

전력기기

5년치 일감 확보, 슈퍼 사이클의 시작



더 많은 리포트 보기

2024년 8월 22일

Positive 신규

Recommendations	기준일: 2024년 8월 20일
HD현대일렉트릭 (267260)	Buy
현재주가: 319,000원	목표주가: 410,000원
LS ELECTRIC (010120)	Buy
현재주가: 170,400원	목표주가: 240,000원

HD현대일렉트릭 (Buy, TP 410,000원), LS ELECTRIC (Buy, TP 240,000원) 신규 제시
KB증권은 전력기기 산업에 대해 긍정적인 의견을 제시하고, HD현대일렉트릭과 LS ELECTRIC에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 410,000원, 240,000원을 각각 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가와 최근 증가 대비 상승여력은 각각 28.5%, 40.8%이며, Implied 12M Fwd. P/B는 8.14배, 3.71배이다. 목표주가는 P/B-ROE 방식을 활용해 산출했다. 무위험이자율은 동안채 1년 수익률, 시장위험프리미엄은 KB증권 하우스 ERP, 베타는 WMI500 총수익률 대비 52주 주간 조정 베타, 영구성장률은 3개월 평균 국채 30년물 수익률을 활용했다.

글로벌 전력망 수요 증가, 시작은 미국으로부터

전세계 송배전망에 대한 수요는 AI 시장 확대에 따른 데이터센터의 증가, 전기차의 보급 추이 지속 등에 따른 전력 수요의 증가와 신재생 발전설비의 확대 등에 따른 신규 인프라 구축의 필요성에 힘입어 빠르게 늘어나고 있다. 이에 힘입어 글로벌 전력망 투자 규모는 2020년 연간 2,350억 달러에서 2050년 6,360억 달러로 확대될 전망이다. 특히 이를 주도하고 있는 것은 미국이다. 미국의 전력기기 수요는 2020년을 기점으로 빠르게 증가하고 있다. 신규 수요에 더해 기존 구축되어 있던 전력망들이 노후화됨에 따라 교체 수요도 함께 발생하고 있는 것이 원인이다. 시장의 확장 속도만으로 따지면 지난 사이클이었던 2004년 이후 다시 대규모 호황 사이클이 도래한 것이며, 현재의 수요는 향후 10년간 유지될 것으로 전망한다.

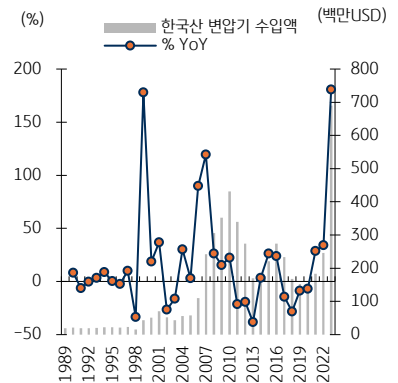
수급 불균형 지속, 향후 5년 수주잔고 확보로 이익률 개선 기대

현재 미국을 중심으로 한 전력망 확충의 병목으로 작용하고 있는 것이 변압기다. 사이클 산업의 특성상 공급설비를 늘리는 것이 어려워 글로벌 주요 전력기기 생산업체들은 설비투자를 적극적으로 확장하고 있지 않은 가운데, 원료 가격의 상승, 설비 및 숙련공들의 공급 제한 등을 이유로 생산을 쉽게 늘리기 어려운 상황이다. 이에 따라 고압 대형 변압기 및 송압기의 리드타임은 이전 30~60주에서 2023년 말에는 평균 120~130주 수준으로 2~4배 늘어난 바 있다. 특히 미국의 한국산 변압기에 대한 수요가 빠르게 늘어나고 있다. 미국의 한국산 변압기 수입 비중은 2020년 5.2% 수준에서 2023년 12.1%, 2024년 4월 누적 17.3%까지 상승한 바 있다. 이러한 현상은 중대형 변압기와 소형 변압기 모두에서 나타나고 있다는 점이 특징적이다. 주로 고압 송전망에 사용되는 중대형 변압기의 수입 비중은 이전 고점인 2017년의 20.8%에 근접하고 있고, 저압 배전망에 사용되는 소형 변압기의 수입 또한 중국산 수입이 축소되는 것과 동시에 한국산 비중이 크게 상승하면서 역대 최대 규모인 2023년 12.0%에 도달했다. 중대형 변압기에서는 주 경쟁업체들이 있는 유럽과 일본이 자국 내 송배전망 구축 수요를 충족하는 데 집중해야 하고, 소형 변압기에서는 미국의 중국 의존도 감축 정책에 따라 대체 수요처를 모색해야 하면서 한국 업체들이 가장 큰 반사이익을 얻을 수 있다는 판단이다.

리스크 요인: 1) 경쟁사들의 capa 증설, 2) AI 중심의 전력수요 증가세 둔화

다만, 이러한 전력기기 시장의 성장세에 리스크 요인으로 작용할 수 있는 것은 다음과 같다. 우선 경쟁사들이 공격적으로 capa 증설을 시작한다면 현재의 유리한 수급 불균형이 깨지면서 장기 수익성이 악화될 수 있다. 한편, 반대로 경기 둔화에 따른 반도체 생산 축소 및 AI 버블 등으로 인해 현재 전력수요의 증가를 이끌고 있는 AI 관련 수요가 위축되는 것도 우려 요인이 될 수 있다.

미국의 한국 변압기 수입 급증



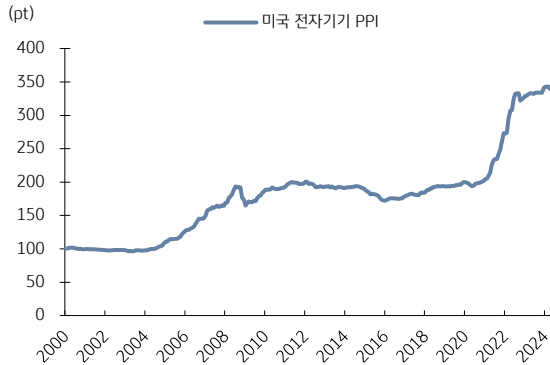
자료: USITC, KB증권

Contents

I. Focus Charts	3
II. 산업분석	4
1. 전력 시장의 Value Chain	4
2. 송배전기기 산업 전망	6
1) 글로벌 시장의 성장: 신규 그리드 구축 수요 급증	6
2) 교체 사이클까지 겹친 미국의 그리드 시장	10
3) 수요에 못 미치는 공급: 타이트한 수급은 장기적인 기회가 될 것	12
III. 리스크 요인	15
IV. 국내외 Peer Group 비교	16
기업분석	18
HD현대일렉트릭 (267260)	19
LS ELECTRIC (010120)	33

I. Focus Charts

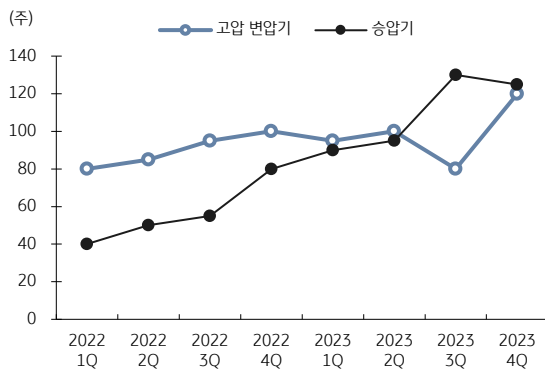
미국의 전력기기 PPI 상승: 신규 전력수요 증가로 전력망 구축 가속화



자료: Bloomberg, KB증권

- 미국의 전력기기 수요는 2020년을 기점으로 빠르게 증가하고 있음
- 신재생발전의 확대, AI 시장 성장에 따른 전력 사용량 증가에 따른 신규 수요에 더해 미국 내 전력망의 노후화에 따른 사고 발생 증가로 교체 수요도 함께 발생하고 있는 것이 원인
- 지난 사이클이었던 2004년 이후 다시 대규모 호황 사이클 도래. 현재의 수요는 향후 10년간 유지될 것으로 전망

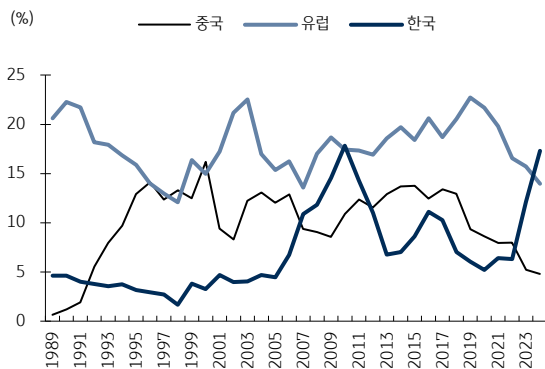
전력망 밸류체인에서 병목현상이 일어나고 있는 전력기기 시장



자료: Wood Mackenzie, KB증권

- 현재 미국을 중심으로 한 전력망 확충의 병목으로 작용하고 있는 것이 변압기임
- 사이클 산업의 특성상 공급설비를 늘리는 것이 어려워 글로벌 주요 전력기기 생산업체들은 설비투자를 적극적으로 늘리고 있지 않은 상황
- 주요 생산업체들은 원료 가격의 상승, 설비 및 숙련공들의 공급 제한 등을 이유로 생산을 쉽게 늘리기 어렵다고 하는 상황
- 이에 따라 고압 대형 변압기 및 중압기의 리드타임은 이전 30~60주에서 2023년 말에는 평균 120~130주 수준으로 2~4배 늘어난 바 있음

미국향 한국 변압기 및 배전기 수출은 빠르게 증가 중



자료: USITC, KB증권

- 미국의 변압기 수요는 20%만 내수로 충당되고 있음. 대부분의 변압기를 해외로부터 수입해야 하는 상황
- 미국 변압기 수입의 대부분은 멕시코로 구성되어 있지만, 그 외에는 유럽, 한국, 중국 등에서 수입하고 있음. 이 중 2022년 이후 한국에서의 수입 비중이 빠르게 상승하고 있는 중
- 중국에서의 수입은 미국의 중국 의존도 축소를 위한 정책들 (중국산 변압기에 대해서만 관세 25% 부과)의 영향으로 크게 늘어나지 못하고 있음. 한편, 유럽산 변압기 수입은 늘어나고 있으나 유럽에서도 신재생 발전의 증가에 따른 그리드 수요가 늘어나고 있어 수입 증가분이 제한적인 것으로 판단. 이를 대체하기 위한 한국산 수요가 빠르게 늘어나고 있는 중

II. 산업분석

1. 전력산업의 Value Chain

전력산업 밸류체인:

발전-시장운영-송전-배전-소비의 과정

전력산업 밸류체인은 전기의 생산에서 시장운영, 송전, 배전 및 전기소비까지 부가가치가 창출되는 일련의 과정을 의미한다. 전력산업 밸류체인의 첫 단계는 전기를 생산하는 발전이다. 전기를 생산하는 방법은 석탄이나 석유를 이용하는 화력발전에서 원자력발전 및 태양에너지나 바람 등을 이용한 신재생에너지발전에 이르기까지 시대와 여건에 따라 변화해 왔다.

송전, 변전, 배전 단계를 거쳐 전달되는 전력: 신뢰도 높은 전력계통 필요

발전소에서 생산된 전기는 송전 (Transmission), 변전 (Transformation), 배전 (Distribution)을 거쳐 소비자에게 전달된다. 전력공급의 안정성 및 효율성을 향상시키고 고품질 전력을 공급하기 위해서는 신뢰도 높은 송전, 변전, 배전의 전력계통이 필요하다. 전력계통은 전력산업 밸류체인의 동맥과 같은 역할을 하기 때문에 이 과정이 원활해야 전력손실을 최소화하며 전력산업을 발전시킬 수 있다.

송전: 발전소에서 배전용 변전소까지 전력을 수송하는 단계

송전은 보통 발전소에서 생산된 전기를 최종 소비자에게까지 전송하는 것을 의미하기도 하지만, 좁은 의미로는 발전소에서 직접 연결된 배전용 변전소까지의 전력을 수송하는 과정에 해당한다. 우리나라의 경우 발전설비 대부분 서해안, 남해안, 동해안에 들어서 있지만, 수도권에서 전력의 40%가 소비되고 있어 전력의 생산지와 소비지가 멀리 떨어져 있다. 따라서 장거리 송전망을 확보하고, 전력손실을 줄이기 위해서 송전망의 초고압화 및 대용량화가 요구된다.

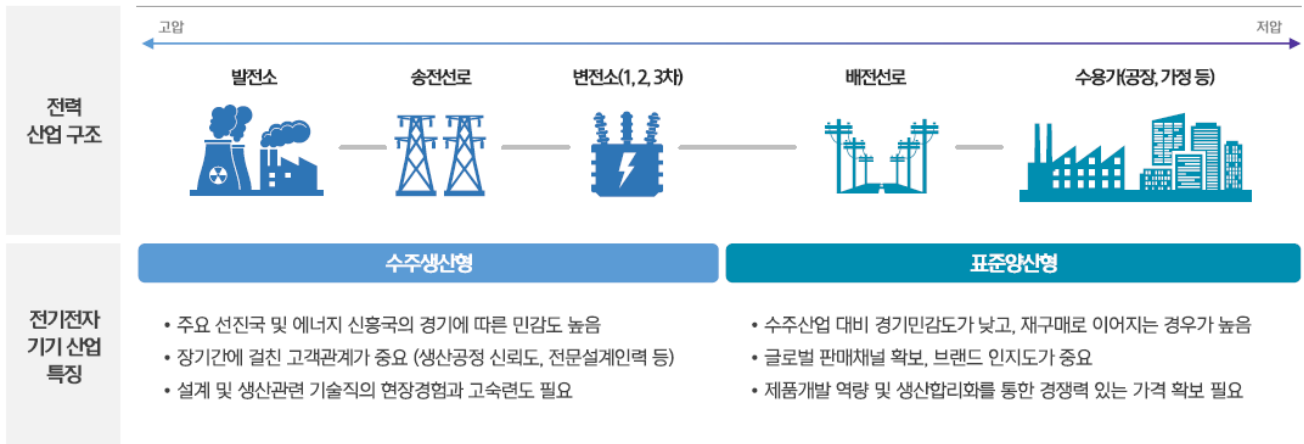
변전: 생산된 전력을 소비자에게 보내는 과정에서 전압 및 전류의 성질을 바꾸는 단계

이후 변전 단계에서는 발전소에서 생산한 전력을 송전선로나 배전선로를 통해 소비자에게 보내는 과정에서 전압이나 전류의 성질을 바꾸기 위하여 설치하는 시설이 변전소이다. 발전소에서 만든 전기를 전달하기 위해서는 멀리까지 전력을 내보내는 송전선로를 통과해야 하는데, 이때 전선의 저항으로 인해 불가피하게 전력손실이 발생한다. 이러한 전력 손실을 최소화하기 위해서는 전압을 높이는 것이 유리하다. 발전소에서 만들어진 전력을 송전에 적합하도록 전압을 높이는 것이 승압변전소다. 한편, 송전이 완료되고 나면 훨씬 더 낮은 전압을 활용하는 일반 가정 등에서 사용할 수 있도록 전압을 낮추는 과정 또한 필요한데, 이는 반대로 전압을 낮추는 강압변전소가 담당한다. 강압변전소는 순차적으로 송전전압을 더 낮은 송전전압으로 낮추는 1차 변전소와 송전전압을 배전전압으로 바꾸는 2차 변전소로 구분된다. 이러한 변전 과정에서 전압을 변경하는 장치인 변압기와 변압기 앞뒤로 설치되어 유사시에 전력흐름을 끊는 차단기가 사용된다.

배전: 낮아진 전압의 전류를 소비자에게 공급하는 단계

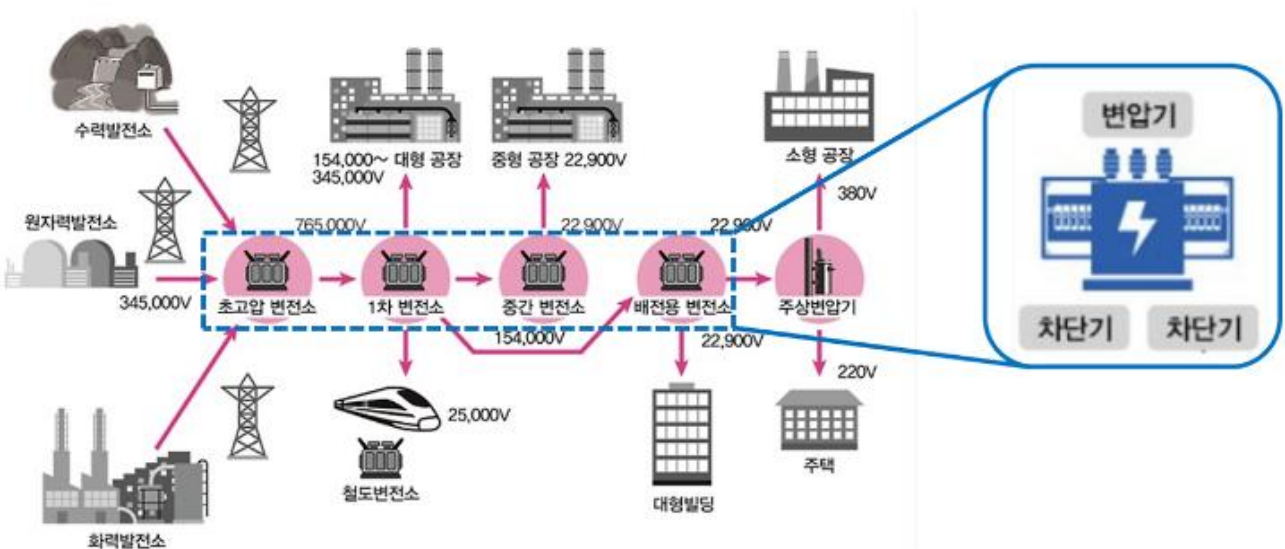
마지막 단계인 배전은 전력을 소비자에게 공급하는 일을 가리킨다. 전봇대 또는 지중화된 전력망을 통해 공급받은 전류를 배전변압기를 통해 일반 가정 등 최종 수요처에 공급하는 것이다. 결국에는 발전기에서 처음 나오는 전기의 전압은 20kV 전후인데, 효율적인 송전을 위해 765kV 급 변압기로 승압을 시킨 뒤 송전과 변전, 배전 등의 단계를 거치면서 점차 전압을 떨어트려 일반 가정이나 사무실에서 사용하는 220V까지 낮춘 뒤 공급하면서 우리가 일상적으로 사용하는 전기가 되는 것이다.

표 1. 전력산업의 구조 및 특징



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

표 2. 송배전망의 세부 구조 및 구성요소



자료: 한국전력, KB증권

2. 전력기기 산업 전망

1) 글로벌 시장의 성장: 신규 그리드 구축 수요 급증

**신재생발전, 전기차, 데이터센터 등의
등장으로 신규 전력망 필요**

글로벌 송배전망 시장은 신재생 및 전기차, 데이터센터 등과 같은 새로운 전력 수요가 등장함에 따라 빠르게 확대되고 있다.

