

제룡전기(033100, KQ)

AI 시대 전력 인프라 투자 필수 미국향 매출 급증하고 있는 동사에 주목

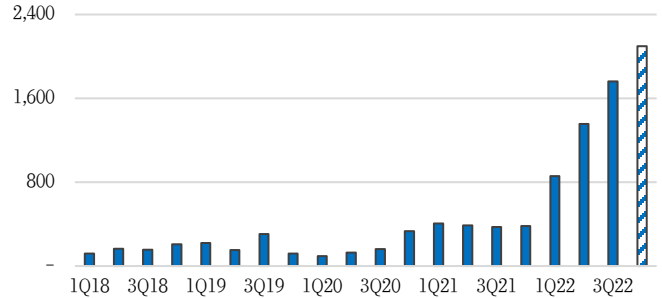
시가총액 (억원)	주가전망	적정주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)
1,626	Positive	19,000	10,120	87.8%↑

비즈니스 이슈

최근 인공지능에 대한 관심이 고조되면서 각국의 투자 확대가 예상된다. AI는 빅데이터, 기계학습, 딥러닝 등 다양한 컴퓨팅 기술에 기반하고 있기 때문에 이를 위해 많은 양의 전력이 필요하다. 미국은 2021년 11월 '전력 인프라 투자 확대에 관한 법령' 시행으로 10년간 1조 달러 이상의 예산을 전력 인프라에 투자한다. 또한 2019년 화웨이 수입제재로 중국산 전자장비 및 부품 수입이 줄면서 동사의 미국향 매출이 급속히 늘고 있다. 이 같은 추세는 앞으로 장기간 이어질 것으로 전망돼 주목을 당부한다.

제룡전기 분기별 주주잔고 추이

(단위 : 억원)



투자포인트

- ① 동사는 중소형 변압기 제조 전문기업, 2022년 하반기 미국향 매출 급증으로 어닝 서프라이즈 기록
- ② 동사의 해외 매출비중 25%(2021) → 58%(2022) → 70%(2023E)으로 늘면서 고성장 예상, 美 인프라 투자확대에 직접적 수혜 진행 중
- ③ 美 경우 대부분의 전력망이 1970년대에 구축되었기 때문에 인프라 노후화로 교체시기 도래, 변압기 쏠티지 장기간 이어질 전망
- ④ 지중매설형 변압기는 교통사고, 화재, 침수로 인한 정전 가능성 낮아 수요 확대 중, 국내 유일의 지중매설형 생산 기업으로 주목 필요
- ⑤ 최근 튀르키예 강진 영향으로 안전성 이슈가 부각되면서 동사의 내진형 고효율 변압기(세계 최초 개발) 수요도 확대 예상
- ⑥ 적정주가는 2023년 예상 EPS 1,279원에 Target PER 15배(동종업계 평균 PER)를 적용해 19,000원으로 커버리지 개시

주주현황

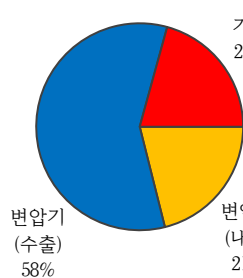
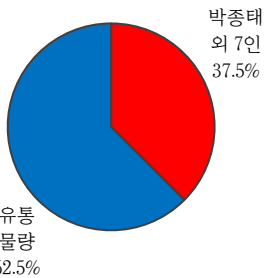
매출구성 (2022E)

(단위 : 주)

투자자 거래종합

(단위 : 주)

최근 공시 내용



날짜	외국인	개인	기관	날짜	내용
02/10	-16,155	65,389	-53,143	02/06	현금·현물배당결정
02/09	18,398	27,134	-42,221		1주당 배당금 150원
02/08	-15,022	16,347	-259	02/06	매출액 또는 손익구조 30%
02/07	-25,351	-45,419	70,191		북미시장 수출실적 호조
02/06	25,054	-106,029	76,361	02/01	단일판매·공급 계약 체결
02/03	-15,267	5,046	14,347		주상 변압기 공급 계약 체결

제룡전기 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위 : 억원, 원, 배, %)

