

호성 (004800.KS)

팔색조 매력 하나씩 뜯어보기

화학과 산업자재사업부 호조로 연간 영업이익 증가 추세 이어갈 전망. 업종 최고수준의 배당수익률, 안정적 재무구조에도 불구하고 경쟁업체 대비 주가 저평가 상태로 매수 추천함

다양한 매력에도 불구하고 저평가, PER 6.7배로 매수 기회

투자자의견 Buy, 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시. 현재 주가는 2017년 추정실적 기준 PER 6.7배, PBR 1.1배로 사업부문별 경쟁기업대비 저평가 상태. 화학과 산업자재사업부의 성장성, 높은 배당수익률과 안정적 재무구조, 대주주 지분을 확대를 고려하여 매수 추천함

'17 화학과 산업자재 먼저, '19 중공업과 섬유 다시 한 번

지난 2년 영업이익 성장을 주도했던 중공업과 섬유사업부는 '17~'18년 재정비 기간을 갖겠지만 화학과 산업자재 주도로 영업이익 증가세 지속 전망

'17년 화학사업부는 PDH와 PP 증설 효과, 원재료(LPG) 가격 하락으로 실적 개선 가능하며, 산업자재사업부는 타이어코드의 타이트한 수급과 적자제품의 정상화로 영업이익 증가 전망. 특히, 베트남을 생산 거점으로 화학과 산업자재의 중장기 성장 전략이 구체화 되고 있음

중공업사업부는 장기간 축적된 신뢰성을 기반으로 선진국 등 고가 시장에서 수주 증가 예상되며, 섬유사업부는 스판텍스의 지속적인 증설로 시장지배력을 강화하는 중. 이러한 준비 단계를 거친 뒤 두 사업부는 '19년부터 또 다시 실적을 견인할 전망

고배당과 안정적 재무구조, 대주주 방향성 따라하기

배당성향이 꾸준히 높아지는 가운데 '16년 시가배당률은 3.4%로 업종 최고 수준을 기록. 지속적인 실적 개선이 전망되는 동시에 최근 주가 조정으로 '17년 시가배당률 상승 가능

시장 우려 중 하나인 재무구조는 안정적 단계로 진입한 것으로 판단. 연결 기준 부채비율은 금융자회사의 영업차입금, 베트남 생산거점 확대에 기인한 것으로 문제 없는 수준. 별도기준 (주)호성의 부채비율은 '17년 100% 미만으로 하락할 것으로 예상되는 등 재무구조가 빠르게 안정화 되고 있음

현 주가 수준에서 대주주의 적극적인 주식 매입에 주목해야 함. 대주주 재판은 진행 중이지만 주요 내용이 공론화 된 상황으로 투명 경영을 강화하는 계기가 되며, 3세 경영 안정화 단계에 관심을 가질 필요가 있음

주) 용어 설명은 첨부된 Appendix 참고

Company Report | 2017. 3. 28

Buy (신규)

목표주가 190,000원 (신규)

현재가 ('17/03/24) 127,000원

업종	화학
KOSPI / KOSDAQ	2,168.95 / 608.18
시가총액(보통주)	4,459.9십억원
발행주식수(보통주)	35.1백만주
52주 최고가('16/12/08)	153,500원
최저가('16/05/19)	111,000원
평균거래대금(60일)	21,303백만원
배당수익률(2017E)	4.72%
외국인지분율	26.4%

주요주주	
조현준 외 7인	37.3%
국민연금공단	11.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-14.5	1.2	-11.2
상대수익률 (%)p	-19.7	-4.2	-18.7

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	11,929	12,871	13,388	13,935
증감률	-4.2	7.9	4.0	4.1
영업이익	1,016	1,110	1,301	1,533
영업이익률	8.5	8.6	9.7	11.0
(지배지분)순이익	456	662	819	1,001
EPS	12,971	18,843	23,308	28,507
증감률	-7.5	45.3	23.7	22.3
PER	11.2	6.7	5.4	4.5
PBR	1.4	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	7.3	6.1	5.2	4.5
ROE	13.2	17.2	18.7	19.8
부채비율	267.6	240.7	215.5	185.2
순차입금	6,556	6,535	6,476	6,278

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 황유식

02)768-7391, ys.hwang@nhq.com

CONTENTS

I. Valuation	3
1. 다각화된 사업을 통한 안정적 실적 전망	
2. 사업부별 경쟁업체 비교 시 밸류에이션 매력 우수	
3. 투자의견 Buy, 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시	
II. 화학과 산업자재 사업부의 성장성	9
1. 화학사업부: PDH/PP(한국, 베트남), NF3 증설을 통한 성장성 확보 LPG 가격 하향화로 화학부문 수익성 향상 NF3(삼불화질소) 사업 정상화 및 증설에 따른 실적 개선	
2. 산업자재사업부: 타이어코드 등 세계 1위 제품 다수 보유	
3. 중공업사업부: 신뢰성 확보로 고수익시장 수주 확대	
III. 높은 배당수익률 및 재무구조 안정화	18
업종 내 최고 수준의 배당수익률	
자회사 특성 고려 시 재무구조 안정적	
대주주의 적극적인 주식 매입과 함께할 시점	
[Appendix]	22

I. Valuation

1. 다각화된 사업을 통한 안정적 실적 전망

6개 사업부의 고른 실적 성장

사업부문이 6개로 다각화되어 있으며, 각 사업부문의 고른 실적 기여로 연간 영업이익은 꾸준히 증가하고 있다. 2017년, 2018년 연간 영업이익은 각각 1조1,100억원(+9.2% y-y)과 1조3,009억원(+17.2% y-y)으로 증가할 전망이다. 2017년에는 화학과 산업자재부문, 2018년에는 화학과 섬유부문의 성장이 부각될 것으로 보인다.

단계적 분기실적 개선

분기 기준으로는 2016년 4분기 원재료(MEG, TPA, PTMEG 등) 가격 상승에 의한 원가 부담이 2017년 상반기까지 이어질 전망이다. 그러나 최근 MEG와 PTMEG 가격은 하향 안정화되고 있으며, 화학부문 LPG 가격 하락으로 원가율이 개선 중이다. 타이어코드 등 제품 가격이 단계적으로 인상되고 있어 1분기부터 영업이익은 완만히 증가할 전망이다. 1분기와 2분기 영업이익은 각각 2,164억원(-2.6% y-y, +0.6% q-q), 2,848억원(-14.0% y-y, +31.6% q-q)으로 추정한다.

표2. 효성 분기실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액	2,813	3,082	2,842	3,192	2,964	3,294	3,165	3,448	11,929	12,871	13,388
섬유	485	516	480	499	523	553	575	597	1,979	2,249	2,500
산업자재	627	622	568	567	590	651	654	625	2,384	2,520	2,505
화학	281	305	308	300	324	339	355	370	1,194	1,388	1,588
중공업	542	703	547	766	558	713	555	777	2,557	2,604	2,643
건설	203	198	214	278	280	283	286	280	892	1,130	1,141
무역외	675	739	725	783	688	754	740	799	2,922	2,981	3,010
영업이익	222	331	248	215	216	285	331	278	1,016	1,110	1,301
%OP	7.9%	10.7%	8.7%	6.7%	7.3%	8.6%	10.5%	8.1%	8.5%	8.6%	9.7%
섬유	86	91	67	67	59	72	83	90	312	304	360
산업자재	54	73	54	38	54	69	79	62	219	263	319
화학	18	41	42	46	33	51	65	52	147	201	278
중공업	45	78	24	42	46	49	53	43	189	191	189
건설	19	20	30	10	13	16	19	19	78	67	70
무역외	0	28	32	12	12	29	32	12	72	84	84
세전이익	174	254	278	-10	184	204	304	217	697	909	1,124
지배기업 순이익	125	160	187	-16	132	147	218	165	456	662	819
YOY(%)											
매출액	0.7%	-4.1%	-11.6%	-1.4%	5.4%	6.9%	11.3%	8.0%	-4.2%	7.9%	4.0%
영업이익	0.0%	29.8%	-10.6%	10.0%	-2.6%	-14.0%	33.6%	29.1%	7.0%	9.2%	17.2%
세전이익	14.9%	24.2%	633.1%	적전	5.5%	-19.6%	9.3%	흑전	16.6%	30.5%	23.7%
지배주주순이익	15.0%	8.1%	흑전	적전	5.4%	-8.1%	16.9%	흑전	-7.5%	45.3%	23.7%
QOQ(%)											
매출액	-13.1%	9.6%	-7.8%	12.3%	-7.1%	11.1%	-3.9%	9.0%			
영업이익	13.7%	48.9%	-25.1%	-13.3%	0.6%	31.6%	16.3%	-16.2%			
세전이익	-14.3%	45.9%	9.4%	적전	흑전	11.2%	48.8%	-28.6%			
지배주주순이익	-50.4%	27.5%	17.0%	적전	흑전	11.2%	48.8%	-24.4%			

주: IFRS 연결기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 효성 연간실적 전망 (IFRS 연결)

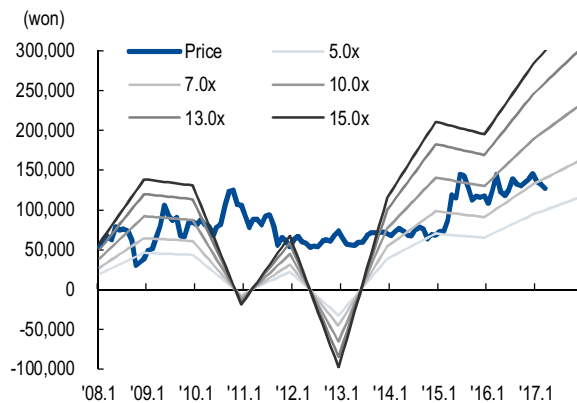
(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	11,929	12,871	13,388	13,935
영업이익	1,016	1,110	1,301	1,533
영업이익률	8.5	8.6	9.7	11.0
EBITDA	1,640	1,854	2,138	2,472
(지배지분)순이익	456	662	819	1,001
EPS	12,971	18,843	23,308	28,507
PER	11.2	6.7	5.4	4.5
PBR	1.4	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	7.3	6.1	5.2	4.5
ROE	13.2	17.2	18.7	19.8

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

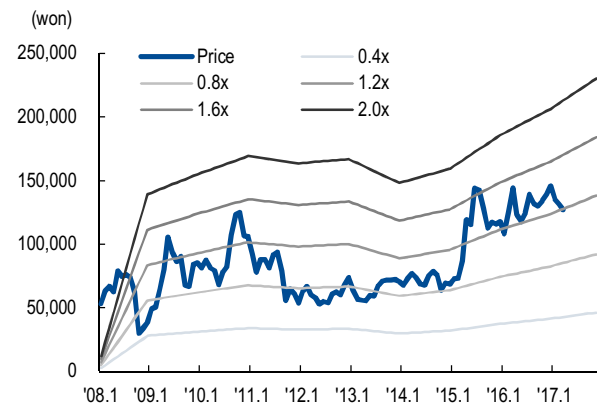
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 효성 PER Band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

