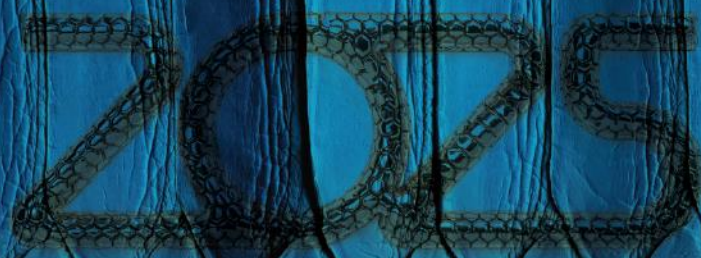


2025.01.20

리서치본부 기업분석실

乙巳年

푸른 뱀의 해



트럼프 2.0 시대 개막 21

트럼프 2.0 시대 4대 테마

(EAR US: 에너지, AI·로봇, 우주, 안보)

[지주/ESG/Mid-Small Cap]
이상헌 2122-9198
value3@imfnsec.com

[RA]
장호 2122-9194
hojang@imfnsec.com



CONTENTS

[산업분석]

I. Summary(EAR US: 에너지, AI·로봇, 우주, 안보)	4
II. 트럼프 2.0 시대 에너지 정책이 LNG 및 원자력 르네상스를 이끈다	7
III. 트럼프 2.0 시대 규제완화 및 패권전쟁으로 AI, 로봇 산업이 뜬다	18
IV. 트럼프 2.0 시대 우주패권 전쟁 승리하기 위하여 아르테미스 프로젝트, 우주군, 민간 우주경제 성장 본격화	23
V. 트럼프 2.0 시대 각자도생 정책이 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어지면서 방산 부흥을 이끈다	36

[기업분석21]

1. 에너지	
한국가스공사(036460), 포스코인터내셔널(047050), SNT에너지(100840),	41
비에이치아이(083650), 성광벤드(014620), 동성화인텍(033500)	70
오리엔탈정공(014940), 두산에너지빌리티(034020), LS에코에너지(229640)	93
2. AI·로봇	
고영(098460), 루닛(328130), 더존비즈온(012510)	113
3. 우주	
AP위성(211270), 인텔리안테크(189300), 에이치브이엠(295310)	134
4. 안보	
현대로템(064350), SNT다이내믹스(003570), STX엔진(077970)	164
아이쓰리시스템(214430), 비츠로셀(082920), 엠앤씨솔루션(484870))	189



산업분석

I. Summary(EAR US: 에너지, AI·로봇, 우주, 안보)

II. 트럼프 2.0 시대 에너지 정책이 LNG 및 원자력 르네상스를 이끈다

III. 트럼프 2.0 시대 규제완화 및 패권전쟁으로 AI, 로봇 산업이 뜬다

IV. 트럼프 2.0 시대 우주패권 전쟁 승리하기 위하여 아르테미스 프로젝트, 우주군, 민간 우주경제 성장 본격화

V. 트럼프 2.0 시대 각자도생 정책이 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어지면서 방산 부흥을 이끈다

트럼프 2.0 시대 개막 21⇒ 트럼프 2.0 시대 4대 테마(EAR US: 에너지, AI·로봇, 우주, 안보)

미국 제47대 대통령 선거에서 고른 대중적 지지를 획득하였을 뿐만 아니라 상·하원 모두 공화당이 승리함에 따라 의회 권력의 지원이 가능하며, 충성심 강한 내각 구성 등 3박자를 갖춘 트럼프 2.0 시대가 개막 되었다.

이에 따라 트럼프 2.0 시대 정부정책 추진이 트럼프 1.0 시대 보다 빠르고 강하게 진행될 것으로 예상된다.

트럼프 2.0 시대 정부정책의 경우 미국을 다시 위대하게(Make America Great Again; MAGA)라는 슬로건처럼 미국 우선주의에 기반하여 수립되고 추진될 것이다. 다른 한편으로는 트럼프 2.0 시대 중국을 가장 큰 전략적 위협으로 보고 미중 패권전쟁을 기반하여 정책이 수립되고 추진될 것이다.

이에 따라 미국 경제 회복을 위한 물가 안정, 규제 완화, 에너지 독립 등의 정책을 유지하고 강화하는 가운데 미국 우선주의 및 미중 패권전쟁에 기반한 통상 및 산업 정책 확대가 전망된다.

이러한 환경하에서 트럼프 2.0 시대 주목해야 할 4가지 테마는 에너지, AI·로봇, 우주, 방산 등이다.

먼저 트럼프 2.0 시대 에너지 정책이 LNG 및 원자력 르네상스를 이끌 것이다. 트럼프 2.0시대 에너지정책은 환경규제 완화 등을 통하여 에너지 산업의 경쟁력을 강화함으로써 자국 내 에너지 비용을 줄이려는 의도다. 이와 같은 화석연료 활성화 계획에 따라 대대적인 석유·천연가스 개발과 생산에 나서면서 LNG 수출이 확대될 것이다.

이에 따라 미국산 LNG 수입 증가로 트레이딩 등으로 비즈니스를 확대할 수 있는 기업이나 LNG 관련 프로젝트 증가로 신규수주가 확대될 수 있는 기업에 주목해야 한다.

또한 트럼프 2.0 시대에서는 미국우선 에너지 정책에 따라 원전에 대한 정부 지원 증가가 예상될 뿐만 아니라 재생에너지 관련 예산 조정 과정에서 원전의 수혜 가능성도 존재한다. 무엇보다 빅테크들이 데이터 센터 가동을 위해 원전을 선택하고 있다는 점 등을 고려할 때 원전의 지속적인 호황이 예상된다.

이러한 글로벌 원전 수요 증가로 신규수주 등이 확대될 수 있는 기업에 주목해야 할 것이다.

두번째 테마는 트럼프 2.0 시대 규제완화 및 패권전쟁으로 AI, 로봇 산업이 뜰 것이다.

트럼프 2.0 시대에는 AI 맨해튼 프로젝트를 추진할 것이다. 이는 2차 세계대전 당시 핵무기를 개발해 국제 안보 지형을 바꿨가면서 패권을 장악했듯이 이번 경우에는 AI 등으로 기술 헤게모니를 확고히 하겠다는 선언이다. 즉, AI를 통한 국가 안보 강화 뿐만 아니라 중국 등 경쟁국을 압도할 수 있는 기술적 우위를 확보하려는 의지가 담겨져 있다.

특히 AI 투자가 인프라 단계에서 플랫폼과 애플리케이션 단계로 전환되면서 시장규모를 더욱 더 키울 수 있을 것이다.

무엇보다 AI가 국방 및 방산 분야에 활용될 경우 군사적 우위를 놓고 경쟁하는 중국 등 여타 국가들에 비해 확실한 기술적 우위를 차지할 수 있을 것이다.

다른 한편으로는 트럼프 2.0 시대에는 전 세계적인 노동력 부족, 인건비 상승 및 고령화 등 사회구조적 변화, 리쇼어링 등 글로벌 공급망 재편으로 인하여 로봇 도입이 점차 가속화되는 추세가 될 것이다.

특히 사람 형태를 모방한 휴머노이드 로봇은 물건 운반과 정리·위험물 처리·구조 활동 등 일반 로봇에 비해 쓰임새와 잠재력이 훨씬 클 것으로 기대되고 있다.

이렇듯 트럼프 2.0 시대에는 금융, 제조, 소매, 자율주행, 헬스케어, 로봇, 온디바이스 AI, 보안 등 글로벌 산업 전반에 걸쳐 AI 등의 도입이 본격화 되면서 산업구조의 혁신적인 변화 뿐만 아니라 AI 및 로봇 성장세에 불을 당길 것이다.

AI 및 로봇 대중화로 시장규모가 본격적으로 커질 것으로 예상됨에 따라 이러한 성장세에 수혜 받을 수 있는 기업에 주목해야 할 것이다.

세번째 테마는 트럼프 2.0 시대 우주패권 전쟁을 승리하기 위하여 아르테미스 프로젝트, 우주군, 민간 우주경제 성장이 본격화 될 것이다.

트럼프 2.0 시대 우주정책의 기본 방향은 지구 근궤도에서 강력한 제조 산업을 건설하고, 우주비행사를 달과 화성으로 보내며, 빠르게 확장하는 민간 우주 부문과의 협력을 강화해 우주에 접근하고, 거주하고, 우주 자산을 개발하는 능력을 혁신적으로 발전시키는 것이다.

이에 따라 민간 주도의 우주사업 방식인 뉴스페이스(New Space)가 더 활성화 될 수 있다는 점과 더불어 저궤도 위성통신 등을 활용하여 차세대 이동통신, 자율주행, 군용 통신, 위성모바일 통신, 위성 탐사 및 관측, 재난 예측 등 산업

생태계를 기반으로 하는 비즈니스 영역으로 진입하면서 민간 우주경제 급성장을 이끌 것이다.

다른 한편으로는 주한 미우주군 확대되는 환경하에서 425사업 등 독자 정찰위성 발사를 시작으로 초소형위성체계 사업 등 정찰위성체계 본격화 되면서 우주개발 성장을 견인할 것이다.

이에 따라 발사체, 관측 위성, 달 착륙 등 우주탐사 및 정찰위성체계와 관련된 기업들과 더불어 저궤도 위성통신 성장세에 수혜 받을 수 기업에 주목해야 할 것이다.

네번째 테마는 트럼프 2.0 시대 각자도생 정책이 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어지면서 방산 부흥을 이끌 것이다.

트럼프 2.0 시대에는 미국 우선주의에 입각한 안보 무임승차 불가론을 내세워 NATO 회원국들을 향해 대대적인 방위비 증액 압박에 돌입할 것이다. 이와 더불어 미국이 중국 견제에 집중하기 위해 유럽의 방위는 NATO 동맹국들이 보다 적극적으로 책임지라고 압박할 가능성이 크다.

이와 같이 트럼프 2.0 시대에는 동맹국과의 안보 협력보다는 자국 우선주의에 기반한 각자도생 정책 등이 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어질 가능성이 높아질 수 있을 것이다.

이렇듯 국방비 지출 확대가 예상되는 지역인 유럽, 중동, 동남아, 미국 등으로 방산수출이 가능한 기업들을 주목해야 할 것이다.

이와 같이 에너지, AI·로봇, 우주, 방산 등 4가지 테마의 경우 트럼프 2.0 시대 미국 정부정책 등으로 인하여 글로벌 시장규모가 커지면서 관련 기업들의 경우 밸류에이션 배수가 보다 더 높아질 수 있을 것이다.

II. 트럼프 2.0 시대 에너지 정책이 LNG 및 원자력 르네상스를 이끈다

트럼프 2.0시대 에너지정책은 환경규제 완화 등을 통하여 에너지 산업의 경쟁력을 강화함으로써 자국 내 에너지 비용을 줄이려는 의도다. 이와 같은 화석연료 활성화 계획에 따라 대대적인 석유·천연가스 개발과 생산에 나서면서 LNG 수출이 확대될 것이다.

먼저 LNG 프로젝트 및 수출 관련 규제를 완화시켜 LNG 프로젝트 및 수출 승인 등을 통하여 생산을 증가시킬 것이다. 이에 따라 신규 LNG 수출허가 중단 조치를 철회하고, 현재 허가를 기다리고 있는 프로젝트를 신속히 처리하는 것도 우선적으로 추진될 것이다. 또한 LNG 터미널 허가 절차를 간소화할 뿐만 아니라 LNG 장기수출허가를 2050년까지 연장하는 것을 허용할 것이다.

무엇보다 현재 미국 내 운영 중인 LNG 수출터미널은 총 7개이다. 신규 건설 중인 터미널은 5개로 완공될 경우 미국 LNG 수출량은 2029년까지 2배 가까이 증가할 것으로 전망된다. 향후 LNG 수출터미널 허가 승인이 확대될 것으로 예상됨에 따라 LNG 수출량의 추가 증가가 전망된다.

이러한 환경하에서 우리나라는 글로벌 3대 LNG 수입국으로서 아시아 LNG 수출전략에서 중요한 교두보가 될 전망이다.

이에 따라 미국산 LNG 수입 증가로 트레이딩 등으로 비즈니스를 확대할 수 있는 기업이나 LNG 관련 프로젝트 증가로 신규수주가 확대될 수 있는 기업에 주목해야 한다.

다른 한편으로는 2020년대 접어들면서 AI, 반도체, 전기차 등이 본격적으로 성장하면서 에너지 수요도 증가하고 있는데, 특히 AI 등으로 인한 데이터센터 건설 등으로 인하여 전력 사용량 증대가 예상된다.

그런데 석탄 등 화석연료의 경우 탄소를 배출해 기후 위기를 심화시킬 수 있으며, 태양광, 풍력 등 신재생에너지는 자연환경 변화에 영향을 많이 받아 안정적인 전력 공급이 어렵다. 이에 따라 탄소배출이 없는 무탄소에너지(CFE)인 원전이 각광받고 있다.

이러한 탄소배출 감축 등 기후변화 대응을 넘어서 국가 안보측면에서도 안정적 전력공급원을 통한 에너지 자립도를 높이기 위하여 원전이 확대될 것으로 예상된다. 특히 유럽에서는 탄소 중립과 더불어 2022년 러시아의 우크라이나 침공 이후 에너지 안보 측면에서도 원전수요가 증가하는 추세에 있다.

트럼프 2.0 시대에서도 원자력 규제 위원회(NRC) 인허가 과정의 현대화(Modernization), 기존 원자력 발전소 재가동으로 안정적 전력 공급, 혁신적인 SMR 개발 투자로 전력 수급 확대 등 원전 이용을 확대할 예정이다.

이와 같이 미국우선(America First) 에너지 정책에 따라 원전에 대한 정부 지원 증가가 예상될 뿐만 아니라 재생에너지 관련 예산 조정 과정 속에서 원전의 수혜 가능성도 존재한다.

무엇보다 빅테크들이 데이터 센터 가동을 위해 원전을 선택하고 있다는 점 등을 고려할 때 원전의 지속적인 호황이 예상된다.

궁극적으로 원전이 미국의 에너지 안보와 청정에너지 목표 달성을 동시에 이루는데 기여할 수 있을 것이다.

이러한 글로벌 원전 수요 증가로 신규수주 등이 확대될 수 있는 기업에 주목해야 할 것이다.

그림1. 콘스텔레이션 에너지 주가 추이



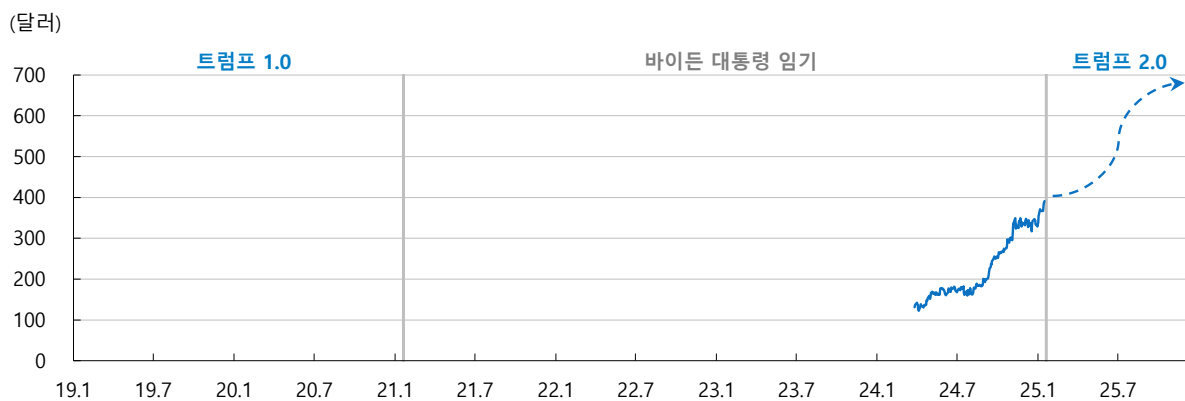
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 비스트라 에너지 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. GE 버노바 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 뉴스케일파워 주가 추이



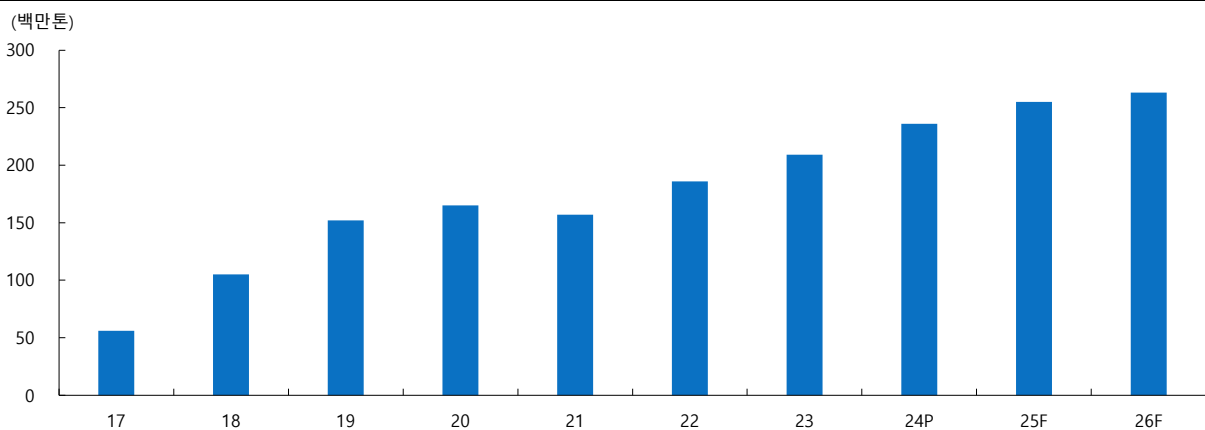
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5. 플로우서브 주가 추이



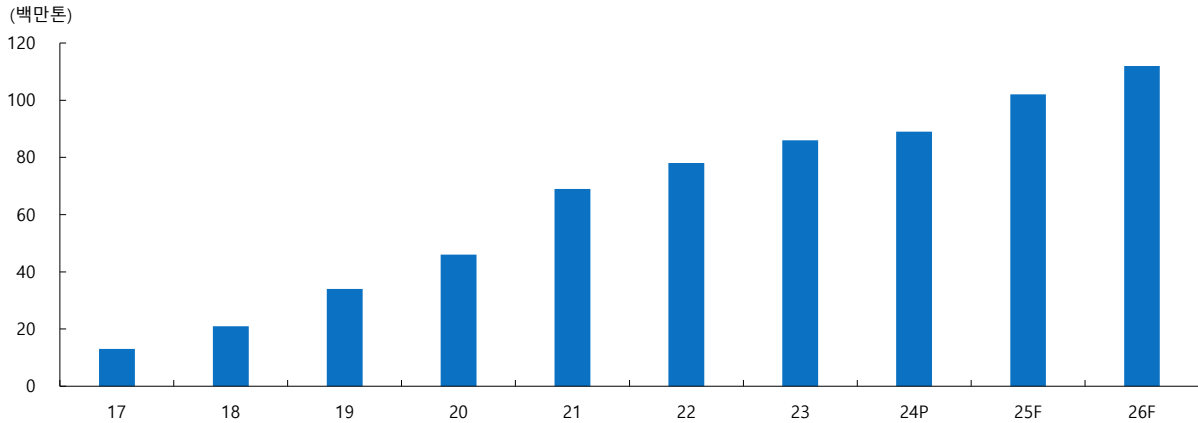
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 북미 지역의 원유 해상 수출 물동량 추이



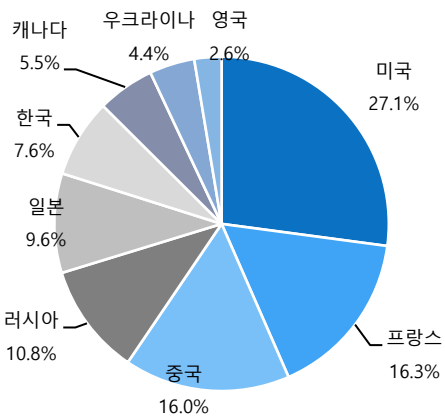
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림7. 북미 지역의 LNG 해상 수출 물동량 추이북미 지역의 원유 해상 수출 물동량 추이



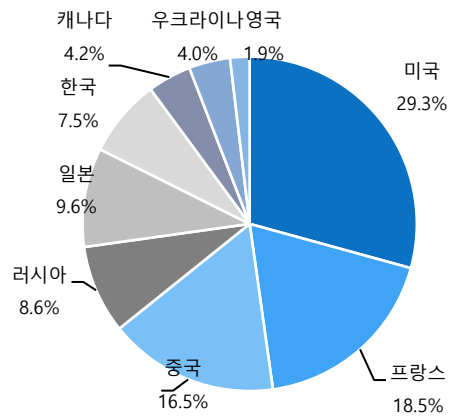
자료: Clarksons, iM증권 리서치본부

그림8. 글로벌 주요 국가별 원자로 수 점유율(2024.04)



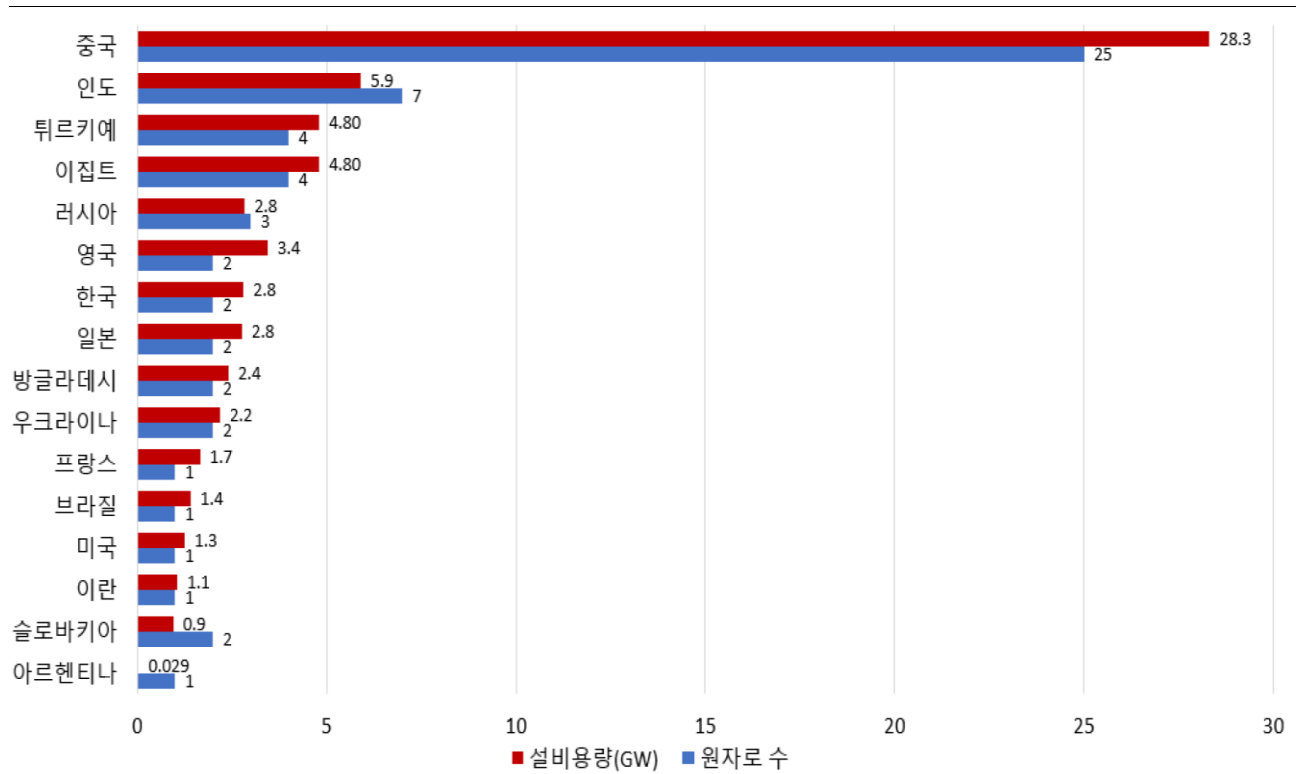
자료: IAEA, iM증권 리서치본부

그림9. 글로벌 주요 국가별 원전 설비용량 점유율(2024.04)



자료: IAEA, iM증권 리서치본부

그림10. 국가별 원전 건설 현황



자료: IAEA, 에너지경제연구원, iM증권 리서치본부

표1. 기준 국가별 원전 운영·건설·폐쇄 현황(2024.04)

(개수, GW)		운영 중		건설 중		폐쇄	
구분	국가	원자로	설비용량	원자로	설비용량	원자로	설비용량
원전 운영국가	미국	93	101.2	1	1.3	41	21.1
	프랑스	56	64.0	1	1.7	14	6.1
	중국	55	56.9	25	28.3		
	러시아	37	29.6	3	2.8	10	4.3
	일본	33	31.1	2	2.8	27	17.9
	한국	26	26.1	2	2.8	2	1.3
	인도	20	7.5	7	5.9		
	캐나다	19	14.6			6	2.3
	우크라이나	15	13.8	2	2.2	4	3.8
	영국	9	6.5	2	3.4	36	9.2
	스페인	7	7.4			3	1.1
	벨기에	5	4.1			3	2.1
	스웨덴	6	7.2			7	4.3
	체코	6	4.2				
	파키스탄	6	3.5			1	0.1
	핀란드	5	4.6				
	스위스	4	3.1			2	0.4
	헝가리	4	2.0				
	슬로바키아	4	2.0	2	0.9	3	1.0
	대만	2	1.9			4	3.2
	아르헨티나	3	1.8	1	0.0		
	UAE	3	4.3	1	1.4		
	불가리아	2	2.1			4	1.8
	브라질	2	2.0	1	1.4		
	남아프리카공화국	2	1.9				
	멕시코	2	1.6				
	루마니아	2	1.4				
	벨라루스	2	2.4				
	이란	1	1.0	1	1.1		
	슬로베니아	1	0.7				
	네덜란드	1	0.5			1	0.1
	아르메니아	1	0.4			1	0.4
신규원전 건설국가	튀르키예			4	4.8		
	방글라데시			2	2.4		
	이집트			4	4.8		
원전 폐쇄국가	독일					33	27.7
	이탈리아					4	1.5
	리투아니아					2	2.6
	카자흐스탄					1	0.1
합계		434	413.5	61	68.0	209	112.2

자료: IAEA, 에너지경제연구원, iM증권 리서치본부

표2. 주요 해외 원전 프로젝트 현황

전담 기관	국가	사업 규모	주요 내용
한수원	체코	APR1000 2~4기 (2,400~4,800MW)	체코 정부로부터 우선협상대상자 선정 (2024년 7월) 본계약 체결 및 서명 예정 (2025년 3월)
	폴란드	APR1400 2기 (2,800MW)	타당성 조사 착수 예정 (2024년 하반기) 설계·조달·시공(EPC) 계약 예정 (2025~2026년)
	루마니아	675MW급 2기 (1,400MW)	삼중수소제거설비(TRF) 수주 성공 (2023년 6월) 체르노빌 3~4호기 건설재개 사업 참여 추진 (2022년~)
	네덜란드	APR1400 2기 (2,800MW)	보르셀레 신규 원전 타당성 조사 시행 (~2024년 10월) 설계·조달·시공(EPC) 계약 예정 (2026년 이후)
	이집트	1200MW급 4기 (4,800MW)	엘다바 원전 1호기 터빈 착공 (2023년 8월), 4호기 터빈 착공 (2024년 4월) 1호기 터빈 준공 예정 (2027년 11월), 4호기 터빈 준공 예정 (2029년 4월)
한전	UAE	APR1400 4기 (5,600MW)	UAE 원전건설사업 계약 체결 (2009년 12월) 바라카 4호기 상업운전 및 1~4호기 종합 준공 추진 (2024년 하반기)
		APR1400 2~4기 (2,400~4,800MW)	바라카 1~4호기 추가 사업 추진 예정 (2024년 하반기~)
	영국	APR1400 2기 (2,800MW)	방한한 영국 원전산업 대표단과 협력방안 논의 (2024년 6월)
	튀르키예	APR1400 4기 (5,600MW)	튀르키예 원전사업 예비제안서 제출 (2023년 1월)
	남아공	1250MW급 2기 (2,500MW)	남아공 정부 신규 원전 도입 공약화 (2024년 1월) 남아공 정부 신규 원전 입찰 안내서 발급 예상 (2024년 하반기)

자료: 한국수력원자력, 한국전력공사, iM증권 리서치본부

표3. 스웨덴 원자력발전소 운영 현황

구분	원자력발전소 원자로	원자로 타입	원자로 모델	발전량 (단위: MW)	가동 시작연도	운영여부(폐쇄연도)
1	Oskarshamn 1	BWR	ASEA-I	467	1972	X (2017)
2	Oskarshamn 2	BWR	ASEA-II	605	1975	X (2016)
3	Oskarshamn 3	BWR	ASEA-III	1,450	1985	O
4	Ringhals 1	BWR	ASEA-I	859	1976	X (2020)
5	Ringhals 2	PWR	WH 3-loops	866	1975	X (2019)
6	Ringhals 3	PWR	WH 3-loops	1,045	1981	O
7	Ringhals 4	PWR	WH 3-loops	950	1983	O
8	Forsmark 1	BWR	ASEA-III	987	1980	O
9	Forsmark 2	BWR	ASEA-III	1,000	1981	O
10	Forsmark 3	BWR	ASEA-IV	1,170	1985	O
11	Barsebäck 1	BWR	ASEA II	630	1975	X (1999)
12	Barsebäck 2	BWR	ASEA II	630	1977	X (2005)

자료: 스웨덴 에너지청, 코트라, iM증권 리서치본부

표4. 핀란드 원자력발전소 운영 현황

원자력 발전소	원자로형	설비용량 (단위: MW)	시공 착수일	전력망 연결일
Loviisa 1	VVERV-213	507	1971.05	1977.02
Olkiluoto 1	ABB-III, BWR-2500	890	1974.02	1978.09
Olkiluoto 2	ABB-III, BWR-2500	890	1975.11	1980.02
Loviisa 2	VVERV-213	507	1972.08	1980.11
Olkiluoto 3	EPR	1,600	2005.08	2022.03

