

# 효성 (004800)

이경연

kyungyeon.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**300,000**

상향

현재주가

**221,000**

(26.05.04)

지주업종

## 자회사 전방위 개선, 고배당 기초 지속 확인

- 자회사 주가 상승과 효성화학 재무 리스크 해소 반영. TP 30% 상향
- '25년 DPS 67% 상향으로 배당소득 분리과세 요건 충족
- 고배당 기초를 계속 유지하겠다는 주주환원 의지 강화

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 30만원으로 상향(+30%)

SOTP Valuation으로 순자산가치(NAV) 대비 Target 할인율을 기존 72%에서 68%로 축소하여 목표주가 산출. 목표주가 상향의 근거는 ①효성중공업 주가 상승에 따른 보유 지분가치 증가, ②효성화학 리스크 완화에 따른 할인율 축소. 효성화학의 1분기 흑자 전환(3월 강한 턴어라운드)은 지주사의 자금 지원 리스크를 제한하는 긍정적 시그널이라 판단. 그러나 잔존 차입금 부담을 고려할 때 자본잠식 이전 할인율(55%) 복귀는 시기상조라 판단. 이에 리스크 완화 초기 국면을 반영하여 할인율을 68%로 1차 축소하며, 향후 2분기 현금창출력 입증 시 추가 조정을 검토할 계획.

### 자회사 수익 개선이 돋보인 1분기, 2분기에도 업황 호조 이어질 것

핵심 자회사의 선전으로 수익성이 크게 개선됨. [효성티앤에스] 영업이익 전년 동기 대비 59.1% 증가하며 OPM 8.0% 기록. [굿스프링스] 데이터센터 등 전방 수요 증가로 분기 최대 실적 달성(OPM +103.0% YoY). [효성중공업] 글로벌 전력 인프라 호조로 실적 성장세 및 이익 개선 가속화. [효성티앤씨] 스파텍스 판가 상승 및 지정학적 리스크에 따른 비축 수요 확대로 지분법 이익 74억원(+124.2% YoY) 시현.

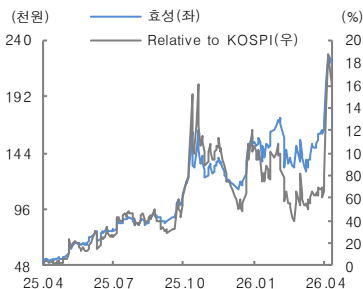
### 배당소득 분리과세 요건 충족. 동사의 적극적 주주환원 의지

최근 자회사 지분가치 부각에 따른 주가 급등으로 시가배당률 2.5% (5/4일 종가 기준)로 하락. 그러나 전력기기 등 전방 업황의 구조적 호황이 지속되고 있어, 낮아진 배당수익률을 상회하는 펀더멘털 기반의 추가적인 주가 상승 매력이크다고 판단.

더불어 '25년 DPS 67% 상향을 통해 배당소득 분리과세 요건을 충족하는 등, 동사의 적극적인 주주환원 의지 역시 투자 포인트. '26년 DPS는 '25년 대비 최소 10% 증가한 5,500원으로 추정.

KOSPI	6936.99
시가총액	3,700십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	87십억원
52주 최고/최저	228,000원 / 52,000원
120일 평균거래대금	87억원
외국인지분율	20.76%
주요주주	조현준 외 13 인 57.23% 국민연금공단 6.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	60.1	47.4	57.1	320.2
상대수익률	24.1	14.2	-6.7	55.0



