

[지주회사]

## 스튜어드십 코드 활성화

### 스튜어드십 코드 도입 최대 수혜주 지주회사

2018/03/05

#### I. 스튜어드십 코드 도입 배경

- 기관투자자의 역할과 책임의 중요성 부각
- 문재인 정부 재벌개혁의 목적: 경제력 집중 억제, 지배구조 개선

#### II. 스튜어드십 코드 해외 사례

- 영국 스튜어드십 코드
- 일본 스튜어드십 코드

Analyst 이상현

(2122-9198)

value3@hi-ib.com

조경진

(2122-9209)

kjcho@hi-ib.com

#### III. 우리나라 스튜어드십 코드 및 수혜주

- 우리나라 스튜어드십 코드 내용 및 도입현황
- 스튜어드십 코드 도입이 기업지배구조 개선으로 이어지면서 지주회사 수혜 받을 듯

#### IV. 투자유망종목

- 삼성물산(028260): 주주환원 정책 가속화 및 자산가치 상승
- 삼성에스디에스(018260): 주주환원 확대 및 제4차 산업혁명 성장성 가시화
- SK(034730): 글로벌 투자전문 지주회사 도약으로 주주친화 정책 가속화 될 듯
- 효성(003550): 사업부문별 인적분할로 인한 지배구조 변환 ⇒ 지배구조 불투명성 해소 및 기업가치 리레이팅 가능할 듯

# I. 스튜어드십 코드 도입 배경

## ■ 기관투자자의 역할과 책임의 중요성 부각

스튜어드십 코드는 서양에서 큰 저택이나 집안일을 맡아 보는 집사(steward)처럼 기관투자자들도 고객 재산을 선량하게 관리해야 할 의무가 있다는 뜻에서 생겨난 용어이다. 즉, 스튜어드십 코드는 연기금과 자산운용사 등 주요 기관투자자들의 의결권 행사를 적극적으로 유도하기 위한 자율지침으로서 법적 강제력이 없이 개별 기관투자자가 자율적/탄력적으로 운영할 수 있는 연성규범이다. 기관투자자는 의결권 행사 뿐만 아니라 기업과 적극적인 대화와 소통을 통해서 기업의 지속가능 성장에 기여하고 이를 바탕으로 고객의 이익을 극대화하는 것을 목적으로 한다.

2008년 글로벌 금융위기가 당시 기관투자자들이 투자 대상 회사의 리스크를 제대로 관리하지 못한 결과로 나타난 것으로 판단하고 이에 대하여 기관투자자의 적극적인 경영참여를 통해 이사회를 견제할 필요성이 제기되었다. 즉, 금융 위기의 원인이 기업지배구조의 실패와 취약성 그리고 소액주주들의 무관심이라는 진단이 나오면서, 기관투자자의 역할과 책임의 중요성을 부각되었다. 그 결과 2010년 7월 영국 재무보고위원회(FRC)에서 기관투자자의 의결권 행사에 관한 자율규범인 스튜어드십 코드를 처음 제정하였다. 이어 2012년에는 기관투자자의 감시의무를 장기적 관점에서 전환하고 의결권 행사와 관련된 기업정보공개 부분들을 보다 효율적으로 강화하고자 7개 원칙의 개정 코드를 공표하였다.

한편, 우리나라의 경우는 기관투자자들이 의결권을 행사함에 있어 적극적 의사 표현 실적이 없는 기관투자자가 상당수에 달하고 있을 뿐만 아니라, 투자 대상 기업의 기업가치 제고를 위한 적극적 관여활동의 필요성에 대한 인식 부족 등으로 인하여 스튜어드십 코드 도입의 필요성이 제기되었다. 더군다나 자본시장에서 기관투자자의 비중이 커지면서 수탁자책임의 중요성과 더불어 투자대상기업의 지배구조에 미칠 영향력 또한 증대되고 있다.

이에 대하여 지난 2016년 12월 한국기업지배구조연구원에서 「기관투자자의 수탁자 책임에 관한 원칙」이라는 명칭의 한국형 스튜어드십 코드를 민간 자율규범의 형태로 제정하였다.

---

## ■ 문재인 정부 재벌개혁의 목적: 경제력 집중 억제, 지배구조 개선

문재인 대통령의 재벌개혁 관련 대선 공약을 살펴보면 1) 검찰, 경찰, 국세청, 공정위, 감사원, 중소기업청 등 법정부차원의 을지로위원회 구성하여, 일감몰아주기, 부당내부거래, 납품단가후려치기 같은 재벌의 갑질 횡포에 대한 전면적 조사와 수사를 강화하고 엄벌, 2) 계열공익법인, 자사주, 우회출자 등 우회적 대주주 일가 지배력 강화 차단 방안 마련, 3) 다중대표소송제, 집중투표제 또는 감사위원 분리 선출제도, 전자투표/서면투표제 도입 추진, 4) 횡령/배임 등 경제범죄 엄정 처벌 및 사면권 제한, 5) 지주회사 요건과 규제 강화, 자회사 지분 의무소유비율 강화, 6) 기존 순환출자 단계적 해소, 8) 금융계열사의 타 계열사 의결권 행사를 제한하고 계열사 간 자본출자를 자본적정성 규제에 반영하는 통합금융감독시스템 구축, 9) 국민연금 등 기관투자자의 스튜어드십 코드의 실효성을 높이기 위한 제도 개선 등이 내용에 포함 되어 있다.

또한 국정운영 5개년 계획 중 경제부문은 더불어 잘사는 경제를 달성하기 위하여 소득주도 성장을 위한 일자리경제, 활력이 넘치는 공정경제, 서민과 중산층을 위한 민생경제, 과학기술이 선도하는 4차 산업혁명, 중소벤처가 주도하는 창업과 혁신성장 등의 전략이 제시되었다. 이 중 활력이 넘치는 공정경제에서는 공정거래를 위한 감시역량을 강화하여 거래상 지위를 이용해 불공정한 거래를 강요하는 잘못된 관행을 타파하면서 공정 시장경제를 확립할 뿐만 아니라 투명하고 건전한 경영문화가 우리 경제에 자리 잡을 수 있도록 재벌의 소유·지배구조 개선을 통해 총수 일가의 전횡을 막을 수 있는 방안을 적극 추진할 계획이다.

이에 대한 연장선상으로 올해 신년 기자회견 신년사에서 문재인 대통령은 기업의 지배구조 개선을 위해 주주의결권을 확대하고, 스튜어드십 코드를 도입하겠다는 의지를 밝혔다.

이와 같이 재벌개혁의 목적은 경제력 집중 억제와 지배구조 개선에 있으며, 이 중에서도 지배구조 개선은 스튜어드십 코드 도입을 비롯하여, 전자/서면 투표제, 다중대표소송제, 집중투표제를 의무화하는 상법 개정안 등을 통해서 이루어 질 것으로 예상된다.

<표 1> 경제부문 국정목표 더불어 잘사는 경제 5 대 전략과 과제

전략	국정과제명
전략 1 : 소득 주도 성장을 위한 일자리경제	국민의 눈높이에 맞는 좋은 일자리 창출 사회서비스 공공인프라 구축과 일자리 확충 성별, 연령별 맞춤형 일자리 지원 강화 실직과 은퇴에 대비하는 일자리 안전망 강화 좋은 일자리 창출을 위한 서비스 산업 혁신 소득 주도 성장을 위한 가계부채 위험 해소 금융산업 구조 선진화
전략 2 : 활력이 넘치는 공정경제	공정한 시장질서 확립 재벌 총수 일가 전횡 방지 및 소유?지배구조 개선 공정거래 감시 역량 및 소비자 피해 구제 강화 사회적경제 활성화 더불어 발전하는 대/중소기업 상생 협력
전략 3 : 서민과 중산층을 위한 민생경제	소상공인 · 자영업자 역량 강화 서민 재산형성 및 금융지원 강화 민생과 혁신을 위한 규제 재설계 교통 · 통신비 절감으로 국민 생활비 경감 국가기간교통망 공공성 강화 및 국토교통산업 경쟁력 강화
전략 4 : 과학기술 발전이 선도하는 4차 산업혁명	소프트웨어 강국, ICT 르네상스로 4차 산업혁명 선도 기반 구축 고부가가치 창출 미래형 신산업 발굴 · 육성 자율과 책임의 과학기술 혁신 생태계 조성 청년과학자와 기초연구 지원으로 과학기술 미래역량 확충 친환경 미래 에너지 발굴 · 육성 주력산업 경쟁력 제고로 산업경제의 활력 회복
전략 5 : 중소벤처가 주도하는 창업과 혁신성장	혁신을 응원하는 창업국가 조성 중소기업의 튼튼한 성장 환경 구축 대·중소기업 임금 격차 축소 등을 통한 중소기업 인력난 해소

자료: 국정기획자문위원회, 하이투자증권

## II. 스튜어드십 코드 해외 사례

2010년 영국을 시작으로 캐나다, 네덜란드, 남아프리카공화국, 스위스, 이탈리아, 일본, 말레이시아, 홍콩, 대만, 브라질 등 국가들이 자국의 특성에 맞는 스튜어드십 코드를 개발하여 채택하였다.

### ■ 영국 스튜어드십 코드

영국은 2007년 글로벌 금융위기 이후 회사지배구조에 관한 새로운 모범규준과 더불어 스튜어드십 코드를 발표하면서 최초로 기관투자자의 투자자에 대한 수탁자로서의 의무를 고시하였다. 회사지배구조에 관한 모범규준에서는 회사 및 이사회에 대하여 주주와의 적극적인 대화와 참여를 요구하면서 다른 한편으로 스튜어드십 코드에서는 기관투자자에 대하여 이사회와 적극적으로 소통할 것을 장려하고 있다.

영국의 스튜어드십 코드는 자율규범이면서 준수방법은 원칙 준수, 예외 설명원칙을 채택하고 있다.

영국 스튜어드십 코드의 목적은 기관투자자의 행동 기준 설정 및 신뢰성 유지, 기관투자자에게 수탁자책임의 중요성을 인식하에 보고서 작성, 기관투자자의 투자프로세스를 행동 기준에 연계, 투자자와 투자대상회사의 이사회 간 의사소통의 개선에 기여하는데 있다.

영국 스튜어드십 코드의 주요 내용은 투자자들에게 기관투자자들이 어떻게 수탁자책임을 지는지 그 방침을 게시할 것, 수탁자책임을 이행하면서 이익의 상충이 있는 경우 이를 해소하기 위한 확고한 방침을 설정하고 이를 게시할 것, 투자대상기업에 대해 적극적으로 감시 및 감독할 것, 수탁자로서 활동하기 위하여 언제, 어떻게 행동할 수 있는지에 관하여 명확한 가이드라인을 설정할 것, 필요한 경우 다른 기관투자자들과 연대하여 행동할 것, 의결권 행사 및 이러한 정책에 관한 게시에 관하여 명확한 방침을 수립할 것 등이 있다.

영국의 스튜어드십 코드가 의미 있는 이유는 2010년 업계 최초로 의결 권에만 국한된 스튜어드십 코드를 도입한 후, 현실과 맞지 않는 점을 감안하여 2012년 기업의 전략, 업적, 리스크, 자본/지배구조를 포괄하는 형태로 개정되었다는 데 있다.

한편, 스튜어드십 코드는 강제조항은 아니지만 스튜어드십 코드의 주요 관리 당국인 영국 재무보고위원회(FRC)에서 스튜어드십 코드에 서명한 기관투자자의 코드 이행 수준을 매년 평가해 3단계로 구분한 검토보고서를 공시하고 있다. 또한 영국에서는 스튜어드십 코드 외에도 기관투자자에 의한 투자대상기업과의 적극적인 대화 및 참여를 강화하는 정부 및 민간의 움직임이 활발하게 진행되고 있다.

## ■ 일본 스튜어드십 코드

일본 아베 정부가 추진하는 성장 전략의 일환으로, 일본기업이 보수적인 지배 구조로 인해 상대적으로 기업가치가 저평가되어 있을 뿐만 아니라 해외 자금 유입에도 어려움이 있다는 문제인식 하에서 일본판 스튜어드십 코드와 기업 거버넌스 코드를 도입하였다. 즉, 동경거래소의 회사지배구조 모범규준 제정과 더불어 2014년 2월 발표된 일본판 스튜어드십 코드, 2014년 6월 감사위원회 설치회사의 신설 등을 포함한 회사법 개정 등은 모두 일본 부활전략으로서 추진된 것이다.

2014년 2월 발표된 일본판 스튜어드십 코드는 7개의 원칙 규정과 각 원칙의 개별적 가이드 라인 지침으로 구성해 제정하였다. 일본판 스튜어드십 코드가 다른 국가들의 스튜어드십 코드와 다른 점은 기관투자자의 투자대상기업에 대한 전문지식 확보와 전문지식을 통한 건설적인 대화를 중요시 한다는 점이다.

일본 역시 법적 강제력은 없으며 자율적으로 준수하되, 원칙 준수 및 예외설명의 방식으로 준수하도록 되어 있으나, 실질적으로는 금융당국과 정부기관투자자들로 하여금 일반 기관투자자들을 가입시키도록 영향을 미치고 있다. 즉, 일본은 스튜어드십 코드 활성화를 위하여 정책적으로 초기단계에서 세계 최대 연기금인 GPIF(Government Pension Investment Fund)를 적극적으로 참여시키는 동시에 연기금이 운용회사 자체 평가시 스튜어드십 코드를 시행한 운용회사에 가산점을 주는 등 다른 기관투자기들의 스튜어드십 코드 참여에 직/간접적으로 영향을 주고 있다. 그 결과 2016년 말 기준으로 공적연기금 14개(공무원공제, 사학교직원공제, 지방공무원공제 등), 사적연금기금 8개(기업연금연합회 및 퇴직연금 등), 해외연기금 4개(CalPERS7 등), 보험회사 22개, 은행 7개 등 총 214개 기관투자자가 스튜어드십 코드를 도입 중에 있다.

일본판 스튜어드십 코드로 인하여 투자자를 고려하는 경영이 보편화되면서 상장기업 중 ROE 10%를 초과하는 기업이 늘어났으며, 복수의 독립사외이사를 선임한 상장기업도 크게 증가하였다. 또한 스튜어드십 코드 도입이 배당성향 상승 등 일본 기업 전반의 주주환원 정책 강화로 이어지면서 주식시장 상승의 일조를 하였다.

---

## III. 우리나라 스튜어드십 코드 및 수혜주

### ■ 우리나라 스튜어드십 코드 내용 및 도입현황

우리나라의 경우 민간기구인 스튜어드십 코드 제정 위원회가 한국판 스튜어드십 코드 최종안을 제정하여 2016년 12월 19일부터 시행에 들어 갔으며, 기획재정부는 2017년 경제정책방향(2016. 12. 29)에서 기업지배구조 개선을 위하여 연기금/보험회사 등 기관투자자의 스튜어드십 코드 시행을 주요 정책과제로 제시하였다. 이러한 스튜어드십 코드 도입 배경은 기관투자가들이 투자처인 기업에 대한 의결권 행사를 지나치게 소극적으로 행사함에 따라 고객 이익 극대화와 기업의 건전한 성장을 견인하지 못하고 있다는 지적에서 비롯되었다.