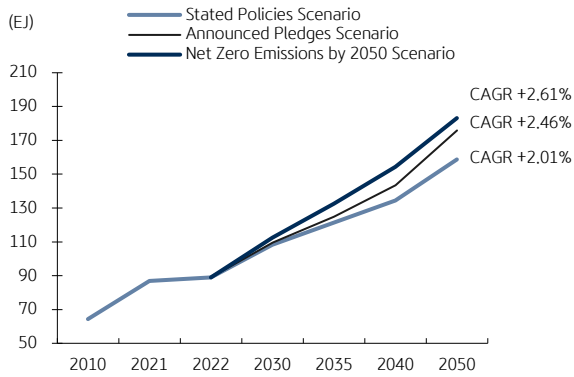
**글로벌 전력망 투자금액 30년간 2.7배
규모로 연평균 3.4%의 속도로 성장 전망**

글로벌 전력망 투자비는 2020년 연간 2,350억달러에서 2050년 연간 6,360억달러로 증가할 것으로 전망된다. 노후화 설비의 교체 및 전력망의 보강도 이뤄지겠지만, 신규 전력망 이용자의 접속을 위한 신설의 영향 또한 크다. 신재생에너지 발전원이 작은 규모로 수요지 인근에 설치됨에 따라 배전망에 대한 투자 증가폭이 향후 수십 년간 더욱 커질 뿐만 아니라 원거리 지역의 신재생에너지 전력을 수요지 인근으로 송전하기 위한 송전망 투자도 중요해질 것으로 예상된다. 또한 2050년 총 투자비용에서 전력망 디지털 변환 비용도 높은 비중을 차지할 것으로 예상된다. 특히 출력변동이 잦은 신재생에너지의 특성을 고려해 기존 발전기, ESS, 수요반응자원 등의 출력을 탄력적으로 조정할 필요가 있다. 이에 따라 배터리 (ESS)와 수요 반응 (DR)이 기여하는 비율이 급증할 것으로 전망된다.

**AI 사용 확대에 따른 데이터 센터 건설로
전력 수요 증가**

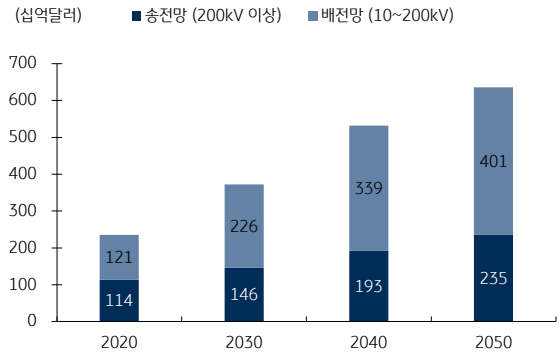
AI 사용의 확대와 이로 인한 데이터 센터 건설도 전력 수요 증가를 유도하는 원인이다. IEA는 데이터 센터에서 소모되는 전력의 양이 2022년 전 세계 전력 소비의 2% 수준으로 추정하고 있으며, 해당 수치는 2026년에 두 배로 늘어나 것으로 예상하고 있다. 전 세계 전력소모량 증가율이 3% 내외의 수준임을 감안하면 결코 작지 않은 수준이다. 특히 현재 전 세계 데이터 센터의 약 33%가 미국에 위치해 있고, 북미 시장이 현재 전력기기 시장 호황을 주도하고 있음을 감안하면, 전력기기 제조업체들의 데이터 센터 관련 수혜는 상당한 수준일 수 있음을 시사한다.

그림 1. 글로벌 전력수요 전망



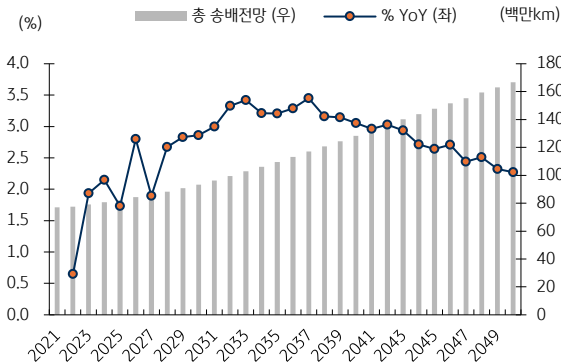
자료: IEA, KB증권

그림 2. 글로벌 T&D 투자 규모 추이 및 전망



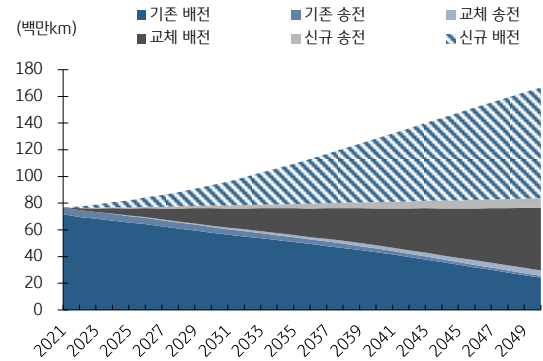
자료: BNEF, KB증권

그림 3. 글로벌 전력망 길이 추이 및 전망



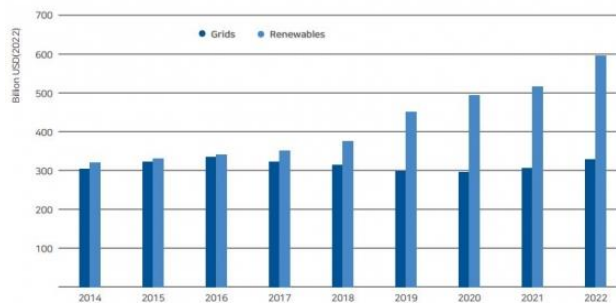
자료: IEA, KB증권

그림 4. 글로벌 용도별 송배전망 길이 전망



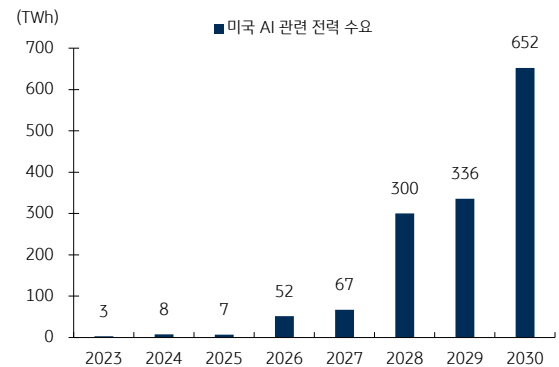
자료: IEA, KB증권

그림 5. 글로벌 신재생 발전 설비와 전력망 투자 추이



자료: IEA, KB증권

그림 6. AI 증가로 인한 전력 수요 전망



자료: 마켓워치, KB증권

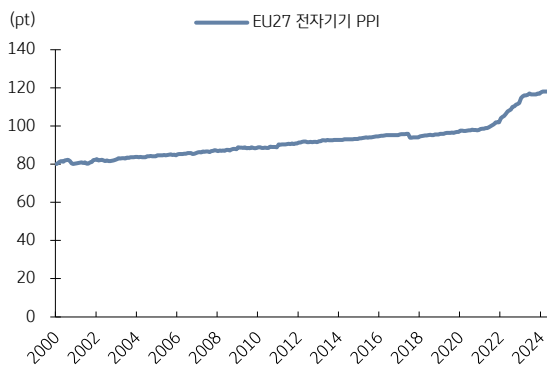
전력기기 시장 성장을 주도하고 있는 미국

최근 전력기기의 시장 성장을 이끌고 있는 것은 미국 시장이다. 미국 또한 탄소배출을 줄이기 위해 화석연료 중심의 경제구조를 전력화하고 있어, 신재생에너지 발전 확대 및 전기차 구매 증가, 주택 전기화 진행 등에 따라 전력사용량이 늘어나고 있다. 여기에 AI 활용이 늘어나면서 미국이 글로벌 데이터 센터의 35% (3,800개소)를 확보하고 있고, 앞으로도 빠르게 늘어날 것으로 전망됨에 따라 전력수요는 더욱 가파르게 증가할 것으로 예상된다. 전력수요가 늘어나면서 송배전 인프라에 대한 개선 및 확대 필요성이 높아지고 있다. 이에 따라 미국 지역 송전 케이블 길이는 2020년 77.6만ckm에서 10년간 연평균 1.6%의 속도로 증가하여 2030년에는 90.9만ckm에 이를 것으로 전망된다. 북미 내 공급되는 총 변압기 용량 또한 2020년 1,882GVA에서 마찬가지로 10년간 연평균 0.8%의 속도로 늘어나 '2030년 2,041.8GVA까지 성장할 것으로 전망한다. 연방에너지규제위원회 (FERC)의 전 위원장은 "우리에게는 전기에 대한 엄청난 수요 급증이 다가오고 있다"며, "그 수요를 충족시키면서 신뢰성과 적정 가격을 유지하고, 동시에 탈탄소화를 하려면 훨씬 더 많은 송전망을 구축해야 한다"라고 언급한 바 있다.

유럽 또한 신재생발전 증가에 따라 신규 전력망 수요 늘어나는 중

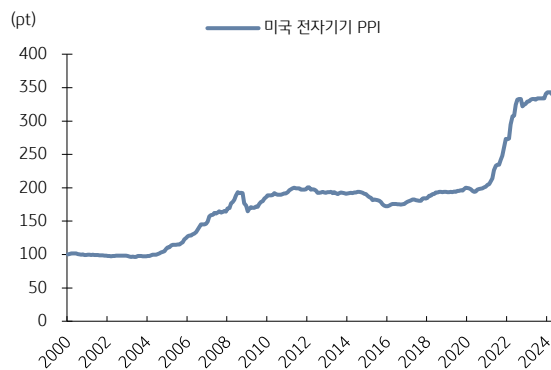
한편, 유럽지역에서도 신재생발전 전력량이 늘어나면서 신규 전력망 구축에 대한 필요성이 대두되고 있다. EU 집행위원회는 2030년 이전에 대 러시아 화석연료 의존으로부터 탈피하기 위해 입법 예고 형태의 REPowerEU 계획안을 발표하였다. REPowerEU는 당초 2030년까지 유럽의 순온실가스 배출을 1990년 대비 55% 이상 줄이겠다는 목표하에 시행된 바 있다. 이는 2021년 발표된 Fit for 55 Packages와 같은 유럽 그린 딜을 기반으로 러시아산 에너지 독립에 초점을 맞춰 강화한 것이다. 이에 따라 REPowerEU는 러시아에 대한 에너지 의존도를 줄이는 동시에 EU의 친환경 전환을 가속하기 위해 신재생에너지 보급 확대, 에너지 공급망 다각화 및 에너지 효율 증대와 신산업전환을 통한 수요 절감 등이 주된 내용으로 포함되어 있다. 이러한 신재생에너지 보급 확대뿐만 아니라 노후 전력설비와 송전망 교체 등으로 인하여 전력망 인프라 투자 등에 대한 수요가 확대될 것으로 예상된다. 영국에서도 전력망 건설이 지연되면서 송전 제약이 발생하고 있는 상황이다.

그림 7. 유럽의 전력기기 PPI 추이



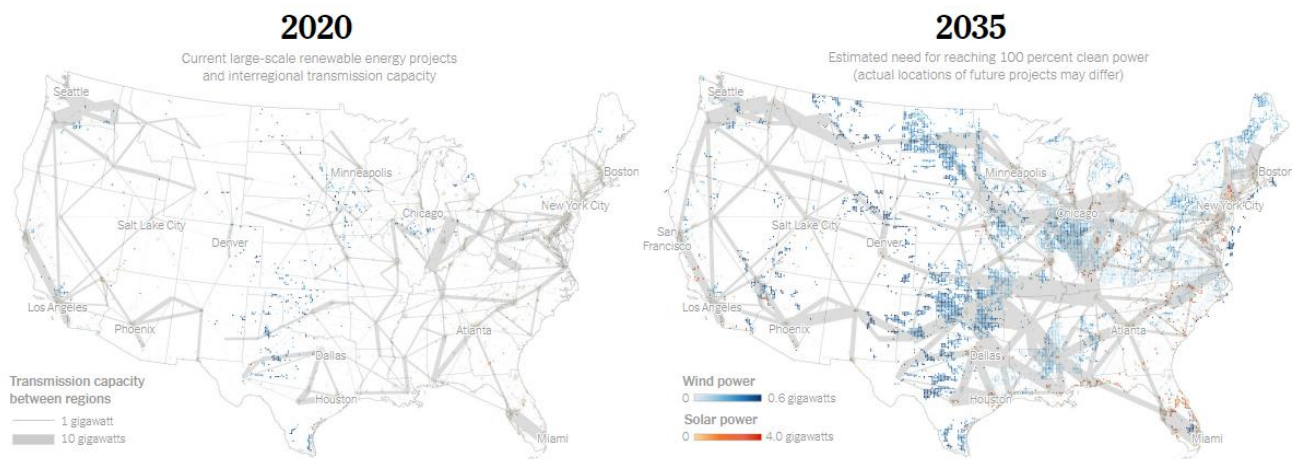
자료: Bloomberg, KB증권

그림 8. 미국의 전력기기 PPI 추이



자료: 한국에너지공단, KB증권

표 3. 미국의 신재생발전량 증가에 따른 신규 송배전망 수요 전망



자료: NREL, KB증권

2) 교체 사이클까지 겹친 미국의 그리드 시장

미국 전력망은 70% 이상이 수명을 초과해 사용되는 등 노후화된 상황

미국 백악관에 따르면 현재 대부분의 미국 전력망은 1960~70년대에 지어져 70% 이상이 통상적인 전선 및 변압기의 수명인 30~50년을 초과해 사용되고 있다. 이는 앞으로 다가올 전력 수요 급증을 감당하기에 부적합한 상황이다. 이러한 상황이 만들어지게 된 것은 그간 미국 정부의 전력망에 대한 투자 부족이 주원인이다. 백악관에 따르면, 지난 3년간 풍력 및 태양광, 원자력 발전소 등 발전설비에 대한 투자가 5,000억달러 이상 이뤄졌음에도 불구하고, 송배전망에 대해서는 그 정도의 자금이 배정되지 않았다. 컬럼비아대학교 사빈 기후변화법센터 (Sabin Center for Climate Change Law)에서는 “미국의 많은 송전 기반 시설이 노후화되고 있으며, 대부분은 50~60년 된 것”이라며 “이는 에너지 전환 측면에서 도전 과제를 만들어내고 있다. 우리는 진화하는 도전 과제를 충족시키기 위해 효과적인 방식으로 전력망을 계속 업그레이드하고 확장하지 않았다”라고 언급한 바 있다.

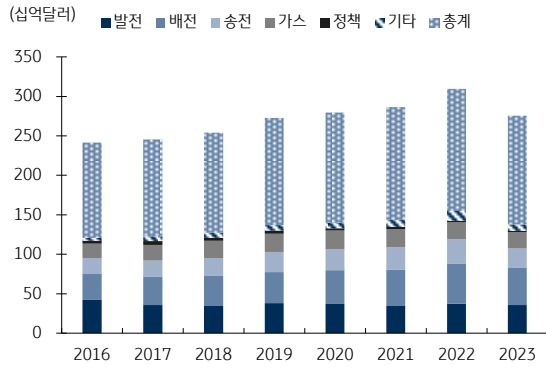
전력수요의 빠른 증가 및 기상이변 확대로 전력망에 가해지는 과부하 증가

미국은 IRA, 반도체법 등에 의해 제조설비 및 데이터센터가 급증하면서 전력수요가 빠르게 늘어나는 반면, 기상이변 및 간헐성이 높은 신재생발전설비의 보급 확대로 인해 전력망에 가해지는 과부하가 더 빈번해지고 있다. 실제로 미국에서는 현재 건설 중인 고압 전력선이 충분하지 않아 전력계통에 연결되기 위해 대기하고 있는 발전, 전력저장 프로젝트가 2022년 기준 2,000건을 넘어섰고, 평균 대기 시간 또한 최소 5년 이상까지 늘어났다. 미국 에너지부 (DOE)에 따르면 2035년까지 미국의 청정 에너지 목표를 달성하기 위해서는 주 내부에서의 송전용량은 2배, 주 간 송전용량은 5배 늘려야 하는 상황이며, 이를 개선하기 위해 200억 달러를 투입할 계획에 있다. 또한 노후화된 설비로 강풍, 산불 등 기상이변으로 인한 정전 횟수도 늘어나고 있다. 블룸버그에 따르면, 미국에서 2000년 이후 5만명 이상의 인구에 영향을 미친 대규모 정전 사례 가운데 약 80%가 날씨의 영향으로 발생했다. 폭염, 허리케인, 산불 등 이상기후 현상은 단기간에 전력 수요를 크게 늘려 정전으로 이어지는 주 원인이 된다.

전력망 투자 확대를 위한 각종 정책적 조치 진행 중

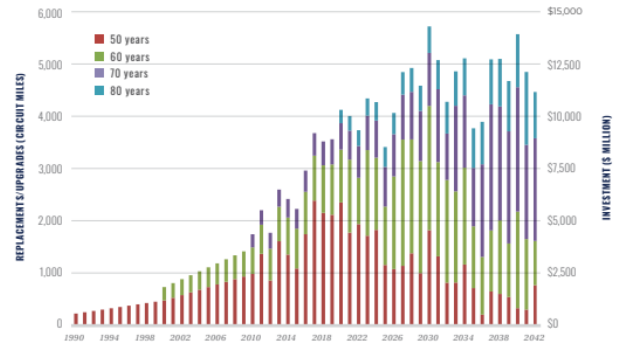
이에 따라 미국 정부는 정책적으로도 신규 전력망을 설치하고, 노후 전력망을 개보수하는 등 전력망에 대한 투자를 늘리기 위한 조치들을 취하고 있다. 미국 연방에너지규제위원회 (FERC)는 지난 5월 중순, 전력망 계획 및 자금 조달 방식에 대한 규칙을 13년 만에 개정했다. FERC는 지금까지 북미지역의 전력망 확장 및 개선 속도가 더뎠다는 가장 큰 원인은 사업자들의 장기 계획 부재라고 판단하고, 앞으로 전력망 운영사가 20년 이상 장기적인 관점에서 발전원 다변화, 기상이변 등 다양한 요인을 고려한 계획을 세우도록 하는 것이다. 전력망 용량이 부족한 지역 등에서 추진하는 필수 프로젝트에 대한 신속 허가 항목도 포함되었고, 이후 신규 전력망의 이점을 평가해 전기 소비처와 발전사가 전력망 확충을 공평하게 부담하는 방안도 개발할 예정이다.

