

# 효성중공업 (298040)

기업이슈 브리프 | 유틸리티

## Buy (maintain)

|             |             |
|-------------|-------------|
| 목표주가(상향)    | 290,000 원   |
| 현재주가        | 222,500 원   |
| 시가총액        | 20,747 억원   |
| KOSPI (3/4) | 2,674.27 pt |

### 컨센서스 대비 (1Q24E 영업이익 기준)

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
|    | ●  |    |

### Stock Data

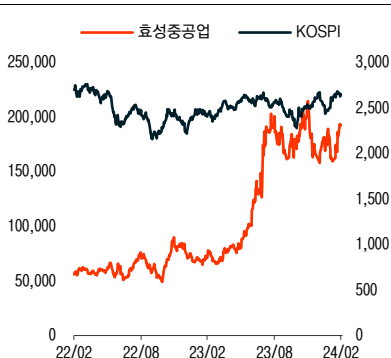
|              |           |
|--------------|-----------|
| 90 일 일평균거래대금 | 155.44 억원 |
| 외국인 지분율      | 11.5%     |
| 절대수익률 (YTD)  | 37.4%     |
| 상대수익률 (YTD)  | 36.7%     |
| 배당수익률 (24E)  | 1.8%      |

### 재무데이터

| (억원)    | 2022   | 2023P  | 2024E  | 2025E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액     | 35,101 | 43,006 | 49,730 | 54,720 |
| 영업이익    | 1,432  | 2,578  | 3,973  | 4,736  |
| 순이익     | 102    | 1,160  | 2,224  | 2,893  |
| ROE (%) | 1.0    | 9.9    | 16.1   | 17.2   |
| PER (x) | 71.2   | 13.0   | 9.3    | 7.2    |
| PBR (x) | 0.7    | 1.2    | 1.4    | 1.1    |

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

### Stock Price



## 효성 인적분할 관련 영향 점검

### 인적분할보단 업황/수주/실적/밸류 매력이 핵심

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

### 주요 포인트

- **핵심 포인트:** 전력기기 산업 초호황 Cycle은 북미/유럽/중동 등 주요 권역별 시장 중심 상당 기간 지속 예상 + 미국 대형 생산거점(테네시주)을 바탕으로 북미시장 초고압 변압기 호황 대응 경쟁력 보유 + 사우디 네옴시티 등 초고압 중심 수주 대응 지속 + 23년 11월 노르웨이 송전청 1,018억원 대형 수주 등 북유럽 대응 호조 지속 + 22-23년 아프리카/호주 등 제3시장 대형 수주로 향후 시장 성장 대비한 교두보 구축
- **기타 포인트:** 건설부문 리스크는 제한적인 수준 + 액화수소는 올해 안에 공장 완공 및 시운전은 물론 빠르면 매출도 발생 예정 + 2023년 첫 배당 실시

### 업황/수주/실적 Good! 밸류 매력 Best!

- 펀드멘털 지표는 Global Peer 대비 다소 우위임에도 주요 Multiple 지표는 Global Peer 대비 50~70%나 디스카운트로서 과도한 디스카운트 상황. 국내 전력기기 3사 중에서 HD현대일렉트릭 대비로는 40~60% 디스카운트, LS ELECTRIC와는 비슷
- 주가 상승을 압도하는 실적 상승으로 24년 전망치 기준 손익가치 밸류 지표는 최근 5개년 Band 평균선 아래로 떨어진 상황. 업황 초호황과 이에 따른 가파른 실적 호조 추이 감안 시 PER Band의 과거 수치 대비로는 프리미엄을 받아야 하는 상황임에도 오히려 Band 평균선 아래로 떨어진 것은 불합리. 최근 지속 상승은 밸류 디스카운트 해소 과정
- 적용 Multiple 상황 통해 목표주가 254,000원에서 290,000원으로 14% 상향. Buy 유지. 24E EPS 대비 적용 PER는 14.2배로서 여전히 1) Global Peer 대비 47% 할인, 2) 19~23년 5개년 PER Band의 평균선(15배) 아래 수준임. 목표주가는 현재주가 대비 상승여력 조절, 단기 조정 시 이격 조정 등을 병행하며 단계별로 설정해가고 있을 뿐 여전히 과도한 저평가로서 상승여력은 충분하다고 판단

### 효성 인적분할 관련

- 효성그룹 지주사 (주)효성은 2개의 지주사로 인적 분할하여 존속지주 (주)효성은 조현준, 신설지주는 조현상 경영체제로 편제 예정. 형제간 계열 분리 수준으로서 인적 분할 후 형제간 두 지주사 지분을 스왑딜하여 각자가 지배하는 회사에 지분 집중 예상되고 있음. (주)효성 현재 주요 주주는 조석래 10.14%, 조현준 21.94%, 조현상 21.42%
- 신설지주를 맡게 될 조현상부회장이 보유 중인 존속지주 (주)효성 산하 주요 계열사 지분은 효성중공업 4.88%, 효성화학 6.16%. 효성중공업은 시총 20,747억원으로서 시총 2,571억원인 효성화학에 비해 조현상부회장이 지분매각 등 통해 신설지주 지분율을 제고 하는데 활용가치가 훨씬 큼(신설지주 계열사 중 조현준회장 지분가치가 큰 회사가 없어 주요 계열사 지배권 정리는 형제간 스왑딜 방식은 타이트한 상황). (주)효성 시총도 12,516억원으로서 효성중공업 시총의 60% 수준인데다 인적분할 시 가치는 다시 나눠지므로 효성중공업 지분 4.88%는 이론적으로 신설지주 지분을 15% 내외 제고 가능 수준
- 시장에서 효성중공업의 경우 조현상부회장이 신설지주 지분을 제고를 위해 보유 지분을 매각 등의 방법으로 활용하기 전에 건설부문 매각 등을 통한 가치부양 수순이 진행되지 않겠느냐는 의견도 있었음. 다만, 동사는 기본적인 펀드멘털 및 밸류에이션 매력 자체가 우수. 이런 부분들은 사측의 계획/언급이 없는 상황에서 과도한 스토리텔링은 지양 필요

