

IBK투자증권
코스닥 보고서
2026. 05. 12

금융으로
만나는 새로운 세상

코스닥 밸류업의 위대한 여정

서른 번의 두근거림



IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

본 조사분석자료는 당사 의뢰처부문에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



낙관주의 투자 문화의 확산

정부의 자본시장 정상화 정책 & AI 혁명의 최대 수혜주 보유 주식시장

2025년과 2026년에 걸쳐 한국 주식시장은 대한민국의 투자자들뿐만 아니라 전세계가 주목하고 있습니다. KOSPI의 급상승은 글로벌 역사상 유례를 찾기 힘든 현상이라는 점과 그 원인 두 가지에 대해서도 국내와 해외의 모든 투자자들도 인정하고 있습니다.

2025년 7월 시작된 상법 개정 시리즈가 상징하는 자본시장 정상화 정책이 KOSPI 상승의 시동을 걸었습니다. 몇 개월 뒤 글로벌 AI 혁명의 최대 수혜주가 한국의 삼성전자와 SK하이닉스라는 인식이 확산되기 시작되었고 두 회사는 아무도 예측할 수도 없었던 엄청난 이익창출 능력을 보여 주고 있습니다. 2026년 1분기 반도체의 영업이익률 72%는 글로벌 기업 역사에서 최고 기록을 경신했고 더욱 상승할 것으로 전망되고 있습니다. 2025년 가을에는 삼성전자와 SK하이닉스를 세계 3위 메모리 기업인 미국 마이크론과 비교를 하는 정도였지만, 이제는 미국 실리콘밸리의 제왕 NVIDIA, 대만의 '호국신산' 기업인 TSMC 등과 비교하고 있습니다.

증권회사의 리서치를 이끄는 저로서는 작년 가을과 올해 봄은 정말 '상전벽해'라는 말을 실감하고 있습니다. 주식시장으로의 Money Move, 퇴직연금계좌에서 DB형에서 DC형으로의 급격한 전환, 원금비보장형 금융상품 비중의 확대, 주식형 ETF의 대중화 등을 통해서 한국 주식시장에 낙관주의가 확산을 넘어 뿌리를 내리는 모습을 목도하고 있습니다.

세계 최고 수준의 '포용적' 주식시장 제도

2024년 노벨경제학상 수상자인 James A. Robinson 교수는 지속적인 경제발전의 토대는 '약탈적 경제 제도(Extractive Economic Institutions)'에서 탈피하여 '포용적 경제 제도(Inclusive Economic Institutions)'의 구축이라고 설파해왔으며 2025년 7월 이후 한국의 상법 개정 시리즈를 포용적 주식시장 제도의 정착 신호라고 해석하고 있습니다. 저는 최근 KOSPI 상승의 근저에 세계 최고 수준의 '포용적' 주식시장 제도가 탄탄하게 받치고 있다고 판단합니다.

2010년 이후 대만과 일본이 증권거래소 규정 등의 연성규범을 통해서 장기간 이룩한 Value-Up의 성과를 지켜보면서 한국 주식시장은 '코리아 디스카운트'로 15년간 속앓이를 해왔습니다. 그런데 한국은 연성규범이 아니라 강제규범인 상법 개정 시리즈로 1년 만에 대만과 일본의 15년 간의 Value-up 제도 개선을 훨씬 뛰어 넘는 세계 최고 수준의 '포용적' 주식시장 제도를 만들어 냈습니다. 이제 한국 상장회사의 어떤 이사회도 과거처럼 '일반주주'의 이익에 반하는 자사주 뽐수, 유상증자, 중복상장, 기여없는 지배주주 경영진의 과다 보수, 일감 몰아주기 등을 할 수 없습니다. 오히려 배당과 자사주 소각 등 주주환원을 이사회 의사결정의 최우선순위로 두고 있는 분명한 흐름이 자리 잡았습니다.



KOSDAQ으로 이어질 낙관주의 투자 문화

한국의 포용적 주식시장 제도, 삼성전자와 SK하이닉스의 놀라운 실적으로 정착해가는 주식투자 문화의 낙관주의는 점차 KOSDAQ 시장에 대한 관심도 제고로 이어질 것입니다. 막연한 기대가 아니라, 올해 하반기에 본격화될 정부의 다양한 KOSDAQ 활성화 정책이 Trigger가 될 것이라고 확신합니다. KOSDAQ에는 삼성전자와 SK하이닉스가 만들어갈 AI 생태계의 일원으로 반드시 동반 성장해야 할 반도체 소부장 기업들과, 한국 미래 산업의 먹거리로 필수적인 바이오, 2차전지, 로봇과 Physical AI 등의 기업들이 포진하고 있기 때문입니다. 그리고 KOSPI 기업들이 먼저 시작한 지배구조의 투명성 제고와 주주환원 확대의 물결에 KOSDAQ 기업들도 점차 동참할 수 밖에 없습니다.

IBK KOSDAQ Boom-Up Day 참석 기업 30개를 돌아본 소회

2026년 5월 12일 Boom-Up Day 행사에 참석하는 30개의 KOSDAQ 기업에는 반도체 소부장, 바이오, 2차전지, 로봇 산업의 대형주, 소형주, 상장예정 기업 등이 골고루 포함되어 있습니다. 어느 한 섹터 또는 대형주만이 아니라 KOSDAQ 시장 전체에 대해서 접근해보자는 취지가 있기 때문입니다. 4월 한달 간 저를 포함한 IBK투자증권 리서치부문의 기업분석 담당 애널리스트 대부분이 30개 기업들을 모두 직접 방문하였습니다. 그리고 행사에 참석하는 투자자들의 이해를 돕고 더 나아가 주식시장의 투자자들에게도 30개 기업에 대해서 알리고자 애널리스트들이 작성한 보고서를 이렇게 책자로 발간합니다.

기업 방문을 다니면서 제가 느낀 소회 한 말씀을 올리면서 글을 마치하고자 합니다. 현금흐름도 우량하고 지배구조와 이사회 의사결정의 투명화를 만들어내고 있는 시가총액 2조원 수준의 기업과, 최근에 코스닥에 상장했지만 산업의 구조적 변화로 인해서 ‘시간이 내 편’인 펀더멘탈을 가진 기업에도 올해 단 1명의 기관투자자의 방문이 없었다는 것을 알았습니다. KOSDAQ 기업들을 투자자들에게 알리는데 더욱 박차를 가해야겠다는 다짐을 하게 된 지난 한 달이었습니다.

감사합니다.

IBK투자증권 리서치부문장 전무

용 대 인 올림

CONTENTS

I. 반도체.....	5
주성엔지니어링 (036930) : DRAM 투자 순풍에 태양전지의 돛을 달고.....	6
이오테크닉스 (039030) : 반도체 고도화에 올라탄 레이저 장비 업체.....	12
솔브레인 (357780) : 신호등(DRAM, NAND, Foundry) 3개가 모두 켜졌다.....	18
티씨케이 (064760) : 반도체 고층 빌딩 HBM, 3D NAND 수혜주.....	24
덕산네오룩스 (213420) : 디스플레이 꿈의 소재 Black PDL 상용화 시작.....	30
동운아나텍 (094170) : 흔들림 없는 본업, 날개를 단 신사업.....	36
선익시스템 (171090) : OLED를 넘어, 태양전지 시장 진출.....	42
티에프이 (425420) : 데이터 병목의 해답, 테스트 솔루션에 있다.....	48
II. 바이오.....	54
에이비엘바이오 (298380) : 신약개발 플랫폼, 성장 가도에 올라타다.....	55
리가캠바이오 (141080) : 임상과 기술이전 더블 모멘텀.....	61
케어젠 (214370) : 살 빼는 건기식, 미용 수요 정조준.....	67
에스티팜 (237690) : RNA 치료제의 봄, CDMO(위탁개발생산)에 부는 훈풍.....	73
디앤디파마텍 (347850) : 대사질환 치료제, 판이 커진다.....	79
에임드바이오 (0009K0) : 이미 검증된 항체-약물 접합체(ADC)의 차별화.....	85
알지노믹스 (476830) : 검증을 넘어 확장으로.....	91
오스코텍 (039200) : 돈 버는 바이오텍, 리레이팅 시작.....	97
메주 (0088M0) : 병원 디지털 전환 국면 속 포착한 성장 기회.....	103
퀵메디슨 (464490) : 어떤 약이든 이제 붙이세요.....	109
엑셀세라퓨틱스 (373110) : 세포치료제의 난제를 극복한 바이오 소부장 기업.....	115
III. 자동차/2차전지.....	121
에코프로비엠 (247540) : 유럽 규제 정책 수혜 기대.....	122
한중엔시에스 (107640) : 이제는 ESS만, 실적은 좋아질 일만.....	128
상아프론테크 (089980) : 2차전지에서 반도체 패키징까지.....	134
아우토크립트 (331740) : 고수익성 로열티 매출 확대에 주목!.....	140
IV. 기계/로봇.....	146
로보티즈 (108490) : 엔비디아의 향기가 난다.....	147
오리엔탈정공 (014940) : 국내 선박용 크레인 시장을 지배하는 거인.....	153
에브리봇 (270660) : 아직도 로봇청소기 업체로 보이세요?.....	159
비엠티 (086670) : 반도체 or 조선? 둘 다 한다!.....	165
코스모로보틱스 (439960) : 따뜻한 웨어러블 로봇 전문가.....	171
마키나락스 (477850) : 오프라인에서도 가동되는 AI 솔루션.....	177
V. 엔터.....	183
와이지엔터테인먼트 (122870) : 보여줄게 많은 창립 30주년.....	184



!

반도체

Analyst 김운호

주성엔지니어링 (036930)

상장일	1999.12.24
현재가 (5/8)	138,900원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	6,456십억원
발행주식수	46,481천주
액면가	500원
52주 최고가	138,900원
최저가	26,300원
60일 일평균거래대금	171십억원
외국인 지분율	12.9%
배당수익률(2025.12)	0.2%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	84%	245%	148%
절대기준	104%	375%	310%

주주구성	
황철주	25.93%
그외 특수관계인	5.41%
최규옥 외 2인	10.15%
삼성자산운용	7.04%
자사주	1.69%

DRAM 투자 순풍에 태양전지의 돛을 달고

원자층 증착(ALD) 기술력으로 반도체에서 디스플레이, 태양광까지

주성엔지니어링은 1993년 4월에 설립된 후 1999년 12월에 코스닥 시장에 상장된 증착 장비 전문업체이다. 초기에는 반도체 장비를 생산했으나 디스플레이 장비로 영역을 확장했고, 최근에는 태양광 장비까지 구체화되고 있다. 여기에 2024년부터 강화된 R&D 투자를 바탕으로 유리기판, DTC(Deep Trench Capacitor) 등으로 사업영역 확장을 모색 중이다. 동사의 핵심 기술은 원자층 증착(ALD, Atomic Layer Deposition)인데 최근 공정 난이도가 높아짐에 따라 여러 분야에서 수요가 확대되고 있다.

IT 베테랑 삼성자산운용이 3대 주주

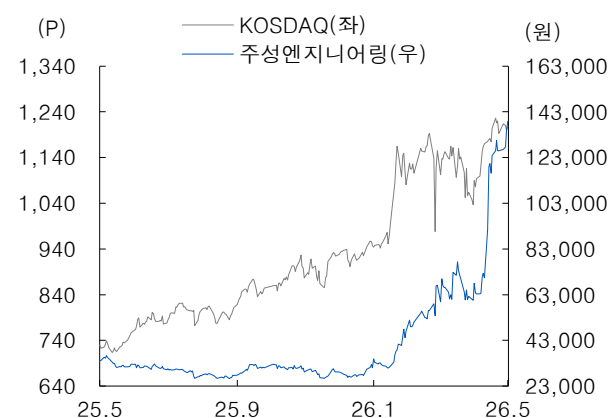
최대주주는 황철주 회장이고 지분율은 25.93%이다. 그외 친인척을 포함한 특수 관계인 지분이 5.41%이다. 사장인 황은석은 회장의 아들이고, 보유 지분이 2.27%, 삼성전자 반도체연구소에서 근무한 경력이 있는 재료공학 박사이다. 입사한 지는 1년 11개월이다. 단순투자목적으로 보유 중인 최규옥 외 2인 지분이 10.15%, 삼성자산운용이 7.04%를 보유 중이다. 자기주식 1.69%를 보유하고 있다.

하반기 실적 호조, 태양전지, 그리고 유리기판

주성엔지니어링의 핵심 투자포인트는 1) AI 관련 수요 확대로 DRAM 투자가 증가하고 있는 시기에 대표적인 수혜업체 2) 디스플레이와 태양광 장비 매출이 2027년부터 본격화될 것으로 기대 3) ALD 기술을 바탕으로 사업영역을 유리기판 및 Capacitor 내장 기판으로 확장하고 있어서 잠재적 성장 가능성이 높아지고 있다는 점이다.

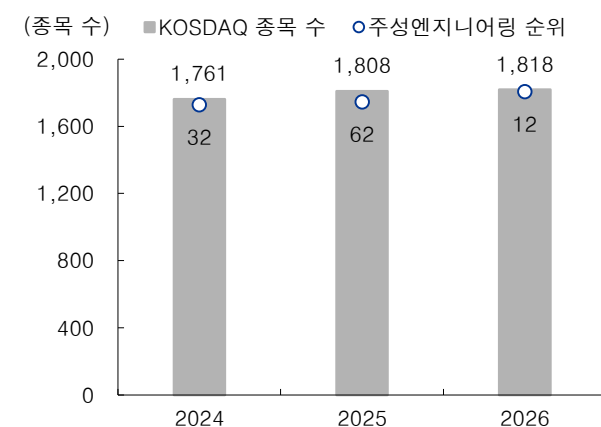
2026년 매출액은 2025년 대비 15% 증가한 3,580억원으로 예상하고, 영업이익은 2025년 대비 90% 증가한 595억원으로 전망한다. 동사의 분기 BEP 매출액은 600억원 수준인데 2026년은 1분기를 제외하고 이를 상회할 것으로 전망하고, 특히 하반기에 매출이 집중될 것으로 예상한다.

그림 1. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 2. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
 주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

DRAM 투자 확장의 시기

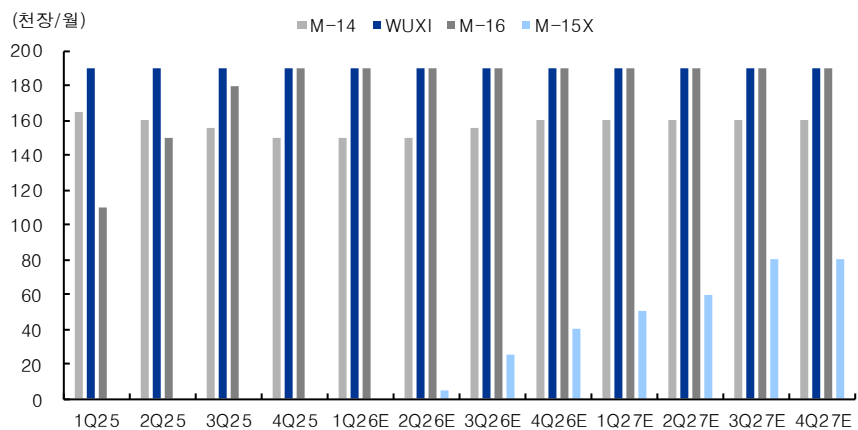
DRAM 수요 급증 수혜를 기대한다

주성엔지니어링의 실적 부진은 2025년에 마침표를 찍고 2026년부터 실적 개선이 본격화 될 것으로 예상된다. 그 첫 단추가 메모리 투자인데, 최근 AI 수요에 대응하기 위해서 메모리 메이커들의 물량 확대를 위한 노력이 가시화되고 있다. 유휴 공간 부족 문제는 당장 해결이 되지 않지만 공정 전환과 투자 시기를 앞당겨서 대처하고 있다.

SK하이닉스, CXMT가 빠르게 움직이기 시작했다

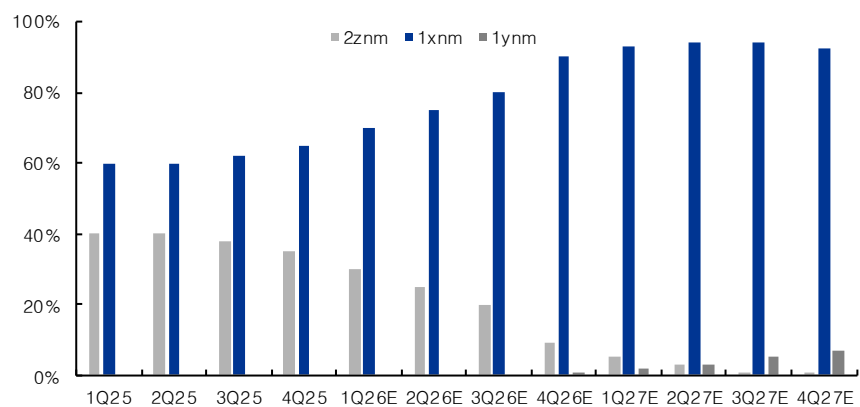
반도체 장비 시장에서 주성엔지니어링의 주요 고객은 SK하이닉스와 CXMT이다. SK하이닉스는 M15x 생산라인을 확대하고 있고, M16/M14 라인의 공정전환을 통해서 생산능력 확대를 모색하고 있다. 이에 따른 동사의 수혜가 기대된다. CXMT는 웨이퍼 물량 확대보다는 공정전환이 빠르게 진행되는 중인데 1xnm 비중 확산도 동사의 매출에는 긍정적인 역할을 할 것으로 기대한다. 2분기 중에 PO를 받을 것으로 기대한다. 해외 고객에게는 1d nm 라인으로 Guidance 장비를 공급할 것을 목표로 하고 있다.

그림 3. SK하이닉스 분기별 Wafer 생산 추이 및 전망



자료: Omdia, IBK투자증권

그림 4. CXMT Fab 공정별 비중 추이



자료: Omdia, IBK투자증권

반도체에서 디스플레이, 태양전지로 사업 확대

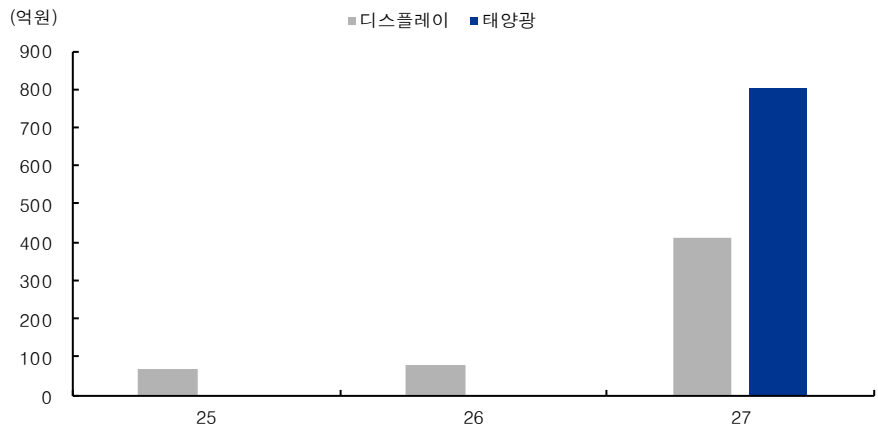
디스플레이는 해외 고객
태양전지는 신기술로 부활

주성엔지니어링은 반도체 장비뿐만 아니라 디스플레이, 태양광 장비 관련 기술을 보유하고 있다. PE CVD를 국내 고객에게 공급하고 있는데 2025년 매출액은 70억원, 2026년은 80억원 수준으로 예상한다. 해외 고객 확보를 통해 2027년에는 410억원을 기대한다. 2026년 상반기에 발주를 목표하고 있다. 태양광 장비는 2026년에 발주를 받아 Pilot 장비 포함 2027년 800억원 매출이 가능할 것으로 기대한다.

ALD기반 HJT가
태양전지의 핵심

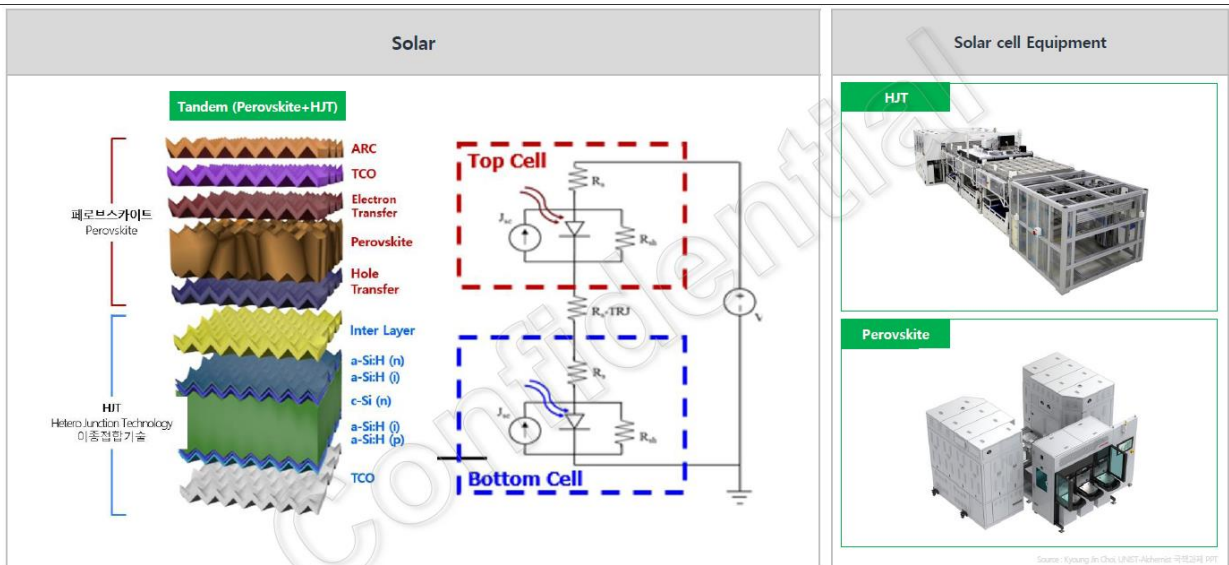
태양전지 장비는 페로브스카이트와 HJT(Hetero Junction Technology)가 있다. 지금까지 태양전지의 Bottom Cell을 Top con, Perk cell 방식으로 생산했으나 효율을 높이기 위해서 HJT 방식이 선호되고 있다. 페로브스카이트 공정도 ALD를 기반으로 한 동사의 경쟁력이 높은 것으로 판단한다.

그림 5. 주성엔지니어링 디스플레이/태양전지 장비 매출액 추이 및 전망



자료: 주성엔지니어링, IBK투자증권

그림 6. Solar 기술에서 핵심적인 HJT



자료: 주성엔지니어링, IBK투자증권

Interposer, Glass Substrate도 한다

뛰어난 기술 확장 능력이
동사의 경쟁력

주성엔지니어링의 성장 동력은 ALD 기술을 기반으로 한 신기술 개발이라고 판단한다. 반도체에서 디스플레이, 태양전지로 사업영역을 확장한 것도 같은 맥락이다. 여기에 더해 미세증착 기술이 필요한 여러 부문으로 사업영역을 추가하고 있는데 그 내용은

1. DTC(Deep Trench Capacitor)
2. Glass Substrate
3. 3-5족, 3-6족 화합물 반도체 개발을 통한 적층 기술 확보이다.

DTC를 통한
Interposer 시장 확보

DTC는 Interposer에 적용되는 기술인데 최근 Logic die가 추가됨에 따라 필요성이 높아지고 있는 것으로 보인다. Capacitor를 기판에 내장하기 위해서 필요한 공정을 지원한다. 이를 이용해서 Silicon Capacitor를 생산하려고 개발 중인 업체에 장비를 공급하고 있다.

Glass Substrate는
미래 먹거리

Glass Substrate는 최근 기판의 휨 현상을 없애기 위해서 칩 메이커들이 적용하고 있는 기술인데 조만간 양산될 기술로 평가받고 있다. 동사는 이를 지원하는 장비도 개발 중인데 현재 요구되는 수준보다 훨씬 발전된 공정에서 필요한 장비일 것으로 판단된다.

3-5족, 3-6족 반도체를 이용해서 Capacitor 적층 기술을 확보할 계획이다. 이를 통해서 보다 빠르고, 전력 소모가 적은 칩을 생산할 수 있을 것으로 기대한다. 면적이 좁아져서 Substrate에 대한 의존도도 낮출 수 있을 것으로 기대한다.

그림 7. Glass Substrate 적용

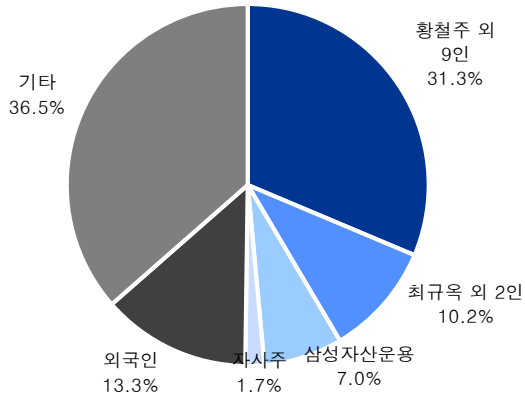
TGV(Through Glass Via) JUSUNG Technology					
Type	PVD			JUSUNG Tech.	
Aspect Ratio	10 : 1		$\geq 10 : 1$		
Thickness	Thick		Thin		
Step Coverage	Low		High		
Structure	Top View				
	Side View	Step Coverage : Not good		Step Coverage : Excellent	

JUSUNG Technology

Metal

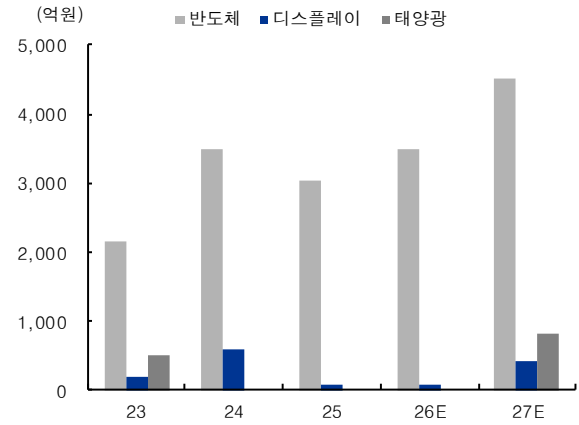
자료: 주성엔지니어링, IBK투자증권

그림 8. 주주별 지분율(26년 4월)



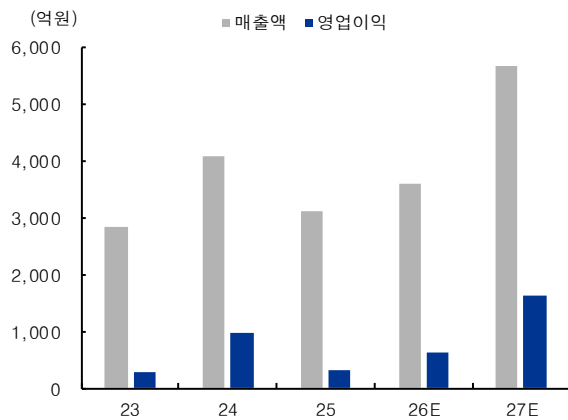
자료: 주성엔지니어링, IBK투자증권

그림 9. 사업부문별 매출 추이



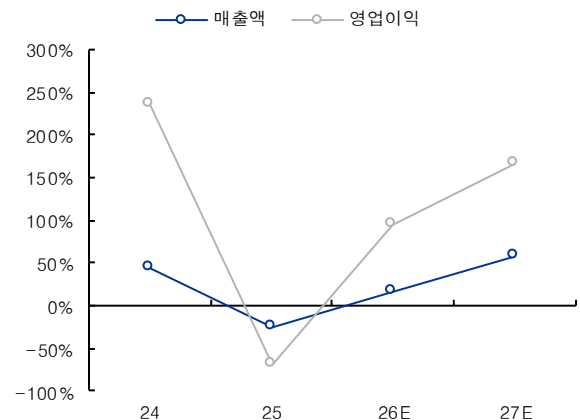
자료: 주성엔지니어링, IBK투자증권

그림 10. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



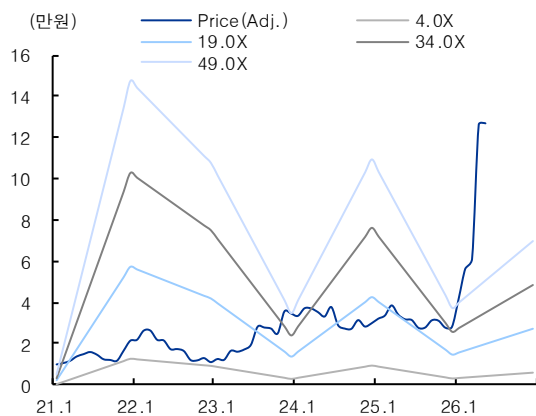
자료: 주성엔지니어링, IBK투자증권

그림 11. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



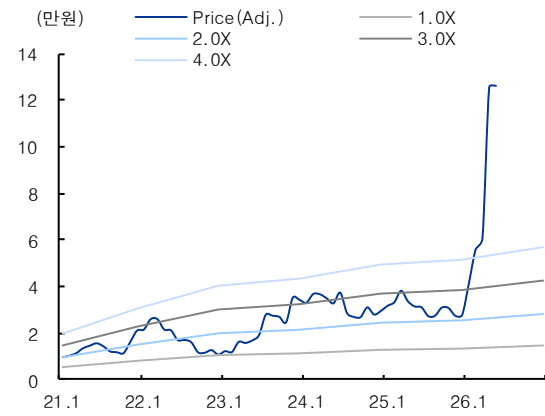
자료: 주성엔지니어링, IBK투자증권

그림 12. 주성엔지니어링 PER 밴드



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 13. 주성엔지니어링 PBR 밴드



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주성엔지니어링 (036930)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	377	438	285	409	311
증가율(%)	218.3	16.1	-35.0	43.8	-24.1
매출원가	184	190	135	160	133
매출총이익	194	248	150	249	177
매출총이익률 (%)	51.5	56.6	52.6	60.9	56.9
판매비	91	124	121	152	146
판매비율(%)	24.1	28.3	42.5	37.2	46.9
영업이익	103	124	29	97	31
증가율(%)	-509.9	20.7	-76.6	235.9	-67.8
영업이익률(%)	27.3	28.3	10.2	23.7	10.0
순금융손익	-6	-3	-2	0	3
이자손익	-5	-3	-2	0	3
기타	-1	0	0	0	0
기타영업외손익	77	14	18	30	7
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	174	135	45	127	41
법인세	29	29	11	21	6
법인세율	16.7	21.5	24.4	16.5	14.6
계속사업이익	146	106	34	107	36
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	146	106	34	107	36
증가율(%)	-1,870.6	-27.0	-68.0	214.2	-66.6
당기순이익률 (%)	38.7	24.2	11.9	26.2	11.6
지배주주당기순이익	146	106	34	107	36
기타포괄이익	-3	24	15	-3	1
총포괄이익	142	130	49	104	37
EBITDA	118	141	48	116	50
증가율(%)	-1,253.6	19.7	-65.7	138.7	-56.4
EBITDA마진율(%)	31.3	32.2	16.8	28.4	16.1

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	3,016	2,200	705	2,235	755
BPS	7,661	10,044	10,669	11,987	12,492
DPS	155	193	50	287	53
밸류에이션(배)					
PER	7.0	4.8	48.5	13.2	36.7
PBR	2.7	1.1	3.2	2.5	2.2
EV/EBITDA	8.4	3.1	32.8	10.2	23.7
성장성지표(%)					
매출증가율	218.3	16.1	-35.0	43.8	-24.1
EPS증가율	-1,870.6	-27.0	-68.0	217.1	-66.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	1.8	0.1	1.0	0.2
ROE	48.7	24.9	6.8	19.8	6.2
ROA	23.1	13.7	4.2	11.9	3.8
ROIC	57.0	36.8	9.9	34.1	11.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	92.6	71.9	56.4	74.2	50.4
순차입금 비율(%)	-7.6	-14.4	-11.7	-36.3	-19.5
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.3	15.9	11.8	17.9	15.3
재고자산회전율	6.6	5.6	3.2	4.5	3.9
총자산회전율	0.6	0.6	0.3	0.5	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	230	290	239	398	246
현금및현금성자산	119	121	111	251	164
유가증권	0	0	0	5	0
매출채권	24	31	17	29	12
재고자산	59	99	81	101	60
비유동자산	482	543	566	589	642
유형자산	235	283	290	306	326
무형자산	5	6	7	8	8
투자자산	7	6	11	11	32
자산총계	712	833	805	987	888
유동부채	135	127	62	192	68
매입채무및기타채무	17	12	19	17	8
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	40	0	0	0	0
비유동부채	207	221	229	229	229
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	45	45	45	45	45
부채총계	342	348	291	420	297
자본총계	370	485	515	567	590
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	109	109	109	109	109
자본조정등	0	-7	-17	-50	-50
기타포괄이익누계액	22	48	63	62	63
이익잉여금	215	311	335	422	445
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	370	485	515	567	590
비이자부채	251	297	241	370	248
총차입금	91	51	50	50	49
순차입금	-28	-70	-60	-206	-115

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	111	101	1	225	-31
당기순이익	146	106	34	107	36
비현금성 비용 및 수익	-13	56	25	45	26
유형자산감가상각비	14	16	18	17	18
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-18	-37	-34	75	-59
매출채권등의 감소	0	-6	12	-10	17
재고자산의 감소	-3	-40	16	-19	33
매입채무등의 증가	-6	-4	7	-2	-8
기타 영업현금흐름	-4	-24	-24	-2	-34
투자활동 현금흐름	7	-48	-1	-40	-54
유형자산의 증가(CAPEX)	23	37	14	31	40
유형자산의 감소	8	0	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	0	-2	1
투자자산의 감소(증가)	0	-10	12	-2	-20
기타	-23	-74	-28	-67	-75
재무활동 현금흐름	-18	-48	-10	-51	-1
차입금의 증가(감소)	45	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-63	-48	-10	-51	-1
기타 및 조정	1	-3	0	6	0
현금의 증가	101	2	-10	140	-86
기초현금	19	119	121	111	251
기말현금	119	121	111	251	164

Analyst 강민구

이오테크닉스 (039030)

상장일	2000.08.24
현재가 (5/8)	478,500원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	5,895십억원
발행주식수	12,320천주
액면가	500원
52주 최고가	516,000원
최저가	116,900원
60일 일평균거래대금	51십억원
외국인 지분율	21.8%
배당수익률 (2025.12)	0.4%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-2%	33%	143%
절대기준	8%	83%	302%

주주구성	
성규동 외 10 인	31.09%
미래에셋자산운용	10.91%

반도체 고도화에 올라탄 레이저 장비 업체

IT 전공정, 후공정 장비 라인업 보유

이오테크닉스는 반도체, 디스플레이 및 PCB 제조 공정에 사용되는 레이저 장비를 개발·생산하는 기업이다. 마킹(Marking), 어닐링(Annealing), 커팅(Cutting), 디본딩(Debonding) 등의 공정용 레이저 장비 라인업을 갖추었다. 캐시카우 제품인 마킹 장비는 웨이퍼 및 다이에 레이저 각인을 새겨 Chip 제조 및 Packaging 수율을 개선시키는 역할을 한다. 당사는 글로벌 레이저 마커 시장에서 약 70%의 점유율을 차지하고 있으며, 경쟁사 역시 제한적이므로 시장 지배력이 지속될 것으로 전망한다.

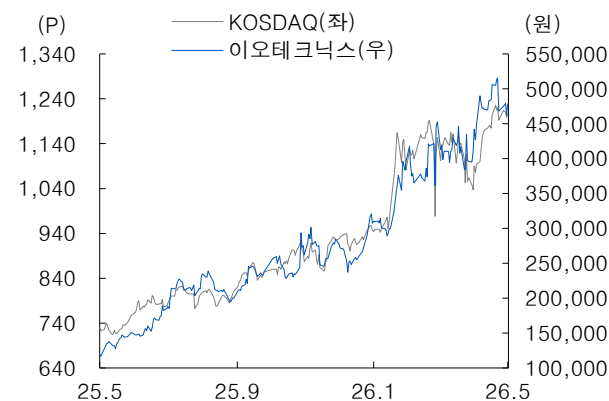
최고의 레이저 전문가가 이끄는 기업

이오테크닉스의 최대주주는 창업자인 성규동 대표이사로, 28.4%의 지분을 보유하고 있다. 특수관계인을 포함한 최대주주 측 지분은 31.1% 수준이다. 성규동 대표는 1989년 회사를 설립하기 전 '코리아레이저'에서 근무하며, 기술 기반을 다졌다. 이후 1993년 직접 진두지휘한 펜타입 레이저 마킹 장비 개발에 성공했으며, 업계에서는 실무형 레이저 전문가로 평가받는다.

역대급 CAPEX 사이클, 장비 채택 증가 전망

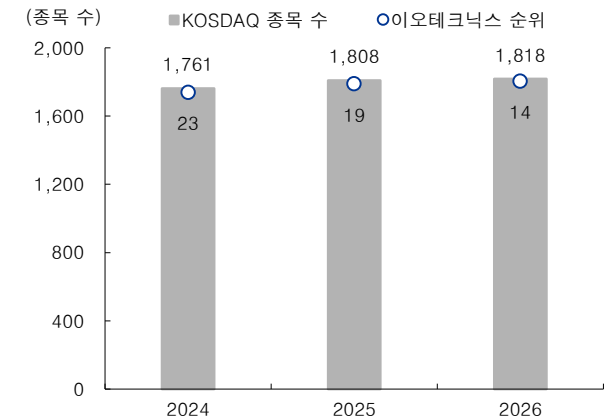
2026년 실적은 높아진 시장 기대치를 충족할 것으로 전망한다. 금년 실적에 대한 시장 기대치는 매출액 4,800억원, 영업이익 1,302억원으로 역대 최고 실적을 상회하는 수준이다. 실적에 대한 기대치가 높아진 까닭은 반도체 공정 내 레이저 장비 채택 증가와 고객사의 역대급 CAPEX 사이클이 맞물렸기 때문이다. 2026년은 신규 장비 채택 증가에 따라 제품 및 적용처가 다각화되는 분기점이 될 것으로 전망한다.

그림 14. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 15. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

반도체 고도화에는 레이저 장비가 필요

반도체 장비 시장은
투자 → 기술 중심으로
변화

반도체 장비 업종은 공정 난도 상승에 대응하는 기술 중심 시장으로 변화하고 있다. 과거 장비 수요는 기술 전환 및 Fab 증설 등 투자에 의해 좌우되었으나, 현재는 적층, 미세화, 선단 패키징 등 기술적 요구가 기준이 되고 있다. 장비 선택의 기준 역시 처리량 중심에서 공정 품질, 정밀도, 열 제어, 손상 최소화 등 공정 대응력으로 이동하고 있다.

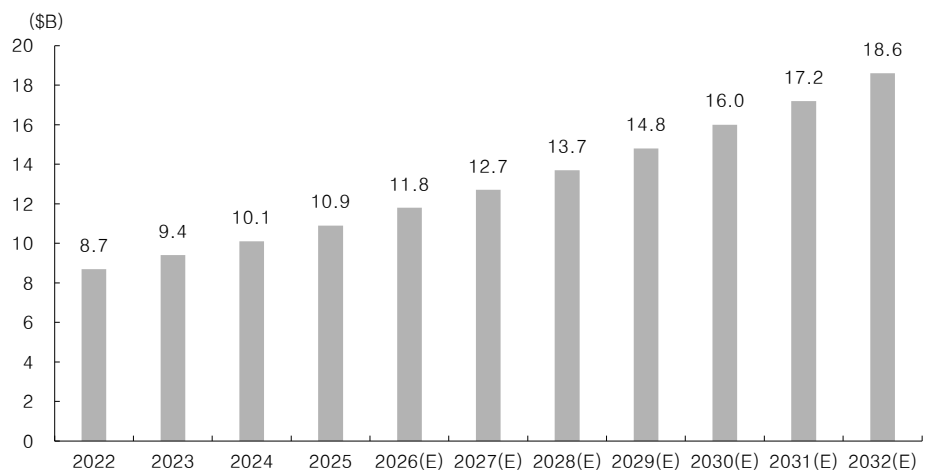
반도체 고도화가 견인하는
레이저 장비 수요

반도체 공정이 고도화될수록 동사 레이저 장비에 대한 수요는 확대될 것으로 전망한다. 반도체 적층 트렌드와 패키징 고도화는 레이저 장비 채택을 가속화하는 핵심적인 기술 변화이다. 웨이퍼가 얇아지고 칩의 복잡도가 증가할수록 기존 가열식 및 기계식 장비로 인한 변형 리스크가 커지기 때문이다. 레이저 장비는 국소 부위에 에너지를 집중할 수 있어 물리적 손상을 최소화한다.

전후공정 모두에서
레이저 장비 필요성 확대

레이저 장비의 필요성은 전공정과 후공정을 가리지 않고 높아지고 있다. 어닐링 장비는 DRAM을 중심으로 NAND 및 HBM 패키징 공정까지 적용처가 확대될 것으로 전망한다. 커팅 장비는 Chip의 박막화 및 고단화 영향으로 Dicing 공정의 난이도가 상승함에 따라 OSAT 및 Foundry의 수요가 증가했다. 마커는 웨이퍼 및 패키징 식별을 위한 보조 장비라는 인식이 강했으나, Chiplet 패키징 공정에서는 EMI Shield, 방열판, 주변 부품 등 표시 면적이 증가하면서 핵심 장비로서 입지를 다지고 있다.

그림 16. 글로벌 반도체 레이저 장비 시장 추이 및 전망



자료: Market.us, IBK투자증권

고객이 많아지고, 장비도 많아진다

종합 장비사로의 변모는
밸류에이션 리레이팅 요인

단일 고객과 장비에 대한 의존도가 높았던 구조에서 벗어나 다각화가 이루어지고 있다. 신규 장비의 매출 기여도가 높아지면서, 글로벌 IDM(Integrated Device Manufacturer), Foundry, OSAT(Outsourced Semiconductor Assembly and Test)로 고객군이 확대되고 있다. 단일 제품 및 고객 의존도는 장비사 업종 내 밸류에이션 할인 요인으로 작용하기 때문에 종합 장비 업체로의 변화는 기업가치 리레이팅을 위한 선결 조건이다.

레이저 마커 의존도 완화,
신규 장비 성장 본격화

레이저 마커 장비가 캐시카우로서 안정적 실적 유지를 가능케한다면, 신규 장비는 새로운 성장 동력으로 부상하고 있다. 2025년 전사 매출 대비 장비별 비중은 마커 40%, 어닐링·커팅 각각 15%, 디본더 8~9% 수준으로 추정한다. 레이저 마커가 연간 1,600~1,700억원의 매출을 기록하며 40%까지 차지했지만, 향후 장비의 성장에 따라 30%까지 의존도가 낮아질 것으로 전망한다.

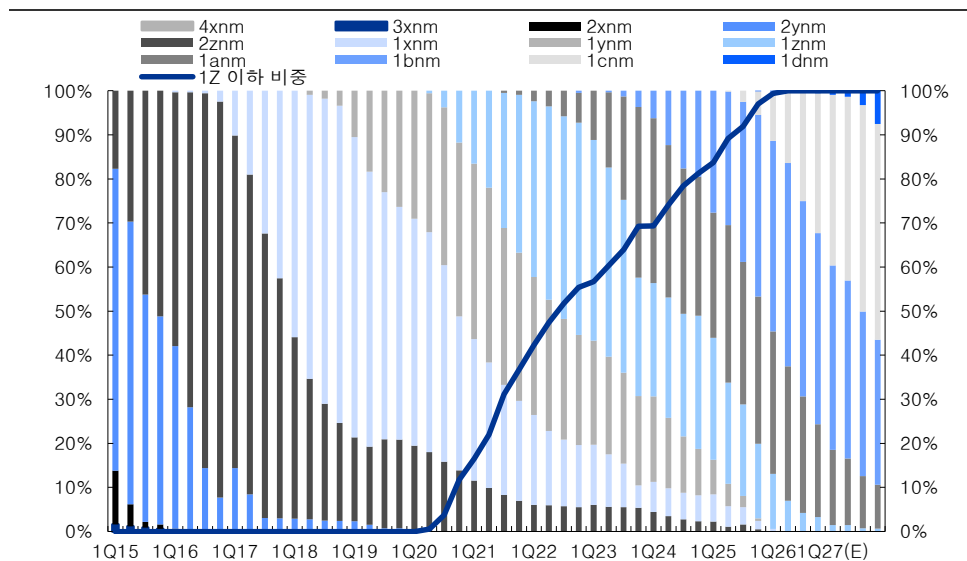
미세화 및 하이브리드
본딩이 어닐링 장비
수요를 견인

레이저 어닐링 장비는 DRAM 미세화 및 HBM·NAND 하이브리드 본딩 확대에 따라 신규 고객사 확보가 가능할 것으로 전망한다. 삼성전자 1z nm DRAM부터 레이저 어닐링 장비를 독점 공급 중이며, P4 등 신규 라인 1c nm 증설에 따른 주문이 이어지고 있다. 미국 IDM 역시 공정 미세화로 동사의 어닐링 도입을 검토 중인 것으로 추정한다. 신규 공장 투자 리드타임을 고려하면 금년 말에서 내년 초 매출 발생을 전망한다.

커팅 방식 변화로
장비 채택 증가할 것

커팅 장비 시장은 일본의 디스코가 과점해온 기계식 Saw 중심에서 레이저 방식으로 전환이 이루어지고 있다. 레이저 커팅 장비는 OSAT에서 IDM과 Foundry로 수요가 확대되며, 매출액 역시 2023년 60억원 수준에서 2025년 약 550억원 규모로 성장한 것으로 추정한다. 세계 최초 상용화에 성공한 펄토초(1,000조분의 1초) 레이저 커팅 장비는 기존 고객의 Foundry 향으로 프로모션이 진행 중이다.

그림 17. 삼성전자 DRAM Tech 별 CAPA 비중 추이 및 전망



자료: Omdia, IBK투자증권

FC-BGA 시장 성장이 또 하나의 모멘텀

고성능 기판에도
레이저 장비가 필요

고성능 기판 수요 확대에 따른 레이저 PCB 장비 매출 성장을 전망한다. 고성능 반도체의 확산으로 Chip 면적이 넓어지고 입출력 단자가 증가하면서 고밀도 패키지 기판의 필요성이 높아졌다. 특히, FC-BGA(Flip Chip Ball Grid Array)는 AI 가속기와 서버용 반도체의 핵심 기판으로 부각되고 있으며, 국내외 기판 업체 역시 공급부족에 대응하기 위해 CAPEX를 확대하고 있다.

기판 업체들의 주가는
쇼티지를 반영

연초 이후 국내외 주요 기판 업체들의 주가는 쇼티지를 반영하며, 가파른 상승세를 기록하고 있다. 국내 대표 PCB 업체인 삼성전기와 대덕전자의 주가 상승률은 4월 27일 기준 연초 대비 각각 211%, 132%이다. 주가 상승의 배경에는 쇼티지가 단순한 공급 부족이 아닌, 고성능 반도체 확산에 따른 구조적 성장 때문이라는 인식이 작용했다.

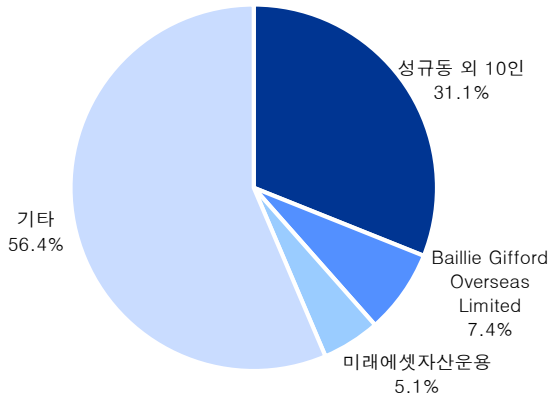
기판 제조사들은
FC-BGA에 투자를 집중

레이저 PCB 장비의 성장을 기대하는 이유는 기판 제조사의 투자가 MLB 대비 FC-BGA에 집중되고 있기 때문이다. 데이터센터 및 AI 서버 수요가 폭증했던 2024~25년에는 MLB(Multi Layer Board) 기판이 시장의 성장을 견인했다. 반면 AI 가속기 패키지 기판인 FC-BGA는 제한적 CAPA와 증설 지연으로 쇼티지가 심화되었다. FC-BGA의 구조적인 수급 불균형 해소를 위한 CAPEX 및 관련 장비 수요 확대를 전망한다.

빌드업 구조 기판에는
레이저 드릴이 적합

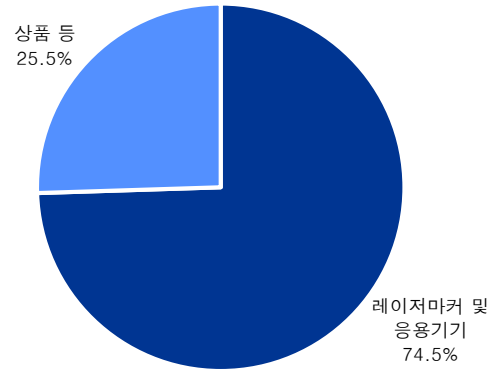
기판의 구조 차이 역시 레이저 장비의 채택을 가속화하는 요소이다. MLB 기판은 코어층과 절연층을 한 번에 압착해 만든 고다층 구조이지만, FC-BGA는 ABF(Ajinomoto Build-up Film)를 한 층씩 쌓아 올리는 빌드업 구조이다. 레이저 드릴은 초점 심도가 약해 다층 구조에는 적합하지 않지만, 정밀 가공 능력이 뛰어나 빌드업 기판 가공에는 용이하다. 이미 국내 고객사 평가에서 우수한 품질을 입증했으며, 장기적으로는 유리 기판용 장비 시장까지 진출할 것으로 전망한다.

그림 18. 주주별 지분율(25년말 기준)



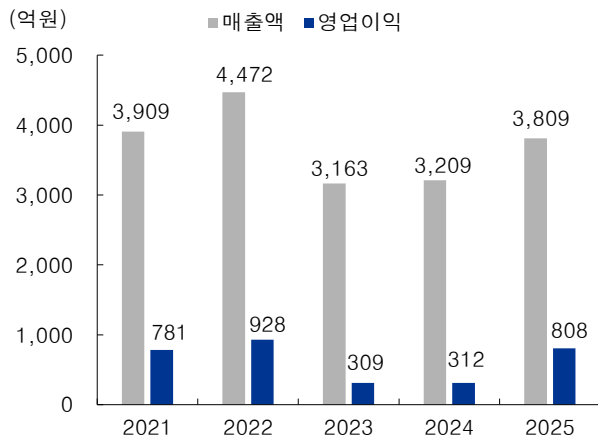
자료: DART, IBK투자증권

그림 19. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



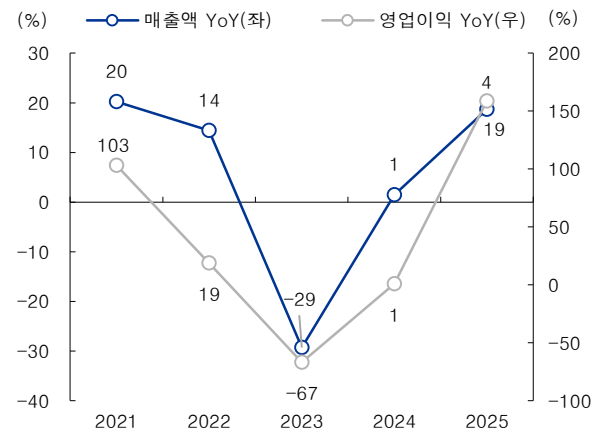
자료: DART, IBK투자증권

그림 20. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



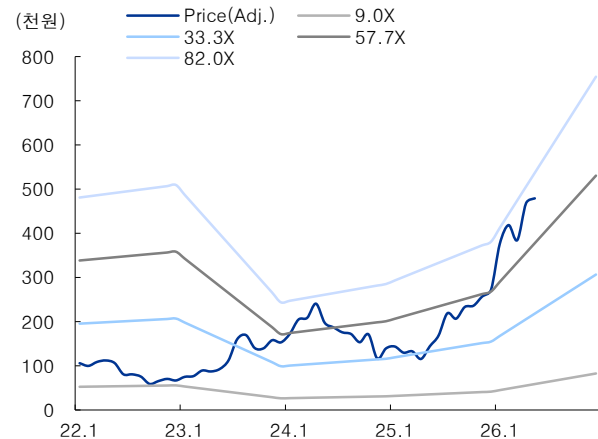
자료: DART, IBK투자증권

그림 21. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



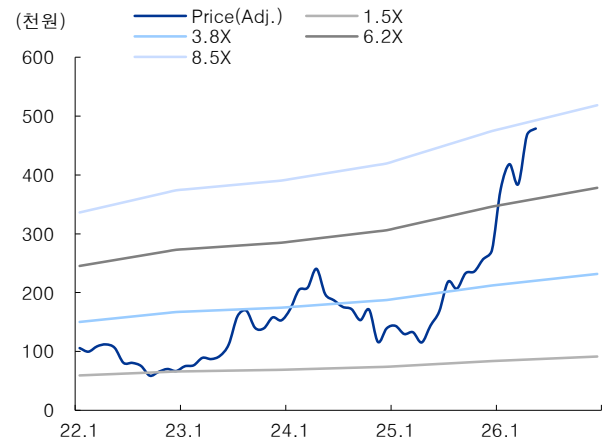
자료: DART, IBK투자증권

그림 22. PER Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 23. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

이오테크닉스 (039030)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	391	447	316	321	381
증가율(%)	20.2	14.4	-29.3	1.5	18.7
매출원가	260	294	229	232	242
매출총이익	131	153	87	89	139
매출총이익률 (%)	33.5	34.2	27.5	27.7	36.5
판매비	53	60	56	58	58
판매비율(%)	13.6	13.4	17.7	18.1	15.2
영업이익	78	93	31	31	81
증가율(%)	103.0	18.8	-66.7	0.8	158.8
영업이익률(%)	19.9	20.8	9.8	9.7	21.3
순금융손익	16	6	8	32	6
이자손익	1	1	7	8	7
기타	15	5	1	24	-1
기타영업외손익	-1	1	23	1	-3
종속/관계기업손익	0	1	0	0	0
세전이익	93	101	62	64	84
법인세	20	24	15	18	26
법인세율	21.5	23.8	24.2	28.1	31.0
계속사업이익	72	77	47	47	58
중단사업손익	0	0	-11	-4	0
당기순이익	72	77	36	43	58
증가율(%)	235.7	6.8	-52.9	17.2	34.9
당기순이익률 (%)	18.4	17.2	11.4	13.4	15.2
지배주주당기순이익	72	77	37	43	57
기타포괄이익	6	-2	-1	4	3
총포괄이익	79	75	35	47	60
EBITDA	89	102	39	37	87
증가율(%)	72.1	15.2	-62.1	-3.6	131.8
EBITDA마진율(%)	22.8	22.8	12.3	11.5	22.8

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	5,835	6,212	2,973	3,478	4,644
BPS	38,830	43,208	45,119	48,481	55,838
DPS	900	1,000	450	500	1,200
밸류에이션(배)					
PER	20.5	10.7	51.4	40.0	58.6
PBR	3.1	1.5	3.4	2.9	4.9
EV/EBITDA	15.6	6.5	43.7	40.2	34.9
성장성지표(%)					
매출증가율	20.2	14.4	-29.3	1.5	18.7
EPS증가율	236.7	6.5	-52.1	17.0	33.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	1.5	0.3	0.4	0.4
ROE	16.3	15.1	6.7	7.4	8.9
ROA	13.8	13.1	5.9	6.7	8.0
ROIC	24.6	23.8	11.8	13.7	19.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	16.8	14.2	8.8	8.3	13.1
순차입금 비율(%)	-19.0	-29.1	-34.5	-35.8	-47.8
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.6	4.8	3.9	3.6	4.1
재고자산회전율	3.1	2.9	2.1	2.6	3.3
총자산회전율	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	371	424	429	446	546
현금및현금성자산	93	159	200	222	236
유가증권	11	11	3	3	99
매출채권	106	81	82	99	87
재고자산	147	161	135	112	115
비유동자산	195	192	182	207	231
유형자산	129	122	107	134	150
무형자산	5	5	5	5	4
투자자산	48	52	47	22	34
자산총계	566	616	612	653	778
유동부채	81	76	47	48	88
매입채무및기타채무	33	22	16	15	24
단기차입금	12	12	9	9	7
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	2	2	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	81	77	49	50	90
지배주주지분	478	532	556	597	688
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	76	76	76	76	67
자본조정등	-6	-16	-16	-16	0
기타포괄이익누계액	6	4	3	7	10
이익잉여금	396	462	486	524	605
비지배주주지분	6	7	7	6	0
자본총계	485	539	562	603	688
비이자부채	69	65	40	41	83
총차입금	12	12	9	9	7
순차입금	-92	-157	-194	-216	-329

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	2	93	32	55	100
당기순이익	72	77	36	43	58
비현금성 비용 및 수익	36	39	12	11	49
유형자산감가상각비	10	9	7	6	5
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-94	-1	3	6	1
매출채권등의 감소	-39	19	-6	-12	5
재고자산의 감소	-53	-13	26	17	-17
매입채무등의 증가	8	-11	-6	2	11
기타 영업현금흐름	-12	-22	-19	-5	-8
투자활동 현금흐름	-7	-6	26	-38	-116
유형자산의 증가(CAPEX)	5	4	5	64	4
유형자산의 감소	1	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-4	29	26	-10
기타	-13	-8	-7	-128	-110
재무활동 현금흐름	-3	-21	-16	-6	32
차입금의 증가(감소)	1	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-4	-21	-16	-6	32
기타 및 조정	4	0	-1	11	-2
현금의 증가	-4	66	41	22	14
기초현금	97	93	159	200	222
기말현금	93	159	200	222	236

Analyst 김운호

솔브레인 (357780)

상장일	2000.01.18
재상장일	2020.08.06
현재가 (5/8)	461,000원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	3,586십억원
발행주식수	7,779천주
액면가	500원
52주 최고가	501,000원
최저가	156,000원
60일 일평균거래대금	22십억원
외국인 지분율	22.7%
배당수익률(2025.12)	0.9%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	1%	29%	59%
절대기준	12%	78%	164%

주주구성	
솔브레인 홀딩스	31.00%
정지완	7.77%
피델리티	11.10%
미래에셋자산운용	9.27%
삼성전자	5.62%
국민연금공단	5.02%
자사주	1.54%

신호등(DRAM, NAND, Foundry) 3개가 모두 켜졌다 식각액에서 전해액 그리고 OLED까지

솔브레인은 식각액 전문업체이다. 사업 영역은 반도체에서 시작해서, 디스플레이, 최근 2차전지 전해액까지 확장하고 있다. 1986년 테크노무역상사로 설립한 이후 1991년 아마나카 휴텍과 합작법인 설립 이후 반도체 소재사업을 시작했다. 테크노세미캠으로 2000년 1월 코스닥에 상장한 후 2011년 솔브레인으로 사명을 변경했고, 지주사 전환으로 솔브레인홀딩스에서 인적분할 되며 2020년 8월 재상장했다. 여러 회사를 인수하면서 성장한 이력은 타사와 차별화되는 특징이다. 반도체 관련 매출 비중이 80%, 디스플레이 10%, 2차전지 10%의 비중을 차지하고 있다. 반도체는 소재별로 불산계와 인산계로 구분하는데 각각 50% 비중이다. 최근 DRAM 물량이 증가하면서 불산계 비중이 높아졌다. 인산계는 3D NAND에 주로 사용된다.

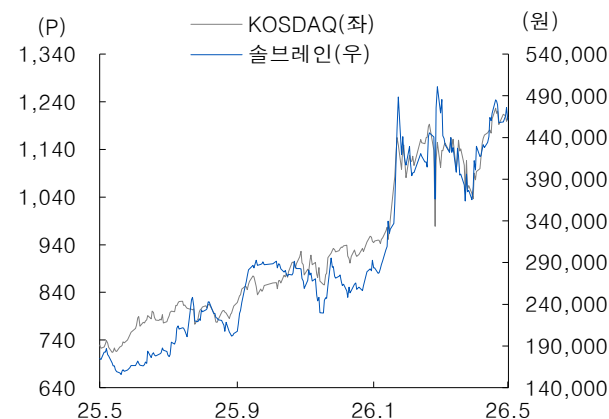
삼성전자가 주주인 보기 드문 장비 회사

최대주주는 정지완 외 특수 관계인이 44.73%를 보유하고 있는데 지주사 전환을 통해서 솔브레인 홀딩스가 31%, 정지완이 7.77%를 보유하고 나머지 5.96%는 특수 관계인이 보유하고 있다. 자사주 1.54%도 보유 중이다. 피델리티 11.1%, 미래에셋 자산운용이 9.27%, 삼성전자가 5.62%, 국민연금공단이 5.02%를 보유하고 있다. 삼성전자가 직접 투자한 몇 안되는 회사 중 하나이다.

DRAM, NAND, Foundry 증설 사이클 최대 수혜

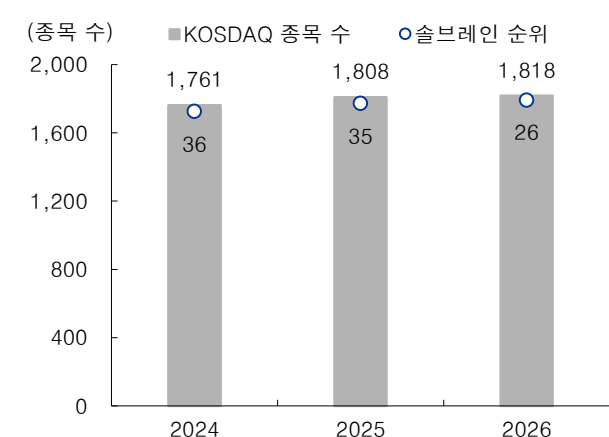
솔브레인의 투자포인트는 1) 메모리 신규 라인 가동 모델템 2) 빠른 속도로 진행되는 공정 전환 3) 파운드리 신규 라인 가동 가시화 4) 독보적 기술 경쟁력, 원재료 내재화 등이다. 동사의 2026년 매출액은 2025년 대비 15% 증가한 1조 600억원 수준일 전망이다. 연결 자회사 실적은 온기로 인식한 영향과 실적 개선이 동반될 것으로 기대한다. 영업이익은 2025년 대비 62.7% 증가한 2,180억원으로 전망한다. 본사 영업이익률은 17% 수준으로 예상하고 연결 자회사 이익이 추가된 규모이다.

그림 24. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 25. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

DRAM 공급 계획이 빨라지고 있다

DRAM 투자 확대로
불산계 물량 증가

솔브레인 매출에서 80%는 메모리 관련 식각액이다. 식각액은 불산계 인산계, 그리고 초산계로 구분하는데 불산계가 DRAM, NAND 등 범용 산화막을 식각하는데 사용된다. 최근 DRAM 투자 확대와 공정전환으로 인해서 동사의 불산계 식각액 수요가 증가하고 있다.

삼성전자, SK하이닉스
Wafer 캐파 확대

솔브레인 불산계 식각액 고객은 삼성전자와 SK하이닉스이다. 삼성전자 내 점유율은 70% 내외, SK하이닉스에서는 50% 점유율을 유지하고 있다. 삼성전자의 P4라인과 SK하이닉스 M15x 라인 물량 증설이 2026년 본격화될 것으로 기대한다.

양사 모두 1c nm 확대

Wafer 증가와 함께 공정개선도 식각액 소요량을 확대시키는 변수이다. 삼성전자와 SK하이닉스 모두 생산공간 부족으로 공정전환을 통한 물량 확대를 계획하고 있다. 핵심 생산라인은 1c nm인데 삼성전자는 2027년 말까지 49%를 1c nm로 전환하고, SK하이닉스는 동기간 26%까지 비중을 늘릴 계획이다.

그림 26. 주요 메이커별 생산라인 현황 및 전망

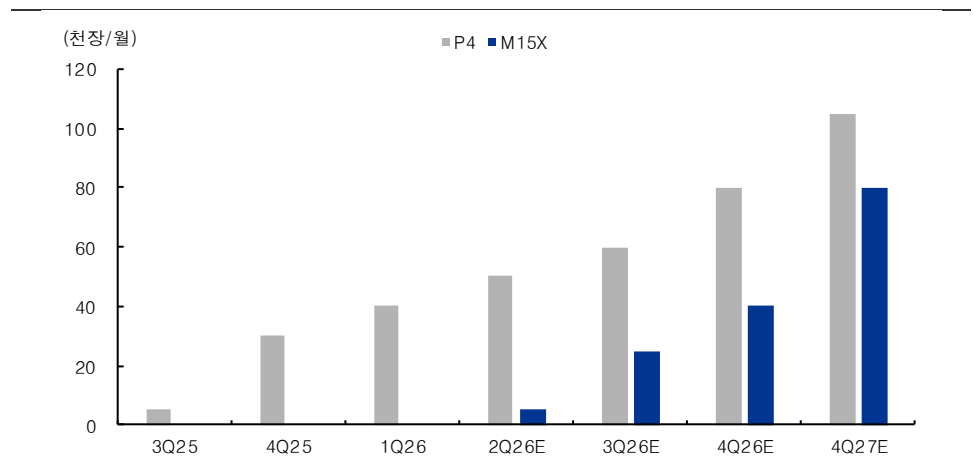
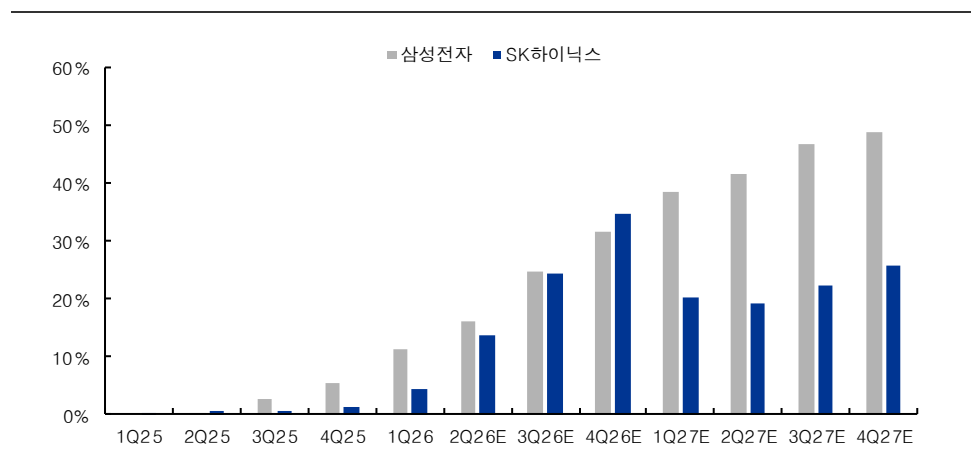


그림 27. 주요 메이커별 공정 전환



NAND 선단 공정 전환 가속화

인산계는 3D NAND 전용
식각액

솔브레인 식각액 중에서 인산계는 3D NAND 공정에만 사용된다. NAND Wafer 증설과 3D 선단 공정 변화에 따라 실적이 연동되고 있다. DRAM 물량이 증가하기 이전에는 인산계 비중이 70%를 상회했던 적도 있었지만 최근 DRAM 물량 확대로 인산계 비중은 40% 수준이다. 삼성전자 내에서는 인산계 점유율이 100%, SK하이닉스 내 점유율은 50% 수준으로 추정한다.

삼성전자 8세대 비중
빠르게 상승하는 중. Xian
증설 효과 기대

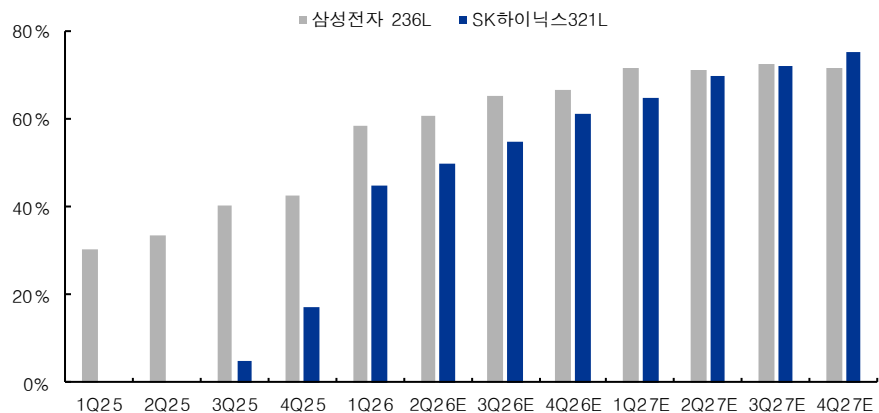
최근 DRAM 수요 급증으로 NAND에 대한 투자가 정체되어 있지만 선단 공정 전환 속도가 빨라지면서 8세대, 9세대 비중이 빠르게 높아지는 추세이다. 삼성전자는 아직 8세대 비중 확대에 집중하고 있는데 25년 1분기 236L 비중이 30%에서 25년 4분기에는 59%, 26년 4분기에는 67%, 27년 4분기는 72%까지 높아질 것으로 전망한다. 2026년은 Xian 라인 8세대 물량 확대 효과를 기대하고, 2027년 이후에는 9세대 물량 확대를 기대한다.

SK하이닉스 9세대 비중
급격히 확대 중

SK하이닉스 역시 당장에 NAND Wafer를 국내에서는 확대할 공간이 부족한 상황이어서 해외 생산라인 생산능력을 2026년에 5K/월, 2027년에 10K/월 확대할 것으로 기대한다. 이를 통해서도 충분한 물량 확보가 어려워 공정 전환 속도를 빠르게 해서 수요 증가에 대응할 계획이다. 이로 인해 9세대 비중이 가파르게 높아지는 중이다.

SK하이닉스 321L은 25년 3분기 5%에서 그 해 4분기에 17%까지 높아졌고, 26년 1분기는 45%, 26년 4분기에는 61%까지 급상승할 전망이다.

그림 28. 메이커별 NAND 공정 전환 추이 및 전망



자료: Omdia, IBK투자증권

Foundry, 디스플레이, 그리고 유리기판으로 확장

Foundry 시장에도
초산계 식각액으로 진출

솔브레인은 메모리 이외의 산업으로 사업 영역을 확대하고 있다. 반도체는 Foundry 중에서 GAA(Gate All Around)에 사용되는 SiGe 식각을 위해서 사용하고 있다. 삼성전자 Foundry 3 nm 공정에서 사용량을 확대할 것으로 예상된다.

삼성전자 Talyor Fab을 지원하기 위해서 동반 진출한 상황이고 아직은 부지만 확보한 수준이다. 이를 통해서 다양한 고객 확보도 가능할 것으로 기대한다.

디스플레이 신제품 개발로
시장 진입

디스플레이 관련 식각액은, LCD 공정에는 식각액을 OLED 공정에는 세정액을 공급하고 있다. 디스플레이 관련 매출액은 감소하는 추세를 보이고 있지만 신제품 개발을 통해서 2027년부터는 매출액이 반등할 것으로 기대한다.

유리기판 관련 보유 기술
활용해서 시장 진입 모색

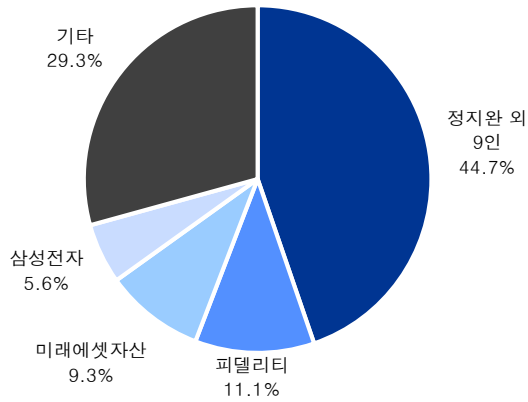
유리기판은 차세대 패키징 소재로 부상되고 있다. 지금은 철수한 TG(Thin Glass) 기술을 보유하고 있고, 2차전지 부품 공급을 통해서 확보한 도금 기술, 세정 관련 기술로 확보한 증착 기술 등을 통해서 반제품까지는 생산할 수 있는 기반 기술을 확보하고 있다. 아직은 고객과 협상 단계이지만 조만간 매출 인식이 가능할 것으로 기대한다.

그림 29. 새로운 사업 영역으로 확장 중



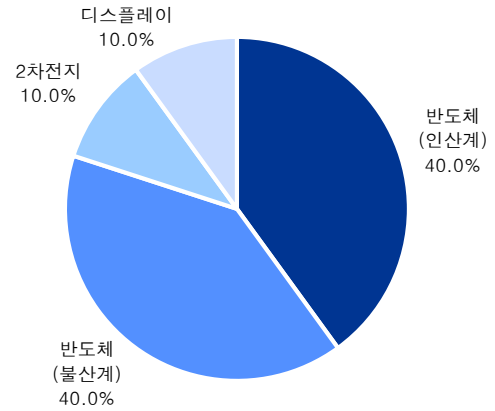
자료: 솔브레인, IBK투자증권

그림 30. 주주별 지분율(2026년 4월 기준)



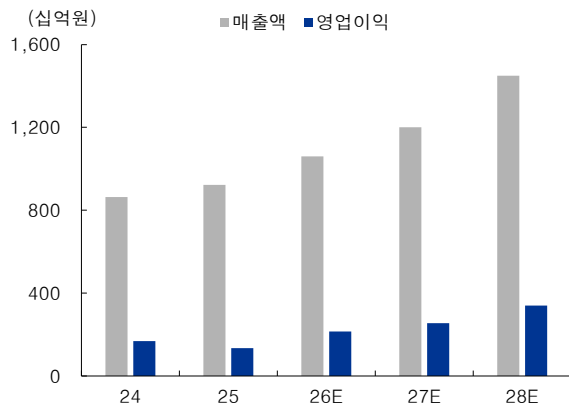
자료: 솔브레인, IBK투자증권

그림 31. 사업부문별 매출 비중(2025년 기준)



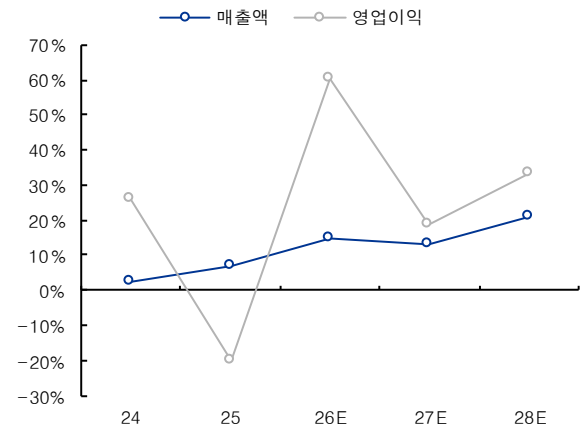
자료: 솔브레인, IBK투자증권

그림 32. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



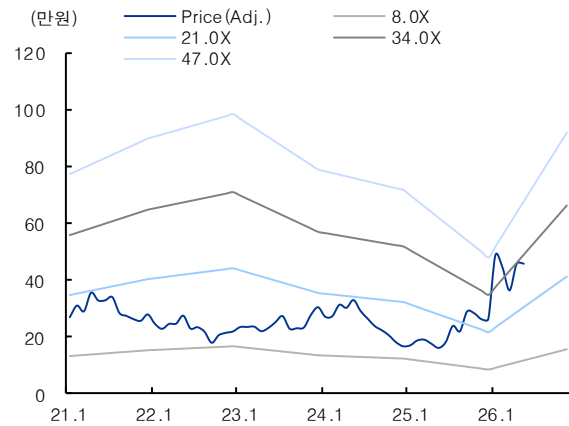
자료: 솔브레인, IBK투자증권

그림 33. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



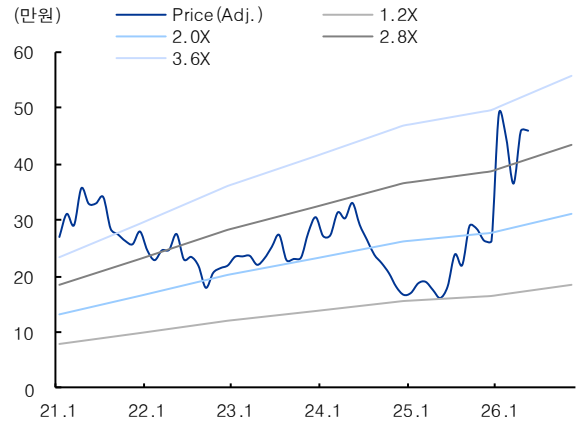
자료: 솔브레인, IBK투자증권

그림 34. 솔브레인 PER 밴드



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 35. 솔브레인 PBR 밴드



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

솔브레인 (357780)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	1,024	1,091	844	863	923
증가율(%)	117.8	6.5	-22.6	2.3	7.0
매출원가	769	793	651	617	691
매출총이익	255	298	193	246	233
매출총이익률 (%)	24.9	27.3	22.9	28.5	25.2
판매비	67	91	60	78	99
판매비율(%)	6.5	8.3	7.1	9.0	10.7
영업이익	189	207	133	168	134
증가율(%)	81.7	9.6	-35.5	25.8	-20.4
영업이익률(%)	18.5	19.0	15.8	19.5	14.5
순금융손익	7	5	10	25	-2
이자손익	0	2	10	10	3
기타	7	3	0	15	-5
기타영업외손익	7	4	17	20	8
종속/관계기업손익	0	0	0	-46	-27
세전이익	203	215	161	167	113
법인세	51	48	30	48	29
법인세율	25.1	22.3	18.6	28.7	25.7
계속사업이익	152	168	131	120	84
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	152	168	131	120	84
증가율(%)	134.6	10.2	-21.9	-8.7	-29.8
당기순이익률 (%)	14.8	15.4	15.5	13.9	9.1
지배주주당기순이익	149	163	130	118	79
기타포괄이익	7	-2	0	14	-1
총포괄이익	159	166	131	134	83
EBITDA	237	260	194	227	199
증가율(%)	85.4	9.4	-25.3	17.0	-12.5
EBITDA마진율(%)	23.1	23.8	23.0	26.3	21.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	19,093	20,928	16,759	15,226	10,164
BPS	81,666	100,114	114,593	129,633	135,728
DPS	1,950	2,000	2,000	2,300	2,350
밸류에이션(배)					
PER	14.6	10.4	18.1	10.9	25.8
PBR	3.4	2.2	2.7	1.3	1.9
EV/EBITDA	8.6	5.7	11.4	4.3	9.6
성장성지표(%)					
매출증가율	117.8	6.5	-22.6	2.3	7.0
EPS증가율	18.0	9.6	-19.9	-9.1	-33.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.9	0.7	1.4	0.9
ROE	26.3	23.0	15.6	12.5	7.7
ROA	19.7	19.0	13.6	11.1	6.4
ROIC	36.4	34.2	24.4	21.3	12.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	27.3	17.0	8.3	12.6	30.2
순차입금 비율(%)	-22.2	-28.8	-19.4	-33.7	-17.8
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.8	11.3	13.6	14.8	12.3
재고자산회전율	12.1	10.0	9.1	10.5	8.6
총자산회전율	1.3	1.2	0.9	0.8	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	439	459	345	521	580
현금및현금성자산	169	168	161	242	248
유가증권	0	63	18	109	64
매출채권	126	67	58	59	92
재고자산	104	113	73	91	125
비유동자산	391	476	650	647	867
유형자산	360	409	462	508	575
무형자산	6	7	6	6	124
투자자산	0	1	140	97	85
자산총계	830	935	995	1,168	1,447
유동부채	173	128	71	124	146
매입채무및기타채무	75	40	25	35	48
단기차입금	23	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	2
비유동부채	5	8	6	7	189
사채	0	0	0	0	86
장기차입금	0	0	0	0	14
부채총계	178	136	77	131	335
지배주주지분	635	779	891	1,008	1,056
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	412	412	412	412	412
자본조정등	-3	-6	-8	-8	-23
기타포괄이익누계액	26	24	24	38	40
이익잉여금	197	344	459	562	623
비지배주주지분	17	20	27	29	56
자본총계	652	799	919	1,037	1,112
비이자부채	155	135	76	130	221
총차입금	23	1	1	1	114
순차입금	-145	-230	-178	-349	-198

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	132	191	221	262	147
당기순이익	0	0	131	120	84
비현금성 비용 및 수익	48	74	80	117	111
유형자산감가상각비	49	52	60	58	61
무형자산상각비	0	0	1	1	4
운전자본변동	-71	-53	50	41	-11
매출채권등의 감소	-29	4	13	4	-2
재고자산의 감소	-33	-12	41	12	-10
매입채무등의 증가	7	4	-15	9	3
기타 영업현금흐름	155	170	-40	-16	-37
투자활동 현금흐름	-53	-146	-215	-176	-251
유형자산의 증가(CAPEX)	62	94	129	96	120
유형자산의 감소	0	0	0	5	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	8	-64	-86	-88	48
기타	-123	-175	-258	-189	-419
재무활동 현금흐름	-100	-44	-13	-17	109
차입금의 증가(감소)	-83	-23	0	0	-1
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-17	-21	-13	-17	110
기타 및 조정	6	-2	0	12	1
현금의 증가	-15	-1	-7	81	6
기초현금	184	169	168	161	242
기말현금	169	168	161	242	248

Analyst 강민구

상장일	2003.08.18		
현재가 (5/8)	299,000원		
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt		
시가총액	3,343십억원		
발행주식수	11,179천주		
액면가	500원		
52주 최고가	316,000원		
최저가	85,000원		
60일 일평균거래대금	22십억원		
외국인 지분율	64.3%		
배당수익률 (2025.12)	1.0%		
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	11%	42%	108%
절대기준	23%	96%	244%
주주구성			
TOKAI CARBON Co.,Ltd	52.63%		
국민연금공단	7.26%		

티씨케이 (064760)

반도체 고층 빌딩 HBM, 3D NAND 수혜주

식각 공정용 SiC 포커스링 글로벌 1위 기업

티씨케이는 고순도 흑연 소재를 기반으로 반도체 공정용 부품을 제조 및 판매하는 업체이다. 주요 제품은 반도체 식각 공정에 사용되는 SiC(Silicon Carbide) 포커스링으로, 웨이퍼 가장자리를 보호하면서 플라즈마를 집중시켜 식각 공정의 균일성을 향상시킨다. 최근 반도체 적층 트렌드가 심화되며 식각 공정의 횟수와 난이도가 증가함에 따라, 동사의 고성능 포커스링에 대한 수요가 증가하고 있다.

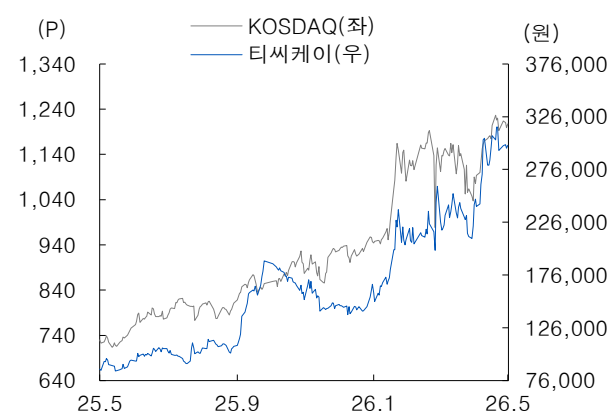
2대주주 국민연금 지분율 확대는 진행형

동사는 1996년 일본의 Tokai Carbon과 한국의 케이씨텍, 승림카본금속이 합작해 설립한 기업이며, 현 최대주주는 52.6%의 지분을 보유한 Tokai Carbon이다. Tokai Carbon은 1918년 설립된 종합 탄소 소재 기업으로, 동사가 사용하는 흑연 재료의 대부분을 공급하는 핵심 조달처이기도 하다. 2026년 기준 주요주주인 국민연금공단의 지분율은 7.26%로, 작년 최초 보고 이후 226,100주를 추가 매입해 2.25%p의 지분을 확대했다.

적층 트렌드와 제품 다각화가 성장 동력

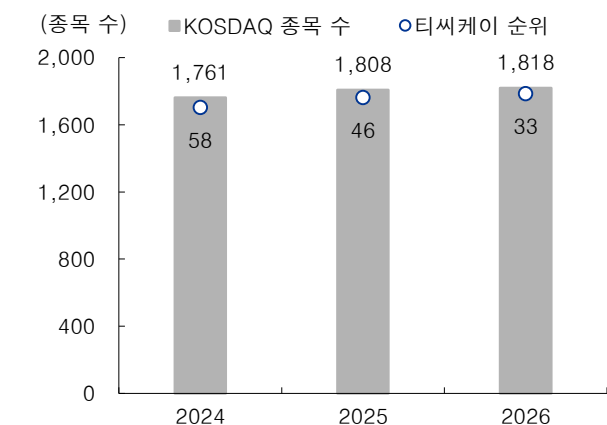
2026년 실적은 높아진 시장 기대치를 충족할 것으로 전망한다. 금년 실적에 대한 시장 기대치는 매출액 3,836억원, 영업이익 1,212억원으로, 역대 최대치를 기록했던 2022년과 유사한 수준이다. 금년 호실적을 예상하는 이유는 고다층 NAND 공급 증가와 국내외 메모리사의 공정 전환 및 신규 투자 확대 때문이다. 향후 동사의 실적 모멘텀은 크게 두 가지이다. 1) 2030년까지 NAND 적층이 1,000단 이상으로 확대됨에 따른 포커스링 수요 증가, 2) 새로운 캐시카우 제품인 SiC 샤워헤드의 성장 및 신규 고객사 확대이다.

그림 36. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 37. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

포커스링 수요를 견인하는 반도체 적층 트렌드

적층 기술의 고도화는
고내구성 SiC 수요로 연결

반도체 적층 기술의 고도화는 포커스링 교체 주기 단축과 고내구성 소재로의 전환으로 연결된다. 적층 구조에서는 수직으로 깊은 홀을 형성하기 위해 더 강한 플라즈마가 장시간 가해지는데, 웨이퍼 가장자리의 균일도를 제어하고, 보호하는 포커스링의 성능이 식각 공정의 수율을 좌우하는 핵심 변수로 작용하기 때문이다.

NAND는 SiC 포커스링
핵심 사용처

SiC 포커스링의 핵심 사용처인 NAND는 적층 경쟁이 가장 치열한 시장이다. 주요 식각 장비 업체인 TEL은 2030년까지 1,000단 이상의 NAND 상용화를 가정한 로드맵을 제시했다. NAND는 HBM과 달리 칩이 아닌 셀을 적층하기 때문에 식각 공정의 복잡도와 플라즈마의 강도가 높다. 이는 포커스링의 구조적 수요 증가로 연결되며, 소재 수명이 긴 SiC 포커스링에 대한 선호도가 높아지는 요인이다.

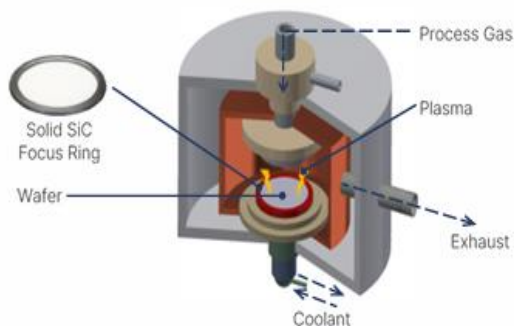
메이커별 NAND 고단화
경쟁 심화

국내외 IDM(Integrated Device Manufacturer)의 고다층 NAND 개발도 빠르게 진행되고 있다. SK하이닉스는 세계 최초로 321L(Layer) QLC 제품을 양산 중이며, 금년 내 400L 제품 개발을 완료할 예정이다. 삼성전자는 더블스택 공법을 적용한 286L V9이 주력 제품이지만, 트리플스택 공법의 430L V10을 연내 양산할 계획이다. 키옥시아, 마이크론, 웨스턴디지털 역시 200단대 제품을 양산하고 있으며, 267단 제품을 양산 중인 중국 YMTC는 400단대 제품으로 직행할 계획이다.

DRAM 시장으로의
수요 확대

DRAM에서도 HBM을 필두로 적층 기술의 중요성이 커지고 있다. HBM 패키징은 Chip을 적층하는 방식으로 NAND 대비 식각 공정에 노출되는 횟수는 제한적이다. 그럼에도 I/O 대역폭 향상을 위한 Cu Bump 개수 증가와 TSV(Through-Silicon Via) Hole의 미세화에 따라, 고성능 포커스링의 적용 가능성은 점차 높아지고 있다.

그림 38. 에칭 공정 챔버 구조도



자료: 티씨케이, IBK투자증권

표 1. TEL NAND 기술 로드맵

Year of HVM (20k/month)	26'	27'~28'	29'	30'~31'
Stack (~1.3x/1.5years)	4xxL	5xxL	7xxL	1xxxL
Tier	3 or 4	3 or 4	3 - 5	4 - 6
Vertical pitch [nm]	38 - 43	38 - 42	37 - 41	36 - 40
Memory height [μ m]	15 - 19	18 - 27	24 - 36	34 - 45

자료: TEL, IBK투자증권

장비 시장 점유율이 마진을 방어하는 Key

티씨케이 비포 마켓
점유율 90%

비포 마켓 점유율 기반의 고마진 구조가 장기적으로 유지될 것으로 전망한다. 동사는 글로벌 포커스링 비포 마켓의 90% 이상을 점유하며, 압도적인 시장 지배력을 보유하고 있다. 비포 마켓이란 칩메이커가 아닌 장비사로 부품을 납품하는 시장을 의미하며, 애프터 마켓은 칩메이커에 직접 부품을 납품하는 시장을 의미한다.

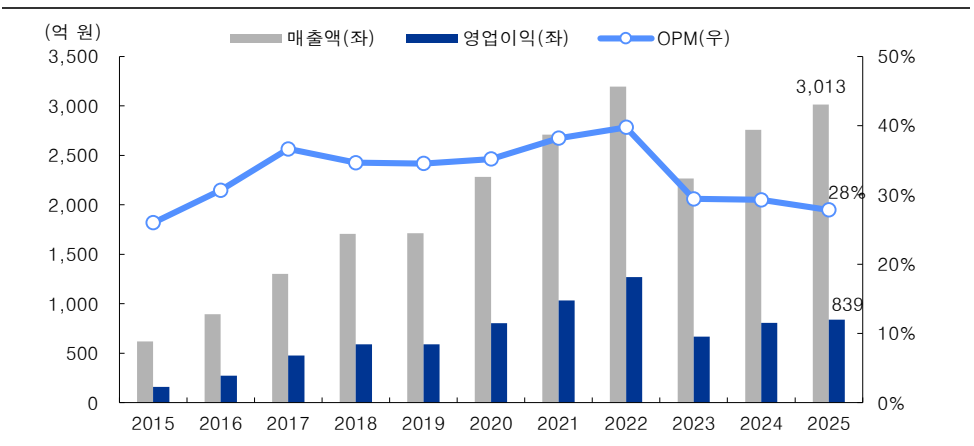
프리미엄 집중 전략으로
수익성 차별화

비포 마켓에만 집중하는 사업 구조는 수익성 측면에서 우위를 제공한다. 비포 마켓 부품사는 장비사와의 협력 관계 특성상 애프터 마켓을 직접 공략하지 않는 것이 일반적이며, 가격 경쟁이 치열한 애프터 마켓의 출혈 경쟁에서 자유롭다. 또한, 단순 소모품 조달 시장이 아닌 장비사가 검증한 프리미엄 시장으로 동사가 업계 평균을 상회하는 영업이익률을 유지하는 배경이다.

글로벌 장비사 내
점유율은 경쟁사에게
진입장벽

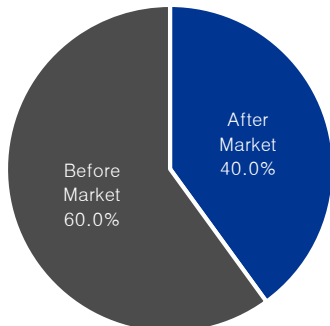
비포마켓에서의 점유율은 신장비 출시, 공정 전환 시에도 진입장벽으로 작용한다. 장비사항 납품은 칩메이커가 장비를 구매하는 시점부터 부품 공급사가 고정되기 때문에, 채택시 타부품으로의 전환 비용이 높다. 동사는 Lam Research, Applied Materials 등 글로벌 주요 장비사에 수직 계열화되어 차세대 장비로 전환시에도 안정적인 점유율을 유지할 것으로 전망한다.

그림 39. 티씨케이 실적 추이



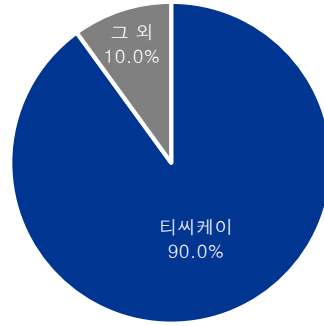
자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 40. 포커스링 비포/애프터 마켓 시장 비중



자료: 티씨케이, IBK투자증권

그림 41. 비포 마켓 내 티씨케이 점유율



자료: 티씨케이, IBK투자증권

제품 및 고객사 다변화로 NAND 의존도 완화

NAND 의존도는
70% 이상으로 추정

NAND에 집중되어 있던 사업 구조가 DRAM 및 비메모리 영역으로 확장하고 있다. NAND 시장에 대한 높은 의존도는 밸류에이션 할인 요소로 작용한다. 2025년 Solid SiC 부문의 매출액은 2,548억원으로 전사 매출에서 약 84.6%를 차지하며, 부문 내 포커스링의 비중은 90% 이상이다. 포커스링의 대부분 물량이 NAND향으로 출하되고 있음을 감안한다면, NAND 매출 비중은 70% 이상으로 추정한다.

