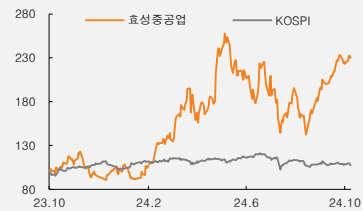


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 520,000원
현재주가(24/10/31)	401,000원
상승여력	29.7%

영업이익(24F,십억원)	348
Consensus 영업이익(24F,십억원)	340
EPS 성장률(24F,%)	71.2
MKT EPS 성장률(24F,%)	74.9
P/E(24F,x)	18.8
MKT P/E(24F,x)	10.5
KOSPI	2,556.15
시가총액(십억원)	3,739
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	51.0
외국인 보유비중(%)	12.7
벤투(12M) 일간수익률	0.39
52주 최저가(원)	157,700
52주 최고가(원)	449,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	15.1	28.1	134.9
상대주가	16.7	34.9	109.4



[에너지/전력기기]

조연주
yunju_cho@miraeasset.com

효성중공업

기대치를 상회하는 실적

3Q24 Review: 매출액 컨센서스 9% 하회, 영업이익 컨센서스 31% 상회

동사는 24년 3분기 매출액 1조 1,450억원(+10% YoY)으로 컨센서스 대비 9% 하회, 영업이익 1,110억원(+18% YoY, OPM 9.7%)으로 컨센서스를 31% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 3분기 계절성에도 불구하고 중공업 부문의 호실적으로 분할 이후 가장 높은 영업이익을 기록했다. 특히, 미국, 유럽, 중동의 매출 비중이 꾸준히 증대되며, 3Q24 수출 비중은 70%를 웃도는 실적을 보여주고 있다. 중동향 지연된 수주 물량(800억원) 역시 매출 인식되었고, 일회성 요인은 없었다.

중공업 마진 개선세 뚜렷, 수주 내 해외 비중은 76% 기록

23년 말부터 본격적으로 늘어나기 시작한 미국 수주 물량들이 본격적으로 매출화되기 시작했다. 현재 동사의 3Q24 수주잔고 내 지역별 비중은 미국 25% 이상, 유럽 22%, 중동 8%로 추정된다. 더욱이 평균 수주단가(P)가 급격하게 증가했던 22년 말-23년 초 수주 물량이 소진되고, 높은 단가의 물량들이 차츰 이익 개선에 작용할 전망이다. 3Q24 동사의 주요 해외 생산법인(미국, 중국, 인도)의 영업이익률 모두 15% 이상을 기록하는 등 가동률 정상화 효과로 전체 이익률이 지속해서 개선되는 흐름이다.

투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 520,000원으로 13% 상향

동사에 대한 투자 의견 '매수', 목표주가 520,000원으로 기존 대비 13% 상향한다. 순이익 개선 추세를 반영하고, 종전의 Target P/E 16배(HD현대일렉트릭 12MF P/E 대비 10% 할인)는 유지한다. 동사는 현재 25년 추정 EPS 기준 P/E 12배, 국내 Peer 대비 21% 할인되어 거래되고 있다.

동사의 기업 가치를 주도하고 있는 사업 부문은 중공업이다. 초고압 변압기 쇼티지가 장기화되고 있는 가운데, 국내 및 해외 생산법인의 높은 가동률과 지역 믹스 개선을 통해 중공업 부문 마진율은 10% 이상 수준으로 상승할 여지는 충분히 남아있다고 판단한다. 또한, 타이트한 공급 상황을 반영해 유럽 지역의 수주 단가 상승 트렌드를 기대한다. 건설 사업의 경우, 지속되고 있는 인건비 및 원자재 가격 상승 등의 영향으로 부진한 업황을 반영해 일부 소폭 하향 조정했다. 다만, 기존 사업의 도급금액 증액 반영, 시공 위주의 사업 구조 상 리스크는 제한적일 것으로 전망한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	3,510	4,301	4,909	5,613	6,385
영업이익 (십억원)	143	258	348	482	610
영업이익률 (%)	4.1	6.0	7.1	8.6	9.6
순이익 (십억원)	10	116	199	302	394
EPS (원)	1,096	12,438	21,293	32,429	42,247
ROE (%)	1.1	11.3	17.2	22.1	23.3
P/E (배)	71.2	13.0	18.8	12.4	9.5
P/B (배)	0.7	1.4	3.0	2.5	2.0
배당수익률 (%)	0.0	1.5	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 효성중공업 3Q24 실적 요약 테이블

