

전기능 나의 힘



[자동차/전력기기] 김광식 책임연구원

20250021@iprovest.com

KYOBO 교보증권

발간일자 2025.07.14

CONTENTS

6p 1. Investment Summary

7p 2. 산업분석: 북미 유틸리티 추가 투자여력 분석

Data Check: 전력 수요는 실시간으로 증가 중

데이터센터 집중 지역 분석

재무 관점에서의 유틸리티 업체 입장: 제한이 많다

정부 정책: 필요한 재정 지원은 트럼프에 휘둘리는 중

26p 3. 투자전략: 안전 제일 주의

밸류에이션 단기 고점, 서프라이즈 필요 영역 돌입

상대 강도 측면, 송전 > 배전 흐름 지속

Top-pick: HD 현대일렉트릭

33p ▶ 기업분석

현대일렉트릭 (267260)

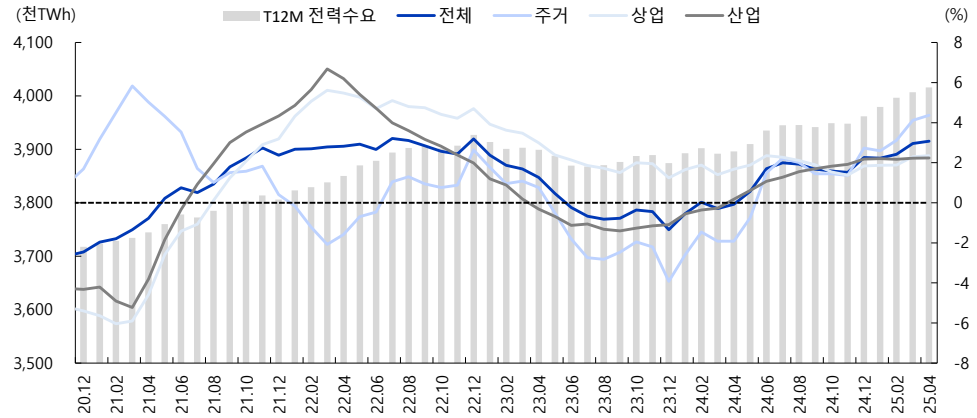
효성중공업 (298040)

LS ELECTRIC (010120)

산일전기 (062040)

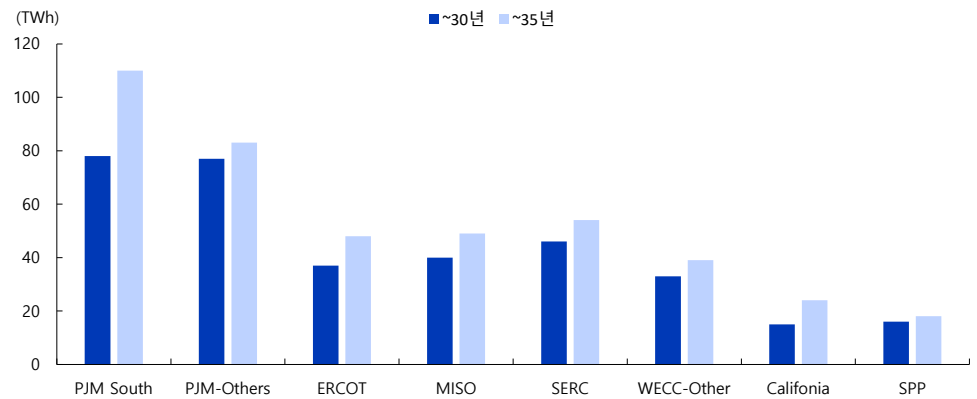
Key Chart

[도표 1] 트레일링 12M 월별 미국 소매 전력 판매 및 월별 YoY 증감률



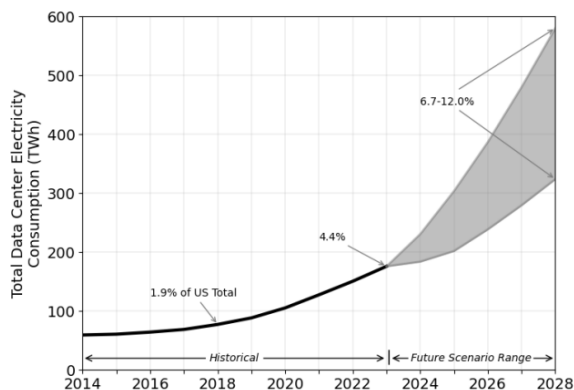
자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 유틸리티사들이 예상하는 데이터센터로 인해 추가되는 전력 수요 (지역별)



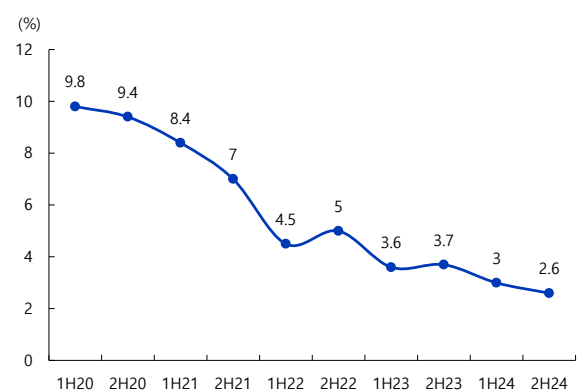
자료: S&P, 교보증권 리서치센터

[도표 3] NERL: 미국 데이터센터 전력 수요 전망



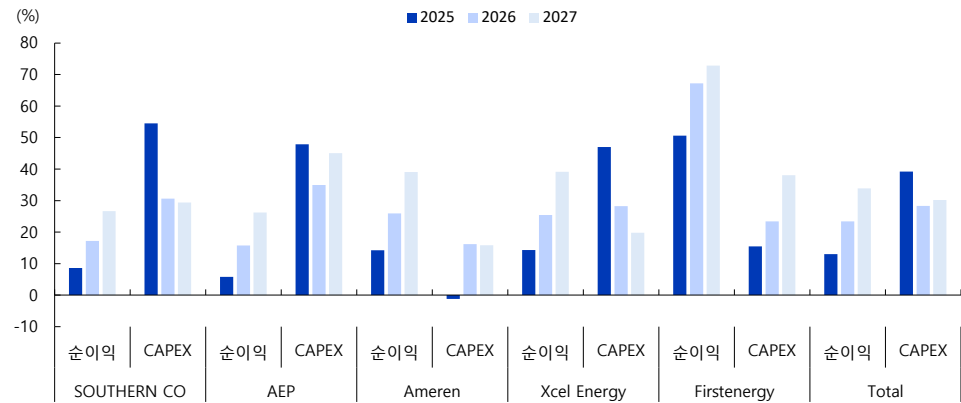
자료: NERL(2024.12), 교보증권 리서치센터

[도표 4] 북미 데이터센터 공실률: 최저치 경신 중



자료: JLL, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 급등 지역 업체별 연도별 24년 대비 CAPEX-순이익 성장률 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

주식: Bloomberg 컨센서스 기준

[도표 6] IRA 폐지시, 관련 정책/프로그램 변화

정책/프로그램	IRA 폐지 시 예상 영향
Grid Resilience & Innovation Partnerships (GRIP)	Grid Innovation Program 은 사실상 중단, Smart Grid 일부 축소, Resilience Grants 는 존속
Transmission Facilitation Program (TFP)	IIJA 기반으로 기본 존속, 일부 IRA 연계 운영비/지원 지연 가능
TSED Grants	IRA 기반 → 폐지/회수 대상
Interregional & Offshore Planning	IRA 기반 → 폐지 대상
Title XVII Loan Guarantee	IRA 보강분 중단, 기존 DOE 대출은 존속

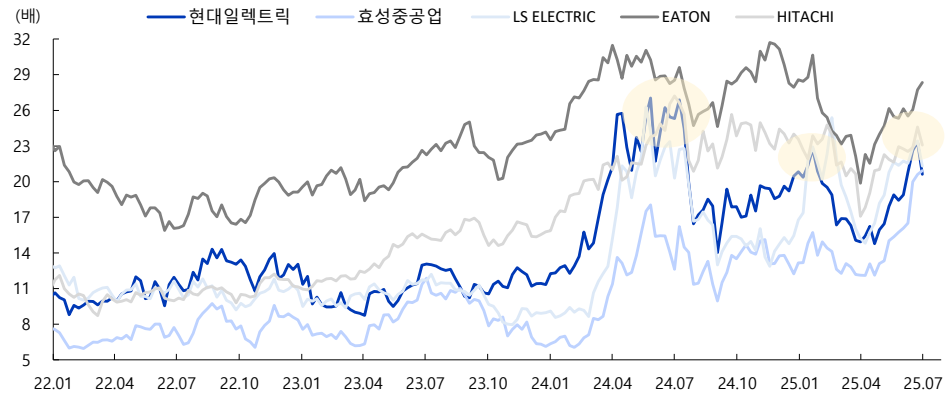
자료: ACP, americaspower, DOE, 교보증권 리서치센터

[도표 7] Order 1920 진행상황

	2024			2025				2026			
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
Order No. 1920 이행 시기	Order No. 1920 발표	지역 규제 준수 이해관계자 협의 및 주정부 비용배분 협상			지역 규제 준수 자료 제출	지역 간 규제 준수 자료 제출			첫 번째 계획 주기 시작		
Order No. 1920 법적 시기	재심청구 접수	항소 사건 제4순회항소법원 배정	Order No.1920-A 발행	항소 중지 해제 후 법원 심리 재개	재심 청구 마감일	Order No.1920-B 발행					

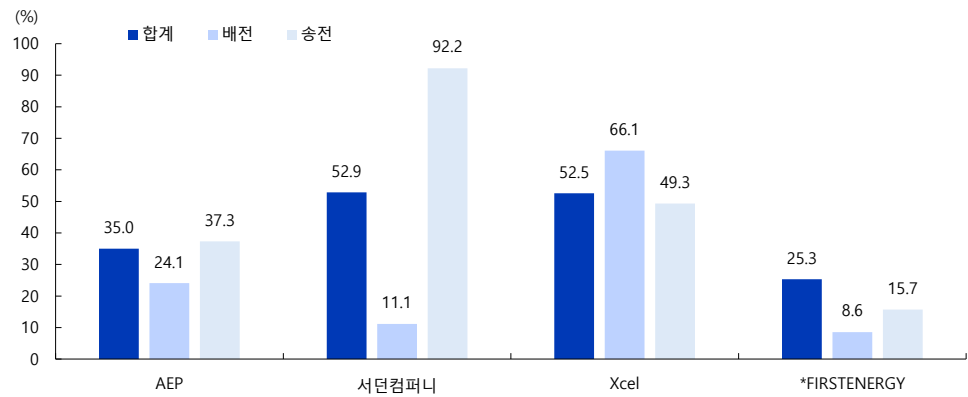
자료: ACP, americaspower, DOE, 교보증권 리서치센터

[도표 8] 글로벌 대비 12MF P/E 밸류에이션 추이: Hitachi 터치하기 일보직전



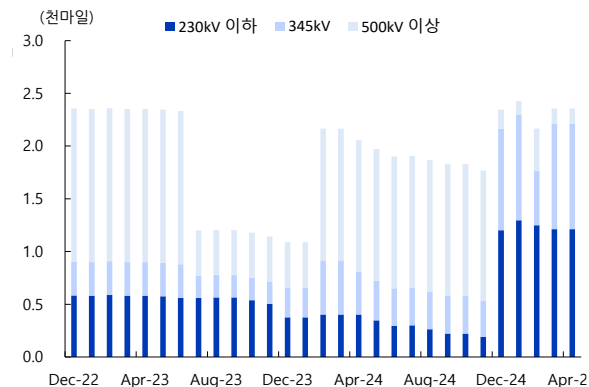
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 데이터센터 밀집 지역 유틸리티사 중기(5년) 자본지출 계획: 2년 전 계획 대비 연평균 상향 조정을



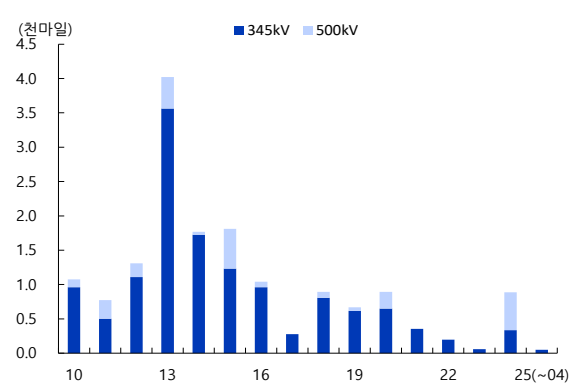
자료: 각사 IR, 교보증권 리서치센터
주석: Firstenergy는 1년 전 대비로 비교

[도표 10] FERC: 30MF 전력망 설치 전망-연평균 천 마일 확보



자료: FERC, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 연간 고압송전망 설치: 10~15 연평균 1.8천 마일



자료: FERC, 교보증권 리서치센터

1. Summary

25년 하반기 전력기기 업종에 대해서 Overweight를 제시한다. 의견의 핵심 동인은 데이터센터 수요 급증과 기후 변화 영향에 따른 전력 수요 증가이다. IEA 보고서에 따르면 2025~2027년 미국 전력 수요는 연평균 2.0% 성장으로 상향 조정되었다.

NERL의 <Data Center Energy usage Report>에서는 데이터센터 전력수요를 28년까지 시나리오별로 325~580TWh(연평균 + 13.1~6.9%)로 제시하였으며, 2025년 6월 발간된 IEA의 <Energy demand from AI>에서도 28년 전력수요를 350TWh(연평균 + 17.8%) 제시했다. CBRE에서는 24년 연간 미국의 데이터센터 공실률은 역대 최저치, 반대로 임대료는 최고치를 경신 중이라는 데이터를 내놓았다. 데이터센터 수요는 단기간에 꺼지지 않을 것으로 예상한다.

따라서 유틸리티 기업들의 CAPEX 확대가 필연적으로 요구되지만, ISO/RTO 체계가 독립적으로 운영되기 때문에 투자 수요가 특정 지역에 집중될 가능성이 크다. 시장조사에 따르면 북버지니아(PJM), 아틀란타(SERC), 시카고(PJM/MISO)가 주요 데이터센터 허브로 부상하고 있어 해당 지역에서 활동하는 유틸리티사들의 변동이 추가 수요의 창출 여력으로 작용할 것으로 판단한다. 현재까지 해당 지역에서 활동하는 업체들의 움직임은 매우 공격적이다. 유틸리티사들은 23년부터 25년까지 지속해서 5년 중기 계획 CAPEX 계획을 늘려왔다. 수요 급등 지역의 주요 기업들의 5년 평균 CAPEX 가이드라인 증가율은 24년 대비 약 59% 수준으로 계산된다.

전 정부에서 시작되었던 인허가 간소화와 장기 송전망 계획 의무화는 지속 추진되고 있어, 중장기적으로 지역별로 구체적인 투자 수요가 확대될 수는 있을 것이다. 그러나 더욱 공격적인 확장기조가 나타날지는 미지수이다. 이는 유틸리티사들의 규제산업 특유의 자본구조 규제(Equity 비중 의무화), Allowed ROE의 영향과 아직까지 FCF의 극적인 개선이 발생하지 않았음에 기인한다. 이러한 상황에서 투자 유인을 위한 정부 정책이 필요하다. 그러나 트럼프 정부에서 전력망 투자 필요성은 인정하나, IRA 폐지 시도를 통한 직접지원 개연성이 줄고 있다는 것은 분명한 우려이다. 즉, 정부의 정책 변화가 유틸리티사에 어떠한 영향을 끼칠지는 다소 불확실한 상황이다.

그러나 수요 급등 지역에서의 24년말~25년초 제시한 5년(2025-2029) 자본지출 가이드라인에서 송전 부문은 가장 강한 상승세를 보였다. 즉, 29년까지 수요가 증분되는 상황이다. 동시에 FERC의 데이터에서 30개월간 설치 예정인 송전망 길이는 과거 짧은 사이클('10-'15, 1.8천마일)의 평균 수준에도 아직 도달하지 않았다. 이번 사이클이 신규/교체 투자가 동반되는 것을 고려한다면, 과거 사이클 이상의 송전선로 설치를 예상하는 것이 합리적이다. 유틸리티사들과의 투자 여력과는 별개로 향후 송전망 건설에 대한 수요 증분은 이어질 것으로 판단된다.

Top Pick으로는 HD현대일렉트릭, 관심종목으로 산일전기를 제시한다. Top-Pick을 선정한 근거로는 1) 고밸류에이션 상황에서 서프라이즈 가능성 혹은 시장 기대감이 낮은 기업 선정, 2) 실적의 영역이 중요해진 시점으로 송전-배전 측면에서는 송전 시장 노출도가 높은 기업 선호, 3) 트럼프 정부 정책의 불확실성을 이겨낼 수 있는 1티어 고객사를 보유한 업체를 선별했다.

2. 산업 분석: 미국 유틸리티 투자 여력 고민

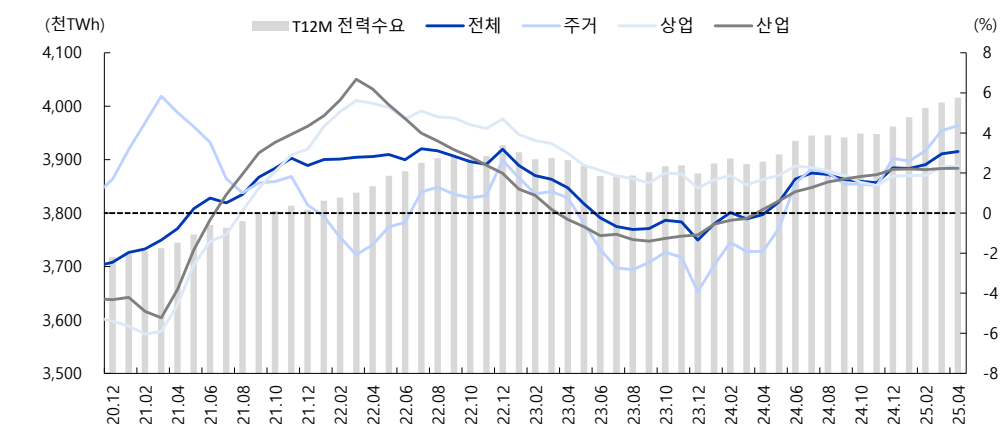
Data Check: 전력 수요는 실시간으로 증가 중

전력기기 업종의 핵심 지표는 전력 수요이다. 데이터센터가 전력기기 업종의 주요 Factor로 자리 잡은 것은 것 역시, 26년까지 미국 전력 수요 증분의 17%가 데이터센터로부터 나올 것이라는 IEA의 '24년 리포트에 기인한다. 따라서 데이터센터를 비롯한 미국 전력 수요 현황/전망을 확인해보고자 한다.

2025년 4월 EIA의 소매 전력 판매량(Retail Electricity Sales)은 트레일링 12M 기준 4,015.8 TWh(YoY + 3.1%)를 기록하며, 높은 증가세를 보였다. 데이터센터 수요가 포함된 상업(Commercial) 부문은 21년 8월 이래로 지속적인 상승이 일어나고 있으나, 25년중 폭발적인 수요 상승은 관측되지는 않는다. 이외의 부분은 주거(Residential) 부문의 수요가 눈에 띈다. 이는 히트펌프 및 HVAC 보급률 상승 및 기후의 영향이 강화되었기 때문이다.

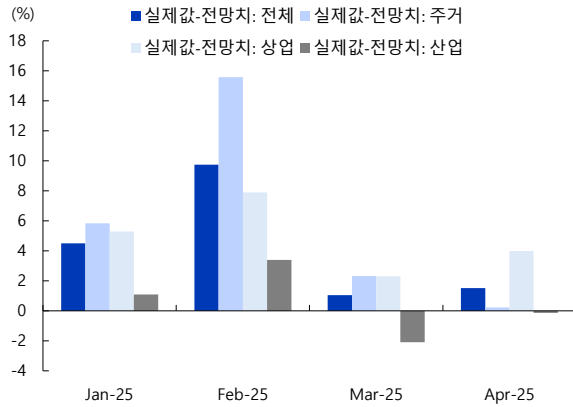
IEA의 Electricity('25.02) 리포트에서 인도 지역의 1℃ 당 증가되는 27년 최대 부하량은 19년 대비 220% 증가할 것으로 예측되고 있다. 미국의 경우 인도만큼의 보급률 상승 추세에 따른 영향은 받지 않겠으나, **이상 기후의 영향에 따른 수요 증가 팩터는 동일할 것이다**. 실제로 과거 12MF 전력 수요 예측 역시 주거 부문에 높은 성장 추세를 선반영 해둔 것을 확인할 수 있다.

[도표 12] 트레일링 12M 월별 미국 소매 전력 판매 및 월별 YoY 증감률



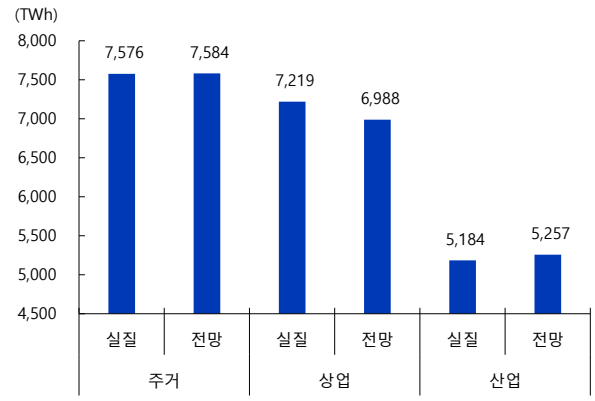
자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 부문별 전력 수요 YoY 성장률 비교(실제-1년전 전망)



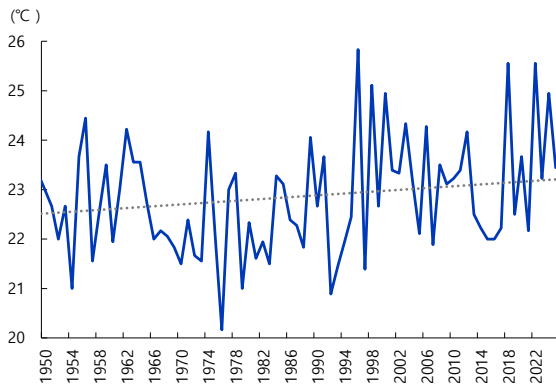
자료: NCEI, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 25년 YTD: 전력 수요량 (전망치 1년전 값 사용)



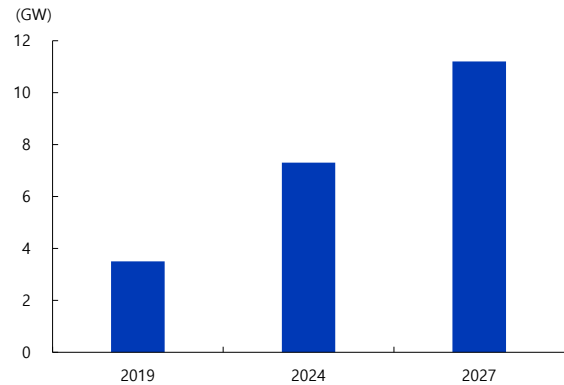
자료: IEA, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 미국 텍사스 연평균 온도 추이



자료: NCEI, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 인도: 2019-2027년 1°C당 추가 전력 피크 부하

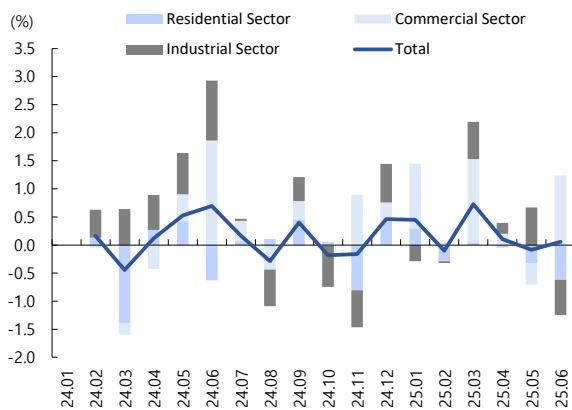


자료: IEA, 교보증권 리서치센터

STEO에서 전망한 약 2년치의 전망치에도 긍정적인 수요가 관측된다. **24년 1월 12MF 전력수요 전망치는 3,963TW를 기록하였으나, 25년 6월 4,067TWh로 2.6% 증가**했다. 역시 크게 증가한 부분은 데이터센터 수요가 반영되는 Commercial(상업)으로 24년초 대비 12MF 수요량은 7.1% 증가하였다. Residential(주거)와 Industrial(산업) 부문은 각 -1.8/3.2%로 양호한 모습이 이어졌다. 주거 부문의 감소는 기록적인 24년의 고온 대비 소폭 낮아진 기온으로 인해 25년 여름철 냉방 정도일수(CDD)가 1% 감소 및 주요 지역의 전기 요금 상승에 기인하는 것으로 6월 Report를 통해 밝혔다.

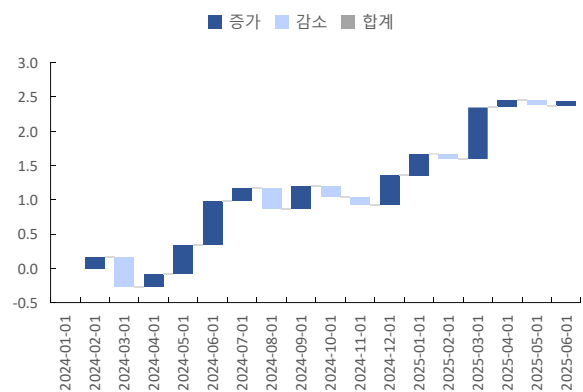
다만, 여전히 NOAA(미국 국립해양대기청)에 따르면, **25년 역시 미국 전역에서 평균보다 높은 기온이 지속될 것으로 예보**되고 있다. 특히 미국 남서부, 플로리다, 남부 평야지대에 폭염이 집중될 것으로 추정되고 있다. 따라서 주거 부문의 추가적인 전력 수요 증분 여력은 남아있는 상태로 추정된다.

