

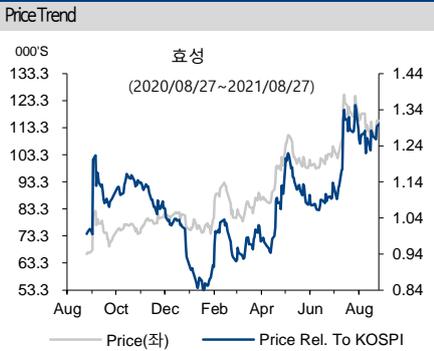
효성 (004800)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	156,000 원(상향)
증가(2021/08/27)	116,000 원
상승여력	34.5 %

Stock Indicator	
자본금	105십억원
발행주식수	2,107만주
시가총액	2,444십억원
외국인지분율	9.3%
52 주 주가	66,600~125,500원
60 일평균거래량	101,030주
60 일평균거래대금	11.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	16.6	44.8	74.2
상대수익률	1.4	17.6	40.8	40.5



FY	2020	2021E	2022E	2023E
매출액(십억원)	2,783	3,469	3,458	3,508
영업이익(십억원)	139	675	612	586
순이익(십억원)	-53	455	410	390
EPS(원)	-2,504	21,597	19,463	18,514
BPS(원)	105,988	121,500	134,878	147,308
PER(배)		5.4	6.0	6.3
PBR(배)	0.7	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	-2.3	19.0	15.2	13.1
배당수익률(%)	6.5	4.3	4.3	4.3
EV/EBITDA(배)	7.8	2.7	2.4	2.0

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

수익성도 성장성도 가속화 될 듯

지분법 자회사의 이익 증가를 기반으로 올해 동사 수익성 대폭적으로 개선

올해 2 분기 K-IFRS 연결기준 매출액 9,468 억원(YoY +71.6%, QoQ +42.8%), 영업이익 2,180 억원(YoY +2315.5%, QoQ +117.6%)으로 양호한 실적을 기록하였다. 무엇보다 영업이익이 증가한 요인은 상장 및 비상장 주요 지분법 자회사들이 사업 활성화로 인한 평가 상승과 더불어 판매량 증가 등으로 수익성이 대폭적으로 개선되었기 때문이다. 이와 같은 주요 지분법 자회사의 이익 증가를 기반으로 올해 동사 수익성이 대폭적으로 개선되는 한 해가 될 것이다.

수소사업 밸류체인 확대로 성장성 가시화 될 듯

동사는 섬유와 화학, 중공업 등 전통 기반 산업 중심의 포트폴리오를 가지고 있으나, 향후 수소 사업 등으로 친환경 에너지 시장 진출을 본격화 할 것이다. 즉, 액화수소공장 건설, 수소충전소 및 충전시스템 보급 사업, 수소저장탱크용 탄소섬유 생산 등 수소사업 밸류체인 내 다양한 영역에 참여할 계획이다. 먼저 효성중공업의 경우 지난해 12 월 독일 린데그룹과 액화수소 사업 추진을 위한 합작법인(JV) 투자 계약을 체결하고 올해 액화수소 생산법인인 린데수소에너지와 판매법인인 효성하이드로젠을 설립하였다. 린데수소에너지는 효성화학 용연공장 부지에 연산 1 만 3000 톤 규모의 액화수소 플랜트를 건설할 예정으로 오는 2023 년 5 월부터 상업 가동에 들어갈 것이다. 이는 국내 첫 수소액화플랜트로 연 10 만대의 수소차에 공급할 수 있는 액화수소를 만들게 되는데, 이러한 액화수소를 만드는 데 필요한 부생수소는 효성화학에서 공급받는다. 이와 같이 생산된 액화수소는 차량, 드론, 선박, 지게차 등 다양한 모빌리티 분야에서 활용이 가능하다.

