

효성
(004800)

이경연 kyungyeon.lee@dshin.com
이채리 RA cherry.lee@dshin.com

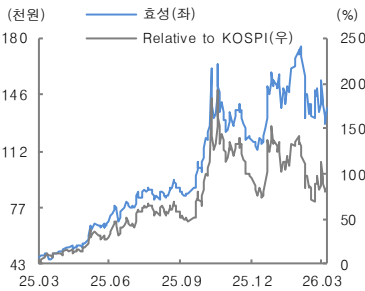
투자 의견 BUY
신규

6개월 목표주가 180,000
신규

현재주가 138,100
(26.04.01) 주주업종

KOSPI	5478.7
시가총액	2,312십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	87십억원
52주 최고/최저	174,700원 / 45,550원
120일 평균거래대금	81억원
외국인지분율	20.86%
주요주주	조현준 외 13 인 57.23% 국민연금공단 6.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-18.3	20.4	61.0	182.4
상대수익률	-6.9	-7.4	1.5	30.0



극심한 저평가

- 효성중공업 주가 급등으로 할인율은 역사적 최고치 근접
- DPS 67% 상향으로 고배당기업 과세 특례 요건 충족
- 자사주 사실상 전무→신규 매입·소각 프로그램 도입 시 신호 효과 극대화

투자 의견 매수, 목표주가 180,000원으로 커버리지 개시

SOTP 밸류에이션을 통해 산출한 목표주가 180,000원과 투자 의견 ‘매수 (BUY)’를 제시한다. 타겟 할인율은 현재 시장이 반영한 최대 디스카운트 수준을 보수적으로 적용해 72%를 산정했다. 전체 NAV의 75.7%를 핵심 상장 자회사인 효성중공업 지분 가치가 차지하고 있다. 최근 전력기기 호황에 따른 효성중공업의 주가 급등으로 지주사의 전체 NAV는 크게 확대되었으나, (주)효성의 주가가 이를 온전히 따라가지 못하면서 할인율은 역사적 최고치에 근접해 있다.

배당의 예측가능성과 신규 주주환원 모멘텀

2026년 연결 기준 매출액은 2.5조 원, 영업이익은 4,230억 원으로 추정된다. 핵심 자회사들의 견조한 실적 성장이 지주사의 현금창출력을 안정적으로 뒷받침할 전망이다. 이러한 펀더멘털을 기반으로 연결 지배기업지분 순이익의 25% 이상 배당을 목표로 명문화했으며, 2025년 결산배당 DPS를 5,000원으로 전년 대비 67% 상향해 고배당기업 과세 특례 요건을 충족했다. 세제 혜택 기간 동안 배당금 증액을 통해 주주 가치를 지속적으로 방어할 것으로 예상된다. 주목할 점은 (주)효성의 현재 기보유 자사주가 0.1%(2만2,800여 주)로 사실상 전무하다는 것이다. 당장 소각할 물량이 없다는 의미이기도 하지만, 역설적으로 향후 주주가치 제고를 위해 신규 자사주 매입 및 소각 프로그램이 도입될 경우 시장에 미치는 신호 효과가 클 수 있음을 시사한다. 역사적 최고치에 달한 할인율 축소를 위한 자본 배치 정책이 가시화된다면 주가 재평가 촉매로 작용할 것으로 판단한다.

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,273	2,432	2,476	2,573	2,674
영업이익	221	393	248	287	467
세전순이익	182	531	383	432	622
총당기순이익	484	422	280	324	516
지배지분순이익	453	330	336	356	397
EPS	24,073	19,707	20,066	21,267	23,720
PER	1.9	5.8	7.5	7.1	6.3
BPS	114,515	145,969	161,645	178,335	197,404
PBR	0.4	0.8	0.9	0.8	0.7
ROE	19.6	14.3	13.0	12.5	12.6

