



BUY(Maintain)

목표주가: 175,000원

주가(5/24): 132,500원

시가총액: 46,531억원

화학/정유
Analyst 이동욱
02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (5/24)		2,466.01pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	176,000원	118,000원
등락률	-24.72%	12.29%
수익률	절대	상대
1W	2.7%	2.6%
6M	0.0%	3.2%
1Y	-18.5%	-23.4%

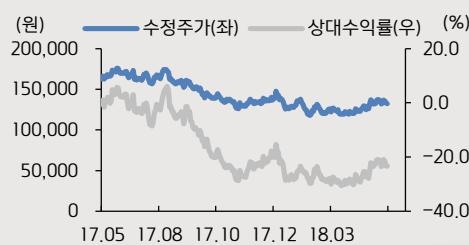
Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	152천주
외국인 지분율	19.69%
배당수익률(18E)	3.77%
BPS(18E)	112,394원
주요 주주	조현준 외 7인 국민연금관리공단
	37.81% 10.16%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	119,291	125,464	133,295	134,494
보고영업이익	10,163	7,708	7,624	8,520
핵심영업이익	10,163	7,708	7,624	8,520
EBITDA	16,397	14,354	13,572	14,683
세전이익	6,965	3,828	6,159	6,822
순이익	4,754	3,408	4,449	5,321
자배주주지분순이익	4,555	3,256	4,508	5,392
EPS(원)	12,971	9,271	12,837	15,355
증감률(%YoY)	-7.5	-28.5	38.5	19.6
PER(배)	11.2	15.0	10.3	8.6
PBR(배)	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	7.3	8.2	8.3	7.3
보고영업이익률(%)	8.5	6.1	5.7	6.3
핵심영업이익률(%)	8.5	6.1	5.7	6.3
ROE(%)	13.0	8.8	11.1	12.3
순부채비율 (%)	170.7	172.6	160.6	136.1

Price Trend



기업브리프

효성 (004800)

올해 2분기, 주력 제품들의 수익 개선 전망



효성의 올해 2분기 영업이익은 스판덱스 성수기, 타이어코드 증설 효과 및 전 분기 PDH 정기보수에 따른 기저 효과로 전 분기 대비 27.1% 증가한 2,062억원을 기록할 전망입니다. 한편 분할기일 도래에 따른 기업가치 재평가를 고려할 필요가 있어 보입니다. 또한 지주회사의 브랜드/부동산 등 숨겨진 자산 가치를 추가할 필요도 있습니다. 동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 175,000원 제시합니다.

>>> 올해 2분기 영업이익, 전 분기 대비 27.1% 증가 전망

동사의 올해 2분기 영업이익은 주력 제품들의 수익 개선으로 2,062억원을 기록하며, 전 분기 대비 27.1% 증가할 전망이다. 1) 동사의 주력 제품 중 하나인 섬유부문의 스판덱스는 2분기 성수기에 들어가며, 판매량이 20% 이상 증가할 전망이며, MDI 등 원재료 가격의 안정화로 수익성 개선이 예상된다. 2) 산업자재부문의 타이어코드는 판가 인상이 지속되는 가운데, 4월 1.44만톤의 증설분이 가동에 들어가기 때문이다. 한편 동사는 나머지 증설된 1.44만톤은 향후 수요 상황을 보고 추가적으로 가동에 들어갈 계획이다. 3) 화학부문은 프로판 가격 하락에 따른 PP 수익성 개선, 전 분기 PDH 설비 정기보수 기저 효과 발생, NF3의 원재료(무수불산) 가격 하락 및 중국 NF3 공장 인증의 단계적 진행으로 전 분기 대비 증익폭이 클 전망이다.

