

전력 솔루션 (비중확대/신규)

장님과 코끼리 (요약)

김태형 taehyoung.kim@miraeasset.com

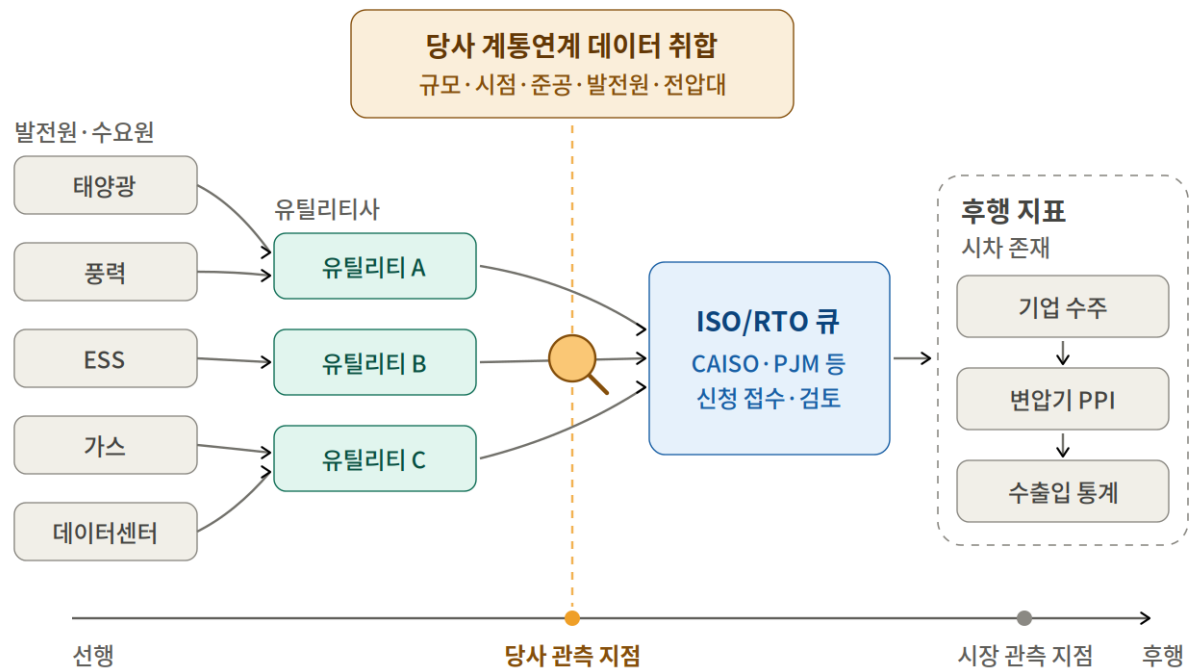


투자전략 및 Valuation

전력기기 섹터를 바라보는 새로운 관점

- 전력기기 섹터에 있어 시장의 가장 큰 우려는 사이클의 피크아웃
- 시장에서는 사이클을 진단하기 위해 변압기 PPI, 수주, 수출입 데이터 등 다양한 지표가 활용되는 중
- 다만 해당 지표들로는 업황을 선행적으로 예측하기에는 한계가 있다고 판단
- PPI는 인도 시점의 가격을 나타내는 후행지표이며, 수주는 기업별 영업성과와 수주정책에 따라 상이
- 당사는 보다 본질적인 해답을 제시하기 위해 전력망 병목의 근원지인 미국의 계통연계 데이터를 취합

당사의 미국 계통연계 데이터 취합 구조



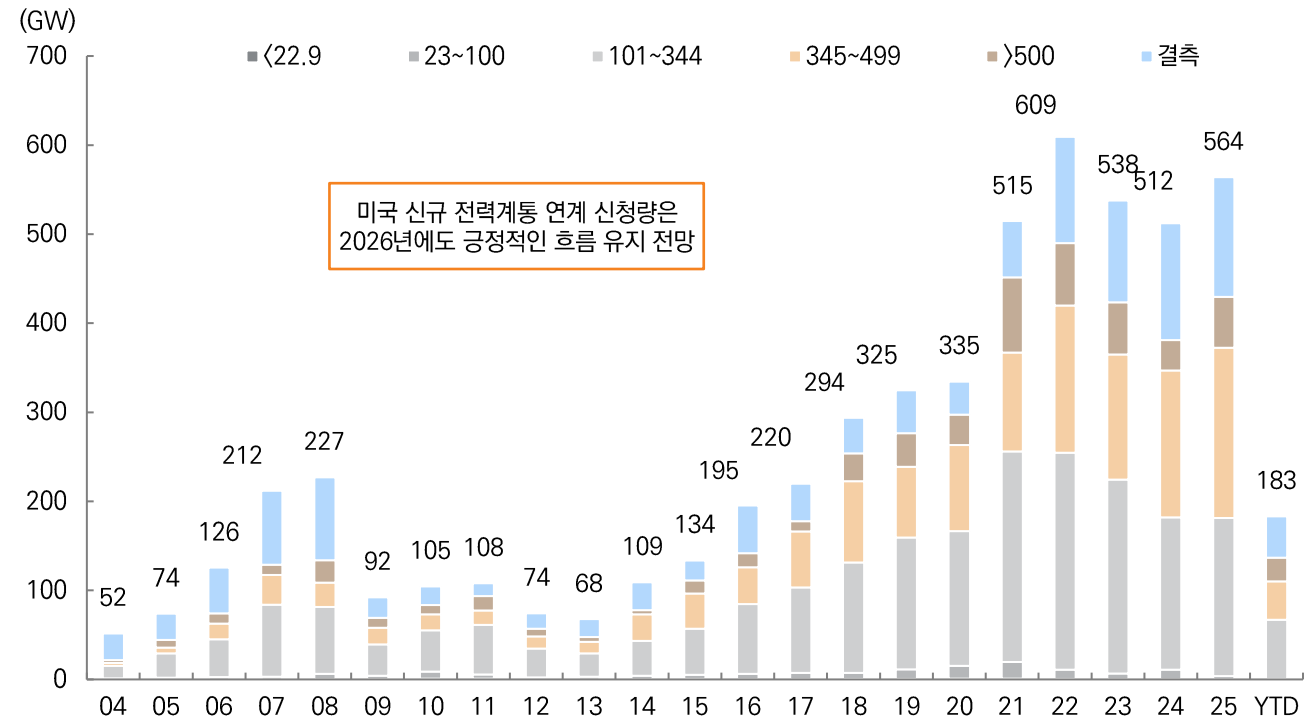
자료: DOE, D&W, EPRI, BCG, EIA, McKinsey, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 및 Valuation