SiC 샤워헤드 양산으로
제품 다각화

제품 다각화의 핵심은 SiC 샤워헤드다. 중국 고객으로 양산·납품 중인 제품인데, 포커스링 대비 ASP가 약 5~6배 높은 고부가 제품이다. 부품 수명을 고려하면 동일 챔버 기준 연간 매출 기여도는 포커스링 대비 약 2.5~3배 수준이 될 것으로 추정한다. 미국·일본 장비사향 품질 테스트가 2025년 4분기부터 진행 중이며, 식각 공정 외 CVD·PECVD·플라즈마 다이싱 등 플라즈마 기반 전 공정에 적용 가능하다.

공정 난도 상승에 따라
SiC 부품 채택 범위 확대

반도체 전 분야에서 고종횡비 공정이 확대됨에 따라 고객사 다변화의 기회가 찾아왔다. 1) 로직용 GAA·CFET Conductor Etching 장비, 2) Deep Si Etch 장비, 3) Cryogenic Etching(극저온 식각) 장비 등을 중심으로 동사 SiC 부품에 대한 테스트가 진행 중이다. 특히, HBM TSV용 Deep Si Etch 장비는 2027년 양산이 예상되어 AI·파운드리향 신규 매출 가시화가 임박한 것으로 판단한다.

중국 생산 확대에 따른
성장 모멘텀 부각

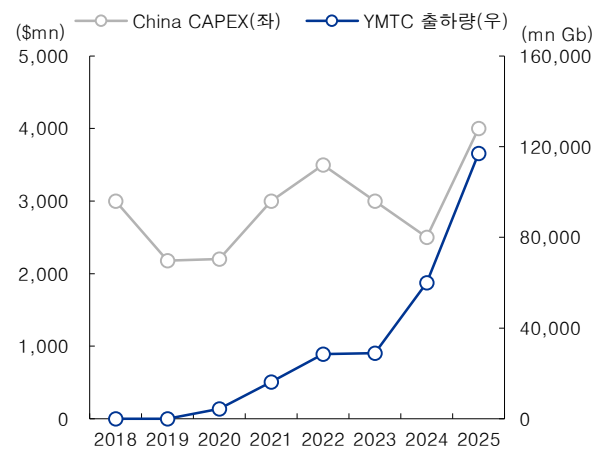
중국 고객의 CAPA 확대와 선단 공정 진입에 따른 지역적 다변화 역시 기대된다. 중국 로컬 업체들의 생산능력 확대는 고단화 전환과 식각 장비 투자로 이어진다. 이미 중국 고객사는 동사의 차세대 캐시카우 제품인 SiC 샤워헤드를 도입했으며, NAND 사이클 고려시 금년 하반기부터 유의미한 매출 기여가 예상된다.

그림 42. 티씨케이 SiC 샤워헤드



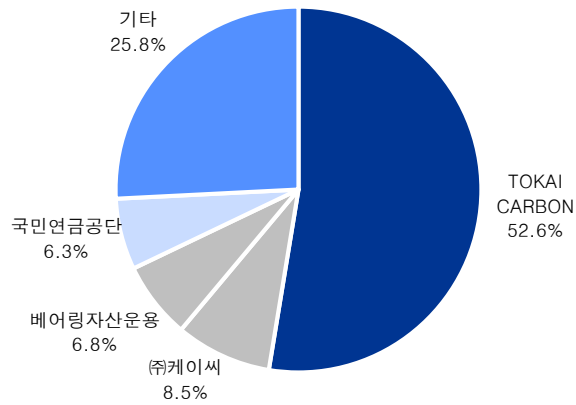
자료: 티씨케이, IBK투자증권

그림 43. 중국 NAND Capex 및 YMTC 출하량 추이



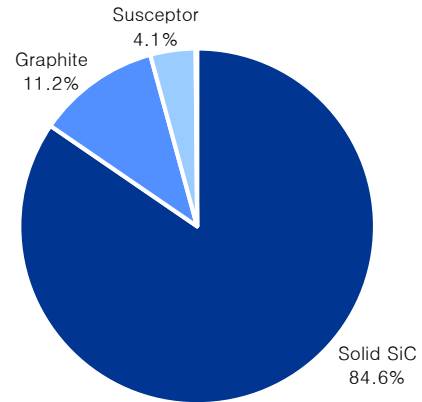
자료: Omdia, IBK투자증권

그림 44. 주주별 지분율(25년말 기준)



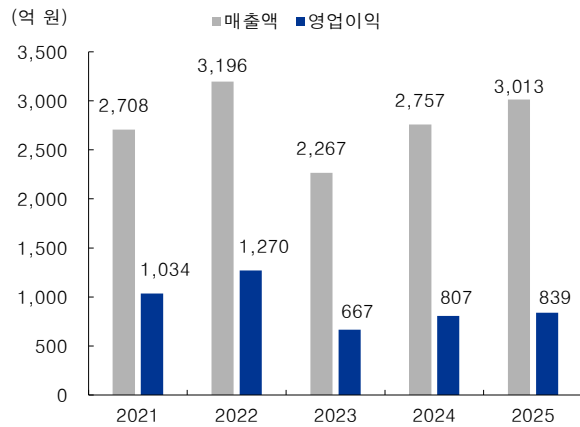
자료: DART, IBK투자증권

그림 45. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



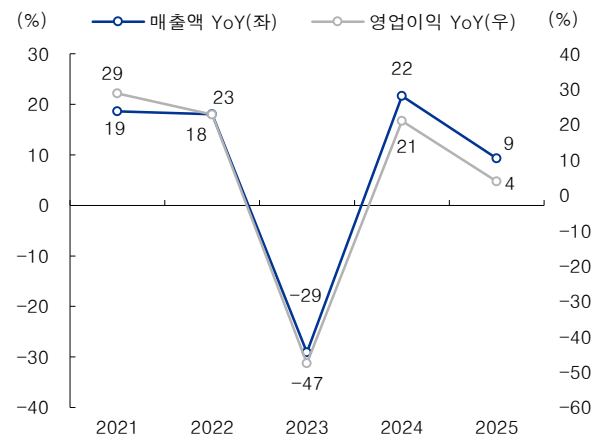
자료: DART, IBK투자증권

그림 46. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



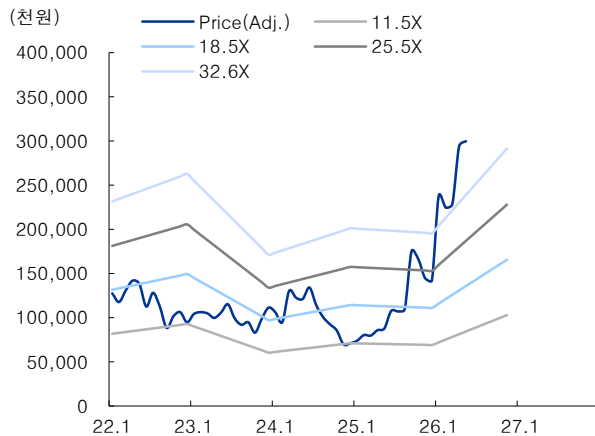
자료: DART, IBK투자증권

그림 47. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



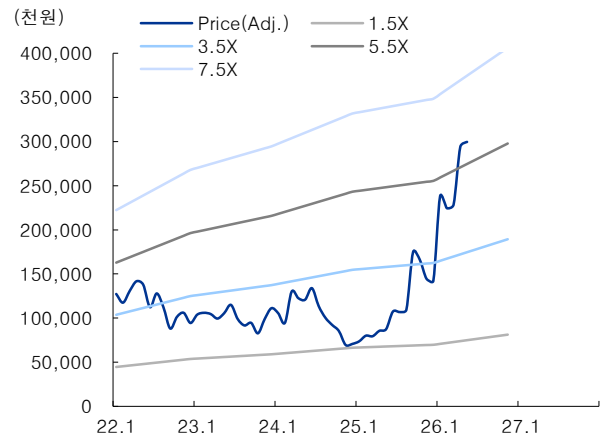
자료: DART, IBK투자증권

그림 48. PER Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 49. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

티씨케이 (064760)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	271	320	227	276	301
증가율(%)	18.6	18.0	-29.1	21.7	9.3
매출원가	147	169	135	172	192
매출총이익	124	151	92	104	110
매출총이익률 (%)	45.8	47.2	40.5	37.7	36.5
판매비	21	24	25	23	26
판매비율(%)	7.7	7.5	11.0	8.3	8.6
영업이익	103	127	67	81	84
증가율(%)	28.8	22.8	-47.5	21.1	3.9
영업이익률(%)	38.0	39.7	29.5	29.3	27.9
순금융손익	2	5	9	9	8
이자손익	2	5	9	9	8
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	-4	0	1	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	106	128	75	91	91
법인세	24	34	14	19	21
법인세율	22.6	26.6	18.7	20.9	23.1
계속사업이익	82	94	61	72	70
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	82	94	61	72	70
증가율(%)	35.3	14.9	-34.9	17.6	-2.9
당기순이익률 (%)	30.3	29.4	26.9	26.1	23.3
지배주주당기순이익	82	94	61	72	70
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	82	94	61	72	70
EBITDA	116	141	82	96	98
증가율(%)	27.6	21.7	-42.0	17.2	2.2
EBITDA마진율(%)	42.8	44.1	36.1	34.8	32.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	7,014	8,056	5,246	6,167	5,996
BPS	29,080	35,707	39,252	44,219	46,452
DPS	1,430	1,700	1,200	1,410	1,430
밸류에이션(배)					
PER	21.2	11.7	21.2	11.5	23.7
PBR	5.1	2.6	2.8	1.6	3.1
EV/EBITDA	13.2	6.1	13.2	5.7	14.1
성장성지표(%)					
매출증가율	18.6	18.0	-29.1	21.7	9.3
EPS증가율	35.3	14.9	-34.9	17.6	-2.8
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	1.8	1.1	2.0	1.0
ROE	26.9	24.9	14.0	14.8	13.5
ROA	23.5	21.6	12.5	13.6	12.4
ROIC	61.7	63.3	30.7	31.0	30.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	14.8	15.3	8.1	9.2	9.3
순차입금 비율(%)	-59.4	-59.5	-48.3	-55.2	-53.4
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.7	8.8	5.8	6.3	6.5
재고자산회전율	8.3	7.5	3.9	4.1	3.9
총자산회전율	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	275	343	334	406	416
현금및현금성자산	54	45	32	34	42
유가증권	148	204	190	251	236
매출채권	35	38	41	48	46
재고자산	35	50	66	69	85
비유동자산	115	137	161	158	152
유형자산	108	129	157	150	142
무형자산	2	2	2	2	2
투자자산	1	3	1	4	7
자산총계	390	481	496	564	568
유동부채	49	62	35	45	45
매입채무및기타채무	6	9	6	10	12
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	1	2	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	50	64	37	47	48
지배주주지분	340	417	458	516	519
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	6	6	6	6	6
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	327	405	446	504	508
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	340	417	458	516	519
비이자부채	50	64	37	47	48
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-202	-248	-221	-285	-277

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	79	87	21	74	54
당기순이익	82	94	61	72	70
비현금성 비용 및 수익	37	54	27	34	32
유형자산감가상각비	12	14	15	15	14
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-6	-18	-37	-11	-14
매출채권등의 감소	-7	-5	-3	-6	2
재고자산의 감소	-5	-17	-20	0	-19
매입채무등의 증가	3	4	-3	-9	2
기타 영업현금흐름	-34	-43	-30	-21	-34
투자활동 현금흐름	-64	-96	-34	-72	4
유형자산의 증가(CAPEX)	14	36	47	8	4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-1	-6
기타	-78	-132	-80	-79	6
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	-51
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	-51
기타 및 조정	0	0	0	0	1
현금의 증가	15	-9	-13	2	8
기초현금	39	54	45	32	34
기말현금	54	45	32	34	42

Analyst 강민구

덕산네오룩스 (213420)

상장일	2015.02.06
현재가 (5/8)	51,600원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	1,281십억원
발행주식수	24,831천주
액면가	200원
52주 최고가	55,800원
최저가	31,350원
60일 일평균거래대금	13십억원
외국인 지분율	11.9%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	5%	-5%	-1%
절대기준	16%	31%	65%

주주구성	
이수훈 외 12 인	43.96%
국민연금공단	7.95%
자사주	1.08%

디스플레이 꿈의 소재 Black PDL 상용화 시작

OLED 핵심 소재 제조 업체

덕산네오룩스는 OLED 패널을 구성하는 핵심 소재를 생산하는 기업으로 HTL, Red Host, R Prime, G Prime 등의 유기재료 라인업을 갖추고 있다. 패널 두께 저감을 위한 CoE(Color Filter on Encapsulation) 기술의 필수 소재인 Black PDL(Pixel Define Layer)을 세계 최초로 상용화한 이력이 있다. 동사 실적은 주요 고객인 삼성디스플레이의 패널 출하량에 연동되는 경향성을 띤다. 2025년 중화권 패널사의 수율 문제로 삼성디스플레이의 애플 내 점유율은 8%p 개선되었으며, 금년 동사 실적도 긍정적인 흐름을 나타낼 것으로 전망한다.

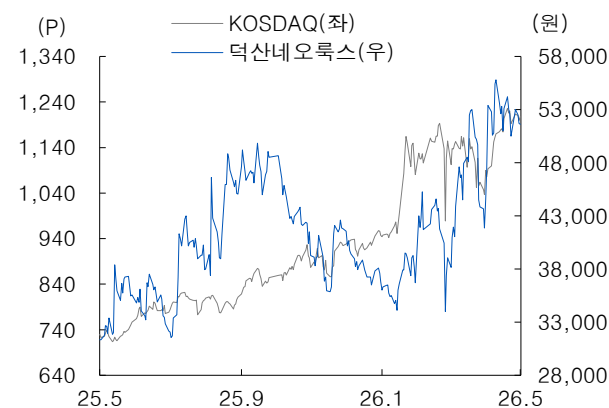
2대주주 국민연금이 주목하는 디스플레이 소재 대표 기업

동사의 최대주주는 덕산하이메탈로 총 36.7%를 보유한다. 2024년, 이수훈 회장 - 덕산홀딩스 - 덕산하이메탈 - 덕산네오룩스로 이어지는 지배구조를 형성해 덕산산업과의 계열분리를 마무리했다. 2020년 이후 매년 국민연금의 지분 공시가 이루어지며, 투자자들이 주목하는 디스플레이 업종 대표 기업으로 자리잡았다.

신기술이 그려내는 신제품 성장 스토리

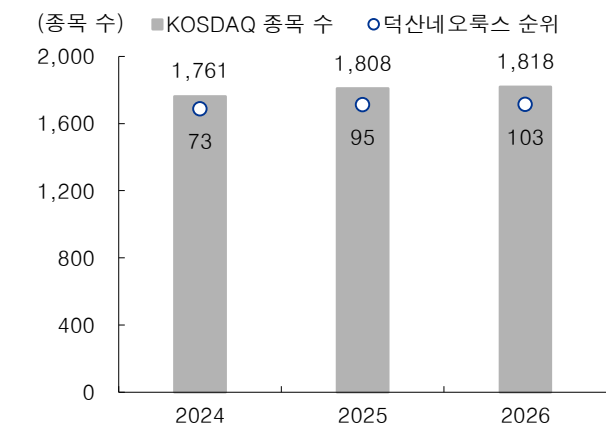
OLED 시장의 확대에 따라 2026년 동사의 실적은 역대 최고치를 기록할 것으로 전망한다. 핵심 투자 포인트는 OLED 시장의 확대와 CoE 기술의 보편화이다. AI 확산에 따라 저전력 패널인 OLED로의 전환이 가속화 되며, 동사 소재 수요 역시 확대되고 있다. 더 나아가 디바이스의 경박단소화 및 전력 감축을 위한 신기술인 CoE가 적용되며, 특수 소재인 Black PDL의 본격적인 성장이 전망된다.

그림 50. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 51. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

OLED 침투율 증가 및 폼팩터 다변화 지속 중

OLED 침투율 확대와
폼팩터 다변화 동시 수혜

덕산네오룩스는 OLED 패널 침투율 성장 및 폼팩터 다변화에 따른 구조적 성장기에 돌입했다. 동사는 OLED 패널에 사용되는 유무기 소재 제조업을 영위하며, FPD(Flat Panel Display) 시장 내 OLED 침투율과 동행하는 성장 곡선을 그린다. 또한, Flip · Fold 등 폼팩터 구현을 위해서는 Flexible 패널을 사용해야 하기 때문에 고마진 소재 수요가 증가한다.

IT Set 중심 OLED 침투율
반등

IT Set를 중심으로 부진했던 OLED 침투율이 높아지고 있다. 2024년 OLED 침투율은 Monitor 1.2%, Notebook 4.6%, Tablet PC 6.6% 수준에 불과했다. 2025년 침투율은 각각 1.9%, 5.0%, 4.5%를 기록해 Tablet을 제외한 IT Set에서 유의미한 성장세를 보였다. IT Set는 스마트폰 대비 면적이 넓어, 디바이스 유닛 증가율 대비 OLED 침투 효과가 크다.

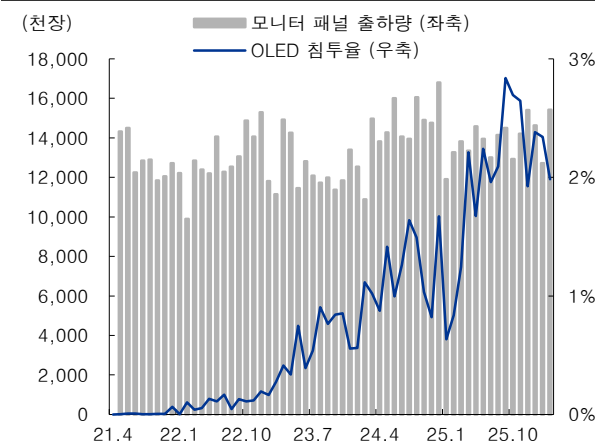
Tandem 구조 확산에
따른 소재 사용량 증가

IT Set에서의 OLED 채택 증가는 소재사에게는 침투율 이상의 의미가 있다. 교체주기가 2~4년으로 짧은 모바일 디바이스와 달리 Notebook, Monitor, Tablet은 5년 이상으로 긴 편이다. 즉, 디스플레이 역시 장수명 스펙이 선호되며, 패널의 사용 연수를 보장하기 위해 소재를 여러 겹 증착하는 Tandem 구조를 일반적으로 적용한다. Tandem 구조 채택 시 패널 당 소재 사용량이 증가해 동사의 구조적 성장요인으로 작용한다.

Foldable이 견인하는
고부가 OLED 수요

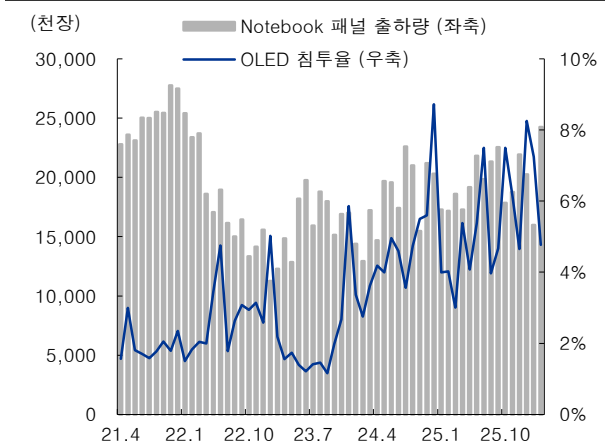
Foldable 디바이스의 확대 역시 동사에게 긍정적인 소식이다. 2019년 삼성전자가 최초의 Foldable 모델을 출시한 이후로 기존 플래그십을 뛰어넘는 고가 스마트폰으로서 입지를 다졌다. 디스플레이 역시 하이엔드 소재 기반의 Flexible 패널을 탑재하는 고마진 시장이다. Tandem 구조도 일반적으로 적용되어 소재 사용량이 Bar 타입 스마트폰 대비 크다.

그림 52. 모니터 패널 출하량 및 OLED 침투율



자료: Omdia, IBK투자증권

그림 53. Notebook 패널 출하량 및 OLED 침투율



자료: Omdia, IBK투자증권

꿈의 소재 Black PDL, 적용 현실화되는 중

CoE 적용 확대가
Black PDL 매출을 견인

CoE(Color Filter on Encapsulation) 적용 확대에 따른 특수 소재인 Black PDL 매출액 성장을 전망한다. CoE란 봉지층에 편광판을 대신하는 Color Filter를 배치하는 구조를 의미한다. 편광판을 제거하면 패널의 두께가 감소하고 휘도가 높아지지만, 외광을 반사하는 편광 기능이 감소한다. 패널사들은 Black PDL을 발광층에 증착해 부족한 편광 기능을 보강하는 방식을 선택한다.

Bar 타입 스마트폰으로
채택 영역 확장 중

플래그십 스마트폰과 IT OLED 패널을 중심으로 CoE 기술의 적용이 확대되고 있다. Black PDL은 금년 <갤럭시 S26 Ultra> 모델을 시작으로 <Foldable iPhone>, <Macbook Pro> 등 적용처 확대를 이어갈 것으로 전망한다. 기존 Black PDL의 적용처는 Foldable 및 전장용 디스플레이에 국한되었으나, Bar 타입 스마트폰으로 확대가 본격화되었다.

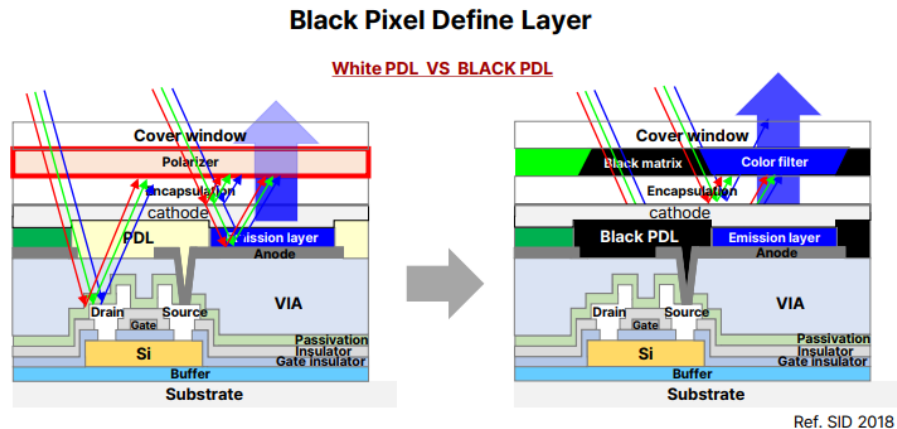
Black PDL 적용
스마트폰 유닛 급증할 것

스마트폰 기준 Black PDL 적용 디바이스가 중장기적으로 10배 이상 증가할 것으로 전망한다. CoE 기술이 적용되었던 Fold 및 Flip 스마트 디바이스의 출하량은 700만대 수준에 불과하지만, S Ultra 시리즈의 출하량은 연평균 1,000만대를 상회한다. IT 디바이스의 경우 패널 면적이 스마트폰 대비 넓어 유닛 당 4배 이상의 소재를 사용할 것으로 전망한다.

FMP → CoE
→ Black PDL

또한, 삼성디스플레이의 신기술 FMP(Flex Magic Pixel) 구현을 위해서는 CoE 기술 적용이 필수이다. FMP 기술은 PDL 위에 BM(Black Matrix)를 두겹게 쌓아 화면에서 발생하는 빛의 진행을 방해하는 기술이다. 사용자의 시야 각도에 따라 콘텐츠를 보이지 않게 만드는 최신 기술로 중장기적인 수요 증가가 예상된다.

그림 54. 덕산네오룩스 Black PDL



자료: 덕산네오룩스, IBK투자증권

자회사 현대중공업터보기계, 역대급 업황 사이클

신규 자회사 편입을 통한
매출 포트폴리오 다변화

동사는 현대중공업터보기계 인수를 통해 사업 다각화를 추진 중이다. 신규 자회사인 현대중공업터보기계는 산업용 펌프 및 압축기 제작업을 영위한다. 전방 시장은 LNG 운반선 및 원자력 발전소 등으로 AI발 에너지 부족의 대표적인 수혜 업종이다.

가스터빈 시장의
폭발적 성장

현대중공업터보기계는 가스터빈용 압축기 시장에서 점유율을 키워가고 있다. 테이터센터용 가스터빈은 미쓰비시 중공업에 비롯한 소수의 기업이 과점 중인 고성장 시장이다. 동사는 시장 점유율 1위 기업인 미쓰비시 중공업을 대상으로 독점적인 지위에서 가스터빈용 압축기를 납품하고 있다. 이미 테이터센터용 가스터빈 시장은 3년 후 물량에 대한 계약이 진행되고 있어, 중장기 성장 가능성이 높다고 판단한다.

디스플레이 업황 변동에
따른 실적 불확실성 완화

동사의 실적 변동성이 완화될 것으로 전망한다. 덕산네오룩스는 OLED 소재 기업으로서 매출액 대부분이 디스플레이 시장에서 발생한다. IT 및 스마트폰 업황에 따른 실적 변동성이 리스크 요인이었으나, 현대중공업터보기계 인수를 통해 사업 및 실적 안정성이 확대될 것으로 전망한다. 본업과의 낮은 연관성은 할인 요인으로 보기도 하지만, 실적 성장이 이를 상회할 것으로 판단한다.

본업과 자회사 모두에서
실적 개선 본격화

2026년 현대중공업터보기계의 실적은 매출액 1,887억원, 영업이익 263억원(OPM 14%)으로 전망한다. 2026년부터 현대중공업터보기계 경영 성과가 온전히 덕산네오룩스의 연결 실적으로 반영될 예정이다. 자회사의 실적을 포함한 덕산네오룩스의 전사 실적은 2025년 대비 크게 개선될 것으로 전망하며, 본업과 자회사가 모두 성장하는 해가 될 것으로 전망한다.

그림 55. 현대중공업터보기계 극저온 펌프



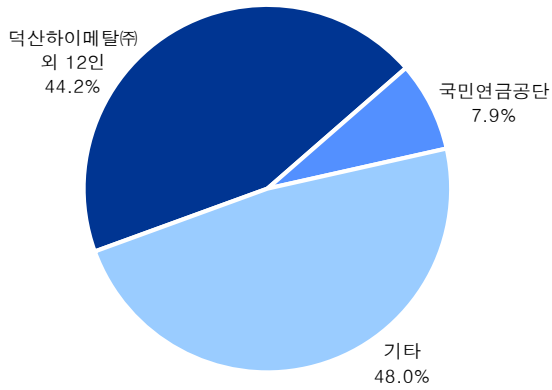
자료: 현대중공업터보기계, IBK투자증권

그림 56. 현대중공업터보기계 Air Compressor



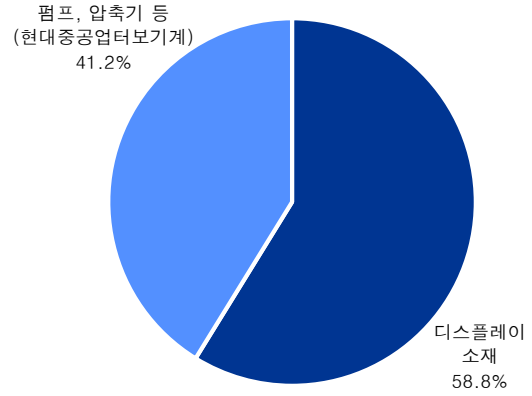
자료: 현대중공업터보기계, IBK투자증권

그림 57. 주주별 지분율(25년말 기준)



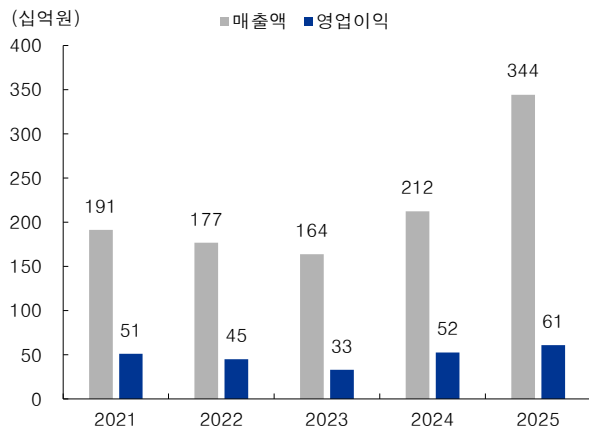
자료: DART, IBK투자증권

그림 58. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



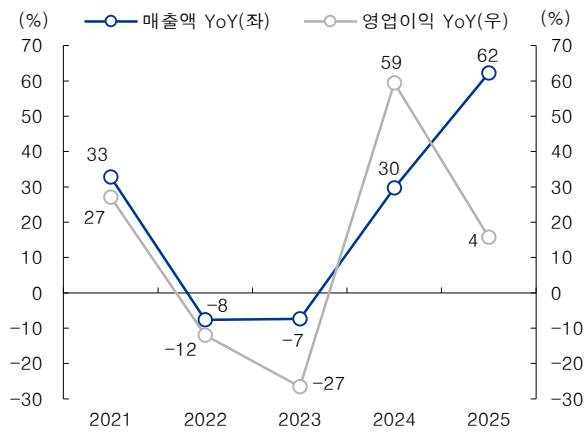
자료: DART, IBK투자증권

그림 59. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



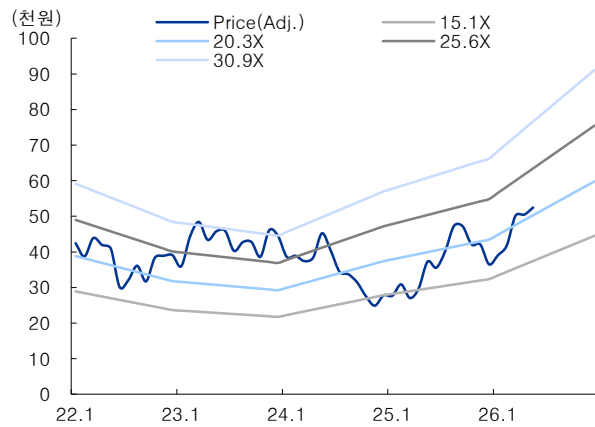
자료: DART, IBK투자증권

그림 60. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



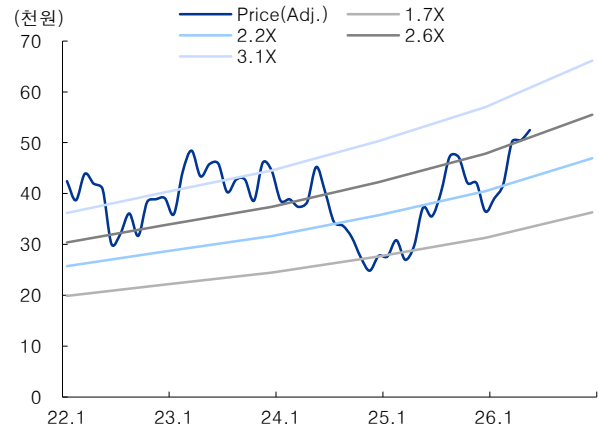
자료: DART, IBK투자증권

그림 61. PER Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 62. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

덕산네오룩스 (213420)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	191	177	164	212	344
증가율(%)	32.7	-7.7	-7.3	29.7	62.2
매출원가	124	117	106	131	228
매출총이익	68	60	57	82	116
매출총이익률 (%)	35.6	33.9	34.8	38.7	33.7
판매비	17	15	25	29	55
판매비율(%)	8.9	8.5	15.2	13.7	16.0
영업이익	51	45	33	52	61
증가율(%)	27.1	-12.0	-26.6	59.4	15.8
영업이익률(%)	26.7	25.4	20.1	24.5	17.7
순금융손익	4	-1	9	4	3
이자손익	1	3	5	5	3
기타	3	-4	4	-1	0
기타영업외손익	2	0	0	-2	-3
종속/관계기업손익	0	0	0	-1	4
세전이익	56	45	42	54	64
법인세	10	6	6	8	10
법인세율	17.9	13.3	14.3	14.8	15.6
계속사업이익	47	39	36	46	54
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	39	36	46	54
증가율(%)	40.5	-16.9	-8.0	27.8	17.9
당기순이익률 (%)	24.6	22.0	22.0	21.7	15.7
지배주주당기순이익	47	39	36	46	53
기타포괄이익	0	1	0	0	0
총포괄이익	47	40	36	46	54
EBITDA	57	53	42	62	77
증가율(%)	27.2	-7.9	-21.1	49.9	23.9
EBITDA마진율(%)	29.8	29.9	25.6	29.2	22.4

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	1,945	1,567	1,442	1,843	2,142
BPS	11,558	12,896	14,220	16,065	18,197
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	28.9	24.9	30.9	15.1	17.0
PBR	4.9	3.0	3.1	1.7	2.0
EV/EBITDA	22.4	16.2	26.1	10.2	11.1
성장성지표(%)					
매출증가율	32.7	-7.7	-7.3	29.7	62.2
EPS증가율	40.1	-19.4	-8.0	27.8	16.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	19.5	12.8	10.6	12.2	12.5
ROA	16.8	11.1	9.3	10.7	9.3
ROIC	34.1	25.6	20.6	23.6	21.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	17.3	12.9	14.5	13.4	51.8
순차입금 비율(%)	-40.1	-35.3	-4.8	-12.3	-13.4
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.7	13.7	14.9	18.0	8.6
재고자산회전율	5.9	5.2	5.5	6.8	7.1
총자산회전율	0.7	0.5	0.4	0.5	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	188	189	101	124	393
현금및현금성자산	134	133	40	71	126
유가증권	0	0	0	0	10
매출채권	13	13	9	15	66
재고자산	39	29	31	32	66
비유동자산	149	172	303	328	321
유형자산	76	92	105	112	135
무형자산	36	38	58	60	132
투자자산	31	36	128	142	35
자산총계	337	362	404	452	714
유동부채	23	16	24	23	108
매입채무및기타채무	5	5	7	4	31
단기차입금	1	1	3	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	1
비유동부채	27	25	27	30	135
사채	17	18	19	19	0
장기차입금	0	0	0	3	62
부채총계	50	41	51	53	244
지배주주지분	287	320	353	399	452
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141	141
자본조정등	0	-7	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	0	0	0	1	1
이익잉여금	141	181	217	262	315
비지배주주지분	0	0	0	0	19
자본총계	287	320	353	399	470
비이자부채	32	22	29	31	170
총차입금	18	19	22	22	74
순차입금	-115	-113	-17	-49	-63

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	44	49	50	59	61
당기순이익	47	39	36	46	54
비현금성 비용 및 수익	18	17	11	19	34
유형자산감가상각비	6	7	7	8	11
무형자산상각비	1	1	2	2	6
운전자본변동	-16	2	5	-6	-20
매출채권등의 감소	-1	-1	4	-5	-25
재고자산의 감소	-12	10	-1	-1	-6
매입채무등의 증가	-2	0	2	-3	8
기타 영업현금흐름	-5	-9	-2	0	-7
투자활동 현금흐름	-26	-38	-141	-27	-59
유형자산의 증가(CAPEX)	11	14	16	15	12
유형자산의 감소	0	0	0	1	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	-5	-1
투자자산의 감소(증가)	-7	-19	-1	0	2
기타	-30	-32	-156	-38	-72
재무활동 현금흐름	65	-8	-2	-1	54
차입금의 증가(감소)	0	0	0	3	55
자본의 증가	20	0	0	0	0
기타	45	-8	-2	-4	-1
기타 및 조정	0	-4	0	1	-1
현금의 증가	83	-1	-93	32	55
기초현금	51	134	133	40	71
기말현금	134	133	40	71	126

Analyst 김운호 / RA 유창근

동운아나텍 (094170)

상장일	2015.06.30
현재가 (5/8)	51,100원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	1,068십억원
발행주식수	20,910천주
액면가	500원
52주 최고가	51,400원
최저가	16,280원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	5.1%
배당수익률(2025.12)	0.6%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	61%	80%	42%
절대기준	78%	147%	134%

주주구성	
김동철 외 13 인	16.78%
자사주	3.35%

흔들림 없는 본업, 날개를 단 신사업

저전력, 고효율 반도체 설계 분야 Hidden Champion

동운아나텍은 저전력 제어 및 아날로그 반도체 설계 기술 기반 스마트폰 카메라 AF(Auto Focus) 및 OIS(Optical Image Stabilization, 광학 손떨림 방지) 드라이버 IC 분야 글로벌 경쟁력을 보유한 반도체 팹리스(Fabless) 기업이다. OIS 드라이버 IC 점유율 기준 삼성전자 내 30% 수준, 화웨이 내 독점적인 수준을 유지하고 있으며, Xiaomi, OPPO, VIVO 등 중국 주요 스마트폰 제조사 내에서도 50% 이상의 점유율을 확보하고 있다. 최근에는 저전력 설계 기술을 바탕으로 전장 및 산업용으로 전방 시장을 넓히고 있다.

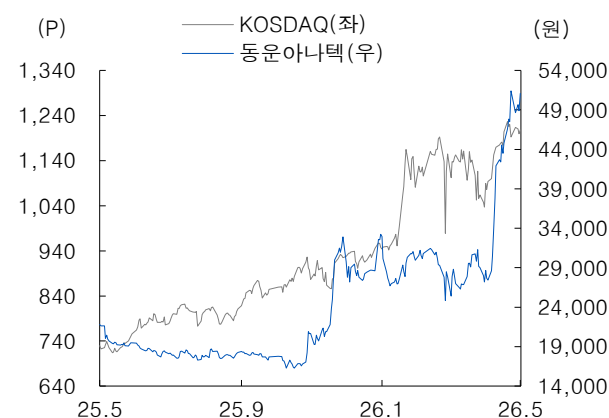
최대주주의 책임경영 의지: 장내 지분매입

동사는 2006년 동운인터내셔널의 반도체 제조사업부문을 인적분할하여 설립 하였으며, 2015년 코스닥 시장에 상장했다. 동사의 최대주주는 대표이사 김동철 (13.0%)을 포함한 특수관계인으로 총 16.8%의 지분을 보유하고 있다. 대표이사 김동철은 2025년 12월 90,000주를 장내 매수하며 지분율이 0.43% 증가하였다. 이는 대표이사(최대주주)의 책임경영 측면에서 긍정적인 모습으로 평가한다.

타액 기반 혈당측정기, 세계 최초 상용화 순항 중

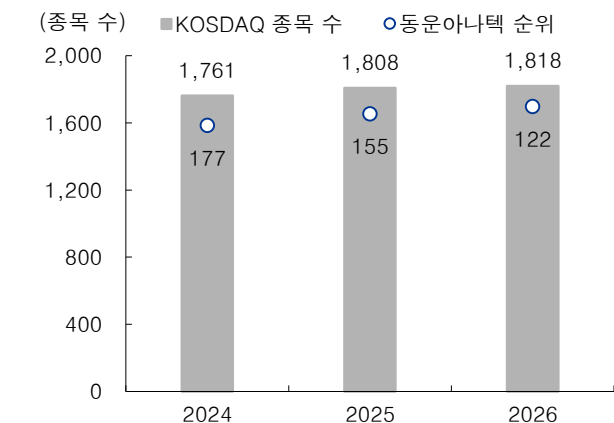
2026년 동사에 주목해야 하는 세가지 이유는 1) 스마트폰 출하량 감소 전망에도 불구하고 AF/OIS 드라이버 IC 주요 고객사 삼성전자 내 점유율 10%p 증가로 판매량 유지가 가능할 것으로 추정되고, 2) 전장 향 공급 물량이 본격적으로 확대되어 새로운 성장의 축이 될 것이며, 3) 타액(침) 기반 혈당측정기기(D-SaLife)의 상용화를 예상한다. 현재 진행중인 임상 실험 결과가 긍정적으로 나올 경우 글로벌 바이오텍 기업으로의 진출 기반을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

그림 63. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 64. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

2026년 스마트폰 메모리 대란, 위기이자 기회

스마트폰 출하량 감소
전망에도 삼성전자 점유율
10% 증가로 지난해
판매량 유지 가능

올해 스마트폰 출하량 감소 전망에도 동운아나텍은 삼성전자 내 AF/OIS 드라이버 IC 점유율을 10% 가량 추가로 확보하며 지난해 수준의 판매량은 유지할 것으로 판단한다. 2025년까지 삼성전자의 AF/OIS 드라이버 IC는 일본의 아사히카세히와 동사가 7:3 수준으로 양분하고 있었는데, 2026년 1분기에는 동사의 점유율이 40%까지 늘어난 것으로 파악된다. 2025년 삼성전자 스마트폰의 글로벌 출하량이 2.4억대 수준임을 감안하면, 점유율 10%는 의미 있는 비중이라 판단한다. AF/OIS 드라이버 IC는 보급형 스마트폰(갤럭시 A시리즈) 기준 각각 1개씩, 플래그십(갤럭시S 시리즈)의 경우 각각 4개(전면카메라 1개+후면카메라 3개)까지 들어가며 점유율 10% 증가에 따른 AF/OIS 드라이버 IC 추가 공급 물량은 5,000만개 수준으로 추정한다.

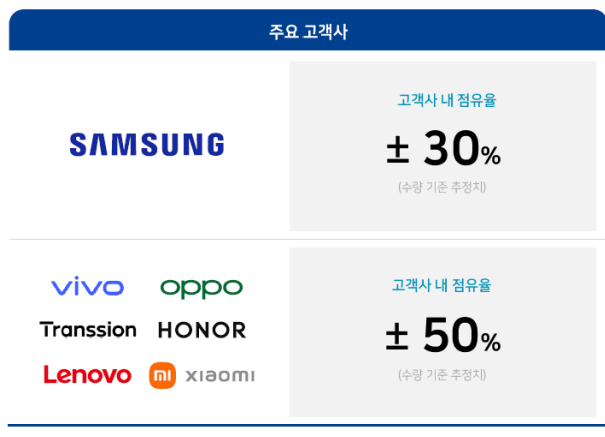
원가절감으로 가성비
확보한 동사 점유율
확대 가능

현재 스마트폰 시장은 높아진 메모리 가격으로 인해 다른 부품의 가격 인하를 통한 원가 절감 노력이 진행되고 있는 것으로 판단한다. 메모리 가격 강세 지속 시 동사는 검증된 성능 및 가격 경쟁력을 통해 점유율을 확대시킬 수 있는 여지가 존재한다.

모바일용 D램 가격
급등으로 스마트폰 판매
부진 전망, 중저가형
스마트폰에 더 큰 영향

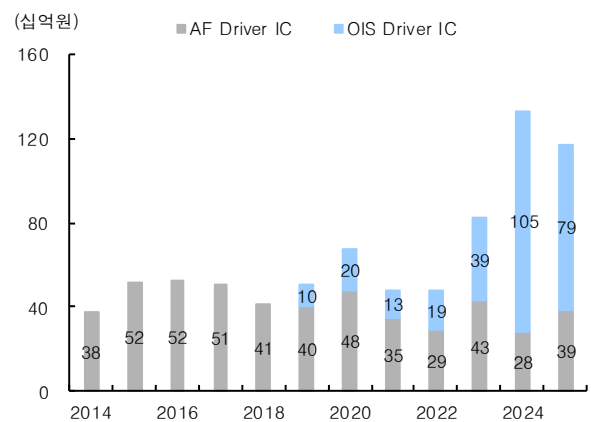
2026년 스마트폰 시장은 AI발 메모리 가격 급등으로 시장규모가 축소될 것으로 예상되고 있다. 카운터포인트리서치에 따르면, 전체 스마트폰 제조원가 중 메모리의 비중은, 1Q25 약 13%에서, 1Q26 약 40%까지 확대되었다고 알려져 있다. 또한, 1Q25 평균 35불 수준이던 모바일용 12GB D램 가격이, 1Q26 98불, 2Q26에는 163불까지 상승할 것으로 전망하고 있다. 이러한 상황은 원가 부담에 따른 스마트폰 출시 가격 상승으로 이어져 출하량이 감소할 것으로 예상된다. 중국 중저가 스마트폰 제조사향 매출 비중이 높은 동사의 경우, 중국향 수출액 기준 최대 10% 수준의 역성장은 불가피할 전망이다.

그림 65. 동운아나텍 AF, (e)OIS 주요 고객사 및 점유율



자료: 동운아나텍, IBK투자증권

그림 66. 스마트폰용 AF, (e)OIS 드라이버 IC 매출액 추이



자료: 동운아나텍, IBK투자증권

대륙을 평정하고 새로운 전장으로

모빌리티-AI-사람 사이
연결과 상호작용의
영역에서 동사 역할 확대

텍사스 인스트루먼트를
제치고 현대자동차에
100% 독점 공급 성공

현대차의 햅틱 시스템에
탑재되며 고속 성장 지속

현대차 납품 레퍼런스
기반 고객사 확대 가능

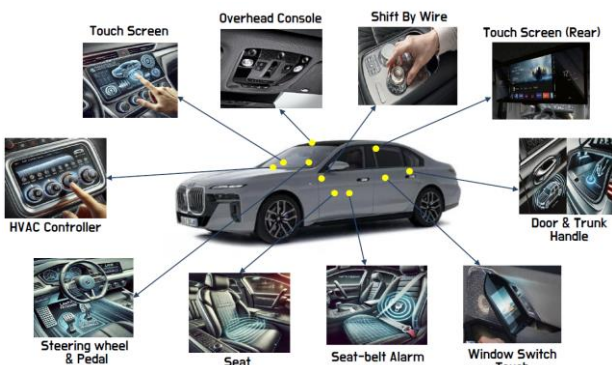
현재 자동차 산업은 단순 이동수단의 영역에서, 모빌리티-AI-사람 사이의 연결과 상호작용의 영역으로 나아가고 있다. 이러한 변화 속에서 디지털과 아날로그를 연결하는 동사의 역할은 점차 확대될 것으로 기대한다.

동사는 현재 현대차에 들어가는 전장용 햅틱(촉각) 드라이버 IC를 100% 독점 공급하고 있다. 글로벌 전장용 드라이버 IC 시장은 아날로그 반도체 최강자 텍사스 인스트루먼트가 장악하고 있는 시장이다. 현대차도 개발 초기 텍사스 인스트루먼트의 전장용 드라이버 IC를 통해 햅틱 시스템을 구현하였다. 그러나, 2018년 시장에 진출한 동운아나텍이 이를 대체하는데 성공하였다. 이는 단순히 가격만 저렴한 것이 아닌 글로벌 기업에 견줄 수 있는 성능도 확보한 것으로 판단한다.

햅틱 드라이버 IC는 2023년 이후 놀라운 성장세를 보여주고 있다. 현재 현대차의 전장용 햅틱 시스템은 고급 차종(제네시스 등) 위주로 차량 1대당 3개의 햅틱 드라이버 IC가 적용되고 있다. 현대차의 중장기 계획에 따르면 전장용 햅틱 시스템은 향후 10종 이상 확대될 예정이며, 적용 차종 역시 다변화될 전망이다. 전장용 햅틱 드라이버 IC는 향후 스마트폰에 버금가는 주력 사업부가 될 것으로 전망한다.

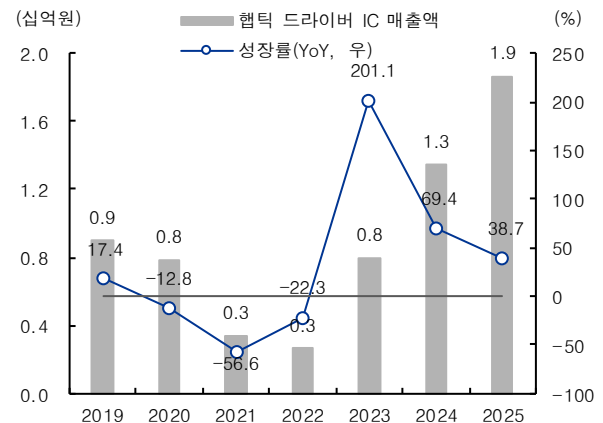
동사는 현대차 그룹 공급을 통해 검증된 성능과 가격 경쟁력으로 다른 완성차 제조사 및 부품사로의 공급 확대도 기대해 볼 수 있다. 2026년 현대모비스와의 협력을 통해 BDC(Body Domain Controller, 전장 제어장치)용 드라이버 IC가 새롭게 매출에 기여할 전망이다. 제품 검증은 이미 완료되었으며, 향후 BDC 양산단계 진입에 따른 안정적인 매출 확보를 기대한다. 완성차 적용 레퍼런스가 지속적으로 확대되는 만큼 전장 고객사 확대는 시간 문제일 것으로 판단한다.

그림 67. 전장용 햅틱 드라이버 IC 적용 가능 영역



자료: 동운아나텍, IBK투자증권

그림 68. 햅틱 드라이버 IC 매출액 및 성장률



자료: 동운아나텍, IBK투자증권

D-SaLife: 글로벌 바이오텍을 꿈꾸다

D-SaLife(타액 기반
비침습형 혈당측정기)를
통한 글로벌 바이오텍
기반 확보 예상

글로벌 당뇨병 환자 6억명,
혈당측정기 시장 40조원

타액 기반 혈당 측정기
상용화 성공 시 24조 원
규모 시장 진입 가능

2023년 임상 식전 혈당
임상 정확도 92.5% 달성,
2026년 5월 식후 혈당
임상 결과에 주목

동사는 'D-SaLife(타액 기반 비침습형 혈당 측정 의료기기)'를 통해 24조 원 규모의 침습형 자가혈당측정 시장 진입을 준비하고 있다. 현재 진행중인 식후 혈당 측정 비교 임상 실험 결과가 긍정적으로 나올 경우 글로벌 바이오텍 기업으로의 기반을 확보할 수 있을 것으로 예상된다.

제 2형 당뇨병은 전세계적으로 환자가 약 6억 명에 달하나, 완치가 어려워 모니터링을 통한 지속적인 관리가 중요한 질병이다. 당뇨 모니터링 시장은, 1) 환자가 스스로 바늘을 통해 채혈하여 혈당을 측정하는 침습형 자가혈당측정 방식(BGM, Blood Glucose Monitoring)과, 2) 센서가 부착된 기기를 피부에 부착하여 혈당을 측정하는 연속식 혈당측정 방식(CGM, Continuous Glucose Monitoring)으로 양분되어 있다. 2026년 글로벌 혈당 측정 시장은 약 40조 원 규모로 추산되며, 이 중 침습형 자가혈당측정 시장은 60%인 24조 원 수준으로 알려져 있다.

D-SaLife는 저전력 제어, 아날로그 설계 능력으로 개발된 '타액(침) 기반 비침습형 혈당 측정기'이다. 측정 시 채혈이 필요한 침습형 자가혈당측정 방식 대비, 타액 채취만으로 측정되도록 개선한 디지털 헬스케어 제품이다. 타액 기반의 혈당 진단은 아직 상용화되지 않은 기술로, 만약 상용화에 성공한다면 24조 원 규모의 침습형 자가혈당측정 시장에서 유의미한 점유율을 가져올 수 있을 것으로 예상된다.

2023년 6월 발표한 식전(공복) 혈당 측정 임상 실험 결과 병원에서 사용하는 혈당측정 방식 대비 92.5%의 정확도 및 국제 표준인 ISO 일치오류격자에도 부합하는 결과로 상용화 가능성이 확인된 바 있다. 이제 2026년 5월 발표될 아산병원 임상실험 결과에 주목해야 한다. 2023년 진행한 임상의 경우 식전(공복)에 한하여 측정된 결과값이고, 이번 임상실험은 식전 및 식후 모두를 측정한 결과이다. 이번 임상에서 유의미한 정확도(MARD)를 보여줄 경우, 상용화 진입에 가속도가 붙을 것으로 기대한다. 참고로, 연속식 혈당측정기인 Dexcom G6는 2018년 MARD 값 10% 미만에 도달하여 단독 측정만으로 인슐린 용량 조절이 가능한 인증을 획득한 바 있다.

그림 69. D-SaLife Target 시장 및 규모



자료: 동운아나텍, IBK투자증권

그림 70. D-SaLife 시스템 구성 요소



자료: 동운아나텍, IBK투자증권



동운아나텍 (094170)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	51	50	111	138	128
증가율(%)	-28.4	-1.0	122.4	24.0	-7.7
매출원가	42	35	58	86	81
매출총이익	9	15	53	52	46
매출총이익률 (%)	17.6	30.0	47.7	37.7	35.9
판매비	25	21	28	34	44
판매비율(%)	49.0	42.0	25.2	24.6	34.4
영업이익	-16	-6	25	17	2
증가율(%)	-779.7	-60.4	-501.1	-30.4	-86.2
영업이익률(%)	-31.4	-12.0	22.5	12.3	1.6
순금융손익	-1	-2	6	9	-1
이자손익	-2	-3	-1	0	0
기타	1	1	7	9	-1
기타영업외손익	0	0	1	0	-1
종속/관계기업손익	-1	-1	0	0	0
세전이익	-17	-9	31	26	1
법인세	-2	-1	5	1	0
법인세율	11.8	11.1	16.1	3.8	0.0
계속사업이익	-15	-8	26	25	1
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-15	-8	26	25	1
증가율(%)	-1,970.3	-43.4	-412.0	-5.7	-95.9
당기순이익률 (%)	-29.4	-16.0	23.4	18.1	0.8
지배주당당기순이익	-15	-8	26	25	1
기타포괄이익	0	0	-1	-2	-1
총포괄이익	-15	-8	25	23	0
EBITDA	-14	-4	28	20	5
증가율(%)	-455.7	-73.1	-824.8	-27.6	-75.1
EBITDA마진율(%)	-27.5	-8.0	25.2	14.5	3.9

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-774	-431	1,294	1,187	49
BPS	1,059	1,065	2,921	3,409	3,310
DPS	18	0	64	64	170
밸류에이션(배)					
PER	-10.4	-20.9	14.8	15.2	587.8
PBR	7.6	8.5	6.6	5.3	8.7
EV/EBITDA	-12.1	-49.6	13.9	15.1	115.1
성장성지표(%)					
매출증가율	-28.4	-1.0	122.4	24.0	-7.7
EPS증가율	-1,923.9	-44.3	-400.2	-8.3	-95.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.0	0.3	0.4	0.6
ROE	-59.1	-40.5	64.1	37.5	1.5
ROA	-22.3	-13.3	35.1	26.7	1.0
ROIC	-44.4	-31.4	80.3	70.6	2.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	209.6	198.0	42.3	38.6	58.8
순차입금 비율(%)	80.0	47.6	-23.0	-57.7	-39.1
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	2.7	3.4	6.4	7.7	6.5
재고자산회전율	2.3	2.1	4.7	6.4	6.3
총자산회전율	0.8	0.8	1.5	1.5	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	47	48	74	85	95
현금및현금성자산	5	10	21	47	44
유가증권	0	0	0	1	0
매출채권	15	14	21	15	24
재고자산	25	22	25	18	22
비유동자산	16	15	13	13	15
유형자산	1	2	2	2	2
무형자산	2	1	1	1	1
투자자산	4	3	5	6	7
자산총계	63	63	86	99	110
유동부채	29	27	14	14	17
매입채무및기타채무	3	2	7	2	3
단기차입금	12	8	2	6	8
유동성장기부채	2	2	0	0	0
비유동부채	14	15	12	14	24
사채	4	6	0	0	0
장기차입금	2	2	3	2	9
부채총계	43	42	26	28	41
지배주주지분	20	21	61	71	69
자본금	9	9	9	10	10
자본잉여금	21	26	33	34	34
자본조정등	-11	-7	0	-12	-13
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	2	-7	19	40	38
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	20	21	61	71	69
비이자부채	21	22	19	20	24
총차입금	22	20	7	8	17
순차입금	16	10	-14	-41	-27

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-9	1	24	34	-7
당기순이익	-15	-8	26	25	1
비현금성 비용 및 수익	12	10	10	2	5
유형자산감가상각비	1	2	2	2	2
무형자산상각비	0	1	1	0	0
운전자본변동	-7	0	-11	8	-12
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	-12	1	-6	4	-3
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	1	-1	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	-2	-1	-6	2	-2
유형자산의 증가(CAPEX)	1	1	1	1	1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	0	0	0	-1
투자자산의 감소(증가)	0	0	-5	5	-2
기타	-2	-2	-2	-4	0
재무활동 현금흐름	3	5	-8	-13	6
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	7
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	3	5	-8	-13	-1
기타 및 조정	0	0	1	3	0
현금의 증가	-8	5	11	26	-3
기초현금	13	5	10	21	47
기말현금	5	10	21	47	44

Analyst 강민구

선익시스템 (171090)

상장일	2017.09.20		
현재가 (5/8)	92,500원		
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt		
시가총액	934십억원		
발행주식수	10,103천주		
액면가	500원		
52주 최고가	131,000원		
최저가	33,750원		
60일 일평균거래대금	25십억원		
외국인 지분율	3.0%		
배당수익률 (2025.12)	1.9%		
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-3%	26%	39%
절대기준	7%	73%	130%
주주구성			
동아엘텍	44.60%		
자사주	7.31%		

OLED를 넘어, 태양전지 시장 진출!

8세대 대형 증착기 국산화 기업

선익시스템은 디스플레이, 마이크로 디스플레이, 태양광 전지용 패널 제작에 사용하는 증착기 제조 기업이다. 증착이란 기판 위에 각종 소재를 원자 및 분자 단위로 쌓아 박막을 형성하는 핵심 제조 공정이다. 증착 공정이 최종 산출물의 품질과 수율을 좌우하기 때문에 증착기는 디스플레이 생산에 사용되는 단일 장비 중 가장 비싼 가격을 형성한다. 동사는 8세대 증착기 국산화에 성공한 유일한 업체로서 중화권 패널사를 대상으로 납품 레퍼런스를 확보했다.

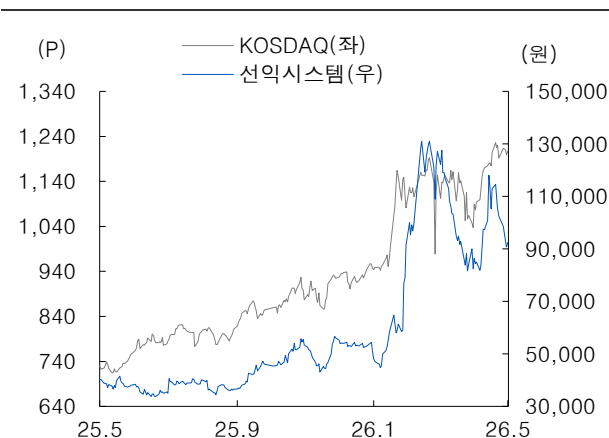
최대주주 인수 이후 기업가치 100배 성장

동사는 1990년 제인테크닉이라는 이름으로 설립되어, 1998년 선익시스템으로 상호를 변경했다. 디스플레이 검사 장비 제조사인 동아엘텍이 2009년 '미래에셋 파트너스1호'와 '미래에셋벤처투자조합 5호'로부터 92만주(53.5%)를 약 49억원에 인수해 최대주주에 등극했다. 동아엘텍은 선익시스템이 2017년 상장한 이후 현재까지도 지분율 44.6% 수준을 유지해, 견고한 경영권을 행사하고 있다.

OLEDs와 태양전지의 성과가 드러날 2026년 하반기

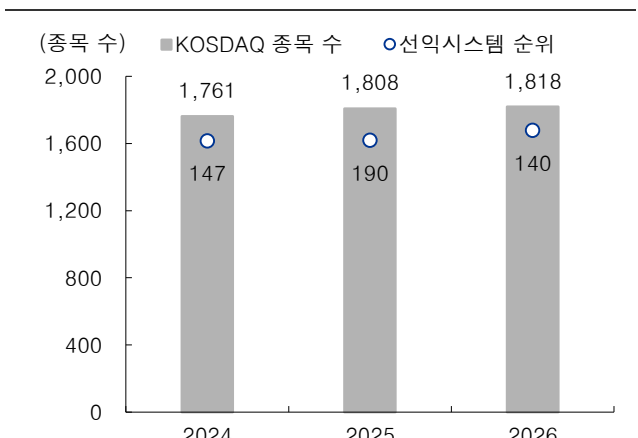
2025년이 대형 증착기의 성과를 확인한 성장의 해였다면, 2026년은 OLEDs 및 페로브스카이트 사업의 성과를 확인하는 다각화의 해가 될 것으로 전망한다. 대형 증착기는 2025년 매출액의 90% 이상을 차지한 캐시카우 제품이지만, 디스플레이 산업의 신중한 신규투자로 수주 물량이 제한적이다. 반면, OLEDs 및 페로브스카이트 태양 전지 시장은 장기간 공격적인 인프라 투자가 지속될 것으로 예상된다. 급변 신사업에서의 성과가 가시화된다면, 디스플레이 장비 업종 이상의 멀티플 재평가가 기대된다.

그림 76. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 77. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

OLED 8세대 공장 증설 사이클의 승자가 될 것

OLED용 대형 증착기가
실적 성장을 견인

OLED용 대형 증착기는 중화권 패널사를 대상으로 납품 레퍼런스 쌓으며 실적 성장을 견인하고 있다. 증착기란 기판 위에 각종 소재를 원자 및 분자 단위로 쌓아 박막을 형성하는 '증착 공정'의 핵심 장비이다. 증착은 패널의 수율과 품질을 결정짓는 핵심 공정으로 장비 가격 역시 가장 높다.

높은 가격으로 신규 Fab
투자가 수요를 결정

고가 장비의 특성상 전환 투자보다는 신규 증설이 증착기 수요를 결정한다. 특히, 8세대 대형 증착기의 가격은 6세대 대비 3배 이상 비싸기 때문에 신규 투자에 더욱 민감하다. 6세대 Fab이 모바일용 중소형 패널을 주로 생산한다면, 8세대 공장은 모니터, 태블릿, 노트북 등 중대형 패널을 만든다.

주요 패널사의 8세대
Fab 증설 사이클 시작

IT OLED 전환 수요에 대비하기 위한 패널사들의 8세대 Fab 증설이 이어지고 있다. 2024년 삼성디스플레이를 시작으로 BOE, Visionox, CSOT 등이 신규 투자 계획을 발표했다. 장비 선정 및 반입, 수율 조정 등의 과정을 거쳐야하기 때문에 제품 출시 1~2년 전부터 Fab 투자가 시작된다.

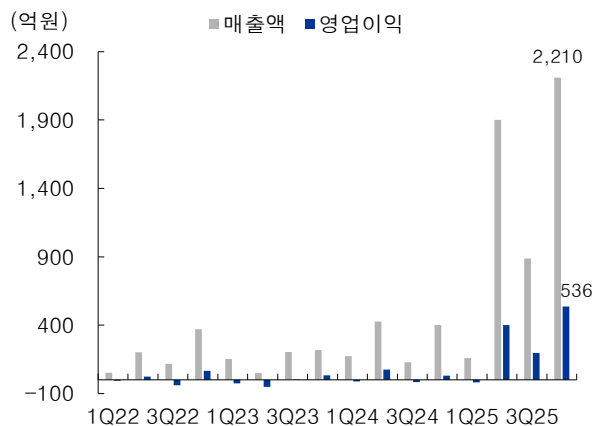
8세대 증착기 수주는
선익시스템이 앞서는 상황

8세대 투자 사이클의 초반 승기는 선익시스템이 잡았다. 삼성디스플레이는 캐논도키사의 증착기를 다시 선택했다. 반면, 중국의 BOE는 시장의 예상을 뒤엎고, 선익시스템을 공급사로 선정했다. 규모 면에서는 캐논도키가 2개 라인을 수주한 반면, 선익시스템은 BOE의 4개 라인을 수주해 우위를 점했다.

추가 물량 경쟁에서도
우위를 전망

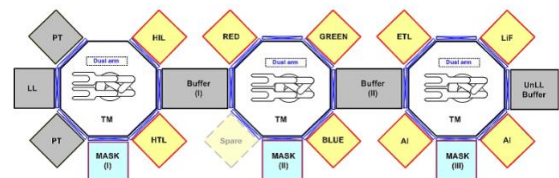
8세대 공장 증설 사이클은 지속될 것으로 전망하며, 동사는 추가 물량 경쟁에서도 우위를 이어갈 것이라고 판단한다. Visionox, CSOT, LG디스플레이 등은 FMM 방식의 증설에 대해 보수적인 입장이다. 그렇지만, 非FMM 방식의 양산성이 충분히 검증되지 않았고, Visionox와 CSOT의 장비 발주분이 1개 라인에 불과하다는 점을 고려해 FMM 방식으로의 회귀 가능성이 높다고 판단한다.

그림 78. 선익시스템 매출액 추이



자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권

그림 79. OLED 증착 Cluster 구조도



자료: 선익시스템, IBK투자증권

Smart Glass 시장이 열린다

3세대 Smart Glass 시장
개화 임박

마이크로 디스플레이를 탑재하는 3세대 Smart Glass의 출시가 임박했다. 마이크로 디스플레이란 화면의 대각선 길이가 1 inch 내외의 소형 패널을 의미한다. 1세대 Smart Glass에는 디스플레이가 부재했지만, 2세대 제품부터는 제한적인 시각 정보를 제공하고, 3세대부터는 풀컬러 디스플레이가 탑재된다. 시각 정보를 담당하는 패널의 품질이 디바이스 판매량을 결정짓는 요인이 될 것이다.

Smart Glass는 실리콘 기반
마이크로디스플레이 채택

Smart Glass 패널은 실리콘 기반의 마이크로 디스플레이를 중심으로 발전할 것으로 전망한다. 다양한 방식의 마이크로 패널이 존재하지만, 실리콘 기반의 LCoS, LEDoS, OLEDoS가 주도 기술로 부상하고 있다. 초고해상도, 저전력, 저중량 등 Near Eye 하드웨어의 조건을 충족하기 위해서는 실리콘 웨이퍼 기반 제조 방식이 가장 적합하기 때문이다.

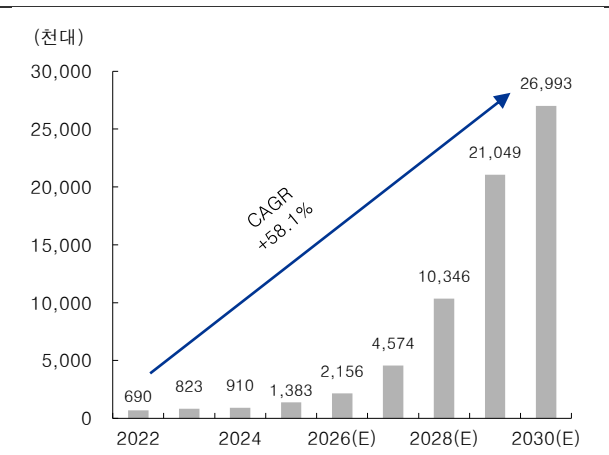
대형 장비 대비 높은
시장 지배력을 보유

동사는 Seeya, BOE 등 주요 패널사를 대상으로 OLEDoS 증착용 장비 공급 레퍼런스를 확보했다. 공사를 통해 확인된 장비 단가는 300억원 수준으로 대형 증착기 대비 저렴하다. 그렇지만, Smart Glass 시장의 성장 가능성이 크고, 기술 난이도가 높아 경쟁 업체의 진입이 제한적일 것으로 예상되어, 미래 성장 동력이 될 것이라고 판단한다.

양산성 측면에서
OLEDoS가 앞설 것

초기 3세대 Smart Glass 시장에서는 LEDoS 및 OLEDoS가 핵심 기술이 될 것으로 전망한다. LEDoS는 화면 밝기가 높아 야외에서의 시인성이 월등하고, OLEDoS는 뛰어난 명암 및 색감으로 콘텐츠 감상에 유리하다. 그렇지만, LEDoS는 양산 난이도가 높아 상용화까지 보다 많은 시간이 필요하다. 동사는 OLEDoS 증착기 시장에서 독점 수준의 점유율을 유지하고 있어 Smart Glass 상용화 시기에도 시장 지배력을 유지할 것으로 전망한다.

그림 80. AR 출하량 추이 및 전망



자료: Omdia, IBK투자증권

표 2. 실리콘 기반 마이크로 디스플레이 특징 비교

	LCoS	OLEDoS	LEDoS
발광체	백라이트	자체 발광	자체 발광
전력효율	낮음	보통	높음
수명	보통	보통	우수
시야각	좁음	넓음	넓음
해상도	보통	높음	매우 높음
개발비용	낮음	보통	높음

자료: 시장 자료, IBK투자증권

우주에서도 증착기가 필요하다

우주 태양광 발전에는
페로브스카이트 전지가
필요

신규 사업인 페로브스카이트 태양전지용 증착기도 성장 동력이 될 것으로 전망한다. 우주에서의 태양광 발전을 위해 차세대 전지가 필요하다는 의견이 美 빅테크를 중심으로 대두되며, 관련 기술을 보유한 동사 역시 주목을 받았다. 페로브스카이트는 태양전지의 발전 효율을 개선시킬 가능성이 있으며, 상용화에 성공한다면 중국이 높은 지배력을 보유한 실리콘 태양전지를 빠르게 대체할 것으로 전망한다.

페로브스카이트 전지는
50% 이상 개선된 발전
효율을 기대

페로브스카이트란 세 가지 이상의 원소가 결합된 구조를 의미하며, 실리콘 태양전지 대비 단파장 빛에 대한 감응도와 흡수율이 높다. 페로브스카이트 태양전지는 실리콘 또는 CIGS(Copper Indium Gallium Selenide) 전지와 층을 이루는 탠덤 구조로 상용화될 경우 이론적으로는 기존 태양전지 대비 한계 효율의 50% 이상 개선이 가능할 것으로 보인다.

국내외 업체 항
레퍼런스를 확보

페로브스카이트가 동사의 새로운 성장 동력으로 자리잡을 것이라고 전망하는 이유는 1) 6년 전부터 해당 시장에 진출한 선도 기업으로서 국내외 업체를 대상으로 공급 레퍼런스를 보유하고 있기 때문이다. 2023년에는 한화솔루션향 증착 장비를 수주했으며, 2025년에는 115억원 규모의 공급 계약을 공시했다.

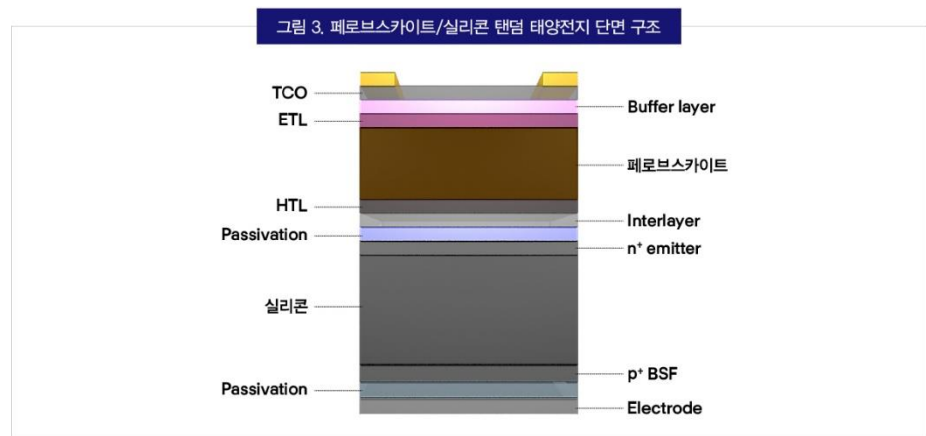
디스플레이와 유사한
패널 구조

2) OLED 패널과 페로브스카이트 태양전지의 구조가 유사하기 때문이다. OLED는 정공이 이동하는 HTL(Hole Transport Layer)층, 전자가 이동하는 ETL(Electron Transport Layer)층, 전자와 정공이 만나 빛을 발광하는 EML(Emission Layer)층 등으로 구성된다. 태양전지 역시 큰 틀에서의 구조가 유사해 디스플레이 시장에서 축적한 증착 기술의 적용된다.

증착층 확대 시 단가 및
수익성 개선될 것

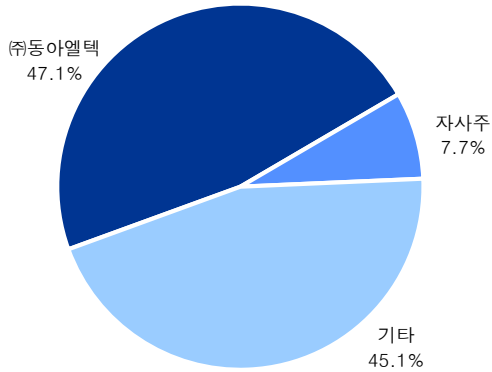
3) 동사의 증착 기술이 적용되는 소재와 층이 확대될수록 장비의 단가와 마진을 개선이 기대되기 때문이다. 현재 동사 장비로 ETL과 Passivation층의 증착만 가능하지만, 향후 전체 층 증착을 담당하게 될 경우 부가가치가 급격히 확대될 것으로 전망한다.

그림 81. 페로브스카이트/실리콘 태양전지 탠덤 구조도



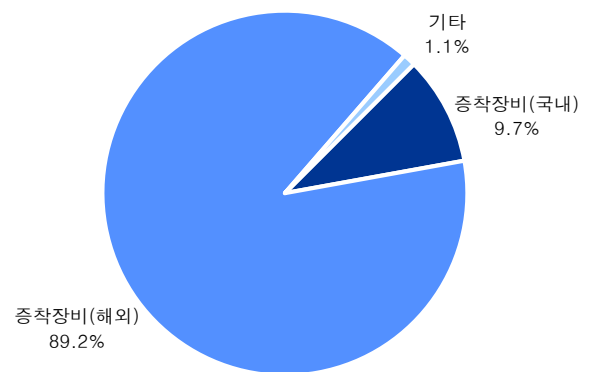
자료: 한화큐셀, IBK투자증권

그림 82. 주주별 지분율(25년말 기준)



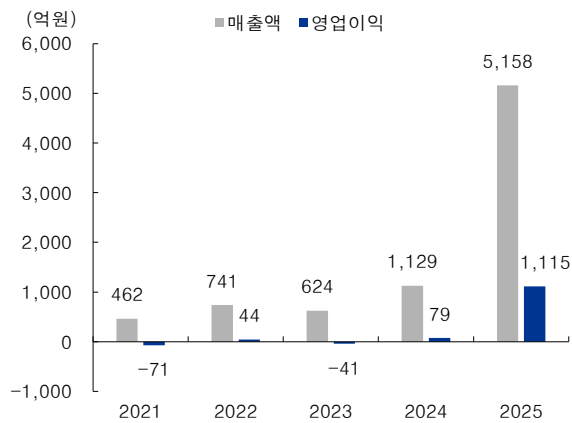
자료: DART, IBK투자증권

그림 83. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



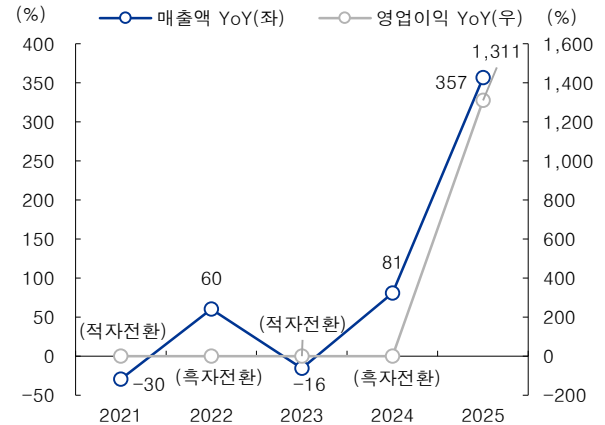
자료: DART, IBK투자증권

그림 84. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



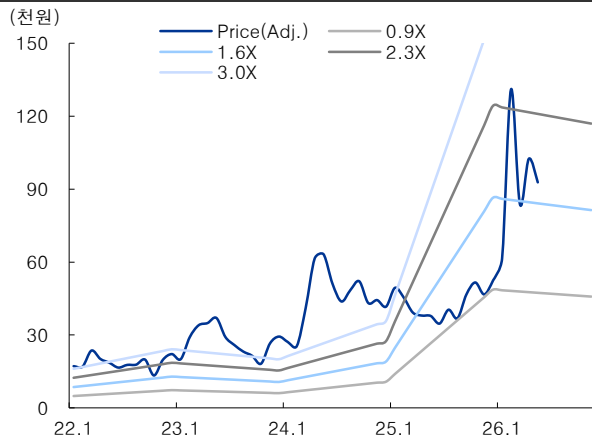
자료: DART, IBK투자증권

그림 85. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



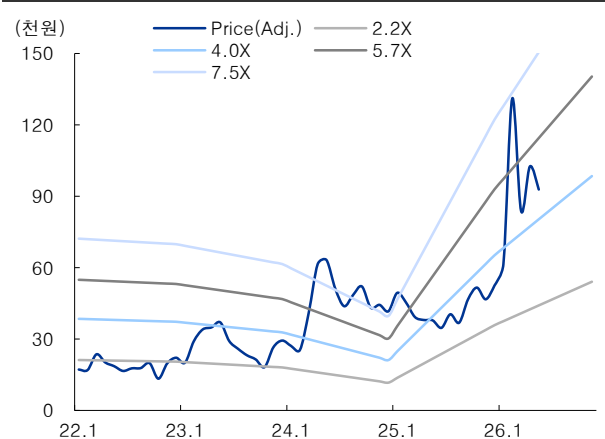
자료: DART, IBK투자증권

그림 86. PSR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 87. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

선익시스템 (171090)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	46	74	62	113	516
증가율(%)	-29.6	60.2	-15.7	80.9	356.7
매출원가	38	56	48	87	380
매출총이익	8	18	15	26	135
매출총이익률 (%)	17.4	24.3	24.2	23.0	26.2
판매비	15	13	19	18	24
판매비율(%)	32.6	17.6	30.6	15.9	4.7
영업이익	-7	4	-4	8	112
증가율(%)	-293.5	-162.3	-191.5	-294.9	1,310.5
영업이익률(%)	-15.2	5.4	-6.5	7.1	21.7
순금융손익	-3	-6	-6	-39	-4
이자손익	0	0	0	-1	-3
기타	-3	-6	-6	-38	-1
기타영업외손익	0	0	1	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-10	-1	-10	-31	107
법인세	0	2	0	-3	11
법인세율	0.0	-200.0	0.0	9.7	10.3
계속사업이익	-10	-3	-9	-28	97
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-10	-3	-9	-28	97
증가율(%)	-541.0	-68.3	185.3	204.1	-443.9
당기순이익률 (%)	-21.7	-4.1	-14.5	-24.8	18.8
지배주주당기순이익	-10	-3	-9	-28	97
기타포괄이익	0	0	-1	0	0
총포괄이익	-10	-3	-10	-28	97
EBITDA	-3	8	0	13	117
증가율(%)	-155.1	-376.7	-96.7	na	819.6
EBITDA마진율(%)	-6.5	10.8	0.0	11.5	22.7

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-1,132	-351	-987	-2,960	10,110
BPS	8,867	8,573	7,558	4,889	15,040
DPS	0	0	0	0	1,000
밸류에이션(배)					
PER	-20.1	-63.0	-29.7	-14.1	5.2
PBR	2.6	2.6	3.9	8.5	3.5
EV/EBITDA	-63.8	24.8	1,009.0	30.9	3.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-29.6	60.2	-15.7	80.9	356.7
EPS증가율	-539.6	-68.9	180.9	199.8	-441.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9
ROE	-12.0	-4.1	-12.3	-47.9	101.5
ROA	-9.7	-2.9	-7.1	-12.8	28.9
ROIC	-21.7	-5.8	-15.9	-66.0	341.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	27.4	57.5	90.2	552.5	154.2
순차입금 비율(%)	-27.5	-8.9	-15.5	-6.5	-60.4
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.4	5.4	5.7	33.1	0.0
재고자산회전율	7.2	7.3	3.6	1.7	7.7
총자산회전율	0.4	0.7	0.5	0.5	1.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	58	80	95	243	264
현금및현금성자산	7	29	32	57	150
유가증권	16	0	1	0	0
매출채권	12	15	7	0	0
재고자산	9	11	24	106	28
비유동자산	44	45	40	60	102
유형자산	32	32	30	40	63
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	1	2	2	3	4
자산총계	102	125	135	303	366
유동부채	21	42	60	231	190
매입채무및기타채무	6	6	15	0	0
단기차입금	1	21	21	37	37
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	3	4	25	32
사채	0	0	0	16	0
장기차입금	0	0	0	0	25
부채총계	22	46	64	256	222
지배주주지분	80	79	71	46	144
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	47	49	51	55	56
자본조정등	-3	-3	-4	-4	-5
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	32	29	19	-9	87
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	80	79	71	46	144
비이자부채	21	23	42	202	159
총차입금	1	23	22	54	63
순차입금	-22	-7	-11	-3	-87

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-11	-12	6	-34	97
당기순이익	-10	-3	-9	-28	97
비현금성 비용 및 수익	6	8	7	1	46
유형자산감가상각비	4	3	4	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-6	-17	9	-7	-46
매출채권등의 감소	-7	-3	8	-23	-25
재고자산의 감소	-6	-2	-11	-82	77
매입채무등의 증가	2	1	9	22	-21
기타 영업현금흐름	-1	0	-1	0	0
투자활동 현금흐름	14	13	-3	-17	-28
유형자산의 증개(CAPEX)	3	2	2	15	25
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	11	11	-5	-32	-53
재무활동 현금흐름	-1	22	1	75	25
차입금의 증개(감소)	0	0	0	0	25
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1	22	1	75	0
기타 및 조정	0	0	-1	0	-1
현금의 증가	2	23	3	24	93
기초현금	5	7	29	32	57
기말현금	7	29	32	57	150

Analyst 김운호

티에프이 (425420)

상장일	2022.11.17
현재가 (5/8)	66,000원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	815십억원
발행주식수	12,347천주
액면가	100원
52주 최고가	74,400원
최저가	16,400원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	4.1%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	8%	31%	133%
절대기준	20%	80%	286%

주주구성	
문성주 외 7인	60.98%
미래에셋자산운용	6.69%
KB자산운용	5.39%

데이터 병목의 해답, 테스트 솔루션에 있다

테스트 부품을 One-Stop 공급하는 국내유일 기업

티에프이는 2003년 설립된 후 2019년 일본 리버소켓 제조사 JMT 인수를 통해 글로벌 판매망을 확장했고, 2022년 11월 코스닥 시장에 상장했다. 반도체 테스트 공정에 사용하는 COK(Change Over Kit) 국산화를 시작으로 테스트 소켓, 테스트 보드 등 테스트 공정에 필수적인 소모성 부품을 제조, 판매한다. 해당 부품을 일괄적 제공하는 회사는 국내에서 티에프이가 유일하다.

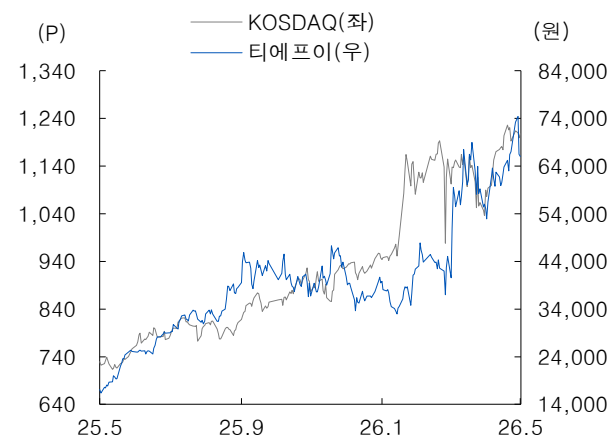
유통 주식수가 제한적인 것이 특징

동사의 최대주주는 문성주 대표이사를 포함한 특수관계인으로, 총 60.98%의 지분을 보유하고 있다. 상장 초(2022년 말) 지분율(71.32%) 대비 10.34%p 감소했다. 다만, 여전히 높은 수준의 최대주주 지분율을 유지하고 있다. 이는 실질적인 유통 주식수 제한 효과를 유발한다. 한편, 미래에셋자산운용과 KB자산운용이 각각 6.69%, 5.39%의 지분을 보유하고 있다.

고도화되는 테스트 공정으로 제품 수요 확대 전망

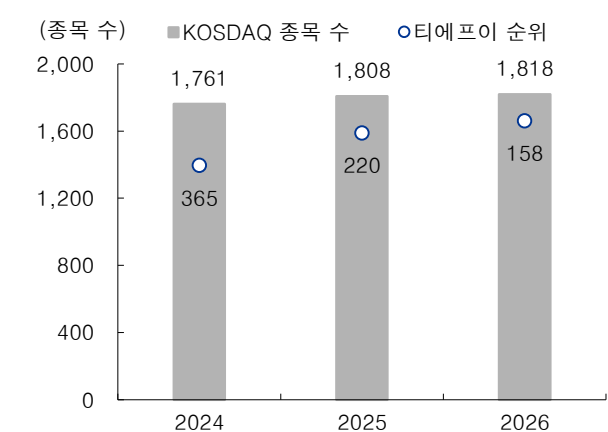
티에프이의 핵심 투자포인트는 1) CPO(Co-Packaged Optics) 테스트용 소켓의 매출 기여도 확대, 2) Total Solution 제공에 따른 기술적 해자, 3) CAPA 확대를 통한 차세대 반도체 수주 가능성의 증가다. 2025년 동사의 매출액은 1,117억원, 영업이익은 191억원으로 각각 전년동기 대비 52%, 334% 증가했다. 2026년 하반기부터 신규공장 가동이 예정되어 있으며, 소켓 생산능력이 약 2배 증가할 전망이다. 이에 따라 기존 소켓 매출 비중(24.4%)은 본격적으로 확대될 것으로 판단한다.

그림 88. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 89. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

CPO 기술의 급부상, 테스트 공정의 새로운 기회

CPO, 병목현상 해결과
동시에 에너지 효율을
극대화하는 기술

CPO(Co-Packaged Optics)는 데이터 처리를 담당하는 반도체 칩과 광모듈을 하나의 패키지 기판 위에 집적하는 기술이다. 데이터가 지나가는 길을 구리선(전기)에서 광섬유(빛)로 바꾸고, 이동거리를 칩 인근까지 좁힌다. 이로써 1) 데이터 전송 속도 향상, 2) 전력 소비 감소, 3) 신호 손실 최소화를 실현한다. AI 연산량이 폭증하면서 데이터센터 에너지효율 개선이 반도체 산업의 중요한 과제가 된 만큼 CPO 기술은 병목 현상을 해결할 실마리다.

테스트 소켓, 단순
소모품에서 정밀 광학
부품으로 탈바꿈

테스트 소켓은 테스트 장비 간의 전기적 신호 전달 매개체 역할을 하는 소모성 부품이다. 기존 소켓은 전기 신호만 전달하면 됐다. 하지만 CPO 기술은 광엔진도 함께 패키징되면서 소켓이 전기 신호와 광 신호를 동시에 검증해야 한다. 이 과정에서 신호 정확도, 발열 제어 등 한가지만 결합이 발생해도 결과가 왜곡되고 수율이 저하된다. 기술적 난이도가 급상승한 것이다. 이는 테스트 공정 기업의 교섭력 확대를 야기하며 필수 소켓 단가를 높이는 요인이 된다. 엔비디아는 CPO 기술의 전력 절감을 기존 대비 최대 5배 수준을 제시했다. 대규모 전력이 필요한 AI 데이터센터의 수요는 증가할 것이고, 테스트 소켓은 정밀 광학 부품으로 새로운 역할을 수행할 것이다.

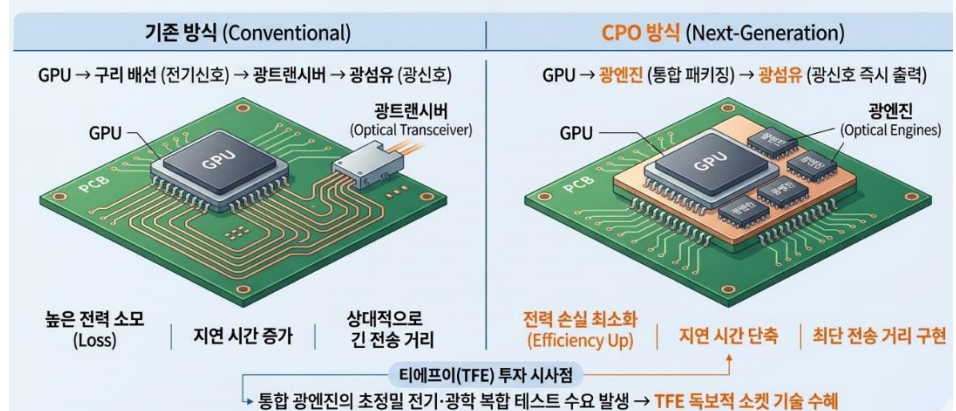
이미 Broadcom에 CPO
기술 적용된 제품을 공급

티에프이는 이미 고주파 대응 능력을 갖춘 테스트 소켓 기술을 확보했다. 전기 및 광신호의 매끄러운 연결을 하나의 소켓에 구현한 것이다. Broadcom에 CPO 기술이 적용된 테스트 소켓을 공급하면서 그 기술을 입증했다. 엔비디아 역시 해당 기술을 적용한 스위치를 올해 양산할 계획이다. CPO 시장의 확대가 가시화된 만큼 고부가 테스트 소켓 수요는 확대될 전망이다.

그림 90. CPO, 데이터 경로 단축을 통한 에너지 효율 극대화

INVEST POINT : CPO Technology Implementation: Shortening Data Paths for Maximized Efficiency

데이터 이동 경로의 혁신: CPO 도입에 따른 직관적 변화



자료: 언론종합, IBK투자증권

일괄공급을 통한 차별화 전략

테스트 공정 3개 부품을
모두 공급하는 국내유일
기업

티에프이는 반도체 테스트 공정에 필요한 3개 부품인 테스트 보드, 테스트 소켓, COK(Change Over Kit)를 제조 및 판매한다. 이를 일괄공급(Turn-Key)하는 기업은 국내에서 티에프이가 유일하다. 해당 방식은 차세대 반도체 산업에서 수요가 커진다. 테스트 부품들이 상호 간섭하면서 제품 호환성이 중요해졌기 때문이다.

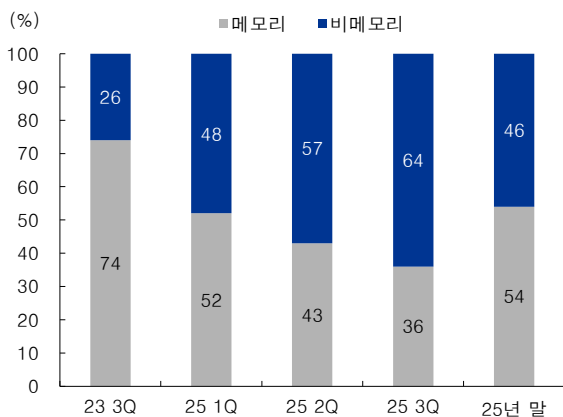
더욱 중요해진 테스트
부품 간 호환성

경쟁사 리노공업과 ISC는 테스트 소켓 전문기업이다. 테스트 보드, COK를 직접 제조하거나 공급하지 않는다. 반면, 티에프이는 핵심 3개 부품을 직접 제조하기 때문에 부품 간 유기적 결합에 익숙하다. 이는 반도체 설계 및 제조사에 편의성을 제공한다. 개별 부품사와의 복잡한 조율 과정을 단일화 하기 때문이다. 고도화된 테스트 공정에서 통합 제어 능력은 필수적이다. 부품 간의 유기적 결합에 익숙한 티에프이는 차세대 반도체 산업에서 기술력의 격차를 선보일 예정이다.

전방산업 변화에 휘둘리지
않는 안정적 포트폴리오

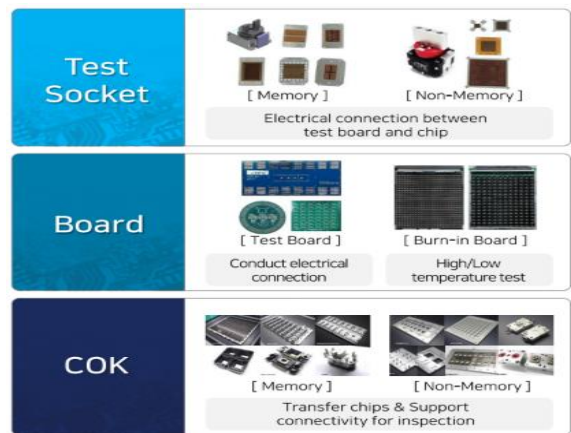
반도체 테스트 부품은 칩과 장비를 직접 연결하는 필수 요소로 제품 사양 변화에 따라 반복적으로 교체되는 특성을 가진다. 반도체 사이클과 신제품 개발 속도가 짧아지는 구조적 변화에도 수혜가 예상되는 이유이다. 특히 동사의 다양한 제품라인은 특정 부품의 업황에 휘둘리지 않고 외형 성장을 견인할 수 있다. 2025년 동사 매출은 전년동기 대비 52% 증가한 1,117억원을 기록하였다. 주목할 점은 동사가 상장 시점에 목표했던 메모리/비메모리 5:5 비중에 근접한 것이다. 2025년 말 기준 매출비중은 메모리 54%, 비메모리 46% 수준이다. 이는 전방산업 변동성에 따른 실적 민감도가 낮아졌음 시사한다.

그림 91. 메모리/비메모리 매출 비중 추이



자료: Dart, IBK투자증권

그림 92. 동사의 테스트 부품 품목



자료: 티에프이, IBK투자증권

적기 공급이 중요해진 지금, 티에프이는 CAPA 확장 중

신규 공장은 기존 소켓
생산능력을 2배 수준으로
확대할 예정

반도체 산업이 AI 발전에 따라 고대역폭 메모리 및 비메모리 수요 급증이라는 구조적 전환기에 진입하였다. 이에 따라 테스트 공정 역시 고사양/고신뢰성이 요구된다. 티에프이는 이러한 변화를 성장의 기회로 포착하고, 중장기 성장 동력 확보를 위한 AI 반도체 관련 생산능력(CAPA) 확대를 단행하고 있다. 동사의 2026년 시설자금 투자금액은 248억원(자기자본의 22.7%)으로 추정한다. 그 중 고사양 반도체 테스트를 위한 소켓 설비에 105억원을 투자한다. 투자 완료 이후 소켓 생산능력은 현재 대비 약 2배 수준(월 50K)까지 확대될 전망이다.

차세대 반도체, 적기 공급
능력이 중요

동사의 CAPA 확대를 중요하게 보는 이유는 적기 공급 능력이 중요해졌기 때문이다. 차세대 반도체 시장은 기술 변화 속도가 매우 빠르다. 적기 공급 그 자체가 수주 경쟁력이 되는 이유다. 따라서 고객사 양산 스케줄을 맞추는 여부가 수주를 결정짓는 핵심 요소가 될 것이다.

