

효성
(004800)

양자환 jhwan.yang@daishin.com
이지니 jin.lee@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 82,000
하향
현재주가 68,500
(22.10.31)
자주업종

지분법 손실로 어닝 쇼크

투자 의견 매수, 목표주가 82,000원으로 9.9% 하향

- 목표주가 하향은 NAV 감소와 금리상승에 따른 할인율 확대 반영
- 효성의 2022년 3분기 실적은 영업손실 512억원으로 어닝 쇼크 시현
- 주된 어닝 쇼크의 이유는 1)화학 시장 부진에 따른 주요 지분법 자회사의 실적 저조, 2)연결자회사인 효성티앤에스의 실적 개선 지연 때문
- 3분기 동사의 매출액 및 영업이익에 반영된 지분법 손익은 -530억원으로 전분기 366억원 대비 896억원 감소
- 주요 지분법 자회사 중 효성화학과 효성티앤씨의 실적이 특히 부진. 1)효성화학은 3분기 영업손실 1,122억원, 당기순손실 1,518억원, 2)효성티앤씨는 3분기 영업손실 1,108억원, 당기순손실 1,221억원을 기록
- 주요 연결자회사인 효성티앤에스는 3분기 매출액 2,766억원(+38% yoy), 영업이익 44억원(흑전 yoy OPM 1.6%)으로 수익성 회복이 지연
- 효성티앤에스의 부진한 수익성은 주력 시장인 미국시장의 수요 침체로 인한 고부가 제품 매출 비중 하락과 재료비 등 비용 증가에 기인
- 글로벌 경기 하강으로 연결 및 지분법 자회사의 실적 불확실성 존재하나, 기말 예상 배당금 5,000원을 감안할 때 주가 추가 하락은 제한적일 전망

2022년 3분기 실적 매출액 8,686억원, 영업손실 512억원 시현

- 연결 자회사별 실적은(증감은 yoy) [효성티앤에스] 매출액 2,433억원(+38%), 영업이익 44억원(흑전), [FMK] 매출액 552억원(-1.4%), 영업이익 1억원(-88.9%), [굿스프링스] 매출액 503억원(+13.6%), 영업이익 36억원(-66.4%)
- 지분법 자회사로의 지분법이익은 효성티앤씨 -206억원, 효성화학 -309억원, 효성중공업 50억원을 기록함

KOSPI	2,293.61
시가총액	1,443삼억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	105삼억원
52주 최고/최저	104,000원 / 68,500원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	5.00%
주요주주	조현준 외 14 인 55.62% 국민연금공단 8.46%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.1	-10.7	-17.9	-33.5
상대수익률	-8.0	-4.5	-3.5	-13.9



(단위: 십억원 %)

구분	3Q21	2022	3Q22				4Q22			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	861	925	1,003	869	0.9	-6.1	1,003	1,080	1.2	24.4
영업이익	176	36	91	-51	작전	작전	91	23	-84.4	흑전
순이익	143	39	67	-35	작전	작전	0	41	-46.8	흑전

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,596	3,539	3,784	4,047	4,328
영업이익	137	641	101	267	286
세전순이익	108	639	131	265	284
총당기순이익	1	541	102	207	221
지배지분순이익	-53	438	86	174	186
EPS	-2,504	20,798	4,058	8,244	8,821
PER	NA	4.6	17.8	8.8	8.2
BPS	105,988	124,590	122,507	125,082	128,234
PBR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
ROE	-2.3	18.0	3.3	6.7	7.0

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	3,933	4,132	3,784	4,047	-3.8	-2.1
판매비와 관리비	328	338	316	331	-3.7	-2.0
영업이익	304	297	101	267	-66.7	-10.2
영업이익률	7.7	7.2	2.7	6.6	-5.1	-0.6
영업외손익	32	1	29	-2	-8.1	적자조정
세전순이익	336	298	131	265	-61.2	-11.1
지배지분순이익	220	195	86	174	-61.2	-11.1
순이익률	6.7	5.6	2.7	5.1	-4.0	-0.5
EPS(지배지분순이익)	10,452	9,276	4,058	8,244	-61.2	-11.1

