

COMPANY ANALYSIS

BUY

Stock Price

목표주가	269,000원
현재주가	167,600원
상승여력	60.50%

Stock Information

시가총액	1조 5,628억원
발행주식수	932만주
유동주식비율	33.7%
52주 최고가	208,000원
52주 최저가	48,750원
외국인 지분율	10.45%
KOSPI	2,450.08
KOSDAQ	817.12

Valuation Wide

Multiple	2022	2023E	2024E
P/E	71.2	13.28	9.99
MKT P/E	71.2	12.13	7.01

Share Performance

주가상승률	1M	6M	12M
절대주가	21.1	18	181.4
상대주가	10.5	3	156.8

Price Trend



KUVIC Research 5 Team

팀장	39기 Senior 김재엽
메일	kuvic_korea@naver.com
팀원	39기 Senior 김영수 39기 Senior 서지원 40기 Junior 권오경 40기 Junior 김지호 40기 Junior 박재현 40기 Junior 이서현

Who We Are



효성중공업 (298040)

‘전력’ 질주를 시작하지

Key Point

1. 전력기 산업 호황 Cycle 진입

북미 대규모 변압기 교체 주기 Cycle + 전세계 신재생 에너지 투자 수혜로 변압기 수요는 폭증하고 있다. 글로벌 숏티지로 인해 한국 기업들에게 20년 만에 기회가 넘어왔다!

2. 공급자 우위 시장 형성 = P, Q의 동반 상승

사이클 산업 특성상 대규모 증설은 어려운 반면, 단기간 수요 급증으로 공급자 우위 시장이 만들어졌다. 이는 자연스럽게 P의 상승, 마진율의 개선으로 이어지고, 동사는 넘치는 수요를 감당하기 위해 간접증설까지 진행 중이다.

3. 건설업 불황. 하지만 리스크 대비 과도한 우려

동사는 선별 수주 등을 통해 PF 리스크를 분산하며 건설 경기에 대한 우려 대비 리스크 노출은 한정적이다. 추가적으로 신사업 추진을 통한 다각화된 포트폴리오를 기반으로 미래 성장 동력을 확보한 상태다.

실적 전망

23년, 24년 동사의 매출액은 각각 4조 2,460억원(YoY +21%), 4조 9,500억원(YoY +17%)으로 전망하며, 영업이익은 각각 2,340억원(OPM: 5.5%), 3,750억원(OPM: 7.6%)으로 전망한다. 이는 중공업 부문의 수주 증가로 인한 매출 증가 및 안정적인 건설 매출에 기인한다. 추가로 신사업들에 대한 투자와 포트폴리오 다각화로 인해 미래가 창창하다.

투자의견 ‘Buy’, 목표주가 ‘269,000원’

PER Valuation 및 SOTP에 따른 멀티플 9.99x를 적용하여 목표주가 269,000원, 상승여력 60.5%로 매수 의견을 제시한다. 1) 2Q21 이후 중공업 부문 수주 호조 지속 및 이에 따른 실적 호조 지속, 2) 매출 지역 다변화와 지역별 고른 성장성, 3) Global Peer 대비 펀더멘털 지표 우위를 고려할 시 동사를 매수할 매력적인 타이밍이라 판단한다.

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (십억원)	2,983.9	3,094.7	3,510.1	4,246	4,950
YoY (%)	-21.1	3.7	13.4	21	17
영업이익 (십억원)	44.0	120.0	143.2	234	375
YoY (%)	-66.2	172.7	19.3	64.0	60.1
영업이익률 (%)	1.5	3.9	4.1	5.5	7.6
당기순이익 (십억원)	-19.2	76.5	29.1	118	251
EPS (원)	-2,386	6,187	1,097	12,623	26,914
P/E (배)	N/A	9.44x	71.20x	13.28x	9.99x

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 당기순이익
자료: KUVIC 리서치 5팀

CONTENTS

I. 산업분석	3
변압기란?	3
글로벌 변압기 시장	5
20년 만에 꽃 길 런웨이 시작	6
II. 기업분석	9
오른손에 중공업, 왼손에 건설	9
뭣이 중헌디? 중공업이 중하지	9
견조한 건설	10
주가 추이 분석	12
III. 투자 Point	13
변압기 초사이클, 쉽게 끝나지 않는다	13
공든 탑이 무너지라	18
새로운 미래 먹거리를 찾아서	19
IV. 투자 Risk	22
건설, 너무 걱정하지 말아요	22
V. Valuation	23
매출 추정 논리	23
비용 추정 논리	29
Valuation Method: SOTP Valuation	35

I. 산업분석

1. 변압기란?

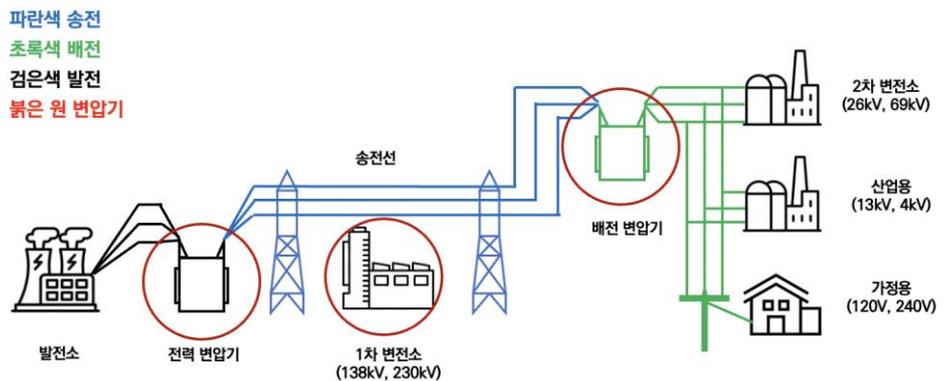
1.1 그리드 먼저 이해하기

변압기(Transformer)는 전자기유도 작용을 이용하여 교류전압이나 전류의 값을 바꾸는 전기 에너지 변환 장치로 우리가 흔히 '돼지코'라고 부르는 어댑터(adapter)와는 다르다. 변압기의 역할을 이해하기 위해서는 그리드의 구성을 먼저 이해해야 한다. 그리드는 발전과 송전을 포함한 광의의 개념으로 송배전이라고도 한다.

그리드의 구성과 송배전 과정

발전소에서 가정까지 전력이 이동하는 송배전 과정은 그림 1과 같다. 발전소에서 생산된 전기의 전압은 22kV이고 이는 송압변전소에서 345kV까지 전압이 상승한다. 높아진 전압에서 장거리 송전이 된 전류는 이후 감압변전소에서 전압이 154kV까지 감소한다. 가정에 공급되기 위해서는 주상변압기를 통해 전압을 220V까지 전압을 낮춘다. 발전소에서 2차 변전소까지가 송전, 2차 변전소에서 가정 또는 공장까지가 배전 과정이다. 이 모두를 합쳐서 송배전 또는 그리드(Grid)라고 한다.

그림 1. 송배전 구조 및 변압기 유형



Icon created by Cuby Design, Andrejs Kirma, Design Circle, Asep Jangkar from Noun Project

자료: U.S Department of Commerce, KUVIC 리서치 5팀

1.2. 변압기, 왜 필요하죠?

전력 손실 최소화를 위해 필수적인 변압기

그렇다면 발전소에서 생산된 전력을 그대로 수송하지 않고 변압기에서 전압을 올리고 낮추는 이유는 무엇일까? 바로 에너지 효율을 높여 발전소에서 생산된 전력이 손실 없이 가정, 공장에 도달할 수 있게 하기 위해서이다. 전력 생산은 일반적으로 수요중심지와 멀리 떨어진 곳에서 이루어진다. 따라서 장거리 송전 시 높은 전기 저항은 열을 생성하고, 이러한 열 손실은 전력 손실로 이어져 에너지 효율이 떨어진다. 결국 전력 손실을 최소화하려면 가능한 한 높은 전압으로 전기를 전송해야 하므로 전송 네트워크의 양쪽 끝에 변압기가 필요하다.

1.3. 변압기 종류 및 리드타임

변압기를 구분하는 공식적인 기준은 존재하지 않는다. 본 리서치팀은 처리 용량을 기준으로 구분했다. 변압기의 처리용량은 미국 에너지부(DOE)에서 구분한 기준에 따라 대형 변압기는 10,000kVA 이상, 중형 변압기는 500~ 10,000kVA, 마지막으로 500kVA 이하는 소형 변압기로 분류할 수 있다. **동사의 주력 아이템은 변전소에서 사용하는 중대형 변압기이다.**

표 1. 변압기 종류별, 크기 기준

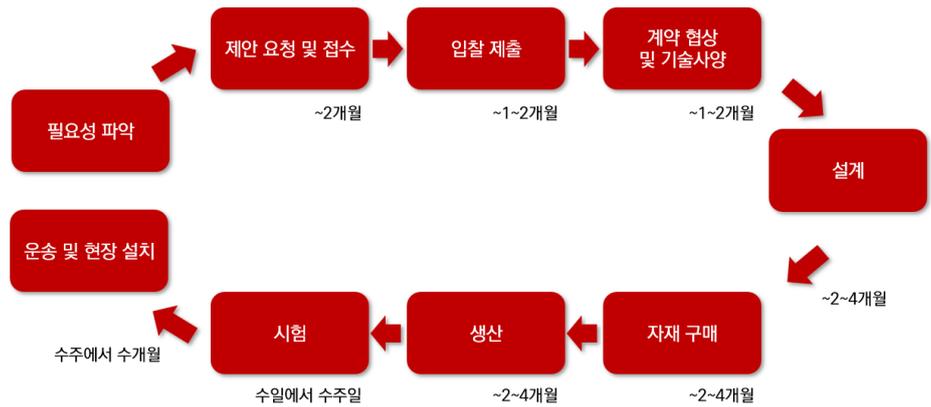
	소형			중형	대형
유압 변압기	50~650kVA (8504.21)			650~10,000kVA (8504.22)	Over 10,000kVA (8504.23)
건식 변압기	Under1kVA (8504.31)	1~16kVA (804.32)	16~500kVA (8504.33)	Over 500kVA (8504.34)	
					

자료: 삼성파워일렉트릭 등 변압기 기업, KUVIC 리서치 5팀

리드타임(Lead-time):
고객으로부터 변압기를 발주
받고 인도하기까지 걸리는 시간

변압기의 생산과정은 고객의 발주, 설계 및 엔지니어링(디자인), 소재 선정, 코일(권선) 제작, 코어 제작, 조립, 절연 및 테스트, 출하(운송)로 구성된다. 중형 변압기(10~100MVA)의 경우, 수요가 적을 때는 리드타임(Lead-time) 이 3~4개월, 수요가 몰리면 10~12개월 소요되고 대형 변압기 (100MVA)는 짧으면 10~12개월, 길어지면 18~24개월까지 소요된다. 따라서 **중대형 변압기를 납품하는 동사의 리드타임은 1년을 기준으로 보는 것이 일반적이다.**

그림 2. 대형 변압기 생산과정 및 리드타임



자료: USITC, KUVIC 리서치 5팀

2. 글로벌 변압기 시장

2.1. 미국에 주목하는 이유

증가하는 북미 변압기 수요가
동사 매출 상승을 견인

세계 전력 변압기 시장 규모에서 가장 큰 점유율을 차지하는 지역은 아시아 태평양 지역이다. 하지만 본 리서치팀은 아시아 태평양보다 북미 변압기 시장에 집중한다. 그 이유는 첫째, 중공업 전체 수주에서 전력기기 비중이 76%를 차지하며, 이 중 70%가 해외 비중인데 20%를 차지하는 북미에서 증가하는 신규 변압기 수요가 동사의 매출 상승을 견인할 것으로 전망되기 때문이다.

시장 집중도 낮은 중국,
반덤핑 관세까지 연장

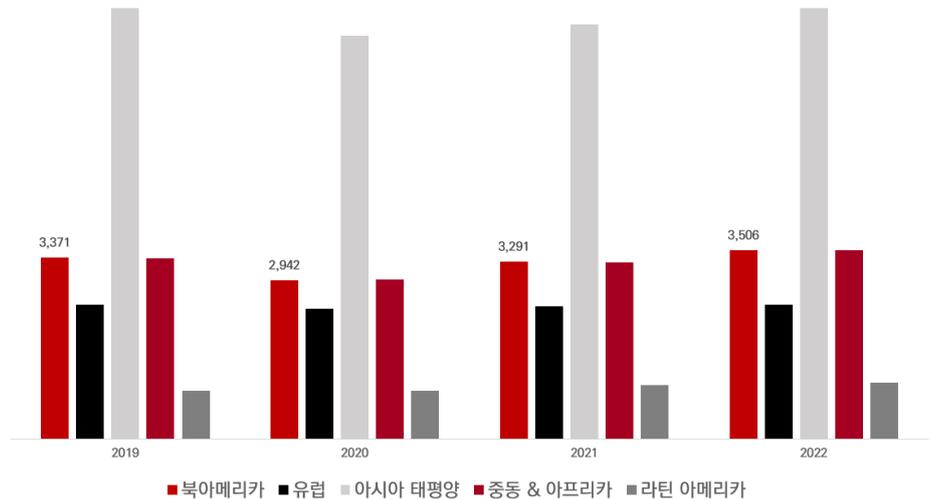
둘째, 아시아 태평양에서 가장 큰 시장인 중국의 경우 작년 한국·일본·유럽연합(EU)산 전기강판에 부과한 반덤핑 관세를 5년 연장한다고 밝혔다. 우리나라에는 37.3%의 관세율을 부여했으며, 전기강판은 변압기 생산의 원자재로서 관세율이 높아질 경우 마진율이 낮아진다.

또한 중국은 시장 집중도는 낮고, 산업 구조가 상대적으로 분산되어 있다. 시장 점유율이 가장 높은 3사(TBEA, Dachu Electric, Jinpan Technology)의 점유율을 모두 합쳐도 전체 시장 대비 10%에도 미치지 못하기 때문에 동사의 중국 점유율이 변압기 수출 부문 영업 이익률 상승을 견인하기 어려울 전망이다. 이에 반해 미국 시장의 수입 의존율이 82%에 달하기 때문에 북미 시장의 확대가 동사에게 호재로 다가올 수 있다.

