



2017/07/31

효성(004800)

지배구조 변환 및 실적 개선 가시화

■ 올해 3분기부터 실적 턴어라운드 가시화 될 듯

동사는 올해 2분기 K-IFRS 연결기준 매출액 31,084억원(YoY+0.8% QoQ+8.3%), 영업이익 2,197억원(YoY-33.6% QoQ-5.4%)으로 부진한 실적을 기록하였다. 이는 섬유 및 산업자재 부문에서 원재료 가격상승에 따른 스프레드 회복이 지연 되었으며, 화학부문에서는 NF3 원가 상승 및 폴리케톤 재고평가 손실 170억원이 반영 되었을 뿐만 아니라 중공업부문에서 매출 이연에 따른 수익이 감소되었기 때문이다.

그러나 동사 올해 3분기 영업이익의 경우 2,830억원(YoY+14.1% QoQ+28.8%)으로 추정되면서 실적 턴어라운드가 가능할 것이다. 이는 섬유 및 산업자재 부문에서 원재료 가격상승에 따른 스프레드 회복이 가능할 것으로 예상되며, 화학부문에서 재고평가 손실 기저효과 및 PP 증설분 반영 뿐만 아니라 중공업부문의 이연된 매출이 3분기 발생이 기대되기 때문이다.

■ 조현준 회장 대표이사 선임으로 향후 지배구조 변환 가시화 될 듯

조현준 회장이 지난 7월 20일 이사회에서 동사 대표이사로 선임되었다. 이는 곧 효성그룹의 3세 경영 체제 본격화로 향후 지배구조 변환이 가시화 될 것으로 예상된다. 즉, 단일회사 이종적인 사업 포트폴리오에서 각각의 독자적인 사업역량을 강화하기 위하여, 현대중공업그룹과 같이 사업부문별로 인적분할 하여 지주회사로 전환할 가능성이 높아질 것이다.

또한 동사의 주주는 조현준 회장 14.2%를 비롯하여 조현상 사장 12.2%, 조석래 명예회장 10.2%, 송광자 외 특수관계인 0.8%, 국민연금 11.4%, 자사주 5.3%, 기타 45.9%로 분포되어 있다. 이에 따라 사업부문별 인적분할을 통한 지주회사 전환 이후, 지주회사에 대한 현물출자 등으로 인한 지분스왑 등을 통하여 조현준 회장 및 조현상 사장의 지분율을 상승시키는 동시에 3세 경영 체제가 본격화 될 것이다.

무엇보다 증설효과로 인한 실적증가가 가시화 될 것으로 예상되기 때문에 인적분할 할 수 있는 적절한 시기라고 판단된다. 사업부문별로 인적분할 하게 되면 각각의 사업부문 기업가치의 리레이팅이 일어날 수 있어서 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)	230,000원
종가(2017/07/28)	164,000원

Stock Indicator

자본금	176십억원
발행주식수	3,512만주
시가총액	5,759십억원
외국인지분율	28.0%
배당금(2016)	5,000원
EPS(2017E)	18,466원
BPS(2017E)	117,681원
ROE(2017E)	16.7%
52주 주가	123,000~176,000원
60일평균거래량	160,217주
60일평균거래대금	26.1십억원

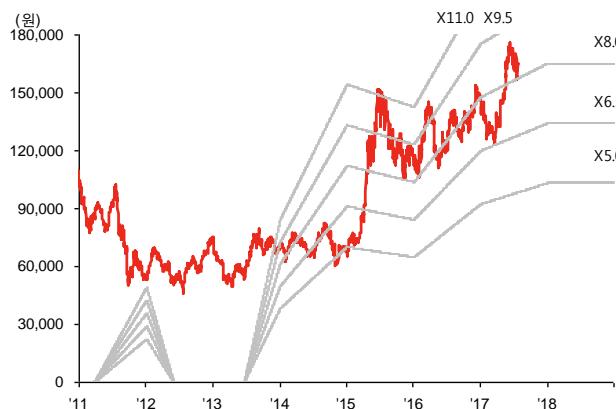
Price Trend



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	12,488	994	648	18,466	8.9	7.3	117,681	1.4	16.7	234.9
2018E	12,997	1,123	725	20,649	7.9	6.9	134,485	1.2	16.4	204.9
2019E	13,444	1,215	792	22,556	7.3	6.5	153,195	1.1	15.7	181.7

