



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(4/3): 139,000원

시가총액: 48,813억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/3)	2,071.01pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	153,500원	111,000원
등락률	-9.45%	25.23%
수익률	절대	상대
1W	7.8%	3.3%
6M	6.9%	0.8%
1Y	0.7%	-8.3%

Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	167천주
외국인 지분율	26.37%
배당수익률(17E)	3.44%
BPS(17E)	114,746원
주요 주주	조현준 외 7인 국민연금관리공단
	37.33% 11.91%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	119,291	120,366	123,510	124,038
보고영업이익	10,163	10,427	11,025	11,525
핵심영업이익	10,163	10,427	11,025	11,525
EBITDA	16,397	16,060	17,029	17,910
세전이익	6,965	8,079	8,374	8,636
순이익	4,754	6,301	6,532	6,736
자체주주지분순이익	4,555	5,671	5,879	6,063
EPS(원)	12,971	16,149	16,740	17,264
증감률(%YoY)	-7.5	24.5	3.7	3.1
PER(배)	11.2	9.0	8.7	8.4
PBR(배)	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.3	7.4	6.7	6.0
보고영업이익률(%)	8.5	8.7	8.9	9.3
핵심영업이익률(%)	8.5	8.7	8.9	9.3
ROE(%)	13.0	15.5	14.4	13.4
순부채비율(%)	170.7	142.6	119.7	95.6

Price Trend



기업분석

효성 (004800)

스판덱스, 수급 타이트로 전환



효성의 올해 1분기 실적은 섬유/산업자재/중공업 등 전반적인 사업부문의 원재료 가격 급등으로 큰 폭의 개선은 제한될 전망입니다. 다만 주력 제품인 스판덱스는 중국 시장 수급타이트를 반영하며, 판가가 최근 급격히 상승하고 있는 등 2분기부터 본격적인 실적 개선이 전망됩니다. 또한 동사는 세계에서 2번째로 PDH 설비를 가동하였는데, 미국 수출 확대에 따른 프로판 가격 하향 안정 추세 지속으로 PP를 통합한 PDH 설비의 높은 경제성은 올해도 유지될 전망입니다.

>>> 중국 스판덱스 재고, 작년 대비 60% 감소

작년 11월 이후 스판덱스 가격이 반등세에 있다. 데니어 별로 상이하지만, 40D의 경우 작년 11월 대비 3월 가격이 약 25% 이상 상승하였다. 이는 1) PTMEG/MMDI 등 원재료 가격 상승, 2) 일부 신증설 프로젝트의 가동 지연 등으로 중국 스판덱스 수급이 타이트한 상황으로 전환되었기 때문이다. 이에 중국 스판덱스 플랜트의 가동률은 현재 94%으로 작년 이후 가장 높은 수준으로 유지하고 있다. 또한 중국의 3월 스판덱스 재고는 20일 수준으로 수급 타이트를 반영하며, 작년 대비 60% 이상 감소한 상황이다. 한편 내신 등에 따르면 국내 스판덱스 가격은 3~4월에 천원/Kg이 오르고 있는 상황이며, 원료가격 상승을 반영해 5~6월 판가도 추가 상승할 전망이다.