그림 9. 미국 유틸리티 업체들의 capex 추이



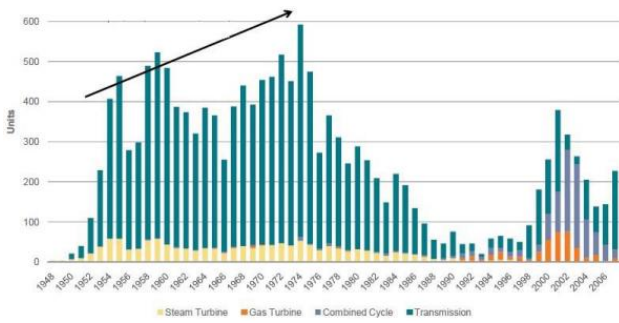
자료: EEI, KB증권

그림 10. 미국 그리드 회사 AEP의 전력망 수명 추이 및 전망



자료: ACORE, KB증권

그림 11. 미국 연도별 설치된 고압변압기 추이



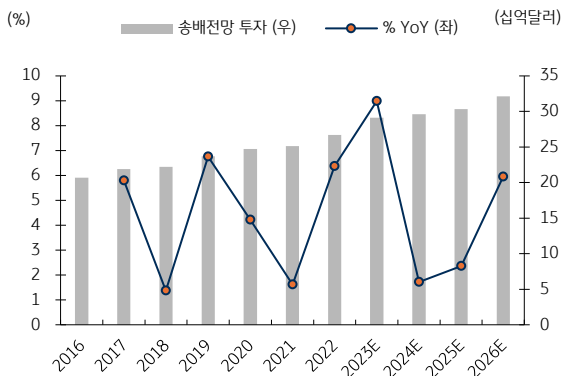
자료: 한국에너지공단, KB증권

그림 12. 미국 그리드 회사 AEP의 전력망 현황

(년, 백만달러)	송변전선	변압기	차단기
예상 수명	70	60	50
수명 초과 자산	6,107	208	808
10년 내 수명 초과 자산	4,513	165	329
10년간 총 교체수요	10,620	373	1,137
%	30	30	12

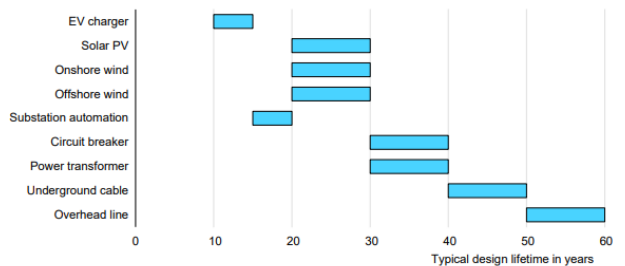
자료: ACORE, KB증권

그림 13. 미국 송배전망 투자 추이 및 전망



자료: EEI, KB증권

그림 14. 신재생 및 고압전력기기 평균 수명



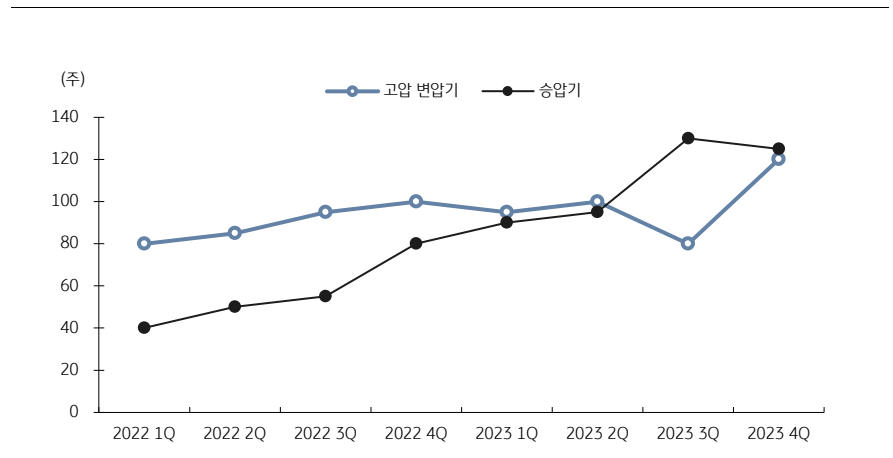
자료: IEA, KB증권

3) 수요에 못 미치는 공급: 타이트한 수급은 장기적인 기회가 될 것

최근 전력기기 업체들의 성장이 주목받고 있는 이유는 북미를 중심으로 빠르게 관련 수요가 늘어나고 있는 것에 더해, 같은 기간 공급은 탄력적으로 늘어나지 않고 있어 수급이 타이트해짐에 따라 가격이 상승하면서 수익성도 함께 개선될 수 있을 것으로 기대하기 때문이다. 전력기기 시장에서의 이러한 수급 불균형은 당분간 지속될 것으로 전망된다. 통상적으로 전력기기와 같은 사이클 산업의 경우, 호황기에 진입했다고 해서 쉽게 생산설비를 늘리기는 어렵다. 중대형 전력기기들은 수명이 긴 축에 속해, 한번 교체 및 설치를 하고 난 뒤에는 당분간 큰 수요가 발생하기 어려운 구조로 되어 있다. 따라서 수요가 집중되는 시기에 맞춰 생산능력을 늘리게 되면, 안정기에 들어갔을 때에는 과도하게 투자한 것이 된다. 줄어든 수요에 비해 과도하게 늘어난 공급능력으로 반대로 초과공급이 발생해 가격 하락 및 수익성 악화가 불가피하기 때문에 큰 규모의 투자를 피하는 것이다.

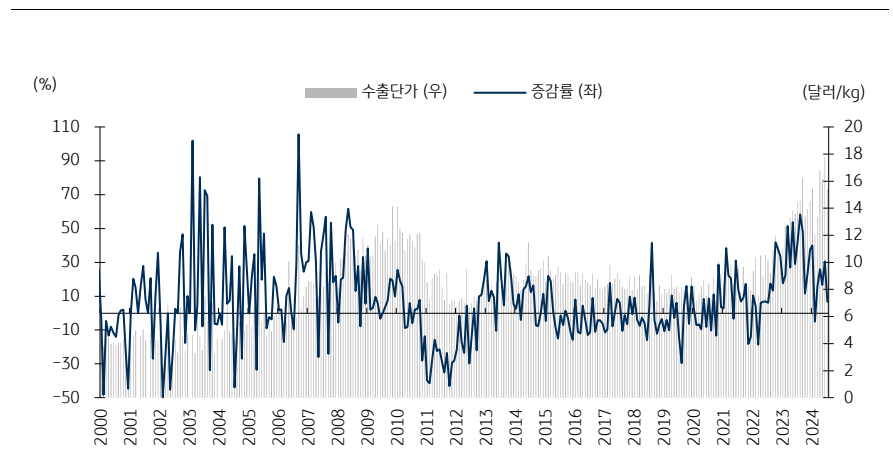
비탄력적인 공급설비 증가의 영향으로 초과수요가 빠르게 누적되면서 고압 변압기는 점점 더 구하기 어려워지고 있다. 송전망에 쓰이는 고압 변압기 및 승압기(장거리 송전을 위해 발전소에서 생산된 전력의 전압을 올리는 전력기기)의 리드타임은 기존 30~60 주에서 2023 년 말 평균 120~130 주 수준으로 2~4 배 늘어난 바 있다. 이처럼 물량이 몰리면서 변압기 가격은 2020 년 이후 평균 60~80%까지 상승하기도 했다. 한국의 고압 변압기 수출 단가 또한 지난 6 월 17.8 달러/kg 으로 2000 년 이래 최고 수준으로 상승한 바 있다.

그림 15. 변압기 및 GSU의 리드타임 동향



자료: Wood Mackenzie, KB증권

그림 16. 한국산 고압 변압기 수출 단가 추이

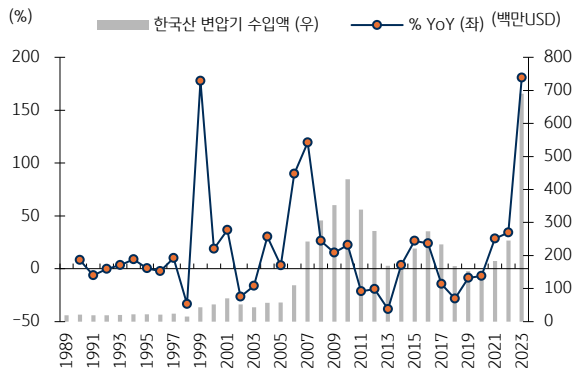


자료: KOTRA, KB증권

특히 미국의 한국산 변압기에 대한 수요가 빠르게 늘어나고 있다. 미국의 한국산 변압기 수입 비중은 2020 년 5.2% 수준에서 2023 년 12.1%, 2024 년 4 월 누적 17.3%까지 상승하고 있다. 이러한 현상은 중대형 변압기와 소형 변압기 모두에서 나타나고 있다는 점이 특징이다. 주로 고압 송전망에 사용되는 중대형 변압기의 수입 비중은 이전 고점인 2017 년의 20.8%에 근접하고 있고, 저압 배전망에 사용되는 소형 변압기의 수입 비중 또한 중국산 수입 비중이 축소되는 것과 동시에 크게 상승하면서 역대 최대 규모인 12.0% (2023 년 기준)에 도달했다. 중대형 변압기에서는 주 경쟁업체들이 있는 유럽과 일본이 자국 내 송배전망 구축 수요를 충족하는 데 집중해야 하고, 소형 변압기에서는 미국의 중국 의존도 감축 정책에 따라 대체 수요처를 모색해야 하면서 한국 업체들이 반사이익을 얻을 수 있을 전망이다.

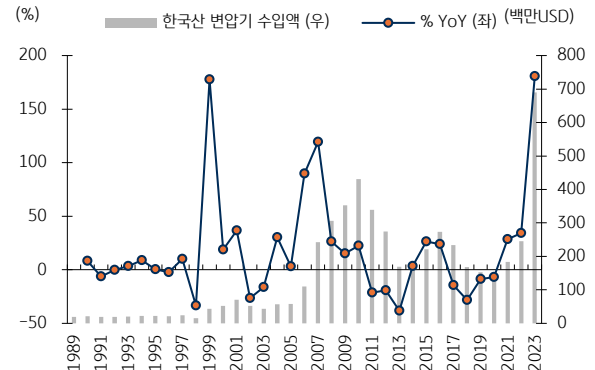
국내 전력기기 업체들은 2000 년대 초반 산업재 수요가 증가하는 시기에 생산설비를 공격적으로 늘리면서 산업의 호황기에 올라탄 바 있다. 당시 일본 업체들이 사업을 축소했던 가운데, 한국 업체들이 낮은 가격으로 수출에 집중함에 따라 미국 수입 비중의 10%가 한국산으로 구성되기도 했다. 그러나 이후 경기 둔화에 따른 수요 위축으로 장기적인 불황기에 들어서게 되었다. 국내 업체들은 저가 수주 경쟁에 뛰어들면서 미국 정부로부터 반덤핑 판정을 받기도 했다. 이에 따라 국내외 전력기기 생산 업체들은 현재의 쇼트지에도 불구하고 생산능력을 늘리는 것은 점진적으로, 느리게 진행할 전망이다. 이번 변압기 ‘슈퍼 사이클’은 최소 10 년 이상은 지속될 것으로 전망되고 있는 만큼, 당분간 초과수요에 따른 수익성 개선의 수혜를 국내 전력기기 업체들 또한 받을 수 있을 것이다.

그림 17. 미국의 한국산 변압기 수입액 추이 및 증감률



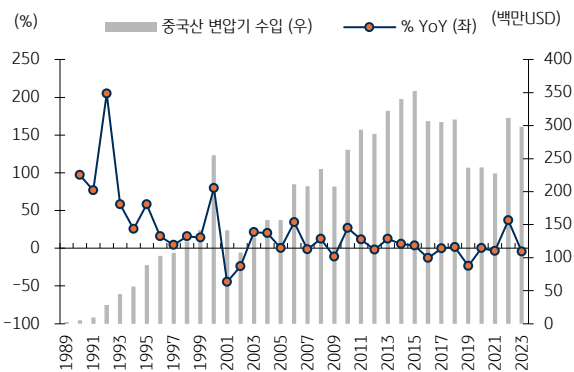
자료: 한국에너지공단, KB증권

그림 18. 미국의 유럽산 변압기 수입액 추이 및 증감률



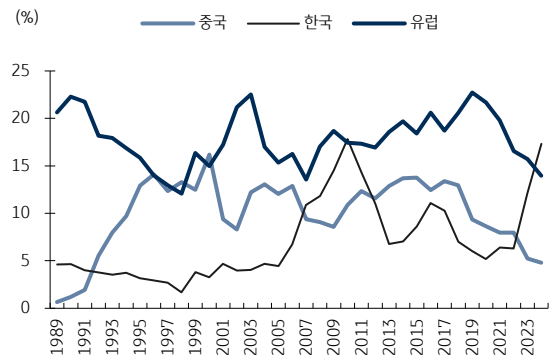
자료: 한국에너지공단, KB증권

그림 19. 미국의 중국산 변압기 수입액 추이 및 증감률



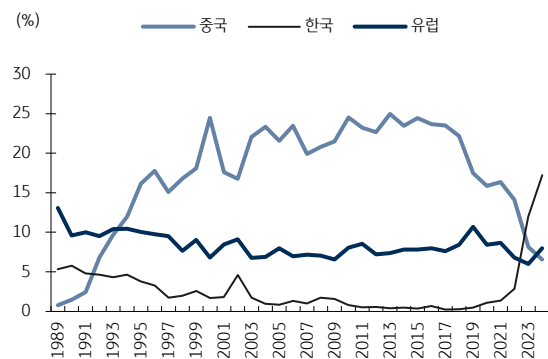
자료: 한국에너지공단, KB증권

그림 20. 미국의 국가별 변압기 수입 비중



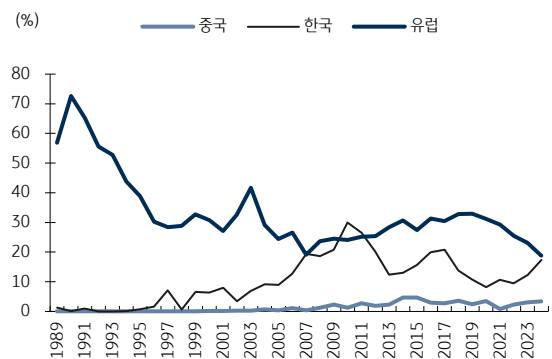
자료: 한국에너지공단, KB증권

그림 21. 미국의 국가별 소형 변압기 수입 비중



자료: 한국에너지공단, KB증권

그림 22. 미국의 국가별 중대형 변압기 수입 비중



자료: 한국에너지공단, KB증권

III. 리스크 요인

글로벌 전력기기 산업에서 발생할 수 있는 리스크 요인은 아래와 같다.

1) 경쟁사들의 적극적인 생산설비 증설

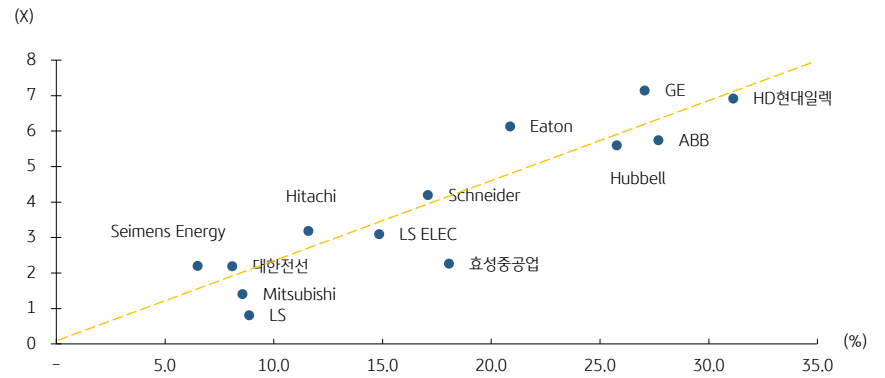
현재 전력기기 산업에서의 가장 큰 리스크 요인은 주요 업체들의 적극적인 생산설비 증설이 일어나는 것이다. 지금 전력기기 업체들이 누리고 있는 업황 호조에 따른 고마진을 가능케 하는 것은 공급보다 빠르게 늘어나는 수요로 인한 초과수요 상황인데, 공급이 수요를 따라잡게 되면 이러한 수혜도 줄어들 수밖에 없기 때문이다. 현재 국내 전력기기 3사 (HD현대일렉트릭, LS ELECTRIC, 효성중공업)가 점진적으로 생산설비를 늘려가고 있는 가운데, Siemens Energy 및 Hitachi Energy와 같은 경쟁사들도 각각 1.5억 달러, 15억 달러를 투자해 마찬가지로 설비를 확대하고 있고, 해당 설비들은 2026~2027년 중 가동될 예정이다. 현재 국내 업체들이 이미 향후 5개년의 수주를 확보해둔 점을 감안하면 리스크는 제한적이나, 주요 시장 참여자들이 경쟁적으로 생산 설비 확장을 시작할 경우 가격 및 마진 하락이 보다 빠르게 발생할 수 있다.

2) 전력 수요 및 신재생 전력 증가세 둔화

전력망에 대한 신규 투자가 빠르게 증가하면서 전력기기에 대한 초과수요를 발생시키고 있는 가장 큰 원동력은 새로운 신재생 설비가 늘어나는 가운데, AI의 사용 확대로 데이터센터 및 반도체에 대한 수요가 늘어나는 것이다. 따라서, 만약 해상풍력 및 태양광 발전 등 신재생 발전에 대한 투자가 위축되면 전력기기 수요도 지연되거나 축소될 수 있다. 한편, AI 버블에 대한 가능성이 제시되고 있다는 점도 우려사항이 될 수 있다. AI 사용 확대는 두 가지 측면에서 전력 수요를 증가시킨다. 1) 대용량 데이터센터가 필요함에 따라 이를 사용, 유지하는데 대용량의 전력이 꾸준히 필요하고, 2) 반도체 수요가 늘어남에 따라 반도체 생산설비의 확대가 진행되고, 전력 소모량이 많은 공장이 늘어나면서 전력 사용량 증가로 이어진다. AI가 전력수요에 미치는 파급효과가 큰 만큼 AI사업이 시장의 기대 대비 수익성이 낮게 나오면서 관련 산업에 대한 투자 또한 축소되면 전력망의 신규 구축에 대한 수요도 줄어들 수 있다.

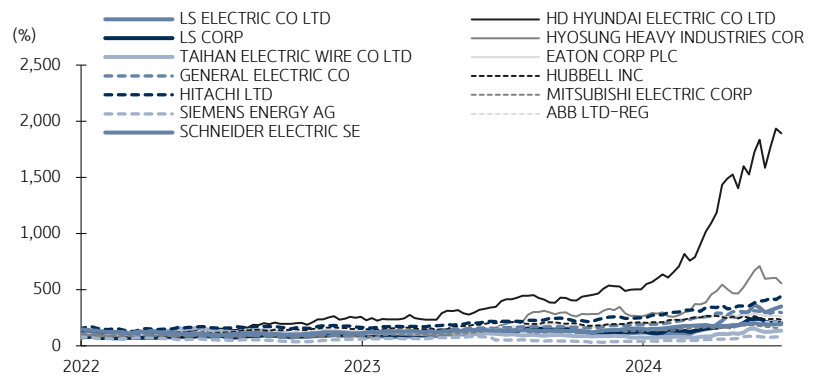
IV. 국내외 Peer Group 비교

그림 23. Global Peer들의 12M Fwd. P/B와 ROE 비교



자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권

그림 24. Global Peer들의 최근 2년간 주가 수익률 비교



자료: Bloomberg, KB증권

???

