

효성 (004800)

개정방법으로 지배구조 개선되면서 동사 수혜

이사의 주주 충실의무 도입⇒할인을 축소로 인한 밸류에이션 리레이팅으로 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜

개정방법으로 이사의 주주 충실의무 도입은 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 무엇보다 중요한 점은 이사의 주주 충실의무는 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 전제로 하고 있다. 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무 상법 개정으로 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인을 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 동사와 같은 지주회사 가장 큰 수혜가 예상된다.

감사위원회위원 선임-해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한 ⇒ 보다 더 독립적인 감사기구 역할로 동사 지배구조 개선효과 클 듯

개정방법에서는 사외이사가 아닌 감사위원회위원의 선임-해임뿐만 아니라, 사외이사인 감사위원회위원의 선임-해임의 경우에도 최대주주 및 특수관계인의 의결권을 3%로 제한한다. 이에 따라 감사위원회가 최대주주의 영향력에서 벗어나 독립적인 감사기구로서의 역할을 충실히 수행할 수 있는 제도적 기틀이 마련되었다.

동사의 경우 조현준 외 특수관계인 지분율이 57.3%에 이르고 있다. 이에 따라 소액주주, 해외 기관투자자, 행동주의 펀드 등이 감사위원회위원의 선임-해임을 필두로 경영에 개입할 가능성 등이 높아지면서 보다 더 독립적인 감사기구로서의 역할 수행으로 동사 지배구조 개선효과가 클 것이다.

감사위원 분리선출 확대를 통한 감사위원회 독립성 확보 ⇒ 지배주주의 영향력이 가장 큰 동사 지배구조 개선효과 가시화 될 듯

2020년 감사위원회 위원 분리선출 제도 도입 이후에도 상장회사의 감사위원회는 통상 3명의 감사위원으로 구성되고 있어, 그 중 1명만 분리 선출할 경우 지배주주가 여전히 감사위원회의 과반수를 장악할 수 있다는 비판이 이어지고 있다. 이에 따라 감사위원회 위원의 분리선출 대상을 확대하여 독립성을 강화하고 감사 기능의 실효성을 높여 기업지배구조의 투명성을 제고할 필요성이 제기되어 왔다. 이러한 환경하에서 대규모 상장회사의 감사위원 분리선출을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하는 내용을 담고 있는 2차 상법개정안이 통과되었다. 특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 동사와 같은 지주회사의 경우 지배주주로부터 독립된 감사 기능을 강화하여 내부통제의 실효성을 높이는 효과를 가져올 것으로 예상됨에 따라 지배구조 개선효과가 가시화 될 것이다.

대기업 집중투표제 활성화 ⇒ 지배주주와 소액주주간 이해상충 상황이 발생할 가능성 높은 동사와 같은 지주회사 지배구조 개선효과 클 듯

개정방법으로 집중투표제 도입은 이사의 다양성을 확보할 수 있을 뿐만 아니라 이사회 내 견제와 균형을 강화하는 의미를 가진다. 특히 지배주주의 영향력이 가장 큰 동사와 같은 지주회사의 경우 지배주주와 소액주주간 이해상충 상황이 발생할 가능성이 높기 때문에 집중투표제 도입으로 인한 지배구조 개선효과가 가시화 될 것이다.

목표주가 185,000원으로 상향

동사에 대하여 투자자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 185,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	185,000원(상향)
증가(2026.01.16)	145,700원
상승여력	27.0%

Stock Indicator

자본금	87십억원
발행주식수	1,674만주
시가총액	2,439십억원
외국인지분율	19.6%
52주 주가	44,750~164,300원
60일평균거래량	74,968주
60일평균거래대금	10.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.0	38.5	79.2	214.0
상대수익률	-5.0	9.4	27.3	122.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	2,273	2,407	2,517	2,624
영업이익(십억원)	221	407	432	460
순이익(십억원)	453	270	291	316
EPS(원)	24,073	16,147	17,395	18,894
BPS(원)	128,771	147,171	166,819	187,967
PER(배)	1.9	9.0	8.4	7.7
PBR(배)	0.4	1.0	0.9	0.8
ROE(%)	19.6	11.7	11.1	10.7
배당수익률(%)	6.4	2.1	2.1	2.1
EV/EBITDA(배)	4.6	5.4	4.3	3.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]

