

산일전기 (상장예정)

국내 1위 배전 및 특수변압기 업체

늘어나는 신규 수주

미국의 인프라 교체 사이클은 현재도 진행 중이며, 공급 부족 사태가 진행됨에 따라 동사의 송배전 전력방향 주상변압기 신규 수주 증가는 지속될 것으로 예상된다. 동사의 신규 수주가 최근 3년간(2021~2023) 연평균 122.5% 증가했다. 2024년 6월 기준 수주잔고는 2,300억원이며, 올해 신규 수주는 4,000억원 이상 가능할 전망이다. 최근 미국뿐 아니라 유럽의 변압기 교체수요가 발생하고 있으며, AI 발달에 따른 데이터센터향 변압기 수요도 증가함에 따라 동사의 지상변압기 신규수주도 늘어날 것으로 기대한다.

국내 유일 탭티어 특수변압기 생산

동사는 글로벌 탭티어 인버터 제조사와 미국 전력청을 주요 고객사로 확보하고 있다. 특히 GE, TMEIC(Toshiba & Mitsubishi), SIEMENS 등 에너지 기업과 장기 레퍼런스를 구축하며, 국내 유일 특수변압기를 공급 중이다. 특수변압기는 신재생에너지 등 분산 에너지 공급 과정에 필수적인 인버터에 들어가는 제품이다. 전 세계적으로 탄소중립을 달성하기 위해 분산 에너지 정책이 확대됨에 따라 특수변압기의 수요가 늘어날 전망이다.

트럼프 전 대통령이 당선될 경우, 신재생에너지 산업이 축소될 것이란 우려가 있다. 그러나 미국의 전력 수요 증가와 발전 단가 측면에서, 신재생에너지 산업의 성장세가 계속될 가능성이 높다. 경제성을 감안할 때, 태양광, 육상 풍력, 천연가스 등의 발전 단가가 석탄보다 저렴하다는 점에서 신재생에너지 수요가 지속될 것으로 판단한다.

CAPA 하반기 7,000억원, 내년 1조원

동사는 미국 중심으로 늘어난 변압기 수요에 대응하기 위해 선제적 증설을 결정했다. 이에 2024년 하반기까지 연간 매출 CAPA(생산능력)가 약 7,000억원에 달할 것으로 전망한다. 이는 기존 1공장 매출 CAPA(4,000억원) 대비 1.8배 늘어난 수준이다. 수요 급증이 지속될 경우 이르면 2025년부터 신공장의 완전 가동이 예상되어, 총 매출 CAPA는 연 1조원 수준까지 도달할 것으로 전망한다.

공모가 35,000원 확정, 24년 PER 14배

2024년 매출액 3,250억원(YoY +51.5%), 영업이익 900억원(YoY +93.1%, OPM 27.7%) 이 예상된다. 공모가는 희망가격(24,000원~30,000원)을 초과한 35,000원(시가총액 1조 656억원)으로 산정되었다. 24년 PER은 14배로, Peer 제룡전기(19배), LS ELECTRIC(26배)과 비교 시 저평가된 수준으로 밸류에이션 매력이 높다고 판단한다.



손현정 스몰캡
hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 원 (I)

