EARNINGS PREVIEW

19 Oct. 2023

전혜영

2차전지/그린인프라 | yhhy95@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

효성중공업 (298040)

높아진 눈높이도 만족할 실적

BUY

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

Stock Information	
현재가 (10/18)	184,300원
예상 주가상승률	41.1%
시가총액	17,185억원
비중(KOSPI내)	0.09%
발행주식수	9,325천주
52주 최저가 / 최고가	49,050 - 203,000원
3개월 일평균거래대금	191억원
외국인 지분율	10.3%
주요주주지분율(%)	
효성 (외 14인)	54.6
국민연금공단 (외 1인)	11.8
자사주 (외 1인)	0.1

Valuation wide	2022	2023E	2024E
PER(배)	71.2	12.2	6.3
PBR(배)	0.9	1.7	1.3
EV/EBITDA(배)	9.3	8.0	5.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	(0.8)	133.9	233.9	136.3
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	3.5	138.1	224.4	126.2

Issue

3Q23 Preview. 영업이익 806억원(OPM 7.9%, YoY +43.6%)으로 시장 컨센서스 상회하는 호실적 기대

Pitch

2Q23 어닝서프라이즈 이후 조정 없이 오른 주가 수준이 부담스러울 수 있으나, 현 주가는 24E EPS 기준 6.3x 수준으로 글로벌 전력기기 업체 valuation 12.0x 대비 저평가 받고 있음. 3Q23E 중공업 부문 높은 수익성 재차 확인 시, 24E 실적 추정치가 다시 한번 상향되며 주가도 한단계 더 상승 가능하다고 판단. 적정주가 26만원과 업종 Top pick 유지

Rationale

- 3Q23E 매출액 1.0조원(YoY +30.0%), 영업이익 806억원(OPM 7.9%, YoY +43.6%)로 영업이익 기준 컨센서스 상회 기대
- 중공업 : 매출액 6,686억원(YoY +54.7%), 영업이익 615억원(OPM 9.2%, YoY +82.9%) 예상. 전력 파트의 고가 및 고마진 프로젝트 매출 비중 확대로 수익성 개선되고 있으며, 계절성 영향도 감소되어 분기별 매출 편차 축소. 과거 저가 잔고도 2Q23으로 마무리되며 높아진 수익성 레벨 이어갈 전망
- 이번 분기 실적에서 중요한 관전 포인트 중 하나는 미국 법인 턴어라운드 여부. 금년 들어 이어진 인력 안정화에 대한 노력에 따라 생산성 향상되며 가동률 80%까지 확대. 이에 3Q23 BEP 달성한 것으로 추정
- 2010년 이후 전력 인프라 투자는 HVDC(High-voltage direct current, 고전압 직류) 위주로 확대 중. 하지만, 아직까지도 전체 전력망의 2%에 불과하며, 이마저도 주로 중국 및 유럽 위주로 투자되어 왔음. 미국도 뒤늦게 정부의 정책적 지원을 통해 유틸리티 기업들이 전력망 투자를 하도록 유도하고 있음
- 따라서 HVDC 송배전을 위한 초고압변압기 수요가 폭발하고 있는 상황. 미국 시장의 경우 히타치, GE 등 선두 기업들은 이미 2027년 매출분까지 잔고가 차 있기 때문에 그 이후분 수주를 받고 있음. 미국 업체들이 단기 납기 스케줄을 맞춰줄 수 없기 때문에 국내 업체들의 수혜 지속될 전망

3Q23 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 후	변경 전		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2023.09(E)	2023.09(E)	vs Chg	2023.09(E)	vs Con	2022.09(A)	YoY	2023.06(A)	QoQ
매출액	1,021.8	1,021.8	0.0	1,012.9	0.9	786.3	30.0	1,122.7	(9.0)
영업이익	80.6	79.1	1.9	72.2	11.6	56.1	43.7	85.7	(6.0)
지배주주순이익	37.7	40.4	(6.7)	35.6	5.8	25.5	47.4	54.4	(30.8)
OPM	7.9%	7.7%	0.1%p	7.1%	0.8%p	7.1%	0.8%p	7.6%	0.2%p
NIM	3.7%	4.0%	-0.3%p	3.5%	0.2%p	3.2%	0.4%p	4.8%	-1.2%p

