



BUY(Maintain)

목표주가: 210,000원

주가(1/3): 147,500원

시가총액: 51,798억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/3)	2,486.35pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	176,000원	123,000원
등락률	-16.19%	19.92%
수익률	절대	상대
1W	9.3%	8.8%
6M	-14.7%	-17.9%
1Y	-1.0%	-18.6%

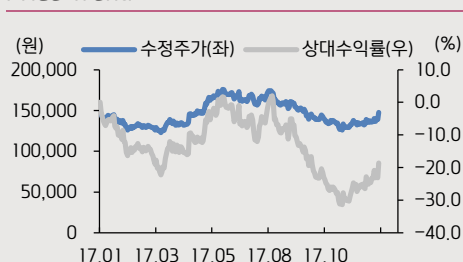
Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	187천주
외국인 지분율	22.31%
배당수익률(17E)	3.58%
BPS(17E)	113,380원
주요 주주	조현준 외 7인 37.48%
	국민연금관리공단 10.95%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	119,291	127,107	133,698	134,511
보고영업이익	10,163	8,451	9,695	10,559
핵심영업이익	10,163	8,451	9,695	10,559
EBITDA	16,397	14,083	15,459	16,539
세전이익	6,965	5,638	7,181	7,800
순이익	4,754	5,268	5,601	6,084
지배주주지분순이익	4,555	5,191	5,641	6,128
EPS(원)	12,971	14,783	16,064	17,449
증감률(%YoY)	-7.5	14.0	8.7	8.6
PER(배)	11.2	9.4	8.7	8.0
PBR(배)	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.3	8.0	7.0	6.1
보고영업이익률(%)	8.5	6.6	7.3	7.8
핵심영업이익률(%)	8.5	6.6	7.3	7.8
ROE(%)	13.0	13.1	12.7	12.7
순부채비율(%)	170.7	149.8	129.7	104.4

Price Trend



기업브리프

효성 (004800)

합병 20년만에 분할



효성은 지난 1998년 외환위기 당시 효성T&C, 효성물산, 효성생활산업, 효성중공업 등 주력 4개사를 합병한 이후 20년만에 4개의 사업회사와 지주회사로의 인적분할을 통해 지주회사 체제 전환에 나섰습니다. 과거 여러 사업부가 혼재되어 있어 영업가치가 충분히 주가에 반영되지 못하던 이슈가 해소될 전망이다. 한편 신설되는 회사에는 오너일가를 제외하여 투명 경영이 이루어질 수 있도록 구성되었습니다.

>>> 분할로 인한 독립 경영 체제 구축

효성은 어제 회사분할 결정을 공시하였다. 분할 방법은 인적분할 방식을 취하였다. 이에 따라 효성은 투자를 담당할 존속법인인 지주회사와 신규 분할회사인 효성티앤씨(섬유/무역), 효성중공업(중공업/건설), 효성첨단소재(산업소재), 효성화학(화학) 등 4개 사업회사로 나뉘게 된다. 국내외 계열사의 경우 신설회사 사업과 연관성이 높은 계열사 주식은 해당 신설회사에 승계되고, 나머지는 효성에 존속되게 된다.

신설되는 회사에는 오너 일가의 이사 선임을 전적으로 배제하여 투명 경영이 이루어질 수 있도록 구성되었고, 신설회사가 글로벌 수준의 경쟁력을 갖춘 만큼 이번 분할로 독립 경영 체제가 구축되면서 기업/주주가치가 제고될 전망이다. 효성은 스판덱스, PET 타이어코드부문에서 세계 시장 점유율이 각각 31%, 45%를 차지하고 있었지만, 하나의 회사에 여러 사업부가 혼재되어 있어 그 영업가치가 충분히 주가에 반영되지 못하였다.

당 리서치센터는 각 회사의 영업가치를 효성티앤씨 5.0조원, 효성중공업 1.7조원, 효성첨단소재 2.8조원, 효성화학 2.8조원, 효성 0.6조원으로 평가한다. 효성티앤씨는 2018년 예상 EBITDA에 10.1배(Toray/Zhejiang Huafeng Spandex 평균)를 적용하였고, 효성중공업은 현대일렉/현대건설/GS건설을 평균한 8.5배, 효성첨단소재는 코오롱인더/인도라마/코드사의 평균을 10% 할증한 8.4배, 효성화학은 화학 Peer 평균인 7배, 효성(존속)은 5배를 작용하여 산출하였다. 총 합산된 영업가치 12.9조원은 올해 예상 EBITDA 1.5조원 대비 8.3배 수준으로 적절한 밸류에이션이라고 판단된다.

