

산일전기 062040

남다른 변압기 업체

미국 노후 전력망 교체 지속 + 특수 변압기에서의 높은 성장 예상

노후화된 전력망과 장비들의 교체 사이클은 최소 향후 5년 간은 지속될 전망이다. 동시에 올해 하반기부터는 대규모로 적체되어 있던 친환경 프로젝트들의 착공 시작이 예상된다. 단순 노후화된 전력망 교체에서 벗어나 신규 송전망을 건설하고 먼저 준비된 프로젝트들부터 계통연계를 승인함에 따라 대기 중인 친환경 프로젝트들에 속도가 날 것으로 보인다. 2023년 말 미국에서 대기 중인 프로젝트 규모는 2,598GW이며 태양광 515GW, ESS 503GW, 풍력 366GW로 53%를 차지하고 있다. 약 2년 간 전력계통 이슈로 묶여있던 프로젝트들이 풀리기 시작하고 2025년 이후에는 신재생 기자재들의 공급 속도가 더 빨라질 것으로 예상됨에 따라 동사의 2025년 이후 매출액도 특수 변압기를 중심으로 크게 성장할 전망이다.

2025년에도 40% 이상 성장 전망

2025년 실적은 매출액 4,192억원(+43.7% YoY)과 영업이익 1,244억원(+41.7% YoY)으로 추정한다. 25년부터는 전력망 변압기뿐 아니라 신재생 발전소 향 특수 변압기 성장률도 높아질 것으로 보인다. 전력망 변압기는 전년 대비 60% 늘어난 1,494억원, 특수 변압기는 44% 증가한 2,348억원으로 예상한다. 공급단가가 높은 특수 변압기 매출액의 성장이 커지면서 25년에도 영업이익률은 30% 수준을 유지할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 57,000원 제시

산일전기에 대해 투자의견 매수와 목표주가 57,000원을 제시한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 Target PER 20배를 적용했다. 밸류에이션은 국내 동종업계 경쟁사 대비 50% 할증했으며 CAPA확장에 따른 성장 차별화를 근거로 했다. 현재 동사는 변압기 생산시설 증설 중이며 기존 3,000억원에 신규 7,000억원을 더해 총 1조원(연간 5.3만대)의 생산시설을 갖추게 된다. 제품 적용처가 다양하고 전방시장 성장성이 높아 밸류에이션 프리미엄이 합당하다 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	65	118	215	292	419
영업이익	0	13	47	88	124
영업이익률(%)	0.7	11.0	21.7	30.1	29.7
세전이익	1	4	48	79	112
지배주주지분순이익	1	1	39	62	87
EPS(원)	268	164	8,154	2,022	2,871
증감률(%)	-20.0	-38.8	4,870.7	-75.2	42.0
ROE(%)	2.9	1.7	47.0	39.9	41.3
PER(배)	n/a	n/a	n/a	21.0	14.8
PBR(배)	n/a	n/a	n/a	7.1	5.4
EV/EBITDA(배)	13.0	2.4	-0.1	13.6	9.6

자료: 산일전기, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

안주원 미드스몰캡·재생에너지
02-709-2655
joowonahn@ds-sec.co.kr

2024.08.22

매수(신규)

목표주가(신규)	57,000원
현재주가(08/21)	42,450원
상승여력	34.3%

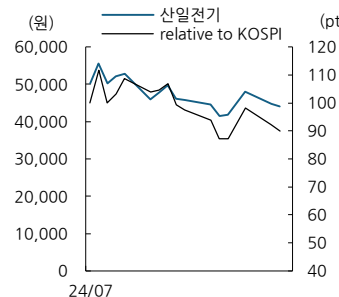
Stock Data

KOSPI	2,701.1pt
시가총액(보통주)	1,292십억원
발행주식수	30,445천주
액면가	500원
자본금	12십억원
60일 평균거래량	3,228천주
60일 평균거래대금	160,532백만원
외국인 지분율	5.1%
52주 최고가	61,300원
52주 최저가	40,200원
주요주주	
박동석(외 5인)	56.6%
산일전기우리사주(외 1인)	4.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	#N/A	#N/A
3M	#N/A	#N/A
6M	#N/A	#N/A

주가차트



신재생 에너지 발전/ESS용 변압기 매출 높은 기업

신재생에너지/ESS용 변압기에 특화되어 있음

산일전기는 전력망, 신재생에너지, 산업용 변압기 시장에서 다양한 변압기들을 제조 및 판매하고 있다. 2023년 말 기준 분야별 매출 비중은 신재생 에너지 67.3%, 전력망 24.6%, 산업용 8.1%이다. 신재생 에너지 발전소와 ESS 인버터에 들어가는 특수 변압기 제품들이 많고 매출 비중이 크다는 점이 타 전력기기 업체들과 차별화되는 부분이다.