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: 효성중공업 부문별 실적 (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	5,023.4
YoY	2.8%	31.4%	7.4%	11.5%	41.2%	21.1%	30.0%	18.8%	13.4%	25.7%	13.8%
중공업	283.5	517.2	432.2	757.7	476.5	711.7	668.6	971.2	1,990.6	2,828.0	3,582.8
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	1,191.6	3,075.2	3,745.1	4,169.2
YoY	90.0%	87.0%	86.9%	87.3%	88.3%	84.3%	84.1%	83.8%	87.6%	84.9%	83.0%
매출총이익률(%)	10.0%	13.0%	13.1%	12.7%	11.7%	15.7%	15.9%	16.2%	12.4%	15.1%	17.0%
영업이익	(4.7)	42.1	56.1	49.8	14.1	85.7	80.6	109.9	143.3	290.2	449.7
YoY	적전	4.5%	133.8%	28.7%	흑전	103.6%	43.6%	120.6%	18.8%	102.5%	55.0%
중공업	-19.1	12.7	33.6	32.8	-0.9	56.6	61.5	96.5	60.0	213.7	360.5
건설	14.4	29.4	22.5	17.0	15.0	29.1	19.1	13.3	83.3	76.5	89.2
OPM(%)	-0.8%	4.5%	7.1%	4.2%	1.7%	7.6%	7.9%	7.7%	4.1%	6.6%	9.0%
중공업	-6.7%	2.5%	7.8%	4.3%	-0.2%	8.0%	9.2%	9.9%	3.0%	7.6%	10.1%
건설	4.6%	7.2%	6.4%	3.9%	4.1%	7.1%	5.4%	3.0%	5.5%	4.8%	6.2%
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

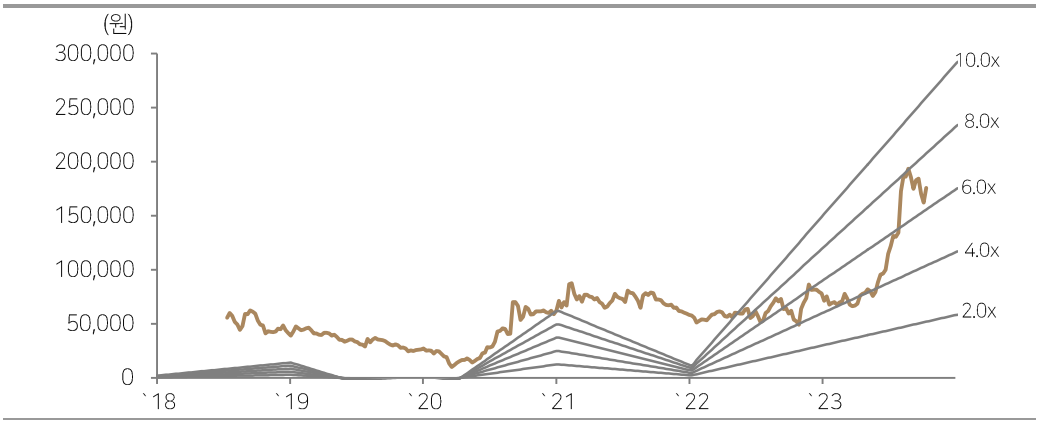
Source: 다올투자증권

Fig. 2: 효성중공업 실적변경 (단위: 십억원, %, %p)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2023.09	2023.12	2024.03	2024.06	2023.09	2023.12	2024.03	2024.06	2023.09	2023.12	2024.03	2024.06
매출액	1,021.8	1,422.3	944.4	1,038.8	1,021.8	1,422.3	954.3	1,243.3	0.0	0.0	1.0	19.7
영업이익	79.1	101.0	43.5	71.3	80.6	109.9	46.9	113.8	1.9	8.7	7.9	59.7
영업이익률	7.7	7.1	4.6	6.9	7.9	7.7	4.9	9.2	0.1	0.6	0.3	2.3
EBITDA	99.4	121.4	63.6	91.3	100.6	129.8	66.6	133.3	1.2	6.9	4.6	46.0
EBITDA이익률	9.7	8.5	6.7	8.8	9.8	9.1	7.0	10.7	0.1	0.6	0.2	1.9
지배주주순이익	40.4	61.6	19.2	36.1	37.7	64.8	18.2	63.7	(6.7)	5.1	(5.0)	76.3