## 실적 전망

표1 효성중공업 실적 전망 (분기) \_ 종전 전망치 그대로

| (억원, %)          | 1Q23         | 2Q23          | 3Q23          | 4Q23P         | 1Q24E         | 2Q24E         | 3Q24E         | 4Q24E         | 1Q25E         | 2Q25E         | 3Q25E         | 4Q25E         |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>       | <b>8,465</b> | <b>11,227</b> | <b>10,394</b> | <b>12,920</b> | <b>10,386</b> | <b>11,881</b> | <b>11,576</b> | <b>15,887</b> | <b>11,466</b> | <b>13,155</b> | <b>12,810</b> | <b>17,290</b> |
| 중공업              | 4,766        | 7,117         | 5,933         | 7,987         | 6,196         | 7,401         | 6,847         | 10,559        | 6,877         | 8,290         | 7,703         | 11,509        |
| 비중(%)            | 56.3         | 63.4          | 57.1          | 61.8          | 59.7          | 62.3          | 59.1          | 66.5          | 60.0          | 63.0          | 60.1          | 66.6          |
| <b>건설</b>        | <b>3,699</b> | <b>4,110</b>  | <b>4,461</b>  | <b>4,933</b>  | <b>4,191</b>  | <b>4,480</b>  | <b>4,729</b>  | <b>5,328</b>  | <b>4,589</b>  | <b>4,865</b>  | <b>5,107</b>  | <b>5,781</b>  |
| 비중(%)            | 43.7         | 36.6          | 42.9          | 38.2          | 40.3          | 37.7          | 40.9          | 33.5          | 40.0          | 37.0          | 39.9          | 33.4          |
| <b>영업비용</b>      | <b>8,324</b> | <b>10,369</b> | <b>9,449</b>  | <b>12,286</b> | <b>9,663</b>  | <b>11,044</b> | <b>10,508</b> | <b>14,542</b> | <b>10,608</b> | <b>12,153</b> | <b>11,508</b> | <b>15,715</b> |
| 재료비/재고자산변동       | 2,905        | 4,138         | 2,090         | 4,572         | 3,386         | 4,242         | 3,797         | 5,513         | 3,749         | 4,696         | 4,227         | 6,034         |
| 종업원급여            | 1,176        | 1,223         | 1,313         | 1,411         | 1,341         | 1,419         | 1,511         | 1,604         | 1,532         | 1,612         | 1,589         | 1,678         |
| 유무형자산상각비         | 210          | 214           | 209           | 216           | 211           | 215           | 223           | 228           | 224           | 228           | 235           | 240           |
| 기타               | 4,033        | 4,794         | 5,836         | 6,087         | 4,725         | 5,168         | 4,978         | 7,197         | 5,102         | 5,617         | 5,457         | 7,763         |
| <b>영업이익</b>      | <b>141</b>   | <b>857</b>    | <b>946</b>    | <b>634</b>    | <b>723</b>    | <b>837</b>    | <b>1,068</b>  | <b>1,345</b>  | <b>858</b>    | <b>1,001</b>  | <b>1,302</b>  | <b>1,575</b>  |
| 영업이익률(%)         | 1.7          | 7.6           | 9.1           | 4.9           | 7.0           | 7.0           | 9.2           | 8.5           | 7.5           | 7.6           | 10.2          | 9.1           |
| 중공업              | -9           | 566           | 728           | 460           | 564           | 533           | 822           | 1,137         | 661           | 641           | 1,000         | 1,303         |
| 영업이익률(%)         | -0.2         | 8.0           | 12.3          | 5.8           | 9.1           | 7.2           | 12.0          | 10.8          | 9.6           | 7.7           | 13.0          | 11.3          |
| 비중(%)            | -6.4         | 66.0          | 77.0          | 72.6          | 78.0          | 63.6          | 77.0          | 84.5          | 77.0          | 64.0          | 76.9          | 82.7          |
| <b>건설</b>        | <b>150</b>   | <b>291</b>    | <b>218</b>    | <b>174</b>    | <b>159</b>    | <b>305</b>    | <b>246</b>    | <b>208</b>    | <b>197</b>    | <b>360</b>    | <b>301</b>    | <b>272</b>    |
| 영업이익률(%)         | 4.1          | 7.1           | 4.9           | 3.5           | 3.8           | 6.8           | 5.2           | 3.9           | 4.3           | 7.4           | 5.9           | 4.7           |
| 비중(%)            | 106.4        | 34.0          | 23.0          | 27.4          | 22.0          | 36.4          | 23.0          | 15.5          | 23.0          | 36.0          | 23.1          | 17.3          |
| <b>EBITDA</b>    | <b>351</b>   | <b>1,072</b>  | <b>1,155</b>  | <b>850</b>    | <b>934</b>    | <b>1,053</b>  | <b>1,291</b>  | <b>1,573</b>  | <b>1,082</b>  | <b>1,229</b>  | <b>1,537</b>  | <b>1,815</b>  |
| EBITDA Margin(%) | 4.1          | 9.5           | 11.1          | 6.6           | 9.0           | 8.9           | 11.1          | 9.9           | 9.4           | 9.3           | 12.0          | 10.5          |
| <b>세전이익</b>      | <b>-118</b>  | <b>606</b>    | <b>720</b>    | <b>488</b>    | <b>629</b>    | <b>633</b>    | <b>907</b>    | <b>1,116</b>  | <b>801</b>    | <b>845</b>    | <b>1,210</b>  | <b>1,382</b>  |
| 세전이익률(%)         | -1.4         | 5.4           | 6.9           | 3.8           | 6.1           | 5.3           | 7.8           | 7.0           | 7.0           | 6.4           | 9.4           | 8.0           |
| <b>순이익</b>       | <b>-122</b>  | <b>588</b>    | <b>564</b>    | <b>289</b>    | <b>503</b>    | <b>487</b>    | <b>716</b>    | <b>842</b>    | <b>641</b>    | <b>650</b>    | <b>956</b>    | <b>1,043</b>  |
| 순이익률(%)          | -1.4         | 5.2           | 5.4           | 2.2           | 4.8           | 4.1           | 6.2           | 5.3           | 5.6           | 4.9           | 7.5           | 6.0           |
| <b>지배주주순이익</b>   | <b>-155</b>  | <b>544</b>    | <b>518</b>    | <b>253</b>    | <b>462</b>    | <b>392</b>    | <b>641</b>    | <b>728</b>    | <b>594</b>    | <b>528</b>    | <b>862</b>    | <b>909</b>    |
| 지배주주순이익률(%)      | -1.8         | 4.8           | 5.0           | 2.0           | 4.5           | 3.3           | 5.5           | 4.6           | 5.2           | 4.0           | 6.7           | 5.3           |
| 순이익 대비 비중(%)     | 127.1        | 92.5          | 91.8          | 87.6          | 92.0          | 80.5          | 89.5          | 86.5          | 92.7          | 81.1          | 90.2          | 87.2          |
| <b>qoq(%)</b>    |              |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| 매출액              | -29.3        | 32.6          | -7.4          | 24.3          | -19.6         | 14.4          | -2.6          | 37.2          | -27.8         | 14.7          | -2.6          | 35.0          |
| 중공업              | -37.1        | 49.3          | -16.6         | 34.6          | -22.4         | 19.5          | -7.5          | 54.2          | -34.9         | 20.5          | -7.1          | 49.4          |
| 건설               | -15.9        | 11.1          | 8.6           | 10.6          | -15.0         | 6.9           | 5.6           | 12.7          | -13.9         | 6.0           | 5.0           | 13.2          |
| 영업이익             | -71.7        | 507.9         | 10.3          | -32.9         | 14.0          | 15.8          | 27.5          | 26.0          | -36.2         | 16.7          | 30.0          | 21.0          |
| 중공업              | 적전           | 흑전            | 28.6          | -36.8         | 22.5          | -5.6          | 54.3          | 38.4          | -41.9         | -3.0          | 56.0          | 30.3          |
| 건설               | -11.8        | 94.0          | -25.3         | -19.9         | -8.5          | 91.3          | -19.3         | -15.5         | -5.0          | 82.5          | -16.3         | -9.8          |
| 지배주주순이익          | 적지           | 흑전            | -4.8          | -51.1         | 82.8          | -15.2         | 63.4          | 13.7          | -18.4         | -11.2         | 63.5          | 5.4           |
| <b>yoy(%)</b>    |              |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| 매출액              | 41.2         | 21.1          | 32.2          | 7.9           | 22.7          | 5.8           | 11.4          | 23.0          | 10.4          | 10.7          | 10.7          | 8.8           |
| 중공업              | 68.1         | 37.6          | 37.3          | 5.4           | 30.0          | 4.0           | 15.4          | 32.2          | 11.0          | 12.0          | 12.5          | 9.0           |
| 건설               | 17.0         | 0.3           | 26.0          | 12.2          | 13.3          | 9.0           | 6.0           | 8.0           | 9.5           | 8.6           | 8.0           | 8.5           |
| 영업이익             | 흑전           | 103.5         | 68.7          | 27.3          | 412.8         | -2.3          | 12.9          | 112.0         | 18.6          | 19.6          | 21.9          | 17.1          |
| 중공업              | 적지           | 345.5         | 116.8         | 40.3          | 흑전            | -5.9          | 12.9          | 147.0         | 흑전            | 20.4          | 21.8          | 14.6          |
| 건설               | 4.1          | -1.1          | -3.3          | 2.4           | 6.1           | 4.6           | 13.1          | 19.3          | 23.9          | 18.2          | 22.5          | 30.8          |
| 지배주주순이익          | 적지           | 525.9         | 102.6         | 흑전            | 흑전            | -27.9         | 23.8          | 187.9         | 흑전            | 34.5          | 34.6          | 24.9          |

