

전력기기

Short term pain, Long term gain

SK증권 리서치센터



Analyst
나민식

minsik@sk.com
3773-9503

단기적으로는 피할 수 없는 투자심리 훼손

25년 상반기 전력기기 업종은 AI 인프라 기대감이 꺼지며 멀티플 조정을 받았고, 국내 주요 3사(HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS 일렉트릭의) PER은 22배에서 14배로 -36% 하락했다. 미국의 전력인프라 기업역시 동반 하락세를 보이며 업종 전반에 걸친 밸류에이션 리셋이 나타났다. 하지만 이 같은 조정은 기대감의 해소이지 펀더멘털 훼손은 아니라고 판단한다. AI 도입에 따른 전력수요 증가와 데이터센터 전력연동성 확대는 여전히 현재진행중이다. 그러나 단기투자 전략에 있어서는 투자심리 훼손은 피할 수 없다고 판단한다.

수요는 구조적으로 상승, 공급은 후행하여 증가

24년부터 전력기기 업체들은 대규모 설비투자 계획을 잇따라 발표하며 공급능력 확대에 나섰다. 국내 전력기기 업체의 24년 유형자산 총계는 전년대비 +34% 증가, 감가상각대비 CAPEX 배율도 5배를 기록했다. 전력기기 업체(Eaton, WEG 등) 역시 비슷한 행보를 보이고 있다. 증설결정에서 생산기여 시점까지 시차가 있기 때문에 실제 증설로 공급증가 시점은 26년부터 시작될 것으로 전망한다. 업황에 후행해서 증설을 진행하고 있으며 이는 사이클을 더 길게 이어갈 수 있는 요인이라고 판단한다. 수요 측면은 구조적으로 탄탄하다. ERCOT(텍사스 전기 신뢰성 위원회)은 전력수요 연평균성장률을 +6.1%(24~34년)로 전망하고 있다. 재산업화 및 데이터센터 전력수요의 구조적인 성장에 뒷받침 되어 전력기기 수요가 증가할 것으로 전망한다. 이 같은 특징으로 공급 확장 국면에서도 전력기기 ASP 하락 가능성은 낮을 것이다.

미국 상호관세 영향 – 공급자 우위 시장, 관세 전가 가능성 높음

이번 관세 부과로 전력기기 산업의 수익성에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 그 이유는 세가지다. (1) 국내 주요 업체들은 미국 내 생산기지를 이미 확보하고 있어 물량 일부를 현지생산으로 전환하여 대응할 수 있으며 (2) 멕시코 역시 25% 관세가 동일하게 적용되면서, 한국의 가격경쟁력이 훼손되지 않을 것이다. (3) 마지막으로 산업 구조적으로 공급자 우위구간이다. 고객은 관세로 인한 가격인상을 수용할 가능성이 높다고 판단한다. 리포트 내 시뮬레이션에 따르면, 부과된 관세에서 55% 이상을 고객에게 전가할 경우에 매출액과 영업이익률 모두 개선될 것으로 나타났다.

Contents

1. 투자전략	03
(1) 저점 매수 타이밍?... '조금 더 기다려 보자!'	03
(2) 내러티브에서 넘버로	06
2. 공급: 24년부터 CAPEX 급증	10
(1) Capital Cycle	10
(2) 국내외 전력기기 설비투자 동향	14
3. 수요: 전력수요 증가로 구조적인 수요증가 지속	18
4. 미국 상호관세 영향 분석	22

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 07일 기준)

매수	97.55%	중립	2.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 투자전략

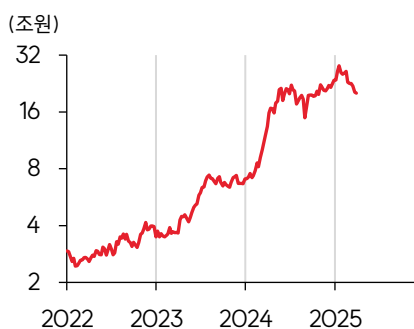
(1) 저점 매수 타이밍?... '조금 더 기다려 보자!'

딥시크 쇼크와 마이크로소프트의 데이터센터 투자 축소 영향으로 전력기기 업체들의 주가는 큰 폭의 조정을 받고 있다. 국내 전력기기 3사(HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS Electric)의 합산 PER은 14 배에 거래되고 있는데, AI 인프라 기대감이 반영되었던 22 배와 비교하면 -36% 하락했다. 마찬가지로 해외 전력인프라 종목(ETN, PWR, VRT)역시 PER이 하락했다.

주가수익률(1Y)을 어닝과 멀티플로 나누면 주가에 대한 직관적인 이해를 할 수 있다. 섹터의 움직임을 확인하기 위해서 주가수익률은 합산 시가총액을 기준으로, 어닝은 컨센서스 당기순이익(Fwd. 12M), 멀티플 변화는 PER을 사용해서 측정했다. 애널리스트의 컨센서스가 형성된 전력기기 3사를 분석 대상으로 했다.

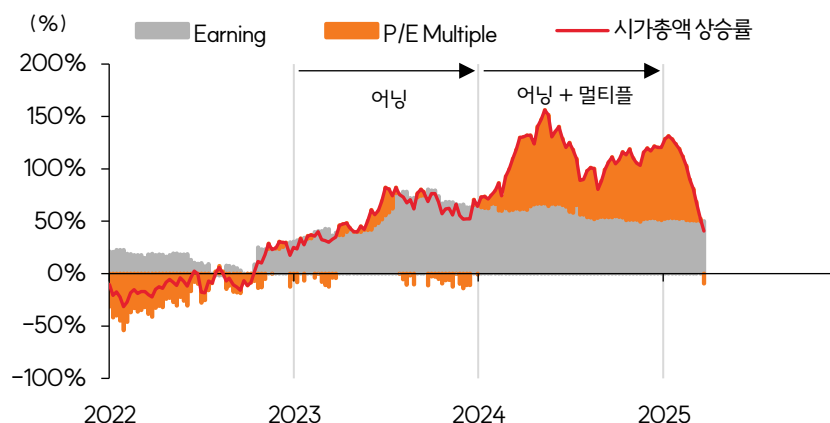
아래 차트를 보면 23년은 어닝중심의 상승장 이었고, 24년은 어닝과 멀티플이 각각 절반씩 기여한 양상이었다. 23년 시가총액은 총 +52% 상승했으며, 당기순이익(Fwd. 12M)은 +63%, 반면 PER은 -11% 하락했다. 24년 시가총액 총 122% 상승에서 당기순이익은 +52%, PER은 64% 상승했다. 반대로 25년은 AI인프라 투자에 대한 우려로 PER 축소가 주가하락에 기여했음을 관적으로 확인할 수 있다.

전력기기 3사 시가총액 차트



자료: SK 증권
주: Log 차트

전력기기 3사 시가총액 상승률 분해



자료: SK 증권
주: HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS Electric 합산
주: Log 수익률 사용

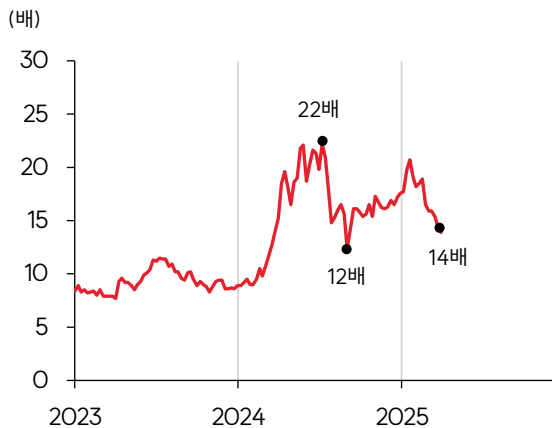
“어닝은 증가하는 상황에서 주가만 하락했으니 매수 시점이라고 생각하는가?”라는 질문에 대해서는 “PER 12배 이하로 내려간 이후부터 매수를 고려해도 늦지 않는다”라고 생각한다..

그 이유는 (1) 해외 전력기기 업체들의 멀티플 하락과 비교하면 국내 업체들의 하락 폭이 더 열려있으며 (2) 주식시장이 AI 인프라 투자 아이디어에 대한 타당성 체크 (feasibility check)에 들어간 상황에서 급격한 멀티플 회복이 어렵기 때문이다.

AI 버블론이 있었던 24년 8월로 돌아가보자. 당시 한국 전력기기업체의 PER은 12배, 미국 전력인프라 종목은 25배까지 하락했다. 그리고 25년 4월 기준으로 미국 전력인프라는 24년 당시 저점보다 더 내려온 상황이나, 한국은 아직 저점을 확인하지 않았다.

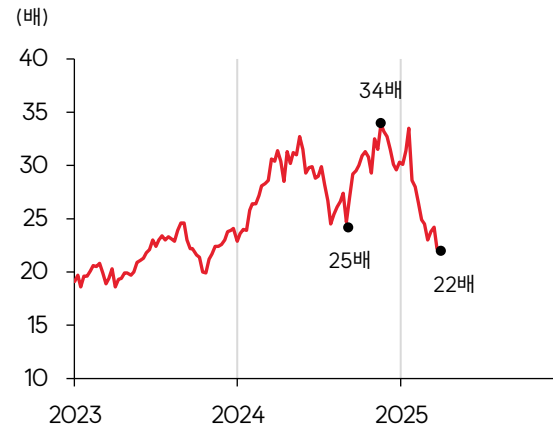
물론 한국과 미국의 전력인프라 개별 종목의 제품 포트폴리오, 비즈니스모델 등 펀더멘털은 제각각이지만 AI로 인한 전력사용량의 증가 및 전력기기 수요증가에 대한 기대감은 동일하게 공유하고 있다. 미국 시장에서 AI 인프라 기대감이 사라진 상황에서 한국의 전력기기 또한 PER 하락이 불가피할 것으로 생각한다.

한국 전력기기 3사 PER



자료: SK 증권
주: HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS Electric

미국 전력인프라 PER

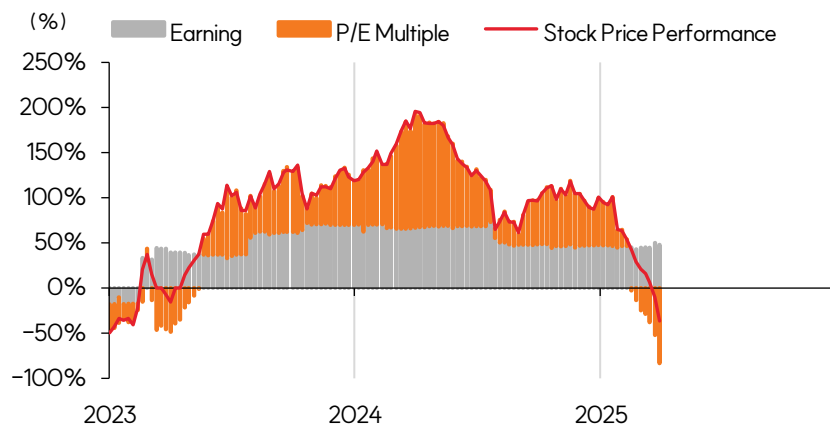


자료: SK 증권
주: Eaton, Quanta Services, Vertiv Holdings

Vertiv Holdings(VRT)는 국내외 전력기기 종목 중에서 AI 기대감을 주가에 가장 민감하게 반영하는 기업이다. (1) 데이터센터를 대상으로 전력기기 및 열관리 사업을 영위하고 있으며 (2) Nvidia의 파트너 업체로서 수냉식 냉각(liquid cooling)에 대한 기술을 공동개발하고 있기 때문이다.

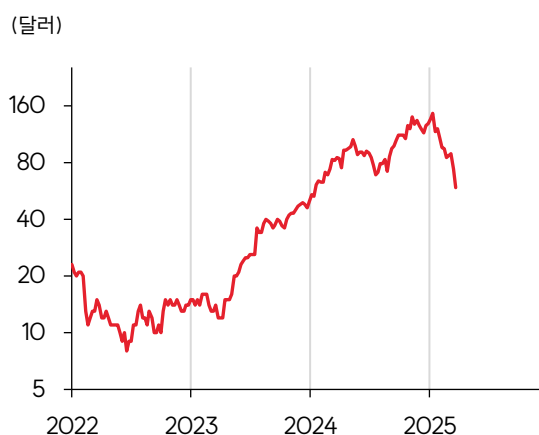
VRT의 PER은 15배에 거래가 되고 있는데, 24년 8월 22배보다 -32% 더 낮게 거래되고 있다. 특이사항으로 4Q24 분기실적 및 25년 가이던스가 시장 기대치에 부합했음에도 불구하고, 실적발표 당일 -9.7% 하락했다. 또한 설계 결함과 발열 문제로 인해서 출시가 지연되었던 블랙웰(Blackwell)의 공급이 가시화 되는 상황에서 주가 약세를 보이고 있다. 이를 보아 펀더멘털 개선보다 AI 인프라 투자심리 훼손이 주가에 더 강하게 영향을 주는 것으로 판단한다.

