NH투자증권

산일전기 (062040.KS)

견조한 실적과 수주

1분기 실적과 수주 모두 분기 최대 수준. 미국 내 늘어나는 전력 수요를 감당할 수 있는 발전원은 재생에너지와 ESS. 1분기 주춤했던 전방 시장은 점차 개선될 전망

Analyst 이민재
02)768-7895, minjae.lee@nhqv.com

점차 개선될 산일전기의 전방시장

산일전기에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 9만원 유지. 투자의견과 목표주가를 유지하는 이유는 미국 내 재생에너지, 송배전망 등 투자 확대로 중저압 변압기의 수요 증가가 예상되기 때문. 참고로 안산 2공장(연간 최대 3,000억원)은 작년부터 정상 가동 중이고 중장기적으로 연간 Capa 7,000억원 수준까지 확장할 계획

트럼프 행정부의 행정명령 등 정책적 불확실성으로 1분기 미국 내 재생에너지 확대는 더딘 모습. 그러나 주요 유틸리티 회사인 NextEra Energy는 현 시점 미국 내 도입 가능한 가장 빠른 발전원은 재생에너지와 ESS라고 밝힘. 실제로 신규 천연가스 발전소는 '29년 이후에나 가동 가능. 따라서 미국 내 늘어나는 전력 수요를 감당하기 위해 재생에너지와 ESS를 선택할 수밖에 없을 전망

수익성과 수주 분기 최대 수준 기록

1분기 매출 988억원(+40% y-y), 영업이익 375억원(+61% y-y)을 기록해 당사 추정치와 컨센서스 상회. 영업이익률은 38%로 역대 최대 수준을 기록했는데 이는 제품 믹스 개선과 규모의 경제 효과에 기인. 또 미국 관세 영향을 줄이기 위해 단행한 원자재 매입처 다각화도 비용 절감에 기여

1분기 신규수주 1,693억원(+103% y-y), 수주잔고 4,597억원(+54% y-y)로 역대 최고 수준 달성. 미국 유틸리티 기업들은 관세 관련 불확실성을 고려해 윤곽이 드러난 후 이를 반영한 가격으로 주문을 낼 것으로 예상됨. 따라서 신규 수주는 하반기로 가며 더욱 강해질 전망

산일전기 1분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P					2Q25E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	71	75	80	108	99	39.9	-8.8	80	105	100
영업이익	23	25	28	34	38	61.4	11.4	26	35	35
영업이익률	*32.9*	*32.6*	*34.9*	*31.1*	*38.0*			*32.0*	*33.3*	*35.0*
세전이익	21	22	29	33	37	79.3	12.7	25	37	35
(지배)순이익	16	17	23	27	30	80.5	10.0	16	28	35

자료: 산일전기, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

Buy (유지)

목표주가	**90,000원 (유지)**
현재가 (25/04/30)	**54,500원**
업종	**전기전자**
KOSPI / KOSDAQ	2,556.61 / 717.24
시가총액(보통주)	1,659.3십억원
발행주식수(보통주)	30.4백만주
52주 최고가('24/07/24)	81,600원
최저가('24/02/27)	29,650원
평균거래대금(60일)	25,877백만원
배당수익률(2025E)	0.77%
외국인지분율	11.7%
주요주주	
박동석 외 3인	55.4%
국민연금공단	6.2%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	-25.5	24.0	0.0
상대수익률 (%p)	-26.1	25.8	0.0

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	334	424	498	566
증감률	*55.7*	*26.9*	*17.5*	*13.7*
영업이익	109	148	173	196
증감률	*134.4*	*35.2*	*16.9*	*13.7*
영업이익률	*32.7*	*34.8*	*34.7*	*34.7*
(지배지분)순이익	84	114	134	154
EPS	3,214	3,732	4,397	5,044
증감률	*-63.5*	*16.1*	*17.8*	*14.7*
PER	21.3	14.6	12.4	10.8
PBR	4.8	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	17.6	9.7	7.8	6.3
ROE	29.9	23.4	22.5	21.1
부채비율	13.5	13.8	13.3	12.4
순차입금	-113	-180	-264	-372

