

# 효성중공업 (298040)

기업이슈 브리프 | 유틸리티

## Buy (maintain)

목표주가(상향)	280,000 원
현재주가	201,500 원
시가총액	18,789 억원
KOSPI (12/4)	2,514.95 pt

## 밸류 여력 충분. TP는 상승여력 조절하며 단계별 상향 중

Analyst **성종화** - 02 3779 8807 - jhsung@ebestsec.co.kr

### 컨센서스 대비 (4Q23E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

### Stock Data

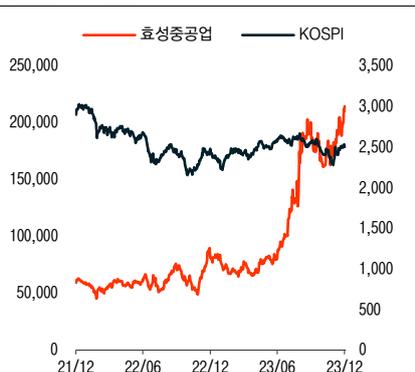
90 일 일평균거래대금	142.28 억원
외국인 지분율	11.4%
절대수익률 (YTD)	158.3%
상대수익률 (YTD)	145.9%
배당수익률 (23E)	0.0%

### 재무데이터

(억원)	2021	2022	2023E	2024E
매출액	30,947	35,101	44,500	49,693
영업이익	1,201	1,432	3,010	4,346
순이익	576	102	1,285	2,330
ROE (%)	5.7	1.0	10.9	16.6
PER (x)	9.4	71.2	14.6	8.1
PBR (x)	0.5	0.7	1.5	1.2

자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터  
주: K-IFRS 연결 기준

### Stock Price



### 중공업 부문 OPM 3Q23 호조는 구조적 호조, 4Q23에도 호조세 지속 전망

- 중공업 부문 영업이익률은 1Q23은 저마진 역마진 수주 정리로 -0.2%였으나 2Q23은 +8.0%로 급상승하며 컨센서스 전망치(4.5-5%)를 대폭 초과했고 3Q23은 +12.3%로 재차 급상승, 처음으로 두 자릿수를 시현하며 컨센서스 전망치(9-10%) 대폭 초과
  - ▶ 3Q23 중공업 부문 영업이익률 상승은 2Q23 상승 원인과 마찬가지로 작년부터 시작된 고마진 프로젝트들 매출 비중 확대에 따른 구조적 호조
  - ▶ 미국 생산법인 흑자전환, 중국법인과 인도법인 영업이익률 각각 두 자릿수 및 한 자릿수 후반으로 상승 등 해외법인 호조도 영업이익률 상승에 기여
- 4Q23 중공업 부문 OPM도 최소한 한 자릿수 후반의 호조 전망
  - ▶ 고마진 프로젝트 매출 비중 확대에 따른 영업이익률 호조는 4Q23에도 이어질 전망
  - ▶ 미국 생산법인 영업손익은 3Q23 마감 기준 BEP 달성. 미국 현지 수주의 높은 수익성 감인 시 4Q23부터는 수익성 더욱 개선 전망
  - ▶ 내수는 한전 및 민간 부문 고마진 유지 중. 수출은 미국, 유럽, 중동 등 고마진 지속
  - ▶ 전통적으로 4Q 비용 증가에 따른 수익성 다소 숨고르기 패턴 감안한 보수적 추정으로도 4Q23 중공업 부문 영업이익률은 최소한 한 자릿수 후반의 호조세 예상

### 건설 부문 OPM 한 자릿수 초중반-중반 유지, 안정적 이익 창출 지속

- 건설 부문 영업이익률은 1Q23 +4.1%, 2Q23은 +7.1%, 3Q23 4.9%로서 건설경기 침체로 신규 수주 성장성은 다소 부진하나 견조한 수주잔고를 기반으로 매출은 안정적 유지, 영업이익률도 한 자릿수 초중반-중반 수준을 안정적으로 유지 중
- 건설 부문 영업이익률은 4Q23에도 최소한 한 자릿수 초중반의 안정적 수익성 유지 전망

### 연결실적은 올해 폭발적 성장에 이어 내년에도 가파른 성장 전망

- 2023년 연결영업실적은 매출 44,500억원(yoy 27%) 영업이익 3,010억원(yoy 110%), 영업이익률 6.8%(yoy 2.7%P↑)로서 매출 성장, 영업이익률 가파른 개선 전망
  - ▶ 4Q23 연결실적은 매출 14,414억원(yoy 20%), 영업이익 1,066억원(yoy 114%), 영업이익률 7.4%(yoy 3.2%P↑)로서 yoy 대호조 전망
  - ▶ TRASS 데이터 기준 11월 한국 변압기 수출 데이터 MoM -36% 급감. 그러나, 이로인한 4Q23 실적 영향은 거의 없을 것으로 예상(TRASS 데이터, 실적간 Correlation 미미)
- 2024년 연결영업실적은 매출 49,693억원(yoy 12%) 영업이익 4,346억원(yoy 44%), 영업이익률 8.7%(yoy 1.9%P↑)로서 매출 고성장, 영업이익률 대폭 개선 지속 전망

### 목표주가 23만원에서 28만원으로 22% 상향. Buy 유지

- 실적 전망치 변경은 미미. 적용 Multiple 상향 통해 목표주가 22% 상향
  - ▶ Global Peer 대비 펀드멘털 지표는 포함임에도 Multiple 지표는 과도한 할인 상황
  - ▶ 과거 Multiple 대비 프리미엄 합당한 상황이나 Band 평균선 이하에 머물러 있는 상황
  - ▶ HD현대일렉트릭, LS ELECTRIC 등에 비해 25년 이후 이익 전망치 클에도 시총은 최하위
  - ▶ 밸류에이션 여력 충분. 목표주가는 현재주가 대비 상승여력 조절하며 단계별 상향 중

## 효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭 연결실적 규모 추이 비교

### 이베스트투자증권 추정치 기준

표1 효성중공업, 연결실적 추이 / 분기 (이베스트투자증권 추정치)

(억원, %)	2022				2023				2024				2025			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출	5,995	9,268	7,863	11,975	8,465	11,227	10,394	14,414	9,916	12,913	11,016	15,849	11,019	14,220	12,196	17,420
영업이익	-48	421	561	498	141	857	946	1,066	699	1,152	1,019	1,476	842	1,340	1,245	1,748
영업이익률(%)	-0.8	4.5	7.1	4.2	1.7	7.6	9.1	7.4	7.0	8.9	9.3	9.3	7.6	9.4	10.2	10.0
지배주주순이익	-214	87	255	-26	-155	544	518	378	367	607	603	752	498	773	815	958
순이익률(%)	-3.6	0.9	3.2	-0.2	-1.8	4.8	5.0	2.6	3.7	4.7	5.5	4.7	4.5	5.4	6.7	5.5
<b>yoy(%)</b>																
매출	2.8	31.4	7.4	11.5	41.2	21.1	32.2	20.4	17.1	15.0	6.0	10.0	11.1	10.1	10.7	9.9
영업이익	적전	4.6	138.8	28.5	흑전	103.5	68.7	114.0	395.3	34.3	7.8	38.5	20.6	16.4	22.1	18.4
지배주주순이익	적전	-63.2	227.8	적전	적지	525.9	102.6	흑전	흑전	11.5	16.6	99.0	35.6	27.5	35.0	27.4

