

효성 (004800)

예상치를 소폭 하회한 실적. 주가는 바닥권

1Q18 영업이익 컨센서스를 8% 하회

1Q18 영업이익은 1,622억원(QoQ +10%, YoY -30%)으로 컨센(1,761억원)을 8% 하회했다. 실적개선의 주요인은 산자의 회복이다. 섬유/화학은 소폭 감익, 중공업은 큰 폭의 감익을 시현했다. 산자 영업이익은 463억원(QoQ +172%)으로 개선되었다. PET타이어코드 판가 인상, 스틸코드/산업용사의 판매량 증가, 탄소섬유/아라미드의 공정문제 해결에 따른 손실폭 감소에 기인한다. 원재료 가격 인상분에 대한 전가 가능성을 확인한 점이 긍정적이다. 섬유는 스판덱스/폴리에스터 마진 개선폭이 미미해 QoQ 10% 감익되었고, 화학은 PDH 정기보수, NF3 마진 축소로 QoQ 25% 감익되었다.

2Q18 영업이익 QoQ +15% 증익 예상

2Q18 영업이익은 1,859억원(QoQ +15%, YoY -15%)으로 전분기 대비 개선을 전망한다. 이익 개선의 주요인은 화학부문이다. 섬유는 전분기 대비 소폭 감익, 산자는 유사한 흐름을 예상한다. 화학부문 영업이익은 422억원(QoQ +82%)으로 큰 폭 개선이 나타날 전망이다. 정기보수 효과가 제거되며, 성수기 진입에 따른 PP 판가 인상과 원재료 하향 안정화가 기대되기 때문이다. 섬유의 소폭 감익을 전망하는 것은 최근 BDO, PTMEG 가격이 2달 간 5~11% 상승했고, 중국의 PTMEG 정기보수 집중으로 원재료 가격 강세가 나타날 것으로 전망하기 때문이다. 산자는 원재료 상승분을 판가인상으로 상쇄하며 견조한 흐름이 지속될 것이다. 중공업은 계절적 성수기 진입으로 전분기 대비 개선된 흐름을 예상한다.

최악의 실적 국면은 통과. 주가 또한 바닥권

BUY, 목표주가 15만원을 유지한다. 2017년 대규모 비용집행, 원가 부담 상승에 따른 마진 축소 등으로 인한 최악의 실적 국면은 통과한 것으로 판단한다. PET타이어코드 판가 인상, 화학의 성수기 진입 등은 실적이 점진적으로 개선될 수 있는 요인이다. 실적의 개선 가능성과 분할에 따른 모멘텀, 최근 3년 간 주가의 바닥을 지탱했던 PBR 1.1배 등을 감안하면 주가는 바닥권에 근접했다고 판단한다. 하지만, 과거 대비 낮아진 실적 추정치와 높아진 Valuation(2018년 기준 PER 11.3배) 등을 감안하면 주가의 Upside는 크지 않다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 150,000원 | CP(4월 25일): 125,000원

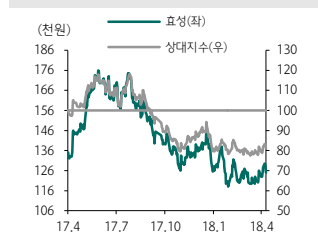
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,448.81
52주 최고/최저(원)	176,000/118,000
시가총액(십억원)	4,389.7
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	35,117.5
60일 평균 거래량(천주)	147.3
60일 평균 거래대금(십억원)	18.4
18년 배당금(예상, 원)	5,000
18년 배당수익률(예상, %)	4.00
외국인지분율(%)	20.34
주요주주 지분율(%)	
조석래 외 7인	37.81
국민연금	10.16
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.2 (9.7) (7.4)
상대	2.8 (8.1) (16.9)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	13,207.2	13,814.1
영업이익(십억원)	842.1	944.7
순이익(십억원)	504.6	580.8
EPS(원)	14,039	16,193
BPS(원)	119,364	129,678

