



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(9/15): 152,000원

시가총액: 53,379억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

| | | |
|--------------|----------|------------|
| KOSPI (9/15) | | 2,386.07pt |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 176,000원 | 123,000원 |
| 등락률 | -13.64% | 23.58% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1W | -11.1% | -13.0% |
| 6M | 20.6% | 7.8% |
| 1Y | 20.2% | 0.7% |

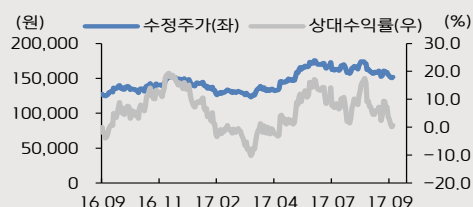
Company Data

| | |
|-------------|-----------------|
| 발행주식수 | 35,117천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 160천주 |
| 외국인 지분율 | 25.72% |
| 배당수익률(17E) | 3.29% |
| BPS(17E) | 114,804원 |
| 주요 주주 | 조현준 외 7인 37.48% |
| | 국민연금관리공단 11.37% |

투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 119,291 | 125,229 | 129,527 | 130,029 |
| 보고영업이익 | 10,163 | 9,415 | 10,631 | 11,341 |
| 핵심영업이익 | 10,163 | 9,415 | 10,631 | 11,341 |
| EBITDA | 16,397 | 15,047 | 16,635 | 17,726 |
| 세전이익 | 6,965 | 7,994 | 8,842 | 9,279 |
| 순이익 | 4,754 | 5,928 | 6,785 | 7,120 |
| 지배주주지분순이익 | 4,555 | 5,692 | 6,46 | 6,784 |
| EPS(원) | 12,971 | 16,207 | 18,407 | 19,317 |
| 증감률(%)YoY) | -7.5 | 24.9 | 13.6 | 4.9 |
| PER(배) | 11.2 | 9.4 | 8.3 | 7.9 |
| PBR(배) | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA(배) | 7.3 | 7.9 | 7.0 | 6.1 |
| 보고영업이익률(%) | 8.5 | 7.5 | 8.2 | 8.7 |
| 핵심영업이익률(%) | 8.5 | 7.5 | 8.2 | 8.7 |
| ROE(%) | 13.0 | 14.6 | 15.0 | 14.1 |
| 순부채비율(%) | 170.7 | 149.7 | 125.4 | 98.9 |

Price Trend



실적 Preview

호성 (004800)

3분기 영업이익, 전 분기 대비 18.8% 증가 전망



호성의 올해 3분기 영업이익은 2,611억원으로 전 분기 대비 18.8% 증가할 전망이다. 이연된 중공업/무역 외부문 매출 인식, 전 분기 폴리케톤 등 일회성 비용 발생 기저 효과 및 주력 제품군들의 신증설 효과가 발생할 것으로 전망되기 때문이다. 한편 동사는 배당주로서의 매력을 지속하는 가운데, 향후 인적분할/지주사 전환 등으로 기업가치 재평가가 전망됩니다.

>>> 3분기 영업이익, 전 분기 대비 증익 전망

호성의 올해 3분기 영업이익은 2,611억원으로 전 분기 대비 18.8% 증가할 전망이다. 1) 지난 2분기에서 이연된 중공업부문의 매출액이 3분기에 발생할 전망이며, 2) 전 분기 반영된 화학부문의 폴리케톤 재고평가손실 등 일회성 비용이 제거되고, 3) 폴리에스터/나일론의 호조세 지속 및 터키(+0.5만톤)/취저우(+1.5만톤) 스판덱스 증설 효과 등으로 섬유부문의 증익이 전망되며, 4) 일부 고객사 이슈로 지난 2분기 판매량이 감소하였던 PET 타이어코드도 올해 3분기에는 판매량이 정상화될 것으로 예상되고, 5) 무역 외부문은 지난 2분기에서 이연된 일부 BOA/모건항 매출액이 반영되며, 6) 건설부문은 주택에서 실적 호조세가 예상되고, 7) 화학부문 NF3 증설 효과가 본격적으로 반영될 것으로 전망되기 때문이다.

