

효성 (004800)

상법개정으로 지배구조 개선되면서 동사 수혜

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

이사의 주주 충실의무 도입으로 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

무엇보다 중요한 점은 이사의 주주 충실의무는 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 전제로 하고 있는 것이다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무는 기본적으로는 지배주주와 소액주주의 이해상충으로 인하여 특정 주주의 이익이 훼손되는 상황이 주로 문제될 수 있다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 발생할 수 있는 상황으로 지배주주의 회사 주식 저가 취득, 지배주주 보유 주식을 경영권 프리미엄 독점 등의 방식으로 고가 매각, 합병·분할·분할합병·주식의 포괄적 교환·영업양수도 등 기업구조 개편 과정에서 지배주주 혹은 다른 계열회사가 이익을 얻고 이로 인하여 소액주주가 손해를 보는 경우, 경영권 방어 목적으로 지배주주가 혹은 지배주주에게 우호적인 백기사 주주가 분쟁 상대방 주주보다 우선적으로 주식을 취득하여 논란이 되는 경우 등을 들 수 있다.

이러한 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 동사와 같은 지주회사에서 보다 더 자주 발생하고 있을 뿐만 아니라 향후에도 주주간 이해상충 상황이 지속적으로 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 지주회사 할인율이 크게 발생하고 있다. 즉, 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

이번 상법 개정안에서는 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.

무엇보다 감사위원 분리선출 대상을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하는 법안이 통과 될 경우 감사위원회 구성에 대한 소액주주의 영향력이 더욱 더 높아지면서 동사 지배구조 개선 효과가 가속화 될 수 있을 것이다.

목표주가 100,000원으로 상향

동사에 대하여 투자이견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 100,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	100,000원(상향)
증가(2025.07.18)	77,900원
상승여력	28.3%

Stock Indicator

자본금	87십억원
발행주식수	1,674만주
시가총액	1,304십억원
외국인지분율	11.2%
52주 주가	40,050~81,300원
60일평균거래량	69,211주
60일평균거래대금	4.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	17.0	55.8	70.1	32.0
상대수익률	9.7	27.4	43.8	19.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	2,273	2,465	2,592	2,684
영업이익(십억원)	221	218	216	228
순이익(십억원)	453	152	152	161
EPS(원)	24,073	9,060	9,070	9,635
BPS(원)	128,771	140,085	151,408	163,296
PER(배)	1.9	8.6	8.6	8.1
PBR(배)	0.4	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	19.6	6.7	6.2	6.1
배당수익률(%)	6.4	3.9	3.9	3.9
EV/EBITDA(배)	4.6	5.6	5.0	3.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[지주/Mid-Small Cap]
이상헌 2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA]
장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

표1. 더불어민주당이 추진하는 상법 개정안 주요 내용

항목	현행	개정안	비고
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주	국무회의 의결
이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우	국무회의 의결
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	사외이사로서 독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행지시자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사	국무회의 의결
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상	국무회의 의결
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가	
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화	국무회의 의결
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상	
사외이사인 감사위원 선임해임시 3%를 강화	개별 3%	최대주주와 특수관계인의 의결권 등 합산 3%	국무회의 의결

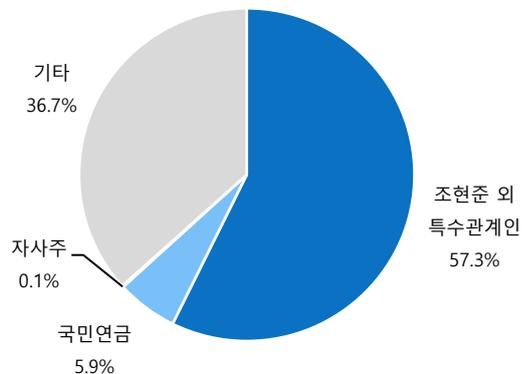
자료: 더불어민주당, iM증권 리서치본부

표2. 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정안
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

그림1. 효성 주주 분포(2025년 7월 4일 기준)



