

제룡전기 (033100)

FS Research

이단 연구원

danlee@fsresearch.net

내년까지 기다릴 필요도 없다

본격적인 성장 돌입

동사는 1986년 경인전선개발로 설립 후 1988년 제룡산업으로 상호를 변경하였으며, 1997년 코스닥 시장에 상장했다. 동사의 주력 제품은 변압기, 차단기(개폐기) 및 기타 배전기기 등의 중전기기이다. 올해 반기보고서에 따르면 변압기 제품 누적 매출액은 124억원으로 전체 매출액인 227억원의 약 54.8%의 높은 매출 비중을 차지하고 있다. 제룡전기는 연초부터 폭발적인 수주를 따내고 있으며, 최근 9월 5일 단일판매·공급계약체결 공시를 포함해 총 18건의 수주를 기록하고 있다. 올해 누적 수주 계약금액은 약 2185억원으로 역대 최대 수주 호황이 이어지고 있다. 여기서 주목해야 할 점은 대부분의 수주가 미국향으로, 수출에 집중돼 있다는 것이다. 지난 1분기 15%의 수출비중이 2분기에는 32% 수준으로 늘어나면서 실적에 반영되는 중이다. 수출비중이 증가하는 가운데 수익성 또한 빠르게 개선되고 있으며, 3분기부터는 수출 물량이 본격적으로 늘어날 전망이다.

3분기부터 10배 가까운 성장이 기대된다

동사의 3분기 매출액과 영업이익은 각각 453억원(+246.3% qoq), 73억원(+605.4% qoq)을 기록할 것으로 기대된다. 지난 2분기 수출을 통한 매출액이 42억원을 기록한 반면 3분기에는 373억원을 기록해 지난 분기 대비 781.4% 늘어날 것으로 추정된다. 이러한 추정의 근거는 (아래 표1 참고) 현재까지 동사가 체결한 수주 계약 금액을 계약 기간동안 균등하게 매출에 반영된다는 가정이다. 회사측은 수시로 선적되는 물량 때문에 매출인식 시점은 변동성이 있다고 이야기하고 있지만, 필자가 제시한 다양한 추정 방식에서 위와 같은 추정이 가장 유력하다고 답문했다. 또한, (아래 표2 참고) 1분기에서 2분기에 늘어난 수출을 통한 매출액 대비 영업이익의 개선 효과를 기준으로 영업이익률을 추정한 결과 수출을 통한 영업이익률은 20%를 상회하는 것으로 확인된다. 국내에서 발생하는 매출액을 보수적으로 적용해 3분기 영업이익률은 16% 수준으로 책정했다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, %, 배)

| 결산(12월) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F |
|---------|------|------|------|-------|-------|
| 매출액 | 452 | 442 | 488 | 1,109 | 1,600 |
| 영업이익 | 57 | 38 | 1 | 147 | 304 |
| 영업이익률 | 12.7 | 8.6 | 0.2 | 13.2 | 19.0 |
| 세전이익 | 63 | 39 | 11 | 152 | 310 |
| 지배주주순이익 | 56 | 35 | 12 | 153 | 312 |
| PER | 19.4 | 24.1 | 71.5 | 9.9 | 4.8 |
| PBR | 1.9 | 1.5 | 1.4 | 2.2 | 2.2 |

자료:FS리서치, 텔레그램 - <https://t.me/FSResearch> 홈페이지 - <http://www.fsresearch.co.kr/>

| | |
|-------------|-----------|
| 투자의견 | Not Rated |
| 목표주가 | - |
| 현재주가(09/07) | 9,130원 |
| 상승여력 | - |

| | |
|------------|-------------|
| 시가총액 | 1,466억원 |
| 총발행주식수 | 16,062,409주 |
| 60일 평균 거래량 | 834,143주 |
| 52주 고 | 9,700원 |
| 52주 저 | 4,360원 |
| 외인지분율 | 2.3% |
| 신용비율 | 7.5% |
| 자본금 | 59억원 |
| 액면가 | 500원 |

| | |
|-------|-------|
| 주요주주 | |
| 박종태 외 | 37.5% |

| | |
|----------|----------|
| 미전환된 주식수 | (좌:행사기간) |
| 없음 | |

| | |
|--------|---------|
| 주요 자회사 | (우:지분률) |
| 없음 | |

| | |
|---|---|
| FS리서치 텔레그램 | FS리서치 홈페이지 |
|  |  |

내년부터가 진짜다

동사의 수주는 내년에도 계속될 것으로 기대된다. 시장에서는 미국의 변압기 교체주기를 이유로 일회성 수주가 되지 않겠냐는 의구심을 가지고 있다. 그러나 동사는 2019년 LADWP(LA수도전력국)에 변압기 공급을 시작으로 미국 시장에 본격 진출해 동사의 기술력과 품질을 인정받았다. 이후 오클리호마주, 뉴저지주 등에서 다양한 고객사를 확보했고, 미국에서 필요한 변압기 연간 수요를 감당하는 공급처로 자리매김했다. 미국에서 연간 교체되는 변압기 수요는 약 1000만대로 동사가 올해와 같은 수주 계약을 지속한다면 구조적 성장 가능하다고 판단된다.

