2024. 1. 11

효성중공업 (298040)

4Q 실적 우려는 선반영 완료 & 긍정적 풍선효과까지

Company Analysis | 유틸리티

Analyst 성종화
jhsung@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	235,000 원
현재주가	176,400 원
상승여력	33.2 %

컨센서스 대비 (4Q23E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(1/10)		2,541.98 pt
시가총액		16,449 억원
발행주식수		9,325 천주
52 주 최고가/최저가		214,500 / 64,700 원
90 일 평균거래대금		161.64 억원
외국인 지분율		11.2%
배당수익률(24.12E)		0.0%
BPS(24.12E)		161,041 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.3%
	6 개월	42.2%
	12 개월	134.2%
주주구성	효성 외 12 인	54.6%
	국민연금공단	11.2%
	자사주	0.1%

Stock Price

4Q23 영업실적 컨센서스 미달 전망. 매출, 비용 측면 모두 일회성적 요인

4Q23 연결영업실적은 매출 12,871억원(yoy +8%, qoq +24%), 영업이익 759억원(yoy +52%, qoq -20%), 영업이익률 5.9%(yoy 1.7%P↑, qoq 3.2%P↓)로서 qoq로는 매출은 상당수준 증가하나 영업이익은 큰 폭으로 숨을 고르고, yoy로는 매출은 견조하게 증가하나 영업이익은 대폭 증가할 것으로 전망한다. 1) 매출의 경우 yoy는 +8%로서 성장강도가 큰 폭으로 둔화되고, qoq는 +24%로서 예년의 4분기 성수기 효과에 비해 qoq 강도가 큰 폭으로 둔화될 것으로 예상하는데 이는 중공업 부문 매출 몇 건의 4Q23에서 1Q24로의 이연 영향을 감안한 것이다. 영업이익의 경우 yoy는 대호조를 유지하는 반면 qoq는 20% 대폭 감소할 것으로 예상하는데 이는 24년 이후 몸집을 가볍게 하기 위한 Big Bath 컨셉의 전력적 비경상적 비용 처리, 노사간 임단협에 따른 영향(임단협 과정에서의 부분파업에 따른 다소의 매출 영향, 임단협 타결에 따른 23년 임금 변화분의 4Q23 반영 등) 등 일회성 비용 영향에 따른 것이다. 2) 4Q23 연결영업이익은 컨센서스 전망치 대비로는 대폭 미달할 것으로 전망하는데 그 이유 또한 중공업 부문의 몇 건의 매출 이연 영향 및 대규모 일회성 비용 영향 등이 컨센서스에 반영되어 있지 않기 때문이다.

중공업, 건설 모두 4Q23 수주 재차 대호조, 23년 연간 가이디언스 부합 전망

중공업, 건설 부문 모두 23년 수주 가이디언스는 yoy flat이었는데 1Q23-3Q23 누계치는 중공업 부문은 yoy -12%, 건설 부문은 yoy -50%로 부진했었다. 그러나, 두 부문 모두 4Q23 수주가 qoq, yoy 모두 재차 폭발적인 증가세를 시현함에 따라 2023년 연간 수주 yoy는 가이디언스에 부합한 것으로 파악되었다. 중공업, 건설 부문 모두 4Q23부터 수주가 재차 폭발적 성장세로 돌아섰다는 점은 눈여겨 봐야 할 부분이다.

4Q23 일회성 요인에 따른 숨고르기에도 23년 실적은 가이디언스 부합 전망

2023년 연결실적 가이디언스는 매출 4-4.3조원(yoy 14-23%), 영업이익률 5-6%(yoy 0.9-1.9%P↑)였는데 당사 전망치는 매출 42,956억원(yoy 22%), 영업이익 2,703억원(yoy 89%), 영업이익률 6.3%(yoy 2.2%P↑)로서 매출은 가이디언스 Range 상단, 영업이익률은 가이디언스 Range 초과로서 전체적으로 가이디언스에 부합할 것으로 전망한다.

연결영업실적, 2023년 폭발적 호조에 이어 2024년에도 대호조 지속 전망

2024년 연결영업실적은 매출 49,114억원(yoy 14%), 영업이익 4,058억원(yoy 50%), 영업이익률 8.2%(yoy 2.0%P↑)로서 2023년 폭발적 호조에 이어 대호조가 지속될 것으로 전망한다. 1) 중공업 부문은 매출 31,652억원(yoy 21%), 영업이익 3,208억원(yoy 70%), 영업이익률 10.1%(yoy 2.9%P↑)로서 매출 고성장 및 영업이익률 대폭 개선 지속 등 대호조가 지속될 것으로 전망한다. 건설 부문은 연간으로는 매출 yoy가 한 자릿수 초중반 수준으로 둔화되고 영업이익률도 yoy flat 수준에 그치나 하반기부터는 금리 인하에 따른 성장성 회복 또는 바닥다지기의 모습을 시현할 것으로 예상한다.

4Q23 실적 우려는 주가 선반영 완료 & 긍정적 풍선효과까지

4Q23 영업실적의 컨센서스 대비 대폭 미달 우려는 주가 영향 측면에서는 12월 강한 조정으로 선반영이 완료되었다고 판단한다. 그리고, 4Q23 Big Bath 컨셉의 비경상적 비용 처리 및 노사간 임단협 관련 비용 등 일회성 비용 반영, 중공업 부문 매출 중 몇 건의 4Q23에서 1Q24으로의 이연 등 4Q23 실적 우려 요인은 2024년 실적에는 영업비용 역기저 효과 및 매출 증가 효과 등 긍정적 풍선효과로 작용한다는 점도 감안할 필요가 있다. 이러한 점을 감안하여 4Q23 실적 전망치는 다소 하향했으나 2024년 이후 연간 전망치 변경은 거의 없다. 1Q24 영업실적의 경우 중공업 부문의 4Q23으로부터의 매출 이연 몇 건과 4Q23 대규모 일회성 비용에 대한 기저효과를 감안하여 매출, 영업이익 전망치를 오히려 종전 대비 상향했다. 1Q24 연결영업실적은 매출 10,503억원(yoy 24%, qoq -18%), 영업이익 792억원(yoy 461%, qoq 4%), 영업이익률 7.5%(yoy 5.8%P↑, qoq 1.6%P↑)로서 매출은 yoy는 4Q23에 비해 대폭 강화되고 qoq는 예년에 비해 (-) 강도가 훨씬 약할 것으로, 영업이익은 수익성이 대폭 개선되며 yoy 강도 대폭 강화는 물론 qoq도 예년의 숨고르기와 달리 소폭의 (+)를 시현할 것으로 전망한다.