구분	2021	2022E	2023E	YoY	2024E	YoY	2025E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	488	861	1,265	46.9%	1,350	6.7%	1,480	96	131	250	384	253	285	322	405
변압기	333	683	1,073	57.2%	1,150	7.2%	1,270	56	83	209	334	213	235	275	350
- 내수	210	181	193	6.4%	200	3.6%	220	42	40	29	70	43	45	35	70
- 수출	123	501	880	75.6%	950	8.0%	1,050	14	42	181	264	170	190	240	280
기타	155	179	192	7.4%	200	4.2%	210	39	48	42	50	40	50	47	55
영업이익	1	160	272	70.2%	295	8.5%	330	-7	10	66	91	55	60	72	85
영업이익률	0.2%	18.6%	21.5%	-	21.9%	-	22.3%	-7.8%	7.9%	26.2%	23.8%	21.7%	21.1%	22.4%	21.0%
순이익	12	125	205	64.7%	223	8.5%	245	-5	13	61	55	42	45	54	64
EPS	73	777	1,279	-	1,388	-	1,525	-	-	-	-	-	-	-	-
PER	71.5	14.5	7.9	-	7.3	-	6.6	-	-	-	-	-	-	-	-

전력산업은 국가 기반 사업의 토대, 선진국을 중심으로 노후화된 전력 인프라 교체주기 도래

**1986년 설립된
중소형 변압기
전문 업체**

동사는 변압기 제조 전문업체로 1986년 설립됐다. 동사의 전신인 경인전선개발은 1988년 제룡산업으로 사명을 변경했고, 1997년 코스닥에 상장했다. 이후 2011년 인적분할을 통해 지금의 제룡전기와 제룡산업으로 분리 상장됐다.

동사의 매출은 변압기와 기타 부문의 구성되며, 2022년 각각의 매출비중은 79%, 21%를 차지했다. 동사의 변압기는 지상에 설치되는 일반형과 지하에 설치되는 매설형으로 구분되며, 전력 손실을 감축시키는 아몰퍼스형, 지진에도 견딜 수 있는 내진설계형 등 다양한 변압기를 제조하고 있다. 기타 부문에는 변압기 외 기타 전력기기(가스절연개폐기(GIS), 차단기 등) 매출과 공사 및 용역 매출 등이 포함된다. 주요 거래처는 한국전력공사, 한국철도시설공단을 비롯해 미국의 Public Service Electric and Gas Company(PSEG) 등이 있다.

**지중매설형 변압기
국내 유일 생산 업체로
수혜 진행 중**

전력공급단계는 크게 발전 → 송전 → 배전으로 구분된다. 발전소에서 생산된 전기는 변전기를 통해 송전에 적합한 전압으로 승압된다. 승압된 전기는 송전탑을 거쳐, 공장 및 가정 등의 수용가로 송전되고, 배전기를 통해 각 필요에 맞게 적정 전압으로 감압되어 실제 사용될 수 있는 에너지 형태로 공급된다.

송전 단계의 승압 과정에서는 현대일렉트릭, 효성중공업, LS산전 등에서 제조하고 있는 초고압 변압기가 사용되며, 배전 단계의 감압 과정에서는 동사가 생산하고 있는 중소형 변압기가 활용된다. 특히 중소형 변압기는 최종 수요처에 원활한 전력 배분을 위해 다량의 설치가 필요한 특징이 있다. 동사는 국내에서 유일하게 '지중매설형 변압기' 생산이 가능한 업체로 전력 인프라 투자 확대에 따른 수혜가 기대된다. 지중매설형 변압기의 경우 일반 주상형, 유입형 변압기와 달리 교통사고, 화재, 파손으로 인한 정전 가능성이 낮다. 또한 폭우로 인한 침수에도 대비되어 있어 도입이 늘고 있다.

