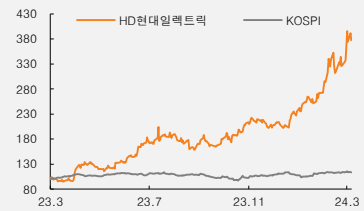


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 185,000원
현재주가(24/3/19)	149,100원
상승여력	24.3%

영업이익(23F, 십억원)	316
Consensus 영업이익(23F, 십억원)	0
EPS 성장률(23F, %)	58.6
MKT EPS 성장률(23F, %)	-22.8
P/E(23F, x)	11.5
MKT P/E(23F, x)	16.9
KOSPI	2,656.17
시가총액(십억원)	5,375
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	54.9
외국인 보유비중(%)	26.6
베타(12M) 일간수익률	0.43
52주 최저가(원)	37,550
52주 최고가(원)	156,300

(%)	1M	6M	12M
절대주가	20.6	100.4	281.3
상대주가	21.7	93.1	243.9



[친환경 에너지]

조연주

yunju\_cho@miraeasset.com

# HD현대일렉트릭

## 업황 호조에 무한 질주 중

### 정체되었던 미국 전기 수요, 다시 급증 (feat. 데이터센터)

지난 20년간 정체되었던 미국의 전기 수요가 급증하기 시작했다. 전력 유틸리티사들은 28년까지 필요한 추가 전력 예측치를 거의 2배 가까이 늘렸다. AI 수요 급증에 따른 1) 데이터 센터 수의 폭발적인 증가와 2) 미국 제조업 리쇼어링, 3) 전기차 수요 등이 반영된 결과이다. 글로벌 전력 수요의 증가로 인한 변압기 공급 부족을 언급했던 테슬라 CEO 머스크의 최근 발언은 이러한 추세에 힘을 실었다. 이어지는 수요 급증과タイト한 공급 상황에서 현재로선 전력기기 산업 호황기의 끝을 예측하기 어려운 상황이다.

### 1H24 지역별 신규 수주 및 영업이익률 추이에 주목

24년 동사는 견조한 미국 수요와 더불어 국내와 유럽 시장 진입을 꺾하고 있다. 특히, 상반기에는 영국 전력망 구축 사업에 들어가는 고압 변압기(22년 수주, 474억 원) 납품 완료되어 매출이 인식될 것으로 예상한다. 중동과 유럽에서도 납품 단가가 전년 대비 상승하는 추세에 있다. 이에, 24년 영업이익률은 13% (23년 11.7%)으로 연간 우상향 추세를 유지할 수 있을 것으로 전망한다. 1Q24 실적에서 견조한 영업이익률이 방어해준다면 상반기 지역별 신규 수주 소식들이 주가의 추가 상승여력을 열어줄 것으로 판단한다.

### 여전히 남아있는 상승여력, 목표 주가 185,000원으로 상향

24F EPS는 유지, 잇따른 전력기기 호황에 높아진 글로벌 Peer의 24F 평균 P/E를 반영했다. 할인율 20%은 종전과 같이 유지한다. 동사는 현재 24F P/E 18배에서 거래 중이다. 역사적 고점에 위치하고 있으나 글로벌 Peer 대비 여전히 밸류에이션 매력도가 존재한다고 판단한다. 또한, 히타치, 지멘스와 같은 글로벌 Peer 들의 Capex 증설이 26년에 완료되는 걸 감안했을 때 변압기 수급의 불균형은 당분간 지속될 것으로 예상한다.