자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 효성중공업, 연결실적 추이 / 연간 (이베스트투자증권 추정치)

(억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출	37,814	29,840	30,947	35,101	44,500	49,693	54,855
영업이익	1,303	441	1,201	1,432	3,010	4,346	5,175
영업이익률(%)	3.4	1.5	3.9	4.1	6.8	8.7	9.4
지배주주순이익	131	-222	576	102	1,285	2,330	3,044
지배주주순이익률(%)	0.3	-0.7	1.9	0.3	2.9	4.7	5.5
<b>yoy(%)</b>							
매출		-21.1	3.7	13.4	26.8	11.7	10.4
영업이익		-66.2	172.4	19.3	110.1	44.4	19.1
지배주주순이익		적전	흑전	-82.3	1,157.6	81.3	30.7

자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 LS ELECTRIC, 연결실적 추이 (이베스트투자증권 추정치) \_ 비교 참조용

(억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출	23,468	24,027	26,683	33,771	42,279	46,038	51,495
영업이익	1,685	1,337	1,551	1,875	3,254	3,630	4,152
영업이익률(%)	7.2	5.6	5.8	5.6	7.7	7.9	8.1
지배주주순이익	1,039	852	847	903	2,087	2,395	2,808
지배주주순이익률(%)	4.4	3.5	3.2	2.7	4.9	5.2	5.5
<b>yoy(%)</b>							
매출		2.4	11.1	26.6	25.2	8.9	11.9
영업이익		-20.7	16.0	20.9	73.5	11.5	14.4
지배주주순이익		-18.0	-0.5	6.6	131.2	14.7	17.2

자료: LS ELECTRIC, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 HD현대일렉트릭, 연결실적 추이 (이베스트투자증권 추정치) \_ 비교 참조용

(억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출	17,711	18,113	18,060	21,045	26,925	31,247	36,909
영업이익	-1,567	727	97	1,330	2,724	3,636	4,481
영업이익률(%)	-8.8	4.0	0.5	6.3	10.1	11.6	12.1
지배주주순이익	-2,643	-402	-337	1,625	1,728	2,390	3,022
지배주주순이익률(%)	-14.9	-2.2	-1.9	7.7	6.4	7.6	8.2
<b>yoy(%)</b>							
매출		2.3	-0.3	16.5	27.9	16.1	18.1
영업이익		흑전	-86.6	1,266.5	104.7	33.5	23.2
지배주주순이익		적지	적지	흑전	6.3	38.3	26.5

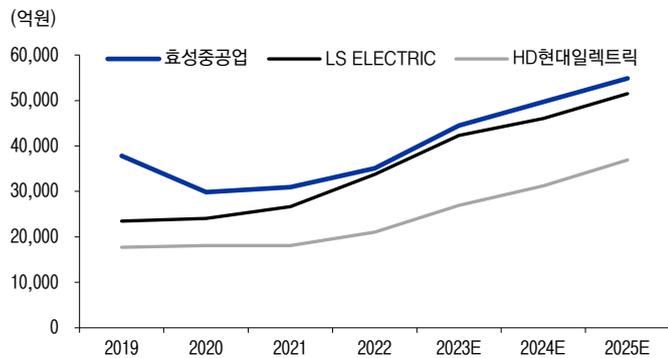
자료: HD현대일렉트릭, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 전력기기 3사 연결순자산 규모 추이 비교 (이베스트투자증권 추정치)

(억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
효성중공업	9,905	9,683	10,371	11,032	12,630	15,480	19,152
LS ELECTRIC	13,627	14,135	14,734	15,493	17,458	19,690	22,297
HD현대일렉트릭	7,002	6,792	6,462	8,312	9,996	12,204	15,018
<b>yoy(%)</b>							
효성중공업		-2.2	7.1	6.4	14.5	22.6	23.7
LS ELECTRIC		3.7	4.2	5.1	12.7	12.8	13.2
HD현대일렉트릭		-3.0	-4.9	28.6	20.3	22.1	23.1

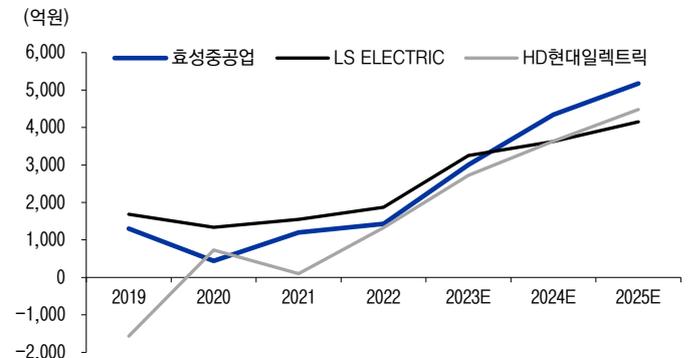
자료: 효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 3사 연결매출 규모 추이 비교 (이베스트투자증권 추정치)



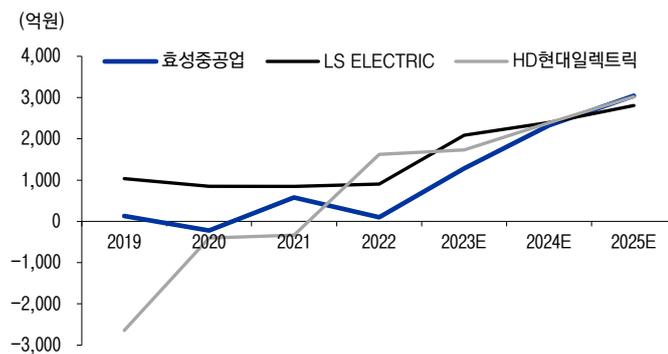
자료: 효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 3사 연결영업이익 규모 추이 비교 (이베스트투자증권 추정치)