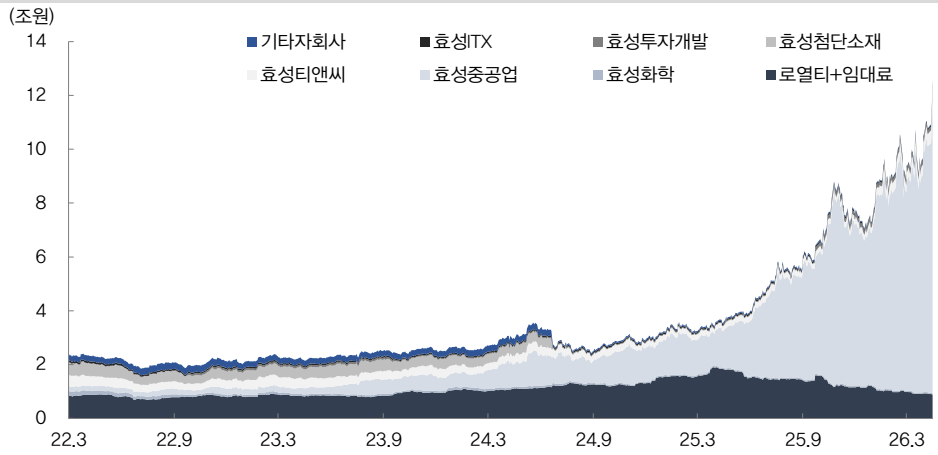
### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,273	2,432	2,504	2,539	2,674
영업이익	221	393	487	519	613
세전순이익	182	531	622	662	761
총당기순이익	484	422	454	497	631
지배지분순이익	453	330	363	397	505
EPS	24,073	19,707	21,708	23,733	30,141
PER	1.9	5.8	6.9	6.3	5.0
BPS	114,515	145,969	163,286	182,442	207,931
PBR	0.4	0.8	1.4	1.2	1.1
ROE	19.6	14.3	14.0	13.7	15.4

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

그림 1. 효성 중공업 지분가치 상승



자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 1. 2026년 1분기 실적

(단위: 억 원, %)

			'26년 1분기	YoY	QoQ
주주사	효성	매출액	5,302	-4.3	-20.1
		영업이익	946	15.6	4.9
		순이익	865	19.8	-50.6
중속회사	효성티앤에스	매출액	2,979	-4.6	-30.8
		영업이익	237	59.1	-44.0
		순이익	180	146.6	-47.4
지분법대상	효성티앤씨	매출액	20,942	7.2	13.6
		영업이익	862	11.4	92.8
		순이익	509	107.8	-318.5
	효성중공업	매출액	13,582	26.2	-22.1
		영업이익	1,523	48.7	-41.5
		순이익	913	-11.9	-43.0

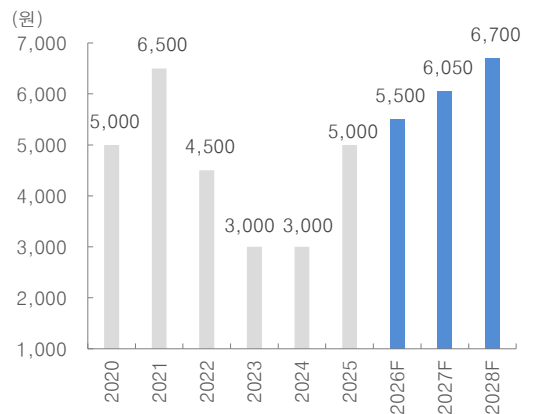
자료: 효성, 대신증권 Research Center

그림 1. 배당소득 분리과세 요건 충족

배당소득 분리과세 요건			
①배당성향 40% 이상, 또는			
②배당성향 25% 이상이고 이익배당금액이 10% 이상 증가			
☞효성은 요건② 충족			
'25년	'24년	'25년	전년 대비
배당성향	이익배당금	이익배당금	배당증가율
26.5%	83.6조원	50.2조원	66.7%

자료: 재정경제부, DART, 대신증권 Research Center

그림 2. DPS 추정



자료: 효성, 대신증권 Research Center

그림 2. 배당액 및 시가배당률 추이



자료: 효성, 대신증권 Research Center

표 2. 효성그룹 내 상장회사 배당 현황 (보통주 + 우선주)

(각 회계년도 말 기준, 단위: 백만원, %)

기업명	회계 년도	현금배당				당기 순이익	현금배당 성향 (%)	배당정책
		중간배당	분기배당	결산배당	총액			
(주)효성	2025			83,588	83,588	329,905	25.3	연결 지배기업지분 순이익 기준 배당 성향 25% 목표
	2024			50,153	50,153	453,158	11.1	
	2023			59,728	59,728	68	87,537.0	
효성티앤씨	2025			43,348	43,348	10,815	400.8	2025년 연결기준 당기순이익의 20% 이상 배당
	2024			43,157	43,157	134,542	32.1	
	2023			43,157	43,157	93,197	46.3	
효성중공업	2025			69,838	69,838	519,894	13.4	별도의 구체적 정책 미보유
	2024			46,559	46,559	222,633	20.9	
	2023			23,279	23,279	115,982	20.1	
효성ITX	2025		5,359	3,577	8,935	15,453	57.8	2026년 사업연도 배당성향 50% 이상 유지
	2024		5,359	3,577	8,935	11,768	75.9	
	2023		5,359	3,577	8,935	14,579	61.3	