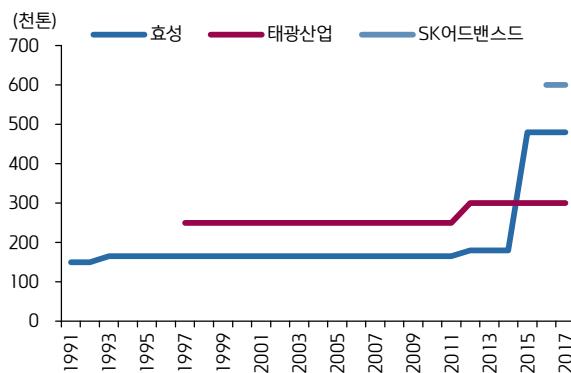
>>> PDH 설비, 경제성 개선

동사는 1999년 세계 2번째로 PDH 설비를 가동한 후 자체 공정기술과 고효율 백금촉매(HDC-300)의 개발을 통해 2015년 No.2 PDH 설비를 신설하였다. 이에 현재 동사의 PDH 설비의 생산능력은 연산 48만톤이다. 당초 국내 및 중국의 PDH 신증설 확대로 프로필렌 업황에 대한 부정적인 의견이 대두되었으나, 미국의 LPG 수출 확대에 따른 LPG 가격 하향 안정화 및 중국 석탄 가격 상승으로 인한 내수 프로필렌 판매가격 상승으로 동사를 포함한 국내 PDH 설비의 경제성이 급격히 개선되었다. 특히 동사는 PP 등 유도체를 통합하여, 유도체 비통합 PDH 보다 높은 수익성을 유지하고 있다. 한편 동사는 PDH 자체 기술 보유 등을 바탕으로 올해부터 약 12억불을 투입하여 베트남에 PDH/PP/LPG저장소/부두 등을 건설하여 수요 성장성이 큰 베트남, 중국, 동남아시아 PP 시장에 침투할 계획이다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 200,000원

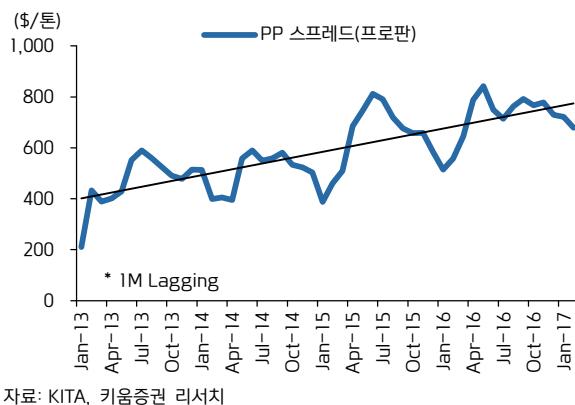
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 200,000원 유지한다. 올해도 견조한 실적 추세가 유지하고, 부채비율 감소가 전망되기 때문이다. 프로판 가격이 하향 안정화가 예상되는 가운데 작년 4분기 증설한 PP(+20만톤)가 올해 화학부문 실적에 본격 반영되고, 올해 상반기 이후 동사의 터키/중국 지역 스판덱스 신증설 플랜트 가동에 따라 섬유부문 물량 개선 효과가 추가될 전망이다.

국내 PDH 업체 생산능력 추이(연별)



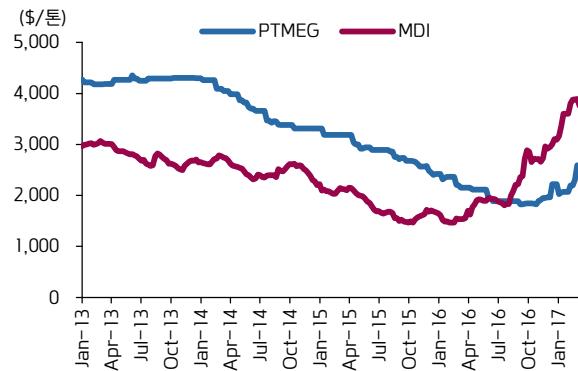
자료: 각사, 키움증권 리서치

PP 스프레드 추이(월별)



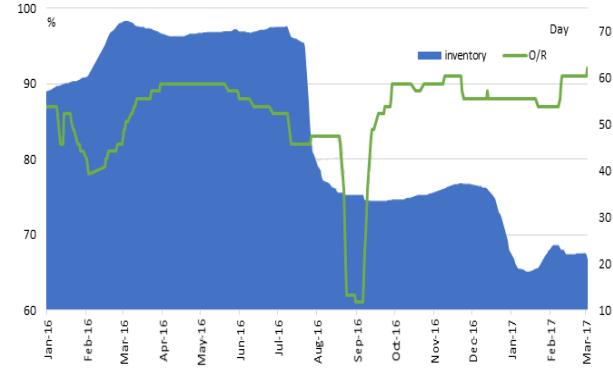
자료: KITA, 키움증권 리서치

중국 스판덱스 주요 원자료 가격 추이(주별)



