

2017/09/06

효성(004800)

지배구조 변환 가시화로 리레이팅

■ 조회공시 답변을 통하여 지배구조 변환 기정사실화 ⇒ 기업가치 리레이팅 가능할 듯

지난 7월 20일 이사회에서 조현준 회장이 동사 대표이사로 선임되었는데, 이는 효성그룹의 3세 경영 체제 본격화로 향후 지배구조 변환을 위한 전초단계이다. 이와 더불어 동사는 어제(9/5) 조회공시 답변을 통하여 경영효율성 제고를 위해 인적분할 및 지주회사 전환을 검토하고 있으나, 현재까지 확정된 사항은 없다고 밝혔다. 이는 곧 지주회사 전환 추진을 기정사실화 한 것이다.

즉, 단일회사 이중적인 사업 포트폴리오(섬유, 산업자재, 화학, 중공업, 건설, 무역, 기타)에서 각각의 독자적인 사업역량을 강화하기 위하여, 현대중공업그룹(현대로보틱스, 현대중공업, 현대건설기계, 현대일렉트릭에너지시스템 등으로 인적분할)과 같이 사업부문별로 인적분할 하여 지주회사로 전환할 가능성이 높아질 것으로 예상된다.

또한 동사의 주주는 조현준 회장 14.3%를 비롯하여 조현상 사장 12.2%, 조석래 명예회장 10.2%, 송광자 외 특수관계인 0.8%, 국민연금 11.4%, 자사주 5.3%, 기타 45.8%로 분포되어 있다. 이에 따라 사업부문별 인적분할을 통한 지주회사 전환 이후, 지주회사에 대한 현물출자 등으로 인한 지분스왑 등을 통하여 조현준 회장 및 조현상 사장의 지분율을 상승시키는 동시에 3세 경영 체제가 본격화 될 것이다.

무엇보다 증설효과로 인한 실적증가가 가시화 될 것으로 예상되기 때문에 인적분할 할 수 있는 적절한 시기라고 판단된다. 사업부문별로 인적분할 하게 되면 각각의 사업부문 기업가치의 리레이팅이 일어날 수 있어서 동사 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

한편, 조현준 회장이 효성ITX 및 갤럭시아컴즈에 대하여 각각 35.3%, 33.9%의 지분을 보유하고 있으므로 지배구조 변환 과정에서 손해가 가능할 것으로 예상된다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

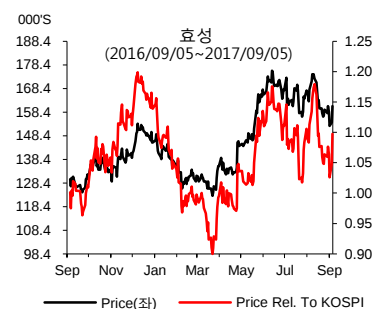
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	230,000원
종가(2017/09/05)	161,000원

Stock Indicator

자본금	176십억원
발행주식수	3,512만주
시가총액	5,654십억원
외국인지분율	25.9%
배당금(2016)	5,000원
EPS(2017E)	18,466원
BPS(2017E)	117,681원
ROE(2017E)	16.7%
52주 주가	123,000~176,000원
60일평균거래량	159,825주
60일평균거래대금	26.2십억원

