

Hold

목표주가	123,510
현재주가	86,100
상승여력	43.4%

Price trend



Stock indicator

시가총액(원)	1조 3,830억
발행주식수(주)	16,062,409
52주 최고(원)	93,700
52주 최저(원)	18,480
주요주주지분율(%)	34.34
23년 배당수익률(%)	0.52

Team 1

오지영	김승교
구민준	박태민
신윤재	오수연
표종선	

제룡전기 (033100 KOSDAQ)

- 중소형 변압기 제품을 주력으로 하는 중전기분야 전문 기업
- 2023년 매출 1,839억원 (+113% YoY), 영업이익 701억원(+338% YoY)
- 안정적인 공급망 확보로 변압기 시장에서의 독보적 경쟁력
- CAGR 6.42%, 여전히 여음인 해외 변압기 확장 사이클의 수혜
- 2024.03.20 증가 33,200원, 13% upside, 목표주가 36,732원 제시

Signal 1. 제 - 여전히 여음인 미국 변압기 사이클, 최대 수혜 황'제'(帝)

미국 내 배전 변압기 시장규모는 2023년 말 37억 2천만 달러. 이마저도 2028년까지 연평균 3.8%씩 성장할 것으로 기대된다. 미국의 인프라법(2021), 인플레이감축법(2022) 시행으로 몇 년 전부터 계속되는 미국 주도의 변압기 사이클로 제룡전기가 속한 중전기 산업은 이미 축제이고 앞으로도 축제일 전망. 더군다나 타이밍 좋은 대중무역 갈등, 탈중국 기조로 결국 진짜 수혜자는 '제룡'이 될 것이라고 판단했다. 여전히 미국의 변압기 수요는 제룡전기의 변압기 수출실적을 쌓아 올린다.

Signal 2. 룡 - '룡'감한 투자가 불러온 안정적인 공급망, 그로인한 경쟁력 확보

제룡전기는 우진전기 지분 9.52%(의결권 지분율 13.24%)을 보유중. 관계기업인 우진전기로부터 배전 변압기의 핵심 원재료 아몰퍼스 코어를 조달하고 있다. 또 다른 핵심적인 원재료 전기강판(규소강판)의 경우 오랜 기간 포스코로부터 직거래로 조달 중이다. 하이 리스크의 중국산 강판에 의존하는 해외 경쟁사들과 달리 근본부터 다른 든든함을 보여준다.

Signal 3. 전기 - '전기'보다 좋아진 영업이익률

동종업계 대비 높은 영업이익률 또한 주목할만한 지점. 제룡전기가 흐름에 처음 올라타던 2022년 영업이익률은 18.6%. 동종업계인 일진전기, HD현대일렉트릭은 각각 2.70%, 6.32%를 기록했다. 2023년에는 직전 년도와 비교해서 더욱 압도적인 성과를 달성, 영업이익률 38.1%로 일진전기 4.87%, HD현대일렉트릭 11.66%에 굴욕감을 안겨준다. 제품 수주에 따른 생산 맞춤화, 안정적인 공급망, 독자적인 기술력 개발로 동종업계와의 초격차 영업이익률 달성에 성공한 제룡전기. 선택과 집중의 결과. 지난 기업 보고서에 동사의 고마진 기조는 유지될 것으로 예상하였고 지난 1분기 39.64%의 영업이익률을 기록하며 고마진 행진을 이어갔다.

CONTENTS

기업개요	3
제시했던 투자 포인트	5
당시 밸류에이션	8
발표 후 주가 흐름	9
투자 포인트 점검	12
밸류에이션 점검과 Buy, Sell, Hold 추천	16

I. 기업 개요

제룡전기는 중전기 부문 배전 변압기, 개폐기, GIS 제조 및 판매 전문 업체로 1986년 설립되었다. 제룡전기의 전신인 경인전선개발은 1988년 제룡산업으로 사명을 변경, 1997년 코스닥에 상장했다. 이후 2011년 인적분할을 통해 지금의 제룡전기로 분리 상장하여 사업을 영위하고 있다.



출처: 제룡전기 홈페이지

동사의 주요 제품은 배전용 변압기이며, 일반 변압기와 특수 변압기로 구분된다. 2023년 기준 매출액 1,718억으로 전체 매출액의 93%를 차지한다. 또한, 아몰퍼스 변압기, 지중매설형 고체절연 변압기, 내진형 고효율 몰드 변압기 등을 개발하여 일반 변압기 및 특수 변압기 시장 모두에서 독보적인 위상을 이어가고 있다. 현재에도 변압기 제작 및 폐기시 유독물질 배출을 최소화하는 친환경 몰드 변압기의 개발을 이어가고 있어, 친환경 변압기 시장의 선도 및 선점을 기대할 수 있다.

동사는 수출형 기업으로서, 미국 중심의 변압기 수요 증가로 인한 매출확대 및 미-중 무역 갈등으로 인한 반사이익을 기대할 수 있다. 동사의 2023년 지역별 매출비중은 해외 82%, 국내 18%로 2022년(해외 56%, 국내 44%)대비 뚜렷한 수출 비중의 확대를 보여주고 있다. 현재 미국에서 노후화된 인프라에 대한 전면적인 현대화를 진행하며 중소형 변압기 수요가 증가하고 있는 점, 중국산 장비를 금지하는 대통령령이 시행되고 있는 점이 동사에 수혜로 작용한다. 2023년 기준 잔여 수주 비중에서도 해외발 수주가 86%를 차지하고 있어, 건설경

기 악화 등으로 좋지 않은 국내시장 환경 속에서도 수출 환경 호조를 통한 실적 개선의 가능성이 점쳐진다.

