

(062040.KS)

산일전기

전력기기 허준서

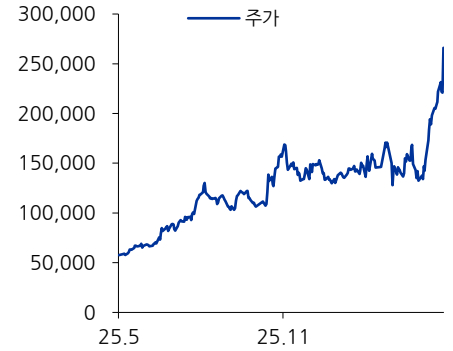
6175 / pos03066@eugenefn.com

특수변압기 전방시장 확장, 이뤄 졌다고

- “ 1분기 매출액과 영업이익은 각각 1,503억원(+52.1% yoy)과 557억원 (+48.4% yoy)으로 모두 시장예상치를 소폭 상회, 전사 영업이익률은 37%를 기록했는데 총당금 환입효과가 있었던 지난 4분기의 영업이익률과 동일, 2022년 이후 고객사대상 평가인상 없음에도 공정 자동화와 최적화, 인력배치 등으로 꾸준히 영업이익률 개선 중
- “ 신규수주는 1,790억원을 기록, 전력망용 배전(지상/주상)변압기와 PCS모듈 내 특수변압기 등 주력제품의 납기는 6개월 내외로 타 초고압변압기 제조 전력기기 업체 대비 짧은 편, 1Q26말 잔고는 4,774억원으로 당사 2026년 매출액 추정치인 6,433억원 달성에는 무리 없다 판단하며 매출액기준 현재 연CAPA는 8천억원 수준, 하반기 154kV 초고압변압기 증설 위한 부지 활용계획 등 생산능력 제한 리스크는 없다고 판단
- “ 동사의 전방시장지표는 재생에너지 프로젝트 활성도와 데이터센터 계약부하 증가 여부, PJM 관할내 유틸리티 업체인 Dominion Energy의 1Q26 실적발표간 데이터센터향 계약부하 2.5GW 증가로 총 51GW 달성, 해상 풍력 프로젝트들도 순항중이며 2026년 말까지 대다수의 터빈 설치 목표, Nextera Energy도 FPL 통해 기존 계획대비 태양광 단지 12GW, ESS 7GW 이상 추가 설치 발표
- “ 이번 실적발표의 특이사항은 Bloom Energy 대상 특수변압기 수주, 총 수주액 503억원의 납기일은 내년 1분기, 신규 벤더 등록 후 첫 수주라 의미 크다고 판단. Bloom Energy의 전력망 내 위상이 단순 연료전지 판매업자에서 데이터센터 대상 온사이트 발전원 기반 마이크로그리드 구축 디벨로퍼로 격상되고 있음을 확인, 배전 변전소(13.8kV~34.5kV) - 온사이트 그리드(Bloom Energy SOFC) - 데이터센터로 이어지는 선형구조속 온사이트 그리드 좌우에서 동사의 특수변압기 수요 발생하는 기술적인 구조
- “ 동사의 특수변압기는 PCS 모듈이 60Hz의 일정한 주파수를 제어하는데 최적화된 전압을 세팅해주는 역할을 수행, 해당 기술을 통해 전력망 내 안정성을 극대화시키고 타 부품들의 내구성을 향상, 재생에너지 발전단지 등 주파수 불안정한 전력원이 그리드에 연결되기 위한 필수재, 이번 수주는 동사의 전방시장을 발전원(재생에너지)에서 데이터센터(고부하수용가)로 확장 시켰다는 데 의의가 있음
- “ 현재 주가는 2026년기준 38.4배 수준, 확장된 전방시장을 고려해 Peer 재선정(GEV, LS ELECTRIC, Hammond) 및 타겟 PER을 50배로 상향 조정, 단순 재생에너지 발전원 대상 특수변압기 및 저 부가가치 배전변압기 업체에서 고부가 수용가가 원하는 제품과 서비스를 제공할 수 있는 업체로 변모 중, 목표주가 350,000원으로 상향하며 투자의견 BUY를 유지

투자의견
목표주가
현재주가

BUY(유지)
350,000 원(상향)
266,000 원(4/30)



