

효성중공업 (298040/KS)

일시적인 성장률 둔화

유틸/신재생. 나민식 / minsik@sks.co.kr / 3773-9503

Signal: 추석연휴로 인한 조업일수 감소 영향

Key: 765kV 초대형 변압기 수요 증가

Step: 대형 송전 전력기기 위주 수익성 개선 이어진다

매수(유지)

목표주가: 3,000,000 원(상향)

현재주가: 2,349,000 원

상승여력: 27.7%

STOCK DATA

| | |
|--------------|-------------|
| 주가(26/01/22) | 2,349,000 원 |
| KOSPI | 4,952.53 pt |
| 52 주 최고가 | 2,360,000 원 |
| 60 일 평균 거래대금 | 130 십억원 |

COMPANY DATA

| | |
|----------|------------|
| 발행주식수 | 932 만주 |
| 시가총액 | 21,903 십억원 |
| 주요주주 | |
| 효성(외 12) | 43.97% |
| 국민연금공단 | 10.25% |
| 외국인 지분율 | 26.44% |

주가 및 상대수익률

4Q25 컨센서스 부합 전망

4Q25 매출액 1 조 7,010 억원(YoY +8.2%), 영업이익 2,080 억원(YoY +57.2%, OPM 12.2%)를 전망한다. 컨센서스 영업이익 2,016 억원에 부합하는 실적을 기대한다. 4Q25는 추석연휴로 인한 조업일수 감소의 영향으로 일시적인 매출액 성장률이 둔화되는 국면이다. 또한 건설사업부문에서 추가 대손충당금 발생 가능성을 반영했다. 그러나 일시적인 실적둔화일 뿐 기업가치에 미치는 영향은 제한적이라 판단한다.

765kV 초대형 변압기 수요가 증가한다

26년 매출액 7 조 4,390 억원(YoY +25.5%), 영업이익 1조원(YoY +44.1%, OPM 13.4%)를 전망한다. 전력기기 사이클 장기화로 중공업 부문의 매출액 성장률이 유지되며 OPM 개선을 추정치에 반영했다. 건설부문은 현상유지를 가정했다. 중공업 부문에서 향후 모니터링이 필요한 변수는 다음과 같다. (1) 765kV 변압기: 북미 765kV 송전선 프로젝트가 급증하고 있다. 특히 텍사스를 비롯한 AI 데이터센터 수요증가 지역에서 데이터센터 유치를 위해 유틸리티 기업이 765kV 변압기를 주문하고 있다. 765kV 변압기는 생산기업이 제한되기 때문에 수익성 개선에 기여할 것으로 전망한다. (2) 비상전력 경매: 현재까지 유틸리티 고객사를 통해 간접적으로 AI 시장에 노출되어 있다. 그러나 향후 직접 빅테크를 통해 AI 데이터센터 시장에 접근이 가능할 것으로 판단한다.

Valuation

기존 목표주가 250 만원에서 300 만원으로 상향한다. 27년 EPS 106,017 원, Target PER 31 배를 적용했다.

추정치 변경 및 컨센서스 비교

| | 25년 4분기 | | | | | 26년 연간실적 | | | | |
|--------------|---------|--------|-------|-------|-------|----------|--------|-------|-------|-------|
| | 신규 추정치 | 이전 추정치 | 차이(%) | 컨센서스 | 차이(%) | 신규 추정치 | 이전 추정치 | 차이(%) | 컨센서스 | 차이(%) |
| 매출액(십억원) | 1,701 | 1,394 | 22.0 | 1,639 | 3.8 | 7,439 | 6,461 | 15.1 | 6,853 | 8.5 |
| 영업이익(십억원) | 208 | 139 | 49.6 | 202 | 3.0 | 1,000 | 623 | 60.5 | 975 | 2.5 |
| 지배주주순이익(십억원) | 143 | 110 | 30.0 | 144 | -0.7 | 746 | 463 | 61.1 | 718 | 3.9 |
| 영업이익률(%) | 12.2 | 10.0 | - | 12.3 | - | 13.4 | 9.6 | - | 14.2 | - |
| 지배주주순이익률(%) | 8.4 | 7.9 | - | 8.8 | - | 10.0 | 7.2 | - | 10.5 | - |

자료: SK 증권

| Valuation Table | | | | |
|-----------------|-----|-----------|-----------|------------------|
| 구분 | 단위 | 변경 전 | 변경 후 | 비고 |
| EPS | (원) | 80,911 | 106,017 | 적용시점 변경(26->27년) |
| Target PER | (배) | 31 | 31 | |
| 목표주가 | (원) | 2,500,000 | 3,000,000 | |
| 전일종가 | (원) | 2,135,000 | 2,349,000 | |
| 상승여력 | % | +17.1 | +27.7 | |