동사는 안정적인 원재료 조달 능력을 갖추고 있다. 동사의 주력제품인 변압기의 원재료는 아몰퍼스 코어를 포함한 전기강판이다. 동사는 포스코, 관계회사인 우진전기와 의 직거래를 통해 안정적으로 원재료를 조달하고 있는 반면, 대미국 변압기 수출 경쟁 국가인 멕시코의 경우 변압기 원재료를 중국으

중국으로부터 조달하고 있다. 탈중국화 움직임에 따라 멕시코 정부는 2015년 10월부터 중국산 전기강판에 높은 관세를 부과했고, 이를 주기적으로 경신하고 있다. 안정적인 국내의 거래처로부터 원재료를 조달하고 있는 동사는 원재료 측면에서 가격적, 정치적 우위를 점하고 있다.

II. 제시했던 투자포인트

1. 미국 중심의 변압기 확장 사이클 수혜

현재 미국 전력기기 시장에서의 변압기 수요량은 공급량을 월등히 뛰어넘었으며 이는 장기 회될 전망이다. 바이든 행정부는 인프라 투자 및 일자리법안(IIJA)과 인플레이션 감축법안(IRA)을 통과시켰다. 노후화된 송배전망 교체 보조금 지급과 기업의 설비투자 증가는 곧, 미국 내 전력기기 수요를 급증시켰다. 이와 더불어 AI의 발달로 인한 데이터 센터 확장은 급증하는 전력기기 수요에 더욱더 불을 지폈다. IIJA 법안과 IRA 법안 직후, 미국의 변압기 수입금액은 상승하였다. 동사의 수주잔고 역시 인프라 법안이 시행된 후인 1Q22 858억원으로 직전 분기 대비 2.2배 급증하였다. 주요 미국 전력회사(AEP, PSEG사 등)와의 변압기 공급 계약이 주를 이뤘다. 이후에도 수주잔고는 꾸준히 쌓여 3Q23 기준 3,231억원을 달성하였다. 수주잔고의 증가는 동사의 매출액 증가로 이어졌다. 2021년 매출액은 488억원에서 2022년 860억원, 2023년 1840억원으로, 연평균 약 2배의 증가율을 보였다. 현재 미국 변압기 시장은 폭증하는 수요를 공급이 따라가지 못하고 있다. 2022년에 막을 연 미국발 변압기 확장 사이클은 이제 초입 단계로, 여전히 많은 교체 및 신규 수요가 남아있다. 동사는 미국 시장을 적극적으로 공략하고 있는 만큼, 수출을 통한 매출 성장세가 두드러질 것으로 보인다.

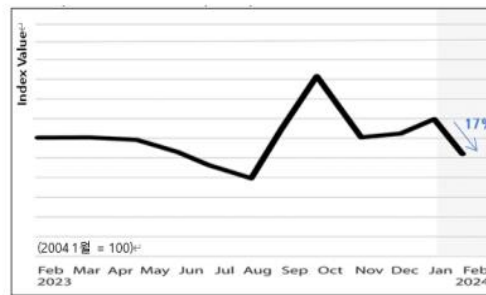
그림 1) 분기별 수주잔고



출처: 제룡전기 홈페이지, 유안타증권

2. 높은 영업이익률 기반의 성장성

동사는 변압기 원재료 가격의 안정세를 통한 비용 절감과 더불어, 판매 단가 상승으로 인한 높은 영업이익률을 지속할 전망이다. 변압기의 주요 원재료인 방향성 전기강판(GOES, 규소강판)의 경우, 2023년 하반기부터 급등했던 가격이 중국 수요 감소로 인해 안정세로 접어들었다.

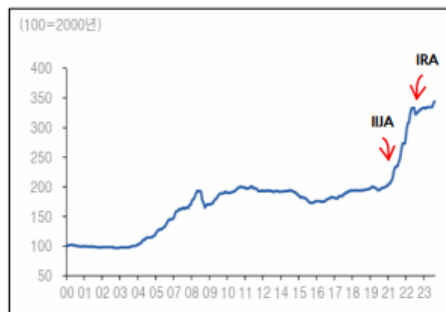


(출처: Metal Miner)

그림 : 방향성 전기강판(GOES) 월별 가격 추이

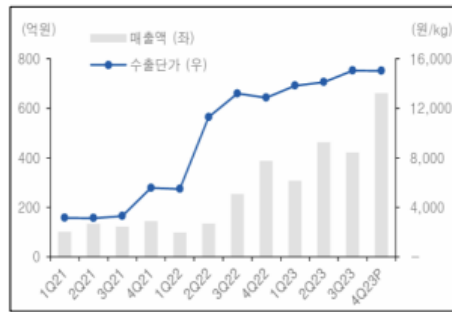
또한, 미국 내 변압기 공급 부족 현상은 변압기 가격을 끌어올렸다. 급증하는 수요로 인해 2024년 1월 기준 미국의 변압기 생산자 가격 지수는 343.8으로, 신고가를 경신하였다. 이에 대한 영향으로 동사의 수출단가도 상승하였다. 동사는 변압기 비중이 100%로, 변압기 수출단가 상승은 곧 매출액 상승으로 이어졌다