자료: DART, 한국 ESG 연구소, 대신증권 Research Center

표3. 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		
	소계—(1)				846.6	5.5%	
지분가치	계열사명		지분율	시가총액	Value	Weight	
	상장자회사	효성ITX	37.9	150	57	0.4%	
		효성화학	32.8	148	48	0.3%	
		효성중공업	32.5	39,424	12,802	82.7%	
		효성티앤씨	20.8	2,216	460	3.0%	
		소계—(2)				41,938	86.3%
	비상장자회사	계열사명		지분율	장부가액	Value	Weight
		효성굿스프링스	100.0	86	86	0.6%	
		효성투자개발	59.0	412	412	2.7%	
		효성티앤에스	54.0	207	207	1.3%	
기타			559	559	3.6%		
소계—(3)				1,265	8.2%		
그 외	안양공장부지 (BV=410십억원)			410	2.6%		
<b>지분가치 합계</b>				<b>15,889</b>			
순차입금(별도)—(4)				407	-2.6%		
<b>순자산가치(NAV)—(5)=(1)+(2)+(3)-(4)</b>				<b>15,482</b>			
할인율—(6)				<b>68%</b>			
<b>Target NPV—(7)=(5)*(1-(6))</b>				<b>4,954</b>			
발행주식수—(8)				16,740,407			
자기주식—(9)				22,803			
유통주식수—(10)=(8)-(9)				16,717,604			
<b>목표주가(11)=(7)/(10)</b>				<b>296,000</b>			
현재가(05/04)				221,000			
Upside Potential				33.9%			

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

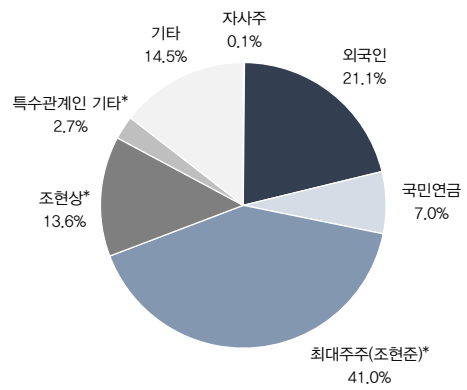
- 효성은 1966년 11월에 설립되었으며 지주회사 전환을 위해 2018년 6월 1일을 분할기일로 인적분할, 2019년 4월 11일 공정거래 위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족으로 본격적인 지주체계 시작
- (주)효성이 영위하는 사업은 3개로 사업회사는 효성티앤씨(섬유/무역 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성화학(화학사업 부문)으로 지분법대상 적용 연결/자분법 합산 완료
- 브랜드사용료, 연구용역 비용 등 안정적 수익구조 확보

