2026-03-27

COMPANY ANALYSIS

산일전기 (062040/KS)

전방산업이 바뀐다

유틸/신재생. 나민식, RA. 고서영 / minsik@sks.co.kr

Signal: '26 년 데이터센터 플레이어에 내부 탑재 변압기 수주 가시화
Key: 특수변압기 P&Q 상승과 제 2 공장 증설 통한 외형 성장 기대
Step: 데이터센터 밸류체인 편입으로 멀티플 리레이팅 전망

매수(신규편입)

목표주가: 220,000 원(신규편입)
현재주가: 168,600 원
상승여력: 30.5%

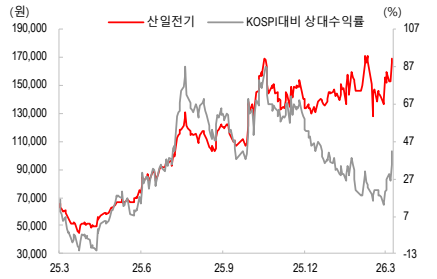
STOCK DATA

주가(26/03/26)	168,600 원
KOSPI	5,460.46 pt
52 주 최고가	170,700 원
60 일 평균 거래대금	46 십억원

COMPANY DATA

발행주식수	3,055 만주
시가총액	5,150 십억원
주요주주	
박동석(외 2)	55.17%
국민연금공단	8.25%
외국인 지분율	13.54%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025	2026E	2027E
매출액	십억원	502	656	829
영업이익	십억원	179	248	320
순이익(지배주주)	십억원	149	204	261
EPS	원	4,899	6,684	8,536
PER	배	26.6	24.8	19.4
PBR	배	6.8	6.7	5.3
EV/EBITDA	배	20.6	18.1	13.8
ROE	%	29.2	30.5	30.5
배당성향	%	25.5	27.6	30.4

직접적인 데이터센터 수혜주로 재평가 기대

'26 년 기존 현장발전(On-site 발전)을 통한 간접적인 데이터센터향 납품 구조에서 벗어날 예정이다. (1) 데이터센터 디벨로퍼·EPC 업체 등 직접적인 플레이어들에게 (2) ASP 높은 데이터센터 내부 탑재 변압기를 공급하게 되면서, 데이터센터 밸류체인으로의 편입이 가시화되고 있다. '25 년 LS 일렉트릭이 xAI 납품 레퍼런스를 기점으로 빅테크 수주가 연쇄적으로 확대되며 멀티플 확장이 이뤄졌던 것처럼, '26 년 동사 역시 AI 데이터센터향 직접 수주 본격화를 기점으로 AI 데이터센터향 플레이어로 편입되며 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

초고압 변압기로 중장기 동력 확보

산일전기는 기존 신재생 고객들의 패키지 공급 니즈에 대응하기 위해 초고압 특수변압기 시장에 진출할 예정이다. 기술력 검증 및 레퍼런스 확보 차원에서 '24 년 한국철도공사에 154kV 초고압 변압기를 납품한 바 있다. 동사가 공급할 제품은 HD 현대일렉트릭, 효성중공업 등 주요 초고압변압기 업체의 주력 제품 대비 규모가 작은 154kV 엔트리 레벨 제품이다. 기존 거래처 중심의 패키지 납품 구조상 직접적인 경쟁에서 상대적으로 자유롭게 포트폴리오를 확대할 수 있는 기회다. '26 년 중 2 공장 유휴 부지에 생산설비 건설을 시작해 '28 년 본격 양산에 돌입할 예정으로, 높은 ASP 를 바탕으로 중장기 핵심 성장 동력이 될 전망이다.

목표주가 220,000 원 커버리지 개시

'26 년 매출액 6,565 억원(YoY +30.8%), 영업이익 2,479 억원(YoY +36.5%, OPM 37.8%)을 전망한다. 매출액 성장의 배경에는 (1) 전방산업이 데이터센터로 확장됨에 따른 특수변압기의 P & Q 성장, (2) 선제적인 CAPA 증설을 통한 매출 인식 가속화, (3) 업황 반등에 따른 전력망 변압기 사업부 턴어라운드가 있다. 수익성 측면에서는 매출액 증가에 따른 규모의 경제 시현으로 영업이익률이 소폭 상승할 것으로 전망한다. 목표주가는 '26 년 추정 EPS 6,684 원에 Target PER 32.8 배를 적용한 220,000 원을 제시한다.

1. 밸류에이션 및 목표 주가

'26 년 매출액 6,565 억원(YoY +30.8%), 영업이익 2,479 억원(YoY +36.5%, OPM 37.8%)를 전망한다. 매출액 성장의 배경에는 (1) 전방산업이 데이터센터로 확장됨에 따른 특수변압기의 P & Q 성장, (2) 선제적인 CAPA 증설을 통한 매출 인식 가속화, (3) 업황 반등에 따른 전력망 변압기 사업부 턴어라운드가 있다. 수익성 측면에서는 매출액 증가에 따른 규모의 경제 시현으로 영업이익률이 소폭 상승할 것으로 전망한다. 목표주가는 '26 년 추정 EPS 6,684 원에 Target PER 32.8 배를 적용한 220,000 원을 제시한다.

Valuation Table

구분	단위	신규	비고
EPS	(원)	6,684	'26 년 EPS 적용
Target PER	(배)	32.8	LS 일렉트릭 '25 년 PER 상단에 할인율 10% 적용
목표주가	(원)	220,000	
현재주가	(원)	168,600	
상승여력	%	+30.5%	

자료: SK 증권

분기실적추정 (단위: 십억원)

Key Factors	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E	2027E
수주잔고	460	420	414	449	445	502	517	542	389	449	542	731
매출액	**99**	**128**	**133**	**142**	**154**	**153**	**172**	**178**	**334**	**502**	**656**	**829**
YoY(%)	*39.8*	*70.5*	*66.6*	*31.2*	*55.8*	*19.0*	*29.8*	*24.9*	*55.6*	*50.3*	*30.8*	*26.3*
I. 전력망	45	38	26	54	60	56	57	83	153	163	223	298
II. 신재생	50	87	102	83	83	88	109	81	152	322	414	506
III. 기타	4	3	5	6	11	8	7	13	29	17	20	25
영업비용	**61**	**82**	**90**	**87**	**92**	**95**	**107**	**114**	**225**	**320**	**409**	**509**
I. 원재료	43	58	61	64	65	66	76	76	159	226	282	340
II. 임직원급여	6	7	6	13	11	10	11	16	28	32	48	69
III. 감가상각비	1	1	1	1	1	1	2	2	3	6	6	8
IV. 변동비	8	14	10	16	12	14	15	16	27	47	57	74
V. 기타	3	3	11	-6	4	3	4	4	7	10	15	19
영업이익	**38**	**46**	**43**	**55**	**62**	**58**	**65**	**64**	**109**	**182**	**248**	**320**
YoY(%)	*61.4*	*89.1*	*53.6*	*63.4*	*64.5*	*24.2*	*52.5*	*15.5*	*134.4*	*66.2*	*36.5*	*29.1*
OPM(%)	*38.0*	*36.1*	*32.2*	*38.7*	*40.1*	*37.7*	*37.8*	*35.8*	*32.7*	*36.2*	*37.8*	*38.6*
금융수익(비용)	1	14	-3	0	3	3	1	2	-16	12	9	8
기타 영업외손익	0	-12	7	5	0	0	3	2	12	0	5	6
종속 및 관계기업관련 손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
법인세	7	10	10	15	14	13	15	15	22	42	58	74
당기순이익	**31**	**38**	**37**	**45**	**50**	**48**	**54**	**52**	**84**	**151**	**204**	**261**
YoY(%)	*89.7*	*119.2*	*61.3*	*66.4*	*61.4*	*25.2*	*45.6*	*16.7*	*114.3*	*80.5*	*35.2*	*27.7*
당기순이익률(%)	*31.6*	*29.6*	*27.8*	*31.6*	*32.8*	*31.1*	*31.2*	*29.6*	*25.1*	*30.1*	*31.1*	*31.4*

자료: SK 증권
주: 연결 기준

2. 투자포인트

(1) 데이터센터로 전방산업 확장으로 멀티플 리레이팅 & 실적 성장

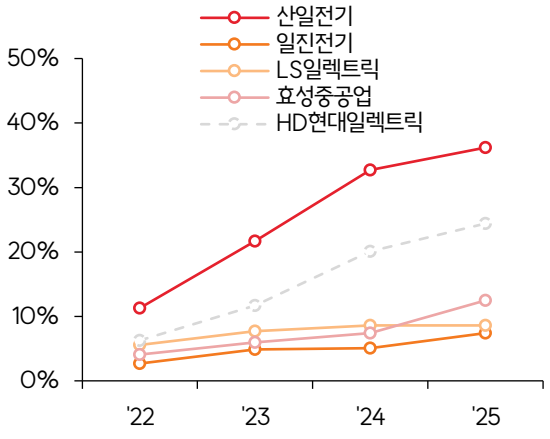
특수변압기 사용처 확대에 따른 리레이팅 & 실적 성장 전망

산일전기의 **특수변압기 사용처가 데이터센터로 확장됨에 따른 멀티플 리레이팅 및 실적 성장**을 전망한다.

동사 저평가 원인은 제한적인 DC 향 익스포저

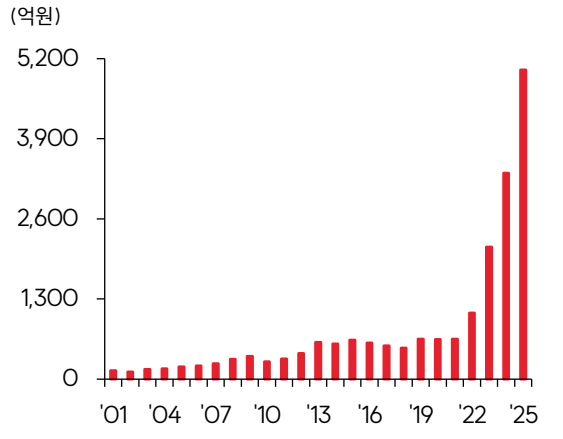
동사는 타 국내 변압기 업체들 대비 저평가를 받아왔다. '25 년 연결 기준 OPM 은 36.2%로, 국내 변압기 Peer 평균인 13.2%을 크게 상회한다. 매출액 역시 지속적인 우상향 흐름을 이어왔다. 그럼에도 불구하고 상대적인 저평가가 지속된 가장 큰 원인은 **데이터센터향 익스포저가 제한적이었기 때문**으로 판단한다.