다만 올해 3분기 영업이익은 MEG/PTMG/MDI/프로판/HF 등 주력 제품군들의 원재료 가격 상승으로 시장 기대치 대비는 미달할 것으로 보인다.

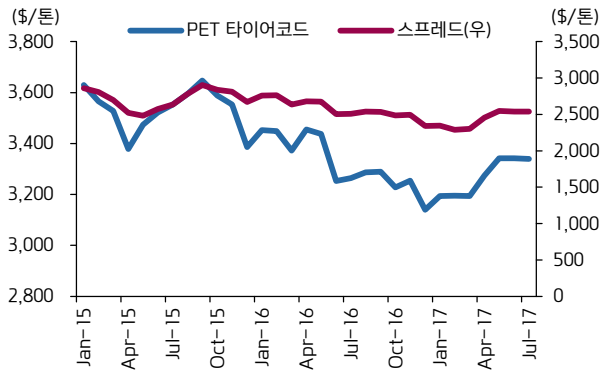
>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 20만원(유지)

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 20만원 유지한다.

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 스판덱스는 중국 취저우/터키 스판덱스 증설에 이어, 하반기에는 베트남(+1.5만톤), 중국(+2.4만톤)의 추가 증설로 물량 측면의 증가 효과가 예상되며, 2) 스틸코드도 하반기 증설(베트남)할 계획이며, 3) 올해 영업단위의 실적 개선은 제한되지만, 환손실 등 영업외단위의 일회성 비용의 감소로 순이익은 개선이 될 것으로 예상되어, 동사의 DPS 추정치는 5,000원으로 배당수익률은 3.3%를 기록하며 배당주로서의 매력을 지속할 것으로 예상되기 때문이다.

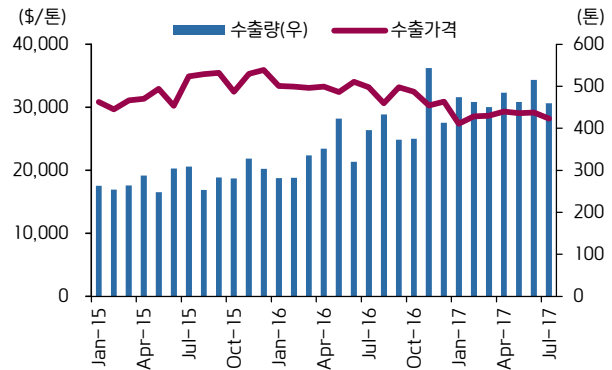
한편 동사는 9월 5일 조회공시 답변을 통하여 경영효율성 제고를 위하여 인적분할 및 지주회사 전환을 검토하고 있다고 언급하였다. 향후 현실화될 경우 기업가치 재평가 가능성이 높아 보인다. 특히 금융부문인 호성캐피탈의 계열사 제외 시 연결 기준 6조원대의 순차입금이 크게 감소하며, 주가에 약점으로 작용하였던 재무구조가 크게 개선될 전망이다.

국내 PET 타이어코드 가격 및 스프레드 추이(월별)



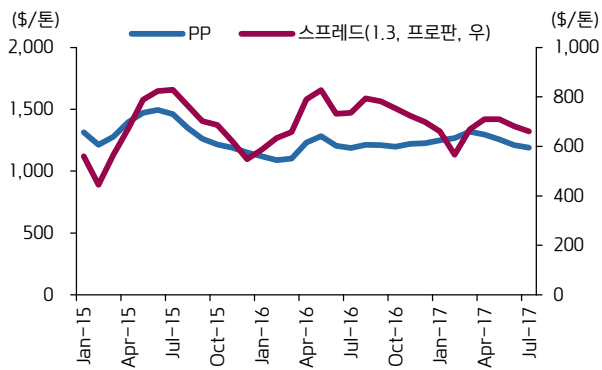
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 NF3 수출 추이(월별)