동사는 분할 이후 현물출자를 통해서 지주회사를 출범을 계획하고 있는 것으로 보인다. 또한 지주회사 전환 이후 효성캐피탈은 2년 이내 매각하며, 차입금 감소 등 재무구조 개선이 전망된다. 지주회사 전환은 결국 계열분리 및 상속 등과 연관되어 있어 지주/사업 분할 이후 배당성향의 증가 또한 예상된다.

>>> 주력 제품의 증설 효과를 고려할 시점

동사의 주력 제품의 물량 증가 효과를 고려할 시점이다. 작년 증설한 스판덱스 5.5만톤, 스틸코드 2.4만톤, NF3 2개 라인, 타이어코드 3.2만톤이 올해부

터 실적에 온기 반영되기 때문이다. 또한 동사는 올해에도 주력 제품군의 업황을 고려해, PP 리벳핑, NF3/스판덱스 증설 등을 추가 검토하고 있는 것으로 보인다. 특히 화학부문의 주력인 PP는 증설로 인하여 외형이 작년 8천억원에서 올해 1조원 수준으로 증가할 전망이다. 한편 동사는 베트남 정부 승인을 완료한 베트남 PP/PDH(각각 60만톤)도 올해부터 본격적으로 건설에 들어갈 것으로 보인다. 총 12억 달러가 투자되는 이번 프로젝트는 인근 해안에서 프로판 조달 및 자체 LPG 저장소/부두 건설하여 프로판 가격 변동에 따른 PDH 운영 리스크를 헷지 가능할 전망이다.

동사에 대해 투자자의견 Buy를 유지하나, 인적분할에 따른 기존 사업가치에 대한 재평가 및 작년/올해 주력 제품의 증설 효과를 고려해 목표주가는 210,000원으로 상향 조정한다.

효성 분할 일정

2018-01-03	분할이사회 및 상장예비심사 청구서 제출(한국거래소)
2018-03-12	증권신고서 제출(금융감독원)
2018-04-11	증권신고서 효력 발생, 주총소집통지
2018-04-27	주주총회
2018-06-01	분할기일
2018-07-13	재상장 및 변경상장

자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 분할 내용

구분	회사명	사업부문
분할되는 회사(존속회사)	주식회사 효성	지주사업, 지적재산권 관리 및 라이선스업, 연구개발 등
분할신설회사	효성티앤씨	섬유 및 무역 사업부문
	효성중공업	중공업 및 건설 사업부문
	효성첨단소재	산업자재 사업부문
	효성화학	화학 사업부문

자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 신주배정에 관한 상황

구분	분할 전	분할 후					비고
	효성	효성	효성티앤씨	효성중공업	효성첨단소재	효성화학	
1 주당 배정비율		0.3928289	0.1232345	0.2655246	0.1275704	0.0908416	분할비율 반영
발행가능 주식수	2 억주	2 억주	2 억주	2 억주	2 억주	2 억주	우선주 5 천만주 포함
발행주식수(주)	35,117,455	13,795,151	4,327,682	9,324,548	4,479,948	3,190,126	분할비율 반영
자본금(백만원)	175,587	68,976	21,638	46,623	22,400	15,951	분할비율 반영
액면가액(원)	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	
준비금(백만원)	130,826	51,392	416,061	927,080	444,501	316,524	주식발행초과금

자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 Valuation

(억원, 배, 천주)	EBITDA(2018년)	Multiple		비고
효성티앤씨(섬유/무역)	5,004	10.1	50,466	Toray/Zhejiang Huafeng Spandex 평균
효성중공업(중공업/건설)	1,994	8.5	16,981	현대일렉/현대건설/GS 건설 평균
효성첨단소재(산업자재)	3,323	8.4	27,843	KordSa/코오롱인더/Indorama 10% 할인
효성화학(화학)	3,934	7.0	27,535	화학 Peer 평균
효성(존속)	1,178	5.0	5,889	2018년 EBITDA 대비 5배 적용
영업가치 합(A)			128,715	
투자자산가치(B)			2,072	2017년 3분기 장부가치
순차입금(C)			59,581	2018년 추정
시가총액(D=A+B-C)			71,206	
주식수(E)			33,269	자사주 제외
적정주가(D/E)			214,033	
목표주가			210,000	천원단위 절하
현재주가			147,500	1/3일 종가 기준
상승여력			42.4%	현재주가 대비

