



BUY

목표주가 : 93,000원

주가(1/2): 74,300원

시가총액: 26,092억원

호성 (004800)

신화인터텍 인수 시너지 기대



호성은 2012년 말 국내 1위 TFT-LCD용 프리즘시트업체인 신화인터텍을 인수하였으며, 프리즘시트의 원재료 상업생산을 준비 중입니다. 지난해 성공적으로 진출한 TAC Film사 업과 함께 동사는 2013년부터 전자재료 업체로도 부각될 전망입니다.

>>> 신화인터텍 지분 20.5%, 약 400억원에 인수

호성은 2012년 12월 28일 신화인터텍 지분 20.5%를 400억원에 인수하기로 하고, 2013년 4월 8일 최대주주로 등극할 예정이다. 신화인터텍은 삼성 디스플레이에서 필요로 하는 BLU 프리즘시트의 55%를 공급하고 있으며, 지속적인 구조조정으로 2012년 흑자전환에 이어 2013년 매출액 약 3,000억원, 영업이익 200억원 이상을 기록할 것으로 전망된다.

>>> 호성의 PET 필름 사업과 시너지 기대

호성은 기존 울산 용연공장을 약 4만톤 증설하면서, 이 중 1.7만톤이 광학용 PET base film으로 생산을 시작하였다. 아직까지 고객사를 확보하지 못했으나, 삼성전자로부터의 품질테스트를 통과할 경우 신화인터텍으로 동사의 광학용 PET base film이 출하될 것으로 판단된다. SKC의 경우 필름부문의 국내외 생산능력 약 23만톤으로 2013년 매출액 약 1.1조원을 창출할 것으로 예상된다는 점을 감안하면 동사의 4만톤 증설로 인한 매출액 증가는 약2,000억원으로 예상된다.

>>> 목표가 93,000원으로 상향

호성에 대한 목표주가를 기존 88,000원에서 93,000원으로 상향한다. 이는 화학부문에 대한 EV/EBITDA multiple을 기존 5배에서 6배로 높이고, 증설 효과를 감안하여 화학 부문 매출액을 2012년 1,569억원에서 2013년 1,769억원으로 증가할 것으로 추정함에 따라 화학부문의 영업가치가 기존 9,740억원에서 1.3조원으로 상향되었기 때문이다. 다만, 중전기 부문에 대한 EV/EBITDA multiple은 턴어라운드 기대감에도 불구하고 경쟁심화를 감안하여 기존 8배에서 7배로 하향하였다.

Stock Data

KOSPI(1/02)		2,031.10pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	74,300원	45,750원	
등락률	0.00%	62.40%	
수익률	절대	상대	
	1W	9.6%	4.3%
	6M	35.1%	23.2%
	1Y	40.5%	26.3%

Company Data

발행주식수	35,117천주
일평균 거래량(3M)	130천주
외국인 지분율	22.49%
배당수익률(12E)	1.36%
BPS(12E)	84,979원
주요 주주	조석래 외 33.24%

투자지표 (컨센서스 기준)

(억원, IFRS 연결)	2010	2011	2012E	2013E
매출액	81,921	113,421	129,000	127,688
보고영업이익	5,089	2,888	3,650	5,330
핵심영업이익	4,994	2,747	3,651	5,325
세전이익	4,022	-99	1,855	3,414
지배주주지분순이익	2,713	-450	1,477	2,588
EPS(원)	7,726	-1,281	4,205	7,369
증감률(%YoY)	-19.9	N/A	N/A	75.3
PER(배)	13.7	-41.8	17.5	10.0
보고영업이익률(%)	6.2	2.5	2.8	4.2
핵심영업이익률(%)	6.1	2.4	2.8	4.2
ROE(%)	9.5	-3.1	4.7	8.1
순부채비율(%)	57.1	232.9	237.9	220.9

Price Trend



디스플레이 소재 기업 효성

>>> 삼성전자향 LCD 프리즘 시트 1위 업체 신화인터텍 인수

효성은 2012년 12월 28일 신화인터텍 지분 20.5%를 400억원에 인수하기로 하고, 2013년 4월 8일 최대주주로 등극할 예정이다.

