

산일전기 (062040)

1Q25 Re: 압도적 이익률, 업사이드 유효

1Q25 Review: 영업이익과 수주 모두 예상치 상회

산일전기의 1Q25 매출액은 988억원(YoY +39.9%, QoQ -8.8%), 영업이익은 375억원(YoY +61.4%, QoQ +11.4%, OPM 38.0%)을 기록했다. QoQ 매출 감소는 약 200억원 규모의 전력망 변압기 납품이 2분기로 이연된 결과로, 실질 매출은 1,100억원 내외로 추정되며 당초 기대치를 상회한 셈이다. 주목할 점은 수익성이다. OPM 38.0%는 YoY +5.1p, QoQ +6.9p로, 역대 최고 수준을 기록하며 컨센서스 및 당사 추정치를 크게 상회했다. 고단가 지상 변압기 비중 확대, 일부 원자재 소싱 다변화 및 설계 최적화에 따른 원가 절감 효과 등이 복합적으로 작용한 결과다. 이는 변압기 업종 평균 OPM(10~20%)을 크게 웃도는 수준으로, 동사의 수익성 체질이 한층 강화되고 있음을 보여준다.

2Q25 이후 수주는 더 가속화될 전망

1Q25 신규 수주는 1,693억원(YoY +103.2%, QoQ +40.3%)으로, 연간 수주 가이드نس(5,200억원)의 1/3을 1분기 만에 달성했다. 수주잔고는 4,597억원으로 YoY +53.9%, QoQ +18.1% 증가했다. 현재 미국 관세 이슈로 일부 고객사 발주가 유보되고 있으나, 2~3분기 중 발주 재개 가능성이 크며, 관세 현실화 시에도 가격 전가 또는 비용 분담을 통해 대응 가능한 구조다. 1Q25 수출 비중은 95.7%로 역대 최고치를 기록했으며, 미국향은 69.2%를 기록했다.

2공장 효과는 아직 반영 전, 마진 업사이드 유효

3월 가동을 시작한 2공장은 아직 초기 단계로, 1Q25 실적에 대한 기여도는 제한적이었다. 본격적인 물량 확대와 고정비 레버리지 효과는 2Q25부터 점진적으로 반영될 전망이다. 2공장은 자동화율 40%로, 1공장(10%) 대비 생산성이 약 4배 높은 구조이며, 고단가 제품 믹스 개선과 병행될 경우 OPM의 추가 레벨업 여지가 크다. 이에 2Q25 영업이익은 기존 추정치 대비 +20.5% 상향한 440억원(OPM 37.1%)으로, 2025년 연간 영업이익은 +14.5% 상향한 1,735억원(OPM 37.1%)으로 조정하였다. 현재 주가는 2025년 예상 PER 11.6배 수준으로, 국내 전력기기 Peer 대비 20% 할인 거래되고 있다. 2공장 본격 가동, 믹스 고급화, 반복 수주 구조 정착을 감안할 때, 중장기 밸류에이션 리레이팅 가능성이 충분한 구간으로 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q25P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	99	39.9	-8.8	105	-5.8
영업이익	38	61.4	11.4	35	6.8
세전계속사업이익	40	91.8	20.6	37	7.8
지배순이익	31	89.6	15.6	28	9.9
영업이익률 (%)	38.0	+5.1 %pt	+6.9 %pt	33.5	+4.5 %pt
지배순이익률 (%)	31.6	+8.3 %pt	+6.7 %pt	27.1	+4.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	215	334	468	579
영업이익	47	109	174	196
지배순이익	39	84	143	156
PER	-	15.7	11.6	10.7
PBR	-	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	-	12.6	8.2	6.7
ROE	47.0	29.9	28.6	24.5

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조



손현정 음식료/전력기기
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **87,500원 (M)**