그림2. 효성 PBR Band



자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부

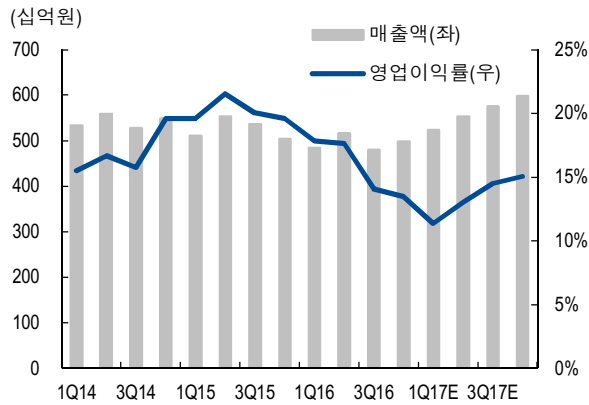
표4. 효성 사업부문별 세부 사업 구분

(단위: 십억원, %)

사업부문 (2016)	Performance Unit	매출액 비중	사업 설명
섬유부문 (매출액 1,979.1) (영업이익 311.6)	스판덱스 PU	10%	스판덱스 브랜드인 크레오라를 통해 의류용, 기저귀용 스판덱스 생산
	나일론폴리에스터원사 PU	5%	리사이클 폴리에스터 원사인 리젠과 스포츠웨어 및 산업자재용 나일론 원사 등을 생산
	직물염색 PU	1%	원사와 편직, 제직 및 가공에 이르는 직물 부문과 월 250 만 야드의 염색 가공 능력을 갖춘 염색 부문으로 구성
중공업부문 (매출액 2,557.4) (영업이익 189.0)	전력 PU	16%	변압기, 차단기 및 IT 기반 감시제어 시스템 생산
	기전 PU	3%	전동기, 감속기 및 발전소용 각종 제관물, 크레인 생산
	효성굿스프링스 PU	2%	다양한 용도의 펌프생산 및 담수화 설비공급
	풍력사업단	0%	친환경 풍력설비 생산. 750KW 풍력 터빈 생산 및 2MW 발전시스템 실증운영
산업자재부문 (매출액 2,383.9) (영업이익 218.6)	타이어보강재 PU	13%	국내 최초 나일론 타이어코드 및 폴리에스터 타이어코드, 스틸 타이어코드, 비드와이어 등을 생산
	Technical Yarn PU	5%	건축, 토목 등의 산업현장용 폴리에스터 테크니컬 양(산업용 고강력 원사) 생산
	Global Safety Textiles	2%	전세계 4 대륙, 7 개국의 생산 거점을 통해 Flat Fabric, Cushion, OPW(One Piece Woven 봉제가 필요 없는 제작) 제품을 주요 Tier 1 Module 업체에 공급
	인테리어 PU	1%	원사에서부터 완제품에 이르기까지 자체 생산설비를 갖추고 있으며 자동차용, 상업용 카펫 및 카펫용 원사 생산
	아라미드 사업단	0%	방위산업, 광케이블, 자동차 소재 등 다양한 분야에 사용되는 아라미드 생산. 2017 년까지 연간 5,000 톤의 생산 능력을 갖출 예정
	탄소재료 사업단	0%	각종 산업 분야와 스포츠/레저 및 항공 용도 등에 다양하게 사용되는 High Performance Grade 탄소섬유 생산
화학부문 (매출액 1,194.3) (영업이익 147.1)	PP/DH PU	13%	프로판탈수소공정(DH)에서 자체 조달한 프로필렌을 통해 폴리프로필렌 수지(PP) 생산
	필름 PU	5%	필름의 원재료인 나일론 및 폴리에스터 중합물을 자체 개발하여 생산
	TPA PU	2%	섬유의 주원료로 쓰일 뿐만 아니라 타이어코드, 페트병, 폴리에스터 필름 등 각종 산업 및 생활소재의 원료로 사용되는 고순도 TPA 생산
	Neochem PU	1%	반도체, LCD, 태양전지 등에 사용하는 산업용 특수 Gas 인 삼불화질소(NF3) 생산
	Optical Film PU	0%	CD 에 사용되는 편광판(Polarizer)용 TAC(Tri-Acetyl Cellulose) Film 을 생산. 연간 5,000 만 m2 의 생산능력을 보유
	POK 사업단	0%	일산화탄소(CO)와 석유 화학원료인 올레핀(에틸렌, 프로필렌)을 원료로한 친환경 고분자 신소재 폴리케톤 생산
건설부문 (매출액 892.2) (영업이익 78.4)	건설 PU	7%	주택, 상업시설, 전력시설, 공장시설 건설 및 토목 사업 진행
	효성엔지니어링 PU	0%	폐기물 등의 친환경 처리 시스템에 대한 설계와 시공, 시운전을 일괄 수행하는 환경엔지니어링 부문
무역부문 (매출액 2,290.5) (영업이익 8.9)	철강 I, II PU	9%	포스코를 비롯한 현대제철, 포스코특수강, 등 국내 주요 철강업체들의 제품을 수출
	화학 PU	7%	석유화학의 기초원료에서 정밀화학분야에서 이르기까지 다양한 화학제품을 전 세계에 수출
	세빛섬 사업단	0%	서울의 중심 한강에서 세계 최초의 수변 문화 공간인 세빛섬을 운영
	LED 사업단	0%	LED 조명 제품을 중심으로 LED 소자, Package, Module 등 다양한 LED 제품을 전 세계에 수출
	효성트랜스월드 PU	1%	전 세계에 걸친 물류 네트워크를 바탕으로 수출입 컨테이너, 벌크, 항공, 프로젝트 화물 운송 취급
기타 (매출액 690.5) (영업이익 75.1)	노틸러스효성 PU	7%	‘금융 IT 종합솔루션 · 서비스’를 기반으로 국내 ATM 시장에서 부동의 M/S 1 위를 기록
	효성인포메이션시스템 PU	지분법	스토리지, 서버 등 기업의 데이터센터를 이루는 주요 하드웨어와 비즈니스 혁신을 이끄는 클라우드, 빅데이터 등의 솔루션을 공급
	효성 ITX	지분법	클라우드 컴퓨팅(Cloud Computing) 기술력과 대규모 IT 인프라를 기반으로 고객에게 최적화된 비즈니스 환경을 제공
	효성캐피탈 PU	3%	리스 및 할부금융, 프로젝트 파이낸스, 기업운전자금대출, 팩토링 금융 시행
	FMK	1%	국내 공식 패러리 · 마세라티 수입 및 판매 업체

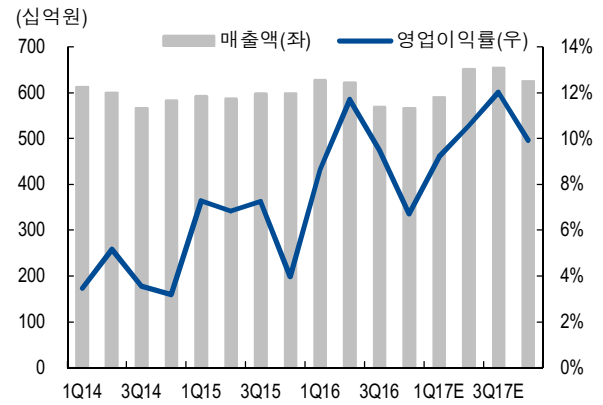
자료: 효성, NH 투자증권 리서치본부

그림3. 섬유부문 매출액 및 영업이익률



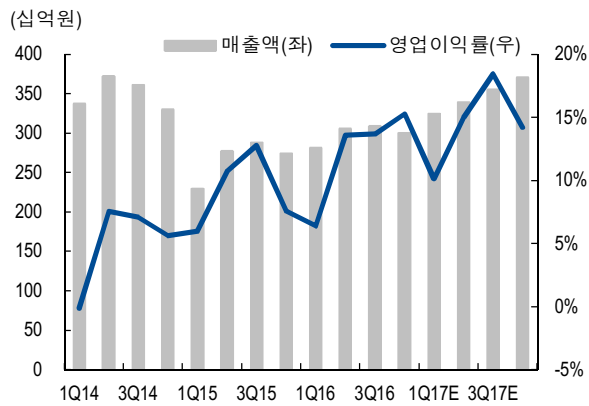
자료: 효성, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 산업자재부문 매출액 및 영업이익률



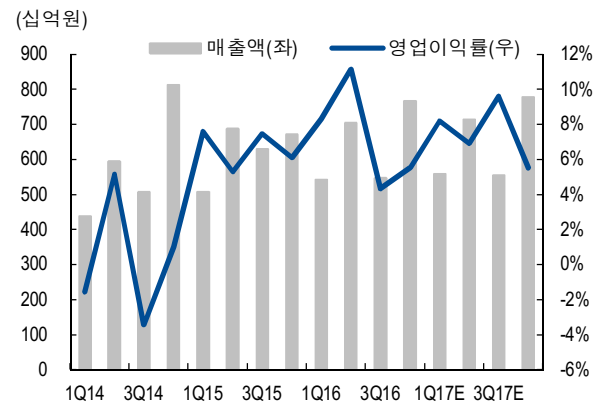
자료: 효성, NH투자증권 리서치본부 전망

그림5. 화학부문 매출액 및 영업이익률



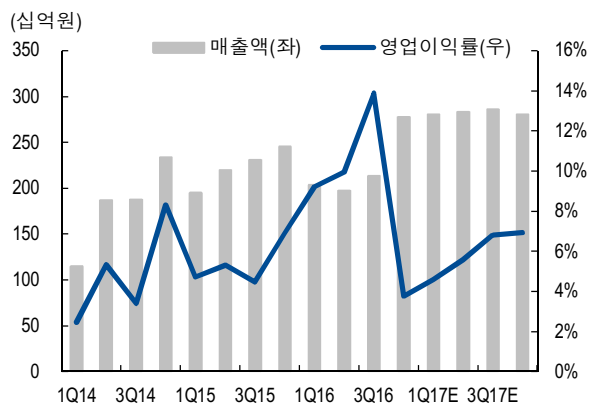
자료: 효성, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 중공업부문 매출액 및 영업이익률



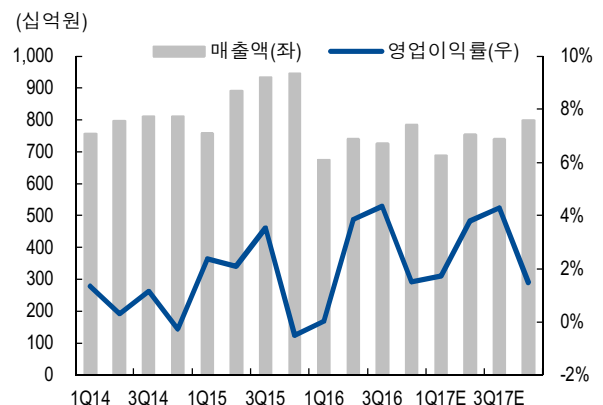
자료: 효성, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 건설부문 매출액 및 영업이익률



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부 전망

그림8. 무역외부문 매출액 및 영업이익률



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부 전망

2. 사업부별 경쟁업체 비교 시 밸류에이션 매력 우수

**밸류에이션 매력 우수,
배당수익률 최고 수준,
재무 안정성 확보**

부문별 국내 동종 기업과 밸류에이션 비교 시 주가는 저평가되어 있다. PER과 EV/EBITDA는 가장 낮은 수준이며, 배당수익률은 가장 높다. 연결기준 부채비율이 상대적으로 높아 보이지만 이는 금융 자회사의 영업부채와 베트남 현지 법인의 투자를 위한 특수한 환경 때문이다. 개별기준 2017년 말 부채비율은 100% 이하로 하락할 것으로 보여 재무 안정성이 높아졌다.

