

효성
(004800)

양지환
jihwan.yang@daishin.com

이지수
jane.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

160,000

상향

현재주가

122,500

(21.07.30)

지주업종

이보다 좋을 순 없다

투자의견 매수, 목표주가 160,000원으로 상향

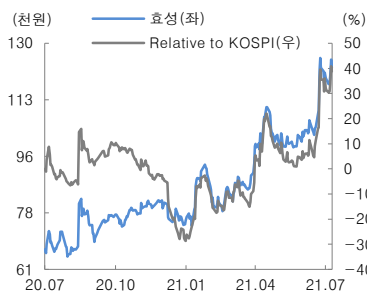
- 목표주가 상향은 자회사 지분가치 증가 및 실적 추정치 상향 때문
- 효성의 2021년 2분기 영업이익은 2,180억원으로 당사 추정을 24.6%, 시장 기대치를 42.4% 상회한 깜짝 실적 기록
- 실적 호전은 1)지분법 이익 급증(티앤씨, 첨단소재, 화학 등), 2)효성티앤에스, FMK 등 연결 자회사의 실적 개선 때문
- 효성티앤에스는 2분기 러시아향 제품(전체 매출의 약 17~18%)의 납품대금 지연 영향이 있었으나, 미국, 인도, 동남아, 대만 등 해외시장 고객 다변화 효과로 예상보다 양호한 실적 시현
- 3분기에도 1)효성티앤씨를 주력으로 한 지분법 계열사들의 실적 개선 지속, 2)효성티앤에스의 납품 지연된 매출 인식 등으로 호실적 전망함

2021년 2분기 실적 높아진 기대치를 뛰어넘는 깜짝 실적 시현

- 효성의 2021년 2분기 실적은 연결기준 매출액 9,468억원(+43.5% yoy), 영업이익 2,180억원(+1,142.1% yoy), 지배주주순이익 1,490억원(639.6% yoy)
- 별도기준으로는 매출액 2,987억원, 영업이익 1,521억원의 실적 시현
- 주요 연결자회사 실적은 [효성티앤에스] 매출액 2,568억원(+10.9% yoy), 영업이익 278억원(-11.5% yoy), [FMK] 매출액 739억원(+81.6% yoy), 영업이익 38억원(2Q20 BEP수준), [기타] 매출액 3,638억원(-9.6% yoy), 영업이익 100억원(0.0% yoy)
- 지분법 자회사로의 지분법이익은 효성티앤씨 479억원, 효성첨단소재 160억원, 효성화학 94억원, 효성중공업 77억원, 기타 1,032억원 등

KOSPI	3202.32
시가총액	2,581십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	125,500원 / 64,900원
120일 평균거래대금	119억원
외국인지분율	9.63%
주요주주	조현준 외 13 인 55.13% 국민연금공단 10.44%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.9	23.2	65.1	76.5
상대수익률	22.4	21.1	53.4	25.0



(단위: 십억원, %)

구분	2020	1Q21	직전추정	잠정치	2Q21			3Q21		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	660	687	793	947	43.5	37.8	875	937	49.7	-1.0
영업이익	18	101	175	218	1,142.1	116.6	153	227	657.0	4.2
순이익	20	72	108	149	639.6	108.0	109	149	흑전	0.1

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,176	2,783	3,494	3,293	3,556
영업이익	202	139	691	506	547
세전순이익	166	110	690	482	530
총당기순이익	150	1	601	420	462
지배지분순이익	104	-53	529	369	407
EPS	4,921	-2,504	25,115	17,535	19,310
PER	16.1	NA	4.9	7.0	6.3
BPS	115,817	105,988	125,067	136,313	149,031
PBR	0.7	0.7	1.0	0.9	0.8
ROE	4.2	-2.3	21.7	13.4	13.5

