

효성중공업 (298040/KS)

건설부문 적자, 그러나 유럽이 남았습니다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 400,000 원(유지)

현재주가: 336,000 원

상승여력: 19.0%



Analyst
나민식, CFA

minsik@sk.com
3773-9503

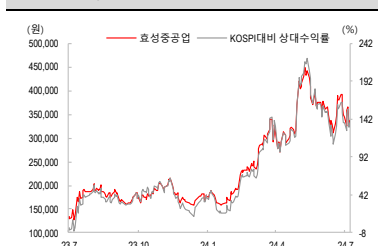
Company Data

발행주식수	932 만주
시가총액	3,133 십억원
주요주주	
효성(위12)	50.40%
국민연금공단	13.15%

Stock Data

주가(24/07/26)	336,000 원
KOSPI	2,731.90pt
52주 최고가	449,500 원
52주 최저가	126,500 원
60일 평균 거래대금	75 십억원

주가 및 상대수익률



2Q24 Review: 중전기기 성장, 건설은 적자

2Q24 매출액 1 조 1,940 억원(YoY +6.3%), 영업이익 630 억원(YoY -26.9%, OPM 5.3%)를 기록했다. 컨센서스 영업이익 850 억원 대비 하회하는 실적이다. 건설 부문이 적자로 전환되면서 시장 기대치를 만족하지 못했다. 2Q24 건설부문 영업이익률을 2~3% 수준으로 전망했으나, 건설부문에서 일회성 비용이 반영되면서 영업이익 -23 억원(YoY 적자전환)을 시현했다. 화물연대 파업으로 일부 공사현장의 일정이 지연됨에 따라서 원가가 상승함에 따라 비용이 반영된 영향이다. 2Q24 중공업부문 영업이익은 650 억원(YoY +20.8%, OPM 8.7%)를 기록했다. 전 분기대비해서 영업이익률이 0.5%pt 상승했으며, 앞으로 마진이 높은 북미지역의 수주가 매출액으로 반영됨에 따라서 수익성개선을 전망한다.

아직 유럽시장이 남아있습니다

건설부문의 영향으로 시장 기대치에 하회하는 실적을 보여줬지만 아직 매도할 타이밍은 아니다. 2Q24 실적발표에서 국내외 전력기기 업체들이 공통적으로 유럽 전력기기 수요가 증가하고 있다는 언급이 있다. GE 베르노바의 2Q24 실적발표에서 “러-우 전쟁 이후 통합 전력망 건설을 위해서 자본지출을 증가하고 있다”는 언급이 있었다. 효성 중공업 역시 24년 7월 노르웨이 국영 송전청에 총 3,300 억원 규모의 공급계약을 공시했는데, 최근 유럽 전력기기 수요증가를 보여주는 사례라고 판단한다. 동사는 과거부터 유럽시장을 공략해왔기 때문에 유럽 전력기기 시장이 회복되는 시점에 빠른 속도로 영업이익률이 개선될 것으로 전망한다.

목표주가 유지

건설부문 부진을 반영하여 추정 매출액, 영업이익을 하향했으나 목표주가는 기존 400,000 원을 유지한다. 유럽 전력기기 시장이 회복되는 시점이기 때문에 기존 목표주가를 유지했다. 24년 기준 PER 18.9 배, 25년 기준 PER 11.1 배에 거래되고 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	3,095	3,510	4,301	4,744	5,150	5,591
영업이익	십억원	120	143	258	296	441	501
순이익(지배주주)	십억원	58	10	116	166	282	331
EPS	원	6,178	1,096	12,438	17,774	30,272	35,513
PER	배	9.4	71.2	13.0	18.9	11.1	9.5
PBR	배	0.6	0.7	1.4	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	배	9.5	9.9	7.7	11.8	7.9	6.7
ROE	%	6.3	1.1	11.3	14.4	20.9	20.3

2Q24 Review

	잠정실적	컨센서스	차이	당사추정	차이
매출액	1,194	1,258	▼5.1%	1,385	▼13.8%
영업이익	63	85	▼26.6%	84	▼25.4%
영업이익률	5.3%	6.8%	-1.5%	6.1%	-0.8%

