

효성 (004800)

이경연

이채리 RA

kyungyeon.lee@daishin.com cherry.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

200,000

유지

현재주가

148,300

(26.08.04)

자주업종

KOSPI	6358.95
시가총액	2,483십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	87십억원
52주 최고/최저	276,000원 / 81,700원
120일 평균거래대금	91억원
외국인지분율	21.54%
주요주주	조현준 외 13 인 57.23% 국민연금공단 6.66%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.0	-32.9	-1.1	77.0
상대수익률	9.4	-26.8	-16.4	-12.4



서프라이즈, 그리고 걷히는 할인 요인

- 2Q26 연결 매출액 7,336억원, 영업이익 2,316억원(+133.6% YoY)
- 효성화학 사상 최대 실적 달성으로 자금지원 리스크 해소
- 배당 가이드라인을 담은 밸류업 공시 준비 중

투자의견 매수, 목표주가 200,000원 유지

동사 목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 상장·비상장 자회사 지분가치(9.2조 원), 안양공장부지(4,110억원), 로열티 수익가치(1.1조원)를 더하고 별도 순차 입금(4,914억원)을 차감한 NAV 10조 2,816억원에 Target 할인을 68% 적용.

2Q26 연결 매출액 7,336억원(+21.9% YoY), 영업이익 2,316억원(+133.6% YoY)

[효성 별도] 매출액 2,529억원(+83.4% YoY), 영업이익 1,747억원(+179.5% YoY, OPM 69.1%). [효성티앤에스] 매출액 3,972억원(+14.9% YoY), 영업이익 705억원(+86.5% YoY, OPM 17.7%). 미국 관세 환급 260억원이 손익에 반영 되었으며 저마진 지역 물량 감소로 믹스 개선. 여기에 상반기 고환율 기조가 마진 개선에 기여. [FMK] 매출액 435억원(-20.6% YoY). 영업적자 35억원. 판 매법인으로 사업구조 전환하는 과정에서 차량 공급이 일시적으로 지연되며 수익성 저하. [굿스프링스] 매출액 573억원(-18.5% YoY). 영업이익 56억원(-5.1% YoY, OPM 9.8%). 1분기 원전향 고마진 수주 영향으로 호실적이었으나 2 분기는 고마진 수주 감소. [효성화학] 매출액 8,713억원(+41.2% YoY), 영업이익 1,708억원(YoY 흑자전환). 중동 정세 영향에 따른 수요 급증과 판가 상승 으로 사상 최대 실적 기록. 분기 감가상각비 500억원을 감안하면 2분기 창출 현금흐름은 2,000억원을 상회하는 수준.

배당소득 분리과세 요건 지속 충족할 방침이며 밸류업 공시 준비 중

올해 배당소득 분리과세 대상 고배당 기업 요건(배당성향 25% 이상이면서 총 배당금액이 전년 대비 10% 이상 증가) 충족. 세법 상 요구되는 두 가지* 요건 중 어느 것이든 향후에도 고배당 기업 요건을 지속적으로 충족할 방침이며, 배당 가이드라인을 담은 밸류업 공시 준비 중. 다만 현재 보유 자기주식이 0.1%에 불과해 자사주 소각 계획은 없음.

*요건① 배당성향 40% 이상.

요건② 배당성향 25% 이상+총배당금액 전년대비 10% 이상 증가

(단위: 십억원, %)

구분	2Q25	1Q26	직전추정	잠정치	2Q26			3Q26		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	602	530	740	734	21.9	38.4	740	684	11.8	-6.7
영업이익	99	95	106	232	133.6	144.8	106	128	5.0	44.7
순이익	72	75	82	155	116.5	106.6	82	95	49.6	39.0