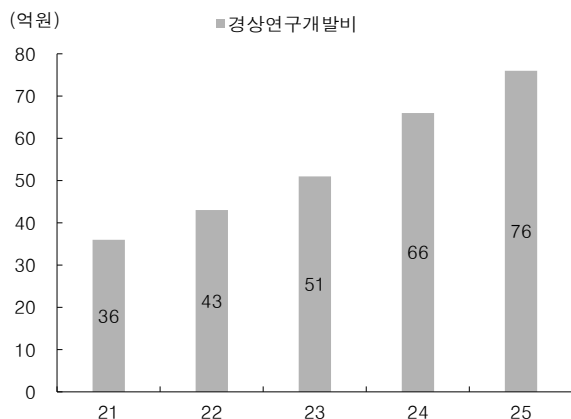
러버 소켓 수요 증가는
기회 요인

DDR5로 세대 교체가 이루어지면서 DRAM 모듈 테스트 소켓 공정도 변화했다. 기존 그래픽카드를 슬롯에 삽입하는 엡지핑거 방식에서 표면에 실장하는 방식으로 전환한 것이다. 이에 맞추어 최단 거리 연결에 특화된 러버 소켓 수요가 증가했다. 이런 구조적 변화 속에서 선제적 투자를 통해 확보한 생산 여력은 외형 확대 기회가 될 것이다. 또한 기술 변화에 따른 수요를 빠르게 흡수할 전망이다.

단순 CAPA 확대가 아닌
새로운 시작

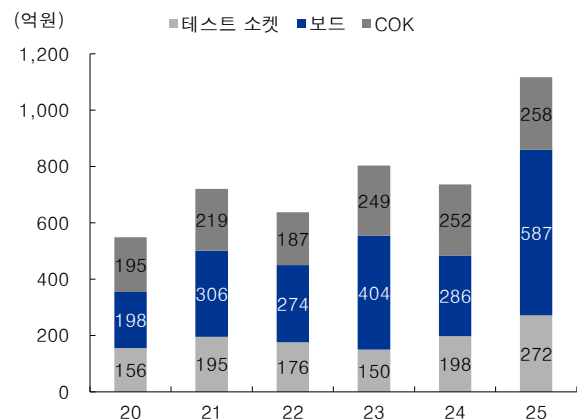
티에프이의 신규 공장 부지는 현재 화성시 본사와 인접한 위치에 있다. 생산시설만 증설하는 것이 아니라 신사옥 이전으로 제2의 도약을 준비한다. 특히 2025년부터 첨단 반도체 패키지 변인 테스트용 고내구성 실리콘 러버 소켓과 테스트 보드 개발을 진행 중이다. 이는 급변하는 전방 산업에 적합한 테스트 고난도 제품을 적기에 공급하는 기반이 될 것이다.

그림 93. 증가하는 R&D 지출



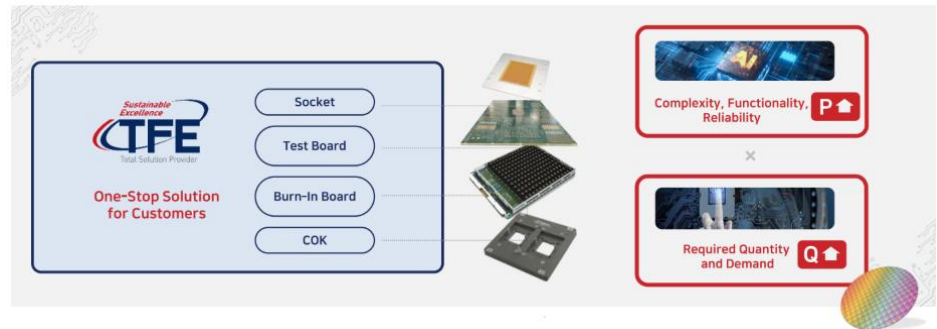
자료: Dart, IBK투자증권

그림 94. 제품별 매출 비중



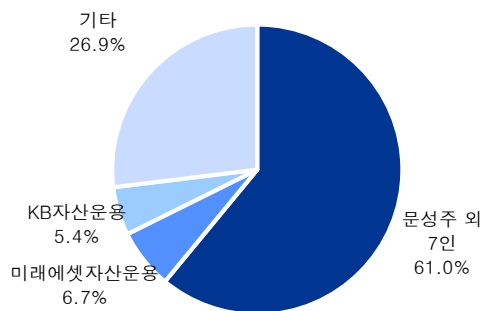
자료: 티에프이, IBK투자증권

그림 95. 테스트 부품 토탈 솔루션



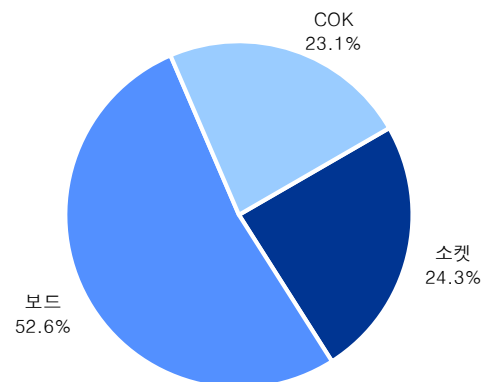
자료: 티에프이, IBK투자증권

그림 96. 주주별 지분율(25년말 기준)



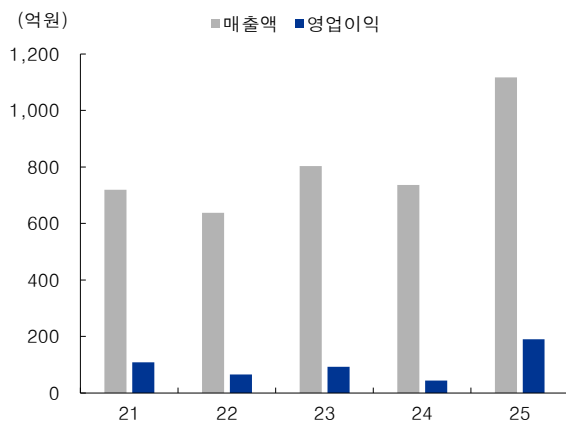
자료: Dart, IBK투자증권

그림 97. 사업부문별 매출 비중(25년말 기준)



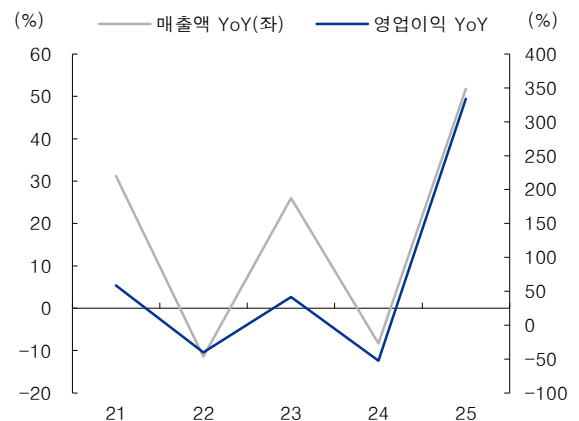
자료: Dart, IBK투자증권

그림 98. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



자료: Dart, IBK투자증권

그림 99. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



자료: Dart, IBK투자증권

티에프이 (425420)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	72	64	80	74	112
증가율(%)	31.2	-11.4	26.0	-8.3	51.8
매출원가	49	43	54	50	71
매출총이익	23	21	27	23	40
매출총이익률 (%)	31.9	32.8	33.8	31.1	35.7
판매비	12	15	17	19	21
판매비율(%)	16.7	23.4	21.3	25.7	18.8
영업이익	11	7	9	4	19
증가율(%)	58.4	-40.2	41.6	-52.4	334.0
영업이익률(%)	15.3	10.9	11.3	5.4	17.0
순금융손익	0	0	1	-4	4
이자손익	0	0	1	0	1
기타	0	0	0	-4	3
기타영업외손익	1	0	1	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	12	7	11	0	23
법인세	2	0	0	-1	5
법인세율	16.7	0.0	0.0	na	21.7
계속사업이익	10	7	11	1	18
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	10	7	11	1	18
증가율(%)	93.2	-31.7	65.3	-86.9	1,146.7
당기순이익률 (%)	13.9	10.9	13.8	1.4	16.1
지배주주당기순이익	10	7	11	1	18
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	10	6	11	2	18
EBITDA	12	8	12	8	24
증가율(%)	48.9	-34.0	44.8	-33.0	197.9
EBITDA마진율(%)	16.7	12.5	15.0	10.8	21.4

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	1,086	720	976	128	1,574
BPS	3,320	5,323	6,259	6,891	9,129
DPS	7	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	10.9	36.9	126.6	23.1
PBR	0.0	1.5	5.8	2.3	4.0
EV/EBITDA	-0.5	7.2	31.9	25.0	18.5
성장성지표(%)					
매출증가율	31.2	-11.4	26.0	-8.3	51.8
EPS증가율	85.5	-33.7	35.5	-86.9	1,133.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	38.6	14.9	16.9	1.9	19.3
ROA	20.2	9.7	12.7	1.3	13.4
ROIC	54.2	29.8	38.5	3.4	28.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	84.2	36.8	28.4	61.6	31.5
순차입금 비율(%)	-23.3	-50.8	-47.9	16.7	-0.9
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	12.0	8.8	12.9	10.9	9.5
재고자산회전율	18.2	13.3	15.6	12.9	12.1
총자산회전율	1.5	0.9	0.9	0.7	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	33	55	53	72	76
현금및현금성자산	18	13	41	19	19
유가증권	0	28	1	0	0
매출채권	7	7	5	8	15
재고자산	4	5	5	6	12
비유동자산	22	28	38	54	68
유형자산	15	19	28	43	57
무형자산	0	1	1	2	2
투자자산	1	2	3	2	3
자산총계	55	83	91	127	144
유동부채	17	16	14	15	22
매입채무및기타채무	4	3	3	4	6
단기차입금	7	9	6	7	9
유동성장기부채	1	0	0	0	0
비유동부채	8	6	6	33	12
사채	0	0	0	23	0
장기차입금	3	1	1	0	7
부채총계	25	22	20	48	34
지배주주지분	30	61	71	78	109
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	0	24	24	35	49
자본조정등	0	0	0	-5	-7
기타포괄이익누계액	0	0	-1	0	0
이익잉여금	29	36	47	48	66
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	30	61	71	78	109
비이자부채	14	11	12	16	16
총차입금	11	11	8	32	18
순차입금	-7	-31	-34	13	-1

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	11	4	16	4	13
당기순이익	10	7	11	1	18
비현금성 비용 및 수익	3	3	2	7	6
유형자산감가상각비	1	1	2	3	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-1	-3	4	-5	-11
매출채권등의 감소	-3	0	3	-3	-7
재고자산의 감소	0	-1	0	-1	-6
매입채무등의 증가	2	-1	-1	1	2
기타 영업현금흐름	-1	-3	-1	1	0
투자활동 현금흐름	-2	-32	15	-52	-8
유형자산의 증가(CAPEX)	2	5	10	17	15
유형자산의 감소	2	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	-1	0
투자자산의 감소(증가)	-2	2	-1	-34	8
기타	-4	-38	6	-34	-31
재무활동 현금흐름	-1	23	-4	25	-5
차입금의 증가(감소)	0	0	1	0	7
자본의 증가	0	24	0	0	0
기타	-1	-1	-5	25	-12
기타 및 조정	-1	0	1	2	-1
현금의 증가	7	-5	28	-21	-1
기초현금	11	18	13	41	19
기말현금	18	13	41	19	19



바이오

Analyst 정이수

상장일	2018.12.19		
현재가 (5/8)	130,100원		
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt		
시가총액	7,284십억원		
발행주식수	55,987천주		
액면가	500원		
52주 최고가	245,500원		
최저가	59,700원		
60일 일평균거래대금	100십억원		
외국인 지분율	11.2%		
배당수익률(2025.12)	0.0%		
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-28%	-9%	12%
절대기준	-17%	22%	88%
주주구성			
이상훈 외 12 인	24.52%		
국민연금공단	4.02%		
일라이 릴리	0.3%		

에이비엘바이오 (298380)

신약개발 플랫폼, 성장 가도에 올라타다

이중항체·뇌혈관장벽 플랫폼의 글로벌 기술력 입증

에이비엘바이오는 2016년 설립되어 2018년 코스닥에 상장한 바이오텍으로, 이중항체 플랫폼을 기반으로 면역항암항체, ADC(항체-약물 접합체) 등 다양한 항체 치료제를 개발하고 있다. 기술이전 확대를 위해 2022년 미국 법인 ABL Bio USA를 설립했으며, 2025년에는 ADC 임상 개발 가속화를 목적으로 NEOK Bio를 설립했다. 특히 뇌혈관장벽(BBB) 셔플 플랫폼 그래프마디-B는 일라이 릴리와 GSK와의 기술이전 계약을 통해 글로벌 수준의 기술력을 입증했다.

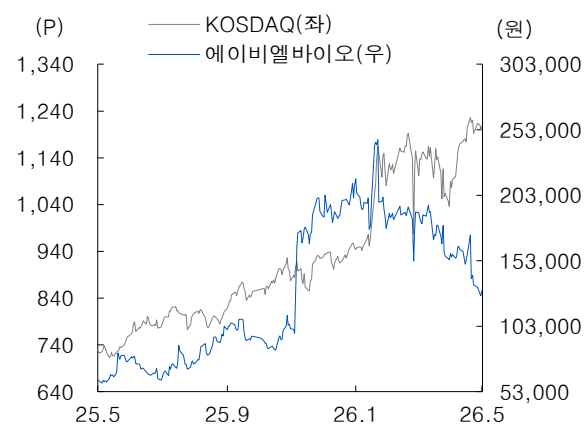
일라이 릴리가 투자한 국내 유일 바이오텍

동사의 최대 주주인 이상훈 대표이사를 포함한 특수관계인의 합산 지분율은 24.52%이며, 국민연금은 4.02%를 보유하고 있다. 또한 국내 바이오 기업 최초로 일라이 릴리로부터 직접 지분 투자(지분율 0.3%)를 유치했으며, 2025년 11월 플랫폼 기술이전 계약과 함께 1,500만 달러(약 217억 원) 규모의 투자를 확보해 글로벌 파트너십을 확대했다.

플랫폼 확장성과 파이프라인이 만드는 기술이전 모멘텀

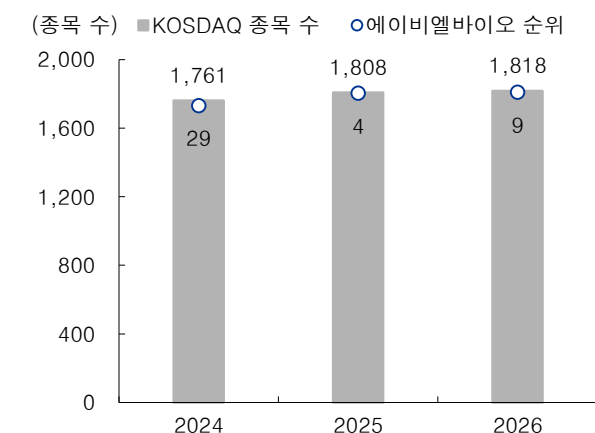
동사는 아이오니스와의 공동 연구를 통해 그래프마디-B가 중추신경계(CNS)를 넘어 근육 등 다양한 조직으로의 약물 전달 가능성을 입증하며 플랫폼 확장성에 대한 기술적 근거를 확보했다. 특히 항체뿐 아니라 siRNA 등 다양한 모달리티 적용이 가능해 후속 플랫폼 기술이전 계약으로 이어질 가능성도 충분하다고 판단한다. 또한 ABL111이 위암 1차 치료에서 유효성과 안전성을 입증하며 그래프마디-T 플랫폼의 경쟁력을 확인했으며, 글로벌 임상 2상에 진입한 만큼 향후 파이프라인 기술이전 기대감도 유효하다.

그림 100. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 101. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

글로벌 빅파마가 열광하는 그랩바디-B 플랫폼

그랩바디-B:
뇌혈관장벽(BBB) 셔틀
플랫폼, 질환 및 모달리티
확장성에 주목

IGF1R(Insulin-like Growth Factor 1 Receptor)를 표적하는 BBB(Blood-Brain Barrier) 셔틀 플랫폼 ‘그랩바디-B’가 차세대 중추신경계(CNS) 약물 전달 기술로 빠르게 부상하고 있다. 기존 BBB 전달 기술이 항체 중심에 머물렀던 것과 달리, 그랩바디-B는 siRNA, 올리고뉴클레오타이드 등 다양한 모달리티로 확장 가능한 플랫폼이라는 점에서 글로벌 빅파마들의 주목을 받고 있다. 또한 siRNA 치료제가 GalNAc 플랫폼을 통해 적응증이 확장된 사례를 감안할 때, 그랩바디-B 역시 뇌 질환을 넘어 근육 질환 및 비만 등 대사질환까지 적응증 확장이 가능한 플랫폼으로 평가한다.

기존 BBB셔틀 대비
부작용은 낮추고 뇌로
약물 전달이 높다는
차별성 보유

그랩바디-B인 IGF1R 기반 BBB 셔틀은 기존 트랜스페린 수용체(TfR) 대비 구조적 차별성이 있다. IGF1R의 뇌 발현률이 TfR 대비 높아 부작용 위험을 낮추고 뇌 실질로의 직접적인 약물 전달이 가능하다. 또한 TfR은 노화에 따라 발현이 감소하는 반면, IGF1R은 비교적 일정하게 유지되어 고령 환자 비중이 높은 신경퇴행성 질환에서 안정적인 약물 전달이 가능하다는 점도 강점이다.

2025년 GSK와 일라이
릴리에 각각 플랫폼
기술이전 계약 체결

동사는 기술 경쟁력을 기반으로 글로벌 제약사들과의 대형 기술이전을 연이어 성사시켰다. 2022년 사노피와 최대 10.6억 달러 규모로 기술이전한 파킨슨병 치료제 ABL301은 알파-시뉴클레인을 표적하는 항체와 IGF1R을 동시에 표적하는 이중항체로, 그랩바디-B 플랫폼이 적용된 대표 파이프라인이다. 해당 후보물질은 미국 임상 1상에서 안전성과 내약성을 확인했으며, 후속 개발은 사노피가 주도하고 있다. 더 나아가, 2025년에는 GSK(21.4억 파운드), 일라이 릴리(26.0억 달러)와 각각 플랫폼 기술이전 계약을 체결하며, 플랫폼 가치에 대한 글로벌 검증을 완료했다. GSK는 올리고뉴클레오타이드, 폴리뉴클레오타이드, 항체 등 다양한 모달리티를 기반으로 복수 타깃을 개발할 예정이며, 일라이 릴리 역시 복수의 비공개 타깃에 대해 플랫폼을 적용할 계획이다.

표 3. 퇴행성뇌질환 치료제 IGF1R vs TfR vs 단일항체

BBB 셔틀	IGF1R	TfR	단일항체(셔틀X)
수용체 뇌 발현도	32.70%	5.60%	0.1~0.3%
노화 영향	노화에 따른 발현률 영향 없음	노화에 따른 TfR 발현률 감소 → 투과율 감소	N/A
안전성(고유 부작용)	인슐린 관련 부작용 보고사례 없음	빈혈 발생 가능성 & 혈액 독성 ↑	ARIA(뇌부종/뇌출혈) 부작용 → 치료 용량 제한 ↑
BBB투과 경로	다중 경로	단일 경로	N/A
임상 단계(가장 빠른)	임상 1상 완료(에이비엘바이오의 ABL301)	임상 3상(로슈의 trontinemab)	상용화 (바이오젠의 Leqembi, 일라이 릴리의 Kisunla)

자료: 에이비엘바이오, IBK투자증권

데이터로 입증된 그랩바디-B의 확장성

그랩바디-B: 차세대 약물 전달 플랫폼으로 부각될 기술적 근거 확보

그랩바디-B를 통해 siRNA의 CNS 전달 한계 극복 가능성 확인

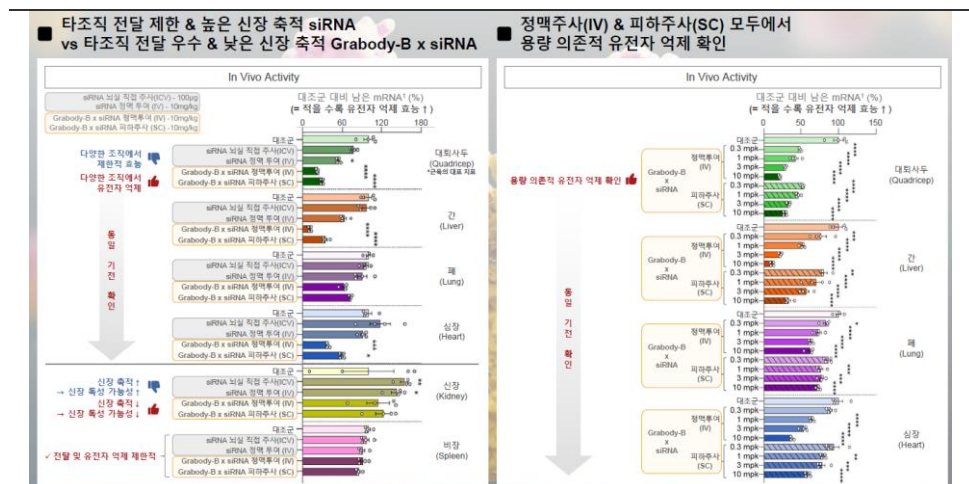
근육, 간, 심장 등 말초 조직까지 확장되는 그랩바디-B 플랫폼 가치

에이비엘바이오는 2026년 2월 RNA 치료제 분야 선도 기업인 아이오니스(Ionis)와의 공동 연구를 통해 BBB서를 플랫폼 그랩바디-B의 확장 가능성에 대한 기술적 근거를 확보했다. 이번 연구에서는 siRNA(짧은 간섭 리보핵산)와 그랩바디-B를 접합한 결과, 대뇌피질과 시상하부 등 뇌 심부 영역에서 유의미한 유전자 억제 효과가 확인됐다는 점에 주목할 필요가 있다.

siRNA 치료제는 GalNac 플랫폼의 상용화를 통해 간 질환 영역에서 이미 높은 임상적·상업적 가치를 입증했다. 그러나 중추신경계(CNS)는 뇌혈관장벽(BBB)이라는 구조적 장벽으로 인해 RNA 치료제 개발에서 여전히 미개척 영역으로 남아 있다. siRNA는 전신 투여 시 혈중 안정성, BBB 투과성, 조직 침투성의 한계로 뇌 조직 내 유효 농도에 도달하기 어렵다. 그렇기 때문에 척수강 내 투여(IT)나 뇌실 내 투여(ICV)와 같은 침습적 방식에 의존해왔다. 이번에 발표된 데이터는 그랩바디-B·siRNA 접합체가 정맥 투여(IV) 만으로도 siRNA 단독으로는 접근하기 어려운 뇌 중심부까지 전달될 수 있음을 보여줬다. 특히 단순히 조직 내 분포 증가에 그치지 않고, 실제 타겟 유전자 억제 효과로 이어졌다는 점에서 의미가 크다.

그랩바디-B의 적용 범위가 CNS에만 국한되지 않는다는 점에도 주목한다. 전신 투여 시 그랩바디-B·siRNA 접합체는 근육, 간, 심장 등 주요 말초 조직에서도 타겟 유전자 억제 효과를 보였다. 근육 조직에서는 siRNA 단독 대비 약 6배 높은 약물 농도가 관찰됐으며, 저용량에서도 약 50% 수준의 유전자 억제 효과가 확인됐다. 이는 그랩바디-B가 CNS와 말초 조직을 동시에 공략할 수 있는 듀얼 타겟 전달 플랫폼으로 확장될 가능성을 보여준다. 이번 연구는 그랩바디-B가 BBB 서를 넘어 RNA 치료제 전반에 적용 가능한 차세대 약물 전달 플랫폼으로 발전할 수 있음을 데이터로 입증했다. 기술이전 적용 범위가 확대될 수 있어, 일라이 릴리, GSK와의 플랫폼 딜 이후에도 후속 기술이전 계약 가능성이 충분히 있다고 판단한다.

그림 102. siRNA와 그랩바디-B의 적응증 확장 가능성 시사



자료: 에이비엘바이오, IBK투자증권

항암 플랫폼 그랩바디-T의 차별화된 경쟁력

그랩바디-T: T세포
인게이지 플랫폼으로
기존 4-1BB 단일 항체
대비 간 독성 최소화,
항암 효능 극대화 기대

에이비엘바이오는 T세포 인게이지 플랫폼인 그랩바디-T를 기반으로 항암 파이프라인을 확장하고 있으며, 그 중 개발이 가장 앞서 있는 후보물질은 ABL111(Givastomig)이다. ABL111은 노바브릿지 바이오사이언스와 공동 개발 중인 CLDN18.2x4-1BB 이중항체로, 종양 미세환경에서 항원 결합 시에만 T세포를 활성화하도록 설계된 그랩바디-T 플랫폼이 적용됐다. 이는 기존 4-1BB 단일항체에서 발생한 간 독성을 최소화하면서도 항암 효능을 극대화할 수 있다는 점에서 차별화된다.

ABL111: 위암 1차 치료
임상 1b상서 객관적
반응률 75.0% 기록

ABL111의 임상 데이터는 그랩바디-T의 작동 기전을 뚜렷하게 입증하고 있다. ABL111은 HER2 음성 위암 1차 치료 환자를 대상으로 항암화학요법 (FOLFOX/CAPOX) 및 PD-1 억제제 병용요법에서 CLDN18.2 발현(1% 이상) 환자군 기준 객관적 반응률(ORR) 75.0%를 기록했다. 특히 CLDN18.2 저발현 환자군 대상 ORR이 78.3%를 기록하며 기존 표준 치료 옵션이 제한적인 영역까지 커버 가능한 확장성을 확인했다는 점에서 의미가 크다. 이는 기존 표준치료요법인 아스텔라스의 졸베투시맙 대비 간접적으로 경쟁 우위를 확인한 부분이다. 안전성 측면에서도 긍정적인 결과를 보여줬다. 3등급 이상 치료 관련 이상사례 발생률은 56%로, 니볼루맙(79%), 졸베투시맙(60%) 대비 양호한 수준이다. 특히 간독성과 직결되는 AST/ALT 상승(3등급 이상)이 4%에 그치며, 기존 4-1BB 단일항체 대비 안전성 개선이 명확히 입증됐다.

글로벌 임상 2상 진입해
2026년 2월 첫 환자 투여
개시

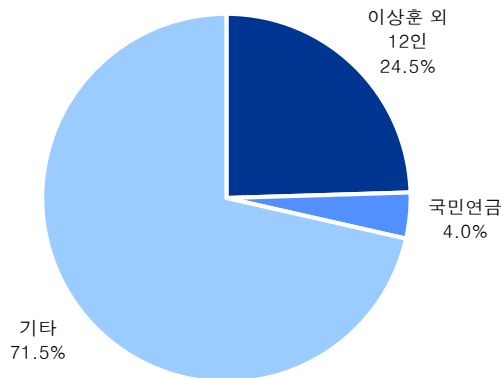
해당 임상 결과는 그랩바디-T 플랫폼이 종양 선택적 T세포 활성화를 통해 효능과 안전성을 동시에 확보할 수 있음을 보여준 임상 근거로 판단한다. ABL111은 위암 1차 치료제로서 CLDN18.2와 PD-L1 양성 환자 180명 대상으로 글로벌 임상 2상을 진행하고 있으며, 2026년 2월 첫 환자 투여를 시작했다. 노바브릿지를 통해 글로벌 임상 확장도 계획되어 있어, 향후 PD-1 억제제 및 화학항암요법 병용 기반의 임상 데이터 축적 시 가속승인 가능성도 기대된다.

표 4. ABL111(Givastomig) 임상 1b상 데이터

	8 mg/kg	12 mg/kg	8 & 12 mg/kg
객관적반응률(ORR)	77%	73%	75%
PD-L1 CPS ≥ 1	74%	75%	74%
PD-L1 CPS < 1	100%	70%	77%
CLDN18.2 ≥ 75	76%	67%	72%
CLDN18.2 1-74	78%	79%	78%
CLDN18.2 50-74	N/A	N/A	78%
투약 후 발생한 이상사례(TEAE)			
All Grade	100%	100%	N/A
≥ Grade 3	70%	70%	N/A
치료 관련 이상반응(TRAE any drug)			
All Grade	100%	100%	N/A
≥ Grade 3	56%	56%	N/A

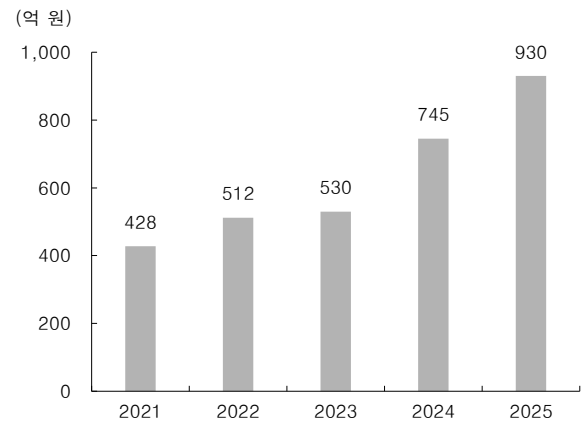
자료: 노바브릿지바이오사이언스, IBK투자증권

그림 103. 주주별 지분율



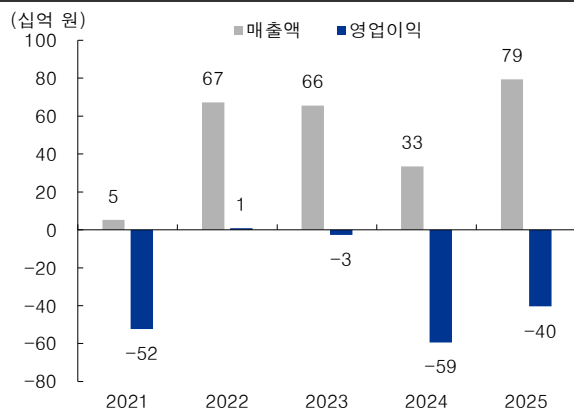
자료: DART, IBK투자증권

그림 104. 연구개발비 추이 (5개년)



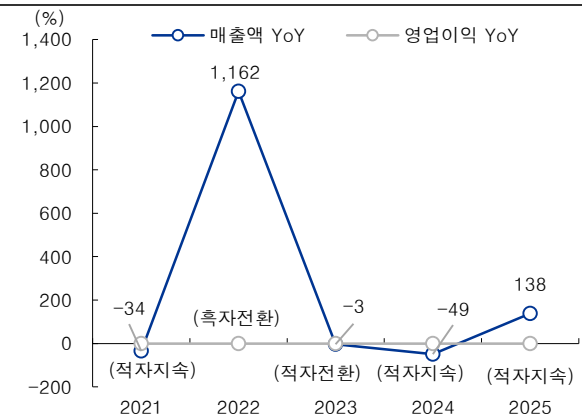
자료: DART, IBK투자증권

그림 105. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



자료: DART, IBK투자증권

그림 106. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



자료: DART, IBK투자증권

표 5. 기술이전 계약 체결 현황

계약상대방	대상지역	계약체결일	총계약금액	수취금액
유한양행	전 세계	2018.08.31, 2022.04.05, 2024.07.12, 2024.10.21, 2026.01.02	590억 원	18억 원
Compass Therapeutics	항암 분야: 한국을 제외한 전 세계 / 안구질환 분야: 한국과 일본을 제외한 전 세계	2018.11.30, 2021.05.13	항암 분야: USD 410,000,000 / 안구질환 분야: USD 185,000,000	USD 11,000,000
티에스디 라이프사이언스	전 세계	2019.04.29, 2019.06.25, 2020.06.03	비공개	비공개
Cstone Pharmaceuticals (제3자 기술이전)	한국을 제외한 전 세계	2020.10.28, 2020.12.08	USD 363,500,000	비공개
한독	한국	2020.12.08, 2021.06.10, 2024.09.23	비공개	비공개
Sanofi	전 세계	2022.01.11	USD 1,060,000,000	USD 125,000,000
GSK	전 세계	2025.04.05, 2025.09.17	GBP 2,140,100,000	GBP 38,500,000
Eli Lilly	전 세계	2025.11.12	USD 2,602,000,000	USD 40,000,000

자료: DART, IBK투자증권

에이비엘바이오 (298380)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	5	67	66	33	79
증가율(%)	na	1,162.2	-2.6	-49.0	137.6
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5	67	66	33	79
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	58	66	68	93	120
판매비율(%)	1,160.0	98.5	103.0	281.8	151.9
영업이익	-52	1	-3	-59	-40
증가율(%)	na	-101.7	-388.2	2,168.8	-32.0
영업이익률(%)	-1,040.0	1.5	-4.5	-178.8	-50.6
순금융손익	8	0	1	4	3
이자손익	0	-1	-1	2	2
기타	8	1	2	2	1
기타영업외손익	1	3	-1	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-44	3	-3	-56	-38
법인세	0	0	0	0	0
법인세율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	-44	3	-3	-56	-38
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-44	3	-3	-56	-38
증가율(%)	na	-107.4	-182.5	1,998.1	-31.8
당기순이익률 (%)	-880.0	4.5	-4.5	-169.7	-48.1
지배주주당기순이익	-44	3	-3	-56	-38
기타포괄이익	0	0	-1	0	1
총포괄이익	-43	3	-3	-56	-37
EBITDA	-50	3	0	-57	-37
증가율(%)	na	-106.4	-100.8	na	-35.2
EBITDA마진율(%)	-1,000.0	4.5	0.0	-172.7	-46.8

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-927	67	-55	-1,094	-693
BPS	1,187	1,455	1,547	3,094	2,807
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-23.8	341.0	-444.7	-27.3	-288.7
PBR	18.6	15.8	15.9	9.7	71.3
EV/EBITDA	-20.3	342.4	-43,379.1	-23.7	-297.0
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	1,162.2	-2.6	-49.0	137.6
EPS증가율	0.0	-107.3	-182.0	1,877.2	-36.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-77.8	5.1	-3.7	-46.0	-23.5
ROA	-66.5	2.6	-1.5	-28.3	-14.8
ROIC	4,092.3	-10.4	27.0	-99.4	-45.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	17.0	166.4	116.2	38.7	79.3
순차입금 비율(%)	-39.3	11.4	9.5	-55.7	-36.3
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.0	0.5	0.4	0.2	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	45	81	76	144	176
현금및현금성자산	22	25	28	56	112
유가증권	0	8	8	80	0
매출채권	0	0	0	0	59
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	20	105	85	88	105
유형자산	3	7	76	85	101
무형자산	3	3	3	2	3
투자자산	14	28	4	0	0
자산총계	65	185	160	232	281
유동부채	9	72	42	63	123
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	43	55
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	43	44	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	40	43	0	0
부채총계	9	116	86	65	124
지배주주지분	56	70	74	167	155
자본금	24	24	24	27	28
자본잉여금	349	361	364	511	545
자본조정등	26	24	29	27	17
기타포괄이익누계액	0	0	0	1	1
이익잉여금	-343	-339	-342	-398	-436
비지배주주지분	0	0	0	0	2
자본총계	56	70	74	167	157
비이자부채	9	75	43	22	69
총차입금	0	41	43	43	55
순차입금	-22	8	7	-93	-57

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-41	72	-28	-69	-41
당기순이익	-44	3	-3	-56	-38
비현금성 비용 및 수익	2	10	10	4	6
유형자산감가상각비	2	2	2	2	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	1	60	-33	-21	-12
매출채권등의 감소	0	0	0	0	-59
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	0	-1	-2	4	3
투자활동 현금흐름	20	-71	30	-47	62
유형자산의 증가(CAPEX)	1	3	6	9	20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	-1
투자자산의 감소(증가)	21	-38	37	34	2
기타	-2	-36	-13	-90	41
재무활동 현금흐름	0	5	1	145	33
차입금의 증가(감소)	0	0	3	0	12
자본의 증가	0	0	0	140	0
기타	0	5	-2	5	21
기타 및 조정	2	-2	0	-1	2
현금의 증가	-19	4	3	28	56
기초현금	41	22	25	28	56
기말현금	22	25	28	56	112

Analyst 정이수

리가켄바이오 (141080)

상장일	2013.05.10
현재가 (5/8)	187,100원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	6,926십억원
발행주식수	37,019천주
액면가	500원
52주 최고가	213,500원
최저가	97,000원
60일 일평균거래대금	78십억원
외국인 지분율	11.5%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-10%	0%
절대기준	-5%	20%	0%

주주구성	
팬 오리온 코프 리미티드	25.58%
김용주	3.35%
자기주식	0.47%

임상과 기술이전 더블 모멘텀

9조 원 이상의 기술이전 성과 보유

리가켄바이오는 2006년 5월 설립되어 2013년 5월 코스닥에 상장되었으며, 항체-약물 접합체(Antibody-Drug Conjugates; ADC) 플랫폼을 기반으로 차세대 항암제 개발에 주력하고 있다. 글로벌 제약사와의 누적 기술이전 계약 규모만 9조 4,000억 원에 달해 플랫폼 기술력이 입증되었으며, 향후 파트너사 임상 진전에 따른 마일스톤 수익 유입이 기대된다.

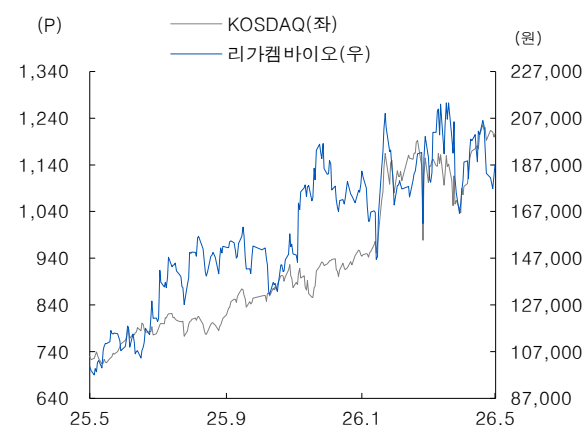
오리온의 최대주주 등극으로 질적 도약

오리온이 자회사 팬 오리온을 통해 2024년 3월 약 5,485억 원을 투자하며 동사의 지분 25.58%를 확보해 최대주주에 올라섰다. 이는 단순 재무적 투자를 넘어, 안정적인 현금창출력을 보유한 식품기업이 신약개발을 미래 성장 축으로 편입했다는 점에서 의미가 크다. 오리온의 자본력을 바탕으로 동사는 R&D 재원에 대한 안정성을 확보했으며 ADC 파이프라인의 임상 속도를 높일 수 있는 기반을 마련했다. 창업주 김용주 회장은 3.35%의 지분을 보유하고 있다.

6건의 임상 결과 발표로 기술이전 기대감 높아질 것

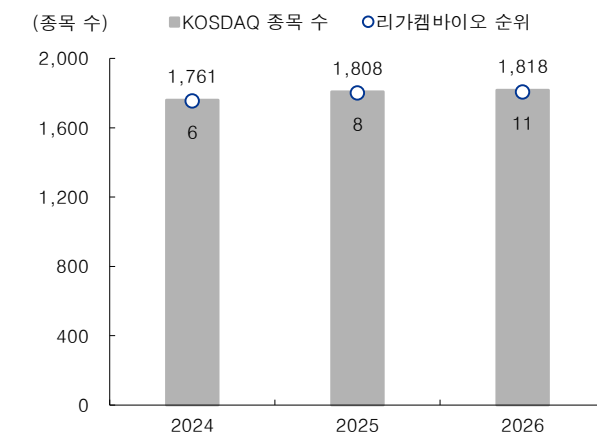
2026년 총 6건의 ADC 파이프라인 임상 데이터 발표가 본격화될 예정이며, 초기 단계에서 효능 확인이 가능하다는 점에서 파이프라인 가치 재평가가 기대된다. 이를 기반으로 제3자 기술이전 가능성과 글로벌 파트너십 확대가 주요 모멘텀으로 작용할 전망이다. 또한 매출의 86%가 기술이전 수익으로 구성된 사업 구조상 임상 진전에 따른 마일스톤 유입과 신규 계약 체결 시 계약금 수익이 더해지며 2026년 실적 업사이드가 기대된다.

그림 107. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 108. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

ADC 임상 데이터 발표 이어질 것

항체-약물 접합체:
암세포 선택적으로 표적,
부작용↓ 효능↑

LCB14(HER2 표적 ADC):
중국 유방암 임상 3상
결과 발표 예정, 2027년
신약허가 신청 기대

다수의 임상 1상 및
전임상 데이터 발표로
초기 효능 및 안전성
확인할 것

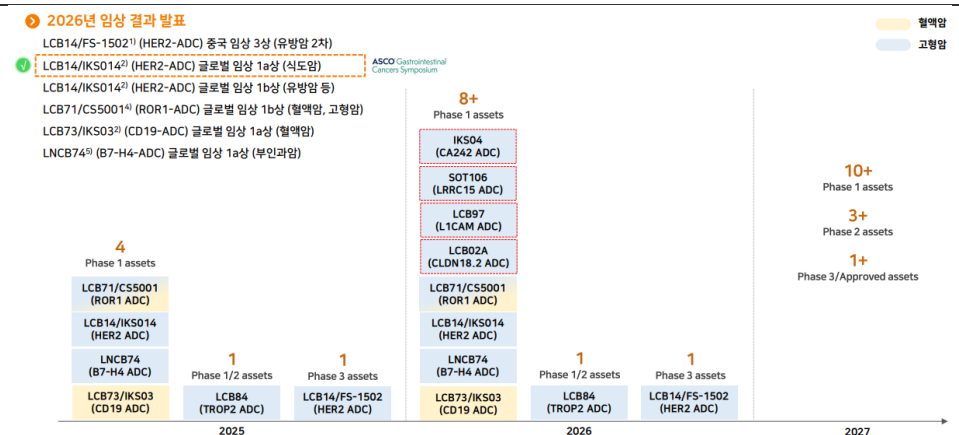
리가켄바이오의 핵심 기술인 항체-약물 접합체 (Antibody-Drug Conjugates; ADC)는 전통적인 화학항암제와 달리 암세포를 선택적으로 표적해 부작용을 줄이고, 고효능 약물을 항체에 결합해 치료 효과를 극대화하는 것이 특징이다. 이러한 기술력을 기반으로 다수의 파이프라인을 개발 중이며, 2026년을 기점으로 주요 ADC 파이프라인의 임상 데이터 발표가 본격화될 것으로 전망한다.

가장 상업화에 근접한 파이프라인인 LCB14는 유방암과 위암의 주요 원인인 HER2 수용체를 타깃으로 하는 ADC로, 중국에서 포순제약이 전이성 유방암 2차 치료제로 임상 3상을 진행하고 있다. 기존 유방암 치료제인 로슈의 캐사일라와 비교하는 임상으로, 2026년 임상 종료 후 긍정적인 결과 확보 시 2027년 신약허가 신청이 예상된다. 이에 따라 동사의 파이프라인 중 첫 상업화 사례로 이어질 가능성이 높다.

다른 임상 단계에 진입한 파이프라인 역시 데이터 발표가 이어질 예정이다. CD19 타깃 ADC인 LCB73은 2025년 임상 1a상에 진입해 연내 혈액암에서 초기 유효성 확인이 기대되며, B7-H4 타깃 ADC인 LNCB74 역시 2026년 하반기 부인과암종에서 데이터 발표가 예정되어 있다. 이와 더불어, 차세대 파이프라인 BCMA 타깃 ADC는 기존 치료제 대비 독성 개선 및 효능 향상을 목표로 한 전임상 결과를 공개할 예정으로, 글로벌 임상 진입을 위한 IND(임상시험계획) 제출도 준비 중이다.

2026년은 LCB14의 임상 3상부터 다수 초기 파이프라인까지 데이터가 연속적으로 도출되는 시기로, 임상 결과에 따라 파이프라인 가치 재평가와 함께 상업화 기대감도 동시에 부각될 것으로 판단한다.

그림 109. 파이프라인들의 임상 진입 및 결과 발표 본격화



자료: 리가켄바이오, IBK투자증권

제3자 기술이전으로 수익 레버리지 확대

제3자 기술이전 시,
발생하는 수익을 일정
비율로 배분 받는 구조

리가캠바이오가 파트너사에 이전한 후보물질들의 임상 진전이 가시화되면서 제3자 기술이전(서브 라이선스 아웃) 가능성이 높아지고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 동사는 제3자 기술이전 시 발생하는 수익을 배분 받는 구조를 구축해, 추가 계약 체결에 따른 직접적인 수익 창출과 파이프라인의 임상 개발 가속화가 동시에 기대된다. 이에 따라 제3자 기술이전은 중장기적인 기업가치 상승을 견인하는 핵심 모멘텀으로 작용할 전망이다.

LCB71(ROR1 타깃 ADC):
림프종 임상 1상에서 1차
치료제 진입 가능성을
높이는 결과 발표

중국 시스톤(Cstone)으로 기술이전된 ROR1 타깃 ADC인 LCB71(CS5001)은 글로벌 임상 1b상을 진행 중이다. 특히 림프종 중 가장 흔한 유형인 DLBCL(미만성 거대 B세포 림프종) 1차 치료제 시장 진입을 목표로 표준 치료요법(SOC)과의 병용을 포함한 다수의 코호트를 우선적으로 확대하고 있다. 2026년 3월 시스톤은 DLBCL 1차 치료제 표준요법인 R-CHOP과의 병용 임상에서 객관적 반응률(ORR) 100%, 완전관해(CR) 비율이 95.5%를 기록했다고 발표했다. 이는 혈액암 내 최대 시장인 DLBCL 1차 치료제 진입 가능성을 높이는 결과로, 향후 제3자 기술이전 논의 역시 본격화될 것으로 기대한다. 추가적인 유효성 및 안전성 데이터는 하반기 공개할 것으로 예상된다.

LCB14(HER2 타깃 ADC):
유방암 치료제 엔허투의
내성 및 불응 극복
가능성에 대한 데이터
발표 기대

한편 익수다(Iksuda)와는 다수 ADC 후보물질 및 플랫폼 기술이전 계약이 체결되어 있으며, 이 중 LCB14(HER2 타깃 ADC)가 주요 제3자 기술이전 후보물질로 부각되고 있다. LCB14는 임상 1a상에서 엔허투 불응 환자 4명 중 3명에서 부분관해(PR)를 확인하며 엔허투 내성 극복 가능성을 시사했다. 현재 진행 중인 글로벌 임상 1b상에서는 엔허투 투약 이력이 있는 HER2 양성 유방암 환자를 대상으로 환자 수를 확대해 임상이 진행 중이며, 하반기 데이터 발표가 기대된다. 엔허투는 2019년 허가 이후 적응증이 지속적으로 확대되고 있어 치료 환자군이 빠르게 늘어나고 있으며, 이에 따라 내성 및 불응 환자에 대한 미충족 의료 수요도 확대되고 있다. 이러한 환경에서 LCB14가 긍정적인 임상 결과를 확보할 경우, 제3자 기술이전 가능성은 더욱 높아질 것으로 판단한다.

표 6. 리가캠바이오 ADC 기술이전 현황

(단위: 억 원)

구분	계약 상대방	개요	계약체결일	선금금	계약금액
Product 기술이전	Ono Pharmaceutical	LCB97(L1CAM-ADC) 글로벌 판권	2024년 10월	비공개	9,435
	J&J	LCB84(TROP2-ADC) 글로벌 판권	2023년 12월	1,300	22,400
	Iksuda	LCB14(HER2-ADC) 중국 제외 글로벌 판권	2021년 12월	비공개	11,864
	Cstone	LCB71(ROR1-ADC) 글로벌 판권	2020년 10월	112	4,099
	Iksuda	LCB73(CD19-ADC) 글로벌 판권	2020년 5월	61	2,784
	Fosun Pharma	LCB14(HER2-ADC) 중국 판권	2015년 8월	비공개	209
Platform 기술이전	Ono Pharmaceutical	ADC 원천기술	2024년 10월	비공개	비공개
	Amgen	ADC 원천기술	2022년 12월	비공개	16,050
	SOTIO Biotech	ADC 원천기술	2021년 11월	비공개	12,127
	Iksuda	ADC 원천기술	2020년 4월 / 2021년 6월	비공개	9,200
	Millenium Pharma	ADC 원천기술	2019년 3월	비공개	4,548

자료: 리가캠바이오, IBK투자증권

ADC 플랫폼 레벨업 본격화

ConjuALL: 1) 페이로드
결합 기술, 2) 링커,
3) 차별화된 기전의
페이로드

ADC 플랫폼 기술이전
이후 후보물질 임상 단계
진입 예상

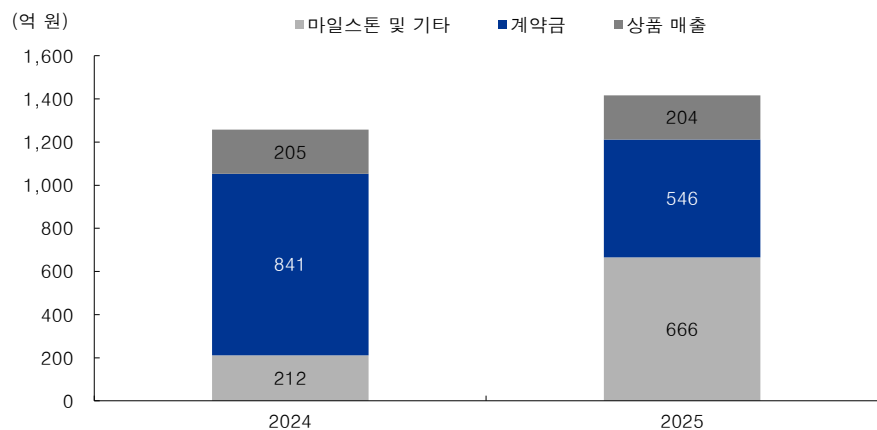
전체 매출의 86%가
기술이전 매출, 추가적인
기술료 유입 기대

리가켄바이오는 ADC 원천기술인 ConjuALL을 기반으로 플랫폼 경쟁력을 확보하고 있으며, 이를 바탕으로 추가적인 기술이전 확대 가능성이 높다는 점에 주목한다. ConjuALL은 항체 특정 부위에 정밀하게 페이로드를 결합할 수 있는 기술과 함께, 혈중 안정성 및 종양 특이적 약물 방출이 우수한 링커, 차별화된 기전의 페이로드로 구성되어 차세대 ADC 개발에 최적화된 플랫폼으로 평가된다.

동사는 해당 플랫폼 기술을 일본 오노약품, 소티오 바이오텍, 익수다 등 다수 글로벌 파트너사에 이전했으며, 이를 기반으로 도출된 후보물질들이 임상 단계에 본격 진입함에 따라 플랫폼 기술에 대한 검증도 점차 가시화될 전망이다. 실제로 익수다는 CA242 표적 ADC(IKS04)의 임상시험계획(IND) 제출이 상반기 내 예상되며, 소티오와 오노약품 역시 각각 SOT106(LRRC15 표적 ADC)와 LCB97A(L1CAM 표적 ADC)에 대해 연내 IND 제출이 기대된다. 동사는 이와 병행해 ADC 플랫폼 고도화를 지속하고 있으며, 글로벌 빅파마의 수요가 높은 Top1 저해제 기반 신규 페이로드 개발을 진행 중이다. 이에 따라 향후에는 후보물질과 플랫폼을 결합한 패키지 딜, 플랫폼 단독 기술이전, 전략적 공동개발 등 다양한 형태의 추가 계약으로 이어질 가능성이 높다. 궁극적으로, 플랫폼 중심의 확장성과 레퍼런스 축적을 기반으로 ADC 분야 내 입지 강화가 기대된다.

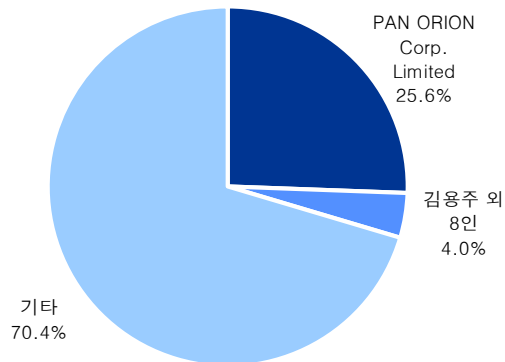
한편, 2025년 별도 매출액은 1,416억 원을 기록했으며, 이 중 86%를 차지하는 기술이전 매출액(계약금 및 마일스톤)은 1,212억 원으로 전년 대비 15.1% 증가했다. 공격적인 파이프라인 확장과 임상 개발 가속화, 신규 과제 확보를 위한 항체 도입 등으로 연구개발비는 전년 대비 72.5% 증가한 1,957억 원을 집행하며 영업손실 832억 원을 기록했다. 다만 2025년 말 기준 현금 및 현금성 자산은 약 4,701억 원 수준으로 풍부한 유동성을 확보하고 있어 자체 개발 비용 충당이 가능하며, 추가적인 기술료 유입도 지속될 것으로 예상된다.

그림 110. 2024년 vs 2025년 매출 비교(별도 기준)



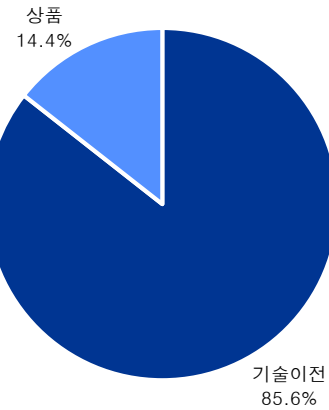
자료: 리가켄바이오, IBK투자증권

그림 111. 주주별 지분율(25년말 기준)



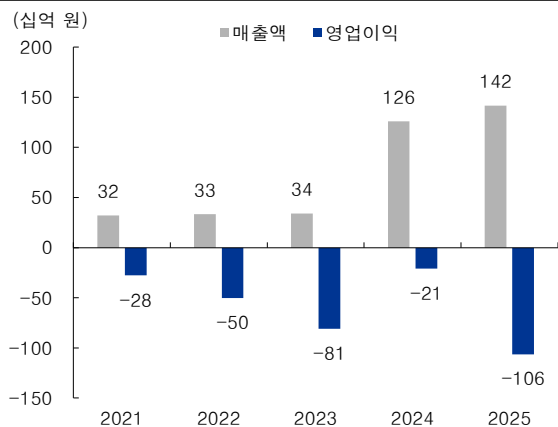
자료: DART, IBK투자증권

그림 112. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



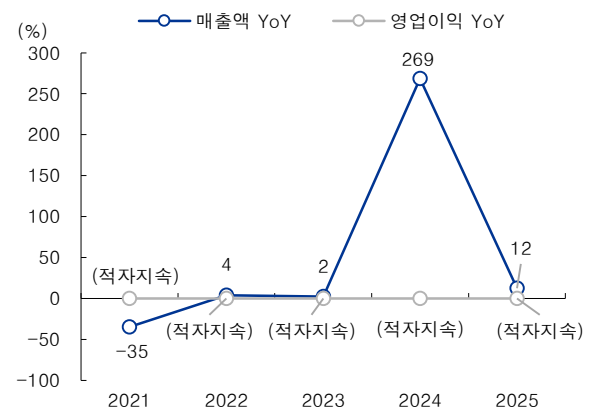
자료: DART, IBK투자증권

그림 113. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



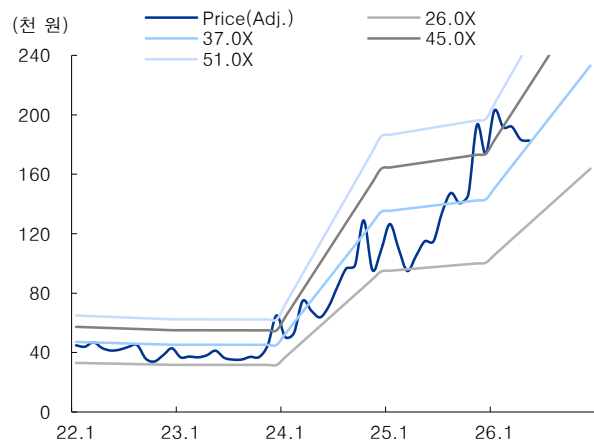
자료: DART, IBK투자증권

그림 114. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



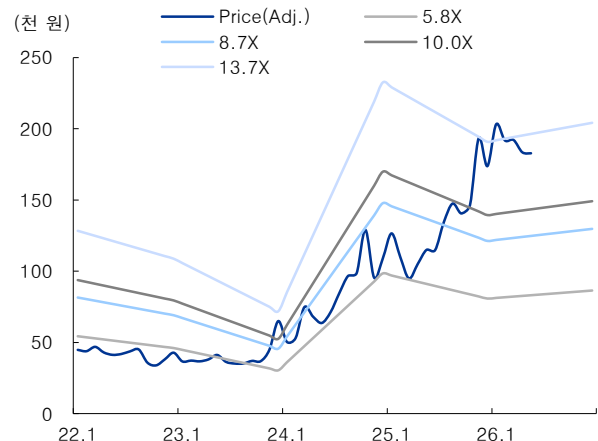
자료: DART, IBK투자증권

그림 115. PSR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 116. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

리가켄바이오 (141080)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	32	33	34	126	142
증가율(%)	na	3.9	2.2	268.7	12.4
매출원가	14	16	16	16	16
매출총이익	18	18	18	110	126
매출총이익률 (%)	56.3	54.5	52.9	87.3	88.7
판매비	45	68	99	131	232
판매비율(%)	140.6	206.1	291.2	104.0	163.4
영업이익	-28	-50	-81	-21	-106
증가율(%)	na	81.8	60.4	-74.1	409.2
영업이익률(%)	-87.5	-151.5	-238.2	-16.7	-74.6
순금융손익	3	2	4	29	11
이자손익	1	4	5	19	17
기타	2	-2	-1	10	-6
기타영업외손익	3	0	0	0	0
종속/관계기업손익	1	0	1	1	1
세전이익	-21	-48	-76	9	-94
법인세	3	-3	-2	1	-2
법인세율	-14.3	6.3	2.6	11.1	2.1
계속사업이익	-23	-45	-74	8	-92
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-23	-45	-74	8	-92
증가율(%)	na	92.8	63.5	-110.6	-1,273.7
당기순이익률 (%)	-71.9	-136.4	-217.6	6.3	-64.8
지배주주당기순이익	-23	-45	-74	8	-74
기타포괄이익	-1	-1	0	-1	20
총포괄이익	-24	-46	-74	6	-71
EBITDA	-25	-46	-76	-16	-100
증가율(%)	na	87.6	64.6	-79.1	528.0
EBITDA마진율(%)	-78.1	-139.4	-223.5	-12.7	-70.4

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-929	-1,650	-2,634	225	-2,029
BPS	9,497	7,937	5,215	16,826	13,865
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-60.1	-26.0	-24.7	483.5	-85.6
PBR	5.9	5.4	12.5	6.5	12.5
EV/EBITDA	-48.0	-20.2	-22.3	-219.9	-59.3
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	3.9	2.2	268.7	12.4
EPS증가율	0.0	77.6	59.6	-108.6	-1,000.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-9.0	-18.9	-40.1	2.0	-13.2
ROA	-8.0	-16.5	-33.3	1.7	-12.7
ROIC	-34.5	-83.0	-175.9	92.9	-195.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	13.3	15.0	27.9	19.9	29.7
순차입금 비율(%)	-64.9	-70.9	-58.1	-79.9	-87.1
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	1.9	2.5	8.8	11.1
재고자산회전율	0.0	142.4	172.6	615.2	877.8
총자산회전율	0.0	0.1	0.2	0.3	0.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	229	192	135	550	521
현금및현금성자산	140	118	63	129	99
유가증권	40	50	36	364	374
매출채권	22	13	15	14	12
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	64	61	55	188	180
유형자산	24	26	25	25	28
무형자산	9	8	7	8	104
투자자산	31	26	19	149	46
자산총계	293	253	190	738	702
유동부채	17	29	37	117	61
매입채무및기타채무	7	7	7	8	7
단기차입금	0	3	12	0	0
유동성장기부채	3	9	0	0	0
비유동부채	17	4	4	5	100
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	9	0	0	0	0
부채총계	34	33	41	122	161
지배주주지분	259	220	148	616	508
자본금	14	14	14	18	18
자본잉여금	350	94	98	572	263
자본조정등	2	5	3	-14	-8
기타포괄이익누계액	2	2	2	3	22
이익잉여금	-110	105	31	36	212
비지배주주지분	0	0	0	0	34
자본총계	259	220	148	616	541
비이자부채	22	21	29	122	159
총차입금	12	12	12	0	2
순차입금	-168	-156	-86	-492	-471

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-42	-7	-62	78	-125
당기순이익	-23	-45	-74	8	-92
비현금성 비용 및 수익	6	17	10	-9	-7
유형자산감가상각비	2	3	3	3	5
무형자산상각비	1	2	2	2	2
운전자본변동	-25	17	-2	79	-36
매출채권등의 감소	-2	10	-7	5	13
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	-2
기타 영업현금흐름	0	4	4	0	10
투자활동 현금흐름	-44	-16	9	-457	94
유형자산의 증가(CAPEX)	18	4	1	3	3
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	-1	-3	-3
투자자산의 감소(증가)	-25	-1	-4	-125	-1
기타	-37	-18	13	-332	95
재무활동 현금흐름	171	3	-2	443	-1
차입금의 증가(감소)	8	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	470	0
기타	163	3	-2	-27	-1
기타 및 조정	0	-2	0	2	2
현금의 증가	85	-22	-55	66	-30
기초현금	55	140	118	63	129
기말현금	140	118	63	129	99

Analyst 정이수

케어젠 (214370)

상장일	2015.11.17
현재가 (5/8)	97,200원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	5,221십억원
발행주식수	53,715천주
액면가	100원
52주 최고가	150,100원
최저가	23,400원
60일 일평균거래대금	17십억원
외국인 지분율	3.8%
배당수익률(2025.12)	0.6%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	1%	9%	151%
절대기준	12%	50%	315%

주주구성	
정용지	63.29%
자기주식	9.02%

살 빼는 건기식, 미용 수요 정조준

합성 펩타이드 기반 포트폴리오 다각화

케어젠은 2001년에 설립되어 2015년 코스닥 시장에 상장된 기업이다. 동사는 2004년부터 펩타이드 연구에 집중해왔으며, 초기에는 의료기기 및 화장품 시장에 진입한 이후 대사질환 분야로 사업 영역을 확장하며 펩타이드 기반의 다양한 포트폴리오를 구축하고 있다. 20년 이상 축적된 개발 역량을 바탕으로 펩타이드 기반 신약과 건강기능식품을 개발하고 있으며, 현재까지 868건의 특허를 등록했다. 또한 필러 및 기능성 화장품을 유럽과 아시아를 포함한 130여 개국 글로벌 유통망을 통해 판매하고 있다.

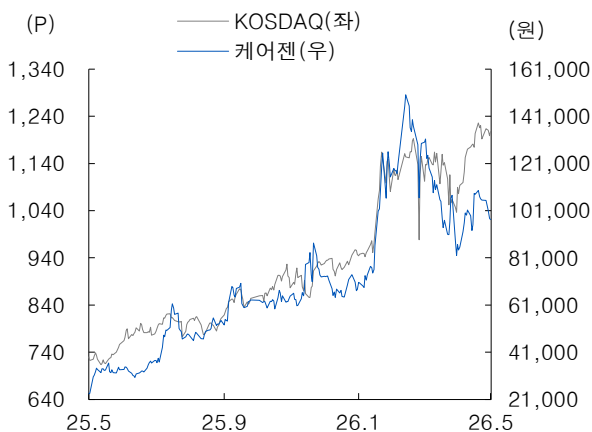
높은 지분율에도 지속되는 최대주주의 장내 매수

동사의 최대주주는 정용지 대표이사로, 2026년 4월 두 차례에 걸쳐 총 4,860주를 추가 취득하며 지분율 63.29%를 보유하고 있다. 단일 최대주주의 지분율이 높은 가운데 지속적인 장내 매수를 통해 지분을 확대해왔다는 점이 주목할 만하다. 또한 자기주식 보유비율은 9.02%로 유통주식수가 제한적이다.

수익성 정상화, 열리는 성장판

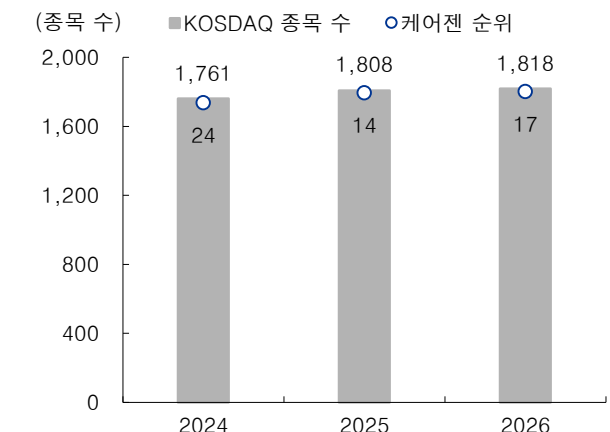
케어젠은 올해 1분기 미국 내 건기식 3종의 판매 기반을 마련했으며, 향후 미국 유통 파트너십 논의가 본격화될 것으로 예상된다. 2025년에는 일시적인 실적 부진을 겪었으나, 올해 1분기 수익성이 빠르게 회복되며 실적 정상화 가능성을 확인했다. 2026년에는 건기식 3종의 글로벌 안착과 차세대 전달 플랫폼 룩시데이즈를 적용한 에스테틱 신제품 매출 반영으로 실적 성장이 기대된다. 신약 R&D 부문에서 황반변성 치료제 CG-P5가 핵심 모멘텀으로, 2026년 하반기 미국 혁신치료제 지정과 임상 2상 진입이 기대된다.

그림 117. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 118. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

건기식 3종, 글로벌 확장 주목

- 1) 코글루타이드: 체중감량
- 2) 마이오키: 근육 증가
- 3) 프로지스테롤: 혈당 조절

코글루타이드,
정상체중군 대상
체중 감소 효과 확인
→미용 수요 타깃

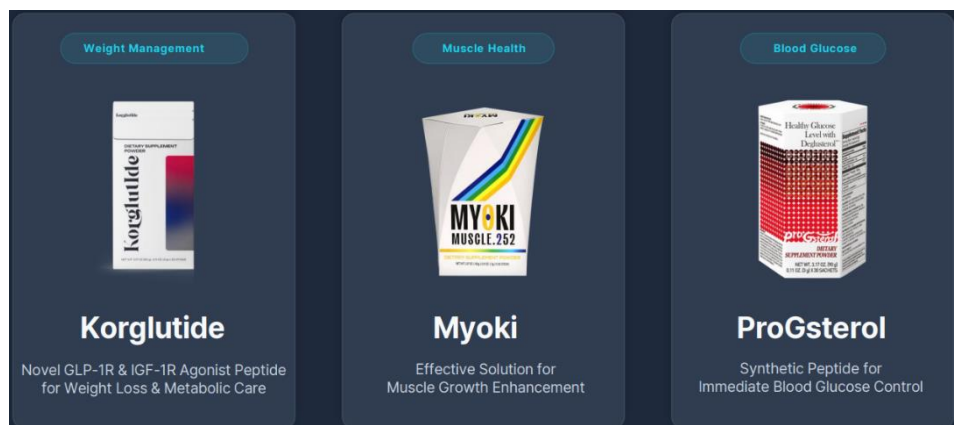
건기식 3종 기반
미국 유통 파트너십
확보 기대

케어젠은 펩타이드 기반 대사질환에 특화된 건강기능식품 3종(코글루타이드, 마이오키, 프로지스테롤)을 구축하며 신규 성장 동력을 확보했다. 2026년에는 해당 제품들의 글로벌 확장 속도가 실적 성장의 핵심 변수로 작용할 전망이다. 2025년 기준 동사의 건강기능식품 매출은 56억 원으로 전체 매출의 7.7% 수준에 그쳤으나, 주요 제품들의 미국 FDA 신규 건강기능식품 원료(New Dietary Ingredient, NDI) 등록이 완료되면서 본격적인 해외 시장 진입 기반을 마련했다.

특히 코글루타이드는 2026년 1월 FDA NDI 등록을 완료했으며, 현지 유통 파트너사와의 계약 체결을 추진 중이다. 코글루타이드는 GLP-1 및 IGF-1 수용체에 이중 작용하는 기전을 기반으로 체지방 감소와 근육 보존 효과가 기대되는 펩타이드다. 기존 주사형 비만 치료제와 달리 경구 섭취가 가능하고 분말 제형으로 냉장 보관이 필요 없다는 점에서 차별화된 경쟁력을 보유하고 있다. 이는 콜드체인 인프라가 부족한 신흥국 시장에서도 빠른 확산에 기여할 것으로 전망한다. 또한 정상 체중군(BMI 22~26 kg/m²) 204명을 대상으로 진행한 인도 임상에서 12주차 기준 8.02%의 체중 감소를 기록하며 위약군(-1.67%) 대비 통계적 유의성을 확보했다(P<0.0001). 복용 편의성과 임상 데이터를 통해 미용 및 체형 관리 시장을 타깃으로 한 신규 수요 창출이 기대된다.

마이오키는 근육 성장과 근섬유 재생을 유도하는 기전의 제품으로, 근감소증 환자 대상 인도 임상에서 12주차 골격근량이 2.52% 증가하는 결과를 확보했다. 2025년 2월 FDA NDI 등록을 완료했으며, 향후 GLP-1 계열 체중 감량 제품과 병용 수요 확대도 기대된다. 한편, 프로지스테롤은 인슐린 저항성 개선 및 인슐린 수용체 민감도 증가를 통해 혈당 조절을 돕는 펩타이드로, 2022년 3월 NDI 등록을 완료하며 가장 먼저 미국 시장 진입 요건을 갖춘 제품이다. 향후 실적 성장은 각 제품의 파트너십 체결 및 유통망 확장 속도에 크게 좌우될 전망이다. 특히 코글루타이드를 중심으로 한 체중 관리 시장 진입과 신흥국 확장은 실적 레버리지 요인으로 작용할 전망이다.

그림 119. 건기식 3종 제품



자료: 케어젠, IBK투자증권

수익성 회복 확인, 건기식 · 에스테틱 시장 기대

케어젠은 2025년 글로벌 메디컬 에스테틱 사업 매출 감소와 판관비 증가로 일시적인 실적 부진을 보였다. 2025년 연결 매출액은 728억 원으로 전년 대비 11.8% 감소했으며, 영업이익은 204억 원으로 40.4% 감소했다. 이에 따라 영업이익률은 28.0%를 기록하며 2022~2024년 평균 영업이익률 47.1%를 크게 하회했다. 다만 2026년에는 실적 회복이 기대된다. 주요 요인은 1) 코글루타이드를 중심으로 한 건기식 사업의 글로벌 안착, 2) 룩시데이즈 제품 상용화를 통한 신규 매출 성장이다.

1분기 영업이익률 45.0% 기록하며 수익성 회복

무엇보다 2026년 1분기 잠정 실적을 통해 수익성이 빠르게 회복되고 있음을 확인했다. 1분기 연결 매출액은 227억 원으로 전년 동기 대비 6.6%, 전분기 대비 39.2% 증가했으며, 영업이익은 102억 원을 기록해 영업이익률 45.0%로 회복했다. 북미, 중남미, 중국 등 신규 시장 매출이 반영되면서 외형 성장과 수익성 개선이 동시에 나타난 점은 긍정적이다. 올해 2분기부터 코글루타이드와 룩시데이즈 기반 글로벌 매출이 본격화될 경우, 실적 성장 기대감은 더욱 높아질 것으로 판단한다.

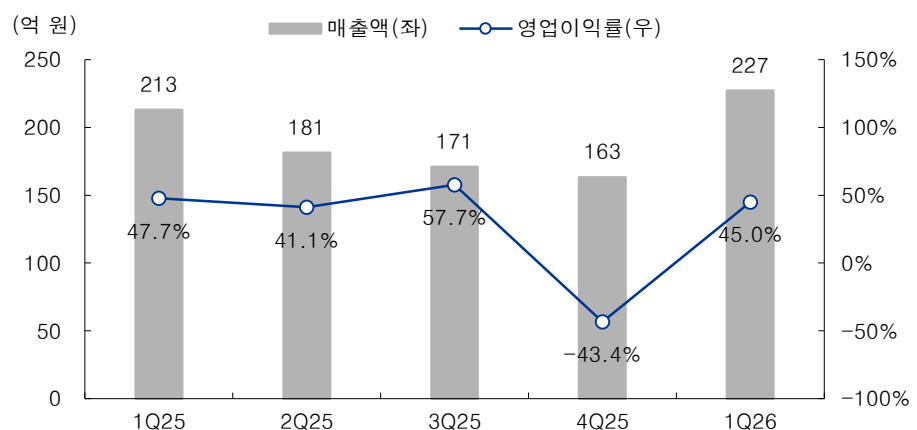
건기식 3종, 2026년 1분기 미국 시장 진출 기반 마련, 글로벌 시장 진입 기대

펩타이드 기반 체중 감소 건강기능식품인 코글루타이드는 올해 1분기 미국 NDI 등재가 마무리되며, 미국 유통 파트너십 논의가 본격화될 것으로 예상된다. 또한 콜드체인이 필요 없는 제품 특성을 바탕으로 멕시코, 중동 등 신흥국 시장에서의 유통 파트너사도 확보 가능성이 높다. 코글루타이드를 포함한 건기식 3종 포트폴리오가 구축되면서, 단일 제품이 아닌 포트폴리오 기반의 글로벌 시장 진입이 가능할 것으로 판단한다.

유효 성분의 피부 침투를 높이는 기술, 룩시데이즈 적용 제품의 2분기 신규 매출 기대

차세대 전달 플랫폼인 룩시데이즈의 상업화도 올해부터 가시화될 전망이다. 룩시데이즈는 펩타이드 기반 히알루로니다아제로, 히알루론산 장벽을 일시적으로 분해해 유효성분의 피부 침투를 높이는 기술이다. 임상 시험을 통해 주름 개선과 모공 축소 효과 등을 확인했다. 미국, 브라질, 멕시코 시장에서 룩시데이즈를 적용한 제품 매출이 2분기부터 반영될 것으로 예상되며, 이는 동사의 에스테틱 매출 회복과 글로벌 확장을 견인할 것으로 기대된다.

그림 120. 분기별 매출 및 영업이익률 추이



자료: DART, IBK투자증권

안과 신약 임상 2상 진입 기대

황반변성 치료제 CG-P5

2026년에는 케어젠의 안과질환 신약 파이프라인 CG-P5의 임상 2상 진입과 이에 따른 가치 재평가 가능성에 주목한다. 동사는 황반변성 치료제 CG-P5를 점안제 형태로 개발 중이며, 상업화 시 기존 주사제 중심의 치료 패러다임을 전환할 수 있을 것으로 기대한다. 특히 습성 황반변성 임상 1상 데이터를 기반으로 미충족 의료 수요가 높은 건성 황반변성까지 적응증을 확장해 두 건의 임상 2상에 진입할 계획이다.

미국 임상 1상 결과,
안전성 및 시력 방어 효과
확인

CG-P5는 습성 황반변성 환자 45명을 대상으로 12주간 진행된 미국 임상 1상에서 안전성과 초기 유효성을 확인했다. 고위험 환자군에서도 약물 관련 중대한 이상반응이 발생하지 않아 1차 평가지표를 충족했으며, 안압 및 안내 염증 등 주요 안전성 지표도 정상 범위를 유지했다. 유효성 측면에서는 위약군이 평균 -8.4글자의 시력 저하를 보인 반면, CG-P5(30mg) 투여군은 +0.2글자로 시력을 유지하며 시력 방어 효과를 확인했다. 또한 8주차 기준 망막 중심 두께(CRT) 감소 기존 표준 치료제인 아일리아와 유사한 수준을 기록하며 초기 약효를 입증했다. 다만 12주차에서는 CG-P5 -33.07 μm 로 아일리아 -75.02 μm 보다 감소 폭이 줄어 약효 지속성은 추가 검증이 필요하다.

자가 점안 제형으로, 안구
내 주사제인 아일리아
대비 차별화된 경쟁력
보유

CG-P5의 차별성은 투약 편의성에 있다. 기존 치료제인 아일리아는 안구 내 주사제로 연간 5~7회 이상 병원 방문이 필요하지만, CG-P5는 1일 1회 자가 점안 방식으로 환자 부담을 크게 낮출 수 있다. 이는 고령 환자 비중이 높은 황반변성 시장에서 치료 순응도를 개선할 수 있는 요인으로 판단한다.

2026년 하반기
혁신치료제 지정 시 L/O
기대감 높아질 것

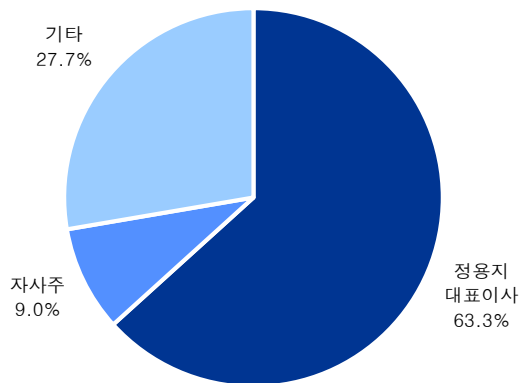
동사는 임상 1상 데이터 기반 2026년 내 혁신치료제(BTD) 지정을 목표로 하고 있으며, 임상 2상은 IND(임상시험계획) 승인 이후 3분기 중 첫 환자 투여가 예상된다. BTD 지정 시 개발 및 승인 절차가 가속화될 뿐 아니라, 경우에 따라 대규모 임상 3상 생략 가능성도 존재한다. 이에 따라 2026년 하반기 BTD 지정 시, 글로벌 제약사와의 기술이전(L/O) 기대감이 확대될 것으로 전망한다.

그림 121. CG-P5 임상 2상 전략 및 2030년 상용화 로드맵



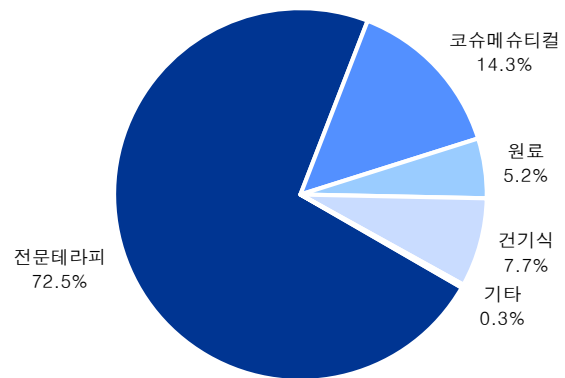
자료: 케어젠, IBK투자증권

그림 122. 주주 현황



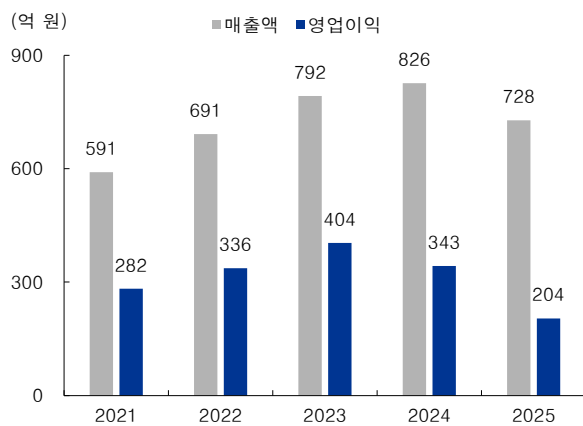
자료: DART, IBK투자증권

그림 123. 주요 제품별 매출 비중(25년 기준)



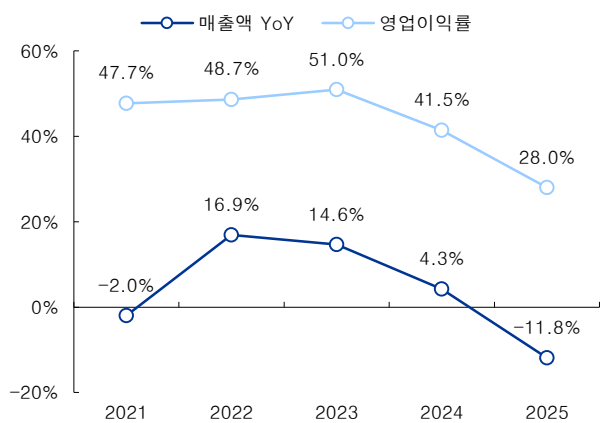
자료: DART, IBK투자증권

그림 124. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



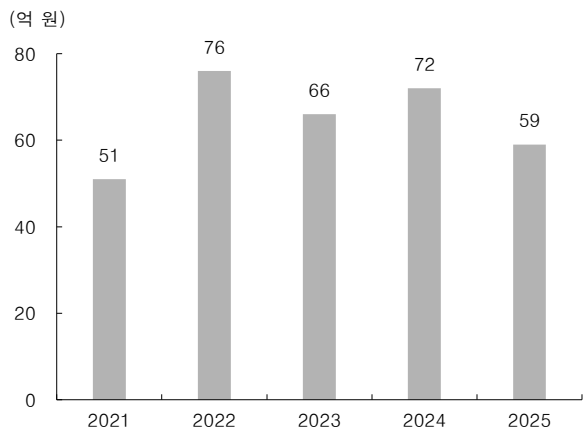
자료: DART, IBK투자증권

그림 125. 매출액 증가율, 영업이익률 추이(5개년)



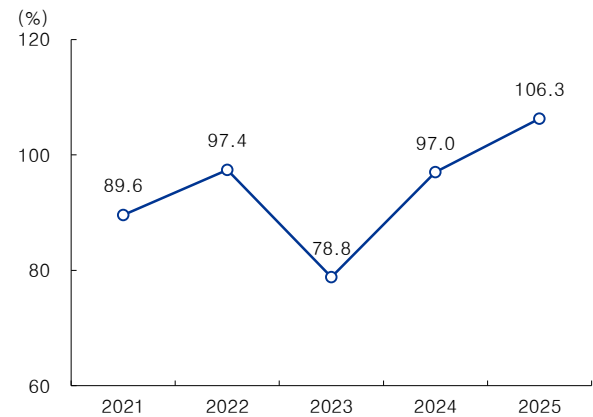
자료: DART, IBK투자증권

그림 126. 연구개발비 추이(5개년)



자료: DART, IBK투자증권

그림 127. 연결 현금 배당성향(5개년)



자료: DART, IBK투자증권

케어젠 (214370)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	59	69	79	83	73
증가율(%)	-2.0	16.9	14.6	4.3	-11.8
매출원가	14	17	21	27	21
매출총이익	46	52	58	55	52
매출총이익률 (%)	78.0	75.4	73.4	66.3	71.2
판매비	17	19	18	21	32
판매비율(%)	28.8	27.5	22.8	25.3	43.8
영업이익	28	34	40	34	20
증가율(%)	-11.8	19.2	20.1	-15.2	-40.4
영업이익률(%)	47.5	49.3	50.6	41.0	27.4
순금융손익	4	1	9	6	2
이자손익	0	1	4	1	0
기타	4	0	5	5	2
기타영업외손익	1	0	1	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	34	34	50	40	22
법인세	8	7	10	8	2
법인세율	23.5	20.6	20.0	20.0	9.1
계속사업이익	25	27	40	32	20
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	27	40	32	20
증가율(%)	-19.9	8.1	46.7	-19.1	-37.8
당기순이익률 (%)	42.4	39.1	50.6	38.6	27.4
지배주주당기순이익	25	27	40	32	20
기타포괄이익	0	1	0	0	1
총포괄이익	25	28	40	32	21
EBITDA	30	37	45	39	25
증가율(%)	-11.2	22.6	22.3	-13.1	-35.5
EBITDA마진율(%)	50.8	53.6	57.0	47.0	34.2

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	471	508	743	602	374
BPS	3,904	4,021	4,232	4,151	3,956
DPS	460	540	640	640	437
밸류에이션(배)					
PER	28.2	54.0	37.0	47.9	191.9
PBR	3.4	6.8	6.5	6.9	18.2
EV/EBITDA	22.4	37.7	30.1	39.1	151.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-2.0	16.9	14.6	4.3	-11.8
EPS증가율	-19.6	7.7	46.4	-19.1	-37.8
수익성지표(%)					
배당수익률	3.5	2.0	2.3	2.2	0.6
ROE	12.2	12.8	18.0	14.4	9.2
ROA	11.4	11.8	16.6	13.2	8.5
ROIC	36.3	38.7	48.9	24.3	11.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	8.1	8.4	8.8	7.9	8.8
순차입금 비율(%)	-17.1	-35.6	-49.3	-2.2	-4.2
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.3	11.1	7.9	3.6	2.3
재고자산회전율	9.3	8.4	5.5	4.5	3.6
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	149	159	166	96	83
현금및현금성자산	22	5	32	5	9
유가증권	14	71	81	0	0
매출채권	6	7	13	33	30
재고자산	6	10	19	18	23
비유동자산	77	75	81	144	148
유형자산	62	60	64	126	125
무형자산	3	4	5	5	5
투자자산	4	4	4	4	4
자산총계	227	234	247	241	231
유동부채	10	10	11	8	8
매입채무및기타채무	1	2	1	2	2
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	8	9	10	10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	17	18	20	18	19
지배주주지분	210	216	227	223	212
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	5	6	6	6	6
자본조정등	-70	-68	-68	-73	-73
기타포괄이익누계액	-2	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	271	274	285	286	275
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	210	216	227	223	212
비이자부채	17	18	20	18	19
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-36	-77	-112	-5	-9

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	52	-28	29	13	19
당기순이익	25	27	40	32	20
비현금성 비용 및 수익	9	15	10	12	20
유형자산감가상각비	2	3	4	4	4
무형자산상각비	0	1	1	1	1
운전자본변동	19	-62	-18	-20	-16
매출채권등의 감소	-1	-2	-6	-19	-9
재고자산의 감소	0	-4	-8	0	-6
매입채무등의 증가	0	1	-1	1	0
기타 영업현금흐름	-1	-8	-3	-11	-5
투자활동 현금흐름	-25	35	26	-4	16
유형자산의 증가(CAPEX)	4	2	8	66	4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	-2	-1	-1
투자자산의 감소(증가)	-20	38	36	64	21
기타	-8	-4	-16	-133	-8
재무활동 현금흐름	-20	-24	-28	-36	-31
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-20	-24	-28	-36	-31
기타 및 조정	-1	0	-1	1	0
현금의 증가	6	-17	26	-26	4
기초현금	16	22	5	32	5
기말현금	22	5	32	5	9

Analyst 정이수

상장일	2016.06.23		
현재가 (5/8)	156,000원		
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt		
시가총액	3,252십억원		
발행주식수	20,848천주		
액면가	500원		
52주 최고가	168,700원		
최저가	71,600원		
60일 일평균거래대금	26십억원		
외국인 지분율	12.0%		
배당수익률(2025.12)	0.4%		
주가상승	1M	6M	12M
상대기준	1%	18%	25%
절대기준	11%	63%	107%
주주구성			
동아쏘시오홀딩스 외 7인	37.46%		
국민연금공단	6.07%		

에스티팜 (237690)

RNA 치료제의 봄, CDMO(위탁개발생산)에 부는 훈풍

저분자 원료의약품에서 RNA 치료제로 진화

에스티팜은 2008년 유켄 주식회사로 설립된 이후 2010년 삼천리제약을 흡수합병하고, 같은 해 동아쏘시오그룹에 편입되었다. 저분자 원료의약품 CDMO 사업을 기반으로 성장해 2016년 코스닥 시장에 상장했으며, 이후 올리고뉴클레오타이드(이하 올리고) CDMO 중심 RNA 치료제 분야로 사업 영역을 확장했다. 특히 2018년 반월캠퍼스 내 올리고 전용 공장 준공 이후 지속적인 증설을 통해 글로벌 상위권 생산능력을 확보했다. 또한 2020년 mRNA 사업 진출 이후 핵심 플랫폼을 구축하며 RNA 치료제 CDMO 기업으로서의 입지를 강화하고 있다.

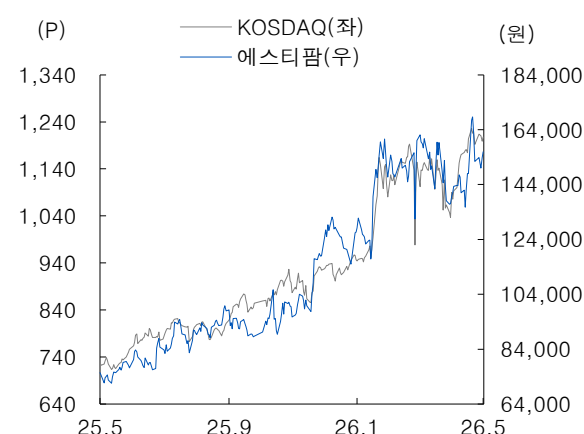
국민연금·외국인 지분 확대

동사의 최대주주는 동아쏘시오홀딩스를 포함한 특수관계인으로, 총 37.46%의 지분을 보유하고 있다. 한편, 국민연금은 2026년 2월 기준 5.02%에서 6.07%로 확대했으며, 외국인 지분을 역시 2025년 5월 2일 기준 5.84%에서 2026년 5월 4일 기준 11.83%로 상승하며 기관 및 외국인 수요가 강화되는 흐름을 보이고 있다.

성장 사이클 진입은 2026년 1분기 이미 확인

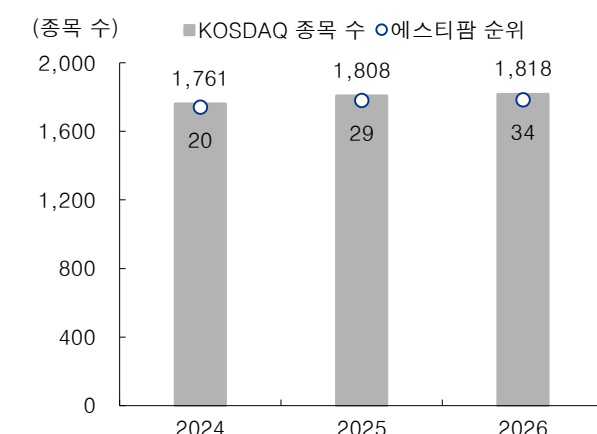
동사는 RNA 기반 치료제에 사용되는 올리고를 주력 제품으로 하며, 글로벌 톱티어 수준의 생산 역량을 보유하고 있다. 글로벌 고객사의 RNA 치료제 파이프라인이 상업화 단계에 진입함에 따라 원료의약품 공급 물량 확대가 기대되며, 2026년은 제품 포트폴리오 다변화를 통해 실적 성장 가시성이 높아지는 구간이 될 것으로 판단한다. 이런 흐름은 2026년 1분기 호실적을 통해 이미 확인했으며, 수주 잔고도 전년 말 대비 약 46% 증가해 성장 모멘텀은 더욱 부각될 것으로 기대한다.

그림 128. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 129. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

1분기 영업이익 기대치 상회

1Q26 영업이익률 17.2%,
전년 대비 15%p 개선

사업 부문별 고른
성장세와 해외 CRO
영업 흑자 달성

2026년 4분기 > 2분기 >
3분기 > 1분기 순으로
매출 높을 것으로 전망

에스티팜은 2026년 1분기 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록하며 연간 성장 기대감을 더욱 높였다. 1분기 연결 기준 매출액은 670억 원(+27.7% YoY), 영업이익은 115억 원(+1024.6% YoY)을 기록했으며, 영업이익률은 전년 동기 대비 15.2%p 개선되었다.

통상적인 계절적 비수기임에도 불구하고, 수주 프로젝트 다변화로 단일 제품 의존도가 감소함에 따라 호실적을 시현했다. 사업 부문별로, 올리고 원료의약품 매출은 전년 동기 대비 7.5% 증가한 404억 원을 기록했으며, 특히 임상 단계 원료의약품 매출이 158.9%의 높은 성장률을 달성했다. 저분자화합물 부문 역시 전년 동기 대비 301.6% 증가하며 가파른 성장세를 보였다. 2026년에는 2건의 저분자화합물 프로젝트에서 상업화 물량 수요가 기대됨에 따라 연간 기준으로 큰 폭의 매출 성장이 이어질 것으로 전망한다. 해외 CRO(위탁임상서비스) 매출 또한 전년 동기 대비 41.8% 증가한 109억 원을 기록하며 영업 흑자를 달성했다.

수익성 측면에서 임상 단계 원료의약품 등 고마진 제품 비중 확대와 함께 해외 자회사 CRO의 흑자 달성이 수익성 개선에 크게 기여했다. 이와 더불어, 수출 비중이 90% 이상으로 높아 원/달러 환율 상승 효과가 실적 개선에 긍정적인 영향을 미쳤다.

2분기에도 실적 성장 흐름은 이어질 것으로 전망한다. 1분기 반영될 것으로 예상했던 일부 상업화 품목의 출하가 지연되며 2분기 매출로 인식될 것으로 예상되기 때문이다. 또한 올해 1월에 신규 수주한 825억 원 규모의 올리고 원료의약품 물량이 올해 12월까지 순차적으로 공급될 예정으로, 분기별 매출은 4분기 > 2분기 > 3분기 > 1분기 순으로 높을 것으로 예상된다. 이에 따라 연간 기준 1분기를 저점으로 추가적인 성장 모멘텀이 부각될 전망이다.

