

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 신설 회사로 승계하고, 나머지는 효성에 존속된다.

이는 곧 단일회사 이중적인 사업 포트폴리오(섬유, 산업자재, 화학, 중공업, 건설, 무역, 기타)에서 각각의 독자적인 사업역량을 강화할 수 있는 환경을 조성하는 것으로서 그 동인의 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

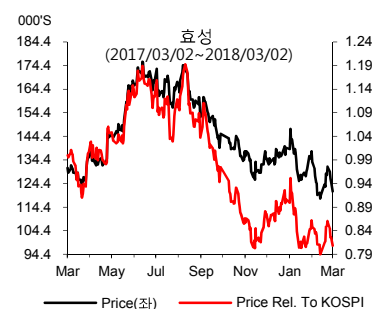
## Buy (Maintain)

|                |          |
|----------------|----------|
| 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



## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(SK)



| 일자         | 투자의견 | 목표주가(원) | 목표주가<br>대상시점 | 괴리율    |            |
|------------|------|---------|--------------|--------|------------|
|            |      |         |              | 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-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. [\(작성자: 이상현, 조정진\)](#)

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) 종목투자의견은 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 투자비용 등급 공시 2017-12-31 기준

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

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (단위:십억원) |         |         |         |
|------------|----------|---------|---------|---------|
|            | 2016     | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| 유동자산       | 32,450   | 44,452  | 55,856  | 66,660  |
| 현금 및 현금성자산 | 7,087    | 6,939   | 9,345   | 19,035  |
| 단기금융자산     | 4,916    | 4,769   | 4,531   | 4,304   |
| 매출채권       | 12,443   | 23,465  | 31,619  | 32,003  |
| 재고자산       | 6,019    | 6,756   | 7,157   | 7,244   |
| 비유동자산      | 70,597   | 66,036  | 62,251  | 59,130  |
| 유형자산       | 41,033   | 36,963  | 33,510  | 30,579  |
| 무형자산       | 11,772   | 10,435  | 9,258   | 8,221   |
| 자산총계       | 103,047  | 110,488 | 118,107 | 125,790 |
| 유동부채       | 28,717   | 31,011  | 32,993  | 34,727  |
| 매입채무       | 8,897    | 9,987   | 10,580  | 10,708  |
| 단기차입금      | 2,614    | 2,614   | 2,614   | 2,614   |
| 유동성장기부채    | 5,630    | 5,630   | 5,630   | 5,630   |
| 비유동부채      | 32,004   | 32,154  | 32,304  | 32,454  |
| 사채         | 19,377   | 19,427  | 19,477  | 19,527  |
| 장기차입금      | 3,757    | 3,857   | 3,957   | 4,057   |
| 부채총계       | 60,721   | 63,165  | 65,297  | 67,181  |
| 지배주주지분     | 13,112   | 14,930  | 17,027  | 19,429  |
| 자본금        | 15       | 15      | 15      | 15      |
| 자본잉여금      | 5,646    | 5,646   | 5,646   | 5,646   |
| 이익잉여금      | 8,368    | 10,141  | 12,193  | 14,550  |
| 기타자본항목     | -904     | -904    | -904    | -904    |
| 비지배주주지분    | 29,214   | 32,394  | 35,783  | 39,180  |
| 자본총계       | 42,327   | 47,324  | 52,810  | 58,609  |