Note: K-IFRS 연결
Source: 효성중공업, 다올투자증권

Fig. 3: 효성중공업 12MF PER Bandchart



Source: Dataguide, 다올투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,561.6	2,221.5	2,419.1	2,780.7	3,260.7
현금성자산	114.2	293.4	181.3	159.8	287.4
매출채권	891.2	1,165.7	1,247.0	1,473.4	1,744.9
재고자산	413.1	628.7	855.8	1,011.2	1,090.6
비유동자산	2,461.1	2,472.0	2,453.3	2,543.1	2,647.2
투자자산	1,057.0	1,038.8	1,010.9	1,051.9	1,094.6
유형자산	1,256.2	1,288.1	1,328.1	1,399.1	1,478.4
무형자산	147.9	145.1	114.3	92.0	74.2
자산총계	4,022.7	4,693.5	4,872.4	5,323.9	5,907.9
유동부채	1,944.0	2,504.9	2,814.0	2,986.7	3,227.1
매입채무	912.9	1,019.9	1,309.7	1,657.6	1,963.0
유동성이자부채	656.3	1,003.4	1,017.9	837.9	767.9
비유동부채	1,041.5	1,085.3	807.8	814.4	821.3
비유동이자부채	635.7	669.6	416.4	416.4	416.4
부채총계	2,985.6	3,590.3	3,621.8	3,801.1	4,048.4
자본금	46.6	46.6	46.6	46.6	46.6
자본잉여금	892.4	892.4	892.4	892.4	892.4
이익잉여금	29.0	68.9	209.3	481.4	818.2
자본조정	(35.8)	(33.4)	(34.4)	(34.4)	(34.4)
자기주식	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자본총계	1,037.1	1,103.2	1,250.6	1,522.7	1,859.5
투하자본	2,149.3	2,409.2	2,469.4	2,581.6	2,719.4
순차입금	1,177.8	1,379.7	1,252.9	1,094.4	896.8
ROA	2.0	0.7	3.3	5.8	6.5
ROE	8.4	3.1	15.1	23.5	23.4
ROIC	4.6	3.1	9.8	13.9	15.6

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	3,094.7	3,510.1	4,413.3	5,023.4	5,764.4
증가율 (Y-Y,%)	3.7	13.4	25.7	13.8	14.8
영업이익	120.1	143.2	290.3	449.7	530.3
증가율 (Y-Y,%)	172.4	19.3	102.6	54.9	17.9
EBITDA	190.6	225.5	372.7	527.6	606.9
영업외손익	(25.7)	(83.4)	(99.5)	(72.6)	(63.4)
순이자수익	(34.1)	(53.0)	(84.2)	(72.2)	(64.2)
외화관련손익	1.4	(23.3)	(11.9)	(10.4)	(9.4)
지분법손익	(1.0)	(1.7)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
세전계속사업손익	94.4	59.8	190.8	377.1	466.8
당기순이익	76.5	29.1	157.4	294.2	364.1
지배기업당기순이익	57.6	10.2	141.4	272.1	336.8
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(61.9)	440.3	86.9	23.8
NOPLAT	97.4	69.7	239.5	350.8	413.6
(+) Dep	70.5	82.3	82.5	77.9	76.6
(-) 운전자본투자	113.7	267.0	15.1	30.4	41.9
(-) Capex	41.1	94.1	68.9	126.0	137.4
OpFCF	13.1	(209.0)	238.0	272.2	310.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.4	(2.5)	13.9	17.5	18.0
영업이익증가율(3Yr)	33.9	3.2	87.4	55.3	54.7
EBITDA증가율(3Yr)	37.5	3.9	46.0	40.4	39.1
순이익증가율(3Yr)	242.2	22.0	n/a	56.7	132.1
영업이익률(%)	3.9	4.1	6.6	9.0	9.2
EBITDA마진(%)	6.2	6.4	8.4	10.5	10.5
순이익률 (%)	2.5	0.8	3.6	5.9	6.3

