



## BUY(Maintain)

목표주가: 165,000원  
주가(4/25): 125,500원  
시가총액: 43,897억원

## 화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/25)	2,448.81pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	176,000원	118,000원
등락률	-28.98%	5.93%
수익률	절대	상대
1W	4.2%	2.8%
6M	-9.7%	-8.1%
1Y	-7.4%	-16.9%

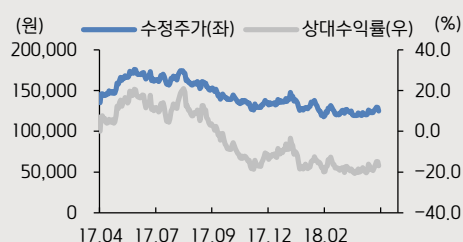
## Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	147천주
외국인 지분율	20.34%
배당수익률(18E)	4.00%
BPS(18E)	113,154원
주요 주주	조현준 외 7인 37.81%
	국민연금관리공단 10.16%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	119,291	125,464	127,625	126,691
보고영업이익	10,163	7,708	7,536	8,331
핵심영업이익	10,163	7,708	7,536	8,331
EBITDA	16,397	14,354	13,484	14,494
세전이익	6,965	3,828	5,823	6,366
순이익	4,754	3,408	4,542	4,965
지배주주지분순이익	4,555	3,256	4,775	5,219
EPS(원)	12,971	9,271	13,596	14,863
증감률(%YoY)	-7.5	-28.5	46.7	9.3
PER(배)	11.2	15.0	9.2	8.4
PBR(배)	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.3	8.2	7.8	6.9
보고영업이익률(%)	8.5	6.1	5.9	6.6
핵심영업이익률(%)	8.5	6.1	5.9	6.6
ROE(%)	13.0	8.8	11.3	11.5
순부채비율(%)	170.7	172.6	153.0	128.5

## Price Trend



## 실적 Review

## 효성 (004800)

## 4분기만에 증익 전환



효성의 올해 1분기 영업이익은 1,622억원으로 시장 기대치에 부합하였습니다. 수출주에 부정적인 환율 효과, 원재료 가격 상승 등 실적에 부정적인 요인이 존재하였지만, 타이어보강재의 판가 전가 및 건설부문 수익성 개선에 기인합니다. 또한 올해 2분기는 스판덱스 성수기에 따른 판매 물량 증가, 화학부문 원재료 가격 하락 및 타이어코드 증설 효과 등으로 핵심 제품들의 수익성이 큰 폭으로 증가할 전망입니다.

## &gt;&gt;&gt; 1분기 영업이익, 시장 기대치 부합

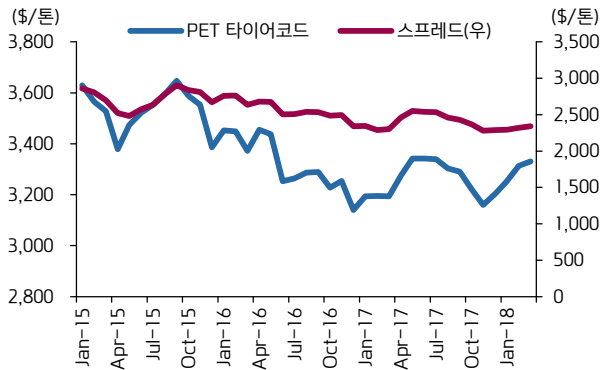
효성의 올해 1분기 실적은 매출액 3조986억원(YoY +7.9%, QoQ -10.1%), 영업이익 1,622억원(YoY -30.2%, QoQ +9.6%)으로 시장 기대치에 부합하였다. 수출주에 부정적인 환율 효과, 원재료 가격 상승 및 화학부문 PDH 정기보수에 따른 물량 감소에도 불구하고, 타이어보강재의 판가 전가 및 건설부문의 수익성 개선에 기인한다.

부문별로는 1) 섬유부문 영업이익은 524억원으로 전 분기 대비 9.8% 감소하였다. 중국을 제외한 타 지역 스판덱스 스프레드가 개선되었지만, 나일론/폴리에스터 원재료 가격 상승에 따른 원가 부담 가중, 중국 춘철 연휴 기간 스판덱스 재고 물량 증가에 기인한다. 2) 산업자재부문 영업이익은 463억원으로 전 분기 대비 172.4% 증가하였다. 원재료 가격 상승에도 불구하고, 타이어코드(PET/스틸)는 제품 판매량 증가 및 판가 인상이 적용되었고, 탄소섬유/아라미드의 손실폭이 큰 폭으로 감소하였기 때문이다. 3) 화학부문 영업이익은 232억원으로 전 분기 대비 24.7% 감소하였다. PDH의 정기보수 진행으로 물량 측면의 훼손이 있었고, 모노불산 가격 상승 및 고객사 가동률 하락으로 NF3 실적이 감소하였기 때문이다. 4) 중공업부문 영업이익은 45억원으로 전 분기 대비 63.7% 감소하였다. 전력시장 부진 및 기전 주요 프로젝트 지연에 따른 수주 감소에 기인한다. 5) 건설부문 영업이익은 98억원으로 전 분기 대비 21.0% 증가하였다. 원가 절감 및 안정성 위주의 수주 확대 때문이다. 6) 무역외 부문 영업이익은 98억원으로 전 분기 대비 9.6% 증가하였다. 노틸러스효성의 신규 고객 확대와 효성캐피탈의 배당 등 투자수익 증가에 기인한다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기, 핵심 제품들의 수익 개선 전망

