



## BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(11/9): 134,500원

시가총액: 47,233억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/9)	2,550.57pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	176,000원
등락률	-23.58%
수익률	절대
1W	-7.6%
6M	-8.2%
1Y	2.7%
	상대
	N/A
	-17.5%
	-21.2%

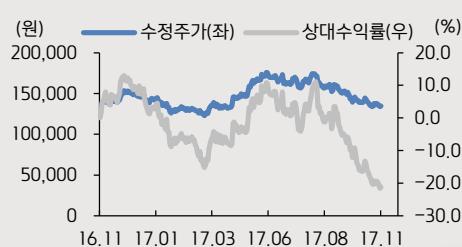
## Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	157천주
외국인 지분율	24.45%
배당수익률(17E)	3.72%
BPS(17E)	114,972원
주요 주주	조현준 외 7인 국민연금관리공단
	37.48% 11.37%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	119,291	127,277	134,150	135,064
보고영업이익	10,163	8,214	9,388	10,283
핵심영업이익	10,163	8,214	9,388	10,283
EBITDA	16,397	13,847	15,392	16,668
세전이익	6,965	6,350	7,036	7,655
순이익	4,754	5,824	5,488	5,971
자체주주지분순이익	4,555	5,750	5,527	6,012
EPS(원)	12,971	16,375	15,738	17,121
증감률(%YoY)	-7.5	26.2	-3.9	8.8
PER(배)	11.2	8.2	8.5	7.9
PBR(배)	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.3	8.1	7.2	6.3
보고영업이익률(%)	8.5	6.5	7.0	7.6
핵심영업이익률(%)	8.5	6.5	7.0	7.6
ROE(%)	13.0	14.4	12.3	12.3
순부채비율 (%)	170.7	152.6	137.0	113.6

## Price Trend



## 실적 Review

## 효성 (004800)

## 내년 물량 증가 효과를 고려할 시점



효성의 올해 3분기 영업이익은 1,707억원을 기록하며, 시장 기대치를 하회하였습니다. 전반적인 원재료 가격 상승에 따른 원가 부담 및 일부 일회성 비용이 발생하였기 때문입니다. 다만 동사는 올해 순이익의 개선세 지속으로 배당주로서의 매력을 지속하는 가운데, 내년 주력 제품군(스판덱스, PP, 타이어코드, NF3)의 증설 효과를 고려할 시점으로 보입니다.

## &gt;&gt; 3분기 영업이익, 시장 기대치 하회

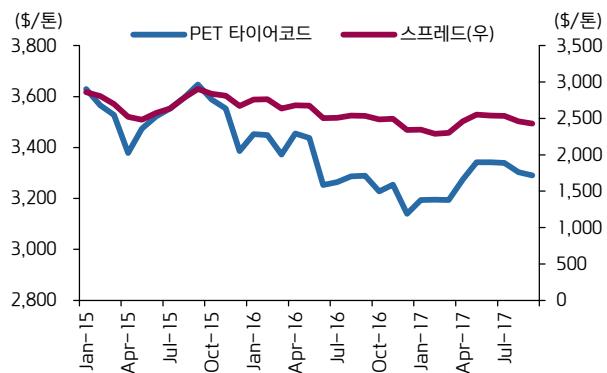
효성의 올해 3분기 실적은 매출액 3조1,192억원(YoY +9.7%, QoQ -0.3%), 영업이익 1,707억원(YoY -31.1%, QoQ -22.3%)을 기록하며, 시장 기대치(영업이익 2,331억원)를 하회하였다. 이는 전반적인 원재료(PTMEG/MDI/프로판/HF/전기동 등) 가격 상승에 따른 원가 부담 확대 및 일부 일회성 비용(정보통신 미회수 매출채권 대손처리, 중국 스판덱스 공장 트러블 등)이 발생하였기 때문이다.

