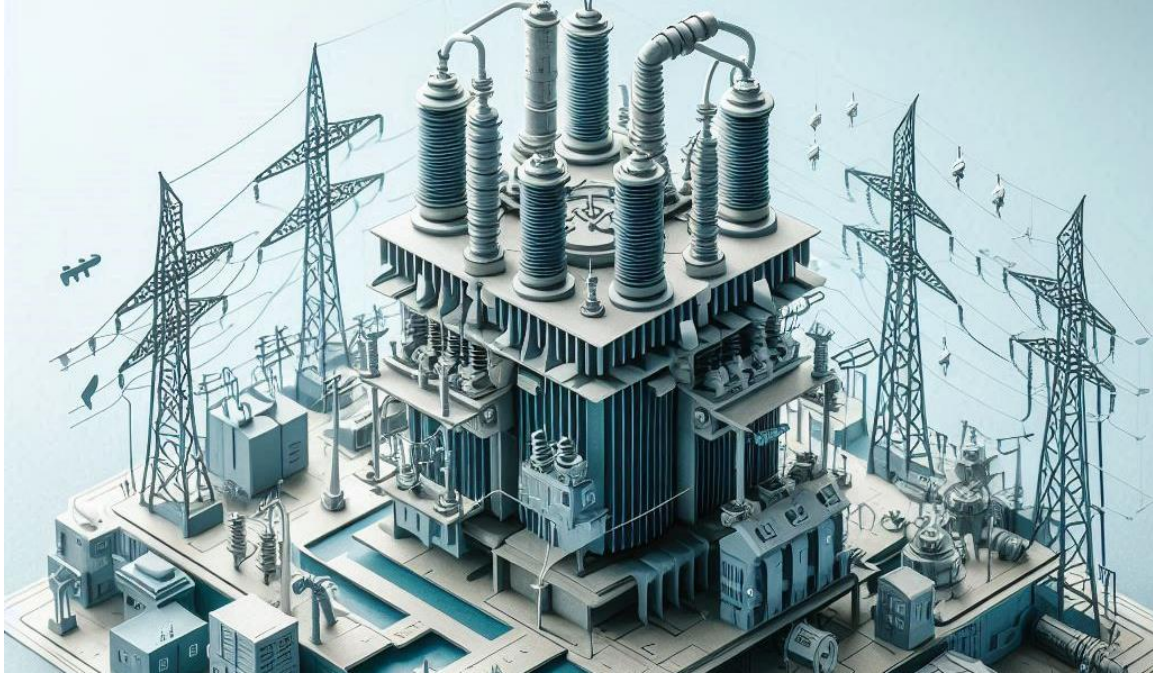


IT하드웨어/IT인프라

박희철

02)6742-3697

phc3312@heungkuksec.co.kr



(Overweight)

# 전력기기

## 상승 가도 속 체크포인트

AI 발전을 필두로 새로운 레벨의 전력 수요가 요구되고 있다. 유례없는 전력 인프라 투자로 인해 대표적인 전력기기인 변압기는 공급 부족이 심화되면서 변압기 제조 기업들은 사상 최고치의 수주잔고와 리드타임을 기록하고 있다. 이미 수요 급증 및 공급 부족으로 인해 전력기기는 상승 사이클을 지나고 있다. 사이클의 한 가운데에서 투자자들은 사이클의 장기 지속성과 현 시점 트레이딩을 위한 포인트를 점검할 필요가 있다. 미국을 중심으로 하는 역대급의 전력 인프라 수요에 대해 확인하고, 현 사이클이 지속될 이유와 함께 대선 결과에 따른 시나리오, 타 지역의 확장성을 확인해 전력기기 업체들의 투자 매력도를 점검하고자 한다.

## Contents

3p	<b>I. Executive Summary</b>
	1. Key Chart
	2. 분석대상 기업 요약
	3. Peer Valuation Table
13p	<b>II. 산업분석</b>
	1. 전력기기 산업의 이해
	1) 전력 공급 구조
	2) 변압기의 원리와 구조
16p	2. 국내 전력기기 산업 Case Study
	1) 과거 사이클 – 2000년대 ~ 2010년대 초반
	2) 사이클 재진입의 시작 – 2020년대 초반
21p	3. 전력기기 수요 & 공급 전망
	1) 공급 – 제한적인 공급 환경 지속
	2) 수요 – 전력 수요의 New Normal과 함께
25p	4. 상승 가도 속 체크포인트
	1) 미국 시장 수요의 장기화 여부
	2) 핵심 수요처의 정책 지원 여부
	3) 트럼프 당선 시나리오 – 전력 인프라 투자는 건조할 것
	4) 해리스 당선 시나리오 – 전기화 추세 가속화
	5) 핵심 지역 확장 가능성 확인 – 유럽, 중동
40p	<b>III. 기업 분석</b>
- 41p	1. HD현대일렉트릭 (267260): 대장의 품격
- 46p	2. LS ELECTRIC (010120): 간과하고 있는 배전기기의 잠재력
- 51p	3. 효성중공업 (298040): 미국 침투에 박차를 가하며

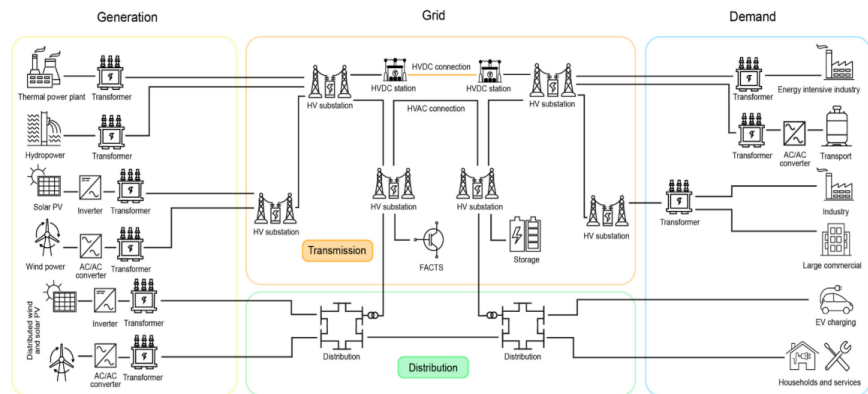
## I. Executive Summary

- ◆ 전력망 구조는 발전 → 송전 → 배전 → 소매의 구조를 형성하고 있다. 발전에서 소매로 이어지는 과정에서 송압 및 강압은 필수적인데, 이때 필요한 전력기기가 변압기이다. 변압기는 교류 전력이 야기하는 전자기 유도현상을 통해 이뤄지기 때문에 교류 전력이 필수적이다. 전력망의 핵심 전력기기인 변압기는 전력 수요 확대에 따라 변압기의 수요도 확대된다.
- ◆ 과거 변압기 수요 상승 사이클은 2004년부터 시작해 2011년까지 이어졌다. 핵심 수출처는 미국과 중동으로 미국은 2003년 대정전 이후 전력 인프라 현대화에 대한 수요가 크게 상승하면서 국내산 변압기 수요가 확대됐고, 중동은 2005년 사우디아라비아의 전력법 개정 이후 본격적으로 변압기 수출이 증가했다.
- ◆ 변압기 수요는 빠르게 확대되고 있지만, 변압기의 공급 확대는 제한적이다. 변압기 제조는 노동집약적으로 시설 투자가 공급 확대에 곧장 이어지지 않는다. 변압기의 수급 불균형은 변압기 가격을 상승시키고 리드타임을 늘리고 있다. 공급 확대는 제한적인 가운데, 전력 수요는 기술 발전에 따른 AI 데이터센터의 확대, 전기화 추세 지속, 이상 기후 등의 영향으로 새로운 국면을 맞이해 전력기기의 수급 불균형은 장기화될 것으로 예상된다.
- ◆ 현 상승 추세의 핵심 수요처는 미국이다. 미국은 1) AI 기술 발달에 따른 데이터센터 확대, 2) 신재생 에너지 위주의 신규 전력 공급, 3) 규정 및 전력기기 공급 부족의 문제로 야기되는 연결 지연 등의 문제로 장기적으로도 전력기기에 대한 강한 수요세가 이어질 전망이다.
- ◆ 추가적으로 미국은 IIJA, IRA와 같은 전력 인프라 수요를 자극하는 강력한 인프라 법안이 존재한다. 두 법안을 통해 전력망 관련 프로젝트에 집행될 예상은 총 약 3,800억 달러 수준으로 전망된다. 특히 미국 에너지부(DOE)의 직접적인 전력망 교체 및 신규 프로젝트 지원과 연방 전력 규제 기관인 FERC의 전력망 연결 지연을 완화하기 위한 제도 개선이 이어지고 있어 정부 주도의 전력기기 수요 강세가 예상된다.
- ◆ 현재 국내 전력기기 기업들은 트럼프 당선에 따른 정책 불확실성 우려에 따라 추가 상승이 제한되고 있다. 하지만 실질적으로 트럼프 당선 시 핵심 기조인 'American First'에 따라 경쟁력 있는 제조업의 적극적인 Re-Shoring/On-Shoring 정책에 따라 산업용 전력 수요 증가가 두드러질 전망이다. 트럼프 정부는 에너지 비용 절감에도 큰 관심을 가지고 있는데, 에너지 절감을 위해서는 신규 발전소 확충과 함께 송배전망 투자가 필수적이다. 해리스의 경우에는 현재 전력 수요 전망치에 더불어 전기화 트렌드 가속화도 예상되어 전반적인 전력기기 수요를 자극할 전망이다.
- ◆ 전력 수요 증가 트렌드는 미국에 국한되지 않는다. 구조적인 전력 수요 증가에 힘입어 유럽과 중동, 동남아시아 등 세계의 다양한 지역에서 국내 변압기 업체들의 기회가 많아지고 있다. 레퍼런스를 성공적으로 쌓아 나가는 기업의 성과를 기다릴 시점이다. 결론적으로 수급 불균형으로 인해 상승 가도를 달리는 전력기기 산업은 현 추세가 장기화될 전망이다. 현재 시점에서 사업 전략이 가장 매력적인 **HD현대일렉트릭**을 최선호주로, **LS ELECTRIC**과 **효성중공업**을 차선호주로 제시한다.

## 1. Key charts

그림 1 전력망 구조

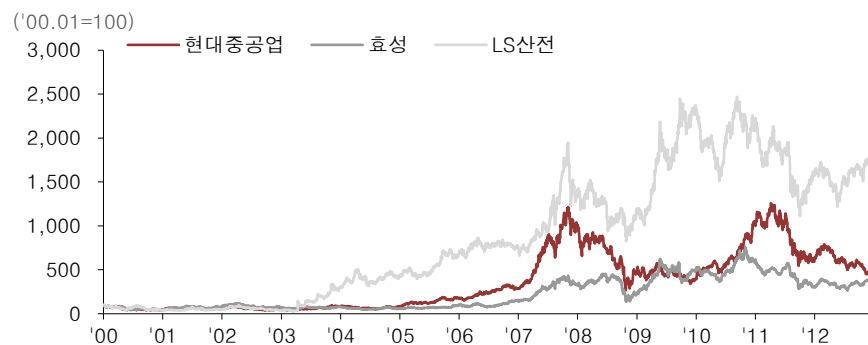
기본적으로  
 발전, 송배전, 수요로  
 구성된 전력망



자료: IEA, 흥국증권 리서치센터

그림 2 과거 사이클 당시 국내 주요 전력기기 기업 주가 추이

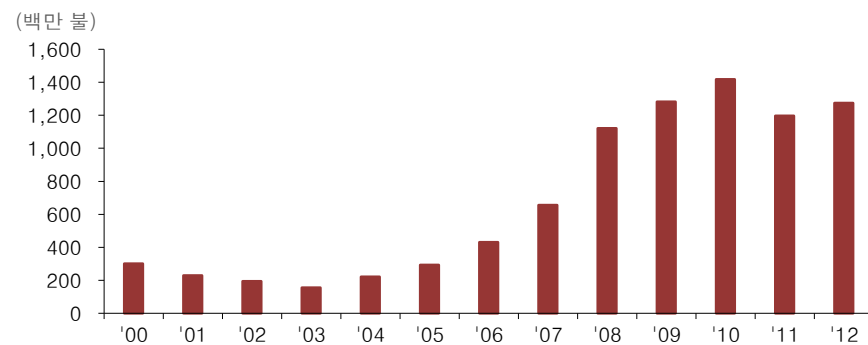
수출액 증가와 더불어  
 순수 전력기기 업체의  
 주가 수익률 돋보여



자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 3 과거 사이클 당시 변압기 전체 수출액 추이

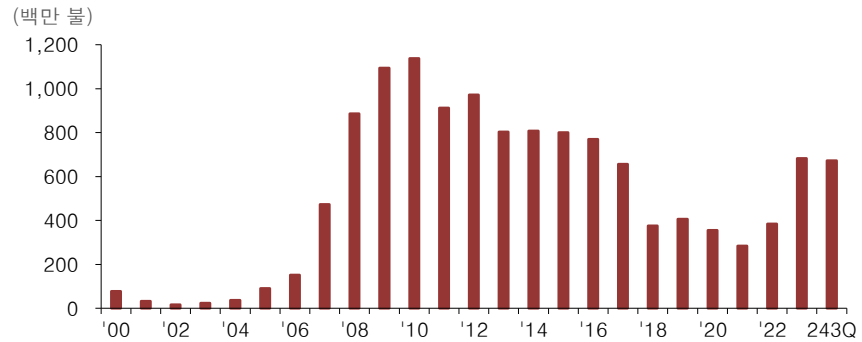
2005년부터  
 미국, 중동 수요 확대  
 수출액 급증



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 4 2000년 이후 초고압 변압기 수출액 추이

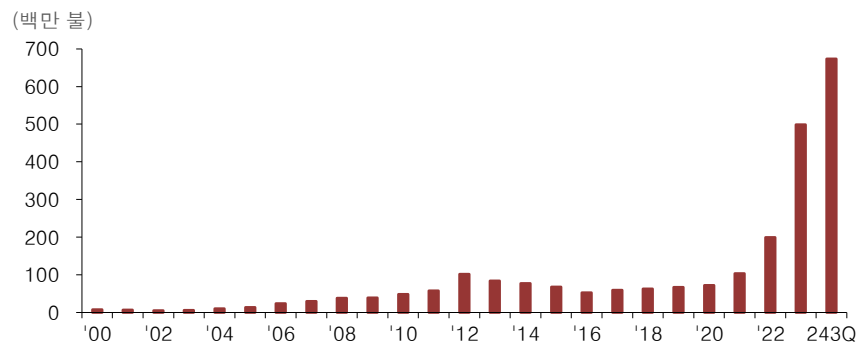
2022년부터 반등하기  
시작한 초고압 수출액



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 5 2000년 이후 중저압 변압기 수출액 추이

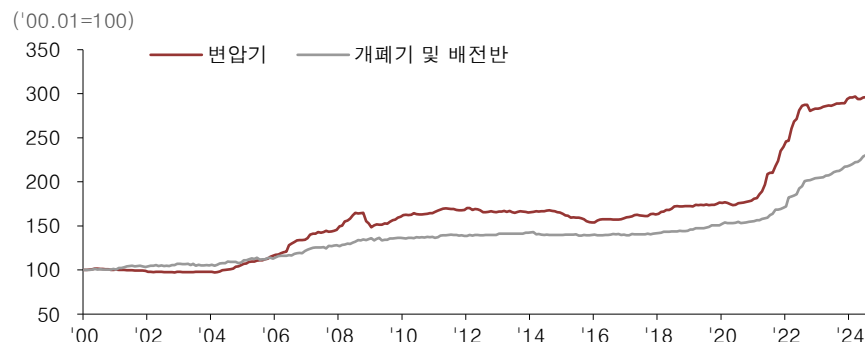
중저압 유입 변압기는  
새로운 수요와 대면



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 6 전력기기 미국 PPI 추이

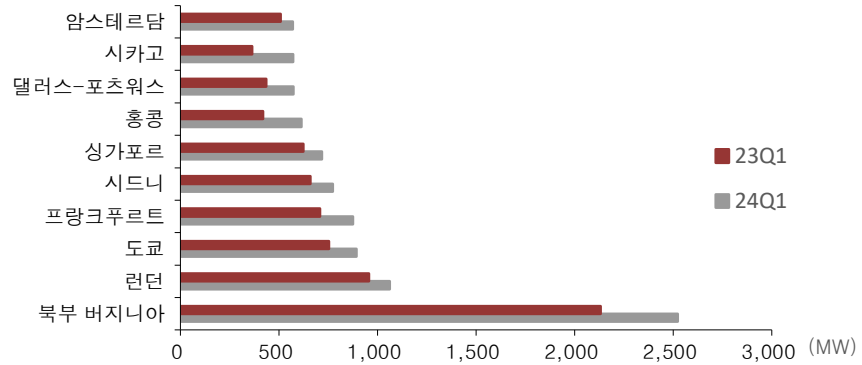
공급 부족 심화로  
전력기기 가격 급등



자료: Trass, 흥국증권 리서치센터

글로벌 데이터센터는  
 빠르게 증가하는 추세

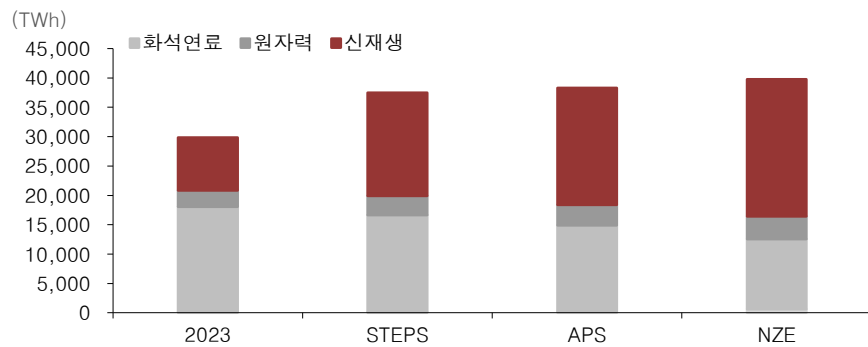
그림 7 2024년 1분기 기준 주요 지역 데이터센터 인벤토리



자료: CBRE, 흥국증권 리서치센터

신재생 위주의  
 신규 발전 수요는  
 전력기기 전방에  
 수혜로 작용

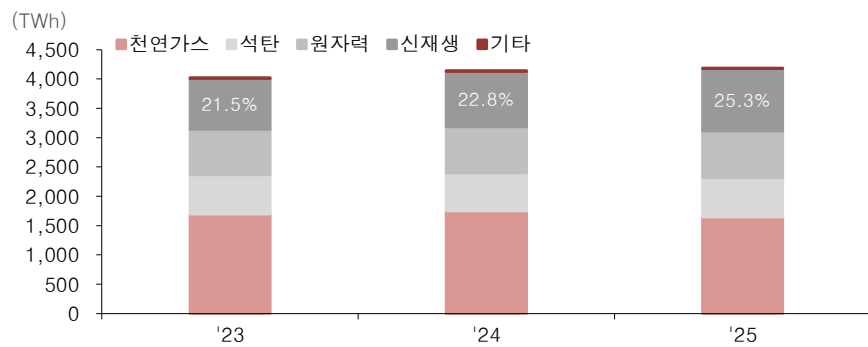
그림 8 2030년 예상 총 전기 생산량 및 발전원 별 전망치



자료: IEA, 흥국증권 리서치센터

미국의 경우에도  
 신재생 위주의  
 에너지 생산 전망

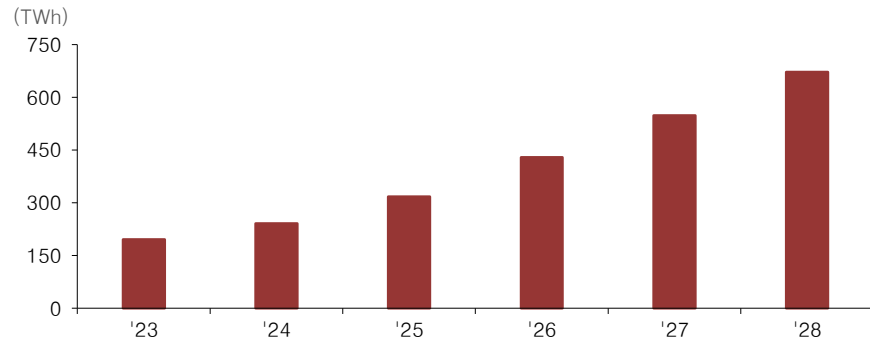
그림 9 미국 총 전력 생산 및 신재생 에너지 생산 전망치



자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

미국 내 데이터센터  
 전력 소모는  
 빠르게 증가할 것

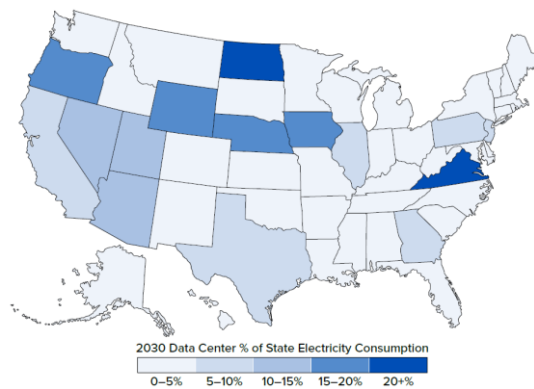
그림 10 미국 데이터센터 연간 전력 소모 전망치



자료: SemiAnalysis, 흥국증권 리서치센터

전력 소비가  
 특정 주에 집중되면서  
 전력망 투자를 자극

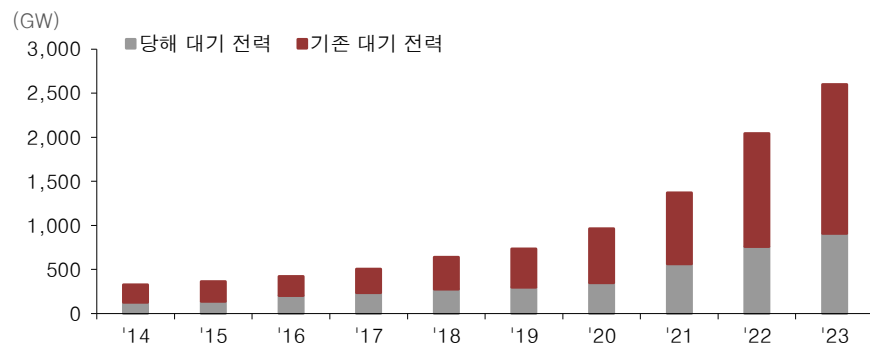
그림 11 2030년 주 전체 전력 소비 대비 데이터센터 전력 소비 비중 전망