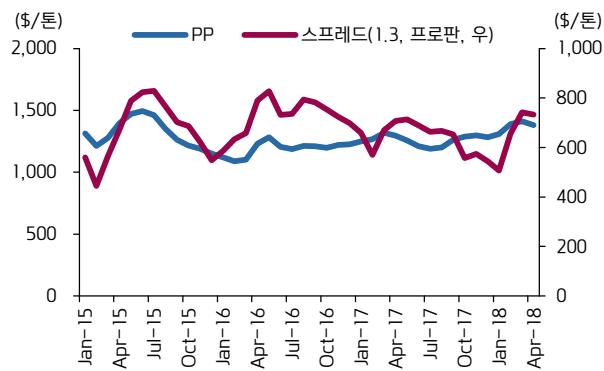
>>> 국내 2위권 PP 생산 업체

동사가 작년 초 완공한 PP 증설 설비는 로드업을 통하여 당초 설계(+20만톤)보다 많은 48만톤의 PP 생산능력이 추가되었다. 이에 동사의 총 PP 생산능력은 84만톤으로 롯데케미칼에 이어 국내 2위 업체로 등극하게 되었다. 또한 최근 프로판 가격의 하락으로 동사와 같은 PDH 통합 PP 설비의 경제성은 NCC 통합 PP 설비 대비 높아진 상황으로 보인다. 한편 동사의 베트남 PP/PDH 신설(각각 60만톤)은 투자 규모가 1조원이 넘어가며, 석유정제 사업부문으로 현지 국가 개발계획에 포함되었다. 이에 따라 프로젝트 승인 권한이 중앙정부로 바뀌며 현지 승인이 지연되고 있다. 다만 사업 진행 자체에는 차질이 없는 것으로 보이며, 동남아시아 유일의 대형 LPG 저장소 확보 등으로 원재료 가격 변동에 대한 대응 능력과 조달 경쟁력이 강화될 것으로 보인다.

>>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 175,000원(상향)

분할기일 도래(6월 1일)에 따른 동사의 기업가치 재평가를 고려할 필요가 있다. 당 리서치센터는 각 회사의 영업가치를 효성티앤씨 4.3조원, 효성중공업 1.7조원, 효성첨단소재 2.6조원, 효성화학 2.2조원, 효성 0.5조원으로 평가한다. 총 합산된 영업가치 11.3조원은 올해 예상 EBITDA 1.4조원 대비 약 8배 수준으로 적정한 밸류에이션이라고 판단된다. 또한 지주회사의 브랜드/부동산 등 숨겨진 자산 가치에 대한 고려를 할 필요가 있어 보인다.

국내 PP 가격 및 스프레드 추이



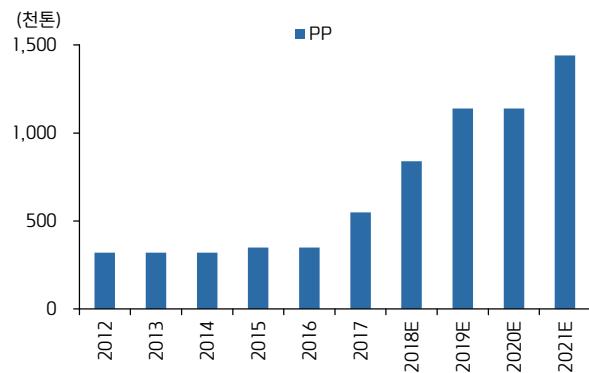
자료: KITA, 키움증권 리서치

효성 베트남 PP/PDH Investment Summary

구분	내용
투자내용	PDH, PP, LPG 저장소, 부두
생산능력	프로필렌 60만톤, PP 60만톤
투자지역	베트남 바리아 봉따우성 편탄현 까이엠 공단
투자목적	원료인 LPG 부터 PP 까지 일관 생산 체계 구축 시장 성장성이 높은 베트남, 중국, 동남아지역 사업 확대
투자기간	2018~2021년
가동일정	2019년 말 PP 30만톤, 2021년 초 PP 30만톤
투자금액	약 1.4조원
차입금액	약 1.2조원
예상매출액	2021년 약 1.1조원

