

효성 (004800)

양지환

ihwan.yang@daishin.com

이지수

jane.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

120,000

하향

현재주가
(22.01.27)

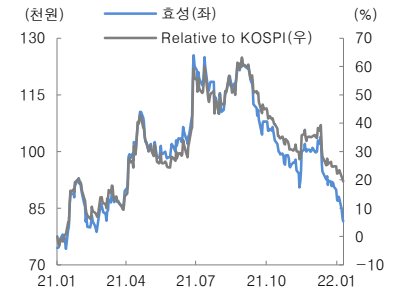
79,100

지주업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D
----------	---	----	---	----	---	---	---

KOSPI	2614.49
시가총액	1,667십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	125,500원 / 74,200원
120일 평균거래대금	65억원
외국인지분율	8.27%
주요주주	조현준 외 13 인 55.17% 국민연금공단 10.55%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-22.5	-24.7	-33.0	2.5
상대수익률	-11.0	-12.8	-17.1	22.4



지분법 이익 감소로 예상 하회

투자의견 매수, 목표주가 120,000원으로 하향

- 목표주가 하향은 상장자회사의 주가하락에 따른 동사의 NAV 감소를 반영
- 효성의 2021년 4분기 실적은 매출액은 당사 추정을 상회하였으나, 영업이익은 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 하회함
- 매출액 증가는 1)3분기 부진했던 효성티앤에스가 4분기 신규 고객사인 영국 HSBC와의 프리미엄 ATM기 판매증가, 2)3분기 지연되었던 판매 물량 이연 효과, 3)FMK, 굿스프링스 등 기타 자회사 매출 증가 때문
- 반면, 영업이익은 지분법 자회사의 실적 부진으로 기대치를 하회함
- 4분기 효성의 지분법 이익은 721억원으로 3분기 1,066억원대비 32.3% 감소
- 주요 자회사별 지분법이익은 효성티앤씨 310억원, 효성첨단소재 123억원, 효성화학 -65억원, 효성중공업 66억원을 기록. 효성중공업을 제외한 3사의 지분법이익이 크게 감소함
- 2021년 주당 배당금은 5,000원으로 기존의 정책을 그대로 유지 전망

지분법이익 감소로 예상보다 부진한 실적 시현

- 효성의 2021년 4분기 실적은 연결기준 매출액 1조 679억원(+4175% yoy), 영업이익 1,466억원(+99.9% yoy), 지배주주순이익 771억원(93.8% yoy) 시현
- 별도기준으로는 매출액 2,809억원, 영업이익 864억원을 기록함
- 주요 연결자회사 실적은 [효성티앤에스] 매출액 3,264억원(+24.4% yoy), 영업이익 318억원(+13.2% yoy), [기타, FMK, 굿스프링스, 트랜스월드] 매출액 5,109억원(1.6% yoy), 영업이익 128억원(4.9% yoy)을 시현함
- 주요 지분법 자회사 중 효성화학의 영업이익이 4분기 적자전환, 효성티앤씨의 영업이익 감익으로 지분법 이익이 전분기 대비 32.3% 감소

(단위: 십억원, %)

구분	4Q20	3Q21	4Q21					1Q22		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	820	861	943	1,068	30.2	24.0	967	650	-5.4	-39.2
영업이익	79	176	156	147	86.2	-16.6	174	131	30.3	-10.6
순이익	26	143	136	77	195.8	-46.2	126	91	26.4	17.5

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,176	2,783	3,539	3,156	3,408
영업이익	202	139	641	470	508
세전순이익	166	110	639	446	492
총당기순이익	150	1	541	377	416
지배지분순이익	104	-53	438	306	337
EPS	4,921	-2,504	20,794	14,506	15,999
PER	16.1	NA	4.6	5.6	5.1
BPS	115,817	105,988	120,747	128,963	138,370
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	4.2	-2.3	18.3	11.6	12.0

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	3,414	3,173	3,539	3,156	3.7	-0.6
판매비와 관리비	297	296	307	294	3.6	-0.5
영업이익	650	500	641	470	-1.4	-6.0
영업이익률	19.0	15.8	18.1	14.9	-0.9	-0.9
영업외손익	-2	-25	-2	-25	적자유지	적자유지
세전순이익	648	476	639	446	-1.4	-6.3
지배지분순이익	498	365	438	306	-11.9	-16.3
순이익률	16.6	13.1	15.3	11.9	-1.3	-1.1
EPS(지배지분순이익)	23,611	17,321	20,794	14,506	-11.9	-16.3

