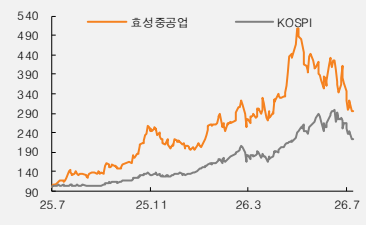


투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	5,000,000원
현재주가(26/7/14)	2,677,000원
상승여력	86.8%

영업이익(26F, 십억원)	1,042
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	1,094
EPS 성장률(26F, %)	30.9
MKT EPS 성장률(26F, %)	261.0
P/E(26F, x)	36.7
MKT P/E(26F, x)	7.0
KOSPI	6,856.83
시가총액(십억원)	24,962
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	55.9
외국인 보유비중(%)	26.4
벤테(12M) 일간수익률	1.28
52주 최저가(원)	1,008,000
52주 최고가(원)	4,601,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-20.7	26.0	165.6
상대주가	-6.1	-13.2	24.0



[전력 솔루션]

김태형
taehyoung.kim@miraeasset.com

효성중공업

Made in USA, Sold in USA

투자 의견 '매수', 목표주가 500만원으로 커버리지 개시

효성중공업에 대해 투자 의견 '매수'와 목표주가 500만원으로 커버리지를 개시한다. 현재 주가 대비 상승여력은 86.8%로 전력기기 섹터 내 최선호주로 선정한다. 목표 주가는 2028F EPS에 타겟 멀티플 33.4배를 부여해 산출했다. 타겟 멀티플은 GEV, Siemens, Hitachi 등 800kV급 초고압 변압기 생산능력을 보유한 글로벌 경쟁사들의 2028F PER을 평균해 산출했다. 경쟁사 대비 적극적인 증설과 미국 현지 생산에 따른 수익성을 고려해 산업 평균의 밸류에이션은 타당하다고 판단한다.

결국 중요한건 미국 시장

동사는 북미 시장을 주축으로 수주 비중을 빠르게 확대하고 있다. 동사는 미국 내 유일하게 765kV급 변압기 생산이 가능한 멤피스 공장을 보유하고 있으며, 765kV 변압기 누적 설치량 1위를 점하고 있다. 이를 바탕으로 2022년 초반부터 유틸리티사 중심의 초고압 프로젝트 수주를 늘려나와 26년 1분기 북미향 수주 비중은 77%에 달한다. 북미향 매출 비중 역시 2023년 17%에서 2026년 1분기 33%로 두배 가까이 성장했다. 통상 제품의 수주부터 매출까지 3년이 소요되는 점을 고려하면 북미향 매출 비중 확대 흐름은 중장기적으로 지속될 것으로 전망한다.

미국 전력기기 시장은 타 지역 대비 건조한 수익성이 예상된다. 미국은 전력망 병목이 극심한 만큼 제품 판가가 높게 형성되어 있다. 한국의 대형변압기 수출단가를 살펴보면 글로벌 평균 ASP는 kg당 21.1불에 형성된 반면 미국 시장은 kg당 23.6불로 프리미엄이 뚜렷하다. 미국 변압기 가격의 proxy인 PPI 역시 최근 수년간 가파른 상승세를 이어가고 있어 판가 상승 기조는 당분간 지속될 것으로 전망한다. 북미향 수주 비중 확대와 함께 동사의 수익성 또한 빠르게 개선될 것으로 분석한다.

사업 포트폴리오에 따른 할인은 여전

동사는 중공업 부문의 이익 비중 확대에 따른 리레이팅이 기대된다. 과거 동사는 건설업에 치중된 사업 포트폴리오로 순수 전력기기 기업 대비 할인을 받아왔다. 다만 최근 동사의 중공업 부문의 증익이 본격화됨에 따라 기존 할인 요인은 점진적으로 해소될 전망이다. 당사의 추정치 기준 28년 중공업과 건설업의 영업이익은 각각 1조 8,003억원과 1,033억원으로 중공업 부문이 전체 이익의 94.6%를 차지할 것으로 추정한다. 이익 구조가 전력기기 중심으로 재편되는 만큼, 밸류에이션은 할인을 넘어 프리미엄 부여가 가능하다는 판단이다.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	4,895	5,969	6,663	7,723	9,200
영업이익 (십억원)	362	747	1,042	1,404	1,960
영업이익률 (%)	7.4	12.5	15.6	18.2	21.3
순이익 (십억원)	223	520	681	970	1,387
EPS (원)	23,876	55,755	73,011	104,007	148,766
ROE (%)	14.9	24.4	25.6	28.6	31.1
P/E (배)	16.5	31.9	36.7	25.7	18.0
P/B (배)	1.9	7.1	8.4	6.5	4.9
배당수익률 (%)	1.3	0.4	0.4	0.6	0.8

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

효성중공업 목표주가 및 밸류에이션

투자의견 ‘매수’, 목표주가 500만원으로 커버리지 개시

효성중공업에 대해 투자의견 ‘매수’와 목표주가 500만원으로 커버리지를 개시한다. 상승여력은 86.8%로 섹터 내 탑픽으로 선정한다. 목표주가는 28F EPS에 타겟 멀티플 33.4배를 부여해 산출했다. 타겟 멀티플은 GEV 등 800kV급 초고압 변압기 생산능력을 보유한 글로벌 경쟁사들의 28F PER을 평균해 산출했다. 동사의 경쟁사 대비 적극적인 증설과 미국 현지 생산에 따른 수익성을 고려시 산업 평균의 밸류에이션은 타당하다고 판단한다.

표 25. 효성중공업 밸류에이션

구분	값	비고
2028F 순이익(십억원)	1,387.2	지배주주 지분
발행 주식 수(백만 주)	9.3	
2028F EPS(원)	148,765.6	
Target PER(배)	33.4	초고압 변압기 경쟁사 28F PER 평균값 적용
목표주가(원)	5,000,000	십만 단위 반올림
현재주가(원)	2,677,000	26.07.14 기준
상승여력	86.8%	투자의견 매수

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 효성중공업 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, EPS는 원)

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
신규수주	7,004	8,691	9,645	12,908	11,135	12,513
중공업	3,615	5,835	7,627	10,338	8,615	9,892
건설	3,389	2,856	2,018	2,570	2,520	2,621
수주잔고	11,385	19,541	24,390	26,402	29,814	33,127
중공업	6,388	10,839	15,340	17,467	20,394	23,172
건설	4,997	8,702	9,049	8,935	9,420	9,955
Book to Bill(x)	1.6	1.8	1.6	1.9	1.4	1.4
중공업	1.4	1.9	1.8	2.2	1.5	1.4
건설	2.0	1.6	1.1	1.3	1.2	1.3
매출액	4,300.6	4,893.1	5,964.4	6,661.9	7,723.1	9,200.0
중공업	2,580.3	3,100.3	4,148.3	4,676.5	5,688.0	7,114.1
효성중공업	2,177.2	2,339.8	2,898.7	3,341.0	3,972.3	4,781.1
HICO 생산법인	148.2	256.2	403.0	445.1	560.0	888.4
HICO 판매법인	398.8	673.2	1,085.1	1,280.9	1,610.5	2,397.3
난통	200.1	216.9	395.5	460.0	562.1	654.0
인도	133.7	276.2	403.3	460.1	483.8	500.1
연결조정	-477.7	-662.0	-1,037.2	-1,310.8	-1,500.6	-2,106.8
건설	1,720.3	1,792.8	1,816.1	1,985.4	2,035.0	2,085.9
매출원가	3,663.0	4,103.2	4,715.9	5,052.9	5,667.6	6,461.9
판매관리비	379.7	429.3	505.7	567.7	651.3	778.6
영업이익	257.9	360.6	742.9	1,041.3	1,404.2	1,959.6
중공업	174.5	315.1	698.8	934.6	1,302.3	1,856.3
건설	83.4	47.3	47.7	107.3	101.9	103.3
YoY(%)	79.9	39.8	106.0	40.2	34.9	39.6
OPM(%)	6.0	7.4	12.5	15.6	18.2	21.3
세전이익	169.7	223.6	625.8	928.9	1,301.4	1,925.6
지배순이익	116.0	222.6	519.9	680.8	969.8	1,387.2
EPS	12,438	23,876.0	55,755	73,011	104,007	148,766
YoY(%)	1,035.4	92.0	133.5	30.9	42.5	43.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