주: K-IFRS 연결기준

자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 효성중공업 영업실적 전망 (연간) \_ 종전 전망치 그대로

| (억원, %)            | 2021          | 2022          | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>         | <b>35,101</b> | <b>43,006</b> | <b>49,730</b> | <b>54,720</b> | <b>59,992</b> |
| 중공업                | 19,906        | 25,803        | 31,003        | 34,379        | 38,057        |
| 비중(%)              | 56.7          | 60.0          | 62.3          | 62.8          | 63.4          |
| 건설                 | 15,195        | 17,203        | 18,727        | 20,342        | 21,935        |
| 비중(%)              | 43.3          | 40.0          | 37.7          | 37.2          | 36.6          |
| <b>영업비용</b>        | <b>33,669</b> | <b>40,427</b> | <b>45,757</b> | <b>49,985</b> | <b>54,443</b> |
| 재료비/재고자산변동         | 11,002        | 13,705        | 16,937        | 18,707        | 20,783        |
| 총업원급여              | 4,544         | 5,124         | 5,875         | 6,410         | 6,704         |
| 유무형자산상각비           | 823           | 849           | 878           | 928           | 976           |
| 기타                 | 17,300        | 20,749        | 22,068        | 23,939        | 25,980        |
| <b>영업이익</b>        | <b>1,432</b>  | <b>2,578</b>  | <b>3,973</b>  | <b>4,736</b>  | <b>5,549</b>  |
| 영업이익률(%)           | 4.1           | 6.0           | 8.0           | 8.7           | 9.2           |
| 중공업                | 599           | 1,746         | 3,055         | 3,605         | 4,133         |
| 업이익률(%)            | 3.0           | 6.8           | 9.9           | 10.5          | 10.9          |
| 비중(%)              | 41.8          | 67.7          | 76.9          | 76.1          | 74.5          |
| 건설                 | 833           | 833           | 918           | 1,130         | 1,416         |
| 영업이익률(%)           | 5.5           | 4.8           | 4.9           | 5.6           | 6.5           |
| 비중(%)              | 58.2          | 32.3          | 23.1          | 23.9          | 25.5          |
| <b>EBITDA</b>      | <b>2,255</b>  | <b>3,428</b>  | <b>4,850</b>  | <b>5,663</b>  | <b>6,524</b>  |
| EBITDA Margin(%)   | 6.4           | 8.0           | 9.8           | 10.3          | 10.9          |
| <b>세전이익</b>        | <b>598</b>    | <b>1,697</b>  | <b>3,284</b>  | <b>4,238</b>  | <b>5,112</b>  |
| 세전이익률(%)           | 1.7           | 3.9           | 6.6           | 7.7           | 8.5           |
| <b>순이익</b>         | <b>291</b>    | <b>1,319</b>  | <b>2,548</b>  | <b>3,290</b>  | <b>3,970</b>  |
| 순이익률(%)            | 0.8           | 3.1           | 5.1           | 6.0           | 6.6           |
| <b>지배주주순이익</b>     | <b>102</b>    | <b>1,160</b>  | <b>2,224</b>  | <b>2,893</b>  | <b>3,520</b>  |
| 지배주주순이익률(%)        | 0.3           | 2.7           | 4.5           | 5.3           | 5.9           |
| 순이익 대비 비중(%)       | 35.1          | 87.9          | 87.3          | 88.0          | 88.7          |
| <b>EPS(원)</b>      | <b>3,124</b>  | <b>14,148</b> | <b>27,324</b> | <b>35,280</b> | <b>42,575</b> |
| <b>지배주주 EPS(원)</b> | <b>1,096</b>  | <b>12,438</b> | <b>23,849</b> | <b>31,031</b> | <b>37,749</b> |
| <b>yoy(%)</b>      |               |               |               |               |               |
| 매출액                | 13.4          | 22.5          | 15.6          | 10.0          | 9.6           |
| 중공업                | 10.8          | 29.6          | 20.2          | 10.9          | 10.7          |
| 건설                 | 17.0          | 13.2          | 8.9           | 8.6           | 7.8           |
| 영업이익               | 19.3          | 80.0          | 54.1          | 19.2          | 17.2          |
| 중공업                | 82.6          | 191.3         | 75.0          | 18.0          | 14.6          |
| 건설                 | -4.5          | -0.1          | 10.2          | 23.2          | 25.3          |
| 지배주주순이익            | -82.3         | 1,035.3       | 91.7          | 30.1          | 21.6          |
| 지배주주 EPS           | -82.3         | 1,035.3       | 91.7          | 30.1          | 21.6          |

