

효성중공업(298040)

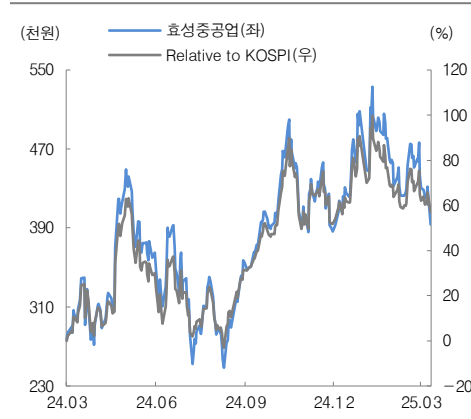
미국 이외 유럽향 초고압 변압기 수주 확대로 저평가 요소 축소

투자의견	BUY 매수, 신규
목표주가	540,000원 신규
현재주가 (25.04.07)	393,500원

KOSPI	2,328.20
시가총액	3,669십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	47십억원
52주 최고/최저	533,000원 / 248,500원
120일 평균 거래대금	395억원
외국인지분율	15.00%
주요주주	효성외 11인 48.85% 국민연금공단 12.87%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.0	-6.8	7.7	29.9
상대수익률	2.4	-0.2	20.7	51.4

- 투자이전 '매수' 목표주가 540,000원 제시. 목표주가는 '26F EPS 43,908원(24년 수주잔고의 대부분과 증설분이 실적에 반영)에 목표 PER 12배 적용. '25년 및 '26년 예상 실적 기준 PER은 각각 11배, 9배임. 건설부문의 De-rating 요소를 감안하더라도 전력기기 업체 중 가장 저평가
- 투자포인트는 1) 초고압 변압기 부문의 경쟁력 등을 바탕으로 미국 및 유럽향 초고압 변압기 수주 확대 지속 전망, 2) 국내 및 해외 변압기 생산능력은 2024년 1.24조원에서 2025년 1.29조원(+4%, 24년 변압기 생산능력 대비), 2026년 1.38조원(+11%), 2028년 1.4조원(33%)으로 확대 예상, 3) 2024년의 중공업부문의 미국 및 유럽 매출 비중은 각각 22%, 11%. 수주잔고 9.2조원(+57% YoY) 중 미국은 38%, 유럽은 21%. 고가 및 고수익성의 미국, 유럽 수주잔고가 향후 2~3년간 매출로 연결되며 외형 및 수익성 개선 속도 가속화 예상
- 1Q25 매출액 1.15조원(+16.4%, 이하 YoY), 영업이익 888억원(+58.0%) 예상
- '25년 매출액 5.45조원(+11.3% YoY), 영업이익 4,923억원(+35.8%) 전망. 북미향 변압기 매출 확대에 따른 수익성 개선 기대. 미국향 매출액 0.95조원(17.4%, 매출비중), 미국향 수출금액 0.42조원(7.6%) 기대. 미국향 수출금액의 관세 25% 중 동사의 부담율은 관세의 50% 이하 예상. 관세 유예 또는 관세 인하 시 실적 전망치 상향 가능. 건설부문도 전년도 기저효과 반영 등으로 수익성 회복 기대



(단위: 십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,446	5,973	6,910
영업이익	258	362	492	591	819
세전이익	170	224	437	544	797
총당기순이익	132	223	340	423	620
지배지분순이익	116	223	326	409	608
EPS	12,438	23,876	35,011	43,908	65,165
PER	13.0	16.5	11.2	9.0	6.0
BPS	115,857	204,677	234,695	271,001	326,724
PBR	1.4	1.9	1.7	1.5	1.2
ROE	11.3	14.9	15.9	17.4	21.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 수치 기준
자료: 효성중공업, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