자료: 효성, FnGuide, 대신증권 Research Center

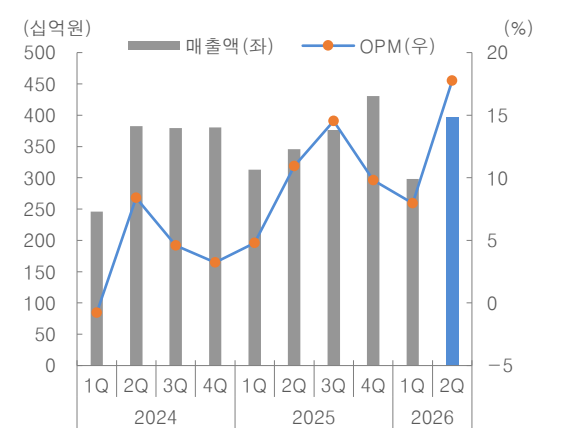
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
매출액	2,780	3,109	2,670	2,685	-4.0	-13.7
판매비와 관리비	402	694	300	458	-25.4	-34.0
영업이익	430	447	557	427	29.8	-4.6
영업이익률	15.5	14.4	20.9	15.9	5.4	1.5
영업외손익	135	143	135	143	0.0	0.0
세전순이익	565	590	693	570	22.6	-3.5
지배지분순이익	330	354	405	342	22.6	-3.5
순이익률	14.8	14.2	18.9	15.9	4.1	1.7
EPS(지배지분순이익)	19,712	21,160	24,173	20,429	22.6	-3.5

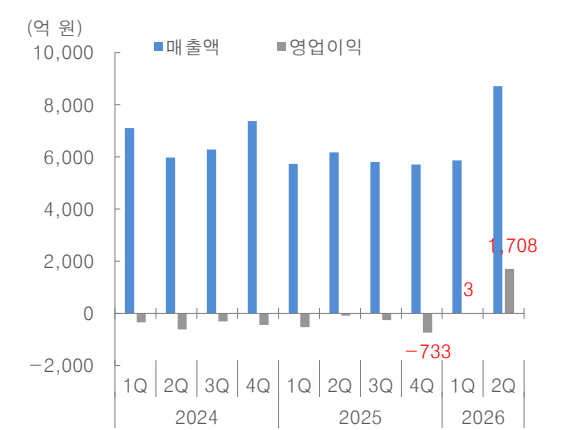
자료: 효성, 대신증권 Research Center

그림 1. 효성티앤에스 분기별 실적 추이



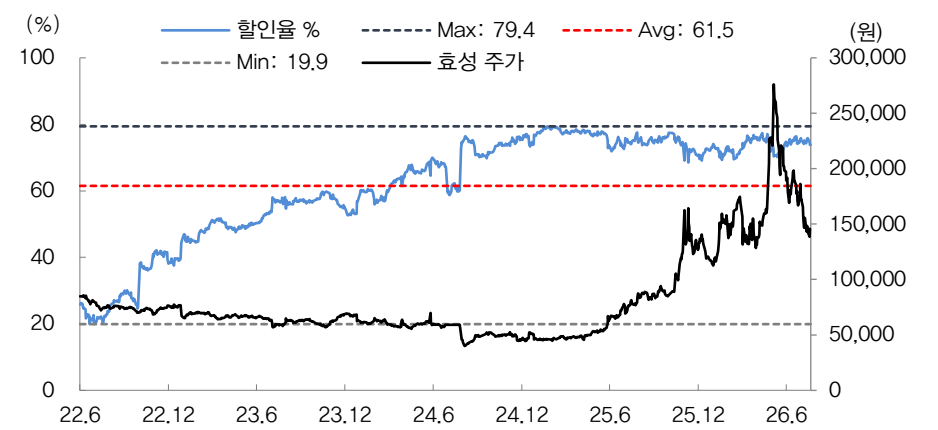
자료: 효성, 대신증권 Research Center

그림 2. 효성화학 사상 최대 실적 기록



자료: 효성, 대신증권 Research Center

그림 3. 효성 NAV 대비 할인율 추이



자료: 대신증권 Research Center

[NDR 후기] 주요 Q&A 이슈별 정리

화학 리스크 해소가 할인을 축소의 트리거

(주)효성의 NAV 할인이 높게 유지된 원인을 두 가지로 평가 - ①첫째는 효성화학에 대한 자금 지원 리스크, ②둘째는 효성중공업 주가의 가파른 상승.

효성화학 리스크는 숫자로 드러나지 않았으나 실질적으로 가장 큰 할인 요인이었다고 생각. 효성화학 시가총액이 크게 하락하면서 (주)효성이 보유한 32.8% 지분가치는 NAV 산정에서 사실상 배제되어 있음. 그러나 지분가치 자체보다 우발적 자금지원 부담이 할인 요인으로 작용해 왔다고 판단. 1분기 턴어라운드와 거래재개에 이어 2분기 영업이익 1,708억원의 사상 최대 실적을 기록하면서, 회사는 추가 자금 지원 필요성이 소멸했다고 판단. 계열사 간 자산매각이나 자금지원은 올해 없을 계획.