주: K-IFRS 연결기준

자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 효성중공업 24-25년 실적 전망치 비교 (컨센서스 vs 당사 / 당사 전망치, 컨센 대비 보수적 → 밸류에이션 명분 충분)

| (억원, 원, %)      | 2024E  | 2025E  | (억원, 원, %)    | 2024E  | 2025E  |
|-----------------|--------|--------|---------------|--------|--------|
| <b>컨센서스 전망치</b> |        |        | <b>당사 전망치</b> |        |        |
| 매출              | 48,987 | 54,203 | 매출            | 49,730 | 54,720 |
| 영업이익            | 4,275  | 5,538  | 영업이익          | 3,973  | 4,736  |
| 영업이익률(%)        | 8.7    | 10.2   | 영업이익률(%)      | 8.0    | 8.7    |
| 지배주주순이익         | 2,504  | 3,483  | 지배주주순이익       | 2,224  | 2,893  |

주 1: K-IFRS 연결기준

주 2: 컨센서스는 4Q22 Review 자료 통해 전망치 업데이트한 7곳만 포함하여 산정

자료: 에프엔가이드, 이베스트투자증권 리서치센터

## Valuation

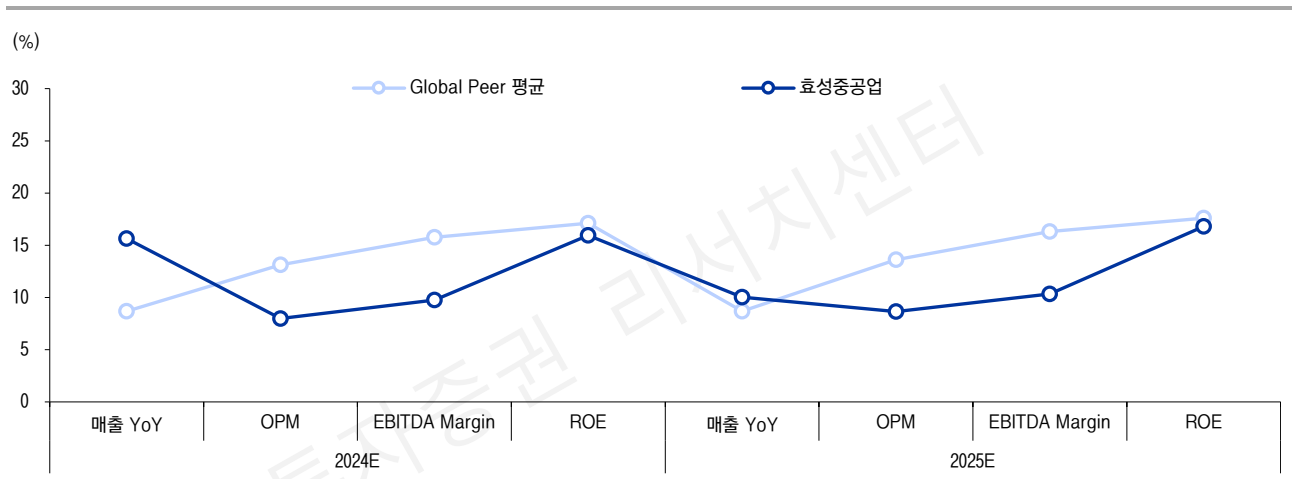
### 효성중공업 vs Global Peer 펀드멘탈 지표 비교

그림1 펀드멘탈 지표 비교 (Global Peer vs

| (% )                       | 2024E       |             |               |             | 2025E       |             |               |             |
|----------------------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-------------|---------------|-------------|
|                            | 매출 YoY      | OPM         | EBITDA Margin | ROE         | 매출 YoY      | OPM         | EBITDA Margin | ROE         |
| General Electric(미국)       | 10.6        | 11.1        | 14.0          | 18.6        | 7.7         | 11.1        | 15.8          | 20.5        |
| Schneider Electric(프랑스)    | 5.7         | 17.3        | 20.6          | 16.9        | 7.1         | 17.3        | 21.1          | 17.1        |
| ABB Group(스위스+스웨덴)         | 4.1         | 15.7        | 18.3          | 26.7        | 4.9         | 15.7        | 19.0          | 26.3        |
| Eaton(미국)                  | 7.5         | 19.0        | 22.3          | 20.3        | 7.3         | 19.0        | 22.7          | 21.3        |
| Siemens(독일)                | 4.1         | 14.4        | 18.2          | 16.9        | 5.4         | 14.4        | 18.7          | 17.1        |
| Quanta Services(미국)        | 8.2         | 6.1         | 9.5           | 14.4        | 8.7         | 6.1         | 9.8           | 15.4        |
| Nari Technology(国电南瑞) (중국) | 14.3        | 16.7        | 18.5          | 16.7        | 12.7        | 17.9        | 18.7          | 17.0        |
| Mitsubishi Electric(일본)    | 3.7         | 6.3         | 10.4          | 8.0         | 1.8         | 6.3         | 11.1          | 8.4         |
| LS ELECTRIC(한국)            | 9.1         | 8.2         | 10.4          | 13.0        | 12.6        | 8.4         | 10.3          | 13.5        |
| HD현대일렉트릭(한국)               | 22.6        | 12.4        | 14.1          | 24.2        | 18.0        | 12.7        | 14.3          | 23.8        |
| <b>Average</b>             | <b>9.0</b>  | <b>12.7</b> | <b>15.6</b>   | <b>17.6</b> | <b>8.6</b>  | <b>12.9</b> | <b>16.1</b>   | <b>18.1</b> |
| <b>효성중공업</b>               | <b>15.6</b> | <b>8.0</b>  | <b>9.8</b>    | <b>16.1</b> | <b>10.0</b> | <b>8.7</b>  | <b>10.3</b>   | <b>17.2</b> |

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 펀드멘탈 지표 Position 비교 (Global Peer vs 효성중공업)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- ▶ 영업이익률, EBITDA Margin 등 수익성 지표는 Global Peer 대비 열위이나 2020년 가파른 개선, Global Peer와 격차 축소 지속
- ▶ 자본성장성 지표인 ROE는 Global Peer 대비 보합
- ▶ 핵심 지표인 매출 성장성은 Global Peer 대비 24년 대폭 우위, 25년 다소 우위
- 효성중공업 펀드멘탈 지표는 핵심 지표인 매출 성장성 지표 우위, 수익성 개선속도 우위 등을 바탕으로 Global Peer 대비 다소 우위