자료: 효성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	124,585	119,291	127,107	133,698	134,511
매출원가	104,298	97,710	107,061	111,819	110,837
매출총이익	20,287	21,581	20,047	21,879	23,674
판매비및일반관리비	10,785	11,418	11,596	12,184	13,115
영업이익(보고)	9,502	10,163	8,451	9,695	10,559
영업이익(핵심)	9,502	10,163	8,451	9,695	10,559
영업외손익	-3,529	-3,198	-2,812	-2,514	-2,759
이자수익	58	73	44	44	46
배당금수익	6	2	0	0	0
외환이익	3,009	3,889	3,306	3,000	2,969
이자비용	1,793	1,703	1,718	1,928	2,099
외환손실	4,519	4,669	3,077	2,913	2,911
관계기업지분법손익	115	283	60	63	63
투자및기타자산처분손익	634	119	10	7	6
금융상품평가및기타금융이익	-610	-160	185	-118	-160
기타	-428	-1,032	-1,622	-668	-673
법인세차감전이익	5,973	6,965	5,638	7,181	7,800
법인세비용	714	2,211	370	1,580	1,716
유효법인세율 (%)	12.0%	31.7%	6.6%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,259	4,754	5,268	5,601	6,084
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	5,191	5,641	6,128
EBITDA	15,202	16,397	14,083	15,459	16,539
현금순이익(Cash Earnings)	10,960	10,988	10,901	11,366	12,064
수정당기순이익	5,237	4,783	5,121	5,685	6,201
증감율(% YoY)					
매출액	2.3	-4.2	6.6	5.2	0.6
영업이익(보고)	58.3	7.0	-16.9	14.7	8.9
영업이익(핵심)	58.3	7.0	-16.9	14.7	8.9
EBITDA	35.6	7.9	-14.1	9.8	7.0
지배주주지분 당기순이익	83.0	-7.5	14.0	8.7	8.6
EPS	83.0	-7.5	14.0	8.7	8.6
수정순이익	210.0	-8.7	7.1	11.0	9.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13,565	18,310	12,246	13,773	16,906
당기순이익	5,973	6,965	5,268	5,601	6,084
감가상각비	5,701	6,234	5,633	5,765	5,980
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1,235	223	-229	-86	-58
자산처분손익	20	20	-10	-7	-6
지분법손익	0	0	-60	-63	-63
영업활동자산부채 증감	661	3,542	1,925	2,985	5,419
기타	-24	1,326	-281	-421	-450
투자활동현금흐름	-7,086	-9,074	-8,258	-8,987	-7,661
투자자산의 처분	-170	-903	-1,794	-1,512	-174
유형자산의 처분	452	487	0	0	0
유형자산의 취득	-7,022	-9,033	-7,000	-8,000	-8,000
무형자산의 처분	-260	-258	0	0	0
기타	-85	633	537	525	513
재무활동현금흐름	-6,774	-10,182	4,890	5,752	5,273
단기차입금의 증가	-4,831	-7,385	0	0	0
장기차입금의 증가	-985	-1,454	6,300	7,200	7,200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-878	-1,349	-1,663	-1,663	-1,996
기타	-81	7	254	215	70
현금및현금성자산의순증가	-137	-816	8,879	10,538	14,519
기초현금및현금성자산	5,269	5,133	4,317	13,196	23,734
기말현금및현금성자산	5,133	4,317	13,196	23,734	38,252
Gross Cash Flow	12,904	14,768	10,321	10,788	11,487
Op Free Cash Flow	7,445	7,422	6,930	8,098	11,403

