

효성(004800)

지주/Mid-Small Cap 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

PBR 0.3배로 절대 저평가 영역

Buy (Maintain)

■ 효성그룹의 지주회사

지난 6월 1일 기준으로 투자를 담당할 존속법인인 동사와 분할회사인 효성티앤씨, 효성중공업, 효성첨단소재, 효성화학 등 네 개의 사업회사로 인적분할 되었다. 분할비율은 효성 주식 1주당 지주회사 0.3928289주, 효성티앤씨 0.1232345주, 효성중공업 0.2655246주, 효성첨단소재 0.1275704주, 효성화학 0.0908416주다.

지주회사인 동사는 자회사 지분의 관리 및 투자, 연구용역, 그룹 CI 관리, 인테리어(안양 공장 생산/판매) 등을 주요사업으로 영위하고 있으며, 효성티앤씨는 섬유/무역 부문, 효성중공업은 중공업/건설 부문, 효성첨단소재는 산업자재 부문, 효성화학은 화학부문을 각각 맡고 있다.

대주주 지배력 강화와 더불어 지주회사 요건 충족을 위해 향후 지분 스왑을 추진할 것으로 예상된다. 즉, 대주주들이 보유한 효성티앤씨, 효성중공업, 효성첨단소재, 효성화학 등 4개 계열사 지분을 현물출자 하는 대신에 동사가 발행하는 신주를 취득하는 방식이다.

■ 절대 저평가 영역으로 히든밸류로서 부동산 가치 부각될 듯

동사에 대한 목표주가를 인적분할 등을 반영하여 65,000원으로 조정한다. 동사 Sum-of-part 밸류에이션에서 투자지분가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가액을 적용하여 산출하였다.

동사 주가의 경우 변경상장일에 대폭 하락하였으며, 이후에도 부진한 흐름을 이어가고 있다. 인적분할 시 동사가 부동산 등 유형자산을 분배 받게 됨에 따라 분할비율이 상승하면서 기준 시가총액이 다소 높게 형성되었으며, 이에 따라 가격 조정이 있었다. 또한 변경상장 이후에는 지주회사로서 정체성을 찾아가기 위한 기간 조정 중에 있다. 이러한 과정에서 동사의 주가는 소외되었으며, 현재는 PBR 0.3배 수준으로 절대 저평가 영역에 있다.

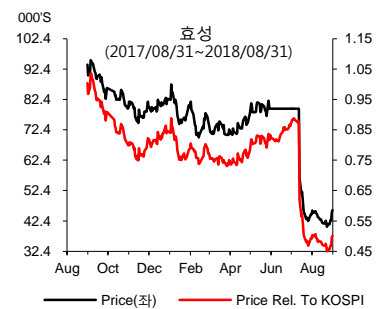
한편, 동사는 안양에 7만 5천평(장부가 4,781억원)의 유형자산을 보유하고 있다. 현재 이 부지는 인테리어 공장, 연구소, 연수원, 자재창고 등으로 활용되고 있으며, 상당부분은 녹지 등이다. 이 부지의 경우 밸류에이션 산정시 포함시키지 않았지만 만약 개발 등이 가시화 된다면 히든밸류로서 가치가 부각될 수 있을 것이다.

목표주가(12M)	65,000원
종가(2018/08/31)	45,900원

Stock Indicator

자본금	176십억원
발행주식수	1,380만주
시가총액	633십억원
외국인지분율	12.7%
배당금(2017)	5,000원
EPS(2018E)	135,225원
BPS(2018E)	153,716원
ROE(2018E)	106.8%
52주 주가	40,450~95,278원
60일평균거래량	316,535주
60일평균거래대금	16.0십억원

Price Trend



FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2016	11,929	1,016	456	12,971	6.6	5.8	103,060	0.8	12.6	267.6
2017	12,546	771	326	9,271	8.9	6.7	104,037	0.8	9.0	276.2
2018E	2,747	105	3,082	135,225	0.3	4.4	153,716	0.3	106.8	176.2
2019E	2,860	120	76	5,476	8.4	6.2	154,456	0.3	3.6	175.5
2020E	2,930	130	82	5,965	7.7	5.7	155,684	0.3	3.8	174.6

자료 : 효성, 하이투자증권 리서치센터

<표 1> 효성 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

자회사가치	7,878
영업가치	1,000
순현금	157
NAV	9,035
발행주식수	13,795,101
주당 NAV(원)	65,494

자회사	지분율(%)	자회사 가치
효성티앤씨	5.3%	373
효성중공업	5.3%	242
효성첨단소재	5.3%	297
효성화학	5.3%	249
효성 ITX	35.0%	412
효성캐피탈	97.5%	3,628
효성티앤에스	54.0%	752
효성굿스프링스	100.0%	744
효성인포메이션시스템	50.0%	249
기타		932