[도표 17] EIA: 12MF 전력수요 전망 MoM 추이



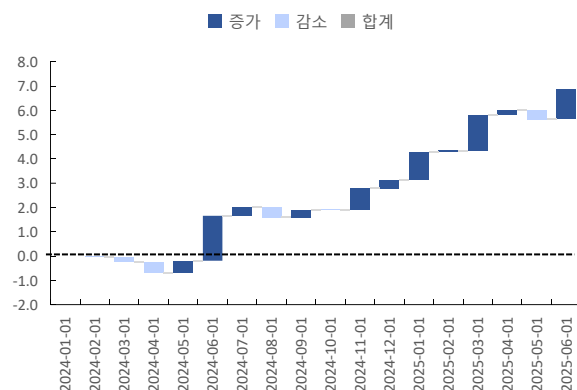
자료: steo, 교보증권 리서치센터

[도표 18] EIA: 12MF 전력수요 전망 MoM 누적 추이



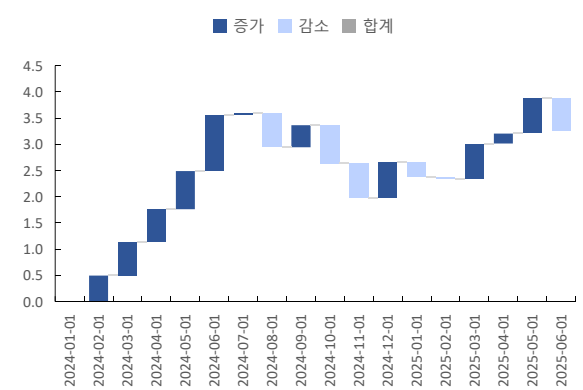
자료: steo, 교보증권 리서치센터

[도표 19] EIA: 상업 전망치 MoM 누적 추이



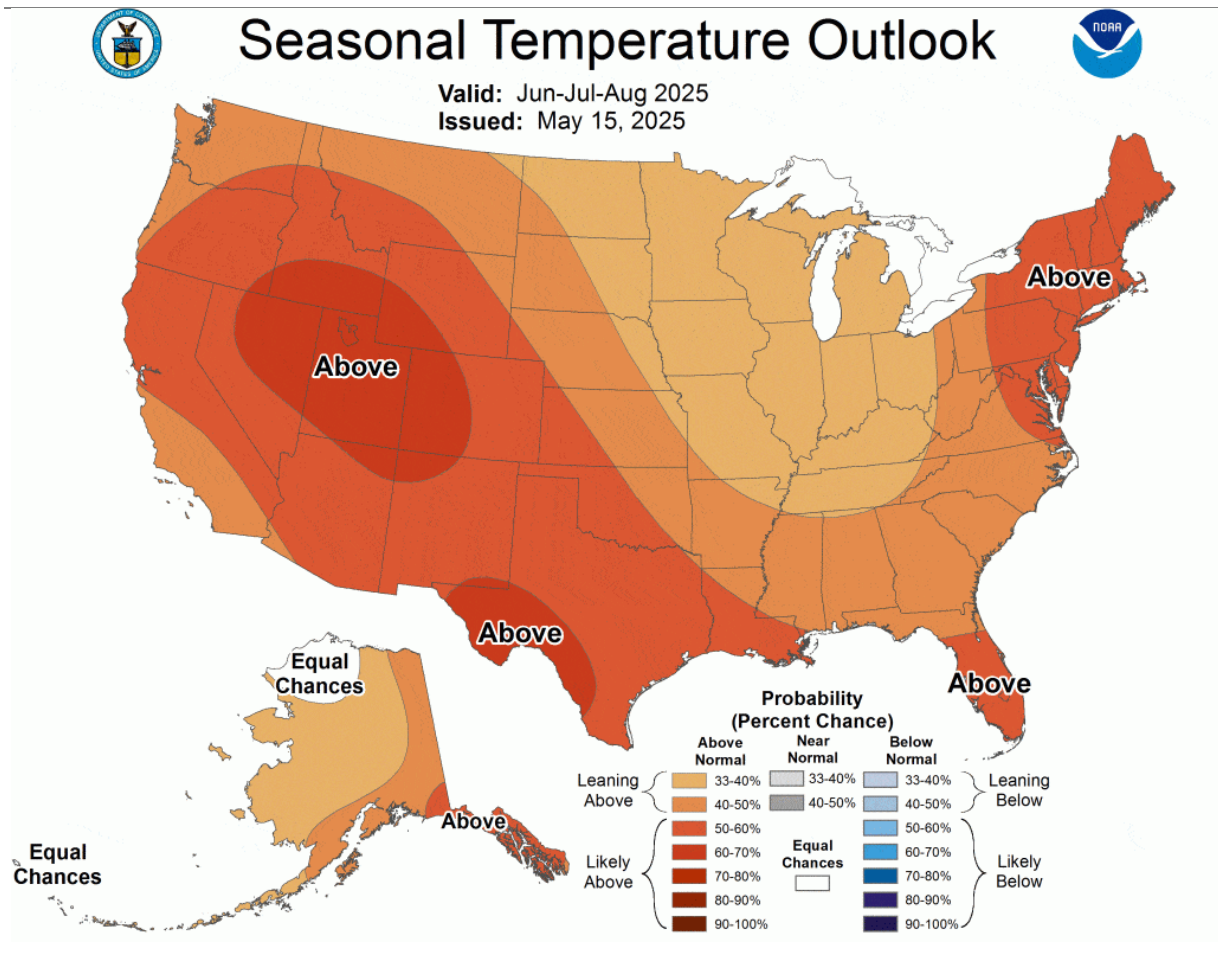
자료: steo, 교보증권 리서치센터

[도표 20] EIA: 산업 전망치 MoM 누적 추이



자료: steo, 교보증권 리서치센터

[도표 21] 미국 전역 기온 전망: 붉을수록 평년보다 높은 기온일 가능성 높음



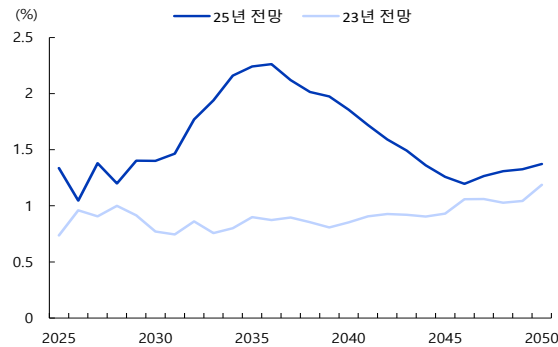
자료: NOAA, 교보증권 리서치센터

한편 IEA의 Electricity에서는 미국의 전력 수요('25-'27)를 이전 전망치('24-'26, 1.7%) 대비 높은 연평균 2.0%(+0.3%p)으로 추정했다. 이는 주로 상업 부문에서 데이터센터, 산업에서의 첨단산업(반도체/2차전지) 설비 확장, 전기화의 영향에 기인한다.

반면, 25년 4월 발간된 AEO(Annual Energy Outlook)의 기본 시나리오상 전력 수요(Electricity Sales) 성장률은 30년까지 1.3% 수준으로 과거 대비 높지만, 기대 보다는 낮은 수준이 나타난다. 다만, 기본 시나리오의 보수적인 가정이 들어간 것을 감안한다면, 이전 전망치(AEO 2023)와 비교하는 것이 타당하다. 이전 전망치 대비 30년의 전력수요는 4.2%, 30년까지 연평균 성장률은 0.04%p(현재 1.29%, 이전 0.88%) 상향 조정되었다.

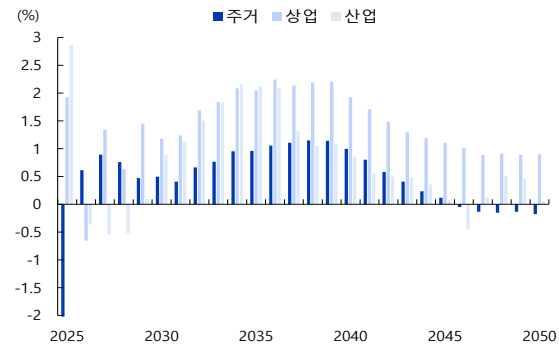
동시에 AEO의 중장기 전력 요금/카테고리별 기여분 전망에서 송/배전 영역의 기여도가 높아질 것으로 추정했다. 30년 요금은 11.4센트/KWh로 24년 대비 12.0% 감소할 것으로 예상했는데, 이는 발전 부문의 신재생/원전 비중 상승과 연료 가격 안정화로 인한 비용 하락에 기인한다. 반면, 송전/배전의 투자 증가로 인해 그리드 영역의 비용은 30년까지 각 1.2/1.1% 증가하며, 최종 소비 가격에서 차지하는 비중도 상승할 것으로 전망되고 있다.

[도표 22] AEO: 전력수요 전망치 변화



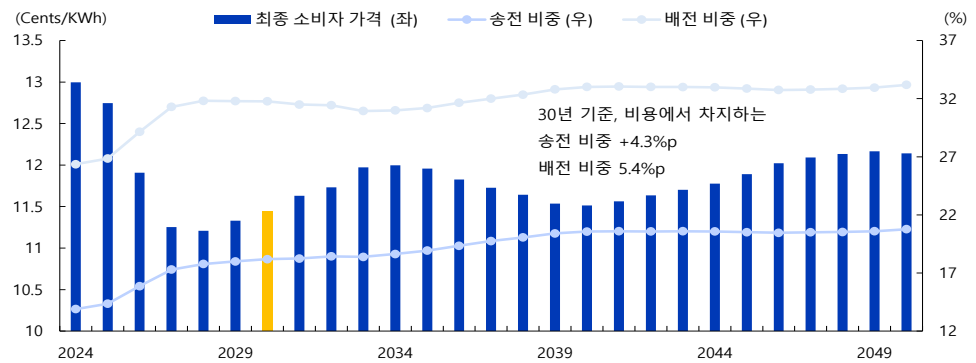
자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 23] AEO: 전력수요 YoY 변화 차이



자료: AEO, 교보증권 리서치센터

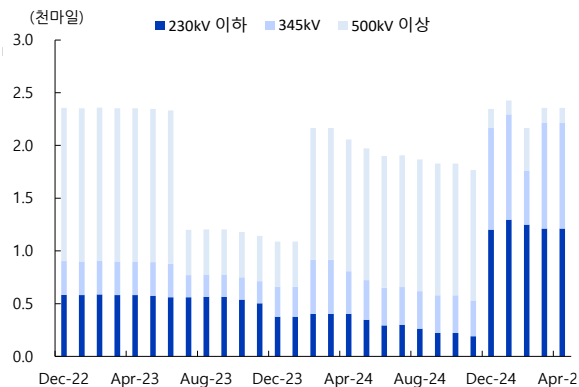
[도표 24] 최종 소비자(End-Use) 비용, 비용에서 송/배전이 차지하는 비중 지속 상승



자료: AEO, 교보증권 리서치센터

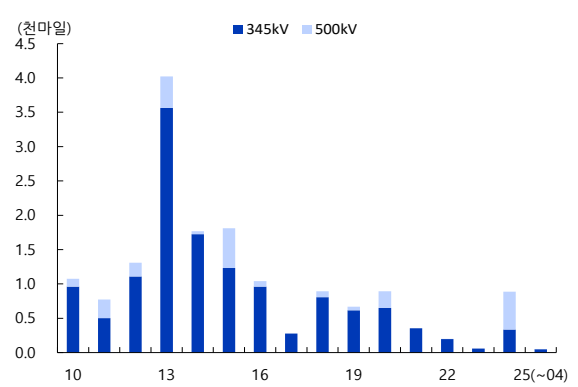
[도표 24]에서 볼 수 있듯 송/배전이 전기 요금에서 차지하는 비중이 상승한다는 것은 결국 그리드 영역에서의 획기적인 발전이 발생하지 않는 상황에서 **유틸리티 업체가 가지고 있는 전력망 투자에 대한 부담을 대변**하는 것이기도 하다. 그럼에도 FERC의 데이터에서 볼 수 있듯, 여전히 송전망에 대해서 공격적인 수준까지 투자가 발생하고 있는 상황은 아니다.

[도표 25] FERC: 30MF 전력망 설치 전망 - 연평균 천마일 확보



자료: EIA, 교보증권 리서치센터

[도표 26] 연간 고압송전망 설치: 10-15 연평균 천마일 이상



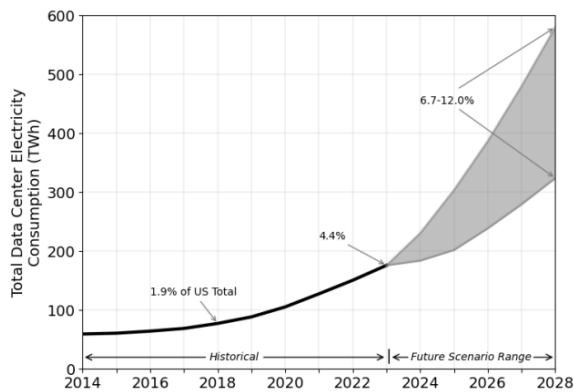
자료: AEO, 교보증권 리서치센터

데이터센터 집중 지역 분석

유틸리티 업체의 CAPEX 여력에 대해서 이야기하기 전에 데이터센터를 잡고 가고자 한다. 미국 전력수요 전망의 화두는 데이터센터다. [도표 18]에서와 같이 데이터센터 전망치는 큰 편차를 가지고 있지만, 최신의 리포트일수록 더 높은 수요에서 수렴하는 경향성을 보인다.

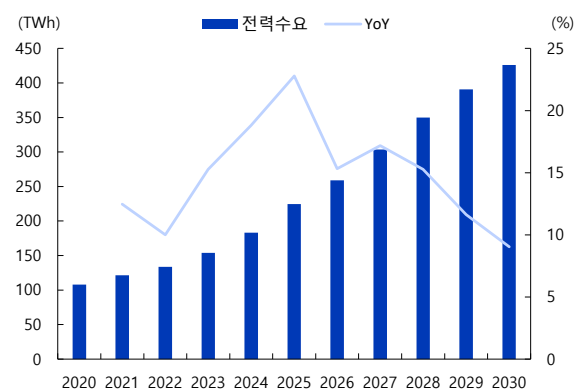
NERL의 <Data Center Energy usage Report>에서는 23년 데이터센터 관련 수요를 176TWh로 추정하였다. 그리고 28년까지 시나리오별로 325-580TWh(연평균 +13.1-26.9%)의 전망치를 제시했다. 반면, 2025년 6월 발간된 IEA의 <Energy demand from AI>에서는 미국의 23년 데이터센터 관련 수요를 158TWh로 추정하였으며, 28년의 수요를 350TWh(연평균 +17.8%) 30년의 수요를 426TWh(연평균 +15.6%)로 제시했다.

[도표 27] NERL: 미국 데이터센터 전력 수요 전망



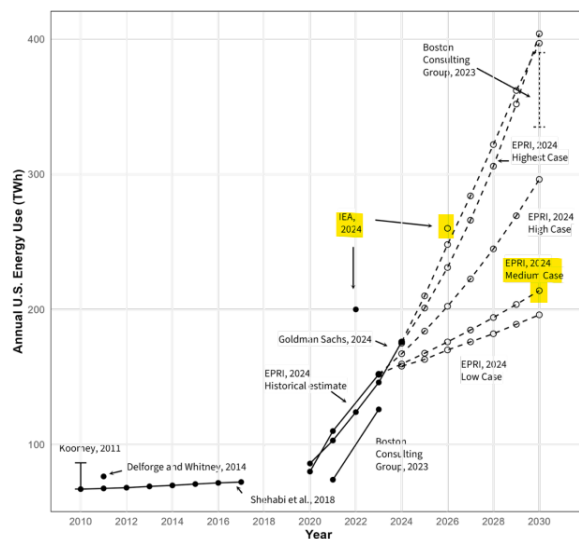
자료: NERL(2024.12), 교보증권 리서치센터

[도표 28] IEA: 미국 데이터센터 전력 수요 전망



자료: IEA(2025.06), 교보증권 리서치센터

[도표 29] 글로벌 주요 기관의 미국 데이터센터 전력 소요 전망



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

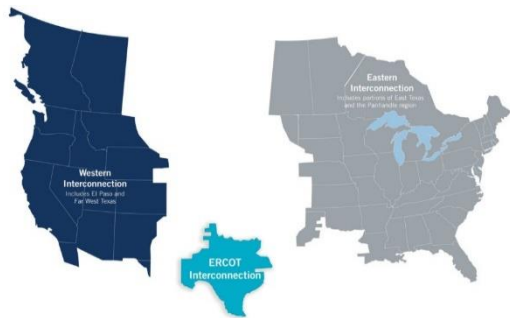
미국내 데이터센터의 입지가 집중되는 지역이 있고, 투자가 상대적으로 더 필요한 지역이 있을 것이다. 그리고 해당 지역의 **투자여력이 있는지가 중요한 상황**이다. 따라서 해당 지역의 수요 상황을 알아보고, 향후 전력 투자의 증분이 나올 수 있을지 알아보려고 한다. 가장 먼저 미국의 전력계통에 대해서 짧게 짚고 넘어가겠다.

미국 전력계통은 크게 동부(동부/중서부 연결망; Eastern), 서부(WECC), 텍사스(ERCOT)로 나뉘며, 이들 간 전력 교환은 매우 제한적이다. 이는 물리적으로 3대 연계망이 약한 DC타이(DC intertie)로만 연결되며 교환 용량이 전체 수요 대비 극히 작기 때문이다. **이런 분리된 구조는 지역별 주파수·운영 독립성을 유지하지만, 대규모 상호지원이 어렵게 한다. ERCOT은 특히 독립적인 전력망으로 외부 계통과 교류가 사실상 단절돼 있으며, DC 연결 용량이 1GW 수준이다.**

3개의 큰 전력망 내에서는 ISO/RTO로 분리된다. **ISO/RTO는 전력시장을 조직·운영하고 송전계획과 혼잡관리, 수급균형을 책임지는 독립 운영자**이다. PJM, MISO, CAISO 등 지역별 ISO/RTO가 있지만, 관할 외 지역과는 실시간 대규모 송전망 공유가 제한된다. 이는 가격차와 공급불안정 문제를 야기하며 지역 간 대규모 재생에너지 이송에도 제약을 준다.

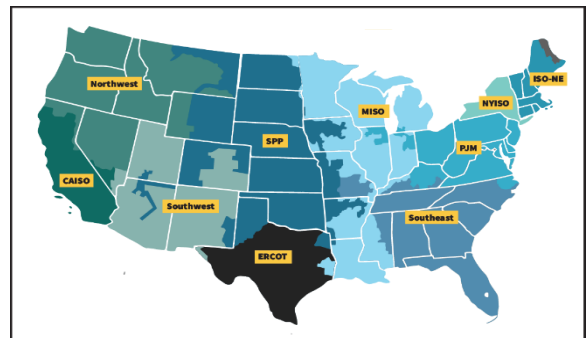
한편, ISO/RTO는 직접 전력을 판매하거나 생산하지 않는다. 이들은 독립적인 시스템 운영자로서 전력망의 안정적 운용, 송전망 혼잡관리 등을 책임진다. 발전소와 수요자(유틸리티·소매사업자)가 경쟁 입찰을 통해 거래하도록 시장을 설계/운영한다. 전력을 공급하는 주체는 민간·공기업 발전사, 전력마케팅회사, 유틸리티(배전회사) 등이다. 따라서 **전력 수요가 불균형하게 오르는 경우 어느 ISO/RTO에 속해 있고, 해당 지역에서 활동하는 발전/유틸리티사들의 상황을 바라볼 필요가 있다.**

[도표 30] 미국 그리드: 3 개의 주요 전력망으로 나뉨



자료: nga, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 전력시장의 운영자: RTO/ISO



자료: FERC, 교보증권 리서치센터

[도표 32] ISO/RTO 구분 기준

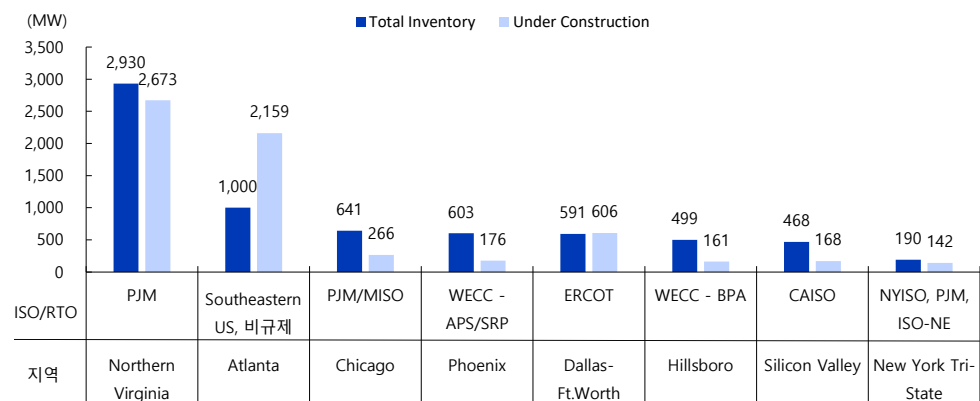
항목	ISO	RTO
규제 출발점	FERC Order 888 (1996)	FERC Order 2000 (1999)
운영 범위	상대적으로 좁음 (주나 몇 개 주 수준)	광역권 (다주권역 이상)
역할 범위	송전망 운영 독립성 확보	ISO 기능 + 송전계획권 + 혼잡관리 + 투자계획
송전계획	제한적 권한	통합적, 광역적 계획 및 승인 권한
시장 운영	선택적 (전력시장 있을 수도/없을 수도)	필수 (에너지시장, 보조서비스시장 등 포함)

자료: FERC, 교보증권 리서치센터

데이터센터 인사이트를 제공하는 CBRE/JLL은 24년 북미 데이터센터 리포트에서 1차 데이터 센터 시장의 공급량이 전년 대비 34% 증가해 6,922.6메가와트(MW)에 달했으며, 이는 2023년 26% 증가를 훌쩍 뛰어넘는 수치를 기록했다고 밝혔다. 특히 지역별로 살펴보면, **데이터센터 재고 (Inventory; 사용 가능한 용량)는 기존 코어 마켓인 북버지니아(PJM), 아틀란타(비규제-SERC), 시카고(PJM/MISO)에서 강한 모습을 보였다.**

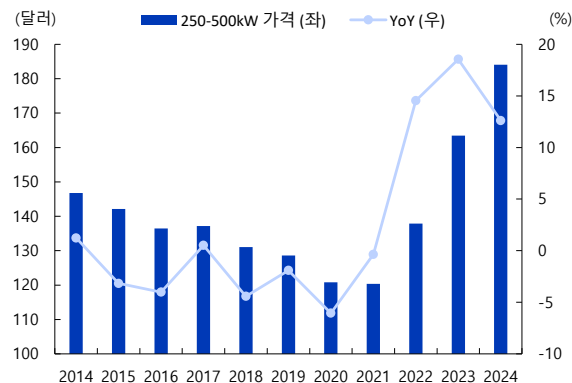
한편으로는 [도표 36]에서처럼 새로운 지역 텍사스 서부(ERCOT), 중앙 오하이오(PJM), 중서부 (MISO 위주, 일부 PJM) 등은 전력 여유와 토지 확보 가능성으로 차세대 허브로 주목받고 있는 중이다. 이는 전력 인프라 제약이 주요인이라고 언급하고 있으며, 글로벌 전력망 병목이 데이터센터 착공 지연의 주요 원인으로 작용한다고 분석했다. **다만, [도표 33, 38]과 같이 현재까지의 주요 유틸리티사들의 전망 혹은 실제 투자는 특정 지역에 데이터센터가 집중되는 모습을 보이고 있다.** 결국 지역적으로는 PJM/ERCOT/아틀란타 지역의 유틸리티사 투자 여력이 중요할 것으로 판단된다.

[도표 33] 2H24 데이터센터 집중 지역



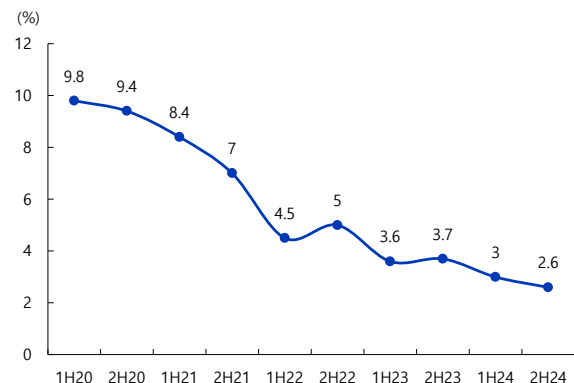
자료: cbre, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 북미 데이터센터 연간 평균 임대료



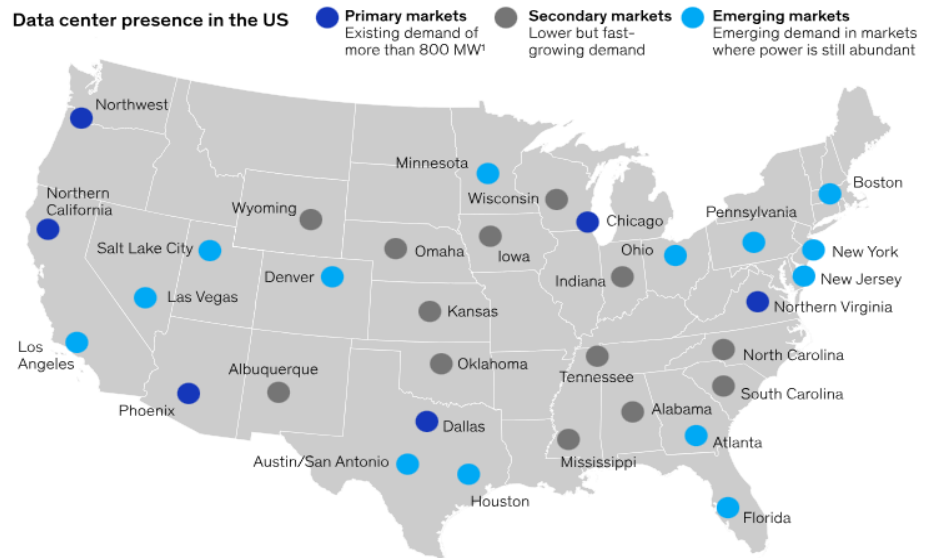
자료: CBRE, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 북미 데이터센터 공실률: 최저치 경신 중



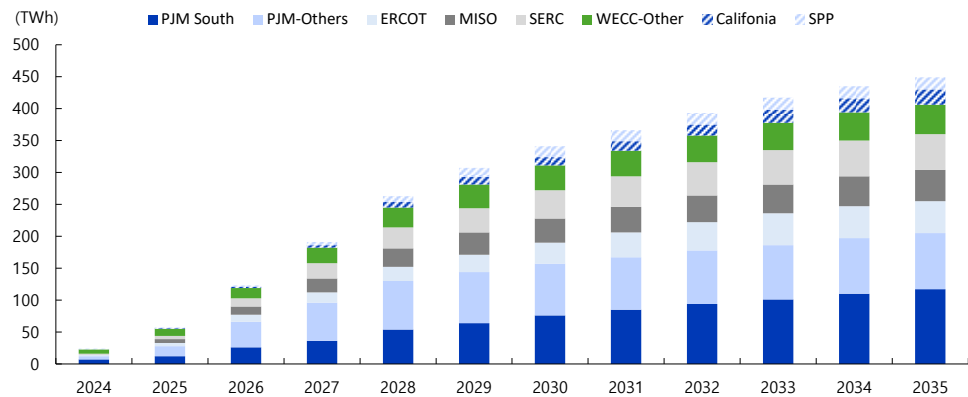
자료: JLL, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 데이터센터 입지는 전력/그리드 문제로 인해 점차 다양화되는 중



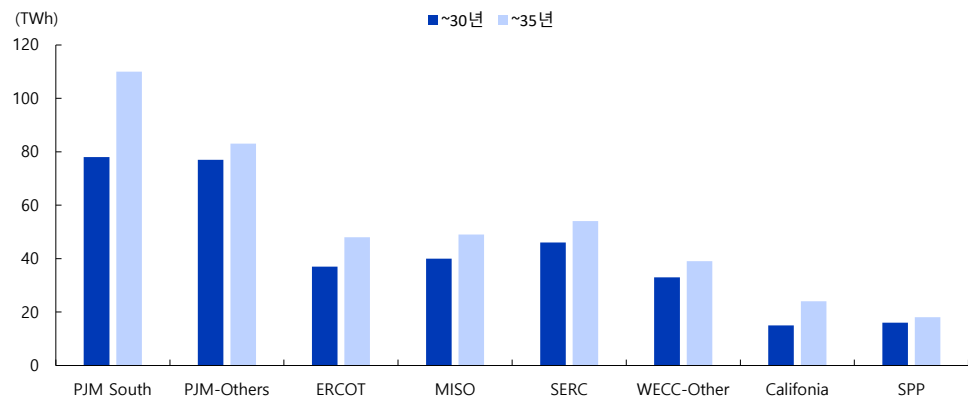
자료: McKinsey&Company, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 유틸리티사들이 예상하는 데이터센터로 인해 추가되는 전력 수요 (연도별)



자료: S&P, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 유틸리티사들이 예상하는 데이터센터로 인해 추가되는 전력 수요 (지역별)



자료: S&P, 교보증권 리서치센터

재무 관점에서의 유틸리티 업체 입장: 제약이 많다

전술한 내용을 토대로 [도표 39]와 같이 해당 지역의 주요 송/배전 유틸리티사들을 도출했다. 분석 대상 기업들은 'First Energy, Dominion, AEP, Xcel, Southern Co(Georgia Power)'이다.

가장 먼저 투자여력을 확인할 수 있는 영업 실적 추이를 확인해보자. 대상 지역 주요 유틸리티사들의 합산 실적 성장률은 매출액 +2.4%, 순이익은 +11.2%를 기록하였다. 순이익률은 14.2%로 높은 수익성을 보였다. Allowed ROE(규제당국이 승인한 자본수익률)가 약 9-11% 수준에서 비교적 높은 수준으로 유지되고 있고, 금리 상승기에 ROE 인상 요구도 활발하다. 23년 전기요금 변경 금액은 \$ 93.3억으로 전년 대비 118.5%, 10년 평균 대비 280.1% 상승했다. 또 고객 수요 증가에 따른 Rate Base 확대가 수익을 자연스럽게 키우는 구조다.

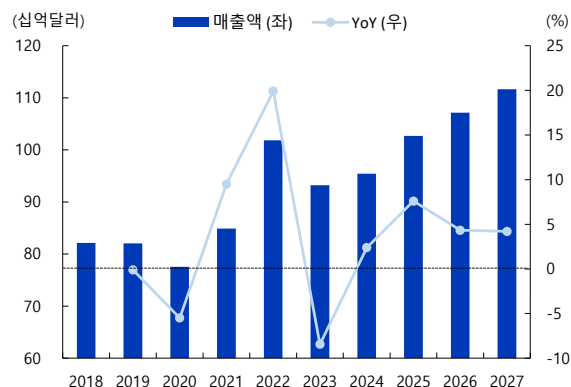
이러한 수익성 개선은 25년 이후에도 이어질 것으로 전망된다. 이는 1) 전력수요 증가, 2) Rate Base(Regulated) 기반 투자 비중 상승, 3) Decoupling/Cost Tracker 규제 모델 확산, 4) 금리 인하, 5) 정책적 지원이 중장기적으로 유틸리티 수익성에 긍정적으로 작용할 것으로 판단된다.