변압기 업체별 OPM 추이



자료: 각 사, SK 증권

산일전기 매출액 추이

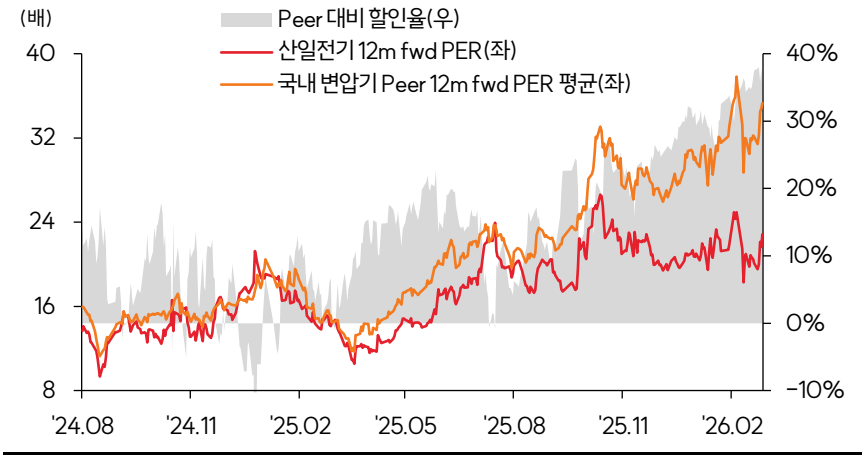


자료: 산일전기, SK 증권

'25 년 밸류에이션 괴리 본격화
현재 Peer 대비 33% 할인

'25 년을 기점으로 동사와 국내 변압기 Peer 간의 밸류에이션 괴리가 본격화되었다. '25 년 한 해는 AI 데이터센터의 전력 수요 급증에 따른 송전단 병목의 수혜가 예상되는 초고압 변압기 업체들과 미국 데이터센터향 직접 수주를 확보한 LS 일렉트릭의 멀티플 확장이 심화된 시기이다. 전력기기 4 사(HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS 일렉트릭, 일진전기)의 12m fwd PER 평균은 '24 년 16.1 배에서 '25 년 26.4 배로 대폭 상승했다. 반면 동사의 주력 제품인 특수변압기와 전력망 변압기의 주요 고객사는 신재생에너지 및 유틸리티 업체이다. 이로 인해 동사는 데이터센터 수혜 흐름에서 소외되며 현재 약 33%의 할인율을 기록하고 있다.

산일전기 및 국내 변압기 업체 Peer 12m fwd PER 추이



자료: Quantiwise, SK 증권
주: 국내 변압기 업체 Peer 로는 HD 현대일렉트릭, 효성중공업, LS 일렉트릭, 일진전기를 선정

국내 전력기기 업체의 데이터센터향 주요 수주 현황 ('25 년~)

기업	시점	수주 품목	수주규모(억원)	비고
HD 현대 일렉트릭	25.09	765kV 급 초고압 변압기	2,778	- 미국 텍사스 최대 전력 회사에 2778 억 원 규모의 765kV 급 초고압 변압기 및 리액터 수주 - 텍사스는 애플, 구글 등 글로벌 빅테크들이 대규모 데이터센터를 구축하면서 전력 수요가 급증한 지역
	'25.09	미국 BESS EPC	1400	- 미국 텍사스 200MWh 급 '루틸 BESS 프로젝트'에 대한 EPC 계약을 체결. 북미에서 수주한 최초 사례
	'26.02	미국 빅테크향 배전기기	-	- HD 현대일렉트릭 관계자는 "현재 미국 빅테크와 상당한 물량의 배전기기 수주를 합의한 상황"이라고 발언 - '29~'30 년까지 배전기기 및 초고압 변압기 등 연계 합의를 꾀할 전망
	-	미국 데이터센터향 고압차단기	-	- '25 년 미국 대형 데이터센터에 345 ㎸급 고압차단기에 대한 대규모 공급 계약을 체결
효성중공업	'25.05	xAI 향 변압기	-	- 미국 현지 언론이 xAI 가 효성하이코(효성중공업 미국 법인)에 다수의 전력변압기 구매 의향서를 전달 보도
	'25.07	미국 초고압 차단기	2640	- 미국 전력회사와 2,640 억원 규모의 초고압 차단기 계약 체결. 효성중공업 초고압 차단기 계약 중 최고액 - 효성중공업 측은 "향후 송전망 확충 및 데이터센터 수요가 꾸준히 증가할 것으로 예상"돼 수주 확대 전망
일진전기	'25.11	유럽 데이터센터향 초고압 변압기	-	- 영국의 데이터센터용 132kV 초고압 변압기 초도 수주하며 유럽 시장 진출
LS 일렉트릭	'25.03	xAI 향 전력기기	2,530	- 'xAI'와 2530 억 원 규모의 데이터센터용 배전반, 차단기, 몰드변압기 공급 계약을 체결
	'25.11	미국 빅테크 전력시스템	1,329	- 북미 AI 빅테크 기업과 AI 데이터센터 전력 공급을 위한 전력 솔루션 사업 계약 체결

자료: 언론 보도, SK 증권

DC 밸류체인 편입으로 리레이팅 전망
1) 직접적인 Player 계약
2) DC 내부 탑재 제품 공급

그러나 '26 년부터는 다르다. 기존 현장발전(On-site 발전)을 통한 간접적인 데이터센터향 납품 구조에서 벗어나, **①데이터센터 디벨로퍼·EPC 업체 등 직접적인 데이터센터 플레이어들에게 ②데이터센터 내부 탑재 제품을 공급하게 되면서, 데이터센터 밸류체인으로의 편입이 가시화**되고 있다. 이에 따른 시장의 재평가와 함께 멀티플 리레이팅이 본격화될 것으로 판단한다.

'25 년 LS 일렉트릭 리레이팅 선례 참고

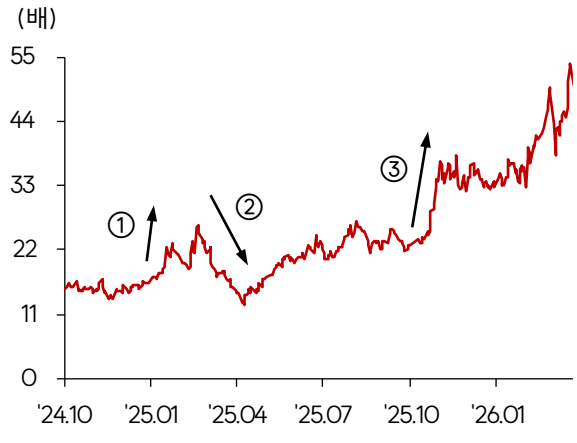
참고할 만한 선례로는 LS 일렉트릭이 있다. LS 일렉트릭의 경우, '25 년 데이터센터 기대감으로 총 두 차례의 주가 급등과 한 번의 조정을 겪었다.

① '25 년 1 월, AI 개발사 xAI 의 미국 테네시주 멤피스 데이터센터에 배전반 부품을 공급한 것으로 알려지고, 미국 주요 빅테크 기업 3 곳과 배전반 부품 납품 협의를 진행 중이라는 소식에 주가가 하루만에 15% 넘게 급등했다.

② '25 년 3 월, 딥시크 사태로 인한 빅테크 CAPEX 둔화 가능성 제시와 미국 상호관세 부과 경계감으로 멀티플 하향 및 시가총액 성장세 둔화되는 모습을 보였다.

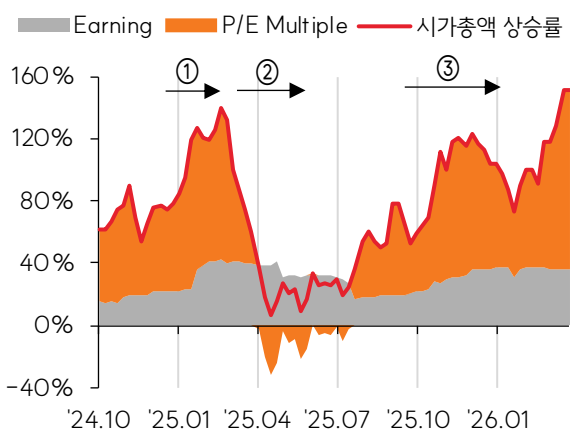
③ 3Q25 실적발표에서 관세 영향으로 시장 예상치를 하회하는 실적을 발표했음에도 주가는 14% 강세를 보였다. 부산 초고압변압기 공장 증설 소식과 더불어 '26 년 미국 AI 데이터센터향 수주 확대 기대감이 상승했기 때문이다. 이후 LS 일렉트릭의 12m fwd PER 은 단 일주일 만에 25.2 배에서 34.2 배로 급등했다. 배전반에서 데이터센터 전력 솔루션, AI 서버 냉각시스템 등 신규 분야로 제품군이 확대되는 점과, 그간 약점으로 지적된 미국향 매출 비중 증가가 리레이팅으로 이어진 결과다.

LS 일렉트릭 12m fwd PER 추이



자료: LS 일렉트릭, SK 증권

LS 일렉트릭 시가총액 상승률(YoY) 분해



자료: LS 일렉트릭, SK 증권
주: Log 수익률 사용

북미 DC 향 수주 8,000 억원 돌파로 LS 일렉트릭 멀티플 확대 지속

이후 LS 일렉트릭은 '25 년 11 월 xAI 등 미국 빅테크 AI 데이터센터향으로 1,905 억원 규모의 수배전반·변압기 일괄 공급 계약을 수주했으며, '25 년 12 월을 기점으로 북미 데이터센터향 누적 수주 금액이 8,000 억원을 돌파하면서 데이터센터 핵심 수혜주로 멀티플 확장이 '26 년 3 월 말 기준 50 배까지 이어졌다.

