



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(2/2): 138,000원

시가총액: 48,462억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/2)	2,071.01pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	153,500원	111,000원
등락률	-10.10%	24.32%
수익률	절대	상대
1W	-5.8%	-7.8%
6M	0.7%	-1.8%
1Y	30.8%	20.4%

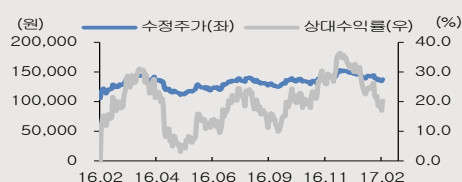
Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	139천주
외국인 지분율	28.17%
배당수익률(16E)	2.75%
BPS(16E)	107,092원
주요 주주	조현준 외 7인 37.05%
	국민연금관리공단 11.91%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	124,585	119,291	122,111	131,738
보고영업이익	9,502	10,163	10,932	12,448
핵심영업이익	9,502	10,163	10,932	12,448
EBITDA	15,202	15,339	16,311	18,044
세전이익	5,973	9,151	10,189	11,737
순이익	5,259	6,461	7,215	8,311
지배주주지분순이익	4,927	6,118	6,845	7,885
EPS(원)	14,030	17,422	19,493	22,455
증감률(%YoY)	83.0	24.2	11.9	15.2
PER(배)	8.4	8.4	7.5	6.5
PBR(배)	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	7.6	7.9	7.2	6.5
보고영업이익률(%)	7.6	8.5	9.0	9.4
핵심영업이익률(%)	7.6	8.5	9.0	9.4
ROE(%)	16.5	17.3	16.8	16.8
순부채비율(%)	207.0	166.1	139.6	120.8

Price Trend



효성 (004800)

원재료 가격 급등으로 시장기대치 하회



효성의 올해 4분기 영업이익은 수출 주에 우호적 환율 환경이 지속되었지만, 12월 이후 급등한 화석 원료/구리 가격 영향으로 시장기대치를 하회하였습니다. 다만 올해는 스판덱스, PP, NF3 신증설 등에 따른 물량 증가 효과로 작년에 이어 증익 추세를 이어갈 전망이다. 기존의 동사에 대한 긍정적인 시각을 지속하며, 투자의견/목표주가 유지합니다.

>>> 4분기 영업이익, 시장기대치 하회

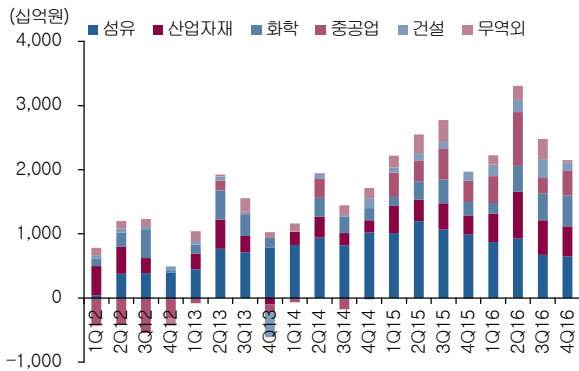
효성의 올해 4분기 실적은 매출액 3조1,916억원(YoY -1.4%, QoQ 12.3%), 영업이익 2,150억원(YoY +9.9%, QoQ -13.3%)을 기록하며 시장기대치(영업이익 2,548억원)를 하회하였다. 이는 화학/중공업부문이 견조한 마진율을 지속하였지만, 화석 원료 가격 급등에 따라 산업자재/섬유/중공업부문의 원가 부담이 확대되었고, 일부 일회성 비용(효성캐피탈 관련 축산물 펀드 손실 240억원)이 영업단에서 발생하였기 때문이다. 한편 영업외단에서도 손해배상 청구 관련 충당금 반영(385억원) 등 일부 일회성 비용이 존재하였다.

