

효성중공업 (298040)

허민호

minho.hur@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

650,000

상향

현재주가

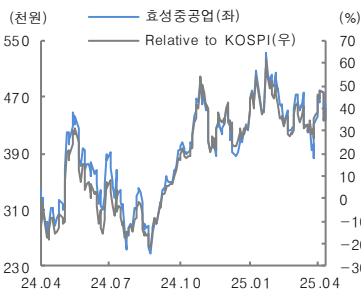
(25.04.25)

459,500

유틸리티업종

KOSPI	2546.3
시가총액	4,285십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	533,000원 / 248,500원
120일 평균거래대금	388억원
외국인지분율	14.56%
주요주주	효성 외 12 인 48.91% 국민연금공단 12.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	-9.5	17.2	69.2
상대수익률	3.2	-9.9	18.9	74.7



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,322	5,852	6,901
영업이익	258	362	518	653	940
세전순이익	170	224	514	606	917
총당기준이익	132	223	402	471	713
지배지분순이익	116	223	392	460	704
EPS	12,438	23,876	42,091	49,353	75,458
PER	130	165	109	93	61
BPS	115,857	204,677	241,774	282,049	346,826
PBR	1.4	1.9	1.9	1.6	1.3
ROE	11.3	14.9	18.9	18.8	24.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

북미 매출/수주 확대, 증설 가속화로 저평가 요소 축소

- 1Q25 영업이익 1,024억원(+82% YoY) 기록, 어닝 서프라이즈
- 25F 영업이익 5,181억원(+48% YoY), 북미 비중 확대, 수익성 개선
- 목표주가 650,000원으로 상향(+20%). 수주 증대 및 증설 가속화

1Q25 영업이익 1,024억원(+82% YoY) 기록, 어닝 서프라이즈

1Q25 매출액 1.08조원(+9.3%, 이하 YoY), 영업이익 1,024억원(+82.2%) 기록. 영업이익 컨센서스 901억원, 당사 추정치 893억원을 상회했음. 특히 중공업 부문 실적은 매출액 7,308억원(+25.7%), 영업이익 901억원(+151.6%), 영업이익률 12.3%(+6.1%p)을 시현하며, 높은 수익성 개선에 성공했음. 이는 2년여 전 가격이 상승한 초고압 전력기기 수주잔고의 매출 인식(북미 매출 비중 1Q24 17% → 1Q25 20%), 북미 및 인도법인의 수익성 개선 상승(영업 이익률 25% 이상으로 상승) 등에 기인

25F 영업이익 5,181억원(+48% YoY), 북미 매출비중 확대, 수익성 개선

2025년 매출액 5.32조원(+8.7%, 이하 YoY), 영업이익 5,181억원(+42.9%) 전망. 핵심사업인 중공업 부문의 매출액 3.62조원(+16.9%, 이하 YoY), 영업이익 4,647억원(+47.5%), 영업이익률 12.8%(+2.6%p) 예상. 타지역 대비 고마진의 북미 매출비중 확대(2024년 14% → 2025년 18%) 등으로 매출 및 수익성 개선에 지속 기대. 2H25 변압기 증설 효과 본격화 예상

1Q25 어닝 서프라이즈와 미국 관세 부담을 하향조정 등을 반영해 연간 실적 전망치를 상회했음. 2025년 북미향 매출액 0.95조원, 북미향 수출금액 0.42조원 기대. 관세 25%의 적용기간(출하 후 고객 인도 1.5 ~ 2개월)은 관세 유예로 기존 7개월에서 4개월(9 ~ 12월)로 축소하고, 공급부족 지속을 반영해 동사의 부담율을 30%(기존 50% 가정)로 낮추었음. 향후 상호 관세 축소 또는 관세 부담 100% 전가 성공 시, 추가 실적 상향 조정 가능