밸류에이션: 증설을 고려하면 여전히 저평가 구간

최근 주가 조정과 증설에 따른 중장기 증익을 고려할 때 여전히 저평가 구간으로 판단한다. 2026년 컨센서스 기준 동사의 PER은 30.6배로 산업 평균(56.4배)을 하회한다. 2028년부터 창원 HVDC 공장 증설과 댐피스 초고압변압기 공장 증설 효과가 본격적으로 반영되면서 매출과 이익이 가파르게 개선될 전망이다. 2028년 실적 기준 동사의 선행 PER은 17.3배까지 하락할 것으로 추정된다. 동종업체들의 2028년 선행 PER 33.4배와 비교하면 동사는 상당 폭 할인된 밸류에이션에 거래되고 있다.

중공업 중심의 이익 재편을 감안하면 사업 포트폴리오에 따른 밸류에이션 할인은 점진적으로 해소될 것으로 전망한다. 동사의 할인 요인인 건설 부문에서는 유의미한 성장을 기대하기 어렵지만, 전사 실적 기준 동사의 이익 성장률은 초고압변압기 경쟁사 가운데 가장 높은 수준을 기록할 전망이다. 빠른 증익에 기반해 2028년 중공업이 전체 영업이익의 94.7%를 차지할 것으로 예상되는 만큼, 사실상 순수전력기기 업체로 평가해도 무방하다고 판단한다. 전력기기 중심의 이익 구조와 이익 성장률을 감안하면 리레이팅 여력은 충분하다.

표 27. 효성중공업 Peer Valuation

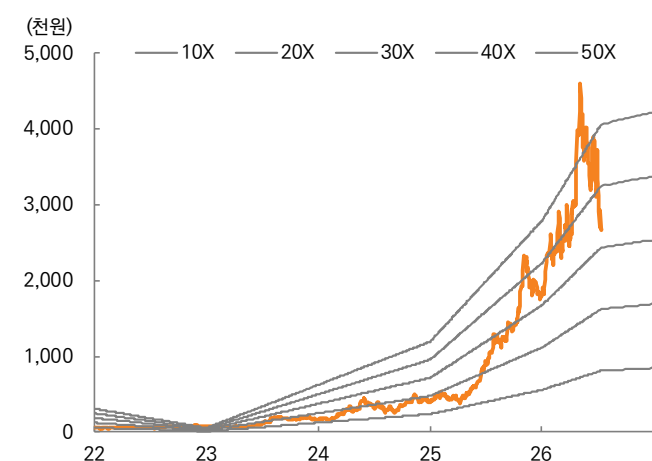
(조원, %, x)

기업명	시가총액	영업지표(26F)			영업지표(28F)			밸류에이션(26F)			밸류에이션(28F)		
		매출액	영업이익	OPM	매출액	영업이익	OPM	PER	PBR	EV/EBITDA	PER	PBR	EV/EBITDA
효성중공업	24.9	7.1	1.1	15.5	9.5	1.9	20.0	30.6	8.0	21.3	17.3	4.5	12.5
LS일렉트릭	27.0	6.3	0.7	10.7	8.7	1.2	13.4	54.3	10.9	35.9	31.2	7.6	20.9
산일전기	5.2	0.7	0.3	37.1	1.0	0.4	38.2	24.3	6.8	19.0	15.3	4.1	11.9
HD현대일렉트릭	28.6	4.8	1.3	26.5	6.4	1.9	29.5	28.8	10.3	20.5	19.0	6.1	13.8
일진전기	3.0	2.3	0.2	9.2	2.6	0.3	11.0	18.8	4.1	12.6	14.0	2.8	9.6
GE 버노바	424.7	69.0	7.0	10.1	89.8	15.9	17.8	48.4	18.0	44.2	31.3	10.8	21.5
GE 버노바 T&D	18.3	1.0	0.3	25.3	1.7	0.4	25.0	95.0	41.9	70.7	56.6	20.4	42.5
지멘스 에너지	223.8	76.2	8.7	11.4	98.2	15.5	15.8	34.2	10.7	18.1	19.1	7.5	11.3
지멘스 에너지 인도	19.1	1.6	0.3	19.9	2.3	0.5	20.5	78.9	21.6	57.8	50.4	13.0	37.0
히타치	199.9	99.6	11.1	11.2	113.3	14.7	13.0	26.7	3.5	12.9	19.8	2.9	10.1
히타치 에너지	22.4	1.2	0.2	13.7	2.5	0.4	16.9	145.6	27.8	117.3	63.9	16.5	47.0
ABB	284.3	56.9	11.1	19.6	67.3	13.9	20.6	31.0	9.5	23.1	26.5	7.0	18.9
초고압 변압기 Peer 평균								56.4	16.4	41.9	33.4	9.7	23.5

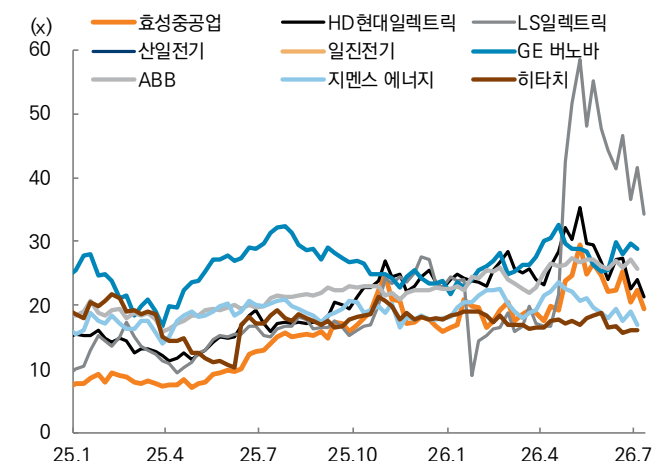
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 효성중공업 12MF PER 밴드차트

그림 152. 글로벌 전력기기사 36개월 선행 PER 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

효성중공업 실적 전망

26년 및 중장기 실적 전망: 증설과 관세 개편에 힘입어 영업이익 YoY +40.2% 전망

동사의 2026F 연결 실적은 매출액 6조 6,619억원(YoY +11.7%), 영업이익 10,413억원(YoY +40.2%, OPM 15.6%)을 전망한다. 사업부문별로 살펴보면 중공업 부문의 매출과 영업이익이 전년도에 이어 유의미하게 성장하며 전사 실적을 견인할 것으로 예상된다. 주요 성장 요인은 2025년 준공된 창원 초고압 변압기 증설의 램프업과 초고압 제품군의 ASP 확대다. 수익성 측면에서는 2026년 4월부터 시행된 Section 232 관세 체계 개편이 긍정적으로 작용할 것으로 분석한다. 미국향 변압기 수출 물량에 적용되는 실질 관세율이 기존 20% 후반에서 15.0% 수준으로 하락할 것으로 추정되며, 이에 따른 매출원가 절감이 영업이익을 개선으로 이어질 전망이다.

