

효성

(004800)

양지환

jhwang.yang@daishin.com

이지수

jane.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

140,000

하향

현재주가

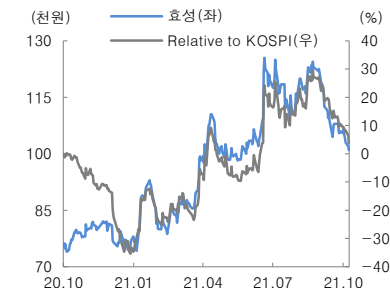
(21.11.03)

100,000

지주업종

KOSPI	2975.71
시가총액	2,107십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	125,500원 / 74,200원
120일 평균거래대금	94억원
외국인지분율	9.14%
주요주주	조현준 외 13 인 55.13% 국민연금공단 11.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.1	-13.8	-7.0	31.4
상대수익률	-9.8	-6.2	-2.2	3.5



이보다 좋을 순 없다

투자 의견 매수, 목표주가 140,000원으로 하향

- 목표주가 하향은 보유 계열사 주가 하락에 따른 지분가치 감소 반영
- 효성의 2021년 3분기 영업이익은 1,758억원으로 당사 및 시장 기대치를 하회하는 부진한 실적 시현
- 실적 부진은 1)연결자회사인 효성티앤에스가 3분기 71억원의 영업손실 기록, 2)지분법 대상 자회사인 효성중공업과 효성화학의 실적 부진 때문
- 효성티앤에스는 1)해상운임상승에 따른 비용증가, 2)델타변이 확산과 금고탈취 사고로 인한 미국 현지판매 부진 영향으로 영업적자를 시현
- 효성화학은 베트남법인의 적자확대 및 일회성 비용(화재보수비용) 영향으로, 효성중공업은 코로나 확산에 따른 매출 지연으로 시장 기대치를 하회하는 실적 시현
- 효성티앤에스와 효성중공업, 효성화학의 실적은 4분기부터 회복될 전망이나, 2021년 스팅덱스 호황을 구가했던 효성티앤씨의 감익은 불가피할 전망
- 단기 실적보다는 추진중인 미래사업(수소경제, 데이터센터)과 배당 기대

2021년 3분기 실적 당사 및 시장 기대치를 크게 하회

- 효성의 2021년 3분기 실적은 연결기준 매출액 8,613억원(+25.9% yoy), 영업이익 1,758억원(+274.2% yoy), 지배주주순이익 1,431억원(흑전 yoy)
- 주요 연결자회사 실적은 [효성티앤에스] 매출액 2,004억원(+% yoy), 영업손실 71억원(적전 yoy), [FMK] 매출액 560억원(+18.1% yoy), 영업이익 9억원(흑전 yoy), [기타] 매출액 3,068억원, 영업이익 133억원
- 지분법 자회사로의 지분법이익은 효성티앤씨 492억원, 효성첨단소재 159억원, 효성화학 28억원, 효성중공업 25억원 등

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21					4Q21		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	626	923	937	861	37.6	-6.7	0	943	15.0	9.4
영업이익	30	218	227	176	486.1	-19.2	210	156	98.1	-11.2
순이익	-90	146	149	143	흑전	-2.2	141	136	424.0	-4.6

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,176	2,783	3,414	3,173	3,427
영업이익	202	139	650	500	540
세전순이익	166	110	648	476	524
총당기순이익	150	1	565	415	457
지배지분순이익	104	-53	498	365	402
EPS	4,921	-2,504	23,611	17,321	19,079
PER	16.1	NA	4.3	5.8	5.3
BPS	115,817	105,988	123,564	134,596	147,083
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE	4.2	-2.3	20.6	13.4	13.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	3,494	3,293	3,414	3,173	-2.3	-3.6
판매비와 관리비	319	309	297	296	-7.1	-4.4
영업이익	691	506	650	500	-6.0	-1.2
영업이익률	19.8	15.4	19.0	15.8	-0.7	0.4
영업외손익	-2	-25	-2	-25	적자유지	적자유지
세전순이익	690	482	648	476	-6.0	-1.2
지배지분순이익	529	369	498	365	-6.0	-1.2
순이익률	17.2	12.8	16.6	13.1	-0.7	0.3
EPS(지배지분순이익)	25,115	17,535	23,611	17,321	-6.0	-1.2