[도표 39] 데이터센터 수요 급등 권역의 송배전망 운영사

권역	소매 경쟁 여부	주요 송전/배전망 운영사
PJM	부분적 경쟁	Exelon Utilities, FirstEnergy , Dominion, AEP Ohio
ERCOT	완전 경쟁	Oncor, CenterPoint, AEP Texas , TNMP
MISO	혼합적(주별 상이)	Ameren, Xcel , Consumers, DTE, Entergy, MidAmerican
애틀랜타	비경쟁(독점)	Georgia Power(Southern Company) , EMCs, MEAG Power

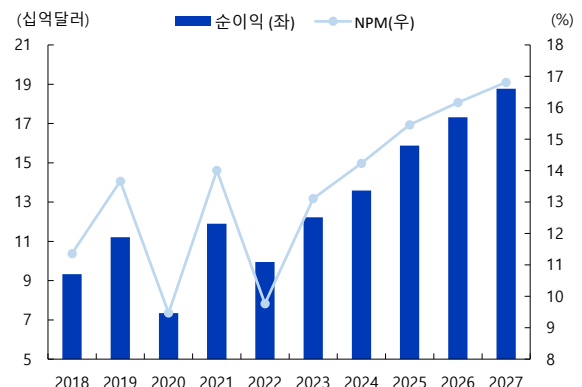
자료: FERC, EPA, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 급등 권역 주요 유틸리티사 매출액 추이



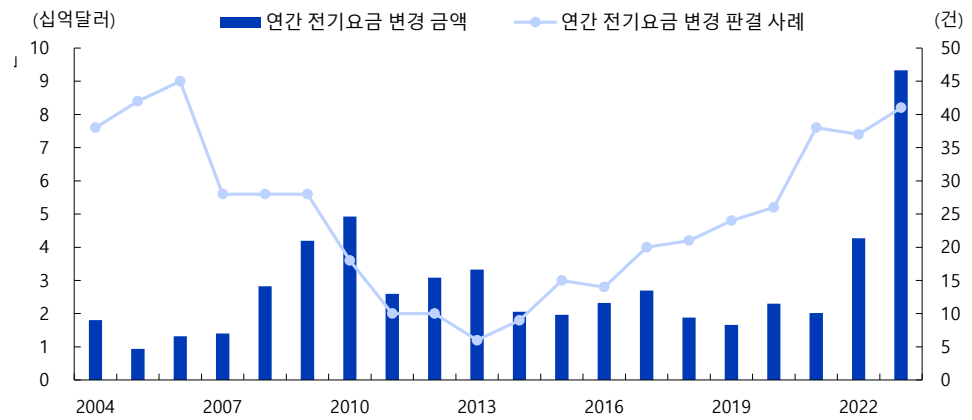
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 급등 권역 주요 유틸리티사 순이익 추이



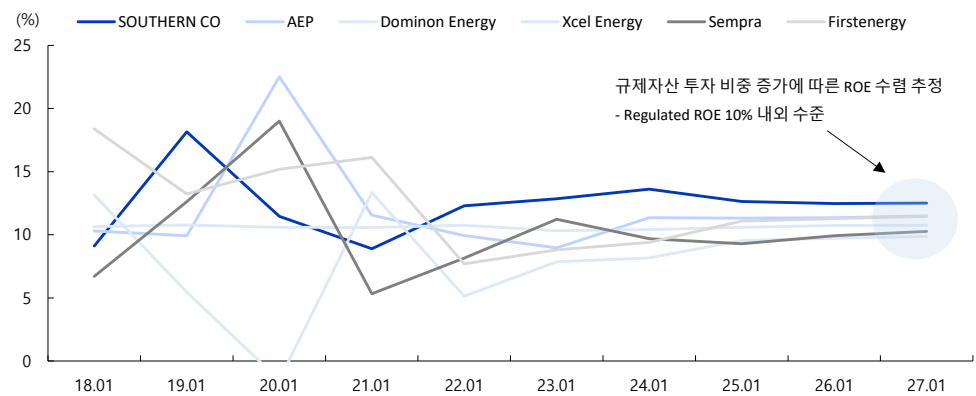
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 연간 전기 요금 변경 건/금액 추이: 금리 인상/비용 부담으로 인한 요금 인상 요구 증가



자료: s&p, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 주요 유틸리티사 ROE 추이 및 전망: 11% 부근 수렴

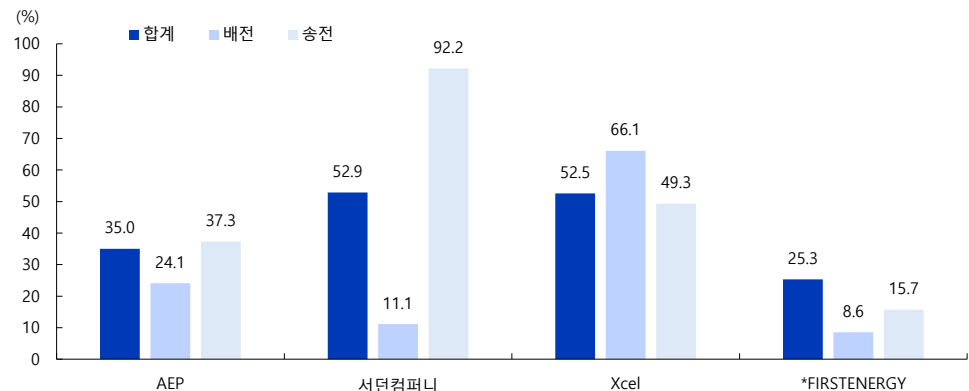


자료: s&p, 교보증권 리서치센터

높아진 이익체력은 CAPEX 계획으로 이어졌을까. 주요 업체들의 세부 계획은 [도표 47~50]을 통해 확인할 수 있다. 중기계획(5년 전망)을 제시한 4개 업체의 24년 대비 연평균 CAPEX 증가율 59%이며, 23년 대비 25년의 전망치 상향 조정률은 41%([도표 44])이다. 북미 2위의 유틸리티사인 서던컴퍼니의 2023년 CAPEX가 \$97.1억으로 5년 전 대비 15% 증가한 수준이라는 것을 고려한다면, 현재 공격적인 CAPEX 확장이 이루어지고 있음에는 의심의 여지가 없다.

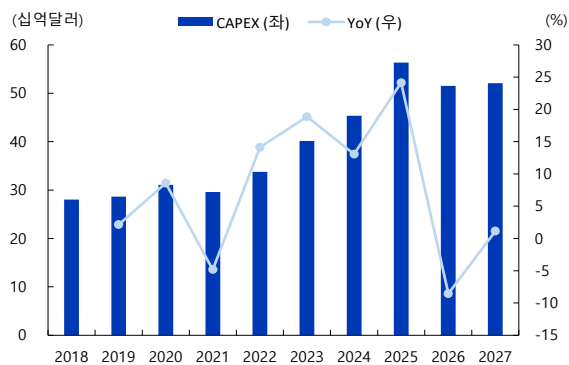
다만, 의문이 드는 지점은 지역 주요 업체들의 CAPEX 컨센서스 및 가이드스 추이를 확인시 5년 평균 수준으로 보면 높은 성장 추세가 확인되지만, 1년 개별로 보았을 때는 26년 하락이 눈에 띄는 모습이다. 25년도 CAPEX 단기 기고의 요인은 다수 회사의 CAPEX 가이드스가 규제당국의 승인이 완료된 PJT만 반영한 결과로 판단된다. 향후 규제당국의 승인 스케줄(2~4년 주기)이 도래하는 지역에서 추가적인 PJT가 가이드스에 반영될 것으로 예상된다. 서던컴퍼니의 경우, 전기(Regulated Electrics) CAPEX 가이드스는 25년 \$125억, 26년 \$98억으로 낮아졌으나, 컨퍼런스를 통해 다수 지역에서 2023~2024년 IRP(Integrated Resource Plan; 통합자원계획) 업데이트를 진행하고, PJT를 다수 승인하여 25년에 대규모 투자가 진행되었다고 밝혔다. 이에 따라서 S-curve를 그리는 건설 곡선 특성상 비용 선집행이 발생했다고 언급했다.

[도표 44] 중기 CAPEX 계획: 2년 전 계획 대비 연평균 상향 조정률



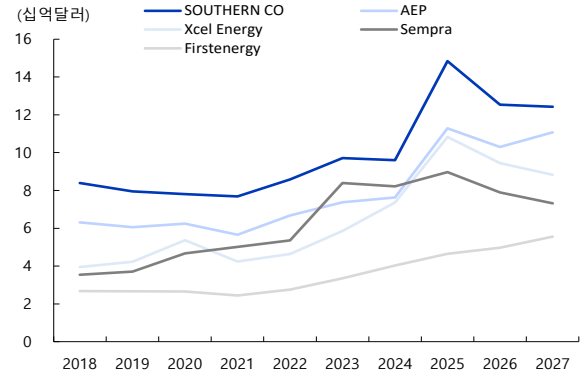
자료: Company data, 교보증권 리서치센터
주식: Firstenergy는 1년 전 대비로 비교

[도표 45] 급등 지역 유틸리티사 CAPEX 컨센서스 합산



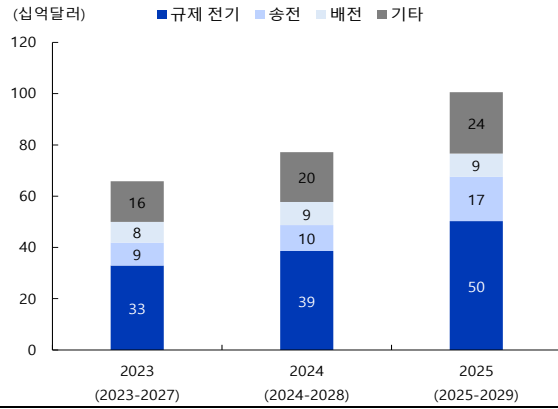
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 개별 CAPEX 컨센서스: 25년 Peak?



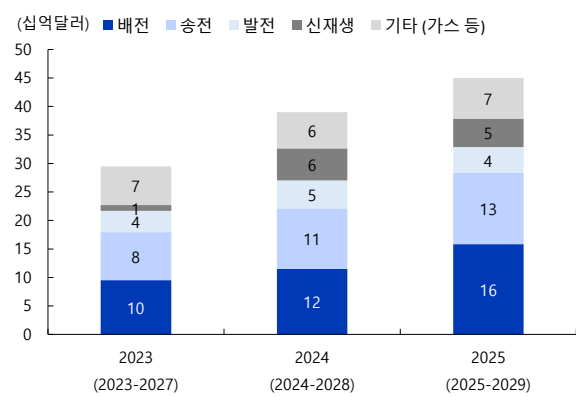
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 서던컴퍼니 5년 CAEPX 계획 전망치 추이



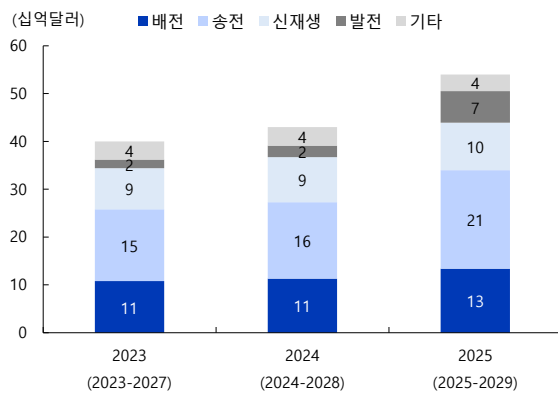
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 48] Xcel Energy 5년 CAEPX 계획 전망치 추이



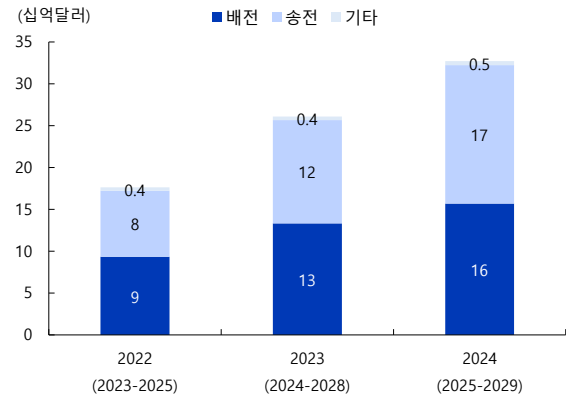
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 49] AEP 5년 CAEPX 계획 전망치 추이



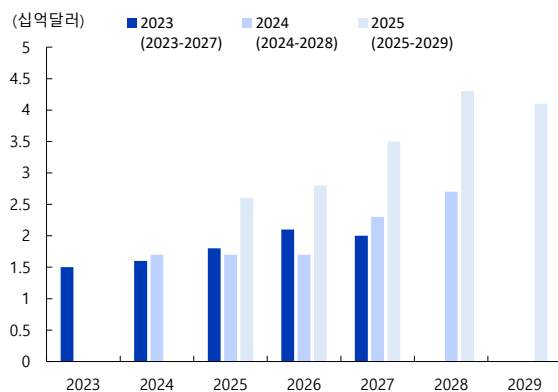
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 50] FirstEnergy 5년 CAEPX 계획 전망치 추이



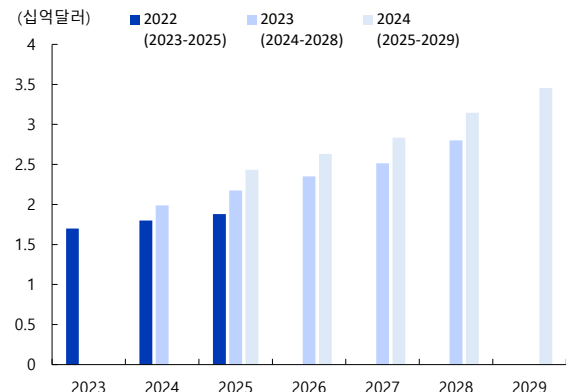
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 서던컴퍼니 송전 5년 CAEPX 계획 전망치 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 52] FirstEnergy 송전 5년 CAEPX 계획 전망치 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

이익 성장으로 늘어나는 CAPEX 부담을 충분히 이겨낼 수 있을까. **주요 유틸리티사의 경영진들은 CAPEX 여력에는 분명한 제약이 존재한다고 지속적으로 언급한다.** 이는 단순히 시장금리나 자체비 상승 때문만이 아니라, 규제 유틸리티 산업의 본질적인 자본구조 규제 메커니즘에서 비롯된다.

자본구조 규제 메커니즘을 알기 위해서는 다음의 공식을 알아둘 필요가 있다. **규제유틸리티의 요금은 다음과 같은 수익요구액(Revenue Requirement) 공식으로 산정된다.** 그리고 여기서는 규제자산 수익(Return on Base)이 핵심이다. 이는 규제당국이 승인한 자본구조와 수익률을 적용해 계산된다.

요구 수입 (Revenue Requirement)

$$= \text{Return on Base} + \text{Operating Cost} + \text{Taxes} + \text{Depreciation}$$

규제자산수익 (Return on Base)

$$= (\text{자본 비중} \times \text{규제당국 승인 자본수익률}) + (\text{부채 비중} \times \text{이자율})$$

일반적으로 미국 규제유틸리티의 승인 자본구조 범위는 Equity 45-55%, Debt 45-55%에서 결정된다. 승인된 자본구조는 요금 책정 시 규제자산(Rate Base)에 대한 자본비용 산정의 기준이 되며, **요금에서 회수할 자본비용이 가상 자본구조를 전제로 결정**되게 되는 것이다.

결국 이것이 의미하는 것은 설비투자를 확대하면, Rate Base(규제자산)가 늘어나며, 이를 요금으로 회수하기 위해 추가 자본이 필요하다. 그러나 규제당국이 승인한 자본구조를 유지해야 하기 때문에, Equity Portion의 투자금액을 조달할 수 있어야 한다. **단순히 Debt만 늘려 조달하는 것은 규제당국이 승인하지 않으며, Allowed ROE도 해당 비율까지만 요금에서 인정된다.** 결국 투자규모가 커질 수록 Equity 필요액이 비례해 커진다는 의미다.

다만, 이를 그대로 적용시 유틸리티사들은 너무나 제한적인 투자 여력이 나오게 된다. 따라서 유틸리티사들은 지주-규제사업회사(자회사)로 회사를 분리하였다. 여기서 자본구조를 유지시켜야 하는 주체는 규제사업회사(자회사)가 되며, 지주사는 그룹레벨에서 자본 조달 및 차입을 진행하여 원활한 프로젝트 실행을 가능하게 하는 것이 핵심 역할이 된다.

[도표 53] 유틸리티사 구조적 특징

권역	HoldCo (지주사)	OpCo (유틸리티 자회사)
역할	투자자금 조달, 그룹 자금 배분	규제사업 운영, 고객 요금 청구
자본구조	Flexible (시장 Debt/Equity)	규제당국이 승인한 Debt/Equity 비율 적용
규제감독	없음 (시장 규율)	주 규제위원회(PSC/PUC)에서 감독
예시	Southern Company (SO) HoldCo	Georgia Power, Alabama Power 등 OpCo

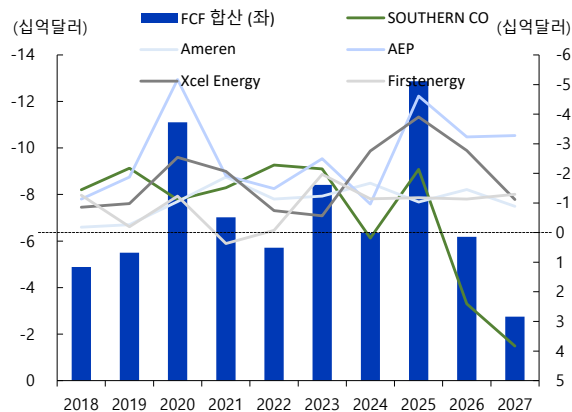
자료: EPA, 교보증권 리서치센터

이렇게 이해하기에는 직관적으로 와닿지는 않는다. 그렇다면, 현금흐름과 차입측면에서 수요 급등 지역의 CAPEX 여력을 살펴보자. AI 데이터센터 부하 급증 등으로 특정 지역 유틸리티사들의 투자 수요가 빠르게 증가하고 있다. [도표 55]에서 보듯 대부분 기업은 24년 대비 CAPEX 증가폭이 순이익 증가폭을 상회하고 있다. 그럼에도 FCF는 점차 나아지는 모습이 나타날 것으로 예상된다.

FCF 부족분은 장기부채 확대와 자본 발행을 통해 메우는 상황이다. [도표 56]에서는 주요 업체들의 장기부채가 지속적으로 증가하는 추세가 확인되며, 동시에 CAPEX 자금 조달을 위해 Equity 발행도 병행하고 있다. 이는 규제당국이 승인한 자본구조(ex. 50~55% Equity 비중)를 유지하기 위해서 필수적인 전략이다.

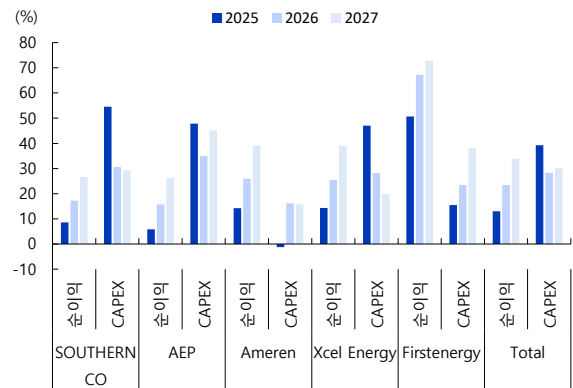
결국 이익률이 개선되더라도 CAPEX 여력은 규제 자본구조를 유지하며 자금조달을 동시에 맞춰야 하는 제약을 받는다. 향후 금리 인하가 단기적으로 부채조달 부담을 완화시킬 것으로 기대되나, 새로 승인 예정인 대형 프로젝트 투자까지 고려하면 현 수준 이상의 단기적인 공격적 투자 확대는 자본구조 관리 측면에서 쉽지 않을 수 있다.

[도표 54] 급등 지역 업체별 연도별 FCF 추이 (억달러)



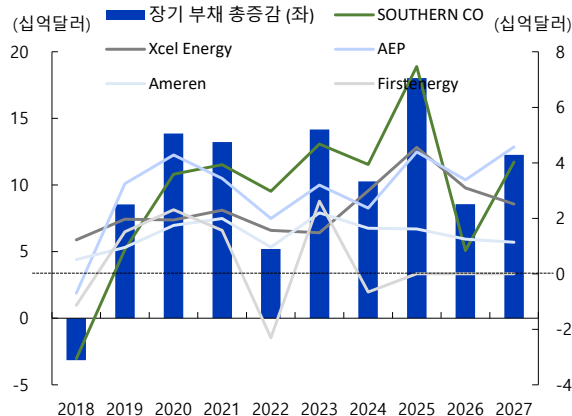
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 급등 지역 주요 업체: 24년 대비 순이익/CAPEX 증감



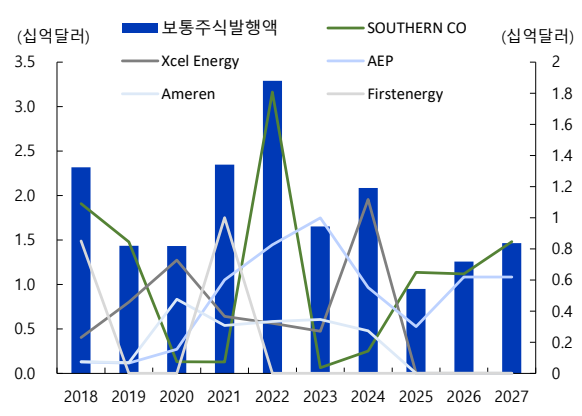
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 56] 급등 지역 주요 업체: 장기 부채 지속 증가...



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 급등 지역 주요 업체: CAPEX 위한 자본 발행 병행



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

정부 정책: 필요한 재정 지원은 트럼프에 휘둘리는 중

국가의 연산력이 곧 경쟁력을 의미하는 시대로 변화하며 ‘전력은 나의 힘’, 그리고 ‘국가의 힘’이 되어버렸다. 데이터센터 수요는 역대 최저 수준의 공실률이 말해주듯 높은 수준이 유지되고 있다. 이러한 수요 급증을 뒷받침하기 위해서는 필연적으로 충분한 전력 공급 능력이 요구된다. 즉, 유틸리티 업체의 전력망 확장 지연은 곧 국가 경쟁력의 손실과 직결된다. 이러한 상황에서 유틸리티 업체의 추가 CAPEX 여력에 제한이 생길 수 있는 상황은 심각한 리스크로 인식될 수밖에 없다. 따라서 국가 및 규제기관은 명확한 지원책을 통해 이 리스크를 완화할 필요성이 높아졌다.

기존에 존재했던 그리드 관련 주요 정책은 [도표 58]과 같다. 이 정책들은 대부분 이전 정부에서 시행된 것으로, 주로 장기 계획의 의무화, 재정적 지원 강화, 인허가 기간 단축 등을 통해 유틸리티 업체들의 CAPEX 투자를 촉진했다.

[도표 58] 전력망 투자 지원 주요 정책

정책/프로그램	주요 내용	발표·시행 시점	향후 발전 가능성
Transmission Facilitation Program (TFP)	\$2.5 B 펀드, 용량계약·대출 지원. Phase 2: \$1.5 B-1,000 마일 신규 송전선 지원	BIL(2021); Phase 1 ~ 2023, Phase 2 발표 2024-10	추가 tranche 발표 가능, PPP 방식 확대
Grid Resilience & Innovation Partnerships (GRIP)	FY22-26 최대 \$10.5 B 지원. 그리드 복원, 스마트 그리드, 혁신 그리드 구성	2023 년 시작, 2024-10 약 \$2 B 배정, 2025-04~06 스마트그리드 공모	3 차 공모 예정, interregional 송전 프로젝트 협업 확대
TSED Grants	송전 인허가-경제개발용 그랜트, \$371 M 2024 년 지급	2024-07	IRA 철화·예산 축소 시 후속 자금 영향 가능
NIETC 지정 (NIETC)	국가이익 전송 코리더 지정. Phase 3 진입 (3 개 후보지 Lake Erie-Canada 등)	Phase 1: 2023-12; Phase 2: 2024-05; Phase 3 착수: 2024-12	2026 년 드래프트 지정, NEPA-허가 간소화 가능성
Order 1920 (FERC)	1 장기 20 년 계획·최소 3 시나리오·수혜자 배분 의무화	2024-05	24-11/25-04 보강 조치 통과, 2026 법원 판결 전망
Order 1977	NIETC 지역 주정부 거부 시 연방 권한 행사 + 환경·원주민 고려 강화	2024-05	FERC 규칙 강화 조치 지속 가능
CITAP & NEPA categorical exclusions	송전 네트워크 허가 단축 (2 년 목표), 소규모 그리드 배터리 등 인허가 제외 확대	2024-04	추가 범위 확대 또는 주별 개입 조정 가능
Energy Permitting Reform Act	송전 포함 인허가 상한제 도입, NEPA 개정	발의 중	구현 시 허가 속도 크게 개선
AI4IX (AI interconnection)	DOE \$30 M 인공지능 interconnection 자동화 지원	2024-11	IPC backlog 해소 가능성 및 대규모 사업 추진 도움
EO 14262	긴급 전력 안정 권한 강화 + 예비력 분석 의무화	2025-04	긴급 대응 중심 규제 강화 예상
IRA 폐기 조치	IRA 송전망·세제인센티브 중단 행정명령. IRA 잔여 예산 회수 시도	2025 년	IRA 기반 자금 중단, 향후 추가 폐지 우려

자료: FERC, Whitehouse, 교보증권 리서치센터

하지만 최근 정권 교체 이후, 특히 IRA(Inflation Reduction Act)의 폐지 움직임은 그리드 관련 지원 프로그램의 일부 축소 또는 중단을 의미한다. GRIP 내의 Grid Innovation Program 및 일부 Smart Grid 예산은 IRA 기반으로, IRA 폐지 시 이들 프로그램의 지속 가능성이 크게 떨어진다. TFP 프로그램은 기본적으로 IIJA 법률에 근거하여 지속되나 IRA 기반의 추가 지원분은 영향을 받을 가능성이 있다. 이로 인해 유틸리티 업체들은 기존의 계획된 투자(CAPEX)를 실행하는 데 있어 재정적·규제적 불확실성 증가라는 추가적인 도전에 직면하게 될 것이다.

[도표 59] IRA 폐지시, 관련 정책/프로그램 변화

정책/프로그램	IRA 폐지 시 예상 영향
Grid Resilience & Innovation Partnerships (GRIP)	Grid Innovation Program 은 사실상 중단, Smart Grid 일부 축소, Resilience Grants 는 존속
Transmission Facilitation Program (TFP)	IIJA 기반으로 기본 존속, 일부 IRA 연계 운영비/지원 지연 가능
TSED Grants	IRA 기반 → 폐지/회수 대상
Interregional & Offshore Planning	IRA 기반 → 폐지 대상
Title XVII Loan Guarantee	IRA 보강분 중단, 기존 DOE 대출은 존속

자료: ACP, americaspower, DOE, 교보증권 리서치센터

트럼프 정부 역시 전력망(그리드)에 대해서 매우 중요하다는 언급을 지속해왔다. 미국 전력망 신뢰성 강화를 위한 행정명령에 서명하며, “전력망의 안정성은 국가 및 경제 안보 유지에 필수적(Grid reliability is essential to maintaining our national and economic security)”이라는 언급을 덧붙였다. 다만, 기조는 명백하다. 투자는 필요하다는 입장이지만, 정책·인허가를 신속화하기 위한 방향성이지, 중앙 정부 주도의 자금 직접지원보다는 규제 환경 및 절차 개편 중심의 지원이 주된 전략이다.

즉, 이 뜻은 기존에 진행중이던 Order 1920, CITAP, NITEC의 경우 트럼프 정부의 방향성과 달리 유지되는 형태로 가게될 것이라는 의미이기도 하다. 특히 장기송전망 계획을 제출하는 Order 1920의 진행 상황에 초점이 맞춰진다. Order 1920의 목적은 지역 송전 계획이 없기 때문에 상대적으로 단기적인 송전 수요를 해결하는 단편적인 송전 확장이 발생중임으로 이를 해결하기 위한 정책이다.