공모가 35,000원

상승여력 -

예상 시가총액 1조 656억원

총 발행주식수 30,445,200주

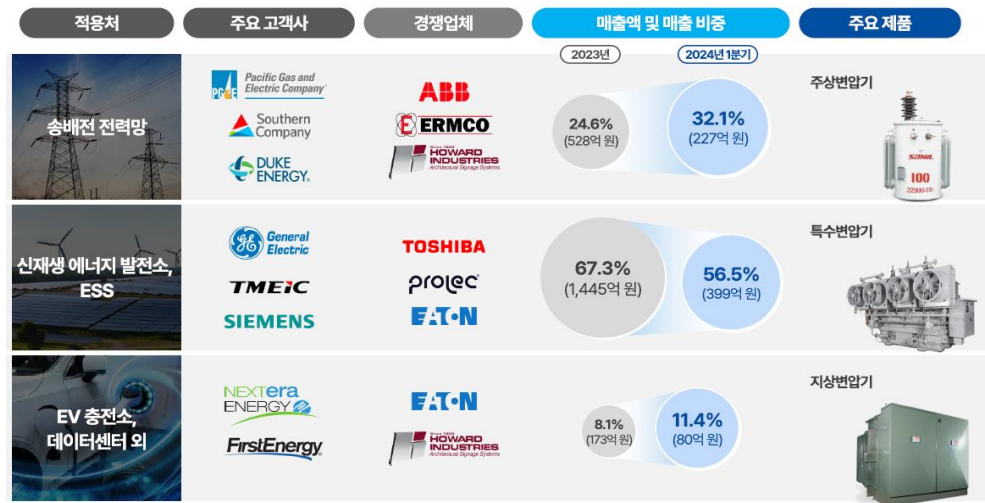
공모 비율 19.97%

상장 예정일 2024.07.29

I. 기업 개요

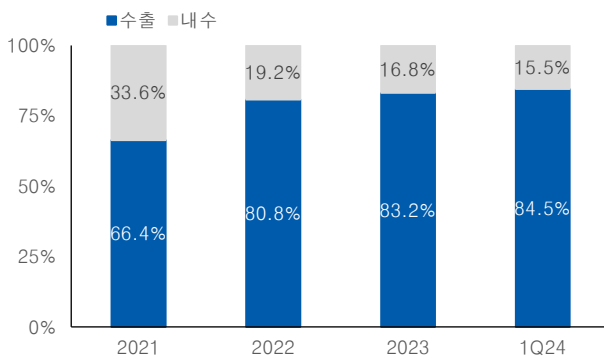
산일전기는 37년 업력을 가진 산업용 변압기 전문 업체로, 전력변압기와 배전변압기를 주로 제조한다. 주요 제품으로는 특수변압기, 주상변압기, 지상변압기 등이 있으며 송배전 전력망, 신재생에너지 발전소, ESS, 데이터센터, EV 충전소 등에 공급 중이다. 주요 고객사로는 GE, TMEIC, SIEMENS 등 에너지 기업과 PG&E, Southern Company, Duke Energy 등 전력회사를 확보하고 있다. 1Q24 기준 매출 비중은 특수변압기 56.5%, 주상변압기 32.1%, 지상변압기 11.4%이다. 수출 비중은 84.5%이며, 지역별로는 미국 70.3%, 유럽 21.6%, 일본 5.2%, 기타 2.9%이다. 당사는 2022년부터 미국 인프라 교체 사이클 수혜를 받으며, 본격적인 실적 성장세를 나타내고 있다. 2021년~2023년 2년간 매출액 CAGR은 81.9%, 영업이익 CAGR은 865%으로 급증했다.

산일전기 사업부문 및 주요 고객사



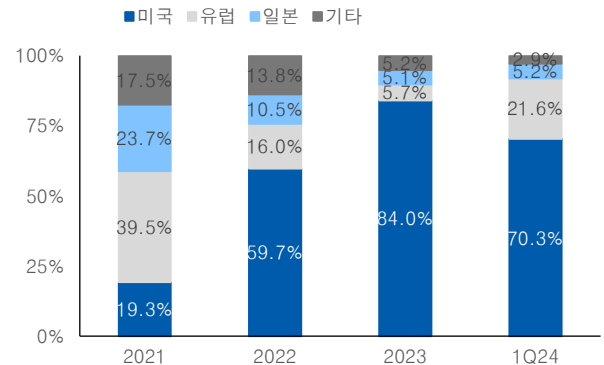
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