표 7. 분기별 실적 현황

(단위: 억 원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	YoY
연결 매출	524	683	819	1291	670	27.7%
올리고	376	435	686	879	404	7.5%
상업화	324	372	341	706	271	-16.5%
임상	51	63	345	174	133	158.9%
저분자화합물	11	67	1	184	46	301.6%
mRNA 등	6	7	14	4	9	53.8%
제네릭	53	89	24	90	97	81.1%
별도 매출	447	598	726	1161	560	25.3%
CRO 등	77	84	93	130	109	41.8%
매출총이익	193	320	370	479	311	61.6%
매출총이익률	36.8%	46.9%	45.2%	37.1%	46.5%	9.7pP
영업이익	10	129	149	263	115	1024.6%
영업이익률	2.0%	18.9%	18.0%	20.3%	17.2%	15.2pP

자료: 에스티팜, IBK투자증권

RNA 치료제 확산, 수주로 드러난 성장

RNA 치료제, 희귀질환
→ 만성질환으로 확장

올리고뉴클레오타이드 CDMO 산업은 기존 저분자 및 항체 중심의 의약품 시장에서 RNA 기반 치료제 등 신규 모달리티로 패러다임이 확장되며 빠르게 성장하고 있다. 올리고핵산 치료제는 DNA·RNA에 직접 작용해 질병의 근본 원인을 제어하는 기전으로, 적용 범위가 희귀질환을 넘어 만성질환 영역까지 확대되고 있다. 이에 따라 원료의약품(API) 수요 역시 구조적으로 증가하는 추세다.

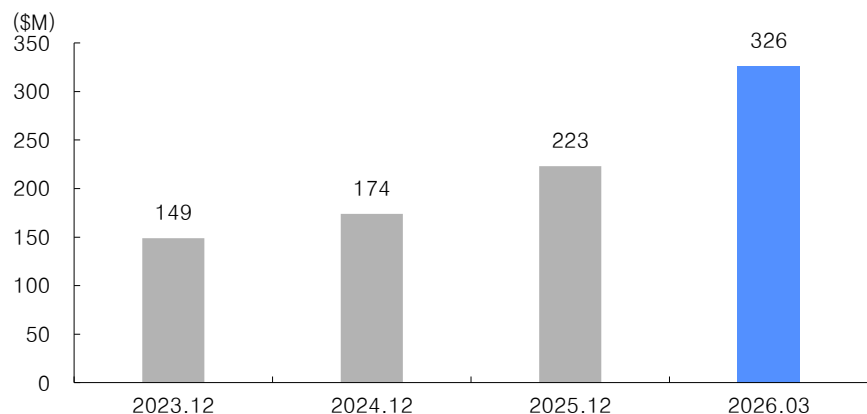
글로벌 고객사의 제품
매출 성장으로 원료의약품
공급 늘어날 것

이러한 성장 흐름은 동사가 원료를 공급하는 것으로 추정되는 제품의 상업화 성과를 통해 확인할 수 있다. 2025년에는 노바티스의 고지혈증 치료제 렉비오(Leqvio)가 허가 약 5년 만에 글로벌 매출 12억 달러를 기록하며 만성질환 분야 RNA치료제로는 처음으로 블록버스터 의약품에 등극했다. 또한 아이오니스의 올레자르센 (Olezarsen)은 기존 희귀질환인 가족성 킬로미크론혈증 증후군(FCS) 치료제로 허가를 받은 데 이어, 올해 하반기 중증 고중성지방혈증(SHTG) 적응증으로 확대가 기대된다. FCS 환자 수가 미국 내 약 3,000명 수준인 반면, SHTG 환자 수는 약 300만 명에 달하는 것으로 추정되어, 적응증 확대 시 타깃 시장은 약 1,000배 확대되는 구조다. 이에 따라 신규 적응증으로 출시 이후 점유율 확대와 함께 원료의약품 공급 규모 역시 큰 폭으로 증가할 전망이다.

2026년 3월 말 수주
잔고는 전년 말 대비
+46% 증가

이와 같은 우호적인 환경은 동사의 수주 성과에서도 뚜렷하게 확인된다. 2026년 3월 말 기준 수주 잔고는 약 4,600억 원으로 전년 말 대비 약 46% 증가했으며, 이 중 올리고 부문이 74%를 차지하고 있다. 특히 상업화 프로젝트 비중은 80% 이상으로 확대되며, 향후 안정적인 매출 인식이 기대된다. 또한 현재 CDMO 프로젝트 중 향후 3년 이내 신약 승인 및 적응증 확장이 기대되는 파이프라인은 5건 이상이다. 이에 따라 중장기적으로 매출 규모 확대와 수익성 개선이 동시에 나타나는 구조적 성장 국면에 진입할 것으로 전망한다.

그림 130. 수주잔고 현황



자료: 에스티팜, IBK투자증권

설비는 키우고 공정은 바꾼다

FDA로부터 cGMP 수준의
품질 인정 받은 시설

에스티팜은 글로벌 톱티어 수준의 올리고 원료의약품(API) 생산능력을 기반으로, 설비 증설을 통한 양적 성장과 공정 혁신을 통해 질적 경쟁력을 동시에 확보하고 있다. 2022년 7월 미국 FDA로부터 반월캠퍼스 올리고 생산설비에 대해 최고 등급인 NAI(No Action Indicated) 판정을 획득하며 cGMP 수준의 품질 경쟁력을 입증했다. 이를 토대로 동사는 RNA 치료제 및 백신 수요 증가에 대응하기 위한 투자를 지속하고 있다.

2025년 제2올리고동
완공으로 신규 생산라인
3개 추가

2023년 착공한 제2올리고동은 2025년 완공을 통해 소형·중형·대형(상업화) 라인을 모두 갖춘 3개의 신규 생산라인을 확보했다. 기존 제1올리고동이 대형 상업화 중심이었다면, 제2올리고동은 임상 단계부터 상업화까지 전 주기를 아우르는 생산 시설로 구축했다. 이를 통해 초기 임상 물량부터 상업화 대량 생산까지 고객 수요에 유연하게 대응할 수 있는 기반을 마련했다.

고체합성→효소합성 공정
전환으로 대량 생산 기대

현재는 제2올리고동의 2단계 증설도 추진 중이다. 상위 2개 층을 Future Area로 확보해 향후 수주 확대 시 신속한 설비 확충이 가능하며, 모노머(원료)부터 올리고 API까지 수직 계열화된 생산 체계를 통해 공급 안정성도 확보했다. 이에 따라 추가 수주 상황에 맞춰 2028년까지 단계적인 생산라인 확대가 이루어질 전망이다.

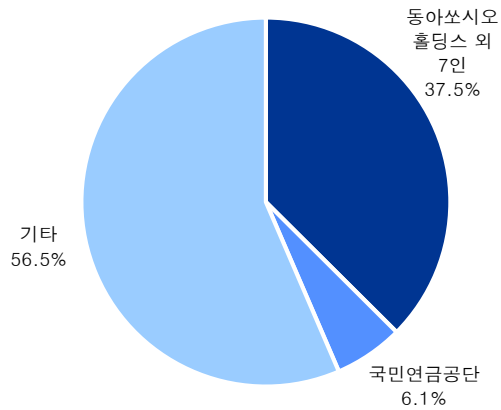
한편, 생산 기술 측면에서는 효소합성 기반 공정이 중장기 경쟁력의 핵심으로 부각되고 있다. 기존 고체 합성 방식은 염기(모노머)를 하나씩 결합하는 구조로 배치 사이즈 확대에 한계가 있는 반면, 에스티팜은 Shortmer(3~5개 염기)를 효소로 연결하는 방식의 공정 전환을 추진하고 있다. 현재 글로벌 제약사와 공동으로 배치 사이즈 확대를 위한 Scale-up 연구를 진행 중이며, 향후 2~3년 내 상업화 수준의 적용이 가능할 것으로 예상된다. 효소합성 기술이 본격적으로 도입될 경우 배치 사이즈 확대와 생산 효율성 개선을 통해 대규모 수주 대응 역량이 크게 강화될 전망이다.

그림 131. GMP 생산시설 현황

생산시설	Chemical Plant	Oligo Plant	mRNA Plant
	SM, Generic, Monomer	Oligonucleotide API	mRNA, sgRNA
Capacity	96 reactors, 376,250 L	6 lines, 6~8 mole	Max. 100M Dose/Yr
 			
• Small Molecule/Oligonucleotide/mRNA/LNP • 3 oligo lines (Oligo Plant 2) added in 2025 • 2 OEL3A Kilo-scale lines (Small Molecule) by 1H26 • Regularly inspected by US-FDA since 2006 • 8 Small Molecule 생산 시설 • Extended Plants planned by 2028 (capacity expansion with OEL3A & automation) • Regularly inspected by US-FDA since 2006			

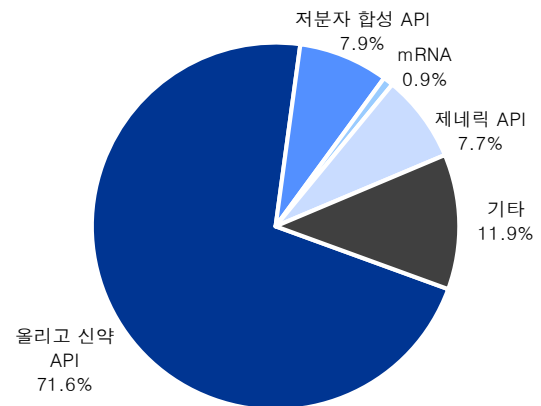
자료: 에스티팜, IBK투자증권

그림 132. 주주별 지분율(25년말 기준)



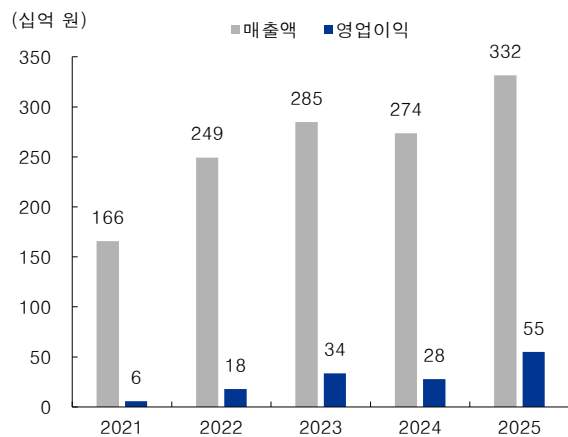
자료: DART, IBK투자증권

그림 133. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



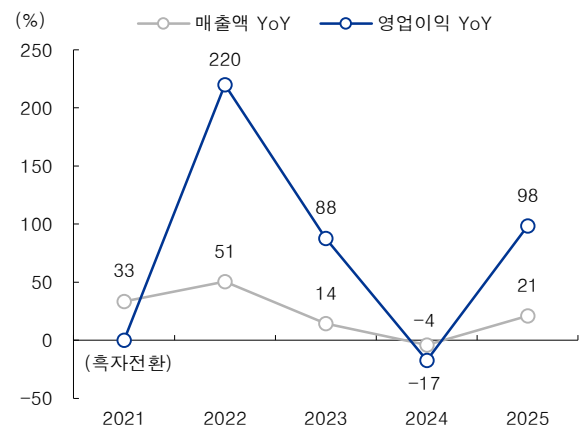
자료: DART, IBK투자증권

그림 134. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



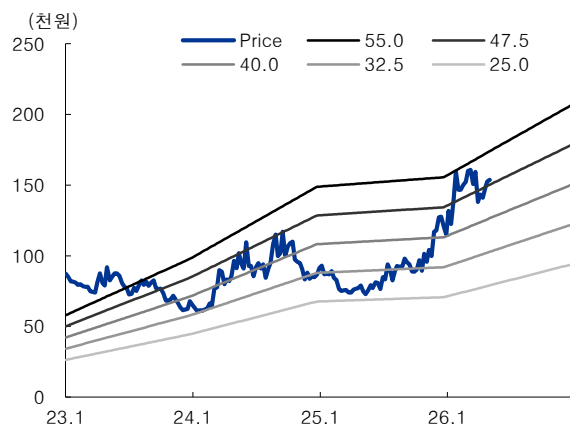
자료: DART, IBK투자증권

그림 135. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



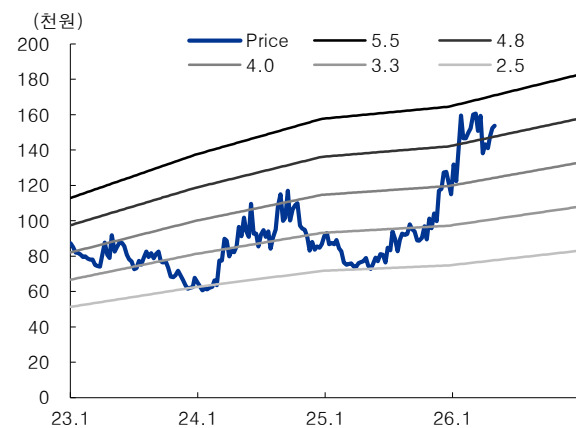
자료: DART, IBK투자증권

그림 136. PER Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 137. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

에스티팜 (237690)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	166	249	285	274	332
증가율(%)	33.5	50.5	14.3	-3.9	21.2
매출원가	108	160	173	178	195
매출총이익	58	89	112	96	136
매출총이익률 (%)	34.9	35.7	39.3	35.0	41.0
판매비	52	71	79	68	81
판매비율(%)	31.3	28.5	27.7	24.8	24.4
영업이익	6	18	34	28	55
증가율(%)	-129.6	220.1	87.7	-17.4	98.4
영업이익률(%)	3.6	7.2	11.9	10.2	16.6
순금융손익	-1	1	-10	17	4
이자손익	-4	-2	-4	-3	-1
기타	3	3	-6	20	5
기타영업외손익	-4	0	0	-2	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	1	19	23	43	59
법인세	-2	2	6	10	4
법인세율	-200.0	10.5	26.1	23.3	6.8
계속사업이익	3	18	18	32	55
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	18	18	32	55
증가율(%)	-125.7	418.6	0.0	85.3	68.1
당기순이익률 (%)	1.8	7.2	6.3	11.7	16.6
지배주주당기순이익	3	18	20	35	55
기타포괄이익	2	2	2	0	1
총포괄이익	5	19	19	32	56
EBITDA	20	35	57	53	85
증가율(%)	-521.0	77.3	59.5	-5.8	59.2
EBITDA마진율(%)	12.0	14.1	20.0	19.3	25.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	177	957	1,041	1,780	2,706
BPS	17,171	17,951	20,445	24,966	28,666
DPS	500	500	500	500	500
밸류에이션(배)					
PER	784.2	91.5	65.1	50.0	44.1
PBR	8.1	4.9	3.3	3.6	4.2
EV/EBITDA	131.2	46.5	24.4	34.4	29.6
성장성지표(%)					
매출증가율	33.5	50.5	14.3	-3.9	21.2
EPS증가율	-127.3	439.2	8.8	71.0	52.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.4	0.6	0.7	0.6	0.4
ROE	1.1	5.4	5.4	7.8	10.0
ROA	0.7	3.3	2.8	4.6	7.3
ROIC	1.1	5.3	4.3	6.5	10.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	52.9	67.3	74.6	43.5	32.0
순차입금 비율(%)	7.4	-0.9	26.1	8.7	7.9
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.1	3.2	2.7	2.9	4.0
재고자산회전율	2.6	2.6	2.5	2.2	2.2
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	244	263	348	330	373
현금및현금성자산	39	50	50	63	31
유가증권	44	0	40	10	0
매출채권	63	94	121	68	97
재고자산	81	108	121	127	169
비유동자산	254	307	327	392	410
유형자산	209	254	277	336	357
무형자산	13	12	13	17	17
투자자산	15	14	21	26	12
자산총계	499	571	675	722	783
유동부채	53	179	84	133	165
매입채무및기타채무	13	18	18	11	12
단기차입금	0	20	21	30	31
유동성장기부채	15	8	8	42	45
비유동부채	120	50	205	86	25
사채	83	0	151	43	0
장기차입금	9	17	8	0	0
부채총계	173	230	289	219	190
지배주주지분	323	338	385	503	593
자본금	9	9	9	10	10
자본잉여금	196	196	226	316	358
자본조정등	2	6	11	14	16
기타포괄이익누계액	0	-1	2	4	5
이익잉여금	116	127	136	159	204
비지배주주지분	3	3	2	0	0
자본총계	326	341	387	503	593
비이자부채	66	183	98	102	113
총차입금	107	47	191	117	77
순차입금	24	-3	101	44	47

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	7	7	1	109	14
당기순이익	3	18	18	32	55
비현금성 비용 및 수익	25	33	51	45	48
유형자산감가상각비	14	17	22	25	28
무형자산상각비	0	1	1	1	1
운전자본변동	-21	-41	-65	37	-79
매출채권등의 감소	-6	-48	-26	53	-31
재고자산의 감소	-37	-26	-13	-13	-53
매입채무등의 증가	8	6	0	-7	1
기타 영업현금흐름	0	-3	-3	-5	-10
투자활동 현금흐름	-8	-6	-82	-87	-26
유형자산의 증가(CAPEX)	52	60	43	83	47
유형자산의 감소	1	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-11	6	-1	-39	8
기타	-50	-72	-124	-131	-81
재무활동 현금흐름	0	11	81	-11	-20
차입금의 증가(감소)	0	17	100	-24	-19
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	-6	-19	13	-1
기타 및 조정	2	-1	0	2	-1
현금의 증가	1	11	0	13	-33
기초현금	39	39	50	50	63
기말현금	39	50	50	63	31

Analyst 정이수

상장일	2024.05.02
현재가 (5/8)	70,800원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	3,101십억원
발행주식수	43,804천주
액면가	500원
52주 최고가	110,000원
최저가	17,768원
60일 일평균거래대금	45십억원
외국인 지분율	6.6%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-30%	127%
절대기준	1%	-3%	276%

주주구성	
이슬기 외 11인	20.40%

디앤디파마텍 (347850)

대사질환 치료제, 판이 커진다

펩타이드 신약 개발 기업

디앤디파마텍은 2014년 설립되어 2024년 5월 코스닥 시장에 상장한 펩타이드 기반 신약 개발 기업으로, GLP-1 계열을 중심으로 대사질환 치료제 개발에 강점을 보이고 있다. 핵심 파이프라인은 경구용 비만 치료제와 MASH(대사이상지방간염) 치료제가 있으며, 파킨슨병, 알츠하이머, 섬유화 질환 등으로 확장하고 있다. 특히 약물의 반감기를 연장해 투여 간격을 늘리는 기술과 주사제를 경구 제제로 전환하는 플랫폼을 통해 펩타이드 의약품의 한계를 보완할 수 있는 차별화된 경쟁력을 확보하고 있다.

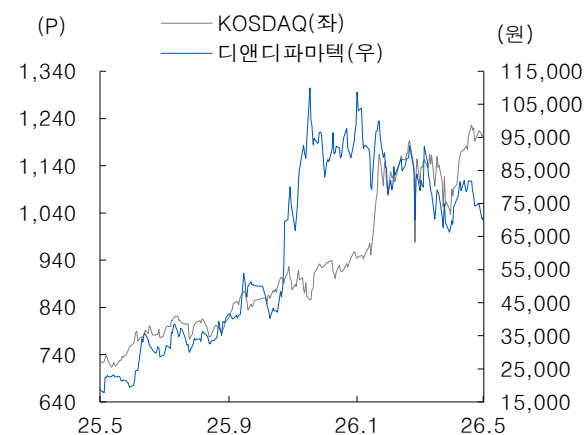
빅파마 인수 효과, 외국인 수급 유입

동사의 최대주주는 이슬기 대표이사를 포함한 특수관계인으로, 총 20.40%의 지분을 보유하고 있다. 경구용 비만 치료제를 기술이전한 미국 바이오텍 멧세라(Metsera)가 2025년 11월 글로벌 제약사 화이자에 인수된 이후, 외국인 지분율은 1%대에서 최근 6% 수준까지 상승했다. 이는 멧세라의 화이자 인수 이후 파이프라인 임상 가속화 기대감이 반영되며, 외국인 투자자 지분 확대에 이어진 것으로 판단한다.

MASH(대사이상지방간염) 치료제, 가치평가의 분기점

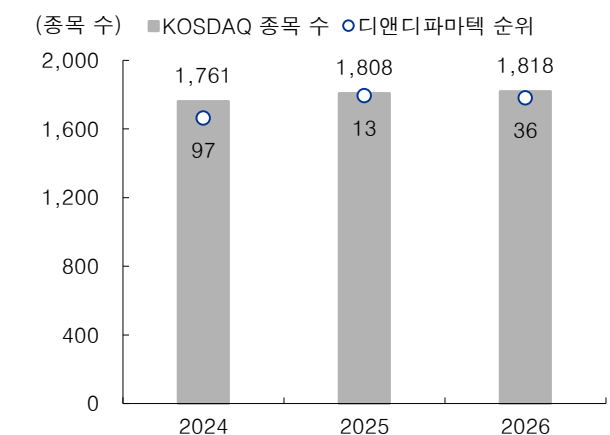
동사의 2026년 실적은 신규 파이프라인 기술이전 성사 여부에 따라 변동성이 클 것으로 예상된다. 5월 발표 예정인 임상 2상 데이터 기반 MASH 치료제 DD01의 기술이전 가능성을 판단할 분기점이 될 전망이다. 이와 함께, 간 섬유화증을 타깃하는 신규 파이프라인의 임상 진입도 기대되며, 화이자와 공동 진행 중인 경구용 비만 치료제 역시 개발이 본격화되고 있다. 아울러, 퇴행성 뇌질환(CNS) 파이프라인도 임상 진전과 기술이전 추진에 따라 추가 모멘텀으로 작용할 것으로 기대한다.

그림 138. 주가 추이



자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권

그림 139. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드, QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

간 질환 단계별 공략 파이프라인 구축

대사이상지방간염(MASH)
환자 수 빠르게 늘어나는
반면 치료 옵션은 제한적,
디앤디파마텍 단계별 대응
가능한 파이프라인 보유

DD01은 초기 및 중등
단계 MASH 환자 타깃

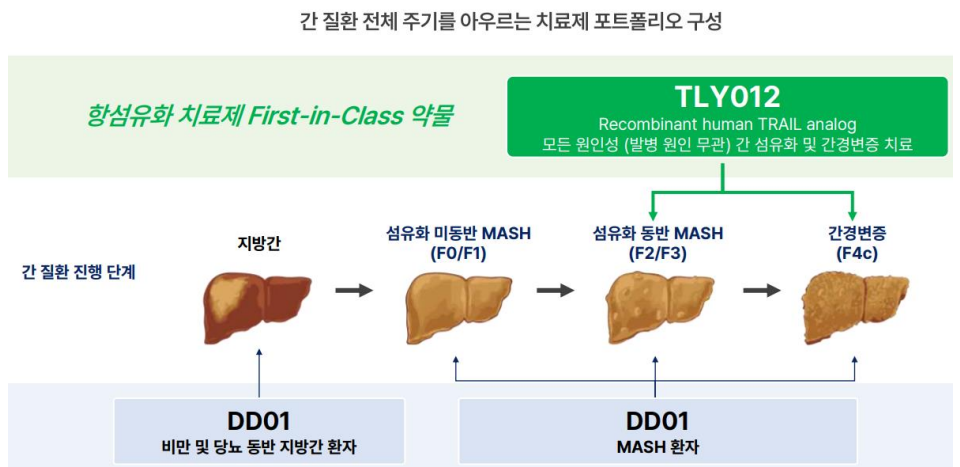
섬유화가 더 진행된
F4(대상성 간경변증)은
신규 파이프라인
TLY012로 공략

디앤디파마텍은 대사이상지방간염(MASH) 치료제 시장에서 간 질환 진행 단계별 대응 가능한 파이프라인을 확보하고 있다. MASH는 비만 및 당뇨병과 밀접한 연관성을 갖고 있어 환자 수가 빠르게 증가하고 있음에도 현재까지 미국 FDA 승인 치료제는 2개에 불과해 미충족 수요가 높은 질환이다. 이에 따라 임상 2상 단계에서 치료 효과를 입증한 후보물질은 상업적 가치를 높게 평가받고 있다.

GLP-1/Glucagon 이중 작용제인 DD01은 초기 및 중등 단계인 MASLD (대사이상지방간 질환) 및 MASH 환자를 타깃으로 개발 중이다. DD01은 대사 개선과 함께 글루카곤이 간을 직접 표적해 지방 축적과 염증을 완화하는 기전이며, 현재 미국 임상 2상 마무리 단계에 있다. 2025년 6월 발표된 12주차 데이터에서 지방간 30% 이상 감소 환자 비율이 75.8%를 기록하며 1차 평가지표를 충족했다. 2026년 5월 유럽간학회(EASL)에서 48주차 조직학적 데이터가 발표될 예정으로, 간 섬유화 개선 및 MASH 해소 데이터에 주목한다. 특히 섬유화 개선은 MASH 치료제 개발에서 성공 확률이 낮은 지표로, 효능 입증 시 기술이전 논의가 가속화될 것으로 판단한다.

한편, 섬유화가 더 진행된 대상성 간경변증(F4)은 신규 파이프라인 TLY012로 공략할 계획이다. TLY012는 섬유화 질환의 원인이 되는 근섬유 세포를 선택적으로 사멸시키는 기전으로 미국 FDA로부터 전신경화증과 만성췌장염에 대해 희귀의약품 지정을 받았으며, 2021년 미국 임상 1상 시험계획 승인을 획득했다. 현재는 간 섬유화증으로 적응증을 확장해 이르면 2027년 초 First-in-Human 임상 개시를 목표로 개발 중이다. 결론적으로 동사는 섬유화 초기(F1~F3)부터 간경변(F4)까지 MASH 전 단계를 포괄하는 파이프라인을 확보하고 있으며, 단기적으로는 DD01의 기술이전 가능성, 중장기적으로는 TLY012의 차별화된 기전을 기반으로 효능 입증 여부에 주목할 필요가 있다.

그림 140. 지방간-MASH-간경변증 대응 가능한 파이프라인 구축



자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

화이자와 경구용 비만치료제 임상 진전 기대

경구용 펩타이드 전달
플랫폼 오랄링크:
낮은 체내 흡수율 개선

디앤디파마텍은 자체 경구용 펩타이드 전달 플랫폼 오랄링크(ORALINK)를 기반으로 비만 치료제 개발 경쟁력을 확보하고 있다. 기존 펩타이드 치료제는 주사제 중심으로 개발되어 왔으며, 경구 제형은 낮은 체내 흡수율이 한계로 지적되었다. 반면 오랄링크는 소장 흡수율을 높이고 투과 촉진제, 지질화, 리간드화를 통해 흡수율과 체내 지속성을 동시에 개선한 플랫폼이다. 실제로 동사의 GLP-1 작용제 DD02S는 비글견 실험에서 노보 노디스크의 경구용 GLP-1 작용제 리벨서스 대비 약 12.5배 높은 5.0% 수준의 흡수율을 확인했다. 높은 흡수율과 체내 지속성을 기반으로 동일 용량 대비 효능 개선과 생산 단가 절감이 가능할 것으로 기대된다.

화이자와 경구용 펩타이드
이중작용제 연구용역
계약 체결

동사는 과거 미국 바이오텍 멧세라(Metsera)에 경구용 펩타이드 비만 치료제 파이프라인을 총 8억 달러 규모로 기술이전하며 플랫폼 가치를 입증했다. 이후 2025년 11월 멧세라가 화이자에 인수되면서 관련 개발 진행 상황은 한동안 구체적으로 확인되지 않았다. 그러나 최근 동사는 화이자와 경구용 펩타이드 이중작용제(비만 치료제) 제형 개발을 위한 연구용역 계약을 체결하며 의미 있는 진전을 보였다. 이번 계약을 통해 약 18억 원 규모의 계약금을 수취할 예정이며, 계약기간은 2026년 11월 30일까지다. 기존 멧세라와의 기술이전 계약 구조상 임상 진입 이전까지 동사가 개발을 담당하는 만큼, 향후 화이자의 임상 단계 진입이 가시화될 것으로 기대한다.

멧세라 기술이전을 통해
확인한 오랄링크 경쟁력,
향후 경구용 비만 치료제
임상 진입 기대

오랄링크 플랫폼은 기존 경구용 펩타이드의 낮은 흡수율 한계를 개선한 차별화된 기술로, 이미 멧세라와의 기술이전 계약을 통해 경쟁력을 확인했다. 최근 화이자와의 연구 용역 계약은 그간 제한적이었던 후속 개발 진전을 확인시켜주는 이벤트로, 향후 임상 진입 가시화 측면에서 중요한 모멘텀으로 작용할 것으로 기대한다.

그림 141. 비만 치료제 파이프라인 기술이전 계약



자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

퇴행성 뇌질환, 숨겨진 업사이드

퇴행성 뇌질환 치료제
NLY01 및 NLY02 보유

디앤디파마텍의 MASH(대사이상지방간염) 및 경구용 비만 파이프라인에 대한 시장의 관심이 높은 가운데, 퇴행성 뇌질환(CNS) 파이프라인 역시 임상 진전에 따라 추가적인 업사이드가 기대된다.

GLP-1 수용체 작용제 기반 후보물질 NLY01은 신경 염증 억제제를 통해 신경세포를 보호하는 기전을 갖고 있다. 파킨슨병 환자 255명을 대상으로 한 임상 2상에서 주요 평가지표 달성에는 실패했으나, 하위 그룹 분석 결과 60세 미만 환자군에서 유의미한 개선 가능성을 확인했다. 이는 퇴행성 뇌질환의 병태생리가 연령에 따라 다를 수 있음을 시사하며, 상대적으로 젊은 환자군에서 NLY01의 효과가 더 뚜렷하게 나타날 가능성을 보여준다.

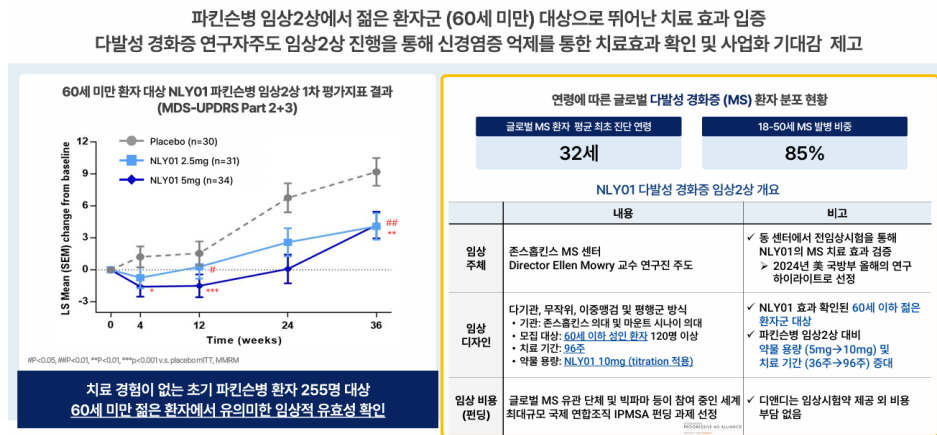
NLY01: 존스홉킨스
다발성경화증 환자 대상
연구자 주도 임상 2상
진행 중

이러한 결과를 바탕으로, 존스홉킨스에서는 NLY01에 대해 다발성경화증(MS) 환자 대상으로 연구자 주도 임상 2상을 진행 중이다. 2024년 9월 임상 승인을 획득했으며, 총 120명의 진행형 다발성 경화증 환자를 대상으로 96주간 진행된다. 다발성경화증은 18~50세 발병 비중이 약 85%에 달하는 만성 신경계질환으로, NLY01의 기전적 강점이 발현될 수 있는 적응증으로 평가된다. 특히 본 임상은 국제 연합조직 IPMSA의 연구비 지원을 통해 진행되어, 비용 부담을 최소화하면서도 신규 적응증에서의 글로벌 수준의 임상 데이터를 확보할 수 있을 것으로 기대한다.

NLY02: 퍼스트바이오와
공동 개발, 기술이전 성사
여부 중요할 것

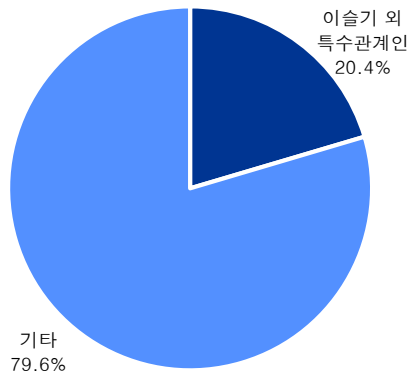
한편, 차세대 CNS 파이프라인으로 RIPK2 타겟 저분자 치료제 NLY02도 보유하고 있다. NLY02는 신경염증을 유발하는 신호전달 단백질 RIPK2를 선택적으로 억제해 염증 반응을 완화하고 신경 세포를 보호하는 것이다. 국내 퍼스트바이오테라퓨틱스와 공동 개발 중이며, 저분자 기반으로 경구 투여가 가능해 상업적 경쟁력이 부각될 것으로 기대한다. 또한 글로벌 빅파마 대상 기술이전을 추진하고 있어, 향후 기술이전 성사 여부 역시 중요한 모멘텀으로 작용할 전망이다.

그림 142. 퇴행성 뇌질환 치료제 NLY01



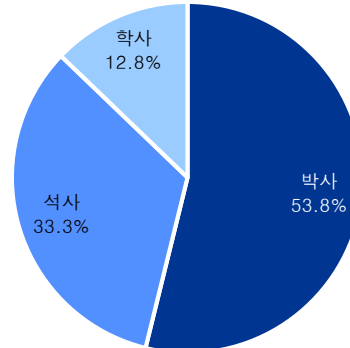
자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

그림 143. 주주별 지분율(25년 말 기준)



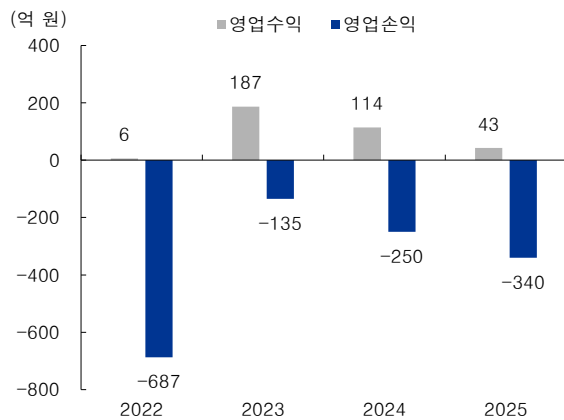
자료: DART, IBK투자증권

그림 144. 연구인력 현황(25년 말 기준)



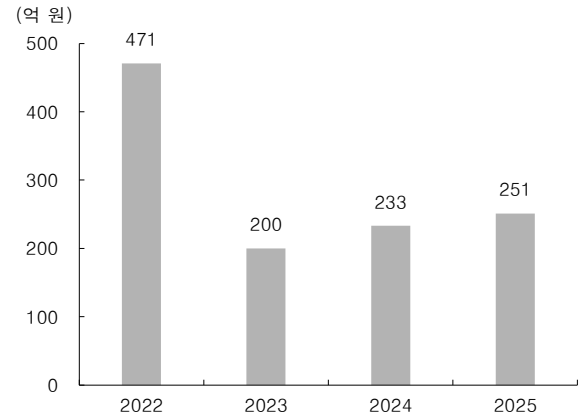
자료: DART, IBK투자증권

그림 145. 영업수익, 영업손익 추이(4개년)



자료: DART, IBK투자증권

그림 146. 연구개발비용 추이(4개년)



자료: DART, IBK투자증권

그림 147. R&D 파이프라인

품목	기전/타겟	적응증	Lead Identification	Validation	IND Enabling	Phase 1	Phase 2	Phase 3	비고
간 질환, 비만 및 퇴행성 뇌질환 분야 임상 파이프라인									
DD01	GLP-1/글루카곤 수용체 이중작용제	MASH, 비만						임상2상 진행 중 1차 평가자료 (12주) 결과 확인	- 지방간 감소, 체중 및 혈당 조절 기능 확인 - 중국 지역 권한 파트너링 (SALUBRIS)
TLY012	섬유화 개선/회복	간경변증					임상1/2상 준비		- IND 승인 완료 - First-in-Class 간경변증 치료 기전 - MASH 치료제 보완 포트폴리오
임상 확인된 경구용 펩타이드 플랫폼 기술 - ORALINK									
MET-002a/ MET-224a	경구용 GLP-1 수용체 작용제	비만							- 일 1회 경구 투여 - 장기 지속 - 경구 생체이용률 >5% (비교군) - 기존 기술 대비 경구 흡수를 개선 (리셉서스* 대비 10배 이상)
경구용 펩타이드	경구용 인크레틴/아일린	비만					Metsera/Pfizer 기술이전 완료		
퇴행성 뇌 질환 분야									
NLY01	주1회 주사용 GLP-1 수용체 작용제	파킨슨병					임상2상 준비		- 임상2상 (36주) 완료 - 초기 질환 환자에서 유효성 확인
		다발성 경화증					임상2상 준비		임상2상 (96주) 2026 1분기 개시 예정
NLY02	저분자 화합물 RPK2 저해제	파킨슨병							저분자 화합물 기반

자료: 디앤디파마텍, IBK투자증권

디앤디파마텍 (347850)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	1	1	19	11	4
증가율(%)	na	-55.2	2,959.0	-38.8	-62.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1	1	19	11	4
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	77	69	32	36	38
판매비율(%)	7,700.0	6,900.0	168.4	327.3	950.0
영업이익	-76	-69	-13	-25	-34
증가율(%)	9.5	-9.3	-80.4	85.5	35.9
영업이익률(%)	-7,600.0	-6,900.0	-68.4	-227.3	-850.0
순금융손익	-1	-3	0	1	0
이자손익	-1	-2	-1	0	0
기타	0	-1	1	1	0
기타영업외손익	4	-83	20	-8	14
종속/관계기업손익	0	-9	-2	2	-5
세전이익	-72	-164	4	-30	-25
법인세	-2	-26	1	-1	-1
법인세율	2.8	15.9	25.0	3.3	4.0
계속사업이익	-70	-137	3	-29	-24
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-70	-137	3	-29	-24
증가율(%)	8.7	96.1	-102.5	-960.4	-18.7
당기순이익률 (%)	-7,000.0	-13,700.0	15.8	-263.6	-600.0
지배주주당기순이익	-68	-136	4	-29	-24
기타포괄이익	12	10	1	5	-1
총포괄이익	-58	-127	5	-24	-25
EBITDA	-64	-55	-9	-19	-28
증가율(%)	10.4	-13.9	-83.5	115.2	46.0
EBITDA마진율(%)	-6,400.0	-5,500.0	-47.4	-172.7	-700.0

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-2,109	-4,120	110	-706	-547
BPS	4,001	286	1,254	1,659	1,826
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	-17.2	-167.8
PBR	0.0	0.0	0.0	7.3	50.3
EV/EBITDA	0.4	-0.2	0.0	-25.2	-139.4
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	-55.2	2,959.0	-38.8	-62.4
EPS증가율	-3.7	95.4	-102.7	-743.7	-22.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-43.6	-192.3	14.0	-49.0	-31.5
ROA	-29.1	-79.5	4.0	-33.4	-24.6
ROIC	-46.5	-169.9	10.6	-66.8	-52.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	81.5	405.7	43.4	40.1	23.5
순차입금 비율(%)	-24.6	0.0	-16.4	-31.4	-36.7
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	225.4	23.7	391.1	7.6	2.9
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.0	0.0	0.2	0.1	0.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	82	33	20	40	51
현금및현금성자산	76	26	16	30	33
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	0	0	0	3	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	169	60	60	58	47
유형자산	11	3	6	8	6
무형자산	157	44	42	35	30
투자자산	1	13	11	15	10
자산총계	251	94	79	97	98
유동부채	67	55	7	11	5
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	35	19	2	2	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	20	16	17	13
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	113	75	24	28	19
지배주주지분	132	9	47	70	79
자본금	4	4	5	5	22
자본잉여금	269	269	298	337	334
자본조정등	11	15	18	17	13
기타포괄이익누계액	6	15	16	21	20
이익잉여금	-158	-294	-290	-309	-333
비지배주주지분	6	9	9	-1	-1
자본총계	138	19	55	70	79
비이자부채	71	49	17	20	15
총차입금	42	26	7	8	4
순차입금	-34	0	-9	-22	-29

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-52	-53	-9	-22	-21
당기순이익	0	0	0	0	0
비현금성 비용 및 수익	14	113	-9	13	1
유형자산감가상각비	2	3	1	2	2
무형자산상각비	10	11	3	3	3
운전자본변동	6	-3	-3	-5	2
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-72	-163	3	-30	-24
투자활동 현금흐름	-2	0	0	-1	0
유형자산의 증가(CAPEX)	2	1	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-3	-1	0	-1	0
재무활동 현금흐름	68	2	-1	36	24
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	3	0	0	36	0
기타	65	2	-1	0	24
기타 및 조정	1	1	0	1	0
현금의 증가	15	-50	-10	14	3
기초현금	61	76	26	16	30
기말현금	76	26	16	30	33

Analyst 정이수

상장일	2025.12.04
현재가 (5/8)	44,100원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	2,852십억원
발행주식수	64,671천주
액면가	500원
52주 최고가	72,500원
최저가	44,000원
60일 일평균거래대금	34십억원
외국인 지분율	1.0%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-10%	0%
절대기준	-5%	20%	0%

주주구성	
남도현	34.55%
인터베스트딥테크투자조합	14.96%
삼성증권(디에스-PB)	6.03%

에임드바이오 (0009K0)

이미 검증된 항체-약물 접합체(ADC)의 차별화

임상 진입 전 단계에서 3건의 기술이전 성과

에임드바이오는 삼성서울병원에서 스핀오프되어 2018년 8월 설립된 바이오텍 기업으로, 2025년 12월 코스닥 시장에 상장했다. 동사는 항체-약물 접합체(Antibody-Drug Conjugate; ADC) 기반 항암제 신약 개발을 주력하고 있다. 삼성서울병원의 환자유래세포 데이터를 활용해 연구 초기 단계부터 효능과 안전성을 검증함으로써 임상 전환 가능성이 높은 후보물질을 선별하는 차별화된 전략을 보유하고 있다.

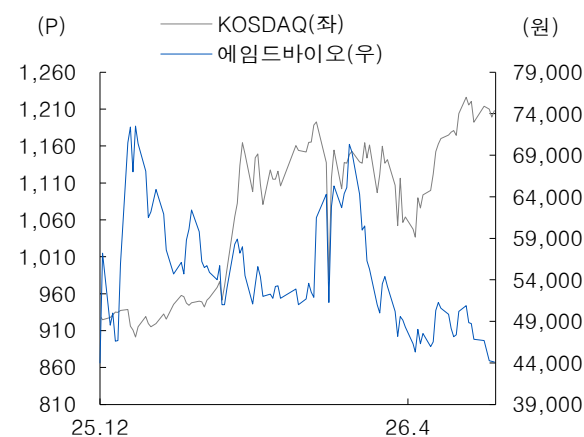
삼성라이프사이언스가 선택한 첫 국내 바이오텍

창업자 남도현 의장이 최대주주로 34.55%의 지분을 보유하고 있으며, 인터베스트딥테크투자조합(14.96%)과 디에스자산(6.03%)이 주요 주주다. 또한 2023년 삼성물산, 삼성바이오로직스, 삼성바이오에피스가 공동 출자한 삼성라이프사이언스 펀드로부터 초기 투자를 유치했다. 또한 삼성은 2024년 총 400억 원 규모의 시리즈B 투자에 참여해 지분 투자를 확대한 바 있다.

2026년 실적 가이드스 2배 상황

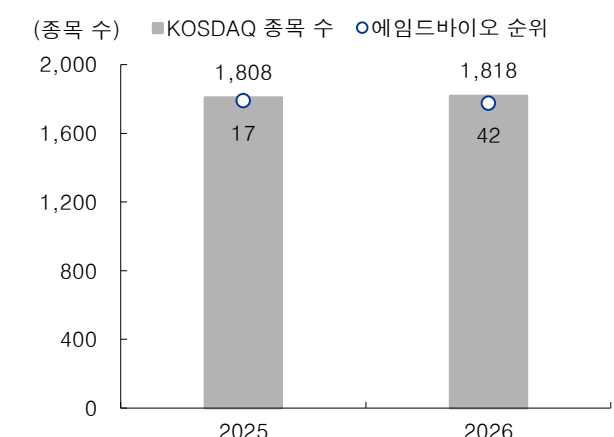
동사는 ADC 항암제를 임상 진입 이전 단계에서 기술이전(L/O)하며 누적 3조 원 규모의 계약을 통해 기술력을 입증했다. 동사는 2026년 영업실적 전망치를 2배 이상 상향했으며 영업흑자를 이어갈 전망이다. 2026년 하반기 베링거인겔하임에 기술이전한 ODS025의 임상 1상 진입, 바이오헤이븐의 AMB302 1상 중간 결과 발표, SK플라스마와 공동개발 중인 AMB303의 1상 승인이 예상된다. 또한 자체 개발 중인 ADC 후보물질 2건에 대한 전임상 데이터 공개도 예정되어 있어 신규 L/O 기대감 높아질 것으로 판단한다.

그림 148. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 149. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

3조 원 기술이전, 글로벌 ADC 플레이어 부상

3건의 기술이전 및
공동개발 계약 체결

에임드바이오는 삼성서울병원에서 스핀오프된 항체-약물 접합체(Antibody-Drug Conjugates; ADC) 개발 기업으로, 설립 초기부터 빠른 성과를 바탕으로 글로벌 시장 내 입지를 확대하고 있다. 동사는 단기간 내 3건의 기술이전 및 공동개발 계약을 체결했으며, 2026년 기준 누적 기술이전 규모가 3조 원을 상회해 동사의 기술력과 ADC 타깃 선정 역량을 뚜렷하게 나타냈다.

AMB302
(FGFR3 타깃 ADC):
바이오헤이븐 기술이전,
First-in-Class 후보물질

2024년 12월에는 미국 바이오헤이븐(Biohaven)에 FGFR3 타깃 ADC 항암제 AMB302(BHV-1530)를 기술이전했다. AMB302는 FGFR3 변이 및 과발현 고형암을 타깃으로 하는 First-in-Class(계열 내 최초) 후보물질로, 해당 타깃은 방광암(요로상피암), 두경부암, 교모세포종 등에서 높은 발현을 보이는 반면 정상 조직에서는 발현이 제한적인 특성이 있어 기존 치료제와 차별화된 효능과 안전성이 기대된다.

SK플라즈마에는 AMB303,
베링거인겔하임에는
ODS025 기술이전

2025년에는 파이프라인 확장과 함께 연속적인 성과가 이어졌다. 5월 SK플라즈마와 ROR1 표적 ADC 항암제 AMB303에 대한 공동 개발 및 라이선스 계약 체결했으며, 10월에는 베링거인겔하임과 약 1.4조 원(9억 9100만 달러) 규모의 ODS025에 대한 기술이전 계약을 성사시켰다. AMB303은 기존 ROR1 타깃 ADC가 충분히 공략하지 못한 고형암 영역을 겨냥하고 있어 향후 글로벌 라이선스 아웃이 기대된다. 한편 ODS025는 타깃이 미공개된 고형암 치료제 후보물질로, 전임상 단계에서 대규모 기술이전이 이루어졌다는 점에서 동사의 초기 물질 발굴 및 검증 역량을 입증하는 대표적 사례로 평가한다.

2026년 ADC 후보물질
3개 전임상 데이터 발표
기대

이처럼 글로벌 기술이전 레퍼런스가 꾸준히 축적되는 가운데, 올해 ADC 후보물질 3개의 전임상 데이터 공개가 예정되어 있어 신규 기술이전 기대감은 더욱 높아질 것으로 예상된다.

그림 150. 누적 기술이전 및 공동개발 계약 총액 약 3조 원 이상



자료: 에임드바이오, IBK투자증권

기술이전 수익 기반 흑자구조 안착

매출은 전액 기술료 수익,
2025년 영업이익률
43.9% 달성

에임드바이오의 2025년 매출액은 473억 원(+302.0% YoY), 영업이익은 208억 원(흑자전환 YoY, 영업이익률 43.9%)을 기록했다. 매출은 전액 기술이전 계약 및 공동연구개발에 따른 기술료 수익으로 구성되며, 연간 265억 원의 R&D 비용 집행에도 불구하고 높은 수익성을 달성했다. 이는 베링거인겔하임과의 기술이전 계약 관련 선금금 유입과 기존 계약의 마일스톤 수익 반영에 기인한 것으로 추정한다. 기술료 수익만으로도 안정적인 흑자 구조를 구축했다는 점에서 차별화된 경쟁력을 확인할 수 있다.

2026년 매출액 전년 대비
19.0% 성장 전망

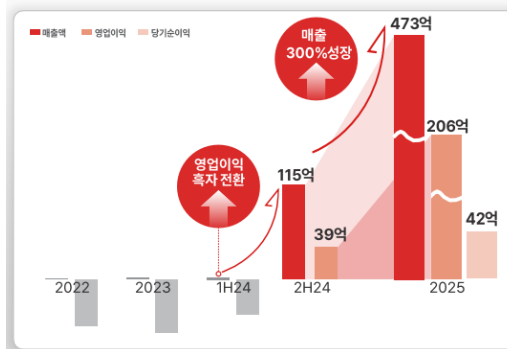
2026년 영업실적은 매출액 563억 원(+19.0% YoY), 영업이익 181억 원(-12.9% YoY, 영업이익률 32.1%)으로 흑자 기조를 이어갈 전망이다. 이는 기존 증권신고서 기준 (매출 276억 원, 영업이익 99억 원) 대비 약 2배 이상 상향된 수치로, 환율 가정 상향과 일부 계약의 매출 인식 기준이 순액에서 총액으로 변경된 영향이 반영됐다.

베링거인겔하임의 임상
1상 IND 제출과 첫 환자
투여가 마일스톤 유입
이벤트

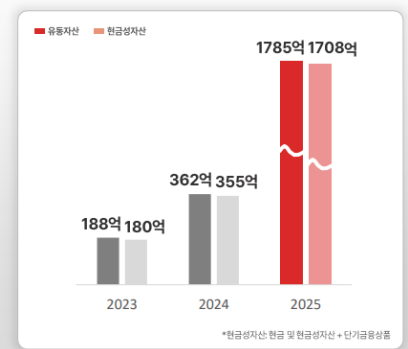
실적 성장은 베링거인겔하임에 기술이전한 ODS025의 마일스톤 유입에 기반할 것으로 예상된다. 2026년 임상 1상 IND(임상시험계획) 제출 및 첫 환자 투여가 예정되어 있어 일정이 계획대로 진행될 경우 상반기와 하반기 각각 마일스톤 유입이 기대된다. 아울러 연내 신규 기술이전 계약이 발생할 경우 추가적인 실적 성장 여력이 충분하다.

그림 151. 2025년 매출 473억 원, 영업이익 208억 원 달성, 우수한 재무 안정성

에임드바이오 실적 현황
(2022~2025)



에임드바이오 현금성 자산 보유 추이
(2023~2025)



자료: 에임드바이오, IBK투자증권

초기 임상 데이터가 좌우할 신약가치

임상 1상에서 효능과
적정 용량 확인 후
임상 가속화될 전망

에임드바이오의 ADC 후보물질 임상 진전과 데이터 발표는 향후 신약 가치 상승의 모멘텀으로 작용할 전망이다. 2026년에는 임상 단계 파이프라인이 3개로 확대될 것으로 예상되며, 초기 단계임에도 ADC 특성상 임상 1상 용량 증량 과정에서 효능 신호와 적정 용량(RP2D)을 확인할 경우, 이후 허가를 위한 임상 진입과 조기 출시가 가능한 가속 승인 전략까지 이어질 가능성이 있다. 향후 1~2년 내 도출된 임상 중간 데이터는 파이프라인 가치 판단의 주요 기준이 될 것으로 보이며, 데이터 축적이 본격화되는 시점은 밸류에이션 재평가로 연결될 가능성이 높다.

바이오헤이븐이 진행 중인
AMB302, 연내 임상 1상
중간 데이터 발표 기대

바이오헤이븐이 개발 중인 FGFR3 타겟 ADC AMB302는 진행성·전이성 고형암 환자를 대상으로 임상 1상이 진행 중이며, 2025년 2분기 첫 환자 투약 이후 연내 중간 데이터 발표가 기대된다. 주요 적응증은 요로상피암, 비소세포폐암(NSCLC), 두경부 편평세포암(HNSCC)으로, 표준치료 실패 환자를 대상으로 한다. 과거 일라이 릴리의 FGFR3 ADC인 LY3076226이 임상 1상에서 안전성은 확보했으나, 효능 부재로 개발이 중단된 점을 고려하면, AMB302의 초기 효능 신호 확인이 중요하다. 특히 AMB302는 Topo1 저해제 기반 페이로드를 적용해 세포막 투과성과 인접 암세포까지 공격하는 Bystander effect를 확보한 점에서 항암 효능 개선 가능성이 기대된다.

SK플라즈마와 공동 개발
중인 AMB303, 차세대
페이로드 기반 고형암에서
효능 개선 주목

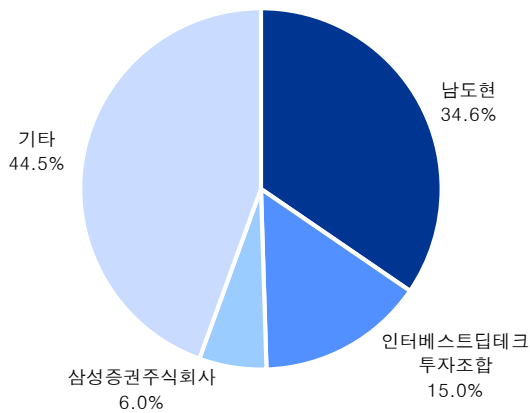
SK플라즈마와 공동 개발 중인 ROR1 타겟 ADC인 AMB303은 Topo1 저해제 페이로드로 적용한 후보물질로, 하반기 임상 1상 IND 승인이 예상된다. SK플라즈마와 공동 비용 부담 및 향후 제3자 기술이전 시 수익 배분 구조를 갖추고 있어 임상 데이터 확보 이후 추가 기술이전 가능성이 높은 파이프라인으로 평가한다. ROR1은 다양한 고형암에서 발현되지만, 임상적으로 유의미한 효능을 입증한 ADC는 제한적이다. 이에 따라 차세대 페이로드 기반 접근을 통해 차별화된 효능 개선 여부가 관건이 될 전망이다.

그림 152. ADC 항암제 파이프라인 개발 현황

파이프라인	모달리티	적응증	타겟	후보물질 선정	전임상	임상 1상	파트너
AMB302	ADC	방광암, 두경부암, 교모세포종	FGFR3				biohaven
AMB303	ADC	고형암	ROR1				SK 플라즈마
미공개	ADC	고형암	미공개				Boehringer Ingelheim
미공개	이중항체 ADC	고형암	미공개				
미공개	이중항체 ADC	고형암	미공개				
AMB001	단일항체	아토피, 치매	CD200R1				
플랫폼	구성요소	적응증	분류	개발	최적화	적용	파트너
AMB401	페이로드	고형암	듀오카마이신				SAMSUNG BIOLOGICS
AMB402	페이로드	고형암	켄토데신				SAMSUNG BIOLOGICS

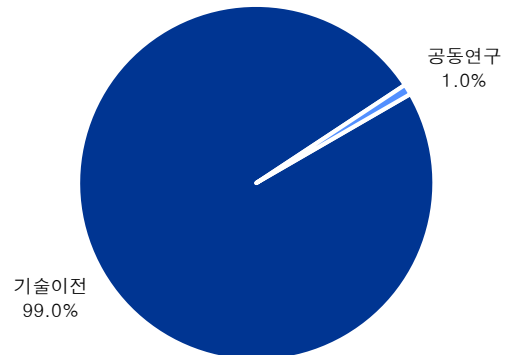
자료: 에임드바이오, IBK투자증권

그림 153. 주주별 지분율(25년말 기준)



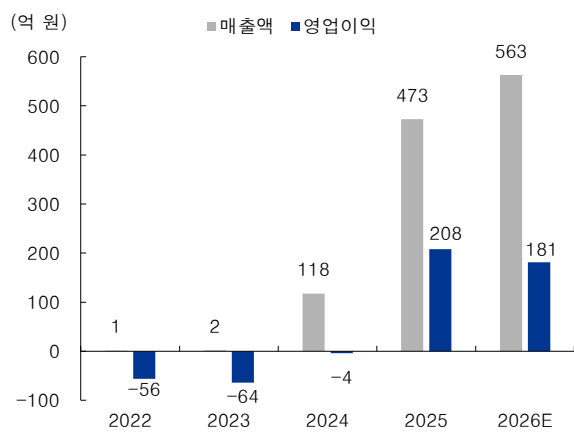
자료: DART, IBK투자증권

그림 154. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



자료: DART, IBK투자증권

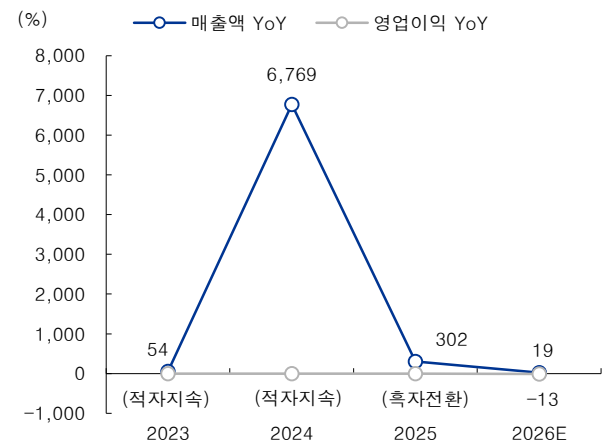
그림 155. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



자료: DART, IBK투자증권

주: 2026년 예상 실적은 영업실적 등에 대한 전망(공정공시) 추정치 사용

그림 156. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 4개년)



자료: DART, IBK투자증권

주: 2026년 예상 실적은 영업실적 등에 대한 전망(공정공시) 추정치 사용

표 8. ADC 후보물질 기술이전 계약 상세 내용

품목	타겟	계약 상대방	대상 지역	계약 체결일	총 계약 금액	수취 금액	진행 단계
AMB302	FGFR3	Biohaven	전세계	2024.12.11	비공개	비공개	임상 1상 진행 중
AMB303	ROR1	SK플라즈마	전세계	2025.05.30	비공개	비공개	IND enabling study
ODS025	미공개	Boehringer Ingelheim	전세계	2025.10.15	USD 991,000,000	비공개	IND enabling study

자료: DART, IBK투자증권

에임드바이오 (0009K0)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	0	0	0	12	47
증가율(%)	na	na	na	na	302.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	0	12	47
매출총이익률 (%)	0	0	0	100.0	100.0
판매비	0	6	7	12	27
판매비율(%)	0	0	0	100.0	57.4
영업이익	0	-6	-6	0	21
증가율(%)	na	na	14.7	-93.6	na
영업이익률(%)	0	0	0	0.0	44.7
순금융손익	0	-1	-3	-3	-25
이자손익	0	0	0	1	2
기타	0	-1	-3	-4	-27
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	0	-6	-9	-3	-4
법인세	0	0	0	0	-9
법인세율	na	0.0	0.0	0.0	225.0
계속사업이익	0	-6	-9	-3	5
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-6	-9	-3	5
증가율(%)	na	na	45.4	-63.3	-251.5
당기순이익률 (%)	0	0	0	-25.0	10.6
지배주주당기순이익	0	-6	-9	-3	5
기타포괄이익	0	0	0	-1	-3
총포괄이익	0	-6	-9	-4	2
EBITDA	0	-5	-5	1	22
증가율(%)	na	na	11.4	-119.7	1,997.5
EBITDA마진율(%)	0	0	0	8.3	46.8

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	0	-185	-257	-73	92
BPS	0	282	168	70	3,002
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	626.6
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	19.2
EV/EBITDA	0.0	1.0	3.2	-33.2	159.2
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	0.0	54.1	6,768.7	302.0
EPS증가율	0.0	0.0	39.0	-71.5	-225.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	-65.3	-111.8	-65.7	5.1
ROA	0.0	-56.8	-54.1	-9.5	4.1
ROIC	0.0	-370.3	171.3	12.8	-29.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	15.6	234.3	1,299.8	3.3
순차입금 비율(%)	na	-55.6	-242.9	-1,166.7	-88.1
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	7.5	0.0	0.0
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.3	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	0	7	19	36	179
현금및현금성자산	0	3	1	4	106
유가증권	0	3	17	31	64
매출채권	0	0	0	0	3
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	0	4	4	11	20
유형자산	0	1	2	1	1
무형자산	0	0	0	2	2
투자자산	0	2	1	7	3
자산총계	0	11	22	47	199
유동부채	0	1	15	44	6
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	1	0	1
비유동부채	0	1	0	0	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	0	1	16	44	6
지배주주지분	0	9	7	3	193
자본금	0	17	18	18	32
자본잉여금	0	5	9	9	180
자본조정등	0	2	3	4	6
기타포괄이익누계액	0	0	0	-1	-4
이익잉여금	0	-14	-23	-26	-21
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	9	7	3	193
비이자부채	0	0	15	44	5
총차입금	0	1	1	0	1
순차입금	0	-5	-17	-35	-170

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	0	-4	-3	-5	18
당기순이익	0	-6	-9	-3	5
비현금성 비용 및 수익	0	2	5	5	18
유형자산감가상각비	0	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	0	0	2	-7	-2
매출채권등의 감소	0	0	0	-7	-3
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	0	0	-1	0	-3
투자활동 현금흐름	0	5	-15	-16	-34
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	1	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	-1	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	5	-16	-15	-34
재무활동 현금흐름	0	0	16	24	118
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	5	0	76
기타	0	0	11	24	42
기타 및 조정	0	0	1	0	0
현금의 증가	0	1	-1	3	102
기초현금	0	2	3	1	4
기말현금	0	3	1	4	106

Analyst 정이수

알지노믹스 (476830)

상장일	2025.12.18
현재가 (5/8)	171,000원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	2,383십억원
발행주식수	13,934천주
액면가	500원
52주 최고가	236,000원
최저가	90,000원
60일 일평균거래대금	81십억원
외국인 지분율	5.8%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-17%	0%	0%
절대기준	-8%	0%	0%

주주구성	
이성욱 외 6 인	16.60%
한국산업은행	7.37%
국민연금공단	5.04%

검증을 넘어 확장으로

RNA 편집·교정 분야 글로벌 선도 바이오텍

알지노믹스는 2017년 설립된 이후 2025년 12월 코스닥에 상장했으며, 항암 및 난치성 질환을 타겟으로 한 바이오 신약 개발을 목표로 하고 있다. 동사는 RNA 편집·교정 분야의 글로벌 선도 기업으로, RNA 치환 효소 기반 유전자 치료제와 원형 RNA 플랫폼을 동시에 보유하고 있다. 이런 기술력을 바탕으로 2024년 과학기술 정보통신부로부터 국가전략기술 1호 기업으로 지정되며 경쟁력을 공식적으로 인정 받았다.

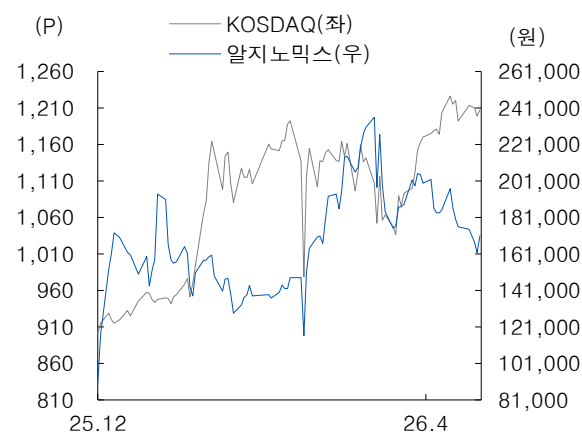
상장 3개월 만에 국민연금 3대주주로 등극

최대주주는 이성욱 대표이사를 포함한 특수관계인으로, 총 16.60%의 지분을 보유하고 있다. 2026년 3월 국민연금이 5.04% 지분을 신규 취득하며 주요 주주로 편입되었고, 향후 기관 투자자 유입 확대에 긍정적 신호로 해석된다. 한국산업은행이 7.37%의 지분을 보호예수 기간 종료 이후에도 지속 보유하고 있는 점은 수급 안정성 측면에서 긍정적이다. 한편, 외국인 지분율은 5% 이상으로, 최근 상장 기업 대비 비교적 높은 수준을 나타내고 있어 동사의 중장기 성장성에 대한 시장의 신뢰를 반영하는 것으로 보인다.

일라이 릴리 딜과 데이터로 확인된 플랫폼 가치

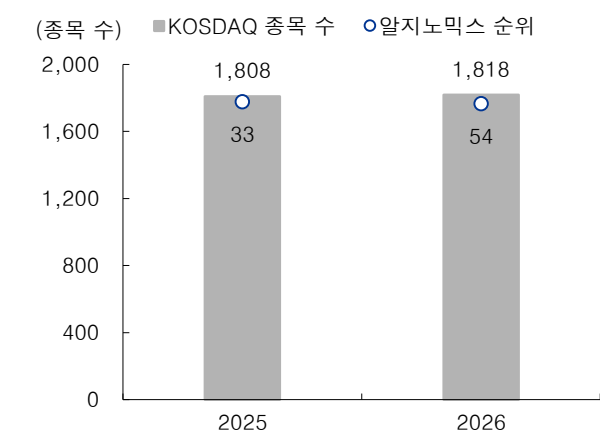
동사는 일라이 릴리와 약 1.9조 원 규모 RNA 치환효소 플랫폼 기술이전 계약을 통해 플랫폼의 상용화 가능성을 확인했다. 이러한 레퍼런스를 기반으로, 해당 플랫폼이 적용된 알츠하이머 치료제의 추가 기술이전 가능성이 기대된다. RZ-001은 간암 1차 치료제 임상 중간 결과에서 초기 유효성과 안전성을 확인했으며 신규 기전의 개념이 입증했다는 점에서 의미가 있다. 또한 원형 RNA 플랫폼은 차별화된 기술력과 특허 진입장벽을 바탕으로, 기존 선형 RNA를 대체할 잠재력을 보유한 것으로 판단한다.

그림 157. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 158. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

일라이 릴리 계약으로 플랫폼 기술 검증 완료

2025년 5월 일라이
릴리와 유전성 난청질환
치료제 개발을 위한
플랫폼 계약 체결

알지노믹스는 RNA 치환효소 플랫폼의 상용화 가능성을 글로벌 빅파마와의 계약을 통해 이미 입증했다. 2025년 5월 일라이 릴리와 체결한 총 13.3억 달러(약 1.9조 원) 규모의 기술이전 계약은 유전성 난청질환 치료제 개발을 위한 플랫폼 기술 계약으로, 복수의 타깃에 대해 후보물질을 발굴하는 구조여서 의미가 크다. 알지노믹스가 초기 연구와 후보물질 발굴을 담당하고, 일라이 릴리가 전임상부터 상업화를 맡는 구조로, 향후 개발 단계별 마일스톤 수취를 통해 지속적인 수익 창출이 기대된다.

2022년부터 이어진 기술
검증 과정을 거쳐 계약
체결

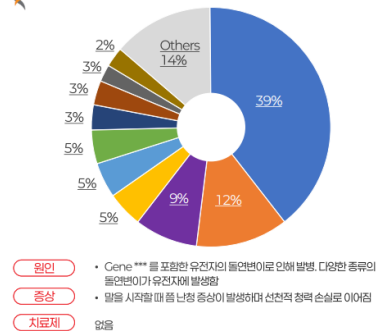
일라이 릴리는 난청 유전자치료제 기업 Akuous를 인수해 관련 개발 인프라를 확보한 이후, 추가적인 RNA 기반 유전자 교정 기술 확보를 위해 동사와의 협업을 선택했다. 특히 알지노믹스의 플랫폼은 하나의 유전자에서 발생하는 여러 돌연변이를 동시에 교정할 수 있는 '멀티 교정'이 가능하다는 점에서 기존 단일 변이 유전자 치료 대비 차별화된 강점을 보유하고 있다. 또한 2022년부터 이어진 기술 검증 과정을 거쳐 계약이 체결된 점에서 기술 신뢰도 역시 확보한 것으로 판단한다.

알츠하이머 치료제
후보물질 RZ-003의 신규
기술이전 기대

일라이 릴리와의 기술이전 레퍼런스를 기반으로 추가적인 글로벌 기술이전 확대 가능성도 높다. 대표적인 파이프라인 알츠하이머 치료제 RZ-003은 질병의 주요 위험 인자인 APOE4를 억제하는 동시에, 이를 APOE2 또는 APOE3로 교정하는 RNA 기반 치료제로, 기존 치료제와 차별화된 기전을 바탕으로 First-in-Class 신약을 목표로 한다. 알츠하이머는 여전히 근본적 치료제가 부족한 미충족 의료 수요가 큰 영역으로, 혁신 기전 치료제에 대한 글로벌 제약사의 수요가 높은 분야다. 이에 따라 RZ-003은 향후 기술이전 가능성이 높은 파이프라인으로 판단되며, 향후 글로벌 파트너십을 통해 플랫폼 가치가 한층 더 높아질 것으로 기대한다.

그림 159. 일라이 릴리와의 플랫폼 기술 라이선스 계약

개발 대상 질환: 유전성 난청



- 정밀한 유전자발현 조절이 필요함
- 돌연변이 발생 패턴이 모두 달라 멀티 교정기술을 활용하는 것이 가장 적합한 질병
- 교정의 정확성, 일시적이며 경미한 비표적 반응

플랫폼 기술이전 계약 내용

계약 상대방	• 일라이 릴리 (Eli Lilly and Company) (미국)
계약 형태	• Research Collaboration and License Agreement
대상 기술	• RNA 치환효소 플랫폼(Trans-splicing ribozyme) (타깃별 후보물질 발굴, 표적 특이 RNA 치환효소 및 벡터 최적화 기술)
계약 내용	• 알지노믹스의 RNA 치환효소 플랫폼 기술을 활용한 유전성 난청질환 치료제의 공동연구 및 상업화 권리 이전 (타깃 별로 개발 옵션 행사 시 사전에 정해진 조건에 따라 마일스톤 수령) • 알지노믹스는 초기 단계의 연구 및 후보물질 발굴을 담당하고, Eli Lilly는 전임상/임상 등 후기 단계의 개발 및 생산, 상업화를 담당 • 한도 내 타깃별 연구비 및 연간 목표 판매량 기준에 따른 로열티 별도 지급
계약 기간	• 2025.05.13 - 로열티 기간 종료일까지
총 계약금액	• USD 1,334,000,000 / 경상로열티 별도

자료: 알지노믹스, IBK투자증권

임상 데이터로 차세대 항암 기전 작용 확인

RZ-001의 간세포암 대상
임상 1b상 중간 결과
구두 발표

알지노믹스는 2026년 4월 미국암연구학회(AACR)에서 항암제 RZ-001의 간세포암(HCC) 대상 임상 1상 중간 결과를 구두 발표하며 주목을 받았다. 이번 임상은 기존 국소치료(TACE)에 반응하지 않거나 적용이 어려운, 전신 치료 경험이 없는 간암 환자를 대상으로 진행됐다. RZ-001을 기존 표준 치료인 아테졸리주맙·베바시주맙 병용요법과 함께 투여한 결과, 13명의 환자에서 객관적 반응률(ORR)이 38.5%(RECIST v1.1 기준)로 나타났다. 이는 기존 병용요법(ORR 27%) 대비 높은 수준으로, 환자군 차이를 감안 하더라도 RZ-001 추가 투여를 통한 치료 효과 개선 가능성을 보여줬다. 향후 추가 평가를 통해 부분관해(PR)가 확정될 경우 ORR이 46% 수준으로 상승할 여지도 있다. 안전성 측면에서도 RZ-001과 직접적으로 관련된 중증(3등급 이상) 이상반응이 관찰되지 않아 초기 단계에서 유효성과 안전성을 동시에 확인한 것으로 평가한다.

임상 병용 약물 무상 공급
중, 향후 1차 치료에서
점유율 확대 기대

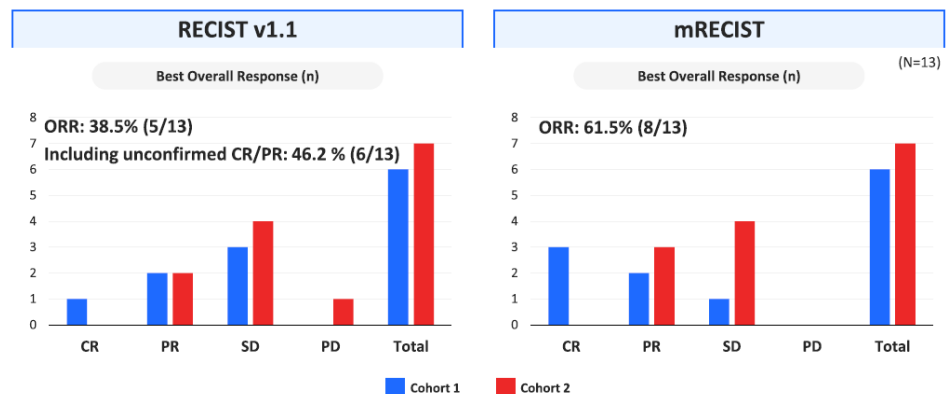
병용 약물인 아테졸리주맙과 베바시주맙은 무상 공급되고 있어, 향후 상용화 시 기존 표준 치료에 추가되는 형태로 빠르게 시장 진입이 가능할 것으로 예상된다. 이에 따라 간암 1차 치료에서 점유율 확대 가능성도 기대된다. 향후 임상에서 유효성과 안전성이 재확인될 경우 기술이전 가능성 또한 높을 것으로 판단한다.

다양한 암종에서 발현되는
표적을 타깃해 적응증
확장 기대

더 중요한 점은 이번 임상을 통해 RNA 치환효소 플랫폼 기반의 신규 기전이 실제 환자에서 확인되며, First-in-Class 치료제로서의 개념이 입증됐다는 점이다. RZ-001은 암세포에서 활성화되는 hTERT(텔로머라제의 핵심 요소)를 표적하며, 해당 표적이 다양한 암종에서 발현된다는 점에서 적응증 확장 가능성도 기대된다. 현재 교모세포종(뇌종양)을 대상으로 한 임상 1/2상이 진행 중으로, 향후 플랫폼 가치 확대의 기반이 될 것으로 기대한다.

그림 160. RZ-001의 간세포암 대상 초기 효능 데이터

Number of Patients by Best Overall Response



자료: 알지노믹스, IBK투자증권
 주: Data cut off: 2026-04-08

차세대 원형 RNA로 기술 격차 확대

선형 RNA 대비 구조적
안정성이 높은 원형 RNA

알지노믹스는 RNA 치환효소의 작동 기전을 활용해 차세대 원형 RNA(circular RNA) 플랫폼까지 확보했다. 최근 2026년 2월 일라이 릴리가 원형 RNA 및 in vivo CAR-T 플랫폼을 보유한 미국의 오르나 테라퓨틱스를 최대 24억 달러(약 3.5조 원)에 인수 하면서, 원형 RNA 기술에 대한 글로벌 관심도 빠르게 높아지고 있다. 원형 RNA는 기존 선형 RNA(mRNA) 대비 구조적으로 안정성이 높아 세포 내에서 더 오래 유지되는 특징을 갖는다. 기존 mRNA는 안정성을 확보하기 위해 별도의 캡핑 공정이 있고 관련 특허 비용 부담도 존재하지만, 원형 RNA는 구조 자체로 높은 안정성을 확보할 수 있다는 점에서 차세대 유전물질로 주목받고 있다. 이런 특성은 단백질 발현 효율 향상으로 이어져, 향후 치료제 및 백신 분야에서 활용도가 높을 것으로 기대된다.

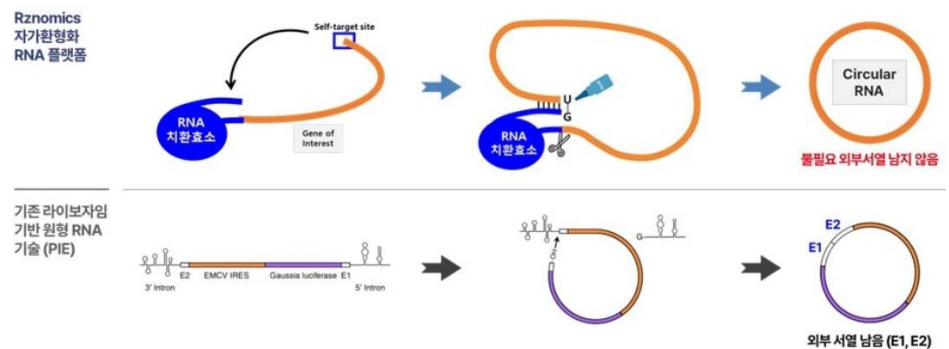
자가환형화 RNA 플랫폼
기반으로 원하는 유전
정보만으로 원형 RNA
생성

원형 RNA 기술은 크게 화학적 합성, 효소 기반, 라이보자임 기반 방식으로 구분되며, 현재 글로벌에서는 라이보자임 기반 기술이 가장 앞선 것으로 평가된다. 대표적으로 오르나 테라퓨틱스의 역배열(PIE)을 활용한 기술이 선도하고 있다. 다만 해당 방식은 생성 과정에서 불필요한 외부 서열이 일부 남을 수 있어, 이는 면역 반응을 유발할 가능성이 있다는 한계가 존재한다. 이와 다르게, 알지노믹스의 자가환형화 RNA 플랫폼은 원하는 유전자 정보만으로 원형 RNA를 생성할 수 있는 기술을 보유하고 있어, 안전성과 효율 측면에서 차별화된 경쟁력을 갖춘 것으로 평가된다. 이는 향후 치료제 개발에서 중요한 기술적 우위로 작용할 가능성이 높다.

특허 권리 범위 확대
중으로 높은 진입장벽
구축

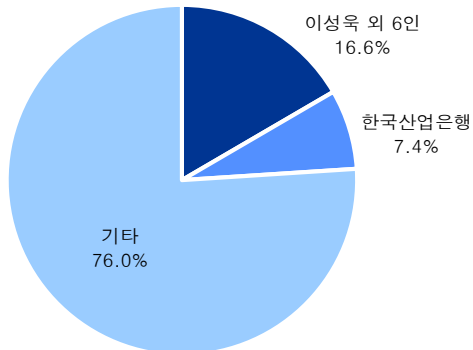
특허 측면에서도 경쟁력이 확보되어 있다. 동사는 그룹 I 인트론 라이보자임 기반 원형 RNA 기술에 대해 한국, 미국, 일본, 호주 등 주요 국가에서 특허를 확보했으며, 유럽, 중국 등으로 권리 범위를 확대하고 있다. 이를 통해 기술 진입장벽을 높이고 글로벌 시장에서의 경쟁 기반을 강화하고 있다. 기술적 차별성과 높은 진입장벽을 바탕으로 향후 치료제 및 백신 시장에서 선도적인 위치를 확보할 잠재력을 보유하고 있다.

그림 161. RNA 치환효소 기반 자가환형화 RNA 기술



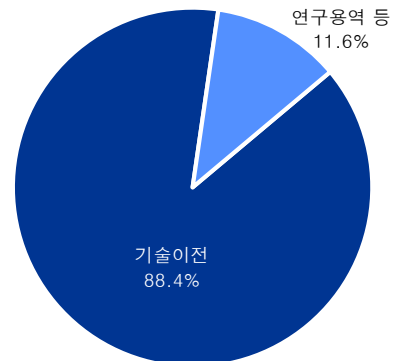
자료: DART, IBK투자증권

그림 162. 주주별 지분율(25년말 기준)



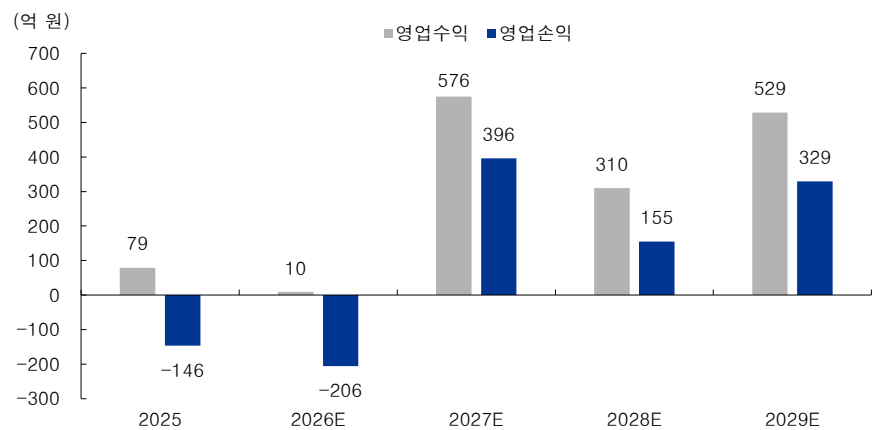
자료: DART, IBK투자증권

그림 163. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



자료: DART, IBK투자증권

그림 164. 영업수익, 영업손익 추이



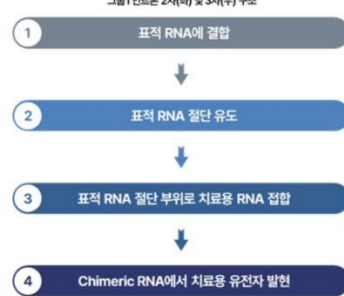
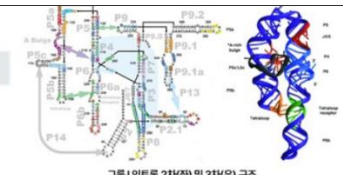
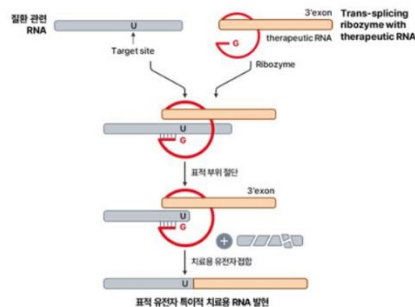
자료: DART, IBK투자증권

주: 2026-2029년 실적은 증권신고서 기준으로 작성

그림 165. RNA 치환효소 기술의 개요

RNA 치환효소 : RNA Replacement Enzyme**Tetrahymena 그룹 I 인트론 기반 Trans-splicing ribozyme**

- 특이적 RNA 감지 riboswitch 작용에 의한 표적 특이성
- RNA 절단과 동시에 전달 유전자 발현의 다중 기능에 의한 효과
- 교정된 RNA에서 단백질 발현 -> 치료효과 발생



자료: DART, IBK투자증권

알지노믹스 (476830)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	0	0	0	0	8
증가율(%)	na	na	na	na	na
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	0	0	8
매출총이익률 (%)	0	0	0	0	100.0
판매비	11	19	16	13	23
판매비율(%)	0	0	0	0	287.5
영업이익	-11	-19	-16	-13	-15
증가율(%)	na	75.1	-19.1	-17.1	13.5
영업이익률(%)	0	0	0	0	-187.5
순금융손익	-12	-12	2	-6	-88
이자손익	-1	-2	-3	-4	-2
기타	-11	-10	5	-2	-86
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-23	-32	-14	-19	-103
법인세	0	0	0	0	1
법인세율	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.0
계속사업이익	-23	-32	-14	-19	-104
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-23	-32	-14	-19	-104
증가율(%)	na	39.0	-56.9	38.6	450.7
당기순이익률 (%)	0	0	0	0	-1,300.0
지배주주당기순이익	-23	-32	-14	-19	-104
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-23	-32	-14	-19	-104
EBITDA	-11	-18	-15	-12	-14
증가율(%)	na	75.0	-21.2	-19.1	15.5
EBITDA마진율(%)	0	0	0	0	-175.0

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-3,673	-3,927	-1,602	-2,146	-9,379
BPS	-6,129	-7,375	-8,799	-9,015	4,225
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	-17.1
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	38.0
EV/EBITDA	0.8	1.6	1.0	1.9	-158.5
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	0.0	0.0	-100.0	0.0
EPS증가율	0.0	6.9	-59.2	33.9	337.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	57.7	61.9	19.8	22.4	604.6
ROA	-181.1	-131.5	-48.9	-78.0	-228.2
ROIC	46.0	43.9	14.6	18.0	174.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	-131.9	-156.6	-127.0	-130.2	6.7
순차입금 비율(%)	20.5	47.6	18.7	24.7	-89.8
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	10	32	16	24	55
현금및현금성자산	5	5	12	12	18
유가증권	4	26	4	12	36
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3	4	4	4	8
유형자산	1	2	1	1	1
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	0	0	0	0	5
자산총계	13	35	20	28	63
유동부채	51	97	93	120	3
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	2	2	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	52	98	95	121	4
지배주주지분	-39	-63	-75	-93	59
자본금	0	2	2	2	7
자본잉여금	0	5	5	5	256
자본조정등	1	3	5	5	5
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-41	-72	-86	-105	-209
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	-39	-63	-75	-93	59
비이자부채	51	97	94	120	3
총차입금	1	1	1	1	1
순차입금	-8	-30	-14	-23	-53

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-8	-14	-14	-11	-11
당기순이익	0	0	0	0	0
비현금성 비용 및 수익	13	15	1	7	92
유형자산감가상각비	0	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	1	2	-2	0	0
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-22	-31	-13	-18	-103
투자활동 현금흐름	-5	-23	21	-8	-29
유형자산의 증가(CAPEX)	0	1	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	-5
기타	-5	-24	21	-8	-24
재무활동 현금흐름	10	37	0	20	46
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	49
기타	10	37	0	20	-3
기타 및 조정	1	0	0	-1	0
현금의 증가	-2	0	7	0	6
기초현금	8	5	5	12	12
기말현금	5	5	12	12	18

Analyst 정이수

오스코텍 (039200)

상장일	2007.01.17
현재가 (5/8)	51,000원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	1,951십억원
발행주식수	38,258천주
액면가	500원
52주 최고가	62,000원
최저가	25,450원
60일 일평균거래대금	17십억원
외국인 지분율	13.5%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-21%	15%
절대기준	5%	9%	90%

주주구성	
김정근 외 4 인	12.67%
지케이에셋 외 3 인	9.79%
삼성자산운용	5.14%
타이거자산운용	4.20%
국민연금공단	3.87%

돈 버는 바이오텍, 리레이팅 시작

국내 최초 FDA 승인 항암제 원천기술 보유

오스코텍은 1998년에 설립되어 2007년 코스닥 시장에 상장되었으며, 국내 최초로 미국 FDA 승인을 받은 폐암 치료제 레이저티닙의 원천 기술 개발사다. 동사는 내성 극복과 안전성 강화를 바탕으로 차세대 항암 치료를 선도하는 기업으로 진화 중이다. 또한 미국 R&D 자회사 제노스코 (Genosco)의 지분 59.31%를 보유하고 있으며, 100% 자회사 편입을 추진해 통해 수익 구조를 일원화하고 R&D 역량을 강화할 계획이다.

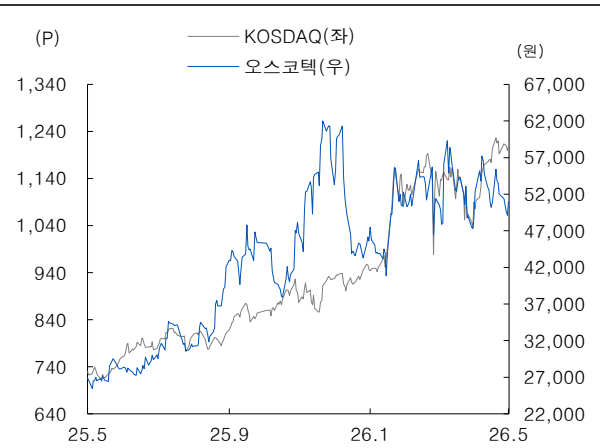
상속 이슈에도 지배구조 투명성 강화

동사의 최대 주주인 김정근 이사가 2026년 2월 별세해 그가 보유하고 있던 12.46%의 지분에 대한 상속 절차가 진행 중이다. 주요 주주로는 지케이에셋 외 3인 지분율은 9.79%이며, 삼성자산 5.14%, 타이거자산 4.20%, 국민연금 3.87%를 각각 보유하고 있다. 외국인 지분율 또한 13% 이상으로 높은 수준이다. 또한 2026년 3월 김규식 전 기업거버넌스포럼 회장의 사외이사 합류로 지배구조 투명성은 강화된 것으로 판단한다.

흑자 구조 완성, 다음 성장 모멘텀 부각

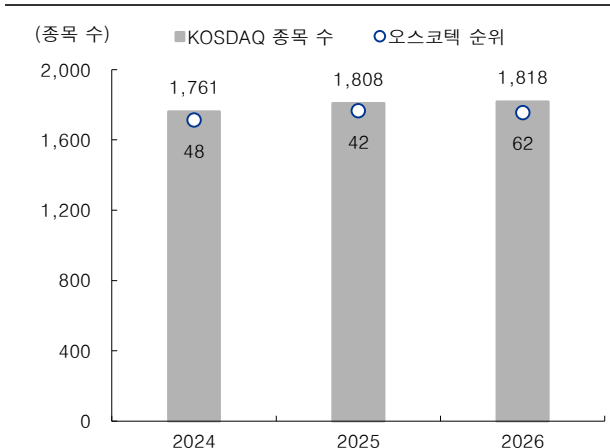
동사는 2025년 레이저티닙 마일스톤 수익과 사노피항 기술이전 선급금 유입을 바탕으로 실적 턴어라운드를 달성했다. 향후에는 레이저티닙의 처방 확대에 따라 로열티 수익만으로도 안정적인 흑자 구조가 자리 잡을 것으로 기대한다. 또한 향후 1~2년 내 1건 이상의 추가 기술이전을 목표로 하고 있어, 차기 파이프라인에 대한 관심이 필요한 시점이다. 최근 이사회 중심의 거버넌스를 구축하며 지배구조 안정화가 진행 중으로, 차세대 항암제 R&D 역량이 기업가치에 보다 온전히 반영될 가능성이 높다고 판단한다.

그림 166. 주가 추이



자료: 에프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 167. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

글로벌 블록버스터 로열티 기반 수익 확대

글로벌 폐암 치료제
레이저티닙의 원 개발사,
로열티 수익과 마일스톤
기대

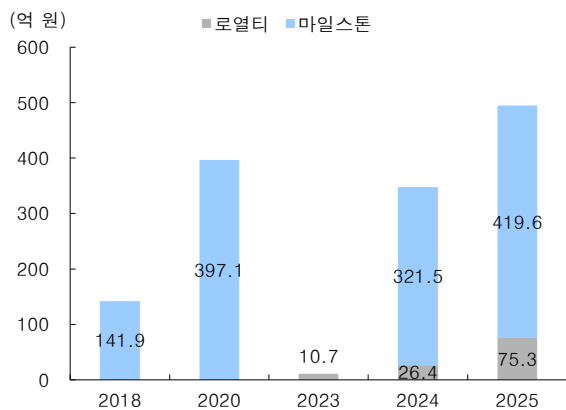
오스코텍은 유한양행이 안센에 기술이전한 EGFR 변이 비소세포폐암 치료제 레이저티닙(라즈클루즈)의 원개발사로, 발생 기술료의 약 40%를 배분받고 있다. 2024년 8월 미국 FDA 허가 이후 레이저티닙의 상업화가 본격화되며 수익 가시성이 빠르게 개선되고 있다. 안센과의 총 계약 규모 9.5억 달러 대비 2025년까지 약 2.7억 달러(약 28%)의 마일스톤을 수취한 것으로 파악되며, 향후 잔여 마일스톤 유입도 기대된다.

2025년에는 레이저티닙 관련 마일스톤 420억 원과 로열티 수익 75억 원을 기록하며 실적 턴어라운드를 달성했다. 향후에는 일회성 마일스톤보다는 처방 확대에 기반한 로열티 비중이 확대될 것으로 예상하며, 이에 따라 실적 성장의 가시성은 더욱 높아질 전망이다. 특히 레이저티닙+아미반타맙(라즈클루즈+리브리반트) 병용요법의 성장이 핵심으로, 해당 요법의 2028년 매출은 40억 달러를 상회할 것으로 전망된다. 이를 감안할 때 향후 2년 내 로열티 수익만으로 약 1,000억 원 수준의 이익 창출이 가능할 것으로 기대한다.

레이저티닙 처방 확대
근거 마련: 1) 병용
약물의 투약 편의성 개선,
2) 생존 기간 데이터 도출
기대

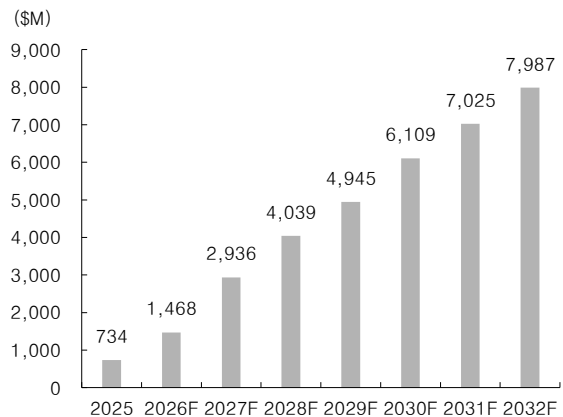
처방 확대를 뒷받침하는 임상적 근거도 충분하다. 글로벌 임상 3상에서 병용요법은 무진행생존기간(mPFS) 23.7개월로 타그리소 단독요법(16.6개월) 대비 7.1개월 개선되었고, 질병 진행 또는 사망 위험을 약 30% 감소시키며 유의미한 효능을 입증했다. 향후 전체 생존기간(OS)에서도 기존 표준치료(타그리소 단독 37.6개월, 타그리소 + 화학항암 47.5개월)를 상회하는 결과가 확인될 경우, 처방 전환 속도는 더욱 가속화될 가능성이 높다. 또한 병용 치료제인 리브리반트는 기존 정맥주사(IV)에서 피하주사(SC) 제형으로 전환되며 투약 편의성이 크게 개선되었고, 이는 실제 처방 확대의 주요 요인으로 작용할 전망이다. 병용요법은 NCCN 가이드라인에서 선호 요법으로 등재되어 있어, 임상적 우위와 사용 편의성 개선이 맞물리며 시장 침투 속도는 점진적으로 빨라질 것으로 예상된다.