사업부문별로는 1) 섬유부문 영업이익은 스판덱스 판가 개선에도 불구하고, PTMEG/MDI/카프로락탐 가격 상승에 따른 스프레드 축소 및 광동 스판덱스 생산 차질 등으로 전 분기 대비 32.2% 감소한 493억원을 기록하였다. 2) 산업자재부문 영업이익은 에어백 사업은 정상화되고 있으나, 고객사 파업 효과 및 원재료 가격 상승으로 전 분기 대비 24.0% 감소한 399억원을 기록하였다. 3) 화학부문 영업이익은 주요 원재료인 프로판/모노불산 가격 상승에도 불구하고, PP 증설 효과에 따른 판매량 확대로 전 분기 대비 114.9% 증가한 475억원을 기록하였다. 4) 중공업부문 영업이익은 전기동 가격 상승과 주요 고객사의 프로젝트 지연으로 전 분기 대비 95.3% 감소한 13억원을 기록하였다. 5) 건설부문 영업이익은 공사비 절감과 기존 수주의 대형 현장 조기 공사로 전 분기 대비 4.8% 증가한 4.8% 증가한 260억원을 기록하였다. 6) 무역 외부문은 양호한 영업여건이 지속되었으나, 노틸러스 효성의 장기여신 대손상 각 처리로 전 분기 대비 66.8% 감소한 67억원을 기록하였다. 한편 대규모 법인세환급으로 올해 3분기 당기순이익은 전 분기 대비 48.0% 증가한 1,921억원을 기록하였다.

## &gt;&gt; 내년 주력 제품의 증설 효과를 고려하자

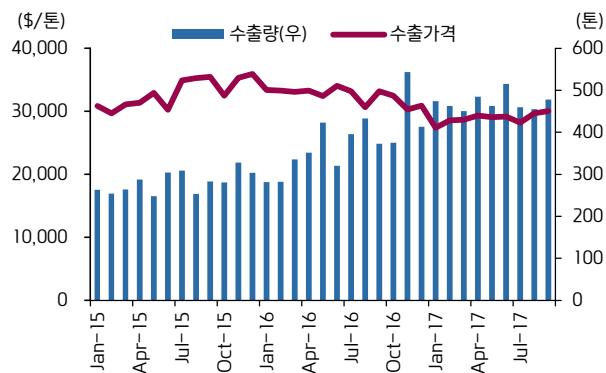
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 20만원 유지한다. 3분기 실적 부진에도 불구하고, 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 1) 올해 스판덱스(중국/터키/베트남), PP(한국), 스틸코드(베트남), NF3(한국/중국) 증설 효과가 내년에 본격적으로 실적에 반영될 것으로 전망되고, 2) 올해 영업이익 감소에도 일부 요인으로 순이익은 증가할 것으로 예상되며, 배당주로서의 매력을 지속할 것으로 예상되기 때문이다.