중장기적으로도 안정적인 증익을 전망한다. 동사는 앞서 단행한 초고압 변압기 증설에 이어 2025년 하반기부터 창원에 HVDC&AC 범용 공장과 GIS 수출 공장 증설을 진행 중이다. 두 공장에서 예상되는 연간 매출액은 각각 6,000억원과 3,400억원으로 약 1조원대의 추가 매출이 발생할 예정이다. 별도로 미국 멤피스 공장에서는 2단계에 나눠 초고압 변압기 증설을 추진 중이다. 단계별 매출 발생 시점은 2027년 하반기와 2029년 하반기이며 매출 증대 효과는 각각 2,800억원 규모다. 통상 변압기 공장의 경우 초기 매출액 발생시점부터 램프업까지 1년 정도 소요된다는 점을 고려하면 2030년까지 외형 성장은 지속될 예정이다.

표 28. 효성중공업 분기 및 연간 실적 추정

(십억원, EPS는 원)

	1Q26	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2024	2025	2026F	2027F	2028F
신규수주	4,901	2,630	2,656	2,721	2,718	2,723	2,746	2,948	8,691	9,645	12,908	11,135	12,513
중공업	4,175	2,052	2,055	2,056	2,117	2,122	2,121	2,256	5,835	7,627	10,338	8,615	9,892
건설	726	578	600	666	602	601	625	692	2,856	2,018	2,570	2,520	2,621
수주잔고	23,700	24,615	25,514	26,402	27,277	28,128	28,957	29,814	19,541	24,390	26,402	29,814	33,127
중공업	15,100	15,912	16,702	17,467	18,229	18,965	19,673	20,394	10,839	15,340	17,467	20,394	23,172
건설	8,600	8,703	8,812	8,935	9,048	9,163	9,284	9,420	8,702	9,049	8,935	9,420	9,955
매출액	1,358.2	1,714.8	1,756.8	1,832.8	1,843.4	1,871.8	1,917.1	2,090.8	4,893.1	5,964.4	6,661.9	7,723.1	9,200.0
중공업	880.7	1,240.1	1,265.5	1,290.2	1,354.7	1,385.2	1,413.6	1,534.6	3,100.3	4,148.3	4,676.5	5,688.0	7,114.1
효성중공업	649.6	880.0	898.3	913.2	961.8	982.6	1,002.2	1,025.8	2,339.8	2,898.7	3,341.0	3,972.3	4,781.1
HICO 생산법인	108.1	108.4	112.5	116.2	120.2	123.6	127.1	189.1	256.2	403.0	445.1	560.0	888.4
HICO 판매법인	289.0	319.6	331.1	341.2	358.9	369.5	380.1	502.0	673.2	1,085.1	1,280.9	1,610.5	2,397.3
난통	95.8	116.9	120.6	126.7	132.8	137.7	142.7	148.9	216.9	395.5	460.0	562.1	654.0
인도	111.2	117.1	115.3	116.5	119.5	120.7	121.0	122.5	276.2	403.3	460.1	483.8	500.1
연결조정	-373.0	-301.9	-312.2	-323.6	-338.4	-348.9	-359.5	-453.7	-662.0	-1,037.2	-1,310.8	-1,500.6	-2,106.8
건설	476.7	474.8	491.3	542.6	488.6	486.6	503.6	556.2	1,792.8	1,816.1	1,985.4	2,035.0	2,085.9
매출원가	1,088.2	1,270.3	1,325.2	1,369.2	1,356.2	1,376.9	1,414.2	1,520.3	4,103.2	4,715.9	5,052.9	5,667.6	6,461.9
판매관리비	117.7	148.6	147.6	153.8	151.3	162.8	161.6	175.5	429.3	505.7	567.7	651.3	778.6
영업이익	152.3	295.9	284.0	309.9	335.8	332.1	341.3	395.0	360.6	742.9	1,041.3	1,404.2	1,959.6
QoQ(%)	-41.5	94.3	-4.0	9.1	8.4	-1.1	2.8	15.7	-	-	-	-	-
YoY(%)	48.7	80.2	29.2	18.9	120.5	12.2	20.2	27.5	39.8	106.0	40.2	34.9	39.6
OPM(%)	11.2	17.3	16.2	16.9	18.2	17.7	17.8	18.9	7.4	12.5	15.6	18.2	21.3
중공업	117.7	271.2	260.4	285.3	307.7	307.0	317.4	370.1	315.1	698.8	934.6	1,302.3	1,856.3
건설	34.4	24.8	23.6	24.5	28.1	25.1	23.9	24.9	47.3	47.7	107.3	101.9	103.3
세전이익	129.1	266.2	253.6	280.0	330.4	296.2	310.1	364.7	223.6	625.8	928.9	1,301.4	1,925.6
지배순이익	87.3	199.0	187.5	207.0	246.2	220.7	231.1	271.8	222.6	519.9	680.8	969.8	1,387.2
NPM(%)	6.4	11.6	10.7	11.3	13.4	11.8	12.1	13.0	4.5	8.7	10.2	12.6	15.1
EPS	9,358	21,340	20,113	22,200	26,409	23,673	24,780	29,145	23,876.0	55,755	73,011	104,007	148,766
YoY(%)	-14.6	115.1	24.9	18.3	182.2	10.9	23.2	31.3	92.0	133.5	30.9	42.5	43.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

효성중공업 투자포인트

1) 초고압 제품군의 전방위적 증설

동사는 초고압 전력기기 전반에서 독보적인 기술 경쟁력과 납품 실적을 기반으로 견고한 시장 지위를 점하고 있다. 변압기 부문에서는 발전소 승압에 사용되는 800kV급 변압기부터 2차 변전소에서 사용되는 154kV급 변압기까지 생산이 가능하며 이 외 변전소에 함께 필수적으로 설치되는 고압 차단기와 분로 리액터도 함께 판매하고 있다. 800kV급 초고압 전력기기의 경우 글로벌로 생산능력을 보유한 기업은 10곳 내외로, 동사는 2000년대 초반부터 미국 시장에서 사업을 영위하며 20년 이상의 납품 실적을 보유하고 있다. 최근에는 미국 시장으로부터 7,870억원 상당의 765kV급 프로젝트를 수주하며 안정적으로 수주 모멘텀을 유지하고 있다. 향후 초고압 전압대의 전력망 시장이 개화됨에 따라 동사의 초고압 대 제품 생산역량은 더욱 각광받을 것으로 분석한다.

더불어 동사는 빠르게 증가하는 초고압 변압기 수요에 대응하기 위해 창원과 멤피스 공장을 적극적으로 증설 중이다. 2024년부터 2025년까지 창원에서 333억원을 투자해 1,000억원 규모의 증설을 단행한 데 이어 2025년 상반기부터는 총 2,538억원을 투자해 6,000억원 규모의 HVDC&AC 범용 공장을 추가 증설 중이다. 미국 멤피스 공장에서는 총 1억 5천 7백만 달러를 투자해 2단계 증설을 진행 중이며, 변전소에 함께 설치되는 GIS에 대해서도 2026년 준공을 목표로 생산능력을 확충 중이다. 증설을 통한 추가 매출은 27년 상반기부터 점진적으로 발생하며 중장기 실적을 견인할 전망이다.