자료: 효성, 대신증권 Research Center

표 1. 효성의 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

		2022F	2023F	12M Forward	적용배수	Value	Weight
영업가치	로열티	63.1	68.2	25	20.4	515	17.1%
	소계					515	17.1%
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		지분가치	
		효성 ITX	37.6	153		57	1.9%
		효성화학	20.2	360		73	2.5%
		효성중공업	32.5	488		158	5.3%
		효성첨단소재	21.2	1,429		303	10.2%
		효성티앤씨	20.3	1,227		249	8.4%
		소계		3,657		841	34.1%
	비상장자회사	계열사명	지분율	Book value	적용배수	Value	Weight
		효성굿스프링스(주)	100.0	74	1.0	74	2.5%
		효성트랜스월드(주)	100.0	5	1.0	5	0.2%
		효성투자개발	59.0	35	1.0	35	1.2%
		효성티앤에스	54.0	75	1.0	75	2.5%
		기타(해외법인포함)		270	1.0	270	9.1%
		소계				459	15.5%
그 외	안양공장부지(BV=470십억원)					1,000	33.7%
영업 및 지분가치 합계						2,815	
순차입금(별도)						-152	5.1%
순자산가치						2,967	
주당순자산가치						149,045	
할인율						45%	
Target NPV						1,812	
발행주식수——(8)						21,071,025	
자기주식——(9)						1,161,621	
유통주식수——(10)=(8)-(9)						19,909,404	
목표주가						81,975	

주) WACC 4.3%, g=0%를 적용하여 로열티 가치 산정

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 효성의 분기 및 연간 매출 추이 전망

(단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	663	947	861	1,068	910	925	869	1,080	3,539	3,784	4,047
% yoy	-2.1	43.5	19.7	30.2	37.3	-2.3	0.9	1.2	23.1	6.9	6.9
매출원가	497	656	611	837	746	810	845	966	2,601	3,367	3,449
% of 매출액	74.9	69.3	70.9	78.4	82.0	87.6	97.2	89.4	73.5	89.0	85.2
% yoy	-15.7	15.3	0.6	39.4	50.2	23.4	38.3	15.4	9.9	29.4	2.4
매출총이익	166.1	290.5	250.4	230.9	164.2	114.6	24.0	114.9	937.9	417.7	598.5
GPM	25.1	30.7	29.1	21.6	18.0	12.4	2.8	10.6	26.5	11.0	14.8
% yoy	90.3	220.8	123.0	63.5	-1.1	-60.6	-90.4	-50.2	117.4	-55.5	43.3
판매비	61	68	70	79	65	73	70	86	277	295	312
연구개발비	4.6	4.5	4.8	5.5	4.8	5.8	4.9	5.6	19.4	21.2	19.4
영업이익	101	218	176	147	94	36	-51	23	641	101	267
OPM	15.2	23.0	20.4	13.7	10.3	3.9	-5.9	2.1	18.1	2.7	6.6
% yoy	704.8	1,138.6	288.1	86.2	-6.4	-83.6	-129.2	-84.4	315.8	-84.2	163.4
사업부문별 매출액											
효성 별도											
로열티수익	12	13	17	17	13	14	18	18	58	63	78
기타(인테리어, 연구용역 등)	169	286	276	264	218	235	131	236	995	820	927
소계	180	299	293	281	231	249	149	254	1,053	883	1,005
연결자회사											
효성티앤에스	156	257	200	326	154	243	277	341	939	1,015	1,586
기타	356	438	407	511	533	499	548	536	1,712	2,116	3,577
소계	512	695	608	837	687	743	824	878	2,651	3,131	5,189
자회사 자본법이익	105.6	184.2	106.6	72.1	53.9	22.9	-46.5	35.0	468.5	65.3	150.6
연결조정	-29	-46	-39	-50	-7	-67	-105	-51	-165	-230	-400
합계	663	947	861	1,068	910	925	869	1,080	3,539	3,784	5,865
사업부문별 영업이익											
효성별도	71.3	-32.1	26.2	14.3	-22.4	17.4	-4.7	-19.5	80	-29	-29
연결자회사											
효성티앤에스	3.6	27.8	-7.1	31.8	-22.3	4.8	4.4	17.1	56	4	70
기타	3.9	13.7	24.7	12.8	50.1	14.3	12.2	11.3	55	88	92
자회사 자본법이익	105.6	184.2	106.6	72.1	53.9	22.9	-46.5	35.0	469	65	0
연결조정	-83.8	24.4	25.4	15.7	34.9	-23.7	-16.7	-21.0	-18	-27	-26
합계	101	218	176	147	94	36	-51	23	641	101	151

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

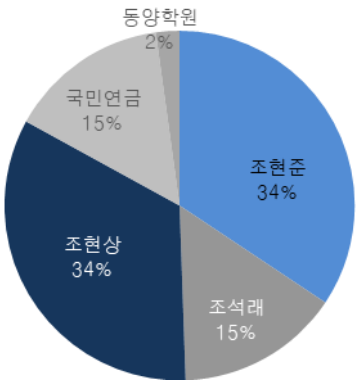
- 효성은 1966년 11월에 설립된 효성은 지주회사 전환을 위해 2018년 6월1일을 분할기일로 인적분할함
- 2019년 4월 11일 공정거래위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족 통보 받으며 본격적인 지주체계 시작
- (주)효성이 영위하는 사업은 4개 사업회사는 효성티앤씨(섬유/무역 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성첨단소재(산업소재 사업부문), 효성화학(화학 사업부문) 로 자본법대상 적용 연결/지분법 합산 안료됨
- 브랜드사용료, 연구운영 비용 등 안정적 수익구조 확보 중

