



# 효성 (004800)

전사 턴어라운드에 배당 상향 가능성. ('21 OP YoY +386%)

▶Analyst 전우제 wchun@hanwha.com 0237727617

## Buy (유지)

목표주가(상향): 180,000원

현재 주가(7/30)	122,500원
상승여력	▲46.9%
시가총액	25,812억원
발행주식수	21,071천주
52 주 최고가 / 최저가	125,500 / 64,900원
90 일 일평균 거래대금	118.51억원
외국인 지분율	9.6%
주주 구성	
조현준 (외 14 인)	55.1%
국민연금공단 (외 1 인)	10.4%
자사주 (외 1 인)	5.5%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.9	23.2	65.1	76.5
상대수익률(KOSPI)	21.8	21.5	57.5	35.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	2,783	3,539	3,585	3,406
영업이익	139	674	621	590
EBITDA	242	774	723	696
지배주주순이익	-53	447	434	414
EPS	-2,504	21,234	20,607	19,660
순차입금	384	403	112	-97
PER	-30.5	5.8	5.9	6.2
PBR	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.3	3.9	3.7	3.6
배당수익률	6.5	6.1	8.2	8.2
ROE	-2.3	18.6	16.0	14.0

### 주가 추이



### 2Q OP 2,180억원. 컨센 +42%

2Q 영업이익은 2,180억원(QoQ +118%, YoY +1142%), 지배순이익 1,464억원으로 컨센서스 뿐만 아니라, 2019/20년 연간 영업/순이익을 모두 상회했다. 충분히 설명 가능한 것이, 자회사인 효성티앤씨/첨단소재/화학 모두가 분할 이후 최대 실적을 기록했기 때문이다.

**“지분법(상장 4사)”**: 효성 상장자회사들이 기여한 지주-지분법이익은 1Q 479억원 => 2Q 810억원으로 늘어났으며, 전반적인 실적 개선에 지주가 자체/추가 보유 중인 스판텍스/타이어코드 등의 공장 이익도 늘어 **“지분법(기타)”**의 이익도 1Q 577억원 => 1,032억원으로 증가했다. 티앤에스(ATM) 및 FMK 등 연결 자회사도 실적 개선세이다.

### 3Q OP 1,921억원. 기존 추정치 +45% 상향

3Q 영업이익은 1,921억원으로 높은 실적을 이어갈 전망이다.

**스판텍스** 수요는 기존 애슬레저(요가복/레깅스/언더아머 등) 성장뿐만 아니라, 최근 소비자 편의를 위해 일상복(속옷/내의/셔츠)의 스판텍스 혼용률도 x1.2~2.0배씩 늘어난 것으로 파악되고 있다. 수요 성장률이 YoY +10% => YoY +15~25%로 늘어났다는 것이다. 2021년말 증설을 충분히 소화해 낼 수 있다는 뜻이다.

**타이어코드**는 교체용 타이어 수요 증가에 더해, 반도체 수급 이슈 해소로 실적 개선이 기대된다. **효성화학(PP)**는 시황 조정되었지만, 유럽/미국향 고가 판매 및 베트남 공장 일부 가동되며 이를 상쇄할 전망이다.

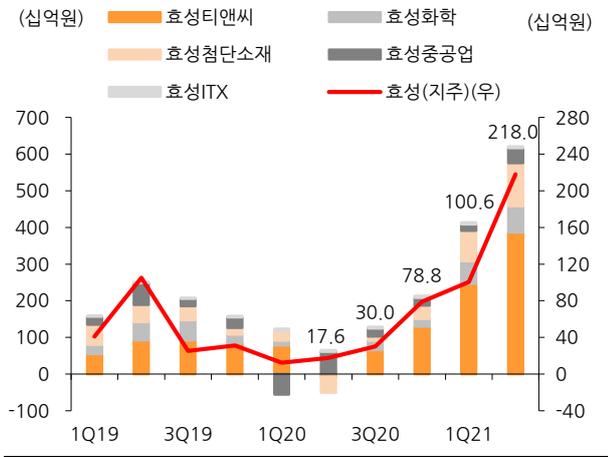
**티앤에스(ATM)**도 지연된(2Q=>3Q) 판매 및 하반기 (미)Wells Fargo / Chase 및 (러)Sber은행 납품에 실적 개선/정상화가 예상된다.

### 성장해버린 고배당주. DPS 1.0만원 기대

투자여건 BUY(유지), 목표주가 15만원 => 18만원으로 상향한다.