자료: 효성, iM증권 리서치본부

표3. 효성 감사위원회위원 선출기준 및 충족여부

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

자료: 효성, iM증권 리서치본부

표4. 효성 감사위원회 위원의 인적사항 및 사외이사 여부

성명	사외이사 여부	경력	회계·재무전문가 관련		
			해당 여부	전문가 유형	관련 경력
김기용	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

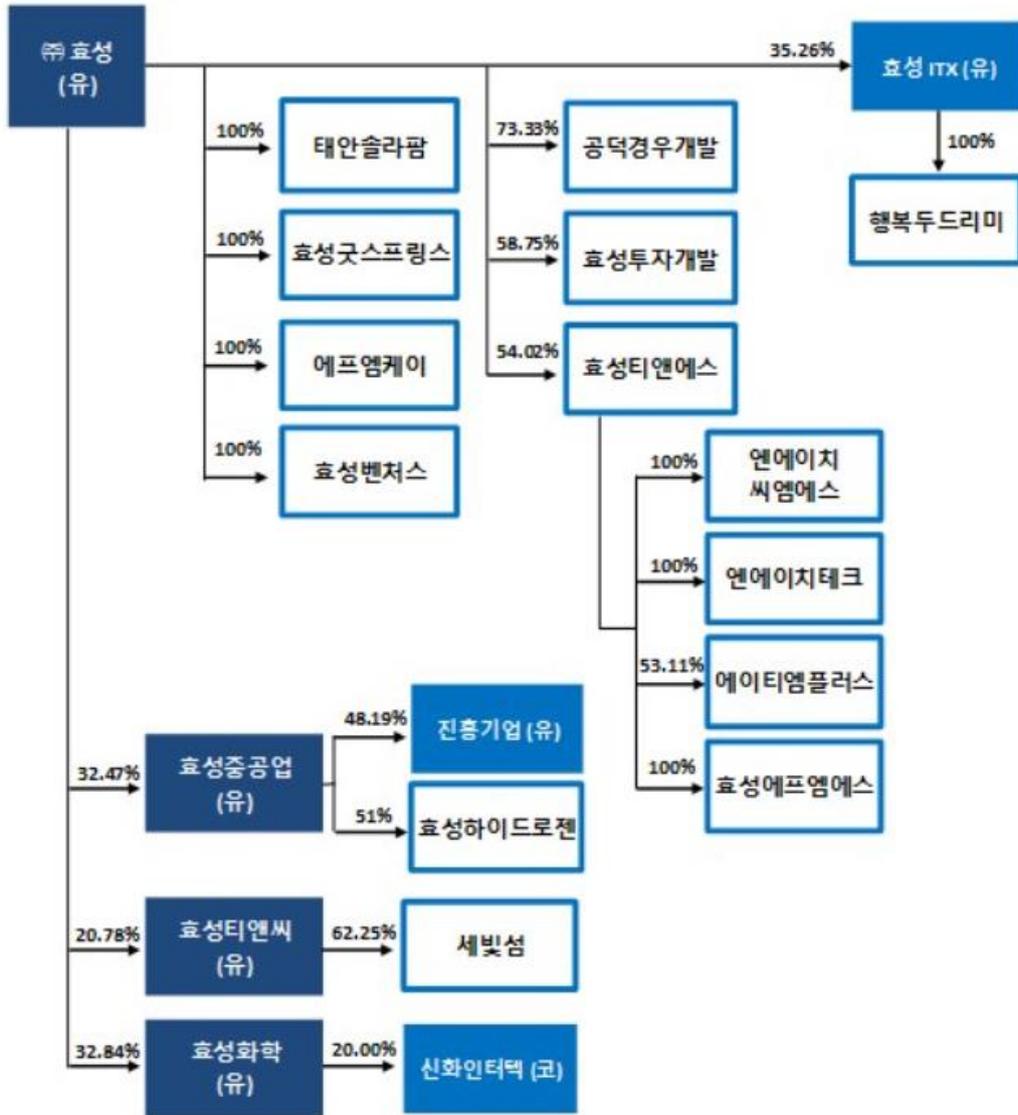
표5. 효성 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	18,244
순차입금	1,053
NAV	17,191
발행주식수	16,740,407
주당 NAV(원)	102,692