리레이팅의 핵심은 DC 수혜 구조의 질적인 변화

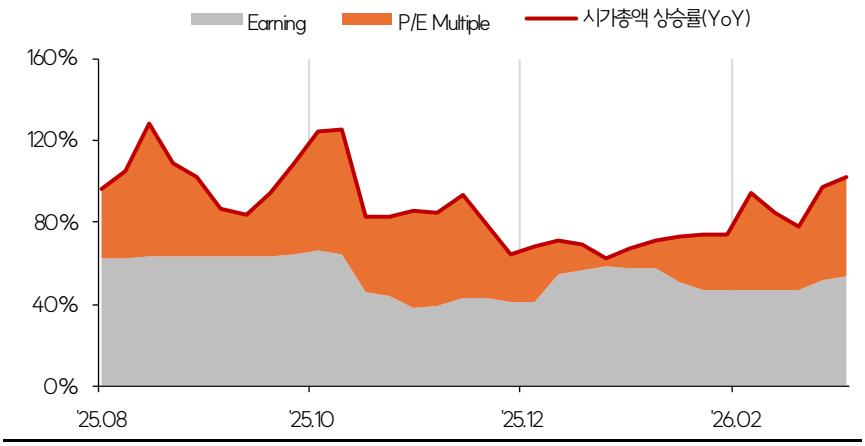
수주 규모나 제품 포트폴리오 차원에서 동사와 LS 일렉트릭 간의 차이는 분명히 존재하나, **핵심은 '26 년부터 동사가 기존 신재생 유틸리티를 통한 간접 공급 구조에서 벗어나 데이터센터 디벨로퍼·EPC 업체와의 직접 수주 및 데이터센터 내부 탑재 제품 공급을 통해 수혜 구조가 질적으로 변화한다는 점**이다. LS 일렉트릭이 xAI 납품 레퍼런스를 기점으로 빅테크 수주가 연쇄적으로 확대되며 멀티플 확장이 이뤄졌던 것처럼, 동사 역시 AI 데이터센터향 직접 수주 본격화를 기점으로 AI 데이터센터향 플레이어로 편입되며 추가적인 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

LS 일렉트릭 북미 데이터센터 수주 현황

수주시점	고객사	수주품목	수주규모 (백만달러)	수주규모 (억원)
1Q25	빅테크 데이터센터	전력공급 및 배전시스템	62	90
1Q25	빅테크 데이터센터	전력공급 및 배전시스템	112	163
3Q25	빅테크 데이터센터	마이크로그리드에 대한 배전 솔루션	46	64
4Q25	빅테크 데이터센터	전력기기 및 배전시스템	132	191
4Q25	빅테크 데이터센터 전력인프라 사업자	배전 변압기 기반 전력 공급 솔루션	76	110

자료: LS 일렉트릭, SK 증권

산일전기 시가총액 상승의 주요 원인은 Earning 상승



자료: 산일전기, SK 증권

신재생 고객사들의 DC 사업 확대로 DC 용 변압기 수주

'25 년 12 월, 동사는 북미 인버터 전문 기업인 EPC Power 향으로 438 억원 규모('25 년 신규 수주의 7.7%)의 미국 데이터센터용 변압기를 수주했다. 동사가 '데이터센터용'이라 명시된 변압기를 수주한 최초의 사례이다.

이처럼 데이터센터향으로 수주가 발생하게 된 가장 큰 배경은 **기존 고객사들이 데이터센터로 사업 영역을 확장**하게 된 데에 있다. 기존 동사는 GE, TMEIC 등 시장 지배력이 뛰어난 신재생 인버터 업체들을 중심으로 특수변압기를 공급해왔다. 이러한 신재생 고객사들의 데이터센터 전력 공급 사업 확대와 동반해, 동사는 데이터센터 플레이어들에게 제품을 간접적으로 납품하며 기술력을 증명하고 레퍼런스를 쌓아왔다. EPC Power 또한 신재생 및 BESS 용 인버터· PCS(전력변환시스템)를 주력 사업으로 하는 미국 기업이었으나, '25 년 AI 데이터센터향 사업 비중을 확장하면서 동사에게 데이터센터용 변압기를 발주하게 된 케이스이다.

산일전기, EPC Power 데이터센터용 변압기 수주

수주일자	2025-12-17
납기일자	2027-07-14
고객사	EPC Power Corporation
체결계약명	미국 Data Center용 Pad Mount 변압기 공급
계약금액 (백만원)	43,782
계약금액 (백만달러)	29.543

자료: 산일전기, SK 증권

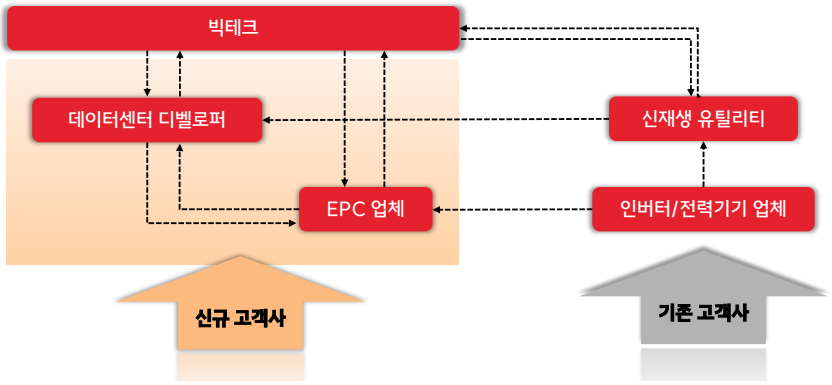
EPC Power, AI 데이터센터용 전력 시스템 출시

자료: EPC Power, SK 증권

DC 디벨로퍼 · EPC 업체 특수변압기 신규 고객사로 확보

이러한 레퍼런스를 기반으로 ① 데이터센터의 현장발전(On-site 발전) 수요가 증가 추세인 점과 ② 점차 리드타임이 길어지는 변압기를 발빠르게 확보하고자 하는 목적으로, **직접적인 데이터센터 플레이어들이 유틸리티 업체를 거치지 않고 산일전기에게 변압기를 직접 매입하**고자 하는 수요가 확대되고 있다. 작년 말부터 데이터센터 디벨로퍼들을 신규 고객사로 확보했으며, 현재 데이터센터 디벨로퍼, EPC 업체 등의 직접적인 발주 요청이 이어지고 있다. 신규 데이터센터 현장발전(On-site 발전) 업체의 컨택도 진행되고 있는 것으로 파악했으며, '26 년 내로 수주 발생할 전망이다. 고객사들의 솔루션의 일부로 제품을 간접적으로 납품해 온 점이 일종의 프리퀄리피케이션으로 작용해 빠른 계약이 가능하다.

특수변압기 고객층이 직접적인 데이터센터 플레이어로 확대 예정

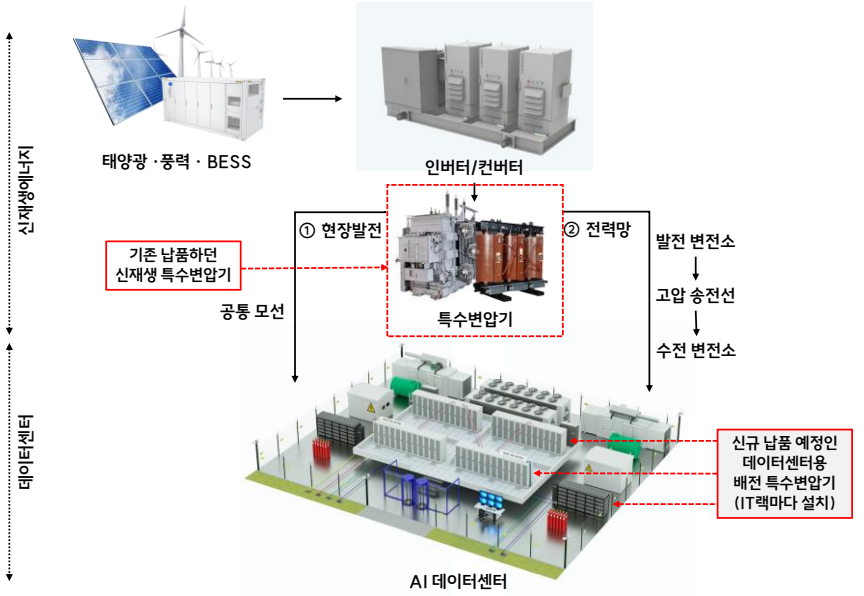


자료: 산일전기, SK 증권

'26 년 DC 내부 탑재 변압기로 포트폴리오 확대 전망

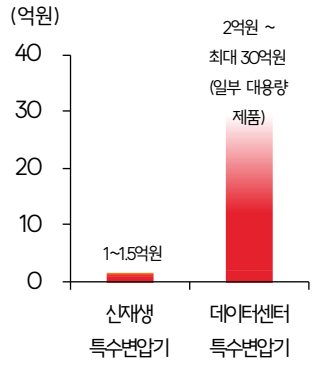
또한, **데이터센터 내부에 탑재되는 제품으로 제품 포트폴리오가 확대**되며 직접적인 데이터센터의 수혜주로 리레이팅이 가능해질 전망이다. 기존 산일전기는 신재생 업체가 데이터센터에 전력을 공급하는 과정에서 사용되는 태양광 패널용 변압기, 풍력 터빈용 변압기 및 BESS 용 변압기만을 공급했다. 즉, 데이터센터 외부에서 사용되는 제품이었다. 그러나 올해부터는 데이터센터 디벨로퍼 및 EPC 업체들에게 데이터센터 내부에 탑재되는 제품을 수주할 예정이다.

데이터센터 내부에 탑재되는 특수변압기로 포트폴리오 확장



자료: 산일전기, SK 증권

신재생·데이터센터향 제품 ASP 비교



자료: 산일전기, SK 증권

데이터센터 내부에 탑재되는 제품은 특수변압기 카테고리 내에서도 ASP 가 높다. 동사가 신규 수주할 데이터센터향 제품은 데이터센터 내부에서 받은 전력을 분배하는 배전 특수변압기다. IT 랙에 연결되거나, 비상 발전기 옆에 탑재되는 등 용도가 다양하다.

IT 장비에 전력을 공급하는 특성상 신재생 발전보다도 더욱 안정적인 전기 품질 확보가 요구되며, 이에 따라 부착 부품 수가 많아 ASP 가 높다. 신재생향 특수변압기 ASP 가 통상 1~1.5 억원인 데 반해, 데이터센터 내부 탑재 제품은 최소 2 억원에서 일부 대용량 제품의 경우 최대 30 억원에 달한다. 다만 그에 상응하는 원가도 증가하는 구조인 만큼 마진율이 비례해 높아지지는 않으나, 제품 믹스 개선 및 외형 성장 효과는 유효하다.