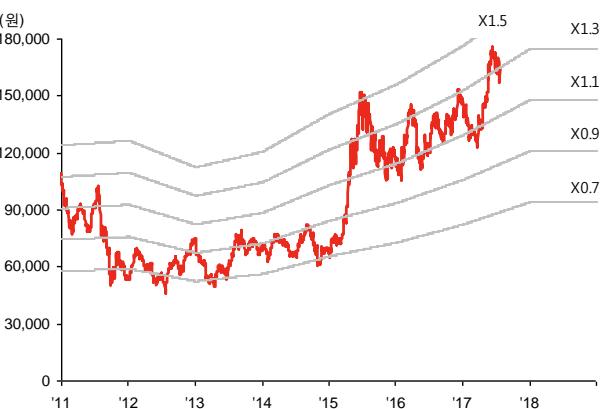
자료 : 효성, 하이투자증권 리서치센터

<그림 1> 효성 PER 밴드



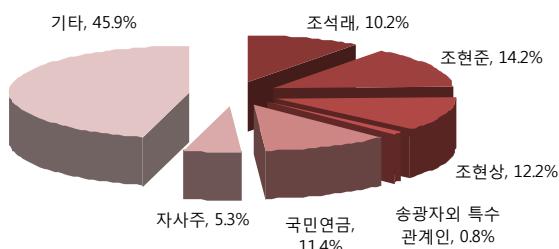
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 2> 효성 PER 밴드



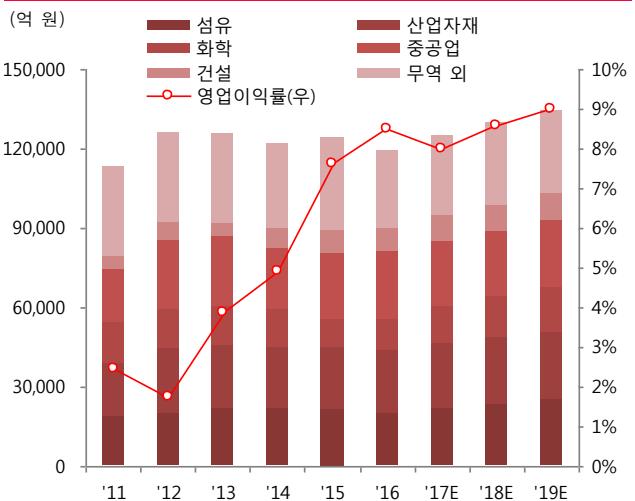
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 3> 효성 주주 분포(2017년 7월 14일 기준)



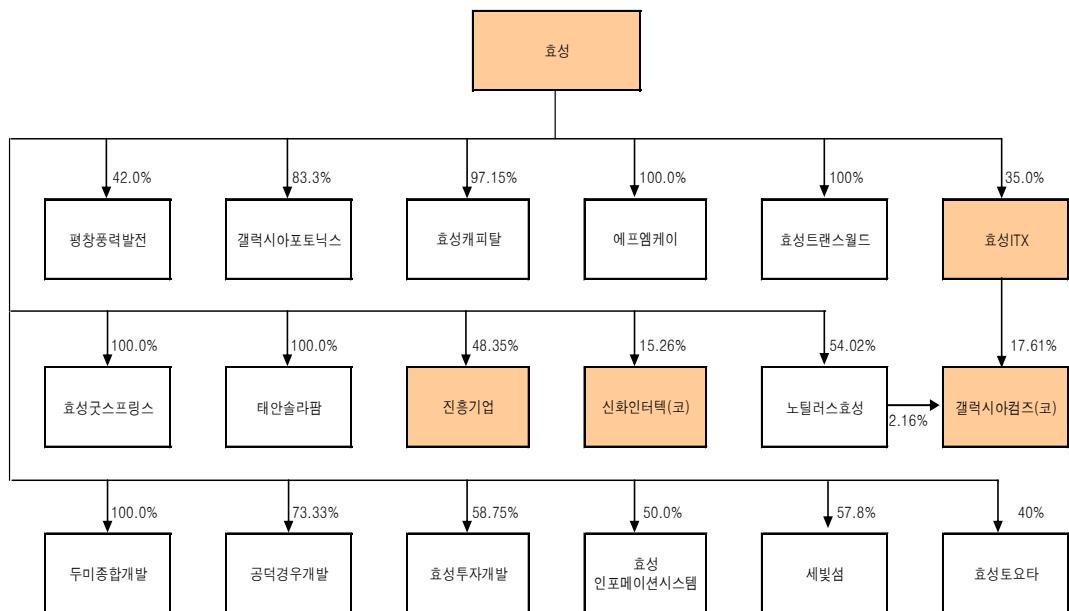
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 4> 효성 실적 추이