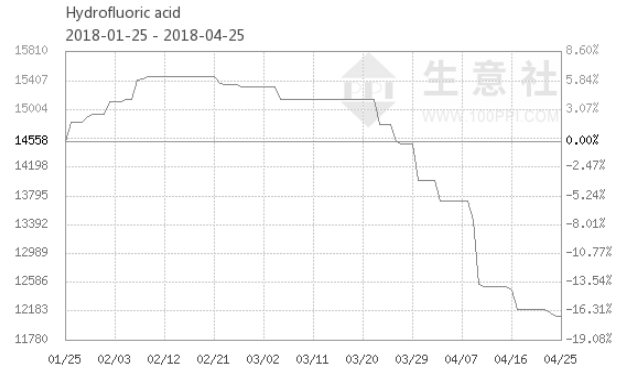
동사의 올해 2분기 영업이익은 핵심 제품들의 수익 개선으로 2,040억원을 기록하며, 전 분기 대비 25.8% 증가할 전망이다. 1) 동사의 주력 제품 중 하나인 스판덱스는 2분기 성수기에 들어가며, 판매량이 20% 이상 증가할 전망이며, MDI 등 원재료 가격의 하향으로 수익성 개선이 예상된다. 2) 산업자재부문의 타이어코드는 판가 인상이 지속되는 가운데, 4월 1.4만톤의 증설분이 가동에 들어가기 때문이다. 3) 화학부문은 PP 수익성 개선, NF3 원재료 가격 하락 및 중국 공장 인증의 단계적 진행으로 전 분기 대비 증익폭이 클 전망이다. 동사는 최근 주가 하락으로 매력적인 주가 구간에 있는 것으로 판단된다.