목표주가 650,000원으로 상향(+20%). 북미 수주 확대, 증설 가속화

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가는 650,000원으로 상향(+20%, 실적 전망치 상향 조정 등을 반영). 1) 2025년, 2026년 PER은 각각 11배, 9배로 국내 경쟁사 16배, 14배 대비 저평가. 중공업부문의 영업이익기여도는 90%로 대부분을 차지하고 있는 점을 등을 감안 시 과도하게 저평가. 2) 향후 북미 매출 및 수주 확대, 빠른 수익성 개선, 증설 가속화 등으로 저평가 요소가 축소될 것으로 기대. 3) 1Q25 중공업부문의 수주금액은 2.09조원(+46.0%), 수주잔고는 10.43조원(+89.2%)를 기록하며 높은 성장세 시현. 특히 북미 수주비중은 43%로 1Q24 33% 대비 10% 증가. 회사측은 전년 대비 수주 성장률 가이던스를 기존 0%에서 5%로 상향했으나, 여전히 보수적인 것으로 판단. 우리는 동사의 수주금액을 전년 대비 13% 증가한 6.58조원으로 예상, 이는 증설 효과(변압기 생산능력은 2028년까지 2024년 대비 33% 증가), 고가의 북미 수주비중 확대, 북미 이외 지역에서도 전력망 투자 확대 및 전력기기 가격 상승 등을 감안한 것. 4) 경쟁사 대비 늦었지만, 북미 수주 증대가 가속화되고 있으며, 조만간 추가 생산능력 증설을 발표할 예정에 있는 등 중장기 실적 개선 기반이 강화되고 있음

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25					2Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	직전추정
매출액	985	1,572	1,146	1,076	9.3	-31.5	매출액	1,340	12.3	1,146
영업이익	56	132	89	102	82.3	-22.6	영업이익	130	107.5	89
순이익	22	91	47	102	371.9	12.2	순이익	79	264.0	47

자료: 효성중공업, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,322	5,852	6,901
영업이익	258	362	518	653	940
세전순이익	170	224	514	606	917
총당기순이익	132	223	402	471	713
지배지분순이익	116	223	392	460	704
EPS	12,438	23,876	42,091	49,353	75,458
PER	13.0	16.5	10.9	9.3	6.1
BPS	115,857	204,677	241,774	282,049	346,826
PBR	1.4	1.9	1.9	1.6	1.3
ROE	11.3	14.9	18.9	18.8	24.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

표 1. 효성중공업의 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
평균 환율 (원/달러)	1,329	1,371	1,358	1,399	1,455	1,430	1,430	1,430	1,306	1,364	1,436	1,430	1,430
수주금액	1,683	1,818	2,351	2,835	2,190	2,039	2,282	2,546	5,306	8,687	9,057	9,439	9,786
중공업	1,376	1,520	1,876	1,063	2,009	1,568	1,702	1,304	3,615	5,834	6,583	6,850	7,134
건설	307	299	475	1,772	182	470	580	1,242	1,691	2,853	2,474	2,588	2,651
수주잔고	13,057	13,964	16,072	17,907	18,980	19,680	20,680	21,604	13,487	17,907	21,604	25,196	28,086
중공업	5,513	6,570	8,647	9,205	10,429	11,057	11,925	12,112	5,847	9,205	12,112	14,762	16,631
건설	7,545	7,394	7,425	8,702	8,552	8,622	8,755	9,493	7,640	8,702	9,493	10,434	11,455
매출액	985	1,194	1,145	1,572	1,076	1,340	1,283	1,623	4,301	4,895	5,322	5,852	6,901
중공업	582	744	711	1,063	731	940	834	1,118	2,579	3,099	3,623	4,200	5,266
건설	402	449	433	508	344	399	447	504	1,720	1,793	1,695	1,647	1,630
기타	0	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4	5	6
영업이익	56	63	111	132	102	130	135	151	258	362	518	653	940
금융손익	-18	-22	-20	22	31	-19	-22	17	-95	-39	7	-36	-28
기타영업외손익	-3	-7	0	-88	-3	-6	-2	1	9	-99	-10	-10	-10
지분법손익	-1	0	0	0	-1	0	0	0	-3	-2	-2	-2	-2
세전이익	34	33	90	66	130	104	110	169	170	224	514	606	900
당기순이익	26	28	72	96	104	81	86	131	132	223	402	471	900
지배주주순이익	22	36	74	91	102	79	83	128	116	223	392	460	887
YoY (%)													
매출액	16.3	6.3	10.2	21.6	9.3	12.3	12.0	3.3	22.5	13.8	8.7	10.0	17.9
영업이익	298.2	-26.9	17.8	108.4	82.3	107.5	21.0	14.1	80.0	40.6	42.9	26.0	43.9
영업이익률 (%)	5.7	5.2	9.7	8.4	9.5	9.7	10.5	9.3	6.0	7.4	9.7	11.2	13.6

