

ISSUE & PITCH

16 Aug. 2023

전혜영

2차전지/그린인프라 | yhy95@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	260,000	130,000	상향
Earnings			상향

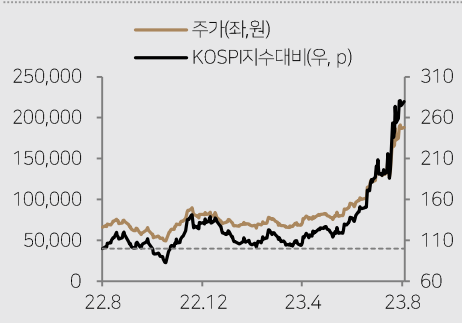
Stock Information

현재가 (8/14)	188,100원
예상 주가상승률	38.2%
시가총액	17,539억원
비중(KOSPI내)	0.09%
발행주식수	9,325천주
52주 최저가 / 최고가	49,050 - 191,300원
3개월 일평균거래대금	161억원
외국인 지분율	8.7%
주요주주지분율(%)	
효성 (외 1인)	54.6
국민연금공단 (외 1인)	11.6
자사주 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	71.2	12.4	7.6
PBR(배)	0.9	1.8	1.4
EV/EBITDA(배)	9.3	8.3	6.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	43.3	177.4	184.6	141.2
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	45.4	173.2	182.9	126.2

Price Trend



DAOL 다올투자증권

효성중공업(298040)

이제 겨우 시작일 뿐

Issue

전력기기 업황 업데이트 및 투자의견 점검

Pitch

- 실적 추정치 (24E OP +43.9%) 및 적정 멀티플(8.4x→10.5x) 상향을 반영하여 동사에 대한 목표주가를 기존 13만원에서 26만원으로 상향
- 2Q23 중공업 부문 호실적 발표 이후 단기간 내 주가 +40.1% 상승했으나
i) 글로벌 전력인프라 투자 확대에 따른 신규 수주 증가, ii) 매출 증가에 따른 레버리지 효과, 고마진 프로젝트들의 매출 인식 시작에 따른 수익성 개선 등을 고려할 때 동사 향후 실적 및 valuation 상향 가능하다고 판단.
업종 내 Top pick 유지

Rationale

- 2Q23 호실적의 배경은 중공업 부문의 수익성 개선에 기인(중공업 부문 OPM 2021년 1.8%→2022년 3.0%→2Q23 8.0%). 고마진 프로젝트들의 매출 인식되기 시작했으며, 수요 증가를 뒷받침하기 위해 중국, 인도 등 해외 생산법인 가동률도 상승
- 중공업 신규수주에서 전력 파트의 비중이 75% 이상이며, 이 중 해외 비중도 70%로 유럽, 북미, 중동에서의 초고압 변압기 수주 증가 추세
- 최근 재생에너지 신규 설치를 지연시키는 주요 요인으로 그리드가 꼽히고 있음. 유럽과 미국에서 계통연계를 위해 대기 중인 재생에너지 발전소 규모가 1,500GW에 이릅니다. 이를 해결하기 위해 미국은 최근 신규 발전원의 계통연계 간소화 규정에 대해 승인하면서 전력 인프라 투자 가속화 기대
- 한편, 전력기기 수요는 폭발적으로 증가하고 있지만 업체들의 증설은 보수적으로 진행되고 있어 당분간 공급 쇼티지 지속될 것으로 예상. 이미 주요 업체들은 2026년 매출분까지 수주를 받고 있는 상황으로 공급자들이 가격 협상력을 지닐 수 있어 중장기 수익성 개선 가능할 전망

Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,984	3,095	3,510	4,413	4,962	5,631	5,810
영업이익	44	120	143	274	394	475	511
EBITDA	120	191	226	357	475	555	592
자배주주순이익	(22)	58	10	141	232	293	326
자산총계	3,703	4,023	4,693	5,042	5,366	5,967	6,261
자본총계	968	1,037	1,103	1,246	1,479	1,772	2,097
순차입금	1,140	1,178	1,380	1,194	1,131	1,114	872
매출증가율	(21.1)	3.7	13.4	25.7	12.4	13.5	3.2
영업이익률	1.5	3.9	4.1	6.2	7.9	8.4	8.8
자배주주순이익률	(0.7)	1.9	0.3	3.2	4.7	5.2	5.6
EPS증가율	적전	흑전	(82.3)	1,279.4	64.7	26.3	11.1
ROE	(2.1)	8.4	3.1	15.0	20.4	21.2	19.5