건설부문의 De-rating 요소를 감안하더라도 전력기기 업체 중 가장 저평가

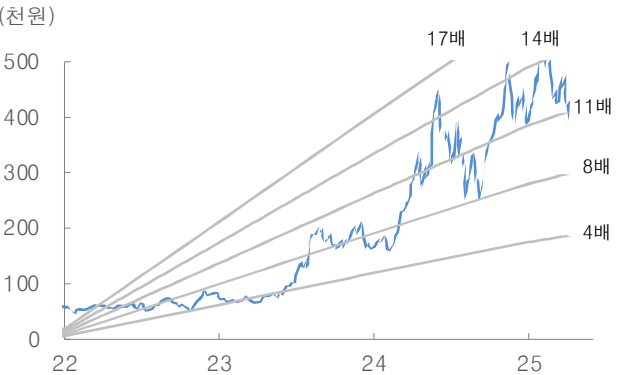
- 투자자의견 '매수', 목표주가 540,000원 제시. 목표주가는 2026F EPS 43,908원(2024년 수주잔고의 대부분이 실적에 반영, 증설분의 반영)에 목표 PER 12.3배 적용
- 목표 PER은 각 사업부문의 목표 PER을 영업이익 비중(중공업 90%, 건설 10%)으로 가중평균한 것. 1) 중공업부문은 글로벌 전력기기업체의 2025F 평균 PER 20배 적용 대비 30% 할인한 13.5배, 2) 건설부문은 국내 건설사 2025F 평균 PER 4배 적용 대비 30% 할인한 2.8배 적용. 할인이유는 1) 배전기기 및 직류 전력기기 등 신성장 분야에 대한 대응 부족한 점. 2) 국내 토목 및 아파트 건설에 집중된 건설사업 포트폴리오 등임
- 1) 고압/초고압 변압기 부문의 높은 경쟁력, 국내 및 미국 증설, 2) 2024년부터 성장하고 있는 유럽 전력인프라 시장 진출 확대 등을 통해 고수익성의 미국/유럽 수주 비중 확대, 외형 및 수익성 개선 지속, 3) 2025년 및 2026년 예상 실적 기준 PER은 각각 11.2배, 9.0배. 건설부문의 De-rating 요소를 감안하더라도 전력기기 업체 중 가장 저평가

효성중공업의 Valuation

	2025F	2026F	비고
EPS (원)	35,011	43,908	2026년 EPS(2024년 수주잔고의 대부분과 증설분의 실적 반영)
목표 PER		12.3	목표 PER은 영업이익 비중(중공업 90%, 건설 10%)으로 가중평균 글로벌 전력기기업체의 2025F 평균 PER 20배 적용 대비 30% 할인 국내 건설사 2025F 평균 PER 4배 적용 대비 30% 할인 할인이유는 1) 배전기기 및 직류 전력기기 등 신성장 분야에 대한 대응 부족한 점 2) 국내 토목 및 아파트 건설에 집중된 건설사업 포트폴리오 등임
중공업 PER		13.5	
건설 PER		2.8	
목표주가		540,000	
현재주가 (원)		393,500	그러나 1) 고압/초고압 변압기 부문의 높은 경쟁력, 국내 및 미국 증설, 2) 2024년부터 성장하고 있는 유럽 전력인프라 시장 진출 확대 등을 통해 고수익성의 미국/유럽 수주 비중 확대, 외형 및 수익성 개선 지속
상승여력 (%)		37.2	