자회사	지분율	자회사 가치
효성티앤씨	20.8%	1,888
효성중공업	32.5%	11,309
효성화학	32.8%	359
효성TX	37.0%	428
효성티앤에스	54.0%	1,524
효성굿스프링스	100.0%	729
기타		2,007

자료: 효성, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 효성그룹 소유구조



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

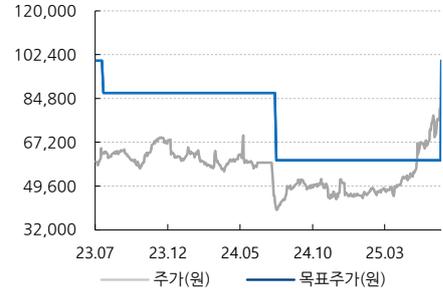
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,022	1,369	1,712	2,068	매출액	2,273	2,465	2,592	2,684
현금 및 현금성자산	109	402	707	1,036	증가율(%)	23.0	8.5	5.1	3.5
단기금융자산	6	0	0	0	매출원가	1,753	1,932	2,051	2,124
매출채권	431	466	489	506	매출총이익	520	533	541	560
재고자산	440	478	502	520	판매비와관리비	298	316	325	332
비유동자산	3,319	3,254	3,206	3,173	연구개발비	14	16	16	17
유형자산	921	838	771	718	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	47	40	34	28	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,341	4,623	4,917	5,240	영업이익	221	218	216	228
유동부채	1,352	1,428	1,516	1,622	증가율(%)	283.5	-1.6	-1.0	6.0
매입채무	142	154	162	168	영업이익률(%)	9.7	8.8	8.3	8.5
단기차입금	480	480	480	480	이자수익	15	53	93	136
유동성장기부채	300	300	300	300	이자비용	69	69	69	69
비유동부채	485	485	485	485	지분이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	12	-15	-54	-97
장기차입금	55	55	55	55	세전계속사업이익	182	181	181	194
부채총계	1,836	1,912	2,000	2,107	법인세비용	13	13	12	15
자배주주지분	2,156	2,345	2,535	2,734	세전계속이익률(%)	8.0	7.3	7.0	7.2
자본금	87	87	87	87	당기순이익	484	168	169	179
자본잉여금	816	816	816	816	순이익률(%)	21.3	6.8	6.5	6.7
이익잉여금	6,669	6,771	6,872	6,984	자배주주귀속 순이익	453	152	152	161
기타자본항목	-5,416	-5,329	-5,241	-5,153	기타포괄이익	88	88	88	88
비자배주주지분	349	366	382	400	총포괄이익	572	256	256	267
자본총계	2,504	2,711	2,917	3,134	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	465	361	377	403	주당지표(원)				
당기순이익	484	168	169	179	EPS	24,073	9,060	9,070	9,635
유형자산감가상각비	98	84	67	53	BPS	128,771	140,085	151,408	163,296
무형자산상각비	10	7	6	5	CFPS	29,827	14,483	13,421	13,126
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	8.6	8.6	8.1
무형자산의 처분(취득)	11	-	-	-	PBR	0.4	0.6	0.5	0.5
금융상품의 증감	-140	-25	-25	-25	PCR	1.6	5.4	5.8	5.9
재무활동 현금흐름	-247	-80	-80	-80	EV/EBITDA	4.6	5.6	5.0	3.8
단기금융부채의증감	-366	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	190	-	-	-	ROE	19.6	6.7	6.2	6.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	14.5	12.5	11.1	10.7
배당금지급	-74	-50	-50	-50	부채비율	73.3	70.6	68.6	67.2
현금및현금성자산의증감	-39	293	304	329	순부채비율	28.7	15.9	4.4	-6.4
기초현금및현금성자산	148	109	402	707	매출채권회전율(x)	4.2	5.5	5.4	5.4
기말현금및현금성자산	109	402	707	1,036	재고자산회전율(x)	3.7	5.4	5.3	5.3

자료 : 효성, iM증권 리서치본부

효성 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자의건	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-08-07	Buy	87,000	-29.9%	-19.7%
2024-08-05	Buy	60,000	-13.3%	35.5%
2025-07-21	Buy	100,000		



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.

[투자의건]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의건은 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 2025-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%