사업부문별로는 1) 섬유부문 영업이익은 원재료 가격이 급등하였지만 평가 전가의 시차 효과로 전 분기 대비 4.0% 감소한 647억원을 기록하였다. 2) 산업자재부문 영업이익은 고객 사 파업 종료에 따라 물량 증가 효과에도 불구하고 섬유부문과 마찬가지로 TPA/MEG 가격 급등에 따른 원가 부담으로 전 분기 대비 13.0% 감소한 468억원을 기록하였다. 3) 화학부문 영업이익은 TPA 정기보수 및 프로판 가격 상승에도 불구하고 PP의 수급 타이트 지속, TAC Film/NF3 등 고부가 제품 군 판매 확대로 전 분기 대비 15.4% 증가한 486억원을 기록하였다. 4) 중공업부문 영업이익은 구리 등 원재료 가격이 상승하였지만, 수출 주에 우호적인 환율 효과 및 전 분기 판매 이월 물량의 반영으로 전 분기 대비 65.7% 증가한 391억원을 기록하였다. 5) 건설부문 영업이익은 위례신도시 물량 소진 및 원자재 가격 인상으로 전 분기 대비 58.4% 감소한 123억원을 기록하였다. 6) 무역외부문 영업이익은 ATM/FMK 판매 증가에도 불구하고 효성캐피탈의 축산물 펀드 손실로 전 분기 대비 88.6% 감소한 36억원을 기록하였다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 200,000원

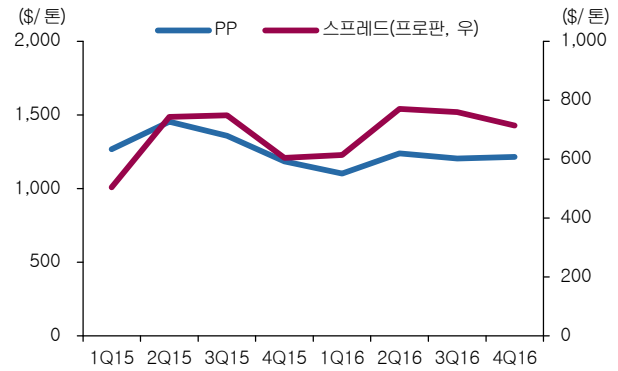
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 유지한다. 올해 견조한 실적 추세가 유지하고, 부채비율 감소가 전망되기 때문이다. 프로판 가격이 하향 안정화가 예상되는 가운데 신증설한 PP(+20만톤)가 올해 화학부문 실적에 본격 반영되며, 내년 상반기 이후 동사의 터키/중국 지역 스판덱스 신증설 플랜트 가동에 따라 섬유부문 물량 개선 효과가 추가될 전망이다.

효성 영업이익 추이



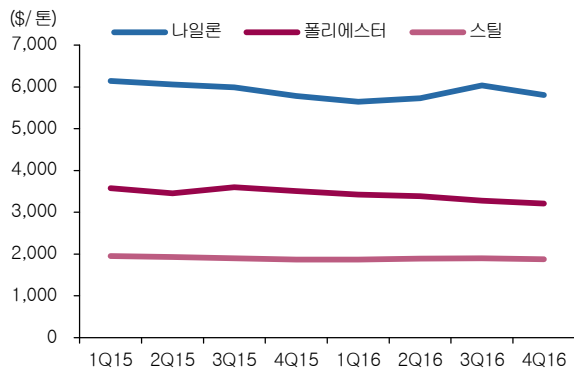
자료: 효성, 키움증권 리서치

PP 가격 및 스프레드 추이



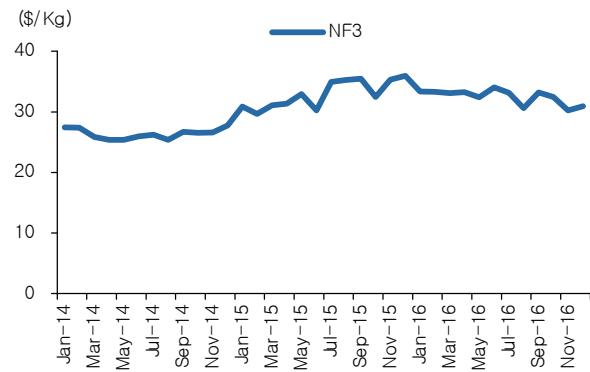
자료: KITA, 키움증권 리서치

타이어보강재 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

NF3 가격 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

효성 실적 전망

(십억원)	2015				2016				2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	Annual	Annual	Annual
매출액	511	553	537	503	485	516	480	499	2,105	1,979	2,169
	592	586	598	598	627	622	568	567	2,375	2,384	2,377
	230	277	288	274	281	305	308	300	1,068	1,194	1,417
	508	687	629	670	542	703	547	766	2,493	2,557	2,294
	195	220	231	246	204	198	214	278	891	892	883
	757	891	933	945	675	739	725	783	3,527	2,922	3,070
	2,793	3,214	3,215	3,236	2,813	3,082	2,842	3,192	12,458	11,929	12,211
영업이익	101	120	107	99	87	93	67	65	426	312	295
	43	34	41	30	44	74	54	47	147	219	246
	14	29	37	21	17	40	42	49	101	147	231
	38	33	49	33	42	84	24	39	152	189	183
	8	11	9	15	18	19	30	12	43	78	79
	19	29	35	-1	14	22	32	4	81	72	58
	222	255	277	196	222	331	248	215	950	1,016	1,093