Vertiv Holdings 주가상승률 분해



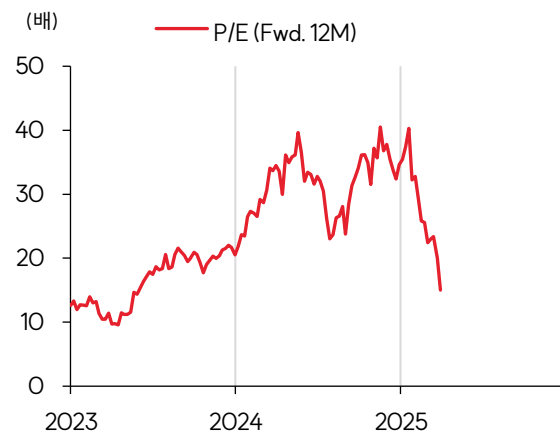
자료: SK 증권

Vertiv Holdings 주가



자료: SK 증권

Vertiv Holdings PER



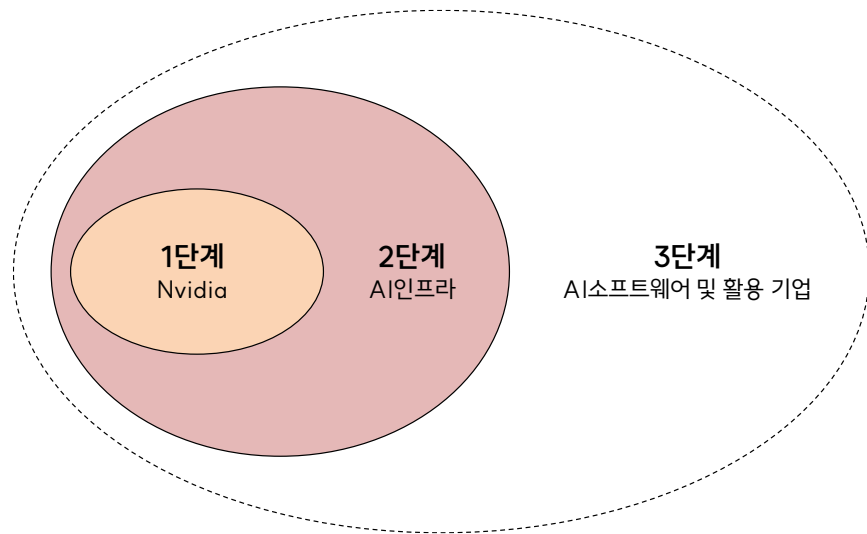
자료: SK 증권

(2) 내러티브에서 넘버로

투자 아이디어의 확산은 매개체, 임계점, 그리고 항체의 역할에서 전염병과 유사점이 있다.

아이디어가 리서치, 뉴스, 텔레그램을 매개체로 퍼져나가는 것처럼 전염병 또한 해충이나 물리적인 접촉으로 사람 사이에 확산된다. 또한 전염병은 재확산값(R)이 1을 넘어가는 순간 팬데믹으로 진화하며, 주식은 감정(욕심 또는 공포)을 통해서 재확산되는 경향이 있다. 마지막으로 전염병에서 항체는 바이러스의 확산과 재감염을 막는 것처럼 주식시장에서는 투자자의 학습효과가 군중심리에 제동을 걸고 시장의 균형을 유지한다.

인공지능 테마 확산



자료: SK 증권

그렇다면 시간순서대로 인공지능 테마가 어떻게 확산되었는지 짚어보자.

(1 단계) Nvidia 를 시작으로 AI 하드웨어가 테마의 중심부에서 시작했다. Nvidia 멀티플 확장은 8 개월(23 년 1~8 월) 동안 짧게 나타났으며, 그 이후부터는 실적이 기대치를 입증하며 PER 이 낮아졌다. 주가는 PER 하락에도 실적이 이를 상쇄하며 결과적으로 주가는 상승했다.

실적과 주가가 상승하면서 주식시장에서 인공지능 테마에 대한 기대감은 사라지지 않았으며, Nvidia 의 PER 이 낮아지면서 다른 산업까지 인공지능 테마로 기대감이 옮겨졌다. 만약 Nvidia 의 멀티플이 50~60 배를 계속 유지하고 있었다면 테마 확장은 나타나지 않았을 것이라고 생각한다. 역설적으로 Nvidia의 멀티플 하락이 제2의 인공지능 수혜주 찾기로 이어졌던 것이다.

WSJ 인터뷰 (23년 07월)



(2 단계) AI 하드웨어에서 AI 인프라로 종목이 확대된 시기다. 23년 7월 머스크는 월 스트리트저널 인터뷰에서 "더 많은 전기가 필요하다, 무엇을 상상하든 그보다 더 많은 전기가 필요하다"라고 언급했다. 전기차와 인공지능 때문에 더 많은 전력이 필요하며, 전력 인프라에 대한 투자가 더욱 필요하다는 의미다. 참고로 최근까지도 머스크는 X에서 변압기 부족현상을 강조하고 있다.

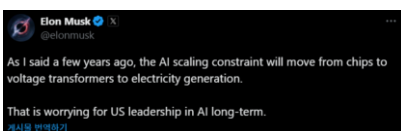
머스크의 언급을 전후로 AI 인프라 테마에 전력기기, 유틸리티, 천연가스, 원자력 기업이 묶이면서 PER 상승이 나타났다. 데이터센터에 전력소비량이 급증할 것이며 여기에 필요한 발전 및 송전설비 투자가 증가할 것이라는 기대감이다.

차트로 검증을 해보자. Nvidia 의 멀티플이 축소되었던 23년 하반기를 시작점으로 Eaton(전력기기), Vertiv(데이터센터 열관리), Constellation Energy(유틸리티), Vistra Energy(유틸리티), Kinder Morgan(천연가스 미드스트림) 업체들의 PER 상승이 동시에 나타났었다.

(3 단계) 앞으로 AI 소프트웨어, AI 활용업체가 주목받을 것으로 생각한다. 예를 들어 Palantir 처럼 AI를 활용한 새로운 시장을 개척하거나, Meta, Adobe, ServiceNow 등 비용절감이 가능한 기업이 있을 것이다.

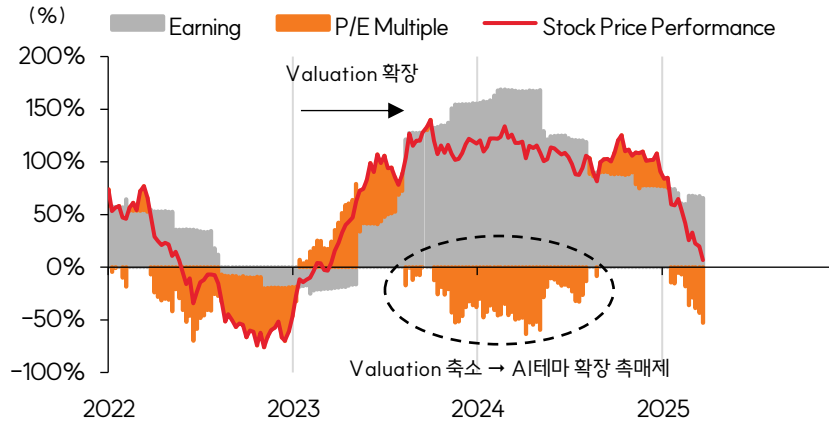
자료: WSJ

여전히 변압기를 강조하는 머스크 (25년 04월)



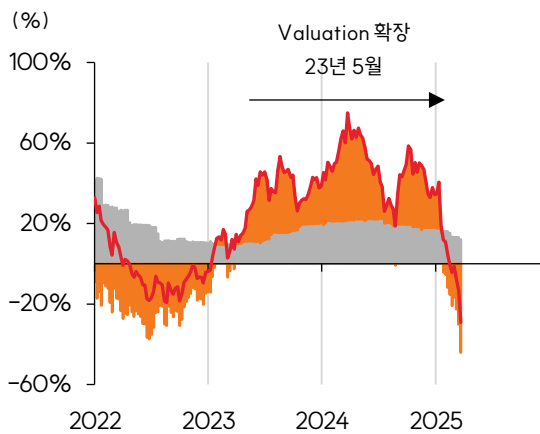
자료: X

NVDA Stock Performance



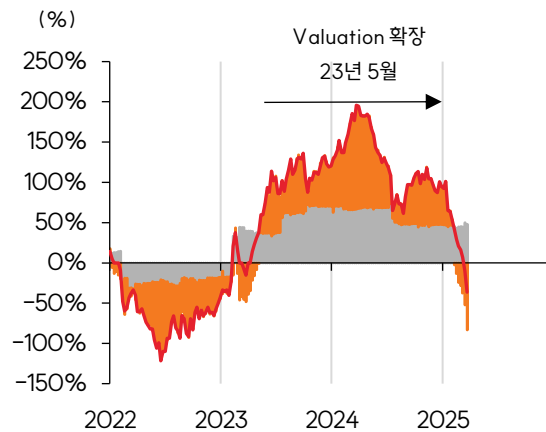
자료: SK 증권

AI 인프라 - 전력기기 (Eaton)



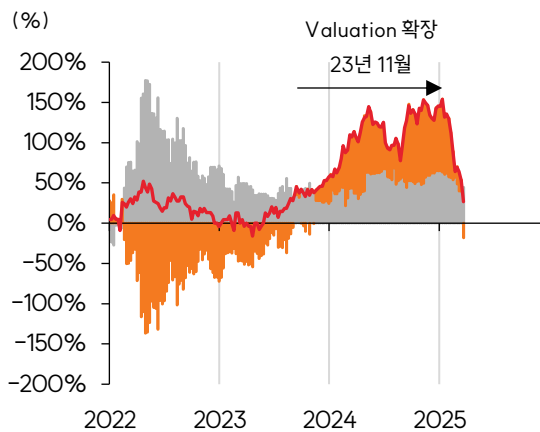
자료: SK 증권

AI 인프라 - 전력기기 (Vertiv Holdings)



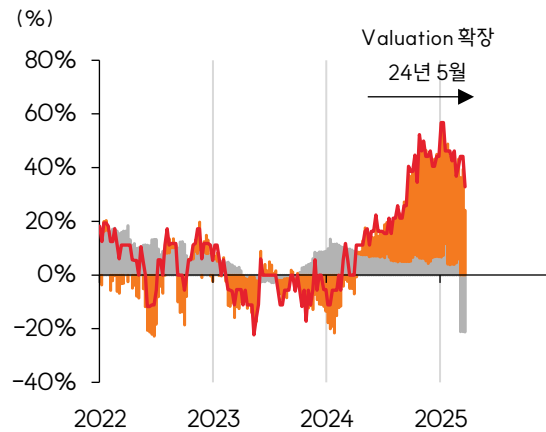
자료: SK 증권

AI 인프라 - 전력 유틸리티 (Vistra)



자료: SK 증권

AI 인프라 - 천연가스 (Kinder Morgan)



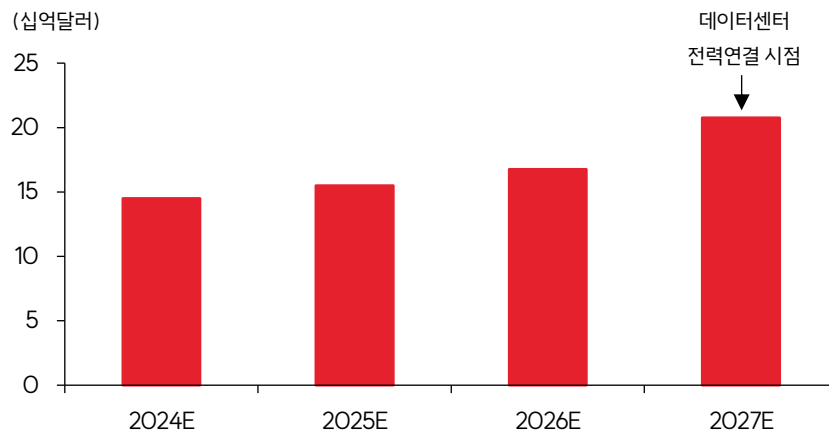
자료: SK 증권

다시 전력기기 주가전망으로 돌아오자. 멀티플 확장과 축소라는 한 주기를 겪으면서 투자자들은 전력기기 산업에 대한 학습효과가 생겼다. 따라서 23~24년을 지배했던 '인공지능 때문에 전력수요가 상승하고 이와 비례해서 변압기 수요가 증가할 것이다'라는 내러티브 만으로 주가가 다시 상승하기에 어려울 것이다.

학습효과로 투자자들의 더 촘촘해진 타당성 체크(feasibility check)를 넘어서기 위해서는 넘버를 입증해야 한다. 예를들어 실적발표와 동시에 데이터센터향 전력기기 매출액 규모 및 고객사 등 구체적인 숫자가 주가상승으로 이어질 것으로 판단한다.

26년부터 한국의 전력기기 업체들이 데이터센터향 전력기기 수주가 의미(5%이상) 있게 증가할 것으로 생각한다. NextEraEnergy는 24년 6월 Analyst Day에서 장기 CAPEX 가이드를 제시한 바 있다. 경영진은 데이터센터 전력수요가 27년에 급증함을 대비해서 CAPEX가 증가할 것을 언급한 바 있다. 마찬가지로 Southern Company 역시 신규 데이터센터 완공이 26~28년에 될 것으로 내다보고 있다. 생산에 시간이 걸리는 전력 변압기의 특징을 생각한다면 26년부터 주문이 들어올 것으로 생각한다.

Next Era Energy Resources Capex Guidance(2024~2027)



자료: Next Era Energy Analyst Day (24.06)

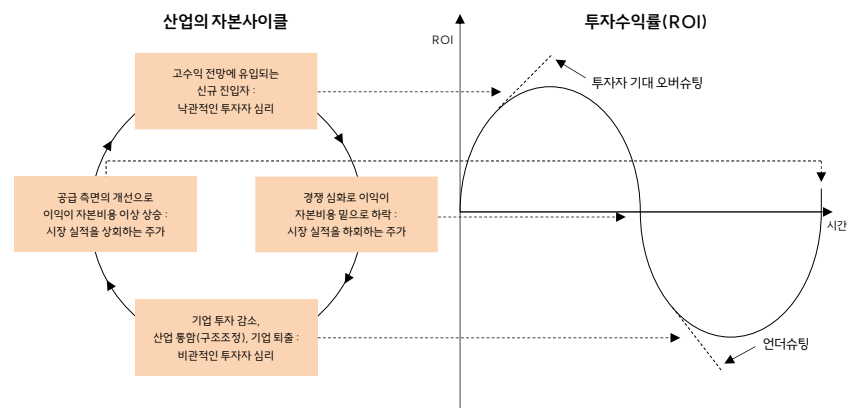
주: NEER은 미국 전역에서 신재생에너지 발전 및 EPC 사업 영위

2. 공급: 24년부터 CAPEX 급증

(1) Capital Cycle

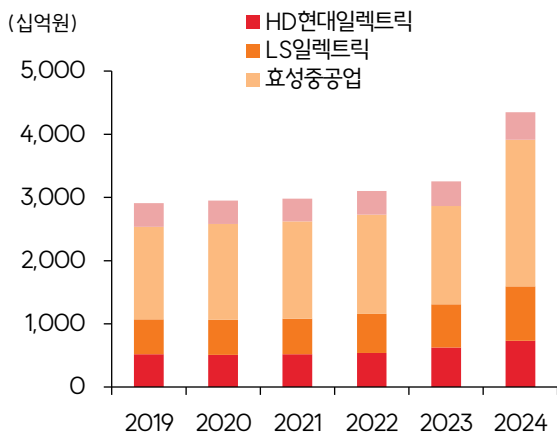
국내 전력기기 업체는 24년부터 대규모 시설투자 계획을 발표하기 시작했다. 24년 유형자산 총계는 4.3조원(YoY +33.6%), CAPEX는 1.1조원으로 전년대비 6배 증가했다. 과거 유형자산 총계가 약 3.0조원에 머물던 것과 비교하면 24년에 급증했음을 알 수 있다. 24년에는 감가상각 대비 CAPEX 지출은 5배를 기록했다. 절대적으로나 상대적으로 24년에 시설투자가 진행되었음을 데이터로 확인할 수 있다.

