

# 효성중공업 (298040/KS)

점진적으로 올라가는 유럽시장

SK증권 리서치센터

## 매수(유지)

목표주가: 400,000 원(상향)  
현재주가: 346,000 원  
상승여력: 15.6%



Analyst  
나민식, CFA

minsik@sk.com  
3773-9503

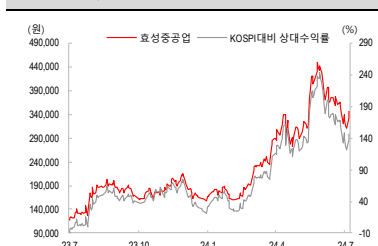
### Company Data

발행주식수	932 만주
시가총액	3,226 십억원
주요주주	
효성(위12)	50.40%
국민연금공단	13.15%

### Stock Data

주가(24/07/09)	346,000 원
KOSPI	2,867.38 pt
52주 최고가	449,500 원
52주 최저가	121,900 원
60일 평균 거래대금	74 십억원

### 주가 및 상대수익률



## 2Q24 Preview: 컨센서스대비 소폭 하회 전망

2Q24 매출액 1 조 3,850 억원(YoY +23.3%), 영업이익 840 억원(YoY -2.0%, OPM 6.1%)을 전망한다. 컨센서스 영업이익 1,010 억원 대비해서 소폭 하회할 것으로 예상한다. ① 1Q24 실적과 마찬가지로 홍해항로에서 발생한 물류 차질 문제로인해서 유럽과 중동을 향하는 전력기기 납품이 지연되고 있다. ② 또한 건설사업부에서 원가상승 영향으로 총공사예정원가가 상승하면서 건설사업부의 영업이익률이 1Q24 대비해서 소폭 하락할 것으로 전망한다.

## 미국에 이어서 수요가 증가하는 유럽시장

2Q24 실적에 단기적인 이슈가 발생했으나 여전히 업황은 견조하다. ① 미국에 이어서 유럽에서도 전력기기 수요가 증가하고 있다. 동사는 지난 7/ 8 일(월) 노르웨이 전력청 대상으로 3,035 억원의 변압기 공급계약을 체결했다. 1Q24 기준으로 동사의 중공업부문의 수주잔고 4 조 1,420 억원과 대비해서 7.4% 규모이며, 동사가 노르웨이에 진출한 이래로 최대규모의 공급계약이다. 전력기기 납품은 26~28 년으로 3 년동안 이어질 것이며, 27 년과 28 년에 집중해서 인도가 될 계획이다. ② 또한 지난 6 월에는 변압기 생산공장 증설을 발표했다. 총 1,000 억원을 투자할 계획이며 미국 멤피스 공장에는 667 억원, 한국 창원공장은 333 억원을 투자할 예정이다. 미국 멤피스공장은 26 년 완공 목표이며, 한국 창원공장은 25 년 6 월을 목표하고 있다.

## 목표주가 상향

목표주가를 기존 380,000 원에서 400,000 원으로 소폭 상향한다. 목표주가는 25 년 BPS 152,453 원에 Target PBR 2.6 배를 적용했다. 24 년 연간 매출액은 4 조 9,570 억원(YoY+15.3%), 영업이익 3,190 억원(YoY +23.7%, OPM 6.4%)를 전망한다.

### 영업실적 및 투자지표

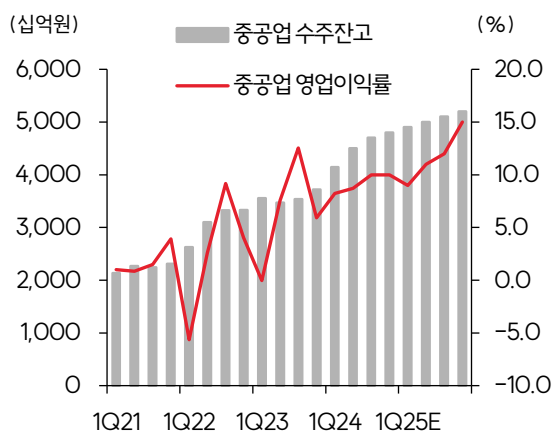
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	3,095	3,510	4,301	4,957	5,319	5,709
영업이익	십억원	120	143	258	319	436	489
순이익(지배주주)	십억원	58	10	116	156	233	264
EPS	원	6,178	1,096	12,438	16,709	24,948	28,261
PER	배	9.4	71.2	13.0	20.7	13.9	12.2
PBR	배	0.6	0.7	1.4	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	배	9.5	9.9	7.7	11.3	8.0	6.9
ROE	%	6.3	1.1	11.3	13.6	17.7	17.1