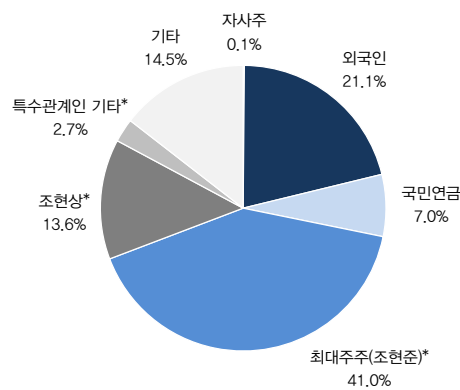
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 효성, 대신증권 Research Center

표 1. 효성 기업가치 제고계획

방향	정책	내용
기업가치제고	배당성향	연결 지배기업지분 순이익 기준 배당성향 25% 이상 목표
	계획수립	회사의 과거 수준, 동종업계의 배당성향 추세, 경기에 따른 현금흐름 변화 및 주주가치 제고 등을 감안하여 배당 목표 결정
	기타 투자판단 중요사항	- 조세특례제한법 제 104 조의 27 에 따른 고배당기업에 해당하며, 2026 년에 최초로 기업가치 제고 계획을 공시하는 경우에 해당하여 기업가치 제고 계획 첨부 없이 주요 내용을 기재

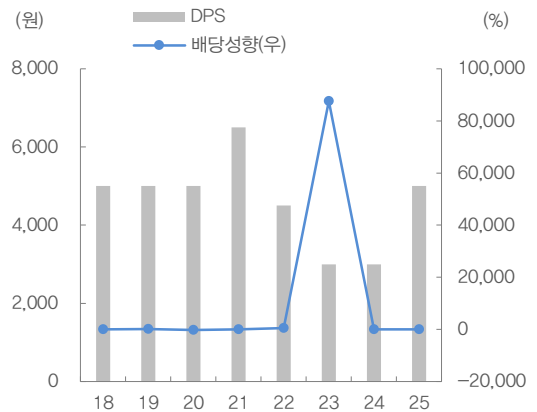
자료: 효성, 대신증권 Research Center

그림 1. 효성 지분구조



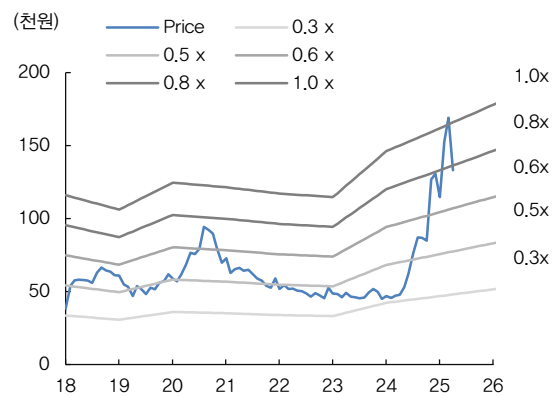
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 2. 효성 연간 DPS 및 배당성향 추이



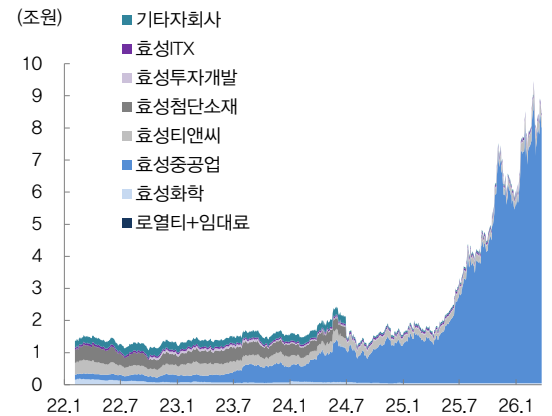
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 3. 효성 12M FWD P/B band