표 29. 효성중공업 중공업 부문 주요 증설 계획

공시일	투자대상	신규/증설 여부	투자금액	매출증대 효과	투자시작일	투자종료일	매출발생 시점
기존	초고압변압기 AC(창원)	기존		7,000억원			
2024-06-12	초고압변압기 AC(창원)	증설	333억원	1,000억원	2024-06-11	2025-06-30	2Q26
2025-07-30	초고압변압기 HVDC&AC(창원)	신축	2,538억원	6,000억원	2025-07-30	2027-07-31	2Q28
2025-07-25	GIS 수출공장(창원)	신축	1,000억원	3,400억원	2025-09-24	2026-09-30	1Q27
기존	초고압변압기 AC(멤피스)	기존		4,000억원			
2024-06-12	초고압변압기 AC Phase 1 (멤피스)	증설	669억원	2,800억원	2024-06-11	2026-12-31	4Q27
2024-06-12	초고압변압기 AC Phase 2 (멤피스)	증설	2,276억원	2,800억원	2027-01-01	2028-12-31	4Q29

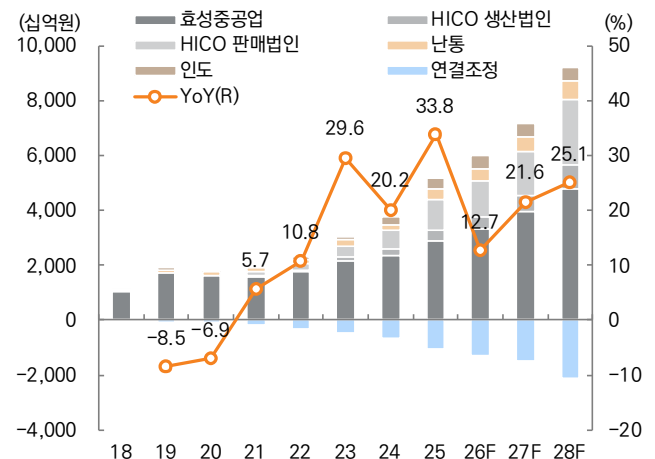
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 153. 효성중공업 800kV급 초고압변압기



자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 154. 효성중공업 중공업 부문 매출액 추이 및 전망



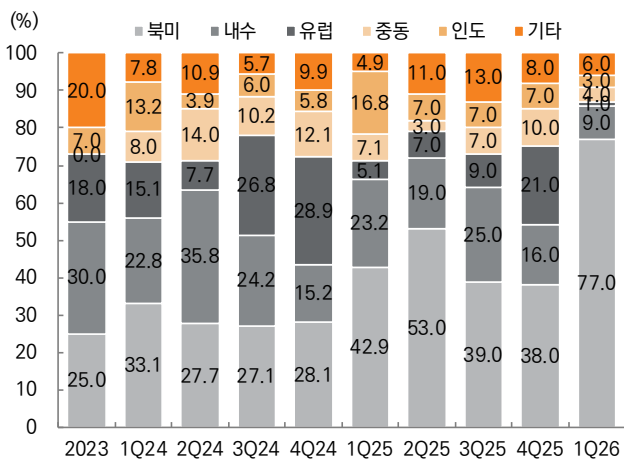
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

2) 결국 중요한건 미국 프리미엄 시장

동사는 북미 시장을 주축으로 수주 비중을 빠르게 확대하고 있다. 동사는 미국 내 유일하게 765kV급 초고압 변압기 생산이 가능한 멤피스 공장을 보유하고 있으며, 765kV 변압기 누적 설치량 1위를 점하고 있다. 이를 바탕으로 2022년 초반부터 미국 유틸리티사 중심의 초고압 프로젝트 수주를 꾸준히 늘려나가 26년 1분기 북미향 수주 비중은 77%에 달한다. 매출은 수주를 후행하는 만큼 북미향 매출 비중 역시 2023년 17%에서 2026년 1분기 33%로 두배 가까이 성장했다. 통상 제품의 수주부터 매출까지 3년이 소요되는 점을 고려하면 북미향 매출 확대 흐름은 중장기적으로 지속될 것으로 전망한다.

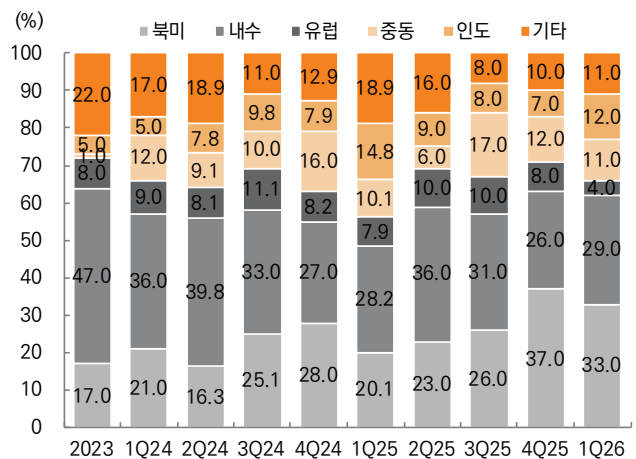
동사의 주력시장인 미국은 타 지역대비 견조한 수익성이 예상된다. 미국은 초고압 변압기 공급 차질이 극심한 만큼 제품 판가가 높게 형성되어 있다. 한국의 수출단가를 살펴보면 글로벌 평균 ASP는 kg당 21.1불에 형성된 반면 미국 시장 ASP는 kg당 23.6불로 프리미엄이 뚜렷하다. 미국 변압기 가격의 proxy인 PPI 역시 최근 수년간 가파른 상승세를 이어가고 있어 판가 상승 기조는 당분간 지속될 것으로 전망한다. 북미향 수주 비중 확대와 함께 동사의 수익성 또한 빠르게 개선될 것으로 분석한다

그림 155. 효성중공업 지역별 신규 수주 비중



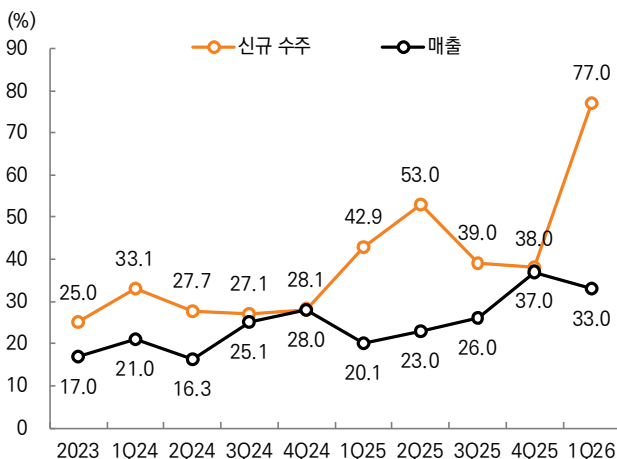
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 156. 효성중공업 지역별 매출 비중



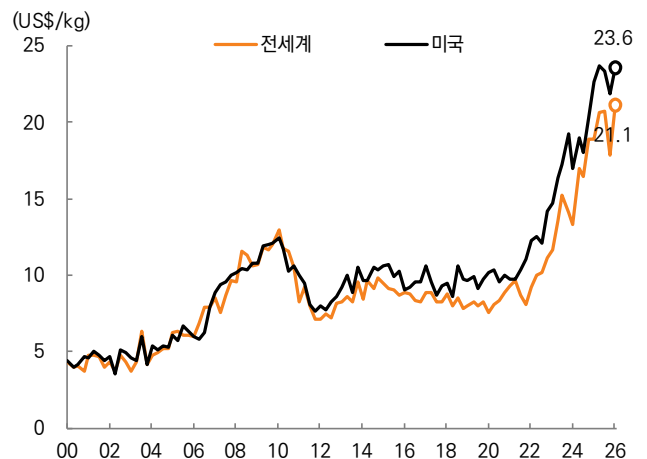
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 157. 효성중공업 북미향 신규수주 vs 매출 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 158. 글로벌 vs 북미 대형변압기 kg당 단가 추이