이상현 2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA]

장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 이재명 정부에서 추진하는 상법 개정 주요 내용

항목	기존	개정	시행시기
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주	25.7.22 시행
이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우	25.7.22 시행
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	사외이사로서 독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행지지자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사	26.7.23 시행
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상(자산 2조 미만 상장회사)	26.7.23 시행 이후 1년 이내 요건을 갖춰야 함
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화	27.1.1 시행
사외이사인 감사위원 선임 해임시 '3%'를 강화	개별 3%	최대주주와 특수관계인의 의결권 등 합산 3%	26.7.23 시행
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가(자산 2조 이상 상장회사)	26.9.10 시행
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상	26.9.10 시행
자사주 소각 의무화		신규 및 보유 자사주 소각 의무	미정

자료: 국회, 더불어민주당, iM증권 리서치본부

표2. 이사의 충실의무 상법개정

구분	현행	개정
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다.

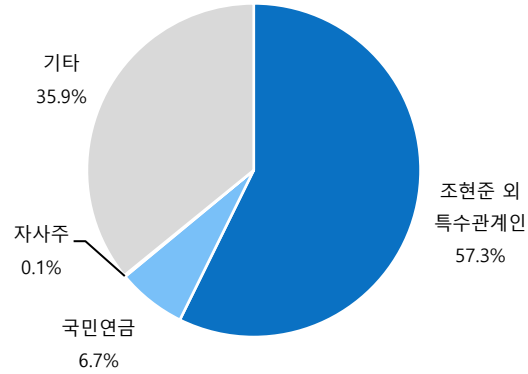
자료: 국회, iM증권 리서치본부

표3. 감사위원회위원 선임·해임 시 최대주주 및 특수관계인 의결권 3%로 제한

구분	현행	개정
제542조의12 (감사위원회 구성 등)	④ 제1항에 따른 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에는 상장회사의 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의 3(정관에서 더 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있으며, 정관에서 더 낮은 주식보유비율을 정한 경우에는 그 비율로 한다)을 초과하는 수의 주식을 가진 주주(최대주주인 경우에는 사외이사가 아닌 감사위원회위원을 선임 또는 해임할 때에 그의 특수관계인, 그 밖에 대통령령으로 정하는 자가 소유하는 주식을 합산 한다)는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. (중략) ③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.	④ ----- ----- ----- ----- (최대주주인 경우에는 그의 특수관계인, ----- ----- ----- ⑦ ----- ----- (후단 삭제)

자료: 국회, iM증권 리서치본부

그림1. 효성 주주 분포(2025년 9월 30일 기준)



자료: 효성, iM증권 리서치본부

표4. 효성 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

선출기준의 주요내용	선출기준의 충족여부	관련 법령 등
3명 이상의 이사로 구성	충족(3명)	상법 제415조의2 제2항
사외이사가위원의 3분의 2 이상 충족	충족(전원 사외이사)	
위원 중 1명 이상은 회계 또는 재무전문가	충족(1명, 유일호)	상법 제542조의11 제2항
감사위원회의 대표는 사외이사	충족	
그 밖의 결격요건(최대주주의 특수관계자 등)	충족(해당사항 없음)	상법 제542조의11 제3항

자료: 효성, iM증권 리서치본부

표5. 효성 감사위원회 위원의 인적사항 및 사외이사 여부

성명	사외이사 여부	경력	회계·재무전문가 관련		
			해당 여부	전문가 유형	관련 경력
김기웅	예	2005년 ~ 2011년 한국경제TV 대표이사 사장	-	-	-
		2011년 ~ 2020년 한국경제신문 대표이사 사장			
		2023년 ~ 현재 (주)SNT홀딩스 사외이사			
유일호	예	1996년 ~ 1998년 한국조세연구원 부원장	예	금융기관 정부	기획재정부 장관 겸 경제부총리,
		1998년 ~ 2001년 한국조세연구원장		증권유관기관 등	제18대 국회 기획재정위원회 위원
		2009년 ~ 2010년 제18대 국회 기획재정위원회 위원		경력자	한국조세연구원장
		2016년 ~ 2017년 기획재정부 장관 겸 경제부총리			한국조세연구원 부원장 등
		2022년 ~ 현재 삼성생명보험(주) 사외이사			
조병현	예	2011년 서울행정법원장	-	-	-
		2012년 대구고등법원장			
		2013년 대전고등법원장			
		2013년 ~ 2015년 서울고등법원장			
		2013년 ~ 2019년 중앙선거관리위원회 위원			
		2021년 ~ 현재 중앙선거관리위원회 위원			
		2023년 ~ 현재 동양이엔피(주) 사외이사			