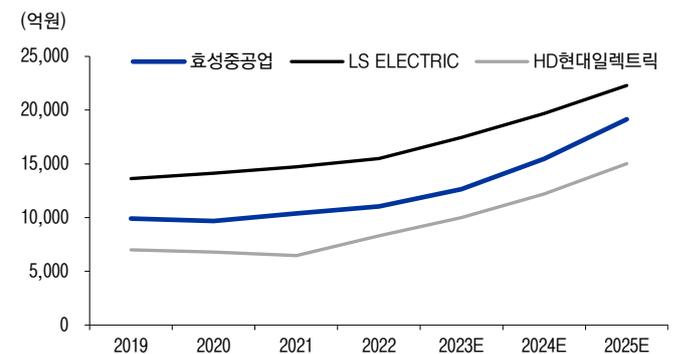
자료: 효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 3사 연결지배주주순이익 규모 추이 비교 (이베스트투자증권 추정치)



자료: 효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 3사 연결순자산 규모 추이 비교 (이베스트투자증권 추정치)



자료: 효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 이베스트투자증권 리서치센터

## 시장 컨센서스 전망치 기준

표6 효성중공업, 연결실적 추이 (시장 컨센서스 전망치)

(억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출	37,814	29,840	30,947	35,101	44,229	50,333	56,886
영업이익	1,303	441	1,201	1,432	3,146	4,523	5,519
영업이익률(%)	3.4	1.5	3.9	4.1	7.1	9.0	9.7
지배주주순이익	131	-222	576	102	1,566	2,590	3,414
지배주주순이익률(%)	0.3	-0.7	1.9	0.3	3.5	5.1	6.0
<b>yoy(%)</b>							
매출		-21.1	3.7	13.4	26.0	13.8	13.0
영업이익		-66.2	172.4	19.3	119.6	43.8	22.0
지배주주순이익		적전	흑전	-82.3	1,432.9	65.4	31.8

자료: 효성중공업, 에프엔가이드 컨센서스

표7 LS ELECTRIC, 연결실적 추이 (시장 컨센서스 전망치)

(억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출	23,468	24,027	26,683	33,771	42,832	45,422	49,306
영업이익	1,685	1,337	1,551	1,875	3,328	3,625	4,146
영업이익률(%)	7.2	5.6	5.8	5.6	7.8	8.0	8.4
지배주주순이익	1,039	852	847	903	2,142	2,409	2,798
지배주주순이익률(%)	4.4	3.5	3.2	2.7	5.0	5.3	5.7
<b>yoy(%)</b>							
매출		2.4	11.1	26.6	26.8	6.0	8.6
영업이익		-20.7	16.0	20.9	77.5	8.9	14.4
지배주주순이익		-18.0	-0.5	6.6	137.2	12.5	16.1

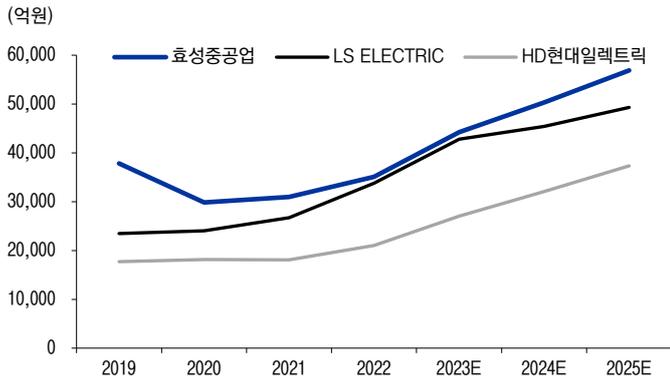
자료: LS ELECTRIC, 에프엔가이드 컨센서스

표8 HD현대일렉트릭, 연결실적 추이 (시장 컨센서스 전망치)

(억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출	17,711	18,113	18,060	21,045	27,044	32,051	37,335
영업이익	-1,567	727	97	1,330	2,762	3,670	4,635
영업이익률(%)	-8.8	4.0	0.5	6.3	10.2	11.5	12.4
지배주주순이익	-2,643	-402	-337	1,625	1,839	2,606	3,367
지배주주순이익률(%)	-14.9	-2.2	-1.9	7.7	6.8	8.1	9.0
<b>yoy(%)</b>							
매출		2.3	-0.3	16.5	28.5	18.5	16.5
영업이익		흑전	-86.6	1,266.5	107.6	32.9	26.3
지배주주순이익		적지	적지	흑전	13.2	41.7	29.2

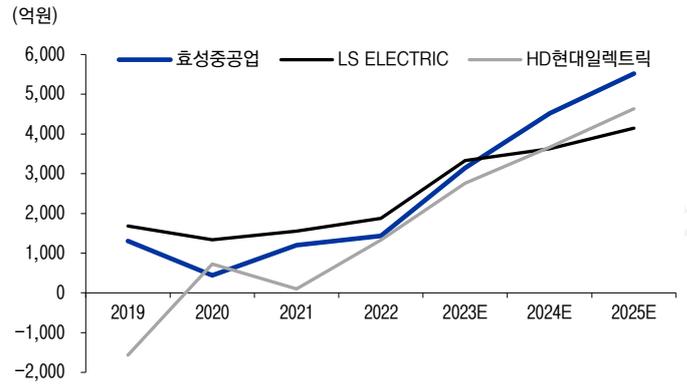
자료: HD현대일렉트릭, 에프엔가이드 컨센서스

그림5 3사 연결매출 규모 추이 비교 (시장 컨센서스 전망치)



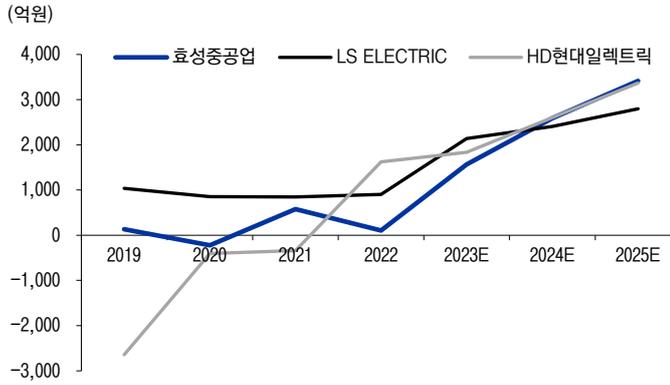
자료: 효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 에프엔가이드 컨센서스

그림6 3사 연결영업이익 규모 추이 비교 (시장 컨센서스 전망치)



자료: 효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 에프엔가이드 컨센서스

그림7 3사 연결지배주주순이익 규모 추이 비교 (시장 컨센서스 전망치)



