

효성 (004800)

실적 서프라이즈. 올해 영업익 또한 컨센서스 대비 40% 상회 추정

4분기 영업익 637억원(YoY +1039%)으로 컨센서스 대폭 상회

효성 4분기 영업익은 637억원(YoY +1039%)으로 컨센서스 415억원을 대폭 상회했다. 실적 호조는 연결 대상 비상장사인 티앤에스 및 굿프링스의 호실적에 주로 기인한다. 효성 티앤에스는 미국 BoA 및 Chase, 러시아 Sber bank 등 해외 매출 증가에 따른 수익성 개선으로 '18년 영업익 221억원 대비 98.3% 증가한 439억원 영업익을 기록했다. 올해 1분기에 해외 매출 증가 추세는 이어지며 연간 영업익은 30% 전후 증가를 예상한다. 굿프링스는 화학 설비 매출 증가로 4분기 흑자전환하며 연간 영업익은 전년 대비 343% 증가한 56억원을 기록했다. 2019년에도 화학 설비 증설 효과로 두자리수 영업익 증가가 예상된다. 이밖에 4Q18 실적에 1회성 요인으로 재고자산 미실현손익 등 분할에 따른 연결조정 약 100억원이 반영되었다.

2019년 영업익 1,950억원(YoY +36%)으로 컨센서스 대비 40% 상회 추정

4분기 호조뿐 만 아니라, 2019년 영업익도 시장 컨센서스를 약 40% 상회하는 호실적을 전망한다. 2018년 분할에 따른 1회성 연결조정 350억원을 차감하더라도 올해 영업익은 36% 증가한 1,950억원으로 추정한다. 실적 증가는 첫째, 지주회사 체제 전환 첫해 효성 별도 영업익은 227억원 손실을 기록하였으나 브랜드/임대료/컨설팅 등 지주 수익 증가와 분할 관련 비용 감소로 흑자전환이 예상된다. 둘째, 4Q18 지분 스왑을 통해 확보한 상장자회사 지분법이익의 본격 반영이 예상된다. 컨센서스 하단의 지배순익을 가정하더라도 600억원 이상의 이익 증가 영향이 추정된다. 셋째, 티앤에스 및 굿프링스 중심의 비상장 연결 실적 증가가 지속될 전망이다.

효성 투자 의견 BUY 및 TP 85,000원 유지

BUY 및 목표주가 85,000원을 유지한다. 시장 컨센서스 대비 영업익 및 주당 배당금의 동시 상향을 예상한다. 올해 주당 배당금은 5,000원으로 예상하는데 현 주가의 배당수익률은 8%에 달해 KOSPI 최고 수준이다. 증시 내 과소평가된 실적 및 주주환원 체력을 고려해 적극 매수 구간이라 판단한다.

BUY

| TP(12M): 85,000원 | CP(1월 29일): 62,800원

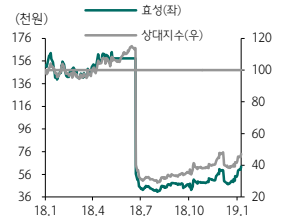
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,183.36
52주 최고/최저(원)	163,823/40,450
시가총액(십억원)	1,323.3
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	21,071.0
60일 평균 거래량(천주)	214.7
60일 평균 거래대금(십억원)	11.5
18년 배당금(예상.원)	5,000
18년 배당수익률(예상,%)	10.00
외국인지분율(%)	10.93
주요주주 지분율(%)	
조현준 외 10인	54.72
국민연금	7.39
주가상승률	1M 6M 12M
절대	25.6 46.6 (61.0)
상대	17.4 54.1 (53.5)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	2,918.3	2,956.6
영업이익(십억원)	121.4	139.3
순이익(십억원)	3,139.2	98.1
EPS(원)	134,725	5,156
BPS(원)	92,013	92,596

