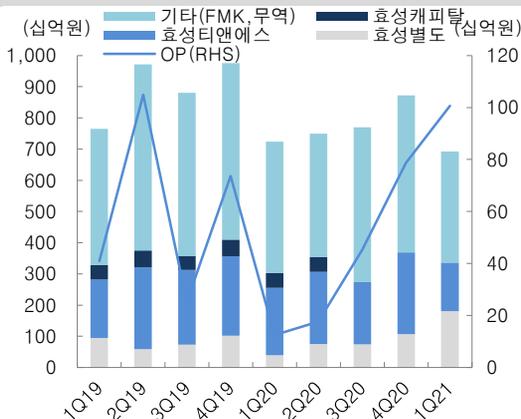
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성(별도)부문 OP 및 OPM 추이



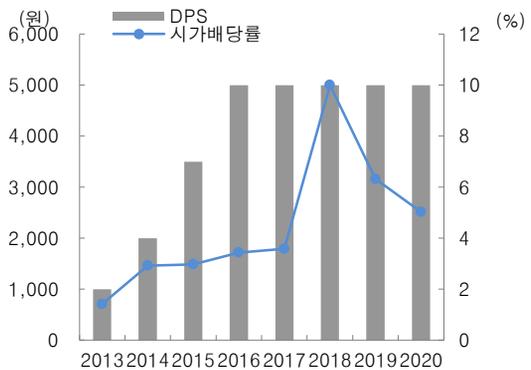
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성의 매출 및 OP 추이



자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성의 배당 및 배당수익률 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,176	2,783	3,273	3,253	3,513
매출원가	2,699	2,367	2,377	2,448	2,644
매출총이익	476	416	896	805	869
판매비외관리비	274	277	301	306	330
영업이익	202	139	595	499	539
영업이익률	6.4	5.0	18.2	15.4	15.4
EBITDA	300	242	680	579	615
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
법인세비용차감전순이익	166	110	552	457	505
법인세비용	-43	-14	-71	-59	-65
계속사업순이익	123	96	481	398	441
중단사업순이익	27	-94	0	0	0
당기순이익	150	1	481	398	441
당기순이익률	4.7	0.0	14.7	12.2	12.5
비배지분순이익	46	54	58	48	53
지배지분순이익	104	-53	424	351	388
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	146	-27	453	370	412
비배지분포괄이익	47	50	9	44	49
지배지분포괄이익	99	-78	444	325	362

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,921	-2,504	20,099	16,642	18,399
PER	16.1	NA	5.2	6.2	5.7
BPS	115,817	105,988	120,051	130,404	142,211
PBR	0.7	0.7	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	14,260	11,466	32,263	27,477	29,180
EV/EBITDA	14.4	9.4	3.9	4.1	3.5
SPS	150,710	132,056	155,326	154,375	166,725
PSR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6
CFPS	12,341	11,737	38,731	33,904	35,570
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	5.8	-12.4	17.6	-0.6	8.0
영업이익 증가율	30.4	-31.3	32.90	-16.1	8.0
순이익 증가율	-95.6	-99.2	39,338.8	-17.2	10.6
수익성					
ROIC	9.4	7.7	33.2	27.4	29.6
ROA	3.1	2.5	12.8	10.0	10.4
ROE	4.2	-2.3	17.8	13.3	13.5
안정성					
부채비율	140.8	76.2	71.6	64.6	55.5
순차입금비율	88.7	15.3	4.6	-5.1	-12.1
이자보상배율	5.7	4.6	18.4	16.4	21.3

자료: 효성, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,312	1,627	2,114	2,341	2,515
현금및현금성자산	189	222	547	780	868
매출채권 및 기타채권	394	495	576	573	616
재고자산	574	463	545	541	585
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	4,888	5,091	5,245
유동부채	2,238	1,090	1,256	1,225	1,105
매입채무 및 기타채무	434	406	447	445	467
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	2,040	1,998	1,871
자배지분	2,440	2,233	2,530	2,748	2,997
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	951	951	951	951	951
이익잉여금	6,337	6,181	6,504	6,756	7,044
기타지분변동	-4,953	-5,004	-5,032	-5,065	-5,104
비배지분	270	281	318	346	377
자본총계	2,710	2,514	2,848	3,094	3,374
순차입금	2,405	384	130	-158	-407

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	141	278	569	607	572
당기순이익	123	96	481	398	441
비현금항목의 가감	110	246	335	316	309
감가상각비	98	103	84	80	76
외환손익	0	16	21	20	17
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	12	127	230	216	217
자산부채의 증감	-177	8	-52	73	5
기타현금흐름	85	-71	-195	-181	-182
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	325	233	87
기초 현금	341	189	222	547	780
기말 현금	189	222	547	780	868
NOPLAT	149	121	519	435	470
FCF	172	162	543	454	485

[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	21.07.12	21.05.03	21.02.09	20.09.15	20.04.29	20.02.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	150,000	130,000	120,000	105,000	90,000	100,000
과리율(평균.%)	(21.39)	(26.66)	(25.74)	(24.46)	(32.65)	
과리율(최대/최소.%)		(15.00)	(10.42)	(15.33)	(8.33)	(24.60)

제시일자	19.08.01	19.07.21
투자의견	Buy	Buy
목표주가	100,000	91,000
과리율(평균.%)	(18.18)	(12.07)
과리율(최대/최소.%)	(11.40)	(10.22)

제시일자	19.08.01
투자의견	Buy
목표주가	100,000
과리율(평균.%)	(18.18)
과리율(최대/최소.%)	(11.40)

**투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210707)**

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.6%	7.4%	0.9%

**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