

산일전기 (062040)

내년에도 거침없는 전력질주

미국 송배전 변압기 비중 확대

트럼프 2기 전력 인프라 확충 정책에 따른 송배전 변압기 수요가 구조적으로 증가할 전망이다. 또한 미국의 중국, 멕시코 관세 강화로 국내산 변압기 수출의 확대가 예상된다. 동사의 현재 수주잔고(3,905억원) 중 약 50%가 송배전 변압기이며, 최근 수주 증가 속도가 가파르다. 특히 미국향 PAD 변압기 매출은 1Q24 108억원→ 2Q24 172억원 → 3Q24 222억원으로 급증했으며, 2025년 매출 비중은 송배전 변압기가 신재생 특수변압기를 넘어설 것으로 전망한다. 송배전 변압기 주요 고객사인 PG&E, Duke Energy, Southern의 물량 확대 요청이 이어지는 가운데, D사 등 신규 고객사 3~4곳 추가 확보 가능성도 높다. 내년에도 미국의 리쇼어링 강화, AI 데이터센터 경쟁에 따른 변압기 수요가 늘어날 것으로 판단된다.

선제적 증설로 CAPA 6,000억원 확보

11월부터 기존의 2배 CAPA를 확보하며, 증가하는 수요에 선제적으로 대응 중이다. 이번 증설로 매년 1,000억원 이상의 매출 증가가 예상된다. 신공장 11,000평 중 5,000평만 가동해 약 6,000억원 CAPA를 확보했으며, 수요 급증 시 완전 가동으로 총 CAPA가 1조원 수준에 이를 가능성이 있다. Top Tier 밴더로서 신재생 특수변압기, 송배전 변압기 모두 안정적인 수주가 이어진 가운데, 11월 신공장 가동 후 신규 수주가 가속화되고 있다. 향후 미국 리쇼어링 정책 반영 시기와 맞물린 증설 효과가 두드러지게 나타날 것으로 기대된다.

투자의견 '매수', 목표주가 73,000원 커버리지 개시

2024년 매출액 3,196억원(YoY +49.0%), 영업이익 1,020억원(YoY +119.0%, OPM 31.9%)를 예상한다. 미국 전력망 스팅지와 신재생 특수변압기 매출 성장에 기인한다. 내년 트럼프 정부의 신재생 에너지 정책 우려는 송배전 전력망 확대로 해소될 전망이다. 2025년 매출액 4,419억원(YoY +38.4%), 영업이익 1,470억원(YoY +44.1%, OPM 33.3%)을 예상한다. 동사의 목표주가는 73,000원을 제시한다. 2025년 추정 EPS 3,860에 1월 29일부터 해제되는 약 510만주의 의무보유 물량을 감안해(예상 EPS 3,300원) Target PER 22배를 적용했다. Target PER는 25년 국내외 Peer의 평균 PER(24배)에 10% 할인했다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,183	2,145	3,196	4,419
영업이익	130	466	1,020	1,470
지배순이익	7	391	774	1,175
PER	-	-	19.6	15.1
PBR	-	-	8.4	5.7
EV/EBITDA	-	-	16.3	10.9
ROE	1.7	47.0	45.9	44.8



손현정 스몰캡
hyunjeong.son@yuantakorea.com

BUY (I)

목표주가 73,000원 (I)

현재주가 (11/25) 58,400원

상승여력 25%

시가총액 17,780억원

총발행주식수 30,445,200주

60일 평균 거래대금 377억원

60일 평균 거래량 766,433주

52주 고/저 64,100원 / 29,650원

외인지분율 7.84%

배당수익률 0.00%

주요주주 박동석 외 4인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 39.5 32.9 0.0

상대 42.2 41.7 0.0

절대 (달러환산) 38.2 26.9 0.0

산일전기 밸류에이션

구분	내용	비고
25F 지배주주 EPS	3,860원 → 3,300원	6개월 의무보유 물량 해제 시
Target PER	22배	25F 국내외 Peer 평균 10% 할인
목표 시가총액	22,225억원 → 25,958억원	6개월 의무보유 물량 해제 시
주식 수	30,445,200주 → 35,559,200주	6개월 의무보유 물량 해제 시
목표 주가	73,000원	
현재 주가	58,400원	24.11.25 종가 기준
상승 여력	25%	

자료: 유안타증권 리서치센터

산일전기 실적 테이블

(단위: 억원)