그림 5) 미국 변압기 생산자 가격 지수



출처: 제룡전기, 유안타증권

그림 6) 분기별 매출액 및 수출단가 추이



출처: 제룡전기, 유안타증권, 서울 광진구 수출데이터 기준, 분기 평균환율 적용

출처: 제룡전기, 유안타 증권 (그림 6: 서울 광진구 수출데이터 기준, 분기 평균환율 적용)

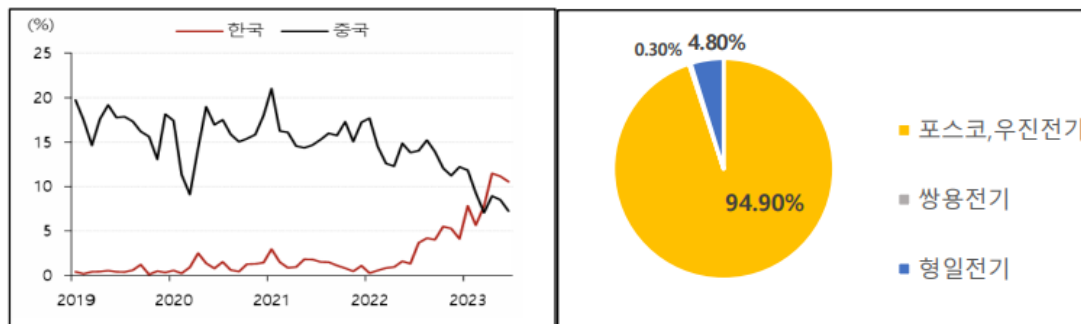
공급 부족 현상으로 인해 변압기 수출단가는 상승하고, 주요 원재료 가격 하락으로 인해 생산단가는 하락하면서 동사의 영업이익률은 2021년부터 꾸준히 증가하고 있다. 2023년 매출액 1,839억 원, 영업이익 702억원으로, 영업이익률이 38%대에 육박한다. 앞으로도 동사는 고마진 기조를 유지할 전망이다.

3. 변압기 시장에서의 경쟁력 확보

안정적인 공급망 미국이 변압기를 수입하는 대표적인 나라로는 중국과 멕시코가 있다. 중국산 변압기는 미-중 무역 갈등으로 인한 미국 중심의 공급망 개편으로 인해 수입액이 지속적으로 감소하고 있다. 멕시코산 변압기의 경우, 미국 내 공장이 인건비가 싼 멕시코로 이전한

것이 대부분으로, 자체 원재료 조달 능력이 낮아 변압기의 주재료인 전기강판을 중국으로부터 조달 받는다. 반면, 동사의 경우, 안정적인 공급망인 POSCO에서 전기강판을 공급받아 미-중 무역 갈등으로부터 비교적 자유롭다. 또한, 아몰퍼스형 변압기의 전기강판에 쓰이는 아몰퍼스 유입 코아의 경우 동사와 특수관계사인 우진전기로부터 공급받고 있다. 동사는 국내의 안정적인 공급망을 통해 중국산 전기강판을 쓰는 멕시코산 변압기 대비 경쟁력을 갖출 수 있는 구조다.

그림 8) 미국의 소형 변압기 수입금액, 국가별 비중, 그림 9) 주요 원재료 매입 비율



출처: SK 증권, 제룡전기 홈페이지 참고하여 재구성

4. 독자적인 기술력

동사는 꾸준한 전력기자재 개발을 통해 고유의 기술력을 보유하고 있다. 연구 개발 업무를 전담하는 기술연구원을 설립하여 운영하고 있다. 기술연구원을 통해 동사는 국내 최초로 아몰퍼스형 변압기, 국내 유일의 지중매설형 고체절연 변압기 등의 특수 변압기를 개발하였다. 현재, 폐기시 유독물질 저감 효과를 갖는 친환경 몰드 변압기를 개발 중에 있다. 특히 동사가 국내 최초로 개발한 아몰퍼스형 변압기의 경우, 미국 에너지부(DOE)의 배전 변압기 새로운 에너지 효율 기준 지침에 따라 수혜를 볼 전망이다. 지침에 따르면 2027년 이후부터는 변압기 철심에 방향성 전기강판(GOES) 대신 에너지 효율이 높은 아몰퍼스(Amorphous) 강판을 사용하라는 새로운 에너지 효율 기준을 만들었다. 현재 방향성 전기강판을 사용한 변압기는 미국 배전 변압기 시장의 95%를 차지하고 있다. 이는 추후 변압기 산업에서 독자적인 기술력을 지닌 동사의 입지를 더욱 견고하게 만들어 줄 것이다.