Stock Price



Financial Data

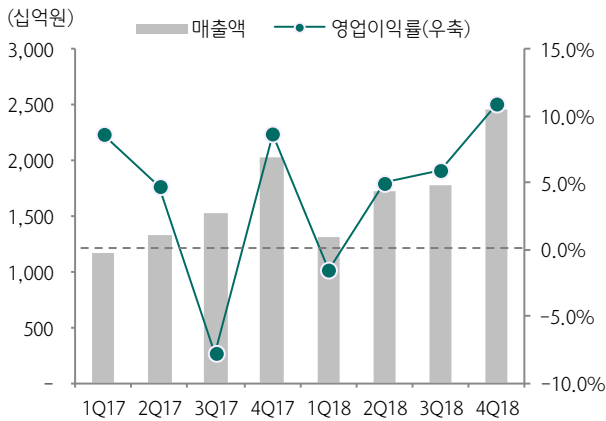
투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	11,929.1	12,546.4	2,991.0	2,772.1	2,796.9
영업이익	십억원	1,016.3	770.8	143.5	195.0	178.7
세전이익	십억원	696.5	382.8	567.2	195.0	178.7
지배순이익	십억원	455.5	325.6	3,357.8	147.9	142.0
EPS	원	12,971	9,271	145,283	7,018	6,741
증감률	%	(7.5)	(28.5)	1,467.1	(95.2)	(3.9)
PER	배	13.27	17.80	0.34	8.95	9.32
PBR	배	1.65	1.57	0.52	0.64	0.63
EV/EBITDA	배	7.27	8.21	5.15	10.33	10.84
ROE	%	13.25	8.95	118.29	7.22	6.80
BPS	원	104,034	105,011	96,035	98,228	100,145
DPS	원	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000



Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

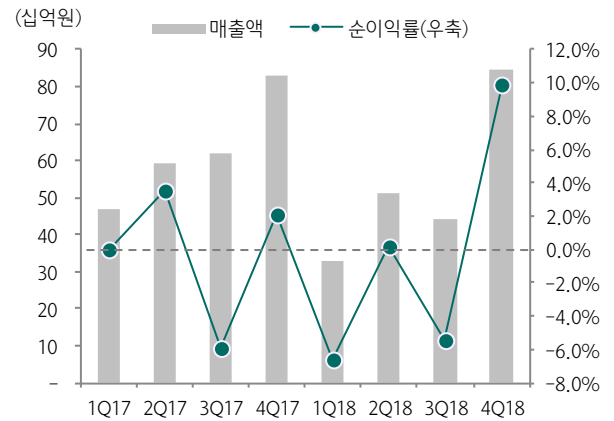
RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com

