

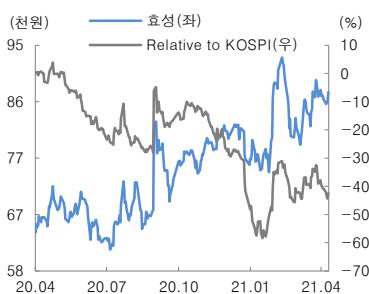
효성 (004800)

양지환 jinwanyang@daishin.com 이지수 jane.lee@daishin.com

투자의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **120,000**
유지
현재주가
(21.04.16) **89,600**
지주업종

KOSPI	3,198.62
시가총액	1,888십억원
시가총액비중	0.10%
자본금(보통주)	105십억원
52주 최고/최저	93,000원 / 61,500원
120일 평균거래대금	113억원
외국인자본율	9.49%
주요주주	조현준 외 13 인 55.13% 국민연금공단 10.11%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.1	16.4	15.5	34.3
상대수익률	-0.2	12.3	-15.5	-22.0



화학계열 자회사 실적 호전

투자의견 매수, 목표주가 120,000원 유지

- 효성의 2021년 1분기 영업이익은 695억원으로 시장 기대치를 20% 이상 상회 전망
- 효성티앤씨, 효성화학, 그리고 효성첨단소재 등 화학 계열 자회사들의 실적이 시장 기대치를 큰 폭으로 상회할 것으로 추정되며, 이에 따라 지분법이익이 예상보다 증가할 것으로 전망되기 때문임
- 효성티엔에스의 경우는 1분기는 전통적으로 연중 가장 주문량이 떨어지는 분기로 전분기 대비 부진할 것으로 전망. 하지만, 2분기부터 매출액이 점진적으로 증가하여 연간 1조원 수준의 매출 달성을 가능할 전망임
- 1분기 이후에도 지분법 자회사들의 실적 호전 및 주가 상승으로 NAV 증가에 따라 양호한 주가 상승흐름이 이어질 것 예상
- 효성티앤씨와 효성첨단소재는 스판덱스와 타이어코드 시황이 견조한 흐름을 이어가고 있고, 효성화학은 2021년 4분기 베트남 PDH가동이 예정되어 있기 때문임. 1분기 상대적으로 부진한 효성중공업도 2분기부터 건설부문의 개선과 신규 사업에 대한 기대감 높아질 것으로 전망

2021년 1분기 실적 시장 기대치를 20% 이상 상회할 전망

- 효성의 2021년 1분기 실적은 매출액 7,225억원(+6.7% YoY), 영업이익 695억원(+458.3% YoY)로 시장 기대치를 크게 상회할 전망
- 주요 연결자회사인 [효성티엔에스](#)의 실적은 매출액 2,268억원(+5.0% YoY), 영업이익 200억원(-5.4% YoY)로 예상되며, 그 외 [기타\(FMK, 트랜스월드 등\)](#)부문은 매출액 4,567억원(+8.4% YoY), 영업이익 151억원(+88.4% YoY) 전망
- 2021년 1분기 지분법 이익은 345억원(흑자전환)으로 전년동기대비 479억원 증가 전망함

구분	1Q20	4Q20	직전추정	당사추정	1Q21(F)			2021		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	677	820	702	723	6.7	-11.9	688	717	8.7	-0.8
영업이익	12	79	67	70	458.3	-11.7	53	79	352.6	14.2
순이익	-9	26	40	42	흑전	61.1	0	49	143.3	16.8