시가총액(십억원)	8,144
발행주식수(천주)	30,616
52 주 최고	281,500 원
최저	55,800 원
52 주 일단 Beta	1.29
60 일 평균 거래대금	896 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(26E)	0.0%
주주구성	
박동석 (외 3인)	45.1%
국민연금공단 (외 1인)	8.2%

주가상승률(%)	1M	6M	12M
	188	85.3	547.2
(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	350,000	205,000	▲
영업이익(26E)	237.0	242.9	▼
영업이익(27E)	308.6	310.8	▼

12월 결산(십억원)	2025A	2026E	2027E
매출액	501.9	643.3	872.8
영업이익	178.6	237.0	308.6
세전손익	190.7	271.2	315.3
당기순이익	148.9	210.7	245.6
EPS(원)	4891	6921	8068
증감률(%)	적지	41.5	16.6
PER(배)	26.6	38.4	33.0
ROE(%)	n/a	31.4	28.5
PBR(배)	6.8	10.7	8.4
EV/EBITDA(배)	20.9	31.9	24.2

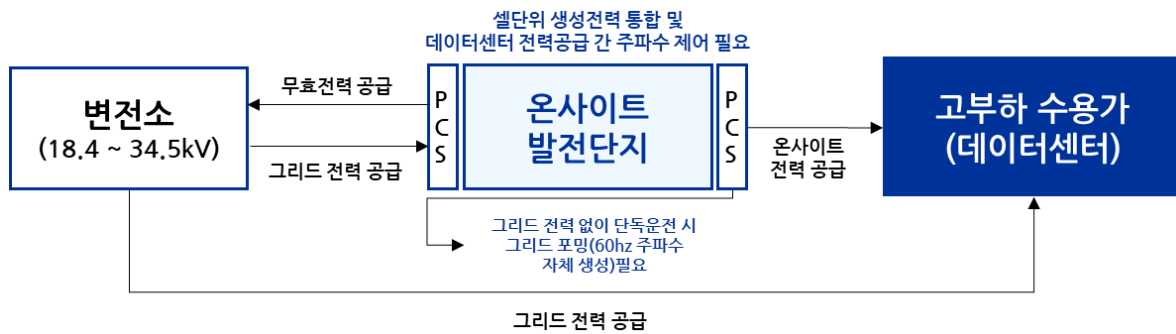
특수변압기가 뭐하는 건가요?

시장의 오해와 달리 온사이트 전력망으로만 데이터센터를 지속적으로 가동하는 데는 한계가 있다. 온사이트 발전단지의 전력 규모는 1-4GW 단위임에 비해 전력망이 공급해줄 수 있는 전력의 규모는 80-100GW 단위기 때문이다. 신뢰성이 중요한 전력망 관점에서 대규모 전력이 꾸준히 공급되는 그리드 연결을 포기할 수 없는 이유다. 온사이트 발전단지 구축은 데이터센터 등 고부하수용가의 전력망 연결 속도를 빠르게 해준다는 점에서 의의가 있다. 망접속을 승인시켜줄 ISO와 FERC 입장에서 자체발전원 보유로 망에 지우는 부담을 덜어주는 수용가의 승인 유인이 높기 때문이다.

전력망이 AC 전력으로 구성된 것 과 달리 최근 온사이트 발전원들은 DC 전력을 생산한다. 태양광 + BESS 조합이 그렇고, 블룸에너지의 SOFC 가 그렇다. DC 와 AC 를 혼합해 사용하기위해 필수적인 부품은 PCS 모듈인데 전력의 성질을 스위칭 하는 과정에서 안정적인 주파수를 형성해 타 전력기기들의 내구성을 향상시키는 역할을 한다. 동사의 특수변압기는 해당 PCS 모듈이 안정적 주파수를 생성해내는데 최적화된 전압을 세팅하는 역할을 한다.

Bloom Energy 수주가 가지는 의미

고압 배전 이후 구성되는 온사이트 발전원 및 데이터센터 전력망(마이크로그리드) 개념도



자료: 유진투자증권

이번 수주가 동사의 전방시장 확장 스토리에 가지는 함의는 크다. 동사가 준비중인 154kV 초고압변압기와 이미 판매중인 건식/패드변압기의 레퍼런스 확보도 가능해질 수 있기 때문이다.