우리나라 스튜어드십 코드는 법적 강제력이 없는 연성규범의 형태로, 상장회사의 주식을 보유한 기관투자자와 이에 대한 수탁자책임의 이행을 지원하는 의결권 자문기관 및 투자자문사 등을 적용대상으로 하고 있다.

원칙을 준수함에 있어서 각 투자 형편에 따라 예외 설명 원칙을 두어 세부원칙이나 안내지침을 이행하지 못할 경우, 이를 고객 등에게 설명하는 것으로 그 의무를 면제한다.

우리나라 스튜어드십 코드는 -(원칙1) 관리수탁자로서 책임을 이행하기 위한 정책 마련. (원칙2) 이해상충 문제에 대한 해결 및 방지정책 제정 공개. (원칙3) 투자 대상 기업에 대한 주기적 점검. (원칙4) 활동전개 시기와 절차 방법 등 수탁자 책임활동 수행에 관한 내부지침 마련. (원칙5) 의결권 정책 제정/공개, 의결권 행사 내용과 그 사유 공개. (원칙6) 의결권 행사, 수탁자 책임이행 활동의 주기적 보고. (원칙7) 수탁자 책임의 효과적 이행을 위한 역량과 전문성 확보 – 7가지 원칙으로 구성되어 있다.

이와 같이 스튜어드십 코드 기본 원칙이 나오긴 했지만 기관투자자들이 실제 스튜어드십 코드 이행 과정에서 당면할 수 있는 법규 위반 위험이나 각종 정책적 결립돌에 대한 안내 지침서가 필요로 했는데, 지난해 6월 8일 금융위원회는 기관투자자들이 가장 우려하는 부분들을 모아 해당 법령에 대한 해석집을 발간하였다. 이는 2016년 12월 한국거래소 산하 기업지배구조원이 발표한 스튜어드십코드 7대 원칙에 대한 가이드라인 성격의 문서다.

---

스튜어드십 코드에 따른 주주활동을 위한 법령해석집에는 미공개 정보 이용, 5% 보고 등에 대한 법령해석이 주로 담겨져 있다.

우선 기관투자자가 주주활동 과정에서 투자자의 투자판단에 영향을 미치는 중요한 미공개 정보를 지득하거나 생성함으로써 일반투자자와의 정보비대칭 상태가 발생하는 경우에는 정보비대칭 상태가 해소되기 전까지는 이를 증권 또는 관련 파생상품의 매매 등에 이용하거나 타인에게 이용하게 하지 않아야 한다. 즉, 일정기간 매매 등 중단하거나 해당 정보를 상장법인이나 기관투자자가 공개(공정공시)한 뒤 매매해야 한다.

그 다음으로 스튜어드십 코드에 참여중인 기관투자자는 주식 등의 대량보유 등의 보고(5% 보고)시, 스튜어드십 코드에 참여중이라는 이유만으로 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 보고해야 하는 것은 아니다라고 해석하였다. 또한 기관투자가가 투자 회사에 주주의 요구사항을 전달하는 것도 영향력 행사에 해당하지 않는다고 해석했다.

사실 자산운용업계에선 스튜어드십 코드를 도입하면 주주활동이 활발해져 경영권에 영향을 주려는 목적으로 해석되는 데 대한 염려도 있어왔다. 즉, 자본시장 법상 상장사 지분을 5% 이상 보유한 기관투자자가 경영권에 영향을 주기 위해 해당 기업의 지분을 1%p 이상 사고팔 때 영업일 5일 이내에 공시를 하도록 되어 있는데, 통상 임원 선임과 해임, 배당 결정 등에 영향력을 행사하는 것은 경영 참여에 해당되기 때문에 기관투자자 입장에선 번거롭거나 주식 거래 내역이 상세히 공개되면 자산운용 전략이 노출될 수 있기 때문에 부담이 되었다.

앞서 거론되었듯이 기관투자자가의 입장을 표명하거나 요구사항을 전달하는 것, 기업에 단순히 설명을 요구하는 것 등은 사실상 영향력 행사로 보기 어렵다고 유권해석을 내려, 자산운용사들은 공시 위반 등의 부담을 덜 수 있게 되었다.

아울러 기관투자자간 협의 및 공동의 경영진 면담 수행 후 각자 판단에 따라 주총에서 투표한 결과 동일한 방향으로 투표결과가 나오거나 기관투자가가 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 포럼에 참석한 경우 또는 여러 기관투자자들이 동일한 자문기관을 이용하고 동일한 방향으로 의결권이 행사된 경우 주식 공동보유에 해당하지 않는다.

이와 같이 그동안 기관투자가가 애매하게 생각해왔던 법률 해석 부분이 해소되었기 때문에 향후 기관투자자들의 스튜어드십 코드 도입이 활발하게 진행될 것으로 예상된다.

---

한편, 스튜어드십 코드는 투자자 이익 보호뿐만 아니라 기업 지배구조 개선이나 재벌 개혁 과제와도 밀접한 연관이 있기 때문에 문재인 정부는 기업지배구조 개선을 위해 스튜어드십 코드를 실효성 있게 시행하는 등 자본시장 발전의 걸림돌을 근본적으로 제거해 나갈 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 미래에셋자산운용, 한국투자신탁운용 등 현재 23개 주요 운용사 및 투자사가 참여하고 있으며, 삼성자산운용, KB국민은행 등 대형 운용사와 은행 및 증권사등 44여곳의 기관도 참여 계획서를 제출한 상태다.

주요 연기금 중에선 한국교직원공제회와 지방행정공제회, 한국투자공사(KIC)가 도입을 결정하고 준비 작업을 진행 중에 있다. 다만, 삼성전자, 현대차 등 국내 상장사 270여곳의 5% 이상 지분을 보유한 국민연금의 경우 올해 하반기로 도입 시기가 미뤄진 상황이므로 올해까지는 기존의 내부 의결권 행사 지침에 따라 정기주총에 임할 계획이다.

만약 일본의 경우 처럼 국민연금이 외부에 위탁해 운용하는 주식에 대해서도 위탁운용기관에 스튜어드십 코드 채택을 의무화하거나 적어도 위탁운용사 선정 시 점수화 한다면 스튜어드십 코드 도입 확산에 지대한 영향을 미칠 것이다.

<표 2> 한국형 스튜어드십 코드 7 대 원칙

구분	내용
원칙1	기관투자자는 고객 등 타인 자산을 관리/운영하는 수탁자로서 책임을 충실히 이행하기 위한 명확한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙2	책임을 이행하는 과정에서 이해 상충 문제를 해결하기 위한 정책을 마련해 공개해야 한다.
원칙3	투자 자산의 가치를 보존하고 높일 수 있도록 투자 대상 회사를 지속적으로 점검/감시해야 한다.
원칙4	투자 대상 회사와 공감대 형성을 지향하되, 수탁자 책임 이행을 위한 활동 전개 시기와 절차, 방법에 관한 내부 지침을 마련해야 한다.
원칙5	충실한 의결권 행사를 위한 지침/절차/세부 기준을 포함한 의결권 정책을 마련해 공개해야 하며, 의결권 행사의 구체적인 내용과 그 사유를 함께 공개해야 한다.
원칙6	의결권 행사와 수탁자 책임 이행 활동에 관해 고객과 수익자에게 주기적으로 보고해야 한다.
원칙7	수탁자 책임의 효과적 이행을 위해 역량과 전문성을 확보해야 한다.

자료: 한국기업지배구조원, 하이투자증권

<표 3> 스튜어드십 코드 법령해설집 주요 내용

구분	내용
미공개정보	<p>스튜어드십 코드에 따른 주주활동 과정에서 미공개 중요정보를 취득 또는 생성하였을 경우  ⇒ 일정기간 매매 등 중단하거나 해당 정보를 상장법인이나 기관투자자가 공개(공정공시)한 뒤 매매/거래하는 등의 방법을 선택 가능함</p>
5% 보고	<p>스튜어드십 코드에 참여중인 기관투자자는 주식등의 대량보유 등의 보고(5% 보고)시  ⇒ 스튜어드십 코드에 참여중이라는 이유만으로 경영권에 영향을 주기 위한 것으로 보고해야 하는 것은 아니다라고 해석함</p>
주식 공동 보유 요건 아님	<p>기관투자자간 협의 및 공동의 경영진 면담 수행 후 각자 판단에 따라 주총에서 투표한 결과 동일한 방향으로 투표결과가 나오는 경우  기관투자가가 공동의 이해관계를 추구하기 위한 포럼 등을 설립하여 포럼에 참석한 경우  여러 기관투자자들이 동일한 자문기관을 이용하고 동일한 방향으로 의결권이 행사된 경우</p>

자료: 금융위원회, 하이투자증권

---

## ■ 스튜어드십 코드 도입이 기업지배구조 개선으로 이어지면서 지주회사 수혜 받을 듯

지배구조란 투자자의 투자가치를 보호하기 위해서 경영자의 의사결정과정을 감시하는 것으로, 바람직한 지배구조는 회사의 가치, 주주의 가치가 극대화 되는 것이다. 즉, 특정인의 사적 이익을 위해 악용되지 않는 경영시스템으로 투명성과 책임성이 보장되어야 한다. 따라서 지배구조가 개선되면 디스카운트 요인이 해소되면서 기업가치를 높일 수 있을 뿐만 아니라 자금조달비용도 줄어들게 된다.

스튜어드십 코드는 기관투자가로 하여금 투자한 회사의 지속가능한 성장, 중장기투자수익의 보호, 자본시장의 지속적 발전을 위해 보다 적극적인 관여를 할 것을 권고하고 있다. 기관투자가들이 관여활동을 가장 많이 할 분야는 배당확대, 이사회의 독립성 제고 등으로 예상됨에 따라 상장기업들의 지배구조 개선 효과를 기대할 수 있을 것이다.

특히 지주회사의 경우 소유구조에서 여러 사업자회사나 관계회사의 지분을 소유함으로써 투자 및 배당 의사결정에 중대한 영향력을 행사하게 된다. 지주회사는 각 사업자회사로부터 현금배당금을 받거나 브랜드 사용료를 받아 재원을 마련하여, 독자적으로 수익사업을 발굴하는데 그 재원을 사용하거나 성장이 필요한 사업자회사에 지분투자를 들림으로써 지주회사의 기업가치를 높일 수 있다.

지주회사의 지배구조가 개선되면 과거와 같이 경영성과가 좋지 않은 기업집단 내 다른 기업을 도와주기가 어렵게 되며, 결국 경영성과가 좋지 않은 사업자회사로부터 자원을 회수해 경영성과가 좋은 다른 사업자회사로 투자재원을 집중시키게 된다. 따라서 지주회사 지배구조 개선으로 한정된 자원을 효율적으로 재배분하게 되면서 지주회사 기업가치를 극대화 할 수 있을 것이다.

또한 이와 같은 지주회사 자체적인 지배구조 개선이 자회사들에게 영향을 미칠 수 있을 뿐만 아니라 지주회사는 여러 상장기업들을 자회사로 두고 있기 때문에 상장기업들 지배구조 개선 효과가 지주회사에서 보다 크게 나타날 수 있을 것이다.

지주회사 자체적인 지배구조 개선이 자회사들에게 영향을 미칠 수 있을 뿐만 아니라 지주회사는 여러 상장기업들을 자회사로 두고 있기 때문에 상장기업들 지배구조 개선 효과가 지주회사에서 보다 크게 나타날 수 있을 것이다.

---

#### **IV. 투자유망종목**

**삼성물산(028260)**

**삼성에스디에스(018260)**

**SK(034730)**

**효성(004800)**

2018/03/05

# 삼성물산(028260)

## 주주환원 정책 가속화 및 자산가치 상승

### ■ 올해부터 주주환원정책 가속화 될 듯

동사의 1주당 배당금은 2016년 550원에서 2017년 2,000원으로 263.6% 늘어남에 따라 2017년 총 배당 규모는 전년 대비 3.6배 상향한 약 3,300억 원 수준으로 확대되었다. 또한 2017년부터 3년간 1주당 배당금을 2,000원씩 지급하는 3개년 배당정책을 수립하였다. 이와 더불어 현재 보유하고 있는 13.8%의 자사주를 활용한 주주환원정책 등도 향후 가시화 될 것으로 예상된다.

### ■ 지배구조 모멘텀 없이도 자산가치만으로도 동사 주가는 상승 가능

동사는 삼성전자, 삼성생명 등의 지분을 보유하고 있을 뿐만 아니라 삼성그룹의 신성장동력인 삼성바이오로직스의 1대 주주이기 때문에 명실상부하게 삼성그룹의 지주회사이다. 따라서 여러 가지 사유로 인하여 당장은 지배구조 변환이 쉽지 않겠지만 현재 상태로도 동사의 자회사 지분을 등을 고려할 때 삼성그룹의 지주회사로서 역할을 수행 할 수 있을 뿐만 아니라 이에 따른 자회사 가치도 부각 될 수 있을 것이다.

### ■ 제4차 산업혁명 시대 반도체 및 바이오 자회사 가치 상승할 듯

기술의 발전으로 인해 각 사업 분야에서 요구되는 데이터의 원활한 저장과 처리 능력이 중요해짐으로써 이에 대한 핵심적인 역할을 담당하고 있는 반도체의 성능 향상이 중요한 요소로 작용하게 될 것이다. 이러한 반도체 시대를 맞이하여 삼성전자 등에 대한 동사가 보유하고 있는 지분가치가 부각 될 수 있을 것이다.

또한 제4차 산업혁명에서 변화를 주도할 요소 중 하나는 IT기술과 더불어 바이오기술의 융복합이다. 보다 향상된 인류의 바이오 기술은 결국에는 인간의 삶의 질을 높일 수 있을 것이다. 이러한 제4차 산업혁명 시대에 바이오시밀러 제품을 위탁생산 하고 있는 삼성바이오로직스 뿐만 아니라 바이오시밀러와 신약 개발을 전담하는 삼성바이오에피스의 경우도 성장성 뿐만 아니라 삼성그룹의 신수종 사업으로 자리매김할 수 있을 것이다.

