



BUY(Maintain)

목표주가: 200,000원

주가(12/1): 141,000원

시가총액: 49,516억원

화학/정유
Analyst 이동욱
02) 3787-3688
treestump@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (12/1)	1,983.75pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	145,000원
등락률	-2.76%
수익률	절대
1W	6.4%
6M	19.0%
1Y	18.0%
	상대
	7.7%
	18.9%
	20.4%

Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	128천주
외국인 지분율	24.46%
배당수익률(16E)	2.84%
BPS(16E)	108,061원
주요 주주	조현준 외 7인
	36.97%
	국민연금관리공단
	11.09%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	124,585	118,656	123,465	130,942
보고영업이익	9,502	10,675	11,192	12,289
핵심영업이익	9,502	10,675	11,192	12,289
EBITDA	15,202	15,851	16,571	17,885
세전이익	5,973	9,657	10,436	11,538
순이익	5,259	6,820	7,389	8,170
자체주주지분순이익	4,927	6,458	7,011	7,751
EPS(원)	14,030	18,391	19,965	22,073
증감률(%YoY)	83.0	31.1	8.6	10.6
PER(배)	8.4	7.7	7.1	6.4
PBR(배)	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	7.6	7.5	7.0	6.4
보고영업이익률(%)	7.6	9.0	9.1	9.4
핵심영업이익률(%)	7.6	9.0	9.1	9.4
ROE(%)	16.5	18.2	17.0	16.4
순부채비율(%)	207.0	163.0	138.1	118.4

Price Trend



기업분석

효성 (004800)

Copy and paste의 달인



효성의 올해 4분기 영업이익은 수출에 우호적 환율 효과, 전 분기 중공업 고수의 제품 판매 이월 반영, 산업자재 물량 증가, 전 분기 섬유 비수기 기저효과로 시장기대치를 상회할 것으로 예상되는 가운데 내년에도 전 사업부문의 실적 개선으로 2012년부터 이어진 증익 추세를 지속할 전망이다. 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가를 기존 18.3만원에서 20만원으로 9.3% 상향 조정한다.

>> 내년도 증익으로 2012년부터 계속해서 이익 증가 전망

올해 창사 이래 최초로 영업이익 1조원대 돌파가 예상되는 가운데 내년에도 증익 추세가 이어지면서 2012년부터 계속해서 영업이익 증가세가 유지될 것으로 추정된다.

이는 1) 내년에도 프로판 가격 하락 안정화가 지속되면서 동사 PP/DH부문은 나프타 통합 PP 업체와 유사한 높은 마진율이 유지될 것으로 예상되며, 2) 대선 이후 미국 인프라스트럭쳐 사업 확대, 미국 변압기 변압기 교체 시기 도래 및 스태콤, HVDC, ESS 등 고부가기치 신규 제품 판매 확대로 중공업부문 실적의 추가적 개선이 예상되며, 3) PP(+20만톤), NF3(+1.25천톤), 스판덱스 증설(중국 +1.6만톤, 터키 +0.5만톤)로 전사 물량 측면의 개선 효과가 전망되고, 4) 타이어코드/스판덱스 등 주력 Cash Cow 제품은 세계 1위 시장점유율 유지 및 높은 기술력을 바탕으로 견조한 실적 흐름이 지속될 것으로 예상되기 때문이다.

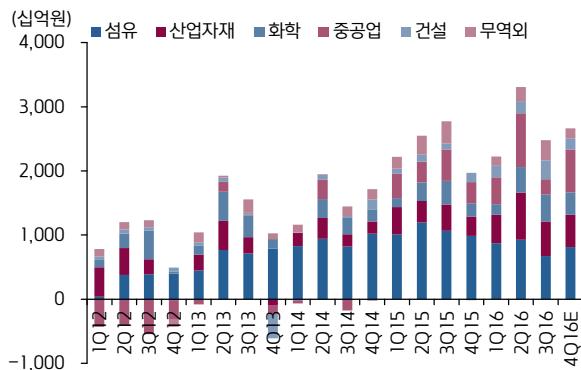
>> 성공적인 Copy and paste 전략 추진

동사는 기 진출한 베트남 스판덱스 설비의 생산능력을 늘리고 있는 가운데 터키 및 중국 추가 신증설 추진으로 내년 스판덱스 총 생산능력은 22.1만톤으로 증가하며, 시장점유율 31%를 넘어설 것으로 추정되는 등 스판덱스 세계 1위 업체의 위치를 공고히 할 전망이다. 한편 동사는 중국에 이은 차세대 생산거점으로 베트남을 선택하고 섬유 사업(스판덱스, 타이어코드, 나일론 등)에 이어 PP/DH 공장, LPG 저장탱크 등 기존 국내에서 영위하고 있는 화학부문의 투자를 검토하고 있는 것으로 보이는 등 단순하지만 장치산업의 핵심 전략인 성공적인 규모의 경제 및 해외 성장 시장 진출을 착실히 반복하고 있다.