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	11,929.1	12,546.4	12,589.4	13,297.1	15,203.2
영업이익	십억원	1,016.3	770.8	744.7	801.8	952.1
세전이익	십억원	696.5	382.8	545.3	607.8	763.7
순이익	십억원	455.5	325.6	388.7	457.3	574.6
EPS	원	12,971	9,271	11,069	13,023	16,363
증감률	%	(7.5)	(28.5)	19.4	17.7	25.6
PBR	배	11.22	15.05	11.29	9.60	7.64
PBR	배	1.40	1.33	1.12	1.04	0.95
EV/EBITDA	배	7.27	8.21	7.97	7.52	6.72
ROE	%	13.25	8.95	10.33	11.37	13.15
BPS	원	104,034	105,011	111,343	119,629	131,255
DPS	원	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000



Analyst 윤재성
02-3771-7567
js.yoon@hanafn.com

RA 김정현
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafn.com

표 1. 효성 1Q18 실적 Review

(십억원, %, %p)

	1Q18P	4Q17	1Q17	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	3,098.5	3,447.7	2,871.2	7.9	-10.1	3,196.8	-3.1	3,111.0	-0.4
영업이익	162.2	148.1	232.3	-30.2	9.5	150.1	8.1	176.1	-7.9
세전이익	128.8	-124.9	236.8	-45.6	흑전	100.1	28.7	135.8	-5.2
순이익	64.2	-149.5	157.9	-59.3	흑전	75.3	-14.7	112.0	-42.7
영업이익률	5.2	4.3	8.1	-2.9	0.9	4.7	0.5	5.7	-0.4
세전이익률	4.2	-3.6	8.2	-4.1	7.8	3.1	1.0	4.4	-0.2
순이익률	2.1	-4.3	5.5	-3.4	6.4	2.4	-0.3	3.6	-1.5

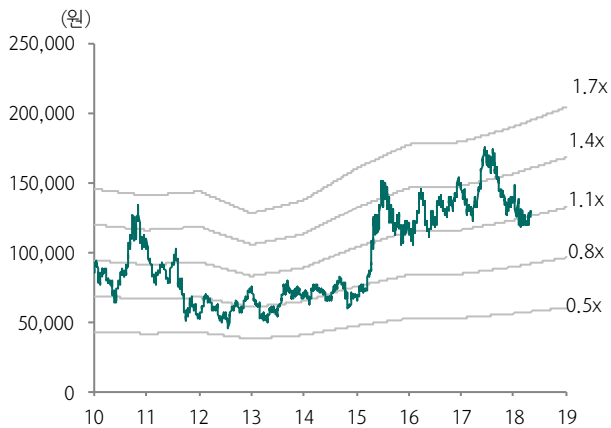
자료: 하나금융투자

표 2. 효성 연간 실적 추정치 변경 내역

	2018F			2019F		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	12,589.4	13,379.0	-5.9	13,297.1	14,286.5	-6.9
영업이익	744.7	730.8	1.9	801.8	794.4	0.9
세전이익	545.3	531.0	2.7	607.8	599.2	1.4
순이익	388.7	399.5	-2.7	457.3	450.8	1.4
영업이익률	5.9	5.5	0.5	6.0	5.6	0.5
세전이익률	4.3	4.0	0.4	4.6	4.2	0.4
순이익률	3.1	3.0	0.1	3.4	3.2	0.3