Capital Cycle



자료: 마라톤 투자자 서한 (원제 Capital Returns)

전력기기 유형자산 변화

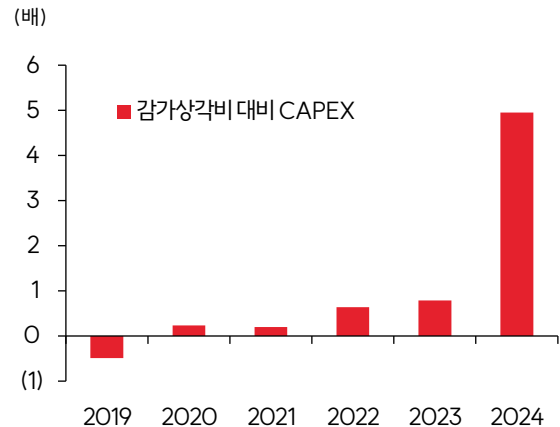


자료: SK 증권

주1: 효성중공업은 중공업 사업부문 비유동자산

주2: HD 현대일렉트릭, LS 일렉트릭, 일진전기는 연결재무제표 유형자산

감가상각비 대비 CAPEX 배율



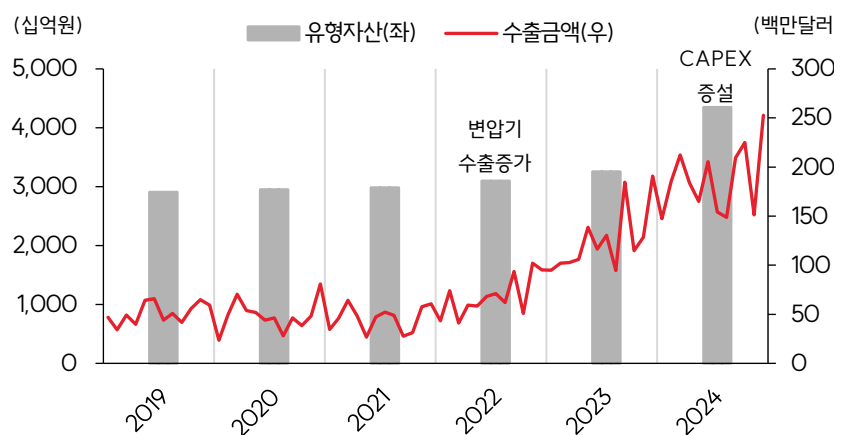
자료: SK 증권

다른 사이클 산업이 업황에 동행(또는 순응)하면서 증설을 결정하는 것과 다르게 전력기기 산업은 업황에 후행해서 CAPEX 결정을 내렸다.

미국의 변압기 수요증가 시점은 22 년 하반기, 국내 전력기기 업체들의 실적개선 시점은 23 년 하반기부터 시작했다. 추측컨데 22 년부터 국내 전력기기업체의 영업조직 안에서는 수주잔고를 통해서 업황개선 조짐을 감지했을 것이라고 생각한다. 그러나 실제 증설은 사이클 시작부터 약 2 년이 지난 시점에서 대규모 시설투자 계획을 발표한 것이다.

업황에 후행하며 증설 결정을 내린 이유는 (1) 다운사이클 트라우마: 국내 전력기기 업체는 2007 년 대규모 증설 결정을 내린 이후에 약 15 년동안 다운사이클을 경험했다. 장기간 산업 구조조정을 거치면서 수요 증가에 대한 확신을 가지기에 충분한 시간이 필요했을 것으로 생각한다. (2) 증설의 지연효과: 경영진이 증설결정을 내리고 실제로 공급이 증가하기까지 시차가 존재한다. 대량생산이 가능한 배전기기는 약 1 년, 주문제작 방식인 송전기기는 약 2~3 년이 소요된다. 공급이 즉시 증가하기 어렵기 때문에, 다시 말하면 수요/공급 예측오차가 크기 때문에 수주잔고가 충분히 쌓여야 경영진이 대규모 증설을 결정할 수 있었을 것이다. (3) 경영 불확실성 확대: 뒤돌아서 보면 전력기기 수요가 급증했지만, 22~24 년 당사로 돌아가면 예측하기 어려운 변수가 많았다. 22 년까지 코로나가 이어지면서 생산차질이 발생하고 있었으며, 24 년에는 미국대선으로 인해서 중요한 의사결정을 미리 내리기 어려웠을 것이다. (4) 24 년부터 개선된 현금흐름: 회계상 매출액, 영업이익은 23 년부터 증가했으나 운전자본이 증가하면서 현금흐름 개선이 더뎠다. 운전자본 증가가 일단락된 24 년부터 현금이 쌓이면서 시설투자자금을 확보할 수 있었다.

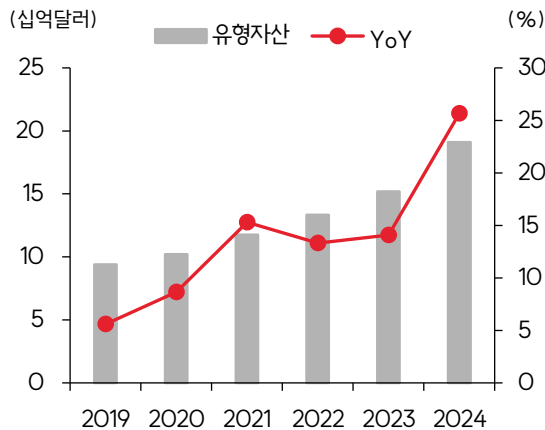
22년 변압기 수출증가 → 24년 CAPEX 증설



자료: SK 증권

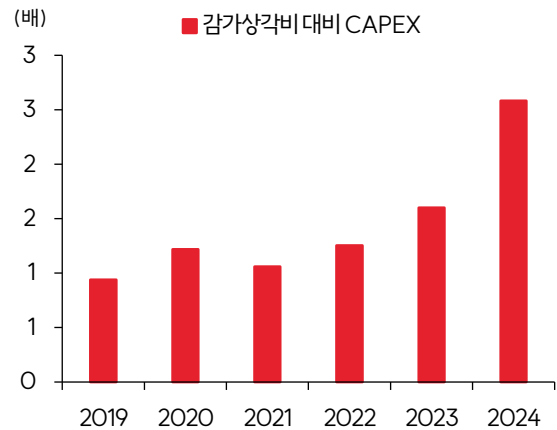
한국과 비슷하게 해외 전력기기업체도 24 년들어 유형자산(PPE)이 증가했다. 24 년 유형자산 총계는 \$19.0B(YoY +25.7%), 감가상각비대비 CAPEX 또한 2.6 배를 기록하면서 뚜렷하게 증가했다. 그러나 한국 전력기기 업체와 다르게 21~23 년부터 이미 시설투자 계획이 진행되면서 유형자산 금액이 증가하고 있었다. 한국은 24 년에 급등, 해외는 점진적인 투자계획이 차이점이다.

해외 전력기기 유형자산 추이



자료: SK 증권

감가상각 대비 CAPEX 비율



자료: SK 증권

해외 전력기기 업체 리스트

(백만 달러)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
유형자산	9,385	10,196	11,756	13,322	15,199	19,098
Eaton	4,679	4,667	5,581	6,313	7,031	8,172
WEG	3,981	4,877	5,505	6,283	7,295	9,934
Hubbell	505	439	460	528	653	727
Powell Industries	121	114	109	99	98	103
Fortune Electric	74	75	77	69	73	86
Hammond Power Solutions	25	24	24	31	50	77
CAPEX	734	989	946	1,165	1,610	3,284
Eaton	266	166	300	332	451	525
WEG	439	896	628	778	1,012	2,639
Hubbell	3	-67	21	69	125	74
Powell Industries	-8	-6	-5	-11	-1	6
Fortune Electric	30	1	2	-9	4	13
Hammond Power Solutions	4	-1	1	6	19	27
감가상각비	1,556	1,618	1,779	1,854	2,001	2,530
Eaton	781	812	893	931	1,005	1,272
WEG	211	195	202	195	204	220
Hubbell	397	451	520	566	628	812
Powell Industries	151	145	149	149	150	212
Fortune Electric	12	11	10	9	9	7
Hammond Power Solutions	4	4	5	5	6	7

자료: SK 증권

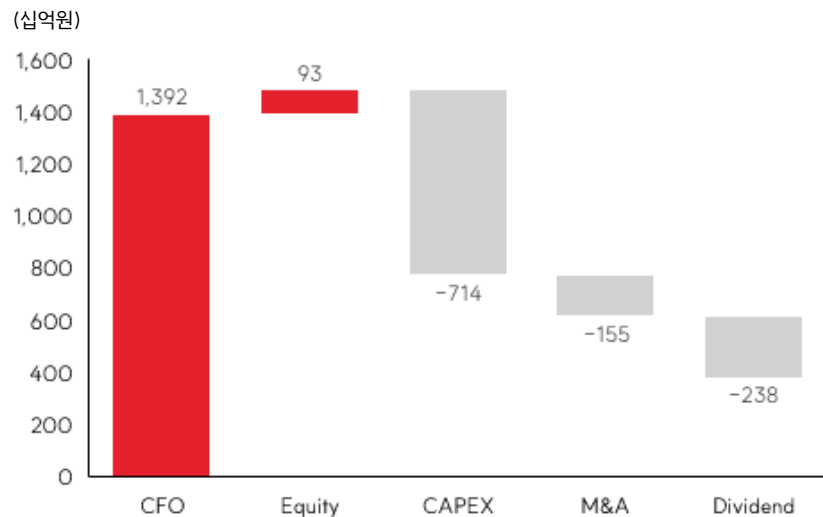
주: Eaton은 Electrical America, Electrical Global 사업부문 데이터, 나머지는 전사 유형자산(PPE)

그렇다면 24 년에 시작된 CAPEX 가 끝나고 일정 시차를 두고 공급이 증가하는 시점부터 전력기기 가격이 폭락할까? 현금흐름을 분석한다면 그 가능성은 낮다고 판단한다.

사이클이 시작된 22 년부터 24 년까지 HD 현대일렉트릭, LS 일렉트릭, 일진전기의 누적 영업활동 현금흐름은 1 조 3,920 억원, 유상증자로 인한 현금유입 930 억원을 기록했다. 총 유입된 현금흐름 1 조 4,850 억원에서 CAPEX 에 7,140 억원, M&A 에 1,550 억원, 부채상환에 780 억원, 배당금 지급으로 2,380 억원을 사용했다. 부채 또는 유상증자를 활용한 금융레버리지로 시설투자를 집행하는 상황은 아니다.

사이클 산업은 일반적으로 (1) 제품 판매가격 상승 -> (2) 실적개선 -> (3) 금융레버리지 -> (4) 대규모 시설투자 -> (5) 공급증가 -> (6) 다운사이클로 흐름이 이어진다. 전력기기 산업은 내부에서 창출된 현금흐름을 사용해서 시설투자를 하기에 공급이 급증하면서 다운사이클까지 이어질 가능성은 낮다고 판단한다.

사이클 이후 누적 현금흐름 사용처



자료: SK 증권

주: HD 현대일렉트릭, LS 일렉트릭, 일진전기 현금흐름 22~24년 누적 합계

주: 효성중공업은 건설사업부로 인해서 제외

(2) 국내외 전력기기 설비투자 동향

HD 현대일렉트릭

충북 청주 중저압 차단기 증설 (24 년 11 월): HD 현대일렉트릭은 총 1,173 억원을 들여 청주 중저압 차단기 건설계획을 공시했다. 완공시점은 25 년 10 월이다. 제품포트폴리오 다각화 측면에서 송전에서 배전제품으로 확장하기 위한 결정으로 보인다.

한국/미국 신규공장 건설발표 (25 년 01 월): 울산사업장과 미국 앨리바마 제 2 공장에 변압기 시설투자를 위해 총 3,968 억원을 투자, 완공시점은 26 년으로 예상되며 27 년 가동, 28 년 100% 정상가동을 목표로 연간 3,000 억원의 연간 매출 증대 효과 기대된다고 발표했다.

효성중공업

창원 공장증설 (23 년 7 월): 효성중공업은 창원공장 MOU 를 체결했다. 24 년까지 총 105 억원을 투자해서 40 명의 신규직원을 고용할 계획이다.

한국/미국 동시 공장증설 발표 (24 년 6 월): 효성중공업은 미국 멤피스, 경남 창원 공장에 약 1,000 억원을 투자해 초고압변압기 전체 생산능력의 40%를 확대한다는 계획을 발표했다. 창원공장에 약 300 억원, 멤피스 공장에 약 700 억원 투입, 25 년 6 월말 완공 예정으로 하반기 가동이 목표, 멤피스 공장의 경우 26 년 신규 설비 가동이 목표

LS Electric

KOC 전기 인수 (24 년 5 월): LS 일렉트릭이 총 592 억원에 KOC 전기 지분 51% 매입을 결정했다. 이를 통해서 초고압변압기 생산능력을 확대할 계획이다. 또한 KOC 전기는 24 년 12 월 296 억원을 투자하며 증설을 결정했다.