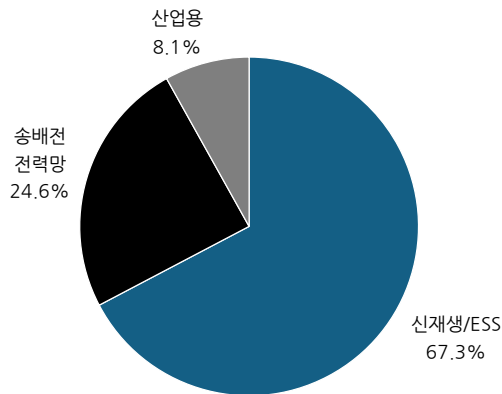
특수 변압기는 용도와 냉각 방식에 따라 제품 라인업 많음

특수 변압기는 일반 변압기보다 설계와 생산공정이 더 길고 용량이 커 전력 변동 폭이 큰 에너지원에 적합하다. 유입 변압기 방식(절연유)전력 변압기는 주로 태양광 발전에 적용되며 직류를 교류로 변환하는 인버터에 필요한 필수 부품이다. 건식 방식(자연냉각)몰드 변압기도 생산하고 있는데 주로 풍력발전에 사용되며 외부 환경 조건에 강한 내구성을 지니고 있으며 발전된 전기를 최대한 효율적으로 변환 및 전송한다는 특징이 있다. 일반 변압기 보다 용량과 크기가 커 대당 단가도 차이가 많이 난다. 이 외에도 동사는 2012년 국내 최초로 수냉식 몰드 변압기를 개발해 선박용으로 공급 중이며 풍력 발전 너셀에 설치되는 수냉식 유입 변압기도 개발 중에 있다.

전력망 매출액 늘어나면서 미국 매출 비중 증가, 고객사도 다변화

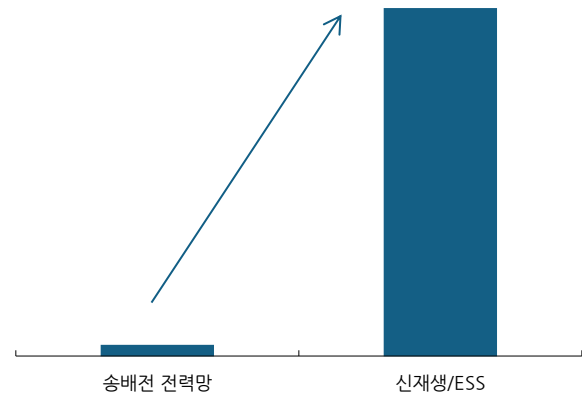
지역별로는 해외 매출 비중이 85%이며 미국 59%, 유럽 18%, 일본 4% 및 기타 2%로 구성되어 있다. 사업 초반 일본 수출을 먼저 시작하며 매출액을 키워왔으며 2022년 이후 미국에서의 신재생 프로젝트 투자 증가와 노후화된 일반 전력망의 전력기기들의 교체 사이클이 맞물리면서 동사의 매출액도 급격하게 증가하기 시작했다. 일반 전력망에서는 주상 변압기를 주로 판매하고 있으며 주택가나 상업지역에 전력을 공급하는데 사용된다. 송배전 전력망 매출액이 늘어나면서 고객사도 제조사에서 미국 내 전력회사들로 확대되고 있다.