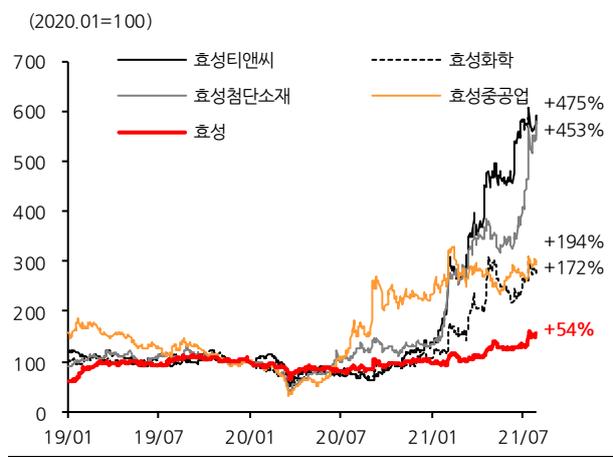
2020년 이후, (주)효성의 주가 상승폭(+54%)은 자회사들(+170~475%) 대비 부진했는데, 이는 1) 지주사 비선호 현상과 2) 2018~20년 DPS를 5,000원씩 지급해 주가가 10만원(시가배당률 5%)에 멈췄기 때문이다. 효성은 2018~20년, 일회성 요인들에 EPS 2,500~4,900원이었는데도 DPS 유지했었다. **2021~23년은 전사 실적 개선에 EPS가 2.0~2.2만원으로 상향된다.** 배당 확대 가능성(1.0만원)에 목표주가를 18만원으로 상향한다. SOTP(40% 할인)로 산출한 적정 주가도 20.8만원이다.

[그림1] 효성 계열사와 완벽히 동행하는 실적에도,



자료: 한화투자증권 리서치센터

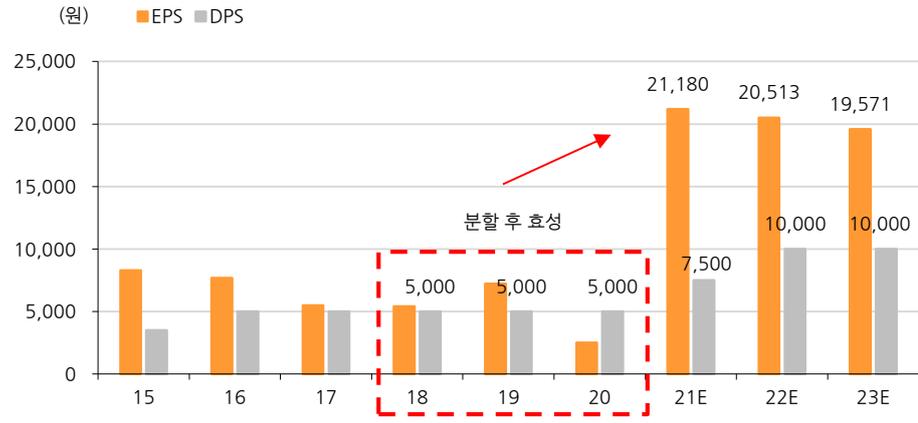
[그림2] 효성 주가는 상대적 약세



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 효성, 전사 이익 개선에 이익 체력 상승  
이익 상승에, 배당 확대 가능성. 최대 2만원까지 가능