주가 변동요인

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

자료: 효성, 대신증권 Research Center

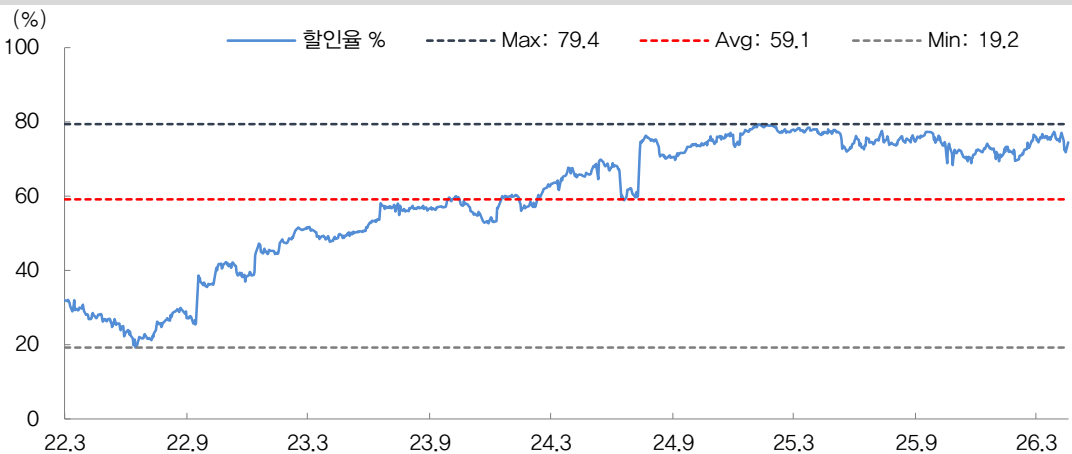
효성 지분구조



자료: 효성, 대신증권 Research Center

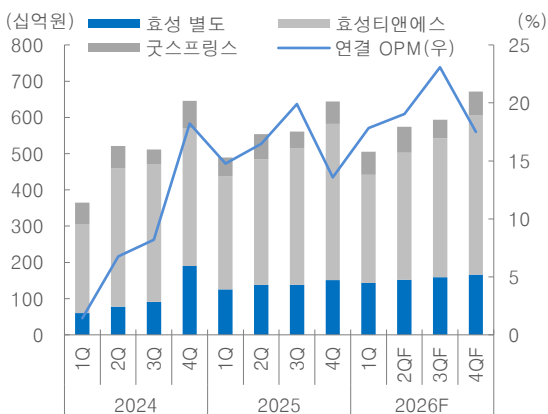
Earnings Driver

효성 NAV 대비 할인율 추이



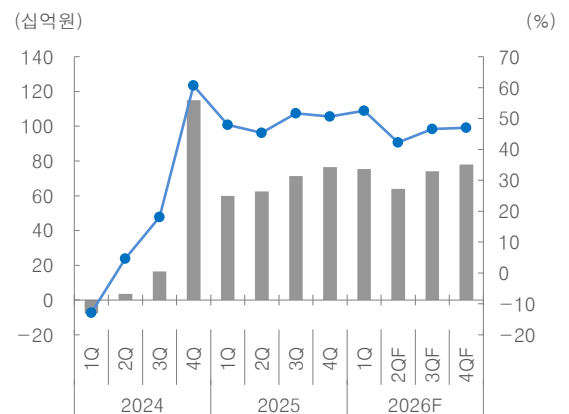
자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성 매출 및 OPM 추이



자료: 효성, 대신증권 Research Center

효성 별도 영업이익 및 OPM 추이



자료: 효성, 대신증권 Research Center

재무제표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,273	2,432	2,504	2,539	2,674
매출원가	1,753	1,756	1,728	1,726	1,760
매출총이익	520	676	776	813	914
판매비와관리비	298	283	290	295	300
영업이익	221	393	487	519	613
영업이익률	9.7	16.2	19.4	20.4	22.9
EBITDA	329	497	592	621	712
영업외손익	-39	138	135	143	148
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	140	259	257	254	256
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-191	-211	-213	-203	-201
외환관련손실	110	140	139	137	133
기타	12	90	91	92	93
법인세비용차감전순손익	182	531	622	662	761
법인세비용	-13	-109	-168	-166	-130
계속사업순손익	169	422	454	497	631
중단사업순손익	316	0	0	0	0
당기순이익	484	422	454	497	631
당기순이익률	21.3	17.4	18.1	19.6	23.6
비배지분순이익	31	92	91	99	126
지배지분순이익	453	330	363	397	505
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	0	0	0	0
포괄순이익	572	419	451	493	627
비배지분포괄이익	56	80	90	99	125
지배지분포괄이익	516	339	361	395	502

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	24073	19,707	21,708	23,733	30,141
PER	1.9	5.8	6.9	6.3	5.0
BPS	114,515	145,969	163,286	182,442	207,931
PBR	0.4	0.8	1.4	1.2	1.1
EBITDAPS	17,502	29,713	35,350	37,125	42,529
EV/EBITDA	6.1	6.7	8.3	7.8	6.4
SPS	120,734	145,260	149,605	151,684	159,733
PSR	0.4	0.8	1.5	1.5	1.4
CFPS	13,262	19,704	26,125	28,006	33,516
DPS	3,000	5,000	5,500	6,050	6,700