한편, 동사 영업적인 측면에서는 건설부문이 정상화 될 뿐만 아니라 전 부문에서 이익개선이 가시화 되고 있는 점도 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 따라서 제4차 산업혁명 시대에 자회사 지분가치가 주가에 반영되면서 동사는 삼성그룹의 진정한 지주회사로 거듭날 수 있을 것이다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

**Buy**(Maintain)

목표주가(12M)	180,000원
종가(2018/03/02)	128,000원

### Stock Indicator

자본금	19십억원
발행주식수	19,132만주
시가총액	24,407십억원
외국인지분율	9.9%
배당금(2016)	550원
EPS(2017E)	3,374원
BPS(2017E)	106,645원
ROE(2017E)	3.3%
52주 주가	119,500~149,500원
60일평균거래량	380,735주
60일평균거래대금	50.9십억원

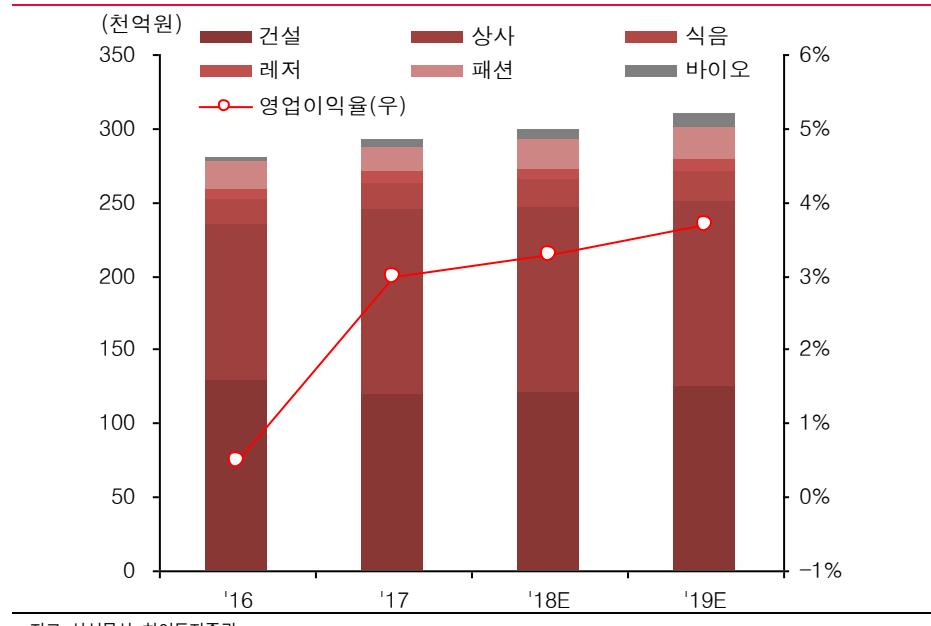
### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2015	13,345	37	2,747	17,920	7.8	101.3	86,993	1.6	16.6	131.3
2016	28,103	140	107	566	221.7	42.5	96,482	1.3	0.6	110.6
2017E	29,279	881	640	3,374	37.9	18.5	106,645	1.2	3.3	101.9
2018E	29,928	975	790	4,165	30.7	17.0	117,599	1.1	3.7	93.9
2019E	31,052	1,150	897	4,729	27.1	14.7	129,118	1.0	3.8	86.6

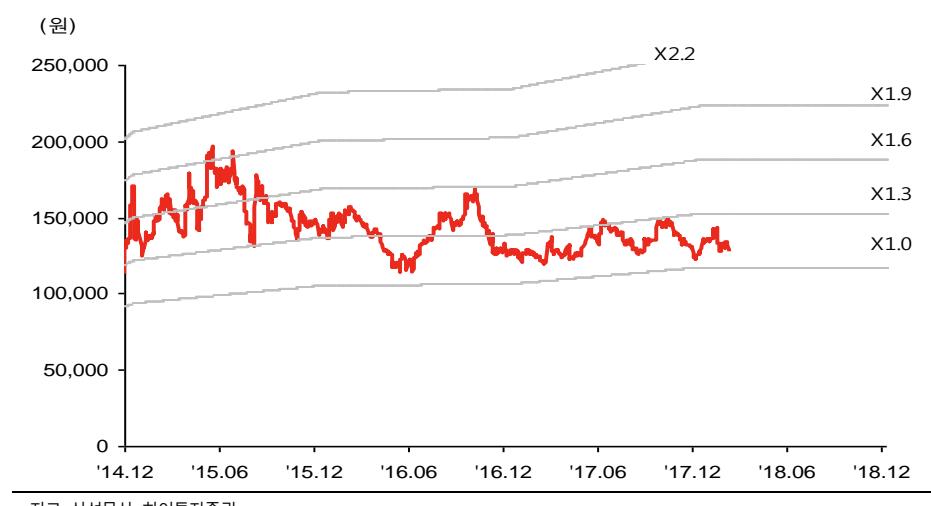
자료 : 삼성물산, 하이투자증권 리서치센터

<그림 1> 삼성물산 실적 추이



자료: 삼성물산, 하이투자증권

<그림 2> 삼성물산 PBR 밴드



자료: 삼성물산, 하이투자증권



<그림 3> 삼성전자 시가총액 추이



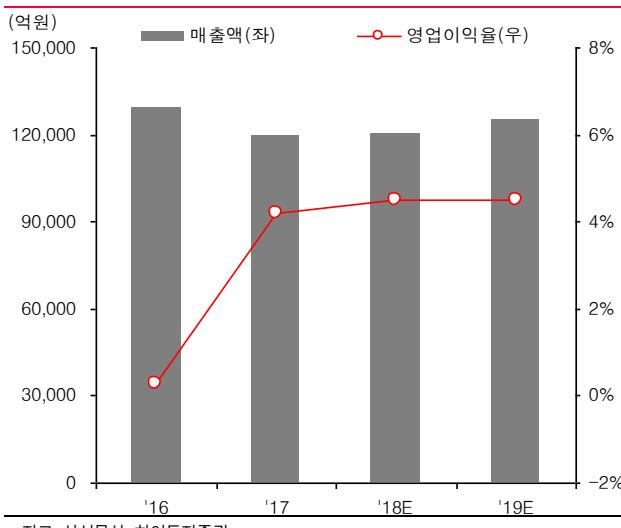
자료: 삼성전자, 하이투자증권

<그림 4> 삼성바이오로직스 시가총액 추이



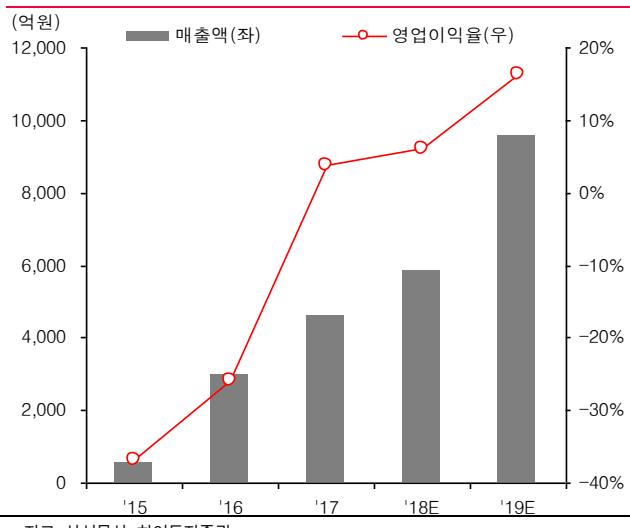
자료: 삼성바이오로직스, 하이투자증권

<그림 5> 삼성물산 건설부문 실적 추이



자료: 삼성물산, 하이투자증권

<그림 6> 삼성물산 바이오부문 실적 추이



자료: 삼성물산, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		13,359	15,895	18,475	21,253	매출액		28,103	29,279	29,928	31,052
현금 및 현금성자산		2,699	3,281	4,780	6,112	증가율(%)		110.6	4.2	2.2	3.8
단기금융자산		1,210	1,331	1,464	1,611	매출원가		24,771	25,052	25,557	26,401
매출채권		6,928	7,466	7,991	8,695	매출총이익		3,332	4,227	4,371	4,651
재고자산		1,313	2,547	2,843	3,229	판매비와관리비		3,192	3,346	3,396	3,501
비유동자산		31,100	30,646	30,240	29,874	연구개발비		117	122	125	130
유형자산		5,281	5,034	4,836	4,676	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		1,601	1,601	1,601	1,601	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		44,459	46,541	48,715	51,126	영업이익		140	881	975	1,150
유동부채		14,705	14,827	14,915	15,034	증가율(%)		275.7	531.7	10.6	17.9
매입채무		1,824	1,900	1,942	2,015	영업이익률(%)		0.5	3.0	3.3	3.7
단기차입금		1,866	1,916	1,966	2,016	이자수익		130	153	207	256
유동성장기부채		1,607	1,607	1,607	1,607	이자비용		209	211	213	215
비유동부채		8,648	8,663	8,678	8,693	지분법이익(순실)		-151	-151	-151	-151
사채		2,375	2,385	2,395	2,405	기타영업외순익		135	124	218	177
장기차입금		1,282	1,287	1,292	1,297	세전계속사업이익		90	825	1,066	1,246
부채총계		23,353	23,490	23,593	23,727	법인세비용		69	344	258	302
지배주주지분		18,302	20,229	22,307	24,492	세전계속이익률(%)		0.3	2.8	3.6	4.0
자본금		19	19	19	19	당기순이익		21	481	808	944
자본잉여금		10,468	10,468	10,468	10,468	순이익률(%)		0.1	2.2	2.6	3.2
이익잉여금		5,230	5,780	6,480	7,287	지배주주귀속 순이익		107	640	790	897
기타자본항목		-2,158	-2,158	-2,158	-2,158	기타포괄이익		1,378	1,378	1,378	1,378
비지배주주지분		2,804	2,821	2,815	2,907	총포괄이익		1,399	2,035	2,162	2,367
자본총계		21,106	23,051	25,122	27,400	지배주주귀속총포괄이익		7,204	1,982	2,179	2,146

현금흐름표		(단위:십억원)				주요투자지표					
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		1,355	-1,123	728	660	주당지표(원)					
당기순이익		21	657	784	990	EPS		566	3,374	4,165	4,729
유형자산감가상각비		500	574	523	482	BPS		96,482	106,645	117,599	129,118
무형자산상각비		-	-	-	-	CFPS		3,200	6,402	6,922	7,269
지분법관련손실(이익)		-151	-151	-151	-151	DPS		550	550	550	550
투자활동 현금흐름		-812	1,971	1,962	1,951	Valuation(배)					
유형자산의 처분(취득)		108	-	-	-	PER		221.7	37.9	30.7	27.1
무형자산의 처분(취득)		50	-	-	-	PBR		1.3	1.2	1.1	1.0
금융상품의 증감		1,654	703	1,633	1,479	PCR		39.2	20.0	18.5	17.6
재무활동 현금흐름		122	1,441	1,442	1,442	EV/EBITDA		42.5	18.5	17.0	14.7
단기금융부채의증감		-330	50	50	50	Key Financial Ratio(%)					
장기금융부채의증감		15	15	15	15	ROE		0.6	3.3	3.7	3.8
자본의증감		-	-	-	-	EBITDA 이익률		2.3	5.0	5.0	5.3
배당금지급		-87	-91	-90	-90	부채비율		110.6	101.9	93.9	86.6
현금및현금성자산의증감		632	582	1,499	1,332	순부채비율		15.3	11.2	4.0	-1.5
기초현금및현금성자산		2,066	2,699	3,281	4,780	매출채권회전율(x)		4.0	4.1	3.9	3.7
기말현금및현금성자산		2,699	3,281	4,780	6,112	재고자산회전율(x)		20.8	15.2	11.1	10.2

자료 : 삼성물산, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성물산)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-05-02	Buy	180,000	6개월	-25.4%	-6.1%
2017-09-25	Buy	180,000	1년	-20.3%	-16.9%
2017-11-17	Buy	180,000	1년		

## 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-mail 등을 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: 이상현/조경진](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1%	6.9%	-

2018/03/05

# 삼성에스디에스(018260)

## 주주환원 확대 및 제4차 산업혁명 성장성 가시화

### ■ 이익성장으로 향후 배당 등 주주환원 확대 될 듯

동사는 1주당 배당금은 2016년 750원에서 2017년 2,000원으로 166.7% 늘어남에 따라 배당총액이 1,547억원, 배당성향이 30%으로 상승하였다. 무엇보다 향후에도 이익개선과 함께 배당성향 상향까지도 고려하여 주주환원을 확대할 것으로 예상된다.

올해 실적의 경우 매출액 102,900억원(YoY+10.7%), 영업이익 8,370억원(YoY+13.7%)으로 추정되면서 견조한 이익 성장을 이어나갈 것으로 예상된다. 이는 전방산업 호조로 인한 스마트팩토리, 클라우드 등의 사업확대 지속과 더불어 솔루션 부문에서 실적 턴어라운드가 기대되기 때문이다.

이와 같은 이익성장은 향후 주당 배당금 상승으로 이어질 것이다.

### ■ 블록체인, 스마트팩토리 등 제4차 산업혁명 관련 기술의 성장성 부각 될 듯

지난해 4월 동사는 블록체인 기술을 활용한 기업용 블록체인 플랫폼 넥스레저를 선보인 이후 각종 프로젝트들에 참여하여 수행 중에 있다. 우선 동사는 16곳의 국내 시중 은행이 거래 장부를 나눠 보관하는 은행연합회 공동인증 프로젝트를 수행하고 있으며, 올해 3월에는 6개 은행이, 7월에는 전체 은행이 이 서비스를 상용화할 예정이다. 무엇보다 은행에서는 인증업무 외에 블록체인 기반 다양한 비즈니스 모델 창출을 검토 중에 있는데, 동사의 이번 프로젝트 수행을 계기로 향후 블록체인을 활용해 다양한 신사업에 참여할 수 있는 선점효과가 기대된다. 향후 동사의 넥스레저가 인증 및 보안 영역을 넘어 금융, 제조, 물류, 무역, 공공 등 다양한 산업과 글로벌 영역에 적용되면서 성장할 수 있을 것이다.

한편, 동사는 지난 30년간 삼성전자 등 다수 기업의 공장 및 제조 현장에 적용한 경험을 집대성하여 완성한 스마트 팩토리 솔루션 넥스플랜트를 2016년 말에 출시하였다. 삼성전자가 국내외 라인 증설 등 투자가 증가하는 환경하에서 동사의 넥스플랜트 적용으로 관련 매출의 상승이 본격화 될 것으로 예상된다.

### ■ 제4차 산업혁명 관련 기술 성장성이 주목할 시기

제4차 산업혁명과 관련하여 블록체인, 스마트팩토리, 빅데이터 분석, 인공지능(AI), 클라우드, 스마트물류 등의 신규사업 가시화 및 확대 등으로 인하여 동사의 성장성이 부각될 수 있을 것이다.