배당소득 분리과세 요건 충족과 밸류업 공시 준비

명문화된 배당정책 없으나, 회사는 배당성향 25% 및 총배당금액 전년 대비 10% 이상 증가라는 배당소득 분리과세 대상 고배당 기업 요건② 충족. 요건①(배당성향 40% 이상)이든 요건②이든, 향후에도 배당소득 분리과세 요건을 지속적으로 충족할 방침.

밸류업 공시는 내부적으로 준비 중이며, 발표 시점은 올해 말에서 내년 초로 예상. 순수 지주회사로서 어떤 지표를 선정하고 목표를 설정할지가 명확하지 않아 논의 진행 중. 배당 가이드라인을 마련해 예측가능성을 제고하고, 그룹 차원에서 전반적으로 관리하는 방향으로 검토. 다만 현재 보유 자기주식이 0.1%에 불과해 자사주 소각 계획은 없음.

차입금 증가는 배당 지급과 화학 지원의 이연 효과

2분기 말 별도 차입금은 5,459억원으로 1분기 말 4,925억원 대비 534억원 증가. 차입금 증가 원인은 배당지급과 과거 효성화학 지원에 따른 차입금.

올해 배당금 지급액 892억원이 배당 수취액 507억원을 상회하면서 현금 유출 발생. 또한 과거 효성화학 영구채 매입과 제3자 배정 유상증자 참여과정에서 현금이 소요. 다만 차입금이 부담스러운 수준은 아님. 효성화학으로부터 이자를 수취하고 있어 실질 부담이 상쇄되며, 효성화학이 상환하면 즉시 차입금을 상환할 수 있는 구조이기 때문.

2024년 초 발행한 영구채는 2년 경과 후 올해 상반기부터 스텝업 조항이 적용되어, 표면 이자율 8.3%에 스텝업 3.6%를 더한 총 11.9% 이자율이 적용됨. 효성화학 입장에서는 흑자전환 초기 단계라 즉각적인 상황이 우선순위는 아니나, 높은 이자율 부담으로 조기 상환 유인 존재.

하반기 전망

[효성화학] 2분기 기저효과로 3분기 성장 제한적일 것으로 전망. PP가격은 5~6월 고점 이후 유가 하락과 함께 조정됨. 다만 예전 수준까지 하락하지 않을 것으로 예상. 왜냐하면 ①북미산 프로판가스 사용에 따른 원가 우위가 유지되고, 특가품 비중을 지속 확대하고 있기 때문. 또한 ②수요 측 변화 감지. 고객사들이 지정학적 리스크를 경험하면서 납사 베이스 외에 북미산 프로판가스 기반 공급처로 조달을 다변화해야 한다고 인식. 이는 효성화학에 신규 고객사 확보 기회로 작용.

[효성티앤에스] 관세 환급이 일회성이며 환율도 2분기 대비 하락 추세이기 때문에 3분기에 2분기와 유사한 수준을 달성하기 어렵다고 예상. 다만 티앤에스는 3~4분기로 갈수록 이익이 창출되는 계절성을 보유하고 있어, 계절성 효과가 일회성 요인 소멸분을 상당 부분 상쇄하면서 이익이 크게 훼손되지 않을 것으로 전망.

[효성FMK] 판매법인으로 사업구조를 전환하는 과정에서 차량 공급이 일시적으로 지연되며 수익성 저하. 하반기에는 차량 공급과 딜러십이 정상화되면서 수익성이 개선될 것으로 전망.

표3. 효성 SOTP Valuation

(단위: 십억원, %, 배, 주, 원)

구분		Valuation 방식	2026F	Multiple, WACC, g(성장률)	Value	Weight (% of NAV)
영업가치	로열티	DCF	79	WACC=7%, g=0%	1,126	10.5%
	소계——(1)				1,126	10.5%
지분가치	상장자회사	계열사명	지분율	시가총액	Value	Weight
		효성 ITX	37.9	140	53	0.5%
		효성화학	32.8	242	79	0.7%
		효성중공업	32.5	24,757	8,039	74.6%
		효성티앤씨	20.8	1,387	288	2.7%
		소계——(2)		26,525	8,459	78.5%
		계열사명	지분율	장부가액	Value	Weight
	비상장자회사	효성굿스프링스	100.0	86	86	0.8%
		효성투자개발	59.0	412	412	3.8%
		효성티앤에스	54.0	207	207	1.9%
		기타		559	559	5.2%
		소계——(3)			1,265	11.7%
그 외	안양공장부지 (BV=410십억원) ——(4)				411	3.8%
지분가치 합계					11,262	
순차입금(별도)——(5)					491.4	-4.6%
순자산가치(NAV)——(6)=(1)+(2)+(3)+(4)-(5)					10,770	
할인율——(7)					68%	
Target NPV——(8)=(6)*(1-(7))					3,446	
발행주식수——(9)					16,740,407	
자기주식——(10)					22,803	
유통주식수——(11)=(9)-(10)					16,717,604	
목표주가(12)=(8)/(11)					206,156	
현재가(08/04)					148,300	
Upside Potential					39.0%	