그림 1. 효성티앤에스 분기별 실적 추이



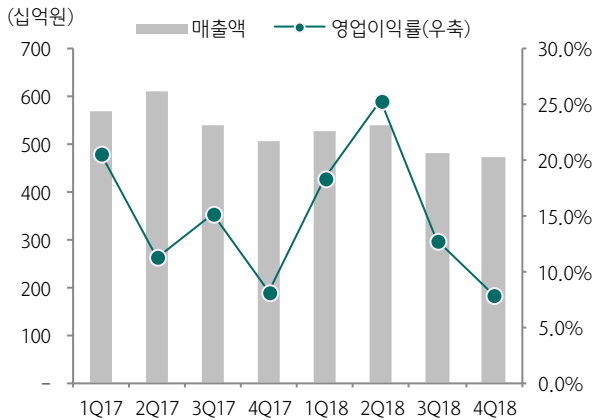
자료: 효성, 하나금융투자

그림 2. 효성굿스프링스 분기별 실적 추이



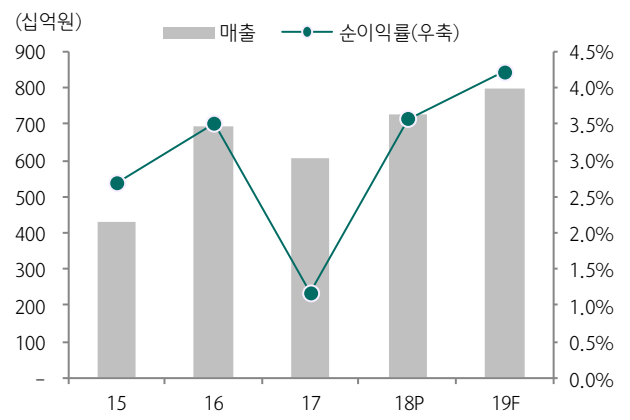
자료: 효성, 하나금융투자

그림 3. 효성캐피탈 분기별 실적 추이



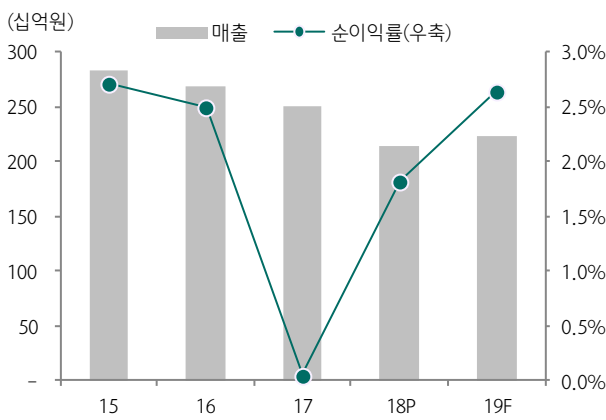
자료: 효성, 하나금융투자