직전 목표주가 **87,500원**

현재주가 (4/30) **54,500원**

상승여력 **61%**

시가총액	16,593억원
총발행주식수	30,445,200주
60일 평균 거래대금	259억원
60일 평균 거래량	408,289주
52주 고/저	81,600원 / 29,650원
외인지분율	11.03%
배당수익률	0.61%
주요주주	박동석 외 3인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.7)	(25.5)	0.0
상대	(0.7)	(26.1)	0.0
절대 (달러환산)	2.5	(25.0)	0.0

산일전기 실적 테이블											(단위: 십억원)
		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
매출액		70.7	75.2	79.7	108.4	98.8	118.4	124.9	125.4	334.0	467.6
전력망		22.7	33.1	36.7	60.4	45.0	68.1	69.0	77.3	152.9	259.4
	미국	19.3	29.0	35.2	56.1	42.0	63.7	66.8	72.9	139.6	245.4
	유럽, 기타	3.4	4.1	1.5	4.3	3.0	4.4	2.2	4.4	13.3	14.0
신재생		40.3	36.0	39.4	36.0	50.0	44.4	51.8	42.1	151.5	188.3
	미국	22.7	22.4	22.2	4.5	25.6	23.0	22.7	9.1	71.8	80.4
	유럽, 기타	17.6	13.6	17.1	31.4	24.5	21.4	29.1	33.0	79.7	108.0
기타 (지역별)		7.7	6.2	3.6	12.0	3.8	5.9	4.2	6.0	29.5	19.9
내수		10.9	7.7	6.3	7.8	4.2	7.4	4.2	8.6	32.7	24.4
수출		59.8	67.5	73.4	100.6	94.6	111.0	120.7	116.8	301.3	443.1
	미국	42.0	51.4	57.4	68.7	65.4	86.7	89.5	82.0	219.6	323.7
	유럽	13.0	13.3	12.6	26.3	23.3	21.3	25.3	26.8	65.1	96.6
	일본	3.1	1.1	1.7	3.1	1.4	1.4	1.6	2.7	9.1	7.2
	기타	1.7	1.6	1.7	2.5	4.5	1.6	4.3	5.3	7.5	15.7
% YoY		33.4%	52.6%	32.7%	107.5%	39.8%	57.4%	56.8%	15.7%	55.7%	40.0%
전력망		241.5%	120.9%	206.8%	214.9%	98.1%	105.9%	87.9%	28.0%	189.7%	69.7%
	미국	549.2%	340.4%	356.2%	340.3%	117.0%	120.0%	90.0%	30.0%	365.1%	75.8%
	유럽, 기타	-8.3%	-51.0%	-63.7%	-33.1%	-10.5%	7.0%	40.0%	2.0%	-41.4%	4.8%
신재생		-6.3%	19.5%	-10.7%	31.4%	24.2%	23.6%	31.6%	17.0%	4.9%	24.3%
	미국	-41.6%	23.7%	-42.4%	-80.9%	12.8%	3.0%	2.0%	100.0%	-39.8%	11.9%
	유럽, 기타	324.5%	13.3%	210.7%	757.5%	38.9%	57.4%	70.0%	5.0%	214.9%	35.4%
기타 (지역별)		129.5%	46.0%	-9.0%	110.9%	-50.3%	-5.5%	15.0%	-50.0%	70.9%	-32.7%
내수				-12.6%	-27.8%	-60.9%	-5.0%	-33.0%	10.0%		-25.4%
수출				39.0%	142.8%	58.3%	64.5%	64.4%	16.1%		47.1%
	미국			24.1%	82.2%	55.8%	68.7%	55.8%	19.4%		47.4%
	유럽			1158.5	63275.8	79.4%	60.4%	100.0%	2.0%		48.3%
	일본			-43.9%	25.5%	-54.3%	21.0%	-2.6%	-12.0%		-20.6%
	기타			-33.4%	109.3%	171.3%	-1.8%	155.9%	109.6%		109.7%
% 매출비중											
전력망		32.1%	44.0%	46.1%	55.7%	45.5%	57.5%	55.2%	61.7%	45.8%	55.5%
	미국	27.4%	38.5%	44.1%	51.8%	42.5%	53.8%	53.5%	58.2%	41.8%	52.5%
	유럽, 기타	4.8%	5.5%	1.9%	4.0%	3.0%	3.7%	1.7%	3.5%	4.0%	3.0%
신재생		57.0%	47.8%	49.4%	33.2%	50.6%	37.5%	41.5%	33.6%	45.4%	40.3%
	미국	32.1%	29.7%	27.9%	4.2%	25.9%	19.5%	18.1%	7.2%	21.5%	17.2%
	유럽, 기타	24.9%	18.1%	21.5%	29.0%	24.7%	18.1%	23.3%	26.3%	23.9%	23.1%
기타 (지역별)		10.9%	8.3%	4.5%	11.1%	3.9%	5.0%	3.3%	4.8%	8.8%	4.3%
내수		15.4%	10.3%	7.9%	7.2%	4.3%	6.2%	3.4%	6.8%	9.8%	5.2%
수출		84.6%	89.7%	92.2%	92.8%	95.7%	93.8%	96.6%	93.2%	90.2%	94.8%
(수출 내 비중)	미국	70.3%	76.2%	78.2%	68.3%	69.2%	78.1%	74.1%	70.2%	72.9%	73.0%
	유럽	21.7%	19.7%	17.2%	26.1%	24.6%	19.2%	20.9%	22.9%	21.6%	21.8%
	일본	5.2%	1.7%	2.3%	3.1%	1.5%	1.3%	1.4%	2.3%	3.0%	1.6%
	기타	2.8%	2.4%	2.3%	2.5%	4.8%	1.4%	3.6%	4.5%	2.5%	3.5%
영업이익		23.3	24.5	27.8	33.7	37.5	44.0	47.0	45.0	109.2	173.5
% YoY		95.5%	90.3%	63.0%	603.5%	61.4%	79.4%	69.3%	33.7%	134.4%	58.9%
% OPM		32.9%	32.6%	34.9%	31.1%	38.0%	37.1%	37.7%	35.9%	32.7%	37.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	기존 추정		신규 추정		변화율	
	2Q25F	2025F	2Q25F	2025F	2Q25F	2025F
매출액	112.0	458.0	118.4	467.6	5.7%	2.1%
영업이익	36.5	151.6	44.0	173.5	20.5%	14.5%
영업이익률	32.6%	33.1%	37.1%	37.1%	4.6%p	4.0%p
당기순이익	30.3	120.5	37.4	142.6	23.5%	18.3%