III. 당시 밸류에이션

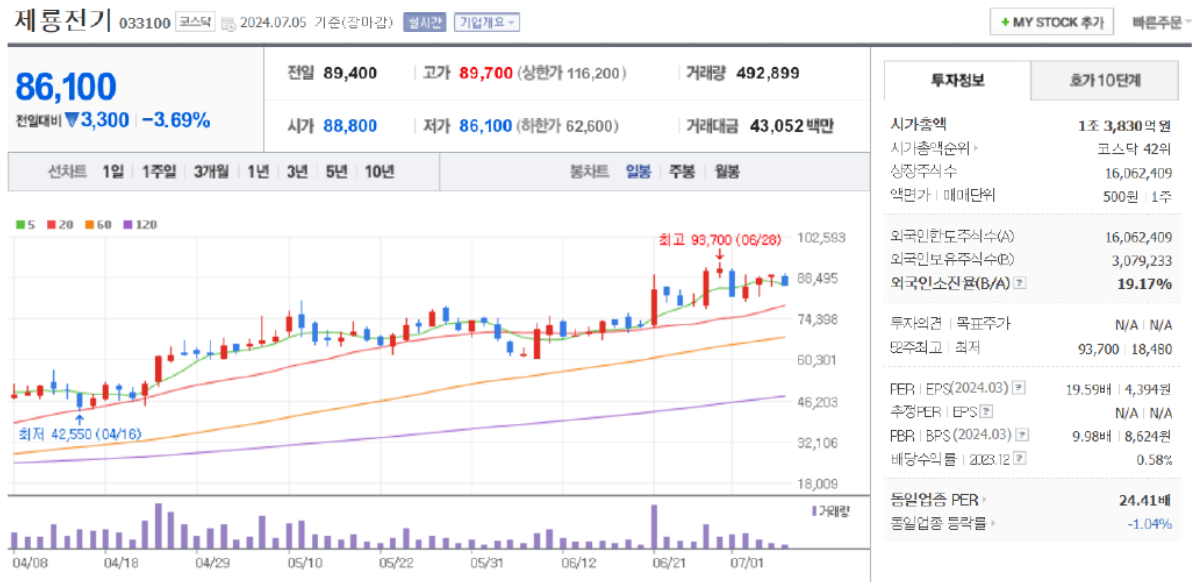
[DCF Valuation]

구분	2023	2024(E)	2025(E)	2026(E)	(단위:백만원)
매출액	183,941	174,976	205,564	243,112	
매출원가	92,739	89,417	104,500	123,027	
매출총이익	91,202	85,559	101,064	120,085	
판매비와관리비	21,050	21,735	24,274	27,391	
영업이익	70,152	63,824	76,790	92,694	
법인세비용	14,732	13,403	16,126	19,466	
세후순영업이익	55,420	50,421	60,664	73,228	
감가상각비	1,300	1,300	1,300	1,300	
Δ순운전자본	31,400	(-)11,200	18,500	18,700	
CAPEX	2,150	1,060	1,290	1,530	
FCFF	23,170	61,861	42,174	54,298	
Terminal Value(g=4%)				636,446	
Enterprise Value	568,251				
총금융부채	410				
현금및현금성자산	22,156				
Equity Value	589,997				
# of shares	16,062,409				
Share Price	36,732				(단위:원)

매출원가는 변압기매출원가, 공사매출원가, 기타매출원가로 구분하여 분석하였고 변압기수출 증대로 인한 대량생산으로 매출원가율의 개선세를 반영하였다. 그러나 원재료 가격의 변화 추세와 수출수주액의 증가율을 보수적으로 산정하여 2023년도의 매출원가율이 유지될 것으로 가정하였고, 변압기매출원가율 약 49%, 공사매출원가율 약 81%로 추정하였다. 판매비와 관리비의 경우 당사가 사용하는 27개의 계정을 발생원인 및 추세에 따라 다음과 같은 3가지의 TYPE으로 구분하여 분석하였다. (전기와 비슷한 수준으로 발생할 것으로 예상되는 계정, 매출액과 연동되어 있는 계정, 다른 계정에 비례하여 발생하지 않는 독립적인 계정) 이외에도 감가상각비와 CAPEX는 3개년 이동평균하여 추정하였으며, 순운전자본 추정을 위해 우선 2020년부터 2023년까지의 매출채권회전율, 재고자산회전율을 구하여 3개년 이동평균법으로도 출하고 매출채권, 재고자산, 매입채무를 증감하였다.

할인율의 경우 자기자본조달비용을 구하기 위해서 CAPM모델을 사용했다. 무위험이자율은 국고채 5년물, 시장 이자율은 코스닥 1년 수익률을 사용하였다. 베타는 52주 베타를 이용하였다. 이를 통해 자기자본 조달비용 12.88%를 도출하였다. 타인조달비용은 2023년 사업보고서에 제시된 제룡전기의 신용등급 평가에 따라 동급의 회사채 금리인 4.76%를 사용하였다.

