2019년 4월 17일 I Equity Research

# 효성 (004800)

## 안정적인 1분기 실적 예상. 고배당 투자매력 지속

### 1분기 영업익 334억원(YoY +943%) 예상

효성 1분기 영업익은 334억원(YoY +943%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 상장 4개사 합산 지분법손익은 126억원, 이를 제외한 효성 본사 및 비상장 계열사 합산 영업익은 208억원으로 추정된다. 비상장 계열사별로 살펴보면, 효성굿스프링스는 계절성이 워낙 뚜렷한 기업으로 전년 1분기에 이어 금번 1분기에도 적자가 예상된다. 반면, 비상장 계열사 중 가장 가파른 실적 성장을 시현 중인 티앤에스는 1분기에도 전년 동기 적자에서 벗어난 호실적(분기 영업익 57억원)을 전망한다. 티앤에스 역시 상반기 대비 하반기 실적이 집중되는 계절성이 존재하나 전년 4분기에 납품하지 못한 물량의 매출 증가가 기여했다. '18년 분할에 따른 1회성 비용 대폭 증가로 연간 227억원 손실을 기록한 효성 본사 영업익은 올해 흑자전환이 예상된다.

### 주당 배당금 5,000원 지속 가능할 전망

효성의 연간 영업익은 전년 대비 31.4% 증가한 1,885억원을 예상한다. 전년 대비 실적증가는 비상장 계열사 티앤에스와 굿스프링스의 실적 증가, 효성 별도 영업익 흑자전환에 기반한다. 상장 계열사 또한 효성첨단소재, 효성화학의 전년 대비 두자리수 이익 증가가 예상되는 바 효성의 실적은 완연한 증가세를 나타낼 전망이다. 상장 자회사 및 비상장 자회사로부터의 배당수입, 로열티 및 경영지원 수익 등에서의 발생 수익을 통해 산출한 회사의 FCF는 1,100억원 전후로 추정되기에 사측의 예상 주당 배당금 5,000원(연간 배당총액 약 1,016억원) 지급은 지속 가능할 것으로 추정된다.

### 효성 투자의견 BUY 및 TP 85,000원 유지

BUY 및 목표주가 85,000원을 유지한다. '19년 예상 주당 배당금 5,000원을 기준으로 배당수익률은 6.6%에 달해 여전히 KOSPI 최상위 기업 중 하나이다. 분할 후 효성의 정관상 중간배당 도입이 이미 가능하다는 점에서 올해부터 중간배당 지급 가능성 또한 존재한다.

**BUY**

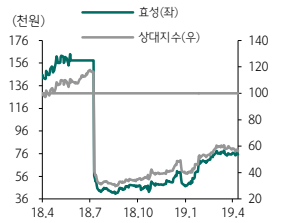
I TP(12M): 85,000원 I CP(4월 16일): 75,200원

| Key Data | |
|---|---|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,242.88 |
| 52주 최고/최저(원) | 163,823/40,450 |
| 시가총액(십억원) | 1,590.9 |
| 시가총액비중(%) | 0.13 |
| 발행주식수(천주) | 21,071.0 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 153.1 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 10.5 |
| 19년 배당금(예상,원) | 5,000 |
| 19년 배당수익률(예상,%) | 6.6 |
| 외국인지분율(%) | 12.84 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 조현준 외 9 인 | 54.72 |
| 국민연금 | 10.22 |

| 주가상승률 | 1M | 6M | 12M |
|---|---|---|---|
| 절대 | (2.5) | 67.8 | (48.9) |
| 상대 | (5.4) | 60.5 | (44.1) |

| Consensus Data | 2019 | 2020 |
|---|---|---|
| 매출액(십억원) | 3,069.9 | 3,151.9 |
| 영업이익(십억원) | 180.5 | 188.3 |
| 순이익(십억원) | 126.0 | 132.6 |
| EPS(원) | 5,905 | 6,289 |
| BPS(원) | 102,764 | 104,113 |