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	42,172	40,484	51,733	64,269	79,034
현금및현금성자산	5,133	4,317	13,196	23,734	38,252
유동금융자산	787	545	581	611	615
매출채권및유동채권	21,269	20,354	21,688	22,813	22,951
채고자산	14,983	15,248	16,247	17,089	17,193
기타유동비금융자산	0	20	21	22	22
비유동자산	97,960	100,724	104,069	107,989	110,261
장기매출채권및기타비유동채권	2,585	2,702	2,879	3,029	3,047
투자자산	33,787	34,514	36,225	37,659	37,781
유형자산	56,288	58,450	59,817	62,053	64,073
무형자산	4,527	4,201	4,201	4,201	4,201
기타비유동자산	774	856	947	1,048	1,160
자산총계	140,132	141,208	155,802	172,258	189,296
유동부채	67,183	68,831	73,009	77,894	83,548
매입채무및기타유동채무	19,283	22,728	26,788	31,574	37,216
단기차입금	33,602	27,381	27,381	27,381	27,381
유동성장기차입금	13,622	16,423	16,423	16,423	16,423
기타유동부채	677	2,299	2,417	2,516	2,528
비유동부채	38,228	33,965	40,776	48,409	55,705
장기매입채무및비유동채무	3,867	3,933	4,190	4,408	4,434
사채및장기차입금	30,559	26,622	32,922	40,122	47,322
기타비유동부채	3,801	3,411	3,664	3,879	3,949
부채총계	105,411	102,796	113,785	126,303	139,253
자본금	1,756	1,756	1,756	1,756	1,756
주식발행초과금	1,308	1,308	1,308	1,308	1,308
이익잉여금	26,604	29,963	33,587	37,652	41,873
기타자본	2,914	3,165	3,165	3,165	3,165
지배주주지분자본총계	32,583	36,192	39,816	43,881	48,103
비지배주주지분자본총계	2,139	2,220	2,201	2,074	1,940
자본총계	34,721	38,412	42,017	45,955	50,043
순차입금	71,863	65,564	62,949	59,581	52,259
총차입금	77,783	70,426	76,726	83,926	91,126

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	14,030	12,971	14,783	16,064	17,449
BPS	92,782	103,060	113,380	124,955	136,976
주당EBITDA	43,290	46,692	40,104	44,022	47,096
CFPS	31,209	31,288	31,042	32,365	34,354
DPS	3,500	5,000	5,000	6,000	6,000
주가배수(배)					
PER	8.4	11.2	9.4	8.7	8.0
PBR	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.6	7.3	8.0	7.0	6.1
PCFR	3.8	4.7	4.5	4.3	4.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.5	6.6	7.3	7.8
영업이익률(핵심)	7.6	8.5	6.6	7.3	7.8
EBITDA margin	12.2	13.7	11.1	11.6	12.3
순이익률	4.2	4.0	4.1	4.2	4.5
자기자본이익률(ROE)	16.5	13.0	13.1	12.7	12.7
투자자본이익률(ROIC)	11.5	9.6	9.0	10.5	11.8
안정성(%)					
부채비율	303.6	267.6	270.8	274.8	278.3
순차입금비율	207.0	170.7	149.8	129.7	104.4
이자보상배율(배)	5.3	6.0	4.9	5.0	5.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.7	6.0	6.0	5.9
채고자산회전율	8.7	7.9	8.1	8.0	7.8
매입채무회전율	6.5	5.7	5.1	4.6	3.9

Compliance Notice

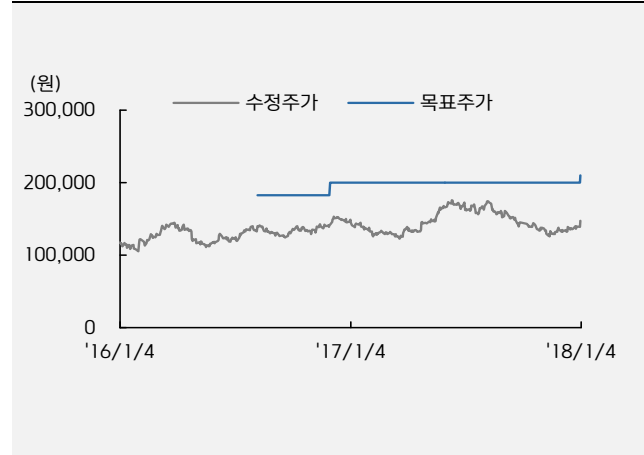
- 당사는 1월 3일 현재 '효성' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성 (004800)	2016/08/09	BUY(Reinitiate)	183,000원	6개월	-28.1	-23.0
	2016/10/05	BUY(Maintain)	183,000원	6개월	-27.4	-23.0
	2016/10/26	BUY(Maintain)	183,000원	6개월	-26.6	-21.9
	2016/12/02	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-27.7	-23.3
	2017/02/03	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-31.3	-23.3
	2017/04/04	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-31.6	-23.3
	2017/04/26	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-30.1	-16.0
	2017/07/21	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-19.2	-16.3
	2017/08/02	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-19.4	-12.8
	2017/09/18	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-22.0	-12.8
	2017/10/16	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-24.0	-12.8
	2017/11/10	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-24.5	-12.8
	2017/11/15	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-26.9	-12.8
	2018/01/04	BUY(Maintain)	210,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%