자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

표 2. 효성중공업의 북미 매출액 및 비중 추이 및 전망

(단위: 십억원)

(십억원)	2024	2025F	2026F
북미매출 비중	14.2%	17.9%	21.8%
북미수출 비중	4.8%	7.8%	9.8%
총 매출액	4,895	5,322	5,852
북미 매출액	693	954	1,273
북미 수출금액	233	417	573

자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

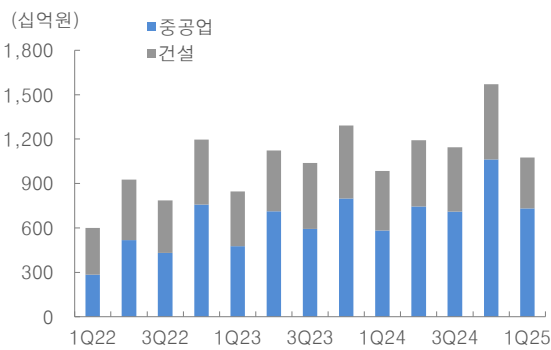
표 3. 효성중공업의 미국 관세 민감도 추정

(단위: 십억원)

관세율	2024	2025F(관세 적용 기간 4개월)					2026F(관세 적용 기간 12개월)				
		수출업자 부담율					수출업자 부담율				
25%	0%	0%	30%	50%	70%	100%	0%	30%	50%	70%	100%
관세	0	0	18	30	43	61	0	43	72	100	143
매출액	4,895	5,322	5,322	5,322	5,322	5,322	5,852	5,852	5,852	5,852	5,852
영업이익	362	536	518	506	494	476	696	653	624	596	553
영업이익률	7.4%	10.1%	9.7%	9.5%	9.3%	8.9%	11.9%	11.2%	10.7%	10.2%	9.4%

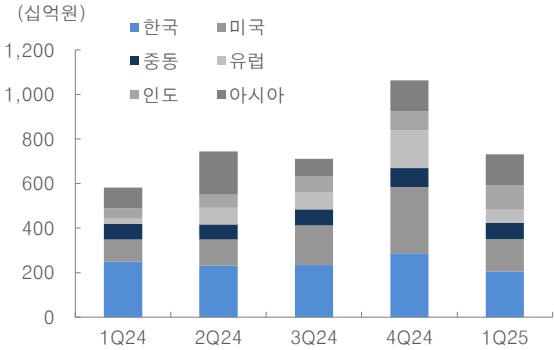
자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

그림 1. 효성중공업 사업부문별 매출액 추이



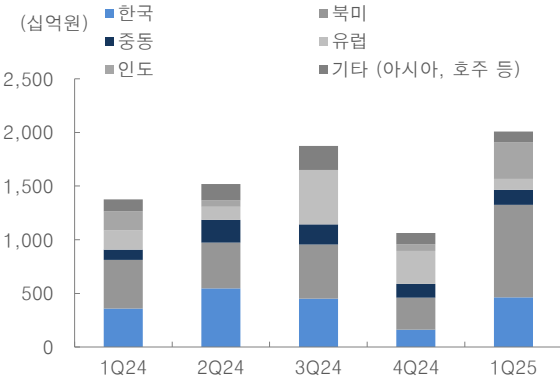
자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