표 4. 전력기기 산업 Global Peers Multiples

구분		LS ELECTRIC	HD현대 일렉트릭	EATON CORP PLC	GENERAL ELECTRIC CO	HUBBELL INC	HITACHI LTD	MITSUBISHI ELECTRIC CORP	SIEMENS ENERGY AG	ABB LTD- REG	평균
상장증시		한국	한국	미국	미국	미국	일본	일본	독일	스위스	
현재주가(달러)		127.6	238.9	296.2	170.0	370.9	24.3	16.2	27.4	56.1	
시가총액(백만달러)		3,828	8,611	117,933	184,322	19,911	112,756	34,207	21,875	104,319	
주가수익율(%)	1W	0.9	11.2	0.3	1.2	-1.1	0.9	10.3	-0.7	4.2	3.0
	1M	-23.9	0.2	-4.7	6.8	0.2	-3.4	-14.3	-3.4	-0.8	(4.8)
	6M	143.6	128.8	8.3	43.9	5.1	44.1	4.6	83.8	21.8	53.8
	12M	84.1	346.0	39.9	91.6	23.9	95.3	35.9	86.8	50.2	94.9
	YTD	132.0	274.1	24.2	67.6	13.5	73.8	21.0	104.5	31.1	82.4
매출액(M\$)	2023A	3,239	2,070	23,196	67,954	5,373	80,487	37,012	33,233	32,235	31,644
	2024E	3,208	2,661	25,116	35,318	5,776	64,075	36,263	37,866	33,292	27,064
	2025E	3,522	3,104	27,050	39,769	6,058	69,140	37,742	40,001	35,197	29,065
	2026E	3,937	3,574	28,978	43,991	6,309	73,601	39,370	42,904	37,196	31,096
영업이익(M\$)	2023A	249	241	3,885	2,596	1,039	5,957	1,941	-3,567	4,871	1,912
	2024E	280	528	4,902	7,030	1,169	6,105	2,615	886	5,473	3,221
	2025E	338	653	5,473	8,082	1,275	7,138	2,959	1,365	6,089	3,708
	2026E	399	828	5,680	9,175	1,338	8,145	3,370	2,589	6,568	4,232
순이익(M\$)	2023A	158	198	3,218	9,481	760	4,802	1,582	-4,840	3,745	2,123
	2024E	195	380	4,076	4,635	888	4,444	2,100	859	4,222	2,422
	2025E	241	508	4,574	5,570	956	5,206	2,357	765	4,547	2,747
	2026E	293	628	5,010	6,451	1,015	6,052	2,660	1,627	4,938	3,186
P/E(배)	2023A	10.4	11.4	28.9	46.3	22.8	10.6	15.6	#N/A	N/A	21.9
	2024E	18.9	22.8	27.6	40.2	22.6	25.0	15.7	37.5	24.3	26.1
	2025E	15.6	17.2	25.0	32.7	21.0	20.9	14.0	30.8	22.6	22.2
	2026E	12.9	13.7	22.5	27.6	19.7	18.2	12.3	13.4	20.8	17.9
P/B(배)	2023A	1.25	2.82	5.05	5.07	6.14	1.38	1.03	1.15	6.11	3.3
	2024E	2.70	7.62	6.08	10.06	6.19	2.76	1.26	2.15	6.86	5.1
	2025E	2.38	5.37	5.58	10.01	5.31	2.54	1.19	2.02	5.89	4.5
	2026E	2.08	4.02	5.18	9.73	4.85	2.34	1.13	1.80	5.17	4.0
매출액성장률(%)	2023A	23.6	26.7	11.8	-11.2	8.6	-12.0	-7.2	5.7	9.5	6.2
	2024E	-1.0	28.6	8.3	-48.0	7.5	-20.4	-2.0	13.9	3.3	(1.1)
	2025E	9.8	16.6	7.7	12.6	4.9	7.9	4.1	5.6	5.7	8.3
	2026E	11.8	15.1	7.1	10.6	4.1	6.5	4.3	7.3	5.7	8.1
영업이익률(%)	2023A	7.7	11.7	16.7	3.8	19.3	7.4	5.2	-10.7	15.1	8.5
	2024E	8.7	19.8	19.5	19.9	20.2	9.5	7.2	2.3	16.4	13.7
	2025E	9.6	21.0	20.2	20.3	21.0	10.3	7.8	3.4	17.3	14.6
	2026E	10.1	23.2	19.6	20.9	21.2	11.1	8.6	6.0	17.7	15.4
순이익률(%)	2023A	4.9	9.6	13.9	14.0	14.1	6.0	4.3	-14.6	11.6	7.1
	2024E	6.1	14.3	16.2	13.1	15.4	6.9	5.8	2.3	12.7	10.3
	2025E	6.9	16.4	16.9	14.0	15.8	7.5	6.2	1.9	12.9	10.9
	2026E	7.4	17.6	17.3	14.7	16.1	8.2	6.8	3.8	13.3	11.7
ROE(%)	2023A	12.6	27.7	17.8	28.8	28.9	14.0	6.9	-35.4	28.6	14.4
	2024E	14.8	39.3	21.0	25.8	26.0	11.2	8.2	8.0	28.5	20.3
	2025E	16.5	36.4	22.1	30.1	24.6	12.9	8.7	7.1	27.3	20.6
	2026E	17.7	32.8	22.7	33.1	21.9	13.4	9.3	13.3	25.7	21.1

자료: Bloomberg 컨센서스, KB증권



기업분석

HD현대일렉트릭 (267260)

LS ELECTRIC (010120)



HD현대일렉트릭 (267260)

전력기기 슈퍼 사이클의 최대 수혜주

2024년 8월 22일

유틸리티/ESG Analyst 정혜정
hyejung.jung@kbfg.com

투자 의견 Buy, 목표주가 410,000원으로
커버리지 개시

2024년 매출액 3.5조원 (+28.6% YoY),
영업이익 7,076억원 (+124.5% YoY)
전망: 전력기기부문 매출의 견고함 유지

향후 5년간의 수주잔고 확보. 선별 수주를
통한 고마진의 수주 증가로 이익률 개선
기대

HD현대일렉트릭에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 410,000원을 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/B-ROE 방식 (COE 7.37%, sustainable ROE 33.7%, 영구성장을 3.7% 가정)으로 산출했으며, 이는 12M Fwd. Implied P/E 25.9배, 12Fwd. Implied P/B 8.14배에 해당한다. 최근 증가 대비로는 42.1%의 상승여력을 보유하고 있다.

HD현대일렉트릭은 2024년 매출액 3.5조원 (+28.6% YoY), 영업이익 7,076억원 (+124.5% YoY, 영업이익률 16.3%), 당기순이익 4,973억원 (+91.9% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. HD현대일렉트릭은 일회성 요인으로 영업이익률이 크게 악화되었던 2021년 이후 수익성이 높은 미국시장으로의 수출이 급증하면서 전력기기 및 배전기기를 중심으로 전 부문에 있어서 빠르게 회복하고 있다. 가장 눈에 띄는 부문은 초고압 변압기가 포함된 전력기기 부문이다. 미국 시장에서의 고마진 수주가 지속적으로 반영되면서 외형 및 수익성의 개선을 이어나갈 수 있을 것으로 전망한다.

HD현대일렉트릭이 외형 및 수익성 개선세를 이어갈 수 있을 것으로 전망하는 이유는 고압 변압기 수요가 빠르게 증가하는 가운데, 선제적인 생산설비 투자를 통해서 적시에 대응할 수 있을 것으로 판단하기 때문이다. 미국의 변압기 시장은 최근 몇년간 유례없는 쇼티지를 기록하고 있는 반면, 국내외 공급자들은 사이클 산업의 특성상 생산 capa를 적극적으로 늘리지 않고 있어 고압 전력기기 시장의 호황은 당분간 지속될 것으로 보인다. HD현대일렉트릭은 2028~29년까지의 수주잔고를 확보해둔 상태이며, 선별 수주를 통해 수익성의 최적화를 이뤄가고 있다. 한편, 주된 성장이 나오고 있는 미국 시장에서 자국 내 생산제품 및 非중국산 제품을 선호하는 경향이 강해지고 있는 가운데, 이미 미국에 생산기지를 구축해두고 추가 확장 가능성을 남겨두고 있는 점도 긍정적이다. 여기에 더해 중저압 기기의 확대 정책 또한 긍정적이다.

Buy 신규

목표주가 (원)	410,000
Dividend yield* (%)	0.5
Total return (%)	29.0
현재가 (8/21, 원)	319,000
Consensus target price (원)	446,667
시가총액 (조원)	11.5
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	2,703	3,477	4,200	4,836
영업이익 (십억원)	315	708	903	1,088
지배주주순이익 (십억원)	259	503	641	786
EPS (원)	7,189	13,958	17,779	21,797
증감률 (%)	59.5	94.2	27.4	22.6
P/E (x)	11.4	22.9	17.9	14.6
EV/EBITDA (x)	9.5	14.8	11.3	9.1
P/B (x)	2.8	7.5	5.4	4.4
ROE (%)	27.7	39.1	35.3	33.2
배당수익률 (%)	1.2	0.5	0.6	0.6

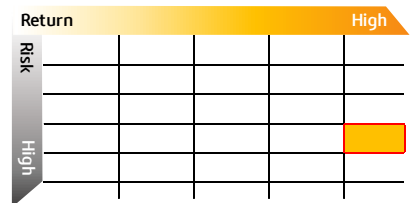
Trading Data

Free float (%)	56.0
거래대금 (3m, 십억원)	175.7
외국인 지분율 (%)	33.9
주요주주 지분율 (%)	에이치디현대 외 4 인 38.9 국민연금공단 8.0

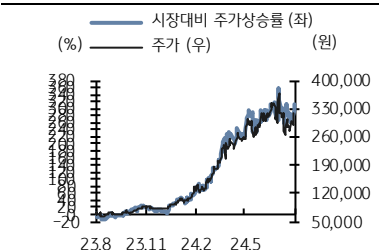
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	24.9	144.6	365.3
시장대비 상대수익률	7.5	25.6	137.9	323.4

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	500,000원 (55,464 x 8.94배)		Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) AI 보급에 따른 전력수요 증가세 지속 2) 2030년까지의 수주분 확보
Base-case Scenario (목표주가)	410,000원 (50,422 x 8.13배)		Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소 1) AI용 데이터센터 건설 속도 가속화 2) 반도체 수요 증가 확대 지속
현재주가	275,000원		
Bear-case Scenario	330,000원 (45,380 x 7.32배)		Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소 1) 경기 둔화에 따른 전력 수요 증가세 둔화 2) 경쟁사들의 경쟁적인 capex 증설

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액			3,477	4,200		
영업이익			708	903		
지배주주순이익			503	641		

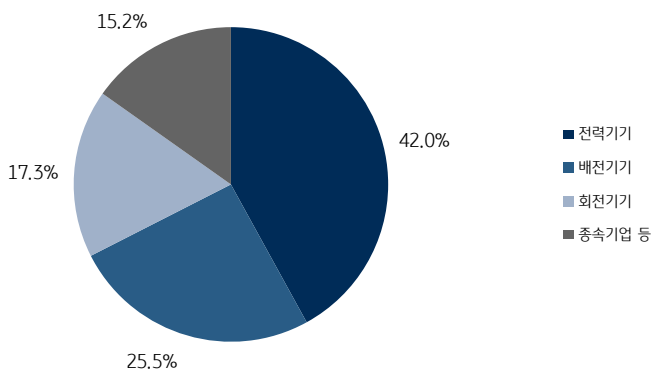
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	3,477	4,200	3,530	4,121	-1.5	1.9
영업이익	708	903	699	885	1.3	2.1
지배주주순이익	503	641	523	671	-3.8	-4.5

자료: Quantiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (%)



자료: DART, KB증권

PEER 그룹 비교

(백만달러, X, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 3-yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 3-yr CAGR
HD현대일렉트릭	8,612	18.8	29.0	6.0	31.9	14.9	26.4
GE	184,322	35.1	20.8	10.0	28.6	19.5	12.5
Siemens	21,930	33.5	67.1	2.1	6.3	11.2	30.6
Hitachi	112,726	22.3	17.2	2.6	11.8	13.3	10.7

자료: Bloomberg, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B-ROE Valuation
- 2) 목표주가 산정:
COE 7.37%, ROE 33.8%, 영구성장률 3.7%
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
500,000원 ~ 330,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd, Implied P/B 8.13배

실적민감도 분석

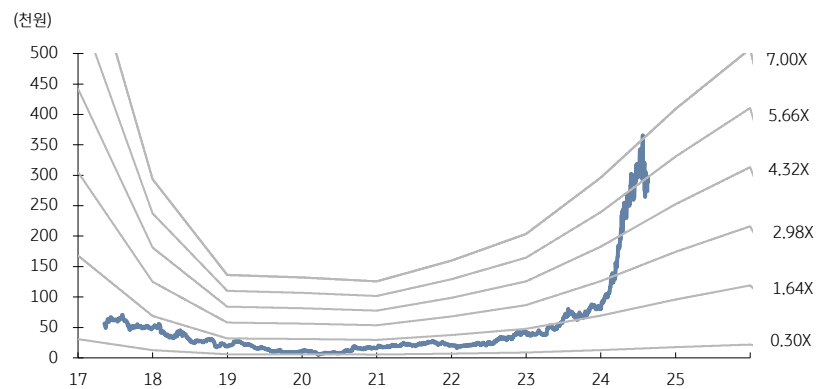
(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
금리 1%p 상승 시	-2.5	-2.7
환율 1% 상승 시	-	-
	2,146,826	2,146,826
	265.0	265.0

1. 투자 의견 및 Valuation

목표주가 410,000원, 12M Fwd P/B
8.14배

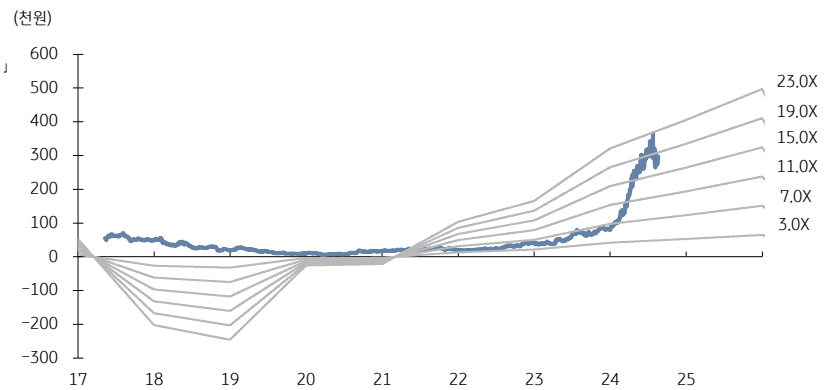
HD현대일렉트릭에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 410,000원을 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/B-ROE 방식 (COE 7.37%, sustainable ROE 33.7%, 영구성장률 3.7% 가정)으로 산출했으며, 이는 12M Fwd. Implied P/E 25.9배, 12Fwd. Implied P/B 8.14배에 해당한다

그림 25. HD현대일렉트릭 P/B Band Chart



자료: Quantwise, KB증권 추정

그림 26. HD현대일렉트릭 P/E Band Chart



자료: Quantwise, KB증권 추정

표 5. P/B-ROE Valuation 내역

항목명	KB증권 추정 (% , X, 원)	비고
COE (a) = (b) + (c) * (f)	7.37%	2023년 KB증권 하우스 ERP
Risk-free rate (b)	3.38%	최근 3개월 (60 영업일) 평균 통안채 1년 수익률
Market risk premium (c) = (d) - (e)	6.11%	2023년 KB증권 하우스 ERP
Market (d)	9.41%	2001~2023년 WMI500 연평균 총수익률 (Total return)
Rf (e)	3.30%	2001~2023년 통안채 1년물 연평균 총수익률 (Total return)
Beta (f) = (g) * (h) + (1) * [1 - (h)]	0.65	52주 주간 조정
Raw Beta (g)	0.31	52주 WMI500T 대비 주간
Weight (h)	50.00%	52주 주간 R²
Sustainable ROE (i)	33.73%	Av. (24~2029E ROE, mid-cycle ROE)
Sustainable Growth, 영구성장률 (j)	3.70%	30년 국제 수익률
적정 P/B (k) = [(i) - (j)] / [(a) - (j)]	8.18	
12개월 Fwd. BVPS (l)	50,346	
2024E BVPS (m)	42,281	
2025E BVPS (n)	58,412	
적정 주가 (o) = (l) * (k)	411,980	
목표주가	410,000	12개월 목표주가
현재주가	288,500	8/16 종가 기준
상승여력	42.1	
투자의견	Buy	

자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 6. COE 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석 Table

(%)	COE →						
Growth rate ↓	5.9	6.4	6.9	7.4	7.9	8.4	8.9
3.3	520,000	470,000	420,000	370,000	320,000	270,000	220,000
3.5	540,000	490,000	440,000	390,000	340,000	290,000	240,000
3.7	560,000	510,000	460,000	410,000	360,000	310,000	260,000
3.9	580,000	530,000	480,000	430,000	380,000	330,000	280,000
4.1	600,000	550,000	500,000	450,000	400,000	350,000	300,000

자료: KB증권 추정

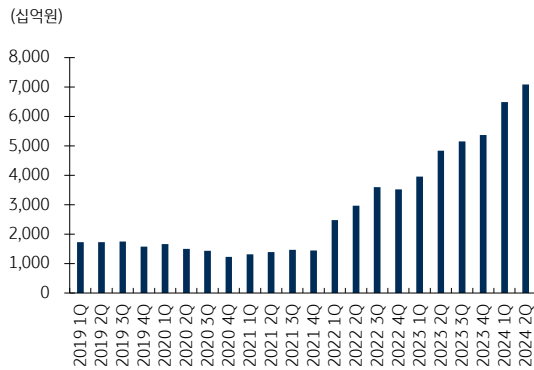
2. 투자포인트

1) 미국 시장 성장의 가장 직접적인 수혜주

현재 HD현대일렉트릭의 외형 성장 및 높은 수익률의 바탕이 되는 것은 글로벌 시장 중 가장 빠르게 전력망 설비에 대한 수요가 증가하고 있는 미국 시장으로의 수출 비중 확대이다. 현재 미국 시장은 글로벌 전력기기 시장 중 가장 수익성이 좋은 시장 중 하나일 것이다. AI의 사용 확대에 따른 데이터센터 건설 및 반도체 생산 증가, 노후 전력망 시설 교체 등의 영향으로 미국 내 수요는 계속 늘어나고 있다. 반면, 공급측은 그간 오랫동안 지속되온 불황으로 주요 업체들이 생산에 크게 투자하지 않은 가운데, 시장을 주도하던 유럽 및 일본 업체들의 경우 자국 내 전력망 수요 또한 늘어나고 있어 실질적으로 미국에 공급되는 양은 제한적인 상황이다. 이에 따라 발생한 초과수요는 가격의 상승 및 마진의 개선으로 이어진다. 실제로 글로벌 변압기 가격은 지난 2020년 이후 평균 60~80% 상승 (Wood Mackenzie)한 바 있다.

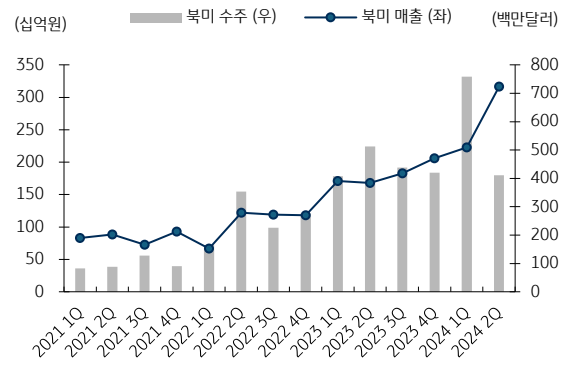
전력망 시장의 성장이 미국 시장에 집중되고 있는 가운데, HD현대일렉트릭 매출의 미국 시장 익스포저 또한 확대되고 있다. HD현대일렉트릭 매출액 중 미국 수출 비중은 2021년 18.7%에서 2024년 상반기 기준 31.4%까지 늘어났다. 전체 수주잔고에서 미국 시장에 대한 수주가 차지하는 비중 또한 2Q24 59.6%로 과반 이상을 차지하고 있다. 약 5년치의 수주잔고를 쌓으면서 현재는 수익성이 좋은 프로젝트를 위주로 선별수주를 하고 있어, 최근으로 올수록 신규 수주건들의 수익성도 더 높아졌을 것으로 추정한다. 이러한 수주 건들이 매출에 반영되기 시작하면서 매출액 규모의 성장과 함께 영업이익률의 상승 요인으로 작용할 것이다.

