

효성중공업

| Bloomberg Code (298040 KS) | Reuters Code (298040.KS)

2023년 5월 3일

편안한 쇼크

[전력기기]

이동현 부부장연구위원

☎ 02-3772-2675

✉ ldh@sinhan.com

명지운 책임연구위원

☎ 02-3772-2661

✉ jiunmyoung@sinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (5월 2일)

81,700 원



목표주가

107,000 원 (상향)



상승여력

40.0%

- ◆ 1Q23 Re 저가 물량 인식으로 일시적 쇼크
- ◆ 전방시장 호황을 감안하면 1분기가 바닥
- ◆ 목표주가 +14% 상향, 더더도 보장된 성장



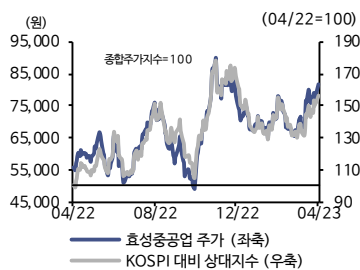
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com



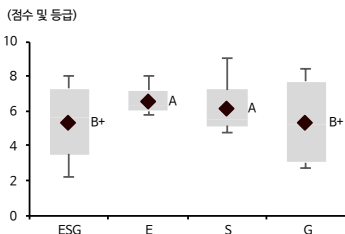
신한투자증권 기업분석부

시가총액	761.8십억원
발행주식수	9.3백만주
유동주식수	4.2백만주(45.2%)
52주 최고가/최저가	89,800원/49,050원
일평균 거래량 (60일)	99,256주
일평균 거래액 (60일)	7,208백만원
외국인 지분율	10.64%
주요주주	
효성 외 13인	54.63%
국민연금공단	7.03%
절대수익률	
3개월	17.6%
6개월	35.3%
12개월	48.8%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	15.0%
6개월	25.2%
12개월	58.4%

주가



ESG 컨센서스



1Q23 Review 매출 증가에 만족

[1Q23 실적] 매출액 8,465억원(+41%, 이하 YoY), 영업이익 141억원(흑전)을 기록했다. 컨센서스 대비 매출액은 21% 상회, 영업이익은 11% 하회했다. 중공업 부문의 매출 성장이 두드러졌다.

[중공업] 매출액 4,766억원(+68%), 영업이익 -9억원(적축)을 기록했다. 매출 증가는 수주잔고가 3.6조원(+37%)으로 증가해 매출인식 물량이 늘어난 영향이다. 영업이익은 장납기 물량의 원가 상승으로 적자를 기록했다. 현재 5년 이상 장납기 물량은 수주잔고의 10% 이하로 2Q23부터 매출이 증가해 흑자전환이 가능해 보인다. [건설] 매출액 3,699억원(+44%), 영업이익 150억원(+4%)을 기록했다. 어려운 건설 상황에도 불구하고 도급 위주의 사업 진행, 견고한 수주잔고로 수익성을 방어했다. 이익률이 줄어든 수 있지만 프로젝트는 안정적이다.

전력기기 부문 호황과 성장에 핵심, 단지 조금 느릴 뿐

국내 대형 전력기기 시장은 효성중공업과 HD현대일렉트릭이 양분한다. 양사는 전력기기에서 비슷한 매출액을 거두지만 시가총액은 효성중공업이 경쟁사의 40%에 불과하다. 이유는 1) 전력기기의 낮은 마진율과 2) 건설사업부의 낮은 멀티플, 3) 높은 부채비율 정도일 것이다.

경쟁사는 선제적 빅베스(2018~19년 영업적자 2,573억원)를 단행하며 잔고의 건전성이 빠르게 회복되었고 효성중공업은 회복이 다소 늦어지고 있다. 건설사업의 높은 이익 기여가 역으로 낮은 건설 멀티플 측면에서는 불편하지만 전력기기 업황 호황은 시차를 두고 반영되고 있다. 전력기기 부족 현상과 풍부한 수주잔고에도 경쟁사 대비 60% 할인은 과도해 보인다. 2Q23부터 격차를 좁혀갈 전망이다.