그림 2. 효성중공업(중공업사업) 지역별 매출액 추이



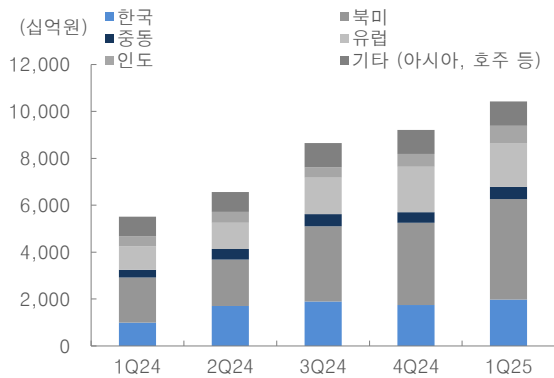
자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

그림 3. 효성중공업(중공업사업) 지역별 수주금액



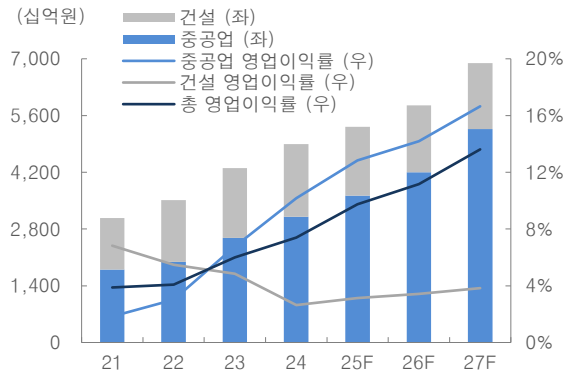
자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

그림 4. 효성중공업(중공업사업) 지역별 수주잔고



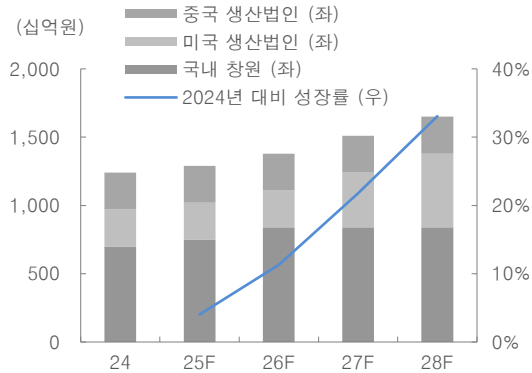
자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

그림 5. 효성중공업의 사업부별 매출액 전망



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

그림 6. 효성중공업 변압기 생산능력 전망



자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

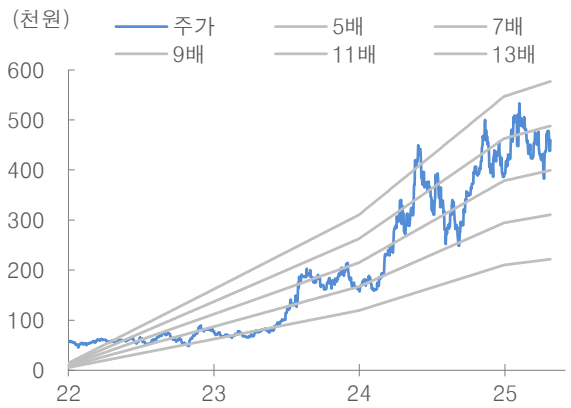
효성중공업의 Valuation

(단위: 배, 원, %)

	2025F	2026F	비고
EPS (원)	42,091	49,353	2026년 EPS(2024년 수주잔고의 대부분과 증설분의 실적 반영)
목표 PER (배)		13.1	목표 PER은 영업이익 비중(중공업 90%, 건설 10%)으로 가중평균
중공업 PER		14.1	글로벌 전력기기업체의 2025F 평균 PER 22배 적용 대비 35% 할인
건설 PER		2.6	국내 건설사 2026F 평균 PER 4배 적용 대비 35% 할인
목표주가 (원)		650,000	할인이유는1) 북미, 배전기기 등 신성장 분야에 대한 대응 부족한 점 2) 국내 토목 및 아파트 건설에 집중된 건설사업 등. 그러나 향후 고수익성의 미국/유럽 수주 비중 확대, 증설 가속화 등으로 외형 및 수익성 개선
현재주가 (원)		459,500	
상승여력 (%)		41.5	지속 등으로 할인을 축소 기대

