



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(7/20): 162,500원

시가총액: 57,066억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688 treestump@kiwoom.com

RA 이창희

02) 3787-4751 jaydenlee@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/20)		2,441.84pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	176,000원	123,000원
등락률	-7.67%	32.11%
수익률	절대	상대
1W	-4.1%	-7.0%
6M	16.5%	-1.5%
1Y	21.3%	0.1%

Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	159천주
외국인 지분율	28.10%
배당수익률(17E)	3.08%
BPS(17E)	114,346원
주요 주주	조현준 외 7인 37.44%
	국민연금관리공단 11.37%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	119,291	123,089	125,187	125,590
보고영업이익	10,163	9,668	10,947	11,644
핵심영업이익	10,163	9,668	10,947	11,644
EBITDA	16,397	15,301	16,951	18,029
세전이익	6,965	7,538	8,161	8,582
순이익	4,754	5,643	6,366	6,694
지배주주지분순이익	4,555	5,531	6,238	6,560
EPS(원)	12,971	15,749	17,764	18,681
증감률(%YoY)	-7.5	21.4	12.8	5.2
PER(배)	11.2	10.3	9.1	8.7
PBR(배)	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	7.3	7.9	6.9	6.1
보고영업이익률(%)	8.5	7.9	8.7	9.3
핵심영업이익률(%)	8.5	7.9	8.7	9.3
ROE(%)	13.0	14.0	14.2	13.5
순부채비율(%)	170.7	149.1	124.7	99.6

Price Trend



실적 Review

호성 (004800)

2분기 영업이익, 시장 기대치 하회



호성의 올해 2분기 영업이익은 1) 섬유/산업자재부문의 부정적 래깅 효과 기록, 2) 화학부문의 일회성 비용 발생, 3) 중공업부문의 판매 지연 등으로 시장 기대치를 하회하였습니다. 한편 당사는 올해 상반기 NF3, PP, 베트남 스판덱스/PTMG/스틸코트 투자에 이어 하반기에도 중국 스판덱스, 베트남 타이어코드 투자로 외형 성장을 지속할 전망입니다.

>>> 2분기 영업이익, 시장 기대치 하회

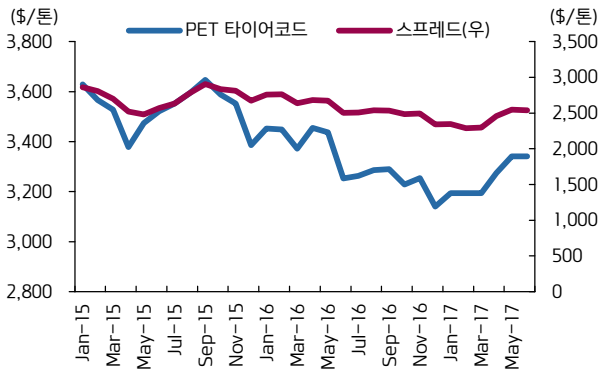
호성의 올해 2분기 실적은 매출액 3조1,084억원(YoY +0.8%, QoQ +8.3%), 영업이익 2,197억원(YoY -33.6%, QoQ -5.4%)을 기록하며 시장 기대치(영업이익 2,891억원)를 하회하였다. 이는 1) 섬유/산업자재부문의 원재료 가격 투입 시차 효과 발생, 2) 중공업부문의 출고 지연, 3) 화학부문의 NF3 원가 상승 및 폴리케톤 재고평가 손실 계상(-170억원) 등에 기인한다.

사업부문별로는 1) 섬유부문 영업이익은 중국 PTMEG/BDO 플랜트 턴어라운드에 따른 스판덱스 스프레드 축소에도 불구하고, 나일론/폴리에스터 스프레드 개선으로 전 분기 대비 3.7% 증가한 727억원을 기록하였다. 2) 산업자재부문 영업이익은 고객사인 타이어 업체 가동률 축소로 인한 판매량 감소로 전 분기 대비 20.1% 감소한 525억원을 기록하였다. 3) 화학부문 영업이익은 6월 이후 PP 플랜트를 풀 가동했지만, 모노불산 가격 상승 및 동사/SK머티리얼즈 증설로 인한 NF3 수익성 감소 등으로 전 분기 대비 30.7% 감소한 221억원을 기록하였다. 4) 중공업부문 영업이익은 국내/중동 고객사 등에 대한 출고 지연 효과로 성수기 대비 미진한 274억원을 기록하였다. 5) 건설부문 영업이익은 매출 증가로 전 분기 대비 31.9% 증가한 248억원을 기록하였다. 6) 무역외부문 영업이익은 캐피탈/FMK의 안정적인 수익이 지속되었지만, 노틸러스 호성의 일부 매출 지연으로 전 분기 5.6% 감소한 202억원을 기록하였다.