자료: 효성, 하이투자증권

<표 2> 효성 분할 내용

구분	분할 존속회사	분할신설회사				
		섬유/무역	중공업/건설	산업자재	화학	
상호	한글명	(주)효성	효성티앤씨(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	
사업부문 (PU)	지주사업, 지적재산권 관리 및 라이선스업, 연구개발 등	스판덱스, 나이론/폴리에스터, 직물/염색, 무역(철강, 화학)	전력, 기전, 건설, 웰링턴, C.C	타이어보강재, 인테리어, T-Yarn, 아라미드, 탄소섬유	PP/DH, TPA, 필름, 네오켄, 옵티컬, POK 등	
국내 계열사	효성캐피탈, 노틸러스효성, 효성굿스프링스, 효성투자개발, HIS, FMK 등	세빛섬	진흥기업		신화인터텍	
해외계열사	홀딩스USA, 호주리소스, 러시아 등	[스판덱스 6개] 가흥, 광동, 주해, 브라질, 터키, 가흥화공 [무역법인 7개]	[중공업 5개] 인도차단기, 남통효성, 보정변압기, 남아공, 파나마	가흥화섬, 베트남, 청도 LUX, Wire LUX, GST		

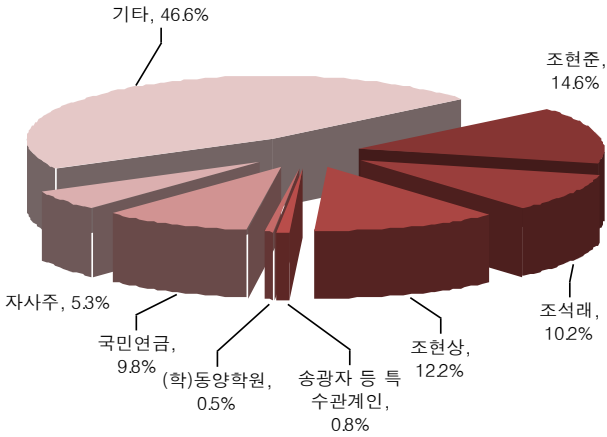
자료: 효성, 하이투자증권

<표 3> 효성 사업부문

사업부문	법인명	주요 재화 및 용역	주요 고객	사업의 내용
정보 통신	효성티앤에스(주) (舊.노틸러스효성(주))	금융자동화기기, 전산용역, 전자세금계산서	국민은행, 신한은행, 우리은행, CHASE BANK, SBER BANK 등	금융자동화기기 제작, 판매, 유지보수, 전산용역, 전자세금계산서 서비스
	Nautilus Hyosung America, Inc.	금융자동화기기 판매	Chase Bank, Citi Bank, Wells Fargo, Cardtronics, ATM Equipments 등	금융자동화기기 제조, 판매, 유지보수
금융	효성캐피탈(주)	할부금융업무, 리스업무, 기타 (대출,팩토링), 자동차임대업	기업 및 가계 등	공작기계, 의료기기, 자동차 등에 대한 리스 및 할부금융대출, 팩토링금융, 자동차 장기 렌탈
	효성캐피탈 제이십육차 유동화전문유한회사	유동화자산, 유동화증권	기업 및 가계 등	효성캐피탈(주)리스채권의 취득, 관리, 운용 및 처분, 유동화 자산에 관한 유동화 사채 및 기업 어음증권 등
기타	(주)효성	지주사업 등		지주사업무 및 지분투자, 연구용역, CI로열티, 인테리어 생산/판매 등
	효성굿스프링스(주)	펌프, 담수 등	한국전력, 두산중공업, 현대건설 등	펌프 제조 및 판매, 담수/수처리 서비스 등
	(주)에프엠케이	자동차, 자동차 정비서비스	개인 및 법인 등	자동차 판매와 자동차정비서비스 및 유지관리사업
	공덕경우개발(주)	부동산 임대	개인 및 법인 임차 등	공덕역 복합역사 운영(호텔, 오피스텔 및 식음 임대)
	하나대체투자랜드칩 사모부동산투자신탁39호 (구:하나랜드칩 사모부동산투자신탁39호)	부동산 임대	법인 대상 오피스 빌딩 임차 등	건물 취득 및 임대 수익 등
	Hyosung USA Inc.	타이어코드, 카페트 등	굿이어, 미쉐린 등	타이어코드, 카페트 등 판매 등
	HICO America Sales & Tech.	변압기, 차단기, 전동기 등	American Electric Power, Florida Power 등	대형변압기/차단기 수입 및 설치/판매, 산업용 전동기/감속기 수입 및 판매
Hyosung Holdings USA, Inc.	스판덱스, Textile, Steel, LED, Polyketone, Pump, TPA 등	P&G, Sage Automotive, SPX 등	스판덱스/Textile, Steel, LED, Polyketone, Pump, TPA 판매	