Q 확대: 전력 공급 방식과 무관하게 모든 데이터센터에 납품 가능

작년 말부터 데이터센터 디벨로퍼들과 컨택이 진행돼 현재 시제품 통과 후 프리오더를 기다리는 상황으로, 상반기 내 수주 가시성이 상당히 높다. '26 년 데이터센터 관련 수주는 초도 수주인 만큼 수백억 원대 규모로 작겠으나 **점진적인 Q 확대가 예상**된다. IT 랙 단위로 변압기가 개별 연결되는 구조상 필요 수량이 많으며, **전력 공급 방식과 무관하게 전 데이터센터향으로 납품이 가능해지면서 전방산업이 사실상 전체 데이터센터로 확대**되기 때문이다. 발전원을 가리지 않는 납품 구조상, 가스터빈·SOFC 등 차세대 현장발전(On-site 발전) 시장 성장 시에도 동사가 자연스럽게 수혜를 받을 수 있는 위치에 있다.

(2) 선제적인 CAPA 증설을 통한 외형 성장 기대

타사 대비 이른 CAPA 증설을 통한 빠른 외형 성장 전망

산일전기는 **제 2 공장의 단계적 가동 및 제 1 공장 생산성 강화**를 통해 빠른 속도로 외형 성장이 가능할 것으로 전망한다.

동사는 **변압기 업체 중에서도 이른 시점에 증설을 결정한 기업**이다. '23 년 12 월 제 2 공장 건설을 위한 800 억원 규모의 부지를 매입한 뒤, A 동은 '24 년 12 월, B 동은 '25 년 3 월 가동을 개시했다. '25~'27 년에 걸쳐 가동률을 단계적으로 100%까지 끌어올릴 예정이다. 빠른 증설 결정을 내린 점과 더불어 배전 변압기는 초고압 변압기 대비 리드타임이 상대적으로 짧아 동사는 **타사 대비 빠른 시점부터 증설 효과를 누릴 수 있을 것으로 전망**한다.

국내 주요 변압기 업체별 CAPA 증설 타임라인

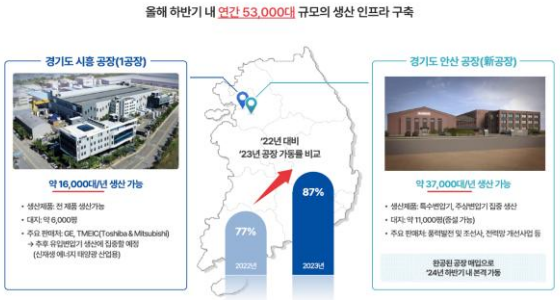
구분	산일전기	일진전기	LS 일렉트릭	효성중공업	HD 현대일렉트릭
증설결정	23.12	23.09	24.05	2H25	25.01
준공시점	24.12	24.11	25.12	26 년 말~28 년	26.09~27.07
실적반영	3Q25 이후	4Q25 이후	1H26	27 년 이후	27 년 이후
주요제품	특수변압기 +배전 변압기	초고압변압기 (~500kV)	배전기기 +변압기	765kV 변압기+GIS	765kV 변압기+배전

자료: 각 사, SK 증권

전사 CAPA 3,500 억원에서 8,000 억원으로 확대
교대 근무 시 추가 CAPA 확보 가능

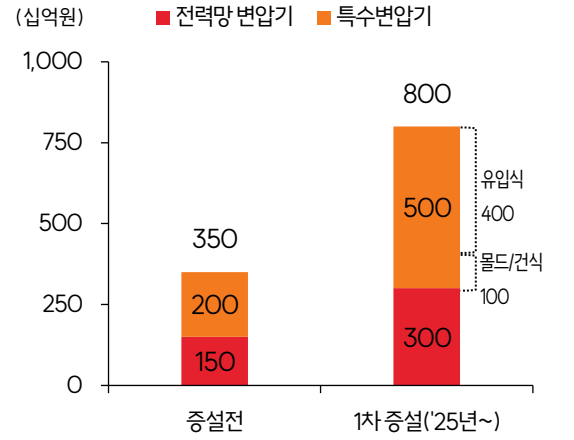
동사는 제 2 공장 1 차 증설로 4,000 억원의 증설 효과를 확보했으며, A 동(전력망 변압기) 3,000 억원, B 동(건식 및 몰드 특수변압기) 1,000 억원으로 구성된다. 제 2 공장의 자동화율은 40%로 제 1 공장 대비 약 4 배 높아 숙련공 인력이 적음에도 빠른 시간 내 제 1 공장 수준의 생산성을 달성할 수 있었다. 여기에 제 1 공장의 생산 효율이 예상을 상회하며 유입 특수변압기 CAPA 가 기존 3,000 억원에서 4,000 억원으로 증가했다. **이로써 전사 CAPA 는 기존 3,500 억원(임대 공장 500 억원 포함, 임대 공장은 2 공장 가동 후 운영 종료)에서 8,000 억원으로 확대**되었으며, 이는 당초 계획인 6,000 억원 대비 높은 수치다. 계획 초과의 주요 요인은 생산 효율 개선이며, 향후 인력 충원 및 교대 근무 시 추가 CAPA 증가 여력이 남아 있다.

산일전기 제 1 공장 및 제 2 공장



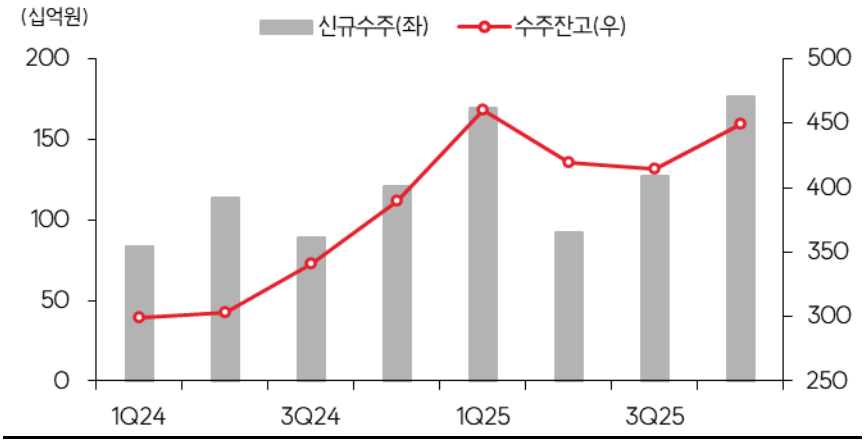
자료: 산일전기, SK 증권

제 2 공장 준공 전후 생산능력 비교



자료: 산일전기, SK 증권

산일전기 신규수주 및 수주잔고 추이

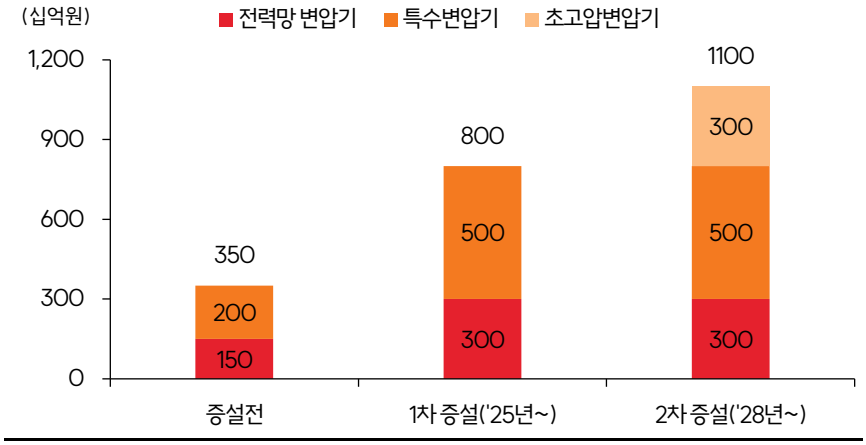


자료: 산일전기, SK 증권

제 2 공장 유휴 부지에 초고압 변압기 설비 구축 예정

뿐만 아니라, **제 2 공장의 절반에 해당하는 유휴 부지를 활용해 초고압 변압기 설비를 구축**하는 2 차 증설을 검토 중이다. '26~'27 년 증설 완료 후 단계적으로 매출에 기여할 전망으로, '28 년 연간 CAPA 1,500 억원 규모로 가동 시작해 '31 년 3,000 억원 CAPA 확보를 예상한다. 이를 포함하면 '31 년 연간 최대 1.1 조원의 생산능력 달성이 가능하다. 추가 부지 매입 없이 기존 유휴 부지를 활용하므로 추가 CAPEX 는 내부 현금으로 충당 가능한 수준이다.

산일전기 생산능력 추이 및 전망



자료: 산일전기, SK 증권

2 년 내 미국 현지 법인 및 조립 공장 건설 전망

한편 **미국 현지 법인 설립 및 조립 공장 구축도 2 년 이내를 목표로 추진 중**이다. 신규 건물을 짓지 않고 기존 제조 공장을 매입 후 리모델링하는 방식으로 설비 구축 시간을 단축할 계획이다. 숙련공이 필요한 핵심 모듈은 국내에서 생산한 뒤 미국 현지에서 최종 조립하는 분업 구조로 운영할 방침이다. 이를 통해 미국 고객 대응력 강화와 공급망 현지화를 동시에 달성할 수 있을 것으로 기대된다.

(3) 재고 소진의 터널의 끝, 전력망 턴어라운드 예상

'26 년 업황 반등에 따른 전력망 사업부 턴어라운드 전망

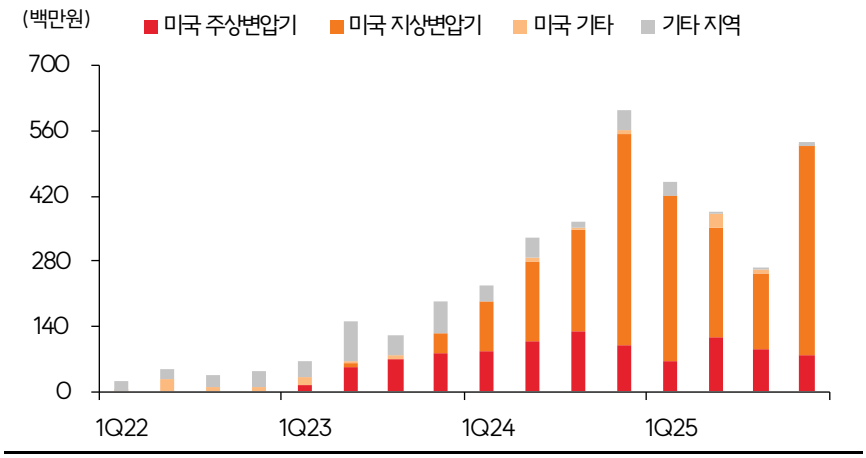
'26 년 다소 부진했던 전력망 사업부의 턴어라운드를 예상한다. '25 년 한 해 미국 배전 변압기 시장은 관세 협의로 인한 수주 지연으로 매출 및 수주가 저조했다. 특히 주상 변압기의 경우, '22~'24 년 노후 변압기 교체 수요 폭증에 따른 고객사들의 과도한 재고 축적 소진으로 매출액이 전년 대비 약 16% 감소했다. 그러나 최근 산불, 태풍 등 기후 변화로 인한 전력망 훼손이 가속화되며, 고객사 재고 수준이 다시 수주를 논의할 수준으로 하락한 것으로 파악된다. 또한, 관세에 대한 논의가 일정 부분 마무리되었음에 따라 관세에 따른 불확실성도 축소된 상황이다.