**지주/ Mid-Small Cap**

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

**Buy**(Maintain)

목표주가(12M)	320,000원
종가(2018/03/02)	238,000원

### Stock Indicator

자본금	39십억원
발행주식수	7,738만주
시가총액	18,416십억원
외국인지분율	10.6%
배당금(2016)	750원
EPS(2017E)	6,850원
BPS(2017E)	73,051원
ROE(2017E)	9.8%
52주 주가	126,500~264,000원
60일평균거래량	203,280주
60일평균거래대금	48.1십억원

### Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2015	7,853	588	439	5,674	44.8	18.1	59,303	4.3	9.6	32.5
2016	8,180	627	464	5,995	23.3	8.4	66,436	2.1	9.5	29.3
2017E	9,299	732	530	6,850	29.2	14.7	73,051	2.7	9.8	30.4
2018E	10,290	832	617	7,969	29.9	13.1	80,782	2.9	10.4	31.4
2019E	11,286	939	692	8,949	26.6	11.5	89,493	2.7	10.5	32.8

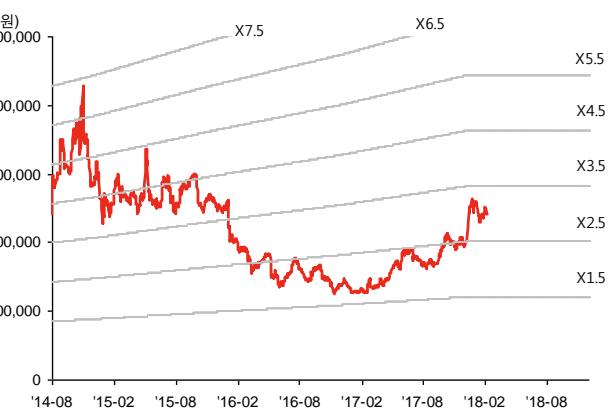
자료 : 삼성에스디에스, 하이투자증권 리서치센터

<그림 7> 삼성에스디에스 PER 밴드



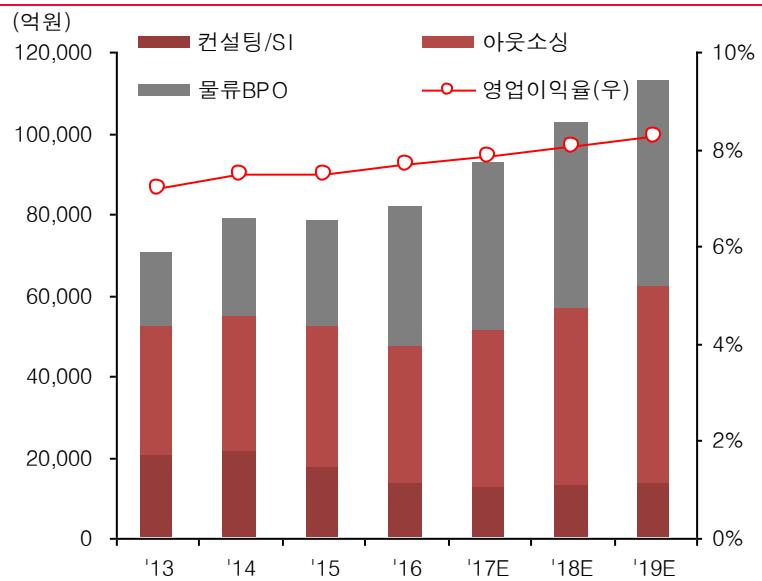
자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

<그림 8> 삼성에스디에스 PBR 밴드



자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

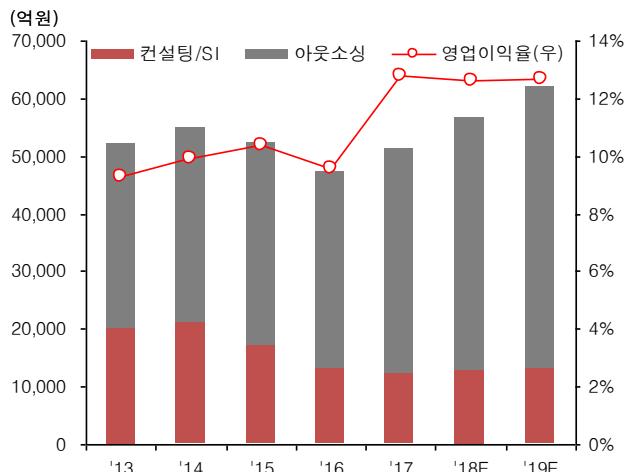
<그림 9> 삼성에스디에스 실적추이



자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

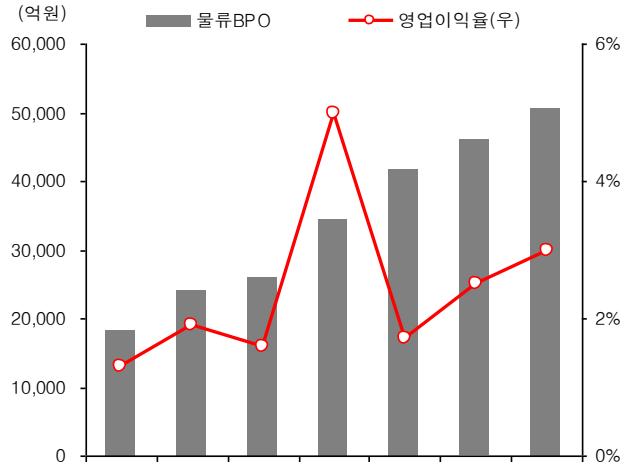


<그림 10> IT 서비스 부문 실적 추이



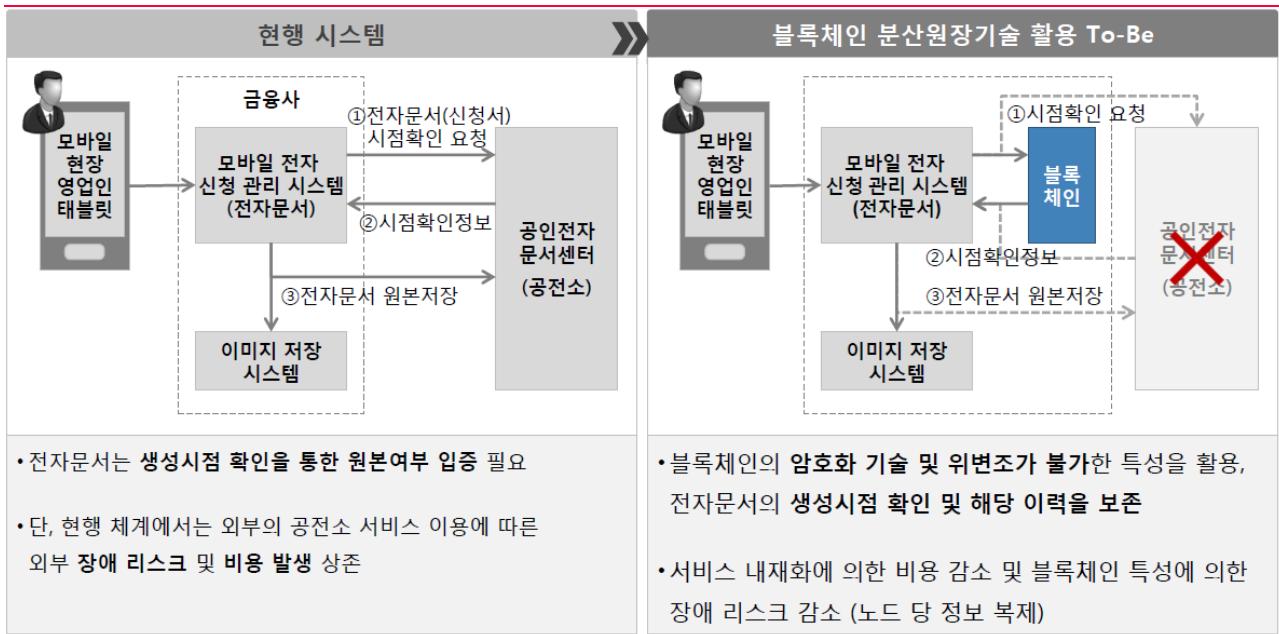
자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

<그림 11> 물류 BPO 부문 실적 추이



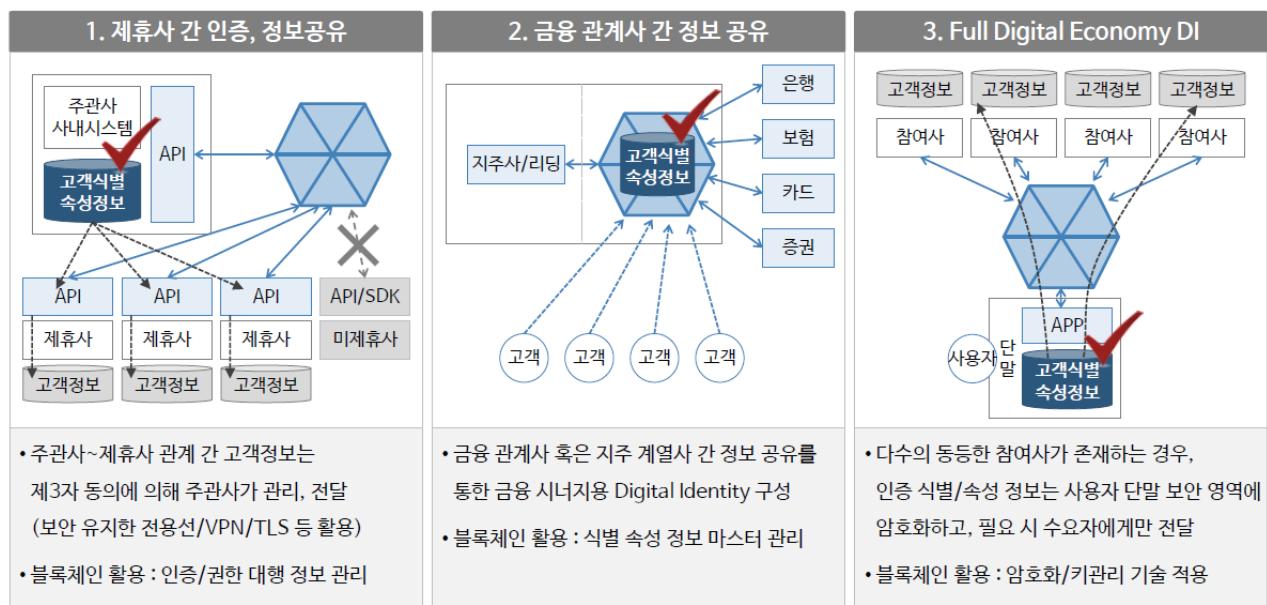
자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

<그림 12> 현행 시스템과 블록체인 비교



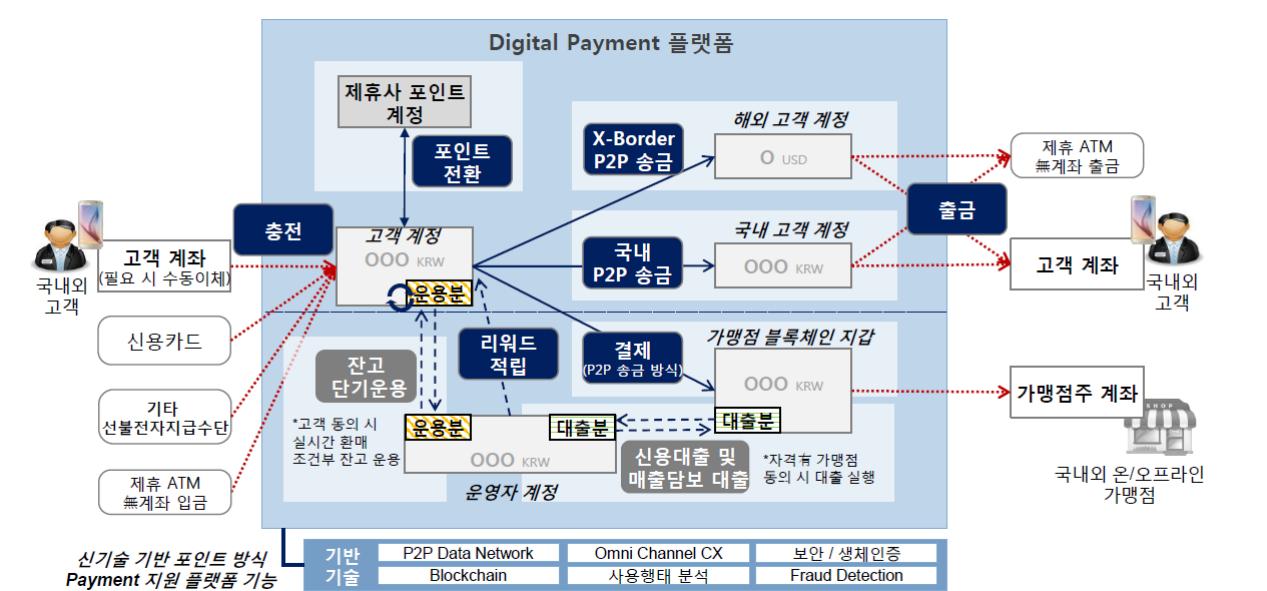
자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

<그림 13> 블록체인 플랫폼 네스레저 활용 형태



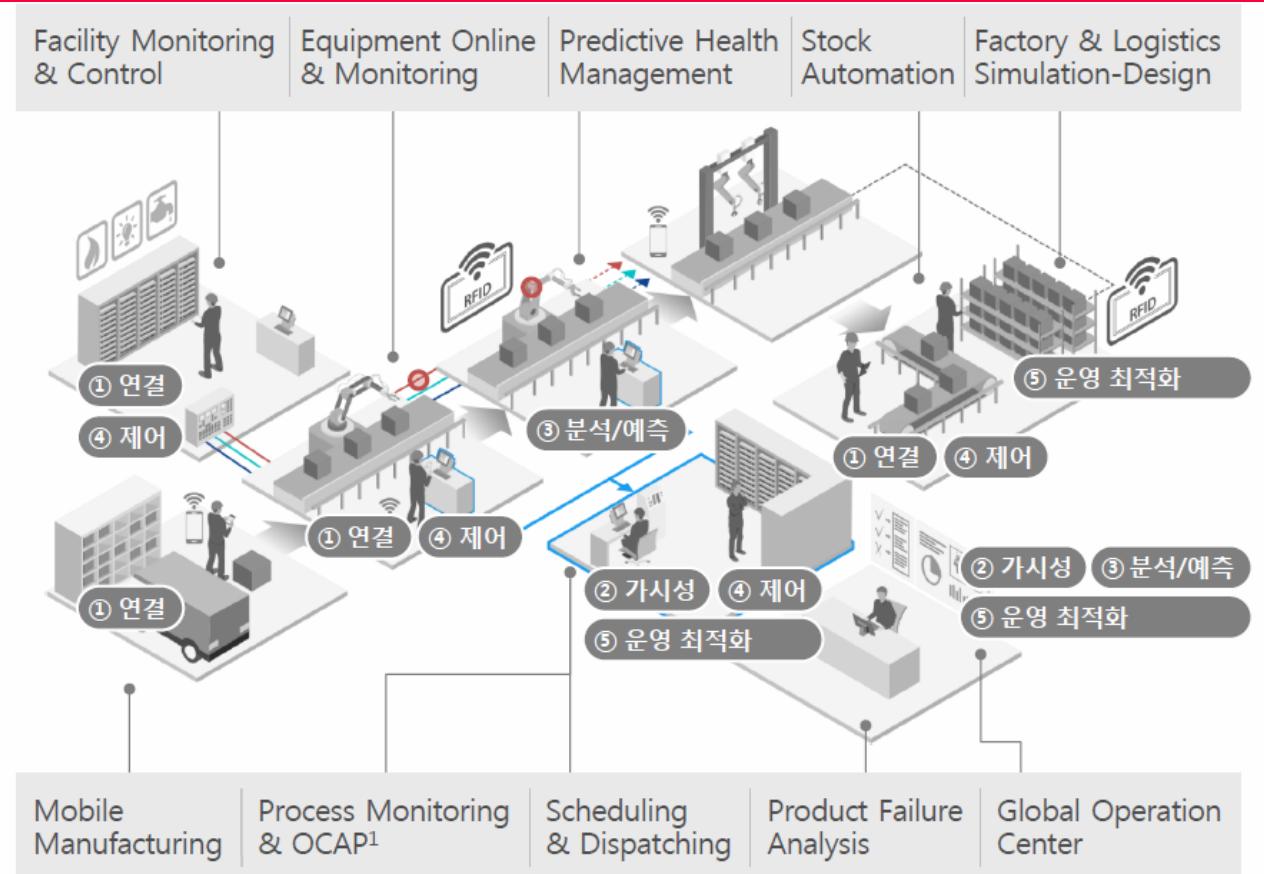
자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