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	3,176	2,783	3,059	3,219	3,476
영업이익	202	139	312	351	379
세전순이익	166	110	268	308	345
총당기순이익	150	1	234	269	301
지배지분순이익	104	-53	229	264	295
EPS	4,921	-2,504	10,879	12,507	13,983
PER	16.1	NA	8.0	7.0	6.2
BPS	115,817	105,988	110,831	117,049	124,440
PBR	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
ROE	4.2	-2.3	10.0	11.0	11.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	3,001	3,161	3,059	3,219	1.9	1.8
판매비와 관리비	282	296	291	303	3.5	2.4
영업이익	301	336	312	351	3.7	4.3
영업이익률	10.0	10.6	10.2	10.9	0.2	0.3
영업외손익	-43	-42	-43	-42	적자유지	적자유지
세전순이익	257	294	268	308	4.3	4.9
지배자분순이익	220	251	229	264	4.3	4.9
순이익률	7.5	8.1	7.6	8.4	0.2	0.2
EPS(지배자분순이익)	10,428	11,926	10,879	12,507	4.3	4.9

자료: 효성, 대신증권 Research Center

표 1. 효성의 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

		2020	2021F	12M Forward	적용배수	Value	Weight
영업가치	로열티 소계	46.2	48.5	48	23.3	1,115	27.4%
						1,115	27.4%
	계열사명	지분율	시가총액			지분가치	
	효성ITX	37.6	233			88	2.2%
	효성화학	20.2	930			188	4.6%
	상장자회사	효성중공업	32.5	670		217	5.3%
	효성첨단소재	21.2	1,723			365	9.0%
	효성티앤씨	20.3	2,597			528	13.0%
	소계		6,151			1,385	34.1%
지분가치	계열사명	지분율	Book value	적용배수	Value	Weight	
	효성굿스프링스(주)	100.0	74	1.0	74	1.8%	
	효성트랜스월드(주)	100.0	5	1.0	5	0.1%	
	비상장자회사	효성투자개발	59.0	35	1.0	35	0.9%
	효성티엔에스	54.0	75	1.0	75	1.8%	
	기타(해외법인포함)		270	1.0	270	6.6%	
	소계				459	11.3%	
그 외	인양공장부지(BV=470 십억원)				783	19.3%	
영업 및 지분가치 합계					3,743		
순차입금(별도)					-322	7.9%	
순자산가치					4,065		
주당순자산가치					204,162		
할인율					40%		
Target NPV					2,439		
발행주식수—(8)					21,071,025		
자기주식—(9)					1,161,621		
유통주식수—(10)=(8)−(9)					19,909,404		
목표주가					122,497		

주) WACC 4.3%, g=0%를 적용하여 로열티 가치 산정

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 효성의 분기 및 연간 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액	677	660	719	820	723	717	783	837	2,876	3,059	3,219
% yoY	-8.6	-29.9	-8.2	-14.0	6.7	8.6	8.8	2.1	-15.9	6.4	5.2
매출원가	590	569	607	601	587	568	630	672	2,367	2,456	2,565
% of 매출액	87.1	86.3	84.4	73.3	81.3	79.2	80.4	80.3	82.3	80.3	79.7
% yoY	-6.6	-25.2	-11.2	-24.0	-0.4	-0.3	3.7	11.9	-17.4	3.8	4.4
매출총이익	87.3	90.5	112.3	141.2	135.5	149.3	153.2	165.2	431.3	603.1	653.6
GPM	12.9	13.7	15.6	17.2	18.7	20.8	19.6	19.7	15.0	19.7	20.3
% yoY	-20.1	-49.7	12.1	-13.5	55.2	64.8	36.4	17.0	-21.9	39.8	8.4
판관비	70	68	63	56	61	65	70	75	257	272	283
연구개발비	4.6	4.7	4.5	6.0	4.5	4.6	4.6	6.1	19.8	19.8	19.5
영업이익	13	18	45	79	70	79	79	84	154	312	351
OPM	1.8	2.7	6.3	9.6	9.6	11.1	10.1	10.0	5.4	10.2	10.9
% yoY	-69.4	-83.2	79.8	7.1	456.4	351.3	74.2	6.3	-37.0	102.1	12.5
사업부문별 매출액											
효성 별도											
로열티수익	9	10	13	13	10	11	14	14	45	50	54
기타	31	65	61	94	53	48	48	62	250	211	224
소계	40	75	74	107	63	59	63	77	296	262	278
연결자회사											
효성티앤에스	216	232	200	262	227	243	210	276	910	955	1,003
효성캐피탈	47	47	0	0	0	0	0	0	94	0	0
기타(FMK, 굿스프링스)	421	397	496	503	457	424	538	532	1,817	1,951	2,038
소계	671	671	712	784	718	703	781	840	2,838	3,043	3,200
자회사 지분법이익	-13.5	-3.9	16.8	18.7	34.5	35.5	34.0	32.3	18.2	136.3	158.9
연결조정	-34	-86	-67	-71	-58	-46	-61	-80	-258	-245	-259
합계	677	660	719	820	723	717	783	837	2,876	3,059	3,219
사업부문별 영업이익											
효성별도	-16.5	15.3	16.6	41.6	20.4	0.6	0.6	0.8	57	22	26
연결자회사											
효성티앤에스	21.1	31.5	12.7	28.1	20.0	24.8	21.4	27.8	93	94	105
효성캐피탈	7.2	8.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	16	0	0
기타	8.0	1.7	8.9	12.2	15.1	14.4	18.8	18.6	31	67	71
자회사 지분법이익	-13.5	-3.9	16.8	18.7	34.5	35.5	34.0	32.3	18	136	159
연결조정	6.1	-35.4	-9.7	-21.8	-20.4	4.1	4.1	4.3	-61	-8	-10
합계	12	18	45	79	70	79	79	84	154	312	351