자료: 효성, iM증권 리서치본부

표6. 감사위원 분리선출 확대

구분	현행	개정
제542조의12 (감사위원회의 구성 등)	② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회위원 중 1명(정관에서 2명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.	② 제542조의11제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회위원 중 2명(정관에서 3명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사들과 분리하여 감사위원회 위원이 되는 이사로 선임하여야 한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표7. 집중투표제 상법개정

구분	현행	개정
제542조의7 (집중투표에 관한 특례)	③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 100분의3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만, 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.	③ ----- 상장회사는 제382조의2제1항에도 불구하고----- 배제할 수 없다. <단서 삭제>
	④ 제2항의 상장회사가 주주총회의 목적사항으로 제3항에 따른 집중투표 배제에 관한 정관 변경에 관한 의안을 상정하려는 경우에는 그 밖의 사항의 정관 변경에 관한 의안과 별도로 상정하여 의결하여야 한다.	<삭제>

자료: 국회, iM증권 리서치본부

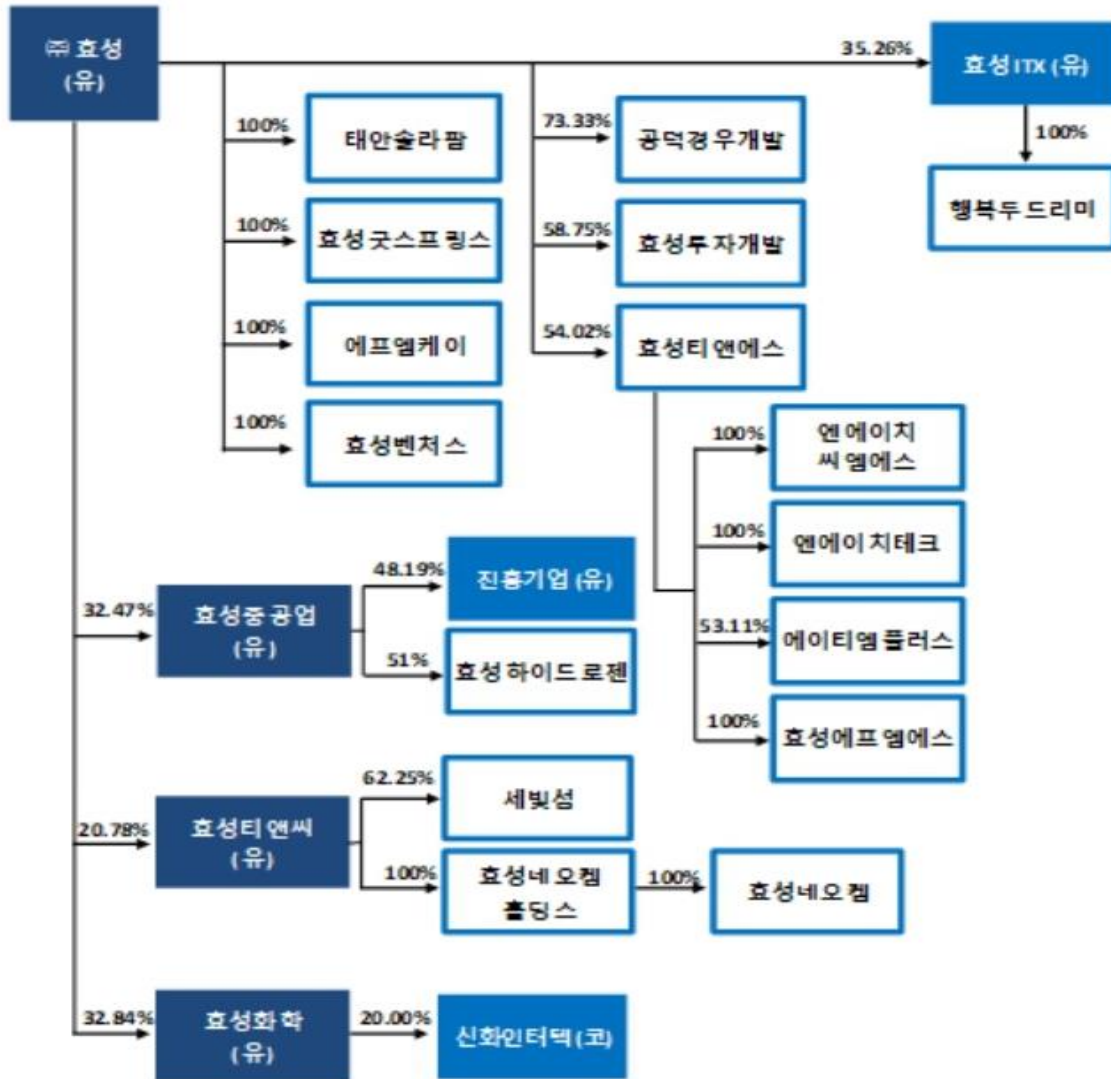
표8. 효성 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	33,235
순차입금	2,129
NAV	31,106
발행주식수	16,740,407
주당 NAV(원)	185,814