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

산일전기는 1987년 설립되어 전력망, 신재생 에너지, 산업용 변압기 시장에서 변압기 및 리액터의 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위 중. 2023년 기준 적용처별 매출액 비중은 송배전 전력망 24.6%, 신재생 에너지 67.3%, 데이터센터 및 ESS 등 8.1%. 주요 거래처는 각국의 전력망 인프라 사업자, 글로벌 인버터 제조사 및 신재생에너지 관련 사업자, 국내외 에너지 관련 민간 및 공공기관 등임. 당사의 매출 80% 이상이 수출에서 발생하고 있으며, 이 중 미국이 수출 비중의 80% 이상을 차지하고 있음. 미국 노후 전력망 교체수요, 탄소 중립을 위한 신재생 에너지 수요, 글로벌 빅테크 업체들의 AI 데이터센터 투자 증가와 맞물리며 동사 수주도 증가하고 있으며 글로벌 인버터 업체들과의 레퍼런스를 토대로 지속적인 성장 이어나갈 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- 미국 노후 전력설비 교체, AI 데이터센터 건설 증가에 따른 전력 수요 증가
- 탈탄소 움직임 확대에 따른 신재생 에너지 수요 상승

Downside Risk

- 트럼프 당선에 따른 신재생 에너지 관련 보조금 및 지원 정책 축소
- 고금리 등에 따른 신재생 에너지 프로젝트 발주 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
GE Vernova	53.5	33.0	9.4	8.0	17.6	24.1
Siemens Energy	80.4	28.0	5.9	4.9	7.3	17.5
Dongfang Electric	7.2	6.4	0.7	0.7	10.3	10.8
Eaton	24.2	21.6	5.7	5.2	23.6	24.0
HD현대일렉트릭	16.1	13.3	5.5	4.2	34.1	31.3

주: Siemens Energy는 9월 결산 기업
자료: Factset, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	-	21.3	14.6	12.4	10.8
PBR	-	4.8	3.1	2.5	2.1
PSR	-	5.3	3.9	3.3	2.9
ROE	46.2	29.9	23.4	22.5	21.1
ROIC	45.9	39.0	34.1	35.3	36.6

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

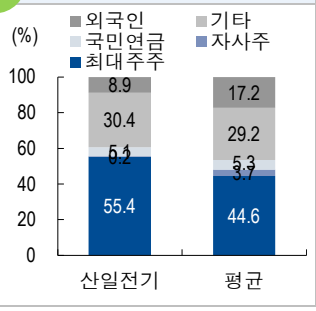
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**59**	**54**	**51**	**65**	**64**	**65**	**108**	**215**	**334**
영업이익	3	1	-4	4	2	0	12	47	109
영업이익률(%)	4.8	2.0	-8.1	6.2	2.9	0.7	11.3	21.7	32.7
세전이익	3	1	5	3	2	1	5	48	105
순이익	**2**	**1**	**4**	**2**	**1**	**1**	**4**	**39**	**84**
지배지분순이익	**2**	**1**	**4**	**2**	**1**	**1**	**4**	**39**	**84**
EBITDA	6	5	-1	7	4	3	15	49	112
CAPEX	12	1	1	1	1	4	4	23	90
Free Cash Flow	-6	1	-3	4	3	-8	-1	12	-74
EPS(원)	498	210	1,013	548	335	268	963	8,807	3,214
BPS(원)	6,935	6,514	8,130	8,937	9,265	9,538	10,114	26,290	14,263
DPS(원)	0	0	0	0	0	100	100	947	420
순차입금	33	34	24	25	25	35	38	-6	-113
ROE(%)	14.3	3.1	13.8	6.4	3.7	2.9	9.8	46.2	29.9
ROIC(%)	7.3	1.8	-5.9	5.5	2.5	0.7	9.8	45.9	39.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	37.3	10.4	11.6	15.3
배당수익률(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	0.6
순차입금 비율(%)	110.2	123.2	70.3	66.3	62.5	86.4	86.4	-4.5	-25.9

자료: 산일전기, NH투자증권 리서치본부

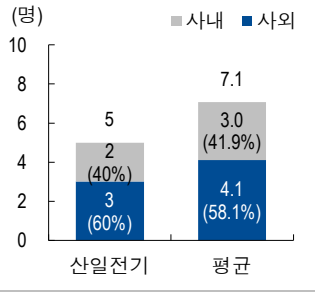
ESG Index & Event

G

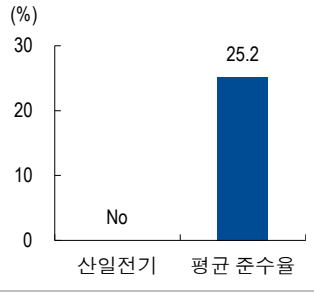
주주 구성



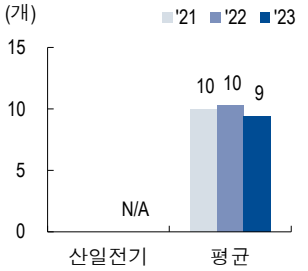
이사회 구성



이사회 의장과 대표이사 분리 여부



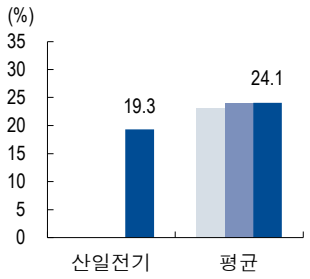
기업지배구조 핵심지표 준수



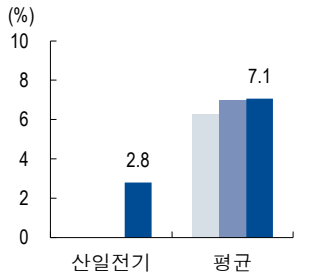
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 산일전기, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

