



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(11/14): 129,000원

시가총액: 45,302억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/14)	2,526.64pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	176,000원	123,000원
등락률	-26.70%	4.88%
수익률	절대	상대
1W	-7.2%	-9.1%
6M	-12.5%	-20.9%
1Y	-6.9%	-27.2%

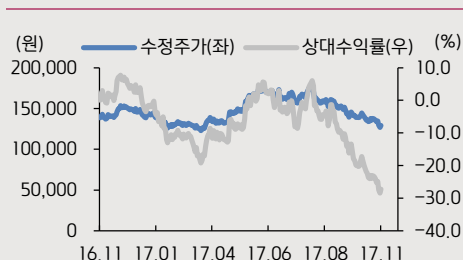
Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	168천주
외국인 지분율	24.16%
배당수익률(17E)	3.88%
BPS(17E)	115,395원
주요 주주	조현준 외 7인
	국민연금관리공단
	37.48%
	10.95%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	119,291	127,107	133,698	134,511
보고영업이익	10,163	8,374	9,668	10,559
핵심영업이익	10,163	8,374	9,668	10,559
EBITDA	16,397	14,007	15,433	16,539
세전이익	6,965	6,531	7,396	8,052
순이익	4,754	5,971	5,769	6,281
지배주주지분순이익	4,555	5,899	5,810	6,325
EPS(원)	12,971	16,798	16,543	18,010
증감률(%YoY)	-7.5	29.5	-1.5	8.9
PER(배)	11.2	7.7	7.8	7.2
PBR(배)	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	7.3	7.7	6.7	5.8
보고영업이익률(%)	8.5	6.6	7.2	7.8
핵심영업이익률(%)	8.5	6.6	7.2	7.8
ROE(%)	13.0	14.7	12.9	12.8
순부채비율(%)	170.7	145.7	125.4	98.8

Price Trend



기업브리프

효성 (004800)

NDR 후기: (주)효성의 마지막 배당을 받아봅시다



효성에 대해 2월에 사고, 8월에 파는 매매 전략은 내년에는 적용되기 어려워 보입니다. 1) 52주 최저가 수준까지 빠진 주가, 2) 올해 순이익 개선에 따른 배당주로서의 매력, 3) 올해/내년 주력 제품 공격적 증설에 따른 물량 증가 효과, 4) 지주사 전환에 따른 기업가치 재평가 등을 고려할 필요가 있기 때문입니다. 또한 올해 4분기는 전 사업부문의 고른 개선세로 지난 두 분기 동안의 실적 하락이 마감될 전망입니다.

>>> 4분기, 실적에 대한 신뢰 회복 구간

효성의 올해 4분기 영업이익은 2,147억원으로 전 분기 대비 25.8% 증가할 전망이다. 프로판 성수기에 따른 PDH 수익성 감소 및 타이어코드 비수기 영향에도 불구하고, 전 사업부문의 고른 개선세가 예상되기 때문이다. 1) 섬유부문은 주요 원재료 가격(특히 MDI)이 하락세를 보이고 있는 가운데, 9월부터 가동을 시작한 베트남 스판덱스 1.5만톤의 증설 분이 4분기부터 본격 반영되고, 전 분기 광동 스판덱스 생산 차질에 따른 기저 효과가 발생할 전망이다. 2) 산업자재부문은 DuraFiber의 노후 PET 타이어코드 설비 폐쇄로 인한 반사 수해 등으로 타이어 업체 재고 감축 등 계절적 비수기 영향에도, 견조한 실적을 지속할 전망이다. 3) 화학부문은 9월부터 가동한 PP 14만톤의 증설 분의 온기 반영, 동절기 에어컨 냉매 수요 감소에 따른 무수불산(HF) 가격 하락 및 전 분기 NF3/탄소섬유의 일부 생산 차질에 따른 기저 효과 등으로 견고한 이익 추세가 이어질 것으로 보인다. 4) 무역 외부문은 FMK, 캐피탈의 영업 개선세가 지속되고 있고, 전 분기 발생한 대규모 일회성 비용(노틸러스 효성 대손상각 처리, 약 250억원)의 제거로 큰 폭의 실적 개선이 전망된다.