자회사	지분율	자회사 가치
효성티앤씨	20.8%	1,888
효성중공업	32.5%	24,020
효성화학	32.8%	337
효성TX	35.3%	463
효성티앤에스	54.0%	1,653
효성굿스프링스	100.0%	827
기타		4,047

자료: 효성, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 효성그룹 소유구조(2025년 6월 30일 기준)



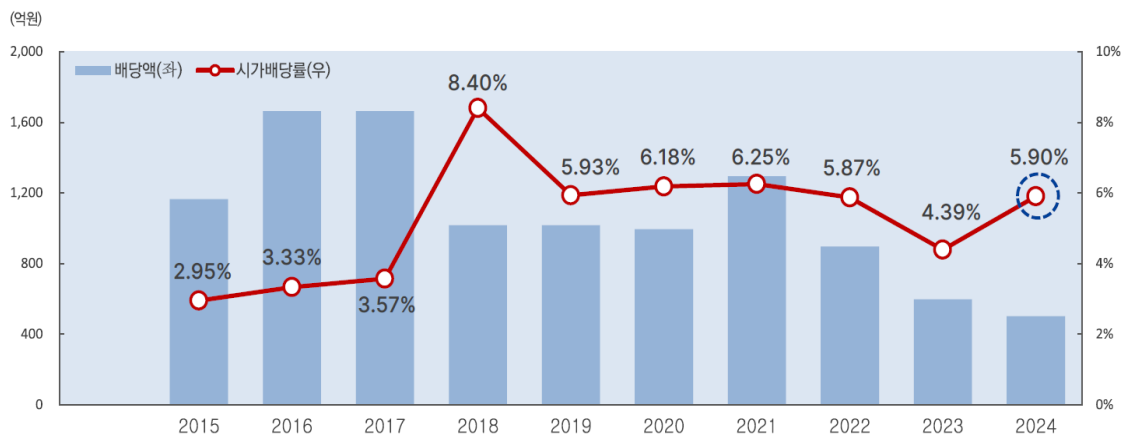
자료: 효성, iM증권 리서치본부

그림3. 효성그룹 사업분야



자료: 효성, iM증권 리서치본부

그림4. 효성 배당총액 및 시가 배당률 추이



구분	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
지배지분순이익(억원)	4,927	4,555	3,256	33,578	1,037	(528)	4,358	156	1	4,532
배당금(원)	3,500	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	6,500	4,500	3,000	3,000
배당액(억원)	1,164	1,663	1,663	1,017	1,017	995	1,294	896	597	502
배당성향	0.24	0.37	0.51	0.03	0.98	-	0.30	5.74	875.36	0.11
* 시가(원)	118,500	150,000	140,000	59,500	84,300	80,900	104,000	76,700	68,300	50,500
시총(억원)	41,614	52,676	49,164	12,537	17,763	17,046	21,914	16,161	14,392	8,454

* 시가(원) : 해당 연도의 배당락 하루 전 종가를 기준으로 시가를 산정함.