## 국내 PET 타이어코드 가격 및 스프레드 추이(월별)



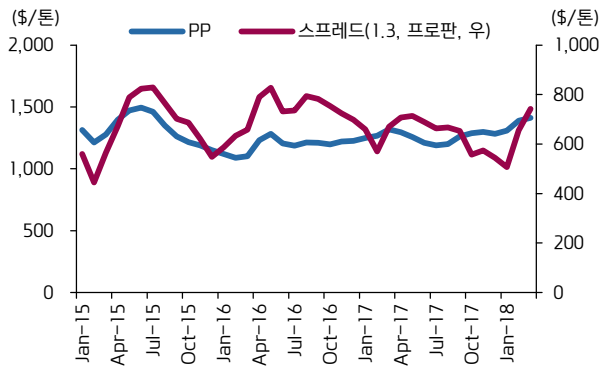
자료: KITA, 키움증권 리서치

## 중국 불산 가격 추이(일별)



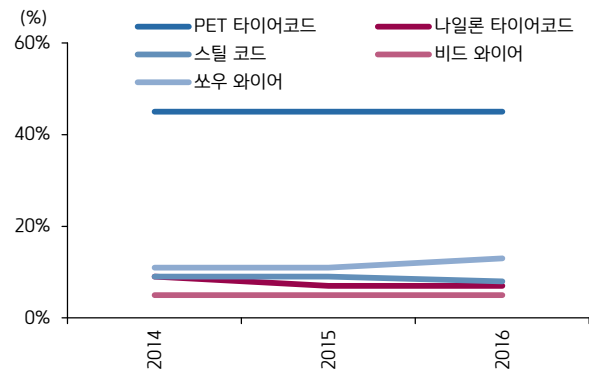
자료: 업계, 키움증권 리서치

## 국내 PP 가격 및 스프레드(PDH 통합) 추이(월별)



자료: KITA, 키움증권 리서치

## 효성 타이어보강재 PU 세계 시장 점유율 추이(연별)



자료: 효성, 키움증권 리서치

## 효성 실적 전망

(십억원)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E	2019E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual					
매출액	섬유	480	549	539	570	550	530	541	550	2,105	1,979	2,138	2,171	2,117
	산업자재	620	604	592	594	613	630	580	578	2,375	2,384	2,410	2,400	2,362
	화학	366	349	391	396	403	376	338	425	1,068	1,194	1,501	1,543	1,531
	중공업	488	545	522	694	466	500	469	753	2,493	2,557	2,249	2,188	2,218
	건설	222	286	301	344	327	294	310	354	891	892	1,153	1,285	1,223
	무역 외	695	776	775	851	740	803	767	866	3,527	2,922	3,096	3,175	3,218
	합계	2,871	3,108	3,119	3,448	3,099	3,134	3,005	3,526	12,458	11,929	12,546	12,762	12,669
영업이익	섬유	70	73	49	58	52	59	60	61	426	312	250	232	277
	산업자재	66	53	40	17	46	56	40	39	147	219	175	181	184
	화학	32	22	48	31	23	36	32	42	101	147	132	133	149
	중공업	24	27	1	12	5	10	9	15	152	189	66	39	44
	건설	19	25	26	22	26	26	27	32	43	78	91	110	107
	무역 외	21	20	7	8	10	18	21	10	81	72	56	59	72
	합계	232	220	171	148	162	204	188	199	950	1,016	771	754	833

자료: 효성, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	124,585	119,291	125,464	127,625	126,691
매출원가	104,298	97,710	106,544	108,688	106,828
매출총이익	20,287	21,581	18,921	18,937	19,863
판매비및일반관리비	10,785	11,418	11,213	11,401	11,532
영업이익(보고)	9,502	10,163	7,708	7,536	8,331
영업이익(핵심)	9,502	10,163	7,708	7,536	8,331
영업외손익	-3,529	-3,198	-3,880	-1,713	-1,965
이자수익	58	73	46	52	52
배당금수익	6	2	4	17	17
외환이익	3,009	3,889	3,544	3,343	3,341
이자비용	1,793	1,703	1,754	2,087	2,280
외환손실	4,519	4,669	2,901	2,660	2,636
관계기업지분법손익	115	283	69	77	78
투자및기타자산처분손익	634	119	-16	-32	-36
금융상품평가및기타금융이익	-610	-160	-422	215	131
기타	-428	-1,032	-2,449	-638	-633
법인세차감전이익	5,973	6,965	3,828	5,823	6,366
법인세비용	714	2,211	420	1,281	1,400
유효법인세율 (%)	12.0%	31.7%	11.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,259	4,754	3,408	4,542	4,965
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	3,256	4,775	5,219
EBITDA	15,202	16,397	14,354	13,484	14,494
현금순이익(Cash Earnings)	10,960	10,988	10,054	10,490	11,128
수정당기순이익	5,237	4,783	3,799	4,403	4,893
증감율(% YoY)					
매출액	2.3	-4.2	5.2	1.7	-0.7
영업이익(보고)	58.3	7.0	-24.2	-2.2	10.5
영업이익(핵심)	58.3	7.0	-24.2	-2.2	10.5
EBITDA	35.6	7.9	-12.5	-6.1	7.5
지배주주지분 당기순이익	83.0	-7.5	-28.5	46.7	9.3
EPS	83.0	-7.5	-28.5	46.7	9.3
수정순이익	210.0	-8.7	-20.6	15.9	11.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13,565	18,310	7,092	14,484	16,525
당기순이익	5,973	6,965	3,828	4,542	4,965
감가상각비	5,701	6,234	6,645	5,948	6,163
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1,235	223	-671	-683	-706
자산처분손익	20	20	18	32	36
지분법손익	0	0	0	-77	-78
영업활동자산부채 증감	661	3,542	-6,902	2,893	4,305
기타	-24	1,326	4,174	1,829	1,839
투자활동현금흐름	-7,086	-9,074	-9,646	-9,670	-8,930
투자자산의 처분	-170	-903	-1,506	-530	215
유형자산의 처분	452	487	71	0	0
유형자산의 취득	-7,022	-9,033	-7,043	-8,000	-8,000
무형자산의 처분	-260	-258	-100	0	0
기타	-85	633	-1,069	-1,141	-1,145
재무활동현금흐름	-6,774	-10,182	3,384	5,539	5,505
단기차입금의 증가	-4,831	-7,385	4,592	0	0
장기차입금의 증가	-985	-1,454	500	7,200	7,200
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-878	-1,164	-1,663	-1,663	-1,663
기타	-81	-178	-45	3	-31
현금및현금성자산의순증가	-137	-816	694	10,353	13,100
기초현금및현금성자산	5,269	5,133	4,317	5,011	15,364
기말현금및현금성자산	5,133	4,317	5,011	15,364	28,464
Gross Cash Flow	12,904	14,768	13,994	11,591	12,219
Op Free Cash Flow	7,445	7,422	-536	6,553	8,783