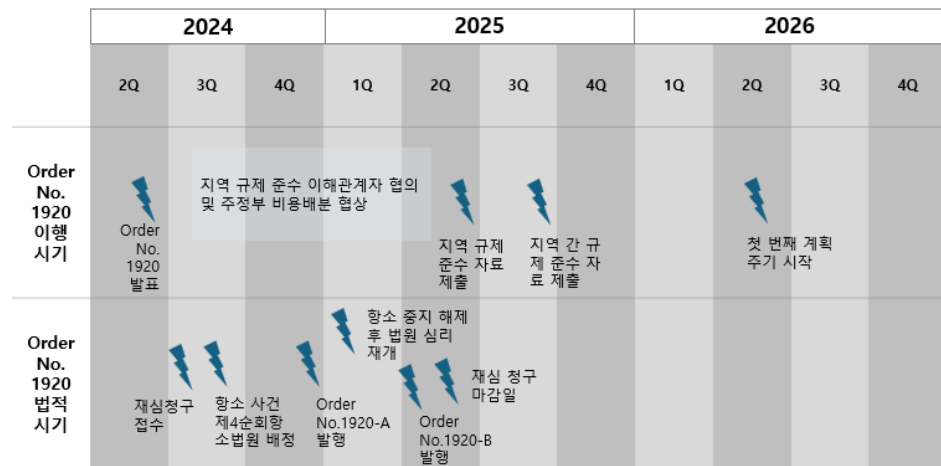
이를 위해서 송전 공급업체(RTO/ISO)는 이용 가능한 최상의 데이터를 사용하여 장기 송전 수요와 이러한 요구를 충족할 수 있는 장기 지역 송전 시설에 대한 정확한 예측을 개발함으로써 최소 20년의 계획을 세 개의 시나리오로 나누어서 제출하며, 신규 송전선 설치에 대해 전송 비용에 대한 분배 계획을 제시' 해야 한다는 조항이 핵심이다.

다만, 재심을 통해 1920-A, B가 발표되었으며, 주정부의 강한 반발에 의해 연방정부가 한발 물러나는 형태를 띠었다. 당초 지역간(Interregional) 송전 계획에서 FERC(연방정부)의 강제성이 부각되었으나, 주정부의 합의 여부를 규제 준수 명시 요건으로 반영하는 모습을 띄었다.

현상황은 지역계획(Regional)의 본래 제출 기한이 도래하였으며, PJM/SPP는 계획을 제출했다. 나머지 송전 공급업체인 MISO/CASIO/NYISO는 연장 신청을 통해서 25년 12월부터 차례로 계획을 제출하기 시작할 예정이다. 다음으로는 25년 8월 지역 간(Interregional) 송전 계획 제출이 예정되어 있다. 26년 2분기 첫 번째 계획주기가 시작될 예정이지만, 다소 늦어질 가능성이 높다고 판단된다.

장기 송전계획의 발효 시점이 점차 다가올수록, 쇼티지가 심한 제품군의 주요 업체는 장기 물량에 대한 논의가 더욱 활발해질 것으로 예상된다.

[도표 60] Order 1920 진행상황



자료: ACP, americaspower, DOE, 교보증권 리서치센터

한편, CITAP(Coordinated Interagency Transmission Authorizations and Permits)은 연방정부 내 주요 인허가 기관들(Interior, Agriculture, EPA, Army Corps 등)을 DOE가 조정하여 '원스톱' 인허가 경로를 제공하고, 송전망 인허가 기간을 4년에서 2년으로 단축하는 것이 목표이다. 최근의 주요 업데이트는 25년초 참여 기관별 책임범위를 확정시키는 매뉴얼을 공개하였다. 주요 변화로는 1) 69kV 이하 업그레이드/재투자 PJT, 대해 NEPA(National Environmental Policy Act; 환경영향평가)를 면제하였으며, 2) 230kV 이상 신규 송전망이 CITAP 프로세스 참여시 표준화된 스케줄-범위를 명시했다. 25년 중 첫 CITAP 인증 프로젝트 선정을 진행할 예정이다.

종합적으로 살펴보면, 인허가 간소화 및 장기 송전망 계획 의무화와 같은 재정지원이 필요 없는 규제정책들은 상대적으로 진행 상황이 양호하다. 프로젝트 승인 리스크와 시간 비용을 낮추는 효과를 기대할 수 있다. 반면, IRA 기반의 보조금 프로그램들은 폐지 가능성이 커지면서 재정적 지원 여건은 악화되는 중이다. 이는 **유틸리티사들의 자본조달 부담을 높여 공격적인 CAPEX 확대 전략에는 부정적 요인으로 작용할 것으로 전망된다.**

그러나 트럼프 대통령 역시 전력과 전력망의 부족 문제를 명확히 인식하고 있으며, AI 데이터센터 수요 급증과 극한기후 대응을 위해 **전력망의 신뢰성과 용량 확보가 국가 경쟁력의 핵심 과제라는 점을 강조**해 왔다. 이러한 맥락에서 투자를 억제시키는 방향으로 정책 설계는 이루어지지 않을 것이며, 1) 트럼프 정부의 금리 인하 소요, 2) FERC 관할 지역의 Allowed ROE 확장을 통해 정부 직접 지출 없이 투자 여력을 확장시키는 방식도 고려해볼 수 있다.

결론적으로 현 시점에서는 25년 보았던 단기적인 미국 유틸리티 업체의 CAPEX 전망치 급등을 기대하기는 어려운 상황으로 판단된다. 그러나 이러한 상황은 1) 트럼프의 여러 발언을 통해 시장에서 이를 충분히 인지하고 있다는 점에서 리스크가 되기 어렵고, 2) 주요 유틸리티사의 FCF는 27년부터는 적자폭을 빠르게 축소시키고 있어 재투자 여력이 확보되고 있으며, **3) 무엇보다도 전력 수요의 핵심 Key인 데이터센터 전망치는 계속해서 상승**하고 있다는 것을 고려한다면, 트럼프 정부의 스탠스 변화 혹은 신규 정책의 설정을 이끌어내며, 다시 한번 CAPEX 가이드선의 대폭 상향 조정이 이루어질 가능성도 배제할 수는 없을 것이다.

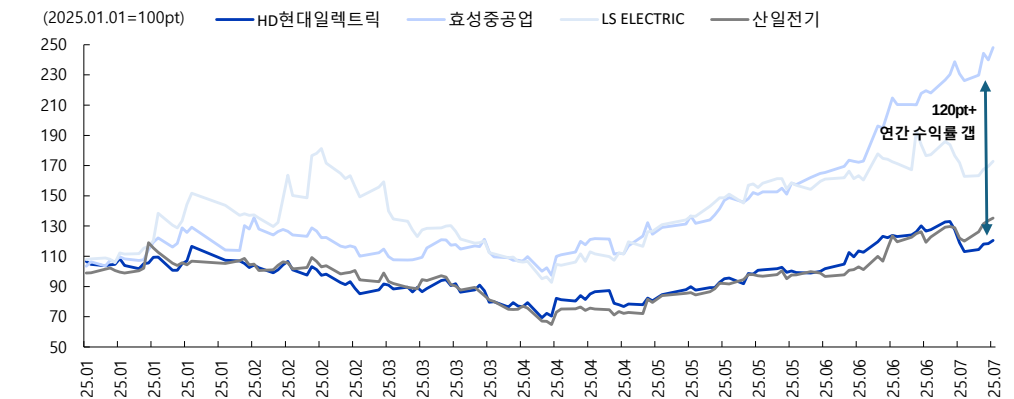
3. 투자 전략

1) 밸류에이션 단기 고점, 서프라이즈 필요 영역 돌입

커버리지 4사는 25년 YTD 차별적인 주가 흐름을 보였다. 당사 커버리지 내 가장 높은 수익률을 보인 효성중공업은 YTD +148.1% 상승하였으며, HD현대일렉트릭의 +20.4% 상승과 비교하여 괴리가 큰 상황이다. 이는 25년 업종 주가 상승이 실적 서프라이즈 및 컨센서스의 조정 영역에서 나오지 않고, **밸류에이션 조정에서 나오고 있기 때문**이라고 판단한다. 이로 인해 밸류에이션 메리트가 컸던 효성중공업의 높은 성과가 돋보였다.

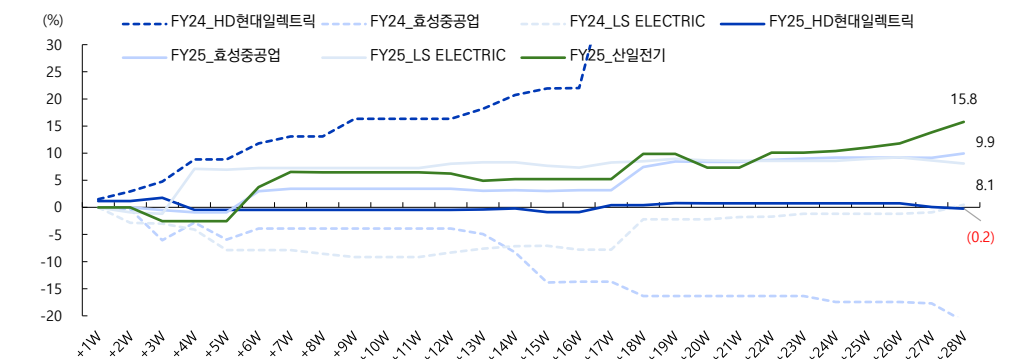
25년중 발생한 영업이익 컨센서스의 조정율은 산일전기가 15.8%로 가장 높으며, 효성중공업이 +9.9% 수준이다. LS ELECTRIC은 8.1%로 준수하나, HD현대일렉트릭은 -0.2%로 보합 수준이 유지되고 있다. 그러나 주요 업체들은 주가 상승폭에 비해서는 다소 미미한 조정율이 나타나고 있다.

[도표 61] 전력기기 커버리지 상대 주가 비교



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 62] 24/25년 당해(FY1) 영업이익 컨센서스 조정 내역

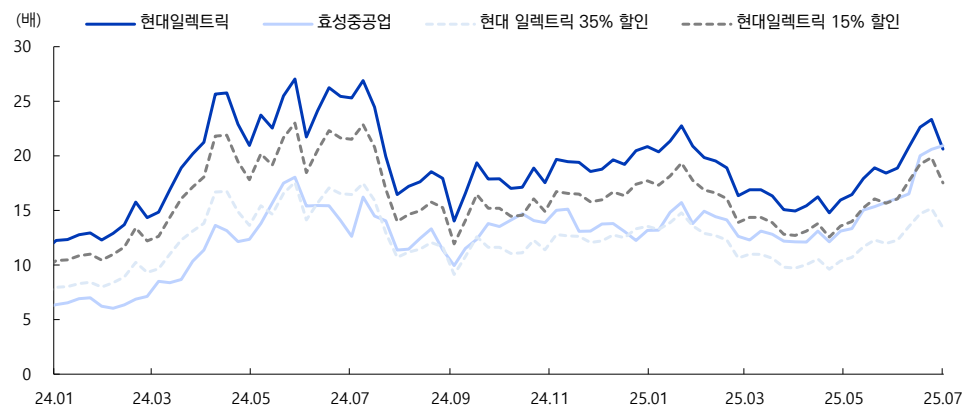


자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

12MF P/E 추이를 비교시, 이러한 모습은 뚜렷해진다. 효성중공업의 12MF P/E는 HD현대일렉트릭의 할인율 밴드에서 1년사이의 횡보를 마무리하고 HD현대일렉트릭의 밸류에이션에 도달했다. 동시에 HD현대일렉트릭 역시 단기적 밸류에이션 고점 신호로 확인되었던 Hitachi와의 12MF 할인율이 0%에 수렴하는 모습을 취하고 있다.

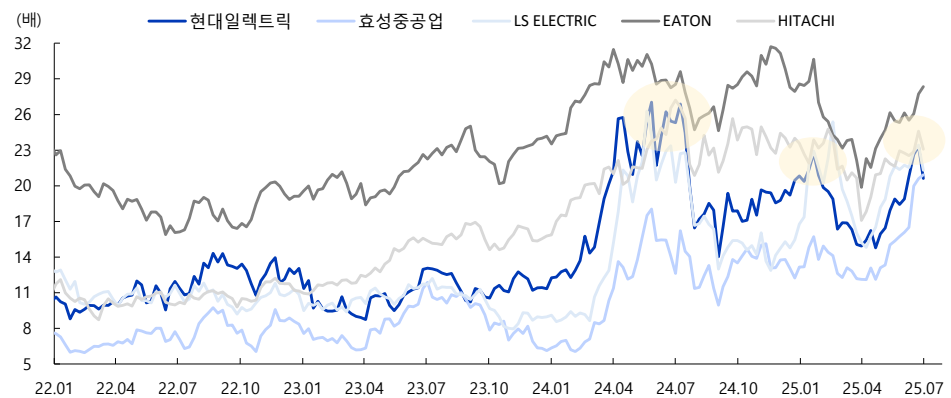
결국 이러한 모습은 하반기에는 밸류에이션 상승여력으로 주가의 지속적인 상승 추세를 만들기 어렵다는 것을 의미하며, 전력기기 주요 3사 관점에서 상호 할인율이 해소된 상황에서 서프라이즈 및 실적 추가 성장 여력이 높은 기업 위주로 상승 추세가 유지될 것으로 판단된다.

[도표 63] 효성중공업: 지긋지긋한 HD 현대일렉트릭과의 비교에서 탈출



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 글로벌 PEER 대비 12MF P/E 밸류에이션 추이: Hitachi 터치하기 일보직전



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

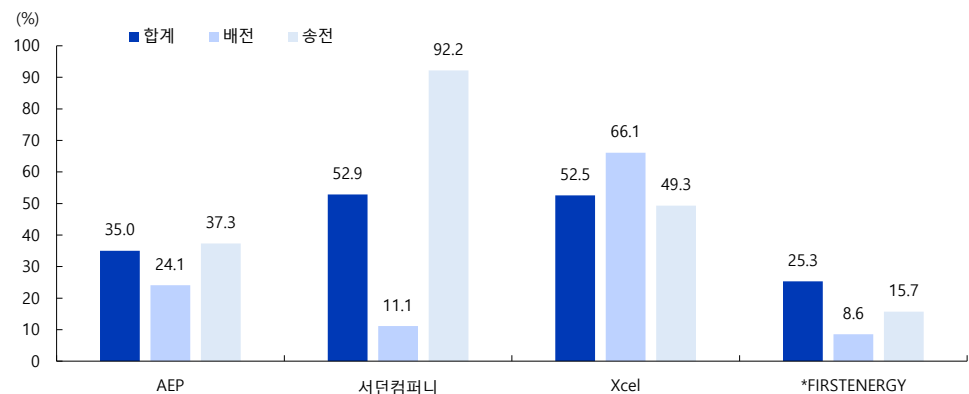
2) 상대 강도 측면, 송전 > 배전 흐름 지속

배전 대비 송전에서 강한 흐름이 이어지는 것으로 판단된다. 이는 유틸리티 업체 CAPEX 가이드라인 변경 추이 - 북미 변압기 수입액 두 가지 데이터를 통해서 확인 가능하다.

1) 유틸리티 업체의 CAPEX 가이드라인 상황은 대체적으로 송전에서 강한 모습이 나타났다. 5년치 계획의 영향으로 29년까지의 지속적인 수요 증가는 보장된 영역으로 판단된다. 현재 주요 업체들의 수주가 28년 물량을 채우고 있는 상황에서 수주 단가의 상승 추세도 이어질 것으로 기대된다.

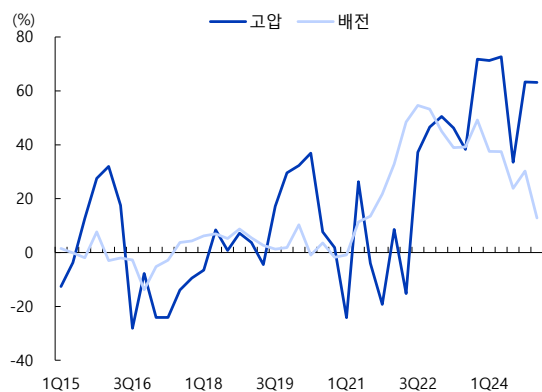
2) 변압기 수입액 데이터 측면에서도 송전(고압) 변압기의 강세가 눈에 띄는 모습이다. **송전변압기 수입액은 YTD +63.2% 증가하며, 배전변압기의 22.5% 대비 높은 성장폭을 보였다.** PPI에서도 4/5월 2개월 연속으로 MoM 1.3% 상승했다. 이는 관세 영향, CAPEX/전기 수요 전망치 상향 조정에 따른 단가 영향이 있었을 것으로 판단된다. 동시에 **관세 영향(완제품, 구리/GOES 등 원재료)과 구리 가격 상승으로 PPI 상승추세는 당분간 이어질 것으로 추정된다.**

[도표 65] 중기 CAPEX 계획: 22년 계획 대비 연평균 상향율



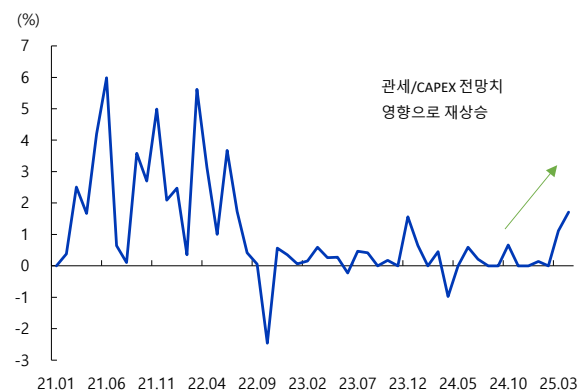
자료: IR자료 추정, 교보증권 리서치센터
주석: Firstenergy는 1년 전 대비로 비교

[도표 66] 고압/배전변압기 수입액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 변압기 PPI: 5월 MoM +1.3%

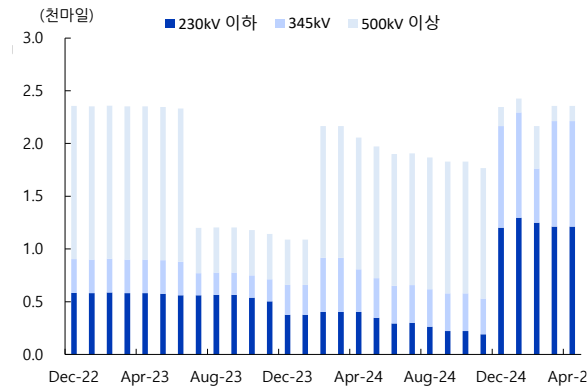


자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

동시에 유틸리티 업체의 투자 여력과는 별개로, 전력망 투자 수요는 더욱 증가할 것으로 판단한다. '10~'15년 짧은 전력망 확장기에 연평균 고압송전망 설치 길이는 1.8천마일이었다. 유독 높았던 13년을 제외하더라도 1.3천마일 수준이 유지된다. 현재 FERC의 Project Energy Infrastructure 업데이트 자료를 참고시, **4월 기준 30개월 설치 예정 길이는 2.4천 마일임. 연평균으로 변경시 천마일 수준이다.**

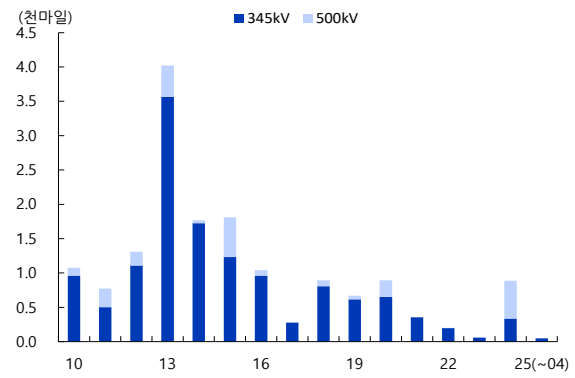
현재 수요는 교체 및 신규투자가 동반되는 상황이다. 교체 수요를 정확히 측정할 수 없으나, 대부분의 자료에서 2030년을 전후로 비중이 피크에 달할 것으로 전망하고 있다. 신규 투자는 신재생 믹스 확장, 데이터센터를 위시한 전력 수요 밀집으로 인해서 고압송전망 수요는 계속해서 늘어나는 중이다. 이에 따라서 신규/교체 투자가 이어진다고 고려할 시, FERC에 제출된 현재 수준의 투자 계획은 부족하다고 판단한다.

[도표 68] FERC: 30MF 전력망 설치 전망 - 연평균 천마일 확보



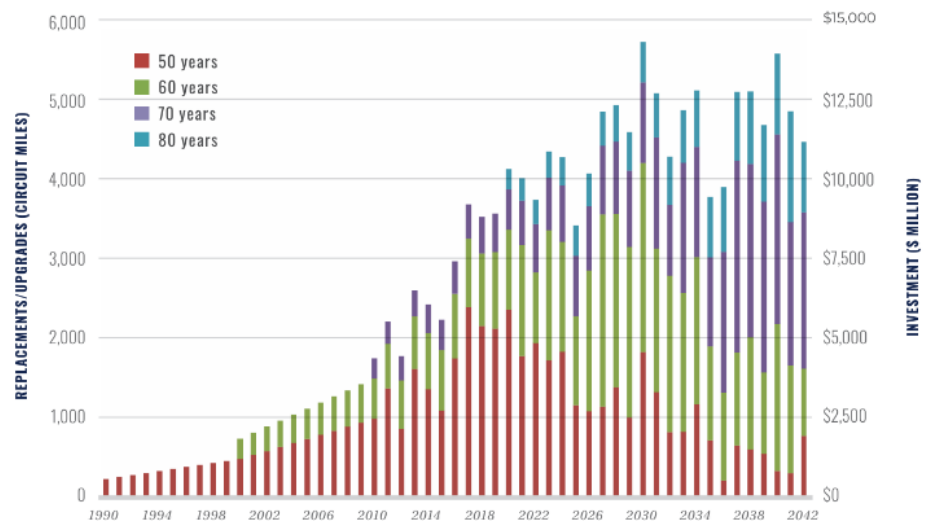
자료: FERC, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 연간 고압송전망 설치: 10-15 연평균 1.8 천마일



자료: FERC, 교보증권 리서치센터

[도표 70] 미국 노후화 전력망 교체 수요는 30년까지 피크



자료: aep, 교보증권 리서치센터

3) Top-Pick: HD현대일렉트릭 – 산일전기

전력기기섹터에서 Top-Pick으로 HD현대일렉트릭, 파생되는 선호종목으로는 산일전기를 제시한다.

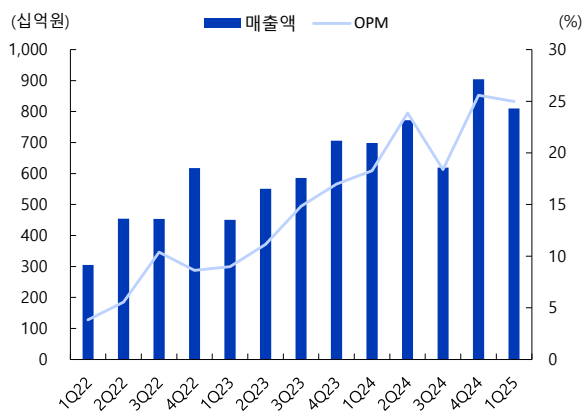
Top-Pick 관점에서 고려한 것은 다음과 같다. 1) 밸류에이션 고점 영역에서 서프라이즈 가능성 혹은 시장 기대감이 낮은 기업 선정, 2) 실적의 영역이 중요해진 시점에서 송전-배전 측면에서는 송전 시장 노출도가 높은 기업 선호, 3) 트럼프 정부 정책의 불확실성을 이겨낼 수 있는 1티어 고객사를 보유한 업체를 선별했다.

해당 영역을 고려하였을 때, 현시점에서 HD현대일렉트릭의 매력도가 부각되는 시점으로 판단한다.

HD현대일렉트릭은 4Q24부터 복미향 매출 비중이 상승하며, 연결조의 대량 발생으로 인한 분기실적 추정에 어려움이 생겼다. 1Q25 연결 실적에도 실망감이 존재했다. 그러나 **연결조정의 노이즈를 제거한 별도실적을 확인시, QoQ 실적 중분이 뚜렷한 추세**를 보이고 있다. 회사의 연결실적에서 차지하는 별도실적 비중이 조정전 단순 합산 기준 84%(순이익 기준)로 높으며, 복미 수주잔고 대비 매출 비중의 상승률이 남아있다는 점을 고려한다면 연간실적 서프라이즈 기대감은 여전히 열려있다고 추정된다.

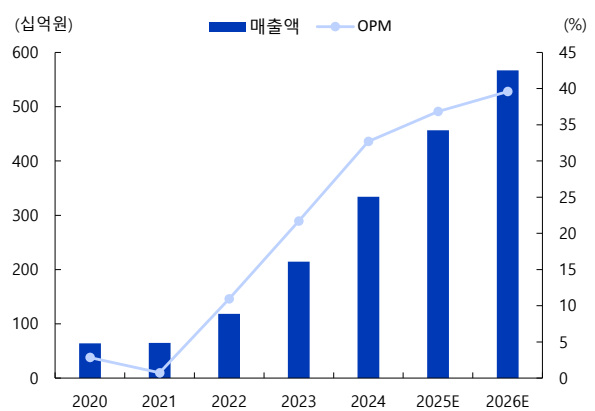
산일전기는 배전변압기 업체로써 Top-Pick 관점에서는 2)의 근거에는 부족한 측면이 있다. 그러나 ① **회사는 서프라이즈 개연성**, ② **Top-Pick과 연동되는 관점에서 관심 종목으로 제시한다**. 1분기 수익성 서프라이즈를 달성하였으며, 주요인은 수주의 질(Quality)이 상승했고, 원재료 공급처 다변화를 통한 절감 때문이다. 연간 이어질 수 있는 요인이며, 램프업 추가 물량 발생하며 레버리지 효과로 인한 서프라이즈 개연성도 충분하다. Top-pick과 연동되는 관점에서는 HD현대일렉트릭의 주가와 높은 상관관계를 띄고 있음에 주목했다. 회사의 수익성 개선이 가시적인 시점에서, 높은 베타를 통한 투자 기회를 포착할 수 있다고 판단한다.