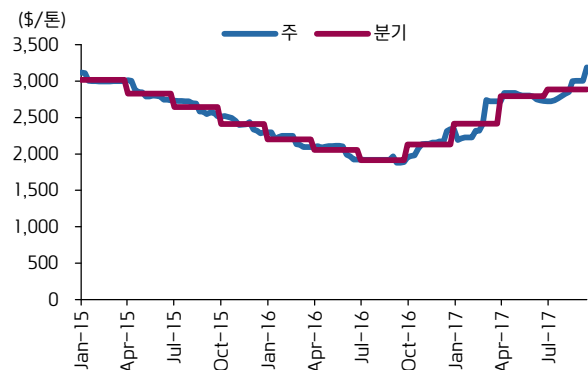
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 PP 가격 및 스프레드(PDH 통합) 추이(월별)



자료: KITA, 키움증권 리서치

중국 스판덱스 원재료비용 추이(주별, 분기별)



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

효성 실적 전망

| (십억원) | 2016 | | | | 2017 | | | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3QE | 4QE | Annual | Annual | Annual | Annual | Annual | |
| 매출액 | 섬유 | 485 | 516 | 480 | 499 | 480 | 549 | 564 | 692 | 2,169 | 2,105 | 1,979 | 2,286 | 2,471 |
| | 산업자재 | 627 | 622 | 568 | 567 | 620 | 604 | 597 | 566 | 2,361 | 2,375 | 2,384 | 2,387 | 2,329 |
| | 화학 | 281 | 305 | 308 | 300 | 366 | 349 | 352 | 348 | 1,399 | 1,068 | 1,194 | 1,416 | 1,443 |
| | 중공업 | 542 | 703 | 547 | 766 | 488 | 545 | 532 | 761 | 2,349 | 2,493 | 2,557 | 2,326 | 2,438 |
| | 건설 | 204 | 198 | 214 | 278 | 222 | 286 | 218 | 284 | 723 | 891 | 892 | 1,010 | 1,040 |
| | 무역 외 | 675 | 739 | 725 | 783 | 695 | 776 | 768 | 860 | 3,176 | 3,527 | 2,922 | 3,099 | 3,231 |
| | 합계 | 2,813 | 3,082 | 2,842 | 3,192 | 2,871 | 3,108 | 3,032 | 3,511 | 12,177 | 12,458 | 11,929 | 12,523 | 12,953 |
| 영업이익 | 섬유 | 87 | 93 | 67 | 65 | 70 | 73 | 79 | 78 | 361 | 426 | 312 | 300 | 317 |
| | 산업자재 | 44 | 74 | 54 | 47 | 66 | 53 | 64 | 60 | 91 | 147 | 219 | 242 | 290 |
| | 화학 | 17 | 40 | 42 | 49 | 32 | 22 | 32 | 32 | 73 | 101 | 147 | 118 | 171 |
| | 중공업 | 42 | 84 | 24 | 39 | 24 | 27 | 32 | 39 | 5 | 152 | 189 | 123 | 128 |
| | 건설 | 18 | 19 | 30 | 12 | 19 | 25 | 30 | 13 | 26 | 43 | 78 | 86 | 89 |
| | 무역 외 | 14 | 22 | 32 | 4 | 21 | 20 | 24 | 7 | 44 | 81 | 72 | 73 | 68 |
| | 합계 | 222 | 331 | 248 | 215 | 232 | 220 | 261 | 228 | 600 | 950 | 1,016 | 941 | 1,063 |

