

# SK COMPANY Analysis



Analyst

나민식, CFA

minsik@sksc.co.kr

02-3773-9503

## Company Data

자본금	47 십억원
발행주식수	932 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	636 십억원
주요주주	
효성(외13)	54.63%
국민연금공단	7.03%
외국인지분율	9.97%
배당수익률	0.0%

## Stock Data

주가(23/04/10)	68,200 원
KOSPI	2,512.08 pt
52주 Beta	1.1
52주 최고가	89,800 원
52주 최저가	49,050 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.0%	-11.3%
6개월	9.8%	-2.4%
12개월	19.6%	28.6%

## 효성중공업 (298040/KS | 매수(유지) | T.P 92,000 원(유지))

### 1Q23 Preview: 단기적으로는 눈높이를 낮추자

- 영업이익은 시장 기대치를 하회할 것으로 예상
- 과거 저가 수주 변압기가 매출액으로 인식되면서 중공업 사업부 수익성 하락
- 그러나 여전히 변압기 업황은 긍정적으로 판단하고 있음
- 2월 한국 변압기 수출금액, 수출단가는 고점 갱신
- 최근 수주 받은 변압기 OPM 7~9% 수준에서 형성되고 있음

### 1Q23 Preview: 저가수주 반영되어 영업이익 기대치 하회

매출액 7,019억원(+17.1% YoY), 영업이익 189억원(흑자전환, OPM 2.7%)를 전망한다. 매출액은 컨센서스에 부합하는 반면에 영업이익은 기대치를 32% 하회할 것으로 예상된다. 영업이익이 부진한 이유는 19~20년 저가수주한 변압기가 매출액으로 인식되면서 중공업 사업부 수익성이 낮아졌기 때문이다. 1Q23 중공업 사업부 OPM 2.5%(vs. 22년 3.4%)를 전망한다. 23년 상반기까지 수익성이 낮은 변압기가 매출액으로 인식될 것으로 보인다.

### 여전히 변압기 업황은 맑음

기대치를 하회하는 실적이 변압기 업황이 꺾였다는 것을 의미하진 않는다. ① 2월 한국 변압기 수출금액은 102 백만 달러(+38% YoY)를 기록하며 증가하고 있다. 마찬가지로 변압기 수출단가 역시 상승세가 이어지고 있다. ② 최근 수주 받은 변압기 OPM은 7~9% 수준에서 형성되고 있다. 22년 중공업 사업부 OPM 3.4%와 비교하면 수익성이 뚜렷이 개선되었음을 확인 할 수 있다. 노후 변압기 교체수요 그리고 신재생에너지 증가로 인한 신규 변압기 수요가 증가하고 있다.

### 23년은 연간은 상저하고

23년 연간 매출액은 4조 650억원(+15.8% YoY), 영업이익 1,704억원(+19% YoY, OPM 4.2%)를 전망한다. 직전 추정 영업이익 2,010억원(OPM 4.9%)에서 하향조정했다. 상반기 중공업 사업부 영업이익률을 하향했기 때문이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	2,984	3,095	3,510	4,065	4,591	5,332
yoy	%	-21.1	3.7	13.4	15.8	12.9	16.1
영업이익	십억원	44	120	143	170	248	354
yoy	%	-66.2	172.4	19.3	19.0	45.3	42.9
EBITDA	십억원	120	191	226	258	341	455
세전이익	십억원	-18	94	60	38	141	252
순이익(지배주주)	십억원	-22	58	10	31	112	201
영업이익률%	%	1.5	3.9	4.1	4.2	5.4	6.6
EBITDA%	%	4.0	6.2	6.4	6.4	7.4	8.5
EPS(계속사업)	원	-2,382	6,178	1,096	3,273	12,064	21,597
PER	배	-26.1	9.4	71.2	21.0	5.7	3.2
PBR	배	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	배	15.1	9.5	9.9	10.1	7.8	5.9
배당수익률	%	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	%	-2.5	6.3	1.1	3.1	10.6	16.5
순차입금	십억원	1,139	1,158	1,380	1,840	1,899	1,921
부채비율	%	282.5	287.9	325.4	384.5	377.4	353.9