표5. 효성 사업부별 경쟁업체 밸류에이션 비교

(단위: 십억원, 원, 배)

회사명	효성	섬유부문		산업자재	화학		중공업	건설		무역	
		TK케미칼	태광산업	코오롱인더	SK가스	SK머티리얼스	현대중공업	코오롱글로벌	이테크건설	포스코대우	GS글로벌
주가 (3/24, 원)	127,000	1,790	907,000	70,500	125,000	157,000	174,500	14,050	133,000	22,850	3,090
시가총액	4,459.9	162.7	1,009.9	1,773.2	1,120.9	1,656.0	13,262.0	232.8	372.4	2,819.1	255.0
매출액	2015	12,458	659	2,804	4,857	4,079	338	46,232	3,029	1,101	17,527
	2016	11,929	612	2,671	4,562	5,255	461	39,317	3,185	1,192	16,492
	2017E	12,871	-	-	4,813	6,456	568	35,734	3,391	-	17,983
영업이익	2015	950	9	160	280	94	113	-1,540	42	80	369
	2016	1,016	7	160	277	181	154	1,642	61	90	318
	2017E	1,110	-	-	301	193	185	1,408	85	-	398
EBITDA	2015	1,520	31	352	474	138	169	-472	54	112	538
	2016	1,640	21	348	475	235	222	2,534	74	142	482
	2017E	1,854	-	-	495	243	261	2,378	97	-	578
순이익	2015	493	12	87	-142	69	66	-1,431	-25	24	156
	2016	456	8	62	166	170	109	638	6	36	166
	2017E	662	-	-	203	187	135	885	36	-	251
EPS	2015	14,030	187	103,160	-5,090	7,970	6,270	-25,793	-1,974	8,793	1,366
	2016	12,971	86	73,080	5,946	19,628	10,299	10,319	367	13,275	1,461
	2017E	18,843	-	-	7,210	21,107	13,016	11,419	2,146	-	2,158
BPS	2015	92,782	2,589	3,017,474	72,381	139,314	35,670	208,621	25,292	73,971	21,442
	2016	103,060	2,708	3,021,101	78,212	159,985	39,945	242,039	25,167	86,116	22,093
	2017E	116,219	-	-	75,917	167,177	48,319	219,111	22,281	-	24,276
Net debt	2015	7,186	183	-650	1,547	1,538	113	7,864	417	874	3,684
	2016	6,556	255	-847	1,504	1,173	256	5,865	432	821	3,211
	2017E	6,535	-	-	1,553	1,892	203	8,518	-	-	3,660
부채비율 (%)	2015	303.6	132.6	7.2	95.9	122.4	51.3	108.7	133.4	280.3	166.8
	2016	267.6	160.0	4.1	90.3	92.8	72.6	89.9	134.5	246.3	140.8
	2017E	240.7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PER	2015	8.4	16.4	12.2	-	9.1	18.6	-	-	15.1	14.4
	2016	11.2	22.5	55.7	12.1	7.3	17.4	16.6	30.5	10.3	27.6
	2017E	6.7	-	-	9.6	5.9	12.1	14.7	6.5	-	10.6
PBR	2015	1.3	0.8	0.4	0.9	0.5	3.3	0.4	0.6	1.8	0.8
	2016	1.4	0.7	0.3	0.9	0.8	4.5	0.6	0.4	1.6	1.2
	2017E	1.1	-	-	0.9	0.7	3.2	0.8	0.6	-	0.9
EV/EBITDA	2015	7.6	12.3	1.9	6.9	18.7	8.0	-	12.5	12.2	10.3
	2016	7.3	20.2	1.1	7.4	11.2	9.8	6.9	8.7	9.5	13.0
	2017E	6.1	-	-	7.0	13.7	7.2	10.0	-	-	11.2
ROE (%)	2015	16.3	5.4	3.5	-6.9	5.8	18.9	-10.0	-7.4	12.6	6.5
	2016	13.2	3.2	2.4	7.9	13.1	27.2	4.2	1.5	16.6	6.7
	2017E	17.2	-	-	9.5	13.3	29.2	5.5	7.8	-	9.4
Div yield (%)	2015	3.0	0.0	0.2	0.8	2.7	2.2	0.0	0.0	0.4	3.1
	2016	3.4	0.0	0.2	1.5	2.0	2.0	0.0	1.3	0.5	1.9
	2017E	4.7	-	-	1.3	1.9	2.2	0.7	-	-	2.4

자료: Bloomberg, NH 투자증권 리서치본부 전망

3. 투자의견 Buy, 목표주가 190,000원으로 커버리지 개시

**목표주가는 2017년
PER 11배, PBR 1.6배에
해당**

투자의견 Buy, 목표주가 190,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 잔여이익모델(RIM)을 통해 산정했으며, 현 주가대비 상승 여력은 50%이다. 현 주가는 2017년 추정실적 기준 PER는 6.7배, PBR은 1.1배로 경쟁기업대비 저평가되어 있다. 배당성향이 상승하는 추세로 2016년 시가배당률 3.4% 기록하며 배당주로서 가치가 높아졌다. 화학부문과 섬유부문, 산업자재부문 등 독과점적 사업의 꾸준한 설비 증설로 향후 실적 개선의 가시성이 높다. 저평가되어 있는 주가, 높은 배당수익률, 실적 개선을 고려하여 투자의견은 Buy를 제시한다.

표1. 효성 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Net profit	662	819	1,001	1,036	1,072	1,108	1,152	1,198	1,246	1,296	1,348	1,402
Shareholder's equity	4,081	4,667	5,435	6,238	7,077	7,952	8,839	9,737	10,647	11,567	12,497	13,435
Forecast ROE (FROE)	17.2%	18.7%	19.8%	17.8%	16.1%	14.7%	13.7%	12.9%	12.2%	11.7%	11.2%	10.8%
Spread (FROE-COE)	7.2%	8.7%	9.8%	7.8%	6.1%	4.7%	3.7%	2.9%	2.2%	1.7%	1.2%	0.8%
Residual income	277	381	496	452	406	356	313	269	227	185	145	105
Cost of equity (COE)	10.0%											
Beta	1.0											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	3,619											
PV of forecast period RI	2,290											
PV of continuing value	181											
Equity value (C+P)	6,090											
No of shares (common, mn)	35,117											
		12m TP										
Fair price (C)		190,757										
Current price (C)		127,000										
Upside (-downside)		50.2%										
Implied P/B (x)		1.8										
Implied P/E (x)		9.6										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주가가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB+'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

II. 화학과 산업자재 사업부의 성장성

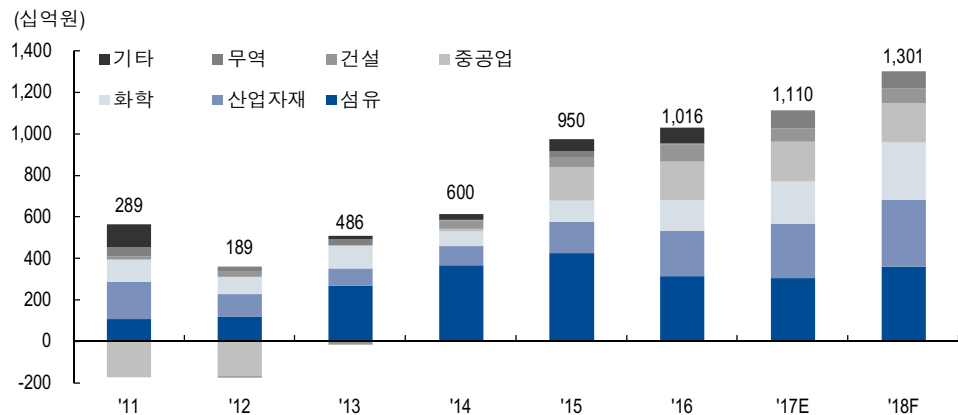
다변화된 사업군을
기반으로 영업이익은
꾸준히 증가

연간 영업이익은 2012년 1,890억원을 저점으로 매 년 증가 추세를 유지하고 있다. 6개 사업부의 고른 성장으로 전체 영업이익이 증가하고 있는데 시기별 주도 사업부는 변하고 있다. 2014년에는 타이트한 스판텍스 공급으로 섬유사업부의 이익이 증가했고, 2015년에는 고부가 제품 출하에 따라 중공업 사업부의 실적이 개선되었으며, 2016년에는 산업자재 사업부와 화학 사업부가 연간 영업이익 성장을 견인했다.

2017 화학 사업부와
산업자재 사업부가
실적 성장 주도할 것

2017~ 2018년에는 화학과 산업자재 사업부가 실적 성장을 주도할 전망이다. 화학 사업부는 국내외 대규모 증설을 통한 외형 확장이 가능하며, 원재료 LPG 가격의 하향 추세로 원가 경쟁력이 높아질 것으로 보인다. 산업자재 사업부는 타이어코드 설비 증설로 외형이 확대될 전망이며, 제품 수요/공급이 안정화되어 이익률이 조금씩 상승 중이다. 특히, 스틸코드와 산업용사는 적자 규모가 축소되고 있어 산업자재 사업부 영업이익 증가가 가능할 전망이다.