목표주가 107,000원으로 상향, 전력기기 마진 기여율 증가

매수 투자 의견을 유지하고 목표주가를 107,000원으로 상향한다(기존 94,000원, +13.8%). 적용 EPS를 2023년에서 2023~24년 평균치로 수정했고 추정 EPS는 기존 대비 12% 하향되었다. 높아진 수주잔고와 중공업 부문의 이익 기여 증가(중공업 영업이익 비중 2022년 42%, 24년 65% 예상)를 반영해 적용 PER을 10.8배(기존 8.3배)로 30% 상향했다. 전력기기 이익 증가 속도에 따른 주가 상승을 예상한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	3,094.7	120.1	57.6	6,178	99,975	9.4	9.5	0.6	6.3	111.6
2022	3,510.1	143.2	10.2	1,096	104,517	71.2	9.9	0.7	1.1	125.1
2023F	3,880.7	149.8	58.4	6,261	110,778	13.0	9.5	0.7	5.8	109.7
2024F	4,170.2	216.5	126.8	13,597	124,375	6.0	7.2	0.7	11.6	88.5
2025F	4,483.0	277.9	193.4	20,739	145,114	3.9	5.4	0.6	15.4	59.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

효성중공업 2023년 1분기 잠정 영업실적

	1Q23P	4Q22	QoQ(%)	1Q22	YoY(%)	신한(기준)	컨센서스
매출액 (십억원)	846.5	1,197.5	(29.3)	599.5	41.2	706.6	701.6
영업이익	14.1	49.8	(71.7)	(4.8)	흑전	31.5	15.9
세전이익	(11.5)	8.9	적전	(13.5)	적지	20.4	(2.7)
순이익	(15.5)	(2.6)	적지	(21.4)	적지	14.7	1.6
영업이익률 (%)	1.7	4.2	-	(0.8)	-	4.5	2.3
세전이익률	(1.4)	0.7	-	(2.2)	-	2.9	(0.4)
순이익률	(1.8)	(0.2)	-	(3.6)	-	2.1	0.2

자료: QuantiWise, 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 순이익은 지배주주 기준

효성중공업 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(십억원)	합계	600	927	786	1,198	847	910	847	1,278	2,984	3,095	3,510	3,881	4,170
	중공업	283	517	432	758	477	550	514	843	1,694	1,794	1,989	2,384	2,591
	건설	312	402	347	440	370	360	332	435	1,268	1,277	1,501	1,497	1,579
	기타	4	8	7	-	-	-	-	-	21	23	20	-	-
영업이익	합계	(5)	42	56	50	14	34	47	55	44	120	143	150	216
	중공업	(19)	13	34	33	(1)	22	30	35	(26)	33	60	86	140
	건설	14	29	23	17	15	13	16	19	70	87	83	63	76
세전이익		(13)	25	40	9	(11)	24	39	46	(18)	94	60	97	181
순이익		(21)	9	26	(3)	(15)	16	26	31	(22)	58	10	58	127
영업이익률(%)	합계	(1)	5	7	4	2	4	6	4	1	4	4	4	5
	중공업	(7)	2	8	4	(0)	4	6	4	(2)	2	3	4	5
	건설	5	7	6	4	4	4	5	4	6	7	6	4	5
세전이익률		(2)	3	5	1	(1)	3	5	4	(1)	3	2	3	4
순이익률		(4)	1	3	(0)	(2)	2	3	2	(1)	2	0	2	3
매출액 성장률	YoY	3	31	7	13	41	(2)	8	7	(21)	3	14	11	7
	QoQ	(43)	55	(15)	52	(29)	8	(7)	51	-	-	-	-	-
영업이익 성장률	YoY	적전	5	139	29	흑전	(18)	(17)	10	(66)	172	19	5	44
	QoQ	적전	흑전	33	(11)	(72)	144	36	17	-	-	-	-	-
수주잔고(십억원)	합계	6,903	7,555	7,916	7,940	8,100	7,945	7,886	7,664	5,886	6,659	7,940	8,305	-
	중공업	2,621	3,097	3,325	3,329	3,600	3,671	3,775	3,598	2,072	2,306	3,329	3,579	-
	건설	4,282	4,458	4,591	4,611	4,500	4,274	4,111	4,066	3,815	4,353	4,611	4,726	-
	YoY	18	23	10	19	17	5	(0)	(3)	(27)	(16)	1	8	-
신규수주	합계	6,181	13,572	9,357	7,918	8,669	7,549	7,876	10,554	2,698	3,124	3,706	3,465	3,628
	중공업	5,059	9,442	6,132	5,698	7,070	6,212	6,182	6,652	1,591	1,801	2,637	2,612	2,603
	건설	1,122	4,130	3,225	2,220	1,599	1,337	1,695	3,902	1,107	1,323	1,070	853	1,026
	YoY	34	68	147	(46)	40	(44)	(16)	33	(69)	(59)	(53)	(67)	34