온사이트 발전 단지 디벨로퍼(블룸에너지)향 특수변압기 수주는 결국 최종 고객사인 데이터센터의 승인이 필요하다. 온사이트 발전단지는 전력망 구조도 상 그리드 연결 사이에 존재하기 때문이다(구조도 참고). 지난 이니시에이팅 자료를 통해 데이터센터 빌더들의 154kV 급 변전소에 필요한 초고압변압기 직수주가 늘어나는 환경이라 설명한 바 있다. 하이퍼 스케일러들이 직수주를 내는 수용가 내 배전변압기와 154kV 급 변전소 변압기는 동사가 준비중이거나 이미 보유한 솔루션임을 감안할 때 이번수주로 확보한 레퍼런스는 단순 연료전지 공급업체향 레퍼런스가 아닌, 배전 아키텍처 내 마이크로그리드 구축과 관련된 레퍼런스로 해석하는 것이 타당하다.

산일전기 분기 실적 추이(연결)

(십억원)	1Q25A	2Q25A	3Q25A	4Q25A	1Q26P	2Q26F	3Q26F	4Q26F
매출액	98.8	128.3	132.7	142.1	150.3	157.6	162.8	172.6
YoY(%)	39.9	70.5	66.5	31.1	52.1	22.9	22.6	21.5
전력망(지상/주상변압기)	45.0	38.3	26.2	53.8	39.3	48.0	49.6	52.6
특수변압기(신재생/데이터센터)	50.0	87.3	101.7	82.8	106.7	104.1	107.5	114.0
기타	3.8	2.7	4.8	5.5	4.3	5.5	5.7	6.1
매출원가	52.1	67.0	71.4	77.5	79.7	83.0	87.2	93.0
매출총이익	46.8	61.3	61.3	64.6	70.6	74.6	75.6	79.7
판관비	9.3	15.0	18.6	12.1	15.0	16.6	15.9	16.0
영업이익	37.5	46.3	42.7	52.5	55.7	58.0	59.6	63.7
YoY(%)	61.4	89.1	53.5	55.9	48.3	25.2	39.7	21.3
OPM	38.0	36.1	32.1	37.0	37.0	36.8	36.6	36.9
영업외손익	1.2	1.9	4.2	4.6	4.2	9.8	10.1	10.1
세전이익	38.7	48.2	46.9	57.1	59.8	67.8	69.7	73.8
법인세비용	7.5	10.3	10.0	14.7	13.8	15.0	15.4	16.3
당기순이익	31.2	38.0	36.9	42.4	46.0	52.8	54.3	57.5

자료: 산일전기, 유진투자증권

산일전기 연간 실적 추이(연결)

(십억원)	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	64.8	118.3	214.5	334.0	501.9	643.3	872.8
YoY(%)	-	82.5	81.4	55.7	50.3	28.2	35.7
전력망(지상/주상변압기)	9.9	14.8	52.8	152.9	163.3	189.4	246.3
특수변압기	22.5	76.9	144.5	151.5	321.8	432.3	605.2
기타	32.4	26.5	17.3	29.5	16.8	21.6	21.3
매출원가	0.0	0.0	70.5	190.4	267.9	342.9	463.4
매출총이익	64.8	118.3	144.0	143.6	234.0	300.4	409.4
판관비	0.0	0.0	17.7	34.3	55.0	63.4	100.7
영업이익	64.8	118.3	126.3	109.2	179.0	237.0	308.6
YoY(%)	21.8	82.5	6.8	(13.5)	63.9	32.4	30.2
OPM	100.0	100.0	58.9	32.7	35.7	36.8	35.4
영업외손익	0.0	0.0	0.0	(3.9)	11.9	34.2	6.6
세전이익	64.8	118.3	126.3	105.3	190.9	271.2	315.3
법인세비용	0.0	0.0	10.2	21.7	42.4	60.5	69.7
당기순이익	64.8	118.3	117.6	83.7	148.5	210.7	245.6