앞서 3분기 실적을 추정한 로직으로 올해 전체 실적을 계산하면 매출액 1109억원(+127.0% yoy)과 영업이익 147억원(+14599.7% yoy)을 기록할 것으로 예상된다. 같은 방법으로 2023년의 실적을 계산한 결과 기존 수주 내용만 가지고도 1,106억원의 매출액과, 205억원의 영업이익을 기록할 것으로 예상되며, 올해 하반기를 기준으로 2023년의 실적을 추정하면 최소 1600억원(+44.0% yoy)의 매출액과 304억원(+106.5% yoy)의 영업이익을 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 현재 미국은 멕시코와 캐나다에서 대부분의 변압기를 수입하고 있다. 향후 멕시코 등에서 생산되는 변압기와의 가격 경쟁력에서 밀리거나 원재료 가격에 상승 등의 요인으로 수출이 늘어도 손에 쥐는 이익이 줄어든다면 필자가 추정한 실적은 훼손될 수 있다.

동사는 변압기의 주 원재료인 전기 강판을 포스코로부터 공급받고 있는데, 최근 태풍 힌남노의 영향으로 포스코의 생산중단 소식이 전해져 원재료 수급에 문제가 발생할 수 있다는 우려가 있다. 이에 회사측은 수주계약과 동시에 원재료를 확보하고 있어 기존에 수주된 물량에 대해서는 전혀 문제가 없다고 밝혔다.

표1. 올해 수주계약 리스트

| 공시일 | | 금액 (억) | 계약기간 | 총 | 총계약일수 | 잔여계약일수 (7/1기준) | 3q매출 (92일, 억) | 4q매출 (92일, 억) | 2022년매출인식 (억) | 2022이후매출인식 (억) |
|------------|----|-----------|------------------|------|-------|-------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|
| 2021.03.25 | 국내 | 93 | 21년 4월 ~ 22년 9월 | 6분기 | 555 | 92 | 15.42 | | | |
| 2021.06.30 | 국내 | 49 | 21년 7월 ~ 23년 12월 | 10분기 | 915 | 549 | 4.93 | 4.93 | 19.65 | 19.65 |
| 2021.12.23 | 수출 | 76 | 22년 1월 ~ 22년 7월 | 2분기 | 220 | 29 | 10.02 | | | |
| 2022.01.26 | 수출 | 74 | 22년 1월 ~ 22년 9월 | 3분기 | 249 | 92 | 27.34 | | | |
| 2022.03.02 | 수출 | 64 | 22년 3월 ~ 22년 12월 | 3분기 | 310 | 184 | 18.99 | 18.99 | | |
| 2022.03.16 | 수출 | 83.6 | 22년 3월 ~ 23년 2월 | 4분기 | 351 | 243 | 21.91 | 21.91 | 14.52 | 14.52 |
| 2022.04.01 | 수출 | 217 | 22년 4월 ~ 23년 3월 | 4분기 | 366 | 274 | 54.55 | 54.55 | 53.36 | 53.36 |
| 2022.04.06 | 수출 | 52 | 22년 4월 ~ 23년 9월 | 6분기 | 544 | 458 | 8.79 | 8.79 | 26.19 | 26.19 |
| 2022.04.11 | 수출 | 97 | 22년 4월 ~ 23년 9월 | 6분기 | 541 | 457 | 16.5 | 16.5 | 48.95 | 48.95 |
| 2022.05.26 | 수출 | 112 | 22년 6월 ~ 23년 11월 | 6분기 | 556 | 519 | 18.53 | 18.53 | 67.48 | 67.48 |
| 2022.06.02 | 수출 | 120 | 22년 6월 ~ 24년 3월 | 10분기 | 671 | 640 | 16.45 | 16.45 | 65.1 | 81.55 |
| 2022.06.02 | 수출 | 60 | 22년 6월 ~ 24년 3월 | 10분기 | 671 | 642 | 8.23 | 8.23 | 32.72 | 40.95 |
| 2022.06.16 | 수출 | 91 | 22년 6월 ~ 23년 12월 | 6분기 | 564 | 549 | 14.84 | 14.84 | 58.89 | 58.89 |
| 2022.01.26 | 국내 | 54 | 22년 2월 ~ 23년 12월 | 8분기 | 715 | 558 | 6.95 | 6.95 | 28.25 | 28.25 |
| 2022.06.17 | 수출 | 195 | 22년 6월 ~ 23년 12월 | 6분기 | 563 | 549 | 31.87 | 31.87 | 126.42 | 126.42 |
| 2022.07.04 | 수출 | 532 | 22년 7월 ~ 23년 12월 | 6분기 | 549 | 549 | 89.15 | 89.15 | 353.7 | 353.7 |
| 2022.07.11 | 수출 | 78 | 22년 7월 ~ 24년 4월 | 7분기 | 663 | 663 | 10.82 | 10.82 | 45.53 | 56.35 |
| 2022.09.05 | 수출 | 137 | 22년 9월 ~ 23년 12월 | 5분기 | 484 | 484 | 25.48 | 26.04 | 85.48 | 85.48 |
| 수출 총합 | | 1988.6 | | | | | 373.47 | 336.67 | 978.34 | 1013.84 |
| 총합 | | 2184.6 | | | | | 400.77 | 348.55 | 1026.24 | 1061.74 |