**세계최초
내진형 변압기 개발
튀르키예 강진 이후
관심 고조 전망**

최근 튀르키예 강진의 영향으로 안전성에 이슈가 부각되면서 동사의 '내진형 고효율 변압기'에 대한 관심도 고조될 전망이다. 동사의 내진형 변압기는 기존 국내에 보급된 일반형 제품과 크기 등 설치 규격을 같게 제작해 변압기 교체만으로 내진 기능을 확보할 수 있다. 해당 제품은 조달청을 통해 대규모 공급 레퍼런스를 확보하고 있으며, 발전소, 지하철 등에 설치되었다.

**2023년
해외 매출비중
70%까지 확대 예상**

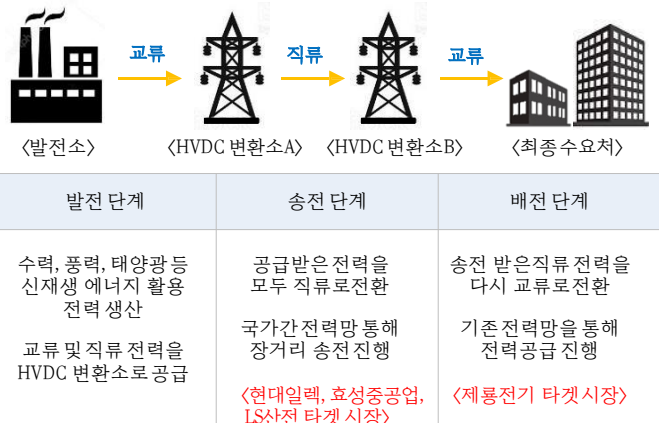
글로벌 변압기 시장이 확대되면서 동사의 해외 매출비중이 늘고 있는 점도 긍정적이다. 전 세계적인 친환경 정책으로 전기차 보급과 신재생 에너지 발전이 늘고 있고, 이에 따라 전력 수요가 지속 증가하면서 변압기의 중요성이 커지고 있다. 또한 코로나 이후 선진국을 중심으로 노후화된 전력 인프라를 교체하는 투자가 적극 시행되고 있어 수혜로 작용하고 있다. 동사의 해외 매출비중은 2021년 25%에서 2022년 58%, 2023년에는 70%까지 확대될 전망이다.

[그림 1] 동사의 주요 제품 현황



자료: 제룡전기, 리서치알음

[그림 2] 전력공급단계 구조도



자료: 리서치알음

2023년 미국향 매출 온기 반영으로 고성장 이어갈 전망, 본격적인 주가 상승은 지금부터

2022년 하반기
미국향 매출 급증으로
어닝 서프라이즈 달성

동사는 지난 6일 2022년 잠정실적을 공시했다. IFRS 개별 기준 2022년 동사의 영업실적은 매출액 860억원(+76.4%, YoY), 영업이익 160억원(+13,551.6%, YoY)을 기록했다. 어닝 서프라이즈를 달성할 수 있었던 주요 원인은 3분기부터 미국향 매출이 급증하고 있기 때문이다. 3Q22 기준 동사의 수주잔고는 1,762억원이며, 이 중 미국향 수주비중은 97%에 달한다. 4Q22에도 미국향 수주를 500억원 가량 추가 달성했다.

2023년에는 미국향 매출이 온기 반영되면서 고성장이 기대된다. 올해 동사의 영업실적은 매출액 1,265억원(+46.9%, YoY), 영업이익 272억원(+70.2%, YoY)으로 추정된다. 지난해말 수주잔고 2,000억원을 넘어선 것으로 판단되고, 추가적인 국내의 신규 수주가 임박해 예상치 달성에 무리가 없을 전망이다.

美 전력인프라법 시행
및 중국산 전자장비
수입 규제로
미국향 수주 장기간
이어질 전망

동사의 미국향 수주 확대는 단기간에 끝날 일이 아니다. 미국은 2021년 11월 통과된 전력인프라법(IIJA, Infrastructure Investment and Jobs Act) 시행으로 10년간 1조 달러 이상의 예산을 전력 인프라에 투자한다. 이 중 5,500억 달러는 향후 5년 동안 ①전기차 인프라 구축을 위한 충전소 설치, ②스마트 그리드 구축을 위한 전력망 디지털화 및 자동화, ③신재생 에너지 발전소 건설 및 기존 발전소 업그레이드, ④전력망 보강을 위한 변전소 및 전선 교체 등에 투자된다. ‘22년 하반기부터 해당 사업이 적극 추진되면서 미국 내 변압기, 전선 등 전력기기 쏠티지가 이어지고 있다. 미국의 변압기 주요 수입국은 멕시코, 한국, 오스트리아 순이다.