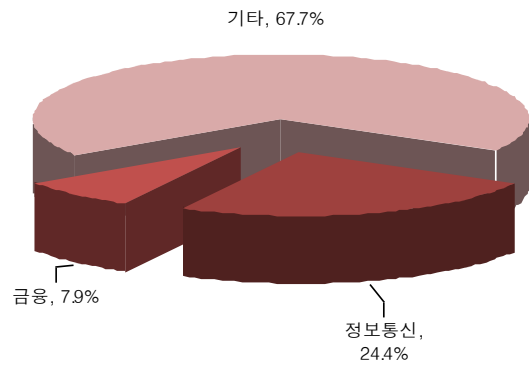
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 1> 효성 주주 분포(2018년 7월 13일 기준)



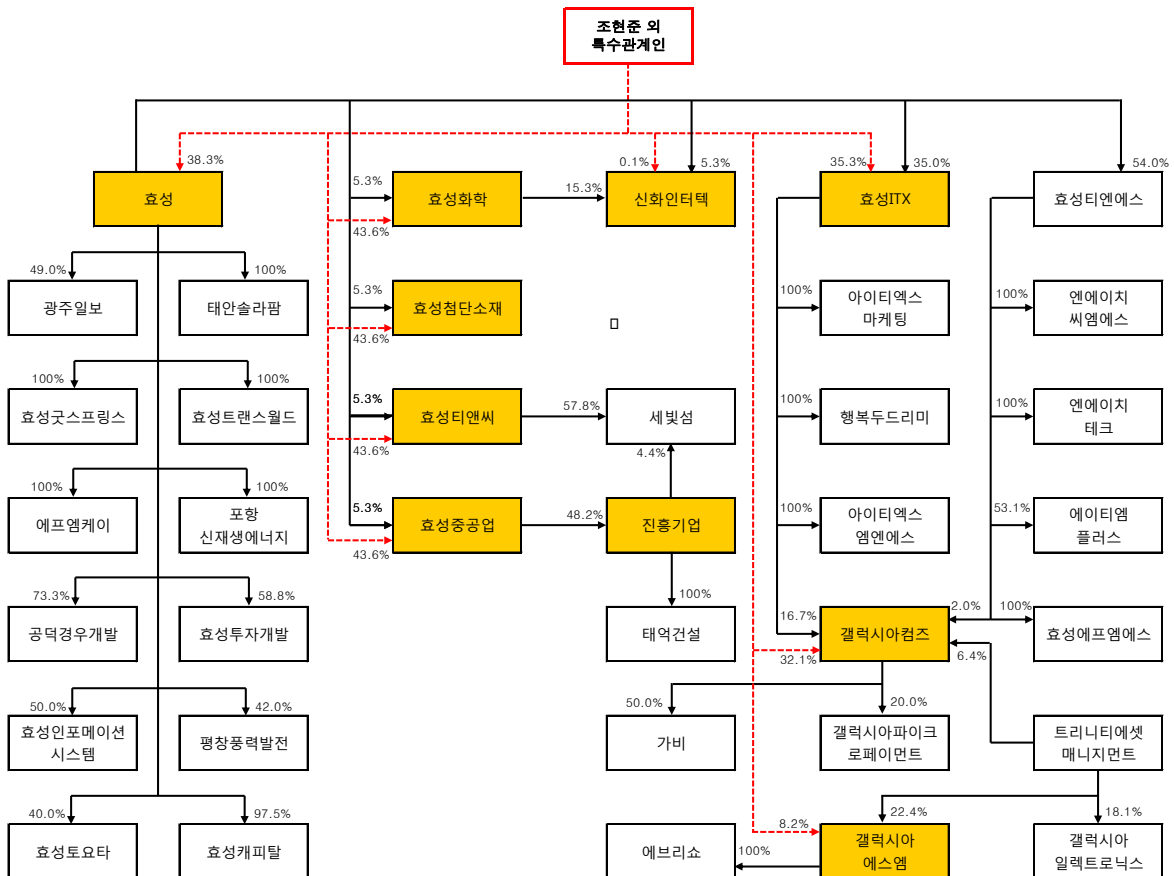
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 2> 효성 매출 구성(2018년 상반기 기준)