자료: 유안타증권 리서치센터

Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 백만달러, 백만 EUR, 백만 TWD)

		산일전기	LS ELECTRIC	제룡전기	Eaton (ETN)	Schneider Electric SE (SU)	ABB (ABBN)	Fortune Electric
시가총액		1,659.3	6,105.0	500.3	115,325	116,997	80,360	120,896
매출액	2024	334.0	4,551.8	262.7	24,878	38,153	33,085	20,203
	2025F	467.6	5,089.8	242.6	26,778	41,943	34,363	25,295
	2026F	579.2	5,799.6	226.0	28,789	45,213	36,302	31,849
영업이익	2024	109.2	389.7	97.8	5,959	6,449	5,367	4,891
	2025F	173.5	469.8	83.6	5,560	7,718	5,832	6,910
	2026F	196.3	578.6	78.0	6,109	8,630	6,373	9,057
영업이익률	2024	32.7%	8.6%	37.2%	24.0%	16.9%	16.2%	24.2%
	2025F	37.1%	9.2%	34.5%	20.8%	18.4%	17.0%	27.3%
	2026F	33.9%	10.0%	34.5%	21.2%	19.1%	17.6%	28.4%
당기순이익	2024	83.7	238.7	79.9	3,794	4,269	3,938	4,286
	2025F	142.6	327.6	71.0	4,365	5,472	4,337	5,622
	2026F	155.7	413.1	62.0	4,887	6,145	4,817	7,331
PER	2024	15.7	20.2	9.2	30.4	27.4	20.4	28.2
	2025F	11.6	18.6	7.0	26.4	21.4	18.5	21.5
	2026F	10.7	14.8	8.1	23.6	19.0	16.7	16.5

자료: 유안타증권 리서치센터

1Q25 실적 발표 컨퍼런스콜 주요 Q&A

1. 1분기 신규수주 1,693억인데 지역별, 부문별로 세분화 가능?