자료: 효성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	121,771	124,585	119,291	122,111	131,738
매출원가	105,656	104,298	97,794	99,569	106,766
매출총이익	16,115	20,287	21,497	22,542	24,973
판매비및일반관리비	10,112	10,785	11,334	11,610	12,525
영업이익(보고)	6,003	9,502	10,163	10,932	12,448
영업이익(핵심)	6,003	9,502	10,163	10,932	12,448
영업외손익	-1,317	-3,529	-1,012	-743	-710
이자수익	72	58	81	90	96
배당금수익	2	6	2	0	0
외환이익	2,656	3,009	3,970	3,975	3,984
이자비용	2,067	1,793	1,724	1,810	1,896
외환손실	3,468	4,519	4,164	4,092	4,082
관계기업지분법손익	-91	115	274	17	40
투자및기타자산처분손익	2,051	634	246	330	351
금융상품평가및기타금융이익	-75	-610	394	526	558
기타	-396	-428	-92	221	238
법인세차감전이익	4,687	5,973	9,151	10,189	11,737
법인세비용	1,767	714	2,689	2,975	3,426
유효법인세율 (%)	37.7%	12.0%	29.4%	29.2%	29.2%
당기순이익	2,920	5,259	6,461	7,215	8,311
지배주주지분순이익(억원)	2,692	4,927	6,118	6,845	7,885
EBITDA	11,212	15,202	15,339	16,311	18,044
현금순이익(Cash Earnings)	8,128	10,960	11,638	12,593	13,907
수정당기순이익	1,689	5,237	5,979	6,569	7,621
증감률(% YoY)					
매출액	-3.2	2.3	-4.2	2.4	7.9
영업이익(보고)	23.6	58.3	7.0	7.6	13.9
영업이익(핵심)	23.6	58.3	7.0	7.6	13.9
EBITDA	7.9	35.6	0.9	6.3	10.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	83.0	24.2	11.9	15.2
EPS	N/A	83.0	24.2	11.9	15.2
수정순이익	N/A	210.0	14.2	9.9	16.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	8,631	13,565	12,815	11,717	11,117
당기순이익	4,687	5,973	6,461	7,215	8,311
감가상각비	5,208	5,701	5,176	5,379	5,596
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	258	1,235	194	117	98
자산처분손익	147	20	-246	-330	-351
지분법손익	0	0	-274	-17	-40
영업활동자산부채 증감	-187	661	1,703	-528	-2,399
기타	-1,483	-24	-200	-119	-98
투자활동현금흐름	-4,218	-7,086	-6,029	-8,095	-9,955
투자자산의 처분	-947	-170	1,476	-211	-1,680
유형자산의 처분	183	452	0	0	0
유형자산의 취득	-7,768	-7,022	-7,374	-7,742	-8,129
무형자산의 처분	49	-260	0	0	0
기타	4,265	-85	-132	-141	-146
재무활동현금흐름	-3,838	-6,774	2,332	2,619	3,017
단기차입금의 증가	-10,229	-4,831	0	0	0
장기차입금의 증가	6,836	-985	3,687	3,871	4,065
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-443	-878	-1,164	-1,331	-1,331
기타	-1	-81	-190	79	283
현금및현금성자산의순증가	823	-137	9,118	6,242	4,179
기초현금및현금성자산	4,446	5,269	5,133	14,250	20,492
기말현금및현금성자산	5,269	5,133	14,250	20,492	24,671
Gross Cash Flow	8,818	12,904	11,112	12,245	13,515
Op Free Cash Flow	1,043	7,445	7,169	5,351	4,503