자료: 수출입무역통계, 미래에셋증권 리서치센터

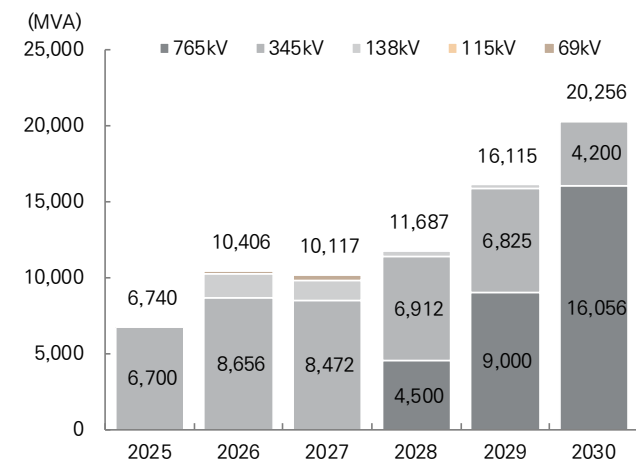
3) 북미 765kV급 전력기기 시장 점유율 1위

동사는 북미 초고압 전력망 개화에 따른 수혜가 기대된다. 미국은 AI 데이터센터, 제조업 리쇼어링, 전력 수요 확대에 대응량 송전 인프라 확충이 절실하다. 특히 전력 수요가 특정 지역에 집중되는 반면 발전원은 원거리에 위치하는 경우가 많아, 장거리 및 대용량 송전에 적합한 765kV급 초고압 전력망의 필요성이 높아지고 있다. 현재 미국으로 765kV급 전력 기기를 납품할 수 있는 기업은 동사를 포함해 HD현대일렉트릭, GE 베르노바, Siemens, Hitachi 등 총 5곳에 불과하다. 제한적인 공급사 가운데 동사는 북미 765kV급 전력망의 핵심 기자재 공급사로 부각될 것으로 전망한다.

동사는 북미 초고압 전력기기 시장에서 독보적인 경쟁력을 보유하고 있다. 초고압 변압기는 제품당 중량이 300톤에 달해 조립 이후 운송 부담이 크다. 해당 관점에서 동사는 미국 뎀 피스 공장을 통한 현지 생산 체계를 기반으로 물류 부담을 최소화하고 북미 고객사의 납기 요구에 유연하게 대응할 수 있다. 또한 초고압 변압기와 함께 변전소에 필수적으로 설치되는 리액터와 차단기 생산 역량도 보유하고 있어 필수 설비를 패키지로 납품할 수 있다.

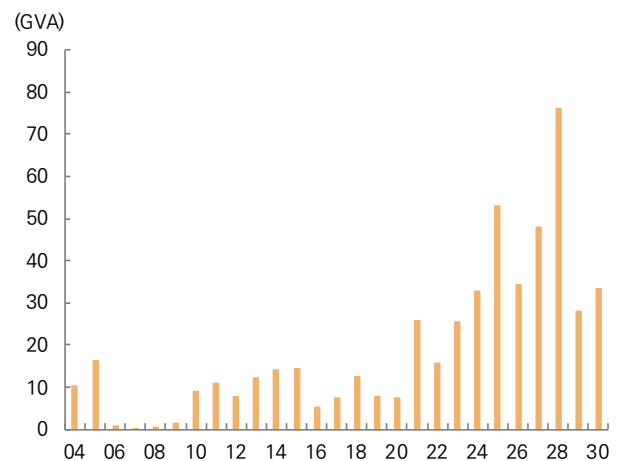
이 같은 강점을 바탕으로 동사는 북미향 초고압 전력기기 수주를 빠르게 확대하고 있다. 2025년 9월에는 미국 최대 송전망 운영사로부터 765kV 초고압 변압기 및 리액터 29대, 800kV 초고압 차단기 24대 등 2,000억원 규모의 수주를 확보했다. 이어 2026년 2월에는 7,870억원의 765kV 변압기 및 리액터 공급 계약을 체결하며 북미 초고압 전력기기 시장 내 입지를 강화하고 있다. ERCOT, MISO, PJM 등 주요 ISO 및 RTO의 중장기 송배전 계획을 살펴보면 765kV급 전력망 증설은 최소 2030년까지 견조한 성장세를 보일 전망이다. 초고압대의 변압기 공급사가 제한적인 만큼, 동사의 수주 모멘텀은 지속될 것으로 분석한다.

그림 159. ERCOT 연도별 변압기 신규 설치 계획



자료: ERCOT, 미래에셋증권 리서치센터

그림 160. 미국 발전원 증설에 따른 500kV 이상 변압기 수요 전망



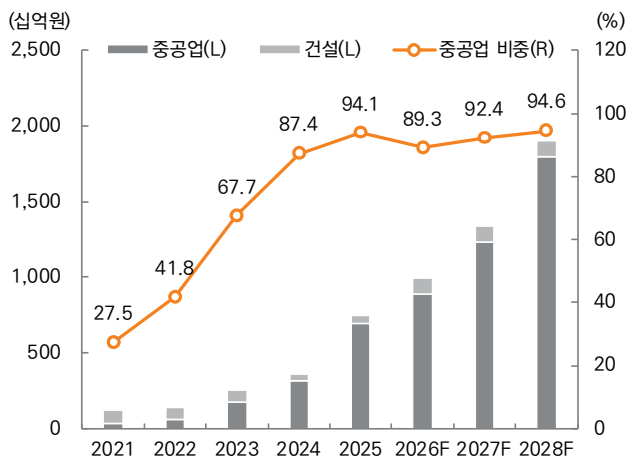
자료: CAISO, ERCOT, PJM 등 미국 ISO/RTO 취합, 미래에셋증권 리서치센터

4) 건설 부문 때놓고 봐도 저평가

동사는 중공업 부문의 이익 비중 확대에 따른 리레이팅이 기대된다. 과거 동사는 건설업에 치중된 사업 포트폴리오(18년 매출액 비중: 중공업 56% vs 건설업 44%) 순수 전력기기 기업 대비 할인을 받아왔다. 24년 밸류에이션을 살펴보면 HD현대일렉트릭의 PER 평균이 19.2배를 기록한 반면 동사의 멀티플은 12.1에 불과했다. 다만 최근 동사의 중공업 부문의 증익이 본격화됨에 따라 기존 할인 요인은 점진적으로 해소되고 있다. 당사의 추정치 기준 28년 중공업과 건설업의 영업이익은 각각 1조 8,003억원과 1,033억원으로 중공업 부문이 전체 이익의 94.6%를 차지할 것으로 추정한다. 이익 구조가 전력기기 중심으로 재편되는 만큼, 순수 전력기기 업체 대비 할인은 정당화되기 어렵다는 판단이다.

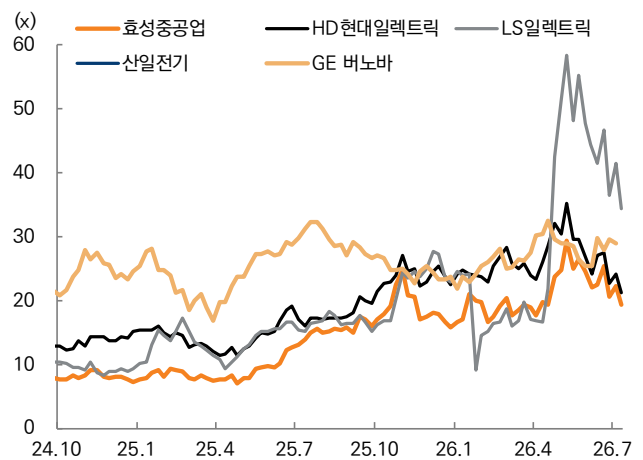
본질적인 사업 성과에서도 밸류에이션 확대 여력은 충분하다고 판단한다. 현재 전력기기 산업의 높은 멀티플은 기업들의 수주 실적과 증설에 따른 이익 성장에 기반한다. 해당 측면에서 동사는 전력기기 업체 중 산일전기 다음으로 적극적인 증설 계획을 보유하고 있다. 더불어 26년 1분기에는 4조 1,745억원을 수주하며 수주금액이 전년동기 대비 2배 이상 확대됐다. 최근 수주 물량은 미국향 비중이 77%를 기록하는 등 프리미엄 시장 진입에 따른 ASP 확대와 수익성 개선도 가능할 전망이다. 전력기기 중심의 이익 구조 전환과 증설 기반 성장성을 감안하면 추가적인 멀티플 확장도 가능할 것으로 예상한다.