\*일회성 반영 시, 2019/20년 EPS는 배당 5,000원 지급 부담 스러웠음. 하지만 강행



자료: 한화투자증권

주: 2020년 실적: 효성캐피탈 매각에 따른 영업권 중단영업이익(-1024억원) 제거

주: 2019년 실적: 그룹사 추징금(-481억원) 제거

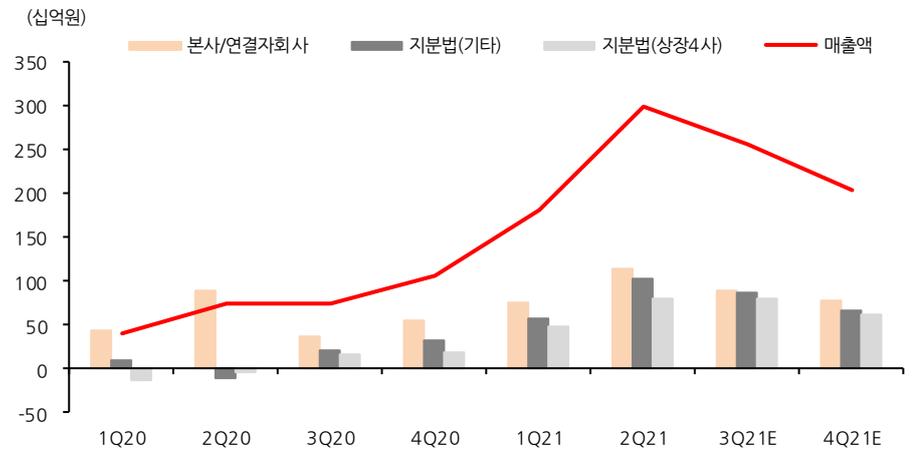
주: 2018년 실적: 분할 시점으로, EPS 추정

[그림4] 효성 매출액 추이

본사/연결자회사: 효성 별도  
+효성티앤씨/캐피탈/FMK/  
굿스프링스

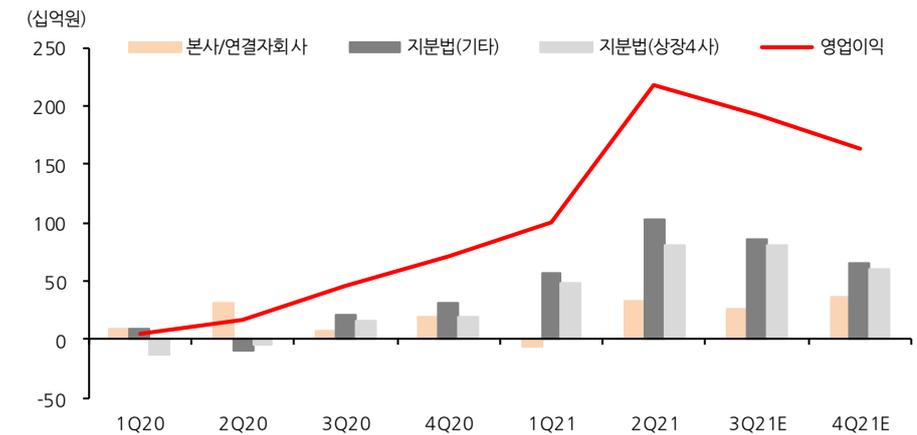
상장자회사: 효성티앤씨/첨  
단소재/중공업/화학

기타 자회사: 스파덱스, 타이  
어코드 공장 지분 등



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 효성 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] ㈜효성 SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	지분율	장부가	12M EBITDA	평가액	비고
<b>투자자산가치(+)</b>				<b>1,955.6</b>	<b>지분법(상장 자회사) 기여: 2,883억원(2020~21년E)</b>
효성티앤씨	20.3%	57.2		781.7	
효성화학	20.2%	39.5		252.6	
효성첨단소재	21.2%	44.4		583.2	7/30일 종가 적용
효성중공업	32.5%	30.7		237.1	
효성ITX	37.6%	7.0		101.1	
<b>투자자산가치 2(+)</b>				<b>1,955.6</b>	<b>지분법(상장 자회사) 기여: 3,641억원(2020~21년E)</b>
지분법(기타)					투자자산가치 1과 동일 (유사한 매출/영업/순이익 인식) 스판덱스, 타이어코드 공장 등
<b>영업가치(+)</b>				<b>1,814.8</b>	<b>EV/EBITDA 7배 적용. (KRX 고배당 50 평균 10.1배)</b>
FMK, 굿스프링스 등	-	-	428.6	1,330.3	CI 관리, ATM, 캐피탈, 펌프, 수입차 딜러, 해외 연결 자회사 등
티앤에스	54.0%	75.2	128.1	484.5	비지배지분(46%)만큼 영업가치 차감
<b>부동산가치(+)</b>				<b>1,240.0</b>	
수서오피스 빌딩		16.0		240.0	수서역 연결 16층 빌딩(1.56만평) 1H17 감평 2,311억원
안양 공장 부지		470.0		1,000.0	7.5만평(18년 공시지가 4,979억원). 공장/연구소 운영 평당: 공시지가 651만원 vs 주변 아파트 913~1,914만원 * 1조원 가정, 장부가 대비 +5,300억원
<b>순차입금(-)</b>				<b>56.1</b>	<b>적용 순차입금 = 효성(별도)+티앤에스+FMK+굿스프링스</b>
<b>총 기업가치</b>				<b>6,910.0</b>	<b>투자자산가치+영업가치+매각차익순차입금</b>
주식수(천주)				19,909	자사주 제외한 발행주식수 기준
<b>주당 NAV(원)</b>				<b>347,000</b>	<b>할인 적용 전 ㈜효성 목표주가</b>
<b>목표주가(참고용)</b>				<b>208,200</b>	<b>지주사 할인 40% 적용 (높은 배당성향 고려)</b>
현재주가(원)				122,500	7/30일 종가 적용
<b>상승여력</b>				<b>70%</b>	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] (주)효성 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>630.0</b>	<b>659.8</b>	<b>719.5</b>	<b>773.4</b>	<b>663.0</b>	<b>946.8</b>	<b>955.0</b>	<b>950.1</b>	<b>2,782.6</b>	<b>3,514.9</b>	<b>3,585.2</b>
QoQ(%)	-16.5%	4.7%	9.0%	7.5%	-14.3%	42.8%	0.9%	-0.5%			
YoY(%)	-14.9%	-29.9%	-2.8%	2.5%	5.2%	43.5%	32.7%	22.9%	-12.4%	26.3%	2.0%
<b>▶효성(지분법 포함)</b>	<b>39.8</b>	<b>74.9</b>	<b>74.1</b>	<b>106.7</b>	<b>180.4</b>	<b>298.7</b>	<b>255.5</b>	<b>203.4</b>	<b>295.5</b>	<b>938.0</b>	<b>811.8</b>
▷ 지분법(기타)	8.7	-9.7	20.6	31.9	57.7	103.2	86.3	65.4	51.5	312.7	234.5
▷ 지분법(상장4사)	-13.5	-3.9	16.8	18.7	47.9	81.0	80.2	61.1	18.1	270.1	270.0
효성티앤씨	4.2	-2.8	8.4	18.0	28.5	47.9	47.9	33.1	27.8	157.5	109.3
효성첨단소재	1.3	-7.4	1.5	4.6	9.0	16.0	20.7	15.5	-0.0	61.2	60.3
효성화학	0.2	-2.6	1.3	-1.3	8.5	9.4	8.0	6.3	-2.4	32.1	67.2
효성중공업	-19.2	8.9	5.6	-2.6	1.9	7.7	3.6	6.2	-7.3	19.3	33.2
<b>▶효성티앤에스</b>	<b>216.0</b>	<b>231.6</b>	<b>199.8</b>	<b>262.4</b>	<b>155.5</b>	<b>256.8</b>	<b>279.7</b>	<b>288.6</b>	<b>909.8</b>	<b>980.7</b>	<b>1,010.1</b>
<b>▶효성캐피탈</b>	<b>47.0</b>	<b>46.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>93.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>▶기타(FMK 등)</b>	<b>421.3</b>	<b>396.7</b>	<b>495.6</b>	<b>531.2</b>	<b>332.5</b>	<b>437.7</b>	<b>489.8</b>	<b>528.1</b>	<b>1,844.8</b>	<b>1,788.1</b>	<b>1,823.8</b>