자료: 효성, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

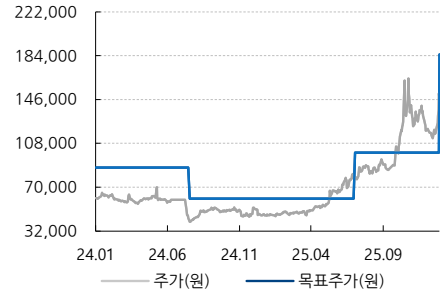
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,022	1,531	2,063	2,625	매출액	2,273	2,407	2,517	2,624
현금 및 현금성자산	109	586	1,086	1,615	증가율(%)	23.0	5.9	4.6	4.2
단기금융자산	6	0	0	0	매출원가	1,753	1,692	1,768	1,839
매출채권	431	456	476	495	매출총이익	520	716	749	785
재고자산	440	466	488	508	판매비와관리비	298	309	316	325
비유동자산	3,319	3,254	3,206	3,173	연구개발비	14	15	16	17
유형자산	921	838	771	718	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	47	40	34	28	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,341	4,785	5,269	5,798	영업이익	221	407	432	460
유동부채	1,352	1,424	1,511	1,618	증가율(%)	283.5	83.8	6.3	6.4
매입채무	142	150	157	164	영업이익률(%)	9.7	16.9	17.2	17.5
단기차입금	480	480	480	480	이자수익	15	77	143	213
유동성장기부채	300	300	300	300	이자비용	69	69	69	69
비유동부채	485	485	485	485	지분이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	12	-20	-81	-151
장기차입금	55	55	55	55	세전계속사업이익	182	390	420	448
부채총계	1,836	1,909	1,996	2,103	법인세비용	13	56	60	64
자배주주지분	2,156	2,464	2,793	3,147	세전계속이익률(%)	8.0	16.2	16.7	17.1
자본금	87	87	87	87	당기순이익	484	334	360	383
자본잉여금	816	816	816	816	순이익률(%)	21.3	13.9	14.3	14.6
이익잉여금	6,669	6,889	7,130	7,397	자배주주귀속 순이익	453	270	291	316
기타자본항목	-5,416	-5,329	-5,241	-5,153	기타포괄이익	88	88	88	88
비자배주주지분	349	413	481	548	총포괄이익	572	422	447	471
자본총계	2,504	2,876	3,274	3,695	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	465	544	573	602	주당지표(원)				
당기순이익	484	334	360	383	EPS	24,073	16,147	17,395	18,894
유형자산감가상각비	98	84	67	53	BPS	128,771	147,171	166,819	187,967
무형자산상각비	10	7	6	5	CFPS	29,827	21,570	21,746	22,386
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
투자활동 현금흐름	-227	-218	-224	-224	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-39	-	-	-	PER	1.9	9.0	8.4	7.7
무형자산의 처분(취득)	11	-	-	-	PBR	0.4	1.0	0.9	0.8
금융상품의 증감	-140	-25	-25	-25	PCR	1.6	6.8	6.7	6.5
재무활동 현금흐름	-247	-80	-80	-80	EV/EBITDA	4.6	5.4	4.3	3.2
단기금융부채의증감	-366	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	190	-	-	-	ROE	19.6	11.7	11.1	10.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	14.5	20.7	20.1	19.8
배당금지급	-74	-50	-50	-50	부채비율	73.3	66.4	61.0	56.9
현금및현금성자산의증감	-39	477	500	529	순부채비율	28.7	8.6	-7.7	-21.1
기초현금및현금성자산	148	109	586	1,086	매출채권회전율(x)	4.2	5.4	5.4	5.4
기말현금및현금성자산	109	586	1,086	1,615	재고자산회전율(x)	3.7	5.3	5.3	5.3

자료 : 효성, iM증권 리서치본부

효성 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-08-05	Buy	60,000	-13.3%	35.5%
2025-07-21	Buy	100,000	8.3%	64.3%
2026-01-19	Buy	185,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-