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	3,273	3,253	3,494	3,293	6.7	1.2
판매비와 관리비	301	306	319	309	6.3	1.1
영업이익	595	499	691	506	16.1	1.4
영업이익률	18.2	15.4	19.8	15.4	1.6	0.0
영업외손익	-43	-42	-2	-25	적자유지	적자유지
세전순이익	552	457	690	482	25.0	5.4
지배지분순이익	424	351	529	369	25.0	5.4
순이익률	14.7	12.2	17.2	12.8	2.5	0.5
EPS(지배지분순이익)	20,099	16,642	25,115	17,535	25.0	5.4

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	26.8%
	소계					1,403	26.8%
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		지분가치	

	효성 ITX	37.6	267		100	1.9%
	효성화학	20.2	1,305		263	5.0%
	효성중공업	32.5	739		240	4.6%
	효성첨단소재	21.2	2,876		610	11.6%
	효성티앤씨	20.3	3,964		805	15.4%
	소계		9,151		2,019	38.5%
비상장자회사	계열사명	지분율	Book value	적용배수	Value	Weight
	효성굿스프링스(주)	100.0	74	1.0	74	1.4%
	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	1.4%
	기타(해외법인포함)		270	1.0	270	5.2%
	소계				459	8.8%
그 외	안양공장부지(BV=470 십억원)				1,000	19.1%
영업 및 지분가치 합계					4,881	
순차입금(별도)					-357	6.8%
순자산가치					5,238	
주당순자산가치					263,092	
할인율					40%	
Target NPV					3,143	
발행주식수——(8)					21,071,025	
자기주식——(9)					1,161,621	
유통주식수——(10)=(8)-(9)					19,909,404	
목표주가					157,855	
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	2Q21	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
매출액	663	947	937	923	645	826	887	934	2,876	3,470	3,293
% yoy	-2.1	43.5	30.2	12.6	-2.7	-12.7	-5.4	1.3	-15.9	20.6	-5.1
매출원가	497	643	627	693	459	615	680	724	2,367	2,459	2,477
% of 매출액	74.9	67.9	66.9	75.1	71.1	74.4	76.7	77.5	82.3	70.9	75.2
% yoy	-15.7	12.9	3.2	15.3	-7.7	-4.3	8.5	4.5	-17.4	3.9	0.7
매출총이익	166.1	304.0	310.4	230.2	186.7	211.2	206.7	210.7	431.3	1,010.7	815.3
GPM	25.1	32.1	33.1	24.9	28.9	25.6	23.3	22.5	15.0	29.1	24.8
% yoy	90.3	235.8	176.4	63.1	12.4	-30.5	-33.4	-8.5	-21.9	134.3	-19.3
판관비	61	81	79	78	57	72	77	83	257	299	290
연구개발비	4.6	4.6	4.6	6.1	4.2	4.4	4.7	6.2	19.8	19.9	19.5
영업이익	101	218	227	146	125	135	125	121	154	691	506
OPM	15.2	23.0	24.2	15.8	19.4	16.3	14.1	13.0	5.4	19.9	15.4
% yoy	704.8	1,138.6	401.2	84.9	24.3	-38.1	-45.0	-16.7	-37.0	348.3	-26.8
사업부문별 매출액											
효성 별도											
로열티수익	12	13	17	17	13	14	18	18	45	58	63
기타	169	286	221	154	132	135	128	133	250	829	528
소계	180	299	238	171	145	149	146	152	296	888	591
연결자회사											
효성티앤에스	156	257	225	276	163	270	236	289	910	913	958
기타(FMK, 굿스프링스)	0	0	0	0	0	0	0	0	94	0	0

소계	356	438	530	543	372	455	561	562	1,817	1,868	1,950
자회사 자본법이익	512	695	755	819	536	725	797	851	2,838	2,780	2,909
연결조정	-29	-46	-56	-67	-35	-47	-57	-68	-258	-198	-207
합계	663	947	937	923	645	826	887	934	2,876	3,470	3,293
사업부문별 영업이익											
효성별도	71.3	-32.1	11.9	8.5	73.4	7.4	7.3	7.6	57	60	96
연결자회사											
효성티앤에스	3.6	27.8	28.1	27.8	17.1	29.7	24.1	29.2	93	87	100
기타	3.9	13.7	9.5	13.0	5.6	8.2	11.2	11.8	31	40	37
자회사 자본법이익	105.6	184.2	172.4	91.4	62.4	84.7	77.4	67.7	18	554	292
연결조정	-83.8	24.4	5.2	4.9	-33.5	5.0	4.9	5.0	-61	-49	-19
합계	101	218	227	146	125	135	125	121	154	691	506