그림 4. 효성티앤에스 연도별 실적 추이



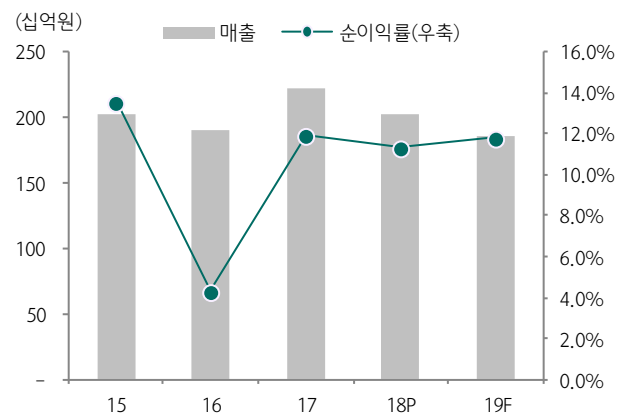
자료: 효성, 하나금융투자

그림 5. 효성굿스프링스 연도별 실적 추이



자료: 효성, 하나금융투자

그림 6. 효성캐피탈 연도별 실적 추이



자료: 효성, 하나금융투자

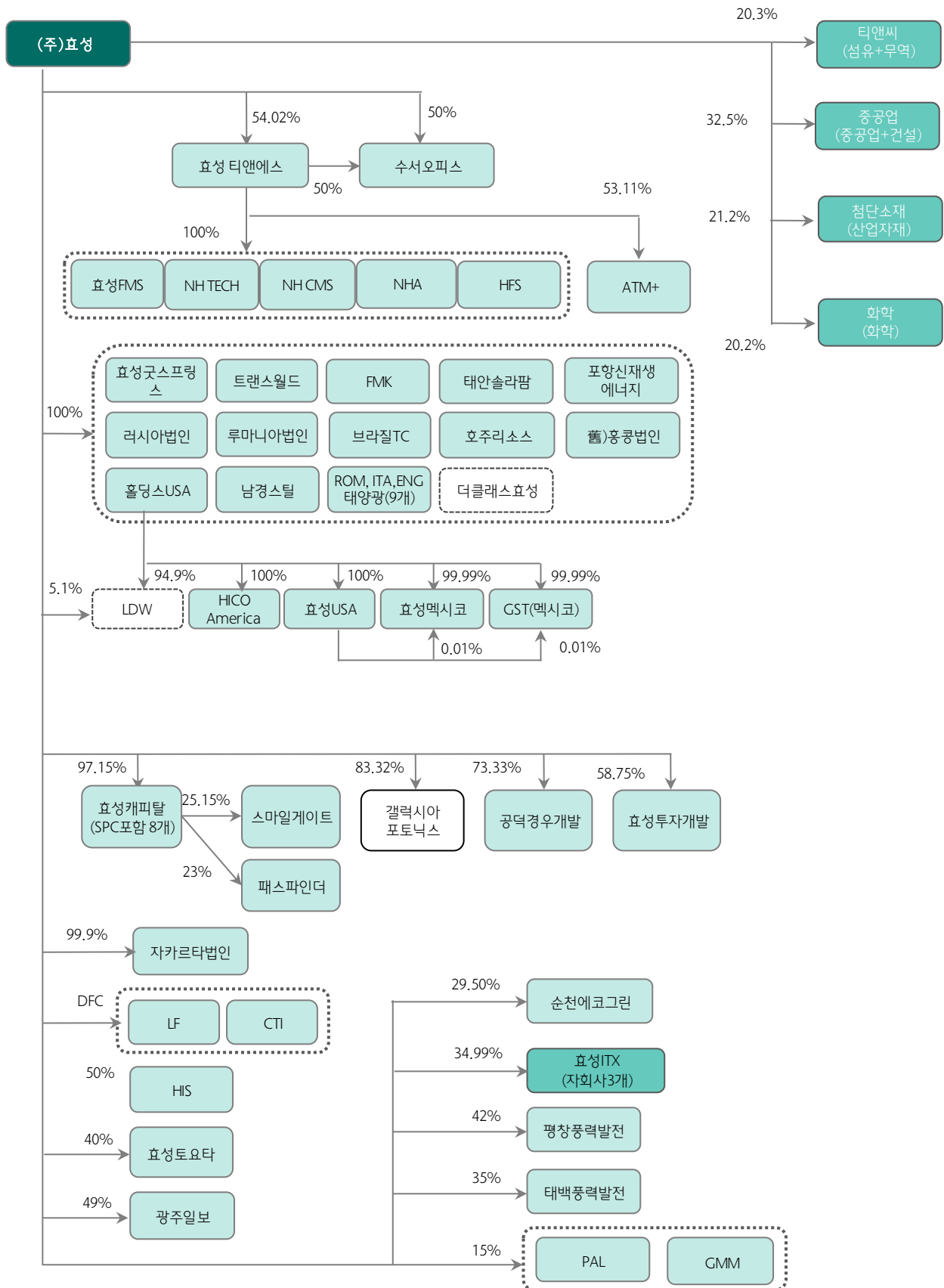
표 1. 효성 실적추정 상세

(단위: 십억원, %)