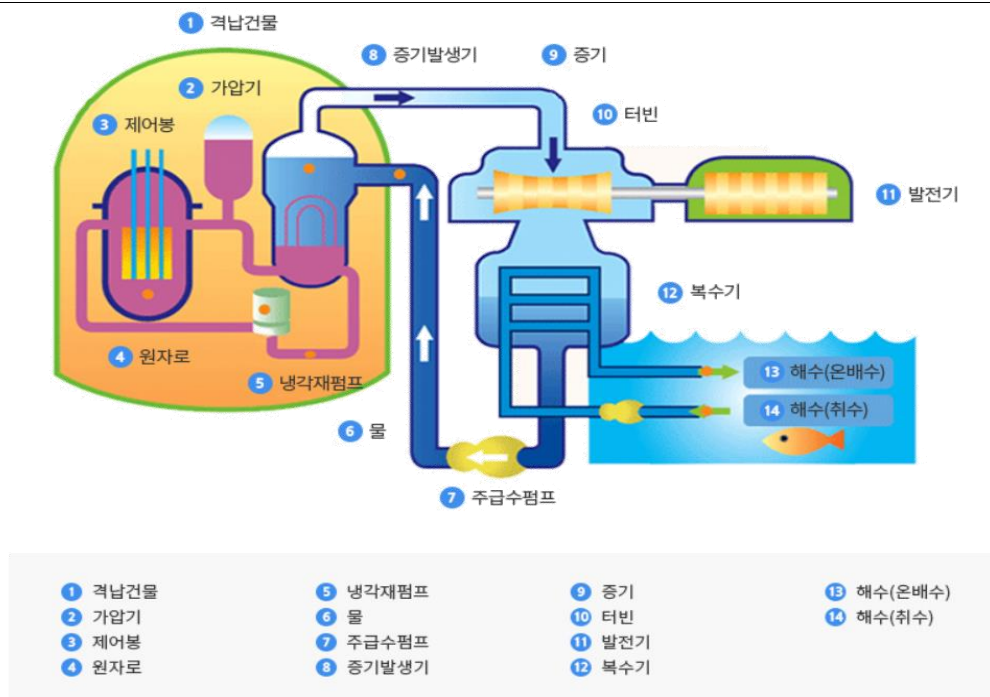
자료: World Nuclear Association, 세계 원자력협회, 코트라, iM증권 리서치본부

그림11. UAE 바라카 원전 1~4 호기 전경



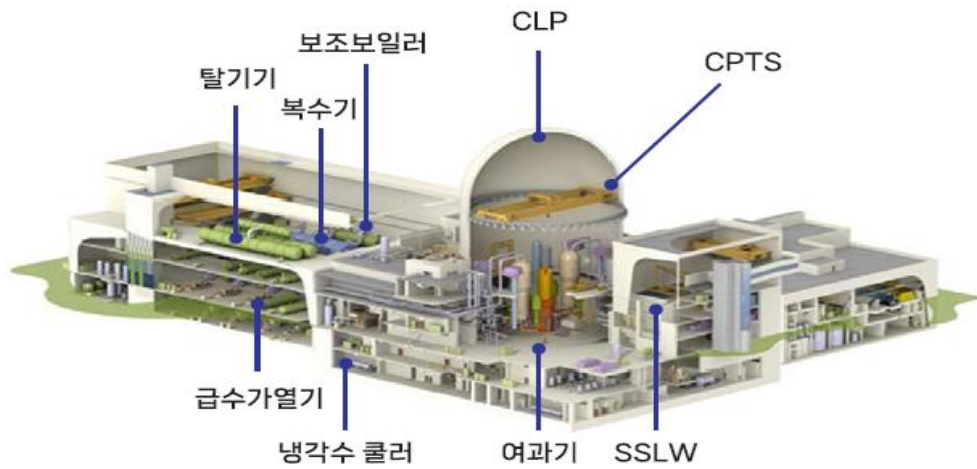
자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림12. 원자력발전 개념도



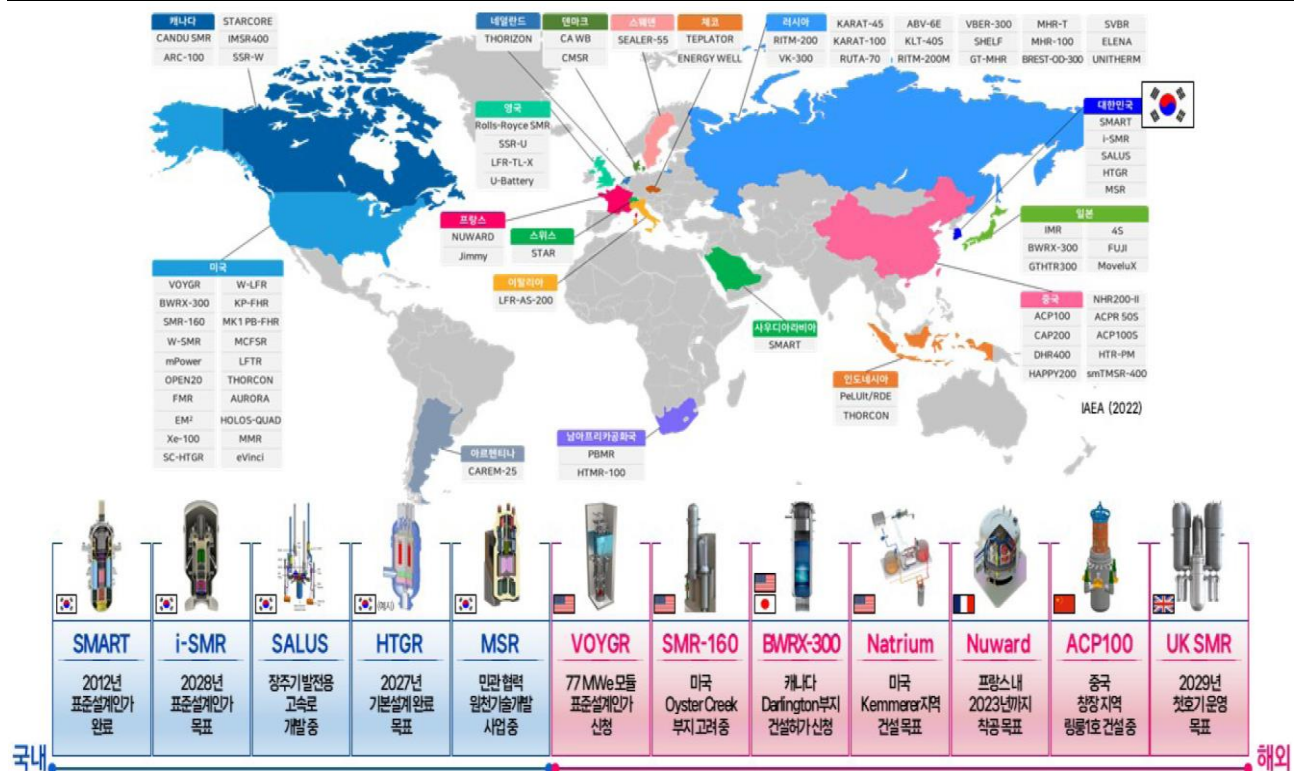
자료: 한전원자력연료, iM증권 리서치본부

그림13. APR1400 원자력발전소 단면도



자료: 한국수력원자력, IM증권 리서치본부

그림14. 글로벌 SMR 개발 현황



자료: IAEA, IM증권 리서치본부

표5.SMR 별 기술적 특징

내용		냉각재	핵연료	특징
경수로 (3세대)	가압경수로(PWR)	경수	세라믹 UO ₂ 소결체 (고체)	- 오랜 운전 경험 축적: 대부분의 상용로 - 안정적이고 상용화된 핵연료 및 기기 공급망 형성 - 냉각재의 비등 방지를 위해 가압 필요(약 150기압)
	소듐냉각고속로(SFR)	액체소듐	금속 또는 산화물 (고체)	- 비경수형 원자로 중 운전경험이 가장 많음 - 대기압 운전 압력 및 냉각재의 열전달 특성 우수함 - 소듐-물 반응이 일반적으로 알려진 우려사항
	(초) 고온가스로(HTGR)	헬륨기체	삼중피복입자핵연료 (고체)	- 방사성물질 누출에 대해 안정성이 높음 - 약 700°C 이상의 고온 열 이용 산업에 유리 - 방사화된 핵연이 폐기물로 발생
비경수로 (4세대)	용융염원자로(MSR)	용융염	(불화 또는 염화)용융염 (액체)	- 핵연료가 냉각재에 녹아있어 중대사고 무발생 - 소형화가 용이하고 운영중 실시간 핵연료 교체 가능 - 비경수로 중 기술 성숙도가 가장 낮음

자료: 한국원자력연구원, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 트럼프 2.0 시대 규제완화 및 패권전쟁으로 AI, 로봇 산업이 뜬다

트럼프 2.0 시대에는 AI 맨해튼 프로젝트를 추진할 것이다. 이는 2차 세계대전 당시 핵무기를 개발해 국제 안보 지형을 바꿨가면서 패권을 장악했듯이 이번 경우에는 AI 등으로 기술 헤게모니를 확고히 하겠다는 선언이다. 즉, AI를 통한 국가 안보 강화 뿐만 아니라 중국 등 경쟁국을 압도할 수 있는 기술적 우위를 확보하려는 의지가 담겨져 있다.

이러한 환경하에서 테슬라 최고경영자(CEO)인 일론 머스크(Elon Musk)가 트럼프 2.0 시대에 신설된 정부효율부(DOGE: Department of Government Efficiency) 수장으로 임명되었다. 이러한 정부효율부(DOGE)는 연방정부의 재정 및 성과에 대한 감사를 수행함으로써 규제 완화, 행정 감축, 비용 절감의 세 가지 주요 개혁에 초점을 맞출 것으로 예상된다.

결국에는 정부 관료제의 비효율성을 제거하는 동시에 기업가적인 혁신정신을 정부 운영에 도입함으로써 정부의 AI 등 다양한 기술에 대한 규제완화가 가속화 되면서 관련 산업 성장에 기여를 할 것이다.

무엇보다 트럼프 2.0 시대에서는 규제 환경을 완화시켜 AI 기업들의 규정 준수 부담을 줄일 뿐만 아니라 혁신적이고 친화적인 분위기를 조성할 가능성이 높다.

먼저 AI 기반 자율주행 알고리즘을 기반으로 교통부문 혁신을 촉진시키기 위하여 자율주행차에 대한 규제완화 및 지원을 강화할 것이다.

또한 AI가 국방 및 방산 분야에 활용될 경우 군사적 우위를 놓고 경쟁하는 여타 국가들에 비해 확실한 기술적 우위를 차지할 수 있을 것이다. 특히 미국의 경우 현재 글로벌 군사적 패권을 놓고 중국과 국방 및 방위산업 분야에서 치열한 경쟁과 대립구도를 형성하고 있어서 AI 활용을 증가시킬 수 있는 요인이 될 수 있을 것이다

이러한 환경하에서 트럼프 2.0 시대에는 글로벌 산업 전반에 걸쳐 AI 기술이 혁신을 주도하면서 산업 구조의 변화가 가속화될 것이다. 즉, 그동안 AI 학습 및 활용을 위한 데이터 수집, 구매, 구축 컨설팅, 분석 등과 연계된 생태계 등 공급자 시장이었으나 향후에는 AI를 활용하여 제품 및 서비스를 생산하고 제공하는 영역인 수요자 중심의 시장으로 변화 될 것이다.

특히 헬스케어 부문의 경우 AI의 접목이 빠르게 이뤄지고 있다. AI로 인하여 방대한 양의 의료 데이터를 구축하고 이를 분석 및 해석함으로써 각종 질병의 예방, 진단, 치료, 관리 등 의료서비스의 전주기에 걸쳐 혁신적인 변화가 일어나고 있다.

다른 한편으로는 트럼프 2.0 시대에는 전 세계적인 노동력 부족, 인건비 상승 및 고령화 등 사회구조적 변화, 리쇼어링 등 글로벌 공급망 재편으로 인하여 로봇 도입이 점차 가속화되는 추세가 될 것이다.

챗GPT를 비롯한 거대언어모델(LLM) 기반 생성형 AI가 인간의 능력 중 대화하고 추론하는 걸 흉내낸 AI 라면, 휴머노이드는 인간의 감각과 동작, 판단까지 모방하는 물리적 신체를 가진 AI 이다.

이렇듯 사람 형태를 모방한 휴머노이드 로봇은 물건 운반과 정리·위험물 처리·구조 활동 등 일반 로봇에 비해 쓰임새와 잠재력이 훨씬 클 것으로 기대되고 있다. 이에 따라 삼성전자를 비롯하여 빅테크 기업들은 AI 기술을 물리적으로 구현할 플랫폼인 로봇 시장 진출을 가속화 하고 있다.

트럼프 2.0 시대에는 금융, 제조, 소매, 자율주행, 헬스케어, 로봇, 온디바이스 AI, 보안 등 글로벌 산업 전반에 걸쳐 AI 등의 도입이 본격화 되면서 산업구조의 혁신적인 변화 뿐만 아니라 AI 및 로봇 성장세에 불을 당길 것이다.

AI 및 로봇 대중화로 시장규모가 본격적으로 커질 것으로 예상됨에 따라 이러한 성장세에 수혜 받을 수 있는 기업에 주목해야 할 것이다.

그림15. 팔란티어 테크놀로지 주가 추이



그림16. 로블록스 주가 추이



그림17. 메타 플랫폼스 주가 추이



그림18. 오라클 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림19. 세일즈포스 주가 추이



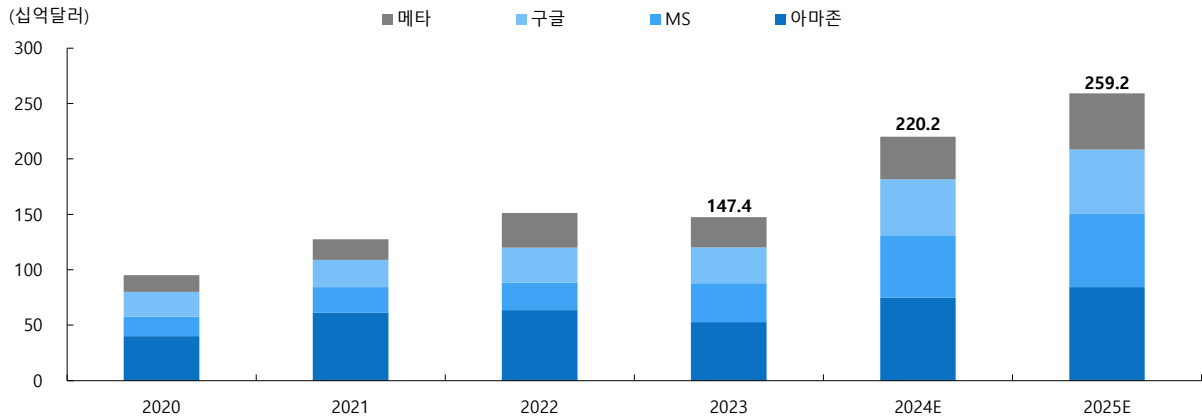
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림20. 서비스나우 주가 추이



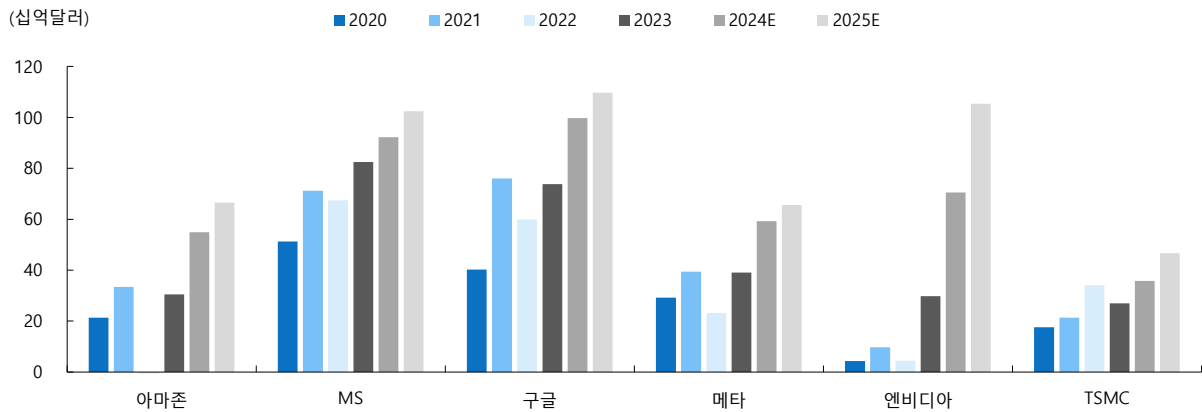
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림21. AI 클라우드 서비스 회사의 CAPEX 전망치



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림22. 주요 AI 플레이어 순이익 전망치



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표6. 치료영역별 AI 신약 발굴 시장 규모

치료 영역	2023년(백만달러)	2028년(백만달러)	연평균 성장률 (%)
종양학(Oncology)	340.6	1,947.7	41.7
감염병(infectious Disease)	222.4	1,094.8	37.5
신경학(Neurology)	131.9	794.1	43.2
심혈관계 질환(Cardiovascular Disease)	70.0	367.1	39.3
면역학(Immunology)	37.9	202.5	39.8
대사성 질환(Metabolic Disease)	33.3	156.1	36.2
기타 치료 영역(Other Therapeutic Areas)	66.6	331.3	37.8
합계	902.7	4,893.6	40.2

자료: Markets and Markets (2023), iM증권 리서치본부

IV. 트럼프 2.0 시대 우주패권 전쟁 승리하기 위하여 아르테미스 프로젝트, 우주군, 민간 우주경제 성장 본격화

중국의 창어 4호가 달 뒷면에 착륙한 지 1년 뒤인 2019년 5월 NASA는 그리스 신화에 등장하는 달 여신의 이름을 본따서 아르테미스(Artemis) 프로젝트를 마련하였다. 달의 남극 지역에서의 유인 달 탐사 활동을 중심으로 하는 아르테미스 프로젝트는 1972년 아폴로 17호 이후 명맥이 끊긴 미국의 유인 달 탐사를 약 50년 만에 다시 시작하는 것이다.

아르테미스 프로젝트는 달의 장기적 탐사 및 활용, 이를 통한 유인 화성 탐사 준비를 주요 목적으로 하고 있다. 단기 목표는 2027년까지 달의 남극 지역에 미국인 우주비행사 착륙에 성공시키는 것이고 장기 목표로는 달의 남극 지역에 아르테미스 베이스 캠프 구축 및 2030년대 화성 유인 탐사를 위한 활동 준비계획을 마련하는 것이다.

이와같이 NASA는 아르테미스 프로젝트를 통해 우주 개발과 우주 활용을 위한 혁신적인 신기술과 시스템을 개발하고, 달 탐사를 발판 삼아 화성을 포함한 심우주 탐사로 도약하겠다는 목표를 내세우고 있다.

무엇보다 미국과 중국의 패권 다툼 등으로 달 탐사를 둘러싸고 경쟁이 격화하고 있어서 트럼프 2.0 시대 미국의 아르테미스 프로젝트 등이 본격화 될 수 있을 것이다.

트럼프 2.0 시대 우주정책의 기본 방향은 지구 근궤도에서 강력한 제조 산업을 건설하고, 우주비행사를 달과 화성으로 보내며, 빠르게 확장하는 민간 우주 부문과의 협력을 강화해 우주에 접근하고, 거주하고, 우주 자산을 개발하는 능력을 혁신적으로 발전시키는 것이다.

이에 따라 트럼프 2.0 시대에는 더 강력한 미 우주군, 미국의 가치에 유리한 국제 환경을 형성할 달과 화성 탐사, 민간 우주 경제의 급성장 등이 본격화 될 것이다. 미국 정부 예산의 효율을 높이기 위해 추진한 민간 주도의 우주사업 방식인 뉴스페이스(New Space)가 더 활성화 되면서 민간 우주 경제의 성장속도가 빨라질 수 있을 것이다.

이러한 환경하에서 발사체, 관측 위성, 달 착륙 등 탐사의 영역이었던 우주가 저궤도 위성통신 등 차세대 이동통신, 자율주행, 군용 통신, 지상망 연결, 지상 백업 통신망, 위성모바일 통신, 위성 탐사 및 관측, 농업, 항법, 재난 예측 등 산업 생태계를 기반으로 하는 비즈니스 영역으로 진입하면서 민간 우주경제 급성장을 이끌 것이다.

다른 한편으로는 주한 미우주군 확대되는 환경하에서 425사업 등 독자 정찰위성 발사를 시작으로 초소형위성체계 사업 등 정찰위성체계 본격화 되면서 우주개발 성장을 견인할 것이다.

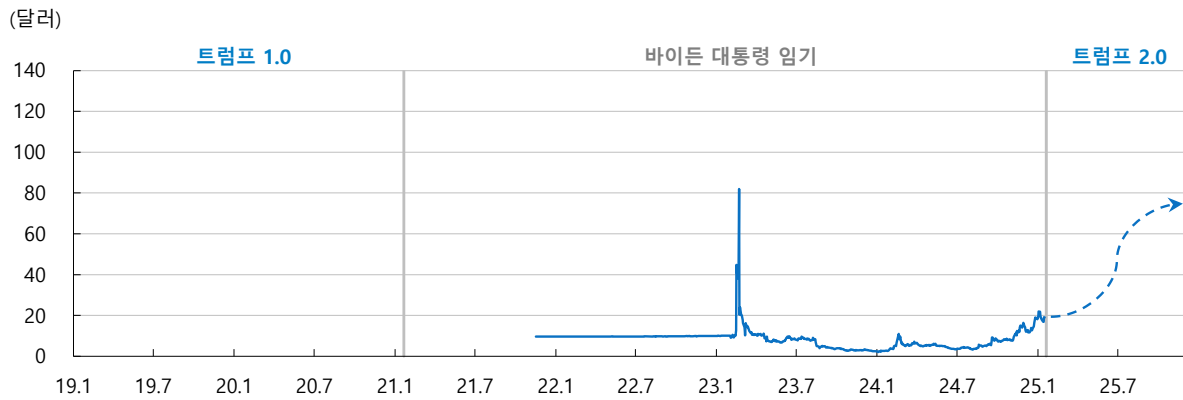
이에 따라 발사체, 관측 위성, 달 착륙 등 우주탐사 및 정찰위성체계와 관련된 기업들과 더불어 저궤도 위성통신 성장세에 수혜 받을 수 기업에 주목해야 할 것이다.

그림23. 로켓랩 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림24. 인튜이티브 머신스 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림25. 세틀로직 주가 추이



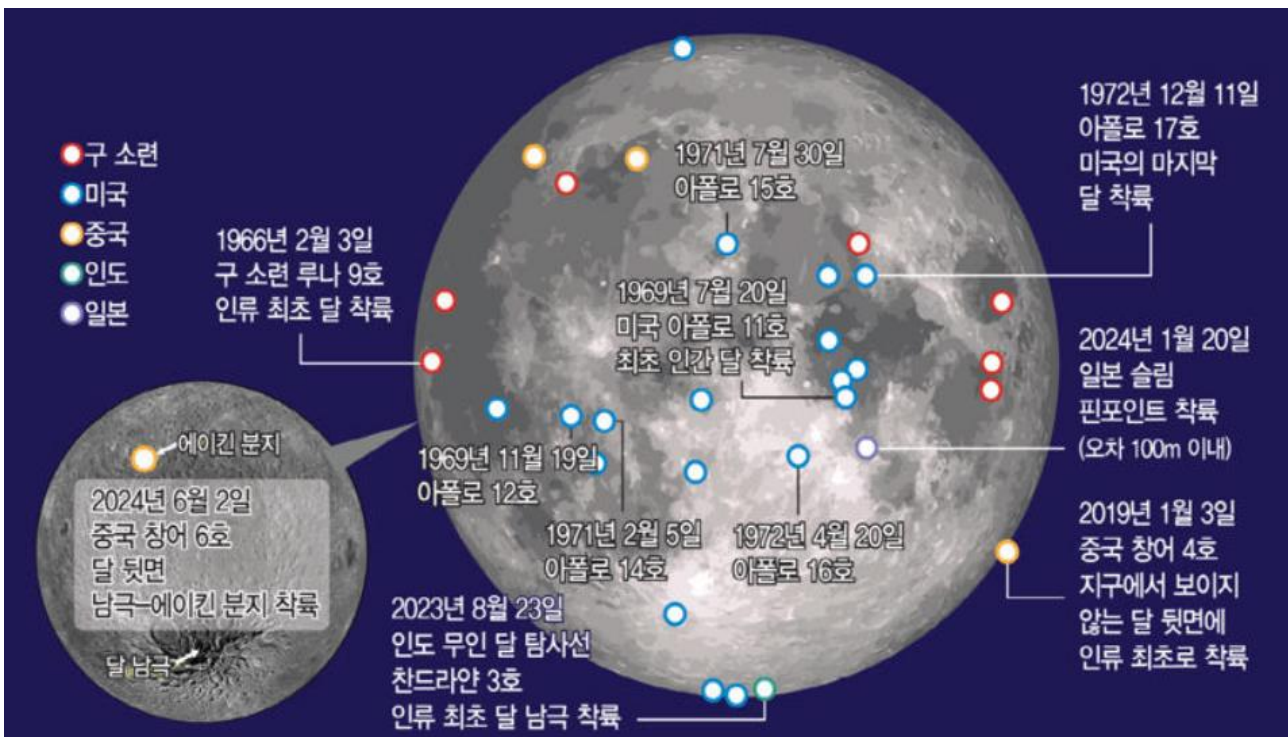
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림26. 플래닛랩 주가 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림27. 인류 달탐사 착륙 지점



자료: NASA, iM증권 리서치본부

그림28. 2022년 11월 16일 미국 플로리다주 케네디우주센터에서 발사된 아르테미스 1호



자료: 뉴시스, iM증권 리서치본부

그림29. 2024년 2월 15일 미국 플로리다주 케네디 우주센터 발사단지에서 민간 우주기업 인튜이티브 머신의 달 착륙선 오디세우스를 실은 스페이스 X의 팰컨 9 로켓이 발사되고 있다.



자료: AP, 연합뉴스, iM증권 리서치본부

그림30. 미국의 유인 달 탐사 프로젝트 아르테미스에 참가하는 우주인 4명



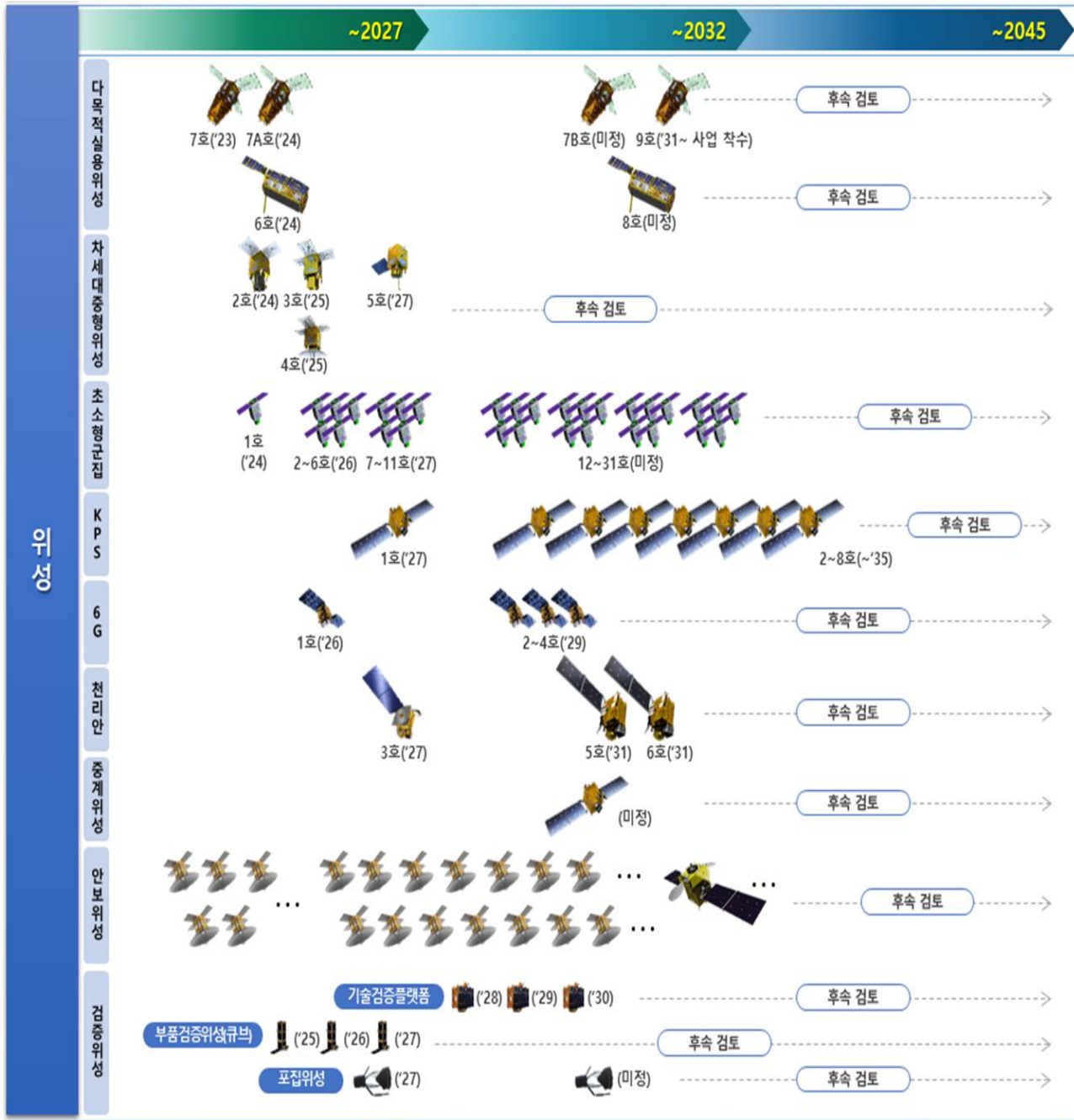
자료: AP, 연합뉴스, iM증권 리서치본부

그림31. 우주탐사 계획 현황



자료: 관계부처 합동, IM증권 리서치본부

그림32. 위성 개발 및 발사 계획 현황



자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

표7.저궤도 지구관측위성 개발 계획(안)

구분		4차 계획 (~'27년)	5차 계획 ('28~)	비고
다목적 실용위성	7호	발사·운용 ('23년~)	-	해외발사체
	7A호	발사·운용 ('24년~)		해외발사체
	7B호	사업착수 ('25년~)	발사·운용 (미정)	
	8~9호	사업착수 (8호 '25년~)	발사·운용 (8호 미정) 사업착수 (9호 '31년~)	9호 시험시설 등 인프라 사전 구축 검토
차세대 중형위성	2호	발사·운용 ('24년~)	-	해외발사체
	3호	발사·운용 ('25년~)	-	누리호(4차발사)
	4호	발사·운용 ('25년~)	-	해외발사체
	5호	발사·운용 ('27년~)	-	해외발사체(예정)
초소형 군집위성	1호	발사·운용 ('24년~)	-	해외발사체
	2~6호	발사·운용 ('23년~)	-	누리호(5차발사)
	7~11호	발사·운용 ('27년~)	-	누리호(6차발사)
	12~31호	-	발사·운용 (미정)	미정