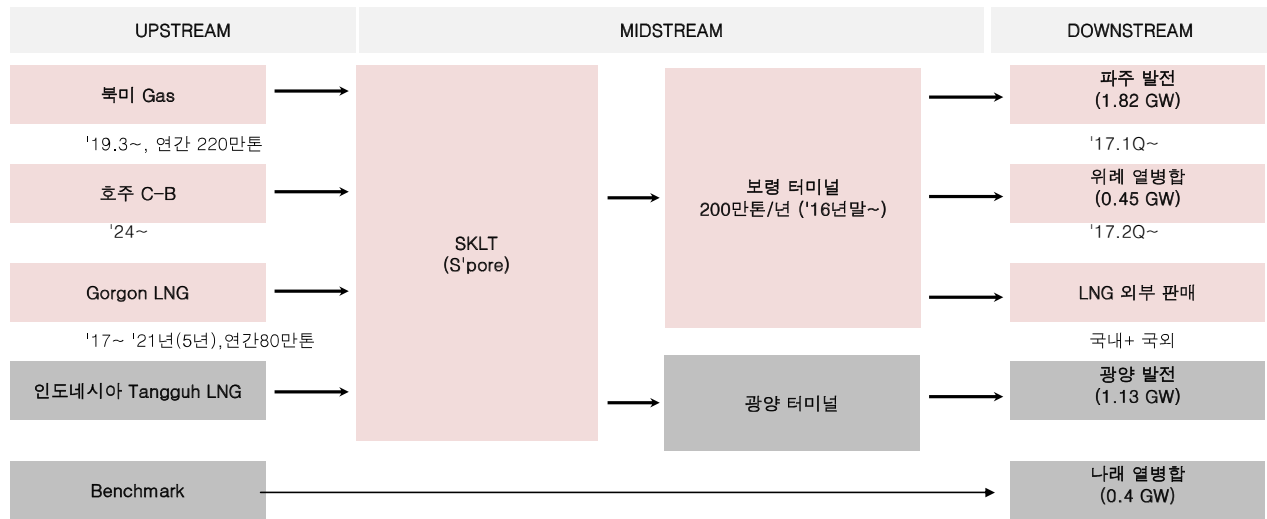
| 포괄손익계산서     | (단위:십억원%) |        |        |         |
|-------------|-----------|--------|--------|---------|
|             | 2016      | 2017E  | 2018E  | 2019E   |
| 매출액         | 83,617    | 93,862 | 99,429 | 100,640 |
| 증가율(%)      | 112.8     | 12.3   | 5.9    | 1.2     |
| 매출원가        | 73,770    | 82,974 | 87,896 | 88,965  |
| 매출총이익       | 9,848     | 10,888 | 11,534 | 11,674  |
| 판매비와관리비     | 4,550     | 5,013  | 5,109  | 4,721   |
| 연구개발비       | 237       | 243    | 211    | 214     |
| 기타영업수익      | -         | -      | -      | -       |
| 기타영업비용      | -         | -      | -      | -       |
| 영업이익        | 5,298     | 5,875  | 6,424  | 6,953   |
| 증가율(%)      | 276.6     | 10.9   | 9.4    | 8.2     |
| 영업이익률(%)    | 6.3       | 6.3    | 6.5    | 6.9     |
| 이자수익        | 202       | 197    | 234    | 393     |
| 이자비용        | 799       | 803    | 807    | 811     |
| 지분법이익(손실)   | 719       | 719    | 719    | 719     |
| 기타영업외손익     | -825      | 1,600  | 1,109  | 841     |
| 세전계속사업이익    | 4,376     | 7,440  | 7,530  | 7,947   |
| 법인세비용       | 1,354     | 2,281  | 1,883  | 1,987   |
| 세전계속이익률(%)  | 5.2       | 7.9    | 7.6    | 7.9     |
| 당기순이익       | 2,822     | 5,159  | 5,648  | 5,960   |
| 순이익률(%)     | 3.4       | 5.5    | 5.7    | 5.9     |
| 지배주주귀속 순이익  | 766       | 1,979  | 2,259  | 2,563   |
| 기타포괄이익      | 45        | 45     | 45     | 45      |
| 총포괄이익       | 2,867     | 5,204  | 5,693  | 6,005   |
| 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                 | 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    |

