

효성중공업 (298040/KS)

765kV 변압기 수혜전망

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

- Signal:** 765kv 변압기 수주공시 이어지고 있음
- Key:** 26년은 미국 765kV 구축 프로젝트 시작 원년
- Step:** 구조적인 성장이 예상된다

매수(유지)

목표주가: 3,000,000 원(유지)
 현재주가: 2,453,000 원
 상승여력: 22.3%

STOCK DATA

주가(26/02/19)	2,453,000 원
KOSPI	5,677.25 pt
52주 최고가	2,603,000 원
60일 평균 거래대금	134 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	932 만주
시가총액	22,873 십억원
주요주주	
효성(외 12)	43.97%
국민연금공단	10.25%
외국인 지분율	27.00%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025P	2026E	2027E
매출액	십억원	5,968	6,863	7,826
영업이익	십억원	747	951	1,327
순이익(지배주주)	십억원	520	607	872
EPS	원	55,774	65,134	93,503
PER	배	31.9	36.6	25.5
PBR	배	7.0	7.6	5.9
EV/EBITDA	배	20.8	23.6	16.8
ROE	%	24.4	23.0	26.2
배당성향	%	9.0	7.7	5.3

765kV 변압기 시장 수혜

765kV 초대형 변압기 시장은 동사의 가장 강력한 경쟁우위가 있는 영역이다. 26년은 미국 765kV 송전망구축 프로젝트의 시작 원년으로 판단한다. 그동안 300~500kV 전압을 주력으로 사용했으나, 전력수요 폭증으로 인해서 더 높은 전압인 765kV 전력망을 신규로 건설하고 있다. 765kV 송전망은 용량 대비 경제성이 높으며, ROW폭을 좁게 사용할 수 있기 때문에 인허가 측면에서도 이점이 있다. 글로벌 시장에서 765kV 변압기 생산이 가능한 기업은 동사를 포함해서 총 5개사에 불과하다. 설계 및 생산 난이도는 높은 반면에 그동안 765kV 시장이 작아서 생산기술을 등한시했기 때문이다. 그러나 동사는 국내외 765kV 전력망 프로젝트에서 다양한 레퍼런스를 쌓으며 제조역량을 쌓아왔다. 기존에 주력으로 생산하던 300~500kV 변압기 대비해서 700kV는 수익성이 월등히 높은 것으로 추정한다.

본격적인 증설효과는 27년부터 시작

25년 하반기부터 공격적인 증설계획이 이어졌다. 창원 초고압차단기 전용공장, HVDC 변압기 생산공장, 미국 멤피스 초고압 변압기 공장, 인도 푸네 공장 등 다방면에서 증설을 위한 투자가 이어지고 있다. 26년 역시도 CAPEX 투자가 집중될 것으로 전망한다. CAPEX는 25년 약 2,500 억원에서 26년 6,500 억원으로 대폭 확대될 것으로 추정한다. 실제 물량(Q-growth) 증가효과는 27년부터 본격화될 것으로 전망한다.

26년에도 성장이 이어지는 3가지 이유

26년 중공업부문 매출액 4 조 8,130 억원(YoY +16.7%), 영업이익 8,840 억원(OPM 18.4%)을 예상한다. 중공업 부문에서 성장이 이어질 것으로 전망한다. 그 배경은 다음과 같다. ① (증설효과) 26년 하반기부터 증설효과로 미국 수출물량 증가 효과로 믹스개선 효과가 본격화될 것으로 전망한다. ② (관세) 관세 환입효과가 반영되면 추가적인 수익성 개선까지 나타날 수 있다고 판단한다. 관세 이슈는 단기적으로 수익성 부담 요인이나 중장기적으로 보전 가능성이 높다고 전망한다. ③ (765kV) 북미 765kV 투자가 동사의 구조적 성장기회로 작동할 것이다. 동사의 멤피스 공장이 미국 내에서 765kV 변압기를 생산할 수 있다는 점이 중장기 수주 경쟁에서 차별화 요인으로 작용하고 있다.