<그림 14> 블록체인 금융 결제 서비스



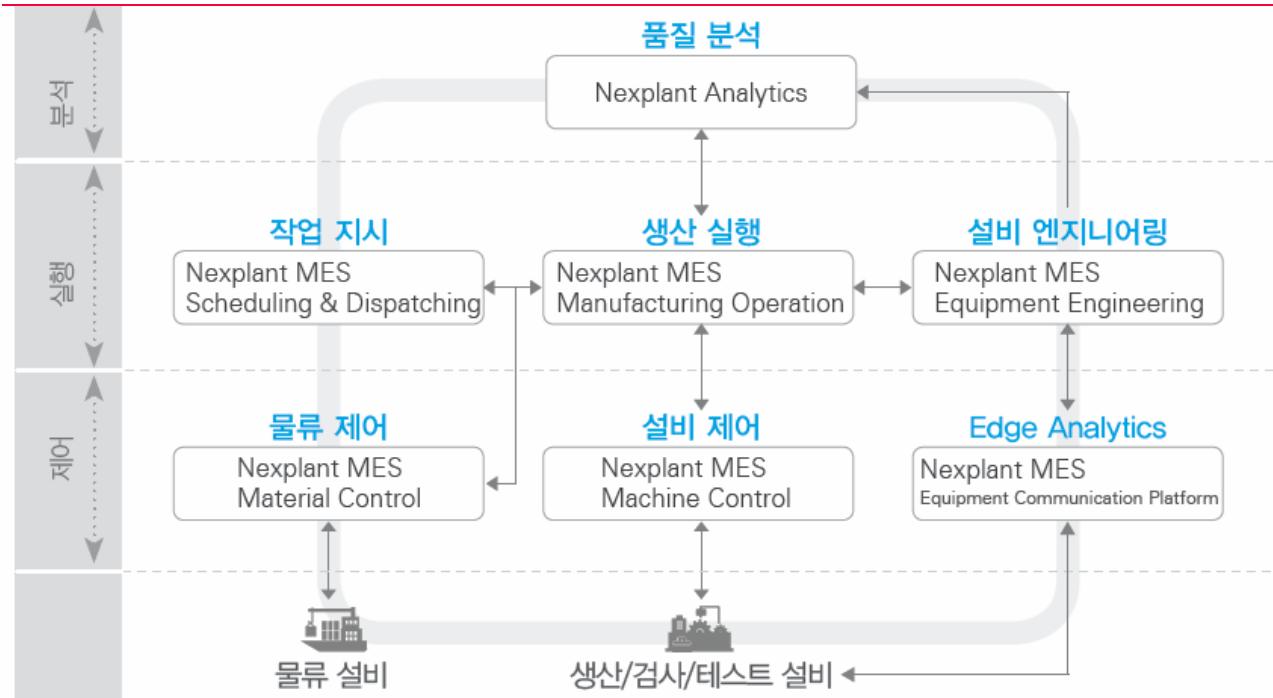
자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

<그림 15> 스마트팩토리 작동방식



자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

<그림 16> Nexplant MES(Manufacturing Execution System) 솔루션 라인업



자료: 삼성에스디에스, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

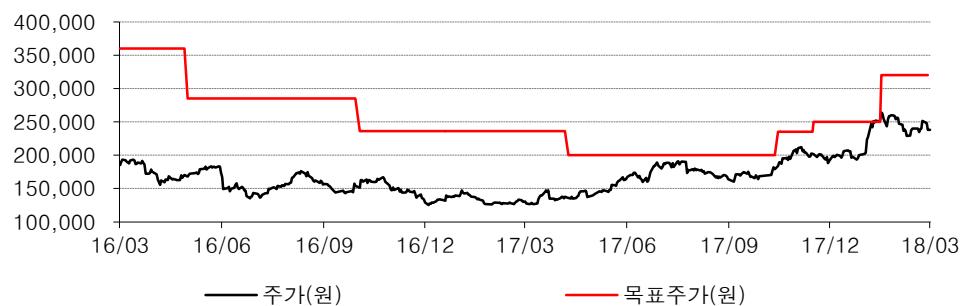
재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		4,548	5,378	6,302	7,382	매출액		8,180	9,299	10,290	11,286
현금 및 현금성자산		1,190	1,408	1,688	2,026	증가율(%)		4.2	13.7	10.7	9.7
단기금융자산		1,266	1,544	1,930	2,412	매출원가		6,762	7,694	8,515	9,342
매출채권		1,874	2,185	2,418	2,652	매출총이익		1,418	1,605	1,775	1,944
재고자산		16	18	20	22	판매비와관리비		791	873	943	1,005
비유동자산		2,294	2,202	2,144	2,065	연구개발비		63	71	79	87
유형자산		1,052	1,071	1,094	1,075	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		1,041	928	843	780	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		6,842	7,580	8,446	9,447	영업이익		627	732	832	939
유동부채		1,347	1,562	1,816	2,128	증가율(%)		6.6	16.7	13.7	12.8
매입채무		390	443	490	538	영업이익률(%)		7.7	7.9	8.1	8.3
단기차입금		3	3	3	3	이자수익		32	38	47	57
유동성장기부채		2	2	2	2	이자비용		1	1	1	1
비유동부채		203	203	203	203	지분법이익(순실)		4	4	4	4
사채		0	0	0	0	기타영업외손익		70	-15	25	18
장기차입금		-	-	-	-	세전계속사업이익		752	751	900	1,011
부채총계		1,551	1,766	2,020	2,332	법인세비용		238	209	270	303
지배주주지분		5,141	5,653	6,251	6,925	세전계속이익률(%)		9.2	8.1	8.7	9.0
자본금		39	39	39	39	당기순이익		514	542	630	708
자본잉여금		1,297	1,297	1,297	1,297	순이익률(%)		6.3	5.8	6.1	6.3
이익잉여금		3,875	4,347	4,906	5,540	지배주주귀속 순이익		464	530	617	692
기타자본항목		71	71	71	71	기타포괄이익		40	40	40	40
비지배주주지분		150	162	175	190	총포괄이익		554	581	670	747
자본총계		5,291	5,814	6,426	7,115	지배주주귀속총포괄이익		500	569	655	731

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		623	1,091	1,190	1,305
당기순이익		514	542	630	708
유형자산감가상각비		236	208	210	213
무형자산상각비		129	113	85	63
지분법관련손실(이익)		4	4	4	4
투자활동 현금흐름		-254	-506	-620	-677
유형자산의 처분(취득)		188	-	-	-
무형자산의 처분(취득)		99	-	-	-
금융상품의 증감		505	496	667	820
재무활동 현금흐름		-44	-58	-58	-58
단기금융부채의증감		-3	-	-	-
장기금융부채의증감		-	-	-	-
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-40	-58	-58	-58
현금및현금성자산의증감		333	217	281	338
기초현금및현금성자산		857	1,190	1,408	1,688
기말현금및현금성자산		1,190	1,408	1,688	2,026

주요투자지표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		5,995	6,850	7,969	8,949
BPS		66,436	73,051	80,782	89,493
CFPS		10,711	11,784	11,774	12,515
DPS		750	750	750	750
Valuation(배)					
PER		23.3	29.2	29.9	26.6
PBR		2.1	2.7	2.9	2.7
PCR		13.0	20.2	20.2	19.0
EV/EBITDA		8.4	14.7	13.1	11.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		9.5	9.8	10.4	10.5
EBITDA 이익률		12.1	11.3	10.9	10.8
부채비율		29.3	30.4	31.4	32.8
순부채비율		-46.3	-50.7	-56.2	-62.3
매출채권회전율(x)		4.6	4.6	4.5	4.5
재고자산회전율(x)		496.3	536.4	529.6	527.4

자료 : 삼성에스디에스, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(삼성에스디에스)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-05-02	Buy	285,000	6개월	-44.5%	-35.6%
2016-10-04	Buy	236,000	6개월	-40.8%	-29.2%
2017-04-10	Buy	200,000	6개월	-16.6%	-4.5%
2017-10-16	Buy	235,000	1년	-14.7%	-9.8%
2017-11-17	Buy	250,000	1년	-16.2%	1.2%
2018-01-17	Buy	320,000	1년		

## 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-mail 등을 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: 이상현/조경진](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1%	6.9%	-

2018/03/05

# SK(034730)

## 글로벌 투자전문 지주회사로 도약

### ■ 글로벌 투자전문 지주회사 도약으로 주주친화 정책 가속화 될 듯

지난해 동사는 국내외에 바이오/제약, 글로벌 에너지, 반도체 소재 등 미래 신성장 동력 육성과 글로벌 고수익 사업 지분 투자 등으로 1조7000억원을 활용하였다. 이런 흐름을 이어 올해의 경우도 동사는 글로벌 기업과 공동투자 및 글로벌 투자 인프라 강화를 위해 1조~2조원 가량을 투입할 계획이다. 이에 따라 동사는 글로벌 투자전문 지주회사로의 도약이 본격화될 것으로 예상된다.

다른 한편으로는 동사는 주요 그룹 지주사 가운데서 처음으로 전자투표제를 도입하였다. 전자투표제는 주주총회에 직접 참석하지 않고도 전자기기 등을 통해 의결권을 행사할 수 있도록 한 제도로 소액 주주도 주총에 적극적으로 참여할 수 있게 하는 대표적인 주주가 치 제고 방안이다.

향후 동사는 글로벌 투자전문 지주회사 도약을 목표로 하는 만큼 글로벌 스탠더드에 맞춰 사회와 주주의 요구에 부응할 것으로 예상됨에 따라 주주친화 정책 등이 가속화 될 것으로 기대된다.

### ■ 신약개발로 SK바이오파의 기업가치 상승 기대됨

SK바이오파는 뇌전증 치료제를 비롯해 조현병 집중력 장애, 파킨슨, 조울증 등 중추신경계 질환 치료제 등 파이프라인을 보유하고 있다. 그 중에서도 독자개발 신약인 뇌전증 치료제(Cenobamate)는 현재 전세계 17개국에서 글로벌 임상 3상(안전성 시험) 중이며 올해 상반기 중으로 임상 3상 결과가 나오면 하반기에 미국 FDA에 신약 인허가 신청을 낼 계획이다. 세노바메이트(Cenobamate)의 시판이 결정되면 SK바이오팩이 신약의 원료의약품 생산을 맡게 된다. 세노바메이트(Cenobamate)의 연매출은 핵심 시장인 미국에서만 1조원 이상으로 예측됨에 따라 SK바이오파의 기업가치 상승이 기대된다.

### ■ SK E&S 실적 개선 가능성 증대

문재인 정부가 탈원전 등 친환경 재생에너지 비중을 확대하는 정책을 적극 펼치고 있어 LNG 발전 수요가 늘어날 것으로 예상된다. 이러한 환경하에서 SK E&S의 발전부문 중 파주(장흥/문산) 1,820MW의 경우 지난해 1월 및 4월에 상업생산에 들어 갔다. 무엇보다 저가 연료 직도입을 통한 원가경쟁력이 확보 되는 환경하에서 발전부문 생산능력확대로 인한 이익규모는 올해 이후 크게 증가할 것으로 예상된다.

지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

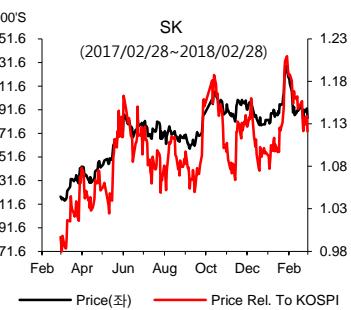
## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	368,000원
종가(2018/02/28)	284,500원

### Stock Indicator

자본금	15십억원
발행주식수	7,093만주
시가총액	20,109십억원
외국인지분율	24.2%
배당금(2016)	3,700원
EPS(2017E)	27,900원
BPS(2017E)	212,192원
ROE(2017E)	14.1%
52주 주가	214,500~328,500원
60일평균거래량	110,415주
60일평균거래대금	32.4십억원

### Price Trend

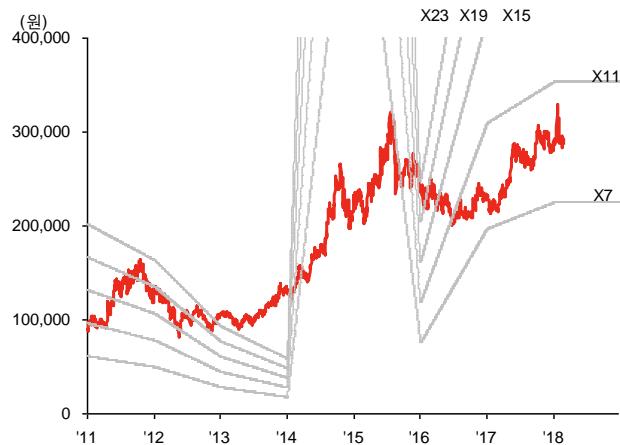


# SK Group 실적 추이

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2015	39,300	1,407	5,346	94,099	2.6	10.6	178,602	1.3	42.5	141.1
2016	83,617	5,298	766	10,881	21.1	6.2	186,360	1.2	6.0	143.5
2017E	93,862	5,875	1,979	27,900	10.1	6.1	212,192	1.3	14.1	133.5
2018E	99,429	6,424	2,259	32,108	8.9	5.9	242,002	1.2	14.1	123.6
2019E	100,640	6,953	2,563	36,426	7.8	5.8	276,130	1.0	14.0	114.6