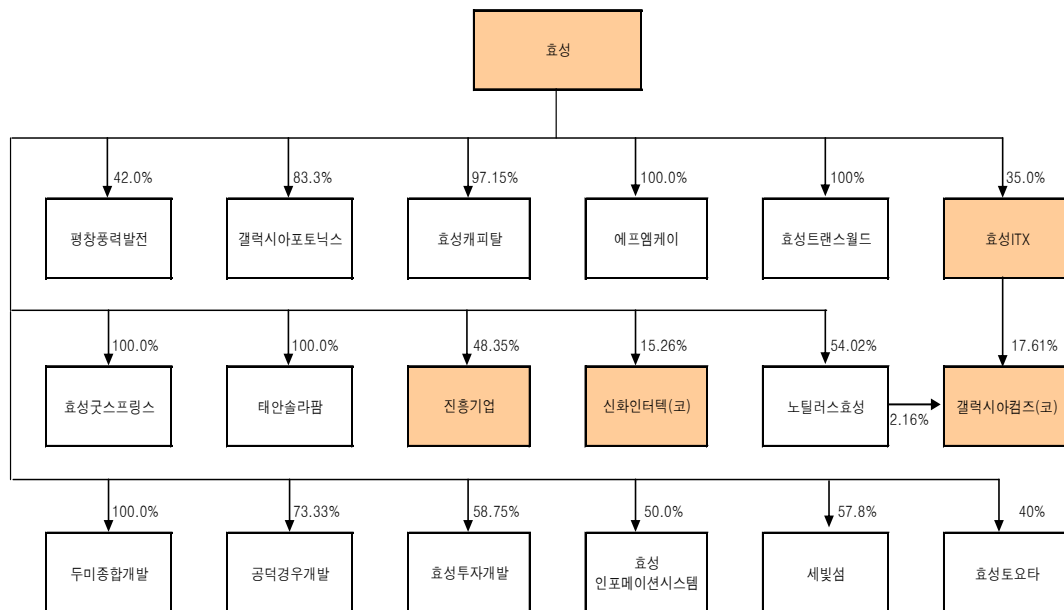
Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2015	12,458	950	493	14,030	8.4	7.4	92,782	1.3	15.1	303.6
2016	11,929	1,016	456	12,971	11.2	7.1	103,060	1.4	13.2	267.6
2017E	12,488	994	648	18,466	8.7	7.2	117,681	1.4	16.7	234.9
2018E	12,997	1,123	725	20,649	7.8	6.8	134,485	1.2	16.4	204.9
2019E	13,444	1,215	792	22,556	7.1	6.4	153,195	1.1	15.7	181.7

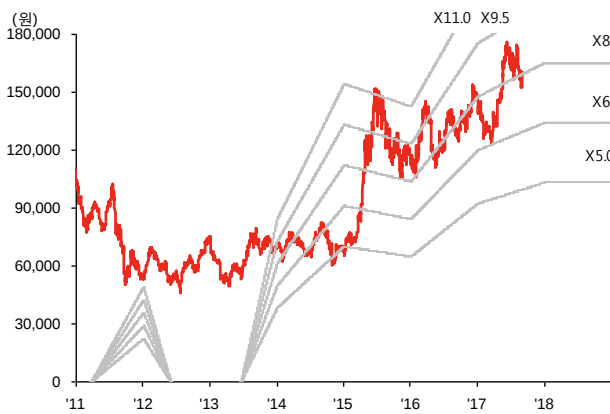
자료 : 효성, 하이투자증권 리서치센터

<그림 1> 효성그룹 지배구조



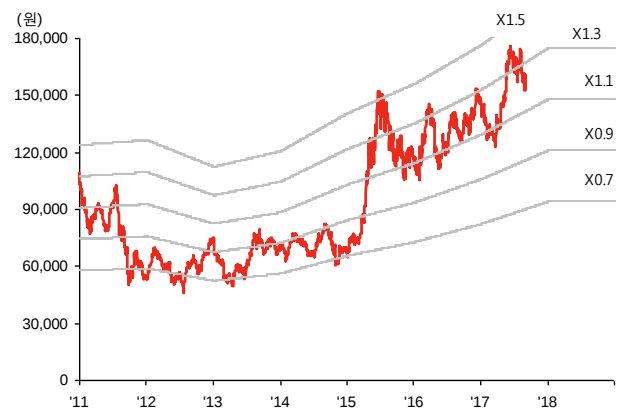
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 2> 효성 PER 밴드



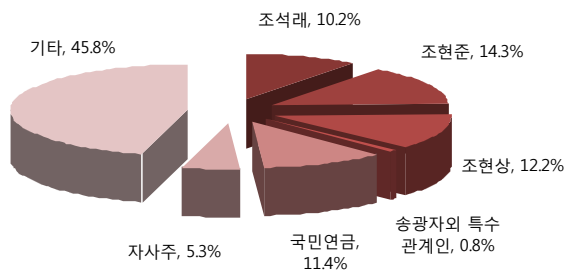
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 3> 효성 PER 밴드