[도표 71] HD 현대일렉트릭: 별도 실적 추이



자료: HD현대일렉트릭, 교보증권 리서치센터

[도표 72] 산일전기: 연간 실적 성장 지속



자료: HD현대일렉트릭, 교보증권 리서치센터

[도표 73] 커버리지 Valuation Table

(단위: 십억원, 배, %)

(원,십억원,배,%)	HD 현대일렉트릭	효성중공업	LS ELECTRIC	산일전기
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가	570,000	1,180,000	350,000	123,000
현재주가(7/11)(원)	442,500	978,000	265,000	91,400
상승여력(%)	28.8	20.7	31.8	34.6
PER(FY2024)	27.5	16.5	20.2	21.3
PER(FY2025E)	23.0	25.8	27.7	21.6
PER(FY2026E)	18.3	19.5	19.0	16.4
PBR(FY2024)	9.2	1.9	2.6	5.1
PBR(FY2025E)	8.0	4.1	3.9	3.9
PBR(FY2026E)	5.9	3.5	3.4	3.1
EV/EBITDA (FY2024)	18.4	10.0	10.9	15.3
EV/EBITDA (FY2025E)	15.1	16.0	15.0	11.3
EV/EBITDA (FY2026E)	12.0	12.7	11.0	9.0
ROE (FY2024)	39.3	14.9	13.4	29.9
ROE (FY2025E)	39.5	17.2	14.8	26.1
ROE (FY2026E)	37.3	19.2	19.0	27.1
매출액(FY2024)	3,322	4,895	4,552	334
매출액(FY2025E)	4,266	5,352	5,014	457
매출액(FY2026E)	4,950	5,937	5,817	567
영업이익(FY2024)	669	362	390	109
영업이익(FY2025E)	956	535	443	168
영업이익(FY2026E)	1,184	676	624	225
지배주주순이익(FY2024)	502	223	239	84
지배주주순이익(FY2025E)	692	354	288	129
지배주주순이익(FY2026E)	873	467	420	170

자료: 교보증권리서치센터

[도표 74] 글로벌 PEER TABLE (25.07.11)

(단위: 백만달러, %)

(백만달러)	연도	HD 현대 일렉트릭	호성 중공업	LS ELECTRIC	일진전기	산일전기	Fortune Electric	GE Vernova	EATON	HITACHI	Schneide r Electric
국가		한국	한국	한국	한국	한국	대만	미국	미국	일본	프랑스
시가총액		11,595	6,629	5,790	1,324	2,023	5,691	147,210	139,945	126,009	152,078
주가 (현지통화)		442,500	978,000	265,500	38,200	91,400	579.0	539.4	357.6	4,040	225.6
P/E	2024	31.3	16.4	19.9	27.7	21.9	37.7	54.2	33.3	31.0	31.5
(배)	2025E	23.4	25.5	24.7	21.6	21.0	30.3	76.5	29.8	27.7	25.3
	2026E	19.2	20.5	19.4	16.7	16.7	24.0	47.7	26.4	24.1	22.6
P/B	2024	9.2	1.9	2.6	2.6	4.8	18.6	9.5	7.1	3.2	4.5
(배)	2025E	8.2	4.0	3.9	3.2	5.1	16.5	14.2	7.2	3.0	3.9
	2026E	6.3	3.4	3.4	2.7	4.0	11.3	11.9	6.7	2.8	3.6
EV/EBITDA	2024	18.4	10.8	10.6	14.0	17.4	31.2	50.9	23.9		18.5
(배)	2025E	15.9	16.8	14.3	12.3	15.7	23.6	43.8	22.8	12.2	16.1
	2026E	13.2	13.8	11.8	9.8	12.5	18.4	29.7	20.6	10.9	14.7
매출액	2024	2,436.6	3,589.9	3,338.3	1,156.7	244.9	629.0	34,935.0	24,878.0	62,908.9	41,273.2
	2025E	2,980.6	3,965.5	3,678.6	1,320.4	338.9	883.5	37,015.7	27,330.8	70,526.5	47,341.2
	2026E	3,413.2	4,429.5	4,163.3	1,494.4	410.1	1,053.3	40,414.2	29,571.4	73,766.8	50,674.3
매출액	2024	17.7	9.0	3.1	21.2	49.1	41.0	5.1	7.3	-11.7	6.3
증가율	2025E	22.3	10.5	10.2	14.2	38.3	40.5	6.0	9.9	12.1	14.7
(%)	2026E	14.5	11.7	13.2	13.2	21.0	19.2	9.2	8.2	4.6	7.0
영업이익	2024	490.6	265.8	285.8	58.5	80.1	152.3	471.0	4,632.0	5,612.3	6,976.4
	2025E	659.1	384.0	334.8	93.4	121.0	224.2	1,905.8	5,254.2	6,602.7	8,576.4
	2026E	797.5	476.1	414.1	118.5	152.4	281.7	3,495.3	6,294.4	8,248.7	9,442.9
OPM	2024	20.1	7.4	8.6	5.1	32.7	24.2	1.3	18.6	8.9	16.9
(%)	2025E	22.1	9.7	9.1	7.1	35.7	25.4	5.1	19.2	9.4	18.1
	2026E	23.4	10.7	9.9	7.9	37.2	26.7	8.6	21.3	11.2	18.6
EBITDA	2024	538.4	316.1	369.2	68.1	82.2	159.4	1,643.0	5,779.0	8,440.9	8,640.2
	2025E	709.7	443.3	431.3	106.8	123.3	232.4	3,201.7	6,493.2	8,704.1	10,086.7
	2026E	853.0	538.4	520.9	134.1	155.3	299.3	4,723.9	7,205.8	11,391.4	11,032.3
EBITDA	2024	22.1	8.8	11.1	5.9	33.5	25.3	4.7	23.2	13.4	20.9
Margin	2025E	23.8	11.2	11.7	8.1	36.4	26.3	8.6	23.8	12.3	21.3
(%)	2026E	25.0	12.2	12.5	9.0	37.9	28.4	11.7	24.4	15.4	21.8
순이익	2024	367.8	163.3	175.1	33.9	61.4	133.4	1,552.0	3,794.0	3,802.8	4,618.1
	2025E	496.4	256.8	233.0	64.0	96.1	189.0	2,021.0	4,335.4	5,065.0	5,775.7
	2026E	602.4	320.9	296.4	80.1	122.1	234.0	3,420.8	4,956.9	5,652.1	6,524.1
NPM	2024	15.1	4.5	5.2	2.9	25.1	21.2	4.4	15.3	6.0	11.2
(%)	2025E	16.7	6.5	6.3	4.8	28.4	21.4	5.5	15.9	7.2	12.2
	2026E	17.6	7.2	7.1	5.4	29.8	22.2	8.5	16.8	7.7	12.9
ROE	2024	39.3	14.9	13.4	10.6	29.9	58.3	18.3	20.2	10.3	15.0
(%)	2025E	15.0	16.9	16.5	15.8	26.4	50.0	30.5	22.6	12.2	15.8
	2026E	35.9	18.1	18.5	17.7	26.4	49.8	25.9	25.9	13.2	16.5

자료: 교보증권 리서치센터

Company

Analysis



회사명	TP(원)	의견	상승여력 (%)
HD 현대일렉트릭	570,000	Buy	28.8%
효성중공업	1,180,000	Buy	20.7%
LS ELECTRIC	350,000	Buy	31.8%
산일전기	123,000	Buy	34.6%

자료: 교보증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 267260

너무 어려울 때는 단순하게 생각하기

목표주가 570,000원, 투자 의견 BUY

Buy

신규

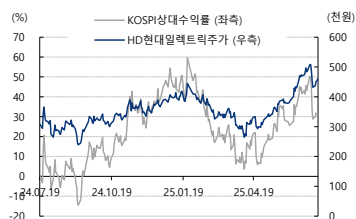
TP 570,000 원

신규

Company Data

현재가(07/11)	442,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	508,000 원
52 주 최저가(보통주)	239,000 원
KOSPI (07/11)	3,175.77p
KOSDAQ (07/11)	800.47p
자본금	1,802 억원
시가총액	159,509 억원
발행주식수(보통주)	3,605 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	25.7 만주
평균거래대금(60 일)	1,204 억원
외국인지분(보통주)	34.89%
주요주주	
에이치디현대 외 3 인	38.23%
국민연금공단	8.00%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	71	15.9	34.5
상대주가	-3.4	-8.4	21.2

[전력기계/자동차] 김광식
3771-6669,
20250021@iprovest.com

HD현대일렉트릭에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 570,000원으로 커버리지 개시함. 투자포인트로는 ① 변압기 쇼티지 장기화 수혜, ② 높은 북미잔고로 인한 수익성 추가 개선 여력, ③ 투자 회수기로 들어오며 쌓인 현금의 재투자 가능성임.

변압기: 분명한 쇼티지 장기화

동사는 미국 변압기 시장 1터어에 위치함. 미국의 변압기 PPI는 445.6pt(+4.5% YoY, 1.7% QoQ) 기록하며, YTD 2.9% YoY 상승함. 리드타임 역시 3년에서 4년까지 증가하였다는 이야기도 나오고 있음. 이러한 상황은 북미 변압기 수익성 곡선의 중장기 상승 전망에 힘을 실는 요인임. 28년 국내의 PEER의 증설 완료가 예정되어 쇼티지 상황 완화 우려가 존재함. 그러나 FERC의 높은 가능성(High-Prob)으로 설치 예정인 송전망은 과거(09~11) 평균 수준에도 미달한 상황임. 과거와 달리 신규-교체 수요 동반되는 현재 사이클 특성상, 추가 수요는 충분할 것으로 예상함. 동시에 인력 우려가 지속적으로 있는 산업임을 고려한다면, 준공 후 램프업에 차질이 발생할 가능성도 농후함. 납기 시점이 경쟁력인 상황에서 선제적 CAPA 확보가 진행된 동사의 수요를 높일 수 있을 것.

북미 수주잔고, 가장 열려있는 가능성

24년말 기준 수주잔고의 65%가 북미에 집중되어 있으며, 매출 비중은 31%에 불과함. 장납기 잔고를 고려하더라도 북미 지역 매출 비중은 40~50%까지 상승할 수 있을 것으로 예상함. 동시에 배전/회전기기 영역에서도 북미 수요가 증가하고 있다는 것에 주목 필요함. 북미지역 고수익성 고려시 수익성 상승 여력은 충분할 것으로 판단함.

2Q25 Preview: 부합 전망, 연간 수익성 성장 추세 이어질 것

매출액 1,0조원(+9.7% YoY), 영업이익 2,248억원(+7.0% YoY, OPM 22.3%)으로 컨센서스(Fnguide 영업이익 2,350억원)에 부합할 것으로 예상함. 2분기에도 생산일수/램프업/북미 매출비중 영향으로 재고 자산 증가하며 계절성이 악화되는 모습을 예상함. 그럼에도 수주 퀄리티 개선에 따른 수익성 상승 이어질 것으로 판단함. 회사 연결 분기실적은 별도 부문의 북미 비중 상승, 미실현이익 발생으로 추정이 어려운 부분 존재함. 그러나 별도 실적을 확인시 견고한 성장 추세 확인되며, 연간 성장추세 이어질 것으로 전망함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	2,703	3,322	4,266	4,950	5,567
YoY(%)	28.4	22.9	28.4	16.0	12.5
영업이익(십억원)	315	669	956	1,184	1,354
OP 마진(%)	11.7	20.1	22.4	23.9	24.3
순이익(십억원)	259	498	692	873	1,010
EPS(원)	7,189	13,914	19,207	24,205	28,032
YoY(%)	59.5	93.5	38.0	26.0	15.8
PER(배)	11.4	27.5	23.0	18.3	15.8
PCR(배)	8.1	18.2	15.9	12.8	11.2
PBR(배)	2.8	9.2	8.0	5.9	4.6
EV/EBITDA(배)	9.5	18.4	15.1	12.0	10.2
ROE(%)	27.7	39.3	39.5	37.3	32.7

[도표 75] HD 현대일렉트릭 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
신규수주	1,438	880	707	791	1,335				3,816	4,007	4,148
수주잔고	5,076	5,252	5,399	5,541	6,155				5,541	6,358	7,206
매출액	801	917	789	816	1,015	1,006	1,069	1,175	3,322	4,266	4,950
전력기계	317	378	313	581	464	485	464	497	1,589	2,043	2,275
회전기계	143	140	131	123	179	172	169	177	537	697	824
배전기계	239	254	175	200	167	240	224	258	868	888	1,002
종속법인 및 연결조정	103	145	169	-88	205	108	212	154	329	679	865
영업이익	129	210	164	166	218	225	238	275	669	956	1,184
OPM	16.1	22.9	20.8	20.4	21.5	22.4	22.3	23.4	20.1	22.4	23.9
세전이익	123	209	153	165	208	224	227	252	650	911	1,148
세전이익률	15.3	22.8	19.3	20.3	20.5	22.3	21.2	21.4	19.6	21.4	23.2
지배주주순이익	94	161	117	129	154	161	117	260	502	692	873
NPM	11.7	17.6	14.8	15.8	15.2	16.0	10.9	22.1	15.1	16.2	17.6
YoY											
신규수주	80.7	-28.6	4.4	-7.9	-7.2				7.1	5.0	3.5
수주잔고	66.4	41.1	36.1	28.8	21.3				28.8	14.7	13.3
매출액	40.9	42.7	13.6	2.3	26.7	9.8	35.6	44.0	22.9	28.4	16.0
전력기계	36.3	38.9	-4.1	50.6	46.1	28.6	48.1	-14.4	30.6	28.6	11.4
회전기계	32.2	16.0	10.8	1.3	25.8	22.8	28.4	43.4	14.6	29.7	18.3
배전기계	117.8	60.8	24.1	0.5	-30.1	-5.6	28.0	28.8	42.8	2.4	12.8
영업이익	178.1	257.0	91.8	33.4	69.4	7.1	45.4	65.3	112.2	42.9	23.8
세전이익	226.4	341.0	128.8	4.1	69.1	7.1	48.7	52.5	109.4	40.1	26.0
당기순이익	221.5	328.4	118.8	-6.9	63.9	0.0	0.0	101.1	93.5	38.0	26.0

자료: 교보증권 리서치센터

Valuation

HD현대일렉트릭의 목표주가를 570,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다.

회사는 별도 부문의 북미 비중 상승으로 인한 분기실적 추정의 어려움이 커진 상황이다. 동시에 1분기 높은 북미 매출 비중(IR 기준, 4Q24 27.8% → 1Q25 38.3%)에도 불구하고 낮은 수익성에 실망감도 반영되었다. 그럼에도 회사의 별도 기준 1Q25 수익성은 25.0%(-0.6%p QoQ, +6.7%p YoY)로 견고한 성장이 이어지는 중이다. 이익 기여의 별도 법인 비중이 절대적인 상황임을 고려한다면, 굉장히 긍정적인 지표로 판단한다. 1분기 수준의 별도 수익성이 유지된다면, 시장 기대치 이상의 이익 성장도 고려 가능하다. 회수기에 도달한 현금의 사용처도 추가적인 밸류에이션 업사이드로 작용할 수 있을 것이다. 회사의 현금성자산은 1Q25 7,925억원이며, 25년말 1.0조원(+54.6% YoY) 수준을 예상한다.

회사가 가지는 북미 지역에서의 높은 레퍼런스, 수익성 성장 가능성을 고려하여 밸류에이션 PEER를 전력기계 Top-Tier인 Hitachi로 선택하였으며 12MF P/E 25.5배를 적용했다. 적정주가는 570,000원으로 산출된다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션은 P/E 23.0배, P/B 8.0배를 기록 중이다.

[도표 76] Valuation Table

항목명	단위		비 고
12MF EPS	원	22,539	
Target P/E	배	25.5	Hitachi 12MF P/E
적정주가	원	574,744	
목표주가	원	570,000	천의자리 반올림
현재주가	원	442,500	25/07/11 종가
괴리율	%	28.8	

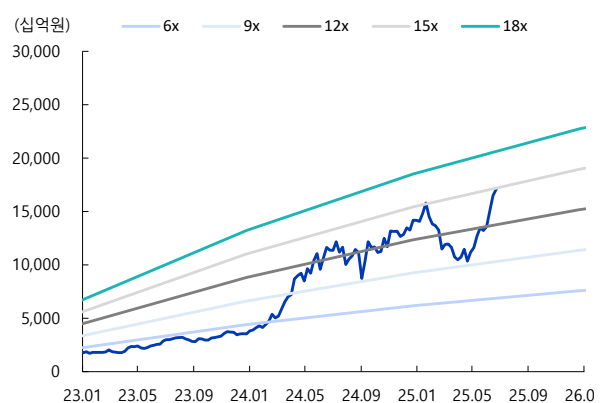
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 77] HD 현대일렉트릭 12MF P/E Band Chart



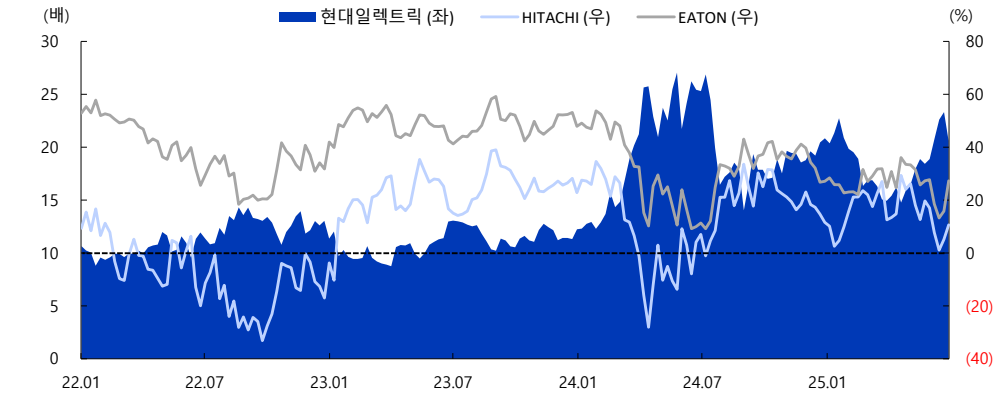
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 78] HD 현대일렉트릭 12MF EV/EBITDA Band Chart

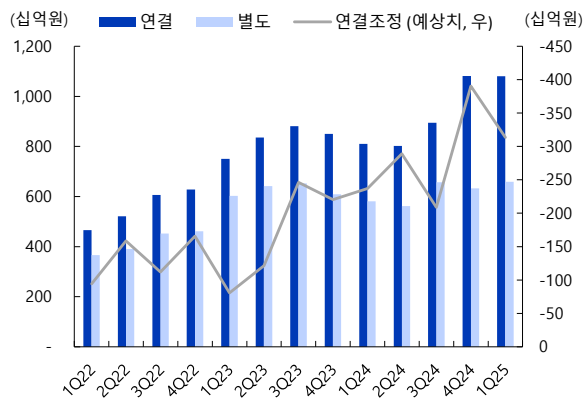


자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

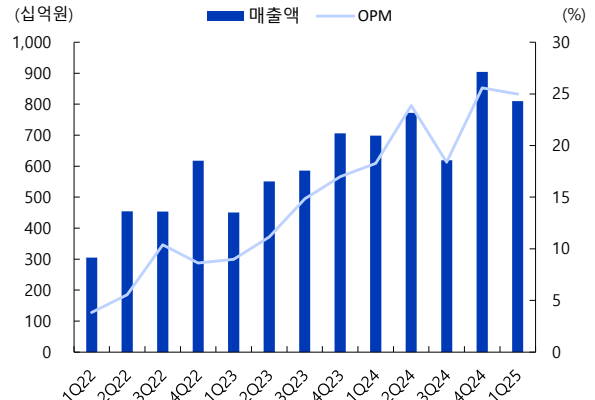
[도표 79] HITACHI/Eaton 대비 12MF P/E 밸류에이션 추이



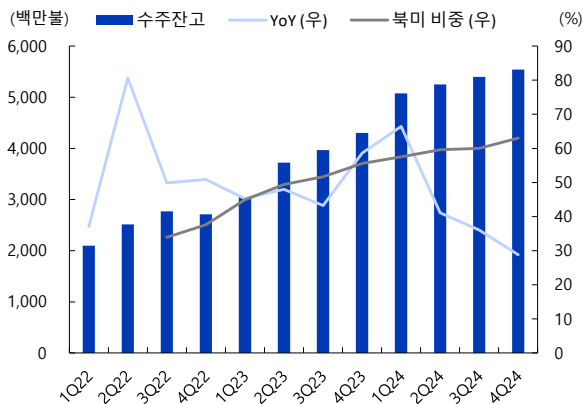
[도표 80] 연결-별도 재고자산 추이: 4Q24 큰 폭 증가



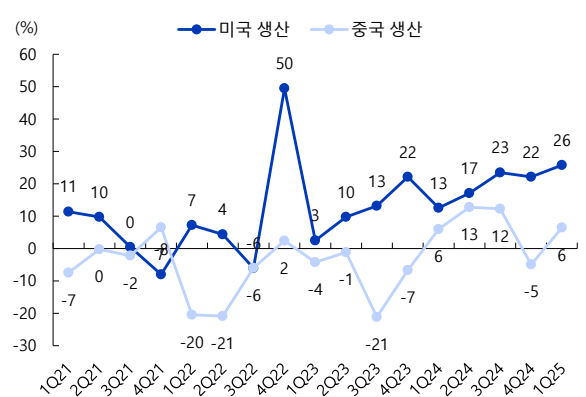
[도표 81] 별도 실적 추이: 연결 조정 배제된 실적 성장 추이 견고



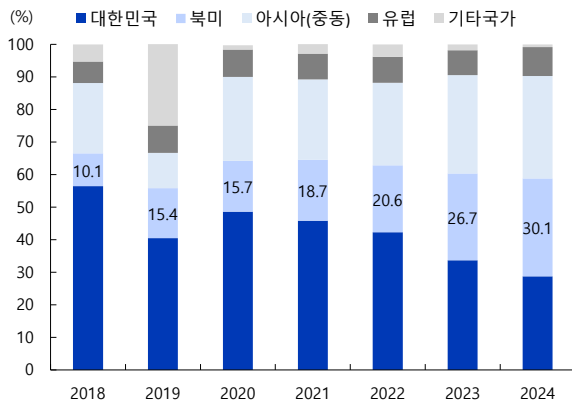
[도표 82] 수주잔고: 북미 비중 상승, 잔고/매출 비중 괴리 존재



[도표 83] 해외 생산법인 NPM: 상승 지속-
고압차단기 생산하는 중국법인의 상승 Room 남아있음

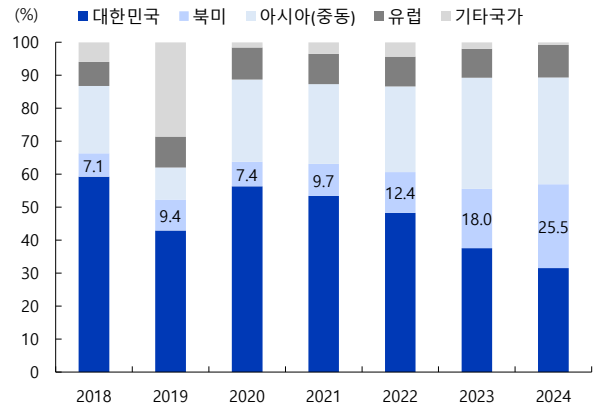


[도표 84] 연결 지역별 매출 비중: 24 북미 비중 30.1%(+3.3%p)



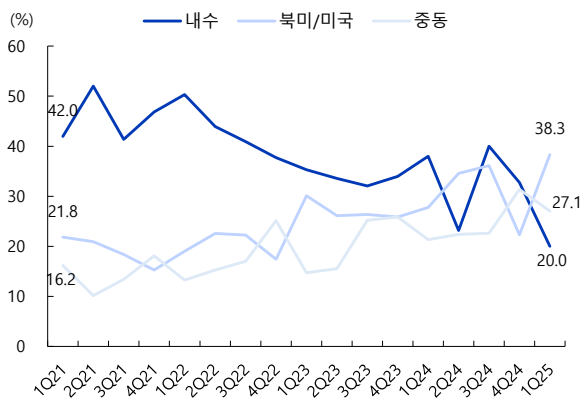
자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 85] 별도 지역별 매출 비중: 24 북미 비중 25.5%(+7.5%p)



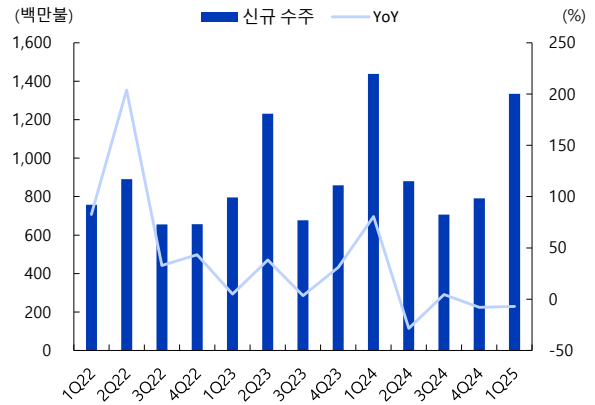
자료: Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 86] IR 기준 연결 지역별 매출 비중: 분기 변동성 큼



자료: HD현대일렉트릭, 교보증권 리서치센터

[도표 87] 신규수주 추이: 가이던스(\$38.9억) 달성은 무리 없음



자료: HD현대일렉트릭, 교보증권 리서치센터

[도표 88] 글로벌 PEER TABLE (25.07.11)

(단위: 백만달러, %)

(백만달러)	연도	HD 현대 일렉트릭	호성 중공업	LS ELECTRIC	일진전기	산일전기	Fortune Electric	GE Vernova	EATON	HITACHI	Schneide r Electric
국가		한국	한국	한국	한국	한국	대만	미국	미국	일본	프랑스
시가총액		11,595	6,629	5,790	1,324	2,023	5,691	147,210	139,945	126,009	152,078
주가 (현지통화)		442,500	978,000	265,500	38,200	91,400	579.0	539.4	357.6	4,040	225.6
P/E	2024	31.3	16.4	19.9	27.7	21.9	37.7	54.2	33.3	31.0	31.5
(배)	2025E	23.4	25.5	24.7	21.6	21.0	30.3	76.5	29.8	27.7	25.3
	2026E	19.2	20.5	19.4	16.7	16.7	24.0	47.7	26.4	24.1	22.6
P/B	2024	9.2	1.9	2.6	2.6	4.8	18.6	9.5	7.1	3.2	4.5
(배)	2025E	8.2	4.0	3.9	3.2	5.1	16.5	14.2	7.2	3.0	3.9
	2026E	6.3	3.4	3.4	2.7	4.0	11.3	11.9	6.7	2.8	3.6
EV/EBITDA	2024	18.4	10.8	10.6	14.0	17.4	31.2	50.9	23.9		18.5
(배)	2025E	15.9	16.8	14.3	12.3	15.7	23.6	43.8	22.8	12.2	16.1
	2026E	13.2	13.8	11.8	9.8	12.5	18.4	29.7	20.6	10.9	14.7
매출액	2024	2,436.6	3,589.9	3,338.3	1,156.7	244.9	629.0	34,935.0	24,878.0	62,908.9	41,273.2
	2025E	2,980.6	3,965.5	3,678.6	1,320.4	338.9	883.5	37,015.7	27,330.8	70,526.5	47,341.2
	2026E	3,413.2	4,429.5	4,163.3	1,494.4	410.1	1,053.3	40,414.2	29,571.4	73,766.8	50,674.3
매출액	2024	17.7	9.0	3.1	21.2	49.1	41.0	5.1	7.3	-11.7	6.3
증가율	2025E	22.3	10.5	10.2	14.2	38.3	40.5	6.0	9.9	12.1	14.7
(%)	2026E	14.5	11.7	13.2	13.2	21.0	19.2	9.2	8.2	4.6	7.0
영업이익	2024	490.6	265.8	285.8	58.5	80.1	152.3	471.0	4,632.0	5,612.3	6,976.4
	2025E	659.1	384.0	334.8	93.4	121.0	224.2	1,905.8	5,254.2	6,602.7	8,576.4
	2026E	797.5	476.1	414.1	118.5	152.4	281.7	3,495.3	6,294.4	8,248.7	9,442.9
OPM	2024	20.1	7.4	8.6	5.1	32.7	24.2	1.3	18.6	8.9	16.9
(%)	2025E	22.1	9.7	9.1	7.1	35.7	25.4	5.1	19.2	9.4	18.1
	2026E	23.4	10.7	9.9	7.9	37.2	26.7	8.6	21.3	11.2	18.6
EBITDA	2024	538.4	316.1	369.2	68.1	82.2	159.4	1,643.0	5,779.0	8,440.9	8,640.2
	2025E	709.7	443.3	431.3	106.8	123.3	232.4	3,201.7	6,493.2	8,704.1	10,086.7
	2026E	853.0	538.4	520.9	134.1	155.3	299.3	4,723.9	7,205.8	11,391.4	11,032.3
EBITDA	2024	22.1	8.8	11.1	5.9	33.5	25.3	4.7	23.2	13.4	20.9
Margin	2025E	23.8	11.2	11.7	8.1	36.4	26.3	8.6	23.8	12.3	21.3
(%)	2026E	25.0	12.2	12.5	9.0	37.9	28.4	11.7	24.4	15.4	21.8
순이익	2024	367.8	163.3	175.1	33.9	61.4	133.4	1,552.0	3,794.0	3,802.8	4,618.1
	2025E	496.4	256.8	233.0	64.0	96.1	189.0	2,021.0	4,335.4	5,065.0	5,775.7
	2026E	602.4	320.9	296.4	80.1	122.1	234.0	3,420.8	4,956.9	5,652.1	6,524.1
NPM	2024	15.1	4.5	5.2	2.9	25.1	21.2	4.4	15.3	6.0	11.2
(%)	2025E	16.7	6.5	6.3	4.8	28.4	21.4	5.5	15.9	7.2	12.2
	2026E	17.6	7.2	7.1	5.4	29.8	22.2	8.5	16.8	7.7	12.9
ROE	2024	39.3	14.9	13.4	10.6	29.9	58.3	18.3	20.2	10.3	15.0
(%)	2025E	15.0	16.9	16.5	15.8	26.4	50.0	30.5	22.6	12.2	15.8
	2026E	35.9	18.1	18.5	17.7	26.4	49.8	25.9	25.9	13.2	16.5

자료: 교보증권 리서치센터

[HD현대일렉트릭 267260]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,703	3,322	4,266	4,950	5,567
매출원가	2,092	2,278	2,870	3,285	3,696
매출총이익	610	1,045	1,395	1,665	1,871
매출총이익률 (%)	22.6	31.4	32.7	33.6	33.6
판매비와관리비	295	376	439	481	517
영업이익	315	669	956	1,184	1,354
영업이익률 (%)	11.7	20.1	22.4	23.9	24.3
EBITDA	368	734	1,028	1,264	1,441
EBITDA Margin (%)	13.6	22.1	24.1	25.5	25.9
영업외손익	-5	-19	-45	-36	-25
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	66	146	114	117	128
금융비용	-110	-153	-147	-141	-141
기타	40	-12	-12	-12	-12
법인세비용차감전순이익	311	650	911	1,148	1,330
법인세비용	51	152	219	276	319
계속사업순이익	259	498	692	873	1,010
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	259	498	692	873	1,010
당기순이익률 (%)	9.6	15.0	16.2	17.6	18.2
비지배지분순이익	0	-3	0	0	0
지배지분순이익	259	502	692	873	1,010
지배순이익률 (%)	9.6	15.1	16.2	17.6	18.2
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-16	24	24	24	24
포괄순이익	244	522	716	897	1,034
비지배지분포괄이익	0	-3	-4	-5	-6
지배지분포괄이익	244	526	721	902	1,041

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	-22	1,034	1,010	1,476	1,531
당기순이익	259	498	692	873	1,010
비현금항목의 가감	107	255	286	341	380
감가상각비	44	57	62	68	74
외환손익	0	0	-48	-43	-43
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	62	199	272	316	350
자산부채의 증감	-347	361	255	529	439
기타현금흐름	-42	-81	-224	-267	-299
투자활동 현금흐름	-93	-143	-140	-151	-152
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-75	-122	-130	-140	-140
기타	-18	-21	-10	-11	-12
재무활동 현금흐름	118	-518	-742	-635	-635
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-18	-76	-193	-193	-193
기타	136	-442	-549	-442	-442
현금의 증감	3	394	75	367	481
기초 현금	173	176	570	645	1,012
기말 현금	176	570	645	1,012	1,493
NOPLAT	263	513	727	900	1,029
FCF	-106	818	924	1,368	1,414

자료: HD 현대일렉트릭, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	1,973	2,764	3,192	3,800	4,639
현금및현금성자산	176	570	644	995	1,493
매출채권 및 기타채권	659	831	1,064	1,182	1,333
재고자산	850	1,081	1,345	1,426	1,558
기타유동자산	288	282	140	197	255
비유동자산	937	1,032	1,088	1,149	1,206
유형자산	624	730	778	829	875
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	8	6	6	6	6
기타비유동자산	305	295	304	313	324
자산총계	2,910	3,796	4,280	4,949	5,845
유동부채	1,497	2,001	1,987	2,012	2,071
매입채무 및 기타채무	405	501	593	660	721
차입금	341	20	20	20	20
유동성채무	101	107	0	0	0
기타유동부채	650	1,374	1,374	1,332	1,330
비유동부채	356	287	286	262	261
차입금	80	30	30	30	30
사채	193	137	137	137	137
기타비유동부채	82	120	119	95	94
부채총계	1,853	2,288	2,272	2,274	2,332
지배지분	1,048	1,502	2,002	2,682	3,499
자본금	180	180	180	180	180
자본잉여금	402	402	402	402	402
이익잉여금	397	816	1,316	1,996	2,814
기타자본변동	-15	-15	-15	-15	-15
비지배지분	9	6	8	10	13
자본총계	1,057	1,508	2,009	2,692	3,513
총차입금	732	340	233	210	210

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	7,189	13,914	19,207	24,205	28,032
PER	11.4	27.5	23.0	18.3	15.8
BPS	29,077	41,662	55,527	74,390	97,080
PBR	2.8	9.2	8.0	5.9	4.6
EBITDAPS	10,198	20,368	28,518	35,052	39,963
EV/EBITDA	9.5	18.4	15.1	12.0	10.2
SPS	74,980	92,167	118,332	137,317	154,428
PSR	1.1	4.1	3.9	3.3	3.0
CFPS	-2,950	22,689	25,626	37,947	39,234
DPS	1,000	5,350	5,350	5,350	5,350

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	28.4	22.9	28.4	16.0	12.5
영업이익 증가율	136.9	112.2	42.9	23.8	14.4
순이익 증가율	60.1	92.1	38.9	26.0	15.8
수익성					
ROIC	26.0	47.3	59.9	57.0	55.2
ROA	9.7	15.0	17.1	18.9	18.7
ROE	27.7	39.3	39.5	37.3	32.7
안정성					
부채비율	175.3	151.8	113.1	84.5	66.4
순차입금비율	25.2	9.0	5.4	4.2	3.6
이자보상배율	8.0	22.6	45.6	79.4	90.8

HD 현대일렉트릭 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
2025.07.14	매수	570,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	3.4%	0.7%	0.0%

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

Company Analysis

효성중공업 298040

환골탈태, 모든 것이 개선 중

목표주가 1,180,000원, 투자의견 BUY

Buy

신규

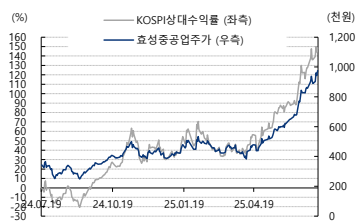
TP 1,180,000 원

신규

Company Data

현재가(07/11)	978,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	978,000 원
52 주 최저가(보통주)	248,500 원
KOSPI (07/11)	3,175.77p
KOSDAQ (07/11)	800.47p
자본금	466 억원
시가총액	90,914 억원
발행주식수(보통주)	932 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	8.4 만주
평균거래대금(60 일)	715 억원
외국인지분(보통주)	22.74%
주요주주	
효성 외 12 인	44.01%
국민연금공단	12.24%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	43.0	129.1	150.0
상대주가	29.0	81.1	125.2

효성중공업에 대해 목표주가 118,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 투자포인트로는 1) 지역/ITEM 다변화 발생하며 이익 창출 확장, 2) 신규 고객사로의 확장 발생임.