		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	706	752	797	940	2,145	3,196	4,419
	송배전 변압기	227	331	367	443	528	1,368	2,314
	신재생 특수변압기	403	360	394	453	1,445	1,609	1,874
	기타	77	62	36	44	173	220	231
YoY	전체	33.4%	52.9%	32.1%	80.9%	81.3%	49.0%	38.3%
	송배전 변압기	241.5%	120.9%	206.8%	131.0%	255.5%	159.2%	69.2%
	신재생 특수변압기	-6.3%	19.5%	-10.7%	65.5%	87.8%	11.3%	16.5%
영업이익	전체	233	245	278	265	466	1,020	1,470
YoY	전체	95.5%	90.3%	63.0%	453.4%	259.7%	119.0%	44.1%
OPM	전체	32.9%	32.6%	34.9%	28.2%	21.7%	31.9%	33.3%
당기순이익		165	173	229	207	391	774	1,175
	YoY	75.9%	74.6%	-3.6%	흑전	5480.2%	98.2%	51.9%
	NPM	23.3%	23.0%	28.7%	22.0%	18.2%	24.2%	26.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

송전 변압기 Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 억원, 백만달러, 백만EUR, 백만JPY, 배)

		산일전기	HD 현대일렉트릭	효성중공업	일진전기	LS ELECTRIC	GE Vernova Inc (GEV)	Siemens AG (SIE.DE)	Quanta Services (PWR)	Hubbell Inc(HUBB)	Hitachi Ltd (6501)
시가총액		17,780	139,322	36,739	10,729	45,030	93,722	142,582	48,827	24,279	17,674,410
매출액	2023	2,145	27,028	43,006	12,467	42,305	33,239	77,769	20,882	5,373	10,881,150
	2024F	3,196	35,344	47,982	14,674	43,844	34,610	81,190	22,510	5,860	9,731,205
	2025F	4,419	41,434	52,557	16,839	48,061	36,565	85,361	24,430	6,160	9,121,210
영업이익	2023	466	3,152	2,578	608	3,249	-923	9,649	1,093	1,043	748,144
	2024F	1,020	6,979	3,356	782	3,800	1,086	11,541	1,424	1,172	755,820
	2025F	1,470	8,830	4,495	1,259	4,540	1,850	12,789	N/A	N/A	N/A
영업이익률	2023	21.7%	11.7%	6.0%	4.9%	7.7%	-2.8%	12.4%	5.2%	19.4%	6.9%
	2024F	31.9%	19.7%	7.0%	5.3%	8.7%	3.1%	14.2%	6.3%	20.0%	7.8%
	2025F	33.3%	21.3%	8.6%	7.5%	9.4%	5.1%	15.0%	N/A	N/A	N/A
당기순이익 (지배)	2023	391	2,592	1,160	345	2,060	-438	8,529	745	758	649,124
	2024F	774	5,247	1,738	472	2,646	993	8,042	1,218	876	589,900
	2025F	1,175	6,740	2,637	750	3,247	1,560	9,289	1,404	940	701,920
PER	2023		11.4	13.0	12.2	10.7	27.5	13.5	43.2	23.4	10.5
	2024F		23.0	26.6	22.7	17.0	94.4	17.7	40.1	27.7	30.0
	2025F		15.1	20.7	14.3	13.9	60.1	15.3	34.8	25.8	25.2

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 산일전기, 일진전기는 당사 추정, 그 외는 Refinitiv 컨센서스, 11월 25일 기준

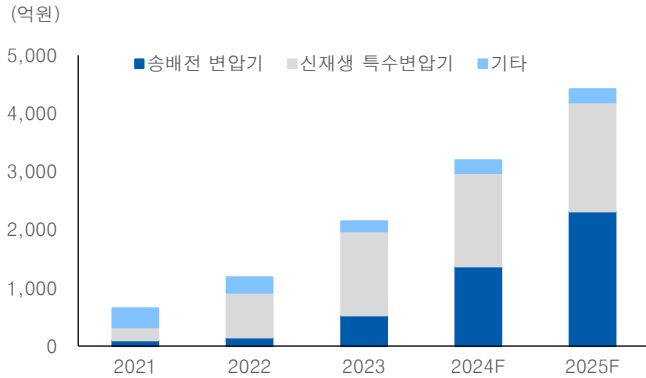
배전 변압기 Peer 밸류에이션 테이블

(단위: 억원, 백만달러, 백만EUR, 백만TWD, 배)