주: 2020년 4분기 실적은 단기순이익 이전 캐피탈 실적 제외(당기순이익에서 캐피탈의 종단영업이익 반영)

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

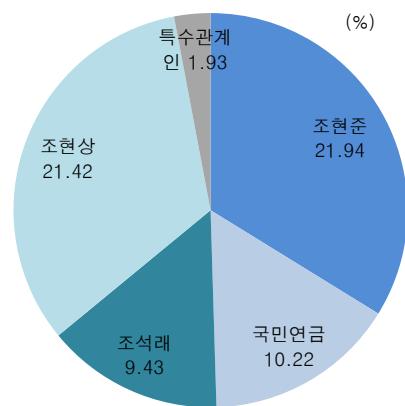
- 효성은 1966년 11월에 설립됨. 효성은 지주회사 전환을 위해 2018년 6월1일을 분할기일로 인적분할함
- 2019년 4월 11일 공정거래위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족 통보 받으며 본격적인 지주체계 시작
- (주)효성이 영위하는 사업은 4개 사업회사는 효성티엔씨(섬유/무역 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성첨단소재(산업자재 사업부문), 효성화학(화학 사업부문)로 지분법대상 적용 연결/지분법 합산 완료됨
- 브랜드사용료, 연구용역 비용 등 안정적 수익구조 확보 중