Stock Price




Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 2,692.8 | 2,991.0 | 2,769.0 | 2,807.1 | 2,816.5 |
| 영업이익 | 십억원 | 35.9 | 143.5 | 188.5 | 189.3 | 188.6 |
| 세전이익 | 십억원 | (4.7) | 567.2 | 188.5 | 189.3 | 188.6 |
| 순이익 | 십억원 | 325.6 | 3,357.8 | 119.4 | 121.6 | 127.4 |
| EPS | 원 | 9,271 | 145,796 | 5,666 | 5,772 | 6,047 |
| 증감률 | % | (28.5) | 1,472.6 | (96.1) | 1.9 | 4.8 |
| PER | 배 | 17.80 | 0.34 | 13.27 | 13.03 | 12.44 |
| PBR | 배 | 1.57 | 0.43 | 0.64 | 0.64 | 0.66 |
| EV/EBITDA | 배 | 16.82 | 6.76 | 12.92 | 13.28 | 14.06 |
| ROE | % | 8.95 | 110.16 | 4.87 | 4.92 | 5.22 |
| BPS | 원 | 105,011 | 116,599 | 117,441 | 118,389 | 114,787 |
| DPS | 원 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |

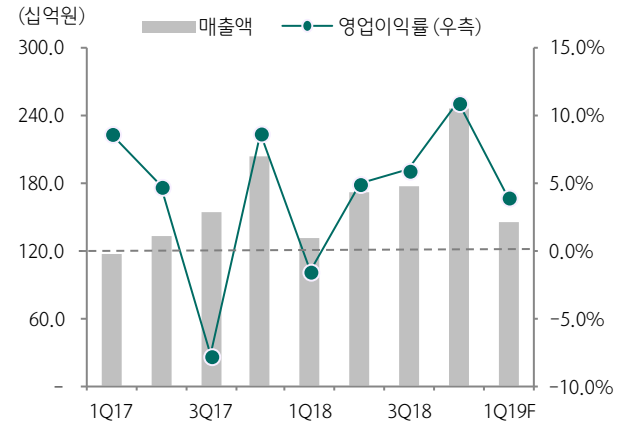
Analyst 오진원
02-3771-7525
jw.oh@hanafn.com