자료: 대신증권 Research Center

효성중공업의 12MF PER 밴드



자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

효성중공업의 12MF PBR 밴드



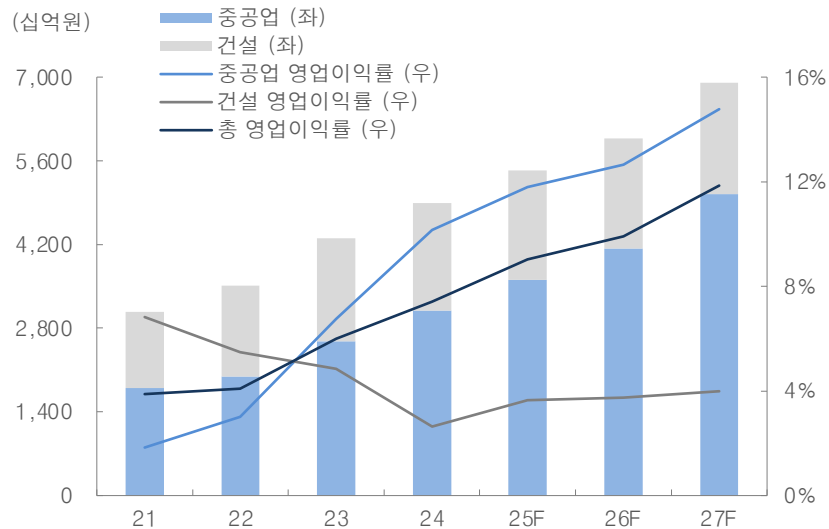
자료: WISEfn, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

초고압/고압 전력기기 전문업체로, 한국 이외 미국, 인도 생산법인 매출 확대 중

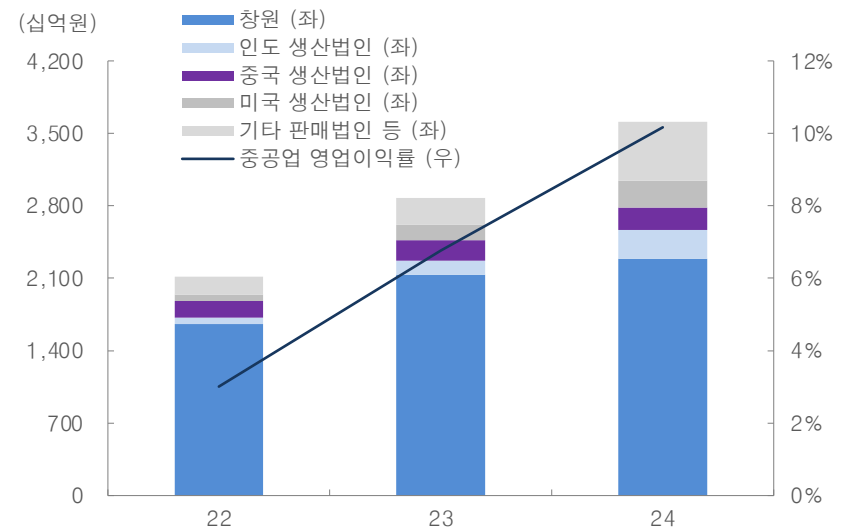
- 2023년 중공업 사업의 주요 제품 매출 비중은 초고압/고압 변압기 47%, 초고압/고압 차단기/개폐기(GIS, ESS, PCS, FACTS, STATOM 등) 13%, 배전반 20%, 회전기기 20% 등으로 추정
- 2024년 기준 사업부문별 매출 비중은 중공업 63.3%, 건설 36.6%, 영업이익률은 중공업 10.2%(+3.4%p YoY), 건설 2.6%(-2.2%p YoY)를 기록
- 2024년 총 사업 영업이익률은 7.4%(+1.4%p YoY) 기록: 건설부문의 전년도 대비 수익성 부진에도 중공업 부문의 매출 성장 및 수익성 개선으로 전체 수익성 개선 지속. 향후에도 이와 같은 중공업 부문이 전체 외형 성장 및 수익성 개선을 견인할 것으로 예상
- 2024년 중공업 매출액 3.1조원(20.2% YoY) 중 생산법인별 매출 비중은 국내 창원 63.4%, 인도 7.6%, 미국 7.1%중국 6.0%, 기타 판매법인 15.8%임
- 매출성장 기여도는 국내 공장보다 인도와 미국 생산법인이 높아지고 있는 추세. 이를 통해 향후 유럽, 미국의 초고압/고압 전력기기 수요 확대에 대한 대응력 향상 기대