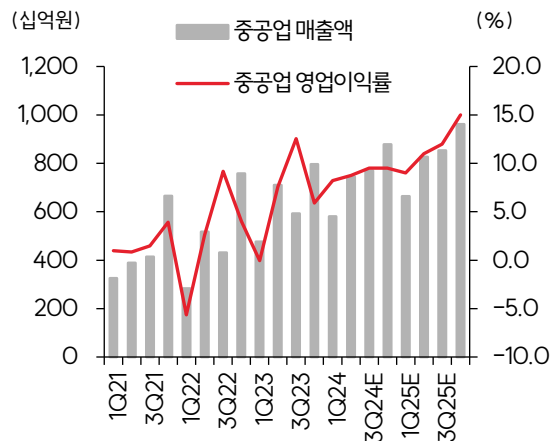
자료: 효성중공업, SK 증권

실적 추정치 변동

	변경 전		변경 후		% change	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,773	5,932	4,744	5,150	▼0.6%	▼13.2%
영업이익	378	561	296	441	▼21.7%	▼21.5%
영업이익률	7.9%	9.5%	6.2%	8.6%	-1.7%	-0.9%

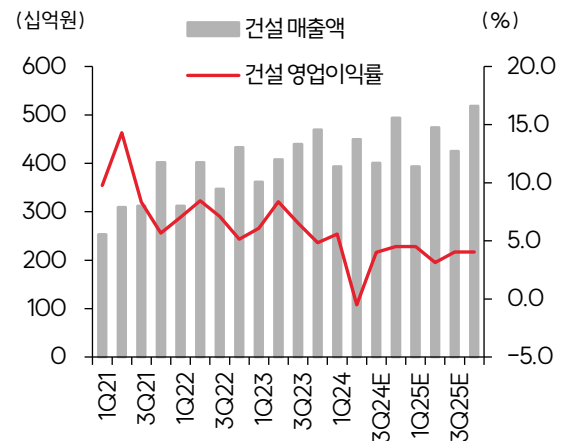
자료: SK 증권

중공업 매출액 및 영업이익률



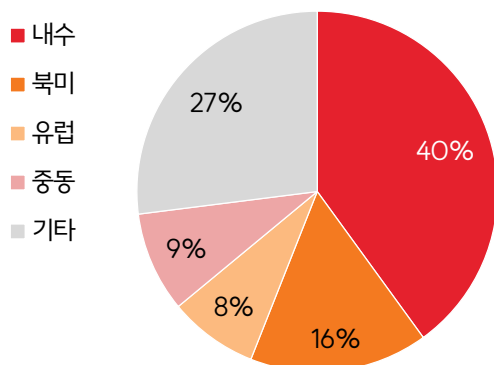
자료: 효성중공업, SK 증권

건설 매출액 및 영업이익률



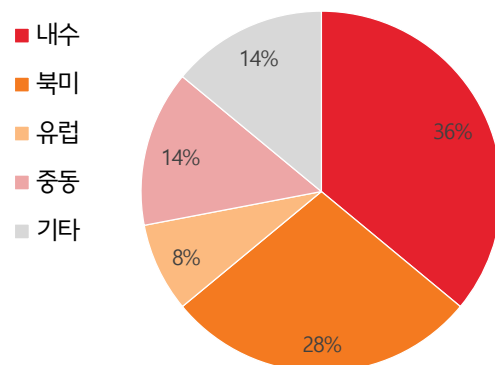
자료: 효성중공업, SK 증권

2Q24 매출액 지역별 비중



자료: 효성중공업, SK 증권

2Q24 수주 지역별 비중: 북미 비중 증가 -> OPM 개선기대



자료: 효성중공업, SK 증권

분기실적추정 (십억원)