## 국내 PET 타이어코드 가격 및 스프레드 추이(월별)



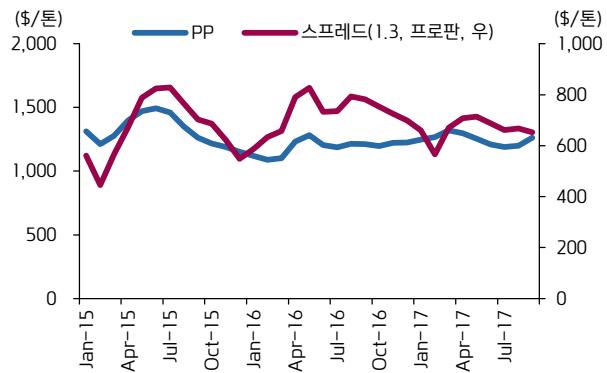
자료: KITA, 키움증권 리서치

## 국내 NF3 수출 추이(월별)



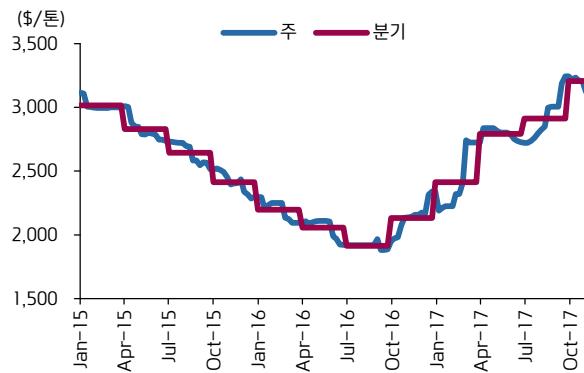
자료: KITA, 키움증권 리서치

## 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	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual							
매출액	섬유	485	516	480	499	480	549	539	720	2,169	2,105	1,979	2,288	2,573		
	산업자재	627	622	568	567	620	604	592	582	2,361	2,375	2,384	2,398	2,394		
	화학	281	305	308	300	366	349	391	396	1,399	1,068	1,194	1,501	1,635		
	중공업	542	703	547	766	488	545	522	761	2,349	2,493	2,557	2,316	2,438		
	건설	204	198	214	278	222	286	301	284	723	891	892	1,093	1,040		
	무역 외	675	739	725	783	695	776	775	886	3,176	3,527	2,922	3,132	3,334		
합계		2,813	3,082	2,842	3,192	2,871	3,108	3,119	3,629	12,177	12,458	11,929	12,728	13,415		
영업이익	섬유	87	93	67	65	70	73	49	51	361	426	312	243	276		
	산업자재	44	74	54	47	66	53	40	37	91	147	219	195	195		
	화학	17	40	42	49	32	22	48	56	73	101	147	158	271		
	중공업	42	84	24	39	24	27	1	15	5	152	189	68	49		
	건설	18	19	30	12	19	25	26	13	26	43	78	82	77		
	무역 외	14	22	32	4	21	20	7	27	44	81	72	75	71		
합계		222	331	248	215	232	220	171	199	600	950	1,016	821	939		

자료: 효성, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	124,585	119,291	127,277	134,150	135,064
매출원가	104,298	97,710	107,424	112,511	111,612
매출총이익	20,287	21,581	19,853	21,639	23,452
판매비및일반관리비	10,785	11,418	11,639	12,251	13,169
영업이익(보고)	9,502	10,163	8,214	9,388	10,283
영업이익(핵심)	9,502	10,163	8,214	9,388	10,283
영업외손익	-3,529	-3,198	-1,864	-2,352	-2,629
이자수익	58	73	45	48	49
배당금수익	6	2	0	0	0
외환이익	3,009	3,889	3,950	3,800	3,792
이자비용	1,793	1,703	1,734	1,990	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	-834	-671	-675
법인세차감전이익	5,973	6,965	6,350	7,036	7,655
법인세비용	714	2,211	527	1,548	1,684
유효법인세율 (%)	12.0%	31.7%	8.3%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,259	4,754	5,824	5,488	5,971
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	5,750	5,527	6,012
EBITDA	15,202	16,397	13,847	15,392	16,668
현금순이익(Cash Earnings)	10,960	10,988	11,457	11,492	12,356
수정당기순이익	5,237	4,783	5,452	5,288	5,793
증감율(% YoY)					
매출액	2.3	-4.2	6.7	5.4	0.7
영업이익(보고)	58.3	7.0	-19.2	14.3	9.5
영업이익(핵심)	58.3	7.0	-19.2	14.3	9.5
EBITDA	35.6	7.9	-15.6	11.2	8.3
지배주주지분 당기순이익	83.0	-7.5	26.2	-3.9	8.8
EPS	83.0	-7.5	26.2	-3.9	8.8
수정순이익	210.0	-8.7	14.0	-3.0	9.5

