효성(004800.KS)

양호한 3Q 영업이익 기록, 일회적인 비용을 털고 본업 개선에 집중

화학/에너지 담당 곽진희
Tel. 368-6170 / jhkwak@eugenefn.com

시장 Consensus 대비

Above	In-line	Below
	O	

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지)	84,000원
현재주가(11/14)	71,900원

Key Data (기준일: 2013. 11. 14)

KOSPI(pt)	1,967.6
KOSDAQ(pt)	511.8
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	2,524.9
52주 최고/최저(원)	80,200 / 48,850
52주 일간 Beta	1.24
발행주식수(천주)	35,117
평균거래량(3M,천주)	410
평균거래대금(3M,백만원)	29,548
배당수익률(13F, %)	1.4
외국인 지분율(%)	32.9
주요주주 지분율(%)	
조석래외 10인	28.6
국민연금공단	6.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.1	-6.3	19.0	9.8
KOSPI대비상대수익률	10.7	-8.5	19.1	5.9

■ 3Q13 review: 영업이익 1,538억원으로 당사와 시장 예상치에 부합

- 3분기 매출액은 3조 1,993억원(-4.7% qoq, -3.9% yoy), 영업이익은 1,538억원(-25.9% qoq, +41.9% yoy)으로 당사와 시장 예상치를 충족하는 양호한 실적 기록
- 부문별로는 산업자재 부문의 이익이 전분기대비 감소하며 부진했으나, 중공업 부문이 전분기에 이어 BEP 수준의 흑자를 기록하며 당초 적자를 예상했던 것과 달리 양호했음. 또한 섬유부문은 전방 수요 부진에도 불구하고 영업이익률 13%로 양호한 실적을 유지했음
- 세전이익은 2,269억원을 기록했는데, 환율 하락에 따른 외화부채 관련 환산 이익과 파생이익이 1,300억원 수준으로 반영되었기 때문. 다만, 순이익은 -2,417억원을 기록했는데 이는 동사가 10/29일자로 공시한 바와 같이 과징금 부과에 따른 법인세 비용 3,652억원을 3분기에 반영했기 때문

■ 4Q13 전망: 화학부문 비수기에 따라 영업이익 1,314억원 예상

- 4분기는 화학부문 비수기에 따라 영업이익 1,314억원을 기록할 것으로 예상. 3분기가 중공업부문의 매출액이 적은 시기임에도 BEP 수준의 실적을 기록한 것을 볼 때, 흑자전환세에 접어들기 시작한 것으로 판단함. 중공업 부문의 이익률은 전방 수요 부진과 글로벌 경쟁 심화를 감안할 때 수익성의 빠른 회복은 기대하기 어려우나 향후 동사의 이익 훼손 요인으로는 작용하지 않을 것으로 예상됨
- 2013년 스프레드와 수요가 견조했던 부문이 스판덱스를 중심으로 한 섬유부문이었다면, 2014년은 스판덱스 호시황이 이어지는 가운데, 타이어코드 시황 개선에 따라 산업자재부문의 실적이 회복될 전망임. 2015년까지 메이저업체의 의미있는 증설이 없고, 전방 수요 개선에 따라 수익성이 회복될 것으로 예상되기 때문임

■ 일회적인 비용과 우려를 털고, 본업 개선에 집중 필요

- 동사는 법인세 관련 과징금과 세무조사에 따라 시장의 우려가 컸으나, 3분기 이에 대한 일회적인 비용을 전부 반영함에 따라 향후 개선되는 본업의 실적에 집중할 수 있을 것으로 판단
- 지난 4년간 동사가 대규모로 증설해 온 스판덱스와 타이어코드는 메이저업체 중심으로 시장이 재편되었고, 수요 증가에 따라 2014년 동사 이익 개선에 기여할 전망. 또한 지난 3년간 우려 요인으로 작용했던 중공업 부문은 느리지만 개선이 시작되어 긍정적. 이에 따른 영업현금흐름 개선으로 2014년부터 차입금 축소도 시작될 것으로 예상. 본업의 개선 방향성이 긍정적이고 PER 밸류에이션 매력도 생겨 효성에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 84,000원을 유지함

Earnings Summary(IFRS 연결 기준)