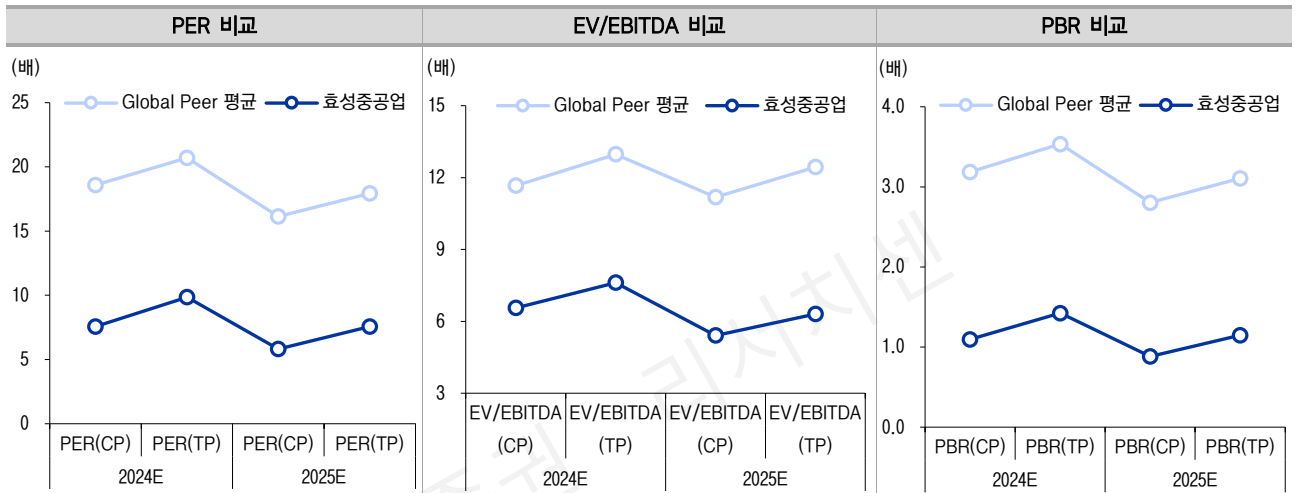
### 효성중공업 상대평가 Valuation 지표 비교

그림3 상대평가 Valuation 지표 비교 (효성중공업 vs Global Peer)

| (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)       | 34.6         | 34.7         | 17.7         | 17.8         | 5.5          | 5.5          | 26.6         | 26.7         | 14.3         | 14.3         | 4.8          | 4.8          |
| Schneider Electric(프랑스)    | 25.3         | 24.0         | 16.0         | 15.3         | 4.2          | 4.0          | 22.7         | 21.6         | 14.7         | 14.0         | 3.8          | 3.6          |
| ABB Group(스위스+스웨덴)         | 19.2         | 18.2         | 12.1         | 11.5         | 5.0          | 4.8          | 17.6         | 16.7         | 11.1         | 10.5         | 4.4          | 4.1          |
| Eaton(미국)                  | 29.0         | 27.5         | 22.2         | 21.1         | 6.0          | 5.7          | 26.1         | 24.7         | 20.4         | 19.4         | 5.5          | 5.3          |
| Siemens(독일)                | 16.8         | 17.8         | 11.8         | 12.4         | 2.8          | 3.0          | 15.7         | 16.6         | 10.9         | 11.5         | 2.6          | 2.7          |
| Quanta Services(미국)        | 28.9         | 30.0         | 17.0         | 17.6         | 5.1          | 5.3          | 25.3         | 26.2         | 15.2         | 15.7         | 4.5          | 4.7          |
| Nari Technology(国电南瑞) (중국) | 22.4         | 24.8         | 13.6         | 15.2         | 3.6          | 4.0          | 19.5         | 21.6         | 13.3         | 14.9         | 3.2          | 3.6          |
| Mitsubishi Electric(일본)    | 19.1         | 19.3         | 8.5          | 8.6          | 1.5          | 1.5          | 17.4         | 17.5         | 7.9          | 7.9          | 1.4          | 1.4          |
| LS ELECTRIC(한국)            | 8.5          | 12.4         | 4.7          | 6.6          | 1.0          | 1.5          | 7.2          | 10.5         | 3.9          | 5.7          | 0.9          | 1.3          |
| HD현대일렉트릭(한국)               | 16.1         | 22.2         | 10.7         | 14.5         | 3.5          | 4.8          | 13.1         | 18.1         | 8.6          | 11.9         | 2.8          | 3.9          |
| <b>Average</b>             | <b>22.0</b>  | <b>23.1</b>  | <b>13.4</b>  | <b>14.1</b>  | <b>3.8</b>   | <b>4.0</b>   | <b>19.1</b>  | <b>20.0</b>  | <b>12.0</b>  | <b>12.6</b>  | <b>3.4</b>   | <b>3.5</b>   |
| <b>효성중공업</b>               | <b>9.3</b>   | <b>12.2</b>  | <b>7.4</b>   | <b>8.7</b>   | <b>1.4</b>   | <b>1.8</b>   | <b>7.2</b>   | <b>9.3</b>   | <b>6.2</b>   | <b>7.3</b>   | <b>1.1</b>   | <b>1.5</b>   |
| <b>할증 or 할인 (%)</b>        | <b>-57.6</b> | <b>-47.3</b> | <b>-44.8</b> | <b>-38.1</b> | <b>-64.2</b> | <b>-55.4</b> | <b>-62.5</b> | <b>-53.3</b> | <b>-48.4</b> | <b>-41.8</b> | <b>-66.8</b> | <b>-58.6</b> |

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 PER, EV/EBITDA, PBR 비교(효성중공업 vs Global Peer)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