(십억원)

	3Q23	2Q24	3Q24P						
			발표치	QoQ (%)	YoY (%)	추정치	차이 (%)	컨센서스	차이 (%)
매출액	1,039	1,194	1,145	-4.1	10.2	1,228	-6.7	1,258	-9.0
영업이익	95	63	111	77.8	17.8	96	16.1	85	30.5
지배주주 순이익	56	28	72	156.4	28.2	36	100.9	47	53.4
영업이익률 (%)	9.1	5.2	9.7	-	-	7.8	-	6.8	-
순이익률 (%)	5.4	2.4	6.3	-	-	2.9	-	3.7	-
사업부문별 매출액									
중공업	593	745	711	-4.5	19.8	1) 중공업: 북미지역 매출 비중 증가로 인한 이익률 개선			
건설	446	449	433	-3.6	-2.9	2) 건설: 도급 사업 위주 보수적인 선별 수주 지속			
중공업 매출 비중	57.1%	62.4%	62.1%						

자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 실적 추정치 변경표

(십억원)

	변경전		변경후		변경률 (%)		변경 이유
	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
매출액	4,908	5,629	4,908	5,613	0.0	0.0	
영업이익	342	500	348	482	1.7	-3.7	건설 사업 부진한 업황 반영
지배주주 순이익	176	269	199	302	12.8	12.4	영업외손익, 비지배주주 순이익 조정

자료: 미래에셋증권 리서치센터

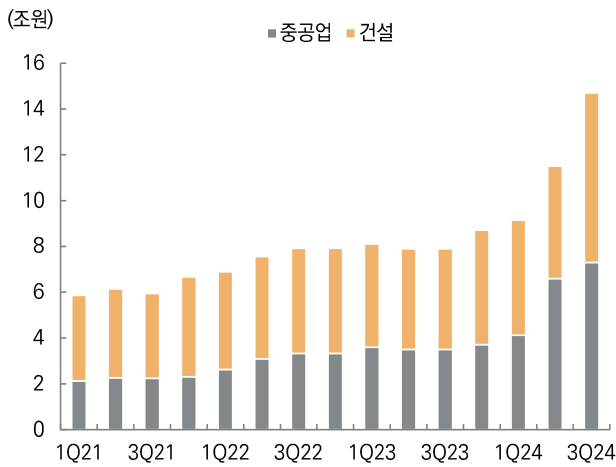
표 3. 효성중공업 영업실적 전망치 추정

(십억원)