결산기(12월) (단위: 십억원)	3Q13P			4Q13F			2012	2013F		2014F	
	실적발표	예상치	차이 (%,%p)	예상치	qoq (%,%p)	yoy (%,%p)		예상치	yoy (%,%p)	예상치	yoy (%,%p)
매출액	3,199.3	3,337.0	-4.1	3,425.1	7.1	12.6	12,611.7	12,895.4	2.2	13,199.0	2.4
영업이익	153.8	148.3	3.7	131.4	-14.5	흑전	189.3	588.6	210.9	680.7	15.6
세전이익	226.9	104.2	117.8	108.9	-52.0	249.7	151.4	413.1	172.8	467.7	13.2
순이익	-241.7	80.7	적전	85.0	흑전	1,566.5	107.4	-99.4	적전	364.8	흑전
OP Margin	4.8	4.4	0.4	3.8	-1.0	4.9	1.5	4.6	3.1	5.2	0.6
NP Margin	-7.6	2.4	-10.0	2.5	10.0	2.3	0.9	-0.8	-1.6	2.8	3.5
EPS(원)	-27,768	9,830	적전	9,764	흑전	흑전	3,486	-2,943	적전	10,479	흑전
BPS(원)	64,057	73,236	-12.5	66,110	3.2	-11.2	71,783	66,110	-7.9	74,030	12.0
ROE(%)	-43.3	13.4	-56.8	14.8	흑전	흑전	3.7	-3.5	-7.2	12.3	15.7
PER(X)	na	7.3	-	7.4	-	-	21.1	na	-	6.9	-
PBR(X)	1.1	1.0	-	1.1	-	-	1.0	1.1	-	1.0	-

자료: 효성, 유진투자증권
주: EPS, ROE는 annualized 기준

도표 1 효성 3분기 review

(십억원, %, %p)	3Q13P	당사예상치	차이	Consensus	차이	2Q13	3Q12	QoQ	YoY	4Q13F	QoQ
매출액	3,199.3	3,337.0	-4.1	3,301.2	-3.1	3,357.7	3,328.5	-4.7	-3.9	3,425.1	7.1
영업이익	153.8	148.3	3.7	147.0	4.6	207.5	108.4	-25.9	41.9	131.4	-14.5
순이익	-241.7	80.7	적전	95.6	적전	68.7	70.5	적전	적전	85.0	흑전
영업이익률	4.8	4.4	0.4	4.5	0.4	6.2	3.3	-1.4	1.6	3.8	-1.0
순이익률	-7.6	2.4	-10.0	2.9	-10.5	2.0	2.1	-9.6	-9.7	2.5	10.0

자료: 효성, 유진투자증권

도표 2 효성 사업부문별 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
섬유											
매출액	512.1	571.6	558.9	558.9	525.1	538.4	541.4	541.4	2,004.8	2,201.6	2,146.2
영업이익	44.7	73.5	71.1	68.6	65.5	67.8	68.6	66.4	120.7	257.9	268.2
영업이익률	8.7	12.9	12.7	12.3	12.5	12.6	12.7	12.3	6.0	11.7	12.5
산업자재											
매출액	579.0	621.6	601.8	585.2	648.5	648.9	662.6	663.0	2,411.5	2,387.7	2,622.9
영업이익	24.6	42.5	25.1	29.8	35.7	40.2	47.2	46.1	108.9	122.0	169.3
영업이익률	4.2	6.8	4.2	5.1	5.5	6.2	7.1	7.0	4.5	5.1	6.5
화학											
매출액	365.4	419.0	379.6	382.6	388.0	444.7	444.2	432.6	1,544.9	1,546.6	1,709.4
영업이익	14.1	44.9	33.9	6.8	18.9	39.8	44.0	8.6	82.8	99.7	111.3
영업이익률	3.9	10.7	8.9	1.8	4.9	8.9	9.9	2.0	5.4	6.4	6.5
중공업											
매출액	549.9	704.5	633.3	870.9	543.0	645.0	606.9	816.6	2,614.9	2,758.6	2,611.6
영업이익	-8.3	15.2	0.3	2.7	1.8	4.4	8.8	9.6	-168.6	9.9	24.6
영업이익률	-1.5	2.2	0.1	0.3	0.3	0.7	1.5	1.2	-6.4	0.4	0.9
합계											
매출액	2,913.3	3,357.7	3,199.3	3,425.1	3,131.4	3,304.4	3,282.3	3,480.9	12,611.7	12,895.4	13,199.0
영업이익	96.1	207.5	153.8	131.4	149.3	179.6	194.9	156.9	189.3	588.8	680.7
영업이익률	3.3	6.2	4.8	3.8	4.8	5.4	5.9	4.5	1.5	4.6	5.2