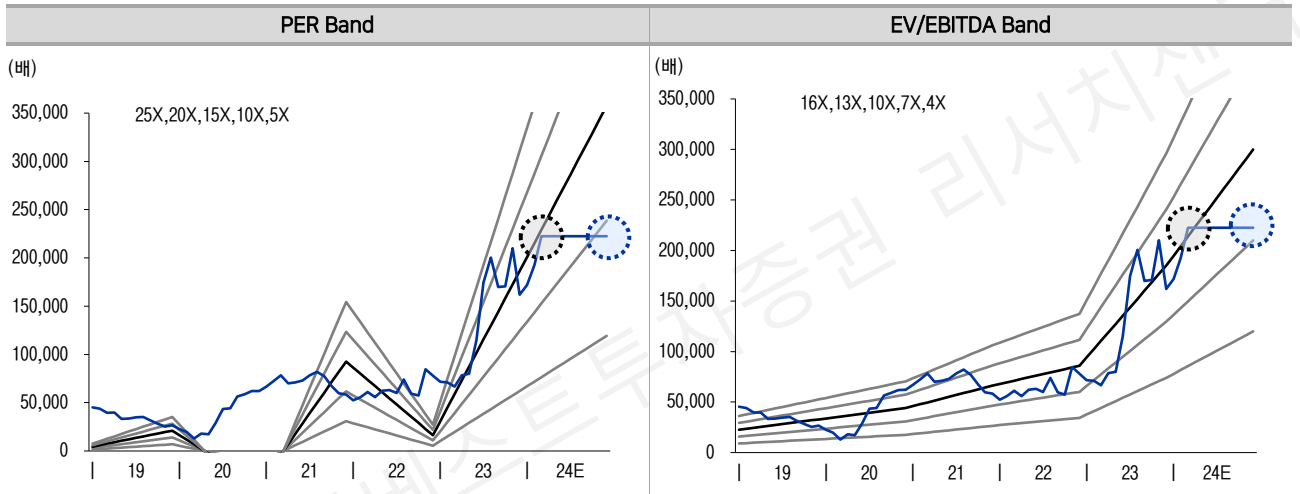
- ▶ 효성중공업 펀드멘털 지표는 핵심 지표인 매출 성장성 지표 우위, 수익성 개선속도 우위 등을 바탕으로 Global Peer 대비 다소 우위
- ▶ 효성중공업 현재가 기준 Valuation 지표는 2024년 전망치 기준 Global Peer 대비 **PER는 58%, EV/EBITDA는 45%, PBR은 64%**

#### 디스카운트 상황

- 1) 전력기기 산업 호황 Cycle 진입, 2) 2H21 이후 중공업 부문 수주 호조 지속 및 이에 따른 실적 호조(매출 성장성 강화, 수익성 개선) 지속,
- 3) 미국 생산법인의 인력 확충 및 숙련도 제고에 따른 공장가동률 상승과 중국, 인도 법인의 코로나 19 종료에 따른 공장가동률 회복 등에 따른 실질적 Capa 상승 효과, 4) 유럽, 북미, 중동, 아프리카, 아시아/기타(호주 포함) 등 매출의 지역별 다변화와 지역별 고른 성장성에도
- 5) Global Peer 대비 펀드멘털 지표도 다소 우위임에도 주요 **Multiple이 45-65% 디스카운트 상황인 것은 과도하다고 판단**
- 2024년 전망치 기준 목표주가 산출 Multiple 또한 Global Peer 대비 **PER는 47%, EV/EBITDA는 38%, PBR은 55%나 디스카운트한 수치. 밸류에이션 여력은 매우 큼. 목표주가는 현재주가 대비 상승여력 조절, 단기 조정 시 이격 조정 등을 병행하며 단계별로 설정해가고 있을 뿐**

효성중공업 Band Chart \_ 24E 기준 Multiple은 5개년 Band의 평균선 아래로 떨어짐

그림5 효성중공업 Band Chart



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- ▶ 전력기기 산업 유럽, 북미, 중동, 아프리카, 아시아/기타 등 전세계 모든 지역에서 구조적인 호황 Cycle 진입 → 수주 호조 → 실적 호조
- 주가 상승을 압도하는 실적 상승으로 24년 전망치 기준 손익가치 밸류 지표는 최근 5개년 Band 평균선 아래에 머물러 있음
- 업황 초호황과 이에 따른 가파른 실적 호조 추이 감안 시 과거 자체 PER Band 대비로는 프리미엄을 받아야 하는 상황(Band 상단 우상향 돌파)에서 오히려 Band 평균선 아래로 떨어져 있는 것은 불합리
- 4Q23 영업이익 컨센서스 대폭 미달은 1) 중공업 부문의 4Q23에서 1Q24로의 매출 이연건 몇 건, 2) Big Bath 컨셉의 비경상적 비용 처리, 3) 노사간 임단협 과정에서의 부분파업 영향 등 일회성 요인에 따른 것이며 이는 1Q24 및 2024년 영업실적에는 긍정적 풍선효과로 작용
- 업황 호황, 실적호조, 과도한 Multiple DC 등 감안 시 최근 주가 상승세에도 불구하고 여전히 저평가, 상승 여력 충분. Global Peer 대비로는 물론 국내 전력기기 3사 중 HD현대일렉트릭 대비 상당수준 DC, LS ELECTRIC과 비슷한 수준

표4 효성중공업 Valuation Table

| PER 방식   |                | EV/EBITDA 방식           |  | PER 방식            |                |
|--|----------------|------------------------|--|-------------------|----------------|
| 2024E 지배주주 EPS(원)                                      | 23,849         | 2024E EBITDA(억원)       | 4,850  | 2024E 지배주주 BPS(원) | 162,473        |
| <b>적용 PER(배)</b>                                       | <b>12.16</b>   | <b>적용 EV/EBITDA(배)</b> | <b>8.72</b>  | <b>적용 PBR(배)</b>  | <b>1.78</b>    |
| <b>목표주가(원)</b>   | <b>290,000</b> | 목표 EV(억원)              | 42,272   | <b>목표주가(원)</b>    | <b>290,000</b> |
| 주식수(주)   | 9,324,548      | 2024E 순부채              | 15,231   | 주식수(주)            | 9,324,548      |
| 목표시총(억원)   | 27,041         | 목표시총(억원)               | 27,041   | 목표시총(억원)          | 27,041         |
| ▶ 현재주가 기준 Multiple 현황                                  |                |                        | ▶ 목표주가 기준 적용 Multiple 산정 근거                            |                   |                |
| ▷ 24E 기준 Global Peer 현재가 PER 평균 대비 <b>58%</b> 할인       |                |                        | ▷ 24E 기준 Global Peer 목표가 PER 평균 대비 <b>47%</b> 할인       |                   |                |
| ▷ 24E 기준 Global Peer 현재가 EV/EBITDA 평균 대비 <b>45%</b> 할인 |                |                        | ▷ 24E 기준 Global Peer 목표가 EV/EBITDA 평균 대비 <b>38%</b> 할인 |                   |                |
| ▷ 24E 기준 Global Peer 현재가 PBR 평균 대비 <b>64%</b> 할인 수준    |                |                        | ▷ 24E 기준 Global Peer 목표가 PBR 평균 대비 <b>55%</b> 할인       |                   |                |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 효성중공업 목표주가 변동

| (억원, 원, 배, %) | 목표주가(원) | 목표시총(억원) | 2024E      |        | 2025E      |        |
|---------------|---------|----------|------------|--------|------------|--------|
|               |         |          | 지배주주EPS(원) | PER(배) | 지배주주EPS(원) | PER(배) |
| 중견            | 254,000 | 23,684   | 23,849     | 10.65  | 31,031     | 8.19   |
| 신규            | 290,000 | 27,041   | 23,849     | 12.16  | 31,031     | 9.35   |
| 변경률(%)        | 14.2    | 14.2     | 0.0        | 14.2   | 0.0        | 14.2   |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터