결론: 사이클 피크아웃에 대한 우려는 시기상조

- 결론부터 정리하면 전력기기 섹터에 대한 피크아웃 우려는 시기상조라 판단
- 당사가 취합한 데이터에 따르면 미국 유틸리티사들의 신규 계통연계 신청량은 여전히 가파르게 성장 중
- 2025년 집계된 계통연계 신청량은 약 564GW로 미국 전체 발전량(1400GW)의 40%에 육박
- 과거 다운사이클과 비교하면 5배 증가한 수준이며, 업사이클인 2008년과 비교해도 2배 이상을 상회

미국 유틸리티사들의 전압별 신규 계통연계 신청량 추이



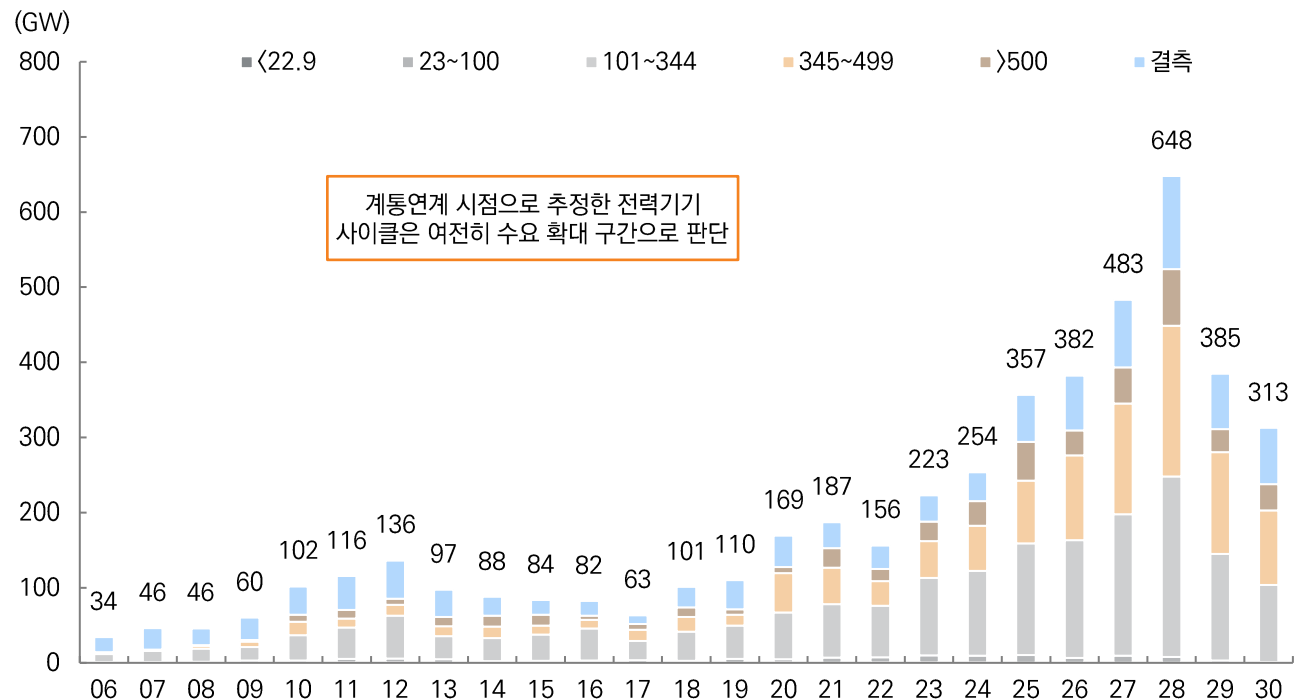
자료: DOE, D&W, EPRI, BCG, EIA, McKinsey, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 및 Valuation

전력기기 수요는 최소 2030년까지 보장된 상황

- 실질적인 전력기기 수요는 최소 2030년까지 견조한 흐름을 이어나갈 것으로 판단
- 앞서 살펴본 계통연계 신청량과 목표 연계 시점을 조합하면 전력기기 필요 시점을 유추 가능
- 조합한 데이터에 따르면 전력기기 제품 수요는 2025년 357GW에서 2028년 648GW로 확대될 전망
- 2025년 계통연계에 성공한 용량은 52GW로 2028년 신청분 소화위해 공급은 10배 이상 확대 필요