그림9. 2017~ 2018년 영업이익 성장은 화학과 산업자재 사업부가 견인할 전망



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부 전망

1. 화학사업부: PDH/PP(한국, 베트남), NF₃ 증설을 통한 성장성 확보

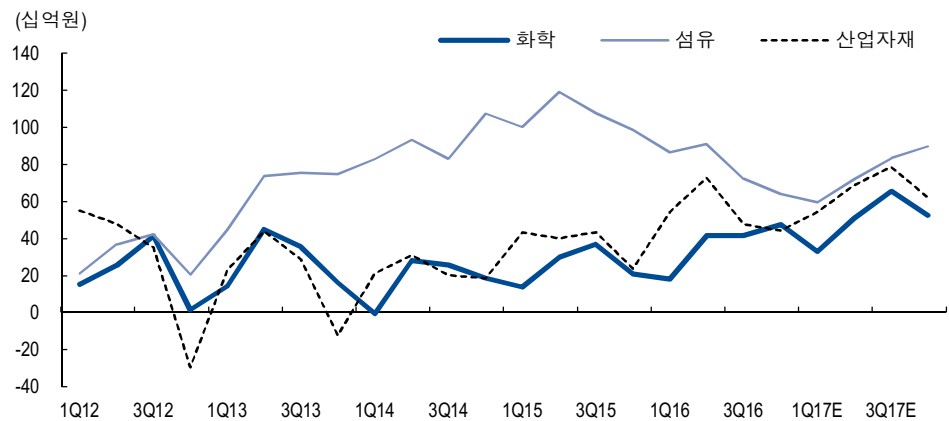
화학사업부 영업이익 증가세 지속

2017년에도 화학 사업부가 전체 실적 성장을 견인할 전망이다. 화학사업부의 연간 영업이익은 2014년 714억원(영업이익률 5.1%)에서 2015년 1,007억원(영업이익률 9.4%), 2016년 1,471억원(영업이익률 12.4%)으로 연평균 44% 증가했다. 화학사업부 설비 증설과 글로벌 프로필렌의 타이트한 수급으로 향후 2년 평균 영업이익 증가율은 38%를 기록할 것으로 예상된다.

화학사업부 EBITDA는 석유사업부 추월 전망

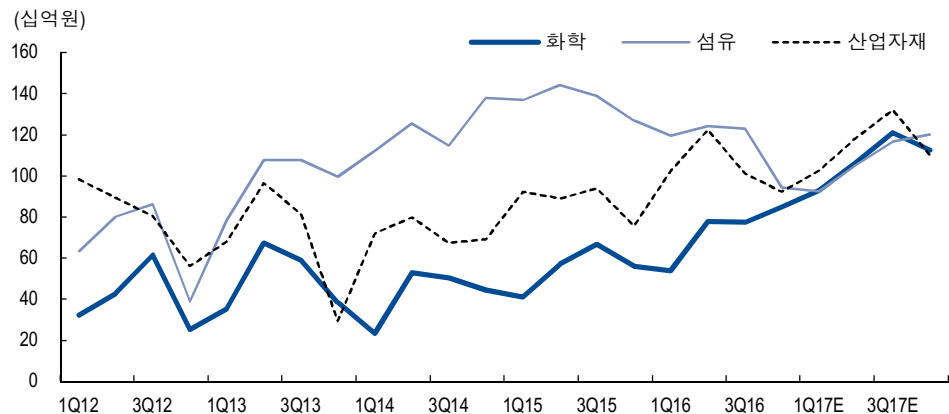
EBITDA 기준으로는 화학사업부가 6개 부문 중 가장 앞설 것으로 예상된다. PDH와 PP 등 대규모 투자로 2016년 화학사업부 감가비용은 1,449억원으로 증가했다. 2016년 4분기 화학사업부 감가비용이 석유부문을 초과하여 EBITDA 기준으로는 석유부문과 유사한 수치를 기록했다. LPG 가격 하락에 따른 PDH 사업 이익률 상승, PP 증설에 따른 매출액 증가, 감가비용 확대 등 고려 시 2017년 화학부문 EBITDA는 석유사업부를 초과할 전망이다.

그림10. 화학사업부 분기 영업이익은 지속적으로 확대 중



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림11. 2017년 화학사업부 EBITDA는 석유사업부를 초과할 전망



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

PDH 30만톤 증설로 매출액 증가 및 이익률 상승

2015년 7월 PDH 30만톤 증설 이후 화학부문의 외형과 영업이익이 증가하기 시작했다. PDH는 LPG를 원재료로 프로필렌을 제조하는 설비다. 프로필렌은 내부에서 PP를 제조하는 원재료로 사용되거나 외부로 판매하는 구조다. PDH 증설 이전에는 PP 36만톤 설비 가동을 위해 외부에서 프로필렌 부족분을 구매했으나 PDH 증설 이후에는 전량 자체 수급이 가능하게 되었다. 또한 잉여 프로필렌은 외부에 판매하기 시작하여 매출액이 증가하는 동시에 영업이익률도 상승할 수 있었다.

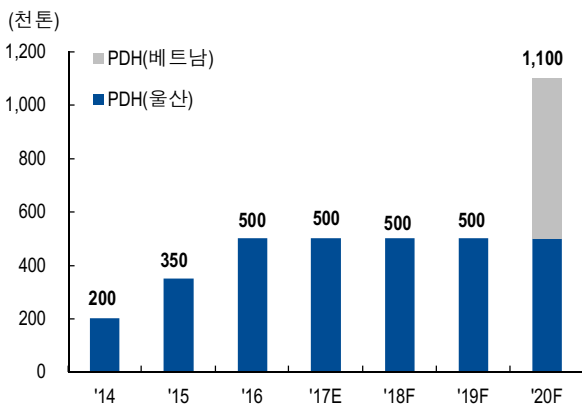
PP 20만톤 증설로 2017년 외형과 영업이익 증가 전망

2016년 11월 PP 20만톤 증설로 2017년에도 화학부문 실적 증가가 예상된다. PP 증설 설비의 경우 1분기 가동률이 100%로 상승하여 연간 매출액 증가가 가능하다. 증설로 추가 소요되는 원재료(프로필렌) 중 약 14만 톤은 PDH에서 자체적으로 공급받으며, 나머지 약 6만 톤은 외부에서 구매하여 가동할 것으로 보인다. PP 증설에 따라 연간 매출액은 약 1천억원, 영업이익은 약 120억원 증가할 전망이다.

베트남 대규모 화학 프로젝트 MOU 체결

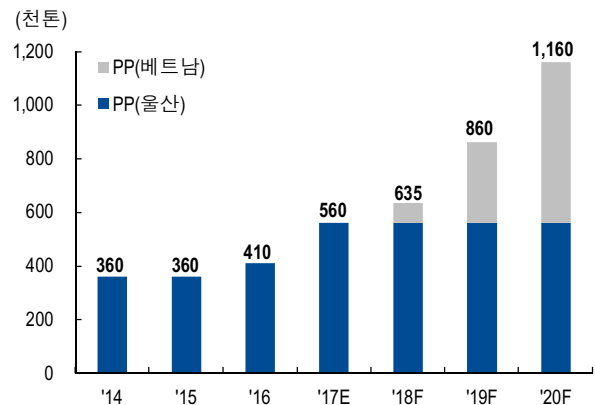
지난 2월 베트남 정부와 화학공장 및 인프라 투자를 위한 MOU를 체결했다. 본 계약 체결 시 2018년부터 화학 사업부의 대규모 성장이 가능하다. 베트남 증설 프로젝트는 베트남 남부(바리아붕따우성 띠엔현 까이랩 공단)에 약 12억 달러를 투자하여 PDH 60만톤, PP 60만톤 등의 화학공장과 LPG 저장소 및 석유화학 제품 수출입 부두를 건립할 계획이다. 프로젝트가 시작되면 2020년 PDH 60만톤 설비가 완공되며, PP 60만톤 설비는 2018년부터 단계적으로 완공될 예정으로 중장기 성장의 축이 될 전망이다. 베트남은 원유와 가스가 생산되는 국가로 LPG 가스를 저렴한 가격에 공급 받을 수 있으며, 두터운 수요층과 빠른 수요 증가로 고수익이 가능할 전망이다. 설비가 본격 가동되면 연간 매출액 약 7천억원, 영업이익률 30%대가 예상되어 대규모 실적 증가가 가능하다.

그림12. PDH 증설로 프로필렌 공급량 확대



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림13. 단계적인 PP 증설로 화학부문 실적 증가 전망



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

LPG 가격 하락으로 화학부문 수익성 향상

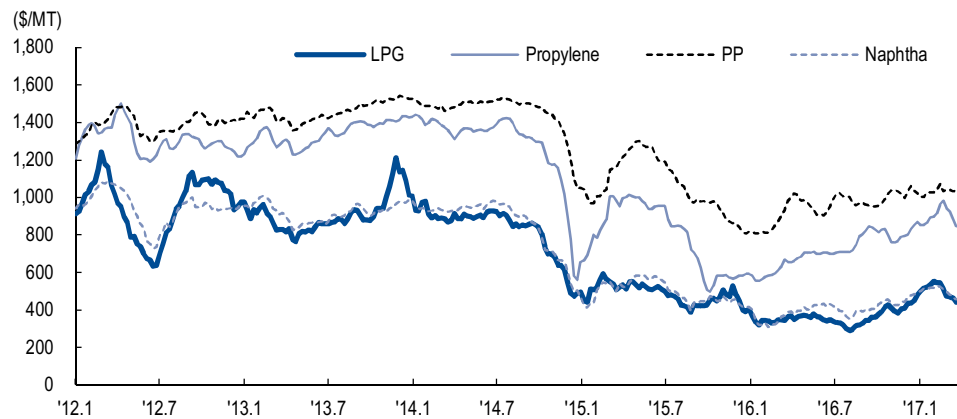
LPG 가격 하락, 중국 증설 지연으로 수익성 향상

중장기 원재료(LPG) 가격 약세로 화학부문 이익률은 점진적으로 상승할 전망이다. PDH 설비는 LPG를 원료로 프로필렌을 생산하기 때문에 LPG 가격 약세 시 원가 절감이 가능하다. 아시아 LPG 가격은 유가에 연동되는데 2014년 말 유가 하락으로 LPG 가격도 급락하여 화학부문 수익성이 높아질 수 있었다. 최근에는 중국 프로필렌 신증설 설비의 가동 지연으로 공급이 타이트해지며 프로필렌과 PP 가격이 완만히 회복 중이다.