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 다올투자증권

Fig. 1: 효성중공업 부문별 실적 추이 및 전망

(십억원)

(십억원,%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	599.5	926.9	786.3	1,197.5	846.4	1,122.7	1,021.8	1,422.3	3,510.2	4,413.2	4,961.6
YoY	2.8%	31.4%	7.4%	11.5%	41.2%	21.1%	30.0%	18.8%	13.4%	25.7%	12.4%
중공업	283.5	517.2	432.2	757.7	476.5	711.7	668.6	971.2	1,990.6	2,828.0	3,521.0
건설	316.0	409.7	354.1	439.8	369.9	411.0	353.3	451.1	1,519.6	1,585.3	1,440.6
매출원가	539.4	806.8	683.3	1,045.7	747.1	946.9	859.5	1,201.3	3,075.2	3,754.8	4,140.3
YoY	90.0%	87.0%	86.9%	87.3%	88.3%	84.3%	84.1%	84.5%	87.6%	85.1%	83.4%
매출총이익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	12.4	14.9	16.6
영업이익	(4.7)	42.1	56.1	49.8	14.1	80.3	79.1	101.0	143.3	274.4	394.4
중공업	-19.1	12.7	33.6	32.8	-0.9	56.6	56.9	90.5	60.0	203.1	318.9
건설	14.4	29.4	22.5	17.0	15.0	29.1	22.2	10.5	83.3	76.7	75.4
%OPM	-0.8%	4.5%	7.1%	4.2%	1.7%	7.1%	7.7%	7.1%	4.1%	6.3%	8.0%
YoY	적전	4.5%	133.8%	28.7%	흑전	103.6%	26.6%	113.5%	18.8%	93.4%	43.1%
세전이익	-13.5	24.6	39.9	8.9	-11.8	60.5	56.3	85.9	59.8	190.9	323.4
당기순이익	-17.8	11.9	33.5	1.5	-12.2	58.7	43.6	66.6	29.1	156.7	250.6
지배주주순이익	-21.4	8.7	25.5	-2.6	-15.5	54.4	40.4	61.6	10.2	140.9	388.5

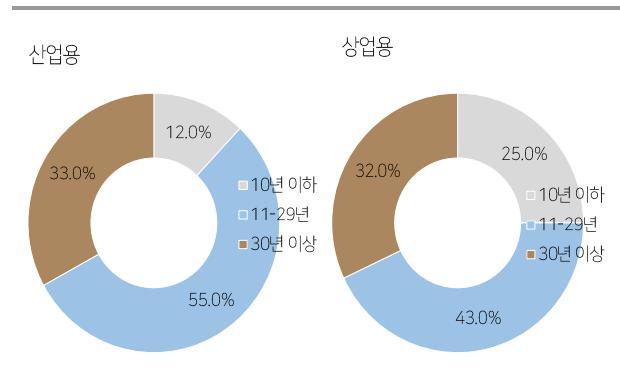
Source: 효성중공업, 다올투자증권

Fig. 2: 공급 부족 원인

공급부족원인	상세 내용
원재료	grain-oriented 전기 강판은 변압기 생산 능력을 증가시키는데 가장 큰 장애물이 됨
전기 수요	전기차/데이터 센터와 같은 새로운 산업의 등장은 변압기에 대한 강력한 수요를 지속적으로 창출
노후화된 인프라	노후화된 인프라의 수리/교체와 새로운 이니셔티브로 인한 수요는 지속적인 소비를 발생시킴
계절적 수요	여름 장마, 허리케인 등으로 변압기가 손상되어 교체 수요가 늘어나 여름 성수기 전에 재고 늘리는 경향 있음