자료: 씨스켐, 키움증권 리서치

중국 스판덱스 재고/가동률 추이



자료: 업계, 키움증권 리서치

효성 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2015	2016	2017E
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE			
매출액	485	516	480	499	393	410	435	562	2,105	1,979	1,799
	627	622	568	567	606	652	631	599	2,375	2,384	2,488
	281	305	308	300	342	351	356	352	1,068	1,194	1,402
	542	703	547	766	536	612	523	737	2,493	2,557	2,408
	204	198	214	278	208	202	218	284	891	892	912
	675	739	725	783	725	750	738	814	3,527	2,922	3,027
합계	2,813	3,082	2,842	3,192	2,809	2,978	2,902	3,349	12,458	11,929	12,037
영업이익	87	93	67	65	48	60	62	76	426	312	246
	44	74	54	47	48	73	70	65	147	219	255
	17	40	42	49	51	53	55	55	101	147	213
	42	84	24	39	42	73	38	38	152	189	191
	18	19	30	12	18	19	30	13	43	78	80
	14	22	32	4	15	13	23	7	81	72	57
합계	222	331	248	215	221	291	278	253	950	1,016	1,043

자료: 효성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	124,585	119,291	120,366	123,510	124,038
매출원가	104,298	97,710	98,409	100,653	100,419
매출총이익	20,287	21,581	21,957	22,857	23,619
판매비및일반관리비	10,785	11,418	11,529	11,832	12,094
영업이익(보고)	9,502	10,163	10,427	11,025	11,525
영업이익(핵심)	9,502	10,163	10,427	11,025	11,525
영업외손익	-3,529	-3,198	-2,349	-2,651	-2,888
이자수익	58	73	58	59	60
배당금수익	6	2	0	0	0
외환이익	3,009	3,889	3,859	3,858	3,858
이자비용	1,793	1,703	1,799	2,009	2,222
외환손실	4,519	4,669	4,821	4,874	4,887
관계기업지분법손익	115	283	262	248	244
투자및기타자산처분손익	634	119	146	152	153
금융상품평가및기타금융이익	-610	-160	-272	-309	-319
기타	-428	-1,032	218	224	225
법인세차감전이익	5,973	6,965	8,079	8,374	8,636
법인세비용	714	2,211	1,777	1,842	1,900
유효법인세율 (%)	12.0%	31.7%	22.0%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,259	4,754	6,301	6,532	6,736
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	5,671	5,879	6,063
EBITDA	15,202	16,397	16,060	17,029	17,910
현금순이익(Cash Earnings)	10,960	10,988	11,934	12,536	13,121
수정당기순이익	5,237	4,783	6,397	6,651	6,863
증감율(% YoY)					
매출액	2.3	-4.2	0.9	2.6	0.4
영업이익(보고)	58.3	7.0	2.6	5.7	4.5
영업이익(핵심)	58.3	7.0	2.6	5.7	4.5
EBITDA	35.6	7.9	-2.1	6.0	5.2
지배주주지분 당기순이익	83.0	-7.5	24.5	3.7	3.1
EPS	83.0	-7.5	24.5	3.7	3.1
수정순이익	210.0	-8.7	33.7	4.0	3.2

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	42,172	40,484	53,506	67,440	83,268
현금및현금성자산	5,133	4,317	17,012	29,993	45,661
유동금융자산	787	545	550	565	567
매출채권및유동채권	21,269	20,354	20,538	21,074	21,164
재고자산	14,983	15,248	15,385	15,787	15,854
기타유동비금융자산	0	20	20	21	21
비유동자산	97,960	100,724	105,074	110,037	113,973
장기매출채권및기타비유동채권	2,585	2,702	2,727	2,798	2,810
투자자산	33,787	34,514	34,898	35,734	35,974
유형자산	56,288	58,450	62,302	66,256	69,830
무형자산	4,527	4,201	4,201	4,201	4,201
기타비유동자산	774	856	947	1,048	1,160
자산총계	140,132	141,208	158,579	177,477	197,241
유동부채	67,183	68,831	72,908	77,741	83,390
매입채무및기타유동채무	19,283	22,728	26,788	31,574	37,216
단기차입금	33,602	27,381	27,381	27,381	27,381
유동성장기차입금	13,622	16,423	16,423	16,423	16,423
기타유동부채	677	2,299	2,315	2,362	2,370
비유동부채	38,228	33,965	42,622	51,817	60,860
장기매입채무및비유동채무	3,867	3,933	3,968	4,072	4,089
사채및장기차입금	30,559	26,622	35,158	44,120	53,083
기타비유동부채	3,801	3,411	3,496	3,625	3,688
부채총계	105,411	102,796	115,529	129,558	144,250
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	29,963	34,067	38,388	42,902
기타자본	2,914	3,165	3,165	3,165	3,165
지배주주지분자본총계	32,583	36,192	40,296	44,618	49,131
비지배주주지분자본총계	2,139	2,220	2,754	3,301	3,860
자본총계	34,721	38,412	43,050	47,918	52,991
순차입금	71,863	65,564	61,399	57,367	50,659
총차입금	77,783	70,426	78,962	87,925	96,887

