

효성중공업 — 잔고 2.7배, 현금은 0.66배

수주잔고 +170%, 그런데 영업CF÷영업이익은 1.14배에서 0.66배로

- 중공업 수주잔고 15조 3,402억원(+170.0%) — 중공업 매출 기준 1.83년치에서 3.70년치로.
- FY2025 영업이익 7,470억원(+106.1%), 영업이익률 7.41% → 12.52%.
- 같은 해 영업활동현금흐름은 4,930억원(+19.6%)에 그쳐 영업이익의 0.66배.

일감이 2.7배가 됐다

FY2025 중공업 그룹 원화환산 수주잔고는 **15조 3,402억원**으로 전년 5조 6,809억원에서 **170.0% 늘었다**. 중공업 부문 매출 4조 1,493억원 기준으로 환산하면 **1.83년치**에서 **3.70년치**가 됐다 — 매출이 33.9% 늘어난 것을 감안해도 잔고 연수가 두 배가 된 셈이다(표 2).

성장은 한쪽에서만 나왔다. 중공업 매출은 3조 988억원에서 4조 1,493억원으로 **33.9% 늘었고** 건설은 1조 7,655억원에서 1조 7,865억원으로 **1.2% 늘었다**. **두 부문의 성격이 다르다는 점이 이 회사의 핵심이다** — 중공업은 초고압 변압기처럼 수주 후 몇 년에 걸쳐 납품하는 사업이고 건설은 국내 주택·토목 사이클을 탄다. 지금 실적을 만드는 것은 앞쪽이다.

이익은 그 결과다. FY2025 영업이익 7,470억원은 전년 3,625억원의 **2.06배**이고 영업이익률은 7.41%에서 **12.52%**로 올랐다. 2Q26도 영업이익 2,643억원(QoQ +73.5%, YoY +60.9%), 영업이익률 15.67%로 이어진다(표 1).

이익은 두 배인데 현금은 20%만 늘었다

같은 FY2025에 영업활동현금흐름은 4,121억원에서 **4,930억원으로 19.6% 늘었다**. 영업이익이 106.1% 늘어난 것과 견주면 격차가 크다. **영업이익 대비 배수는 1.14배에서 0.66배로 떨어졌다**.

운전자본이 그 차이를 설명한다. 재고자산이 8,854억원에서 **1조 2,776억원으로 44.3% 늘었고** 재고자산회전일수는 78.8일에서 **98.9일로 20.1일 길어졌다**. 매입채무회전일수는 88.1일에서 82.5일로 짧아져 지급이 빨라졌다. 결과적으로 현금전환주기는 78.3일에서 **102.5일**이 됐다(표 3).

수주잔고가 3.70년치로 늘어나는 국면에서 재고가 함께 쌓이는 것은 이상한 일이 아니다 — 납품 전 제작 중인 물량이 재고로 잡히기 때문이다. 다만 그만큼 현금이 묶이므로, 이익 증가율과 현금 증가율의 격차는 성장의 속도를 자금이 따라가는지를 보는 지표가 된다.

투자는 이미 움직였다

설비 투자실적은 528억원에서 **1,010억원으로 91.2% 늘었고**, 그중 신설·증설 투자는 154억원에서 **515억원으로 3.3배**가 됐다. 유지보수가 아니라 능력을 늘리는 쪽에 돈이 들어갔다는 뜻이다. 현금흐름표 기준 CAPEX도 986억원에서 1,785억원으로 81.0% 늘었다.

잔고 3.70년치와 증설 3.3배는 방향이 같다. 다만 FY2025 CAPEX 1,785억원은 영업이익 7,470억원의 23.9%로, 이익 대비 투자 부담 자체는 아직 크지 않다.

12개 위험신호 중 커진 것은 정기공시 정정 3건(공시 이상) 1건이며 표시점수는 99점·등급 A+다. 10년 공시에서 배당 3건, **희석 공시는 0건**이다. PBR 11.21배는 동종 P90 8.16배를 넘는 분포 최상단이고 PER은 50.72배다. 발행주식수가 932만주로 적어 EPS가 5만 5,832원, 주가가 283만 2,000원이라는 점도 이 회사의 특징이다.

국면 판단

잔고 급증 운전자본 확대

현재주가 (26/08/07)

2,832,000원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자 의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**영업CF ÷ 영업이익
(FY2025 0.66배)**

Key Data

시가총액	26.4조원
발행주식수(보통주)	0.09억주(932만주)
PER / PBR	50.7배 / 11.2배
외국인지분율	26.8%
공매도잔고비율	0.0%
업종	전기·전자
위험신호	1건 / 12건 (공시 정정 3건)
표시점수 / 등급	99 / A+

영업실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출액(억원)	43,006	48,950	59,685	30,452
영업이익(억원)	2,578	3,625	7,470	4,166
영업이익률(%)	5.99	7.41	12.52	13.68
순이익(억원)	1,319	2,229	5,028	2,631
EPS(원)	12,455	23,909	55,832	주p
영업활동현금흐름(억원)	4,547	4,121	4,930	주p
영업CF ÷ 영업이익(배)	1.76	1.14	0.66	주p
수주잔고(억원)	주y	56,809	153,402	주p
현금전환주기(일)	26.6	78.3	102.5	주p

1H26은 7/31 연결 잠정실적(외부감사 전). 지배주주 순이익 2,598억원(+33.5%). **주p** 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다. **주y** 우리 적재분에 그 해 값이 없다(회사 미공시가 아니라 수집 공백).