부산 변압기 공장증설(1차 24 년 5 월, 2차 24 년 8 월): 부산 사업장에 약 1,008 억원(1차 803 억원, 2차 205 억원)을 투자하며 공장증설을 발표했다. 25 년 8 월말 공장을 완공하고 연간 2,000 억원에서 8,000 억원으로 생산수준 끌어올릴 계획임.

일진전기

홍성 초고압 변압기 공장 건설 발표 (23 년 9 월): 일진전기는 총 682 억을 투자하여 충남 홍성군의 초고압변압기 공장을 증설한다고 발표했으며 24 년 11 월 준공을 마무리했다. 25 년 상반기에는 가동을 상승(ramp-up), 하반기부터 실적개선에 기여할 전망이다. 이번 공장건설 발표를 통해서 26 년까지 약 4,000 억원의 추가 생산능력을 확보할 전망이다.

공장 증설 현황												
HD 현대일렉트릭	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
울산공장				증설완료 (24. 10)								
울산 신규공장					증설발표 (25. 01)							완공예정 (26. 말)
알리바바			증설완료 (24. 07)									
미국 앨라배마 2공장					증설발표 (25. 01)							완공예정 (26. 말)
중국 양중												
충북 청주 중저압 차단기	착공 (24. 04)						완공 (25. 10)					
효성중공업	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
한국 창원		증설발표 (24. 06)				증설완료 (25. 1H)						
미국 테네시주 멤피스		증설발표 (24. 06)							완공목표 (2026)			
중국 난통(Nantong)												
인도 푸네(Pune)												
LS일렉트릭	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
한국 청주												
한국 천안												
한국 부산		증설발표 (24. 05)	추가증설 (24. 08)				완공 (25. 10)					
한국 부산 (KOC 전기)		M&A (24. 05)		연결실적 반영								
중국 대련												
중국 무석												
베트남 하노이 (박닌)												
미국 유타주 (MCM Engineering II)												
미국 텍사스 (베스트럽)			부지매입 (24. 07)									
일진전기	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
안산공장 (나선)												
화성 제1공장 (전선)												
화성 제2공장 (차단기)												
홍성 제1공장 (변압기)												
홍성 제2공장			준공 (24. 10)	가동 (24. 12)				Ramp up (25년 상반기)				

자료: SK 증권

Eaton

북미 전력기기 생산시설 투자(24 년 8 월): 총 \$500M 규모의 다양한 전력기기 생산공장 투자를 발표했다. 주요 투자내역은 다음과 같다. 텍사스주 공장확장으로 전압 조정기 생산능력을 확대, 위스콘신주 공장투자로 3 상 변압기 생산을 늘림, 사우스캐롤라이나주 버스웨이와 전기차 충전기 생산증가, 그 외에 북미지역의 전반적인 생산능력 확대에 사용할 계획이다. 다방면의 전력기기 투자는 24 년과 25 년에 완료될 예정이다.

미국 신규 변압기공장 투자(25 년 2 월): 미국 사우스캐롤라이나주에 새로운 변압기 제조 시설을 설립하기 위해서 \$340M 투자를 발표했음. 이 시설은 이튼의 미국내 세번째 3 상 변압기 제조공장이며, 27 년 생산을 시작할 예정이다.

Hitachi Energy

대규모 전력기기 증설(24 년 4 월): 27 년까지 글로벌 변압기 생산증대를 위해서 \$1.5B 투자를 발표했다. 전 세계적으로 투자할 계획이며 4,000 개 이상의 신규 일자리를 창출할 것으로 기대됨. 22 년 10 월 발표된 \$1.0B 투자에 이어서 추가투자를 발표한 것으로, 총 투자규모는 약 \$2.5B 에 이르게 된다.

북미 전력기기 공장증설(24 년 9 월): 총 \$155M 규모의 북미 공장증설을 발표했다. 세부적으로 나누면 버지니아 변압기공장 확장에 \$25M, 펜실베이니아 고압 스위치기어공장 확장에 \$60M, 마지막으로 멕시코에 배전 변압기공장 신설에 \$70M 을 사용할 계획이다.

Prolec-GE

미국 루이지애나주 공장증설(23 년초): 약 \$34M 규모의 증설 프로젝트가 완료되었다. 공사기간은 23년초에 시작하여 24년 11월에 마무리되었다. 이번 증설로 인해서 그동안 생산하지 않았던 3 상 패드마운트 변압기를 제조 포트폴리오에 추가할 수 있었으며, 약 270 명 이상의 신규일자리를 창출했다.

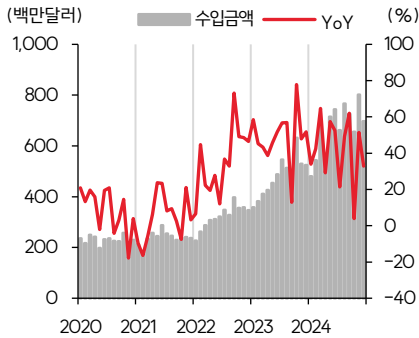
멕시코 신규 변압기공장 건설(23 년 12 월): 북미 수요에 대응하기 위해서 \$85M 규모로 멕시코에 신규 변압기 공장투자를 발표했다. 24 년에 착공하여 25 년 6 월에 완공을 목표로 하고 있다. 이 신공장은 주로 단상 패드마운트 배전변압기 생산에 집중하여, 미국 전력회사들의 주문에 대응할 예정이다.

Siemens Energy

미국 신규 변압기공장 증설(24 년 02 월): 미국 노스캐롤라이나주 신규 변압기 공장 증설을 위해서 \$150M 규모의 투자계획을 발표했다. 이 공장은 약 600 개 지역 일자리를 창출할 예정이며, 24 년에 착공하여 26 년 초에 생산을 시작할 계획이다.

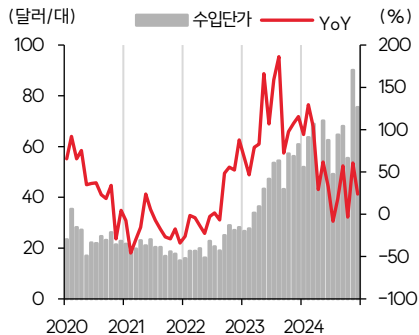
3. 수요: 전력수요 증가로 구조적인 수요증가 지속

미국 변압기 수입금액 추이



자료: USITC

미국 변압기 수입단가 추이



자료: USITC

데이터를 통해 살펴보면 전력기기 수요둔화 조짐은 보이지 않는다. 중요성 순서대로 (1) 전력 유틸리티 CAPEX (2) 전력기기 신규주문 지수 (3) Quanta Services 수주잔고 데이터를 확인했다.

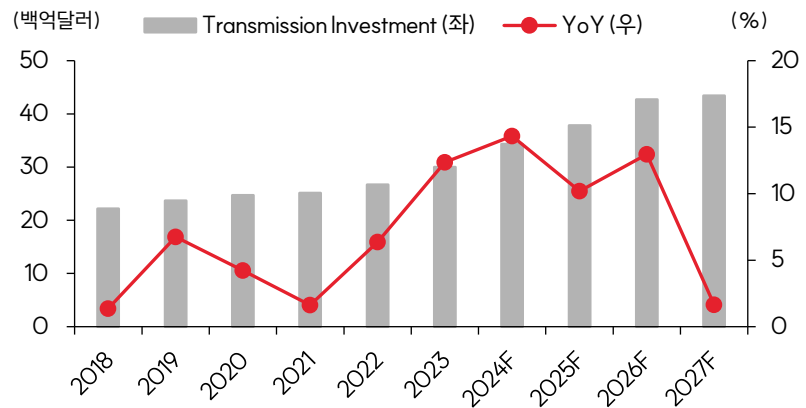
전력기기 주요 구매자인 유틸리티 업체들의 CAPEX 는 22 년부터 그 규모가 증가하고 있다. 이들의 투자동향은 Edison Electric Institute(EEI)에서 발표하는 서베이 자료를 통해서 확인할 수 있다. EEI 는 미국 전력회사를 대표하는 산업협회로 투자자 소유 전력회사(Investor-Owned Utilities, IOUs)를 회원사로 두고 있다. 25 년 CAPEX 는 \$203B(YoY +8.7%)을 전망하며 투자규모가 증가하고 있다.

2 년에는 노후화된 전력기기 교체 및 신재생에너지 인프라 확보를 위해서 투자규모가 급격하게 증가했다. 여기에 더해서 24 년이후 미국 전력청의 장기 전력 전망치가 상향되고 있다. 미국의 재산업화로 인한 산업용 전력수요 증가, 인공지능 혁명으로 데이터센터 전력사용이 증가하고 있기 때문이다. 대표적으로 ERCOT 에서는 향후 전력수요를 CAGR +6.1%(24~34 년)으로 전망하고 있다. 이 전력수요에 대비해서 전력 유틸리티 업체들이 발전 및 송배전 투자를 늘리고 있는 것으로 판단한다.

FRED 에서는 매월 "Manufacturers' New Order: Electrical Equipment, Appliances, and Components" 데이터를 공개한다. 이는 미국 내 전기 장비, 가전 제품 및 관련 부품 제조업체들이 새롭게 받은 주문을 매월 나타낸다. 22 년 바이든 정권부터 이어진 미국의 산업화 정책으로 주문 금액이 매월 증가하는 모습을 확인할 수 있다.

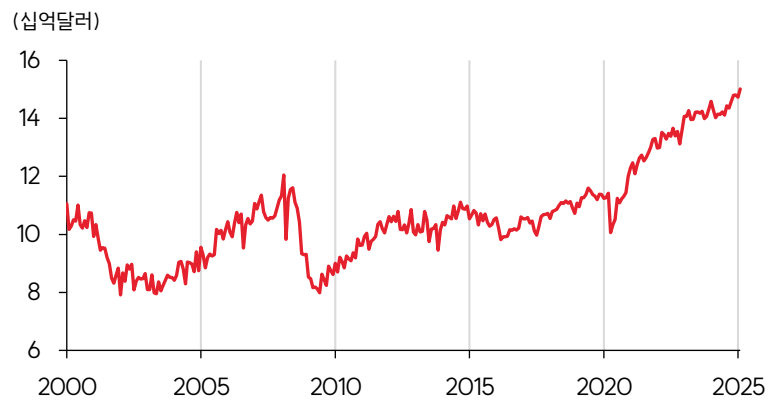
Quanta Services 는 인프라 서비스 기업이다. 전력 유틸리티 업체를 대신해 송전망, 천연가스, 신재생에너지 인프라 구축 및 유지보수를 수행한다. 유틸리티 업체를 고객사로 두고있는 만큼 이들의 분기별 수주잔고를 통해서 전력 인프라투자 현황을 가늠할 수 있다. 4Q24 수주잔고는 \$34.5B (YoY +14.7%)으로 매분기 증가하는 추세가 이어지고 있다. 수주잔고 증가 가속도가 24 년부터 하락한 이유는 신재생에너지(Renewable Energy) 둔화의 영향이며, 반대로 전력 인프라(Electric Power) 부문은 성장률이 올라가고 있다.

미국 전력 유틸리티 송전망 투자금액 서베이



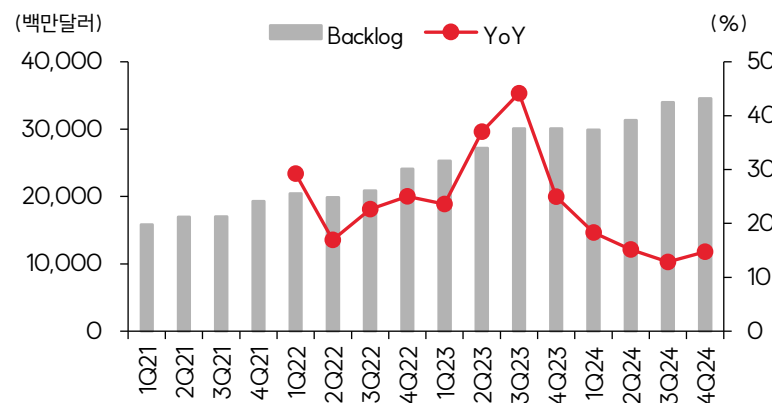
자료: EEI

Manufacturers' New order : Electrical Equipment...



자료: FRED

Quanta Services 수주잔고



자료: PWR

4. 미국 상호관세 영향 분석

4월 2일, 트럼프 행정부는 상호 관세를 발표했다. 국가별 상호관세율은 한국 25%, 중국 35%, EU 20%, 베트남 46%를 결정했다. 미국의 변압기 수입 비중에서 21%를 차지하고있는 멕시코의 경우에는 이민, 마약 문제가 해결하기 전까지는 25% 관세를 유지하기로 결정했다(행정명령 14194 호). HS Code 8504(변압기 등) 품목은 25년 3월 4일부터 추가 관세가 부과되고 있다.

HS Code 8504로 시작하는 품목은 미국의 Harmonized Tariff Schedule(HTS)에 따라서 0~2.4%의 일반 관세율이 적용된다. 기존에 FTA를 체결한 국가의 관세율은 0%이나, 특별한 이유(예. 반덤핑 관세)로 추가 관세를 부과할 수 있다. HS Code 8504는 전기 변압기를 품목이며, Harmonized Tariff Schedule(HTS)는 미국이 수입 상품에 대해 부과하는 관세율과 코드를 분류한 문서이다.

트럼프 행정부의 상호 관세로 영향으로 ① 미국에 생산거점을 보유하고 있는 HD 현대일렉트릭(텍사스 앨라배마), 호성중공업(테네시주 멤피스), LS Electric(텍사스, 유타주)은 미국내 생산을 통해서 유연하게 대응이 가능할 것으로 전망하며 ② 한국과 멕시코의 상호관세율이 동일하게 25%로 결정된 만큼, 멕시코에서 생산된 변압기 대비 한국산 변압기의 가격 경쟁력은 변함이 없을 것으로 판단한다. ③ 마지막으로 협상력에 따라서 부과된 상호 관세를 고객과 어떻게 배분할지 변수가 될 것이다. 일부 업체는 계약서에 예측하지 못한 관세는 가격인상이 가능하도록 명문화 하고 있지만, 구체적인 수치까지 정해지지는 않았다. 법적인 계약서가 아니라 경제적인 협상력에 따라서 고객에게 전가할 수 있을지가 중요하다.