자료: EPRI, 흥국증권 리서치센터

전력망 연결 대기  
 수요는 매년 급증

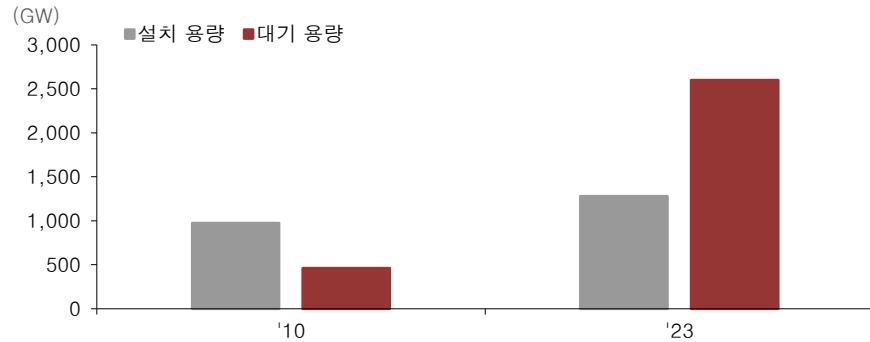
그림 12 미국 내 전력망 연결 대기 용량 추이



자료: Berkeley Lab, 흥국증권 리서치센터

전력망 대기 용량은  
 설치 용량 증가 보다  
 빠르게 증가

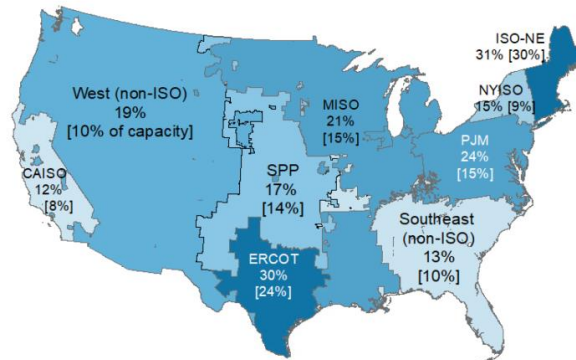
그림 13 2010년 대비 2023년 설치 및 대기용량 비교



자료: Berkeley Lab, 흥국증권 리서치센터

30%를 넘기 힘든  
 상업 허가

그림 14 ISO별 2000~2018년 전력망 연결 대기 프로젝트 중 상업 허가 비중



자료: Berkeley Lab, 흥국증권 리서치센터

전력망 연결 대기  
 수요는 매년 급증

표 1 IIJA 법안의 전력망 관련 프로젝트

프로젝트	규모
Grid Infrastructure security, reliability, and resilience	350억 달러
Fuels and technologies infrastructure investments	252억 달러
Electrification	191억 달러
Clean energy supply chain: Batteries and critical minerals	83억 달러
Energy efficiency support	60억 달러
합계	936억 달러

자료: Deloitte, 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터



표 2 IRA 법안의 전력망 관련 프로젝트

프로젝트	규모
Clean energy technologies deployment	1,327억 달러
Reducing household energy costs	455억 달러
Clean energy manufacturing	419억 달러
Clean vehicles deployment	202억 달러
Clean hydrogen	132억 달러
Clean energy on rural and tribal lands	129억 달러
Industrial decarbonization	121억 달러
Protecting communities from air pollution	30억 달러
Electric grid investment	29억 달러
Energy-efficient and low-carbon buildings	20억 달러
Efficient/effective energy infrastructure permitting	10억 달러
합계	2,874억 달러

자료: Deloitte, 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

표 3 RPowerEU 중장기 목표

주요 중장기 목표
3,000억 유로 규모의 RPowerEU 기금 추진
30억 유로의 선행 프로젝트를 통한 산업 탈탄소화 촉진
신재생 에너지의 신속한 허가를 위한 새로운 법률 추진
2030년까지 EU 범위의 에너지 효율성 9%에서 13%로 개선
2030년까지 유럽의 재생 가능 에너지 목표 40%에서 45%로 확대
운송 부문의 에너지 효율성을 높이기 위한 규제 조치
2025년까지 17.5GW의 전해조 구축을 통해 1,000만톤의 재생 가능 수소 EU 공급

자료: EC, 흥국증권 리서치센터

표 4 트럼프 정부의 주요 정책

주요 정책
<b>현행 법인세 21% → 20%로 감면 (미국 내 제조 기업의 경우 15%로 감면)</b>
세금 감면 및 일자리 창출법 영구 연장
팁, 초과근무 수당, 사회보장 혜택에 대한 소득세 폐지
지방 및 주 소득세 공제 복구
자녀 세액 공제 \$5000로 확대
<b>중국산 상품 60% 관세 부과</b>
국가 안보 관련 분야 중국 투자 제한 강화
중국 반도체 수출 제한 강화
최선호 무역 지위 철회
<b>모든 품목 관세 10~20% 부과</b>
EU 철강 및 알루미늄 관세 재부과
미국 WTO 탈퇴 고려
전반적인 규제 철폐
M&A 장벽 완화 및 승인 시간 단축
저에너지 효율 가전에 대한 규제 철폐
미국 교육부 제거
통화 정책 완화와 저금리 선호 정책
메디케어 민영화 및 외래 환자 치료 지원비 감축
보험사에 지급하는 메디케어 지원금 축소
석유 및 가스 시추에 대한 세금 인센티브 제공
탄소 포집 크레딧 확대
<b>EV 세액 공제 폐지</b>
<b>IRA의 그린 에너지 세금 인센티브 철회</b>
방위비 증액
우크라이나 전쟁 지원 중단
이스라엘 지원 강화
NATO 회원국에게 GDP의 최소 2%를 국방비로 지출하도록 압박
<b>제조업 On-Shoring 지원</b>
대중교통 및 환경오염 관련 지출 축소
불법 체류자 추방 확대

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

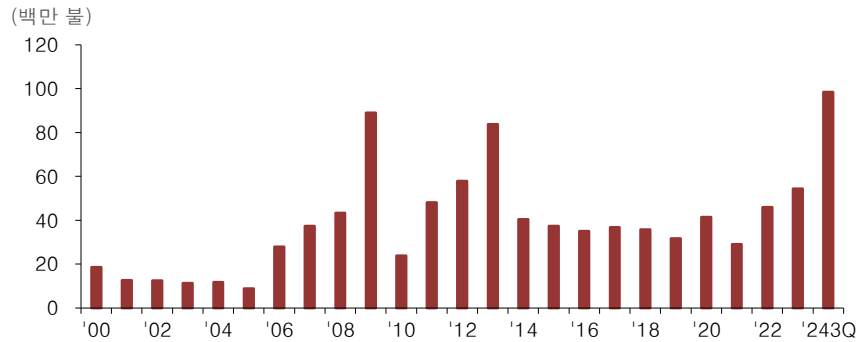
표 5 해리스 정부의 주요 정책

주요 정책
법인세 21%에서 28%로 확대
CAMT 15%에서 21%로 확대
자사주 매입에 대한 세금 1%에서 4%로 확대
신규 창업 공제액 \$50,000로 확대
세금 감면 및 일자리 창출법 연소득 40만 달러 대상자 제외
\$75,000 달러 이하의 팁에 대한 소득세 폐지
재산 및 증여세 면제 2018년 이전으로 롤백
표준 공제액 2018년 이전으로 롤백
1억 달러 이상 소득에 25%의 재산세 부과
100달러 초과 소득에 대한 세금을 22.4%에서 33%로 인상
1세 미만 자녀 가정 자녀 세액 공제 \$6,000으로 인상
신규 주택 구매자, 4년간 25,000달러의 세액 공제
주택 건설 촉진을 위한 연방 펀드 제공
저소득 가구를 위한 근로소득 세액 공제 확대
<b>산업 및 지정학적 경쟁 제품 대상으로 관세 부과</b>
<b>국가 안보와 관련된 분야에 중국 투자 제한 강화</b>
연방 최저임금 \$7.25에서 \$15로 인상
식료품 가격 인상 금지
반독점 이니셔티브/집행 확대
메디케어 처방 비용에 대한 자기 부담금 \$2,000에서 한도 확대
<b>EV 지원금을 상업용 운송수단 대상까지 확대</b>
탄소 포집 공제 확대
우크라이나에 대한 지원 유지
이스라엘/하마스 전쟁 휴전 촉구
NATO 전폭 지지
<b>미국 반도체 업체와 국내 생산에 대한 인센티브 제공</b>
<b>On-Shoring에 대한 인센티브 제공</b>
미국 제조업체들을 위한 1,000억달러 규모의 세액공제 혜택
난민에 대한 국경 관리 강화
마약 반입 억제를 위한 국경 관리 예산 확대

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

반등하기 시작한  
 유럽향 수출액

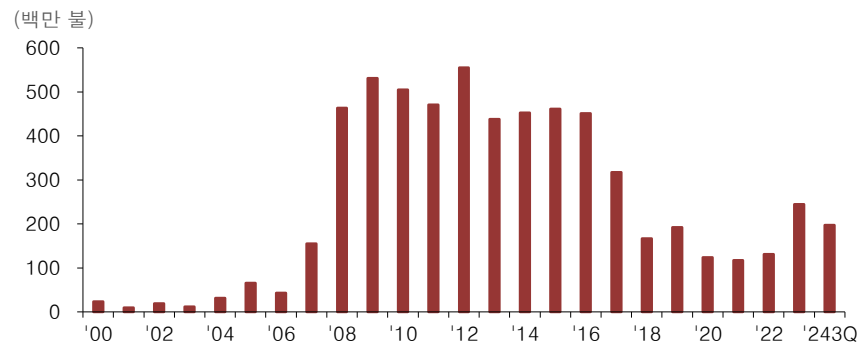
그림 15 유럽향 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

과거 수준을 고려하면  
 잠재력 높은 시장

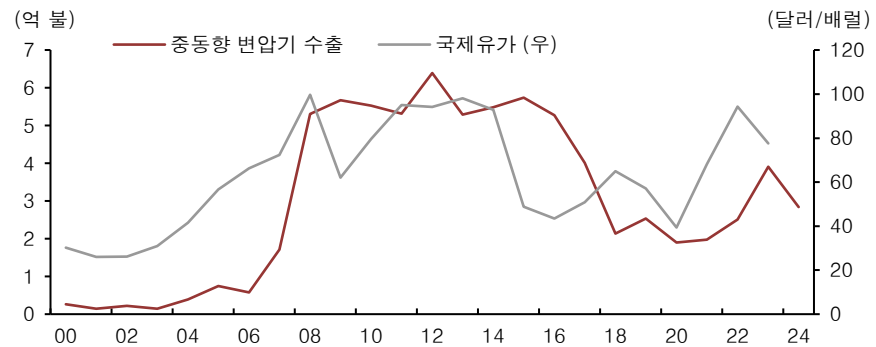
그림 16 중동향 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

유가 상승은  
 인프라 투자를 확대

그림 17 국제 유가와 중동향 변압기 수출 추이 비교



자료: KITA, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

## 2. 분석대상 기업 요약

구분		HD현대일렉트릭 (KS.267260)	LS ELECTRIC (KS.010120)	효성중공업 (KS.298040)
투자의견		Buy (신규)	Buy (신규)	Buy (신규)
목표주가(원)		450,000	210,000	500,000
현재주가(원)		329,000	154,400	390,500
상승여력(%)		36.6	36.0	28.0
절대수익률(%)	1M	(1.3)	0.8	24.0
	3M	12.1	(29.5)	20.0
	6M	44.8	(2.6)	41.0
	12M	352.0	98.7	123.5
시장 대비	1M	(0.5)	1.7	24.8
상대수익률(%)	3M	19.1	(22.5)	26.9
	6M	47.1	(0.4)	43.2
	12M	343.7	90.5	115.3
매출액증가율(%)	2023	28.4	25.3	22.5
	2024E	31.4	3.2	12.3
	2025E	18.3	9.3	13.4
영업이익증가율(%)	2023	136.9	73.2	80.0
	2024E	126.0	14.0	25.8
	2025E	30.5	19.3	50.9
순이익증가율(%)	2023	59.5	128.1	1,035.4
	2024E	104.6	23.8	58.7
	2025E	27.8	20.4	68.1
P/E(배)	2023	11.4	10.7	13.0
	2024E	22.4	17.8	19.8
	2025E	17.5	14.8	11.8
P/B(배)	2023	2.8	1.3	1.4
	2024E	7.8	2.4	2.9
	2025E	5.5	2.2	2.3
ROE(%)	2023	27.7	12.6	11.3
	2024E	41.2	14.0	15.6
	2025E	36.9	15.1	21.9
배당수익률(%)	2023	1.2	3.8	1.5
	2024E	0.5	2.1	0.7
	2025E	0.6	2.1	0.9

주: 2024년 10월 22일 종가 기준

자료: 흥국증권 리서치센터

### 3. Peer Valuation Table

구분		Schneider Electric	Eaton	ABB	Hitachi	WEG	평균
현재주가(원)		242.2	343.6	49.1	3,898.0	56.0	
시가총액(십억원)		207,726	188,722	145,684	165,105	56,921	
주가수익률	1M	3.4	3.9	2.2	6.2	6.7	3.2
	3M	5.6	7.1	(0.6)	13.0	19.5	2.3
	6M	17.5	10.5	10.4	47.5	48.2	18.8
	12M	73.2	78.1	67.7	125.3	68.1	91.2
P/E	2023	25.4	28.9	21.9	21.9	27.0	26.4
	2024(E)	29.5	32.0	24.5	27.0	39.1	31.7
	2025(E)	25.9	28.7	22.7	22.4	33.4	26.4
P/B	2023	3.9	5.1	6.1	2.3	8.9	6.7
	2024(E)	4.7	7.1	7.0	3.0	11.1	8.7
	2025(E)	4.3	6.5	6.0	2.8	9.6	7.0
EV/EBITDA	2023	15.4	20.7	15.2	10.9	21.4	18.6
	2024(E)	19.0	24.9	16.9	13.5	27.5	22.2
	2025(E)	16.7	22.3	15.1	11.9	23.5	18.3
매출액 성장률	2023	7.8	11.8	9.5	(16.2)	12.2	16.1
	2024(E)	5.1	8.3	2.1	(6.9)	1.8	7.9
	2025(E)	7.4	7.7	5.5	7.9	17.5	12.9
영업이익 성장률	2023	23.5	64.2	46.0	(9.8)	32.1	115.2
	2024(E)	11.9	25.9	9.7	13.6	4.4	23.1
	2025(E)	11.8	12.2	12.8	16.5	16.2	20.1
영업이익률	2023	16.5	16.7	15.1	8.0	19.9	16.1
	2024(E)	17.6	19.5	16.2	9.7	20.4	18.2
	2025(E)	18.3	20.3	17.4	10.5	20.2	19.4
순이익률	2023	11.1	13.9	11.6	6.1	17.6	13.1
	2024(E)	12.2	16.5	12.9	7.0	16.0	14.4
	2025(E)	12.9	17.1	13.2	7.8	15.4	15.2
ROE	2023	15.4	17.8	28.6	11.1	35.6	26.5
	2024(E)	16.6	21.3	28.3	11.4	30.4	27.2
	2025(E)	17.1	22.6	27.6	13.0	30.5	28.1

## II. 산업 분석

### 1. 전력기기 산업의 이해

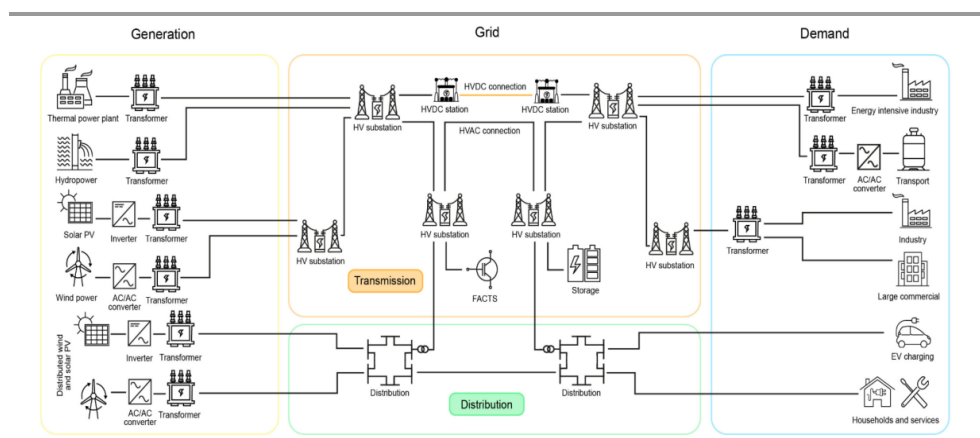
#### 1) 전력 공급 구조

전력이 수용가에 공급되기 위해서는 발전 → 송전 → 배전 → 소매의 구조로 공급된다. 발전은 전력을 생산하는 과정으로 화력, 원자력, 태양열, 풍력 등 다양한 발전원에서 에너지 변환을 통해 이뤄진다. 통상적으로 터빈이 사용되는 경우 교류 전력이 발전된다. 대표적으로 화력, 원자력 등이 그 예시이다. 태양열, 풍력 등의 신재생 에너지 발전소는 직류를 발전하는 경우도 많아지고 있다. 발전된 전력은 변전소를 통해 송전을 위한 초고압으로 승압된다. 승압이 필요한 이유는 전력 손실을 줄이기 위함이다. 같은 전력일 경우 전압이 증가할수록 전류가 줄어들어 송전 시 발생하는 손실율이 낮아지기 때문이다. 이때 변전소에 사용되는 변압기가 통상 초고압 변압기다. 송전되는 전력은 국내에선 765KV, 345KV 수준의 고압으로 변압되어 장거리를 이동한 뒤 배전을 위한 강압이 필요하다. 배전을 위해 통상 22.9KV로 강압된 뒤, 직접 변압해 사용하는 대형 건물이나, 공장 등에 공급되고, 일반 가정이나 상업용의 경우 주상/지상 변압기를 통해 우리에게 익숙한 220V, 380V로 강압되어 사용되는 것이다.

전력망을 구성하는 과정 중 소비를 위해서는 변압이 필수적이다. 국내 전력기기 업체들은 대부분 변압에 사용되는 전력기기를 주요 제품으로 제조하고 있다. 변압에 초점을 맞춰 살펴보면 승압과 강압의 주체인 변압기, 부하 전류를 개폐하거나 누전 및 단락을 차단하는 차단기, 전력기기의 제어 및 계측 기능을 수행하는 배전반 등이 있다. 현재 전력기기 내에서 공급 부족을 야기해 현 사이클을 만들어낸 핵심 제품은 변압기이다.

그림 18 전력망 구조

발전, 송배전, 소비로  
 구성된 전력망



자료: IEA, 흥국증권 리서치센터

## 2) 변압기의 원리와 구조

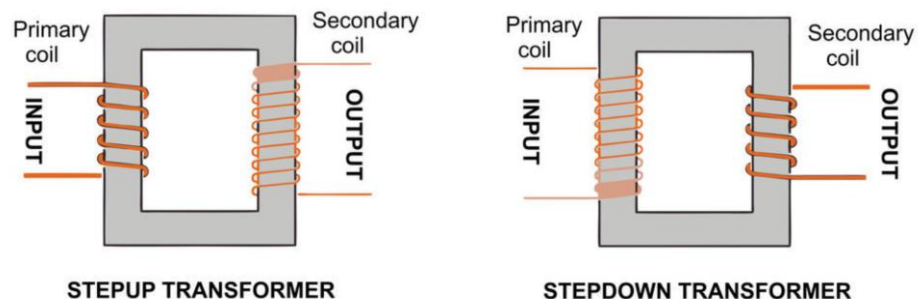
전력기기 사이클의 핵심 제품인 변압기는 교류로 인해 야기되는 전자기 유도현상을 통해서 승압과 강압을 한다. 전자기 유도현상은 도체와 외부 자기장 사이에 운동이 존재할 때, 도체에 전압이 유도되는 현상을 뜻하는데, 쉽게 말해 극성의 크기와 방향이 바뀌는 전류가 필요하다. 전류는 직류와 교류로 분류할 수 있다. 두 분류 간의 핵심 차이는 극성의 크기와 방향이 바뀌는 여부다. 직류의 경우 전자의 방향이 일정한 전류로 극성의 크기와 방향이 일정한 반면 교류는 시간에 따라 극성의 크기와 방향이 바뀌는 전류로 주파수에 맞춰서 반복적인 파형을 그린다. 즉, 교류 전력은 전자기 유도현상을 발생시킬 수 있다.

변압기의 구조를 살펴보면 기본적으로 중앙에 철심을 기준으로 전류가 들어오는 1차 권선과 전류가 나가는 2차 권선이 감긴 형태이다. 1차 권선에 교류가 흐르면 철심 속에 자기력이 야기되고, 자기력의 방향과 크기가 주파수에 맞춰 변하기 때문에 운동이 발생해 2차 권선에 기전력이 유도된다. 만약 1차 권선에 직류가 흐를 경우 자기력은 발생할 수 있으나, 전자의 방향이 일정해 운동이 발생하지 않아 기전력을 유도할 수 없다.

승압과 강압은 1차 권선과 2차 권선 사이의 감은 횟수인 권수 차이에 따라 구분된다. 1차 권선 대비 2차 권선의 권수가 높으면 승압되고, 권수가 낮으면 강압된다. 즉, 권수에 전압(V)은 비례하고, 전류(A)는 반비례한다는 뜻으로 총 용량(VA)이 유지되어야 하기 때문에 높은 권수에서 낮은 권수로 가면 전압은 강압되고 전류가 증가하게 된다는 뜻이다. 전력 손실은 전류에 비례하게 발생하는데, 이로 인해 높은 전류는 전력 공급 과정 속에서 손실을 늘려 비효율을 야기한다. 이러한 원리로 인해 송전을 위해서 승압이 필요한 이유이다.