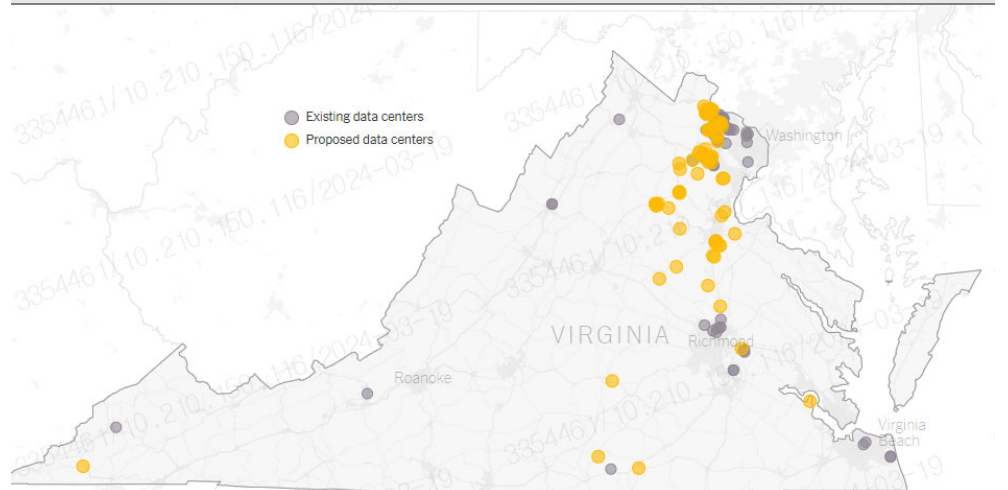
결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,806	2,104	2,703	3,635	4,163
영업이익 (십억원)	10	133	316	475	524
영업이익률 (%)	0.6	6.3	11.7	13.1	12.6
순이익 (십억원)	-34	162	258	334	371
EPS (원)	-935	4,508	7,151	9,264	10,289
ROE (%)	-5.1	22.1	27.2	27.4	24.1
P/E (배)	-	9.4	11.5	16.1	14.5
P/B (배)	1.1	1.8	2.7	3.9	3.1
배당수익률 (%)	0.0	1.2	1.2	0.7	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: HD현대일렉트릭, 미래에셋증권 리서치센터

## 정체되었던 미국 전기 수요, 다시 급증 (feat. 데이터센터)

원격근무, 비디오 스트리밍, 이커머스 성장 등에 힘입어 2019년 이후 미국에는 누적 75개 이상의 데이터센터가 건설되었다. 이후 AI 서버의 폭발적인 성장으로 가속화되어 미국 최대 데이터센터 허브 중 하나인 버지니아 주에서는 전체 전력 소비의 20%를 차지하는 등 증설이 많이 이루어지고 있음을 알 수 있는 대목이다. 현재 북부 버지니아 주에는 현 수준의 50% 규모의 데이터 센터가 건설 중이다.

그림 1. 미국 북부 버지니아 주 데이터센터 건립 현황



자료: New York Times, 미래에셋증권 리서치센터

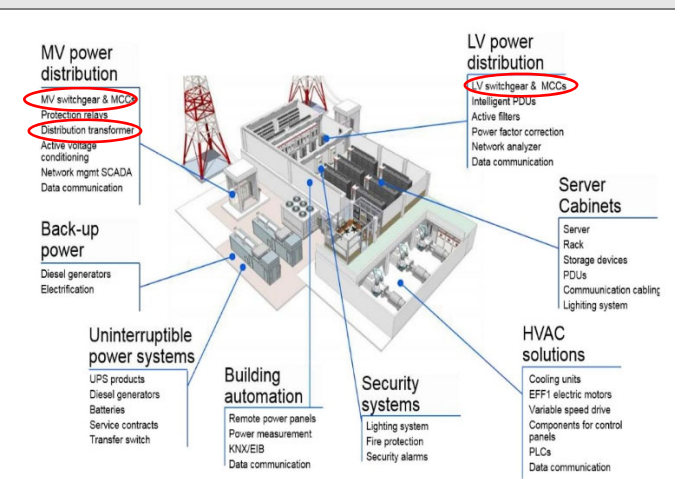
이에 따라 지난 20년간 정체되었던 미국의 전기 수요가 급증하기 시작했다. 실제로 지난 몇 년간 미국 유틸리티 기업들은 1) 데이터센터 수의 폭발적 증가, 2) 새로운 연방 정책 (IIJA, IRA 등)에 의해 주도된 제조업 부흥, 3) 수백만대의 전기차 수요 등의 상황을 직면하며 28년까지 추가 전력 예측치를 거의 2배 가까이 늘리고 있다. 기본적으로 데이터센터는 유틸리티 기업으로부터 중저압(13.8~34.5kV)의 전력을 공급받게 되는데, 공급 전력은 강압용 변압기를 통해 480V 또는 208V까지 전압을 낮춰 최종 종착지인 서비스 랙(Rack)에 도달하게 된다.