>>> 3분기 영업이익, 전 분기 대비 27.3% 증가 전망

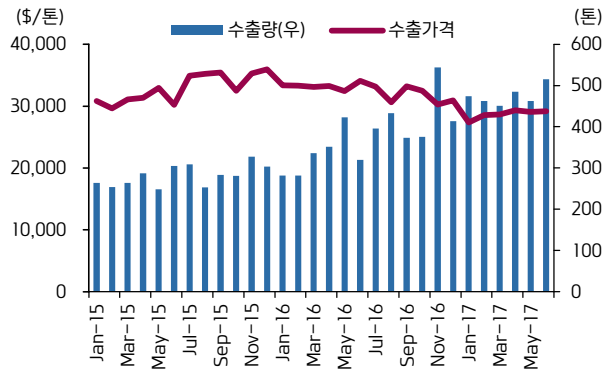
동사의 올해 3분기 영업이익은 2,796억원으로 전 분기 대비 27.3% 증가할 전망이다. 이는 1) 비성수기 돌입에 따른 프로판 가격 하락으로 PP 스프레드의 개선이 예상되고, 2) 올해 2분기에서 지연된 중공업부문의 매출이 3분기에 발생할 전망이며, 3) PP의 증설분(+14만톤)이 올해 3분기부터 가동할 예정이고, 4) 전 분기 발생한 폴리케톤 재고평가 손실 등 일회성 비용이 제거되기 때문이다. 한편 동사의 올해 Capex는 7,500~8,000억원 수준으로 올해 상반기 NF3, PP, 베트남 스판덱스/PTMG/스틸코드에 이어 하반기에는 중국 스판덱스, 베트남 타이어코드 투자가 확대되는 등 동사는 외형 성장을 지속할 전망이다.

국내 PET 타이어코드 가격/스프레드 추이(월별)



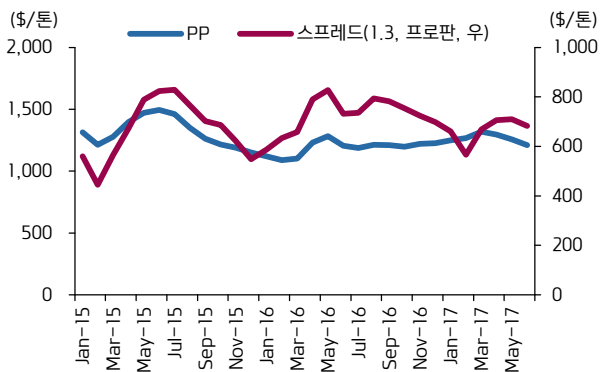
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 삼불화질소(NF3) 수출 추이(월별)



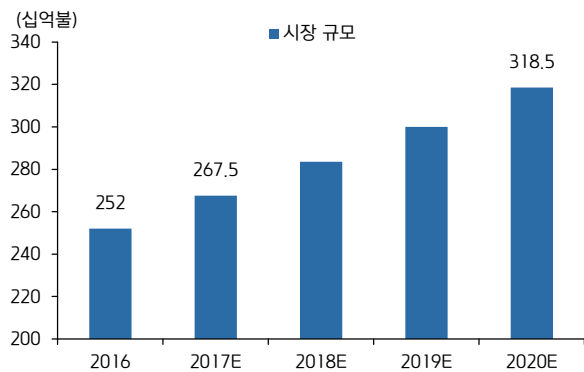
자료: KITA, 키움증권 리서치

국내 PP 가격/스프레드 추이(월별)



자료: KITA, 키움증권 리서치

세계 전기전자기기 산업 시장 전망(연별)