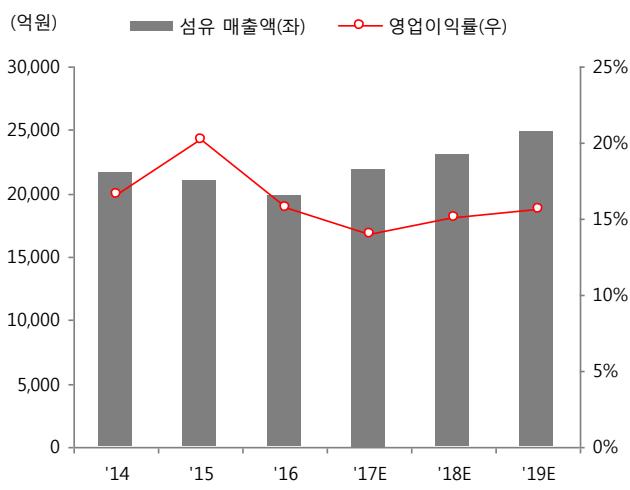
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 5> 효성그룹 지배구조



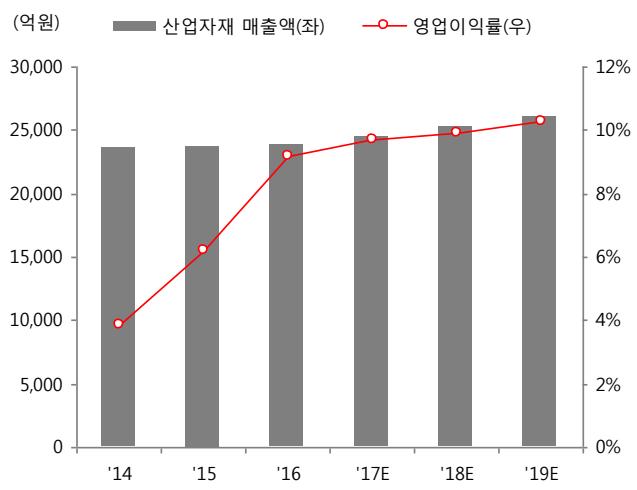
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 6> 섬유부문 실적 추이



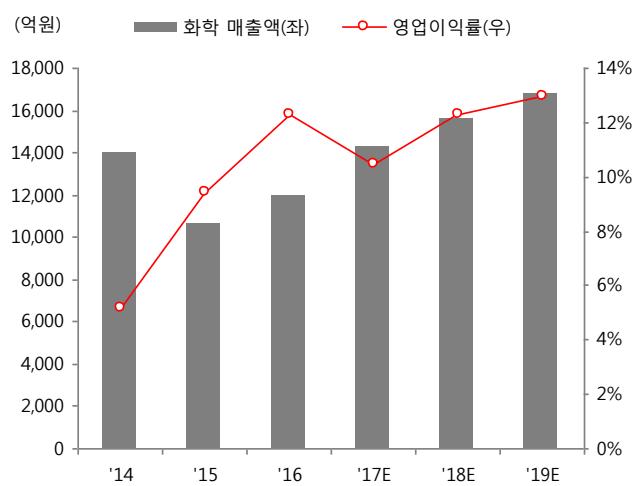
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 7> 산업자재부문 실적 추이