항목	구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	전체	847	1,123	1,039	1,292	985	1,194	1,145	1,586	4,301	4,908	5,613	6,385
	중공업	477	712	593	799	582	745	711	1,128	2,580	3,166	3,767	4,408
	건설	370	411	446	493	402	449	433	458	1,720	1,743	1,846	1,977
성장률 (%)	전체	41.2	21.1	32.2	7.9	16.3	6.3	10.2	22.7	22.5	14.1	14.4	13.8
	중공업	68.1	37.6	37.3	5.4	22.2	4.6	19.8	41.2	29.6	22.7	19.0	17.0
	건설	17.1	0.3	26.0	12.2	8.8	9.3	-2.9	-7.2	13.2	1.3	5.9	7.1
영업이익	전체	14	86	95	63	56	63	111	118	258	348	482	610
	중공업	-1	57	73	46	36	65	99	102	175	302	386	494
	건설	15	29	22	17	20	-2	12	16	83	46	96	116
YoY (%)	전체	-395.8	103.6	68.6	27.3	295.8	-26.8	17.8	85.4	95.1	34.9	38.4	26.6
	중공업	-95.3	345.7	116.7	40.2	흑자전환	14.8	36.0	120.7	67.7	86.7	80.1	81.0
	건설	4.9	-1.0	-3.1	2.4	33.8	-107.9	-43.1	-8.0	0.2	-44.5	106.8	21.0
OPM (%)	전체	1.7	7.6	9.1	4.9	5.7	5.3	9.7	7.4	6.0	7.1	8.6	9.5
	중공업	-0.2	8.0	12.3	5.8	6.2	8.7	13.9	9.0	6.8	9.5	10.2	11.2
	건설	4.1	7.1	4.9	3.5	5.0	-0.5	2.9	3.5	4.8	2.7	5.2	5.9
당기순이익 (지배)	51	-15	54	52	25	22	36	74	67	116	199	302	
YoY (%)	적자지속	525.9	102.6	흑자전환	흑자전환	-33.8	42.5	165.4	1,035.4	71.2	52.3	30.3	
NPM (%)	-1.8	4.8	5.0	2.0	2.2	3.0	6.4	4.2	2.7	4.0	5.4	6.2	

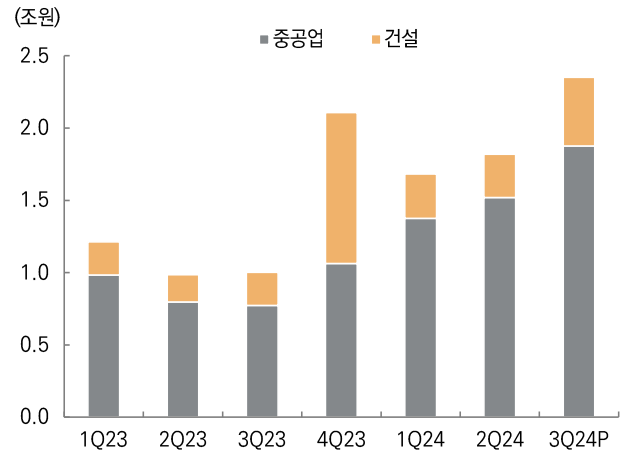
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 1. 효성중공업 분기별 수주잔고 추이



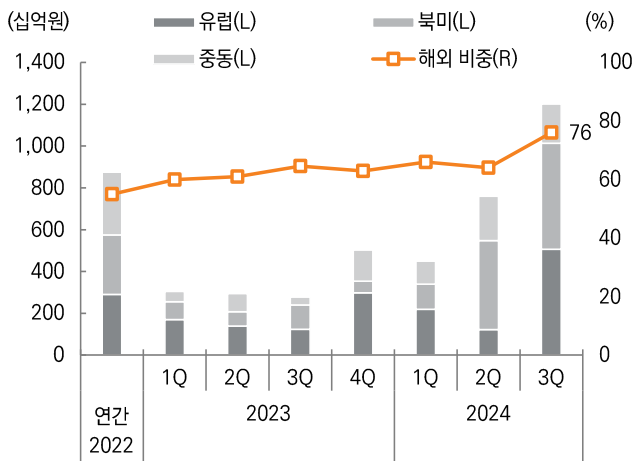
주: 중공업은 2Q24부터, 건설은 3Q24부터 연결 기준
 자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 효성중공업 분기별 신규수주 추이



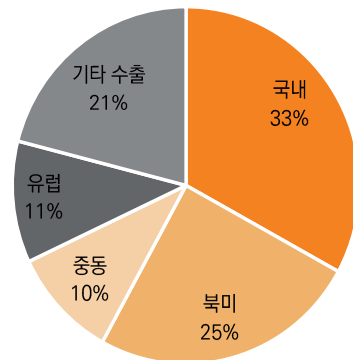
주: 연결 기준
 자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 효성중공업 3Q24 중공업 부문 지역별 수주 추이