자료: 효성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 124,585 | 119,291 | 125,229 | 129,527 | 130,029 |
| 매출원가 | 104,298 | 97,710 | 104,374 | 107,067 | 106,010 |
| 매출총이익 | 20,287 | 21,581 | 20,854 | 22,460 | 24,019 |
| 판매비및일반관리비 | 10,785 | 11,418 | 11,440 | 11,829 | 12,678 |
| 영업이익(보고) | 9,502 | 10,163 | 9,415 | 10,631 | 11,341 |
| 영업이익(핵심) | 9,502 | 10,163 | 9,415 | 10,631 | 11,341 |
| 영업외손익 | -3,529 | -3,198 | -1,421 | -1,789 | -2,062 |
| 이자수익 | 58 | 73 | 45 | 46 | 47 |
| 배당금수익 | 6 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 3,009 | 3,889 | 3,950 | 3,800 | 3,792 |
| 이자비용 | 1,793 | 1,703 | 1,734 | 1,989 | 2,200 |
| 외환손실 | 4,519 | 4,669 | 3,840 | 3,861 | 3,886 |
| 관계기업지분법손익 | 115 | 283 | 56 | 58 | 58 |
| 투자및기타자산처분손익 | 634 | 119 | 35 | 38 | 38 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | -610 | -160 | 458 | 226 | 196 |
| 기타 | -428 | -1,032 | -391 | -107 | -107 |
| 법인세차감전이익 | 5,973 | 6,965 | 7,994 | 8,842 | 9,279 |
| 법인세비용 | 714 | 2,211 | 2,066 | 2,057 | 2,159 |
| 유효법인세율 (%) | 12.0% | 31.7% | 25.8% | 23.3% | 23.3% |
| 당기순이익 | 5,259 | 4,754 | 5,928 | 6,785 | 7,120 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 4,927 | 4,555 | 5,692 | 6,464 | 6,784 |
| EBITDA | 15,202 | 16,397 | 15,047 | 16,635 | 17,726 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 10,960 | 10,988 | 11,561 | 12,789 | 13,505 |
| 수정당기순이익 | 5,237 | 4,783 | 5,556 | 6,584 | 6,942 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 2.3 | -4.2 | 5.0 | 3.4 | 0.4 |
| 영업이익(보고) | 58.3 | 7.0 | -7.4 | 12.9 | 6.7 |
| 영업이익(핵심) | 58.3 | 7.0 | -7.4 | 12.9 | 6.7 |
| EBITDA | 35.6 | 7.9 | -8.2 | 10.5 | 6.6 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 83.0 | -7.5 | 24.9 | 13.6 | 4.9 |
| EPS | 83.0 | -7.5 | 24.9 | 13.6 | 4.9 |
| 수정순이익 | 210.0 | -8.7 | 16.2 | 18.5 | 5.4 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 13,565 | 18,310 | 13,399 | 15,796 | 18,405 |
| 당기순이익 | 5,973 | 6,965 | 5,928 | 6,785 | 7,120 |
| 감가상각비 | 5,701 | 6,234 | 5,633 | 6,004 | 6,385 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | 1,235 | 223 | -110 | 61 | 94 |
| 자산처분손익 | 20 | 20 | -35 | -38 | -38 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | -56 | -58 | -58 |
| 영업활동자산부채 증감 | 661 | 3,542 | 2,438 | 3,612 | 5,504 |
| 기타 | -24 | 1,326 | -400 | -569 | -602 |
| 투자활동현금흐름 | -7,086 | -9,074 | -10,283 | -10,384 | -9,515 |
| 투자자산의 처분 | -170 | -903 | -1,332 | -947 | -68 |
| 유형자산의 처분 | 452 | 487 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -7,022 | -9,033 | -9,484 | -9,959 | -9,959 |
| 무형자산의 처분 | -260 | -258 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -85 | 633 | 534 | 522 | 511 |
| 재무활동현금흐름 | -6,774 | -10,182 | 7,079 | 7,457 | 7,361 |
| 단기차입금의 증가 | -4,831 | -7,385 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | -985 | -1,454 | 8,536 | 8,963 | 8,963 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -878 | -1,349 | -1,663 | -1,663 | -1,663 |
| 기타 | -81 | 7 | 207 | 158 | 62 |
| 현금및현금성자산의순증가 | -137 | -816 | 10,195 | 12,870 | 16,251 |
| 기초현금및현금성자산 | 5,269 | 5,133 | 4,317 | 14,512 | 27,382 |
| 기말현금및현금성자산 | 5,133 | 4,317 | 14,512 | 27,382 | 43,633 |
| Gross Cash Flow | 12,904 | 14,768 | 10,960 | 12,185 | 12,901 |