그림 19 승압 / 강압 변압기 구조

1차와 2차 권선 수  
 차이에 따라 결정



자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터



표 6 승압 변압기와 강압 변압기 비교

구분	승압 변압기	강압 변압기
권선 수	1차 < 2차	1차 > 2차
전류	1차 > 2차	1차 < 2차
기전력	1차 < 2차	1차 > 2차
변환비(K)	$K > 1$	$K < 1$

자료: 업계 자료, 흥국증권 리서치센터

표 7 직류 시스템과 교류 시스템 비교

구분	직류 시스템	교류 시스템
전압 변환	교류 전환 필요	변압기 이용 용이
송전 방식	2상 송전	3상 송전
송전 효율	교류 대비 매우 높은 효율	표피효과, 안정도 문제로 효율 낮음
절연 비용	교류보다 저렴	직류보다 1.4배 이상 절연 필요
계통 연계성	전압 크기 동기화 필요	위상, 주파수, 크기, 회전 방향 동기화 필요
에너지 변환	전력 변환시 손실 증가	전력 변환시 손실 감소
변환 횟수	불필요 또는 1회	2회 전력 변환 필요
전자기파 영향	유도장해 X	근접기기에 유도장해 유발

자료: 업계 자료, 흥국증권 리서치센터

## 2. 국내 전력기기 산업 Case Study

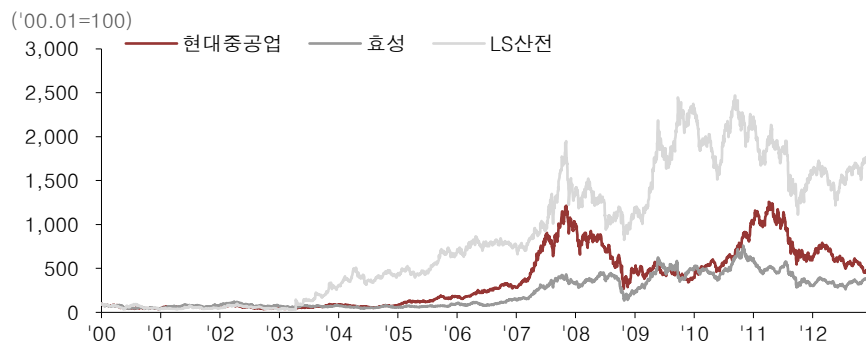
### 1) 과거 사이클 - 2000년대 ~ 2010년대 초반

2000년대 초중반부터 2010년대 초반까지 변압기 상승 사이클이 발생한 적이 있다. 미국에서 발생한 2003년 대정전 이후 미국은 높은 정전 회복력과 신뢰성을 목표로 전력망 현대화를 진행하였고, 이에 미국은 당시 핵심 수요처로 부각 받은 바 있다. 당시 국내 변압기 업체들은 미국을 기반으로 수출액을 확대해왔다. 미국 외에는 중동이 핵심 수요처로, 중동은 사우디아라비아가 2005년 전력법을 개정하면서 외국 기업의 참여가 확대되었다. 이에 중동 수출의 활로를 열 수 있었고 상승 사이클 속 주요 수요처로 부각 받게 되었다. 특히 국내산 변압기는 안정적인 공급을 기반으로 경쟁력을 확대해 나갔는데, 이는 포스코를 통해 주요 원재료인 전기강판을 타 지역 대비 저렴하고 안정적으로 공급받을 수 있었기 때문이다. 포스코의 안정적인 공급과 함께 저렴했던 인건비를 바탕으로 국산 변압기는 글로벌 경쟁력을 키워나갔다.

당시 사이클을 뒤돌아보면 미국의 대정전과 중동 전력법 개정이 맞물리는 2004년 ~ 2005년부터 본격적으로 변압기 수출이 증가하기 시작했고, 2011년 미국에서의 반덤핑 제소 직전까지 지속적으로 수출액이 증가해왔다. 특히 핵심 지역으로 수출되는 초고압 유입 변압기의 성장세가 크게 두드러졌었는데, 2004년 미국향 초고압 변압기 수출액은 2,781만 달러 수준에서 반덤핑 제소 이전 사이클 고점 당시인 2010년 4억 589만 달러까지 확대되었으며, 중동향 초고압 변압기 수출액은 2004년 82만 달러에서 2010년 2억 4,255만 달러까지 고성장을 이룬 바 있다. 국산 변압기의 수출액 증가는 당시 변압기 사업을 영위했던 현대중공업, 효성, LS산전의 높은 주가 수익률로 이어졌다. 초고압 변압기 수출 호조가 전반적인 전력기기 기업들의 투자심리 개선에 큰 영향을 준 것이다. 당시 기업들 중 가장 전력기기 매출 비중이 높았던 LS산전의 경우 2003년 변압기 수출 비중 약 14%에서 2010년 약 27%까지 확대된 바 있다. 동기간의 LS산전의 주가 수익률은 더욱 두드러지는데, 2005년에서 2010년까지 5년간 LS산전의 영업이익이 15% 증가하는 동안 주가 수익률은 매년 평균 약 40%를 시현한 바 있다.

그림 20 과거 사이클 당시 국내 주요 전력기기 기업 주가 추이

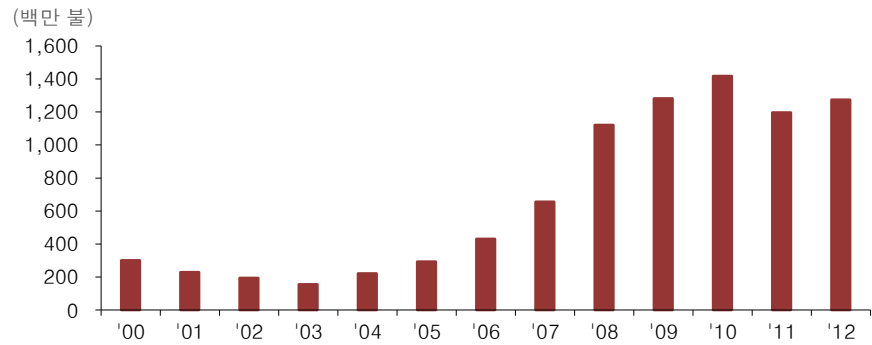
수출액 증가와 더불어  
 순수 전력기기 업체의  
 주가 수익률 돋보여



자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

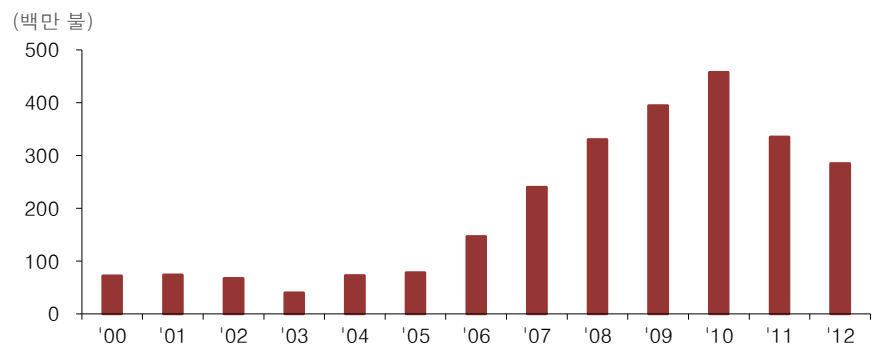
2005년부터  
 미국, 중동 수요 확대  
 수출액 급증

그림 21 과거 사이클 당시 변압기 전체 수출액 추이



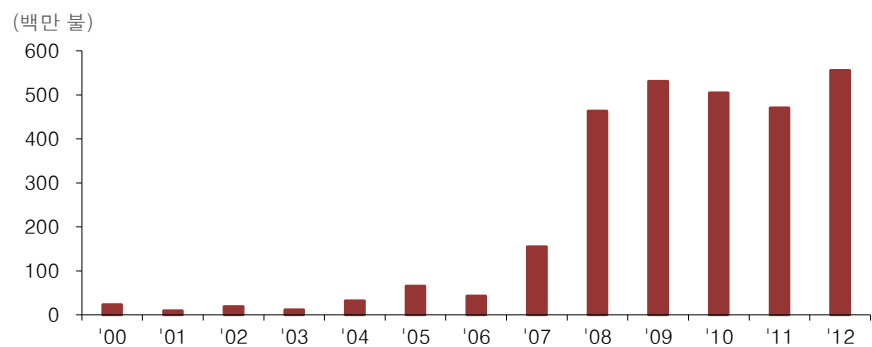
자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 22 과거 사이클 당시 미국향 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 23 과거 사이클 당시 중동향 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

## 2) 사이클 재진입의 시작 - 2020년대 초반

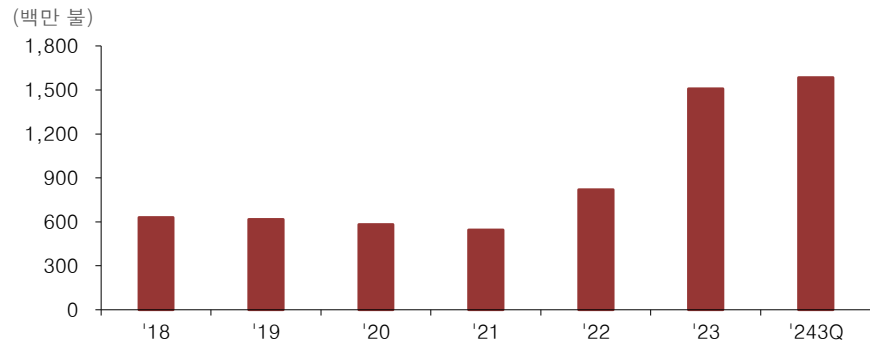
2011년부터 미국의 변압기 반덤핑 제소, 중동의 오일머니 약화에 따른 인프라 투자 감소로 인해 피크아웃이 시작되었다. 이후 미국은 보호무역주의가 강화되면서 비우호적인 대미 수출 환경이 조성되었고, 중동 또한 세일 오일 등장에 따라 머니파워가 약화되면서 다소 소극적인 인프라 투자를 집행해왔다. 비우호적인 수출 환경은 2022년까지 지속되어왔다. 2022년은 변압기 수출의 변곡점으로 러시아와 우크라이나 간 전쟁이 에너지 안보에 대한 수요를 확대시키면서 새로운 수출 상승 사이클이 발생했다. 두 국가 간의 전쟁은 기록적으로 높은 에너지 가격을 형성하게 했고, 이를 대응하기 위한 에너지 안보 및 에너지 효율성 제고 투자는 전 세계적으로 확대되었다.

에너지 수요 측면에서도 상승 사이클을 가속화하고 있다. 수요를 이끄는 요인은 전기화(Electrification) 추세 확산과 AI 기술의 발전이다. 먼저 전기화의 경우 최종 에너지 소비를 전기로 대체하는 것을 뜻하는 용어로 2022년 에너지 위기와 함께 천연가스 및 화석 연료 공급의 지정학적 리스크를 상쇄하기 위해 주력 에너지원을 전기로 바꾸는 트렌드가 전 세계로 확산되고 있다. 전기화에 따라 결국 화석연료 사용량은 축소되고 있으며, 신재생 에너지, 원자력 등이 차세대 전력 발전원으로 부각되고 있는 큰 흐름이 발생한 것이다.

AI 기술 고도화에 따른 전력 수요 증가도 필연적으로 발생하고 있다. Chat-GPT를 시작으로 빅테크 기업들의 AI 개발 경쟁이 심화되고 있는 가운데, 훈련과 추론에 필요한 전력이 빠르게 상승하며 전력 수요 확대 요인의 한 축으로 부각되고 있다. AI 서버에 필요한 전력은 AI 가속기의 핵심 하드웨어인 GPU의 전력 소모량 증가를 통해 확인할 수 있는데 Nvidia의 AI용 GPU의 TDU는 A100이 400W → H100 700W → B200 1,000W로 지속적으로 소모량이 증가하고 있다. IEA의 보고서를 통해서도 살펴볼 수 있다. IEA에 따르면 글로벌 전력 수요는 코로나 이후 2022년 2.4% → 2023년 2.2% 수준으로 증가해왔으나, 향후 AI 데이터센터 확대에 따라 2026년까지 연평균 3.4% 증가세로 가속화를 전망하고 있다. 즉, AI가 야기하는 새로운 전력 패러다임 변화가 시작된 것이다.

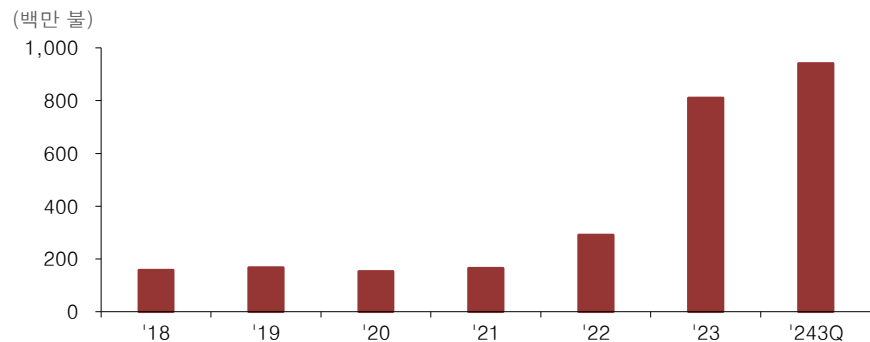
전력 수요 증대에 따라 전력망의 핵심인 변압기는 새로운 사이클에 돌입했다. 현 시점은 상승 사이클 초입에 위치하고 있다. 2022년부터 시작된 시장 변화는 국내 변압기 업체들의 수출 증대로 이어지고 있다. 대표적인 송전망 제품인 초고압 변압기의 경우 YoY로 2022년에는 약 +35%, 2023년 약 +78%로 고성장 중이며, 배전망 제품인 중저압 변압기 역시 YoY로 2022년 약 +93%, 2023년 약 +150% 수준의 고성장을 시현하고 있다. 이미 전력기기 수요 상승 사이클에 돌입한 것이다.

그림 24 2018년 ~ 2024년 3분기 변압기 수출액 추이



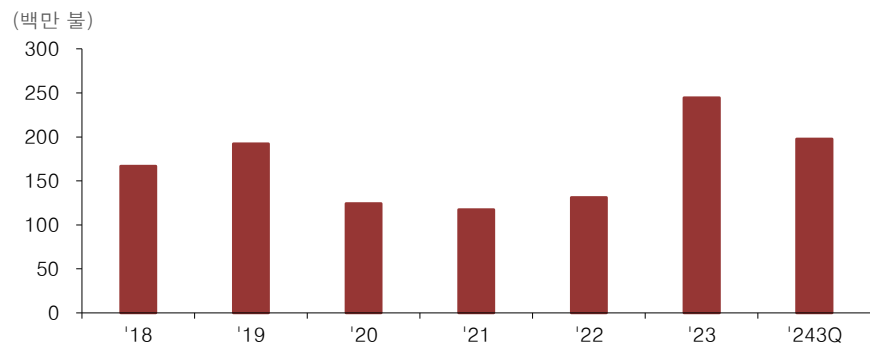
자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 25 2018년 ~ 2024년 3분기 미국향 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

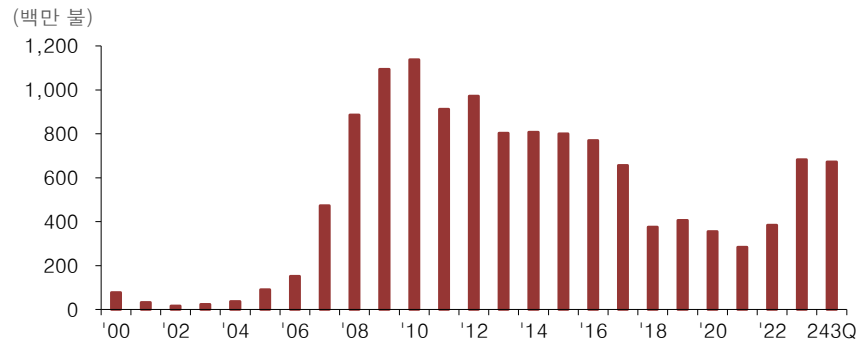
그림 26 2018년 ~ 2024년 3분기 중동향 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

2022년부터 반등하기  
 시작한 초고압 수출액

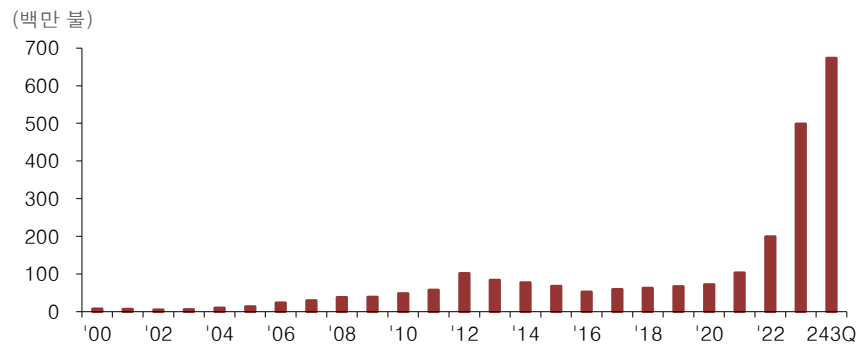
그림 27 2000년 이후 초고압 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

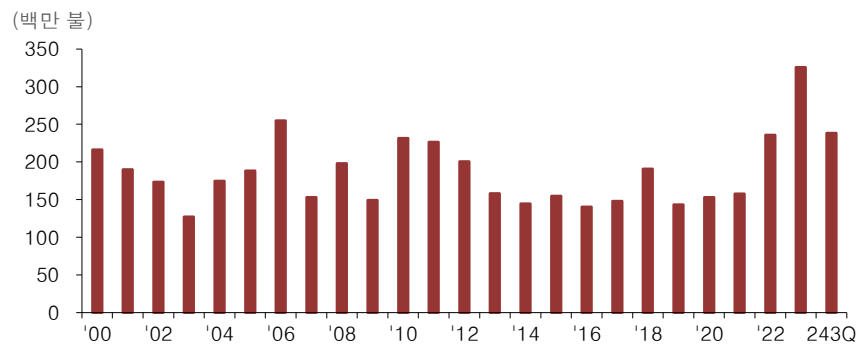
중저압 유입 변압기는  
 새로운 수요와 대면

그림 28 2000년 이후 중저압 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 29 2000년 이후 건식 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

### 3. 전력기기 수요 & 공급 전망

#### 1) 공급 - 제한적인 공급 환경 지속

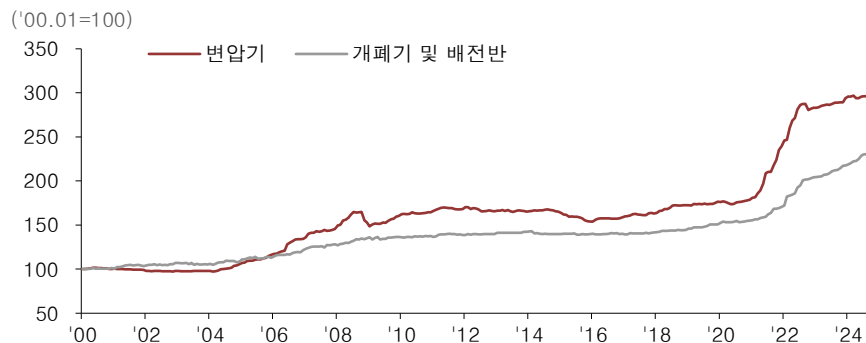
현 시점에서 투자자들에게 가장 중요한 것은 전력기기 상승 사이클의 장기화 여부일 것이다. 수급 전망을 통해 이를 살펴보면 먼저 공급은 제한적으로 증가되고 있다. 변압기라는 제품은 기본적으로 1) 사용 현장에 맞는 다양한 사양이 필요해 표준화된 생산 비중이 적으며, 2) 국가 기반을 이루는 전력 관련 제품으로 높은 안전성과 신뢰성을 요구한다. 이러한 특징과 더불어 3) 노동 집약적인 생산 구조를 가지고 있기 때문에 숙련공이 필요하고 지속적인 투자 비용이 발생해 단기간의 CAPA 램프업이 제한적이다. 즉, 증가하는 수요에 발맞춰 빠른 증설이 어렵고, 생산 라인 증설이 곧바로 생산량 증대로 이어지지 않는다.

변압기의 리드타임을 통해서도 공급 부족이 심화되고 있는 환경을 확인할 수 있다. WoodMackenzie의 자료에 따르면 변압기의 리드타임은 2021년 약 50주 수준에서 2024년 평균 120주까지 증가했고, 그 중 초고압 변압기의 경우 최대 210주 수준의 리드타임이 소요되는 것으로 파악된다. 국내 업체들이 투자자들과 소통하는 초고압 변압기의 리드타임 또한 2년 반에서 3년 반 수준으로 산업 전반의 리드타임 증가가 완연함을 알 수 있다.

공급 부족은 변압기 가격 증가를 야기하고 있다. 변압기 PPI 추이를 확인할 수 있는 미국을 통해 살펴보면 가격 상승은 2021년 하반기부터 두드러지는데, 2021년 초와 최근 2024년 PPI를 비교하면 변압기의 경우 약 64%, 수배전에 사용되는 개폐기와 배전반 역시 동기간 약 48% 증가세를 보이며 전력기기 전반의 가격 상승 추이가 확인된다. 결론적으로 변압기의 공급 구조로 인해 수요 급증에 제대로 대응하지 못함에 따라 리드타임 증가 및 가격 상승이 야기되고 있다. 이러한 공급 부족 심화는 산업 구조적인 요인으로 인한 것으로 판단되기 때문에 단기간 해소는 어려울 것으로 예상된다.

그림 30 전력기기 미국 PPI 추이

공급 부족 심화로  
 전력기기 가격 급등



자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

## 2) 수요 – 전력 수요의 New Normal과 함께

사이클에 돌입한 전력기기 수요는 장기간의 전력 수요 증가 전망과 함께 견조할 것으로 예상된다. 먼저 1) AI 고도화에 따른 전력 수요 증가, 2) 글로벌 전기화 추세에 따른 구조적인 전력 수요 증가, 3) 이상 기후로 인한 민간 전력 소비 증가 등으로 인해 전력 수요 레벨이 한 단계 상승할 것으로 전망된다. 시장 조사기관인 CBRE에 따르면 전 세계적인 전력 부족 전망에도 불구하고 대형 기업들의 데이터센터 수요가 견조한 것으로 파악된다. 데이터센터의 규모는 글로벌 전반에서 확대되고 있는데, 2024년 1분기 기준 북미의 데이터센터 용량은 전년 대비 약 24%, 유럽은 약 20%, 아시아 태평양은 약 22%, 남미는 약 15% 증가한 것으로 조사된다. 특히 북미의 데이터센터 핵심 지역인 북부 버지니아주의 데이터센터 용량은 YoY 약 +18% 증가했음에도 불구하고 공실률은 0.1%를 기록하고 있음을 통해 데이터센터에 대한 강한 수요를 확인할 수 있다.

전기화 추세도 장기적인 전력 수요 증가 요인이다. 최근 EV 수요 둔화에 따른 우려가 존재하나, 전기를 최종 에너지로 소비하고자 하는 전기화의 전반적인 추세는 이어지는 것으로 파악된다. IEA의 데이터에 따르면 2023년 글로벌 최종 에너지 소비의 20% 이상이 전기로 소모되고 있으며, 향후 2030년 기준 시나리오에 따라 최소 22%에서 최대 28%까지 확대될 것으로 전망된다. 에너지 공급원도 전기화 추세에 발맞춰 신재생 에너지에 편중된 모습을 보인다. 전 세계 에너지 생산 중 신재생 에너지 비중은 2023년 약 30%에서 2030년 최소 47%에서 최대 59%까지 증가할 것으로 예상돼 전기화 트렌드의 장기적인 추세는 여전히 긍정적으로 판단한다.