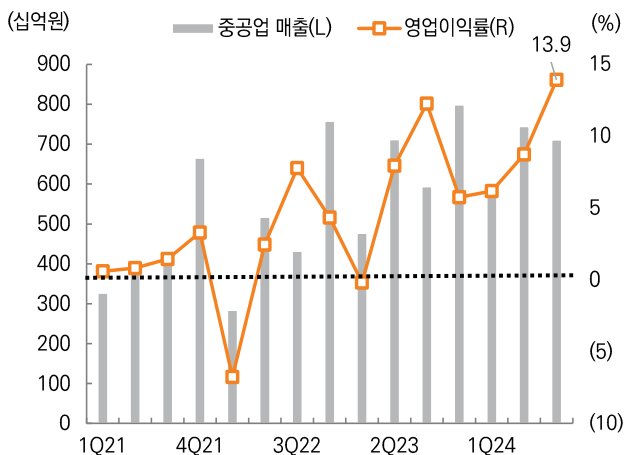
주: 2Q24부터 연결 기준
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 효성중공업 3Q24 중공업 부문 지역별 매출 비중



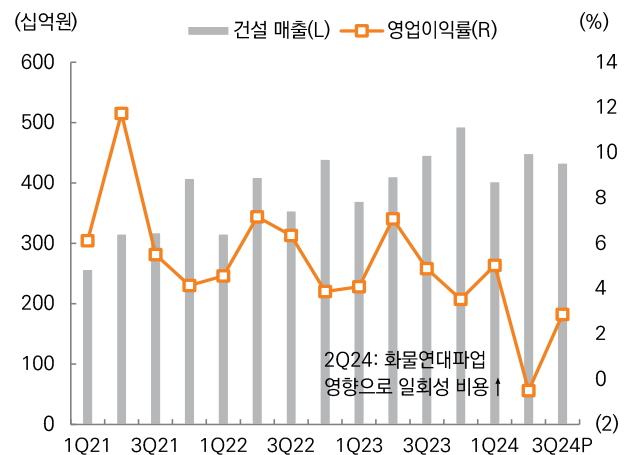
주: 연결 기준
 자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 효성중공업 중공업 매출 및 영업이익률 추이



자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 효성중공업 건설 매출 및 영업이익률 추이



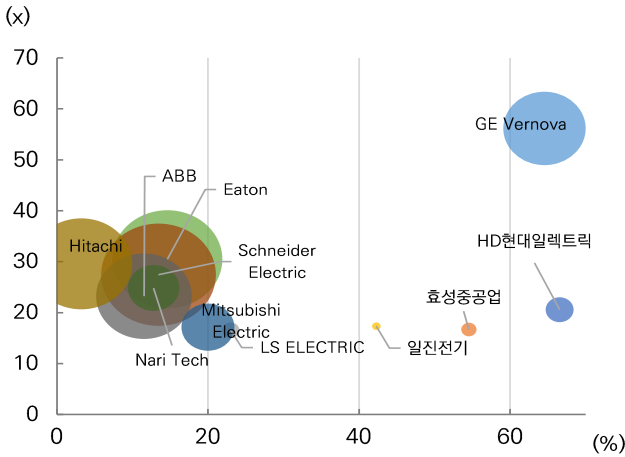
주: 2Q24: 화물연대파업 영향으로 일회성 비용↑
 자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 글로벌 Peer 밸류에이션