4Q23 영업실적 Preview

중공업 부문 분기별 수주, 매출 QoQ & YoY 성장 패턴 점검

중공업 부문은 4분기, 2분기 매출 QoQ 급증 패턴으로서 기본적으로 4분기, 2분기가 성수기이며 3분기, 1분기 매출 QoQ 급감 또는 부진 패턴으로서 기본적으로 3분기, 1분기가 비수기이다. (4분기 매출 QoQ: 4Q19 +78%, 4Q20 +38%, 4Q21 +61%, 4Q22 +75%) (2분기 매출 QoQ: 2Q19 +36%, 2Q20 +78%, 2Q21 +19%, 2Q22 +82%) VS (3분기 매출 QoQ: 3Q19 -40%, 3Q20 -24%, 3Q21 +6%, 3Q22 -16%) (1분기 매출 QoQ: 1Q19 -54%, 1Q20 -50%, 1Q21 -38%, 1Q22 -57%)

4Q23 연결매출이 YoY는 +8% 정도로 대폭 둔화되고 QoQ는 +24%로서 예년에 비해 강도가 크게 둔화될 것으로 전망하는 이유를 설명하기 위해 4분기 중심 수주, 매출 성장 패턴을 살펴보자. 18-21년 4년간 4분기 수주 QoQ는 4Q18 +16%, 4Q19 +53%, 4Q20 +196%, 4Q21 +61%로서 매년 4분기는 수주 QoQ가 급증했으며 수주-매출 lead time이 1년 정도임에 따라 19-22년 4년간 매년 4분기 매출 QoQ도 급증했던 것이다. 즉, 19-22년 4년간 매년 4분기 매출 QoQ 급증과 18-21년 4년간 매년 4분기 수주 QoQ 급증간에는 Correlation이 매우 강하다.

그런데, 4Q22 수주는 4분기의 일반적 QoQ 급증 패턴과는 달리 QoQ -7.1%임에 따라 수주-매출 lead time이 1년인 점을 감안하면 4Q23 매출 QoQ는 (-)까지는 아니어도 최소한 (+) 강도가 예년에 비해 훨씬 작을 수 있다는 점을 감안해야 하는 것이다.

4Q22 수주가 YoY -3.5%, QoQ -7.1%로서 YoY로도 갑자기 (-)로 돌아섰고, QoQ로도 4분기의 급증 패턴과 달리 다소의 (-)로 전환한 것은 업황 호황으로 3Q21부터 수주가 계단식 급증하고(업황 호황에 따른 수주의 계단식 급증은 HD현대중공업, LS ELECTRIC 등 2사보다는 동사가 2개 분기 빠름) 3Q22까지 5개 분기 동안 성장패턴의 기저효과에 따른 YoY 고성장을 지속한 후 고성장 기저효과가 한 Cycle을 다 한 후인 4Q22부터는 YoY가 소폭의 (-)로 숨을 고르며 QoQ도 4분기의 일반적 급증 패턴과는 달리 소폭의 (-)를 시현했던 것이다.

수주는 3Q21 – 3Q22 5개 분기 동안 고성장 후 4Q22 – 4Q23 5개 분기는 숨고르기, 급반등, 재차 숨고르기, 숨고르기 안정화, 다시 급반등을 반복함에 따라 연간 수주도 2022년 YoY +46% 급증 후 2023년은 YoY Flat으로 숨을 고르는 모습이 예상되는 것이다.

분기 수주는 4Q22는 QoQ -7%로 4분기 QoQ 급증 패턴과는 다른 이례적 QoQ 감소세를 시현한 후 1Q23은 YoY가 재차 +39%로 급반등함에 따라 QoQ도 1분기의 일반적 급감 패턴과는 달리 이례적으로 +24% 급증했다. 그리고, 2Q23은 YoY가 -40%로 재차 숨을 고름에 따라 QoQ도 2분기 일반적 급증 패턴과는 달리 -20%로서 급감했고, 3Q23은 YoY -8%, QoQ -0.4%로서 QoQ는 3분기 이례적 급감 패턴과 달리 QoQ Flat으로 선방했으며, 4Q23은 YoY가 +37%로 재차 급반등하며 QoQ도 +38%로서 드디어 4분기 일반적 급증 패턴을 다시 보여주기 시작했다. 즉, 2Q, 4Q QoQ 급증 vs 3Q, 1Q QoQ 급감이라는 뚜렷

한 분기별 Seasonality는 4Q22부터 반대 방향으로 급변한 후 5개 분기 만인 4Q23부터 원래의 모습으로 복귀하였다.

이에 따라 1Q24 매출 QoQ 패턴은 예년과는 다를 것으로 예상한다. 과거에는 항상 4분기 매출 QoQ 급증 후 그 역기저 영향으로 이듬해 1분기 매출 QoQ는 급감 패턴이었는데 4Q23-1Q24 매출 QoQ의 경우 4Q23은 과거에 비해 (+) 강도가 약한 반면, 1Q24는 과거에 비해 (-) 강도가 약할 것으로 전망한다. 즉, 이러한 특이 현상을 반영하기 전의 추정에 비해 4Q23 매출 전망치는 하향하나, 1Q24 매출 전망치는 오히려 상향하게 되는 것이다.

그리고, 분기별 매출 QoQ는 4Q23, 1Q24에 이어 2Q24, 3Q24까지는 예년의 패턴과는 반대의 모습을 보이다가 4Q24부터 예년의 패턴으로 복귀할 것으로 예상한다.

4Q23 매출이 YoY는 +8%로서 성장성이 대폭 둔화하고 QoQ도 +24%로서 예년에 비해 강도가 대폭 둔화할 것으로 예상하는 것은 4Q23 매출 몇 건이 1Q24로 이연됨에 따른 것으로 설명할 수도 있지만 사실상 수주 QoQ가 4Q22 -7%로 이례적으로 숨을 고른 후 1Q23 +24%로 이례적으로 급반등함에 따른 것으로 보면 된다.