IV. 발표 후 주가 흐름



1-2) 인공지능(AI) 발전과 상용화에 따른 전력 설비 수요 급증

AI 시장이 빠르게 성장하고 관련 종목들이 시장에서 강세를 보였다. 이에 따라 AI 시장의 전력 수요 급증이 변압기를 포함한 전력기기 산업 전체 주가에 상승 여력으로 작용했다. AI는 대량의 데이터를 학습해 추론하기 때문에 막대한 부하가 발생하고, 이 과정에서 대규모 전력을 사용하게 된다. AI의 전력 소비는 대부분 데이터센터에서 학습과 추론을 거치며 이루어지기에 현재 및 미래 전력 소비는 폭발적으로 증가할 전망이다. 이러한 전력 소비의 증가는 전기의 새로운 발전, 송전, 배전 및 변전을 위한 인프라를 요구하며, 이는 변압기 등 전력기기에 대한 수요로 연결된다. AI 시장이 주목받고 성장에 필요한 핵심으로 전력 공급이 주목을 받으면서 핵심후방산업인 전력기기 제조기업들 또한 주목받기 시작한 것이다.

전력기기 제조기업에 대한 시장의 관심은 수급을 동반한 주가의 급상승세로 이어졌다. 특히 제룡전기는 안정적인 재무 상태, 탁월한 영업이익률 및 유망한 실적 성장세에 힘입어 올해 상반기 대한민국 주식시장에서 거래대금 40위(일평균 756억 원)를 기록하며 356.36%의 주가상승률을 달성했다.

1-3) '국가기간 전력망 확충 특별법' 제정 추진

국내 또한 전력 소비 증가에 따른 전력망 확충에 대한 논의가 이어지고 있다. 지난 6월 여당은 21대 국회에서 폐기 처리된 '국가기간 전력망 확충 특별법'을 재발의하였다. 특별법은 용인첨단반도체클러스터, 국내 AI 데이터센터 등에 필요한 전력을 공급하기 위해 국가기간 전력망을 대폭 확충하겠다는 내용이다. 이는 첨단 산업단지에 필요한 전력이 제때 공급되기 어렵다는 우려가 나오면서 국가 차원 지원의 필요성이 대두되며 이뤄진 상황이다. '국가기간 전력망 확충 특별법' 제정의 추진은 미국에 이어 국내 전력망의 확충에 대한 소식을 전하며 지난 6월 제룡전기를 비롯한 전력설비 관련주에 다시 한번 관심과 주가상승을 일으키는 사건이 되었다

2) 2024년 하반기 제룡전기 주가 흐름에 영향을 미칠 외부적 요인

제룡전기의 주가는 올해 상반기 급등세를 보여주었다. 이에 대규모 차익실현 매물로 인한 조정이 발생한 가능성이 존재하며, 5월과 6월에 나타난 단기적인 조정세보다 장기적이고 변동성이 클 가능성 또한 존재한다. 하반기 실적과 관련해서는 환율이 중요한 외부적 요인이다. 지난 1분기 매출 중 94%는 미국발 수출이었던 만큼 달러 환율의 상승세는 분기별 매출

에 큰 영향을 미치며, 제룡전기의 외적 성장세를 지속시킬 요인으로 작용할 수 있다. 올해 11월 미국 대선 결과는 변압기 시장에 위험 요소로 작용할 것으로 우려된다. 도널드 트럼프 전 대통령은 적극적 인프라 투자 확대를 강조하는 바이든 행정부와 다른 노선을 취할 것으로 예상된다. 이에 미국 대선 결과는 미국 인프라 투자로 인한 전력망 확충에 수혜를 받고 있는 국내 전력기기 기업의 성장 가늠자가 될 전망이다.