1Q23 Preview: 영업이익 기대치 하회 전망

(십억원, %)	당사 추정치	컨센서스	Diff	직전 추정치	Diff
매출액	702	699	▲ 0.4%	702	-
영업이익	19	28	▼ 32.1%	33	▼ 42%
세전이익	-14	17	▼ 182.4%	23	▼ 161%
순이익	-11	9	▼ 222.2%	19	▼ 158%

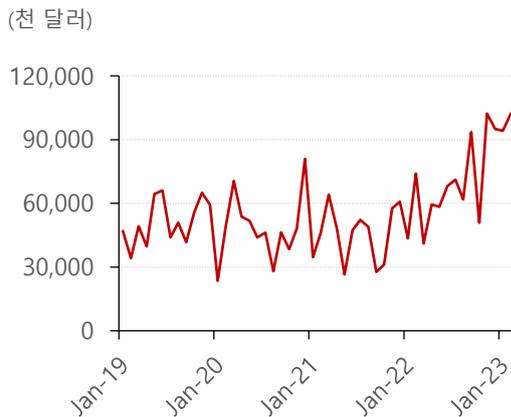
자료: 효성중공업, SK 증권

분기 실적추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E
매출액	600	927	786	1,197	702	1,011	972	1,380	790	1,140	1,099	1,563
YoY	2.8%	31.4%	7.4%	11.5%	17.1%	9.1%	23.7%	15.2%	12.5%	12.8%	13.0%	13.3%
중공업	283	517	432	757	354	568	583	908	407	653	670	1,045
건설	312	402	347	433	344	434	382	464	378	477	420	510
기타	4	8	7	7	5	9	8	8	5	9	8	8
영업이익	-5	42	56	50	19	30	45	77	29	44	65	110
영업이익률	-0.8%	4.5%	7.1%	4.2%	2.7%	3.0%	4.6%	5.6%	3.6%	3.9%	5.9%	7.0%
중공업	-16	13	40	30	9	17	35	64	14	26	47	84
건설	22	34	25	22	15	20	16	19	19	26	25	33
기타	-11	-5	-8	-3	-5	-7	-7	-6	-5	-8	-7	-7
금융손익	-8	-18	-19	-29	-31	-32	-29	-25	-28	-27	-26	-26
기타영업외손익	0	1	3	-11	-2	-7	-4	-3	-3	1	0	2
관계기업등 투자손익	0	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
세전이익	-13	25	40	9	-14	-9	12	49	-2	18	38	86
법인세	4	13	6	7	-3	-2	2	10	0	4	8	17
순이익	-18	12	34	1	-11	-7	9	39	-2	15	31	69
당기순이익률(%)	-3.0%	1.3%	4.3%	0.1%	-1.6%	-0.7%	1.0%	2.8%	-0.2%	1.3%	2.8%	4.4%

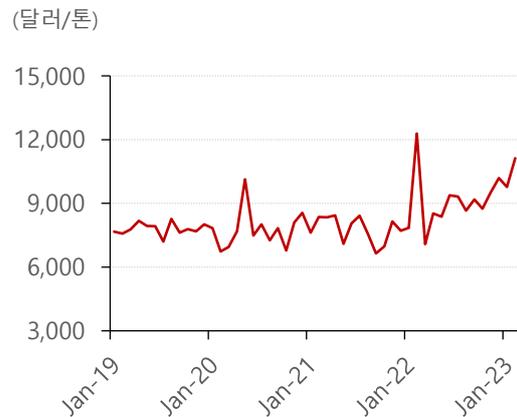
자료: 효성중공업, SK 증권

한국 변압기 수출금액: 23년 2월 고점 갱신



자료: SK 증권, 무역통계

한국 변압기 수출단가: 상승추세 이어지는 중



자료: SK 증권, 무역통계

Key Factors

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
중공업 영업이익률	-1.1%	-1.6%	2.2%	3.4%	5.2%	6.2%
건설 영업이익률	8.7%	8.1%	9.2%	6.9%	4.4%	5.8%