미국 유틸리티사들의 계통연계 목표 시점에 따른 연도별 전력기기 수요



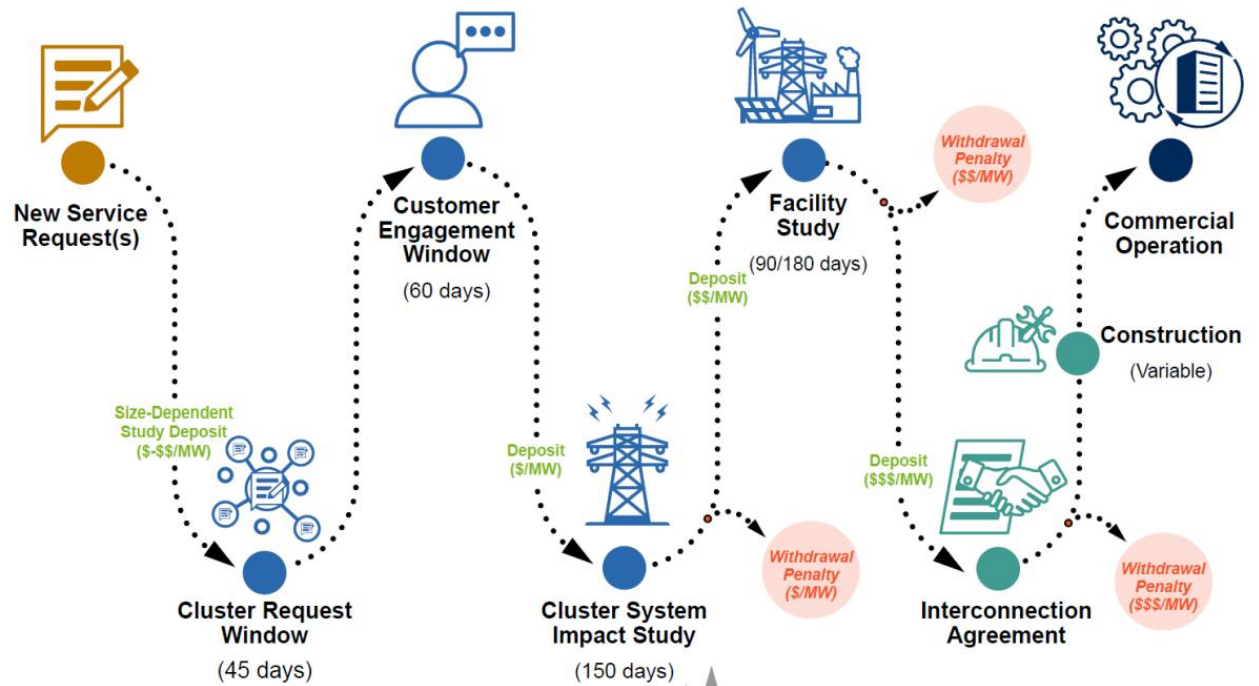
자료: DOE, D&W, EPRI, BCG, EIA, McKinsey, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 및 Valuation

2028년 그 이후는?

- 데이터상 2028년 이후 그래프가 하향세를 그리나 이를 피크아웃으로 해석하는 것은 부적절
- 유틸리티사들은 통상적으로 계통연계 목표 시점으로부터 3~4년 전에 계통연계 신청을 진행
- 2029~2030년 데이터가 감소하는 이유는 해당 시점의 신규 계통연계 신청이 반영되지 않았기 때문
- 시간이 경과함에 따라 수요 피크 역시 2028 → 2029 → 2030년으로 이연될 가능성 유력

미국 계통연계 신청부터 상업운전까지 프로세스(건설에 2년 소요 가정시 계통연계로부터 3~4년 전 신청서 제출)



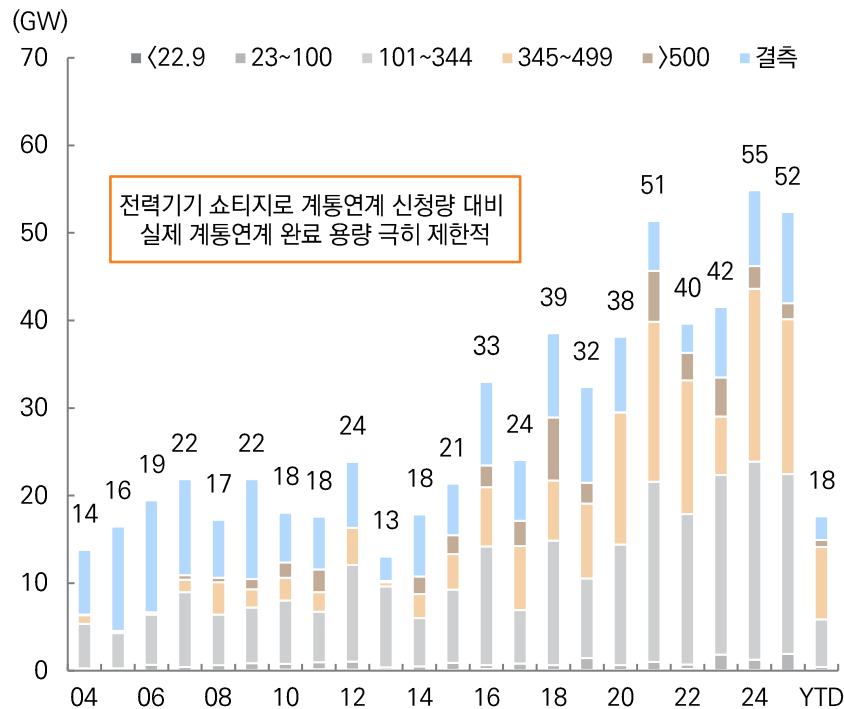
자료: DOE, D&W, EPRI, BCG, EIA, McKinsey, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 및 Valuation