효성중공업의 사업부문별 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 중공업사업 국내/해외 매출액, 영업이익률 추이



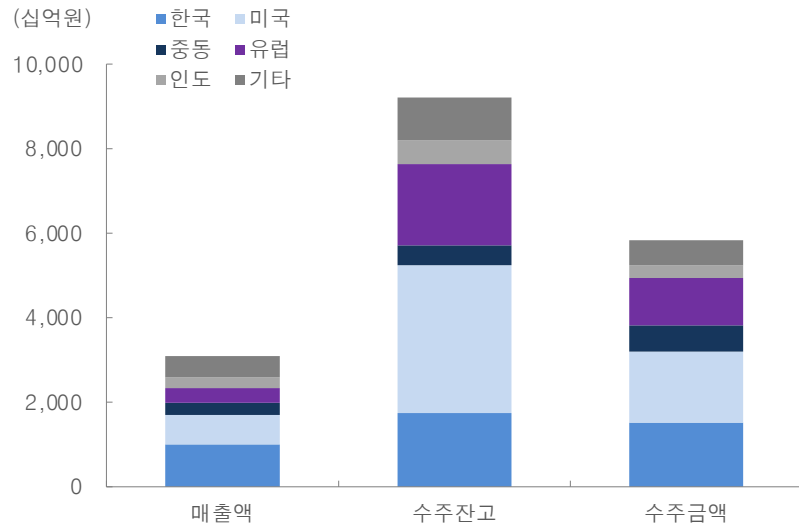
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

높은 가격 및 고수익성의 미국, 유럽 수주금액 및 비중 확대 → 2025년 이후 외형 성장 및 수익성 개선 지속

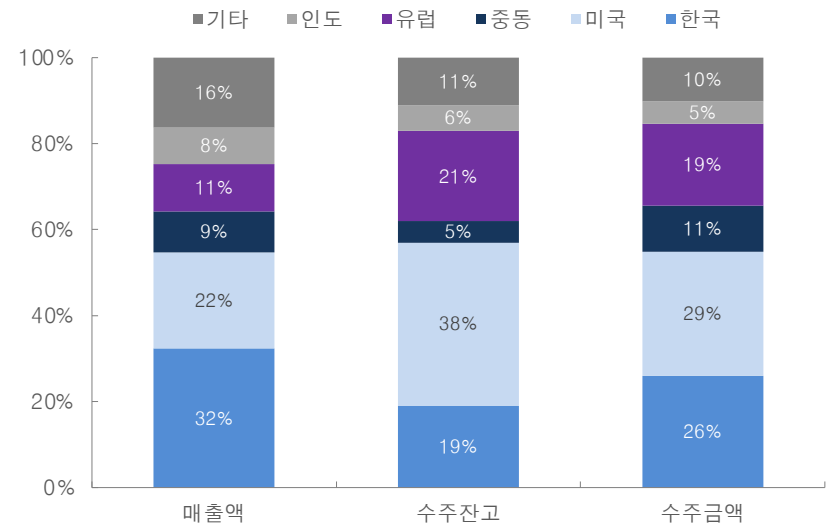
- 2024년 중공업 매출액 3.1조원 중 지역별 매출 비중은 한국 32%, 미국 22%, 유럽 11%, 중동 10%, 인도 9%, 기타(아시아, 호주 등) 16%임
- 2024년말 수주잔고는 9.2조원(+57% YoY) 중 지역별 비중은 한국 19%, 미국 38%, 유럽 21%, 중동 5%, 인도 6%, 기타(아시아, 호주 등) 11% 2024년말 수주잔고 중 70% 이상이 2025 ~ 2026년에 매출 인식 예상
- 2024년 수주금액은 5.8조원(+61% YoY) 중 지역별 비중은 한국 26%, 미국 29%, 유럽 19%, 중동 11%, 인도 5%, 기타(아시아, 호주 등) 10%. 2H24 이후 수주 물량의 리드 타임은 2.5 ~ 3년으로 증가한 점을 감안 시, 매출 인식은 2026년 50%, 2027년 50%로 나누어 인식 기대
- 즉, 높은 가격 및 고수익성의 미국, 유럽 물량이 2025년 이후 매출로 인식. 미국, 유럽 매출 비중 확대로 외형 성장 및 수익성 개선 예상