표1 효성중공업 4Q23 영업실적 Preview

(억원, %)	4Q22	3Q23	4Q23E(종전)	4Q23E(신규)	yoy(%)	qoq(%)	종전 전망치 대비(%)
매출액	**11,975**	**10,394**	**14,089**	**12,871**	**7.5**	**23.8**	**-8.6**
중공업 부문	7,578	5,933	9,472	8,298	9.5	39.9	-12.4
건설 부문	4,397	4,461	4,617	4,573	4.0	2.5	-1.0
영업비용	**11,477**	**9,449**	**13,274**	**12,112**	**5.5**	**28.2**	**-8.8**
재료비/재고자산변동	4,011	2,090	5,016	4,505	12.3	115.5	-10.2
종업원급여	1,217	1,313	1,395	1,396	14.7	6.3	0.1
유무형자산상각비	212	209	213	213	0.3	1.8	0.1
기타	6,036	5,836	6,650	5,998	-0.6	2.8	-9.8
영업이익	**498**	**946**	**816**	**759**	**52.4**	**-19.7**	**-6.9**
영업이익률(%)	4.2	9.1	5.8	5.9	1.7%P↑	3.2%P↓	0.1%P↑
중공업	328	728	673	599	82.5	-17.7	-10.9
영업이익률(%)	4.3	12.3	7.1	7.2	2.9%P↑	5.1%P↓	0.1%P↑
건설	170	218	143	160	-5.9	-26.4	11.8
영업이익률(%)	3.9	4.9	3.1	3.5	0.4%P↓	1.4%P↓	0.4%P↑

주: K-IFRS 연결기준

자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 효성중공업 4Q23 실적 전망치 비교(사측 발표치 vs 컨센서스 전망치)

(억원, %)	4Q23E(당사 종전)	4Q23E(컨센서스)	4Q23E(당사 신규)	당사 종전 전망치 대비(%)	컨센서스 대비(%)
매출액	14,089	14,091	12,871	-8.6	-8.7
영업이익	816	1,164	759	-6.9	-34.8
영업이익률	5.8	8.3	5.9	0.1%P↑	2.4%P↓

주: K-IFRS 연결기준

자료: 에프엔가이드, 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망

표3 효성중공업 실적 전망 (분기)

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	**5,995**	**9,268**	**7,863**	**11,975**	**8,465**	**11,227**	**10,394**	**12,871**	**10,503**	**11,306**	**11,397**	**15,908**
중공업	2,835	5,171	4,322	7,578	4,766	7,117	5,933	8,298	6,434	7,401	6,847	10,970
비중(%)	47.3	55.8	55.0	63.3	56.3	63.4	57.1	64.5	61.3	65.5	60.1	69.0
건설	3,160	4,097	3,541	4,397	3,699	4,110	4,461	4,573	4,069	3,904	4,551	4,939
비중(%)	52.7	44.2	45.0	36.7	43.7	36.6	42.9	35.5	38.7	34.5	39.9	31.0
영업비용	**6,043**	**8,847**	**7,303**	**11,477**	**8,324**	**10,369**	**9,449**	**12,112**	**9,711**	**10,542**	**10,326**	**14,477**
재료비 등	1,808	2,937	2,247	4,011	2,905	4,138	2,090	4,505	3,403	4,014	3,716	5,488
종업원급여	1,045	1,141	1,141	1,217	1,176	1,223	1,313	1,396	1,340	1,418	1,509	1,587
유무형자산상각비	200	200	210	212	210	214	209	213	211	215	224	227
기타	2,990	4,569	3,705	6,036	4,033	4,794	5,836	5,998	4,757	4,895	4,878	7,175
영업이익	**-48**	**421**	**561**	**498**	**141**	**857**	**946**	**759**	**792**	**764**	**1,071**	**1,431**
영업이익률(%)	-0.8	4.5	7.1	4.2	1.7	7.6	9.1	5.9	7.5	6.8	9.4	9.0
중공업	-192	127	336	328	-9	566	728	599	637	498	834	1,239
영업이익률(%)	-6.8	2.5	7.8	4.3	-0.2	8.0	12.3	7.2	9.9	6.7	12.2	11.3
비중(%)		30.2	59.9	65.9	-6.4	66.0	77.0	78.9	80.5	65.2	77.9	86.5
건설	144	294	225	170	150	291	218	160	155	265	237	193
영업이익률(%)	4.6	7.2	6.3	3.9	4.1	7.1	4.9	3.5	3.8	6.8	5.2	3.9
비중(%)		69.8	40.1	34.1	106.4	34.0	23.0	21.1	19.5	34.8	22.1	13.5
EBITDA	**152**	**622**	**770**	**711**	**351**	**1,072**	**1,155**	**972**	**1,003**	**979**	**1,295**	**1,658**
EBITDA Margin(%)	2.5	6.7	9.8	5.9	4.1	9.5	11.1	7.6	9.5	8.7	11.4	10.4
순이익	**-178**	**119**	**335**	**15**	**-122**	**588**	**564**	**203**	**490**	**379**	**711**	**792**
순이익률(%)	-3.0	1.3	4.3	0.1	-1.4	5.2	5.4	1.6	4.7	3.4	6.2	5.0
지배주주순이익	**-214**	**87**	**255**	**-26**	**-155**	**544**	**518**	**187**	**433**	**339**	**640**	**721**
지배주주순이익률(%)	-3.6	0.9	3.2	-0.2	-1.8	4.8	5.0	1.5	4.1	3.0	5.6	4.5
순이익 대비(%)	120.5	72.9	76.2	-181.2	127.1	92.5	91.8	92.0	88.5	89.5	90.0	91.0
qoq(%)												
매출액	-44.2	54.6	-15.2	52.3	-29.3	32.6	-7.4	23.8	-18.4	7.6	0.8	39.6
중공업	-57.4	82.4	-16.4	75.3	-37.1	49.3	-16.6	39.9	-22.5	15.0	-7.5	60.2
건설	-22.6	29.7	-13.6	24.2	-15.9	11.1	8.6	2.5	-11.0	-4.0	16.6	8.5
영업이익	적전	흑전	33.0	-11.1	-71.7	507.9	10.3	-19.7	4.3	-3.5	40.2	33.6
중공업	적전	흑전	164.1	-2.3	적전	흑전	28.6	-17.7	6.3	-21.8	67.5	48.5
건설	-14.6	104.1	-23.6	-24.3	-11.8	94.0	-25.3	-26.4	-3.4	71.7	-10.9	-18.6
순이익	적전	흑전	181.2	-95.7	적전	흑전	-4.1	-64.0	141.1	-22.5	87.6	11.4
지배주주순이익	적전	흑전	193.9	적전	적지	흑전	-4.8	-63.9	131.9	-21.7	88.6	12.6
yoy(%)												
매출액	2.8	31.4	7.4	11.5	41.2	21.1	32.2	7.5	24.1	0.7	9.6	23.6
중공업	-13.1	32.7	4.2	13.8	68.1	37.6	37.3	9.5	35.0	4.0	15.4	32.2
건설	23.0	29.7	11.5	7.7	17.0	0.3	26.0	4.0	10.0	-5.0	2.0	8.0
영업이익	적전	4.6	138.8	28.5	흑전	103.5	68.7	52.4	461.2	-10.9	13.3	88.6
중공업	적전	297.3	472.0	50.0	적지	345.5	116.8	82.5	흑전	-12.0	14.6	106.8
건설	-8.0	-20.7	27.7	0.7	4.1	-1.1	-3.3	-5.9	3.0	-8.8	8.8	20.3
순이익	적전	-62.9	227.6	-94.3	적지	393.3	68.3	1,300.6	흑전	-35.5	26.1	290.2
지배주주순이익	적전	-63.2	227.8	적전	적지	525.9	102.6	흑전	흑전	-37.6	23.6	285.9
종전 전망치 대비(%)												
매출액								-8.6	5.9	-12.4	3.5	2.8
영업이익								-6.9	19.5	-30.9	9.4	6.5
순이익								-18.1	26.8	-41.0	11.4	9.1
지배주주순이익								-18.1	26.8	-41.0	11.4	9.1