프로젝트 기반의 수주인 초고압 변압기와 달리, 산일전기가 공급하는 배전용 전력망 변압기는 **벤더 등록 후 반복 수주가 발생하는 구조**이다. 또한 벤더 구조 자체가 3~4 개로 제한되며, 기술력 입증과 레퍼런스 확보가 중시되는 산업임에 따라 신규 업체의 진입이 매우 어렵다. 시장 성장이 플레이어의 안정적인 수주 성장으로 이어지는 구조임에 따라, **배전 변압기 업황 반등과 동반해 산일전기의 전력망 수주 또한 회복 국면에 진입할 것**으로 판단한다.

1Q26 '26 년 인도 물량 협의 마무리 하반기 수주 확대 예정

1 분기 중 고객사들과 '26 년 인도 물량에 대한 협의가 마무리될 예정이며, **하반기부터 신규 수주 규모의 가파른 우상향**으로 이어질 예정이다. 만약 기후 요인으로 재고 소진이 더욱 빨라질 경우, 상반기 내 조기 수주 가능성도 열려 있다.

전력망 변압기 매출액 추이



자료: 산일전기, SK 증권

(4) 초고압 변압기 시장 진출로 중장기 성장동력 확보

초고압 특수 변압기 시장 진출 예정
'24 년 한국철도공사향 레퍼런스 보유

산일전기는 기존 신재생 고객들의 패키지 공급 니즈에 대응하기 위해 **초고압 특수 변압기 시장에 진출할 예정**이다. 신재생 발전의 경우 발전 전압이 수백~수천 V 수준으로 낮아, 송전망 연결 전 변전소를 거쳐 154kV 이상으로 승압하는 과정이 필수적이며, 동사의 초고압 변압기는 이 구간에 탑재될 예정이다. 또한, 데이터센터에서 전력망으로부터 송전받은 초고압 전력을 감압하기 위한 목적의 초고압 변압기로도 일부 채택 가능할 것으로 기대한다. 기술력 검증 및 레퍼런스 확보 차원에서 '24 년 한국철도공사에 154kV 초고압 변압기를 납품한 바 있다.

154kV 엔트리 레벨 변압기로 경쟁 강도 낮음

동사가 공급할 제품은 HD 현대일렉트릭, 효성중공업 등 주요 초고압변압기 업체의 주력 제품 대비 규모가 작은 154kV 엔트리 레벨 제품으로, **기존 거래처 중심의 패키지 납품 구조상 직접적인 경쟁에서 상대적으로 자유롭게 포트폴리오를 확대**할 수 있는 기회다. ASP 는 약 500 억원 수준으로, 기존 제품군 대비 현저히 높다.

'28 년 본격 양산 돌입 예정

'26 년 중 2 공장 유휴 부지에 생산 설비 건설을 시작해 **'28 년 본격 양산에 돌입**할 전망이다. 매출 기여는 수주 확보 속도에 따라 변동성 존재하나, 초기 CAPA 약 1,500 억원을 시작으로 '31 년에는 약 3,000 억원 수준까지 성장할 것으로 예상된다. 단기적인 실적 기여를 기대하기는 어려우나, **신재생 및 데이터센터 밸류체인 내 공급 확대와 높은 ASP 를 바탕으로 중장기 핵심 성장 동력으로 작용할 전망**이다.

전력계통 단계별 전압등급 체계

단계	전압	비고
송전(Transmission)	765kV 500kV 345kV 230kV 161kV 138kV 115kV 69kV	교류(AC) 전압 중 최고 수준* 송전의 최저 단계 전압
준송전(Sub-transmission)	69kV 46kV 34.5kV	
배전(Distribution)	345kV 24.9kV 13.2kV 12.47kV 4.16kV	

자료: Larson Electronics, SK 증권

3. 기업 개요

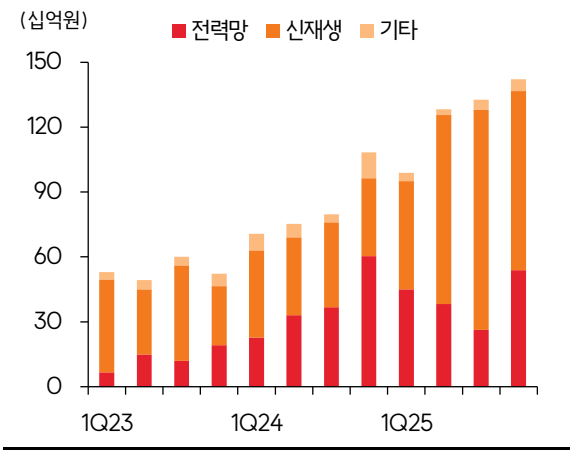
(1) 특수변압기 전문 기업

산일전기 개요
1) 특수변압기 · 전력망 변압기 생산
2) 수출 비중 97%, 미국 시장 주력
3) 높은 OPM ('25 년 36.2%)

산일전기는 38 년간 변압기 사업을 영위해 온 변압기 전문 회사로, 특수변압기와 전력망 배전변압기를 주력 제품으로 한다. '25 년 기준 수출 비중이 97%를 상회하는 수출 중심의 기업으로, 그 중에서도 미국 시장을 주력으로 한다.

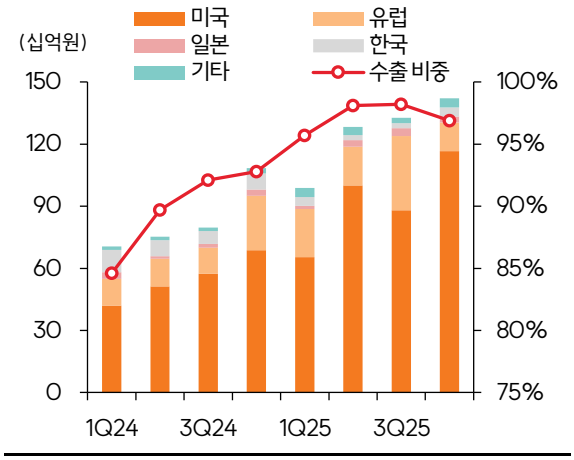
국내 변압기 Peer 그룹 대비 높은 수준의 OPM을 보이며 ('25년 연결 기준 OPM 36.2% vs 국내 변압기 Peer 평균 OPM 13.2%), 이는 ① **특수변압기: 고객사별 맞춤 스펙을 제작함에 따라 요구되는 기술력 및 진입 장벽 높음,** ② **전력망 변압기: 소품종 대량 생산을 통한 규모의 경제 시현**으로 전 사업부를 아울러 높은 수익성을 기록하기 때문이다.

산일전기 사업부별 매출액



자료: 산일전기, SK 증권

산일전기 국가별 매출액 및 수출 비중



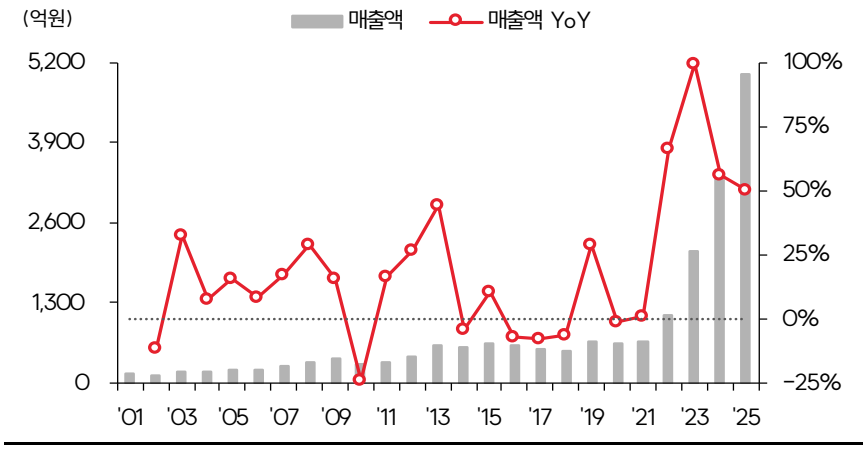
자료: 산일전기, SK 증권

(2) 매출 우상향 기조 지속

반복 수주 구조 + 신규 고객사 추가로 매출 우상향 기조 지속

산일전기는 꾸준한 매출 우상향 기조를 보인다. 이는 **벤더 등록 후 수주 규모가 점진적으로 확대되는 반복 수주 구조**와, 기존 고객사를 통해 확보한 레퍼런스를 기반으로 **연간 1~2 개씩 꾸준히 누적되는 신규 고객사 추가**에 기인한다. 단가 인상보다 신뢰 구축을 우선시하는 전략을 통해 기존 고객 이탈을 방지하고 고객사와 15~20 년 이상의 장기 거래 관계를 이어오고 있다. 동사는 TMEIC 와는 26 년, GE 와는 15 년 이상의 거래 관계를 지속하며 기술력 입증 및 레퍼런스를 확보했다. 이를 기반으로 '23 년 미국 전력망 변압기 시장에 최초 진출, '25 년 제 2 공장 증설 후 빠른 속도로 공급 물량을 확대하고 있어 높은 매출액 성장세를 기록 중이다.