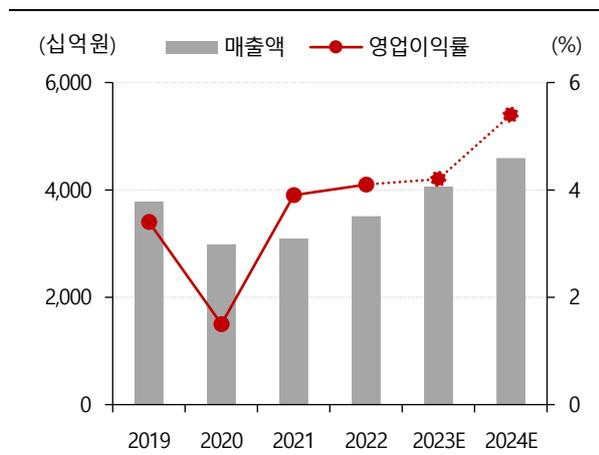
자료: 효성중공업, SK 증권

연간 실적추정

(십억원)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,781	2,984	3,095	3,510	4,065	4,591
YoY	-	-21.1%	3.7%	13.4%	15.8%	12.9%
중공업	1,800	1,694	1,794	1,988	2,413	2,775
건설	1,961	1,268	1,277	1,495	1,623	1,786
기타	20	21	23	27	29	30
영업이익	130	44	120	143	170	248
영업이익률	3.4%	1.5%	3.9%	4.1%	4.2%	5.4%
중공업	-21	-27	39	68	124	171
건설	170	103	118	103	72	104
기타	-19	-32	-36	-27	-26	-27
금융손익	-69	-51	-33	-74	-116	-108
기타영업외손익	-6	-11	9	-7	-16	1
관계기업등 투자손익	0	0	-1	-2	0	0
세전이익	56	-18	94	60	38	141
법인세	40	1	18	31	8	28
순이익	16	-19	77	29	31	112
당기순이익률(%)	0.4%	-0.6%	2.5%	0.8%	0.8%	2.5%

