

효성중공업 (298040/KS)

드디어 미국공장 흑자전환

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 250,000 원(상향)
 현재주가: 175,600 원
 상승여력: 42.4%

3Q23 Review

3Q23 매출액 1 조 394 억원(YoY +32.2%), 영업이익 946 억원(YoY +68.8%, OPM 9.1%)를 기록했다. 일회성 요인 없이 컨센서스 대비해서 +38.5% 상회하는 놀라운 실적을 발표했다. 특히 중공업 부문은 영업이익률 12.3%(YoY +3.1%pt)을 보여줬다. 가동률 정상화로 인한 미국 생산법인 흑자전환 및 매출액에서 수익성이 높은 프로젝트의 비중 확대가 중공업 부문 영업이익률 성장에 기여했다.

추정치 상향, 목표주기도 상향

중공업 부문의 수익성 개선을 반영하여 영업이익 추정치를 상향 조정했다. 기존 24 년 추정 영업이익 4,720 억원(OPM:8.2%)에서 7,330 억원(OPM:12.7%)으로 +55% 상향조정했다. 실적 상향조정의 근거는 ① 미국에서 시작한 전력기기 업황개선으로 중공업 부문의 실적개선은 일시적인 현상이 아니다. 24 년에도 분기별 성장이 나타날 것으로 전망한다. ② 3Q23 기준으로 수주잔고에 반영된 수익성이 높은 프로젝트가 매출액으로 인식되면서 영업이익률 개선이 이어질 것으로 생각한다. ③ 적자를 기록하던 미국 생산법인 가동률이 정상화 되면서 중공업 부문의 영업이익률 개선에 기여할 것으로 생각한다. 3Q23 기준으로 미국공장 약 300 명을 확보하면서 안정적 생산이 가능한 구조로 올라왔다. 실적 추정치 상향을 반영하여 목표주가 250,000 원(vs. 기존 200,000 원)으로 상향한다.



Analyst
나민식, CFA

minsik@sk.com
 02-3773-9503

Company Data

발행주식수	932 만주
시가총액	1,637 십억원
주요주주	
효성(외13)	54.63%
국민연금공단	11.81%

Stock Data

주가(23/10/27)	175,600 원
KOSPI	2,302.81pt
52주 최고가	203,000 원
52주 최저가	49,050 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



주가 변동성은 높지만 편안한 실적 성장

최근 전력기기 관련기업 주가변동성이 높아지고 있지만, 실적은 우상향을 그리고 있다. 8월 초대형 변압기 수출금액 해프닝, 10월 1~20일 초대형 변압기 수출단가 하락, HD 현대일렉트릭 호실적 발표에도 셀은 등 기업가치와 무관한 이슈로 주가 변동폭이 확대되고 있다. 그러나 북미 유틸리티 회사들의 CAPEX 규모, 제조업체들의 전력기기 신규 주문 건수 등 업황의 선형 데이터를 봤을 때 업황의 피크아웃을 걱정할 단계는 아니라고 생각한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	2,984	3,095	3,510	4,578	5,751	7,194
영업이익	십억원	44	120	143	375	733	973
순이익(지배주주)	십억원	-22	58	10	206	472	653
EPS	원	-2,382	6,178	1,096	22,059	50,609	70,063
PER	배	-26.1	9.4	71.2	8.0	3.5	2.5
PBR	배	0.7	0.6	0.7	1.4	1.0	0.7
EV/EBITDA	배	15.1	9.5	9.9	7.5	4.0	2.8
ROE	%	-2.5	6.3	1.1	19.1	33.4	33.0

Valuation Table

구분	단위	변경 후	변경 전	비고
BPS (24년)	(원)	177,117	147,208	중공업 부문 추정치 상향
Target PBR	(배)	1.4	1.4	변경 없음
목표주가	(원)	250,000	200,000	
전일종가	(원)	175,600	161,200	
상승여력	%	+42.4	+24.1	

