

효성(004800)

Not Rated

홍콩/싱가포르 컨퍼런스 후기

배당의 지속 가능성에 대한 관심

효성을 비롯한 4개 사업회사(효성티앤씨, 효성화학, 효성중공업, 효성첨단소재)는 2월 11일부터 14일까지 한국투자증권 아시아 컨퍼런스(홍콩/싱가포르)에 참석했다. 효성은 2018년 “DPS 4,000원 이상”의 배당 계획을 발표했기에 투자자의 주요 관심은 효성의 배당가능여력, 추가 개선 여부, 보유 자산 재평가에 집중됐다. 인적분할 후 효성의 주식수 2천만주(자사주 차감)를 기준으로 DPS 4,000원 지급을 위해서는 813억원의 재원 필요, DPS 4,500원을 위해서는 915억원, DPS 5,000원을 위해서는 1,017억원의 재원이 필요하다.

2019년 cash flow 큰 폭 개선

2018년 기준 브랜드로열티, 계열사 배당, 기타 수익에 기반한 효성의 연간 cash flow는 약 700억~800억원이다. 효성의 브랜드로열티 수수료는 40bp로 연간 수익은 약 500억원인데, 광고비용 등을 제외하면 현금 유입은 약 350억원 내외로 추정된다. 효성이 소유한 안양연구소는 계열사의 주요 제품에 R&D를 제공하고 컨설팅비를 받는데 연간 약 80억원 수준이다. 효성이 수취하는 상장회사(효성투자개발, 효성트랜스월드, 효성인포메이션)의 연간 배당수익은 약 315억원 수준이다(2017년 기준). 변동성이 있는 연수원의 교육수익, 카페트 사업수익, 임대료 등 추가 수익이 있지만 이를 배제한 경상적 cash flow는 약 700억원 내외이다.

올해부터는 과거 배당이 없던 비상장사(효성캐피탈, 효성TNS, 효성굿스프링스)의 배당 지급으로 효성은 202억~323억원의 추가 배당(배당성향 50~80% 가정)을 수취할 전망이다(타 비상장사 배당성향 평균은 100% 수준). 상장 계열사(효성화학, 효성티앤씨, 효성중공업, 효성첨단소재)는 인적분할 후 배당가능이익이 부족하기에 2018년 배당은 미미할 전망이다. 그러나 2019년부터는 실적 정상화에 따른 잉여금 증가가 예상되기에 효성은 4개 사업회사로부터 연간 197억~395억원(상장사 배당성향 20~40% 가정)의 추가 배당수익을 수취할 것으로 전망한다. 상기 가정을 고려한 효성의 연간 cash flow는 약 1,144억~1,463억원으로 현재 700억 원 대비 큰 폭 개선이 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2013A	12,579	486	(229)	(6,889)	NM	1,039	NM	9.8	1.1	(8.3)	1.2
2014A	12,177	600	269	8,093	NM	1,121	10.0	8.8	1.0	10.0	2.5
2015A	12,458	950	493	14,809	83.0	1,520	9.4	7.6	1.5	16.3	2.5
2016A	11,929	1,016	456	13,692	(7.5)	1,640	12.6	7.3	1.7	13.2	2.9
2017A	12,546	771	326	9,786	(28.5)	1,435	16.9	8.2	1.6	9.0	3.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

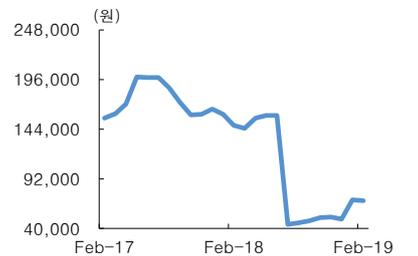
Stock Data

KOSPI(2/15)	2,196
주가(2/15)	69,300
시가총액(십억원)	1,460
발행주식수(백만)	21
52주 최고/최저가(원)	163,823/40,450
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,006
유동주식비율/외국인지분율(%)	41.8/12.3
주요주주(%)	조현준 외 10 인 54.7
	국민연금 7.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	33.8	61.9	(51.0)
KOSPI 대비(%p)	29.1	64.7	(41.7)

