



## BUY(Maintain)

목표주가: 183,000원

주가(10/25): 134,500원

시가총액: 47,233억원

화학/정유

Analyst 이동욱

02) 3787-3688

treestump@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/25)	2,037.17pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	145,000원
등락률	-7.24%
수익률	절대
1W	7.2%
6M	-0.4%
1Y	4.7%
	상대
	8.1%
	-1.5%
	4.8%

## Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	146천주
외국인 지분율	24.48%
배당수익률(16E)	2.60%
BPS(16E)	106,812원
주요 주주	조현준 외 7인
	36.97%
	국민연금관리공단
	11.09%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	124,585	118,340	131,312	136,690
보고영업이익	9,502	10,328	11,635	12,425
핵심영업이익	9,502	10,328	11,635	12,425
EBITDA	15,202	15,505	17,013	18,021
세전이익	5,973	9,334	10,930	11,673
순이익	5,259	6,485	7,509	8,020
자배주주지분순이익	4,927	6,020	6,864	7,331
EPS(원)	14,030	17,142	19,545	20,875
증감률(%YoY)	83.0	22.2	14.0	6.8
PER(배)	8.4	7.8	6.9	6.4
PBR(배)	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.6	7.6	7.1	6.7
보고영업이익률(%)	7.6	8.7	8.9	9.1
핵심영업이익률(%)	7.6	8.7	8.9	9.1
ROE(%)	16.5	17.3	17.4	16.1
순부채비율(%)	207.0	166.3	149.9	128.9

## Price Trend



## 기업분석

## 효성 (004800)

## 3Q16 Review: 일회성 비용 반영



효성의 3분기 영업이익은 화학/건설/무역외부문의 견조한 마진을 지속에도 불구하고, 수출주에 대한 전반적인 부정적인 환율 효과 및 일부 해외법인 회계 기준 변경에 따른 일회성 비용 증가로 시장 기대치를 하회하였다. 다만 PP, 스판덱스 신증설 증가에 따른 물량 증가 효과 등으로 내년도에도 증익 및 재무구조 개선 추세가 이어질 전망이다.

## &gt;&gt; 3분기 영업이익, 일부 일회성 비용 반영되며 시장 기대치 하회

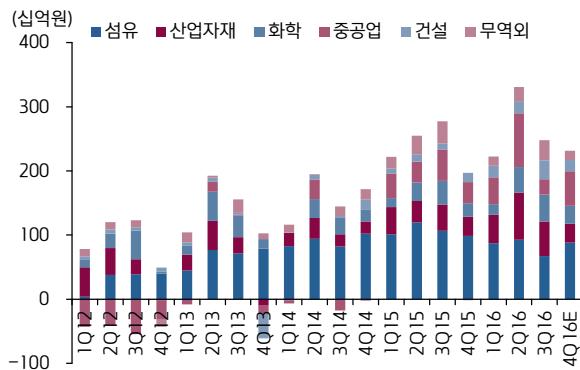
효성의 올해 3분기 실적은 매출액 2조8,421억원(YoY -11.6%, QoQ -7.8%), 영업이익 2,480억원(YoY -10.6%, QoQ -25.1%)을 기록하며 시장기대치(영업이익 2,828억원)를 하회하였다. 화학/건설/무역외부문의 견고한 마진율이 지속에도 불구하고 1) 전반적으로 전 분기 대비 수출주에 불리한 환율 환경이 지속되었고, 2) 중국 등 해외법인 회계조정(국제회계기준으로 변경)에 따른 상각 처리 등 일회성 비용(약 210억원)이 발생하였고, 3) 중공업부문의 고수익 고객에 대한 제품 출고가 일부 4분기로 이월되는 등 주력 사업부분의 실적이 훼손되었기 때문이다.

