

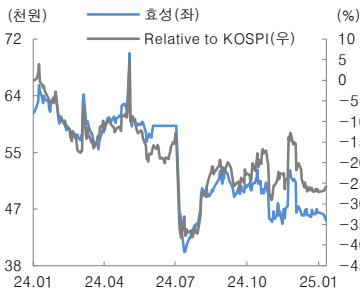
효성 (004800)

양지환 jihwan.yang@daishin.com
이지니 jinilee@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 유지
6개월 목표주가 75,000
유지
현재주가 46,550
(25.02.04)
자주업종

KOSPI	2,481.69
시가총액	779십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	84십억원
52주 최고/최저	69,900원 / 40,050원
120일 평균거래대금	21억원
외국인지분율	6.70%
주요주주	조현준 외 13 인 57.76% 국민연금공단 5.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.2	-7.6	7.6	-27.5
상대수익률	0.6	-3.6	16.1	-23.6



일회성 이익 반영에 따라 깜짝 실적 시현

- 2024년 4분기 지분법손익 개선과 일회성 이익 반영으로 깜짝 실적 시현
- 효성화학 영구채 평가방식 변경에 따른 일회성 이익 약 700억 반영
- 대주주의 상속세 재원 마련과 주주가치제고를 위해 배당 유지 전망

투자의견 매수, 목표주가 75,000원 유지

효성의 2024년 4분기 실적은 당사의 추정을 크게 상회하는 깜짝 실적을 시현함. 이유는 1)효성중공업 등 지분법 자회사들의 실적 개선, 2)효성화학 영구채의 평가 방식 변경에 따른 손실 환입으로 일회성 이익 약 700억원이 반영되었기 때문

일회성 이익 약 700억원을 제외하더라도 4분기 별도 영업이익은 450억원으로 전 분기의 165억원, 전년동기 -204억원에 비해 큰 폭으로 호전되었는데, 이는 효성 중공업의 호실적과 화학계열사들의 손익 개선 때문임

효성의 2024년 12월말 별도 기준 현금 및 현금성 자산은 42억원 수준으로 기말 배당을 위한 현금은 부족한 상황임. 하지만, 대주주의 상속세 재원 마련 등과 주주 가치제고를 위해 전년도 수준의 배당금(주당 3,000원)을 지급할 가능성이 높다는 판단임

2024년 4분기 실적 당사 추정을 크게 상회하는 깜짝 실적 시현

효성의 2024년 4분기 실적은 연결기준 매출액 7,101억원(+22.9% qoq, +30.3% yoy), 영업이익 1,295억원(+173.2% qoq, 3,947% yoy)의 깜짝 실적 시현

주요 연결 자회사 실적은(증감은 yoy) [효성티앤에스] 매출액 3,803억원(+2.0%), 영업이익 123억원(-43.8%), [FMK] 매출액 616억원(+4.6%), 영업손실 -32억원(적자확대), [효성굿스프링스] 매출액 753억원(+18.2%), 영업이익 11억원(-54.2%)을 기록. 주요 자회사로부터의 지분법이익은 [효성티앤씨] 55억원(+30.9%), [효성화학] 694억원, [효성중공업] 297억원(+266.7%), [기타] 111억원(+63.2%)임

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24				1Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	925	578	546	710	-23.2	22.9	546	502	-40.0 -29.3
영업이익	20	47	33	130	564.0	173.0	45	19	-26.5 -85.5
순이익	-12	332	24	118	흑전	-64.6	0	5	140.8 -95.5

주) 본문과 yoy 실적 증감을 차이는 2024년 효성첨단소재 계열분리 등에 따른 영향 때문임

자료: 효성 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,719	3,437	2,273	2,400	2,535
영업이익	65	94	221	136	143
세전순이익	21	24	182	85	94
총당기순이익	25	0	484	79	87
지배지분순이익	16	0	453	71	78
EPS	743	3	24,075	4,230	4,678
PER	90.4	19,547.8	1.9	10.6	9.6
BPS	121,259	116,969	150,906	171,160	172,808
PBR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE	0.6	0.0	17.1	2.5	2.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,108	2,154	2,273	2,400	7.8	11.4
판매비와 관리비	233	189	298	325	27.9	71.6
영업이익	124	150	221	136	78.2	-9.6
영업이익률	5.9	7.0	9.7	5.7	3.8	-1.3
영업외손익	-64	-68	-39	-51	작자유지	작자유지
세전순이익	60	82	182	85	202.6	2.9
지배지분순이익	30	41	453	71	1,426.5	73.8
순이익률	2.2	2.9	21.3	3.3	19.1	0.4
EPS(지배지분순이익)	1,577	2,433	24,075	4,230	1,426.5	73.8