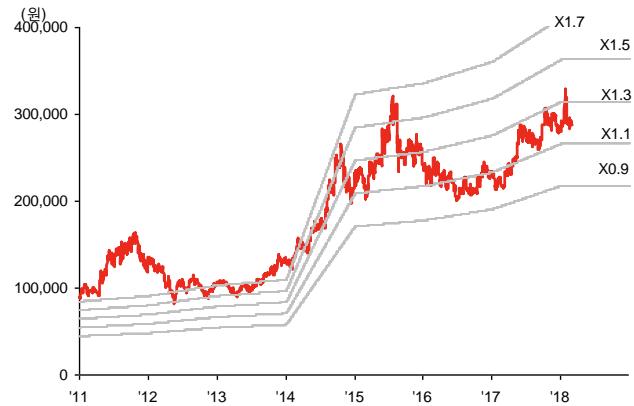
자료 : SK, 하이투자증권 리서치센터

<그림 17> SK PER 밴드



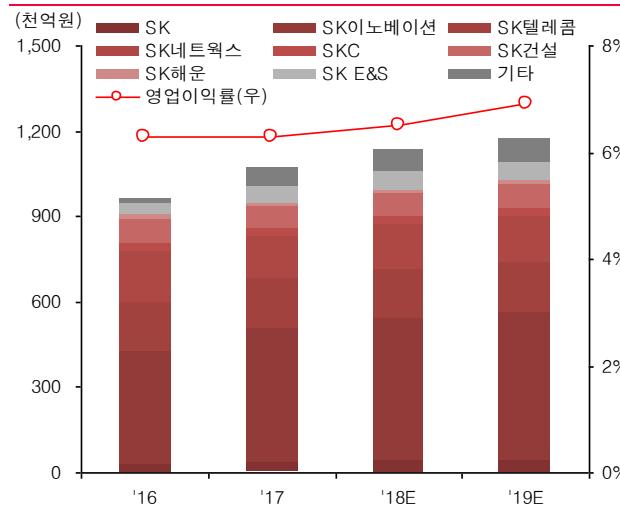
자료: SK, 하이투자증권

<그림 18> SK PBR 밴드



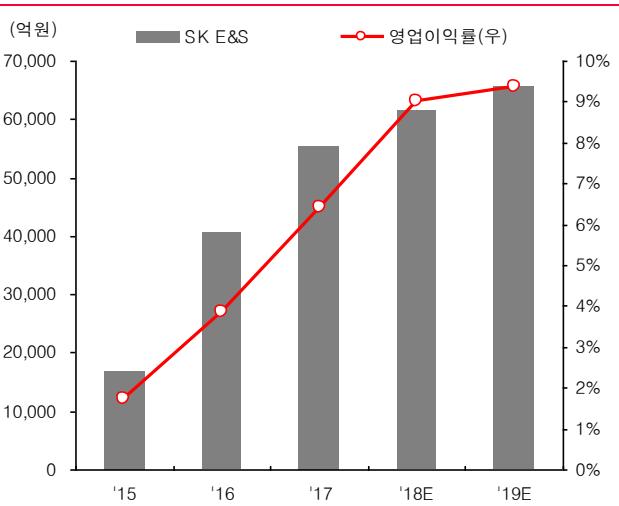
자료: SK, 하이투자증권

<그림 19> SK 실적 추이



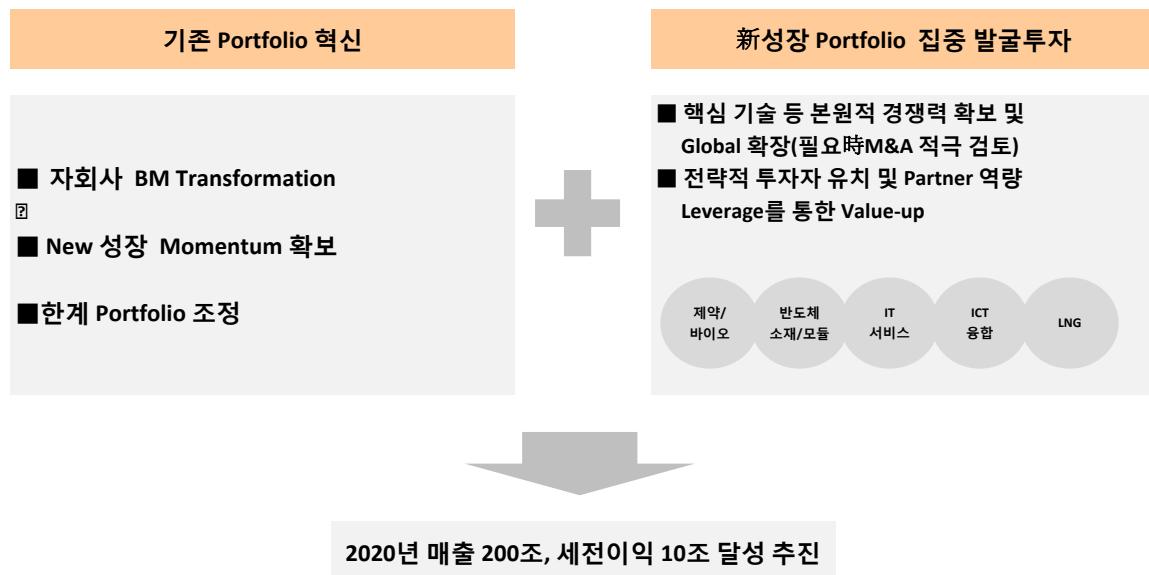
자료: SK, 하이투자증권

<그림 20> SK E&S 실적 추이



자료: SK E&S, 하이투자증권

<그림 21> SK 그룹 2020 성장전략



자료: SK, 하이투자증권

<표 4> SK 바이오파 농전증 Pipeline

주요 과제	적용증	시장규모	현황/계획
Cenobamate (YKP3089)	뇌전증 (부분발작, 전신발작 등)	\$4.6B	2016년 1Q 3상 진입 임상 3상 장기투여에 따른 안전성 시험 진행 중으로 2018년 하반기 신약승인신청 예정임

자료: SK, 하이투자증권

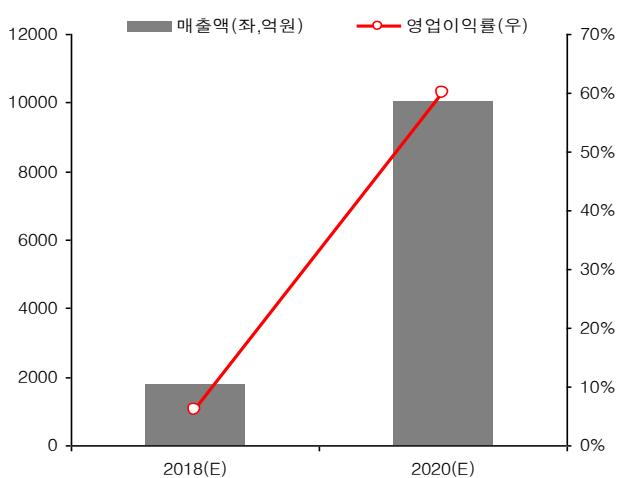
<표 5> SK 바이오파 중추신경 및 이외 Pipeline

주요 과제	적용증	시장규모	현황/계획
SKL-N05	수면장애	\$1B	기면증 No.1회사인 Jazz社에 2011년 L/O 미국 FDA 신약승인신청 완료
SKL13865	집중력장애(ADHD)	\$7B	2016년 4Q 1상 완료
SKL20540	조현병 (Schizophrenia)	\$6B	2016년 4Q 美 FDA IND 승인 신청
YKP10811	위장관 질환 (위마비, 만성변비, 과민성대장증후군)	\$3B	Value 극대화 위한 위마비 우선 개발 및 Partnering 추진