동사는 2010년까지 삼성디스플레이가 필요로하는 프리즘시트의 80%를 독점하기도 하였으나, 미래나노텍 등의 점유율 잠식으로 인하여 현재 55%수준으로 하락하였다.

신화인터텍은 오성엘에스티에 인수된 후 정규직 직원수를 기존 540명에서 현재 380명으로 축소하는 등 구조조정을 하였으며, 이에 따른 고정비 절감 효과로 2012년 흑자전환에 성공하였다.

그러나 신화인터텍의 모회사인 오성엘에스티가 태양광사업 부진으로 재무구조가 열악해지면서 신화인터텍의 지분을 효성에 매각한 것으로 알려졌다.

삼성전자는 BW를 통하여 신화인터텍 지분 약 10%를 보유하고 있고, 연간 4,000억원의 매출액이 가능한 설비를 보유하고 있기 때문에, 향후에도 현재 수준의 내 M/S를 유지 할 것으로 판단되며, 2013년부터 실버나노와이어 방식의 터치필름 및 윈도우필름 출시로 매출 증대시킬 계획이다.

이에 따라 신화인터텍은 2013년 매출액 약 3,000억원, 영업이익 200억원 이상을 기록할 것으로 전망된다.

다만, 2015년 7월까지 CB, BW가 주식으로 전량 전환될 경우 총 주식수는 현재 1,959만주에서 3,433만주로 증가하게 되어 효성의 지분율은 현재보다 크게 하락할 것이다.

신화인터텍 실적 추이

(십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	517.6	288.5	262	285.6	300.7
영업이익	3.9	6.0	18.7	21.3	23.1
세전이익	-23.5	-31.2	9.8	12.6	17.7
당기순이익	-13.1	-34.4	9.8	12.6	15.1
출하량(천 m ²)	96,632	63,458	62,894	80,384	93,266

자료: fnguide

>>> 효성은 디스플레이용 film업체로 부각되고 있다

국내 최초의 TAC Film 생산 업체

효성은 2009년 울산광역시 용연에 연산 5,000만m²의 TAC film 공장을 준공하여 2012년부터 연간 매출액 1,000억원에 10%이상의 영업이익률이 가능한 수준으로 끌어올렸다. 여기에 2014년까지 6,000만m² 규모의 시야각 보상이 가능한 초광폭 업그레이드 TAC film 공장도 증설중에 있다.

이에 따라 동사의 TAC film 매출액은 2015년 이후 2,500억원으로 증가할 것으로 전망된다.

광학용 PET film 생산 시작될 것

효성은 울산광역시 용연에 연 4만톤 규모의 PET film 공장을 준공하였다. 이 중 1.7만톤은 광학용 PET film을 생산하는데 사용될 예정이다.

이를 토대로 효성은 그동안 SKC, 일본의 Toray, Mitsubishi 등이 독점하고 있는 TFT-LCD용 프리즘시트의 광학용 PET film 시장에 진출할 계획이다.

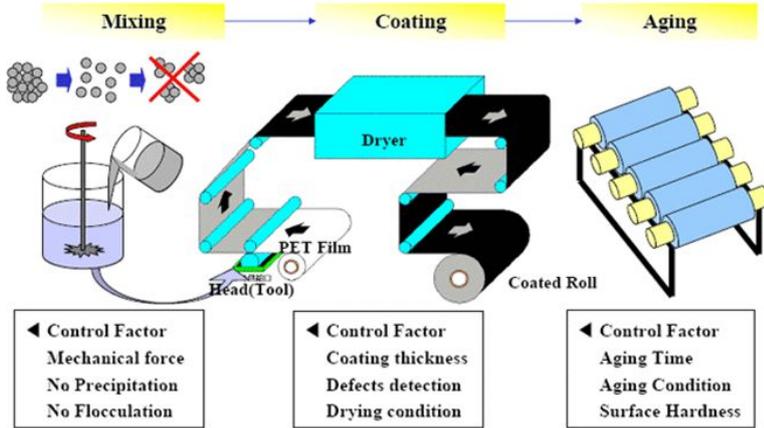
국내 광학용 PET film 선두업체는 SKC이다. SKC의 필름 부문은 올해 23만톤 capa에 매출액 약 1.1조원을 기록할 것으로 전망된다. 따라서 효성의 TAC film 매출 가세와 약 4만톤 PET film capa 증설은 약 2,000억원의 매출액 상향 요인으로 판단된다.

