

효성 (004800)

효스티앤에스의 실적호조로 고배당 가능할 듯

오너일가 계열분리를 위하여 인적분할로 2개 지주회사 체제로 재편됨⇒ 향후 오너일가 각각의 지주회사 지분 스왑 등을 통해 계열분리 이뤄질 듯

올해 7월 1일을 기점으로 하여 기존 지주회사인 동사와 신설 지주회사인 HS효성 등 2개 지주회사 체제로 재편되었다. 분할 비율은 순자산 장부가액 기준으로 동사 0.82 대 HS효성 0.18 등이다.

지주회사인 동사는 효스티앤씨, 효성중공업, 효성화학, 효스티앤에스, 효성ITX, 효성굿프링스 등이 주력 사업으로 남고, 조현준 효성그룹 회장이 이끌게 된다. 또한 신설 지주회사인 HS효성은 효성첨단소재를 주축으로 효성인포메이션시스템, 효성홀딩스USA, 효성도요타, 광주일보, 비나물류법인 등을 두게 되고, 조현상 효성그룹 부회장이 이끌게 된다. 이에 따라 동사와 HS효성 각각의 주주구성은 조현준 33.0%, 조현상 22.1%, 기타 특수관계인 2.7%, 국민연금 5.6%, 기타 36.6% 등으로 분포된다. 향후 계열 분리를 하기 위해서는 조현준 회장과 조현상 부회장 간의 지분정리가 필요하다. 즉, 조현준 회장은 HS효성 및 자회사의 지분율을, 조현상 부회장은 기존 효성그룹 및 자회사의 지분율을 3% 미만으로 낮춰야 한다.

특히 각각의 지주회사 지분의 경우 향후 조현준 회장과 조현상 부회장 간의 지분 스왑 등을 통해 오너 일가의 계열분리가 이뤄질 것이다.

효스티앤에스 실적 가속화 ⇒ 동사 고배당 기초 유지 기반 마련

올해 2분기 동사 연결자회사인 효스티앤에스 실적의 경우 매출액 3,822억원(+34.1 YoY, +55.7% QoQ), 영업이익 321억원(+129.3% YoY, 흑자전환 QoQ)으로 회복세가 가속화 되고 있다.

이는 미국 중소형 은행 및 Retail 시장 투자 축소에도 불구하고 Chase, BOA 등의 대형은행 판매 확대가 이어지고 있을 뿐만 아니라, 인도, 인도네시아, 독일, 포르투갈, 핀란드 등에서의 기수주 물량에 대한 매출인식이 본격화 되고 있기 때문이다.

향후에도 미국 Chase 은행, 인도, 인도네시아 등에서의 신규수주 물량 확대와 더불어 스페인, 프랑스, 폴란드 등 유럽 추가 고객 확보 등으로 인하여 매출이 성장하면서 실적 턴어라운드 가속화 될 것이다. 무엇보다 기수주 물량의 매출인식 본격화가 매출 성장의 토대를 마련할 것이다. 또한 국내 ATM 판가 상승 등도 수익성 개선에 일조를 할 것이다.

한편, 동사는 2018~2020년 DPS 5,000원, 2021년 DPS 6,500원, 2022년 DPS 4,500원 등 고배당 기초를 유지하였다. 그러나 지난해 자회사들의 실적 부진 등으로 인하여 2023년 DPS의 경우 3,000원으로 감소하였으며, 현금배당금총액 규모는 597억원이다.

인적분할로 인하여 효성첨단소재로부터 받는 배당수익 등을 제외하더라도 효성중공업이 배당을 개시하였을 뿐만 아니라 효스티앤에스 실적 개선을 통한 배당확대 등을 고려할 때 동사 현금배당금총액 규모로 500억원 이상의 재원이 마련될 것으로 예상된다. 이에 따라 적어도 DPS 3,000원 수준 유지가 가능할 것으로 전망된다. 올해 DPS 3,000원 수준을 가정하게 되면 현재 추가(8/2) 기준으로 배당수익률이 6.9%에 이르게 된다.

목표주가 60,000원으로 하향

동사에 대하여 투자이견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 60,000원으로 하향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.



Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	60,000원(하향)
추가(2024.08.02)	43,250원
상승여력	38.7%

Stock Indicator	
자본금	105십억원
발행주식수	1,674만주
시가총액	724십억원
외국인지분율	6.2%
52주 추가	43,250~69,900원
60일평균거래량	39,281주
60일평균거래대금	2.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-26.7	-27.9	-32.6	-33.3
상대수익률	-22.9	-27.6	-35.0	-35.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	3,437	3,619	3,710	3,807
영업이익(십억원)	94	128	152	174
순이익(십억원)	0	8	22	51
EPS(원)	3	441	1,326	3,052
BPS(원)	116,969	143,416	141,728	141,765
PER(배)	19,547.7	98.1	32.6	14.2
PBR(배)	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	0.0	0.3	0.9	2.2
배당수익률(%)	4.7	6.9	6.9	6.9
EV/EBITDA(배)	10.7	6.5	6.5	6.4

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

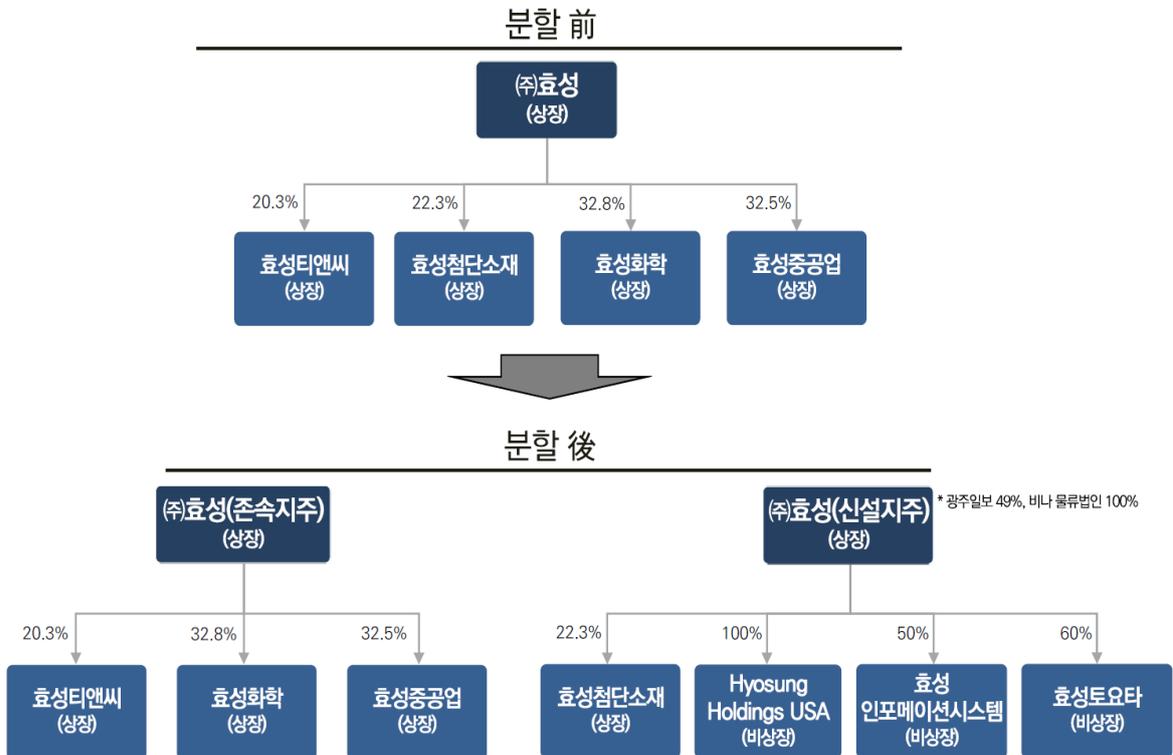
[지주/Mid-Small Cap]
이상현 2122-9198 value3@hi-ib.com