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	29.0%
	소계					1,231	29.0%
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		지분가치	
		효성 ITX	37.6	199		75	1.8%
		효성화학	20.2	906		183	4.3%
		효성중공업	32.5	428		139	3.3%
		효성첨단소재	21.2	1,978		419	9.9%
		효성티앤씨	20.3	1,857		377	8.9%
		소계		5,367		1,193	28.1%
	비상장자회사	계열사명	지분율	Book value	적용배수	Value	Weight
		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	0.8%
		효성티앤에스	54.0	75	1.0	75	1.8%
		기타(해외법인포함)		270	1.0	270	6.4%
		소계				459	10.8%
그 외	안양공장부지(BV=470 십억원)					1,000	23.6%
영업 및 지분가치 합계						3,883	
순차입금(별도)						-357	8.4%
순자산가치						4,240	
주당순자산가치						212,984	
할인율						45%	
Target NPV						2,332	
발행주식수——(8)						21,071,025	
자기주식——(9)						1,161,621	
유통주식수——(10)=(8)-(9)						19,909,404	
목표주가						117,141	

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	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F
매출액	663	947	861	1068	650	809	733	963	2,876	3,539	3,156
% yoy	-2.1	43.5	19.7	30.2	-2.0	-14.5	-14.9	-9.8	-15.9	23.1	-10.8
매출원가	497	656	611	823	453	619	565	754	2,367	2,587	2,391
% of 매출액	74.9	69.3	70.9	77.1	69.7	76.5	77.1	78.3	82.3	73.1	75.8
% yoy	-15.7	15.3	0.6	37.1	-8.9	-5.7	-7.5	-8.4	-17.4	9.3	-7.6
매출총이익	166.1	290.5	250.4	244.7	197.0	190.2	168.3	209.1	431.3	951.7	764.6
GPM	25.1	30.7	29.1	22.9	30.3	23.5	22.9	21.7	15.0	26.9	24.2
% yoy	90.3	220.8	123.0	73.3	18.6	-34.5	-32.8	-14.5	-21.9	120.6	-19.7
판관비	61	68	70	92	62	69	59	85	257	291	275
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	147	131	117	104	118	154	641	470
OPM	15.2	23.0	20.4	13.7	20.2	14.5	14.2	12.3	5.4	18.1	14.9
% yoy	704.8	1,138.6	288.1	86.2	30.3	-46.3	-40.7	-19.5	-37.0	315.8	-26.6
사업부문별 매출액											
효성 별도											
로열티수익	12	13	17	17	13	14	18	18	45	58	63
기타	169	286	276	264	136	118	114	125	250	995	494
소계	180	299	293	281	149	132	132	144	296	1,053	557
연결자회사											
효성티앤에스	156	257	200	326	163	270	210	343	910	939	986
기타(FMK, 굿프링스)	356	438	407	511	372	455	431	528	1,817	1,712	1,787
소계	512	695	608	837	536	725	641	871	2,838	2,651	2,773
자회사 자본법이익	105.6	184.2	106.6	72.1	66.9	67.7	63.4	60.1	18.2	468.5	258.1
연결조정	-29	-46	-39	-50	-35	-47	-40	-51	-258	-165	-174
합계	663	947	861	1,068	650	809	733	963	2,876	3,539	3,156
사업부문별 영업이익											
효성별도	71.3	-32.1	26.2	14.3	75.0	6.6	6.6	7.2	57	80	95
연결자회사											
효성티앤에스	3.6	27.8	-7.1	31.8	17.1	29.7	21.5	34.6	93	56	103
기타	3.9	13.7	24.7	12.8	5.6	8.2	8.6	11.1	31	55	33
자회사 자본법이익	105.6	184.2	106.6	72.1	66.9	67.7	63.4	60.1	18	469	258
연결조정	-83.8	24.4	25.4	15.7	-33.5	4.9	4.0	5.1	-61	-18	-20
합계	101	218	176	147	131	117	104	118	154	641	470

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

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

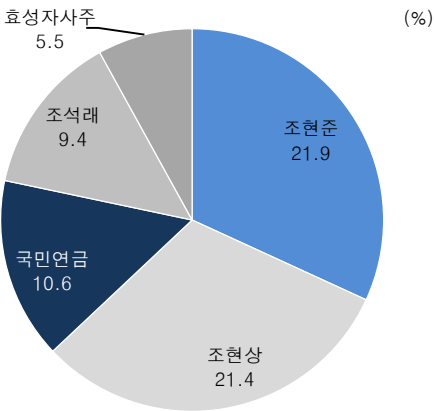
- 효성은 1966년 11월에 설립됨. 효성은 지주회사 전환을 위해 2018년 6월1일을 분할기일로 인적분할함
- 2019년 4월 11일 공정거래위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족 통보 받으며 본격적인 지주체계 시작
- (주)효성이 영위하는 사업은 4개 사업회사는 효성티앤씨(섬유/무역 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성첨단소재(산업자재 사업부문), 효성화학(화학 사업부문) 로 자본법대상 적용 연결/자본법 합산 완료됨
- 브랜드사용료, 연구용역 비용 등 안정적 수익구조 확보 중