주가추이



자료: FnGuide

윤태호

taeho3123@truefriend.com

차주영

jooyoung.cha@truefriend.com

〈표 1〉 효성이 수취 중인 주요 비상장사의 배당 수익 추정

(단위: 십억원)

	2017년 순이익	지분율	2017년 배당성향	전체 배당	효성의 배당수익	비고
효성투자개발	40	59%	106%	43	25	2017년 순이익, 배당이 연간 순이익을 초과(100% 이상)
효성인포메이션	5	50%	99%	5	3	2017년 순이익, 연간 배당 20억~30억원
효성의 배당수익					31	효성 수취 배당 기준

자료: DART, 효성, 한국투자증권

〈표 2〉 2018년 배당 예정인 비상장 계열사의 배당수익 추정

(단위: 십억원)

	2018년 순이익	지분율	배당성향				비고
			50%	60%	70%	80%	
효성굿스프링스	4	100%	2	2	3	3	2017년 배당 미지급, 2016년 36억원 배당지급(배당성향 54%)
효성캐피탈	23	98%	11	14	16	18	2017년 배당 미지급
효성티엔에스	26	54%	7	8	10	11	2017년 배당 미지급
효성의 배당수익			20	24	28	32	효성 수취 배당 기준

자료: DART, 효성, 한국투자증권

〈표 3〉 2019년 이후 상장 사업회사의 배당수익 추정

(단위: 십억원)

	2019년 순이익	지분율	배당성향			비고
			20%	30%	40%	
효성티앤씨	124	20%	5	8	10	
효성중공업	58	33%	4	6	7	
효성첨단소재	75	21%	3	5	6	
효성화학	81	20%	3	5	7	
효성 ITX	75	30%	5	7	9	2018년 순이익, 배당성향은 2016년 33.1%, 2017년 63.7%임
효성의 배당수익			20	30	39	효성 수취 배당 기준

자료: DART, 효성, 한국투자증권

〈표 4〉 효성의 연간 cash flow 추정

(단위: 십억원)

	Min	Mid	Max	비고
자체사업				
연간 로열티	35	35	35	임대수익, 카페트 사업, 연수원 수익은 미포함
연수원 컨설팅비	8	8	8	
배당수익				
배당 중인 비상장사	31	31	31	효성트랜스월드, 효성투자개발, 효성인포메이션
배당 예정인 비상장사	20	26	32	효성굿스프링스, 효성캐피탈, 효성티엔에스
배당 예정인 상장사	20	30	39	효성티앤씨, 효성중공업, 효성첨단소재, 효성화학, 효성 ITX
합산 cash flow	114	130	146	효성의 연간 cash flow

자료: DART, 효성, 한국투자증권

효성의 연간 배당수익률 5.8~7.2%

효성티앤씨, 효성화학, 효성중공업, 효성첨단소재 4개 사업회사는 인적분할의 영향으로 2018년 배당가능이익이 충분하지 않다. 따라서 비상장사처럼 높은 배당 성향을 결정하기는 어렵다. 따라서 사업회사보다는 오너일가가 지분 52.8%를 보유한 효성이 고배당정책을 유지할 가능성이 높아 보인다. 지난해 말 효성은 자율 공시를 통해 “DPS 4,000원 이상”을 약속했다. DPS 4,000원을 기준시 배당수익률은 5.8%, DPS 5,000원을 가정하면 배당수익률은 7.2% 수준이다. 효성이 지급하는 전체 배당금 규모는 813억~1,017억원인데, 오너일가에 귀속되는 배당은 전체의 절반인 445억~612억원 수준이다(오너 일가 지분 52.8%). 4개 사업회사는 연간 EBITDA가 이자비용을 큰 폭 상회, 자체 현금 창출력이 높은 상황이기 때문에 2019년부터 점진적 배당 개선이 가능할 전망이다.