주가 변동요인

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

자료: 효성, 대신증권 Research Center

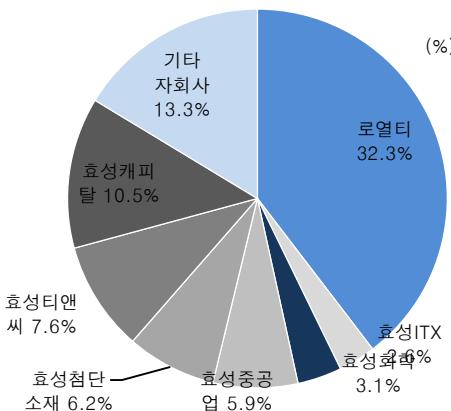
효성의 주요 주주구성



자료: 효성, 대신증권 Research Center

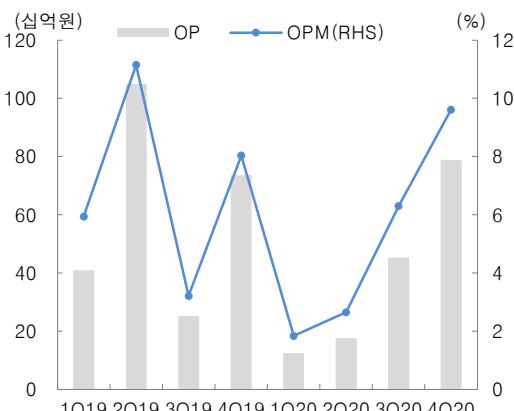
Earnings Driver

효성의 NAV 비중



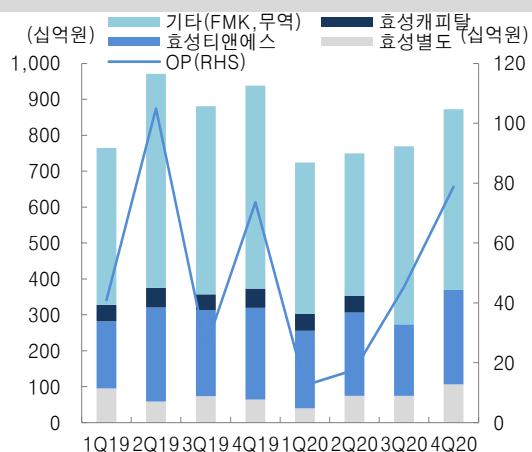
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성(별도)부문 OP 및 OPM 추이



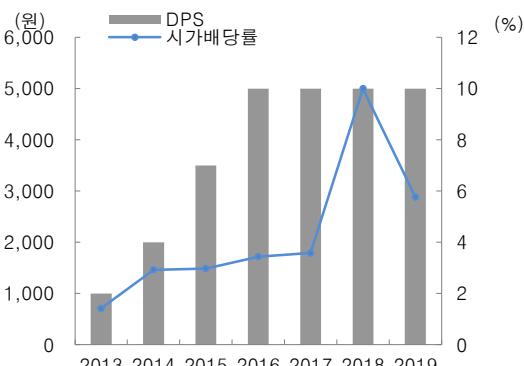
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성의 매출 및 OP 추이



자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성의 배당 및 배당수익률 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액		3,176	2,783	3,059	3,219	3,476
매출원가		2,699	2,367	2,456	2,565	2,771
매출총이익		476	416	603	654	706
판매비와관리비		274	277	291	303	327
영업이익		202	139	312	351	379
영업이익률		6.4	5.0	10.2	10.9	10.9
EBITDA		300	242	396	430	454
영업외순익		-36	-29	-43	-42	-34
관계기업순익		0	0	0	0	0
금융수익		41	47	47	47	39
외환관련이익		0	0	0	0	0
금융비용		-69	-99	-100	-98	-81
외환관련손실		24	58	57	57	45
기타		-8	22	10	9	8
법인세비용차감전순손익		166	110	268	308	345
법인세비용		-43	-14	-34	-39	-44
계속사업순손익		123	96	234	269	301
중단사업순손익		27	-94	0	0	0
당기순이익		150	1	234	269	301
당기순이익률		4.7	0.0	7.6	8.4	8.6
비지베지분순이익		46	54	5	5	6
자비지분순이익		104	-53	229	264	295
매도가능금융자산평가		0	0	0	0	0
기타포괄이익		0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익		146	-27	205	240	272
비지베지분포괄이익		47	50	4	5	5
자비지분포괄이익		99	-78	201	235	267

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		4,921	-2,504	10,879	12,507	13,983
PER		16.1	NA	8.0	7.0	6.2
BPS		115,817	105,988	110,831	117,049	124,440
PBR		0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS		14,260	11,466	18,800	20,425	21,565
EV/EBITDA		14.4	9.4	6.1	5.3	4.8
SPS		150,710	132,056	145,192	152,762	164,983
PSR		0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
CFPS		12,341	11,737	25,267	26,853	27,955
DPS		5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
재무비율		(단위: 원, 배, %)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성						
매출액 증가율		5.8	-12.4	9.9	5.2	8.0
영업이익 증가율		30.4	-31.3	124.6	12.5	8.0
순이익 증가율		-95.6	-99.2	19,068.3	150	11.8
수익성						
ROIC		9.4	7.7	17.7	19.6	20.9
ROA		3.1	2.5	6.9	7.4	7.9
ROE		4.2	-2.3	10.0	11.0	11.6
안정성						
부채비율		140.8	76.2	76.9	71.8	63.3
순차입금비율		88.7	15.3	11.3	5.4	0.2
이자보상배율		5.7	4.6	9.7	11.5	15.0