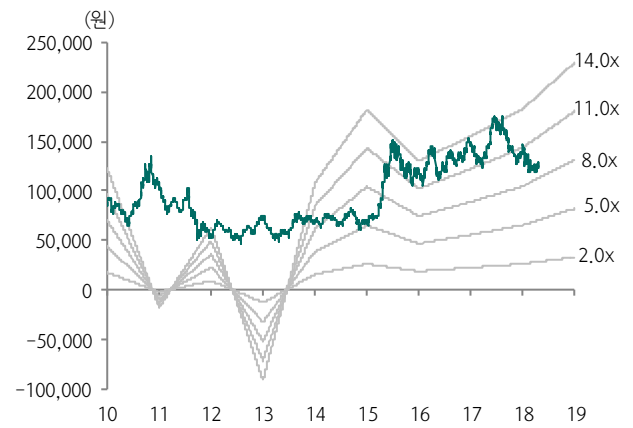
자료: 하나금융투자

그림 1. 효성 12M Fwd PBR 밴드차트



자료: 하나금융투자

그림 2. 효성 12M Fwd PER 밴드차트



자료: 하나금융투자

표 3. 효성 부문별 실적 BreakDown

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018				FY2016	FY2017	FY2018F	FY2019F
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F				
매출액	2,871.2	3,108.4	3,119.2	3,447.7	3,098.5	3,116.1	3,167.4	3,207.4	11,929.1	12,546.4	12,589.4	13,297.1
QoQ(%)	-10.0%	8.3%	0.3%	10.5%	-10.1%	0.6%	1.6%	1.3%				
YoY(%)	2.1%	0.8%	9.7%	8.0%	7.9%	0.2%	1.5%	-7.0%	-4.2%	5.2%	0.3%	5.6%
섬유	480.1	548.8	538.9	569.6	550.4	558.2	566.1	574.1	1,979.1	2,137.4	2,248.7	2,398.3
산업자재	620.0	603.6	592.3	594.4	612.5	624.2	634.0	643.9	2,383.9	2,410.3	2,514.6	2,715.2
화학	365.8	348.9	390.7	395.6	403.3	424.9	438.2	441.5	1,194.3	1,501.0	1,707.9	1,858.8
중공업	488.3	545.0	521.5	693.8	465.9	461.2	475.1	489.3	2,557.4	2,248.6	1,891.5	2,108.6
건설	222.3	285.7	301.2	343.7	326.7	314.3	321.5	326.6	892.2	1,152.9	1,289.1	1,289.5
무역/금융/기타	694.6	776.4	774.5	850.5	739.7	733.2	732.6	732.1	2,922.2	3,096.1	2,937.6	2,926.7
영업이익	232.3	219.7	170.7	148.1	162.2	185.9	202.4	194.2	1,016.3	770.8	744.7	801.8
영업이익률(%)	8.1%	7.1%	5.5%	4.3%	5.2%	6.0%	6.4%	6.1%	8.5%	6.1%	5.9%	6.0%
QoQ(%)	8.0%	-5.4%	-22.3%	-13.3%	9.5%	14.6%	8.9%	-4.1%				
YoY(%)	4.5%	-33.6%	-31.1%	-31.1%	-30.2%	-15.4%	18.6%	31.1%	7.0%	-24.2%	-3.4%	7.7%
섬유	70.1	72.7	49.3	58.1	52.4	44.7	45.3	45.9	311.6	250.2	188.3	191.9
영업이익률(%)	14.6%	13.2%	9.1%	10.2%	9.5%	8.0%	8.0%	8.0%	15.7%	11.7%	8.4%	8.0%
QoQ(%)	8.3%	3.7%	-32.2%	17.8%	-9.8%	-14.8%	1.4%	1.4%				
YoY(%)	-19.4%	-21.4%	-26.9%	-10.2%	-25.2%	-38.6%	-8.1%	-21.0%	-26.9%	-19.7%	-24.8%	1.9%
산업자재	65.7	52.5	39.9	17.0	46.3	43.7	44.4	45.1	218.6	175.1	179.4	190.1