## 효성중공업 (298040)

### 재무상태표

| (억원)        | 2022          | 2023P         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 유동자산        | 22,215        | 28,091        | 33,364        | 37,701        | 42,365        |
| 현금및현금성자산    | 2,127         | 2,581         | 3,033         | 3,476         | 3,951         |
| 매출채권및기타채권   | 8,418         | 10,882        | 13,094        | 14,802        | 16,656        |
| 기타금융자산      | 761           | 923           | 1,085         | 1,244         | 1,414         |
| 기타          | 10,909        | 13,705        | 16,151        | 18,180        | 20,345        |
| 비유동자산       | 24,720        | 25,691        | 26,515        | 27,155        | 27,783        |
| 유무형자산       | 14,332        | 14,625        | 14,903        | 15,164        | 15,407        |
| 금융/투자자산     | 806           | 845           | 883           | 919           | 952           |
| 기타          | 9,582         | 10,221        | 10,729        | 11,071        | 11,424        |
| <b>자산총계</b> | <b>46,935</b> | <b>53,782</b> | <b>59,879</b> | <b>64,856</b> | <b>70,148</b> |
| 유동부채        | 25,049        | 29,704        | 32,533        | 33,986        | 35,176        |
| 매입채무및기타채무   | 7,903         | 9,327         | 10,494        | 11,336        | 12,210        |
| 차입금         | 9,502         | 11,602        | 12,352        | 12,234        | 11,814        |
| 기타          | 7,644         | 8,776         | 9,688         | 10,416        | 11,152        |
| 비유동부채       | 10,853        | 11,567        | 12,196        | 12,416        | 12,592        |
| 장기차입금       | 6,598         | 6,798         | 6,998         | 6,898         | 6,748         |
| 기타          | 4,256         | 4,769         | 5,198         | 5,519         | 5,844         |
| <b>부채총계</b> | <b>35,903</b> | <b>41,271</b> | <b>44,729</b> | <b>46,402</b> | <b>47,768</b> |
| 지배회사지분      | 9,746         | 11,065        | 13,380        | 16,288        | 19,764        |
| 자본금         | 466           | 466           | 466           | 466           | 466           |
| 자본잉여금및기타    | 859           | 859           | 859           | 859           | 859           |
| 이익잉여금       | 69            | 201           | 432           | 723           | 1,071         |
| 비지배회사지분     | 1,286         | 1,446         | 1,770         | 2,166         | 2,616         |
| <b>자본총계</b> | <b>11,032</b> | <b>12,511</b> | <b>15,150</b> | <b>18,454</b> | <b>22,380</b> |

### 현금흐름표

| (억원)               | 2022          | 2023P         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>   | <b>-671</b>   | <b>-9</b>     | <b>1,288</b>  | <b>2,383</b>  | <b>2,872</b>  |
| 영업에서 창출된 현금        | -543          | 705           | 2,259         | 3,587         | 4,307         |
| 당기순이익              | 291           | 1,319         | 2,548         | 3,290         | 3,970         |
| 조정사항               | 2,241         | 2,136         | 2,331         | 2,502         | 2,782         |
| 유무형자산상각비           | 823           | 849           | 878           | 928           | 976           |
| 법인세비용              | 307           | 377           | 736           | 949           | 1,142         |
| 이자비용               | 585           | 901           | 968           | 1,158         | 1,363         |
| 이자수익               | -49           | -97           | -94           | -109          | -125          |
| 기타                 | 576           | 105           | -157          | -424          | -574          |
| 자산,부채 증감           | -3,075        | -2,750        | -2,620        | -2,204        | -2,445        |
| 법인세,이자,배당금 등       | -129          | -714          | -971          | -1,204        | -1,435        |
| <b>투자활동 현금흐름</b>   | <b>-1,177</b> | <b>-1,846</b> | <b>-1,560</b> | <b>-1,348</b> | <b>-1,340</b> |
| 유무형자산 증감           | -923          | -1,077        | -1,091        | -1,125        | -1,156        |
| 금융자산 증감            | 168           | -175          | -174          | -169          | -180          |
| 기타                 | -423          | -595          | -296          | -53           | -4            |
| <b>재무활동 현금흐름</b>   | <b>3,177</b>  | <b>2,308</b>  | <b>725</b>    | <b>-593</b>   | <b>-1,057</b> |
| 사채 및 차입금 증감        | 3,304         | 2,300         | 950           | -218          | -570          |
| 유상증자               | 39            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 리스부채 증감            | -166          | 8             | 8             | 7             | 7             |
| 기타                 | 0             | 0             | -233          | -382          | -494          |
| <b>총현금흐름</b>       | <b>1,329</b>  | <b>454</b>    | <b>452</b>    | <b>442</b>    | <b>475</b>    |
| 기초 현금및현금성자산        | 810           | 2,127         | 2,581         | 3,033         | 3,476         |
| 외화표시 현금 환율변동       | -11           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>기말 현금및현금성자산</b> | <b>2,127</b>  | <b>2,581</b>  | <b>3,033</b>  | <b>3,476</b>  | <b>3,951</b>  |

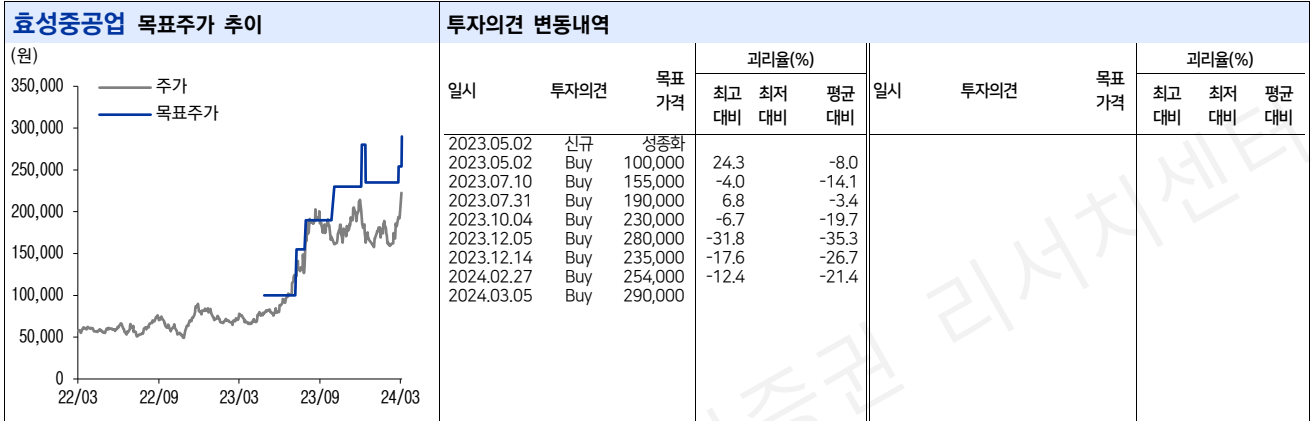
자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