그림 161. 효성중공업 사업부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 162. 글로벌 전력기기 36개월 선행 PER 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 국내 전력기기 기업별 명목 매출 CAPA 추이

기업	항목	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
명목 매출액 CAPA	효성중공업	62,000	62,325	66,620	72,500	76,380	78,000
	HD현대일렉트릭	50,400	53,100	56,000	58,100	58,600	59,100
	LS일렉트릭	57,750	61,017	64,033	65,500	67,000	68,500
	산일전기	5,000	6,000	8,000	9,500	10,000	10,000
	일진전기	24,800	25,600	25,600	25,600	25,600	25,600
2025년 대비 증감률(%)	효성중공업	-	0.5	7.4	16.9	23.2	25.8
	HD현대일렉트릭	-	5.4	11.1	15.3	16.3	17.3
	LS일렉트릭	-	5.7	10.9	13.4	16.0	18.6
	산일전기	-	20.0	60.0	90.0	100.0	100.0
	일진전기	-	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2

주: 2025년 기준 명목 캐파로 실효캐파는 환율과 제품 가격에 따라 변동 가능, 상세 내용은 본 보고서 Key Charts 참고
자료: 미래에셋증권 리서치센터

5) 중장기적 성장 동력이 되어줄 SST

데이터센터의 전력 밀도 상승으로 안정적인 전력 공급 능력이 핵심 기술로 부상하는 가운데, 동사의 반도체 변압기(Solid-State Transformer, 이하 SST) 사업이 중장기 성장 동력으로 자리 잡을 전망이다. SST는 전력반도체를 활용해 단일 장비에서 고압 교류 전력을 저압 직류 전력으로 전환하는 장비다. 기존 데이터센터는 발전소에서 공급되는 고압 교류 전기를 서버가 사용하는 전기로 변환하기 위해 PCS, 변압기, PDU, PSU 등 다단계 설비를 필요로 했으나, SST는 이 과정을 하나의 장비로 대체할 수 있다. 다단계 전력 변환 과정이 축소됨에 따라 전력 손실이 감소하고, 개별 전력 설비들의 설치 공간이 줄어들어 공간 효율성이 향상되는 이점이 있다.

동사는 SST 상용화를 위한 기술 개발을 선제적으로 추진 중이다. 2018년부터 국책과제 2건을 수행하며 SST 기술 연구를 진행해왔으며, 2022년 세계 최초로 22.9kV 1.05MVA급 SST 개발에 성공했다. 현재는 도심 배전망에 직접 연결할 수 있는 수준의 기술력을 확보한 상태로, 상용화 단계로의 전환을 목표로 실증을 진행 중이다. 동사는 초고압 전력기기, ESS와 SST를 결합해 데이터센터 전력망 토털 솔루션 사업자로의 도약을 목표하고 있다.

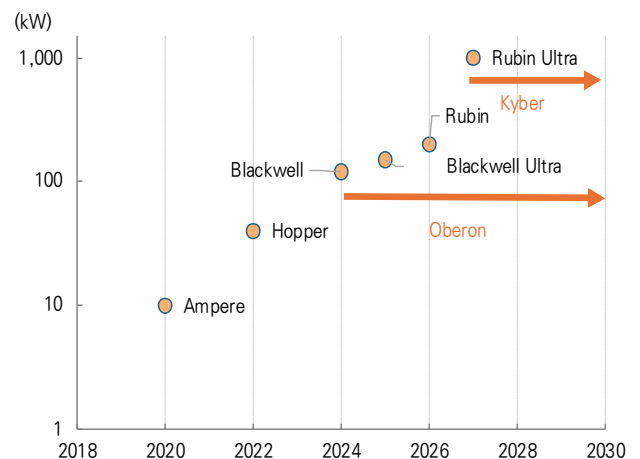
SST 사업은 배전 시장에 진입할 수 있는 교두보라는 점에서 유의미한 기회로 판단한다. HD현대일렉트릭과 LS일렉트릭 등 경쟁사들은 중저압 차단기, 배전반 등 기존 배전기기 사업을 기반으로 BTM 시장 내 입지를 확대해왔다. 반면 동사는 초고압 FTM 사업에 집중해 온 만큼 배전 부문 비중이 상대적으로 낮다. SST는 PDU, PSU 등 기존 전력 변환 장비의 기능을 단일 설비로 통합할 수 있어, 단일 제품만으로도 기존 배전기기 시장 내 수요를 일부 대체할 수 있을 것으로 예상된다. 특히 동사는 기존 배전기기 포트폴리오가 상대적으로 제한적인 만큼, SST 확산 과정에서 발생할 수 있는 자사 제품 간 잠식 부담도 낮다.

그림 163. 효성중공업 22.9kV SST



자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 164. NVIDIA 로드맵에 따른 랙 아키텍처별 상용화 시점



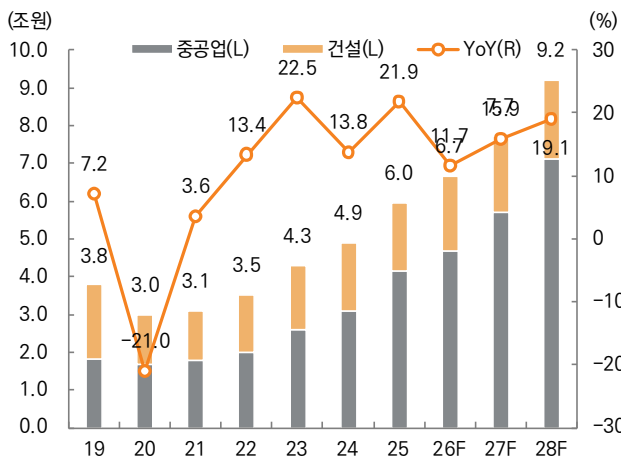
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

효성중공업 기업 개요

초고압 변압기의 탑 티어

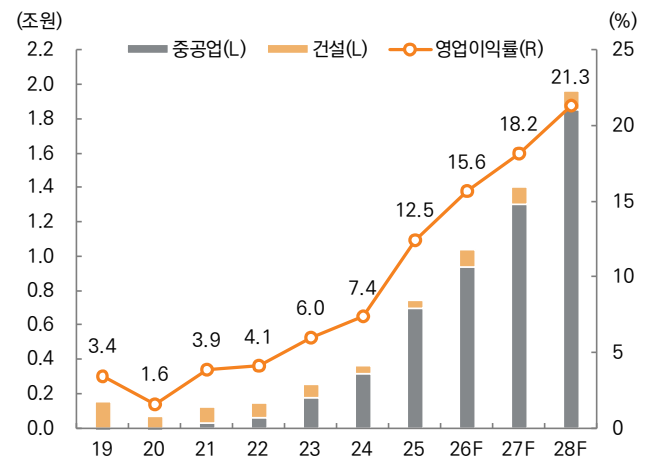
효성중공업은 효성그룹 산하의 전력기기 및 건설 전문기업이다. 주요 사업으로 변압기와 차단기 등 전력기기 판매업과 주택 및 상업시설 건설업을 영위하고 있다. 사업 부문은 크게 중공업과 건설로 구분된다. 중공업 부문은 초고압 변압기, 초고압 차단기, 배전반 등의 전력기기와 전동기, 발전기, 감속기 등 회전기기를 발전소 및 송배전 전력망에 공급하는 사업이다. 건설 부문은 주택사업, 재개발·재건축 사업, 업무·상업시설, 토목·환경, SOC 등의 건설 프로젝트를 수행하는 사업이다. 주요 자회사로는 초고압변압기를 제조 및 판매하는 미국 HICO(100%), 베트남 난통 법인(100%)과 건설업 상장사 진흥(48.2%)을 두고 있다. 2025년 기준 사업부별 매출 비중은 중공업 69.6%, 건설업 30.4%다.