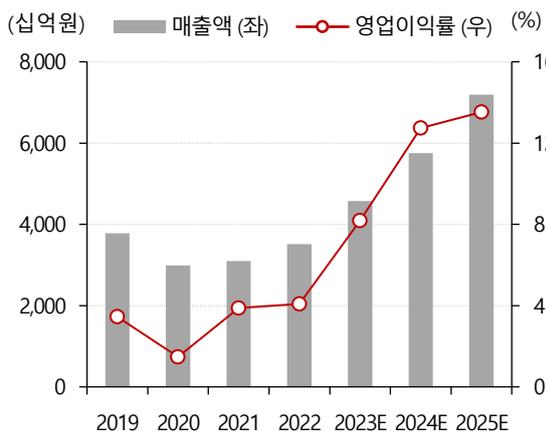
자료: 효성중공업, SK 증권

분기 실적추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	600	927	786	1,197	847	1,123	1,039	1,569	1,050	1,413	1,292	1,996
YoY	2.8%	31.4%	7.4%	11.5%	41.2%	21.1%	32.2%	31.0%	24.1%	25.8%	24.3%	27.2%
중공업	283	517	432	757	477	712	593	1,098	643	961	801	1,482
건설	312	402	347	433	370	411	446	464	407	452	491	510
영업이익	-5	42	56	50	14	86	95	180	117	178	153	285
영업이익률	-0.8%	4.5%	7.1%	4.2%	1.7%	7.6%	9.1%	11.5%	11.1%	12.6%	11.8%	14.3%
중공업	-5.6%	2.6%	9.2%	4.0%	-0.2%	8.0%	12.3%	14.5%	15.0%	15.5%	16.0%	17.5%
건설	7.0%	8.5%	7.1%	5.1%	4.1%	7.1%	4.9%	4.7%	5.0%	6.5%	5.0%	5.0%
세전이익	-13	25	40	9	-12	61	72	155	89	156	129	264
법인세	4	13	6	7	0	2	16	31	18	31	26	53
순이익	-18	12	34	1	-12	59	56	124	71	124	103	211
순이익률(%)	-3.0%	1.3%	4.3%	0.1%	-1.4%	5.2%	5.4%	7.9%	6.8%	8.8%	8.0%	10.6%

자료: 효성중공업, SK 증권

매출액, 영업이익률 추이



자료: 효성중공업, SK 증권

사업부문별 영업이익률 추이



자료: 효성중공업, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,562	2,221	3,293	4,159	5,213
현금및현금성자산	81	213	239	274	318
매출채권 및 기타채권	891	1,166	1,527	1,943	2,448
재고자산	413	629	824	1,048	1,320
비유동자산	2,461	2,472	2,417	2,486	2,595
장기금융자산	385	411	482	613	772
유형자산	1,256	1,288	1,274	1,224	1,180
무형자산	148	145	113	90	71
자산총계	4,023	4,693	5,711	6,645	7,808
유동부채	1,944	2,505	3,380	3,746	4,131
단기금융부채	656	1,003	1,424	1,259	999
매입채무 및 기타채무	649	652	1,336	1,700	2,142
단기충당부채	21	27	35	44	56
비유동부채	1,042	1,085	1,001	1,060	1,131
장기금융부채	636	670	556	556	556
장기매입채무 및 기타채무	237	251	230	230	230
장기충당부채	129	130	171	217	274
부채총계	2,986	3,590	4,382	4,806	5,262
지배주주지분	932	975	1,179	1,651	2,304
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	29	69	274	745	1,399
비지배주주지분	105	129	150	188	241
자본총계	1,037	1,103	1,329	1,839	2,546
부채외자본총계	4,023	4,693	5,711	6,645	7,808