자료: 효성중공업, LS ELECTRIC, HD현대일렉트릭, 에프엔가이드 컨센서스

이베스트투자증권 리서치센터

## Valuation

### 1. 상대평가

#### 1) 상대평가 With Global Peer

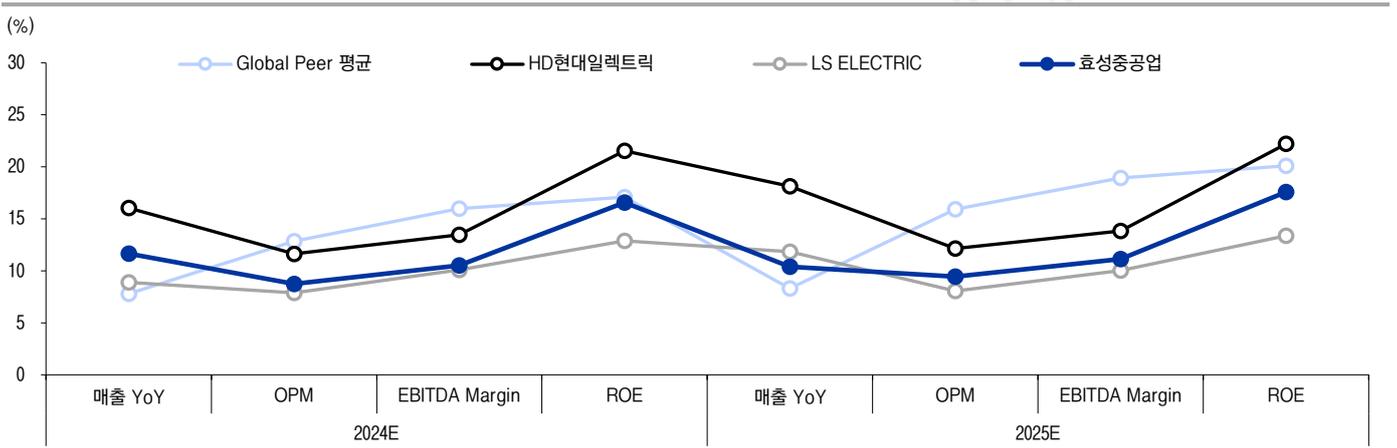
##### ① 효성중공업 vs Global Peer, 펀드멘탈 지표 비교

표9 펀드멘탈 지표 비교 (효성중공업 vs Global Peer & HD현대일렉트릭, LS ELECTRIC)

(% )	2024E				2025E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
General Electric(미국)	9.8	11.2	14.6	14.6	7.8	12.7	15.9	15.9
Schneider Electric(프랑스)	4.7	17.4	21.5	21.5	6.6	17.9	21.9	21.9
ABB Group(스위스+스웨덴)	2.4	15.9	18.5	18.5	4.3	16.3	18.8	18.8
Eaton(미국)	6.8	18.3	22.1	22.1	6.1	18.2	21.8	21.8
Siemens(독일)	4.9	15.1	19.5	19.5	5.6	15.8	20.1	20.1
Quanta Services(미국)	8.9	6.5	9.2	9.2	9.1	7.1	9.5	9.5
Nari Technology(国电南瑞) (중국)	13.0	17.5	20.0	20.0	11.2	43.3	45.7	45.7
Mitsubishi Electric(일본)	2.5	7.0	11.1	11.1	2.3	7.7	11.7	11.7
<b>LS ELECTRIC</b>	<b>8.9</b>	<b>7.9</b>	<b>10.1</b>	<b>12.9</b>	<b>11.9</b>	<b>8.1</b>	<b>10.0</b>	<b>13.4</b>
<b>HD현대일렉트릭</b>	<b>16.1</b>	<b>11.6</b>	<b>13.5</b>	<b>21.5</b>	<b>18.1</b>	<b>12.1</b>	<b>13.8</b>	<b>22.2</b>
<b>Global Peer 평균</b>	<b>7.8</b>	<b>12.8</b>	<b>16.0</b>	<b>17.1</b>	<b>8.3</b>	<b>15.9</b>	<b>18.9</b>	<b>20.1</b>
<b>LS ELECTRIC</b>	<b>11.7</b>	<b>8.7</b>	<b>10.5</b>	<b>16.6</b>	<b>10.4</b>	<b>9.4</b>	<b>11.1</b>	<b>17.6</b>

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 펀드멘탈 지표 비교 (효성중공업 vs Global Peer & HD현대일렉트릭, LS ELECTRIC)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- ▶ 영업이익률, EBITDA Margin 등 수익성 지표는 Global Peer 대비 열위, HD현대일렉트릭 대비 다소 열위, LS ELECTRIC 대비 소폭 우위
- ▶ 자본성장성 지표인 ROE는 Global Peer 포함, HD현대일렉트릭 대비 다소 열위, LS ELECTRIC 대비 다소 우위
- ▶ 핵심 지표인 매출 성장성은 Global Peer 대비 다소 우위, HD현대일렉트릭 대비 다소 열위, LS ELECTRIC 대비 포함

→ 24-25년 전망치 기준 효성중공업 펀드멘탈 지표는 Global Peer 대비 포함, HD현대일렉트릭 대비 열위, LS ELECTRIC 대비 포함

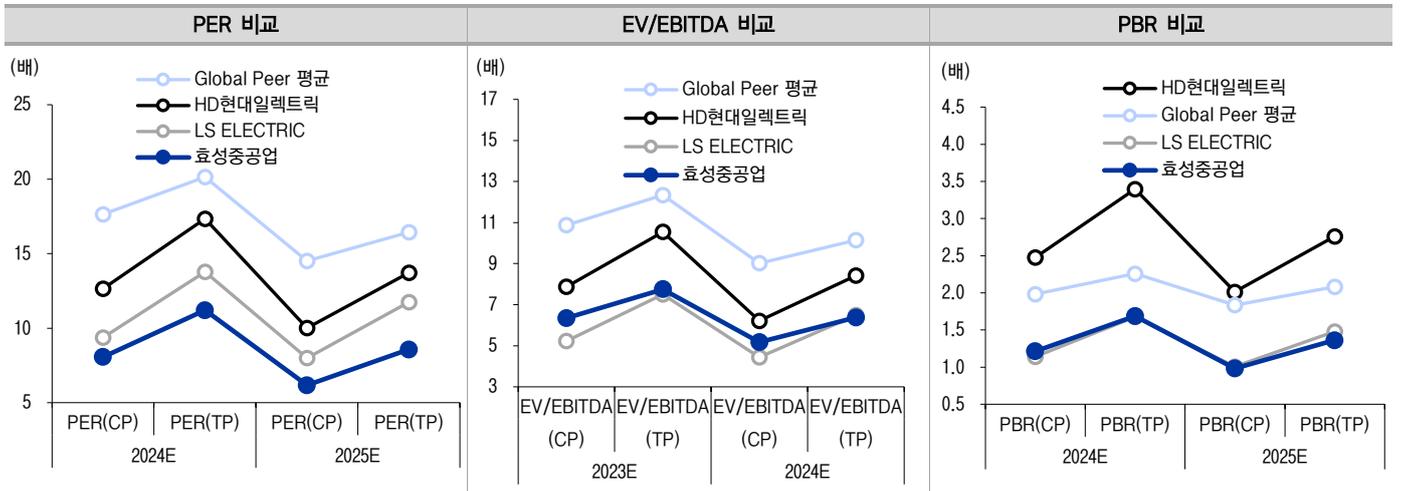
② 효성중공업 vs Global Peer, 상대평가 Valuation 지표 비교