그림 168. 레이저티닙(라즈클루즈) 관련 기술료 수익



자료: DART, IBK투자증권

그림 169. 리브리반트/라즈클루즈 매출액 전망



자료: Globaldata, IBK투자증권

Next 레이저티닙 기대

2025년 12월 사노피에
알츠하이머 치료제 1.5조 원
규모로 기술이전

오스코텍은 레이저티닙의 개발 성공 이후에도 대규모 기술이전 성과를 이어가며 신약 개발 역량을 재차 입증하고 있다. 동사는 2020년 10월 바이오텍 아델(ADEL)로부터 알츠하이머 치료제 후보물질(ADEL-Y01)을 도입해 공동 개발을 진행해왔으며, 초기 단계부터 파이프라인 경쟁력을 내재화했다. 이후 2025년 12월, ADEL-Y01에 대해 글로벌 제약사 사노피와 약 1.5조 원 규모의 기술이전 계약을 체결했다. 총 선금금 1,180억 원 중 오스코텍은 아델과의 계약 구조(47% 수익 배분)에 따라 약 553억 원을 배분 받으며 유의미한 현금을 확보했다. 특히 임상 1상 단계에서 성사된 대규모 딜이라는 점에서, 동사의 초기 파이프라인 발굴 및 사업화 역량을 확인시켜줬다.

ADEL-Y01은 알츠하이머병의 주요 병인으로 지목되는 타우 단백질을 표적하는 치료제로, 기존 접근법과 달리 타우 응집의 핵심 부위를 직접 타깃하는 차별화된 기전을 보유하고 있다. 현재까지 타우를 타깃으로 한 치료제 개발이 뚜렷한 성과를 내지 못한 가운데 보다 정밀한 표적 전략을 기반으로 기술이전까지 이어졌다는 점에서 의미가 있다. 현재 사노피가 임상 1상을 진행 중이며, 향후 임상 진전에 따른 추가 마일스톤 유입도 기대된다.

면역질환 치료제 후보물질
우수한 안전성 데이터
기반 추가 기술이전 기대

동사는 1~2년 내 1건 이상의 추가 기술이전을 목표로 하고 있어 후속 파이프라인에 대한 관심이 필요한 시점이다. 주요 후보물질로는 SYK저해제인 세비도플레닙이 있다. 해당 물질은 류마티스관절염과 희귀질환인 면역혈소판감소증(ITP)에서 임상 2상을 완료했으며, 우수한 안전성을 확인했다. 면역질환은 장기 투여가 필요한 만성질환인 만큼 안전성이 핵심 경쟁력으로 작용하는데, 세비도플레닙은 높은 타깃 선택성을 기반으로 양호한 안전성 프로파일을 확보한 것으로 판단한다. 이러한 특성은 기술이전 가능성을 높이는 요인으로 작용할 전망이다. 또한 면역혈소판감소증은 혈소판에 대한 자가항체 생성으로 발생하는 질환으로 동일 기전을 기반으로 다른 면역질환으로의 적응증 확장성 가능성도 기대된다. 참고로, ITP 치료제로 승인된 SYK저해제는 리젤 파마슈티컬의 포스타마티닙이 유일하며, 2025년 매출 약 1.6억 달러를 기록한 바 있다.

그림 170. 신약개발 역량 및 레이저티닙 수익 기반 다음 단계로 도약 준비



자료: 오스코텍, IBK투자증권

거버넌스 리스크 해소, 기업가치 재평가

이사회 중심
거버넌스 구축

오스코텍은 2026년 3월 정기 주주총회를 통해 기존 4인 체제였던 이사회를 7인으로 확대하며 지배구조 개선의 전환점을 마련했다. 김규식 전 기업거버넌스포럼 회장의 사외이사 합류와 더불어 주주 추천 인사를 이사회에 포함시키며, 회사와 소액주주 간 이어졌던 갈등을 완화했다. 회사 측 후보 3인과 주주 측 후보 2인을 포함한 이사진이 집중투표제를 통해 선임되면서 다양한 이해관계자의 의견이 반영되는 구조로 구축했으며, 이는 과거 유상증자 이슈로 훼손된 시장 신뢰를 회복하고 거버넌스 리스크를 완화하는 기반이 될 전망이다.

전략적 투자자(SI) 유치로
제노스코 100% 자회사
추진

동사는 향후 정관 개정을 바탕으로 제3자 배정 유상증자를 통해 제노스코 잔여 지분 인수 자금을 확보하는 동시에 전략적 투자자(SI) 유치를 추진할 계획이다. 이는 지배구조 단순화와 함께 외부 파트너십 강화를 통해 중장기 기업가치 제고에 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다.

내성을 원천적으로
차단하는 4세대 항암제
파이프라인에 주목

지배구조 개선과 함께 항암제 연구개발 역량도 주목할 필요가 있다. 오스코텍은 레이저티닙 개발을 통해 내성 발생을 억제하며 치료 성과를 개선한 경험을 보유하고 있으며, 이를 기반으로 항내성 항암제 중심의 파이프라인을 확장하고 있다. 특히 원천 내성 차단형 4세대 항암제 개발에 집중하고 있으며, 기존 치료의 한계인 내성 발생을 억제해 재발 가능성을 낮출 것으로 기대된다. 가장 앞서 있는 파이프라인인 OCT-598은 프로스타글란딘E2(PGE2)의 수용체인 EP2/EP4를 저해해 내성 발현과 면역 회피를 차단하는 기전의 후보물질이다. 전임상 폐암 모델에서 병용 투여 시 종양 감소 및 재발 억제 효과를 확인했으며, 현재 임상 1상이 진행 중이다.

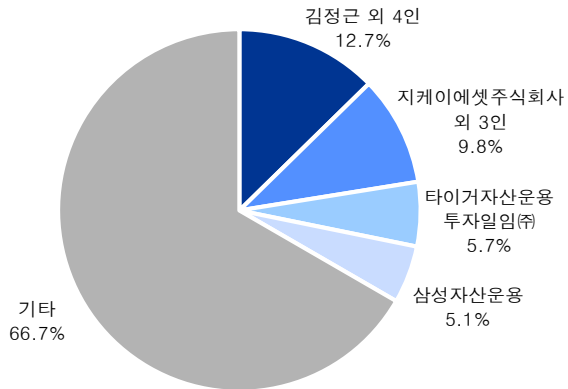
종합적으로, 오스코텍은 지배구조 정상화를 통한 신뢰 회복과 항내성 항암제 중심의 R&D 경쟁력을 기반으로, 그동안 할인 요인이었던 거버넌스 리스크를 완화하며 기업가치 재평가 국면에 진입한 것으로 판단한다.

그림 171. 오스코텍 이사회 역량 강화



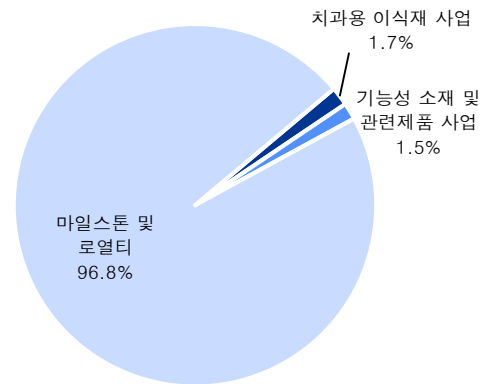
자료: 오스코텍, IBK투자증권

그림 172. 주주별 지분율(25년말 기준)



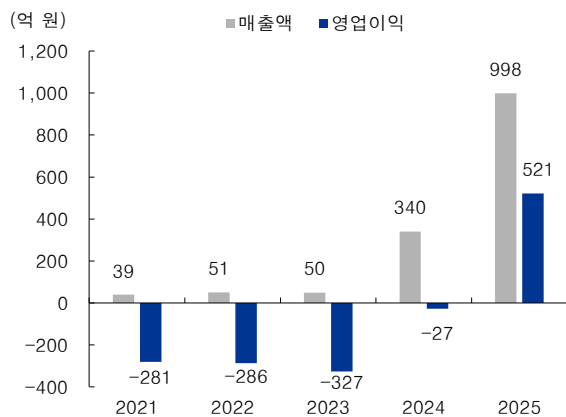
자료: DART, IBK투자증권

그림 173. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



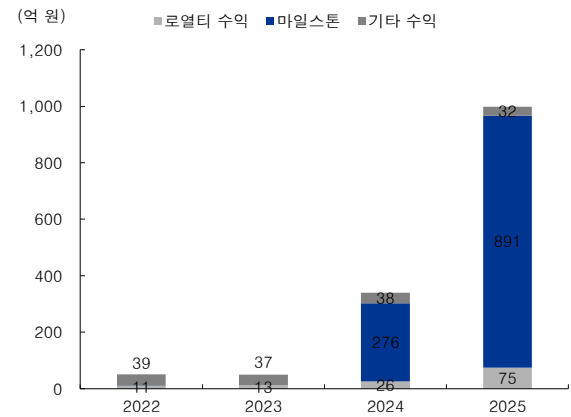
자료: DART, IBK투자증권

그림 174. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



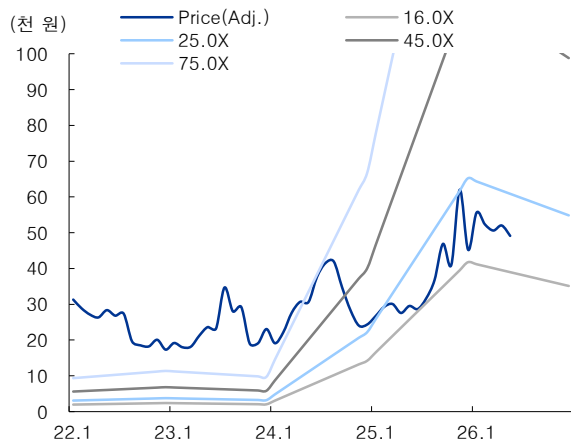
자료: DART, IBK투자증권

그림 175. 매출 상세 내역



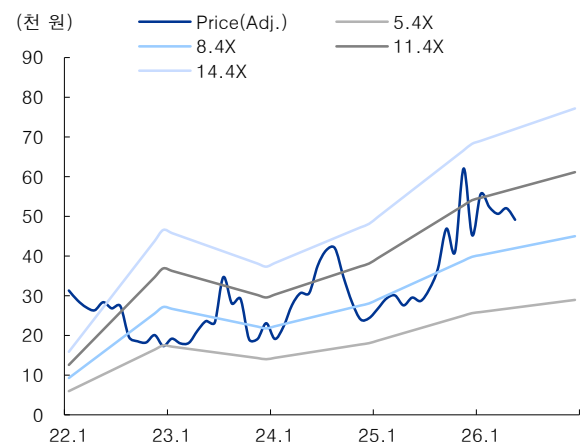
자료: DART, IBK투자증권

그림 176. PSR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 177. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

오스코텍 (039200)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	4	5	5	34	100
증가율(%)	-91.0	29.7	-2.2	586.9	193.6
매출원가	2	2	2	2	2
매출총이익	2	3	3	32	98
매출총이익률 (%)	50.0	60.0	60.0	94.1	98.0
판매비	30	32	36	35	46
판매비율(%)	750.0	640.0	720.0	102.9	46.0
영업이익	-28	-29	-33	-3	52
증가율(%)	-1,877.8	1.9	14.0	-91.6	-2,005.0
영업이익률(%)	-700.0	-580.0	-660.0	-8.8	52.0
순금융손익	0	1	0	0	2
이자손익	0	1	4	3	2
기타	0	0	-4	-3	0
기타영업외손익	-1	0	0	2	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-29	-28	-32	-1	53
법인세	0	0	-4	0	-2
법인세율	0.0	0.0	12.5	0.0	-3.8
계속사업이익	-29	-28	-28	-2	54
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-29	-28	-28	-2	54
증가율(%)	1,296.9	-2.9	2.6	-94.4	-3,521.4
당기순이익률 (%)	-725.0	-560.0	-560.0	-5.9	54.0
지배주주당기순이익	-26	-24	-24	1	52
기타포괄이익	2	1	0	-1	1
총포괄이익	-27	-27	-29	-2	56
EBITDA	-27	-27	-31	-1	54
증가율(%)	-1,102.2	1.2	14.6	-97.4	-6,857.3
EBITDA마진율(%)	-675.0	-540.0	-620.0	-2.9	54.0

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-826	-734	-637	23	1,368
BPS	907	3,232	2,590	3,340	4,739
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-42.8	-23.6	-36.2	1,061.4	33.0
PBR	39.0	5.4	8.9	7.3	9.5
EV/EBITDA	-41.4	-20.1	-25.3	-1,055.5	30.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-91.0	29.7	-2.2	586.9	193.6
EPS증가율	496.5	-11.1	-13.2	-103.6	5,864.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-64.2	-32.3	-21.9	0.8	33.9
ROA	-45.6	-28.8	-20.6	-1.0	27.2
ROIC	-129.7	-168.3	-614.7	-14.1	103.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	57.0	18.0	40.0	29.0	23.0
순차입금 비율(%)	-22.6	-77.0	-95.8	-73.5	-54.5
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.3	4.6	2.9	1.9	1.6
재고자산회전율	3.4	4.1	3.3	19.6	55.7
총자산회전율	0.1	0.1	0.0	0.2	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	17	108	102	141	199
현금및현금성자산	11	6	8	13	15
유가증권	4	98	90	90	93
매출채권	1	2	2	35	88
재고자산	1	1	2	2	2
비유동자산	32	36	30	30	31
유형자산	23	19	18	17	19
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	1	5	0	0	0
자산총계	49	144	133	171	230
유동부채	14	19	35	35	39
매입채무및기타채무	0	1	1	0	0
단기차입금	6	9	6	6	6
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	3	3	4	4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	0	0	0	0
부채총계	18	22	38	38	43
지배주주지분	29	123	99	128	181
자본금	15	19	19	19	19
자본잉여금	102	216	217	245	245
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	6	7	7	6	8
이익잉여금	-95	-119	-144	-143	-91
비지배주주지분	2	-1	-4	5	6
자본총계	31	122	95	132	187
비이자부채	11	12	32	32	37
총차입금	7	10	6	6	6
순차입금	-7	-94	-91	-97	-102

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-9	-26	-22	-26	8
당기순이익	-29	-28	-28	-2	54
비현금성 비용 및 수익	3	2	-1	3	1
유형자산감가상각비	1	2	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	19	-1	-1	-31	-53
매출채권등의 감소	25	-1	0	-31	-55
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-2	1	8	4	6
투자활동 현금흐름	7	-100	13	0	-4
유형자산의 증가(CAPEX)	10	1	1	1	1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	-5	0	0	0
기타	-2	-96	12	-1	-5
재무활동 현금흐름	6	120	11	30	-2
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	117	0	0	0
기타	6	3	11	30	-2
기타 및 조정	1	1	0	1	0
현금의 증가	5	-5	2	5	2
기초현금	6	11	6	8	13
기말현금	11	6	8	13	15

Analyst 정이수

메쥬 (0088M0)

상장일	2026.03.26
현재가 (5/8)	32,150원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	318십억원
발행주식수	9,882천주
액면가	500원
52주 최고가	51,300원
최저가	28,750원
60일 일평균거래대금	55십억원
외국인 지분율	3.4%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-4%	0%	0%
절대기준	6%	0%	0%

주주구성	
박정환 외 5 인	39.81%
인터베스트 외 2 인	5.22%
동아에스티	3.75%

병원 디지털 전환 국면 속 포착한 성장 기회

이동형 원격 환자 모니터링 기업

메쥬는 2007년 박정환 대표와 공동 창업자들이 설립했으며, 바이오메디컬 텔레메트리 기술을 기반으로 심전도, 호흡, 혈압 등 다양한 생체신호의 실시간 계측 및 처리 기술을 지속적으로 개발해온 의료기기 전문 기업이다. 2018년 4월 법인 전환을 완료했으며, 2026년 3월 코스닥 시장에 상장했다. 동사는 이동형 원격 환자 모니터링(aRPM, Ambulatory Remote Patient Monitoring) 솔루션을 주력 사업으로 영위하고 있으며, 2020년 국내 의료기기 제조 인증과 요양급여 대상 인정 획득으로 상업화 기반을 마련했다.

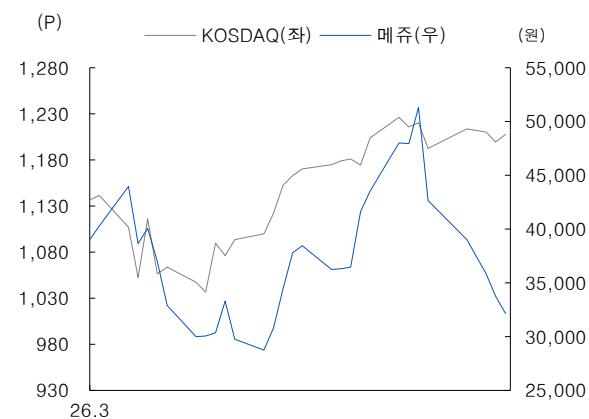
국내 유통 독점 파트너 동아에스티의 지분 투자

동사의 최대주주는 박정환 대표이사를 포함한 특수관계인으로, 총 39.8%의 지분을 보유하고 있다. 벤처금융인 인터베스트 외 2인이 5.2%, 동아에스티가 3.8%를 보유하며 주요 주주로 참여하고 있다. 특히 동아에스티는 메쥬의 국내 병원 유통 독점 파트너로, 단순한 재무적 투자를 넘어 사업적 시너지 창출이 기대되는 전략적 투자자로서의 성격이 강하다.

2026년 하반기 멀티 파라미터 제품 출시

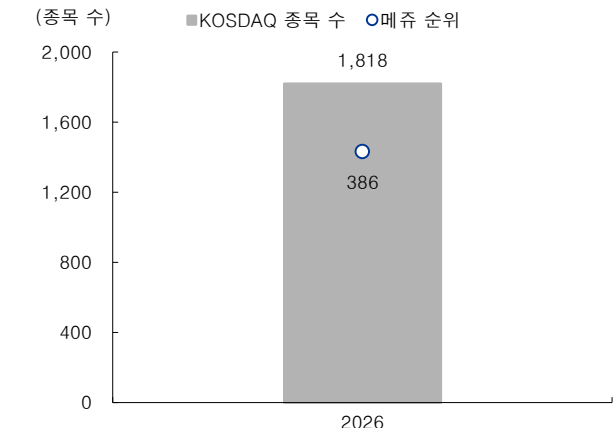
1) 국내 시장은 원격 환자 모니터링 디바이스 도입률 약 3% 수준에 불과한 초기 단계로, 시장 개화에 따른 구조적 성장이 기대된다. 고령화와 의료 인력 부족으로 스마트 병원 전환 수요가 확대되고 있기 때문이다. 2) 2025년 매출 성장과 원가율 개선을 바탕으로 영업손실 폭을 절반 이상 축소했으며, 동아에스티와 전략적 파트너십을 통한 외형 성장으로 2026년 흑자전환 가능성이 높다. 3) 올해 하반기 멀티 파라미터 제품 Hicardi 350 출시를 통해 수가 연계 항목이 확대되어 매출 상승과 함께 시장 점유율 확대가 기대된다.

그림 178. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 179. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

원격 환자 모니터링 국내 시장 개화

이동형 원격 환자
모니터링: 입원 환자의
생체 신호를 실시간 측정,
분석, 전송, 관리

핵심 제품은
하이카디(HiCardi):
웨어러블 패치형 감시장치

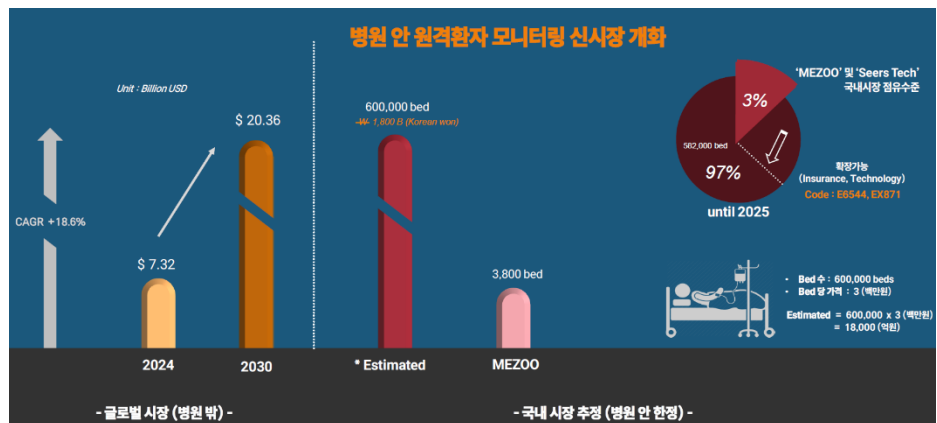
국내 원격 환자 모니터링
도입률은 약 3% 수준에
불과, 전체 시장 규모는
1.8조 원 수준

국내 원격 모니터링 시장 개화의 직접적인 수혜가 기대된다. 메추는 병원 내 이동형 원격 환자 모니터링(Ambulatory Remote Patient Monitoring; aRPM)과 홀터 심전도 모니터링을 주요 사업으로 영위하고 있으며, 이 가운데 향후 실적 성장을 견인한 핵심 사업은 aRPM 부문으로 판단한다. aRPM은 병원 입원 환자의 생체 신호를 실시간으로 측정·분석·전송·관리할 수 있는 통합 솔루션이다.

동사는 aRPM의 핵심 제품인 웨어러블 패치형 환자 감시장치 하이카디(HiCardi) 시리즈를 자체 개발했으며, 병상 내뿐 아니라 병원 내 이동 중인 환자까지 실시간 모니터링이 가능하도록 설계된 점이 특징이다. 이는 기존 고정형 모니터링 시스템 대비 활용 범위를 확장시키며 병원 운영 효율성과 환자 안전성을 동시에 개선할 수 있는 솔루션으로 평가된다.

국내 원격의료는 여전히 제도적 제약이 존재하지만, 병원 내 원격 환자 모니터링 시장은 구조적 성장 초기 국면에 진입한 것으로 보인다. 고령화에 따른 만성질환자 증가와 의료 인력 부족이라는 환경 속에서 스마트 병원 전환 수요가 확대되고 있으며, 이에 따라 이동형 원격 모니터링(aRPM) 솔루션이 핵심 성장 동력으로 부상하고 있다. 현재 국내 디지털 환자 모니터링 도입률은 약 3% 수준으로 초기 단계에 머물러 있으며, 전체 병상 수를 약 60만 베드로 가정할 경우, 동사가 타깃하는 시장 규모는 약 1.8조 원 수준이다. 이에 따라 향후 도입률 상승에 따른 구조적 성장이 기대된다.

그림 180. 목표 시장 규모



자료: 메추, IBK투자증권

실적 개선 본격화될 2026년

2025년 매출 원가 개선
추이 확인, 2026년 흑자
전환 가능성 높다고 판단

메추는 2025년 실적에서 뚜렷한 매출 성장과 함께 수익성 개선의 초입에 진입했다. 2025년 매출액은 전년 대비 50.1억 원 증가한 73.8억 원을 기록하며 큰 폭의 성장을 달성했으며, 이는 내수 시장 중심의 환자 모니터링 사업 확대가 주요하게 기여한 결과다. 매출 증가에 따라 매출총이익은 50.5억 원으로 확대되었고, 특히 원가 구조 개선이 두드러졌다. 매출원가율은 2024년 50.7%에서 2025년 31.6%로 19.1%p 하락하며 수익성 기반이 크게 강화됐다. 판관비가 78.8억 원 집행되며, 28.3억 원의 영업손실을 기록했으나, 이는 전년 대비 손실 폭이 절반 이상 축소된 수준이다. 고정비가 유지되는 가운데 매출이 빠르게 증가하고 있어 영업 레버리지 효과가 본격화되는 구간으로 판단하며, 2026년에는 흑자전환 가능성이 높다.

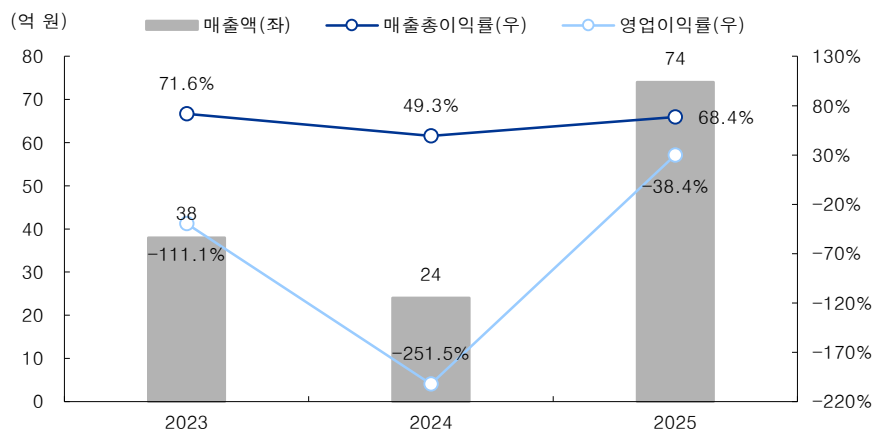
동아에스티와 국내 전략적
유통 파트너십 계약 체결

국내 사업 확장 측면에서는 동아에스티와의 협업이 핵심 성장 동력으로 작용하고 있다. 메추는 2022년 7월 동아에스티와 하이카디 국내 판권에 대한 전략적 유통 파트너십 계약을 체결했다. 전국 21개 지점과 약 500명 규모의 영업 조직을 기반으로 병원 확산 속도를 높이고 있다. 특히 2025년 하반기부터 병원에 인프라를 선투자한 후 발생하는 수익을 공유하는 RS(Revenue Sharing) 모델을 적용함으로써 병원의 초기 도입 부담을 낮춰 빠른 레퍼런스 확보와 시장 침투에 유리하게 작용하고 있다. 동사 입장에서는 동아에스티향 기기 판매와 구독형 모델을 병행하는 수익 구조를 통해 누적 기기 설치 확대에 따른 플랫폼 매출 증가가 기대된다.

유럽 CE, 미국 FDA 등
주요 글로벌 인허가는
확보

해외 시장에서도 성장 기반을 마련했다. 유럽 CE, 미국 FDA 등 주요 글로벌 인허가를 확보했으며, 17개국 현지 유통 파트너사를 통해 수출 확대를 추진 중이다. 국내에서 축적된 임상 및 상용화 레퍼런스를 바탕으로 해외 병원 신뢰도를 높이고 있어, 향후 점진적인 수출 매출 가시화가 기대된다.

그림 181. 메추 3개년 실적 추이



자료: 메추, IBK투자증권

차세대 통합 디바이스, 성장의 핵심 트리거

다양한 생체신호를 단일 디바이스로 통합 측정 가능한 멀티파라미터 솔루션

정교한 생체신호 분석 알고리즘과 저전력 설계 기술이 핵심 경쟁력

수가 연계 항목이 확대로 플랫폼 매출의 구조적 성장 기반 강화

2026년 심전도, 산소포화도, 혈압 기능이 순차적으로 추가될 것

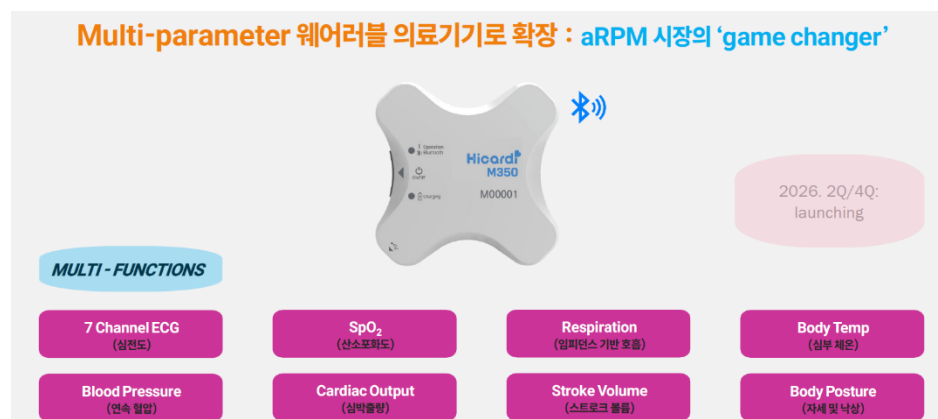
메추의 국내 원격 모니터링 시장 점유율 확대를 견인할 핵심 동력은 차세대 제품 HiCardi 350이다. HiCardi 350은 심전도(ECG), 산소포화도(SpO₂), 혈압 등 다양한 생체신호를 단일 패치형 디바이스로 통합 측정할 수 있는 멀티파라미터 솔루션으로, 기존 여러 장비를 운영해야 했던 환경 대비 의료진의 업무 효율성을 크게 개선할 것으로 기대된다. 특히 무선 기반 이동형 모니터링이 가능해 환자의 활동 범위를 병상 밖으로 확장시키며, 병원 운영 효율성과 환자 안전성을 동시에 제고할 수 있는 점에서 차별화된 경쟁력을 보유하고 있다.

제품 경쟁력은 단순한 기능 통합을 넘어, 정교한 생체신호 분석 알고리즘과 저전력 설계 기술에 기반한다. 고도화된 알고리즘은 측정 정확도와 실시간 이상징후 감지 성능을 높여 의료진의 신뢰 확보에 기여하며, 저전력 설계를 통해 장시간 연속 모니터링이 가능해 적용 병동과 활용 범위를 넓힐 수 있다. 이는 초기 도입 이후 병원 내 확산을 가속화하는 한편, 누적 데이터 확보를 통해 장기적인 기술 진입장벽이 될 것으로 예상된다.

또한 수가와 연계가 가능한 측정 항목이 점진적으로 확대됨에 따라 환자 1인당 매출 상승이 기대된다. 설치 기기 수 증가와 구독형 모델이 결합되면서 플랫폼 매출의 구조적 성장 기반이 강화될 것으로 예상된다. 이와 더불어, 축적되는 고품질 생체 데이터는 향후 AI 기반 진단 및 예측 솔루션으로의 확장 가능성을 내포하고 있어 중장기적인 기업가치 재평가 요인으로 작용할 전망이다.

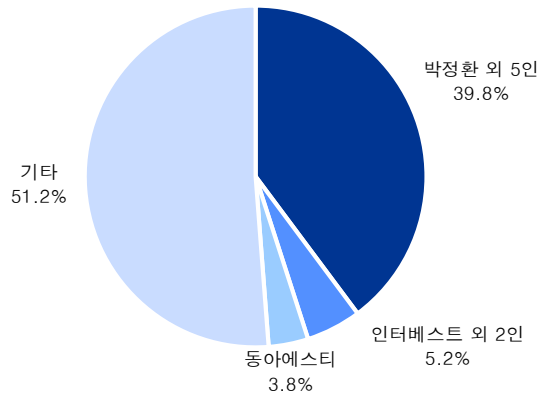
제품 출시 및 인허가 일정 또한 단계적으로 구체화되고 있다. HiCardi M350은 초기 ECG를 탑재한 제품의 식약처 품목 허가로 시장에 진입한 이후, 2026년 하반기에는 산소포화도와 혈압 기능이 추가된 디바이스로 식약처 변경 허가를 통해 주요 파라미터를 순차적으로 확대할 계획이다. 국내 출시 이후 현장에서 축적되는 데이터와 임상 경험을 바탕으로, 2028년 유럽 CE 및 미국 FDA 인증 획득을 목표로 글로벌 시장 진출을 본격화할 전망이다.

그림 182. Hicardi 350 출시 계획



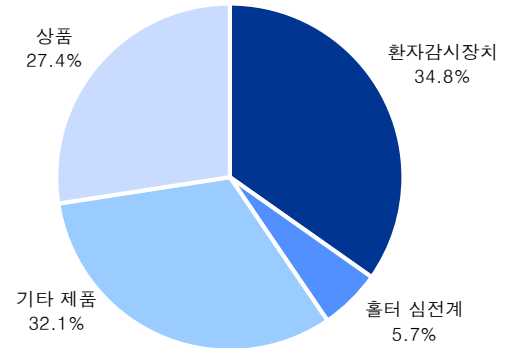
자료: 메추, IBK투자증권

그림 183. 주주별 지분율



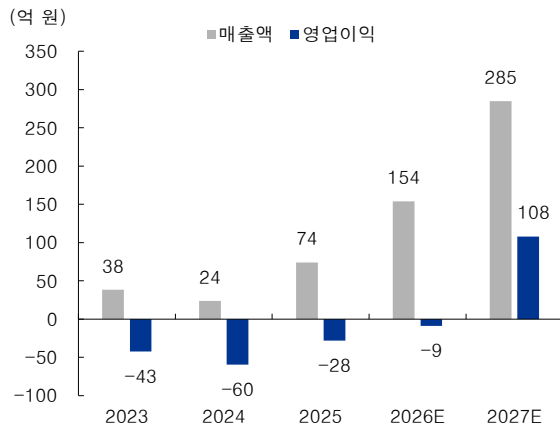
자료: DART, IBK투자증권

그림 184. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



자료: DART, IBK투자증권

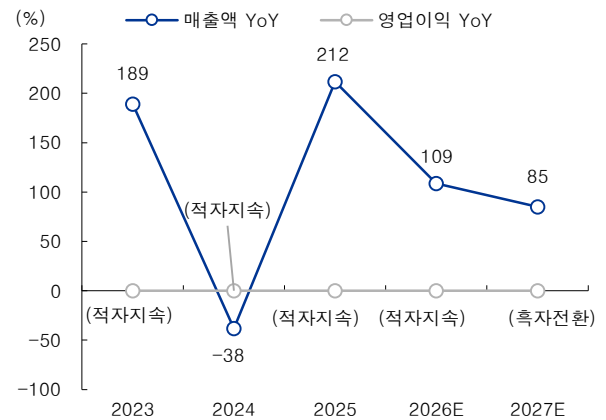
그림 185. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



자료: DART, IBK투자증권

주: 2026, 2027년 실적은 증권신고서 추정치 사용

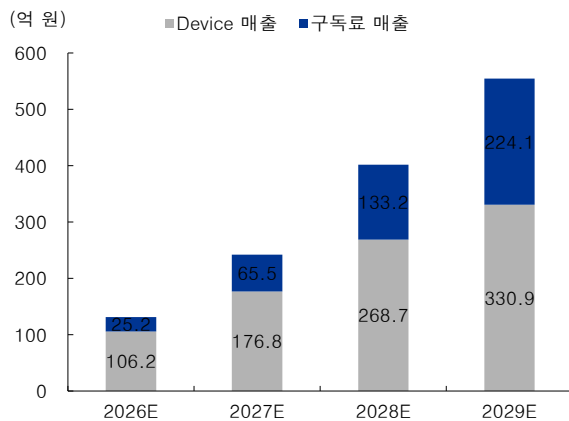
그림 186. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



자료: DART, IBK투자증권

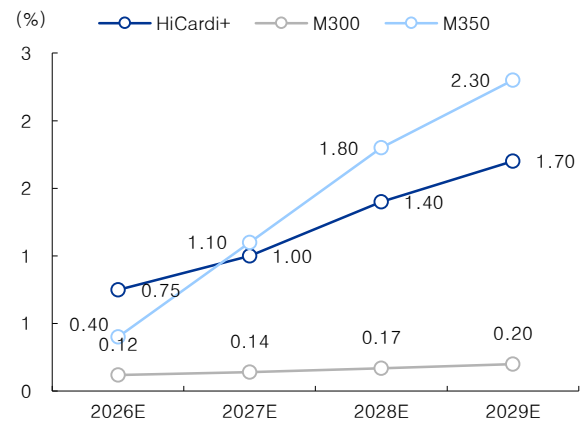
주: 2026, 2027년 실적은 증권신고서 추정치 사용

그림 187. 국내 원내 모니터링 매출 추정



자료: DART, IBK투자증권

그림 188. 국내 원내 모니터링 Device 시장 점유율 추정



자료: DART, IBK투자증권

메쥬 (0088M0)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	0	1	4	2	7
증가율(%)	na	na	189.2	-38.2	211.8
매출원가	0	0	1	1	2
매출총이익	0	1	3	1	5
매출총이익률 (%)	0	100.0	75.0	50.0	71.4
판매비	0	4	7	7	8
판매비율(%)	0	400.0	175.0	350.0	114.3
영업이익	0	-3	-4	-6	-3
증가율(%)	na	na	32.4	39.9	-52.4
영업이익률(%)	0	-300.0	-100.0	-300.0	-42.9
순금융손익	0	-4	-12	-1	6
이자손익	0	-1	-1	0	0
기타	0	-3	-11	-1	6
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	0	-7	-16	-7	3
법인세	0	0	0	0	0
법인세율	na	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	0	-7	-16	-7	3
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-7	-16	-7	3
증가율(%)	na	na	133.2	-56.1	-139.0
당기순이익률 (%)	0	-700.0	-400.0	-350.0	42.9
지배주당당기순이익	0	-7	-16	-7	3
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	-7	-16	-7	3
EBITDA	0	-3	-4	-5	-2
증가율(%)	na	na	25.8	45.4	-54.2
EBITDA마진율(%)	0	-300.0	-100.0	-250.0	-28.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	0	-1,325	-3,082	-1,319	416
BPS	0	-1,747	-4,570	-5,702	1,199
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	1.5	3.5	1.5	1.0
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	0.0	189.2	-38.2	211.8
EPS증가율	0.0	0.0	132.6	-57.2	-131.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	75.9	96.0	25.7	-26.7
ROA	0.0	-73.2	-104.6	-37.6	18.2
ROIC	0.0	48.3	61.6	18.4	-17.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	-203.7	-187.3	-153.3	39.7
순차입금 비율(%)	na	44.4	54.2	25.8	-20.0
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	6.9	2.1	2.9
재고자산회전율	0.0	0.0	4.1	2.4	5.4
총자산회전율	0.0	0.0	0.2	0.1	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	0	7	19	14	11
현금및현금성자산	0	0	3	1	2
유가증권	0	5	13	10	4
매출채권	0	0	1	1	4
재고자산	0	1	1	1	2
비유동자산	0	3	3	3	3
유형자산	0	1	2	2	2
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	0	9	21	16	14
유동부채	0	18	45	46	3
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	3	3	3
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	1	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	0	19	46	47	4
지배주주지분	0	-9	-24	-31	10
자본금	0	0	0	0	4
자본잉여금	0	1	2	2	36
자본조정등	0	1	1	2	2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	0	-11	-27	-35	-32
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	-9	-24	-31	10
비이자부채	0	18	43	44	1
총차입금	0	1	3	3	3
순차입금	0	-4	-13	-8	-2

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	0	-3	-3	-5	-5
당기순이익	0	-7	-16	-7	3
비현금성 비용 및 수익	0	5	13	3	-5
유형자산감가상각비	0	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	0	0	0	0	-3
매출채권등의 감소	0	0	-1	0	-3
재고자산의 감소	0	-1	0	0	-1
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	0	-1	0	-1	0
투자활동 현금흐름	0	-7	-8	3	6
유형자산의 증가(CAPEX)	0	1	1	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	-8	-9	3	6
재무활동 현금흐름	0	0	14	-1	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	0	14	-1	0
기타 및 조정	0	1	0	1	0
현금의 증가	0	-9	3	-2	1
기초현금	0	10	0	3	1
기말현금	0	0	3	1	2

Analyst 정이수

쿼드메디슨 (464490)

상장일	2025.12.12
현재가 (5/8)	11,830원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	136십억원
발행주식수	11,482천주
액면가	500원
52주 최고가	24,550원
최저가	12,340원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	1.3%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-23%	0%	0%
절대기준	-15%	0%	0%

주주구성	
백승기 외 8 인	26.00%
키움인베스트먼트 외 5 인	6.66%
우리사주조합	0.75%

어떤 약이든 이제 붙이세요

약물전달의 패러다임 전환

쿼드메디슨은 2017년 설립된 마이크로니들 기술 기반의 플랫폼 기업이다. 동사가 보유한 수천 개의 미세 바늘을 패치 형태로 배열하는 MAP 기술을 통해 백신과 펩타이드 등을 분리형, 코팅형, 입자부착형의 최적화된 제형으로 구현할 수 있으며, 주사기의 통증과 저온 유통의 제약을 해결한다는 점에서 차세대 약물전달 플랫폼으로 주목받고 있다. 수익 측면에서는 글로벌 빅파마와 파트너십을 구축해 위탁개발과 위탁생산 기반의 로열티와 단계별 기술료를 확보하는 구조를 갖췄다. 기술력과 시장성을 입증받아 2025년 12월 코스닥 상장에 성공한 동사는 현재 마이크로니들 탑재 의약품 상용화 및 수익 창출에 매진하고 있다.

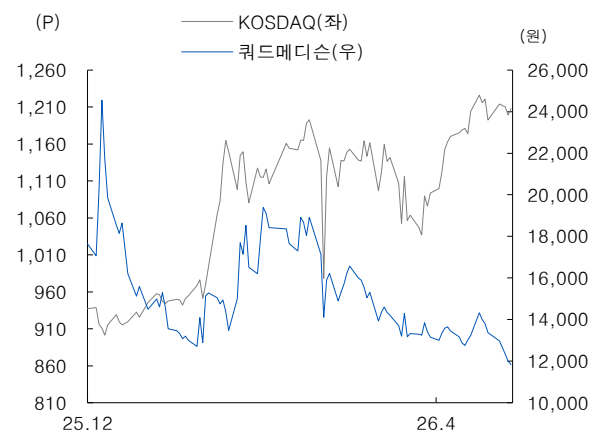
상장 후 6개월 내 외국인 지분 증가 주목

동사의 최대주주는 백승기를 포함한 특수관계인으로, 총 26%의 지분을 보유하고 있다. 5% 이상 주주로는 키움인베스트먼트 중심의 기관 투자자가 있으며, 우리사주조합은 0.75%를 보유하고 있다. 외국인 지분율은 2025년 12월 12일 상장 직후 0.61%에서 2026년 5월 6일 기준 1.6%로 절대적 비중은 높지 않으나 수급 환경이 개선되는 흐름을 보이고 있다.

돈버는 플랫폼으로의 변모

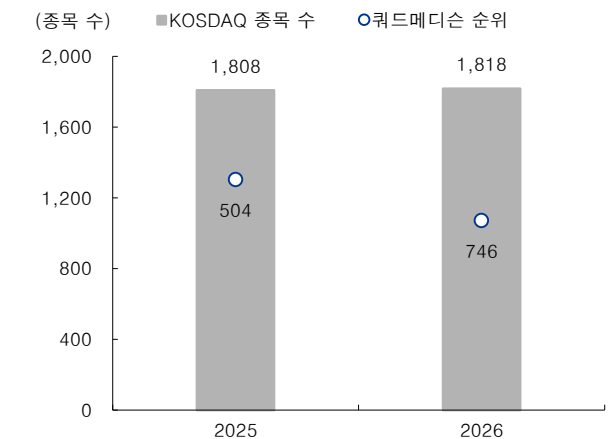
동사의 핵심 투자포인트는 마이크로니들 기술 경쟁력과 무균 자동화 공정을 결합한 제조 플랫폼 수익 모델에 있다. 백신과 의약품 파이프라인을 통한 기술료 수익뿐만 아니라 고기능성 화장품 등 포트폴리오를 다각화하고 있다. 특히 글로벌 파트너십을 통한 기술료 수익 확대와 상온 유통 기술 기반의 글로벌 시장 진입이 가시화됨에 따라 올해는 2027년 흑자 전환을 준비하는 해가 될 것으로 판단된다.

그림 189. 주가 추이



자료: 에프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 190. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프엔가이드QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

백신부터 화장품까지, 맞춤형으로 따라오는 수익

플랫폼 기술 기반의
범용성과 확장성으로 수익
모델 실현 가능성 입증

동사의 비즈니스 모델의 강점은 특정 적응증에 국한되지 않는 범용성을 갖췄다는 플랫폼 모델이라는 점이다. 이미 파트너사와의 8개의 파이프라인 개발을 통해 선급금과 단계별 마일스톤 수익을 내고 있다. 특히 1) 한림제약과의 위탁개발 사업으로 개발 중인 골다공증 치료제는 호주 임상 1상을 성공적으로 마친 후 상업화 단계에 근접해 있으며, 2) 상명이노베이션과의 비만약, 급성알러지치료제로는 2차 마일스톤 금액을 수취했다. 2025년에는 기술료 기반 매출액 107억 원(+15.0% YoY)을 기록하며 수익 모델의 실현 가능성을 입증했다.

화장품, 의료가기로의
사업 영역 확대는 진행중

플랫폼의 확장성은 의약품을 넘어서 가시화되고 있다. 동사는 파트너사를 통해 미세자극 마이크로니들을 적용한 고기능성 화장품을 올해 하반기 출시할 것으로 예상된다. 향후 제품이 출시될 경우 파트너사의 스킨케어 원료 공급을 시작으로 본격적인 매출이 발생할 것으로 예상된다. 또한 마이크로니들을 화장품뿐 아니라 두피와 탈모 치료 등 진단 의료가기 분야로도 적용처를 넓히며 포트폴리오 다각화가 진행되고 있어 향후 제품 확장성이 기대된다.

마일스톤과 장비 매출의
시너지를 통한 이익 성장
국면 진입

향후 실적은 마일스톤 수익과 제조 설비 매출이 본격적으로 반영되면서 점차 가시화될 전망이다. 다만 글로벌 임상 진행 및 설비 투자에 따른 연구개발비 집행이 지속되면서 2026년까지는 적자 기조가 이어질 것으로 예상된다. 이후 대량생산 장비 공급분이 순차적으로 매출로 인식되는 2027년 4분기부터 흑자 전환이 가능할 것으로 기대한다. 중장기적으로는 파트너사 제품의 상용화가 실적 성장을 견인할 핵심 요인이다. 제품 상용화 이후에는 로열티 수익이 꾸준히 유입되면서 안정적인 이익 창출 기반이 마련될 것으로 전망한다. 현재 한림제약과 공동으로 진행 중인 골다공증치료제는 호주 임상 1상을 성공적으로 종료한 가장 앞서 있는 파이프라인이다. 향후 해당 파이프라인을 비롯한 후속 파이프라인의 개발 진전이 확인될 경우, 추가 파트너십으로 이어질 수 있는 모멘텀도 기대된다.

그림 191. 글로벌 네트워크 기반의 플랫폼 범용성을 통한 파이프라인 확장 가속화

약물명	적응증	계약	제형 연구	기시법 확립	공정 검증	품질 관리	전임상 연구	전임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	협력기관	개발 일정
테라파라타이드	골다공증	CDO										한림제약	호주 1상 완료 (‘26년 후속 임상 개시 목표)
세마글루타이드	비만	독점판매 CDO										공동제약 상명이노베이션	해외 1상 IND 준비 (‘26년 개시 목표)
바리시티닙	탈모	자체 개발										자체 개발	국내 1상 IND 준비 (‘27년 개시 목표)
B형 간염 백신	B형 간염	공동개발										LG화학	해외 1/2상 IND 준비 (‘26년 개시 예정)
이질 및 장티푸스 백신	이질-장티푸스	공동개발										GSK	해외 1상 IND 준비 (‘26년 개시 예정)
홍역-풍진 백신	홍역-풍진	공동개발										RIGHT FOUNDATION	해외 1/2상 IND 준비 (‘27년 개시 목표)
에파네프린	급성 알러지	CDO										상명이노베이션	해외 1상 IND 준비 (‘26년 개시 목표)
mRNA-LNP COVID 백신	코로나 바이러스	공동개발										글로벌 A사	

자료: 퀴드메디슨, IBK투자증권

엔지니어링 기반의 생산 역량을 갖춘 제조업

장비 생산 및 설치가
가능한 엔지니어링 기반
제조업

동사는 엔지니어링 기반의 뛰어난 생산 역량을 갖춘 제조업으로 재정의할 수 있다. 마이크로니들 기반의 바이오 영역을 넘어, 우수 의약품 제조 및 품질관리 기준(GMP)을 충족하는 공장을 설립할 때 제조 장비를 공급하고 유지보수를 제공하는 수익 모델을 보유하고 있기 때문이다. 현재 동사의 파트너사는 용인에 연간 2,000만 도즈 생산이 가능한 첨단 GMP 시설을 2028년 상반기까지 완공할 예정이며, 동사는 해당 시설에 제조장비를 설치할 예정이다.

글로벌 빅파마가 채택한
독보적 무균 공정 기술력

이러한 제조업적 역량은 End-to-End 무균 자동화 시스템으로 증명된다. 마이크로니들 산업의 최대 난제는 실험실 수준의 기술을 의약품 규격에 맞춰 대량 생산하는 체제를 구축하는 것이었으나, 동사는 설계 단계부터 제조 공정을 내재화하여 문제를 해결했다. 이는 사람에 의한 오염을 원천 차단해야 하는 GMP 규정을 충족할 수 있는 국내 유일의 마이크로니들 공정 설비로 경쟁사 대비 압도적인 품질관리 역량을 보유하고 있음을 시사한다. 실제로 이러한 생산 인프라는 글로벌 빅파마인 GSK와의 공동개발 계약을 끌어내는 결정적 요인이 되었다. 국제 백신 학회에서 기술 발표를 통해 접점을 형성한 GSK로부터 제형 연구와 동물실험, 완제의약품 생산 시설까지 전 공정을 내재화한 유일한 파트너로 평가받았으며 이는 글로벌 스탠다드 수준의 제조 실효성을 외부로부터 공식 인정받은 결과로 해석할 수 있다.

국내 최초 백신 MAP
임상 1상 승인

규제기관의 승인 성과도 제조 역량에 기반한다. 동사는 2023년 합성 및 백신의약품 임상용 국내 GMP 구축을 완료하며 국내 최초로 백신 MAP 임상 1상 IND 승인을 획득했다. 임상 1상 승인 전인 경쟁사들과 비교할 때, 동사의 플랫폼이 의약품 제조 공정으로서 안전성과 유효성을 이미 공식적으로 입증했다는 점은 단기간 내 복제가 불가능한 경제적 해자로 기능한다.

그림 192. 국내 유일 무균 GMP 기반 마이크로니들 생산시설



자료: 퀴드메디슨, IBK투자증권

상온 유통 매출 업사이드 확보

백신 상온 유통 및 제형
안정성 성과 확인

기존 백신은 전 과정에서 엄격한 저온 유지가 필수적이었으나, 당사는 보건복지부가 추진하는 2024년 백신 초장기 비축 기술 개발 과제에 선정돼 기존의 백신 유통망의 한계를 극복하는 기술을 개발해왔다. 제형 내에 안정성을 강화하는 첨가제를 배합해 동사가 자체 개발한 MAP 기술을 mRNA-LNP 제형에 적용하여 2~8°C 냉장 조건에서도 6개월 이상 안정성을 유지하고, 최대 3년 이상 90% 이상의 약물 활성을 유지할 수 있다는 성과도 확인했다. 특히 P-MAP 기술은 변질 위험이 높은 액상 제형을 고형화하여 안정성을 확보했고, 이를 통한 상온 유통 실현은 글로벌 공급망 내 율가 경쟁력으로 이어질 것으로 전망된다.

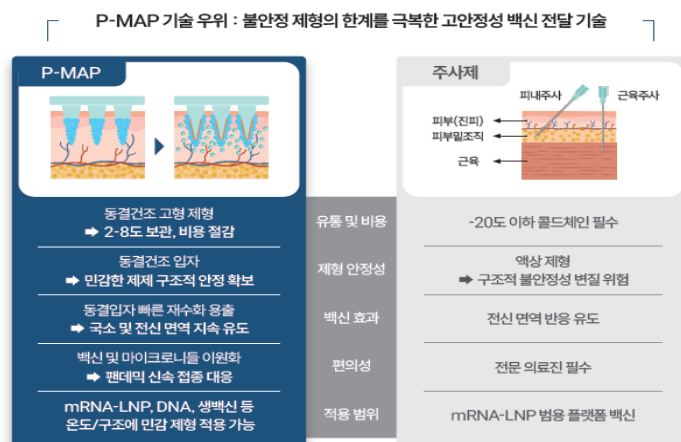
신흥시장에서의 기회와
높은 산업 성장성

동남아시아나 아프리카 등 신흥시장에서의 구조적 성장도 기대된다. 1) 세계보건기구에 따르면, 사하라 이남 아프리카 보건 시설의 약 20%가 냉장 보관 시설을 전혀 갖추고 있지 않고, 2) 부적절한 온도 관리와 물류 문제로 매년 전 세계적으로 백신의 최대 50%가 낭비되고 있기 때문이다. 시장 조사 기관에 따르면 마이크로니들 시장은 2025년 42억 달러, 2035년에는 85억 달러로 연평균 7.1% 성장할 것으로 전망된다.

글로벌 파트너십 기반의
공적 조달 시장 진입

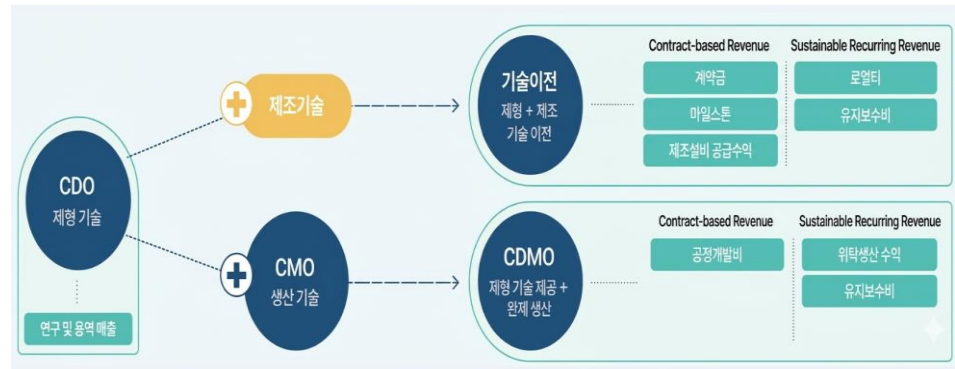
실제 2025년 빌앤멜린다게이츠재단이 파트너십을 맺은 배경인 상온 유통 백신의 실현 가능성과 더불어, 글로벌 빅파마 GSK와 장티푸스 백신 공동개발 및 해외 임상 1상 IND를 준비 중이라는 점에 주목한다. GSK와 같은 세계적 기업과의 협업은 동사의 마이크로니들 기술력과 상업화 가능성이 국제 수준에서 입증되었음을 의미하며 이는 향후 신규 파트너십 확대로 이어질 레퍼런스가 될 것으로 기대된다. 현재 GLP 독성 시험을 마치고 임상 진입을 앞둔 상황에서 GSK와의 파트너십은 신흥시장 진입 및 글로벌 공적 수요 확보를 가속화할 핵심 동력으로 중장기적인 매출 업사이드를 견인할 것으로 기대된다.

그림 193. 콜드체인 한계 극복을 위한 P-MAP 기술의 구조적 안정성 및 특징점



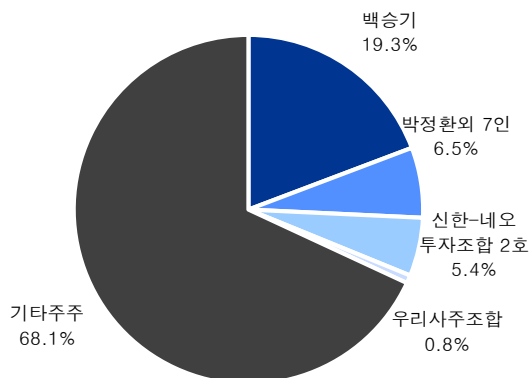
자료: 퀴드메디슨, IBK투자증권

그림 194. 쿼드메디슨 비즈니스 모델



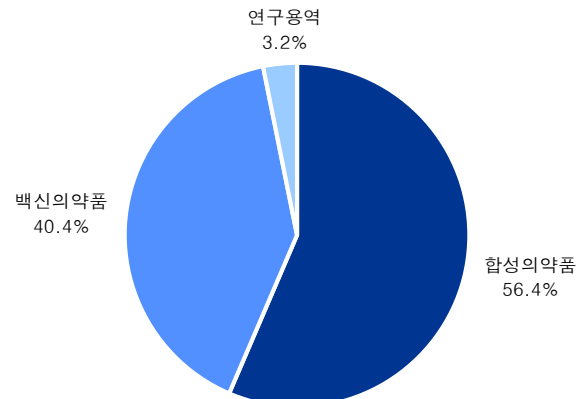
자료: 쿼드메디슨, IBK투자증권

그림 195. 주주별 지분율(25년말 기준)



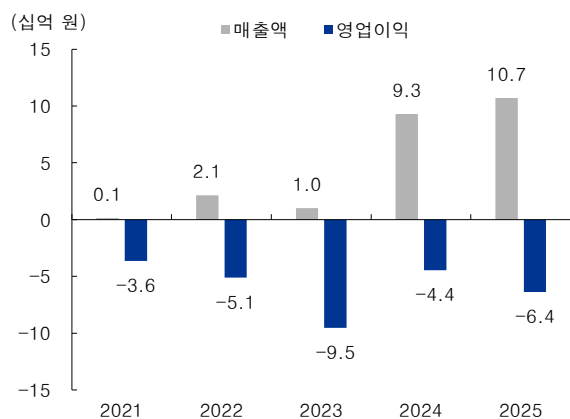
자료: DART, IBK투자증권

그림 196. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



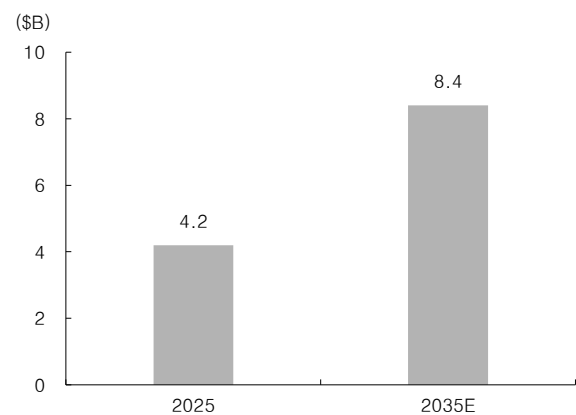
자료: DART, IBK투자증권

그림 197. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 198. 글로벌 마이크로니들 시장 규모



자료: Researchnester, IBK투자증권

쿼드메디슨 (464490)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	0	2	1	9	11
증가율(%)	na	na	-52.5	819.6	15.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	2	1	9	11
매출총이익률 (%)	0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	4	7	11	13	17
판매비율(%)	0	350.0	1,100.0	144.4	154.5
영업이익	-4	-5	-10	-3	-6
증가율(%)	na	40.8	85.9	-65.5	84.0
영업이익률(%)	0	-250.0	-1,000.0	-33.3	-54.5
순금융손익	-1	-1	0	0	0
이자손익	-1	-1	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-2	0	-2	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-7	-9	-10	-5	-8
법인세	0	0	0	0	0
법인세율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	-7	-9	-10	-5	-8
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-7	-9	-10	-5	-8
증가율(%)	na	29.9	9.7	-48.5	53.2
당기순이익률 (%)	0	-450.0	-1,000.0	-55.6	-72.7
지배주주당기순이익	-7	-9	-10	-5	-8
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-7	-9	-10	-5	-8
EBITDA	-3	-4	-7	0	-3
증가율(%)	na	40.7	87.4	-98.3	na
EBITDA마진율(%)	0	-200.0	-700.0	0.0	-27.3

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-1,368	-1,509	-1,133	-577	-799
BPS	-3,299	2,658	1,028	1,234	2,637
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	-19.5
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	5.9
EV/EBITDA	0.4	2.0	-0.2	23.1	-57.2
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	1,488.3	-52.5	819.6	15.0
EPS증가율	0.0	10.3	-24.9	-49.1	38.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	41.5	-8,333.5	-76.0	-49.1	-37.2
ROA	-96.1	-68.7	-44.4	-17.6	-18.8
ROIC	39.6	211.2	-78.9	-31.9	-46.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	-143.1	12.2	181.4	176.3	68.1
순차입금 비율(%)	5.9	-47.1	22.2	-25.0	-66.7
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	99.2	0.0	16.6	7.4
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산회전율	0.0	0.2	0.0	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	2	9	5	11	30
현금및현금성자산	2	4	4	10	26
유가증권	0	5	0	0	1
매출채권	0	0	0	1	2
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	5	10	20	20	20
유형자산	4	9	19	19	19
무형자산	0	0	0	0	1
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	7	19	25	32	50
유동부채	22	1	4	6	11
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	6
비유동부채	2	1	12	14	10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	0	6	6	1
부채총계	24	2	16	20	20
지배주주지분	-17	17	9	12	30
자본금	0	4	4	5	6
자본잉여금	1	37	38	45	71
자본조정등	1	2	3	3	2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-18	-27	-37	-42	-49
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	-17	17	9	12	30
비이자부채	23	2	10	13	13
총차입금	1	0	6	7	7
순차입금	-1	-8	2	-3	-20

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-2	-2	2	2	-4
당기순이익	0	0	0	0	0
비현금성 비용 및 수익	5	7	4	5	5
유형자산감가상각비	1	1	2	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	0	0	8	2	-1
매출채권등의 감소	0	0	0	-1	-1
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-7	-9	-10	-5	-8
투자활동 현금흐름	-1	-11	-7	-5	-5
유형자산의 증가(CAPEX)	1	6	12	3	2
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
기타	-2	-17	-19	-7	-6
재무활동 현금흐름	1	14	6	8	25
차입금의 증가(감소)	0	-1	6	1	0
자본의 증가	0	15	1	7	25
기타	1	0	-1	0	0
기타 및 조정	0	0	0	1	0
현금의 증가	-2	1	1	6	16
기초현금	4	2	4	4	10
기말현금	2	4	4	10	26

Analyst 이건재

엑셀세라퓨틱스 (373110)

상장일	2024.07.15
현재가 (5/8)	1,544원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	27십억원
발행주식수	17,294천주
액면가	500원
52주 최고가	3,491원
최저가	1,301원
60일 일평균거래대금	1십억원
외국인 지분율	3.9%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-1%	-44%	-73%
절대기준	10%	-23%	-56%

주주구성	
이익일	11.68%
한국투자RE-UP펀드	2.62%
오가노이드사이언스	1.73%
대상	1.22%

세포치료제의 난제를 극복한 바이오 소부장 기업

유전자세포치료제(CGT)의 필수 파트너

엑셀세라퓨틱스는 2015년에 설립되어 2024년 7월 코스닥 시장에 상장된 바이오 소재·부품·장비 전문 기업이다. 동사는 기존 세포치료제 시장의 고질적 난제였던 혈청 배지의 상업적, 윤리적, 기술적 한계를 극복하기 위해 동물유래 성분은 배제시키고, 화학적으로 규명 가능한 성분만으로 구성된 무혈청 화학 조성배지 기술 개발에 성공했다. 줄기세포, 유전자 치료제, 엑소솜 등 재생의료 전반에 활용되는 동사의 기술은 높은 희소성을 인정받고 있으며, 최근 블루메이지향 수출을 통해 글로벌 시장 내 입지를 강화하고 있다.

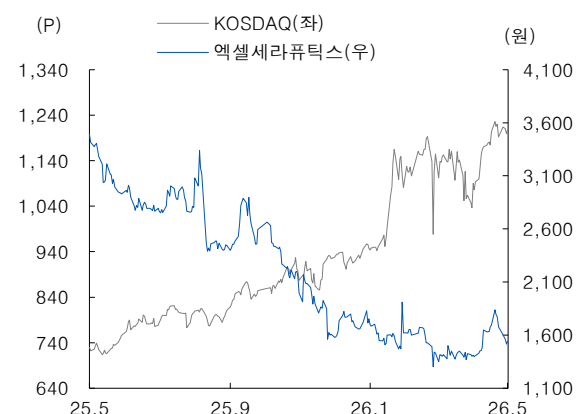
대형VC투자로 인정받은 기술력

최대주주는 이익일 대표이사이며, 11.68%의 지분을 보유하고 있다. 주요 기관 투자자로는 오가노이드사이언스, 대상(주) 등이 전략적투자자로 각 1.73%, 1.22%의 지분을 확보하고 있다. 여기에 한국투자파트너스 또한 투자자로 이름을 올리고 있어, 대형 VC로부터 기술적 가치를 인정받았음을 보여준다. 상장 이후 보호예수 해제와 물량 출회 과정을 거치며 오버행 리스크는 상당 부분 해소되어 수급 측면에서 안정화 국면에 진입한 것으로 판단된다.

시장 기대를 실제로 바꾸는 노력

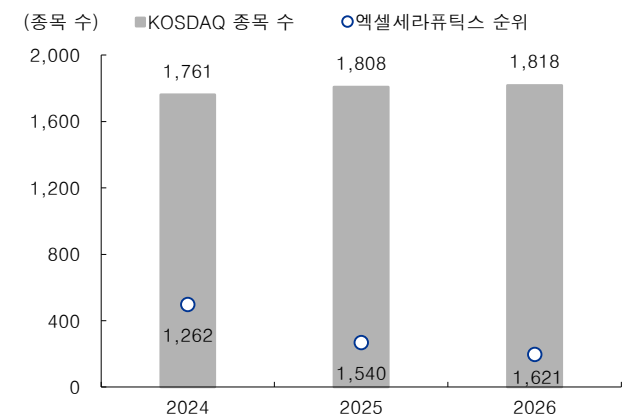
글로벌 바이오 공정이 3세대 화학조성 배지로 재편되는 패러다임 전환기 속에서 동사는 독보적인 기술력을 바탕으로 본격적인 시장 침투를 시작하고 있다. 블루메이지와의 협업과 상야 바이오텍으로의 엑소솜 배지 직접 공급은 동사의 상업적 신뢰도를 입증하는 증거이며, 하반기 신규 라인업 가동 시 대응 시장 규모는 기존 대비 10배 가량 확장될 전망이다. 현재 60%를 상회하는 상품 매출 비중은 기업의 외형을 지탱하는 견고한 기초 체력이자, 3세대 배지가 시장에 안착하기까지 사업적 연속성을 보장하는 역할을 할 것으로 판단된다.

그림 199. 주가 추이



자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 200. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

세포들의 식단이 바뀌고 있다

무게중심은 2세대에서
3세대로 이동 중

현재 글로벌 바이오 의약품 시장의 무게중심은 기존 항체 의약품(2세대)에서 세포·유전자 치료제(CGT, 3세대)로 빠르게 이동하고 있다. CGT는 난치성 질환의 ‘완치’를 목표로 하는 혁신적 치료제이나, 상업화 과정에서 가장 큰 걸림돌은 제조 공정의 표준화와 안전성 확보다. 특히 최근 시장의 트렌드가 환자 개인의 세포를 쓰는 자가(Autologous)방식에서 타인의 세포를 대량 생산하는 동종(Allogeneic)방식으로 넘어가면서, 세포의 성장과 품질을 결정짓는 ‘배지’의 중요성은 과거 어느 때보다 높아진 상황이다.

상업화 승인 단계에서는
필수적인 요소가 되어가는
3세대 배지

시장에서 주로 사용되는 1, 2세대 배지는 소태아혈청(FBS)이나 동물 유래 성분 등 동물 유래 성분에 의존해 왔다. 하지만 이는 공급의 불안정성, 바이러스 감염 리스크, 그리고 무엇보다 품질 편차라는 여러 약점을 지니고 있다. 글로벌 규제기관(FDA 등)은 상업화 승인 단계에서 원료의 추적성과 일관성을 엄격히 요구하고 있으며, 제약사들에게 동물 유래 성분 배제는 이제 ‘권고’를 넘어 ‘필수’적인 요소가 되었다.

이러한 산업적 변곡점에서 엑셀세라퓨틱스는 ‘3세대 무혈청 화학조성 배지’ 상용화에 성공하며, 차세대 글로벌 표준을 선점할 수 있는 기술적 교두보를 마련했다. 동사의 CD(Chemical Defined)배지는 모든 성분이 화학적으로 규명되어 있어 품질의 재현성이 완벽하며, 동물 유래 성분을 0%로 배제하여 국가별 규제 대응력을 극대화한 배지이다.

3세대 배지 시장을 위한
선제적 셋팅

나아가 동사는 용인에 CD배지 전용 공장을 선제적으로 구축하여 대량 생산 체제를 완비했다. 3세대 배지 시장은 고도의 배합 기술이 요구되어 진입 장벽이 높고 한번 특정 배지로 공정이 셋팅되면 변경이 어려운 락인(Lock-in)효과가 강력하게 발생하는 산업적 특성을 가지고 있다. 동사의 기구축된 인프라를 통한 선제적 표준 선점은 향후 글로벌 수요 대응 및 중장기적 외형 성장의 핵심 동력이 될 전망이다.

그림 201. 세대별 배지 특징

CGT Media	1 st generation >	2 nd generation >	3 rd generation
구분 (구성성분)	Fetal Bovine Serum (FBS)  우태아혈청(FBS), 동물/인체유래물질 추출물 등	Xeno (or) Serum-Free  혈소판 유래물, 동물/인체 유래, 소 뇌하수체 추출물 등	Chemically Defined (CD)  재조합 단백질, 합성물 등
글로벌 다국적 기업의 시장 선점 - M&A와 제휴 방식의 기술 확보			
Key Players	      	       	세계 최초 3세대 화학조성배지 개발    
특징	• 동물유래물질 함유(바이러스에 의한 감염 가능성/면역원성/윤리환경적(ESG) 문제) • 대량 수급 및 균질화 단계/원료 추적 어려움 • 규제에 의한 글로벌 진출 한계	• 인체유래물질 함유 • 대량 수급 및 균질화의 한계 • 원료 추적의 어려움 • FBS 대비 안전성 개선	• 높은 안전성 확보(화학적으로 규명된 원료 사용) • 수급 안정성 및 균질성 확보(동물유래물질 배제) • 동물유래원료를 배제하는 글로벌 규제 트렌드에 적합 • 우수한 세포 증식력을 통한 높은 생산성(경제성 ↑)

자료: 엑셀세라퓨틱스, IBK투자증권

중국에서 알아본 기술력, 10배 넓어진 영토로 진격

피어나는 시장의 관심

엑셀세라퓨틱스의 3세대 화학조성 배지는 연구 단계를 지나 글로벌 시장의 실질적인 ‘상업화 레퍼런스’를 축적하는 단계에 진입했다. 동사의 기술적 가능성을 보여주는 주요 지표는 세계 최대 히알루론산(HA) 원료 공급 기업인 중국 ‘블루메이지 바이오텍’과의 전략적 협업이다. 대형 소재 기업인 블루메이지가 동사를 파트너로 선택했다는 점은, 엑셀세라퓨틱스가 글로벌 수준의 품질 관리 역량을 갖추어 가고 있음을 보여준다. 이는 단순한 일회성 판매를 넘어, 블루메이지의 유통망을 통해 현지 세포치료제 제조 공정에 동사의 배지가 ‘규격 원료’로 검토되기 시작했다는 점에서 유의미한 진전으로 평가된다.

중국에서 인정한 기술력

특히 차세대 시장인 엑소좀 분야에서는 구체적인 수요처를 확보하며 시장 침투를 본격화하고 있다. 중국의 엑소좀 전문 기업인 상야 바이오텍(Xiangya)에 엑소좀 전용 배지를 공급하기로 한 계약은 최종 엔드유저와 직접 계약을 맺은 첫 사례라는 점에서 상업적 의미가 크다. 상야 바이오텍은 노벨 생리학·의학상을 수상한 마틴 존 에반스가 CTO로 재직하고 있는 곳으로, 이러한 기술진이 포진한 기업이 동사의 소재를 채택했다는 것은 엑소좀 배양 기술에 대한 동사의 기술력이 시장에서 긍정적으로 인정받고 있음을 시사한다.

하반기 신규 파이프라인 집중 출시로 시장 커버리지 확대

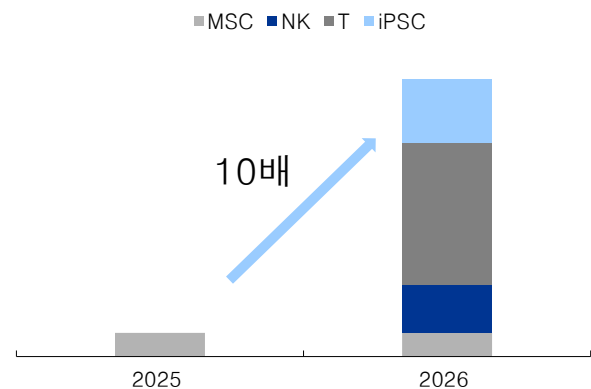
향후 성장성은 2026년 하반기 신규 파이프라인의 집중 출시를 통해 더욱 넓어질 전망이다. 동사는 Feeder-Free NK, T AOF, iPSC AOF 등 신규 배지 라인업의 출시를 앞두고 있다. 이러한 라인업 확충은 기존 줄기세포(MSC)시장에 국한되었던 제품 포트폴리오를 면역세포 및 차세대 치료제 영역까지 전방위로 확장하는 전략으로, 신규 라인업 가동 시 이론적인 적용 시장 규모는 기존 MSC 대비 10배 이상 확대될 것으로 추산된다. 결과적으로 동사는 대응 가능한 시장의 커버리지를 비약적으로 키우며 초기 시장 침투율을 높여가는 데 주력하고 있다.

표 9. 하반기 신규 배지 출시 상품

제품명	출시시기
CellCor FeederFree NK	3Q26
CellCor T AOF	3Q26
CellCor iPSC AOF	4Q26
CellCor MSC CD AOF	4Q26
CellCOR EXO AOF	4Q26

자료: 엑셀세라퓨틱스, IBK투자증권

그림 202. 시장 커버리지 확대 및 글로벌 수출 증가



자료: 엑셀세라퓨틱스, IBK투자증권

상품 시너지를 통한 하방 경직성 확보와 실적 가시화

3세대 배지 사업이 활성화
되기 전, 기초 체력을
담당할 상품 매출

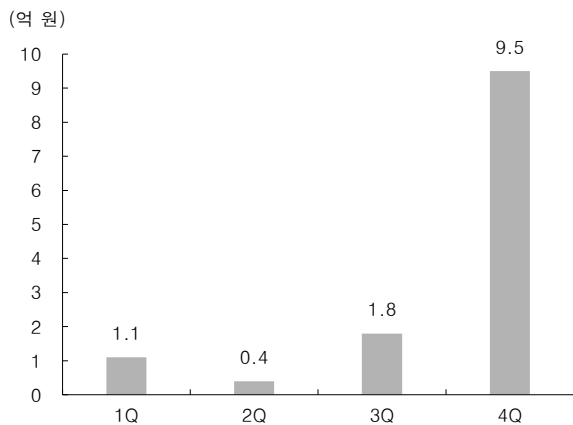
엑셀세라퓨틱스는 주력 제품인 3세대 배지 시장의 전방위적 확산에 앞서, 외부 바이오 소재 및 장비를 도입하여 판매하는 ‘상품 매출’을 통해 실질적인 매출 체력을 구축하고 있다. 이는 자사 제품인 배지 판매와 상호 보완적인 시너지가 가능한 바이오텍 유통 사업으로, 2025년 누적 매출 기준 상품 매출 비중은 약 64.8%를 기록하며 전체 외형 성장을 주도하는 모습이다. 해당 포트폴리오는 지난해 상반기부터 글로벌 바이오 소재, 시약, 장비에 대한 국내 판권을 전략적으로 확보하고 영업 전문 인력을 확충해온 결과로 풀이된다.

25년 4분기부터 가시화된
상품 매출

이러한 사업 구조의 성과는 2025년 4분기 실적에서 가시화되었다. 해당 분기에만 약 9.5억 원의 상품 매출이 발생하며 사상 첫 분기 10억원 대 매출 달성에 기여했으며, 이를 통해 단일 분기 기준 약 10~20억 원 규모의 고정적인 매출 발생 체력을 갖췄음을 확인했다. 글로벌 바이오 장비 기업 BD(Becton Dickinson)의 세포 분석 장비와 엑소좀 분리·정제 시스템 ‘엑소더스(Exodus)’ 등의 라인업은 배지 수요처와 밀접한 연관성을 지니고 있어 향후 영업 전개 과정에서 긍정적인 영향이 예상된다.

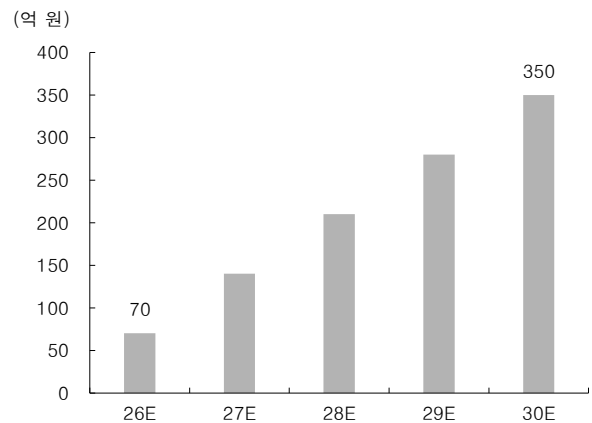
외형적 안정성을 보강해 주는 전략적 완충 지대 역할을 수행할 것으로 판단된다. 견조한 상품 매출 기반 위에 배지 제품 매출이 가산되는 구조가 안착 된다면, 이후 본격적인 매출 발생시 전사적인 수익성 개선과 기업가치 제고를 이루어낼 것으로 기대된다.

그림 203. CGT-TSP 상품 매출 추이(‘25년)



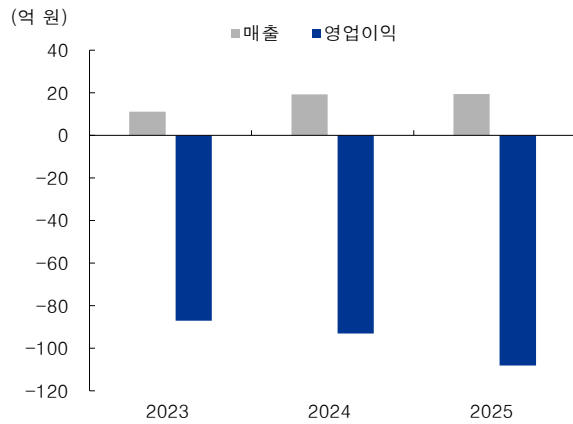
자료: DART, IBK투자증권

그림 204. 연도별 상품 매출 예상(~'30년)



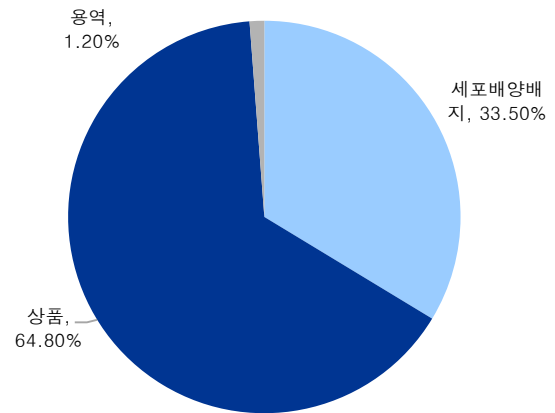
자료: 엑셀세라퓨틱스, IBK투자증권

그림 205. 매출액, 영업이익 추이(3개년)



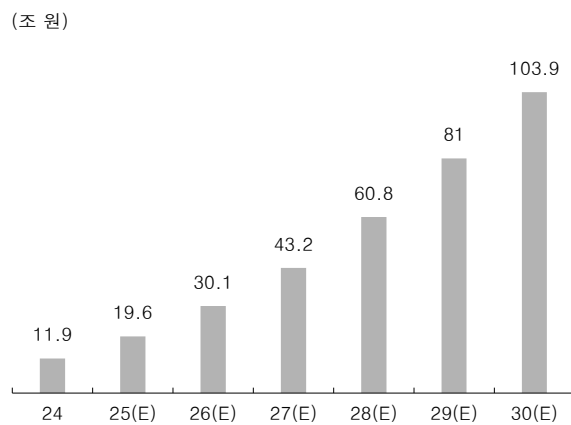
자료: DART, IBK투자증권

그림 206. 매출 비중(25년 기준)



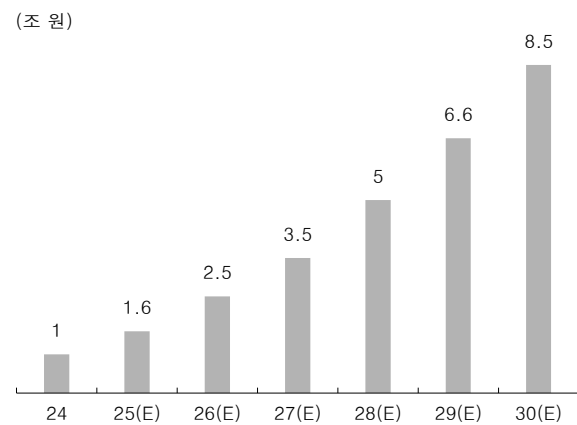
자료: DART, IBK투자증권

그림 207. 글로벌 CGT 시장 전망



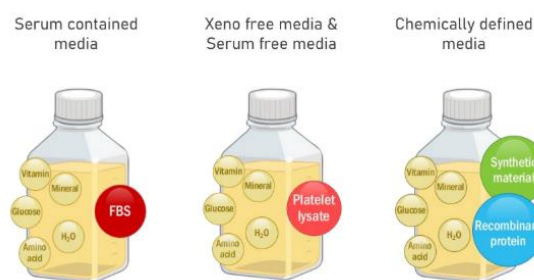
자료: Global Data, 엑셀세라퓨틱스, IBK투자증권

그림 208. 매출 비중(25년 기준)



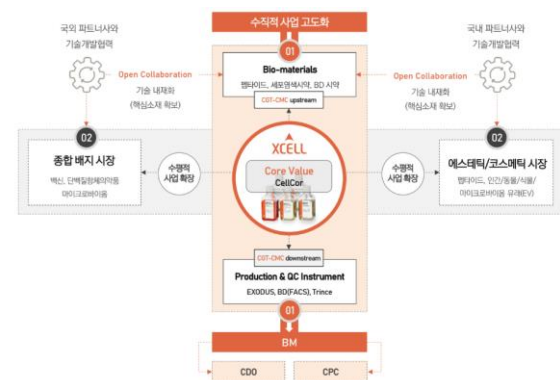
자료: Global Data, 엑셀세라퓨틱스, IBK투자증권

그림 209. 배지 분류 개념도



자료: Global Data, 엑셀세라퓨틱스, IBK투자증권

그림 210. 향후 사업 계획



자료: Global Data, 엑셀세라퓨틱스, IBK투자증권

엑셀세라퓨틱스 (373110)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	2	1	1	2	2
증가율(%)	264.0	-48.1	10.2	72.1	0.8
매출원가	2	3	3	3	4
매출총이익	0	-2	-2	-1	-2
매출총이익률 (%)	0.0	-200.0	-200.0	-50.0	-100.0
판매비	5	7	7	8	9
판매비율(%)	250.0	700.0	700.0	400.0	450.0
영업이익	-6	-8	-9	-9	-11
증가율(%)	27.9	46.0	4.6	7.3	15.9
영업이익률(%)	-300.0	-800.0	-900.0	-450.0	-550.0
순금융손익	-4	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	-4	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-9	-8	-9	-10	-11
법인세	0	0	0	0	0
법인세율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	-9	-8	-9	-10	-11
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-9	-8	-9	-10	-11
증가율(%)	-10.8	-7.5	11.0	2.9	15.1
당기순이익률 (%)	-450.0	-800.0	-900.0	-500.0	-550.0
지배주주당기순이익	-9	-8	-9	-10	-11
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-9	-8	-9	-9	-11
EBITDA	-5	-7	-7	-8	-9
증가율(%)	24.0	45.6	4.2	8.2	18.6
EBITDA마진율(%)	-250.0	-700.0	-700.0	-400.0	-450.0

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-890	-790	-867	-789	-806
BPS	1,545	811	226	704	420
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	-4.5	-2.1
PBR	0.0	0.0	0.0	5.1	4.0
EV/EBITDA	1.9	0.0	-0.6	-5.5	-3.5
성장성지표(%)					
매출증가율	264.0	-48.1	10.2	72.1	0.8
EPS증가율	-50.3	-11.3	9.8	-9.0	2.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-106.3	-67.1	-167.2	-161.8	-132.5
ROA	-47.7	-42.4	-70.7	-68.9	-66.5
ROIC	-253.5	-129.2	-165.1	-227.0	-239.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	45.7	81.9	323.6	83.8	118.8
순차입금 비율(%)	-56.3	0.0	250.0	-33.3	42.9
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	21.2	4.8	4.1	11.5	-65.7
재고자산회전율	3.2	1.7	1.5	2.7	2.0
총자산회전율	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	15	7	4	11	10
현금및현금성자산	15	5	1	8	2
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	0	0	0	0	0
재고자산	1	1	1	1	1
비유동자산	8	8	6	7	6
유형자산	6	6	4	3	3
무형자산	0	0	0	1	1
투자자산	0	0	0	1	1
자산총계	24	16	11	17	16
유동부채	5	5	5	5	5
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	4	4	4	4	4
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	2	3	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	1	1	1	1
부채총계	7	7	8	8	9
지배주주지분	16	9	2	9	7
자본금	4	4	5	5	9
자본잉여금	40	40	43	58	64
자본조정등	0	1	1	1	1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-28	-37	-46	-56	-67
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	16	9	2	9	7
비이자부채	1	2	2	3	4
총차입금	6	5	6	5	5
순차입금	-9	0	5	-3	3

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-5	-7	-7	-7	-9
당기순이익	0	0	0	0	0
비현금성 비용 및 수익	5	2	3	3	2
유형자산감가상각비	1	1	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	0	-1	0	0	-1
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	0	0	0	0	-1
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-10	-8	-10	-10	-10
투자활동 현금흐름	-2	-1	0	-1	-5
유형자산의 증가(CAPEX)	1	1	0	0	1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-2	-4
기타	-3	-2	0	1	-2
재무활동 현금흐름	14	0	3	15	9
차입금의 증가(감소)	3	0	0	-1	0
자본의 증가	8	0	3	15	9
기타	3	0	0	1	0
기타 및 조정	1	-1	0	0	-1
현금의 증가	8	-9	-4	7	-6
기초현금	7	15	5	1	8
기말현금	15	5	1	8	2



자동차/2차전지

Analyst 이현욱

상장일	2019.03.05
현재가 (5/8)	237,500원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	23,235십억원
발행주식수	97,830천주
액면가	500원
52주 최고가	246,000원
최저가	81,200원
60일 일평균거래대금	126십억원
외국인 지분율	14.3%
배당수익률(2025.12)	0.1%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	3%	14%	38%
절대기준	14%	57%	129%

주주구성	
에코프로 외 11 인	45.48%
자사주	0.01%

에코프로비엠 (247540)

유럽 규제 정책 수혜 기대

하이니켈 양극재 1위 업체

에코프로비엠은 이차전지의 핵심 소재인 양극재를 개발 및 생산하고 있다. 부문별 주요 제품은 EV용 하이니켈 양극재, ESS 및 전동 공구용 양극재 등이 있다. 동사는 국내외 대규모 생산 거점을 확보하고 있으며, 글로벌 고객사와의 협력을 강화하기 위해 헝가리 등 해외 현지 생산 설비를 증설하고, 인도네시아 니켈 제련소 인수 등 원재료 공급망 최적화를 통해 하이니켈 양극재 시장에서의 경쟁력을 확보하고 있다.

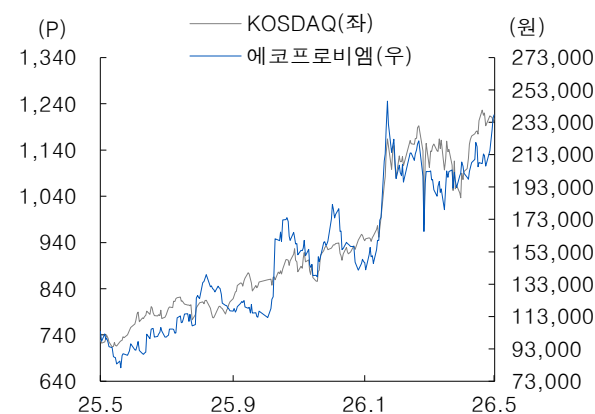
에코프로 그룹사의 만형 에코프로비엠

에코프로비엠의 최대주주는 40.8%를 소유한 모회사 에코프로이며, 특수관계인 포함 45.5%로 구성되어 있다. 동사는 모회사의 안정적인 지배력을 기반으로 빠른 의사결정 체제를 구축하고 있다.

유럽 전기차 믹스 개선에 따른 수혜 기대

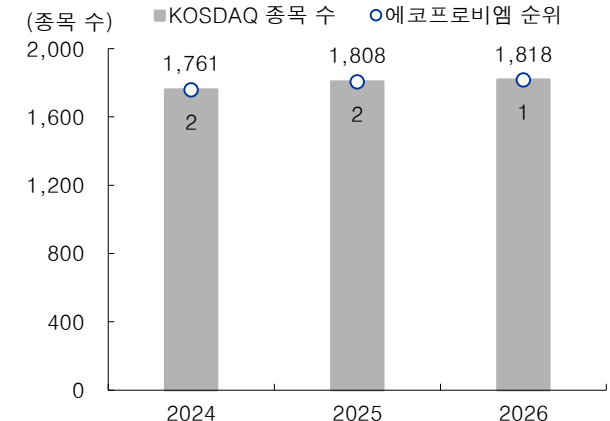
에코프로비엠의 투자포인트는 1) 유럽 EV 시장 회복에 따른 실적 개선세 진입, 2) 유럽 규제 강화에 따른 현지 생산 수혜, 3) 인도네시아 니켈 제련 투자에 따른 원가 경쟁력 강화이다. 1Q26 EU지역 BEV 판매는 54.7만 대, 침투율은 19.4%로 전년동기 15.2% 대비 상승하며 유럽 시장 회복세가 확인되고 있다. 동사는 헝가리 5.4만 톤 양극재 공장을 기반으로 2026년부터 본격 가동 예정이며, 기존 3개 라인도 대부분 고객 대응 전략이 구체화되고 있어 유럽 수요 회복의 직접적인 수혜가 기대된다. 유럽의 공급망 현지화 및 고객의 탈중국 기조 강화에 따라 추가 고객 확보 가능성도 높다. 여기에 인도네시아 니켈 제련소 1단계 투자 완료로 연간 2만 8,500톤 수준의 MHP(Mixed Hydroxide Precipitate) 확보 기반이 마련되어, 중장기 원가 안정성과 수익성 개선에도 긍정적이다.

그림 211. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 212. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

유럽 EV 시장 개화에 따른 실적 개선 기대

유럽 EV 시장 성장과 유럽
탈중국 공급망 재편으로
한국 소재 채택 가능성 ↑

유럽 EV 시장 회복과 탈중국 공급망 재편이 맞물리며, 에코프로비엠의 헝가리 양극재 공장의 가동률 상승과 추가 증설 필요성이 동시에 부각되고 있다. 1Q26 EU지역 BEV 판매는 54.7만대, 시장 점유율은 19.4%로 전년동기 15.2% 대비 4.2%p 상승했다. 탄소 배출 규제 강화에 따른 유럽 전기차 비중이 빠르게 높아지고 있으며 중국 배터리 의존도를 낮추는 과정에서 한국 배터리 및 소재 업체의 채택 가능성이 높아지고 있다.

유럽(헝가리) 내 5.4만톤
규모의 양극재 공장 확보

이와 같은 환경 속에서 에코프로비엠은 헝가리 EA1 연산 5.4만 톤 규모의 양극재 공장을 확보하고 있으며, 2Q26 A사 향 라인 1개, 3Q26 B사 향 라인 1개, 나머지 1개 라인은 추가 고객 대응을 위해 NCA에서 NCM으로 전환 예정이다. 또한 28년부터 대응 예정인 C사 9만 톤, D사 10만 톤 합산 19만 톤, 계약기간 6년을 고려 시 EA2 증설 필요성도 부각되고 있다. 1공장의 CAPEX가 약 1조원 수준이었다면, 2공장의 경우 부지 확보가 이미 완료되어 CAPEX 부담은 5,000억 원 수준으로 예상된다.

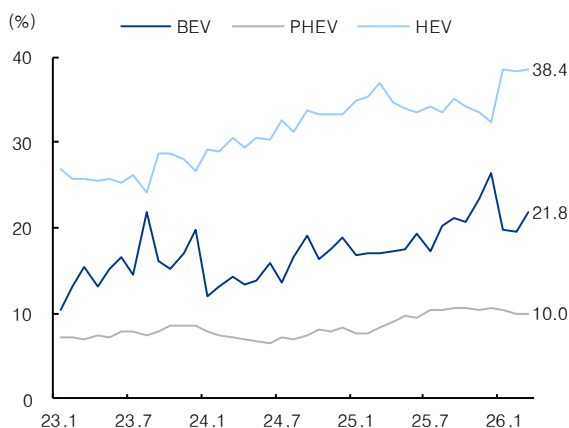
유럽 EV 수요 회복 및 고객
다변화로 추가 증설이
필요한 상황

현재는 유럽 EV 수요 회복과 고객 다변화로 인해 기존 CAPA가 빠르게 소진되고 추가 증설이 필요한 국면이라 판단한다. 동사도 글로벌 OEM 신규 수주 확대에 대응하기 위해 헝가리 공장 추가 증설을 검토하고 있다고 밝혔으며 이미 확보된 부지를 활용해 초기 투자 효율을 높이면서 28년 이후 유럽 OEM향 추가 물량 대응이 가능해질 전망이다.

동사의 미국향 양극재
비중은 10% 수준으로 미국
영향은 제한적

동사의 미국향 양극재 매출 비중은 10%대 수준으로 북미 정책 변수의 영향은 제한적이다. 결국 유럽 EV 시장 회복, 현지 조달 수요 확대, 헝가리 공장 풀가동, 추가 증설의 선순환 구조에 진입 초기에 있다는 점이 투자포인트이다.

그림 213. 유럽 차종별 xEV 침투율 추이



자료: ACEA, IBK투자증권

그림 214. 에코프로비엠 헝가리 공장과 고객사 공장 위치



자료: 언론자료, IBK투자증권

유럽 규제정책 영향 본격화에 따른 수혜 기대

IAA, TCA, CRMA 등
친환경 정책 변화에 따른
유럽 내 생산시설 수혜

에코프로비엠의 유럽 정책의 전기차 관련 투자 포인트는 헝가리 양극재 공장을 기반으로 한 현지 생산 체계가 IAA(Industrial Accelerator Act), TCA(EU-UK 무역협력 협정), CRMA(핵심 원자재법) 강화 흐름과 맞물리며 유럽 내 진출한 배터리 신규 고객 확보 가능성이 높아졌다는 점이다.