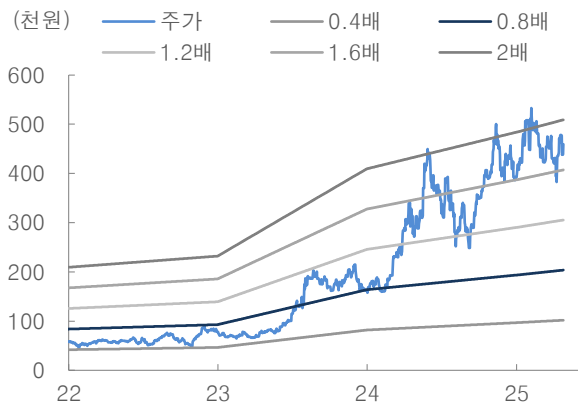
자료: WISEIn, 대신증권 Research Center

그림 7. 효성중공업의12MF PER 밴드



자료: WISEIn, 대신증권 Research Center

그림 8. 효성중공업의12MF PBR 밴드



자료: WISEIn, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	5,446	5,973	5,322	5,852	-2.3	-2.0
판매비와 관리비	477	524	463	513	-2.9	-2.0
영업이익	492	591	518	653	5.2	10.4
영업이익률	9.0	9.9	9.7	11.2	0.7	1.3
영업외손익	-55	-47	-4	-47	적자유지	적자유지
세전순이익	437	544	514	606	17.6	11.3
지배지분순이익	326	409	392	460	20.2	12.4
순이익률	6.2	7.1	7.6	8.1	1.3	1.0
EPS(지배지분순이익)	35,011	43,908	42,091	49,353	20.2	12.4

자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,322	5,852	6,901
매출원가	3,663	4,103	4,341	4,686	5,357
매출총이익	638	792	981	1,166	1,545
판매비와관리비	380	429	463	513	605
영업이익	258	362	518	653	940
영업이익률	6.0	7.4	9.7	11.2	13.6
EBITDA	343	435	613	755	1,046
영업외손익	-88	-139	-4	-47	-22
관계기업손익	-3	-2	-2	-2	-2
금융수익	202	528	7	-36	-19
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-297	-567	0	0	9
외환관련손실	89	86	41	41	41
기타	9	-99	-10	-10	-10
법인세비용차감전순손익	170	224	514	606	917
법인세비용	-38	-1	-112	-134	-204
계속사업순손익	132	223	402	471	713
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	132	223	402	471	713
당기순이익률	3.1	4.6	7.6	8.1	10.3
비지배지분순이익	16	0	9	11	10
지배지분순이익	116	223	392	460	704
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	63	64	64	65
포괄순이익	121	852	1,037	1,113	1,362
비지배지분포괄이익	15	1	24	26	19
지배지분포괄이익	106	852	1,013	1,087	1,343

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,438	23,876	42,091	49,353	75,458
PER	13.0	16.5	10.9	9.3	6.1
BPS	115,857	204,677	241,774	282,049	346,826
PBR	1.4	1.9	1.9	1.6	1.3
EBITDAPS	36,767	46,688	65,759	80,926	112,187
EV/EBITDA	7.7	10.4	8.5	6.8	4.7
SPS	461,210	524,956	570,771	627,584	740,132
PSR	0.4	0.7	0.8	0.7	0.6
CFPS	32,821	46,863	82,427	92,124	125,225
DPS	2,500	5,000	9,091	10,697	16,250

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	22.5	13.8	8.7	10.0	17.9
영업이익 증가율	80.0	40.6	42.9	26.0	43.9
순이익 증가율	352.9	69.0	80.3	17.3	51.4
수익성					
ROIC	11.1	16.1	14.0	16.1	21.6
ROA	5.5	6.6	8.1	9.7	12.9
ROE	11.3	14.9	18.9	18.8	24.0
안정성					
부채비율	288.9	202.5	167.8	144.2	119.8
순차입금비율	81.7	35.4	32.2	23.4	12.0
이자보상배율	2.8	4.1	6.4	9.0	14.8