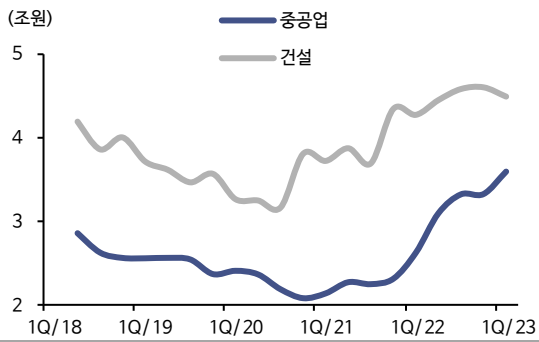
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

효성중공업 PER Valuation - 목표주가 107,000원으로 상향

	Valuation	비고
목표주가 (원)	107,000	기존 94,000원, +13.8% 상향
Target PER (배)	10.8	- 비교업체 프리스미안, 스미토모전기공업, 넥상스의 2023년 추정 평균 PER 13.5배를 20% 할인(기존 40% 할인, 8.3배)
현재주가 (원)	81,700	
상승여력 (%)	40.0	
EPS (원)	9,929	- 2023~24년 추정 평균 EPS, 기존 11,272원, 11.9% 하향

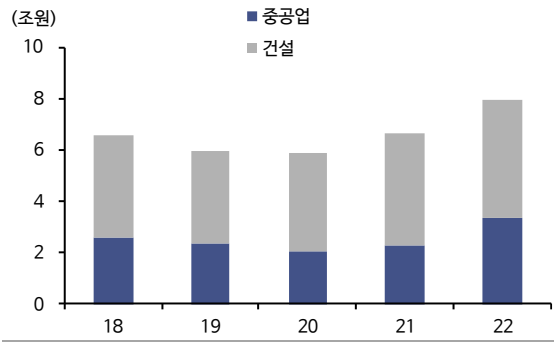
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