표10 상대평가 Valuation 지표 비교 (효성중공업 vs Global Peer & HD 현대일렉트릭, LS ELECTRIC)

(각국 통화, 배, %)	2024E						2025E					
	PER		EV/EBITDA		PBR		PER		EV/EBITDA		PBR	
	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)	(CP)	(TP)
General Electric(미국)	25.9	28.6	12.5	13.8	0.9	1.0	19.9	22.0	10.4	11.5	0.9	1.0
Schneider Electric(프랑스)	20.0	20.7	12.7	13.1	1.5	1.5	18.0	18.6	11.4	11.8	1.4	1.4
ABB Group(스위스+스웨덴)	18.2	18.9	11.6	12.0	0.3	0.3	16.8	17.5	10.7	11.1	0.2	0.2
Eaton(미국)	22.7	23.9	17.4	18.3	1.3	1.4	20.6	21.7	16.4	17.2	1.2	1.2
Siemens(독일)	13.3	15.8	9.1	10.5	1.0	1.2	11.9	14.2	8.0	9.3	1.0	1.1
Quanta Services(미국)	22.0	24.4	14.4	15.8	1.0	1.1	19.3	21.4	12.5	13.8	0.9	1.0
Nari Technology(国电南瑞) (중국)	17.8	22.5	11.4	14.8	0.1	0.1	7.6	9.7	4.3	5.7	0.1	0.1
Mitsubishi Electric(일본)	14.4	15.5	6.5	7.0	10.1	10.9	12.9	13.8	5.8	6.3	9.7	10.4
<b>LS ELECTRIC</b>	<b>9.4</b>	<b>13.8</b>	<b>5.2</b>	<b>7.5</b>	<b>1.1</b>	<b>1.7</b>	<b>8.0</b>	<b>11.8</b>	<b>4.4</b>	<b>6.5</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>
<b>HD현대일렉트릭</b>	<b>12.7</b>	<b>17.3</b>	<b>7.9</b>	<b>10.5</b>	<b>2.5</b>	<b>3.4</b>	<b>10.0</b>	<b>13.7</b>	<b>6.2</b>	<b>8.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.8</b>
<b>Global Peer 평균</b>	<b>17.6</b>	<b>20.1</b>	<b>10.9</b>	<b>12.3</b>	<b>2.0</b>	<b>2.3</b>	<b>14.5</b>	<b>16.4</b>	<b>9.0</b>	<b>10.1</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>
<b>효성중공업</b>	<b>8.1</b>	<b>11.2</b>	<b>6.3</b>	<b>7.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	<b>6.2</b>	<b>8.6</b>	<b>5.2</b>	<b>6.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.4</b>
LS ELECTRIC 대비 할증/할인(%)	-13.9	-18.7	21.4	3.3	6.5	0.6	-22.8	-27.0	16.5	-1.8	-2.5	-7.9
HD현대일렉트릭 대비 할증/할인(%)	-36.3	-35.4	-19.4	-26.5	-51.0	-50.3	-38.3	-37.5	-16.8	-24.2	-51.3	-50.6
Global Peer 평균 대비 할증/할인(%)	-54.3	-44.4	-41.6	-37.2	-38.8	-25.3	-57.5	-47.8	-42.6	-37.2	-46.5	-34.5

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 PER, EV/EBITDA, PBR 비교(효성중공업 vs Global Peer & HD 현대일렉트릭, LS ELECTRIC)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

▶ 효성중공업 펀드멘탈 지표는 Global Peer 대비 포함, HD현대일렉트릭 대비 열위, LS ELECTRIC 대비 포함

- ▶ 2024년 실적 전망치 기준 효성중공업 현재가 기준 Multiple 할증/할인 현황
  - ▷ Global Peer 평균 대비: PER 54% 할인, EV/EBITDA 42% 할인, PBR 39% 할인
  - ▷ HD현대일렉트릭 대비: PER 36% 할인, EV/EBITDA 19% 할인, PBR 51% 할인
  - ▷ LS ELECTRIC 대비: PER 14% 할인, EV/EBITDA 21% 할증, PBR 7% 할증

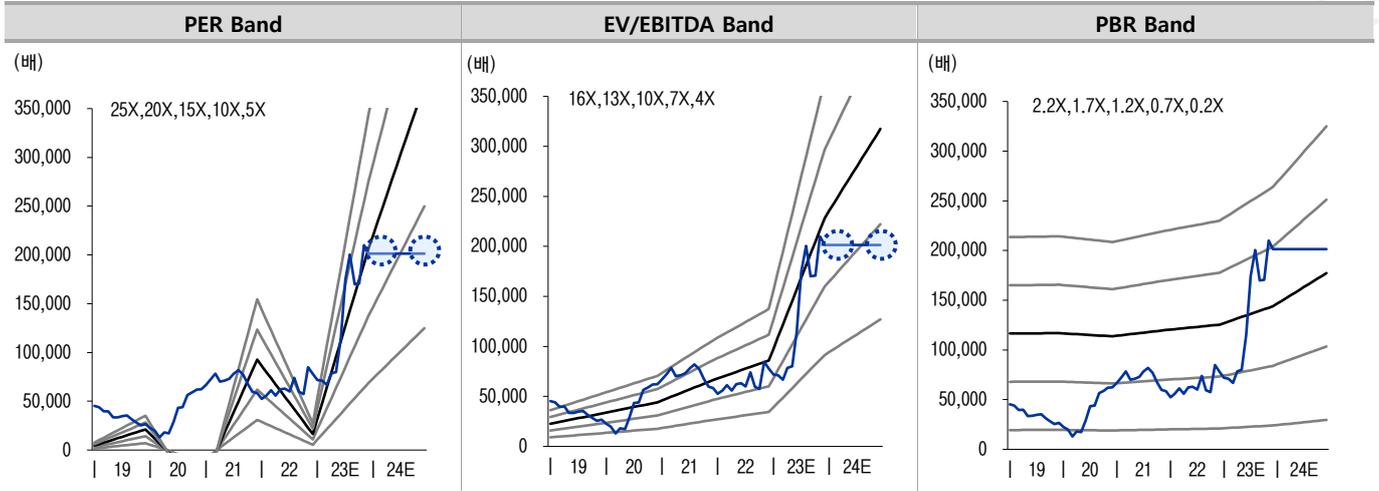
→ Global Peer 대비로는 펀드멘탈 지표는 성장성 지표를 중심으로 포함임에도 Multiple은 과도한 디스카운트 상황