자료: SK 증권

| 분기실적추정 (십억원) | | | | | | | | | | | | |
|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24P | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25E | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E |
| 중공업 수주잔고 | 5,513 | 6,570 | 7,337 | 9,205 | 10,429 | 10,718 | 11,079 | 11,500 | 3,720 | 9,205 | 11,500 | 15,500 |
| 건설 수주잔고 | 7,546 | 7,161 | 7,425 | 8,702 | 8,552 | 8,576 | 8,392 | 8,492 | 4,997 | 8,702 | 8,492 | 8,892 |
| 중공업 영업이익률 | 6.0 | 8.7 | 13.9 | 10.8 | 12.3 | 15.8 | 17.0 | 16.5 | 5.9 | 10.1 | 15.7 | 17.0 |
| 건설 영업이익률 | 5.6 | -0.9 | 3.0 | 3.4 | 3.7 | -1.1 | 5.2 | 2.8 | 6.4 | 2.7 | 2.6 | 3.3 |
| 매출액 | 985 | 1,194 | 1,145 | 1,572 | 1,076 | 1,525 | 1,624 | 1,701 | 4,301 | 4,895 | 5,926 | 7,439 |
| YoY | 16.3 | 6.3 | 10.2 | 21.7 | 9.3 | 27.8 | 41.8 | 8.2 | 22.5 | 13.8 | 21.1 | 25.5 |
| 중공업 | 581 | 743 | 711 | 1,064 | 731 | 1,061 | 1,144 | 1,172 | 2,575 | 3,098 | 4,107 | 5,536 |
| 건설 | 394 | 435 | 421 | 494 | 334 | 449 | 466 | 515 | 1,679 | 1,744 | 1,764 | 1,847 |
| 기타 | 10 | 15 | 13 | 14 | 12 | 15 | 14 | 14 | 47 | 52 | 55 | 56 |
| 영업비용 | 928 | 1,131 | 1,034 | 1,440 | 974 | 1,361 | 1,405 | 1,493 | 4,043 | 4,533 | 5,232 | 6,439 |
| 중공업 | 546 | 679 | 612 | 949 | 641 | 893 | 949 | 979 | 2,424 | 2,786 | 3,462 | 4,597 |
| 건설 | 372 | 439 | 409 | 477 | 321 | 454 | 442 | 501 | 1,571 | 1,697 | 1,718 | 1,787 |
| 기타 | 11 | 13 | 13 | 14 | 11 | 14 | 14 | 14 | 48 | 50 | 52 | 55 |
| 영업이익 | 56 | 63 | 111 | 132 | 102 | 164 | 219 | 208 | 258 | 362 | 694 | 1,000 |
| YoY | 298.2 | -26.9 | 17.8 | 108.4 | 82.3 | 162.1 | 96.6 | 57.2 | 80.0 | 40.6 | 91.4 | 44.1 |
| OPM | 5.7 | 5.2 | 9.7 | 8.4 | 9.5 | 10.8 | 13.5 | 12.2 | 6.0 | 7.4 | 11.7 | 13.4 |
| 금융수익(비용) | -19 | -22 | -20 | 22 | 5 | -35 | -21 | -7 | -96 | -39 | -58 | -64 |
| 기타 영업외손익 | -3 | -7 | -1 | -88 | 23 | -22 | -2 | -2 | 9 | -99 | -3 | -4 |
| 종속및관계기업관련손익 | -1 | 0 | 0 | 0 | -1 | -1 | -1 | 0 | -4 | -1 | -3 | 0 |
| 법인세 | 8 | 5 | 18 | -30 | 27 | 20 | 44 | 40 | 38 | 1 | 131 | 186 |
| 당기순이익 | 25 | 29 | 72 | 96 | 102 | 86 | 151 | 159 | 129 | 222 | 499 | 746 |
| YoY | 흑전 | -49.5 | 30.4 | 238.3 | 306.9 | 201.0 | 108.6 | 65.6 | 312.3 | 72.7 | 124.3 | 49.4 |
| NPM | 2.6 | 2.4 | 6.3 | 6.1 | 9.5 | 5.7 | 9.3 | 9.4 | 3.0 | 4.5 | 8.4 | 10.0 |