국내외 매출 비중 추이



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

지역별 매출 비중 추이



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

II. 투자 포인트

1. 늘어나는 신규 수주

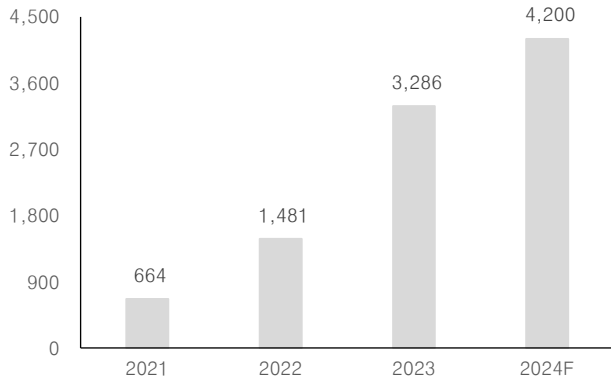
2022년 이후 미국의 변압기 수요가 급증하면서, 동사의 **신규 수주가 최근 3년간(2021~2023) 연평균 122.5% 증가**했다. 2024년 6월 기준 수주잔고는 2,300억원이며, 올해 신규 수주는 4,000억원 이상 가능할 전망이다. 미국의 인프라 교체 사이클은 현재도 진행 중이며, 공급 부족 사태가 진행됨에 따라 동사의 송배전 전력망향 주상변압기 신규 수주 증가는 지속되고 있다. 미국 내 25년 이상 된 노후 송전선로 및 변압기 비중은 여전히 70% 이상이며, 변압기의 평균 수명이 약 30년임을 감안하면, 미국 주도의 교체 사이클이 상당 기간 지속될 가능성이 높다고 판단한다. 미국뿐 아니라 유럽의 40년 이상 노후화된 전력망 비중도 약 40%로 추산된다. 글로벌 변압기 교체수요 발생의 연쇄효과로, 미국과 유럽의 수출 비중이 높은 동사의 수혜가 이어질 것으로 예상된다. 또한 AI 발달에 따른 데이터센터향 변압기 수요도 증가함에 따라, 동사의 지상 변압기 신규수주도 늘어날 것으로 기대한다.

미국은 국가안보를 이유로 중국산 변압기 및 전기강판의 수입을 배제하고 있으며, 이로 인한 반사 수혜로 한국의 변압기 생산업체들이 미국시장에서 비중을 확대하고 있다. 특히 **배전 변압기의 경우, 한국산 수입비중이 2022년 하반기부터 급증하고 있는 반면, 중국산 전기강판을 사용하는 멕시코와 캐나다 수입은 감소**하고 있다. 미중 갈등은 미국 대선을 앞두고 심화될 가능성이 크다고 판단하며, 이에 동사의 변압기 수출 성장세가 지속될 것으로 기대한다.

한편, 트럼프 전 대통령이 당선될 경우, 신재생에너지 산업이 축소될 것이란 우려가 있다. 그러나 미국의 전력 수요 증가와 발전 단가 측면에서, 신재생에너지 산업의 성장세가 계속될 가능성이 높다. 미국은 노후화된 전력망 교체뿐 아니라, 리쇼어링과 AI 수요 증가로 신규 전력망 구축과 발전소 건설이 늘어나고 있다. 특히 민간 회사들은 경제성을 감안할 때, 태양광, 육상 풍력, 천연가스 등의 발전 단가가 석탄보다 저렴하다는 점에서 신재생에너지 수요가 지속될 것으로 판단한다.

국제에너지기구(IEA) 및 Lazard에 따르면, 미국의 신재생에너지 에너지균등화비용(LCOE)는 석탄, 가스 등 화력발전보다 저렴한 상황이다. 에너지균등화비용(LCOE)은 발전소 건설부터 폐기까지 비용을 합한 발전 단가를 의미한다. 2Q24 기준 미국의 LCOE는 육상풍력 50달러/MWh, 태양광 61달러/MWh로 가스복합발전(77달러/MWh)보다 싸다. 해상풍력은 107달러/MWh로 비싼 편이지만, 석탄(119달러/MWh)보다 저렴하다. 따라서 신재생에너지를 통한 전력 수요는 구조적으로 늘어날 가능성이 높다.