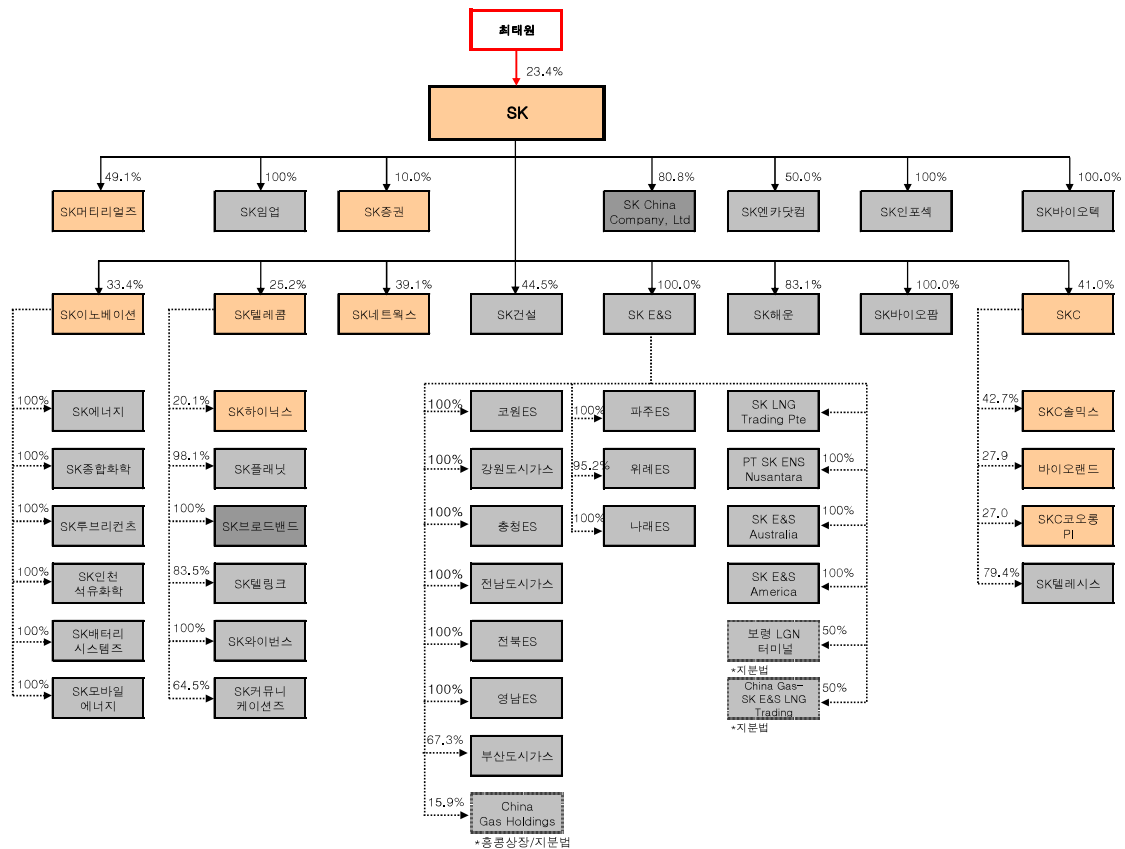
자료 : SK, 하이투자증권 리서치센터

<그림 26> LNG 밸류체인 구축



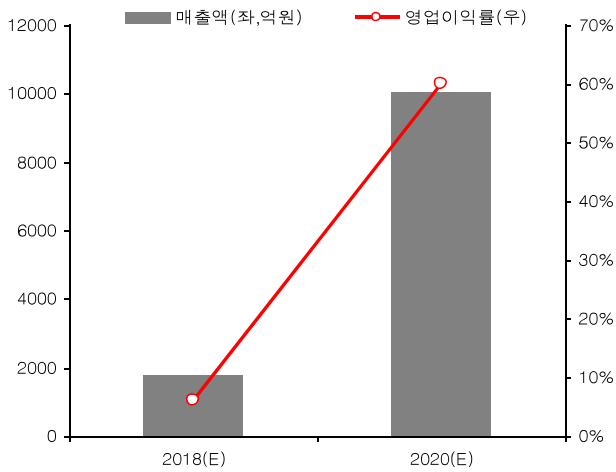
자료: SK E&S, 하이투자증권

<그림 27> SK 그룹 지배구조



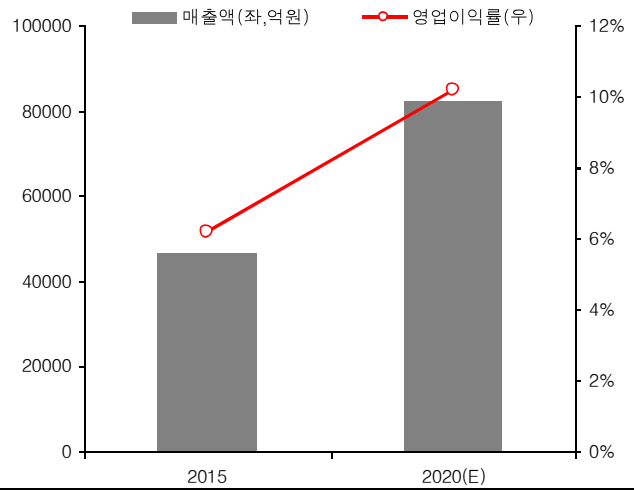
자료: 각 사 사업보고서 및 공시, 하이투자증권