그림 2. 정체되었던 미국 전기 수요 다시 증가 추세



자료: New York Times, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 데이터센터 설계도

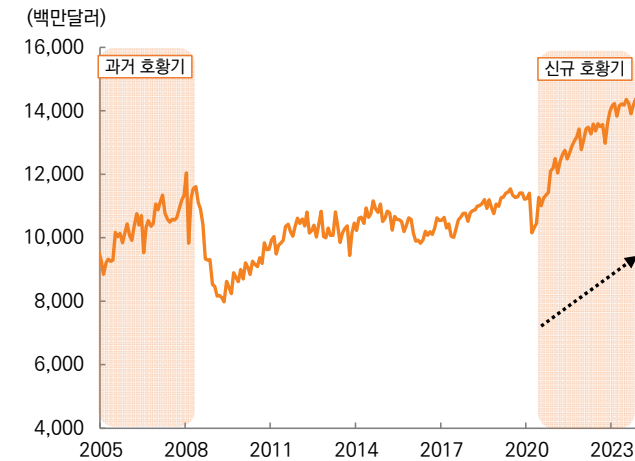


자료: 미래에셋증권 리서치센터

동사의 주력 제품인 초고압 변압기(송압용)와 고압용 차단기는 발전소 인근 변전소에 배치되며 데이터센터에 연결되는 전력 계통에 필수적이다. 뿐만 아니라, 동사는 23년 미국 대형 유틸리티 기업 AEP로부터 배전 변압기(3,500대) 수주를 확보하며 다양한 제품군의 납품 레퍼런스를 쌓는 것과 동시에 매출 mix 변화가 일어나고 있다.

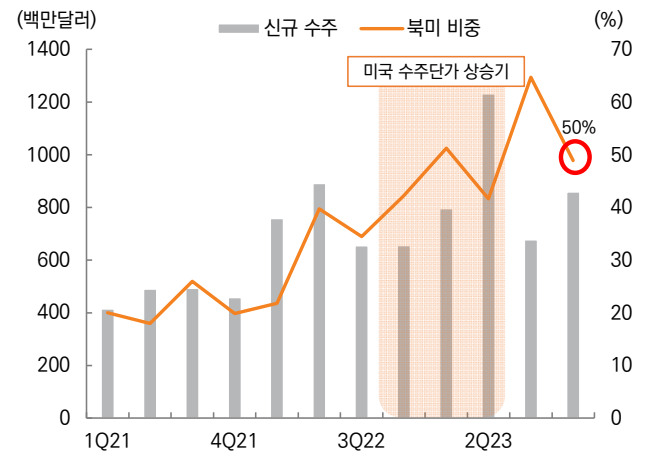
최근 전력기기 호황기의 시작은 미국발 노후 전력망 교체 시기 도래 및 신재생 발전 믹스 증가였으나, **미국 데이터센터와 제조업 부흥에 따른 실질적인 전기 수요 증가로 전력기기 산업은 또다른 확장 국면을 맞이하게 되었다.** 실제로 미국 제조업에 대한 투자는 경기 호조에 힘입어 50년만에 최고치를 기록하고 있다. 또한, 미국 연방 정부의 IIJA, IRA 정책을 통해 국가 전력망 투자가 확대되며 추가 수요를 만들었다. 동사와 유사한 미국 전력기기 업체인 이튼(Eaton) 역시 매분기 영업이익률 최고치(북미 전력기기 부문 OPM 21년 20.6% → 23년 26.5%)를 경신하며 강한 업황을 증명하고 있다.