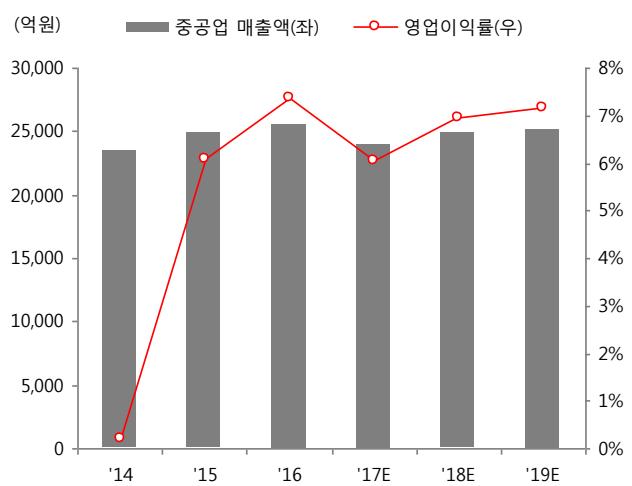
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 8> 화학부문 실적 추이



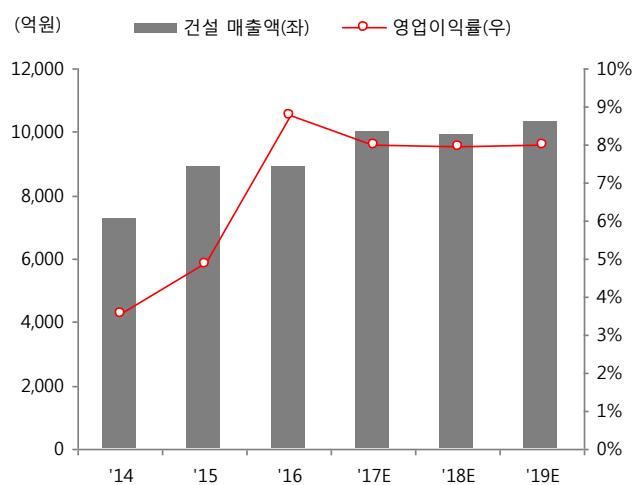
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 9> 중공업부문 실적 추이