무엇보다 액화천연가스(LNG)처럼 수소도 액화 상태로 유통해야 빠르게 인프라 확산이 가능하다. 이에 대하여 효성하이드로젠은 액화수소공장 완공 시점에 맞춰 전국 120 여 곳에 수소충전기 가능한 충전인프라를 구축하여, 생산된 제품을 차질없이 공급할 계획이다. 한편, 철보다 10 배 강하지만 무게는 4 분의 1 수준인 탄소섬유는 수소차의 연료탱크를 제조하는 핵심 소재다. 효성첨단소재는 국내 유일의 탄소섬유 제조업체로서 2028 년까지 총 1 조원을 투자해 전주 탄소섬유 공장 규모를 늘려, 연간 탄소섬유를 2 만 4000 톤까지 생산할 계획이다.

이와 같이 효성중공업에서 액화수소 공급 및 수소 충전소 확충, 효성첨단소재에서 탄소섬유 사업 등을 진행하면서 수소 사업의 성장성 등이 가시화 될 것이다.

수익성 개선되는 환경하에서 수소사업 성장성 가속화 될 듯

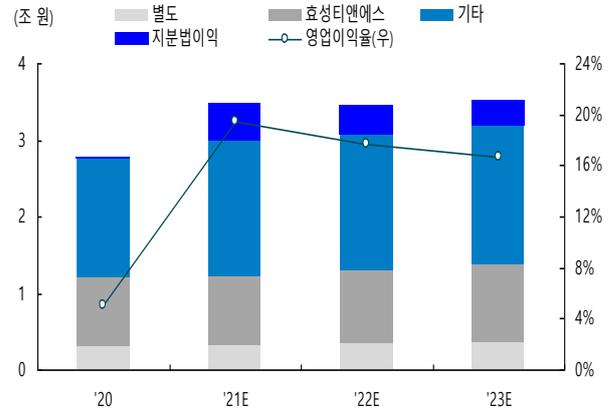
동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션에서 주요 자회사들의 주가 상승 등을 반영하여 156,000 원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다. 수익성이 개선되는 환경하에서 수소사업 밸류체인 확대로 성장성 등이 가속화 될 것이다.

그림10. 효성 PBR 밴드



자료: 효성, 하이투자증권

그림11. 효성 부문별 실적추이 및 전망



자료: 효성, 하이투자증권

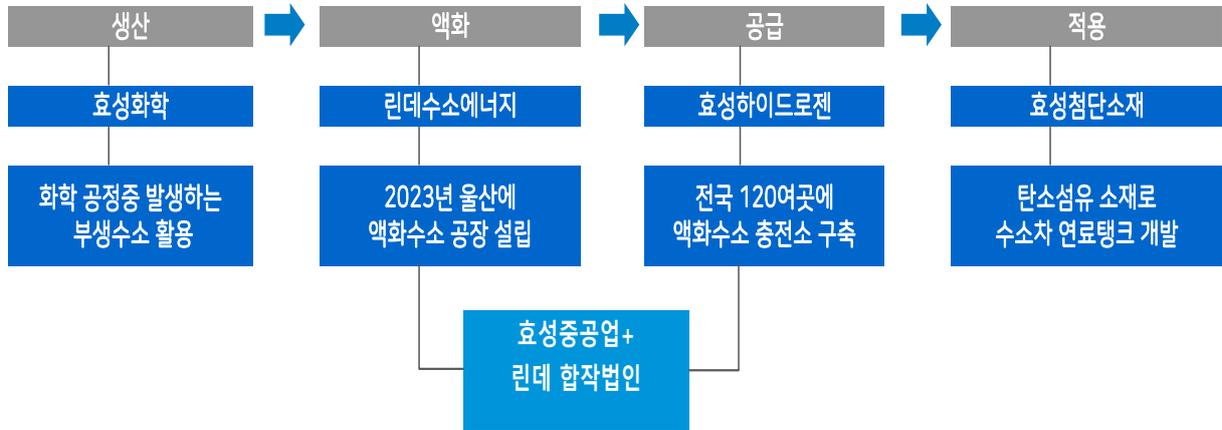
표1. 효성 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사가치	20,986
영업가치(부동산, 브랜드 포함)	9,300
순차입금	-2,670
NAV	32,956
발행주식수	21,071,025
주당 NAV(원)	156,404