전력망 병목 해소는 아직 먼이야기

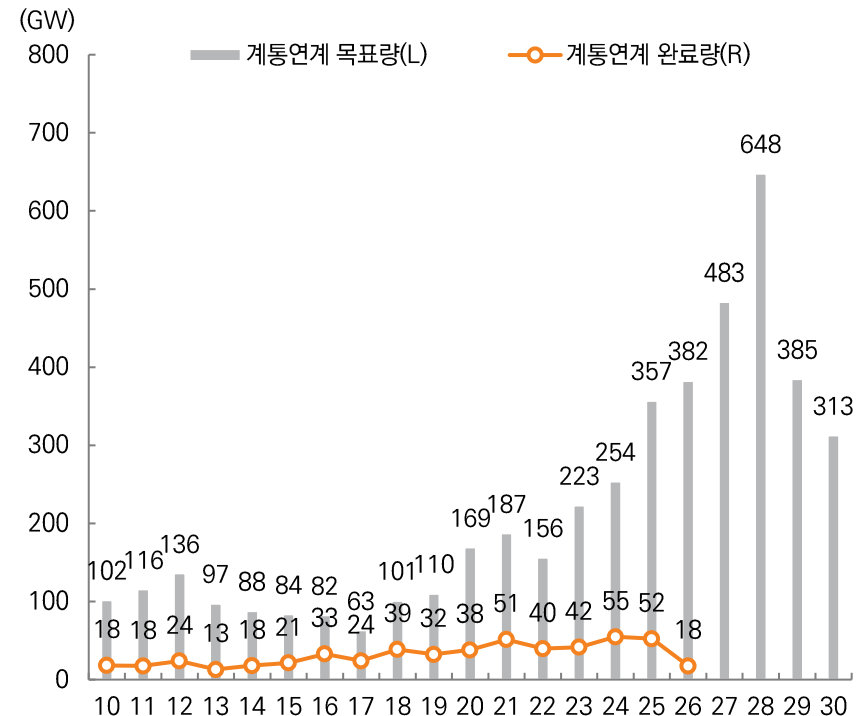
- 더욱이 주목할 점은 추가적인 계통연계 신청이 없더라도 전력망 병목 해소가 어렵다는 점
- 미국에서 2025년 계통연계에 성공한 발전원은 약 52GW에 불과
- 반면 2030년 계통연계를 목표중인 물량은 311GW로 2025년 완공량을 6배 가량 상회
- 글로벌 전력기기 기업들이 적극적인 증설을 진행중이나, Capa가 두배 확장돼도 약 100GW 수준
- 공급 확대를 감안해도 연간 200GW 이상의 계통연계 병목은 지속될 전망

미국 연도별 계통연계 완료 용량



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 유틸리티사의 계통연계 목표 시점에 따른 연도별 전력기기 수요



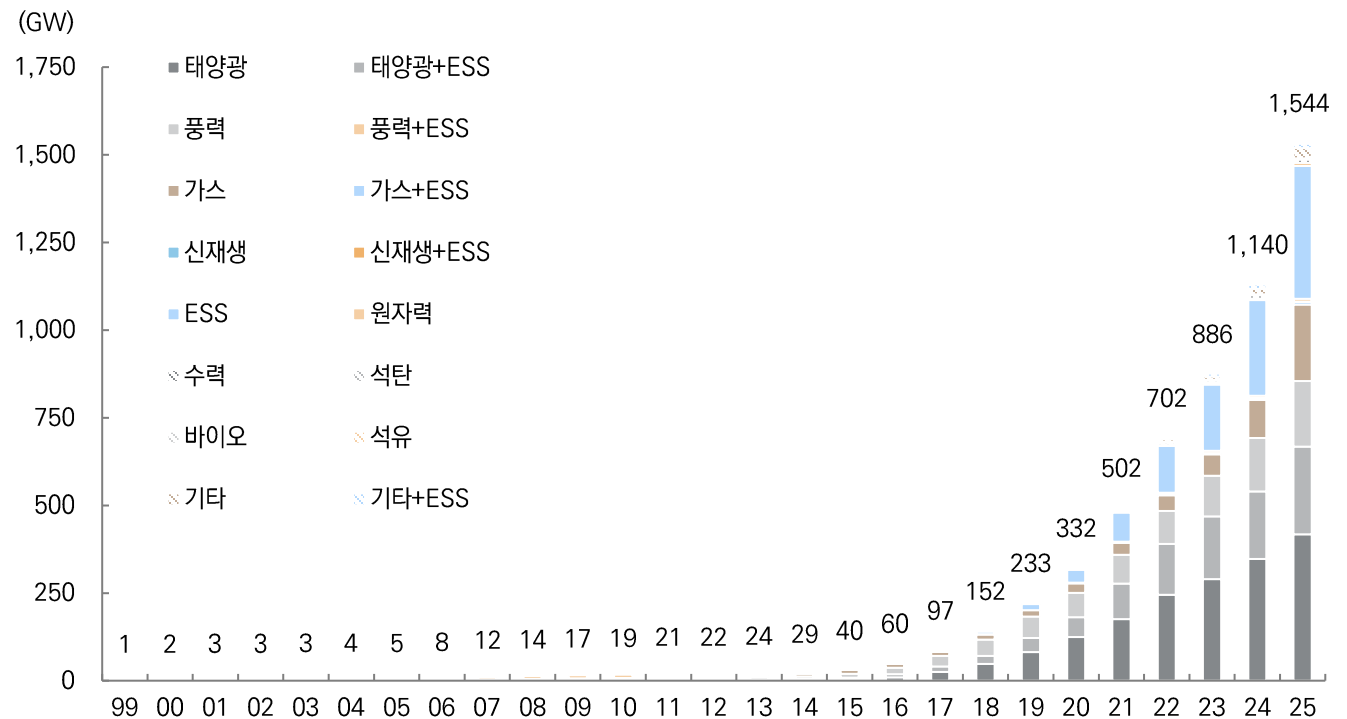
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 및 Valuation