그림 4. 미국 제조업체 전력기기 월별 신규 주문 추이



자료: FRED, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. HD현대일렉트릭 신규 수주 중 북미 비중 추이

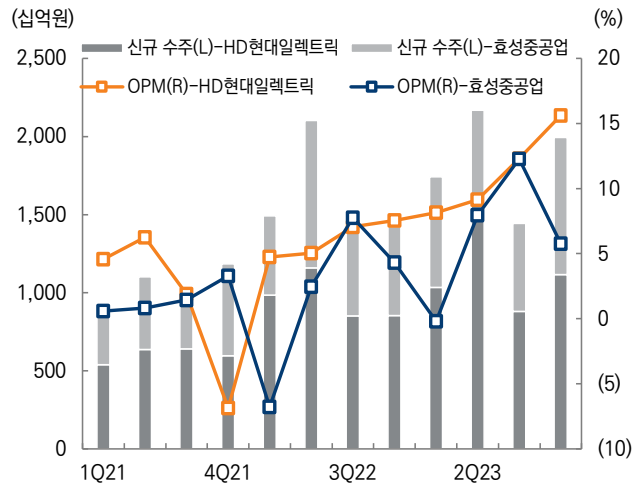


자료: HD현대일렉트릭, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 변압기 쇼티지가 장기화되면서 국내 기업에게도 많은 기회가 오고 있는 상황이다. 특히 미국 내 생산공장 및 판매법인을 통해 직접 영업망을 보유한 기업이 유리하다. 대표적으로 동사와 효성중공업이 수혜주로 주목받고 있다. 동사는 미국 내에서 수주 경쟁력 역시 우수하다. 23년 신규 수주 및 매출액 내 북미 비중이 각각 50%, 27%에 이르며, 4Q23 기준 전체 수주잔고의 56.2%를 차지할 정도로 북미 노출도가 높다. 23년 12월에는, 미국 캘리포니아 산타클라라 州 전력청으로부터 장기공급계약(782억)을 체결하며 견조한 수주 추세를 유지하고 있다.

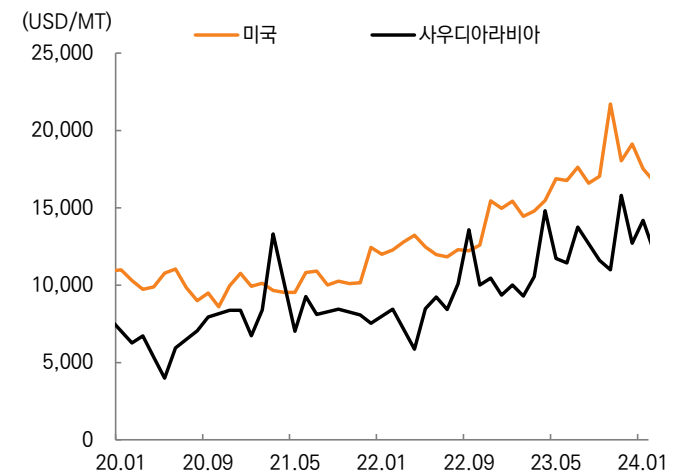
동사는 글로벌 스탠다드에 부합하는 기업으로서 현재 히타치('20년 ABB 송배전사업 인수), GE, 지멘스 등과 같은 전통 전력기기 강자들과 나란히 경쟁하고 있다.

그림 6. 전력기기 주요 2사 신규 수주 및 영업이익률 추이



자료: HD현대일렉트릭, 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 초고압 변압기(HS Code: 850423) 월별 수출 단가 추이



주: 10,000KVA 초고 변압기

자료: Trass, 미래에셋증권 리서치센터

### 투자 의견 '매수' 유지, 목표주가 185,000원으로 상향

기존 24F EPS는 유지, 밸류에이션 상향 조정으로 목표주가를 기존 150,000원에서 185,000원(Target P/E 20배로 상향)으로 23% 상향한다. Target P/E는 글로벌 Peer의 높아진 평균 P/E를 반영하였다. 할인율 20%는 종전과 같이 유지한다. 동사는 현재 24F P/E 18배, 25F P/E 14배에서 거래 중이다. 밴드 최상단에 위치한 밸류에이션이지만 전력 수요 추가 확대, 장기화되어 가는 공급자 우위 시장 등 호황이 지속되는 상황에서 Target P/E 20배까지 상승 여력이 남아있다고 판단된다.

