



BUY

목표주가(12M) 240,000원(상향)
현재주가(10.27) 175,600원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,302.81
52주 최고/최저(원)	203,000/49,050
시가총액(십억원)	1,637.4
시가총액비중(%)	0.09
발행주식수(천주)	9,324.5
60일 평균 거래량(천주)	108.8
60일 평균 거래대금(십억원)	19.4
외국인지분율(%)	9.94
주요주주 지분율(%)	
효성 외 13 인	54.63
국민연금공단	11.81

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,403.3	4,996.9
영업이익(십억원)	281.9	395.4
순이익(십억원)	149.0	248.8
EPS(원)	13,718	23,656
BPS(원)	118,539	142,020

	(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	3,094.7	3,510.1	4,479.7	5,131.0
영업이익	120.1	143.2	327.4	461.5
세전이익	94.4	59.8	228.2	359.7
순이익	57.6	10.2	163.2	242.8
EPS	6,178	1,096	17,501	26,039
증감율	흑전	(82.26)	1,496.81	48.79
PER	9.44	71.17	10.03	6.74
PBR	0.58	0.75	1.44	1.19
EV/EBITDA	9.48	9.91	7.18	5.25
ROE	6.35	1.07	15.46	19.30
BPS	100,052	104,593	121,951	147,989
DPS	0	0	0	0

효성중공업 (298040)

중공업 부문 두 자릿수 마진 달성

목표주가 240,000원으로 상향, 투자의견 매수 유지

효성중공업 목표주가 240,000원으로 기존대비 26.3% 상향하며 투자의견 매수를 유지한다. 2024년 예상 EPS에 목표 PER 9배를 적용하였다. 3분기 실적은 시장 컨센서스를 상회했다. 중공업 부문에서 고마진 매출 비중 상승으로 두 자릿수 이익률을 기록했기 때문이다. 건설 부문도 마진은 다소 하락했으나 안정적인 흐름을 지속하고 있다. 2023년 추정치 기준 PER 10.0배, PBR 1.4배다.

3Q23 영업이익 946억원(YoY +68.8%)으로 컨센서스 상회

3분기 매출액은 10,394억원을 기록하며 전년대비 32.2% 증가했다. 중공업 부문은 조업일수 감소 영향으로 전분기대비 매출이 감소했고 건설은 기존 수주잔고를 기반으로 성장을 지속하고 있다. 영업이익은 946억원을 기록하며 전년대비 68.8% 증가했다. 중공업 부문이 매출 감소에도 불구하고 고마진 수주잔고가 실적에 반영되면서 이익률이 크게 개선되었다. 미국 법인도 드디어 BEP 이상을 기록했고 수주 물량들의 예상 마진이 높아 앞으로 실적 상승이 본격화될 전망이다. 중국과 인도 법인도 높은 이익률을 기록하면서 해외 법인의 기여도가 꾸준히 제고되는 모습이다. 신규 수주는 유럽, 북미, 중동 등의 지역에서 견조한 상황이며 연말 수주가 집중되는 점을 감안하면 개선 여지는 충분하다. 건설 부문은 진흥기업을 제외하면 다소 부진했던 것으로 보이나 전분기 준공에 따른 정산이익 증가, 도급금액 증액 성공 등이 집중된 기저로 간주된다. 수주는 여전히 수익성 중심의 선별수주로 안정적인 추세를 지속하는 중이다.

증설에 대한 고민이 필요한 시점

미국 법인 인력 확충과 속련도 개선에 따른 생산능력 제고로 이익 기여도가 빠르게 상승할 전망이다. 국내뿐만 아니라 해외 주요 법인도 안정적인 실적을 보여주고 있어 긍정적이다. 전방 업황은 여전히 견고하고 수주잔고도 꾸준히 늘어나는 만큼 추가적인 생산능력 확대를 검토할 수 있는 상황으로 판단된다. 북미와 중동 시장을 포함하여 유럽과 아시아 등에서도 시장 수요 증가 및 신규 시장 진입으로 수주 여력이 제고되고 있기 때문이다. 장기계약이 추가로 늘어난다면 그에 대응하는 직간접적 증설 필요성이 커질 전망이다.