자료: 효성 대신증권 Research Center

표 1. 효성의 SOTP Valuation (단위: 십억원, %, 원/주)

(단위: 십억원, %, 원/주)			2025F		적용배수	Value	Weight
지분가치	로열티		45		14	642.9	18.6%
	소계					642.9	18.6%
	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		지분가치	
		효성ITX	37.9	142		54	1.6%
		효성화학	20.2	132		27	0.8%
		효성중공업	32.5	4,098		1,331	38.4%
		효성티앤씨	20.3	954		194	5.6%
		소계		5,327		1,605	46.3%
	비상장자회사	계열사명	지분율	Book value	적용배수	Value	Weight
		효성굿스프링스	100	77	1.0	77	2.2%
		효성투자개발	59	365	1.0	365	10.5%
		효성티앤에스	54	148	1.0	148	4.3%
		기타(해외법인포함)		260	1.0	260	7.5%
		소계				850	24.5%
	그 외	안양공장부지 (BV=470십억원)				410	11.8%
	지분가치 합계					3,508	
	순차입금(별도)					43	-1.2%
	순자산가치					3,464	
	주당순자산가치					206,954	
	할인율					65%	
	Target NPV					1,213	
	발행주식수——(8)					16,740,407	
	자기주식——(9)					0	
	유통주식수——(10)=(8)-(9)					16,740,407	
	목표주가					72,434	

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 효성의 분기 및 연간 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025F
매출액	800	907	805	925	837	564	578	710	3,437	2,689	2,400
% yoy	-12.1	-2.0	-7.3	-8.9	4.6	-37.7	-28.2	-23.2	-7.6	-21.8	-10.7
매출원가	716	809	684	828	733	460	448	496	3,028	2,136	1,940
% of 매출액	89.5	89.2	85.0	89.6	87.6	81.5	77.5	69.8	88.1	79.4	80.8
% yoy	-4.0	-0.1	-18.7	-15.8	2.4	-43.2	-34.5	-39.5	-10.5	-29.5	-9.2
매출총이익	84.2	97.5	121.1	96.3	103.7	104.7	129.9	214.6	408.8	552.8	460.4
GPM	10.5	10.8	15.0	10.4	12.4	18.5	22.5	30.2	11.9	20.6	19.2
% yoy	-48.7	-15.0	346.5	204.6	23.1	7.4	7.3	102.4	21.1	35.3	-16.7
판권비	69	74	72	71	75	63	79	82	298	299	309
연구개발비	3.7	4.6	4.6	5.6	3.6	3.7	3.0	3.0	16.8	13.3	14.0
영업이익	12	19	44	20	26	38	47	130	94	241	136
OPM	1.5	2.1	5.5	2.1	3.1	6.8	8.2	18.2	2.7	9.0	5.7
% yoy	-87.4	-47.6	-186.2	-137.8	115.1	104.3	7.2	564.1	249.3	155.2	-43.6
사업부문별 매출액											
효성 별도											
소개	127	135	153	118	141	78	91	190	533	499	507
연결자회사											
효성티앤에스	227	285	220	373	246	382	379	380	1,104	1,387	1,451
기타	434	489	442	471	474	491	107	147	1,837	1,218	502
소개	661	774	662	844	719	873	486	527	2,941	2,606	1,954
자회사 자본법이익	16.5	14.4	33.1	-22.8	5.9	6.7	29.8	115.7	41.2	158.1	143.0
연결조정	12	-2	-10	-37	-23	-387	1	-7	-37	-416	-60
합계	800	907	805	925	837	564	578	710	3,437	2,689	2,400
사업부문별 영업이익											
효성별도	-13.1	-3.2	24.0	-15.7	3.4	3.6	16.5	115.0	-8	139	141
연결자회사											
효성티앤에스	-4.5	14.0	-8.7	21.9	-2.0	32.1	17.5	12.3	23	60	73
기타	-2.0	-15.1	19.4	24.5	23.0	5.9	5.0	2.2	27	36	17
자회사 자본법이익	16.5	14.4	33.1	-22.8	5.9	6.7	29.8	115.7	41	158	177
연결조정	15.0	8.6	-23.6	11.6	1.2	-3.4	8.4	0.0	12	6	3
합계	12	19	44	20	26	38	47	130	94	241	234