- 지역 믹스는 매출과 유사(미국이 60~70%, 나머지는 유럽)
- 제품별로는 큰 차이 없다. (전력망이 절반)

2. 전력망쪽에서 이연된 매출의 규모와 영익 규모는? 이연된 매출은 다음 분기로 이어지는지?

- 매출 이연 규모는 말씀드리기 어렵다. 다만, 2분기에는 대부분 이연된 매출 인식 예정.
- 매출 이연 규모 관련, 미국 공장으로 가는 DDP로 얼마 안되지만 있다. 150억원 정도 지난 분기에 잡혔었음
- 이번 1분기에는 매출 이연 규모는 300억 중반 정도가 잡혔다. -> 따라서 평소보다 200억원 더 이연된 것.

3. 2공장 현재 가동률은?

- 현재 가동률을 말씀드리기 이른 단계, 더 운영해보야 알 수 있을 듯
- 연말로 놓고 본다면 2공장 3,000억원 CAPA 중 약 1,000억원(약 33%) 쓸 예정

4. 2분기 이후 전망?

- 전망은 여전히 작년과 크게 다를 바 없다
- 관세 이슈로 인해, 주문의 가속도가 붙을 수 있는 시점은 2분기로 예상
- 신재생 관련, 기존 계획대로 유지중. 1분기에서 신재생 수주가 강하게 나왔다
- 2분기 이후가 수주 환경에서는 긍정적인 것

5. 1분기 마진 개선 배경 관련, 추후에 마진 개선의 업사이드는? 2공장의 자동화율이 더 높다면 OPM 38%보다 더 개선 가능?

- 구조적으로 기대할 수 있는 부분이다.
- 2공장이 1분기 숫자에 기여한 바는 거의 없기 때문에, 2분기 물량 가속화와 자동화의 시너지로 마진을 개선은 기대 가능하다. 다만, 명확한 숫자는 아직 확인해야할 것 같다

6. 연간 가이드نس 조정하나? (대략적인 가이드نس: 수주 5,200억원, 매출 4,200억원) 이미 1분기 수주는 1,693억원인데, 수주 본격화된다면 가이드نس를 상향 조정해야하는 것 아닌지?

- 업사이드 있지만, 상반기 내에는 공식적인 가이드نس의 상향은 없을 것
- 2공장 가동, 퀄리티 유지 하에서 확실 시 가이드نس 조정할 것
- 영업이익도 회사 가이드نس 조정은 아직 이른 상태

산일전기 (062040) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	215	334	468	579	732
매출원가	137	190	249	326	409
매출총이익	78	144	219	253	323
판관비	31	34	45	57	73
영업이익	47	109	174	196	250
EBITDA	49	112	176	199	252
영업외손익	2	-4	4	5	8
외환관련손익	1	11	1	1	1
이자손익	-2	0	3	4	7
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	2	-15	0	0	0
법인세비용차감전순이익	48	105	177	202	258
법인세비용	10	22	35	46	59
계속사업순이익	38	84	143	156	199
중단사업순이익	1	0	0	0	0
당기순이익	39	84	143	156	199
지배지분순이익	39	84	143	156	199
포괄순이익	52	83	142	155	198
지배지분포괄이익	52	83	142	155	198