Analyst 유재선 jaeseon.yoo@hanafn.com
RA 채운샘 unsam1@hanafn.com

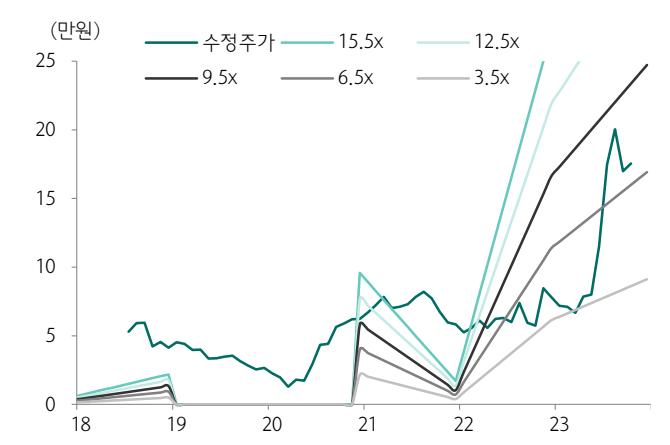
도표 1. 효성중공업 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2022				2023F				3Q23 증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	YoY	QoQ
매출액	5,995	9,268	7,863	11,975	8,465	11,227	10,394	14,712	32.2	(7.4)
중공업	2,835	5,171	4,322	7,578	4,766	7,117	5,933	9,927	37.3	(16.6)
건설	3,160	4,097	3,541	4,397	3,699	4,110	4,461	4,785	26.0	8.5
영업이익	(48)	421	561	498	141	857	946	1,353	68.8	10.4
중공업	(192)	127	336	328	(9)	566	728	1,156	116.7	28.6
건설	144	294	225	170	150	291	218	197	(2.9)	(25.1)
세전이익	(135)	246	399	88	(118)	605	720	1,158	80.8	19.0
순이익	(214)	87	255	(26)	(155)	544	518	810	102.6	(4.8)
영업이익률	(0.8)	4.5	7.1	4.2	1.7	7.6	9.1	9.2	-	-
중공업	(6.8)	2.5	7.8	4.3	(0.2)	8.0	12.3	11.6	-	-
건설	4.6	7.2	6.3	3.9	4.1	7.1	4.9	4.1	-	-
세전이익률	(2.3)	2.6	5.1	0.7	(1.4)	5.4	6.9	7.9	-	-
순이익률	(3.6)	0.9	3.2	(0.2)	(1.8)	4.8	5.0	5.5	-	-