<그림 22> SK 바이오팜 실적 추이



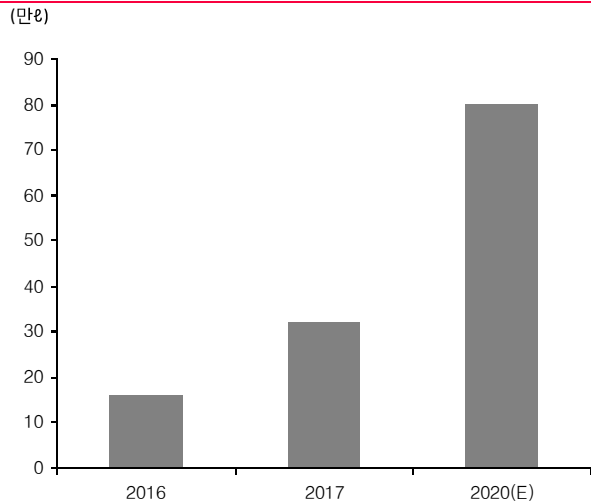
자료: SK, 하이투자증권

<그림 23> LNG 밸류체인 실적 추이



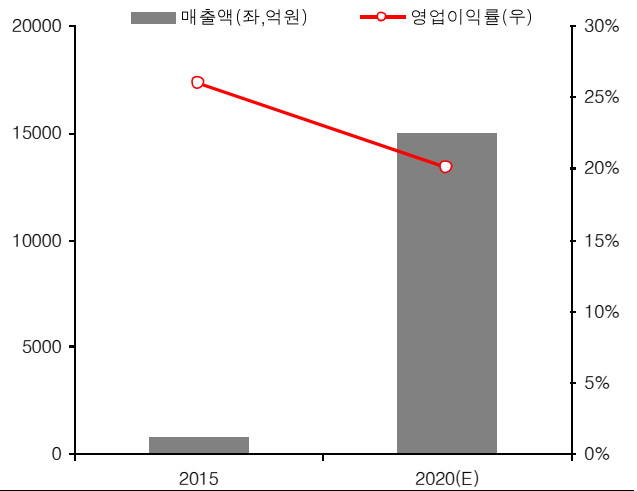
자료: SK, 하이투자증권

<그림 24> SK 바이오텍 증설 계획



자료: SK, 하이투자증권

<그림 25> SK 바이오텍 실적 추이



자료: SK, 하이투자증권