분류	회사명	시가총액 (십억원)	주가 수익률 (%)		매출성장률 (%)		영업이익률 (%)		P/E (X)		P/B (X)		EV/EBITDA (X)		
			1M	YTD	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	
효성중공업			3,739	15.1	147.7	11.9	11.8	7.2	9.1	20.6	13.5	3.1	2.5	11.7	8.1
중공업	GE 베르노바	113,041	16.7	-	-	5.5	2.2	5.7	84.6	46.1	7.5	6.6	37.0	22.6	
	지멘스 에너지	45,390	14.6	215.5	10.8	6.6	2.0	3.3	77.4	49.6	3.3	3.1	12.4	10.1	
	히타치	164,193	3.8	92.9	(10.6)	(3.0)	7.9	9.8	32.4	27.0	3.5	3.1	15.8	13.6	
	이튼	188,055	3.4	42.4	8.3	7.7	19.5	20.3	31.9	28.6	7.1	6.4	24.8	22.2	
	슈나이더 일렉트릭	207,863	1.9	32.4	4.7	7.8	17.5	18.2	29.4	25.7	4.7	4.3	19.1	16.7	
	HD현대일렉트릭	11,805	(0.6)	298.4	30.9	17.0	20.2	22.1	22.4	17.1	7.7	5.5	15.4	11.7	
	LS일렉트릭	4,389	(10.4)	99.9	2.7	8.6	8.4	9.3	18.2	14.1	2.3	2.1	9.7	8.1	
	평균	103,303	3.2	128.3	7.8	7.2	11.1	12.7	41.9	29.4	5.1	4.4	18.9	14.8	
건설	현대건설	3,107	(8.5)	(20.1)	13.9	(6.3)	2.0	2.4	6.7	6.3	0.4	0.3	3.8	0.4	
	대우건설	1,469	(7.7)	(14.7)	(10.2)	2.6	4.1	5.1	4.8	3.9	0.3	0.3	4.8	3.6	
	평균	131.1	1.0	25.9	3.9	5.0	13.4	14.2	23.8	21.4	4.3	3.8	14.7	13.1	
글로벌 Peer 전체 평균					5.8	4.5	8.7	10.0	31.1	22.1	3.7	3.2	14.5	11.3	

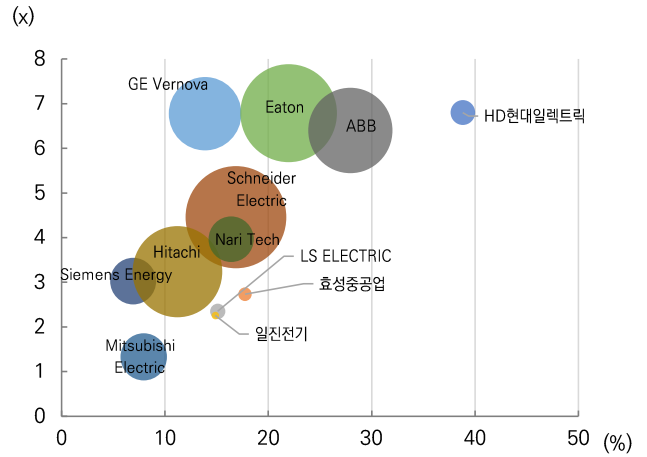
주: 24.10.31 종가, Bloomberg 컨센서스 기준
 자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 Peer: P/E vs. EPS 성장률(24-25년 추정 평균)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 글로벌 Peer: P/B vs. ROE(24-25년 추정 평균)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

효성중공업 (298040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,301	4,909	5,613	6,385
매출원가	3,663	4,145	4,682	5,281
매출총이익	638	764	931	1,104
판매비와관리비	380	417	449	494
조정영업이익	258	348	482	610
영업이익	258	348	482	610
비영업손익	-88	-80	-88	-95
금융손익	-80	-42	4	20
관계기업등 투자손익	-3	-1	-1	-1
세전계속사업손익	170	268	394	515
계속사업법인세비용	38	58	83	109
계속사업이익	132	210	311	407
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	132	210	311	407
지배주주	116	199	302	394
비지배주주	16	11	9	13
총포괄이익	121	210	311	407
지배주주	106	257	399	521
비지배주주	15	-48	-88	-115
EBITDA	343	423	573	718
FCF	422	700	312	299
EBITDA 마진율 (%)	8.0	8.6	10.2	11.2
영업이익률 (%)	6.0	7.1	8.6	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.7	4.1	5.4	6.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	2,351	2,972	3,590	4,114
현금 및 현금성자산	278	1,052	1,378	1,583
매출채권 및 기타채권	757	929	1,071	1,224
재고자산	726	891	1,026	1,174
기타유동자산	590	100	115	133
비유동자산	2,410	2,515	2,789	3,102
관계기업투자등	32	39	45	51
유형자산	1,281	1,332	1,515	1,738
무형자산	114	162	187	206
자산총계	4,761	5,488	6,379	7,216
유동부채	2,811	3,199	3,546	3,837
매입채무 및 기타채무	921	944	1,146	1,277
단기금융부채	940	1,089	1,056	1,024
기타유동부채	950	1,166	1,344	1,536
비유동부채	726	905	1,163	1,325
장기금융부채	420	530	730	830
기타비유동부채	306	375	433	495
부채총계	3,537	4,105	4,708	5,162
지배주주지분	1,080	1,229	1,508	1,878
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892
이익잉여금	176	350	629	1,000
비지배주주지분	144	154	163	176
자본총계	1,224	1,383	1,671	2,054