주) 2024년 손익은 IR 자료에 근거, 반기보고서와 차이 존재. 인적 분할 후, 효성첨단소재 등 5개사 자회사에서 제외되어 분기 손익 숫자는 변경될 전망
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 조석래 명예회장의 보유주식 수 및 상속가액

(단위: 주, 억원)

조석래 명예회장 보유주식수						
	효성	효성티앤씨	효성중공업	효성첨단소재	효성화학	
	2,135,823	393,391	983,730	462,229		238,707
상속가액						
	효성	효성티앤씨	효성중공업	효성첨단소재	효성화학	합계
4개월평균주가	59,743	336,020	289,935	346,931	64,544	
상속가액	1,276	1,322	2,852	1,604	154	7,208
상속세	766	793	1,711	962	92	4,325

자료: 효성, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

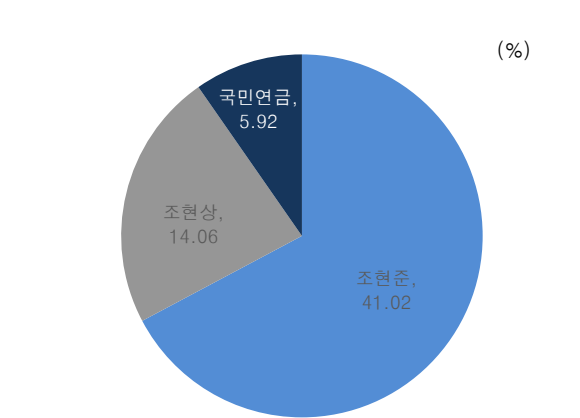
- 효성은 1966년 11월에 설립된 효성은 지주회사 전환을 위해 2018년 6월1일을 분할기일로 인적분할함
- 2019년 4월 11일 공정거래위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족 통보 받으며 본격적인 지주체계 시작
- (주)효성이 영위하는 사업은 3개 사업회사는 효성티앤씨(석유/무연탄 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성화학(화학 사업부문)로 지분법대상 적용 연결/지분법 합산 완료됨
- 브랜드사용료, 연구용역 비용 등 안정적 수익구조 확보 중