PDH 이익률 개선 지속 전망

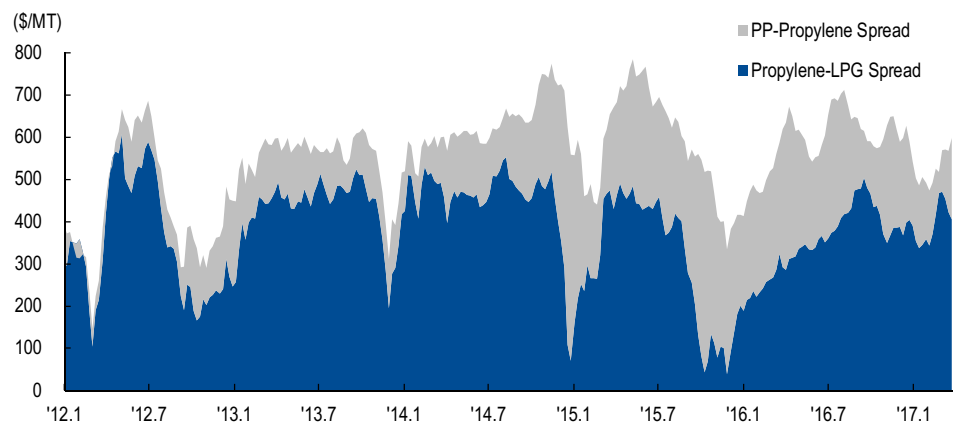
난방과 산업용도의 LPG 수요 감소로 LPG 가격은 하향 추세에 있으며, 이에 이익률이 상승할 전망이다. 프로필렌은 정유와 NCC, PDH, CTO/CTP 등 설비를 통해 생산 가능하며, 각각의 원재료는 원유와 납사, LPG, 석탄이 된다. 원재료 사이의 상대 가격은 원유보다 납사가 낮아지는 추세에 있고, 납사보다 LPG가 낮아지는 추세에 있다. 이는 원재료 수요 증가의 차별성 때문에 나타나는 현상으로 중장기적으로 LPG를 활용한 PDH의 원가 경쟁력은 점진적으로 높아질 전망이다.

그림14. LPG, 납사, 프로필렌, PP 가격



자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림15. 프로필렌, PP 스프레드 확대로 PDH, PP 설비 영업이익률 상승

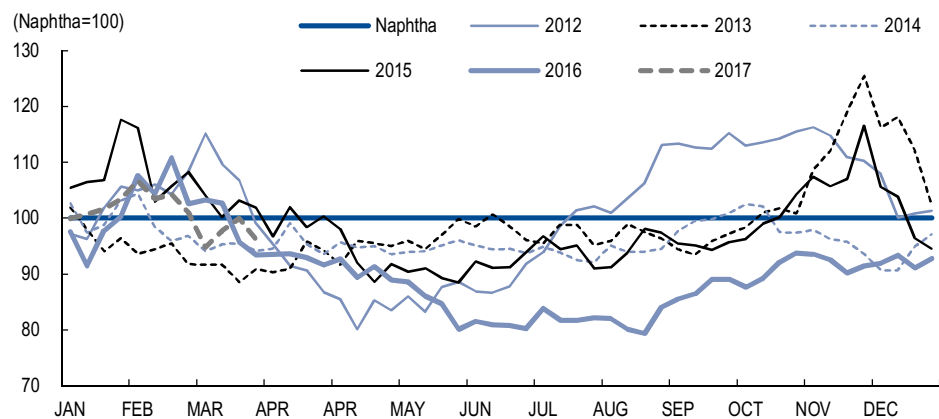


자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

여름철 PDH 이익률 극대화 가능

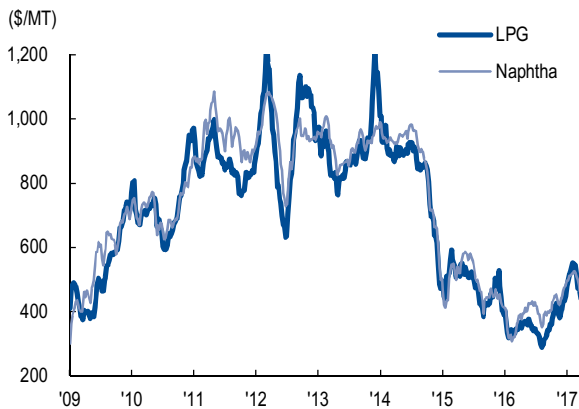
LPG의 계절성은 뚜렷하다. 겨울에는 난방용 수요가 늘어 납사보다 가격이 높지만 여름에는 가격이 급락하는 계절성을 보인다. 이에 PDH의 영업이익률은 겨울에는 낮지만 여름에는 크게 상승하게 된다. 최근에는 LPG의 난방 및 산업용 수요가 줄면서 납사대비 상대 가격이 낮아졌다. 이에 겨울에도 LPG 가격이 납사와 유사한 반면 여름철 납사대비 LPG의 가격 하락폭은 점차 커지는 추세에 있다. 2~3분기 PDH의 영업이익률은 NCC에서 생산된 프로필렌보다 월등히 높으며, 연 평균 영업이익률도 NCC의 프로필렌을 추월할 것으로 보인다. 중장기 PDH의 영업이익률은 상승할 전망으로 화학사업부의 이익 개선 추세는 지속될 수 있다는 판단이다.

그림16. 1~ 12월 LPG 가격의 상대변화 (naphtha가격=100 기준)



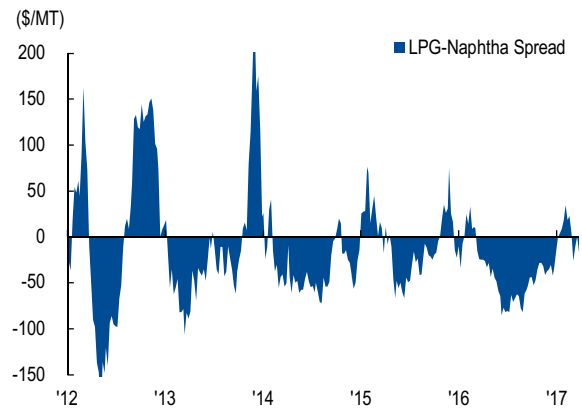
자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림17. 유가 하락으로 아시아 LPG 및 납사 가격 급락



자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

그림18. LPG의 상대가격 하락으로 PDH 원가 경쟁력 확대



자료: Platts, NH투자증권 리서치본부

NF₃(삼불화질소) 사업 정상화 및 증설에 따른 실적 개선

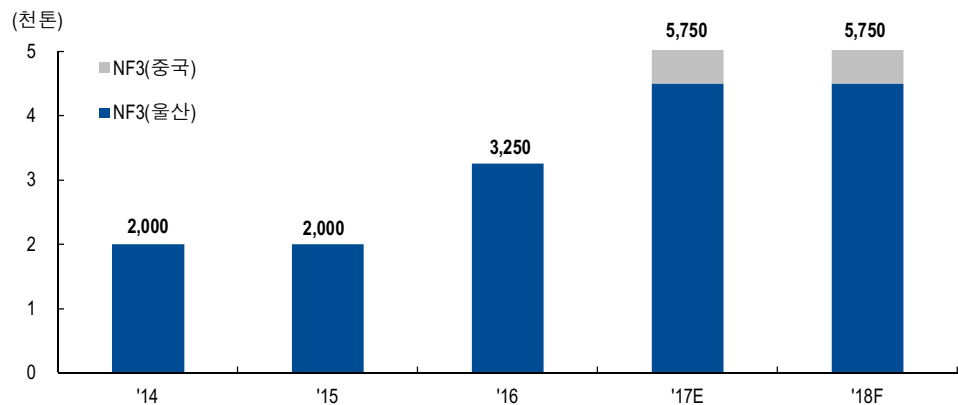
NF₃ 사업 정상화

NF₃ 설비 정상화와 국내외 신증설에 따른 실적 개선이 예상된다. NF₃는 반도체와 LCD 등 생산장비의 내부를 세척하는 특수가스로 사용된다. 매우 독성이 강한 물질로 공기 중에 누출되면 큰 사고로 이어질 수 있다. 작년 8월 동사의 용연 공장에서 발생한 NF₃ 누출 사고로 장기간 생산을 중단하는 등 막대한 손실이 발생했다. '16년 4분기 용연 공장은 안전점검을 마친 후 재가동을 시작했고, 현재는 정상 가동되고 있는 것으로 파악된다.

NF₃ 2,000톤('15)에서 5,750톤('17)으로 증설

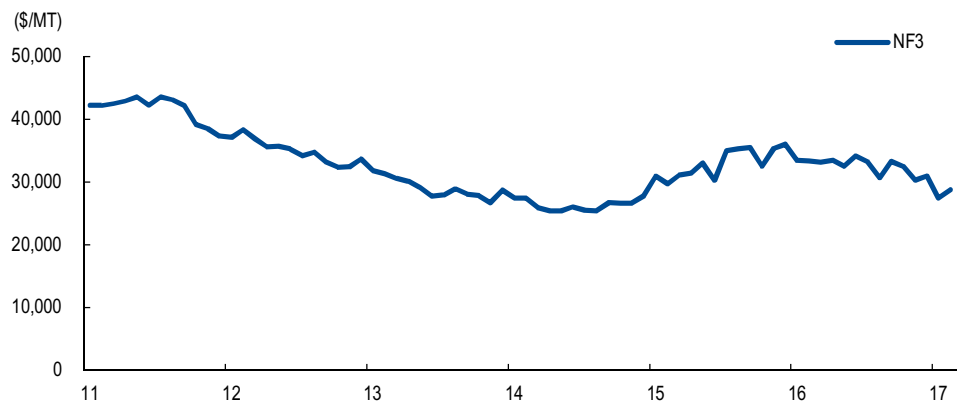
NF₃ 생산설비는 '16년 3월 1,300톤을 증설하여 총 3,300톤으로 확대되었다. 중국 1,200톤 생산설비는 1분기 완공했고, 국내 추가 증설 1,250톤은 3분기 완공되어 총 5,750톤으로 확대될 전망이다. '17년 사고 설비 정상화로 국내 증설 효과가 본격화될 수 있으며, 중국의 신규설비 완공으로 NF₃ 매출액과 영업이익이 확대될 것으로 보인다. 최근 NF₃ 가격이 하락했지만 반도체와 디스플레이 설비 증설이 공격적으로 진행되고 있어 NF₃ 수요가 빠르게 증가할 전망이다. NF₃ 가격 회복은 '17~'18년 화학사업부 실적 증가의 또 다른 요인이 될 전망이다.

그림19. NF₃ 대규모 증설로 IT용 특수가스 실적 개선 전망



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림20. 반도체, 디스플레이 공격적 증설로 NF₃ 수요 증가 및 가격 회복 가능



자료: Kita, NH투자증권 리서치본부

2. 산업자재사업부: 타이어코드 등 세계 1위 제품 다수 보유

타이어코드 세계 1위, 수익성 개선 지속

글로벌 1위 타이어코드 생산 기업으로 수 년간 수익성 개선이 이어지고 있다. 타이어코드(Tire Cord)는 자동차 타이어의 안정성과 내구성, 주행성을 보장하기 위해 타이어 제조시 사용되는 주요 원재료다. 당사는 폴리에스터코드(Polyester Cord)와 나일론코드(Nylon Cord), 스틸코드(Steel Cord)를 모두 생산하는 전 세계 유일의 기업이다. 국내외 주요 타이어 생산 기업(미쉐린, 브릿지스톤, 한국타이어, 금호타이어 등)에 타이어코드를 공급하고 있으며, 글로벌 시장 점유율은 약 45%로 전 세계 1위를 기록하고 있다.