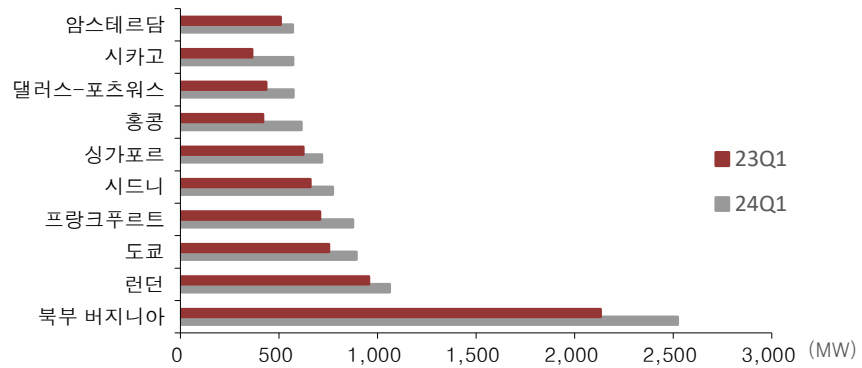
이상 기후로 인한 민간 소비 증가세도 주목해야한다. 전 세계의 평균 기온이 올라가고 있는 사실은 자명하다. 2024년은 특히 유례없는 더위를 경험했는데, 국내의 경우에도 9월 중순까지 무더위가 지속되는 등 이상 기온을 경험한 바 있다. 이러한 현상은 국내에 국한되지 않고 전 세계에서 관측되고 있는 변화이다. 대표적으로 미국의 경우도 올해 상반기 월별 평균 온도는 약 8.2도로 지난해 7.3도 대비 높은 수준을 형성하고 있음을 확인할 수 있다. 높아지는 기온은 전력 수요의 증가로 이어질 전망이다. IEA에 따르면 2024년 5월 텍사스 주는 강한 더위로 인해 전력 피크 수요가 2023년 동월 대비 약 13% 증가한 것으로 조사됐다. NCEE의 과거 연구 자료를 살펴보면 20도 이상의 따뜻한 날씨에서는 온도가 1도 상승할 때마다 전기 사용량이 최대 8%씩 증가할 수 있음을 밝힌 바 있어, 글로벌 평균 기온 상승은 필연적인 전기 사용량 증대로 이어질 전망이다.

전력 수요 단의 구조적인 증가 추세는 시작되었다. 전력 수요 증가와 함께 전력기기 수요 증가도 이어질 전망이며, 공급 증가가 제한적인 상황에서 피크아웃을 논하기에는 이르다고 판단한다. 장기간의 사이클의 초입 단계에 현 시점의 중요 사안을 점검할 필요가 있다. 핵심 점검 포인트로 1) 핵심 수요처인 미국 시장의 장기 성장 가능성, 2) 미국 대선 결과에 따른 정책 불확실성 리스크, 3) 미국 시장 외 지역 수요 확장 가능성 등을 제시하고자 한다.



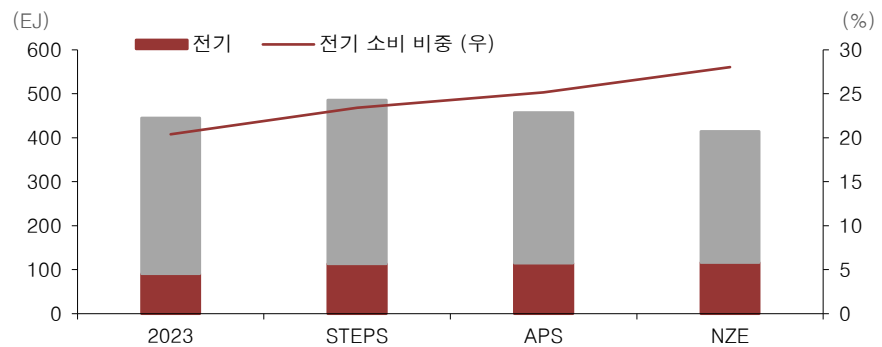
미국 내 데이터센터는  
 빠르게 증가하는 추세

그림 31 2024년 1분기 기준 주요 지역 데이터센터 인벤토리



자료: CBRE, 흥국증권 리서치센터

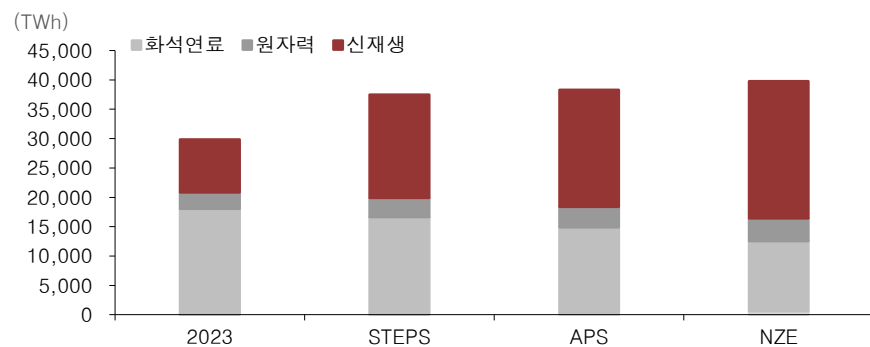
그림 32 2030년 예상 총 에너지 소비량 대비 전기 소비 전망치



자료: IEA, 흥국증권 리서치센터

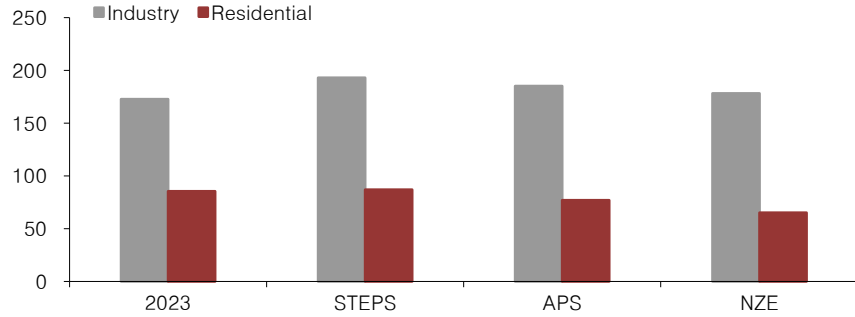
신재생 위주의  
 신규 발전 수요는  
 전력기기 전방에  
 수혜로 작용

그림 33 2030년 예상 총 전기 생산량 및 발전원 별 전망치



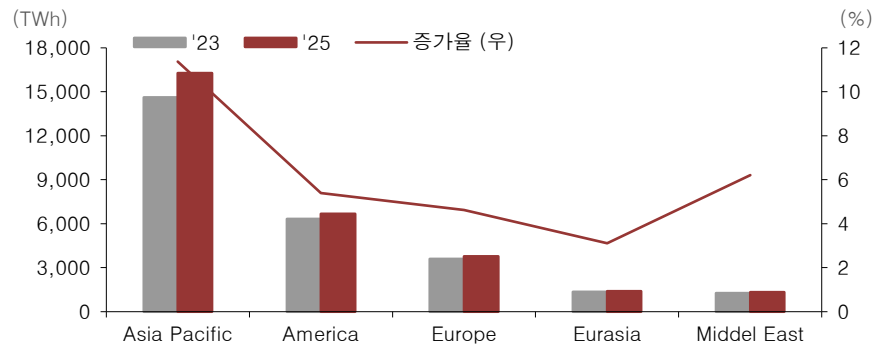
자료: IEA, 흥국증권 리서치센터

그림 34 수요처별 에너지 소비 전망치



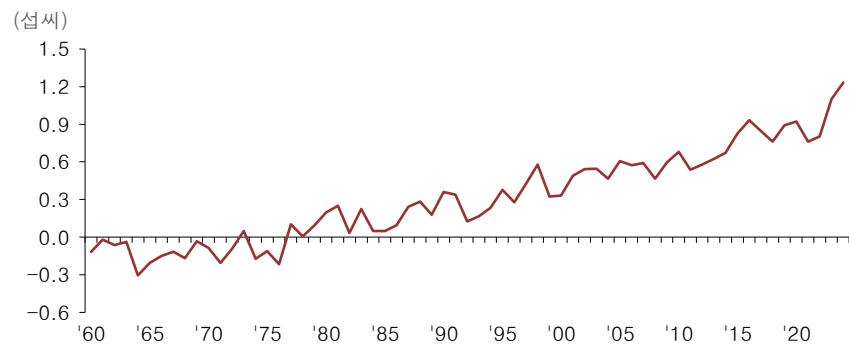
자료: IEA, 흥국증권 리서치센터

그림 35 지역별 전력 수요 전망치



자료: IEA, 흥국증권 리서치센터

그림 36 1961년 ~ 1990년 글로벌 평균 온도 대비 괴리



자료: Our World in Data, 흥국증권 리서치센터

#### 4. 상승 가도 속 체크포인트

##### 1) 미국 시장 수요의 장기화 여부

미국 시장은 현재 전력기기 시장의 핵심 전방 수요처이다. 2023년 기준 중국을 이어 전 세계 2번째 규모의 전력 수요를 가진 시장이며, 미국 정부의 리쇼어링/온쇼어링 정책과 AI 산업 개화에 발 맞춘 변압기 수요 증가세가 기대된다. 미국 시장의 변압기 수요는 크게 3가지 요인으로 인해 장기화될 것으로 전망하는데, 먼저 1) AI 데이터센터 수요 증가에 따른 구조적인 전력 수요 증가, 2) 신재생 에너지 전력 공급 증가로 인한 변압기 수요 증가, 3) 단기간에 해소 불가능한 역대급 전력망 연결 대기 수요 등이 그 요인이다.

미국은 첨단 산업의 기수로 AI에 따른 구조적인 전력 수요 변화가 예상된다. IEA에 따르면 전 세계 데이터센터가 소비하는 전력은 AI와 암호화폐로 인해 2022년 460TWh에서 2026년 800TWh로 증가할 것으로 전망하고 있다. 특히, 미국의 성장세가 두드러지는데, EPRI의 조사에 따르면 미국의 데이터센터 전력 소모량은 2023년 약 152TWh에서 2030년 최대 약 403TWh까지 증가할 것으로 전망된다. EPRI는 추가적으로 AI 데이터센터 전력 소모량이 증가되는 이유로 1) 데이터 생성량 증대, 2) AI 모델의 발전, 3) AI에 대한 연속적인 수요 증가 추세 등을 거론하고 있다. 미국은 데이터센터 수요가 강한 지역이다. 2022년 기준 약 2,500개의 데이터센터가 2024년 1분기 기준 약 5,400개까지 증가했다. 2배 이상 증가함에도 불구하고 2024년 1분기 기준 미국 TOP 4 데이터센터 지역의 공실률은 평균 3.6% 수준으로 장기적인 추가 증설이 필요하다.

연구기관 SemiAnalysis가 공개한 추정치는 보다 공격적이다. 물리적인 인프라 구축을 토대로 추정한 결과 데이터센터의 전력 소모량은 2023년 약 196TWh에서 2028년 약 672TWh로 증가할 것으로 밝혔다. 데이터센터의 전력 소모량 증가는 송전과 배전 전체 수요 증가에 영향을 줄 것으로 판단된다. 배전은 직관적으로 데이터센터의 수가 늘어나기 때문이고 송전의 경우 데이터센터가 집중된 지역과 발전원 증설이 이어질 지역이 무조건 합치되지 않기 때문이다. 데이터센터가 집중된 지역은 미국 버지니아 주, 텍사스 주, 캘리포니아 주, 일리노이 주가 존재하는데 4개 주의 데이터센터가 미국 전체 데이터센터 전력 소비량의 50%를 차지할 정도로 집중되어 있다. 신재생 에너지는 발전 지역에 제한이 존재하기 때문에 송전 투자 역시 필수적일 것이다.

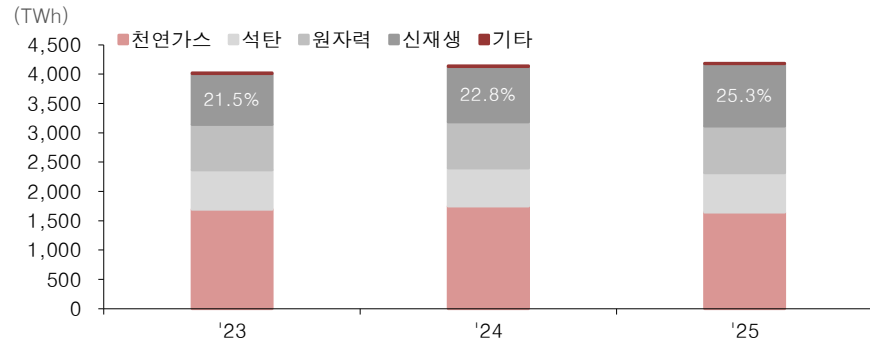
미국은 신재생 에너지 투자에도 적극적이다. EIA에서 발표하는 10월 STEO에 따르면 2023년에서 2025년까지 미국의 총 전력 생산은 약 165TWh 늘어날 것으로 예상되는데 이 중 신재생 에너지 전력 생산은 약 194TWh 증가할 전망이다. 즉, 타 발전원의 전력 생산이 줄어듬과 동시에 적극적인 신재생 에너지 전력 생산 증가가 예상된다는 뜻이다. 신재생 에너지는 특성상 발전원이 타 발전원 대비 분산되어 있기 때문에 더 많은 변압기를 통해 전력망에 연결되어야 한다. 즉, 신재생 에너지 위주의 전력 생산 증가는 변압기의 강한 수요로 이어질 전망이다.

미국의 전력망 연결 대기 수요는 역대급 규모를 기록하고 있다. 연구기관인 Berkeley Lab에 따르면 2023년 전력망 연결 대기용량이 약 2,600GW에 달하는 것으로 밝혔다. 특히 연결 대기시간도 증가하는 추세로 2000년 ~ 2007년 건설된 발전 프로젝트의 경우 전력망 연결을 위한 요청부터 상업 운영까지 약 2년 이내의 시간이 소요된 반면 2018년 ~ 2023년 건설된 발전 프로젝트는 평균 4년 이상, 특히 2023년 건설된 프로젝트의 연결 대기 시간의 중위값은 약 5년에 달한다. 전력망 연결 대기로 인한 병목은 타 연구기관의 연구를 통해서도 확인할 수 있다. GridStrategies에 따르면 송전망에 대한 투자 금액은 사상 최고치 수준으로 집행되었으나, 신규 송전선은 단 55마일 증가에 그친 것으로 파악된다. 2010년에서 2014년 사이 신규 고압 송전망은 연간 1,700마일 증가했으나, 2020년부터 2023년까지는 평균 연간 350만 마일 증가함에 그쳤다. 송전망 투자의 90% 이상이 현재 저압 송전망 업그레이드로 집행되고 있고 신규 고전압 송전 라인에 투자되는 비용은 10% 미만에 그치는 것으로 조사된다. 즉, 그리드 연결에 대한 백로그는 증가되고 있는 가운데 본격적인 변압기 투자가 집행되지 않았다는 뜻이다.

미국의 장기적인 수요에는 의심의 여지가 없다. 과거 사이클은 전력망의 정전 복구성에 집중된 신뢰성 위주의 투자였다면, 현 사이클은 구조적인 전력 수요 증가에 따른 막대한 규모의 신규 전력망 투자가 필요한 상황이다. 막대한 규모의 전력망 연결 대기 수요를 미루어 보아 전력망 교체에 대한 투자와 함께 신규 전력망 투자 집행이 본격적으로 일어나지 않고 있기 때문에 전력기기에 대한 수요는 향후 더욱 기대되는 시점이다.

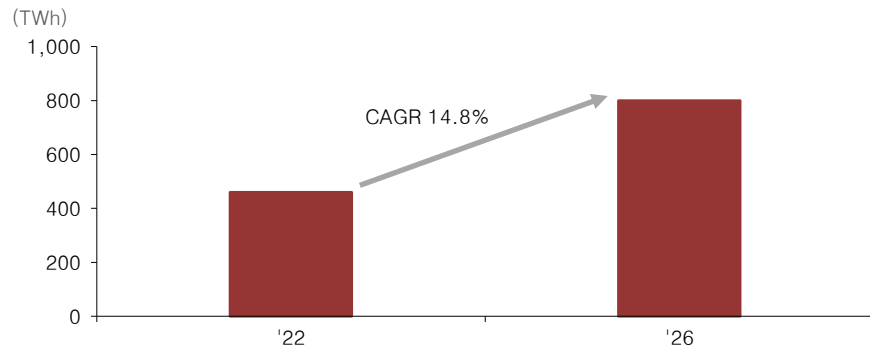
미국의 경우에도  
 신재생 위주의  
 에너지 생산 전망

그림 37 미국 총 전력 생산 및 신재생 에너지 생산 전망치



자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

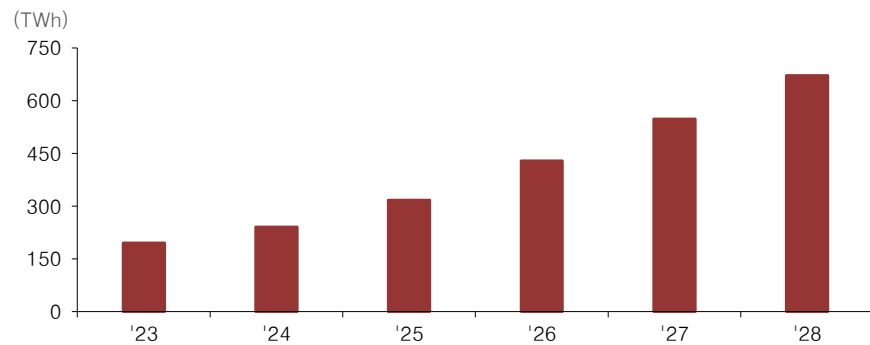
그림 38 글로벌 데이터센터 소비 전력 예상치



자료: IEA, 흥국증권 리서치센터

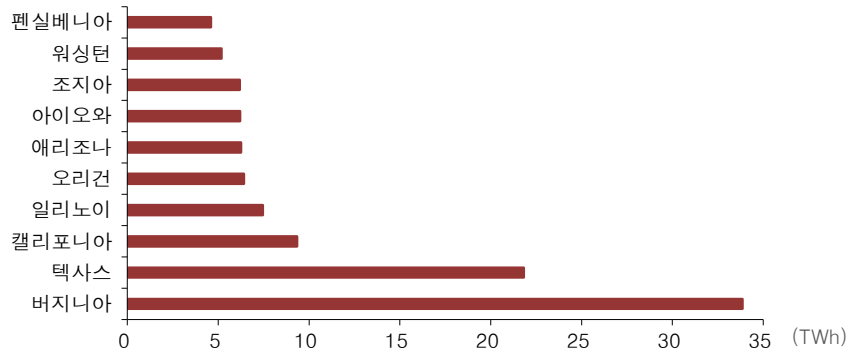
미국 내 데이터센터  
 전력 소모는  
 빠르게 증가할 것

그림 39 미국 데이터센터 연간 전력 소모 전망치



자료: SemiAnalysis, 흥국증권 리서치센터

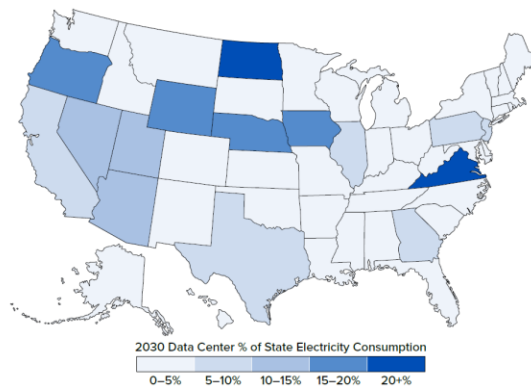
그림 40 2023년 미국 주요 주별 데이터센터 전력 소모량



자료: EPRI, 흥국증권 리서치센터

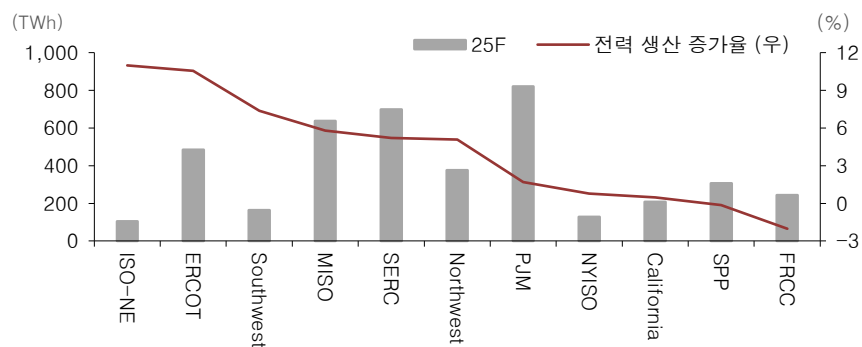
그림 41 2030년 주 전체 전력 소비 대비 데이터센터 전력 소비 비중 전망

전력 소비가  
 특정 주에 집중되면서  
 전력망 투자를 자극



자료: EPRI, 흥국증권 리서치센터

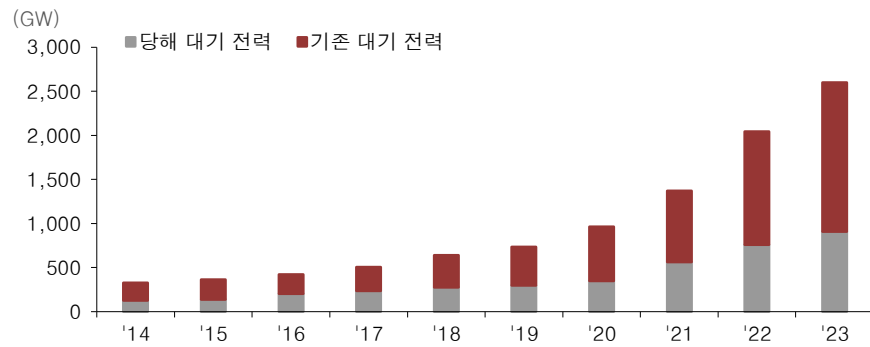
그림 42 ISO별 2025년 전력 전망치 및 2023년 대비 전력 생산 증가율



자료: EIA, 흥국증권 리서치센터

전력망 연결 대기  
 수요는 매년 급증

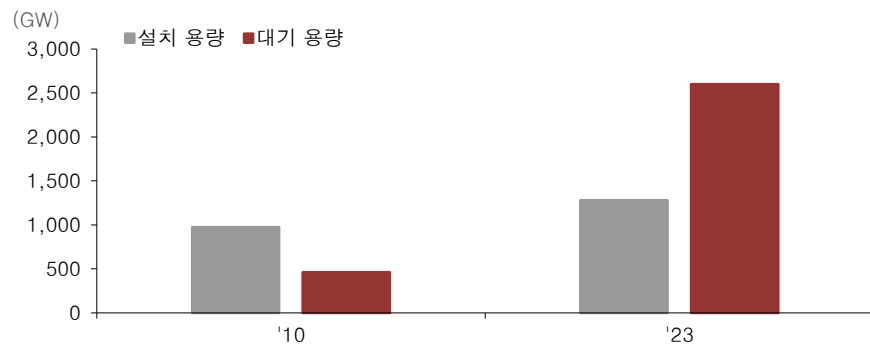
그림 43 미국 내 전력망 연결 대기 용량 추이



자료: Berkeley Lab, 흥국증권 리서치센터

전력망 대기 용량은  
 설치 용량 증가 보다  
 빠르게 증가

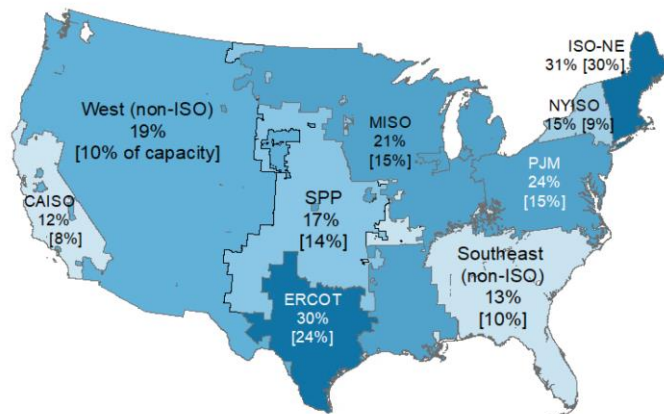
그림 44 2010년 대비 2023년 설치 및 대기용량 비교



자료: Berkeley Lab, 흥국증권 리서치센터

30%를 넘기 힘든  
 상업 허가

그림 45 ISO별 2000~2018년 전력망 연결 대기 프로젝트 중 상업 허가 비중



자료: Berkeley Lab, 흥국증권 리서치센터

## 2) 핵심 수요처의 정책 지원 여부

핵심 수요처인 미국은 정책 지원까지 기대되는 시장이다. 2021년 공표된 IIJA(Infrastructure Investment and Jobs Act)와 2022년 공표된 법안인 IRA(Inflation Reduction Act)에 따라 전력 인프라 구축 및 개선에 대한 정책 지원이 예고되어 있다.