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	41,189	42,172	49,716	56,796	63,837
현금및현금성자산	5,269	5,133	14,250	20,492	24,671
유동금융자산	712	787	754	772	832
매출채권및유동채권	21,487	21,269	20,365	20,847	22,490
채고자산	13,722	14,983	14,346	14,685	15,843
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	95,432	97,960	99,263	102,368	107,257
장기매출채권및기타비유동채권	2,508	2,585	2,475	2,533	2,733
투자자산	33,251	33,787	32,942	33,560	35,646
유형자산	54,857	56,288	58,485	60,849	63,383
무형자산	4,098	4,527	4,527	4,527	4,527
기타비유동자산	718	774	834	899	969
자산총계	136,621	140,132	148,978	159,164	171,094
유동부채	72,262	67,183	67,400	67,664	67,968
매입채무및기타유동채무	19,040	19,283	19,528	19,777	20,029
단기차입금	34,963	33,602	33,602	33,602	33,602
유동성장기차입금	17,239	13,622	13,622	13,622	13,622
기타유동부채	1,020	677	648	664	715
비유동부채	35,406	38,228	41,560	45,598	50,244
장기매입채무및비유동채무	4,358	3,867	3,703	3,790	4,089
사채및장기차입금	27,014	30,559	34,246	38,117	42,182
기타비유동부채	4,035	3,801	3,611	3,690	3,973
부채총계	107,668	105,411	108,960	113,262	118,212
자본금	1,756	1,756	1,756	1,756	1,756
주식발행초과금	1,308	1,308	1,308	1,308	1,308
이익잉여금	22,561	26,604	31,630	37,225	43,858
기타자본	2,295	2,914	2,914	2,914	2,914
지배주주지분자본총계	27,920	32,583	37,608	43,203	49,836
비지배주주지분자본총계	1,032	2,139	2,410	2,699	3,046
자본총계	28,953	34,721	40,018	45,902	52,882
순차입금	73,235	71,863	66,466	64,077	63,902
총차입금	79,216	77,783	81,470	85,341	89,406

투자지표

(단위: 원, 배, %)

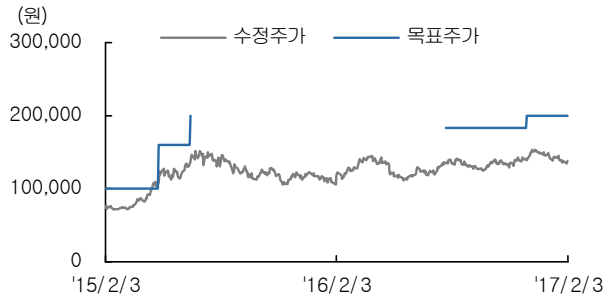
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,667	14,030	17,422	19,493	22,455
BPS	79,506	92,782	107,092	123,024	141,912
주당EBITDA	31,927	43,290	43,680	46,446	51,381
CFPS	23,146	31,209	33,140	35,861	39,601
DPS	2,000	3,500	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	8.9	8.4	8.4	7.5	6.5
PBR	0.9	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.9	7.6	7.9	7.2	6.5
PCFR	3.0	3.8	4.4	4.1	3.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.9	7.6	8.5	9.0	9.4
영업이익률(핵심)	4.9	7.6	8.5	9.0	9.4
EBITDA margin	9.2	12.2	12.9	13.4	13.7
순이익률	2.4	4.2	5.4	5.9	6.3
자기자본이익률(ROE)	10.5	16.5	17.3	16.8	16.8
투자자본이익률(ROIC)	5.2	11.5	10.2	10.8	11.7
안정성(%)					
부채비율	371.9	303.6	272.3	246.7	223.5
순차입금비율	252.9	207.0	166.1	139.6	120.8
이자보상배율(배)	2.9	5.3	5.9	6.0	6.6
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.8	5.7	5.9	6.1
채고자산회전율	8.7	8.7	8.1	8.4	8.6
매입채무회전율	6.5	6.5	6.1	6.2	6.6

- 당사는 2월 2일 현재 '효성 (004800)' 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
효성	2015/04/29	Buy(Maintain)	160,000원
(004800)	2015/06/17	Buy(Maintain)	200,000원
담당자 변경	2016/08/09	Buy(Reinitiate)	183,000원
	2016/10/05	Buy(Maintain)	183,000원
	2016/10/26	Buy(Maintain)	183,000원
	2016/12/02	Buy(Maintain)	200,000원
	2017/02/03	Buy(Maintain)	200,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%