자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

표8.KPS 위성 개발 계획(안)

구분	4차 계획 (~'27년)	5차 계획 ('28~)	비고
한국형 위성항법시스템(KPS)	사업 착수 ('22년) 1호기 발사 ('27년~)	2~8호기 발사 (~'35년)	해외발사체

자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

표9.저궤도 위성통신 개발 계획(안)

구분	4차 계획 (~'27년)	5차 계획 ('28~)
저궤도 통신위성	1차 (1기) 타당성 검토 ('23) 사업착수('24년~) 발사·운용 ('26년~)	-
	2차 (3기)	발사·운용 ('29년~)

자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

표10.정지궤도 위성 개발

구분		4차 계획 (~'27년)	5차 계획 ('28~)	비고
천리안 위성	3호 (재해/구조/통신)	발사·운용 ('27년~)	-	해외발사체
	5호 (기상)			
	6호 (해양/환경)	타당성 검토	발사·운용 (미정)	
중계위성				

자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

그림33. 발사체 개발 및 발사 계획 현황



자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

그림34. 광학(EO/IR) 위성 형상



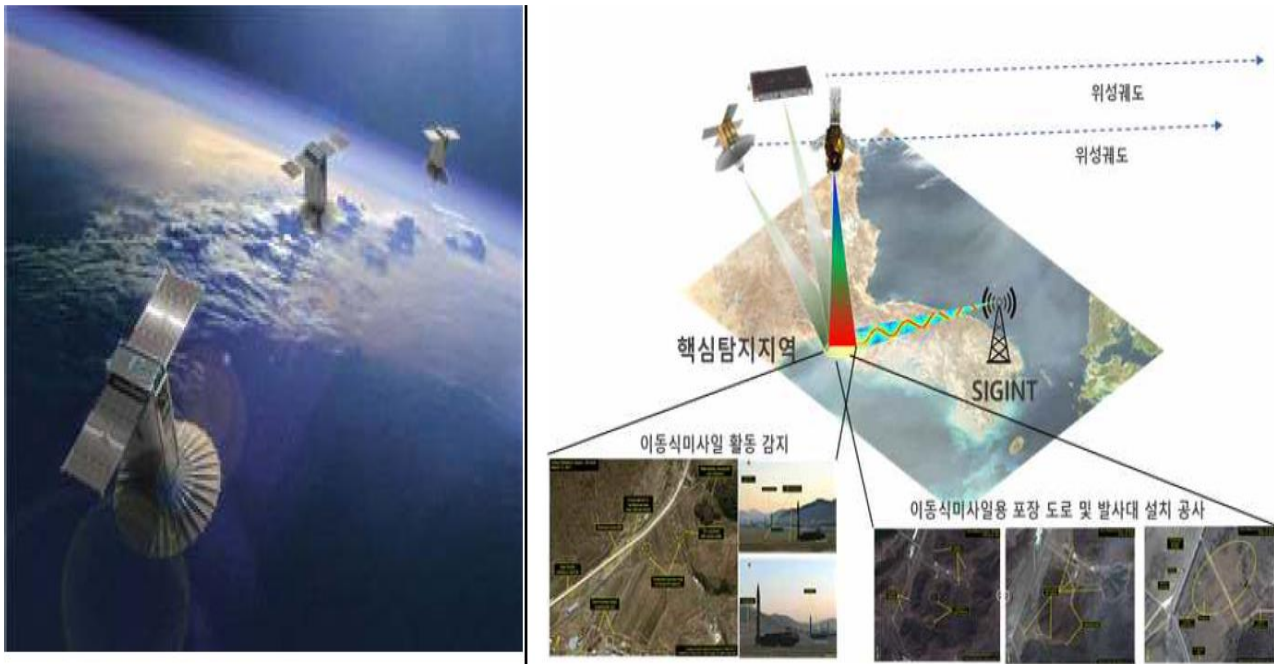
자료: 방위사업청, iM증권 리서치본부

그림35. 군 정찰위성 영상레이더(SAR) 형상



자료: 방위사업청, iM증권 리서치본부

그림36. 초소형위성체계 형상 및 운용도와 이동식 미사일 등 탐지 및 운용 개념도



자료: 방위사업청, iM증권 리서치본부

표11. 초소형위성체계개발사업 업체 공모 대상 품목

순번	품목명	업무 세부 사항	계약 기간	예산	비고
1	SAR 검증위성	- SAR위성체 종합 - 검증위성 EM - 검증위성 QM - 검증위성 FM - 검증위성 STM - 검증위성 ETM - 자상자원장비	'23.4. ~ '27.6.	000억원 (각 1기) (부가세 포함)	복수(2기) 개발
2	군자상체	- 군자상체종합 - 군자상체(주) - 군자상체(예비) - 자원장비 - 전력화자원요소 - 시험자상국	'23.4. ~ '30.11.	0,000억원 (부가세 포함)	단수개발

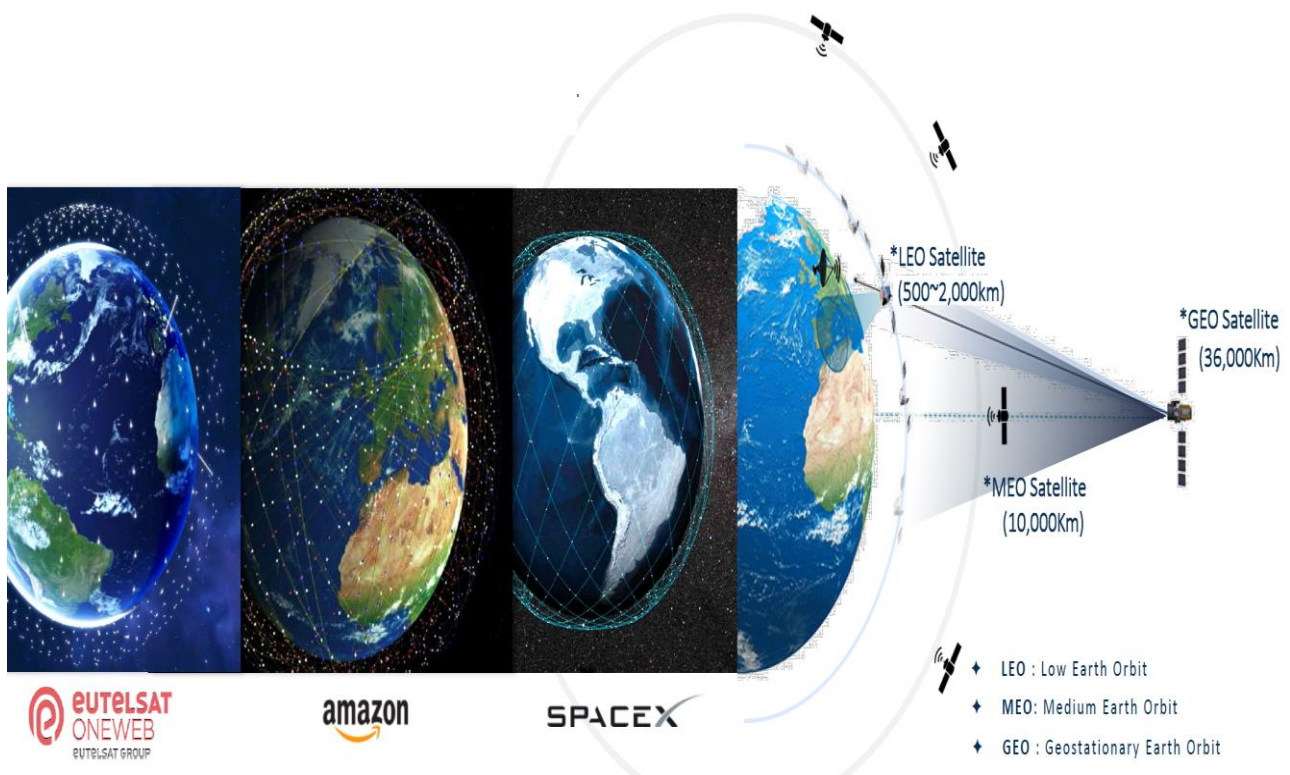
자료: 국방과학연구소, iM증권 리서치본부

표12. 위성 궤도별 주요 특성

종류	LEO	MEO	GEO	HEO
고도(km)	200~2,000	8,000~35,786	35,786	35,786~40,000
자연시간(왕복, ms)	2~27	27~477	~477	200~900
공전 주기	88~127분	127분~24시간	약 24시간	12~24시간
통신 범위	좁음	넓음	광범위	광범위
비용(US\$M)	0.5~45	80~100	100~400	~400
유효 수명(년)	5~10	10~15	15~20	7
위성 무게(kg)	150	700	3,500	약 4,000
게이트웨이	다수 필요	유동적	소수	유동적

자료: ETRI, iM증권 리서치본부

그림37. LEO / MEO / GEO



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

표13.저궤도 위성통신 사업자 동향

OneWeb	- OneWeb은 런던에 본사를 둔 저궤도 위성 통신 서비스 업체임. 회사는지금까지 648대의 위성 중 634대의 저궤도(LEO) 위성을 발사하여 글로벌 네트워크를 제공하고 있음. - 북위 50도 이상에서 자체 네트워크로 서비스를 시작하고 있음. - 원웹은 영국 정부와 인도 다국적 기업 바르티 글로벌 컨소시엄에 피인수 후 현재 Eutelsat의 합병을 통한 GEO와 LEO를 서비스하는 메가위성통신사업자로 변화해 가고 있음. - OneWeb은 2017년 Intellian과 저궤도 위성통신안테나 개발 및 공급 계약을 체결하여 올해 서비스를 기점으로 안정적인 미래형 터미널을 구축할 예정임.
SpaceX	- SpaceX는 미국 우주선 제조업체, 우주 발사 제공업체 및 위성 통신 회사로 캘리포니아에 본사를 두고 있으며, Falcon 9 및 Falcon Heavy 발사체, 여러 로켓 엔진, Cargo Dragon 및 승무원 우주선으로 잘 알려져 있음. - SpaceX는 2020년초 위성 발사를 시작하여 현재 6,000개 이상의 저궤도 위성을 통해 Starlink라는 이름으로 위성통신 서비스를 제공하고 있음
SES	- 룩셈부르크에 본사를 둔 유럽 최초의 민간 위성 운영 업체인 SES는 현재는 정지궤도(GEO) 및 중궤도(MEO)에 70개 이상의 위성을 보유한 글로벌 위성통신 사업자임. - SES는 유람선, 상선 및 레저 요트 부문에 위성통신 서비스를 제공하며, 해양 사업을 주로 제공해 왔으며, O3b MEO(중궤도)망을 이용 한 mPOWER 서비스를 통해 보다 사업을 다각화 하여 Enterprise, Mil/Gov, Mobility에 광대역 서비스를 제공하고 있음.
Iridium	- 이리듐(Iridium)은 2001년에 설립된 미국 위성 통신사업자로 극저궤도를 중심으로 커버리지를 제공하고 있으며, 저궤도(LEO) L-대역 위성통신 서비스를 고객들에게 제공하고 있음. - 이리듐(Iridium)은 위성 정비 및 업그레이드하여 새로운 Iridium NEXT 위성으로 교체하였고, 2019년 초부터 새로운 네트워크로 전환하여 서비스 중에 있으며 현재 총 75개의 새로운 위성이 발사하여 이 중 66개 위성을 통해 서비스를 제공하고 있음.
Telesat	- Telesat은 캐나다 글로벌 위성 사업자로 주로 캐나다와 북미에서 위성 통신 서비스를 제공함. - 회사는 오타와에 본사를 두고 있으며 전 세계에 사무소를 두고 있음. - 고정궤도(GEO) 위성통신망으로 연근해 에너지, 항공, 해양 및 정부 위성 통신 서비스를 제공하고 있으며, Telesat Light Speed라는 300여대의 저궤도(LEO) 위성통신망을 구축하여 보다 빠르고 광 대역폭의 서비스를 제공하는 사업을 준비 중에 있음.

자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

표14. 저궤도 위성통신 주요 사업자 현황

구분	SpaceX	Eutelsat OneWeb	Telesat
프로젝트명	Starlink	OneWeb	Lightspeed
위성 수(발사/목표)	4,909/42,000기	634/2,648기	3/198기
위성 무게	227~260kg(V1.0), 800~1,250kg(V2.0)	150kg(V1.0), 500kg(V2.0 예정)	750kg
전송속도(DL)	up to 220Mbps	200~500Mbps	~370Mbps
Upload	up to 25Mbps	40Mbps~(Demo Test)	~110Mbps
Latency	25~50ms	<50ms	<50ms
주파수 대역	Ku 대역(12~18GHz)	Ku 대역	Ka 대역
사용자 링크	Ka 대역(26.5~40GHz)	Ka 대역	Ka 대역
궤도(km)	Phase 1: 340~1,200 Phase 2: 1,200~1,300	1,200	1,000
총 데이터 처리량	23.7Tbps	1.56Tbps	10Tbps
예상 비용	\$10B	\$2.4B	\$5B
위성 수명	5~7년	~5년	10~12년
서비스 개시 시기	2020년 8월	2023년 8월	2027년 말
현재 서비스 제공 국가	54개국(미국, 캐나다, 영국, 프랑스, 독일, 오스트리아, 네덜란드 등)	37개국(미국, 캐나다, 오스트리아, 이탈리아, 프랑스, 포르투갈 등)	미출시

자료: ETRI, iM증권 리서치본부

V. 트럼프 2.0 시대 각자도생 정책이 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어지면서 방산 부흥을 이끈다

2022년 2월 러시아의 우크라이나 침공이 단순한 지역 분쟁이 아닌, 1990년대 소련 해체 이후 미국이 주도해온 현존 국제질서에 대한 도전이라는 전략적 함의를 담고 있어서 신냉전 체제로 나아가는 국제질서 대변화가 시작된 것이다.

이러한 우크라이나 전쟁의 영향으로 세계 국방비 규모와 무기거래가 확대되고 있을 뿐만 아니라 신냉전체제로 인하여 민주주의 진영과 권위주의 진영의 충돌과 갈등으로 무기의 블록화가 더욱 심화되어 가고 있다.

무엇보다 국제적으로 안보 불안이 증가하여 유럽 각국은 자국의 가치와 사회를 보호하기 위한 무기 구매 등 방어 역량 확충에 나서고 있다. 이와 같은 대규모 재무장은 시작점에 불과하며 향후 신냉전 체제 돌입으로 국방비 지출 증가세는 지속될 것으로 예상된다.

이와 더불어 중동 내 전쟁 위기의 상시화-구조화로 지정학적 패러다임의 변화가 예상됨에 따라 자주국방 강화를 위한 중동국가의 국방비 지출이 지속적으로 증가할 것이다.

한편, 트럼프 2.0 시대에는 미국과 NATO 동맹국과의 관계에도 변화를 가져올 것이다. 즉, 미국 우선주의에 입각한 안보 무임승차 불가론을 내세워 NATO 회원국들을 향해 대대적인 방위비 증액 압박에 돌입할 것이다. 이와 더불어 미국이 중국 견제에 집중하기 위해 유럽의 방위는 NATO 동맹국들이 보다 적극적으로 책임지라고 압박할 가능성이 크다.

이러한 환경하에서 2024년 11월 개최된 유럽정치공동체(EPC) 정상회의에 참석한 EU 정상들은 유럽의 안보와 경쟁력 강화를 위한 자강 노력의 필요성에 대한 공감대가 형성되었다. 즉, 트럼프 2.0 시대에는 유럽의 이익 수호 의지를 바탕으로 미국 의존도를 줄이면서 유럽 스스로 안보 자립을 달성하는 유럽 자강론을 강화해야 한다는 것이다.

이에 따라 EU는 공동 예산의 약 3분의 1을 차지하는 결속기금(cohesion fund)의 사용처 제한을 완화키로 하였다.

EU의 이런 정책 변경은 우크라이나전 개전 이래 국방비 지출은 늘려야 하는데 외국 투자가 줄어들어 고통을 겪고 있는 동유럽 회원국들에게 수혜가 예상된다.

결론적으로 트럼프 2.0 시대에는 동맹국과의 안보 협력보다는 자국 우선주의에 기반한 각자도생 정책 등이 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어질 가능성이 높아질 수 있을 것이다.

이에 따라 유럽 등 지정학적 리스크가 확대된 국가들은 자체적인 방어 시스템을 구축하기 위하여 국방비 지출 확대가 불가피 할 것으로 예상된다.

이렇듯 국방비 지출 확대가 예상되는 지역인 유럽, 중동, 동남아, 미국 등으로 방산수출이 가능한 기업들을 주목해야 할 것이다.

그림38. 라인메탈 주가 추이



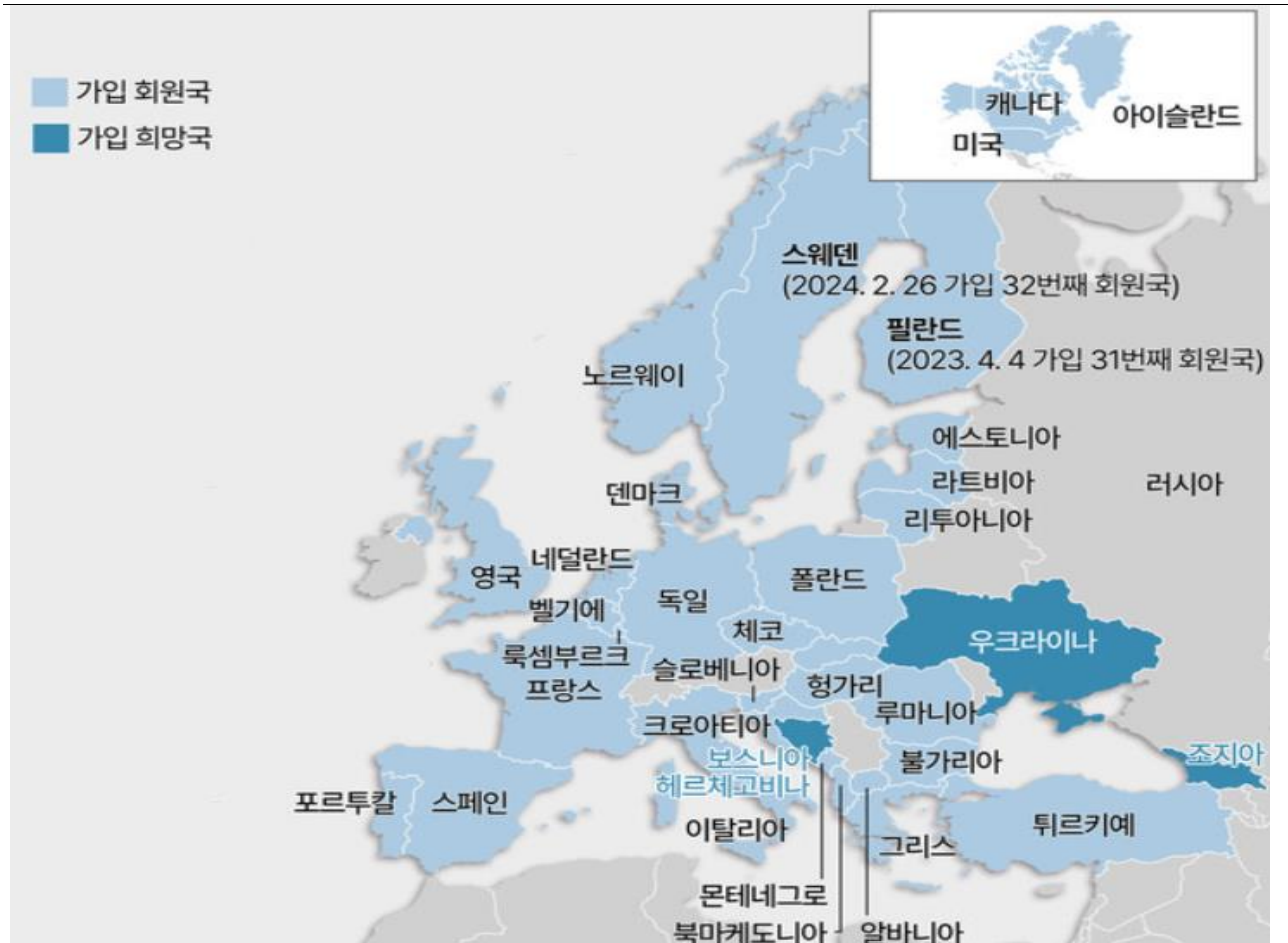
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림39. RTX 주가 추이



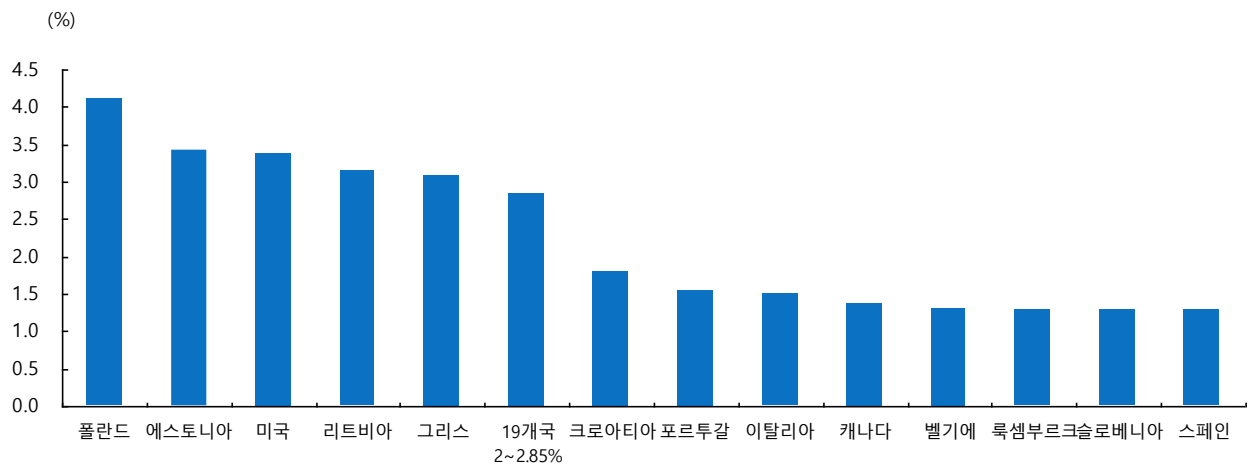
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림40. NATO 총 32 개 회원국



자료: NATO, AFP, iM증권 리서치본부

그림41. NATO 회원국 GDP 대비 방위비 지출 현황(2024년 6월 12일 기준)



자료: NATO, iM증권 리서치본부



기업분석21

1. 에너지

한국가스공사(036460): 트럼프 2.0 시대 미국산 LNG 도입 확대 수혜
포스코인터내셔널(047050): Upstream 도약 및 미국산 트레이딩 기회 확대로 밸류업
SNT에너지(100840): LNG 프로젝트 증가 ⇒ 에어쿨러 수주 확대 본격화
비에이치아이(083650): 천연가스 발전 및 원전 수요 확대⇒수주 증가로 이어짐
성광벤드(014620): LNG 관련 프로젝트 확대로 수혜 가능할 듯
동성화인텍(033500): 4년치 물량 확보로 해를 거듭할수록 매출 증가할 듯
오리엔탈정공(014940): LNG 운반선 관련 수주 확대로 실적개선 가속화
두산에너지(034020): 글로벌 원전 확대 정책의 최대 수혜주
LS에코에너지(229640): 미국 및 베트남에서 데이터센터/전력 수요 증가 수혜

2. AI·로봇

고영(098460): 트럼프 시대 뇌수술 로봇 및 AI 솔루션 수혜 가속화
루닛(328130): 글로벌 빅파마와 협업 및 미국에서 성장성 가속화
더존비즈온(012510): 올해 One AI 효과 본격화 될 듯

3. 우주

AP위성(211270): 우주 빅사이클 도래로 성장성 가속화
인텔리안테크(189300): 올해 지상용 위성통신 안테나가 성장을 이끌 듯
에이치브이엠(295310): 우주항 첨단금속으로 매출 점프업

4. 안보

현대로템(064350): 사상 최대 실적과 수주 견비
SNT다이나믹스(003570): K2 전차 및 K9 자주포에 힘입어 실적 개선 가속화
STX엔진(077970): 민수 및 특수사업 실적 개선 본궤도 진입
아이쓰리시스템(214430): 방산 및 우주 등에서 적외선 활용 증대 수혜
비츠로셀(082920): 트럼프 2.0 시대 방산수출 및 시추수요 확대로 성장세 지속
엠앤씨솔루션(484870): 유럽, 중동 등 수주 확대로 실적 개선 가속화

한국가스공사 (036460)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
2122-9198 value3@imfnsec.com[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

트럼프 2.0 시대 미국산 LNG 도입 확대 수혜

트럼프 2.0 시대 미국산 LNG 도입 증가 가시화로 비즈니스 확대되면서 수혜 가능할 듯

동사는 천연가스 탐사/개발 등 Upstream 사업에서부터 Midstream/Downstream 인프라 사업에 이르기까지 천연가스 전 밸류체인에 대한 역량을 확보하고 있다.

이러한 환경하에서 지난 2012년 9월 정부에서는 셰일가스 선제적 대응을 위한 종합전략을 발표하였다. 이에 따라 동사는 자원개발 및 단순 LNG도입 비즈니스에서 벗어나서 EPC, 트레이딩 등 LNG 관련 비즈니스를 확대시키면서 LNG 밸류체인을 총괄하는 글로벌 에너지 기업으로 발돋움하는 발판이 마련될 것으로 예상되면서 성장성 등이 부각되었다.

한편, 우리나라의 경우 글로벌 3대 LNG 수입국으로서 천연가스는 전력 생산의 30%가량을 차지하고 있을 뿐만 아니라 2,000만명이 넘는 가정과 기업들이 도시가스 형태로 공급받고 있다. 또한 향후 석탄발전소가 LNG발전소로 대체되면서 천연가스 수요량이 증가할 것이다.

2023년 기준으로 우리나라의 가스 도입국은 호주가 1,043만 톤으로 전체 도입물량의 23.6%를 차지해 부동의 1위를 이어갔으며, 카타르가 861만 톤으로 19.4%, 말레이시아가 613만 톤으로 13.8%, 미국이 512만 톤으로 11.5%를 차지하며 뒤를 이었다.

이에 따라 트럼프 2.0 시대 우리나라가 아시아 LNG 수출전략에서 중요한 교두보가 될 전망이다. 무엇보다 미국으로부터의 천연가스 수입이 늘게 되면 대미 무역수지 흑자가 줄어들게 된다. 이럴 경우 고율의 관세를 비롯하여 강력한 보호무역주의를 내세운 트럼프 2.0 시대에 적절하게 대응하는 효과를 기대할 수 있을 것이다.

이로 인하여 동사는 올해부터 신규 장기 도입계약에 미국산 LNG를 포함시켜 포트폴리오를 다변화할 것으로 예상된다. 먼저 올해 LNG 장기도입 계약이 만료되는 것부터 미국산으로 대체될 가능성이 높으며 점차적으로 물량을 증가시킬 것으로 예상된다.

동사가 지금까지 맺어온 장기 계약은 대부분 카타르와 오만 등 중동 국가와 호주, 동남아에 집중돼 있었다. 유가 연동제 방식으로 도입 가격이 결정되는 구조로, LNG 수급에 문제가 없더라도 유가 변동 요인에 그대로 노출된다는 한계가 있다.

반면에 미국산 LNG는 헨리허브 가격(Henry Hub Price)에 연동되는 구조다. 헨리허브는 북미 지역의 대표적인 천연가스 가격 지표로, 선물거래소에서 경쟁에 의해 결정된다. 최근 미국산 LNG 물류 등 도입 비용을 포함해도 유가연동에 비해 저렴한 편이다.

이러한 미국산 LNG 도입 등이 원가하락으로 이어지면서 미수금을 감소시킬 수 요인이 될 뿐만 아니라 물량 증가로 인한 트레이딩 기회 등 LNG 관련 비즈니스를 확대시키면서 성장성 등도 가시화 될 수 있을 것이다.