그림1 부문별 매출 비중



자료: 산일전기 DS투자증권 리서치센터

그림2 전력망 변압기 vs 특수 변압기 ASP 비교



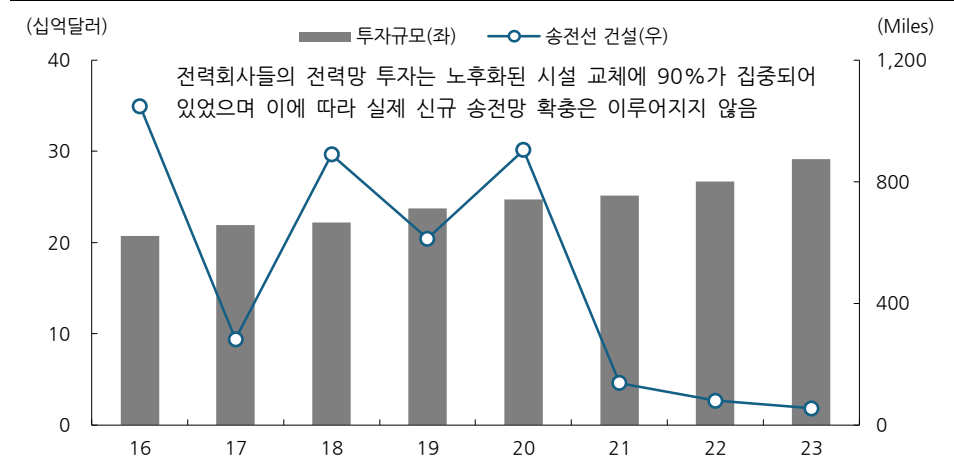
자료: 산일전기, DS투자증권 리서치센터

미국 노후 전력망 교체 지속 + 특수 변압기에서의 높은 성장 예상

미국 노후 전력망 교체 수요와 함께 25년부터는 신재생 발전용 변압기 성장 폭 커질 듯

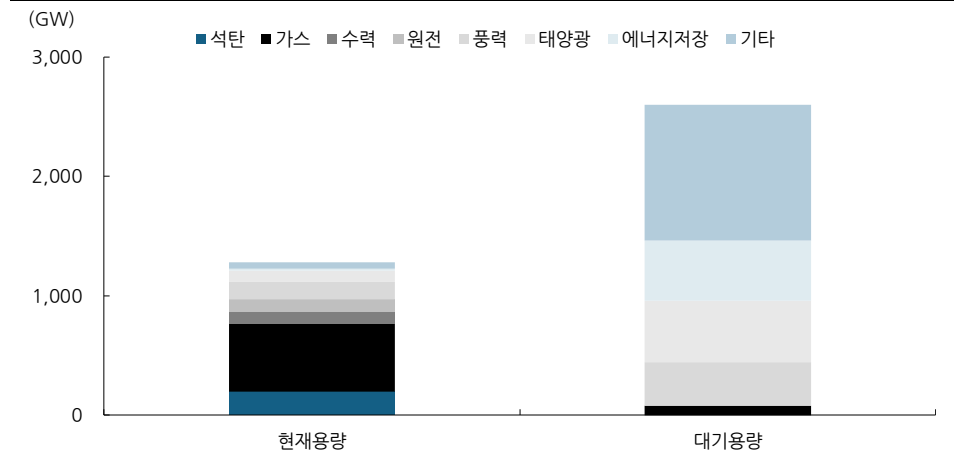
2021년 이후 미국에서의 신규 친환경 프로젝트가 급증하고 있는 가운데 전력망이 받쳐주지 않아 설치규모 속도가 더딘 상황이다. 노후화된 전력망과 장비들의 교체 교체 사이클은 최소 향후 5년 간은 지속될 전망이다. 동시에 올해 하반기부터는 대규모로 적체되어 있던 친환경 프로젝트들의 착공 시작이 예상된다. 단순 노후화된 전력망 교체에서 벗어나 신규 송전망을 건설하고 준비된 프로젝트들부터 계통연계를 승인함에 따라 대기 중인 친환경 프로젝트들에 속도가 날 것으로 보인다. 2023년 말 미국에서 대기 중인 프로젝트 규모는 2,598GW이며 태양광 515GW, ESS 503GW, 풍력 366GW로 53%를 차지하고 있다. 여기에 하이브리드까지 합치면 사실상 대기 용량의 97%가 친환경 발전이다. 약 2년 간 전력계통 이슈로 묶여있던 것들이 풀리기 시작하고 2025년 이후에는 신재생 기자재 공급 속도가 더욱 빨라질 것으로 예상됨에 따라 동사 매출액도 특수 변압기 중심으로 고성장할 전망이다.