한편, 북미의 전력 변압기 시장 규모는 2020년부터 지속적인 성장 추세에 있다. 글로벌 조사 기관인 Global Market Insights에 의하면, 북미 시장은 연평균 7.8%의 성장률을 기록하며 그 규모가 2030년에 64억 4천만 달러에 달할 전망이다.

그림 3. 최근 4개년(2019~2022년) 지역별 전력 변압기 시장 규모

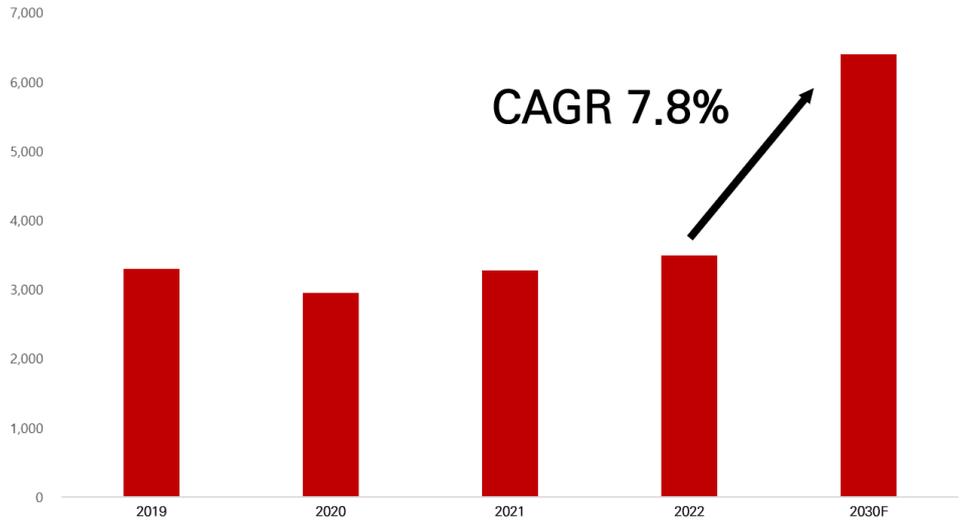
(단위 : 백만 달러)



자료: Global Market Insights, KUVIC 리서치 5팀

그림 4. 북미 변압기 시장규모 추이

(단위 : 백만 달러)



자료: Global Market Insights, KOTRA 시카고 무역관, KUVIC 리서치 5팀

2.2. 미국 중심으로 PEER 파악하기

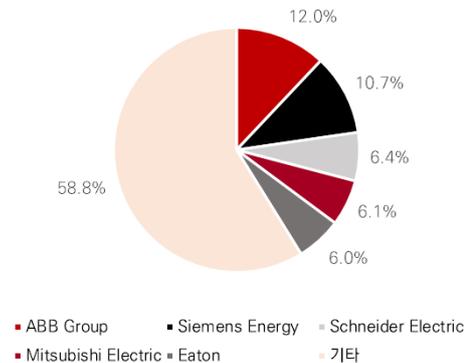
미국 변압기 시장은 2021년 기준 ABB, GE, Siemens AG, Toshiba Corporation, Neeltran 등 5대 기업이 전체 시장의 약 60%를 차지하고 있다. 그 외 Schneider Electric, Lenco Electronics 등 다수의 기업이 시장에 진입해 있다.

그림 5. 글로벌 변압기 기업

미국	General Electric
	Eaton
	Quanta Services
한국	HD현대일렉트릭
	LS ELECTRIC
프랑스	Schneider Electric
독일	Siemens Energy
중국	Nari Technology
일본	Mitsubishi Electric
스위스 + 스웨덴	ABB Group

자료: KUVIC 리서치 5팀

그림 6. 미국 변압기 시장 점유율



자료: Market Research Futures(2021), KUVIC 리서치 5팀

3. 20년 만에 꽃 길 런웨이 시작

3.1. 사이클은 돌아오는 거야~

변압기 산업은 매출액 성장률, 리드타임, 영업이익률이 같은 방향으로 움직이는 전형적인 사이클 산업이다. 변압기 산업의 사이클 주기는 3년 이상이다. 변압기의 경제적 수명(약 30년)이 긴 만큼 그리드 인프라를 최초에 설치한 이후 교체 수요가 발생하기까지 시간이 걸리고, 발주에서 납품까지 생산기간이 1년 정도 소요되기 때문이다.

3.2. 피크아웃은 아직 먼 얘기

20년 전 변압기 슈퍼 사이클의 재시작

2022년부터 시작된 이번 변압기 사이클은 2003~2008년의 사이클과 유사하다. 이를 미루어 보아 현재 사이클이 언제 끝날지를 정확히 예측하기는 어렵다. 하지만 2008년 글로벌 금융위기와 같은 비경기적 사건이 발생하지 않는다는 가정하에서 현재 사이클은 증가하는 수주잔고를 토대로 최소 3년 이상 유지될 것으로 기대된다.

미국과 중동에서 비롯된 사이클

2003년에 시작한 변압기 사이클은 현 사이클과 비슷하게 미국과 중동에서 비롯됐다. 당시 미국의 연평균 변압기 수출 금액 성장률은 52.3%를 기록했으며('03년 40백만 달러 → '08년 331백만 달러) 중동의 연평균 변압기 수출 금액 성장률은 108.3%를 기록하였다.

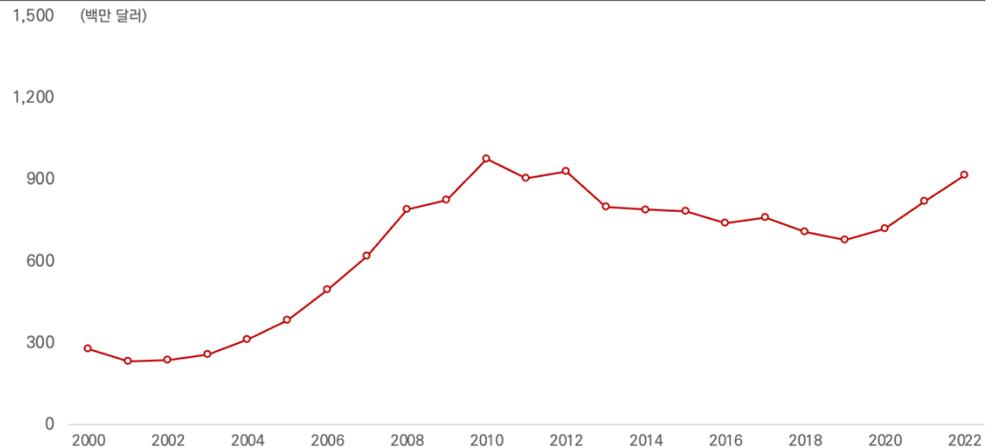
먼저 미국은 북동부 대정전이 촉발한 노후 전력망 교체 수요와 더불어 2005년 발표된 에너지 정책법(Energy Policy Act of 2005)이 변압기 수요를 증가시켰다. 당시 한국 변압기의 비중은 2003년 4%에서 2008년 12%로 침투율이 증가했다. 동시에 중동에서는 장기간 상승하던 유가의 영향으로 인프라 투자가 활성화되면서 전력기기 수요 증가가 시작되었다. 2004년부터 2014년까지 10년간 중동의 평균 전력 소비 증가율은 5.8%에 달했으며 발전 용량 기준으로는 연평균 6.6%의 증가율을 나타냈다.

수출이 이끈 '03년 사이클 : 수출단가로 업황 가늠

변압기 수출이 2003년~2008년의 변압기 사이클을 이끌었고, 이는 당기의 변압기 수출단가를 통해 그 국면을 살펴볼 수 있다. 총 수출금액은 수출물량에 영향을 받기 때문에 총 수출금액보다 균형 가격인 수출 단가가 업황을 더 잘 반영한다고 볼 수 있다.

변압기 수출 단가는 '03~'08년 동안 연평균 18% 성장하였고 '09년부터 그 성장률이 둔화되어 '10년에 고점을 찍은 뒤 하락하였다. 변압기 리드타임이 1년 이상이기 때문에 '08년의 고가수주가 '10년까지 반영되어 '10년을 기점으로 변압기의 다운사이클이 시작되었다고 보는 것이 적절하다. '08년의 글로벌 금융위기가 변압기의 슈퍼사이클을 종식한 직접적 원인이라는 것이 여기에서도 드러난다.

그림 7. 한국 변압기 수출단가 추이



자료: 무역통계, KUVIC 리서치 5팀

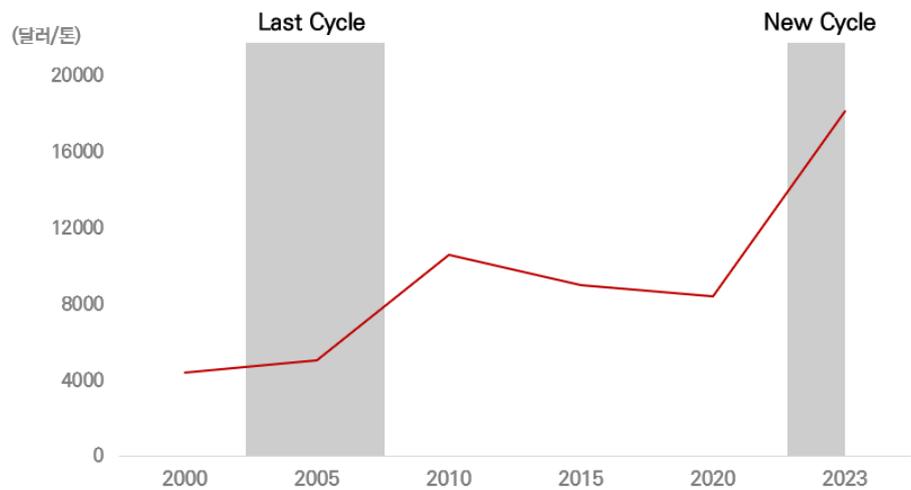
2022년 대비 77% 상승한
변압기 수출단가

22년을 기점으로 미국의 변압기 수입금액이 가파르게 증가했으며, 한국의 변압기 수출 금액 역시 증가했다. 참고로 한국산 변압기 수출에서 미국은 30% 이상, 중동은 10~25% 비중을 차지하는 중요한 시장이다. 2022년 연간 변압기 수출단가는 톤당 10,280달러를 기록했지만 올해 9월의, 수출 단가는 77%가량 상승한 18,190달러를 기록했다. 현재 사이클이 2003년 변압기 슈퍼사이클의 초입과 닮아 있다는 점에서 변압기 시장의 밝은 미래를 그려볼 수 있다.

오랜 다운사이클에서 벗어난
변압기 시장의 반등

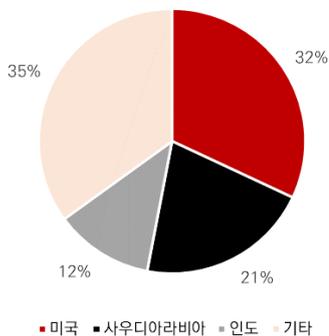
약 10년간 다운사이클 업황으로 부진했던 변압기 시장에 반전이 일어나기 시작했다. 그렇다면 우리는 어떤 기업을 주목해야 할까?

그림 8. 한국 변압기 수출액 데이터



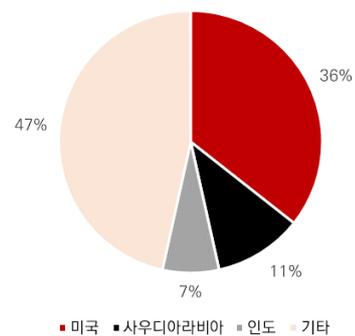
자료: TRASS, KUVIC 리서치 5팀

그림 9. 변압기 국가별 수출 비중(2010년)



자료: 무역통계, KUVIC 리서치 5팀

그림 10. 변압기 국가별 수출 비중(2022년)



자료: 무역통계, KUVIC 리서치 5팀

II. 기업분석

1. 오른손에 중공업, 왼손에 건설

PU(Performance Unit):
사업부를 뜻함

동사는 (주)효성이 지주회사로 전환하는 과정에서 중공업 및 건설 부문이 분할해 2018년 에 재상장했다. 2023년 상반기 기준, 전체 매출액에서 각 부문이 차지하는 매출액 비중은 중공업 60.26%, 건설 39.07%이다.

중공업: 판매 지역 다변화

중공업 부문은 크게 전력PU와 기전PU로 나뉜다. 전력PU에서는 전력산업의 핵심 설비인 변압기, 차단기를 생산하고, 기전PU에서는 전동기, 감속기, 기어 등을 생산하여 납품한다. 2023년 상반기 주요 매출처는 한국전력(11.59%), 삼성엔지니어링(4.05%), HI POWER(2.39%) 등이다. 현재 동사는 판매 지역을 국내, 미국, 중동 등에서 아시아, 유럽, 아프리카로 다변화하는 전략을 취하고 있다.

건설: 시장 트렌드에 맞춰 행보

건설의 경우 주택사업, 재개발 및 재건축사업, 업무 및 상업시설, 토목 및 환경, SOC(사회간접자본) 사업 등 다양한 건설 프로젝트를 국내외에서 수행하고 있다. 특히, 주택 부문의 경우 브랜드 가치를 중시하는 시장 추세에 따라 브랜드 인지도를 향상하고 안정적인 성장을 위한 가로주택 및 리모델링 사업 등에 진출하고 있다.

2. 뭣이 중헌디? 중공업이 중하지

2.1. 국내를 넘어 세계 시장까지

중공업 신규 수주에서 전력 기기의 비중이 76%를 차지할 만큼 전력기기가 동사의 실적을 주도하고 있다. 특히, 동사가 국내 최초로 개발한 765kV 초고압 변압기와 800kV급 초고압 차단기(Gas Insulation Switchgear)는 초고압 전력기기 분야에서 세계적으로 그 기술력을 인정받고 있다.