〈표 5〉 2019년 효성의 배당 추정

(원, 십억원, %)

DPS	4,000	4,500	5,000	5,500
전체배당금	81	91	102	112
배당수익률	5.8	6.5	7.2	7.9
오너일가 지분율	52.8	52.8	52.8	52.8
오너일가 배당수익	44	50	56	61

자료: DART, 한국투자증권

〈표 6〉 상장 자회사의 연간 EBITDA와 이자비용

(단위: 십억원, %)

	2017			2018		
	EBITDA(A)	연간이자(B)	(B)/(A)	EBITDA(A)	연간이자(B)	(B)/(A)
효성티앤씨	394	(49)	(12.4)	380	(73)	(19.1)
효성케미칼	272	(30)	(10.9)	265	(32)	(11.9)
효성중공업	209	(25)	(12.0)	142	(43)	(30.0)
효성첨단소재	399	(46)	(11.4)	330	(56)	(17.0)

자료: DART, 효성, 한국투자증권

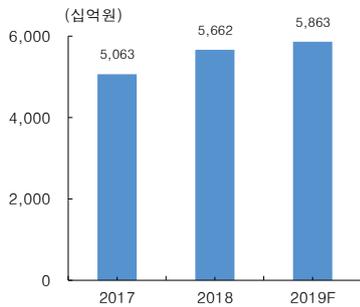
금융계열사 매각, 부동산 재평가로 NAV 개선 여지

지주회사 전환 후 효성은 효성캐피탈 지분 98.0%를 매각해야 한다. 효성캐피탈의 자기자본은 4,034억원으로 적정 PBR 0.4배를 적용시 NAV에 반영된 가치는 1,581억원이다. 그러나 매각에 따른 경영권 프리미엄을 고려하면 이를 상회하는 세전 2,767억~3,953억원(PBR 0.7~1.0배)의 현금유입이 가능할 것으로 판단한다(효성캐피탈과 ROE가 유사한 아주캐피탈은 2017년 7월 PBR 0.7배에 매각됨). 이외 안양연구소를 비롯 유휴 부동산을 보유 중인데 안양연구소의 장부가는 약 4,300억원, 공시지가를 고려하면 5,000억원 수준이다. 최근 안양연구소 소재지 주변으로 안양시의 도시개발 계획이 진행 중이기에 재평가 여지가 상존한다.

높은 배당으로도 투자포인트 충분

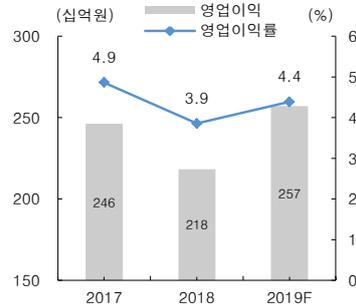
브랜드로열티 가치 3,500억원(연구소, 연수원, 카페트, 임대수익 미포함), 상장계열사 지분가치 3,791억원, 비상장사 지분가치 4,798억원, 부동산가치 4,300억원, 자사주 513억원, 순현금 392억원 등 SotP에 기반한 이론적 가치는 82,073원으로 할인율은 15.6%이다. NAV 할인율을 배제하고 배당수익률 5~7%만으로도 충분한 투자포인트가 될 것으로 판단한다.

[그림 1] 효성티앤씨 연간 매출 추이 및 전망



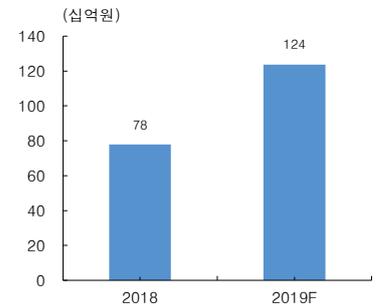
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 2] 효성티앤씨 연간 영업이익/영업이익률 추이 및 전망



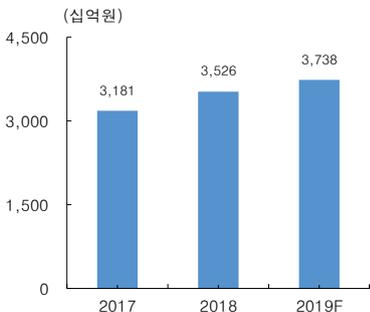
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 3] 효성티앤씨 2018~2019년 순이익 전망



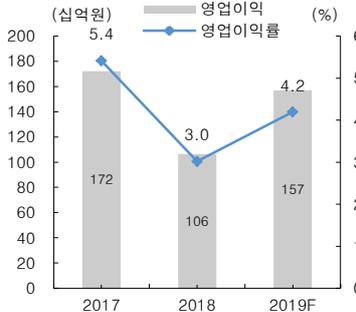
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 4] 효성중공업 연간 매출 추이 및 전망