IAA: Made in EU 강화.
단순 가격 경쟁력보다 유럽
생산 거점 보유 여부 중요

26년 3월 유럽은 IAA 초안 공개를 통해 공공조달과 지원제도에서 저탄소 및 유럽산 제품 우대, 즉 Made in EU 성격의 기준을 확대하는 방향을 제시했다. 이는 배터리 소재 역시 단순 가격 경쟁을 넘어 유럽 내 생산 거점 보유 여부가 수주 경쟁력으로 연결될 수 있음을 의미한다. 에코프로비엠은 이미 헝가리에 연 5.4만 톤 CAPA의 양극재 공장을 구축하고 있어 유럽에 진출한 OEM 및 셀 업체 입장에서 공급망 안정성과 정책 적합성을 동시에 충족할 수 있는 소재 벤더로 평가받을 것으로 판단한다.

CRMA: EU 내 채굴 10%,
가공 40%, 재활용 25%로
유럽 내 조달수요 확대

여기에 CRMA 역시 2030년까지 EU 연간 수요 기준으로 역내 채굴 10%, 가공 40%, 재활용 25%를 목표로, 전략 원자재별 단일 제 3국 의존도를 65% 미만으로 낮추는 방향을 제시하고 있어 유럽 내 생산 및 가공 거점 확보와 공급망 다변화가 중요해지고 있음을 의미한다. TCA에 따르면 영국과 EU간 수출 시 배터리셀 기준 65% 이상 현지산 부품을 사용해야 무관세 혜택을 받을 수 있으며 27년부터 더 엄격한 규정이 적용될 예정이다.

IAA, TCA, CRMA 모두
유럽(헝가리) 내 공장을
가지고 있는 동사에 우호적

종합하면, IAA는 유럽산 소재 우대, TCA는 원산지 규정 강화에 따른 현지 조달 수요 확대, CRMA는 핵심광물 및 소재 공급망 다변화 요구 강화라는 점에서 헝가리 양극재 공장을 가지고 있는 에코프로비엠에게 모두 우호적이다. 유럽 정책 변화로 단순 규제 부담이 아니라 추가 고객사 확보와 공급선 다변화 수혜로 연결될 것으로 예상된다.

표 10. IAA법안 EU 원산지 요건:배터리, 전기차, 철강 중심

구분	1단계 (시행 ~ 3년)	2단계 (시행 3년 이후)
BESS (배터리 에너지 저장 시스템)	배터리 셀 + 배터리 관리 시스템 (1MWh 초과 시)	배터리 셀 + 배터리 관리 시스템 + 추가 주요 부품 1개
전기차 (배터리 제외)	EU 역내 조립 & 차량 전체 부품(배터리 제외)의 70% 이상	전동 파워트레인, 주요 전자 시스템 원산지 가치(value)의 50%
전기차 배터리	배터리 셀 포함 주요 부품 3개 이상	배터리 셀 + 양극 활물질 + 배터리 관리 시스템 포함 주요 부품 5개 이상
철강 (저탄소 라벨)	온실가스 집약도 기반 분류 체계 수립 (EU 탄소거래제, 탄소국경조정제도 활용)	

자료: EU IAA, IBK투자증권

인도네시아 니켈 제련소 1,2단계 투자

에코프로 그룹사 차원에서
전기차 60만대에 해당하는
원료 확보 중

에코프로 그룹은 2022년 이후 인도네시아 IMIP(인도네시아 모로왈리 산업단지) 내 QMB(지분 9%), 메이밍(지분 9%), ESG(지분 10%), 그린에코니켈(지분 38%) 등 제련소 지분 투자를 확대해 왔다. 25년 9월 기준 누적 투자 규모는 약 7,000억원, 니켈 MHP(Mixed Hydroxide Precipitate) 물량은 연간 2만 8,500톤 규모이다. 이는 전기차 약 60만대분에 해당하는 원료이다.

인도네시아 2기 투자로
국영기업 등과 JV를 설립,
전구체 통산 산업단지 건설

IMIP 1기 투자에 이어 2025년 4월부터 인도네시아 2기 투자인 IGIP(인터내셔널 그린 산업단지) 사업도 본격적으로 추진 중이다. 인도네시아 국영기업 PT Value Indonesia 등 글로벌 기업들과 JV를 설립해 현지에서 원료 제련부터, 양극재 전구체를 생산할 수 있는 통합 산업 단지를 건설하고 있으며 니켈 MHP 연 6.6만 톤 CAPA를 27년 상반기 양산을 목표로 건설 중이다.

인도네시아 제련소 투자를
통해 매년 150억원의
지분투자 이익 반영 전망

중요한 점은 IMIP, IGIP 투자를 통해서 에코프로비엠은 매년 지분투자 이익 약 150억원이 반영될 전망이며, 니켈 제련소에서 전구체, 양극재로 이어지는 그룹 내 수직계열화가 구축 될 예정이다. 니켈 가격 변동성과 공급망 불확실성을 완화하는 요인으로 작용할 수 있으며, 향후 전구체 조달 안정화와 원가 구조 개선을 통한 마진 방어력 강화 측면에서 매우 긍정적이라 판단한다.

표 11. 인도네시아 IMIP 투자 현황

구분	생산능력 (Ni 기준)	회사명(지분율)
QMB	6.5만 톤	에코프로(9%)
그린에코니켈	2.0만 톤	에코프로(10%), MAT(28%)
메이밍	2.5만 톤	에코프로(9%)
E.S.G	4.0만 톤	에코프로·에코프로비엠(10%)
합계	15.0만 톤	총 7000억 원 투자

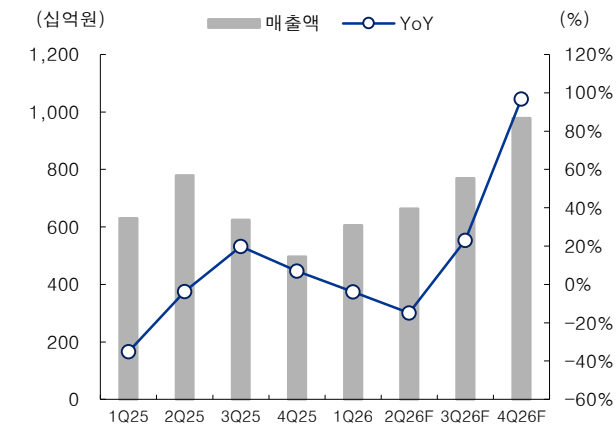
자료: 에코프로비엠, IBK투자증권

표 12. 에코프로 인도네시아 IGIP 투자 현황(제련소)

구분	총투자비	생산능력 (Ni 기준)	건설기간	지분율
주요내용	14.2억 달러	연 6.6만 톤	18개월 (25년 4월 착공)	최대 약 20%

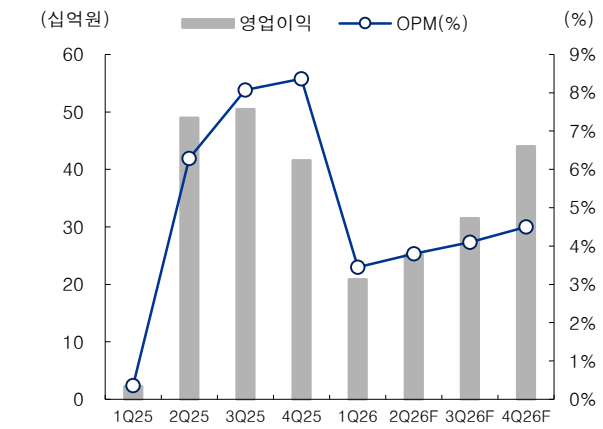
자료: 에코프로비엠, IBK투자증권

그림 215. 에코프로비엠 분기별 매출액 및 YoY 추이



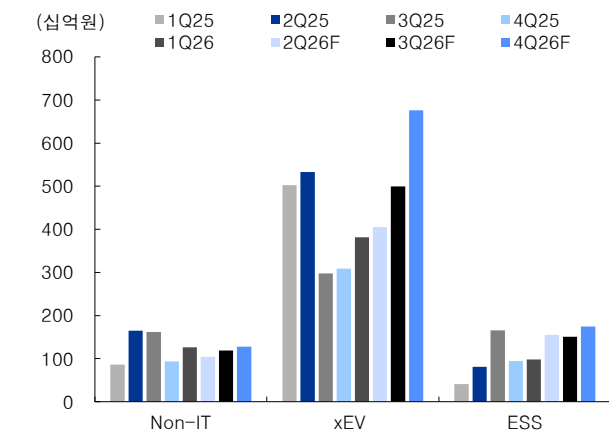
자료: 에코프로비엠, IBK투자증권

그림 216. 에코프로비엠 분기별 영업이익 및 OPM 추이



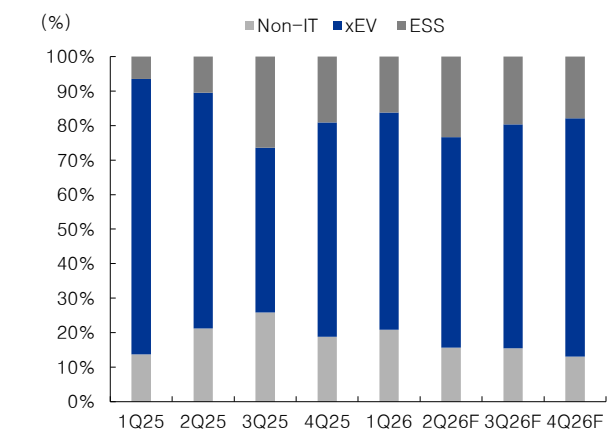
자료: 에코프로비엠, IBK투자증권

그림 217. 에코프로비엠 부문별 매출액 추이



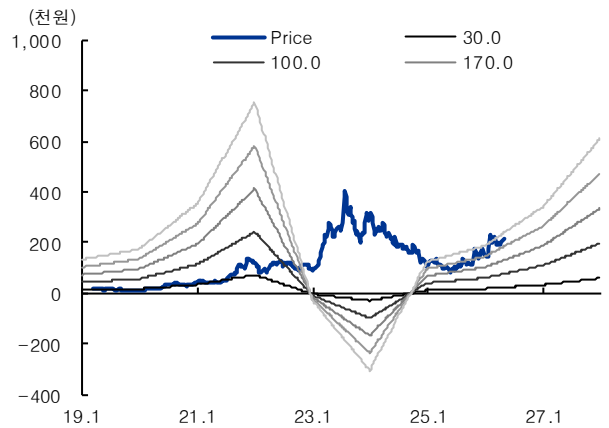
자료: 에코프로비엠, IBK투자증권

그림 218. 에코프로비엠 부문별 매출 비중 추이



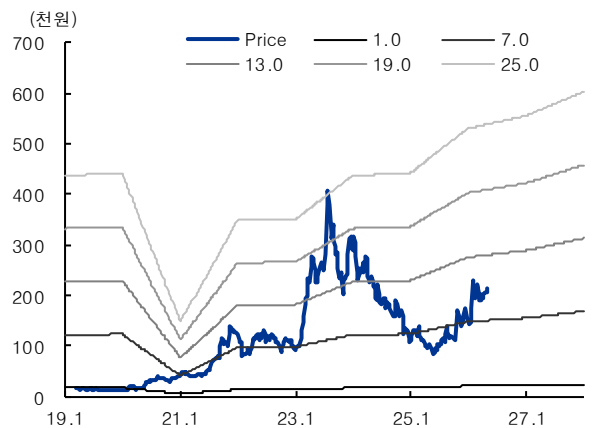
자료: 에코프로비엠, IBK투자증권

그림 219. 에코프로비엠 12MF PER 밴드



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, IBK투자증권

그림 220. 에코프로비엠 12MF PBR 밴드



자료: 에프앤가이드 Quantiwise, IBK투자증권

에코프로비엠 (247540)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	1,486	5,358	6,901	2,767	2,532
증가율(%)	73.8	260.6	28.8	-59.9	-8.5
매출원가	1,295	4,841	6,607	2,672	2,262
매출총이익	190	516	293	95	270
매출총이익률 (%)	12.8	9.6	4.2	3.4	10.7
판매비	75	135	137	129	126
판매비율(%)	5.0	2.5	2.0	4.7	5.0
영업이익	115	381	156	-34	143
증가율(%)	110.0	230.9	-59.0	-121.9	-520.1
영업이익률(%)	7.7	7.1	2.3	-1.2	5.6
순금융손익	0	-25	-51	-63	-52
이자손익	-4	-19	-58	-68	-52
기타	4	-6	7	5	0
기타영업외손익	0	-33	-35	4	-9
종속/관계기업손익	0	0	7	0	0
세전이익	114	323	78	-93	82
법인세	17	50	23	-34	-10
법인세율	14.9	15.5	29.5	36.6	-12.2
계속사업이익	98	273	55	-59	92
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	98	273	55	-59	92
증가율(%)	109.6	178.8	-79.9	-207.0	-256.5
당기순이익률 (%)	6.6	5.1	0.8	-2.1	3.6
지배주주당기순이익	101	232	-9	-97	39
기타포괄이익	-3	-6	14	95	-3
총포괄이익	94	267	69	37	88
EBITDA	158	445	249	76	214
증가율(%)	72.9	181.2	-44.2	-69.6	183.5
EBITDA마진율(%)	10.6	8.3	3.6	2.7	8.5

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	1,145	2,433	-89	-987	403
BPS	5,930	13,941	14,023	17,505	17,676
DPS	227	450	0	0	100
밸류에이션(배)					
PER	108.1	37.9	-3,224.7	-111.4	364.2
PBR	20.9	6.6	20.5	6.3	8.3
EV/EBITDA	72.4	21.8	119.4	164.7	75.1
성장성지표(%)					
매출증가율	73.8	260.6	28.8	-59.9	-8.5
EPS증가율	106.9	112.5	-103.7	1,004.9	-140.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.5	0.0	0.0	0.1
ROE	20.3	24.3	-0.6	-6.3	2.3
ROA	8.8	11.4	1.4	-1.3	2.0
ROIC	12.2	17.9	2.2	-1.9	2.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	139.2	126.7	172.7	118.7	142.2
순차입금 비율(%)	75.0	40.1	82.0	72.1	72.7
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.1	9.5	8.4	6.1	17.2
재고자산회전율	6.0	9.0	7.0	3.2	4.2
총자산회전율	1.3	2.2	1.8	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	739	2,274	2,443	1,378	1,390
현금및현금성자산	105	320	513	499	519
유가증권	1	30	0	15	15
매출채권	247	877	767	142	151
재고자산	339	856	1,109	616	603
비유동자산	687	1,100	1,918	2,946	3,492
유형자산	639	1,004	1,824	2,793	3,154
무형자산	12	13	14	19	38
투자자산	2	51	18	22	156
자산총계	1,426	3,374	4,362	4,324	4,882
유동부채	613	1,548	2,131	1,297	1,922
매입채무및기타채무	142	736	734	204	236
단기차입금	265	378	1,073	769	863
유동성장기부채	92	254	155	143	227
비유동부채	217	338	631	1,049	944
사채	0	0	403	518	0
장기차입금	193	313	190	507	908
부채총계	830	1,886	2,762	2,347	2,866
지배주주지분	552	1,363	1,371	1,712	1,729
자본금	11	49	49	49	49
자본잉여금	293	877	914	915	917
자본조정등	23	12	22	27	29
기타포괄이익누계액	0	-7	11	111	103
이익잉여금	224	432	375	275	296
비지배주주지분	44	125	228	265	287
자본총계	596	1,488	1,599	1,977	2,016
비이자부채	278	939	938	407	866
총차입금	552	947	1,824	1,940	2,000
순차입금	447	597	1,311	1,426	1,466

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-101	-241	21	670	215
당기순이익	0	273	55	-59	92
비현금성 비용 및 수익	56	184	408	119	14
유형자산감가상각비	41	61	89	106	67
무형자산상각비	3	3	4	4	4
운전자본변동	-267	-686	-384	650	128
매출채권등의 감소	-168	-671	83	623	-15
재고자산의 감소	-183	-527	-442	551	55
매입채무등의 증가	74	630	-98	-442	102
기타 영업현금흐름	110	-12	-58	-40	-19
투자활동 현금흐름	-237	-535	-673	-1,022	-491
유형자산의 증가(CAPEX)	236	455	756	1,024	418
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	0	-7	-20
투자자산의 감소(증가)	-1	-56	39	0	-57
기타	-471	-933	-1,468	-2,039	-832
재무활동 현금흐름	384	993	847	323	308
차입금의 증가(감소)	79	374	0	405	550
자본의 증가	19	625	0	0	0
기타	286	-6	847	-82	-242
기타 및 조정	-1	-1	-3	16	-13
현금의 증가	45	216	192	-13	19
기초현금	59	105	320	513	499
기말현금	105	320	513	499	519

Analyst 이현욱

한중엔시에스 (107640)

상장일	2024.06.24
현재가 (5/8)	62,600원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	567십억원
발행주식수	9,511천주
액면가	500원
52주 최고가	72,500원
최저가	24,000원
60일 일평균거래대금	17십억원
외국인 지분율	4.4%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	15%	-12%	38%
절대기준	27%	21%	128%

주주구성	
김상균 외 8 인	35.47%
한화자산운용	5.23%

이제는 ESS만, 실적은 좋아질 일만!

자동차 부품회사에서 ESS 기업으로 전환

한중엔시에스는 에너지 저장 장치(ESS) 부품을 생산 및 판매하는 ESS 사업 부문과, 전기자동차(EV) 부품을 생산 및 판매하는 자동차 부품 사업 부문을 중심으로 사업을 영위하고 있다. 부문별 주요 제품은 ESS용 수냉식 냉각 시스템, 자동차 부품 사업 부문의 EV용 공조 장치 모듈 등이 있다. 25년 기준 각 부문별 매출 비중은 ESS 부문 81.2%, 자동차 부품 부문 18.8%이다. 적자를 보고 있던 자동차 내연기관 부문을 26년 상반기 내 중단할 예정이어서 하반기부터는 ESS 기업으로 전환할 전망이다.

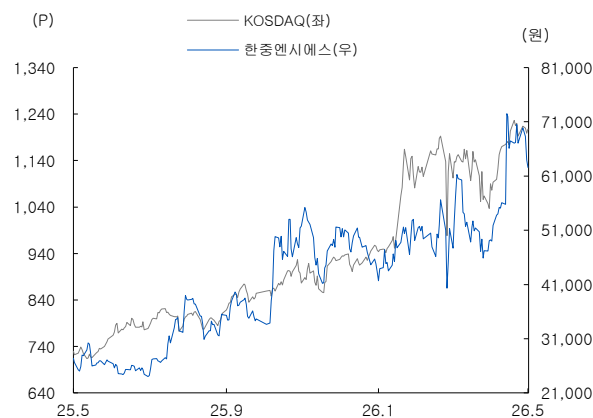
상속 마무리, 2세 경영인 최대 주주 등극

한중엔시에스의 최대주주는 창업주 김환식 회장의 장남인 김상균 사장으로 2025년 9월, 200만 주(22.1%)를 증여받아 최대주주가 되었다. 2대주주인 김환섭(11.3%)을 포함한 특수관계인의 지분율은 35.5%이다.

본격적인 외형성장과 수익성 개선은 2027년부터

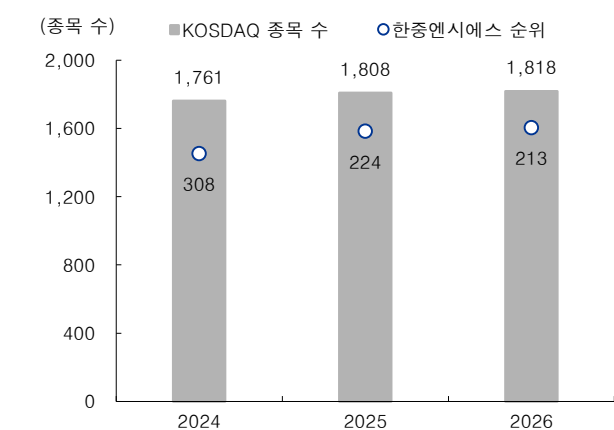
한중엔시에스의 투자 포인트는 1) 북미 ESS 생산 공장 1Q27 가동 시작, 2) 적자 사업부인 자동차 부문 1H26 내 종료, 3) 국내 ESS 중앙 계약 수주 매출 반영 예정이다. 한중엔시에스의 CAPA는 국내 2,000억원 규모이고, 북미 공장 CAPA 2,500억원이 1Q27 가동이 예정되어 있어 27년부터 본격적인 외형성장이 기대된다. 삼성SDI의 ESS는 28년까지 수주가 전량 완료되어 있어 ESS의 B2B 산업 특성상 동사의 북미 공장 가동률은 높은 수준을 유지할 것으로 전망한다. 국내 물량 역시 ESS 중앙 계약 수주로 2Q26부터 본격적으로 매출에 반영될 예정이며 적자사업부 중단에 따른 손익 개선도 하반기부터 가능할 전망이다.

그림 221. 주가 추이



자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 222. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

북미 ESS 생산 공장, 1Q27 가동 개시

ESS는 2차전지 산업 내
2번째로 중요한 시장

ESS 시장은 2030년까지 연평균 34%의 고성장이 예상되며, 2차전지 산업 내에서 EV에 이어 두 번째로 중요한 시장으로 자리잡고 있다. 특히 글로벌 시장 환경이 미국과 중국 간 패권 경쟁 구도로 재편되면서, 트럼프 정부는 중국산 제품에 대한 견제를 한층 강화하고 있으며, 중국산 배터리를 배제하는 법안 추진도 이어지고 있다.

높은 관세로 인해 미국 내
ESS 생산이 필수

ESS 원가 구조를 살펴보면, 재료비 및 가공비는 kWh당 약 80달러, 운송비는 kWh당 5달러 수준으로 총 85달러 수준이다. 그러나 여기에 82.4%의 관세가 부과될 경우 ESS 가격은 151달러(관세 66달러 포함)까지 상승하게 된다. 반면 미국 내 생산 시 가격은 AMPC 수취 이후 기준 kWh당 약 131달러 수준으로 형성되어 있어, 향후에는 미국 현지 생산 거점 보유 여부가 가격 경쟁력을 좌우하는 핵심 요인으로 작용할 전망이다.

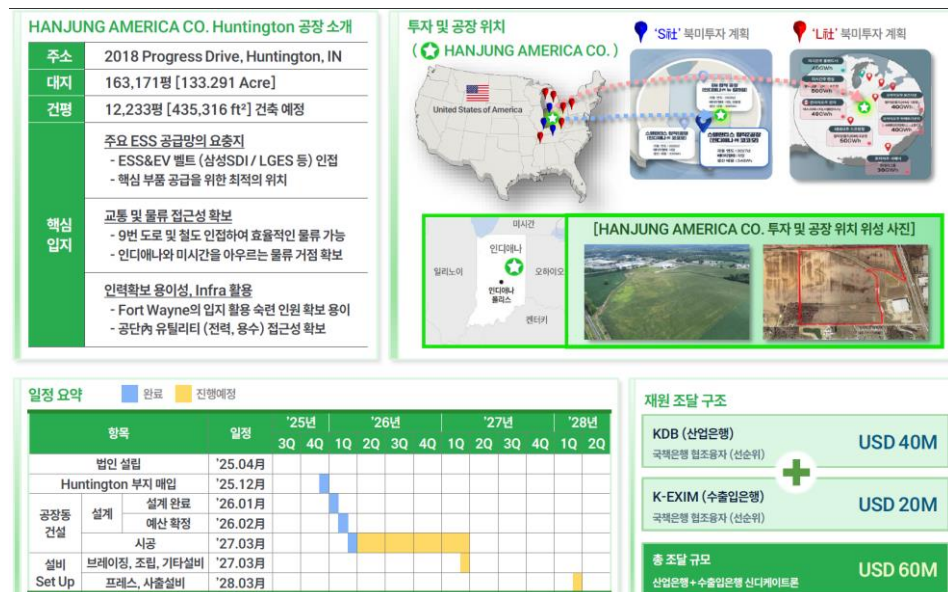
미국 내 CAPA 증설로
27년 1분기 생산 목표

한중엔시에는 2025년 4월 미국 법인을 설립한 이후, 2026년 4월 14일 인디애나주 내 약 16만 평 부지에 1.2만 평 규모의 공장 증설에 착수했다. 해당 공장은 SPE(StarPlus Energy, 삼성SDI-스텔란티스 JV)가 위치한 지역에 인접해 건설되며, 연내 ESS 부품 양산 라인 구축을 완료하고 2027년 1분기부터 생산을 개시할 계획이다. 또한 삼성SDI향 신제품 대응도 병행될 예정이다. 북미 ESS 공장의 연간 생산능력은 매출액 기준 약 2,500억 원이다. 현재 연간 매출액이 약 1,700억 원 수준임을 감안할 때, 미국 신공장 증설을 통한 중장기 성장 여력은 아주 크다고 판단한다.

국내 유일 수냉식 ESS
양산

동사는 국내에서 유일하게 수냉식 ESS를 양산하는 기업으로, 독점적 지위를 확보하고 있다. 이에 따라 북미 생산 거점이 본격적으로 가동되는 2027년 상반기 이후부터 외형 성장이 본격화될 것으로 전망된다.

그림 223. 한중엔시에스 ESS 북미 공장 현황



자료: 한중엔시에스, IBK투자증권

적자사업부인 자동차 부문은 1H26 내 종료

2026년 상반기 적자였던
내연기관 사업 중단 예정

2025년 매출액은 1,753억원(YoY -1.1%), 영업이익 40억원(YoY -57.9%)이었다. ESS 부문이 1,429억원(YoY +33.5%)으로 증가했으나, 자동차 부품이 323억원(YoY -53.8%)을 기록하며 전년과 유사한 수준의 매출액을 달성했다. 내연기관 자동차 부문은 더 이상 생산을 하지 않기로 결정하여 지속적으로 적자를 기록했던 자동차 내연기관 부품 부문은 2026년 상반기 사업 중단하고, 2026년 하반기부터는 ESS 중심 사업 구조로의 전환을 본격화할 전망이다.

ESS 매출비중은 80%까지
확대. 다만, 인력 충원 및
연구개발로 단기 비용 부담

한편, 2025년 ESS 사업부의 매출 비중이 2024년 60%에서 80%까지 확대되었음에도 불구하고 영업이익이 감소한 것은, 2026년 삼성SDI향 신규 모델인 SBB 1.7 및 SBB 2.0 대응을 위한 선제적 투자 영향이다. 인력 충원과 경상 연구개발비 집행이 확대되며 단기적으로 비용 부담이 증가한 것으로 판단된다.

주요 고객사의 ESS CAPA
증설로, 하반기부터 매출
성장 및 수익성 개선

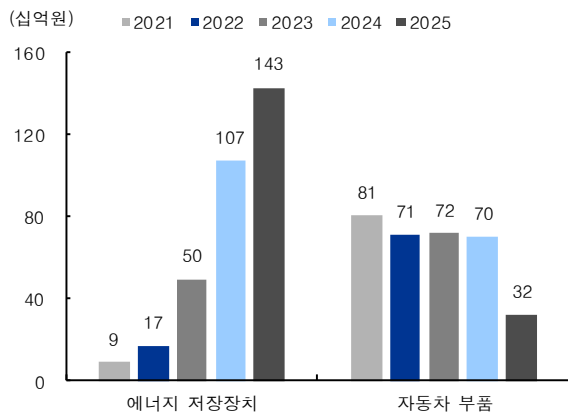
고객사의 2026년 말 ESS CAPA는 총 42GWh(울산 10GWh, 중국 3GWh, 북미 29GWh) 수준으로 확대될 예정이며, 당사는 중국을 제외한 울산 및 북미 공장에 대해 사실상 100% 공급을 담당할 것으로 예상된다. 또한 SBB 1.7과 SBB 2.0의 출시가 각각 2026년 7월과 12월로 예정되어 있어, 하반기부터는 매출 성장과 함께 수익성 개선이 본격화될 것으로 전망된다.

표 13. 삼성SDI ESS(SBB) 출시 계획

구분	SBB 1.0	SBB 1.5	SBB 1.7	SBB 2.0
출시 시기	24년 5월	24년 9월	26년 7월	26년 12월
컨테이너 용량	3.84 MWh	5.26 MWh	6.14 MWh	미정
사용 소재	NCA	NCA	NCA	LFP
생산지역	한국/중국	한국/중국	미국	미국
한중엔시에스 공급 시점	2024년	2025년	26년 상반기	26년 하반기

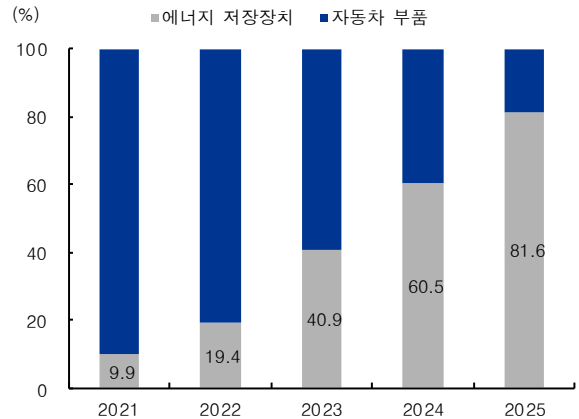
자료: 삼성SDI, 한중엔시에스, IBK투자증권

그림 224. 한중엔시에스 부문별 매출액 추이



자료: 한중엔시에스, IBK투자증권

그림 225. 한중엔시에스 부문별 매출 비중 추이



자료: 한중엔시에스, IBK투자증권

국내 ESS 중앙계약 시장 수주 반영 예정

삼성SDI는 ESS 중앙계약 시장 점유율 55.8%로 시장 선점 효과 부각 전망

삼성SDI는 국내 중앙계약시장 1·2차 입찰에서 총 631MW, 점유율 55.8%를 확보하며 최대 사업자로 선정됐다. 국내 ESS 중앙계약시장은 2026년 연간 0.5GWh에서 2038년 3.0GWh까지 확대될 예정이며, 누적 기준 약 23GWh 규모로 성장할 전망이다. 이에 따라 삼성SDI의 선점 효과가 중장기적으로 부각될 것으로 판단된다.

삼성SDI ESS 납품 확대가 동사의 공급 증가로 연결

한중엔시에스 입장에서는 삼성SDI의 국내 ESS 납품 확대가 곧 부품 공급 증가로 연결된다. 중앙계약시장 국책사업 일정에 따르면, 동사는 2025~2026년 1차 납품을 통해 2026년 약 300억원 수준의 매출이 예상되고, 2026~2027년 2차 납품 개시를 통해 2027년 추가적인 매출 확대가 기대된다.

삼성SDI 울산 공장 ESS 전량을 동사가 공급

결국 삼성SDI의 수주 확대는 한중엔시에스의 국내 ESS 매출처 확대, 중장기 물량 증가, 실적 가시성 개선으로 이어질 것이라는 점에서 긍정적이다. 특히 삼성SDI 울산 공장의 ESS 10GWh 물량을 한중엔시에스가 전량 공급하고 있다는 점을 감안하면, ESS 중앙계약시장 관련 매출은 2026년 2분기부터 본격 반영될 전망이다.

북미 ESS 시장 확대, 국내 중앙계약시장 수주 등 구조적인 개선으로 2027년 실적 성장 본격화

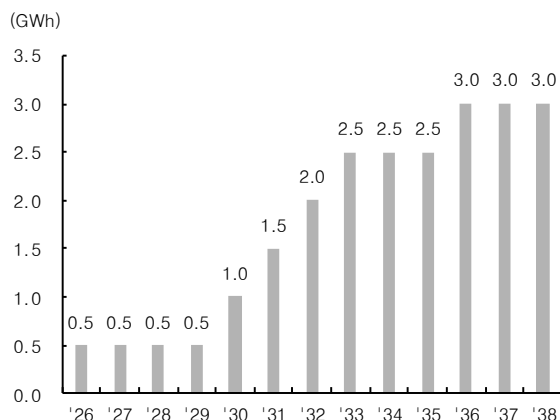
한편, 북미 ESS 시장 확대, 국내 중앙계약시장 수주, 적자 사업부(내연기관 부품) 중단 등 구조적 개선 요인이 동시에 나타나고 있다. 특히 국내 ESS CAPA 약 2,000억원에 더해 북미 ESS CAPA 2,500억원이 추가되는 2027년을 기점으로, 동사의 외형 성장과 수익성 개선이 본격화될 것으로 전망된다.

그림 226. 한중엔시에스 ESS 중앙계약시장 매출 기여 타임라인



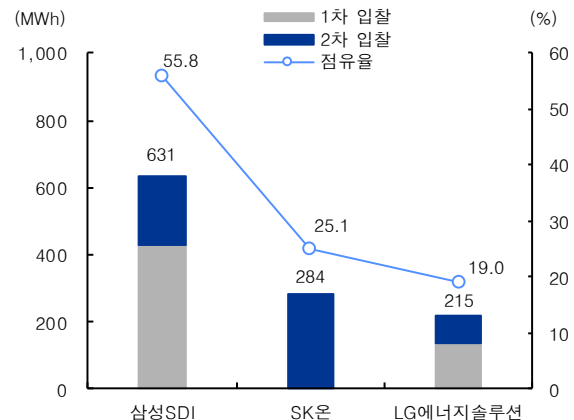
자료: 한중엔시에스, IBK투자증권

그림 227. 중앙계약시장 연도별 투자 규모



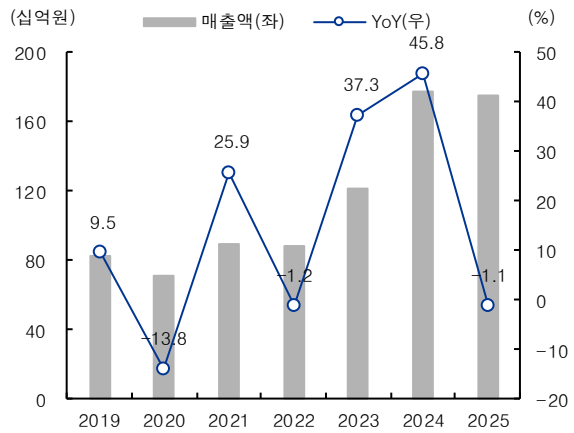
자료: 산업통상자원부, 한중엔시에스, IBK투자증권

그림 228. 중앙계약시장 국내 수주 현황



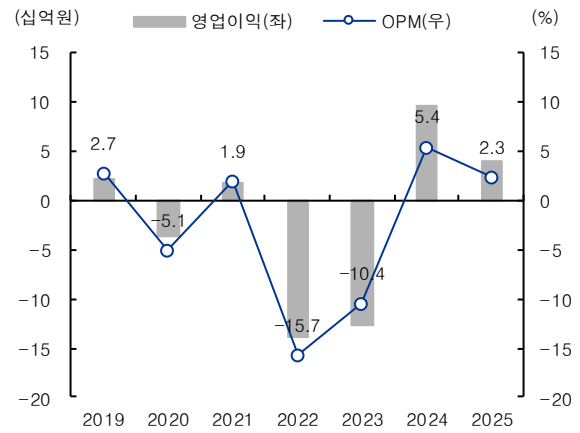
자료: 전력거래소, IBK투자증권

그림 229. 한중엔시에스 매출액 및 YoY 추이



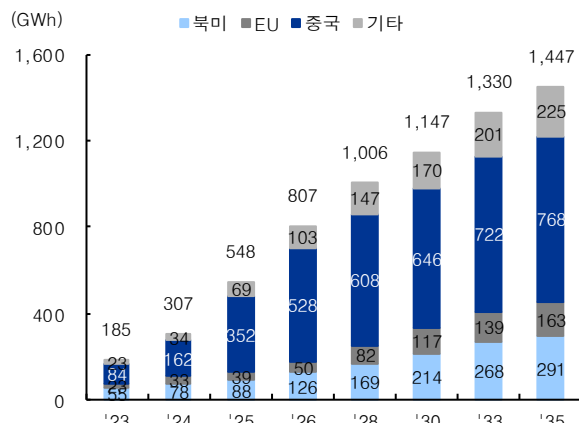
자료: 한중엔시에스, IBK투자증권

그림 230. 한중엔시에스 영업이익 및 OPM 추이



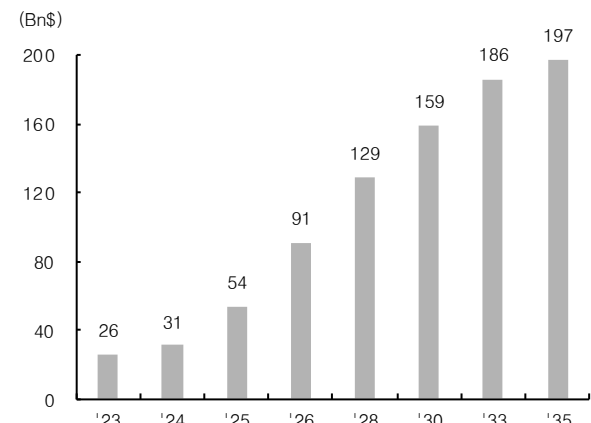
자료: 한중엔시에스, IBK투자증권

그림 231. Global ESS 지역별 시장 전망(GWh)



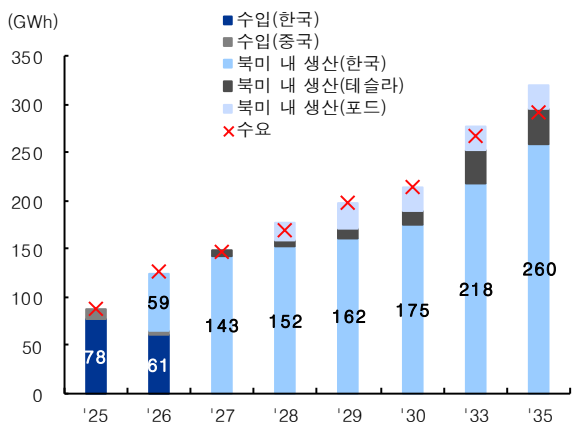
자료: SNE Research, IBK투자증권

그림 232. Global ESS 배터리 시장 규모 전망(Bn\$)



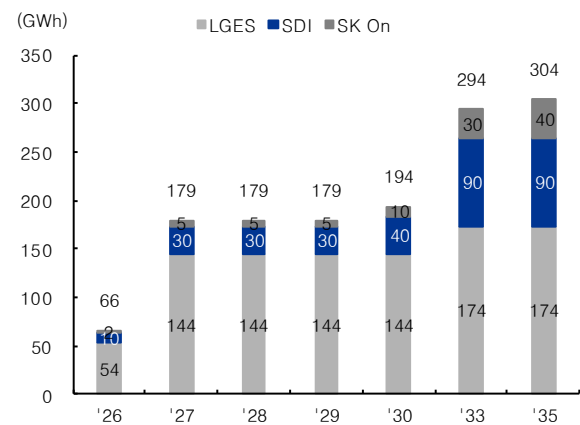
자료: SNE Research, IBK투자증권

그림 233. 북미 ESS 수요 및 한국, 중국 공급



자료: SNE Research, IBK투자증권

그림 234. 한국 배터리 3사 북미 현지 ESS 생산 목표



자료: SNE Research, IBK투자증권

한중엔시에스 (107640)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	89	89	121	177	175
증가율(%)	25.2	-0.8	37.1	46.0	-1.4
매출원가	79	90	117	150	148
매출총이익	11	-1	5	27	27
매출총이익률 (%)	12.4	-1.1	4.1	15.3	15.4
판매비	9	13	13	15	22
판매비율(%)	10.1	14.6	10.7	8.5	12.6
영업이익	2	-14	-8	12	6
증가율(%)	-157.6	-836.9	-42.8	-249.0	-53.1
영업이익률(%)	2.2	-15.7	-6.6	6.8	3.4
순금융손익	-2	-2	-4	-3	-2
이자손익	-2	-2	-4	-3	-2
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	-5	-1	-4	2
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-2	-21	-13	5	6
법인세	0	0	2	-11	-1
법인세율	0.0	0.0	-15.4	-220.0	-16.7
계속사업이익	-2	-21	-15	16	7
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-2	-21	-15	16	7
증가율(%)	-57.3	1,150.3	-27.1	-203.6	-55.6
당기순이익률 (%)	-2.2	-23.6	-12.4	9.0	4.0
지배주주당기순이익	-2	-21	-15	16	7
기타포괄이익	0	0	4	0	1
총포괄이익	-2	-21	-12	16	8
EBITDA	7	-9	-3	17	11
증가율(%)	464.6	-242.3	-63.2	-589.3	-34.1
EBITDA마진율(%)	7.9	-10.1	-2.5	9.6	6.3

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-275	-3,306	-2,148	1,954	766
BPS	3,106	3,680	2,068	9,095	11,115
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-35.1	-3.1	-8.4	12.1	61.3
PBR	3.1	2.8	8.7	2.6	4.2
EV/EBITDA	12.9	-14.0	-53.9	13.3	41.6
성장성지표(%)					
매출증가율	25.2	-0.8	37.1	46.0	-1.4
EPS증가율	-57.3	1,103.5	-35.0	-190.9	-60.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-8.8	-92.9	-74.7	32.6	7.5
ROA	-1.8	-20.0	-13.3	11.6	3.5
ROIC	-2.7	-29.5	-20.3	20.8	8.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	397.6	340.4	678.1	91.5	130.8
순차입금 비율(%)	242.1	219.2	373.3	11.0	30.2
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.0	6.4	8.4	11.2	8.9
재고자산회전율	4.4	5.0	9.5	17.1	12.8
총자산회전율	0.9	0.8	1.1	1.3	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	45	45	41	71	95
현금및현금성자산	1	7	8	29	38
유가증권	1	1	1	11	6
매출채권	15	12	17	15	24
재고자산	20	15	11	10	17
비유동자산	50	71	74	86	149
유형자산	45	66	69	75	90
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	4	4	3	2	50
자산총계	94	115	115	158	244
유동부채	60	58	63	47	110
매입채무및기타채무	14	15	22	16	22
단기차입금	21	23	23	15	41
유동성장기부채	13	11	9	6	7
비유동부채	15	31	37	29	29
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	14	18	20	14	15
부채총계	75	89	100	75	138
지배주주지분	19	26	15	82	106
자본금	2	4	4	5	5
자본잉여금	2	28	28	79	50
자본조정등	0	1	1	0	0
기타포괄이익누계액	9	9	12	12	14
이익잉여금	6	-15	-30	-14	37
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	19	26	15	82	106
비이자부채	28	25	36	26	62
총차입금	47	64	64	49	76
순차입금	46	57	56	9	32

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	2	0	8	7	2
당기순이익	-2	-21	-15	16	7
비현금성 비용 및 수익	9	16	12	0	4
유형자산감가상각비	4	4	4	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-4	6	15	-6	-9
매출채권등의 감소	-1	2	-5	-1	-7
재고자산의 감소	0	3	5	3	-7
매입채무등의 증가	-3	1	10	-6	0
기타 영업현금흐름	-1	-1	-4	-3	0
투자활동 현금흐름	-4	-15	-6	-20	-51
유형자산의 증가(CAPEX)	4	13	8	10	14
유형자산의 감소	0	0	1	1	2
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-3	-1	-1	-44
기타	-8	-25	-14	-30	-23
재무활동 현금흐름	0	22	-1	35	58
차입금의 증가(감소)	0	10	6	0	8
자본의 증가	0	10	0	49	0
기타	0	2	-7	-14	50
기타 및 조정	0	-1	0	-1	0
현금의 증가	-2	6	1	21	9
기초현금	3	1	7	8	29
기말현금	1	7	8	29	38

Analyst 이현욱

상아프론테크 (089980)

2차전지에서 반도체 패키징까지

슈퍼 엔지니어링 플라스틱 기반, 부품·소재 제조 기업

상아프론테크(이하 동사)는 1974년 '상아양행'으로 설립되어 1986년 법인 전환한 뒤 1991년 현재의 사명으로 변경했다. 동사는 설립 이래 슈퍼 엔지니어링 플라스틱 가공 원천 기술을 바탕으로 성장을 거듭해 2011년 7월 코스닥 시장에 상장했다. 2025년 기준 사업부별 매출 비중은 ① 2차전지, 자동차 및 의료기기 관련 부품사업(50.6%), ② 수소연료전지/반도체 패키징 관련 소재사업(36.3%), ③ 기타/장비사업(13.1%)으로 구분된다. 동사는 인천 남동공단 본사, 공장(총 4곳)과 미국, 헝가리 등 거점에 생산 체제를 구축하며 전방 고객사 수요에 대응하고 있다.

안정적 지배구조와 일관된 배당 기초

동사의 최대주주는 이상원 회장으로 18.8%의 지분을 보유하고 있다. 동생 3인을 포함한 특수관계인 합산 지분은 총 42.3%이며, 이상원 회장의 아들 이준섭 기술연구소장이 1.23%의 지분을 보유한다. 동사는 자사주 2.49%를 보유하고 있으며, 2021년 이후 매년 주당 200원의 현금 배당을 꾸준히 유지했다.

ESS 부품으로 다지고, 위성 안테나 필름으로 넓힌다

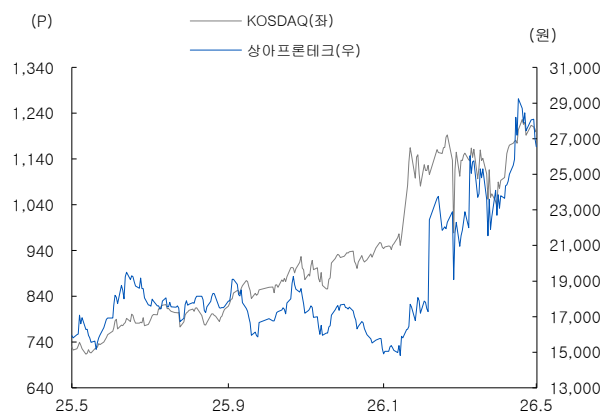
동사는 슈퍼 엔지니어링 플라스틱 생산 내재화 역량을 토대로 첨단 산업 내 부품·소재 진입장벽을 구축했다. 주력인 2차전지 부품 사업의 경우 25년부터 설비 투자에 따른 감가상각 부담이 본격 반영되고 있으나, 가동률 상승과 고부가 ESS(Energy Storage System, 에너지 저장 시스템) 관련 물량 확대에 따른 제품 믹스 개선으로 점진적인 이익 턴어라운드가 예상된다. 또한 반도체 패키징용으로 국산화에 성공한 ETFE 필름을 저궤도 위성통신 안테나 보호필름으로 확장해 북미 고객사로의 공급을 본격화하고 있다. 추후 위성통신 서비스 가입자 수 증가와 맞물려 전사 외형 성장을 견인할 전망이다.

상장일	2011.07.21
현재가 (5/8)	26,550원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	425십억원
발행주식수	15,989천주
액면가	500원
52주 최고가	29,250원
최저가	14,820원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	3.2%
배당수익률(2025.12)	1.3%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	0%	12%	1%
절대기준	11%	54%	67%

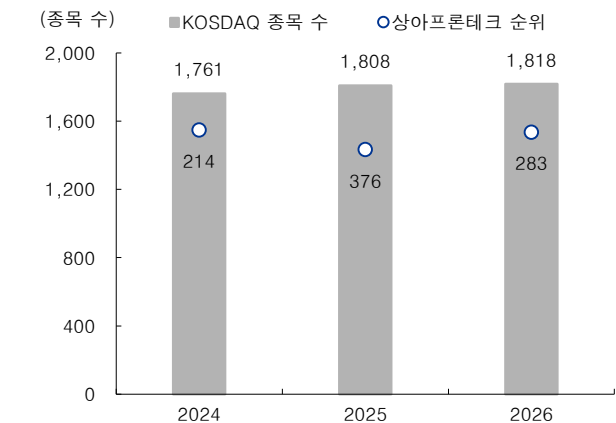
주주구성	
이상원	18.79%
이상열	6.91%
이상만	5.25%
이상훈	3.78%
자사주	2.49%
이준섭 외 19명	7.61%

그림 235. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 236. KOSDAQ 내 시가총액 순위

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

고기능성의 슈퍼 엔지니어링 플라스틱 생산 역량 내재화

슈퍼 엔지니어링 플라스틱
가공 역량 기반, 전(全)
생산공정 내재화

동사는 원천기술로 내열성, 고강도, 내화학성을 갖는 슈퍼 엔지니어링 플라스틱 가공 역량을 보유하고 있다. 특히, 물리적 정밀 가공이 필수적인 불소수지 계열(PTFE, PFA, FEP, ETFE 등)과 초고온 성형 및 화학적 가공을 요하는 비불소 특수수지 계열(PI, PEEK 등)을 포함한 전 생산공정 내재화 체계를 구축했다.

기초 물질 가공 및
복합소재 창출 역량 보유

슈퍼 엔지니어링 플라스틱 산업은 ‘기초 화학물질 합성/제조 → 원재료 가공/부품화 → 최종 세트 조립/가공’으로 구성된다. 동사는 미국 Chemours, 일본 Daikin 등 글로벌 화학사로부터 파우더, 펠릿 등을 조달해 압출, 사출, 압축, 연신 등 10여 가지 공정으로 가공한다. 이후 반도체, 연료전지 등의 제품을 제조하는 고객사에 납품하고 있다. 본 과정에서 R&D 투자를 통해 자체 복합소재 창출 역량까지 확보했다.

PCB, 안테나,
수소연료전지 등에 활용

동사는 PI(폴리이미드)와 PTFE 불소수지를 결합한 'MEMPIS'를 개발했다. MEMPIS는 낮은 유전율 특성을 바탕으로 5G/6G 및 저궤도 위성통신용 고주파 기판의 데이터 손실 문제를 해소한다. 또한 다공성 ePTFE 지지체 기반의 'GreenMem'을 개발하여 수소연료전지 고분자 전해질막(PEM, Polymer Electrolyte Membrane)을 국산화하였다. PEM은 연료극에서 생성된 수소이온만을 선택적으로 통과시켜 전기를 발생시키는 핵심 부품이다.

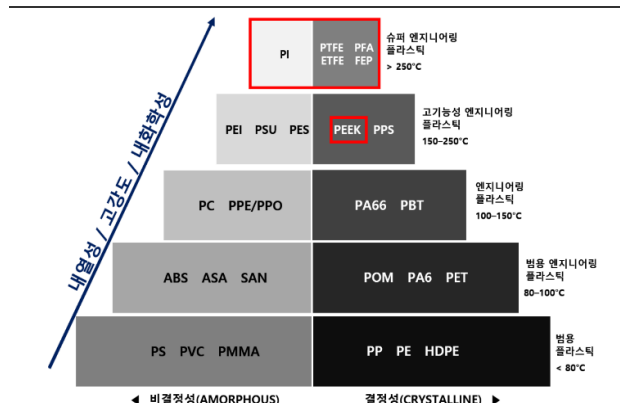
소재 배합/가공 기반,
2차전지, 반도체, 통신
등의 넓은 전방 산업군

동사는 이러한 소재 배합 및 가공 기술을 기반으로 2차전지 부품, 우주 및 수소 소재, 특수 장비로 이어지는 사업 포트폴리오를 구축했다. 다양한 전방 산업을 통해서 성장 기회를 확보할 수 있을 것으로 기대한다. 현재, 동사의 주요 사업 포트폴리오는 ① 부품(50.6%, 2차전지 캡 어셈블리, 원통형 가스켓 등), ② 소재(36.3%, 멤브레인, 반도체 패키징용 필름 등), ③ 장비/기타(13.1%, 웨이퍼 캐리어 등)로 구성된다.

물성 제어 및 생산 기술은
강력한 진입장벽
: 외형 성장의 Key

동사는 항공우주, 수소, 반도체 등 극한의 환경에서 요구되는 맞춤형 핵심 부품 및 소재를 국내 및 글로벌 고객사들에게 공급하고 있다. 동사의 복합적인 물성 제어 및 생산 기술력과 다양한 고객사를 바탕으로 한 제품 포트폴리오는 강력한 진입장벽으로 작용하여 외형 성장을 견인할 것으로 판단된다.

그림 237. 엔지니어링 플라스틱의 구분



자료: IR자료, IBK투자증권

그림 238. 동사의 재료별 제품 및 고객 응용처

원재료	동사 제품	주요 고객/응용처
PTFE		2차전지 (EV/ESS)
ETFE		반도체 패키징
ePTFE		연료전지
PI		프린터, 복합기

자료: IR자료, IBK투자증권

2차전지 부품 사업부, 고정비 반영 이후 점진적 수익성 회복 기대

2차전지 부품 사업부,
CAPEX 확대로
감가상각비 확대

동사의 부품 사업부는 2025년 매출 991억 원(YoY +29.5%)으로 외형 회복세에 진입한 것으로 파악되나, CAPEX 확대에 따른 감가상각 부담으로 수익성은 일시적으로 조정 중인 것으로 판단된다.

이익 체력 대비 고정비는
부담이나, 중장기 외형
성장의 기반으로 작용

동사의 2025년도 유형자산은 2,171억 원으로 확대되었고, 감가상각비는 146억 원으로 전사 영업이익의 2.2배 수준을 기록하는 등 이익 체력 대비 고정비 부담이 높은 국면에 진입하였다. 특히 2025년 중 건설중인자산 592억 원이 유형자산으로 대체되었으며, 3분기 양산 개시에 따라 2025년에는 일부 기간만 감가상각이 반영되었다. 2026년부터 감가상각이 온전히 반영되며 부담이 확대될 전망이다. 다만 부품사업부의 핵심 성장축인 2차전지 부품의 양산이 본격화되며, 가동률 상승과 함께 단위당 고정비 부담이 완화된다는 이유로 이익 체력 회복이 가시화될 것으로 전망한다.

ESS 수주 확대 기반, 제품
믹스 개선으로 수익성
회복 기대

현재 주요 전방 고객사인 삼성SDI의 가동률 하락 영향으로 단기 외형성장은 제한적이거나, 업황 회복에 따른 수주 증가 국면에서는 매출 성장이 이익 개선으로 연결되는 구조로 예상된다. 2차전지 부품 제조 사업의 경우 단가 상승은 제한적이거나, 전방 고객사의 AI 데이터센터 향 ESS 물량 확대로 중대형 고부가가치 부품 수요가 증가하여 믹스 개선으로 수익성 회복이 기대된다.

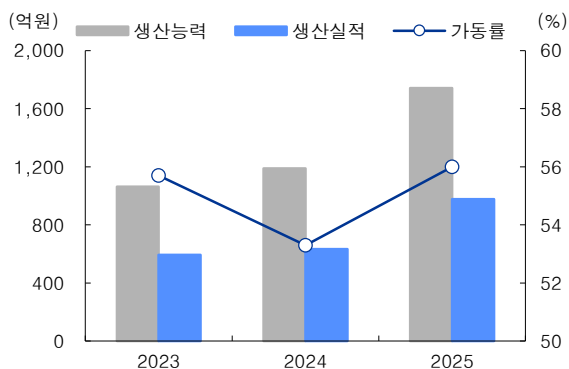
2023년, 중대형 CAP
ASS'Y 1라인 양산 개시

동사는 2023년 2월 중대형 CAP ASS'Y 사업을 수주한 뒤, 2025년 3월 1라인 생산라인 구축을 완료하고 2025년 3분기 양산을 개시하였다. 현재 ESS향 3원계 배터리 CAP ASS'Y 사업을 확장 중이며, 2027년 중 추가 생산라인 구축을 통해 중대형 2차전지 수요에 대응할 계획이다.

가동률 상승 중, 2차전지
사업 유관 해외 매출 상승

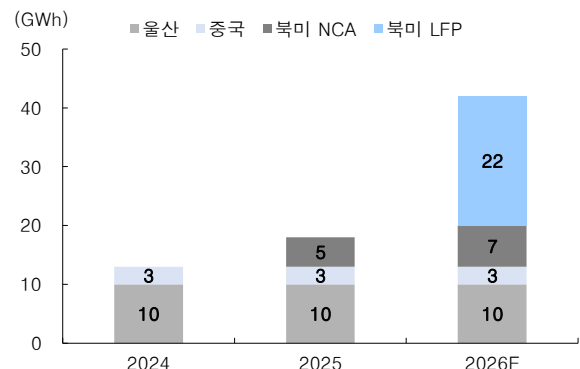
부품사업부 가동률은 53.3%(24년) → 56.0%(25년)로 상승하고 있으며, 해외 매출은 269억 원(24년)에서 523억 원(25년)으로 94.3% 증가하였다. 해당 금액에는 베트남 법인(OA, 의료기기) 등 비(非)2차전지 매출도 일부 포함되나, 2025년 해외 매출의 증가는 미국·헝가리 법인의 2차전지 양산 개시 시점과 맞물려 있어, 2차전지 사업 확장이 주된 동력으로 작용한 것으로 판단된다.

그림 239. 부품사업부 생산능력, 실적 및 가동률 추이



자료: Dart, IBK투자증권

그림 240. 삼성SDI의 ESS CAPA 추정치



자료: Dart, IBK투자증권

반도체에서 위성까지, 사업영역을 넓히는 ETFE 필름

동사의 ETFE 필름의 확장
: 반도체 패키징 필름
→ 안테나용 보호필름

동사의 ETFE(에틸렌 테트라플루오로에틸렌) 필름은 반도체 후공정 패키징 공정에 활용되는 슈퍼 엔지니어링 플라스틱 필름으로, 일본 과점 시장의 제품을 국산화하며 차세대 세계일류상품으로 선정됐다. 동사는 축적된 필름 생산기술을 기반으로 ETFE 필름을 저궤도 위성통신(LEO, Low Earth Orbit)용 안테나 보호필름으로 확장하였다.

저궤도 위성통신,
광통신과 유사 품질 구현

저궤도 위성통신은 고도 500~1,500km에서 운영되는 차세대 통신 인프라로 기존 정지궤도 위성(고도 36,000km)의 왕복 지연(~500ms) 대비 20~40ms 수준으로 크게 단축되어 지상 광케이블과 유사한 통신 품질을 구현한다.

저궤도 위성통신 기기
안테나의 요구 특성

- ① 유전율 ↓
- ② 신뢰성 ↑
- ③ 투과율 ↑

저궤도 위성통신 기기의 안테나는 ‘레이돔(Radome, 보호돔개) - 안테나 소자 - RF 회로 - 신호 처리부’로 구성된다. 안테나의 최외곽에 위치하는 레이돔용 보호 필름은 위성통신용 고주파(12~40GHz, Ku/Ka 대역) 전파를 손실 없이 투과하며, 외부 환경에서 10년 이상 안정적인 물성을 유지해야 한다. 이를 위해 레이돔 보호 필름은 ① 신호 손실을 최소화하는 저유전율, ② 장기 옥외 수명을 보장하는 고신뢰성, ③ 전파와 가시광을 동시에 통과시키는 고투과율 특성을 모두 만족해야 하며, 동사의 ETFE 소재 기반 보호 필름은 이를 모두 만족한다.

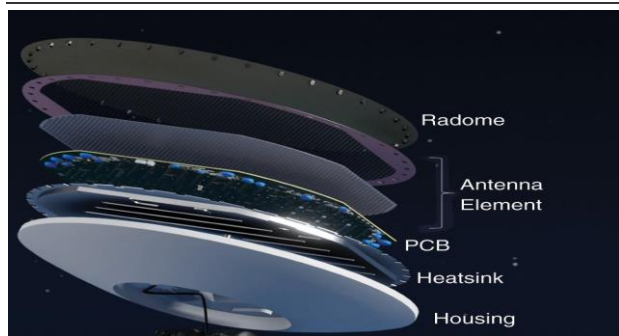
타 소재와 달리, ETFE는
3개의 특성 모두 만족

구체적으로, 동사의 ETFE 소재는 신호 손실이 적어 10GHz 기준, 유전율(Dk, 2.6), 유전손실(Df, 0.0008) 고속 통신 환경에 적합하다. 또한 불소-탄소(C-F) 결합 기반의 높은 화학적 안정성을 바탕으로 옥외 수명 30년 이상을 확보할 수 있어, ABS(2~3년) 및 PC(5~7년) 소재 대비 내후성이 우수하다. 전파 및 가시광 투과율 또한 95% 이상을 기록한다. 결과적으로, ETFE 대비 옥외 수명이 짧은 PC, 고유전율로 고주파 적용이 어려운 유리섬유 복합재 등 기존 소재 대비 종합적인 경쟁 우위를 갖는다.

북미 글로벌 위성통신
업체 공급 중, 점유율
80% 수준으로 파악

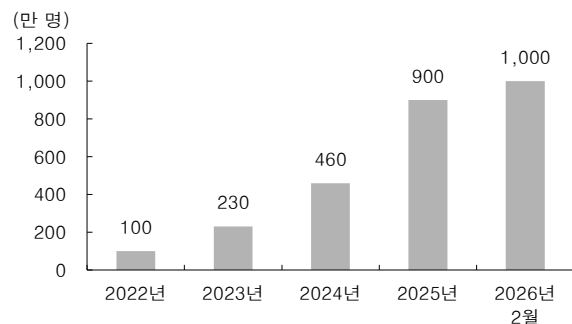
동사는 북미 글로벌 위성통신 업체로의 공급을 확대하며 해당 고객사 내 80% 이상의 점유율을 확보한 것으로 파악된다. 고객사 서비스 이용자는 2022년 100만 명에서 2026년 2월 1,000만 명으로 약 4년간 10배 성장하였다. 이용자 확대는 곧 안테나 단말기 수요로 직결되며, 이는 동사 보호필름 수요 증가의 핵심 동력으로 작용한다. 이를 바탕으로 외형 성장이 지속될 것으로 전망된다.

그림 241. 저궤도 위성통신용 안테나 구조 예시



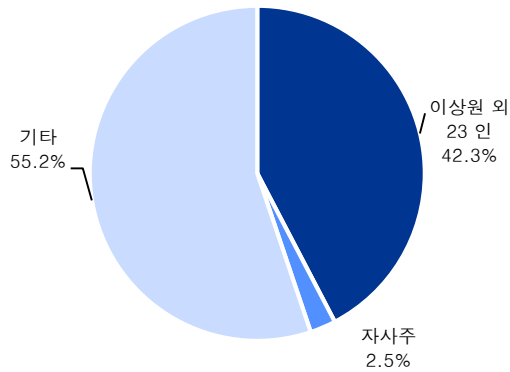
자료: IEEE Microwave Magazine, IBK투자증권

그림 242. 글로벌 LEO 위성통신 가입자 추이



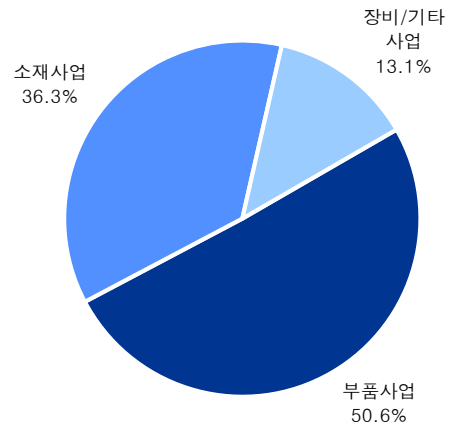
자료: Dart, IBK투자증권

그림 243. 주주별 지분율(25년말 기준)



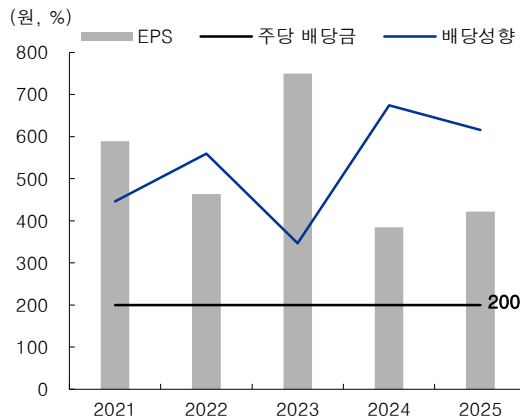
자료: Dart, IBK투자증권

그림 244. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



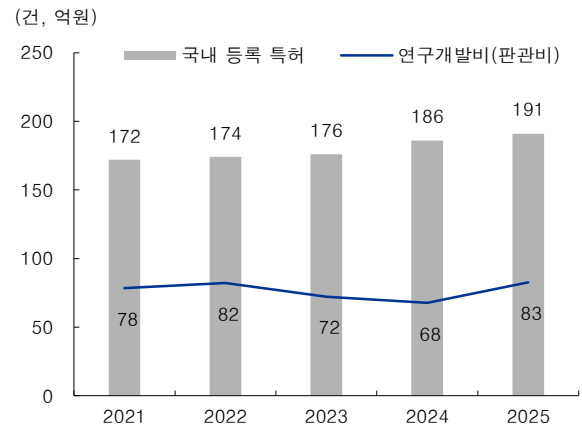
자료: Dart, IBK투자증권

그림 245. 최근 5개년 EPS 및 배당



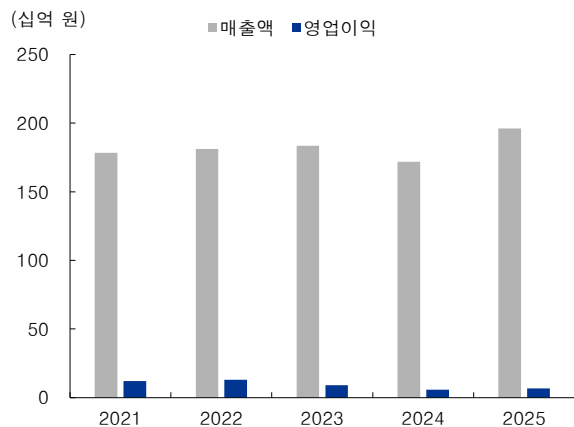
자료: Dart, IBK투자증권

그림 246. 특허 등록 현황 및 연구개발비 추이



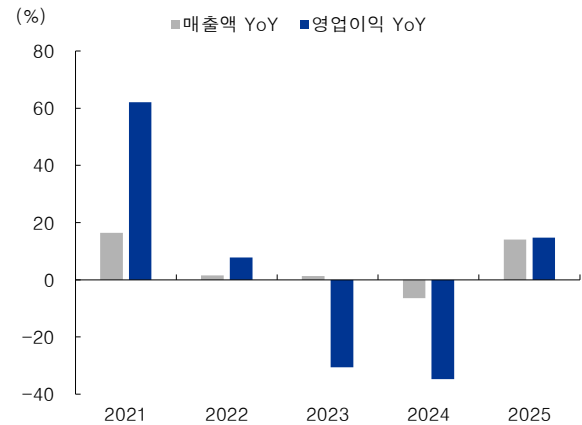
자료: Dart, IBK투자증권

그림 247. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



자료: Dart, IBK투자증권

그림 248. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



자료: Dart, IBK투자증권

상아프론테크 (089980)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	178	181	184	172	196
증가율(%)	16.4	1.5	1.3	-6.5	14.1
매출원가	140	141	147	139	161
매출총이익	38	40	36	33	35
매출총이익률 (%)	21.3	22.1	19.6	19.2	17.9
판매비	26	27	27	27	28
판매비율(%)	14.6	14.9	14.7	15.7	14.3
영업이익	12	13	9	6	7
증가율(%)	62.1	7.8	-30.6	-34.7	14.7
영업이익률(%)	6.7	7.2	4.9	3.5	3.6
순금융손익	-4	-5	-5	-6	-4
이자손익	-4	-4	-5	-5	-4
기타	0	-1	0	-1	0
기타영업외손익	3	1	13	6	3
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	11	9	17	7	6
법인세	2	1	5	1	-1
법인세율	18.2	11.1	29.4	14.3	-16.7
계속사업이익	9	7	12	6	7
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	7	12	6	7
증가율(%)	300.8	-20.1	61.5	-48.6	9.6
당기순이익률 (%)	5.1	3.9	6.5	3.5	3.6
지배주주당기순이익	9	7	12	6	7
기타포괄이익	5	1	-1	5	-1
총포괄이익	14	8	11	11	5
EBITDA	23	26	23	20	21
증가율(%)	35.2	12.7	-11.8	-12.7	8.8
EBITDA마진율(%)	12.9	14.4	12.5	11.6	10.7

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	589	464	750	385	422
BPS	11,358	11,570	12,072	12,573	12,716
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배)					
PER	88.8	58.4	29.7	47.5	36.7
PBR	4.6	2.3	1.8	1.5	1.2
EV/EBITDA	38.3	18.1	17.7	17.8	15.7
성장성지표(%)					
매출증가율	16.4	1.5	1.3	-6.5	14.1
EPS증가율	295.6	-21.1	61.5	-48.6	9.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.4	0.7	0.9	1.1	1.3
ROE	5.6	4.1	6.3	3.1	3.3
ROA	3.1	2.3	3.5	1.7	1.8
ROIC	4.7	3.5	5.3	2.4	2.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	76.0	81.6	80.8	80.2	86.9
순차입금 비율(%)	18.1	16.2	21.8	28.9	43.3
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	2.8	3.1	3.8	4.5	5.0
재고자산회전율	5.3	4.0	3.5	3.1	3.4
총자산회전율	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	164	159	158	154	157
현금및현금성자산	18	19	19	20	15
유가증권	39	33	37	36	31
매출채권	65	52	44	32	46
재고자산	38	53	53	58	58
비유동자산	156	176	190	208	223
유형자산	146	162	179	200	217
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	1	1	2	0	1
자산총계	320	336	349	362	380
유동부채	96	135	93	154	162
매입채무및기타채무	17	15	17	11	14
단기차입금	54	68	61	72	72
유동성장기부채	0	3	0	41	52
비유동부채	42	16	63	7	15
사채	30	0	36	0	0
장기차입금	5	9	2	0	10
부채총계	138	151	156	161	177
지배주주지분	182	185	193	201	203
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	73	72	72	72	72
자본조정등	-4	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	2	2	2	7	6
이익잉여금	102	108	116	119	122
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	182	185	193	201	203
비이자부채	48	70	57	48	43
총차입금	90	81	99	113	134
순차입금	33	30	42	58	88

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	21	16	29	22	8
당기순이익	0	0	0	0	0
비현금성 비용 및 수익	18	22	10	15	19
유형자산감가상각비	11	13	14	14	15
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-8	-9	6	2	-15
매출채권등의 감소	5	9	13	20	-18
재고자산의 감소	-9	-16	-4	-8	-2
매입채무등의 증가	-4	-2	1	-7	4
기타 영업현금흐름	11	3	13	5	4
투자활동 현금흐름	-31	-21	-31	-15	-22
유형자산의 증가(CAPEX)	40	28	29	28	30
유형자산의 감소	2	1	1	0	1
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	6	6	-4	11	4
기타	-79	-56	-57	-54	-57
재무활동 현금흐름	10	8	2	-7	9
차입금의 증가(감소)	15	14	10	0	8
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-5	-6	-8	-7	1
기타 및 조정	1	-1	0	0	0
현금의 증가	1	2	0	0	-5
기초현금	17	18	19	19	20
기말현금	18	19	19	20	15

Analyst 이현욱 / RA 민지윤

아우토크립트 (331740)

상장일	2025.07.15
현재가 (5/8)	14,070원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	137십억원
발행주식수	9,750천주
액면가	500원
52주 최고가	30,850원
최저가	10,310원
60일 일평균거래대금	4십억원
외국인 지분율	1.7%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-17%	-9%	0%
절대기준	-8%	25%	0%

주주구성	
이석우 외 20 인	26.19%
코리아에셋투자증권 외 3인	6.26%
얼머스인베스트먼트 외 3인	5.15%
자사주	2.50%

고수익성 로열티 매출 확대에 주목!

차량 사이버 보안관, 컨설팅부터 인증까지

아우토크립트는 ‘글로벌 Top 3 차량 사이버 보안’ 전문 기업이다. 동사는 펜타시큐리티의 AutoCrypt 사업부를 인적분할해 2019년 8월 설립됐으며, 2025년 7월 코스닥 시장에 기술특례 방식으로 상장했다. 자율 주행 및 사용자 편의 서비스 확대에 따라 차량 내 통신 기능 채택이 증가하고, 이러한 흐름은 차량 해킹 위험의 증가로 연결되었다. 외부에서의 해킹을 통한 차량 통제권 탈취 사례가 보고됨에 따라 보안 솔루션 도입 논의 역시 활발해지고 있다.

아우토크립트는 차량용 사이버 보안 컨설팅, 개발, 시험, 인증에 이르는 통합 솔루션을 제공하고 있다. 핵심 경쟁력은 2024년 차량 사이버 보안 체계와 소프트웨어 업데이트 관리 규정 부합 여부를 평가할 수 있는 공식 평가기관(TS, Technical Service) 자격을 획득했다는 점이다. 아시아-태평양 지역 유일 TS 기관으로서, 사이버 보안 솔루션 개발과 인증을 아우르는 역량을 보유하고 있다.

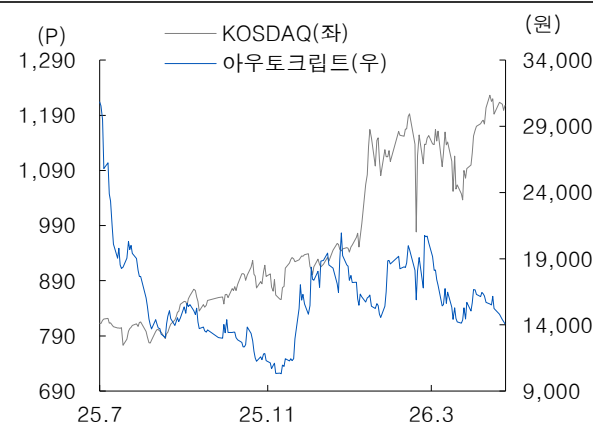
기술 경쟁력 입증, 오버행 이슈는 상당부분 해소

동사의 최대주주는 이석우 대표를 포함한 특수관계인으로, 지분율은 26.39%다. 기술특례 상장기업 특성상 높은 벤처금융 비중(43.37%)은 동사의 기술성과 성장성에 대한 외부 투자자의 기대와 신뢰를 방증한다. 2025년 7월 상장한 이후 1~3개월 내 보호예수 해제 물량은 총 발행주식수의 약 34% 수준으로, 현재는 관련 부담이 상당 부분 해소된 것으로 분석된다. 상장 1년 시점에 추가 해제되는 물량은 2.14%에 불과해 추가적인 수급 부담도 제한적일 것으로 판단한다.

성장성, 확장성, 수익성 3박자를 갖춘 기업

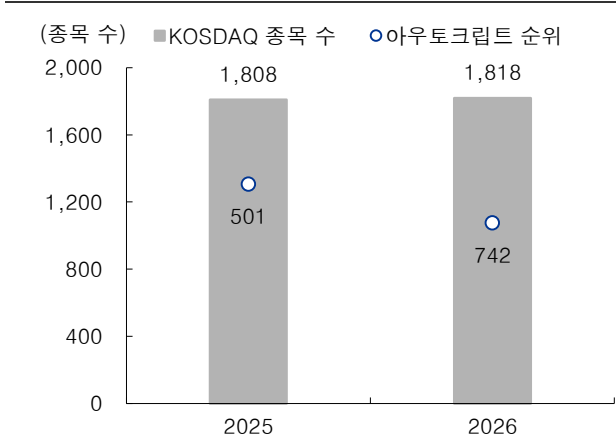
아우토크립트의 핵심 투자포인트는 1) 사이버 보안 법제화로 인한 차량용 보안 솔루션 수요 확대, 2) 비자동차 영역으로의 보안 사업 확장, 3) 2028년 이후 본격화될 고수익성 로열티 매출 확대이다. 2026년 예상 매출액은 340억 원으로 전년 대비 30% 이상 성장할 것으로 전망되며, 2027년에 있을 흑자 전환의 기틀을 마련하는 해가 될 것으로 전망한다.

그림 249. 주가 추이



자료: 에프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 250. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프엔가이드 QuantiWise, IBK투자증권
 주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

차량 ECU 사이버 보안은 선택이 아닌 필수

차량의 통신 기능 확대로
사이버 보안 위협
증가

자동차 산업은 하드웨어 중심에서 소프트웨어 중심으로 전환하고 있다. 차량의 지능화와 OTA(Over-The-Air, 무선 통신망을 이용한 차량 원격 업데이트) 확산은 차량 ECU(Electronic Control Unit, 차량 내부의 각 기능을 제어하는 전자 장치)에 통신 기능 탑재를 수반한다. 사용자에게는 편의성 증가와 기능 고도화에 따른 이점이 제공됐지만, 동시에 통신 환경을 이용한 해킹 위험성이 높아졌다. 2015년 Jeep Cherokee 해킹 사례를 보면, 차량 인포테인먼트 시스템의 취약점을 통해 외부에서 에어컨, 와이퍼, 오디오 등을 원격 제어할 수 있음이 입증되어 약 140만대의 차량이 리콜되었다. 차량 내·외부를 연결하는 통신 채널이 늘어나면서 원격 침투를 통한 차량 기능 제어, 정보 무단 이용 등 보안 위협이 증가하는 실정이다.

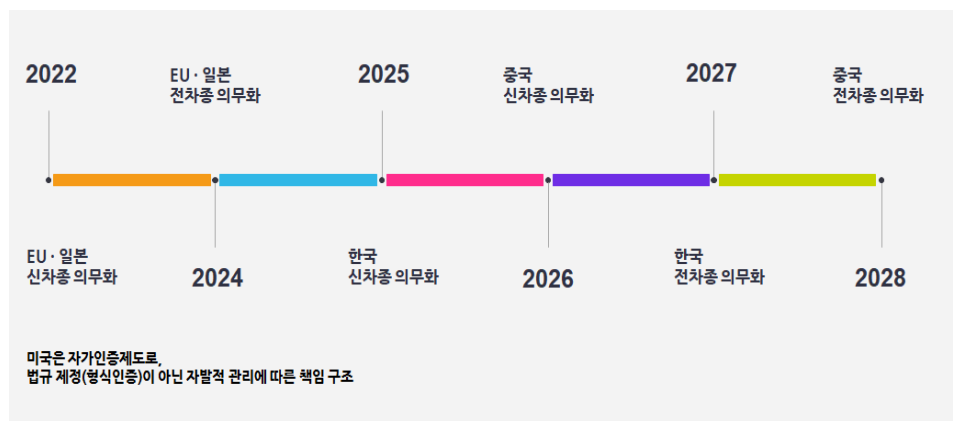
규제 확산에 따른 시장의
구조적 성장

사이버 보안은 규제 확산에 발맞춰 구조적 성장 국면에 진입하고 있다. 법제화에 따라 보안 요건을 충족하지 못한 차량은 사실상 유럽 시장 판매가 제한되었기 때문이다. 보안 위협에 대응하기 위해 2020년 UNECE(유엔 유럽 경제 위원회)는 차량 사이버 보안과 소프트웨어 업데이트를 다루는 UN R155, R156을 채택했다. EU는 2022년 7월부터 신차종(신규 출시 모델만 적용), 2024년 7월부터는 전차종(기존 출시 모델의 신규 양산 물량 포함)에 대해 사이버 보안 및 소프트웨어 업데이트 관리체계 요건 충족을 의무화했다. 일본, 한국, 중국 등 주요 국가들도 사이버 보안 강화 흐름에 따라 법규를 제정했으며, 순차적으로 의무화 시행을 앞두고 있다.

차량 사이버 보안 제도화
핵심 수혜주

아우토크립트는 국내의 현대자동차 그룹 뿐만 아니라, 전세계 200개 이상의 OEM 및 부품사와 거래하고 있는 국내 최대 차량용 사이버 보안 솔루션 기업이다. 따라서 사이버 보안 시장이 제도화를 통해 빠르게 성장할수록, 산업 성장의 수혜를 직접적으로 누릴 수 있는 기업으로 판단한다.

그림 251. 차량 사이버 보안 규제 확산 타임라인



자료: 아우토크립트, IBK투자증권

비자동차 영역으로 확장되는 사이버 보안 시장

비자동차 영역으로
확장되는 보안 수요

아우토크립트의 중장기 성장 동력은 차량 보안 솔루션을 넘어, 디지털 요소가 포함된 제품(products with digital elements) 전반으로 확대되는 사이버 보안 시장에 있다. EU는 CRA(Cyber Resilience Act) 규정을 통해 EU 시장에 판매되는 디지털 요소가 포함된 제품에 대한 사이버 보안 요건을 제시했다. CRA는 2027년 12월부터 전면 시행될 예정이며, 농기계, 건설기계, 로봇틱스, 드론, UAM 등 비자동차 영역에서의 보안 수요가 점진적으로 확대될 것으로 예상된다.

산업용 기계 시장에서
초기 성과 확보

산업용 기계 시장은 가장 빠르게 개화하는 사이버 보안 시장 중 하나다. 동사는 농기계 및 건설기계 부문에서 2025년 4분기 수주를 확보해, 성과는 이미 가시화되고 있다. 농기계 부문에서는 LS엔트론과 15억 원 규모의 단독 계약을 체결했으며, 대동과 TYM 등을 주요 고객사로 확보하고 있다. 건설기계 부문에서는 HD현대건설기계와 개발 프로젝트를 진행 중인 것으로 파악된다.

로봇 사이버 보안 시장
진입 기대감 확대

로봇 보안 산업 역시 향후 주목할 만한 신규 시장이다. 현재 로봇 산업의 사이버 보안 표준은 확정되지 않았다. 그러나 글로벌 자율 이동 로봇(AMR) 업체 하이크로봇은 2025년 산업 자동화 및 제어 시스템의 사이버보안 국제표준(IEC 62443-4-1) 인증을 획득해 선제적으로 보안 역량 내재화에 나섰다. 국내 6개의 로봇 업체도 동사와 사이버 보안 관련 논의를 진행 중인 것으로 파악되어, 로봇 보안 시장에서의 성과 역시 기대되는 국면이다.

그림 252. 사이버 보안 법제화 확대로 신규 시장 진출 기대

CRA 규제 적용 확대로 신규 파이프라인 확대. 24년 12월에 법제화 완료, 27년 12월부터 법규 발동.

CRA (Cyber Resilience Act)

유럽연합이 제정한 보안 내재화 규정, 디지털 제품 및 소프트웨어 전반에 대해 사이버 보안 설계·운영 체계 마련을 의무화.

CRA 법규 미준수 시 최대 1,500만 유로 또는 위반자 글로벌 매출의 2.5%에 달하는 벌금 부과 가능

기존 UNR155/156 적용 범위

현재 CRA 적용 범위

향후 CRA 범위 확대



CRA 법규 발효 이후 모빌리티 전반으로 적용 범위 확산

자료: 아우토크립트, IBK투자증권

로열티 매출의 확대, 영업 레버리지 극대화

BEP를 넘어선 로열티
매출액은 영업이익으로
직결

아우토크립트는 로열티 매출 확대를 통해 수익성이 돋보이는 기업으로 성장할 것으로 기대한다. 로열티 매출은 추가적인 비용이 발생하지 않아, 손익분기점을 넘어선 매출은 전부 영업이익으로 연결되기 때문이다. 로열티 매출 비중 상승은 영업 레버리지를 강화해 수익성 개선으로 이어질 것으로 판단한다.

동사의 비즈니스 모델은 설계 → 개발 → 시험 → 검증 → 양산으로 이어지는 구조다. 초기에는 컨설팅 및 개발 매출이 주를 이루지만, 고객사의 차량이 양산 단계에 진입하면 로열티 매출이 발생하는 구조로 전환된다. 차량 사이버 보안 시장이 초기 단계인 만큼, 2025년 매출 비중은 설계 10%, 개발 35%, 시험 35%, 검증 15%, 양산 5%로 개발 매출의 비중이 높았다. 올해 역시 동일한 기조가 지속될 것이며, 매출액은 약 340억 원으로 전년 대비 30% 이상의 성장할 것으로 추정된다.

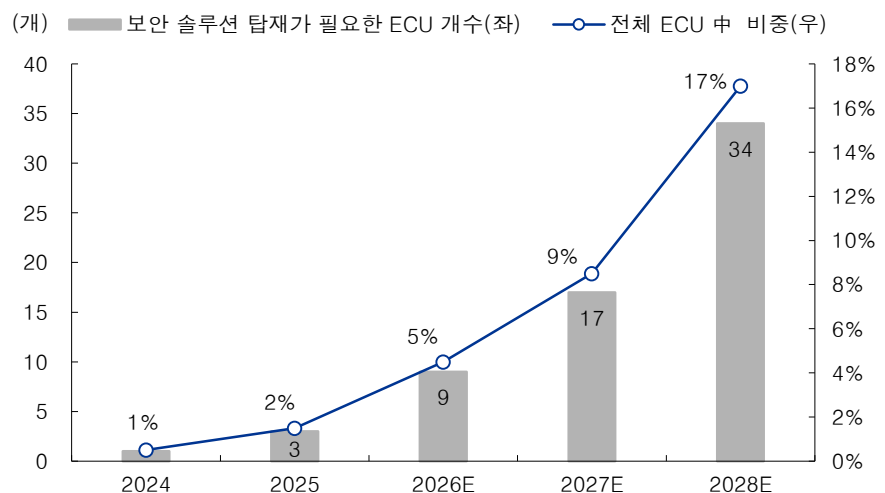
2028년 150억 원 규모
로열티 매출 확보 예상

2028년 이후에는 로열티 매출 비중이 30%~35%로 확대될 것으로 전망되어, 유의미한 매출 구조 전환이 이뤄질 것으로 분석된다. 최소 25개의 개발 프로젝트가 완료되어 로열티 매출로 전환될 것이며, 프로젝트 당 연간 6억 원의 로열티가 예상됨으로 향후 약 150억 원 규모의 로열티 매출액이 확보될 것으로 추정된다.

차량 한 대당 보안 탑재
ECU 수도 큰 폭 증가

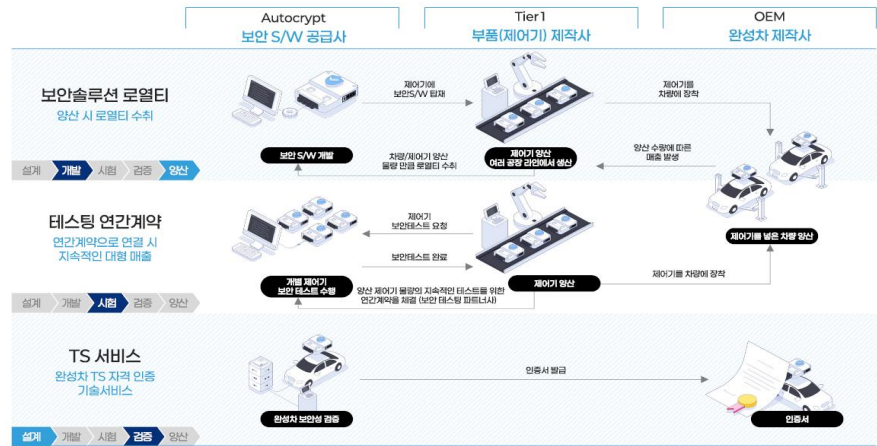
차량 한 대당 보안이 적용되는 제어기 수가 증가하고 있다는 점도 긍정적 요인이다. 차량 한 대당 평균 ECU 수는 약 200개 수준이며, 현재 통신 기능이 있어 보안 솔루션 탑재가 필요한 ECU는 9개(전체 ECU 수의 5% 수준)로 추정된다. 차량의 지능화와 OTA의 확산으로 2028년 솔루션 탑재가 필요한 ECU 수는 현 시점 대비 4배 가까이 증가한 34개로 확대될 것으로 전망된다.

그림 253. 차량 한 대당 보안 솔루션 탑재가 필요한 ECU의 확대 추이



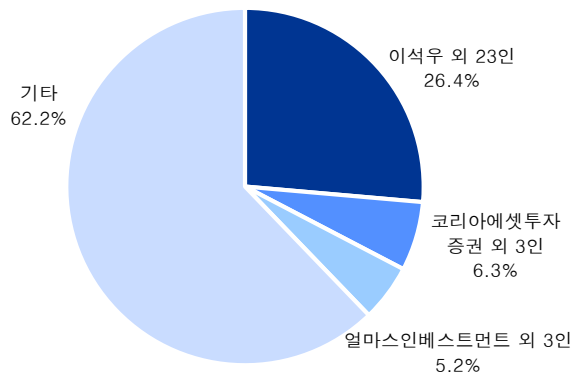
자료: 아우토크립트, IBK투자증권

그림 254. 아우토크립트 비즈니스 모델



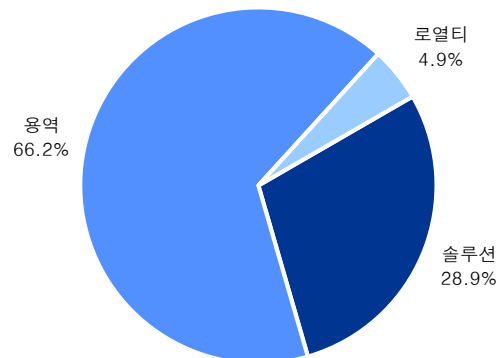
자료: 아우토크립트, IBK투자증권

그림 255. 주주별 지분율(25년말 기준)



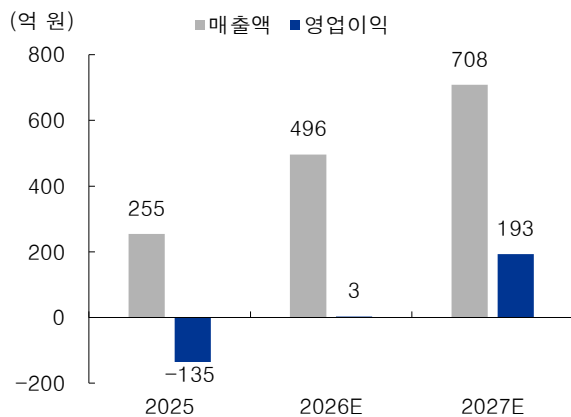
자료: DART, IBK투자증권

그림 256. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



자료: DART, IBK투자증권

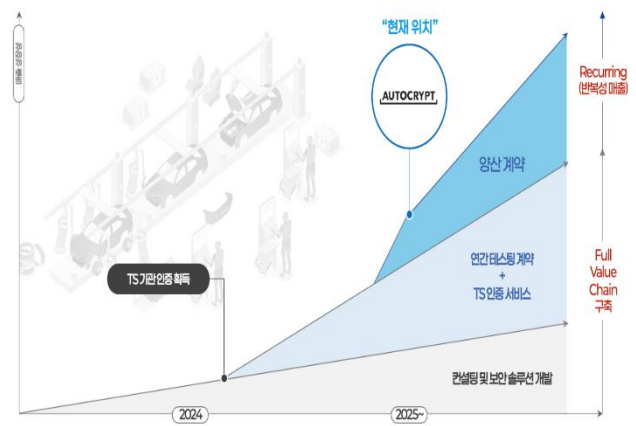
그림 257. 매출액, 영업이익 추이(3개년)



자료: DART, IBK투자증권

주: 실적 추정치는 증권신고서 전망치 반영

그림 258. 아우토크립트 성장 로드맵



자료: 아우토크립트, IBK투자증권

아우토크립트 (331740)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	0	0	22	23	25
증가율(%)	na	na	na	5.9	9.4
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	22	23	25
매출총이익률 (%)	0	0	100.0	100.0	100.0
판매비	0	0	46	41	39
판매비율(%)	0	0	209.1	178.3	156.0
영업이익	0	0	-24	-18	-14
증가율(%)	na	na	na	-26.3	-25.1
영업이익률(%)	0	0	-109.1	-78.3	-56.0
순금융손익	0	0	-12	-32	1
이자손익	0	0	-3	-5	-1
기타	0	0	-9	-27	2
기타영업외손익	0	0	0	3	0
종속/관계기업손익	0	0	0	-2	0
세전이익	0	0	-37	-49	-12
법인세	0	0	0	0	0
법인세율	na	na	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	0	0	-37	-49	-13
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	-37	-49	-13
증가율(%)	na	na	na	34.9	-74.6
당기순이익률 (%)	0	0	-168.2	-213.0	-52.0
지배주주당기순이익	0	0	-35	-49	-13
기타포괄이익	0	0	0	1	0
총포괄이익	0	0	-37	-49	-13
EBITDA	0	0	-22	-14	-9
증가율(%)	na	na	na	-34.9	-37.8
EBITDA마진율(%)	0	0	-100.0	-60.9	-36.0

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	0	0	-8,281	-8,835	-1,411
BPS	0	0	-15,935	1,271	3,146
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	-13.1
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	5.9
EV/EBITDA	0.0	0.0	-0.8	-1.9	-22.1
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	0.0	0.0	5.9	9.4
EPS증가율	0.0	0.0	0.0	6.7	-84.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.0	0.0	50.7	169.1	-61.1
ROA	0.0	0.0	-68.1	-89.1	-19.9
ROIC	0.0	0.0	73.6	602.5	-36.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	0.0	-175.1	453.3	125.9
순차입금 비율(%)	na	na	-27.8	270.0	41.9
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	0.0	2.9	3.8
재고자산회전율	0.0	0.0	0.0	15,730.1	0.0
총자산회전율	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	0	0	19	18	29
현금및현금성자산	0	0	5	3	16
유가증권	0	0	3	3	0
매출채권	0	0	9	7	6
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	0	0	35	40	40
유형자산	0	0	21	22	21
무형자산	0	0	12	9	9
투자자산	0	0	1	8	9
자산총계	0	0	54	57	69
유동부채	0	0	120	32	33
매입채무및기타채무	0	0	6	3	2
단기차입금	0	0	27	22	20
유동성장기부채	0	0	0	1	7
비유동부채	0	0	5	15	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	10	2
부채총계	0	0	125	47	39
지배주주지분	0	0	-68	10	31
자본금	0	0	0	4	5
자본잉여금	0	0	3	126	40
자본조정등	0	0	3	3	-2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	0	0	-74	-123	-12
비지배주주지분	0	0	-3	0	0
자본총계	0	0	-72	10	31
비이자부채	0	0	97	13	10
총차입금	0	0	28	34	29
순차입금	0	0	20	27	13

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	0	0	-19	-12	-12
당기순이익	0	0	-37	-49	-13
비현금성 비용 및 수익	0	0	18	37	7
유형자산감가상각비	0	0	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	2	2
운전자본변동	0	0	0	2	-5
매출채권등의 감소	0	0	-2	3	0
재고자산의 감소	0	0	0	0	0
매입채무등의 증가	0	0	2	1	-1
기타 영업현금흐름	0	0	0	-2	-1
투자활동 현금흐름	0	0	-12	-8	-1
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	7	3	1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-6	-8	-3
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	2	2
기타	0	0	-13	-5	-1
재무활동 현금흐름	0	0	30	18	25
차입금의 증가(감소)	0	0	24	5	1
자본의 증가	0	0	0	0	32
기타	0	0	6	13	-8
기타 및 조정	0	0	-1	0	1
현금의 증가	0	0	-2	-2	13
기초현금	0	0	7	5	3
기말현금	0	0	5	3	16



IV

기계/로봇

Analyst 강민구 / RA 유창근

로보티즈 (108490)

상장일	2018.10.26
현재가 (5/8)	334,500원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	4,903십억원
발행주식수	14,657천주
액면가	500원
52주 최고가	348,000원
최저가	35,204원
60일 일평균거래대금	72십억원
외국인 지분율	7.6%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	18%	10%	456%
절대기준	31%	51%	820%

주주구성	
김병수 외 2인	23.82%
LG전자	6.56%
삼성자산운용	6.29%
자사주	0.12%

엔비디아의 향기가 난다

All That Robot!