| (억원)                    | 2022         | 2023P        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액                     | 35,101       | 43,006       | 49,730       | 54,720       | 59,992       |
| 영업비용                    | 33,669       | 40,427       | 45,757       | 49,985       | 54,443       |
| <b>영업이익</b>             | <b>1,432</b> | <b>2,578</b> | <b>3,973</b> | <b>4,736</b> | <b>5,549</b> |
| <b>EBITDA</b>           | <b>2,255</b> | <b>3,428</b> | <b>4,850</b> | <b>5,663</b> | <b>6,524</b> |
| 기타수익                    | 161          | 132          | 129          | 130          | 133          |
| 기타비용                    | 234          | 85           | 142          | 143          | 147          |
| 금융수익                    | 3,952        | 2,169        | 2,216        | 2,433        | 2,649        |
| 이자수익                    | 49           | 97           | 94           | 109          | 125          |
| 기타                      | 3,903        | 2,072        | 2,121        | 2,324        | 2,525        |
| 금융비용                    | 4,696        | 3,075        | 2,871        | 2,899        | 3,056        |
| 이자비용                    | 585          | 901          | 968          | 1,158        | 1,363        |
| 기타                      | 4,111        | 2,174        | 1,903        | 1,741        | 1,693        |
| 지분법손익                   | -17          | -23          | -20          | -18          | -16          |
| <b>세전이익</b>             | <b>598</b>   | <b>1,697</b> | <b>3,284</b> | <b>4,238</b> | <b>5,112</b> |
| 법인세비용                   | 307          | 377          | 736          | 949          | 1,142        |
| <b>당기순이익</b>            | <b>291</b>   | <b>1,319</b> | <b>2,548</b> | <b>3,290</b> | <b>3,970</b> |
| <b>지배주주순이익</b>          | <b>102</b>   | <b>1,160</b> | <b>2,224</b> | <b>2,893</b> | <b>3,520</b> |
| <b>Profitability(%)</b> |              |              |              |              |              |
| 영업이익률                   | 4.1          | 6.0          | 8.0          | 8.7          | 9.2          |
| EBITDA Margin           | 6.4          | 8.0          | 9.8          | 10.3         | 10.9         |
| 당기순이익률                  | 0.3          | 2.7          | 4.5          | 5.3          | 5.9          |
| ROA                     | 0.2          | 2.3          | 3.9          | 4.6          | 5.2          |
| ROE                     | 1.0          | 9.9          | 16.1         | 17.2         | 17.2         |
| ROIC                    | 3.7          | 7.1          | 9.6          | 10.3         | 11.1         |

### 주요 투자지표

|                           | 2022   | 2023P   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Valuation(배)</b>       |        |         |        |        |        |
| P/E(지배주주)                 | 71.2   | 13.0    | 9.3    | 7.2    | 5.9    |
| P/B                       | 0.7    | 1.2     | 1.4    | 1.1    | 0.9    |
| EV/EBITDA                 | 9.1    | 8.7     | 7.4    | 6.2    | 5.2    |
| P/CF                      | 3.0    | 5.5     | 5.3    | 4.5    | 3.9    |
| <b>Per Share Data(원)</b>  |        |         |        |        |        |
| EPS(지배주주)                 | 1,096  | 12,438  | 23,849 | 31,031 | 37,749 |
| BPS                       | 118,31 | 134,17  | 162,47 | 197,90 | 240,01 |
| CPS                       | 25,782 | 29,399  | 41,909 | 49,196 | 57,025 |
| DPS                       | 0      | 2,497   | 4,094  | 5,293  | 6,391  |
| <b>Growth(%)</b>          |        |         |        |        |        |
| 매출액                       | 13.4   | 22.5    | 15.6   | 10.0   | 9.6    |
| 영업이익                      | 19.3   | 80.0    | 54.1   | 19.2   | 17.2   |
| EPS(지배주주)                 | -82.3  | 1,035.3 | 91.7   | 30.1   | 21.6   |
| 총자산                       | 16.7   | 14.6    | 11.3   | 8.3    | 8.2    |
| 자기자본                      | 6.4    | 13.4    | 21.1   | 21.8   | 21.3   |
| <b>Stability(% 배, 억원)</b> |        |         |        |        |        |
| 부채비율                      | 325.4  | 329.9   | 295.2  | 251.4  | 0.0    |
| 유동비율                      | 88.7   | 94.6    | 102.6  | 110.9  | 0.0    |
| 자기자본비율                    | 23.5   | 23.3    | 25.3   | 28.5   | 0.0    |
| 영업이익/금융비용(x)              | 0.3    | 0.8     | 1.4    | 1.6    | 1.8    |
| 이자보상배율(x)                 | 2.0    | 2.9     | 4.4    | 4.7    | 0.0    |
| 총차입금(억원)                  | 16,099 | 18,399  | 19,349 | 19,131 | 18,561 |
| 순차입금(억원)                  | 13,211 | 14,895  | 15,231 | 14,412 | 13,197 |



**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 하시기 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<br>(투자기간 6~12개월) | 투자등급  | 적용기준<br>(향후12개월)                           | 투자이견<br>비율    | 비고   |
|-----------------|----------------------------------|---|--|---------------|--|
| Sector<br>(업종)  | 시가총액 대비<br>업종 비중 기준<br>투자등급 3단계  | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) |  |               |  |
| Company<br>(기업) | 절대수익률 기준<br>투자등급 3단계             | Buy (매수)<br>Hold (보유)<br>Sell (매도)                      | +15% 이상 기대<br>-15% ~ +15% 기대<br>-15% 이하 기대 | 91.6%<br>8.4% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경   |
|                 |                                  | 합계  |  | 100.0%        | 투자이견 비율은 2023. 1. 1 ~ 2023. 12. 31<br>당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막<br>공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임<br>(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신) |