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	42,172	40,484	46,310	57,374	70,166
현금및현금성자산	5,133	4,317	5,011	15,364	28,464
유동금융자산	787	545	946	962	955
매출채권및유동채권	21,269	20,354	23,538	23,943	23,768
재고자산	14,983	15,248	16,799	17,089	16,964
기타유동비금융자산	0	20	15	16	16
비유동자산	97,960	100,724	99,040	101,685	103,351
장기매출채권및기타비유동채권	2,585	2,702	2,320	2,360	2,342
투자자산	33,787	34,514	36,006	36,511	36,307
유형자산	56,288	58,450	56,632	58,684	60,521
무형자산	4,527	4,201	3,181	3,181	3,181
기타비유동자산	774	856	902	950	1,000
자산총계	140,132	141,208	145,350	159,059	173,517
유동부채	67,183	68,831	76,012	79,567	83,587
매입채무및기타유동채무	19,283	22,728	25,842	29,382	33,408
단기차입금	33,602	27,381	33,233	33,233	33,233
유동성장기차입금	13,622	16,423	15,937	15,937	15,937
기타유동부채	677	2,299	1,000	1,015	1,009
비유동부채	38,228	33,965	30,705	37,980	45,118
장기매입채무및비유동채무	3,867	3,933	4,201	4,273	4,242
사채및장기차입금	30,559	26,622	23,451	30,651	37,851
기타비유동부채	3,801	3,411	3,053	3,056	3,025
부채총계	105,411	102,796	106,717	117,548	128,704
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	29,719	31,432	34,633	38,260
기타자본	2,914	3,409	2,039	2,039	2,039
지배주주지분자본총계	32,583	36,192	36,535	39,737	43,364
비지배주주지분자본총계	2,139	2,220	2,098	1,775	1,449
자본총계	34,721	38,412	38,633	41,511	44,813
순차입금	71,863	65,564	66,664	63,495	57,602
총차입금	77,783	70,426	72,621	79,821	87,021

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	14,030	12,971	9,271	13,596	14,863
BPS	92,782	103,060	104,037	113,154	123,482
주당EBITDA	43,290	46,692	40,873	38,396	41,273
CFPS	31,209	31,288	28,629	29,870	31,689
DPS	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	8.4	11.2	15.0	9.2	8.4
PBR	1.3	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.6	7.3	8.2	7.8	6.9
PCFR	3.8	4.7	4.9	4.2	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.5	6.1	5.9	6.6
영업이익률(핵심)	7.6	8.5	6.1	5.9	6.6
EBITDA margin	12.2	13.7	11.4	10.6	11.4
순이익률	4.2	4.0	2.7	3.6	3.9
자기자본이익률(ROE)	16.5	13.0	8.8	11.3	11.5
투자자본이익률(ROIC)	11.5	9.6	9.7	8.2	9.3
안정성(%)					
부채비율	303.6	267.6	276.2	283.2	287.2
순차입금비율	207.0	170.7	172.6	153.0	128.5
이자보상배율(배)	5.3	6.0	4.4	3.6	3.7
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.7	5.7	5.4	5.3
재고자산회전율	8.7	7.9	7.8	7.5	7.4
매입채무회전율	6.5	5.7	5.2	4.6	4.0

## Compliance Notice

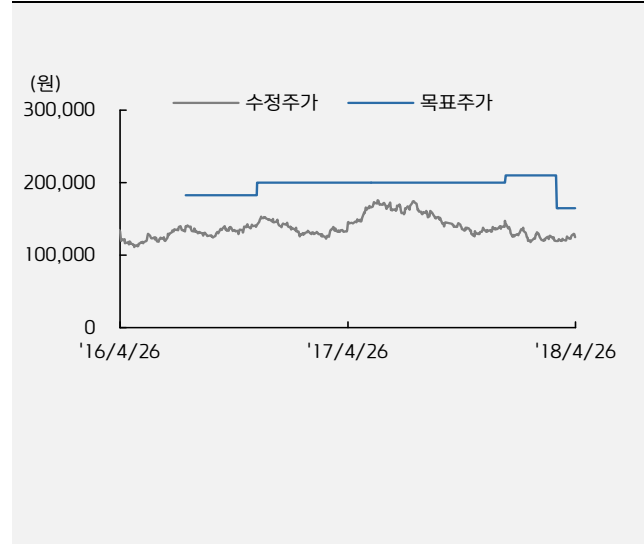
- 당사는 4월 25일 현재 '효성' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가 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	-26.9	-12.8
	2018/01/04	BUY(Maintain)	210,000원	6개월	-39.4	-31.9
	2018/03/27	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-25.7	-22.7
	2018/04/23	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-22.8	-10.6
	2018/01/04	BUY(Maintain)	165,000원	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 (2017/04/01~2018/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%