연간 신규 수주 추이 및 전망



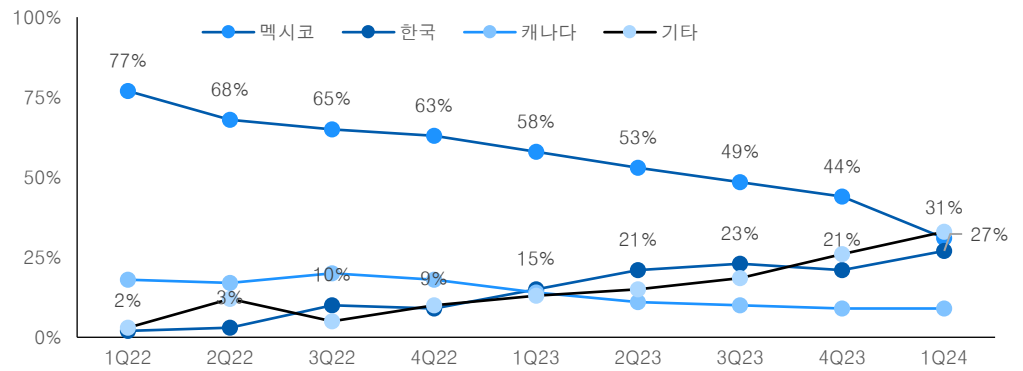
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

유럽 국가별 전력망 투자 계획

국가	계획 연수 (년)	투자 규모 (억 유로)	연평균 투자 규모 (억 유로)
독일	23('23~' 45년)	3,115	135
네덜란드	10('24~' 33년)	310	31
이탈리아	10('23~' 32년)	210	21
영국	5('22~' 26년)	92	18
덴마크	4('23~' 26년)	55	14
스페인	6('21~' 26년)	70	12

자료: Ember, 유안타증권 리서치센터

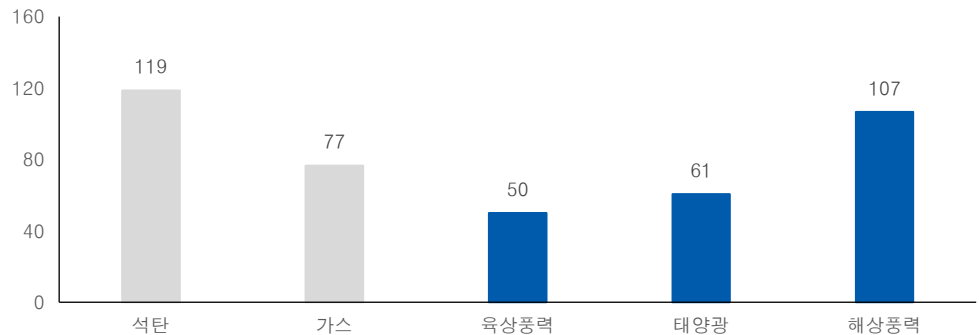
미국 배전 및 특수 변압기 수입 비중



자료: Global Trade Atlas, 유안타증권 리서치센터

미국 에너지균등화비용(LCEO) 비교

(달러/MWh)



자료: IEA, Lazard, 각 발전단가는 평균값, 2Q24 기준, 유안타증권 리서치센터

2. 국내 유일 특수변압기 생산

동사는 글로벌 탭티어 인버터 제조사와 미국 전력청을 주요 고객사로 확보하고 있다. 보수적인 미국 변압기 시장에서 품질, 납기 등 까다로운 수주 조건을 충족하며, 경쟁력을 갖추게 되었다. 특히 GE, TMEIC(Toshiba & Mitsubishi), SIEMENS 등 에너지 기업과 장기 레퍼런스를 구축하며, 국내 유일 특수변압기를 공급 중이다. 특수변압기는 신재생 에너지 발전용 인버터의 필수 부품으로 직류(DC)를 교류(AC)로 바꿔 전압을 조정하고 전력을 공급하는 변압기이다. 용도 특성상 진입 장벽이 높으며, 요구 스펙에 따라 다품종 소량생산 체제로 만들어진다. 1) 극한의 환경을 견뎌낼 수 있는 안전성 검증이 필요하며, 2) 고주파 상쇄 및 제품 수명 등에 따라 목표 발전량을 위한 신뢰성 검증 조건이 까다롭다. 동사는 오랜 기간 동안 다양한 전방 산업으로 최적화된 변압기 제조 경험이 풍부하다. 이를 바탕으로 전체 제조 공정을 내재화하는 등 글로벌 탭티어 수준의 품질 안정성을 확보했다는 판단이다.