자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 PP 생산능력 추이/전망



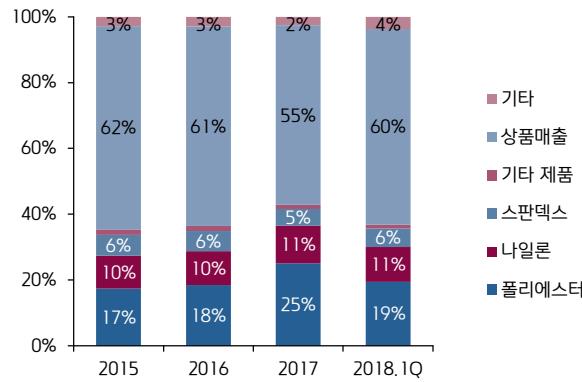
자료: 효성, 키움증권 리서치

중국 Spandex 40D Cash Flow



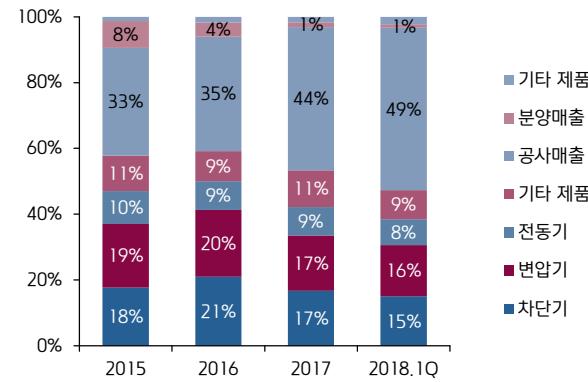
자료: CCFG, 키움증권 리서치

효성티앤씨(구 섬유/무역) Sales Breakdown



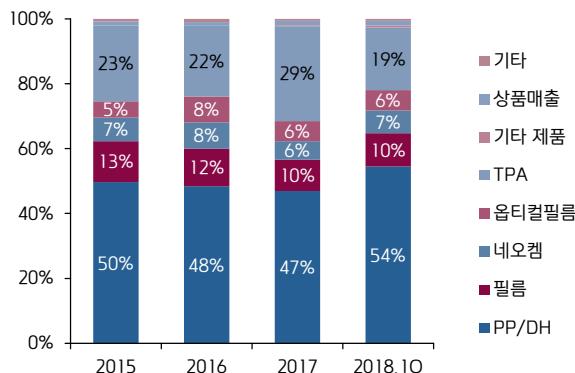
자료: 효성, 키움증권 리서치

효성중공업(구 중공업/건설) Sales Breakdown



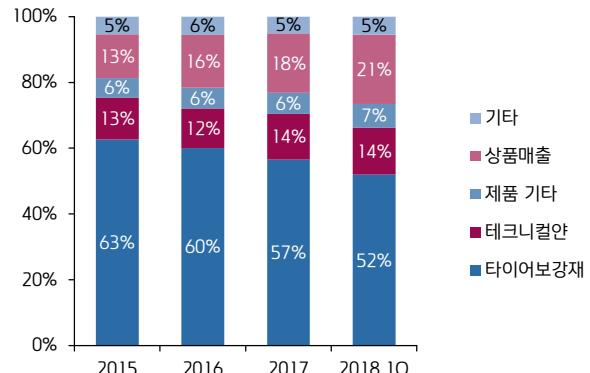
자료: 효성, 키움증권 리서치

효성화학(구 화학) Sales Breakdown



자료: 효성, 키움증권 리서치

효성첨단소재(구 산업자재) Sales Breakdown



자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 Valuation

(억원, 배, 천주)	EBITDA(2018년)	Multiple	비고
효성티앤씨(섬유/무역)	4,278	10.1	43,142 Toray/Zhejiang Huafeng Spandex 평균
효성중공업(중공업/건설)	1,994	8.5	16,981 현대일렉/현대건설/GS 건설 평균
효성첨단소재(산업자재)	3,135	8.4	26,264 KordSa/코오롱인더/Indorama 10% 할증
효성화학(화학)	3,075	7.0	화학 Peer 평균
효성(총속)	1,090	5.0	2018년 EBITDA 대비 5배 적용
영업가치 합(A)		113,363	
투자자산가치(B)		11,392	장부가치/부동산가치/브랜드가치
순차입금(C)		66,502	2018년 추정
시가총액(D=A+B-C)		58,253	
주식수(E)		33,269	자사주 제외
적정주가(D/E)		175,098	
목표주가		175,000	십원단위 절하
현재주가		132,500	5/24 일 종가 기준
상승여력		32.1%	현재주가 대비