자회사	지분율(%)	자회사 가치
효성티앤씨	20.3%	5,016
효성중공업	32.5%	2,119
효성첨단소재	21.2%	3,180
효성화학	20.2%	1,760
효성ITX	35.0%	757
효성티앤에스	54.0%	1,575
효성굿스프링스	100.0%	549
효성인포메이션시스템	50.0%	488
기타		5,542

자료: 효성, 하이투자증권

그림12. 효성그룹 수소사업 밸류체인 구축 계획



자료: 효성, 하이투자증권

표2. 수소경제 이행 로드맵, 모빌리티(누적)

		2018년	2022년	2040년
모빌리티	수소차	1.8천대 (0.9천대)	8.1만대 (6.7만대)	620만대 이상 (290만대)
	승용차	1.8천대 (0.9천대)	7.9만대 (6.5만대)	590만대 (275만대)
	택시	-	-	12만대 (8만대)
	버스	2대 (전체)	2,000대 (전체)	6만대 (4만대)
	트럭	-	-	12만대 (3만대)
	수소충전소	14개소	310개소	1,200개소 이상
	열차, 선박, 드룩	R&D 및 실증을 통해 '30년 이전 상용화 및 수출프로젝트 추진		

*():내수

*위 수소차 목표는 내수와 수출을 포함한 생산량임

자료: 관계부처 합동, 하이투자증권

표3. 수소 공급 및 가격

		2018년	2022년	2030년	2040년
공급, 가격	공급량 (=수요량)	13만톤/년	47만톤/년	194만톤/년	526만톤/년 이상
	공급방식	1. 부생수소(1%) 2. 추출수소(99%)	1. 부생수소 2. 추출수소 3. 수전해	1. 부생수소 2. 추출수소 3. 수전해 *1+3+4 : 50% 2: 50%	1. 부생수소 2. 추출수소 3. 수전해 4. 해외생산 *1+3+4 : 70% 2: 30%
	수소가격	- (정책가격)	6,000원/kg (시장화 초기가격)	4,000원/kg	3,000원/kg