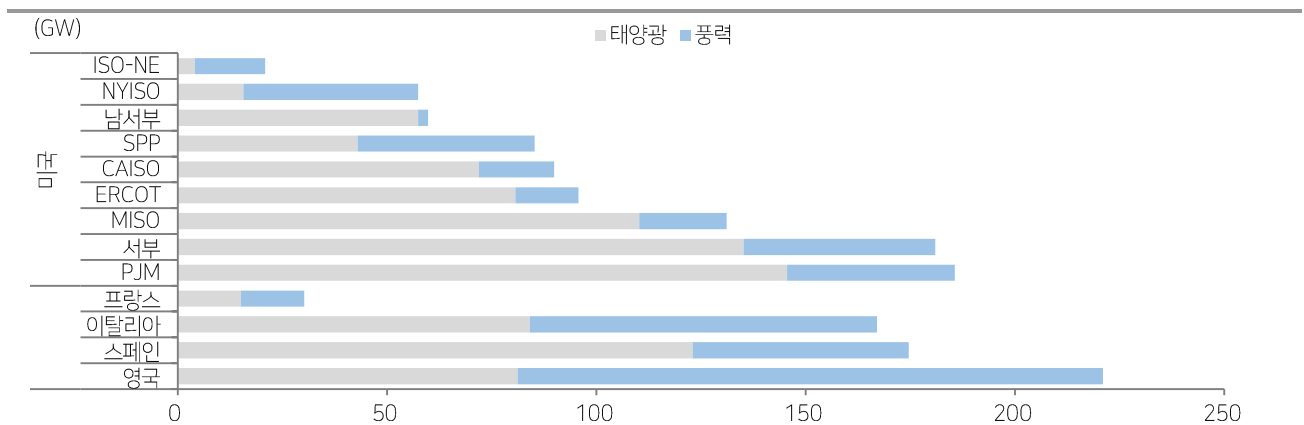
Source: 업계 자료, 다올투자증권

Fig. 3: 미국 변압기 노후화 현황



Source: DOE, 다올투자증권

Fig. 4: 유럽 및 미국에서 계통연계를 위해 대기 중인 재생에너지 규모



Source: BNEF, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,561.6	2,221.5	2,539.7	2,769.5	3,266.4
현금성자산	114.2	293.4	331.6	274.7	317.3
매출채권	891.2	1,165.7	1,293.7	1,448.2	1,659.1
재고자산	413.1	628.7	779.4	910.3	1,152.2
비유동자산	2,461.1	2,472.0	2,502.0	2,596.5	2,700.8
투자자산	1,057.0	1,038.8	1,040.9	1,083.2	1,127.2
유형자산	1,256.2	1,288.1	1,342.1	1,411.3	1,485.4
무형자산	147.9	145.1	119.0	101.9	88.2
자산총계	4,022.7	4,693.5	5,041.7	5,366.0	5,967.2
유동부채	1,944.0	2,504.9	2,752.0	2,837.5	3,113.6
매입채무	912.9	1,019.9	1,371.7	1,572.3	1,843.4
유동성이자부채	656.3	1,003.4	893.9	773.9	773.9
비유동부채	1,041.5	1,085.3	1,043.2	1,049.9	1,081.9
비유동이자부채	635.7	669.6	632.0	632.0	657.0
부채총계	2,985.6	3,590.3	3,795.3	3,887.5	4,195.5
자본금	46.6	46.6	46.6	46.6	46.6
자본잉여금	892.4	892.4	908.7	908.7	908.7
이익잉여금	29.0	68.9	209.5	441.6	734.7
자본조정	(35.8)	(33.4)	(50.7)	(50.7)	(50.7)
자기주식	(0.7)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,037.1	1,103.2	1,246.5	1,478.5	1,771.7
투하자본	2,149.3	2,409.2	2,405.8	2,573.3	2,847.3
순차입금	1,177.8	1,379.7	1,194.4	1,131.3	1,113.6
ROA	2.0	0.7	3.2	4.8	5.6
ROE	8.4	3.1	15.0	20.4	21.2
ROIC	4.6	3.1	9.4	12.3	13.6

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,094.7	3,510.1	4,413.3	4,961.6	5,630.9
증가율 (Y-Y,%)	3.7	13.4	25.7	12.4	13.5
영업이익	120.1	143.2	274.5	394.4	475.0
증가율 (Y-Y,%)	172.4	19.3	91.6	43.7	20.4
EBITDA	190.6	225.5	356.9	474.5	554.8
영업외손익	(25.7)	(83.4)	(83.6)	(71.0)	(66.5)
순이자수익	(34.1)	(53.0)	(69.1)	(56.1)	(52.6)
외화관련손익	1.4	(23.3)	(10.9)	(10.1)	(9.0)
지분법손익	(1.0)	(1.7)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
세전계속사업손익	94.4	59.8	190.9	323.4	408.5
당기순이익	76.5	29.1	156.7	250.6	316.6
지배기업당기순이익	57.6	10.2	140.9	232.1	293.2
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(61.9)	438.0	59.9	26.3
NOPLAT	97.4	69.7	225.4	305.6	368.1
(+) Dep	70.5	82.3	82.4	80.1	79.8
(-) 운전자본투자	113.7	267.0	(76.6)	81.2	178.1
(-) Capex	41.1	94.1	87.8	124.6	132.5
OpFCF	13.1	(209.0)	296.5	179.9	137.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.4	(2.5)	13.9	17.0	17.1
영업이익증가율(3Yr)	33.9	3.2	84.0	48.6	49.1
EBITDA증가율(3Yr)	37.5	3.9	43.9	35.5	35.0
순이익증가율(3Yr)	242.2	22.0	n/a	48.5	121.5
영업이익률(%)	3.9	4.1	6.2	7.9	8.4
EBITDA마진(%)	6.2	6.4	8.1	9.6	9.9
순이익률 (%)	2.5	0.8	3.6	5.1	5.6