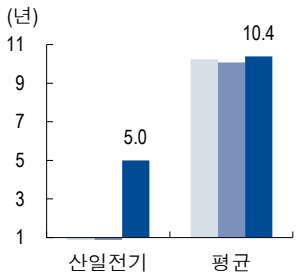
여성 임직원 비율



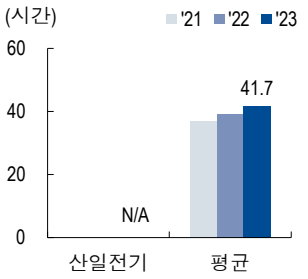
계약직 비율



근속연수



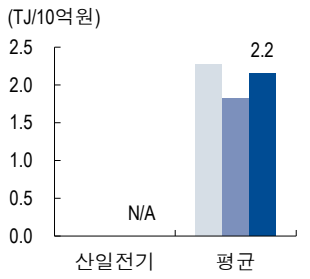
인당 교육시간



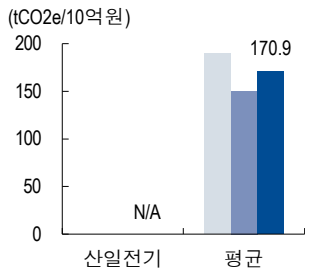
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 산일전기, NH투자증권 리서치본부

E

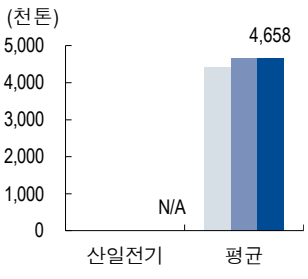
에너지 사용량



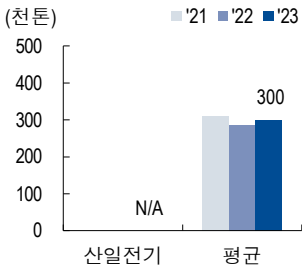
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 산일전기, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2024.11	- 티마이크 코퍼레이션과 약 120억원 규모의 태양광 발전소 변압기 공급 계약 체결
S	N/A	- N/A
G	2024.8	- 산일전기, 유가증권시장 상장
	2025.1	- '2025년 코리아 캐피탈마켓 더벨 리그테이블 어워즈'에서 베스트 IPO상 수상

자료: 산일전기, NH투자증권 리서치본부

표1. 산일전기 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션 테이블 (단위: 십억원, 배, %, 원)

	12M Fwd EBITDA	EV/EBITDA	지분율	장부가	시장가	적용가
1) 별도부문 영업가치						
-변압기	162	16			2,589	2,589
-합계						**2,589**
2) 연결종속기업, 관계사 지분가치						
-ALBORZ Cable			14%	4		4
-자사주 및 기타					3	3
-합계						**7**
3) Total Value = 1) + 2)						**2,596**
4) 순차입금						-113
5) NAV = 3) - 4)						**2,709**
6) 주당 순자산가치						88,987
7) 목표주가		주식수	3,045만주			**90,000**

자료: 산일전기, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 산일전기 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	334	424	498	566
	- 수정 전	-	429	513	596
	- 변동률	-	*-1.2*	*-2.9*	*-5.0*
영업이익	- 수정 후	109	148	173	196
	- 수정 전	-	143	170	198
	- 변동률	-	*3.3*	*1.5*	*-0.9*
영업이익률(수정 후)		32.7	34.8	34.7	34.7
EBITDA		112	153	179	203
(지배지분)순이익		84	114	134	154
EPS	- 수정 후	3,214	3,732	4,397	5,044
	- 수정 전	-	3,527	4,240	4,967
	- 변동률	-	*5.8*	*3.7*	*1.5*
PER		21.3	14.6	12.4	10.8
PBR		4.8	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA		17.6	9.7	7.8	6.3
ROE		29.9	23.4	22.5	21.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12P	2026/12E	2027/12E
매출액	**334**	**424**	**498**	**566**
증감률 (%)	*55.7*	*26.9*	*17.5*	*13.7*
매출원가	**190**	**227**	**268**	**304**
매출총이익	**144**	**197**	**230**	**262**
Gross 마진 (%)	*43.0*	*46.4*	*46.3*	*46.3*
판매비와 일반관리비	34	49	58	66
영업이익	**109**	**148**	**173**	**196**
증감률 (%)	*134.4*	*35.2*	*16.9*	*13.7*
OP 마진 (%)	*32.7*	*34.8*	*34.7*	*34.7*
EBITDA	**112**	**153**	**179**	**203**
영업외손익	**-4**	**4**	**6**	**9**
금융수익(비용)	-16	4	6	9
기타영업외손익	12	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	**105**	**152**	**178**	**205**
법인세비용	**22**	**38**	**45**	**51**
계속사업이익	84	114	134	154
당기순이익	**84**	**114**	**134**	**154**
증감률 (%)	*114.3*	*35.8*	*17.8*	*14.7*
Net 마진 (%)	*25.1*	*26.8*	*26.9*	*27.1*
지배주주지분 순이익	84	114	134	154
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	83	114	134	154