Valuation Table

구분	단위	변경 전	변경 후	비고
BPS (25년)	(원)	167,216	152,453	
Target PBR	(배)	2.3	2.6	Target PBR 상향
목표주가	(원)	380,000	400,000	
전일종가	(원)	308,000	346,000	
상승여력	%	+23.4	+15.6	

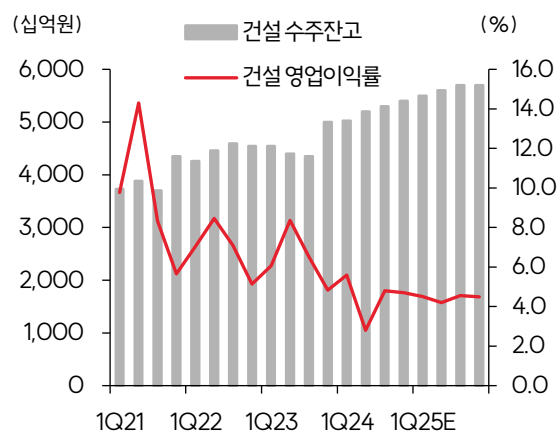
자료: SK 증권

중공업 수주잔고 및 영업이익률



자료: 효성중공업, SK 증권

건설 수주잔고 및 영업이익률



자료: 효성중공업, SK 증권

실적 추정치 변동

	변경 전		변경 후		% change	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,773	5,932	4,957	5,319	▲ 3.8%	▼ 10.3%
영업이익	378	561	319	436	▼ 15.7%	▼ 22.3%
영업이익률	7.9%	9.5%	6.4%	8.2%	▼ 1.5%pt	▼ 1.3%pt

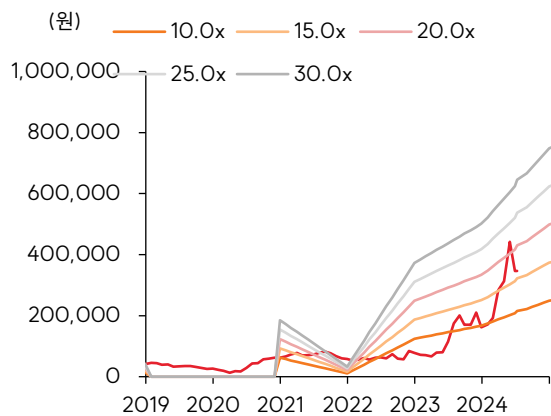
자료: SK 증권

## 분기실적추정 (십억원)

Key Factors	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
중공업 수주잔고(십억원)	3,554	3,467	3,539	3,720	4,142	4,500	4,700	4,800	4,900	5,000	5,100	5,200
건설 수주잔고(십억원)	4,544	4,400	4,352	4,997	5,027	5,200	5,300	5,400	5,500	5,600	5,700	5,700
중공업 영업이익률 (%)	0.0	7.6	12.6	5.9	8.2	8.7	10.0	10.0	9.0	11.0	12.0	15.0
건설 영업이익률 (%)	6.1	8.4	6.5	4.8	5.6	2.8	4.8	4.7	4.5	4.2	4.6	4.5
<b>매출액</b>	<b>846</b>	<b>1,123</b>	<b>1,039</b>	<b>1,292</b>	<b>985</b>	<b>1,385</b>	<b>1,209</b>	<b>1,379</b>	<b>1,086</b>	<b>1,484</b>	<b>1,307</b>	<b>1,442</b>
YoY	41.2	211	32.2	7.9	16.3	23.3	16.3	6.7	10.3	7.2	8.1	4.6
중공업	476	711	592	796	581	942	722	861	646	1,007	787	925
건설	361	408	440	469	394	431	473	503	427	464	506	503
기타	9	4	7	27	10	12	14	16	13	14	14	14
<b>영업비용</b>	<b>832</b>	<b>1,037</b>	<b>945</b>	<b>1,229</b>	<b>928</b>	<b>1,301</b>	<b>1,127</b>	<b>1,282</b>	<b>1,021</b>	<b>1,366</b>	<b>1,202</b>	<b>1,293</b>
중공업	476	657	518	749	533	860	650	775	588	896	692	787
건설	340	374	411	447	372	418	450	479	408	444	483	480
기타	17	6	16	33	23	22	27	29	26	26	27	27
<b>영업이익</b>	<b>14</b>	<b>86</b>	<b>95</b>	<b>63</b>	<b>56</b>	<b>84</b>	<b>82</b>	<b>97</b>	<b>65</b>	<b>118</b>	<b>105</b>	<b>149</b>
YoY	흑전	103.5	68.7	27.3	298.2	-2.0	-13.0	52.2	15.0	40.5	27.3	53.9
OPM	1.7	7.6	9.1	4.9	5.7	6.1	6.8	7.0	5.9	8.0	8.0	10.3
금융수익(비용)	-26	-24	-24	-20	-18	-22	-21	-20	-20	-21	-21	-21
기타 영업외손익	1	0	2	7	-3	1	0	2	1	0	-1	-2
종속및관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0
법인세	0	2	16	20	8	13	12	16	9	19	17	25
<b>당기순이익</b>	<b>-12</b>	<b>59</b>	<b>56</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>51</b>	<b>49</b>	<b>63</b>	<b>36</b>	<b>78</b>	<b>67</b>	<b>101</b>
YoY	적지	393.3	68.3	1892.1	흑전	-13.3	-13.4	117.0	38.8	52.2	36.7	61.2
NPM	-1.4	5.2	5.4	2.2	2.7	3.7	4.0	4.5	3.4	5.2	5.1	7.0