V. 투자 포인트 점검

1) 내용 점검

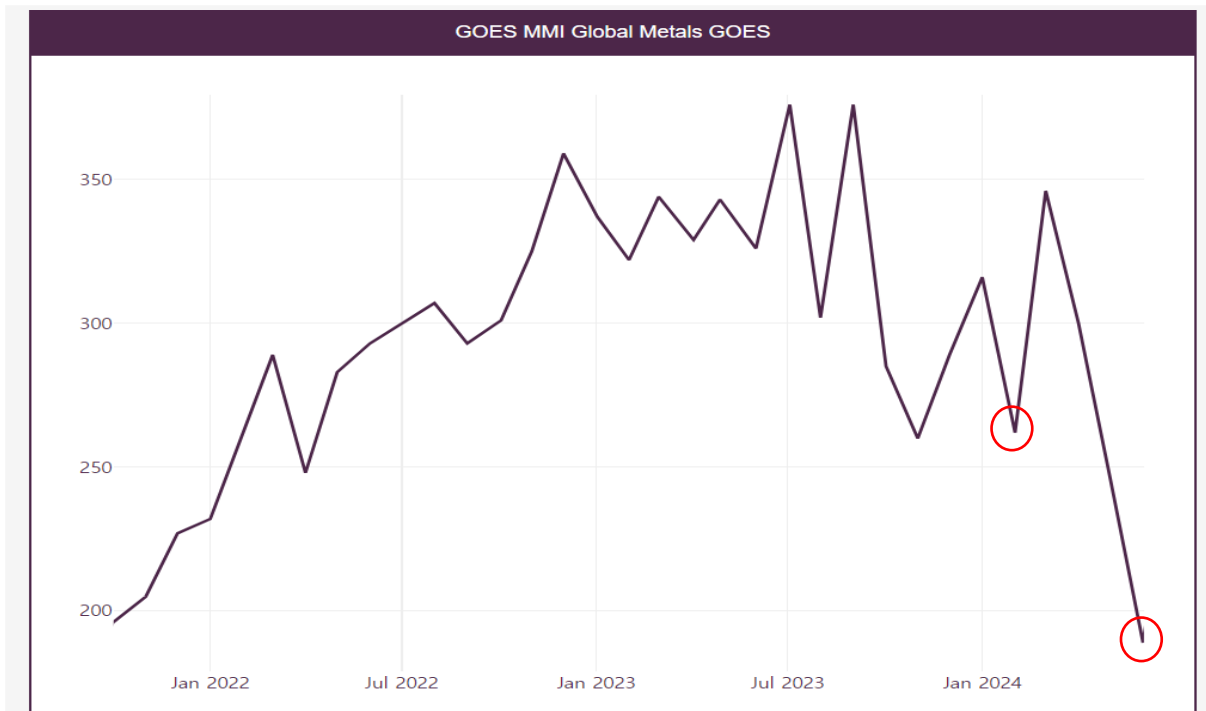
1)-1 미국 중심의 변압기 확장 사이클 수혜

제룡전기는 미국발 변압기 확장 사이클 진입과 함께 수출 실적이 받쳐주면서 본격적으로 시장의 주목을 받기 시작하였다. 바이든 행정부의 인프라 투자 및 일자리법안 시행으로 노후화된 전력 설비에 대한 교체 수요와 인플레이션 감축법안 시행으로 신규 전력 설비 수요가 모두 급증하였다. 이에 제룡전기는 급증하는 수요에 발맞춰 미국 시장에 진입하여 미국 내 전력회사(AEP, PSEG사 등)에 변압기를 공급하며 거래처를 확보하였다. 첫 번째 투자포인트의 핵심은 '미국발 변압기 확장 사이클로 인한 수혜' 이었다. 이는 여전히 유효하며, 미국 내 변압기 공급 부족 현상은 현행진행형이다. 올해 마이크로소프트와 오픈AI는 2028년까지 1000억 달러를 데이터센터 구축에 투자한다는 계획을 내놨고, 아마존도 향후 15년간 1500억 달러를 투자하겠다고 밝혔다. 이외에도 미국은 전력산업의 확장 사이클은 북미 지역의 전력망 교체 수요와 더불어 해외 반도체 신공장, 친환경 발전 확대 등 신규 수요가 함께 반영돼 적어도 2029년까지 장기화될 가능성이 높기에 과거보다 더 강력한 확장 사이클로 전망한다. 폭증하는 수요에 비해 공급은 부족하여 2021년 기준 평균 50주였던 변압기 리드타임은 2024년 기준 평균 120주까지 늘어난 상황이다. 제룡전기의 2024년 1분기 수주잔고는 3,056억원으로 작년 4분기보다 높은 수준을 기록했으며, 공장가동률은 2024년 1분기 130.8%로 2022년 2분기 이후 120% 이상을 유지하고 있다.

1)-2 높은 영업이익률 기반의 성장성

두 번째 투자포인트의 핵심은 '원재료 가격 하락, 판매 단가 상승을 통한 높은 영업이익률 기반의 성장성'이었다. 변압기의 주요 원재료인 방향성 전기강판(GOES, 규소강판) 가격 지수는 분석 당시(2024년 2월 기준) 262에서 2024년 6월 기준 189까지 하락하였다. 또한, 분석 당시 미국 변압기 생산자 가격 지수는 343.2(2024년 2월 기준)였고, 2024년 5월 기준 미국 변압기 생산자 가격 지수는 339.1로 높은 가격을 유지하고 있다. 생산단가의 추가적인 하락과 높은 판매단가 유지를 통해 동사의 1Q24 영업이익 260억 원(3.7% QoQ), 영업이익률 39.6%을 달성하였다. 이를 통하여 기존의 제시했던 투자포인트인 '높은 영업이익률 기반의 성장성'은 여전히 유효하다고 할 수 있다.

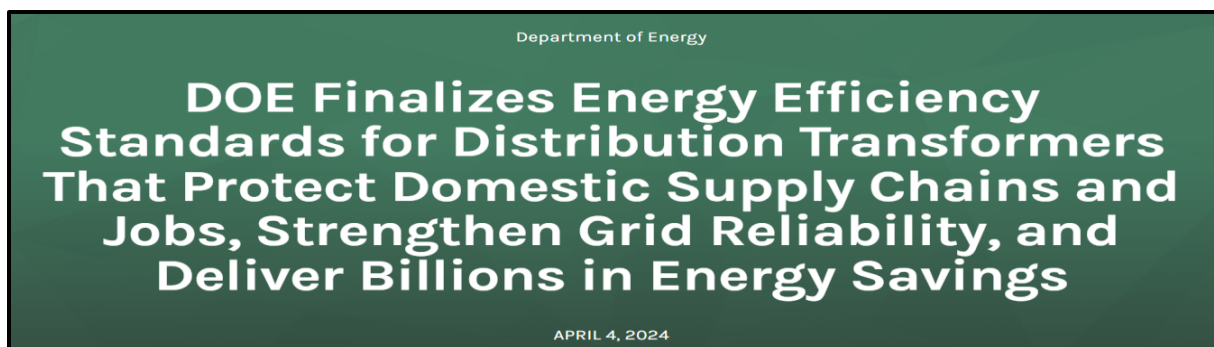
그림 1) 방향성 전기강판(GOES) 월별 가격 추이



(출처: Metal Miner)