약 30년치의 누적 수요

- 수급 차질에 더해 현재까지 누적된 전력기기 수요 또한 상당
- 앞서 살펴본 수요와 공급 괴리로 공급 부족분은 지속적으로 누적된 상황
- 2025년 기준 계통연계 대기 물량은 약 1,543GW로 2026년 미국의 발전용량 1,400GW를 상회
- 평균적으로 미국의 연간 신규 계통 연계량이 50GW인 점을 고려하면 누적 물량 해소 위해 30년 필요

미국 에너지원별 누적 계통연계 대기 용량 추이



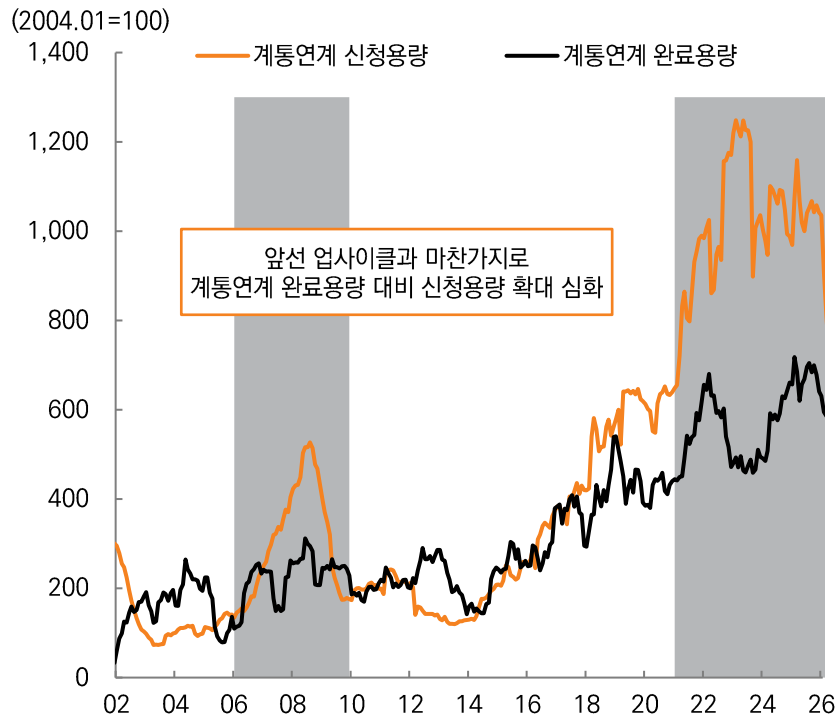
자료: DOE, D&W, EPRI, BCG, EIA, McKinsey, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 및 Valuation

부족한 전력기기 공급은 제품 판가 인상으로 귀결

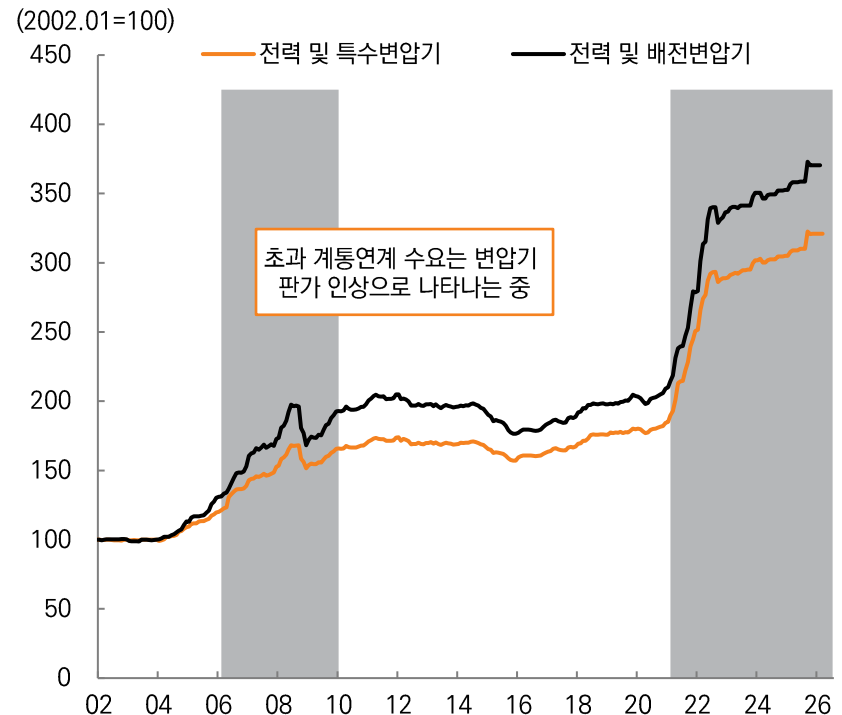
- 더욱이 주목할 점은 추가적인 계통연계 신청이 없더라도 전력망 병목 해소가 어렵다는 점
- 미국에서 2025년 계통연계에 성공한 발전원은 약 52GW에 불과
- 반면 2030년 계통연계를 목표중인 물량은 311GW로 2025년 완공량을 6배 가량 상회
- 글로벌 전력기기 기업들이 적극적인 증설을 진행중이나, Capa가 두배 확장돼도 약 100GW 수준
- 공급 확대를 감안해도 연간 200GW 이상의 계통연계 병목은 지속될 전망