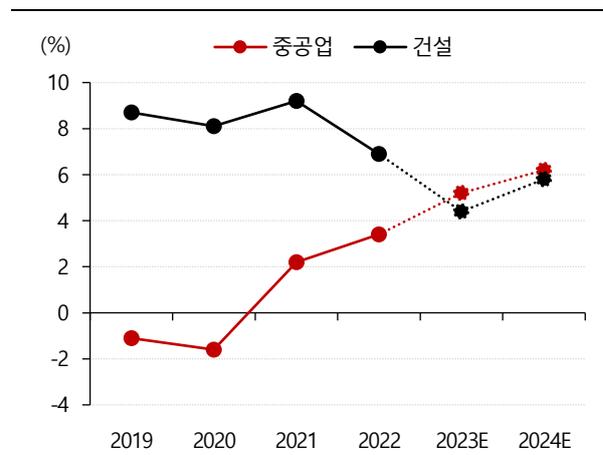
자료: 효성중공업, SK 증권

매출액, 영업이익률 추이



자료: 효성중공업, SK 증권

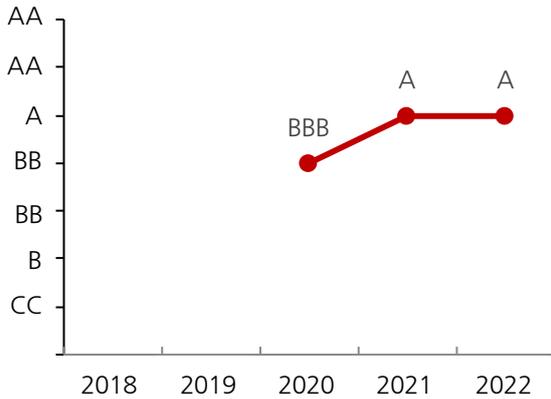
중공업, 건설 영업이익률 추이



자료: 효성중공업, SK 증권

## ESG 하이라이트

### 효성중공업 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발	Refinitiv	Bloomberg
<b>효성중공업 종합 등급</b>	<b>A</b>	<b>N/A</b>	<b>65.3</b>
환경(Environment)	47.4	N/A	63.8
사회(Social)	49.1	N/A	48.0
지배구조(Governance)	59.9	N/A	84.1
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
두산에너지빌리티	<b>A</b>	<b>B</b>	<b>63.6</b>
현대두산인프라코어	<b>AAA</b>	<b>B-</b>	<b>55.1</b>
두산밥캣	<b>A</b>	<b>C+</b>	<b>60.2</b>

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 효성중공업 ESG 평가

전력기기 절연물을 친환경 소재로 바꾼 친환경 제품을 개발하고 공급하고 있음. 또한 수소 충전소 확대 및 공급개발, 린데와 기술제휴를 통해서 국내 액화수소 충전소를 구축할 계획임

자료: SK 증권

### 효성중공업 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.04.02	녹색채권	72,000	2.314

자료: KRX, SK 증권

### 효성중공업 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2022.12.25	사회(Social)	경북지역의 한 중소기업, 효성중공업 갑질...21 일 공정위 조사
2022.09.06	사회(Social)	[1 보] 현대제철 "인천공장 내 효성중공업 ESS 센터서 불... 조업에 차질 없어"
2022.07.19	사회(Social)	다음투자증권, 효성중공업 제기 손해소 2심서 승소
2021.10.10	사회(Social)	반복되는 노동자 죽음...중대재해처벌법 시행되면 달라질까
2021.08.23	사회(Social)	공정위, 대구염색공단 공사 입찰 담합 기업에 과징금
2021.04.13	지배구조(Governance)	공정위, 효성 현장조사...효성중공업 부당지원 혐의

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	1,562	2,221	2,943	3,320	3,845
현금및현금성자산	81	213	257	278	307
매출채권 및 기타채권	891	1,166	1,343	1,521	1,769
재고자산	413	629	724	821	954
<b>비유동자산</b>	2,461	2,472	2,549	2,629	2,726
장기금융자산	385	411	467	523	601
유형자산	1,256	1,288	1,307	1,360	1,409
무형자산	148	145	113	79	42
<b>자산총계</b>	4,023	4,693	5,493	5,950	6,571
<b>유동부채</b>	1,944	2,505	3,289	3,656	4,073
단기금융부채	656	1,003	1,561	1,700	1,801
매입채무 및 기타채무	649	652	1,175	1,331	1,548
단기충당부채	21	27	31	35	40
<b>비유동부채</b>	1,042	1,085	1,070	1,047	1,050
장기금융부채	636	670	630	582	550
장기매입채무 및 기타채무	237	251	251	251	251
장기충당부채	129	130	150	170	198
<b>부채총계</b>	2,986	3,590	4,359	4,704	5,123
<b>지배주주지분</b>	932	975	1,005	1,118	1,319
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892	892
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	29	69	99	212	413
비지배주주지분	105	129	129	129	129
<b>자본총계</b>	1,037	1,103	1,134	1,246	1,448
<b>부채와자본총계</b>	4,023	4,693	5,493	5,950	6,571