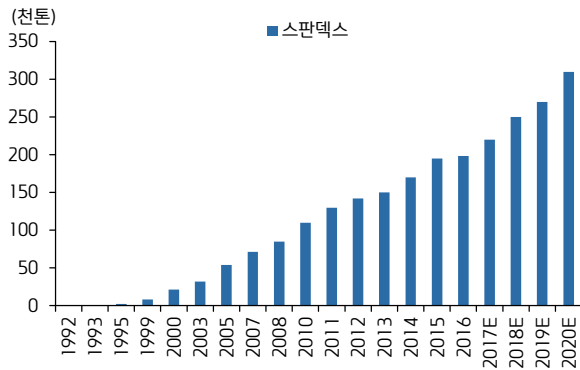
>>> 내년, 주력 제품의 증설 효과를 고려할 시점

동사의 내년 주력 제품의 물량 증가 효과를 고려할 시점이다. 올해 증설한 스판덱스 5.5만톤, 스틸코드 2.4만톤(국내에서 베트남으로 이설), NF3 2개 라인, 타이어코드 3.2만톤이 내년부터 실적에 온기 반영되기 때문이다. 또한 동사는 내년에도 주력 제품 군의 업황을 고려해, PP 리벳핑, NF3/스판덱스 증설 등을 추가 검토하고 있는 것을 보인다. 특히 화학부문의 주력인 PP는 증설로 인하여 외형이 올해 8천억원에서 내년 1조원 수준으로 증가할 전망이다. 한편 동사는 베트남 정부 승인을 완료한 베트남 PP/PDH(각각 60만톤)도 내년부터 본격적으로 건설에 들어갈 것으로 보인다. 총 12억 달러가 투자되는 이번 프로젝트는 인근 해안에서 프로판 조달 및 자체 LPG 저장소/부두 건설하여 향후 프로판 가격 변동에 따른 PDH 운영 리스크를 헷지 가능할 전망이다.

>>> 배당주로서의 매력 보유

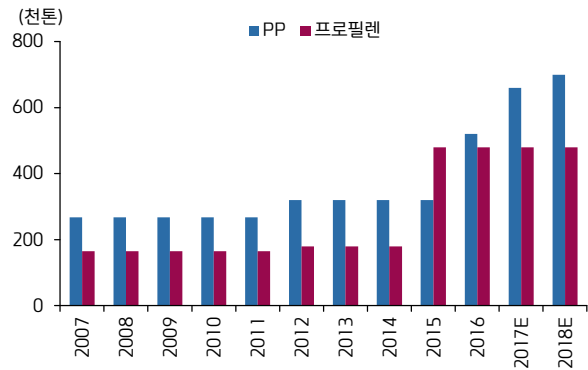
올해는 작년 대비 영업이익 감소에도 불구하고, 환손실 감소 및 일회성 이익 증가로 순이익은 증가할 전망이다. 이에 올해 배당금은 보수적으로도 작년 수준에 결정되며, 배당주로서의 매력(배당수익률: 3.88%)을 유지할 전망이다.

효성 스판덱스 생산능력 추이



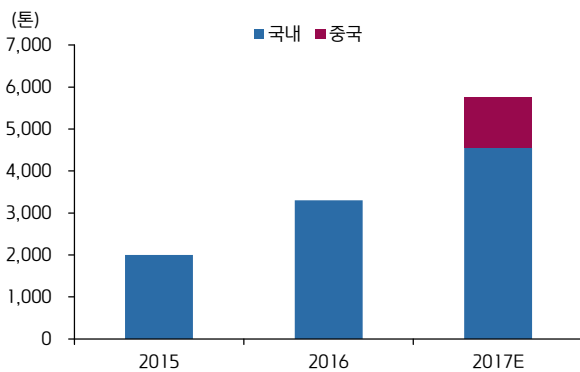
자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 PP/PDH 생산능력 추이



