Results Comment

효성 (004800)

효성중공업이 이끈 깜짝 실적

양지환

jihwan.yang@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지

6개월 목표주가 175,000
상향

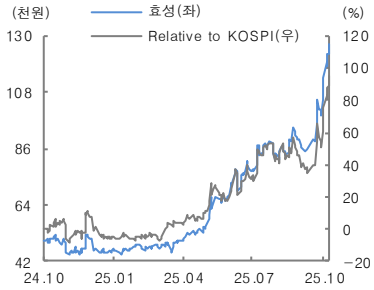
현재주가 126,700
(25.10.31)

지주업종

- 효성중공업 및 효성티앤에스 실적 호조에 힘입어 깜짝 실적 시현
- 효성중공업 주가 상승에 따른 NAV 증가를 반영해 TP 16.7% 상향
- 효성화학 NF3사업부와 온산탱크터미널 매각이익 효과 소멸로 지분법 손실

KOSPI	4107.5
시가총액	2,121십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	87십억원
52주 최고/최저	126,700원 / 44,300원
120일 평균거래대금	52억원
외국인지분율	16.33%
주요주주	조현준 외 13 인 57.30% 국민연금공단 6.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	49.2	45.6	138.6	154.4
상대수익률	24.4	15.1	48.5	58.3



투자의견 매수, 목표주가 175,000원으로 16.7% 상향

목표주가 상향은 효성중공업의 호실적과 주가 상승에 따른 동사의 지분가치 증가를 반영하였으며, NAV 대비 Target 할인율은 기존과 동일한 65% 적용

효성의 2025년 3분기 실적은 효성티앤에스의 수익성 개선에 따른 연결 영업이익 증가와 효성중공업의 깜짝 실적 시현에 따른 지분법 손익 개선으로 당사 추정을 30% 이상 상회하는 호실적을 시현

화학 계열사는 글로벌 수요 부진에 따른 판가 하락으로 실적 개선이 지연되고 있지만, 글로벌 초고압 전력기기 업황 호황에 따라 중공업의 수익성 개선이 본격화되는 중. 효성티앤에스는 미국/멕시코 대형은행 수주 물량의 매출 반영과 유럽에서의 수주 확대로 영업이익률이 큰 폭으로 개선

효성화학은 25년 1분기와 2분기에 반영된 특수가스사업부와 온산탱크 터미널 매각이익 효과가 소멸되며, 3분기 83억원의 지분법 손실이 반영. 화학 계열의 이익 개선이 지연되고 있지만, 중공업과 티앤에스의 실적 호조로 배당 증가 가능할 것으로 전망

25년 3분기 실적 매출액 6,122억원, 영업이익 1,219억원의 깜짝 실적

주요 회사별 실적은(증감은 yoy) [효성] 매출액 1,381원(+52.1%), 영업이익 713억원(+332.1%), [효성티앤에스] 매출액 3,760억원(-0.9%), 영업이익 547억원(+212.6%), [FMK] 매출액 547억원(-2.3%), 영업손실 54억원(적자확대), [굿스프링스] 매출액 463억원(+13.2%), 영업이익 36억원(+200%), [지분법손익] 602억원(+102%)을 기록. 효성중공업 지분법 이익은 489억원(+102.9%)을 시현

(단위: 십억원, %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25					4Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	578	602	602	612	6.0	1.7	602	634	-10.7	3.6
영업이익	47	99	93	122	157.0	23.0	93	102	-21.3	-16.4
순이익	332	72	57	63	-81.0	-11.8	57	79	-32.8	25.0

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,847	2,273	2,402	2,502	2,627
영업이익	58	221	405	425	206
세전순이익	18	182	389	414	197
총당기순이익	0	484	340	362	172
지배지분순이익	0	453	279	297	141
EPS	3	24,073	16,658	17,747	8,440
PER	19,547.8	1.9	7.6	7.1	15.0
BPS	116,969	114,515	142,449	156,716	161,677
PBR	0.5	0.4	0.9	0.8	0.8
ROE	0.0	19.6	12.3	11.9	5.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 효성, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,393	2,484	2,402	2,502	0.4	0.7
판매비와 관리비	284	326	277	291	-2.3	-10.6
영업이익	375	346	405	425	7.9	23.1
영업이익률	15.7	13.9	16.9	17.0	1.2	3.1
영업외손익	-15	-10	-16	-11	적자유지	적자유지
세전순이익	360	336	389	414	7.9	23.3
지배지분순이익	259	241	279	297	7.9	23.3
순이익률	13.2	11.8	14.2	14.5	1.0	2.7
EPS(지배지분순이익)	15,445	14,388	16,658	17,747	7.9	23.3