→ HD현대일렉트릭 대비로는 펀드멘탈 지표 열위 수준 만큼의 적절한 Multiple 디스카운트 상황

→ LS ELECTRIC 대비로는 펀드멘탈 지표 포함. PER는 14% 할인이나 EV/EBITDA 21% 할증, PBR 7% 할증 등 감안 시 Multiple 할증/할인 수준 적정

## 2) 상대평가 With Historical Multiple Band

그림10 효성중공업 Band Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- ▶ 2Q23, 3Q23 연속 실적 서프라이즈로 23년 7월 이후 주가 가파른 상승. 다만, 올해 주가 상승을 능가하는 이익 급증으로 PER, EV/EBITDA 등 손익 가치 밸류에이션 Multiple 지표는 최근 수년간 Band 평균선에 머물러 있음
- 업황 초호황과 이에 따른 가파른 실적 성장 감안 시 Multiple은 과거 수준 대비 프리미엄을 받는 것이 합당. 그러나, 주가 상승 속도가 실적 상승 속도를 압도하지 못함에 따라 손익가치 밸류에이션 Multiple은 올해 실적 전망치 기준으로는 Band 평균선에 머물러 있고, 내년 전망치 기준으로는 평균선 아래로 떨어짐

## 3) 상대평가 Valuation에 의한 목표주가 산출

표11 효성중공업 Valuation Table

PER 방식	값	EV/EBITDA 방식	값	PBR 방식	값
2024E 지배주주 EPS(원)	24,984	2024E EBITDA(억원)	5,221	2024E 지배주주 BPS(원)	166,013
<b>적용 PER(배)</b>	<b>11.2</b>	<b>적용 EV/EBITDA(배)</b>	<b>7.7</b>	<b>적용 PBR(배)</b>	<b>1.7</b>
<b>목표주가(원)</b>	<b>280,000</b>	목표 EV(억원)	40,452	<b>목표주가(원)</b>	<b>280,000</b>
주식수(주)	9,324,548	2024E 순부채	14,343	주식수(주)	9,324,548
목표시총(억원)	26,109	목표시총(억원)	26,109	목표시총(억원)	26,109
		주식수(주)	9,324,548		
		<b>목표주가(원)</b>	<b>280,000</b>		

▶ 적용 Multiple 산정 근거 1: Global Peer와 비교

- ▷ 24E 기준 Global Peer 목표가 PER 평균 대비 44% 할인, EV/EBITDA 평균 대비 37% 할인, PBR 평균 대비 25% 할인
- ▷ 24E 기준 HD현대일렉트릭 목표가 PER 평균 대비 35% 할인, EV/EBITDA 평균 대비 27% 할인, PBR 평균 대비 50% 할인
- ▷ 24E 기준 LS ELECTRIC 목표가 PER 평균 대비 19% 할인, EV/EBITDA 평균 대비 보합증, PBR 평균 대비 보합

▶ 적용 Multiple 산정 근거 2: 자체 Multiple Band와 비교

- ▷ 24E 지배주주 EPS 대비 목표 PER 11.2배, 목표 EV/EBITDA 7.7배, 목표 PBR 1.7배 적용
- ▷ 24E 지배주주 EPS 대비 목표 PER는 5년간 Band 평균선 아래, EV/EBITDA도 5년간 평균선 아래, PBR은 최상단선 적용

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 2. 절대평가

### 1) DCF Valuation

#### ① 효성중공업

표12 효성중공업 DCF Valuation

(억원, 원, 천주)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
잉여현금흐름(FCF)	1,526	1,983	2,276	2,662	3,487	4,233	4,952
잉여현금흐름의 현재가(PV of FCF)	1,390	1,644	1,718	1,831	2,184	2,414	2,572
7년간 잉여현금흐름 현재가의 합계	13,753						
2031년 이후의 잔존가치 현재가(2031년초 시점)							69,610
2031년 이후 잔존가치 현재가의 현재시점 현재가	36,151						
잉여현금흐름 현재가의 총합계	49,904						
순부채	14,343						
순자본가치	35,561						
총발행주식수(천주)	9,325						
<b>주당 가치 = 1주당 적정 가격</b>	<b>381,370</b>						
영구성장률	0.0200						
WACC(가중평균자본비용)	0.0981						
무위험수익률(Rf)	0.0370						
베타(Beta)	1.4614						
시장 리스크 프리미엄 [E(Rm)-Rf]	0.0850						
자기자본비용(Re)	0.1612						
타인자본비용(Rd)	0.0621						
법인세 유효세율(T)	0.2255						
자기자본/총투하자본(We)	0.4423						
타인자본/총투하자본(Wd)	0.5577						

WACC = Re x We + Rd x Wd x (1-T)

Re = Rf + Beta x [E(Rm)-Rf]

무위험수익률 : 10년 만기 국고채 수익률

베타 : 23.12.01 기준 블룸버그 5년 Weekly Beta (시크리컬 업종은 1년 베타보다 5년 정도 장기 베타가 유용)

시장 리스크 프리미엄: 한국공인회계사회가 가치평가 위원회 심의 거쳐 산출하고 매년 정기적으로 발표하는 가이드언스 참조(23년에도 7-9%로서 전년 수준 유지)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- ▶ 효성중공업 2024년 이후 지배주주순이익 전망치는 당사 전망치도 시장 컨센서스 전망치도 2024년은 HD현대일렉트릭 및 LS ELECTRIC 전망치에 근접 또는 초과, 2025년은 HD현대일렉트릭 소폭 초과 & LS ELECTRIC 대폭 초과
- ▶ 반면, 전통적으로 3사 중 Multiple 순위는 HD현대일렉트릭 > LS ELECTRIC > 효성중공업 순으로서 3사 중 가장 디스카운트. 시총 순위도 3사 중 가장 작음. 이는 건설부문의 내수 건설경기 부진에 따른 디스카운트 요인 감안해도 과도(건설부문은 디스카운트 요인이긴 하나 안정적 Cashcow 역할 수행 감안 시 큰 폭의 디스카운트 요인도 아님)
- 2024-2030년 7년간 FCF 추정치에 기반한 DCF 가동 시 효성중공업 적정주가는 38만원 정도로서 상대평가에 의한 목표주가 28만원보다 36% 높은 수준으로 산출됨
- HD현대일렉트릭, LS ELECTRIC 등이 DCF에 의한 적정주가가 상대평가에 의한 목표주가와 비슷하게 산출되는 것과는 대조적
- ※ 할인 모형 기반의 절대평가 모델은 본연구원은 기본적으로 크게 신뢰하지는 않음. 3사간 각각 상대평가에 의해 산출된 목표주가와 DCF에 의해 산출된 적정주가의 차이를 비교해봄으로써 상대평가에 의한 목표주가의 유의성을 검증해보는 용도 정도로 활용