자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,351	3,036	3,157	3,440	4,049
현금및현금성자산	278	249	364	402	565
매출채권 및 기타채권	1,093	1,330	1,441	1,557	1,775
재고자산	726	885	968	1,064	1,255
기타유동자산	254	572	384	417	454
비유동자산	2,410	3,182	3,345	3,478	3,607
유형자산	1,281	2,172	2,238	2,277	2,311
관계기업투자금	32	36	127	217	308
기타비유동자산	1,097	974	980	984	989
자산총계	4,761	6,219	6,502	6,919	7,655
유동부채	2,811	3,093	3,070	3,147	3,299
매입채무 및 기타채무	1,402	1,437	1,559	1,634	1,784
차입금	593	332	332	322	312
유동성채무	310	165	167	168	170
기타유동부채	507	1,159	1,012	1,022	1,033
비유동부채	726	1,070	1,005	939	873
차입금	398	563	493	423	353
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	328	507	511	516	520
부채총계	3,537	4,163	4,074	4,086	4,172
자배지분	1,080	1,909	2,254	2,630	3,234
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892	892
이익잉여금	176	353	699	1,075	1,679
기타지분변동	-34	616	616	616	616
비자배지분	144	147	174	203	249
자본총계	1,224	2,056	2,428	2,833	3,483
순차입금	1,001	728	781	662	417

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	455	412	977	963	1,088
당기순이익	0	0	402	471	713
비현금항목의 가감	174	214	367	388	454
감가상각비	85	73	95	102	107
외환손익	6	-20	1	1	1
지분법평가손익	3	2	2	2	2
기타	80	160	269	283	345
자산부채의 증감	194	44	339	249	127
기타현금흐름	86	154	-131	-146	-207
투자활동 현금흐름	-52	-215	-2	-219	-219
투자자산	-11	-146	-93	-93	-93
유형자산	-32	-82	-139	-117	-117
기타	-9	14	231	-9	-9
재무활동 현금흐름	-338	-228	-39	-87	-102
단기차입금	-185	-238	0	-10	-10
사채	0	30	0	0	0
장기차입금	33	148	-70	-70	-70
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-23	-47	-85	-100
기타	-186	-145	77	77	77
현금의 증감	65	-29	115	37	163
기초 현금	213	278	249	364	402
기말 현금	278	249	364	402	565
NOPLAT	200	361	405	508	731
FCF	250	336	334	466	694

[Compliance Notice]

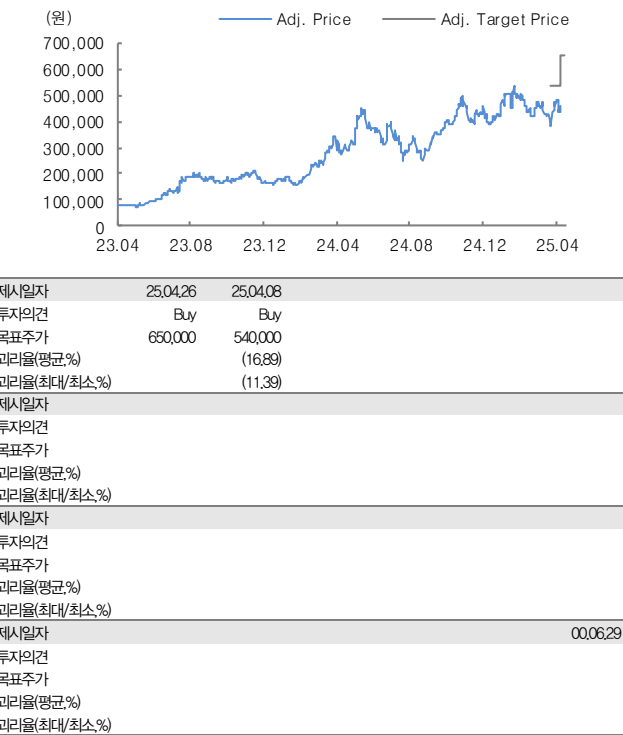
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:허민호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

효성중공업(298040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250423)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

- 산업 투자의견
- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 기업 투자의견
- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상