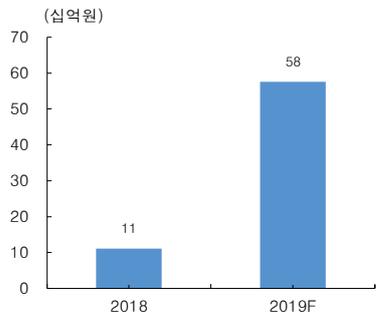
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 5] 효성중공업 연간 영업이익/영업이익률 추이 및 전망



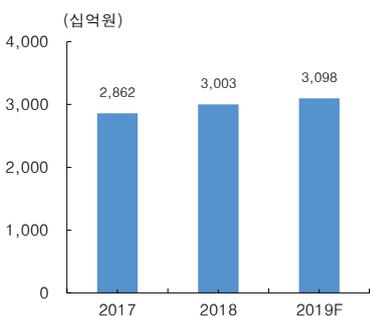
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 6] 효성중공업 2018~2019년 순이익 전망



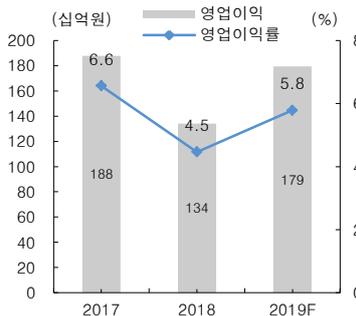
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 7] 효성첨단소재 연간 매출 추이 및 전망



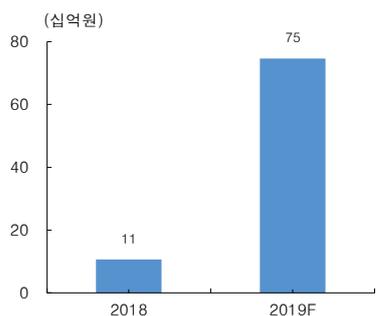
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 8] 효성첨단소재 연간 영업이익/영업이익률 추이 및 전망



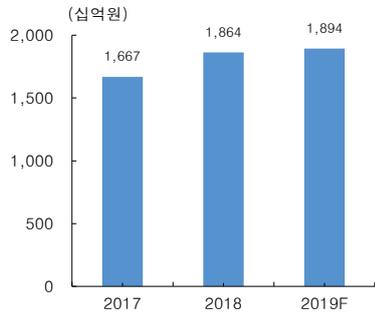
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 9] 효성첨단소재 2018~2019년 순이익 전망



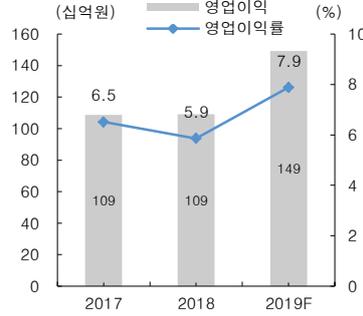
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 10] 효성화학 연간 매출 추이 및 전망



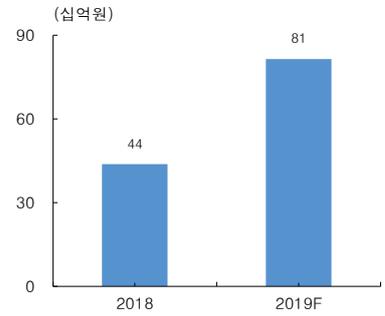
주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 11] 효성화학 연간 영업이익/영업이익률 추이 및 전망



주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

[그림 12] 효성화학 2018~2019년 순이익 전망



주: 2019년은 컨센서스 기준
자료: 효성, FnGuide, 한국투자증권

<표 7> 효성 NAV 추정

(단위: 십억원, 원)

