

# 효성 (004800)

양지환 jihwan.yang@daishin.com  
이지니 jin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

70,000

하향

현재주가

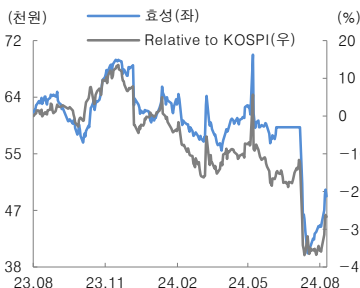
48,600

(24.08.29)

자업증

KOSPI	2,662.28
시가총액	814십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	84십억원
52주 최고/최저	69,900원 / 40,050원
120일 평균거래대금	31억원
외국인지분율	6.39%
주요주주	조현준 외 13 인 57.76% 국민연금공단 5.79%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.8	-18.6	-18.7	-22.4
상대수익률	0.0	-18.1	-19.3	-25.6



## 인적 분할에 따른 주식수 감소로 배당 매력 증가

- 투자의견 매수 유지하며, 목표주가는 70,000원으로 변경 제시
- 2024년 주당 배당금 약 3천원~4천원 수준으로 추정
- 고 조석래 명예회장의 상장사 지분 상속가액 약 7,200억원으로 추정

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 70,000원으로 제시

인적 분할 후 HS효성(487570)의 상장, 그리고 효성첨단소재, 효성인포메이션시스템, 효성토yota, Hyosung Holdings USA의 자회사 탈퇴 등으로 인해 SOTP Valuation 변경 불가피. 인적 분할에 따른 주식수 감소와 자회사 지분가치 변화를 반영할 때, 현 주가 저평가 상태로 판단하여 매수 의견 유지

상장계열사(효성중공업, 화학, 티앤씨, 그리고 ITX)의 지분가치는 약 1.3조원, 비상장계열사 지분가치는 0.85조원, 안양공장부지 0.47조원으로 평가함. 그 외 로열티 수익 가치 0.6조원, 순현금 490억원을 반영한 동사의 기업가치는 약 3.3조원으로 추정되며 주당 순자산가치는 199,130원임. Target 할인율 65%를 적용하여 목표주가 70,000원 제시함

### 주식수 감소를 고려할 때, 2024년 사업연도 DPS 3~4,000원으로 추정

효성중공업을 제외한 화학계열사들의 업황 부진으로 2024년 배당이 크게 증가하기는 쉽지 않을 전망. 하지만 비상장 연결자회사인 효성티앤에스의 실적이 2Q24부터 개선세에 진입하였고, 상반기말 기준으로 현금 약 500억원을 보유하고 있어 2024년 DPS는 약 3천원 이상 지급할 것으로 추정. 효성의 발행주식수는 인적 분할 후 16.7백만주로 약 433만주 감소함. DPS가 3천원일 경우 총 지급배당금은 502억원, 4천원일 경우 총 지급배당금은 670억원으로 예상

### 故조석래 회장 보유 중이던 상장 주식의 상속가액 약 7,200억원

故 조석래 회장은 효성, 티앤씨, 중공업, 첨단소재, 화학 지분을 보유하고 있었으며 이들 지분의 상속가액은 약 7,200억원, 효성의 3형제가 납부해야 할 상속세는 약 4,300억원으로 추정. 조현준, 조현상 형제는 시간외 대량매매를 통해 지분을 교환하여 계열분리 수순을 밟고 있는데, 상속세 마련을 위해서도 배당 줄이기 어려울 것으로 판단함

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	3,719	3,437	2,014	2,176	2,351
영업이익	65	94	121	197	213
세전순이익	21	24	57	129	147
총당기순이익	25	0	43	98	111
지배지분순이익	16	0	28	64	72
EPS	743	3	1,499	3,819	4,327
PER	90.4	19,547.8	33.1	13.0	11.5
BPS	121,259	116,969	128,330	145,359	146,651
PBR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
ROE	0.6	0.0	1.2	2.6	3.0

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	3,477	3,519	2,014	2,176	-42.1	-38.2
판매비와 관리비	306	309	225	191	-26.3	-38.2
영업이익	199	202	121	197	-39.2	-2.3
영업이익률	5.7	5.7	6.0	9.1	0.3	3.3
영업외손익	-22	-18	-64	-68	적자유지	적자유지
세전순이익	177	184	57	129	-67.8	-29.5
지배지분순이익	87	91	28	64	-67.8	-29.5
순이익률	3.9	4.0	2.2	4.5	-1.7	0.6
EPS(지배지분순이익)	4,152	4,305	1,499	3,819	-63.9	-11.3