자료: 효성, 대신증권 Research Center

재무상태표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		1,312	1,627	1,877	2,022	2,091
현금및현금성자산		189	222	380	472	455
매출채권 및 기타채권		394	495	541	568	610
재고자산		574	463	509	536	579
기타유동자산		155	447	447	447	447
비유동자산		3,283	2,803	2,774	2,750	2,729
유형자산		918	931	907	888	871
관계기업투자금		1,281	1,258	1,259	1,261	1,262
기타비유동자산		1,085	614	607	601	596
자산총계		6,527	4,430	4,651	4,771	4,820
유동부채		2,238	1,090	1,238	1,222	1,102
매입채무 및 기타채무		434	406	429	443	464
차입금		766	392	392	362	332
유동성채무		748	0	120	116	0
기타유동부채		291	292	297	301	306
비유동부채		1,578	825	784	773	766
차입금		988	448	398	378	362
전환증권		0	0	0	0	0
기타비유동부채		590	377	386	395	404
부채총계		3,817	1,915	2,022	1,995	1,888
자비자분		2,440	2,233	2,335	2,466	2,622
자본금		105	105	105	105	105
자본잉여금		951	951	951	951	951
이익잉여금		6,337	6,181	6,310	6,474	6,669
기타자본변동		-4,953	-5,004	-5,032	-5,065	-5,104
비자비자분		270	281	294	310	330
자본총계		2,710	2,514	2,629	2,777	2,952
순차입금		2,405	384	296	151	5

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름		141	278	374	433	433
당기순이익		123	96	234	269	301
비현금항목의 가감		110	246	299	297	288
김기상각비		98	103	84	80	76
외환손익		0	16	21	20	17
자본법평기준의		0	0	0	0	0
기타		12	127	193	197	196
자산부채의 증감		-177	8	1	29	5
기타현금흐름		85	-71	-159	-162	-162
투자활동 현금흐름		-128	-229	-53	-53	-53
투자자산		-50	252	-1	-1	-1
유형자산		-62	-53	-53	-53	-53
기타		-16	-428	1	1	1
재무활동 현금흐름		-170	-12	-520	-644	-752
단기차입금		11	59	0	-30	-30
사채		0	0	0	0	0
장기차입금		642	577	-50	-20	-16
유상증자		0	0	0	0	0
현금배당		-138	-130	-100	-100	-100
기타		-686	-519	-371	-495	-607
현금의 증감		-152	33	158	91	-17
기초 현금		341	189	222	380	472
기말 현금		189	222	380	472	455
NOPLAT		149	121	272	306	330
FCF		172	162	296	325	345

[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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20210412)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.3%	8.7%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)

: 항후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

- Neutral(중립)

: 항후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

- Underweight(비중축소)

: 항후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)

: 항후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

- Marketperform(시장수익률)

: 항후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

- Underperform(시장수익률 하회)

: 항후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

제시일자	21.04.19	21.02.09	20.09.15	20.04.29	20.02.01	19.08.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	120,000	120,000	105,000	90,000	100,000	100,000
고리율(평균%)	(28.94)	(25.74)	(24.46)	(32.65)	(18.18)	
고리율(최대/최소%)	(22.50)	(15.33)	(8.33)	(24.60)	(11.40)	
제시일자	19.04.16					
투자의견	Buy					
목표주가	91,000					
고리율(평균%)	(16.08)					
고리율(최대/최소%)	(10.22)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
고리율(평균%)						
고리율(최대/최소%)						