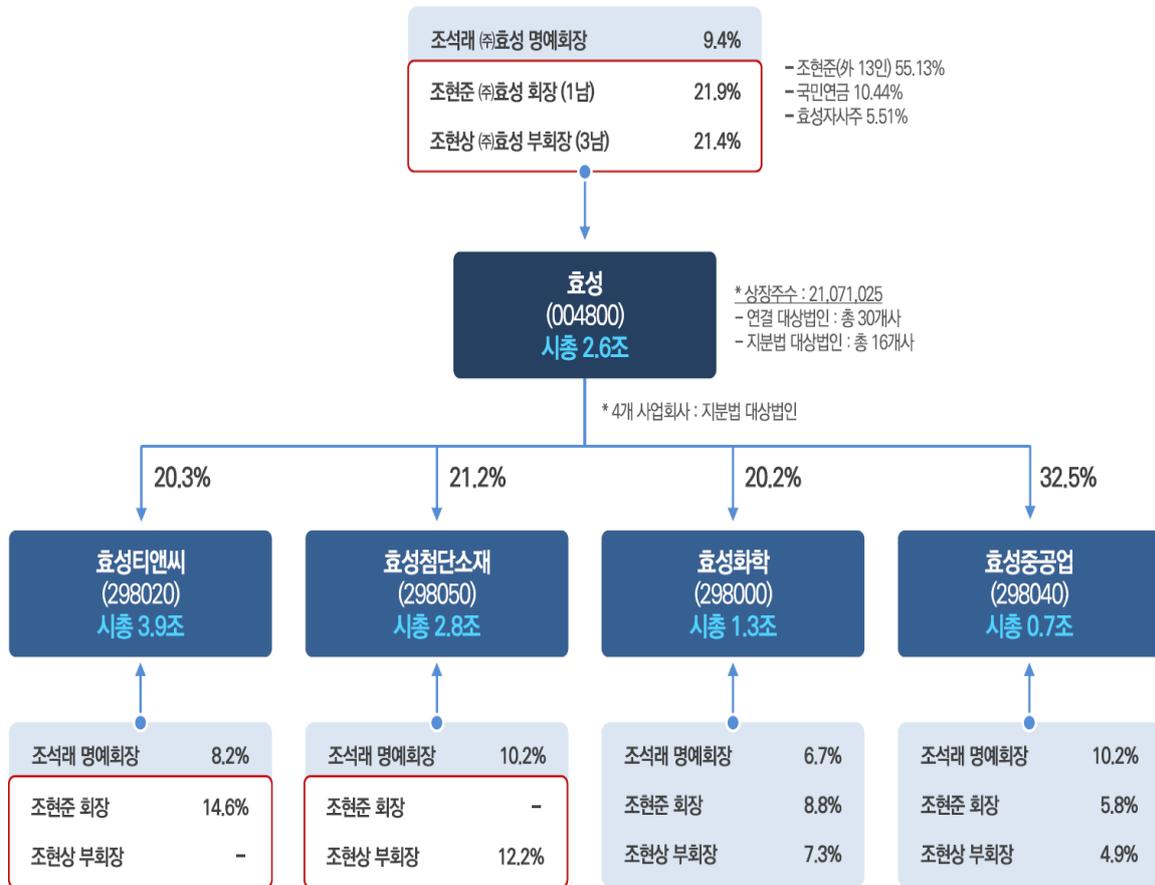
자료: 관계부처 합동, 하이투자증권

표4. 수소경제 활성화 로드맵 요약

구분		2018년	2022년		2040년				
활용	모빌리티	수소차	1.8천대 (내수용 0.9천대)	8.1만대 (내수용 6.7만대)	<2030> 전 차종 생산라인 구축	620만대 (내수용 290만대)			
		승용차	1.8천대 (내수용 0.9천대)	<~2022> 핵심부품 100% 국산화 연간 생산량 3.5만대	7.9만대 (내수용 6.5만대)	<2023> 전기차 가격수준 <2025> 상업적 양산 (연간 10만대 생산) 내연차 가격수준	590만대 (내수용 275만대)		
		버스	2대		2천대	80만km 이상 내구성 확보	6만대 (내수용 4만대)		
		택시	-	<2019> 10대 시범사업 <2021> 주요 대도시 적용		전국확대	50만km 이상 내구성 확보	12만대 (내수용 8만대)	
		트럭	-	5톤 트럭 출시	10톤 트럭	핵심부품 100% 국산화	12만대 (내수용 3만대)		
	에너지	수소충전소	14개소 (1,000만원/kg)		310개소	300만원/kg 핵심부품 100% 국산화	1,200개소		
		선박, 열차, 드론, 기계 등		R&D 및 실증		'30년까지 상용화 및 수출			
		연료전지							
		발전용	307MW	<2019> 전용 LNG 요금제 신설	<2022> 설치비 380만원/kw	1.5GW (내수용 1GW)	<2025> 중소형 가스터빈 발전단가 수준	<~2040> 설치비 35% 수준 발전단가 50% 수준	15GW (내수용 8GW)
		가정·건물용	7MW		설치비 1,700만원/kw	50MW		설치비 600만원/kw	2.1GW
수소가스터빈			R&D		실증	'30년 이후 상용화 추진			
수소공급	수소공급량	13만톤/년		47만톤/년		526만톤/년			
	생산방식	화석연료 기반 부생수소 추출수소	수요처 인근 대규모 생산	수전해 활용	수전해 수소의 대용량 장기 저장 기술개발 해외수소 도입 대규모 수전해 플랜트 상용화	그린 수소 활용 (수전해+해외생산)			
수소가격		-		6,000원/kg (現 위발유의 50%)		4,000원/kg	3,000원/kg		