먼저 IIJA에서 전력 인프라 관련해 책정된 지원 자금은 약 936억 달러 규모로 전력망 신뢰성 회복 및 정전 대응력, 에너지 인프라 투자, 전기화, 청정 에너지 공급망 강화, 에너지 효율성 제고 등의 프로그램이 포함되어 있다. IRA의 경우에도 전력 인프라 관련 지원 금액을 약 2,873억 달러 규모로 책정되어 청정 에너지 기술, 가계 에너지 절약, 청정 에너지 제조 공정 지원, 청정 이동수단, 수소, 교외 지역 청정 에너지 공급, 산업 탈탄소화, 대기오염 절감, 전력망 투자, 전력 효율 제고, 효율적인 에너지 인프라 투자 등을 위해 사용될 전망이다. 두 법안을 통해 준비된 정책 자금은 약 3,800억 달러 규모에 달한다.

미국 에너지부(DOE)의 추진 프로그램을 살펴보면 두 법안을 동력으로 신재생 에너지 발전 및 전력망 투자에 적극적인 것으로 확인된다. DOE는 2022년부터 전력망 교체를 위한 투자를 통해 35GW의 신재생 에너지를 전력망에 연결하고 새로운 송전망을 600마일 증가시킨 것으로 밝혀졌다. 전력망에 직접 투자한 금액은 약 133억 달러 규모이며, 이외에도 미국의 청정 에너지 공급망을 위한 투자 약 134억 달러, 에너지 비용을 줄이기 위한 프로그램에 약 137억 달러 규모의 자금을 집행했다.

연방 전력 규제 기관인 FERC의 행정명령도 전력망 연결 병목 현상과 현대화 등을 목표로 진행되고 있다. 2023호 법안의 경우 발전 상호 연결 프로세스를 단축해 송전망 현대화를 촉진하는 명령으로 2023년 7월에 발표되었다. 과거 전력망 연결을 위해서는 선착순 방식으로 한 번에 하나의 프로젝트를 처리했으나, 2023호 법안을 통해 이제 동시에 여러 프로젝트를 클러스터 연구를 통해 검토할 수 있어 전력망 연결 승인까지 걸리는 시간이 상당히 줄어들 것으로 기대된다.



표 8 IIIA 법안의 전력망 관련 프로젝트

프로젝트	규모
Grid Infrastructure security, reliability, and resilience	350억 달러
Fuels and technologies infrastructure investments	252억 달러
Electrification	191억 달러
Clean energy supply chain: Batteries and critical minerals	83억 달러
Energy efficiency support	60억 달러
합계	936억 달러

자료: Deloitte, 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

표 9 IRA 법안의 전력망 관련 프로젝트

프로젝트	규모
Clean energy technologies deployment	1,327억 달러
Reducing household energy costs	455억 달러
Clean energy manufacturing	419억 달러
Clean vehicles deployment	202억 달러
Clean hydrogen	132억 달러
Clean energy on rural and tribal lands	129억 달러
Industrial decarbonization	121억 달러
Protecting communities from air pollution	30억 달러
Electric grid investment	29억 달러
Energy-efficient and low-carbon buildings	20억 달러
Efficient/effective energy infrastructure permitting	10억 달러
합계	2,874억 달러

자료: Deloitte, 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

### 3) 트럼프 당선 시나리오 – 전력 인프라 투자는 견조할 것

미국의 대통령 선거가 불과 한 달 앞으로 다가왔다. 현재 트럼프와 해리스가 경쟁을 벌이고 있는 상황으로 두 후보의 정책이 전력기기 산업에 미칠 영향을 점검할 필요가 있다. 먼저 트럼프 당선 시나리오를 살펴보면, 트럼프의 핵심 정책 중 하나인 법인세 감면은 미국 내 생산 법인에 대한 추가 감면이 계획됨에 따라 미국 내 현지 공장을 확보한 기업 중심의 수혜가 예상된다. 트럼프는 현행 21% 수준의 법인세를 20%로 감면하고 미국 내 생산 법인의 경우 15%까지 감면할 계획이다. 이는 재임기간에 강조해왔던 'America First' 전략의 일환으로 경쟁력 있는 제조업을 Re-Shoring/On-Shoring 하기 위한 정책이 준비되어 있는데, 이 정책은 산업용 전력 소비를 촉진시킬 전망이다. 추가적으로 국내 업체들은 트럼프의 대중국 정책으로 인해 안정적인 시장 점유가 가능할 것으로 예상된다. 트럼프의 관세 정책에 따르면 모든 수입 상품에 10% 관세를 부과하지만 특히 중국 수입품에 한해 60% 관세를 목표하고 있다. 물론 현재 미국 시장의 경쟁자가 중국 변압기 업체는 아니지만, 변압기 공급 부족이 쉽게 완화되지 않을 것이라고 예상할 수 있다.

트럼프는 에너지 비용 절감을 위해 노후화된 전력 인프라에 대한 투자를 지속할 것으로 예상된다. 트럼프는 최근 선거 유세에서 에너지 비용을 당선 이후 1년 내에 절반으로 줄이겠다고 언급한 바 있다. 이를 달성하기 위해서는 기존 화석 연료 및 원자력 발전소를 증설하는 방법도 있지만 가장 효율적인 방법은 노후화된 전력망을 현대화해 송전 효율성을 증대하는 것이다. 노후화된 전력망의 현대화 만으로도 15% ~ 20%의 전력 소비 절감의 효과가 있기 때문에 트럼프 정부 입장에서 가장 효과적인 정책이 될 것으로 예상된다.

빠르게 증가하는 전력 수요에 대응할 적극적인 전략이 트럼프 정부에서도 필요할 것이다. 앞서 언급한 IIJA의 경우 초당적 인프라 법안으로 민주당과 공화당 양당의 합의를 통해 추진된 법안이다. 즉, 공화당에서도 전력망 현대화에 대한 수요가 존재한다는 뜻이다. 특히 AI가 야기할 구조적인 전력 수요 증가세는 대선 결과와 무관하게 가속화될 전망이다. 때문에 초당적인 대응이 필요할 것으로 예상된다. 특히 트럼프 정부의 'America First' 기조는 미국 내 데이터센터 확대를 가속화하는 요인이 될 수 있다. 기존 시나리오 대비 미국 내 데이터센터가 더욱 늘어날 수 있을 요인이다.

결론적으로 트럼프 당선이 전력기기 사이클에 끼칠 영향은 제한적일 것이다. 과거 재임 기간과는 달리 AI로 인해 야기된 구조적인 전력 수요 증가로 인해 공격적인 변압기 수입 제한 조치로 이어질 가능성은 낮다. 다만, 정책적인 불확실성은 존재한다고 판단해 트럼프 당선 시에는 미국 현지에서 변압기 생산이 가능한 기업들이 최우선적으로 수혜를 받을 전망이다.

표 10 트럼프 정부의 주요 정책

주요 정책
<b>현행 법인세 21% → 20%로 감면 (미국 내 제조 기업의 경우 15%로 감면)</b>
세금 감면 및 일자리 창출법 영구 연장
팁, 초과근무 수당, 사회보장 혜택에 대한 소득세 폐지
지방 및 주 소득세 공제 복구
자녀 세액 공제 \$5000로 확대
<b>중국산 상품 60% 관세 부과</b>
국가 안보 관련 분야 중국 투자 제한 강화
중국 반도체 수출 제한 강화
최선호 무역 지위 철회
<b>모든 품목 관세 10~20% 부과</b>
EU 철강 및 알루미늄 관세 재부과
미국 WTO 탈퇴 고려
전반적인 규제 철폐
M&A 장벽 완화 및 승인 시간 단축
저에너지 효율 가전에 대한 규제 철폐
미국 교육부 제거
통화 정책 완화와 저금리 선호 정책
메디케어 민영화 및 외래 환자 치료 지원비 감축
보험사에 지급하는 메디케어 지원금 축소
석유 및 가스 시추에 대한 세금 인센티브 제공
탄소 포집 크레딧 확대
<b>EV 세액 공제 폐지</b>
<b>IRA의 그린 에너지 세금 인센티브 철회</b>
방위비 증액
우크라이나 전쟁 지원 중단
이스라엘 지원 강화
NATO 회원국에게 GDP의 최소 2%를 국방비로 지출하도록 압박
<b>제조업 On-Shoring 지원</b>
대중교통 및 환경오염 관련 지출 축소
불법 체류자 추방 확대

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

#### 4) 해리스 당선 시나리오 – 전기화 추세 가속화

해리스 당선 시나리오에서도 전력기기의 상승 추세는 이어질 전망이다. 먼저 바이든 재임기간에 공표된 IIJA와 IRA의 방향성이 유지됨에 따라 정부 주도의 교체 및 신규 전력망 투자가 지속될 것이다. 해리스 정부의 경우 전기화 트렌드를 더욱 가속화시킬 것으로 예상되기 때문에 추가적인 수혜까지 기대된다.

해리스 정부의 주요 에너지 관련 정책은 EV 전환 가속화에 있다. 상업용 운송수단에 대한 EV 인센티브와 탄소 포집에 대한 세액 공제 확대 등이 그 일환이다. 즉, 전반적인 전기화 추세를 자극하는 정책들이 다수 포진해있어 전력 수요 증가세를 가속화할 것으로 기대된다. 신재생 에너지 투자 확대 역시 바이든 정권의 기조를 이어나갈 것으로 전망된다. 결론적으로 급증하는 전력 수요 대응이 필요하고, 해리스 정부는 적극적인 신재생 에너지 발전 확대에 대응함에 따라 변압기 수요에 큰 수혜가 기대된다. 신재생 에너지의 지역 제한성 및 분산화 특성으로 인해 신규 전력망 투자 확대 및 지역 간 송전을 위한 장거리 송전망 확대까지 수요를 크게 자극할 전망이다.

해리스 정부는 국가 안보차원에서 중국의 주요 산업 투자를 제한할 예정이다. 즉, 중국산 제품에 대한 관세 정책 및 배제 기조가 이어질 전망이다. 트럼프와 해리스 후보 모두 국가 안보와 직접적인 연관이 있는 전력기기에 있어서 중국산 배제 기조를 유지함에 따라 공급 부족 현상이 쉽게 완화되지 못할 것으로 예상된다.

트럼프와 해리스 후보 당선 시나리오 분석을 통해 대선 결과에 관계없이 구조적인 전력 수요 증가세와 변압기 공급 부족이라는 상승 사이클의 핵심 논리가 유효하다는 것을 확인할 수 있다. 즉, 전력기기의 상승 가도에 대선 결과가 주는 영향력은 제한적이라는 뜻이다. 트럼프의 경우 리쇼어링/온쇼어링 중심의 산업용 전력 수요를 크게 자극할 전망이고, 해리스는 전기화 추세를 통한 전력 수요 자극이 예상된다. 물론 트럼프 정부 출범 시 적극적인 보호무역 정책으로 인한 불확실성은 존재하나, 현재의 전력 수요 상승세를 고려했을 때 이전 재임기간처럼 적극적인 제한은 어려울 것으로 판단한다. 또한 트럼프 정부가 추진할 화석연료 및 원자력 발전소도 모두 변압기가 필요하다는 점을 고려하면 전력기기 상승 추세는 장기적으로 이어질 전망이다.

표 11 해리스 정부의 주요 정책

주요 정책
법인세 21%에서 28%로 확대
CAMT 15%에서 21%로 확대
자사주 매입에 대한 세금 1%에서 4%로 확대
신규 창업 공제액 \$50,000로 확대
세금 감면 및 일자리 창출법 연소득 40만 달러 대상자 제외
\$75,000 달러 이하의 팁에 대한 소득세 폐지
재산 및 증여세 면제 2018년 이전으로 롤백
표준 공제액 2018년 이전으로 롤백
1억 달러 이상 소득에 25%의 재산세 부과
100달러 초과 소득에 대한 세금을 22.4%에서 33%로 인상
1세 미만 자녀 가정 자녀 세액 공제 \$6,000으로 인상
신규 주택 구매자, 4년간 25,000달러의 세액 공제
주택 건설 촉진을 위한 연방 펀드 제공
저소득 가구를 위한 근로소득 세액 공제 확대
<b>산업 및 지정학적 경쟁 제품 대상으로 관세 부과</b>
<b>국가 안보와 관련된 분야에 중국 투자 제한 강화</b>
연방 최저임금 \$7.25에서 \$15로 인상
식료품 가격 인상 금지
반독점 이니셔티브/집행 확대
메디케어 처방 비용에 대한 자기 부담금 \$2,000에서 한도 확대
<b>EV 지원금을 상업용 운송수단 대상까지 확대</b>
탄소 포집 공제 확대
우크라이나에 대한 지원 유지
이스라엘/하마스 전쟁 휴전 촉구
NATO 전폭 지지
<b>미국 반도체 업체와 국내 생산에 대한 인센티브 제공</b>
<b>On-Shoring에 대한 인센티브 제공</b>
미국 제조업체들을 위한 1,000억달러 규모의 세액공제 혜택
난민에 대한 국경 관리 강화
마약 반입 억제를 위한 국경 관리 예산 확대

자료: 언론보도 취합, 흥국증권 리서치센터

## 5) 핵심 지역 확장 가능성 확인 – 유럽, 중동

AI와 전기화 추세는 미국 이외의 지역에서도 전력 수요를 자극하고 있다. 전력기기 산업의 경우 미국 중심의 성장이 이어지고 있으나, 글로벌 트렌드가 이어지는 가운데 타 지역으로의 확장 가능성은 불확실성을 해소하고 신규 성장 동력이 되어줄 중요한 포인트라고 판단한다.

먼저 유럽의 경우 러시아 우크라이나 전쟁으로 인해 야기된 에너지 위기에 가장 직접적인 타격을 받았던 지역으로 현재 에너지 관련 투자에 적극적이다. 에너지 안보와 친환경 에너지 전환을 가속화 하기 위해 발표한 REPowerEU를 통해 적극적인 행보를 살펴볼 수 있다. REPowerEU는 신재생 에너지 투자 확대를 통한 에너지 안보 달성이 가장 핵심 내용으로 2023년 약 1,109억 달러를 신재생 에너지 생산에 투자하는 등 적극적으로 전력 수요에 대응하고 있다. 전력망에도 투자가 진행되고 있다. 2023년 전력망 투자는 전년 대비 20% 이상 상승한 약 650억 달러가 집행되면서 신규 및 교체 수요를 자극하고 있다.

유럽 역시 AI가 야기한 구조적인 전력 수요 증가에 자유롭지 못하다. 2023년 기준 유럽에서 가장 크게 데이터센터를 구축하고 있는 지역은 크게 5가지 도시로 London, Frankfurt, Amsterdam, Paris, Dublin이 존재하는데 이 도시들은 2022년 약 2,733MW 규모에서 YoY 17% 상승한 3,200MW까지 빠른 속도로 데이터센터가 증가하고 있다.

유럽 지역 역시 변압기 공급 부족의 영향을 받고 있다. 유럽의 성장 잠재력 대비 국내 기업들의 수출 성장세가 두드러지지 못했던 핵심 요인은 치열한 경쟁 환경 때문이다. 유럽 시장에는 글로벌 Top-Tier 변압기 제조 기업인 Siemens, ABB, Schneider Electric 등이 확고한 입지를 가지고 있다. 이들이 유럽 시장의 수요를 대응해 왔는데, 글로벌 전력 수요 증가세가 시장 내의 지각 변동을 야기하고 있는 것으로 파악된다. Top-Tier의 변압기 제조 기업들도 미국의 거대한 수요에 대응하기 위해 CAPA가 부족하기 때문이다. 특히 미국 시장의 단가가 가장 높아 Top-Tier 제조 기업들이 미국 수요를 일부 선별 수주하는 것으로도 알려져 유럽 수요 대응에 공백이 일부 발생했다. 유럽 지역 역시 AI 발전 및 전기화 추세에 따라 구조적인 전력 수요 증가가 이어지고 있는 가운데, 이러한 공급 공백은 국내 기업들에게 기회로 작용할 수 있을 것으로 판단된다. 선제적인 레퍼런스를 기반으로 유럽 시장에 대응하고 있는 기업들 위주로 기회가 주어질 것으로 예상된다.

중동지역은 미국과 함께 국내 변압기 제조기업들의 핵심 수출처이다. 현 사이클에도 중동향 수출은 미국에 이어 두 번째 규모를 형성하고 있는데, 현 사이클이 시작된 2022년 수출액은 YoY +9%, 2023년 YoY +89% 상승하고 있다. 중동의 잠재력은 지난 사이클 때 검증된 바 있다. 2023년 중동향 변압기 수출액은 약 2억 달러 수준인데, 과거 사이클 고점 당시 중동향 수출액은 약 4억 달러 이상을 기록한 이력이 존재한다. 중동 역시 전기화 추세에 적극적으로 대응하고 있다. MiddleEast-Energy의 연구 결과에 따르면 중동의 전력 수요는 2030년까지 연평균 3.3% 증가할 것으로 전망되며, 이에 따라 전력망 확대 계획을 국가별로 추진하고 있다. 사우디아라비아의 경우 고압 송전망을 2030년까지 214,000MVA 수준으로 확대하기 위해 1,500개의 신규 변압기를 사용하는 560개의 변전소를 증설할 예정이며, 탈탄소화를 목표로 청정 에너지, 그리드 확대에 총 2,660억 달러를 집행할 예정이다.

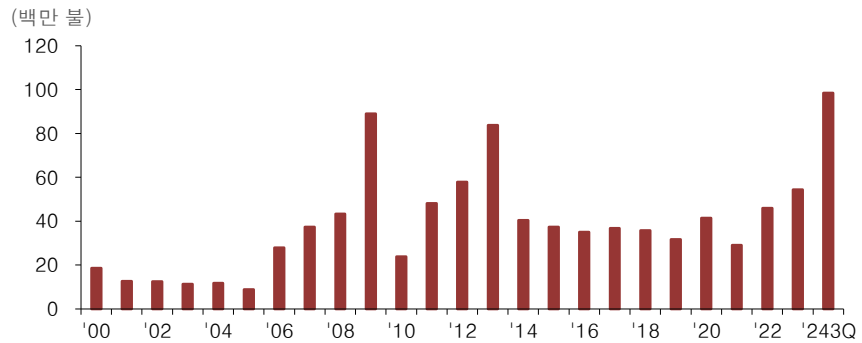
중동 지역은 NEOM 프로젝트나 King Abdullah Economic City, Jeddah Economic City 등 사우디아라비아를 필두로 대형 인프라 프로젝트가 다수 존재하는 시장으로 장기적인 전력기기 수요가 강할 것으로 예상된다. 이미 국내 기업들에 대한 신뢰도가 높은 지역으로 미국 시장의 정책 변동성으로 인한 리스크를 상쇄할 수 있을 잠재력이 있는 시장이다. 다만, 점점 약화되고 있는 오일머니의 영향력을 감안하면 인프라 투자의 지속성 여부를 추적 관찰할 필요가 있다.

결론적으로 전력기기 산업의 사이클은 피크아웃을 논하기에는 이른 단계다. 글로벌 규모의 구조적인 전력 수요가 전력기기 수요까지 자극하고 있는 상황에서, 공급 부족이 완화될 만한 요인이 전무하기 때문이다. 다만 투자 관점에서 사이클에 돌입한 시점에서 섹터 신규 투자자들에게 앞서 살펴본 점진적 요인을 통해 옥석을 가려낼 필요는 있다고 판단한다. 제시하고자 하는 기준은 1) 수요 성장 잠재력이 가장 크고 국내 업체들의 레퍼런스가 존재해 시장 내 침투를 증가까지 노려볼 수 있을 미국 시장에 대한 노출도가 높은 기업은 Peer 대비 고평가가 필요하며, 2) 미국 대선 결과에 따른 불확실성 감안 시 미국 내 현지 공장을 보유하고 있는 기업에 대한 선호도가 높아야 하고, 3) 마지막으로 글로벌 전력 수요 증가 트렌드 속 미국 시장 외에 확장 가능성이 있는 지역에 레퍼런스를 쌓아 나가고 있는 기업에 대해 프리미엄을 줄 필요가 있다.

제시한 기준을 토대로 **HD현대일렉트릭(KS.267260)**을 **최선호주로** 제시한다. HD현대일렉트릭은 순수 전력기기 제조업체로 미국 비중이 Peer 대비 높은 편이고, 이미 현지 생산 공장을 확보하고 있을 뿐 아니라 증설이 진행 중이다. 특히, 유럽향 레퍼런스를 성공적으로 쌓아 나가며 유럽으로의 확장 가능성이 존재하는 만큼 현 시점에서 타사 대비 저평가 받을 이유가 없다고 판단한다. **차선호주로는 LS ELECTRIC(KS.010120)**과 **효성중공업(KS.298040)**을 제시한다. LS ELECTRIC은 국내 배전 1위 기업으로 뛰어난 제품 기술력을 확보하고 있다. 향후 미국의 Re-Shoring/On-Shoring 기조 속에 국내 기업과 발 맞춰 본격적인 미국 진출이 기대되는 기업이다. 추가로 LS ELECTRIC은 신형 전력 수요처로 부각되고 있는 동남아 지역에서 인수 등을 통해 입지를 다지고 있어 확장성이 기대된다. 효성중공업의 경우 건설 사업 부문으로 인한 회색 요인 존재하지만, 현지 생산 공장을 중심으로 견조한 미국향 초고압 변압기 실적을 보여주고 있다.