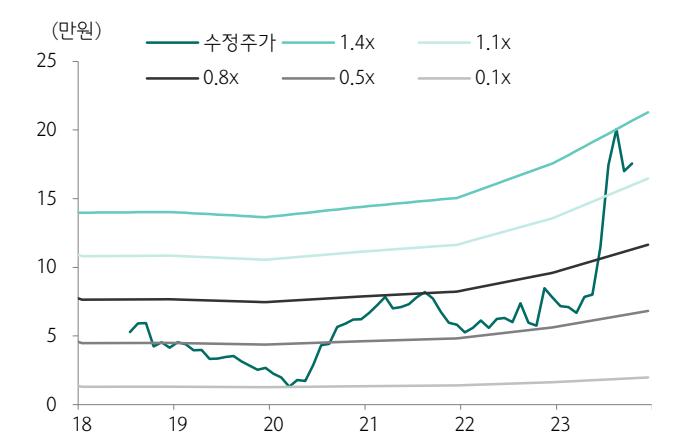
자료: 효성중공업, 하나증권

도표 2. 효성중공업 12M Fwd PER 추이



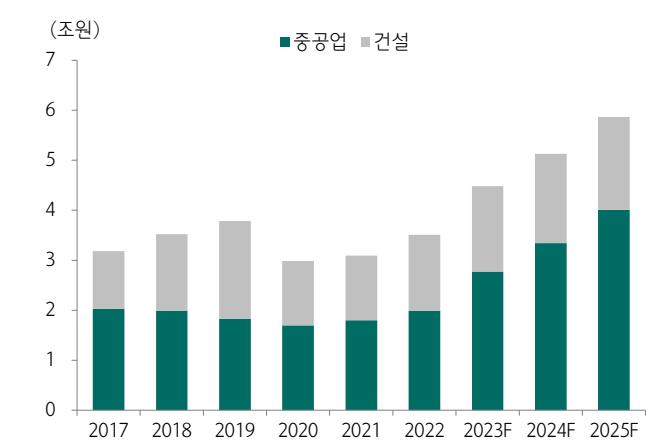
자료: 효성중공업, 하나증권

도표 3. 효성중공업 12M Fwd PBR 추이



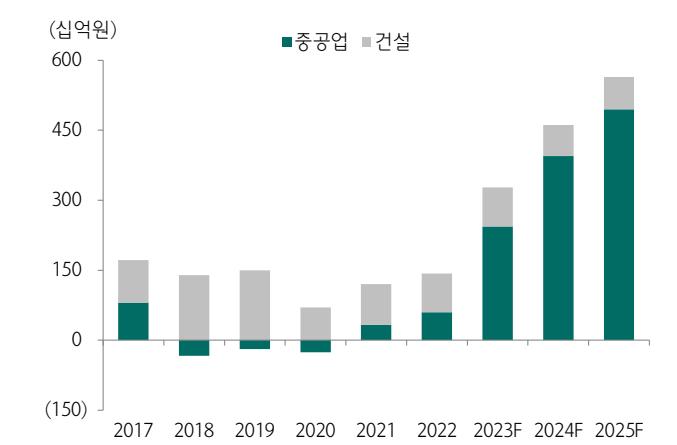
자료: 효성중공업, 하나증권

도표 4. 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 효성중공업, 하나증권

도표 5. 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 효성중공업, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,094.7	3,510.1	4,479.7	5,131.0	5,866.7
매출원가	2,690.4	3,075.1	3,751.1	4,216.6	4,789.6
매출총이익	404.3	435.0	728.6	914.4	1,077.1
판관비	284.2	291.8	401.2	452.9	513.0
영업이익	120.1	143.2	327.4	461.5	564.0
금융손익	(33.2)	(74.3)	(97.0)	(100.0)	(100.0)
종속/관계기업손익	(1.0)	(1.7)	(1.9)	(1.8)	(1.8)
기타영업외손익	8.5	(7.3)	(0.2)	0.0	0.0
세전이익	94.4	59.8	228.2	359.7	462.2
법인세	17.8	30.7	44.6	89.9	115.5
계속사업이익	76.5	29.1	183.6	269.8	346.6
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	76.5	29.1	183.6	269.8	346.6
비지배주주지분 순이익	18.9	18.9	20.4	27.0	34.7
지배주주순이익	57.6	10.2	163.2	242.8	312.0
지배주주지분포괄이익	48.7	42.4	164.3	249.7	320.8
NOPAT	97.4	69.7	263.3	346.2	423.0
EBITDA	190.6	225.5	414.0	555.2	664.7
성장성(%)					
매출액증가율	3.71	13.42	27.62	14.54	14.34
NOPAT증가율	106.36	(28.44)	277.76	31.48	22.18
EBITDA증가율	59.23	18.31	83.59	34.11	19.72
영업이익증가율	172.34	19.23	128.63	40.96	22.21
(지배주주)순이익증가율	흑전	(82.29)	1,500.00	48.77	28.50
EPS증가율	흑전	(82.26)	1,496.81	48.79	28.49
수익성(%)					
매출총이익률	13.06	12.39	16.26	17.82	18.36
EBITDA이익률	6.16	6.42	9.24	10.82	11.33
영업이익률	3.88	4.08	7.31	8.99	9.61
계속사업이익률	2.47	0.83	4.10	5.26	5.91

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,178	1,096	17,501	26,039	33,457
BPS	100,052	104,593	121,951	147,989	181,446
CFPS	23,631	23,867	44,002	56,434	67,482
EBITDAPS	20,441	24,184	44,399	59,540	71,287
SPS	331,887	376,441	480,422	550,270	629,165
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	9.44	71.17	10.03	6.74	5.25
PBR	0.58	0.75	1.44	1.19	0.97
PCFR	2.47	3.27	3.99	3.11	2.60
EV/EBITDA	9.48	9.91	7.18	5.25	4.18
PSR	0.18	0.21	0.37	0.32	0.28
재무비율(%)					
ROE	6.35	1.07	15.46	19.30	20.32
ROA	1.49	0.23	3.30	4.45	5.19
ROIC	6.37	3.95	14.05	17.69	19.96
부채비율	287.86	325.44	303.16	267.57	231.12
순부채비율	111.63	125.06	92.21	70.77	48.80
이자보상배율(배)	2.98	2.45	3.32	4.89	6.30