NR

액면가 5,000원
증가(2025.01.17) 35,700원

Stock Indicator

자본금	462십억원
발행주식수	9,231만주
시가총액	3,296십억원
외국인지분율	10.8%
52주 주가	22,900~63,500원
60일평균거래량	1,181,003주
60일평균거래대금	45.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.9	-12.7	-11.2	55.2
상대수익률	0.2	-9.4	0.1	51.6

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	20,834	27,521	51,724	44,556
영업이익(십억원)	899	1,240	2,463	1,553
순이익(십억원)	-172	951	1,493	-761
EPS(원)	-1,989	11,078	17,397	-8,869
BPS(원)	81,040	96,077	110,354	104,286
PER(배)		3.8	2.2	
PBR(배)	0.4	0.4	0.3	0.2
ROE(%)	-2.2	11.6	15.7	-7.7
배당수익률(%)		7.0		
EV/EBITDA(배)	9.8	9.5	10.6	11.8

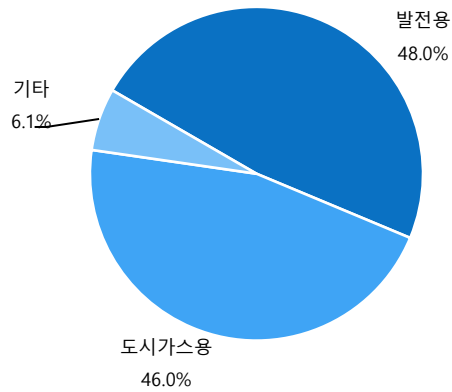
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한국가스공사 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	261,850	12,769	6,490	5,267	5,094	5,518	8.7
2019	249,826	13,345	1,164	583	388	420	90.1
2020	208,337	8,989	-2,689	-1,607	-1,721	-1,864	
2021	275,208	12,397	13,673	9,645	9,508	10,299	3.8
2022	517,243	24,634	19,452	14,970	14,931	16,174	2.2
2023	445,560	15,534	-8,619	-7,474	-7,612	-8,246	
2024E	391,838	23,774	11,753	9,222	9,212	9,979	3.6

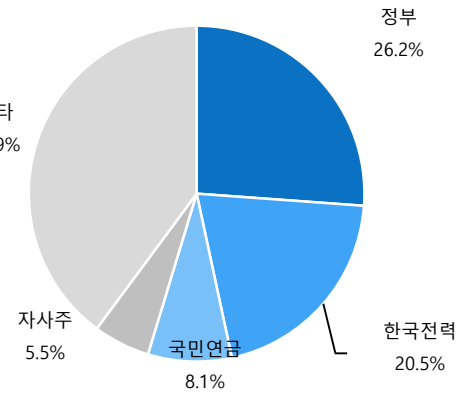
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림1. 한국가스공사 용도별 구성(2024년 3분기 누적기준)



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림2. 한국가스공사 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



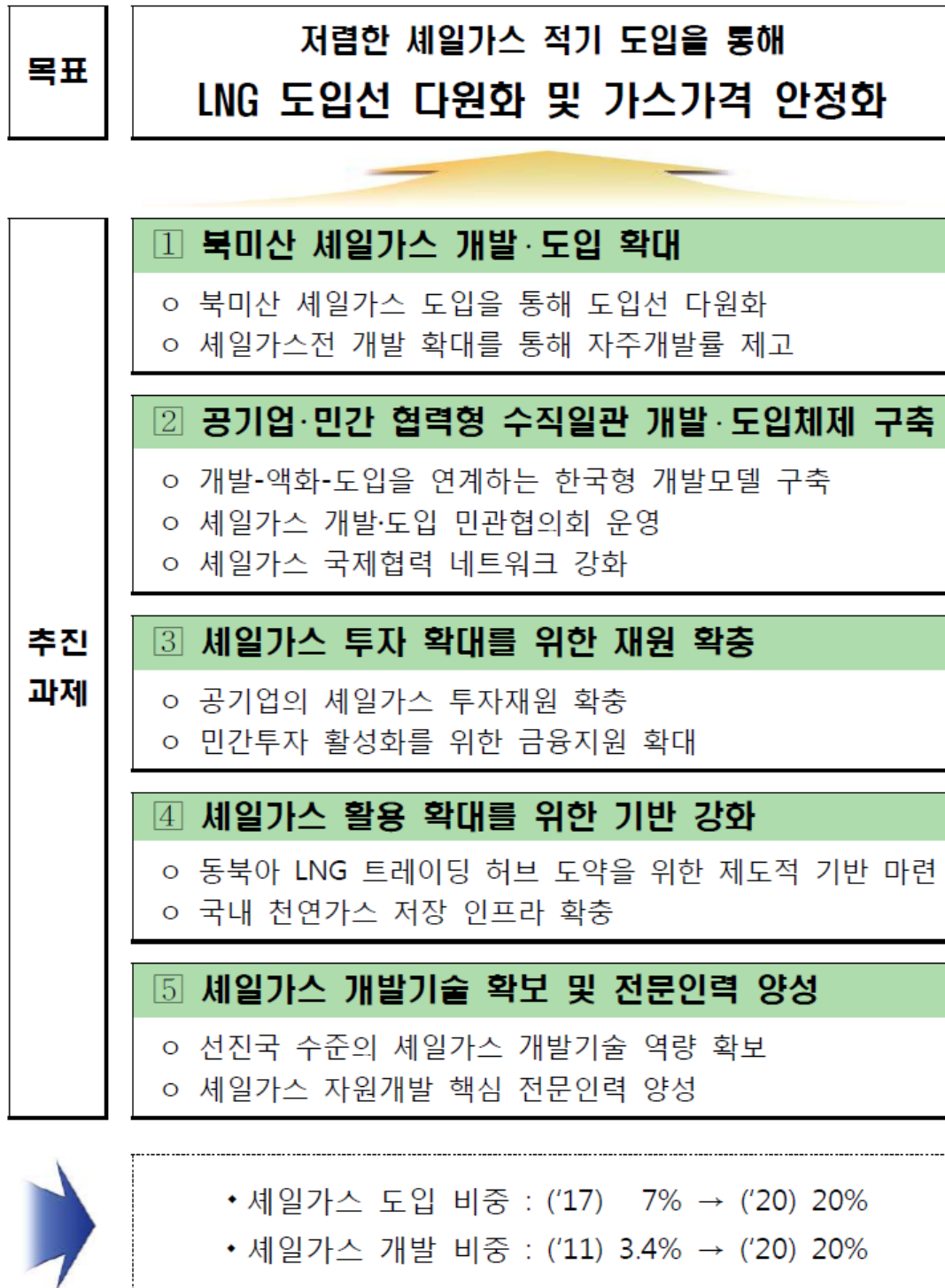
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림3. 한국가스공사 PBR 추이



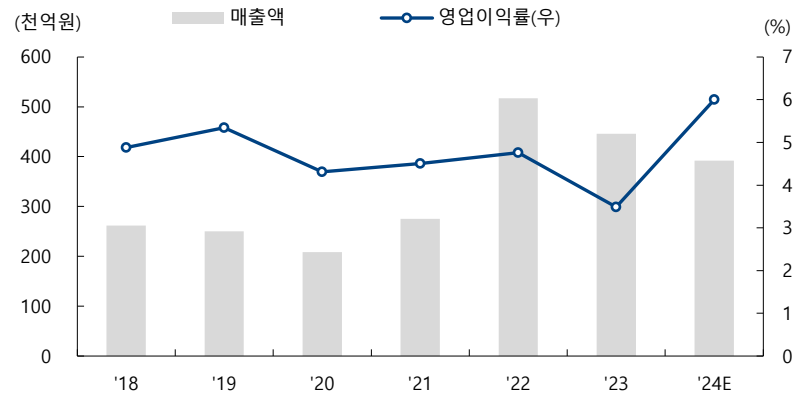
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림4.2012년 정부의 셰일가스 개발 및 도입 전략



자료: 산업통상자원부, iM증권 리서치본부

그림5.한국가스공사 실적 추이



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표2. 한국가스공사 배당 내역

구분	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
별도 당기순이익(억원)	-7,928	-10,216	3,053	816	-936	5,945	8,529	-8,812
배당성향(%)			39.04	40.80		39.38		
배당금총액(억원)			1,192	333		2,314		
주당 배당금(원)			1,360	380		2,728		

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림6.두바이유 가격 추이



자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. JCC(Japan Crude Cocktail) 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 미국 헨리 허브(Henry Hub) 가격 추이



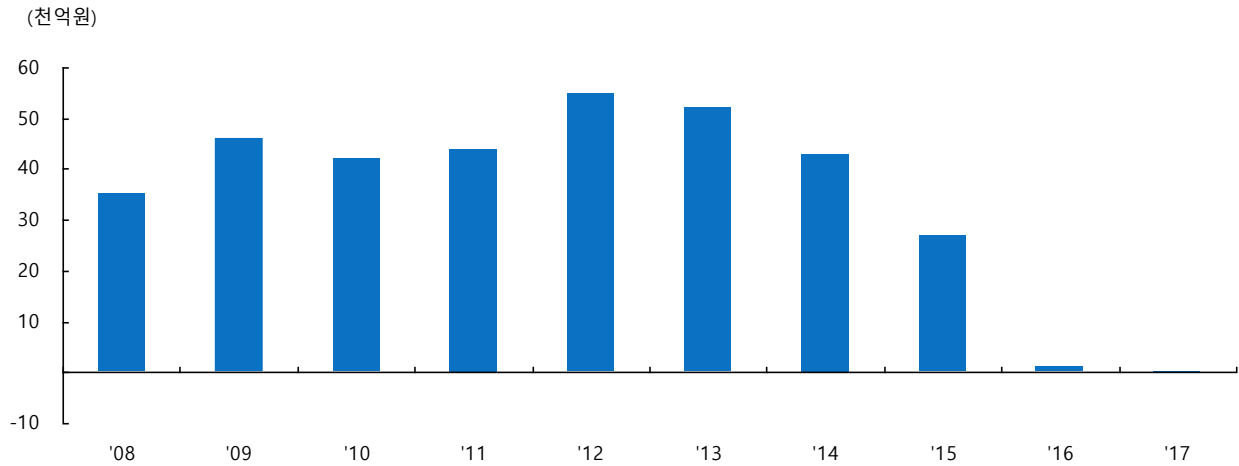
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표3. 한국가스공사 도시가스용 원료비 연동제

구분	민수용	상업용	도시가스발전용
용도 구분	주택용, 일반용	업무난방용, 냉난방공조용, 산업용, 수송용	열병합용, 연료전지용, 열전용설비용
산정주기 및 조정 조건	2개월(홀수월) 산정 · 산정원료비가 기준원료비를 $\pm 3\%$ 초과하여 변동될 경우 요금 조정	매월 조정 · 변동폭 무관 자동조정	매월 조정 · 변동폭 무관 자동조정
유보 조건	요금 상승 우려 등 경제에 미치는 영향 고려	천연가스 수급문제 발생 또는 요금 상승 우려 등 경제에 미치는 영향 고려	천연가스 수급문제 발생

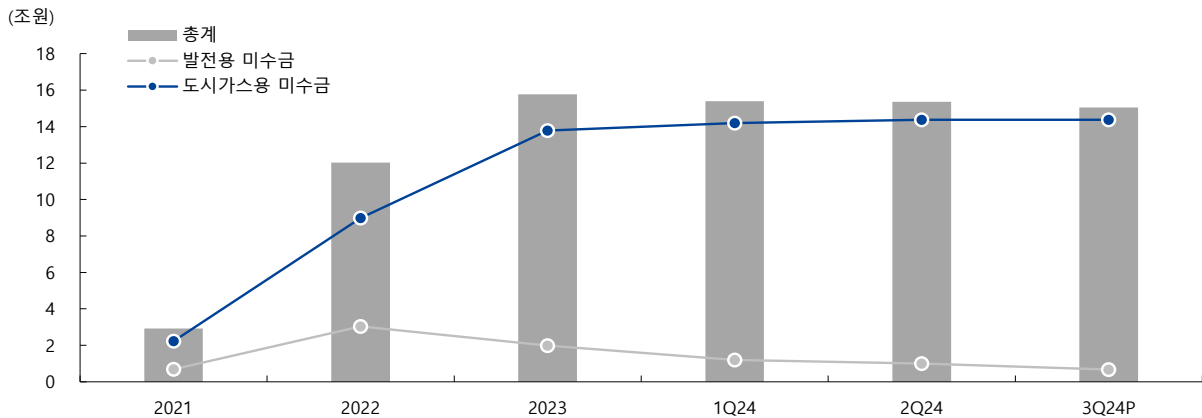
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림9. 한국가스공사 연도별 미수금 추이(2008~2017)



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림10. 한국가스공사 연도별 원료비 미수금 추이



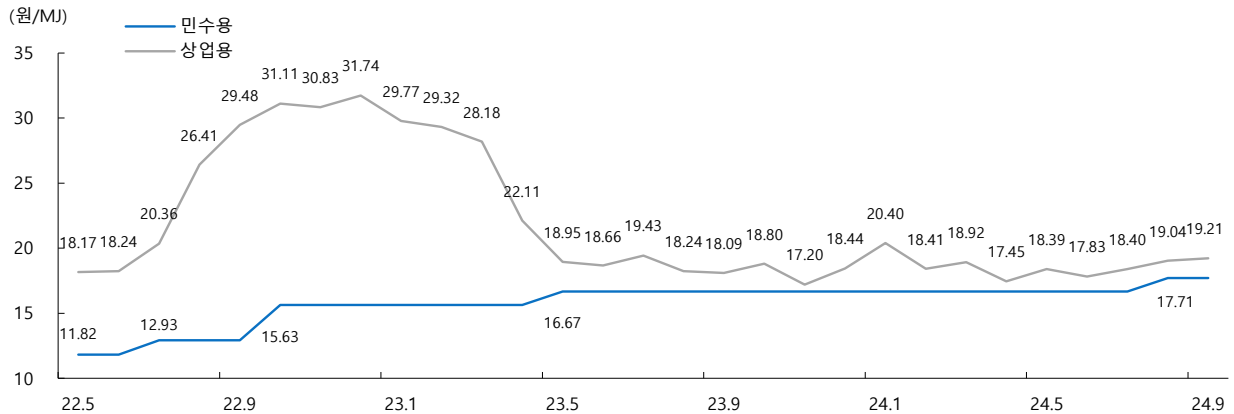
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표4. 한국가스공사 원료비 미수금 추이

구분		2021	2022	3Q23	2023	1Q24	2Q24 (A)	3Q24P (B)	증감 (B-A)
도시가스용 미수금	민수용	17,656	85,856	122,435	130,110	135,491	137,496	138,883	1,387
	기타	4,728	4,029	5,174	7,758	6,506	6,222	4,909	-1,313
소계		22,384	89,885	127,609	137,868	141,997	143,718	143,792	74
발전용 미수금		6,914	30,322	25,953	19,791	11,958	9,927	6,690	-3,237
총계		29,298	120,207	153,562	157,659	153,955	153,645	150,482	-3,163

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림11.한국가스공사 도시가스 연료비 승인요금 추이



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표5. 한국가스공사 연도별 CAPEX 추이 및 향후 전망

(억원)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
국내투자	6,085	4,952	6,570	12,510	11,920	9,457	6,208	4,688
수소·신성장 투자	-	533	319	253	337	542	1,571	1,695
해외투자	4,946	4,171	3,373	5,437	6,659	8,324	12,632	9,810
합계	11,031	9,656	10,262	18,200	18,916	18,323	20,411	16,193

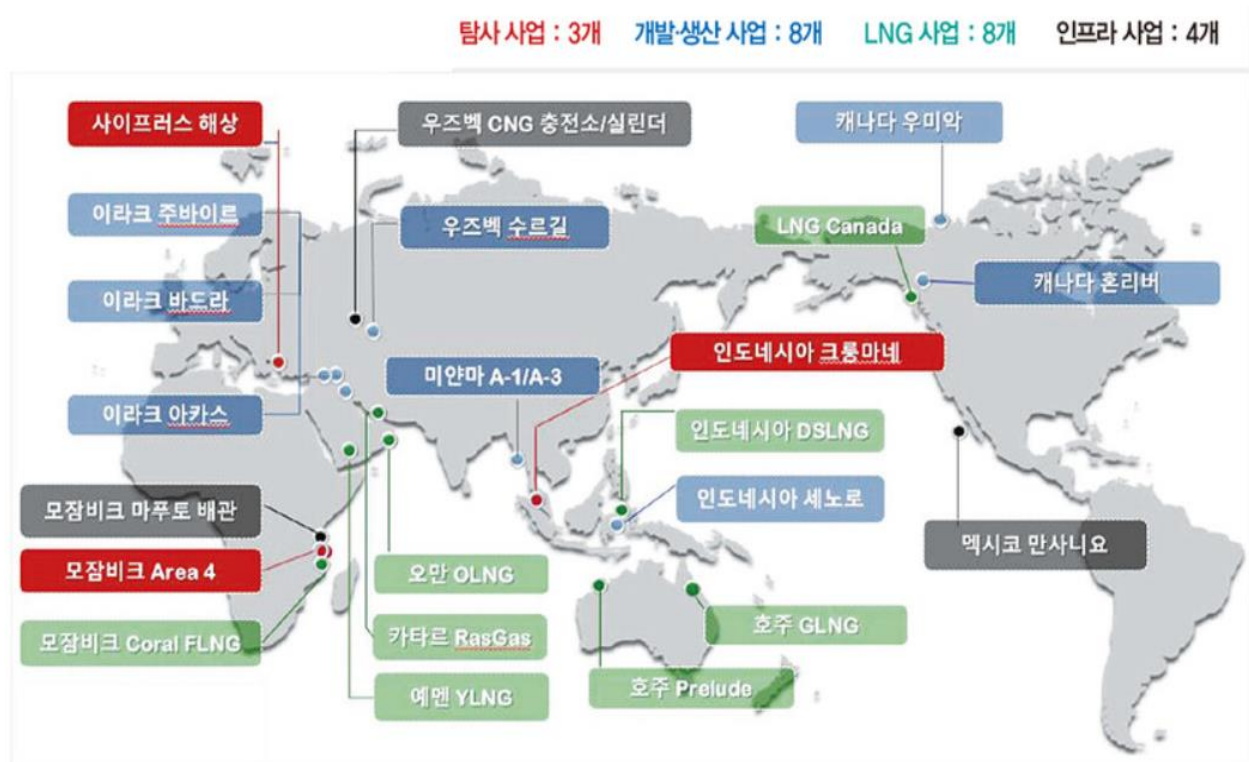
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표6. 한국가스공사 생산기지 운영 현황

구분	인천	평택	통영	삼척	제주	합계
운영개시	1996.10	1986.11	2002.09	2014.07	2019.10	-
저장탱크	237기	237기	177기	127기	27기	777기

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림12. 한국가스공사 해외사업 현황



자료: 한국가스공사, 가스신문, iM증권 리서치본부

그림13. 모잠비크 Area 4 사업 현황



(기준일자: 2021.01.01.)

- 광구명: 모잠비크 Area 4
- 위치: 모잠비크 동북부 해상
- 면적: 2,466km²
- 지분구조: 가스공사(10%), MRV*(Mozambique Rovuma Venture, 70%), Galp Energia(10%), ENH(10%)
 ※ MRV: Eni 35.715% + Exxonmobil 35.715% + CNPC 28.57%

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림 14. 모잠비크 Coral FLNG 프로젝트 현황



(기준일자: 2023.01.01.)

- 위치: 모잠비크 동북부 해상 약 60~80km
- 지분구조: 가스공사(10%), MRV*(Mozambique Rovuma Venture, 70%), Galp Energia(10%), ENH(10%)
※ MRV: Eni 35.715% + Exxonmobil 35.715% + CNPC 28.57%
- 플랜트규모: 337만톤/년 × FLNG 1척
- 상업생산개시: 2022년

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표 7. 한국가스공사 해외자원개발 진행사업 현황

구분	사업명	사업기간(시작)	사업기간(종료)	지분(%)	주요 내용
탐사	인니 크롱마네	2007	2029	15	인니 해상 Krueng Mane 광구 탐사 사업
탐사	모잠비크 Area4	2007	2054	10	상류가스전 탐사, 개발 및 생산 사업
탐사	사이프러스 3개 해상광구	2013	2025	20	사이프러스 해상광구 탐사 사업
개발생산	미얀마 A1/A3	2001	2038	8.5	미얀마 A-1/A-3 가스전 개발 생산 및 배관 운영 사업
개발생산	캐나다 혼리버	2010	종료시	50	캐나다 혼리버 비전통 가스전 개발, 생산 사업
개발생산	이라크 주바이르	2010	2035	23.75	주바이르 유가스전 개발, 생산 사업
개발생산	이라크 바드라	2010	2030	22.5	바드라 유가스전 개발, 생산 사업
개발생산	캐나다 우미악	2011	종료시	20	북극내 가스전 개발, 생산 사업
개발생산	이라크 아카스	2011	종료시	75	아카스 가스전 개발 사업
개발생산	인도네시아 세노로	2011	2027	9.8	세노로 토일리 PSC 개발하여 DSLNG 및 PAU 원료가스 공급
개발생산	우즈베크 수르길	2012	2041	22.5	수르길 가스전 개발 및 플랜트 건설, 운영으로 화학제품 생산 및 가스 판매 사업
LNG	오만 LNG	1996	2024	5	액화 플랜트 운영 사업
LNG	카타르 RasLaffan LNG	1999	2029	1.2	액화 플랜트 운영 사업
LNG	예멘 YLNG (HYLNG)	2005	2034	3	액화 플랜트 운영 사업
LNG	캐나다 LNG Canada	2011	2064	10	액화플랜트 건설, 운영 사업
LNG	인니 DSLNG	2011	2027	8.88	액화플랜트 개발, 운영 사업
LNG	호주 GLNG	2011	2044	14.98	가스전 개발 및 액화플랜트 건설, 운영 사업
LNG	호주 Prelude FLNG	2011	2039	15	가스전 개발 및 해상부유식 액화플랜트(FLNG) 건설, 운영 사업
LNG	모잠비크 FLNG	2017	2047	10	해상부유식 액화 플랜트(FLNG) 개발, 생산 사업
인프라	멕시코 만사니요	2008	2031	25	터미널 건설, 소유, 운영
인프라	우즈베크 CNG 실린더	2011	2025	18	우즈베크 내 CNG 실린더 운영
인프라	우즈베크 CNG 충전소	2011	2025	19.1	우즈베크 내 CNG 충전소 운영
인프라	모잠비크 마푸토	2012	2034	70	마푸토 천연가스 배관망 건설, 운영 및 도시가스 판매사업

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023
유동자산	7,528	13,148	25,092	17,430
현금 및 현금성자산	332	565	813	781
단기금융자산	37	62	27	44
매출채권	4,094	6,656	11,310	6,563
재고자산	1,390	3,583	7,623	5,043
비유동자산	28,382	30,522	37,333	39,824
유형자산	23,134	23,581	23,294	22,352
무형자산	1,595	1,746	1,706	1,553
자산총계	35,910	43,670	62,425	57,255
유동부채	7,213	14,022	30,635	22,566
매입채무	978	2,815	2,682	3,114
단기차입금	3,110	7,832	23,601	14,705
유동성장기부채	2,212	2,203	2,337	3,461
비유동부채	20,962	20,529	21,380	24,862
사채	16,285	16,241	17,100	20,743
장기차입금	761	179	192	279
부채총계	28,175	34,551	52,014	47,429
자배주주지분	7,481	8,869	10,187	9,627
자본금	462	462	462	462
자본잉여금	-	-	-	-
이익잉여금	5,191	6,185	7,476	6,679
기타자본항목	656	1,050	1,077	1,314
비자배주주지분	254	250	224	199
자본총계	7,735	9,119	10,411	9,826

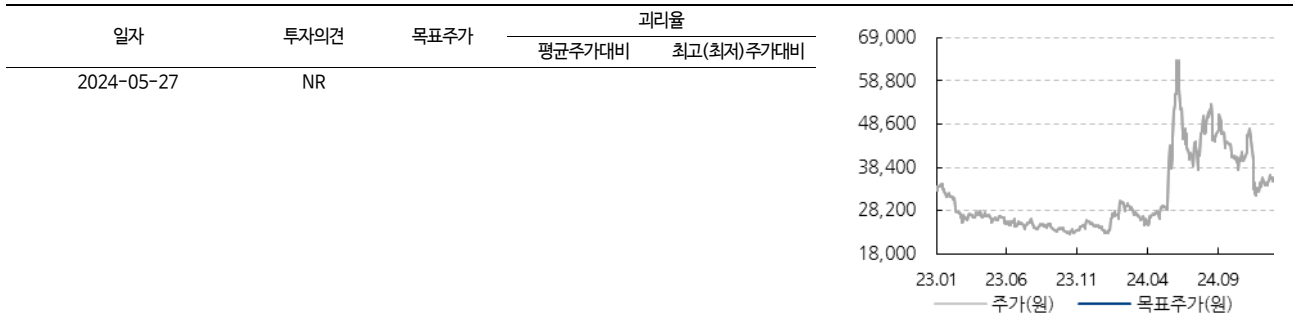
현금흐름표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	3,251	-2,071	-14,581	5,886
당기순이익	-172	951	1,493	-761
유형자산감가상각비	1,572	1,639	1,751	1,887
무형자산감각비	65	84	-	-
지분법관련손실(이익)	36	181	324	105
투자활동 현금흐름	-972	-1,170	-974	-1,334
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	83	31	25	35
금융상품의 증감	-	-	-	-
재무활동 현금흐름	-2,190	3,476	15,802	-4,587
단기금융부채의증감	29,648	46,719	122,506	90,051
장기금융부채의증감	-1,807	3,314	16,241	-4,400
자본의증감	-50	335	-7	-7
배당금지급	-51	-8	-240	-8
현금및현금성자산의증감	89	235	247	-36
기초현금및현금성자산	257	332	565	813
기말현금및현금성자산	332	565	813	781

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2020	2021	2022	2023
매출액	20,834	27,521	51,724	44,556
증가율(%)	-16.6	32.1	87.9	-13.9
매출원가	19,513	25,859	48,828	42,599
매출총이익	1,320	1,662	2,896	1,957
판매비와관리비	421	422	433	404
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	899	1,240	2,463	1,553
증가율(%)	-32.6	37.9	98.7	-36.9
영업이익률(%)	4.3	4.5	4.8	3.5
이자수익	22	23	66	108
이자비용	712	642	965	1,676
지분법이익(손실)	36	181	324	105
기타영업외손익	12	42	253	-109
세전계속사업이익	-269	1,367	1,945	-862
법인세비용	-108	403	448	-114
세전계속이익률(%)	-1.3	5.0	3.8	-1.9
당기순이익	-172	951	1,493	-761
순이익률(%)	-0.8	3.5	2.9	-1.7
자배주주귀속 순이익	-172	951	1,493	-761
기타포괄이익	-126	115	75	210
총포괄이익	-298	1,066	1,568	-551
자배주주귀속총포괄이익	-289	1,054	1,559	-553

주요투자지표				
	2020	2021	2022	2023
주당지표(원)				
EPS	-1,989	11,078	17,397	-8,869
BPS	81,040	96,077	110,354	104,286
CFPS	16,935	31,145	37,802	13,118
DPS	-	2,728	-	-
Valuation(배)				
PER		3.8	2.2	
PBR	0.4	0.4	0.3	0.2
PCR	1.8	1.3	1.0	1.9
EV/EBITDA	9.8	9.5	10.6	11.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-2.2	11.6	15.7	-7.7
EBITDA이익률	12.2	10.8	8.1	7.7
부채비율	364.2	378.9	499.6	482.7
순부채비율	284.4	283.2	407.2	390.4
매출채권회전율(x)	4.6	5.1	5.8	5.0
재고자산회전율(x)	10.3	11.1	9.2	7.0

자료 : 한국가스공사, iM증권 리서치본부

한국가스공사 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

포스코인터내셔널 (047050)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
2122-9198 value3@imfnsec.com

Upstream 도약 및 미국산 트레이딩 기회 확대로 밸류업

[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

미얀마, 호주 등에서의 탐사/개발 사업(E&P) 등으로 천연가스 Upstream 기업으로 도약하면서 밸류에이션 리레이팅 될 듯

동사는 지난 2000년 미얀마 정부로부터 탐사권을 획득한 이후 2004년 3000m 해저에 위치한 쉘(Shwe, A-1) 가스전을 발견했으며, 2005년 쉘(Shwe Phyu, A-1)와 2006년 미야(Mya, A-3) 가스전을 연이어 발견하였다. 이어서 2008년에는 A-1과 A-3 광구의 가스전에서 생산되는 가스를 중국 국영 석유 회사에 2013년부터 30년간 판매하는 장기 계약을 체결하였다. 2013년 6월 가스 생산을 처음으로 시작하여 2014년 말 부터는 하루 평균 5억 ft³씩 판매하고 있다.

이와 더불어 동사는 지난 2021년 말레이반도 동부 해상에 있는 면적 4,738km², 수심 50~80m인 천해지역에 위치한 PM524 광구 운영권을 포함해 4년의 탐사 기간과 24년의 개발 및 생산기간을 보장받았다. 이에 따라 3D 인공지진파 재처리 등 최신 기술을 활용해 광구의 유망성 등을 평가하였으며, 올해부터 탐사 시추가 본격화 될 것으로 예상된다.

또한 동사는 2023년 인도네시아 정부에서 주관하는 국제입찰에 인도네시아 국영기업인 PHE와 컨소시엄으로 참여해 봉아 광구 운영권을 포함해 6년의 탐사 기간과 30년의 개발 및 생산기간을 보장받았다. 3D 인공 지진파 탐사 등을 수행해 광구 유망성을 평가하고, 2027년 탐사시추를 할 예정이다.

다른 한편으로는 동사는 2022년 4월에 호주 퀸즐랜드주 육상에 위치한 2개의 생산가스전(아틀라스, 로마노스)과 2개의 탐사광구(로키바, 레인지)를 보유하고 있는 세넥스에너지 지분 50.1%를 인수하였다. 무엇보다 아틀라스와 로마노스 가스전 가스처리시설에 대하여 증설이 진행 중으로 완료시점인 2025년말 세넥스에너지의 CAPA는 현재의 3배 수준인 60PJ까지 확대가 예상된다. 이에 따라 2026년에는 세넥스에너지가 연간 6,000억원 이상의 매출을 창출해 낼 수 있을 것이다.

이와 같이 미얀마 가스전 기반하에서 말레이시아, 인도네시아 등에서의 광구 탐사 등을 통하여 신규 매장량을 확보할 뿐만 아니라 호주 세넥스에너지 확장 등을 통하여 천연가스 매장량을 2021년 0.9TCF에서 2030년 2.5TCF로 확대될 것이다.