자료: SK, 하이투자증권

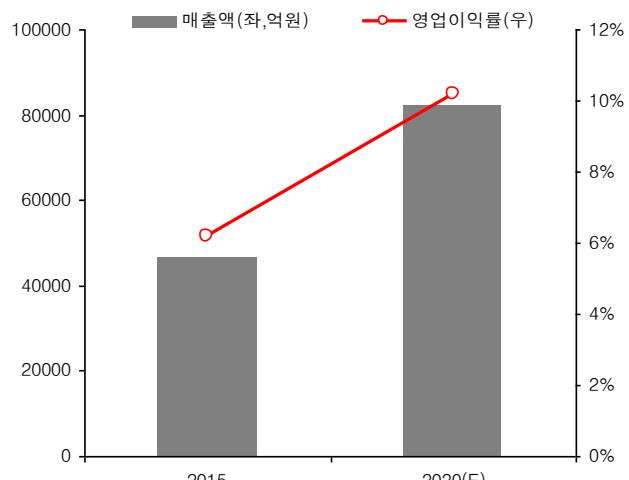


<그림 22> SK 바이오파 실적 추이



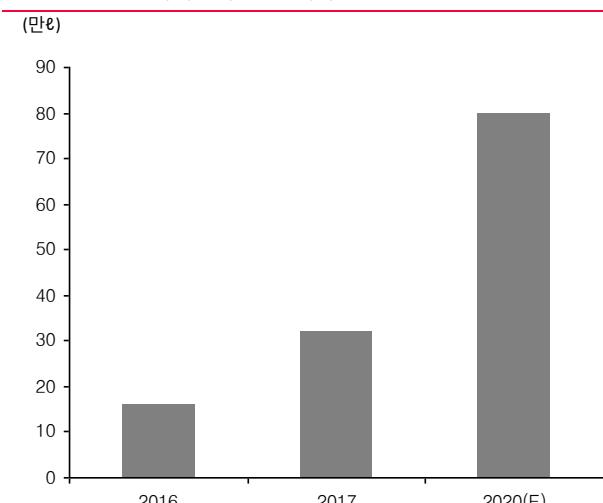
자료: SK, 하이투자증권

<그림 23> LNG 밸류체인 실적 추이



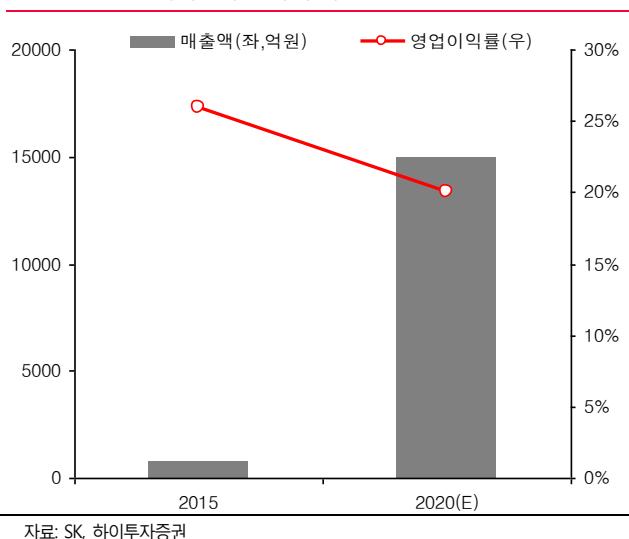
자료: SK, 하이투자증권

<그림 24> SK 바이오텍 증설 계획



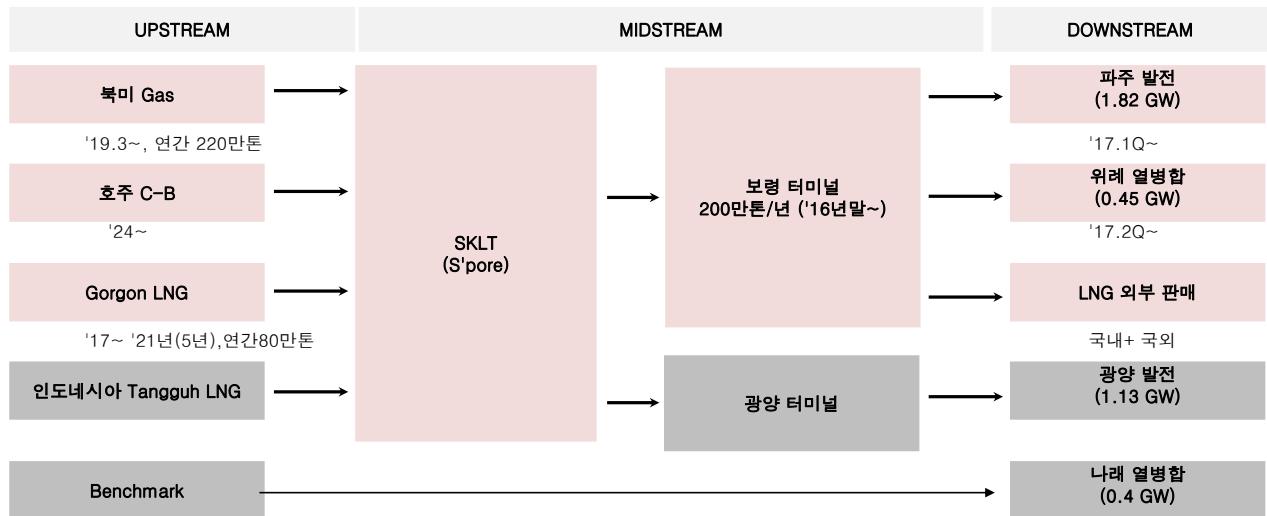
자료: SK, 하이투자증권

<그림 25> SK 바이오텍 실적 추이



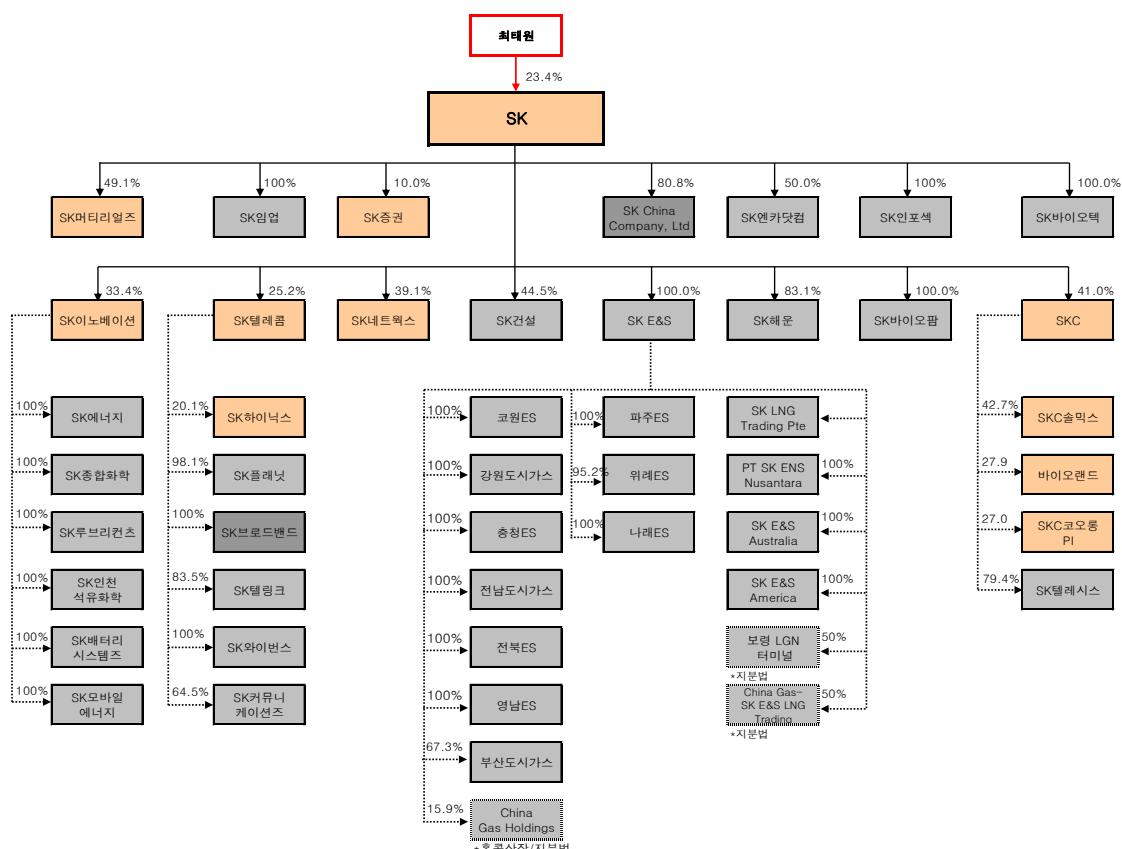
자료: SK, 하이투자증권

<그림 26> LNG 밸류체인 구축



자료: SK E&S, 하이투자증권

<그림 27> SK 그룹 지배구조



자료: 각 사 사업보고서 및 공시, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원%)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		32,450	44,452	55,856	66,660	매출액		83,617	93,862	99,429	100,640
현금 및 현금성자산		7,087	6,939	9,345	19,035	증가율(%)		112.8	12.3	5.9	1.2
단기금융자산		4,916	4,769	4,531	4,304	매출원가		73,770	82,974	87,896	88,965
매출채권		12,443	23,465	31,619	32,003	매출총이익		9,848	10,888	11,534	11,674
재고자산		6,019	6,756	7,157	7,244	판매비와관리비		4,550	5,013	5,109	4,721
비유동자산		70,597	66,036	62,251	59,130	연구개발비		237	243	211	214
유형자산		41,033	36,963	33,510	30,579	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		11,772	10,435	9,258	8,221	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		103,047	110,488	118,107	125,790	영업이익		5,298	5,875	6,424	6,953
유동부채		28,717	31,011	32,993	34,727	증가율(%)		276.6	10.9	9.4	8.2
매입채무		8,897	9,987	10,580	10,708	영업이익률(%)		6.3	6.3	6.5	6.9
단기차입금		2,614	2,614	2,614	2,614	이자수익		202	197	234	393
유동성장기부채		5,630	5,630	5,630	5,630	이자비용		799	803	807	811
비유동부채		32,004	32,154	32,304	32,454	지분법이익(순실)		719	719	719	719
사채		19,377	19,427	19,477	19,527	기타영업외손익		-825	1,600	1,109	841
장기차입금		3,757	3,857	3,957	4,057	세전계속사업이익		4,376	7,440	7,530	7,947
부채총계		60,721	63,165	65,297	67,181	법인세비용		1,354	2,281	1,883	1,987
지배주주지분		13,112	14,930	17,027	19,429	세전계속이익률(%)		5.2	7.9	7.6	7.9
자본금		15	15	15	15	당기순이익		2,822	5,159	5,648	5,960
자본잉여금		5,646	5,646	5,646	5,646	순이익률(%)		3.4	5.5	5.7	5.9
이익잉여금		8,368	10,141	12,193	14,550	지배주주귀속 순이익		766	1,979	2,259	2,563
기타자본항목		-904	-904	-904	-904	기타포괄이익		45	45	45	45
비지배주주지분		29,214	32,394	35,783	39,180	총포괄이익		2,867	5,204	5,693	6,005
자본총계		42,327	47,324	52,810	58,609	지배주주귀속총포괄이익		778	1,996	2,277	2,582

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		9,111	11,375	11,303	11,146
당기순이익		2,822	5,159	5,648	5,960
유형자산감가상각비		4,052	4,069	3,453	2,931
무형자산상각비		1,161	1,337	1,178	1,037
지분법관련손실(이익)		719	719	719	719
투자활동 현금흐름		-7,381	-940	-849	-861
유형자산의 처분(취득)		167	-	-	-
무형자산의 처분(취득)		950	-	-	-
금융상품의 증감		1,515	-295	2,167	9,464
재무활동 현금흐름		-1,622	383	385	385
단기금융부채의증감		24	-	-	-
장기금융부채의증감		150	150	150	150
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-1,133	-209	-207	-207
현금및현금성자산의증감		92	-148	2,405	9,691
기초현금및현금성자산		6,995	7,087	6,939	9,345
기말현금및현금성자산		7,087	6,939	9,345	19,035

주요투자지표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		10,881	27,900	32,108	36,426
BPS		186,360	212,192	242,002	276,130
CFPS		84,974	104,973	97,927	92,817
DPS		3,700	3,700	3,700	3,700
Valuation(배)					
PER		21.1	10.1	8.9	7.8
PBR		1.2	1.3	1.2	1.0
PCR		2.7	2.7	2.9	3.1
EV/EBITDA		6.2	6.1	5.9	5.8
Key Financial Ratio(%)					
ROE		6.0	14.1	14.1	14.0
EBITDA 이익률		12.6	12.0	11.1	10.9
부채비율		143.5	133.5	123.6	114.6
순부채비율		45.8	41.9	33.7	14.5
매출채권회전율(x)		6.8	5.2	3.6	3.2
재고자산회전율(x)		14.3	14.7	14.3	14.0

자료 : SK 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(SK)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-04-25	Buy	368,000	6개월	-34.6%	-16.6%
2017-11-17	Buy	368,000	1년		

## 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-mail 등을 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: 이상희, 조경진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
    - Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
    - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
    - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상
  2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
    - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1%	6.9%	-

2018/03/05

# 효성(004800)

## 지배구조 변환 가시화로 리레이팅

### ■ 사업부문별 인적분할로 인한 지배구조 변환 ⇒ 지배구조 불투명성 해소 및 기업가치 리레이팅 가능할 듯

올해 1월 3일 이사회를 열고 효성을 투자를 담당할 존속법인인 지주사와 분할회사인 효성티앤씨, 효성중공업, 효성첨단소재, 효성화학 등 네 개의 사업회사로 인적분할하는 방안을 결의하였다. 분할비율은 효성 주식 1주당 지주회사 0.3928289주, 효성티앤씨 0.1232345주, 효성중공업 0.2655246주, 효성첨단소재 0.1275704주, 효성화학 0.0908416주다. 오는 4월 27일 임시주주총회를 거쳐 6월 1일자로 지주사와 사업회사로 분할한다.

지주사인 효성은 자회사의 지분관리 및 투자를 담당하며, 효성티앤씨는 섬유/무역 부문, 효성중공업은 중공업/건설 부문, 효성첨단소재는 산업자재 부문, 효성화학은 화학부문을 각각 맡는다. 국내외 계열사는 신설회사 사업과 연관성이 높은 계열사 주식은 해당 신설회사로 승계하고, 나머지는 효성에 존속된다.

이는 곧 단일회사 이종적인 사업 포트폴리오(섬유, 산업자재, 화학, 중공업, 건설, 무역, 기타)에서 각각의 독자적인 사업역량을 강화할 수 있는 환경을 조성하는 것으로서 그 동안의 지배구조 불투명성이 해소될 수 있을 것이다.

무엇보다 올해의 경우 증설효과로 인한 실적증가가 가시화 될 것으로 예상되기 때문에 이와 같은 사업부문별 인적분할로 인하여 각각의 사업부문 기업가치의 리레이팅이 일어날 수 있을 것이다.

### ■ 글로벌 1위 업체로서의 밸류에이션 정상화 및 주주친화 정책

동사에 대하여 실적추정치를 하향 조정하여 목표주가를 175,000원으로 하향한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS 14,751원에 Target PER 11.9배(KOSPI 12개월 Forward PER에 실적 턴어라운드 등을 고려하여 30% 할증)를 적용하였다.

그 동안 동사의 주가는 실적 저조로 인하여 부진한 흐름이 지속되고 있다. 그러나 올해의 경우 중공업과 무역부문을 제외한 대부분의 사업에서 실적 턴어라운드가 가능할 것으로 예상된다. 특히 글로벌 1위 스판덱스와 타이어코드 생산업체로서의 실적 개선이 가속화되면서 밸류에이션이 정상화 될 수 있을 것이다.

또한 지배구조 변환으로 주주친화 정책 등이 가시화 될 수 있는 환경이 조성되는 것도 동사 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

### 지주/ Mid-Small Cap

이상현 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	175,000원
종가(2018/03/02)	121,000원

### Stock Indicator

자본금	176십억원
발행주식수	3,512만주
시가총액	4,249십억원
외국인지분율	22.2%
배당금(2016)	5,000원
EPS(2017E)	9,271원
BPS(2017E)	104,037원
ROE(2017E)	9.0%
52주 주가	118,000~176,000원
60일평균거래량	195,791주
60일평균거래대금	26.1십억원

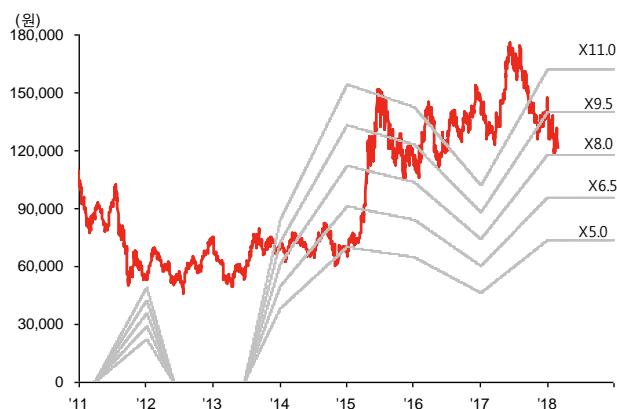
### Price Trend



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	12,546	771	326	9,271	13.1	7.6	104,037	1.2	9.0	276.2
2018E	13,326	890	518	14,751	8.2	6.8	110,305	1.1	13.8	259.2
2019E	13,840	997	603	17,166	7.0	6.2	118,987	1.0	15.0	238.6

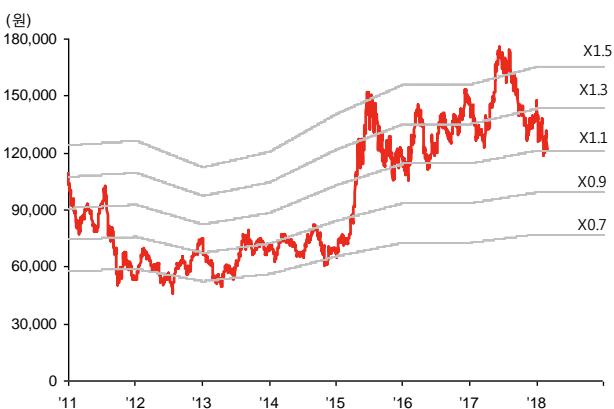
자료 : 효성, 하이투자증권 리서치센터

<그림 28> 효성 PER 밴드



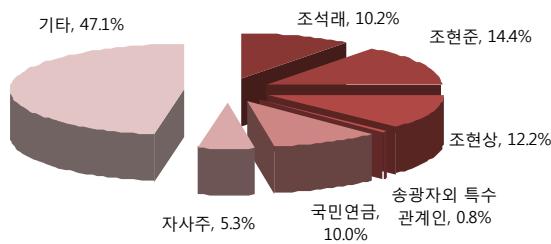
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 29> 효성 PBR 밴드



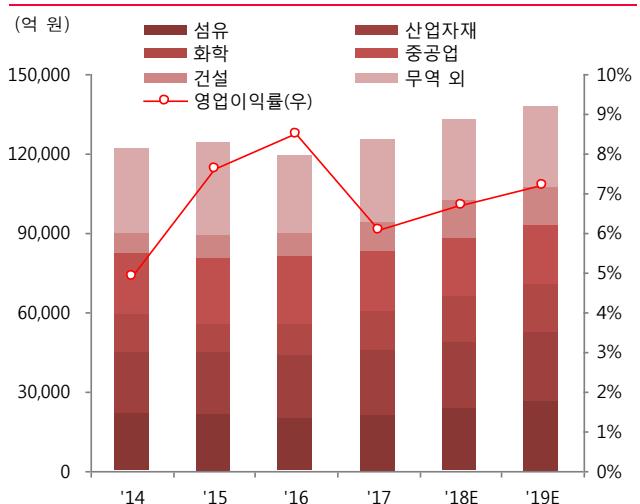
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 30> 효성 주주 분포(2018년 2월 28일 기준)



자료: 효성, 하이투자증권

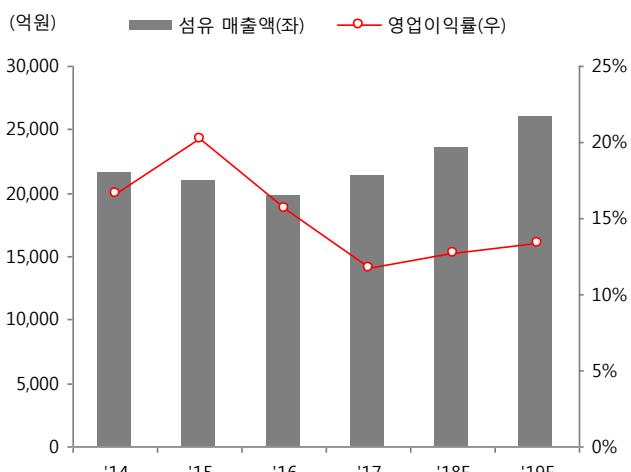
<그림 31> 효성 실적 추이



자료: 효성, 하이투자증권

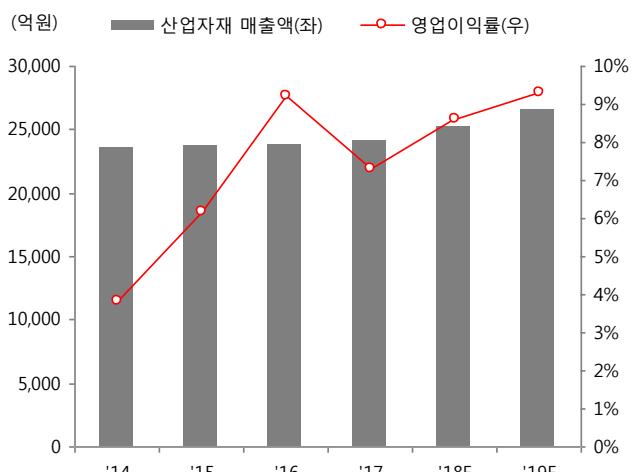


<그림 32> 섬유부문 실적 추이



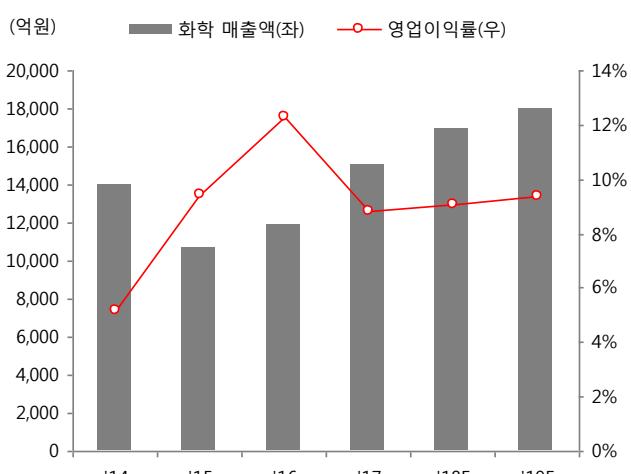
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 33> 산업자재부문 실적 추이