표 1. 이익률이 올라선 구간 (단위: 억원, %)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
매출액	10,761	15,253	16,241	17,430	13,582	16,870
영업이익	1,024	1,643	2,198	2,605	1,523	2,643
영업이익률(%)	9.52	10.77	13.53	14.95	11.21	15.67
순이익	1,036	873	1,518	1,601	913	1,717
상반기 누계 — 매출 30,452(+17.1%) · 영업이익 4,166(+56.2%) · 지배주주 순이익 2,598(+33.5%)						
연간 추이	영업이익 441(FY20) → 1,432(FY22) → 3,625(FY24) → 7,470(FY25, 10년 최고)					

주: 영업이익률이 다섯 분기에 걸쳐 9.52%에서 15.67%로 올랐다. 2Q26 세전이익은 2,369억원으로 영업이익보다 274억원 적으며, 구성 항목이 잠정 공시에 없어 분해하지 않았다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260731800883)·분기보고서(2026.03, 20260514001390)

표 2. 수주잔고와 부문 매출 (단위: 억원, %)

구분	2024	2025	증감
중공업 원화환산 수주잔고	56,809	153,402	+170.0%
잔고 ÷ 중공업 매출	1.83년	3.70년	+1.87년
부문 매출			
중공업	30,988	41,493	+33.9%
건설	17,655	17,865	+1.2%
(참고) 연결 매출	48,950	59,685	+21.9%

주: 잔고 연수는 중공업 부문 매출 기준이다. 전사 수주잔고는 29조 4,896억원(2026Q1, 수주레이더 집계 · 부문 분리 없음)이고 book-to-bill 0.42다. 부문별 영업이익이 공시되지 않아 중공업과 건설의 수익성을 나누지 않았다. 인도 시점별 잔고 분포가 없어 연도별 전환 속도는 산출하지 않았다. 자료: 사업보고서(2025.12) 부문별 매출·수주상황

표 3. 현금과 투자 (단위: 억원, 일, 배)

구분	2023	2024	2025	증감(YoY)
영업이익	2,578	3,625	7,470	+106.1%
영업활동현금흐름	4,547	4,121	4,930	+19.6%
영업CF ÷ 영업이익(배)	1.76	1.14	0.66	-
운전자본				
재고자산	7,258	8,854	12,776	+44.3%
재고자산회전일수(일)	72.3	78.8	98.9	+20.1일
매입채무회전일수(일)	116.6	88.1	82.5	-5.6일
현금전환주기(일)	26.6	78.3	102.5	+24.2일
투자 — 설비 투자실적 528 → 1,010억원(+91.2%) · 신설·증설 154 → 515억원(+233.7%) · CAPEX 986 → 1,785억원(+81.0%)				

주: 잔고가 늘어나는 국면에서 제작 중 물량이 재고로 잡혀 회전일수가 길어지는 것은 자연스럽다. 다만 그만큼 현금이 묶이므로 이익 증가율과 현금 증가율의 격차를 함께 본다. 설비 투자실적은 사업보고서 기재값, CAPEX는 현금흐름표 기준으로 산출 범위가 달라 금액이 일치하지 않는다. 자료: 사업보고서(2025.12) 설비투자·연결재무제표

점점 지표

1순위는 영업활동현금흐름 대비 영업이익 배수다. FY2025 0.66배는 이익이 두 배가 되는 동안 현금이 20%만 늘었다는 뜻이며, 1배 아래가 이어지면 성장 자금을 외부에서 조달해야 하는 국면으로 넘어간다. 재고자산회전일수 98.9일과 현금전환주기 102.5일이 그 배수를 결정하므로 함께 본다(차기 사업보고서 연결재무제표). 수주잔고 15조 3,402억원(3.70년치)이 유지되는지, 그리고 건설 부문 +1.2%가 반등하는지를 부문별 실적에서 확인한다. 신설·증설 투자 515억원(+233.7%)이 실제 생산능력 증가로 이어지는지는 차년도 설비투자 항목에서 본다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가·추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03, 20260514001390) · 연결재무제표기준 영업(잠정)실적 공정공시(20260731800883).

한계: ① 2Q26은 외부감사 전 잠정치다. ② 부문별 영업이익이 공시되지 않아 중공업과 건설의 수익성을 나누지 않았다. ③ 수주레이더 집계는 전사 기준(29조 4,896억)이라 중공업·건설 부문으로 나누지 않았다 — 본문의 중공업 잔고는 사업보고서 기재값이며 두 기준을 섞지 않았다. ④ 수주잔고의 인도 시점 분포가 없

어 연도별 매출 전환 속도를 산출하지 않았다. ⑤ 영업외손익 구성이 잠정 공시에 없어 세전이익과 영업이익의 차이를 분해하지 않았다. ⑥ 지역별 매출이 없어 해외 비중 변화를 다루지 않았다.