영업이익률(%)	10.6%	8.7%	6.7%	2.9%	7.6%	7.0%	7.0%	7.0%	9.2%	7.3%	7.1%	7.0%
QoQ(%)	40.4%	-20.1%	-24.0%	-57.4%	172.4%	-5.6%	1.6%	1.6%				
YoY(%)	48.0%	-28.7%	-25.8%	-63.7%	-29.5%	-16.8%	11.2%	165.1%	48.7%	-19.9%	2.5%	5.9%
화학	31.9	22.1	47.5	30.8	23.2	42.2	56.4	46.5	147.1	132.3	168.3	191.2
영업이익률(%)	8.7%	6.3%	12.2%	7.8%	5.8%	9.9%	12.9%	10.5%	12.3%	8.8%	9.9%	10.3%
QoQ(%)	-34.4%	-30.7%	114.9%	-35.2%	-24.7%	82.1%	33.4%	-17.4%				
YoY(%)	91.0%	-44.3%	12.8%	-36.6%	-27.3%	91.1%	18.7%	51.1%	46.1%	-10.1%	27.2%	13.6%
중공업	24.4	27.4	1.3	12.4	4.5	9.2	9.5	9.8	189.0	65.5	33.0	42.2
영업이익률(%)	5.0%	5.0%	0.2%	1.8%	1.0%	2.0%	2.0%	2.0%	7.4%	2.9%	1.7%	2.0%
QoQ(%)	-37.6%	12.3%	-95.3%	853.8%	-63.7%	105.0%	3.0%	3.0%				
YoY(%)	-42.0%	-67.5%	-94.5%	-68.3%	-81.6%	-66.3%	630.9%	-21.1%	24.2%	-65.3%	-49.6%	27.7%
건설	18.8	24.8	26.0	21.6	26.0	25.0	25.6	26.0	78.4	91.2	102.6	102.6
영업이익률(%)	8.5%	8.7%	8.6%	6.3%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.8%	7.9%	8.0%	8.0%
QoQ(%)	52.8%	31.9%	4.8%	-16.9%	20.4%	-3.8%	2.3%	1.6%				
YoY(%)	6.2%	31.9%	-12.2%	75.6%	38.3%	0.9%	-1.6%	20.3%	81.5%	16.3%	12.5%	0.0%
무역/금융/기타	21.4	20.2	6.7	8.1	9.8	8.2	8.7	8.9	71.7	56.4	35.6	34.8
영업이익률(%)	3.1%	2.6%	0.9%	1.0%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	2.5%	1.8%	1.2%	1.2%
QoQ(%)	492.2%	-5.6%	-66.8%	20.9%	21.0%	-16.3%	6.1%	2.3%				
YoY(%)	48.6%	-9.1%	-78.7%	124.2%	-54.2%	-59.4%	29.9%	9.9%	-11.3%	-21.3%	-36.9%	-2.3%
당기순이익	161.1	129.8	192.1	-142.2	64.9	102.4	117.4	108.0	475.4	340.8	392.6	461.9
당기순이익률(%)	5.6%	4.2%	6.2%	-4.1%	2.1%	3.3%	3.7%	3.4%	4.0%	2.7%	3.1%	3.5%
QoQ(%)	흑전	-19.4%	48.0%	적전	흑전	57.8%	14.7%	-8.1%				
YoY(%)	27.0%	-25.6%	-2.4%	적지	-59.7%	-21.1%	-38.9%	흑전	-9.6%	-28.3%	15.2%	17.6%
지배순이익	157.9	123.7	193.5	-149.5	64.2	101.4	116.3	106.9	455.5	325.6	388.7	457.3