자료: Goulden Report, 키움증권 리서치

효성 실적 전망

(십억원)	2016				2017				2014	2015	2016	2017E	2018E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE	Annual	Annual	Annual	Annual	Annual	
매출액	섬유	485	516	480	499	480	549	518	646	2,169	2,105	1,979	2,193	2,275
	산업자재	627	622	568	567	620	604	640	609	2,361	2,375	2,384	2,473	2,516
	화학	281	305	308	300	366	349	362	358	1,399	1,068	1,194	1,435	1,471
	중공업	542	703	547	766	488	545	489	710	2,349	2,493	2,557	2,232	2,332
	건설	204	198	214	278	222	286	218	284	723	891	892	1,010	954
	무역 외	675	739	725	783	695	776	705	789	3,176	3,527	2,922	2,965	2,970
	합계	2,813	3,082	2,842	3,192	2,871	3,108	2,932	3,397	12,177	12,458	11,929	12,309	12,519
영업이익	섬유	87	93	67	65	70	73	86	86	361	426	312	314	344
	산업자재	44	74	54	47	66	53	60	56	91	147	219	235	276
	화학	17	40	42	49	32	22	38	38	73	101	147	129	193
	중공업	42	84	24	39	24	27	44	36	5	152	189	132	137
	건설	18	19	30	12	19	25	30	13	26	43	78	86	82
	무역 외	14	22	32	4	21	20	22	7	44	81	72	70	63
	합계	222	331	248	215	232	220	280	235	600	950	1,016	967	1,095

자료: 효성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	124,585	119,291	123,089	125,187	125,590
매출원가	104,298	97,710	101,869	102,490	101,701
매출총이익	20,287	21,581	21,220	22,698	23,889
판매비및일반관리비	10,785	11,418	11,552	11,751	12,245
영업이익(보고)	9,502	10,163	9,668	10,947	11,644
영업이익(핵심)	9,502	10,163	9,668	10,947	11,644
영업외손익	-3,529	-3,198	-2,130	-2,785	-3,062
이자수익	58	73	44	44	45
배당금수익	6	2	0	0	0
외환이익	3,009	3,889	4,627	4,504	4,488
이자비용	1,793	1,703	1,733	1,993	2,204
외환손실	4,519	4,669	4,779	4,839	4,852
관계기업지분법손익	115	283	134	140	138
투자및기타자산처분손익	634	119	103	117	119
금융상품평가및기타금융이익	-610	-160	808	598	565
기타	-428	-1,032	-1,334	-1,357	-1,361
법인세차감전이익	5,973	6,965	7,538	8,161	8,582
법인세비용	714	2,211	1,895	1,795	1,888
유효법인세율 (%)	12.0%	31.7%	25.1%	22.0%	22.0%
당기순이익	5,259	4,754	5,643	6,366	6,694
지배주주지분순이익(억원)	4,927	4,555	5,531	6,238	6,560
EBITDA	15,202	16,397	15,301	16,951	18,029
현금순이익(Cash Earnings)	10,960	10,988	11,276	12,370	13,079
수정당기순이익	5,237	4,783	4,956	5,824	6,176
증감율(% YoY)					
매출액	2.3	-4.2	3.2	1.7	0.3
영업이익(보고)	58.3	7.0	-4.9	13.2	6.4
영업이익(핵심)	58.3	7.0	-4.9	13.2	6.4
EBITDA	35.6	7.9	-6.7	10.8	6.4
지배주주지분 당기순이익	83.0	-7.5	21.4	12.8	5.2
EPS	83.0	-7.5	21.4	12.8	5.2
수정순이익	210.0	-8.7	3.6	17.5	6.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	13,565	18,310	13,552	15,819	17,846
당기순이익	5,973	6,965	5,643	6,366	6,694
감가상각비	5,701	6,234	5,633	6,004	6,385
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	1,235	223	152	334	364
자산처분손익	20	20	-103	-117	-119
지분법손익	0	0	-134	-140	-138
영업활동자산부채 증감	661	3,542	3,023	4,213	5,531
기타	-24	1,326	-662	-842	-872
투자활동현금흐름	-7,086	-9,074	-9,719	-9,796	-9,412
투자자산의 처분	-170	-903	-786	-385	8
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	552	548	539
재무활동현금흐름	-6,774	-10,182	7,026	7,402	7,359
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	153	103	59
현금및현금성자산의순증가	-137	-816	10,859	13,425	15,792
기초현금및현금성자산	5,269	5,133	4,317	15,177	28,602
기말현금및현금성자산	5,133	4,317	15,177	28,602	44,394
Gross Cash Flow	12,904	14,768	10,530	11,606	12,315
Op Free Cash Flow	7,445	7,422	6,461	8,556	10,784