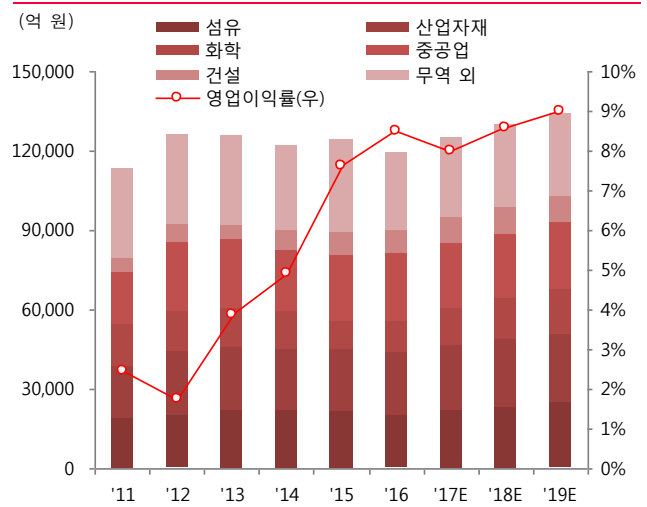
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 4> 효성 주주 분포(2017년 8월 1일 기준)



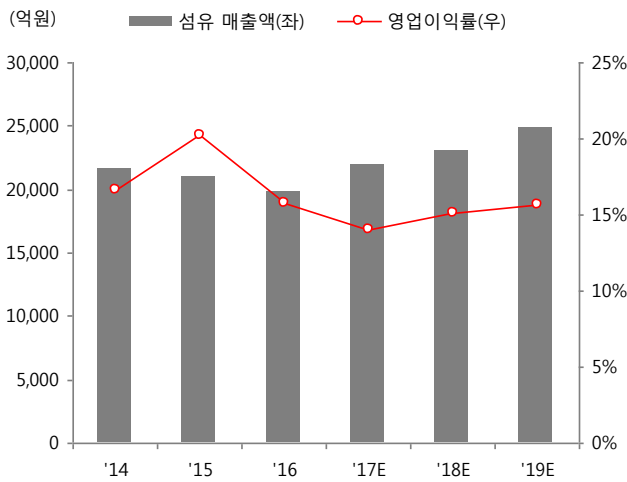
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 5> 효성 실적 추이



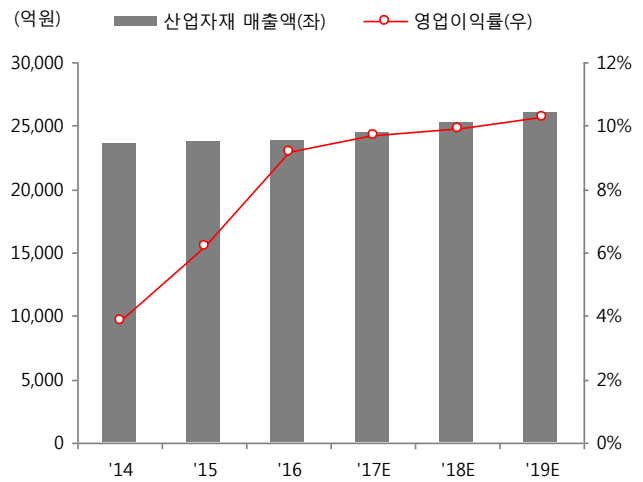
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 6> 섬유부문 실적 추이



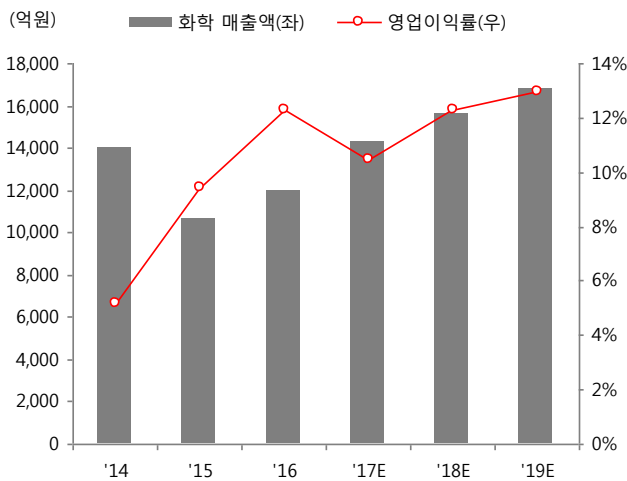
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 7> 산업자재부문 실적 추이