로보티즈는 로봇용 액추에이터(다이나믹셀) 개발 및 생산에 특화된 기업이다. 액추에이터는 로봇의 관절에 해당하며, 주요 구성요소는 모터, 제어기, 감속기이다. 동사는 모터를 제외한 액추에이터 원천기술의 95%를 내재화 하였으며, 이 액추에이터를 통해 로봇팔, 로봇손, 자율주행로봇(AMR), 휴머노이드 등을 개발하여 로봇 수직계열화를 완성해 나가고 있다.

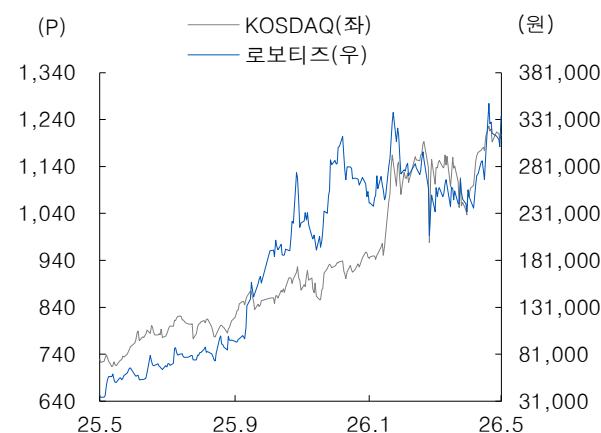
2대 주주 LG전자와 휴머노이드 동맹

동사는 1999년 설립된 액추에이터 기반의 로봇 전문 기업으로, 2018년 10월 코스닥 시장에 상장했다. 최대주주는 대표이사 김병수(23.7%) 외 2인(23.8%)이다. 주목할 점은 2대 주주인 LG전자(6.6%)와의 관계이다. LG전자는 2017년 동사의 유상증자에 참여하여 지금까지도 전략적 협업관계를 유지하고 있다. 2025년 6월에는 휴머노이드 분야의 공동 연구 및 사업화 협력을 공식화했으며, 향후 LG전자의 글로벌 유통 네트워크와 로보티즈의 기술력이 결합될 시 휴머노이드 대중화 시점에 강력한 시너지가 기대된다.

액추에이터를 통한 로봇 생태계 장악

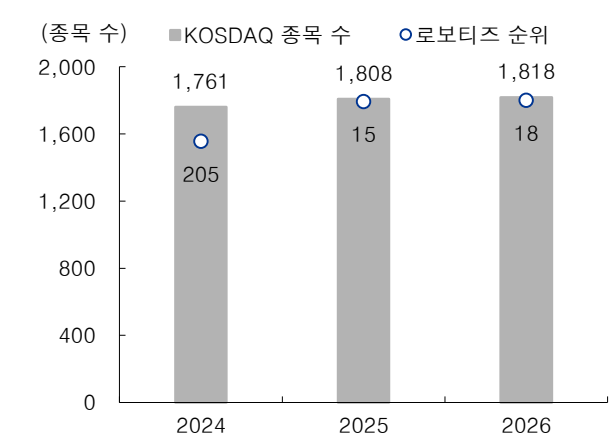
Physical AI 시대에서 로보티즈를 주목해야 하는 이유는 세 가지다. 1) 기술 내재화: 액추에이터 기술 95%를 내재화하여 산업 초기 구간에서도 높은 수익성을 확보했다. 2) 제품/원가 경쟁력: 중국 시장을 겨냥한 신규 액추에이터 개발과 우즈베키스탄 생산공장 구축으로 중국 기업과 대등한 가격 경쟁력을 갖췄다. 3) 생태계 확장: 액추에이터부터 로봇 데이터 팩토리까지 ‘Physical AI’ 수직 계열화를 완성했다. GPU를 통해 AI 시장을 장악한 엔비디아처럼, 로보티즈는 액추에이터를 통해 ‘Physical AI’ 생태계 장악을 준비하고 있다.

그림 259. 주가 추이



자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

그림 260. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

로봇 연구소? 실적으로 증명!

액추에이터 시장 선점을
통해 극초기 시장에서도
높은 수익성 기록 중

로보티즈는 로봇용 액추에이터를 통해 25% 이상의 영업이익률을 기록하며, 글로벌 휴머노이드 섹터를 통틀어도 매우 보기 드문 수준의 수익성을 달성하고 있다. 이는 다른 기업들이 로봇 기술 자체에 집중할 때, 로보티즈는 핵심 부품인 액추에이터 시장 선점과 수익화에 역량을 집중해왔기 때문이다. 동사는 설립 초기부터 액추에이터 내재화 및 판로 확대를 위해 로봇 시스템 연구를 수단으로 활용하는 ‘역발상 전략’을 고수해 왔다. 이러한 전략의 결과 2025년 대규모 R&D 및 설비 투자 기조를 유지하면서도 연간 흑자전환에 성공하였다.

액추에이터 내재화율 95%

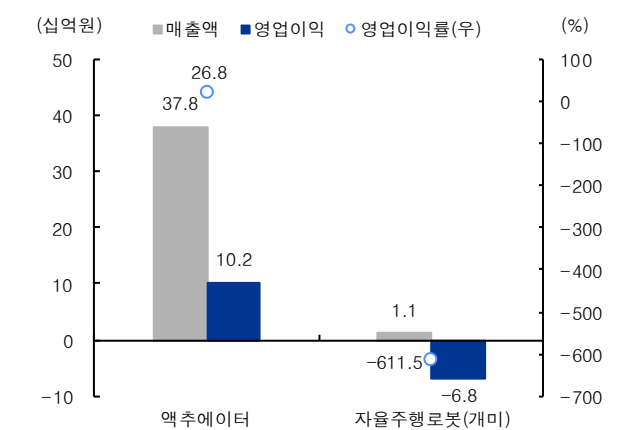
밸류체인 수직계열화로
액추에이터 영업이익률
20% 중반 달성

기술적 측면에서도 경쟁 우위는 독보적이다. 동사의 액추에이터 내재화율은 약 95% 수준으로, 다년간의 연구개발을 통해 글로벌 최고 수준의 기술 장벽을 구축하였다. 마지막 단계인 모터까지 내재화에 성공할 경우 액추에이터 밸류체인 100% 수직 계열화를 완성하게 된다. 이는 대다수의 경쟁사가 핵심 부품을 외부에서 조달하여 낮은 수익성에 머물러 있는 것과 상반된다. 그에 반해, 2025년 동사는 액추에이터 기준으로 영업이익률 26.8%를 기록하며 독보적인 수익성을 입증했다. 앞으로 휴머노이드 상용화에 따른 액추에이터 단가 인하 및 가격경쟁이 일어나더라도, 두 자릿수 이상의 마진율을 충분히 확보할 수 있을 것으로 판단한다.

현재 30만개 수준의
생산 CAPA를 530만개로
17배 이상 확대

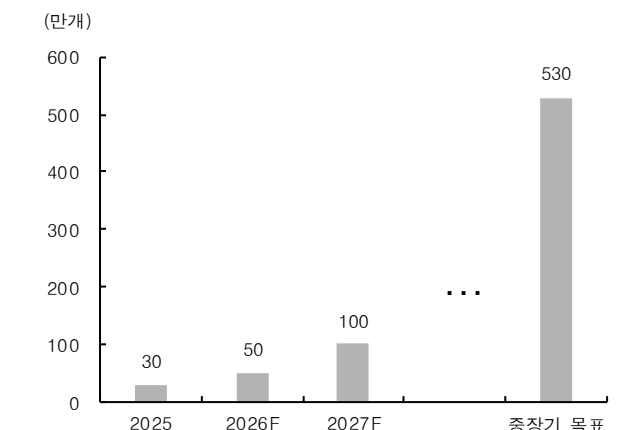
동사가 목표로 하는 글로벌 생산 CAPA는 액추에이터 기준 연간 530만 개에 달한다. 현재 생산 CAPA가 연간 30만 개임을 감안하면, 현재보다 17배 이상 생산량을 확대시킬 계획이다. CAPA 증설 이후 모든 공장이 100% 가동되고, 액추에이터 평균 단가(ASP) 20만원(2025년 기준 평균 30만 원)을 가정할 경우, 예상되는 매출액은 약 1조 원이다. 향후 상업화 단계에서 단가 인하 압박으로 인해 보수적으로 영업이익률이 10% 중반까지 하락한다 해도, 연간 1,500억 원 수준의 영업이익 창출이 가능한 이익 체력을 갖출 것으로 전망한다.

그림 261. 로보티즈 사업 부문별 영업실적(2025년)



자료: 로보티즈, IBK투자증권

그림 262. 로보티즈 액추에이터 생산 CAPA 추이 및 전망



자료: 로보티즈, IBK투자증권

‘로봇 종주국’ 중국에 대항할 수 있는 2가지 무기

로보티즈는 1) QDD(Quasi Direct Drive) 액추에이터와, 2) 가격 경쟁력(우즈베키스탄 생산시설)을 통해 로봇 종주국 중국에서도 확실한 성과를 낼 수 있는 기업이다.

1) 중국 시장을 겨냥한 QDD 액추에이터 개발

로보티즈는 QDD 방식의 구조적 간편성은 유지하되, 낮은 내구도를 보완한 차세대 QDD 액추에이터 개발에 성공했다. 중국 로봇 시장의 주류인 QDD 방식의 액추에이터는 구조가 단순해 제조 원가가 낮지만 기어 부하에 따른 내구도 문제와 조기 마모라는 구조적 한계를 안고 있었다. 로보티즈는 다년간 축적된 제어 알고리즘과 소재 가공 노하우를 접목하여, 중국산 QDD 액추에이터와 동일한 수준의 가격을 유지하면서도 내구도와 정교함을 비약적으로 향상시켰다. 이 제품은 중국 시장을 겨냥한 특화 제품으로, 현재 15% 수준의 중국향 수출 비중을 두 배 이상 끌어올릴 수 있을 것으로 예상된다.

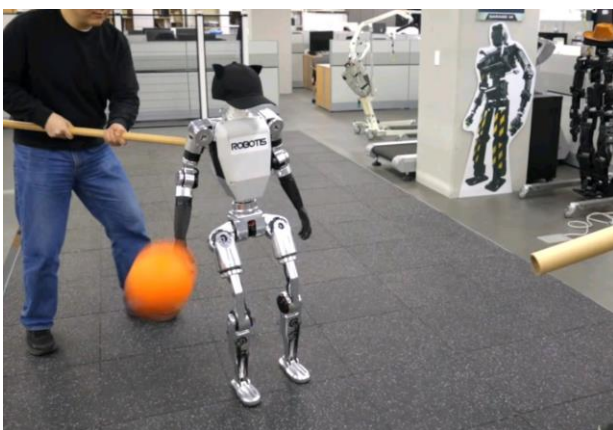
2) 우즈베키스탄 생산을 통한 가격 경쟁력 확보

또 다른 강력한 무기는 중국 대비 압도적 원가 경쟁력을 보유한 우즈베키스탄 생산 거점이다. 액추에이터는 제조 공정상 정교한 수작업이 필수적인 제품이다. 수년간 자동화를 진행한 동사도 자동화율은 50%에 미치지 못하고 있으며, 경쟁사의 경우 이보다 훨씬 못미치는 것으로 알려져 있다. 이는 인건비와 숙련도(생산성)가 수익성을 결정짓는 핵심 변수라는 의미다. 국제노동기구(ILO)에 따르면 우즈베키스탄의 월평균 임금(\$351)은 한국(\$3,165)의 약 1/9, 중국(\$808)의 2/5 수준에 불과하다. 또한 우즈베키스탄은 GM, 기아, BYD 등 자동차 제조사들의 글로벌 생산 기지로 숙련된 기계공학 기술 인력들이 풍부한 지역이다. 따라서 저렴한 인건비와 우수한 인적 자원을 바탕으로 중국에 우위를 점할 수 있을 것으로 판단한다.

우즈베키스탄의 전략사업 지정으로 부지 무상 제공, 세금 및 인센티브 혜택

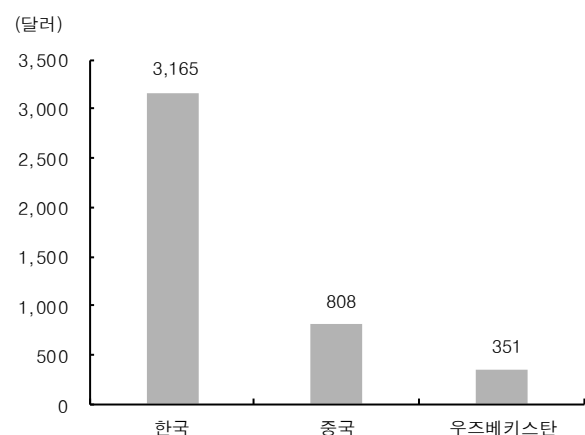
우즈베키스탄 정부는 로보티즈의 현지 사업을 국가 차원의 전략 과제로 지정하고 전폭적인 지원을 약속하였다. 여기에는 무상 부지 제공, 법인세 감면 및 인센티브 패키지 등이 포함된다. 이를 통해 시설투자 비용을 낮추고 운영 효율성을 극대화할 수 있을 것으로 기대한다. 또한, 희토류를 포함한 천연자원이 풍부한 중앙아시아의 지리적 이점을 활용해 로봇 제조의 핵심 소재를 안정적으로 공급할 수 있다는 점도 긍정적인 요소이다.

그림 263. QDD 액추에이터가 적용된 휴머노이드 ‘시 사피엔스’



자료: 로보티즈, IBK투자증권

그림 264. 한국-중국-우즈베키스탄 월평균 임금 비교



자료: 국제노동기구(ILO), IBK투자증권
주: 2022년 ILO 임금데이터 기준

액추에이터 제조사에서 'Physical AI 설계자'로 진화

Physical AI 설계자로 진화

엔비디아가 단순 GPU 제조사에서 'AI 팩토리' 설계자로 진화한 것처럼, 로보티즈는 액추에이터부터 로봇 데이터팩토리까지 수직 계열화를 통한 'Physical AI' 시대의 설계자로 진화하고 있다.

휴머노이드 산업의 병목은
AI 학습 데이터 부재

현재 휴머노이드 산업의 최대 병목은 AI 학습을 위한 고품질 데이터의 부재이다. AI 강화학습을 통해 휴머노이드 개발의 방향성과 구체적인 방법이 제시되었음에도 불구하고, 현재는 휴머노이드를 학습시킬 데이터가 없는 실정이다. 로보티즈가 노리는 것은 바로 이 부분이다.

세계 최대 규모의 AI
데이터 팩토리 구축 진행

우즈베키스탄 공장의 진정한 가치는 1,000대 이상의 AI 개발용 휴머노이드가 가동될 세계 최대 규모의 '데이터 팩토리'에 있다. 이곳에는 20DOF(자유도)의 로봇손을 장착한 휴머노이드를 전세계에서 가장 낮은 인건비로 학습시킬 Physical AI 훈련소가 만들어지고 있다. 향후 이 데이터 팩토리의 수요는 현재 LLM 모델 경쟁만큼이나 치열할 것으로 전망한다.

2016년 OpenAI와 AI
로봇 강화학습 협력 진행

로보티즈 학습 플랫폼의 경쟁력은 이미 과거 사례로 입증된 바 있다. 2016년 OpenAI가 휴머노이드 강화학습 연구용 플랫폼 'OpenAI Gym'을 개발할 당시, 로보티즈의 로봇인 'TurtleBot 3'를 개발 파트너로 선정하여 협업을 진행한 이력이 있다. 이는 동사의 로봇과 데이터 팩토리가 글로벌 기업들의 휴머노이드 학습 플랫폼으로서 경쟁력을 갖췄음을 시사한다.

액추에이터 Lock-in 전략
통한 생태계 표준화 도전

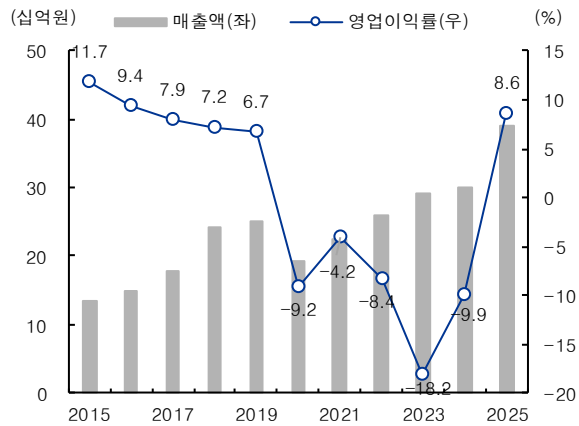
엔비디아가 CUDA라는 개발 플랫폼을 통해 자사의 GPU를 사용자에게 종속시킨 것처럼, 로보티즈도 휴머노이드 학습 플랫폼을 통해 자사의 액추에이터를 휴머노이드 생태계에 종속시키려는 전략을 취하고 있다. 로보티즈의 데이터 팩토리는 동사의 액추에이터 사용이 필수다. 이러한 락인(Lock-in) 전략을 통해 액추에이터 사용은 확대될 수 밖에 없고, 최종 목표인 액추에이터 생태계 표준화에도 다가설 수 있을 것으로 전망한다.

그림 265. 로보티즈 'Physical AI 전략': 액추에이터 → 로봇팔 → 휴머노이드 → 데이터 팩토리



자료: 로보티즈, IBK투자증권

그림 266. 로보티즈 연도별 실적 추이



자료: 로보티즈, IBK투자증권

그림 267. 로보티즈 주력 액추에이터 제품군(X-Series)



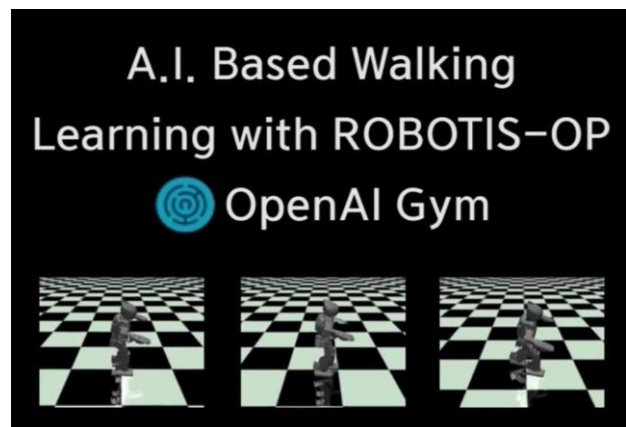
자료: 로보티즈, IBK투자증권

그림 268. VR과 리더기를 통해 '휴머노이드' 학습 시연



자료: 로보티즈, IBK투자증권

그림 269. 로보티즈-OpenAI 'AI 강화학습' 협업 이력



자료: 로보티즈, IBK투자증권

그림 270. 로보티즈-우즈베키스탄 정부 간 협약 체결



자료: 로보티즈, IBK투자증권

그림 271. 로보티즈 우즈베키스탄 생산공장



자료: 로보티즈, IBK투자증권

로보티즈 (108490)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	20	24	27	27	35
증가율(%)	17.7	21.8	10.3	0.1	28.9
매출원가	11	12	13	14	14
매출총이익	9	13	14	13	21
매출총이익률 (%)	45.0	54.2	51.9	48.1	60.0
판매비	11	15	19	17	16
판매비율(%)	55.0	62.5	70.4	63.0	45.7
영업이익	-2	-2	-6	-4	5
증가율(%)	-24.7	27.5	151.6	-32.2	-232.3
영업이익률(%)	-10.0	-8.3	-22.2	-14.8	14.3
순금융손익	0	0	2	-2	2
이자손익	0	0	0	1	1
기타	0	0	2	-3	1
기타영업외손익	0	0	1	0	1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-1	-2	-3	-6	8
법인세	-1	-1	-1	-2	0
법인세율	100.0	50.0	33.3	33.3	0.0
계속사업이익	0	0	-2	-4	7
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	-2	-4	7
증가율(%)	-123.1	na	na	134.0	-300.9
당기순이익률 (%)	0.0	0.0	-7.4	-14.8	20.0
지배주주당기순이익	0	0	-2	-4	7
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	0	0	-2	-4	8
EBITDA	0	0	-3	-1	7
증가율(%)	-119.0	na	na	-54.5	-598.4
EBITDA마진율(%)	0.0	0.0	-11.1	-3.7	20.0

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	16	-24	-126	-284	556
BPS	6,057	6,807	7,271	7,045	21,363
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	1,465.5	-915.2	-236.7	-79.8	469.6
PBR	4.0	3.2	4.1	3.2	12.2
EV/EBITDA	1,668.6	-1,930.7	-104.5	-192.8	495.2
성장성지표(%)					
매출증가율	17.7	21.8	10.3	0.1	28.9
EPS증가율	-123.1	-245.9	425.8	125.4	-295.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	0.3	-0.4	-1.8	-4.0	3.7
ROA	0.2	-0.3	-1.4	-3.6	3.6
ROIC	0.6	-0.9	-4.4	-10.5	19.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	14.3	45.8	19.9	4.2	1.4
순차입금 비율(%)	-47.8	-33.7	-55.3	-20.4	-52.7
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.0	11.9	10.3	11.3	10.0
재고자산회전율	2.8	2.5	2.0	2.0	2.9
총자산회전율	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	47	88	77	51	240
현금및현금성자산	13	23	6	9	25
유가증권	20	28	46	10	140
매출채권	2	2	3	2	5
재고자산	7	12	15	13	11
비유동자산	31	33	35	45	77
유형자산	24	26	26	25	23
무형자산	1	1	1	0	0
투자자산	3	3	3	12	45
자산총계	79	121	112	96	317
유동부채	9	16	18	4	4
매입채무및기타채무	0	0	1	0	1
단기차입금	0	10	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	22	0	0	0
사채	0	12	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	10	38	19	4	4
지배주주지분	69	83	94	93	313
자본금	6	6	6	7	7
자본잉여금	46	63	75	80	291
자본조정등	1	-2	-2	-5	-3
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	16	16	15	11	18
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	69	83	94	93	313
비이자부채	10	16	19	4	4
총차입금	0	22	0	0	0
순차입금	-33	-28	-52	-19	-165

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	1	12	-5	4	7
당기순이익	0	0	-2	-4	7
비현금성 비용 및 수익	1	1	0	4	0
유형자산감가상각비	2	2	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-1	11	-5	2	-1
매출채권등의 감소	-1	0	-1	1	-4
재고자산의 감소	0	-5	-3	1	1
매입채무등의 증가	0	0	0	0	1
기타 영업현금흐름	1	0	2	2	1
투자활동 현금흐름	0	-31	-2	10	-200
유형자산의 증가(CAPEX)	1	4	2	2	2
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	8	-19	18	-26	-78
기타	-9	-16	-22	34	-124
재무활동 현금흐름	4	28	-9	-11	209
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	6	0	0	210
기타	4	22	-9	-11	-1
기타 및 조정	-1	1	-1	0	0
현금의 증가	4	10	-17	3	16
기초현금	9	13	23	6	9
기말현금	13	23	6	9	25

Analyst 조정현 / RA 장성호

오리엔탈정공 (014940)

상장일	2001.12.26
현재가 (5/8)	7,520원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	343십억원
발행주식수	45,574천주
액면가	500원
52주 최고가	12,540원
최저가	5,170원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	1.6%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	0%	-38%	-17%
절대기준	11%	-14%	37%

주주구성	
오리엔탈정공개발 외 1인	46.04%
자사주	0.06%

국내 선박용 크레인 시장을 지배하는 거인

시장 점유율 70%의 선박용 크레인 강자

오리엔탈정공은 1980년 설립되어 2001년 12월 코스닥 시장에 상장하였다. 동사는 선박용 크레인, 기관실 크레인, 인명구조용 보트 및 진수장치 등의 기계품을 주력으로 생산하고 있으며, 100% 자회사인 오리엔탈마린텍을 통해서는 데크하우스, 연돌 등의 구조물을 생산한다. 국내 선박용 크레인 시장에서 동사는 70%의 독보적인 점유율을 확보하고 있다.

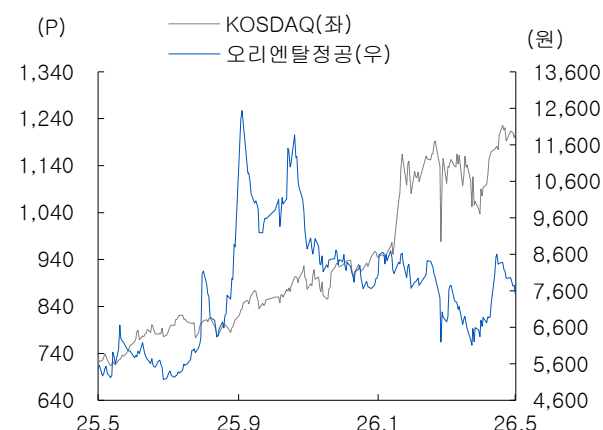
안정적인 지배 구조 유지

동사의 최대주주는 오리엔탈정공개발을 포함한 특수관계인으로, 총 45.77%의 지분을 보유하고 있다. 2017년 최대주주가 오리엔탈홀딩스로 변경된 이후 계열사 내 지분 교환과 합병 등을 거쳐 2022년에 현재의 지분 구조가 완성되었고, 이후 안정적인 지배구조를 유지하고 있다.

조선 기자재 사업 위에 친환경, 방산을 더하다

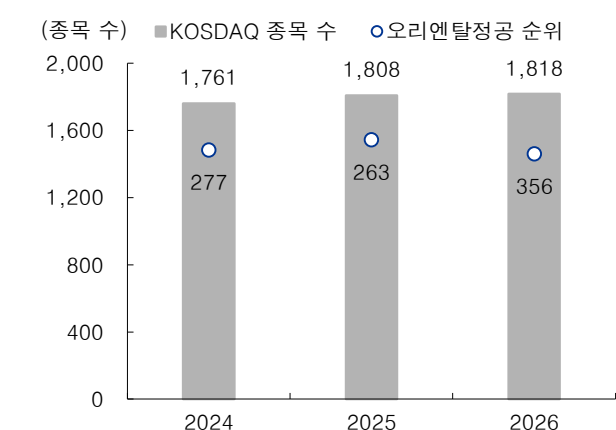
선박용 크레인은 국내 Big 3 조선소향 공급 기반을 통해 조선업 업사이클 수혜가 지속될 전망이다. 다만 국내 조선소의 물리적 증설 여력이 제한적인 만큼, 향후 성장의 핵심은 건조 척수 증가보다는 LNG/LPG선·탱커 등 크레인 탑재 수가 많은 고부가 선종 비중 확대와 환율 효과에 있다. 이익 측면에서는 오리엔탈마린텍의 기여도가 높으며, 향후에도 안정적인 물량 확보로 이익 방어가 가능할 것으로 예상된다. 중장기적으로는 해상풍력용 크레인, 방산용 특수 크레인, 윈세일 하부 구동부 등으로 제품 포트폴리오를 확장하고 있어 기존 조선 기자재 사업의 안정성에 친환경·방산 신사업의 성장 옵션이 더해지는 구조로 판단된다.

그림 272. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 273. KOSDAQ 내 시가총액 순위

자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

선박용 크레인, 점진적인 실적 성장 예상

국내 선박용 크레인
시장 점유율 70%

국내 선박용 크레인 시장에서 동사의 시장 점유율은 70% 수준으로, 독보적인 지위를 누리고 있다. HD한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션 등 국내 Big 3 조선소 모두에 제품을 공급하고 있으며, 비교적 고른 매출 비중을 보이고 있다. 이는 국내 조선업 업사이클에 안정적인 실적 성장을 이어가는 기반이 되고 있다. 지난해 영업실적은 2021년 저점 대비 매출액과 영업이익이 각각 78.8%, 262.6% 개선되며 고성장을 이어왔다. 현재 주요 조선사의 도크는 2027년 인도 물량까지 완판되었으며, 2028년 물량도 곧 슬롯을 채울 수 있을 것으로 예상되고 있다. 이는 향후에도 안정적인 실적을 이어갈 수 있는 기반이 마련되어 있음을 뜻한다.

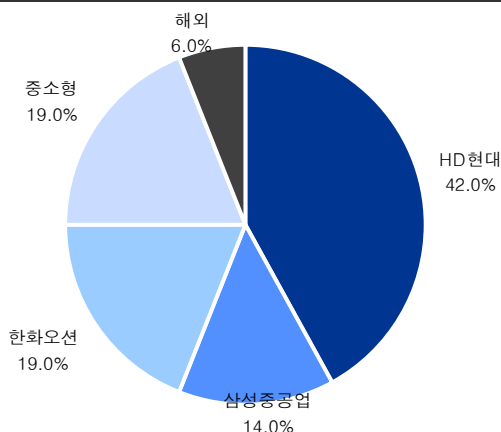
건조 척수 정체에도
점진적인 성장 예상

이러한 상황에서 동사를 바라보는 포인트는 어떻게 추가적인 성장을 이뤄낼 수 있는가에 있다. 국내 조선소들은 도크가 포화 상태에 이르렀음에도 신규 도크의 증설보다는 기존 설비의 재배치 및 효율화 하는 수준에 그치고 있다. 이는 국내 신조 물량의 상방을 제한하는 요인이며, 건조 척수가 영업실적에 큰 영향을 끼치는 동사의 입장에서는 실적의 성장성이 둔화될 수 있음을 의미한다. 그럼에도 동사의 선박용 크레인 부문은 향후에도 점진적인 성장이 가능할 것으로 예상된다. 국내 조선소들이 LNG/LPG 운반선, 탱커선, 초대형 컨테이너 등 고부가 선종 중심으로 수주 물량을 채워놓았으며, 단기적으로는 환율 효과가 기대되기 때문이다.

선박당 크레인 설치 수
증가와 환율 효과 기대

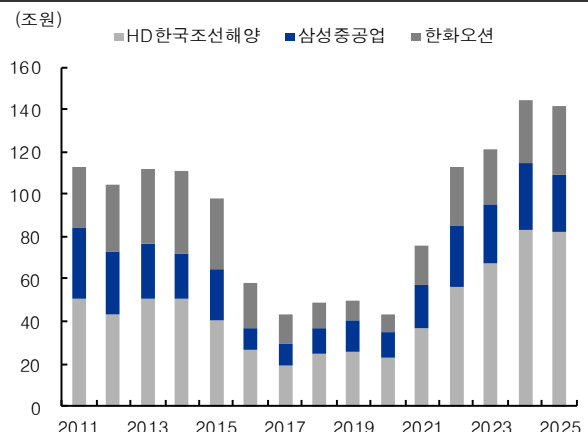
일반적으로 상선에는 선박당 2개의 크레인이 설치되지만, LNG 운반선, 원유 운반선 등 오일이나 가스를 운반하는 선박은 호스 핸들링 크레인이 추가로 2개 더 필요하다. 또한 대형 선박의 경우 추가로 서비스 크레인이 1~2기 더 설치되기도 해 선박에 따라 최대 6기의 크레인이 설치될 수 있다. 따라서 선종 믹스가 변화하면 건조 척수가 일정하더라도 크레인 설치 개수는 늘어날 수 있으며, 국내 조선소는 향후 LNG/LPG 운반선, 탱커선 등 고부가 선종의 비중이 확대될 것으로 예상됨에 따라 크레인 수요는 확대될 여지가 있다. 추가적으로, 주요 고객사 중에는 국내 업체임에도 달러 기준으로 대금을 결제하는 경우가 있어 현재와 같은 원화 약세 환경이 동사에게는 유리한 것으로 판단된다.

그림 274. 고객사별 기계품(크레인) 매출 비중



자료: 오리엔탈정공, IBK투자증권

그림 275. 국내 Big 3 조선소 수주잔고 추이



자료: 각사, IBK투자증권

선상 구조물의 이익 창출 능력에 주목

2025년 오리엔탈마린텍
영업이익 기여 비중
73.4%

데크하우스 등 선상 구조물을 생산하는 오리엔탈마린텍은 삼성중공업의 핵심 협력사로, 매출의 90% 이상이 삼성중공업으로 발생하고 있다. 오리엔탈마린텍의 선상 구조물 사업에서 주목할 부분은 고수익성에 있다. 오리엔탈마린텍의 영업이익률은 2023년부터 크게 개선되었으며, 2024년과 2025년 연속으로 15% 이상의 영업이익률을 기록하며 오리엔탈정공 별도 영업이익률을 2배 이상 상회하고 있다. 2025년 연간 영업이익은 176억원으로 연결 영업이익의 73.4%에 달한다.

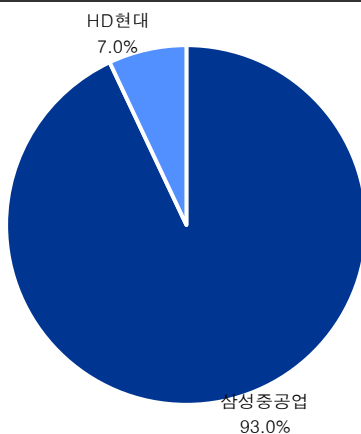
삼성중공업은 이미 3년치
일감을 확보한 것으로
추정

뿐만 아니라 구조물 부문의 높은 이익창출능력은 향후에도 유지될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 구조물 사업은 주요 원재료인 철판 등을 고객사로부터 사급받으며, 원가의 대부분이 인건비와 장비사용료 등이기 때문에 가동률이 영업실적에 미치는 영향이 크다. 2025년 말 삼성중공업의 수주잔고는 133척, 286억달러로 연간 매출액과 단순 비교 시 약 3년치의 일감을 이미 확보하고 있는 것으로 추정된다. 따라서 동사의 구조물 사업 또한 안정적인 물량 확보가 가능할 것으로 판단된다.

고객사의 주력 선종을
둘러싼 환경은 비교적
양호

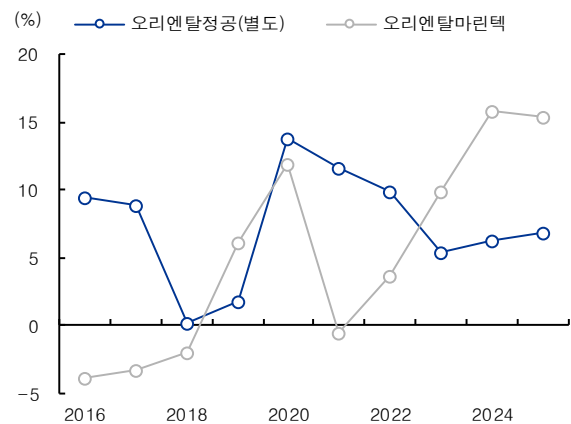
2025년 조선 업황은 글로벌 신조선 발주량이 전년 대비 감소하고, 신조선가 상승세가 둔화되며 피크아웃 우려를 불러일으켰다. 그러나 삼성중공업의 주력 선종을 둘러싼 환경은 그리 부정적이지 않다. 1) LNG 운반선은 미국발 관세 불확실성 확대와 LNG 수출 프로젝트 진행이 지연되며 발주세가 둔화되었으나, 2025년 다수의 LNG 수출 프로젝트 FID가 이루어져 LNG 운반선 발주도 회복될 것으로 전망된다. 2) 컨테이너선은 USTR의 중국산 선박에 대한 입항료 부과로 한국산 선박의 매력도가 상승할 것으로 전망된다. 3) 유조선의 경우 노후선 비중이 높음에도 발주 잔량이 적어 교체 발주가 지속될 것으로 전망된다. 향후 조선 업황이 기대와 같이 우호적으로 흘러갈 경우 오리엔탈마린텍의 선상 구조물 물량 확보도 순조롭게 이뤄질 것으로 예상된다.

그림 276. 고객사별 구조물(데크하우스 등) 매출 비중



자료: 오리엔탈정공, IBK투자증권

그림 277. 오리엔탈정공(별도), 오리엔탈마린텍 영업이익률 추이



자료: 오리엔탈정공, IBK투자증권

제품 포트폴리오 확대로 신성장 동력 확보

추가적인 성장 동력 확보
추진

동사는 기존 사업을 넘어 추가적인 성장 동력 확보를 위해 신제품 개발에도 노력을 기울이고 있다. 주요 신제품으로는 해상풍력 발전설비에 사용되는 윈드터빈 플랫폼 크레인 및 해상 변전소 크레인, 방산용 특수 크레인, 선박용 친환경 풍력보조 추진장치인 윈세일의 하부 구동부 등이 있다.

해상풍력 설비용 크레인은
정책적 수혜 예상

윈드터빈 플랫폼 크레인과 해상 변전소 크레인은 각 해상 풍력 터빈 혹은 해상 변전소마다 설치되어 발전 설비의 유지 보수 과정에서 장비를 이동시키는 데 활용된다. 기후에너지환경부는 지난해 말 해상풍력 설비 용량을 매년 4GW씩 확장하여 2030년까지 10.5GW, 2035년까지 25GW의 설비용량을 확보하겠다는 계획을 발표했다. 이에 따라 해상풍력 발전설비용 크레인의 수요가 빠르게 확대될 것으로 예상되며, 최근에는 초도물량의 납품도 진행되었다.

방산용 특수 크레인은
이미 납품 이력을 보유

방산용 특수 크레인은 해군 지원선에 주로 채택되고 있는 것으로 파악되며, 북미/동남아시아 등 해외 해군에 납품 이력을 보유하고 있다. 방위산업은 제품의 신뢰성이 중요하게 작용하는 산업으로, 복수의 해외 해군향 납품 이력은 그 자체로 경쟁력이 될 수 있다. 또한 방산용으로는 길이 연장이 가능한 텔레스코픽 크레인, 굴절 기능이 있는 너클 크레인 등 특수 크레인이 주로 판매되어 일반 크레인 대비 단가가 높고 수익성이 우월하다.

윈세일은 현재 해상실증
진행 중

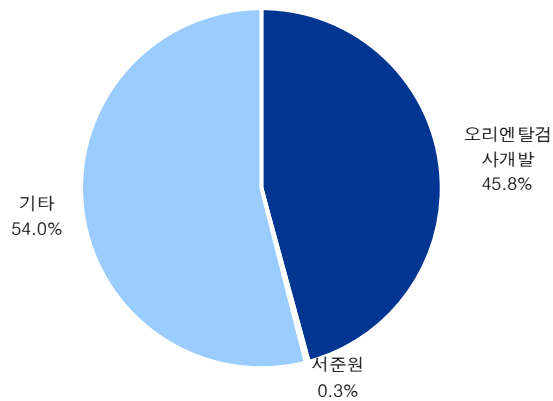
윈세일은 범선의 돛과 같은 역할을 하여 풍력을 활용해 선박의 추진을 보조하는 장치로 연료 소모를 5~20% 정도 절감할 수 있는 것으로 알려져 있다. 이를 통해 선주는 연료비를 절감할 수 있을 뿐만 아니라 강화되고 있는 친환경 규제에 대응해 탄소배출을 줄이는 효과를 누릴 수 있다. 동사는 윈세일의 하부 구동부를 생산하며, 제품의 가격이 기존 선박용 크레인 대비 수 배 높아 사업이 본격화되면 유의미한 실적 기여가 가능할 것으로 예상된다. 현재 육상실증은 완료되었으며, 해상실증이 진행 중인 것으로 파악된다.

그림 278. 윈세일(좌), 방산용 특수 크레인(중앙), 해상풍력 설비용 크레인(우) 모습



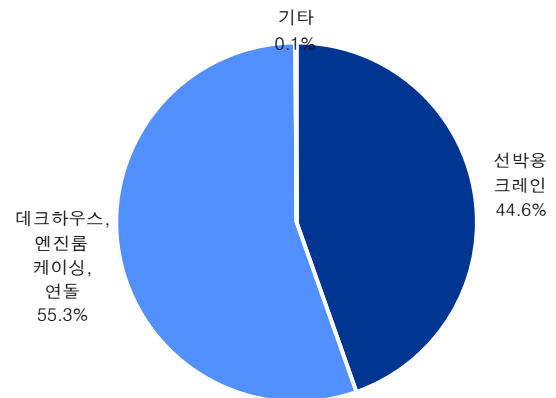
자료: 오리엔탈정공, IBK투자증권

그림 279. 주주별 지분율(25년말 기준)



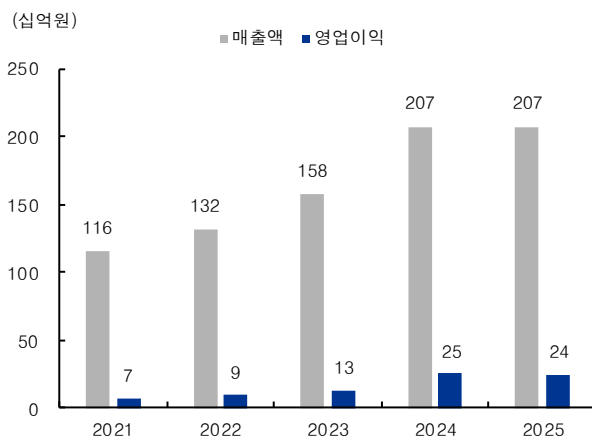
자료: Dart, IBK투자증권

그림 280. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



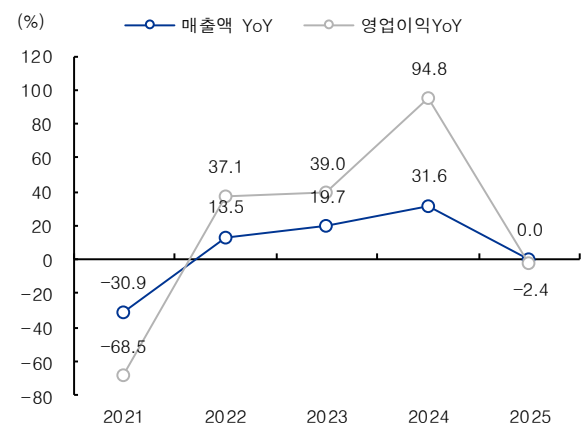
자료: Dart, IBK투자증권

그림 281. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



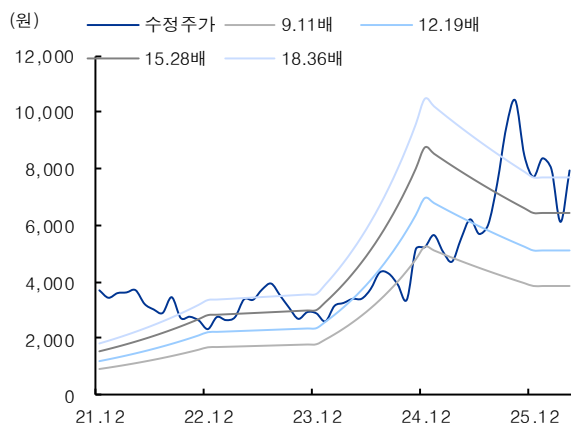
자료: Dart, IBK투자증권

그림 282. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



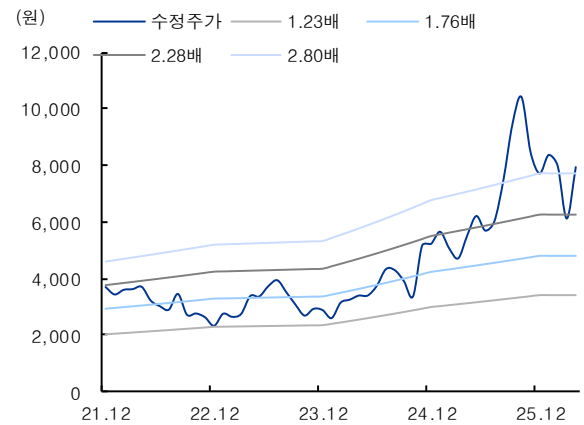
자료: Dart, IBK투자증권

그림 283. PER Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 284. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

오리엔탈정공 (014940)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	116	132	158	207	207
증가율(%)	-30.9	13.5	19.7	31.6	0.0
매출원가	100	114	135	168	171
매출총이익	16	18	23	40	36
매출총이익률 (%)	13.8	13.6	14.6	19.3	17.4
판매비	9	8	10	15	12
판매비율(%)	7.8	6.1	6.3	7.2	5.8
영업이익	7	9	13	25	24
증가율(%)	-68.5	37.1	39.0	94.8	-2.4
영업이익률(%)	6.0	6.8	8.2	12.1	11.6
순금융손익	-2	-2	-3	-1	-1
이자손익	-2	-2	-3	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	3	-1	1	4
종속/관계기업손익	0	-2	0	1	1
세전이익	5	9	9	26	29
법인세	1	0	0	0	10
법인세율	20.0	0.0	0.0	0.0	34.5
계속사업이익	5	8	9	26	19
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	8	9	26	19
증가율(%)	-84.5	83.7	6.4	192.4	-26.5
당기순이익률 (%)	4.3	6.1	5.7	12.6	9.2
지배주주당기순이익	5	8	9	26	19
기타포괄이익	11	1	-5	-1	1
총포괄이익	15	10	4	26	20
EBITDA	8	11	15	27	26
증가율(%)	-61.1	29.1	36.3	81.7	-2.8
EBITDA마진율(%)	6.9	8.3	9.5	13.0	12.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	100	184	195	572	420
BPS	1,651	1,861	1,906	2,417	2,751
DPS	0	50	50	100	0
밸류에이션(배)					
PER	36.7	12.5	14.6	9.1	18.4
PBR	2.2	1.2	1.5	2.2	2.8
EV/EBITDA	25.1	12.7	10.1	8.9	12.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-30.9	13.5	19.7	31.6	0.0
EPS증가율	-84.5	83.7	6.4	192.4	-26.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	2.2	1.8	1.9	0.0
ROE	6.7	10.5	10.4	26.4	16.3
ROA	2.5	4.5	4.6	12.6	8.4
ROIC	3.5	6.1	6.7	20.0	14.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	148.1	120.3	127.7	95.8	89.8
순차입금 비율(%)	58.7	38.8	23.0	2.7	-12.8
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.9	17.2	18.0	18.0	14.7
재고자산회전율	12.8	13.7	20.4	27.2	22.5
총자산회전율	0.6	0.7	0.8	1.0	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	43	46	55	69	87
현금및현금성자산	8	10	12	15	18
유가증권	10	13	21	27	39
매출채권	8	8	10	13	15
재고자산	11	8	7	8	10
비유동자산	144	141	142	147	151
유형자산	136	135	136	139	146
무형자산	0	0	0	1	1
투자자산	6	5	5	6	3
자산총계	187	187	198	216	238
유동부채	29	45	52	79	85
매입채무및기타채무	10	10	12	16	16
단기차입금	6	5	23	44	40
유동성장기부채	2	20	2	0	0
비유동부채	82	57	59	27	28
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	55	31	28	0	0
부채총계	111	102	111	106	113
지배주주지분	75	85	87	110	125
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	-9	-9	-9	-9	-9
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	27	27	27	27	27
이익잉여금	36	45	47	70	86
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	75	85	87	110	125
비이자부채	49	46	58	62	73
총차입금	62	56	53	44	40
순차입금	44	33	20	3	-16

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-1	11	19	25	28
당기순이익	5	8	9	26	19
비현금성 비용 및 수익	6	5	10	6	14
유형자산감가상각비	2	2	2	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-8	0	4	-5	-2
매출채권등의 감소	0	0	0	0	0
재고자산의 감소	-4	3	1	-1	-2
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-4	-2	-4	-2	-3
투자활동 현금흐름	-5	-3	-11	-11	-16
유형자산의 증가(CAPEX)	0	0	2	5	9
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-4	-2	-9	-5	-7
기타	-1	-1	-4	-11	-18
재무활동 현금흐름	4	-7	-6	-11	-9
차입금의 증가(감소)	56	-4	-2	-28	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-52	-3	-4	17	-9
기타 및 조정	0	1	0	0	0
현금의 증가	-2	2	2	3	3
기초현금	10	8	10	12	15
기말현금	8	10	12	15	18

Analyst 강민구

에브리봇 (270660)

상장일	2021.07.28
현재가 (5/8)	18,650원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	237십억원
발행주식수	12,691천주
액면가	500원
52주 최고가	28,100원
최저가	14,230원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2025.12)	0.0%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-1%	-28%	-23%
절대기준	9%	-1%	28%

주주구성	
정우철 외 1인	33.04%
스마트앤그로스 외 1인	13.26%

아직도 로봇청소기 업체로 보이세요?

국내 로봇청소기 시장의 개척자

2015년 설립된 지능형 로봇 기업으로 자율주행 기술 기반 로봇청소기 업체이다. 설립 1년 만에 세계 최초 듀얼스핀 물걸레 청소 로봇을 출시해 국내 물걸레 로봇 청소기 시장을 개척했다. 이후 2017년 7월 코넥스시장에 상장했으며 2021년 7월 코스닥시장으로 이전상장했다. 로봇청소기 단일 사업 구조의 한계를 극복하기 위해 AI 자율주행 모듈과 물류창고 로봇, 드론 등으로 사업 영역을 확장하고 있다. 작년 SK인텔릭스의 자율주행 공기청정기 로봇 '나무엑스 AI'에 자율주행부 모듈 납품을 시작했고, 최근 이스라엘 SoC 업체와 국책사업을 통해 자율주행을 위한 AI 영상 인식 모듈을 개발 중이다.

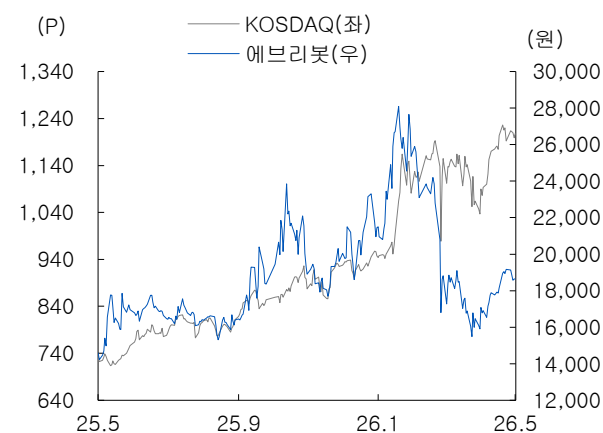
우호 지분과 함께 안정적인 지배구조 유지

최대주주는 정우철 대표이사이며 특수관계인을 포함한 총 33.04%의 지분을 보유하고 있다. 단순투자 목적으로 보유 중인 스마트앤그로스 외 1인의 지분율은 13.26%이다. 코넥스시장 상장 당시부터 투자한 초기 투자자로 정우철 대표 우호 지분으로 알려져 있다.

로봇 자율주행 플랫폼 기업으로 변신

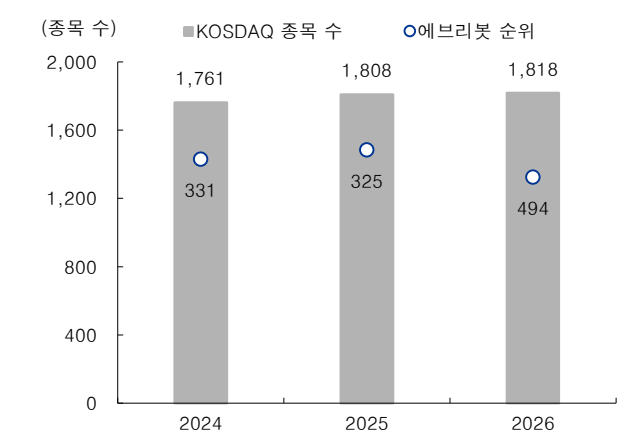
핵심 투자포인트는 로봇청소기에서 축적한 AI 자율주행 기술의 사업 영역 확장이다. 지난 10월 SK인텔릭스 나무엑스向 AI 자율주행부 모듈 납품을 시작했다. 올해 양산이 본격화되며 모듈 매출액은 130억 원(2025년 52억 원)으로 예상된다. 국책사업으로 개발 중인 AI 영상 인식 모듈의 신규 적용처도 올해 가시화될 것으로 판단한다. 고수익성 모듈 사업 비중 확대와 B2B 전환에 따른 판관비 부담 완화가 맞물리며, 2026년 실적은 매출액 575억 원(YoY +67.4%), 영업이익 62억 원(YoY 흑자전환, 2025년 32억 원 적자)으로 전망한다. 에브리봇의 자율주행 기술 성과가 가시화됨에 따라 단순 로봇청소기 업체가 아닌 자율주행 플랫폼 업체로의 재평가가 기대된다.

그림 285. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 286. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

사업 재편에 따른 수익성 회복 기대

자율주행 모듈 사업 비중 확대 계획

로봇청소기 사업 구조 재편으로 2026년부터 수익성 개선이 예상된다. 시장 경쟁 심화에 대응해 외형 확장보다는 수익성 중심으로 구조를 재편하고 있기 때문이다. 에브리봇의 물결레 로봇청소기는 2016년부터 2021년까지 한국소비자만족지수 평가 기준 국내 1위였으나, 중국 기업 진출 확대로 경쟁이 심화되며 2022년 이후 매출액은 감소세를 지속하고 있다. 에브리봇은 로봇청소기 사업을 현재 수준으로 유지하면서 고수익성 신사업인 자율주행 모듈 사업 비중을 확대할 계획이다.

사업 구조 재편에 따른 비용 효율화

사업 구조 재편은 비용 절감으로 이어질 전망이다. 에브리봇은 2023년 주력 판매 경로를 판매수수료 부담이 큰 홈쇼핑에서 온라인으로 변경했다. 2022년 판매수수료는 71억 원(매출액 대비 13.3%)이었으나 홈쇼핑 비중 축소 후 2025년 10억 원(매출액 대비 2.9%)까지 감소했다. B2C 사업 구조를 재편하고, B2B 사업을 확장하는 만큼 광고선전비, 수수료 등 관련 비용 부담이 완화될 것으로 전망한다.

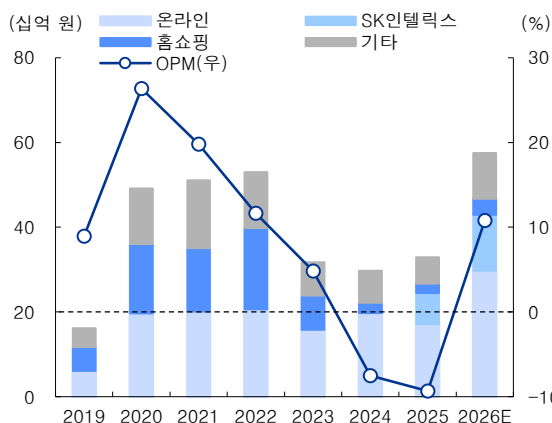
인력 충원 제한적일 것

인건비 증가도 제한적일 것으로 예상한다. 에브리봇의 임직원 수는 2020년 51명에서 2025년 98명까지 충원해 이미 충분한 인력을 확보한 것으로 파악된다. 동기간 인건비는 20억 원(매출액 대비 4.0%)에서 47억 원(매출액 대비 13.6%)까지 2배 이상 증가해 비용 부담을 가중시켰다.

2026년 흑자전환 전망

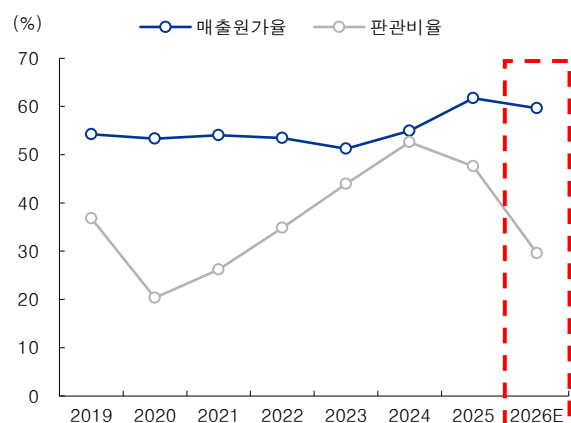
2026년 실적은 매출액 575억 원(YoY +67.4%), 영업이익 62억 원(YoY 흑자전환, 2025년 32억 원 적자)으로 전망한다. 비용 안정화와 신사업 B2B AI 모듈의 성장으로 흑자전환이 기대된다. 에브리봇의 매출원가율은 반도체 가격이 급증한 2025년을 제외하고 55% 이내에서 안정적으로 유지됐다. 2024년부터 지속된 적자는 광고선전비 증가, 인력 충원에 따른 인건비 증가로 판관비율이 20%대에서 50%까지 상승한 데 기인한다. B2B 사업이 확장되고, 인력 충원도 마무리 단계인 만큼 수익성을 제약했던 판관비 부담 증가는 제한적이라고 판단한다. 판관비 부담이 제한적인 상황 속 고수익성 AI 모듈 양산이 본격화되며 로봇 자율주행 플랫폼 기업으로의 재평가가 기대된다.

그림 287. 판매경로별 매출액 추이



자료: 에브리봇, IBK투자증권

그림 288. 에브리봇 매출원가율 및 판관비율 추이



자료: 에브리봇, IBK투자증권

로봇청소기를 넘어 이동형 서비스 로봇으로

로봇 자율주행 플랫폼 확보

에브리봇의 자율주행 플랫폼이 로봇청소기를 넘어 이동형 서비스 로봇까지 확대될 것으로 전망한다. 로봇청소기는 소형 자율주행 플랫폼이다. 에브리봇은 로봇청소기 개발 과정에서 센싱 제어기술, SLAM(Simultaneous Localization and Mapping), 상황인지 AI 등 AI 자율주행에 필요한 핵심 기술을 내재화했다. SLAM은 LiDAR 등 센서를 활용해 공간 정보를 실시간으로 인식하고 자신의 위치를 파악해 지도를 생성하는 기술이다.

첫 AI 자율주행부 모듈 상용화

SK인텔릭스向 AI 자율주행부 모듈 납품은 에브리봇의 플랫폼이 이동형 서비스 로봇에도 적용 가능하다는 점을 입증한 사례이다. 2025년 3월 SK인텔릭스와 개발용역계약을 체결했고, 10월부터 '나무엑스(NAMUH-X) A1'에 탑재되는 모듈 양산을 시작했다. A1은 CES 2026 혁신상을 수상한 제품으로, 공기 상태가 나쁜 공간을 스스로 찾는 AI 공기청정기이다. 10월 출시 이후 연말까지 2,000대 이상 판매된 것으로 파악된다. 2026년 말레이시아와 미국 출시 예정이며, 일본 및 동남아로 추가 확장을 추진하고 있다. 2025년 에브리봇의 A1 모듈 관련 매출액은 52억 원이다. 2026년에는 양산 본격화로 130억 원 수준까지 성장할 것으로 전망한다.

확장성 기반 적용처 확대 예정

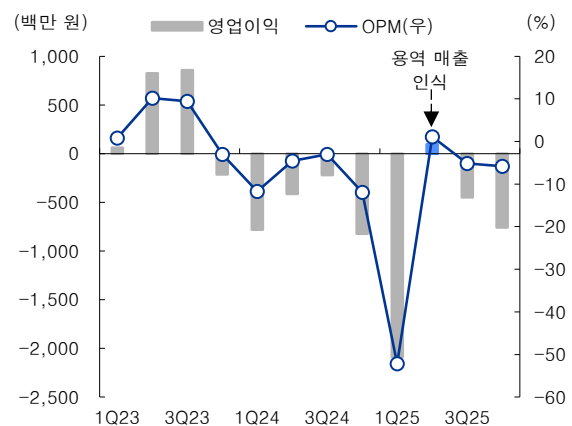
AI 자율주행 모듈 실적이 가시화되는 만큼 단순 로봇청소기 업체가 아닌, 로봇 자율주행 플랫폼 기업으로의 재평가가 기대된다. 에브리봇 자율주행 모듈의 가장 큰 강점은 확장성이다. 해당 모듈은 센싱과 이동을 담당하며 로봇의 하부를 담당한다. 상부에 어떤 로봇을 탑재하느냐에 따라 다양한 용도로 활용이 가능하다. A1 후속 모델에 탑재 예정이고, 다수 기업들과 협업도 논의 중이다. 물류창고 자율주행 로봇, 케어 로봇 등으로 진출이 기대된다. 신규 모델 초기 단계 협업은 수익성이 높은 용역 매출로 이어진다. 에브리봇은 용역 매출 21억 원을 인식한 25년 2분기에 흑자전환을 기록한 바 있다.

그림 289. 에브리봇의 지능형 모빌리티 구동 모듈



자료: 에브리봇, IBK투자증권

그림 290. 에브리봇 분기 영업이익의 추이



자료: 에브리봇, IBK투자증권

실내를 벗어나 개방형 환경으로 확장

실내에서 실외로 기술
적용 확장

자율주행 기술 적용 범위가 실내를 넘어 실외로 확장 중이다. 에브리봇은 로봇청소기 기반 제한적 실내 자율주행 기술에는 강점이 있었으나 개방형 실외 대응 기술은 부재했다. 산업통상부의 '라이트하우스 프로그램'은 실내에 국한된 에브리봇의 사업 영역을 실외까지 확장한다는 데 의미가 있다. 라이트하우스 프로그램을 통해 복잡한 실외 환경에 적용 가능한 자율주행 기술을 확보할 예정이다.

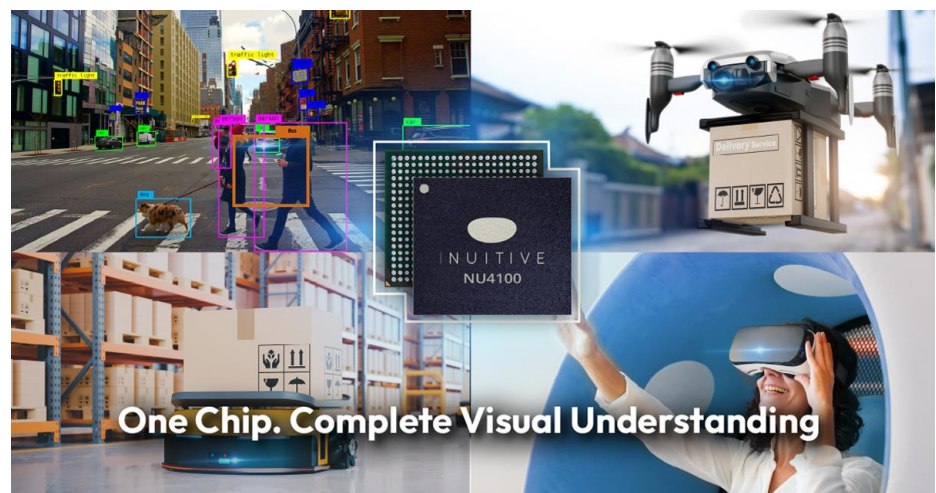
에브리봇의 플랫폼에
협력사의 프로세서를
더하다

라이트하우스 프로그램은 총 사업비 약 108억 원 규모의 국책사업으로 2023년 1월부터 2026년 12월까지 진행된다. 에브리봇은 이스라엘 AI 업체 Inuitive와 AI 프로세싱 모듈을 공동 개발 중이다. 개발 중인 모듈은 에브리봇 자율주행 기술에 Inuitive의 비전 프로세서와 AI 인식 기술이 결합되는 구조이다. 로봇의 렌즈를 통해 3D 영상을 보다 정밀하게 분석할 수 있다. 사물 인식과 상황 인지 능력 강화로 자율주행 성능 개선이 기대된다. 사업 종료 이후 2027년부터는 관련 기술이 적용된 제품을 양산할 예정이다.

검증된 협력사 기반
적용처 확대 기대

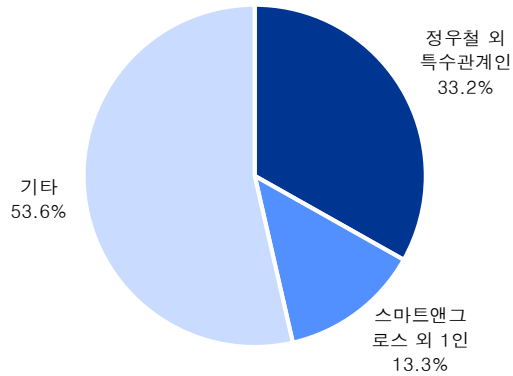
검증된 협력사를 바탕으로 AI 모듈의 적용처 확장이 용이하다고 판단한다. Inuitive는 3D SoC(System on Chip) 기술을 보유한 AI 전문 기업이다. 이미 드론, 물류 로봇, XR에 비전 SoC를 공급한 레퍼런스를 보유하고 있고, 일본의 전자부품 업체 알프스 알파인, 핀란드 VR 업체 Varjo 등 글로벌 고객사를 확보한 업체이다. AI 프로세싱 모듈의 주요 적용처는 기존 로봇청소기, AI 자율주행 모듈과 신규 적용처인 드론 등이 될 예정이다. 프로그램이 종료되는 올해 하반기부터 적용처가 가시화될 것으로 전망한다.

그림 291. Inuitive의 비전 프로세서 SoC 적용처



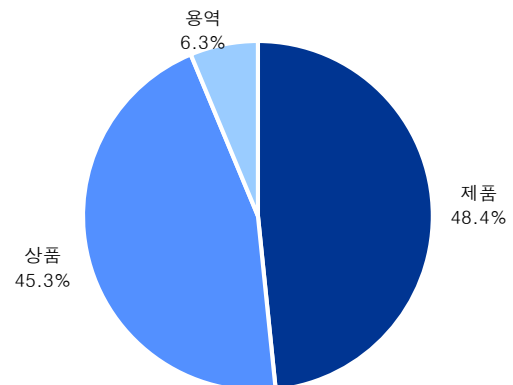
자료: Inuitive, IBK투자증권

그림 292. 주주별 지분율(25년말 기준)



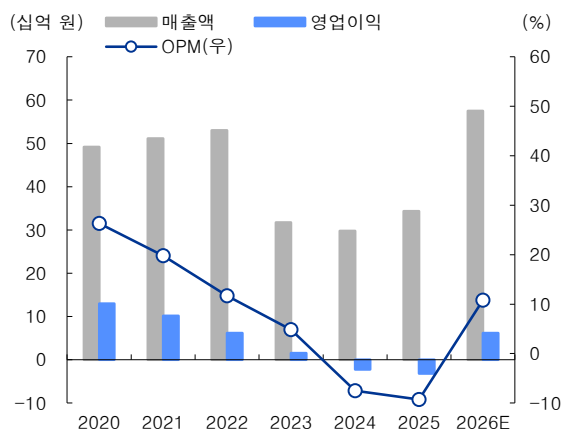
자료: 에브리봇, IBK투자증권

그림 293. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



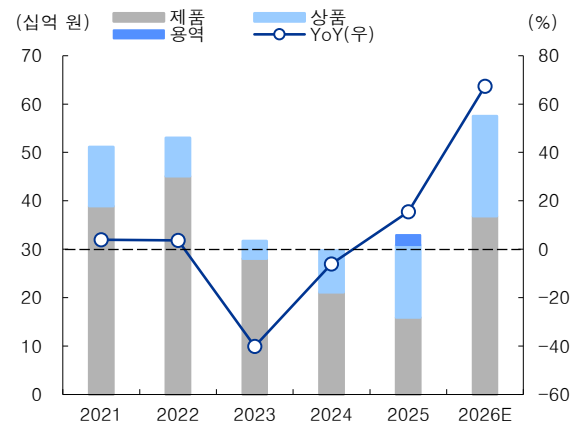
자료: 에브리봇, IBK투자증권

그림 294. 에브리봇 실적 추이



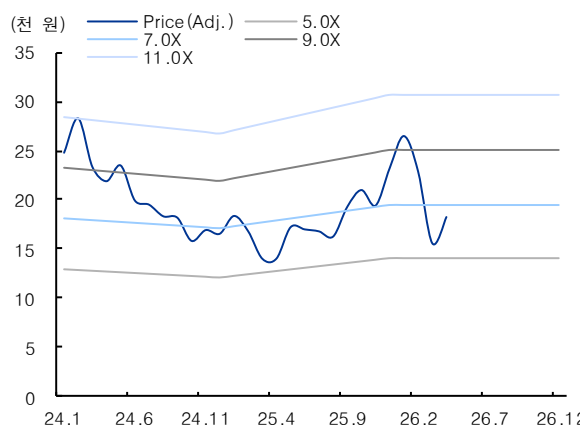
자료: 에브리봇, IBK투자증권

그림 295. 에브리봇 부문별 매출액 및 YoY 추이



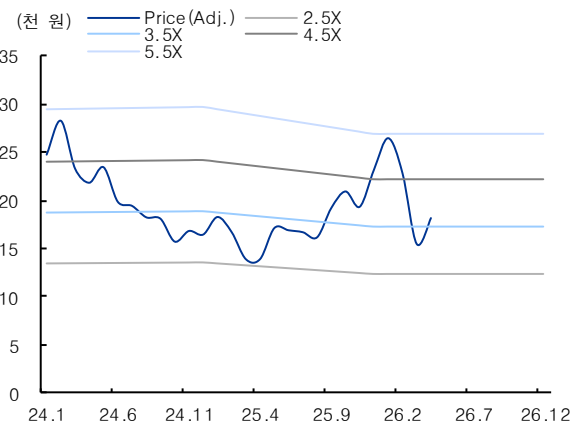
자료: 에브리봇, IBK투자증권

그림 296. 에브리봇 12m fwd PSR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 297. 에브리봇 12m fwd PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

에브리봇 (270660)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	51	53	32	30	34
증가율(%)	4.0	3.7	-40.2	-6.1	15.5
매출원가	28	28	16	16	21
매출총이익	24	25	15	13	13
매출총이익률 (%)	47.1	47.2	46.9	43.3	38.2
판매비	13	18	14	16	16
판매비율(%)	25.5	34.0	43.8	53.3	47.1
영업이익	10	6	2	-2	-3
증가율(%)	-21.8	-39.0	-75.3	-246.2	43.0
영업이익률(%)	19.6	11.3	6.3	-6.7	-8.8
순금융손익	0	0	0	1	-4
이자손익	0	0	0	-1	-2
기타	0	0	0	2	-2
기타영업외손익	1	2	1	0	-7
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	11	8	3	0	-14
법인세	1	1	0	-1	-1
법인세율	9.1	12.5	0.0	na	7.1
계속사업이익	9	7	3	0	-13
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	7	3	0	-13
증가율(%)	-1,150.5	-26.7	-59.5	-88.9	na
당기순이익률 (%)	17.6	13.2	9.4	0.0	-38.2
지배주주당기순이익	9	7	3	0	-12
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	9	7	3	0	-13
EBITDA	11	7	3	0	-1
증가율(%)	-17.6	-32.5	-58.8	-101.5	na
EBITDA마진율(%)	21.6	13.2	9.4	0.0	-2.9

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	844	570	231	27	-1,016
BPS	4,704	5,106	5,342	5,388	4,906
DPS	175	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	23.4	25.9	52.3	620.4	-22.8
PBR	4.2	2.9	2.3	3.1	4.7
EV/EBITDA	20.2	23.1	45.1	-4,310.3	-316.0
성장성지표(%)					
매출증가율	4.0	3.7	-40.2	-6.1	15.5
EPS증가율	-961.3	-32.4	-59.5	-88.5	-3,931.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	25.5	11.6	4.4	0.5	-19.5
ROA	17.8	8.6	3.2	0.3	-11.2
ROIC	60.0	26.1	7.2	0.9	-41.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	31.9	39.5	34.2	76.0	75.5
순차입금 비율(%)	-31.6	-12.9	-13.8	3.0	12.7
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.2	11.7	11.5	12.2	8.2
재고자산회전율	5.5	6.2	4.2	5.6	5.7
총자산회전율	1.0	0.7	0.4	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	51	41	37	39	38
현금및현금성자산	3	5	8	14	6
유가증권	26	23	19	11	14
매출채권	6	3	2	3	6
재고자산	8	9	6	4	8
비유동자산	25	46	51	79	72
유형자산	6	29	33	42	27
무형자산	1	1	1	3	3
투자자산	0	1	1	13	7
자산총계	76	87	87	118	110
유동부채	7	5	14	40	37
매입채무및기타채무	3	2	0	0	2
단기차입금	1	1	1	3	3
유동성장기부채	0	0	10	14	14
비유동부채	11	19	8	11	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	18	7	10	10
부채총계	18	25	22	51	47
지배주주지분	57	62	65	66	62
자본금	3	6	6	6	6
자본잉여금	44	41	41	42	50
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	10	15	18	18	6
비지배주주지분	0	0	0	1	1
자본총계	57	62	65	67	63
비이자부채	6	5	3	24	20
총차입금	12	20	19	27	27
순차입금	-18	-8	-9	2	8

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	9	6	6	1	-5
당기순이익	9	7	3	0	-13
비현금성 비용 및 수익	3	1	0	1	13
유형자산감가상각비	1	1	1	2	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-1	0	4	1	-5
매출채권등의 감소	-4	2	1	-1	-3
재고자산의 감소	2	-1	3	2	-3
매입채무등의 증가	0	-1	-1	0	1
기타 영업현금흐름	-2	-2	-1	-1	0
투자활동 현금흐름	-48	-11	-1	-25	-3
유형자산의 증가(CAPEX)	5	22	5	16	0
유형자산의 감소	0	8	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	0	0	-2	0
투자자산의 감소(증가)	-16	-7	0	-12	-2
기타	-36	-34	-6	-27	-1
재무활동 현금흐름	35	6	-1	30	0
차입금의 증가(감소)	4	8	-1	10	0
자본의 증가	31	0	0	0	0
기타	0	-2	0	20	0
기타 및 조정	0	0	-1	0	0
현금의 증가	-4	1	3	6	-8
기초현금	7	3	5	8	14
기말현금	3	5	8	14	6

Analyst 조정현 / RA 장성호

비엠티 (086670)

상장일	2007.07.01
현재가 (5/8)	17,850원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	177십억원
발행주식수	9,926천주
액면가	500원
52주 최고가	17,850원
최저가	9,110원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	2.8%
배당수익률(2025.12)	5.2%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	2%	18%	16%
절대기준	14%	62%	92%

주주구성	
윤종찬 외 5 인	55.56%

반도체 or 조선? 둘 다 한다!

국내 대표 산업용 피팅/밸브 기업

비엠티는 1988년 경풍기계공업사로 설립되었으며, 2007년 7월 코스닥 시장에 상장하였다. 현재 산업용 Fitting 및 Valve 등을 주력으로 생산하고 있으며, 반도체, 조선/해양플랜트, 원자력 발전 등 다양한 산업 분야에 걸쳐 제품을 공급하고 있다. 이 중 반도체향 매출 비중이 가장 크며, 최근 조선 업종 호황으로 조선/해양플랜트향 매출 비중이 빠르게 확대되었다.

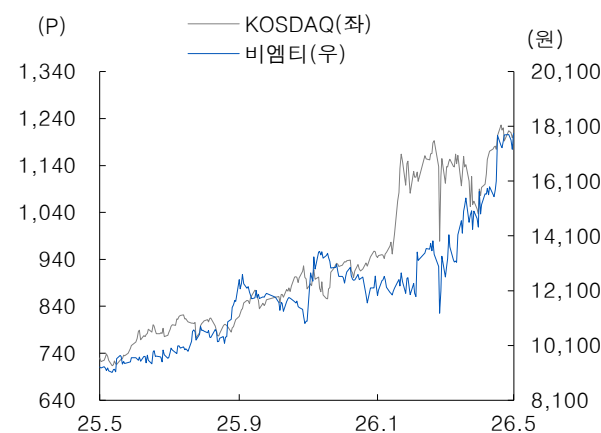
조용히 확대되고 있는 외국인 지분율 주목

최대주주는 윤종찬 대표이사를 포함한 특수관계인으로, 총 55.56%의 지분을 보유하고 있다. 2024년 1분기 0.19%까지 축소되었던 외국인 지분율은 이후 지속 확대되는 흐름을 보이고 있으며, 현재 2.8%까지 확대되었다.

업황 개선, 증설, 주주환원. 좋은 건 다 모였다

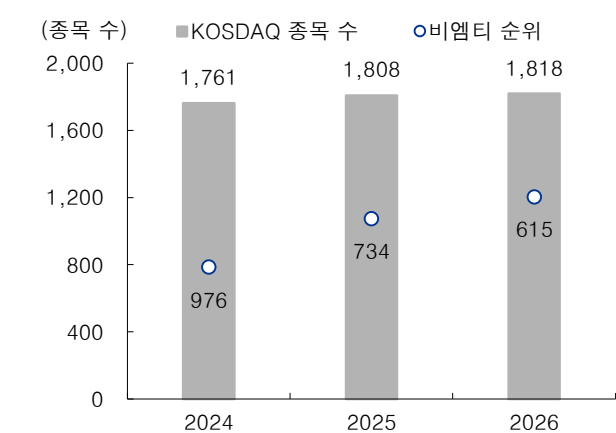
비엠티는 국내 반도체 업계의 CAPEX 확대와 대체연료 선박 확산을 동시에 누릴 수 있는 피팅·밸브 업체로 판단된다. 삼성전자·SK하이닉스향 계장용 및 UHP 피팅/밸브 공급 기반을 보유하고 있어, 국내 칩메이커들의 CAPEX 확대 구간에서 실적 개선이 기대된다. 조선 부문에서는 LNG 운반선·LNG 추진선용 초저온 밸브 수요가 증가하는 가운데 기장 신공장 증설을 통해 생산능력을 확대할 예정이다. 또한 설비 재배치를 통한 비용 효율화까지 이어질 수 있을 것으로 예상된다. 중장기적으로는 연료 전환/공급 유닛, 사우디 법인을 통한 중동 시장 확장이 성장 동력으로 작용할 수 있다. 여기에 19년 연속 배당, 배당성향 25% 이상 목표, 비과세 배당 재원 보유 등 주주환원 강화 가능성도 기업가치 제고 요인으로 평가된다.

그림 298. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 299. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권
 주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

반도체 CAPEX가 해일처럼 밀려온다

올해부터 국내 칩메이커
CAPEX 규모 급증 전망

국내의 반도체 칩메이커들은 2022년 반도체 업황 둔화를 계기로 2025년까지 보수적인 투자 기조를 이어오고 있었으나, 올해부터 투자가 본격적으로 확대할 것으로 예상되고 있다. 동사는 국내 칩메이커 양사에 모두 계장용, UHP 피팅/밸브 제품을 공급하고 있으며, 올해부터 전방 산업의 투자가 재개되는 만큼 실적 성장이 기대된다. 2025년 삼성전자와 SK하이닉스 합산 CAPEX 규모는 75.0조원 규모로 2022년 대비 9.6% 증가하는데 그쳤으나, 올해에만 36.6% 증가할 것으로 예상되고 있으며, 2027년에는 2025년 대비 53.5% 증가한 115.2조원에 이를 것으로 전망되고 있다.

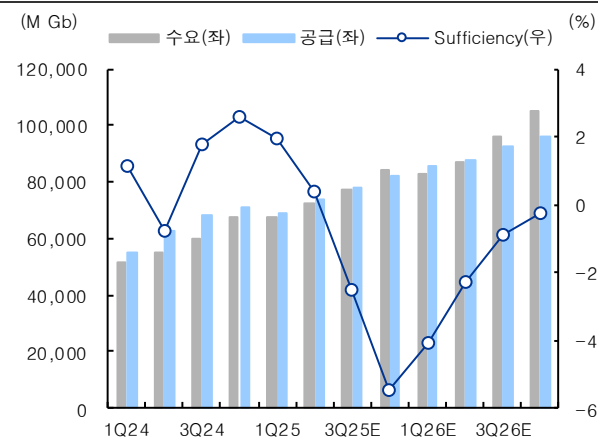
반도체 CAPEX 사이클
장기화 가능성

이번 반도체 사이클에서 특히 주목할 부분은 메모리 반도체의 공급이 이미 수요를 따라가지 못하고 있으며, 서버를 중심으로 메모리 반도체 수요가 지속적으로 고성장을 이어갈 것으로 예상됨에 따라 CAPEX 확장세 또한 장기화될 수 있다는 점이다. 글로벌 DRAM의 총족률은 2024년 4분기부터 하락하기 시작하였으며, 2025년 3분기에는 음수로 전환, 2026년 4분기까지도 음의 총족률이 이어질 것으로 전망되고 있다. 글로벌 DRAM 수요는 2026년 이후로도 서버를 중심으로 10%대 중후반의 성장이 이어질 것으로 예상되지만, DRAM 공급은 HBM 비중이 확대되고, 공정 난이도가 증가하며 자본집약도가 낮아져 중장기적인 수요 대응을 위해서는 지속적인 설비 투자 확대가 불가피하다.

본격적인 실적 개선은
2분기부터

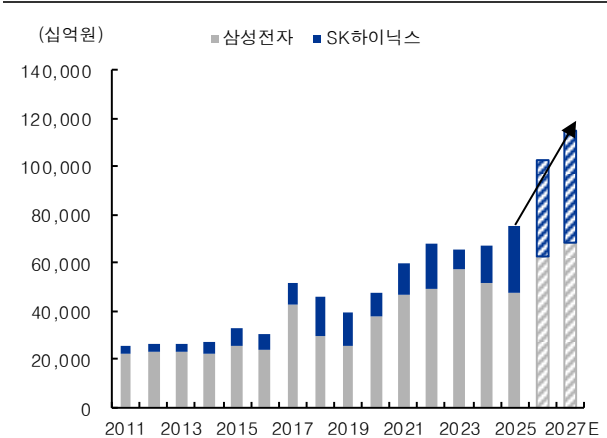
삼성전자는 작년 11월, 중지되었던 P5 Fab의 건설 재개를 결정하였다. SK하이닉스 또한 용인 반도체 클러스터 1기 Fab 구축을 위해 2030년 말까지 총 31조원을 투입할 계획을 발표하였다. 1분기는 전방 산업의 투자가 확대되는 시기인 만큼 동사의 분기 실적이 다소 약할 수 있으나, 2분기부터는 전방 수요 확대 영향이 본격화되며 유의미한 매출 성장을 이뤄낼 수 있을 것으로 예상된다.

그림 300. DRAM 수요/공급 Sufficiency 추이/전망



자료: OMDIA, IBK투자증권

그림 301. 삼성전자, SK하이닉스 CAPEX 추이/전망



자료: 에프엔가이드, IBK투자증권

기장 신공장 증설로 수익성 개선과 생산능력 증대를 한번에

기장 신공장, 8월 가동을
목표로 건설 중

최근 조선 업종의 호황과 신조선 발주 시 대체연료 대응 선박 증가가 맞물리며 초저온 밸브의 수요 확대가 예상된다. 이에 장안 신소재산단에 생산 능력 확대를 위한 신공장 증설이 8월 중 가동을 목표로 진행되고 있다. 극저온 밸브는 LNG 운반선과 LNG 추진선에 사용되며, 초기에는 볼밸브만 공급하였으나, 현재에는 DBB, 글로브, 게이트, 체크 등 다양한 타입의 초저온 밸브를 개발, 선급 인증을 완료하였다. 이에 동사는 HD현대중공업, 삼성중공업, 한화오션 등 국내 Big 3 조선소 모두에 제품을 공급하며, 국내 LNG 추진선용 초저온 밸브 시장에서 높은 시장 점유율을 확보하고 있으며, 중국의 후동조선 등 해외의 조선소에도 수출을 진행 중인 것으로 파악된다.

증설은 비용 효율화까지
이어질 수 있을 것

신공장 증설은 초저온 밸브의 생산 능력 확대만 의미하는 것은 아니다. 기존 생산 설비의 재배치를 통해 운영 효율성을 증대시켜 비용 효율화까지 이어질 전망이다. 신공장이 완공되면 기존의 초저온 밸브, 연료 전환/공급 유닛용 생산 설비를 신공장으로 이전할 예정이다. 또한 양산 공장의 전기 사업부도 신공장으로 이전이 계획되어 있어 신공장 완공 및 설비 배치가 완료되면 운영비용 절감 효과도 기대할 수 있을 것으로 예상된다. 이에 신공장의 가동률이 정상 수준까지 올라올 경우 2025년 10% 수준이었던 영업이익률은 10%대 초중반 수준까지 상승할 수 있을 것으로 예상된다.

표 14. 비엠티 주요 생산 설비 현황

구분	상태	주요 기능	비고
기장 공장	가동	산업용 피팅/밸브 설계, 제조, 기술연구소	
양산 공장	가동	전력기기 및 에너지 솔루션 제품 설계, 생산	신공장으로 이전 예정
기장 신공장	건설 중	초저온 밸브, 연료 전환/공급 유닛 등 생산	8월 가동 예정

자료: 비엠티, IBK투자증권

그림 302. 건설 중인 기장 신공장 전경



자료: 비엠티, IBK투자증권

성장+주주환원=기업가치 레벨 업

연료 전환/공급 유닛의
성장성에 주목

동사는 중장기적인 성장 동력 확보를 위해 신제품 개발과 시장 다각화를 동시에 추진하고 있다. 신제품 중 특히 기대되는 제품군은 연료 전환/공급 유닛이다. 이 중 LNG 대응용 밸브 유닛, 조절 유닛 등의 실적 가시성이 높은 것으로 판단한다. 해운/조선업계는 LNG를 중심으로 한 연료 전환이 가속화되고 있으며, 글로벌 LNG 수출 플랜트 증설로 LNG 추진선, LNG 운반선향으로 수요 증가가 예상되기 때문이다. 뿐만 아니라 동사는 메탄올, 암모니아 등 차세대 대체연료용 밸브 유닛 기술도 이미 확보하고 있어 중장기적으로 에너지 전환에 대한 대응 능력이 높은 것으로 분석된다.

사우디 법인 설립을 통해
중동 대응 확대

동사는 2025년 사우디 현지 법인을 설립하여 중동 시장 대응 확대를 추진하고 있다. 중동은 피팅/밸브 제품의 현지화 요구가 높은 지역으로, 사우디 내 생산 시설 확보가 경쟁력으로 작용할 수 있다. 현재는 호르무즈 해협 봉쇄의 영향으로 생산 장비의 반입이 어려워 현지 설비 가동이 지연되고 있으나, 재건 수요로 인해 추후 기회 요인으로 작용할 가능성도 있다. 동사는 사우디, 카타르, UAE, 오만 등 이번 전쟁으로 인해 설비에 타격을 입은 국가들에 제품을 공급할 수 있는 인증을 보유하고 있어 재건 프로젝트가 구체화되면 수주 가능성이 높을 것으로 예상된다.

주주환원 강화 기대

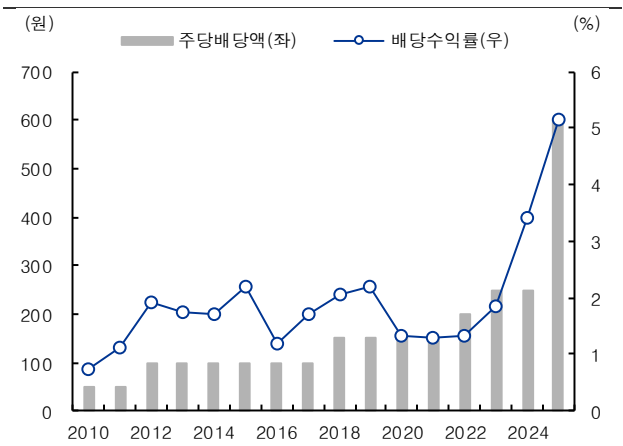
영업실적이 개선되는 구간에서 주주환원을 강화하려는 움직임을 보이고 있다는 점도 긍정적이다. 동사는 2007년부터 19년 연속 배당을 이어오고 있으며(주식배당 포함), 2025년에는 전년 대비 140% 증가한 주당 600원의 배당을 실시하였다. 또한 올해 3월에는 기업가치 제고 계획을 공시하며 배당성향 25% 이상 유지 목표를 제시했다. 2010년 이후 현재까지 주당 배당액이 감소한 적이 없으며, 2025년 자본준비금 감액을 통해 확보된 비과세 배당 재원이 아직 240억원 가량 남아있다는 점에서 단기간 내 배당 축소 가능성은 낮을 것으로 예상된다. 또한 정관 변경을 통해 중간배당을 실시할 근거를 마련했다는 점도 주목할 만하다.