자료: 효성, 대신증권 Research Center

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

(단위: 십억원, %, 원/주)			2024F		적용배수	Value	Weight
지분가치	로열티 소계		45.0		14.3	643	19.3%
						643	19.3%
	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액		지분가치	
		효성ITX	37.9	149		57	1.7%
		효성화학	20.2	180		36	1.1%
		효성중공업	32.5	2,984		969	29.1%
		효성티앤씨	20.3	1,283		261	7.8%
		소계		4,596		1,322	39.7%
	비상장자회사	계열사명	지분율	Book value	적용배수	Value	Weight
		효성굿스프링스	100	77	1.0	77	2.3%
		효성투자개발	59	365	1.0	365	11.0%
		효성티앤에스	54	148	1.0	148	4.4%
		기타(해외법인포함)		260	1.0	260	7.8%
		소계				850	25.5%
	그 외	안양공장부지 (BV=470십억원)				470	14.1%
	지분가치 합계					3,285	
	순차입금(별도)					-49	1.5%
	순자산가치					3,334	
	주당순자산가치					199,130	
	할인율					65%	
	Target NPV					1,167	
	발행주식수——(8)					16,740,407	
	자기주식——(9)					0	
	유통주식수——(10)-(8)-(9)					16,740,407	
	목표주가					69,695	

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 효성의 분기 및 연간 매출 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

KRW bn	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	800	907	805	925	837	998	483	546	3,437	2,863	2,176
% yoy	-12.1	-2.0	-7.3	-8.9	4.6	10.0	-40.0	-41.0	-7.6	-16.7	-24.0
매출원가	716	809	684	828	733	889	406	451	3,028	2,480	1,788
% of 매출액	89.5	89.2	85.0	89.6	87.6	89.2	84.1	82.7	88.1	86.6	82.2
% yoy	-4.0	-0.1	-18.7	-15.8	2.4	9.9	-40.6	-44.9	-10.5	-18.1	-27.9
매출총이익	84.2	97.5	121.1	96.3	103.7	108.1	76.8	94.5	408.8	383.1	388.0
GPM	10.5	10.8	15.0	10.4	12.4	10.8	15.9	17.3	11.9	13.4	17.8
% yoy	-48.7	-15.0	346.5	204.6	23.1	10.9	-36.6	-10.8	21.1	-6.3	1.3
판매비	69	74	72	71	75	63	41	46	298	224	176
연구개발비	3.7	4.6	4.6	5.6	3.6	3.7	3.7	3.8	16.8	14.8	15.5
영업이익	12	19	44	20	26	42	32	45	94	144	197
OPM	1.5	2.1	5.5	2.1	3.1	4.2	6.6	8.2	2.7	5.0	9.1
% yoy	-87.4	-47.6	-186.2	-137.8	115.1	122.5	-27.6	130.2	249.3	52.8	36.6
사업부문별 매출액											
효성 별도											
소계	127	135	153	118	141	156	157	123	533	577	587
연결자회사											
효성티앤에스	227	285	220	373	246	382	254	354	1,104	1,236	1,292
기타(FMK, 트랜스월드, 무역)	434	489	442	471	474	491	111	118	1,837	1,193	476
소계	661	774	662	844	719	873	364	472	2,941	2,429	1,769
자회사 지분법이익	16.5	14.4	33.1	-22.8	5.9	6.7	21.4	26.1	41.2	60.2	125.5
연결조정	12	-2	-10	-37	-23	-32	-38	-49	-37	-143	-180
합계	800	907	805	925	837	998	483	546	3,437	2,863	2,176
사업부문별 영업이익											
효성별도	-13.1	-3.2	24.0	-15.7	3.4	-0.7	-8.9	-16.9	-8	-23	-2
연결자회사											
효성티앤에스	-4.5	14.0	-8.7	21.9	-2.0	32.1	13.7	28.3	23	72	86
기타	-2.0	-15.1	19.4	24.5	23.0	5.9	3.1	4.5	27	36	17
자회사 지분법이익	16.5	14.4	33.1	-22.8	5.9	6.7	21.4	26.1	41	60	77
연결조정	15.0	8.6	-23.6	11.6	1.2	4.3	2.7	2.9	12	11	8
합계	12	19	44	20	26	42	32	45	94	144	180

주) 2024년 1분기와 2분기 손익은 IR 자료에 근거함. 반기보고서와 차이 존재. 인적 분할 후효성첨단소재 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