미국의 변압기 공급부족 사태가 장기화 되면서 공급자 우위 시장으로 변했기 때문에 생산업체에 유리한 방식으로 협상될 것으로 전망한다. 지난 22년 9월 하천범람으로 포스코의 전기강판 공급이 일부 차질이 발생한 바 있다. 당시에도 원자재가격 상승을 이유로 변압기 가격을 인상한 바 있다. 마찬가지로 관세인상 또한 제품판매 가격 인상으로 이어질 것으로 생각한다.

24년 미국의 변압기 수입을 국가별 비중으로 나눠보면 멕시코(21%), 중국(13%), 태국(8%), 한국(6%), 베트남(6%)을 차지하고 있다. 20년부터 24년까지 시간순서대로 보면 중국 비중이 감소하면서 나머지 멕시코, 한국의 비중이 빠르게 상승하는 모습이다. 미-중 분쟁의 연장선에서 전력인프라 안보를 지키기 위해서 중국산 변압기를 배제하고 있기 때문이다.

현재까지 발표된 상호관세 영향으로 미국시장에서 한국 전력기기 업체들의 경쟁력이 훼손될 가능성은 낮다고 판단한다. 한국 상호관세율은 25%를 발표했으며, 멕시코는 마약과 이민 문제가 해결되기 전까지 마찬가지로 25%를 적용 받는다. 나머지 중국 34%, 태국 36%, 베트남 46%는 한국보다 높은 관세가 적용될 예정이다.

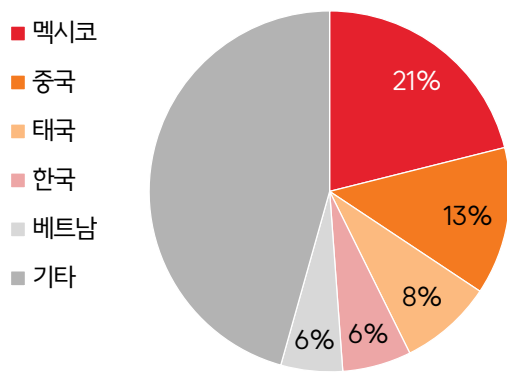
4월 2일 공개된 미국의 국가별 상호관세

국가	미국의 변압기 수입 비중	상대국의 대미 관세율	미국의 상호관세율
멕시코	21%	-	20%*
중국	13%	67%	34%
한국	6%	50%	25%
태국	8%	72%	36%
베트남	6%	90%	46%*
캐나다	5%	-	20%*
대만	5%	64%	32%
일본	5%	46%	24%
독일	4%	39%	20%*
인도	3%	52%	26%

자료: SK 증권

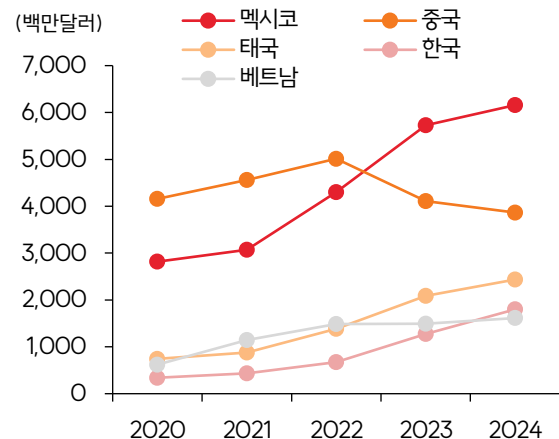
주: 멕시코와 캐나다는 마약/이민문제 해결 전까지 25%, 독일은 EU 20% 적용, 베트남은 대미 관세율 0% 의사 밝힘

미국의 변압기 수입 국가별 비중



자료: SK 증권

수입금액 국가별 추이



자료: SK 증권

직관적인 예시를 통해서 관세영향으로 전력기기 업체의 매출액과 영업이익에 어떤 영향을 미치는지 구조를 짚보자.

관세와 같은 원재료 가격은 최종 판매가격에 전가하기 때문에 전력기기 제품가격이 상승할 것으로 전망한다. 또한 전력기기는 전력청의 장기전력수요 전망 및 CAPEX 계획에 따라서 수요가 발생하기 때문에 제품가격 인상으로 판매량이 줄어드는 가능성은 낮다고 생각한다. 여기에 한국의 상호관세율이 경쟁국(멕시코, 중국 등)보다 낮은 상황에서 경쟁구도 변화 또한 없을 것으로 생각한다. 결론적으로 관세영향으로 매출액은 상승, 영업비용은 새롭게 관세가 반영되면서 증가할 것으로 전망한다.

결국 중요한 변수는 25% 관세를 고객사와 제조사가 어떻게 배분하는지 협상력에 달려있다. 장기 계약이라 하더라도 관세에 대해서 가격 조정(escalation) 조항이 있기 때문에 관세가 부과될 경우에 제품가격 인상으로 반영할 수 있다.

Case1 은 관세의 30%는 고객에게 전가, 나머지는 전력기기 업체가 부담하는 경우다. 100 억원(매출액) × 25%(관세율) × 30%(고객부담)만큼 매출액이 증가하며, 영업비용은 100(매출액) × 25%(관세) × 70%(제조업체 부담)할 것이다. 최종적으로 영업이익은 기존 20 억원(OPM20%)에서 10 억원(OPM9.3%)로 하락한다. 반대로 관세 대부분을 고객에게 전가하는 Case4 경우에는 오히려 매출액, 영업이익, 영업이익률이 상승한다.

앞서 언급한 것처럼 공급자 우위시장으로 변한 전력기기 업황을 고려한다면 한국에 부과된 관세 25%는 수익성이 훼손되지 않는 선에서 고객에게 전가할 가능성이 높다고 생각한다.

상호관세 25%부과시 매출액/영업이익 변화 시뮬레이션

(억원)	관세부과 전	Case1 30% 고객 전가 70% 업체 부담	Case2 50% 고객 전가 50% 업체 부담	Case3 55% 고객 전가 45% 업체 부담	Case4 70% 고객 전가 30% 업체 부담
매출액	100	108	113	114	118
영업비용	80	98	93	91	88
영업이익	20	10	20	23	30
영업이익률	20.0%	9.3%	17.8%	20.0%	25.5%

자료: SK 증권

Company Analysis

HD 현대일렉트릭 (267260/KS)

AI 인프라 투자심리 훼손으로 목표주가 조정

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 350,000 원(하향)

현재주가: 303,000 원

상승여력: 15.5%



Analyst
나민식

minsik@sk.com.kr
3773-9503

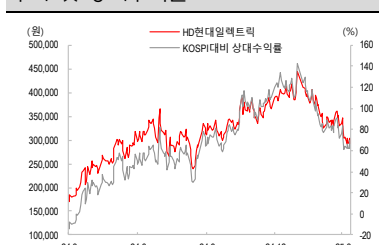
Company Data

발행주식수	3,605 만주
시가총액	10,922 십억원
주요주주	
에이치디현대(외3)	38.70%
국민연금공단	8.00%

Stock Data

주가(25/04/04)	303,000 원
KOSPI	2,465.42pt
52주 최고가	445,000 원
52주 최저가	194,400 원
60일 평균 거래대금	115 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 Preview

1Q25 매출액 9,950 억원(YoY +24.2%), 영업이익 2,220 억원(YoY +72.6%)을 전망한다. 컨센서스 영업이익 1,966 억원대비 소폭 상회할 것으로 전망한다. 4Q24 당시에 미국 판매법인이 고객에게 인도하지 못한 변압기(이하 미실현매출액)가 1H25 에 인식될 것으로 보인다. 4Q24 에 발생한 미실현매출액 규모는 2,000~3,000 억원(당사 추정) 수준으로 생각하는데, 1H25 에 인식되면서 25 년 연간으로 계절적 변동성없이 평탄한 흐름이 이어질 것으로 예상된다. 그러나 미실현매출에 대해서는 25 년 매출액 가이드نس(3 조 8,918 억원)에 반영되어 있기 때문에 추정치 상향 요인은 아니다.

연간실적 전망

전력기기 사이클이 계속되면서 25 년 연간 매출액은 4 조 160 억원(YoY +20.9%), 영업이익 9,290 억원(YoY +38.9%, OPM 23.1%)을 전망한다. 25 년 연간으로 실적 변수는 (1) 상호 관세: 관세 부담에 대해서 고객과 논의중인 것으로 파악되며, 가격 전가에 따라서 영업이익률 변화가 있을 것으로 생각한다. 공급자 우위인 상황에서 관세는 가격인상으로 이어지며 수익성이 상승할 가능성이 높다고 판단한다. 또한 당사는 2011 년부터 미국 생산법인을 운영하고 있었기 때문에 관세에 대해서 현지생산으로 대처가 가능하다. (2) 제품 포트폴리오 확장: 4Q25 에는 총 투자금액 1,173 억원의 중복 청주 중저압차단기 완공이 예정되었다. 제품 포트폴리오가 배전제품으로 확장되면서 사이클 변화에서 사업안정성이 높아질 것으로 전망한다.

목표주가 현실화

AI 인프라에 대한 기대감이 조정되면서 목표주가를 기존 570,000 원에서 350,000 원으로 하향했다. 26 년 BPS 74,593 원에 Target PBR4.7 배 (vs. 기존 7.0 배)를 적용했다. 26 년 EPS 기준으로 15.1 배수준이다. 참고로 24 년 8 월, 한국 전력기기 3 사 PER 은 12 배에 거래가 되었다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	1,806	2,104	2,703	3,322	4,016	4,538
영업이익	십억원	10	133	315	669	929	1,074
순이익(지배주주)	십억원	-34	162	259	502	719	838
EPS	원	-935	4,508	7,189	13,914	19,952	23,239
PER	배	-21.3	9.4	11.4	27.5	15.2	13.0
PBR	배	1.1	1.8	2.8	9.1	5.3	4.1
EV/EBITDA	배	17.1	10.7	9.6	18.5	10.8	8.9
ROE	%	-5.1	22.1	27.7	39.3	40.7	35.6

Valuation Table

구분	단위	변경 전	변경 후	비고
BPS (26년)	(원)	82,502	74,593	시점변경
Target PBR	(배)	7.0	4.7	
목표주가	(원)	570,000	350,000	
전일종가	(원)	401,500	303,000	
상승여력	%	+42.0	+15.5%	

자료: SK 증권

실적추정 (십억원)

Key Factors	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
수주잔고 (십억원)	3,965	4,840	5,157	5,378	6,497	7,090	7,181	7,647	8,087	8,387	8,737	9,237
Book-to-bill Ratio (배)	1.7	2.0	2.0	2.0	2.2	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
매출액	569	643	694	797	801	917	789	816	995	1,047	941	1,033
YoY	61.6	19.0	29.8	17.7	40.9	42.7	13.6	2.3	24.2	14.2	19.3	26.7
전력기기	186	272	326	350	317	378	313	581	718	767	698	777
회전기기	108	121	119	122	143	140	131	123	150	158	142	156
배전기기	156	158	141	235	239	254	175	200	244	257	231	253
해외법인	118	92	109	91	103	145	169	-88	-118	-134	-130	-153
영업비용	522	584	609	673	672	707	625	649	772	803	740	771
원재료	300	360	341	438	407	451	318	414	448	471	423	465
임직원급여	63	71	71	91	78	88	85	111	87	98	95	125
감가상각비	11	11	11	19	12	15	14	15	19	19	19	27
기타	149	142	185	124	175	154	208	109	219	215	202	155
영업이익	46	59	85	125	129	210	164	166	222	244	201	262
YoY	177.1	115.8	125.7	143.3	178.1	256.9	91.8	33.4	72.6	16.2	22.7	57.4
영업이익률	8.1	9.2	12.3	15.6	16.1	22.9	20.8	20.4	22.4	23.3	21.4	25.3
금융수익(비용)	-6	-9	-16	-14	-4	-2	-15	15	-5	-5	-4	1
기타 영업외손익	-3	-3	-3	48	-2	2	4	-16	-4	-6	-7	-8
종속및관계기업관련손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
법인세	9	10	12	20	29	48	36	38	43	47	38	51
당기순이익	29	37	54	139	93	161	117	127	170	186	152	204
YoY	305.5	352.2	-46.1	201.8	224.0	330.9	114.8	-8.5	82.2	15.6	30.1	60.3
순이익률	5.1	5.8	7.8	17.4	11.7	17.6	14.8	15.6	17.1	17.8	16.1	19.7

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	1,548	1,973	2,764	3,746	4,709
현금및현금성자산	173	176	570	1,220	1,866
매출채권 및 기타채권	506	659	831	1,052	1,185
재고자산	628	850	1,081	1,370	1,543
비유동자산	887	937	1,032	1,102	1,096
장기금융자산	29	19	10	12	13
유형자산	537	624	730	802	802
무형자산	66	70	66	58	52
자산총계	2,435	2,910	3,796	4,848	5,805
유동부채	1,411	1,497	2,001	2,515	2,824
단기금융부채	466	454	187	236	266
매입채무 및 기타채무	309	330	391	634	714
단기충당부채	265	170	182	230	259
비유동부채	193	356	287	306	317
장기금융부채	133	291	213	213	213
장기매입채무 및 기타채무	1	1	2	2	2
장기충당부채	32	38	48	61	69
부채총계	1,604	1,853	2,288	2,821	3,141
지배주주지분	823	1,048	1,502	2,028	2,674
자본금	180	180	180	180	180
자본잉여금	402	402	402	402	402
기타자본구성요소	-15	-15	-15	-15	-15
자기주식	-15	-15	-15	-15	-15
이익잉여금	172	397	816	1,343	1,988
비지배주주지분	9	9	6	-1	-10
자본총계	831	1,057	1,508	2,027	2,664
부채와자본총계	2,435	2,910	3,796	4,848	5,805