국내 송배전 누적 M/S 1위
+ 빠른 세계 시장 침투

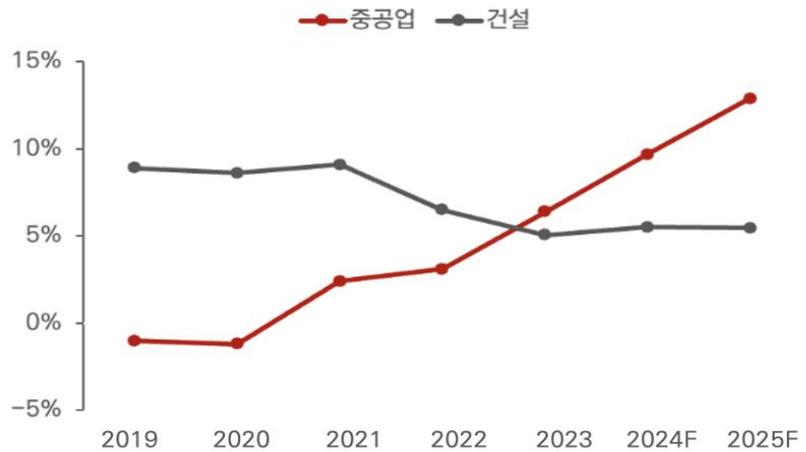
국내에서는 송배전 누적 시장 점유율 1위를 차지하고 있으며, 오랜 노하우를 바탕으로 유럽, 미주 등 세계 시장에도 빠르게 침투하고 있다. 23년 상반기 기준 동사의 전력 기기 신규 수주 중 해외 수주의 비중이 90%에 달했다.

그림 11. 중공업 부문 해외 지역별 현황



자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

그림 12. 중공업 사업부의 가파른 수익성 개선



자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

축적된 뛰어난 기술력을 바탕으로 사업 영역 확장 중

2.2. 탄탄한 업력 덕분에 신사업도 탄탄대로

동사는 축적된 생산기술을 바탕으로 프리미엄 고효율 제품을 개발하였으며 시장에서의 입지를 확대해 나가고 있다. 원자력 발전소의 핵심 설비인 연료봉 제어용 MG-Set 를 국산화에 성공하여 해외 원자력발전소로 공급을 확대한 바 있다.

산업기계 부문에서는 석유 화학공장의 화학 장치까지 다양한 산업의 기반이 되는 타워, 컬럼 등의 핵심 장비를 생산하고 있다. 해당 장비들은 우수한 기술과 품질을 인정받아 양성자 치료기와 같은 의료기기 관련 장치로도 사업영역을 넓히고 있다.

레퍼런스를 바탕으로 동사는 미래의 전력산업 트렌드에 맞춰 미래 직류 전력망(DC Grid)에 대응하기 위한 신사업들을 강화하고 있다. IT 기반 전력 설비 자산관리를 통해 전력시설의 효율적 운영을 지원하고 있으며, 에너지저장장치(Energy Storage System)와 무효전력 보상장치 (STATCOM)를 활용하여 전력 네트워크의 안정성을 높이는데 기여하고 있다. 이와 더불어 친환경 에너지 시장에 부응하여 추진 중인 신사업으로는 액화수소(충전소), 데이터 센터, 풍력 등이 있다.

3. 견조한 건설

건설PU도 견조한 매출을 기록 중

건설PU 95% 이상의 매출이 내수 시장에서 발생하고, 꾸준히 견조한 매출을 기록하고 있다. 동사는 1970년대에 국내 최초로 빌라형 주거 건물을 도입하면서 주거 문화에 새로운 패러다임을 불러일으켰다.

동사가 보유한 ‘효성해링턴플레이스’는 계열사인 진흥기업과 브랜드를 통합하여 시너지 효과를 내고 있으며 오피스텔은 ‘해링턴타워’, 주상복합건물은 ‘해링턴스퀘어’, 빌라 건물은 ‘해링턴코트’로 브랜드명이 세분화되어 있다. 해당 브랜드는 자연과 기술의 조화를 통해 새로운 문화 공간 창조를 모토로 한다. 현재 전국 각지 약 150여개 이상의 단지가 조성되어 있으며 입주 예정 및 입주 일정이 미정인 단지들도 50여개 수준이다.

그림 13. 효성 해링턴플레이스



자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

그림 14. 해링턴플레이스 제주 아파트 투시도



자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

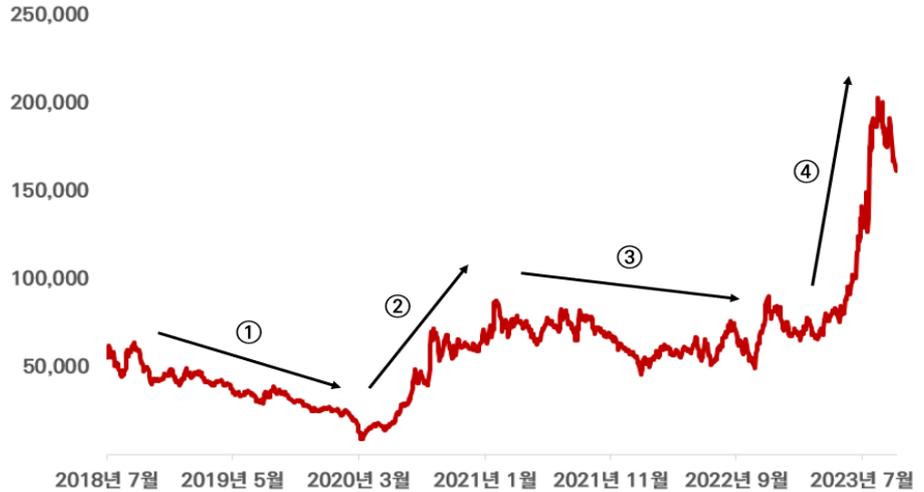
그림 15. 효성중공업 사업부문 현황

	전력 PU	건설 PU	기전 PU
As-is	전력용 변압기, 차단기, 송전망, ESS, STATCOM, GIS, 태양광 발전사업 국내시장 점유율 1위	“해링턴” 2021년 아파트 브랜드 대상 토목, 인프라, 산업시설, 인테리어까지 영역 확장 시공능력 국내 상위 기업	전동기 발전기 기반의 회전기기, 풍력 발전 사업, 가스 충전 사업 50년 역사의 전문기업
To-be	De-carbonization 고압 기체 수소 충전소 액화 수소 플랜트 및 충전소 원전용 초고압 변압기, 차단기		Green Energy Solution 태양광, 해상 풍력 중심의 신재생 에너지, 그린수소 데이터센터

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

4. 주가 추이 분석

그림 16. 효성중공업 주가 추이



자료: KUVIC 리서치 5팀

고금리 및 글로벌 경기 침체로
업황 부진

① 2018년부터 진행된 미국의 고금리 정책과 미·중 무역전쟁 격화에 따른 글로벌 경기 침체 우려가 이어졌고, 이후엔 코로나19의 장기화로 인해 경기 악화가 지속되었다. 대다수 기업은 실적 악화에 대응하여 구조조정을 단행하였고, 동사 또한 2020년 2월 초부터 전력 PU 등 사무직을 대상으로 희망퇴직을 실시하였다. 동사의 전력PU 직원수는 2019년 1,938명에서 2020년 1,637명으로 16% 감소한 것으로 파악된다.

② 1Q20까지의 구조조정이 완료되었고, 신규 수주 증가 및 수익성 위주 선별 수주 전략을 통해 지속적인 실적 개선에 대한 기대감이 몰렸다. 추가로 신재생 및 친환경 관련주가 주목받는 시장 상황 하에 동사가 독일의 린데사와 협업하여 합작법인 ‘린데하이드로젠’을 설립하는 등 수소 산업에 본격적으로 진출하기 시작하였다. 동사는 데이터센터 산업으로의 진출도 도모하며 신사업 기대감 및 수익성 개선 전망을 통해 주가가 우상향했다.

③ ESS의 유럽시장 진출로 인한 기대감이 있었으나 저조한 실적이 발표되었고, CY2020 당기순이익의 적자가 지속되었다. 1Q21에 턴어라운드 달성하였으나 시장의 기대감을 충족시키지 못하며 주가는 점진적으로 하락하였다.

미국 생산법인 증설 완료 및
수익성 개선으로 몰리는 기대감

④ 2020년 인수한 미국 테네시주 멤피스 초고압 변압기 생산기지 증설 완료 등 미국을 포함한 글로벌 시장 공략이 본격화되며 실적 개선 기대감으로 주가가 상승하였다. 이후 동사의 북미 시장 확대를 위해 ESS의 진출이 가속화되며 미국 생산법인인 Hyosung HICO, Ltd.의 영업이익이 흑자로 전환했다. 동시에 2Q23 어닝 서프라이즈를 기록하며 수익성이 개선된 모습을 보여주며 주가가 급등했다.

III. 투자 Point

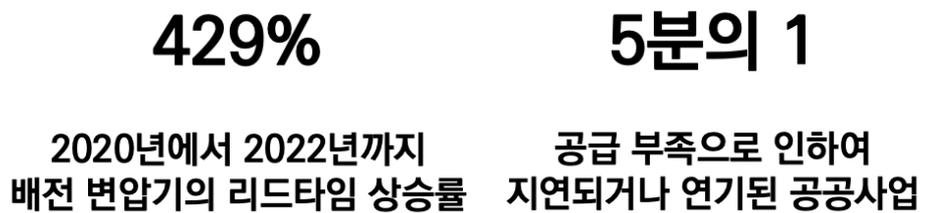
1. 변압기 초사이클, 쉽게 끝나지 않는다

1.1. 폭발적인 수요 증가가 불러온 공급자 우위 상황

“수요 > 공급”이 이끄는
중장기적 변압기 초사이클

혹자는 “나라별로 늘어나는 수요만큼 각 나라에서 더 공급하면 되지 않나?”라는 의문과 함께 변압기 빅사이클의 진입을 의심할 수 있다. 하지만, **세계 각국의 공통점이 폭발적인 수요 증가를 자국 내 생산 능력으로 감당할 수 없고, 공급자 우위의 상황이 지속된다는 것이다.** 일례로 미국의 많은 전기 사업체는 최근 전기 변압기, 특히 배전용 변압기의 부족 현상에 대해 우려하고 있다.

그림 17. 변압기 공급 부족 현황



자료: American Public Power Association, KUVIC 리서치 5팀

전 세계적으로 변압기 수요가 증가하는 배경에는 1) 노후화된 전기 인프라의 교체, 2) 신재생 에너지 확대에 따른 그리드 구축, 그리고 3) 데이터 센터, 전기차 충전 등 고성장 부문의 중장기적 수요 증가로 인한 정부 지원이 있다.

1) 바꿔주세요! 바꿔야만 해요

전 세계 곳곳에서 변압기 노후화 문제가 대두됨에 따라 변압기의 수요가 증가하고 있다. 미국 그리드의 경우, 수명이 25년 이상 노후화된 변압기와 송전선 비중이 70%를 차지하고 있다. 통상 변압기의 경제적 수명이 25~30년인 것을 감안했을 때, 노후화가 심각하다고 할 수 있다. EU의 그리드 또한 1/3이 40년 이상 사용되었고, 2030년까지는 50%로 늘어날 것으로 전망되고 있다. 우리나라 또한 아파트 노후 변압기 검사 결과 1/3가량이 교체가 필요한 상황이다.

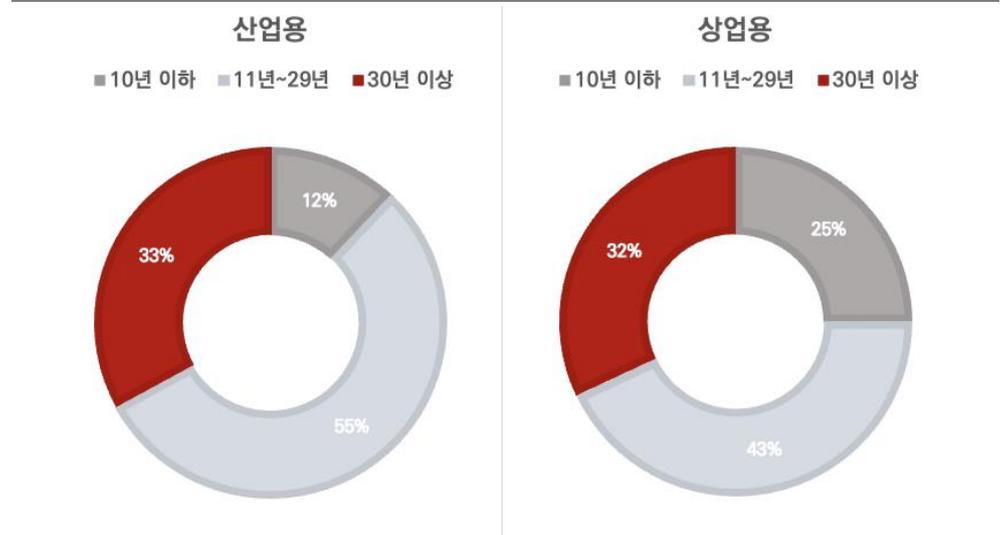
2) 신재생 에너지 발전에 ‘전력망’은 필수

신재생에너지가 계속될 수밖에 없는 이유는 뻔하지만 ‘지구온난화’ 때문이다. 국제 에너지 기구(IEA)는 전 세계 신재생 에너지 발전 용량이 2022년부터 2027년까지 약 2,400GW 증가할 것으로 예상된다. 문제는 기존 변압기가 새로운 신재생 에너지의 전기 네트워크에서 요구되는 안전성, 생산성을 제공할 수 없기 때문에 송배전에 과부하가 걸릴 수 있다는 것이다.