② HD현대일렉트릭

표13 HD현대일렉트릭 DCF Valuation

(억원, 원, 천주)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
잉여현금흐름(FCF)	1,892	2,123	2,738	3,361	3,989	4,610	5,237
잉여현금흐름의 현재가(PV of FCF)	1,704	1,721	1,998	2,208	2,360	2,455	2,511
7년간 잉여현금흐름 현재가의 합계	14,957						
2031년 이후의 잔존가치 현재가(2031년초 시점)							64,110
2031년 이후 잔존가치 현재가의 현재시점 현재가	30,737						
잉여현금흐름 현재가의 총합계	45,693						
순부채	2,944						
순자본가치	42,750						
총발행주식수(천주)	36,047						
<b>주당 가치 = 1주당 적정 가격</b>	<b>118,593</b>						
영구성장률	0.0200						
WACC(가중평균자본비용)	0.1107						
무위험수익률(Rf)	0.0370						
베타(Beta)	1.2058						
시장 리스크 프리미엄 [E(Rm)-Rf]	0.0800						
자기자본비용(Re)	0.1335						
타인자본비용(Rd)	0.0863						
법인세 유효세율(T)	0.2066						
자기자본/총투하자본(We)	0.6503						
타인자본/총투하자본(Wd)	0.3497						

WACC = Re x We + Rd x Wd x (1-T)

Re = Rf + Beta x [E(Rm)-Rf]

무위험수익률 : 10년 만기 국고채 수익률

베타 : 23.12.01 기준 블룸버그 5년 Weekly Beta (시크리얼 업종은 1년 베타보단 5년 정도 장기 베타가 유용)

시장 리스크 프리미엄: 한국공인회계사회가 가치평가 위원회 심의 거쳐 산출하고 매년 정기적으로 발표하는 가이드언스 참조(23년에도 7-9%로서 전년 수준 유지)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

→ 2024-2030년 7년간 FCF 추정치에 기반한 DCF 가동 시 HD현대일렉트릭 적정주가는 119,000원 정도로서 상대평가에 의한 목표주가 115,000원과 비슷한 수준 산출

※ 할인 모형 기반의 절대평가 모델은 본연구원은 기본적으로 크게 신뢰하지는 않음. 3사간 각각 상대평가에 의해 산출된 목표주가와 DCF에 의해 산출된 적정주가의 차이를 비교해봄으로써 상대평가에 의한 목표주가의 유의성을 검증해보는 용도 정도로 활용

③ LS ELECTRIC

표14 LS ELECTRIC DCF Valuation

(억원, 원, 천주)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
잉여현금흐름(FCF)	1,835	1,951	2,164	2,555	2,880	3,364	3,837
잉여현금흐름의 현재가(PV of FCF)	1,672	1,619	1,636	1,759	1,805	1,921	1,996
7년간 잉여현금흐름 현재가의 합계	12,406						
2031년 이후의 잔존가치 현재가(2031년초 시점)							54,086
2031년 이후 잔존가치 현재가의 현재시점 현재가	28,129						
잉여현금흐름 현재가의 총합계	40,535						
순부채	1,819						
순자본가치	38,717						
총발행주식수(천주)	30,000						
<b>주당 가치 = 1주당 적정 가격</b>	<b>129,055</b>						
영구성장률	0.0200						
WACC(가중평균자본비용)	0.0979						
무위험수익률(Rf)	0.0370						
베타(Beta)	1.1043						
시장 리스크 프리미엄 [E(Rm)-Rf]	0.0800						
자기자본비용(Re)	0.1253						
타인자본비용(Rd)	0.0467						
법인세 유효세율(T)	0.2410						
자기자본/총투하자본(We)	0.6947						
타인자본/총투하자본(Wd)	0.3053						

WACC = Re x We + Rd x Wd x (1-T)

Re = Rf + Beta x [E(Rm)-Rf]

무위험수익률 : 10년 만기 국고채 수익률

베타 : 23.12.01 기준 블룸버그 5년 Weekly Beta (시크리얼 업종은 1년 베타보다 5년 정도 장기 베타가 유용)

시장 리스크 프리미엄: 한국공인회계사회가 가치평가 위원회 심의 거쳐 산출하고 매년 정기적으로 발표하는 가이드언스 참조(23년에도 7-9%로서 전년 수준 유지)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

→ 2024-2030년 7년간 FCF 추정치에 기반한 DCF 가동 시 LS ELECTRIC 적정주가는 129,000원 정도로서 상대평가에 의한 목표주가 110,000원보다 17% 정도 높은 수준 산출

※ 할인 모형 기반의 절대평가 모델은 본연구원은 기본적으로 크게 신뢰하지는 않음. 3사간 각각 상대평가에 의해 산출된 목표주가와 DCF에 의해 산출된 적정주가의 차이를 비교해봄으로써 상대평가에 의한 목표주가의 유의성을 검증해보는 용도 정도로 활용

목표주가 조정 내역

표15 효성중공업 목표주가 조정 내역

(억원, 원, 배, %)	2024E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(억원)
종전	25,355	9.1	230,000	21,446
신규	24,984	11.2	280,000	26,109
변경률(%)	-1.5	23.5	21.7	21.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 효성중공업 (298040)

### 재무상태표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	15,616	22,215	29,151	33,095	37,408
현금및현금성자산	810	2,127	2,768	3,510	4,372
매출채권및기타채권	6,520	8,418	11,348	13,069	14,834
기타금융자산	486	761	990	1,256	1,564
기타	7,800	10,909	14,044	15,260	16,638
비유동자산	24,611	24,720	25,824	26,515	27,169
유무형자산	14,041	14,332	14,625	14,903	15,164
금융/투자자산	715	806	845	883	919
기타	9,856	9,582	10,354	10,728	11,085
<b>자산총계</b>	<b>40,227</b>	<b>46,935</b>	<b>54,975</b>	<b>59,610</b>	<b>64,577</b>
유동부채	19,440	25,049	30,693	32,095	33,181
매입채무및기타채무	8,059	7,903	9,596	10,492	11,364
차입금	6,306	9,502	12,202	12,272	12,022
기타	5,075	7,644	8,895	9,331	9,795
비유동부채	10,415	10,853	11,652	12,035	12,245
장기차입금	6,313	6,598	6,798	6,838	6,718
기타	4,103	4,256	4,854	5,197	5,527
<b>부채총계</b>	<b>29,856</b>	<b>35,903</b>	<b>42,345</b>	<b>44,130</b>	<b>45,425</b>
지배회사지분	9,322	9,746	11,187	13,777	17,135
자본금	466	466	466	466	466
자본잉여금및기타	857	859	859	859	859
이익잉여금	29	69	213	472	808
비지배회사지분	1,049	1,286	1,443	1,703	2,017
<b>자본총계</b>	<b>10,371</b>	<b>11,032</b>	<b>12,630</b>	<b>15,480</b>	<b>19,152</b>