그림 27. HD현대일렉트릭 수주 트렌드



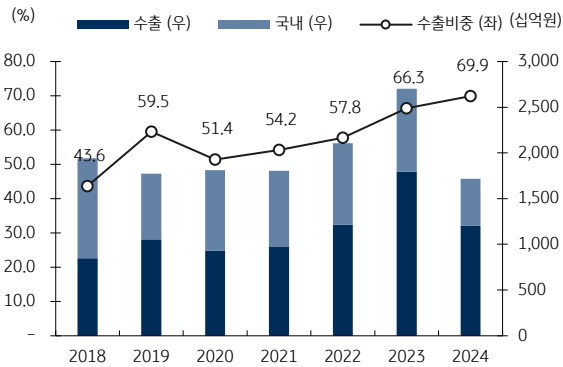
자료: HD현대일렉트릭, KB증권

그림 28. HD현대일렉트릭 미국향 매출 및 수주 추이



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

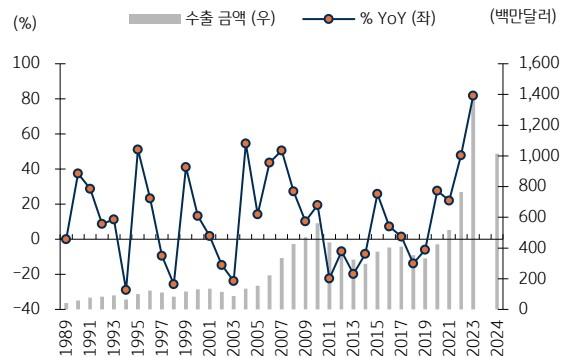
그림 29. 국내와 수출 매출액 및 수출비중 추이



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

주: 2024년은 상반기 누적 기준

그림 30. 미국향 한국산 변압기 수출액 추이



자료: KOTRA, KB증권

주: 2024년은 7월까지의 누적 기준

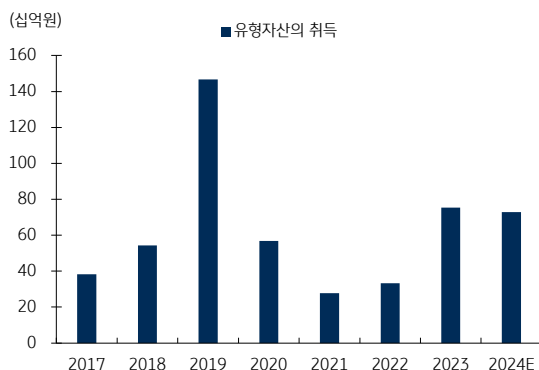
2) 적시성 높은 생산 capa 증설로 수주 규모 확대 전망

시장에서 공급이 따라가지 못하는 속도로 수요가 늘어나 초과수요가 되는 호황기에 가장 큰 수혜를 볼 수 있는 기업은 수요가 증가하는 시기에 맞춰 빠르게 생산능력을 늘릴 수 있는 기업이다. 통상적으로 설비 증설을 위해서 의사결정 및 투자재원 마련 등을 위한 시간이 필요하다는 점을 감안할 때, 적시에 생산능력을 확장하기 위해서는 선제적인 투자가 진행되어야 한다. HD현대일렉트릭은 그런 면에서 성공적인 선제 투자가 이뤄졌다는 판단이다. HD현대일렉트릭은 지난 2019년 350억원을 투자해 미국의 알라바마 공장을 증설하면서 현지에서의 생산능력을 약 50% 늘렸고 (기존 연간 1.4만MVA / 변압기 80대 생산 → 연간 2.1만MVA / 변압기 110대), 2020년에는 800억원을 투자해 울산 공장에 스마트 변압기 공장을 준공하면서 공정 효율화를 통해 생산능력을 증진했다. 이렇게 늘어난 생산설비는 지금도 높은 가동률 (한국 95.6%, 미국 92.7%)을 기록하면서 외형 성장에 기여하고 있다.

부분적인 증설은 올해도 계속되고 있다. 2023년 말 HD현대일렉트릭은 울산 및 앨라배마 공장에 대한 추가 증설을 발표했다. 신규 공장을 증설하는 것은 아니지만, 울산 공장의 경우 272억원을 투자해 생산공정 효율화 및 유희부지 내 철심공장 신축 등을 통해 생산능력을 확대 (연간 변압기 생산대수 70대 증가)할 예정이다. 마찬가지로 미국 앨라배마 공장 또한 180억원을 투자해 보관장을 증축하여, 변압기 생산 공간을 추가 확보하는 형태로 생산여력을 늘릴 예정이다. 울산과 미국 공장의 추가 증설은 2024년 중 마무리될 예정으로, 2025년부터 실적에 반영될 수 있을 것으로 전망한다.

특히 미국 내에 생산설비를 확보하고 있다는 점도 장기적으로 긍정적으로 작용할 전망이다. 미국은 2011년 이후 수입산 변압기에 대한 반덤핑 과세를 최소 2.38%에서 최대 60.81%까지 부과하고 있다. 이외에도 인플레이션 감축법 (IRA)을 통해 미국에서 생산된 기자재들을 중심으로 신재생에너지에 대한 투자 및 설비 생산을 장려하고 있다. 이러한 정책들은 생산기지가 미국 외에 있는 기업에는 진입장벽으로 작용할 수 있으나, 이러한 잠재적 우려사항이 이미 앨라배마 공장을 확보하고 있는 HD현대일렉트릭에 미치는 영향은 제한적이다.

그림 31. HD현대일렉트릭 유형자산 투자 추이



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

그림 32. HD현대일렉트릭 향후 생산설비 확대 계획

지역	공장	완공시기	투자규모 (십억원)	내용
미국	앨라배마	7월	18	변압기 완제품 60대 보관 가능한 보관장
한국	울산	7~8월 10월	27.2	300kV 공장 생산 공정 효율화 철심공장 신축
한국	청주	2025년	117.3	중저압차단기 공장 증설

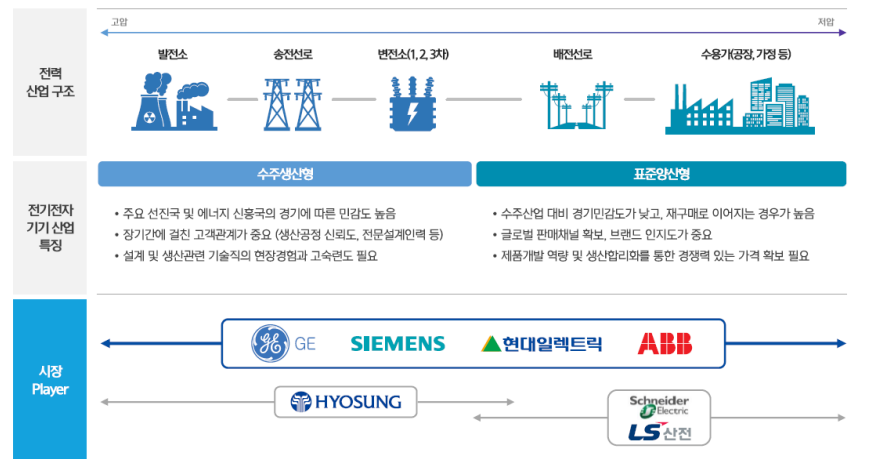
자료: HD현대일렉트릭, KB증권

3) 전력망 value chain으로의 사업 다각화 진행

HD현대일렉트릭은 기존의 고압 전력기기 중심이었던 사업 범위를 value chain의 하단으로 점진적으로 넓혀가고 있다. HD현대일렉트릭은 지난 해 말 기존 공장들의 증설 외에도 청주에 중저압 차단기 생산을 위한 스마트 팩토리를 새로 건설하기로 결정했다. 이는 기존 안성에 있던 중저압 차단기 공장을 이전하는 동시에 생산능력을 약 두 배 늘리는 것이 주 내용이다. 이에 따라 신공장 설립은 2025년 10월에 마무리되어 2026년부터 본격적으로 생산 및 영업, 판매를 시작할 수 있을 전망이다. 고압 전력기기 시장에서 출발한 HD현대일렉트릭은 중저압 제품으로의 사업 확장을 꾸준히 추진 중이다. 미국향 매출 또한 전력기기 부족 현상에 힘입어 초고압 변압기와 함께 배전변압기도 동반 성장 중이다. 중저압 전력기기는 주로 배전단계에서 사용되며, 발전 및 고압 전력기기 대비 수요와 수익성이 안정적이다. 통상적으로 배전기기는 수주기반으로 생산되는 고압 전력기기 대비 경기변동성이 적고, 영업이익률도 높기 때문에 주력사업인 고압 전력기기 부문의 변동성을 완화시켜 줄 수 있을 것이다.

이 외에도 HD현대일렉트릭은 ESS, 전력변환장치 및 해상풍력 등 신재생발전사업에도 진출하려고 하고 있다. 2022년 4월 HD현대플라스포를 인수하여 신재생에너지용 전력변환기기 기술을 확보했으며, 이를 기반으로 ESS 외에 수전해, 연료전지, 선박용 전력변환기기까지 사업을 확대할 예정이다. 한편, 2022년 말에는 미국 GE Vernova와 해상풍력 사업 관련 파트너십을 체결한 바 있다. 이를 통해 GE의 풍력터빈에 들어가는 핵심부품인 나셀 및 발전기의 생산을 담당할 예정이다. 정부가 국내 해상풍력발전단지 구축을 정책적으로 지원함에 따라 시장 성장이 기대되는 가운데, HD현대 그룹사들이 함께 해상풍력 시장에 진출하면서 그룹사 간 시너지도 기대할 수 있을 전망이다.

그림 33. HD현대일렉트릭 제품 범위



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

3. 실적 전망

**HD현대일렉트릭 2Q24 매출액
9,169억원 (+42.7% YoY), 영업이익
2,100억원 (+256.9% YoY) 기록**

HD현대일렉트릭의 2Q24 잠정 매출액은 9,169억원 (+42.7% YoY, +14.5% QoQ), 영업이익은 2,100억원 (+256.9% YoY, +63.1% QoQ), 지배주주 순이익은 1,615억원 (+328.5% YoY, +71.8% QoQ)을 각각 기록했다. 영업이익은 시장 컨센서스를 69.0% 상회하면서 서프라이즈를 기록했다. 가장 시장의 예상을 뛰어넘었던 부분은 마진의 확대였다. 2Q24 영업이익률은 22.9%로 전년동기대비 무려 13.7%p 개선되면서 역대 최고 이익률을 기록했다. 이렇게 마진이 확대될 수 있었던 것은 초고압 변압기 부문에서의 선별수주가 진행됨에 따라 수익성이 높은 프로젝트 위주로 수주를 확정할 수 있었고, 배전기기 및 회전기기 부문에서도 매출이 예상대비 개선되었던 것이 주 원인이었을 것으로 추정한다.

**HD현대일렉트릭 2024년 매출액
3.5조원 (+28.6% YoY), 영업이익
7,076억원 (+124.5% YoY) 전망**

HD현대일렉트릭은 2024년 매출액 3.5조원 (+28.6% YoY), 영업이익 7,076억원 (+124.5% YoY, 영업이익률 16.3%), 당기순이익 4,973억원 (+91.9% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. HD현대일렉트릭은 2021년 이후 빠르게 매출 규모와 영업이익이 개선되고 있다. 특히 매출액의 경우 미국향 전력기기 수요 증가로 초과수요 시장이 지속됨에 따라 전력기기 부문 매출이 2024~2025년 각각 28.7%, 31.0% 늘어날 것으로 전망한다. 배전기기 부문 또한 미국향 수출이 늘어나면서 같은 기간 44.7%, 13.5% 성장할 것으로 추정한다. 영업이익률 또한 전년대비 8.7%p 크게 개선될 것으로 전망하는데, 이는 수익성이 높은 미국지역 매출이 꾸준히 높아지는 것이 주 원인이 될 것으로 판단한다.

HD현대일렉트릭이 외형 및 수익성 개선세를 이어갈 수 있을 것으로 전망하는 이유는 고압 변압기 수요가 빠르게 증가하는 가운데, 선제적인 생산설비 투자를 통해서 적시에 대응할 수 있을 것으로 판단하기 때문이다. 미국의 변압기 시장은 최근 몇년간 유래없는 쇼티지를 기록하고 있는 반면, 국내외 주요 공급자들은 사이클 산업의 특성상 생산 capa를 적극적으로 늘리지 않고 있어 고압 전력기기 시장의 호황은 당분간 지속될 것으로 보인다.

HD현대일렉트릭은 2029~30년까지의 수주잔고를 확보해둔 상태이며, 선별 수주를 통해 수익성의 최적화를 이뤄가고 있다. 한편, 주된 성장이 나오고 있는 미국 시장에서 자국 내 생산제품 및 非중국산 제품을 선호하는 경향이 강해지고 있는 가운데, 이미 미국에 생산기지를 구축해두고 추가 확장 가능성을 남겨두고 있는 점도 긍정적이다. 여기에 더해 중저압 기기의 확대 정책 또한 긍정적이다.

표 7. HD현대일렉트릭 2Q24 실적 및 각종 비교

(십억원, %)	2Q24	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		2Q23	YoY %	1Q24	QoQ %	컨센서스	Diff. %	2Q24E	Diff. %
매출액	917	642	42.7	801	14.5	834	9.9	N/A	
영업이익	210	59	256.9	129	63.1	124	69.0	N/A	
세전이익	209	48	340.8	123	70.6	118	78.1	N/A	
지배주주 순이익	162	38	328.5	94	71.8	93	74.4	N/A	
영업이익률	22.9	9.2		16.1		14.9			
세전이익률	22.8	7.4		15.3		14.1			
지배주주 순이익률	17.6	5.9		11.7		11.1			

자료: Dart, Quantiwise, KB증권 추정

표 8. HD현대일렉트릭 3Q24 실적 전망 및 각종 비교

(십억원, %)	3Q24E	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		3Q23	YoY %	2Q24	QoQ %	컨센서스	Diff. %	3Q24E	Diff. %
매출액	858	694	23.6	917	-6.4	862	-0.5	N/A	
영업이익	173	85	102.9	210	-17.5	165	4.7	N/A	
세전이익	158	67	136.3	209	-24.7	160	-1.6	N/A	
지배주주 순이익	115	53	114.5	162	-29.1	131	-12.4	N/A	
영업이익률	20.2	12.3		22.9		19.2			
세전이익률	18.4	9.6		22.8		18.6			
지배주주 순이익률	13.4	7.7		17.6		15.2			

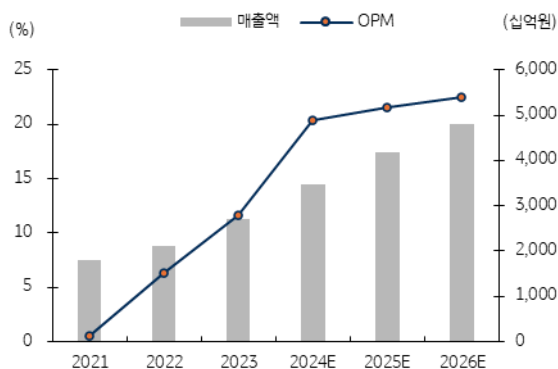
자료: Dart, Quantiwise, KB증권 추정

표 9. 2024년 HD현대일렉트릭 실적 전망 및 각종 비교

(십억원, %)	2024E	전년대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		2023E	YoY %	컨센서스	차이 %	2024E	차이 %
매출액	3,477	2,703	28.6	3,534	-1.6	N/A	
영업이익	708	315	124.5	698	1.4	N/A	
세전이익	665	311	114.1	673	-1.2	N/A	
지배주주 순이익	497	259	91.9	525	-5.2	N/A	
영업이익률	16.3	7.5		15.9			
세전이익률	15.3	7.3		15.3			
순이익률	11.5	6.1		12.0			

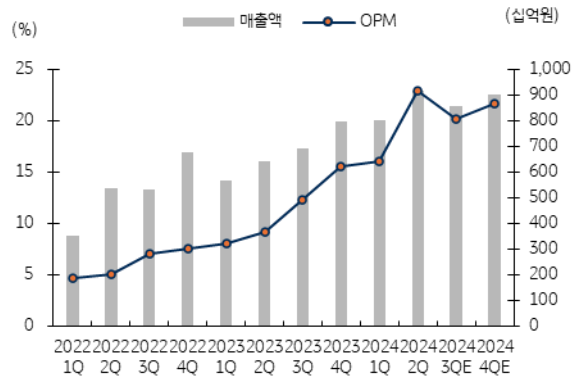
자료: DART, Quantiwise, KB증권 추정

그림 34. HD현대일렉트릭 연간 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

그림 35. HD현대일렉트릭 분기 매출 및 영업이익률 추이와 전망



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

표 10. HD현대일렉트릭 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	569	642	694	797	801	917	858	901	2,703	3,477	4,200
전력기기	186	272	326	350	317	378	373	392	1,135	1,460	1,913
배전기기	156	158	141	235	239	254	235	271	690	998	1,133
회전기기	108	121	119	122	143	140	144	147	469	573	691
종속기업 및 연결조정	118	92	109	91	103	145	106	92	410	446	463
영업이익	46	59	85	125	129	210	173	196	315	708	903
영업이익률 (%)	8.1	9.2	12.3	15.6	16.1	22.9	20.2	21.7	11.7	20.4	21.5
영업외손익	-9	-11	-19	34	-6	-1	-16	-20	-5	-43	-41
세전이익	38	48	67	159	123	209	158	175	311	665	862
당기순이익	29	37	54	139	93	161	114	127	259	496	625
지배주주 당기순이익	29	38	53	139	94	162	115	127	259	497	626
당기순이익률 (%)	5.1	5.9	7.7	17.4	11.7	17.6	13.4	14.1	9.6	14.3	14.9
매출액 (% YoY)	61.6	19.0	29.8	17.7	40.9	42.7	23.6	13.0	28.4	28.6	20.6
전력기기	37.1	36.6	61.2	12.5	70.4	38.5	14.2	12.1	33.7	28.7	31.0
배전기기	69.7	6.0	2.0	19.0	52.8	60.8	66.7	15.2	19.6	44.7	13.5
회전기기	39.8	14.2	5.2	11.3	32.2	16.0	21.7	20.5	15.8	22.3	20.5
종속기업 및 연결조정	153.0	6.5	32.6	52.3	-13.3	58.1	-2.2	0.9	49.2	8.8	4.0
영업이익 (% YoY)	177.0	115.5	125.8	143.3	178.1	256.5	102.9	56.9	137.0	124.5	27.6
영업이익률 (%p YoY)	3.4	4.1	5.2	8.1	7.9	13.7	7.9	6.1	5.3	8.7	1.1
영업외손익 (% YoY)	적지	적지	적전	흑전	적지	적지	적지	적전	적전	적지	적지
세전이익 (% YoY)	518.4	329.5	-49.1	903.9	226.5	340.8	136.3	10.3	89.5	114.1	29.7
당기순이익 (% YoY)	304.8	353.2	-46.0	201.8	224.1	331.1	110.6	-8.7	60.2	91.1	26.1
지배주주 당기순이익 (% YoY)	310.5	349.8	-47.0	200.5	221.6	328.5	114.5	-8.3	59.5	91.5	25.5
당기순이익률 (%p YoY)	3.1	4.3	-11.1	10.6	6.6	11.7	5.7	-3.3	1.9	4.7	0.6

자료: DART, KB증권 추정

표 11. HD현대일렉트릭 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, MW, 백만원/MW)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,806	2,105	2,703	3,477	4,200	4,836
영업이익	10	133	315	708	903	1,088
영업이익률 (%)	0.5	6.3	11.7	20.4	21.5	22.5
영업외손익	-50.2	30.9	-4.7	-42.8	-40.7	-27.4
세전이익	-40	164	311	665	862	1,061
당기순이익	-34	162	259	496	625	769
지배주주 당기순이익	-34	162	259	497	626	770
당기순이익률 (%)	-1.9	7.7	9.6	14.3	14.9	15.9
매출액 (% YoY)	-0.3	16.5	28.4	28.6	20.8	15.2
영업이익 (% YoY)	-86.6	1,263.0	137.0	124.5	27.6	20.5
영업이익률 (%p YoY)	-3.5	5.8	5.3	8.7	1.1	1.0
영업외손익 (% YoY)	76.0	81.0	-35.6	-38.1	2.0	13.3
세전이익 (% YoY)	적지	흑전	89.5	114.1	29.7	23.0
당기순이익 (% YoY)	적지	흑전	60.2	91.1	26.1	23.0
지배주주 당기순이익 (% YoY)	적지	흑전	59.5	91.9	25.9	23.0
당기순이익률 (%p YoY)	0.4	9.6	1.9	4.7	0.6	1.0

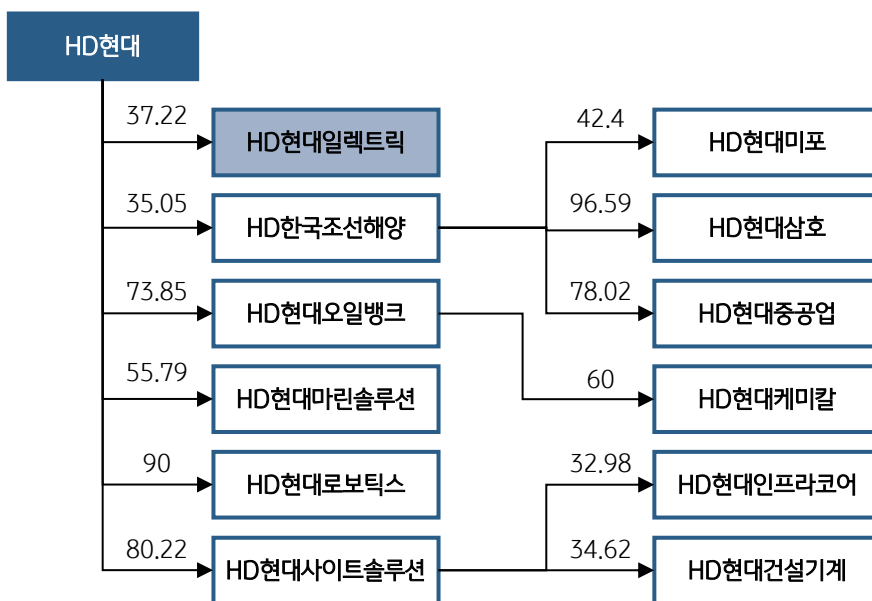
자료: DART, KB증권 추정

4. 기업 개요

HD현대일렉트릭은 한국의 대표적인 전력기기 회사 중 하나로, 과거 현대중공업의 전기전자 사업부에서 시작한 기업이다. 2017년 HD현대그룹 체제를 새로 구축하는 과정에서 HD현대일렉트릭으로 분할, 독립되었다. 분할 설립 이후 회사는 시장 악화와 수요 둔화에 따른 가격 경쟁으로 인해 2018~2019년 영업적자를 기록했으며, 2019년에는 재무구조 개선을 위한 유상증자를 진행할 수밖에 없었다. 이후 2020년 흑자전환에 성공했으나, 2021년에 다시 미국의 반덤핑 관세 부과, 통상임금 소송에서의 패소 등에 따른 일회성 비용이 발생하면서 순손실을 기록하며 부진한 실적을 기록했다. 그러나 2022년부터 본격적으로 미국에서 시작된 업황의 탄력적인 개선과 미리 점진적으로 진행해둔 설비 투자에 힘입어 매출 및 영업이익이 큰 폭으로 개선되고 있는 상황이다.