| Op Free Cash Flow | 7,445 | 7,422 | 5,685 | 7,715 | 10,527 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 42,172 | 40,484 | 52,480 | 66,653 | 83,056 |
| 현금및현금성자산 | 5,133 | 4,317 | 14,512 | 27,382 | 43,633 |
| 유동금융자산 | 787 | 545 | 572 | 592 | 594 |
| 매출채권및유동채권 | 21,269 | 20,354 | 21,368 | 22,101 | 22,187 |
| 재고자산 | 14,983 | 15,248 | 16,007 | 16,556 | 16,620 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 20 | 21 | 22 | 22 |
| 비유동자산 | 97,960 | 100,724 | 106,081 | 111,142 | 114,886 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 2,585 | 2,702 | 2,837 | 2,934 | 2,945 |
| 투자자산 | 33,787 | 34,514 | 35,794 | 36,703 | 36,750 |
| 유형자산 | 56,288 | 58,450 | 62,302 | 66,256 | 69,830 |
| 무형자산 | 4,527 | 4,201 | 4,201 | 4,201 | 4,201 |
| 기타비유동자산 | 774 | 856 | 947 | 1,048 | 1,160 |
| 자산총계 | 140,132 | 141,208 | 158,561 | 177,795 | 197,942 |
| 유동부채 | 67,183 | 68,831 | 72,981 | 77,832 | 83,480 |
| 매입채무및기타유동채무 | 19,283 | 22,728 | 26,788 | 31,574 | 37,216 |
| 단기차입금 | 33,602 | 27,381 | 27,381 | 27,381 | 27,381 |
| 유동성장기차입금 | 13,622 | 16,423 | 16,423 | 16,423 | 16,423 |
| 기타유동부채 | 677 | 2,299 | 2,388 | 2,453 | 2,461 |
| 비유동부채 | 38,228 | 33,965 | 42,903 | 52,166 | 61,207 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 3,867 | 3,933 | 4,128 | 4,270 | 4,287 |
| 사채및장기차입금 | 30,559 | 26,622 | 35,158 | 44,120 | 53,083 |
| 기타비유동부채 | 3,801 | 3,411 | 3,617 | 3,775 | 3,837 |
| 부채총계 | 105,411 | 102,796 | 115,884 | 129,998 | 144,687 |
| 자본금 | 1,756 | 1,756 | 1,756 | 1,756 | 1,756 |
| 주식발행초과금 | 1,308 | 1,308 | 1,308 | 1,308 | 1,308 |
| 이익잉여금 | 26,604 | 29,963 | 34,087 | 38,980 | 44,190 |
| 기타자본 | 2,914 | 3,165 | 3,165 | 3,165 | 3,165 |
| 지배주주지분자본총계 | 32,583 | 36,192 | 40,316 | 45,209 | 50,419 |
| 비지배주주지분자본총계 | 2,139 | 2,220 | 2,360 | 2,589 | 2,835 |
| 자본총계 | 34,721 | 38,412 | 42,676 | 47,798 | 53,254 |
| 순차입금 | 71,863 | 65,564 | 63,877 | 59,950 | 52,660 |
| 총차입금 | 77,783 | 70,426 | 78,962 | 87,925 | 96,887 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 14,030 | 12,971 | 16,207 | 18,407 | 19,317 |
| BPS | 92,782 | 103,060 | 114,804 | 128,737 | 143,574 |
| 주당EBITDA | 43,290 | 46,692 | 42,849 | 47,369 | 50,477 |
| CFPS | 31,209 | 31,288 | 32,920 | 36,417 | 38,457 |
| DPS | 3,500 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 8.4 | 11.2 | 9.4 | 8.3 | 7.9 |
| PBR | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 7.6 | 7.3 | 7.9 | 7.0 | 6.1 |
| PCFR | 3.8 | 4.7 | 4.6 | 4.2 | 4.0 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 7.6 | 8.5 | 7.5 | 8.2 | 8.7 |
| 영업이익률(핵심) | 7.6 | 8.5 | 7.5 | 8.2 | 8.7 |
| EBITDA margin | 12.2 | 13.7 | 12.0 | 12.8 | 13.6 |
| 순이익률 | 4.2 | 4.0 | 4.7 | 5.2 | 5.5 |
| 자기자본이익률(ROE) | 16.5 | 13.0 | 14.6 | 15.0 | 14.1 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 11.5 | 9.6 | 9.9 | 11.1 | 12.0 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 303.6 | 267.6 | 271.5 | 272.0 | 271.7 |
| 순차입금비율 | 207.0 | 170.7 | 149.7 | 125.4 | 98.9 |
| 이자보상배율(배) | 5.3 | 6.0 | 5.4 | 5.3 | 5.2 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 5.8 | 5.7 | 6.0 | 6.0 | 5.9 |
| 재고자산회전율 | 8.7 | 7.9 | 8.0 | 8.0 | 7.8 |
| 매입채무회전율 | 6.5 | 5.7 | 5.1 | 4.4 | 3.8 |