자료: 효성, 하이투자증권

<그림 3> 효성그룹 지배구조



자료: 효성, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,631	1,315	1,271	1,248
현금 및 현금성자산	501	137	32	175
단기금융자산	95	142	158	165
매출채권	2,142	467	486	498
재고자산	1,680	522	543	352
비유동자산	7,664	4,556	4,616	4,666
유형자산	5,663	3,401	3,460	3,510
무형자산	318	168	168	168
자산총계	14,535	6,570	6,587	6,614
유동부채	7,601	2,560	2,565	2,574
매입채무	1,417	288	288	288
단기차입금	3,323	1,923	1,923	1,923
유동성장기부채	1,594	-	-	-
비유동부채	3,071	1,631	1,631	1,631
사채	1,166	666	666	666
장기차입금	1,179	479	479	479
부채총계	10,672	4,191	4,196	4,205
지배주주지분	3,654	2,121	2,131	2,148
자본금	176	69	69	69
자본잉여금	447	367	367	367
이익잉여금	3,143	6,045	6,056	6,073
기타자본항목	-36	-4,361	-4,361	-4,361
비지배주주지분	210	258	260	261
자본총계	3,863	2,379	2,390	2,409

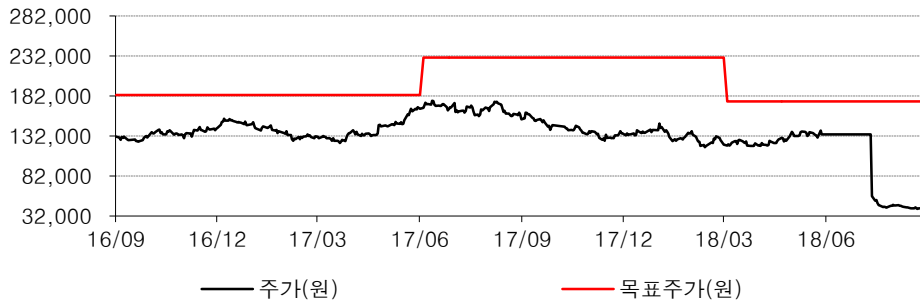
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	12,546	2,747	2,860	2,930
증가율(%)	5.2	-78.1	4.1	2.4
매출원가	10,654	2,354	2,451	2,520
매출총이익	1,892	393	409	410
판매비와관리비	1,121	288	289	280
연구개발비	118	27	29	32
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	771	105	120	130
증가율(%)	-24.2	-86.4	14.2	8.4
영업이익률(%)	6.1	3.8	4.2	4.4
이자수익	5	2	1	3
이자비용	175	74	74	74
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-328	158	-3	-21
세전계속사업이익	383	261	110	120
법인세비용	42	78	33	36
세전계속이익률(%)	3.1	9.5	3.8	4.1
당기순이익	341	3,145	77	84
순이익률(%)	2.7	114.5	2.7	2.9
지배주주귀속 순이익	326	3,082	76	82
기타포괄이익	-132	-	-	-
총포괄이익	209	3,145	77	84
지배주주귀속총포괄이익	200	3,082	76	82

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	685	5,535	1,391	1,631
당기순이익	341	3,145	77	84
유형자산감가상각비	665	667	445	455
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-970	1,600	-666	-658
유형자산의 처분(취득)	7	2,300	-	-
무형자산의 처분(취득)	13	100	-	-
금융상품의 증감	109	-317	-89	151
재무활동 현금흐름	369	-4,530	-70	-70
단기금융부채의증감	537	-2,994	-	-
장기금융부채의증감	-1,200	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-166	-166	-65	-65
현금및현금성자산의증감	69	-364	-105	143
기초현금및현금성자산	432	501	137	32
기말현금및현금성자산	501	137	32	175

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,271	135,225	5,476	5,965
BPS	104,037	153,716	154,456	155,684
CFPS	28,195	164,507	37,765	38,946
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)				
PER	8.9	0.3	8.4	7.7
PBR	0.8	0.3	0.3	0.3
PCR	2.9	0.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	6.7	4.4	6.2	5.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.0	106.8	3.6	3.8
EBITDA 이익률	11.4	28.1	19.8	20.0
부채비율	276.2	176.2	175.5	174.6
순부채비율	172.6	117.3	120.4	113.2
매출채권회전율(x)	6.3	2.1	6.0	6.0
재고자산회전율(x)	7.8	2.5	5.4	6.5

자료 : 효성, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(효성)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-06-05	Buy	230,000	6개월	-60.6%	-54.7%
2017-07-31	Buy	230,000	1년	-63.8%	-55.1%
2018-03-05	Buy	175,000	1년	-61.5%	-53.2%
2018-09-03	Buy	65,000	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. [\(작성자 : 이상현\)](#)

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(매수): 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 2018-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.9%	6.1%	-