<b>▶연결조정</b>	<b>-33.8</b>	<b>-198.0</b>	<b>-66.9</b>	<b>-80.2</b>	<b>-5.4</b>	<b>-46.4</b>	<b>-70.0</b>	<b>-70.0</b>	<b>-378.9</b>	<b>-191.8</b>	<b>-195.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>5.3</b>	<b>17.6</b>	<b>45.4</b>	<b>70.5</b>	<b>100.2</b>	<b>218.0</b>	<b>192.1</b>	<b>163.5</b>	<b>138.8</b>	<b>673.8</b>	<b>620.8</b>
영업이익률(%)	0.8%	2.7%	6.3%	9.1%	15.1%	23.0%	20.1%	17.2%	5.0%	19.2%	17.3%
QoQ(%)	-84.7%	229.3%	158.6%	55.4%	42.0%	117.6%	-11.9%	-14.9%			
YoY(%)	-87.0%	-83.3%	111.2%	102.6%	1780%	1142%	323.3%	131.9%	-31.3%	385.5%	-7.9%
<b>▶효성(지분법 포함)</b>	<b>-16.5</b>	<b>15.3</b>	<b>16.6</b>	<b>41.6</b>	<b>71.3</b>	<b>152.1</b>	<b>136.5</b>	<b>96.5</b>	<b>57.0</b>	<b>456.4</b>	<b>384.5</b>
▷ 지분법(기타)	8.7	-9.7	20.6	31.9	57.7	103.2	86.3	65.4	57	202.1	146.6
▷ 지분법(상장4사)	-13.5	-3.9	16.8	18.7	47.9	81.0	80.2	61.1	60.3	202	164.1
<b>▶효성티앤에스</b>	<b>21.1</b>	<b>31.5</b>	<b>12.7</b>	<b>28.1</b>	<b>3.6</b>	<b>27.8</b>	<b>32.2</b>	<b>33.2</b>	<b>93.4</b>	<b>96.8</b>	<b>113.1</b>
<b>▶효성캐피탈</b>	<b>7.2</b>	<b>8.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>15.5</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>▶기타(FMK 등)</b>	<b>8.0</b>	<b>1.7</b>	<b>8.9</b>	<b>19.8</b>	<b>3.5</b>	<b>13.8</b>	<b>8.5</b>	<b>18.8</b>	<b>38.4</b>	<b>44.6</b>	<b>45.5</b>
<b>▶연결조정</b>	<b>6.1</b>	<b>-35.4</b>	<b>-21.7</b>	<b>-10.7</b>	<b>21.8</b>	<b>24.4</b>	<b>15.0</b>	<b>15.0</b>	<b>-61.7</b>	<b>76.2</b>	<b>77.7</b>
<b>당기순이익</b>	<b>-2.9</b>	<b>36.8</b>	<b>-78.1</b>	<b>45.5</b>	<b>91.7</b>	<b>187.4</b>	<b>166.0</b>	<b>120.8</b>	<b>1.2</b>	<b>565.9</b>	<b>542.8</b>
▷ 지분법(기타)	8.7	-9.7	20.6	31.9	57.7	103.2	86.3	65.4	51.5	312.7	234.5
▷ 지분법(상장4사)	-13.5	-3.9	16.8	18.7	47.9	81.0	80.2	61.1	18.1	270.1	270.0
<b>지배순이익</b>	<b>-9.3</b>	<b>20.1</b>	<b>-89.7</b>	<b>26.0</b>	<b>71.7</b>	<b>146.4</b>	<b>132.8</b>	<b>96.7</b>	<b>-52.8</b>	<b>447.4</b>	<b>434.2</b>
순이익률(%)	-1.5%	3.1%	-12.5%	3.4%	10.8%	15.5%	13.9%	10.2%	-1.9%	12.7%	12.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	3,176	2,783	3,539	3,585	3,406
매출총이익	476	416	1,004	953	905
영업이익	202	139	674	621	590
EBITDA	300	242	774	723	696
순이자손익	-32	-27	-19	-18	-16
외화관련손익	6	-21	2	0	0
지분법손익	0	4	0	0	0
세전계속사업손익	166	110	644	613	585
당기순이익	150	1	566	543	518
지배주주순이익	104	-53	447	434	414
<b>증가율(%)</b>					
매출액	5.8	-12.4	27.2	1.3	-5.0
영업이익	30.4	-31.3	385.8	-7.9	-5.0
EBITDA	-36.2	-19.6	220.2	-6.5	-3.7
순이익	-95.6	-99.2	46,274.7	-4.1	-4.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	15.0	15.0	28.4	26.6	26.6
영업이익률	6.4	5.0	19.1	17.3	17.3
EBITDA 이익률	9.5	8.7	21.9	20.2	20.4
세전이익률	5.2	3.9	18.2	17.1	17.2
순이익률	4.7	0.0	16.0	15.1	15.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금흐름	141	278	167	608	585
당기순이익	123	96	566	543	518
자산상각비	98	103	99	102	106
운전자본증감	-177	8	-324	59	51
매출채권 감소(증가)	30	-132	-183	39	33
재고자산 감소(증가)	-61	74	-227	39	33
매입채무 증가(감소)	-98	-2	109	-30	-25
투자현금흐름	-128	-229	-184	-175	-182
유형자산처분(취득)	-62	-53	-73	-71	-74
무형자산 감소(증가)	-10	-1	-5	-8	-9
투자자산 감소(증가)	-7	-427	-65	-16	-17
재무현금흐름	-170	-12	-42	-278	-331
차입금의 증가(감소)	627	608	-4	-120	-120
자본의 증가(감소)	-138	-130	-100	-158	-211
배당금의 지급	138	130	100	158	211
총현금흐름	260	247	475	549	533
(-)운전자본증가(감소)	58	-13	224	-59	-51
(-)설비투자	66	61	74	71	74
(+)자산매각	-5	6	-4	-8	-9
Free Cash Flow	131	206	172	528	502
(-)기타투자	169	-248	140	79	82
잉여현금	-38	454	32	449	420
NOPLAT	149	121	597	549	522
(+) Dep	98	103	99	102	106
(-)운전자본투자	58	-13	224	-59	-51
(-)Capex	66	61	74	71	74
OpFCF	124	176	398	640	606