미국 월별 계통연계 신청용량 vs 계통연계 완료용량



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 변압기 PPI 추이



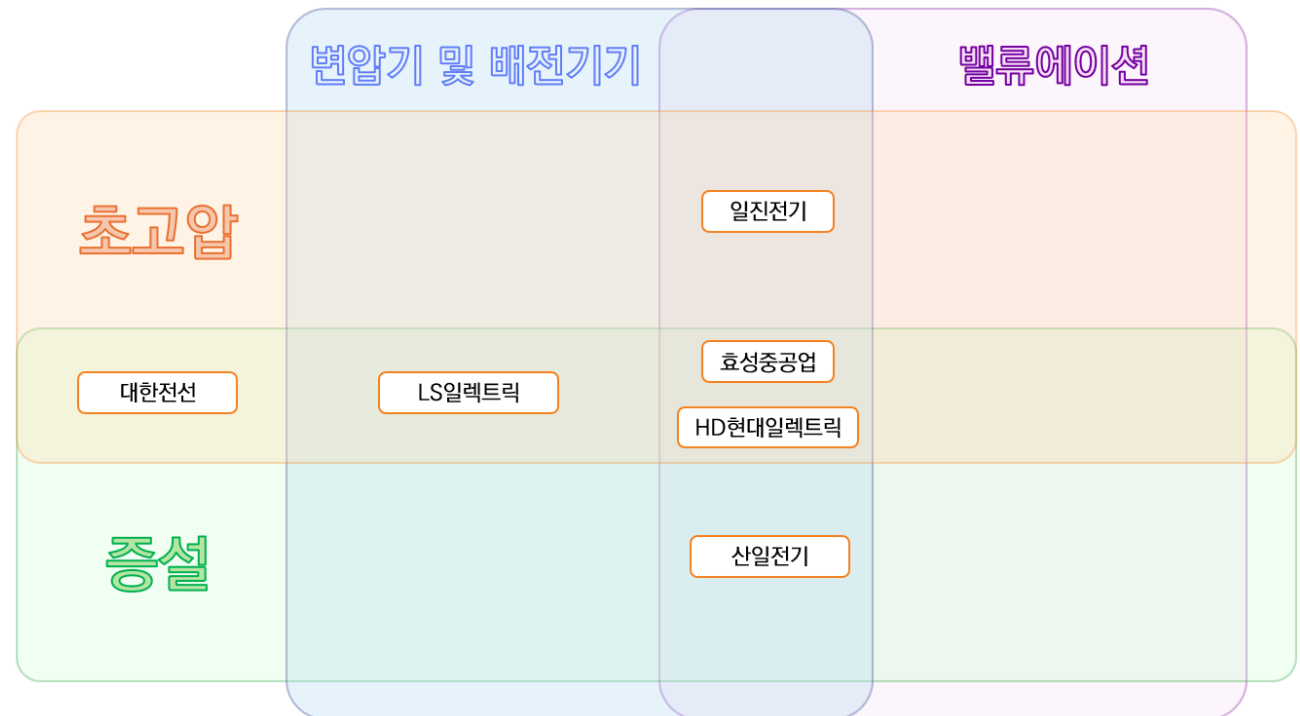
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 및 Valuation

전력기기 투자의 4박자

- 중장기적인 업사이클을 전망하는 가운데, 개별 기업 투자 관점에서는 네 가지 요인에 주목할 필요
 - 1) 초고압 전압대 중심의 제품 포트폴리오 보유하고 있는지
 - 2) 변압기 중심의 제품군을 통해 업황 호조를 이익률 개선으로 연결할 수 있는지
 - 3) 수요가 보장된 환경에서 적기에 생산능력을 확대하고 있는지
 - 4) 중장기적인 밸류에이션 매력도를 갖추고 있는지

전력인프라 사이클 투자전략: 사이클과 4박자에 충실하자



자료: 미래에셋증권 리서치센터

기업 분석

Made in USA, Sold in USA

투자의견(신규)	매수
목표주가(신규)	5,000,000원
현재주가(26/7/14)	2,677,000원
상승여력	86.8%

영업이익(26F,십억원)	1,042
Consensus 영업이익(26F,십억원)	1,092
EPS 성장률(26F,%)	30.9
MKT EPS 성장률(26F,%)	261.0
P/E(26F,x)	36.7
MKT P/E(26F,x)	7.6
KOSPI	6,856.83
시가총액(십억원)	24,962
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	55.9
외국인 보유비중(%)	26.5
베타(12M) 일간수익률	1.29
52주 최저가(원)	1,008,000
52주 최고가(원)	4,601,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-20.7 26.0 165.6
상대주가	-6.1 -13.2 24.0

투자의견 ‘매수’, 목표주가 500만원으로 커버리지 개시

- 현재 주가 대비 상승여력은 86.8%로 전력기기 섹터 내 최선호주로 선정
- 목표주가는 2028F EPS에 타겟 멀티플 33.4배를 부여해 산출
- 타겟 멀티플은 초고압 변압기 생산능력을 보유한 경쟁사들의 2028F PER을 평균

투자포인트

- 초고압 변압기를 중심으로 한 전방위적인 증설(초고압변압기, HVDC 변압기, GIS 차단기 등)
- 프리미엄 시장인 미국향 수주 모멘텀 지속(미국향 수주 비중 2023년 25% vs 1Q26: 77%)
- 중공업 부문의 이익 비중 확대에 따른 디스카운트 해소 및 전력기기로의 리레이팅
- 기존 침투율이 낮았던 배전 및 데이터센터 시장에 대해 SST 사업을 통해 교두보 마련



결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	4,895	5,969	6,663	7,723	9,200
영업이익 (십억원)	362	747	1,042	1,404	1,960
영업이익률 (%)	7.4	12.5	15.6	18.2	21.3
순이익 (십억원)	223	520	681	970	1,387
EPS (원)	23,876	55,755	73,011	104,007	148,766
ROE (%)	14.9	24.4	25.6	28.6	31.1
P/E (배)	16.5	31.9	36.7	25.7	18.0
P/B (배)	1.9	7.1	8.4	6.5	4.9
배당수익률 (%)	1.3	0.4	0.4	0.6	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