신화인터텍과의 시너지 기대

지난해 말 효성이 인수를 결정한 신화인터텍은 프리즘 시트 생산을 위한 원재료로 연간 약 1,300억원의 PET film을 구매하고 있다.

따라서 효성이 상업생산을 준비중인 광학용 PET film이 삼성디스플레이의 품질 테스트에 통과될 경우 안정적인 판로가 확보될 것으로 판단된다.

신화인터텍의 프리즘 시트 생산 공정도



자료: 신화인터텍

효성의 현금흐름 Update

>>> Free cash flow도 Turn around 예상

효성은 다각화된 사업 포트폴리오를 구성하고 있는 가운데, 주력 사업부에서 우수한 경쟁력을 확보하고 있다. 섬유부문의 스판덱스가 세계 1위, 산업자재 부문의 PET 타이어코드가 세계 1위, 중공업 부문의 초고압 변압기/차단기가 국내 1위의 시장 지위를 보유하고 있다.

다만 2011년에는 중공업 부문의 수익성악화 등으로 EBITDA가 6,500억원에 그친 가운데, 운전자금 증가와 1.1조원의 CAPEX로 인해 영업현금흐름이 -1.4조원에 이르렀다.

그러나 2012년에는 운전자금 부담이 감소하였고, 영업현금흐름 내에서 CAPEX를 하면서 현금흐름이 개선되고 있다.

그리고 2013년에는 중공업 사업부문이 흑자전환할 것으로 예상되며, 해외 법인(변압기, 스판덱스)의 투자가 거의 완료되었다는 점에서 Free cash flow는 2011~2012년보다 크게 개선될 것으로 예상된다.

>>> 차입금 부담 및 진흥기업 리스크 점검

동사는 약 5조원의 순차입금이 있으며, 동사의 주택건설 부문은 2012년 3분기말 기준 2184억원의 PF우발채무가 있다. 그러나 연간 약 1조원의 EBITDA 및 안양공장 부지를 비롯한 보유 부동산의 가치를 감안하면 효성의 유동성 위험은 낮은 수준이다.

동사가 49.2%의 지분을 보유하고 있는 진흥기업에 대하여는 2011년 5월에 채권은행자율협의회의 “경영정상화 계획 이행을 위한 특별약정서”에 의거하여 회사의 진흥기업에 대한 지원규모가 900억원(대여금)으로 결정되었다. 특히 채권은행들의 진흥기업에 대한 금융조건 재조정 및 정상화 지원 방안 등이 마련됨에 따라, 향후 진흥기업에 대한 추가적인 재무적 지원 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

효성 적정주가 상향 조정

>>> 효성의 적정주가 93,000원으로 상향

화학 부문 수익 추정치 및 밸류에이션 배수 상향

12월 18일 효성에 대한 커버리지를 개시할 때 동사의 화학부문 매출액을 약 1.6조원으로 추정하였으나, 이번 실적 업데이트에서는 1.77조원으로 상향하였다. 그리고 영업이익률을 기존 7.5%로 전망하였으나, 8.0%로 상향 조정하였다.

효성의 화학부문은 PP, TPA 등 시황 변동에 민감한 product 비중이 줄고, PET 패키징과 광학용 film의 비중이 증가함에 따라 타 화학업체에 비하여 안정적인 실적을 시현할 것으로 전망된다.