분기실적추정 (십억원)												
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	2024	2025P	2026E	2027E
중공업 수주잔고	5,513	6,570	7,337	9,205	10,429	10,718	11,079	11,957	9,205	11,957	13,957	15,957
건설 수주잔고	7,546	7,161	7,425	8,702	8,552	8,576	8,392	9,049	8,702	9,049	10,249	10,649
중공업 영업이익률	6.0	8.7	13.9	10.8	12.3	15.8	17.0	20.2	10.1	16.8	18.4	22.0
건설 영업이익률	5.6	-0.9	3.0	3.4	3.7	-1.1	5.2	3.0	2.7	2.7	3.3	3.5
매출액	985	1,194	1,145	1,572	1,076	1,525	1,624	1,742	4,895	5,968	6,863	7,826
YoY	16.3	6.3	10.2	21.7	9.3	27.8	41.8	10.8	13.8	21.9	15.0	14.0
중공업	581	743	711	1,064	731	1,061	1,144	1,213	3,098	4,148	4,813	5,699
건설	394	435	421	494	334	449	466	529	1,744	1,779	2,015	2,093
기타	10	15	13	14	12	15	14	0	52	41	36	34
영업비용	928	1,131	1,034	1,440	974	1,361	1,404	1,482	4,533	5,221	5,912	6,499
중공업	546	679	612	949	641	893	949	968	2,786	3,452	3,928	4,445
건설	372	439	409	477	321	454	442	514	1,697	1,731	1,948	2,020
기타	11	13	13	14	11	14	13	0	50	38	35	34
영업이익	56	63	111	132	102	164	220	261	362	747	951	1,327
YoY	298.2	-26.9	17.8	108.4	82.3	162.1	97.3	97.0	40.6	106.1	27.4	39.5
OPM	5.7	5.2	9.7	8.4	9.5	10.8	13.5	15.0	7.4	12.5	13.9	17.0
금융수익(비용)	-19	-22	-20	22	5	-35	-21	-66	-39	-117	-149	-155
기타 영업외손익	-3	-7	-1	-88	23	-22	-2	-2	-99	-3	-4	-25
종속및관계기업관련손익	-1	0	0	0	-1	-1	-1	0	-1	-3	0	0
법인세	8	5	18	-30	26	19	44	33	1	121	160	229
당기순이익	25	29	72	96	104	87	152	160	222	503	639	918
YoY	후전	-49.5	30.4	238.3	311.7	204.6	109.6	66.5	72.7	126.1	27.1	43.6
NPM	2.6	2.4	6.3	6.1	9.6	5.7	9.3	9.2	4.5	8.4	9.3	11.7

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	2,351	3,036	3,678	4,717	5,956
현금및현금성자산	278	249	425	1,022	1,892
매출채권 및 기타채권	1,093	1,330	1,475	1,677	1,845
재고자산	726	885	982	1,116	1,228
비유동자산	2,410	3,182	3,328	3,377	3,422
장기금융자산	391	320	296	336	370
유형자산	1,281	2,172	2,272	2,288	2,304
무형자산	114	123	115	102	93
자산총계	4,761	6,219	7,006	8,094	9,378
유동부채	2,811	3,093	3,395	3,856	4,241
단기금융부채	940	665	737	838	922
매입채무 및 기타채무	921	785	1,593	1,811	1,993
단기충당부채	20	80	88	100	111
비유동부채	726	1,070	1,122	1,156	1,184
장기금융부채	420	648	647	647	647
장기매입채무 및 기타채무	153	198	226	226	226
장기충당부채	120	113	125	142	157
부채총계	3,537	4,163	4,517	5,011	5,425
지배주주지분	1,080	1,909	2,357	2,918	3,743
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	826	1,386	2,212
비지배주주지분	144	147	132	164	210
자본총계	1,224	2,056	2,489	3,082	3,953
부채와자본총계	4,761	6,219	7,006	8,094	9,378