[전력 솔루션] 김태형

Taehyoung.kim@miraeasset.com

효성중공업 (298040)

예상 포괄손익계산서 (요약)

억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	5,969	6,663	7,723	9,200
매출원가	4,716	5,053	5,668	6,462
매출총이익	1,253	1,610	2,055	2,738
판매비와관리비	506	568	651	779
조정영업이익	747	1,042	1,404	1,960
영업이익	747	1,042	1,404	1,960
비영업손익	-121	-113	-103	-34
금융손익	-21	7	53	121
관계기업등 투자손익	-3	-2	0	0
세전계속사업손익	626	929	1,301	1,926
계속사업법인세비용	123	216	286	474
계속사업이익	503	713	1,015	1,452
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	503	713	1,015	1,452
지배주주	520	681	970	1,387
비지배주주	-17	32	45	65
총포괄이익	473	740	1,015	1,452
지배주주	490	714	980	1,401
비지배주주	-16	26	35	51
EBITDA	833	1,149	1,534	2,101
FCF	330	901	1,000	1,587
EBITDA 마진율 (%)	14.0	17.2	19.9	22.8
영업이익률 (%)	12.5	15.6	18.2	21.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.7	10.2	12.6	15.1

자료: 효성중공업, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,738	5,910	7,400	9,765
현금 및 현금성자산	217	635	1,383	2,604
매출채권 및 기타채권	1,344	1,768	2,017	2,401
재고자산	1,278	2,024	2,309	2,749
기타유동자산	899	1,483	1,691	2,011
비유동자산	3,490	4,077	4,337	4,568
관계기업투자등	47	77	87	104
유형자산	2,307	2,532	2,694	2,774
무형자산	122	118	119	119
자산총계	7,228	9,987	11,737	14,334
유동부채	3,561	5,434	6,166	7,293
매입채무 및 기타채무	809	1,383	1,578	1,878
단기금융부채	498	514	553	613
기타유동부채	2,254	3,537	4,035	4,802
비유동부채	1,177	1,422	1,525	1,683
장기금융부채	637	694	694	694
기타비유동부채	540	728	831	989
부채총계	4,738	6,856	7,690	8,976
지배주주지분	2,352	2,961	3,832	5,078
자본금	47	47	47	47
자본잉여금	892	892	892	892
이익잉여금	829	1,440	2,311	3,557
비지배주주지분	138	170	215	280
자본총계	2,490	3,131	4,047	5,358

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	31.9	36.7	25.7	18.0
P/CF (x)	20.3	24.4	18.1	12.8
P/B (x)	7.1	8.4	6.5	4.9
EV/EBITDA (x)	20.8	21.9	15.9	11.1
EPS (원)	55,755	73,011	104,007	148,766
CFPS (원)	87,918	109,534	147,672	208,497
BPS (원)	252,285	317,639	411,033	544,679
DPS (원)	7,500	10,628	15,140	21,656
배당성향 (%)	13.9	13.9	13.9	13.9
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.6	0.8
매출액증가율 (%)	21.9	11.6	15.9	19.1
EBITDA증가율 (%)	91.3	38.0	33.5	36.9
조정영업이익증가율 (%)	106.1	39.5	34.7	39.6
EPS증가율 (%)	133.5	30.9	42.5	43.0
매출채권 회전율 (회)	5.3	4.5	4.3	4.4
재고자산 회전율 (회)	5.5	4.0	3.6	3.6
매입채무 회전율 (회)	7.2	5.9	5.1	5.0
ROA (%)	7.5	8.3	9.3	11.1
ROE (%)	24.4	25.6	28.6	31.1
ROIC (%)	22.9	29.0	40.4	52.7
부채비율 (%)	190.3	219.0	190.0	167.5
유동비율 (%)	105.0	108.8	120.0	133.9
순차입금/자기자본 (%)	24.0	1.4	-18.3	-37.6
조정영업이익/금융비용 (x)	12.7	23.5	30.5	40.8

내가 쉬었던 건 추진력을 얻기 위함이었다

투자 의견(신규)	매수
목표주가(신규)	1,300,000원
현재주가(26/7/14)	797,000원
상승여력	63.1%

영업이익(26F, 십억원)	1,273
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	1,237
EPS 성장률(26F, %)	32.8
MKT EPS 성장률(26F, %)	261.0
P/E(26F, x)	29.5
MKT P/E(26F, x)	7.6
KOSPI	6,856.83
시가총액(십억원)	28,730
발행주식수(백만주)	36
유동주식비율(%)	62.7
외국인 보유비중(%)	34.4
베타(12M) 일간수익률	0.96
52주 최저가(원)	446,500
52주 최고가(원)	1,420,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	-29.5 -13.6 76.9
상대주가	-16.4 -40.5 -17.4

투자 의견 '매수', 목표주가 130만원으로 커버리지 개시

- 현재 주가 대비 상승여력은 63.1%로 전력기기 섹터 내 차선후주로 선정
- 목표주가는 2028F EPS에 타겟 멀티플 33.2배를 부여해 산출
- 타겟 멀티플은 초고압 변압기 생산능력을 보유한 경쟁사들의 2028F PER을 평균

투자포인트

- 울산과 알라바마 초고압 변압기 증설을 통해 4,000억원 규모의 신규 매출 Capa 확보
- 변압기 반덤핑 예비판정에서 무혐의 판결 확보 및 미국 현지 생산으로 관세 부담 해소
- 배전사이클에 대비해 청주 스마트 배전 팩토리 준공. SCM 고도화로 높은 수익성 기대
- 회전기기 부문도 계열사인 HD현대중공업의 데이터센터향 발전설비 수주에 힘입어 수혜 예상