반등하기 시작한  
 유럽향 수출액

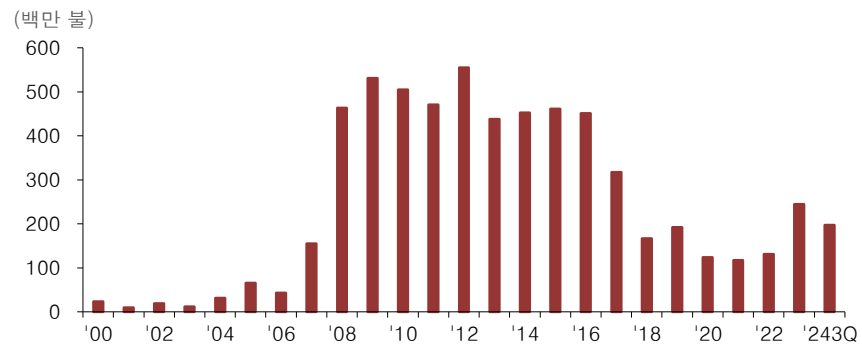
그림 46 유럽향 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

과거 수준을 고려하면  
 잠재력 높은 시장

그림 47 중동향 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

표 12 REPowerEU 중장기 목표

주요 중장기 목표
3,000억 유로 규모의 REPowerEU 기금 추진
30억 유로의 선행 프로젝트를 통한 산업 탈탄소화 촉진
신재생 에너지의 신속한 허가를 위한 새로운 법률 추진
2030년까지 EU 범위의 에너지 효율성 9%에서 13%로 개선
2030년까지 유럽의 재생 가능 에너지 목표 40%에서 45%로 확대
운송 부문의 에너지 효율성을 높이기 위한 규제 조치
2025년까지 17.5GW의 전해조 구축을 통해 1,000만톤의 재생 가능 수소 EU 공급

자료: EC, 흥국증권 리서치센터

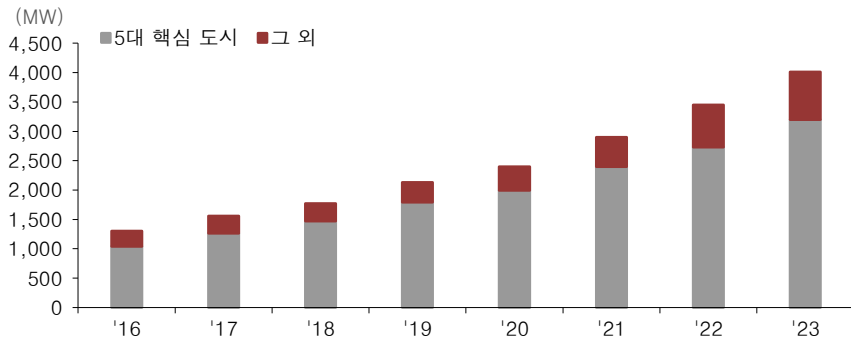


표 13 중동 주요 국가별 전력망 관련 정책

국가	관련 정책
사우디아라비아	2030년까지 고압 변전소 용량 214,000MVA로 확대 약 1,500개의 전력 변압기 기반의 약 560개의 변전소 증설 청정 에너지 및 전력망 확장을 위한 2,660억 달러 투자 계획
UAE	증가하는 수요 충족을 위해 약 23억 달러 투자 2026년까지 약 4,680MVA 변전소 증설 계획
카타르	2030년까지 전력망 점진적인 업그레이드 목표 전력망 현대화를 위해 2026년까지 변전소를 2020년 대비 25% 이상 확충
오만	2023년까지 전력망 효율성 제고를 위한 12억 달러 투자 2026년까지 신규 400KV 송전망을 중앙 전력망에 연결 사우디아라비아와의 상호 연결망 구축을 위한 타당성 조사

자료: MiddleEast-Energy, 흥국증권 리서치센터

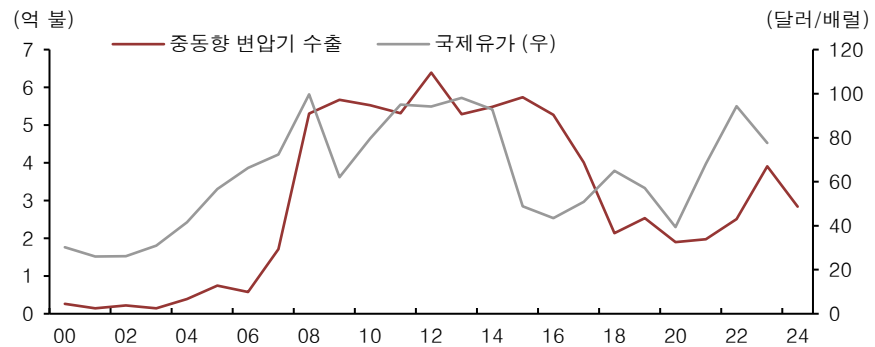
그림 48 유럽 주요 도시 별 데이터센터 규모



자료: CBRE, 흥국증권 리서치센터

유가 상승이 중동의  
 인프라 투자를 확대

그림 49 국제 유가와 중동향 변압기 수출 추이 비교



자료: KITA, Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

### Ⅲ. 기업 분석

---

- |  |     |
|--|-----|
| 1. HD현대일렉트릭 (267260): 대장의 품격               | 41p |
| 2. LS ELECTRIC (010120): 간과하고 있는 배전기기의 잠재력 | 46p |
| 3. 효성중공업 (298040): 미국 침투에 박차를 가하며          | 51p |

IT하드웨어/IT인프라

박희철

02)6742-3697

phc3312@heungkuksec.co.kr

(267260)

# HD현대일렉트릭

**BUY**(신규)

대장의 품격

목표주가	450,000원(신규)
현재주가(10/22)	329,500원
상승여력	36.6%
시가총액	11,878십억원
발행주식수	36,047천주
52주 최고가 / 최저가	365,500 / 68,500원
3개월 일평균거래대금	154십억원
외국인 지분율	34.9%
주요주주	
에이치디현대 (외 5인)	38.9%
국민연금공단 (외 1인)	8.0%
현대일렉트릭우리사주 (외 1인)	5.0%

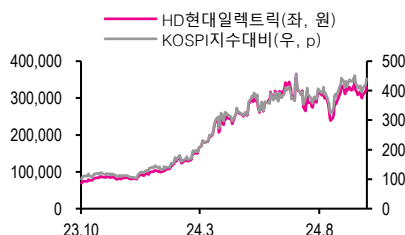
  

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.3	12.1	44.8	352.0
상대수익률(KOSPI)	-0.5	19.1	47.1	343.7

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	2,104	2,703	3,552	4,202
영업이익	133	315	712	930
EBITDA	180	368	777	998
지배주주순이익	162	259	530	678
EPS	4,508	7,189	14,735	18,834
순차입금	392	540	-53	-469
PER	9.4	11.4	22.4	17.5
PBR	1.9	2.8	7.8	5.5
EV/EBITDA	10.7	9.5	15.2	11.4
배당수익률	1.2	1.2	0.5	0.6
ROE	22.1	27.7	41.2	36.9
컨센서스 영업이익	133	315	711	917
컨센서스 EPS	4,508	7,189	14,560	19,731

## 주가추이



## 국내 중전기기 Top-Tier, 사이클의 직수혜

HD현대일렉트릭은 2017년 舊 현대중공업에서 중전기기 사업 부문을 분사해 설립된 기업으로 발전 → 송전 → 배전 → 소매에 이르는 전체 공급망 대응이 가능한 기업. 사업부문은 전력기기, 회전기기, 배전기기가 존재하는데 이 중 전력기기에 특화. 전력기기 제품군 중 초고압 변압기의 경우 글로벌 시장에서 경쟁력을 확보한 국내 Top-Tier 변압기 기업. 2024년 상반기 기준 수출 비중은 약 70% 수준이며, 사업 부문별로는 전력기기 52%, 회전기기 17%, 배전기기 및 기타 31%로 구성.

## 상승 사이클 속 대장의 품격

HD현대일렉트릭은 현 사이클 속에 Peer 대비 저평가 받을 이유가 없는 기업으로 판단. 판단의 근거는 1) 높은 초고압 변압기 매출 비중을 기반으로 송전 투자 증가에 따른 직접적인 수혜 전망과 2) 증설이 예정되어 있는 기 확보된 미국 현지 생산 공장, 3) 전체 매출 비중의 35% 수준에 달하는 높은 미국 노출도와 함께 4) 대형 유럽형 레퍼런스 등 핵심 점검 포인트에 모두 부합하는 기업. 미국 대선으로 인한 정책 불확실성 우려가 전력기기 기업 투심에 영향을 주고 있으나, 트럼프 당선에도 전력 수요 증대에 따른 송배전망 투자 증대라는 사이클의 기본 논리는 유효하며, 현지 공장을 가진 동사에게 트럼프 당선은 긍정적 요인. 또한 미국의 변압기 PPI와 리드타임 추이를 살펴보면 미국 내 고객사들의 변압기 선점 의지는 여전히 견조. 동사도 올해 연간 5조원 이상의 신규 수주가 기대되는 가운데 초고압 변압기 리드타임은 3.5년으로 증가세 지속되고 있어 실적 하방은 제한적. 미국 대선 후의 불확실성 해소는 트리거로 작용 기대.

## 투자의견 BUY, 목표주가 450,000원 제시

HD현대일렉트릭에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 450,000원 제시. 2024년 매출액 35,516억원(YoY +31.4%), 영업이익 7,124억원(YoY +126.0%)으로 추정. 2024년 추정 EPS 14,735에 초고압 비중이 높은 Peer 들의 평균 24F P/E 30배를 Target으로 적용. 하반기 비우호적인 환율 영향으로 인한 3분기 실적 성장 둔화 및 선별 수주로 인한 신규 수주 둔화 가능성 존재. 하지만 동사의 성장 논리는 여전히 유효한 시점. 최선호주 의견 제시

## I. 이익전망 & 투자포인트

2024년 HD현대일렉트릭의 매출액을 35,516억원(YoY +31.4%), 영업이익 7,124억원(YoY +126.0%)으로 추정한다. 이미 Full-Capa 수준의 수주를 확보하고 있기 때문에 증설 효과는 실적으로 반영될 전망이다. CAPA 확대와 함께 2025년 매출액은 42,022억원(YoY +18.3%), 영업이익 9,300억원(YoY 30.6%)으로 전망한다. 동사의 고성장세는 견조한 수주 베이스로 이어 나갈 전망이다. 동사의 2024년 2분기 기준 수주잔고는 약 7조원 규모로 사상 최고치를 경신하고 있다. 수주 성장세의 둔화는 이미 Full-Capa의 상황 속에서 선별 수주한 영향으로 전방 수요는 여전히 견조하다. 즉, 동사의 울산/미국 증설과 비례하는 중장기적인 실적 성장이 예상된다.

전력 부족이 가져온 사이클은 이미 시작되어 국내 전력기기 업체들도 높은 주가 수익률을 시현한 바 있다. 현재 변압기 시장의 수급 불균형이 해소될 가능성은 희박하다. 산업의 상승 추세 속에서 어떤 기업이 핵심을 잘 파악하고 있는지가 중요할 것이다. 현재 시점에서 변압기 기업들의 성장 공식은 1) 미국 노출도, 2) 미국 대선에 따른 영향 상쇄, 3) 타 지역으로의 확장성으로 판단한다. HD현대일렉트릭은 해당 3가지 공식에 모두 부합하고 있다. 먼저 미국향 비중은 지속적으로 증가하고 있는 추세로 2024년 상반기 기준 미국향 매출을 5,395억원을 기록하며, 전년 동기 대비 약 +54% 매출 성장한 바 있다. 또한 미국 현지 생산법인을 설립한지 약 14년이 지나 미국 레퍼런스 측면에서도 국내 경쟁사 대비 우위에 있다고 판단되며, 최근 유럽 지역으로 약 660억원 규모의 대형 공사를 통해 타 지역 확장성까지 확실하게 준비하고 있어 향후에도 CAPA 확장에 따른 실적 상승 논리는 유효할 것으로 예상된다.

표 14 HD현대일렉트릭 분기별 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액(십억원)</b>	<b>569</b>	<b>642</b>	<b>694</b>	<b>797</b>	<b>801</b>	<b>917</b>	<b>895</b>	<b>938</b>	<b>956</b>	<b>1,126</b>	<b>1,023</b>	<b>1,097</b>	<b>2,703</b>	<b>3,552</b>	<b>4,202</b>
전력기기	296	365	413	498	433	462	463	531	512	578	531	615	1,572	1,900	2,236
회전기기	126	121	119	122	142	140	133	145	154	170	160	178	487	560	661
배전기기 및 기타	147	157	163	178	225	315	300	262	290	378	333	304	644	1,102	1,305
<b>QoQ(%)</b>	<b>(16.1)</b>	<b>13.0</b>	<b>8.1</b>	<b>14.8</b>	<b>0.5</b>	<b>14.5</b>	<b>(2.3)</b>	<b>4.8</b>	<b>1.9</b>	<b>17.8</b>	<b>(9.1)</b>	<b>7.2</b>			
전력기기	(18.4)	23.3	13.2	20.6	(13.0)	6.6	0.3	14.7	(3.6)	12.8	(8.2)	16.0			
회전기기	15.0	(3.9)	(1.8)	2.5	17.2	(1.7)	(5.4)	9.4	6.2	10.4	(6.1)	11.3			
배전기기 및 기타	(28.5)	6.8	3.8	9.2	26.6	39.9	(4.9)	(12.5)	10.7	30.4	(11.9)	(8.8)			
<b>YoY(%)</b>	<b>61.6</b>	<b>17.4</b>	<b>31.5</b>	<b>17.7</b>	<b>40.9</b>	<b>42.7</b>	<b>28.9</b>	<b>17.7</b>	<b>19.4</b>	<b>22.8</b>	<b>14.3</b>	<b>16.9</b>	<b>28.4</b>	<b>31.4</b>	<b>18.3</b>
전력기기	64.1	31.7	49.3	37.2	46.4	26.6	12.2	6.7	18.2	25.1	14.5	15.8	43.3	20.2	18.3
회전기기	63.1	7.1	12.4	11.2	13.3	16.0	11.7	19.2	8.0	21.3	20.5	22.6	20.3	15.1	18.1
배전기기 및 기타	55.7	(0.3)	11.6	(13.4)	53.3	100.9	84.0	47.4	28.8	20.1	11.2	15.9	6.9	71.0	18.5
<b>영업이익(십억원)</b>	<b>46</b>	<b>59</b>	<b>85</b>	<b>125</b>	<b>129</b>	<b>210</b>	<b>175</b>	<b>199</b>	<b>190</b>	<b>252</b>	<b>237</b>	<b>250</b>	<b>315</b>	<b>712</b>	<b>930</b>
영업이익률(%)	8.1	9.2	12.3	15.6	16.1	22.9	19.5	21.2	19.9	22.4	23.2	22.8	11.7	20.1	22.1
<b>순이익(십억원)</b>	<b>29</b>	<b>38</b>	<b>53</b>	<b>139</b>	<b>34</b>	<b>161</b>	<b>98</b>	<b>177</b>	<b>122</b>	<b>173</b>	<b>159</b>	<b>224</b>	<b>259</b>	<b>530</b>	<b>678</b>
순이익률(%)	5.1	5.8	7.8	17.4	11.7	17.6	10.9	18.9	12.7	15.3	15.6	20.5	9.6	14.9	16.1

자료: HD현대일렉트릭, 흥국증권 리서치센터

## II. 밸류에이션

HD현대일렉트릭의 목표주가를 450,000원으로 제시한다. 글로벌 전력기기 업체들이 전력 수요 부족에 따른 수혜를 받고 있기 때문에 이익 레벨의 평가가 유효하다고 판단한다. 이에 글로벌 Peer를 활용한 P/E 밸류에이션을 활용했다. Target P/E는 30배로 현 사이클 속 글로벌 Top-Tier 변압기 제조 기업들의 평균 P/E를 활용했다. Peer 선정은 글로벌 변압기 제조업체 가운데 초고압 변압기 중심의 Hitachi, ABB, WEG, Fortune Electric, 효성중공업을 선정해 산출했다.

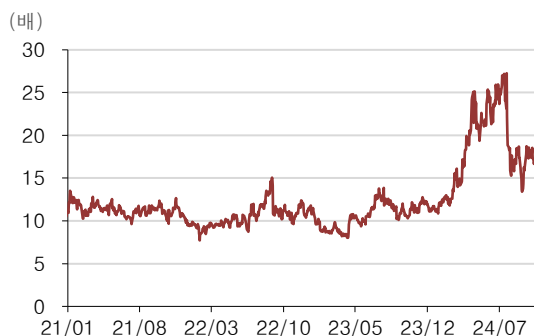
AI 기반의 IT 발전이 전력 인프라까지 영향을 미치고 있다. 새로운 전력 수요처의 부상으로 전력 효율성 제고에 대한 전례 없는 수요가 존재한다. 글로벌 변압기 기업인 ABB 또한 AI 데이터 센터의 랙은 일반 데이터센터 랙 대비 10배의 전력을 소모한다고 밝힌 바 있다. AI가 야기할 지구 역사상 최대 규모의 송배전 투자가 예상되는 시점이다. 현재 핵심 수요처인 미국 송전망에 투자되는 비용의 90% 이상이 저압 송전망의 신뢰성 제고를 위한 교체 수요에 불과하다. 신규 고전압 송전 라인에 투자되는 비용은 10% 수준으로 아직 초고압 변압기의 성장 잠재력은 높다고 판단한다. 막대한 잠재 수요 기반의 성장 사이클의 초입을 지나고 있을 뿐이다.

표 15 HD현대일렉트릭 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2024E	비고
EPS (원)	14,735	24년 추정 EPS
목표 P/E (배)	30	글로벌 Peer 평균 24F P/E
<b>목표주가 (원)</b>	<b>450,000</b>	
현재주가 (원)	329,000	24.10.22 종가 기준
<b>상승여력 (%)</b>	<b>36.6%</b>	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 50 HD현대일렉트릭 12M Fwd P/E 추이



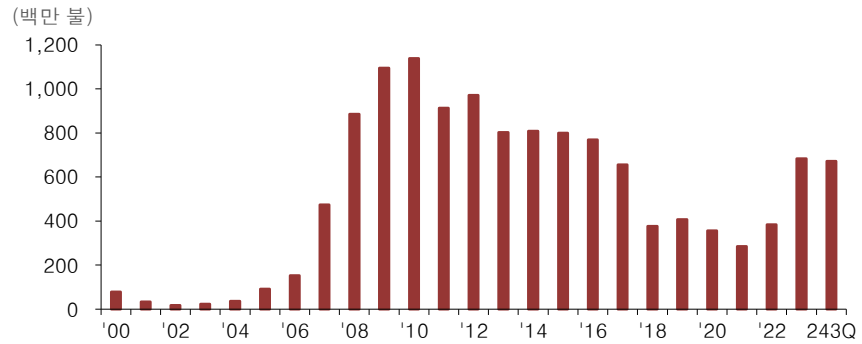
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 51 HD현대일렉트릭 12M Fwd P/B 추이



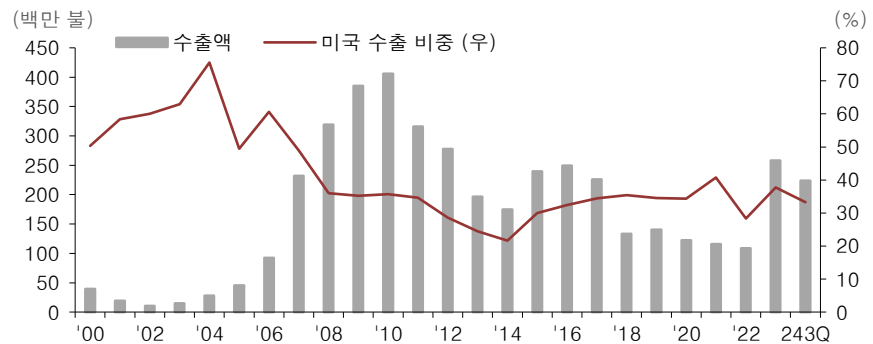
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 52 초고압 변압기 수출액 추이



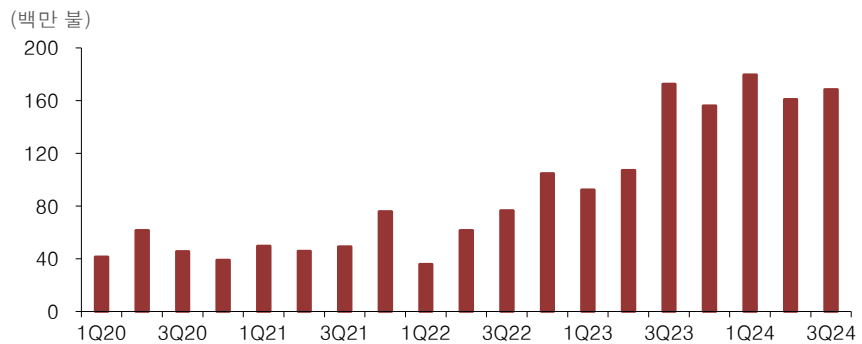
자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 53 미국향 초고압 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 54 HD현대일렉트릭 소재지 분기별 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,104	2,703	3,552	4,202	4,810
증가율 (Y-Y, %)	16.5	28.4	31.4	18.3	14.5
영업이익	133	315	712	930	1,111
증가율 (Y-Y, %)	1,266.4	136.9	126.0	30.5	19.5
EBITDA	180	368	777	998	1,182
영업외손익	31	(5)	(18)	(32)	(37)
순이자수익	(21)	(33)	(25)	(32)	(37)
외화관련손익	(1)	2	7	0	0
지분법손익	(0)	0	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	164	311	694	898	1,075
당기순이익	162	259	530	678	811
지배기업당기순이익	162	259	530	678	811
증가율 (Y-Y, %)	흑전	59.5	104.6	27.8	19.7
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	5.9	14.3	25.3	25.9	21.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	63.1	318.2	91.2	52.2
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	47.5	145.4	77.1	47.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	61.1	46.2
영업이익률(%)	6.3	11.7	20.1	22.1	23.1
EBITDA마진(%)	8.5	13.6	21.9	23.8	24.6
순이익률 (%)	7.7	9.6	14.9	16.1	16.9
NOPLAT	132	263	544	702	839
(+) Dep	47	52	65	68	71
(-) 운전자본투자	328	328	(222)	175	165
(-) Capex	33	75	166	83	96
OpFCF	(183)	(88)	665	512	649