주: K-IFRS 연결기준

자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

표4 효성중공업 영업실적 전망 (연간)

(억원, %)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**30,947**	**35,101**	**42,956**	**49,114**	**54,257**
중공업	17,962	19,906	26,114	31,652	35,091
비중(%)	58.0	56.7	60.8	64.4	64.7
건설	12,985	15,195	16,843	17,462	19,166
비중(%)	42.0	43.3	39.2	35.6	35.3
영업비용	**29,746**	**33,669**	**40,253**	**45,057**	**49,399**
재료비/재고자산변동	11,079	11,002	13,637	16,620	18,437
종업원급여	4,064	4,544	5,109	5,854	6,393
유무형자산상각비	705	823	847	877	933
기타	13,898	17,300	20,660	21,705	23,636
영업이익	**1,201**	**1,432**	**2,703**	**4,057**	**4,858**
영업이익률(%)	3.9	4.1	6.3	8.3	9.0
중공업	328	599	1,884	3,208	3,795
업이익률(%)	1.8	3.0	7.2	10.1	10.8
비중(%)	27.3	41.8	69.7	79.1	78.1
건설	873	833	819	849	1,063
영업이익률(%)	6.7	5.5	4.9	4.9	5.5
비중(%)	72.7	58.2	30.3	20.9	21.9
EBITDA	**1,906**	**2,255**	**3,550**	**4,935**	**5,791**
EBITDA Margin(%)	6.2	6.4	8.3	10.0	10.7
순이익	**765**	**291**	**1,234**	**2,372**	**3,119**
순이익률(%)	2.5	0.8	2.9	4.8	5.7
지배주주순이익	**576**	**102**	**1,094**	**2,134**	**2,827**
지배주주순이익률(%)	1.9	0.3	2.5	4.3	5.2
순이익 대비 비중(%)	75.3	35.1	88.7	89.9	90.6
EPS(원)	**8,206**	**3,124**	**13,229**	**25,442**	**33,444**
지배주주 EPS(원)	**6,178**	**1,096**	**11,729**	**22,884**	**30,313**
yoy(%)					
매출액	3.7	13.4	22.4	14.3	10.5
중공업	5.9	10.8	31.2	21.2	10.9
건설	0.8	17.0	10.8	3.7	9.8
영업이익	172.4	19.3	88.7	50.1	19.7
중공업	흑전	82.6	214.5	70.3	18.3
건설	24.7	-4.5	-1.7	3.7	25.2
순이익	흑전	-61.9	323.4	92.3	31.5
지배주주순이익	흑전	-82.3	970.6	95.1	32.5
EPS	흑전	-61.9	323.4	92.3	31.5
지배주주 EPS	흑전	-82.3	970.6	95.1	32.5
종전 전망치 대비(%)					
매출액			-2.8	-0.4	-0.3
영업이익			-2.1	-0.8	-0.7
순이익			-3.5	-0.9	-0.6
지배주주순이익			-3.6	-0.9	-0.6
EPS			-3.5	-0.9	-0.6
지배주주 EPS			-3.6	-0.9	-0.6

주: K-IFRS 연결기준
자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권 리서치

수주 동향 & 추이

표5 효성중공업 "중공업 부문" 2022 년 이후 분기별 대형 수주 공시건 비교

연도	분기	수주일자	계약기간	계약상대	내용	금액(억원)	전년도 연결매출 대비(%)
2022	2Q22	22.05.03	선수금 수금 완료일 ~ 시작일로부터 9개월	남아프리카공화국 국영전력회사 (Eskom Holding SOC Limited)	- 체결계약명: 남아프리카공화국 콰줄루나탈 주 Pongola Elandskop 변전소 BESS 설계, 설치, 시운전 계약 - 판매/공급지역: 남아프리카공화국 콰줄루나탈 주 - 판매/공급계약 구분: 공사수주 - 계약내용: 남아프리카공화국 콰줄루나탈(Kwa-Zulu Natal) 주에 위치한 Pongola, Elandskop 변전소에 설치할 BESS(Battery Energy Storage System)의 설계, 설치 공사 및 시운전 계약	1,221.73	3.95
	3Q22	22.09.06	선수금 수금 완료일 ~ 시작일로부터 36개월	Ethiopian Electric Power (EEP)	- 체결계약명: 에티오피아 남부 국가전력망 확충 사업(Southern Extension of the National Electricity Grid Power Transmission Project) - 판매/공급지역: 에티오피아 남부 - 판매/공급계약 구분: 공사수주 - 계약내용: 한국수출입은행 대외경제협력기금(EDCF)으로 지원되는 PJ로 에티오피아 남부국가민족주(州) 지역에 변전소 신/증설 및 송전선로 신규 가설에 대한 계약	2,356.99	7.62
	4Q22	22.12.12	22.12.12 ~ 23.12.30	한국전력공사	- 체결계약명: 계통안정화 ESS 기자재(부북S/S) 1식(송변전건설처) - 판매/공급지역: 경남 밀양시 부북면 감천리 168-5 일원 - 판매/공급계약 구분: 공사수주 - 계약내용: 경남 밀양시 부북S/S 내 ESS 설치에 대한 계약	1,977.82	6.39
2023	4Q23	23.11.08	23.11.08 ~ 27.04.14	노르웨이 송전청 (Statnett SF)	- 체결계약명: 420KV 변압기 등 공급계약 - 판매/공급지역: 노르웨이 - 판매/공급계약 구분: 기타 판매/공급계약 - 계약내용: 노르웨이 송전청(Statnett SF)에 420KV 변압기의 설계, 운송, 설치 공사 및 시운전을 공급하는 계약	1,018.36	2.90

▶ 공시 대상 대형수주의 수주액 규모 기준: 전년도 연결매출의 2.5% 이상

▶ 2022년 이후 분기별 대형수주 공시액 추이 비교

▷ 2022년: 업황 호황 Cycle 진입으로 대형수주 공시건도 2Q 1회, 3Q 1회, 4Q 1회 등 다수. 연간 수주액 YoY +46% 고성장 시현