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	455	412	594	784	1,049
당기순이익(손실)	132	223	503	639	918
비현금성항목등	174	214	323	258	287
유형자산감가상각비	54	59	69	74	74
무형자산상각비	31	14	16	13	9
기타	89	141	237	171	203
운전자본감소(증가)	194	44	-137	58	48
매출채권및기타채권의감소(증가)	53	-259	-251	-202	-169
재고자산의감소(증가)	-82	-119	-30	-134	-112
매입채무및기타채무의증가(감소)	259	48	160	218	182
기타	-59	-153	-263	-331	-433
법인세납부	-13	-84	-168	-160	-229
투자활동현금흐름	-52	-215	-270	-187	-171
금융자산의감소(증가)	-15	-61	-121	-51	-43
유형자산의감소(증가)	-32	-82	-137	-90	-90
무형자산의감소(증가)	-3	-14	-9	0	0
기타	-2	-57	-3	-46	-38
재무활동현금흐름	-338	-228	6	54	38
단기금융부채의증가(감소)	-359	-459	-45	101	84
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	176	596	870
기초현금	213	278	249	425	1,022
기말현금	278	249	425	1,022	1,892
FCF	423	330	457	694	959

자료 : 효성중공업, SK증권 추정

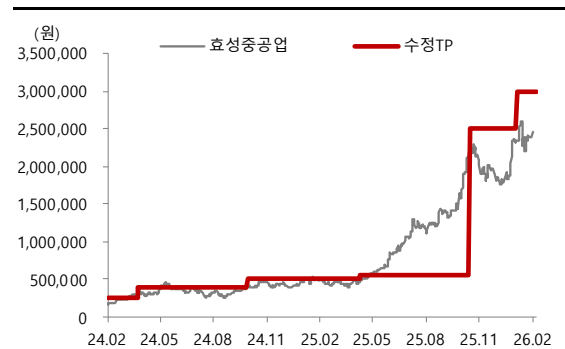
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	4,301	4,895	5,968	6,863	7,826
매출원가	3,663	4,103	4,713	5,380	5,914
매출중이익	638	792	1,255	1,483	1,912
매출총이익률(%)	14.8	16.2	21.0	21.6	24.4
판매비와 관리비	380	429	508	532	585
영업이익	258	362	747	951	1,327
영업이익률(%)	6.0	7.4	12.5	13.9	17.0
비영업손익	-88	-139	-121	-152	-180
순금융손익	-80	-26	-20	-11	26
외환관련손익	-7	19	-7	0	0
관계기업등 투자손익	-3	-2	-2	0	0
세전계속사업이익	170	224	626	799	1,147
세전계속사업이익률(%)	3.9	4.6	10.5	11.6	14.7
계속사업법인세	38	1	123	160	229
계속사업이익	132	223	503	639	918
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	132	223	503	639	918
순이익률(%)	3.1	4.6	8.4	9.3	11.7
지배주주	116	223	520	607	872
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	4.5	8.7	8.8	11.1
비지배주주	16	0	-17	32	46
총포괄이익	121	852	478	639	918
지배주주	106	852	479	633	908
비지배주주	15	1	-0	7	9
EBITDA	343	435	833	1,038	1,411

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	22.5	13.8	21.9	15.0	14.0
영업이익	80.0	40.6	106.1	27.4	39.5
세전계속사업이익	183.5	31.8	179.9	27.7	43.6
EBITDA	52.0	27.0	91.3	24.7	35.8
EPS	1,035.4	92.0	133.6	16.8	43.6
수익성 (%)					
ROA	2.8	4.1	7.6	8.5	10.5
ROE	11.3	14.9	24.4	23.0	26.2
EBITDA마진	8.0	8.9	14.0	15.1	18.0
안정성 (%)					
유동비율	83.6	98.2	108.3	122.3	140.5
부채비율	288.9	202.5	181.4	162.6	137.2
순차입금/자기자본	81.7	35.4	23.6	1.3	-19.9
EBITDA/이자비용(배)	3.7	4.9	13.9	17.2	21.5
배당성향	20.1	20.9	9.0	7.7	5.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,438	23,876	55,774	65,134	93,503
BPS	115,933	204,753	252,879	313,020	401,530
CFPS	21,554	31,691	64,959	74,489	102,440
주당 현금배당금	2,500	5,000	5,000	5,000	5,000
Valuation지표 (배)					
PER	13.0	16.5	31.9	36.6	25.5
PBR	1.4	1.9	7.0	7.6	5.9
PCR	7.5	12.4	27.4	32.0	23.3
EV/EBITDA	7.7	10.4	20.8	23.6	16.8
배당수익률	1.5	1.3	0.3	0.2	0.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				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%



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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026 년 02 월 20 일 기준)	매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0.00%
--	----	--------	----	-------	----	-------