ITEM 다변화: 초고압 차단기

미국에서 GIS 초고압차단기 쇼티지에 대한 이야기가 시작되고 있음. 동사는 국내 1위 GIS 초고압차단기 업체로서 가장 큰 손해가 예상됨. GIS 차단기는 기술장벽 보유하고 있으며, 주요 전력기기 업체(GE, Hitachi, Siemens) 외 제한적인 공급사가 존재함. 동사 향으로는 1분기부터 유의미한 수주가 시작된 것으로 판단되며, 7월 1일 미국 주요 유틸리티社 2,641억원 규모의 대규모 수주까지 발표하였음. GIS차단기에 집중하는 이유는 고수익성 제품군의 추가이기 때문임. GIS 차단기 생산기지인 인도법인의 24년 당기순이익률은 12.3%, 1Q25 고수익성 수주 반영되며 16.5% 기록함. 동사가 추정하는 연결 회사의 고압차단기 제품군 수익성은 20% 수준으로 추정함. 리드타임도 변압기 대비 낮은 1~1.5년 수준으로, 추가 성장 동력으로 작용할 것으로 기대함.

지역 다변화: 유럽 M/S 확장 기대

유럽은 미국과 가장 비슷한 시장 환경(교체+신규 수요) 보유 중임. 국내 전력기기사 중 유럽내에서 가장 높은 레퍼런스 보유로 인한 손해 예상함. 유럽의 추가 투자 여력 우려 및 친환경 차단기 인증으로 인한 단기적 수주 확장 가능성에 의문 있으나, 중장기 확장 국면에서 손해가 이어질 것에는 의심의 여지가 없음. 기 확보된 일부 물량의 수익성도 높은 수준으로 추정됨. 26년부터 본격적인 유럽지역 믹스 확장이 발생할 것으로 예상함.

2Q25 Preview: 서프라이즈 전망

2분기 실적은 매출액 1,430억(+16.3% YoY) 영업이익 1,419억원(+126.4% YoY, OPM 10.2%)으로 서프라이즈 예상함. 중공업 부문 실적은 매출액 9,324억원(+25.2% YoY), 영업이익 1,275억원(+96.2% YoY, +13.7% OPM)으로 추정됨. 인도/미국 법인의 수익성은 기고 영향으로 분기 대비 하락하나, 이익 기여도 높은 별도 법인의 물량효과로 인해 중공업 수익성은 QoQ 상승이 이어질 것으로 추정함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	4,301	4,895	5,352	5,937	6,655
YoY(%)	22.5	13.8	9.3	10.9	12.1
영업이익(억원)	258	362	535	676	831
OP 마진(%)	6.0	7.4	10.0	11.4	12.5
순이익(억원)	132	223	358	472	599
EPS(원)	12,438	23,876	37,970	50,061	63,526
YoY(%)	1,035.4	92.0	59.0	31.8	26.9
PER(배)	13.0	16.5	25.8	19.5	15.4
PCR(배)	5.2	8.4	11.8	9.7	8.1
PBR(배)	1.4	1.9	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA(배)	7.6	10.0	16.0	12.7	10.3
ROE(%)	11.3	14.9	17.2	19.2	20.4

[전력기기/자동차] 김광식
3771-6669
20250021@iprovest.com

[도표 89] 효성중공업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	984.5	1,193.8	1,145.2	1,571.5	1,076.1	1,388.6	1,248.1	1,638.8	4,895.0	5,351.6	5,937.4
중공업	582.2	744.5	711.0	1,062.6	730.8	932.4	799.0	1,145.8	3,100.3	3,608.0	4,063.9
건설	402.3	449.3	433.3	507.9	344.2	456.2	449.1	493.0	1,792.8	1,742.5	1,873.5
영업이익	56.2	62.7	111.4	132.2	102.4	143.7	117.9	174.5	362.5	538.5	674.0
중공업	36.0	65.0	99.0	115.1	90.1	127.5	102.0	159.3	315.1	478.9	606.8
건설	20.2	-2.3	12.4	17.0	12.1	16.2	15.9	15.3	47.3	59.5	73.1
OPM	5.7	5.2	9.7	8.4	9.5	10.3	9.5	10.6	7.4	10.1	11.4
중공업	6.2	8.7	13.9	10.8	12.3	13.7	12.8	13.9	10.2	13.3	14.9
건설	5.0	-0.5	2.9	3.3	3.5	3.5	3.6	3.1	2.6	3.4	3.9
세전이익	34.1	33.2	90.3	66.1	130.4	114.2	96.8	125.9	223.6	467.3	609.0
세전이익률	3.5	2.8	7.9	4.2	12.1	8.2	7.8	7.7	4.6	8.7	10.3
지배주주순이익	21.7	36.0	73.9	91.1	102.2	36.0	73.9	144.9	222.6	357.0	465.3
NPM	2.2	3.0	6.5	5.8	9.5	2.6	5.9	8.8	4.5	6.7	7.8
YoY											
매출액	16.3	6.3	10.2	21.6	9.3	16.3	9.0	4.3	13.8	9.3	10.9
중공업	22.2	4.6	19.8	33.0	25.5	25.2	12.4	7.8	20.2	16.4	12.6
건설	8.8	9.3	-2.9	3.0	-14.4	1.5	3.6	-2.9	4.2	-2.8	7.5
영업이익	298.2	-26.9	17.8	108.4	82.3	129.3	5.9	32.0	40.6	48.6	25.2
중공업	흑전	14.8	36.0	150.2	150.3	96.2	3.0	38.4	80.6	52.0	26.7
건설	34.7	적전	-43.1	-2.3	-40.1	흑전	28.6	-10.3	-43.2	25.7	22.9
세전이익	-388.7	-45.2	25.3	35.3	282.4	244.1	7.2	90.4	31.8	108.9	30.3
당기순이익	흑전	-48.5	13.7	11.3	249.9	195.8	-1.6	82.6	92.0	60.4	30.3

자료: 교보증권 리서치센터

Valuation

효성중공업의 목표주가를 1,180,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 투자포인트로는 1) 지역 /ITEM 다변화가 발생하고 있으며, 2) 신규 고객사로의 확장이 발생하고 있기 때문이다.

24년초까지 동사의 주가는 HD현대일렉트릭 대비 할인을 관점에서 판단이 용이하였다. 그러나 최근의 밸류에이션은 기존까지의 논리가 통하지 않는 상황이다. 1) 1분기 회사의 중공업 부문 수익성이 12.3%(+6.1%p YoY, 1.5%p QoQ)로 상승 추세가 뚜렷해졌으며, 2) 고압차단기 쇼티지 상황에서 수혜 폭이 클 수 있으며, 사측에서도 가장 먼저 이를 언급하였다는 부분, 3) 경쟁사 대비 공격적인 투자, 4) 건설 부문 리스크가 상당부분 해소된 결과로 풀이된다.

따라서 대장주 대비 할인을 관점에서의 논의가 무의미해질 수 있는 상황에 도달했다고 판단하며, 밸류에이션 접근을 Global PEER와 비교하는 형태로 적용하였다. 아시아 내 유사 업체인 Hitachi의 12MF P/E 25.5배를 적용하였으며, 이를 감안시 적정 주가는 1,118,000원으로 산출된다.

[도표 90] Valuation Table

항목명	단위		비 고
12MF EPS	원	46,127	
Target P/E	배	25.5	HITACHI 12MF P/E 적용
적정주가	원	1,175,538	
목표주가	원	1,180,000	
현재주가	원	978,000	25/07/11 종가
과리율	%	20.7	

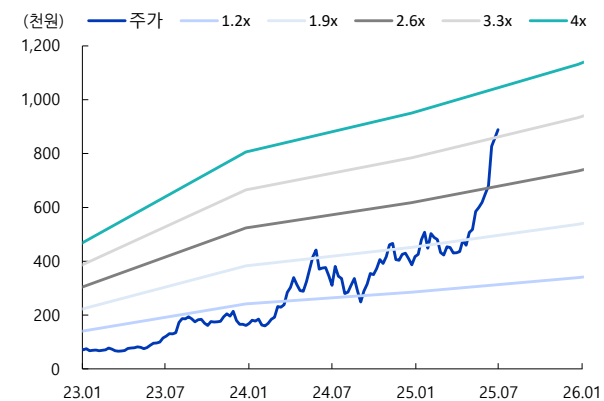
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 91] 효성중공업 12MF P/E Band Chart



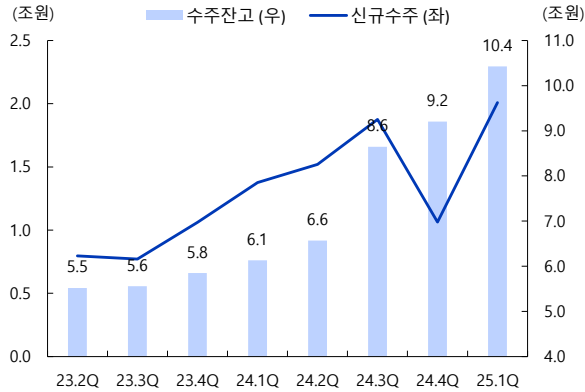
자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

[도표 92] 효성중공업 12MF EV/EBITDA Band Chart



자료: Marklines, 교보증권 리서치센터

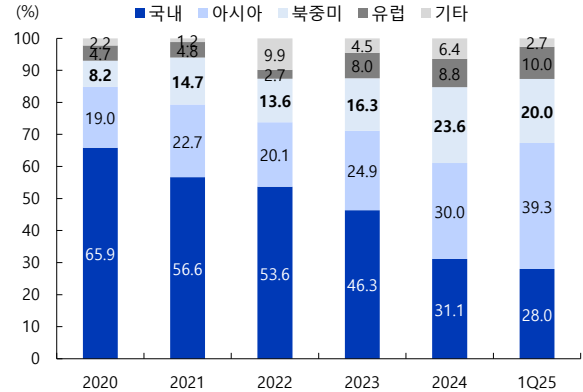
[도표 93] 중공업 연결 기준 중공업 수주추이



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

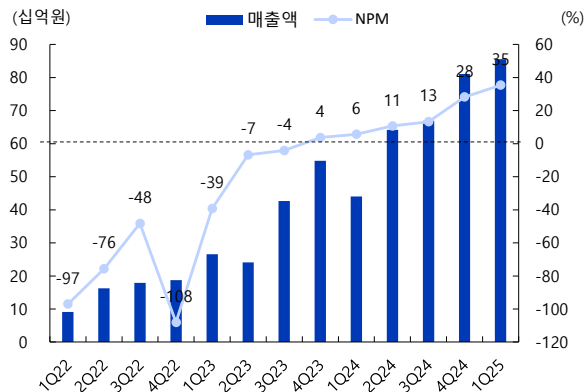
[도표 94] 연결기준 중공업부문 지역별 매출 비중 추이:

1Q25 북미 잔고 비중 33% → 25E 북중미 매출 비중 28% 예상



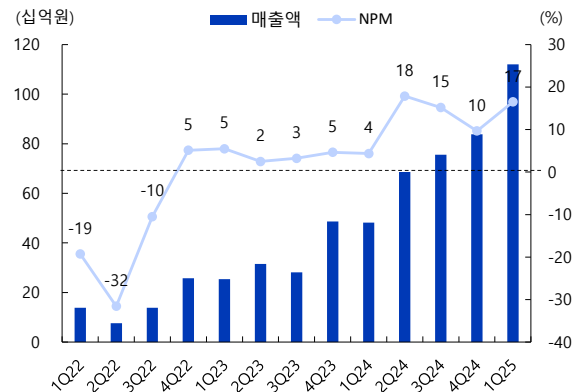
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 95] 미국 생산 법인(변압기/차단기 생산) 실적 추이:
24년 NPM 16.1%, 수주잔고 약 1.1 조원(+138.9% YoY)



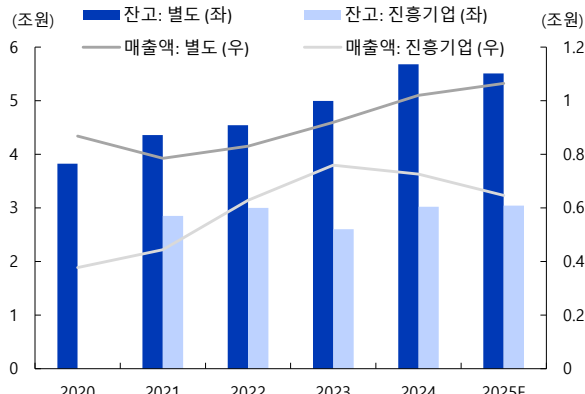
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 96] 인도 생산 법인(고압 차단기 생산) 실적 추이:
24년 NPM 12.3%, 수주잔고 약 5,039 억원(+54.4% YoY)



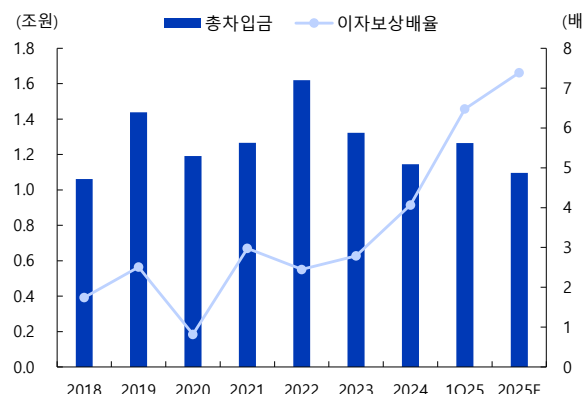
자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 97] 건설 사업 실적 추이:
주요 사업장 분량 안정화 등, 25년 실적도 안정화 추세 접어들 것



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 98] 이자비용-차입금/부채:
늘어나는 현금 여력, 신용등급 조정으로 이자비용 부담 하락



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 99] 글로벌 PEER TABLE (25.07.11)

(단위: 백만달러, %)

(백만달러)	연도	효성 중공업	HD 현대 일렉트릭	LS ELECTRIC	일진전기	산일전기	Fortune Electric	GE Vernova	EATON	HITACHI	Schneide r Electric
국가		한국	한국	한국	한국	한국	대만	미국	미국	일본	프랑스
시가총액		6,629	11,595	5,790	1,324	2,023	5,691	147,210	139,945	126,009	152,078
주가 (현지통화)		978,000	442,500	265,500	38,200	91,400	579.0	539.4	357.6	4,040	225.6
P/E	2024	16.4	31.3	19.9	27.7	21.9	37.7	54.2	33.3	31.0	31.5
(배)	2025E	25.5	23.4	24.7	21.6	21.0	30.3	76.5	29.8	27.7	25.3
	2026E	20.5	19.2	19.4	16.7	16.7	24.0	47.7	26.4	24.1	22.6
P/B	2024	1.9	9.2	2.6	2.6	4.8	18.6	9.5	7.1	3.2	4.5
(배)	2025E	4.0	8.2	3.9	3.2	5.1	16.5	14.2	7.2	3.0	3.9
	2026E	3.4	6.3	3.4	2.7	4.0	11.3	11.9	6.7	2.8	3.6
EV/EBITDA	2024	10.8	18.4	10.6	14.0	17.4	31.2	50.9	23.9		18.5
(배)	2025E	16.8	15.9	14.3	12.3	15.7	23.6	43.8	22.8	12.2	16.1
	2026E	13.8	13.2	11.8	9.8	12.5	18.4	29.7	20.6	10.9	14.7
매출액	2024	3,589.9	2,436.6	3,338.3	1,156.7	244.9	629.0	34,935.0	24,878.0	62,908.9	41,273.2
	2025E	3,965.5	2,980.6	3,678.6	1,320.4	338.9	883.5	37,015.7	27,330.8	70,526.5	47,341.2
	2026E	4,429.5	3,413.2	4,163.3	1,494.4	410.1	1,053.3	40,414.2	29,571.4	73,766.8	50,674.3
매출액	2024	9.0	17.7	3.1	21.2	49.1	41.0	5.1	7.3	-11.7	6.3
증가율	2025E	10.5	22.3	10.2	14.2	38.3	40.5	6.0	9.9	12.1	14.7
(%)	2026E	11.7	14.5	13.2	13.2	21.0	19.2	9.2	8.2	4.6	7.0
영업이익	2024	265.8	490.6	285.8	58.5	80.1	152.3	471.0	4,632.0	5,612.3	6,976.4
	2025E	384.0	659.1	334.8	93.4	121.0	224.2	1,905.8	5,254.2	6,602.7	8,576.4
	2026E	476.1	797.5	414.1	118.5	152.4	281.7	3,495.3	6,294.4	8,248.7	9,442.9
OPM	2024	7.4	20.1	8.6	5.1	32.7	24.2	1.3	18.6	8.9	16.9
(%)	2025E	9.7	22.1	9.1	7.1	35.7	25.4	5.1	19.2	9.4	18.1
	2026E	10.7	23.4	9.9	7.9	37.2	26.7	8.6	21.3	11.2	18.6
EBITDA	2024	316.1	538.4	369.2	68.1	82.2	159.4	1,643.0	5,779.0	8,440.9	8,640.2
	2025E	443.3	709.7	431.3	106.8	123.3	232.4	3,201.7	6,493.2	8,704.1	10,086.7
	2026E	538.4	853.0	520.9	134.1	155.3	299.3	4,723.9	7,205.8	11,391.4	11,032.3
EBITDA	2024	8.8	22.1	11.1	5.9	33.5	25.3	4.7	23.2	13.4	20.9
Margin	2025E	11.2	23.8	11.7	8.1	36.4	26.3	8.6	23.8	12.3	21.3
(%)	2026E	12.2	25.0	12.5	9.0	37.9	28.4	11.7	24.4	15.4	21.8
순이익	2024	163.3	367.8	175.1	33.9	61.4	133.4	1,552.0	3,794.0	3,802.8	4,618.1
	2025E	256.8	496.4	233.0	64.0	96.1	189.0	2,021.0	4,335.4	5,065.0	5,775.7
	2026E	320.9	602.4	296.4	80.1	122.1	234.0	3,420.8	4,956.9	5,652.1	6,524.1
NPM	2024	4.5	15.1	5.2	2.9	25.1	21.2	4.4	15.3	6.0	11.2
(%)	2025E	6.5	16.7	6.3	4.8	28.4	21.4	5.5	15.9	7.2	12.2
	2026E	7.2	17.6	7.1	5.4	29.8	22.2	8.5	16.8	7.7	12.9
ROE	2024	14.9	39.3	13.4	10.6	29.9	58.3	18.3	20.2	10.3	15.0
(%)	2025E	16.9	15.0	16.5	15.8	26.4	50.0	30.5	22.6	12.2	15.8
	2026E	18.1	35.9	18.5	17.7	26.4	49.8	25.9	25.9	13.2	16.5

자료: 교보증권 리서치센터

[효성중공업 298040]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,301	4,895	5,352	5,937	6,655
매출원가	3,663	4,103	4,382	4,792	5,304
매출총이익	638	792	969	1,145	1,351
매출총이익률 (%)	14.8	16.2	18.1	19.3	20.3
판매비와관리비	380	429	435	469	520
영업이익	258	362	535	676	831
영업이익률 (%)	6.0	7.4	10.0	11.4	12.5
EBITDA	343	435	608	756	914
EBITDA Margin (%)	8.0	8.9	11.4	12.7	13.7
영업외손익	-88	-139	-71	-65	-55
관계기업손익	-3	-2	2	2	2
금융수익	202	528	395	368	349
금융비용	-297	-567	-447	-406	-380
기타	9	-99	-21	-29	-26
법인세비용차감전순이익	170	224	463	611	775
법인세비용	38	1	106	139	177
계속사업순이익	132	223	358	472	599
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	132	223	358	472	599
당기순이익률 (%)	3.1	4.6	6.7	7.9	9.0
비지배지분순이익	16	0	4	5	6
지배지분순이익	116	223	354	467	592
지배순이익률 (%)	2.7	4.5	6.6	7.9	8.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	629	-6	-6	-6
포괄순이익	121	852	352	466	593
비지배지분포괄이익	15	1	0	0	0
지배지분포괄이익	106	852	352	466	592

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	455	412	834	920	1,018
당기순이익	0	0	358	472	599
비현금항목의 가감	174	214	346	391	425
감가상각비	54	59	60	66	70
외환손익	6	-20	-10	2	2
자본법평가손익	3	2	-2	-2	-2
기타	111	174	297	324	354
자산부채의 증감	194	44	276	230	198
기타현금흐름	86	154	-147	-173	-203
투자활동 현금흐름	-52	-215	-238	-259	-280
투자자산	-15	-97	-92	-92	-92
유형자산	-32	-84	-100	-120	-140
기타	-5	-33	-46	-47	-48
재무활동 현금흐름	-338	-228	-100	-150	-150
단기차입금	-185	-238	0	-50	-50
사채	0	30	0	0	0
장기차입금	33	148	-40	-40	-40
자본의 증가(감소)	0	89	0	0	0
현금배당	0	-23	-47	-47	-47
기타	-186	-234	-14	-14	-14
현금의 증감	65	-29	28	51	127
기초 현금	213	278	249	277	329
기말 현금	278	249	277	329	456
NOPLAT	200	361	413	522	641
FCF	448	394	663	712	783

자료: 효성중공업, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,351	3,036	3,268	3,569	3,995
현금및현금성자산	278	249	280	330	455
매출채권 및 기타채권	1,093	1,330	1,432	1,559	1,712
재고자산	726	885	968	1,074	1,204
기타유동자산	254	572	588	606	624
비유동자산	2,410	3,182	3,344	3,508	3,701
유형자산	1,281	2,172	2,212	2,265	2,336
관계기업투자금	32	36	130	224	317
기타금융자산	372	320	333	342	350
기타비유동자산	725	655	669	677	697
자산총계	4,761	6,219	6,612	7,077	7,696
유동부채	2,811	3,093	3,151	3,164	3,196
매입채무 및 기타채무	1,402	1,437	1,512	1,590	1,686
차입금	593	332	332	282	232
유동성채무	310	165	165	165	165
기타유동부채	507	1,159	1,142	1,127	1,114
비유동부채	726	1,070	1,070	1,071	1,073
차입금	306	511	471	431	391
사채	92	52	52	52	52
기타비유동부채	328	507	547	588	630
부채총계	3,537	4,163	4,222	4,236	4,270
지배지분	1,080	1,909	2,216	2,636	3,182
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892	892
이익잉여금	176	353	661	1,081	1,627
기타자본변동	-1	-1	-1	-1	-1
비지배지분	144	147	171	203	245
자본총계	1,224	2,056	2,387	2,839	3,427
총차입금	1,323	1,145	1,097	999	902

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	12,438	23,876	37,970	50,061	63,526
PER	13.0	16.5	25.8	19.5	15.4
BPS	115,857	204,677	237,654	282,722	341,255
PBR	1.4	1.9	4.1	3.5	2.9
EBITDAPS	36,767	46,688	65,209	81,039	98,047
EV/EBITDA	7.6	10.0	16.0	12.7	10.3
SPS	461,210	524,956	573,930	636,749	713,697
PSR	0.4	0.7	1.7	1.5	1.4
CFPS	48,008	42,244	71,053	76,328	83,940
DPS	2,500	5,000	5,000	5,000	5,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	22.5	13.8	9.3	10.9	12.1
영업이익 증가율	80.0	40.6	47.5	26.4	22.9
순이익 증가율	352.9	69.0	60.5	31.8	26.9
수익성					
ROIC	11.9	18.9	17.2	20.3	22.8
ROA	2.5	4.1	5.5	6.8	8.0
ROE	11.3	14.9	17.2	19.2	20.4
안정성					
부채비율	288.9	202.5	176.9	149.2	124.6
순차입금비율	27.8	18.4	16.6	14.1	11.7
이자보상배율	2.8	4.1	7.4	12.6	19.5

효성중공업 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025.07.14	매수	1,118,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	3.4%	0.7%	0.0%

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

Company Analysis

LS ELECTRIC 010120

꿈이 현실이 되기까지 일보

목표주가 350,000원, 투자의견 BUY

Buy

신규

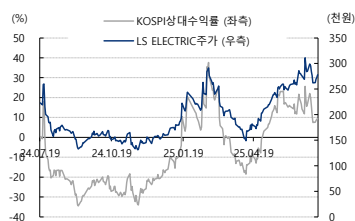
TP 350,000 원

신규

Company Data

현재가(07/11)	265,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	311,000 원
52 주 최저가(보통주)	131,300 원
KOSPI (07/11)	3,175.77p
KOSDAQ (07/11)	800.47p
자본금	1,500 억원
시가총액	83,400 억원
발행주식수(보통주)	3,000 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	24.2 만주
평균거래대금(60 일)	694 억원
외국인지분(보통주)	23.60%
주요주주	
LS	48.46%
국민연금공단	8.79%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.9	55.2	23.8
상대주가	-6.2	22.7	11.6

[전력기계/자동차] 김광식

3771-6669,

20250021@iprovest.com

LS ELECTRIC에 대해 목표주가 350,000원 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 투자포인트로는 ① 배전 Cycle 본격화 시점 장기적으로 성장이 기대되며, ② 북미 고객사/CAPA 확장으로 시장 침투 본격화임.