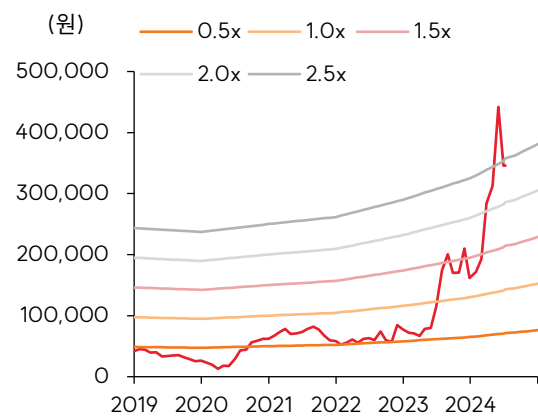
자료: SK 증권

## PER Band



자료: Fnguide, SK 증권

## PBR Band



자료: Fnguide, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	2,221	2,351	2,184	1,899	1,985
현금및현금성자산	213	278	219	199	208
매출채권 및 기타채권	1,166	1,093	932	798	835
재고자산	629	726	625	536	560
<b>비유동자산</b>	2,472	2,410	2,399	2,408	2,420
장기금융자산	411	391	358	375	392
유형자산	1,288	1,281	1,299	1,299	1,299
무형자산	145	114	108	99	92
<b>자산총계</b>	4,693	4,761	4,583	4,307	4,406
<b>유동부채</b>	2,505	2,811	2,687	2,145	1,940
단기금융부채	1,003	940	1,146	737	468
매입채무 및 기타채무	652	921	1,073	919	961
단기충당부채	27	20	22	23	24
<b>비유동부채</b>	1,085	726	508	515	523
장기금융부채	670	420	217	217	217
장기매입채무 및 기타채무	251	153	128	128	128
장기충당부채	130	120	128	134	140
<b>부채총계</b>	3,590	3,537	3,195	2,660	2,463
<b>지배주주지분</b>	975	1,080	1,211	1,421	1,661
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892	892
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	69	176	308	517	757
비지배주주지분	129	144	177	226	281
<b>자본총계</b>	1,103	1,224	1,388	1,647	1,943
<b>부채와자본총계</b>	4,693	4,761	4,583	4,307	4,406

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동현금흐름</b>	-67	455	131	455	403
당기순이익(손실)	29	132	189	282	319
비현금성항목등	193	174	191	201	193
유형자산감가상각비	51	54	65	67	67
무형자산상각비	31	31	12	9	7
기타	111	89	114	125	119
운전자본감소(증가)	-308	194	-107	98	10
매출채권및기타채권의감소(증가)	-212	53	160	134	-37
재고자산의감소(증가)	-213	-82	117	90	-25
매입채무및기타채무의증가(감소)	136	259	-400	-154	42
기타	18	-59	-221	-195	-198
법인세납부	0	-13	-80	-70	-80
<b>투자활동현금흐름</b>	-118	-52	-18	-89	-90
금융자산의감소(증가)	21	-15	19	-4	-4
유형자산의감소(증가)	-91	-32	-60	-67	-67
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-6	0	0
기타	-46	-2	29	-18	-19
<b>재무활동현금흐름</b>	318	-338	-49	-432	-292
단기금융부채의증가(감소)	235	-359	-106	-409	-269
장기금융부채의증가(감소)	79	21	58	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	-23	-23
기타	4	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	132	65	-59	-20	9
기초현금	81	213	278	219	199
기말현금	213	278	219	199	208
FCF	-158	423	71	388	336