효성중공업의 지역별 중공업사업 매출액, 수주잔고, 수주금액
(2024년 기준)



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업의 중공업사업 지역별 매출액, 수주잔고, 수주금액 비중
(2024년 기준)



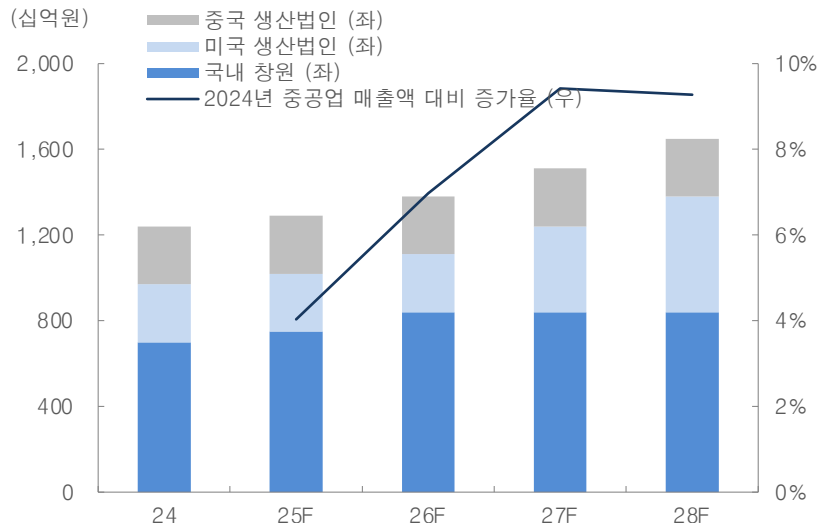
자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

국내 및 미국 초고압/고압 변압기 생산능력 증설, 미국/유럽 중심의 수주 확대

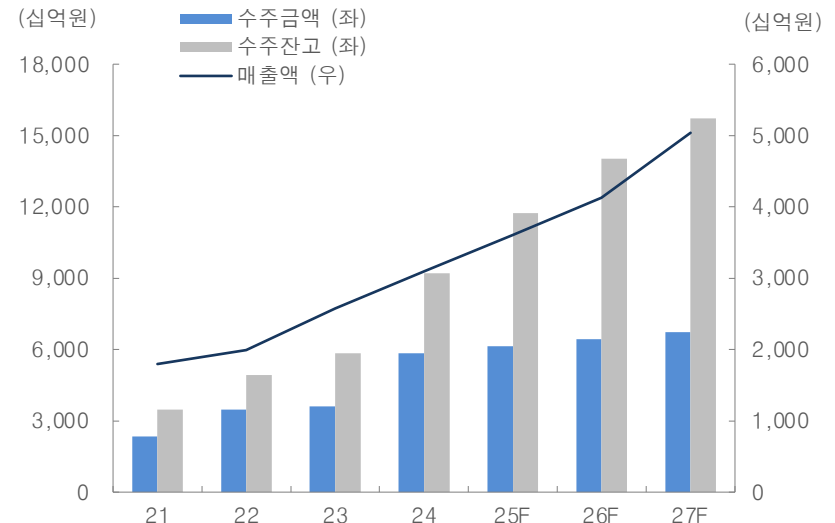
- 국내 및 해외(미국, 중국) 변압기 생산능력은 2024년 1.24조원에서 2025년 1.29조원(+4%, 24년 변압기 생산능력 대비), 2026년 1.38조원(+11%), 2028년 1.4조원(33%)으로 확대 예상. 이는 회사 측 증설 계획에 따른 증설 규모, Lamp-up 속도만 반영한 것으로 가격 인상 효과 등은 반영되지 않음
- 2024년 중공업 총 매출액 3.1조원 대비 증설에 따른 매출 성장은 2025년 +4%, 2026년 +7%, 2027년 9%, 2028년 13%로 추정. 한편, 2021년 이후 상승한 미국 및 유럽의 가격 상승 효과, 설계 기준 생산능력 이상의 가동률 상승 등으로 증설 효과 이상의 매출 성장 기대
- 국내 창원 공장의 변압기 생산능력은 2024년 7,000억원. 2Q25 1,800억원 증설 계획. 병목 현상 제거를 위한 증설로 빠른 Lamp-up 가능. 2026년 100% 가동 예상. 2026년 8,800억원으로 확대
- 미국 멤피스 공장의 변압기 생산능력은 2024년 2,700억원, 4Q26 2,700억원(2억달러 x 환율 1,350원/달러) 증설 예정. 신규 생산능력의 가동률은 2027년 50%, 2028년 100% 기대. 2028년 5,400억원으로 확대