최근에는 미국 노후화된 전력망 교체 수요가 늘어나며, 신규 고객사를 빠르게 확대해가고 있다. PG&E, 듀크 에너지, 서던 컴퍼니 등 주요 전력기업에 주상변압기 공급을 늘리는 중이다. 또한 데이터센터향 지상변압기 수요도 늘어나면서, NextEra Energy, First Energy 등 신규 고객사를 확보했다.

글로벌 탭티어 고객사 확보



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 변압기 라인업

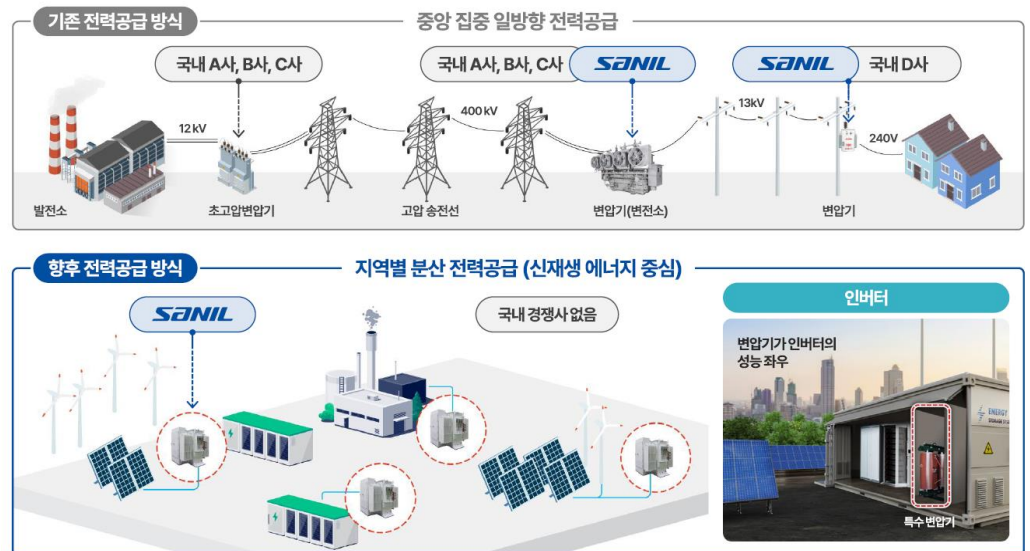


자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

전 세계 각국은 탄소중립을 달성하기 위해 분산에너지를 확대하고 있다. 전력공급 방식이 기존 중앙집중 일방향에서 지역별 분산 공급 형태로 바뀌고 있는 것이다. 동사의 특수변압기는 분산 에너지 공급 과정에 필수적인 인버터에 들어가는 제품이다. 특수변압기가 인버터의 성능을 좌우하는 만큼, 분산 전력 공급이 확대될수록 수요가 늘어날 것으로 예상된다. 동사의 특수변압기는 국내 경쟁사가 없고, 탑티어 고객사를 확보한 경쟁 우위 제품으로서, 분산 에너지 정책 변화에 따른 수혜가 기대된다.

분산에너지는 전통적인 중앙집중형 전력 수급 시스템에 대비되는 개념으로 에너지의 사용 지역 인근에서 생산 및 소비되는 에너지를 말한다. 대규모 발전소와 장거리 송전망을 필요로 하지 않으며, 신재생에너지 등 분산 전원을 활용해 전력을 안정적으로 공급할 수 있다. 글로벌 분산 에너지 시장 규모는 2022년에 306억 달러에 달했으며, 2030년까지 700억 달러 규모에 도달할 것으로 예상된다. 미국 연방에너지규제위원회(FERC)는 2020년 분산자원이 도매전력시장에서 경쟁할 수 있도록 허용하는 규정을 승인하였고 유럽연합(EU)은 2019년부터 회원국 간 전력거래를 활성화하고 국가 간 전력거래 시장체계를 구축하고 있다. 우리나라도 지난 6월 분산에너지 특별법을 시행했다.