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12P	2026/12E	2027/12E
PER(X)	21.3	14.6	12.4	10.8
PBR(X)	4.8	3.1	2.5	2.1
PCR(X)	15.3	10.8	9.3	8.2
PSR(X)	5.3	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA(X)	17.6	9.7	7.8	6.3
EV/EBIT(X)	18.1	10.0	8.1	6.6
EPS(W)	3,214	3,732	4,397	5,044
BPS(W)	14,263	17,576	21,554	26,178
SPS(W)	12,828	13,921	16,357	18,590
자기자본이익률(ROE, %)	29.9	23.4	22.5	21.1
총자산이익률(ROA, %)	24.5	20.6	19.8	18.7
투하자본이익률 (ROIC, %)	39.0	34.1	35.3	36.6
배당수익률(%)	0.6	0.8	0.8	0.8
배당성향(%)	15.3	11.2	9.5	8.3
총현금배당금(십억원)	13	13	13	13
보통주 주당배당금(W)	420	420	420	420
순부채(현금)/자기자본(%)	-25.9	-33.6	-40.3	-46.6
총부채/자기자본(%)	13.5	13.8	13.3	12.4
이자발생부채	11	14	17	19
유동비율(%)	580.6	635.7	703.6	783.9
총발행주식수(mn)	30	30	30	30
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	68,600	54,500	54,500	54,500
시가총액(십억원)	2,089	1,659	1,659	1,659

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12P	2026/12E	2027/12E
현금및현금성자산	62	115	189	286
매출채권	95	121	142	162
유동자산	**305**	**424**	**551**	**698**
유형자산	168	162	166	169
투자자산	12	16	19	21
비유동자산	**187**	**185**	**192**	**198**
자산총계	**493**	**609**	**743**	**896**
단기성부채	11	14	16	19
매입채무	8	10	12	13
유동부채	**53**	**67**	**78**	**89**
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	6	7	8	9
비유동부채	**6**	**7**	**9**	**10**
부채총계	**58**	**74**	**87**	**99**
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	230	230	230	230
이익잉여금	148	249	370	511
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**434**	**535**	**656**	**797**

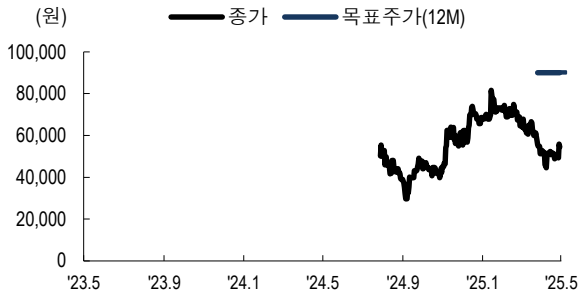
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12P	2026/12E	2027/12E
영업활동 현금흐름	**16**	**80**	**108**	**131**
당기순이익	84	114	134	154
+ 유/무형자산상각비	3	6	6	7
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-6	0	0	0
Gross Cash Flow	117	153	179	203
- 운전자본의증가(감소)	-86	-39	-32	-29
투자활동 현금흐름	**-173**	**-17**	**-24**	**-23**
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-90	0	-10	-10
+ 투자자산의매각(취득)	-5	-3	-3	-3
Free Cash Flow	-74	80	98	121
Net Cash Flow	-158	63	84	108
재무활동현금흐름	**198**	**-10**	**-10**	**-11**
자기자본 증가	220	0	0	0
부채증감	-21	-10	-10	-11
현금의증가	41	53	73	97
기말현금 및 현금성자산	62	115	189	286
기말 순부채(순현금)	-113	-180	-264	-372

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.03.27	Buy	90,000원(12개월)	-	-

산일전기 (062040.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
86.9%	13.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '산일전기'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.