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,312	1,627	2,085	2,183	2,212
현금성자산	210	561	554	726	815
매출채권	385	490	694	655	622
재고자산	574	463	696	657	624
비유동자산	5,215	2,803	2,948	3,004	3,063
투자자산	5,529	1,799	1,950	2,029	2,111
유형자산	918	931	930	909	887
무형자산	161	73	69	67	65
<b>자산총계</b>	<b>6,527</b>	<b>4,430</b>	<b>5,033</b>	<b>5,187</b>	<b>5,275</b>
유동부채	2,238	1,090	1,525	1,391	1,263
매입채무	327	317	528	498	473
유동성이자부채	1,536	411	606	486	366
비유동부채	1,578	825	660	672	685
비유동이자부채	1,080	534	351	351	351
<b>부채총계</b>	<b>3,817</b>	<b>1,915</b>	<b>2,185</b>	<b>2,063</b>	<b>1,948</b>
자본금	105	105	105	105	105
자본잉여금	951	951	951	951	951
이익잉여금	6,337	6,181	6,528	6,804	7,008
자본조정	-4,953	-5,004	-5,004	-5,004	-5,004
자기주식	-14	-42	-42	-42	-42
<b>자본총계</b>	<b>2,710</b>	<b>2,514</b>	<b>2,848</b>	<b>3,124</b>	<b>3,327</b>