자료: 대신증권 Research Center

표4. 효성 분기 및 연간 매출 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q26F	2025	2026F	2027F
매출액	554	602	612	664	530	734	684	722	2,432	2,670	2,685
% yoy	31.7	6.7	6.0	-6.5	-4.3	21.9	11.8	8.8	7.0	9.8	4.1
매출원가	401	434	422	499	370	436	485	521	1,756	1,813	1,800
% of 매출액	72.4	72.1	68.9	75.1	69.9	59.4	70.9	72.2	72.2	67.9	67.0
% yoy	14.6	-5.5	-5.8	0.6	-7.7	0.4	15.0	4.5	0.2	3.2	2.9
매출총이익	153	168	190	165	160	298	199	201	676	857	885
GPM	27.6	27.9	31.1	24.9	30.1	40.6	29.1	27.8	27.8	32.1	33.0
% yoy	116.7	60.3	46.3	-23.0	4.6	77.6	4.7	21.5	30.0	26.9	6.5
판관비	71	69	68	75	65	66	71	97	283	300	458
% of 매출액	13	11	11	11	12	9	10	13	11.6	11.2	17.1
% yoy	10.0	3.2	-17.2	-11.9	-8.1	-3.5	4.1	29.9	-5.3	6.1	67.4
영업이익	82	99	122	90	95	232	128	103	393	557	427
OPM	14.8	16.5	19.9	13.6	17.8	31.6	18.7	14.3	16.2	20.9	15.9
% yoy	1,254.6	159.6	156.9	-30.3	15.6	133.6	5.0	14.5	77.7	41.8	-23.5
부문별 매출액											
효성 별도	120	129	132	124	144	253	130	141	513	667	544
연결자회사											
효성티앤에스	313	346	376	431	298	397	399	431	1,466	1,525	1,677
기타	128	134	111	123	117	110	120	132	497	479	484
소계	440	480	487	554	415	508	519	563	1,962	2,004	2,161
자회사 지분법이익	51	55	41	42	47	147	90	102	189	386	368
연결조정	-63	-71	-55	-84	-75	-174	-55	-84	-273	-388	-388
연결 매출액	554	602	612	664	530	734	684	722	2,432	2,670	2,685
부문별 영업이익											
효성 별도	60	63	71	77	75	175	74	80	270	404	287
연결자회사											
효성티앤에스	15	38	55	42	24	71	57	44	150	195	166
기타	12	8	2	7	17	7	5	8	29	36	41
소계	27	46	56	49	41	77	62	52	178	231	207
자회사 지분법이익	51	55	41	42	47	147	90	102	189	386	368
연결조정	-57	-64	-48	-77	-68	-167	-97	-131	-246	-464	-435
연결 영업이익	82	99	122	90	95	232	128	103	393	557	427

자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	2,273	2,432	2,670	2,685	2,953
매출원가	1,753	1,756	1,813	1,800	1,920
매출총이익	520	676	857	885	1,034
판매비와관리비	298	283	300	458	620
영업이익	221	393	557	427	413
영업이익률	9.7	16.2	20.9	15.9	14.0
EBITDA	329	497	662	529	512
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	693	570	561
법인세비용	-13	-109	-187	-142	-96
계속사업순손익	169	422	506	427	465
중단사업순손익	316	0	0	0	0
당기순이익	484	422	506	427	465
당기순이익률	21.3	17.4	18.9	15.9	15.8
비지배지분순이익	31	92	101	85	93
지배지분순이익	453	330	405	342	372
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	0	0	0	0
포괄순이익	572	419	503	424	462
비지배지분포괄이익	56	80	101	85	92
지배지분포괄이익	516	339	402	339	369