자료: 효성, 대신증권 Research Center

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

		2021F	2022F	12M Forward	적용배수	Value	Weight
영업가치	로열티	58.4	63.1	60	20.4	1,231	26.3%
	소계					1,231	26.3%
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		지분가치	
		효성 ITX	37.6	253		95	2.0%
		효성화학	20.2	869		175	3.7%
		효성중공업	32.5	625		203	4.3%
		효성첨단소재	21.2	3,055		648	13.8%
		효성티앤씨	20.3	2,532		514	11.0%
		소계		7,334		1,636	34.9%
	비상장자회사	계열사명	지분율	Book value	적용배수	Value	Weight
효성굿스프링스(주)		100.0	74	1.0	74	1.6%	
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	1.6%	
기타(해외법인포함)			270	1.0	270	5.8%	
소계					459	9.8%	
그 외	안양공장부지(BV=470 십억원)					1,000	21.4%
영업 및 지분가치 합계						4,326	
순차입금(별도)						-357	7.6%
순자산가치						4,683	
주당순자산가치						235,211	
할인율						40%	
Target NPV						2,810	
발행주식수——(8)						21,071,025	
자기주식——(9)						1,161,621	
유통주식수——(10)=(8)-(9)						19,909,404	
목표주가						141,127	

주) WACC 4.9%, 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	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021F	2022F
매출액	663	947	861	943	645	826	747	955	2,876	3,414	3,173
% yoy	-2.1	43.5	19.7	15.0	-2.7	-12.7	-13.2	1.3	-15.9	18.7	-7.0
매출원가	497	656	611	699	455	617	563	743	2,367	2,463	2,378
% of 매출액	74.9	69.3	70.9	74.2	70.5	74.6	75.4	77.8	82.3	72.2	74.9
% yoy	-15.7	15.3	0.6	16.4	-8.5	-6.0	-7.8	6.2	-17.4	4.1	-3.5
매출총이익	166.1	290.5	250.4	243.3	190.5	209.6	184.1	211.6	431.3	950.3	795.8
GPM	25.1	30.7	29.1	25.8	29.5	25.4	24.6	22.2	15.0	27.8	25.1
% yoy	90.3	220.8	123.0	72.3	14.7	-27.9	-26.5	-13.0	-21.9	120.3	-16.3
판관비	61	68	70	81	61	70	61	84	257	280	276
연구개발비	4.6	4.5	4.6	6.1	4.2	4.4	4.7	6.2	19.8	19.8	19.5
영업이익	101	218	176	156	125	135	119	121	154	651	500
OPM	15.2	23.0	20.4	16.6	19.4	16.3	15.9	12.7	5.4	19.1	15.8
% yoy	704.8	1,138.6	288.1	98.1	24.3	-38.1	-32.4	-22.2	-37.0	321.9	-23.1
사업부문별 매출액											
효성 별도											
로열티수익	12	13	17	17	13	14	18	18	45	58	63
기타	169	286	276	154	132	135	128	133	250	885	528
소계	180	299	293	171	145	149	146	152	296	943	591
연결자회사											
효성티앤에스	156	257	200	276	163	270	210	289	910	888	933
기타(FMK, 굿스프링스)	356	438	407	543	372	455	431	562	1,817	1,744	1,820
소계	512	695	608	819	536	725	641	851	2,838	2,633	2,753
자회사 자본법이익	105.6	184.2	106.6	91.4	62.4	84.7	77.4	67.7	18.2	487.8	292.2
연결조정	-29	-46	-39	-47	-35	-47	-40	-48	-258	-162	-171
합계	663	947	861	943	645	826	747	955	2,876	3,414	3,173
사업부문별 영업이익											
효성별도	71.3	-32.1	26.2	8.5	73.4	7.4	7.3	7.6	57	74	96
연결자회사											
효성티앤에스	3.6	27.8	-7.1	27.8	17.1	29.7	21.5	29.2	93	52	97
기타	3.9	13.7	24.7	23.4	5.6	8.2	8.6	11.8	31	66	34
자회사 자본법이익	105.6	184.2	106.6	91.4	62.4	84.7	77.4	67.7	18	488	292
연결조정	-83.8	24.4	25.4	5.0	-33.5	5.0	4.1	5.1	-61	-29	-19
합계	101	218	176	156	125	135	119	121	154	651	500