효성중공업 주요 법인의 변압기 생산능력 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center
 주: 2024년 중공업부문 총 생산능력은 2.54조원

효성중공업의 수주금액, 수주잔고 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)

2025년 매출액 5.45조원(+11.3% YoY), 영업이익 4,923억원(+35.8% YoY) 전망

- 1Q25 매출액 1.15조원(+16.4%, 이하 YoY), 영업이익 888억원(+58.0%), 영업이익률 7.7%(+2.0%p) 예상. 고수익성의 북미항 변압기 매출 증가 등에 매출 및 수익성 개선 기대. 4Q24 PF 3건에 대해 채무인수 회계 처리 완료하며 재무 리스크 일단락되었음
- 2025년 매출액 5.45조원(+11.3% YoY), 영업이익 4,923억원(+35.8%), 영업이익률 9.0%(+1.6%p) 전망. 2H25 중공업 부문 증설효과 일부 반영, 북미항 변압기 매출 확대에 따른 수익성 개선 기대. 건설부문은 전년도 기저효과 반영 등으로 수익성 회복 예상. 2024년 대구/부산 프로젝트 분양률 70% 이상으로 안정화되며 향후 리스크 축소될 것

효성중공업의 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
평균환율 (원/달러)	1,329	1,371	1,358	1,399	1,455	1,430	1,430	1,410	1,306	1,364	1,431	1,420	1,420
수주금액 (십억원)	1,683	1,818	2,351	2,835	2,017	2,117	2,270	2,653	5,306	8,687	9,057	9,439	9,797
수주잔고 (십억원)	13,676	13,964	16,072	17,907	18,779	19,512	20,501	21,521	13,487	17,907	21,521	24,991	27,883
매출액	985	1,194	1,145	1,572	1,146	1,385	1,282	1,633	4,301	4,895	5,446	5,973	6,910
중공업	582	744	711	1,063	714	940	834	1,118	2,579	3,099	3,607	4,127	5,038
건설	402	449	433	508	430	444	447	515	1,720	1,793	1,836	1,842	1,867
기타	0	1	1	1	1	1	1	1	1	3	4	4	5
영업이익	56	63	111	132	89	127	138	138	258	362	492	591	819
중공업	36	65	99	115	71	117	120	117	175	315	425	522	744
건설	20	(2)	12	17	17	10	18	21	83	47	67	69	74
기타	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
금융손익	(18)	(22)	(20)	22	(20)	(19)	(22)	17	(95)	(39)	(44)	(36)	(28)
기타영업외손익	(3)	(7)	(0)	(88)	(4)	(6)	(2)	3	9	(99)	(10)	(10)	(10)
지분법손익	(1)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
세전이익	34	33	90	66	64	101	114	158	170	224	437	544	779
당기순이익	26	28	72	96	50	79	89	123	132	223	340	423	779
지배주주순이익	22	36	74	91	47	77	85	118	116	223	326	409	764
영업이익률 (%)	5.7	5.2	9.7	8.4	7.7	9.2	10.8	8.5	6.0	7.4	9.0	9.9	11.9
중공업	6.2	8.7	13.9	10.8	10.0	12.4	14.3	10.5	6.8	10.2	11.8	12.7	14.8
건설	5.0	(0.5)	2.9	3.3	4.0	2.3	4.1	4.0	4.8	2.6	3.6	3.7	4.0
기타	(434.7)	(4.5)	2.7	12.9	3.0	4.5	7.6	7.0	3.8	2.8	5.7	6.8	8.3