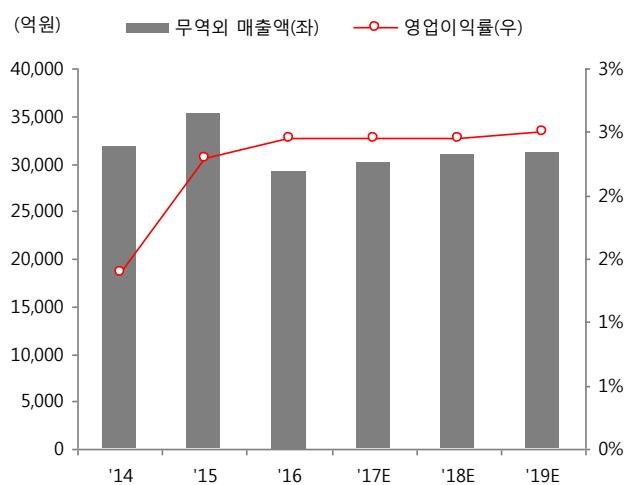
자료: 효성, 하이투자증권

<그림 10> 건설부문 실적 추이



자료: 효성, 하이투자증권

<그림 11> 무역외 실적 추이



자료: 효성, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		(단위:십억원)				포괄손익계산서		(단위:십억원, %)			
		2016	2017E	2018E	2019E			2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		4,048	5,237	6,335	7,552	매출액		11,929	12,488	12,997	13,444
현금 및 현금성자산		432	641	816	1,220	증가율(%)		-4.2	4.7	4.1	34
단기금융자산		55	49	52	58	매출원가		9,771	10,328	10,748	11,070
매출채권		1,849	2,729	3,509	4,033	매출총이익		2,158	2,160	2,248	2,375
재고자산		1,525	1,623	1,755	2,017	판매비와관리비		1,142	1,167	1,125	1,159
비유동자산		7,981	7,340	6,809	6,370	연구개발비		117	122	127	131
유형자산		5,845	5,198	4,661	4,216	기타영업수익		-	-	-	-
무형자산		420	420	420	420	기타영업비용		-	-	-	-
자산총계		14,121	14,668	15,235	16,013	영업이익		1,016	994	1,123	1,215
유동부채		6,883	6,902	6,861	6,961	증가율(%)		7.0	-2.2	13.1	8.2
매입채무		1,072	1,123	1,168	1,208	영업이익률(%)		8.5	8.0	8.6	9.0
단기차입금		2,738	2,538	2,238	2,038	이자수익		7	10	13	19
유동성장기부채		1,642	1,642	1,642	1,642	이자비용		170	165	158	153
비유동부채		3,397	3,387	3,377	3,367	지분법이익(손실)		-	-	-	-
사채		1,228	1,218	1,208	1,198	기타영업외손익		-119	5	-37	-39
장기차입금		1,434	1,434	1,434	1,434	세전계속사업이익		697	889	994	1,085
부채총계		10,280	10,288	10,238	10,327	법인세비용		221	215	241	263
지배주주지분		3,619	4,133	4,723	5,380	세전계속이익률(%)		5.8	7.1	7.6	8.1
자본금		176	176	176	176	당기순이익		475	673	753	823
자본잉여금		448	448	448	448	순이익률(%)		4.0	5.4	5.8	6.1
이익잉여금		2,996	3,478	4,037	4,663	지배주주귀속 순이익		456	648	725	792
기타자본항목		-36	-36	-36	-36	기타포괄이익		31	31	31	31
비지배주주지분		222	247	275	305	총포괄이익		507	705	784	854
자본총계		3,841	4,380	4,998	5,685	지배주주귀속총포괄이익		486	679	755	822

현금흐름표		(단위:십억원)			
		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		1,813	2,313	2,254	2,000
당기순이익		475	673	753	823
유형자산감가상각비		623	647	537	445
무형자산상각비		-	-	-	-
지분법관련손실(이익)		-	-	-	-
투자활동 현금흐름		-908	-21	-29	-33
유형자산의 처분(취득)		49	-	-	-
무형자산의 처분(취득)		41	-	-	-
금융상품의 증감		-106	204	177	410
재무활동 현금흐름		-999	-376	-476	-376
단기금융부채의증감		-342	-200	-300	-200
장기금융부채의증감		-10	-10	-10	-10
자본의증감		-	-	-	-
배당금지급		-135	-166	-166	-166
현금및현금성자산의증감		-82	210	175	404
기초현금및현금성자산		513	432	641	816
기말현금및현금성자산		432	641	816	1,220

주요투자지표		2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS		12,971	18,466	20,649	22,556
BPS		103,060	117,681	134,485	153,195
CFPS		30,722	36,889	35,931	35,233
DPS		5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation(배)					
PER		11.2	8.9	7.9	7.3
PBR		1.4	1.4	1.2	1.1
PCR		4.7	4.4	4.6	4.7
EV/EBITDA		7.1	7.3	6.9	6.5
Key Financial Ratio(%)					
ROE		13.2	16.7	16.4	15.7
EBITDA 이익률		13.7	13.1	12.8	12.4
부채비율		267.6	234.9	204.9	181.7
순부채비율		170.7	140.2	113.2	88.6
매출채권회전율(x)		6.3	5.5	4.2	3.6
재고자산회전율(x)		7.9	7.9	7.7	7.1

자료 : 효성, 하이투자증권 리서치센터



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이		
의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-06-05(담당자변경)	Buy	230,000
2016-04-25(담당자변경)	Buy	183,000

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 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2%	10.8%	-