Consolidation	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018P	2019F
매출액	595	753	786	858	621	702	685	764	2,693	2,991	2,772
YoY	0.1%	17.6%	11.0%	14.2%	4.4%	-6.7%	-12.8%	-10.9%	-77.4%	11.1%	-7.3%
QoQ	-20.8%	26.6%	4.3%	9.1%	-27.6%	13.1%	-2.5%	11.6%			
효성굿스프링스	33	51	44	85	35	54	46	89	251	213	224
효성캐피탈	53	54	48	47	47	50	45	43	226	202	185
효성티앤에스	132	172	177	245	145	189	195	270	605	725	798
효성(별도)	29	90	128	106	93	96	93	98	211	352	381
영업익	3	33	44	63.7	43	52	52	48	36	143	195.0
YoY	-84.8%	81.7%	흑전	1038.8%	1251.0%	58.3%	18.4%	-24.8%	-96.5%	299.4%	35.9%
QoQ	-42.7%	929.7%	32.4%	45.8%	-32.1%	20.7%	-0.9%	-7.5%			
OPM	0.5%	4.4%	5.6%	7.4%	7.0%	7.4%	7.6%	6.3%	1.3%	4.8%	7.0%
효성굿스프링스	-3	0	-3	12	-0	3	1	5	0	6	8
효성캐피탈	10	14	6	4	8	7	7	7	34	33	29
효성티앤에스	-2	9	11	27	6	10	13	16	22	44	44
효성(별도)	-8	-9	-1	-4	-	-	-	-	-27	-23	0
지배순이익	66	2,982	24	287	35	40	38	34	326	3,358	148
YoY	-58.3%	2311.0%	-87.8%	흑전	-47.0%	-98.6%	62.6%	-88.1%	-28.5%	931.3%	-95.6%
QoQ	흑전	4435.2%	-99.2%	1113.4%	-87.8%	16.0%	-5.1%	-11.1%			
NPM	11.1%	396.0%	3.0%	33.4%	5.6%	5.8%	5.6%	4.5%	12.1%	112.3%	5.3%
효성굿스프링스	-2	0	-2	8	-0	2	0	4	0	4	6
효성캐피탈	7	10	4	2	6	5	6	5	27	23	22
효성티앤에스	-7	6	9	17	4	8	10	12	7	26	34
효성(별도)	-	-4	-0	23	-	-	-	-	116	19	0
연결 대상 자회사											
효성굿스프링스											
매출액	33	51	44	85	35	54	46	89	251	213	224
YoY	-29.1%	-13.0%	-29.2%	2.3%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	-6.5%	-15.0%	5.0%
QoQ	-60.1%	55.3%	-14.3%	92.6%	-59.0%	55.3%	-14.3%	92.6%			
순이익	-2	0	-2	8	-0	2	0	4	0	4	6
YoY	적지	-95.7%	적지	383.8%	적지	2012.5%	흑전	-57.5%	-98.1%	2915.5%	52.3%
QoQ	적전	흑전	적전	흑전	적전	흑전	-75.7%	670.2%			
NPM	-6.6%	0.2%	-5.4%	9.9%	0.0%	3.5%	1.0%	4.0%	0.1%	1.8%	2.6%
효성캐피탈											
매출액	53	54	48	48	47	50	45	43	222	203	185
YoY	-7.0%	-11.2%	-10.3%	-5.9%	-10.2%	-8.1%	-7.4%	-9.5%	17.3%	-8.7%	-8.8%
QoQ	4.5%	2.7%	-10.8%	-1.8%	-0.2%	5.1%	-10.0%	-4.0%			
순이익	7	10	4	2	6	5	6	5	27	23	22
YoY	-26.2%	92.9%	-38.6%	-63.5%	-8.6%	-51.5%	55.1%	125.2%	225.3%	-13.4%	-5.0%
QoQ	10.0%	53.9%	-65.3%	-37.8%	175.4%	-18.4%	11.0%	-9.7%			
NPM	12.8%	19.2%	7.4%	4.7%	13.0%	10.1%	12.5%	11.7%	11.9%	11.3%	11.8%
효성티앤에스											
매출액	132	172	177	245	145	189	195	270	605	725	798
YoY	12.8%	29.4%	15.4%	21.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-12.8%	19.8%	10.0%
QoQ	-35.0%	30.5%	3.0%	38.6%	-40.9%	30.5%	3.0%	38.6%			
순이익	-7	6	9	17	4	8	10	12	7	26	34
YoY	적전	59.0%	흑전	43.5%	흑전	21.0%	10.0%	-31.6%	-71.0%	267.1%	29.7%
QoQ	적전	흑전	34.1%	99.5%	-75.0%	80.5%	22.0%	24.1%			
NPM	-5.0%	3.8%	4.9%	7.1%	3.0%	4.2%	4.9%	4.4%	1.2%	3.6%	4.2%
에프애크이											
매출액	60	71	65	42	66	75	68	44	293	239	253
YoY	-4.1%	-9.3%	-20.4%	-40.3%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%	55.4%	-18.6%	6.3%
QoQ	-13.6%	18.4%	-9.1%	-35.8%	59.1%	13.0%	-9.1%	-35.8%			
순이익	1	6	0	-2	2	3	2	-1	6	6	6
YoY	-38.9%	114.5%	-99.2%	적지	72.8%	-55.6%	10213.3%	적지	340.9%	-4.2%	10.8%
QoQ	흑전	348.0%	-99.7%	적전	흑전	15.2%	-24.6%	적전			
NPM	2.4%	9.0%	0.0%	-5.6%	3.8%	3.8%	3.2%	-3.1%	2.0%	2.3%	2.4%