자료: 산일전기, 유진투자증권

산일전기 Peer Valuation

		평균	GE Vernova	LS ELECTRIC	Hammond	Bloom Energy
국가			미국	한국	캐나다	미국
2026-04-30, 2026-05-01			1,063.0	190.0	213.1	290.5
시가총액(\$ mil, 배, %)			285,635.9	28,493.7	2,537.4	82,636.6
PER (배)	FY25A	36.7	35.9	48.3	25.8	#N/A N/A
	FY26F	705.3	48.7	172.4	47.0	2,553.0
	FY27F	77.0	44.7	86.4	33.4	143.4
	FY28F	47.2	32.0	56.6	26.7	73.5
PBR (배)	FY25A	14.9	15.8	6.7	5.4	31.7
	FY26F	25.2	18.0	17.2	7.9	57.7
	FY27F	16.4	14.1	12.0	6.3	33.3
	FY28F	11.9	11.0	11.8	5.1	19.8
EV/EBITDA (배)	FY25A	61.7	64.3	25.8	15.6	141.0
	FY26F	58.4	45.1	55.0	18.9	114.5
	FY27F	35.8	29.9	41.7	15.1	56.4
	FY28F	25.9	21.8	33.1	13.7	35.0
매출액 (\$mil)	FY25A		38,068.0	3,494.9	643.0	2,024.0
	FY26F		45,466.2	4,137.9	911.3	3,608.2
	FY27F		52,006.8	4,853.8	1,096.0	6,097.9
	FY28F		59,410.5	5,602.8	1,207.4	8,736.7
영업이익 (\$mil)	FY25A		1,388.0	300.1	74.5	72.8
	FY26F		4,446.9	433.1	110.4	618.9
	FY27F		7,535.1	588.8	139.5	1,358.9
	FY28F		10,055.3	763.4	154.4	2,183.4
영업이익률 (%)	FY25A	6.9	3.6	8.6	11.6	3.6
	FY26F	12.4	9.8	10.5	12.1	17.2
	FY27F	15.4	14.5	12.1	12.7	22.3
	FY28F	17.1	16.9	13.6	12.8	25.0
순이익 (\$mil)	FY25A		4,884.0	201.7	51.7	-88.4
	FY26F		6,613.0	325.4	71.7	612.0
	FY27F		6,470.5	435.5	88.5	1,206.2
	FY28F		8,826.5	559.0	98.1	1,913.8
ROE (%)	FY25A	17.6	47.1	14.7	21.9	-13.3
	FY26F	34.6	40.5	21.1	-	42.4
	FY27F	35.2	36.1	23.6	-	45.8
	FY28F	37.5	37.3	25.8	-	49.4

산일전기(062040.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
자산총계	191.3	492.7	682.0	860.4	1,083.4
유동자산	103.3	305.2	437.4	601.2	803.4
현금성자산	23.1	113.5	145.1	287.6	423.5
매출채권	32.2	96.5	136.8	141.9	179.3
재고자산	44.3	60.4	91.4	107.0	135.2
비유동자산	88.0	187.5	244.5	259.2	280.0
투자자산	7.0	19.1	63.4	66.0	68.6
유형자산	80.7	167.6	179.2	189.9	206.9
기타	0.3	0.8	1.9	3.3	4.5
부채총계	65.4	58.4	96.5	102.2	117.6
유동부채	52.9	52.6	90.4	95.9	111.1
매입채무	27.1	16.9	51.0	56.1	70.9
유동성이자부채	10.5	10.9	2.5	2.5	2.5
기타	15.3	24.7	36.9	37.3	37.7
비유동부채	12.5	5.9	6.1	6.3	6.5
비유동이자부채	8.1	0.3	0.5	0.5	0.5
기타	4.3	5.6	5.6	5.8	6.1
자본총계	125.9	434.2	585.5	758.2	965.8
지배지분	125.9	434.2	585.5	758.2	965.8
자본금	2.4	15.2	15.2	15.2	15.2
자본잉여금	23.1	229.8	229.8	229.8	229.8
이익잉여금	69.5	147.9	284.1	456.8	664.4
기타	30.9	41.4	56.4	56.4	56.4
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	125.9	434.2	585.5	758.2	965.8
순차입금	18.7	11.3	2.9	2.9	2.9
순차입금	(4.4)	(102.3)	(142.2)	(284.7)	(420.5)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
영업현금	35.2	15.5	115.5	204.3	204.7
당기순이익	39.1	83.7	148.9	210.7	245.6
자산상각비	2.8	2.8	4.4	9.1	10.0
기타비현금성손익	25.7	30.6	53.3	0.2	0.2
운전자본증감	(27.1)	(85.8)	(69.0)	(15.8)	(51.1)
매출채권감소(증가)	(5.5)	(59.1)	(39.9)	(5.1)	(37.4)
재고자산감소(증가)	(13.4)	(18.7)	(33.2)	(15.5)	(28.2)
매입채무증가(감소)	4.3	(11.9)	22.4	5.1	14.8
기타	(12.6)	3.9	(18.4)	(0.3)	(0.3)
투자현금	(15.9)	(173.2)	(54.4)	(25.3)	(32.4)
단기투자자산감소	0.2	(83.3)	(37.3)	(1.5)	(1.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	(1.7)	(1.7)
설비투자	(22.7)	(89.8)	(15.3)	(19.5)	(26.5)
유형자산처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산처분	(0.3)	(0.0)	(1.2)	(1.6)	(1.6)
재무현금	(2.2)	198.1	(13.4)	(38.0)	(38.1)
차입금증가	(24.6)	(16.9)	(0.7)	0.0	0.0
자본증가	22.4	215.0	(12.8)	(38.0)	(38.1)
배당금지급	0.4	4.5	12.8	38.0	38.1
현금 증감	17.1	40.8	46.6	141.1	134.3
기초현금	4.1	21.2	62.0	108.6	249.7
기말현금	21.2	62.0	108.6	249.7	383.9
Gross Cash flow	67.5	117.0	206.7	220.1	255.9
Gross Investment	43.2	175.7	86.1	39.6	82.0
Free Cash Flow	24.3	(58.7)	120.6	180.5	173.9