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 4. 효성 지분가치



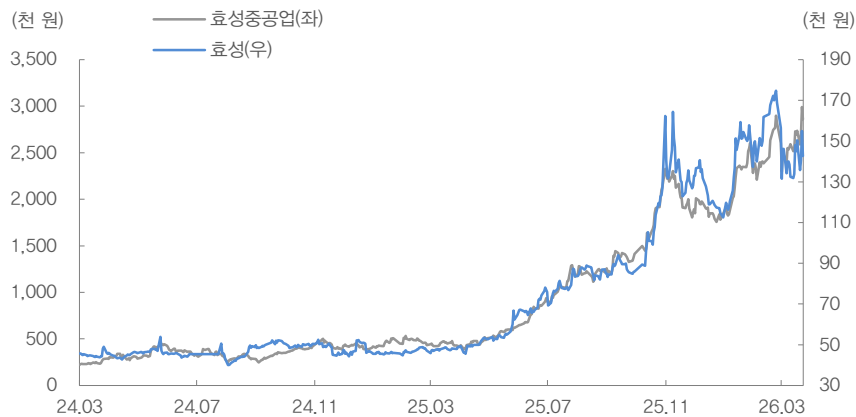
자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

그림 5. 역사적 최고치에 근접한 효성의 NAV 대비 할인율



자료: 대신증권 Research Center

그림 6. 연결자회사 효성중공업과 동행하는 효성 주가



자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

표 2. 효성 산하 상장자회사 DPS 5 개년 추이

(단위: 원)

	효성화학 A298000	효성티앤씨 A298020	효성중공업 A298040	효성 ITX A094280
2021	—	50,000	—	750
2022	—	10,000	—	750
2023	—	10,000	2,500	750
2024	—	10,000	5,000	750
2025	—	10,100	7,500	750

자료: 퀀티와이즈, 대신증권 Research Center

표 3. 효성 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식	2026F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	로열티	DCF	59	WACC=7%, g=0%	846.6	8.0%
	소계——(1)				846.6	8.0%
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight
		효성 ITX	37.9	142	54	0.5%
		효성화학	32.8	148	48	0.5%
		효성중공업	32.5	24,738	8,033	75.7%
		효성티앤씨	20.8	1,731	360	3.4%
		소계——(2)		26,759	8,495	80.1%
	비상장자회사	계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight
		효성굿스프링스	100.0	86	86	0.8%
		효성투자개발	59.0	412	412	3.9%
		효성티앤에스	54.0	207	207	2.0%
		기타		559	559	5.3%
		소계——(3)			1,265	11.9%
그 외	안양공장부지 (BV=410십억원)				410	3.9%
지분가치 합계					11,016	
순차입금(별도)——(4)					407	-3.8%
순자산가치(NAV)——(5)=(1)+(2)+(3)-(4)					10,609	
할인율——(6)					72%	
Target NPV——(7)=(5)*(1-(6))					2,971	
발행주식수——(8)					16,740,407	
자기주식——(9)					22,803	
유통주식수——(10)=(8)-(9)					16,717,604	
목표주가(11)=(7)/(10)					178,000	
현재가(04/01)					138,100	
Upside Potential					28.9%	