자료: 효성, 대신증권 Research Center

표 1. 효성 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 원/주)

(단위: 십억원, %, 원/주)			2025F		적용배수	Value	Weight
	로열티		45		14	642.9	7.6%
	소계					**642.9**	**7.6%**
지분가치	**상장자회사**	**계열사명**	**지분율**	**시가총액**		**지분가치**	**Weight**
		효성ITX	37.9	146		55	0.7%
		효성화학	20.2	148		30	0.4%
		효성중공업	32.5	19,908		6,464	76.8%
		효성티앤씨	20.3	900		183	2.2%
		소계		**21,101**		**6,732**	**80.0%**
	비상장자회사	**계열사명**	**지분율**	**장부가액**	**적용배수**	**Value**	**Weight**
		효성굿스프링스	100	77	1.0	77	0.9%
		효성투자개발	59	365	1.0	365	4.3%
		효성티앤에스	54	148	1.0	148	1.8%
		기타		260	1.0	260	3.1%
		소계				**850**	**10.1%**
그 외	안양공장부지	(BV=470십억원)				410	4.9%
지분가치 합계						**8,635**	
순차입금(별도)						215	-2.6%
순자산가치						**8,419**	
주당순자산가치						503,607	
할인율						65%	
Target NPV						2,947	
발행주식수——(8)						16,740,407	
자기주식——(9)						22,803	
유통주식수——(10)=(8)-(9)						16,717,604	
목표주가						**176,263**	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. **효성 분기 및 연간 매출 추이 및 전망** (단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**837**	**564**	**578**	**710**	**554**	**602**	**612**	**634**	**2,689**	**2,402**	**2,502**
% yoy	*4.6*	*-37.7*	*-28.2*	*-23.2*	*-33.8*	*6.7*	*6.0*	*-10.7*	*-21.8*	*-10.7*	*4.2*
매출원가	733	460	448	496	401	434	422	463	2,136	1,720	1,785
% of 매출액	87.6	81.5	77.5	69.8	72.4	72.1	68.9	73.0	79.4	71.6	71.3
% yoy	*2.4*	*-43.2*	*-34.5*	*-39.5*	*-45.3*	*-5.5*	*-5.8*	*-6.6*	*-29.5*	*-19.5*	*3.8*
매출총이익	103.7	104.7	129.9	214.6	152.6	167.7	190.2	171.5	552.8	682.1	717.0
GPM	12.4	18.5	22.5	30.2	27.6	27.9	31.1	27.0	20.6	28.4	28.7
% yoy	*23.1*	*7.4*	*7.3*	*102.4*	*47.2*	*60.2*	*46.4*	*-20.1*	*35.3*	*23.4*	*5.1*
판관비	75	63	79	67	68	66	66	67	284	266	273
연구개발비	3.6	3.7	3.0	4.0	2.4	3.0	2.6	3.0	14.3	11.0	11.5
영업이익	**26**	**38**	**47**	**130**	**82**	**99**	**122**	**102**	**241**	**405**	**425**
OPM	3.1	6.8	8.2	18.2	14.8	16.5	19.9	16.1	9.0	16.8	17.0
% yoy	*115.1*	*104.3*	*7.2*	*564.1*	*219.5*	*159.4*	*157.2*	*-21.3*	*155.2*	*68.2*	*5.1*
사업부문별 매출액											
효성 별도											
소계	141	78	91	190	125	138	138	131	499	532	542
연결자회사											
효성티앤에스	246	382	379	380	312	346	376	373	1,387	1,407	1,476
기타	474	491	107	147	128	135	111	152	1,218	526	544
소계	719	873	486	527	440	480	487	524	2,606	1,932	2,020
자회사 지분법이익	**5.9**	**6.7**	**29.8**	**115.7**	**51.4**	**54.6**	**60.2**	**60.0**	**158.1**	**226.2**	**253.7**
연결조정	-23	-387	1	-7	-12	-16	-13	-21	-416	-62	-60
합계	837	564	578	710	554	602	612	634	2,689	2,402	2,502
사업부문별 영업이익											
효성별도	3.4	3.6	16.5	115.0	60.0	62.5	71.3	58.9	139	253	244
연결자회사											
효성티앤에스	-2.0	32.1	17.5	12.3	14.9	37.8	54.7	33.9	60	141	152
기타	23.0	5.9	5.0	2.2	12.2	8.4	2.3	5.8	36	29	20
자회사 지분법이익	5.9	6.7	29.8	115.7	51.4	54.6	60.2	60.0	158	226	254
연결조정	1.2	-3.4	8.4	0.0	-5.3	-9.6	-6.4	3.4	6	-18	9
합계	**26**	**38**	**47**	**130**	**82**	**99**	**122**	**102**	**241**	**405**	**425**

