

효성중공업 298040

Analyst 김광식 | 기계/방산
0237793192, ks.kim@sangsinib.com

BUY 유지

목표주가 상향 520,000원

종가(24.06.14) 374,500원

상승여력 38.9%



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

CAPEX 등장 = 공급망 정상화?

FACT & ISSUE: 기다리던, 변압기 CAPEX 등장

06/12(수) 기다리던 국내 변압기 업체의 CAPEX가 발표되었다. 발표된 규모는 1,000억원(한국 창원공장 330억, 멤피스공장 669억원)으로 초고압 변압기 생산능력을 현재 기준 40% 증가시킬 계획이다. 미국 HICO 공장에 투자 비중을 높여 CAPA를 현재 기준 대비 2배까지 늘릴 것으로 발표했다. 현재 HICO 공장의 CAPA는 2-2.5억 달러 수준인 것으로 추정된다. 증설된 CAPA는 한국에서 25년말, 미국 HICO는 26년말 정상가동이 이루어질 것으로 추측한다. 이번 효성중공업의 미국 CAPEX 발표는 결국 현재 미국 법인의 가동이 완전 정상화 되었음을 암시하며, 장기 업황에 대한 확신이 높아졌다는 것을 암시한다. [표 1]을 참고한다면, 업황의 장기화에 대한 확신이 높아지며 글로벌 기업들 역시 CAPEX 계획이 나오고 있는 시점이다.

상상인 생각: 변압기 공급망 완화 우려는 제한적

T&D(송배전) 중 송전기기 산업은 사이클 산업의 성격을 강하게 가진다. 이에 따라 CAPEX가 발표될 시 공급망 압박 강도 완화 및 초과 공급의 우려를 가지는 시선이 분명히 존재한다. 그러나 동사가 판단하기에는 변압기 공급망 완화를 논하기에는 이른 시점이라고 판단한다. Siemens Energy는 CAPEX를 발표하며, 현재 대형변압기의 20%가 내수 생산으로 수요가 충족된다고 언급했다. 미국의 23년 대형변압기(HS.Code 850423) 수입액은 18.65억 달러(+52.1% YoY)로 전체 수요는 약 93억 달러 수준으로 추정이 가능하다. 이러한 상황에서 Hitachi/Siemens /효성중공업의 변압기 CAPEX는 전부 브라운필드 형태로 추정되며 수요의 증가 대비 CAPA 증가는 여전히 제한적으로 파악된다. 공급 증가는 여전히 제한적인 상황에서 수요는 여전히 높아질 예정이다. 미국은 CITAP로 인해 대기 송전망 프로젝트(600억 달러)가 2-3년내로 시장에 등장할 것이며, 유럽은 정책 효과가 나타나는 하반기에 수급 불균형이 부각될 가능성으로 인해 업황은 더욱 긍정적인 상황이 유지될 것으로 전망한다.

중장기 성장 확신을 주는 CAEPX, 상대적으로 저렴한 Valuation

효성중공업: 단기 실적 불확실성, 그럼에도 기대되는 이유

변압기 업체에게 가장 큰 리스크는 업황 장기화 가능성에도 불구하고, 2025년 이후 Q 증가의 제한으로 인한 성장성 둔화(「1Q24 Preview: 더 강해지는 불길(24.04.11)」 참고)임을 언급했다. 그러나 이번 CAPEX로 인해 가장 큰 리스크가 해소되었다고 판단되며 P, Q 동시 증가에 따른 장기 성장 발판을 마련하였다. 다만, 단기 실적에 대해서는 불확실성이 남아있는 상황으로 1) 고압기기(변압기 및 차단기)의 지역 믹스, 2) 고압기기 외 믹스에서 차이 나는 수출 비중이 요인으로 판단된다.