사업부문별로는 1) 섬유부문 영업이익은 계절적 비수기에 따른 판매량 감소 및 원료가격 상승에 따른 스프레드 축소로 전 분기 대비 27.1% 감소한 674 억원을 기록하였다. 2) 산업자재부문 영업이익은 타이어코드 M/S 확대 지속에도 불구하고 스프레드 축소 및 고객사 파업 지속 등으로 전 분기 대비 26.9% 감소한 538억원을 기록하였다. 3) 중공업부문 영업이익은 환율 영향, 전 분기 일회성 이익 발생에 따른 기저효과 및 초고압변압기/차단기 등 고수익 제품의 판매 이월로 전 분기 대비 72.0% 감소한 236억원을 기록하였다. 반면 4) 화학부문 영업이익은 NF3의 일부 사고 영향이 있었으나, 프로판 가격 안정화 및 중국 석탄 가격 급등에 따른 프로필렌 가격 상승으로 전 분기 대비 6% 증가한 421억원을 기록하였다. 5) 건설부문 영업이익은 신규 수주 물량의 본격적인 공정 진행/원가 절감 추진으로 전 분기 대비 57.4% 증가한 296억원을 기록하였다. 6) 무역외부문 영업이익은 FMK 신차 효과 및 무역 신규 시장 개척 확대로 전 분기 대비 41.9% 증가한 315억원을 기록하였다.

## &gt;&gt; 투자의견 Buy, 목표주가 183,000원 유지

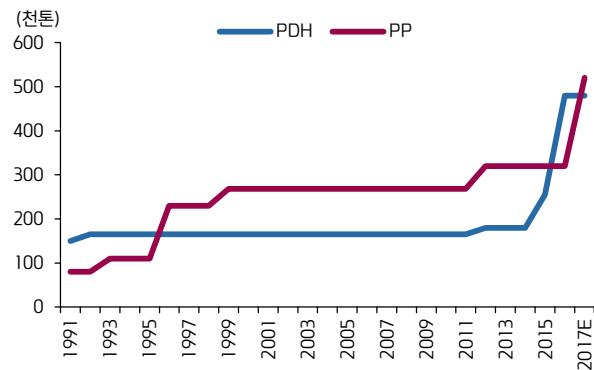
동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 183,000원 유지한다. 내년에도 증익 추세 및 부채비율 감소가 전망되기 때문이다. 프로판 가격이 하향 안정화가 전망되는 가운데 내년 1분기 신증설한 PP(+20만톤)가 화학부문 실적에 반영되며, 내년 상반기 이후 동사의 터키/중국 스판덱스(+2.1만톤) 신증설 플랜트 가동에 따른 물량 개선 효과가 추가될 예상이다.