신재생에너지의 보급 확대가
곧 송배전망에 대한 투자로

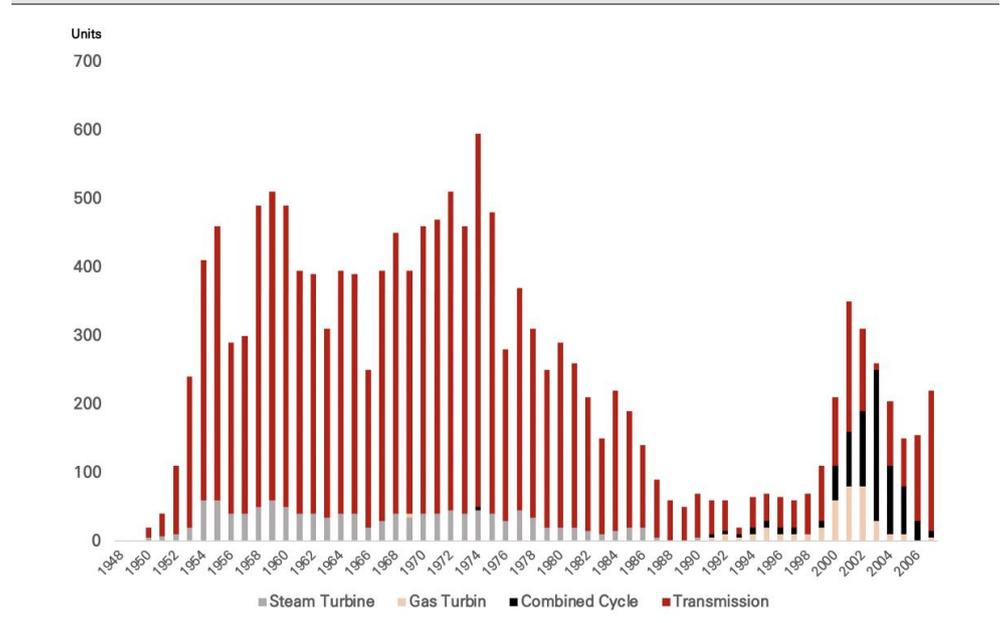
BNEF에 따르면, 글로벌 Net Zero 달성을 위해 2050년까지 최소 21조억 달러 이상이 전력망에 투자되어야 한다. 결과적으로 신재생 에너지가 발전할수록 변압기 교체 수요가 지속적으로 발생할 수밖에 없고, 전력 및 배전 변압기 시장의 성장은 자명하다.

그림 18. 미국 변압기 노후화 현황



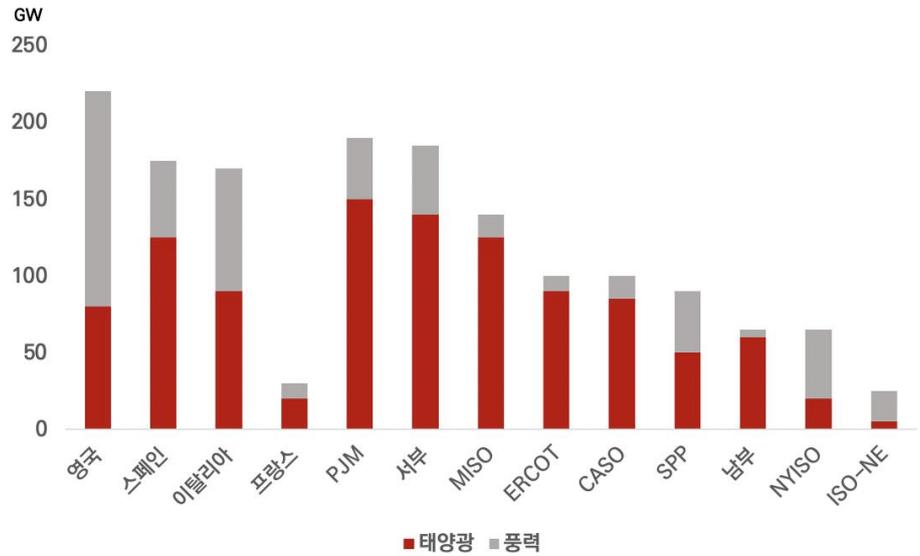
자료: DOE, KUVIC 리서치 5팀

그림 19. 연간 설치된 대형 변압기(100MVA 이상) 추이: 1950~1970 설치된 이후 노후화 진행



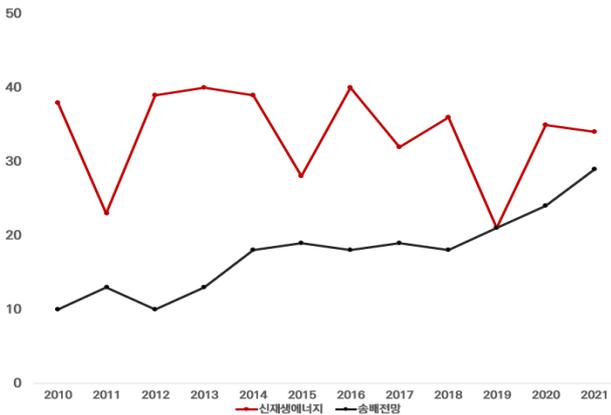
자료: EIA, SPX, KUVIC 리서치 5팀

그림 20. 지역별 신재생 발전원 계통 연계 필요 규모



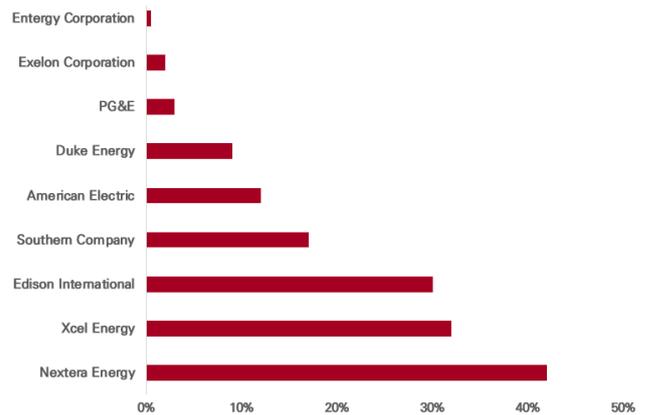
자료: BNEF, KUVIC 리서치 5팀

그림 21. Nextera Energy CAPEX 추이



자료: NEE, KUVIC 리서치 5팀

그림 22. 전력 유틸리티기업 신재생에너지 비중



자료: SK 증권, KUVIC 리서치 5팀

3) 세계 각국 정책의 수혜를 고스란히

미국: IIJA, IRA를 통한 국가 주도의 신재생에너지 전환

변압기는 건설부터 신재생 에너지 및 인프라 개발까지 다양한 산업에서 필수적이며, IIJA, IRA 등의 목표를 달성하는 데 중추적인 역할을 할 것이다. 이와 더불어 냉방수요 증가, AI 발전으로 인한 데이터센터 구축, 전기차로의 전환 등이 중장기적 전력 인프라 확대에 정당성을 부여한다.

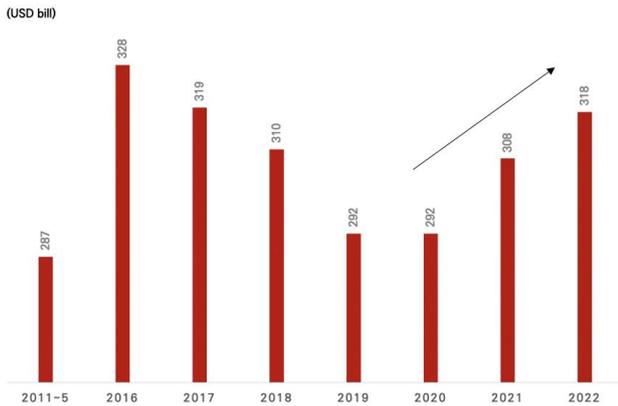
현재 미국의 CAPEX 사이클을 지원하는 핵심 주체는 정부의 재정정책이다. 신재생에너지 기술과 핵심 분야에서 안정적인 미국 내 공급망을 구축하는 것을 목표로, 인프라 투자 및 일자리법(IIJA), 인플레이션 감축법(IRA) 등의 법률과 함께 최근 전력 인프라 또한 확충하고 있는 추세이다.

표 2. 미국 정부의 재정정책

구분	IJA	IRA
명칭	인프라 투자 및 고용법	인플레이션 감축법
통과일시	2021년	2022년
목표	전력, 수도, 가스 등 전방위적 인프라 개선	2030년까지 온실가스 40% 감축
주요내용	신규 인프라 투자 예산에만 5,500억달러 편성	에너지 안보 및 기후 변화 대응 부문에 전체 조달자금의 절반 수준인 \$3,690억이 할당, '23년부터 본격 집행

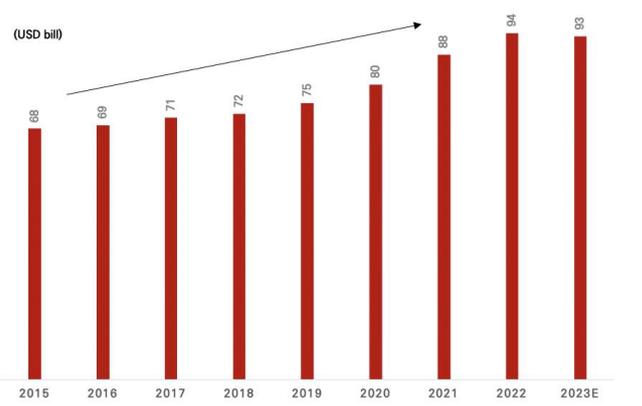
자료: KUVIC 리서치 5팀

그림 23. 글로벌 전력공급망 투자액 추이



자료: IEA, 이베스트 투자증권, KUVIC 리서치 5팀

그림 24. 북미지역 전력공급망 투자액 추이



자료: IEA, 이베스트 투자증권, KUVIC 리서치 5팀

유럽: 신재생에너지 투자 확대 및 러우전쟁이 변압기 수요 견인

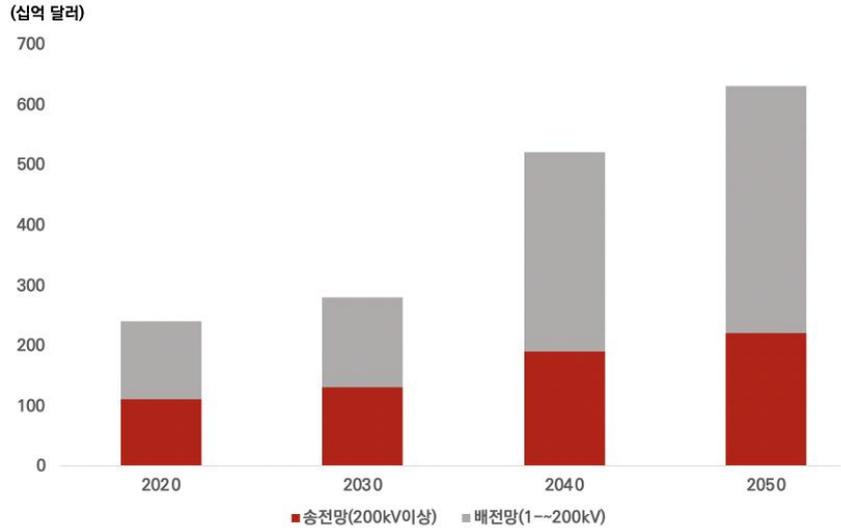
동사 해외 매출 비중의 40%에 달하는 유럽도 미국과 마찬가지로 신재생에너지에 대한 인프라 투자와 함께 EV 충전소 확충에 나서고 있다. EU는 EU 재생에너지 지침을 개정해 EU의 수송, 전력, 냉난방 부분의 전체 최종에너지 소비에서 차지하는 재생에너지 비중 목표를 2030년까지 42.5%로 상향 조정하였다. EU가 2020년 12월 발표한 지속 가능 스마트 모빌리티 전략은 공용 충전 지점을 2025년까지 100만 곳, 2030년까지 300만 곳으로 확충하겠다는 목표를 가지고 있다.

이에 더불어 러시아-우크라이나 전쟁의 장기화가 변압기 수요를 부추기고 있다. 2022년 말 기준 우크라이나의 750kV 초고압 변압기는 30개 중 약 15개, 330kV 초고압 변압기는 130개 중 약 50개가 손상을 입었다. 이를 재건하기 위한 동유럽의 수주도 23년 1분기부터 지속해서 증가 중이다.

중동: 네옴시티 등 신재생에너지 투자 확대

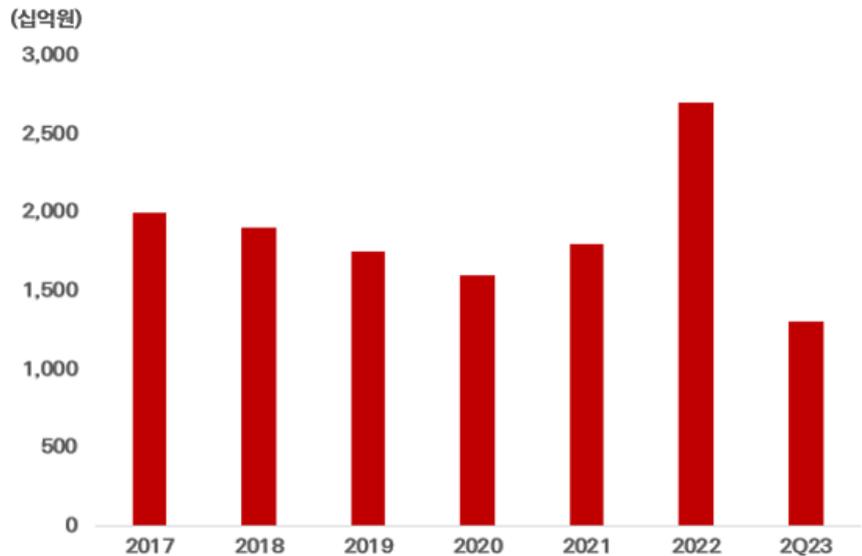
중동에서도 수주 호황이 이어지고 있다. 중동은 동사 해외 매출의 25%를 차지한다. 사우디아라비아의 'Saudi Vision 2030' 정책에 따라 초고압 변압기의 수요가 증가 추세에 있다. 또한 네옴시티 개발로 수주를 받고 있는데, 이 프로젝트와 관련해서 동사는 사우디아라비아의 건설회사 알파나르와 함께 도시에 필요한 가스절연개폐장치의 제조법인을 함께 설립한다는 MOU를 체결했다. 또한 23년 2분기, 사우디아라비아의 중장기 재생에너지 개발 계획으로 시행된 풍력 발전소 변전소와 관련해서 대규모 수주를 성사 받았다.

그림 25. 2020~2050 글로벌 송배전망 투자 추이



자료: BNEF, KUVIC 리서치 5팀

그림 26. 중공업 부문 연도별 신규수주 추이



자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

1.2. P, Q가 동시에 상승하는 기적

P상승: 수요 ↑, 원자재가 ↑
Q상승: 수주잔고 소화를 위한
공급의 점진적 증가

이처럼 폭등하는 변압기 수요가 존재함에도 불구하고 동사는 대규모의 생산 능력 증대 외에 간접증설 내지는 가동률 증가를 통해 수요를 감당하고 있다. 생산 경기 순응적(시클릭) 사업의 특성상 동사를 비롯한 변압기 제조 기업들은 수요 감소 시기의 리스크를 줄이기 위해 공격적인 CAPA 증설을 실행하기 어렵다.