주가 변동요인

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

자료: 효성 대신증권 Research Center

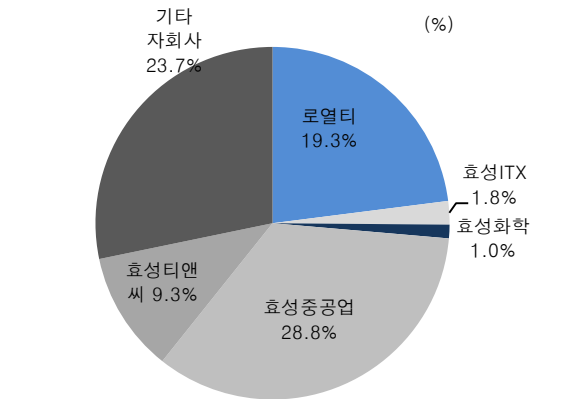
효성의 주요 주주구성



자료: 효성 대신증권 Research Center

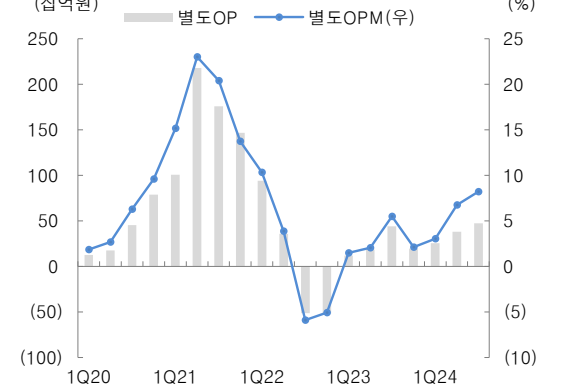
Earnings Driver

효성의 NAV 비중



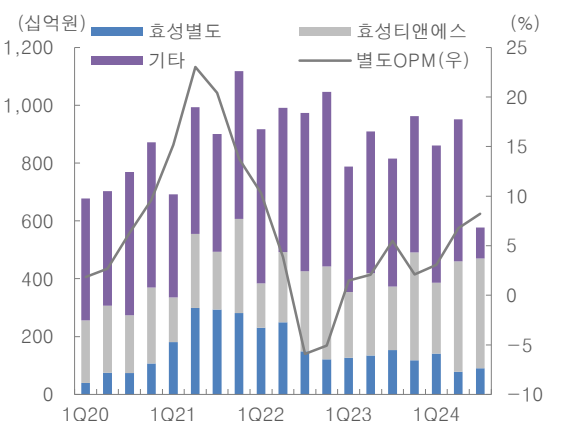
자료: 효성 대신증권 Research Center

효성 별도 OP 및 OPM 추이



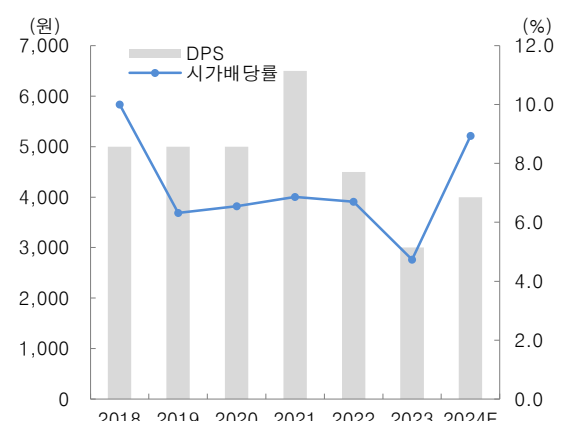
자료: 효성 대신증권 Research Center

효성의 매출 및 OP 추이



자료: 효성 대신증권 Research Center

효성의 배당 및 배당수익률 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,719	3,437	2,273	2,400	2,535
매출원가	3,344	3,028	1,753	1,940	2,049
매출총이익	375	409	520	460	486
판매비와관리비	310	314	298	325	343
영업이익	65	94	221	136	143
영업외수익	1.7	2.7	9.7	5.7	5.7
EBITDA	170	203	316	220	220
영업외손익	-44	-71	-39	-51	-49
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	158	175	75	75	75
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-219	-252	-139	-143	-141
외환관련손실	153	147	36	36	36
기타	17	6	25	17	17
법인세비용차감전순이익	21	24	182	85	94
법인세비용	4	-24	-13	-6	-7
계속사업순이익	25	0	169	79	87
중단사업순이익	0	0	316	0	0
당기순이익	25	0	484	79	87
당기순이익률	0.7	0.0	21.3	3.3	3.4
비재계분순이익	9	-1	31	8	9
재계분순이익	16	0	453	71	78
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	0	0	0	0
포괄순이익	89	-1	484	78	87
비재계분포괄이익	30	0	31	8	9
재계분포괄이익	59	-1	453	71	78

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	743	3	24,075	4,230	4,678
PER	90.4	19,547.8	1.9	10.6	9.6
BPS	121,259	116,969	150,906	171,160	172,808
PBR	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	8,090	9,640	16,787	13,166	13,117
EV/EBITDA	16.0	13.0	5.0	6.6	6.4
SPS	176,514	163,100	120,732	143,384	151,432
PSR	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
CFPS	12,728	9,634	34,317	13,541	13,493
DPS	4,500	3,000	3,000	3,250	3,500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	5.2	-7.6	-33.9	5.6	5.6
영업이익 증/감	-89.8	45.4	134.4	-38.7	5.6
순이익 증/감	-95.4	작전	흑전	-83.8	10.6
수익성					
ROIC	3.7	-0.1	10.7	7.2	8.2
ROA	1.2	1.8	4.2	2.5	2.6
ROE	0.6	0.0	17.1	2.5	2.7
안정성					
부채비율	81.8	83.3	68.8	71.7	71.6
순차입금비율	33.4	35.7	14.5	10.6	9.0
이자보상비율	1.3	1.1	2.6	1.6	1.7