## 효성 영업이익 추이



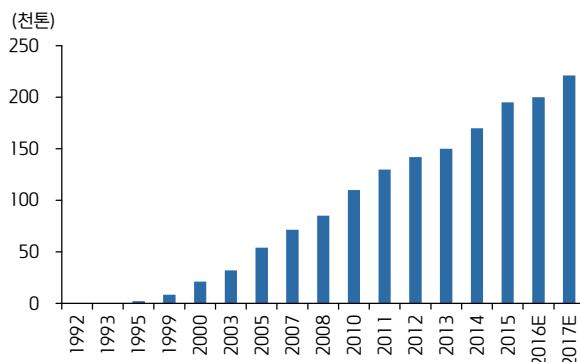
자료: 효성, 키움증권 리서치

## 효성 PDH/PP 생산능력 추이



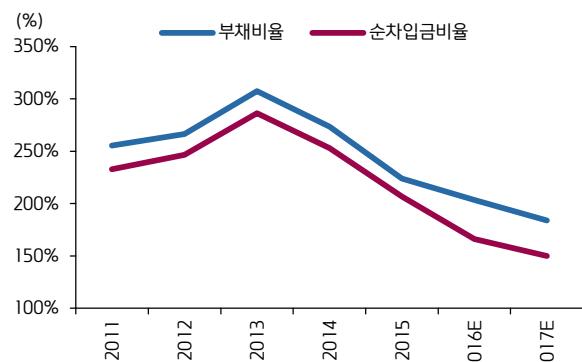
자료: 효성, 키움증권 리서치

## 효성 스판덱스 생산능력 추이



자료: 효성, 키움증권 리서치

## 효성 부채비율/순차입금비율 추이



자료: 효성, 키움증권 리서치

## 효성 실적 전망

(십억원)	2015				2016				2015	2016E	2017E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4E				
매출액	석유	511	553	537	503	485	516	480	530	2,105	2,010	2,471
	산업자재	592	586	598	598	627	622	568	552	2,375	2,370	2,595
	화학	230	277	288	274	281	305	308	260	1,068	1,154	1,463
	중공업	508	687	629	670	542	703	547	777	2,493	2,569	2,598
	건설	195	220	231	246	204	198	214	250	891	864	906
	무역 외	757	891	933	945	675	739	725	728	3,527	2,867	3,098
	합계	2,793	3,214	3,215	3,236	2,813	3,082	2,842	3,097	12,458	11,834	13,131
영업이익	석유	101	120	107	99	87	93	67	88	426	335	395
	산업자재	43	34	41	30	44	74	54	30	147	201	226
	화학	14	29	37	21	17	40	42	28	101	127	188
	중공업	38	33	49	33	42	84	24	54	152	204	204
	건설	8	11	9	15	18	19	30	17	43	84	89
	무역 외	19	29	35	-1	14	22	32	15	81	83	62
	합계	222	255	277	196	222	331	248	231	950	1,033	1,163

자료: 효성, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	121,771	124,585	118,340	131,312	136,690
매출원가	105,656	104,298	96,967	107,433	111,510
매출총이익	16,115	20,287	21,373	23,879	25,181
판매비 및 일반관리비	10,112	10,785	11,045	12,244	12,756
영업이익(보고)	6,003	9,502	10,328	11,635	12,425
영업이익(핵심)	6,003	9,502	10,328	11,635	12,425
영업외손익	-1,317	-3,529	-994	-705	-751
이자수익	72	58	63	59	63
배당금수익	2	6	4	5	5
외환이익	2,656	3,009	3,672	3,605	3,603
이자비용	2,067	1,793	1,876	2,044	2,142
외환손실	3,468	4,519	3,333	3,060	3,020
관계기업지분법손익	-91	115	841	1,143	1,143
투자및기타자산처분손익	2,051	634	337	443	468
금융상품평가및기타금융이익	-75	-610	-223	-240	-231
기타	-396	-428	-479	-615	-640
법인세차감전이익	4,687	5,973	9,334	10,930	11,673
법인세비용	1,767	714	2,849	3,421	3,653
유효법인세율 (%)	37.7%	12.0%	30.5%	31.3%	31.3%
당기순이익	2,920	5,259	6,485	7,509	8,020
지배주주지분순이익(억원)	2,692	4,927	6,020	6,864	7,331
EBITDA	11,212	15,202	15,505	17,013	18,021
현금순이익(Cash Earnings)	8,128	10,960	11,661	12,888	13,616
수정당기순이익	1,689	5,237	6,399	7,356	7,840
증감율(% YoY)					
매출액	-3.2	2.3	-5.0	11.0	4.1
영업이익(보고)	23.6	58.3	8.7	12.7	6.8
영업이익(핵심)	23.6	58.3	8.7	12.7	6.8
EBITDA	7.9	35.6	2.0	9.7	5.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	83.0	22.2	14.0	6.8
EPS	N/A	83.0	22.2	14.0	6.8
수정순이익	N/A	210.0	22.2	15.0	6.6

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	8,631	13,565	12,442	7,976	10,772
당기순이익	4,687	5,973	6,485	7,509	8,020
감가상각비	5,208	5,701	5,176	5,379	5,596
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	258	1,235	-339	-545	-583
자산처분손익	147	20	-337	-443	-468
지분법손익	0	0	-841	-1,143	-1,143
영업활동자산부채 증감	-187	661	1,965	-3,322	-1,229
기타	-1,483	-24	333	541	578
투자활동현금흐름	-4,218	-7,086	-5,730	-10,203	-8,909
투자자산의 처분	-947	-170	1,749	-2,352	-667
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	-106	-109	-112
재무활동현금흐름	-3,838	-6,774	2,306	3,066	3,066
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	-1,164	-1,164
기타	-1	-81	-216	360	166
현금및현금성자산의순증가	823	-137	9,018	839	4,929
기초현금및현금성자산	4,446	5,269	5,133	14,150	14,990
기말현금및현금성자산	5,269	5,133	14,150	14,990	19,919
Gross Cash Flow	8,818	12,904	10,477	11,298	12,001
Op Free Cash Flow	1,043	7,445	7,555	3,086	5,656