이에 따라 광학용 PET film업체인 SKC의 컨센서스 EV/EBITDA가 2012년 약 10배, 2013년 약 7배 수준임을 감안할 때 효성의 화학부문에 대한 EV/EBITDA multiple을 기존 5배에서 6배로 상향하는 것은 크게 무리가 없다고 판단된다.

이러한 실적 추정 변경과 밸류에이션 배수 상향에 힘입어 효성의 화학부문 영업가치를 기존 9740억원에서 1조 2980억원으로 상향조정한다.

반면, 변압기/차단기를 영위하는 중전기 부문에 대하여는 지속적인 경쟁심화와 2012년 수주 부진에 따른 성장성 둔화에 대한 리스크를 감안하여 최근 리포트에서 적용한 EV/EBITDA 8배에서 7배로 하향한다.

그러나 전체적인 영업가치 합산액이 기존 7.4조원에서 7.7조원으로 상향 추정되었기 때문에, Sum of the parts valuation에 의한 목표주가를 기존 88,000원에서 93,000원으로 상향한다.

효성 Sum of the parts valuation (단위: 십억원)

	2010	2011	2012	2013
영업이익	718	289	365	533
EBITDA	1,116	702	946	1,165
중공업	176	-146	-24	81
산업자재	297	320	338	357
화학	190	177	188	216
섬유	380	233	301	369
건설	-65	15	4	5
무역	71	80	27	23
기타	68	23	112	110
영업가치	7,734	5,256	6,098	7,740
중공업(7x)	1,411			567
산자재(7x)	2,077	2,241	2,366	2,496
화학(6x)	949	884	942	1,298
섬유(7x)	2,657	1,630	2,109	2,583
무역(6x)	424	479	159	137
기타(6x)	406	138	673	660
보유지분가치	198	257	162	162
관계기업	124	138	138	138
기타주식	74	119	215	215
진흥기업			-191	-191
순현금	-3,200	-4,483	-4,878	-4,800
NAV	4,922	1,146	1,532	3,105
주당가치(원)	147,811	34,415	46,014	93,149

자료: 키움증권, 주당가치 산출에 적용한 주식수는 효성의 자사주를 제외한 3,327만주임

손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	8,192	11,342	12,900	12,769	13,152
매출원가	6,970	10,237	11,649	11,364	11,705
매출총이익	1,222	1,105	1,251	1,405	1,447
판매비및일반관리비	722	830	886	872	907
영업이익(보고)	509	289	365	533	539
영업이익(핵심)	499	275	365	532	539
영업외손익	-97	-285	-180	-191	-195
이자수익	10	19	26	26	26
배당금수익	2	2	2	2	2
외환이익	138	226	210	210	210
이자비용	112	210	221	232	238
외환손실	138	259	200	200	200
관계기업지분법손익	-2	48	10	10	10
투자및기타자산처분손익	10	23	-5	-5	-5
금융상품평가및기타금융이익	-1	-144	-12	-12	-12
기타	-2	10	11	11	11
법인세차감절이익	402	-10	186	341	344
법인세비용	131	45	45	83	83
유효법인세율 (%)	32.5%	-449.6%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	271	-94	141	259	261
지배주주지분순이익	271	-45	148	259	261
EBITDA	680	687	943	1,160	1,194
현금순이익(Cash Earnings)	452	319	718	886	915
수정당기순이익	266	571	154	272	273
증감율(% YoY)					
매출액	16.4	11.8	13.7	-1.0	3.0
영업이익(보고)	-5.3	-61.7	26.4	46.0	1.2
영업이익(핵심)	-6.2	-62.8	32.9	45.9	1.3
EBITDA	-5.1	-39.5	37.1	23.0	2.9
지배주주지분 당기순이익	-19.9	N/A	N/A	75.3	0.7
EPS	-19.9	N/A	N/A	75.3	0.7
수정순이익	-28.5	158.6	-73.1	77.0	0.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동현금흐름	524	-561	852	1,001	952
당기순이익	271	-10	141	259	261
감가상각비	179	413	578	627	655
무형자산상각비	1	0	0	0	0
외환손익	-9	67	-10	-10	-10
자산처분손익	21	3	5	5	5
지분법손익	2	0	-10	-10	-10
영업활동자산부채 증감	19	-999	38	20	-58
기타	39	-34	110	110	110
투자활동현금흐름	-291	-1,307	-1,326	-939	-1,042
투자자산의 처분	-77	-84	-221	26	-77
유형자산의 처분	40	23	0	0	0
유형자산의 취득	-200	-1,067	-1,000	-860	-860
무형자산의 처분	-1	-49	0	0	0
기타	-52	-145	-105	-105	-105
재무활동현금흐름	-19	1,787	419	362	180
단기차입금의 증가	-615	107	0	0	0
장기차입금의 증가	630	1,568	400	400	200
자본의 증가	0	9	0	0	0
배당금지급	-33	-42	-33	-33	-33
기타	0	145	52	-5	13
현금및현금성자산의순증가	214	-96	-55	424	90
기초현금및현금성자산	31	623	527	471	896
기말현금및현금성자산	245	527	471	896	985
Gross Cash Flow	505	439	814	981	1,010
Op Free Cash Flow	335	-193	-107	191	145