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

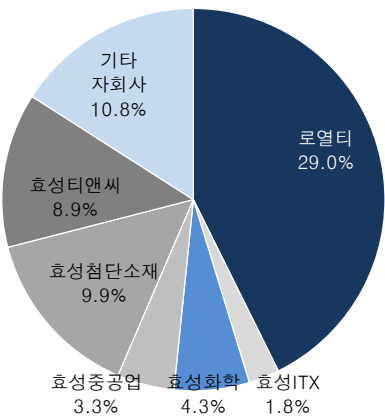
효성의 주요 주주구성



자료: 효성, 대신증권 Research Center

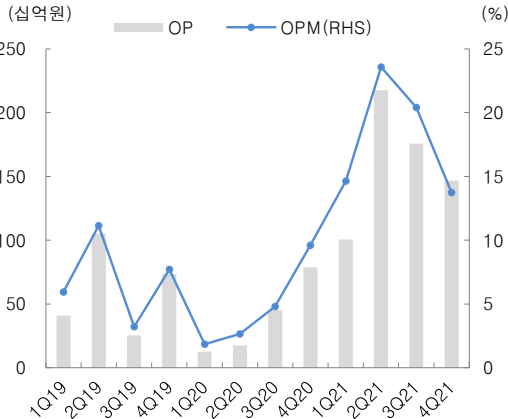
Earnings Driver

효성의 NAV 비중



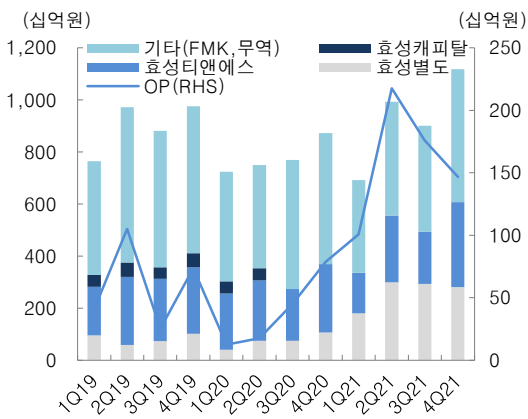
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성(별도)부문 OP 및 OPM 추이



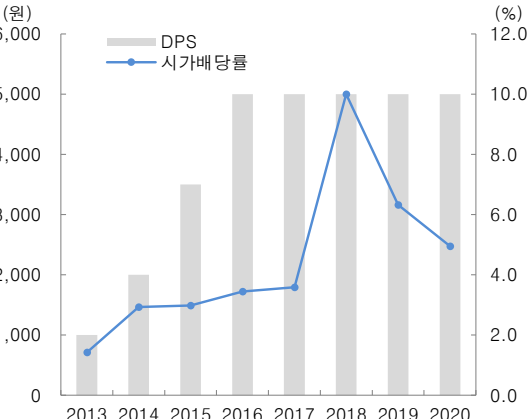
자료: 효성, 대신증권 Research Center

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	3,539	3,156	3,408
매출원가	2,699	2,367	2,591	2,391	2,582
매출총이익	476	416	948	765	826
판매비와관리비	274	277	307	294	318
영업이익	202	139	641	470	508
영업이익률	6.4	5.0	18.1	14.9	14.9
EBITDA	300	242	725	550	584
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	639	446	492
법인세비용	-43	-14	-98	-69	-76
계속사업순이익	123	96	541	377	416
중단사업순이익	27	-94	0	0	0
당기순이익	150	1	541	377	416
당기순이익률	4.7	0.0	15.3	11.9	12.2
비배지분순이익	46	54	102	71	79
자배지분순이익	104	-53	438	306	337
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	146	-27	512	348	387
비배지분포괄이익	47	50	10	66	73
자배지분포괄이익	99	-78	502	282	314

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	4,921	-2,504	20,794	14,506	15,999
PER	16.1	NA	4.6	5.6	5.1
BPS	115,817	105,988	120,747	128,963	138,370
PBR	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EBITDAPS	14,260	11,466	34,414	26,102	27,696
EV/EBITDA	14.4	9.4	3.0	3.4	2.9
SPS	150,710	132,056	167,955	149,767	161,749
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
CFPS	12,341	11,737	42,863	33,371	34,923
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	58	-124	272	-108	8.0
영업이익 증가율	30.4	-31.3	361.6	-26.6	8.0
순이익 증가율	-95.6	-99.2	44,197.1	-30.2	10.3
수익성					
ROIC	9.4	7.7	34.0	24.7	27.5
ROA	3.1	2.5	13.7	9.4	10.0
ROE	42	-23	18.3	11.6	12.0
안정성					
부채비율	1408	762	720	65.0	56.7
순차입금비율	88.7	15.3	6.2	-4.8	-10.4
이자보상배율	5.7	4.6	19.8	15.4	20.1