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

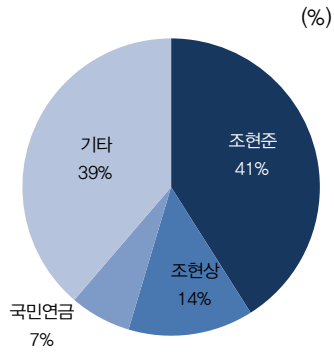
- 효성은 1966년 11월에 설립되었으며 지주회사 전환을 위해 2018년 6월 1일을 분할기일로 인적분할, 2019년 4월 11일 공정거래 위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족 통보 받으며 본격적인 지주체계 시작
- ㈜효성이 영위하는 사업은 3개로 사업회사는 효성티앤씨(섬유/무역 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성화학(화학사업 부문)으로 지분법대상 적용 연결/지분법 합산 완료
- 브랜드사용료, 연구용역 비용 등 안정적 수익구조 확보

주가 변동요인

- 정부의 대기업그룹 정책 및 공정거래법, 상법 등 관련 규제와 법률
- 상장자회사의 실적 및 주가에 따른 NAV 변동요인
- 비상장 자회사의 IPO 등 NAV 변화 요인
- 배당정책을 포함한 주주가치 제고와 관련한 회사의 정책 방향

자료: 효성, 대신증권 Research Center

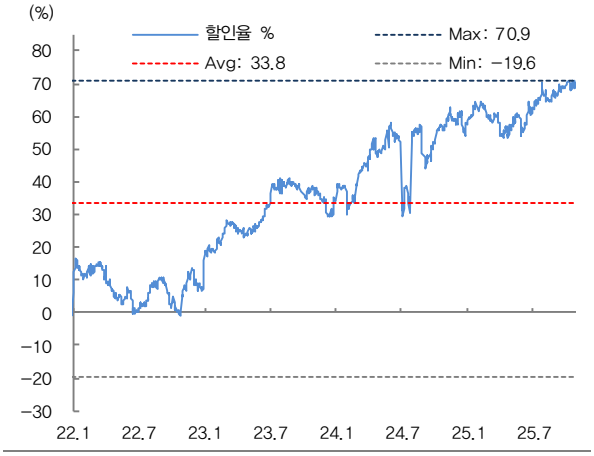
효성 3Q25 주요 주주구성



자료: 효성, 대신증권 Research Center

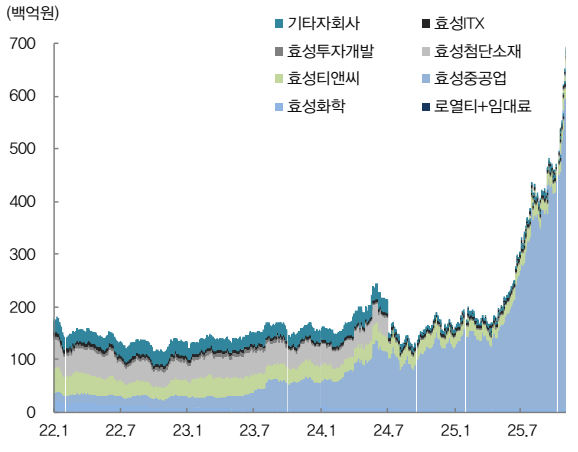
Earnings Driver

효성 NAV 대비 할인율 추이



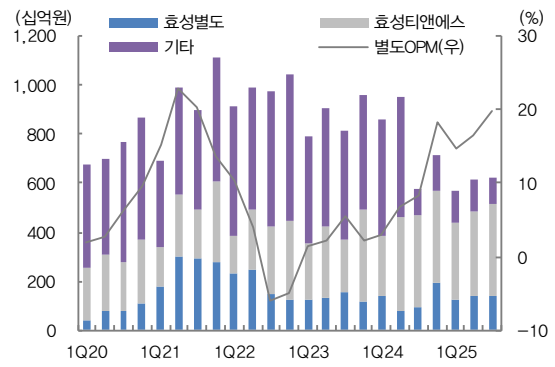
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성 지분가치 비중 추이



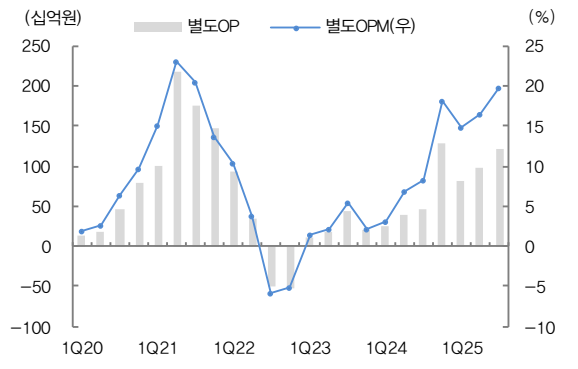
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

효성 매출 및 OPM 추이



자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성 별도 OP 및 OPM 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,847	2,273	2,402	2,502	2,627
매출원가	1,519	1,753	1,720	1,785	2,115
매출총이익	329	520	682	717	512
판매비와관리비	271	298	277	291	306
영업이익	58	221	405	425	206
영업이익률	3.1	9.7	16.9	17.0	7.9
EBITDA	166	329	488	502	276
영업외손익	-40	-39	-16	-11	-9
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	166	140	79	76	74