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	110.6	(67.1)	347.4	239.9	204.0
당기순이익	76.5	29.1	156.7	250.6	316.6
자산상각비	70.5	82.3	82.4	80.1	79.8
운전자본증감	(100.6)	(307.5)	41.9	(81.2)	(178.1)
매출채권감소(증가)	(67.1)	(211.5)	(76.8)	(154.4)	(210.9)
재고자산감소(증가)	(4.7)	(213.2)	(147.4)	(130.9)	(241.9)
매입채무증가(감소)	25.4	135.7	291.9	200.6	271.2
투자현금	(89.9)	(117.7)	(144.8)	(180.2)	(189.9)
단기투자자산감소	(26.5)	16.8	(5.0)	(3.5)	(3.6)
장기투자증권감소	(23.8)	(9.8)	(6.7)	(3.6)	(3.7)
설비투자	(41.1)	(94.1)	(87.8)	(124.6)	(132.5)
유무형자산감소	(23.2)	1.8	(7.6)	(7.6)	(7.6)
재무현금	7.1	317.7	(169.4)	(120.0)	25.0
차입금증가	5.9	313.8	(169.4)	(120.0)	25.0
자본증가	1.2	3.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	28.7	131.7	33.8	(60.3)	39.1
총현금흐름(Gross CF)	220.3	222.5	326.8	321.1	382.1
(-) 운전자본증가(감소)	113.7	267.0	(76.6)	81.2	178.1
(-) 설비투자	41.1	94.1	87.8	124.6	132.5
(+) 자산매각	(23.2)	1.8	(7.6)	(7.6)	(7.6)
Free Cash Flow	29.8	(202.7)	223.9	59.7	14.1
(-) 기타투자	23.8	9.8	6.7	3.6	3.7
잉여현금	6.0	(212.5)	217.2	56.1	10.4

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	6,178	1,096	15,113	24,887	31,440
BPS	84,109	88,955	106,719	133,440	166,349
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	9.4	71.2	12.4	7.6	6.0
PBR	0.7	0.9	1.8	1.4	1.1
EV/ EBITDA	9.0	9.3	8.3	6.1	5.2
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	2.5	3.3	5.4	5.5	4.6
PSR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	287.9	325.4	304.5	262.9	236.8
Net debt/Equity	113.6	125.1	95.8	76.5	62.9
Net debt/EBITDA	617.9	611.8	334.7	238.4	200.7
유동비율	80.3	88.7	92.3	97.6	104.9
이자보상배율	3.5	2.7	4.0	7.0	9.0
이자비용/매출액	1.3	1.7	1.7	1.3	1.1
자산구조					
투하자본(%)	64.7	64.4	63.7	65.5	66.3
현금+투자자산(%)	35.3	35.6	36.3	34.5	33.7
자본구조					
차입금(%)	55.5	60.3	55.0	48.7	44.7
자기자본(%)	44.5	39.7	45.0	51.3	55.3

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 92.2% HOLD : 7.8% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

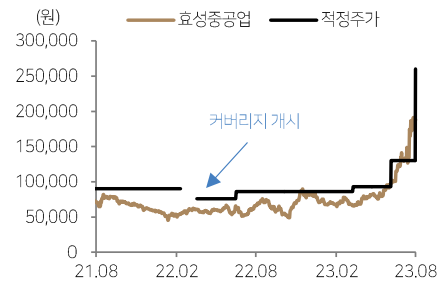
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
 · BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상~
 · HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
 · REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
 · SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음
 · Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
 · Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
 · Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

효성중공업 (298040)



일자	커버리지	2022.04.18	2022.07.01	2023.03.27	2023.06.20	2023.08.16
투자이견	개시	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가		76,000원	86,000원	92,000원	130,000원	260,000원

	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	2022.04.18	76,000원	59,256원	66,700원	-22.03	-12.24
	2022.07.01	86,000원	67,919원	89,800원	-21.02	4.42
	2023.03.27	92,000원	79,159원	96,400원	-13.96	4.78
	2023.06.20	130,000원	137,638원	191,300원	5.88	47.15
	2023.08.16	260,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2023년 8월 14일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자 의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.