주: 2020년 4분기 실적은 당기순이익 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

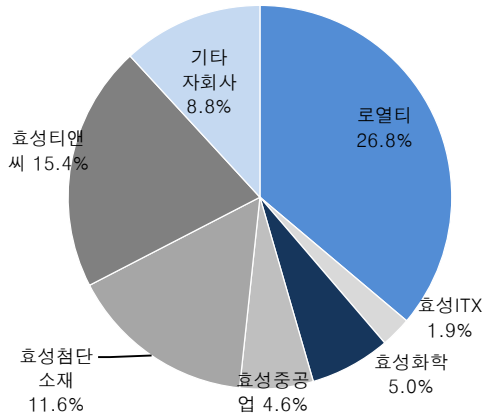
주주명	비율 (%)
조현준	21.94
조현상	21.42
조석래	9.43
국민연금	10.22
특수관계인	1.93

자료: 효성, 대신증권 Research Center

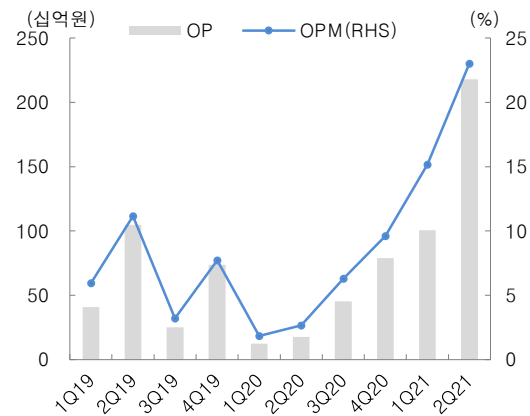
Earnings Driver

효성의 NAV 비중

효성(별도)부문 OP 및 OPM 추이

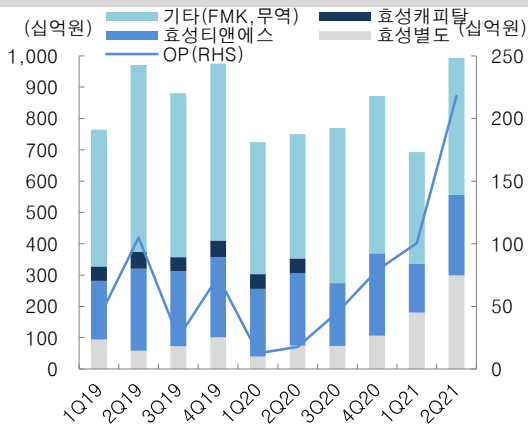


자료: 효성, 대신증권 Research Center



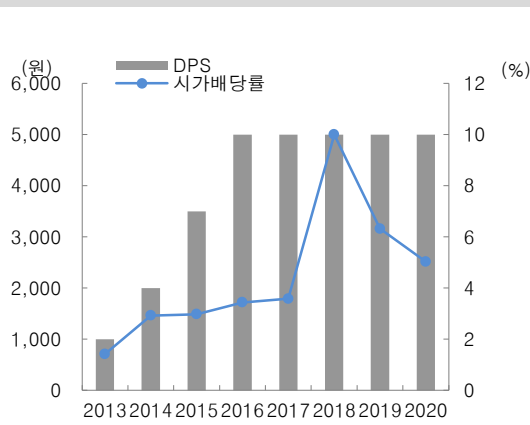
자료: 효성, 대신증권 Research Center

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	3,494	3,293	3,556
매출원가	2,699	2,367	2,483	2,477	2,675
매출총이익	476	416	1,011	815	880
판매비와관리비	274	277	319	309	334
영업이익	202	139	691	506	547
영업이익률	6.4	5.0	19.8	15.4	15.4
EBITDA	300	242	776	586	622
영업외손익	-36	-29	-2	-25	-16
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	41	47	47	47	39
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-69	-99	-92	-89	-73
외환관련손실	24	58	57	57	45
기타	-8	22	43	18	17
법인세비용차감전순이익	166	110	690	482	530
법인세비용	-43	-14	-88	-62	-68
계속사업순이익	123	96	601	420	462
중단사업순이익	27	-94	0	0	0
당기순이익	150	1	601	420	462
당기순이익률	4.7	0.0	17.2	12.8	13.0
비배지분순이익	46	54	72	50	55
자배지분순이익	104	-53	529	369	407
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	146	-27	573	391	434
비배지분포괄이익	47	50	11	47	52
자배지분포괄이익	99	-78	561	344	382

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,921	-2,504	25,115	17,535	19,310
PER	16.1	NA	4.9	7.0	6.3
BPS	115,817	105,988	125,067	136,313	149,031
PBR	0.7	0.7	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	14,260	11,466	36,819	27,800	29,529
EV/EBITDA	14.4	9.4	3.8	4.5	3.9
SPS	150,710	132,056	165,800	156,260	168,761
PSR	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7
CFPS	12,341	11,737	45,267	35,069	36,757
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	25.6	-5.8	8.0
영업이익 증가율	30.4	-31.3	398.1	-26.8	8.0
순이익 증가율	-95.6	-99.2	49,181.1	-30.2	10.1
수익성					
ROIC	9.4	7.7	37.9	27.3	29.8
ROA	3.1	2.5	14.6	9.9	10.3
ROE	4.2	-2.3	21.7	13.4	13.5
안정성					