또한 2019년 5월 발표된 ‘국가 안보 위협으로 간주되는 외국인 통신장비 및 서비스 금지에 관한 대통령 명령(Executive Order on Securing the Information and Communications Technology and Services Supply Chain)’도 동사에 실적에 긍정적인 영향을 미치고 있다. 미국 정부는 중국의 통신장비 제조업체인 화웨이(Huawei)와 중국의 다른 일부 기업들이 미국 국가 안보에 위협이 될 수 있다는 이유로 해당 대통령령을 시행했다. 주요 제재 내용은 중국산 통신장비뿐 아니라 다양한 전자 장비와 부품 수입을 금지한다는 것이다. 이 같은 현상이 동사에 수혜로 이어지고 있는 것으로 판단되며, 상당히 장기간 이어질 것으로 예상돼 동사에 주목을 당부한다.

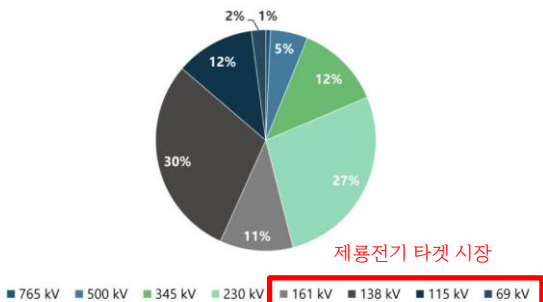
주가전망 ‘긍정적’
적정주가 19,000원
으로 커버리지 개시

최근 인공지능에 대한 관심이 고조되면서 각국의 투자 확대가 예상된다. 인공지능은 빅데이터, 기계학습, 딥 러닝 등 다양한 컴퓨팅 기술에 기반하고 있기 때문에 이를 위해 많은 양의 전력이 필요하다. 하지만 미국의 경우 대부분의 전력망이 1970년대에 구축되었기 때문에 인프라 노후화로 교체시기가 도래했다. 미국 에너지부에 따르면 미국 송전선의 70%가 25년 이상 된 것으로 파악하고 있으며, 미국 내 전력흐름의 90%를 처리하는 주요 변압기의 평균 수명이 40년을 넘어선 것으로 조사됐다. 중소형 변압기 업체 가운데 미국향 매출비중이 높은 동사에 주목해야 하는 이유다.

이에 따라 당 리서치센터에서는 동사에 대한 ‘긍정적’인 주가 전망과 함께 적정주가 19,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 적정주가 ‘23년 예상 EPS 1,276원에 Target PER 15배(동종기업 평균)를 적용해 산정했다.

[그림 3] 미국 내 전압별 변압기 비중

(단위: %)



- On average, ~2500 power transformers were sold in the U.S. with the voltage segmentation shown above.
- The most frequently-occurring voltage combinations in the transmission network are 500/230kV, 345/138kV, 345/115kV, 230/115kV, and 230/69kV.

자료: Power Technology Research, 리서치알음

[그림 4] 수주상황표

(단위: 억원)