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	455	780	562	599
당기순이익	132	210	311	407
비현금수익비용가감	174	173	170	195
유형자산감가상각비	54	59	67	77
무형자산상각비	31	16	25	31
기타	89	98	78	87
영업활동으로인한자산및부채의변동	194	521	160	84
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	53	-165	-130	-142
재고자산 감소(증가)	-82	-142	-136	-148
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	259	-16	179	106
법인세납부	-13	-102	-83	-109
투자활동으로 인한 현금흐름	-52	-95	-375	-431
유형자산처분(취득)	-32	-80	-250	-300
무형자산감소(증가)	-3	-55	-50	-50
장단기금융자산의 감소(증가)	20	-91	-75	-81
기타투자활동	-37	131	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-338	118	144	44
장단기금융부채의 증가(감소)	-313	259	167	68
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	-23	-23	-23
기타재무활동	-25	-118	0	-1
현금의 증가	65	774	325	205
기초현금	213	278	1,052	1,378
기말현금	278	1,052	1,378	1,583

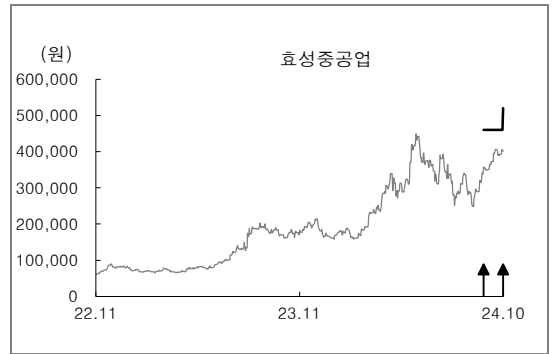
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	13.0	18.8	12.4	9.5
P/CF (x)	4.9	9.8	7.8	6.2
P/B (x)	1.4	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA (x)	7.7	10.3	7.3	5.6
EPS (원)	12,438	21,293	32,429	42,247
CFPS (원)	32,821	40,988	51,586	64,548
BPS (원)	115,933	131,857	161,789	201,540
DPS (원)	2,500	2,500	2,500	2,500
배당성향 (%)	17.6	11.1	11.2	11.1
배당수익률 (%)	1.5	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	22.5	14.1	14.3	13.8
EBITDA증가율 (%)	52.0	23.3	35.6	25.3
조정영업이익증가율 (%)	80.0	34.8	38.7	26.6
EPS증가율 (%)	1,035.4	71.2	52.3	30.3
매출채권 회전율 (회)	6.1	6.3	6.1	6.1
재고자산 회전율 (회)	6.3	6.1	5.9	5.8
매입채무 회전율 (회)	5.5	5.2	5.3	5.1
ROA (%)	2.8	4.1	5.2	6.0
ROE (%)	11.3	17.2	22.1	23.3
ROIC (%)	10.8	17.9	27.3	30.9
부채비율 (%)	288.9	296.8	281.8	251.3
유동비율 (%)	83.6	92.9	101.3	107.2
순차입금/자기자본 (%)	81.8	33.7	17.5	6.7
조정영업이익/금융비용 (x)	2.8	3.7	4.2	5.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024.11.1	매수	520,000	-	-
2024.09.26	매수	460,000	-16.68	-11.63



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.