자료: 하나금융투자

주정 재무제표

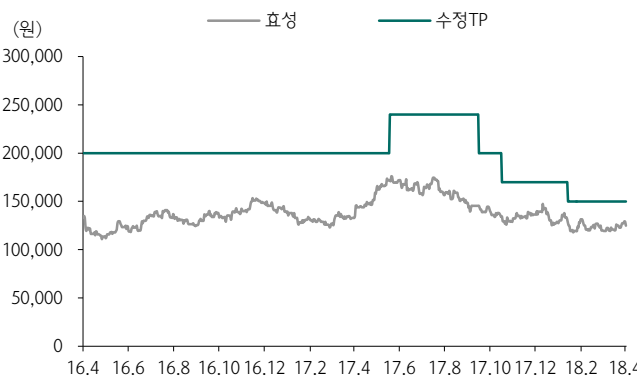
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	11,929.1	12,546.4	12,589.4	13,297.1	15,203.2
매출원가	9,771.0	10,654.4	10,650.0	11,233.3	12,808.1
매출총이익	2,158.1	1,892.0	1,939.4	2,063.8	2,395.1
판매비	1,141.8	1,121.3	1,194.8	1,262.0	1,442.9
영업이익	1,016.3	770.8	744.7	801.8	952.1
금융손익	(229.1)	(66.6)	(154.8)	(149.4)	(143.9)
중속/관계기업손익	28.3	6.9	6.9	6.9	6.9
기타영업외손익	(119.0)	(328.4)	(51.5)	(51.5)	(51.5)
세전이익	696.5	382.8	545.3	607.8	763.7
법인세	221.1	42.0	152.7	145.9	183.3
계속사업이익	475.4	340.8	392.6	461.9	580.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	475.4	340.8	392.6	461.9	580.4
비배주주지분	19.9	15.3	3.9	4.6	5.8
순이익	455.5	325.6	388.7	457.3	574.6
지배주주순이익	483.9	202.8	380.5	447.6	562.4
NOPAT	693.7	686.3	536.2	609.3	723.6
EBITDA	1,639.7	1,435.4	1,375.7	1,425.4	1,574.9
성장성(%)					
매출액증가율	(4.2)	5.2	0.3	5.6	14.3
NOPAT증가율	(17.1)	(1.1)	(21.9)	13.6	18.8
EBITDA증가율	7.9	(12.5)	(4.2)	3.6	10.5
영업이익증가율	7.0	(24.2)	(3.4)	7.7	18.7
(지배주주)순이익증가율	(7.6)	(28.5)	19.4	17.6	25.7
EPS증가율	(7.5)	(28.5)	19.4	17.7	25.6
수익성(%)					
매출총이익률	18.1	15.1	15.4	15.5	15.8
EBITDA이익률	13.7	11.4	10.9	10.7	10.4
영업이익률	8.5	6.1	5.9	6.0	6.3
계속사업이익률	4.0	2.7	3.1	3.5	3.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,971	9,271	11,069	13,023	16,363
BPS	104,034	105,011	111,343	119,629	131,255
CFPS	40,912	43,575	37,748	39,162	43,419
EBITDAPS	46,692	40,873	39,175	40,590	44,846
SPS	339,692	357,270	358,495	378,645	432,925
DPS	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
주가지표(배)					
PER	11.2	15.0	11.3	9.6	7.6
PBR	1.4	1.3	1.1	1.0	1.0
PCFR	3.6	3.2	3.3	3.2	2.9
EV/EBITDA	7.3	8.2	8.0	7.5	6.7
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	13.2	9.0	10.3	11.4	13.1
ROA	3.2	2.3	2.7	3.1	3.8
ROIC	8.7	8.8	7.0	8.0	9.3
부채비율	267.6	276.2	257.6	241.0	225.3
순부채비율	171.6	172.7	156.9	141.6	127.1
이자보상배율(배)	6.0	4.4	4.2	4.7	5.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,048.4	4,631.0	4,728.9	4,991.3	5,428.5
금융자산	486.2	595.7	679.9	715.9	543.5
현금성자산	431.7	501.1	585.0	615.6	428.8
매출채권 등	1,848.8	2,142.4	2,149.8	2,270.6	2,596.1
재고자산	1,524.8	1,679.9	1,685.7	1,780.4	2,035.7
기타유동자산	188.6	213.0	213.5	224.4	253.2
비유동자산	7,981.2	7,663.6	7,583.2	7,583.9	7,745.9
투자자산	731.5	809.9	812.7	858.4	981.5
금융자산	616.1	692.7	695.1	734.1	839.4
유형자산	5,845.0	5,663.2	5,580.0	5,535.0	5,573.9