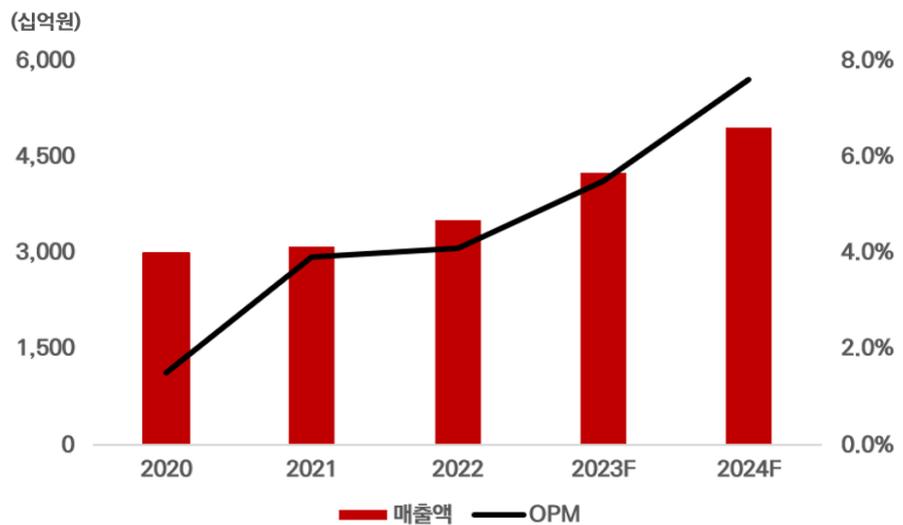
CAPA 가동율이 90%대까지
증가할 수 있는 긍정적 신호

한편, 동사는 CAPA 가동률을 점진적으로 늘리는 추세이다. 2022년 CAPA 가동률은 82.73%로, 전년 대비 14.4% 증가한 역대 최대 수치를 기록하였다. 이 수치가 실질적인 Full CAPA일 수 있다는 우려가 존재하지만 CAPA 가동률은 추후에도 견조하게 증가하여 90%대 수준까지 도달할 것임을 동사에 확인하였다.

동사의 올해 상반기 수주잔고는 3조 4,649억원에 달한다. **폭등하는 수요에 따라 수주잔고는 기하급수적으로 증가하고 있는 와중에 생산량 증가 속도는 완만하게 증가하고 있다.** 이러한 현상은 리드타임을 길게 만들어 **호황 사이클의 지속 기간을 늘릴 것이다.** 동사에 따르면, 이번 사이클은 **7년~8년 이상 지속될 전망이다.**

또한 원자재 가격의 상승은 수요 폭증 외에도 P를 상승시키는 추가 요인이 된다. 동사는 POSCO에서 전기강판을 안정적 가격에 수급 받고 있지만 전기강판은 수요 대비 공급의 부진으로 가격이 꾸준하게 상승 중이다. 본 리서치 팀은 동사가 상승하는 원자재 가격을 판매가에 계속해서 반영하고 있음을 확인했다. **앞선 상황들은 P, Q가 동시에 상승하는 공급자 우호적 환경을 조성했다.** 이미 OPM 상승이 명확히 나타났으며 향후 이 추세는 더욱 가속화되며 투자 매력도를 높일 것으로 보인다.

그림 27. 매출액과 OPM 추정



자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

2. 공든 탑이 무너지라

2.1. 공급자에게 유리한 밸류체인 구조

변압기 빅사이클이 현재 진행 중임을 확인했다. 이제는 “수많은 변압기 기업 중 동사를 주목해야 하는 이유는 무엇인가?”에 답해야 한다. 우선, **동사는 유리한 밸류체인 구조에서 비롯한 가격 경쟁력을 바탕으로 세계 시장에서 점유율을 높여갈 것으로 기대된다.**

변압기의 핵심 원자재는 전기강판과 구리 (전체 생산비용의 55~70%)

변압기의 제조 공정은 크게 철심조립, 권선(코일)조립, 코어조립으로 구분된다. 이 중 철심은 전기 강판을 사용하는데, 미국 에너지부(DOE)의 기준에 만족하는 제품을 생산할 수 있는 국가는 한국, 일본, 독일 3개 국가로 한정된다. 미국은 한국, 일본에서 생산하는 전기강판 경쟁력에 밀려서 생산을 중단하고 있다. 현재 미국에서 전기강판 생산하는 기업은 AK Steel이 유일하지만 AK Steel은 우리나라 포스코에 가격 경쟁력이 떨어진다. 포스코의 전기 강판을 수출가격은 톤당 약 130만 원으로 AK Steel의 290만 원보다 훨씬 저렴하다.

포스코의 안정적인 수급 기반 가격 경쟁력 보유

AK Steel의 경우 스테인리스를 포함하여 직접적인 비교는 어렵지만, 미국에서 생산하는

전기강판 가격 경쟁력이 떨어지는 것으로 추론할 수 있다. 이처럼 전기강판 및 코일 공정에서 동사는 포스코의 안정적인 수급을 받음으로 인해 가격 경쟁력을 갖게 되고 따라서 글로벌 변압기 시장에서 우위를 점할 수 있을 것으로 예상된다.

2.2. 미국 현지 공장 보유: 준비된 효성

본격적인 미국 시장 공력 : 현지 생산기지 확보

향후 기업의 성패는 미국이 중국을 배제한 공급망을 재편하는 과정에서 생긴 빈 곳을 얼마나 많이 차지할 수 있는지에 달려있다. 중국의 미국 시장 복귀 가능성이 남아있는 상황에서 미국 내 수출 경쟁력을 지속해서 강화하는 것은 필수적이다.

동사는 2001년 미국 시장 진출 이후, 현지 전력 회사들과 장기적 파트너 관계를 유지해 왔다. 더불어 2019년 테네시주에 위치한 일본 미쓰비시의 초고압 변압기 공장을 인수함으로써 북미 지역의 수요 증가에 대응하고 안정적으로 제품을 공급해 왔다.

공장인수 이후 동사의 행보는 더 인상적이다. 2018년까지 미쓰비시의 공장의 연평균 생산 능력은 10대 수준에 불과했다. 그러나 동사는 지난 3년간 이를 70대까지 끌어올렸으며 현재 대규모 인력 충원과 가동률 증가로 160대까지 확대할 계획을 발표했다. 동사의 우월한 생산 시스템을 확인할 수 있는 대목이다. 북미 시장이 활성화됨에 따라 수요가 폭증하는 것은 명백한 사실이지만 그 수혜를 받기 위해서는 가격 경쟁력, 효율적 설비 구축, 기술력 확보를 위한 노력이 요구된다. 이러한 점에서 동사는 수혜를 받을 준비가 되어 있었다.

3. 새로운 미래 먹거리를 찾아서

3.1. 미래 먹거리와 안정적으로 성장 중

신사업을 통한 잠재 이익 모색

동사는 거대한 잠재수요가 존재하는 미래 먹거리 산업에 체계적 투자를 이어 나가고 있다. 타 중공업 회사와 달리 액화수소 산업, 친환경 에너지, 데이터 센터 등 다각화된 사업 포트폴리오를 가지고 있으며, 이는 향후 지속적 매출 성장에 기여할 것으로 보인다.

변압기 사이클이 끝나도 안정적인 매출 창출 가능

지속해서 성장하는 산업이면 오히려 다각화된 포트폴리오가 기업의 발목을 잡을 수 있지만, 중공업 산업은 성장과 하락을 반복하는 사이클 산업이다. 비록 현재 변압기의 호황이 최소 3년 이상 지속될 사이클로 예측되지만, 변압기의 성장 사이클이 끝나더라도 지속해서 안정적인 매출을 창출할 건설 사업이 있다는 것이다.

또한 신사업 분야에서 앞으로 더욱 매출이 늘어날 것을 기대할 수 있다. 아직 신사업 분야의 매출은 미미한 편이지만, 화석에너지를 대체할 새로운 에너지 동력원이 지속적으로 각광을 받는 만큼 액화수소 산업은 앞으로 성장 가능성이 큰 산업이다. 데이터센터 산업 또한 '미래 먹거리'로 불리는 산업 중 하나이다.

3.2. 쑥쑥 자라날 수소 사업

수소사업부의 매출이 4Q23년부터 인식될 것으로 전망됨

가장 먼저 실적 가시화가 기대되는 신사업은 수소 사업이다. 환경과 지속가능성에 대한 관심이 지속되는 가운데, 동사는 산업 설비와 가스충전 시스템 사업의 경험을 기반 삼아 수소 충전소 사업을 영위해 오고 있다. 동사는 수소 충전소 확대 및 공급개발을 위해 독일의 린데사와 기술제휴를 체결하였고 약 720억원 규모의 ESG 채권을 발행하는 등의 노력을 보

인다. 이를 바탕으로 액화수소 플랜트와 수소 충전소를 건설 및 운영할 계획이다.

현재는 충전시스템이 상용차 위주로 공급되고 있으나, 수소 연료화 되는 중장비 개발에 따라 중장비 전용 수소 충전시스템으로 확대할 계획이다. 충전 시스템의 수소 저장과 운반 효율 증대를 위해 R&D 투자를 감행하고 있으며 액화수소 플랜트 건설도 진행 중이다. 또한 수소 공급과 운반을 위한 연료탱크가 모두 계열사인 효성화학과 효성첨단소재를 통해 공급되는 밸류체인을 구축하고 있다. 이는 수소 사업의 생산과 공급이 모두 효성그룹 내에서 이루어진다는 중요한 장점이다.

효성그룹 내 수소 밸류체인은 신재생에너지 시대의 새로운 먹거리

현재 정부의 상당한 보조금 등에도 불구하고 수소차 상용화가 지연되는 가장 큰 요인은 바로 '충전의 어려움'이다. 동사는 업계 최고 기업인 독일의 린데와 합작법인을 세우고 기술 제휴를 체결하여 액화수소 플랜트의 전국적 보급을 위해 노력하고 있다.

올 12월부터 가동을 앞둔 효성하이드로젠의 출두

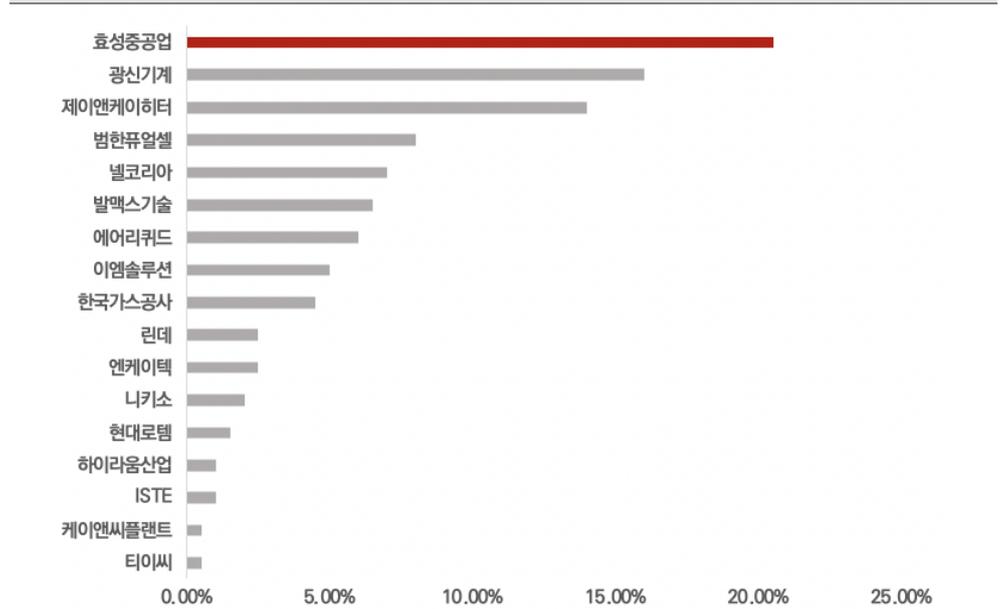
린데하이드로젠은 23년까지 효성중공업의 울산 부지에 연간 1만 3000여 톤 규모의 액화수소 공장을 설립하고, 효성하이드로젠은 완공 시점 기준 전국 120곳에 수소 충전 인프라를 구축할 계획을 세웠다. 23년 연말에는 액화수소 시험생산 후 2024년쯤 본격적으로 생산할 예정이다. 해당 신사업을 통해 효성중공업은 이미 국내 수소충전소 누적 발주 시장점유율 1위를 달성했다.

그림 28. 울산 경동 수소 충전소 (효성중공업)



자료: 가스신문, KUVIC 리서치 5팀

그림 29. 국내 수소 충전소 누적 발주 시장점유율



자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

3.3. 데이터 센터 & 풍력 산업

데이터 센터와 풍력 사업까지 신사업 확장

2021년 동사는 싱가포르 데이터 회사인 STT GDC와 전략적 파트너십을 체결하며 데이터 센터 설립 추진을 시작했다. 안양 부지는 주민 반대로 준공이 지연되고 있지만, 가산동 데이터센터는 2025년 준공될 것으로 예상된다.

또한 풍력 발전 사업도 추진할 계획인데, 풍력 발전 분야에서 중국 상하이전기 윈드파워(SEWP)와 해상풍력 터빈에 대한 KS 인증 획득을 준비 중이며, KS 인증 획득 후에는 공동 법인(JV) 설립 및 400MW 터빈 생산 공장을 건립할 계획이다.

현재는 센터가 완공되지 못한 만큼 매출을 내고 있지 못하지만, 안양 부지의 데이터센터의 문제가 해결되고, 가산동 데이터센터의 준공이 완료되는 대로 데이터센터 사업도 추가적인 매출을 창출할 것으로 기대된다.

IV. 투자 Risk

건설, 너무 걱정하지 마요

건설 사업은 동사 매출액의 약 40%를 차지한다. 우선 전체적으로 건설 사업의 현황이 좋지 않다. **자재값과 인건비 폭등에 높은 대출이자 부담, 여기에 부동산경기 침체까지 겹치면서 예고된 건설업 위기가 현실로 나타났다.** 올해 상반기 1,787개 건설사가 폐업 신고를 했고, 이는 작년 같은 기간 대비 26% 증가한 수치이다. 이와 같은 부동산 시장 위축이 지속되며, 동사의 1H23 건설 부문 신규 수주액은 2,249억 원으로 전년 5,251억 원보다 57.2% 감소했다.