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-124	-22	1,034	777	906
당기순이익(손실)	162	259	498	712	829
비현금성항목등	81	107	255	272	289
유형자산감가상각비	41	44	57	84	85
무형자산상각비	6	8	9	7	7
기타	35	54	190	181	197
운전자본감소(증가)	-347	-347	361	-26	-16
매출채권및기타채권의감소(증가)	-35	-143	-107	-221	-133
재고자산의감소(증가)	-264	-220	-170	-288	-173
매입채무및기타채무의증가(감소)	56	23	-13	133	80
기타	-22	-53	-150	-359	-404
법인세납부	-2	-11	-69	-178	-207
투자활동현금흐름	-58	-93	-143	-171	-92
금융자산의감소(증가)	0	-5	-8	-9	-6
유형자산의감소(증가)	-33	-75	-121	-156	-85
무형자산의감소(증가)	-8	-14	-15	0	0
기타	-17	0	1	-6	-1
재무활동현금흐름	-2	118	-518	-143	-163
단기금융부채의증가(감소)	-22	0	0	50	30
장기금융부채의증가(감소)	20	-12	-15	0	0
자본의증가(감소)	-500	0	0	0	0
배당금지급	0	-18	-76	-193	-193
기타	500	149	-427	0	0
현금의 증가(감소)	-182	3	394	650	646
기초현금	355	173	176	570	1,220
기말현금	173	176	570	1,220	1,866
FCF	-157	-97	912	621	820

자료 : HD현대일렉트릭, SK증권

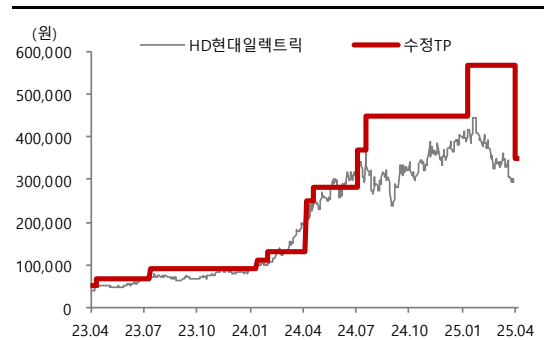
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,104	2,703	3,322	4,016	4,538
매출원가	1,768	2,092	2,278	2,523	2,831
매출총이익	336	610	1,045	1,493	1,707
매출총이익률(%)	16.0	22.6	31.4	37.2	37.6
판매비와 관리비	203	295	376	564	632
영업이익	133	315	669	929	1,074
영업이익률(%)	6.3	11.7	20.1	23.1	23.7
비영업손익	31	-5	-19	-39	-38
순금융손익	-21	-33	-16	-3	10
외환관련손익	-1	2	85	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	164	311	650	890	1,037
세전계속사업이익률(%)	7.8	11.5	19.6	22.2	22.8
계속사업법인세	2	51	152	178	207
계속사업이익	162	259	498	712	829
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	162	259	498	712	829
순이익률(%)	7.7	9.6	15.0	17.7	18.3
지배주주	162	259	502	719	838
지배주주귀속 순이익률(%)	7.7	9.6	15.1	17.9	18.5
비지배주주	-0	0	-3	-7	-8
총포괄이익	176	244	522	712	829
지배주주	176	244	526	722	841
비지배주주	-0	0	-3	-10	-12
EBITDA	180	368	734	1,021	1,166

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	16.5	28.4	22.9	20.9	13.0
영업이익	1,266.4	136.9	112.2	38.9	15.6
세전계속사업이익	흑전	89.4	109.4	36.9	16.5
EBITDA	242.3	104.3	99.7	39.0	14.3
EPS	흑전	59.5	93.5	43.4	16.5
수익성 (%)					
ROA	7.0	9.7	14.9	16.5	15.6
ROE	22.1	27.7	39.3	40.7	35.6
EBITDA마진	8.5	13.6	22.1	25.4	25.7
안정성 (%)					
유동비율	109.7	131.8	138.1	148.9	166.8
부채비율	193.0	175.3	151.8	139.2	117.9
순차입금/자기자본	47.0	51.0	-13.6	-40.2	-53.9
EBITDA/이자비용(배)	7.4	9.4	24.8	41.3	43.6
배당성향	11.1	13.9	38.4	26.8	23.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,508	7,189	13,914	19,952	23,239
BPS	23,242	29,500	42,085	56,695	74,593
CFPS	5,807	8,642	15,724	22,485	25,789
주당 현금배당금	500	1,000	5,350	5,350	5,350
Valuation지표 (배)					
PER	9.4	11.4	27.5	15.2	13.0
PBR	1.8	2.8	9.1	5.3	4.1
PCR	7.3	9.5	24.3	13.5	11.7
EV/EBITDA	10.7	9.6	18.5	10.8	8.9
배당수익률	1.2	1.2	1.4	1.6	1.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.04.07	매수	350,000원	6개월		
2025.01.15	매수	570,000원	6개월	-36.75%	-21.93%
2024.07.24	매수	450,000원	6개월	-25.67%	-8.00%
2024.07.09	매수	370,000원	6개월	-11.65%	-6.49%
2024.04.24	매수	280,000원	6개월	-0.17%	14.64%
2024.04.11	매수	250,000원	6개월	-7.68%	-2.40%
2024.02.05	매수	130,000원	6개월	13.43%	62.69%
2024.01.18	매수	110,000원	6개월	-8.10%	-5.09%
2023.07.17	매수	90,000원	6개월	-15.01%	6.22%
2023.04.17	매수	66,000원	6개월	-17.16%	9.85%



Compliance Notice

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 07일 기준)

매수	97.55%	중립	2.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

효성중공업 (298040/KS)

안정적인 선택지

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 500,000 원(유지)

현재주가: 431,500 원

상승여력: 15.9%



Analyst
나민식

minsik@sk.com.kr
3773-9503

Company Data

발행주식수	932 만주
시가총액	4,024 십억원
주요주주	
효성(외11)	48.85%
국민연금공단	12.87%

Stock Data

주가(25/04/04)	431,500 원
KOSPI	2,465.42pt
52주 최고가	533,000 원
52주 최저가	248,500 원
60일 평균 거래대금	38 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 Preview

1Q25 매출액 1 조 1,121 억원(YoY +13.8%), 영업이익 880 억원(YoY +56.7%)를 전망한다. 영업이익 컨센서스 905 억원에 부합하는 실적을 예상한다. 각 사업부별로 나눠보면 (중공업) 매출액 7,260 억원(YoY +25.0%), 영업이익 730 억원(YoY +108.4%, OPM 10.0%)를 전망한다. 계절적인 요인으로 4Q24 대비해서 매출액은 감소하지만, 북미 매출비중 증가로 수익성 개선이 이어질 것으로 예상된다. (건설) 매출액 3,810 억원(YoY -3.2%), 영업이익 150 억원(YoY -30.8%, OPM 4.0%)를 전망한다.

CAPA 증설 및 관세 업데이트

(1) CAPA: 동사는 24 년 6 월, 전력 인프라 수요 증가에 대응하기 위해서 총 1,000 억원의 한국/미국 동시 증설계획을 발표했다. 한국 창원에는 약 333 억원으로 완공 목표 시점은 25 년 상반기이며, CAPA +10% 증가가 예상된다, 또한 미국 멤피스 투자 규모는 약 667 억원으로 완료 시점은 26 년 12 월을 목표로 하고 있다. 여기에 더해서 추가 증설 여부를 판단하기 위해 시장조사 및 사업성 검토를 진행하고 있다. 25 년 상반기에 창원공장 증설이 완료됨에 따라서 하반기로 갈수록 매출액/영업이익 성장률이 두드러질 것으로 전망한다. (2) 관세: 중공업 부문의 북미 매출액 비중은 20~30%를 차지하고 있는데, 현재까지 미국 현지에서 생산해서 납품하고 있다. 한국 창원에서 생산해서 미국으로 수출하는 물량의 비중이 작기 때문에(중공업 매출액에서 7~8% 수준) 관세부과로 인한 수익성 훼손은 제한적일 것으로 생각한다.

상대적으로 주가 하락폭은 제한적

기존의 목표주가 500,000 원을 유지한다. 동사는 건설사업을 동시에 영위해서 다른 전력기기 업체와 대비해서 AI 인프라 기대감이 주가에 덜 반영되었다. 반대로 투자심리가 훼손되는 구간에서는 상대적으로 주가 하락폭이 작을 것으로 생각한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	3,095	3,510	4,301	4,895	5,234	5,567
영업이익	십억원	120	143	258	362	472	513
순이익(지배주주)	십억원	58	10	116	223	324	356
EPS	원	6,178	1,096	12,438	23,876	34,712	38,175
PER	배	9.4	71.2	13.0	16.5	12.4	11.3
PBR	배	0.6	0.7	1.4	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	배	9.5	9.9	7.7	10.4	9.3	8.1
ROE	%	6.3	1.1	11.3	14.9	15.8	15.2

분기실적추정 (십억원)												
Key Factors	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
중공업 수주잔고(십억원)	3,554	3,467	3,539	3,720	4,142	6,570	7,337	7,300	7,600	7,700	7,900	8,100
건설 수주잔고 (십억원)	4,544	4,400	4,352	4,997	5,027	7,161	7,425	7,100	7,100	7,200	7,300	7,400
중공업 영업이익률 (%)	-1.3	7.1	11.3	5.0	6.0	8.7	13.9	10.8	10.0	11.0	12.0	15.0
건설 영업이익률 (%)	6.1	8.4	6.5	4.8	5.6	-0.9	3.0	3.4	4.0	2.4	3.2	3.2
매출액	846	1,123	1,039	1,292	985	1,194	1,145	1,572	1,121	1,300	1,253	1,560
YoY	41.2	211	32.2	7.9	16.3	6.3	10.2	21.7	13.8	8.9	9.4	-0.7
중공업	476	711	592	796	581	743	711	1,064	726	827	794	1,028
건설	361	408	440	469	394	435	421	494	381	460	446	519
기타	9	4	7	27	10	15	13	14	13	14	14	14
영업비용	832	1,037	945	1,229	928	1,131	1,034	1,440	1,033	1,198	1,144	1,389
중공업	482	660	526	756	546	679	612	949	654	736	699	874
건설	340	374	411	447	372	439	409	477	366	449	431	502
기타	11	3	8	26	11	13	13	14	13	14	14	14
영업이익	14	86	95	63	56	63	111	132	88	102	110	171
YoY	흑전	103.5	68.7	27.3	298.2	-26.9	17.8	108.4	56.7	62.8	-1.6	29.4
OPM	1.7	7.6	9.1	4.9	5.7	5.2	9.7	8.4	7.9	7.8	8.7	11.0
금융수익(비용)	-26	-24	-24	-20	-18	-22	-20	22	-10	-7	-4	0
기타 영업외손익	1	0	2	7	-3	-7	0	-88	1	0	-1	-2
종속및관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1	0	0	0	0	0	0	0
법인세	0	2	16	20	8	5	18	-30	16	19	21	34
당기순이익	-12	59	56	29	26	28	72	96	64	75	84	136
YoY	적지	393.3	68.3	1892.1	흑전	-52.0	28.4	232.7	142.9	167.2	16.2	41.2
NPM	-1.4	5.2	5.4	2.2	2.7	2.4	6.3	6.1	5.7	5.8	6.7	8.7

자료: SK 증권

주: 2Q24 이후 수주잔고 연결기준, 이전은 별도기준

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,221	2,351	3,036	3,280	3,815
현금및현금성자산	213	278	249	383	719
매출채권 및 기타채권	1,166	1,093	1,330	1,321	1,412
재고자산	629	726	885	879	940
비유동자산	2,472	2,410	3,182	3,228	3,265
장기금융자산	411	391	320	318	336
유형자산	1,288	1,281	2,172	2,220	2,236
무형자산	145	114	123	123	123
자산총계	4,693	4,761	6,219	6,508	7,080
유동부채	2,505	2,811	3,093	3,070	3,278
단기금융부채	1,003	940	665	660	705
매입채무 및 기타채무	652	921	785	1,426	1,524
단기충당부채	27	20	80	79	85
비유동부채	1,085	726	1,070	1,069	1,084
장기금융부채	670	420	648	648	648
장기매입채무 및 기타채무	251	153	198	198	198
장기충당부채	130	120	113	112	120
부채총계	3,590	3,537	4,163	4,139	4,362
지배주주지분	975	1,080	1,909	2,186	2,495
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892	892
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	69	176	353	630	940
비지배주주지분	129	144	147	183	223
자본총계	1,103	1,224	2,056	2,369	2,718
부채와자본총계	4,693	4,761	6,219	6,508	7,080

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-67	455	412	423	488
당기순이익(손실)	29	132	223	360	396
비현금성항목등	193	174	214	21	-91
유형자산감가상각비	51	54	59	66	66
무형자산상각비	31	31	14	0	0
기타	111	89	141	-46	-158
운전자본감소(증가)	-308	194	44	-3	26
매출채권및기타채권의감소(증가)	-212	53	-259	10	-91
재고자산의감소(증가)	-213	-82	-119	7	-61
매입채무및기타채무의증가(감소)	136	259	48	-11	98
기타	18	-59	-153	-44	59
법인세납부	0	-13	-84	-90	-99
투자활동현금흐름	-118	-52	-215	-110	-126
금융자산의감소(증가)	21	-15	-61	2	-23
유형자산의감소(증가)	-91	-32	-82	-114	-82
무형자산의감소(증가)	-1	-3	-14	0	0
기타	-46	-2	-57	2	-21
재무활동현금흐름	318	-338	-228	-51	-1
단기금융부채의증가(감소)	235	-359	-459	-5	46
장기금융부채의증가(감소)	79	21	164	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-23	-47	-47
기타	4	0	89	0	0
현금의 증가(감소)	132	65	-29	134	336
기초현금	81	213	278	249	383
기말현금	213	278	249	383	719
FCF	-158	423	330	309	405