그림3 미국 연도별 송전망 투자규모와 건설 추이



자료: EEI, DS투자증권 리서치센터 주: 송전선 건설은 고압 기준

그림4 2023년 말 미국 전력망 연결 대기 중인 프로젝트



자료: Berkeley Lab, DS투자증권 리서치센터

실적 전망: 2024~2025년 연평균 약 40% 성장 예상

2024년 매출액 2,918억원
영업이익 878억원 전망

2024년 실적은 매출액 2,918억원(+36.0% YoY)과 영업이익 878억원(+30.1% YoY)으로 예상된다. 올해 5월 말 기준 수주잔고는 2,524억원이고(리드타임 6개월~1년) 하반기에 유입될 신규 수주들을 고려하면 3,000억원 내외 매출액 달성은 무난할 전망이다. 올해 상반기 매출액도 1,459억원으로 업체가 제시한 연간 가이드스 3,200억원의 46%를 달성했다. 올해는 전력망 변압기의 성장률이 76.8%로 클 전망이며 특수 변압기는 전년 대비 13.1%의 성장이 예상된다.

2025년 매출액 4,192억원
영업이익 1,244억원 전망

2025년 실적은 매출액 4,192억원(+43.7% YoY)과 영업이익 1,244억원(+41.7% YoY)으로 추정한다. 25년부터는 전력망 변압기뿐 아니라 신재생 발전소 향 특수 변압기 성장률도 높아질 것으로 보인다. 전력망 변압기는 전년 대비 60% 늘어난 1,494억원, 특수 변압기는 44% 증가한 2,348억원으로 예상된다. 공급단가가 높은 특수 변압기 매출액의 성장이 커지면서 25년에도 영업이익률은 30% 수준을 유지할 것으로 예상된다. 성장성이 높은 전방산업들을 두루 갖추며 다변화된 매출구조를 확보하고 있어 중장기 고성장도 담보되어 있다는 판단이다.

표1 산일전기 실적 추정 테이블

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	107.7	214.5	291.8	419.2
증가율	66.1%	99.2%	36.0%	43.7%
송배전 전력망	21.5	52.8	93.4	149.4
신재생/ESS	75.4	144.5	163.4	234.8
기타	10.8	17.3	35.0	35.1
영업이익	12.2	46.6	87.8	124.4
영업이익률	11.3%	21.7%	30.1%	29.7%
당기순이익	4.1	39.1	61.6	87.4
순이익률	3.8%	18.2%	21.1%	20.8%

자료: 산일전기, DS투자증권 리서치센터
주: 22년 부문별 매출액은 당사 자체 추정치

표2 목표주가 산출내역

구분	내용	비고
주식수(천주)	30,445	
2025 EPS(원)	2,869	
Target PER(배)	20.0	국내 동종업계 경쟁사 대비 50% 할인
목표주가(원)	57,386.4	
현재주가(원)	42,450.0	
상승여력	34.3%	

자료: DS투자증권 리서치센터

[산일전기 062040]