- 2Q22 남아공 1,222억원, 3Q22 에티오피아 2,357억원 등은 예상치 않았던 일회성적 수주였음
- 아프리카는 2023년 수주는 분기별 100-150억원 정도로서 대규모 일회성 수주가 두 차례 발생했던 2022년 수주액에는 크게 못 미치나 2022년 대규모 수주를 계기로 2023년에도 일정수준의 수주가 이어지가 있다는 점이 중요

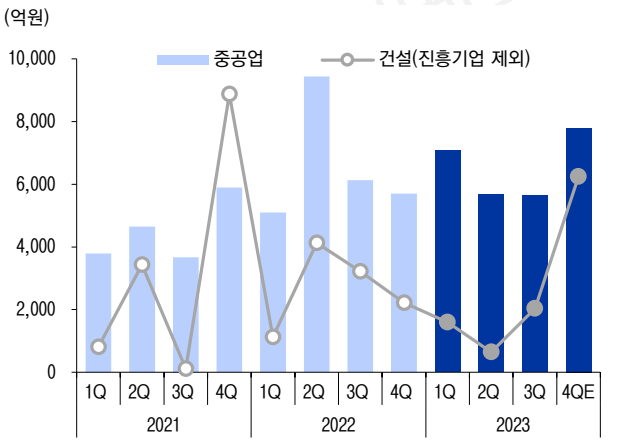
▷ 2023년: 대형수주 공시건은 4Q 1회. 연간 수주액 YoY는 Flat 정도로 숨고르기 예상

자료:효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 부문별 수주 추이 (분기)

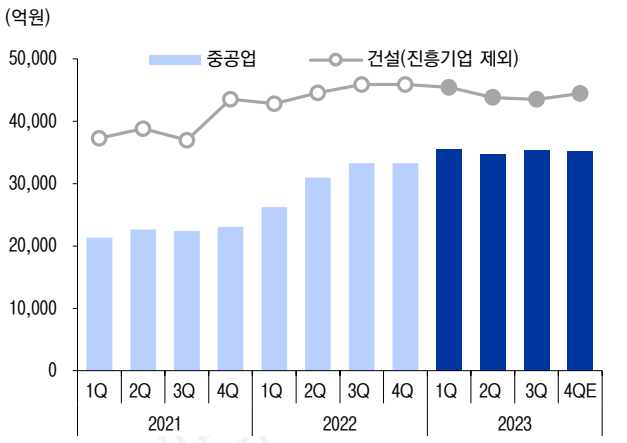
(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E
중공업												
신규수주	3,788	4,647	3,672	5,902	5,095	9,442	6,132	5,698	7,070	5,669	5,646	7,800
qoq	-21.6	22.7	-21.0	60.7	-13.7	85.3	-35.1	-7.1	24.1	-19.8	-0.4	38.2
yoy	-22.6	2.1	125.1	22.1	34.5	103.2	67.0	-3.5	38.8	-40.0	-7.9	36.9
수주잔고	21,308	22,658	22,421	23,076	26,235	30,981	33,267	33,290	35,550	34,670	35,390	35,250
qoq	2.4	6.3	-1.0	2.9	13.7	18.1	7.4	0.1	6.8	-2.5	2.1	-0.4
yoy	-11.3	-5.1	2.8	10.9	23.1	36.7	48.4	44.3	35.5	11.9	6.4	5.9
건설(진흥기업 제외)												
신규수주	813	3,433	110	8,877	1,122	4,130	3,225	2,220	1,599	650	2,036	6,250
qoq	-90.2	322.0	-96.8	7,996.8	-87.4	268.3	-21.9	-31.2	-28.0	-59.4	213.3	207.0
yoy	42.5	161.0	-88.2	7.5	37.9	20.3	2,841.5	-75.0	42.6	-84.3	-36.9	181.5
수주잔고	37,300	38,816	36,998	43,527	42,816	44,583	45,909	45,919	45,443	43,821	43,520	44,450
qoq	-2.2	4.1	-4.7	17.6	-1.6	4.1	3.0	0.0	-1.0	-3.6	-0.7	2.1
yoy	10.6	19.2	16.7	14.1	14.8	14.9	24.1	5.5	6.1	-1.7	-5.2	-3.2

그림1 부문별 신규수주 추이 (분기)



자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 부문별 수주잔고 추이 (분기)



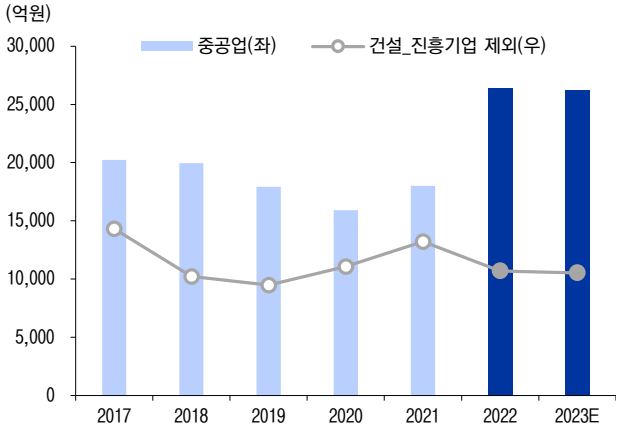
자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 부문별 수주 추이 (연간)

(억원, %)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E
중공업							
신규수주	20,244	19,964	17,914	15,911	18,009	26,367	26,185
yoy		-1.4	-10.3	-11.2	13.2	46.4	-0.7
수주잔고	27,959	25,618	23,641	20,808	23,076	33,290	35,250
yoy		-8.4	-7.7	-12.0	10.9	44.3	5.9
건설(진흥기업 제외)							
신규	14,332	10,215	9,495	11,073	13,233	10,697	10,535
yoy		-28.7	-7.1	16.6	19.5	-19.2	-1.5
수주잔고	45,215	40,109	35,753	38,147	43,527	45,919	44,450
yoy		-11.3	-10.9	6.7	14.1	5.5	-3.2

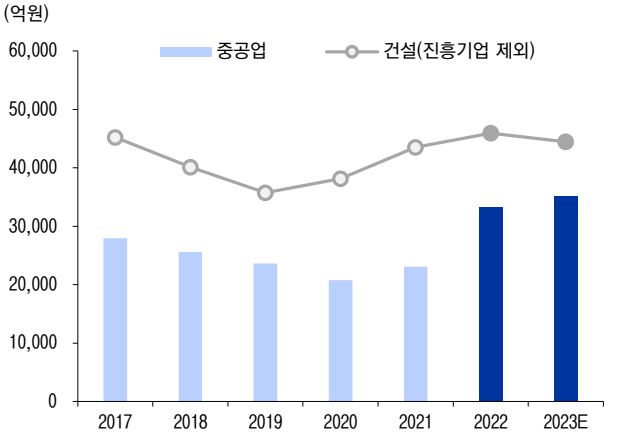
자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 **부문별 신규수주 추이 (연간)**