전 세계 생산기지 구축, 향후 베트남 공장 중심으로 성장 전망

타이어코드 생산기지 다변화와 설비 증설로 지속적인 성장이 가능할 전망이다. 울산과 베트남, 중국, 미국, 룩셈부르크 등 전 세계에 타이어코드 생산 거점을 보유하여 글로벌 타이어 기업을 고객으로 할 수 있다. 특히, 베트남 공장은 최근 공격적인 증설로 타이어코드 연간 10만톤 규모의 생산설비를 갖추 세계 최대 생산기지로 부상했다. 베트남 공장은 타이어코드와 산업용 원사 등 다양한 제품에서 규모의 경제를 확대해 나갈 계획이며, 우수한 노동력을 기반으로 향후 산업자재사업부 실적 개선을 주도할 전망이다.

타이어코드 이익률 개선, 적자사업 정상화

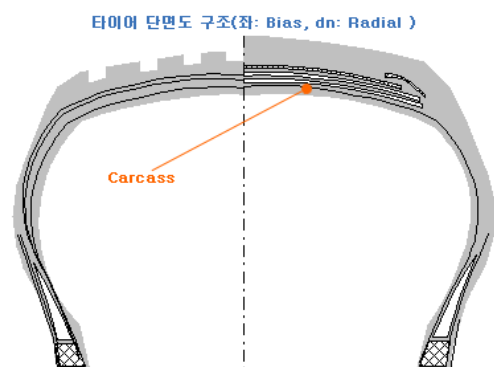
타이어코드와 산업용사 등 주요 제품의 글로벌 설비 증설 부재로 수익성이 지속적으로 상승하고 있다. 2010년대 글로벌 타이어코드 과잉증설로 수익성이 악화됐으나 이후 글로벌 증설이 부재하고, 일부 기업의 설비 폐쇄로 폴리에스터 타이어코드 이익률은 상승하고 있다. 스틸코드 적자 규모는 2016년부터 줄기 시작하였고, 2017년에는 손익분기점에 도달할 것으로 보인다. 향후에는 타이어코드 생산 설비를 단계적으로 증설함으로써 회복된 이익률을 유지하는 가운데 외형을 확대할 계획이다. 산업용 원사 또한 적자 상태였으나 최근 적자폭이 줄고 있어 산업자재 전체 영업이익 개선이 가능할 전망이다.

그림21. 타이어코드 사용 용도



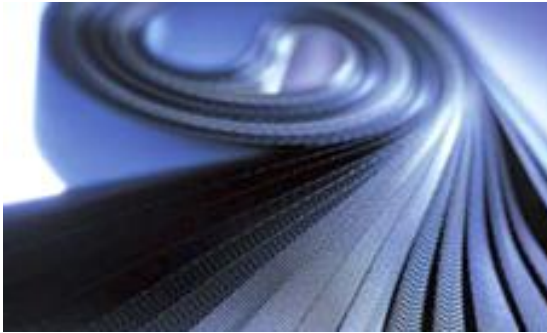
자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림22. 폴리에스터 타이어코드는 Carcass 소재로 사용



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림23. Seat Belt용 원사



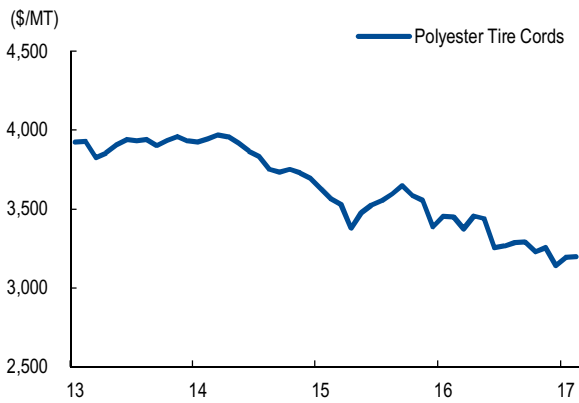
자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림24. 에어백용 원사



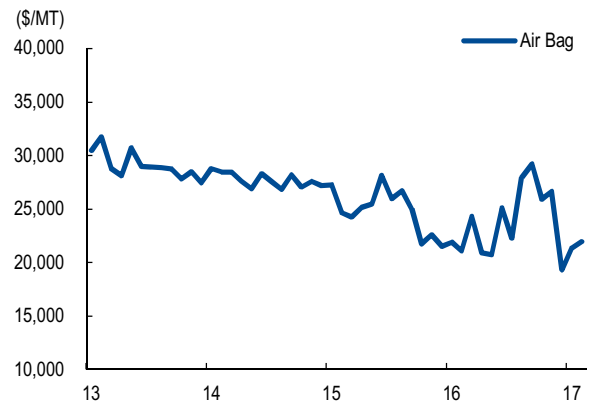
자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림25. 폴리에스터 타이어코드 가격 추이



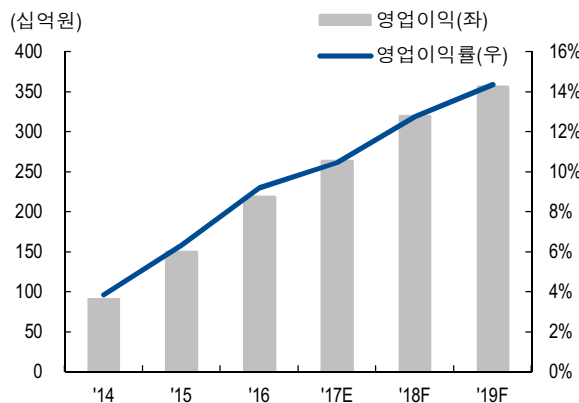
자료: Kita, NH투자증권 리서치본부

그림26. 자동차 에어백 원단 가격추이



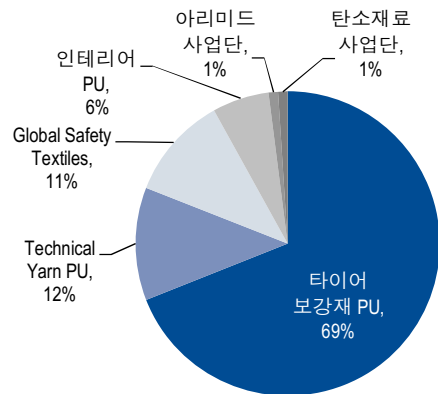
자료: Kita, NH투자증권 리서치본부

그림27. 산업자재사업부 연간 영업이익, 영업이익률 증가 전망



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림28. 산업자재사업부 퍼포먼스 유닛별 매출액 비중 (2016)



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

3. 중공업사업부: 신뢰성 확보로 고수익시장 수주 확대

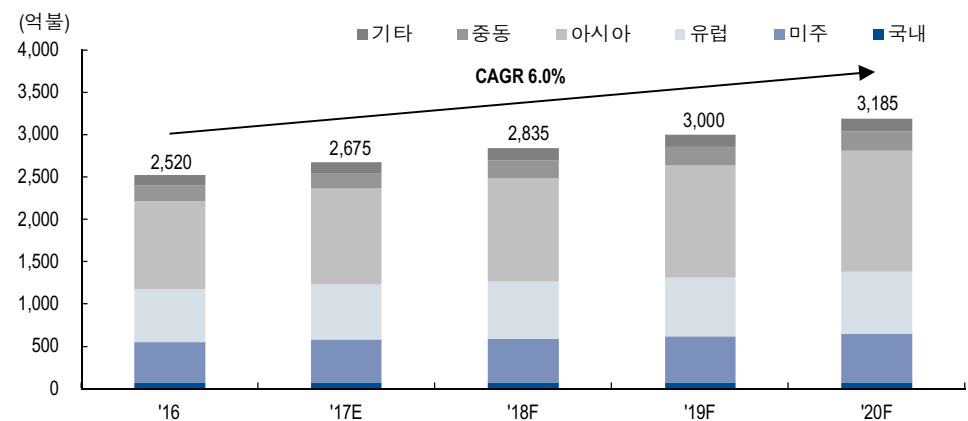
중공업사업부 신뢰성 확보로 고가 수주 증가 전망

중공업사업부는 전력(송/변전 설비 등), 기전(전동기, 감속기 등), 효성굿스프링(펌프, 담수화설비 등), 풍력사업 등 총 4개 퍼포먼스 유닛(PU: Performance Unit)으로 구성되어 있다. 사업부 연간 매출액은 2016년 기준 약 2조5,574억원으로 전사 매출액 비중 21%로 성장했다. 이 중 전력 사업은 1962년 설립되어 국내 고압변압기 시장을 주도하고 있다. 고압변압기 시장에서는 장기간에 걸쳐 생산 공정, 기술 신뢰도를 높였으며, 고가 제품 수주가 증가하는 단계에 진입했다.

고가 수주 선순환 구조로 안정적 실적

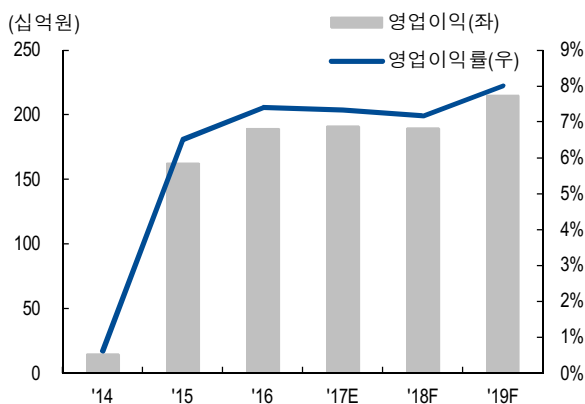
중공업부문 수주 잔고는 3조6,027억원으로 안정적 실적이 유지될 전망이다. 고압변압기 시장에서는 장기간 구축한 신뢰성을 기반으로 한국전력 수주가 증가했으며, 미국과 유럽 등 선진국 수주가 확대되었다. 2017년 중공업사업부 매출액 2조 6,040억원, 영업이익 1,910억원으로 전년대비 소폭 증가할 것으로 보인다.

그림29. 글로벌 전기전자기기 산업 성장성 지속



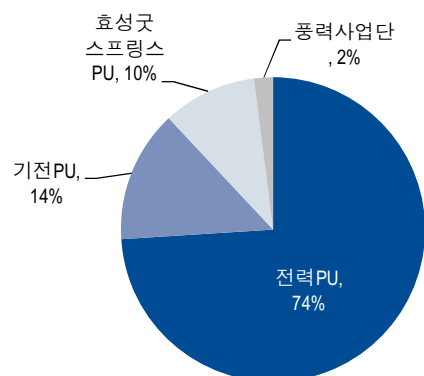
자료: Goulden Report, NH투자증권 리서치본부

그림30. 중공업부문 연도별 영업이익, 영업이익률 안정적 유지



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림31. 중공업부문 퍼포먼스 유닛별 매출액 비중 (2016)



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

III. 높은 배당수익률 및 재무구조 안정화

업종 내 최고 수준의 배당수익률

2016년 시가배당률 3.4%로 업종 상위권

안정적인 배당성향을 유지하며 배당수익률은 업종 내 상위권이다. 연간 배당성향은 25~35%를 유지하는 가운데 실적 증가로 주당 배당금은 2013년부터 2016년까지 매년 1,000원, 2,000원, 3,500원, 5,000원으로 증가했다. 배당성향은 높아지는 추세로 시가배당률은 2013년 1.4%에서 매년 상승하여 2016년에는 3.4%를 기록했다. 정유주를 제외한 업종 내 최고 수준이며, 코스피 내에서도 상위권으로 배당주로서의 가치가 높다는 판단이다.