자료: 관계부처 합동, 하이투자증권

그림13. 효성그룹 지배구조 (2021년 7월 29일 기준)



자료: 효성, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,627	2,214	2,659	3,070
현금 및 현금성자산	222	799	1,197	1,540
단기금융자산	339	373	411	452
매출채권	536	388	387	392
재고자산	463	577	576	584
비유동자산	2,803	2,703	2,625	2,565
유형자산	931	838	767	711
무형자산	73	65	57	50
자산총계	4,430	4,918	5,285	5,635
유동부채	1,090	1,130	1,114	1,104
매입채무	234	291	290	294
단기차입금	392	392	392	392
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	825	825	825	825
사채	11	11	11	11
장기차입금	437	437	437	437
부채총계	1,915	1,955	1,939	1,929
자배주주지분	2,233	2,560	2,842	3,104
자본금	105	105	105	105
자본잉여금	951	951	951	951
이익잉여금	6,181	6,536	6,847	7,137
기타자본항목	-5,004	-5,033	-5,061	-5,090
비자배주주지분	281	402	504	602
자본총계	2,514	2,962	3,346	3,706

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,783	3,469	3,458	3,508
증가율(%)	-12.4	24.7	-0.3	1.4
매출원가	2,367	2,455	2,514	2,589
매출총이익	416	1,014	944	919
판매비와관리비	277	339	332	333
연구개발비	20	25	25	25
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	139	675	612	586
증가율(%)	-31.3	386.3	-9.3	-4.2
영업이익률(%)	5.0	19.5	17.7	16.7
이자수익	2	5	7	8
이자비용	30	30	30	30
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	22	29	18	14
세전계속사업이익	110	659	587	559
법인세비용	14	83	75	71
세전계속이익률(%)	3.9	19.0	17.0	15.9
당기순이익	1	576	512	488
순이익률(%)	0.0	16.6	14.8	13.9
자배주주귀속 순이익	-53	455	410	390
기타포괄이익	-29	-29	-29	-29
총포괄이익	-27	547	483	459
자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(단위:십억원)	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	278	533	358	306
당기순이익	1	576	512	488
유형자산감가상각비	93	93	72	55
무형자산상각비	10	9	8	7
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-229	-261	-264	-268
유형자산의 처분(취득)	-53	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	370	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-12	-590	-590	-590
단기금융부채의증감	59	-	-	-
장기금융부채의증감	577	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-130	-100	-100	-100
현금및현금성자산의증감	33	577	399	343
기초현금및현금성자산	189	222	799	1,197
기말현금및현금성자산	222	799	1,197	1,540

주요투자지표

	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)				
EPS	-2,504	21,597	19,463	18,514
BPS	105,988	121,500	134,878	147,308
CFPS	2,375	26,404	23,216	21,450
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER		5.4	6.0	6.3
PBR	0.7	1.0	0.9	0.8
PCR	32.2	4.4	5.0	5.4
EV/EBITDA	7.8	2.7	2.4	2.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.3	19.0	15.2	13.1
EBITDA 이익률	8.7	22.4	20.0	18.5
부채비율	76.2	66.0	57.9	52.0
순부채비율	11.1	-11.2	-22.9	-31.1
매출채권회전율(x)	5.7	7.5	8.9	9.0
재고자산회전율(x)	5.4	6.7	6.0	6.1

자료 : 효성, 하이투자증권 리서치본부

효성
최근 2년간 투자이건 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이건	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-09-05	Buy	110,000	1년	-28.5%	-19.5%
2020-03-17	Buy	94,000	1년	-22.2%	-1.1%
2021-08-30	Buy	156,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2021-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이건 비율(%)	93.3%	6.7%	-