	시총/장부가액	지분율	지분가치	BASE	BEST	
영업가치(A)				350	350	
브랜드로열티				350	350	연간 350억원, 멀티플 10 배 적용 연구원, 연수원, 임대수익, 카페트 사업 수익 미포함
투자자산가치(B)				859	1,150	
상장 관계회사 주식			542	379	433	
효성티앤씨	742	20.3%	151	105	121	Base: 30%, Best: 20% 할인 적용
효성중공업	428	32.5%	139	97	111	
효성첨단소재	558	21.2%	118	83	95	
효성화학	471	20.2%	95	67	76	
효성 ITX	128	30.1%	38	27	31	
비상장관계회사 주식			717	480	717	
효성캐피탈	403	98.0%	395	158	395	Base: PBR 0.4 배 적용
효성굿스프링스	74	100.0%	74	74	74	3Q18 장부가 기준
효성티앤에스	75	54.0%	41	41	41	3Q18 장부가 기준
효성투자개발	35	59%	21	21	21	3Q18 장부가 기준
효성트랜스월드	5	100%	5	5	5	3Q18 장부가 기준
효성인포메이션시스템	25	50%	12	12	12	3Q18 장부가 기준
공덕경우개발	1	73%	1	1	1	3Q18 장부가 기준
기타			168	168	168	3Q18 장부가 기준
유형자산가치(C)				481	481	
투자부동산				430	430	안양연구소(4,300억원 장부가)
자기주식				51	51	
순차입금(D)				(39)	(39)	3Q18 별도 기준
NAV(E)=(A)+(B)+(C)-(D)				1,729	2,021	
보통주식수(F)				21,071,025	21,071,025	주
보통주 자사주 주식수				740,201	740,201	주
NAVPS(G)=(E)/(F)				82,073	95,900	원, NAV 를 전체 발행주식수로 나눔
보통주 기준일 증가				69,300	69,300	원
Upside				18.4%	38.4%	
Discount				15.6%	27.7%	

주: 2월 15일 증가 기준
자료: DART, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1966년 11월 3일에 설립되어 화학 섬유류의 제조, 가공 및 판매, 수출입업 및 대행, 전자기계 기구 및 부품의 제작·판매업 그리고 전기기기 제조 및 판매업과 토목건설업 등을 주로 영위. 2018년 6월 1일 자회사의 지분관리 및 투자 등을 수행하는 사업부문을 영위할 존속법인인 효성과 섬유/무역 사업부문, 중공업/건설 사업부문, 산업자재 사업부문, 화학 사업부문을 각각 영위할 분할신설법인인 효성티앤씨, 효성중공업, 효성첨단소재, 효성화학으로 인적분할되었음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
유동자산	4,093	4,119	4,217	4,048	4,631
현금성자산	445	527	513	432	501
매출채권및기타채권	1,927	1,963	1,945	1,849	2,142
재고자산	1,424	1,372	1,498	1,525	1,680
비유동자산	7,263	7,337	7,738	7,981	7,664
투자자산	472	525	700	731	810
유형자산	5,451	5,486	5,629	5,845	5,663
무형자산	440	410	453	420	318
자산총계	13,593	13,662	14,013	14,121	14,535
유동부채	7,133	7,226	6,718	6,883	7,601
매입채무및기타채무	1,472	1,559	1,599	1,885	2,152
단기차입금및단기사채	3,418	3,496	3,360	2,738	3,323
유동성장기부채	1,783	1,724	1,362	1,642	1,594
비유동부채	3,787	3,541	3,823	3,397	3,071
사채	1,141	748	1,179	1,228	1,166
장기차입금및금융부채	1,879	1,959	1,886	1,442	1,180
부채총계	10,919	10,767	10,541	10,280	10,672
지배주주지분	2,599	2,792	3,258	3,619	3,654
자본금	176	176	176	176	176
자본잉여금	456	450	454	448	447
기타자본	(35)	(35)	(36)	(36)	(36)
이익잉여금	2,043	2,256	2,660	2,972	3,143
비지배주주지분	75	103	214	222	210
자본총계	2,674	2,895	3,472	3,841	3,863

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동현금흐름	545	907	1,334	1,813	685
당기순이익	0	0	0	0	0
유형자산감가상각비	553	521	570	623	665
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	64	25	44	336	(715)
기타	(72)	361	720	854	735
투자활동현금흐름	(559)	(469)	(707)	(908)	(970)
유형자산투자	(640)	(777)	(702)	(903)	(704)
유형자산매각	45	18	45	49	7
투자자산순증	41	(105)	(91)	(92)	(212)
무형자산순증	(40)	5	(26)	(26)	(10)
기타	35	390	67	64	(51)
재무활동현금흐름	22	(380)	(656)	(999)	369
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	57	(335)	(561)	(865)	539
배당금지급	(36)	(44)	(88)	(116)	(166)
기타	1	(1)	(7)	(18)	(4)
기타현금흐름	0	25	16	13	(14)
현금의증가	8	82	(14)	(82)	69