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	35	16	104	127	152
당기순이익	39	84	143	156	199
감가상각비	3	3	3	2	2
외환손익	0	-6	-1	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-27	-86	-55	-46	-64
기타현금흐름	20	21	15	15	15
투자활동 현금흐름	-16	-173	-21	-17	-24
투자자산	0	-33	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-23	-90	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	7	-51	-21	-17	-24
재무활동 현금흐름	-2	198	-18	-19	-18
단기차입금	-13	3	4	3	5
사채 및 장기차입금	-10	-10	0	0	0
자본	23	220	0	0	0
현금배당	0	-5	-13	-13	-13
기타현금흐름	-1	-9	-9	-9	-9
연결범위변동 등 기타	0	0	3	1	5
현금의 증감	17	41	68	91	115
기초 현금	4	21	62	130	221
기말 현금	21	62	130	221	336
NOPLAT	47	109	174	196	250
FCF	12	-74	104	127	152

자료: 유안타증권

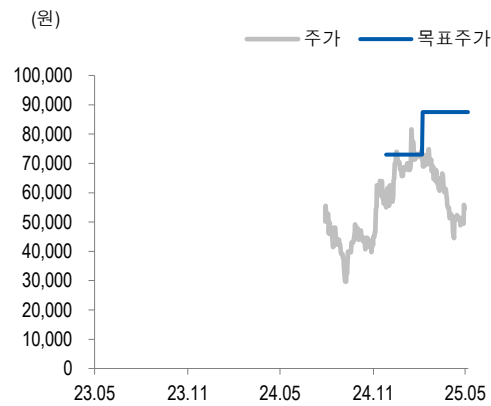
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	103	305	459	623	837
현금및현금성자산	21	62	130	221	336
매출채권 및 기타채권	32	96	136	168	213
재고자산	44	60	85	105	132
비유동자산	88	187	185	183	181
유형자산	81	168	165	163	160
관계기업 등 자본관련 자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	7	12	13	13	13
자산총계	191	493	645	806	1,017
유동부채	53	53	73	90	114
매입채무 및 기타채무	27	17	24	29	37
단기차입금	7	1	1	1	1
유동성장기부채	3	0	0	0	0
비유동부채	12	6	8	10	12
장기차입금	8	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	65	58	81	100	126
지배지분	126	434	563	705	891
자본금	2	15	15	15	15
자본잉여금	23	230	230	230	230
이익잉여금	70	148	278	421	607
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	126	434	563	705	891
순차입금	-4	-130	-215	-320	-454
총차입금	19	11	15	19	23

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	8,807	3,214	4,685	5,114	6,538
BPS	26,290	14,553	18,539	23,216	29,320
EBITDAPS	11,139	4,302	5,785	6,525	8,292
SPS	48,385	12,828	15,357	19,025	24,042
DPS	947	420	420	420	420
PER	-	15.7	11.6	10.7	8.3
PBR	-	3.5	2.9	2.3	1.9
EV/EBITDA	-	12.6	8.2	6.7	4.8
PSR	-	3.9	3.5	2.9	2.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	81.3	55.7	40.0	23.9	26.4
영업이익 증가율 (%)	259.7	134.4	58.9	13.1	27.5
지배순이익 증가율 (%)	5,480.2	114.3	70.5	9.2	27.8
매출총이익률 (%)	36.3	43.0	46.8	43.6	44.1
영업이익률 (%)	21.7	32.7	37.1	33.9	34.2
지배순이익률 (%)	18.2	25.1	30.5	26.9	27.2
EBITDA 마진 (%)	23.0	33.5	37.7	34.3	34.5
ROIC	39.0	42.4	44.5	42.5	47.9
ROA	24.7	24.5	25.1	21.5	21.8
ROE	47.0	29.9	28.6	24.5	24.9
부채비율 (%)	51.9	13.5	14.4	14.2	14.2
순차입금/자기자본 (%)	-3.5	-30.0	-38.1	-45.3	-50.9
영업이익/금융비용 (배)	26.2	54.9	98.6	87.4	90.4

산일전기 (062040) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-02	BUY	87,500	1년		
2025-02-06	BUY	87,500	1년		
2024-11-26	BUY	73,000	1년	-6.44	11.78
2024-11-22	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중 축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-01

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.