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
성장성					
매출액 증가율	230	7.0	3.0	1.4	5.3
영업이익 증가율	2835	77.7	23.9	6.6	18.2
순이익 증가율	흑전	-128	7.6	9.3	27.0
수익성					
ROC	11.5	19.5	21.1	22.2	28.0
ROA	4.7	8.1	8.9	9.2	10.3
ROE	19.6	14.3	14.0	13.7	15.4
안정성					
부채비율	73.3	88.5	73.6	62.0	51.4
순차입금비율	34.6	34.5	24.1	17.2	6.9
이자보상배율	3.2	6.3	7.5	9.2	10.4

자료: 효성, 대신증권 Research Center

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,022	1,324	1,452	1,518	1,806
현금및현금성자산	109	300	432	525	790
매출채권 및 기타채권	410	352	339	319	334
재고자산	440	370	376	368	374
기타유동자산	63	302	304	306	308
비유동자산	3,319	4,063	4,096	4,267	4,355
유형자산	921	1,076	1,130	1,186	1,245
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	5,548	5,784	6,161
유동부채	1,352	1,305	1,186	1,091	1,001
매입채무 및 기타채무	394	380	346	327	306
차입금	391	584	525	473	426
유동성채무	300	0	0	0	0
기타유동부채	266	341	315	291	270
비유동부채	485	1,224	1,166	1,122	1,090
차입금	55	738	721	714	699
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	430	487	445	409	392
부채총계	1,836	2,530	2,352	2,213	2,091
지배지분	2,156	2,444	2,733	3,054	3,481
자본금	87	87	87	87	87
자본잉여금	816	813	813	813	813
이익잉여금	6,669	6,952	7,232	7,537	7,940
기타지분변동	-5,416	-5,408	-5,398	-5,383	-5,360
비배지분	349	414	463	517	589
자본총계	2,504	2,857	3,196	3,571	4,070
순차입금	867	987	771	613	280

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	465	421	210	302	375
당기순이익	169	422	454	497	631
비현금항목의 가감	-235	-92	-17	-28	-70
감가상각비	108	104	105	103	99
외환손익	-7	-7	4	6	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-336	-190	-126	-136	-169
자산부채의 증감	246	76	-22	28	-24
기타현금흐름	285	15	-206	-195	-162
투자활동 현금흐름	-227	-679	-285	-420	-334
투자자산	-203	-276	12	-123	-37
유형자산	-39	-149	-149	-149	-149
기타	15	-253	-147	-147	-147
재무활동 현금흐름	-247	440	-191	-184	-196
단기차입금	-215	236	-58	-53	-47
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	190	540	-17	-7	-15
유상증자	-101	0	0	0	0
현금배당	-74	-67	-84	-92	-101
기타	-48	-269	-32	-32	-32
현금의 증감	-39	191	132	92	265
기초 현금	148	109	300	432	525
기말 현금	109	300	432	525	790
NOPLAT	205	313	355	389	508
FCF	275	249	301	333	448

[Compliance Notice]

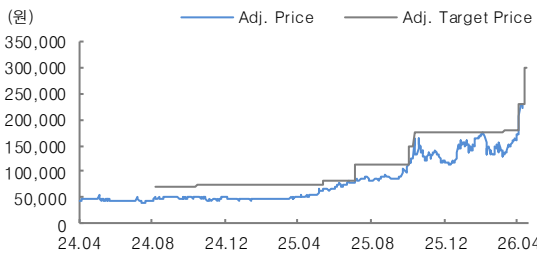
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

효성(004800) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	26.05.06	26.04.27	26.04.22	26.04.06	26.04.02	25.11.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	300,000	230,000	180,000	180,000	180,000	175,000
과리율(평균.%)		(2.12)	(12.91)	(15.65)	(23.31)	(20.38)
과리율(최대/최소.%)		(0.87)	13.61	(9.00)	(23.28)	(0.17)
제시일자	25.10.26	25.07.29	25.06.04	25.05.07	25.02.04	24.11.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	150,000	115,000	82,000	75,000	75,000	75,000
과리율(평균.%)	(18.53)	(22.28)	(10.99)	(24.64)	(36.19)	(36.91)
과리율(최대/최소.%)	(15.53)	(1.04)	(0.85)	(10.93)	(28.80)	(30.13)
제시일자	24.09.25	24.08.29				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	70,000	70,000				
과리율(평균.%)	(28.72)	(28.96)				
과리율(최대/최소.%)	(25.43)	(25.43)				
제시일자						00.06.29
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260502)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.9%	9.1%	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