자료: SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 유동자산 | 2,351 | 3,036 | 3,599 | 5,007 | 6,763 |
| 현금및현금성자산 | 278 | 249 | 423 | 1,130 | 2,186 |
| 매출채권 및 기타채권 | 1,093 | 1,330 | 1,440 | 1,760 | 2,080 |
| 재고자산 | 726 | 885 | 958 | 1,171 | 1,384 |
| 비유동자산 | 2,410 | 3,182 | 3,320 | 3,396 | 3,475 |
| 장기금융자산 | 391 | 320 | 289 | 353 | 417 |
| 유형자산 | 1,281 | 2,172 | 2,272 | 2,288 | 2,304 |
| 무형자산 | 114 | 123 | 115 | 102 | 93 |
| 자산총계 | 4,761 | 6,219 | 6,919 | 8,402 | 10,238 |
| 유동부채 | 2,811 | 3,093 | 3,315 | 4,045 | 4,775 |
| 단기금융부채 | 940 | 665 | 719 | 879 | 1,039 |
| 매입채무 및 기타채무 | 921 | 785 | 1,555 | 1,900 | 2,246 |
| 단기충당부채 | 20 | 80 | 86 | 105 | 125 |
| 비유동부채 | 726 | 1,070 | 1,116 | 1,170 | 1,224 |
| 장기금융부채 | 420 | 648 | 647 | 647 | 647 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 153 | 198 | 226 | 226 | 226 |
| 장기충당부채 | 120 | 113 | 122 | 149 | 176 |
| 부채총계 | 3,537 | 4,163 | 4,431 | 5,215 | 5,999 |
| 지배주주지분 | 1,080 | 1,909 | 2,325 | 2,950 | 3,892 |
| 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 | 176 | 353 | 794 | 1,419 | 2,361 |
| 비지배주주지분 | 144 | 147 | 163 | 238 | 347 |
| 자본총계 | 1,224 | 2,056 | 2,489 | 3,188 | 4,240 |
| 부채와자본총계 | 4,761 | 6,219 | 6,919 | 8,402 | 10,238 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 455 | 412 | 583 | 924 | 1,273 |
| 당기순이익(손실) | 132 | 223 | 502 | 746 | 1,098 |
| 비현금성항목등 | 174 | 214 | 330 | 283 | 325 |
| 유형자산감가상각비 | 54 | 59 | 69 | 74 | 74 |
| 무형자산상각비 | 31 | 14 | 16 | 13 | 9 |
| 기타 | 89 | 141 | 244 | 195 | 241 |
| 운전자본감소(증가) | 194 | 44 | -147 | 91 | 91 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 53 | -259 | -216 | -320 | -320 |
| 재고자산의감소(증가) | -82 | -119 | -7 | -213 | -213 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 259 | 48 | 122 | 346 | 346 |
| 기타 | -59 | -153 | -277 | -382 | -516 |
| 법인세납부 | -13 | -84 | -175 | -186 | -275 |
| 투자활동현금흐름 | -52 | -215 | -253 | -244 | -244 |
| 금융자산의감소(증가) | -15 | -61 | -112 | -81 | -81 |
| 유형자산의감소(증가) | -32 | -82 | -137 | -90 | -90 |
| 무형자산의감소(증가) | -3 | -14 | -9 | 0 | 0 |
| 기타 | -2 | -57 | 5 | -73 | -73 |
| 재무활동현금흐름 | -338 | -228 | -12 | 113 | 113 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -359 | -459 | -63 | 160 | 160 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 21 | 164 | 96 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | -23 | -47 | -47 | -47 |
| 기타 | 0 | 89 | 2 | -0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 65 | -29 | 174 | 707 | 1,056 |
| 기초현금 | 213 | 278 | 249 | 423 | 1,130 |
| 기말현금 | 278 | 249 | 423 | 1,130 | 2,186 |
| FCF | 423 | 330 | 446 | 834 | 1,183 |