Key Factors	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
중공업 수주잔고(십억원)	3,554	3,467	3,539	3,720	4,142	6,570	7,000	7,200	7,400	7,600	7,800	8,000
건설 수주잔고 (십억원)	4,544	4,400	4,352	4,997	5,027	7,161	7,000	7,100	7,100	7,200	7,300	7,400
중공업 영업이익률 (%)	0.0	7.6	12.6	5.9	8.2	8.7	9.5	9.5	9.0	11.0	12.0	15.0
건설 영업이익률 (%)	6.1	8.4	6.5	4.8	5.6	-0.5	4.0	4.5	4.5	3.1	4.0	4.0
매출액	846	1,123	1,039	1,292	985	1,194	1,181	1,384	1,065	1,309	1,287	1,489
YoY	41.2	211	32.2	7.9	16.3	6.3	13.7	7.1	8.2	9.6	9.0	7.6
중공업	476	711	592	796	581	745	770	879	664	827	853	961
건설	361	408	440	469	394	449	400	494	394	474	425	518
기타	9	4	7	27	10	0	11	12	8	8	10	9
영업비용	832	1,037	945	1,229	928	1,131	1,100	1,289	994	1,209	1,175	1,332
중공업	476	657	518	749	533	680	697	795	604	736	750	817
건설	340	374	411	447	372	452	384	472	376	459	408	497
기타	17	6	16	33	23	0	19	22	14	14	17	17
영업이익	14	86	95	63	56	63	82	96	72	99	112	157
YoY	흑전	103.5	68.7	27.3	298.2	-26.9	-13.7	51.0	27.8	58.4	37.7	64.2
OPM	1.7	7.6	9.1	4.9	5.7	5.3	6.9	6.9	6.7	7.6	8.7	10.6
금융수익(비용)	-26	-24	-24	-20	-18	0	-16	-14	-12	-10	-13	-12
기타 영업외손익	1	0	2	7	-3	-30	0	2	1	0	-1	-2
종속및관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0
법인세	0	2	16	20	8	5	13	17	12	18	20	29
당기순이익	-12	59	56	29	26	28	53	67	49	71	79	115
YoY	적지	393.3	68.3	1892.1	흑전	-52.0	-6.7	133.6	86.5	151.7	50.3	70.0
NPM	-1.4	5.2	5.4	2.2	2.7	2.4	4.5	4.9	4.6	5.4	6.1	7.7

자료: SK 증권

주: 2Q24 이후 수주잔고 연결기준, 이전은 별도기준

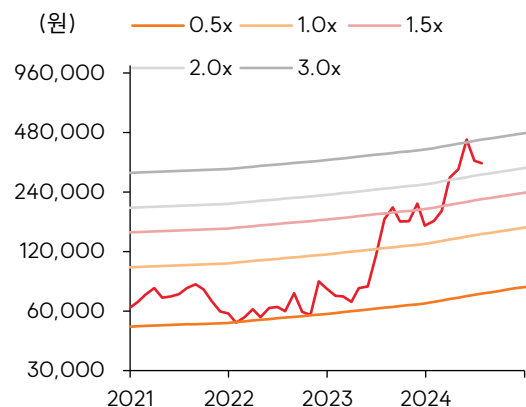
시가총액 및 거래대금



자료: Fnguide, SK 증권

주: 시가총액은 Log scale

PBR Band



자료: Fnguide, SK 증권

주: Log Scale

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,221	2,351	2,185	1,905	2,046
현금및현금성자산	213	278	220	203	215
매출채권 및 기타채권	1,166	1,093	932	798	859
재고자산	629	726	625	536	576
비유동자산	2,472	2,410	2,451	2,539	2,632
장기금융자산	411	391	360	387	416
유형자산	1,288	1,281	1,349	1,416	1,484
무형자산	145	114	108	99	92
자산총계	4,693	4,761	4,636	4,444	4,678
유동부채	2,505	2,811	2,754	2,259	2,135
단기금융부채	1,003	940	1,210	836	605
매입채무 및 기타채무	652	921	1,073	919	988
단기충당부채	27	20	22	23	25
비유동부채	1,085	726	508	521	534
장기금융부채	670	420	217	217	217
장기매입채무 및 기타채무	251	153	128	128	128
장기충당부채	130	120	128	138	148
부채총계	3,590	3,537	3,262	2,780	2,669
지배주주지분	975	1,080	1,221	1,480	1,788
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	69	176	318	577	885
비지배주주지분	129	144	153	184	221
자본총계	1,103	1,224	1,374	1,664	2,009
부채와자본총계	4,693	4,761	4,636	4,444	4,678

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-67	455	119	506	461
당기순이익(손실)	29	132	175	314	368
비현금성항목등	193	174	187	215	212
유형자산감가상각비	51	54	65	67	67
무형자산상각비	31	31	12	9	7
기타	111	89	111	139	138
운전자본감소(증가)	-308	194	-105	116	19
매출채권및기타채권의감소(증가)	-212	53	160	134	-60
재고자산의감소(증가)	-213	-82	117	90	-40
매입채무및기타채무의증가(감소)	136	259	-400	-154	69
기타	18	-59	-212	-217	-230
법인세납부	0	-13	-74	-78	-92
투자활동현금흐름	-118	-52	-70	-171	-173
금융자산의감소(증가)	21	-15	19	-7	-7
유형자산의감소(증가)	-91	-32	-111	-134	-134
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-6	0	0
기타	-46	-2	28	-30	-32
재무활동현금흐름	318	-338	16	-398	-254
단기금융부채의증가(감소)	235	-359	-42	-375	-231
장기금융부채의증가(감소)	79	21	58	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	-23	-23
기타	4	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	132	65	-58	-17	13
기초현금	81	213	278	220	203
기말현금	213	278	220	203	215
FCF	-158	423	9	372	326