주: 4Q17 및 2017년 실적은 분할전 수치로 4Q18 수치와 비교가능성 제한적
 자료: 효성, 하나금융투자

그림 7. 효성그룹 지배구조 현황



주: 주식스왑 완료 후 기준
 자료: 효성, 하나금융투자

추정 재무제표

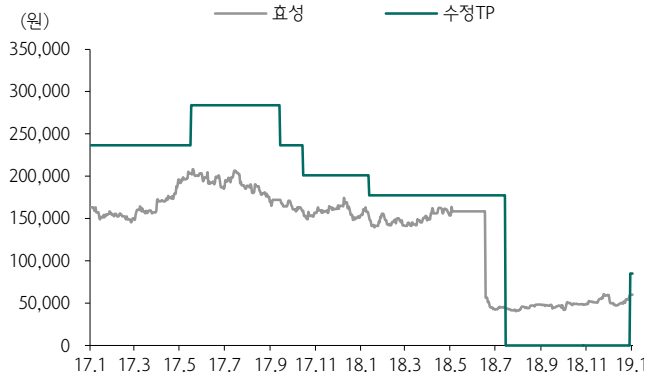
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	11,929.1	12,546.4	2,991.0	2,772.1	2,796.9
매출원가	9,771.0	10,654.4	2,552.5	2,256.0	2,323.8
매출총이익	2,158.1	1,892.0	438.5	516.1	473.1
판매비	1,141.8	1,121.3	295.0	321.1	294.4
영업이익	1,016.3	770.8	143.5	195.0	178.7
금융손익	(229.1)	(66.6)	(27.6)	(24.7)	(24.4)
중속/관계기업손익	28.3	6.9	447.4	24.7	24.4
기타영업외손익	(119.0)	(328.4)	4.0	0.0	0.0
세전이익	696.5	382.8	567.2	195.0	178.7
법인세	221.1	42.0	103.2	47.2	43.3
계속사업이익	475.4	340.8	464.1	147.8	135.5
중단사업이익	0.0	0.0	2,961.9	0.0	0.0
당기순이익	475.4	340.8	3,426.0	147.8	135.5
비지배주주지분 순이익	19.9	15.3	68.2	(0.1)	(6.6)
지배주주순이익	455.5	325.6	3,357.8	147.9	142.0
지배주주지분포괄이익	483.9	202.8	3,310.2	152.7	140.0
NOPAT	693.7	686.3	117.4	147.8	135.5
EBITDA	1,639.7	1,435.4	458.5	273.7	250.8
성장성(%)					
매출액증가율	(4.2)	5.2	(76.2)	(7.3)	0.9
NOPAT증가율	(17.1)	(1.1)	(82.9)	25.9	(8.3)
EBITDA증가율	7.9	(12.5)	(68.1)	(40.3)	(8.4)
영업이익증가율	7.0	(24.2)	(81.4)	35.9	(8.4)
(지배주주)순이익증가율	(7.6)	(28.5)	931.3	(95.6)	(4.0)
EPS증가율	(7.5)	(28.5)	1,467.1	(95.2)	(3.9)
수익성(%)					
매출총이익률	18.1	15.1	14.7	18.6	16.9
EBITDA이익률	13.7	11.4	15.3	9.9	9.0
영업이익률	8.5	6.1	4.8	7.0	6.4
계속사업이익률	4.0	2.7	15.5	5.3	4.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,971	9,271	145,283	7,018	6,741
BPS	104,034	105,011	96,035	98,228	100,145
CFPS	40,912	43,575	36,367	14,163	13,061
EBITDAPS	46,692	40,873	19,838	12,992	11,901
SPS	339,692	357,270	129,414	131,558	132,737
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
주가지표(배)					
PER	13.3	17.8	0.3	8.9	9.3
PBR	1.7	1.6	0.5	0.6	0.6
PCFR	4.2	3.8	1.4	4.4	4.8
EV/EBITDA	7.3	8.2	5.1	10.3	10.8
PSR	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	13.2	9.0	118.3	7.2	6.8
ROA	3.2	2.3	33.1	2.6	2.5
ROIC	8.7	8.8	2.6	10.4	10.2
부채비율	267.6	276.2	152.3	150.0	152.8
순부채비율	171.6	172.7	62.6	59.2	58.7
이자보상배율(배)	6.0	4.4	4.8	6.2	5.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,048.4	4,631.0	2,195.0	2,180.5	2,218.4
금융자산	486.2	595.7	1,180.5	1,274.7	1,307.3
현금성자산	431.7	501.1	1,157.0	1,253.8	1,286.2
매출채권 등	1,848.8	2,142.4	532.9	474.9	477.7
재고자산	1,524.8	1,679.9	417.9	372.4	374.6
기타유동자산	188.6	213.0	63.7	58.5	58.8
비유동자산	7,981.2	7,663.6	1,558.7	1,458.0	1,387.0
투자자산	731.5	809.9	201.5	179.5	180.6
금융자산	616.1	692.7	172.3	153.5	154.5
유형자산	5,845.0	5,663.2	920.9	842.2	770.1