트럼프 2.0 시대 미국산 LNG 트레이딩 기회 확대로 성장성 가시화

트럼프 2.0 시대 초반에 LNG 수출 제한 조치를 해제하면서 LNG 수출이 확대될 것이다. 이에 따라 LNG 트레이딩 기회도 늘어날 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 동사는 2025년 상반기 LNG운반선 1척이 인도될 예정이다. 이는 2026년부터 2046년까지 국내 수급과 트레이딩용으로 도입 예정인 북미산 셰일가스 40만톤 운송에 활용될 방침이다. 이와 같이 동사가 미국산 LNG 트레이딩 기회가 확대되면서 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

목표주가 57,000원으로 하향

동사에 대하여 목표주가를 57,000원으로 하향한다. 목표주가는 2025년 EPS 추정치 4,237원에 Target PER 13.5배(최근 2년간 평균 PER)를 적용하여 산출하였다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	57,000원(하향)
증가(2025.01.17)	42,700원
상승여력	33.5 %

Stock Indicator	
자본금	880십억원
발행주식수	17,592만주
시가총액	7,512십억원
외국인지분율	7.0%
52주 주가	37,400~68,400원
60일평균거래량	485,241주
60일평균거래대금	21.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.3	-18.2	-18.5	-15.4
상대수익률	6.6	-14.9	-7.3	-19.0

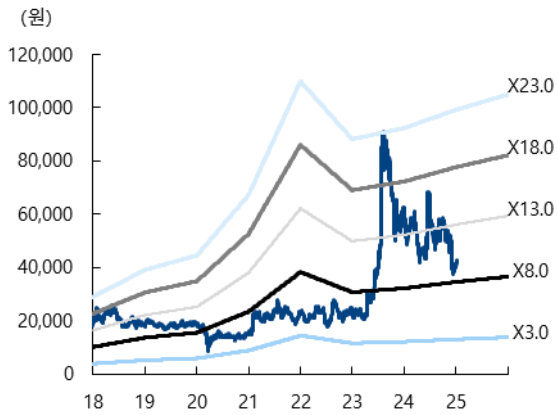
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	33,133	32,082	32,711	33,360
영업이익(십억원)	1,163	1,133	1,147	1,215
순이익(십억원)	674	685	745	809
EPS(원)	3,834	3,893	4,237	4,597
BPS(원)	34,693	37,903	41,457	45,371
PER(배)	16.3	11.0	10.1	9.3
PBR(배)	1.8	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	13.4	10.7	10.7	10.6
배당수익률(%)	1.6	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	9.1	5.1	4.7	4.1

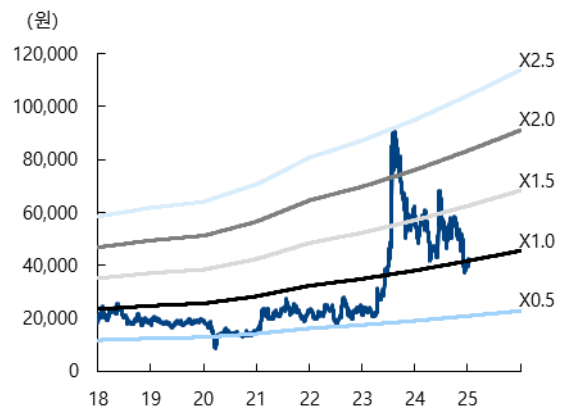
주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1.포스코인터내셔널 PER 밴드



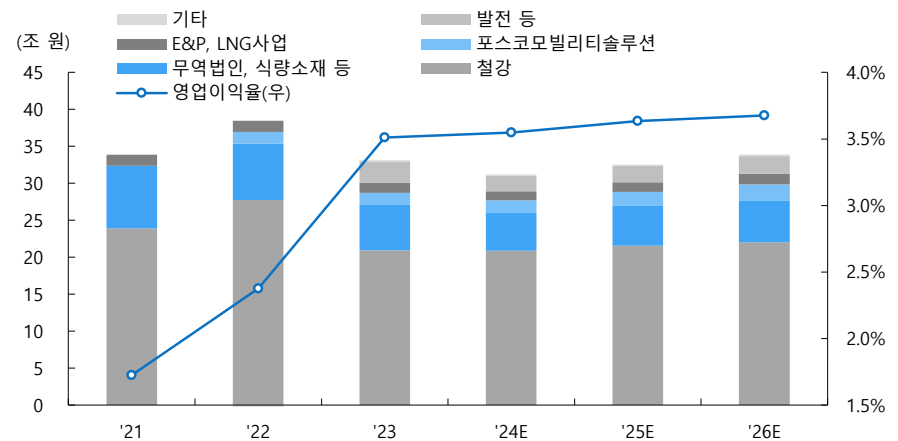
자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림2.포스코인터내셔널 PBR 밴드



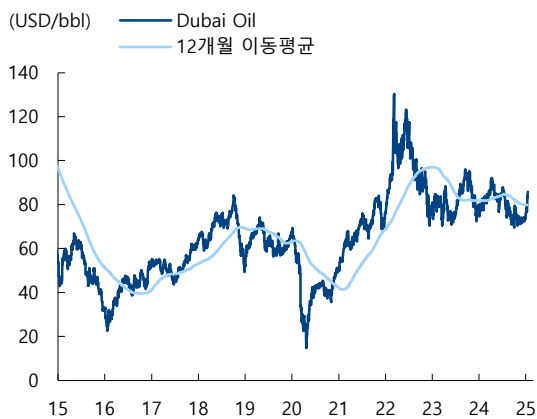
자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림3.포스코인터내셔널 실적 추이



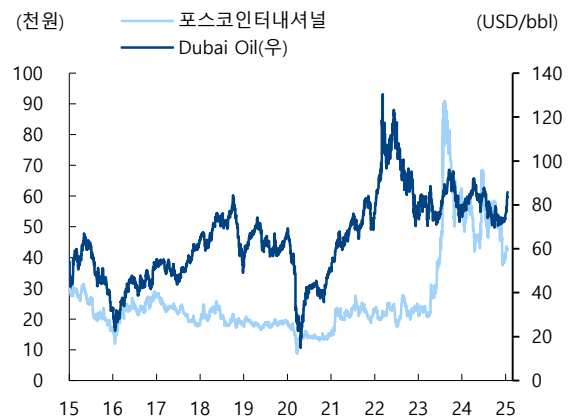
자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림4.두바이유 가격 및 12개월 이동평균 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림5.포스코인터내셔널 주가 및 두바이유 가격 추이



자료: Bloomberg, 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림6.포스코인터내셔널 미얀마 가스전 현황

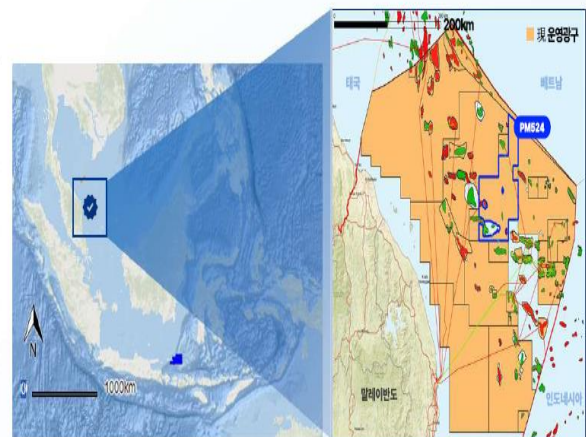
	Upstream	Offshore Midstream	Onshore Midstream	중국 육상파이프라인
사업 범위	Shwe 플랫폼, 저압가스 압축플랫폼, 해저생산설비 및 파이프라인	32" 해상 파이프라인, 육상가스터미널 (OGT)	40" 육상 파이프라인 (OGT~미얀마/중국 국경)	40" 육상파이프라인 (Ruili ~ Guigang)
모식도				
사업 형태	컨소시엄		합작법인 South-East Asia Gas Pipeline	CNPC 단독 운영
참여 회사	◆ 당사 (운영권자) 51% ◆ 인도국영석유공사 (OVL) 17% ◆ 미얀마국영석유회사 (MOGE) 15% ◆ 인도국영가스회사 (GAIL) 8.5% ◆ 한국가스공사 (KOGAS) 8.5%		◆ CNPC-SEAP 50.9% ◆ 당사 25.0% ◆ OVL 8.3% ◆ KOGAS 4.2% ◆ GAIL 4.2% ◆ MOGE 7.4%	◆ CNPC 그룹 100%
참고 사항	생산설비 설계/제작/설치/시운전 (EPCIC), 생산정 및 주입정 시추/완결		육상파이프 건설 : CNPC	육상파이프 건설 : CNPC
	생산물분배계약 적용 파이프라인권리계약 적용 가스 판매 지점 : OGT 구매자 : CNUOC 및 MOGE		파이프라인권리계약 적용 전장 : 793km 미얀마 내수판매 : 4개 지점	주가스관 전장 : 1,726km

자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림7.포스코인터내셔널 말레이시아 운영 E&P 현황

◆ PM524 탐사광구 현황

참여자	POSCO INTERNATIONAL : 80% Petronas : 20%
위치/면적	말레이반도 동부 해상 / 4,446 km ²
탐사기간	'21.11월 ~ '25.10월 (4년)
주요작업	3D 전산처리 5,000km ² + 탐사시추 1공



자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림8.포스코인터내셔널 인도네시아 운영 E&P 현황

* Bunga 탐사광구 현황

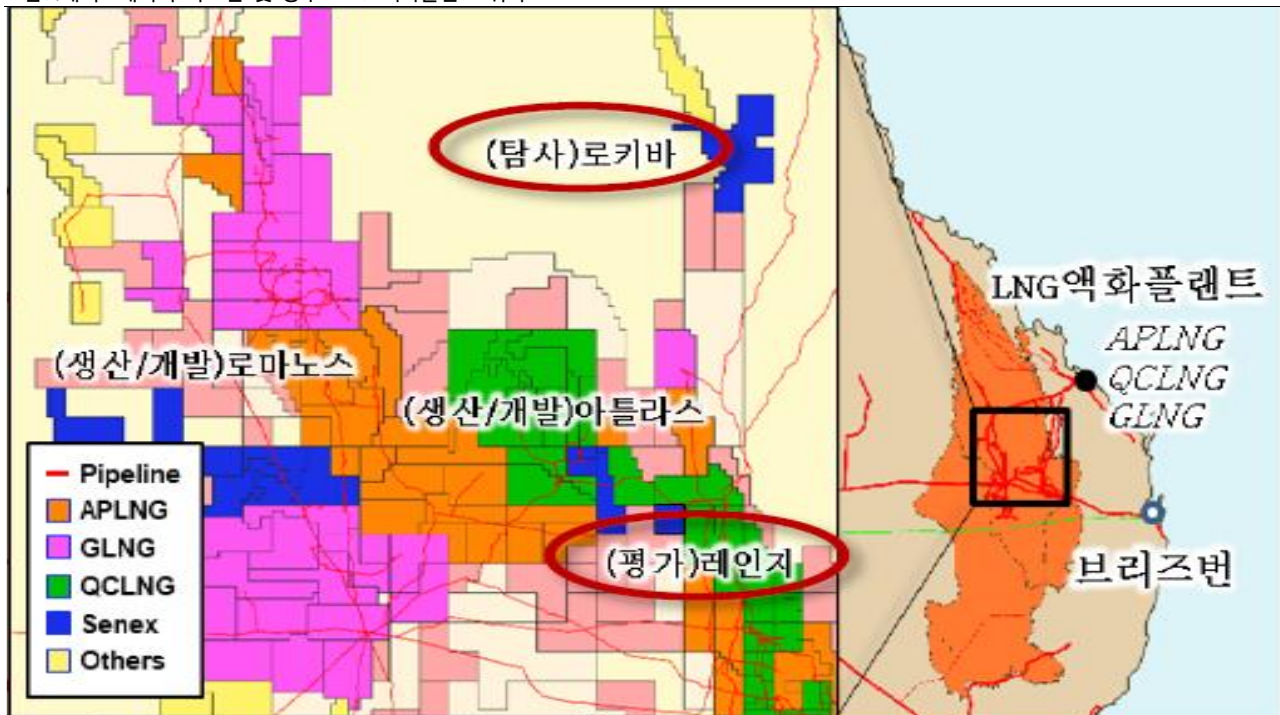
참여사	POSCO INTERNATIONAL : 50% Pertamina Hulu Energi(PHE)*: 50%
위치/면적	발리섬 북동부 200 km / 8,500 km ²
탐사기간	'23.7월 ~ '29.7월 (6년)
주요작업	3D인공지진파 취득 및 분석(4년) + 탐사시추(2년)

*PHE (Pertamina Hulu Energi): 인도 국영 Pertamina의 E&P 자회사



자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림9.세넥스에너지 가스전 및 동부 LNG 액화플랜트 위치



자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림10. 포스코인터내셔널 E&P 사업 전략

핵심지역(동남아) 지속 운영, 신규 거점(호주) 확보, 최대 LNG 생산시장(북미) 진출 추진



자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

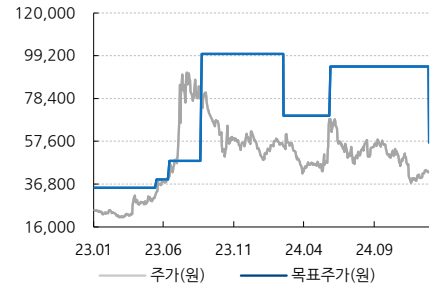
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원 %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	8,077	9,594	11,267	12,886	매출액	33,133	31,183	32,545	33,860
현금 및 현금성자산	1,137	2,996	4,374	5,708	증가율(%)	-12.8	-5.9	4.4	4.0
단기금융자산	278	303	328	351	매출원가	31,293	29,390	30,671	31,914
매출채권	4,504	4,243	4,425	4,601	매출충이익	1,840	1,793	1,875	1,946
재고자산	1,959	1,844	1,924	2,002	판매비와관리비	676	687	692	701
비유동자산	8,540	7,646	6,927	6,346	연구개발비	4	4	4	4
유형자산	3,705	3,080	2,599	2,228	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,332	2,065	1,829	1,621	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	16,618	17,240	18,194	19,232	영업이익	1,163	1,106	1,183	1,245
유동부채	6,275	6,285	6,572	6,898	증가율(%)	28.9	-4.9	6.9	5.3
매입채무	2,423	2,281	2,380	2,476	영업이익률(%)	3.5	3.5	3.6	3.7
단기차입금	1,585	1,585	1,585	1,585	이자수익	62	144	205	264
유동성장기부채	1,197	1,197	1,197	1,197	이자비용	282	282	282	282
비유동부채	3,718	3,718	3,718	3,718	자본이익(손실)	91	91	91	91
사채	1,864	1,864	1,864	1,864	기타영업외손익	-50	-42	-106	-166
장기차입금	1,215	1,215	1,215	1,215	세전계속사업이익	915	985	1,058	1,119
부채총계	9,993	10,003	10,290	10,615	법인세비용	234	252	271	287
자배주주지분	6,103	6,690	7,328	8,011	세전계속이익률(%)	2.8	3.2	3.3	3.3
자본금	880	880	880	880	당기순이익	680	733	787	832
자본잉여금	1,826	1,826	1,826	1,826	순이익률(%)	2.1	2.3	2.4	2.5
이익잉여금	3,337	3,873	4,461	5,093	자배주주귀속 순이익	674	706	759	803
기타자본항목	61	111	161	212	기타포괄이익	50	50	50	50
비자배주주지분	522	548	576	606	총포괄이익	731	783	837	883
자본총계	6,625	7,237	7,904	8,616	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	1,076	2,151	1,669	1,624	주당지표(원)				
당기순이익	680	733	787	832	EPS	3,834	4,015	4,314	4,562
유형자산감가상각비	278	625	481	371	BPS	34,693	38,026	41,657	45,536
무형자산상각비	260	267	236	208	CFPS	6,895	9,084	8,389	7,852
자본법관련손실(이익)	91	91	91	91	DPS	1,000	1,000	1,000	1,000
투자활동 현금흐름	-27	1,232	1,233	1,234	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-452	-	-	-	PER	16.3	11.0	10.1	9.3
무형자산의 처분(취득)	-264	-	-	-	PBR	1.8	1.1	1.0	0.9
금융상품의 증감	-563	2	2	2	PCR	9.1	4.8	5.1	5.4
재무활동 현금흐름	-1,225	-382	-383	-383	EV/EBITDA	9.1	5.1	4.7	4.1
단기금융부채의증감	-1,413	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	540	-	-	-	ROE	13.4	11.0	10.8	10.5
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	5.1	6.4	5.8	5.4
배당금지급	-140	-170	-170	-170	부채비율	150.8	138.2	130.2	123.2
현금및현금성자산의증감	-161	1,859	1,377	1,334	순부채비율	67.1	35.4	14.7	-2.3
기초현금및현금성자산	1,298	1,137	2,996	4,374	매출채권회전율(x)	8.0	7.1	7.5	7.5
기말현금및현금성자산	1,137	2,996	4,374	5,708	재고자산회전율(x)	17.8	16.4	17.3	17.2

자료 : 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

포스코인터내셔널 투자이건 및 목표주가 변동추이

일자	투자이건	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-06-05	Buy	39,000	-3.2%	2.2%
2023-07-03	Buy	48,000	48.8%	89.6%
2023-09-11	Buy	100,000	-40.8%	-18.7%
2024-03-07	Buy	70,000	-28.9%	-2.4%
2024-06-17	Buy	94,000	-45.7%	-27.2%
2025-01-20	Buy	57,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급

종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

SNT에너지 (100840)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

LNG 프로젝트 증가 ⇒ 에어쿨러 수주 확대 본격화

중동, 북미지역 등에서 LNG 생산능력 확대 프로젝트 등이 증가됨에 따라 동사의 에어쿨러 수주확대 본격화되면서 최대 수혜

사우디아라비아의 국영석유회사 아람코(Aramco)의 경우 2030년까지 판매 가스 생산량을 2021년 대비 60% 이상 늘리는 것을 목표로 하는 가스 확장 전략을 펼치고 있다.

먼저 자푸라 가스전 2단계(Jafurah Phase II) 개발을 통하여 2030년까지 20억 scfd 규모의 지속 가능한 가스 판매량 달성을 계획 중에 있다.

또한 마스터 가스 시스템 3차(Master Gas System Expansion Phase-III) 확장도 진행되고 있다. 마스터 가스 시스템은 사우디아라비아 전역의 아람코 주요 가스 생산 및 처리 현장을 연결하는 광범위한 파이프라인 네트워크인데, 3차 확장의 경우 17개의 새로운 가스 압축 트레인과 4,000km의 파이프라인을 추가하는 것이다. 이러한 새로운 인프라를 통해 약 32억 scfd가 네트워크에 추가될 것이며, 2030년까지 전력의 50%를 가스로 생산한다는 사우디아라비아의 목표에 크게 기여할 수 있을 것이다.

이와 더불어 사우디아라비아 수도 리야드(Riyadh) 북동쪽 350km에 위치한 기존 파딜리 가스 플랜트(Fadhili Gas Plant) 등을 증설하는 사업 등도 진행하고 있다.

다른 한편으로는 UAE의 아부다비 국영석유회사(ADNOC)의 경우 2028년까지 LNG 생산량 2배 이상 증대를 목표로 하고 있다. 즉, 4.8mmtpa LNG 액화 트레인 2기로 구성된 총 9.6mmtpa 용량의 ADNOC의 저탄소 루와이스(Ruwais) LNG 수출 터미널 프로젝트가 2028년부터 LNG 공급이 본격적으로 시작되면서 ADNOC의 LNG 생산 능력이 두 배 이상 증가할 전망이다. 이 터미널의 경우 MENA 지역에서 재생에너지와 원자력으로 가동되는 최초의 LNG 수출 시설이 될 것이다. 이와 더불어 UAE 북부 페르시아만의 해일(Hail) 가스전과 가샤(Ghasha) 가스전을 개발하는 사업인 Hail & Ghasha 개발 프로젝트 등도 진행되고 있다.

무엇보다 2019년 카타르 국영기업 QE는 북부가스전(North Field)전에서 생산되는 연간 LNG 생산 규모를 7,700만 톤에서 2027년 까지 1억 2,600만 톤으로 확대하는 증산 계획을 발표함에 따라 현재 LNG 트레인 등을 증설하는 프로젝트가 진행 중에 있다.

이러한 환경하에서 동사 에어쿨러의 경우 LNG 액화공정에서 냉매로 사용되는 Propane/Mixed Refrigerant를 응축/냉각하는 핵심기기 등으로 채택되어 사용되고 있다.

이와 같이 중동, 북미지역 등에서 LNG 생산능력 확대 프로젝트 등의 발주가 증가됨에 따라 동사 신규수주의 경우도 22년 1,291억원, 23년 2,264억원, 24년 3Q 누적 4,861억원 등으로 급속하게 증가되고 있는 중이다.

이러한 신규수주 증가에 힘입어 2024년 3Q말 기준 수주잔고도 6,520억원 수준에 이르고 있다. 이러한 수주잔고를 기반으로 향후 실적향상이 예상될 뿐만 아니라 지속적인 신규수주 증가 등으로 성장성 또한 가속화 될 것이다.

NR

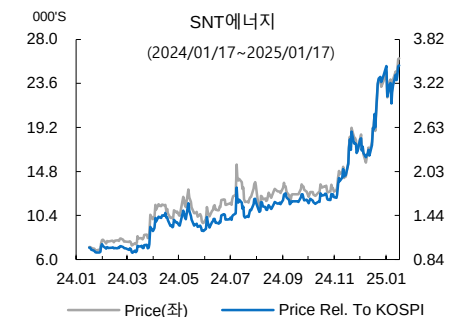
액면가 500원
증가(2025.01.17) 26,100원

Stock Indicator

자본금	10십억원
발행주식수	2,068만주
시가총액	540십억원
외국인지분율	1.4%
52주 주가	6,902~26,100원
60일평균거래량	396,533주
60일평균거래대금	7.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.0	94.9	98.0	259.4
상대수익률	33.3	98.2	109.3	255.8

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	237	171	203	322
영업이익(십억원)	23	13	4	21
순이익(십억원)	10	13	19	23
EPS(원)	473	605	909	1,099
BPS(원)	12,108	12,527	13,218	14,034
PER(배)	12.0	11.1	7.4	7.3
PBR(배)	0.5	0.5	0.5	0.6
ROE(%)	4.1	5.2	7.5	8.5
배당수익률(%)	5.1	4.3	4.3	4.1
EV/EBITDA(배)	4.6	8.9	22.0	6.2

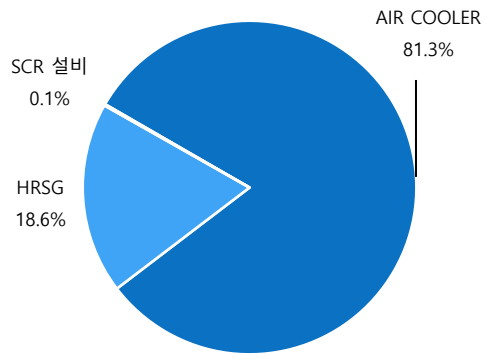
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. SNT 에너지. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	1,395	-19	24	18	18	91	44.2
2019	2,133	175	201	155	155	745	9.6
2020	2,374	231	136	98	98	473	12.0
2021	1,711	133	164	125	125	605	11.1
2022	2,029	36	207	188	188	909	7.4
2023	3,220	208	243	227	227	1,099	7.3
2024E	3,236	218	273	215	215	1,040	23.0
2025E	4,431	435	488	384	384	1,857	14.1

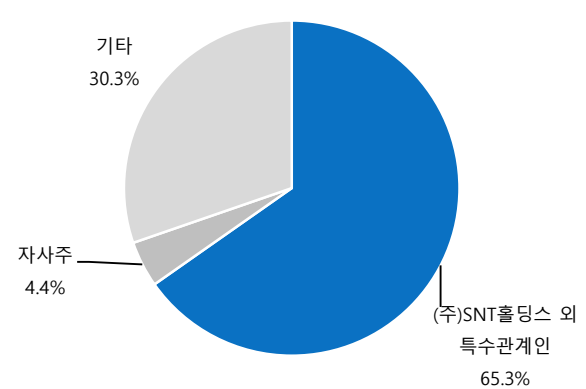
자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림1. SNT 에너지 매출 구성(2024년 3분기 누적 기준)



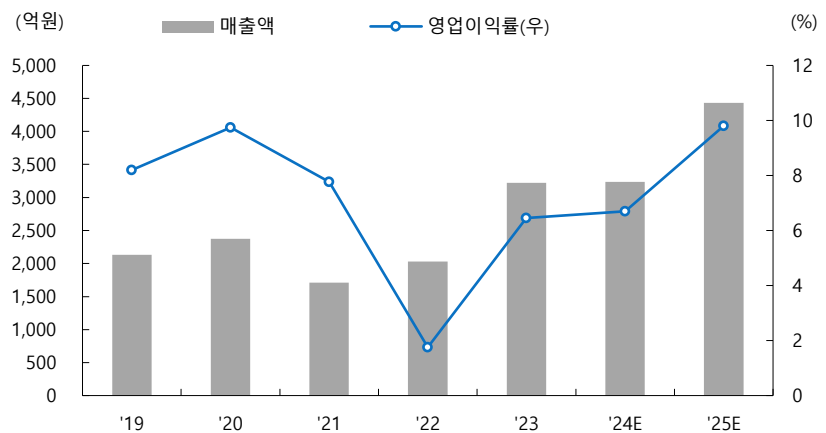
자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림2. SNT 에너지 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



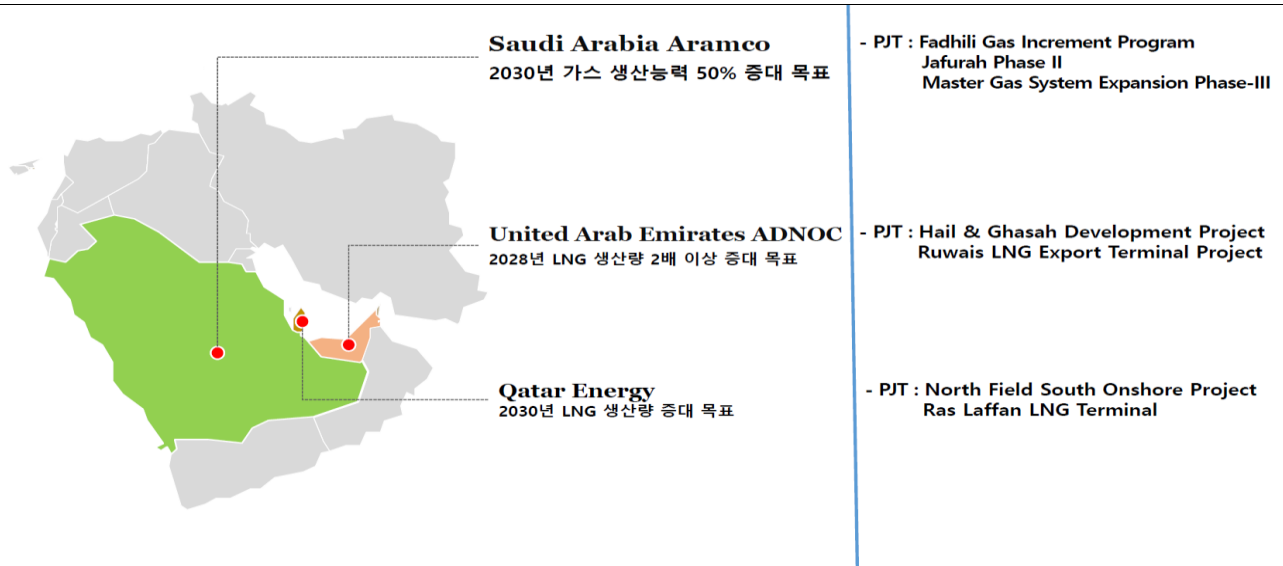
자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림3. SNT 에너지 실적 추이



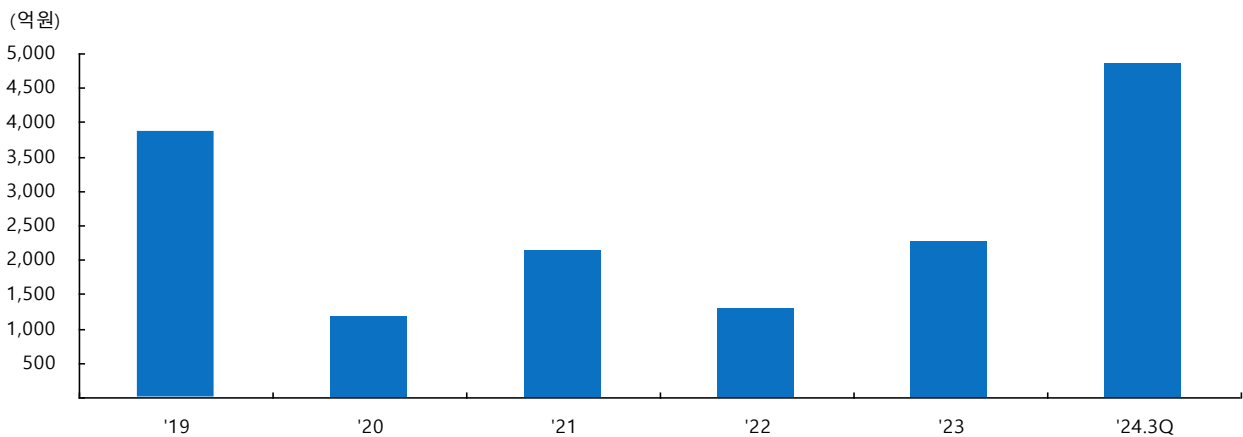
자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림4.중동지역 LNG 생산능력 확대 프로젝트



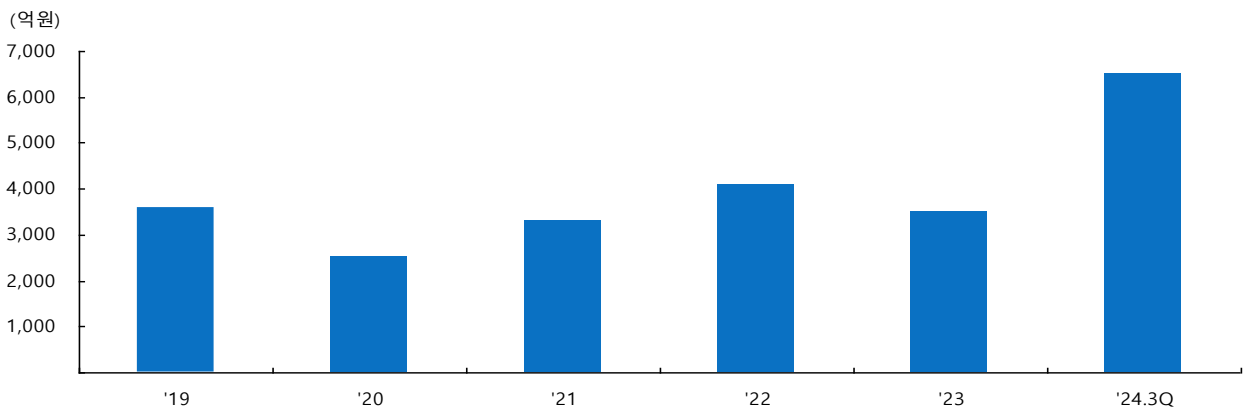
자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림5.SNT 에너지 신규수주 추이



자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림6.SNT 에너지 수주잔고 추이



자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

표2. SNT 에너지 수주 현황(24년 9월말 기준 연결실체의 계약수익금액이 전기 매출액의 5% 이상인 계약별 정보)

품목	프로젝트명	수주일자	납기	수주총액		기납품액		수주잔고	
				수량	금액	수량	금액	수량	금액
AFC	M	2019.12.27	2024.01.06	-	98,972,197	-	97,159,606	-	1,812,591
	SB	2021.06.10	2024.02.15	-	20,283,048	-	19,839,612	-	443,436
	SM	2021.06.24	2024.02.22	-	49,472,580	-	48,812,442	-	660,138
	SJ	2022.04.27	2024.03.27	-	33,112,234	-	33,021,809	-	90,425
	LJ	2022.10.12	2024.10.30	-	22,864,591	-	21,614,454	-	1,250,137
	RYD	2024.06.17	2025.08.31	-	17,413,605	-	-	-	17,413,605
	LJ31	2024.04.09	2025.10.07	-	25,724,644	-	-	-	25,724,644
	RNL	2024.06.19	2026.01.04	-	87,782,642	-	-	-	87,782,642
	SFP1	2024.08.16	2026.03.14	-	70,511,908	-	-	-	70,511,908
	SFP4	2024.08.16	2026.03.29	-	20,909,518	-	-	-	20,909,518
	THGOS	2024.10.02	2025.09.10	-	25,447,453	-	-	-	25,447,453
	NLT	2021.11.30	2023.09.30	-	31,050,307	-	31,050,307	-	-
	RG	2019.12.16	2025.09.02	-	88,418,041	-	65,179,590	-	23,238,451
	PHC	2024.03.25	2025.05.15	-	28,674,908	-	2,289,041	-	26,385,867
	NFE	2021.12.17	2025.05.02	-	37,786,224	-	37,466,810	-	319,414
	ULG	2021.12.22	2024.08.18	-	23,646,870	-	103,735	-	23,543,135
	ULL	2021.12.24	2024.02.18	-	45,715,023	-	25,888	-	45,689,135
	BCL	2024.03.18	2026.03.15	-	20,486,790	-	25,986	-	20,460,804
	THG	2024.03.29	2025.06.06	-	105,666,970	-	16,850,620	-	88,816,350
	TNFE	2024.06.28	2026.04.30	-	29,466,668	-	2,692	-	29,463,976
HRSG	LTC	2021.05.06	2024.11.02	-	18,005,151	-	17,989,876	-	15,275
	LTD	2021.05.06	2024.09.02	-	18,005,151	-	17,990,106	-	15,045
	KWPG	2023.02.07	2025.04.30	-	65,918,396	-	49,138,515	-	16,779,881
	HEF	2023.09.27	2025.01.04	-	27,760,000	-	12,119,625	-	15,640,375
	합계			-	1,013,094,919	-	470,680,714	-	542,414,205