무형자산	420.1	318.1	318.1	318.1	318.1
기타비유동자산	984.6	872.4	872.4	872.4	872.4
자산총계	14,120.8	14,535.0	14,552.6	14,815.6	15,414.8
유동부채	6,883.1	7,601.2	7,410.1	7,356.8	7,451.9
금융부채	4,409.9	4,921.1	4,721.1	4,521.3	4,222.0
매입채무 등	1,884.8	2,152.2	2,159.6	2,281.0	2,607.9
기타유동부채	588.4	527.9	529.4	554.5	622.0
비유동부채	3,396.5	3,070.5	3,073.0	3,113.9	3,224.0
금융부채	2,669.4	2,345.7	2,345.7	2,345.7	2,345.7
기타비유동부채	727.1	724.8	727.3	768.2	878.3
부채총계	10,279.6	10,671.7	10,483.1	10,470.7	10,675.9
지배주주지분	3,619.2	3,653.5	3,875.9	4,166.8	4,575.2
자본금	175.6	175.6	175.6	175.6	175.6
자본잉여금	448.4	446.8	446.8	446.8	446.8
자본조정	(36.0)	(36.0)	(36.0)	(36.0)	(36.0)
기타포괄이익누계액	59.4	(76.1)	(76.1)	(76.1)	(76.1)
이익잉여금	2,971.9	3,143.2	3,365.5	3,656.5	4,064.8
비지배주주지분	222.0	209.8	193.6	178.1	163.7
자본총계	3,841.2	3,863.3	4,069.5	4,344.9	4,738.9
순금융부채	6,593.1	6,671.0	6,386.8	6,151.1	6,024.2
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,812.9	684.6	1,008.8	1,034.1	1,085.6
당기순이익	475.4	340.8	392.6	461.9	580.4
조정	1,001.4	1,058.6	618.6	611.2	610.3
감가상각비	623.4	664.5	631.1	623.6	622.8
외환거래손익	22.3	(67.1)	(14.3)	(14.3)	(14.3)
지분법손익	(28.3)	(6.9)	0.0	0.0	0.0
기타	384.0	468.1	1.8	1.9	1.8
영업활동 자산부채	336.1	(714.8)	(2.4)	(39.0)	(105.1)
변동					
투자활동 현금흐름	(908.3)	(970.2)	(556.8)	(635.6)	(804.9)
투자자산감소(증가)	(31.1)	(78.5)	(22.9)	(65.8)	(143.2)
유형자산감소(증가)	(854.5)	(697.1)	(547.9)	(578.7)	(661.6)
기타	(22.7)	(194.6)	14.0	8.9	(0.1)
재무활동 현금흐름	(999.1)	368.6	(366.3)	(366.1)	(465.7)
금융부채증가(감소)	(732.0)	187.4	(200.0)	(199.8)	(299.4)
자본증가(감소)	(5.2)	(1.6)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(145.5)	349.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(116.4)	(166.3)	(166.3)	(166.3)	(166.3)
현금의 증감	(81.6)	69.4	83.8	30.6	(186.7)
Unlevered CFO	1,436.7	1,530.2	1,325.6	1,375.3	1,524.7
Free Cash Flow	909.7	(19.6)	460.9	455.4	424.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

효성



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.2.7	BUY	150,000		
17.11.10	BUY	170,000	-21.43%	-13.24%
17.10.10	BUY	200,000	-30.72%	-27.75%
17.6.12	BUY	240,000	-32.60%	-26.67%
17.4.27	1년 경과		-21.82%	-13.25%
16.4.26	BUY	200,000	-33.78%	-23.25%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.9%	7.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2018년 04월 26일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.