수도권 위주의 수주와 추가 시행 중단으로 건설 리스크 대응

건설사 부도 리스크, 부동산 시장 위축 등이 겹치며 건설업을 영위하는 동사는 국내 경쟁사 HD현대일렉트릭 등에 비해 밸류에이션을 디스카운트 받아왔다. 하지만, 본 리서치 팀은 **시장의 우려가 과하며 동사의 주가가 재평가받아야 한다고 판단한다.** 우선 동사는 시행 사업은 진행하지 않고 시공 사업만 진행하는 점, PF 리스크를 분산하는 등 다양한 노력을 펼치고 있다. 이는 대한건설정책연구원에 따르면 인플레이션이 완화되고 금융환경이 개선되는 2024년부터 건설업이 회복 국면에 접어들 것으로 예상되기 때문이다.

실제로, 동사의 대다수 준공 스케줄이 2025년 이후로 잡혀 있어 불경기로 미분양 리스크 발생이 예상되는 2023~2024년을 피할 수 있고 추가로 시행을 따로 진행하지 않고 있다. 또한 동사는 지방 등에 수주를 진행하지 않고 수도권 위주로 더 까다로운 조건들을 통해 보다 엄격한 수주를 진행하고 있다. 더하여 건설 사업부의 수주잔고는 전전기 말, 전기 말과 비슷한 수준인 4조 3,820억원으로 **준수한 수주잔고를 유지하고 있어 건설경기 불황에도 적절하게 대응하고 있다.**

표 3. 건설 수주상황

품목 (단위 : 십억원)	2020	2021	2022	1H23
아파트, 상업시설, 도로 등	3,815	4,353	4,592	4,382

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

분양비에 비해 낮은 단가로 진행되는 기성불 수주 진행

동사의 공사실적평가액 감소는 리스크가 적은 기성불 조건 위주의 수주를 진행하고, 공공 사업과 청년주택 등 분양 리스크도 낮은 사업을 추진함에 따른 결과이다. 기성불은 분양 대금이 아닌 은행 대출을 통해 공정률에 따라 공사비를 지급하는 형태인데 분양자의 계약금과 중도금을 받아서 준공까지 진행하는 분양불 방식에 비해 공사단가가 낮아진다. 또한 사업위험을 사전에 관리해 공사비를 떼일 위험이 낮은 방식으로 맡은 현장을 완공하기만 하면 매출이 증가한다는 점을 고려해 볼 때 **향후에도 미분양 리스크가 극히 제한적일 것**이라고 예상한다.

V. Valuation

매출 추정 논리

ASP의 상승, 개선된 마진율로
건조한 매출 전망

동사는 폭증하는 변압기 수요와 공급자 우위 산업 특성으로 인한 꾸준한 변압기 ASP 상승을 기반으로 상당히 건조한 매출을 기록할 것으로 전망된다. 또한 저가 수주와 역마진 수주의 소화로 인해 개선된 마진율을 보이며 영업이익 역시 건조한 상승을 보일 예정이고, 건설 부문도 큰 문제없이 꾸준한 매출이 발생할 것으로 예상된다.

표 4. 효성중공업 Sales 추정

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	1H23	2023F			2024F			2025F		
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
중공업	1,694	1,794	1,988	1,187	2,694	2,751	2,807	3,414	3,484	3,553	4,342	4,447	4,551
건설	1,268	1,277	1,495	769	1,463	1,463	1,463	1,429	1,429	1,429	1,423	1,423	1,423
기타	21	23	27	13	32	32	32	37	37	37	44	44	44
합계	2,984	3,095	3,510	1,969	4,190	4,246	4,302	4,881	4,950	5,019	5,809	5,913	6,018

자료: KUVIC 리서치 5팀

1. 중공업

중공업 : 전력PU + 기전PU
전력PU : 변압기, 차단기 등
기전PU : 전동기, 수소충전소 등

중공업 사업 부문은 동사의 주력 사업 부문으로 전력PU(사업부)와 기전PU로 구분된다. 매출 비중은 전력PU가 75~80%, 기전PU가 20~25%이며 본 보고서에서는 보수적인 추정을 위해 전력PU 75%, 기전PU 25%로 설정하였다.

전력PU에는 변압기, 차단기, ESS 등 전력 설비와 전력 시스템이 주력 품목이며 한국뿐 아니라 미국, 중국, 인도 등 해외의 각지에도 생산 법인을 운영하며 글로벌 생산시스템을 갖추고 있다. 기전PU에는 전동기, 발전기, 기어 등의 회전기기와 수소충전소 등의 산업기계가 포함된다. 동사의 회전기기는 국내외로 공급을 확대하고 있으며 수소충전소 사업은 지속 가능한 발전에 관해 관심이 점차 증대되는 추세에 발맞추어 영역을 넓혀 나가고 있다.

1.1. 전력PU

북미 변압기 교체 수요 및
저가 수주와 역마진 수주 소화로
매출 성장 기대

전력PU에서 가장 주된 매출 품목은 변압기로 전 세계적으로 증가하고 있는 전력 및 발전 수요와 북미 지역 변압기 교체 수요의 수혜를 직접적으로 받으며 폭발적인 매출 성장이 기대된다.

동사는 현재 2020년까지의 저가 수주 및 역마진 수주를 대부분 소화된 상태로, **마진율이 개선되는 양상을 보이며, 공급자 우위 산업의 특성 및 원자재 가격 상승으로 인한 ASP 상승이 마진율 개선을 더욱 가속할 것으로 추정된다.**

변압기 단가는
북미 변압기 PPI 지수를 추종

본 리서치 팀은 북미 변압기 PPI 지수의 변동과 변압기 단가 변동이 유사한 추세를 보이는 것을 확인하였고, **사측에서도 변압기 단가가 해당 PPI 지수를 추종하는 것을 확인하였다.** 중대형 변압기의 경우 수요가 몰리면 리드타임이 통상 1~2년 정도가 걸리는 것을 감안하였을 때 **과거 2년부터 현재까지의 PPI 지수 상승이 2023~2025년 전력PU 실적에 반영될 것으로 예상된다.**

표 5. PPI (by Commodity : Power and Distribution Transformers, Except parts)

	2020	2021	2022	2023
Amount	198.02	232.29	312.64	334.69
(%YoY)	1.3	17.3	34.6	7.1

자료: FRED, KUVIC 리서치 5팀

본 보고서는 마진율에 따라 Case를 구분하고자, Bear Case의 경우 잔여 저가 수주로 인해 P 상승률에 3% 할인을, Bull Case의 경우 잔여 저가 수주가 모두 소화되어 마진율이 보다 상승할 것으로 판단, P 상승률에 3% 프리미엄을 부과하였다.

표 6. ASP 증가율 (Base 기준)

2023F	2024F	2025F
18.1%	25.5%	9.5%

자료: KUVIC 리서치 5팀

동사의 변압기 Q 상승률 추정에서는 **방법을 두 가지로 구분**하여 각각 추정을 진행하였다.

변압기 Q 상승률 추정 (1)

변압기 Q 추정 논리 (1)
수주잔고 기반 추정

동사 전력PU 매출은 중장기적 계획에 따라 이루어지므로 **수주 잔고가 해당 연도 변압기 매출에 직접적인 영향을 미친다**. 중대형 변압기의 경우 수요가 몰릴 시 리드타임이 1-2년 인 것을 감안할 때 수요가 폭증하고 있는 **현재 변압기의 리드타임은 보다 길어질 것으로 판단한다**. 따라서 2023F 이후 매출에 직접적으로 영향을 미치는 것은 2021년 전후의 수주 잔고일 것으로 추정하였다. 본 리서치 팀은 수주 소화율을 고려하여 동사의 연도별 잔여 수주를 파악하였고, 연도별 수주 소화액을 합산하여 상승률을 도출하였다.

표 7. 전력PU 수주잔고

지배회사 및 자회사 (단위 : 십억원)	2020	2021	2022	1H23
효성중공업	1,554	1,730	2,496	2,599
Nantong Hyosung Transformer Co., Ltd.	196	230	352	345
Hyosung T&D India Pvt, Ltd.	96	78	178	281
Hyosung HICO, Ltd.	119	182	281	454
HICO America Sales & Tech, Inc.	327	379	596	648

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

지배회사 및 자회사별 수주잔고를 합산한 수치는 아래와 같다.

표 8. 전력PU 수주잔고(합산)

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	2023F
Amount	2,293	2,600	3,904	7,212
(%YoY)	11.5	13.4	50.2	84.7

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

CAPA 가동률 상승 및 인력 증원으로 수요에 대응, 변압기 매출 상승 모멘텀 지속

변압기 산업 특성상 직접적인 증설이 단기간에 유의미하게 발생하기 어려우므로 Q의 상승에는 한계가 존재한다. 그럼에도 불구하고 동사는 **늘어나는 수주잔고에 대응하여 CAPA 가동률이 꾸준히 상승하고 있는 추세이고, 가동률은 90% 이상으로도 상승할 여력이 있는 상황이다**. 또한 동사는 인력 증원 등 간접 증설 효과를 통하여 폭증하는 수요를 충족하고자 노력하고 있다. **그러나 가동률 및 간접 증설을 통해 생산량을 증대하더라도 급증한**

수주잔고를 단기간에 충족하기는 어려우므로 리드타임이 비교적 길어져 동사의 상승 모멘텀은 지속될 것으로 보인다.

표 9. 설비 가동률

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
가동률 (%)	73.6	72.3	82.7	86.9	89.5	90.4
(%YoY)		-1.8	14.4	5.0	3.0	1.0

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

변압기 Q 상승률 추정 (1)을 통해 도출한 전력PU의 매출액은 아래와 같다.

표 10. 논리 1 Sales 추정

(단위 : 십억원)	2023F			2024F			2025F		
	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
Amount	2,162	2,218	2,275	2,831	2,900	2,970	3,716	3,820	3,925
(%YoY)	45.0	48.8	52.5	27.6	30.7	33.9	28.1	31.7	35.3

자료: KUVIC 리서치 5팀

변압기 Q 상승률 추정 (2)

변압기 Q 추정 논리 (2)
지배회사 및 자회사 기반 추정

동사와 자회사들의 매출액 비중을 토대로 상승률을 도출하였다. 동사와 각 자회사의 매출액은 다음과 같다.

표 11. 전력PU 법인 별 매출액

지배회사 및 자회사 (단위 : 십억원)	2020	2021	2022	1H23
효성중공업	1,217	1,165	1,298	762
Nantong Hyosung Transformer Co., Ltd.	112	107	163	80
Hyosung T&D India Pvt, Ltd.	33	82	61	59
Hyosung HICO, Ltd.	10	36	60	50
HICO America Sales & Tech, Inc.	165	173	184	118
합계	1,537	1,563	1,766	1,068

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

이를 토대로 매출액 비중을 산출하였고, 추세를 반영하여 2025F까지의 비중을 도출했다.

표 12. 전력PU 매출 비중

지배회사 및 자회사 (%)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
효성중공업	79.2	74.5	73.5	71.3	69.2	67.1
Nantong Hyosung Transformer Co., Ltd.	7.3	6.8	9.2	7.5	6.0	4.9
Hyosung T&D India Pvt, Ltd.	2.2	5.3	3.5	5.5	7.6	8.6
Hyosung HICO, Ltd.	0.7	2.3	3.4	4.7	6.3	8.6
HICO America Sales & Tech, Inc.	10.7	11.1	10.4	11.1	10.8	10.8
합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

생산 법인 증설 효과 및
전력 수요 증가 추이 반영

동사의 자회사인 Hyosung HICO, Ltd.는 북미 생산법인으로 북미 변압기 교체 수요의 수혜를 직접적으로 받는다. Hyosung HICO, Ltd.는 2022년 말, CAPA 증설을 통해 연간 변압기 생산 능력을 기존 70대에서 160대로 확대할 것으로 밝혔고, 인력 역시 5년간 2배

이상 증원할 계획으로 밝혔다. 지배회사와 Hyosung HICO, Ltd.를 제외한 타 자회사는 북미뿐만 아니라 중동지역에서의 늘어나는 수요를 고려하여 **각 지역 전력수요 증가율을 반영 하였고, 법인 별 매출 비중을 통해 상승률을 가중평균하여 매출에 반영하였다.** 마찬가지로 동사의 폭발적인 수주잔고와 매출 상승을 통한 수주의 소화를 고려했을 때, **동사의 상승 모멘텀은 장기간 지속될 것으로 전망된다.** 변압기 Q 상승률 추정 (2)를 통해 도출한 전력 PU의 매출액은 아래와 같다.

표 13. 논리 2 Sales 추정

(단위 : 십억원)	2023F			2024F			2025F		
	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull
Amount	1,764	1,810	1,856	2,451	2,511	2,571	2,780	2,858	2,936
(%YoY)	18.3	21.4	24.4	35.4	38.7	42.1	10.7	13.8	16.9

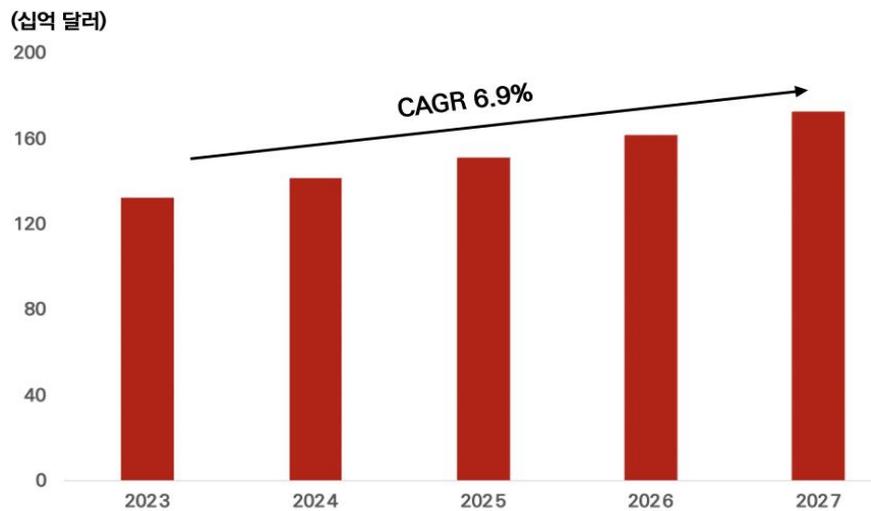
자료: KUVIC 리서치 5팀

본 보고서에서는 매출액 및 OPM의 상승을 고려하여 **변압기 Q 상승률 추정 논리 (1)**을 통해 최종 중공업 매출을 도출하였다.