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	24,073	19,707	24,173	20,429	22,229
PER	1.9	5.8	6.2	7.4	6.8
BPS	114,515	145,969	165,752	181,604	199,181
PBR	0.4	0.8	0.9	0.8	0.7
EBITDAPS	17,502	29,713	39,571	31,619	30,599
EV/EBITDA	6.1	6.7	5.6	6.9	6.9
SPS	120,734	145,260	159,488	160,368	176,405
PSR	0.4	0.8	0.9	0.9	0.8
CFPS	13,262	19,704	30,346	22,500	21,587
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	9.8	0.6	10.0
영업이익 증가율	283.5	77.7	41.8	-23.5	-3.1
순이익 증가율	흑전	-12.8	19.8	-15.5	8.8
수익성					
ROIC	11.5	19.5	23.8	17.9	18.4
ROA	4.7	8.1	10.1	7.5	7.0
ROE	19.6	14.3	15.5	11.8	11.7
안정성					
부채비율	73.3	88.5	72.6	62.4	53.9
순차입금비율	34.6	34.5	23.5	18.6	13.1
이자보상배율	3.2	6.3	8.6	7.6	7.0

자료: 효성, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	1,022	1,324	1,505	1,506	1,644
현금및현금성자산	109	300	442	476	558
매출채권 및 기타채권	410	352	359	335	364
재고자산	440	370	400	389	413
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	5,601	5,773	5,999
유동부채	1,352	1,305	1,192	1,096	1,010
매입채무 및 기타채무	394	380	351	332	314
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	2,357	2,218	2,100
자배지분	2,156	2,444	2,775	3,040	3,334
자본금	87	87	87	87	87
자본잉여금	816	813	813	813	813
이익잉여금	6,669	6,952	7,273	7,523	7,794
기타지분변동	-5,416	-5,408	-5,398	-5,383	-5,360
비자배지분	349	414	470	515	564
자본총계	2,504	2,857	3,244	3,555	3,899
순차입금	867	987	762	661	512

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	465	421	222	240	181
당기순이익	169	422	506	427	465
비현금항목의 가감	-235	-92	2	-51	-104
감가상각비	108	104	105	103	99
외환손익	-7	-7	4	6	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-336	-190	-107	-160	-204
자산부채의 증감	246	76	-61	35	-53
기타현금흐름	285	15	-225	-172	-128
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	141	35	82
기초 현금	148	109	300	442	476
기말 현금	109	300	442	476	558
NOPLAT	205	313	407	320	343
FCF	275	249	353	264	283

[Compliance Notice]

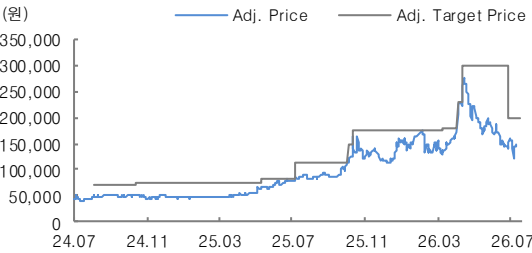
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	26.08.05	26.07.22	26.06.15	26.05.22	26.05.17	26.05.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	200,000	200,000	300,000	300,000	300,000	300,000
과리율(평균%)		(28.30)	(36.74)	(29.20)	(20.97)	(15.46)
과리율(최대/최소%)		(19.70)	(8.00)	(8.00)	(8.00)	(8.00)
제시일자	26.04.27	26.04.22	26.04.06	26.04.02	25.11.03	25.10.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	230,000	180,000	180,000	180,000	175,000	150,000
과리율(평균%)	(2.12)	(12.91)	(15.65)	(23.31)	(20.33)	(18.53)
과리율(최대/최소%)	(0.87)	13.61	(9.00)	(23.28)	(0.17)	(15.53)
제시일자	25.07.29	25.06.04	25.05.07	25.02.04	24.11.06	24.09.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	115,000	82,000	75,000	75,000	75,000	70,000
과리율(평균%)	(22.28)	(10.98)	(24.64)	(36.19)	(36.91)	(28.72)
과리율(최대/최소%)	(1.04)	(0.85)	(10.93)	(28.80)	(30.13)	(25.43)
제시일자	24.08.29					00.06.29
투자의견	Buy					
목표주가	70,000					
과리율(평균%)	(28.96)					
과리율(최대/최소%)	(25.43)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20260802)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.4%	7.6%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(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