>> 투자의견 Buy(유지), 목표주가 20만원(상향)

우리는 동사의 목표주가를 18.3만원에서 20만원으로 9.3% 상향 조정한다. 목표주가는 현재 주가 대비 42%의 상승여력이 있다. 내년에도 증익 추세가 유지되며 그 동안 약점을 작용하였던 부채비율 감소가 전망되기 때문이다. 현재 주가는 내년 실적 기준 PER 7.1배, PBR 1.1배 수준으로 ROE 17.0%를 감안하면 여전히 저평가되어 있다고 판단된다. 투자의견 Buy 유지한다.

효성 영업이익 추이



자료: 효성, 키움증권 리서치

효성 스태콤 실증 현장



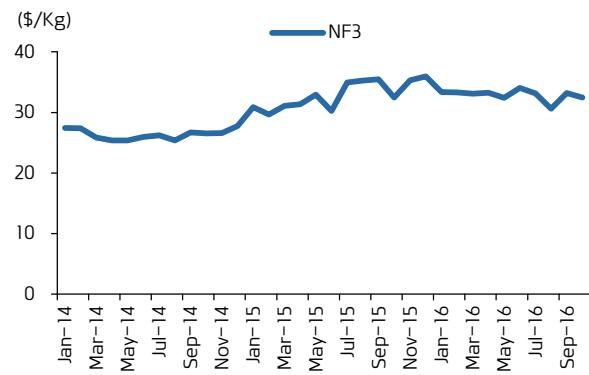
자료: 효성, 키움증권 리서치

국내 화섬 업체의 아시아 생산 거점 현황

회사명	국가	현지기업명	주요생산품목
효성	중국	효성화섬가흥유한공사	T/C, 산업용 PF
		효성가흥안륜유한공사	스판덱스
		효성광동안륜유한공사	스판덱스
	베트남	Hyosung Vietnam	N66, T/C, 스판덱스
태광	터키	효성이스탄볼텍스틸	스판덱스
	브라질	Hyosung	스판덱스
	중국	태광화섬상속유한공사	스판덱스
산업	북한	북한(개성공단)	Acrylic 방적사
휴비스	중국	중국사천휴비스화섬	PSF

자료: 각사, 키움증권 리서치

국내 NF3 가격 추이



자료: KITA, 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	535	2,105	2,016	2,200
	산업자재	592	586	598	598	627	622	568	553	2,375	2,370	2,349
	화학	230	277	288	274	281	305	308	270	1,068	1,164	1,333
	중공업	508	687	629	670	542	703	547	748	2,493	2,540	2,483
	건설	195	220	231	246	204	198	214	250	891	864	883
	무역 외	757	891	933	945	675	739	725	773	3,527	2,912	3,099
	합계	2,793	3,214	3,215	3,236	2,813	3,082	2,842	3,128	12,458	11,866	12,346
영업이익	석유	101	120	107	99	87	93	67	81	426	328	333
	산업자재	43	34	41	30	44	74	54	51	147	222	220
	화학	14	29	37	21	17	40	42	35	101	133	193
	중공업	38	33	49	33	42	84	24	67	152	217	226
	건설	8	11	9	15	18	19	30	17	43	84	85
	무역 외	19	29	35	-1	14	22	32	15	81	84	62
	합계	222	255	277	196	222	331	248	266	950	1,067	1,119

자료: 효성, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	121,771	124,585	118,656	123,465	130,942
매출원가	105,656	104,298	96,708	100,537	106,205
매출총이익	16,115	20,287	21,949	22,928	24,737
판매비 및 일반관리비	10,112	10,785	11,274	11,736	12,448
영업이익(보고)	6,003	9,502	10,675	11,192	12,289
영업이익(핵심)	6,003	9,502	10,675	11,192	12,289
영업외손익	-1,317	-3,529	-1,017	-756	-751
이자수익	72	58	81	91	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	1,811	1,897
외환손실	3,468	4,519	4,164	4,092	4,082
관계기업지분법손익	-91	115	270	1	1
투자및기타자산처분손익	2,051	634	246	330	351
금융상품평가및기타금융이익	-75	-610	394	526	558
기타	-396	-428	-93	223	237
법인세차감전이익	4,687	5,973	9,657	10,436	11,538
법인세비용	1,767	714	2,837	3,047	3,368
유효법인세율 (%)	37.7%	12.0%	29.4%	29.2%	29.2%
당기순이익	2,920	5,259	6,820	7,389	8,170
지배주주지분순이익(억원)	2,692	4,927	6,458	7,011	7,751
EBITDA	11,212	15,202	15,851	16,571	17,885
현금순이익(Cash Earnings)	8,128	10,960	11,997	12,768	13,765
수정당기순이익	1,689	5,237	6,338	6,744	7,480
증감율(% YoY)					
매출액	-3.2	2.3	-4.8	4.1	6.1
영업이익(보고)	23.6	58.3	12.3	4.8	9.8
영업이익(핵심)	23.6	58.3	12.3	4.8	9.8
EBITDA	7.9	35.6	4.3	4.5	7.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	83.0	31.1	8.6	10.6
EPS	N/A	83.0	31.1	8.6	10.6
수정순이익	N/A	210.0	21.0	6.4	10.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	8,631	13,565	13,352	11,360	11,606
당기순이익	4,687	5,973	6,820	7,389	8,170
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	-270	-1	-1
영업활동자산부채 증감	-187	661	1,878	-1,075	-1,807
기타	-1,483	-24	-200	-119	-98
투자활동현금흐름	-4,218	-7,086	-5,890	-8,530	-9,484
투자자산의 처분	-947	-170	1,615	-646	-1,209
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	2,315	2,674	2,958
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	-208	134	224
현금및현금성자산의 순증가	823	-137	9,777	5,505	5,080
기초현금및현금성자산	4,446	5,269	5,133	14,909	20,414
기말현금및현금성자산	5,269	5,133	14,909	20,414	25,494
Gross Cash Flow	8,818	12,904	11,474	12,436	13,413
Op Free Cash Flow	1,043	7,445	7,729	5,000	4,975