자료: 효성, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,312	1,627	2,153	2,299	2,416
현금및현금성자산	189	222	498	770	802
매출채권 및 기타채권	394	495	619	557	599
재고자산	574	463	589	525	567
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	4,926	5,049	5,145
유동부채	2,238	1,090	1,278	1,217	1,096
매입채무 및 기타채무	434	406	469	437	458
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	2,062	1,989	1,862
자배지분	2,440	2,233	2,544	2,717	2,916
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	951	951	951	951	951
이익잉여금	6,337	6,181	6,519	6,725	6,963
기타자본변동	-4,963	-5,004	-5,032	-5,065	-5,104
비배지분	270	281	320	342	367
자본총계	2,710	2,514	2,864	3,059	3,283
순차입금	2,405	384	178	-147	-342

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	141	278	563	674	549
당기순이익	123	96	541	377	416
비현금항목의 가감	110	246	363	326	320
감가상각비	98	103	84	80	76
외환손익	0	16	21	20	17
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	12	127	258	226	228
자산부채의 증감	-177	8	-117	162	7
기타현금흐름	85	-71	-223	-191	-193
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	276	272	32
기초 현금	341	189	222	498	770
기말 현금	189	222	498	770	802
NOPLAT	149	121	542	398	430
FCF	172	162	566	417	445

[Compliance Notice]

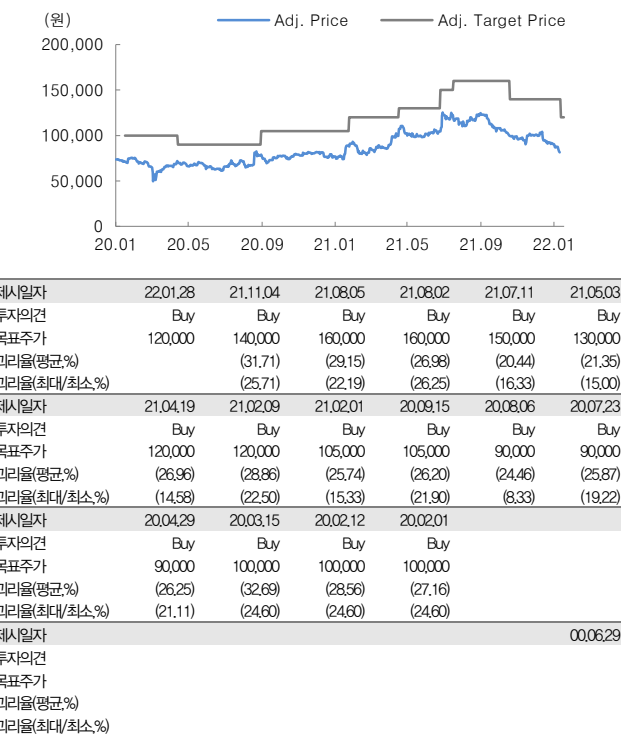
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20220126)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.9%	8.1%	0.0%

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

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

효성 통합 ESG 등급

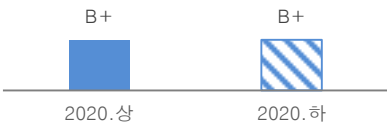
최근 2평가 기간

기준일: 2020.06.30

B⁺

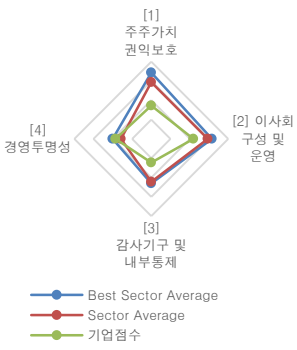
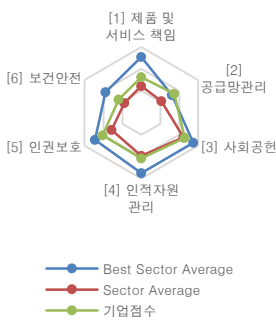
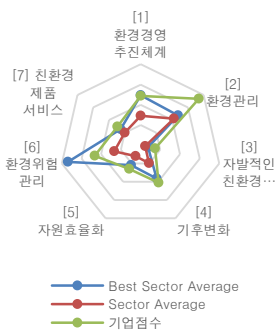
- 효성은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 상승하였습니다.
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

(최근 2평가 기간)



영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■	제품 및 서비스 책임	■■■	주주가치 권익보호	■■
환경관리	■■■■	공급망관리	■■■	이사회 구성 및 운영	■■■
자발적인 친환경 활동	■■■	사회공헌	■■■	감사기구 및 내부통제	■■■
기후변화	■■■	인적자원 관리	■■■	경영투명성	■■■■
자원효율화	■■■	인권보호	■■■		
환경위험 관리	■■■	보건안전	■■		
친환경 제품 서비스	■■■				



* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.