		산일전기	LS ELECTRIC	제룡전기	Eaton (ETN)	Schneider Electric SE (SU)	ABB (ABBN)	Powell Industries (POWL)	Fortune Electric
시가총액		17,780	45,030	7,622	143,730	137,317	90,675	3,745	161,961
매출액	2023	2,145	42,305	1,839	23,196	35,902	32,235	699	13,900
	2024F	3,196	43,844	3,000	25,080	37,810	33,847	903	19,389
	2025F	4,419	48,061	3,300	26,880	40,780	35,709	924	23,970
영업이익	2023	466	3,249	702	3,885	5,944	4,864	63	2,837
	2024F	1,020	3,800	1,150	4,521	6,601	5,923	99	5,700
	2025F	1,470	4,540	1,129	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익률	2023	21.7%	7.7%	38.1%	16.7%	16.6%	15.1%	9.0%	20.4%
	2024F	31.9%	8.7%	38.3%	18.0%	17.5%	17.5%	11.0%	29.4%
	2025F	33.3%	9.4%	34.2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
당기순이익 (지배)	2023	391	2,060	564	3,218	4,006	3,771	55	2,578
	2024F	774	2,646	800	3,718	4,732	4,400	90	4,900
	2025F	1,175	3,247	780	4,639	5,314	4,198	107	6,341
PER	2023		10.7	5.7	30.0	25.5	18.3	18.4	33.1
	2024F		23.0	9.5	38.7	29.0	20.6	41.4	33.1
	2025F		15.1	9.8	31.0	25.8	21.6	34.9	25.5

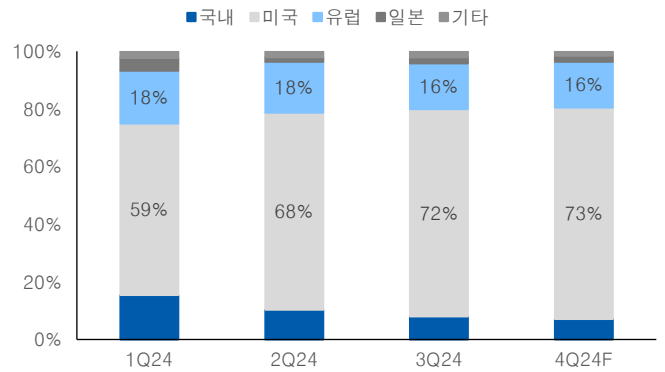
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 산일전기, 제룡전기는 당사 추정, 그 외는 Refinitiv 컨센서스, 11월 25일 기준

산일전기 사업부문 매출액 추이 및 전망



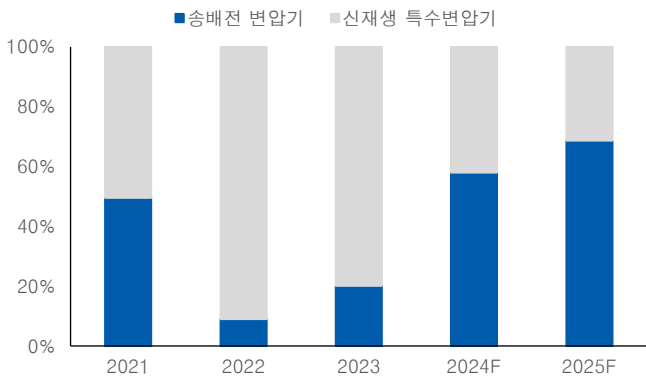
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 지역별 매출 비중 추이 및 전망



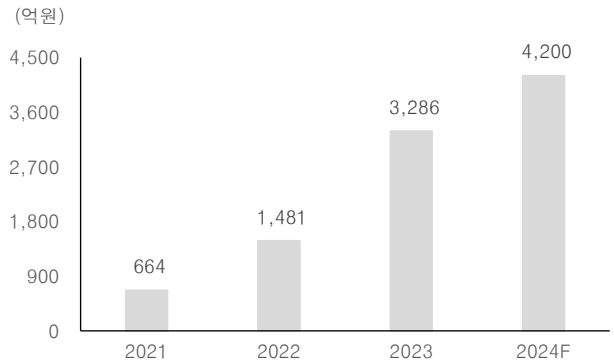
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 미국향 사업부문 비중 추이 및 전망



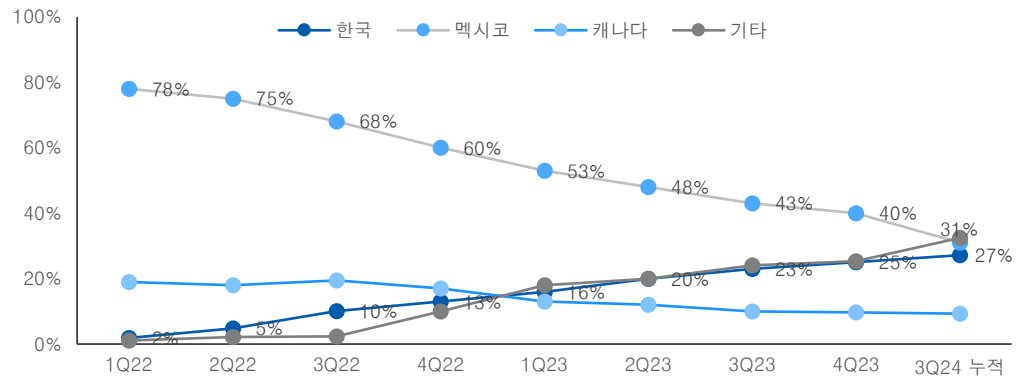
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 신규 수주 추이 및 전망