1.2. 기전PU

기전PU의 주요 품목은 전동기와 발전기, 기어, 수소충전소 등으로, 전동기와 발전기 등의 매출은 증가하고 있는 글로벌 전력 모터와 발전기 시장규모를 통하여 추정하였다.

그림 30. 글로벌 전력 모터&발전기 시장규모



자료: RESEARCH AND MARKETS, KUVIC 리서치 5팀

동사가 집중하고 있는 액화수소 산업은 작년 말부터 액화수소 플랜트가 착공되어 2023년 말 상업 가동이 성사된다고 가정했다. **해당 플랜트의 연간 액화수소 생산량은 13,000톤이고, 동사는 2027년까지 액화수소 생산 능력을 39,000톤까지 확대할 계획으로 밝혔다.**

수소 가격의 경우, 한국가스공사에서 발표한 수소사업 로드맵을 참고하여 2030년까지 수소 단가가 6,000원/kg으로 하락할 것이라 가정했다. 침투율은 신규 진출로 인해 10%로 가정하였다.

수소충전소 매출은 동사의 자회사인 효성하이드로젠에서 발생하는데, 동사가 51%의 지분을 보유하고 있으므로 매출은 100% 인식하였다. 이를 통해 추정된 기전PU의 매출 및 총중공업 사업부문의 매출액은 아래와 같다.

표 14. 기전PU 매출 추정

	2020	2021	2022	1H23	2023F	2024F	2025F
전동기 등	424	449	497	297	531	568	607
수소	0	0	0	0	1	16	19
합계	424	449	497	297	532	584	626

자료: KUVIC 리서치 5팀

표 15. 중공업 사업 부문 매출 추정

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	1H23	2023F			2024F			2025F			
					Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	Bear	Base	Bull	
전력 PU 변압기 외														
Case1	1,271	1,346	1,491	890	2,162	2,218	2,275	2,831	2,900	2,970	3,716	3,820	3,925	
Case2					1,764	1,810	1,856	2,451	2,511	2,571	2,780	2,858	2,936	
전동기 등	424	449	497	297	531	531	531	568	568	568	607	607	607	
기전 PU 수소	0	0	0	0	1	1	1	16	16	16	19	19	19	
합계	424	449	497	297	532	532	532	584	584	584	626	626	626	
합계	1,694	1,794	1,988	1,187	2,694	2,751	2,807	3,414	3,484	3,553	4,342	4,447	4,551	

자료: KUVIC 리서치 5팀

2. 건설PU

동사의 평균적인 매출 수준과 수주 진행 스케줄을 고려했을 때 향후 3~4년의 수주는 확보된 상황이다. 따라서 본 리서치 팀은 **잔여 수주 금액을 바탕으로 2025년까지의 매출액을 추정하였다**. 매출 인식 기간은 각 수주의 완공 시점을 기준으로 가정한 공사 기간이다. 이때, 1000세대 기준 아파트의 일반적 시공 기간인 2년 6개월로 기간 수익을 설정하였다. 다만 2000세대 수 이상의 대규모 수주의 경우 3년 기간에 걸쳐 수익을 인식했다. 수주 잔고의 경우 회사 외부에 공개된 자료와 기업보고서에서 공시된 내용과 분양 예정 스케줄을 추출하여 파악했다.

표 16. 건설부문 주요 수주 소화 스케줄 추정

계약사항 (단위 : 십억원)	완공시기	2023F	2024F	2025F
우암1구역 주택재개발정비사업	2H26	71	142	142
안성 진사지구 공동주택 신축공사	2H25	80	80	80
대전시 선화2구역 도시환경정비사업	1H25	114	114	57
대구 효목1동 7구역 주택재건축정비사업	2H23	74		
대구 감삼동 주거복합(3차) 신축사업	2H25	32	64	64
성남 중1구역 도시환경정비사업	2H25	66	132	132
해링턴 마레	1H26	39	79	79
부평역 해링턴 플레이스	2H24	220	220	
메탄동남아파트 리모델링	1H26	37	74	74
해링턴 플레이스 GTX 운정	2H23	120		
예산 제2일반산업단지 조성공사	1H25	38	38	18
중구 B-05 구역 주택재개발정비사업	2H23	42		
디 오페라 서초 해링턴 타워	2H25	17	33	33
디 아포제 청담	1H25	26	26	
부평역 해링턴 플레이스	2H24	220	220	

자료: KUVIC 리서치 5팀

준공 시기가 불명확한 사업 건의 경우 사업시행 인가일 이후 1년 뒤에 착공을 시작할 것으로 가정하였고, **공시되지 않은 수주 금액은 동일 지역 혹은 주변 지역 사업 건의 세대수에 비례하게 계산하여 도출하였다.** 48.21% 지분을 보유하고 있으나 사실상의 지배력을 확보하여 종속기업으로 인식되는 **진흥기업의 매출은 종속기업으로서 효성중공업의 매출에 직접 가감하고 비지배지분으로 지분율 부분을 조정했다.** **진흥기업의 향후 매출은 수주잔고와 건설업 사이클을 고려하여 과거 3개년 매출액 평균을 가정했다.** 이를 통해 도출한 건설 부문 매출액은 다음과 같다.

표 17. 건설 사업 부문 매출액

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
효성중공업	1,086	1,063	1,192	1,231	1,196	1,190
진흥기업	182	214	303	233	233	233
합계	1268	1277	1495	1463	1429	1423
% of Growth		0.7%	17%	-2.1%	-2.4%	-0.4%

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

비용 추정 논리

1. 매출원가

표 18. 매출원가

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
재고자산 원가	1,122	1,108	1,100	1,395	1,579	1,686
제품 및 재공품 등의 변동	-74	-184	-431	-204	-57	-22
상품의 변동	22	130	0	0	0	0
원재료 및 소모품 등의 사용	1,174	1,162	1,532	1,599	1,636	1,708
종업원 급여	317	320	360	483	519	581
감가상각비 및 무형자산상각비	45	42	51	59	69	88
기타비용	1,105	1,221	1,564	1,713	1,997	2,386
외주가공비	903	873	1,014	1,212	1,413	1,688
그외	202	348	550	501	584	698
합계	2,589	2,690	3,075	3,651	4,164	4,742

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

2018년부터 현재까지 약 5년간의 동사 비용 구조를 살펴보았을 때, **매출원가 내 가장 높은 비중을 차지하는 항목은 변동비인 원재료 및 소모품 등의 사용과 외주가공비다.** 따라서 고정비인 종업원 급여와 감가상각비 통제가 가능한지, 호황 하 공급자 우위 시장에 진입하여 본격적인 선별 수주를 통해 변동비 상승분을 판가로 전이할 수 있는지 확인하는 것이 동사 이익 구조의 핵심이다.

이에 **금액적 중요성을 보이는 원재료비, 종업원 급여, 감가상각비를 중심으로 엄밀히 추정하였다.** 외주가공비의 경우 팬데믹의 영향이 컸던 2020년을 제외하면 매출과 일정하게 연동되는 추세를 보였기에 2021년, 2022년 2개년 비중 AVG 처리하여 추정하였다. 한편, 수출비와 연료비는 운임지수와 연동되지 않는다. 운임 책임 전가로 수출 경비를 크게 절감해 왔기 때문에 반고정비적 특성이 나타난다. 그러나 세부적 계약 조건의 확인이 불가능하기에 보수적인 추정을 위해서 최근 3개년 평균 매출 비중을 적용해 추정했다. 그 외 기타 계정은 변동비 및 고정비로 분류하여 매출 연동, AVG, flat을 적용해 추정했다.

표 19. 매출원가 주요 비용 추정

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	평균	2023F	2024F	2025F
전력비	19	23	20		28	32	39
% of Sales	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
수출비	2	1	0		1	1	2
% of Sales	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연료비	3	2	10		7	8	9
% of Sales	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
용역비	87	91	89		119	139	166
% of Sales	2.9	2.9	2.5	2.8	2.8	2.8	2.8
외주가공비	903	873	1,014	*2개년	1,212	1,413	1,688
% of Sales	30.3	28.2	28.9	28.5	28.5	28.5	28.5
기타비용	228	343	578		498	581	694
% of Sales	7.6	11.1	16.5	11.7	11.7	11.7	11.7

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

1.1 원재료 및 소모품 등의 사용

동사의 원재료 및 소모품 사용액은 변압기의 **주요 원재료인 구리와 GO(방향성 전기강판)를 바탕으로 추정했다.** 먼저 원재료들의 매입액을 추정한 후, 사용액과 매입액의 비율을 토대로 원재료 및 소모품 사용액을 도출했다.

주요 원재료의 매출액은 해당 제품의 단가를 기반으로 추정하였다. **강판은 수요 대비 공급 부족으로 인해 꾸준한 가격 상승세를 보이는 상황이다.** 이러한 경향성이 변압기 시장의 성장세에 힘입어 지속될 것으로 판단했고, 보수적인 관점에서 동사가 강판을 단독 매입하고 있는 POSCO의 대표 규격 평균 단가에 매년 10% 증가율을 곱해 매입액을 추정했다.

구리의 경우, 최근 원자재 가격이 일정하게 유지된다는 가정하에 단가를 추정하였으며, 내수가는 런던금속거래소(LME)에서 고시한 가격과 달러 환율로 결정된 값을 활용했다. 추정된 단가를 기반으로 매입액을 도출한 이후에는 원재료의 매입액 대비 사용액의 비율 값을 토대로 사용액을 추정했다. 이때, 해당 비율 값은 재고가 본격적으로 소모되기 시작한 시점인 2022년도의 데이터를 기반으로 계산했다.

표 20. 주요 원재료 매입액

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주요 원재료 매입액	77	95	140	146	150	156
원재료 및 소모품 등의 사용	1,174	1,162	1,532	1,599	1,636	1,708
주요 매입액/사용액	6.6%	8.2%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
매출액 대비	39%	38%	44%	38%	33%	29%
주요 원재료 매입액 추정						
GO (방향성 전기강판)	27	31	59	65	72	79
가격 (단위 : ₩/㎏)	2,032	2,507	3,582	3,940	4,334	4,768
(%YoY)		23.4	42.9	10.0	10.0	10.0
구리	50	64	81	81	78	77
가격 (단위 : ₩/㎏)	6,441-8,750	9,008-11,867	10,171-12,889			
구리 추정 평균	7,596	10,438	11,530	11,568	11,118	11,028
(%YoY)		37.4	10.5	0.3	-3.9	-0.8
연평균 구리값	3	4	4	4	4	4
(%YoY)	0.0	51.9	-7.3	-1.7	4.0	4.0
달러환율(원)	1,180	1,145	1,294	1,320	1,219	1,162
(%YoY)		-3.0	13.0	2.0	-7.6	-4.7

자료: 효성중공업, LME, 우리은행, KUVIC 리서치 5팀

1.2 종업원 급여

동사의 인력비의 경우 종업원 급여와 외주가공비로 나뉜다. 앞서 확인한 것과 같이 외주가공비는 매출에 일정하게 연동되는 추이를 보이나, 종업원 급여의 경우 고정비적 특성을 보인다. 동사는 해외에서도 생산법인을 운영하고 있으며, **종업원 급여 항목은 미국 법인 효성하이코(Hyosung HICO)를 구분해 추정을 진행했다.**

22년 말에 동사는 미국 법인에 대해 CAPA 증설과 함께 5년에 걸쳐 2배 이상 증원 계획을 발표한 바 있다. 해당 계획에 따라 효성 하이코(Hyosung HICO)는 점진적으로 직원 수가 늘어날 것으로 추정했다. 별다른 증원 계획이 없는 다른 지역 생산법인들에 대해서는 flat하다고 가정했다. 1인당 급여는 동사의 과거 급여 데이터에 국내 TIU의 명목임금

상승률을 적용하여 계산했다. 이를 토대로 추산한 각 생산 법인의 직원 수와 연도별 1인당 급여액, 그리고 임금 상승률을 곱하여 종업원 급여 항목을 추정했다.

표 21. 종업원 급여

(단위 : 십억원, 명)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
급여	386	406	454	483	519	581
전체 직원 수	960	816	854	876	924	1,012
효성하이코 (Hyosung HICO) 직원 수			220	242	290	378
1인당 급여	0.40	0.50	0.53	0.55	0.56	0.57
임금상승률				3.6%	1.9%	2.3%

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

표 22. 급여 인식

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	<<평균	2023F	2024F	2025F
급여	386	406	454		483	519	581
매출원가 급여	317	320	360	80%	386	415	465
판관비 급여	69	87	95	20%	97	104	116

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

2. 판매비와 관리비

동사는 생산 설비에 직접적으로 영향을 받는 비용 구조를 갖추고 있어 판매비와 관리비 내에서 변동비가 차지하는 비중이 매우 높다. 따라서 동사의 판매비와 관리비는 고정비와 변동비로 분류하여 추정하였다. 종업원 급여를 제외한 변동비 항목들 및 연구개발비는 매출액과 연동했다. 판관비의 퇴직급여는 1인당 급여 증가 추이에 1년 후행한다고 가정했다.

표 23. 판매비와 관리비 내 퇴직급여

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
판관비 퇴직급여	31	13	11	12	12	12
1인당 급여	0.40	0.50	0.53	0.55	0.56	0.57
증감률			6.8%	3.6%	1.9%	2.3%

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

표 24. 계정 별 매출액 대비 비중

(단위 : %)	2020	2021	2022	《평균	2023F	2024F	2025F
판매비와 관리비	10.7	8.1	7.2	8.7	7.4	7.2	7.0
급여	2.3	2.8	2.7	2.6	2.3	2.1	2.0
퇴직급여	1.0	0.4	0.3	0.6	0.3	0.2	0.2
복리후생비	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
교육훈련비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
여비교통비	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
통신비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세금과공과	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
임차료	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
대손상각비	0.2	-0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
감가상각비	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
무형자산상각비	0.7	0.6	0.6	0.7	0.1	0.2	0.2
해외지사관리비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
광고선전비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
지급수수료	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
수출비	2.2	0.5	-0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
기타	1.7	1.4	1.0	1.4	1.4	1.4	1.4
연구개발비	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

3. 감가상각비

동사는 기기 생산을 위한 유형자산인 기계장치, 건물, 공기구비품과 정부보조금 수령, 연결 범위 변동이 반영된 무형자산을 보유하고 있다. 유형자산의 감가상각비 중 81%는 매출원가에, 19%는 판관비에 할당된다. 무형자산의 경우 28%가 매출원가에, 71%가 판관비에, 1% 미만은 연구 개발비에 할당되어 있다. 이에 따라 감가상각비는 별도로 추정하였으며, 잔존가치는 0으로 전제하고 정액법을 적용하여 상각했다.