산일전기 연도별 매출액 및 매출액 성장률 추이



자료: 산일전기, SK 증권

(3) 전력망 사업부

전력망: 반복 수주 구조를 통한 규모의 경제 시현으로 30%대 마진 달성

전력망 사업부의 주력 제품은 산업용 지상변압기(Pad)와 주거지용 주상변압기(Pole)이다. 단품 기준으로는 특수변압기 대비 저마진이나, 일정한 규격의 제품의 대량생산을 통한 규모의 경제 시현으로 특수변압기 사업부와 유사한 30%대의 마진을 기록 중이다. 이러한 양산 효과를 볼 수 있는 이유는 미국 배전 변압기 산업의 특성 때문이다. 미국 배전 변압기의 경우, 유틸리티 업체별로 3~4 개의 변압기 업체가 까다로운 절차를 걸쳐 벤더로 등록되면 해당 업체들에게 반복 수주를 진행하는 구조이다.

'23 년 미국 시장 진출 점유율 확대를 통한 Q 성장 여력 충분

동사는 '23 년 미국 전력망 변압기 시장에 진출했으며 주요 고객사는 PG&E, Duke Energy, Southern Co. 등의 미국 유틸리티 업체들이다. 고객사별 동사의 점유율은 PG&E 10% 미만, 그 외 1% 미만으로 추정된다. 한 벤더가 유틸리티 업체 내 차지할 수 있는 최대 점유율은 40%로, 동사의 현재 고객사 내 점유율 확대 여력은 충분하다.

산일전기 전력망 사업부 포트폴리오

주요 고객사	경쟁업체	주요 제품
Pacific Gas and Electric Company DUKE ENERGY Southern Company SDGE NEXTera ENERGY	ERMCO HOWARD INDUSTRIES	 **지상 변압기** - 별도의 수변전 설비의 설치가 어렵고 지하 케이블로 송전되는 수용가에 설치 - 국내외 전력청에 납품 - 최대용량: 7MVA - 최대전압: 34.5kV **주상 변압기** - 도시/교외의 주택가나 상업지역에 전력을 공급하는 데 사용 - 국내외 전력청에 납품 - 최대용량: 333kVA - 최대전압: 34.5kV

자료: 산일전기, SK 증권

(4) 신재생/데이터센터 사업부

특수변압기는 맞춤 제작 변압기
프로젝트, 목적, 고객에 따라 스펙 다름

특수변압기란 특수 목적 및 환경에 따라 맞춤 제작하는 변압기로, 프로젝트별로 각기 다른 스펙이 적용된다. 주요 전방산업은 철도·선박, 해양플랜트, 신재생에너지 및 ESS 이다. 동사는 배전용 특수변압기를 주력 상품으로 하며, 전방산업 내 높은 비중을 차지하는 신재생에너지 및 ESS 향 특수변압기를 신재생 사업부로 별도 분류한다.

냉각 방식에 따라 유입 변압기와
건식/몰드 변압기로 분류

특수변압기는 냉각 방식에 따라 유입 변압기와 건식/몰드 변압기로 나뉜다. 냉각유를 활용한 유입 변압기는 태양광 발전용 인버터의 필수 부품으로, GE, TMEIC 등의 신재생 인버터 업체에 납품해 최전방 고객사에게 전력 패키지 형태로 최종 공급된다. 최대용량은 70MVA, 최대전압은 72.5kV 이다. 건식 변압기 중 하나인 몰드 변압기는 진공주형 설비로 제작되며, Siemens 등을 통해 주로 풍력발전 관련 사업에 납품된다. 최대용량은 15MVA, 최대전압은 34.5kV 이다.

스펙 커스터마이징 + 고조파 환경 하
안정성 확보 위해
요구 기술력 및 진입장벽 높음

고객의 요구에 맞춰 스펙을 커스터마이징해야 한다는 점 외에도 특수변압기는 높은 기술력이 요구된다. 신재생향 특수변압기의 경우, 사막·극지방·해상 등 가혹한 외부 환경에 노출될 뿐만 아니라, 간헐적 발전량 변동에 따른 불규칙한 전류 조건과 직류-교류 변환 과정에서 발생하는 고조파 환경 하에서도 안정적으로 작동해야 한다. 이에 설계 역량과 레퍼런스 축적에 상당한 시간이 소요되는 만큼, 검증된 소수의 공급업체에 수주가 집중되는 구조다. 동사는 그 중에서도 공급 부족 심화로 ASP 가 높은 미국 시장을 주력으로 해 높은 수익성을 기록하고 있다.

산일전기 신재생/데이터센터 사업부 포트폴리오

주요 고객사	경쟁업체	주요 제품	
General Electric TMEIC SIEMENS	prolec TOSHIBA		**유입 변압기** - 신재생 에너지(주로 태양광) 발전용 인버터의 필수 부품으로 전압을 조정해주고 전력을 공급해주는 변압기 - GE, TMEIC 등 인버터 업체에 납품 - 최대용량: 70MVA - 최대전압: 72.5kV
			몰드(건식) 변압기 - 진공주형 설비로 제작된 안정된 품질을 바탕으로 주로 풍력발전 관련 산업에 납품 - 지멘스 등에 납품 - 최대용량: 15MVA - 최대전압: 34.5kV

자료: 산일전기, SK 증권

(5) 기타 사업부

기타: 신재생·ESS·DC 외 전방산업향 특수변압기

특수변압기 중 신재생에너지, ESS 및 데이터센터 등에 해당하지 않는 전방산업으로 납품되는 제품들을 기타 사업부로 분류한다. 선박용, 철도용 특수변압기 등이 이에 해당한다.

산일전기 기타 사업부 포트폴리오

[건식 배전변압기]
- 산업 및 조선향
- 내열성이 우수한 절연재료를 사용해 화재나 폭발의 위험이 없음
- 최대용량: 15MVA
- 최대전압: 24kV

[기타]

• 몰드형 단권 변압기
- 국내 최초 철도용 몰드형 단권 변압기, 55kV급
- 철도시설공단에 지속 납품 중

•수냉식 몰드변압기
- 국내 최초로 Water-Cooler를 장착한 수냉식 몰드 변압기
- 24-pulse /7.1MVA
- 선박용으로 GE에 납품

•수냉식 유입변압기
- 국내 삼랑진 발전소에 Water-Cooler를 장착한 OFWF 유입변압기 (27MVA) 납품
- 현재 풍력발전 Nacelle에 설치되는 수냉식 유입변압기 (9.2MVA, 66kV급) 개발중

자료: 산일전기, SK 증권

4. 산업 분석

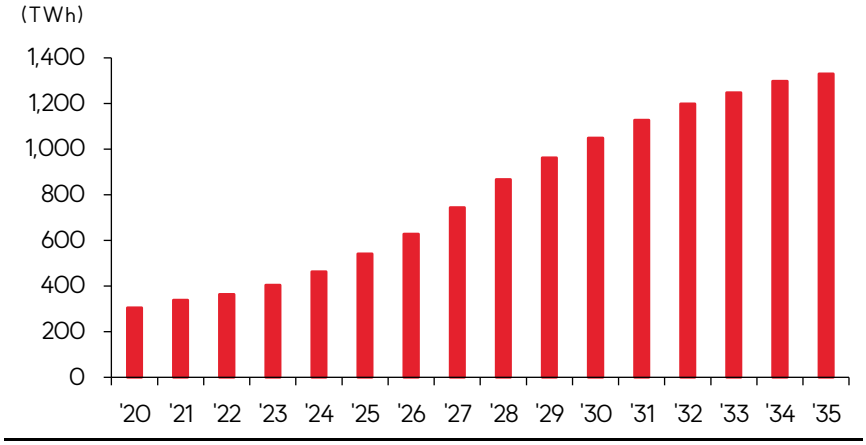
(1) 데이터센터 전력망 병목 심화

전력망 병목 심화로
AI DC 전력망 + 현장발전 병행 전망

AI 데이터센터의 전력망 병목 심화로, AI 데이터센터의 전력 공급 구조는 **전력망과 현장발전(On-site 발전)을 함께 활용하는 방식**으로 변화할 전망이다.

AI 및 클라우드 확산으로 데이터센터 전력 수요는 급증하고 있다. '24 년 전세계 데이터센터 전력 사용량은 약 415TWh 였으며, 이는 전 세계 전력 소비의 약 1.5%에 해당한다. 그리고 IEA 는 '30 년 데이터센터의 전력 소비량이 1000TWhs 로 증가할 것으로 추정했다. 이 같은 수요 팽창은 미국에서 가장 가파르게 나타나며, BNEF 에 따르면 미국 데이터센터의 전력 수요는 '25 년 40GW 규모에서 '35 년 106GW 로 급증할 전망이다.

'20~'35 년 데이터센터 전력 사용량 추이 및 전망



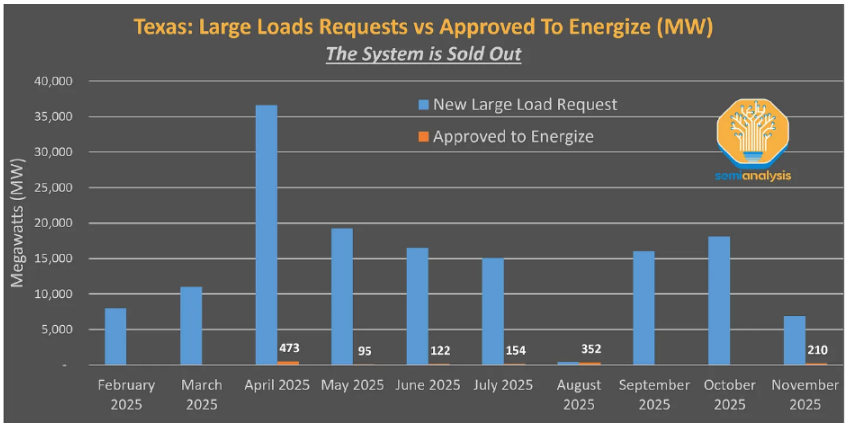
자료: IEA, SK 증권

DC 의 가장 큰 병목 요인은 전력망 연결

이러한 상황에서 **전력망 연결은 데이터센터 시장에 있어서 가장 큰 병목 요인**으로 부상했다. '24~'25 년 가동되는 대형 데이터센터들은 '22~'23 년에 이미 전력망을 통한 전력을 확보한 상태인 반면, '25 년 이후에 가동되는 대형 데이터센터들의 전력 확보 경쟁은 극단적으로 치열해졌다. AI 전력 수요 급증과 더불어 선제적인 전력 확보를 위한 투기적 요청으로 인해 현재 미국에서 발생한 전력망 요청 누적 규모는 1TW 를 초과했다. 한편 전력망 확충은 유틸리티 업체들의 보수적인 CAPA 증설에 따른 변압기 및 가스터빈의 핵심 설비의 공급 지연과 더불어 정부 지자체의 전력망 안정성 검토로 인한 느린 인허가로 인해 장기화되는 추세이다.