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

미국 배전 및 특수 변압기 수입 비중



자료: Global Trade Atlas, 유안타증권 리서치센터

산일전기 (062040) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	648	1,183	2,145	3,196	4,419
매출원가	546	868	1,367	1,797	2,485
매출총이익	102	315	778	1,399	1,934
판매비	98	185	312	378	464
영업이익	5	130	466	1,020	1,470
EBITDA	27	150	494	1,045	1,491
영업외손익	8	-93	15	30	66
외환관련손익	4	-8	8	-2	30
이자손익	-3	-9	-15	21	43
관계기업관련손익	0	-4	0	0	0
기타	7	-72	22	11	-6
법인세비용차감전순이익	13	36	481	1,050	1,536
법인세비용	1	29	102	276	361
계속사업순이익	11	7	379	774	1,175
중단사업순이익	0	0	11	0	0
당기순이익	11	7	391	774	1,175
지배지분순이익	11	7	391	774	1,175
포괄순이익	0	0	518	901	1,303
지배지분포괄이익	0	0	518	901	1,303

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-44	17	352	534	857
당기순이익	11	7	391	774	1,175
감가상각비	13	14	28	24	21
외환손익	0	20	4	2	-30
중속, 관계기업관련손익	0	4	0	0	0
자산부채의 증감	-92	-121	-271	-393	-437
기타현금흐름	24	94	201	127	127
투자활동 현금흐름	-88	-46	-159	58	56
투자자산	0	-1	-3	-2	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-39	-18	-227	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-48	-27	71	60	58
재무활동 현금흐름	106	66	-22	-54	-296
단기차입금	54	54	-130	4	5
사채 및 장기차입금	29	4	-103	0	0
자본	0	0	229	0	0
현금배당	0	-4	-4	-45	-288
기타현금흐름	23	12	-13	-13	-13
연결범위변동 등 기타	0	0	0	165	218
현금의 증감	-25	37	171	702	835
기초 현금	28	3	41	212	914
기말 현금	3	40	212	914	1,749
NOPLAT	5	130	466	1,020	1,470
FCF	-83	-1	125	534	857

자료: 유안타증권

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	382	737	1,033	2,144	3,449
현금및현금성자산	3	40	212	914	1,749
매출채권 및 기타채권	209	330	322	486	672
재고자산	160	348	443	661	913
비유동자산	567	513	880	858	839
유형자산	406	410	807	782	761
관계기업 등 지분관련 자산	9	41	0	0	0
기타투자자산	97	58	70	72	75
자산총계	950	1,250	1,913	3,002	4,288
유동부채	448	759	529	741	988
매입채무 및 기타채무	118	234	271	404	558
단기차입금	155	209	70	70	70
유동성장기부채	132	153	26	26	26
비유동부채	95	89	125	146	171
장기차입금	75	58	77	77	77
사채	0	0	0	0	0
부채총계	543	848	654	887	1,158
지배지분	407	403	1,259	2,115	3,130
자본금	21	21	24	24	24
자본잉여금	5	5	231	231	231
이익잉여금	262	259	695	1,424	2,311
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	407	403	1,259	2,115	3,130
순차입금	351	366	-44	-741	-1,592
총차입금	362	420	187	201	196

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	268	164	8,807	2,972	3,860
BPS	9,538	9,437	26,290	6,960	10,300
EBITDAPS	634	3,505	11,139	4,013	4,899
SPS	15,198	27,734	48,385	12,276	14,515
DPS	100	100	947	947	947
PER	-	-	-	19.6	15.1
PBR	-	-	-	8.4	5.7
EV/EBITDA	-	-	-	16.3	10.9
PSR	-	-	-	4.8	4.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	0.9	82.5	81.3	49.0	38.3
영업이익 증가율 (%)	-73.7	2,591.6	259.7	119.0	44.1
지배순이익 증가율 (%)	-20.0	-38.8	5,480.2	98.2	51.9
매출총이익률 (%)	15.8	26.6	36.3	43.8	43.8
영업이익률 (%)	0.7	11.0	21.7	31.9	33.3
지배순이익률 (%)	1.8	0.6	18.2	24.2	26.6
EBITDA 마진 (%)	4.2	12.6	23.0	32.7	33.8
ROIC	0.7	3.7	39.0	59.6	77.8
ROA	1.3	0.6	24.7	31.5	32.2
ROE	2.9	1.7	47.0	45.9	44.8
부채비율 (%)	133.4	210.5	51.9	41.9	37.0
순차입금/자기자본 (%)	86.4	90.9	-3.5	-35.1	-50.9
영업이익/금융비용 (배)	1.0	11.3	26.2	87.7	123.3

산일전기 (062040) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중 축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-25

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

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

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