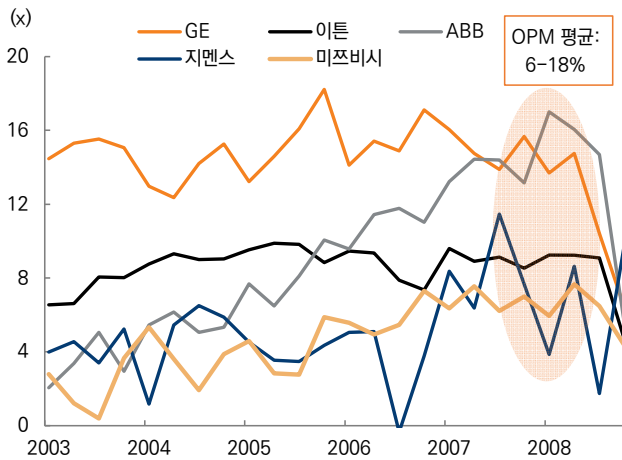
또한, 동사는 초고압 변압기 생산 공장(울산, 미국) Capa 확대 투자가 진행 중이다. 24년 말 완공 이후 실질적으로 매출액에 반영되는 시점(연간 2,200억원 증대)은 25년 상반기로, 25F 실적 적용 시 높은 밸류에이션 부담은 완화될 것으로 전망한다.

표 1. HD현대일렉트릭 P/E 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주 EPS(원)	9,264	
Target P/E(배)	20	글로벌 Peer 평균 대비 20% 할인
목표 시가총액(십억원)	6,679	
주식 수(천주)	36,047	
목표 주가(원)	185,000	
현재 주가(원)	149,100	3/19 종가 기준
상승 여력	24%	

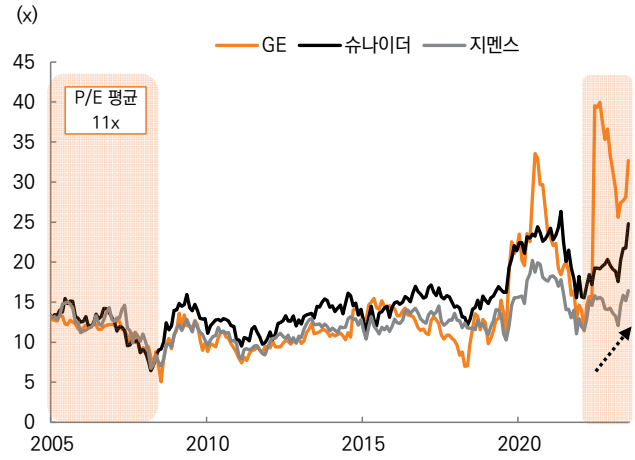
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 글로벌 Peer 과거 호황기 당시 영업이익률 추이



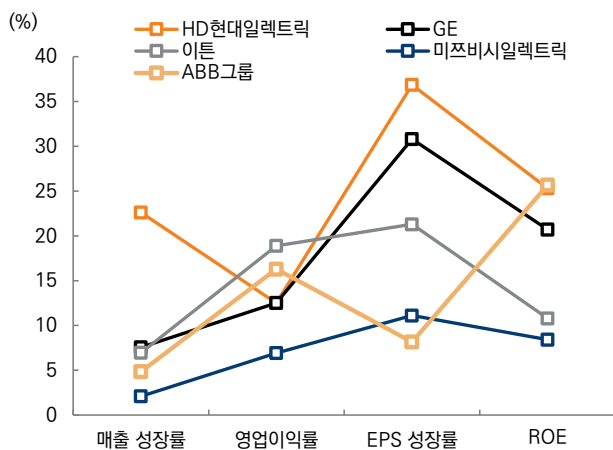
주: 히타치, '20년 ABB 송배전사업부 인수  
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 글로벌 Peer 과거 호황기 당시 12MF PER 추이



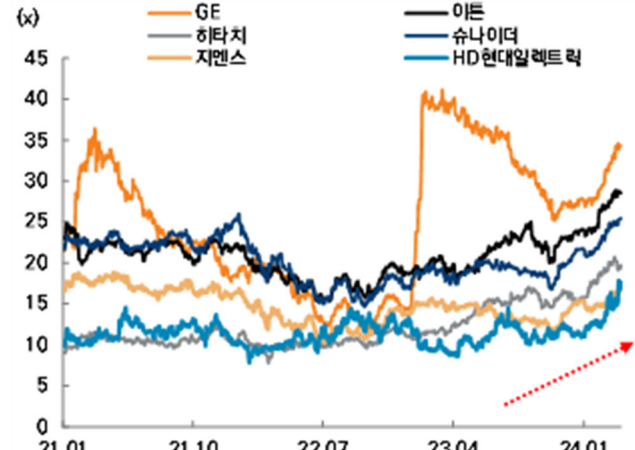
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 24F 글로벌 Peer vs. HD현대일렉트릭 펀더멘탈 비교