분산 에너지 시장



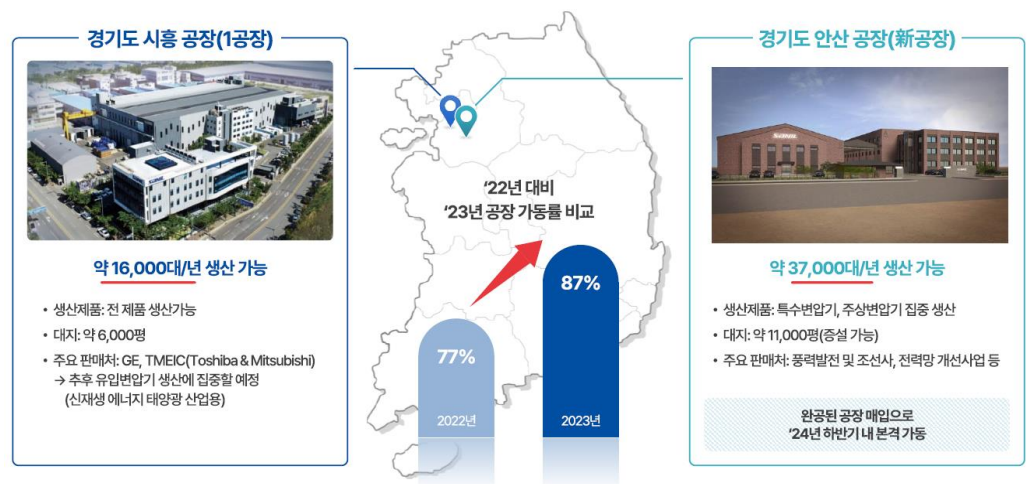
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

3. 선제적 증설, 하반기 CAPA 7,000억원

동사는 미국 중심으로 늘어난 변압기 수요에 대응하기 위해 선제적 증설을 결정했다. 이에 2024년 하반기까지 연간 매출 CAPA(생산능력)가 약 7,000억원에 달할 것으로 전망한다. 이는 기존 1공장 매출 CAPA(4,000억원) 대비 1.8배 늘어난 수준이다. 동사는 시흥 1공장 외 안산 신공장 증설을 통해 2024년 하반기 내 연간 53,000대 규모의 생산 인프라를 구축할 예정이다. 신공장에서 특수변압기, 주상변압기를 집중 생산할 예정이며, 하반기부터 신공장 11,000평 중 5,000평만 본격 가동되어 매출 CAPA 3,000억원이 추가될 전망이다. 수요 급증이 지속될 경우 이르면 2025년부터 신공장의 완전 가동이 예상되어 신공장 매출 CAPA는 6,000억원 수준까지 늘어날 수 있다. 이에 동사의 총 매출 CAPA는 연 1조원 수준까지 도달할 것으로 전망한다.

경쟁사대비 선제적 증설로 인한 충분한 CAPA로 전방산업의 수요에 적극 대응할 것으로 기대된다. 앞서 언급했듯이, 동사의 신규 수주는 최근 3년간(2021~2023) 연평균 122.5% 증가했다. 국내 1위 변압기 업체로서, 지속되는 전력 슈퍼 사이클에 강한 수혜가 예상된다.