자료 : 효성중공업, SK증권 추정

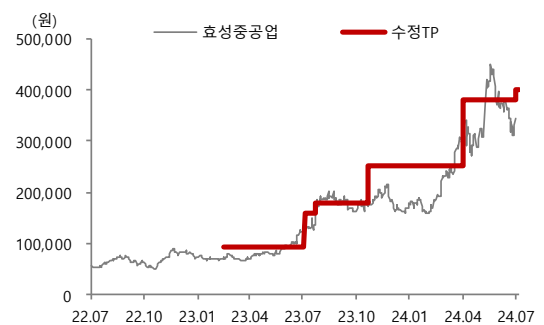
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	3,510	4,301	4,957	5,319	5,709
<b>매출원가</b>	3,075	3,663	4,210	4,432	4,759
<b>매출총이익</b>	435	638	747	887	951
매출총이익률(%)	12.4	14.8	15.1	16.7	16.7
<b>판매비와 관리비</b>	292	380	428	451	461
<b>영업이익</b>	143	258	319	436	489
영업이익률(%)	4.1	6.0	6.4	8.2	8.6
<b>비영업손익</b>	-83	-88	-82	-84	-90
순금융손익	-54	-80	-73	-55	-39
외환관련손익	-23	-7	3	0	0
관계기업등 투자손익	-2	-3	-1	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	60	170	237	352	399
세전계속사업이익률(%)	1.7	3.9	4.8	6.6	7.0
<b>계속사업법인세</b>	31	38	48	70	80
<b>계속사업이익</b>	29	132	189	282	319
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	29	132	189	282	319
순이익률(%)	0.8	3.1	3.8	5.3	5.6
<b>지배주주</b>	10	116	156	233	264
지배주주귀속 순이익률(%)	0.3	2.7	3.1	4.4	4.6
<b>비지배주주</b>	19	16	33	49	56
<b>총포괄이익</b>	62	121	187	282	319
<b>지배주주</b>	42	106	167	254	287
<b>비지배주주</b>	20	15	21	28	32
<b>EBITDA</b>	226	343	395	512	563

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.4	22.5	15.3	7.3	7.3
영업이익	19.3	80.0	23.7	36.7	12.2
세전계속사업이익	-36.6	183.5	39.8	48.5	13.3
EBITDA	18.3	52.0	15.4	29.5	10.0
EPS	-82.3	1,035.4	34.3	49.3	13.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	0.7	2.8	4.0	6.3	7.3
ROE	1.1	11.3	13.6	17.7	17.1
EBITDA마진	6.4	8.0	8.0	9.6	9.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	88.7	83.6	81.3	88.5	102.3
부채비율	325.4	288.9	230.1	161.6	126.8
순차입금/자기자본	125.1	81.7	76.1	40.3	19.7
EBITDA/이자비용(배)	3.9	3.7	4.1	6.6	9.0
배당성향	0.0	20.1	14.9	10.0	8.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,096	12,438	16,709	24,948	28,261
BPS	104,593	115,933	130,002	152,453	178,217
CFPS	9,917	21,554	24,910	33,106	36,182
주당 현금배당금	0	2,500	2,500	2,500	2,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	71.2	13.0	20.7	13.9	12.2
PBR	0.7	1.4	2.7	2.3	1.9
PCR	7.9	7.5	13.9	10.5	9.6
EV/EBITDA	9.9	7.7	11.3	8.0	6.9
배당수익률	0.0	1.5	0.7	0.7	0.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.10	매수	400,000원	6개월		
2024.04.11	매수	380,000원	6개월	-7.22%	18.29%
2023.10.30	매수	250,000원	6개월	-20.50%	23.20%
2023.07.31	매수	180,000원	6개월	0.28%	12.78%
2023.07.12	매수	160,000원	6개월	-16.38%	-7.00%
2023.02.22	매수	92,000원	6개월	-9.62%	46.30%



### Compliance Notice

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 07월 10일 기준)

매수	96.34%	중립	3.66%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------