자료 : 효성중공업, SK증권 추정

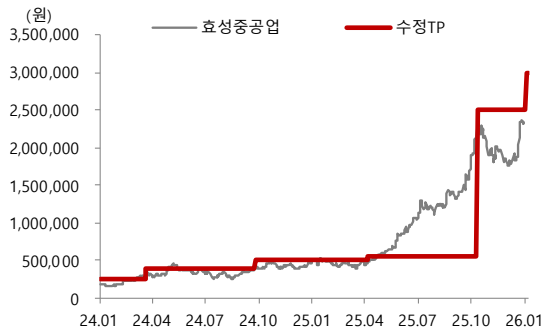
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 4,301 | 4,895 | 5,926 | 7,439 | 8,950 |
| 매출원가 | 3,663 | 4,103 | 4,724 | 5,862 | 6,818 |
| 매출중이익 | 638 | 792 | 1,203 | 1,577 | 2,133 |
| 매출총이익률(%) | 14.8 | 16.2 | 20.3 | 21.2 | 23.8 |
| 판매비와 관리비 | 380 | 429 | 508 | 577 | 672 |
| 영업이익 | 258 | 362 | 694 | 1,000 | 1,461 |
| 영업이익률(%) | 6.0 | 7.4 | 11.7 | 13.4 | 16.3 |
| 비영업손익 | -88 | -139 | -62 | -67 | -88 |
| 순금융손익 | -80 | -26 | -20 | -10 | 33 |
| 외환관련손익 | -7 | 19 | -7 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | -3 | -2 | -2 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 170 | 224 | 632 | 932 | 1,373 |
| 세전계속사업이익률(%) | 3.9 | 4.6 | 10.7 | 12.5 | 15.3 |
| 계속사업법인세 | 38 | 1 | 130 | 186 | 275 |
| 계속사업이익 | 132 | 223 | 502 | 746 | 1,098 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 132 | 223 | 502 | 746 | 1,098 |
| 순이익률(%) | 3.1 | 4.6 | 8.5 | 10.0 | 12.3 |
| 지배주주 | 116 | 223 | 488 | 671 | 989 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 2.7 | 4.5 | 8.2 | 9.0 | 11.0 |
| 비지배주주 | 16 | 0 | 14 | 75 | 110 |
| 총포괄이익 | 121 | 852 | 477 | 746 | 1,098 |
| 지배주주 | 106 | 852 | 478 | 738 | 1,087 |
| 비지배주주 | 15 | 1 | -0 | 8 | 11 |
| EBITDA | 343 | 435 | 780 | 1,087 | 1,544 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 22.5 | 13.8 | 21.1 | 25.5 | 20.3 |
| 영업이익 | 80.0 | 40.6 | 91.6 | 43.9 | 46.2 |
| 세전계속사업이익 | 183.5 | 31.8 | 182.7 | 47.4 | 47.3 |
| EBITDA | 52.0 | 27.0 | 79.2 | 39.3 | 42.1 |
| EPS | 1,035.4 | 92.0 | 119.3 | 37.5 | 47.3 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 2.8 | 4.1 | 7.6 | 9.7 | 11.8 |
| ROE | 11.3 | 14.9 | 23.1 | 25.4 | 28.9 |
| EBITDA마진 | 8.0 | 8.9 | 13.2 | 14.6 | 17.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 83.6 | 98.2 | 108.6 | 123.8 | 141.6 |
| 부채비율 | 288.9 | 202.5 | 178.0 | 163.6 | 141.5 |
| 순차입금/자기자본 | 81.7 | 35.4 | 23.3 | -1.5 | -24.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 3.7 | 4.9 | 13.0 | 17.2 | 21.8 |
| 배당성향 | 20.1 | 20.9 | 9.5 | 6.9 | 4.7 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 12,438 | 23,876 | 52,366 | 71,985 | 106,017 |
| BPS | 115,933 | 204,753 | 249,472 | 316,464 | 417,487 |
| CFPS | 21,554 | 31,691 | 61,552 | 81,340 | 114,954 |
| 주당 현금배당금 | 2,500 | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 13.0 | 16.5 | 34.0 | 32.6 | 22.2 |
| PBR | 1.4 | 1.9 | 7.1 | 7.4 | 5.6 |
| PCR | 7.5 | 12.4 | 28.9 | 28.9 | 20.4 |
| EV/EBITDA | 7.7 | 10.4 | 22.2 | 20.1 | 13.6 |
| 배당수익률 | 1.5 | 1.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | | (원) |
|------------|------|------------|--------------|---------|----------------|-----|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 | |
| 2026.01.23 | 매수 | 3,000,000원 | 6개월 | | | |
| 2025.11.03 | 매수 | 2,500,000원 | 6개월 | -19.47% | -5.60% | |
| 2025.04.28 | 매수 | 550,000원 | 6개월 | 99.32% | 288.18% | |
| 2024.10.16 | 매수 | 500,000원 | 6개월 | -11.50% | 6.60% | |
| 2024.07.10 | 매수 | 400,000원 | 6개월 | -19.31% | -1.00% | |
| 2024.04.11 | 매수 | 380,000원 | 6개월 | -7.22% | 18.29% | |
| 2024.01.30 | 매수 | 250,000원 | 6개월 | -11.57% | 23.20% | |



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 3 자에게 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 (2026년 01월 23일 기준) | 매수 | 93.90% | 중립 | 6.10% | 매도 | 0.00% |
|---------------------------------------|----|--------|----|-------|----|-------|