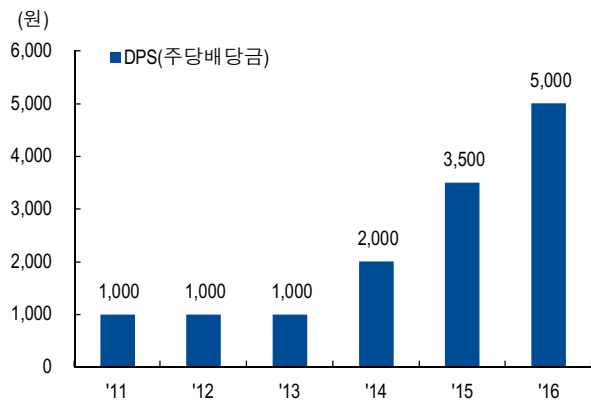
표6. 효성 시가배당률 업종 내 최상위권

(단위: 원, %, 십억원)

회사명		효성	SK 이노베이션	S-Oil	LG화학	롯데 케미칼	대한유화	한화 케미칼	코오롱 인더	SKC	한솔 케미칼	금호 석유
DPS(원)	2014	2,000	0	150	4,000	1,000	1,500	150	500	550	600	1,500
	2015	3,500	4,800	2,400	4,500	2,500	3,000	150	500	750	800	800
	2016	5,000	6,400	6,200	5,000	4,000	4,000	350	1,100	750	1,000	800
시가배당률	2016	3.4	4.4	7.3	1.9	1.1	1.5	1.4	1.5	2.3	1.2	1.0
배당성향	2016	36.5	32.9	57.9	25.7	7.3	9.1	7.6	16.3	63.1	20.5	26.7
현금배당액	2016	166	596	722	368	135	25	58	31	27	11	22

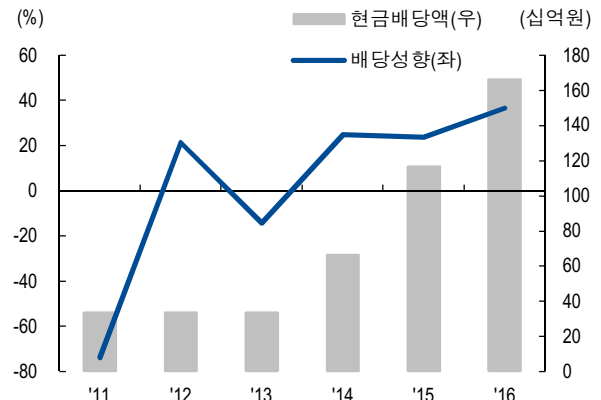
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

그림32. 이익규모 확대와 높은 배당성향으로 DPS 증가 추이



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림33. 배당성향은 상승 추세를 나타냄



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

자회사 특성 고려 시 재무구조 안정적

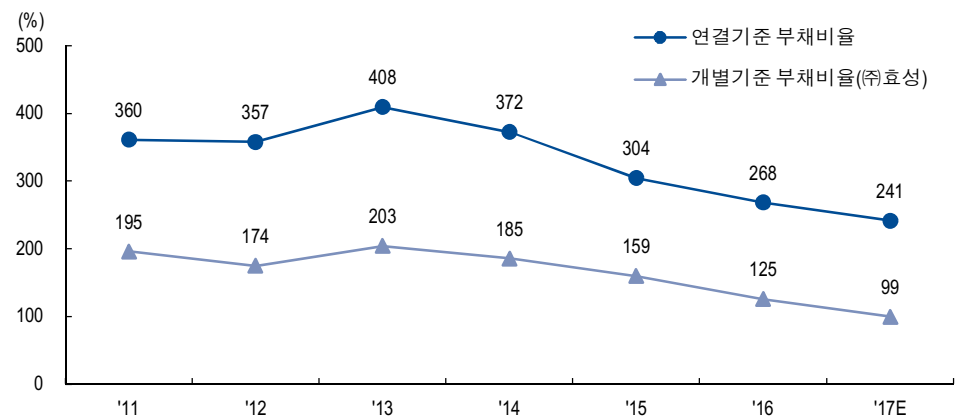
자회사 특성 고려 시 안정적 부채비율

시장 우려보다 부채비율은 낮은 수준이다. 2016년 연결기준 부채비율은 267.6%로 높아 보이지만 개별기준 ‘(주)효성’의 부채비율은 124.5%로 크게 낮아진다. 연결기준으로는 캐피탈 자회사(효성캐피탈(주))의 영업용 부채와 베트남 자회사(Hyosung Vietnam Co., Ltd.) 성장을 위한 차입금이 많기 때문이다. 캐피탈사는 일반적 부채비율이 매우 높은데 효성캐피탈(주) 540%는 업종 내에서 낮은 수준이다. 다만, 미국 금리인상에 따른 조달금리 상승으로 영업 환경은 악화될 것으로 보인다. 자본 확충이 불필요해 보이지만 향후 보수적 경영이 지속되는지는 주목해야 할 사항이다.

개별기준 부채비율 ‘17년 100% 하회

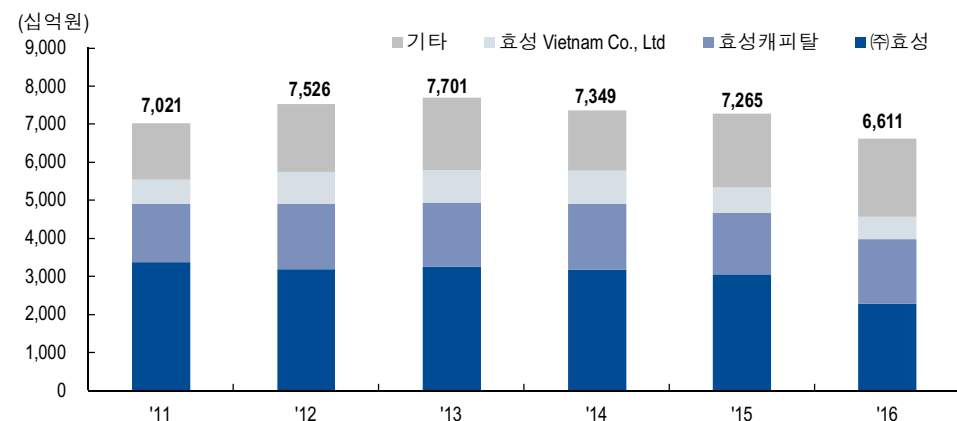
베트남 경제의 높은 성장률과 현지 생산기지 확장 등 고려 시 베트남 자회사 Hyosung Vietnam Co., Ltd. 차입금 규모가 큰 것은 당연하다. 개별기준 ‘(주)효성’의 부채비율은 2017년말 100% 미만으로 하락할 전망이다. 꾸준한 차입금 상환을 통한 부채비율 하락과 자회사 특성을 고려 시 재무구조는 안정화 단계에 진입한 것으로 판단한다.

그림34. 부채비율의 꾸준한 하락. 2017년 개별기준 부채비율 100% 하회 전망



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

그림35. 순차입금은 개별기업(주)효성 및 효성캐피탈, 베트남자회사가 높은 비중 차지



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

표6. 국내 캐피탈 기업 재무지표

(단위: 십억원, %)

회사명		효성캐피탈	KB캐피탈	아주캐피탈	우리캐피탈
시가총액		-	536.2	382.7	-
영업이익	2015	29	82	67	81
	2016	-	127	70	90
순이익	2015	27	63	51	61
	2016	8	97	54	70
부채총액	2015	2064	5009	6290	5169
	2016	2090	6646	5343	6064
자본총액	2015	370	579	754	675
	2016	387	807	788	769
부채비율(%)	2015	557.5	865.5	833.8	765.5
	2016	540.1	824.0	678.4	788.7
ROE(%)	2015	7.4	10.9	6.8	9.1
	2016	2.1	12.0	6.9	9.1
ROA(%)	2015	1.1	1.1	0.7	1.0
	2016	0.3	1.3	0.9	1.0

자료: 각 기업 사업보고서, NH투자증권 리서치본부

대주주의 적극적인 주식 매입과 함께할 시점

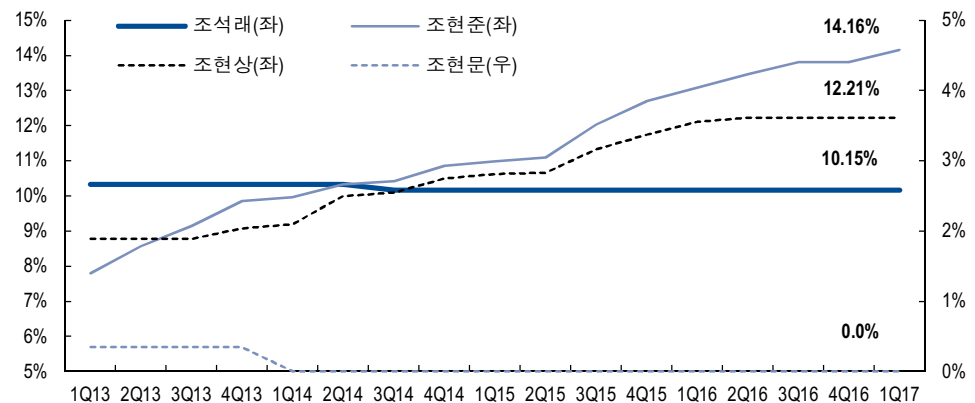
3세 경영체제 본격화

지난 1월 조현준 사장이 효성그룹 회장으로 공식 취임하면서 3세 경영 체제가 본격화 되었다. 사업체 운영과 관련한 재판이 진행되고 있지만 이는 공론화 된 사항으로 향후에는 경영 투명성이 높아질 수 밖에 없다는 판단이다. 복잡한 사업 구조 및 1남과 3남의 각기 다른 사업부 관할로 앞으로 지배구조 변화 가능성에 대해 고민해 보아야 한다.

대주주 주식 매입으로 주가 하방경직성 확보

동시에 대주주의 주식 매입 속도가 빨라져 아직은 안정적 경영권 확보를 위한 준비 단계에 있다는 판단이다. 매입 단가 기준 현 주가에서는 경쟁적으로 주식 보유 비율을 늘리고 있다. 내부자들의 주식 매입은 경영권 확보와 동시에 사업에 대한 자신감으로 주가의 하방경직성을 높일 것으로 보인다. 경쟁사대비 낮은 밸류에이션, 사업부별 순환적 이익 증가로 성장성이 지속되고 있기 때문에 현 주가에서는 대주주의 주식 매입과 함께 해야 할 때라는 판단이다.