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	32	-113	97	184	272
당기순이익(손실)	77	29	31	112	201
비현금성항목등	144	193	194	213	236
유형자산감가상각비	50	51	56	59	64
무형자산상각비	20	31	32	34	37
기타	73	111	106	120	136
운전자본감소(증가)	-101	-308	-21	-22	-30
매출채권및기타채권의감소(증가)	-67	-212	-177	-178	-248
재고자산의감소(증가)	-5	-213	-96	-96	-134
매입채무및기타채무의증가(감소)	25	136	155	156	217
기타	-54	-18	96	97	135
법인세납부	-12	0	-8	-28	-50
<b>투자활동현금흐름</b>	-83	-103	-178	-186	-214
금융자산의감소(증가)	27	21	-12	-12	-17
유형자산의감소(증가)	-41	-91	-75	-112	-112
무형자산의감소(증가)	-24	-1	0	0	0
기타	-45	-32	-90	-61	-85
<b>재무활동현금흐름</b>	23	286	517	92	68
단기금융부채의증가(감소)	-150	235	557	140	100
장기금융부채의증가(감소)	195	79	-40	-48	-32
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-22	-28	-0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	29	132	44	21	29
기초현금	52	81	213	257	278
기말현금	81	213	257	278	307
FCF	-9	-205	22	72	160

자료 : 효성중공업, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	3,095	3,510	4,065	4,591	5,332
<b>매출원가</b>	2,690	3,075	3,549	3,957	4,536
<b>매출총이익</b>	404	435	516	633	796
매출총이익률(%)	13.1	12.4	12.7	13.8	14.9
<b>판매비와 관리비</b>	284	292	346	386	442
<b>영업이익</b>	120	143	170	248	354
영업이익률(%)	3.9	4.1	4.2	5.4	6.6
<b>비영업손익</b>	-26	-83	-132	-107	-102
순금융손익	-35	-54	-98	-92	-85
외환관련손익	1	-23	-18	-16	-15
관계기업등 투자손익	-1	-2	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	94	60	38	141	252
세전계속사업이익률(%)	3.0	1.7	0.9	3.1	4.7
<b>계속사업법인세</b>	18	31	8	28	50
<b>계속사업이익</b>	77	29	31	112	201
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	77	29	31	112	201
순이익률(%)	2.5	0.8	0.8	2.5	3.8
<b>지배주주</b>	58	10	31	112	201
지배주주귀속 순이익률(%)	1.9	0.3	0.8	2.5	3.8
<b>비지배주주</b>	19	19	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	68	62	31	112	201
<b>지배주주</b>	49	42	27	98	175
<b>비지배주주</b>	19	20	4	15	26
<b>EBITDA</b>	191	226	258	341	455

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.7	13.4	15.8	12.9	16.1
영업이익	172.4	19.3	19.0	45.3	42.9
세전계속사업이익	흑전	-36.6	-36.2	268.6	79.0
EBITDA	59.2	18.3	14.5	32.1	33.2
EPS	흑전	-82.3	198.8	268.6	79.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	2.0	0.7	0.6	2.0	3.2
ROE	6.3	1.1	3.1	10.6	16.5
EBITDA마진	6.2	6.4	6.4	7.4	8.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	80.3	88.7	89.5	90.8	94.4
부채비율	287.9	325.4	384.5	377.4	353.9
순차입금/자기자본	111.6	125.1	162.3	152.4	132.7
EBITDA/이자비용(배)	4.7	3.9	2.6	3.7	5.3
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	6,178	1,096	3,273	12,064	21,597
BPS	100,052	104,593	107,866	119,931	141,527
CFPS	13,743	9,917	12,689	22,091	32,396
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	9.4	71.2	21.0	5.7	3.2
PBR	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
PCR	4.2	7.9	5.4	3.1	2.1
EV/EBITDA	9.5	9.9	10.1	7.8	5.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			목표가격 대상시점	최고(최저) 평균주가대비 추가대비
2023.02.22	매수	92,000원	6개월	
2020.07.09	Not Rated			



**Compliance Notice**

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 04월 10일 기준)**

매수	93.20%	중립	6.80%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------