RA 박은규
02-3771-8532
ek.p@hanafn.com


하나금융투자

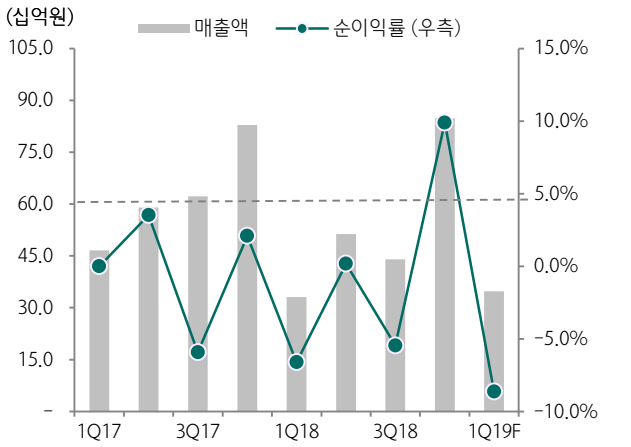
Analyst 오진원 02-3771-7525

그림 1. 효성티앤에스 분기별 실적 추이



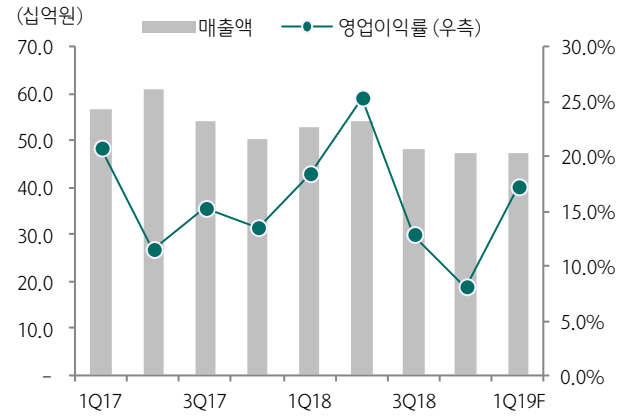

자료: 효성, 하나금융투자

그림 2. 효성굿스프링스 분기별 실적 추이



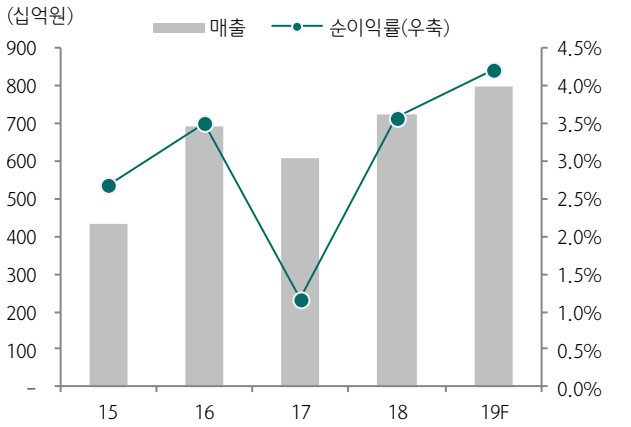

자료: 효성, 하나금융투자

그림 3. 효성캐피탈 분기별 실적 추이



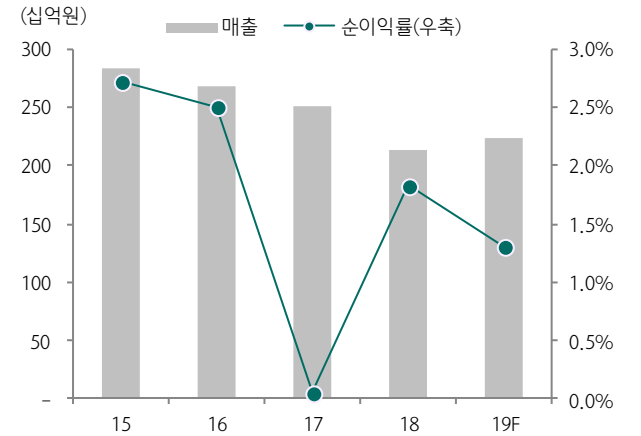

자료: 효성, 하나금융투자

그림 4. 효성티앤에스 연도별 실적 추이



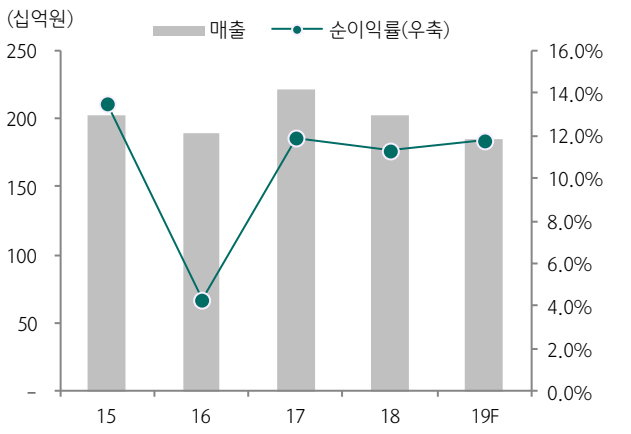

자료: 효성, 하나금융투자

그림 5. 효성굿스프링스 연도별 실적 추이




자료: 효성, 하나금융투자

그림 6. 효성캐피탈 연도별 실적 추이




자료: 효성, 하나금융투자

Analyst 오진원 02-3771-7525

표 1. 효성 실적추정 상세

(단위: 십억원, %)