그림 165. 효성중공업 사업부별 매출액 추이



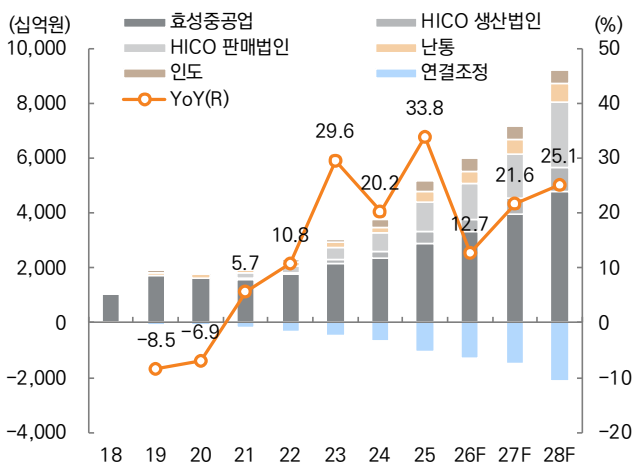
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. 효성중공업 사업부별 영업이익 추이



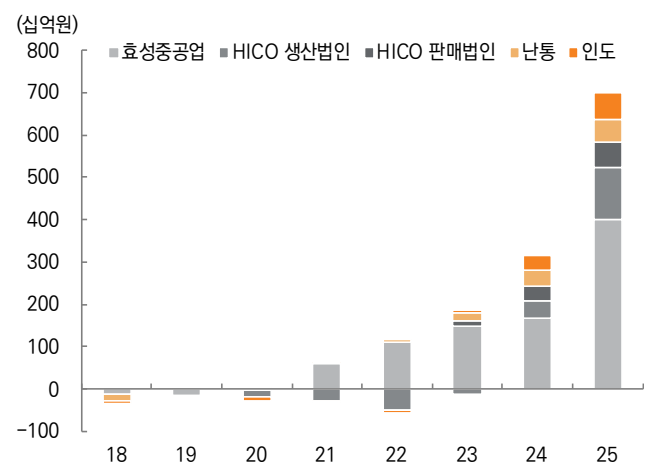
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 167. 효성중공업 중공업 부문 매출액 추이 및 전망



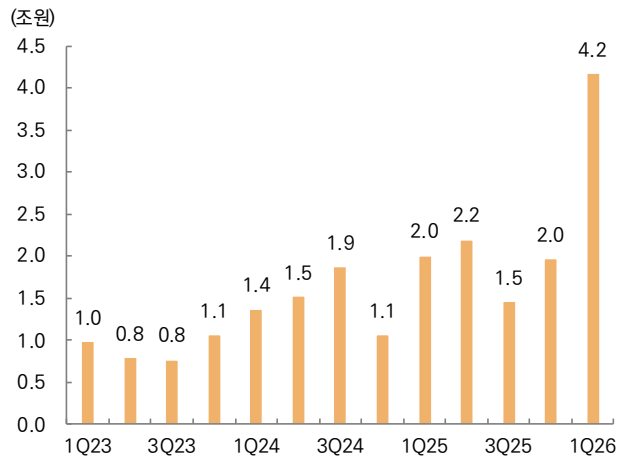
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 효성중공업 중공업 부문 자회사 영업이익 추이



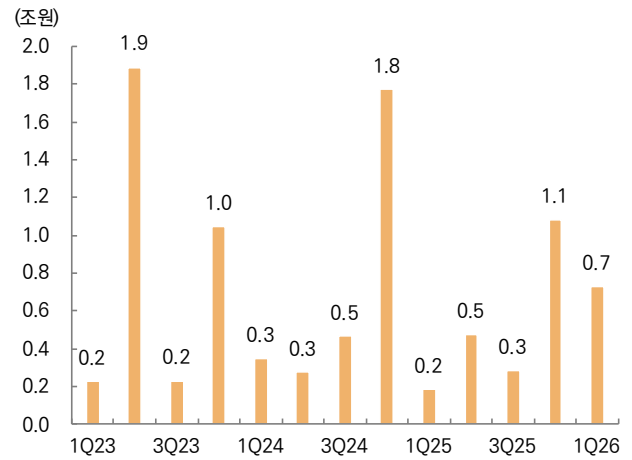
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 169. 효성중공업 중공업 신규수주 추이



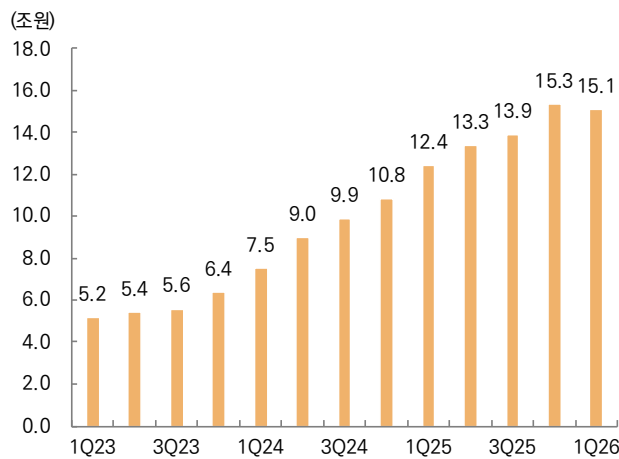
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 170. 효성중공업 건설업 신규수주 추이



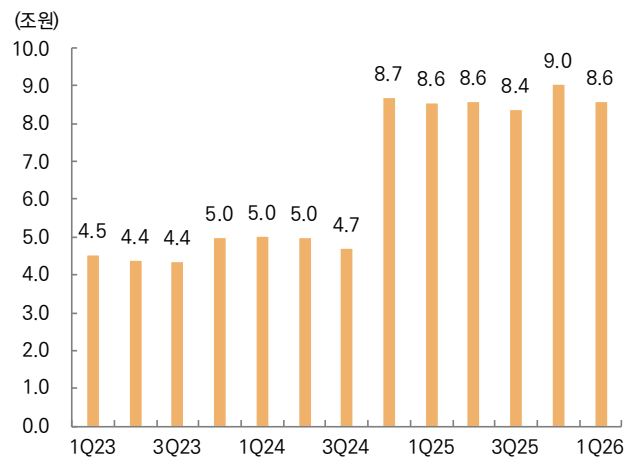
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. 효성중공업 중공업 수주잔고 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