그림1. 효성그룹 사업분야



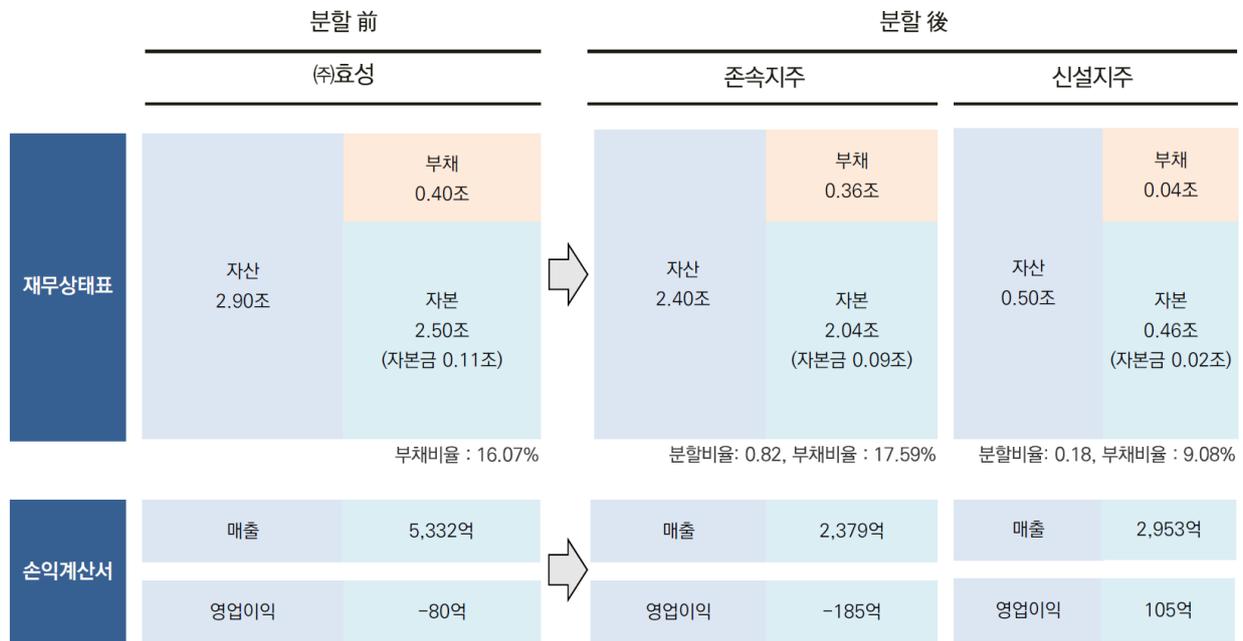
자료: 효성, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 분할 전후 지주회사 체계 구조



자료: 효성, 하이투자증권 리서치본부

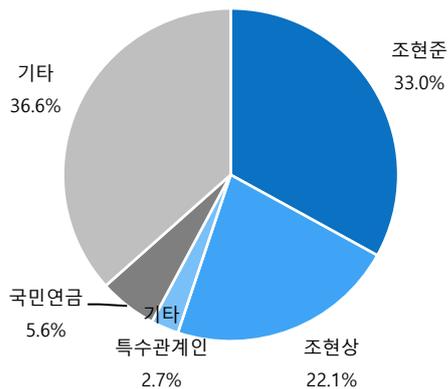
그림3. 분할 전후 재무구조



* 분할 전/후 재무상태표, 손익계산서는 2023년도 말 별도 기준 (최종 수치는 결산 상 변동 가능)

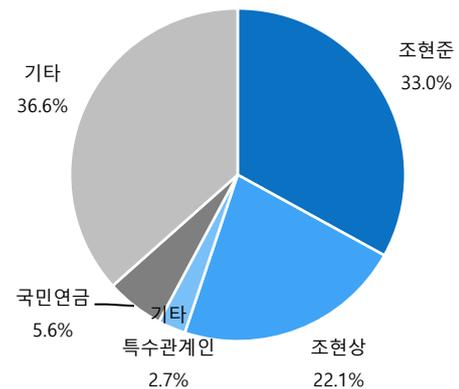
자료: 효성, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 효성 주주 구성



자료: 효성, 하이투자증권 리서치본부

그림5. HS 효성 주주구성



자료: HS효성, 하이투자증권 리서치본부

표1. 효성 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	9,841
순차입금	-330
NAV	10,171
발행주식수	16,740,407
주당 NAV(원)	60,757

자회사	지분율	자회사 가치
효성티앤씨	20.3%	2,154
효성중공업	32.5%	3,633
효성화학	33.0%	458
효성TX	35.0%	428
효성티앤에스	54.0%	1,399
효성굿스프링스	100.0%	726
기타		1,043

자료: 효성, 하이투자증권 리서치본부

그림6. 효성 배당총액 및 시가 배당률 추이



구분	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
지배지분순이익(억원)	2,692	4,927	4,555	3,256	33,578	1,037	(528)	4,358	156	1
배당금(원)	2,000	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	6,500	4,500	3,000
배당액(억원)	665	1,164	1,663	1,663	1,017	1,017	995	1,294	896	597
배당성향	0.25	0.24	0.37	0.51	0.03	0.98	-	0.30	5.74	875.36
* 시가(원)	70,000	118,500	150,000	140,000	59,500	84,300	80,900	104,000	76,700	68,300
시총(억원)	24,582	41,614	52,676	49,164	12,537	17,763	17,046	21,914	16,161	14,392

* 시가(원) : 해당 연도의 배당일 하루 전 종가를 기준으로 시가를 산정함.