자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림7.SNT 에너지 에어쿨러 주요기능 및 주요고객



주요고객

(TR)	MARJAN
(Tecnimont)	Hail & Ghasha Development
(B&V)	Cedar LNG Offshore
(Petrofac)	Habshan CO2 Recovery and Injection
(BECHTEL)	Rio Grande LNG Trains 1 & 2 & 3
(SECL)	Jafurah Gas Processing Facilities
(L&T)	Jafurah Gas Compression Plants

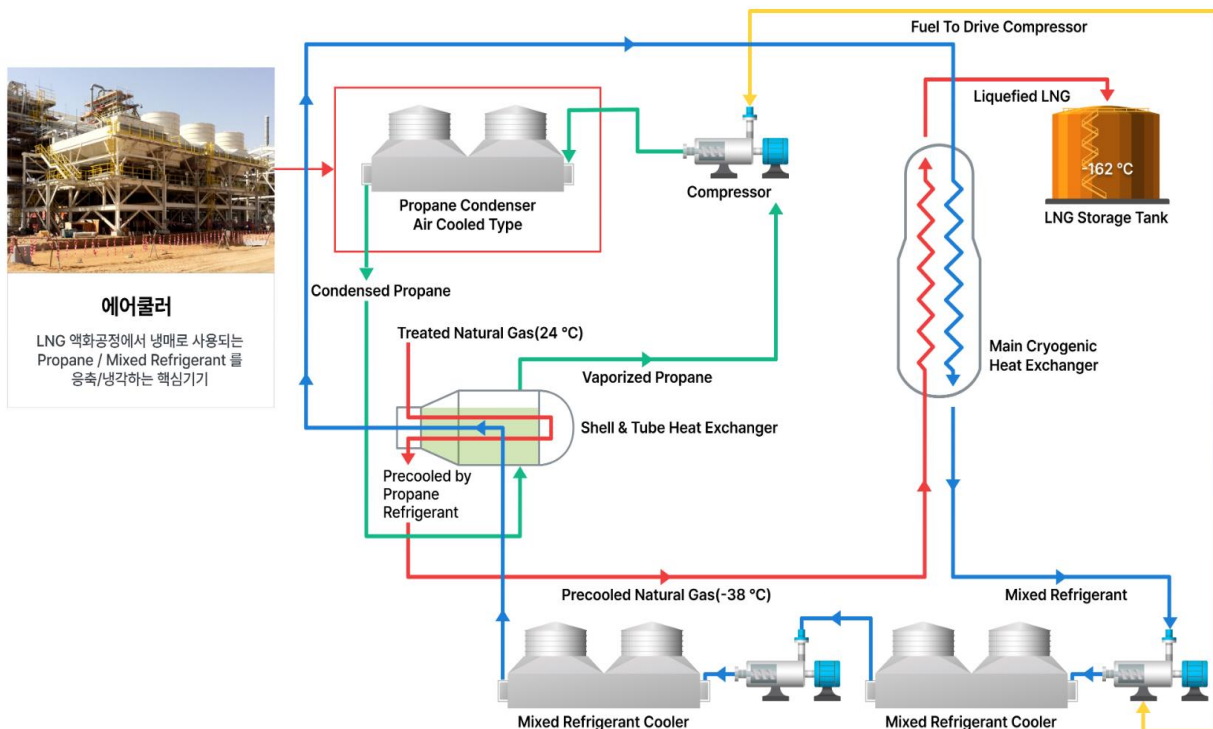
주요기능

- 석유화학, 석유정제, 가스전 등의 플랜트에서 생산된 Process Fluid를 냉각시키는 역할
- 공랭식으로 냉각용수 공급이 어려운 지역에서 채택, 친환경적이며 경제적인 냉각방식
- 수출지역 : 중동, 동남아, 북미, 러시아, 아프리카, 중남미, 오세아니아, 중앙아시아 등



자료: SNT에너지, IM증권 리서치본부

그림8.SNT 에너지 에어쿨러 계통도



자료: SNT에너지, IM증권 리서치본부

그림9.SNT 에너지 HRSG 주요기능 및 주요고객



주요고객

(한국서부발전) 구미천연가스발전소
 (롯데건설) 대구,청주친환경에너지
 (Simens) SK Yeoju , Hynix
 (HyundaiENG) HEF L

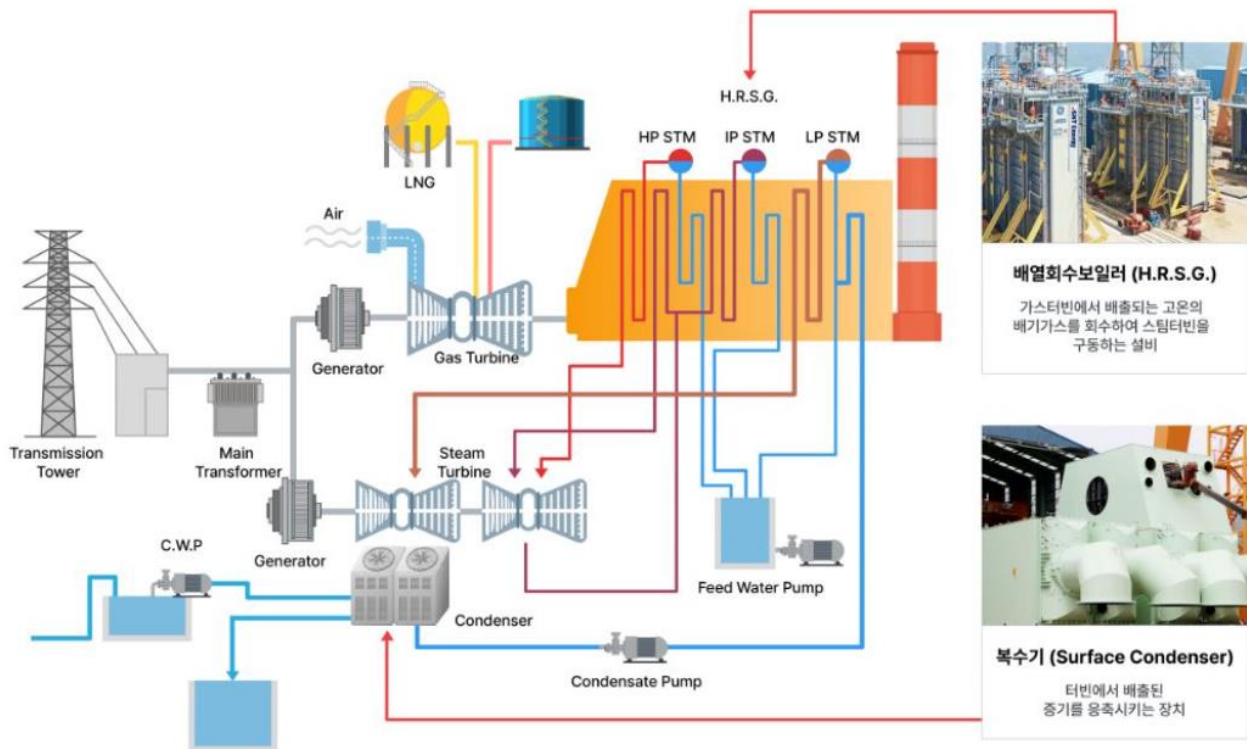
주요기능

- 복합화력발전소의 가스터빈 운전 시 발생하는 고온의 배열을 이용, 증기를 생산하여 증기터빈에 공급 전력을 생산하는 시스템
- SNT 에너지는 연간 약 3,640개의 Panel 제작 능력을 보유하고 있으며, 고주파 핀튜브 생산에 이은 HRSG Module 제작이 연속적으로 가능하여 시간 및 비용의 단축효과가 상당히 우수
- 수출지역 : 미국, 유럽, 중동, 아시아 등



자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림10.SNT 에너지 HRSG 계통도



자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림11.SNT 에너지 복수기 주요기능 및 주요고객



주요고객

(HYUNDAI E&C) KALSEL-1 Coal Fired Power Plant
Uzbekistan Takhiatash CCPP Project
(POSCO E&C) Panama Costa Norte CCPP
(LOTTE E&C) GRATI CCPP
(MHPS) Lamma11

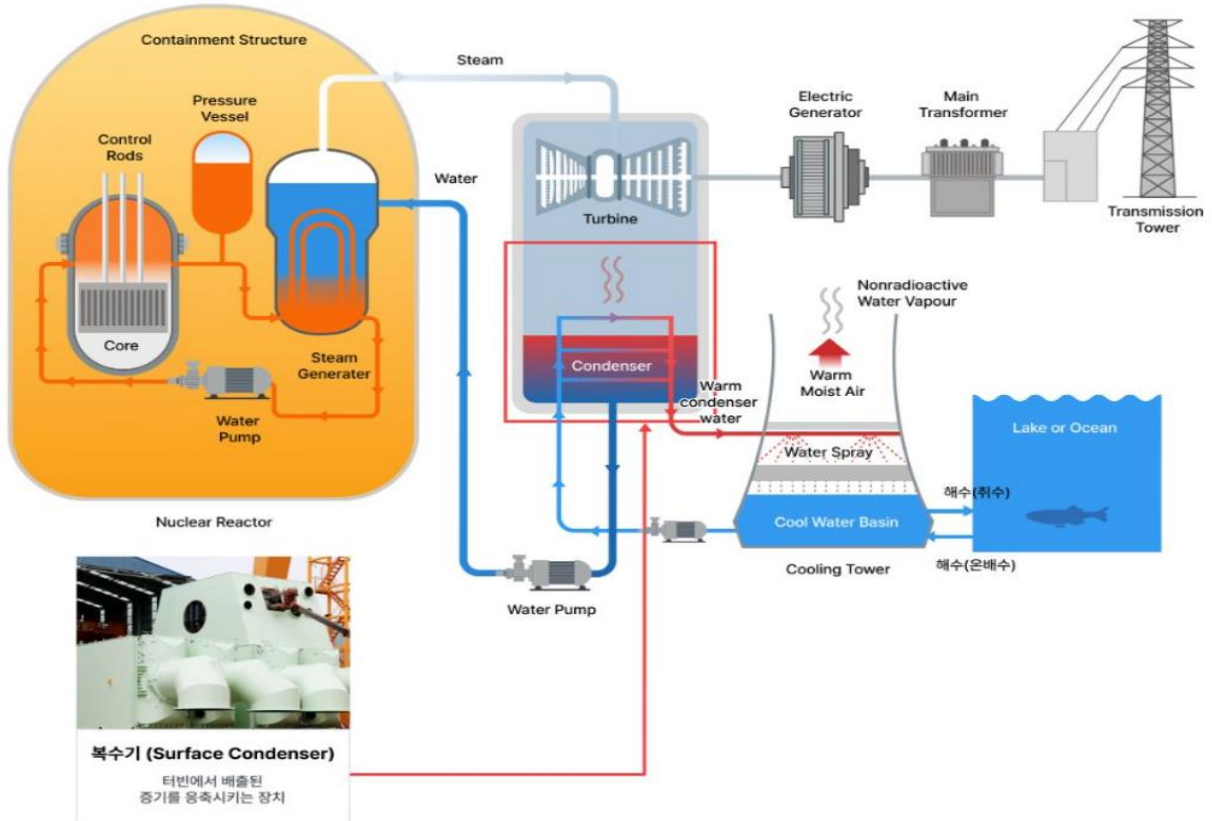
자료: SNT에너지, IM중권 리서치본부

주요기능

- 복수기(Surface condenser)는 발전소의 스팀터빈 운전 후 배출되는 증기를 냉각하여 응축수로 회수하는 발전소의 필수 보조기기
- SNT 에너지는 연간 약 100 Shell의 Surface Condenser와 100 Module 이상의 Air Cooled Condenser의 공급능력을 보유
- 수출지역 : 중동,서아프리카, 남아메리카



그림12.SNT 에너지 복수기 계통도



자료: SNT에너지, IM중권 리서치본부

그림13.SNT 에너지 탈질설비(SCR) 주요기능 및 주요고객



주요고객

(POSCO E&C) Panama Costa Norte CCPP
 (SK E&C) Goseong CCPP
 (HyundaiEng) Shaheen Package
 (서부발전) 태안 5&6호기

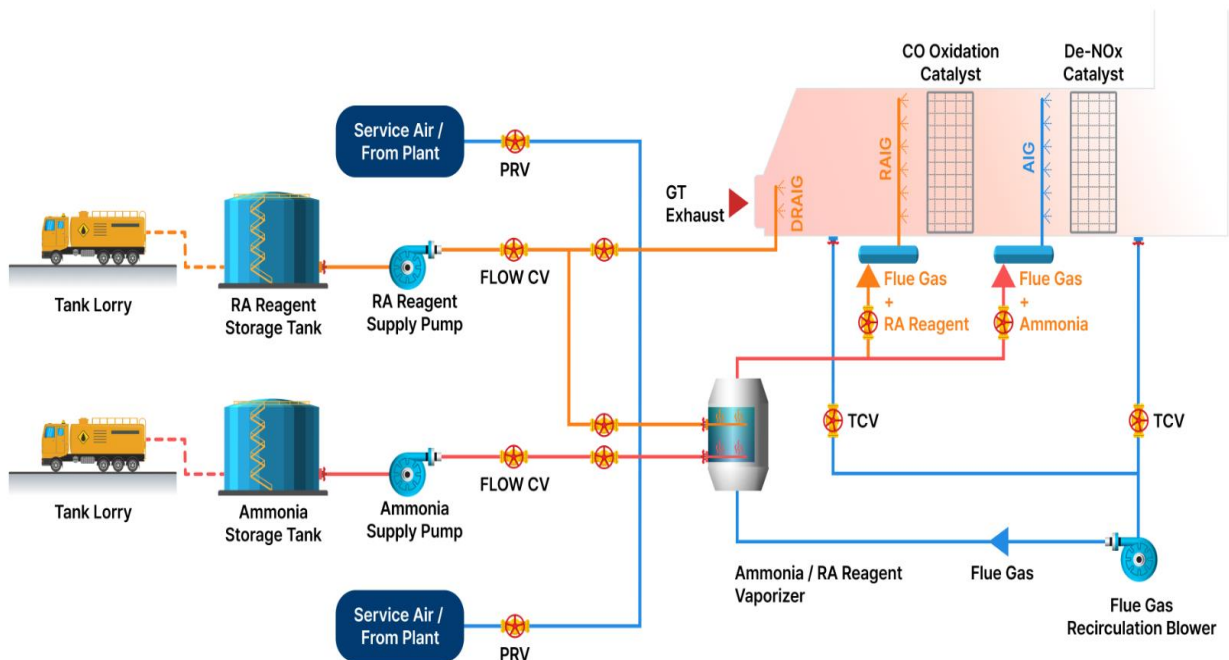
주요기능

- 발전소 및 제철소에서 연소되는 유해 배기가스 중 질소산화물(Nox)을 저감시키는 설비
- 연소 후 처리방법으로 선택적 촉매환원법(SCR System)이 가장 신뢰도가 높고, 질소산화물 제거설비 시장의 대부분을 차지
- 수출지역 : 아시아,인도네시아,중앙아메리카



자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림14.SNT 에너지 탈질설비(SCR) 계통도



자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

그림15.SNT 에너지 해외법인



자료: SNT에너지, iM증권 리서치본부

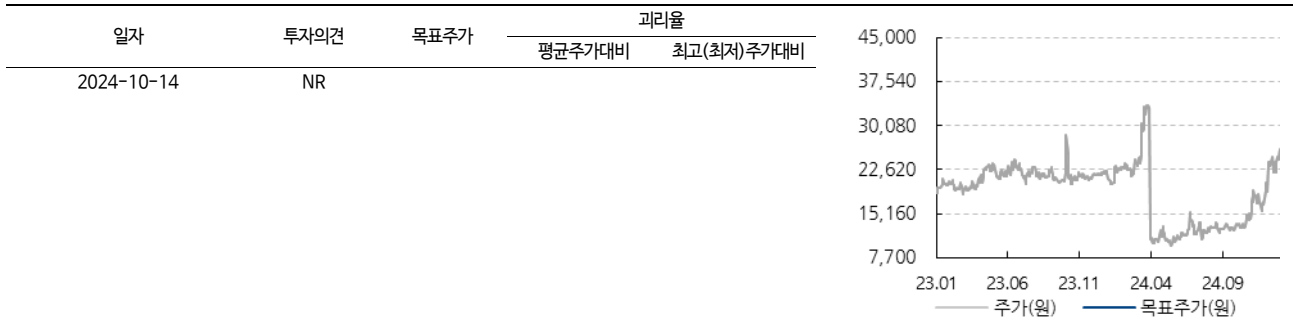
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	204	200	253	251	매출액	237	171	203	322
현금 및 현금성자산	68	89	98	70	증가율(%)	11.3	-27.9	18.6	58.7
단기금융자산	0	0	3	0	매출원가	197	142	181	273
매출채권	63	57	33	35	매출충이익	40	29	22	49
재고자산	6	3	11	4	판매비와관리비	17	15	19	28
비유동자산	132	132	176	172	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	124	124	158	158	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1	1	4	3	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	335	332	430	423	영업이익	23	13	4	21
유동부채	81	66	100	127	증가율(%)	32.3	-42.6	-73.2	483.4
매입채무	32	24	39	53	영업이익률(%)	9.7	7.8	1.8	6.5
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	0	0	3	2
유동성장기부채	0	0	1	21	이자비용	0	0	0	2
비유동부채	19	21	71	21	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	12	0
장기차입금	-	-	50	-	세전계속사업이익	14	16	21	24
부채총계	100	87	171	147	법인세비용	4	4	2	2
자배주주지분	236	245	259	276	세전계속이익률(%)	5.7	9.6	10.2	7.6
자본금	4	4	4	4	당기순이익	10	13	19	23
자본잉여금	43	43	43	43	순이익률(%)	4.1	7.3	9.3	7.1
이익잉여금	204	211	225	242	자배주주귀속 순이익	10	13	19	23
기타자본항목	-2	-1	-1	-1	기타포괄이익	0	1	1	-1
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	9	13	20	22
자본총계	236	245	259	276	자배주주귀속총포괄이익	9	13	20	22

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	70	30	29	3	주당지표(원)				
당기순이익	10	13	19	23	EPS	473	605	909	1,099
유형자산감가상각비	2	2	2	5	BPS	12,108	12,527	13,218	14,034
무형자산감각비	0	0	1	1	CFPS	589	719	1,046	1,375
자본법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	291	291	291	327
투자활동 현금흐름	-1	-1	-61	7	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	2	1	2	-	PER	12.0	11.1	7.4	7.3
무형자산의 처분(취득)	0	-	4	0	PBR	0.5	0.5	0.5	0.6
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	9.7	9.4	6.5	5.8
재무활동 현금흐름	-19	-10	44	-36	EV/EBITDA	4.6	8.9	22.0	6.2
단기금융부채의증감	-	-	50	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	50	-30	ROE	4.1	5.2	7.5	8.5
자본의증감	-10	-4	-	-	EBITDA이익률	10.7	9.1	3.1	8.2
배당금지급	-9	-5	-5	-5	부채비율	42.2	35.7	65.8	53.3
현금및현금성자산의증감	51	19	13	-26	순부채비율	-28.7	-36.1	-19.5	-18.1
기초현금및현금성자산	21	68	89	98	매출채권회전율(x)	3.2	2.9	4.5	9.4
기말현금및현금성자산	68	89	98	70	재고자산회전율(x)	29.1	39.0	29.0	42.8

자료 : SNT에너지, iM증권 리서치본부

SNT에너지 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

비에이치아이 (083650)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

천연가스 발전 및 원전 수요 확대⇒수주 증가로 이어짐

재생에너지 간헐성 보완 및 전력 수요 급증 등으로 천연가스 발전 수요 증가할 듯

재생에너지의 간헐성을 보완하기 위하여 천연가스 발전이 대안으로 떠오르고 있다. 무엇보다 천연가스 발전은 전 세계적으로 석탄발전을 대체하고 있을 뿐만 아니라 탄소포집·활용·저장기술(CCUS) 같은 신기술과 결합해 탄소중립 달성을 위한 핵심 에너지원으로 주목 받고 있다.

다른 한편으로는 AI 등으로 인한 데이터센터 건설이 빠른 속도로 늘어나면서 전력 수요가 급증할 것으로 예상됨에 따라 천연가스 발전 수요도 빠르게 늘어날 것으로 전망된다.

전 세계적으로 전력수요 증가 및 석탄화력발전소 대체 등으로 지난해 HRSG 수주 급증하면서 사상 최대 수주 실적을 기록⇒ 올해의 경우도 수주증가의 지속성 높여 나갈 듯

HRSG는 가스터빈을 돌리고 나오는 배가스의 열에너지를 회수해서 다시 고온, 고압의 증기로 만든 다음 스팀터빈을 돌리는 LNG복합화력발전소의 핵심 설비다. 당사는 국내 최대 HRSG 제작업체로서 지난 2020년 아멕포스터힐러로부터 HRSG 원천기술 일체를 인수하였다.

지난해 당사는 HRSG 수주가 급증하면서 1.48조원 수준의 신규수주로 사상 최대 수주 실적을 기록하였다.

먼저 2024년 3월에 당사는 SEPCO-3와 약 2,000억원 규모의 HRSG 공급계약을 체결하였다. 이와 같은 계약을 통해 당사는 사우디아라비아 타이바(Taiba)와 카심(Qassim) 2개 지역에 건설되는 복합화력발전소에 600MW급 HRSG 총 6기를 공급할 계획이다. 또한 2024년 5월과 7월에 도시바 플랜트 시스템앤서비스와 각각 약, 1,200억원, 약 2,740억원 규모의 복합화력발전소 HRSG 공급계약을 체결하였다. 즉, 일본 지타지역과 오사카 난코지역에 건설되는 복합화력발전소 600MW급 HRSG를 각각 2기, 3기를 공급할 계획이다.

우리나라의 경우 2024년 8월 지역난방공사와 2,397억원 공급계약을 체결하였다. 이는 지역난방공사가 운영 중인 수원 열병합발전시설의 사용 연료를 기존 중유에서 LNG로 전환하는 프로젝트로 당사는 HRSG와 DH Heater(열교환기)를 공급할 계획이다.

이와 더불어 2024년 10월 당사는 한국남동발전에서 발주한 1,369억원 규모의 고성 천연가스 복합발전 주기기 제작구매 낙찰통지서를 수령하였다. 이는 삼천포화력발전소 3·4호기 설비용량 1,120MW 대체하는 프로젝트이다.

이와 같이 중동, 일본, 우리나라 등 전세계적으로 전력수요 증가 및 석탄화력발전소 대체 등으로 지난해 HRSG 수주 등이 급증하였다.

한편, 신한을 3·4호기와 관련하여 총 3건의 보조기기(BOP) 낙찰 통보를 받았을 뿐만 아니라 체코원전 수주 등 원전 수출 지역 확대 및 SMR 시장 성장 등도 당사 수혜가 기대된다.

올해의 경우도 전 세계적으로 전력수요 증가 및 석탄화력발전소 대체 등으로 당사 수주증가의 지속성을 높여 나갈 수 있을 것이다.

NR

액면가	500원
종가(2025.01.17)	18,080원

Stock Indicator

자본금	15십억원
발행주식수	3,094만주
시가총액	559십억원
외국인지분율	6.3%
52주 주가	7,220~19,100원
60일평균거래량	3,750,748주
60일평균거래대금	57.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.5	78.3	95.0	126.6
상대수익률	15.1	83.6	107.7	139.6

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	243	235	330	367
영업이익(십억원)	11	-31	8	15
순이익(십억원)	5	-35	-19	8
EPS(원)	174	-1,330	-736	243
BPS(원)	3,770	2,474	1,897	2,377
PER(배)	14.7			33.4
PBR(배)	0.7	1.7	3.4	3.4
ROE(%)	5.4	-42.6	-33.6	12.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	11.1	-	22.4	14.9

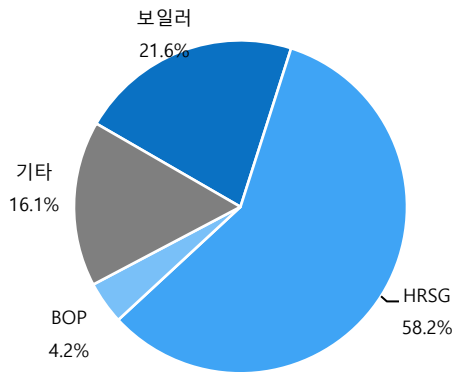
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 비에이치아이 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	2,118	-233	-304	-296	-296	-1,140	
2019	2,229	-125	-156	-148	-148	-569	
2020	2,434	113	45	46	45	174	14.7
2021	2,349	-306	-345	-346	-346	-1,330	
2022	3,302	81	-208	-191	-191	-735	
2023	3,674	151	38	75	75	243	33.4
2024E	3,735	211	126	137	137	443	34.8
2025E	4,726	323	248	205	205	662	27.3

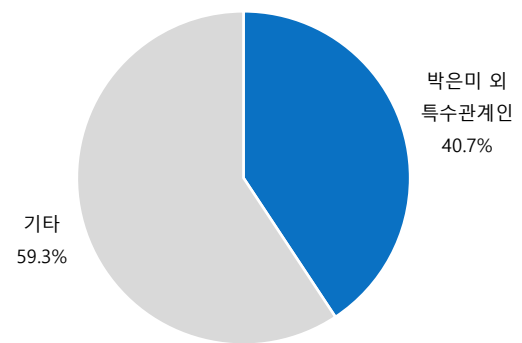
자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

그림1. 비에이치아이 매출 구성(2024년 3분기 누적 기준)



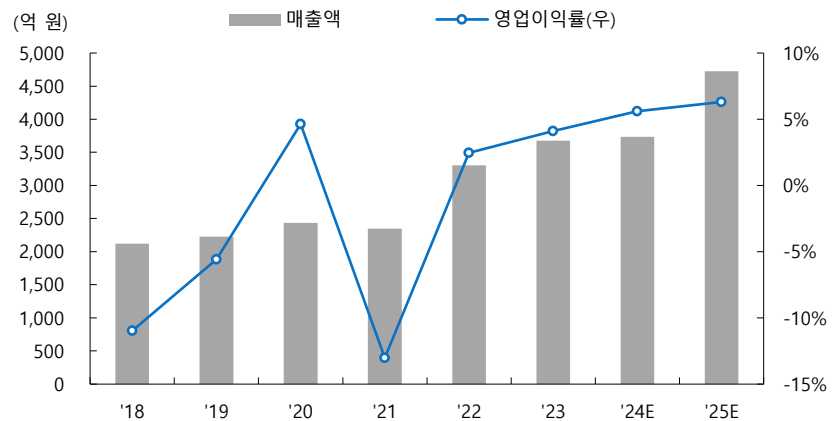
자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

그림2. 비에이치아이 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

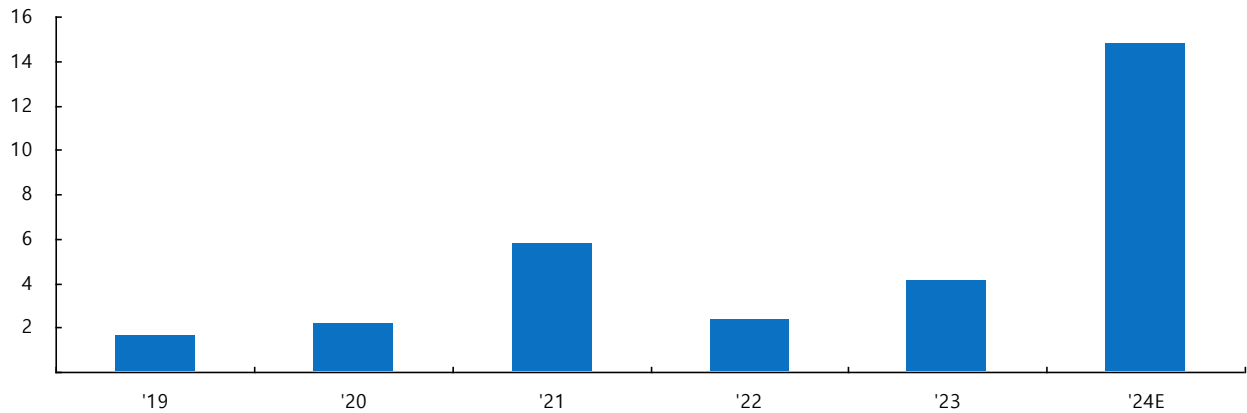
그림3. 비에이치아이 실적 추이



자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

그림4. 비에이치아이 연도별 신규수주 추이

(천억원)



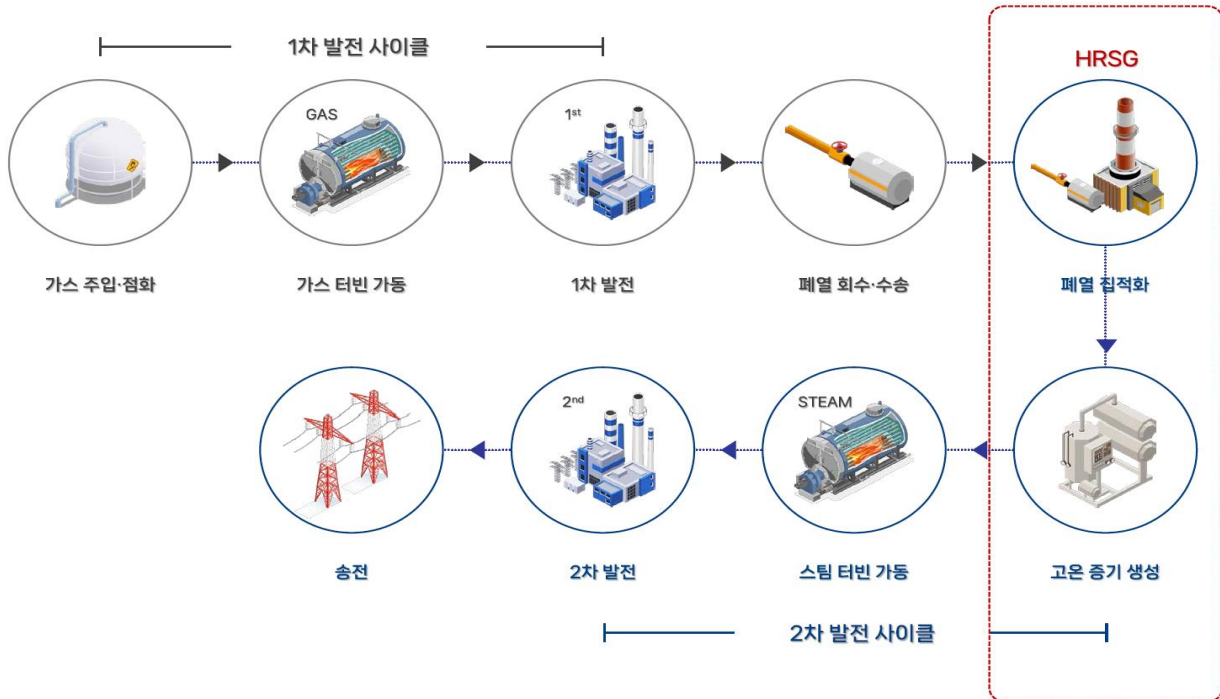
자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