자료: 효성, 유진투자증권

효성(004800.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
자산총계	**13,623.2**	**13,763.7**	**14,475.2**	**14,770.8**	**14,848.4**
유동자산	5,116.6	4,510.5	4,581.7	4,655.4	4,621.2
현금성자산	665.8	599.8	407.2	414.3	881.7
매출채권	2,363.0	2,154.3	2,334.5	2,372.6	2,073.8
재고자산	1,835.8	1,521.1	1,602.4	1,628.6	1,423.4
비유동자산	8,506.6	9,253.2	9,893.5	10,115.5	10,227.3
투자자산	3,125.9	3,694.1	3,907.3	4,066.0	4,231.1
유형자산	4,929.9	5,151.6	5,496.7	5,508.4	5,403.6
기타	450.8	407.5	489.4	541.0	592.6
부채총계	**10,662.8**	**10,749.6**	**11,574.4**	**11,540.3**	**11,270.0**
유동부채	6,372.5	6,621.1	7,266.6	7,299.5	7,094.8
매입채무	1,725.5	1,316.8	1,646.5	1,673.3	1,462.5
유동성이자부채	4,078.3	4,705.2	5,015.0	5,015.0	5,015.0
기타	568.7	599.1	605.1	611.1	617.2
비유동부채	4,290.3	4,128.5	4,307.8	4,240.8	4,175.2
비유동이자부채	3,506.0	3,328.8	3,461.8	3,361.8	3,261.8
기타	784.3	799.7	846.0	879.0	913.4
자본총계	**2,960.4**	**3,014.1**	**2,900.8**	**3,230.6**	**3,578.5**
지배지분	2,868.8	2,928.4	2,811.1	3,140.8	3,488.7
자본금	175.6	175.6	175.6	175.6	175.6
자본잉여금	455.2	460.5	459.7	459.7	459.7
이익잉여금	2,213.2	2,295.3	2,158.0	2,487.7	2,835.6
기타	24.8	(3.0)	17.8	17.8	17.8
비지배지분	91.5	85.7	89.8	89.8	89.8
자본총계	**2,960.4**	**3,014.1**	**2,900.8**	**3,230.6**	**3,578.5**
총차입금	7,584.3	8,034.0	8,476.8	8,376.8	8,276.8
순차입금	6,918.4	7,434.1	8,069.6	7,962.5	7,395.1

손익계산서

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	**11,342.1**	**12,611.7**	**12,895.4**	**13,199.0**	**13,266.3**
증가율(%)	11.8	11.2	2.2	2.4	0.5
매출원가	10,237.1	11,511.1	11,326.6	11,520.0	11,552.2
매출총이익	**1,105.0**	**1,100.6**	**1,568.7**	**1,679.0**	**1,714.2**
판매 및 일반관리비	827.5	911.3	980.1	998.3	995.5
기타영업손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
영업이익	**277.6**	**189.3**	**588.6**	**680.7**	**718.7**
증가율(%)	(63.2)	(31.8)	210.9	15.6	5.6
EBITDA	**690.3**	**794.8**	**1,226.2**	**1,188.9**	**1,163.5**
증가율(%)	(42.7)	15.1	54.3	(3.0)	(2.1)
영업외손익	**(287.5)**	**(37.9)**	**(175.5)**	**(212.9)**	**(227.6)**
이자수익	20.9	9.9	8.5	9.7	10.0
이자비용	210.2	246.6	222.0	253.2	250.2
지분법손익	48.2	16.7	8.2	13.4	13.4
기타영업손익	(146.5)	182.1	29.9	17.2	(0.8)
세전순이익	**(9.9)**	**151.4**	**413.1**	**467.7**	**491.0**
증가율(%)	적전	흑전	172.8	13.2	5.0
법인세비용	44.7	44.0	512.6	102.9	108.0
당기순이익	**(93.8)**	**107.4**	**(99.4)**	**364.8**	**383.0**
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	5.0
지배주주지분	(45.0)	122.4	(103.3)	368.0	386.3
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	5.0
비지배지분	(48.8)	(15.0)	3.9	(3.2)	(3.3)
EPS	**(1,281)**	**3,486**	**(2,943)**	**10,479**	**11,002**
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	5.0
수정 EPS	(1,281)	3,486	(2,943)	10,479	11,002
증가율(%)	적전	흑전	적전	흑전	5.0