주가 변동요인

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

자료: 효성 대신증권 Research Center

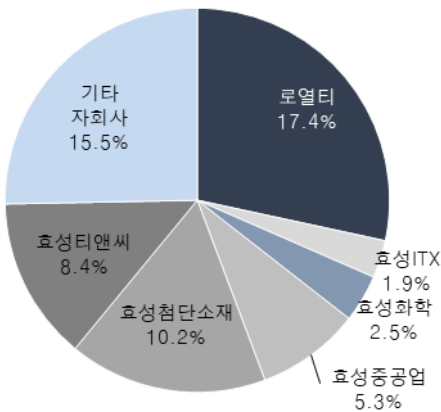
효성의 주요 주주구성



자료: 효성 대신증권 Research Center

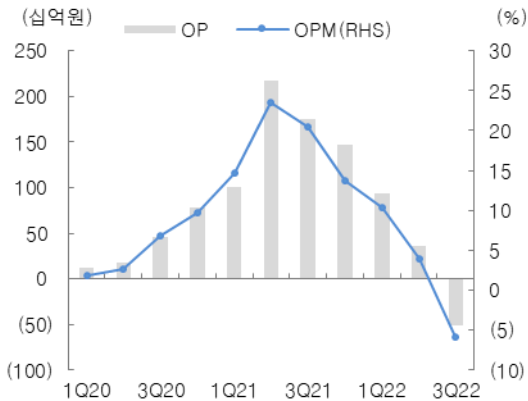
Earnings Driver

효성의 NAV 비중



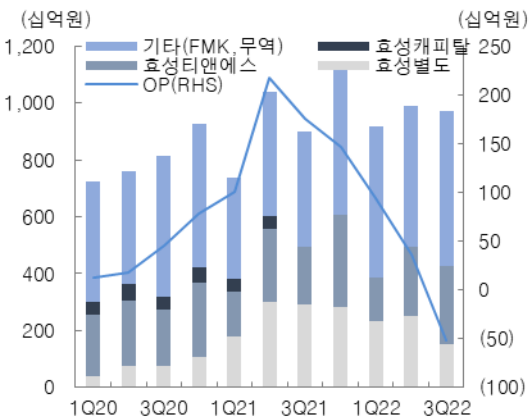
자료: 효성 대신증권 Research Center

효성(별도)부문 OP 및 OPM 추이



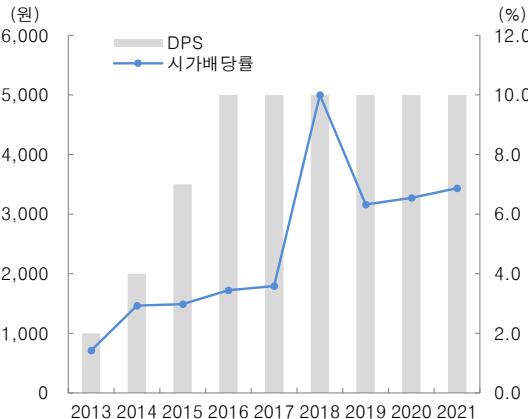
자료: 효성 대신증권 Research Center

효성의 매출 및 OP 추이



자료: 효성 대신증권 Research Center

효성의 배당 및 배당수익률 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	2,596	3,539	3,784	4,047	4,328
매출원가	2,199	2,602	3,367	3,449	3,688
매출총이익	397	937	418	599	640
판매비와관리비	260	297	316	331	354
영업이익	137	641	101	267	286
영업외수익	5.3	18.1	2.7	6.6	6.6
EBITDA	240	744	196	362	381
영업외손익	-29	-2	29	-2	-2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	47	64	63	42	42
외환평가이익	0	0	0	0	0
금융비용	-98	-78	-77	-58	-58
외환평가손실	58	44	43	22	22
기타	22	13	43	14	14
법인세비용차감전순이익	108	639	131	265	284
법인세비용	-14	-96	-29	-58	-62
계속사업순이익	94	543	102	207	221
중단사업순이익	-93	-2	0	0	0
당기순이익	1	541	102	207	221
당기순이익률	0.0	15.3	2.7	5.1	5.1
비재계분순이익	54	102	16	33	35
재계분순이익	-53	438	86	174	186
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	7	7	7	7
포괄순이익	-27	615	177	282	296
비재계분포괄이익	50	124	28	45	47
재계분포괄이익	-78	491	148	236	249