자료: 효성, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

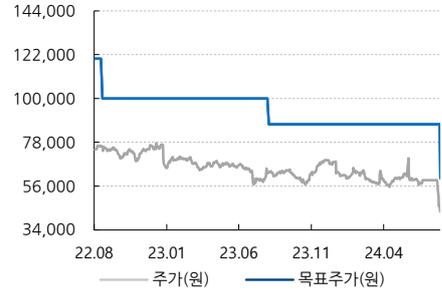
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,767	1,789	1,823	1,862	매출액	3,437	3,619	3,710	3,807
현금 및 현금성자산	148	177	221	249	증가율(%)	-7.6	5.3	2.5	2.6
단기금융자산	146	80	43	24	매출원가	3,028	3,160	3,227	3,302
매출채권	651	684	701	718	매출총이익	409	460	483	506
재고자산	778	820	840	862	판매비와관리비	314	331	331	332
비유동자산	3,322	3,278	3,258	3,257	연구개발비	17	18	18	19
유형자산	1,019	914	831	766	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	66	57	49	42	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	5,089	5,067	5,081	5,119	영업이익	94	128	152	174
유동부채	1,709	1,727	1,735	1,744	증가율(%)	45.4	35.9	18.6	14.1
매입채무	345	364	373	382	영업이익률(%)	2.7	3.5	4.1	4.6
단기차입금	798	798	798	798	이자수익	14	12	13	13
유동성장기부채	167	167	167	167	이자비용	86	86	86	86
비유동부채	604	604	604	604	지분이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	6	-18	-12	-4
장기차입금	159	159	159	159	세전계속사업이익	24	43	73	102
부채총계	2,313	2,330	2,339	2,348	법인세비용	24	10	17	23
자배주주지분	2,465	2,401	2,373	2,373	세전계속이익률(%)	0.7	1.2	2.0	2.7
자본금	105	84	84	84	당기순이익	0	33	56	79
자본잉여금	955	955	955	955	순이익률(%)	0.0	0.9	1.5	2.1
이익잉여금	6,319	6,277	6,249	6,250	자배주주귀속 순이익	0	8	22	51
기타자본항목	-4,915	-4,915	-4,915	-4,915	기타포괄이익	0	0	0	0
비자배주주지분	312	336	370	398	총포괄이익	-1	33	55	79
자본총계	2,776	2,737	2,742	2,771	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	399	206	221	221	주당지표(원)				
당기순이익	0	33	56	79	EPS	3	441	1,326	3,052
유형자산감가상각비	99	105	83	65	BPS	116,969	143,416	141,728	141,765
무형자산상각비	10	10	8	7	CFPS	5,165	6,543	6,746	7,337
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
투자활동 현금흐름	-105	-98	-129	-145	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-32	-	-	-	PER	19,547.7	98.1	32.6	14.2
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-	PBR	0.5	0.3	0.3	0.3
금융상품의 증감	-98	-71	-71	-71	PCR	12.3	6.6	6.4	5.9
재무활동 현금흐름	-287	-132	-101	-101	EV/EBITDA	10.7	6.5	6.5	6.4
단기금융부채의증감	-123	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	12	-	-	-	ROE	0.0	0.3	0.9	2.2
자본의증감	-	-22	-	-	EBITDA이익률	5.9	6.7	6.5	6.4
배당금지급	-125	-60	-50	-50	부채비율	83.3	85.1	85.3	84.7
현금및현금성자산의증감	4	29	44	28	순부채비율	29.9	31.7	31.4	30.7
기초현금및현금성자산	144	148	177	221	매출채권회전율(x)	5.2	5.4	5.4	5.4
기말현금및현금성자산	148	177	221	249	재고자산회전율(x)	4.1	4.5	4.5	4.5

자료 : 효성, 하이투자증권 리서치본부

효성 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자의건	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-08-22	Buy	100,000	-31.3%	-22.6%
2023-08-07	Buy	87,000	-29.9%	-19.7%
2024-08-05	Buy	60,000		



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-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.

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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral (중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%