자료 : 효성중공업, SK증권 추정

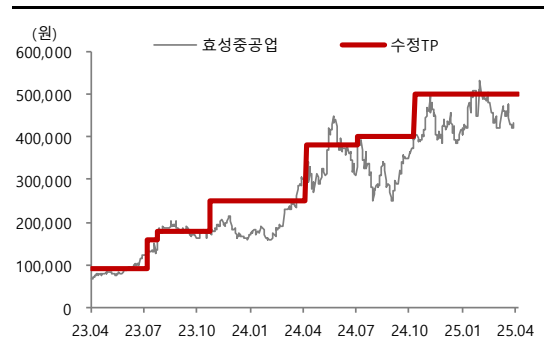
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,510	4,301	4,895	5,234	5,567
매출원가	3,075	3,663	4,103	4,269	4,531
매출총이익	435	638	792	965	1,037
매출총이익률(%)	12.4	14.8	16.2	18.4	18.6
판매비와 관리비	292	380	429	493	523
영업이익	143	258	362	472	513
영업이익률(%)	4.1	6.0	7.4	9.0	9.2
비영업손익	-83	-88	-139	-22	-19
순금융손익	-54	-80	-26	135	256
외환관련손익	-23	-7	19	0	0
관계기업등 투자손익	-2	-3	-2	0	0
세전계속사업이익	60	170	224	450	494
세전계속사업이익률(%)	1.7	3.9	4.6	8.6	8.9
계속사업법인세	31	38	1	90	99
계속사업이익	29	132	223	360	396
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	29	132	223	360	396
순이익률(%)	0.8	3.1	4.6	6.9	7.1
지배주주	10	116	223	324	356
지배주주귀속 순이익률(%)	0.3	2.7	4.5	6.2	6.4
비지배주주	19	16	0	36	40
총포괄이익	62	121	852	360	396
지배주주	42	106	852	357	392
비지배주주	20	15	1	3	3
EBITDA	226	343	435	538	579

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	13.4	22.5	13.8	6.9	6.4
영업이익	19.3	80.0	40.6	30.1	8.8
세전계속사업이익	-36.6	183.5	31.8	101.0	10.0
EBITDA	18.3	52.0	27.0	23.6	7.7
EPS	-82.3	1,035.4	92.0	45.4	10.0
수익성 (%)					
ROA	0.7	2.8	4.1	5.7	5.8
ROE	1.1	11.3	14.9	15.8	15.2
EBITDA마진	6.4	8.0	8.9	10.3	10.4
안정성 (%)					
유동비율	88.7	83.6	98.2	106.8	116.4
부채비율	325.4	288.9	202.5	174.7	160.5
순차입금/자기자본	125.1	81.7	35.4	25.0	10.3
EBITDA/이자비용(배)	3.9	3.7	4.9	4.3	4.5
배당성향	0.0	20.1	20.9	14.4	13.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,096	12,438	23,876	34,712	38,175
BPS	104,593	115,933	204,753	234,472	267,653
CFPS	9,917	21,554	31,691	41,832	45,294
주당 현금배당금	0	2,500	5,000	5,000	5,000
Valuation지표 (배)					
PER	71.2	13.0	16.5	12.4	11.3
PBR	0.7	1.4	1.9	1.8	1.6
PCR	7.9	7.5	12.4	10.3	9.5
EV/EBITDA	9.9	7.7	10.4	9.3	8.1
배당수익률	0.0	1.5	1.3	1.1	1.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.10.16	매수	500,000원	6개월		
2024.07.10	매수	400,000원	6개월	-19.31%	-1.00%
2024.04.11	매수	380,000원	6개월	-7.22%	18.29%
2023.10.30	매수	250,000원	6개월	-20.50%	23.20%
2023.07.31	매수	180,000원	6개월	0.28%	12.78%
2023.07.12	매수	160,000원	6개월	-16.38%	-7.00%
2023.04.11	매수	92,000원	6개월	-2.08%	46.30%



Compliance Notice

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 07일 기준)

매수	97.55%	중립	2.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

LS ELECTRIC (010120/KS)

단기적으로 난기류, 장기성장동력은 변함 없음

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 200,000 원(하향)

현재주가: 171,500 원

상승여력: 16.6%



Analyst
나민식

minsik@sk.com
3773-9503

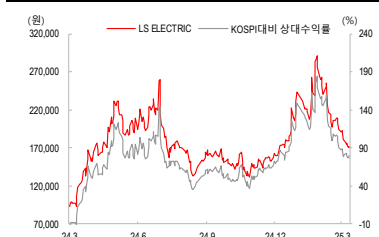
Company Data

발행주식수	3,000 만주
시가총액	5,145 십억원
주요주주	
LS	48.46%
국민연금공단	8.79%

Stock Data

주가(25/04/04)	171,500 원
KOSPI	2,465.42pt
52주 최고가	291,500 원
52주 최저가	106,000 원
60일 평균 거래대금	138 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 Preview

매출액 1 조 1,920 억원(YoY +14.8%), 영업이익 850 억원(YoY -9.4%)을 전망한다. 컨센서스 영업이익 989 억원 대비해서 소폭 하회하는 실적을 예상한다. 동사의 분기실적에서 변동 요인인 미국향 배전반 매출액이 감소하는 영향이다. 그러나 이는 단기적인 영향이며 2Q25 이후부터 데이터센터향 배전 전력기기 매출액이 증가할 것으로 전망한다.

목표주가 하향하지만 장기성장 동력은 변함 없음

기존 목표주가 300,000 원에서 200,000 원으로 하향한다. 목표주가는 26 년 BPS 85,138 원에 Target PBR 2.3 배를 적용했다. 25 년(26 년) EPS 기준으로는 PER 18.6 배(12.3)배이다. 단기적으로 AI 인프라에 대한 낮아진 주식시장의 기대감을 Target PBR 에 반영했다. 그러나 동사는 국내 전력기기 업체 중에서 데이터센터향 매출 가시성이 가장 밝다. xAI 데이터센터용 전력기기를 공급할 예정이며, 25 년 하반기부터 배전반을 포함한 전력기기 납품을 계획하고 있다. 또한 미국 전력기기 대리점 공급계약 체결을 통해서 유통망 확장이 기대된다. 그동안 미국내 전력기기 판로가 제한적이라는 약점이 극복될 것으로 예상된다. 요약하자면 전력기기 투자심리 악화를 반영해서 목표주가를 하향하지만 장기적으로 데이터센터 실적이 뒷받침되는 동사는 타 업체와 차별화된 주가흐름이 이어질 것으로 전망한다.

25 년 주요 변수

25 년 매출액 5 조 1,730 억원(YoY +13.6%), 영업이익 4,490 억원(YoY +15.2%)을 전망한다. 25 년 실적에서 중요한 변수는 (1) 데이터센터 계약 규모 및 시점 (2) 관세에 따르는 영업이익률 변화 (3) 한국의 전력망특별법 통과로 내수 전력기기 수요 변화가 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	2,668	3,377	4,230	4,552	5,173	6,027
영업이익	십억원	155	188	325	390	449	561
순이익(지배주주)	십억원	85	90	206	239	344	532
EPS	원	2,809	3,036	6,876	7,956	11,482	17,729
PER	배	19.9	18.6	10.6	20.2	14.9	9.7
PBR	배	1.1	1.1	1.3	2.6	2.4	2.0
EV/EBITDA	배	6.5	6.9	6.0	11.1	9.8	7.8
ROE	%	5.9	6.0	12.6	13.4	17.5	22.9

Valuation Table

구분	단위	변경 전	변경 후	비고
BPS (25년)	(원)	72,158 ¹⁾	85,138 ²⁾	시점변경
Target PBR	(배)	4.2	2.3	
목표주가	(원)	300,000	200,000	
전일종가	(원)	227,500	171,500	
상승여력	%	+31.9	+16.6	

자료: SK 증권

1) 25년 2) 26년

실적추정 (십억원)

Key Factors	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
전력사업 영업이익률	9.4	15.1	8.4	10.6	11.4	15.1	8.4	10.0	9.0	11.0	12.5	12.5
자동차 영업이익률	11.5	4.7	-0.6	-4.4	0.2	5.2	-0.6	-5.1	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액	976	1,202	1,023	1,030	1,039	1,132	1,021	1,360	1,192	1,332	1,219	1,430
YoY	33.7	36.7	21.9	10.8	6.4	-5.8	-0.1	31.9	14.8	17.6	19.4	5.2
전력사업	548	709	640	666	661	709	640	754	741	852	748	935
자동차	117	107	78	84	89	99	78	78	90	101	79	80
자회사/연결조정	311	385	305	281	289	324	304	527	361	379	393	415
영업비용	894	1,097	953	962	945	1,023	955	1,240	1,107	1,219	1,106	1,292
전력사업	497	602	586	595	586	602	586	679	674	758	654	818
자동차	104	102	78	87	89	94	78	82	90	101	79	80
자회사/연결조정	294	392	288	280	271	327	290	478	343	360	373	394
영업이익	82	105	70	68	94	110	66	120	85	113	113	138
YoY	101.9	74.5	15.4	160.9	14.5	4.5	-5.2	76.1	-9.4	3.1	70.6	15.0
OPM	8.4	8.7	6.9	6.6	9.0	9.7	6.5	8.8	7.1	8.5	9.3	9.6
금융수익(비용)	-5	-7	-5	-5	-3	-4	-10	1	-4	-4	-4	-3
기타 영업외손익	-15	-3	-5	-17	8	-5	-3	-40	1	1	-2	-2
종속및관계기업관련손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
법인세	12	21	20	3	19	36	18	18	16	22	21	26
당기순이익	51	73	41	44	80	65	35	63	66	88	85	106
YoY	46.6	166.1	195.2	171.0	56.9	-11.5	-13.7	44.0	-17.4	36.2	143.1	68.9
NPM	5.2	6.1	4.0	4.2	7.7	5.7	3.4	4.6	5.5	6.6	7.0	7.4

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	2,341	2,605	3,052	3,363	4,091
현금및현금성자산	556	584	660	1,575	2,035
매출채권 및 기타채권	770	822	1,070	1,125	1,297
재고자산	460	528	510	536	618
비유동자산	982	1,128	1,433	1,474	1,483
장기금융자산	170	180	186	189	196
유형자산	618	682	861	861	861
무형자산	86	94	188	188	188
자산총계	3,323	3,733	4,485	4,837	5,574
유동부채	1,390	1,449	1,846	1,938	2,224
단기금융부채	554	446	733	771	888
매입채무 및 기타채무	361	369	408	671	773
단기충당부채	54	50	51	54	62
비유동부채	383	560	749	750	754
장기금융부채	371	548	597	597	597
장기매입채무 및 기타채무	1	0	8	8	8
장기충당부채	9	10	11	12	14
부채총계	1,774	2,009	2,595	2,688	2,978
지배주주지분	1,553	1,713	1,839	2,097	2,543
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	-7	-13	-24	-24	-24
기타자본구성요소	-24	-23	-11	-11	-11
자기주식	-24	-24	-11	-11	-11
이익잉여금	1,436	1,597	1,743	2,002	2,448
비지배주주지분	-4	11	51	52	53
자본총계	1,549	1,724	1,890	2,149	2,596
부채와자본총계	3,323	3,733	4,485	4,837	5,574

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	-145	215	230	458	590
당기순이익(손실)	91	208	242	345	533
비현금성항목등	284	267	350	206	241
유형자산감가상각비	85	91	102	135	135
무형자산상각비	17	11	12	0	0
기타	182	165	236	71	106
운전자본감소(증가)	-486	-199	-225	-26	-82
매출채권및기타채권의감소(증가)	-176	-87	-159	-55	-172
재고자산의감소(증가)	-204	-63	77	-26	-82
매입채무및기타채무의증가(감소)	82	13	-19	33	103
기타	-63	-103	-250	-153	-235
법인세납부	-29	-42	-113	-86	-133
투자활동현금흐름	-131	-193	-256	-183	-154
금융자산의감소(증가)	-6	-44	-33	-2	-6
유형자산의감소(증가)	-114	-111	-144	-135	-135
무형자산의감소(증가)	-3	-10	-6	0	0
기타	-8	-28	-73	-45	-12
재무활동현금흐름	135	3	82	-48	32
단기금융부채의증가(감소)	47	-256	-138	38	118
장기금융부채의증가(감소)	120	304	238	0	0
자본의증가(감소)	-3	-6	-11	0	0
배당금지급	-30	-32	-83	-86	-86
기타	0	-8	76	0	0
현금의 증가(감소)	-146	28	76	915	460
기초현금	702	556	584	660	1,575
기말현금	556	584	660	1,575	2,035
FCF	-259	103	86	323	455

자료 : LS ELECTRIC, SK증권 추정

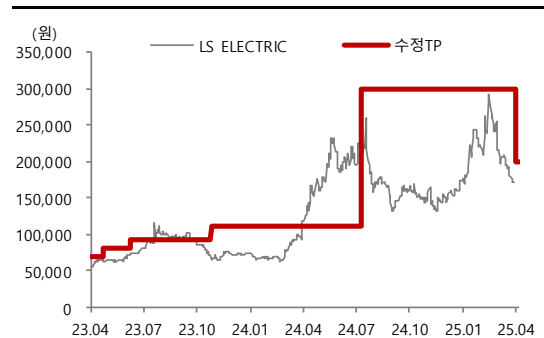
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	3,377	4,230	4,552	5,173	6,027
매출원가	2,780	3,457	3,644	4,164	4,818
매출총이익	597	773	908	1,009	1,209
매출총이익률(%)	17.7	18.3	19.9	19.5	20.1
판매비와 관리비	409	449	518	560	648
영업이익	188	325	390	449	561
영업이익률(%)	5.6	7.7	8.6	8.7	9.3
비영업손익	-61	-61	-56	-18	106
순금융손익	-6	-19	-22	-4	8
외환관련손익	11	11	64	0	0
관계기업등 투자손익	-2	-0	-0	0	0
세전계속사업이익	127	264	333	431	666
세전계속사업이익률(%)	3.8	6.2	7.3	8.3	11.1
계속사업법인세	35	56	91	86	133
계속사업이익	92	208	242	345	533
중단사업이익	-1	-0	0	0	0
*법인세효과	-0	0	0	0	0
당기순이익	91	208	242	345	533
순이익률(%)	2.7	4.9	5.3	6.7	8.8
지배주주	90	206	239	344	532
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	4.9	5.2	6.7	8.8
비지배주주	1	2	4	1	1
총포괄이익	104	198	213	345	533
지배주주	103	196	208	333	514
비지배주주	1	1	5	12	19
EBITDA	290	427	503	584	696