일례로 텍사스 주의 경우, '25 년 매달 수십 GW 규모의 데이터센터 전력 부하 요청이 접수된 한편 1 년간 승인된 용량은 1GW 를 간신히 넘겼다.

'25 년 월별 미국 전력망 허가 신청 및 승인 규모 추이



자료: ERCOT, SK 증권

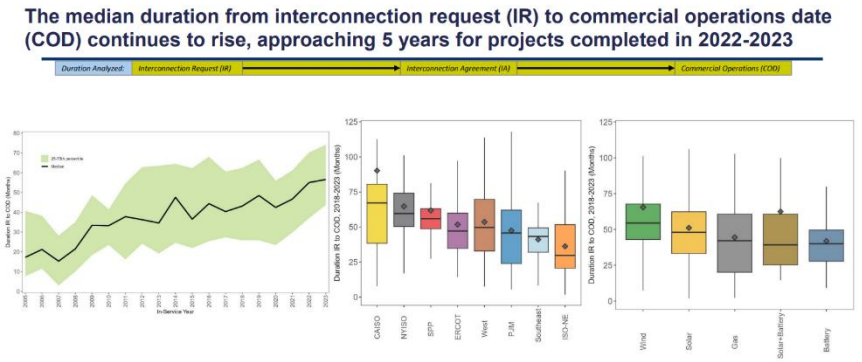
(2) 전력망 연결을 기다릴 수 없는 데이터센터

전력망 연결 리드타임 5 년 육박
반년 대기 시 수십억의 기회비용 발생

현재 미국 AI 데이터센터의 전력망 연결 신청부터 상업 운전까지의 리드타임은 약 5 년에 육박한다. 그러나 AI 인프라는 수년이 소요되는 전력망 확충을 마냥 기다릴 수만은 없는 상황이다. **①데이터센터 가동이 늦춰질 경우 발생하는 금전적인 손실이 매우 크고, ②전력 가격 상승에 대한 반발이 데이터센터의 전력망 사용 규제로 이어지는 추세**이기 때문이다.

400MW 규모의 데이터센터는 1 년 기준으로 약 100~120 억달러의 매출을 발생시킨다. 그 말인 즉슨, 400MW 규모 데이터센터의 가동이 6 개월만 늦춰져도 수십억 달러에 달하는 매출이 기회비용으로 발생한다는 뜻이다.

AI 데이터센터, 전력망 연결 신청부터 상업 운전까지 약 5 년 소요



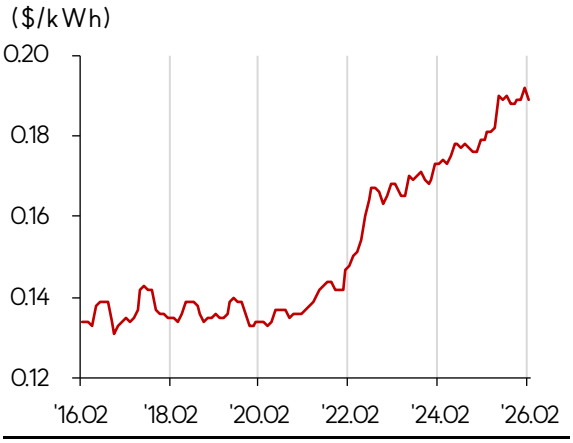
자료: Berkeley Lab, SK 증권

AI DC 전력 사용에 따른 전기요금 상승 문제 대두

또한 **트럼프 행정부는 데이터센터의 과도한 전력망 사용으로 인한 전력 가격 상승을 견제**하고 있다.

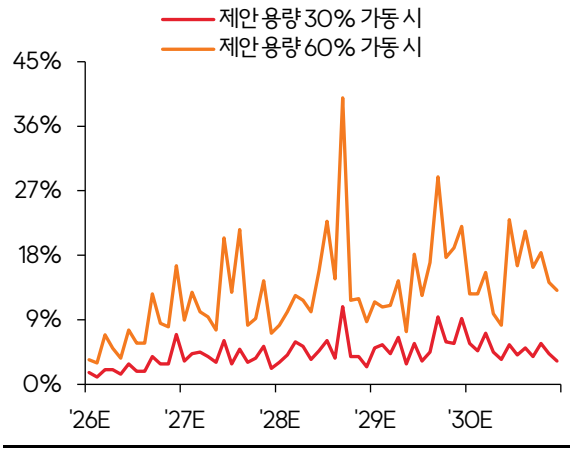
최근 미국 여러 지역에서 데이터센터가 전기요금 상승의 원인이라는 주민들의 반발이 커졌다. 트럼프 대통령은 취임 첫해 전기요금을 절반으로 낮추겠다고 약속했으나, '25 년 미국 주거용 전기요금은 전국 평균 6% 상승했다. 이에 그치지 않고 미국 연방준비제도 산하 Dallas Fed 는 미국 내 현재 계획 중인 모든 발전소와 데이터센터를 고려했을 경우, 향후 미국 전력망 도매 전력 가격 월별 상승률은 최대 40%까지 도달 가능하다고 추정한다.

미국 전력 비용 추이



자료: FRED, SK 증권

데이터센터로 인한 미국 도매 전기요금 월별 예상 상승률



자료: Federal Reserve Bank of Dallas, SK 증권

미국 주요 지역별 AI 데이터센터 전기요금 인상 현황

주요 지역	인상 현황	비고
일리노이 (시카고)	가구당 월 평균 10~15 달러 인상	- 주지사가 데이터센터 세제 혜택 중단을 검토할 정도로 전력망 확충 비용의 전가 심각
노던버지니아	전력 요금 전년 대비 약 12% 상승	- 세계 최대 데이터센터 밀집지로, 송전망 보강 비용이 주요 요금 고지서에 반영
애리조나 (피닉스)	산업용·주거용 평균 8~10% 인상	- 냉방·용수 처리 및 데이터센터 전용 변전소 건설 비용 부담 증가
조지아 (애틀란타)	기본 요금 외 추가 할증 부과	- 2GW 이상의 신규 접근 물량을 감당하기 위해 화력 발전소 가동 연장 비용 발생
오라클 부지 (뉴멕시코)	향후 5 년간 단계적 15% 인상안	- 신규 데이터센터 단지 조성을 위한 인프라 투자비 회수 목적

자료: 언론 보도, SK 증권

요금 납부자 보호 서약 서명
빅테크가 직접 DC 전력 조달해야

이에 지난 3 월 4 일 트럼프 대통령은 주요 빅테크 기업들이 AI 데이터센터에 필요한 전력을 기업들이 자체적으로 공급하겠다는 '요금 납부자 보호 서약'에 서명하도록 했다. 이번 서약에는 아마존, 구글, 메타, 마이크로소프트, xAI, 오라클, 오픈 AI 등 주요 기술기업이 참여했다. 이번 서약을 통해 **빅테크 기업들은 새 AI 데이터센터를 지을 때마다 필요한 전력을 자체 전력 공급 시설을 건설하거나, 발전 설비를 임대 또는 구매해 전력을 직접 조달해야 한다.**

이번 합의는 법적 구속력을 가진 구체적인 의무를 포함하지는 않으나, 미국 전력 비용 상승에 따른 인플레이션 심화를 경계한 미국 정부가 해당 내용을 실제 정책으로 구현할 가능성이 높다고 판단한다. 구체적인 법안으로 실현되지 않는다고 가정하더라도 빅테크 입장에서 앞서 언급한 전력망 병목에 따른 기회비용 손실을 방지하기 위해 현장발전(On-site 발전)의 확산을 예상한다.

트럼프, 미국 주요 빅테크 기업들과 '요금 납부자 보호 서약' 서명

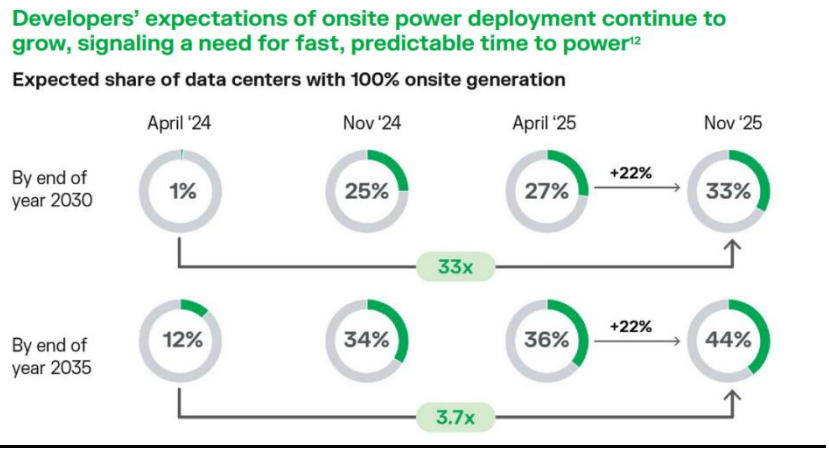
자료: 언론 보도, SK 증권

(3) 현장발전, 신재생 + ESS 의 구조적 성장

DC 의 현장발전 활용은 급속도로 증가할 전망

현장발전(On-site 발전)이란 기존 전력망에서 생산된 전력을 공급받는 것이 아닌, 기업들이 자체적으로 전력을 생산, 저장 및 관리하는 시스템을 말한다. 전력망 병목이 구조적으로 지속되면서, **데이터센터의 전력 조달 방식은 전력망 단독 의존에서 현장발전 병행 구조로 빠르게 전환**되고 있다. Bloom Energy 조사에 따르면 '30 년까지 데이터센터의 3 분의 1 이상이 현장발전 전력을 주요 에너지원으로 활용할 것으로 예상된다. '35 년에는 그 비중이 44%에 육박할 전망이다. 이러한 수치는 불과 1 년 반 전 조사 대비 33 배 증가한 수치이다.

'30 년 세 데이터센터 중 하나는 현장발전으로 100% 전력 공급



자료: Bloom Energy, SK 증권

가장 주목받는 발전원은 가스터빈 & SOFC

현재 현장발전 시장에서 가장 주목받는 발전원은 **가스터빈과 SOFC(고체산화물 연료전지)**다. 24 시간 안정적인 출력이 가능하고 전력 밀도가 높아 대용량 전력이 필요한 AI 데이터센터에 적합하기 때문이다.