분기 구분	품목	수주일자	납기일	수주총액
1Q22	국내 170kV GIS 증산	2022-01-27	2024-01-09	54
	미국 PSEG AM PAD	2022-03-14	2022-12-31	83
	미국 PSE&G SIFE 주상	2022-03-31	2023-01-31	217
	미국 OGE 단상 AM PAD	2022-04-06	2023-07-30	52
	미국 PSEG LI AM 3상 PAD	2022-04-08	2023-07-31	82
2Q22	미국 PSEG LI AM 주상	2022-05-25	2023-12-31	112
	미국 AEP AM 주상	2022-05-31	2023-11-30	66
	미국 AEP AM 주상	2022-05-31	2023-11-30	54
	미국 OGE 단상 AM PAD	2022-06-02	2024-02-15	60
	미국 PSEG NJ AM 1P PAD	2022-06-14	2023-10-31	92
	미국 PSEG NJ 3상 AM PAD	2022-06-21	2023-10-31	196
	미국 PSEG AM 주상	2022-06-23	2023-10-27	143
	미국 PSEG AM 주상	2022-06-23	2023-10-27	131
	미국 PSEG AM 주상	2022-06-23	2023-10-27	130
	미국 CKDC PAD	2022-06-23	2023-10-27	127
3Q22	미국 AEP AM 주상	2022-07-08	2024-03-08	45
	미국 PSE&G 1P AM PAD	2022-09-01	2023-10-31	136
4Q22	미국 CKDC PAD	2022-10-20	2024-12-31	134
	미국 PSEG PAD	2022-11-22	2024-12-30	310
합계				2,223

자료: 제룡전기, 리서치알음

제룡전기 추정 재무제표

(단위 : 십억원)					
Income Statement					
	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
매출액	48.8	86.1	126.5	135.0	148.0
매출원가	41.2	60.3	88.5	94.5	103.6
매출원가율(%)	84.4	70.0	70.0	70.0	70.0
매출총이익	7.6	25.8	37.9	40.5	44.4
매출총이익률(%)	15.6	30.0	30.0	30.0	30.0
판매비	7.5	9.8	10.7	11.0	11.4
영업이익	0.1	16.0	27.2	29.5	33.0
영업이익률(%)	0.2	18.6	21.5	21.8	22.3
EBITDA	2.3	17.4	28.3	30.7	34.0
EBITDA Margin(%)	4.7	20.2	22.4	22.7	23.0
영업외손익	1.0	-0.4	-1.2	-1.1	-0.9
관계기업손익	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
금융수익	0.8	1.8	0.9	1.0	1.2
금융비용	0.1	2.4	2.2	2.2	2.2
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세비용차감전순이익	1.1	15.5	26.0	28.4	32.0
세전이익률(%)	2.2	18.1	20.5	21.0	21.6
법인세비용	-0.1	3.1	5.5	6.1	7.5
법인세율(%)	-8.7	19.7	21.1	21.5	23.5
계속사업순손익	1.2	12.5	20.5	22.3	24.5
중단사업순손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	1.2	12.5	20.5	22.3	24.5
당기순이익률(%)	2.4	14.5	16.2	16.5	16.6
지배지분순이익	1.2	12.5	20.5	22.3	24.5
지배순이익률(%)	2.4	14.5	16.2	16.5	16.6
비지배지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	1	12	21	22	24

(단위 : 십억원)					
Cashflow Statement					
	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	7.5	-18.7	13.6	20.1	20.3
당기순이익	1.2	12.5	20.5	22.3	24.5
비현금항목의 가감	2.8	5.2	7.2	7.9	9.2
감가상각비	1.3	1.2	1.1	1.2	1.0
외환손익	-0.1	-1.1	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.8	5.0	6.1	6.7	8.2
자산부채의 증감	3.9	-31.7	-7.9	-3.3	-5.1
기타현금흐름	-0.1	-3.1	-5.5	-6.1	-7.5
투자활동 현금흐름	-9.3	19.1	-2.8	-0.9	-5.0
투자자산	-0.2	-0.1	0.0	0.0	0.0
유형자산	-0.3	0.0	-2.0	0.0	-4.0
기타	-8.8	19.2	-0.8	-0.9	-1.0
재무활동 현금흐름	-1.0	-0.8	-0.8	-2.4	-2.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-0.8	-0.8	-0.8	-2.4	-2.4
기타	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.8	-0.1	-0.1	-0.1
현금의 증감	-2.8	0.3	9.9	16.7	12.8
기초 현금	9.4	6.6	6.9	16.8	33.5
기말 현금	6.6	6.9	16.8	33.5	46.3
NOPLAT	0.0	12.8	21.5	23.1	25.2
FCF	5.8	-17.5	12.7	21.0	17.2