자료: 효성 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,060	1,767	2,064	2,184	2,205
현금및현금성자산	144	148	648	816	846
매출채권 및 기타채권	651	623	448	476	507
재고자산	907	778	750	672	634
기타유동자산	358	218	218	219	219
비유동자산	3,207	3,322	3,336	3,358	3,388
유형자산	1,000	1,019	965	919	881
관계기업투자금	1,604	1,660	1,730	1,801	1,872
기타비유동자산	604	644	641	637	634
자산총계	5,267	5,089	5,400	5,541	5,593
유동부채	1,812	1,709	1,610	1,686	1,670
매입채무 및 기타채무	511	547	430	442	456
차입금	913	798	848	898	848
유동상채무	172	167	120	110	100
기타유동부채	216	197	212	246	266
비유동부채	558	604	590	617	665
차입금	160	159	129	139	179
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	398	445	461	479	486
부채총계	2,370	2,313	2,200	2,314	2,334
자본부분	2,555	2,465	2,841	2,865	2,893
자본금	105	105	84	84	84
자본잉여금	955	955	955	955	955
이익잉여금	6,414	6,319	6,713	6,733	6,757
기타자본변동	-4,919	-4,915	-4,910	-4,906	-4,903
비자본부분	342	312	359	362	366
자본총계	2,897	2,776	3,200	3,228	3,259
순차입금	967	991	463	344	294

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	168	399	729	280	239
당기순이익	25	0	484	79	87
비현금항목의가감	243	203	162	148	139
감가상각비	106	109	95	85	76
외환손익	34	11	-8	-8	-8
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	104	84	75	72	71
자산부채의증감	-222	210	166	132	92
기타현금흐름	122	-14	-83	-79	-79
투자활동 현금흐름	-154	-105	-103	-104	-104
투자자산	-95	-70	-71	-71	-71
유형자산	-53	-32	-32	-32	-32
기타	-7	-2	0	0	0
재무활동 현금흐름	-63	-287	-160	-51	-125
단기차입금	292	-123	50	50	-50
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	52	12	-30	10	40
유상증자	0	0	-22	0	0
현금배당	-184	-125	-60	-50	-54
기타	-223	-51	-98	-61	-61
현금의증감	-38	4	500	169	29
기초 현금	182	144	148	648	816
기말 현금	144	148	648	816	846
NOPLAT	77	-2	205	126	133
FCF	110	59	255	166	164

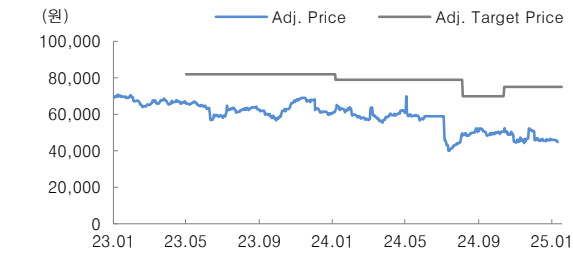
[Compliance Notice]

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	25.02.05	24.11.06	24.09.25	24.08.29	24.07.30	24.02.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	75,000	75,000	70,000	70,000	79,000	79,000
과다율(평균%)		(36.93)	(28.67)	(28.84)	(44.41)	(24.82)
과다율(최대/최소%)		(30.13)	(25.43)	(25.43)	(37.22)	(11.52)

제시일자	24.02.07	24.01.30	23.11.30	23.11.26	23.05.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	79,000	79,000	82,000	82,000	82,000
과다율(평균%)	(20.33)	(19.57)	(21.67)	(16.86)	(24.18)
과다율(최대/최소%)	(17.59)	(17.59)	(15.73)	(16.59)	(17.56)

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과다율(평균%)	
과다율(최대/최소%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250202)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

- 산업 투자의견

 - Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견

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