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

주:기타는 기타 종속기업 및 연결조정

미국 관세 영향: 영업이익률 '25년 -0.6%, '26년 -1.2% 우려 존재, 기존 수주잔고의 공급 지연 및 신규 수주 감소 우려는 제한적

- '25년 미국향 매출액 0.95조원(17.4%, 이하 매출비중), 미국향 수출금액은 0.42조원(7.6%), 미국향 수출금액의 관세 25% 중 동사의 부담율은 관세의 50% 이하 기대
- 관세 적용 실적 반영 기간은 7개월(4월 이후 운송 및 고객 인도 기간 1.5~2개월). 향후 정부간 협상으로 관세 인하시 실적 전망치 상향 가능
- 관세 부과에 따른 2025/26년 영업이익률 하락 효과는 각각 0.6%, 1.2%: 1) 미국 관세 25% 중 국내 전력기기 업체의 부담율은 관세의 50% 이하 기대. 기존 계약 시 일정 수준의 에스컬레이션 조항 포함, 미국의 심각한 전력기기 쏠티지 상황, 모든 경쟁국 관세 동시 인상, 한국 업체의 전력기기의 상대적으로 짧은 리드타임 및 납기 준수 경쟁력 등으로 미국 수입업체의 부담율이 더 클 것. 2) 이 경우 여전히 미국향 수출이 타 지역 대비 수익성 높을 것으로 예상. 3) 또한 병목 현상 확산으로 미국 이외 지역에서의 수익성 향상 중
- 기존 수주잔고의 공급 지연 우려는 제한적. 신규 수주 지연 가능성은 존재: 1) 미국의 AI 인프라 투자 지속, 기존 허가 및 계약된 재생에너지의 IRA 지속, 노후 전력망의 재해에 따른 시급성, 향후 법인세 세액공제 등을 감안 시 기 발주된 프로젝트 투자 지연 우려는 크지 않을 것. 2) 관세에 따른 비용 증가, 경기 둔화 우려 등으로 신규 프로젝트 발주 지연 가능성은 존재. 그러나 3) 유럽, 중국, 한국 등지의 AI 및 전력 인프라 투자 확대 본격화 등으로 미국 외 지역의 수주 증대 및 글로벌 공급자 우위 시장 지속 기대
- 단, 중공업 부문 기존 2025년 미국향 매출액 비중은 26.3%, 미국향 수출 비중은 11.5%, 미국 관세 부과에 따른 영업이익률 효과는 '25년 -0.8%, '26년 -1.7% 예상

효성중공업의 미국 매출 및 수출 비중, 미국 관세에 따른 2025/26년 영업이익의 전망치 민감도 분석

(십억원)	2024	2025F	2026F		2024	2025F (운송 기간 반영 관세 적용 기간 7개월)					2026F (관세 적용 기간 12개월)				
						관세 부담율					관세 부담율				
미국 매출비중	14.2%	17.4%	20.9%		0%	0%	30%	50%	70%	100%	0%	30%	50%	70%	100%
미국수출비중	4.8%	7.6%	9.4%	관세(25%)	0	0	18	30	42	60	0	42	70	99	141
총 매출액	4,895	5,446	5,973	매출액	4,895	5,446	5,446	5,446	5,446	5,446	5,973	5,973	5,973	5,973	5,973
미국 매출액	693	950	1,251	영업이익	362	523	504	492	480	462	662	620	591	563	521
미국 수출금액	233	415	563	영업이익률	7.4%	9.6%	9.3%	9.0%	8.8%	8.5%	11.1%	10.4%	9.9%	9.4%	8.7%