그럼에도 여전히 목표주가 및 매수의견을 유지하는 이유는 회사가 중기적으로 리스크 요인을 해소하며 시장 기대치를 만족시킬 수 있을 것으로 판단하기 때문이다. 1) 미국 생산법인의 가동률 상승으로 인한 연간 성장과 예정된 CAPA 증가로 인해 가장 수익성이 좋은 부문인 고압기기의 북미 지역 믹스가 상승할 것이다. 2) 동시에 유럽에서 가지는 상대 우위는 하반기부터 부각될 유럽 수급 불균형의 수혜를 받을 것으로 예상하며, 3) 글로벌 전력기기 수요 상승으로 인해 고압기기 외 믹스에서도 수출 기회가 창출될 수 있다고 기대한다.

표 1. 글로벌 PEER, 투자 계획 취합

기업명	발표시점	지역1	지역2	투자규모	내용
Eaton	23년 10월	미국	텍사스	2,200 만 달러	전압 조정기 및 3상 변압기 생산용량 2배 확장
		인도	Puducherry	1,000 만 달러	24년말 준공, 차단기 및 배전단 생산
ABB	23년 4월	미국	뉴멕시코주	4,000 만 달러	24년말 준공, 지하 케이블 액세서리
Prolec GE Shreveport (GE, Xignux 합작사)	23년 4월	미국	루이애나주	2,850 만 달러	24년말 준공, 24년 6월 램프업 완료, 변압기 제조 시설 확장
Hitachi	22년 5월	미국	미주리주	1,000 만 달러	배전변압기 시설 확장 및 현대화
	22년 10월	미국	버지니아주	3,700 만 달러	대형 및 배전 변압기 확장 및 현대화
		유럽	불가리아	-	22년 9월 준공, 초고압 차단기 제조 시설 확장
	24년 6월 (일부 22년)	유럽	스웨덴	3.3 억 달러	HVDC 및 그리드 자동화 생산시설 24/25년 준공, 전체 투자 27년까지 진행, 대형 변압기/HVDC/R&D/그리드 자동화 시설 확장 및 현대화
Schneider Electric	24년 4월	유럽	핀란드	1.8 억 달러	화재 영향 및 노후화된 바사(Vassa) 변압기 공장 재건
	20년	미국	텍사스	총 3억 달러	23년 9월 준공, 고압 차단기/전기 패널 보드 등 생산 공장 신설
		멕시코	엘파소		23년 9월 준공, 배전망 제품 생산 공장 신설
	22년 11월	북미	틀락스칼라 등 30개 지역		전력/자동화 기기 제조 시설확장/신설 및 유통센터 추가
		유럽	불가리아	6,000 만 유로	전력/자동화 기기 제조 시설 확장
	22년 12월	유럽	영국	720 만 파운드	24년말 준공, 중저압 스위치기어 솔루션 제품 제조 시설 확장
22년 12월	인도	벵갈루루	4.25 억 루피	24년 준공, 제조 시설확장 및 통합	
Siemens	23년 9월	인도	전지역	3.2 억 루피	제조 시설 확장
	23년 3월	유럽	독일	3,000만 유로	24년초 준공, 스위치기어(차단 및 개폐기) 제조 시설 확장
	23년 8월	미국	텍사스	1.33 억 달러	24년말 준공, 스위치 기어 및 배전반 생산 공장 신설
	24년 1월	미국	North Carolina	1.5억 달러	24년 건설 시작, 26년초 생산 시작 예정, 변압기 제조 시설 확장
24년 5월	인도	Kalwa/Goa	33.3 억 크로네	변압기 및 차단기 용량 확장	