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 글로벌 Peer vs. HD현대일렉트릭 12MF P/E 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 전력기기 Peer 밸류에이션 테이블

기업명	시가총액 (십억원)	P/E(x)		P/B(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
국내									
HD현대일렉트릭	5,573	18.6	14.6	4.3	3.4	12.1	9.6	26.0	26.0
효성중공업	2,294	9.6	7.1	1.7	1.3	7.3	5.6	19.4	21.2
LS일렉트릭	2,721	12.7	10.9	1.4	1.3	6.7	5.9	12.1	12.9
북미									
GE	246,033	36.3	28.2	5.8	5.1	18.8	15.7	19.1	21.4
퀀타서비스	47,144	29.1	25.5	5.1	4.5	17.3	15.2	14.4	15.4
이튼	158,737	29.2	26.2	6.1	5.6	22.5	20.4	20.3	21.3
유럽									
지멘스	215,338	17.1	16.0	2.9	2.6	12.7	11.5	16.9	16.9
슈나이더 일렉트릭	180,235	26.1	23.4	4.3	3.8	17.0	15.2	16.8	17.1
아시아									
히타치	105,275	21.1	19.7	2.3	2.1	10.8	10.1	11.1	11.0
미쯔비시 전기	47,493	19.7	17.9	1.5	1.4	9.5	8.5	8.0	8.4

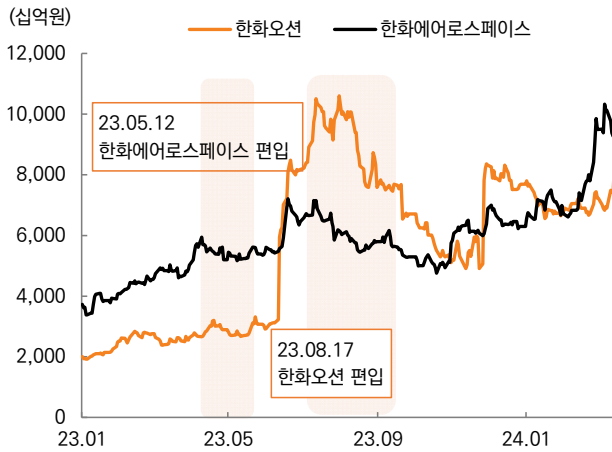
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 3/19 종가 기준

## MSCI 5월 정기 리뷰 편입 가능성에 대한 기대감도

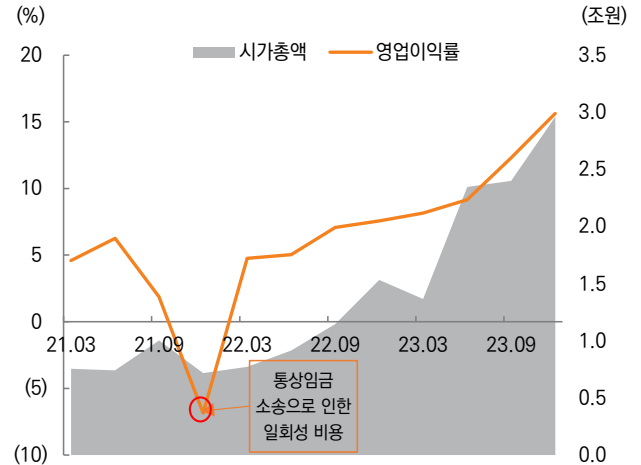
동사의 수급상황 역시 우호적이다. 외국인 누적 매수세가 이어지며 5월에 MSCI 종목 변경에 따른 기대감이 주가에 반영되고 있다. 23년 MSCI 정기 리뷰 시 종목 편입되었던 한화오션과 한화에어로스페이스 역시 이벤트 전후로 주가가 50% 이상 변동성을 보여주었다. 업황, 실적, 수급 고려했을 때 동사의 매력은 여전히 유효하다.