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

효성중공업(298040)_재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,446	5,973	6,910
매출원가	3,663	4,103	4,477	4,858	5,485
매출총이익	638	792	969	1,115	1,425
판매비와관리비	380	429	477	524	606
영업이익	258	362	492	591	819
영업이익률	6.0	7.4	9.0	9.9	11.9
EBITDA	343	435	587	693	926
영업외손익	-88	-139	-55	-47	-22
관계기업손익	-3	-2	-2	-2	-2
금융수익	202	528	-44	-36	-19
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-297	-567	0	0	9
외환관련손실	89	86	41	41	41
기타	9	-99	-10	-10	-10
법인세비용차감전순손익	170	224	437	544	797
법인세비용	-38	-1	-97	-121	-177
계속사업순손익	132	223	340	423	620
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	132	223	340	423	620
당기순이익률	3.1	4.6	6.2	7.1	9.0
비지배지분순이익	16	0	13	14	12
지배지분순이익	116	223	326	409	608
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	63	64	64	65
포괄순이익	121	852	975	1,065	1,268
비지배지분포괄이익	15	1	39	35	25
지배지분포괄이익	106	852	937	1,030	1,243

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,351	3,036	3,104	3,347	3,848
현금및현금성자산	278	249	264	262	361
매출채권 및 기타채권	1,093	1,330	1,465	1,581	1,777
재고자산	726	885	990	1,086	1,256
기타유동자산	254	572	384	417	454
비유동자산	2,410	3,182	3,345	3,478	3,607
유형자산	1,281	2,172	2,238	2,277	2,311
관계기업투자금	32	36	127	217	308
기타비유동자산	1,097	974	980	984	989
자산총계	4,761	6,219	6,449	6,825	7,455
유동부채	2,811	3,093	3,087	3,164	3,300
매입채무 및 기타채무	1,402	1,437	1,576	1,652	1,786
차입금	593	332	332	322	312
유동성채무	310	165	167	168	170
기타유동부채	507	1,159	1,012	1,022	1,033
비유동부채	726	1,070	1,005	939	873
차입금	398	563	493	423	353
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	328	507	511	516	520
부채총계	3,537	4,163	4,092	4,103	4,173
지배지분	1,080	1,909	2,188	2,527	3,047
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892	892
이익잉여금	176	353	633	972	1,491
기타자본변동	-34	616	616	616	616
비지배지분	144	147	169	195	235
자본총계	1,224	2,056	2,357	2,722	3,281
순차입금	1,001	728	881	801	621

자료: 회사 자료, 대신증권 Research Center

Compliance Notice

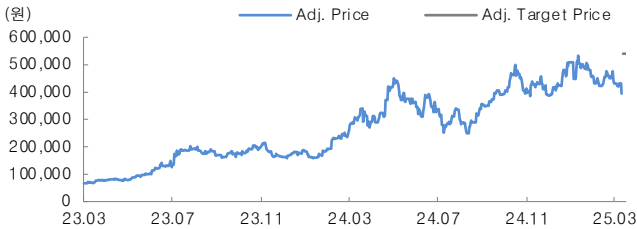
- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 허민호, 박장욱, 서영재)
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자의견 비율공시

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.0%	8.0%	0.0%

기준일자: 2025.04.09

효성중공업(298040) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.04.09
투자의견	Buy
목표주가	540,000
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
제시일자	
투자의견	
목표주가	