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업현금	110.6	(67.1)	257.4	328.4	380.6
당기순이익	76.5	29.1	157.4	294.2	364.1
자산상각비	70.5	82.3	82.5	77.9	76.6
운전자본증감	(100.6)	(307.5)	(57.7)	(30.4)	(41.9)
매출채권감소(증가)	(67.1)	(211.5)	(9.5)	(226.4)	(271.5)
재고자산감소(증가)	(4.7)	(213.2)	(208.8)	(155.4)	(79.4)
매입채무증가(감소)	25.4	135.7	233.8	347.9	305.5
투자현금	(89.9)	(117.7)	(97.4)	(173.1)	(186.2)
단기투자자산감소	(26.5)	16.8	(1.8)	(3.1)	(3.3)
장기투자증권감소	(23.8)	(9.8)	(5.8)	(3.6)	(3.7)
설비투자	(41.1)	(94.1)	(68.9)	(126.0)	(137.4)
유무형자산감소	(23.2)	1.8	(1.7)	(0.6)	(0.6)
재무현금	7.1	317.7	(269.5)	(180.0)	(70.0)
차입금증가	5.9	313.8	(269.5)	(180.0)	(70.0)
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	(108.8)	(24.7)	124.4
총현금흐름(Gross CF)	220.3	222.5	352.4	358.8	422.5
(-) 운전자본증가(감소)	113.7	267.0	15.1	30.4	41.9
(-) 설비투자	41.1	94.1	68.9	126.0	137.4
(+) 자산매각	(23.2)	1.8	(1.7)	(0.6)	(0.6)
Free Cash Flow	29.8	(202.7)	197.4	155.3	194.4
(-) 기타투자	23.8	9.8	5.8	3.6	3.7
잉여현금	6.0	(212.5)	191.6	151.7	190.7

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Per share Data					
EPS	6,178	1,096	15,162	29,181	36,123
BPS	84,109	88,955	107,196	138,769	176,806
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	9.4	71.2	12.2	6.3	5.1
PBR	0.7	0.9	1.7	1.3	1.0
EV/ EBITDA	9.0	9.3	8.0	5.3	4.3
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	2.5	3.3	4.9	4.8	4.1
PSR	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
재무건전성 (%)					
부채비율	287.9	325.4	289.6	249.6	217.7
Net debt/Equity	113.6	125.1	100.2	71.9	48.2
Net debt/EBITDA	617.9	611.8	336.2	207.4	147.8
유동비율	80.3	88.7	86.0	93.1	101.0
이자보상배율	3.5	2.7	3.4	6.2	8.3
이자비용/매출액	1.3	1.7	2.1	1.6	1.3
자산구조					
투하자본(%)	64.7	64.4	67.4	68.1	66.3
현금+투자자산(%)	35.3	35.6	32.6	31.9	33.7
자본구조					
차입금(%)	55.5	60.3	53.4	45.2	38.9
자기자본(%)	44.5	39.7	46.6	54.8	61.1

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 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 : 91.0%	HOLD : 9.0%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

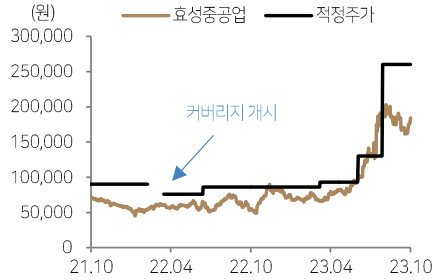
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미
· BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상
· HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
· REDUCE: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
· SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단. 적정주가 미제시.

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

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 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 10월 18일)
** 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 투자의사결정은 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.