재무상태표

(단위: 십억원)

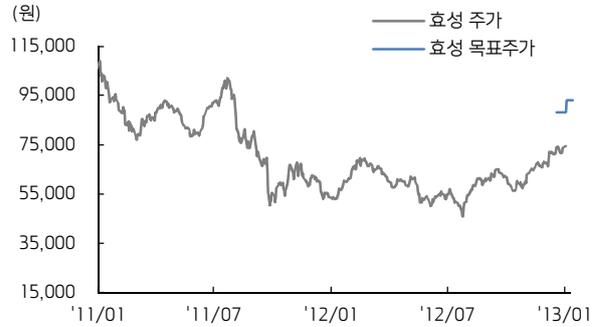
12월 결산, IFRS 연결	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	1,828	5,117	5,753	6,123	6,370
현금및현금성자산	245	527	471	896	985
유동금융자산	19	139	194	192	197
매출채권및유동채권	743	2,615	3,000	2,969	3,059
재고자산	802	1,836	2,088	2,067	2,129
기타유동비금융자산	19	0	0	0	0
비유동자산	4,995	8,507	9,125	9,341	9,634
장기매출채권및기타비유동채권	137	213	232	230	237
투자자산	1,788	2,866	3,042	3,028	3,109
유형자산	3,060	4,930	5,352	5,585	5,790
무형자산	10	451	451	451	451
기타비유동자산	0	48	48	48	48
자산총계	6,823	13,623	14,878	15,464	16,004
유동부채	2,336	6,372	6,690	6,664	6,742
매입채무및기타유동채무	1,451	2,275	2,587	2,561	2,637
단기차입금	375	3,114	3,114	3,114	3,114
유동성장기차입금	502	943	943	943	943
기타유동부채	7	41	47	46	48
비유동부채	1,520	4,290	5,120	5,508	5,742
비유동채무	35	345	722	715	737
사채및장기차입금	1,080	3,503	3,903	4,303	4,503
기타비유동부채	405	442	495	490	503
부채총계	3,856	10,663	11,810	12,171	12,484
자본금	176	176	176	176	176
추적발행초과금	131	131	131	131	131
이익잉여금	836	2,213	2,329	2,555	2,783
기타자본	1,825	349	349	349	349
지배주주지분자본총계	2,967	2,869	2,984	3,211	3,439
비지배주주지분자본총계	0	92	83	83	82
자본총계	2,967	2,960	3,068	3,293	3,521
순차입금	1,693	6,896	7,297	7,275	7,379
총차입금	1,957	7,562	7,962	8,362	8,562

- 당사는 1월 2일 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.

투자이견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가
효성 (004800)	2012/12/18	BUY(Initiate)	88,000원
	2013/01/02	BUY(Maintain)	93,000원

목표주가 추이(4.5X8)



투자이견 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