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	214.5	334.0	501.9	643.3	872.8
증가율(%)	81.3	55.7	적지	28.2	35.7
매출원가	136.7	190.4	267.9	342.9	463.4
매출총이익	77.8	143.6	234.0	300.4	409.4
판매 및 일반관리비	31.2	34.3	55.4	63.4	100.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	46.6	109.2	178.6	237.0	308.6
증가율(%)	259.7	134.4	적지	32.7	30.2
EBITDA	49.4	112.0	183.1	246.1	318.6
증가율(%)	230.3	126.8	적지	34.5	29.5
영업외손익	1.5	(3.9)	12.1	34.2	6.7
이자수익	0.3	2.0	4.7	3.0	5.1
이자비용	1.8	2.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.0	(3.9)	7.4	31.2	1.5
세전순이익	48.1	105.3	190.7	271.2	315.3
증가율(%)	1,225.7	118.9	적지	42.2	16.3
법인세비용	10.2	21.7	41.8	60.5	69.7
당기순이익	39.1	83.7	148.9	210.7	245.6
증가율(%)	5,480.2	114.3	적지	41.5	16.6
지배주주지분	39.1	83.7	148.9	210.7	245.6
증가율(%)	5,480.2	114.3	적지	41.5	16.6
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	8,154	2,748	4,891	6,921	8,068
증가율(%)	4,870.7	(66.3)	적지	41.5	16.6
수정EPS(원)	8,154	2,748	4,891	6,921	8,068
증가율(%)	4,870.7	(66.3)	적지	41.5	16.6

주요투자지표

	2023A	2024A	2025A	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	8,154	2,748	4,891	6,921	8,068
BPS	262,904	14,263	19,230	24,903	31,722
DPS	947	420	1,250	1,250	1,250
밸류에이션(배, %)					
PER	n/a	25.0	26.6	38.4	33.0
PBR	n/a	4.8	6.8	10.7	8.4
EV/ EBITDA	n/a	17.7	20.9	31.9	24.2
배당수익율	0.0	0.6	1.0	0.5	0.5
PCR	n/a	17.8	19.2	36.8	31.7
수익성(%)					
영업이익율	21.7	32.7	35.6	36.8	35.4
EBITDA이익율	23.0	33.5	36.5	38.3	36.5
순이익율	18.2	25.1	29.7	32.8	28.1
ROE	47.0	29.9	n/a	31.4	28.5
ROIC	40.1	39.9	n/a	44.2	51.7
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(3.5)	(23.6)	(24.3)	(37.6)	(43.5)
유동비율	195.1	580.6	483.9	627.0	723.3
이자보상배율	26.2	54.9	18,239	n/a	n/a
활동성 (회)					
총자산회전율	1.4	1.0	n/a	0.8	0.9
매출채권회전율	6.6	5.2	n/a	4.6	5.4
재고자산회전율	5.4	6.4	n/a	6.5	7.2
매입채무회전율	8.5	15.2	n/a	12.0	13.7

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	0%

(2026.03.31 기준)