건설, 중공업 부문 분기 별 수주잔고 추이



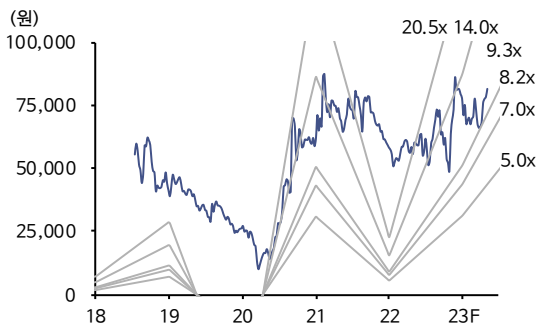
자료: 회사 자료, 신한투자증권

건설, 중공업 부문 연간 수주잔고 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

효성중공업 12개월 선행 PER 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

효성중공업 12개월 선행 PBR 밴드 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

전력기계 Peer Group Valuation 비교

국가	회사 이름	시가총액 (조원)	주가상승률(%)		PER(배)		PBR(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)		EPS성장률(%)	
			1M	YTD	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
한국	LS	3.0	16.2	32.7	5.8	5.3	0.7	0.6	7.6	7.8	11.9	11.4	15.5	8.2
	LSE	2.0	15.9	16.1	11.1	9.4	1.1	1.0	6.3	6.0	10.9	11.6	36.2	17.9
	HD현대일렉트릭	1.9	39.6	24.5	12.5	9.2	2.0	1.7	8.6	6.9	17.0	19.6	(2.0)	36.0
	효성중공업	0.8	22.5	4.7	10.3	5.9	1.0	0.9	8.1	6.4	6.4	11.2	68.2	76.6
	LS전선아시아	0.2	(0.3)	(5.5)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	평균				9.9	7.5	1.2	1.1	7.6	6.8	11.5	13.5	29.5	34.7
해외	프리스미안	14.8	(3.2)	8.1	15.7	15.5	2.5	2.2	8.4	8.1	15.7	15.1	(6.6)	1.6
	스미토모 전기공업	13.4	1.9	15.0	10.3	9.2	0.7	0.7	5.8	5.5	6.7	7.2	28.9	12.2
	넥상스	5.0	(14.5)	(7.3)	13.8	12.2	1.9	1.7	6.2	5.7	14.3	15.2	(4.5)	12.4
	평균				13.3	12.3	1.7	1.5	6.8	6.4	12.2	12.5	5.9	8.7
전체 평균						11.4	9.5	1.4	1.3	7.3	6.6	11.8	13.0	19.4

자료: Bloomberg, 신한투자증권 추정

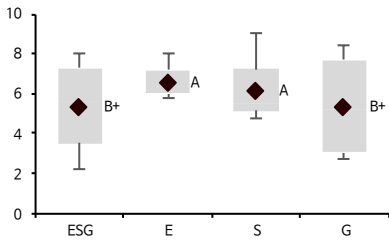
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 환경: VISION 2030 인류의 보다 나은 생활을 선도하는 친환경 기업 구현
- ◆ 사회: 교육과 나눔을 통해 수혜자 스스로 미션을 개척할 수 있도록 힘이 되어주는 기업
- ◆ 지배구조: 견제와 균형을 토대로 효율적인 경영활동을 수행

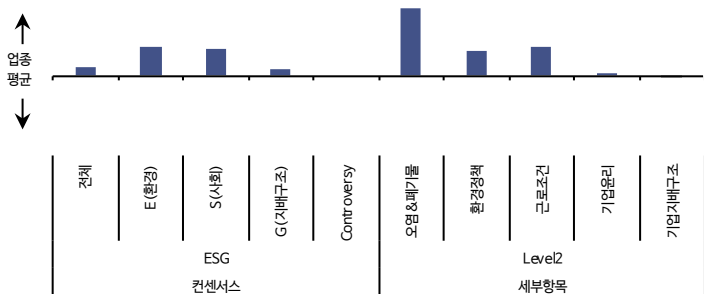
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