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-213	-191	-109	-102	-99
외환관련손실	139	110	40	36	34
기타	7	12	14	15	15
법인세비용차감전순손익	18	182	389	414	197
법인세비용	-27	-13	-49	-52	-25
계속사업순손익	-9	169	340	362	172
중단사업순손익	9	316	0	0	0
당기순이익	0	484	340	362	172
당기순이익률	0.0	21.3	14.2	14.5	6.6
비지배지분순이익	-1	31	61	65	31
지배지분순이익	0	453	279	297	141
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	9	9	9	9
포괄순이익	-1	572	430	454	266
비지배지분포괄이익	0	56	77	82	48
지배지분포괄이익	-1	516	352	372	218

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,767	1,022	1,293	1,577	1,681
현금및현금성자산	148	109	341	589	646
매출채권 및 기타채권	623	410	433	451	473
재고자산	778	440	456	475	499
기타유동자산	218	63	63	63	63
비유동자산	3,322	3,319	3,302	3,293	3,290
유형자산	1,019	921	885	855	829
관계기업투자금	1,660	1,602	1,627	1,653	1,678
기타비유동자산	644	796	790	786	783
자산총계	5,089	4,341	4,595	4,870	4,971
유동부채	1,709	1,352	1,251	1,221	1,215
매입채무 및 기타채무	547	394	402	409	416
차입금	798	480	530	480	430
유동성채무	167	300	130	130	150
기타유동부채	197	177	188	203	219
비유동부채	604	485	574	601	611
차입금	159	55	85	95	105
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	445	430	490	506	507
부채총계	2,313	1,836	1,825	1,822	1,826
지배지분	2,465	2,156	2,385	2,623	2,707
자본금	105	87	87	87	87
자본잉여금	955	816	816	816	816
이익잉여금	6,319	6,669	6,898	7,137	7,219
기타자본변동	-4,915	-5,416	-5,416	-5,416	-5,416
비지배지분	312	349	386	424	438
자본총계	2,776	2,504	2,770	3,048	3,144
순차입금	991	867	595	317	229