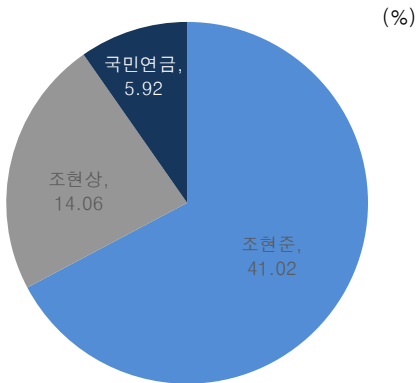
- 효성은 1966년 11월에 설립됨 효성은 지주회사 전환을 위해 2018년 6월1일을 분할기일로 인적분할함
- 2019년 4월 11일 공정거래위원회로부터 1월1일 기준 지주회사 요건 충족 통보 받으며 본격적인 지주체계 시작
- (주)효성이 영위하는 사업은 3개 사업회사는 효성티앤씨(석유/무역 사업부문), 효성중공업(중공업/건설 사업부문), 효성화학(화학 사업부문) 로 지분법대상 적용 연결/지분법 합산 완료됨
- 브랜드사용료, 연구용역 비용 등 안정적 수익구조 확보 중

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

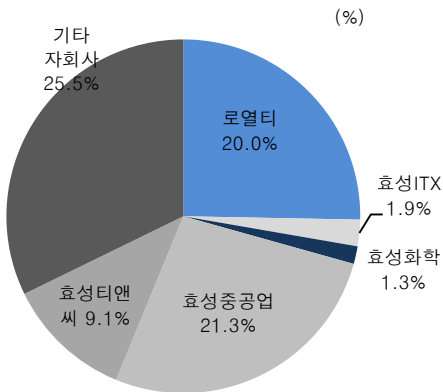
효성의 주요 주주구성



자료: 효성 대신증권 Research Center

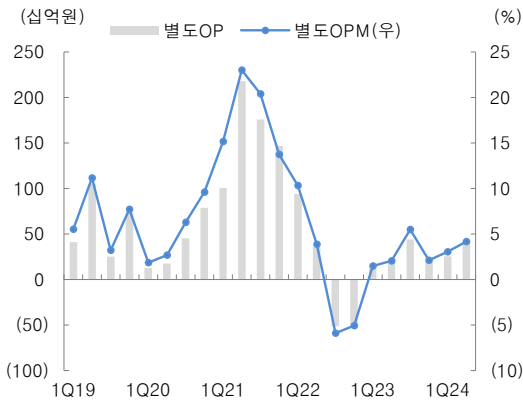
Earnings Driver

효성의 NAV 비중



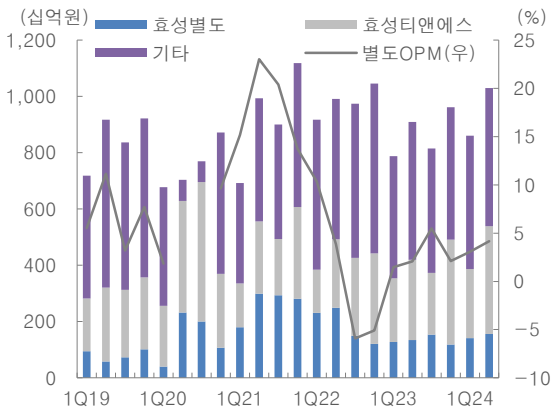
자료: 효성 대신증권 Research Center

효성 별도 OP 및 OPM 추이



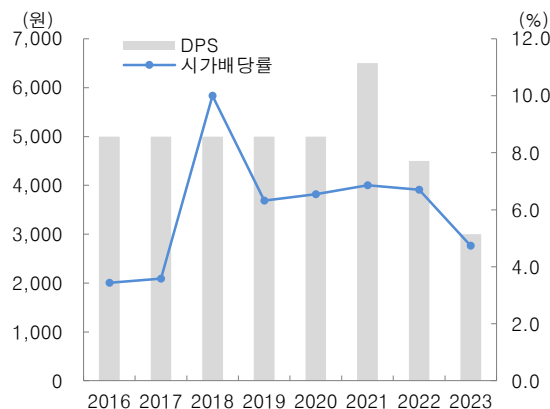
자료: 효성 대신증권 Research Center

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	2,014	2,176	2,351
매출원가	3,344	3,028	1,667	1,788	1,932
매출총이익	375	409	346	388	419
판매비용분배비	310	314	225	191	206
영업이익	65	94	121	197	213
영업이익률	1.7	2.7	6.0	9.1	9.1
EBITDA	170	203	216	282	289
영업외손익	-44	-71	-64	-68	-66
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	158	175	75	75	75
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-219	-252	-139	-143	-141
외환보통손실	153	147	36	36	36
기타	17	6	0	0	0
법인세비용차감전순이익	21	24	57	129	147
법인세비용	4	-24	-14	-31	-35
계속사업순이익	25	0	43	98	111
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	0	43	98	111
당기순이익률	0.7	0.0	2.2	4.5	4.7
비재계분순이익	9	-1	15	34	39
재계분순이익	16	0	28	64	72
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	6	0	0	0	0
포괄순이익	89	-1	43	98	111
비재계분포괄이익	30	0	15	34	39
재계분포괄이익	59	-1	28	64	72

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	743	3	1,499	3,819	4,327
PER	90.4	19,547.8	33.1	13.0	11.5
BPS	121,259	116,969	128,330	145,359	146,651
PBR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
EBITDAPS	8,090	9,640	11,473	16,826	17,268
EV/EBITDA	16.0	13.0	9.1	6.7	6.5
SPS	176,514	163,100	106,976	129,970	140,426
PSR	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4
CFPS	12,728	9,634	10,919	16,202	16,644
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	-41.4	8.0	8.0
영업이익 증/감	-89.8	45.4	28.4	62.5	8.0
순이익 증/감	-95.4	작전	흑전	126.6	13.3