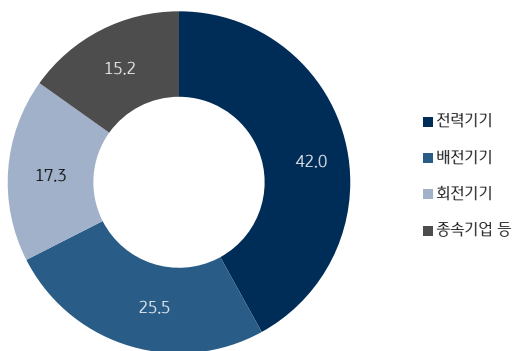
HD현대일렉트릭의 주력제품은 전력기기 중에서도 발전용 고압 전력기기다. 특히 고압 변압기, 차단기, 배전변압기 등이 전체 매출의 42.0% (2023년 기준)를 차지하는 전력기기 부문을 구성하고 있다. 한편, 배전기기 부문은 전체 매출의 25.5%를 구성하며, 여기에는 배전반, 중저압차단기 및 전력변환장치, 제어시스템 등이 포함된다. 그 외에도 회전기기부문은 매출의 17.3%에 해당하는데, 이는 발전기, 고압 및 저압 전동기 등의 제품이 포함된다. 전체 매출의 66.3%는 해외 수출에서 발생하고 있고, 미국 지역의 매출 비중이 26.9% 수준으로 전체 수출의 40%를 구성하고 있다. 중동 및 선박 관련 매출은 20.9%, 13.7%를 각각 구성했다. 최대주주는 그룹 지주사인 HD현대로 37.2%의 지분을 보유하고 있다 (2Q24 기준).

그림 36. HD현대그룹 지배구조



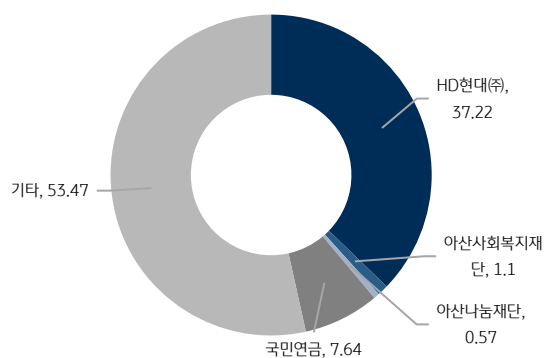
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 37. HD현대일렉트릭 매출 Breakdown



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

그림 38. HD현대일렉트릭 주주 현황



자료: HD현대일렉트릭, KB증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2022A (IFRS-C)	2023A (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)	2026E (IFRS-C)
매출액	2,105	2,703	3,477	4,200	4,836
매출원가	1,768	2,092	2,459	2,922	3,316
매출총이익	336	610	1,018	1,278	1,520
판매비와관리비	203	295	311	375	432
영업이익	133	315	708	903	1,088
EBITDA	180	368	767	964	1,149
영업외손익	31	-5	-35	-21	-6
이자수익	4	6	7	7	7
이자비용	24	39	34	34	34
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	52	29	-8	6	21
세전이익	164	311	673	882	1,082
법인세비용	2	51	171	243	298
당기순이익	162	259	502	640	784
지배주주순이익	162	259	503	641	786
수정순이익	162	259	503	641	786

성장성 및 수익성 비율 (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	16.5	28.4	28.7	20.8	15.2
영업이익 성장률	1,265.9	136.9	124.5	27.6	20.5
EBITDA 성장률	242.3	104.3	108.6	25.7	19.2
지배기업순이익 성장률	흑전	59.5	94.2	27.4	22.6
매출총이익률	16.0	22.6	29.3	30.4	31.4
영업이익률	6.3	11.7	20.4	21.5	22.5
EBITDA이익률	8.6	13.6	22.1	23.0	23.8
세전이익률	7.8	11.5	19.4	21.0	22.4
지배기업순이익률	7.7	9.6	14.5	15.3	16.3

현금흐름표 (십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-124	-22	767	591	748
당기순이익	162	259	502	640	784
유무형자산상각비	47	52	59	61	61
기타비현금손익 조정	35	54	178	243	298
운전자본증감	-347	-347	180	-110	-98
매출채권감소 (증가)	-35	-143	-159	-168	-150
재고자산감소 (증가)	-264	-220	-49	-194	-173
매입채무증가 (감소)	56	23	-8	66	59
기타운전자본증감	-104	-7	395	186	166
기타영업현금흐름	-20	-42	-151	-243	-298
투자활동 현금흐름	-58	-93	-81	-69	-69
유형자산투자감소 (증가)	-33	-75	-68	-51	-51
무형자산투자감소 (증가)	-8	-14	-10	-10	-10
투자자산감소 (증가)	0	-3	-2	-3	-3
기타투자현금흐름	-17	-2	-2	-6	-5
재무활동 현금흐름	-2	118	-104	42	-185
금융부채 증감	-2	137	-113	80	71
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	0	-18	-36	-54	-54
기타재무현금흐름	0	-1	44	16	-202
기타현금흐름	2	1	4	0	0
현금의 증가 (감소)	-182	3	586	563	494
기말현금	173	176	762	1,325	1,820
잉여현금흐름 (FCF)	-157	-97	699	540	697
순현금흐름	-217	-140	687	489	428
순현금 (순차입금)	-392	-532	155	644	1,072

자료: HD현대일렉트릭, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2022A (IFRS-C)	2023A (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)	2026E (IFRS-C)
자산총계	2,435	2,910	3,751	4,754	5,639
유동자산	1,548	1,973	2,815	3,815	4,698
현금 및 현금성자산	173	176	762	1,325	1,820
단기금융자산	23	25	27	32	37
매출채권	472	601	790	959	1,108
재고자산	628	850	912	1,106	1,278
기타유동자산	253	322	324	393	455
비유동자산	887	937	936	939	941
투자자산	5	12	14	17	19
유형자산	537	624	651	651	651
무형자산	66	70	70	70	70
기타비유동자산	279	231	202	202	202
부채총계	1,604	1,853	2,219	2,637	3,008
유동부채	1,411	1,497	1,886	2,287	2,644
매입채무	254	276	311	377	436
단기금융부채	455	442	375	455	526
기타유동부채	702	780	1,200	1,455	1,683
비유동부채	193	356	334	349	364
장기금융부채	133	291	259	259	259
기타비유동부채	59	65	75	91	105
자본총계	831	1,057	1,532	2,117	2,632
자본금	180	180	180	180	180
자본잉여금	402	402	402	402	402
기타자본항목	-15	-15	-15	-15	-15
기타포괄손익누계액	84	85	94	94	94
이익잉여금	172	397	864	1,451	1,966
지배자본 계	823	1,048	1,524	2,111	2,627
비지배자본	9	9	7	6	5

주요투자지표 (X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	9.4	11.4	22.9	17.9	14.6
P/B	1.9	2.8	7.5	5.4	4.4
P/S	0.7	1.1	3.3	2.7	2.4
EV/EBITDA	10.7	9.5	14.8	11.3	9.1
EV/EBIT	14.5	11.1	16.0	12.0	9.6
배당수익률	1.2	1.2	0.5	0.6	0.6
EPS	4,508	7,189	13,958	17,779	21,797
BVPS	22,820	29,077	42,281	58,563	72,872
SPS (주당매출액)	58,382	74,980	96,458	116,507	134,163
DPS (주당배당금)	500	1,000	1,500	2,000	2,000
배당성향 (%)	11.1	13.9	10.7	11.2	9.2
수익성지표					
ROE	22.1	27.7	39.1	35.3	33.2
ROA	7.0	9.7	15.1	15.0	15.1
ROIC	14.3	18.7	27.3	27.1	26.3
안정성지표					
부채비율	193.0	175.3	144.9	124.5	114.3
순차입비율	47.2	50.3	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.1	1.3	1.5	1.7	1.8
이자보상배율 (배)	5.5	8.0	21.0	26.8	32.2
활동성지표					
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
매출채권회전율	4.6	5.0	5.0	4.8	4.7
매입채무회전율	9.4	10.2	11.9	12.2	11.9
재고자산회전율	4.3	3.7	4.0	4.2	4.1



LS ELECTRIC (010120)

앞으로 보여줄 것이 많이 남았다

2024년 8월 22일

유틸리티/ESG Analyst 정혜정
hyejung.jung@kbfg.com

투자의견 Buy, 목표주가 240,000원으로
커버리지 개시

2024년 영업이익 3,850억원 (+18.5%
YoY) 기록 전망: 변압기 시장의 확대와
capa 증설에 힘입은 성장

미국향 고압 변압기 수출 증가, 배전기기
시장으로의 진출 가능성, 그리고 안정적인
국내 수익이 투자 포인트

LS ELECTRIC에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 240,000원을 제시하면서 커버리지를 개시한다. 목표주가는 P/B-ROE 방식 (COE 7.83%, sustainable ROE 20.6%, 영구성장률 3.2% 가정)으로 산출했으며, 이는 12M Fwd. Implied P/E 28.8배, 12Fwd. Implied P/B 3.71배에 해당한다. 최근 증가 대비로는 41.3%의 상승여력을 보유하고 있다.

LS ELECTRIC은 2024년 매출액 4.4조원 (+3.4% YoY), 영업이익 3,850억원 (+18.5% YoY, 영업이익률 8.8%), 당기순이익 2,429억원 (+17.9% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. LS ELECTRIC은 지난해부터 매출 규모와 영업이익이 지속적으로 개선되고 있다. 이는 기존 국내 중심의 배전기기 사업부문이 꾸준히 수익을 기록하고 있는 가운데, 상대적으로 신규 사업인 초고압 변압기 부문의 미국향 수출이 빠르게 늘어나고 있는 것에 기인한다. 이에 따라 배전기기 및 전력인프라 부문의 부문 매출액은 전년대비 19.5%, 15.4% 늘어나면서 외적 성장을 주도할 것으로 전망한다. 영업이익률 또한 전년대비 1.1%p 개선될 것으로 추정하는데, 초고압 변압기 부문의 마진 개선이 주효하다.

LS ELECTRIC이 꾸준한 외형 및 수익성 개선세를 이어갈 수 있을 것으로 전망하는 요인은 1) 미국 변압기 시장 증가와 맞춘 생산 capa 증가, 2) 미국향 저압 배전기기 시장으로의 진출에 대한 장기적 기대, 3) 높은 국내 배전기기 시장점유율에 힘입은 안정적인 현금흐름 등이다. 미국의 변압기 시장은 최근 몇년간 유래없는 소티지를 기록하고 있는 반면, 해외 메이저 생산업체들은 사이클 산업의 특성상 생산 capa를 적극적으로 늘리지 않고 있다. 이에 힘입어 LS ELECTRIC은 이미 2030년까지의 수주잔고를 채워둔 상태이며, 수주 또한 이익률을 중심으로 선별수주를 하고 있는 상황이다. 또한, 그간 큰 성과를 보이지 못했던 미국 저압 시장으로의 진출도 향후 가능해질 전망이다.

Buy 신규

목표주가 (원)	240,000
Dividend yield* (%)	1.8
Total return (%)	42.6
현재가 (8/21, 원)	170,400
Consensus target price (원)	271,000
시가총액 (조원)	5.1
※ Dividend Yield는 12개월 Forward	

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	4,230	4,374	4,670	5,219
영업이익 (십억원)	325	385	444	506
지배주주순이익 (십억원)	206	243	256	298
EPS (원)	6,865	8,097	8,547	9,950
증감률 (%)	128.1	17.9	5.6	16.4
P/E (x)	10.7	21.0	19.9	17.1
EV/EBITDA (x)	6.0	10.8	9.5	8.8
P/B (x)	1.3	2.8	2.5	2.6
ROE (%)	12.6	13.6	13.2	15.0
배당수익률 (%)	3.8	1.8	1.8	1.8

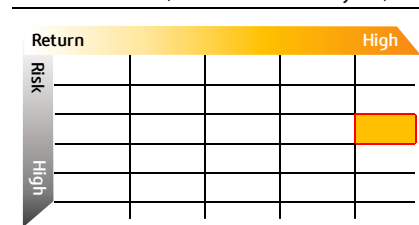
Trading Data

Free float (%)	50.4
거래대금 (3m, 십억원)	151.5
외국인 지분율 (%)	19.4
주요주주 지분율 (%)	LS 48.5
	국민연금공단 10.6

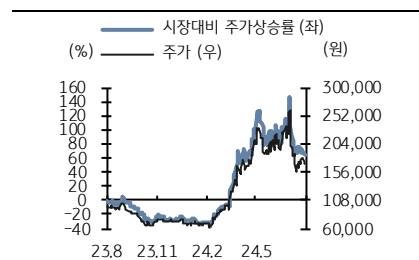
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-23.6	-15.6	146.6	86.7
시장대비 상대수익률	-21.0	-15.2	139.8	69.8

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance



자료: LS ELECTRIC, KB증권

투자의견과 위험요소 점검

Bull-case Scenario	290,000원 (71,173 x 4.08배)	<div>↑</div> <div>↓</div>	Base-case Scenario: 향후 추가 동인 1) 미국 시장 전력망 수요 증가세 지속 2) 부산 공장 2025년 준공 후 생산 시작
Base-case Scenario (목표주가)	240,000원 (64,703 x 3.71배)		
현재주가 (8/20)	169,900원		
Bear-case Scenario	190,000원 (58,233 x 3.34배)		

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	N/A	N/A	4,374	4,670	N/A	N/A
영업이익	N/A	N/A	385	444	N/A	N/A
지배주주순이익	N/A	N/A	243	256	N/A	N/A

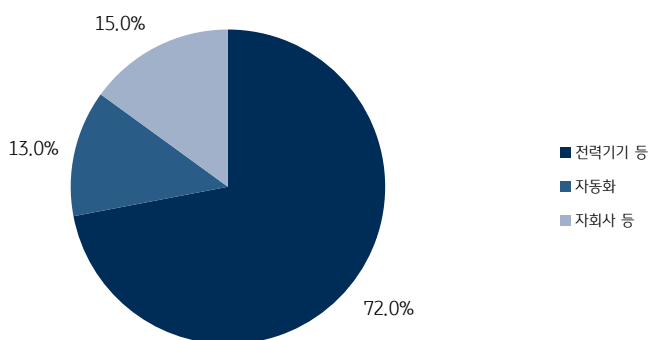
자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	4,374	4,670	4,384	4,806	-0.2	-2.8
영업이익	385	444	380	454	1.3	-2.3
지배주주순이익	243	256	265	325	-8.2	-21.0

자료: Qunatiwise, KB증권 추정

매출액 구성 (% , 2023)



자료: DART

PEER 그룹 비교

(백만달러, X, %)	시가총액	12M Fwd P/E	EPS 3-yr CAGR	12M Fwd P/B	12M Fwd ROE	12M Fwd EV/EBITDA	EBITDA 3-yr CAGR
LS ELECTRIC	3,828	16.9	20.2	2.5	15.1	11.1	17.0
GE	184,322	35.1	20.8	10.0	28.6	19.5	12.5
Siemens	21,930	33.5	67.1	2.1	6.3	11.2	30.6
Hitachi	112,726	22.3	17.2	2.6	11.8	13.3	10.7

자료: Bloomberg, KB증권

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

- 1) 밸류에이션 사용기준 (방법):
P/B-ROE Valuation
- 2) 목표주가 산정:
COE 7.83%, ROE 20.63%, 영구성장률 3.2%
- 3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:
290,000원 ~ 190,000원
- 4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:
12M Fwd, Implied P/B 3.71배

실적민감도 분석

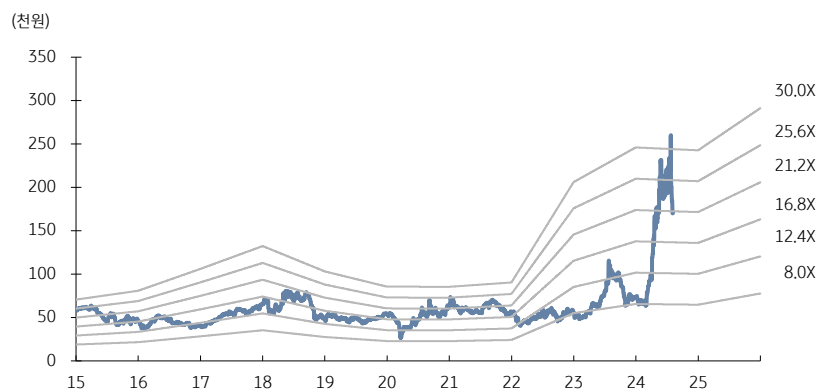
(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
금리 1%p 상승 시	-2.5	-2.7
환율 1% 상승 시	+1.6	+1.7

1. 투자 의견 및 Valuation

목표주가 240,000원, 12M Fwd P/B
3.71배

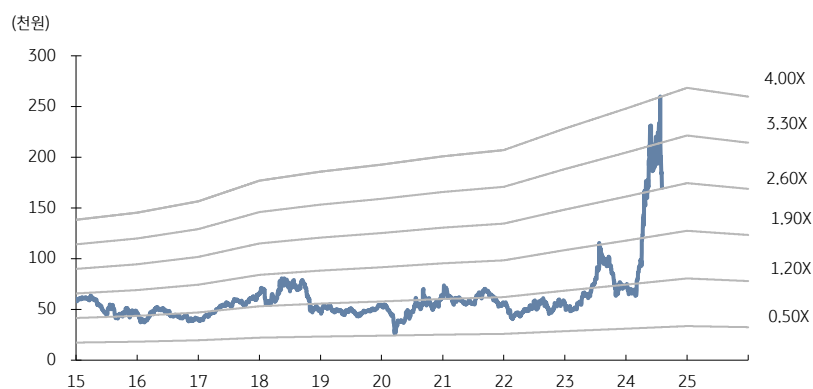
LS ELECTRIC의 목표주가 240,000원은 P/B-ROE 방식 (COE 7.83%, sustainable ROE 20.4%, 영구성장률 3.2% 가정)으로 산출했다. 목표주가는 12M Fwd. P/E 28.8배, 12M Fwd. P/B 3.71배에 해당한다.