재무상태표	(십억원)					손익계산서	(십억원)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	38	74	103	147	184	매출액	65	118	215	292	419
현금 및 현금성자산	0	4	21	51	64	매출원가	55	87	137	162	232
매출채권 및 기타채권	21	33	32	44	64	매출총이익	10	31	78	130	187
재고자산	16	35	44	46	50	판매비 및 관리비	10	19	31	42	63
기타	1	2	6	6	6	영업이익	0	13	47	88	124
비유동자산	57	51	88	110	135	(EBITDA)	3	15	49	93	130
관계기업투자등	5	9	7	7	7	금융손익	0	-2	-1	-6	-6
유형자산	41	41	81	102	126	이자비용	0	1	2	5	6
무형자산	5	0	0	1	2	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	95	125	191	256	318	기타영업외손익	1	-7	2	-3	-6
유동부채	45	76	53	57	60	세전계속사업이익	1	4	48	79	112
매입채무 및 기타채무	12	23	27	30	32	계속사업법인세비용	0	3	10	17	25
단기금융부채	29	36	11	12	14	계속사업이익	1	1	38	62	87
기타유동부채	4	16	15	15	15	중단사업이익	0	0	1	0	0
비유동부채	10	9	12	16	18	당기순이익	1	1	39	62	87
장기금융부채	8	6	8	12	14	지배주주	1	1	39	62	87
기타비유동부채	2	3	4	4	4	총포괄이익	1	1	50	62	87
부채총계	54	85	65	73	78	매출총이익률 (%)	15.8	26.6	36.3	44.6	44.7
지배주주지분	41	40	126	183	240	영업이익률 (%)	0.7	11.0	21.7	30.1	29.7
자본금	2	2	2	2	2	EBITDA마진률 (%)	4.2	12.6	23.0	31.8	31.1
자본잉여금	1	1	23	23	23	당기순이익률 (%)	1.8	0.6	18.2	21.1	20.8
이익잉여금	26	26	70	127	184	ROA (%)	1.3	0.6	24.7	27.5	30.4
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	2.9	1.7	47.0	39.9	41.3
자본총계	41	40	126	183	240	ROIC (%)	0.7	3.6	40.1	52.2	56.8

현금흐름표	(십억원)					주요투자지표	(원, 배)				
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-4	2	35	59	73	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	1	1	39	62	87	P/E	n/a	n/a	n/a	21.0	14.8
비현금수익비용가감	4	13	28	8	8	P/B	n/a	n/a	n/a	7.1	5.4
유형자산감가상각비	1	1	3	5	6	P/S	n/a	n/a	n/a	4.4	3.1
무형자산상각비	1	1	0	0	0	EV/EBITDA	13.0	2.4	-0.1	13.6	9.6
기타현금수익비용	1	11	26	-3	-4	P/CF	n/a	n/a	n/a	18.5	13.6
영업활동 자산부채변동	-9	-12	-27	-11	-22	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	2.4	2.4
매출채권 감소(증가)	-10	-15	-6	-12	-19	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-1	-18	-13	-2	-4	매출액	0.9	82.5	81.3	36.0	43.7
매입채무 증가(감소)	3	11	4	3	2	영업이익	-73.7	2,591.6	259.7	88.4	41.7
기타자산 부채변동	-1	10	-13	0	0	세전이익	-29.5	181.9	1,225.7	64.2	41.8
투자활동 현금	-9	-5	-16	-26	-31	당기순이익	-20.0	-38.8	5,480.2	57.6	42.0
유형자산처분(취득)	-4	-2	-23	-26	-30	EPS	-20.0	-38.8	4,870.7	-75.2	42.0
무형자산 감소(증가)	-4	-2	0	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	1	0	0	0	부채비율	133.4	210.5	51.9	40.0	32.7
기타투자활동	-1	-1	7	0	0	유동비율	85.4	97.1	195.1	256.3	304.2
재무활동 현금	11	7	-2	-3	-29	순차입금/자기자본(x)	86.4	90.9	-3.5	-15.9	-16.2
차입금의 증가(감소)	8	6	-25	2	2	영업이익/금융비용(x)	1.0	11.3	26.2	17.6	22.6
자본의 증가(감소)	0	0	22	-5	-30	총차입금 (십억원)	36	42	19	24	27
배당금의 지급	0	0	0	5	30	순차입금 (십억원)	35	37	-4	-29	-39
기타재무활동	2	1	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-3	4	17	30	13	EPS	n/a	n/a	n/a	2,022	2,871
기초현금	3	0	4	21	51	BPS	n/a	n/a	n/a	6,008	7,879
기말현금	0	4	21	51	64	SPS	n/a	n/a	n/a	9,583	13,771
NOPLAT	0	2	37	68	97	CFPS	n/a	n/a	n/a	2,293	3,128
FCF	-13	-3	25	33	42	DPS	n/a	n/a	n/a	1,000	1,000

자료: 산일전기, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

산일전기 (062040) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-08-22	담당자변경				
2024-08-22	매수	57,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업	
매수	비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	중립	
매도	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
99.3%	0.7%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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 현재 당사에서 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.