| Consolidation | | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017 | 2018 | 2019F |
| 매출액 | 595 | 753 | 786 | 858 | 618 | 702 | 685 | 764 | 2,693 | 2,991 | 2,769 |
| YoY | 0.1% | 17.6% | 11.0% | 14.2% | 4.0% | -6.8% | -12.8% | -10.9% | -77.4% | 11.1% | -7.4% |
| QoQ | -20.8% | 26.6% | 4.3% | 9.1% | -27.9% | 13.5% | -2.4% | 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 | 64 | 33 | 52 | 54 | 50 | 36 | 143 | 188 |
| YoY | -84.8% | 81.7% | 흑전 | 1038.8% | 942.6% | 57.0% | 22.8% | -21.9% | -96.5% | 299.4% | 31.4% |
| QoQ | -42.7% | 929.7% | 32.4% | 45.8% | -47.6% | 55.1% | 3.6% | -7.2% | | | |
| OPM | 0.5% | 4.4% | 5.6% | 7.4% | 5.4% | 7.4% | 7.8% | 6.5% | 1.3% | 4.8% | 6.8% |
| 효성굿스프링스 | -3 | 0 | -3 | 12 | -4 | 3 | 1 | 5 | 0 | 6 | 4 |
| 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 | -4 | - | 2 | 2 | -27 | -22.7 | 1 |
| 지배순이익 | 66 | 2,982 | 24 | 287 | 22 | 35 | 33 | 29 | 326 | 3,358 | 119 |
| YoY | -58.3% | 2311.0% | -87.8% | 흑전 | -66.5% | -98.8% | 41.0% | -89.9% | -28.5% | 931.3% | -96.4% |
| QoQ | 흑전 | 4435.2% | -99.2% | 1113.4% | -92.3% | 59.2% | -4.9% | -12.9% | | | |
| NPM | 11.1% | 396.0% | 3.0% | 33.4% | 3.6% | 5.0% | 4.9% | 3.8% | 12.1% | 112.3% | 4.3% |
| 효성굿스프링스 | -2 | 0 | -2 | 8 | -3 | 2 | 0 | 4 | 0 | 4 | 3 |
| 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 | -2 | - | - | - | 116 | 19 | -2 |
| 연결 대상 자회사 | | | | | | | | | | | |
| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2017 | 2018 | 2019F |
| 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 | -3 | 2 | 0 | 4 | 0 | 4 | 3 |
| YoY | 적지 | -95.7% | 적지 | 383.8% | 적지 | 2012.5% | 흑전 | -57.5% | -98.1% | 2915.5% | -24.9% |
| QoQ | 적전 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 적전 | 흑전 | -75.7% | 670.2% | | | |
| NPM | -6.6% | 0.2% | -5.4% | 9.9% | -8.6% | 3.5% | 1.0% | 4.0% | 0.1% | 1.8% | 1.3% |
| 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% |
| 에프엠케이 | | | | | | | | | | | |
| 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

### 표 2. 효성 SOTP Valuation

| (단위: 십억원,원) | | 지분율 | 평가액 | 비고 |
|---|---|---|---|---|
| **투자자산가치** | | | **1,127** | |
| 상장사 | | | 520 | 2019-4-15 종가 기준 |
| | 효성티앤씨 | 20% | 149 | |
| | 효성첨단소재 | 21% | 115 | |
| | 효성화학 | 20% | 91 | |
| | 효성중공업 | 32% | 125 | |
| | 효성ITX | 30% | 39 | |
| 비상장사 | | | 607 | 효성캐피탈 외 장부가 준용 |
| | 효성티앤에스 | 54% | 75 | |
| | 효성캐피탈 | 98% | 157 | 2019년 예상 순자산 대비 0.4배 적용 |
| | 효성굿스프링스 | 100% | 74 | |
| | 효성투자개발 | 59% | 35 | |
| | 에프엠케이 | 100% | 20 | |
| | 기타 | | 246 | |
| **영업가치** | | | - | 순수지주회사 |
| 부동산가치 | | | 661 | 19년 예상 세후 임대료수익 대비 10배 및 안양공장부지 시가 40% 할인 |
| 브랜드가치 | | | 201 | 2019년 예상 로열티 손익 대비 15배 적용 |
| 순차입금 | | | - 10 | 18년도말 별도 순차입금 |
| **총 기업가치** | | | **1,999** | |
| **상장사 40% 할인율 적용시 기업가치** | | | **1,791** | |
| 주식수(천주) | | | 20,331 | 자사주 제외한 우선주 포함 총 발행주식수 기준 |
| **주당 NAV(원)** | | | **88,000** | |
| 현재주가(원) | | | 75,500 | 2019-4-15 종가 기준 |
| **상승여력** | | | **16.6%** | |