Compliance Notice

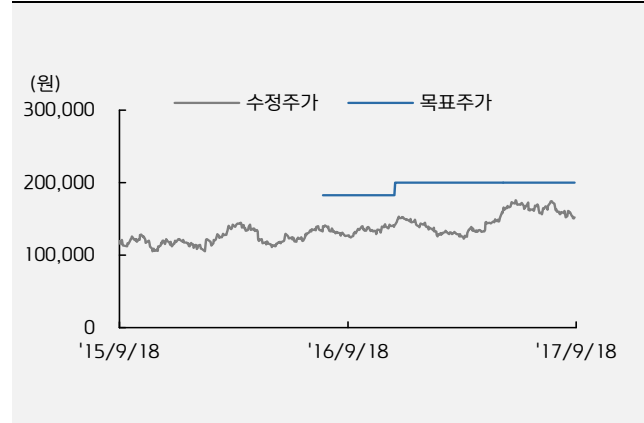
- 당사는 9월 15일 현재 '효성' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 사원 | 과리율(%) | |
|----------------|------------|-----------------|----------|----------------------|------------|------------|
| | | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| 효성 (004800) | 2016/08/09 | BUY(Reinitiate) | 183,000원 | 6개월 | -28.1 | -23.0 |
| | 2016/10/05 | BUY(Maintain) | 183,000원 | 6개월 | -27.4 | -23.0 |
| | 2016/10/26 | BUY(Maintain) | 183,000원 | 6개월 | -26.6 | -21.9 |
| | 2016/12/02 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월 | -27.7 | -23.3 |
| | 2017/02/03 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월 | -31.3 | -23.3 |
| | 2017/04/04 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월 | -31.6 | -23.3 |
| | 2017/04/26 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월 | -30.1 | -16.0 |
| | 2017/07/21 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월 | -16.6 | -12.0 |
| | 2017/08/02 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월 | -17.7 | -12.0 |
| | 2017/09/18 | BUY(Maintain) | 200,000원 | 6개월 | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 172 | 97.73% |
| 중립 | 4 | 2.27% |
| 매도 | 0 | 0.00% |