자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 실적 전망

(실현율)	2017				2018				2015	2016	2017	2018E	2019E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE	Annual					
매출액	섬유	480	549	539	570	550	573	585	596	2,105	1,979	2,138	2,304	2,296
	산업자재	620	604	592	594	613	629	575	573	2,375	2,384	2,410	2,390	2,352
	화학	366	349	391	396	403	486	438	545	1,068	1,194	1,501	1,872	1,975
	중공업	488	545	522	694	466	533	497	826	2,493	2,557	2,249	2,322	2,325
	건설	222	286	301	344	327	294	310	354	891	892	1,153	1,285	1,324
	무역 외	695	776	775	851	740	794	754	869	3,527	2,922	3,096	3,157	3,178
	합계	2,871	3,108	3,119	3,448	3,099	3,308	3,159	3,763	12,458	11,929	12,546	13,329	13,449
영업이익	섬유	70	73	49	58	52	59	60	61	426	312	250	233	278
	산업자재	66	53	40	17	46	53	37	37	147	219	175	172	173
	화학	32	22	48	31	23	41	36	47	101	147	132	147	168
	중공업	24	27	1	12	5	11	10	17	152	189	66	42	46
	건설	19	25	26	22	26	26	27	32	43	78	91	110	115
	무역 외	21	20	7	8	10	18	20	10	81	72	56	58	71
	합계	232	220	171	148	162	206	190	204	950	1,016	771	762	852

자료: 효성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	124,585	119,291	125,464	133,295	134,494
매출원가	104,298	97,710	106,544	114,380	113,731
매출총이익	20,287	21,581	18,921	18,915	20,763
판매비및일반관리비	10,785	11,418	11,213	11,291	12,242
영업이익(보고)	9,502	10,163	7,708	7,624	8,520
영업이익(핵심)	9,502	10,163	7,708	7,624	8,520
영업외손익	-3,529	-3,198	-3,880	-1,465	-1,698
이자수익	58	73	46	58	63
배당금수익	6	2	4	0	0
외환이익	3,009	3,889	3,544	2,946	3,008
이자비용	1,793	1,703	1,754	1,899	2,052
외환손실	4,519	4,669	2,901	2,212	2,259
관계기업지분법손익	115	283	69	94	93
투자및기타자산처분손익	634	119	-16	-24	-29
금융상품평가및기타금융이익	-610	-160	-422	-19	-108
기타	-428	-1,032	-2,449	-411	-415
법인세차감전이익	5,973	6,965	3,828	6,159	6,822
법인세비용	714	2,211	420	1,710	1,501
유효법인세율 (%)	12.0%	31.7%	11.0%	27.8%	22.0%
당기순이익	5,259	4,754	3,408	4,449	5,321
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	3,256	4,508	5,392
EBITDA	15,202	16,397	14,354	13,572	14,683
현금순이익(Cash Earnings)	10,960	10,988	10,054	10,396	11,484
수정당기순이익	5,237	4,783	3,799	4,481	5,425
증감율(% YoY)					
매출액	2.3	-4.2	5.2	6.2	0.9
영업이익(보고)	58.3	7.0	-24.2	-1.1	11.8
영업이익(핵심)	58.3	7.0	-24.2	-1.1	11.8
EBITDA	35.6	7.9	-12.5	-5.4	8.2
지배주주지분 당기순이익	83.0	-7.5	-28.5	38.5	19.6
EPS	83.0	-7.5	-28.5	38.5	19.6
수정순이익	210.0	-8.7	-20.6	17.9	21.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13,565	18,310	7,092	12,666	16,238
당기순이익	5,973	6,965	3,828	4,449	5,321
감가상각비	5,701	6,234	6,645	5,948	6,163
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1,235	223	-671	-734	-749
자산처분손익	20	20	18	24	29
지분법손익	0	0	0	-94	-93
영업활동자산부채 증감	661	3,542	-6,902	1,194	3,667
기타	-24	1,326	4,174	1,881	1,900
투자활동현금흐름	-7,086	-9,074	-9,646	-11,031	-9,438
투자자산의 처분	-170	-903	-1,506	-1,898	-299
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	-1,133	-1,139
재무활동현금흐름	-6,774	-10,182	3,384	5,667	5,553
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	130	16
현금및현금성자산의순증가	-137	-816	694	7,302	12,353
기초현금및현금성자산	5,269	5,133	4,317	5,011	12,313
기말현금및현금성자산	5,133	4,317	5,011	12,313	24,666
Gross Cash Flow	12,904	14,768	13,994	11,472	12,571
Op Free Cash Flow	7,445	7,422	-536	4,921	8,288