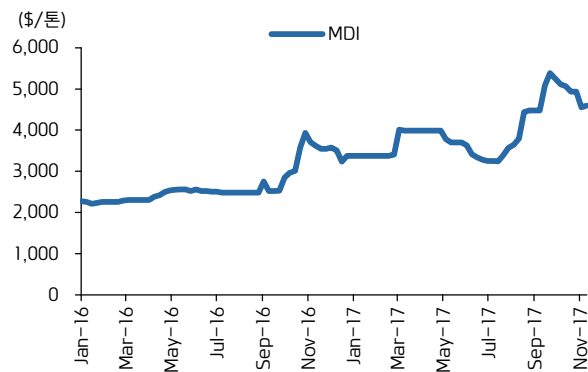
자료: 효성, KPIA, 키움증권 리서치

효성 NF3 생산능력 추이



자료: 효성, 키움증권 리서치

중국 MDI(Monomeric) 가격 추이



자료: 씨스켄, 키움증권 리서치

효성 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E	2018E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual
섬유	485	516	480	499	480	549	539	672	2,169	2,105	1,979	2,240	2,379
산업자재	627	622	568	567	620	604	592	560	2,361	2,375	2,384	2,376	2,308
화학	281	305	308	300	366	349	391	440	1,399	1,068	1,194	1,545	1,810
매출액	542	703	547	766	488	545	522	750	2,349	2,493	2,557	2,304	2,394
건설	204	198	214	278	222	286	301	364	723	891	892	1,173	1,208
무역 외	675	739	725	783	695	776	775	827	3,176	3,527	2,922	3,073	3,271
합계	2,813	3,082	2,842	3,192	2,871	3,108	3,119	3,612	12,177	12,458	11,929	12,711	13,370
섬유	87	93	67	65	70	73	49	61	361	426	312	253	311
산업자재	44	74	54	47	66	53	40	37	91	147	219	195	195
화학	17	40	42	49	32	22	48	48	73	101	147	150	238
영업이익	42	84	24	39	24	27	1	15	5	152	189	68	48
건설	18	19	30	12	19	25	26	33	26	43	78	102	105
무역 외	14	22	32	4	21	20	7	21	44	81	72	69	69
합계	222	331	248	215	232	220	171	215	600	950	1,016	837	967

자료: 효성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	124,585	119,291	127,107	133,698	134,511
매출원가	104,298	97,710	107,110	111,819	110,837
매출총이익	20,287	21,581	19,997	21,879	23,674
판매비및일반관리비	10,785	11,418	11,622	12,211	13,115
영업이익(보고)	9,502	10,163	8,374	9,668	10,559
영업이익(핵심)	9,502	10,163	8,374	9,668	10,559
영업외손익	-3,529	-3,198	-1,844	-2,272	-2,507
이자수익	58	73	45	47	49
배당금수익	6	2	0	0	0
외환이익	3,009	3,889	3,950	3,800	3,792
이자비용	1,793	1,703	1,714	1,912	2,081
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	-833	-668	-673
법인세차감전이익	5,973	6,965	6,531	7,396	8,052
법인세비용	714	2,211	560	1,627	1,772
유효법인세율 (%)	12.0%	31.7%	8.6%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,259	4,754	5,971	5,769	6,281
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	5,899	5,810	6,325
EBITDA	15,202	16,397	14,007	15,433	16,539
현금순이익(Cash Earnings)	10,960	10,988	11,604	11,534	12,261
수정당기순이익	5,237	4,783	5,599	5,569	6,103
증감율(% YoY)					
매출액	2.3	-4.2	6.6	5.2	0.6
영업이익(보고)	58.3	7.0	-17.6	15.4	9.2
영업이익(핵심)	58.3	7.0	-17.6	15.4	9.2
EBITDA	35.6	7.9	-14.6	10.2	7.2
지배주주지분 당기순이익	83.0	-7.5	29.5	-1.5	8.9
EPS	83.0	-7.5	29.5	-1.5	8.9
수정순이익	210.0	-8.7	17.1	-0.5	9.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13,565	18,310	12,929	13,915	17,076
당기순이익	5,973	6,965	5,971	5,769	6,281
감가상각비	5,701	6,234	5,633	5,765	5,980
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	1,925	2,985	5,419
기타	-24	1,326	-400	-569	-602
투자활동현금흐름	-7,086	-9,074	-8,233	-8,956	-7,629
투자자산의 처분	-170	-903	-1,767	-1,478	-139
유형자산의 처분	452	487	0	0	0
유형자산의 취득	-7,022	-9,033	-7,000	-8,000	-8,000
무형자산의 처분	-260	-258	0	0	0
기타	-85	633	534	522	511
재무활동현금흐름	-6,774	-10,182	4,890	5,752	5,606
단기차입금의 증가	-4,831	-7,385	0	0	0
장기차입금의 증가	-985	-1,454	6,300	7,200	7,200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-878	-1,349	-1,663	-1,663	-1,663
기타	-81	7	254	215	70
현금및현금성자산의순증가	-137	-816	9,586	10,711	15,053
기초현금및현금성자산	5,269	5,133	4,317	13,903	24,614
기말현금및현금성자산	5,133	4,317	13,903	24,614	39,667
Gross Cash Flow	12,904	14,768	11,004	10,930	11,657
Op Free Cash Flow	7,445	7,422	6,872	8,078	11,403