1-3) 변압기 시장에서의 경쟁력 확보

공급망 측면에서도 전기강판 가격이 하락인 상황과 포스코를 통한 안정적인 전기강판 수급을 통해 여전히 강점을 보이고 있다. 구리가격 및 주가와는 독립적으로 생산 측면만을 볼 때, CAPA와 관련된 특별한 이슈가 없다면 자재 공급에 있어서는 꾸준히 안정적인 추세를 보일 것으로 판단된다. 분석 당시 미국 에너지부(DOE)의 배전 변압기 새로운 에너지 효율 기준 지침에서는 2027년 이후부터는 변압기 철심에 방향성 전기강판(GOES) 대신 에너지 효율이 높은 아몰퍼스 강판 사용을 일정 비율로 강제하는 내용이었다. 이에 따라, 동사가 국내



최초로 개발한 아몰퍼스형 변압기 제품이 수혜를 볼 전망이다. 하지만, 2024년 4월 4일 미국 에너지부(DOE)의 배전 변압기 새로운 에너지 효율 기준 지침이 2029년부터로 확정되면서 제룡전기로써는 아쉬운 상황이 되었다.

(출처: 미국 에너지부, DOE)

2) 새로운 투자포인트 – 인도네시아 송전망 구축 사업

한국전력공사가 41조원 규모 인도네시아 송전망 구축 사업을 추진한다. 6월 10일인도네시아 자카르타의 인도네시아전력공사(PLN) 본사에서 PLN, 지멘스 에너지와 인도네시아 섬들을 연결하는 초고압직류송전(HVDC) 설치 사업 등 전력 분야 신기술·신사업 공동 추진 업무협약(MOU)을 체결했다. MOU를 통해 세 회사는 지멘스 기술에 한전 송배전 설비 운영 능력을 접목해 인도네시아 핵심섬인 자바섬과 수마트라섬을 HVDC로 연결하는 사업 추진에 협력하기로 했다. 총연장 2만km의 HVDC를 해상과 육상으로 연결하는 큰 사업으로 전체 사업 규모만 300억달러(약 41조원)에 이른다. 제룡전기는 한국전력공사와 거래한 경험을 토대로 인도네시아 HVDC 송전망 구축 사업에 참여하여 미국 외 새로운 수요처인 인도네시아를 확보할 수 있는 기회가 생겼다.

3) 1Q 실적 분석

2024년도 1분기 매출액은 649억(+113.8% YoY), 영업이익은 248억(+201.8% YoY), 영업이익률은 39.6%을 달성하였다.

3-1) 직전분기(4Q23) 대비

1Q24 매출액은 649억(-1.2% QoQ), 영업이익은 248억(+3.7% QoQ)으로 전분기 대비 차이가 없다고 볼 수도 있다. 그러나 1분기는 변압기 시장에서 비수기로 항상 직전년도 4분기 대비 매출액과 영업이익이 저조함을 감안하면 올해는 전년도 4분기보다 개선되며 시장 예상치를 웃도는 성적을 달성한 것으로 보는 것이 적절하다. 즉, 1분기 특성 상 국내매출 부진 등으로 직전분기 대비 매출실적이 다소 감소하였으나 수출실적 증가로 양호한 실적을 유지하였다.

3-2) 전년도 동기(1Q23) 대비

1Q24 매출액은 649억(+113.8% YoY), 영업이익은 248억(+201.8% YoY)으로 대비 큰 폭으로 상승하였다. 1Q23 대비 원재료 가격 하락으로 인하여 생산 단가는 하락하고 수요는 급증하여 판매 단가는 상승한 것이 주된 이유이다. 또한, 미국발 변압기 슈퍼 사이클에 발맞춰 미국향 수출에 집중하면서 전년 대비 내수 매출을 더욱 줄여 내수 매출 39억, 수출 매출 609

익을 달성했다.

종합하자면, 제룡전기는 지속성장을 위한 합리적인 설비투자, 고속련 인력 육성, 고마진 중심의 선별수주 등을 통하여 이익을 크게 개선하였다. 1분기 특성 상 국내매출 부진 등으로 직전분기 대비 매출실적이 다소 감소하였으나, 수출실적 증가로 양호한 실적을 유지하였으며, 금년에도 전년대비 영업실적이 개선될 것으로 예상된다.