자료: 하나증권

대차대조표

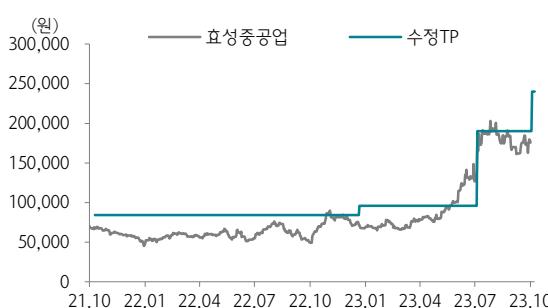
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,561.6	2,221.5	2,735.1	3,088.1	3,498.7
금융자산	134.2	293.4	367.1	371.5	453.3
현금성자산	81.0	212.7	268.0	257.8	325.9
매출채권	578.5	710.9	873.4	1,002.0	1,123.4
재고자산	413.1	628.7	772.4	886.2	993.5
기타유동자산	435.8	588.5	722.2	828.4	928.5
비유동자산	2,461.1	2,472.0	2,448.8	2,629.9	2,800.1
투자자산	407.3	411.7	453.0	519.7	582.6
금융자산	384.6	381.0	415.3	476.4	534.1
유형자산	1,256.2	1,288.1	1,374.4	1,512.3	1,638.3
무형자산	147.9	145.1	113.5	89.8	71.1
기타비유동자산	649.7	627.1	507.9	508.1	508.1
자산총계	4,022.7	4,693.5	5,183.9	5,717.9	6,298.8
유동부채	1,944.0	2,504.9	2,831.0	3,020.0	3,183.3
금융부채	656.3	1,003.4	996.4	916.0	825.1
매입채무	522.8	536.4	659.0	756.1	847.6
기타유동부채	764.9	965.1	1,175.6	1,347.9	1,510.6
비유동부채	1,041.5	1,085.3	1,067.1	1,142.3	1,213.3
금융부채	635.7	669.6	556.4	556.4	556.4
기타비유동부채	405.8	415.7	510.7	585.9	656.9
부채총계	2,985.6	3,590.3	3,898.1	4,162.3	4,396.5
지배주주지분	932.2	974.6	1,136.4	1,379.2	1,691.1
자본금	46.6	46.6	46.6	46.6	46.6
자본잉여금	892.4	892.4	892.4	892.4	892.4
자본조정	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
기타포괄이익누계액	(35.1)	(32.6)	(32.9)	(32.9)	(32.9)
이익잉여금	29.0	68.9	231.1	473.9	785.9
비지배주주지분	104.9	128.6	149.4	176.4	211.1
자본총계	1,037.1	1,103.2	1,285.8	1,555.6	1,902.2
순금융부채	1,157.8	1,379.7	1,185.7	1,100.9	928.2

현금흐름표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	110.6	(67.1)	419.7	391.1	473.4
당기순이익	76.5	29.1	183.6	269.8	346.6
조정	134.7	211.3	109.4	93.6	100.7
감가상각비	70.5	82.3	86.6	93.6	100.7
외환거래손익	(1.9)	11.4	5.1	0.0	0.0
지분법손익	(1.2)	1.7	1.1	0.0	0.0
기타	67.3	115.9	16.6	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(100.6)	(307.5)	126.7	27.7	26.1
투자활동 현금흐름	(89.9)	(117.7)	(60.4)	(289.3)	(284.7)
투자자산감소(증가)	11.0	(2.7)	(40.2)	(66.7)	(62.9)
자본증가(감소)	(40.5)	(91.3)	(118.1)	(208.0)	(208.0)
기타	(60.4)	(23.7)	97.9	(14.6)	(13.8)
재무활동 현금흐름	7.1	317.7	(151.0)	(80.4)	(90.9)
금융부채증가(감소)	83.3	381.1	(120.3)	(80.4)	(90.9)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(76.2)	(63.4)	(30.7)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	28.7	131.7	53.6	(10.2)	68.0
Unlevered CFO	220.3	222.5	410.3	526.2	629.2
Free Cash Flow	69.5	(161.2)	300.9	183.1	265.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과정을

효성증공업



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
23.10.30	BUY	240,000		
23.7.31	BUY	190,000	-5.00%	6.84%
23.1.17	BUY	96,000	-10.91%	55.00%
22.11.5	1년 경과		-	-
21.11.5	BUY	84,000	-29.11%	-9.52%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2023년 10월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(유재선)는 2023년 10월 30일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.62%	4.93%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 10월 27일