자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 **부문별 수주잔고 추이 (연간)**



자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권 리서치센터

Valuation

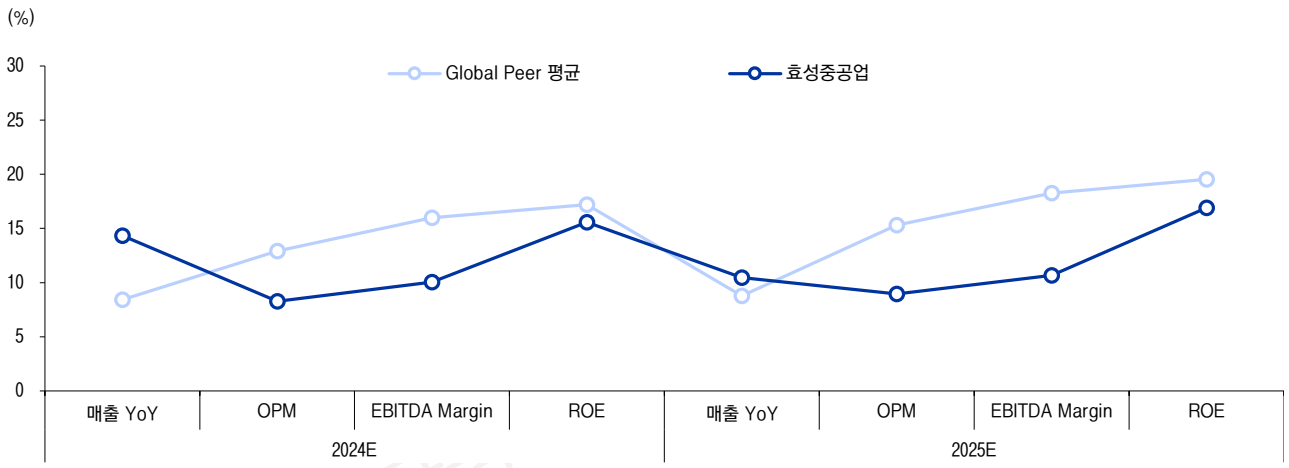
효성중공업 vs Global Peer 펀드멘털 지표 비교

표8 효성중공업 vs Global Peer 펀드멘털 비교

(%)	2024E				2025E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
General Electric(미국)	9.8	11.3	14.5	14.5	7.8	12.8	16.0	16.0
Schneider Electric(프랑스)	4.9	17.4	21.5	21.5	7.0	17.9	21.9	21.9
ABB Group(스위스+스웨덴)	2.9	16.0	18.5	18.5	4.8	16.5	18.9	18.9
Eaton(미국)	6.7	18.3	22.1	22.1	6.2	18.3	21.8	21.8
Siemens(독일)	5.1	15.4	19.7	19.7	5.7	15.9	20.2	20.2
Quanta Services(미국)	8.8	6.5	9.2	9.2	9.5	7.1	9.5	9.5
Nari Technology(国电南瑞) (중국)	12.9	17.7	20.1	20.1	13.7	36.9	39.2	39.2
Mitsubishi Electric(일본)	2.6	7.0	10.9	10.9	2.7	7.6	11.5	11.5
LS ELECTRIC(한국)	9.2	7.8	10.0	12.8	12.5	8.0	10.0	13.4
HD현대일렉트릭(한국)	21.3	11.7	13.5	22.6	18.0	12.2	13.8	22.9
Average	**8.4**	**12.9**	**16.0**	**17.2**	**8.8**	**15.3**	**18.3**	**19.5**
효성중공업	**14.3**	**8.3**	**10.0**	**15.6**	**10.5**	**9.0**	**10.7**	**16.9**

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 펀드멘털 지표 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 소폭 열위