<표1> 제룡전기 1Q24 실적

(단위: 억 원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24			
					발표치	YoY	QoQ	당사 추정
매출액	300	460	420	660	650	113.8	-1.2	530
영업이익	90	200	170	250	260	201.8	3.7	200
영업이익률	28.1	42.9	40.8	37.8	39.6	-	-	38.0

(출처: 다트전자공시, FnGuide, NH투자증권 리서치본부)

VI. 밸류에이션 점검

1) 밸류에이션과 주가 흐름 비교

전력기기 산업 호황에 따른 꾸준한 증가와 더불어 인도네시아 송전망 공사 및 철도 인프라 투자 이슈 등으로 제룡전기 주가는 기존 보고서의 밸류에이션을 통해 제시했던 37000원을 상회하는 93700원까지 상승했다. 이 과정에서 주목해야 하는 부분은 산업적인 측면의 영향력이 주가 상승에 크게 작용했다는 것이다. 제룡전기 주가 상승의 원인 중 분명한 것은 제룡전기가 가지는 40% 내외의 높은 이익률과 매출 및 영업이익률의 꾸준한 성장이다. 그러나 주가가 예상외로 급등한 원인은 기업 내재적 요인보다는 전력기기 산업과 철도 산업 내의 호황에 따라 이뤄지는 경향이 컸다고 판단된다. 동일 산업 내의 타기업이 아닌 제룡전기에 투자하는 선택에는 동사의 내재적 가치가 반영되었을지 몰라도, 전체적인 급등에 있어서는 확정되지 않은 가정에 입각한 거품이 끼었을지 모른다는 이야기이다. 실제로 두 번의 급등을 만든 이벤트 모두 제룡전기 주주가 확정되지 않거나 인프라 투자가 시작조차 되지 않았다. 기대감이 반영되기 힘든 DCF 방식으로 진행했던 밸류에이션과 큰 괴리가 있을 수밖에 없었다. 그러나 전력기기 산업이 여전히 호황이고 시장의 기대감 역시 큰 점을 감안할 때 주가 추가 상승 여력은 외재적 요인으로 존재한다고 판단된다.

2) 매출 성장의 한계

제룡전기는 엄청난 수주량을 숙련공 및 인력 추가 투입과 공장 가동 시간 증가 등을 통해 감당하고 있다. CAPA 증설이 이뤄지지 않는 상황에서 판가 상승을 통한 매출 상승에는 한계가 존재한다. 기존의 수주를 전년도보다 높은 판가로 생산하는 2024년도에는 매출 상승이 이루어질 가능성이 높더라도 CAPA 증설 없이는 장기적으로 투자자들이 기대하는 만큼의 매출 볼륨 상승이 나오지 않을 가능성이 높다.

3) Valuation

전력기기 산업 호황에 따른 시장 기대감이 증폭된 상황임을 반영할 때, 추가적인 주가 상승 여력이 존재한다고 판단하여 새로운 주가 추정에는 외재적 요인에 의한 상승 가능성을 고려하여 PER multiple 방식으로 추정한다.

3-1) 매출 추정

매출은 24년도 1분기 실적을 바탕으로 재추정하였다. 24년도 1분기 매출이 기존 보고서 추

정치보다 높아, 이를 바탕으로 24년도 하반기 매출 역시 상향 조정하였다.

3-2) 비용 추정

매출 원가의 경우 변압기는 매출액의 50%, 공사비용은 매출액의 81%를 적용하였다. 감가상각비는 연간 수준의 차이가 없어 평균치를 사용하였다. 판매비는 통상 매출액의 12~15% 내외인 점을 통해 매출 추정치를 바탕으로 추정하였다. 법인세는 매출액 상승 후에도 현재 과세표준 구간을 넘지 않을 것으로 판단하여 기존 보고서와 동일하게 법인세율 21%를 사용하였다.

추정 손익계산서			
(단위: 백만원)	2023	2024E	2025E
매출액	183,900	248,000	297,000
YoY(%)	0.0%	34.9%	19.8%
매출원가	92,739	126,480	151,470
매출총이익	91,161	121,520	145,530
GPM(%)	0.0%	49.0%	49.0%
감가상각비	100	100	100
판매비와관리비	21,050	31,735	34,274
영업이익	70,011	89,685	111,156
법인세비용	14,702	18,834	23,343
당기순이익	55,309	70,851	87,813
NPM(%)	0.0%	28.6%	29.6%

3-3) Target PER Multiple

Target PER Multiple은 한전의 인도네시아 송전망 사업 MOU체결에 따른 전력기기주 전체의 상승이 있었던 6월 10일의 주요전력기기 종목들의 평균치 28.0X를 사용했다. 이는 추가적인 주가 상승이 매출 상승으로 인한 이익률의 증가에서 기인하기보다는 전력기기 산업 전체의 호재 혹은 신사업 수주 및 인프라 확충 등 외재적 요인에 의해 단기적 상승을 통해 이루어질 것으로 예상함에 기인한다.

Valuation - PER Method(2024E)	
당기순이익 (백만원)	70,851
발행주식수 (주)	16,062,409
자기주식수 (주)	-
유통가능주식수 (주)	16,062,409
2024E EPS (원)	4,411
Target PER Multiple	28.0x
목표주가 (원)	123,510
현재주가 (원)	86,100
상승여력	43.4%

이에 따라 목표 주가 123,510원을 제시한다. 그러나 기업 펀더멘털에 비해 주가 상승이 과도하게 이뤄졌고 추가적인 주가 상승은 시장 기대감에 따른 가정적 상황에 근거하여 이루어질 가능성이 높다고 판단한다. 이에 장기적으로는 실적 개선세가 더디고 시장이 동사의 주가가 고평가되었다고 판단하는 시점에서는 주가 하락 가능성도 존재한다고 판단하여 투자 의견에 있어서는 hold를 제시한다.