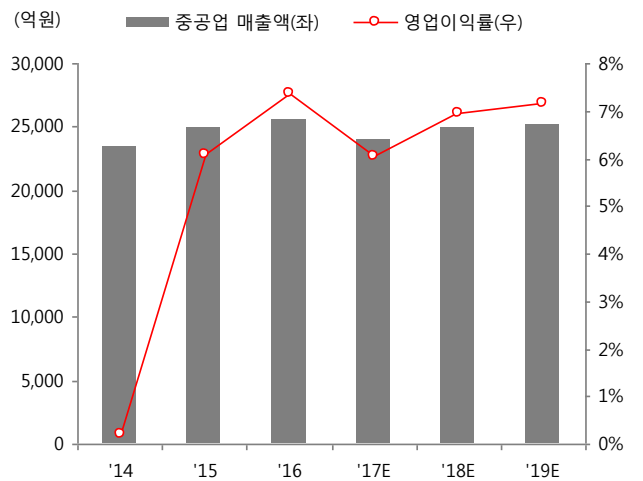
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 8> 화학부문 실적 추이



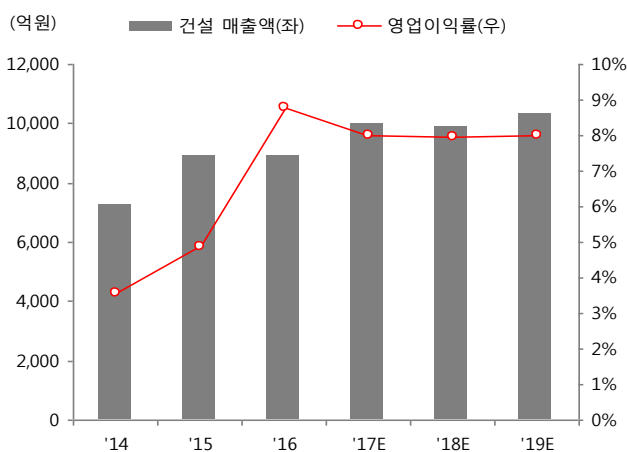
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 9> 중공업부문 실적 추이



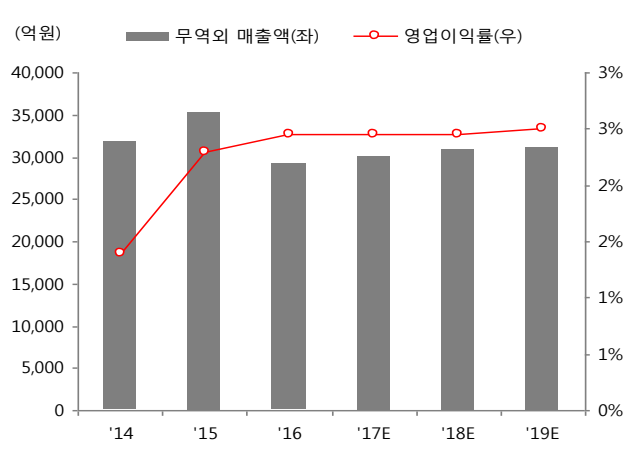
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 10> 건설부문 실적 추이



자료: 효성, 하이투자증권

<그림 11> 무역외 실적 추이



자료: 효성, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,048	5,237	6,335	7,552
현금 및 현금성자산	432	641	816	1,220
단기금융자산	55	49	52	58
매출채권	1,849	2,729	3,509	4,033
재고자산	1,525	1,623	1,755	2,017
비유동자산	7,981	7,340	6,809	6,370
유형자산	5,845	5,198	4,661	4,216
무형자산	420	420	420	420
자산총계	14,121	14,668	15,235	16,013
유동부채	6,883	6,902	6,861	6,961
매입채무	1,072	1,123	1,168	1,208
단기차입금	2,738	2,538	2,238	2,038
유동성장기부채	1,642	1,642	1,642	1,642
비유동부채	3,397	3,387	3,377	3,367
사채	1,228	1,218	1,208	1,198
장기차입금	1,434	1,434	1,434	1,434
부채총계	10,280	10,288	10,238	10,327
지배주주지분	3,619	4,133	4,723	5,380
자본금	176	176	176	176
자본잉여금	448	448	448	448
이익잉여금	2,996	3,478	4,037	4,663
기타자본항목	-36	-36	-36	-36
비지배주주지분	222	247	275	305
자본총계	3,841	4,380	4,998	5,685