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	42,172	40,484	52,496	66,557	82,471
현금및현금성자산	5,133	4,317	15,177	28,602	44,394
유동금융자산	787	545	563	572	574
매출채권및유동채권	21,269	20,354	21,003	21,361	21,429
재고자산	14,983	15,248	15,733	16,001	16,053
기타유동비금융자산	0	20	21	21	21
비유동자산	97,960	100,724	105,625	110,218	114,017
장기매출채권및기타비유동채권	2,585	2,702	2,788	2,836	2,845
투자자산	33,787	34,514	35,387	35,878	35,982
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	158,120	176,775	196,489
유동부채	67,183	68,831	72,949	77,766	83,414
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	2,356	2,388	2,394
비유동부채	38,228	33,965	42,780	51,915	60,950
장기매입채무및비유동채무	3,867	3,933	4,058	4,127	4,140
사채및장기차입금	30,559	26,622	35,158	44,120	53,083
기타비유동부채	3,801	3,411	3,564	3,667	3,726
부채총계	105,411	102,796	115,728	129,681	144,363
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	33,926	38,589	43,566
기타자본	2,914	3,165	3,165	3,165	3,165
지배주주지분자본총계	32,583	36,192	40,155	44,818	49,795
비지배주주지분자본총계	2,139	2,220	2,237	2,276	2,330
자본총계	34,721	38,412	42,392	47,094	52,125
순차입금	71,863	65,564	63,223	58,750	51,919
총차입금	77,783	70,426	78,962	87,925	96,887

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	14,030	12,971	15,749	17,764	18,681
BPS	92,782	103,060	114,346	127,623	141,796
주당EBITDA	43,290	46,692	43,571	48,268	51,339
CFPS	31,209	31,288	32,110	35,224	37,245
DPS	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000
주가배수(배)					
PER	8.4	11.2	10.3	9.1	8.7
PBR	1.3	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	7.6	7.3	7.9	6.9	6.1
PCFR	3.8	4.7	5.1	4.6	4.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.6	8.5	7.9	8.7	9.3
영업이익률(핵심)	7.6	8.5	7.9	8.7	9.3
EBITDA margin	12.2	13.7	12.4	13.5	14.4
순이익률	4.2	4.0	4.6	5.1	5.3
자기자본이익률(ROE)	16.5	13.0	14.0	14.2	13.5
투자자본이익률(ROIC)	11.5	9.6	10.2	11.6	12.6
안정성(%)					
부채비율	303.6	267.6	273.0	275.4	277.0
순차입금비율	207.0	170.7	149.1	124.7	99.6
이자보상배율(배)	5.3	6.0	5.6	5.5	5.3
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.7	6.0	5.9	5.9
재고자산회전율	8.7	7.9	7.9	7.9	7.8
매입채무회전율	6.5	5.7	5.0	4.3	3.7

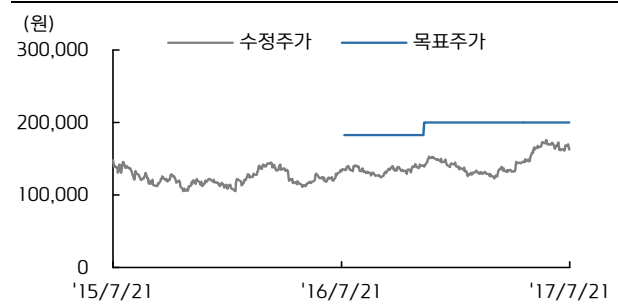
Compliance Notice

- 당사는 7월 20일 현재 '효성' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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 (004800)	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
	2017/04/26	Buy(Maintain)	200,000원
	2017/07/21	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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%