▶ 핵심 지표인 매출 성장성은 Global Peer 대비 24년, 25년 모두 다소 우위

→ 효성중공업 펀드멘털 지표는 핵심 지표인 매출 성장성 지표 우위, 수익성 개선속도 우위 등을 바탕으로 Global Peer 대비 소폭 우위

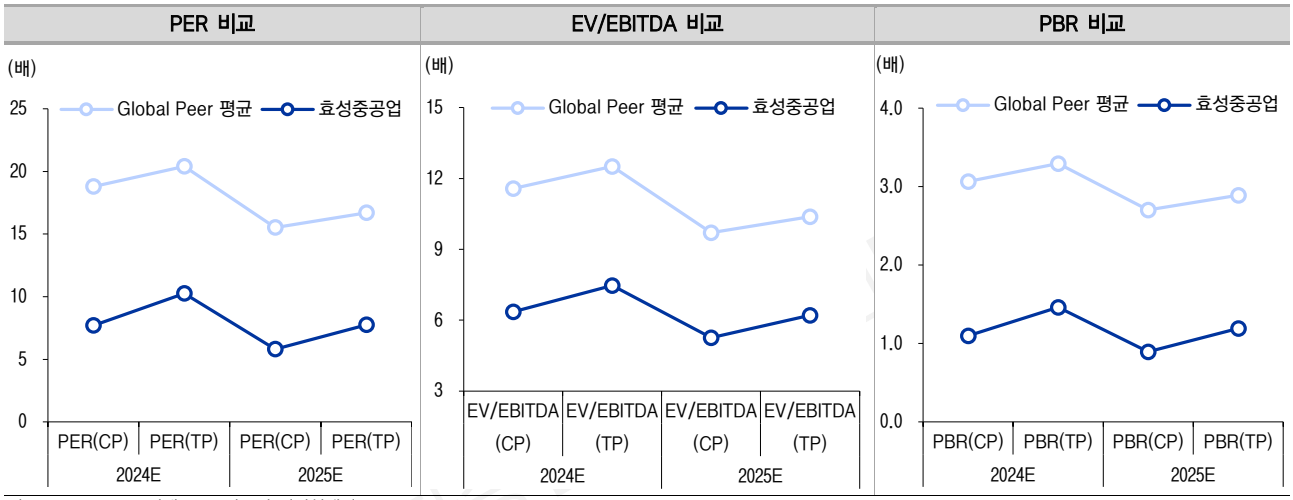
효성중공업 상대평가 Valuation 지표 비교

표9 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)	27.7	29.5	13.1	14.0	3.5	3.8	21.4	22.9	11.0	11.7	3.1	3.3
Schneider Electric(프랑스)	21.7	21.0	13.7	13.2	3.6	3.5	19.5	18.8	12.3	11.9	3.3	3.2
ABB Group(스위스+스웨덴)	19.9	19.5	12.6	12.4	4.7	4.6	17.9	17.6	11.6	11.3	4.1	4.0
Eaton(미국)	24.2	24.6	18.6	18.9	4.8	4.9	21.9	22.3	17.4	17.7	4.5	4.6
Siemens(독일)	14.6	15.8	9.8	10.5	2.2	2.4	12.8	13.9	8.7	9.3	2.0	2.2
Quanta Services(미국)	25.7	25.0	16.5	16.2	4.3	4.2	22.5	21.9	14.4	14.0	3.7	3.6
Nari Technology(国电南瑞) (중국)	18.0	22.6	11.6	14.9	2.7	3.4	8.5	10.7	5.1	6.6	2.1	2.6
Mitsubishi Electric(일본)	14.4	15.9	6.6	7.4	1.2	1.3	12.8	14.1	5.9	6.6	1.1	1.2
LS ELECTRIC(한국)	12.8	16.2	8.1	10.1	2.6	3.3	10.2	13.0	6.4	8.1	2.1	2.7
HD현대일렉트릭(한국)	**19.9**	**21.1**	**12.3**	**13.1**	**3.3**	**3.5**	**16.4**	**17.2**	**10.3**	**10.8**	**2.9**	**3.0**
Average	7.7	10.3	6.4	7.5	1.1	1.5	5.8	7.8	5.3	6.2	0.9	1.2
효성중공업	-61.2	-51.4	-48.3	-42.9	-66.6	-58.0	-64.5	-55.0	-48.9	-42.5	-69.2	-61.0
할증 or 할인 (%)	27.7	29.5	13.1	14.0	3.5	3.8	21.4	22.9	11.0	11.7	3.1	3.3

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 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 소폭 우위

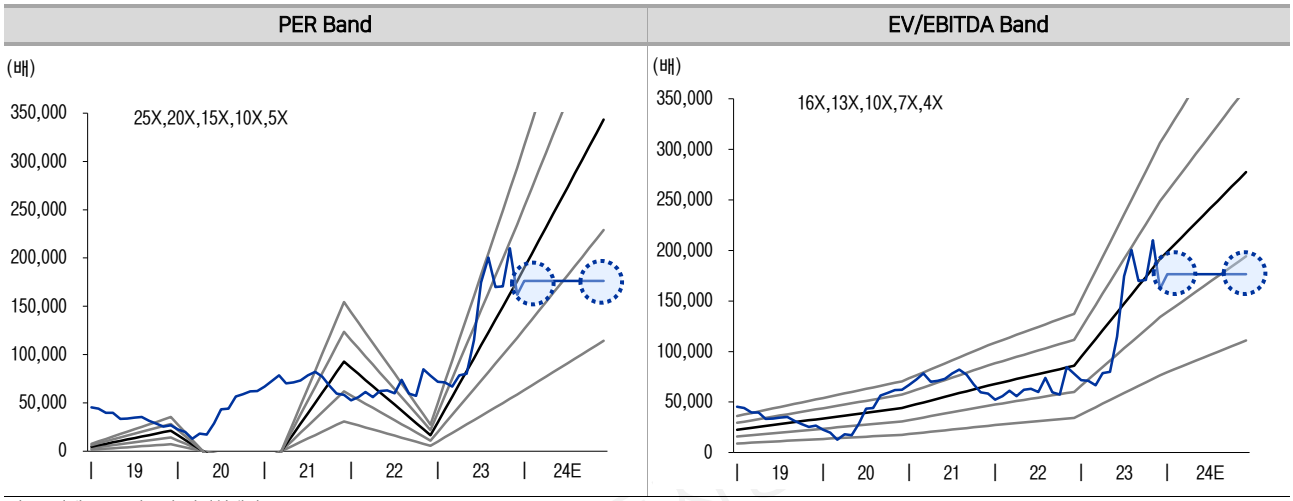
▶ 효성중공업 현재가 기준 Valuation 지표는 2024년 전망치 기준 Global Peer 대비 **PER는 61%, EV/EBITDA는 48%, PBR은 67% 디스카운트 상황**

→ 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 성장성에다 5) Global Peer 대비 펀드멘털 지표도 우위임에도 주요 **Multiple이 50-70% 디스카운트 상황인 것은 과도하다고 판단**

→ 2024년 전망치 기준 목표주가 산출 Multiple 또한 Global Peer 대비 PER는 51%, EV/EBITDA는 43%, PBR은 58%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 최하단선까지 떨어짐

그림7 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 실적 우려(중공업 부문의 4Q23에서 1Q24로의 매출 이연건 몇 건 및 Big Bath 컨셉의 비경상적 비용 처리 및 노사간 임단협 과정에서의 부분파업 영향 등으로 영업실적 컨센서스 대폭 미달 전망)로 12월 큰 폭의 조정을 거쳤음. 업황 호황, 실적호조, 밸류 저평가 등에도 불구하고 4Q23 실적 우려는 그 이전 주가가 가파르게 상승한 상황에서 현실적으로 충분히 단기 조정의 빌기가 될 만 했음. 그러나, 이에 따른 단기 조정 영향은 12월 큰 폭의 주가 조정을 통해 선반명 마무리 판단

→ 24년 1월로 넘어온 지금은 1Q24 및 2024년 이후 실적 고성장 기대감과 강한 밸류에이션 매력 등으로 재차 투자시선을 돌려야 하는 상황

표10 효성중공업 Valuation Table

PER 방식		EV/EBITDA 방식		PER 방식	
2024E 지배주주 EPS(원)	22,884	2024E EBITDA(억원)	4,935	2024E 지배주주 BPS(원)	161,041
적용 PER(배)	10.27	적용 EV/EBITDA(배)	7.46	적용 PBR(배)	1.46
목표주가(원)	235,000	목표 EV(억원)	36,826	목표주가(원)	235,000
주식수(주)	9,324,548	2023E 순부채	14,914	주식수(주)	9,324,548
목표시총(억원)	21,913	목표시총(억원)	21,913	목표시총(억원)	21,913

▶ 적용 Multiple 산정 근거
- ▷ 24E 기준 Global Peer 목표가 PER 평균 대비 **51%** 할인 수준
- ▷ 24E 기준 Global Peer 목표가 EV/EBITDA 평균 대비 **43%** 할인 수준
- ▷ 24E 기준 Global Peer 목표가 PBR 평균 대비 **58%** 할인 수준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 효성중공업 목표주가 변동

(억원, 원, 배, %)	2024E 지배주주 EPS(원)	PER(배)	목표주가(원)	목표시총(억원)
종전	23,082	10.2	235,000	21,913
신규	22,884	10.3	235,000	21,913
변경률(%)	-0.9	0.9	0.0	0.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