무형자산	420.1	318.1	163.5	163.5	163.5
기타비유동자산	984.6	872.4	272.8	272.8	272.8
자산총계	14,120.8	14,535.0	5,732.2	5,617.0	5,584.0
유동부채	6,883.1	7,601.2	2,206.2	2,135.8	2,139.2
금융부채	4,409.9	4,921.1	1,529.7	1,529.6	1,529.6
매입채무 등	1,884.8	2,152.2	535.4	477.0	479.9
기타유동부채	588.4	527.9	141.1	129.2	129.7
비유동부채	3,396.5	3,070.5	1,254.3	1,234.6	1,235.6
금융부채	2,669.4	2,345.7	1,074.0	1,074.0	1,074.0
기타비유동부채	727.1	724.8	180.3	160.6	161.6
부채총계	10,279.6	10,671.7	3,460.5	3,370.4	3,374.9
지배주주지분	3,619.2	3,653.5	2,023.5	2,069.8	2,110.1
자본금	175.6	175.6	69.0	69.0	69.0
자본잉여금	448.4	446.8	51.4	51.4	51.4
자본조정	(36.0)	(36.0)	(4,452.4)	(4,452.4)	(4,452.4)
기타포괄이익누계액	59.4	(76.1)	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	2,971.9	3,143.2	6,355.6	6,401.8	6,442.2
비지배주주지분	222.0	209.8	248.2	176.8	99.0
자본총계	3,841.2	3,863.3	2,271.7	2,246.6	2,209.1
순금융부채	6,593.1	6,671.0	1,423.2	1,328.9	1,296.3
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,812.9	684.6	192.0	245.3	206.6
당기순이익	475.4	340.8	3,426.0	147.8	135.5
조정	1,001.4	1,058.6	(2,502.6)	78.8	72.0
감가상각비	623.4	664.5	315.0	78.8	72.0
외환거래손익	22.3	(67.1)	4.5	0.0	0.0
지분법손익	(28.3)	(6.9)	(185.9)	0.0	0.0
기타	384.0	468.1	(2,636.2)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	336.1	(714.8)	(731.4)	18.7	(0.9)
투자활동 현금흐름	(908.3)	(970.2)	159.9	(46.8)	(72.5)
투자자산감소(증가)	(31.1)	(78.5)	608.5	22.0	(1.1)
유형자산감소(증가)	(854.5)	(697.1)	(328.8)	0.0	0.0
기타	(22.7)	(194.6)	(119.8)	(68.8)	(71.4)
재무활동 현금흐름	(999.1)	368.6	317.7	(101.8)	(101.6)
금융부채증가(감소)	(732.0)	187.4	(4,663.1)	(0.1)	0.0
자본증가(감소)	(5.2)	(1.6)	(502.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(145.5)	349.1	5,667.0	0.0	0.1
배당지급	(116.4)	(166.3)	(184.2)	(101.7)	(101.7)
현금의 증감	(81.6)	69.4	655.9	96.8	32.5
Unlevered CFO	1,436.7	1,530.2	840.5	298.4	275.2
Free Cash Flow	909.7	(19.6)	(140.7)	245.3	206.6

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.27	BUY	85,000		
		Analyst Change		
18.2.7	BUY	177,425	-47.03%	-7.67%
17.11.10	BUY	201,082	-21.43%	-13.24%
17.10.10	BUY	236,567	-30.72%	-27.75%
17.6.12	BUY	283,881	-32.60%	-26.67%
17.2.2	BUY	236,567	-30.34%	-13.25%
19.1.27	BUY	85,000		

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

• 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2019년 1월 29일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 1월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 1월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.