4. 추정손익계산서

법인세비용은 2023년 개정 과세표준 한계세율을 적용해 추정했다. 비지배주주순이익은 지분법에 기반한 지분율을 고려하여 계산했으며 대부분이 진흥기업에서 나왔다. 진흥기업의 순수 지분율은 관계기업으로서 관계지분손익을 통해 영입외손익에 반영되어야 하나 동사는 실질적인 영향력을 고려하여 종속기업으로 분류하여 지분법을 인식했다. Hyosung South Africa, Ltd.와 케이비와이즈스타전문투자형 투자신탁은 개별 당기순이익을 추정하는데 한계가 있기에 과거 3년간 평균을 사용했다. 진흥기업은 남아있는 잔고 수주를 고려하여 매출액이 일정 궤도에 오른 21년 이후 2개년 평균을 통해 추정하였다. 효성 하이드로젠은 내년 이후 액화 수소 매출액이 가시화되고 성장이 예상되나 사업 초기라는 점을 감안하여 NPM 2%를 부여함으로써 비지배순이익을 도출했다.

표 25. 추정손익계산서

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,984	3,095	3,510	4,246	4,950	5,913
(%YoY)		4	13	21	17	19
매출원가	2,589	2,691	3,076	3,651	4,165	4,742
매출원가율(%)	86.8	87.0	87.6	86.0	84.1	80.2
GPM(%)	13.2	13.0	12.4	14.0	15.9	19.8
재고자산원가	1,122	1,108	1,100	1,395	1,579	1,686
% of Sales	37.6	35.8	31.3	32.9	31.9	28.5
종업원 급여	317	320	360	483	519	581
% of Sales	10.6	10.3	10.2	11.4	10.5	9.8
감가상각비 및 무형자산상각비	45	42	51	59	69	88
% of Sales	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	1.5
기타비용	1,105	1,221	1,564	1,713	1,997	2,386
% of Sales	37.0	39.4	44.6	40.3	40.3	40.3
매출총이익	395	404	435	595	785	1,171
판매비와 관리비	318	251	253	314	356	416
급여	69	87	95	97	104	116
퇴직급여	31	13	11	12	12	12
복리후생비	7	9	13	13	15	18
교육훈련비	1	1	1	2	2	2
여비교통비	3	4	8	7	8	9
통신비	1	1	1	1	2	2
세금과공과	7	8	9	11	12	15
임차료	0	1	2	1	1	2
대손상각비	5	-6	3	0	1	1
감가상각비	11	9	9	8	8	11
무형자산상각비	20	20	23	6	8	9
해외지사관리비	1	3	5	4	5	6
광고선전비	1	2	2	2	2	3
지급수수료	45	43	54	63	73	87
수출비	65	14	-18	30	35	42
기타	50	43	37	58	68	81
연구개발비	34	33	39	47	55	65
영업이익	44	120	143	234	375	690
OPM(%)	1.5	3.9	4.1	5.5	7.6	11.7
기타수익	26	48	16	30	30	30
기타비용	37	39	23	33	33	33
금융수익	118	89	395	201	201	201
금융비용	169	122	470	254	254	254
관계기업지분법손실	0	1	2	1	1	1
법인세비용차감전순이익	-18	94	59	177	318	633
법인세비용	1	18	31	59	67	142
당기순이익	-20	76	29	118	251	490
비지배주주순이익	3	58	19	27	27	27
지배주주순이익	-22	19	10	91	224	464
지배주주 NPM(%)	-0.7	0.6	0.3	2.1	4.5	7.8

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

표 26. 종속 기업 순이익

종속회사 (지분법 대상)	지분율	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	비고
Hyosung South Africa, Ltd.	50%	-	-	-	0	0	0	37개년 평균 NI
진흥기업	48.2%	20	53	50	51	51	51	27개년 평균 NI
케이비와이즈스타전문투자형	99.8%	4	5	1	3	3	3	37개년 평균 NI
효성하이드로젠	51%	-	-	-	0	0	0	NPM 2% 적용

자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

표 27. 시나리오별 밸류에이션

(단위 : 십억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Bear						
매출액	2,984	3,095	3,510	4,190	4,881	5,809
중공업	1,694	1,794	1,988	2,694	3,414	4,342
건설	1,298	1,277	1,495	1,463	1,429	1,423
기타	21	23	27	32	37	44
매출총이익	395	404	435	561	744	1,109
영업이익	44	120	143	204	337	633
당기순이익	-20	76	29	87	222	447
GPM(%)	13.2	13.0	12.4	13.4	15.2	19.1
OPM(%)	1.5	3.9	4.1	4.9	6.9	10.9
지배주주 NPM(%)	-0.7	0.6	0.3	1.4	4.0	7.2
Base						
매출액	2,984	3,095	3,510	4,246	4,950	5,913
중공업	1,694	1,794	1,988	2,751	3,484	4,447
건설	1,298	1,277	1,495	1,463	1,429	1,423
기타	21	23	27	32	37	44
매출총이익	395	404	435	595	785	1,171
영업이익	44	120	143	234	375	690
당기순이익	-20	76	29	118	251	490
GPM(%)	13.2	13.0	12.4	14.0	15.9	19.8
OPM(%)	1.5	3.9	4.1	5.5	7.6	11.7
지배주주 NPM(%)	-0.7	0.6	0.3	2.1	4.5	7.8
Bull						
매출액	2,984	3,095	3,510	4,302	5,019	6,018
중공업	1,694	1,794	1,988	2,807	3,553	4,551
건설	1,298	1,277	1,495	1,463	1,429	1,423
기타	21	23	27	32	37	44
매출총이익	395	404	435	629	827	1,234
영업이익	44	120	143	265	412	746
당기순이익	-20	76	29	2.8	5.0	8.4
GPM(%)	13.2	13.0	12.4	14.6	16.5	20.5
OPM(%)	1.5	3.9	4.1	6.2	8.2	12.4
지배주주 NPM(%)	-0.7	0.6	0.3	2.8	5.0	8.4

자료: KUVIC 리서치 5팀

Valuation Method: SOTP Valuation

1. SOTP Peer P/E Valuation

본 보고서는 동사의 밸류에이션의 방법으로 **Peer 그룹을 통한 SOTP Valuation**을 제시한다. 중공업 부문의 관점에서 동사는 전력망 교체 시기, IRA, 중국 공급망 배제, 친환경 에너지 전환 정책 등이 맞물려 발생한 **전력기기 초 사이클의 수혜를 받고 있는 기업**이다. 심지어 전력기기 및 변압기의 사이클은 이제 초입을 지나고 있다. 지난 10년간 고난의 행군을 이어오던 국내 변압기 시장과 동사에게 **유례없는 이익 창출의 기회가 발생**하고 있다는 점에서 **Historical Per가 아닌 Forward Per**를 사용했다.

또한 현재의 변압기 수요 폭증과 공급 부족은 동사에만 해당하는 사항이 아니라 글로벌 공급망을 갖춘 기업들에게 **동시다발적인 수혜를 제공**하고 있기에 **Peer 그룹을 통해 비교하는 것이 합리적이라 판단**한다. 건설업의 경우 사업 구조가 상대적으로 단순하고 시장의 변화에 대해 일괄적인 영향을 받기에 Peer 기업과의 비교가 명확하다. 그리고 건설업 시장의 불황은 2022년부터 이어져 온 구조적 상황이기에 Historical Per를 사용하는 것이 타당하다.

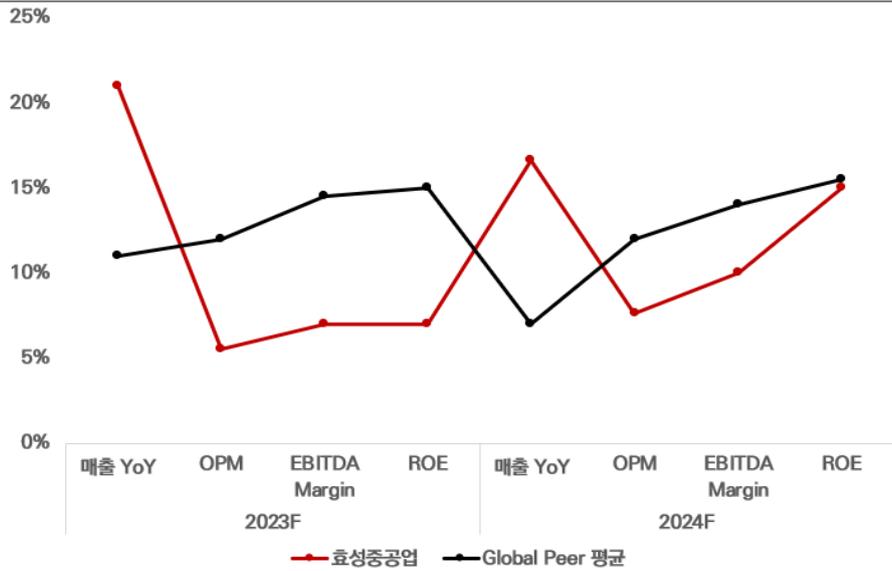
주요 사업부인 **중공업 사업부와 건설 사업부**는 **상이한 시장 상황에 속해 있다**. 초호황을 맞이하며 극적인 매출 및 OPM 개선을 보이고 있는 중공업 사업부와 저가 수주 처리와 PF리스크 관리 등을 통해 불황에 대응하고 있긴 하나 시장 자체의 불안정성이 해소되지 않은 건설 사업부를 **통합하여 밸류에이션** 하는 것은 기업 가치 평가에 **왜곡을 유발할 수 있다**. 따라서 SOTP를 통해 사업부를 분리하여 밸류에이션을 진행하고자 한다.

2. 중공업 부문 Peer 선정

국내 Peer로 HD현대일렉트릭을 선정했다. 국내에서 **중대형 전력 변압기를 통해 매출이 발생**하고, 북미향 매출 증가 수혜도 **동일하게 받을 수 있는 유일한 기업**이다. Global Peer의 경우 글로벌 및 북미에서 높은 점유율을 차지하는 5개의 Main Player를 선정했다.

동사를 Global Peer와 직접 비교하는 것은 무리가 있다. 다만 **동사의 마진 개선율과 매출액 성장률은 글로벌 플레이어를 능가하고 있으며 향후 글로벌 Peer의 OPM 수준에 도달할 수 있기에** Global Peer의 12M Forward PER에 할인을 적용해 반영했다. 현재 동사에 대한 55%의 수준의 할인은 과도한 것으로 판단되며, 보수적인 관점에서 35%의 할인을 받는 것이 합당하다. 이에 따라 중공업 사업 부문 12M PER은 11.72x로 도출되었다.

그림 31. 효성중공업과 Global Peer의 주요 재무 지표 비교



자료: 효성중공업, KUVIC 리서치 5팀

3. 건설업 부문 Peer 선정

건설업 부문의 Peer 선정 기준은 1) 아파트를 필두로 한 주택 건설 중심의 사업 포트폴리오와 2) 시공능력평가순위이다. 동사의 건설 사업부는 ‘해링턴플레이스’ 아파트 브랜드를 주축으로 주상복합, 오피스텔 등의 건설 사업을 영위하고 있으며 매출의 90% 이상이 주택 건설 사업으로 구성되어 있다. 또한 건설사 시공능력평가에서 1조 1,443억원으로 41위를 차지했다.

이에 따라 본 리서치팀은 동원개발과 화성산업을 Peer로 선정하였다. 동원개발은 동원로얄듀크, 비스타동원 아파트 브랜드를 보유하고 주택사업 및 관급, 도급 사업을 영위한다. 화성산업은 화성파크드림 아파트 브랜드를 보유하고 주택사업 중심의 사업을 영위한다. 동원개발의 경우, 시공능력평가액이 1조 4,881억원으로 건설사 중 31위이며, 화성산업은 시공능력평가액 9,725억원으로 43위의 순위를 보여주었다. 국토교통부 기준의 시공능력평가는 최근 3년간 진행된 수주의 연평균 금액, 재무 상황, 기술 수준 등을 고려하기에 위 순위는 기업의 역량과 가치평가에 있어 훌륭한 지표가 될 것으로 판단하며 두 기업 기준 12M PER를 3.07x로 도출했다.

4. 목표 주가

표 28. SOTP Valuation

(단위 : 십억원, 백만주, 원)	Valuation	비고
중공업 NI	201	2024년 당기 순이익
건설 NI	50	
적정 시가총액	2,507	중공업 Target PER 11.72x, 건설 Target PER 3.07x
발행 주식 수	9.3	9,324,548주
적정 주가	268,853	
목표 주가	269,000	
현재 주가	167,600	
상승여력	60.5%	

자료 : KUVIC 리서치 5팀

SOTP 사업부 분할을 위해 당기 지배주주순이익을 2024년 기준 매출액 비율로 구분하고, 높은 마진 기여도를 고려하여 중공업 사업부에 프리미엄을 부여하였다. 그 결과 적정 시가총액은 2조 5,070억원, 목표 주가는 269,000원이 도출되었다. 이에 따라 당사는 현재 주가 기준 60.5%의 상승 여력을 보유하고 있는 것으로 판단한다. 이는 거대한 성장 스토리를 목전에 둔 동사에게 결코 과도한 평가가 아니며 매년 실적을 통해 그 가치를 증명할 것이다.

Compliance Notice

- 본 보고서는 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 리서치 결과를 토대로 한 분석 보고서입니다.
 - 본 보고서에 사용된 자료들은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC이 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나 그 정확성이나 완전성을 보장하지 못합니다.
 - 본 보고서는 투자 권유 목적으로 작성된 것이 아닌 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC의 스터디 목적으로 작성되었습니다.
 - 따라서 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다.
- 본 보고서에 대한 지적재산권은 고려대학교 가치투자동아리 KUVIC에 있으며 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.