### 현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>1,106</b>	<b>-671</b>	<b>-221</b>	<b>2,215</b>	<b>2,822</b>
영업에서 창출된 현금	1,375	-543	543	3,325	4,199
당기순이익	765	291	1,441	2,590	3,358
조정사항	1,617	2,241	2,269	2,381	2,686
유무형자산상각비	705	823	846	875	930
법인세비용	178	307	399	754	975
이자비용	403	585	964	1,183	1,420
이자수익	-56	-49	-97	-94	-109
기타	386	576	156	-336	-530
자산,부채 증감	-1,006	-3,075	-3,167	-1,646	-1,846
법인세,이자,배당금 등	-270	-129	-765	-1,110	-1,377
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-899</b>	<b>-1,177</b>	<b>-2,046</b>	<b>-1,591</b>	<b>-1,597</b>
유무형자산 증감	-691	-923	-1,074	-1,088	-1,128
금융자산 증감	-191	168	-242	-277	-319
기타	-17	-423	-731	-225	-150
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>71</b>	<b>3,177</b>	<b>2,908</b>	<b>118</b>	<b>-363</b>
사채 및 차입금 증감	200	3,304	2,900	110	-370
유상증자	12	39	0	0	0
리스부채 증감	-141	-166	8	8	7
기타	0	0	0	0	0
<b>총현금흐름</b>	<b>278</b>	<b>1,329</b>	<b>641</b>	<b>742</b>	<b>862</b>
기초 현금및현금성자산	523	810	2,127	2,768	3,510
외화표시 현금 환율변동	9	-11	0	0	0
<b>기말 현금및현금성자산</b>	<b>810</b>	<b>2,127</b>	<b>2,768</b>	<b>3,510</b>	<b>4,372</b>

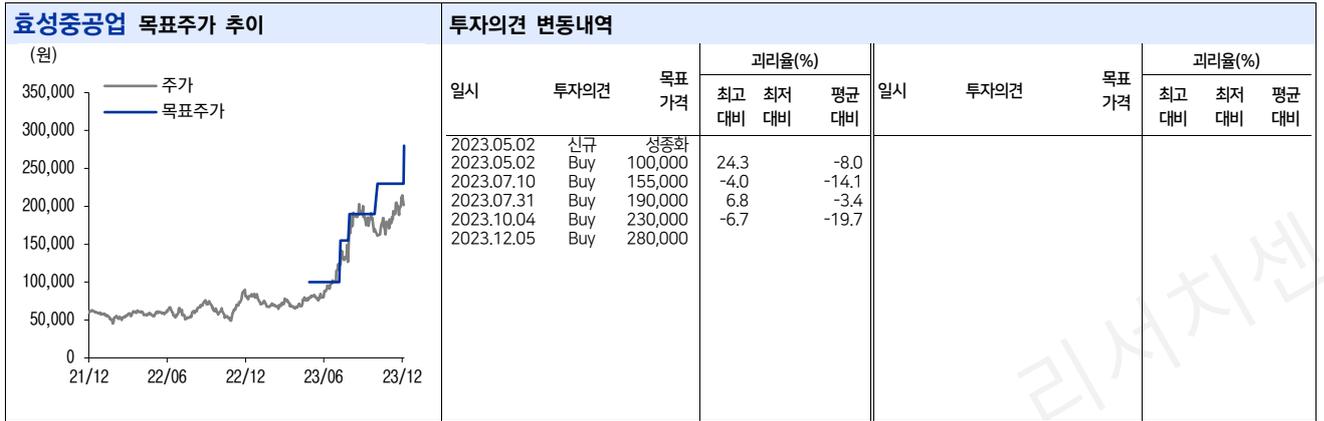
자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	30,947	35,101	44,500	49,693	54,855
영업비용	29,746	33,669	41,490	45,347	49,680
<b>영업이익</b>	<b>1,201</b>	<b>1,432</b>	<b>3,010</b>	<b>4,346</b>	<b>5,175</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,906</b>	<b>2,255</b>	<b>3,856</b>	<b>5,221</b>	<b>6,106</b>
기타수익	478	161	132	129	130
기타비용	392	234	214	225	227
금융수익	892	3,952	2,169	2,216	2,433
이자수익	56	49	97	94	109
기타	836	3,903	2,072	2,121	2,324
금융비용	1,224	4,696	3,234	3,101	3,161
이자비용	403	585	964	1,183	1,420
기타	821	4,111	2,270	1,918	1,741
지분법손익	-10	-17	-23	-20	-18
<b>세전이익</b>	<b>944</b>	<b>598</b>	<b>1,840</b>	<b>3,344</b>	<b>4,333</b>
법인세비용	178	307	399	754	975
<b>당기순이익</b>	<b>765</b>	<b>291</b>	<b>1,441</b>	<b>2,590</b>	<b>3,358</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>576</b>	<b>102</b>	<b>1,285</b>	<b>2,330</b>	<b>3,044</b>
<b>Profitability(%)</b>					
영업이익률	3.9	4.1	6.8	8.7	9.4
EBITDA Margin	6.2	6.4	8.7	10.5	11.1
당기순이익률	1.9	0.3	2.9	4.7	5.5
ROA	1.5	0.2	2.5	4.1	4.9
ROE	5.7	1.0	10.9	16.6	17.6
ROIC	4.7	3.7	8.2	10.3	11.2

### 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Valuation(배)</b>					
P/E(지배주주)	9.4	71.2	14.6	8.1	6.2
P/B	0.5	0.7	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	8.8	9.1	8.8	6.3	5.2
P/CF	2.6	3.0	6.4	4.9	4.0
<b>Per Share Data(원)</b>					
EPS(지배주주)	6,178	1,096	13,778	24,984	32,646
BPS	111,22	118,31	135,44	166,01	205,39
CPS	22,654	25,782	31,590	41,404	50,054
DPS	0	0	0	0	0
<b>Growth(%)</b>					
매출액	3.7	13.4	26.8	11.7	10.4
영업이익	172.4	19.3	110.1	44.4	19.1
EPS(지배주주)	흑전	-82.3	1,157.6	81.3	30.7
총자산	8.6	16.7	17.1	8.4	8.3
자기자본	7.1	6.4	14.5	22.6	23.7
<b>Stability(%배,억원)</b>					
부채비율	287.9	325.4	335.3	285.1	237.2
유동비율	80.3	88.7	95.0	103.1	112.7
자기자본비율	25.8	23.5	23.0	26.0	29.7
영업이익/금융비용(x)	1.0	0.3	0.9	1.4	1.6
이자보상배율(x)	3.3	2.0	2.9	3.8	4.1
총차입금(억원)	12,619	16,099	18,999	19,109	18,739
순차입금(억원)	11,323	13,211	15,240	14,343	12,803



**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성중화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자이건 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	91.4% 8.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		<b>합계</b>		<b>100.0%</b>	투자이건 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 09. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)