**재무상태표**

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,548	1,973	2,576	3,380	4,272
현금성자산	207	206	647	1,163	1,779
매출채권	506	659	812	949	1,080
재고자산	628	850	825	964	1,098
비유동자산	887	937	1,048	1,084	1,131
투자자산	284	243	229	238	248
유형자산	537	624	751	774	808
무형자산	66	70	68	72	75
<b>자산총계</b>	<b>2,435</b>	<b>2,910</b>	<b>3,624</b>	<b>4,463</b>	<b>5,403</b>
유동부채	1,411	1,497	1,669	1,770	1,868
매입채무	366	405	430	502	572
유동성이자부채	466	454	243	230	217
비유동부채	193	356	419	534	636
비유동이자부채	133	291	352	464	563
<b>부채총계</b>	<b>1,604</b>	<b>1,853</b>	<b>2,089</b>	<b>2,304</b>	<b>2,505</b>
자본금	180	180	180	180	180
자본잉여금	402	402	402	402	402
이익잉여금	172	397	891	1,515	2,254
자본조정	69	69	54	54	54
자기주식	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
<b>자본총계</b>	<b>831</b>	<b>1,057</b>	<b>1,535</b>	<b>2,159</b>	<b>2,898</b>
투하자본	1,219	1,593	1,478	1,687	1,896
순차입금	392	540	(53)	(469)	(998)
ROA	7.0	9.7	16.2	16.8	16.4
ROE	22.1	27.7	41.2	36.9	32.2
ROIC	12.9	18.7	35.4	44.4	46.8

**주요투자지표**

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Per share Data</b>					
EPS	4,508	7,189	14,735	18,834	22,539
BPS	22,820	29,077	42,368	59,676	80,185
DPS	500	1,000	1,500	2,000	2,500
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	9.4	11.4	22.4	17.5	14.6
PBR	1.9	2.8	7.8	5.5	4.1
EV/ EBITDA	10.7	9.5	15.2	11.4	9.2
배당수익율	1.2	1.2	0.5	0.6	0.8
PCR	6.3	8.1	18.3	15.9	13.4
PSR	0.7	1.1	3.3	2.8	2.5
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	193.0	175.3	136.0	106.7	86.4
Net debt/Equity	47.2	51.0	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	218.1	146.8	n/a	n/a	n/a
유동비율	109.7	131.8	154.3	191.0	228.7
이자보상배율	6.4	9.4	28.2	28.6	29.9
이자비용/매출액	1.2	1.5	1.0	0.9	0.9
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	71.3	78.0	62.8	54.6	48.3
현금+투자자산(%)	28.7	22.0	37.2	45.4	51.7
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	41.9	41.3	27.9	24.3	21.2
자기자본(%)	58.1	58.7	72.1	75.7	78.8

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업현금</b>					
당기순이익	162	259	530	678	811
자산상각비	47	52	65	68	71
운전자본증감	(347)	(347)	238	(175)	(165)
매출채권감소(증가)	(35)	(143)	(102)	(137)	(131)
재고자산감소(증가)	(264)	(220)	47	(139)	(133)
매입채무증감(감소)	56	23	(18)	73	69
<b>투자현금</b>	<b>(58)</b>	<b>(93)</b>	<b>(181)</b>	<b>(105)</b>	<b>(119)</b>
단기투자자산감소	0	(2)	(2)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	(33)	(75)	(166)	(83)	(96)
유무형자산감소	(7)	(13)	(9)	(12)	(12)
<b>재무현금</b>	<b>(2)</b>	<b>118</b>	<b>(249)</b>	<b>46</b>	<b>14</b>
차입금증가	(2)	137	24	100	86
자본증가	0	(18)	(36)	(54)	(72)
배당금지급	0	18	36	54	72
현금 증감	(182)	3	443	514	615
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>					
(-) 운전자본증감(감소)	328	328	(222)	175	165
(-) 설비투자	33	75	166	83	96
(-) 자산매각	(7)	(13)	(9)	(12)	(12)
Free Cash Flow	(126)	(51)	697	479	612
(-) 기타투자	0	0	0	0	0
잉여현금	(126)	(51)	697	479	611

IT하드웨어/IT인프라

박희철

02)6742-3697

phc3312@heungkuksec.co.kr

(010120)

# LS ELECTRIC

**BUY**(신규)

간과하고 있는 배전기기의 잠재력

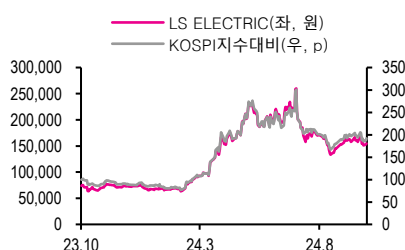
목표주가	210,000원(신규)
현재주가(10/22)	154,400원
상승여력	36.0%
시가총액	4,632십억원
발행주식수	30,000천주
52주 최고가 / 최저가	260,000 / 63,200원
3개월 일평균거래대금	111십억원
외국인 지분율	22.3%
주요주주	
LS (외 1인)	48.5%
국민연금공단 (외 1인)	8.8%
자사주 (외 1인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.8	-29.5	-2.6	98.7
상대수익률(KOSPI)	1.7	-22.5	-0.4	90.5

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,377	4,230	4,367	4,772
영업이익	188	325	370	442
EBITDA	290	427	484	564
지배주주순이익	90	206	255	307
EPS	3,010	6,865	8,689	10,463
순차입금	308	360	303	243
PER	18.7	10.7	17.8	14.8
PBR	1.1	1.3	2.4	2.2
EV/EBITDA	6.9	6.0	10.2	8.6
배당수익률	2.0	3.8	2.1	2.1
ROE	6.0	12.6	14.0	15.1
컨센서스 영업이익	188	325	374	446
컨센서스 EPS	3,010	6,865	8,473	10,767

## 주가추이



## 내수 경쟁력을 기반으로 빠른 수출 성장세

LS Electric은 내수 시장에서 선도적인 지위를 확보하고 있는 전력기기 전문 기업. 동사는 초고압 변압기부터 송배전망에 사용되는 전반의 전력기기를 제조할 수 있으나, 배전기기에 강점을 가진 기업. 배전을 위한 중저압 변압기, 배전반, 차단기에 대한 높은 경쟁력을 보유. 국내 배전 시장 점유율은 약 70% 이상으로 독점적인 지위를 확보. 2024년 2분기 기준 전력 사업부의 매출 비중은 약 52%, 자동화 사업부 약 7%, 자회사들의 매출 비중은 약 41%로 구성.

## 배전 시장의 높은 잠재력 기대

LS Electric은 현 상승 추세의 핵심으로 평가받는 초고압 변압기 뿐 아니라 배전기기에 높은 경쟁력을 확보한 기업. 전력 공급망 구조 상 송전 투자 증가는 배전 투자 증가로 이어질 전망. 북미향 배전 시장에 대한 동사의 핵심 포인트는 크게 2가지로 예상. 1) 북미의 On-Shoring 기조에 따라 국내 기업들의 현지 공장 건설 증가와 2) 데이터센터 전용 발전원 증가에 따른 배전 수요 증가. 동사는 내수 배전 시장에서 독과점적 지위를 가지고 있는 기업. 국내 기업이 현지 공장을 건설함에 있어서 동사와 함께 전력망을 구축하고자 하는 전략 존재. On-Shoring 기조에 따라 북미향 매출 비중 지속 확대 전망. 최근 빅테크들이 데이터센터 근거리에 SMR 등 소형 발전원을 데이터센터 전용으로 사용하려는 추세 감지. 이러한 추세는 송전 보다는 배전에 긍정적인 수요를 자극할 것으로 기대.

## 투자의견 BUY, 목표주가 210,000원 제시

LS Electric에 대한 투자의견을 BUY, 목표주가는 210,000원으로 제시. 2024년 매출액 43,668억원 (YoY +3.2%), 영업이익 3,702억원 (YoY +14.0%)으로 추정. 배전에 강점을 가진 기업임을 고려해 글로벌 배전 전문 업체들의 평균 24F P/E인 24배를 Target P/E로 설정. 초고압 변압기 공급 부족 심화에 따라 동사 역시 관련 매출이 빠르게 증가하는 추세 2024년 2분기 기준 YoY +685% 시현. 부산의 초고압 변압기 라인 증설로 송전망 대응력 향상. 배전 시장의 높은 잠재력이 기대되는 가운데 미국 내 배전 시장 침투율 확대에 따른 Re-Rating 여지 존재.



## I. 이익전망 & 투자요인

2024년 LS ELECTRIC의 매출액을 43,668억원(YoY +3.2%), 영업이익 3,702억원(YoY +14.0%)으로 추정한다. 2024년은 내수 기반이 강한 동사에게 해외 수출 확대가 본격적으로 발생한 해이다. 특히 현재 사이클의 중심 지역인 미국 진출을 위해 노력한 약 10년간의 노력이 결실을 맺고 있다. 이외에도 베트남을 중심으로 동남아 배전 시장 진출을 본격화하고 있는 만큼 2025년부터 본격적인 성장 궤도에 오를 것으로 예상한다. 2025년 동사의 매출액은 47,717억원 (YoY +9.3%), 영업이익 4,416억원(YoY +19.3%)으로 전망한다.

초고압 변압기의 매출 증가 속도가 빠른 편으로, 2024년 2분기 북미향 초고압 변압기 매출만 345억원을 기록하며 전년 동기 대비 +685% 증가세를 시현했다. 북미의 강한 초고압 변압기 수요 대응을 위해 KOC전기 인수 및 부산 공장 CAPA 증설을 진행 중이며, 증설 계획 단계부터 인력 수급에 대한 전략을 세워 2026년까지 기존 CAPA 1,800억원 수준에서 8,000억까지 확대될 전망이다. 공급 부족이 지속되는 가운데 빠른 CAPA 램프업은 투자 매력을 고조시키는 요소로 판단한다. 미국의 Re-Shoring/On-Shoring 기조에 따른 국내 업체들의 미국 시장 진출은 지속될 전망이다. 동사는 국내에서의 경쟁력을 기반으로 미국 현지 진출 기업들과 함께 미국 시장을 공략이 가능할 것으로 예상한다. 이를 기반으로 레퍼런스를 상당수 확보할 것으로 전망되며, 미국 배전 시장 진출의 마중물 역할을 수행할 전망이다. 최근 빅테크들이 AI 데이터센터 전력 수급을 위해 근거리 SMR 등을 확보할 것으로 예상된다. 이러한 기조는 미국 배전 시장의 확대를 의미하는 바, 동사에게 우호적인 업황이 전개되고 있다고 판단한다.

표 16 LS ELECTRIC 분기별 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액(십억원)</b>	<b>976</b>	<b>1,202</b>	<b>1,023</b>	<b>1,030</b>	<b>1,039</b>	<b>1,132</b>	<b>1,069</b>	<b>1,127</b>	<b>1,117</b>	<b>1,193</b>	<b>1,208</b>	<b>1,254</b>	<b>4,230</b>	<b>4,367</b>	<b>4,772</b>
전력	782	1,100	888	891	919	1,007	964	999	979	1,084	1,122	1,145	3,661	3,889	4,329
그 외	193	102	135	139	120	125	105	128	138	109	86	110	569	478	443
<b>QoQ(%)</b>	<b>5.0</b>	<b>23.2</b>	<b>(14.9)</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>9.0</b>	<b>(5.6)</b>	<b>5.4</b>	<b>(0.9)</b>	<b>6.8</b>	<b>1.2</b>	<b>3.9</b>			
전력	2.1	40.6	(19.3)	0.4	3.1	9.7	(4.3)	3.7	(2.0)	10.8	3.5	2.0			
그 외	18.5	(47.3)	32.1	3.4	(13.8)	4.2	(15.6)	21.0	8.3	(21.3)	(21.2)	28.1			
<b>YoY(%)</b>	<b>33.7</b>	<b>36.7</b>	<b>21.9</b>	<b>10.8</b>	<b>6.4</b>	<b>(5.8)</b>	<b>4.6</b>	<b>9.3</b>	<b>7.5</b>	<b>5.3</b>	<b>13.0</b>	<b>11.3</b>	<b>25.3</b>	<b>3.2</b>	<b>9.3</b>
전력	48.4	58.2	30.7	16.3	17.4	(8.4)	8.5	12.1	6.5	7.6	16.4	14.6	37.2	6.2	11.3
그 외	(4.4)	(44.4)	(15.7)	(14.7)	(37.9)	22.6	(21.7)	(8.3)	15.1	(13.0)	(18.7)	(13.9)	(19.7)	(16.0)	(7.4)
<b>영업이익(십억원)</b>	<b>62</b>	<b>94</b>	<b>61</b>	<b>47</b>	<b>98</b>	<b>101</b>	<b>64</b>	<b>103</b>	<b>93</b>	<b>118</b>	<b>102</b>	<b>129</b>	<b>264</b>	<b>366</b>	<b>442</b>
전력	62	90	65	69	88	107	86	114	102	120	117	130	285	394	469
<b>영업이익률(%)</b>	<b>6.4</b>	<b>7.8</b>	<b>5.9</b>	<b>4.6</b>	<b>9.5</b>	<b>8.9</b>	<b>6.0</b>	<b>9.1</b>	<b>8.3</b>	<b>9.9</b>	<b>8.5</b>	<b>10.3</b>	<b>6.2</b>	<b>8.4</b>	<b>9.3</b>
전력	7.9	8.2	7.3	7.7	9.5	10.6	8.9	11.4	10.4	11.1	10.4	11.4	7.8	10.1	10.8
<b>순이익(십억원)</b>	<b>51</b>	<b>73</b>	<b>41</b>	<b>42</b>	<b>78</b>	<b>64</b>	<b>36</b>	<b>77</b>	<b>66</b>	<b>78</b>	<b>67</b>	<b>97</b>	<b>206</b>	<b>255</b>	<b>307</b>
순이익률(%)	5.2	6.1	4.0	4.1	7.5	5.7	3.4	6.8	5.9	6.5	5.6	7.7	4.9	5.8	6.4

자료: LS ELECTRIC, 흥국증권 리서치센터

## II. 밸류에이션

LS ELECTRIC의 목표주가를 210,000원으로 제시한다. 성장 사이클 진입에 따라 동사의 이익 성장세가 기대되는 시점으로 P/E 밸류에이션을 활용하였다. 글로벌 Peer를 통해 Target P/E를 산출했는데, 동사의 높은 배전기기 매출 비중을 고려해 글로벌 시장에서 중저압 변압기 및 배전 기기에 강점을 가지는 Schneider Electric, Eaton, ABB, Mitsubishi Electric, Fuji Electric, Hamond Power Solutions 등을 Peer 그룹으로 선정해 목표주가를 산출했다.

배전기기 잠재력에 따른 Re-Rating 가능성도 상존한다. 전력 공급망 구조를 살펴보면 송전과 배전은 함께 움직일 수밖에 없는 구조이다. 실제로 글로벌 Top-Tier 배전 업체들의 경우 이미 AI가 야기한 데이터센터 수요 증가에 따른 배전 시장 업사이클을 감지해 대응하고 있다. 동사는 글로벌 공인 인증 기관 수준의 자체 연구소를 가지고 있는 만큼 뛰어난 배전기기 기술력을 확보하고 있다. 변압기 공급 부족으로 인해 기대되는 시장인 미국 진출 레퍼런스가 빠르게 쌓이고 있는 가운데, 배전 시장의 본격적인 업사이클에 따른 기대감이 존재하는 시점이다. 배전기기 수출액 증가세에 따라 Re-Rating이 필요할 전망이다.

표 17 LS ELECTRIC 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2024E	비고
EPS (원)	8,689	24년 추정 EPS
목표 P/E (배)	24	글로벌 배전 Peer 평균 24F P/E
<b>목표주가 (원)</b>	<b>210,000</b>	
현재주가 (원)	154,400	24.10.22 종가 기준
<b>상승여력 (%)</b>	<b>36.0%</b>	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 55 LS ELECTRIC 12M Fwd P/E 추이



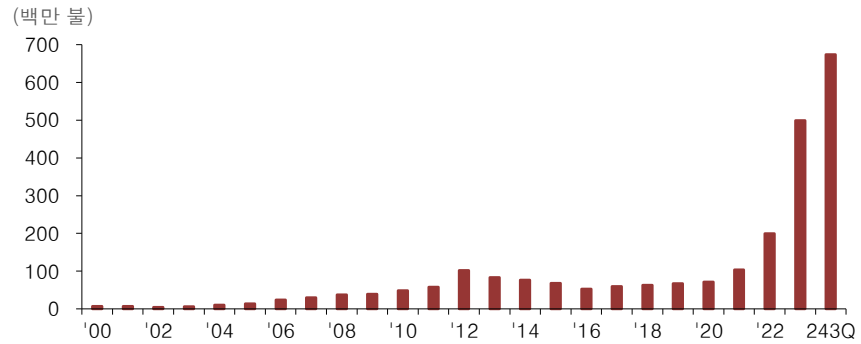
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 56 LS ELECTRIC 12M Fwd P/B 추이



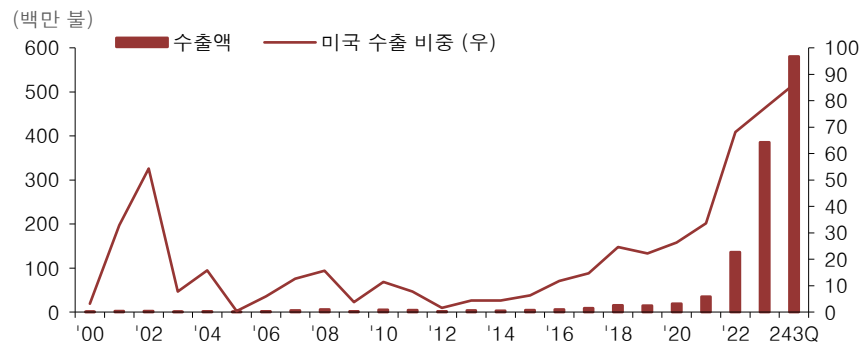
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 57 중저압 유입 변압기 수출액 추이



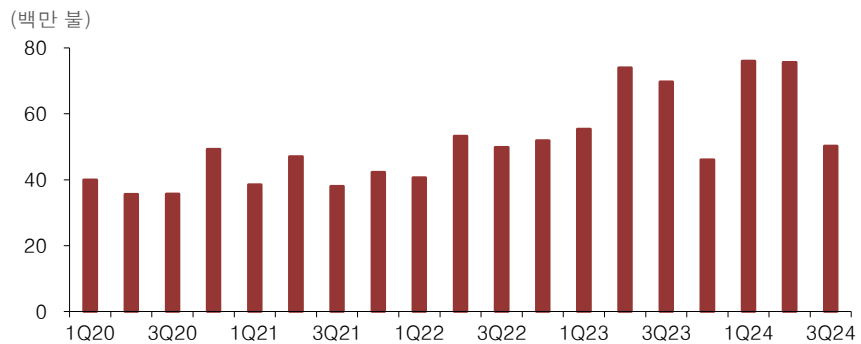
자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 58 미국향 중저압 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 59 LS ELECTRIC 소재지 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>3,377</b>	<b>4,230</b>	<b>4,367</b>	<b>4,772</b>	<b>5,189</b>
증가율 (Y-Y, %)	26.6	25.3	3.2	9.3	8.7
<b>영업이익</b>	<b>188</b>	<b>325</b>	<b>370</b>	<b>442</b>	<b>454</b>
증가율 (Y-Y, %)	20.9	73.2	14.0	19.3	2.8
EBITDA	290	427	484	564	579
영업외손익	(61)	(61)	(21)	(42)	(61)
순이자수익	(5)	(18)	(22)	(24)	(24)
외화관련손익	11	11	38	19	0
지분법손익	(2)	(0)	6	8	8
세전계속사업손익	127	264	349	400	393
<b>당기순이익</b>	<b>91</b>	<b>208</b>	<b>258</b>	<b>310</b>	<b>305</b>
<b>지배기업당기순이익</b>	<b>90</b>	<b>206</b>	<b>255</b>	<b>307</b>	<b>302</b>
증가율 (Y-Y, %)	6.6	128.1	23.8	20.4	(1.8)
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	12.9	20.8	17.8	12.2	7.0
영업이익증가율(3Yr)	3.6	34.4	33.6	33.0	11.8
EBITDA증가율(3Yr)	3.2	22.8	23.6	24.9	10.7
순이익증가율(3Yr)	(4.0)	34.4	44.6	50.4	13.6
영업이익률(%)	5.6	7.7	8.5	9.3	8.7
EBITDA마진(%)	8.6	10.1	11.1	11.8	11.2
순이익률(%)	2.7	4.9	5.9	6.5	5.9
<b>NOPLAT</b>	<b>136</b>	<b>256</b>	<b>274</b>	<b>343</b>	<b>352</b>
(+) Dep	102	102	114	122	125
(-) 운전자본투자	302	80	69	99	87
(-) Capex	115	113	142	153	119
OpFCF	(179)	165	177	213	271

**재무상태표**

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>2,341</b>	<b>2,605</b>	<b>2,927</b>	<b>3,207</b>	<b>3,501</b>
현금성자산	617	634	789	879	1,006
매출채권	770	822	884	984	1,070
재고자산	460	528	516	574	625
비유동자산	982	1,128	1,224	1,279	1,299
투자자산	277	352	387	403	419
유형자산	618	682	738	780	786
무형자산	86	94	99	96	93
<b>자산총계</b>	<b>3,323</b>	<b>3,733</b>	<b>4,152</b>	<b>4,486</b>	<b>4,800</b>
유동부채	1,390	1,449	1,654	1,714	1,756
매입채무	539	593	615	685	744
유동성이자부채	554	446	553	523	485
비유동부채	383	560	555	616	680
비유동이자부채	371	548	539	599	663
<b>부채총계</b>	<b>1,774</b>	<b>2,009</b>	<b>2,209</b>	<b>2,330</b>	<b>2,436</b>
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	(7)	(13)	25	25	25
이익잉여금	1,436	1,597	1,771	1,984	2,192
자본조정	(26)	(22)	(24)	(24)	(24)
자기주식	(24)	(24)	(13)	(13)	(13)
<b>자본총계</b>	<b>1,549</b>	<b>1,724</b>	<b>1,943</b>	<b>2,156</b>	<b>2,363</b>
투하자본	1,764	1,966	2,104	2,251	2,351
순차입금	308	360	303	243	141
ROA	3.0	5.8	6.5	7.1	6.5
ROE	6.0	12.6	14.0	15.1	13.5
ROIC	8.6	13.7	13.4	15.7	15.3

**주요투자지표**

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Per share Data</b>					
EPS	3,010	6,865	8,689	10,463	10,274
BPS	51,783	57,092	64,035	71,142	78,064
DPS	1,100	2,800	3,200	3,200	3,200
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	18.7	10.7	17.8	14.8	15.0
PBR	1.1	1.3	2.4	2.2	2.0
EV/ EBITDA	6.9	6.0	10.2	8.6	8.2
배당수익율	2.0	3.8	2.1	2.1	2.1
PCR	4.5	4.6	10.0	11.0	11.0
PSR	0.5	0.5	1.1	1.0	0.9
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	114.5	116.5	113.7	108.1	103.1
Net debt/Equity	19.9	20.9	15.6	11.3	6.0
Net debt/EBITDA	106.4	84.2	62.4	43.0	24.4
유동비율	168.4	179.8	177.0	187.1	199.4
이자보상배율	37.8	17.6	16.9	18.7	19.2
이자비용/매출액	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	66.4	66.6	64.1	63.7	62.3
현금+투자자산(%)	33.6	33.4	35.9	36.3	37.7
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	37.4	36.6	36.0	34.2	32.7
자기자본(%)	62.6	63.4	64.0	65.8	67.3