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	41,189	42,172	49,333	54,029	60,557
현금및현금성자산	5,269	5,133	14,150	14,990	19,919
유동금융자산	712	787	748	830	864
매출채권및유동채권	21,487	21,269	20,203	22,418	23,336
재고자산	13,722	14,983	14,232	15,792	16,439
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	95,432	97,960	99,608	106,209	111,214
장기매출채권및기타비유동채권	2,508	2,585	2,455	2,724	2,836
투자자산	33,251	33,787	33,307	37,210	39,500
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	148,941	160,238	171,771
유동부채	72,262	67,183	67,395	67,714	67,994
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	643	713	742
비유동부채	35,406	38,228	41,504	46,138	50,535
장기매입채무및비유동채무	4,358	3,867	3,673	4,076	4,243
사채및장기차입금	27,014	30,559	34,246	38,117	42,182
기타비유동부채	4,035	3,801	3,585	3,944	4,110
부채총계	107,668	105,411	108,899	113,851	118,529
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	31,531	37,305	43,549
기타자본	2,295	2,914	2,914	2,914	2,914
지배주주지분자본총계	27,920	32,583	37,510	43,283	49,527
비지배주주지분자본총계	1,032	2,139	2,532	3,104	3,715
자본총계	28,953	34,721	40,042	46,386	53,242
순차입금	73,235	71,863	66,572	69,522	68,623
총차입금	79,216	77,783	81,470	85,341	89,406

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

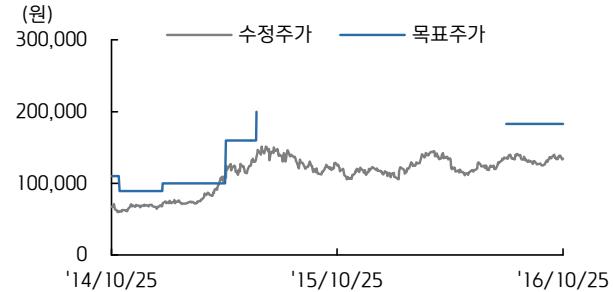
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,667	14,030	17,142	19,545	20,875
BPS	79,506	92,782	106,812	123,251	141,032
주당EBITDA	31,927	43,290	44,150	48,447	51,315
CFPS	23,146	31,209	33,207	36,699	38,772
DPS	2,000	3,500	3,500	3,500	3,500
주가배수(배)					
PER	8.9	8.4	7.8	6.9	6.4
PBR	0.9	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.9	7.6	7.6	7.1	6.7
PCFR	3.0	3.8	4.1	3.7	3.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.9	7.6	8.7	8.9	9.1
영업이익률(핵심)	4.9	7.6	8.7	8.9	9.1
EBITDA margin	9.2	12.2	13.1	13.0	13.2
순이익률	2.4	4.2	5.5	5.7	5.9
자기자본이익률(ROE)	10.5	16.5	17.3	17.4	16.1
투하자본이익률(ROIC)	5.2	11.5	10.4	11.3	11.4
안정성(%)					
부채비율	371.9	303.6	272.0	245.4	222.6
순차입금비율	252.9	207.0	166.3	149.9	128.9
이자보상배율(배)	2.9	5.3	5.5	5.7	5.8
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.8	5.7	6.2	6.0
재고자산회전율	8.7	8.7	8.1	8.7	8.5
매입채무회전율	6.5	6.5	6.1	6.7	6.9

- 당사는 10월 25일 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)	2014/11/07	Buy(Maintain)	89,000원
	2015/01/06	Buy(Maintain)	100,000원
	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

### 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 (2015/9/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%