다만 가스터빈의 경우 납기 대기 기간이 최장 7 년까지 늘어나는 공급 지연 이슈가 심화되고 있어 단기 전력 수요 대응에 제약이 따른다. 한편 SOFC 는 모듈형 설계로 비교적 빠른 납기와 단계적 용량 확장이 가능해 가스터빈의 현실적 대안으로 부상하고 있다. Bloom Energy 는 '25 년 Brookfield Asset Management 와 $50 억 규모 파트너십, AEP 와 1GW 공급 계약을 연달아 체결하며 AI 데이터센터 전력 시장 공략을 본격화하고 있다.

RE100 이행 목적의
신재생 + ESS 병행 확대 전망

이러한 배경에서 **ESS 를 중심으로 한 신재생에너지의 현장발전(On-site 발전) 활용도 병행하여 확대될 전망**이다. ESS는 신재생에너지의 발전량 변동을 흡수해 피크 시간대에 전력을 방출하는 방식으로 전력 공급의 안정성을 확보한다. 특히 RE100(사용 전력의 100%를 재생에너지로 조달하는 글로벌 캠페인) 이행 의무가 있는 빅테크 기업들에게 태양광+ESS 패키지는 탄소 감축과 전력 자급을 동시에 실현할 수 있는 현실적 선택지다. 메타는 '26 년 3 월 데이터센터 전력 공급을 위한 80MW 규모의 태양광 발전 계약을 체결하기도 했다.

하단의 차트는 '24 년 말 시점 상위 10 개 데이터센터 운영사의 데이터센터 운영 용량, 개발 중 용량, 그리고 녹색에너지 사용 비율을 보여준다. 차트에서 나타나듯 Amazon, Microsoft, Google, Meta 등 주요 빅테크는 이미 녹색에너지 비중 100%를 달성했거나 목표로 선언한 상태이다.

RE100 충족 위해선 신재생·ESS 현장발전 병행 필요할 전망

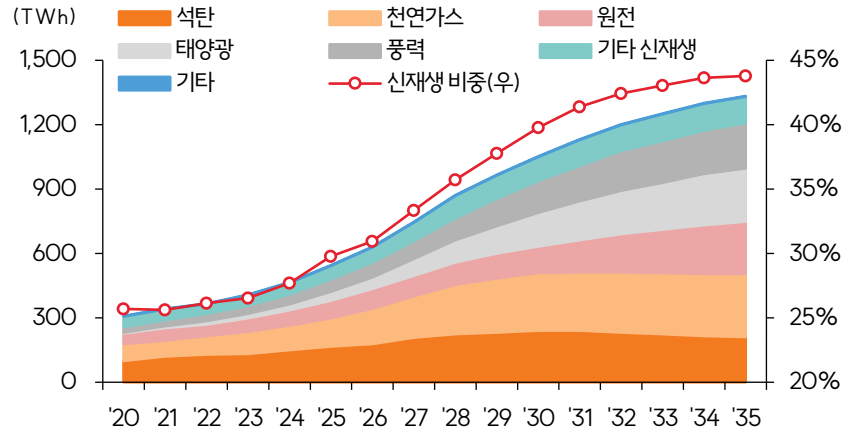
Data Center Players Strive For 100% Clean Energy
Green power share of top 10 data center operators

Data center company	Operational capacity	Capacity under development	Green power share
Amazon	3,414MW	10,849MW	100%
Microsoft	2,662	7,601	100
QTS	1,276	6,173	100
Meta	2,797	4,087	100
Google	2,823	3,681	100
Scala	114	5,127	100
Digital Realty	2,355	2,689	66
CloudHQ	341	3,575	Not disclosed
CyrusOne	934	2,211	62
Stack	560	2,564	Not disclosed

자료: BNEF, SK 증권

지금까지의 RE100 이행이 PPA(전력구매계약)를 통한 간접 조달 방식에 주로 의존해 왔다면, 현장발전 비중이 높아질수록 전력망을 통해 재생에너지를 간접적으로 조달하는 PPA 방식만으로는 실질적인 재생에너지 사용 인증에 한계가 발생한다. 결국 **데이터센터 부지 내 태양광·ESS 를 직접 통합하는 현장발전 방식이 RE100 의 실질적 이행 경로 중 하나**로 자리잡을 것으로 예상한다.

'35 년 데이터센터향 전력 생산 중 신재생 비중은 44%에 육박 예정



자료: IEA, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	103	305	419	561	746
현금및현금성자산	21	62	109	190	288
매출채권 및 기타채권	32	96	137	171	216
재고자산	44	60	91	114	144
비유동자산	88	187	262	301	342
장기금융자산	7	12	42	42	42
유형자산	81	168	178	211	244
무형자산	0	1	2	2	2
자산총계	191	493	681	863	1,087
유동부채	53	53	89	103	122
단기금융부채	11	11	2	2	3
매입채무 및 기타채무	23	14	45	63	80
단기충당부채	2	2	1	2	2
비유동부채	12	6	6	7	9
장기금융부채	8	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	4	5	7
부채총계	65	58	95	111	131
지배주주지분	126	434	586	752	956
자본금	2	15	15	15	15
자본잉여금	23	230	230	230	230
기타자본구성요소	8	19	34	34	34
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	70	148	284	450	655
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	126	434	586	752	956
부채와자본총계	191	493	681	863	1,087

포괄손익계산서

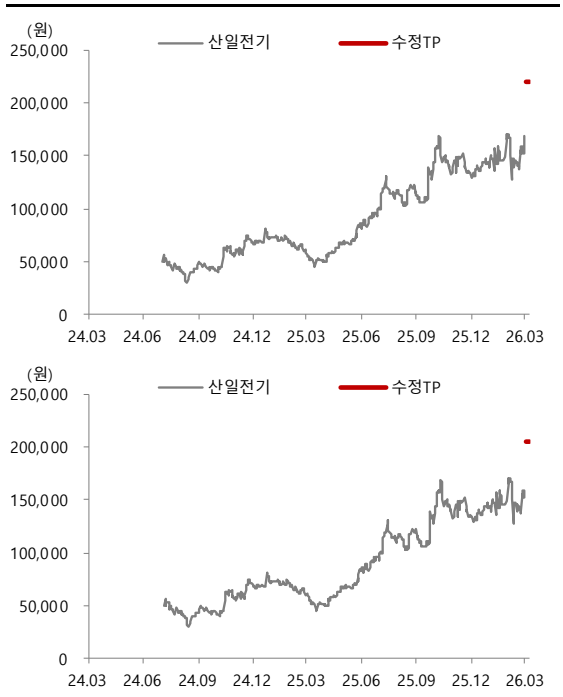
12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	215	334	502	656	829
매출원가	137	190	268	324	404
매출총이익	78	144	234	332	425
매출총이익률(%)	36.3	43.0	46.6	50.6	51.3
판매비와 관리비	31	34	55	85	105
영업이익	47	109	179	248	320
영업이익률(%)	21.7	32.7	35.7	37.8	38.6
비영업손익	-1	-16	12	14	14
순금융손익	-2	-0	5	5	7
외환관련손익	1	11	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	93	191	262	334
세전계속사업이익률(%)	21.4	28.0	38.1	39.9	40.3
계속사업법인세	10	22	42	58	74
계속사업이익	38	84	149	204	261
중단사업이익	1	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	39	84	149	204	261
순이익률(%)	18.2	25.1	29.7	31.1	31.4
지배주주	39	84	149	204	261
지배주주귀속 순이익률(%)	18.2	25.1	29.7	31.1	31.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	52	83	149	204	261
지배주주	52	83	149	204	261
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	49	112	183	253	326

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동현금흐름	35	16	115	172	215
당기순이익(손실)	39	84	149	204	261
비현금성항목등	28	33	58	62	76
유형자산감가상각비	3	3	4	6	6
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	26	31	54	57	71
운전자본감소(증가)	-27	-86	-69	-42	-55
매출채권및기타채권의감소(증가)	-6	-59	-40	-34	-45
재고자산의감소(증가)	-13	-19	-33	-23	-30
매입채무및기타채무의증가(감소)	4	-12	22	13	17
기타	-9	-31	-49	-110	-140
법인세납부	-3	-15	-27	-58	-74
투자활동현금흐름	-16	-173	-54	-56	-60
금융자산의감소(증가)	-0	-84	-19	-7	-10
유형자산의감소(증가)	-23	-90	-14	-39	-39
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-1	0	0
기타	7	0	-20	-10	-11
재무활동현금흐름	-2	198	-14	-38	-56
단기금융부채의증가(감소)	-27	-9	-1	0	1
장기금융부채의증가(감소)	3	-8	-0	0	0
자본의증가(감소)	23	220	0	0	0
배당금지급	-0	-5	-13	-38	-56
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	17	41	47	81	98
기초현금	4	21	62	109	190
기말현금	21	62	109	190	288
FCF	13	-74	102	133	176

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	99.2	55.7	50.3	30.8	26.3
영업이익	282.5	134.4	63.9	38.5	29.1
세전계속사업이익	364.0	103.8	104.7	36.9	27.7
EBITDA	235.6	126.8	63.7	38.2	28.4
EPS	826.5	-65.3	78.2	36.4	27.7
수익성 (%)					
ROA	24.2	24.5	25.4	26.5	26.7
ROE	46.2	29.9	29.2	30.5	30.5
EBITDA마진	23.0	33.5	36.5	38.6	39.3
안정성 (%)					
유동비율	195.1	580.6	468.4	542.8	611.3
부채비율	51.9	13.5	16.3	14.7	13.7
순차입금/자기자본	-3.5	-30.0	-30.7	-35.6	-39.2
EBITDA/이자비용(배)	27.8	56.3	0.0	0.0	0.0
배당성향	11.6	15.3	25.5	27.6	30.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,921	2,748	4,899	6,684	8,536
BPS	26,290	14,263	19,238	24,615	31,305
CFPS	8,736	2,840	5,043	6,865	8,717
주당 현금배당금	947	420	1,250	1,850	2,600
Valuation지표 (배)					
PER	0.0	25.0	26.6	24.8	19.4
PBR	0.0	4.8	6.8	6.7	5.3
PCR	0.0	24.2	25.8	24.2	19.0
EV/EBITDA	-0.1	17.5	20.6	18.1	13.8
배당수익률	0.0	0.6	1.0	1.2	1.6

자료 : 산일전기, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2026.03.27	매수	220,000원	6개월