그림 12. 한화에어로스페이스, 한화오션 23년 시가총액 추이



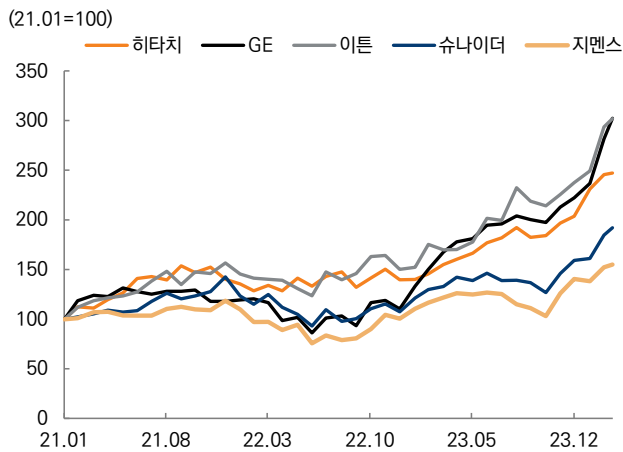
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. HD현대일렉트릭 영업이익률 및 시가총액 추이



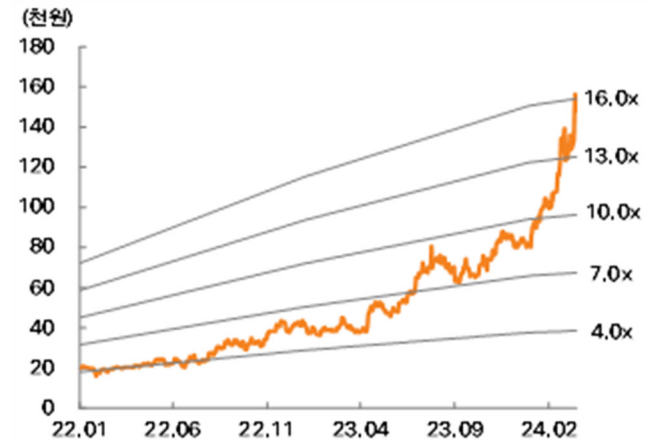
자료: HD현대일렉트릭, Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 글로벌 Peer 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. HD현대일렉트릭 P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터



## HD현대일렉트릭 (267260)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>2,104</b>	<b>2,703</b>	<b>3,635</b>	<b>4,163</b>
매출원가	1,768	2,106	2,772	3,208
매출총이익	336	597	863	955
판매비와관리비	203	281	388	432
조정영업이익	133	316	475	524
영업이익	133	316	475	524
비영업손익	31	-5	-45	-47
금융손익	-21	-32	-32	-27
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	164	311	430	477
계속사업법인세비용	2	51	90	100
계속사업이익	162	260	339	377
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>162</b>	<b>260</b>	<b>339</b>	<b>377</b>
지배주주	162	258	334	371
비지배주주	0	2	5	6
<b>총포괄이익</b>	<b>176</b>	<b>269</b>	<b>339</b>	<b>377</b>
지배주주	176	267	334	371
비지배주주	0	2	5	6
EBITDA	180	368	535	587
FCF	-157	148	198	351
EBITDA 마진율 (%)	8.6	13.6	14.7	14.1
영업이익률 (%)	6.3	11.7	13.1	12.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.7	9.5	9.2	8.9

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>1,548</b>	<b>2,129</b>	<b>2,754</b>	<b>3,334</b>
현금 및 현금성자산	173	400	561	869
매출채권 및 기타채권	503	592	796	913
재고자산	628	739	993	1,139
기타유동자산	244	398	404	413
<b>비유동자산</b>	<b>887</b>	<b>887</b>	<b>977</b>	<b>974</b>
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	537	566	664	668
무형자산	66	69	62	55
<b>자산총계</b>	<b>2,435</b>	<b>3,016</b>	<b>3,731</b>	<b>4,308</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,411</b>	<b>1,549</b>	<b>1,937</b>	<b>2,159</b>
매입채무 및 기타채무	309	363	489	560
단기금융부채	466	437	442	445
기타유동부채	636	749	1,006	1,154
<b>비유동부채</b>	<b>193</b>	<b>385</b>	<b>409</b>	<b>423</b>
장기금융부채	133	315	315	315
기타비유동부채	60	70	94	108
<b>부채총계</b>	<b>1,604</b>	<b>1,934</b>	<b>2,346</b>	<b>2,582</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>822</b>	<b>1,071</b>	<b>1,369</b>	<b>1,704</b>
자본금	180	180	180	180
자본잉여금	402	402	402	402
이익잉여금	172	412	710	1,045
<b>비지배주주지분</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>22</b>
<b>자본총계</b>	<b>831</b>	<b>1,082</b>	<b>1,385</b>	<b>1,726</b>