본격화되는 북미 확장

북미 시장 확장이 본격화되는 중임. 북미 매출 비중은 1Q25 25.7%로 22년 9.4% 대비 큰 폭의 상승 실현되었으며, 2분기에도 QoQ 상승이 발생할 것으로 추정됨. 배전기기 부문에서는 중소형 대리점 확장이 이루어지고 있으며, 전국 유통망 업체에 입점을 앞두고 있는 중임. 북미 지역의 높은 ASP 영향으로 타사 대비 낮은 가격에도 불구하고, 30%에 육박하는 수익성 보유하고 있음에 주목 필요함. 점진적인 물량 확장을 대비하기 위해 바스트롭 캠퍼스(Bostrop Campus)에 500억 규모의 전력기기 CAPA 증설이 하반기 중 완료될 예정이며, 북미 배전반 자회사인 MCM Engineering도 추가 부지가 확보된 상황임.

이어지는 고객사 확장

최근 Vertiv를 통한 NVIDIA로의 확장 가능성이 부각되었음. Vertiv Korea와는 '24년 9월 MOU를 체결하였으며, '25년중 본사와 협력이 시작된 것으로 추정됨. 다만, 회사와 협의가 진행 중인 대부분의 건들이 1~1.5년 기간이 소요되었다는 것을 고려시 실질 수주는 26년 상반기로 판단함. 동시에 연내 주요 빅테크향 수주 발생이 예상되고, 북미 데이터센터 관련업체로의 고객사 확장이 발생하는 중으로 추정됨. 레퍼런스를 기반으로 25년 이후 본격적인 수주 확장국면에 들어서며, 관련 매출은 4,000억 이상으로 전망함.

2Q25 Preview: 소폭 하회 전망

2분기 매출액 1.3조원(+16.8% YoY), 영업이익 1,181억원(+7.7% YoY, OPM 8.9%)로 컨센서스(Fnguide 영업이익 1,223억원) 대비 소폭 하회할 것으로 예상함. 하회 요인은 1) 2분기 국내 업황 부진으로 내수 전력기기 매출 하락, 2) 중국/신규 인수 법인 실적 부진 지속 영향으로 판단함. 그럼에도 고수익성 수주인 북미 데이터센터 고객사향 납기가 이루어지며 하회폭은 제한적일 것으로 추정됨.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	4,230	4,552	5,014	5,817	6,456
YoY(%)	25.3	7.6	10.2	16.0	11.0
영업이익(억원)	325	390	443	624	775
OP 마진(%)	7.7	8.6	8.8	10.7	12.0
순이익(억원)	208	242	292	426	544
EPS(원)	6,865	7,957	9,594	13,998	17,879
YoY(%)	128.1	15.9	20.6	45.9	27.7
PER(배)	10.7	20.2	27.7	19.0	14.9
PCR(배)	4.6	8.2	11.8	9.2	7.8
PBR(배)	1.3	2.6	3.9	3.4	2.8
EV/EBITDA(배)	6.0	10.9	15.0	11.0	8.8
ROE(%)	12.6	13.4	14.8	19.0	20.6

[도표 100] LS ELECTRIC 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	1,038.6	1,132.4	1,021.2	1,359.5	1,032.1	1,342.0	1,214.7	1,425.2	4,551.8	5,014.0	5,816.6
본사(별도)	750.0	808.3	717.6	832.6	738.2	885.1	781.6	943.8	3,108.5	3,348.6	3,817.6
전력기기	285.1	232.8	219.6	210.2	231.2	237.7	246.7	242.9	947.6	958.5	1,110.9
전력인프라	298.3	383.4	360.6	427.2	373.0	438.1	376.2	468.1	1,469.4	1,655.4	1,895.6
자동화	88.7	98.9	77.5	78.3	76.9	90.0	84.8	108.9	343.5	360.6	380.9
신재생	78.0	93.2	60.0	116.9	57.1	119.2	73.8	123.9	348.0	374.1	430.2
자회사	472.0	548.4	537.5	719.7	614.2	706.0	682.2	730.5	2,277.6	2,732.9	3,175.9
LS 메탈	135.9	165.0	158.5	158.4	172.3	174.5	164.6	168.5	617.8	679.9	718.4
자회사(한국)	65.3	69.6	70.2	141.8	107.9	131.1	126.3	145.7	347.0	511.0	586.3
자회사(중국)	47.5	44.2	47.3	58.8	41.2	46.7	42.7	58.0	197.9	188.7	196.6
자회사(베트남)	30.0	37.3	28.1	49.1	37.7	43.3	38.1	47.9	144.5	166.9	189.3
기타 국내외 법인 등	193.2	232.3	233.4	311.5	255.0	310.5	310.5	310.5	970.5	1,186.4	1,485.4
영업이익	93.7	109.6	66.5	119.9	87.3	118.3	107.6	130.0	389.7	443.1	623.8
본사 (별도)	75.8	112.3	53.2	75.4	74.3	94.7	82.8	92.7	316.7	344.5	454.1
전력기기	60.2	51.9	38.6	32.9	46.3	44.5	45.1	39.1	183.7	175.0	208.4
전력인프라	20.6	60.6	19.4	44.3	31.0	59.1	40.7	57.5	144.9	188.2	249.8
자동화	0.2	5.1	-0.5	0.1	3.4	0.5	1.1	0.0	4.9	5.0	8.8
신재생	-5.2	-5.4	-4.3	-2.0	-6.3	-9.3	-4.1	-3.8	-16.8	-23.7	-12.9
자회사	15.9	3.6	11.4	39.6	16.5	24.5	25.3	38.0	70.5	104.3	173.7
LS 메탈	0.4	6.5	1.0	2.7	0.8	4.8	3.8	4.3	10.6	13.7	14.5
자회사(한국)	-4.9	-5.7	-3.7	6.1	-4.2	0.2	-0.4	2.7	-8.1	-1.6	30.0
자회사(중국)	1.1	0.4	-0.1	-2.4	-4.3	-2.8	-4.5	-2.6	-1.0	-14.2	-10.0
자회사(베트남)	1.3	0.8	1.2	5.7	4.7	4.9	3.9	2.8	9.0	16.2	19.9
기타 국내외 법인 등	18.0	1.5	13.0	27.4	19.4	17.4	22.5	30.8	60.0	90.2	119.2
영업이익률	9.0	9.7	6.5	8.8	8.5	8.8	8.9	9.1	8.6	8.8	10.7
본사 (별도)	10.1	13.9	7.4	9.1	10.1	10.7	10.6	9.8	10.2	10.3	11.9
전력기기	21.1	22.3	17.6	15.7	20.0	18.7	18.3	16.1	19.4	18.3	18.8
전력인프라	6.9	15.8	5.4	10.4	8.3	13.5	10.8	12.3	9.9	11.4	13.2
자동화	0.2	5.2	-0.6	0.1	4.4	0.5	1.3	0.0	1.4	1.4	2.3
신재생	-6.7	-5.8	-7.1	-1.7	-11.1	-7.8	-5.6	-3.1	-4.8	-6.3	-3.0
자회사	3.4	0.7	2.1	5.5	2.7	3.5	3.7	5.2	3.1	3.8	5.5
LS 메탈	0.3	3.9	0.6	1.7	0.5	2.8	2.3	2.6	1.7	2.0	2.0
자회사(한국)	-7.5	-8.2	-5.2	4.3	-3.9	0.1	-0.3	1.8	-2.3	-0.3	5.1
자회사(중국)	2.2	0.9	-0.3	-4.1	-10.3	-6.0	-10.6	-4.4	-0.5	-7.5	-5.1
자회사(베트남)	4.4	2.1	4.2	11.6	12.3	11.2	10.2	5.8	6.2	9.7	10.5
기타 국내외 법인 등	9.3	0.7	5.5	8.8	7.6	5.6	7.3	9.9	6.2	7.6	8.0
세전이익	98	101	54	80	83	110	95	101	333	394	567
세전이익률	9.5	8.9	5.2	5.9	8.1	8.2	7.8	7.1	7.3	7.7	9.7
지배주주순이익	70	84	59	80	70	84	59	75	239	292	420
NPM	6.8	6.3	4.8	5.6	6.8	6.3	4.8	5.3	5.2	5.7	7.2

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 101] LS ELECTRIC 실적 YoY 추이 및 전망

(단위: %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
매출액	6.4	-5.8	-0.1	31.9	-0.6	18.5	18.9	4.8	7.6	10.2	16.0
본사(별도)	12.8	-5.2	-2.6	11.0	-1.6	9.5	8.9	13.4	3.5	7.7	14.0
전력기기	24.4	-1.6	-1.6	-9.2	-18.9	2.1	12.4	15.5	2.9	1.2	15.9
전력인프라	16.7	7.2	17.5	31.4	25.1	14.3	4.3	9.6	18.0	12.7	14.5
자동화	-24.1	-7.9	-8.0	-6.5	-13.3	-9.0	9.5	39.0	-12.5	5.0	5.6
신재생	23.6	-38.3	-51.2	6.7	-26.7	27.9	23.1	6.0	-22.0	7.5	15.0
자회사	-2.2	0.2	22.6	52.5	30.1	28.7	26.9	1.5	17.4	20.0	16.2
LS 메탈	-12.3	21.1	21.8	11.5	26.8	5.8	3.8	6.3	9.6	10.1	5.7
자회사(한국)	2.4	13.8	12.9	84.8	65.2	88.3	79.9	2.7	31.5	47.3	14.7
자회사(중국)	-54.0	-62.3	-30.7	-18.5	-13.3	5.6	-9.7	-1.3	-45.2	-4.6	4.2
자회사(베트남)	9.8	1.7	12.1	51.8	25.8	16.1	35.4	-2.6	19.0	15.5	13.4
기타 국내외 법인 등	45.2	18.6	52.8	109.8	32.0	33.6	33.0	-0.3	54.0	22.3	25.2
영업이익	14.6	4.5	-5.2	76.1	-6.9	7.9	61.9	8.4	20.0	13.7	40.8
본사 (별도)	17.3	29.5	-11.3	12.3	-2.0	-15.7	55.6	23.0	13.8	8.8	31.8
전력기기	27.7	2.7	-9.4	-2.3	-23.0	-14.4	16.9	18.6	5.5	-4.7	19.1
전력인프라	20.7	76.4	-17.8	1.6	50.1	-2.6	109.9	29.6	22.1	29.8	32.8
자동화	-98.6	-38.9	-54.5	-102.2	1,677	-90.7	-329.9	-50.8	-71.2	3.2	73.6
신재생	-60.0	-19.0	-17.3	-69.8	22.1	74.2	-2.8	94.2	-46.3	40.9	-45.5
자회사	-13.1	-81.3	40.0	2,226	3.8	582.0	122.8	-4.1	49.0	48.0	66.5
LS 메탈	-91.4	24.7	-52.7	102.7	121.2	-26.2	279.5	56.9	-18.0	29.3	5.7
자회사(한국)	-578.9	278.8	12.5	-269.0	-15.1	-103.3	-89.8	-56.1	9.9	-79.6	-1,924
자회사(중국)	-83.1	-93.5	-110.5	200.2	-500.7	-774.0	3,530	6.7	-108.0	1,260	-29.5
자회사(베트남)	-46.4	-72.4	-31.1	1,349	251.3	510.6	226.0	-51.0	20.6	79.6	22.8
기타 국내외 법인 등	325.0	-75.1	105.1	525.1	7.8	1,028	74.0	12.1	183.4	50.4	32.2
세전이익	58.3	7.0	11.7	71.4	15.2	8.6	76.8	25.1	26.2	16.5	45.9
지배주주순이익	55.2	12.1	17.1	49.1	10.9	31.2	74.4	20.1	15.9	20.6	45.9

자료: 교보증권 리서치센터

Valuation

LS ELECTRIC에 대해 목표주가 350,000원, 투자의견 BUY로 제시한다. ① 배전 Cycle 본격화 시점 장기적으로 성장이 기대되며, ② 북미 고객사/CAPA 확장으로 시장 침투 본격화이다.

기존 회사의 밸류에이션은 글로벌 PEER 대비 할인받는 형태로 접근이 용이했다. 이는 북미 시장으로의 침투 가능성이 불분명하였음에 크게 기인한다. 그러나 연초 주요 빅테크社로부터 수주가 발생하였으며, 주요 고객사로의 확장 가능성 부각, 북미 CAPA 확장이 이어지며 점차 가능성이 높아지는 국면에 진입하였다. 단기적으로 발생하였던 PEER와의 갭축소는 이를 반영한 결과로 판단한다.

동시에 해외 PEER와 비교시 높은 성장 전망치까지 고려하여 회사의 밸류에이션 PEER를 북미 배전 No.1 업체인 Eaton으로 설정했다. 12MF P/E 28.3배를 적용하여 적정주가를 350,000원으로 산출했다. 당사의 25년 추정치 기준 밸류에이션은 P/E 27.7배, P/B 3.9배를 기록 중이다.

[도표 102] P/B - ROE Valuation

항목명	단위		비 고
12MF EPS	원	12,530	
Target P/E	배	27.9	Eaton 12MF P/E
적정주가	원	349,460	
목표주가	원	350,000	천의자리 반올림
현재주가	원	265,500	25/07/09 종가
괴리율	%	31.8	

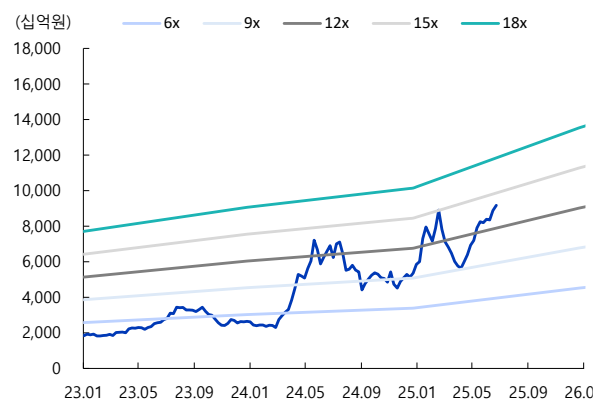
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 103] 12MF P/E Band Chart



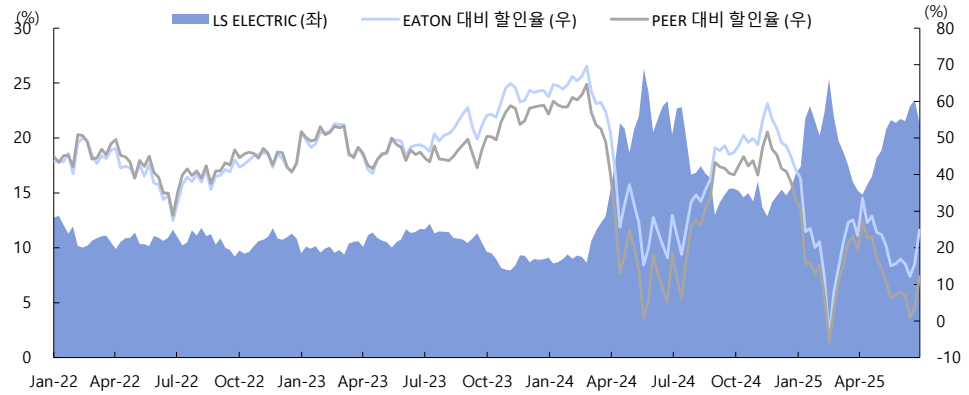
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 104] 12MF EV/EBITDA Band Chart



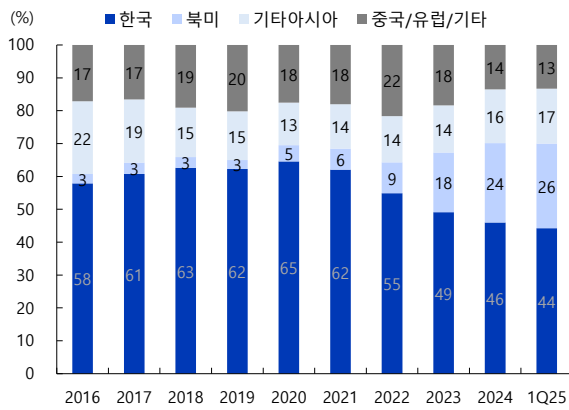
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 105] 배전 PEER 대비 12MF P/E 밸류에이션 추이



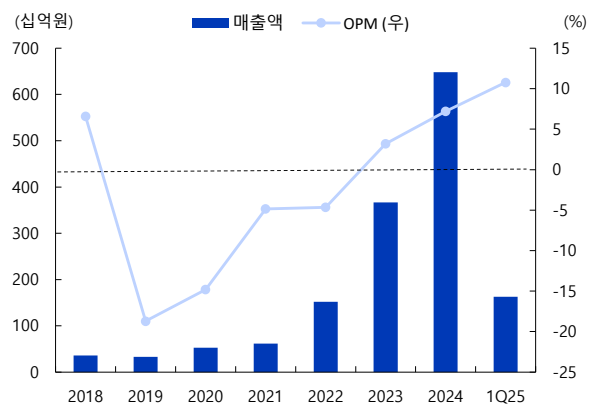
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 106] 지역 매출 비중: 북미 상승 지속→25년 약 30% 예상



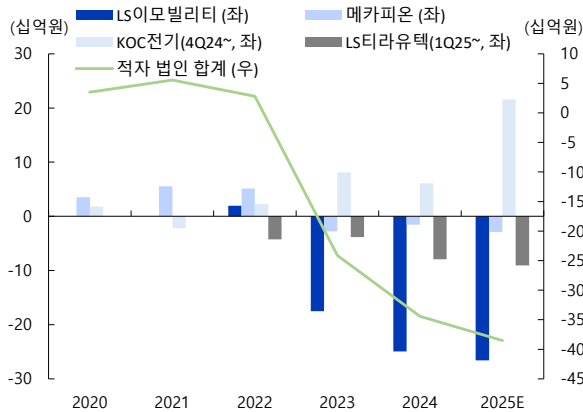
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 107] America Holdings 실적 성장 지속



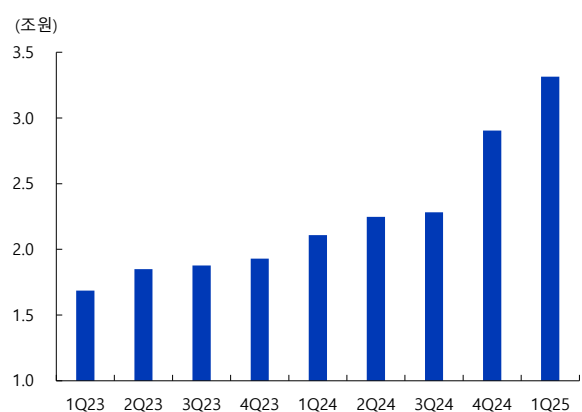
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 108] 부진한 국내 주요 법인 실적, 25년 이후 개선 기대



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 109] 전력인프라 수주잔고: 24년부터 변압기 본격 수주



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 110] 글로벌 PEER TABLE (25.07.11)

(단위: 백만달러, %)

(백만달러)	연도	LS ELECTRIC	호성 중공업	HD 현대 일렉트릭	산일전기	일진전기	Fortune Electric	GE Vernova	EATON	HITACHI	Schneide r Electric
국가		한국	한국	한국	한국	한국	대만	미국	미국	일본	프랑스
시가총액		5,790	6,629	11,595	2,023	1,324	5,691	147,210	139,945	126,009	152,078
주가 (현지통화)		265,500	978,000	442,500	91,400	38,200	579.0	539.4	357.6	4,040	225.6
P/E	2024	19.9	16.4	31.3	21.9	27.7	37.7	54.2	33.3	31.0	31.5
(배)	2025E	24.7	25.5	23.4	21.0	21.6	30.3	76.5	29.8	27.7	25.3
	2026E	19.4	20.5	19.2	16.7	16.7	24.0	47.7	26.4	24.1	22.6
P/B	2024	2.6	1.9	9.2	4.8	2.6	18.6	9.5	7.1	3.2	4.5
(배)	2025E	3.9	4.0	8.2	5.1	3.2	16.5	14.2	7.2	3.0	3.9
	2026E	3.4	3.4	6.3	4.0	2.7	11.3	11.9	6.7	2.8	3.6
EV/EBITDA	2024	10.6	10.8	18.4	17.4	14.0	31.2	50.9	23.9		18.5
(배)	2025E	14.3	16.8	15.9	15.7	12.3	23.6	43.8	22.8	12.2	16.1
	2026E	11.8	13.8	13.2	12.5	9.8	18.4	29.7	20.6	10.9	14.7
매출액	2024	3,338.3	3,589.9	2,436.6	244.9	1,156.7	629.0	34,935.0	24,878.0	62,908.9	41,273.2
	2025E	3,678.6	3,965.5	2,980.6	338.9	1,320.4	883.5	37,015.7	27,330.8	70,526.5	47,341.2
	2026E	4,163.3	4,429.5	3,413.2	410.1	1,494.4	1,053.3	40,414.2	29,571.4	73,766.8	50,674.3
매출액	2024	3.1	9.0	17.7	49.1	21.2	41.0	5.1	7.3	-11.7	6.3
증가율	2025E	10.2	10.5	22.3	38.3	14.2	40.5	6.0	9.9	12.1	14.7
(%)	2026E	13.2	11.7	14.5	21.0	13.2	19.2	9.2	8.2	4.6	7.0
영업이익	2024	285.8	265.8	490.6	80.1	58.5	152.3	471.0	4,632.0	5,612.3	6,976.4
	2025E	334.8	384.0	659.1	121.0	93.4	224.2	1,905.8	5,254.2	6,602.7	8,576.4
	2026E	414.1	476.1	797.5	152.4	118.5	281.7	3,495.3	6,294.4	8,248.7	9,442.9
OPM	2024	8.6	7.4	20.1	32.7	5.1	24.2	1.3	18.6	8.9	16.9
(%)	2025E	9.1	9.7	22.1	35.7	7.1	25.4	5.1	19.2	9.4	18.1
	2026E	9.9	10.7	23.4	37.2	7.9	26.7	8.6	21.3	11.2	18.6
EBITDA	2024	369.2	316.1	538.4	82.2	68.1	159.4	1,643.0	5,779.0	8,440.9	8,640.2
	2025E	431.3	443.3	709.7	123.3	106.8	232.4	3,201.7	6,493.2	8,704.1	10,086.7
	2026E	520.9	538.4	853.0	155.3	134.1	299.3	4,723.9	7,205.8	11,391.4	11,032.3
EBITDA	2024	11.1	8.8	22.1	33.5	5.9	25.3	4.7	23.2	13.4	20.9
Margin	2025E	11.7	11.2	23.8	36.4	8.1	26.3	8.6	23.8	12.3	21.3
(%)	2026E	12.5	12.2	25.0	37.9	9.0	28.4	11.7	24.4	15.4	21.8
순이익	2024	175.1	163.3	367.8	61.4	33.9	133.4	1,552.0	3,794.0	3,802.8	4,618.1
	2025E	233.0	256.8	496.4	96.1	64.0	189.0	2,021.0	4,335.4	5,065.0	5,775.7
	2026E	296.4	320.9	602.4	122.1	80.1	234.0	3,420.8	4,956.9	5,652.1	6,524.1
NPM	2024	5.2	4.5	15.1	25.1	2.9	21.2	4.4	15.3	6.0	11.2
(%)	2025E	6.3	6.5	16.7	28.4	4.8	21.4	5.5	15.9	7.2	12.2
	2026E	7.1	7.2	17.6	29.8	5.4	22.2	8.5	16.8	7.7	12.9
ROE	2024	13.4	14.9	39.3	29.9	10.6	58.3	18.3	20.2	10.3	15.0
(%)	2025E	16.5	16.9	15.0	26.4	15.8	50.0	30.5	22.6	12.2	15.8
	2026E	18.5	18.1	35.9	26.4	17.7	49.8	25.9	25.9	13.2	16.5

자료: 교보증권 리서치센터

[LS ELECTRIC 010120]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	4,230	4,552	5,014	5,817	6,456
매출원가	3,457	3,644	3,997	4,570	4,999
매출총이익	773	908	1,017	1,247	1,457
매출총이익률 (%)	18.3	19.9	20.3	21.4	22.6
판매비와관리비	449	518	574	623	682
영업이익	325	390	443	624	775
영업이익률 (%)	7.7	8.6	8.8	10.7	12.0
EBITDA	427	503	564	752	915
EBITDA Margin (%)	10.1	11.1	11.2	12.9	14.2
영업외손익	-61	-56	-55	-57	-51
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	25	39	37	39	44
금융비용	-47	-55	-52	-52	-51
기타	-39	-40	-40	-45	-45
법인세비용차감전순이익	264	333	388	567	724
법인세비용	56	91	96	141	179
계속사업순이익	208	242	292	426	544
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	208	242	292	426	544
당기순이익률 (%)	4.9	5.3	5.8	7.3	8.4
비지배지분순이익	2	4	4	6	8
지배지분순이익	206	239	288	420	536
지배순이익률 (%)	4.9	5.2	5.7	7.2	8.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-10	-29	-29	-29	-29
포괄순이익	198	213	263	397	515
비지배지분포괄이익	1	5	5	8	10
지배지분포괄이익	196	208	257	389	505

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	215	230	332	390	559
당기순이익	208	242	292	426	544
비현금항목의 가감	267	350	376	431	475
감가상각비	91	102	111	120	132
외환손익	-2	-43	-21	-16	-16
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	178	291	286	326	358
자산부채의 증감	-199	-225	-232	-321	-281
기타현금흐름	-61	-136	-105	-146	-179
투자활동 현금흐름	-193	-256	-216	-228	-259
투자자산	-28	-31	3	3	3
유형자산	-113	-145	-180	-210	-240
기타	-53	-80	-38	-20	-22
재무활동 현금흐름	3	82	-123	-109	-109
단기차입금	-19	27	-23	-23	-23
사채	0	0	10	10	10
장기차입금	304	238	25	25	25
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-32	-83	-86	-86	-86
기타	-250	-100	-48	-34	-34
현금의 증감	28	76	172	119	256
기초 현금	556	584	660	832	950
기말 현금	584	660	832	950	1,206
NOPLAT	256	283	333	469	583
FCF	46	26	42	66	201

자료: LS ELECTRIC, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	2,605	3,052	3,239	3,659	4,169
현금및현금성자산	584	660	836	959	1,222
매출채권 및 기타채권	822	1,070	1,186	1,381	1,542
재고자산	528	510	556	645	715
기타유동자산	671	812	661	675	690
비유동자산	1,128	1,433	1,461	1,490	1,539
유형자산	682	861	899	939	997
관계기업투자금	3	4	1	-1	-4
기타금융자산	126	147	147	147	147
기타비유동자산	317	422	413	405	399
자산총계	3,733	4,485	4,699	5,150	5,708
유동부채	1,449	1,846	1,816	1,879	1,928
매입채무 및 기타채무	593	638	679	751	809
차입금	277	381	358	335	312
유동성채무	165	249	200	165	130
기타유동부채	414	578	578	628	678
비유동부채	560	749	782	816	850
차입금	5	80	105	130	155
사채	509	489	499	509	519
기타비유동부채	46	179	177	176	176
부채총계	2,009	2,595	2,597	2,695	2,779
지배지분	1,713	1,839	2,040	2,374	2,824
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	-13	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	1,597	1,743	1,945	2,279	2,729
기타자본변동	-23	-11	-11	-11	-11
비지배지분	11	51	57	66	79
자본총계	1,724	1,890	2,097	2,441	2,903
총차입금	989	1,346	1,304	1,277	1,250

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	6,865	7,957	9,594	13,998	17,879
PER	10.7	20.2	27.7	19.0	14.9
BPS	57,092	61,292	68,014	79,141	94,148
PBR	1.3	2.6	3.9	3.4	2.8
EBITDAPS	14,232	16,783	18,789	25,072	30,483
EV/EBITDA	6.0	10.9	15.0	11.0	8.8
SPS	141,016	151,728	167,132	193,888	215,188
PSR	0.5	1.1	1.6	1.4	1.2
CFPS	1,526	878	1,394	2,212	6,712
DPS	2,800	2,900	2,900	2,900	2,900

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	25.3	7.6	10.2	16.0	11.0
영업이익 증가율	73.2	20.0	13.7	40.8	24.2
순이익 증가율	127.7	16.6	20.6	45.9	27.7
수익성					
ROIC	21.7	20.5	17.4	19.6	22.0
ROA	5.8	5.8	6.3	8.5	9.9
ROE	12.6	13.4	14.8	19.0	20.6
안정성					
부채비율	116.5	137.3	123.8	110.4	95.7
순차입금비율	26.5	30.0	27.7	24.8	21.9
이자보상배율	7.7	8.9	10.4	15.0	19.0

LS ELECTRIC 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	괴리율 최고/최저
2025.07.14	매수	350,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	3.4%	0.7%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

Company Analysis

산일전기 062040

넓은 미국 배전 시장, 할 일은 많다

목표주가 123,000원, 투자의견 BUY

Buy

신규

TP 123,000 원

신규

Company Data

현재가(07/11)	91,400 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	92,800 원
52 주 최저가(보통주)	29,650 원
KOSPI (07/11)	3,175.77p
KOSDAQ (07/11)	800.47p
자본금	152 억원
시가총액	28,253 억원
발행주식수(보통주)	3,045 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	65.8 만주
평균거래대금(60 일)	546 억원
외국인지분(보통주)	9.47%
주요주주	
박동석 외 2 인	55.35%
국민연금공단	7.26%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	34.3	36.9	0.0
상대주가	21.2	8.2	0.0

[전력기기/자동차] 김광식

3771- 6669,
20250021@iprovest.com

산일전기에 대해 목표주가 123,000원, 투자의견 BUY로 커버리지 개시함. 회사는 배전 변압기 전문 업체로써 주상/지상/특수 변압기를 생산 및 판매하고 있음. 투자포인트로는 ① 배전 변압기의 수요 불균형 유지, ② 공격적 CAPA 확장으로 인한 실적 성장임.