자료: FS리서치

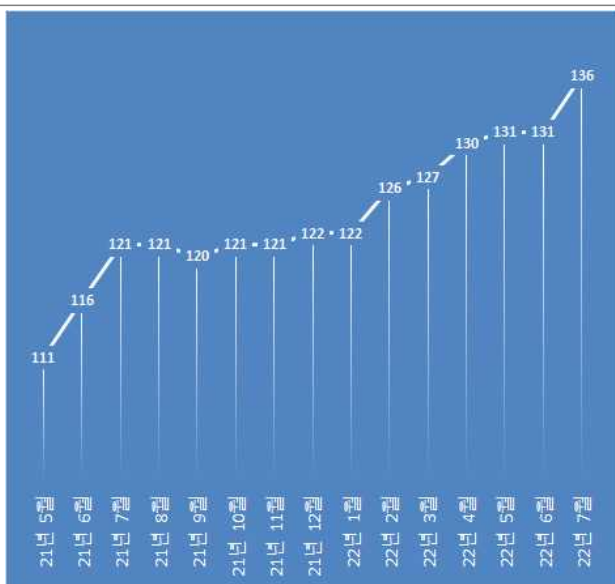
표2. 분기 실적

(단위: 원)

| 구분 | | 2021-06-30 | 2021-09-30 | 2021-12-31 | 2022-03-31 | 2022-06-30 | 2022-09-30 | 2022-12-31 | 2023 |
|--------|---------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| | | | | | | | | | (수추잔고기준) |
| 매출액 | | 12,950,709,000 | 11,893,492,000 | 14,053,222,000 | 9,569,392,000 | 13,084,199,474 | 45,347,000,000 | 42,855,000,000 | 110,624,000,000 |
| | 국내 | 10,397,524,000 | 8,080,600,000 | 11,753,689,000 | 8,156,653,000 | 8,847,973,000 | 8,000,000,000 | 8,000,000,000 | 8,000,000,000 |
| | 수출 | 2,553,185,000 | 3,812,893,000 | 2,299,532,000 | 1,412,739,000 | 4,236,226,000 | 37,347,000,000 | 34,855,000,000 | 102,624,000,000 |
| | 수출비중 | 20% | 32% | 16% | 15% | 32% | 82% | 81% | 93% |
| 매출원가 | | 10,566,725,000 | 10,419,846,000 | 11,253,336,000 | 8,055,839,000 | 9,141,040,199 | | | |
| 매출총이익 | | 2,383,983,000 | 1,473,647,000 | 2,799,886,000 | 1,513,553,000 | 3,943,159,275 | | | |
| 매출총이익률 | | 18% | 12% | 20% | 16% | 30% | | | |
| 판매비 | | 1,777,407,000 | 2,145,643,000 | 2,292,219,000 | 2,258,114,000 | 2,914,908,679 | | | |
| | 급여 | 409,440,000 | 499,617,000 | 559,956,000 | 529,199,000 | 523,612,290 | | | |
| | 수수료비용 | 29,764,000 | 128,991,000 | 174,206,000 | 571,810,000 | 229,341,153 | | | |
| | 운반비 | 489,858,000 | 1,043,219,000 | 654,421,000 | 328,439,000 | 1,289,852,548 | | | |
| | 경상연구개발비 | 341,170,000 | 216,233,000 | 251,801,000 | 416,744,000 | 219,168,486 | | | |
| 영업이익 | | 606,576,000 | -671,996,000 | 507,666,000 | -744,561,000 | 1,028,250,596 | 7,255,520,000 | 6,856,800,000 | 21,018,560,000 |
| 영업이익률 | | 5% | 적자 | 4% | 적자 | 8% | 16% | 16% | 19% |
| 변압기 단가 | | | | | | | | | |
| 국내 | | 3,730,909 | 4,438,832 | 13,665,114 | 4,037,768 | 9,117,519 | | | |
| 수출 | | 1,530,686 | 1,408,531 | 2,001,333 | 2,814,221 | 3,149,610 | | | |

자료: FS리서치

그림1. 국민연금에 신고된 제룡전기의 임직원 현황



자료: FS리서치

그림2. 미국에 수출되는 제룡전기의 제품



자료: 제룡전기 홈페이지

▶ Compliance Note

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
 - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
 - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
 - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-