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

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

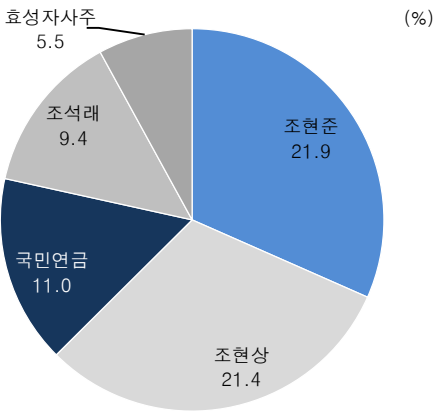
- 효성은 1966년 11월에 설립됨. 효성은 지주회사 전환을 위해 2018년 6월1일을 분할기일로 인적분할함
- 2019년 4월 11일 공정거래위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족 통보 받으며 본격적인 지주체계 시작
- (주)효성이 영위하는 사업은 4개 사업회사는 효성티앤씨(섬유/무역 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성첨단소재(산업자재 사업부문), 효성화학(화학 사업부문) 로 지분법대상 적용 연결/지분법 합산 완료됨
- 브랜드사용료, 연구용역 비용 등 안정적 수익구조 확보 중

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

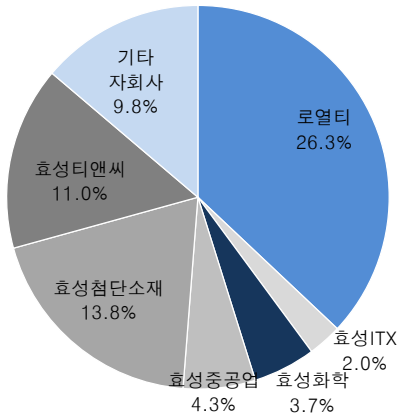
효성의 주요 주주구성



자료: 효성, 대신증권 Research Center

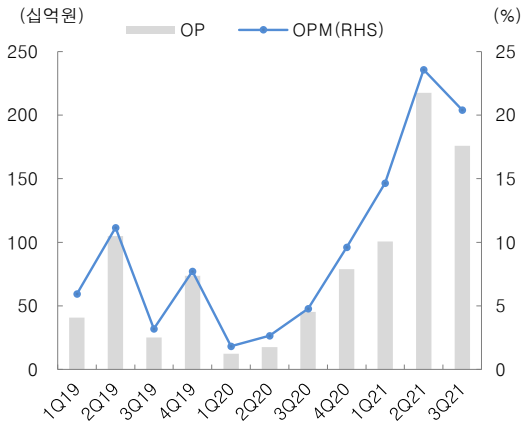
Earnings Driver

효성의 NAV 비중



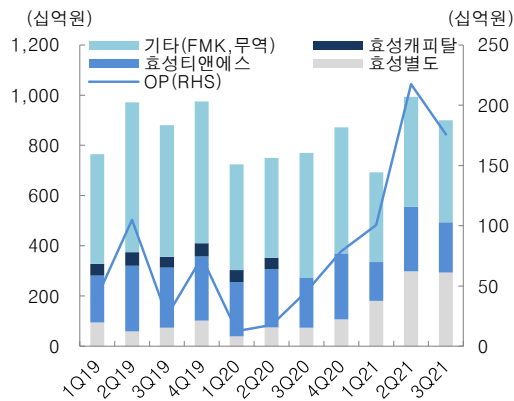
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성(별도)부문 OP 및 OPM 추이



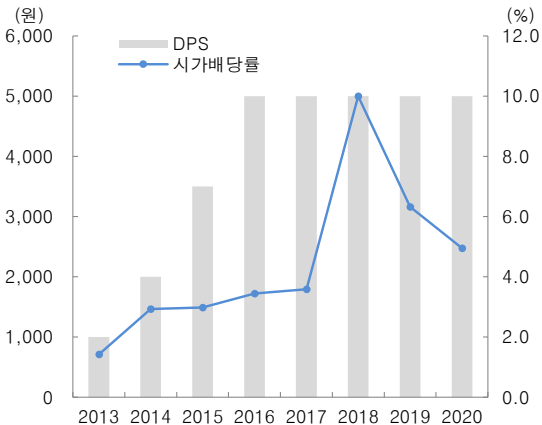
자료: 효성, 대신증권 Research Center

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	3,414	3,173	3,427
매출원가	2,699	2,367	2,467	2,378	2,568
매출총이익	476	416	947	796	860
판매비와관리비	274	277	297	296	319
영업이익	202	139	650	500	540
영업이익률	6.4	5.0	19.0	15.8	15.8
EBITDA	300	242	735	580	616
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	648	476	524
법인세비용	-43	-14	-83	-61	-67
계속사업순이익	123	96	565	415	457
중단사업순이익	27	-94	0	0	0
당기순이익	150	1	565	415	457
당기순이익률	4.7	0.0	16.6	13.1	13.3
비배지분순이익	46	54	68	50	55
자배지분순이익	104	-53	498	365	402
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	146	-27	537	386	428
비배지분포괄이익	47	50	11	46	51
자배지분포괄이익	99	-78	526	340	377