배전변압기: 우려를 해소할 만큼, 좋은 시장

배전변압기 영역에서의 쇼티지 영역이 예상됨. 배전변압기는 1) 초고압 대비 짧은 리드 타임, 2) 다수의 플레이어 존재함에 따른 우려가 있었음. 실제로 미국의 ASEAN 지역으로부터 배전변압기 수입량은 25년 YTD +195% 증가하였으나, 25년 수입 비중은 아직 3.8%([그림 2] 참고)로 시장에 유효한 영향을 끼칠 정도는 아님. ASEAN 수입량은 지속 상승할 것으로 보이나, 레퍼런스 필요한 1/2티어 유틸리티 업체 진입은 제한적일 것으로 판단함. 연초 발간된 NERL의 배전변압기 리포트는 1) 설치 갯수 기준 55% 수명종료에 근접, 2) 변압기 평균 용량 증가 전망을 내놓았음. 이는 동사에게 Q/P 양측면으로 수혜가 될 수 있는 부분임. 현재 주요 유틸리티사의 그리드 투자는 일관적인 증가 추세 관측되며, 동사의 고객사내 M/S는 10% 이내로 고객사 내 확장도 기대할 수 있다고 판단함.

이어지는 CAPA 확장

25년 2월, 2공장 증설이 완료됨. 디자인 캐파는 3,000억원 규모이며, 최대 7,000억원의 디자인 CAPA를 보유함(1공장 3,000억원, 임시공장 1,000억원). 2공장 부지의 50%는 여전히 남아있는 상태로 추가 확장 여력도 남아있는 상황임. 2공장의 실질 CAPA는 27년까지 매년 1,000억원 확장이 진행될 예정임. 가동률 상승에 따른 고정비 절감효과로 YoY 수익성 개선 지속될 것으로 예상함.

2Q25 Preview: 컨센서스 부합

2분기 실적은 1,112억원(+47.8% YoY), 영업이익 401억원(+63.8% YoY, OPM 36.1%)으로 컨센서스(Fnguide 영업이익 414억원) 부합하며 고성장 기조 이어질 것으로 예상함. 신규수주는 부진할 것으로 예상되나, 연간으로는 5,101억원(+24.8% YoY)으로 추정되어 하반기 수주 확장 발생할 것으로 전망함.

Forecast earnings & Valuation

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(억원)	215	334	457	567	679
YoY(%)	81.3	55.7	36.7	24.2	19.8
영업이익(억원)	47	109	168	225	276
OP 마진(%)	21.9	32.6	36.8	39.7	40.6
순이익(억원)	39	84	129	170	208
EPS(원)	88,073	3,214	4,224	5,590	6,818
YoY(%)	5,268.8	-96.4	31.4	32.3	22.0
PER(배)	0.0	21.3	21.6	16.4	13.4
PCR(배)	0.0	15.3	14.4	10.6	8.5
PBR(배)	0.0	4.8	5.1	3.9	3.1
EV/EBITDA(배)	0.0	17.4	15.3	11.3	9.0
ROE(%)	47.0	29.9	26.1	27.1	25.8

[도표 111] 산일전기 실적 추이 및 전망									(단위: 십억원, %)		
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25(E)	3Q25(E)	4Q25(E)	FY24	FY25(E)	FY26(E)
수주잔고		252	341	389	460	422	406	477	389	477	570
신규수주		12	169	120	169	60	90	191	409	510	612
매출액	71	75	80	108	99	111	116	130	334	457	567
매출총이익	29	32	36	46	47	50	52	62	144	210	275
GPM	41.3	42.8	44.8	42.9	47.3	44.7	45.0	47.3	43.0	46.1	48.5
영업이익	23	25	28	34	38	40	42	48	109	168	225
OPM	32.9	32.6	34.9	31.1	38.0	36.1	36.4	37.0	32.7	36.8	39.6
세전이익	21	22	29	33	39	42	36	46	105	162	217
세전이익률	29.6	29.2	36.6	30.7	39.2	37.3	30.8	35.2	31.5	35.5	38.3
지배주주순이익	16	17	23	27	31	33	28	36	84	129	170
NPM	23.3	23.0	28.7	24.9	31.6	29.5	24.3	27.8	25.1	28.2	29.9
YoY											
수주잔고							18.8	22.6		22.6	19.6
신규수주							-46.6	59.6		24.8	20.0
매출액	33.4	52.7	32.7	107.6	39.9	47.8	45.5	20.4	55.7	36.7	24.2
매출총이익					60.5	54.5	46.1	32.8	84.5	46.6	30.8
영업이익					61.4	63.7	52.2	43.4	134.4	54.0	33.5
세전이익					85.2	88.7	22.3	38.2	118.9	53.7	34.3
지배주주순이익					89.7	89.4	23.3	34.5	114.3	53.7	31.9

자료: 교보증권 리서치센터

Valuation

산일전기의 목표주가를 123,000원으로 제시하며 커버리지를 개시한다. 투자포인트로는 ① 배전 변압기의 수요 불균형 유지, ② 공격적 CAPA 확장으로 인한 실적 성장이다.

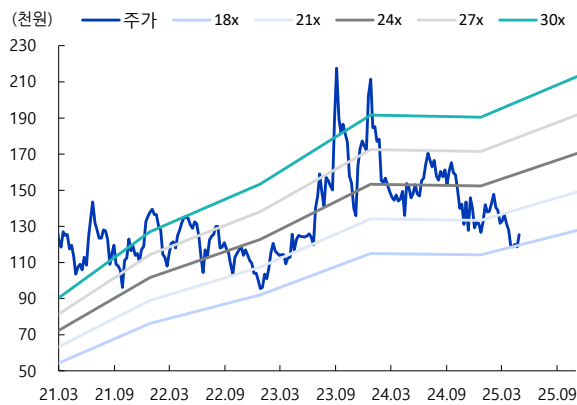
주가 상관관계가 가장 높은 HD현대일렉트릭을 밸류에이션 PEER로 설정하였다. 회사는 배전변압기에 대한 시장 우려 해소 및 고정비 절감효과의 이어질 것으로 기대된다. 따라서 과거 할인율을 축소하였던 시기를 고려하여, HD현대일렉트릭의 Target 12MF P/E를 5% 할인하여 Target P/E를 산정하였다. 당사의 추정치 기준 25년 P/E는 21.6배, P/B 5.1배를 기록 중이다.

[도표 112] PEER Multiple Valuation

항목명	단위	비 고
12MF EPS	원	5,121
Target P/E	배	24.1 HD 현대일렉트릭 Target P/E 대비 5% 할인
적정주가	원	123,416
목표주가	원	123,000 천의자리 반올림
현재주가	원	91,400 25/07/11 종가
과리율	%	34.6

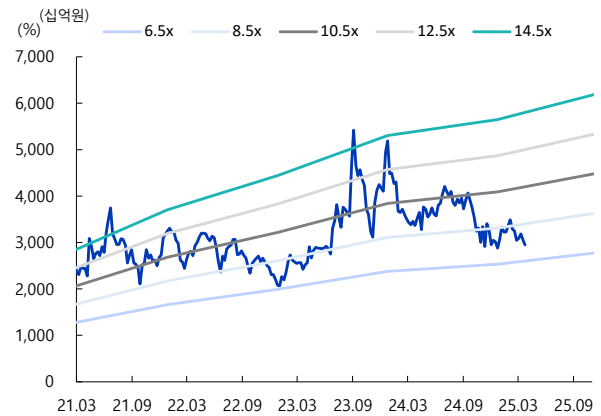
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 113] 산일전기 12MF P/E Band Chart



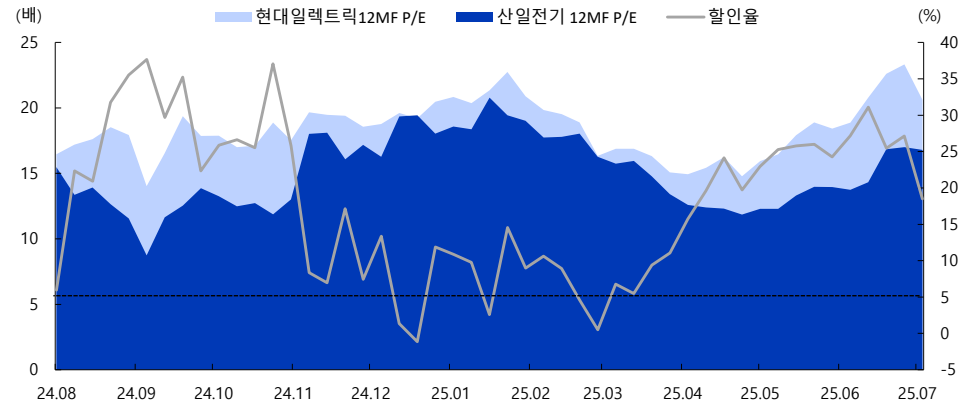
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 114] 산일전기 12MF EV/EBITDA Band Chart



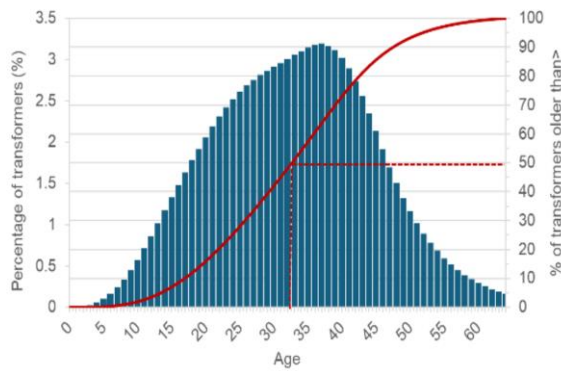
자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 115] HD 현대일렉트릭 대비 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 116] 배전변압기 55% 수명종료 근접 추정:
교체 수요는 매우 풍부한 상황



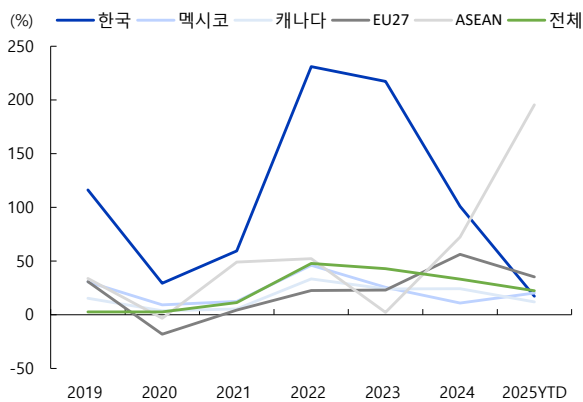
자료: NERL, 교보증권 리서치센터

[도표 117] 미국 배전변압기 설치 유형:
단상 변압기 최소 용량 상향(10kVA → 25kVA), ASP 상승 직결

Transformer Type		% Number of Asset	% of Capacity
Single-Phase	Pole 10-100kVA	72.1	27.6
	100-250kVA	0.6	1.3
	250-1,000kVA	0.1	0.6
	Pad 10-100kVA	19.5	13.6
Three-Phase	Pad >100-250kVA	0.8	1.6
	>250-1,000kVA	0	0.1
	Pole 30-100kVA	0.1	0.1
	100-250kVA	0.1	0.2
	Pad 30-100kVA	0.7	0.6
	100-250kVA	1.6	3.2
Three-Phase	250-1,000kVA	3.2	21.5
	1,000-5,000kVA	1.1	27.7
Other >500kVA		0.1	1.7

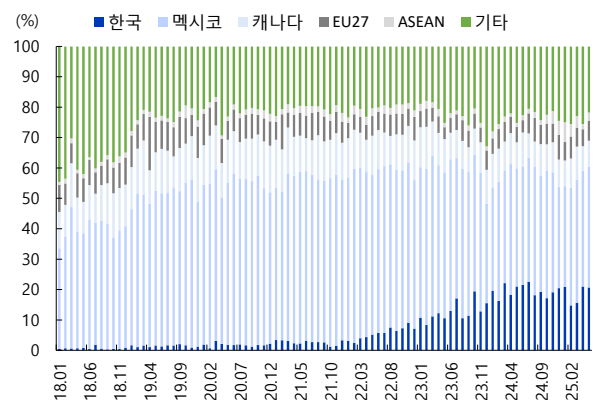
자료: NERL, 교보증권 리서치센터

[도표 118] 연간 미국 지역별 배전변압기 수입 증감률:
ASEAN 지역 수입량 24년부터 본격적 증가 추세 시작



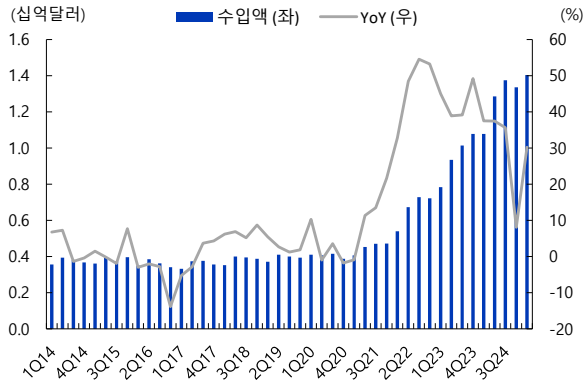
자료: USTIC, 교보증권 리서치센터

[도표 119] 미국 배전변압기 국가별 수입 비중:
그러나 아직까지 ASEAN 비중은 크게 유의미한 수준 아님



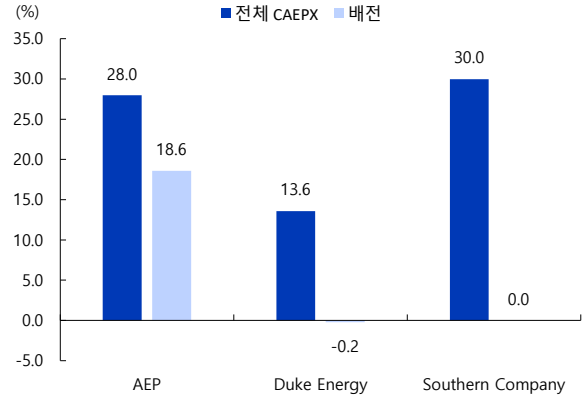
자료: USTIC, 교보증권 리서치센터

[도표 120] 북미 배전변압기 수입액 추이:
25년 YTD +22.5%, 멕시코/한국/ASEAN 위주 확장중



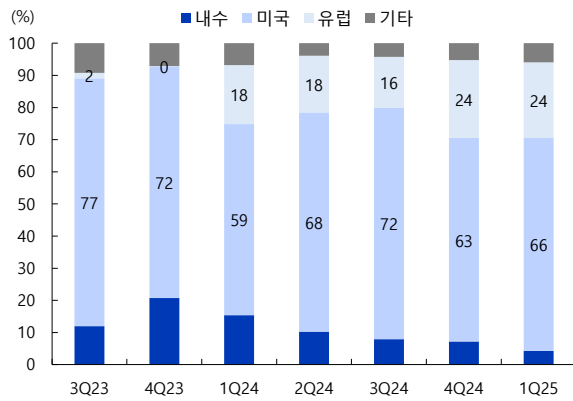
자료: USTIC, 교보증권 리서치센터

[도표 121] 주요 고객사 CAPEX 추이 변화:
고객사별 차이 있으나, 증가시키는 추세 - 배전 부문은 큰 변화 X



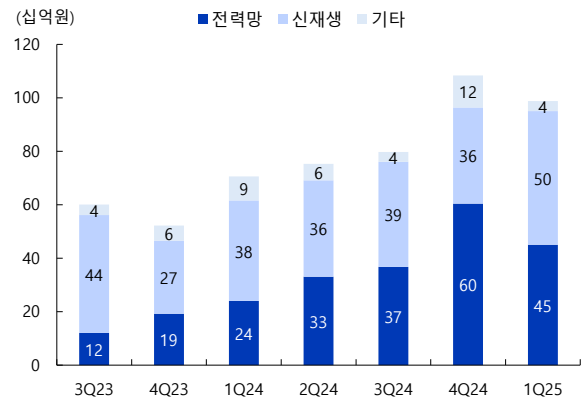
자료: 각사 IR, 교보증권 리서치센터

[도표 122] 지역별 매출 비중 추이



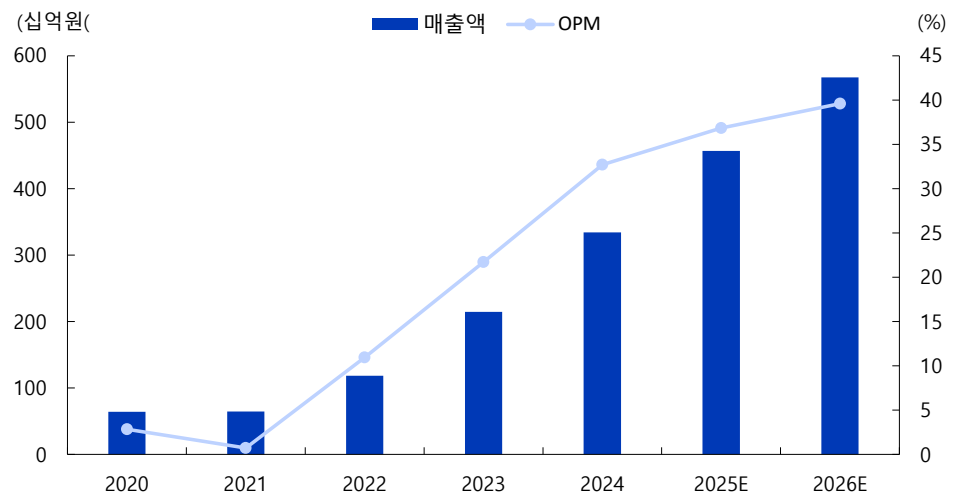
자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 123] 고객사별 매출 추이



자료: Company data, 교보증권 리서치센터

[도표 124] 연간 실적 추이 및 전망



자료: Company Data, 교보증권 리서치센터

[도표 125] 글로벌 PEER TABLE (25.07.11)

(단위: 백만달러, %)

(백만달러)	연도	산일전기	HD 현대 일렉트릭	효성 중공업	LS ELECTRIC	일진전기	Fortune Electric	GE Vernova	EATON	HITACHI	Schneide r Electric
국가		한국	한국	한국	한국	한국	대만	미국	미국	일본	프랑스
시가총액		2,023	11,595	6,629	5,790	1,324	5,691	147,210	139,945	126,009	152,078
주가 (현지통화)		91,400	442,500	978,000	265,500	38,200	579.0	539.4	357.6	4,040	225.6
P/E	2024	21.9	31.3	16.4	19.9	27.7	37.7	54.2	33.3	31.0	31.5
(배)	2025E	21.0	23.4	25.5	24.7	21.6	30.3	76.5	29.8	27.7	25.3
	2026E	16.7	19.2	20.5	19.4	16.7	24.0	47.7	26.4	24.1	22.6
P/B	2024	4.8	9.2	1.9	2.6	2.6	18.6	9.5	7.1	3.2	4.5
(배)	2025E	5.1	8.2	4.0	3.9	3.2	16.5	14.2	7.2	3.0	3.9
	2026E	4.0	6.3	3.4	3.4	2.7	11.3	11.9	6.7	2.8	3.6
EV/EBITDA	2024	17.4	18.4	10.8	10.6	14.0	31.2	50.9	23.9		18.5
(배)	2025E	15.7	15.9	16.8	14.3	12.3	23.6	43.8	22.8	12.2	16.1
	2026E	12.5	13.2	13.8	11.8	9.8	18.4	29.7	20.6	10.9	14.7
매출액	2024	244.9	2,436.6	3,589.9	3,338.3	1,156.7	629.0	34,935.0	24,878.0	62,908.9	41,273.2
	2025E	338.9	2,980.6	3,965.5	3,678.6	1,320.4	883.5	37,015.7	27,330.8	70,526.5	47,341.2
	2026E	410.1	3,413.2	4,429.5	4,163.3	1,494.4	1,053.3	40,414.2	29,571.4	73,766.8	50,674.3
매출액	2024	49.1	17.7	9.0	3.1	21.2	41.0	5.1	7.3	-11.7	6.3
증가율	2025E	38.3	22.3	10.5	10.2	14.2	40.5	6.0	9.9	12.1	14.7
(%)	2026E	21.0	14.5	11.7	13.2	13.2	19.2	9.2	8.2	4.6	7.0
영업이익	2024	80.1	490.6	265.8	285.8	58.5	152.3	471.0	4,632.0	5,612.3	6,976.4
	2025E	121.0	659.1	384.0	334.8	93.4	224.2	1,905.8	5,254.2	6,602.7	8,576.4
	2026E	152.4	797.5	476.1	414.1	118.5	281.7	3,495.3	6,294.4	8,248.7	9,442.9
OPM	2024	32.7	20.1	7.4	8.6	5.1	24.2	1.3	18.6	8.9	16.9
(%)	2025E	35.7	22.1	9.7	9.1	7.1	25.4	5.1	19.2	9.4	18.1
	2026E	37.2	23.4	10.7	9.9	7.9	26.7	8.6	21.3	11.2	18.6
EBITDA	2024	82.2	538.4	316.1	369.2	68.1	159.4	1,643.0	5,779.0	8,440.9	8,640.2
	2025E	123.3	709.7	443.3	431.3	106.8	232.4	3,201.7	6,493.2	8,704.1	10,086.7
	2026E	155.3	853.0	538.4	520.9	134.1	299.3	4,723.9	7,205.8	11,391.4	11,032.3
EBITDA	2024	33.5	22.1	8.8	11.1	5.9	25.3	4.7	23.2	13.4	20.9
Margin	2025E	36.4	23.8	11.2	11.7	8.1	26.3	8.6	23.8	12.3	21.3
(%)	2026E	37.9	25.0	12.2	12.5	9.0	28.4	11.7	24.4	15.4	21.8
순이익	2024	61.4	367.8	163.3	175.1	33.9	133.4	1,552.0	3,794.0	3,802.8	4,618.1
	2025E	96.1	496.4	256.8	233.0	64.0	189.0	2,021.0	4,335.4	5,065.0	5,775.7
	2026E	122.1	602.4	320.9	296.4	80.1	234.0	3,420.8	4,956.9	5,652.1	6,524.1
NPM	2024	25.1	15.1	4.5	5.2	2.9	21.2	4.4	15.3	6.0	11.2
(%)	2025E	28.4	16.7	6.5	6.3	4.8	21.4	5.5	15.9	7.2	12.2
	2026E	29.8	17.6	7.2	7.1	5.4	22.2	8.5	16.8	7.7	12.9
ROE	2024	29.9	39.3	14.9	13.4	10.6	58.3	18.3	20.2	10.3	15.0
(%)	2025E	26.4	15.0	16.9	16.5	15.8	50.0	30.5	22.6	12.2	15.8
	2026E	26.4	35.9	18.1	18.5	17.7	49.8	25.9	25.9	13.2	16.5

자료: 교보증권 리서치센터

[산일전기 062040]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	215	334	457	567	679
매출원가	137	190	246	292	345
매출총이익	78	144	210	275	334
매출총이익률 (%)	36.3	43.0	46.1	48.5	49.2
판매비와관리비	31	34	42	51	58
영업이익	47	109	168	225	276
영업이익률 (%)	21.7	32.7	36.8	39.6	40.6
EBITDA	49	112	175	237	295
EBITDA Margin (%)	23.0	33.5	38.4	41.9	43.5
영업외손익	2	-4	-6	-6	-7
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	3	4	4	4
금융비용	-3	-19	-17	-17	-17
기타	2	12	6	6	6
법인세비용차감전순이익	48	105	162	218	269
법인세비용	10	22	33	48	61
계속사업순이익	38	84	129	170	208
중단사업순이익	1	0	0	0	0
당기순이익	39	84	129	170	208
당기순이익률 (%)	18.2	25.1	28.2	30.0	30.6
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	39	84	129	170	208
지배순이익률 (%)	18.2	25.1	28.2	30.0	30.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	13	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	52	83	128	169	207
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	52	83	128	169	207

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	35	16	93	147	190
당기순이익	39	84	129	170	208
비현금항목의 가감	28	33	45	67	87
감가상각비	3	3	7	13	20
외환손익	0	-6	-7	-6	-6
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	25	37	45	60	73
자산부채의 증감	-27	-86	-50	-45	-46
기타현금흐름	-5	-16	-30	-45	-58
투자활동 현금흐름	-16	-173	-1,352	-36,636	-995,079
투자자산	0	-33	0	0	0
유형자산	-23	-90	0	0	0
기타	7	-51	-1,352	-36,636	-995,079
재무활동 현금흐름	-2	198	41	-27	-27
단기차입금	-14	-6	-6	-6	-6
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	3	-8	-8	-8	-8
자본의 증가(감소)	23	220	0	0	0
현금배당	0	-5	-13	-13	-13
기타	-14	-3	67	-1	-1
현금의 증감	17	41	-1,217	-36,516	-994,916
기초 현금	0	21	62	-1,155	-37,671
기말 현금	17	62	-1,155	-37,671	-1,032,586
NOPLAT	37	87	134	175	213
FCF	-10	-86	91	143	187

자료: 산일전기, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	103	305	380	423	482
현금및현금성자산	21	62	73	56	53
매출채권 및 기타채권	32	96	131	162	194
재고자산	44	60	83	103	123
기타유동자산	6	86	93	102	113
비유동자산	88	187	290	397	528
유형자산	81	168	270	378	508
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	7	12	12	12	12
기타비유동자산	0	7	7	7	7
자산총계	191	493	670	821	1,010
유동부채	53	53	119	118	119
매입채무 및 기타채무	27	17	20	22	25
차입금	7	1	-5	-11	-17
유동성채무	3	0	68	68	68
기타유동부채	16	35	37	39	43
비유동부채	12	6	1	-5	-11
차입금	8	0	-8	-15	-23
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	6	9	10	12
부채총계	65	58	120	113	108
지배자분	126	434	550	708	902
자본금	2	15	15	15	15
자본잉여금	23	230	230	230	230
이익잉여금	70	148	264	421	616
기타자본변동	8	19	19	19	19
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	126	434	550	708	902
총차입금	18	1	55	41	28

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	88,073	3,214	4,224	5,590	6,818
PER	0.0	21.3	21.6	16.4	13.4
BPS	262,904	14,263	18,068	23,239	29,638
PBR	0.0	4.8	5.1	3.9	3.1
EBITDAPS	111,389	4,302	5,763	7,799	9,705
EV/EBITDA	0.0	17.4	15.3	11.3	9.0
SPS	48,385	12,828	14,996	18,629	22,313
PSR	0.0	5.3	6.2	5.0	4.2
CFPS	-23,299	-3,304	2,973	4,696	6,137
DPS	9,472	420	420	420	420

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	81.3	55.7	36.7	24.2	19.8
영업이익 증가율	259.7	134.4	54.0	33.5	22.8
순이익 증가율	5,480.2	114.3	53.7	32.3	22.0
수익성					
ROIC	39.0	42.5	36.3	33.4	30.8
ROA	24.7	24.5	10.6	0.8	0.0
ROE	47.0	29.9	26.1	27.1	25.8
안정성					
부채비율	51.9	13.5	40.1	189.6	1,537.4
순차입금비율	9.3	0.3	2.8	0.1	0.0
이자보상배율	26.2	54.9	0.0	-295,276.7	-366,278.5

산일전기 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
2025.07.14	매수	123,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자: 2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9%	3.4%	0.7%	0.0%

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