자료: 대신증권 Research Center

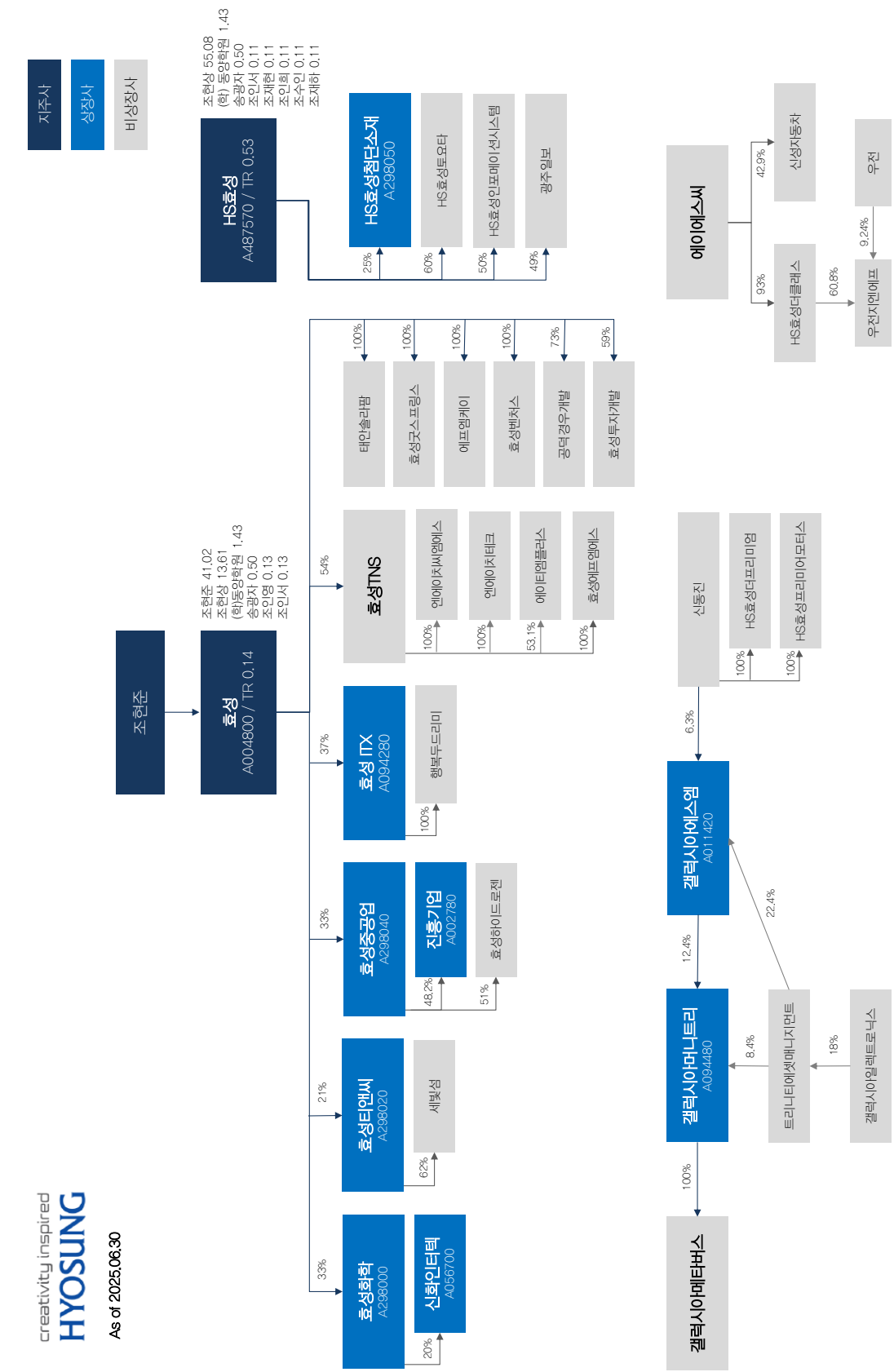
표 4. 효성 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	837	564	578	710	554	602	602	634	2,689	2,393	2,484
% yoy	4.6	-37.7	-28.2	-23.2	-33.8	6.7	4.3	-10.7	-21.8	-11.0	3.8
매출원가	733	460	448	496	401	429	435	463	2,136	1,729	1,812
% of 매출액	87.6	81.5	77.5	69.8	72.4	71.3	72.2	73.1	79.4	72.3	73.0
% yoy	2.4	-43.2	-34.5	-39.5	-45.3	-6.6	-2.9	-6.5	-29.5	-19.1	4.8
매출총이익	103.7	104.7	129.9	214.6	152.6	172.6	167.8	170.8	552.8	663.8	671.7
GPM	12.4	18.5	22.5	30.2	27.6	28.7	27.8	26.9	20.6	27.7	27.0
% yoy	23.1	7.4	7.3	102.4	47.2	65.0	29.2	-20.4	35.3	20.1	1.2
판관비	75	63	79	67	68	71	72	67	284	278	323
연구개발비	3.6	3.7	3.0	4.0	2.4	2.5	2.6	3.0	14.3	10.5	11.0
영업이익	26	38	47	130	82	99	93	101	241	375	346
OPM	3.1	6.8	8.2	18.2	14.8	16.5	15.4	16.0	9.0	15.7	13.9
% yoy	115.1	104.3	7.2	564.1	219.5	159.4	96.0	-21.9	155.2	55.8	-7.8
사업부문별 매출액											
효성 별도											
소계	141	78	91	190	125	138	127	131	499	521	531
연결자회사											
효성티앤에스	246	382	379	380	312	346	366	373	1,387	1,397	1,466
기타	474	491	107	147	128	135	114	152	1,218	529	547
소계	719	873	486	527	440	480	480	524	2,606	1,925	2,013
자회사 지분법이익	5.9	6.7	29.8	115.7	51.4	54.6	58.4	56.3	158.1	220.7	253.7
연결조정	-23	-387	1	-7	-12	-16	-5	-21	-416	-54	-60
합계	837	564	578	710	554	602	602	634	2,689	2,393	2,484
사업부문별 영업이익											
효성별도	3.4	3.6	16.5	115.0	60.0	62.5	51.2	58.9	139	233	182
연결자회사											
효성티앤에스	-2.0	32.1	17.5	12.3	14.9	37.8	34.4	33.2	60	120	135
기타	23.0	5.9	5.0	2.2	12.2	8.4	4.0	5.8	36	30	20
자회사 지분법이익	5.9	6.7	29.8	115.7	51.4	54.6	58.4	56.3	158	221	254
연결조정	1.2	-3.4	8.4	0.0	-5.3	-9.6	3.3	3.4	6	-8	9
합계	26	38	47	130	82	99	93	101	241	375	346