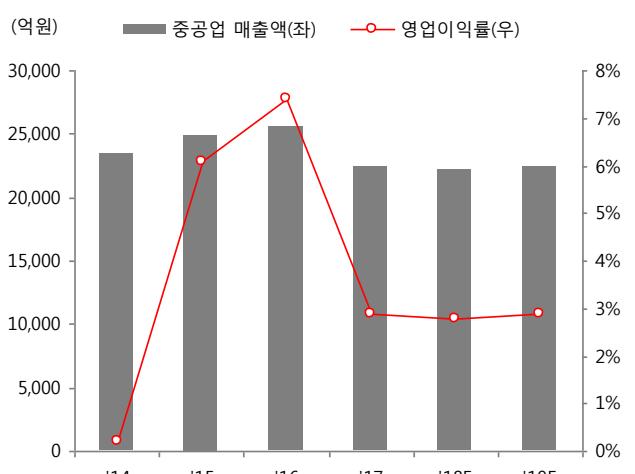
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 34> 화학부문 실적 추이



자료: 효성, 하이투자증권

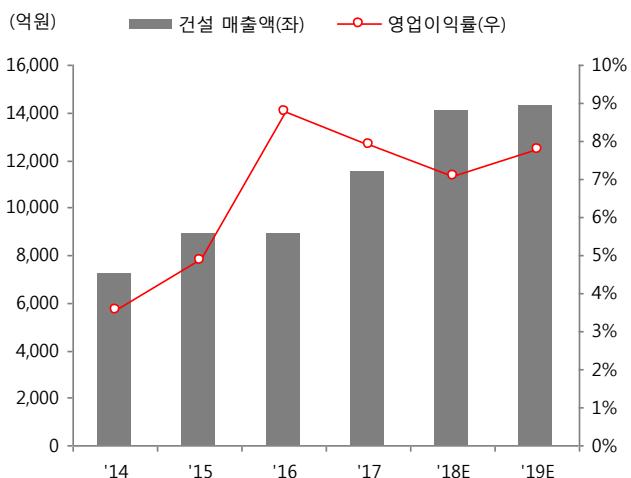
<그림 35> 중공업부문 실적 추이



자료: 효성, 하이투자증권

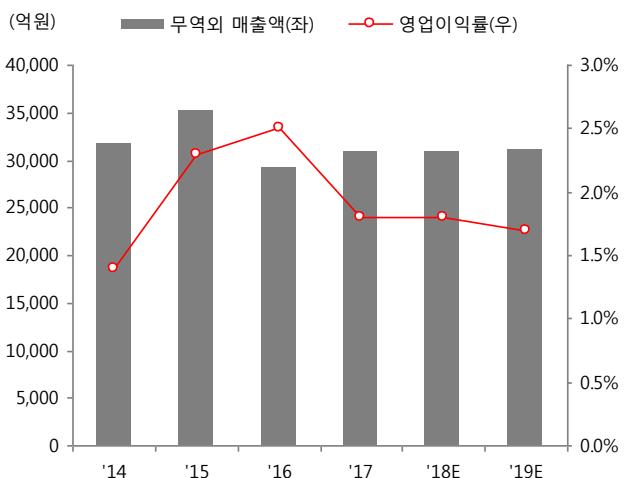
## 제 3 장 | 허성 분할 전략

<그림 36> 건설부문 실적 추이



자료: 효성, 하이투자증권

<그림 37> 무역외 실적 추이



자료: 효성, 하이투자증권

<표 6> 효성 분할 존속회사 및 신설회사

구 분		분할 존속회사	분할 신설회사			
			[섬유/무역]	[중공업/건설]	[산업자재]	[화학]
상호	한글명	(주)효성	효성티엔씨(주)	효성중공업(주)	효성첨단소재(주)	효성화학(주)
	영문명	Hyosung Corporation	Hyosung TNC	Hyosung Heavy Industries	Hyosung Advanced Materials	Hyosung Chemical
본점소재지	서울	서울	서울	서울	서울	서울
사업부문(PU)	지주사업, 지적재산권 관리 및 라이센스업, 연구개발 등	스판덱스, 나이론/폴리에스터, 작물/염색, 무역(철강, 화학)	전력, 기전, 건설, 웰링턴 C.C	타이어보강재, 인테리어, T-Yarn, 아라미드, 탄소섬유	PP/DH, TPA, 필름, 네오캠, 옵티컬, POK 등	
국내 계열사	효성캐피탈, 노틸러스효성, 효성굿스프링스, 효성투자개발, HIS, FMK 등	세빛섬	진흥기업	-	신화인텍	
해외 계열사	홀딩스USA, 호주리소스, 러시아 등	[스판덱스 6개] 가흥, 광동, 주해, 브라질, 터키, 가흥화공 [무역법인 7개]	[중공업 5개] 인도차단기, 남동효성, 보정변압기, 남아공, 파나마	가흥화섬, 베트남, 청도 LUX, Wire LUX, GST	-	

자료: 효성, 하이투자증권

<표 7> 분할재무상태표(2017년 9월 30일 기준)(단위:원)

구분	분할전	분할존속회사(주)효성	분할후			
			분할신설회사			
			효성티엔씨(가칭)	효성종공업(가칭)	효성첨단소재(가칭)	효성화학(가칭)
자산						
I . 유동자산	1,873,817,862,012	117,870,211,828	366,820,508,123	988,740,573,507	175,169,045,914	234,561,679,346
현금및현금성자산	42,501,350,021	8,257,924,689	9,315,677	34,204,109,655	0	30,000,000
매출채권 및 기타채권	841,547,819,515	56,445,521,983	200,748,727,751	385,895,656,018	69,706,776,959	128,751,136,804
미청구공사	120,283,879,061	-	-	120,283,879,061	-	-
기타금융자산	37,800,423,859	31,379,107,732	981,358,015	4,531,289,022	860,828,073	47,841,017
기타유동자산	116,235,255,747	4,411,139,535	12,218,093,637	80,930,419,003	3,544,168,090	15,131,435,482
재고자산	715,449,133,809	8,032,361,183	152,863,013,043	362,895,220,748	101,057,272,792	90,601,266,043
당기법인세자산	-	9,344,156,706	-	-	-	-
II . 비유동자산	6,040,925,015,416	1,500,151,635,873	825,618,838,235	1,573,063,308,296	988,704,688,669	1,265,453,316,872
장기매출채권 및 기타채권	255,779,743,945	34,928,124,650	28,773,383,830	188,177,480,669	998,323,016	2,902,431,780
유형자산	3,480,234,266,440	539,354,998,461	312,213,503,764	1,022,188,949,028	371,750,522,836	1,234,726,292,351
투자부동산	427,903,333,961	6,208,640,635	126,069,945,076	143,932,105,803	151,692,642,447	-
무형자산	25,783,271,688	37,473,801,361	8,265,834,050	3,159,838,887	9,298,451,927	10,785,345,463
종속기업 및 관계기업투자	1,585,552,082,659	776,686,533,295	318,323,994,796	18,672,662,312	454,950,892,256	16,918,000,000
기타비유동금융자산	237,106,770,433	81,314,586,765	30,977,143,050	145,496,437,632	-	86,129,486
이연법인세자산	-	-	-	48,072,330,683	-	26,915,346
기타비유동자산	28,565,546,290	24,184,950,706	995,033,669	3,363,503,282	13,856,187	8,202,446
자산총계	7,914,742,877,428	1,618,021,847,701	1,192,439,346,358	2,561,803,881,803	1,163,873,734,583	1,500,014,996,218
부채						
I . 유동부채	3,124,602,111,585	52,737,615,286	681,101,981,083	1,138,670,606,569	594,458,786,371	666,977,278,982
매입채무 및 기타채무	1,209,207,834,524	46,269,531,659	323,152,820,293	463,458,080,955	109,713,363,198	266,614,038,419
초과청구공사	88,409,170,846	-	-	88,409,170,846	-	-
차입금	1,449,554,865,439	128,310,000	320,724,382,955	295,434,300,682	451,863,544,917	381,404,326,885
기타금융부채	14,308,987,040	-	778,968,038	3,670,387,391	9,859,631,611	-
당기법인세부채	59,649,559,440	-	13,410,425,906	27,046,268,008	15,838,070,645	12,698,951,587
기타유동부채	303,471,694,296	6,339,773,627	23,035,383,891	260,652,398,687	7,184,176,000	6,259,962,091
II . 비유동부채	1,164,399,927,233	140,988,421,400	60,305,753,800	451,327,556,649	102,514,410,727	500,562,630,686
장기매입채무 및 기타채무	201,395,823,326	6,747,308,225	9,248,983,302	206,290,388,296	10,751,703,630	11,557,439,873
장기차입금	675,953,028,744	1,204,490,000	-	134,966,673,350	60,777,305,745	479,004,559,649
기타비유동금융부채	608,316,661	-	-	608,316,661	-	-
순확정급여부채	70,531,257,733	8,951,021,474	11,078,446,112	33,044,090,068	9,664,478,350	7,793,221,729
이연법인세부채	135,868,956,692	123,700,000,917	39,522,245,593	-	20,745,956,211	-
기타비유동부채	80,042,544,077	385,600,784	456,078,793	76,418,488,274	574,966,791	2,207,409,435
부채총계	4,289,002,038,818	193,726,036,686	741,407,734,883	1,589,998,563,218	696,973,197,098	1,167,539,909,668
자본						
I . 자본금	175,587,275,000	68,975,755,000	21,638,410,000	46,622,740,000	22,399,740,000	15,950,630,000
II . 주식발행조과금	130,826,224,469	51,392,321,849	416,061,321,408	927,080,001,216	444,500,797,485	316,524,456,550
III . 이익잉여금	3,092,390,654,015	3,092,390,654,015	-	-	-	-
IV . 기타자본구성요소	226,936,685,126	-1,788,462,919,849	13,331,880,067	-1,897,422,631	-	-
자본총계	3,625,740,838,610	1,424,295,811,015	451,031,611,475	971,805,318,585	466,900,537,485	332,475,086,550
부채및자본총계	7,914,742,877,428	1,618,021,847,701	1,192,439,346,358	2,561,803,881,803	1,163,873,734,583	1,500,014,996,218
분할비율		0.3928289	0.1232345	0.2655246	0.1275704	0.0908416

자료: 효성 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,048	4,631	4,802	5,244	매출액	11,929	12,546	13,326	13,840
현금 및 현금성자산	432	501	667	813	증가율(%)	-4.2	5.2	6.2	3.9
단기금융자산	55	95	164	285	매출원가	9,771	10,654	11,327	11,720
매출채권	1,849	2,142	1,999	2,076	매출총이익	2,158	1,892	1,999	2,120
재고자산	1,525	1,680	1,732	1,799	판매비와관리비	1,142	1,121	1,109	1,123
비유동자산	7,981	7,664	7,702	7,534	연구개발비	117	118	125	130
유형자산	5,845	5,663	5,701	5,533	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	420	318	318	318	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	14,121	14,535	14,744	15,019	영업이익	1,016	771	890	997
유동부채	6,883	7,601	7,619	7,613	증가율(%)	7.0	-24.2	15.5	12.0
매입채무	1,072	1,417	1,505	1,564	영업이익률(%)	8.5	6.1	6.7	7.2
단기차입금	2,738	3,323	3,323	3,323	이자수익	7	5	6	8
유동성장기부채	1,642	1,594	1,594	1,594	이자비용	170	175	174	173
비유동부채	3,397	3,071	3,021	2,971	지분법이익(순실)	-	-	-	-
사채	1,228	1,166	1,116	1,066	기타영업외순익	-119	-328	-61	-54
장기차입금	1,434	1,179	1,179	1,179	세전계속사업이익	697	383	712	829
부채총계	10,280	10,672	10,639	10,584	법인세비용	221	42	172	200
지배주주지분	3,619	3,654	3,874	4,179	세전계속이익률(%)	5.8	3.1	5.3	6.0
자본금	176	176	176	176	당기순이익	475	341	540	628
자본잉여금	448	447	447	447	순이익률(%)	4.0	2.7	4.0	4.5
이익잉여금	2,972	3,143	3,495	3,931	지배주주귀속 순이익	456	326	518	603
기타자본항목	-36	-36	-36	-36	기타포괄이익	31	-132	-132	-132
비지배주주지분	222	210	231	257	총포괄이익	507	209	408	496
자본총계	3,841	3,863	4,105	4,435	지배주주귀속총포괄이익	486	200	392	477

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	1,813	685	2,001	2,040	주당지표(원)				
당기순이익	475	341	540	628	EPS	12,971	9,271	14,751	17,166
유형자산감가상각비	623	665	667	673	BPS	103,060	104,037	110,305	118,987
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS	30,722	28,195	33,755	36,333
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	5,000	5,000	5,000	5,000
투자활동 현금흐름	-908	-970	-920	-771	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	49	7	-	-	PER	11.2	13.1	8.2	7.0
무형자산의 처분(취득)	41	13	-	-	PBR	1.4	1.2	1.1	1.0
금융상품의 증감	-106	109	235	267	PCR	4.7	4.3	3.6	3.3
재무활동 현금흐름	-999	369	-221	-221	EV/EBITDA	7.1	7.6	6.8	6.2
단기금융부채의증감	-342	537	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-324	-50	-50	-50	ROE	13.2	9.0	13.8	15.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	13.7	11.4	11.7	12.1
배당금지급	-116	-166	-166	-166	부채비율	267.6	276.2	259.2	238.6
현금및현금성자산의증감	-82	69	165	147	순부채비율	170.7	172.6	155.5	136.7
기초현금및현금성자산	513	432	501	667	매출채권회전율(x)	6.3	6.3	6.4	6.8
기말현금및현금성자산	432	501	667	813	재고자산회전율(x)	7.9	7.8	7.8	7.8

자료 : 효성, 하이투자증권 리서치센터

## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(효성)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-04-25(담당자변경)	Buy	183,000	6개월	-30.1%	-23.0%
2017-06-05	Buy	230,000	6개월	-27.5%	-23.5%
2017-07-31	Buy	230,000	1년		
2018-03-05	Buy	175,000	1년		

## 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-mail 등을 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 작성되었습니다. (작성자 : [작성자](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1%	6.9%	-