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	42,172	40,484	52,440	65,149	80,449
현금및현금성자산	5,133	4,317	13,903	24,614	39,667
유동금융자산	787	545	581	611	615
매출채권및유동채권	21,269	20,354	21,688	22,813	22,951
재고자산	14,983	15,248	16,247	17,089	17,193
기타유동비금융자산	0	20	21	22	22
비유동자산	97,960	100,724	104,065	107,980	110,247
장기매출채권및기타비유동채권	2,585	2,702	2,879	3,029	3,047
투자자산	33,787	34,514	36,221	37,650	37,767
유형자산	56,288	58,450	59,817	62,053	64,073
무형자산	4,527	4,201	4,201	4,201	4,201
기타비유동자산	774	856	947	1,048	1,160
자산총계	140,132	141,208	156,505	173,129	190,696
유동부채	67,183	68,831	73,009	77,894	83,548
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	2,417	2,516	2,528
비유동부채	38,228	33,965	40,776	48,409	55,705
장기매입채무및기타유동채무	3,867	3,933	4,190	4,408	4,434
사채및장기차입금	30,559	26,622	32,922	40,122	47,322
기타비유동부채	3,801	3,411	3,664	3,879	3,949
부채총계	105,411	102,796	113,785	126,303	139,253
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	34,294	38,526	43,261
기타자본	2,914	3,165	3,165	3,165	3,165
지배주주지분자본총계	32,583	36,192	40,524	44,755	49,490
비지배주주지분자본총계	2,139	2,220	2,196	2,070	1,953
자본총계	34,721	38,412	42,720	46,826	51,443
순차입금	71,863	65,564	62,242	58,701	50,844
총차입금	77,783	70,426	76,726	83,926	91,126

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	14,030	12,971	16,798	16,543	18,010
BPS	92,782	103,060	115,395	127,445	140,928
주당EBITDA	43,290	46,692	39,887	43,946	47,096
CFPS	31,209	31,288	33,043	32,844	34,914
DPS	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	8.4	11.2	7.7	7.8	7.2
PBR	1.3	1.4	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	7.6	7.3	7.7	6.7	5.8
PCFR	3.8	4.7	3.9	3.9	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.5	6.6	7.2	7.8
영업이익률(핵심)	7.6	8.5	6.6	7.2	7.8
EBITDA margin	12.2	13.7	11.0	11.5	12.3
순이익률	4.2	4.0	4.7	4.3	4.7
자기자본이익률(ROE)	16.5	13.0	14.7	12.9	12.8
투자자본이익률(ROIC)	11.5	9.6	9.0	10.5	11.8
안정성(%)					
부채비율	303.6	267.6	266.4	269.7	270.7
순차입금비율	207.0	170.7	145.7	125.4	98.8
이자보상배율(배)	5.3	6.0	4.9	5.1	5.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.7	6.0	6.0	5.9
재고자산회전율	8.7	7.9	8.1	8.0	7.8
매입채무회전율	6.5	5.7	5.1	4.6	3.9

Compliance Notice

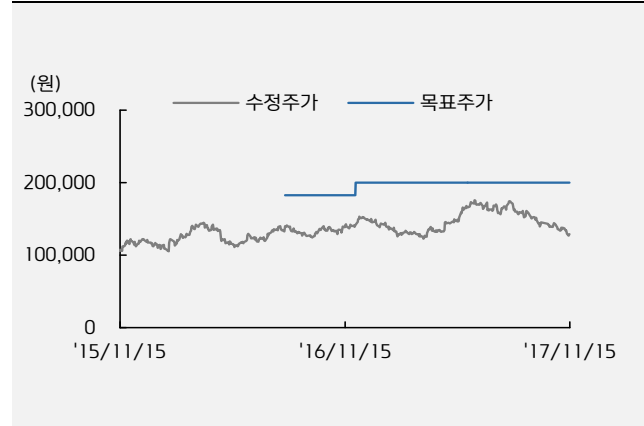
- 당사는 11월 14일 현재 '효성' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	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	-24.5	-12.8
	2017/11/15	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 (2016/10/01~2017/09/30)

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