그림 39. LS ELECTRIC P/E Band Chart



자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 40. LS ELECTRIC P/B Band Chart



자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 12. P/B-ROE Valuation 내역

항목명	KB증권 추정 (% , X, 원)	비고
COE (a) = (b) + (c) * (f)	7.83%	2023년 KB증권 하우스 ERP
Risk-free rate (b)	3.38%	최근 3개월 (60 영업일) 평균 통안채 1년 수익률
Market risk premium (c) = (d) - (e)	6.11%	2023년 KB증권 하우스 ERP
Market (d)	9.41%	2001~2023년 WMI500 연평균 총수익률 (Total return)
Rf (e)	3.30%	2001~2023년 통안채 1년물 연평균 총수익률 (Total return)
Beta (f) = (g) * (h) + (1) * [1 - (h)]	0.73	52주 주간 조정
Raw Beta (g)	0.46	52주 WMI500T 대비 주간
Weight (h)	50.00%	52주 주간 R²
Sustainable ROE (i)	20.35%	Av. (24~2030E ROE, mid-cycle ROE)
Sustainable Growth, 영구성장률 (j)	3.20%	30년 국제 수익률
적정 P/B (k) = [(i) - (j)] / [(a) - (j)]	3.70	
12개월 Fwd. BVPS (l)	64,571	
2024E BVPS (m)	62,011	
2025E BVPS (n)	67,131	
적정 주가 (o) = (l) * (k)	239,202	
목표주가	240,000	12개월 목표주가
현재주가	169,800	8/20 종가 기준
상승여력	41.3	
투자의견	Buy	

자료: Quantiwise, KB증권 추정

표 13. WACC 및 영구성장률에 대한 목표주가 민감도 분석 Table

(%)	WACC →						
Growth rate ↓	6.3	6.8	7.3	7.8	8.3	8.8	9.3
2.8	310,000	280,000	250,000	220,000	190,000	160,000	130,000
3.0	320,000	290,000	260,000	230,000	200,000	170,000	140,000
3.2	330,000	300,000	270,000	240,000	210,000	180,000	150,000
3.4	340,000	310,000	280,000	250,000	220,000	190,000	160,000
3.6	350,000	320,000	290,000	260,000	230,000	200,000	170,000

자료: KB증권 추정

2. 투자포인트

1) 초고압 변압기 시장 진입 및 그에 따른 Capa 증설

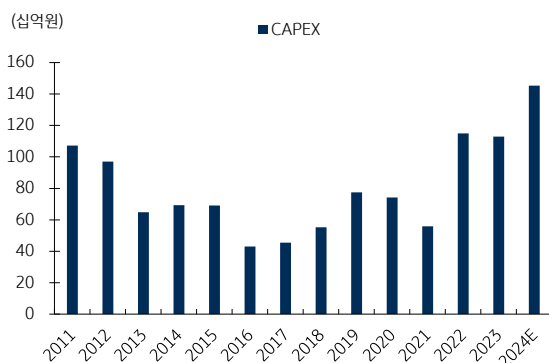
LS ELECTRIC은 기존에 저압 중심의 배전기기 업체로 시작했으나 2009년 12월 부산 공장을 완공하면서 초고압 변압기 시장에도 진출했다. 그간 초고압 변압기 부문의 성장은 시장점유율이 낮은 국내 시장을 중심으로 빠르게 이뤄지지는 못했으나, 미국의 급격한 공급 부족에 힘입어 미국향 매출이 늘어나면서 2021년 이후 높은 성장세를 보이고 있다.

이와 같이 빠르게 성장하고 있는 미국의 초고압 송전 설비 수요에 맞춰 생산설비 증설을 진행하는 것이 특히 긍정적이다. LS ELECTRIC은 지난 5월 초고압 변압기를 생산하는 부산공장에 803억원을 투자해 생산능력을 현재의 2배 가량 확대하겠다고 발표했다. 구체적으로는 부산 사업장 유희부지에 공장을 신축하고, 변압기 제작에 병목현상의 원인이 되어왔던 진공건조설비 (VPD, Vapor Phase Drying)를 기존 2기에 더해 추가 2기를 건설해 총 4기를 구비할 계획이다. 해당 증설은 2025년 말에 마무리될 것으로 예상되며, 이에 따라 초고압 변압기 사업부문의 규모가 기존 연간 1,800억원에서 4,000억원으로 늘어날 것으로 전망된다.

LS ELECTRIC은 5월 중 국내 비상장 전력기기 업체인 KOC전기의 인수도 발표했다. LS ELECTRIC은 592억원을 투자해 KOC전기 지분 51%를 매입하기로 의결했다. KOC전기는 종합 변압기 제조사로, 몰드, 건식, 유입식 배전 변압기를 모두 생산하고 있으며, 국내 중소 전력기기 업체 중 유일하게 초고압 변압기를 생산하는 업체이다. 이에 따라 LS ELECTRIC은 1,000억원 규모의 신규 초고압 변압기 생산설비를 확보하게 되었다. 뿐만 아니라 KOC전기는 특수전력기기인 선박 특화형 변압기 부문에서 국내 1위를 기록하고 있어, 제품 라인업을 확장하는 효과도 가져올 수 있을 전망이다.

현재 글로벌 초고압 변압기 시장은 주요 업체들이 이미 5년치 이상의 수주를 확보하고 있을 정도로 초과수요 상태가 지속되고 있다. 이러한 호황기가 향후 10년간 지속될 것으로 전망되고 있다는 점을 감안 시, 생산설비를 증설하더라도 설비에 맞춘 수주를 충분히 확보하면서 원활하게 시장에 진입할 수 있을 것으로 판단한다.

그림 41. LS ELECTRIC의 CAPEX 추이와 전망



자료: LS ELECTRIC, KB증권

그림 42. 초고압 변압기 생산 설비 규모 및 투자

(십억원)	설비규모	투자금액
현재 Capa	180	
부산공장 증설	220	80.3
KOC 지분인수	100	59.2
목표 Capa	500	139.5

자료: LS ELECTRIC, KB증권

2) 배전 부문의 미국 시장 진입도 기대해볼 만한 상황

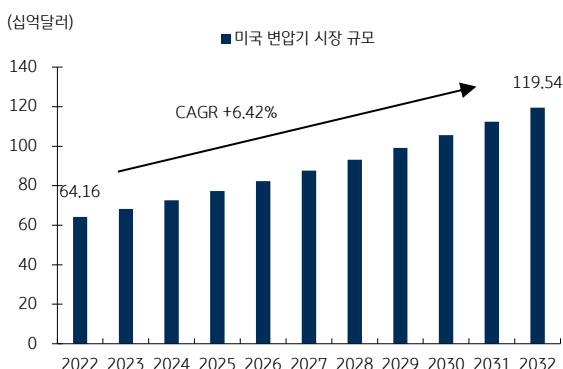
현재 주목을 받고 있는 부문은 고압 변압기 부문이지만, 전력망 확대 사이클이 이어지면서 송전망에 대한 투자가 마무리된 이후에는 LS ELECTRIC이 강점을 갖고 있는 배전 부문의 중저압 변압기 및 배전기기 수요가 늘어날 것으로 전망한다.

IRA에 따른 국내 업체들의 미국 현지 공장 건설 확대는 LS ELECTRIC이 미국의 중저압 전력기기 시장에 진입하는 데 큰 도움이 되었다. 통상적으로 미국 시장 내에서 배전기기는 주 고객인 유틸리티 업체들에게 제품을 중개하는 유통업체들이 공급하는데, 보수적인 전력망 산업의 특성 상 트랙레코드가 있어야 선택이 된다는 진입장벽이 있어 쉽게 진출하기 어려운 시장이다. 그러나 IRA가 시행되면서 국내 주요 제조업체들이 미국 현지에 생산공장을 구축하는 과정에서, 이미 국내 배전기기 시장에서는 탄탄한 입지를 가지고 있던 LS ELECTRIC의 제품이 선택됨에 따라 미국 시장에 진출할 수 있게 되었다. 이에 따라 LS ELECTRIC의 미국향 배전반 및 배전기기 매출액도 증가하고 있다.

한편, LS ELECTRIC의 자체적인 인증센터인 PT&T가 국제적으로 인정받는 자격을 갖추게 될 것으로 예상된다는 점도 미국 시장 진출에 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다. PT&T는 LS그룹 전력기기의 성능평가 및 인증을 진행하는 검사 기관으로, 자체 시험센터를 보유하고 있어 더 빠르고 많은 검증이 가능하다. 이러한 인증센터의 가장 큰 경쟁력은 얼마나 공신력을 보유하고 있는냐는 것인데, PT&T의 경우 이미 UL과 같은 국제인증기관과 무입회 시험소 계약을 체결했고, KC인증도 부여 가능하다. 이에 더해 세계적으로 전력기기 부문에서 가장 공신력이 높은 STL 멤버십에 가입을 추진해왔다. 현재 심사 중이며, 올해 중 가입이 확정될 가능성이 높다는 판단이다. STL 가입이 확정된다면 트랙레코드가 없는 신규 시장에 진출할 때도 큰 도움이 될 전망이다.

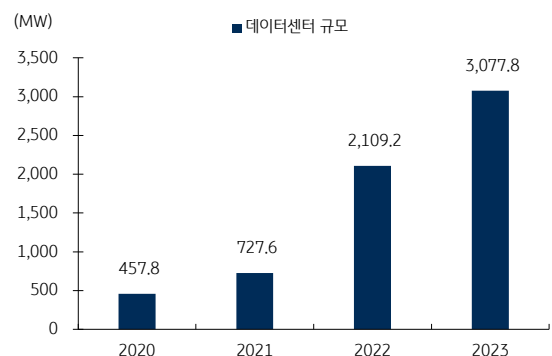
이러한 트랙레코드와 공신력 있는 인증센터를 바탕으로 미국에서 빠르게 증가할 것으로 전망되는 데이터 센터와 신재생발전의 증가에 따른 분산전원의 확대에 필요한 배전기기 시장 진출도 기대할 수 있다는 판단이다.

그림 43. 미국의 변압기 시장 전망



자료: Precedence Research, KB증권

그림 44. 미국 내 공장 및 데이터센터 건설 전망



자료: CBRE, KB증권

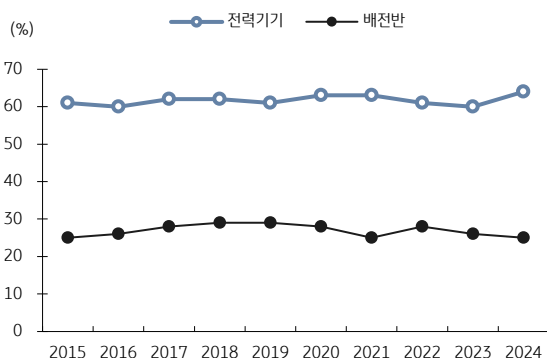
3) 안정적인 국내 저압기기 시장에서의 위상

LS ELECTRIC이 안정적인 실적을 유지할 수 있는 것은 1) 주력 사업인 배전기기 시장에서 발생하는 수요가 상대적으로 안정적이고, 2) 국내 시장에서 압도적으로 높은 시장점유율을 유지하고 있기 때문이다.

배전기기는 제품의 특성 상 교체 수요의 비중이 높고, 이에 따라 경기와는 별개로 매출이 꾸준히 발생한다. 산업 및 가정 등의 전력 수요처에서 활용되는 배전기기 제품은 상대적으로 더 많은 수의 제품이 사용되고 있고, 설치된 시기 또한 다양하기 때문에 전력기기의 교체 주기가 도래하는 시점도 한 시기에 집중되지 않고 넓게 분포되어 있다. 따라서 산업 부문에서의 신규 설치가 늘어나는 경기 호황기가 아니더라도 지속적인 교체 수요가 발생하기 때문에 매출의 하단을 유지할 수 있다. 반면 고압 중심의 송전기기 시장의 경우 사용되는 제품의 수도 적고, 신규 설치되는 시기가 주로 국가 전력망을 구축하는 시기에 집중되어 있다. 이에 따라 교체 주기도 특정 시기에 집중될 수밖에 없어 고압 송전기기의 경우 산업 사이클의 주기가 길고, 호황기와 불황기의 차이가 크다. LS ELECTRIC의 매출에서 이러한 배전용 전력기기가 차지하는 비중은 30% 이상으로, 변압기 등 수주 기반으로 생산되는 부문의 변동성을 충분히 보완할 수 있다.

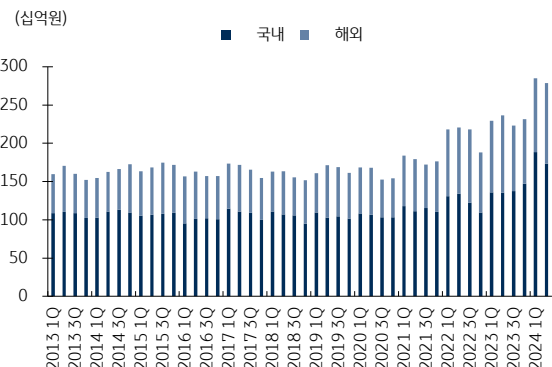
한편, LS ELECTRIC은 내수 시장에서 높은 시장점유율을 꾸준히 유지해오고 있으며, 이를 바탕으로 안정적인 국내 매출을 확보하고 있다. 전력기기 부문은 오랜 기간 60% 이상의 시장점유율을 기록하고 있으며, 배전반 또한 20% 중반대의 시장점유율을 유지하고 있다. 이는 국내 주요 전력기기업체 중 LS ELECTRIC이 과거 배전 및 중저압 시장을 중심으로 성장했던 만큼 경쟁력 및 트랙레코드를 충분히 갖추고 있기 때문이다. 전력기기 사용자들이 일반적으로 트랙레코드를 중시하고 쉽게 설비를 바꾸지 않는 보수적인 성향을 갖고 있다는 점을 감안할 때, 국내 시장에서의 위상은 앞으로도 유지할 수 있을 전망이다.

그림 45. LS ELECTRIC의 국내 시장 점유율 추이



자료: LS ELECTRIC, KB증권

그림 46. LS ELECTRIC 전력기기 부문 매출액 추이



자료: LS ELECTRIC, KB증권

3. 실적 전망

**LS ELECTRIC 2Q24 영업이익
1,096억원 (+4.5% YoY) 기록:
전력기기 부문 수익성 개선 확인**

LS ELECTRIC의 2Q24 잠정 매출액은 1.1조원 (-5.8% YoY, +9.0% QoQ), 영업이익은 1,096억원 (+4.5% YoY, +16.9% QoQ), 지배주주 순이익은 641억원 (-12.1% YoY, -18.3% QoQ)을 각각 기록하면서 영업이익은 시장 컨센서스를 18.1% 상회했다. 외형 성장은 시장의 기대에 부합했으나, 전력부문에서 특히 이익률이 높은 미국향 변압기 및 배전기기 수출 비중이 늘어나면서 영업이익률이 크게 개선된 것이 컨센서스 상회의 주 동력이었다. 주요 사업부문인 전력부문 (변압기, 배전기기 및 배전반)의 영업이익률은 2Q24 17%에 달해 전분기대비 7%p 개선된 바 있다.

**LS ELECTRIC 2024년 매출액 4.4조원
(+3.4% YoY), 영업이익 3,850억원
(+18.5% YoY) 전망: 미국향 수출 호조
이어지는 가운데 변압기 부문 마진 개선
긍정적**

LS ELECTRIC은 2024년 매출액 4.4조원 (+3.4% YoY), 영업이익 3,850억원 (+18.5% YoY, 영업이익률 8.8%), 당기순이익 2,429억원 (+17.9% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. LS ELECTRIC은 지난해부터 매출 규모와 영업이익이 지속적으로 개선되고 있다. 이는 기존 국내 중심의 배전기기 사업부문이 꾸준히 수익을 기록하고 있는 가운데, 상대적으로 신규 사업인 초고압 변압기 부문의 미국향 수출이 빠르게 늘어나고 있는 것에 기인한다. 이에 따라 배전기기 및 전력인프라 부문의 부문 매출액은 전년대비 19.5%, 15.4% 늘어나면서 외적 성장을 주도할 것으로 전망한다. 영업이익률 또한 전년대비 1.1%p 개선될 것으로 추정하는데, 초고압 변압기 부문의 마진 개선이 주효하다.

**기존 시장에서의 안정적인 현금흐름을
바탕으로 미국향 고압 및 저압 전력기기
시장 진출 노력 지속**

LS ELECTRIC이 꾸준히 외형 및 수익성 개선세를 이어갈 수 있을 것으로 전망하는 요인은 1) 미국 변압기 시장 증가와 맞춘 생산 capa 증가, 2) 미국향 저압 배전기기 시장으로의 진출에 대한 장기적 기대, 3) 높은 국내 배전기기 시장점유율에 힘입은 안정적인 현금흐름 등이다. 미국의 변압기 시장은 최근 몇년간 유례없는 쇼티지를 기록하고 있는 반면, 해외 메이저 생산업체들은 사이클 산업의 특성상 생산 capa를 적극적으로 늘리지 않고 있다. 이에 힘입어 LS ELECTRIC은 이미 2028~29년까지의 수주잔고를 이미 채워둔 상태이며, 수주 또한 이익률을 중심으로 선별수주를 하고 있는 상황이다. 또한, 과거 진입하기 어려웠던 미국 저압 시장으로의 진출도 향후 가능해질 전망이다.