표2. 비에이치아이 진행률 적용 수주 현황 (2024년 9월 30일 기준)

품목	발주처	계약일	공사기한	수주총액(원)	진행률
Boiler	현대건설	2021-09-10	2023-04-02	48,432,245,976	75.60%
Boiler	MC-HDEC-CC1 Consortium	2022-08-17	2023-10-10	50,069,078,401	75.60%
HRSG	대우건설	2022-09-27	2027-05-25	90,192,000,000	36.20%
Boiler	현대제철	2022-01-10	2024-12-15	22,930,000,000	73.90%
HRSG	두산에너지빌리티	2023-03-27	2025-11-30	44,850,000,000	72.30%
HRSG	씨자안대산전력 주식회사	2023-05-19	2023-05-19	42,650,000,000	74.30%
Boiler	FORMOSA HEAVY INDUSTRIES CORP.	2023-03-16	2027-07-30	247,490,961,374	15.30%
BOP	한화에너지	2024-03-25	2025-09-30	32,941,000,000	18.90%
HRSG	두산에너지빌리티	2024-04-02	2025-12-15	41,200,000,000	16.00%
HRSG	SEPCO 3	2024-03-01	2025-09-20	105,830,065,104	26.80%
HRSG	SEPCO 3	2024-03-01	2025-09-20	98,797,388,316	19.80%
HRSG	대우건설	2024-03-04	2026-05-28	47,500,000,000	3.60%
HRSG	삼성물산	2024-06-17	2025-11-30	24,766,214,240	0.70%
HRSG	Toshiba - TPSC	2024-05-24	2029-02-12	118,396,109,220	0.00%
HRSG	Toshiba - TPSC	2024-07-31	2030-11-25	268,317,398,216	0.00%

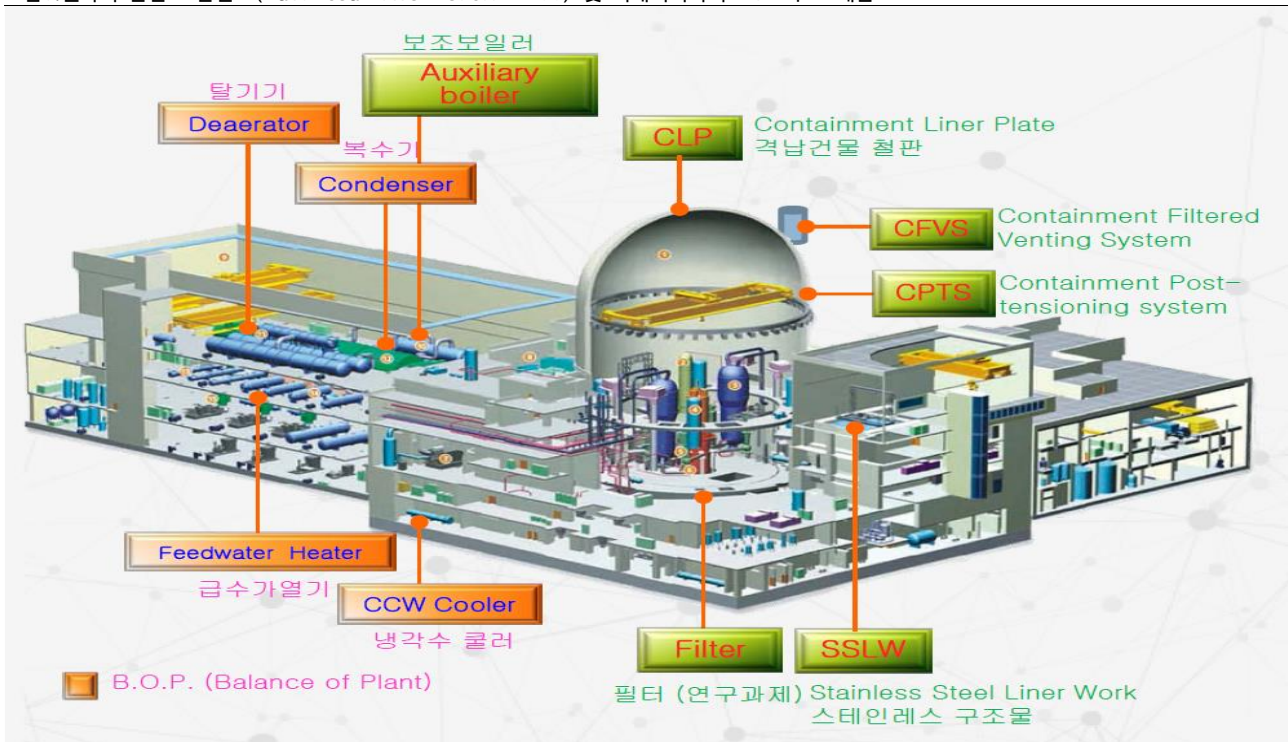
자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

그림5.HRSG 기술개요



자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

그림6.원자력 발전소 단면도(Advanced Power Reactor 1400) 및 비에이치아이 BOP 주요 제품



자료: 한국수력원자력, 비에이치아이, iM증권 리서치본부

표3. 신한울 3·4호기 개요

시설용량	1,400MW *2
총 공사비	11조 6,804억원
형식	신형가압경수로(APR1400)
위치	경북 울진 북면 및 죽변면
사업기간	2023.06.~2023.10.
시설용량	1,400MW *2

자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

그림7.원자력 발전 관련 비에이치아이 BOP 주요 제품

 격납건물 포스트 텐서닝 시스템 (OPTS) 격납건물 강화 설비	 격납 건물 철판 (CLP) 격납건물 내벽에 설치돼 방사능 누출 방지
 원자로 건물 여과 환기 시스템 (CFVS) 사고 발생 시, 원자로 건물의 과압 방지	 급수가열기 (HP / LP Feedwater Heater) 발전소의 효율을 높이고 급수와 보일러의 온도 차로 인한 열 영향 최소화
 배관 관통부 (CPP) 기밀이 유지되는 격납건물의 내부와 외부를 연결하기 위한 격납건물 벽을 관통하는 배관	 복수기 (Condenser) 터빈의 배기를 물로 응축하는 기기
	스테인리스 스틸 라이너 (SSLW) 원자력 발전소 '저수조' 구축에 필요한 핵심 철골 구조물 냉각수 및 방사성 물질 유출과 외부 오염물질 인입 방지

자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

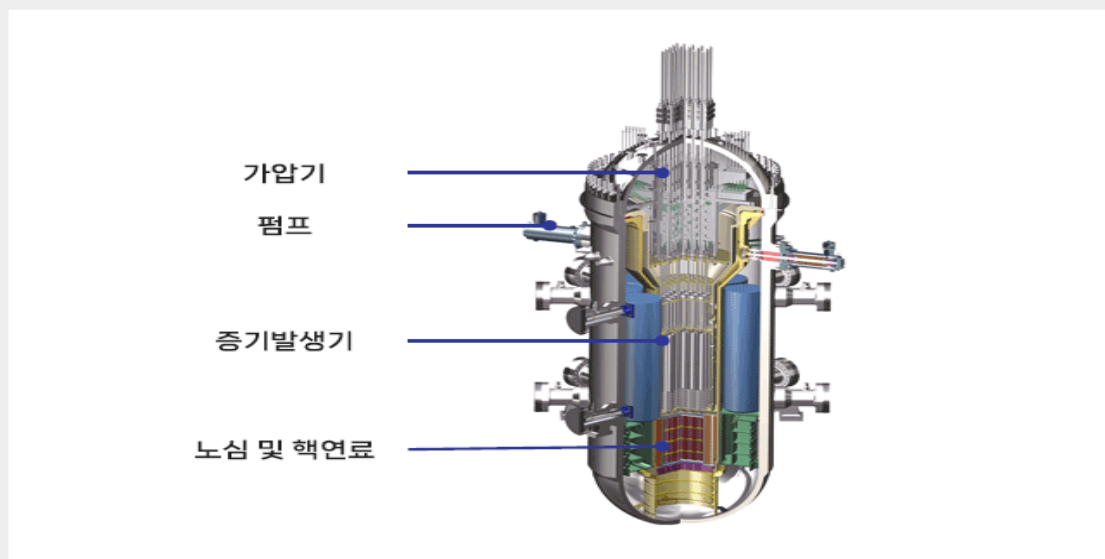
그림8. 체코 신규 원전 사업 개요

- 사업명 : 두코바니(Dukovany) 5,6호기
- 위치 : 체코 S.Moravia 주 남서부
- 발주처 : Elektrárna Dukovany II
- 노형 : APR1000 (1,000MWe)
- 계약예정일 : 2025년 3월
- 준공목표일 : 2036년 10월



자료: 두산에너지리티, iM증권 리서치본부

그림9.SMR 기본 구조 및 대형원전과의 비교



대형 원전 vs SMR		
대형원전	구분	i-SMR
1,200~1,600MW	노심출력	100~300MW
100만 개	부품 수	1만 개(모듈)
100만 년에 한번	중대사고 확률	10억 년에 한 번
반경 16km	비상 대피 구역	반경 300m
48개월	건설 공기	24개월
10조 원(2기 기준)	건설 비용	1조 원

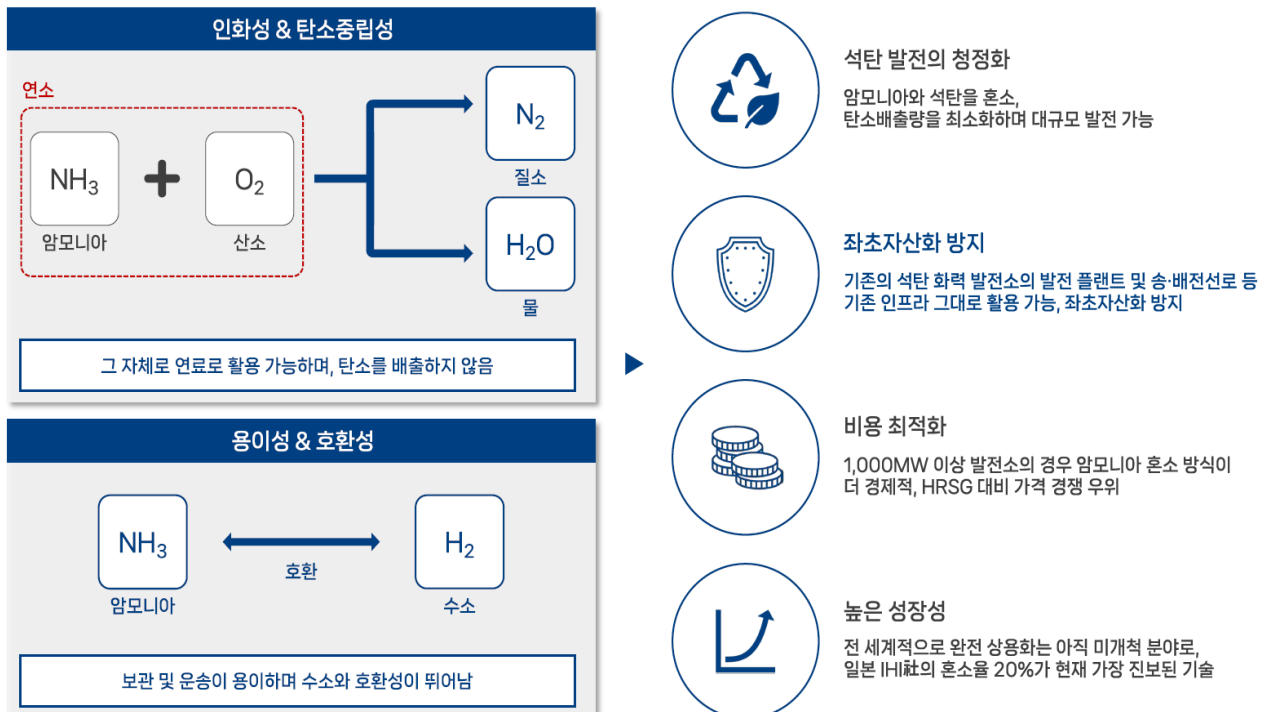
자료: 한국수력원자력, 한국원자력연구원, 한전기술, iM증권 리서치본부

그림10.CASK 개요 및 사용 후 핵연료 관리



자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

그림11.암모니아 특징 및 암모니아 혼소 보일러 특징점



자료: 비에이치아이, iM증권 리서치본부

그림12.비에이치아이 암모니아 혼소 보일러 국제 과제 참여

당진 국제 과제



삼척 국제 과제



자료: 비에이치아이, 당진화력발전소, 삼척블루파워, iM증권 리서치본부

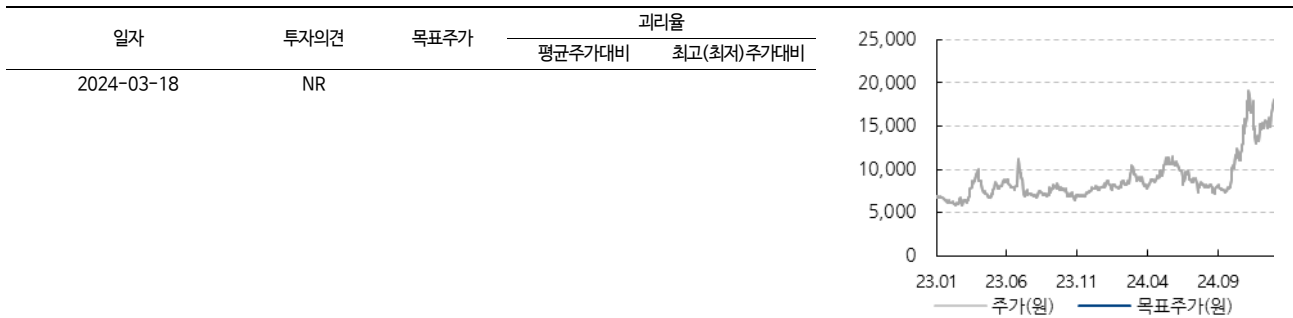
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	135	135	202	188	매출액	243	235	330	367
현금 및 현금성자산	22	11	24	14	증가율(%)	9.2	-3.5	40.6	11.3
단기금융자산	0	3	3	9	매출원가	209	241	295	324
매출채권	18	14	54	40	매출충이익	34	-6	35	43
재고자산	5	4	4	6	판매비와관리비	23	24	27	28
비유동자산	259	255	247	237	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	210	203	196	192	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	22	21	19	17	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	394	390	449	425	영업이익	11	-31	8	15
유동부채	222	250	310	321	증가율(%)	흑전	적전	흑전	86.1
매입채무	35	26	33	20	영업이익률(%)	4.6	-13.0	2.5	4.1
단기차입금	100	123	148	114	이자수익	0	0	0	1
유동성장기부채	35	25	6	43	이자비용	9	7	9	12
비유동부채	74	76	90	31	자본이익(손실)	0	-1	-1	-1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	3	2	1	2
장기차입금	42	42	41	-	세전계속사업이익	4	-34	-21	4
부채총계	296	326	400	352	법인세비용	0	0	-2	-4
자배주주지분	98	64	49	74	세전계속이익률(%)	1.8	-14.7	-6.3	1.0
자본금	13	13	13	15	당기순이익	5	-35	-19	8
자본잉여금	8	8	8	26	순이익률(%)	1.9	-14.7	-5.8	2.0
이익잉여금	18	-16	-34	-27	자배주주귀속 순이익	5	-35	-19	8
기타자본항목	60	60	60	60	기타포괄이익	24	1	1	-1
비자배주주지분	0	0	0	0	총포괄이익	28	-34	-18	7
자본총계	98	64	50	74	자배주주귀속총포괄이익	28	-34	-18	7

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	4	-18	15	44	주당지표(원)				
당기순이익	5	-35	-19	8	EPS	174	-1,330	-736	243
유형자산감가상각비	6	8	8	8	BPS	3,770	2,474	1,897	2,377
무형자산감각비	2	2	2	2	CFPS	507	-915	-329	644
지분법관련손실(이익)	0	-1	-1	-1	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	3	-7	-25	-15	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	1	2	-	PER	14.7			33.4
무형자산의 처분(취득)	4	0	0	0	PBR	0.7	1.7	3.4	3.4
금융상품의 증감	-1	-1	-1	-1	PCR	5.1	-4.5	-19.7	12.6
재무활동 현금흐름	1	13	23	-39	EV/EBITDA	11.1	-	22.4	14.9
단기금융부채의증감	4	23	24	-34	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	2	-9	-2	-4	ROE	5.4	-42.6	-33.6	12.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.2	-8.4	5.7	7.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	301.9	505.9	807.1	477.2
현금및현금성자산의증감	8	-11	13	-10	순부채비율	157.4	274.7	339.6	180.5
기초현금및현금성자산	15	22	11	24	매출채권회전율(x)	12.7	14.8	9.8	7.8
기말현금및현금성자산	22	11	24	14	재고자산회전율(x)	50.9	57.2	82.9	74.4

자료 : 비에이치아이, iM증권 리서치본부

비에이치아이 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

성광벤드 (014620)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

LNG 관련 프로젝트 확대로 수혜 가능할 듯

중동 뿐만 아니라 트럼프 2.0 시대 LNG 관련 프로젝트 확대로 향후 동사 신규수주 증가하면서 수혜 가능할 듯

연도별 동사의 별도기준 신규수주 동향을 살펴보면 18년 1,633억원, 19년 1,836억원, 20년 1,285억원, 21년 1,491억원, 22년 2,389억, 23년 1,826억원, 24년 3Q 누적 1,608억원을 기록하였다.

20~21년의 경우 에는 코로나19 로 인한 경제적 불확실성과 더불어 저유가 등으로 LNG 플랜트 프로젝트 등이 연기 및 취소 되면서 신규수주의 흐름이 악화되었다. 그러나 22년에는 고유가 흐름이 본격화되면서 미국과 중동 지역의 LNG 프로젝트 등이 재개됨에 따라 신규 수주가 늘어났다.

23년의 경우 주요 에너지 기업의 투자 정체 및 지연 등으로 신규수주가 전년대비 다소 감소하였다. 그러나 24년에는 사우디아라비아에서 AMIRAL PKG 1, JafurahGas Processing Ph-II Pkg-1, FadhiliGas Increment Project #1 등의 신규수주가 가시화되면서 분기를 거듭할수록 증가 중에 있다.

무엇보다 사우디아라비아의 국영석유회사 아람코(Aramco)의 경우 2030년까지 판매 가스 생산량을 2021년 대비 60% 이상 늘리는 것을 목표로 하는 가스 확장 전략을 펼치고 있다. 먼저 자푸라 가스전 2단계(Jafurah Phase II) 개발을 통하여 2030년까지 20억 scfd 규모의 지속 가능한 가스 판매량 달성을 계획 중에 있다. 또한 마스터 가스 시스템 3차 확장도 진행되고 있다. 이와 더불어 사우디아라비아 수도 리야드 북동쪽 350km에 위치한 기존 파달리 가스 플랜트 등을 증설하는 사업 등도 진행하고 있다.

또한 2019년 카타르 국영기업 QE는 북부가스전(North Field)전에서 생산되는 연간 LNG 생산 규모를 7,700만 톤에서 2027년 까지 1억 2,600만 톤으로 확대하는 증산 계획을 발표함에 따라 현재 LNG 트레인 등을 증설하는 프로젝트가 진행 중에 있다.

이와 같이 중동에서의 LNG 관련 프로젝트 증가로 향후 동사의 신규수주가 확대될 것으로 예상된다.

다른 한편으로는 트럼프 2.0 시대에는 LNG 수출 확대 정책으로 말미암아 LNG 투자가 늘어나면서 LNG 관련 프로젝트가 증가할 것으로 예상된다. 2022년 북미에서 LNG 프로젝트가 증가할 때 동사 수주가 증가하면서 전체 매출에서 북미향이 차지하는 비중이 67.2%를 기록하였다. 이에 따라 트럼프 2.0시대 LNG 관련 프로젝트 확대로 동사 신규수주 증가하면서 수혜 가능할 것이다.

제품믹스 변화 효과로 인한 가격상승 등으로 향후 매출 증가 되면서 실적 개선 가속화 될 듯

정유에 사용하는 카본제품보다 LNG 등에 사용되는 스테인리스, 합금강 등 비카본제품의 가격이 월등히 높기 때문에 LNG 관련 프로젝트 수주가 증가되면서 제품믹스 변화로 인한 가격상승 효과가 나타날 수 있을 것이다. 향후 LNG 관련 프로젝트 확대로 동사 신규수주가 증가할 것으로 예상됨에 따라 제품믹스 변화로 인한 가격상승 등으로 매출이 증가 되면서 실적 개선이 가속화 될 것이다.

NR

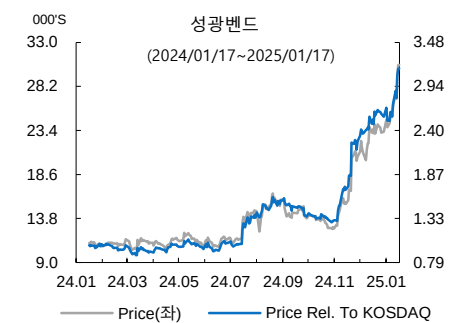
액면가	500원
증가(2025.01.17)	30,550원

Stock Indicator

자본금	14십억원
발행주식수	2,793만주
시가총액	853십억원
외국인지분율	15.2%
52주 주가	10,150~30,550원
60일평균거래량	931,864주
60일평균거래대금	19.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.0	117.0	118.2	175.0
상대수익률	25.6	122.3	130.8	188.0

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	181	137	244	255
영업이익(십억원)	1	-8	27	45
순이익(십억원)	-1	-1	39	39
EPS(원)	-50	-44	1,372	1,370
BPS(원)	15,286	15,192	16,495	17,672
PER(배)			9.7	8.9
PBR(배)	0.5	0.5	0.8	0.7
ROE(%)	-0.3	-0.3	8.7	8.0
배당수익률(%)	1.4	1.3	0.8	1.2
EV/EBITDA(배)	38.1	-	8.6	4.9

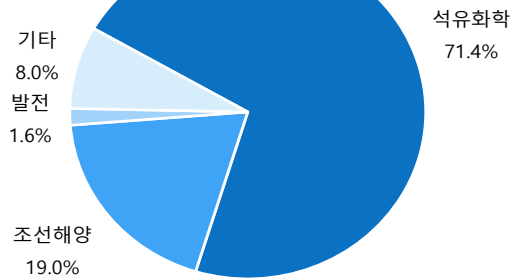
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 성광벤드 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	1,699	-145	-103	-83	-83	-291	
2019	2,024	70	97	62	62	216	48.0
2020	1,808	11	-9	-14	-14	-49	
2021	1,369	-81	-40	-12	-12	-42	
2022	2,440	268	510	392	392	1,372	9.7
2023	2,547	448	507	392	392	1,370	8.9
2024E	2,398	535	621	480	480	1,719	13.5
2025E	2,776	652	697	538	538	1,926	15.9

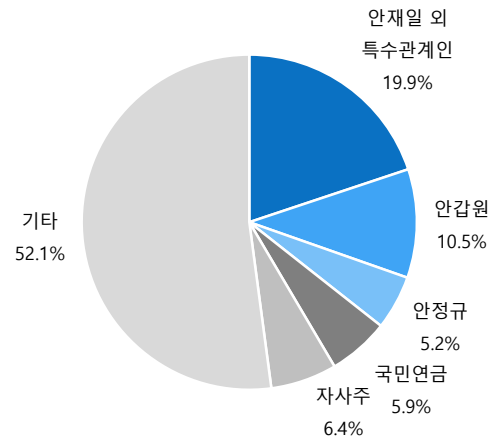
자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

그림1. 성광벤드 주요산업별 매출 구성(2024년 3분기 누적 별도기준)



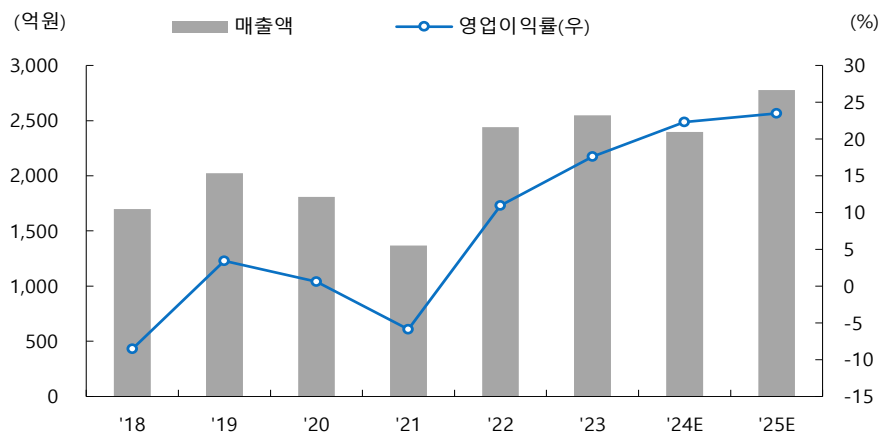
자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

그림2. 성광벤드 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



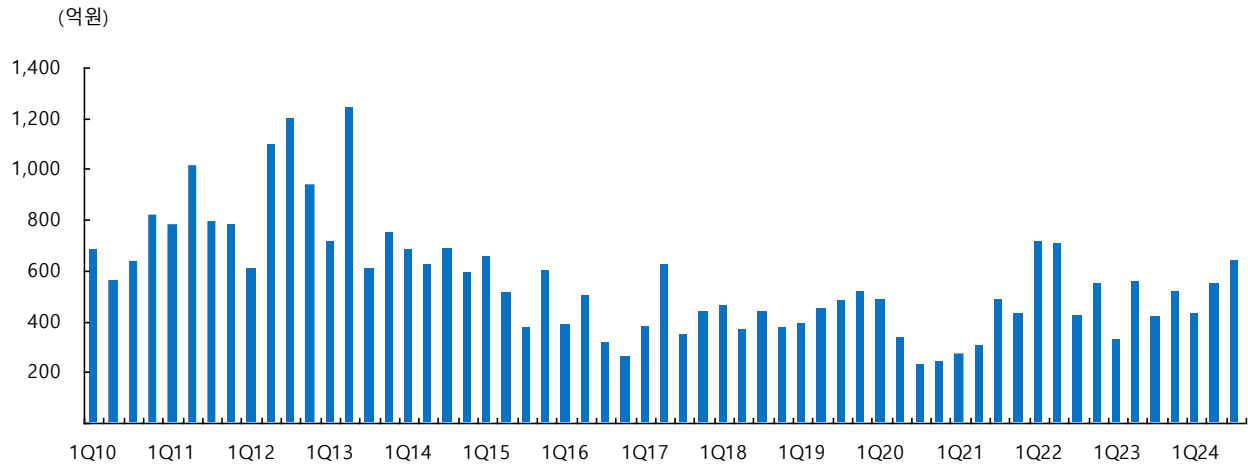
자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

그림3. 성광벤드 실적 추이



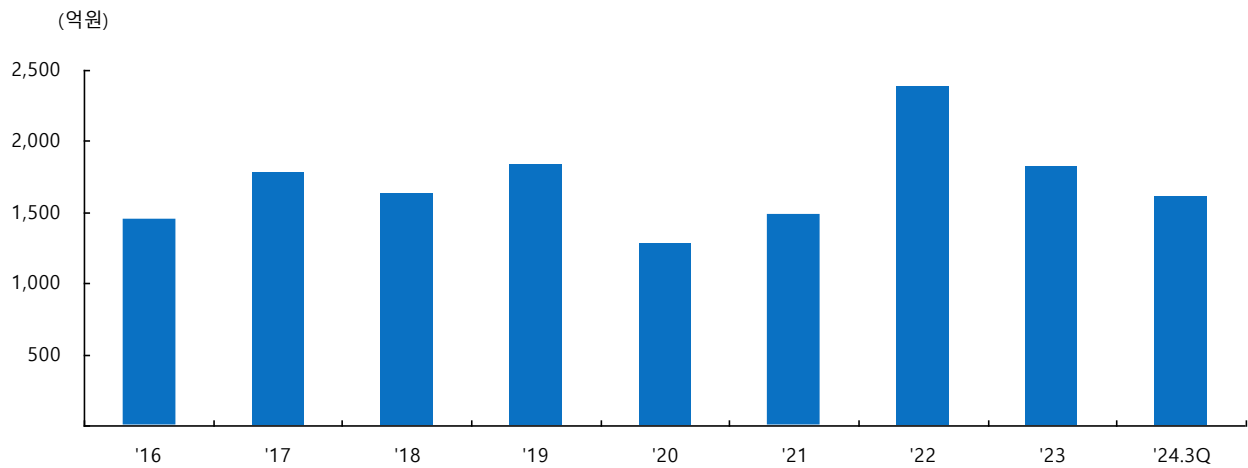
자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

그림4. 성광벤드 별도기준 분기별 신규수주 추이



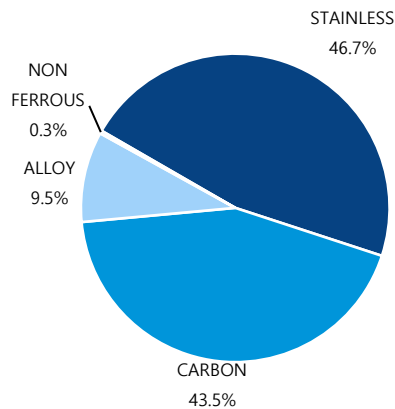
자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

그림5. 성광벤드 별도기준 연도별 신규수주 추이



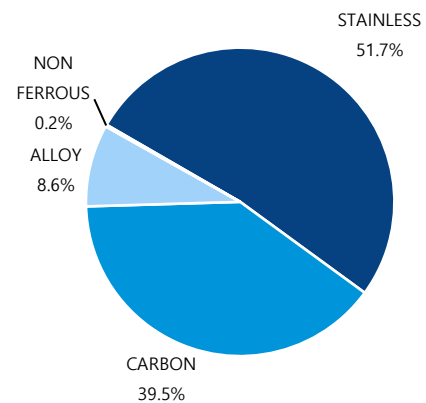
자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