자료: 효성, 하나금융투자

### 표 3. 효성 배당할인모형을 통한 적정주가 산출

| (원, %) | 18 | 19F | 20F |
|---|---|---|---|
| DPS | 4,500 | 5,000 | 5,000 |
| Sustainable Growth | | 0% | |
| Cost of Equity | | 6% | |
| 두산, 현중지주 지난 3개년 배당 수익률 4~6% 중 하단 적용 | | | |
| **Target Price** | | **83,000** | |
| (원, %) | **18** | **19F** | **20F** |
| DPS | 4,500 | 5,000 | 5,000 |
| Sustainable Growth | 1% | 1% | 1% |
| Cost of Equity | | 7.4% | |
| Risk Free rate | | 1.75% | |
| Beta | | 1 | |
| Risk Premium | | 5.65% | |
| Target Price | | 79,000 | |

주: 상기 2개 방법 중 중시 내 고배당 지주회사에게 관찰(ex-post)되는 배당수익률을 Cost of Equity로 적용

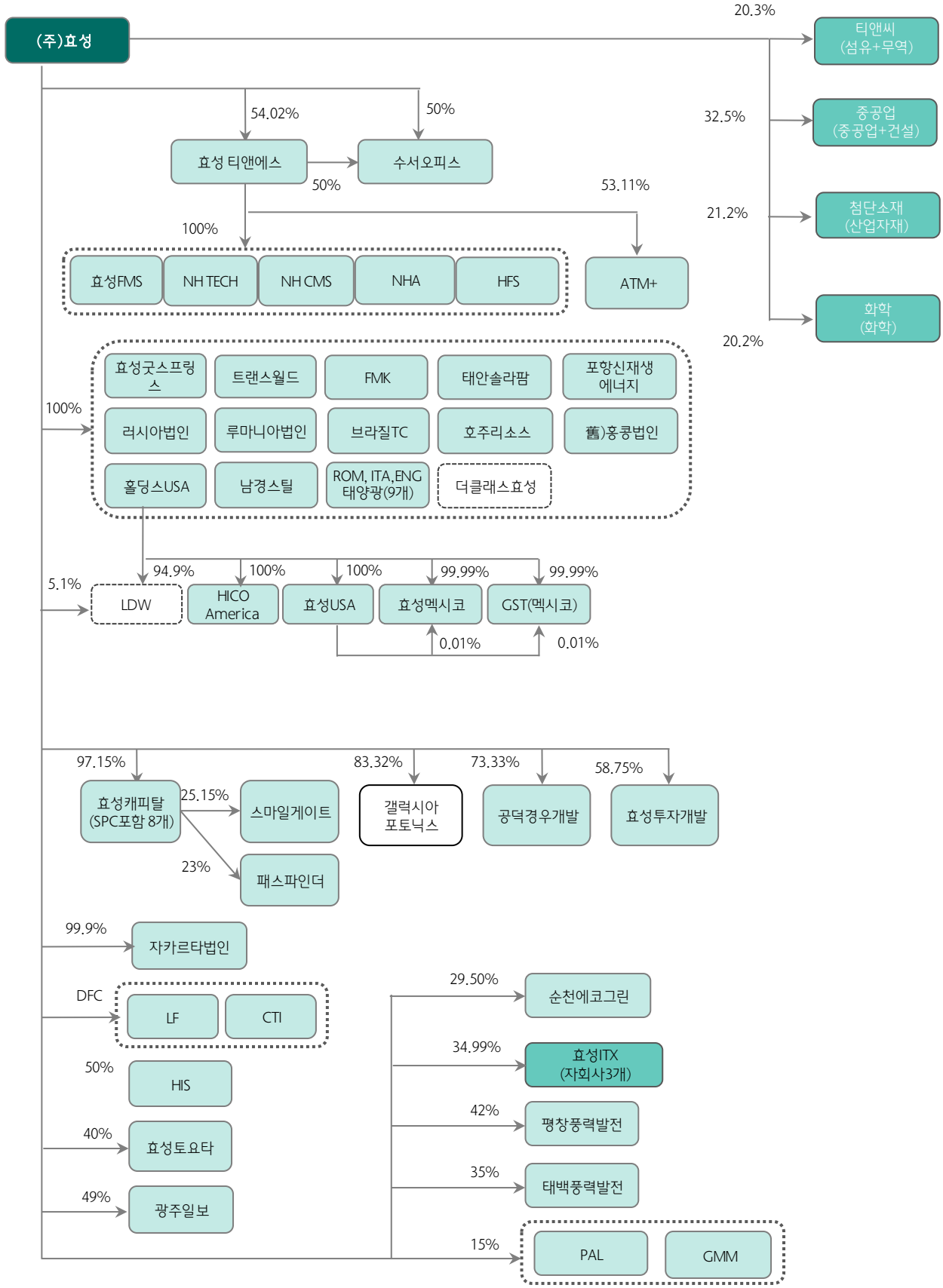
자료: 하나금융투자

### 표 4. 효성 목표주가 산출

| | |
|---|---|
| **(1) Sum of the Parts Valuation** | |
| 총 기업가치(십억원) | 1,999 |
| 40% 상장가치 할인율 적용(십억원) | 1,791 |
| **주당 적정가치(원)** | **88,000** |
| **(2) Dividend Discount Model** | |
| **DPS(원)** | 5,000 |
| Sustainable Growth | 0% |
| Cost of Equity | 6% |
| **주당 적정가치(원)** | **83,000** |
| **(1)+(2) 평균** | **85,000** |

자료: 하나금융투자

그림 7. 효성그룹 지배구조 현황




자료: 효성, 하나금융투자

Analyst 오진원 02-3771-7525

## 추정 재무제표

### 손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **2,692.8** | **2,991.0** | **2,769.0** | **2,807.1** | **2,816.5** |
| 매출원가 | 2,344.6 | 2,552.5 | 2,270.1 | 2,306.0 | 2,317.5 |
| 매출총이익 | 348.2 | 438.5 | 498.9 | 501.1 | 499.0 |
| 판관비 | 312.3 | 295.0 | 310.4 | 311.8 | 310.5 |