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-2,504	20,798	4,058	8,244	8,821
PER	NA	46	17.8	8.8	8.2
BPS	105,988	124,590	122,507	125,082	128,234
PBR	0.7	0.8	0.6	0.6	0.6
EBITDAPS	11,388	35,323	9,304	17,178	18,066
EV/EBITDA	9.5	4.3	14.3	7.8	7.3
SPS	123,211	167,953	179,597	192,075	205,419
PSR	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4
CFPS	11,737	11,166	-13,412	-6,951	-6,063
DPS	5,000	6,500	6,000	6,000	6,000

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증/감	-18.2	36.3	6.9	6.9	6.9
영업이익 증/감	-32.1	367.1	-84.2	163.3	6.9
순이익 증/감	-99.2	44,201.2	-81.2	103.1	7.0
수익성					
ROIC	7.6	31.0	3.9	10.0	10.3
ROA	2.5	13.2	1.9	5.0	5.2
ROE	-2.3	18.0	3.3	6.7	7.0
안정성					
부채비율	76.2	75.7	78.1	80.4	79.8
순차입금비율	15.3	28.0	31.6	30.5	29.0
이자보상비율	4.6	26.9	4.3	10.6	11.3

자료: 효성 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,627	1,907	1,903	2,098	2,231
현금및현금성자산	222	182	82	173	193
매출채권 및 기타채권	495	738	785	835	888
재고자산	463	696	745	796	852
기타유동자산	447	290	291	294	298
비유동자산	2,803	3,351	3,337	3,322	3,307
유형자산	931	1,000	1,008	1,014	1,019
관계기업투자지분	1,258	1,786	1,771	1,755	1,740
기타비유동자산	614	565	559	553	548
자산총계	4,430	5,258	5,239	5,420	5,538
유동부채	1,090	1,561	1,503	1,531	1,562
매입채무 및 기타채무	406	539	563	588	616
차입금	392	632	732	752	752
유동상채무	0	206	20	0	0
기타유동부채	292	185	188	191	195
비유동부채	825	704	795	885	896
차입금	448	270	350	430	430
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	377	434	444	455	465
부채총계	1,915	2,266	2,297	2,416	2,458
자본자본	2,233	2,625	2,581	2,636	2,702
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	951	952	952	952	952
이익잉여금	6,181	6,498	6,454	6,509	6,575
기타자본변동	-5,004	-4,931	-4,931	-4,931	-4,931
비재계분	281	367	361	368	378
자본총계	2,514	2,992	2,942	3,004	3,080
순차입금	384	837	930	916	892

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	278	-71	-304	-204	-195
당기순이익	94	543	102	207	221
비현금항목의 가감	246	-305	-384	-353	-349
감가상각비	103	104	95	95	95
외환손익	16	0	-4	-4	-4
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	127	-409	-475	-444	-440
자산부채의 증감	8	-280	28	23	18
기타현금흐름	-70	-29	-50	-81	-85
투자활동 현금흐름	-229	-72	-73	-74	-76
투자자산	-177	20	15	15	15
유형자산	-53	-94	-94	-94	-94
기타	1	2	5	4	2
재무활동 현금흐름	-12	96	-170	-74	-154
단기차입금	59	243	100	20	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	577	25	80	80	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-130	-138	-129	-119	-119
기타	-519	-34	-220	-54	-34
현금의 증감	33	-40	-100	92	19
기초 현금	189	222	182	82	173
기말 현금	222	182	82	173	193
NOPLAT	119	544	79	208	223
FCF	160	547	74	204	219

[Compliance Notice]

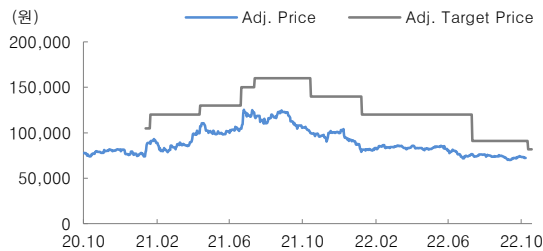
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	22.11.01	22.07.31	22.07.28	22.01.28	21.11.04	21.08.05
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	82,000	91,000	120,000	120,000	140,000	160,000
과다율(평균%)		(19.00)	(36.08)	(31.72)	(31.91)	(29.01)
과다율(최대/최소%)		(16.15)	(36.08)	(27.92)	(25.71)	(22.19)
제시일자	21.08.02	21.07.11	21.05.03	21.04.19	21.02.09	21.02.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000	150,000	130,000	120,000	120,000	105,000
과다율(평균%)	(27.34)	(20.44)	(21.35)	(26.96)	(28.86)	(17.66)
과다율(최대/최소%)	(27.19)	(16.33)	(15.00)	(14.58)	(22.50)	(15.33)
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 2022.10.29)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

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