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13,565	18,310	14,783	15,555	17,713
당기순이익	5,973	6,965	6,301	6,532	6,736
감가상각비	5,701	6,234	5,633	6,004	6,385
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1,235	223	962	1,016	1,029
자산처분손익	20	20	-146	-152	-153
지분법손익	0	0	-262	-248	-244
영업활동자산부채 증감	661	3,542	3,767	3,927	5,497
기타	-24	1,326	-1,471	-1,524	-1,537
투자활동현금흐름	-7,086	-9,074	-9,046	-10,003	-9,407
투자자산의 처분	-170	-903	-102	-582	23
유형자산의 처분	452	487	0	0	0
유형자산의 취득	-7,022	-9,033	-9,484	-9,959	-9,959
무형자산의 처분	-260	-258	0	0	0
기타	-85	633	540	538	529
재무활동현금흐름	-6,774	-10,182	6,958	7,429	7,362
단기차입금의 증가	-4,831	-7,385	0	0	0
장기차입금의 증가	-985	-1,454	8,536	8,963	8,963
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-878	-1,349	-1,663	-1,663	-1,663
기타	-81	7	85	129	62
현금및현금성자산의순증가	-137	-816	12,695	12,981	15,668
기초현금및현금성자산	5,269	5,133	4,317	17,012	29,993
기말현금및현금성자산	5,133	4,317	17,012	29,993	45,661
Gross Cash Flow	12,904	14,768	11,016	11,628	12,216
Op Free Cash Flow	7,445	7,422	7,778	8,330	10,659

투자지표

(단위: 원, 배, %)

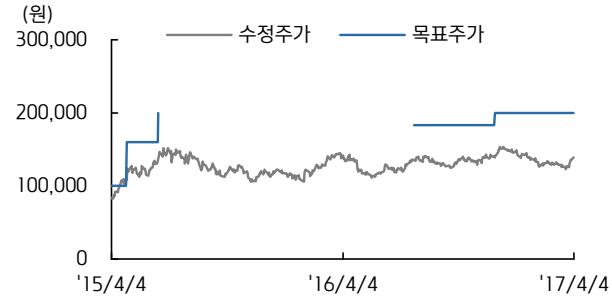
12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	14,030	12,971	16,149	16,740	17,264
BPS	92,782	103,060	114,746	127,052	139,906
주당EBITDA	43,290	46,692	45,733	48,493	51,000
CFPS	31,209	31,288	33,984	35,697	37,364
DPS	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	8.4	11.2	9.0	8.7	8.4
PBR	1.3	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.6	7.3	7.4	6.7	6.0
PCFR	3.8	4.7	4.3	4.1	3.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.5	8.7	8.9	9.3
영업이익률(핵심)	7.6	8.5	8.7	8.9	9.3
EBITDA margin	12.2	13.7	13.3	13.8	14.4
순이익률	4.2	4.0	5.2	5.3	5.4
자기자본이익률(ROE)	16.5	13.0	15.5	14.4	13.4
투하자본이익률(ROIC)	11.5	9.6	11.1	11.8	12.5
안정성(%)					
부채비율	303.6	267.6	268.4	270.4	272.2
순차입금비율	207.0	170.7	142.6	119.7	95.6
이자보상배율(배)	5.3	6.0	5.8	5.5	5.2
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.7	5.9	5.9	5.9
재고자산회전율	8.7	7.9	7.9	7.9	7.8
매입채무회전율	6.5	5.7	4.9	4.2	3.6

- 당사는 4월 3일 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
효성 (004800)	2015/04/29	Buy(Maintain)	160,000원
	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
	2017/04/04	Buy(Maintain)	200,000원

목표주가 추이



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 (2016/01/01~2016/12/31)

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