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

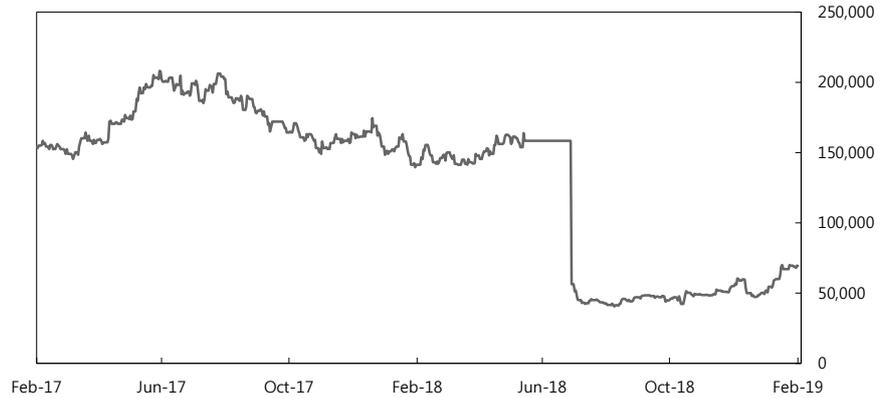
	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액	12,579	12,177	12,458	11,929	12,546
매출원가	11,095	10,566	10,430	9,771	10,654
매출총이익	1,484	1,612	2,029	2,158	1,892
판매관리비	998	1,011	1,078	1,142	1,121
영업이익	486	600	950	1,016	771
금융수익	398	274	396	451	443
이자수익	12	7	6	7	5
금융비용	574	577	721	680	509
이자비용	221	207	179	170	175
기타영업외손익	(39)	181	(39)	(119)	(328)
관계기업관련손익	(14)	(9)	11	28	7
세전계속사업이익	257	469	597	697	383
법인세비용	493	177	71	221	42
연결당기순이익	(236)	292	526	475	341
지배주주지분순이익	(229)	269	493	456	326
기타포괄이익	(60)	(36)	40	31	(132)
총포괄이익	(296)	256	566	507	209
지배주주지분포괄이익	(295)	232	533	484	203
EBITDA	1,039	1,121	1,520	1,640	1,435

주요투자지표

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
주당지표(원)					
EPS	(6,889)	8,093	14,809	13,692	9,786
BPS	74,979	80,481	93,757	104,035	105,012
DPS	1,000	2,000	3,500	5,000	5,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	(0.3)	(3.2)	2.3	(4.2)	5.2
영업이익증가율	117.8	23.6	58.3	7.0	(24.2)
순이익증가율	NM	NM	83.0	(7.5)	(28.5)
EPS증가율	NM	NM	83.0	(7.5)	(28.5)
EBITDA증가율	30.7	7.9	35.6	7.9	(12.5)
수익성(%)					
영업이익률	3.9	4.9	7.6	8.5	6.1
순이익률	(1.8)	2.2	4.0	3.8	2.6
EBITDA Margin	8.3	9.2	12.2	13.7	11.4
ROA	(1.7)	2.1	3.8	3.4	2.4
ROE	(8.3)	10.0	16.3	13.2	9.0
배당수익률	1.2	2.5	2.5	2.9	3.0
배당성향	NM	24.7	23.6	36.5	51.1
안정성					
순차입금(십억원)	7,654	7,356	7,219	6,593	6,671
차입금/자본총계비율(%)	307.5	274.7	225.0	184.3	188.1
Valuation(X)					
PER	NM	10.0	9.4	12.6	16.9
PBR	1.1	1.0	1.5	1.7	1.6
EV/EBITDA	9.8	8.8	7.6	7.3	8.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
효성 (004800)	2019.02.18	NR	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 15일 현재 효성 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.