수익성					
ROIC	3.7	-0.1	4.9	9.0	10.4
ROA	1.2	1.8	2.4	4.0	4.2
ROE	0.6	0.0	1.2	2.6	3.0
안정성					
부채비율	81.8	83.3	79.9	83.6	83.8
순차입금비율	33.4	35.7	30.8	27.5	26.4
이자보상비율	1.3	1.1	1.4	2.3	2.5

자료: 효성 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,060	1,767	1,559	1,674	1,694
현금및현금성자산	144	148	271	407	410
매출채권 및 기타채권	651	623	405	439	476
재고자산	907	778	665	609	588
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	4,895	5,032	5,081
유동부채	1,812	1,709	1,584	1,674	1,651
매입채무 및 기타채무	511	547	404	420	437
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	2,174	2,291	2,316
자본계분	2,555	2,465	2,416	2,433	2,455
자본금	105	105	84	84	84
자본잉여금	955	955	955	955	955
이익잉여금	6,414	6,319	6,288	6,301	6,319
기타자본변동	-4,919	-4,915	-4,910	-4,906	-4,903
비자본계분	342	312	305	308	310
자본총계	2,897	2,776	2,721	2,741	2,765
순차입금	967	991	839	753	729

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	168	399	390	274	244
당기순이익	25	0	43	98	111
비현금항목의 가감	243	203	162	173	167
감가상각비	106	109	95	85	76
외환손익	34	11	-8	-8	-8
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	104	84	76	97	99
자산부채의 증감	-222	210	268	107	73
기타현금흐름	122	-14	-83	-104	-107
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
현금의 증감	-38	4	124	136	3
기초 현금	182	144	148	271	407
기말 현금	144	148	271	407	410
NOPLAT	77	-2	92	150	162
FCF	110	59	142	190	193

[Compliance Notice]

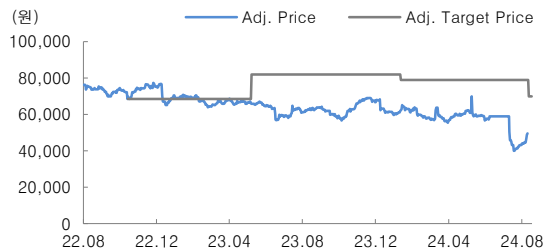
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.08.30	24.07.30	24.02.26	24.02.07	24.01.30	23.11.30
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	70,000	79,000	79,000	79,000	79,000	82,000
과다율(평균%)		(44.41)	(24.82)	(20.33)	(19.57)	(21.67)
과다율(최대/최소%)		(37.22)	(11.52)	(17.59)	(17.59)	(15.73)
제시일자	23.11.26	23.06.26	23.06.01	22.11.01		
투자의견	6개월 경과	Buy	6개월 경과	Buy		
목표주가	82,000	82,000	68,500	68,500		
과다율(평균%)	(16.86)	(24.18)	(2.62)	1.87		
과다율(최대/최소%)	(16.59)	(17.56)	(1.17)	(6.72)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20240827)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	95.6%	4.4%	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