표 15. 비엠티 기업가치 제고 계획 주요 내용(2026.03)

구분	내용
목표 설정	배당성향 25% 이상 유지를 목표로 안정적인 현금 배당 정책 추진
계획 수립	- 주주환원 정책으로 자본준비금 감액을 통해 확보한 300억원의 비과세 배당 재원을 활용하여 이익배당 결정 - 회사의 지속적인 성장과 주주가치 제고를 위해 안정적인 수익을 창출하고 대내외 경영환경을 고려하여 이익배당 결정

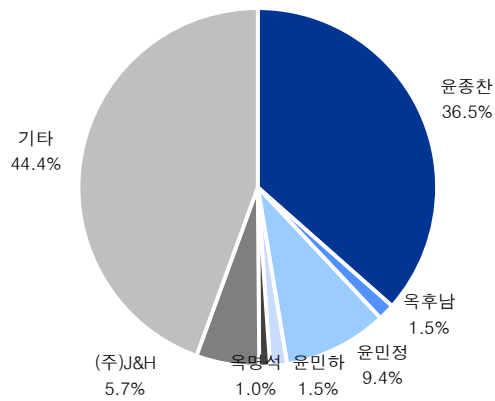
자료: 비엠티, IBK투자증권

그림 303. 비엠티 주당배당액 및 배당수익률 추이



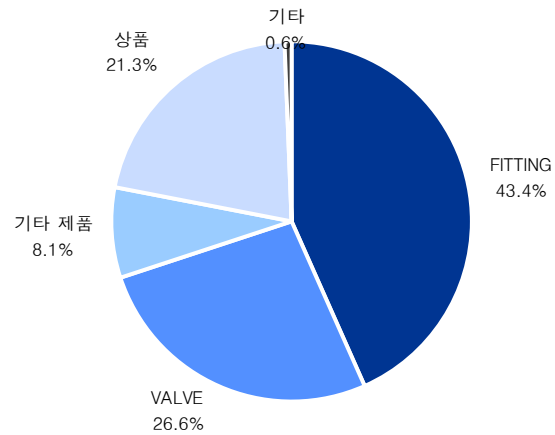
자료: 비엠티, IBK투자증권

그림 304. 주주별 지분율(25년말 기준)



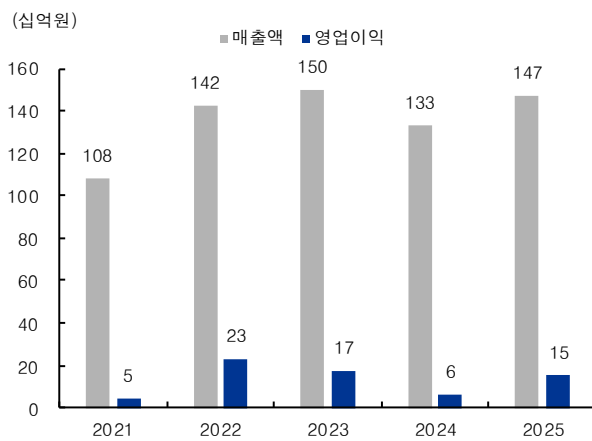
자료: Dart, IBK투자증권

그림 305. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



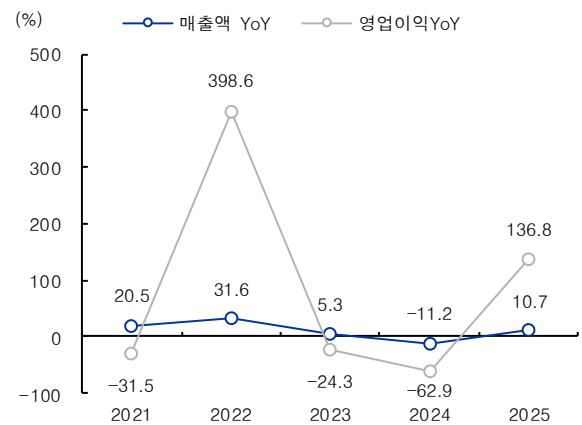
자료: Dart, IBK투자증권

그림 306. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



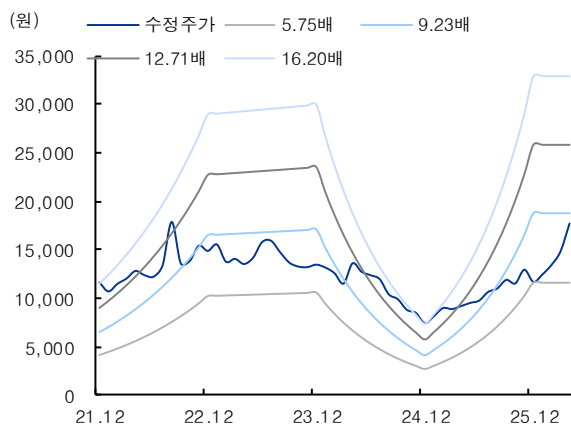
자료: Dart, IBK투자증권

그림 307. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



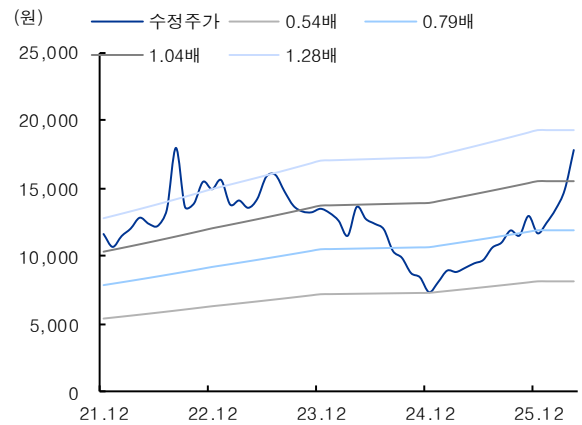
자료: Dart, IBK투자증권

그림 308. PER Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 309. PBR Band



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

비엠티 (086670)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	108	142	150	133	147
증가율(%)	20.5	31.6	5.3	-11.2	10.7
매출원가	83	102	112	100	111
매출총이익	25	40	38	32	36
매출총이익률 (%)	23.1	28.2	25.3	24.1	24.5
판매비	21	17	20	26	21
판매비율(%)	19.4	12.0	13.3	19.5	14.3
영업이익	5	23	17	6	15
증가율(%)	-31.5	398.7	-24.3	-62.9	136.8
영업이익률(%)	4.6	16.2	11.3	4.5	10.2
순금융손익	2	-4	-2	-1	-1
이자손익	-1	-2	-4	-4	-3
기타	3	-2	2	3	2
기타영업외손익	0	0	4	0	10
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	7	20	19	5	24
법인세	1	5	2	1	5
법인세율	14.3	25.0	10.5	20.0	20.8
계속사업이익	6	15	17	4	19
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	15	17	4	19
증가율(%)	43.0	160.4	12.1	-75.8	368.2
당기순이익률 (%)	5.6	10.6	11.3	3.0	12.9
지배주주당기순이익	6	15	17	4	19
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	6	15	17	4	19
EBITDA	8	26	22	13	21
증가율(%)	-20.0	246.1	-17.3	-41.1	66.0
EBITDA마진율(%)	7.4	18.3	14.7	9.8	14.3

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	707	1,784	1,846	451	2,027
BPS	9,941	11,634	13,281	13,474	15,049
DPS	150	200	250	250	600
밸류에이션(배)					
PER	16.4	8.4	7.3	16.2	5.7
PBR	1.2	1.3	1.0	0.5	0.8
EV/EBITDA	21.2	9.0	10.1	13.0	8.5
성장성지표(%)					
매출증가율	20.5	31.6	5.3	-11.2	10.7
EPS증가율	43.7	152.4	3.5	-75.6	349.2
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	1.3	1.9	3.4	5.2
ROE	7.5	16.0	14.8	3.4	14.0
ROA	3.4	7.0	6.9	1.6	7.4
ROIC	4.7	8.9	8.5	2.1	9.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	130.0	123.7	105.6	102.9	75.8
순차입금 비율(%)	81.5	93.4	78.5	80.5	42.3
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.1	4.9	4.8	4.8	5.2
재고자산회전율	2.6	2.6	2.2	2.0	2.1
총자산회전율	0.6	0.7	0.6	0.5	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	100	125	123	137	146
현금및현금성자산	20	3	9	2	30
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	24	34	28	27	29
재고자산	44	67	68	67	72
비유동자산	86	113	127	112	117
유형자산	74	103	118	105	109
무형자산	1	1	1	1	1
투자자산	6	6	4	2	2
자산총계	186	238	249	250	263
유동부채	61	79	87	125	108
매입채무및기타채무	7	13	7	8	8
단기차입금	41	48	55	62	86
유동성장기부채	4	4	9	38	3
비유동부채	45	52	41	2	6
사채	15	7	0	0	0
장기차입금	27	42	40	0	4
부채총계	105	132	128	127	113
지배주주지분	81	106	121	123	149
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	27	38	38	38	17
자본조정등	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	51	65	80	82	128
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	81	106	121	123	149
비이자부채	19	30	24	27	20
총차입금	86	102	104	100	93
순차입금	66	99	95	99	63

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-1	-2	14	12	10
당기순이익	6	15	17	4	19
비현금성 비용 및 수익	11	16	8	12	1
유형자산감가상각비	3	3	4	6	6
무형자산상각비	0	0	0	1	0
운전자본변동	-17	-28	-1	3	-7
매출채권등의 감소	-10	-10	8	-3	0
재고자산의 감소	-9	-26	-5	3	-5
매입채무등의 증가	0	6	-6	2	0
기타 영업현금흐름	-1	-5	-10	-7	-3
투자활동 현금흐름	-14	-38	-16	-13	27
유형자산의 증가(CAPEX)	20	32	33	4	11
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	0	1	2	-1
기타	-33	-70	-50	-19	17
재무활동 현금흐름	28	23	8	-5	-9
차입금의 증가(감소)	9	20	5	-4	4
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	19	3	3	-1	-13
기타 및 조정	1	-1	0	-1	0
현금의 증가	14	-18	6	-7	28
기초현금	7	20	3	9	2
기말현금	20	3	9	2	30

Analyst 이건재, 김혜빈

상장 예정일	2026.05.11
주주구성	
코스모앤컴퍼니 (최대주주)	18.23%
오주영 (대표이사, 창업자)	10.24%
허경수 (최대주주의최대주주)	5.50%

코스모로보틱스 (439960)

따뜻한 웨어러블 로봇 전문가

글로벌 시장을 목표로 성장하는 중

코스모로보틱스는 의료용 웨어러블 재활로봇 전문 기업이다. 동사는 '따뜻한 기술'을 모토로 하지마비 환자의 재활치료 및 보행보조를 위해 외골격 로봇을 제조, 판매하고 있다. 주력 제품은 전체 매출의 51%를 차지하는 성인용 재활로봇과 44%를 차지하는 소아, 청소년용 재활로봇으로 구분된다. 전방 산업인 글로벌 재활 및 웨어러블 로봇 시장은 CAGR 37%로 빠르게 성장하고 있으며, 고령화와 뇌졸중, 파킨슨병과 같은 보행 장애 환자가 증가함에 따라 로봇 기반 재활 솔루션에 대한 시장 관심도가 높아지고 있는 상황이다.

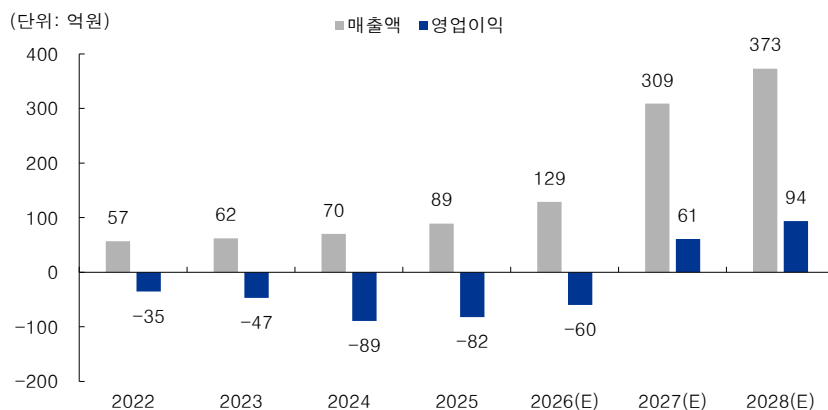
러시아 기업에서 한국 기업으로 전환 완료

코스모로보틱스는 설립 시 러시아 기반 ExoAtlet LLC가 발행주식의 49%를 보유한 최대주주로 러시아 국적 기업이었다. 이후 2023년 7월 유상증자를 통해 (주)코스모앤컴퍼니가 최대주주로 등극하며 현재의 지배구조를 완성하고 한국기업으로 전환하였다. 코스모앤컴퍼니는 코스모그룹의 지주사로 2차전지 소재 기업인 코스모화학, 코스모신소재 등을 주요 계열사로 두고 있다.

북미시장이 새로운 성장동력

웨어러블 재활로봇 시장에서 전 생애주기 라인업을 보유한 기업은 코스모로보틱스가 유일하다. 성인시장에만 머무르고 있는 경쟁사와 달리 동사는 소아, 청소년 시장으로의 빠른 침투를 준비하고 있다. 또한 2025년 기준 수출 비중은 약 86%로 글로벌 시장을 무대로 사업을 영위 중인 수출주도 성장 기업이다. 동사는 미국 소아용 Home Use 시장을 신규 성장동력으로 준비 중이며, 이를 통해 B2C 시장으로 진출, 글로벌 인지도를 빠르게 높일 가능성이 있는 것으로 분석된다.

그림 310. 매출액, 영업이익의 추이 및 전망



자료: DART, IBK투자증권

주: 2026~2028년 실적 전망은 증권신고서 추정치 사용

전 생애주기 라인업 보유한 유일한 기업

코스모로보틱스는
전 연령 대상 재활로봇
포트폴리오를 보유,
특히 소아용 재활로봇
중심의 점유율 확대 전망

코스모로보틱스는 유아(2세)부터 노인까지 전 연령대를 커버할 수 있는 제품 포트폴리오를 보유하고 있는 유일한 기업이다. 특히 세계 최초로 소아 재활로봇 개발을 완료해 경쟁사 대비 폭 넓은 선택권을 소비자에게 부여할 수 있다는 점이 높은 경쟁력으로 평가받고 있다.

기존 재활로봇 시장은 성인 중심의 병원용 제품에(B2B) 집중되어 있어 소아용 시장은 사실상 존재하지 않았다고 표현하는 것이 맞다. 소아 시장은 연령별 규격 다양성으로 경쟁사들이 기피하는 시장이었지만 시장 수요는 존재했기 때문에 코스모로보틱스는 소아용을 발판으로 글로벌 인지도와 점유율 확대를 준비 중이다.

미국 내 의료기기 판매를
위해서는 FDA 510(k)
인증이 필수적

코스모로보틱스가 개발, 제작, 판매하고 있는 소아, 청소년 재활로봇은 BAM-K(2~7세, 30kg이하), BAM-T(5~14세, 65kg 이하) 2가지 모델로 현재 FDA 510(k)인증 프로세스를 진행 중에 있다. FDA 510(k)는 미국 내에서 의료기기 판매를 위해 필수적으로 득해야 하는 검증이다.

2Q27 FDA 510(k) 인증이
기대되며, 이후 미국 소아
및 청소년 재활로봇 시장
진출 예정

510(k)의 본질은 미국 시장에서 이미 합법적으로 판매되고 있는 기존 제품과 신규 제품이 실질적으로 동등하다는 것을 FDA에 입증하는 절차다. 바이오 신약처럼 새로운 효능을 처음부터 증명하는 것이 아니기 때문에 심사 기간은 90일 정도가 소요되며, 기술문서 + 시험성적서 + 임상 데이터 + NRTL 안전규격 + GMP 등이 필요하다. 코스모로보틱스는 현재 미국에서 임상 데이터를 확보하고 있으며 데이터를 포함한 행정 문서의 준비가 올해 안에 완료되어 2Q27에 FDA 510(k)인증 확보가 가능할 것으로 예상된다.

그림 311. 전 세대 재활로봇 라인업 보유



자료: 코스모로보틱스, IBK투자증권

표 16. 경쟁사 현황

경쟁사	국가	주요 제품	특이사항 (티커)
Lifeward Ltd	이스라엘 / 미국	성인용 외골격 보행보조	나스닥 상장사 (LFWD)
CYBERDYNE(HAL)	일본	성인용 재활, 근력 보조	도쿄거래소 상장(7779)
Hocoma(Ekso Bionics)	스위스 / 미국	성인용 재활로봇	글로벌 병원 납품
엔젤로보틱스	한국	성인, 유소년 재활	코스닥 상장사(455900)
큐렉소	한국	수술로봇, 재활로봇	코스닥 상장사(060280)
코스모로보틱스	한국	성인 + 소아재활, Home Use	기술특례 상장 추진 중

자료: 각사, IBK투자증권

소아용 재활로봇, B2B B2C 동시 출격

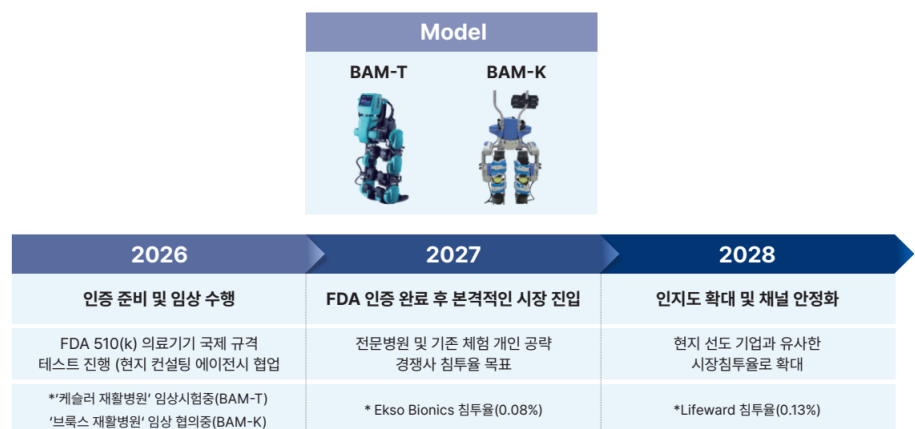
미국 가정용(Home Use)
시장은 가정용 510(k)
취득 외 추가적인 국제
인증이 필요

코스모로보틱스가 궁극적으로 목표하는 시장인 미국 가정용(Home Use)은 510(k) 취득만으로 진출할 수 있는 시장은 아니다. Home Use 제품은 전문 의료인 없이 일반인이 사용할 수 있도록 만든 제품이기 때문에 가정용 의료기기 국제 규격을 추가로 충족해야 한다.

2027년 하반기
BAM-K는 북미 B2C
시장, BAM-T는 B2B 시장
진출 기대

BAM-K(2~7세, 30kg이하)는 2Q27 FDA 510(k)를 획득하는 것을 목표로 하고 있으며 이후 Home Use 인증까지 완료해 2027년 하반기 북미시장 B2C 시장 진출을 준비하고 있다. BAM-T(5~14세, 65kg 이하)는 B2B(병원용) 시장 진출을 목표로 하고 있으며 현재 사전준비가 거의 완료되었다. 올해 하반기인 3Q26에 FDA 510(k)를 획득해 병원용으로 제품을 출시할 예정이다.

그림 312. 소아, 청소년 재활로봇 북미시장 상용화 로드맵



자료: 코스모로보틱스, IBK투자증권

수출로 성장하는 기업

코스모로보틱스는
수출 비중이 전사 매출의
약 80%를 차지

러시아 지역 이외에도
유럽/미국/중국 등 수출국
다변화 진행 중. 특히
FDA 인증을 통한 미국
B2C, B2B 시장 동시
진출로 수출 주도 성장
가속화 예상

다변화된 글로벌 네트워크
기반 흑자전환 기대

코스모로보틱스는 창립 초기부터 글로벌 시장을 주무대로 삼아왔다. 매출에서 수출이 차지하는 비중은 2022년 82.1% → 2023년 79.3% → 2024년 74.8% → 2025년 85.9%를 기록하며 일관되게 80% 안팎의 압도적인 수출 중심 비즈니스 구조를 유지하고 있다. 이는 코스모로보틱스가 글로벌 진출을 준비 중인 기업이 아니라, 이미 해외 매출이 구조적으로 자리 잡은 수출형 기업임을 나타내는 증거라고 판단한다.

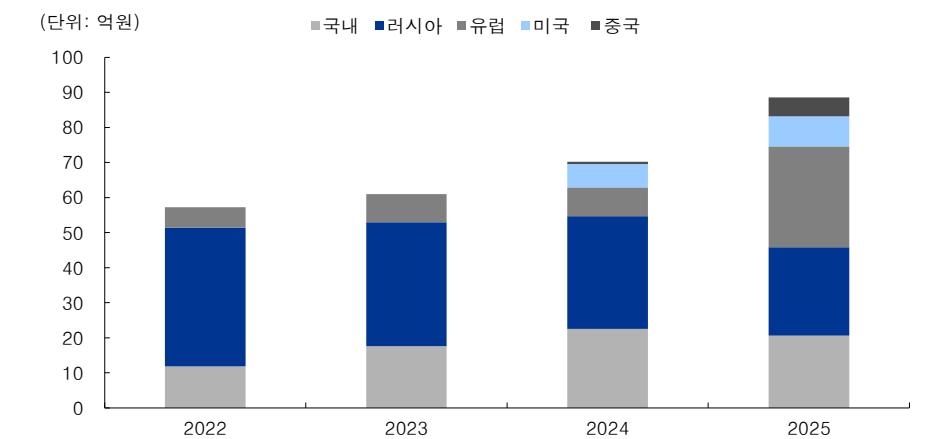
더 주목할 점은 수출의 지리적 다변화가 진행중이라는 사실이다. 2022년에는 러시아 법인 단 하나가 전체 매출의 84.5%를 책임지는 러시아 집중 구조였지만, 2025년에는 유럽 법인이 전체 매출의 32.5%를 차지하며 최대 매출처로 부상했고, 미국 법인, 중국 법인이 새롭게 성장 궤도에 올라서고 있음이 확인되고 있다.

러시아/우크라이나 전쟁이라는 외생 충격 속에서 부드럽게 러시아 의존도를 낮추고 동시에 전체 매출 규모를 키워냈다는 점은 코스모로보틱스의 글로벌 영업 기반이 단순한 특정 지역 편중이 아닌 복수의 독립적인 성장 축 위에 서 있음을 보여준다.

동사의 수출 주도 성장은 앞으로 더욱 가속화될 구조적 근거를 갖고 있는 것으로 분석된다. 앞서 언급한 소아, 청소년용 재활로봇의 FDA 510(k)인증과 Home Use 인증을 통해 미국 B2B, B2C 시장에 동시에 진출 가능하기 때문이다.

코스모로보틱스는 검증된 수출 기업으로, 수출 확대에 필수적인 주요 인증 이벤트가 2026 ~ 2027년에 집중되어 있어 구체적인 일정과 함께 성장의 로드맵이 예고되어 있다. 기술특례 기업으로 코스닥 시장에 상장하는 기업으로 아직은 이익성 부분에서는 부족한 부분이 있지만, 4개 대륙에 걸친 법인 네트워크와 이미 구축된 13개국 대리점망으로 누구보다 빠르게 흑자기업으로 전환될 가능성이 있는 것으로 보인다.

그림 313. 주요 수출 국가 매출 비중 추이



자료: 코스모로보틱스, IBK투자증권

그림 314. 코스모로보틱스 글로벌 네트워크



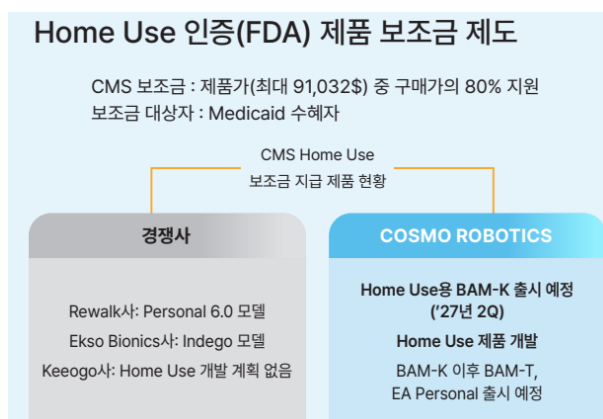
자료: 코스모로보틱스, IBK투자증권

그림 315. 주요 핵심 지표



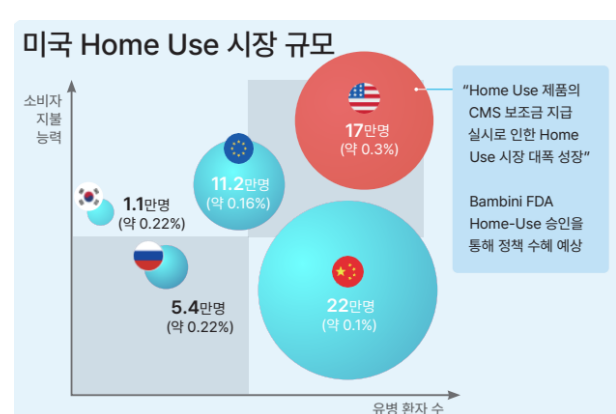
자료: 코스모로보틱스, IBK투자증권

그림 316. CMS(미국 의료보험공단) 제품 보조금 제도



자료: 코스모로보틱스, IBK투자증권

그림 317. 주요 국가별 Home Use 시장



자료: 코스모로보틱스, IBK투자증권

코스모로보틱스 (439960)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	-	5.7	6.2	7.0	8.9
증가율(%)	-	-	8.8	12.7	26.3
매출원가	-	3.0	2.9	3.8	4.4
매출총이익	-	2.8	3.3	3.2	4.5
매출총이익률 (%)	-	48.3	53.2	46.2	50.4
판매비	-	6.2	8.0	12.1	12.6
판매비율(%)	-	108.9	128.3	172.6	142.4
영업이익	-	-3.5	-4.7	-8.9	-8.2
증가율(%)	-	-	적지	적지	적지
영업이익률(%)	-	-60.5	-75.1	-126.4	-92.0
순금융손익	-	-0.2	-1.7	-4.3	-16.8
이자손익	-	-0.4	-0.7	-1.2	-0.3
기타	-	0	-1	-3	-16
기타영업외손익	-	2.6	0.4	-0.7	1.4
종속/관계기업손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	-	-1.1	-6.0	-13.9	-23.6
법인세	-	0	0	-2	-1
법인세율	-	-0.2	-0.1	14.0	6.1
계속사업이익	-	-1.1	-6.0	-12.0	-22.1
중단사업손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-	-1.1	-6.0	-12.0	-22.1
증가율(%)	-	-	적지	적지	적지
당기순이익률 (%)	-	-19.8	-96.5	-170.7	-249.7
지배주주당기순이익	-	-2	-6	-12	-22
기타포괄이익	-	0.1	-0.7	0.0	0.2
총포괄이익	-	-1.0	-6.7	-12.0	-21.9
EBITDA	-	-2.8	-4.2	-8.3	-7.4
증가율(%)	-	-	적지	적지	적지
EBITDA마진율(%)	-	-49.0	-67.2	-118.5	-83.3

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-	-182	-453	-514	-843
BPS	-	-393	-230	-318	524
DPS	-	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	-	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성지표(%)					
매출증가율	-	0.0	8.8	12.7	26.3
EPS증가율	-	0.0	148.6	13.4	64.2
수익성지표(%)					
배당수익률	-	-	-	-	-
ROE	-	45.7	153.9	185.4	-659.2
ROA	-	-14.8	-67.5	-79.2	-106.2
ROIC	-	191.4	268.4	114.8	468.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	-	-341.9	-349.8	-365.2	48.1
순차입금 비율(%)	-	-	-	-	-
이자보상배율(배)	-	-6.0	-5.0	-5.9	-15.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	-	-	-	-	-
재고자산회전율	-	-	-	-	-
총자산회전율	-	-	-	-	-

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	-	6.6	7.9	15.9	15.2
현금및현금성자산	-	2.1	1.9	3.5	3.4
유가증권	-	-	-	-	-
매출채권	-	0.2	1.2	1.4	5.0
재고자산	-	2.7	3.1	4.6	4.9
비유동자산	-	1.0	2.2	4.2	6.4
유형자산	-	0.5	1.1	1.0	1.4
무형자산	-	-	-	-	-
투자자산	-	-	-	-	-
자산총계	-	7.6	10.2	20.1	21.6
유동부채	-	8.1	13.1	26.5	5.7
매입채무및기타채무	-	0.7	1.4	1.4	0.5
단기차입금	-	2.1	1.4	1.0	0.1
유동성장기부채	-	0.1	0.1	0.3	0.5
비유동부채	-	2.7	1.1	1.2	1.3
사채	-	0.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금	-	0.9	0.6	0.1	0.0
부채총계	-	10.8	14.2	27.7	7.0
지배주주지분	-	-3.5	-4.7	-7.9	14.6
자본금	-	4.3	9.9	10.7	13.9
자본잉여금	-	2.5	2.7	10.1	50.9
자본조정등	-	-	-	-	-
기타포괄이익누계액	-	-	-	-	-
이익잉여금	-	-7.3	-13.6	-25.4	-47.5
비지배주주지분	-	0.3	0.6	0.3	0.0
자본총계	-	-3.2	-4.1	-7.6	14.6
비이자부채	-	-	-	-	-
총차입금	-	3.9	2.3	1.7	1.0
순차입금	-	6.6	7.9	15.9	15.2

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-	-3.3	-5.8	-8.6	-10.6
당기순이익	-	-1.1	-6.0	-12.0	-22.1
비현금성 비용 및 수익	-	-1.8	2.6	5.9	16.1
유형자산감가상각비	-	-	-	-	-
무형자산상각비	-	-	-	-	-
운전자본변동	-	-	-	-	-
매출채권등의 감소	-	-	-	-	-
재고자산의 감소	-	-	-	-	-
매입채무등의 증가	-	-	-	-	-
기타 영업현금흐름	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-	0.3	-0.8	-9.2	4.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-	-0.4	-0.5	-0.4	-0.9
유형자산의 감소	-	0.4	0.0	0.3	0.0
무형자산의 감소(증가)	-	-0.1	-0.5	-0.5	-0.4
투자자산의 감소(증가)	-	0.0	-0.1	-2.2	1.2
기타	-	0.4	0.2	-6.4	4.5
재무활동 현금흐름	-	4.5	6.5	19.2	6.5
차입금의 증가(감소)	-	-0.8	-0.3	0.8	0.0
자본의 증가	-	-	-	-	-
기타	-	-	-	-	-
기타 및 조정	-	0.0	0.0	0.1	-0.4
현금의 증가	-	1.5	-0.1	1.5	-0.1
기초현금	-	0.5	2.1	1.9	3.5
기말현금	-	2.1	1.9	3.5	3.4

Analyst 이건재, 김혜빈

상장 예정일	2026.05.20
주주구성	
창업자 3인	24.25%
이재혁	6.96%
산업은행	4.06%
네이버	3.65%
SK텔레콤	3.28%

마키나락스 (477850)

오프라인에서도 가동되는 AI 솔루션

한국 대기업 7개 그룹이 투자한 Physical AI 선도 기업

마키나락스는 자체 개발한 AI OS(운영체제)인 Runway를 기반으로 제조, 국방 현장에서 동작하는 Physical AI를 구현하는 기업이다. 사명 MakinaRocks는 Makina(라틴어 파생, 기계)와 Rocks(Rock 'n' Roll에서 차용)의 합성어로, "기계 지능으로 세상을 뒤흔들겠다"는 의미를 담고 있다. 동사는 국내 최초 MLSecOps(머신러닝에 보안 기능을 내장시킨 운영방식) 기술 상용화에 성공했으며, 삼성/현대/SK/LG/한화/POSCO/GS 등 7대 그룹사로부터 약 530억 원의 전략 투자를 유치했다. Runway는 네트워크가 단절된 환경에서도 AI 운영이 가능해 방산, 제조 시설에서의 효용이 높은 것으로 평가 받고있다.

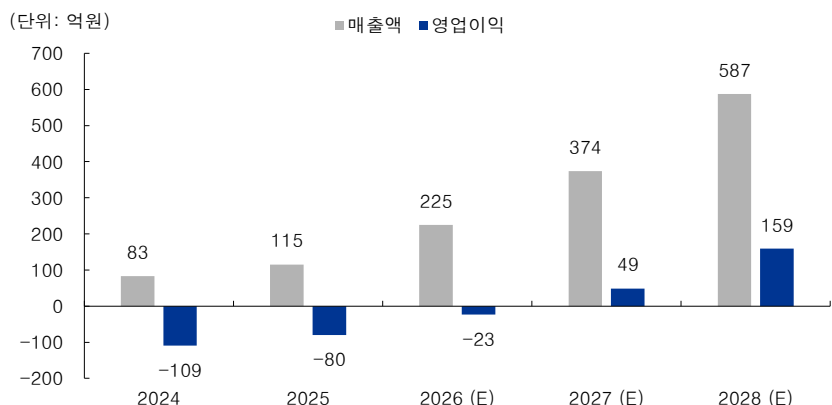
SK텔레콤 사내 벤처에서 코스닥 상장까지

SKT ICT기술원에서 글로벌 반도체 장비 기업인 Applied Materials와의 프로젝트를 함께 수행한 공동창업자 4인(윤성호, 심상우, 임용섭, 이재혁)은 퇴사 후 마키나락스를 창업했다. Applied Ventures가 첫 전략투자자로 참여했고 이후 한화, GS, LG 등 대기업 등이 SI투자자로 참여했다. 이후 마키나락스의 태동이라 할 수 있는 SKT와 NAVER 또한 투자자로 합류해 코스닥 시장 상장을 준비하고 있다.

2027년 흑자 전환에 강한 자신감 표출

동사는 2027년부터 흑자로 전환해 투자비용 회수가 가능할 것으로 전망된다. 다수의 AI 기업들이 국내외 존재하지만 현실적인 실적 가이드를 제공하는 기업은 제한적이다. 동사는 제조 및 방산 분야에서 고객 락인 효과가 확인되어 지속적인 실적 상승이 나타나고 있다. 상장 후 동사에 대한 신뢰도는 더욱 높아질 것이며 이를 통한 매출 상승세는 가파르게 변화할 것으로 예상된다.

그림 318. 매출액, 영업이익의 추이 및 전망



자료: DART, IBK투자증권

주: 2026~2028년 실적 전망은 증권신고서 추정치 사용

산업용 AI 플랫폼 기술력 보유한 기업

마키나락스는 폐쇄망 특화
산업용 AI OS(운영체제)
솔루션 전문기업

Runway는 국내 범용 AI
플랫폼 경쟁사와
차별화되며, 현장 OT
시스템과 연동해
폐쇄망에서 구현 가능

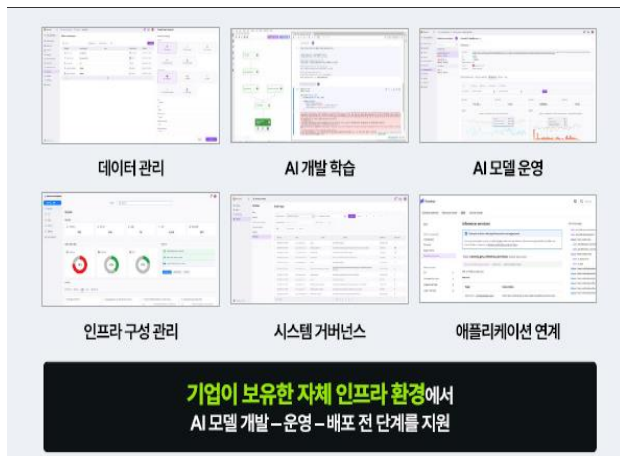
폐쇄망 특화 AI OS인
Runway는
1) 오케스트레이션 기술,
2) 보안 프로세스 자동화,
3) AI 플랫폼 실증사업
최고점 등 기술력 보유

마키나락스는 자동차, 반도체, 방산 등 보안 민감 산업 현장에 특화된 산업용 AI 솔루션 기업이다. AI 플랫폼 시장은 클라우드 기반 범용 플랫폼과 폐쇄망(온프레미스) 기반 플랫폼으로 대별되는 가운데, 동사는 폐쇄망 기반 산업용 AI 플랫폼 시장에 주력하고 있다. 핵심 제품은 자체 보유한 모델링 및 엔지니어링 기술로 개발한 AI 운영체제(OS) Runway이다. 스마트폰의 iOS, 안드로이드가 다양한 기기 위에서 동작하듯, Runway는 제조, 방산 등 현장의 이질적인 설비와 환경을 하나의 공통 플랫폼으로 연결하고 그 위에 산업별 AI 애플리케이션을 탑재하는 구조이다.

즉, 마키나락스의 Runway는 국내 범용 AI 플랫폼 경쟁사(베슬에이아이, 래블업 등)가 클라우드 네이티브 아키텍처를 전제로 하는 것과 근본적으로 차별화된다. 또한, 동사의 경쟁력은 MLOps(Machine Learning Operations, 머신러닝운영) 기술 그 자체보다, 이를 현장 OT(Operational Technology, 운영 기술) 시스템과 직접 연동해 폐쇄망 내에서 구현할 수 있다는 점에 있다.

폐쇄망 특화 Runway는 크게 3가지 역량을 갖춘 산업용 AI OS로 평가받고 있다. 1) Runway는 외부 자원 없이도 대규모 모델 학습, 연산이 가능하도록 내부 인프라와 다종 컴퓨팅 자원을 통합 관리하며, 이기종 장비 및 간헐적 네트워크 환경에서도 안정적으로 구동되는 오케스트레이션 기술을 보유하고 있다. 또한, 2) 보안 프로세스 자동화를 통해 기존 대비 소프트웨어 반입/검증 소요시간을 96배 단축했으며, 접근 권한 관리, 감사 로그 다단계 검증까지 단일 플랫폼 내에서 구현된다. 마지막으로, 3) 합동참모본부 AI 플랫폼 실증사업에서는 기술평가 86.79점으로 차점자 대비 15점 차이의 최고점을 득하며 독립적 제3자 환경에서도 기술 우위를 객관적으로 입증했다.

그림 319. Runway 기능



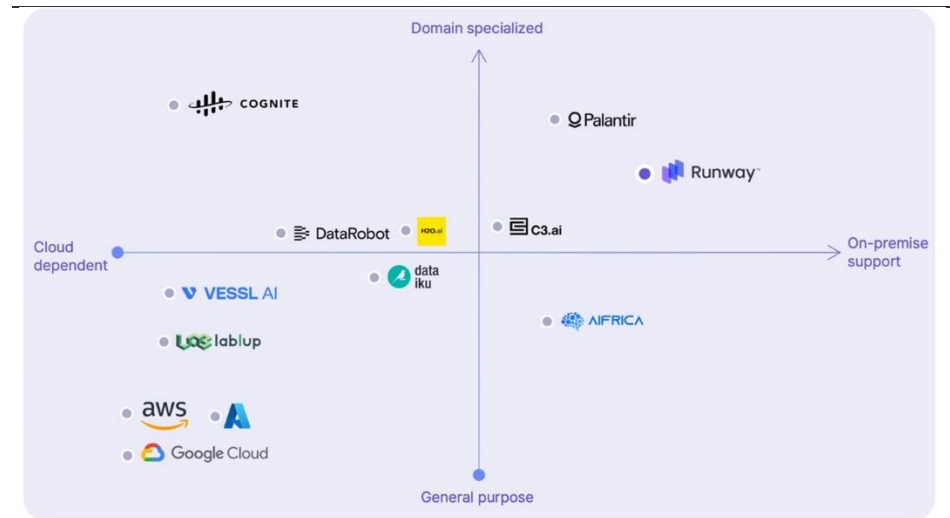
자료: 마키나락스, IBK투자증권

그림 320. Runway 특징



자료: 마키나락스, IBK투자증권

그림 321. Enterprise AI Platform 제품군 특징



자료: 마키나락스, IBK투자증권

제품 라이선스 매출 비중 확대 기대

2025년 기준 마키나락스 매출의 67%는 국내 5대 제조기업 및 국방 관련 고객으로 구성

마키나락스의 매출 기반은 고신뢰, 고보안이 필수적으로 요구되는 산업군에 집중되어 있다. 2025년 기준 동사 매출의 67%가 국내 5대 제조기업 및 국방 관련 고객향이며, 현장 적용 모델 6,000개 이상, 산업 특화 데이터 25TB 이상을 축적하고 보안 요건이 엄격한 수요처를 중심으로 고객사 레퍼런스를 확보했다. 기구축된 AI 운영 체계를 교체하는 데 따르는 기회비용과 보안 검증 부담은 사실상 고객사의 높은 전환 비용으로 작용한다.

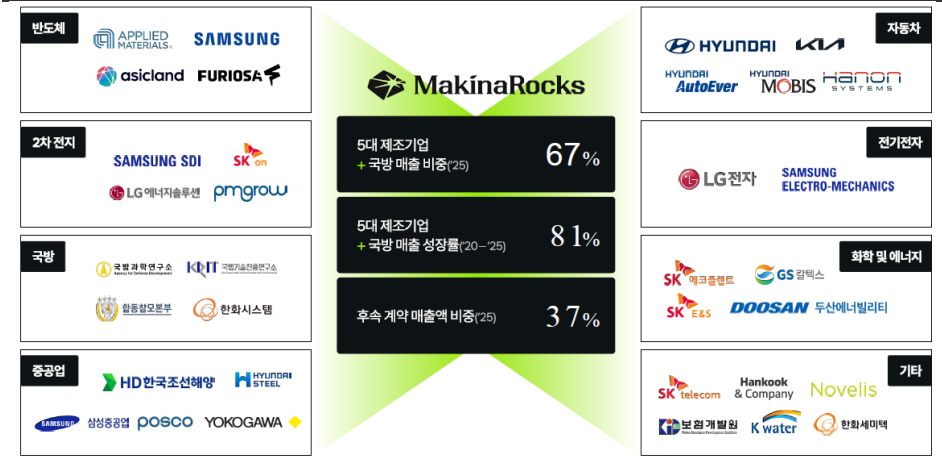
매출 구성은 1) Runway 라이선스 매출과 2) AI 솔루션 매출로 구분

수익 구조 측면에서 현재 마키나락스의 매출은 Runway(제품) 라이선스 매출과 AI 솔루션(용역) 매출로 구분된다. 초기 사업 전개 과정에서는 일회성인 AI 솔루션 비중이 높았으나, 중장기적으로 AI 플랫폼 침투율이 높아질수록 수익 구조의 질적 전환이 수반될 것으로 예상된다. 삼성, 현대, LG 등 유수의 제조 기업뿐만 아니라 국방과학연구소 등 주요 고객사향으로 수주 잔고가 증가하고 있으며, 실제로 2025년 이월된 수주잔고는 약 104억 원, 2026년 3월말 기준 신규 수주잔고는 약 75억 원 규모이다. 또한, 2025년 기준 Runway 라이선스 고객의 계약 갱신율은 94%, Runway 후속 계약 매출 비중은 37%에 달한다.

인력 투입과 무관한 라이선스 매출 비중 확대를 통해 2027년 연결 기준 흑자전환 목표

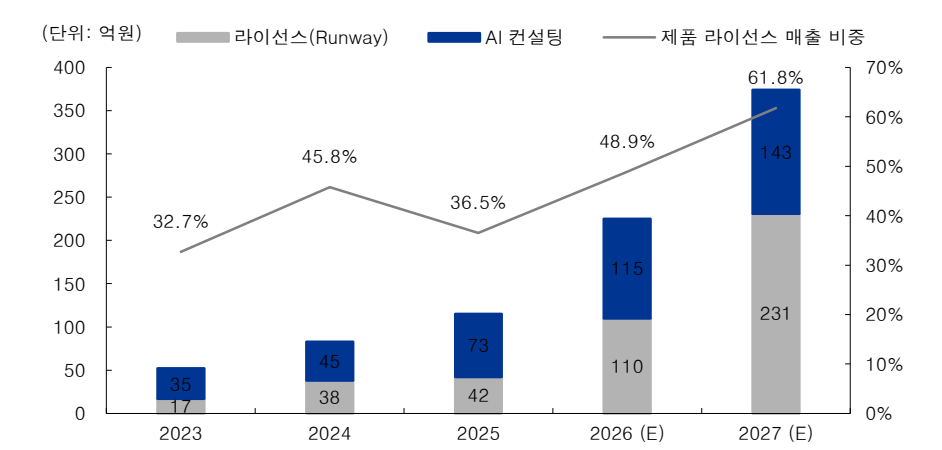
라이선스 매출은 인력 투입과 무관하게 반복적으로 발생하는 매출로, 고객사 락인 효과와 범위가 확대될수록 레버리지 효과를 기대할 수 있다. 동사는 2025년 기준 36.5% 수준의 라이선스 매출 비중을 2027년 60% 이상으로 끌어올릴 계획이며, 이를 기반으로 2027년 연결 기준 흑자전환을 목표로 하고 있다.

그림 322. 마키나락스 주요 고객사 레퍼런스



자료: 마키나락스, IBK투자증권

그림 323. Runway 매출 비중 추이 및 전망



자료: 마키나락스, IBK투자증권

법정부적 AI 예산 확대 수혜 기대

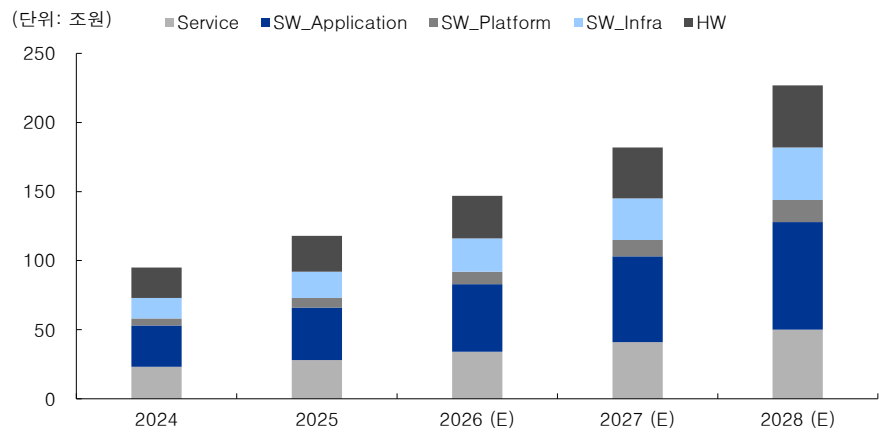
고성장하는 글로벌
Enterprise AI 소프트웨어
시장을 중심으로 국내외
레퍼런스를 확대할 전망

마키나락스가 장기적으로 타겟하고 있는 글로벌 Enterprise AI은 2024년말 기준 약 95조 원에서 2030년까지 연평균 24.3%의 성장이 전망된다. 이 중 하드웨어 및 인프라를 제외한 소프트웨어 영역(Platform, Application, Service)이 전체의 약 66.9%를 차지한다. 동사가 중단기적으로 타겟하는 소프트웨어 시장은 현재 약 58.3조 원에서 2030년 228조 원 규모까지 확대될 전망이다. 또한, 동사가 초기 타겟하고 있는 글로벌 제조 및 국내 국방 시장은 2024년 기준 약 6.8조 원 규모로 2030년까지 연평균 30.6%로 성장이 기대된다.

국내 AI 예산 확대 수혜
및 정부 전략사업 참여로
레퍼런스를 확장하는
한편, 일본 및 유럽 지역
중심으로 글로벌 매출
확대 본격화 예상

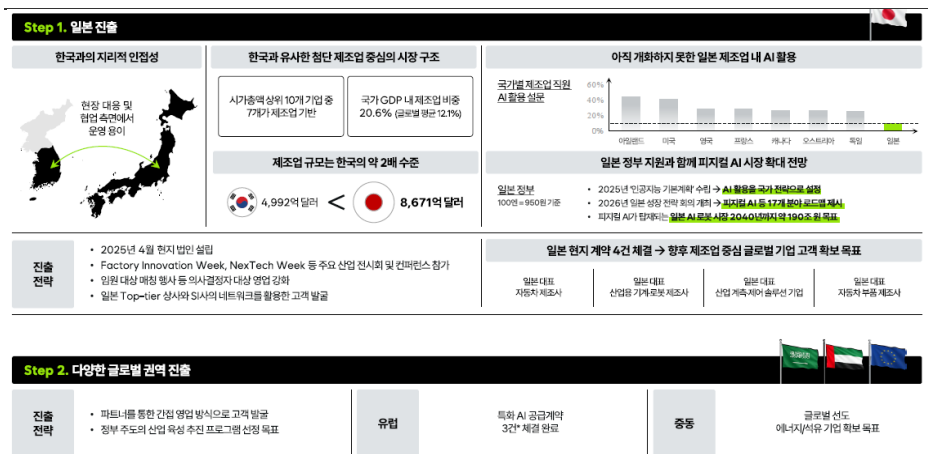
국내 시장의 경우, 정부의 AI 예산 확대 기조 속 마키나락스의 국가 전략사업 참여가 레퍼런스 확장으로 이어질 전망이다. 대한민국 정부는 ‘AI 3대 강국 도약’을 위해 AI 예산을 역대 최대 규모인 10조 1,000억 원으로 편성(2025년 본예산 대비 3배 이상)했으며, 마키나락스는 과학기술정보통신부의 독자 파운데이션 모델 프로젝트 및 산업통상자원부 국가 전략 사업 핵심 과제 등에 참여하고 있다. 또한, 대표이사 윤성호는 대통령 직속 국가 AI 전략위원회 민간위원으로 활동하며, 정책과 산업 현장 간 연결고리 역할을 수행하고 있다. 해외의 경우, 제조업 비중이 높은 일본과 유럽을 두 축으로 매출을 확대할 예정이다. 일본에서는 2025년 4월 일본 현지 법인 MarkinaRocks KK,를 설립하고, NTT 데이터 엔지니어링, 후지소프트, 미쓰비시 상사 등 현지 핵심 플레이어들과 NDA를 체결하여 사업 협력을 진행 중이다. 또한, 유럽에서는 현지 영업 네트워크를 보유한 파트너사와의 협업 구조를 바탕으로 수주를 확대할 계획이다. 동사는 2025년 6월 독일 신재생 에너지 기업 노르텍스와 AI 솔루션 공급 계약 약 4.5억 원, 글로벌 반도체 장비사 ASM International와 AI 플랫폼 개념검증 계약 약 2.5억 원 등을 수주하며 해외 레퍼런스 축적을 가시화하고 있다.

그림 324. 글로벌 Enterprise AI 시장 전망



자료: EY, IBK투자증권

그림 325. 마키나락스의 글로벌 시장 진출 계획



자료: 마키나락스, IBK투자증권

마키나락스(477850)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	-	3.2	5.2	8.3	11.5
증가율(%)	-	-	64.2	59.3	38.2
매출원가	-	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	-	3.2	5.2	8.3	11.5
매출총이익률 (%)	-	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비	-	10.2	16.4	19.2	19.5
판매비율(%)	-	320.3	314.3	231.4	170.2
영업이익	-	-7.0	-11.2	-10.9	-8.0
증가율(%)	-	-	적지	적지	적지
영업이익률(%)	-	-220.3	-214.3	-131.4	-70.2
순금융손익	-	-9.6	-7.2	4.8	-5.5
이자손익	-	-1.1	-1.9	-1.1	-0.7
기타	-	-8.5	-5.3	5.9	-4.8
기타영업외손익	-	0.1	0.0	0.1	-0.3
종속/관계기업손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	-	-16.5	-18.3	-6.1	-13.8
법인세	-	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세율	-	0.0	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	-	-16.5	-18.3	-6.1	-13.8
중단사업손익	-	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	-	-16.5	-18.3	-6.1	-13.8
증가율(%)	-	-	적지	적지	적지
당기순이익률 (%)	-	-520.3	-352.4	-73.2	-120.2
지배주주당기순이익	-	-16.5	-18.3	-6.1	-13.8
기타포괄이익	-	0.1	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	-	-16.4	-18.4	-6.1	-13.8
EBITDA	-	-6.5	-10.3	-9.9	-7.1
증가율(%)	-	-	적지	적지	적지
EBITDA마진율(%)	-	-204.5	-197.5	-119.7	-61.5

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023	2024	2025
주당지표(원)					
EPS	-	-1,405	-1,476	-472	-944
BPS	-	-1,564	-2,838	184	974
DPS	-	0.0	0.0	0.0	0.0
밸류에이션(배)					
PER	-	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	-	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	-	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성지표(%)					
매출증가율	-	0.0	64.2	59.3	38.2
EPS증가율	-	0.0	5.1	-68.0	99.8
수익성지표(%)					
배당수익률	-	-	-	-	-
ROE	-	85.1	66.3	36.5	-160.8
ROA	-	-83.8	-106.7	-30.3	-58.0
ROIC	-	85.9	59.0	22.9	790.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	-	-201.6	-140.8	847.7	52.8
순차입금 비율(%)	-	-	-	-	-
이자보상배율(배)	-	-5.7	-4.9	-8.7	-7.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	-	-	-	-	-
재고자산회전율	-	-	-	-	-
총자산회전율	-	-	-	-	-

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	-	17.0	10.7	19.4	17.8
현금및현금성자산	-	3.6	2.3	2.0	4.6
유가증권	-	-	-	-	-
매출채권	-	-	-	-	-
재고자산	-	-	-	-	-
비유동자산	-	2.7	4.0	6.0	4.2
유형자산	-	-	-	-	-
무형자산	-	-	-	-	-
투자자산	-	-	-	-	-
자산총계	-	19.7	14.7	25.4	22.1
유동부채	-	22.6	49.2	21.8	7.2
매입채무및기타채무	-	-	-	-	-
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-	-
비유동부채	-	16.5	1.5	1.0	0.4
사채	-	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-	-
부채총계	-	39.1	50.7	22.7	7.6
지배주주지분	-	-19.4	-36.0	2.7	14.4
자본금	-	0.6	4.8	6.5	7.4
자본잉여금	-	5.9	2.7	45.2	69.4
자본조정등	-	1.2	1.9	2.4	2.9
기타포괄이익누계액	-	0.1	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	-	-27.1	-45.5	-51.5	-65.3
비지배주주지분	-	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	-	-19.4	-36.0	2.7	14.4
비이자부채	-	38.4	49.3	18.9	4.3
총차입금	-	0.7	1.4	3.9	3.3
순차입금	-	-15.2	-6.7	-11.5	-6.6

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	-	-5.6	-10.2	-10.6	-7.8
당기순이익	-	-16.5	-18.3	-6.1	-13.8
비현금성 비용 및 수익	-	11.0	9.1	-2.4	7.2
유형자산감가상각비	-	0.4	0.8	0.9	0.9
무형자산상각비	-	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본변동	-	0.0	-1.1	-2.1	-1.4
매출채권등의 감소	-	-0.4	-0.7	0.8	-3.1
재고자산의 감소	-	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무등의 증가	-	0.0	0.2	0.0	0.0
기타 영업현금흐름	-	-0.1	0.1	-0.1	0.1
투자활동 현금흐름	-	-8.9	5.8	-8.9	7.6
유형자산의 증가(CAPEX)	-	-0.3	-0.3	-1.2	-0.5
유형자산의 감소	-	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	-	-0.2	-0.3	-0.2	0.0
투자자산의 감소(증가)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-	-8.4	6.4	-7.5	8.2
재무활동 현금흐름	-	17.0	3.0	19.2	2.7
차입금의 증가(감소)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	-	3.0	0.0	0.0	3.0
기타	-	14.0	3.0	19.2	-0.3
기타 및 조정	-	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-	2.5	-1.3	-0.3	2.6
기초현금	-	1.1	3.6	2.3	2.0
기말현금	-	3.6	2.3	2.0	4.6



V

엔터

Analyst 김유혁

상장일	2011.11.23
현재가 (5/8)	50,200원
KOSDAQ (5/8)	1,207.72pt
시가총액	938십억원
발행주식수	18,691천주
액면가	500원
52주 최고가	107,400원
최저가	49,900원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	10.7%
배당수익률 (2026F)	0.4%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-12%	-49%	-55%
절대기준	-2%	-30%	-26%

주주구성	
양현석 외 5인	22.95%
NAVER	8.89%
국민연금	5.05%
자사주	0.77%

와이지엔터테인먼트 (122870)

보여줄게 많은 창립 30주년

빅뱅, 블랙핑크 등 메가 IP를 배출한 종합 엔터테인먼트 기업

와이지엔터테인먼트는 1998년 설립되고 2011년 11월 코스닥 시장에 상장한 국내 대표 종합 엔터테인먼트 기업이다. 음반·음원 제작 및 유통, 공연, MD 및 IP 라이선싱 등 아티스트 IP 사업을 영위하고 있으며 인하우스 프로듀싱 역량과 글로벌 팬덤 기반의 사업 경쟁력을 바탕으로 해외 매출 비중을 확대해왔다. 대표 아티스트는 블랙핑크, 빅뱅, 트레저, 베이비몬스터이며 IP 다변화를 위해 26~27년 두 팀의 신인 아티스트 데뷔를 준비하고 있다.

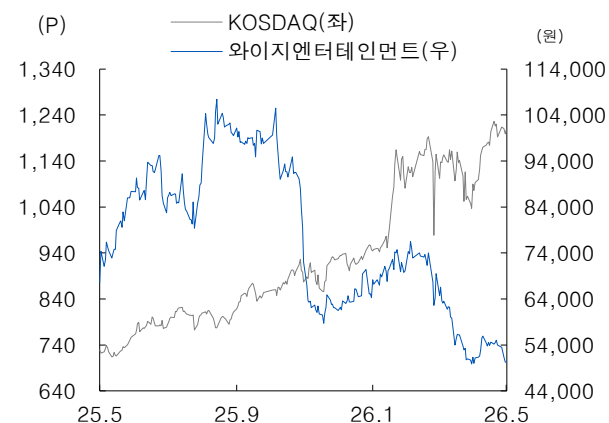
국민연금 및 외국인 투자자 지분율 축소는 마무리 국면으로 판단

동사의 최대주주는 양현석 총괄 프로듀서를 및 특수관계인으로, 총 22.95%의 지분(보통주 428만 9,938주)을 보유하고 있다. 2026년 4월 공시에 따르면 국민연금의 지분율은 기존 5.09%에서 5.05%로 소폭 감소했으며, 외국인 지분율 역시 2025년 4월 14.27%에서 2026년 4월 11.53%로 하락하며 기관 및 외국인 수급은 전년대비 감소하는 흐름을 보였다. 다만, 향후 실적개선 전망을 고려하면 주요 투자자의 지분 축소는 마무리 국면으로 판단한다.

베이비몬스터 x 빅뱅 x 트레저 활동에 신인 모멘텀까지

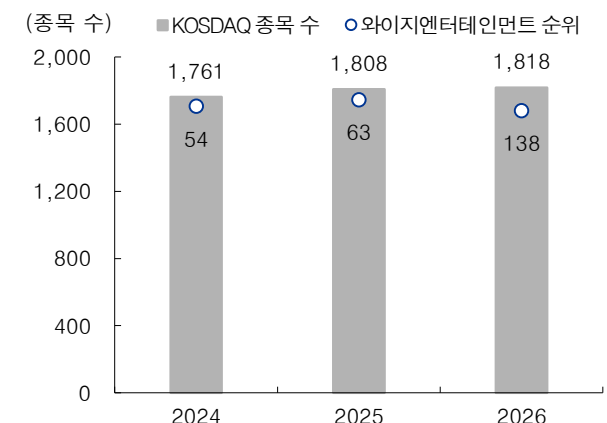
동사는 올해 소속 아티스트 전원 활동에 따른 실적 개선이 기대된다. 베이비몬스터는 5월 미니앨범 발매를 시작으로 6월 두번째 월드투어, 10월 정규앨범을 발매할 계획이며, 이번 투어지역은 북미를 넘어 남미, 유럽, 오세아니아로 확장될 전망이다. 빅뱅은 최근 코첼라(4/19) 무대에서 8월부터 월드투어를 진행한다고 공식적으로 발표했다. 작년 지드래곤의 솔로투어 규모(83만명) 고려 시 유의미한 실적 기여가 기대된다. 트레저는 아시아투어를 마친 후 6월 미니앨범, 하반기 유닛활동을 이어갈 계획이다. 이어서 9월엔 신인 보이그룹 데뷔, 2027년엔 신인 걸그룹 데뷔를 예고했다. 하반기 소속 아티스트의 활발한 활동과 신인 데뷔 모멘텀이 동사의 실적과 투자심리 개선을 견인할 전망이다.

그림 326. 주가 추이



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

그림 327. KOSDAQ 내 시가총액 순위



자료: 에프앤가이드 QuantiWise, IBK투자증권

주: 2025년은 12월 30일 종가, 2026년은 5월 8일 종가 기준

실적개선을 견인할 베이비몬스터 월드투어

- 5/4 베이비몬스터 컴백

동사의 첫번째 투자포인트는 베이비몬스터의 컴백이다. 베이비몬스터는 5월 4일 미니3집 춤(CHOOM)으로 컴백한 이후 6월 26일 잠실 실내체육관 공연을 시작으로 2027년까지 월드투어를 진행하며 앨범/공연/MD 매출 성장을 견인할 전망이다.
- 데뷔 1년차에 이미 3년차 수준의 활동지표 달성

당사는 베이비몬스터의 차별화되는 성과에 주목할 필요가 있다고 판단한다. 베이비몬스터는 당사의 아티스트 팬덤 규모 추정모델(IBKS Rating) 기준으로 데뷔 1년차에 이미 3~4년차 수준의 지표를 달성해왔기 때문이다. 특히 두번째 월드투어에서 오사카 교세라 돔 입성에 성공한 점은 상당히 고무적인 성과라고 판단한다.
- 월드투어 모객 성장 전망
40만명 → 60만명

올해 월드투어의 전체 모객 수는 일본, 아시아, 오세아니아, 유럽, 북미, 남미 등에서 총 60만명 규모로 전망한다(현재 발표된 한국과 일본 공연 14회 기준 추정모객 수는 22.9만명). 2025년 첫 월드투어에서 40만명 규모 모객에 성공하며 보여준 성장가능성을 이번 두번째 월드투어에서 다시 한번 입증할 것으로 기대한다.

표 17. 베이비몬스터 앨범발매 및 월드투어 일정

앨범명	일자	국가	도시	곡 정보	초동	직전초동	비고
춤 (CHOOM)	2026-05-04	한국	서울	미니 3집(4곡)	-	552,837	
공연명	일자	국가	도시	공연장	최대수용인원	최대인원 90%	비고
BABYMONSTER WORLD TOUR 『춤 (CHOOM)』	2026-06-26	한국	서울	잠실 실내체육관	11,069	9,962	
	2026-06-27	한국	서울	잠실 실내체육관	11,069	9,962	
	2026-06-28	한국	서울	잠실 실내체육관	11,069	9,962	
	2026-07-08	일본	고베	Glion Arena Kobe	10,000	9,000	
	2026-07-09	일본	고베	Glion Arena Kobe	10,000	9,000	
	2026-07-28	일본	후쿠오카	마린 멧세 후쿠오카	15,000	13,500	
	2026-07-29	일본	후쿠오카	마린 멧세 후쿠오카	15,000	13,500	
	2026-08-01	일본	요코하마	피아 아레나 MM	12,141	10,927	
	2026-08-02	일본	요코하마	피아 아레나 MM	12,141	10,927	
	2026-08-11	일본	치바	Lala Arena Tokyo-bay	11,000	9,900	
	2026-08-12	일본	치바	Lala Arena Tokyo-bay	11,000	9,900	
	2026-08-16	일본	나고야	IG Arena	15,000	13,500	
	2026-09-22	일본	오사카	교세라 돔 오사카	55,000	49,500	
	2026-09-23	일본	오사카	교세라 돔 오사카	55,000	49,500	
	향후 아시아 & 오세아니아, 유럽, 북미, 남미 지역 추가 예정						
구분	총 회차	추정모객 수	회당 모객 수				
현재 일정 기준	14회	22.9만명	1.6만명				
전체 추정 기준	-	60.0만명	-				

주: 추정모객 수는 전체 공연장 Capacity 기준 추정
자료: 와이지엔터테인먼트, IBK투자증권 추정

데뷔 20주년을 맞아 돌아오는 레거시 IP, 빅뱅

빅뱅, 2017년 이후
9년만에 컴백

두번째 투자포인트는 빅뱅의 컴백이다. 빅뱅은 지난 19일 글로벌 음악 시장 최대 축제 중 하나인 ‘코첼라(Coachella Valley Music and Arts Festival)’ 무대에서 20주년 월드투어 계획을 공식적으로 발표했다. 빅뱅의 월드투어는 2017년 ‘라스트 댄스’ 투어 이후 9년 만이며, 데뷔일인 2006년 8월 19일이 포함된 8월부터 시작할 계획이다.

과거 투어 기간 최대
150만명의 모객 달성

빅뱅은 일본에서는 해외 아티스트 최초 6대 돔 투어, 5년 연속 돔 투어 등 독보적인 기록을 세우며 확고한 입지를 구축해왔다. 2012년 ‘얼라이브(ALIVE)’ 투어를 통해 12개국에서 80만명, 2015년 ‘메이드(MADE)’ 투어에서는 13개국 21개 도시에서 총 150만명을 모객하며 K-pop 아티스트 월드투어의 기록적인 성과를 달성한 바 있다.

당시엔 지금과 달리 다수의 K-pop 아티스트가 ‘한류’라는 범주 안에서 소비되던 시절이었으나, 빅뱅은 독자적인 색의 음악과 퍼포먼스로 팝스타와 동일선상에서 경쟁을 시도했고, 이 점이 대중적 지지를 얻으며 대규모 투어 흥행으로 이어졌었다.

빅뱅 월드투어는 지드래곤
솔로투어 성과 상회 전망

빅뱅은 ‘코첼라’ 무대에서 9년간의 공백기가 무색할만큼 관객을 사로잡는 퍼포먼스를 보여주었다. 작년 지드래곤의 단독 월드투어에서 83만명 모객성적을 달성한 만큼 이번 20주년 월드투어는 경우 지드래곤 솔로투어 이상의 성과 달성을 전망한다.

소속 아티스트 전원
활동으로 하반기부터
뚜렷한 실적 개선 전망

베몬, 빅뱅에 이어 트레저는 2025년 10월부터 26년 6월까지 아시아투어 “PULSE ON”을 진행해 총 47만명 규모의 모객실적 달성이 예상된다. 이어서 6월 미니앨범 발매 후 하반기 유닛활동을 진행할 계획이며, 다음 투어는 2027년으로 예고했다. 결론적으로 동사는 베이비몬스터, 빅뱅, 트레저 등 올해 하반기 소속 아티스트 전원이 활발한 활동을 전개해 나가면 실적 개선을 견인할 것으로 전망한다.

표 18. 와이즈엔터테인먼트 앨범 발매 일정

구분	데뷔연도	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	비고
블랙핑크(BlackPink)	2018	2/27				
베이비몬스터(BabyMonster)	2024		5/4		10월	
트레저(Treasure)	2020		6월 예상		예상	2H26 유닛활동 예고
빅뱅 (Bigbang)	2006			예상		20주년 기념 앨범

주: 피지컬앨범 발매 기준

자료: 씨클차트, 한터차트, 오리콘차트, IBK투자증권

표 19. 와이즈엔터테인먼트 공연 라인업

아티스트	일정	구분	공연명	국가/도시	총 회차	추정 모객 수(만명)			
						1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
블랙핑크(BlackPink)	25.07~26.01	월드투어	DEADLINE	9개국, 10개 도시	31회	28	—	—	—
트레저(Treasure)	25.10~26.05	월드투어	PULSE ON	TBD	27회	16	12	—	—
베이비몬스터(BabyMonster)	25.11~26.01	팬콘서트	LOVE MONSTERS	2개국, 6개 도시	12회	2	—	—	—
베이비몬스터(BabyMonster)	26.06~	월드투어	춤 (CHOOM)	TBD	TBD	—	3	20	20
빅뱅(BigBang)	26.08~	월드투어	BIGSHOW: REBORN	TBD	TBD	—	—	50	50
합계					155회	46	15	70	70

자료: 언론보도, IBK투자증권 추정

신인 아티스트 데뷔 모멘텀

신인그룹 두 팀 데뷔로
실적 및 주가 변동성
점진적 완화 전망

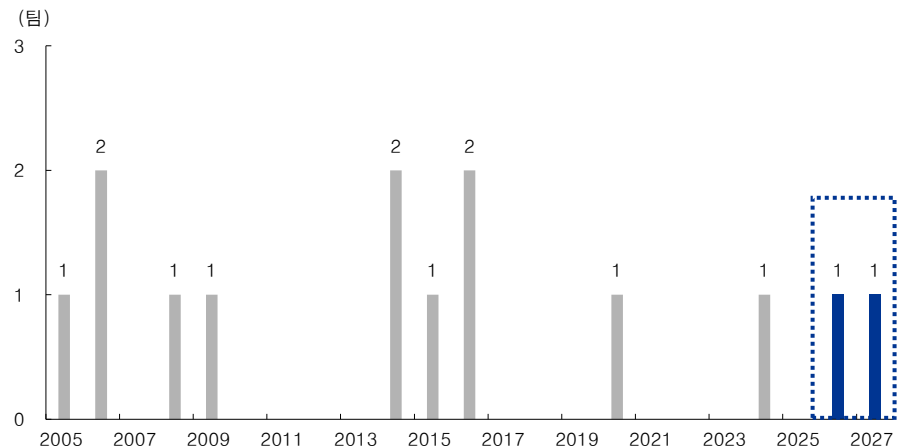
세번째 투자포인트는 신인 아티스트 데뷔 모멘텀이다. 동사는 올해 9월엔 트레저 이후 6년만에 신인 보이그룹, 2027년엔 베이비몬스터의 뒤를 이을 신인 걸그룹 등 총 두 팀을 데뷔시킬 계획이다. 그동안 아티스트 데뷔주기가 경쟁사 대비 상대적으로 긴 탓에 실적 변동성이 클 수밖에 없었고, 이는 결국 주가 변동성 확대로 이어져왔었다. 그러나 내년부터 이 같은 변동성은 점진적으로 완화될 것으로 전망한다.

걸그룹 연습생 두명
유튜브를 통해 공개

올해 데뷔 예정인 보이그룹에 대한 정보는 아직 베일에 가려져 있지만, 내년 데뷔 예정인 걸그룹은 YG NEXT MONSTER 유튜브 채널을 통해 이벨리(EVELLI)와 찬야(CHANYA)라는 두 명의 연습생 정보가 공개되었다. 이벨리(한국/호주)는 2010년생으로 보컬과 랩을 담당하며 YG 연습생 경력은 2년이며, 찬야(태국)는 2010년생으로 보컬을 담당하며 YG 연습생 경력 2년 8개월이다.

만약 두 신인 그룹 모두 베이비몬스터와 유사한 궤적으로 성장하며 데뷔 1년차에 손익분기점을 넘긴다면 2027년도 실적에 유의미한 기여가 가능할 것으로 기대된다.

그림 328. 와이지엔터테인먼트 연도별 아티스트 데뷔 팀 수



자료: 와이지엔터테인먼트, IBK투자증권

그림 329. YG NEXT MONSTER ①: 이벨리(EVELLI)



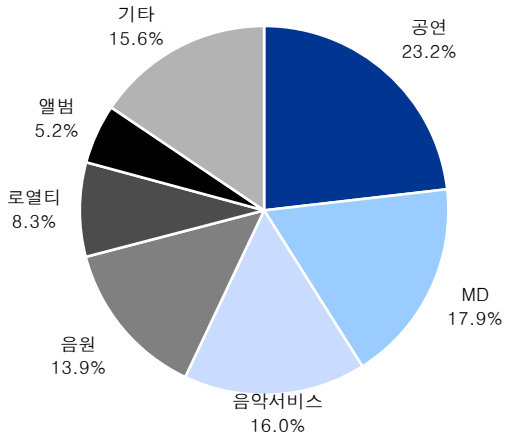
자료: 와이지엔터테인먼트, IBK투자증권

그림 330. YG NEXT MONSTER ②: 찬야(CHANYA)



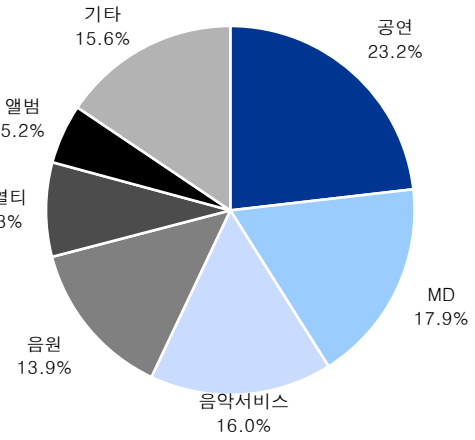
자료: 와이지엔터테인먼트, IBK투자증권

그림 331. 주주별 지분율(25년말 기준)



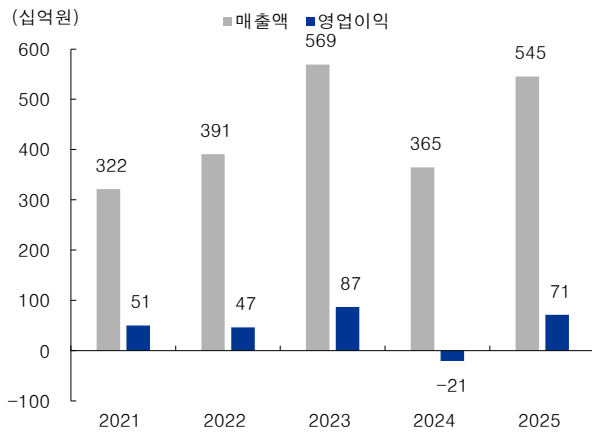
자료: Dart, IBK투자증권

그림 332. 사업부문별 매출 비중(25년 기준)



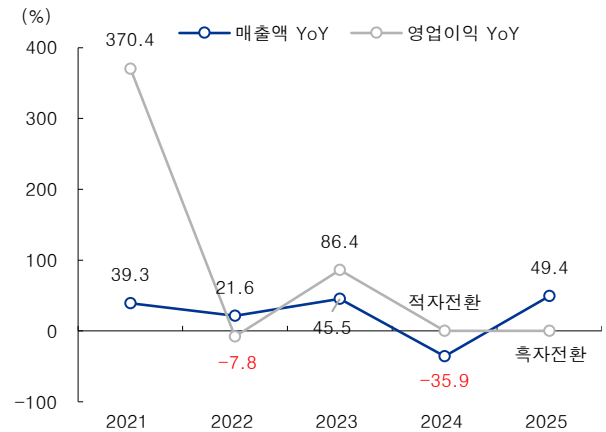
자료: Dart, IBK투자증권

그림 333. 매출액, 영업이익 추이(5개년)



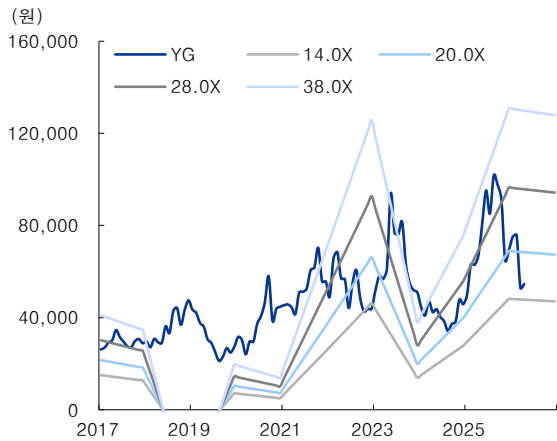
자료: Dart, IBK투자증권

그림 334. 매출액, 영업이익 증가율(YoY, 5개년)



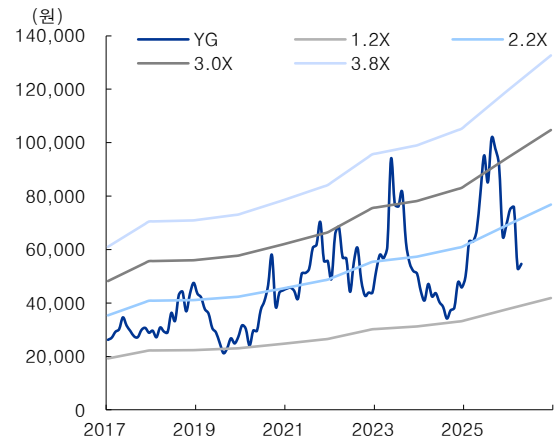
자료: Dart, IBK투자증권

그림 335. 12M Fwd P/E 밴드차트



자료: FnGuide, IBK투자증권

그림 336. 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: FnGuide, IBK투자증권

와이지엔터테인먼트 (122870)

포괄손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	365	545	631	559	624
증가율(%)	-35.9	49.4	15.7	-11.5	11.7
매출원가	265	359	421	362	406
매출총이익	99	187	209	196	218
매출총이익률 (%)	27.1	34.3	33.1	35.1	34.9
판매비	118	134	126	117	120
판매비율(%)	32.3	24.6	20.0	20.9	19.2
영업이익	-21	71	83	79	99
증가율(%)	-123.6	-447.0	16.6	-4.6	24.3
영업이익률(%)	-5.8	13.0	13.2	14.1	15.9
순금융손익	15	7	7	8	10
이자손익	5	5	7	8	10
기타	10	2	0	0	0
기타영업외손익	12	-3	6	6	6
종속/관계기업손익	23	0	0	0	0
세전이익	29	75	95	93	114
법인세	9	21	22	22	26
법인세율	31.0	28.0	23.2	23.7	22.8
계속사업이익	20	54	73	72	88
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	54	73	72	88
증가율(%)	-74.0	168.3	36.5	-2.2	22.2
당기순이익률 (%)	5.5	9.9	11.6	12.9	14.1
지배주주당기순이익	19	37	64	62	76
기타포괄이익	3	-3	0	0	0
총포괄이익	23	50	73	72	88
EBITDA	9	102	103	97	115
증가율(%)	-91.2	978.1	1.1	-5.3	18.5
EBITDA마진율(%)	2.5	18.7	16.3	17.4	18.4

투자지표

(12월 결산)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	999	1,990	3,442	3,365	4,111
BPS	25,849	27,475	30,929	34,496	38,922
DPS	250	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	45.9	34.9	15.7	16.1	13.2
PBR	1.8	2.5	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	95.9	12.5	8.9	8.7	6.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-35.9	49.4	15.7	-11.5	11.7
EPS증가율	-69.8	99.2	73.0	-2.2	22.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE	3.9	7.4	11.7	10.3	11.2
ROA	2.7	6.8	8.3	7.6	8.8
ROIC	9.0	24.7	38.6	39.2	48.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	21.7	28.9	31.4	22.3	22.3
순차입금 비율(%)	-12.3	-24.7	-33.6	-38.9	-45.2
이자보상배율(배)	-20.2	65.7	290.5	959.0	787.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.4	6.8	6.2	5.3	5.9
재고자산회전율	27.2	35.6	35.9	42.4	48.3
총자산회전율	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	303	446	546	565	667
현금및현금성자산	87	168	246	309	395
유가증권	1	1	1	1	1
매출채권	69	92	112	99	111
재고자산	10	21	14	12	14
비유동자산	431	393	389	385	384
유형자산	188	175	178	179	181
무형자산	47	35	28	23	20
투자자산	183	163	163	163	163
자산총계	734	839	934	950	1,051
유동부채	110	171	206	156	175
매입채무및기타채무	89	122	150	129	144
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	21	17	17	17	17
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	7	6	6	6	6
부채총계	131	188	223	173	192
지배주주지분	483	514	574	640	722
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	227	227	227	227	227
자본조정등	17	18	18	18	18
기타포괄이익누계액	0	1	1	1	1
이익잉여금	229	258	319	385	467
비지배주주지분	120	137	137	137	137
자본총계	603	651	711	777	859
비이자부채	116	179	214	164	183
총차입금	15	9	9	9	9
순차입금	-74	-161	-239	-302	-388

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	0	91	107	83	107
당기순이익	20	54	73	72	88
비현금성 비용 및 수익	10	37	20	18	17
유형자산감가상각비	15	14	9	9	9
무형자산상각비	15	16	11	9	8
운전자본변동	-20	11	14	-7	2
매출채권등의 감소	-7	0	-21	13	-12
재고자산의 감소	4	-8	7	2	-1
매입채무등의 증가	13	0	28	-21	15
기타 영업현금흐름	-10	-11	0	0	0
투자활동 현금흐름	1	3	-16	-14	-16
유형자산의 증가(CAPEX)	-7	-6	-11	-10	-11
유형자산의 감소	2	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-15	0	-5	-4	-5
투자자산의 감소(증가)	21	5	0	0	0
기타	0	3	0	0	0
재무활동 현금흐름	-12	-12	-13	-6	-6
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-12	-12	-13	-6	-6
기타 및 조정	1	0	0	0	0
현금의 증가	-10	82	78	63	85
기초현금	97	87	168	246	309
기말현금	87	168	246	309	395

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료 언급된 종목(한중엔시에스)의 유가증권발행과 관련하여 주관사로 참여하였습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
한중엔시에스									○			

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

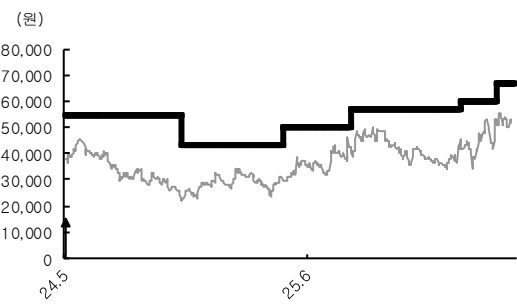
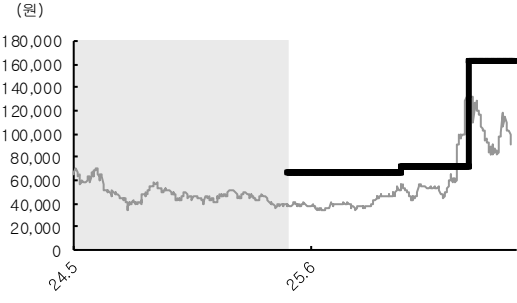
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

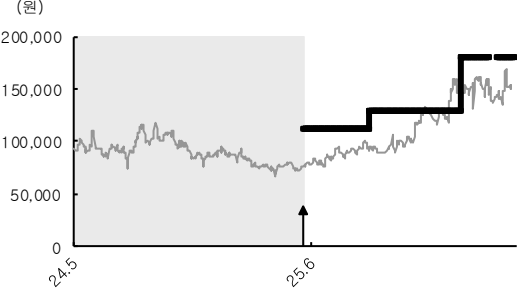
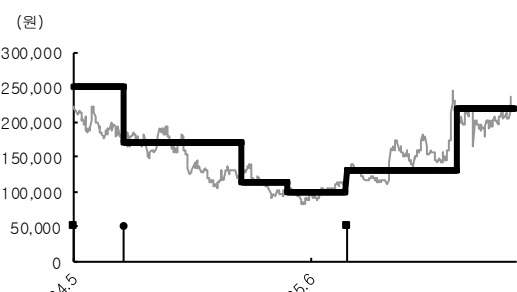
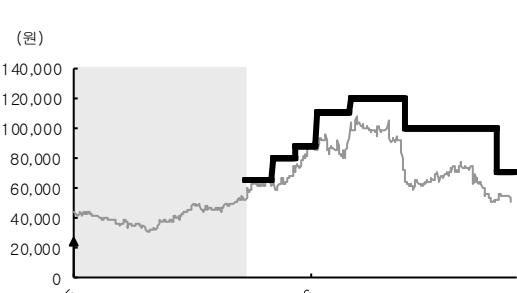
투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	92.7
Trading Buy (중립)	10	6.7
중립	1	0.7
매도	0	0

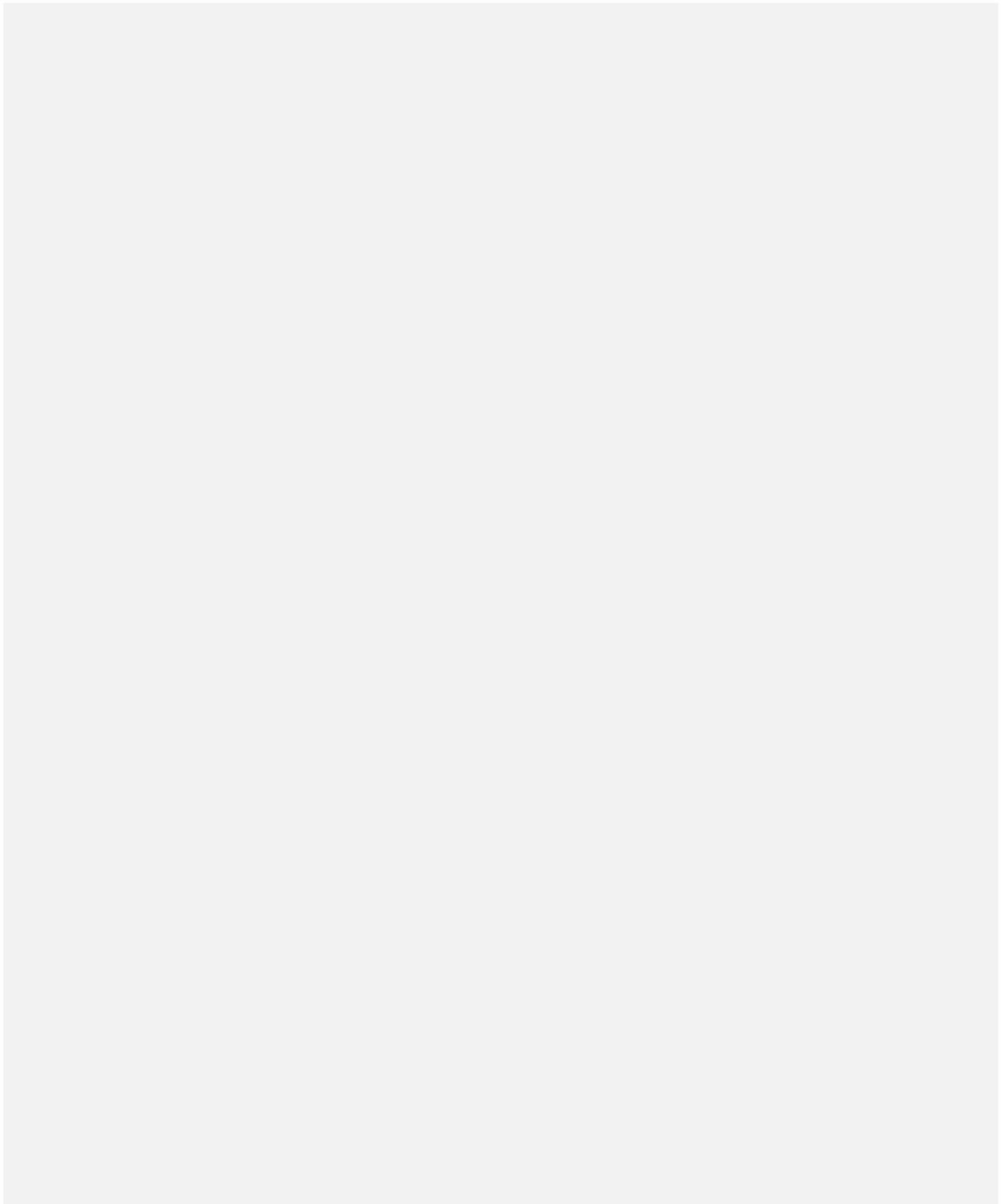
최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

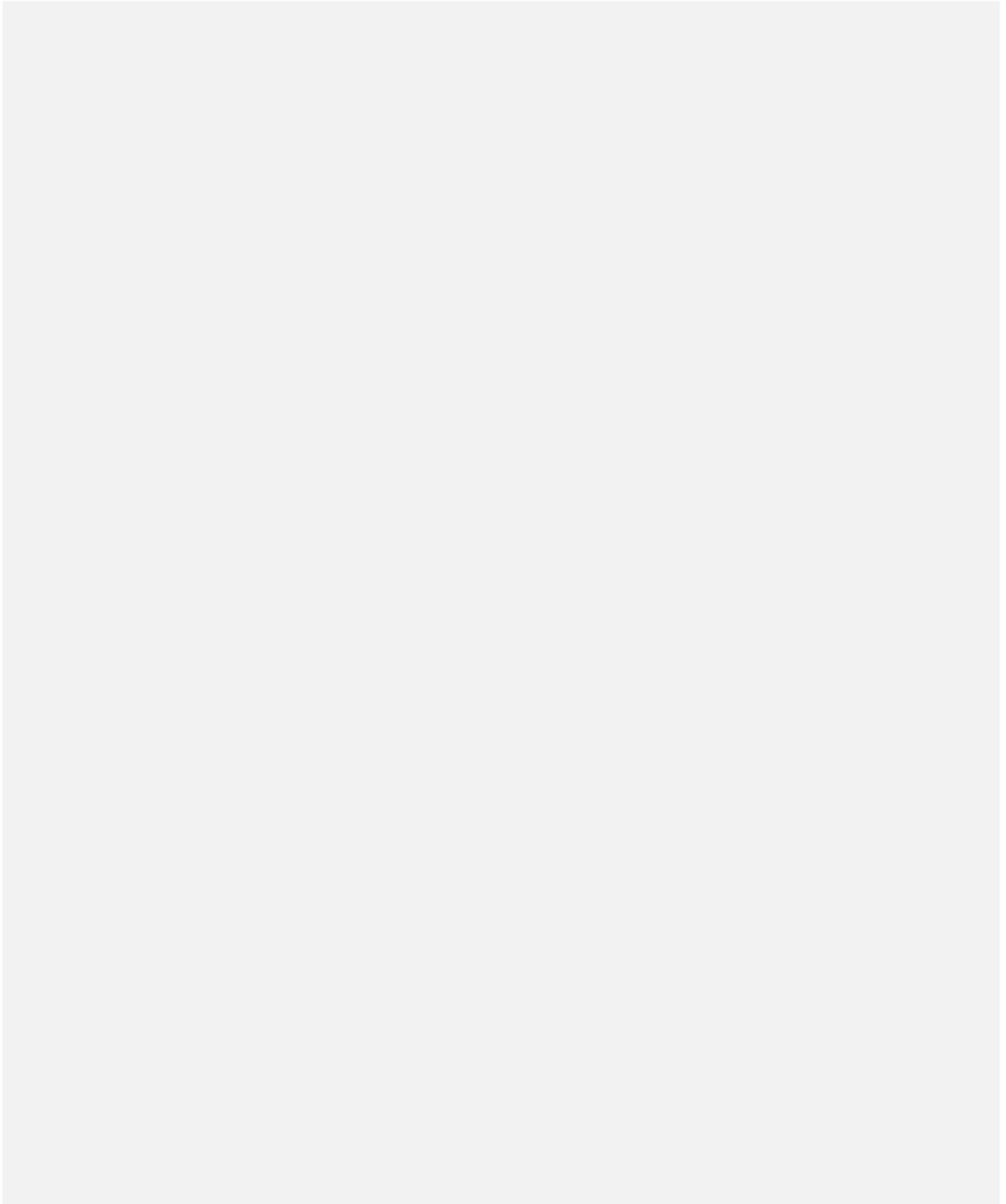
덕산네오룩스	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2023.10.19	매수	55,000	-29.51	-13.18
	2024.10.19	1년경과	55,000	-51.67	-44.73
	2024.11.15	매수	43,000	-33.31	-19.77
	2025.04.28	담당자변경			
	2025.04.29	매수	50,000	-27.60	-6.80
	2025.08.18	매수	57,000	-27.15	-12.54
	2026.02.13	매수	60,000	-25.09	-11.00
	2026.04.13	매수	67,000	-21.30	-16.72
	2026.05.11	매수	67,000		
선익시스템	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2025.04.29	매수	67,000	-43.87	-38.13
	2025.07.31	매수	66,000	-36.15	-15.45
	2025.11.05	매수	72,000	-15.75	81.94
	2026.02.25	매수	163,000	-37.18	-19.63
	2026.05.11	매수	163,000		

에스티팜	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2025.05.26	매수	112,000	-22.42	-10.89
	2025.09.12	매수	130,000	-12.32	23.54
	2026.02.11	매수	180,000	-16.75	-9.94
	2026.04.13	매수	180,000	-16.52	-6.28
	2026.05.11	매수	180,000		
에코프로비엠	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2024.02.23	Trading Buy	250,000	-11.93	17.00
	2024.07.31	중립	170,000	-11.41	-37.94
	2025.02.12	중립	115,000	-3.27	-20.78
	2025.04.29	중립	100,000	-0.36	-18.80
	2025.08.05	Trading Buy	130,000	14.90	89.23
	2026.02.06	Trading Buy	220,000	-7.46	7.05
	2026.05.11	Trading Buy	220,000		
와이지엔터테인먼트	추천일자	투자의견	목표가(원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저
	2025.02.17	매수	65,000	-5.29	2.15
	2025.04.04	매수	80,000	-20.26	-7.00
	2025.05.12	매수	88,000	-8.16	2.61
	2025.06.16	매수	110,000	-20.54	-13.45
	2025.08.11	매수	120,000	-19.21	-10.50
	2025.11.10	매수	100,000	-35.46	-23.50
	2026.04.13	매수	70,000	-23.23	-20.14
	2026.05.11	매수	70,000		

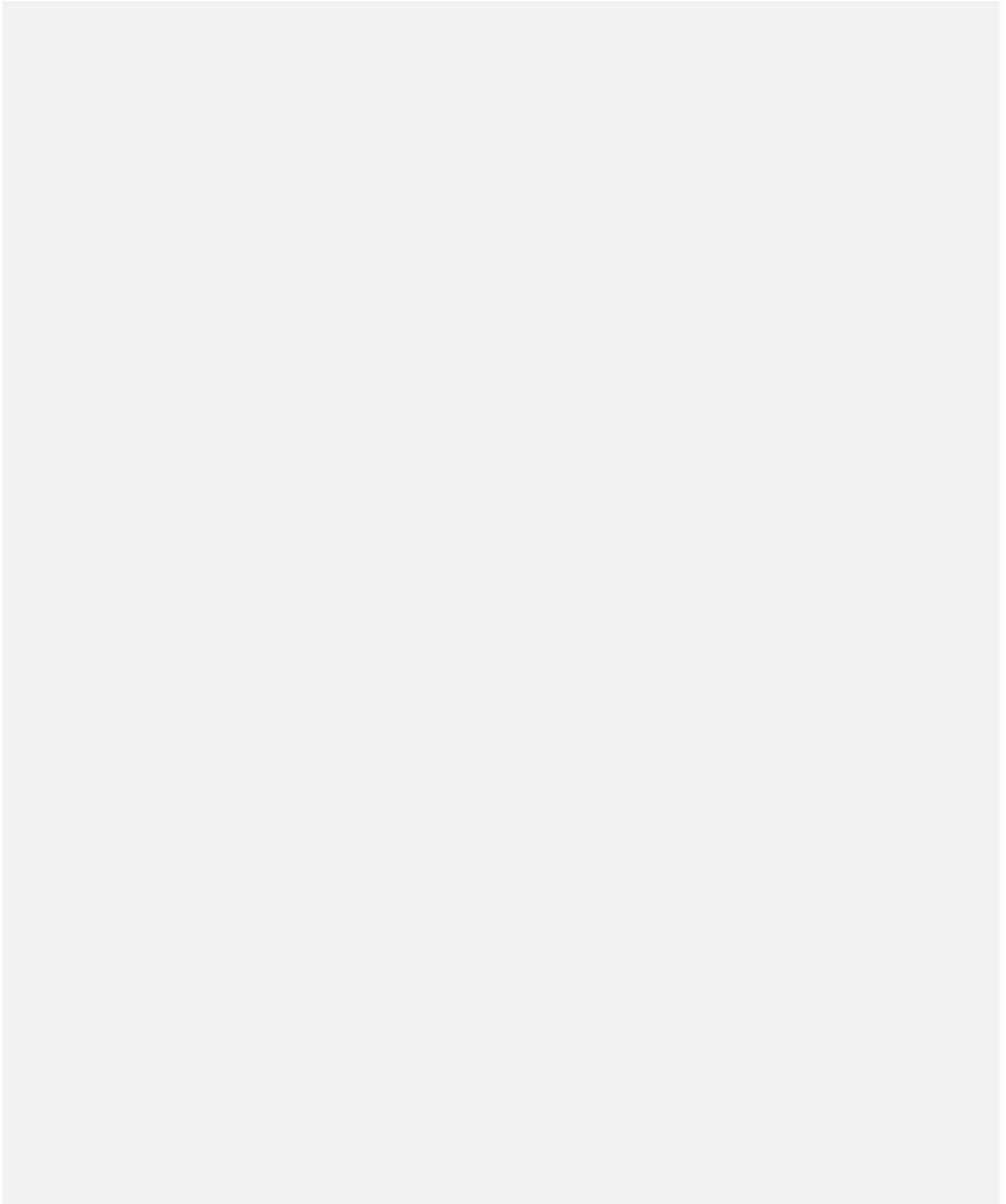
Note



Note



Note





IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
용대인	전무(부문장)	총괄	6915-5400	daeinyong@ibks.com
이승훈	상무대우(본부장)	AI/인터넷/게임	6915-5680	dozed@ibks.com

투자분석부

변준호	연구위원	Strategy	6915-5670	ymaezono@ibks.com
정용택	수석 Economist	Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
김인식	연구위원	자산배분/ETF	6915-5472	kds4539@ibks.com
정형주	연구위원	채권/크레딧	6915-5654	hj.jeong@ibks.com

기간산업분석부

이동욱	연구위원	에너지/소재	6915-5671	treestump@ibks.com
남성현	연구위원	유통·식자재/지주	6915-5672	rockrole@ibks.com
김유혁	연구위원	미디어/엔터/레저	6915-5673	yuhyuk.kim@ibks.com
이현욱	연구원	자동차/2차전지	6915-5659	hwle1125@ibks.com
오지훈	연구원	조선/기계	6915-5662	jihoonoh@ibks.com

혁신기업분석부

김운호	연구위원	IT/반도체	6915-5656	unokim88@ibks.com
김태현	연구위원	음식료/유틸리티/통신	6915-5658	kith0923@ibks.com
조경진	연구위원	해외주식	6915-5464	ckjins@ibks.com
조정현	연구원	건설/부동산	6915-5660	controlh@ibks.com

코스닥리서치센터

이건재	연구위원	소재·부품·장비/스몰캡	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com
정이수	연구위원	제약/바이오	6915-5677	ysjeong306@ibks.com
강민구	연구원	IT/디스플레이/미드·스몰캡	6915-5473	kmg@ibks.com
김혜빈	연구원	로봇	6915-5669	hyebhinkim@ibks.com

“국민과 중소기업에 필요한 참 좋은 IBK투자증권”



서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객지원부 1588-0030, 1544-0050

IBKS Family Office	02) 536-4070	IBK WM센터 대구	053) 752-3535
영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 광주	062) 382-6611
강남센터	02) 2051-5858	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
강남역 금융센터	02) 532-0210	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
분당센터	031) 705-3600	IBK WM센터 평촌	031) 476-1020
IBK WM센터 강남센트럴	02) 556-4999	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 목동	02) 2062-3002	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 도곡	02) 2057-9300	IBK WM센터 창원	055) 282-1650
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 중계동	02) 948-0270	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 남동산단	032) 822-6200
IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030		