| **영업이익** | **35.9** | **143.5** | **188.5** | **189.3** | **188.6** |
| 금융손익 | (25.0) | (32.9) | (16.3) | (14.8) | (14.1) |
| 종속/관계기업손익 | 7.5 | 458.6 | 16.3 | 14.8 | 14.1 |
| 기타영업외손익 | (23.1) | (1.9) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **세전이익** | **(4.7)** | **567.2** | **188.5** | **189.3** | **188.6** |
| 법인세 | (85.4) | 103.2 | 45.6 | 45.8 | 45.6 |
| 계속사업이익 | 80.7 | 464.1 | 142.9 | 143.5 | 142.9 |
| 중단사업이익 | 260.2 | 2,961.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **당기순이익** | **340.8** | **3,426.0** | **142.9** | **143.5** | **142.9** |
| 비지배주주지분 순이익 | 15.3 | 68.2 | 23.5 | 21.9 | 15.5 |
| **지배주주순이익** | **325.6** | **3,357.8** | **119.4** | **121.6** | **127.4** |
| 지배주주지분포괄이익 | 202.8 | 3,278.1 | 143.5 | 144.1 | 143.5 |
| NOPAT | (621.4) | 117.4 | 142.9 | 143.5 | 142.9 |
| EBITDA | 700.5 | 459.2 | 264.7 | 252.1 | 240.3 |
| **성장성(%)** | | | | | |
| 매출액증가율 | (77.4) | 11.1 | (7.4) | 1.4 | 0.3 |
| NOPAT증가율 | 적전 | 흑전 | 21.7 | 0.4 | (0.4) |
| EBITDA증가율 | (57.3) | (34.4) | (42.4) | (4.8) | (4.7) |
| 영업이익증가율 | (96.5) | 299.7 | 31.4 | 0.4 | (0.4) |
| (지배주주)순익증가율 | (28.5) | 931.3 | (96.4) | 1.8 | 4.8 |
| EPS증가율 | (28.5) | 1,472.6 | (96.1) | 1.9 | 4.8 |
| **수익성(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 12.9 | 14.7 | 18.0 | 17.9 | 17.7 |
| EBITDA이익률 | 26.0 | 15.4 | 9.6 | 9.0 | 8.5 |
| 영업이익률 | 1.3 | 4.8 | 6.8 | 6.7 | 6.7 |
| 계속사업이익률 | 3.0 | 15.5 | 5.2 | 5.1 | 5.1 |