그림36. 대주주의 주식지분을 상승 추세



자료: 효성, NH투자증권 리서치본부

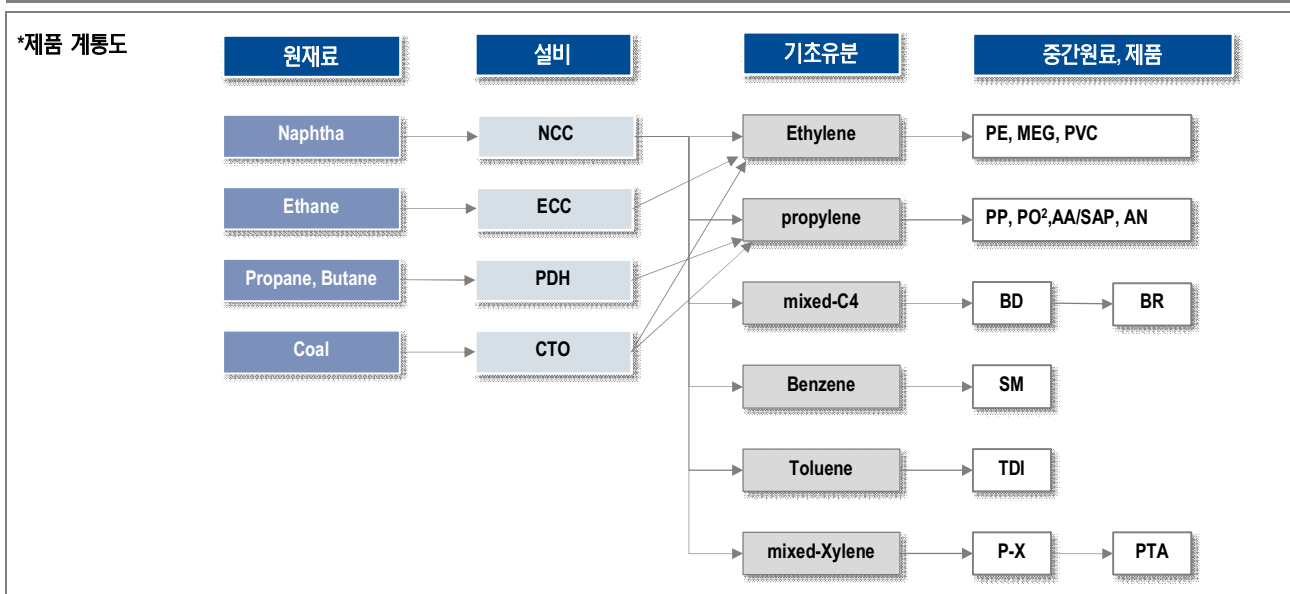
표7. 주요주주 지분 구성

주주명	주식수	지분율(%)
최대주주 및 특별관계자(조현준 외 7인)	13,107,781주	37.32%
조석래	3,562,947주	10.15%
조현준	4,970,879주	14.16%
조현상	4,287,020주	12.21%
국민연금	4,000,624주	11.9%
효성 자기주식	1,848,851주	5.26%

자료: 기업공시, NH투자증권 리서치본부

[Appendix]

Category	Acronym	Full Name	Chemical Formula
기초유분	BD	Butadiene, 부타디엔	C ₄ H ₆
	Mixed - X	Mixed - Xylene	C ₈ H ₁₀
	PO ¹	Poly Olefin	C _n H _{2n}
합성수지	PE	Polyethylene, 폴리에틸렌	(C ₂ H ₄) _n
	HDPE, LDPE, LLDPE	High-density PE, Low-density PE, Linear low-density PE	
	PP	Polypropylene, 폴리프로필렌	(C ₃ H ₆) _n
	PVC	Polyvinyl chloride	(C ₂ H ₃ Cl) _n
	ABS	Acrylonitrile Butadiene Styrene	(C ₈ H ₈ ·C ₄ H ₆ ·C ₃ H ₃ N) _n
	PS	Polystyrene, 폴리스타이렌	(C ₈ H ₈) _n
	EP	Engineering Plastic	
화섬원료	MEG or EG	(mono) Ethylene glycol	(CH ₂ OH) ₂
	P-X	Para-Xylene	C ₈ H ₁₀
	PTA	Purified Terephthalic acid	C ₈ H ₆ O ₄
	CPLM	Caprolactam	C ₆ H ₁₁ NO
중간원료	SM	Styrene monomer	C ₈ H ₈
	AN	Acrylonitrile	C ₃ H ₃ N
	EDC	Ethylene dichloride	C ₂ H ₄ Cl ₂
	BPA	Bisphenol A	C ₁₅ H ₁₆ O ₂
	MDI	Methylene diphenyl diisocyanate	C ₁₅ H ₁₀ N ₂ O ₂
	TDI	Toluene diisocyanate	C ₉ H ₆ N ₂ O ₂
	PC	Polycarbonate	
	PO ²	Propylene Oxide	C ₃ H ₆ O
	PPG	Polypropylene Glycol	
용제 및 기타	AA/SAP	Acetic acid/ Superabsorbent polymers	C ₂ H ₄ O ₂
	BR	Butadiene Rubber	
	SBR	Styrene Butadiene Rubber	
제조설비	NCC	Naphtha Cracking Center	
	ECC	Ethane Cracking Center	
	CTO	Coal to Olefin	
	CTP	Coal to Propylene	
	PDH	Propane dehydrogenation	



STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
매출액	12,458	11,929	12,871	13,388
증감률 (%)	2.3	-4.2	7.9	4.0
매출원가	10,430	9,771	10,506	10,782
매출총이익	2,029	2,158	2,365	2,606
Gross 마진 (%)	16.3	18.1	18.4	19.5
판매비와 일반관리비	1,078	1,142	1,255	1,305
영업이익	950	1,016	1,110	1,301
증감률 (%)	58.3	7.0	9.2	17.2
OP 마진 (%)	7.6	8.5	8.6	9.7
EBITDA	1,520	1,640	1,854	2,138
영업외손익	-353	-320	-202	-177
금융수익(비용)	-326	-229	-147	-147
기타영업외손익	-39	-119	-83	-58
종속, 관계기업관련손익	11	28	28	28
세전계속사업이익	597	697	909	1,124
법인세비용	71	221	218	270
계속사업이익	526	475	691	854
당기순이익	526	475	691	854
증감률 (%)	80.1	-9.6	45.3	23.7
Net 마진 (%)	4.2	4.0	5.4	6.4
지배주주지분 순이익	493	456	662	819
비지배주주지분 순이익	33	20	29	36
기타포괄이익	40	31	0	0
총포괄이익	566	507	691	854

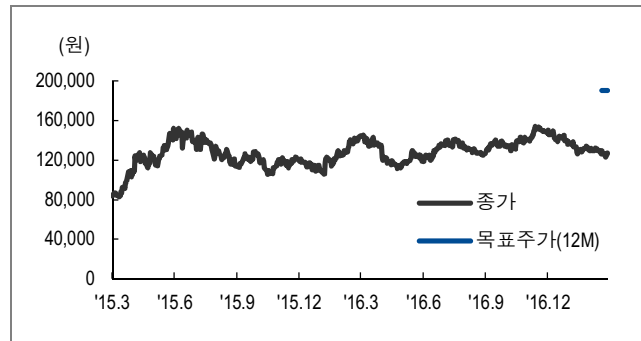
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
PER(배)	8.4	11.2	6.7	5.4
PBR(배)	1.3	1.4	1.1	1.0
PCR(배)	2.9	3.6	2.5	2.1
PSR(배)	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	7.6	7.3	6.1	5.2
EV/EBIT(배)	12.1	11.7	10.1	8.6
EPS(원)	14,030	12,971	18,843	23,308
BPS(원)	92,782	103,060	116,219	132,896
SPS(원)	354,765	339,692	366,513	381,232
자기자본이익률(ROE, %)	16.3	13.2	17.2	18.7
총자산이익률(ROA, %)	3.8	3.4	4.8	5.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	10.7	9.0	11.6	12.5
배당수익률(%)	3.0	3.4	4.7	5.5
배당성장률(%)	23.6	36.5	30.2	28.5
총현금배당금(십억원)	116	166	200	233
보통주 주당배당금(원)	3,500	5,000	6,000	7,000
순부채(현금)/자기자본(%)	207.0	170.7	150.8	130.7
총부채/ 자기자본(%)	303.6	267.6	240.7	215.5
이자발생부채	7,811	7,079	7,082	7,193
유동비율(%)	62.8	58.8	62.4	65.0
총발행주식수(백만주)	35	35	35	35
액면가(원)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(원)	117,500	145,500	127,000	127,000
시가총액(십억원)	4,126	5,110	4,460	4,460

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	513	432	449	615
매출채권	1,689	1,544	1,666	1,733
유동자산	4,217	4,048	4,352	4,674
유형자산	5,629	5,845	6,124	6,636
투자자산	700	731	789	821
비유동자산	7,738	7,981	8,317	8,862
자산총계	14,013	14,121	14,760	15,627
단기성부채	4,747	4,410	4,412	4,523
매입채무	957	1,072	1,157	1,203
유동부채	6,718	6,883	6,974	7,188
장기성부채	3,064	2,669	2,669	2,669
장기충당부채	98	99	107	111
비유동부채	3,823	3,397	3,454	3,485
부채총계	10,541	10,280	10,428	10,674
자본금	176	176	176	176
자본잉여금	454	448	448	448
이익잉여금	2,660	2,996	3,458	4,044
비지배주주지분	214	222	251	287
자본총계	3,472	3,841	4,332	4,954

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
영업활동 현금흐름	1,334	1,813	1,266	1,638
당기순이익	526	475	691	854
+ 유/무형자산상각비	570	623	744	837
+ 종속, 관계기업관련손익	-66	-28	0	0
+ 외화환산손실(이익)	123	22	0	0
Gross Cash Flow	1,418	1,437	1,795	2,104
- 운전자본의증가(감소)	44	336	-168	-53
투자활동 현금흐름	-707	-908	-1,084	-1,384
+ 유형자산 감소	45	49	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-702	-903	-1,022	-1,350
+ 투자자산의매각(취득)	-129	-16	-58	-32
Free Cash Flow	632	910	244	288
Net Cash Flow	627	905	182	254
재무활동현금흐름	-656	-999	-164	-88
자기자본 증가	3	-5	0	0
부채증감	-660	-994	-164	-88
현금의증가	-14	-82	18	166
기말현금 및 현금성자산	513	432	449	615
기말 순부채(순현금)	7,186	6,556	6,535	6,476

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
효성	004800.KS	2017.3.28	Buy	190,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 3월 24일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.5%	24.5%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '효성'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.