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	3	24,073	16,658	17,747	8,440
PER	19,547.8	1.9	7.6	7.1	15.0
BPS	116,969	114,515	142,449	156,716	161,677
PBR	0.5	0.4	0.9	0.8	0.8
EBITDAPS	7,898	17,502	29,168	29,965	16,503
EV/EBITDA	15.8	6.1	6.4	5.7	10.1
SPS	87,666	120,734	143,502	149,466	156,940
PSR	0.7	0.4	0.9	0.8	0.8
CFPS	9,634	13,262	6,595	7,260	-6,272
DPS	3,000	3,000	3,500	3,500	3,500

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	-50.3	23.0	5.7	4.2	5.0
영업이익 증가율	-11.1	283.5	83.1	5.1	-51.5
순이익 증가율	적전	흑전	-29.8	6.5	-52.4
수익성					
ROIC	-1.4	11.5	22.8	24.3	11.9
ROA	1.1	4.7	9.1	9.0	4.2
ROE	0.0	19.6	12.3	11.9	5.3
안정성					
부채비율	83.3	73.3	65.9	59.8	58.1
순차입금비율	35.7	34.6	21.5	10.4	7.3
이자보상배율	0.9	3.2	6.5	7.1	3.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	399	465	464	475	270
당기순이익	-9	169	340	362	172
비현금항목의 가감	203	-235	-230	-241	-277
감가상각비	109	108	83	76	70
외환손익	11	-7	-6	-10	-12
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	84	-336	-307	-306	-335
자산부채의 증감	210	246	134	134	127
기타현금흐름	-5	285	220	220	248
투자활동 현금흐름	-105	-227	-61	-61	-61
투자자산	-70	-203	-25	-25	-25
유형자산	-32	-39	-39	-39	-39
기타	-2	15	3	3	3
재무활동 현금흐름	-287	-247	-69	-27	-7
단기차입금	-123	-215	50	-50	-50
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	12	190	30	10	10
유상증자	0	-101	0	0	0
현금배당	-125	-74	-50	-59	-59
기타	-51	-48	-99	71	91
현금의 증감	4	-39	232	248	58
기초 현금	144	148	109	341	589
기말 현금	148	109	341	589	646
NOPLAT	-30	205	354	372	180
FCF	31	275	388	399	201

자료: 효성 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

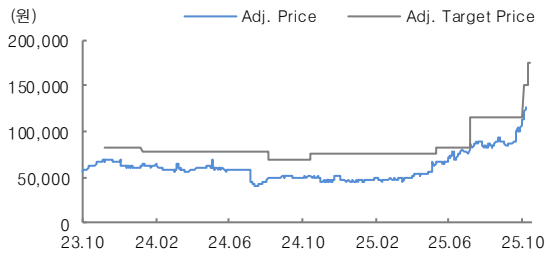
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:양지환)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

효성(004800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.11.03	25.10.26	25.07.29	25.06.04	25.05.07	25.02.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	175,000	150,000	115,000	82,000	75,000	75,000
괴리율(평균,%)		(18.53)	(22.28)	(10.63)	(23.90)	(36.19)
괴리율(최대/최소,%)		(15.53)	(1.04)	2.44	(10.53)	(28.80)
제시일자	24.11.06	24.09.25	24.08.29	24.07.30	24.02.26	24.02.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	75,000	70,000	70,000	79,000	79,000	79,000
괴리율(평균,%)	(36.91)	(28.72)	(28.96)	(44.41)	(24.82)	(20.33)
괴리율(최대/최소,%)	(30.13)	(25.43)	(25.43)	(37.22)	(11.52)	(17.59)
제시일자	24.01.30	23.11.30				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	79,000	82,000				
괴리율(평균,%)	(19.57)	(21.67)				
괴리율(최대/최소,%)	(17.59)	(15.73)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251029)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상