### 투자지표

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS | 9,271 | 145,796 | 5,666 | 5,772 | 6,047 |
| BPS | 105,011 | 116,599 | 117,441 | 118,389 | 114,787 |
| CFPS | 43,575 | 24,010 | 13,335 | 12,666 | 12,069 |
| EBITDAPS | 19,947 | 19,937 | 12,562 | 11,964 | 11,402 |
| SPS | 76,681 | 129,871 | 131,414 | 133,220 | 133,668 |
| DPS | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| **주가지표(배)** | | | | | |
| PER | 17.8 | 0.3 | 13.3 | 13.0 | 12.4 |
| PBR | 1.6 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| PCFR | 3.8 | 2.1 | 5.6 | 5.9 | 6.2 |
| EV/EBITDA | 16.8 | 6.8 | 12.9 | 13.3 | 14.1 |
| PSR | 2.2 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| **재무비율(%)** | | | | | |
| ROE | 9.0 | 110.2 | 4.9 | 4.9 | 5.2 |
| ROA | 2.3 | 32.1 | 1.9 | 1.9 | 2.0 |
| ROIC | (8.0) | 2.5 | 9.6 | 10.5 | 10.9 |
| 부채비율 | 276.2 | 137.1 | 130.5 | 128.8 | 132.0 |
| 순부채비율 | 172.7 | 79.7 | 56.6 | 52.3 | 54.1 |
| 이자보상배율(배) | 1.3 | 4.9 | 6.5 | 6.6 | 6.5 |

### 대차대조표

(단위: 십억원)

| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | **4,631.0** | **1,379.4** | **1,871.3** | **1,974.5** | **1,964.6** |
| 금융자산 | 595.7 | 361.6 | 962.8 | 1,057.4 | 1,041.1 |
| 현금성자산 | 501.1 | 341.2 | 944.6 | 1,039.0 | 1,022.6 |
| 매출채권 등 | 2,142.4 | 454.5 | 404.9 | 408.8 | 411.7 |
| 재고자산 | 1,679.9 | 498.4 | 444.1 | 448.3 | 451.5 |
| 기타유동자산 | 213.0 | 64.9 | 59.5 | 60.0 | 60.3 |
| **비유동자산** | **7,663.6** | **3,070.0** | **2,492.5** | **2,441.0** | **2,398.0** |
| 투자자산 | 809.9 | 1,694.9 | 1,193.5 | 1,204.8 | 1,213.4 |
| 금융자산 | 692.7 | 97.5 | 86.9 | 87.7 | 88.4 |
| 유형자산 | 5,663.2 | 948.0 | 871.8 | 809.0 | 757.3 |
| 무형자산 | **318.1** | **162.3** | **162.3** | **162.3** | **162.3** |
| 기타비유동자산 | **872.4** | **264.8** | **264.9** | **264.9** | **265.0** |
| **자산총계** | **14,535.0** | **6,407.9** | **6,322.2** | **6,374.0** | **6,321.1** |
| **유동부채** | **7,601.2** | **2,247.9** | **2,177.2** | **2,182.7** | **2,186.8** |
| 금융부채 | 4,921.1 | 1,571.6 | 1,571.6 | 1,571.6 | 1,571.6 |
| 매입채무 등 | 2,152.2 | 479.9 | 427.5 | 431.6 | 434.7 |
| 기타유동부채 | 527.9 | 196.4 | 178.1 | 179.5 | 180.5 |
| **비유동부채** | **3,070.5** | **1,457.9** | **1,401.7** | **1,406.1** | **1,409.4** |
| 금융부채 | **2,345.7** | **943.0** | **943.0** | **943.0** | **943.0** |
| 기타비유동부채 | 724.8 | 514.9 | 458.7 | 463.1 | 466.4 |
| **부채총계** | **10,671.7** | **3,705.8** | **3,578.9** | **3,588.7** | **3,596.2** |
| **지배주주지분** | **3,653.5** | **2,442.6** | **2,460.4** | **2,480.3** | **2,404.4** |
| 자본금 | **175.6** | **105.4** | **105.4** | **105.4** | **105.4** |
| 자본잉여금 | 446.8 | 951.4 | 951.4 | 951.4 | 951.4 |
| 자본조정 | (36.0) | (4,833.4) | (4,833.4) | (4,833.4) | (4,833.4) |
| 기타포괄이익누계액 | (76.1) | (134.1) | (134.1) | (134.1) | (134.1) |
| 이익잉여금 | 3,143.2 | 6,353.4 | 6,371.2 | 6,391.1 | 6,315.2 |
| **비지배주주지분** | **209.8** | **259.5** | **283.0** | **304.9** | **320.4** |
| **자본총계** | **3,863.3** | **2,702.1** | **2,743.4** | **2,785.2** | **2,724.8** |
| 순금융부채 | 6,671.0 | 2,152.9 | 1,551.8 | 1,457.2 | 1,473.4 |