자료: 대신증권 Research Center

그림 7. 효성 지배구조



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,273	2,432	2,476	2,573	2,674
매출원가	1,753	1,756	1,911	1,968	1,928
매출총이익	520	676	565	605	746
판매비와관리비	298	283	317	318	279
영업이익	221	393	248	287	467
영업이익률	9.7	16.2	10.0	11.2	17.5
EBITDA	329	497	353	390	557
영업외손익	-39	138	135	145	155
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	140	259	257	254	256
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-191	-211	-213	-201	-194
외환관련손실	110	140	139	137	133
기타	12	90	91	92	93
법인세비용차감전순손익	182	531	383	432	622
법인세비용	13	109	104	108	106
계속사업순손익	169	422	280	324	516
중단사업순손익	316	0	0	0	0
당기순이익	484	422	280	324	516
당기순이익률	21.3	17.4	11.3	12.6	19.3
비배지분순이익	31	92	-56	-32	119
자배지분순이익	453	330	336	356	397
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	0	0	0	0
포괄순이익	572	419	277	320	512
비배지분포괄이익	56	80	-55	-32	118
자배지분포괄이익	516	339	332	352	394

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	24,073	19,707	20,066	21,267	23,720
PER	1.9	5.8	6.4	6.0	5.4
BPS	114,515	145,969	161,645	178,335	197,404
PBR	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDAPS	17,502	29,713	21,085	23,279	33,293
EV/EBITDA	6.1	6.7	9.7	8.7	5.8
SPS	120,734	145,260	147,906	153,700	159,733
PSR	0.4	0.8	0.9	0.8	0.8
CFPS	13,262	19,704	11,861	14,160	24,281
DPS	3,000	5,000	5,500	6,050	6,700

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	23.0	7.0	1.8	3.9	3.9
영업이익 증가율	283.5	77.7	-36.9	15.7	62.7
순이익 증가율	-	-12.8	-33.7	15.6	59.3
수익성					
ROIC	11.5	19.5	10.8	12.3	21.6
ROA	4.7	8.1	4.6	5.2	8.2
ROE	19.6	14.3	13.0	12.5	12.6
안정성					
부채비율	73.3	88.5	73.7	61.7	47.4
순차입금비율	34.6	34.5	25.7	21.0	13.3
이자보상배율	3.2	6.3	3.8	5.2	9.1