자료: 언론 및 기업 종합, 상상인증권

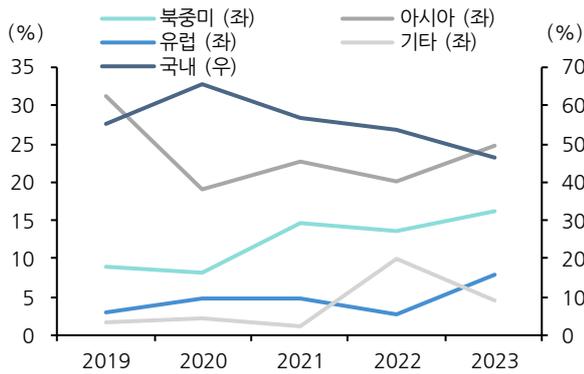
주석: 일부 오류가 있을 수 있음

표 2. 효성중공업 신규시설 투자 등

투자 구분	시설증설
- 투자 대상	초고압 변압기 생산을 위한 창원공장 증설 투자
투자금액(원)	33,300,000,000
투자목적	초고압 변압기 수주 물량 증가 대응을 위해 창원공장 생산설비 증설을 통한 생산능력 확대
투자기간 시작일	2024-06-11
투자기간 종료일	2025-06-30
기타 투자판단과 관련된 중요사항	* 본 투자건 이외에 당사의 해외 계열회사인 Hyosung HICO, Ltd.에서 USD 49백만(약669억원)의 멤피스공장 증설 투자를 진행할 예정임.

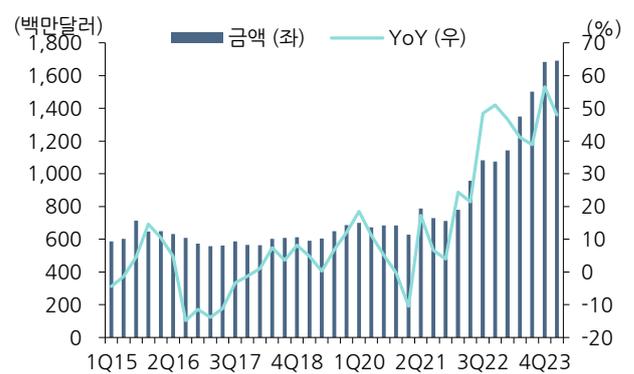
자료: 효성중공업, 상상인증권

그림 1. 효성중공업 중공업부문 연결 수출 비중



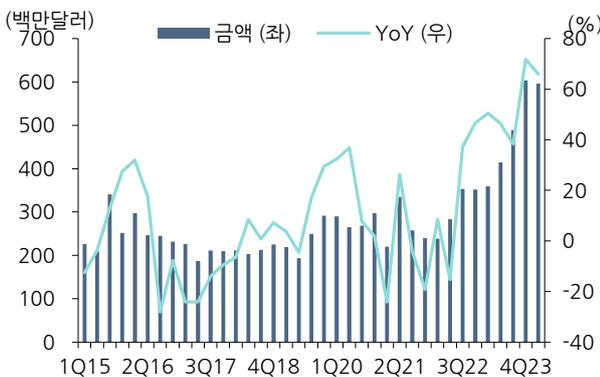
자료: 효성중공업, 상상인증권

그림 2 미국 변압기 수입액



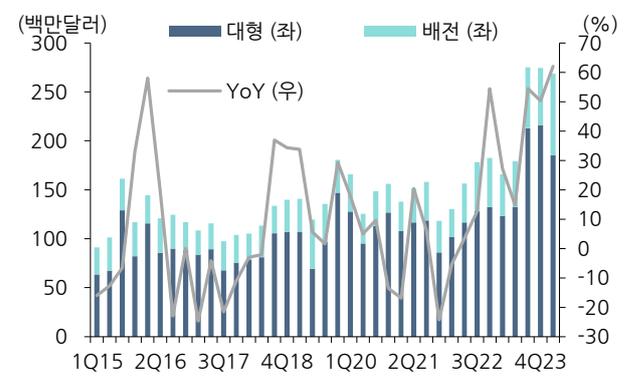
자료: USTIC, 상상인증권

그림 3 미국 대형 변압기 수입액: 변압기 전체 수입액보다 높은 성장률



자료: USTIC, 상상인증권

그림 4 미국의 유럽산 변압기 수입액: 수입액 지속 증가



자료: USTIC, 상상인증권

효성중공업 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김광식)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급

구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고	구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	76.9%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	95.5%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	23.1%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.5%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	