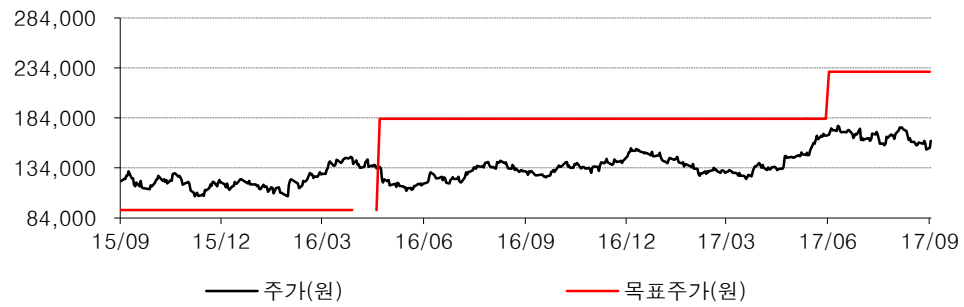
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,929	12,488	12,997	13,444
증가율(%)	-4.2	4.7	4.1	3.4
매출원가	9,771	10,328	10,748	11,070
매출총이익	2,158	2,160	2,248	2,375
판매비와관리비	1,142	1,167	1,125	1,159
연구개발비	117	122	127	131
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	1,016	994	1,123	1,215
증가율(%)	7.0	-2.2	13.1	8.2
영업이익률(%)	8.5	8.0	8.6	9.0
이자수익	7	10	13	19
이자비용	170	165	158	153
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-119	5	-37	-39
세전계속사업이익	697	889	994	1,085
법인세비용	221	215	241	263
세전계속이익률(%)	5.8	7.1	7.6	8.1
당기순이익	475	673	753	823
순이익률(%)	4.0	5.4	5.8	6.1
지배주주귀속 순이익	456	648	725	792
기타포괄이익	31	31	31	31
총포괄이익	507	705	784	854
지배주주귀속총포괄이익	486	679	755	822

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,813	2,313	2,254	2,000
당기순이익	475	673	753	823
유형자산감가상각비	623	647	537	445
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-908	-21	-29	-33
유형자산의 처분(취득)	49	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	41	-	-	-
금융상품의 증감	-106	204	177	410
재무활동 현금흐름	-999	-376	-476	-376
단기금융부채의증감	-342	-200	-300	-200
장기금융부채의증감	-10	-10	-10	-10
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-135	-166	-166	-166
현금및현금성자산의증감	-82	210	175	404
기초현금및현금성자산	513	432	641	816
기말현금및현금성자산	432	641	816	1,220

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	12,971	18,466	20,649	22,556
BPS	103,060	117,681	134,485	153,195
CFPS	30,722	36,889	35,931	35,233
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER	11.2	8.7	7.8	7.1
PBR	1.4	1.4	1.2	1.1
PCR	4.7	4.4	4.5	4.6
EV/EBITDA	7.1	7.2	6.8	6.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	13.2	16.7	16.4	15.7
EBITDA 이익률	13.7	13.1	12.8	12.4
부채비율	267.6	234.9	204.9	181.7
순부채비율	170.7	140.2	113.2	88.6
매출채권회전율(x)	6.3	5.5	4.2	3.6
재고자산회전율(x)	7.9	7.9	7.7	7.1

자료 : 효성, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(효성)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-07-31	Buy	230,000	1년		
2017-06-05	Buy	230,000	6개월	-41.6%	-27.0%
2016-04-25(담당자변경)	Buy	183,000	6개월	-35.5%	-17.2%

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 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자: 이상헌, 조경진](#))

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) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 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 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-