자료: 효성, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,022	1,324	1,400	1,376	1,406
현금및현금성자산	109	300	389	375	391
매출채권 및 기타채권	410	352	336	322	334
재고자산	440	370	371	373	374
기타유동자산	63	302	304	306	308
비유동자산	3,319	4,063	4,096	4,267	4,288
유형자산	921	1,076	1,130	1,186	1,178
관계기업투자금	1,602	1,589	1,574	1,695	1,730
기타비유동자산	796	1,398	1,391	1,386	1,380
자산총계	4,341	5,387	5,496	5,643	5,695
유동부채	1,352	1,305	1,185	1,092	982
매입채무 및 기타채무	394	380	345	328	306
차입금	391	584	525	473	426
유동성채무	300	0	0	0	0
기타유동부채	266	341	315	291	251
비유동부채	485	1,224	1,147	1,060	848
차입금	55	738	721	686	538
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	430	487	427	375	311
부채총계	1,836	2,530	2,332	2,152	1,831
자배지분	2,156	2,444	2,706	2,985	3,305
자본금	87	87	87	87	87
자본잉여금	816	813	813	813	813
이익잉여금	6,669	6,952	7,204	7,468	7,764
기타자본변동	-5,416	-5,408	-5,398	-5,383	-5,360
비배지분	349	414	458	505	559
자본총계	2,504	2,857	3,164	3,491	3,864
순차입금	867	987	815	733	513

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	465	421	42	115	259
당기순이익	169	422	280	324	516
비현금항목의 가감	-235	-92	-81	-87	-109
감가상각비	108	104	105	103	90
외환손익	-7	-7	4	6	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-336	-190	-190	-195	-201
자산부채의 증감	246	76	-15	14	-17
기타현금흐름	285	15	-141	-136	-131
투자활동 현금흐름	-227	-679	-285	-420	-258
투자자산	-203	-276	12	-123	-37
유형자산					-39
기타	15	-253	-147	-147	-147
재무활동 현금흐름	-247	440	-191	-212	-329
단기차입금	-215	236	-58	-53	-47
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	190	540	-17	-35	-148
유상증자	-101	0	0	0	0
현금배당	-74	-67	-84	-92	-101
기타	-48	-269	-32	-32	-32
현금의 증감	-39	191	88	-14	16
기초 현금	148	109	300	389	375
기말 현금	109	300	389	375	391
NOPLAT	205	313	181	215	387
FCF	275	249	127	159	319

[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:이경연)

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	26.04.02	담당자 변경	25.11.03	25.10.26	25.07.29	25.06.04
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000		175,000	150,000	115,000	82,000
과리율(평균.%)			(20.32)	(14.07)	(22.28)	(10.99)
과리율(최대/최소.%)			(0.17)	8.27	(1.04)	(0.85)

제시일자	25.05.07	25.02.04	24.11.06	24.09.25	24.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	75,000	75,000	75,000	70,000	70,000
과리율(평균.%)	(24.64)	(36.19)	(36.91)	(28.72)	(28.96)
과리율(최대/최소.%)	(10.93)	(28.80)	(30.13)	(25.43)	(25.43)

제시일자	25.05.07	25.02.04	24.11.06	24.09.25	24.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	75,000	75,000	75,000	70,000	70,000
과리율(평균.%)	(24.64)	(36.19)	(36.91)	(28.72)	(28.96)
과리율(최대/최소.%)	(10.93)	(28.80)	(30.13)	(25.43)	(25.43)

제시일자	25.05.07	25.02.04	24.11.06	24.09.25	24.08.29
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	75,000	75,000	75,000	70,000	70,000
과리율(평균.%)	(24.64)	(36.19)	(36.91)	(28.72)	(28.96)
과리율(최대/최소.%)	(10.93)	(28.80)	(30.13)	(25.43)	(25.43)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260330)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.4%	9.6%	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 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