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업현금</b>	<b>(145)</b>	<b>215</b>	<b>327</b>	<b>323</b>	<b>332</b>
당기순이익	92	208	258	310	305
자산상각비	102	102	114	122	125
운전자본증감	(486)	(199)	(60)	(99)	(87)
매출채권감소(증가)	(176)	(87)	(41)	(100)	(86)
재고자산감소(증가)	(204)	(63)	21	(59)	(50)
매입채무증감(감소)	82	13	50	70	60
<b>투자현금</b>	<b>(131)</b>	<b>(193)</b>	<b>(158)</b>	<b>(171)</b>	<b>(138)</b>
단기투자자산감소	(13)	(28)	(19)	(1)	(1)
장기투자증권감소	12	2	23	2	2
설비투자	(115)	(113)	(142)	(153)	(119)
유무형자산감소	(2)	(9)	(7)	(9)	(9)
<b>재무현금</b>	<b>135</b>	<b>3</b>	<b>(6)</b>	<b>(63)</b>	<b>(69)</b>
차입금증가	167	49	14	31	25
자본증가	(30)	(32)	(19)	(94)	(94)
배당금지급	30	32	82	94	94
현금 증감	(146)	28	174	89	126
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>376</b>	<b>475</b>	<b>462</b>	<b>422</b>	<b>419</b>
(-) 운전자본증가(감소)	302	80	69	99	87
(-) 설비투자	115	113	142	153	119
(-) 자산매각	(2)	(9)	(7)	(9)	(9)
Free Cash Flow	(42)	274	244	161	204
(-) 기타투자	(12)	(2)	(23)	(2)	(2)
잉여현금	(31)	276	267	164	206

IT하드웨어/IT인프라

박희철

02)6742-3697

phc3312@heungkuksec.co.kr

(298040)

# 효성중공업

미국 침투에 박차를 가하며

**BUY**(신규)

목표주가		500,000원(신규)			
현재주가(10/22)		390,500원			
상승여력		28.0%			
시가총액		3,641십억원			
발행주식수		9,325천주			
52주 최고가 / 최저가		449,500 / 157,700원			
3개월 일평균거래대금		32십억원			
외국인 지분율		12.8%			
주요주주					
효성 (외 12인)		48.9%			
국민연금공단 (외 1인)		12.9%			
엔에이치아문디자인운용 (외 1인)		5.0%			
주가수익률(%)		1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률		24.0	20.0	41.0	123.5
상대수익률(KOSPI)		24.8	26.9	43.2	115.3

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	3,510	4,301	4,831	5,480
영업이익	143	258	324	490
EBITDA	226	343	406	580
지배주주순이익	10	116	184	309
EPS	1,096	12,438	19,761	33,218
순차입금	1,380	1,001	925	703
PER	71.2	13.0	19.8	11.8
PBR	0.7	1.4	2.9	2.3
EV/EBITDA	9.3	7.3	11.3	7.5
배당수익률	n/a	1.5	0.7	0.9
ROE	1.1	11.3	15.6	21.9
컨센서스 영업이익	143	258	341	473
컨센서스 EPS	1,096	12,438	18,875	29,599

## 주가추이



## 또 다른 국내 초고압 변압기 강자

효성중공업은 2018년 효성에서 전력기기 및 건설 사업 부문이 분사되어 설립된 기업. HD현대일렉트릭과 함께 국내의 전통적인 초고압 변압기 제조기업으로 글로벌 경쟁력 보유. 동사의 사업부문은 크게 변압기와 차단기 등을 생산하는 전력PU와 전동기 등 발전 설비를 제조하는 기전PU를 합친 중공업 부문과 건설 부문으로 분류. 2024년 상반기 기준 중공업 부문의 매출 비중은 약 61%, 건설부문은 약 38%, 기타 약 1%로 구성.

## 미국 시장 매출 확대를 통해 Next-Step으로

2023년 하반기부터 본격적인 미국 현지 공장 매출 발생 기대. 테네시 주에 소재하는 동사의 변압기 제조 공장은 2020년 미쓰비시로부터 공장을 인수한 후 2023년 하반기 CAPA 램프업 완료. 향후 2026년까지 지속적인 투자를 통해 현재 2억 달러 수준의 CAPA를 4억 달러 수준으로 확대할 전망. 미국 공장은 초고압 변압기 위주의 라인으로 2024년부터 매출 상승의 원동력으로 작용. 현재 미국 대선을 앞두고 정책 불확실성에 대한 리스크가 부각되는 가운데 미국 현지 공장 투자 확대는 리스크를 상쇄할 요인으로 판단. 증설 규모도 적극적인 편으로 공급 부족 환경 속에서 점유율 확대가 예상. 미국 주주 증가세는 이를 반증. 2024년 2분기 동사의 미국 매출 비중은 약 16% 수준. 다만 올해 상반기 미국 주주는 전체의 약 30% 수준으로 파악. 향후 미국 중심의 성장세가 기대되는 요인.

## 투자의견 BUY, 목표주가 500,000원 제시

효성중공업에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 500,000원 제시. 2024년 매출액은 48,313억원 (YoY +12.3%), 영업이익 3,244억원 (YoY +25.8%)으로 추정. 2024년 추정 EPS 19,761에 건설 사업 부문으로 인한 희석을 고려해 Target P/E 30배에 15% 할인 적용해 목표주가 산출. 지난 2분기는 건설 부문에서 화물연대 파업에 따른 공사 원가 상승으로 인한 일회성 부진. 전력기기 사업을 영위하는 중공업 부문은 전년 동기 대비 실적 상승세 지속. 3분기는 조업일수 영향으로 통상 비수기에 속하지만, 2분기 이연 매출의 영향으로 이를 상쇄할 것으로 전망. Peer 대비 견조한 하반기 예상.

## I. 이익전망 & 투자포인트

2024년 효성중공업의 매출액은 48,313억원(YoY +12.3%), 영업이익 3,244억원(YoY +25.8%)으로 추정한다. 2024년 2분기 건설 사업 부문이 일시적인 요인으로 인해 다소 부진했으나, 하반기 이를 상쇄하고 완전한 성장세가 전망된다. 특히 2분기 매출 일부가 3분기에 반영되면서 계절적 비수기인 3분기 매출이 2분기와 유사할 것으로 추정된다. 2024년 중공업 부문 신규 수주는 전년 대비 +38%로 추정하는데, 2025년에는 증가한 수주 성장세와 함께 매출액 54,803억원(YoY +13.4%), 영업이익 4,895억원(YoY +50.9%)을 실현할 것으로 전망한다.

미국 현지 공장의 CAPA 확대는 동사의 핵심 포인트 중 하나다. 미국 현지에 약 4,900만 달러를 투자해 미국 현지 공장 CAPA를 기존 2억 달러에서 2026년까지 4억 달러 수준으로 확대할 전망이다. 미국 시장 수요 증가에 따른 수혜를 온전히 받기 위해서는 미국 현지 공장은 필수적이다. 미국 대선 결과에 관계없이 양 후보가 Re-Shoring/On-Shoring에 대한 혜택이 예상되기 때문이다. 추가적으로 동사는 미국 외에도 유럽 지역으로의 레퍼런스를 쌓아가고 있다. 유럽지역은 기존 경쟁력을 갖춘 글로벌 변압기 업체들이 미국 시장 대응을 선호하는 가운데, 공급 부족이 야기될 가능성이 높은 지역으로 동사의 사업 확장성에 기여할 것으로 판단한다.

표 18 효성중공업 분기별 실적 추이

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
<b>매출액(십억원)</b>	<b>846</b>	<b>1,123</b>	<b>1,039</b>	<b>1,292</b>	<b>985</b>	<b>1,194</b>	<b>1,155</b>	<b>1,498</b>	<b>1,175</b>	<b>1,391</b>	<b>1,297</b>	<b>1,618</b>	<b>4,301</b>	<b>4,831</b>	<b>5,480</b>
중공업	476	711	592	797	581	744	722	984	767	922	860	1,058	2,576	3,031	3,605
건설	366	404	440	487	398	441	425	506	403	458	429	552	1,696	1,770	1,842
기타	5	8	7	7	5	10	8	8	5	10	8	8	28	31	33
<b>QoQ(%)</b>	<b>(29.3)</b>	<b>32.6</b>	<b>(7.4)</b>	<b>24.3</b>	<b>(23.8)</b>	<b>21.3</b>	<b>(3.3)</b>	<b>29.7</b>	<b>(21.6)</b>	<b>18.3</b>	<b>(6.7)</b>	<b>24.8</b>			
중공업	(37.1)	49.4	(16.6)	34.6	(27.1)	27.9	(3.0)	36.4	(22.1)	20.2	(6.7)	23.1			
건설	(15.6)	10.4	8.9	10.8	(18.2)	10.6	(3.5)	19.0	(20.3)	13.6	(6.4)	28.7			
<b>YoY(%)</b>	<b>41.2</b>	<b>21.1</b>	<b>32.2</b>	<b>7.9</b>	<b>16.3</b>	<b>6.3</b>	<b>11.1</b>	<b>16.0</b>	<b>19.4</b>	<b>16.5</b>	<b>12.3</b>	<b>8.0</b>	<b>22.5</b>	<b>12.3</b>	<b>13.4</b>
중공업	68.2	37.6	37.3	5.3	22.2	4.6	21.8	23.4	31.8	23.9	19.1	7.5	29.6	17.6	19.0
건설	17.1	0.4	26.6	12.5	8.9	9.2	(3.3)	3.8	1.2	4.0	0.9	9.1	13.5	4.3	4.1
<b>영업이익(십억원)</b>	<b>14</b>	<b>86</b>	<b>95</b>	<b>63</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>85</b>	<b>120</b>	<b>86</b>	<b>152</b>	<b>112</b>	<b>140</b>	<b>258</b>	<b>324</b>	<b>490</b>
영업이익률(%)	1.7	7.6	9.1	4.9	5.7	5.2	7.4	8.0	7.3	11.0	8.6	8.6	6.0	6.7	8.9
<b>순이익(십억원)</b>	<b>-15</b>	<b>54</b>	<b>52</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>36</b>	<b>47</b>	<b>80</b>	<b>47</b>	<b>100</b>	<b>72</b>	<b>91</b>	<b>116</b>	<b>184</b>	<b>309</b>
순이익률(%)	(1.8)	4.8	5.0	2.0	2.2	3.0	4.0	5.3	4.0	7.2	5.5	5.7	2.7	3.8	5.6

자료: 효성중공업, 흥국증권 리서치센터

## II. 밸류에이션

효성중공업의 목표주가를 500,000원으로 제시한다. 초고압 변압기 중심의 수요 상승 사이클과 함께 동사의 이익 레벨이 달라지고 있기 때문에 P/E 밸류에이션을 통해 주가를 산정했다. Target P/E는 HD현대일렉트릭의 Target P/E 30배에서 15% 할인한 25배를 적용했다. 할인의 이유는 HD현대일렉트릭은 순수 전력기기 업체인 반면 효성중공업은 건설 부문으로 인한 희석이 존재하기 때문이다.

효성중공업의 미국 시장 대응은 주목할 만하다. 대대적인 증설을 통해 공급 부족 상황 속에서 수혜를 극대화하고자 하는 전략으로 풀이된다. 특히 정책의 불확실성이 부각되는 현 시점에서 현지 공장에 대한 적극적인 투자는 실보다 득이 많은 전략으로 판단된다. 트럼프 후보 당선 시 동사는 현지 공장 증설에 대한 Re-Rating이 필요할 것으로 예상된다. 동사 역시 국내 경쟁사와 같이 Full-Capa 수준의 수요를 확보하고 있다. 효성중공업의 견조한 신규 수주 증가세는 미국 시장의 강한 수요를 보여주는 바, 피크아웃 우려는 기우라고 판단한다.

표 19 효성중공업 목표주가 산정 P/E Multiple Valuation

	2024E	비고
EPS (원)	19,761	24년 추정 EPS
목표 P/E (배)	25	글로벌 Peer 평균 24F P/E 15% 할인
<b>목표주가 (원)</b>	<b>500,000</b>	
현재주가 (원)	390,500	24.10.22 종가 기준
<b>상승여력 (%)</b>	<b>28.0%</b>	

자료: 흥국증권 리서치센터

그림 60 효성중공업 12M Fwd P/E 추이



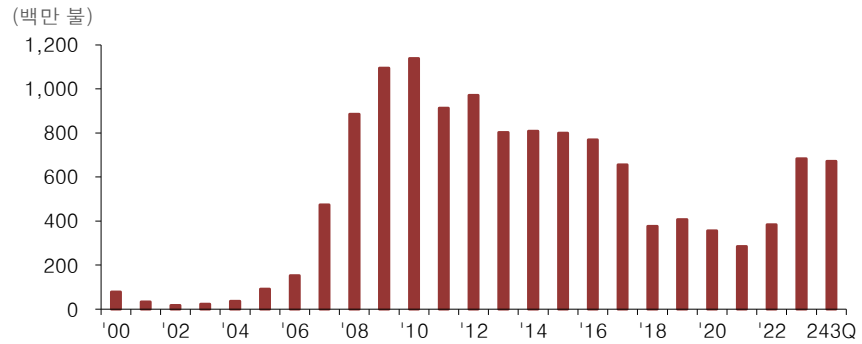
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 61 효성중공업 12M Fwd P/B 추이



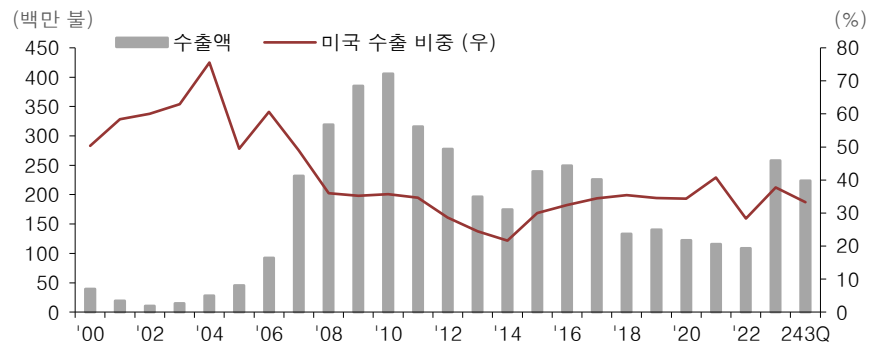
자료: Quantwise, 흥국증권 리서치센터

그림 62 초고압 변압기 수출액 추이



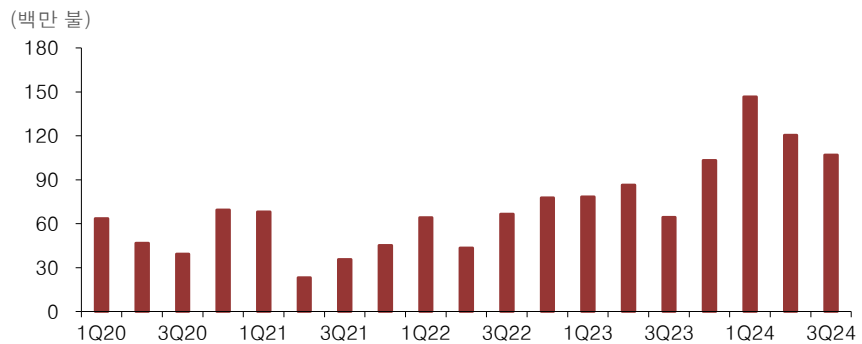
자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 63 미국향 초고압 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터

그림 64 효성중공업 소재지 변압기 수출액 추이



자료: KITA, 흥국증권 리서치센터



**포괄손익계산서**

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,510	4,301	4,831	5,480	6,034
증가율 (Y-Y, %)	13.4	22.5	12.3	13.4	10.1
영업이익	143	258	324	490	520
증가율 (Y-Y, %)	19.3	80.0	25.8	50.9	6.3
EBITDA	226	343	406	580	608
영업외손익	(83)	(88)	(75)	(62)	(60)
순이자수익	(53)	(80)	(70)	(73)	(65)
외화관련손익	(23)	(7)	6	6	0
지분법손익	(2)	(3)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업손익	60	170	250	427	461
당기순이익	29	132	196	332	358
지배기업당기순이익	10	116	184	309	334
증가율 (Y-Y, %)	(82.3)	1,035.4	58.7	68.1	7.9
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	(2.5)	13.0	16.0	16.0	11.9
영업이익증가율(3Yr)	3.2	80.2	39.3	50.6	26.4
EBITDA증가율(3Yr)	3.9	42.0	28.7	37.0	21.1
순이익증가율(3Yr)	22.0	n/a	36.9	125.1	39.5
영업이익률(%)	4.1	6.0	6.7	8.9	8.6
EBITDA마진(%)	6.4	8.0	8.4	10.6	10.1
순이익률(%)	0.8	3.1	4.1	6.1	5.9
NOPLAT	70	200	255	381	405
(+) Dep	82	85	81	90	88
(-) 운전자본투자	267	(306)	89	16	50
(-) Capex	94	32	136	87	72
OpFCF	(209)	559	112	368	370

**재무상태표**

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	2,221	2,351	3,076	3,354	3,771
현금성자산	293	360	506	604	758
매출채권	1,166	1,093	1,330	1,418	1,562
재고자산	629	726	1,012	1,093	1,203
비유동자산	2,472	2,410	2,427	2,479	2,519
투자자산	1,039	1,015	926	963	1,002
유형자산	1,288	1,281	1,388	1,416	1,427
무형자산	145	114	113	100	90
<b>자산총계</b>	<b>4,693</b>	<b>4,761</b>	<b>5,503</b>	<b>5,832</b>	<b>6,290</b>
유동부채	2,505	2,811	3,372	3,349	3,449
매입채무	1,020	1,402	1,705	1,841	2,027
유동성이자부채	1,003	940	1,011	825	711
비유동부채	1,085	726	720	789	845
비유동이자부채	670	420	420	483	533
<b>부채총계</b>	<b>3,590</b>	<b>3,537</b>	<b>4,092</b>	<b>4,138</b>	<b>4,294</b>
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892	892
이익잉여금	69	176	336	619	921
자본조정	(33)	(34)	(2)	(2)	(2)
자기주식	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>자본총계</b>	<b>1,103</b>	<b>1,224</b>	<b>1,411</b>	<b>1,695</b>	<b>1,996</b>
투하자본	2,409	2,138	2,299	2,359	2,441
순차입금	1,380	1,001	925	703	485
ROA	0.2	2.5	3.6	5.5	5.5
ROE	1.1	11.3	15.6	21.9	19.5
ROIC	3.1	8.8	11.5	16.3	16.9

**주요투자지표**

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Per share Data</b>					
EPS	1,096	12,438	19,761	33,218	35,830
BPS	104,517	115,857	136,550	166,926	199,311
DPS	0	2,500	2,800	3,400	3,800
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	71.2	13.0	19.8	11.8	10.9
PBR	0.7	1.4	2.9	2.3	2.0
EV/ EBITDA	9.3	7.3	11.3	7.5	6.8
배당수익율	n/a	1.5	0.7	0.9	1.0
PCR	3.3	4.9	8.5	9.0	8.5
PSR	0.2	0.4	0.8	0.7	0.6
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	325.4	288.9	290.0	244.2	215.1
Net debt/Equity	125.1	81.8	65.6	41.5	24.3
Net debt/EBITDA	611.8	291.9	228.0	121.3	79.8
유동비율	88.7	83.6	91.2	100.1	109.3
이자보상배율	2.7	3.2	4.6	6.7	8.1
이자비용/매출액	1.7	2.1	1.9	1.6	1.3
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	64.4	60.9	61.6	60.1	58.1
현금+투자자산(%)	35.6	39.1	38.4	39.9	41.9
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	60.3	52.6	50.3	43.6	38.4
자기자본(%)	39.7	47.4	49.7	56.4	61.6

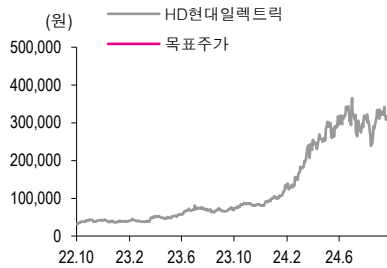
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

**현금흐름표**

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업현금</b>					
당기순이익	29	132	196	332	358
자산상각비	82	85	81	90	88
운전자본증감	(308)	194	(57)	(16)	(50)
매출채권감소(증가)	(212)	53	(225)	(89)	(143)
재고자산감소(증가)	(213)	(82)	(263)	(81)	(110)
매입채무증감(감소)	136	259	273	136	186
<b>투자현금</b>	<b>(118)</b>	<b>(52)</b>	<b>(164)</b>	<b>(149)</b>	<b>(136)</b>
단기투자자산감소	17	(10)	(1)	(6)	(7)
장기투자증권감소	(10)	(4)	(8)	(2)	(2)
설비투자	(94)	(32)	(136)	(87)	(72)
유무형자산감소	2	(2)	(13)	(17)	(17)
<b>재무현금</b>	<b>318</b>	<b>(338)</b>	<b>(70)</b>	<b>(150)</b>	<b>(96)</b>
차입금증가	314	(338)	(46)	(123)	(64)
자본증가	4	0	(23)	(26)	(32)
배당금지급	0	0	23	26	32
현금 증감	132	65	69	92	147
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>					
(-) 운전자본증가(감소)	267	(306)	89	16	50
(-) 설비투자	94	32	136	87	72
(+) 자산매각	2	(2)	(13)	(17)	(17)
Free Cash Flow	(137)	577	189	287	290
(-) 기타투자	10	4	8	2	2
잉여현금	(147)	573	181	284	287

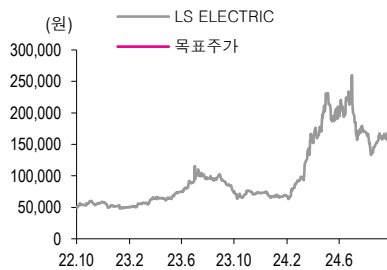
#### HD현대일렉트릭 - 주가 및 당사 목표주가 변경



#### 최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2024-10-23	담당자변경			

#### LS ELECTRIC - 주가 및 당사 목표주가 변경



#### 최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2024-10-23	담당자변경			

#### 효성중공업 - 주가 및 당사 목표주가 변경



#### 최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격	평균주가 과리율(%)	최고(최저)주가 과리율(%)
2024-10-23	담당자변경			

**투자의견(향후 12개월 기준)**

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
----	---	----	---

**최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 09월 30일 기준)**

Buy (98.7%)	Hold (1.3%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

**Compliance Notice**

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

**흥국씨앗체**

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

☐ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로2길 32, 14층 (여의도 파이낸스타워 14층)  
☐ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635  
☐ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286