### 현금흐름표

(단위: 십억원)

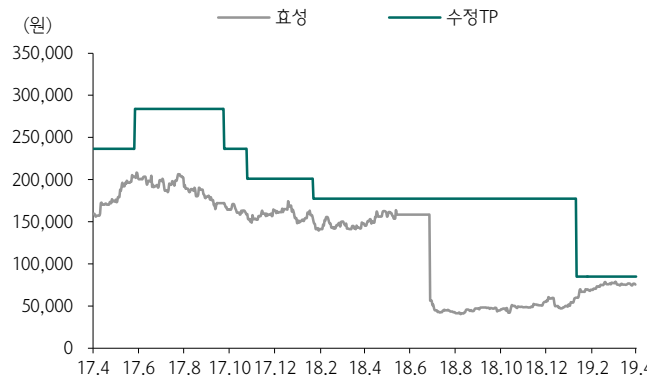
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **684.6** | **264.0** | **201.4** | **207.6** | **195.7** |
| 당기순이익 | 340.8 | 3,426.0 | 142.9 | 143.5 | 142.9 |
| 조정 | 1,058.6 | (2,708.4) | 76.2 | 62.7 | 51.8 |
| 감가상각비 | 664.5 | 315.7 | 76.2 | 62.8 | 51.7 |
| 외환거래손익 | (67.1) | 9.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (6.9) | (454.5) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 468.1 | (2,579.1) | 0.0 | (0.1) | 0.1 |
| 영업활동 자산부채 변동 | (714.8) | (453.6) | (17.7) | 1.4 | 1.0 |
| **투자활동 현금흐름** | **(970.2)** | **(633.5)** | **503.6** | **(11.5)** | **(8.8)** |
| 투자자산감소(증가) | (78.5) | (884.9) | 501.4 | (11.4) | (8.6) |
| 유형자산감소(증가) | (697.1) | (347.9) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (194.6) | 599.3 | 2.2 | (0.1) | (0.2) |
| **재무활동 현금흐름** | **368.6** | **225.1** | **(101.7)** | **(101.7)** | **(203.3)** |
| 금융부채증가(감소) | 187.4 | (4,752.2) | (0.0) | 0.0 | 0.0 |
| 자본증가(감소) | (1.6) | 434.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | 369.3 | 4,727.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | (186.5) | (184.2) | (101.7) | (101.7) | (203.3) |
| **현금의 증감** | **69.4** | **(159.9)** | **603.3** | **94.5** | **(16.4)** |
| Unlevered CFO | 1,530.2 | 553.0 | 281.0 | 266.9 | 254.3 |
| Free Cash Flow | (19.6) | (94.1) | 201.4 | 207.6 | 195.7 |

자료: 하나금융투자

Analyst 오진원 02-3771-7525

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성




| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 19.1.27 | BUY | 85,000 | | |
| 19.1.27 | 담당자변경 | 85,000 | | |
| 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% |
| 17.4.25 | BUY | 236,567 | -22.19% | -13.25% |

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 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 | 91.9% | 7.6% | 0.6% | 100.1% |

* 기준일: 2019년 04월 16일

## 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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2019년 4월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(오진원)는 2019년 4월 17일 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.