효성중공업 (298040)

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	15,616	22,215	27,930	32,570	36,993
현금및현금성자산	810	2,127	3,474	4,076	4,656
매출채권및기타채권	6,520	8,418	10,867	12,892	14,647
기타금융자산	486	761	0	0	0
기타	7,800	10,909	13,590	15,603	17,691
비유동자산	24,611	24,720	25,686	26,463	27,117
유무형자산	14,041	14,332	14,625	14,903	15,164
금융/투자자산	715	806	845	883	919
기타	9,856	9,582	10,216	10,676	11,033
자산총계	**40,227**	**46,935**	**53,616**	**59,033**	**64,110**
유동부채	19,440	25,049	29,647	32,015	33,472
매입채무및기타채무	8,059	7,903	9,318	10,387	11,257
차입금	6,306	9,502	11,602	12,152	11,982
기타	5,075	7,644	8,727	9,476	10,233
비유동부채	10,415	10,853	11,564	12,002	12,211
장기차입금	6,313	6,598	6,798	6,838	6,718
기타	4,103	4,256	4,766	5,164	5,493
부채총계	**29,856**	**35,903**	**41,211**	**44,017**	**45,683**
지배회지분	9,322	9,746	10,979	13,352	16,470
자본금	466	466	466	466	466
자본잉여금및기타	857	859	859	859	859
이익잉여금	29	69	192	429	741
비지배회사지분	1,049	1,286	1,426	1,665	1,957
자본총계	**10,371**	**11,032**	**12,405**	**15,016**	**18,427**

손익계산서

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	**30,947**	**35,101**	**42,956**	**49,114**	**54,257**
영업비용	29,746	33,669	40,253	45,057	49,399
영업이익	**1,201**	**1,432**	**2,703**	**4,057**	**4,858**
EBITDA	**1,906**	**2,255**	**3,550**	**4,935**	**5,791**
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
세전이익	**944**	**598**	**1,533**	**3,055**	**4,016**
법인세비용	178	307	300	683	897
당기순이익	**765**	**291**	**1,234**	**2,372**	**3,119**
지배주주순이익	**576**	**102**	**1,094**	**2,134**	**2,827**
Profitability(%)					
영업이익률	3.9	4.1	6.3	8.3	9.0
EBITDA Margin	6.2	6.4	8.3	10.0	10.7
순이익률(지배주주)	1.9	0.3	2.5	4.3	5.2
ROA(지배주주)	1.5	0.2	2.2	3.8	4.6
ROE(지배주주)	5.7	1.0	9.3	15.6	16.9
ROIC	4.7	3.7	7.7	9.9	10.7

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	**1,106**	**-671**	**-27**	**1,440**	**2,176**
영업에서 창출된 현금	1,375	-543	678	2,508	3,506
당기순이익	765	291	1,234	2,372	3,119
조정사항	1,617	2,241	2,122	2,396	2,642
유무형자산상각비	705	823	847	877	933
법인세비용	178	307	300	683	897
이자비용	403	585	964	1,183	1,420
이자수익	-56	-49	-97	-94	-109
기타	386	576	108	-253	-499
자산, 부채 증감	-1,006	-3,075	-2,677	-2,261	-2,254
법인세, 이자, 배당금	-270	-129	-705	-1,068	-1,330
투자활동 현금흐름	**-899**	**-1,177**	**-935**	**-1,436**	**-1,313**
유무형자산 증감	-691	-923	-1,074	-1,091	-1,130
금융자산 증감	-191	168	749	-12	-11
기타	-17	-423	-609	-333	-171
재무활동 현금흐름	**71**	**3,177**	**2,308**	**598**	**-283**
사채및차입금 증감	200	3,304	2,300	590	-290
유상증자	12	39	0	0	0
리스부채 증감	-141	-166	8	8	7
기타	0	0	0	0	0
총현금흐름	**278**	**1,329**	**1,346**	**602**	**580**
기초 현금및현금성자산	523	810	2,127	3,474	4,076
외화현금 환율변동 효과	9	-11	0	0	0
기말 현금및현금성자산	**810**	**2,127**	**3,474**	**4,076**	**4,656**

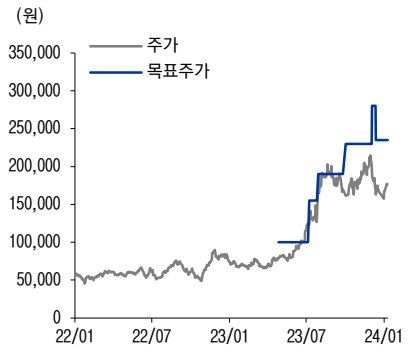
주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Valuation(배)					
P/E(지배주주)	9.4	71.2	13.8	7.7	5.8
P/B	0.5	0.7	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	8.8	9.1	8.5	6.4	5.3
P/CF	2.6	3.0	5.7	4.4	3.7
Per Share Data(원)					
EPS(지배주주)	6,178	1,096	11,729	22,884	30,313
BPS	111,227	118,313	133,040	161,041	197,616
CPS	22,654	25,782	28,422	39,689	47,510
DPS	0	0	0	0	0
Growth(%)					
매출액	3.7	13.4	22.4	14.3	10.5
영업이익	172.4	19.3	88.7	50.1	19.7
EPS(지배주주)	흑전	-82.3	970.6	95.1	32.5
총자산	8.6	16.7	14.2	10.1	8.6
자기자본	7.1	6.4	12.4	21.0	22.7
Stability(%,배,억원)					
부채비율	287.9	325.4	332.2	293.1	247.9
유동비율	80.3	88.7	94.2	101.7	110.5
자기자본비율	25.8	23.5	23.1	25.4	28.7
영업이익/금융비용(x)	1.0	0.3	0.8	1.3	1.5
이자보상배율(x)	3.3	2.0	2.6	3.6	3.8
총차입금(억원)	12,619	16,099	18,399	18,989	18,699
순차입금(억원)	11,323	13,211	14,925	14,914	14,043

자료: 효성중공업, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권 리서치센터

효성중공업 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2023.05.02	신규	성종화									
2023.05.02	Buy	100,000	24.3		-8.0						
2023.07.10	Buy	155,000	-4.0		-14.1						
2023.07.31	Buy	190,000	6.8		-3.4						
2023.10.04	Buy	230,000	-6.7		-19.7						
2023.12.05	Buy	280,000	-31.8		-35.3						
2023.12.14	Buy	235,000									

이베스트투자증권 리서치센터

Compliance Notice

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

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 당사에게 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)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.4%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2023.1.1~ 2023.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)