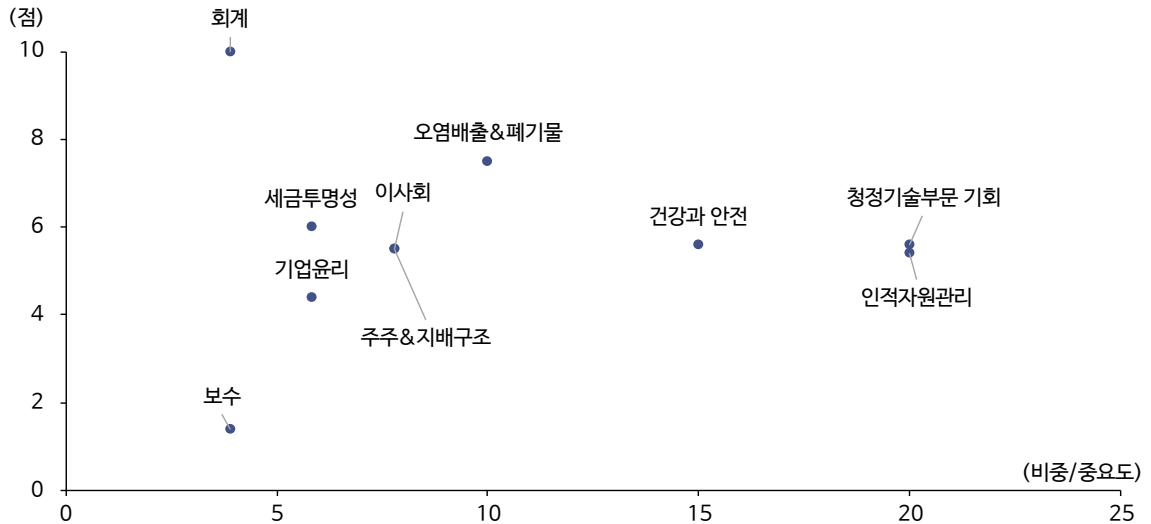
ESG 컨센서스 및 세부 항목별 업종 대비 점수차



자료: 신한투자증권

Key Chart

ESG 세부항목 비중 및 점수



자료: MSCI, Refinitiv, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	4,022.7	4,693.5	4,900.3	5,380.7	5,790.7
유동자산	1,561.6	2,221.5	2,440.9	2,891.3	3,332.3
현금및현금성자산	81.0	212.7	297.8	410.6	665.5
매출채권	578.5	710.9	758.4	877.9	943.8
재고자산	413.1	628.7	670.8	776.4	834.7
비유동자산	2,461.1	2,472.0	2,459.4	2,489.4	2,458.4
유형자산	1,256.2	1,288.1	1,272.5	1,258.3	1,208.0
무형자산	147.9	145.1	123.5	105.7	90.9
투자자산	407.3	411.7	436.3	498.3	532.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,985.6	3,590.3	3,722.0	4,053.2	4,235.7
유동부채	1,944.0	2,504.9	2,608.9	2,870.2	3,014.2
단기차입금	344.8	730.2	730.2	730.2	730.2
매입채무	522.8	536.4	572.3	662.4	712.1
유동성장기부채	285.8	220.0	220.0	220.0	220.0
비유동부채	1,041.5	1,085.3	1,113.1	1,183.0	1,221.5
사채	149.3	219.6	219.6	219.6	219.6
장기차입금(경기금융부채 포함)	486.4	450.1	450.1	450.1	450.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,037.1	1,103.2	1,178.3	1,327.5	1,555.0
자본금	46.6	46.6	46.6	46.6	46.6
자본잉여금	892.4	892.4	892.4	892.4	892.4
기타자본	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
기타포괄이익누계액	(35.1)	(32.6)	(32.6)	(32.6)	(32.6)
이익잉여금	29.0	68.9	127.3	254.1	447.5
지배주주지분	932.2	974.6	1,033.0	1,159.8	1,353.2
비지배주주지분	104.9	128.6	145.3	167.7	201.8
*충차입금	1,291.9	1,673.1	1,676.6	1,685.6	1,690.5
*순차입금(순현금)	1,157.8	1,379.7	1,292.8	1,175.4	917.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	110.6	(67.1)	164.5	232.2	304.5
당기순이익	76.5	29.1	75.1	149.2	227.5
무형자산상각비	50.4	50.8	55.6	54.1	50.4
무형자산상각비	20.1	31.4	25.6	21.9	18.8
외화환산손실(이익)	(1.9)	11.4	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.7)	(0.5)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(1.2)	1.7	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(100.6)	(307.5)	8.2	7.1	7.9
(법인세납부)	(11.6)	0.0	(22.1)	(31.6)	(48.9)
기타	79.6	116.5	22.1	31.5	48.8
투자활동으로인한현금흐름	(89.9)	(117.7)	(74.0)	(119.5)	(45.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(41.1)	(94.1)	(40.0)	(40.0)	0.0
유형자산의감소	0.6	2.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(23.7)	(1.0)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
투자자산의감소(증가)	(40.2)	7.6	(24.7)	(62.0)	(34.2)
기타	14.5	(33.0)	(5.3)	(13.5)	(7.4)
FCF	35.6	(234.7)	126.7	138.5	255.9
재무활동으로인한현금흐름	7.1	317.7	3.6	9.0	4.9
차입금의 증가(감소)	20.0	330.4	3.6	9.0	4.9
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(12.9)	(12.7)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(8.9)	(8.9)	(8.9)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.9	(1.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	28.7	131.7	85.1	112.7	254.9
기초현금	52.3	81.0	212.7	297.8	410.6
기말현금	81.0	212.7	297.8	410.6	665.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,094.7	3,510.1	3,880.7	4,170.2	4,483.0
증감률 (%)	3.7	13.4	10.6	7.5	7.5
매출원가	2,690.4	3,075.1	3,410.8	3,616.4	3,847.2
매출총이익	404.3	435.0	469.9	553.8	635.8
매출총이익률 (%)	13.1	12.4	12.1	13.3	14.2
판매관리비	284.2	291.8	320.1	337.3	357.9
영업이익	120.1	143.2	149.8	216.5	277.9
증감률 (%)	172.4	19.3	4.6	44.5	28.4
영업이익률 (%)	3.9	4.1	3.9	5.2	6.2
영업외손익	(25.7)	(83.4)	(52.7)	(35.7)	(1.5)
금융손익	(33.2)	(74.3)	(46.9)	(21.5)	9.2
기타영업외손익	8.5	(7.3)	(5.7)	(14.3)	(10.7)
중속 및 관계기업관련손익	(1.0)	(1.7)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	94.4	59.8	97.1	180.8	276.4
법인세비용	17.8	30.7	22.1	31.6	48.9
계속사업이익	76.5	29.1	75.1	149.2	227.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	76.5	29.1	75.1	149.2	227.5
증감률 (%)	흑전	(61.9)	157.7	98.7	52.5
순이익률 (%)	2.5	0.8	1.9	3.6	5.1
(지배주주)당기순이익	57.6	10.2	58.4	126.8	193.4
(비지배주주)당기순이익	18.9	18.9	16.7	22.4	34.1
총포괄이익	67.7	62.2	75.1	149.2	227.5
(지배주주)총포괄이익	48.7	42.4	65.4	129.9	198.1
(비지배주주)총포괄이익	19.0	19.8	9.7	19.3	29.4
EBITDA	190.6	225.5	231.0	292.5	347.0
증감률 (%)	59.2	18.3	2.5	26.6	18.6
EBITDA 이익률 (%)	6.2	6.4	6.0	7.0	7.7