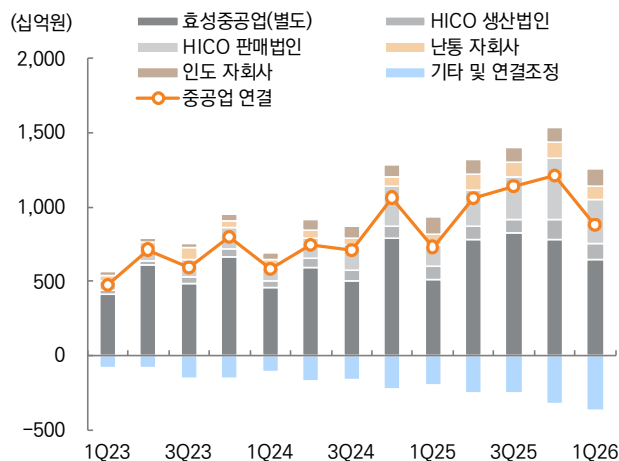
그림 172. 효성중공업 건설업 수주잔고 추이



주: 4Q24부터 진흥 수주잔고 합산

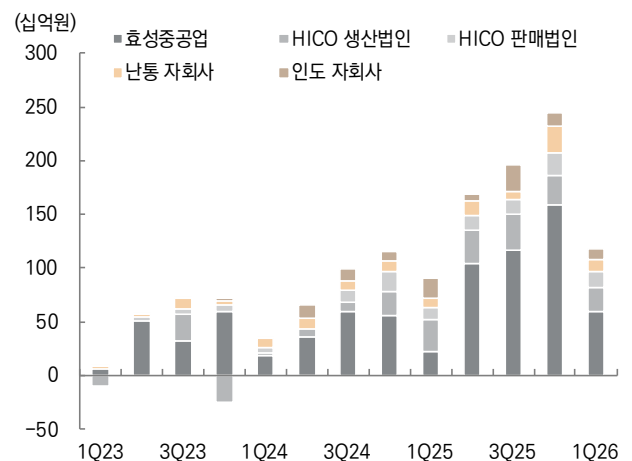
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 효성중공업 중공업 부문 자회사 매출액 추이



자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. 효성중공업 중공업 자회사 영업이익 추이



자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

효성중공업 (298040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	5,969	6,663	7,723	9,200
매출원가	4,716	5,053	5,668	6,462
매출총이익	1,253	1,610	2,055	2,738
판매비와관리비	506	568	651	779
조정영업이익	747	1,042	1,404	1,960
영업이익	747	1,042	1,404	1,960
비영업손익	-121	-113	-103	-34
금융손익	-21	7	53	121
관계기업등 투자손익	-3	-2	0	0
세전계속사업손익	626	929	1,301	1,926
계속사업법인세비용	123	216	286	474
계속사업이익	503	713	1,015	1,452
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	503	713	1,015	1,452
지배주주	520	681	970	1,387
비지배주주	-17	32	45	65
총포괄이익	473	740	1,015	1,452
지배주주	490	714	980	1,401
비지배주주	-16	26	35	51
EBITDA	833	1,149	1,534	2,101
FCF	330	901	1,000	1,587
EBITDA 마진율 (%)	14.0	17.2	19.9	22.8
영업이익률 (%)	12.5	15.6	18.2	21.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.7	10.2	12.6	15.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,738	5,910	7,400	9,765
현금 및 현금성자산	217	635	1,383	2,604
매출채권 및 기타채권	1,344	1,768	2,017	2,401
재고자산	1,278	2,024	2,309	2,749
기타유동자산	899	1,483	1,691	2,011
비유동자산	3,490	4,077	4,337	4,568
관계기업투자등	47	77	87	104
유형자산	2,307	2,532	2,694	2,774
무형자산	122	118	119	119
자산총계	7,228	9,987	11,737	14,334
유동부채	3,561	5,434	6,166	7,293
매입채무 및 기타채무	809	1,383	1,578	1,878
단기금융부채	498	514	553	613
기타유동부채	2,254	3,537	4,035	4,802
비유동부채	1,177	1,422	1,525	1,683
장기금융부채	637	694	694	694
기타비유동부채	540	728	831	989
부채총계	4,738	6,856	7,690	8,976
지배주주지분	2,352	2,961	3,832	5,078
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892
이익잉여금	829	1,440	2,311	3,557
비지배주주지분	138	170	215	280
자본총계	2,490	3,131	4,047	5,358

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	493	1,173	1,272	1,789
당기순이익	503	713	1,015	1,452
비현금수익비용가감	317	309	362	492
유형자산감가상각비	69	88	111	121
무형자산상각비	17	19	19	20
기타	231	202	232	351
영업활동으로인한자산및부채의변동	-281	344	127	196
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-436	-366	-237	-365
재고자산 감소(증가)	-312	-724	-285	-439
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	187	342	145	224
법인세납부	-155	-239	-286	-474
투자활동으로 인한 현금흐름	-213	-611	-453	-470
유형자산처분(취득)	-162	-271	-272	-202
무형자산감소(증가)	-16	-15	-20	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	18	-561	-161	-248
기타투자활동	-53	236	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-313	-97	-60	-81
장단기금융부채의 증가(감소)	-177	72	39	60
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-47	0	-99	-141
기타재무활동	-89	-169	0	0
현금의 증가	-32	419	748	1,221
기초현금	249	217	635	1,383
기말현금	217	635	1,383	2,604

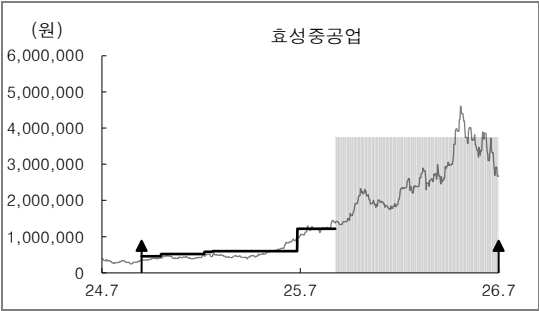
자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	31.9	36.7	25.7	18.0
P/CF (x)	20.3	24.4	18.1	12.8
P/B (x)	7.1	8.4	6.5	4.9
EV/EBITDA (x)	20.8	21.9	15.9	11.1
EPS (원)	55,755	73,011	104,007	148,766
CFPS (원)	87,918	109,534	147,672	208,497
BPS (원)	252,285	317,639	411,033	544,679
DPS (원)	7,500	10,628	15,140	21,656
배당성향 (%)	13.9	13.9	13.9	13.9
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.6	0.8
매출액증가율 (%)	21.9	11.6	15.9	19.1
EBITDA증가율 (%)	91.3	38.0	33.5	36.9
조정영업이익증가율 (%)	106.1	39.5	34.7	39.6
EPS증가율 (%)	133.5	30.9	42.5	43.0
매출채권 회전율 (회)	5.3	4.5	4.3	4.4
재고자산 회전율 (회)	5.5	4.0	3.6	3.6
매입채무 회전율 (회)	7.2	5.9	5.1	5.0
ROA (%)	7.5	8.3	9.3	11.1
ROE (%)	24.4	25.6	28.6	31.1
ROIC (%)	22.9	29.0	40.4	52.7
부채비율 (%)	190.3	219.0	190.0	167.5
유동비율 (%)	105.0	108.8	120.0	133.9
순차입금/자기자본 (%)	24.0	1.4	-18.3	-37.6
조정영업이익/금융비용 (x)	12.7	23.5	30.5	40.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
효성중공업 (298040)				
2026.07.15	매수	5,000,000	-	-
2025.09.18	분석 대상 제외		-	-
2025.07.10	매수	1,220,000	-1.24	18.44
2025.02.04	매수	600,000	-6.01	60.00
2025.01.20	매수	580,000	-17.53	-12.41
2024.11.01	매수	520,000	-16.89	-3.85
2024.09.26	매수	460,000	-16.51	-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
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 효성중공업 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.