(단위 : 십억원)					
Balance Sheet					
	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
유동자산	54.9	66.8	86.9	108.6	128.8
현금및현금성자산	6.6	6.9	16.8	33.4	46.3
매출채권 및 기타채권	7.7	29.3	34.2	36.4	40.0
재고자산	10.8	19.8	24.0	25.6	28.1
기타유동자산	29.7	10.8	11.9	13.1	14.4
비유동자산	22.5	21.1	22.0	20.8	23.7
유형자산	18.2	17.0	17.9	16.7	19.7
관계기업투자금	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
기타금융자산	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동자산	2.5	2.2	2.2	2.2	2.2
자산총계	77.4	87.9	108.9	129.4	152.6
유동부채	18.0	16.7	19.6	20.2	21.2
매입채무 및 기타채무	14.7	13.4	16.3	17.0	18.0
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성채무	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타유동부채	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1
비유동부채	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
부채총계	18.3	17.1	20.0	20.7	21.7
지배지분	59.2	70.8	88.9	108.8	130.9
자본금	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
자본잉여금	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2
이익잉여금	46.9	58.6	76.7	96.6	118.7
기타자본변동	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0	-13.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	59.2	70.8	88.9	108.8	130.9

(단위 : 원, %, 배)					
Valuation Indicator					
	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
EPS	73	777	1,276	1,388	1,525
PER	71.5	14.5	7.9	7.3	6.6
BPS	3,683	4,409	5,536	6,774	8,149
PBR	1.4	2.6	1.8	1.5	1.2
EBITDAPS	144	1,084	1,763	1,910	2,119
EV/EBITDA	20.9	9.4	4.8	3.8	3.0
SPS	3,037	5,357	7,875	8,405	9,215
PSR	1.7	2.1	1.3	1.2	1.1
CFPS	203	983	1,663	1,809	2,018
DPS	50	50	150	150	150

(단위 : %, 배)					
Financial Ratio					
	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	10.4	76.4	47.0	6.7	9.6
영업이익 증가율	-96.9	13,551.7	70.2	8.4	11.9
순이익 증가율	-66.7	963.2	64.3	8.8	9.8
수익성					
ROIC	-0.1	35.6	39.2	38.9	39.0
ROA	1.6	15.1	20.8	18.7	17.4
ROE	2.0	19.2	25.7	22.6	20.4
안정성					
유동비율	305.1	401.1	444.4	537.0	607.1
부채비율	30.9	24.1	22.5	19.0	16.5
이자보상배율	14.5	1,980.0	3,369.9	3,651.5	4,085.3

Compliance Notice

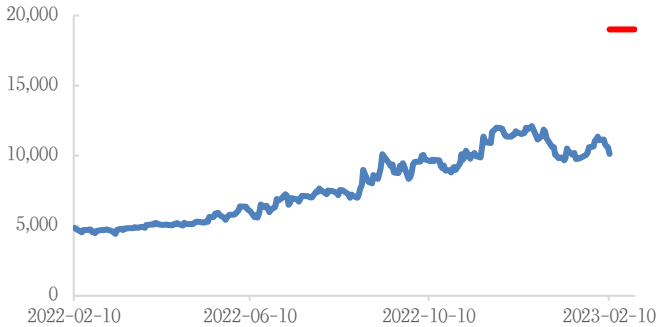
- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다.(작성자 : 최성환)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

Positive	3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
Neutral	3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
Negative	3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

제룡전기 목표주가 및 주가추이

(단위 : 원)



Rating Change

날짜	적정주가	주가전망
2023.02.13	19,000원	Positive



독립 리서치알음은 QATS 시스템으로

여러분의 성공과 함께하겠습니다



최성환
(Analyst)

Tel. +1 201)289-6833
Email arum@researcharum.com
現 리서치알음 대표이사
NYU STERN MBA
前 유화증권 애널리스트
IT/스몰캡 담당
(2007년~2015년)

리서치알음은 유사투자자문업을 영위함에 있어
금융감독원에 신고된 업체입니다

서울시 영등포구 국제금융로2길 37
에스트레뉴빌딩 8층

TEL : 02-6405-9874

FAX : 02-6405-9870