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표	141	278	167	608	585
EPS	123	96	566	543	518
BPS	98	103	99	102	106
DPS	-177	8	-324	59	51
CFPS	30	-132	-183	39	33
ROA(%)	-61	74	-227	39	33
ROE(%)	-98	-2	109	-30	-25
ROIC(%)	-128	-229	-184	-175	-182
<b>Multiples(x, %)</b>	-62	-53	-73	-71	-74
PER	-10	-1	-5	-8	-9
PBR	-7	-427	-65	-16	-17
PSR	-170	-12	-42	-278	-331
PCR	627	608	-4	-120	-120
EV/EBITDA	-138	-130	-100	-158	-211
배당수익률	138	130	100	158	211
<b>안정성(%)</b>	260	247	475	549	533
부채비율	58	-13	224	-59	-51
Net debt/Equity	66	61	74	71	74
Net debt/EBITDA	-5	6	-4	-8	-9
유동비율	131	206	172	528	502
이자보상배율(배)	169	-248	140	79	82
<b>자산구조(%)</b>	-38	454	32	449	420
투하자본	149	121	597	549	522
현금+투자자산	98	103	99	102	106
<b>자본구조(%)</b>	58	-13	224	-59	-51
차입금	66	61	74	71	74
자기자본	124	176	398	640	606

[ Compliance Notice ]

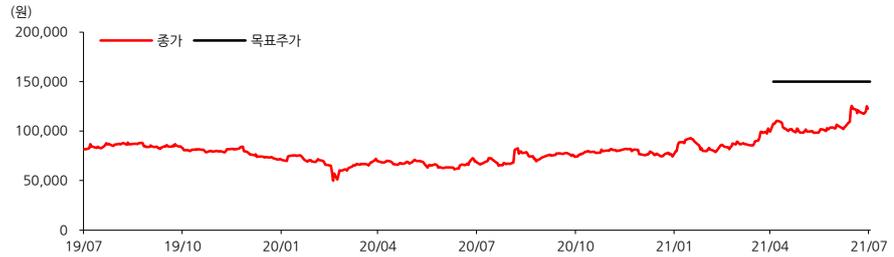
(공표일: 2021년 08월 02일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (전우제)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 효성 주가와 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2021.05.03	2021.05.03	2021.06.08	2021.07.14	2021.08.02
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		전우제	150,000	150,000	150,000	180,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.03	Buy	150,000	-29.07	-16.33
2021.08.02	Buy	180,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2021년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.1%	3.9%	0.0%	100.0%