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	32	-113	161	533	709
당기순이익(순실)	77	29	227	510	706
비현금성항목등	144	193	238	292	325
유형자산감가상각비	50	51	54	49	45
무형자산상각비	20	31	29	24	19
기타	73	111	155	219	262
운전자본감소(증가)	-101	-308	-155	-50	-61
매출채권및기타채권의감소(증가)	-67	-212	-290	-416	-505
재고자산의감소(증가)	-5	-213	-177	-224	-272
매입채무및기타채무의증가(감소)	25	136	260	364	442
기타	-54	-18	51	226	274
법인세납부	-12	0	-54	-127	-176
투자활동현금흐름	-83	-103	-18	-171	-208
금융자산의감소(증가)	27	21	-30	-29	-35
유형자산의감소(증가)	-41	-91	-14	0	0
무형자산의감소(증가)	-24	-1	2	0	0
기타	-45	-32	23	-142	-173
재무활동현금흐름	23	286	230	-165	-260
단기금융부채의증가(감소)	-150	235	284	-165	-260
장기금융부채의증가(감소)	195	79	-8	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-22	-28	-46	0	0
현금의 증가(감소)	29	132	26	35	44
기초현금	52	81	213	239	274
기말현금	81	213	239	274	318
FCF	-9	-205	147	533	709

자료 : 효성중공업, SK증권 추정

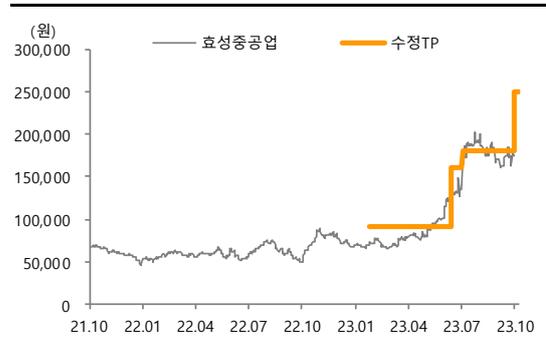
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,095	3,510	4,578	5,751	7,194
매출원가	2,690	3,075	3,788	4,504	5,583
매출총이익	404	435	789	1,247	1,610
매출총이익률(%)	13.1	12.4	17.2	21.7	22.4
판매비와 관리비	284	292	414	514	637
영업이익	120	143	375	733	973
영업이익률(%)	3.9	4.1	8.2	12.7	13.5
비영업손익	-26	-83	-99	-95	-90
순금융손익	-35	-54	-93	-92	-85
외환관련손익	1	-23	-6	-4	-3
관계기업등 투자손익	-1	-2	-1	0	0
세전계속사업이익	94	60	276	638	883
세전계속사업이익률(%)	3.0	1.7	6.0	11.1	12.3
계속사업법인세	18	31	49	127	176
계속사업이익	77	29	227	510	706
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	77	29	227	510	706
순이익률(%)	2.5	0.8	5.0	8.9	9.8
지배주주	58	10	206	472	653
지배주주귀속 순이익률(%)	1.9	0.3	4.5	8.2	9.1
비지배주주	19	19	21	38	53
총포괄이익	68	62	226	510	706
지배주주	49	42	204	472	654
비지배주주	19	20	22	38	53
EBITDA	191	226	458	806	1,037

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	3.7	13.4	30.4	25.6	25.1
영업이익	172.4	19.3	161.6	95.5	32.8
세전계속사업이익	흑전	-36.6	360.6	131.4	38.4
EBITDA	59.2	18.3	103.0	76.0	28.7
EPS	흑전	-82.3	1,913.5	129.4	38.4
수익성 (%)					
ROA	2.0	0.7	4.4	8.3	9.8
ROE	6.3	1.1	19.1	33.4	33.0
EBITDA마진	6.2	6.4	10.0	14.0	14.4
안정성 (%)					
유동비율	80.3	88.7	97.4	111.0	126.2
부채비율	287.9	325.4	329.7	261.3	206.7
순차입금/자기자본	111.6	125.1	123.1	76.5	41.9
EBITDA/이자비용(배)	4.7	3.9	4.7	8.8	12.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,178	1,096	22,059	50,609	70,063
BPS	100,052	104,593	126,508	177,117	247,180
CFPS	13,743	9,917	30,969	58,447	76,885
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	9.4	71.2	8.0	3.5	2.5
PBR	0.6	0.7	1.4	1.0	0.7
PCR	4.2	7.9	5.7	3.0	2.3
EV/EBITDA	9.5	9.9	7.5	4.0	2.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.29	매수	250,000원	6개월		
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 기관투자가 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 (2023년 10월 29일 기준)

매수	94.79%	중립	5.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------