결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	3,322	4,079	4,686	5,440	6,255
영업이익 (십억원)	669	995	1,273	1,552	1,840
영업이익률 (%)	20.1	24.4	27.2	28.5	29.4
순이익 (십억원)	502	733	973	1,180	1,428
EPS (원)	13,914	20,324	26,991	32,744	39,628
ROE (%)	39.3	41.5	41.1	38.2	36.3
P/E (배)	27.5	38.1	29.5	24.3	20.1
P/B (배)	9.1	13.6	10.6	8.2	6.5
배당수익률 (%)	1.4	0.9	1.3	1.6	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: HD현대일렉트릭, 미래에셋증권 리서치센터

HD현대일렉트릭 (267260)

예상 포괄손익계산서 (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	4,079	4,686	5,440	6,255
매출원가	2,687	2,914	3,330	3,760
매출총이익	1,392	1,772	2,110	2,495
판매비와관리비	398	499	557	654
조정영업이익	995	1,273	1,552	1,840
영업이익	995	1,273	1,552	1,840
비영업손익	-39	17	8	47
금융손익	8	24	49	86
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	956	1,290	1,560	1,887
계속사업법인세비용	225	319	382	461
계속사업이익	732	971	1,178	1,426
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	732	971	1,178	1,426
지배주주	733	973	1,180	1,428
비지배주주	-1	-2	-2	-3
총포괄이익	748	1,001	1,178	1,426
지배주주	748	1,003	1,180	1,428
비지배주주	0	-2	-2	-2
EBITDA	1,069	1,367	1,668	1,965
FCF	726	602	1,057	1,431
EBITDA 마진율 (%)	26.2	29.2	30.7	31.4
영업이익률 (%)	24.4	27.2	28.5	29.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.0	20.8	21.7	22.8

자료: HD현대일렉트릭, 미래에셋증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	3,426	4,068	5,087	6,442
현금 및 현금성자산	951	1,396	2,019	2,927
매출채권 및 기타채권	769	831	954	1,092
재고자산	1,267	1,367	1,570	1,798
기타유동자산	439	474	544	625
비유동자산	1,344	1,580	1,724	1,741
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	943	1,126	1,261	1,270
무형자산	65	76	85	93
자산총계	4,770	5,649	6,811	8,183
유동부채	2,549	2,742	3,127	3,561
매입채무 및 기타채무	490	528	607	695
단기금융부채	172	176	181	187
기타유동부채	1,887	2,038	2,339	2,679
비유동부채	188	199	212	228
장기금융부채	102	106	106	106
기타비유동부채	86	93	106	122
부채총계	2,737	2,940	3,340	3,789
지배주주지분	2,029	2,706	3,471	4,396
자본금	180	180	180	180
자본잉여금	402	402	402	402
이익잉여금	1,323	1,971	2,736	3,661
비지배주주지분	4	2	0	-2
자본총계	2,033	2,708	3,471	4,394

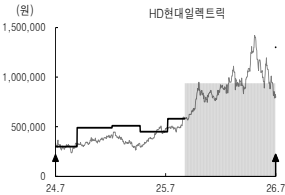
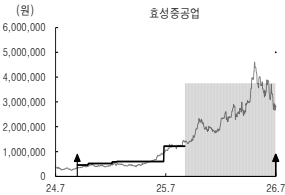
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	38.1	29.5	24.3	20.1
P/CF (x)	26.7	21.2	17.7	14.9
P/B (x)	13.6	10.6	8.2	6.5
EV/EBITDA (x)	25.4	20.2	16.2	13.3
EPS (원)	20,324	26,991	32,744	39,628
CFPS (원)	29,042	37,580	45,136	53,425
BPS (원)	56,704	75,490	96,714	122,381
DPS (원)	7,100	10,722	13,007	15,742
배당성향 (%)	34.9	39.7	39.7	39.7
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.4	1.7
매출액증가율 (%)	22.8	14.9	16.1	15.0
EBITDA증가율 (%)	45.6	27.9	22.0	17.9
조정영업이익증가율 (%)	48.8	27.9	21.9	18.6
EPS증가율 (%)	46.1	32.8	21.3	21.0
매출채권 회전율 (회)	5.3	6.1	6.4	6.4
재고자산 회전율 (회)	3.5	3.6	3.7	3.7
매입채무 회전율 (회)	7.4	7.0	7.1	7.0
ROA (%)	17.1	18.6	18.9	19.0
ROE (%)	41.5	41.1	38.2	36.3
ROIC (%)	55.3	62.0	70.3	77.6
부채비율 (%)	134.6	108.6	96.2	86.2
유동비율 (%)	134.4	148.4	162.7	180.9
순차입금/자기자본 (%)	-34.4	-42.1	-50.7	-60.7
조정영업이익/금융비용 (x)	59.3	94.7	112.6	130.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
효성중공업 (298040)					HD현대일렉트릭 (267260)				
2026.07.15	매수	5,000,000	-	-	2026.07.15	매수	1,300,000	-	-
2025.09.18	분석 대상 제외		-	-	2025.09.18	분석 대상 제외		-	-
2025.07.10	매수	1,220,000	-1.24	18.44	2025.07.23	매수	580,000	-12.81	2.59
2025.02.04	매수	600,000	-6.01	60.00	2025.04.23	매수	450,000	-8.13	12.89
2025.01.20	매수	580,000	-17.53	-12.41	2025.01.20	매수	510,000	-31.89	-12.75
2024.11.01	매수	520,000	-16.89	-3.85	2024.09.26	매수	490,000	-26.75	-14.69
2024.09.26	매수	460,000	-16.51	-11.63	2024.04.24	매수	300,000	-2.70	21.83

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 HD현대일렉트릭, 효성중공업 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.