자료 : 효성중공업, SK증권 추정

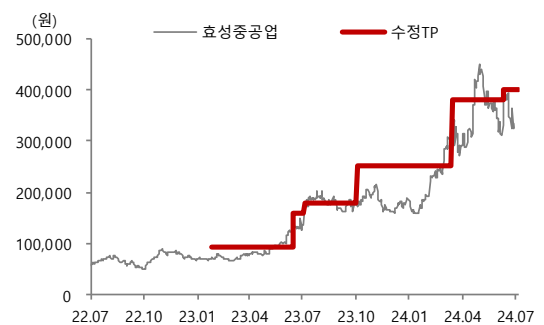
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,510	4,301	4,744	5,150	5,591
매출원가	3,075	3,663	4,037	4,275	4,641
매출총이익	435	638	707	876	950
매출총이익률(%)	12.4	14.8	14.9	17.0	17.0
판매비와 관리비	292	380	411	435	449
영업이익	143	258	296	441	501
영업이익률(%)	4.1	6.0	6.2	8.6	9.0
비영업손익	-83	-88	-79	-49	-41
순금융손익	-54	-80	-75	-61	-47
외환관련손익	-23	-7	3	0	0
관계기업등 투자손익	-2	-3	-1	0	0
세전계속사업이익	60	170	217	392	460
세전계속사업이익률(%)	1.7	3.9	4.6	7.6	8.2
계속사업법인세	31	38	43	78	92
계속사업이익	29	132	175	314	368
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	29	132	175	314	368
순이익률(%)	0.8	3.1	3.7	6.1	6.6
지배주주	10	116	166	282	331
지배주주귀속 순이익률(%)	0.3	2.7	3.5	5.5	5.9
비지배주주	19	16	9	31	37
총포괄이익	62	121	173	314	368
지배주주	42	106	154	282	331
비지배주주	20	15	19	31	37
EBITDA	226	343	373	517	575

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	13.4	22.5	10.3	8.6	8.6
영업이익	19.3	80.0	14.9	48.8	13.6
세전계속사업이익	-36.6	183.5	28.1	80.3	17.3
EBITDA	18.3	52.0	8.7	38.7	11.2
EPS	-82.3	1,035.4	42.9	70.3	17.3
수익성 (%)					
ROA	0.7	2.8	3.7	6.9	8.1
ROE	1.1	11.3	14.4	20.9	20.3
EBITDA마진	6.4	8.0	7.9	10.0	10.3
안정성 (%)					
유동비율	88.7	83.6	79.3	84.3	95.9
부채비율	325.4	288.9	237.4	167.0	132.8
순차입금/자기자본	125.1	81.7	81.5	45.4	25.2
EBITDA/이자비용(배)	3.9	3.7	3.8	6.2	8.2
배당성향	0.0	20.1	14.0	8.2	7.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,096	12,438	17,774	30,272	35,513
BPS	104,593	115,933	131,066	158,841	191,857
CFPS	9,917	21,554	25,974	38,430	43,434
주당 현금배당금	0	2,500	2,500	2,500	2,500
Valuation지표 (배)					
PER	71.2	13.0	18.9	11.1	9.5
PBR	0.7	1.4	2.6	2.1	1.8
PCR	7.9	7.5	12.9	8.7	7.7
EV/EBITDA	9.9	7.7	11.8	7.9	6.7
배당수익률	0.0	1.5	0.7	0.7	0.7

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.07.10	매수	400,000원	6개월		
2024.04.11	매수	380,000원	6개월	-7.22%	18.29%
2023.10.30	매수	250,000원	6개월	-20.50%	23.20%
2023.07.31	매수	180,000원	6개월	0.28%	12.78%
2023.07.12	매수	160,000원	6개월	-16.38%	-7.00%
2023.02.22	매수	92,000원	6개월	-9.62%	46.30%



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 3자에게 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 (2024년 07월 29일 기준)

매수	96.91%	중립	3.09%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------