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	42,172	40,484	52,014	64,436	79,617
현금및현금성자산	5,133	4,317	13,426	23,764	38,667
유동금융자산	787	545	582	613	617
매출채권및유동채권	21,269	20,354	21,717	22,890	23,046
재고자산	14,983	15,248	16,268	17,147	17,264
기타유동비금융자산	0	20	21	22	23
비유동자산	97,960	100,724	106,592	112,296	116,142
장기매출채권및기타비유동채권	2,585	2,702	2,883	3,039	3,059
투자자산	33,787	34,514	36,259	37,752	37,893
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	158,606	176,732	195,759
유동부채	67,183	68,831	73,012	77,901	83,556
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	2,419	2,523	2,536
비유동부채	38,228	33,965	43,022	52,434	61,498
장기매입채무및비유동채무	3,867	3,933	4,196	4,423	4,453
사채및장기차입금	30,559	26,622	35,158	44,120	53,083
기타비유동부채	3,801	3,411	3,668	3,891	3,963
부채총계	105,411	102,796	116,034	130,335	145,055
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	34,146	38,095	42,518
기타자본	2,914	3,165	3,165	3,165	3,165
지배주주지분자본총계	32,583	36,192	40,375	44,325	48,748
비지배주주지분자본총계	2,139	2,220	2,197	2,073	1,957
자본총계	34,721	38,412	42,572	46,397	50,704
순차입금	71,863	65,564	64,954	63,547	57,603
총차입금	77,783	70,426	78,962	87,925	96,887

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13,565	18,310	12,735	13,797	17,143
당기순이익	5,973	6,965	5,824	5,488	5,971
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	1,879	2,908	5,391
기타	-24	1,326	-400	-569	-602
투자활동현금흐름	-7,086	-9,074	-10,757	-10,980	-9,611
투자자산의 처분	-170	-903	-1,806	-1,543	-163
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	7,130	7,522	7,371
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	258	222	72
현금및현금성자산의순증가	-137	-816	9,109	10,338	14,903
기초현금및현금성자산	5,269	5,133	4,317	13,426	23,764
기말현금및현금성자산	5,133	4,317	13,426	23,764	38,667
Gross Cash Flow	12,904	14,768	10,856	10,889	11,752
Op Free Cash Flow	7,445	7,422	4,221	6,070	9,613

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	14,030	12,971	16,375	15,738	17,121
BPS	92,782	103,060	114,972	126,218	138,813
주당EBITDA	43,290	46,692	39,431	43,831	47,464
CFPS	31,209	31,288	32,623	32,726	35,184
DPS	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	8.4	11.2	8.2	8.5	7.9
PBR	1.3	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.6	7.3	8.1	7.2	6.3
PCFR	3.8	4.7	4.1	4.1	3.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.5	6.5	7.0	7.6
영업이익률(핵심)	7.6	8.5	6.5	7.0	7.6
EBITDA margin	12.2	13.7	10.9	11.5	12.3
순이익률	4.2	4.0	4.6	4.1	4.4
자기자본이익률(ROE)	16.5	13.0	14.4	12.3	12.3
투하자본이익률(ROIC)	11.5	9.6	8.6	9.7	10.7
안정성(%)					
부채비율	303.6	267.6	272.6	280.9	286.1
순차입금비율	207.0	170.7	152.6	137.0	113.6
이자보상배율(배)	5.3	6.0	4.7	4.7	4.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.7	6.1	6.0	5.9
재고자산회전율	8.7	7.9	8.1	8.0	7.9
매입채무회전율	6.5	5.7	5.1	4.6	3.9

## Compliance Notice

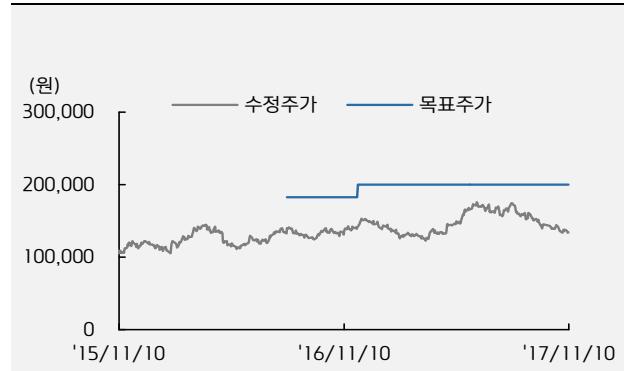
- 당사는 11월 9일 현재 '효성' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	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	-19.2	-16.3
	2017/08/02	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-19.4	-12.8
	2017/09/18	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-22.0	-12.8
	2017/10/16	BUY(Maintain)	200,000원	6개월	-24.0	-12.8
	2017/11/10	BUY(Maintain)	200,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

## 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 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%