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,921	-2,504	23,611	17,321	19,079
PER	16.1	NA	4.3	5.8	5.3
BPS	115,817	105,988	123,564	134,596	147,083
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	14,260	11,466	34,860	27,521	29,228
EV/EBITDA	14.4	9.4	3.4	3.8	3.2
SPS	150,710	132,056	162,007	150,604	162,653
PSR	0.5	0.6	0.6	0.7	0.6
CFPS	12,341	11,737	43,308	34,790	36,456
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	22.7	-7.0	8.0
영업이익 증가율	30.4	-31.3	368.4	-23.0	8.0
순이익 증가율	-95.6	-99.2	46,231.4	-26.6	10.1
수익성					
ROIC	9.4	7.7	35.9	27.4	30.1
ROA	3.1	2.5	13.8	9.8	10.3
ROE	4.2	-2.3	20.6	13.4	13.5
안정성					
부채비율	140.8	76.2	70.0	62.4	53.4
순차입금비율	88.7	15.3	2.8	-8.7	-15.6
이자보상배율	5.7	4.6	20.1	16.4	21.4

자료: 효성, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,312	1,627	2,209	2,434	2,624
현금및현금성자산	189	222	596	899	1,004
매출채권 및 기타채권	394	495	598	560	602
재고자산	574	463	568	528	571
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	4,983	5,184	5,353
유동부채	2,238	1,090	1,268	1,218	1,098
매입채무 및 기타채무	434	406	459	439	460
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	2,051	1,991	1,864
자배지분	2,440	2,233	2,604	2,836	3,099
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	951	951	951	951	951
이익잉여금	6,337	6,181	6,579	6,844	7,146
기타지분변동	-4,963	-5,004	-5,032	-5,065	-5,104
비자배지분	270	281	328	357	390
자본총계	2,710	2,514	2,931	3,193	3,489
순차입금	2,405	384	81	-277	-544

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	141	278	619	677	590
당기순이익	123	96	565	415	457
비현금항목의 가감	110	246	347	318	311
감가상각비	98	103	84	80	76
외환손익	0	16	21	20	17
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	12	127	242	218	219
자산부채의 증감	-177	8	-86	127	6
기타현금흐름	85	-71	-207	-184	-184
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	374	304	105
기초 현금	341	189	222	596	899
기말 현금	189	222	596	899	1,004
NOPLAT	149	121	567	436	471
FCF	172	162	591	455	486

[Compliance Notice]

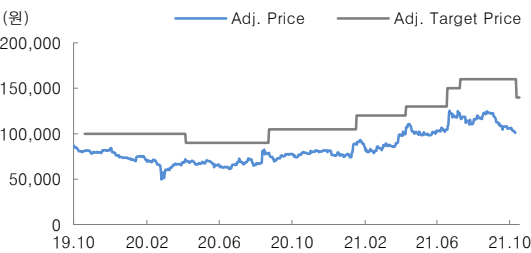
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	21.11.04	21.08.05	21.08.02	21.07.11	21.05.03	21.04.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	140,000	160,000	160,000	150,000	130,000	120,000
과리율(평균.%)		(28.87)	(26.98)	(20.50)	(21.35)	(26.96)
과리율(최대/최소.%)		(22.19)	(26.25)	(16.33)	(15.00)	(14.58)
제시일자	21.02.09	21.02.01	20.09.15	20.08.06	20.07.23	20.04.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	105,000	105,000	90,000	90,000	90,000
과리율(평균.%)	(28.86)	(25.74)	(26.20)	(24.46)	(25.87)	(26.25)
과리율(최대/최소.%)	(22.50)	(15.33)	(21.90)	(8.33)	(19.22)	(21.11)
제시일자	20.03.15	20.02.12	20.02.01	19.12.08	19.12.02	19.11.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균.%)	(27.62)	(24.26)	(22.49)	(21.88)	(19.88)	(19.69)
과리율(최대/최소.%)	(15.70)	(15.70)	(15.70)	(15.70)	(18.20)	(18.20)
제시일자	19.11.11					
투자의견	Buy					
목표주가	100,000					
과리율(평균.%)	(18.50)					
과리율(최대/최소.%)	(18.20)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20211101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.2%	7.4%	0.5%

산업 투자의견

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