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	26.6	25.3	7.6	13.6	16.5
영업이익	20.9	73.2	20.0	15.2	24.8
세전계속사업이익	14.6	108.0	26.2	29.4	54.4
EBITDA	12.9	47.4	17.9	16.1	19.1
EPS	8.1	126.5	15.7	44.3	54.4
수익성 (%)					
ROA	3.0	5.9	5.9	7.4	10.2
ROE	6.0	12.6	13.4	17.5	22.9
EBITDA마진	8.6	10.1	11.1	11.3	11.5
안정성 (%)					
유동비율	168.4	179.8	165.3	173.5	184.0
부채비율	114.5	116.5	137.3	125.1	114.7
순차입금/자기자본	19.9	20.9	38.0	-7.5	-19.6
EBITDA/이자비용(배)	14.2	10.1	11.5	10.7	11.8
배당성향	35.8	39.9	36.1	25.0	16.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,036	6,876	7,956	11,482	17,729
BPS	52,595	57,905	61,669	70,280	85,138
CFPS	6,416	10,268	11,749	15,996	22,242
주당 현금배당금	1,100	2,800	2,900	2,900	2,900
Valuation지표 (배)					
PER	18.6	10.6	20.2	14.9	9.7
PBR	1.1	1.3	2.6	2.4	2.0
PCR	8.8	7.1	13.7	10.7	7.7
EV/EBITDA	6.9	6.0	11.1	9.8	7.8
배당수익률	2.0	3.8	1.8	1.5	1.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.04.07	매수	200,000원	6개월		
2024.07.16	매수	300,000원	6개월	-39.95%	-2.83%
2023.10.31	매수	110,000원	6개월	7.22%	110.45%
2023.06.13	매수	93,000원	6개월	-3.50%	24.19%
2023.04.28	매수	80,000원	6개월	-18.40%	-9.88%



Compliance Notice

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 07일 기준)

매수	97.55%	중립	2.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

일진전기 (103590/KS)

모델 업데이트 및 목표주가 현실화

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 30,000 원(하향)

현재주가: 23,550 원

상승여력: 27.4%

1Q25 Preview

1Q25 매출액 4,100 억원(YoY +20.1%), 영업이익 220 억원(YoY +21.7%, OPM 5.4%)를 전망한다. 각각 사업부별로 전선 매출액 3,500 억원(YoY+23.7%), 영업이익 120 억원(YoY +54.8%, OPM 3.5%), 중전기 매출액 830 억원(YoY+7.6%), 영업이익 100 억원(YoY -37.9%, OPM 12.0%)을 전망한다. 중전기 부문에서 미국 수출비중이 증가하면서 영업이익률 상승이 기대된다.

모델 업데이트 및 목표주가 현실화

25 년 매출액 1 조 7,540 억원(YoY +11.2%), 영업이익 1,200 억원(YoY +51.0%, OPM 6.9%)를 전망한다. 또한 모델업데이트와 함께 26 년 추정 영업이익을 변경했다. 기존에는 성격별손익계산서에 따라서 각각 항목별 영업비용을 추정해서 영업이익을 산출했으나, 각 사업부별 영업이익률을 추정하는 방식으로 모델을 업데이트했다. 사업부별 영업비용 구조가 상이하며 영업이익률 차이가 발생하기 때문에 변경했다. 또한 AI 인프라에 대한 주식시장의 투자심리가 악화됨에 따라서 목표주가를 기존 40,000 원에서 30,000 원으로 하향했다.



Analyst
나민식

minsik@sk.com.kr
3773-9503

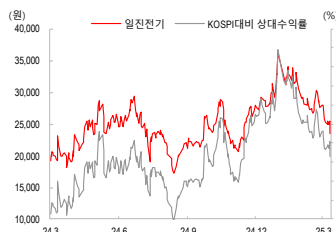
Company Data

발행주식수	4,769 만주
시가총액	1,123 십억원
주요주주	
일진홀딩스(외4)	51.15%
국민연금공단	8.59%

Stock Data

주가(25/04/04)	23,550 원
KOSPI	2,465.42pt
52주 최고가	36,250 원
52주 최저가	17,200 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

주가 및 상대수익률



최선호주 유지

전력기기 섹터 내에서 기업가치 측면에서도 주가 관점에서도 가장 매력적이라고 판단한다. ① (공장 증설) 24 년 10 월, 홍성 제 2 공장이 완공되었다. 증설로 기대되는 증분 매출액은 약 4,000 억원(변압기 1,700 억원, 전선 2,400 억원)이 예상된다. 앞으로 시험가동(24 년 11 월) → 정상가동(24 년 12 월) → 증설로 인한 매출액/영업이익 증대(25 년 하반기)까지 이어질 것으로 전망한다. ② (전력기기 사이클 장기화) 사이클이 장기화되면서 중전기 사업부에서 전선 사업부까지 수혜가 예상된다. 동사는 부가가치가 높은 고전압 전선을 생산, 해외수출을 하고 있다. 전선부문에서 해외수출 비중이 증가함에 따라서 수익성 개선이 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	932	1,165	1,247	1,577	1,754	1,935
영업이익	십억원	20	31	61	80	120	179
순이익(지배주주)	십억원	15	24	35	46	78	123
EPS	원	377	611	871	969	1,634	2,573
PER	배	12.8	8.2	12.2	28.1	14.4	9.2
PBR	배	0.6	0.6	1.1	2.6	2.0	1.7
EV/EBITDA	배	10.3	7.4	7.1	14.1	9.0	5.8
ROE	%	4.7	7.3	9.6	10.6	14.6	19.9

Valuation Table

구분	단위	변경 전	변경 후	비고
BPS	(원)	12,102 ¹⁾	14,100 ²⁾	시점변경
Target PBR	(배)	3.3	2.1	
목표주가	(원)	40,000	30,000	
전일종가	(원)	28,400	23,550	
상승여력	%	+40.8%	+27.4%	

자료: SK 증권

주: 1) 25년 BPS, 2) 26년 BPS

분기실적추정 (십억원)

Key Factors	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E
수주잔고 (십억원)	848	1,081	1,303	1,681	2,112	2,272	2,323	2,466	2,478	2,532	2,585	2,639
Book-to-bill Ratio (배)	0.7	0.9	1.1	1.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
전선부문 영업이익률	4.8	1.9	3.3	0.0	2.8	4.0	2.2	3.2	3.5	3.5	3.5	3.4
중전기 영업이익률	14.7	14.0	10.1	9.3	20.8	13.2	9.5	4.1	12.0	14.0	16.0	18.0
매출액	301	304	286	357	341	434	331	471	410	433	393	517
YoY(%)	4.8	-0.9	8.9	15.4	13.5	42.7	16.1	32.7	20.1	-0.2	18.7	9.9
전선	265	244	248	257	283	377	280	376	350	394	297	393
중전기	47	76	57	112	77	83	72	120	83	63	120	148
기타, 임대수익	-12	-16	-20	-13	-19	-26	-21	-26	-23	-24	-23	-24
영업이익	17	13	16	15	18	25	15	22	22	24	32	42
YoY(%)	75.2	250.2	85.6	56.2	6.8	88.5	-7.3	50.5	21.7	-1.8	116.2	90.2
영업이익률 (%)	5.7%	4.3%	5.5%	4.2%	5.4%	5.7%	4.4%	4.7%	5.4%	5.6%	8.1%	8.2%
전선	13	5	8	0	8	15	6	12	12	14	10	13
중전기	7	11	6	10	16	11	7	5	10	9	19	27
기타, 임대수익	-3	-2	2	4	-6	-1	2	5	0	1	2	2
영업외손익	-2	-4	-2	-9	0	-2	-4	-9	-4	-5	-6	-6
금융수익(비용)	2	-6	-1	0	1	4	2	-32	-6	-8	-11	-14
기타 영업외수익(비용)	-4	2	0	-10	-1	-6	-6	23	2	3	5	8
종속및관계기업관련손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
법인세	4	2	1	3	5	6	2	4	4	4	6	8
당기순이익	11	7	13	3	13	17	8	9	14	15	20	28
YoY(%)	-2.3	258.8	513.3	-67.0	14.5	128.1	-42.0	219.4	12.6	-10.2	163.0	209.1
당기순이익률 (%)	3.7	2.4	4.7	0.8	3.7	3.8	2.3	2.0	3.5	3.5	5.2	5.5

자료: SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	361	434	702	832	1,000
현금및현금성자산	39	57	140	210	327
매출채권 및 기타채권	162	206	248	272	295
재고자산	134	146	245	269	291
비유동자산	479	495	547	546	546
장기금융자산	13	12	9	9	9
유형자산	372	389	437	437	437
무형자산	8	5	12	12	11
자산총계	840	929	1,249	1,378	1,546
유동부채	322	385	607	665	718
단기금융부채	98	93	101	111	120
매입채무 및 기타채무	129	172	233	297	322
단기충당부채	3	3	5	5	6
비유동부채	173	173	142	149	155
장기금융부채	107	101	67	67	67
장기매입채무 및 기타채무	4	5	7	7	7
장기충당부채	2	2	2	2	2
부채총계	495	558	749	814	873
지배주주지분	345	371	500	564	672
자본금	37	37	48	48	48
자본잉여금	137	137	219	219	219
기타자본구성요소	-1	-1	-1	-1	-1
자기주식	-0	-0	-0	-0	-0
이익잉여금	170	197	232	296	404
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	345	371	500	564	672
부채와자본총계	840	929	1,249	1,378	1,546

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	51	49	106	94	153
당기순이익(손실)	24	35	46	78	123
비현금성항목등	25	43	62	50	62
유형자산감가상각비	14	13	13	20	20
무형자산상각비	1	0	0	0	0
기타	10	31	49	30	42
운전자본감소(증가)	14	-9	17	6	6
매출채권및기타채권의감소(증가)	14	-52	-27	-25	-22
재고자산의감소(증가)	13	-11	-99	-24	-22
매입채무및기타채무의증가(감소)	-21	43	56	27	24
기타	-16	-24	-27	-62	-73
법인세납부	-3	-5	-7	-22	-35
투자활동현금흐름	-11	-19	-69	-25	-25
금융자산의감소(증가)	1	1	0	-2	-1
유형자산의감소(증가)	-22	-24	-69	-20	-20
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-1	0	0
기타	11	4	2	-4	-4
재무활동현금흐름	-28	-12	46	10	-5
단기금융부채의증가(감소)	-77	-47	-64	10	9
장기금융부채의증가(감소)	49	35	17	0	0
자본의증가(감소)	0	0	93	0	0
배당금지급	0	0	0	0	-14
기타	-0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	16	17	83	70	117
기초현금	24	39	57	140	210
기말현금	39	57	140	210	327
FCF	28	25	36	74	133

자료 : 일진전기, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,165	1,247	1,577	1,754	1,935
매출원가	1,068	1,129	1,422	1,543	1,659
매출총이익	96	117	156	210	276
매출총이익률(%)	8.3	9.4	9.9	12.0	14.2
판매비와 관리비	65	57	76	90	97
영업이익	31	61	80	120	179
영업이익률(%)	2.7	4.9	5.1	6.9	9.2
비영업손익	-4	-17	-16	-21	-22
순금융손익	-7	-10	-5	-4	-3
외환관련손익	-3	-3	11	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	28	44	64	100	157
세전계속사업이익률(%)	2.4	3.5	4.0	5.7	8.1
계속사업법인세	4	9	18	22	35
계속사업이익	24	35	46	78	123
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	24	35	46	78	123
순이익률(%)	2.1	2.8	2.9	4.4	6.3
지배주주	24	35	46	78	123
지배주주귀속 순이익률(%)	2.1	2.8	2.9	4.4	6.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	26	31	44	78	123
지배주주	26	31	44	78	123
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	47	74	93	141	199

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	24.9	7.0	26.5	11.2	10.3
영업이익	54.3	92.9	31.2	51.0	48.6
세전계속사업이익	40.7	57.2	46.2	56.7	57.5
EBITDA	25.4	57.6	26.1	51.5	41.6
EPS	62.1	42.6	11.2	68.7	57.5
수익성 (%)					
ROA	2.9	3.9	4.2	5.9	8.4
ROE	7.3	9.6	10.6	14.6	19.9
EBITDA마진	4.0	5.9	5.9	8.0	10.3
안정성 (%)					
유동비율	112.1	112.7	115.8	125.0	139.2
부채비율	143.4	150.3	149.7	144.3	129.9
순차입금/자기자본	43.2	34.0	2.4	-8.8	-23.7
EBITDA/이자비용(배)	6.4	6.2	12.2	28.3	37.6
배당성향	19.9	23.6	31.0	18.4	11.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	611	871	969	1,634	2,573
BPS	8,699	9,360	10,493	11,827	14,100
CFPS	995	1,196	1,244	2,059	2,998
주당 현금배당금	122	206	300	300	300
Valuation지표 (배)					
PER	8.2	12.2	28.1	14.4	9.2
PBR	0.6	1.1	2.6	2.0	1.7
PCR	5.0	8.9	21.9	11.4	7.9
EV/EBITDA	7.4	7.1	14.1	9.0	5.8
배당수익률	2.4	1.9	1.1	1.1	1.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.04.07	매수	30,000원	6개월		
2024.07.15	매수	40,000원	6개월	-35.92%	-9.38%
2024.05.16	매수	30,000원	6개월	-14.11%	-3.83%
2024.03.27	매수	25,000원	6개월	-15.94%	1.80%



Compliance Notice

작성자(나민식)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 07일 기준)

매수	97.55%	중립	2.45%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------