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	42,172	40,484	46,310	56,190	68,937
현금및현금성자산	5,133	4,317	5,011	12,313	24,666
유동금융자산	787	545	946	1,005	1,014
매출채권및유동채권	21,269	20,354	23,538	25,007	25,232
재고자산	14,983	15,248	16,799	17,848	18,008
기타유동비금융자산	0	20	15	16	16
비유동자산	97,960	100,724	99,040	103,133	105,334
장기매출채권및기타비유동채권	2,585	2,702	2,320	2,464	2,487
투자자산	33,787	34,514	36,006	37,854	38,145
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	159,323	174,271
유동부채	67,183	68,831	76,012	79,607	83,641
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	1,055	1,063
비유동부채	38,228	33,965	30,705	38,298	45,554
장기매입채무및비유동채무	3,867	3,933	4,201	4,463	4,503
사채및장기차입금	30,559	26,622	23,451	30,651	37,851
기타비유동부채	3,801	3,411	3,053	3,184	3,200
부채총계	105,411	102,796	106,717	117,905	129,195
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	34,366	38,173
기타자본	2,914	3,409	2,039	2,039	2,039
지배주주지분자본총계	32,583	36,192	36,535	39,470	43,277
비지배주주지분자본총계	2,139	2,220	2,098	1,948	1,799
자본총계	34,721	38,412	38,633	41,418	45,076
순차입금	71,863	65,564	66,664	66,502	61,341
총차입금	77,783	70,426	72,621	79,821	87,021

Compliance Notice

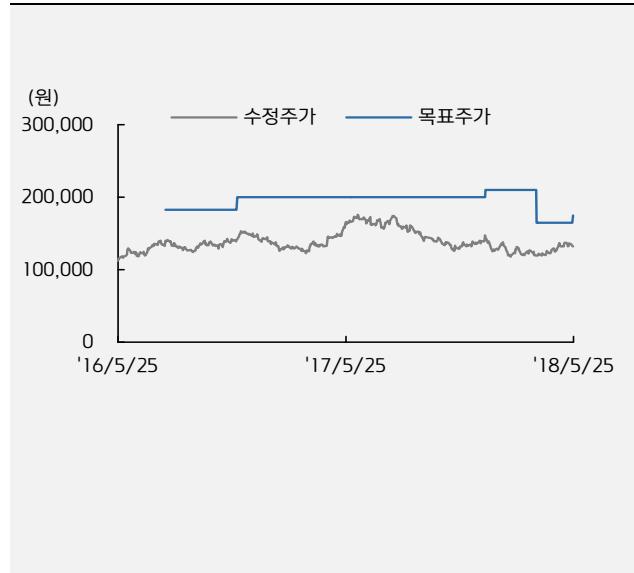
- 당사는 5월 24일 현재 '효성' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
효성 (004800)	2016/08/09	BUY(Reinitiate)	183,000원	6개월	-28.0	-23.0
	2016/09/28	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	-30.4	-23.3
	2017/03/13	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	-25.4	-21.5
	2018/04/26	BUY(Maintain)	165,000원	6개월	-22.3	-16.7
	2018/05/25	BUY(Maintain)	175,000원	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%