표 14. LS ELECTRIC 2Q24 실적 및 각종 비교

(십억원, %)	2Q24	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		2Q23	YoY %	1Q24	QoQ %	컨센서스	Diff. %	2Q24E	Diff. %
매출액	1,132	1,202	-5.8	1,039	9.0	1,138	-0.5	N/A	
영업이익	110	105	4.5	94	16.9	93	18.1	N/A	
세전이익	101	94	7.0	99	2.4	79	28.3	N/A	
지배주주 순이익	64	73	-12.1	78	-18.3	67	-4.9	N/A	
영업이익률	9.7	8.7		9.0		8.2			
세전이익률	8.9	7.8		9.5		6.9			
지배주주 순이익률	5.7	6.1		7.5		5.9			

자료: Dart, Quantiwise, KB증권 추정

표 15. LS ELECTRIC 3Q24 실적 전망 및 각종 비교

(십억원, %)	3Q24E	전년동기대비		직전분기대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		3Q23	YoY %	2Q24	QoQ %	컨센서스	Diff. %	3Q24E	Diff. %
매출액	1,091	1,022.6	6.6	1,132.4	-3.7	1,070	1.9	N/A	
영업이익	93	70.1	32.2	109.6	-15.4	87	6.6	N/A	
세전이익	78	60.7	29.1	100.9	-22.4	76	3.1	N/A	
지배주주 순이익	56	40.5	37.4	64.1	-13.2	60	-6.9	N/A	
영업이익률	8.5	6.9		9.7		8.1			
세전이익률	7.2	5.9		8.9		7.1			
지배주주 순이익률	5.1	4.0		5.7		5.6			

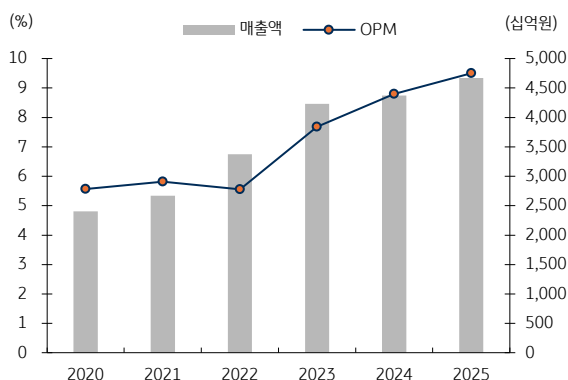
자료: Dart, Quantiwise, KB증권 추정

표 16. 2024년 LS ELECTRIC 실적 전망 및 각종 비교

(십억원, %)	2024E	전년대비		컨센서스대비		기존추정대비	
		2023E	YoY %	컨센서스	차이 %	2024E	차이 %
매출액	4,374	4,230	3.4	4,384	-0.2	N/A	
영업이익	385	325	18.5	380	1.3	N/A	
세전이익	348	264	31.9	355	-1.7	N/A	
지배주주 순이익	243	206	17.9	265	-8.2	N/A	
영업이익률	8.8	7.7		8.7			
세전이익률	8.0	6.2		8.1			
순이익률	5.7	4.9		6.0			

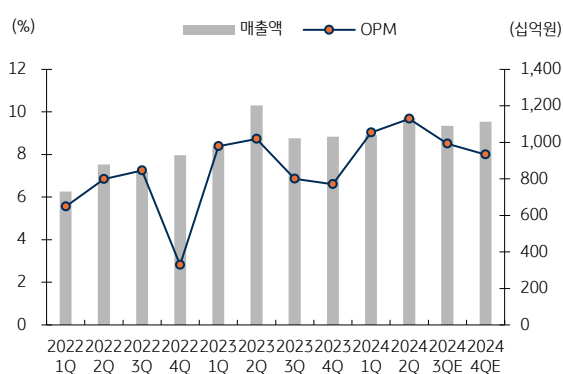
자료: DART, Quantiwise, KB증권 추정

그림 47. LS ELECTRIC 연간 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



자료: LS ELECTRIC, KB증권

그림 48. LS ELECTRIC 분기 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



자료: LS ELECTRIC, KB증권

표 17. LS ELECTRIC 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	976	1,202	1,023	1,030	1,039	1,132	1,091	1,112	4,230	4,374	4,670
전력기기	229	237	223	232	286	279	268	268	921	1,101	1,208
전력인프라	256	358	307	325	297	338	338	462	1,245	1,435	1,596
신재생	63	151	123	110	78	93	98	88	446	357	383
자동화	117	107	84	84	89	99	93	93	392	373	385
자회사	483	547	286	472	472	548	470	435	1,787	1,925	1,925
영업이익	82	105	70	68	94	110	93	89	325	385	444
전력사업	51	78	61	71	76	107	107	124	262	413	482
자동화	13	8	-1	-4	0	5	5	5	17	15	20
자회사	18	13	2	2	16	4	3	3	35	25	13
영업이익률 (%)	8.4	8.7	6.9	6.6	9.0	9.7	8.5	8.0	7.7	8.8	9.5
영업외손익	-20	-11	-9	-21	5	-9	-14	-18	-61	-37	-46
세전이익	62	94	61	47	99	101	78	71	264	348	397
당기순이익	50	73	41	44	80	65	58	45	208	247	260
지배주주 당기순이익	51	73	41	42	78	64	56	44	206	243	256
당기순이익률 (%)	5.2	6.1	4.0	4.1	7.5	5.7	5.2	4.0	4.9	5.6	5.5
매출액 (% YoY)	33.7	36.7	21.9	10.8	6.4	-5.6	6.6	8.0	25.3	3.4	6.6
전력기기	5.2	7.2	2.3	23.2	24.6	17.6	20.3	15.7	9.0	19.6	9.6
전력인프라	104.9	78.2	50.7	20.0	16.3	-5.6	10.2	42.2	55.7	15.3	11.2
신재생	65.1	49.7	269.1	92.0	24.3	-38.3	-20.1	-20.1	94.6	-20.0	7.3
자동화	18.9	6.1	-17.8	-22.0	-24.2	-7.9	10.2	10.9	-4.2	-4.9	3.1
자회사	74.1	86.8	-6.6	32.3	-2.2	0.2	64.5	-7.8	45.0	7.7	0.0
영업이익 (% YoY)	101.6	74.5	15.5	160.7	14.6	4.5	32.2	30.7	73.3	18.5	15.2
전력사업 (% YoY)	155.1	130.0	68.5	848.3	47.4	36.9	74.4	74.6	167.9	57.9	16.7
자동화 (% YoY)	22.6	-14.7	적전	적전	-98.5	-39.1	TTB	TTB	-57.8	-12.4	33.4
자회사 (% YoY)	132.1	-17.7	-82.4	-90.5	-13.1	-72.3	71.0	68.0	-33.0	-26.9	-50.3
영업이익률 (%p YoY)	2.8	1.9	-0.4	3.8	0.6	0.9	1.6	1.4	2.1	1.1	0.7
영업외손익 (% YoY)	적전	적지	적지	적전	TTB	RR	RR	RR	RR	RR	RR
세전이익 (% YoY)	51.0	172.6	144.4	78.1	58.3	7.0	29.1	50.6	108.0	31.9	14.1
당기순이익 (% YoY)	50.8	166.1	194.4	164.0	57.9	-11.5	42.0	3.1	127.7	18.9	5.4
지배주주 당기순이익 (% YoY)	51.7	171.5	194.0	156.9	55.2	-12.1	39.5	4.6	128.1	17.9	5.5
당기순이익률 (%p YoY)	0.6	3.0	2.3	2.3	2.4	-0.4	1.2	-0.1	2.2	0.7	-0.1

자료: DART, KB증권 추정

표 18. LS ELECTRIC 연간 실적 추이 및 전망

(십억원, MW, 백만원/MW)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,668	3,377	4,230	4,374	4,670	5,219
전력기기	711	845	921	1,100	1,208	1,295
전력인프라	603	800	1,245	1,436	1,596	1,961
신재생	228	229	446	357	383	405
자동화	335	410	392	373	385	401
자회사	884	1,233	1,787	1,925	1,925	1,988
영업이익	155	188	325	385	444	506
전력사업	82	98	262	413	482	553
자동화	33	40	17	15	20	21
자회사	37	52	35	25	13	13
영업이익률 (%)	5.8	5.6	7.7	8.8	9.5	9.7
영업외손익	-44	-61	-61	-37	-46	-46
세전이익	111	127	264	348	397	460
당기순이익	85	91	208	247	260	302
지배주주 당기순이익	85	90	206	243	256	298
당기순이익률 (%)	3.2	2.7	4.9	5.6	5.5	5.7
매출액 (% YoY)	11.1	26.6	25.3	3.4	6.8	11.8
전력기기	10.7	18.7	9.0	19.5	9.8	7.2
전력인프라	1.7	32.6	55.7	15.4	11.1	22.8
신재생	-32.4	0.8	94.6	-20.1	7.4	5.6
자동화	18.8	22.2	-4.2	-4.9	3.1	4.1
자회사	50.3	39.5	45.0	7.7	0.0	3.3
영업이익 (% YoY)	16.0	20.9	73.3	18.5	15.2	14.1
전력사업 (% YoY)	-6.0	19.9	167.2	57.9	16.7	14.8
자동화 (% YoY)	25.7	21.4	-57.9	-12.4	33.4	4.1
자회사 (% YoY)	95.7	37.9	-32.7	-26.9	-50.3	3.3
영업이익률 (%p YoY)	0.2	-0.3	2.1	1.1	0.7	0.2
영업외손익 (% YoY)	적지	적지	적지	RR	RR	RR
세전이익 (% YoY)	-13.4	14.6	108.0	31.9	14.1	15.8
당기순이익 (% YoY)	-0.2	6.9	127.7	18.9	5.4	16.2
지배주주 당기순이익 (% YoY)	-0.5	6.6	128.1	17.9	5.5	16.4
당기순이익률 (%p YoY)	-0.4	-0.5	2.2	0.7	-0.1	0.2

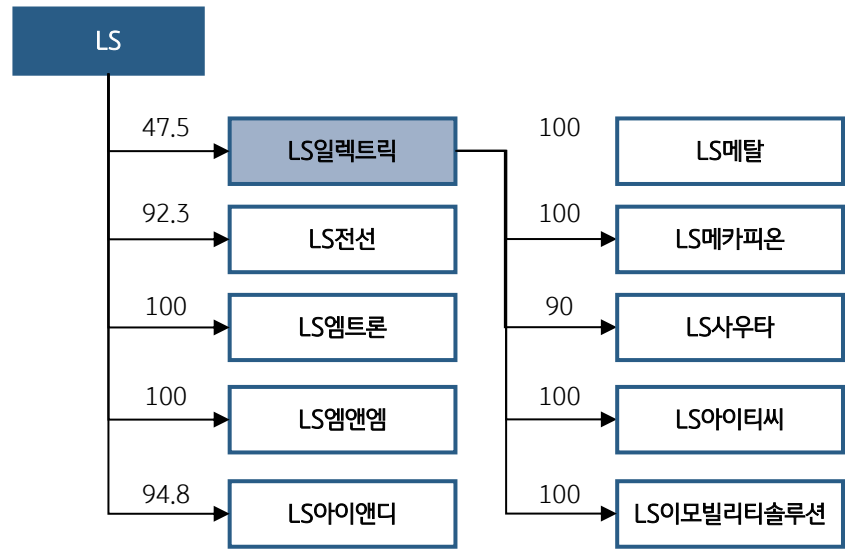
자료: DART, KB증권 추정

4. 기업 개요

LS ELECTRIC은 국내 최대 전력기기 제조업체 중 하나로 1974년에 설립되었다. 그 이후 2003년 LG그룹에서 분리되면서, 2005년 사명을 LG산전으로 변경한 뒤, 2020년에 다시 사명을 LS 일렉트릭으로 변경한 바 있다. LS ELECTRIC의 최대주주는 (주)LS로, 전체 발행 주식수의 48.5%를 보유 중이며, 자사주가 1.15%, 국민연금이 10.64%를 가진 주요주주로 있다.

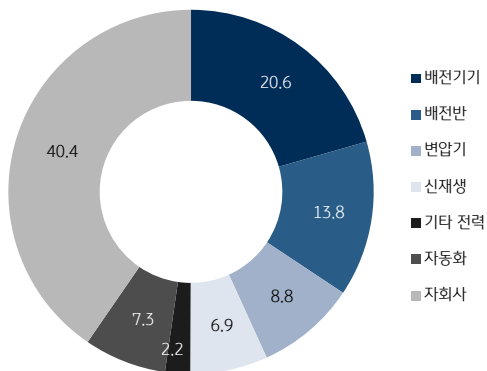
회사의 사업 구조는 크게 전력, 자동화, 그리고 국내 외 자회사로 구성된다. 이 중 핵심은 전력사업으로 2023년 기준 전체 매출액의 61.7%를 구성한다. 전력사업 부문의 세부 사업부문으로는 전력기기 (배전기기), 전력 인프라 (변압기, 배전반 등), 그리고 신재생 (태양광 및 ESS 시스템)으로 구분된다. 전력기기 부문은 전체 매출액의 21.8%를 구성하며, 스마트공장 등을 통해 양산되는 제품으로 영업이익률 또한 22.2% 수준으로 가장 높은 이익률을 기록하고 있다. 한편, 초고압 변압기를 포함한 전력 인프라와 신재생 부문은 각각 29.4%, 10.6%의 매출을 구성하고 있으며, 수주 기반으로 운영됨에 따라 영업이익률은 각각 9.5%, -5.5% 수준으로 상대적으로 낮은 편이다. 그러나 최근 초고압 변압기의 단가 상승 등에 힘입어 개선되고 있는 모습이다. 공장 및 설비자동화 솔루션 및 PLC 등 장비를 생산하는 자동화 부문은 매출의 9.3%를 차지한다. 자회사 부문은 매출의 30.9%를 구성하는데, 주요 자회사로는 LS메탈 (스테인리스 후육관 및 동관 등), LS e-Mobility (전기차 EV Relay) 등이 있다.

그림 49. LS ELECTRIC 계열사 현황



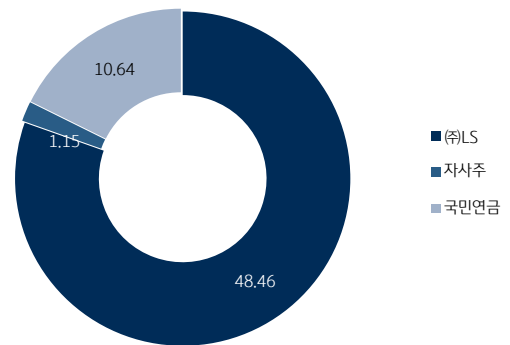
자료: Quantiwise, KB증권 추정

그림 50. LS ELECTRIC 매출 Breakdown



자료: LS ELECTRIC, KB증권

그림 51. LS ELECTRIC 주요주주 현황



자료: LS ELECTRIC, KB증권

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2022A (IFRS-C)	2023A (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)	2026E (IFRS-C)
매출액	3,377	4,230	4,374	4,670	5,219
매출원가	2,780	3,457	3,471	3,669	4,090
매출총이익	597	773	903	1,001	1,129
판매비와관리비	409	449	518	557	623
영업이익	188	325	385	444	506
EBITDA	290	427	493	553	614
영업외손익	-61	-61	-44	-85	-89
이자수익	15	24	25	26	26
이자비용	20	42	43	44	44
지분법손익	-2	0	0	-1	-1
기타영업외손익	-53	-42	-25	-66	-71
세전이익	127	264	341	359	417
법인세비용	35	56	94	99	115
당기순이익	91	208	247	260	302
지배주주순이익	90	206	243	256	298
수정순이익	90	206	243	256	298

성장성 및 수익성 비율 (%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	26.6	25.3	3.4	6.8	11.8
영업이익 성장률	20.9	73.3	18.5	15.2	14.1
EBITDA 성장률	12.9	47.4	15.5	12.2	11.1
지배기업순이익 성장률	6.6	128.1	18.0	5.6	16.4
매출총이익률	17.7	18.3	20.6	21.4	21.6
영업이익률	5.6	7.7	8.8	9.5	9.7
EBITDA이익률	8.6	10.1	11.3	11.8	11.8
세전이익률	3.8	6.2	7.8	7.7	8.0
지배기업순이익률	2.7	4.9	5.6	5.5	5.7

현금흐름표 (십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	-145	215	341	285	282
당기순이익	91	208	247	260	302
유무형자산상각비	102	102	108	109	108
기타비현금손익 조정	182	165	97	100	115
운전자본증감	-486	-199	-24	-86	-129
매출채권감소 (증가)	-176	-87	-94	-82	-124
재고자산감소 (증가)	-204	-63	-25	-51	-78
매입채무증가 (감소)	82	13	46	39	59
기타운전자본증감	-188	-62	48	9	13
기타영업현금흐름	-34	-61	-86	-99	-115
투자활동 현금흐름	-131	-193	-111	-117	-125
유형자산투자감소 (증가)	-114	-111	-99	-93	-93
무형자산투자감소 (증가)	-3	-11	-8	-10	-10
투자자산감소 (증가)	-14	-60	3	-12	-18
기타투자현금흐름	0	-11	-6	-2	-4
재무활동 현금흐름	135	3	-27	-41	-283
금융부채 증감	167	49	-28	47	71
자본의 증감	0	0	0	0	0
배당금 당기지급액	-30	-33	-82	-89	-89
기타재무현금흐름	-2	-13	83	0	-265
기타현금흐름	-4	4	6	0	0
현금의 증가 (감소)	-146	28	209	126	-126
기말현금	556	584	793	919	793
잉여현금흐름 (FCF)	-259	103	242	192	189
순현금흐름	-337	-29	195	81	-194
순현금 (순차입금)	-346	-375	-179	-98	-292

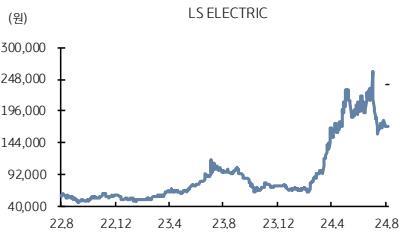
자료: LS ELECTRIC, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2022A (IFRS-C)	2023A (IFRS-C)	2024E (IFRS-C)	2025E (IFRS-C)	2026E (IFRS-C)
자산총계	3,323	3,733	4,183	4,522	4,722
유동자산	2,341	2,605	3,043	3,376	3,563
현금 및 현금성자산	556	584	793	919	793
단기금융자산	16	29	27	29	33
매출채권	711	782	886	968	1,092
재고자산	460	528	558	609	687
기타유동자산	598	682	779	851	959
비유동자산	982	1,128	1,140	1,146	1,159
투자자산	101	128	131	143	161
유형자산	618	682	685	679	674
무형자산	86	94	93	93	92
기타비유동자산	176	224	231	231	231
부채총계	1,774	2,009	2,307	2,475	2,729
유동부채	1,390	1,449	1,806	1,973	2,224
매입채무	361	369	420	459	518
단기금융부채	548	442	512	560	631
기타유동부채	482	638	873	954	1,076
비유동부채	383	560	501	503	505
장기금융부채	370	546	487	487	487
기타비유동부채	13	14	14	16	18
자본총계	1,549	1,724	1,875	2,047	1,993
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	-7	-13	-15	-15	-15
기타자본항목	-24	-23	-24	-24	-24
기타포괄손익누계액	-2	2	-12	-12	-12
이익잉여금	1,436	1,597	1,759	1,927	1,869
지배자본 계	1,553	1,713	1,857	2,025	1,967
비지배지분	-4	11	18	22	26

주요투자지표 (X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	18.7	10.7	21.0	19.9	17.1
P/B	1.1	1.3	2.8	2.5	2.6
P/S	0.5	0.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	7.0	6.0	10.8	9.5	8.8
EV/EBIT	10.8	7.9	13.8	11.8	10.7
배당수익률	2.0	3.8	1.8	1.8	1.8
EPS	3,010	6,865	8,097	8,547	9,950
BVPS	51,783	57,092	61,913	67,494	65,581
SPS (주당매출액)	112,569	141,016	145,796	155,667	173,971
DPS (주당배당금)	1,100	2,800	3,000	3,000	3,000
배당성향 (%)	35.8	39.9	36.6	34.7	29.8
수익성지표					
ROE	6.0	12.6	13.6	13.2	15.0
ROA	3.0	5.9	6.2	6.0	6.5
ROIC	4.7	9.6	10.3	10.1	11.1
안정성지표					
부채비율	114.5	116.5	123.0	121.0	136.9
순차입비율	22.3	21.7	9.6	4.8	14.7
유동비율	1.7	1.8	1.7	1.7	1.6
이자보상배율 (배)	9.2	7.7	9.0	10.1	11.5
활동성지표					
총자산회전율	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	5.4	5.7	5.2	5.0	5.1
매입채무회전율	10.6	11.6	11.1	10.6	10.7
재고자산회전율	9.4	8.6	8.1	8.0	8.1

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



LS ELECTRIC (010120)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
24-08-22	Buy	정혜정	240,000		

HD현대일렉트릭 (267260)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	과리율 (%)	
				평균	최고/최저
24-08-20	Buy	정혜정	410,000		

종목명	인수 합병 업무관련	1년 이내 IPO	BW/CB/EB 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	주식/파생 등 유동성공급	ETF 설정/해지	ELW 발행/유동성공급	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
LS ELECTRIC												
HD현대일렉트릭												

해당사항없음

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며,
외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2024. 06. 30 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
88.7	11.3	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.
2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서는 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.