산일전기 증설 현황



연간 53,000대 규모 생산가능 공장 확보 + 가동률 증가 → '24년 하반기부터 매출 상승 가속 기대

자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

III. 실적 및 밸류에이션

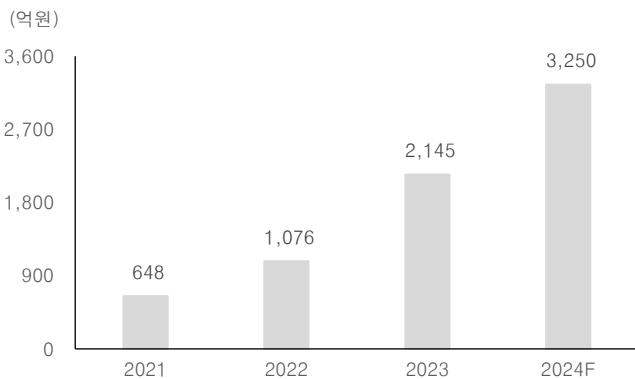
동사의 2024년 매출액은 3,250억원(YoY +51.5%), 영업이익은 900억원(YoY +93.1%, OPM 27.7%)을 예상한다. 전력기기 슈퍼사이클이 지속되는 가운데, 증설에 따른 생산확대로 실적 성장세가 지속될 전망이다.

동사의 공모가는 희망가격(24,000원~30,000원)을 초과한 35,000원(시가총액 1조 656억원)으로 산정되었다. 이에 동사의 24년 PER은 14배로, Peer 제룡전기(19배), LS ELECTRIC(26배)과 비교 시, 저평가된 수준으로 밸류에이션 매력에 충분하다.

실적 추이 및 전망	(단위: 억원)			
	2021	2022	2023	2024F
매출액	648	1,076	2,145	3,250
YoY		66.0%	99.3%	51.5%
영업이익	5	122	466	900
영업이익률	0.8%	11.3%	21.7%	27.7%
YoY		2340.0%	282.0%	93.1%
당기순이익(지배)	12	41	391	750
당기순이익률	1.9%	3.8%	18.2%	23.1%
YoY		241.7%	853.7%	91.8%

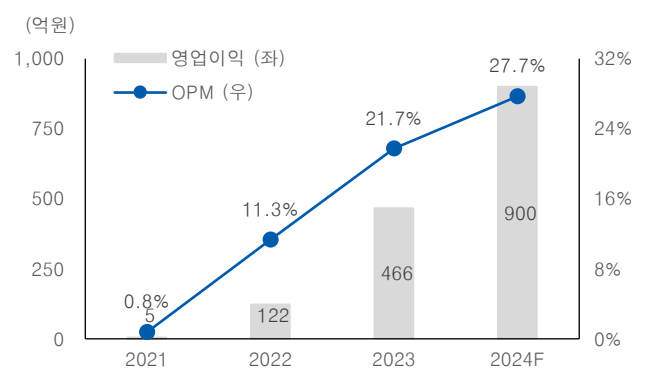
자료: 유안타증권 리서치센터

매출액 추이 및 전망



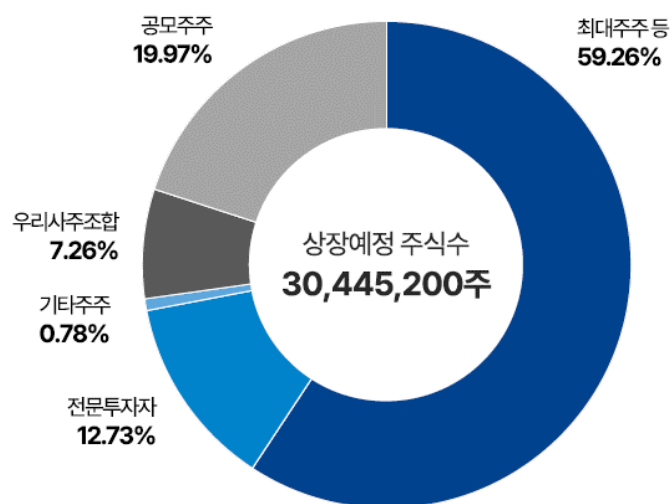
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

영업이익 추이 및 전망



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

공모 후 주주구성



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.4
Hold(중립)	15.6
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-07-22

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

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

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