현금흐름표

(단위:십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업현금	(542.8)	496.2	641.8	859.1	1,145.8
당기순이익	(9.9)	151.4	(79.5)	364.8	383.0
자산상각비	412.8	605.5	637.5	508.3	444.9
기타비현금성손익	18.5	(62.7)	212.5	19.7	21.0
운전자본증감	(979.9)	(247.5)	(1.2)	(33.7)	296.9
매출채권감소(증가)	(447.4)	183.5	(106.3)	(38.0)	298.8
재고자산감소(증가)	(446.3)	265.0	(43.1)	(26.1)	205.1
매입채무증가(감소)	16.4	(350.8)	233.6	26.8	(210.8)
기타	(102.6)	(345.2)	(85.3)	3.7	3.7
투자현금	(1,325.3)	(1,030.5)	(803.5)	(721.5)	(548.2)
단기투자자산감소	19.7	8.0	47.2	(4.6)	(4.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(3.4)	(7.4)	(8.2)
설비투자	(1,084.5)	(919.8)	(647.5)	(520.0)	(340.0)
유형자산처분	23.5	43.8	24.2	0.0	0.0
무형자산처분	(49.4)	(0.8)	(54.0)	(51.6)	(51.6)
재무현금	1,786.6	441.7	19.8	(135.1)	(135.1)
차입금증가	1,674.9	647.0	55.2	(100.0)	(100.0)
자본증가	(33.2)	(31.6)	(35.5)	(35.1)	(35.1)
배당금지급	42.3	34.3	35.5	35.1	35.1
현금 증감	(96.0)	(92.3)	(141.6)	2.5	462.5
기초현금	622.6	526.6	434.3	292.7	295.2
기말현금	526.6	434.3	292.7	295.2	757.7
Gross Cash flow	678.4	975.8	770.5	892.8	848.9
Gross Investment	2,324.9	1,286.0	851.9	750.5	246.4
Free Cash Flow	(1,646.4)	(310.2)	(81.4)	142.2	602.5

자료: 10년부터 K-IFRS 연결기준, 유진투자증권

주요투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표					
EPS	(1,281)	3,486	(2,943)	10,479	11,002
BPS	68,856	71,783	66,110	74,030	82,467
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배,%)					
PER	n/a	21.1	n/a	6.9	6.5
PBR	0.8	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA	12.9	12.7	8.7	8.9	8.6
배당수익율	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
PCR	2.8	2.6	3.3	2.8	3.0
수익성(%)					
영업이익율	2.4	1.5	4.6	5.2	5.4
EBITDA이익율	6.1	6.3	9.5	9.0	8.8
순이익율	(0.8)	0.9	(0.8)	2.8	2.9
ROE	(3.2)	3.7	(3.5)	12.3	11.6
ROIC	2.3	1.4	(1.4)	5.0	5.3
안정성 (%)					
순차입금/자기자본	233.7	246.6	278.2	246.5	206.7
유동비율	80.3	68.1	63.1	63.8	65.1
이자보상배율	1.5	0.8	2.8	2.8	3.0
활동성 (%)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	4.7	5.6	5.7	5.6	6.0
재고자산회전율	7.0	7.5	8.3	8.2	8.7
매입채무회전율	6.2	8.3	8.7	8.0	8.5

Compliance Notice

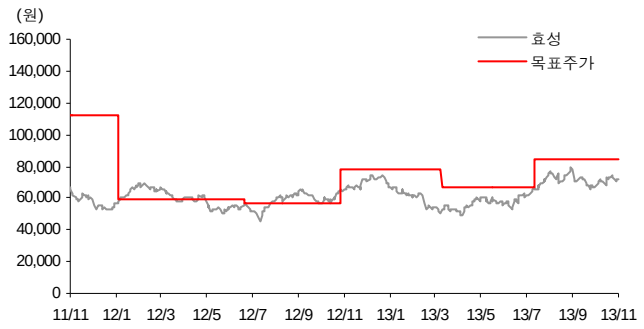
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

• STRONG BUY	추천기준일 종가대비 +50%이상
• BUY	추천기준일 종가대비 +20%이상 ~ +50%미만
• HOLD	추천기준일 종가대비 0%이상 ~ +20%미만
• REDUCE	추천기준일 종가대비 0%미만

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)
11-11-21	BUY	112,000
12-01-17	HOLD	59,000
12-07-04	HOLD	57,000
12-11-08	BUY	78,000
13-03-25	BUY	67,000
13-05-06	BUY	67,000
13-06-25	BUY	67,000
13-07-25	BUY	84,000
13-08-09	BUY	84,000
13-10-02	BUY	84,000
13-11-15	BUY	84,000

효성(004800.KS) 주가 및 목표주가 추이