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-124</b>	<b>213</b>	<b>348</b>	<b>411</b>
당기순이익	162	260	339	377
비현금수익비용가감	81	162	182	190
유형자산감가상각비	41	44	52	57
무형자산상각비	6	8	8	7
기타	34	110	122	126
영업활동으로인한자산및부채의변동	-347	-152	-51	-29
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-35	-65	-191	-110
재고자산 감소(증가)	-264	-98	-255	-146
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	56	31	103	59
법인세납부	-2	-27	-90	-100
<b>투자활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-58</b>	<b>-92</b>	<b>-156</b>	<b>-69</b>
유형자산처분(취득)	-33	-64	-150	-60
무형자산감소(증가)	-8	-9	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-12	-6	-6	-9
기타투자활동	-5	-13	0	0
<b>재무활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>-2</b>	<b>106</b>	<b>-31</b>	<b>-33</b>
장단기금융부채의 증가(감소)	40	153	5	3
자본의 증가(감소)	-500	0	0	0
배당금의 지급	0	-18	-36	-36
기타재무활동	458	-29	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-182</b>	<b>228</b>	<b>161</b>	<b>308</b>
기초현금	355	173	400	561
기말현금	173	400	561	869

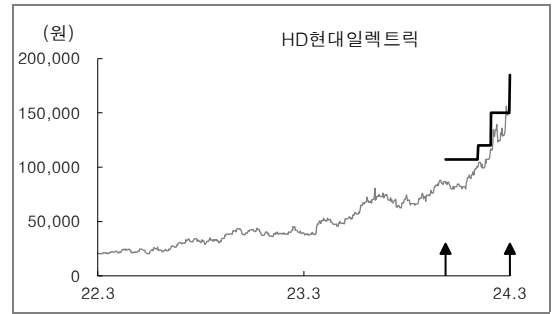
자료: HD현대일렉트릭, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	9.4	11.5	16.1	14.5
P/CF (x)	6.3	7.0	10.3	9.5
P/B (x)	1.8	2.7	3.9	3.1
EV/EBITDA (x)	10.7	8.9	10.3	8.9
EPS (원)	4,508	7,151	9,264	10,289
CFPS (원)	6,754	11,713	14,460	15,735
BPS (원)	23,242	30,123	38,388	47,679
DPS (원)	500	1,000	1,000	1,000
배당성향 (%)	11.1	13.8	10.6	9.5
배당수익률 (%)	1.2	1.2	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	16.5	28.4	34.5	14.5
EBITDA증가율 (%)	242.3	104.5	45.5	9.7
조정영업이익증가율 (%)	1,266.4	137.4	50.5	10.2
EPS증가율 (%)	-	58.6	29.5	11.1
매출채권 회전율 (회)	4.6	5.3	5.6	5.2
재고자산 회전율 (회)	4.3	4.0	4.2	3.9
매입채무 회전율 (회)	7.9	7.6	7.9	7.4
ROA (%)	7.0	9.5	10.1	9.4
ROE (%)	22.1	27.2	27.4	24.1
ROIC (%)	11.8	19.7	21.9	21.8
부채비율 (%)	193.0	178.9	169.4	149.6
유동비율 (%)	109.7	137.4	142.2	154.4
순차입금/자기자본 (%)	47.2	28.6	10.7	-9.7
조정영업이익/금융비용 (x)	5.5	8.3	11.7	12.8

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
HD현대일렉트릭 (267260)				
2024.03.20	매수	185,000	-	-
2024.02.16	매수	150,000	-9.76	4.20
2024.01.24	매수	120,000	-12.69	-2.67
2023.11.27	매수	107,000	-18.85	-5.98



\* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

## 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.