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	41,189	42,172	50,186	57,120	64,423
현금및현금성자산	5,269	5,133	14,909	20,414	25,494
유동금융자산	712	787	750	780	827
매출채권및유동채권	21,487	21,269	20,257	21,078	22,354
재고자산	13,722	14,983	14,270	14,848	15,747
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	95,432	97,960	99,111	102,664	107,012
장기매출채권및기타비유동채권	2,508	2,585	2,462	2,562	2,717
투자자산	33,251	33,787	32,803	33,827	35,417
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	149,296	159,784	171,435
유동부채	72,262	67,183	67,397	67,672	67,964
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	645	671	711
비유동부채	35,406	38,228	41,523	45,677	50,197
장기매입채무및비유동채무	4,358	3,867	3,683	3,832	4,064
사채및장기차입금	27,014	30,559	34,246	38,117	42,182
기타비유동부채	4,035	3,801	3,593	3,727	3,951
부채총계	107,668	105,411	108,920	113,349	118,161
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	31,970	37,731	44,229
기타자본	2,295	2,914	2,914	2,914	2,914
지배주주지분자본총계	27,920	32,583	37,948	43,709	50,207
비지배주주지분자본총계	1,032	2,139	2,429	2,727	3,067
자본총계	28,953	34,721	40,377	46,435	53,274
순차입금	73,235	71,863	65,811	64,147	63,085
총차입금	79,216	77,783	81,470	85,341	89,406

투자지표

(단위: 원, 배, %)

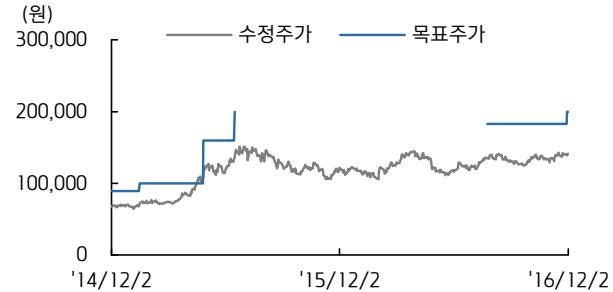
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,667	14,030	18,391	19,965	22,073
BPS	79,506	92,782	108,061	124,464	142,970
주당EBITDA	31,927	43,290	45,137	47,186	50,929
CFPS	23,146	31,209	34,161	36,358	39,198
DPS	2,000	3,500	4,000	4,000	4,000
주가배수(배)					
PER	8.9	8.4	7.7	7.1	6.4
PBR	0.9	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	8.9	7.6	7.5	7.0	6.4
PCF	3.0	3.8	4.1	3.9	3.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.9	7.6	9.0	9.1	9.4
영업이익률(핵심)	4.9	7.6	9.0	9.1	9.4
EBITDA margin	9.2	12.2	13.4	13.4	13.7
순이익률	2.4	4.2	5.7	6.0	6.2
자기자본이익률(ROE)	10.5	16.5	18.2	17.0	16.4
투하자본이익률(ROIC)	5.2	11.5	10.8	11.0	11.6
안정성(%)					
부채비율	371.9	303.6	269.8	244.1	221.8
순차입금비율	252.9	207.0	163.0	138.1	118.4
이자보상배율(배)	2.9	5.3	6.2	6.2	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.8	5.7	6.0	6.0
재고자산회전율	8.7	8.7	8.1	8.5	8.6
매입채무회전율	6.5	6.5	6.1	6.3	6.6

- 당사는 12월 1일 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
	2016/12/02	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 (2015/9/1~2016/9/30)

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