부채비율	140.8	76.2	69.4	61.9	53.0
순차입금비율	88.7	15.3	2.2	-8.9	-15.8
이자보상배율	5.7	4.6	21.4	16.6	21.6

자료: 효성, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,312	1,627	2,251	2,485	2,681
현금및현금성자산	189	222	612	911	1,019
매출채권 및 기타채권	394	495	611	580	623
재고자산	574	463	582	548	592
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	5,025	5,235	5,410
유동부채	2,238	1,090	1,274	1,228	1,109
매입채무 및 기타채무	434	406	466	449	471
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	2,058	2,001	1,875
자배지분	2,440	2,233	2,635	2,872	3,140
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	951	951	951	951	951
이익잉여금	6,337	6,181	6,610	6,880	7,187
기타지분변동	-4,963	-5,004	-5,032	-5,065	-5,104
비배지분	270	281	332	361	395
자본총계	2,710	2,514	2,967	3,234	3,535
순차입금	2,405	384	65	-288	-559

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	141	278	635	672	593
당기순이익	123	96	601	420	462
비현금항목의 가감	110	246	352	319	312
감가상각비	98	103	84	80	76
외환손익	0	16	21	20	17
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	12	127	247	219	220
자산부채의 증감	-177	8	-106	118	4
기타현금흐름	85	-71	-213	-184	-185
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	390	299	108
기초 현금	341	189	222	612	911
기말 현금	189	222	612	911	1,019
NOPLAT	149	121	603	441	477
FCF	172	162	627	460	492

[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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

효성(004800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	21.08.02	21.07.11	21.05.03	21.02.09	20.09.15	20.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	150,000	130,000	120,000	105,000	90,000
과리율(평균.%)		(20.44)	(21.35)	(26.66)	(25.74)	(24.46)
과리율(최대/최소.%)		(16.33)	(15.00)	(10.42)	(15.33)	(8.33)

제시일자	20.02.04	19.08.04
투자의견	6개월 경과	Buy
목표주가	100,000	100,000
과리율(평균.%)	(32.75)	(18.37)
과리율(최대/최소.%)	(24.60)	(11.40)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210728)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.6%	6.5%	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