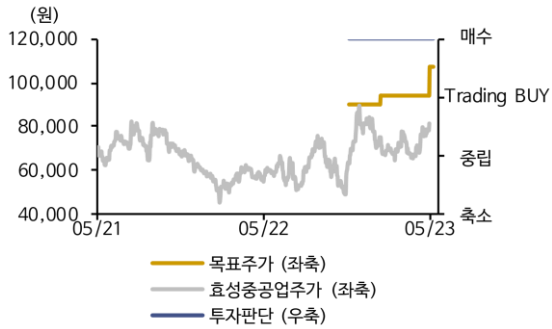
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	8,206	3,124	8,052	15,997	24,399
EPS (지배순이익, 원)	6,178	1,096	6,261	13,597	20,739
BPS (자본총계, 원)	111,227	118,313	126,364	142,361	166,760
BPS (지배지분, 원)	99,975	104,517	110,778	124,375	145,114
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	7.1	25.0	10.1	5.1	3.3
PER (지배순이익, 배)	9.4	71.2	13.0	6.0	3.9
PBR (자본총계, 배)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR (지배지분, 배)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (배)	9.5	9.9	9.5	7.2	5.4
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.2	6.4	6.0	7.0	7.7
영업이익률 (%)	3.9	4.1	3.9	5.2	6.2
순이익률 (%)	2.5	0.8	1.9	3.6	5.1
ROA (%)	2.0	0.7	1.6	2.9	4.1
ROE (지배순이익, %)	6.3	1.1	5.8	11.6	15.4
ROIC (%)	7.0	5.3	6.1	9.4	12.0
안정성					
부채비율 (%)	287.9	325.4	315.9	305.3	272.4
순차입금비율 (%)	111.6	125.1	109.7	88.5	59.0
현금비율 (%)	4.2	8.5	11.4	14.3	22.1
이자보상배율 (배)	3.0	2.4	1.8	2.6	3.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	26.9	11.4	8.3	8.0	7.7
재고자산회수기간 (일)	43.2	54.2	61.1	63.3	65.6
매출채권회수기간 (일)	62.3	67.0	69.1	71.6	74.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

효성중공업(298040)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 11월 08일	매수	90,000	(13.0)	(0.2)
2023년 01월 16일	매수	94,000	(24.3)	(13.1)
2023년 05월 03일	매수	107,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이동현, 명지운)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 01일 기준)

매수 (매수)	94.97%	Trading BUY (중립)	3.02%	중립 (중립)	2.01%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------