그림6. 성광벤드 제품 소재별 매출 구성(2021년 기준)



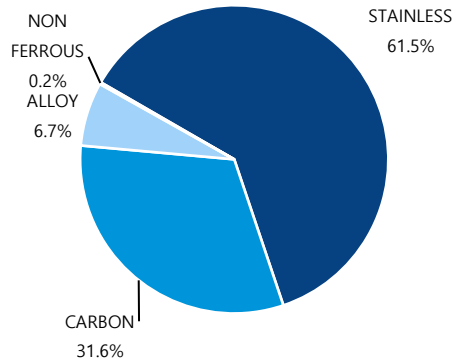
자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

그림7. 성광벤드 제품 소재별 매출 구성(2022년 기준)



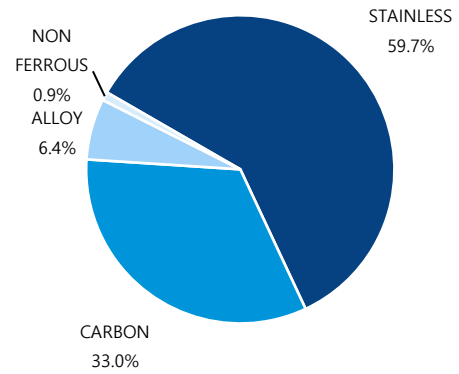
자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

그림8. 성광벤드 제품 소재별 매출 구성(2023년 기준)



자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

그림9. 성광벤드 제품 소재별 매출 구성(2024년 3분기 누적기준)



자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

표2. 성광벤드 지역별 수출 비중 추이

구분	'20	'21	'22	'23	'24.3Q
중동	10.8%	10.4%	20.2%	47.1%	35.1%
북아메리카	25.7%	45.3%	67.2%	37.9%	52.9%
아시아	60.2%	31.2%	4.2%	6.3%	5.2%
유럽	2.9%	1.3%	1.3%	8.0%	6.8%
기타	0.4%	11.8%	7.1%	0.7%	0.0%

자료: 성광벤드, iM증권 리서치본부

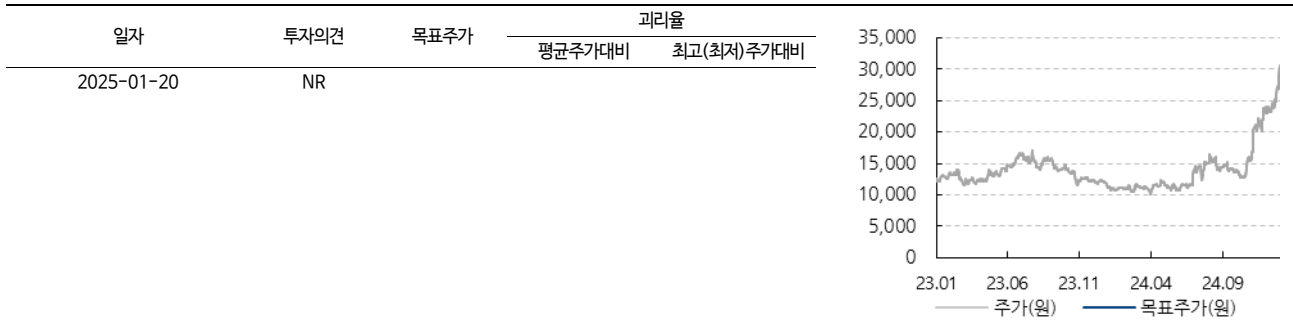
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	235	235	273	294	매출액	181	137	244	255
현금 및 현금성자산	33	35	75	76	증가율(%)	-10.7	-24.3	78.2	4.4
단기금융자산	12	16	9	34	매출원가	154	122	184	179
매출채권	41	29	37	35	매출충이익	27	15	60	76
재고자산	132	136	146	136	판매비와관리비	26	23	33	31
비유동자산	258	259	254	257	연구개발비	1	1	1	1
유형자산	251	251	250	249	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1	1	1	1	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	494	494	527	551	영업이익	1	-8	27	45
유동부채	18	46	43	36	증가율(%)	-84.0	적전	흑전	67.5
매입채무	10	13	18	14	영업이익률(%)	0.6	-5.9	11.0	17.6
단기차입금	-	-	-	2	이자수익	0	0	1	4
유동성장기부채	0	20	0	0	이자비용	0	0	0	0
비유동부채	39	14	12	10	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	1	1	1
장기차입금	20	-	-	-	세전계속사업이익	-1	-4	51	51
부채총계	56	59	55	46	법인세비용	0	-3	12	12
자배주주지분	437	434	472	505	세전계속이익률(%)	-0.5	-2.9	20.9	19.9
자본금	14	14	14	14	당기순이익	-1	-1	39	39
자본잉여금	2	2	2	2	순이익률(%)	-0.8	-0.9	16.1	15.4
이익잉여금	432	430	467	501	자배주주귀속 순이익	-1	-1	39	39
기타자본항목	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	2	1	1	-3
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	1	0	40	37
자본총계	437	434	472	505	자배주주귀속총포괄이익	1	0	40	37

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	1	8	21	36	주당지표(원)				
당기순이익	-1	-1	39	39	EPS	-50	-44	1,372	1,370
유형자산감가상각비	4	4	4	4	BPS	15,286	15,192	16,495	17,672
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	83	96	1,545	1,548
자본법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	100	100	100	150
투자활동 현금흐름	-7	-3	42	-34	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER			9.7	8.9
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	0.5	0.5	0.8	0.7
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	87.8	83.1	8.6	7.9
재무활동 현금흐름	-3	-3	-23	-1	EV/EBITDA	38.1	-	8.6	4.9
단기금융부채의증감	-	-	-	2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-20	-	ROE	-0.3	-0.3	8.7	8.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	2.7	-3.0	12.6	19.2
배당금지급	-3	-3	-3	-3	부채비율	12.9	13.7	11.7	9.0
현금및현금성자산의증감	-9	1	40	0	순부채비율	-5.8	-7.1	-17.7	-21.2
기초현금및현금성자산	43	33	35	75	매출채권회전율(x)	4.3	3.9	7.4	7.0
기말현금및현금성자산	33	35	75	76	재고자산회전율(x)	1.4	1.0	1.7	1.8

자료 : 성공벤처, iM증권 리서치본부

성광벤드 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

동성화인텍 (033500)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
2122-9198 value3@imfnsec.com[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

4년치 물량 확보로 해를 거듭할수록 매출 증가할 듯

LNG선 초저온 보냉재 제조 전문업체

동사는 지난 1985년에 설립된 LNG선 초저온 보냉재 제조 전문업체로 PU(폴리우레탄) 단열재 사업(초저온 보냉재, PU 시스템)과 가스 사업(냉매, 방재시스템)등을 영위하고 있다.

동사 전체 매출의 90% 이상이 PU단열재사업부문으로부터 발생하고 있는데, 특히 LNG 운반선 화물창 제조에 사용되는 초저온 보냉재 사업에 특화되어 있다. 이러한 국내 LNG선 보냉재 시장의 경우 동사와 한국카본이 양분하고 있다.

LNG 운반선 발주 확대로 4년치 물량 확보 ⇒ 해를 거듭할수록 매출 증가할 듯

동사의 주요 제품인 초저온 보냉재의 주요 사용처인 LNG운반선의 경우 세계적인 친환경에너지 수요확대로 LNG 수요가 증가할 뿐만 아니라 현재 프로젝트가 진행 중인 LNG 수출플랜트의 확대 등으로 발주가 증가되고 있다.

무엇보다 유럽은 천연가스 수입을 러시아 육상공급에 의존하였으나, 우크라이나 사태로 러시아 의존도를 낮추고 동시에, LNG선을 통한 해상공급으로 점차 전환하여 LNG운반선 발주 증가에 기여하고 있다.

대형 LNG 운반선의 경우 신조 수요가 증가하기 시작한 2018~2020년까지 연평균 55척이 발주되었으며, 수요가 급증한 2021~2024년까지 연평균 97척으로 발주되었다.

또한 2025~2026년까지 많은 선박의 인도가 예정되어 있으나, 신규 생산 LNG 공급량 증가와 높은 수요증가율에 대한 선박시장의 기대감으로 연 40척 내외의 발주량이 가능할 것으로 전망된다.

이에 따라 동사의 연도별 신규수주 규모도 2017년 953억원, 2018년 3,082억원, 2019년 3,641억원, 2020년 3,625억원, 2021년 8,663억원, 2022년 8,086억원, 2023년 11,470억원으로 증가하고 있는 중이다. 2024년에는 7,000억원 이상이 기대된다.

이러한 신규수주로 인하여 2024년 3분기말 기준으로 4년치 물량에 해당하는 약 2조원, 총 100척 이상의 수주잔고를 확보되었다.

이러한 수주잔고를 바탕으로 해를 거듭할수록 매출이 증가할 것으로 예상된다. 무엇보다 제품가격 상승이 반영된 신규수주의 매출 인식이 본격화 되면서 올해부터 수익성 개선이 가시화 될 것이다.

NR

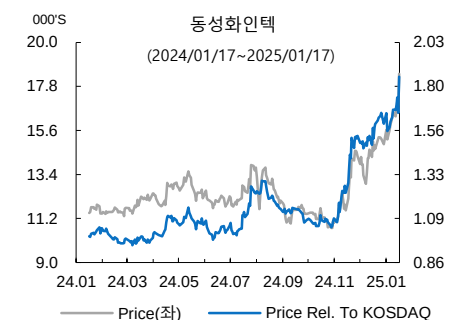
액면가 500원
증가(2025.01.17) 18,430원

Stock Indicator

자본금	15십억원
발행주식수	2,999만주
시가총액	553십억원
외국인지분율	8.5%
52주 주가	10,730~18,430원
60일평균거래량	558,760주
60일평균거래대금	8.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.4	60.0	45.1	60.7
상대수익률	18.0	65.3	57.7	73.7

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	388	365	434	531
영업이익(십억원)	32	30	15	37
순이익(십억원)	21	26	8	29
EPS(원)	774	912	283	959
BPS(원)	3,993	4,897	4,993	5,631
PER(배)	15.2	12.6	38.4	12.8
PBR(배)	2.9	2.3	2.2	2.2
ROE(%)	20.8	21.0	5.8	18.1
배당수익률(%)	3.0	3.2	3.2	2.0
EV/EBITDA(배)	9.2	10.8	18.4	8.1

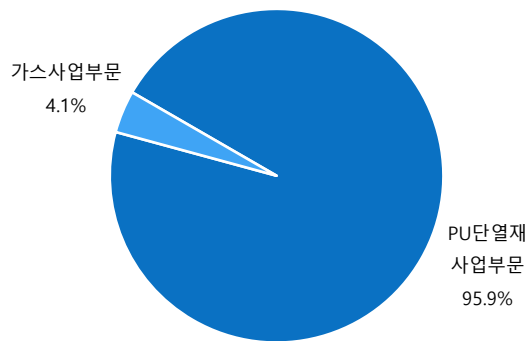
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 동성화인텍 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	1,881	-85	-92	-100	-122	-453	
2019	2,533	269	181	169	169	625	16.9
2020	3,880	320	225	213	213	774	15.2
2021	3,650	302	337	265	265	912	12.6
2022	4,342	153	139	84	84	283	38.4
2023	5,314	373	369	287	287	959	12.8
2024E	5,832	466	396	312	312	1,040	14.3
2025E	6,672	667	660	541	541	1,804	10.2

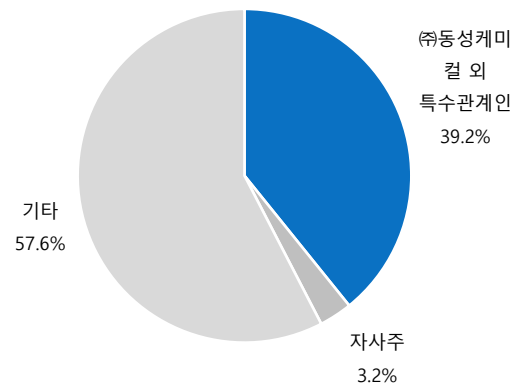
자료: 동성화인텍, iM증권 리서치본부

그림1. 동성화인텍 매출 구성(2024년 3분기 누적 기준)



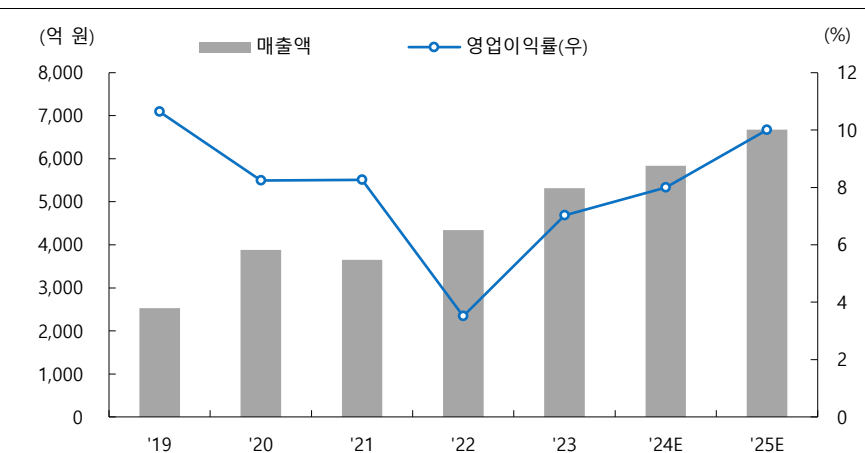
자료: 동성화인텍, iM증권 리서치본부

그림2. 동성화인텍 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: 동성화인텍, iM증권 리서치본부

그림3. 동성화인텍 실적 추이



자료: 동성화인텍, iM증권 리서치본부

그림4. 동성화인텍 사업영역

초저온보냉재

초저온 유지를 위한 보냉 자재의 일관생산체계 보유

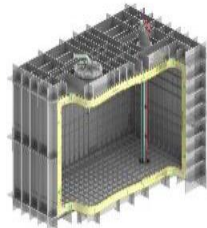
- 업계 1위의 제품과 기술력 보유
- LNGC, 해양플랜트 등 고부가가치 선박 시장 선점



- LNG 운송선
- Ethane/Mix Gas 운송선
- LNG 저장탱크,
- Pipe Insulation 등

FUEL TANK

LNG 연료탱크 제작, 기술지원



- LNG 연료 Tank
- Type-B / Type-C
- Brick
- Mark. III

PU / 가스

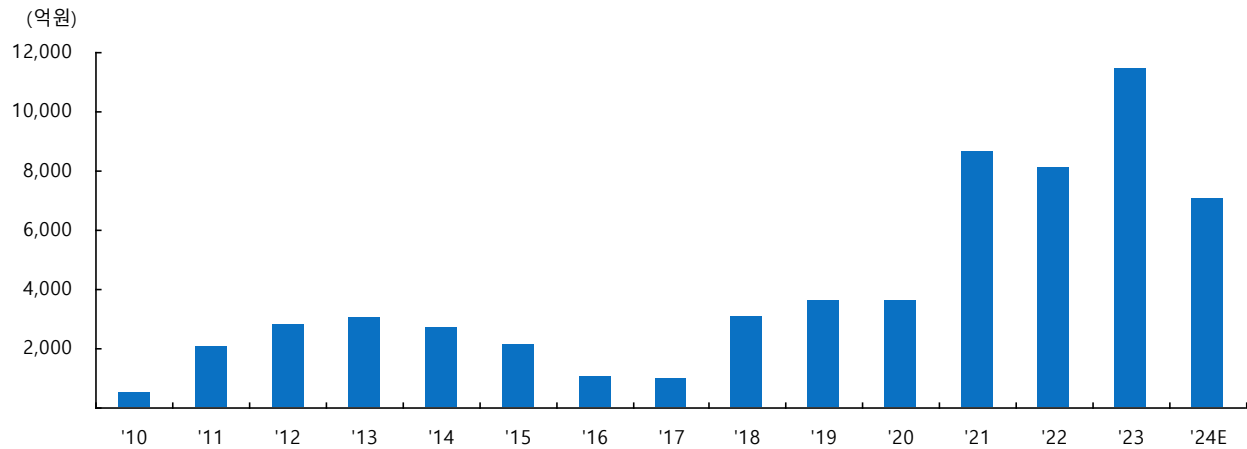
Polyurethane System House

청정소화약제의 가스소화설비
프레온 대체 환경친화적 냉매 공급

- 단열재
- 가전(냉장)
- Gas 냉매

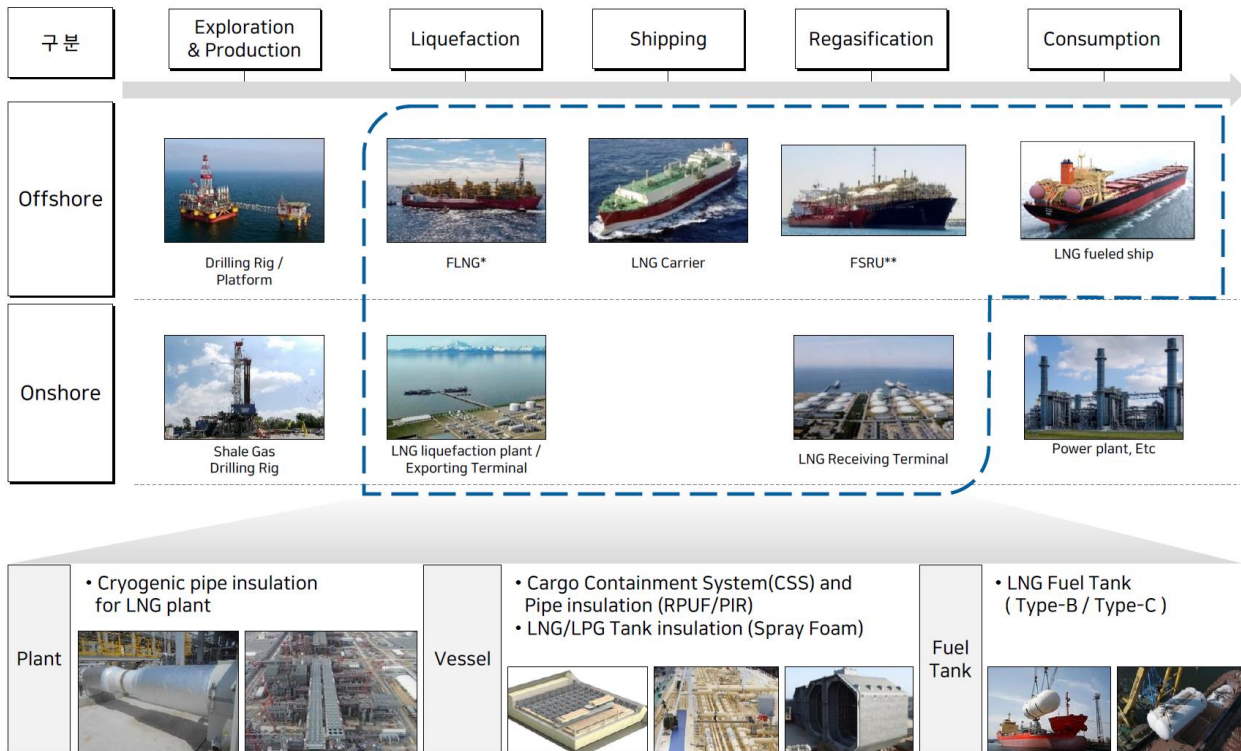
자료: 동성화인텍, iM증권 리서치본부

그림5. 동성화인텍 연도별 신규수주 추이



자료: 동성화인텍, iM증권 리서치본부

그림6.LNG 밸류체인



* FLNG : Floating LNG Production, Storage and Offloading unit
 ** FSRU : Floating Storage and Regasification Unit

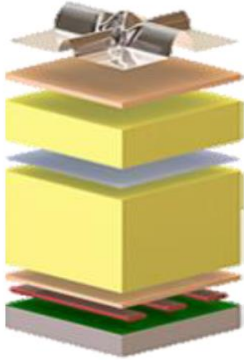
자료: 동성화인텍, iM증권 리서치본부

그림7.LNGC 화물창

Type 구분	조선소	기자재업체
MOSS	일본, 이탈리아 등	
Membrane Type CCS (佛, GTT社)	NO96 Type (Glasswool)	한화오션 中 후동조선소
	Mark.III Type (RPUF)	현대중공업 삼성중공업
	NEXT.1	조선 3사
한국형 화물창	KC-2	KC LNG Tech
	HiMex	현대중공업
	KCS	삼성중공업
	KC-1 (Kogas)	조선 3사
		검토 중

자료: 동성화인텍, iM증권 리서치본부

그림8. 주요 생산제품 현황

구분		화인텍	경쟁사
 Insulation Panel	RPUF (board)	○	HC
	IP	○	HC
	Triplex	×	HC
	Membrane	○	TMC
 Pipe	Pipe	○	KR / HC
 Tank	Tank	○	KR

자료: 동성화인텍, IM증권 리서치본부

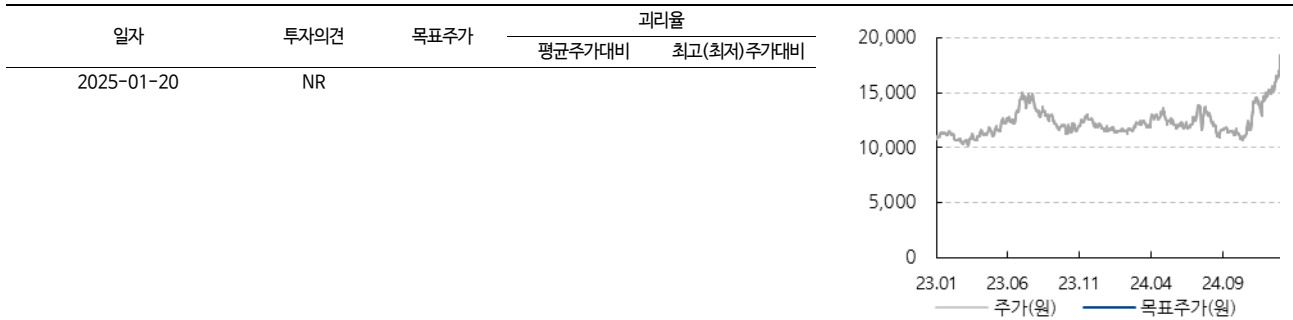
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	128	178	226	230	매출액	388	365	434	531
현금 및 현금성자산	24	23	27	27	증가율(%)	53.2	-5.9	18.9	22.4
단기금융자산	0	0	0	0	매출원가	317	306	394	463
매출채권	22	43	38	40	매출충이익	71	59	41	68
재고자산	74	97	133	151	판매비와관리비	39	29	25	31
비유동자산	118	116	118	135	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	113	111	112	128	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	1	0	1	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	246	295	344	364	영업이익	32	30	15	37
유동부채	125	135	179	185	증가율(%)	18.7	-5.6	-49.4	144.4
매입채무	28	30	47	30	영업이익률(%)	8.2	8.3	3.5	7.0
단기차입금	12	46	56	22	이자수익	0	0	0	1
유동성장기부채	47	11	2	15	이자비용	2	1	2	4
비유동부채	12	18	17	10	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	2	2	1	2
장기차입금	2	-	-	-	세전계속사업이익	23	34	14	37
부채총계	137	153	195	195	법인세비용	1	7	5	8
자배주주지분	110	142	149	169	세전계속이익률(%)	5.8	9.2	3.2	6.9
자본금	14	15	15	15	당기순이익	21	26	8	29
자본잉여금	48	63	71	73	순이익률(%)	5.5	7.2	1.9	5.4
이익잉여금	51	68	67	85	자배주주귀속 순이익	21	26	8	29
기타자본항목	1	3	3	3	기타포괄이익	1	-1	1	-1
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	22	25	9	28
자본총계	110	142	149	169	자배주주귀속총포괄이익	22	25	9	28

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	62	-6	10	65	주당지표(원)				
당기순이익	21	26	8	29	EPS	774	912	283	959
유형자산감가상각비	7	7	6	9	BPS	3,993	4,897	4,993	5,631
무형자산감각비	0	0	0	0	CFPS	1,080	1,210	518	1,317
자본법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	350	350	350	250
투자활동 현금흐름	-7	-5	-4	-17	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	15.2	12.6	38.4	12.8
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	1	PBR	2.9	2.3	2.2	2.2
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	10.9	9.5	20.9	9.3
재무활동 현금흐름	-54	10	-1	-48	EV/EBITDA	9.2	10.8	18.4	8.1
단기금융부채의증감	-36	34	11	-35	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-6	-14	-2	-	ROE	20.8	21.0	5.8	18.1
자본의증감	-5	-	-	-	EBITDA이익률	10.1	10.1	5.0	8.8
배당금지급	-6	-9	-10	-10	부채비율	124.6	107.6	131.5	115.7
현금및현금성자산의증감	1	0	5	0	순부채비율	33.3	23.8	21.1	5.7
기초현금및현금성자산	23	24	23	27	매출채권회전율(x)	14.7	11.2	10.7	13.6
기말현금및현금성자산	24	23	27	27	재고자산회전율(x)	5.1	4.3	3.8	3.7

자료 : 동성화인텍, iM증권 리서치본부

동성화인텍 투자이건 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급

종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

오리엔탈정공 (014940)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

LNG 운반선 관련 수주 확대로 실적개선 가속화

선박용크레인 및 데크하우스 전문기업

동사의 주요 제품군은 선용품과 기계류 부품 적재용 프로비전 크레인, 유조선의 오일 호스 취급용 호스 핸들링 크레인, 벌크선용 데크 크레인 등이며, 주요 고객사는 국내 BIG3 조선소이다.

또한 동사의 자회사인 오리엔탈마린텍은 데크하우스와 엔진룸 케이싱 등을 주력으로 생산하고 있으며, 주요 고객사는 삼성중공업이다.

이러한 데크하우스는 선원들의 거주 시설로서 각종 생활설비와 운항장비가 설치되는 대형 철 건축구조물이며 엔진룸 케이싱은 주기관, 보조기관, 발전기, 보일러 등 핵심 기계류가 설치되는 기관실의 외벽 구조물이다.

전방산업 호조로 인한 LNG 운반선 관련 수주 확대로 데크하우스 및 크레인 사업부문 실적개선 가속화

2024년 3분기 연결 누적 매출액은 1505억 원으로 전년 동기대비 32.4% 증가했으며 영업이익은 208억 원으로 전년 동기대비 100.7% 증가하였다. 또한 수주 잔고는 3,277억 원을 기록해 2023년말 기준 2,995억 원 대비 10% 가까이 늘었다.

주요 고객사인 삼성중공업의 LNG선, FLNG(부유식 액화천연가스 설비) 등 고수익 선종 수주 확대에 의하여 동사의 데크하우스 사업부문의 매출이 증가되면서 실적개선이 가속화 되고 있다.

즉, 데크하우스 사업부문 매출액의 경우 2022년 616억 원, 2023년 927억 원이며, 2024년 3분기 누적으로 918억원으로 전년도 동기 매출 수준을 기록하고 있다. 이는 물량이 증가되는 환경하에서 다른 선박보다 LNG 운반선에 들어가는 데크하우스 단가가 높는데, 그 비중이 증가하였기 때문이다.

무엇보다 데크하우스 사업부문 영업이익의 경우 2022년 23억 원, 2023년 92억 원이었는데, 이러한 단가상승에 힘입어 2024년 3분기 누적으로 164억원을 기록하면서 실적개선이 가속화 되고 있다.

다른 한편으로는 크레인 사업부문 매출액의 경우 2023년 647억 원, 2024년 3분기 누적으로 587억원으로 증가세에 있다.

무엇보다 크레인 사업부문의 영업이익의 경우 2023년 35억 원, 2024년 3분기 누적으로 44억원으로 실적개선이 가속화 되고 있다. 이는 LNG 운반선 관련 수주 확대에 크레인 물량이 증가하였기 때문이다.

이와 같이 전방산업 호조로 인한 LNG 운반선 관련 수주 확대에 실적개선 가속화 되고 있다.

NR

액면가	500원
증가(2025.01.17)	5,820원

Stock Indicator	
자본금	23십억원
발행주식수	4,557만주
시가총액	265십억원
외국인지분율	4.4%
52주 주가	2,570~5,820원
60일평균거래량	2,433,330주
60일평균거래대금	11.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.5	53.8	41.6	119.2
상대수익률	16.1	59.0	54.2	132.2

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	168	116	132	158
영업이익(십억원)	21	7	9	13
순이익(십억원)	29	5	8	9
EPS(원)	644	100	184	195
BPS(원)	1,320	1,651	1,861	1,906
PER(배)	3.8	36.7	12.5	14.6
PBR(배)	1.9	2.2	1.2	1.5
ROE(%)	64.1	6.7	10.5	10.4
배당수익률(%)			2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	7.1	20.6	15.0	11.7

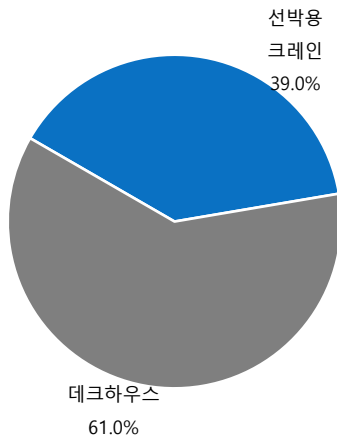
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 오리엔탈정공 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	775	-15	-30	-31	-31	-73	N/A
2019	1,301	53	36	35	35	77	10.4
2020	1,677	213	310	293	293	644	3.8
2021	1,159	67	51	46	46	100	36.7
2022	1,316	92	87	84	84	184	12.5
2023	1,575	128	90	89	89	195	14.6
2024E	2,033	291	293	272	272	597	8.7
2025E	2,263	362	360	334	334	733	7.9

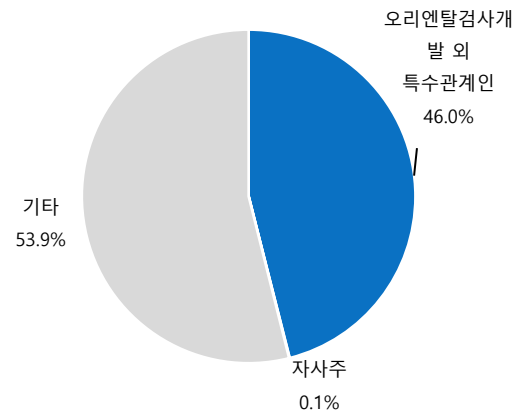
자료: 오리엔탈정공, iM증권 리서치본부

그림1. 오리엔탈정공 매출 구성(2024년 3분기 누적 기준)



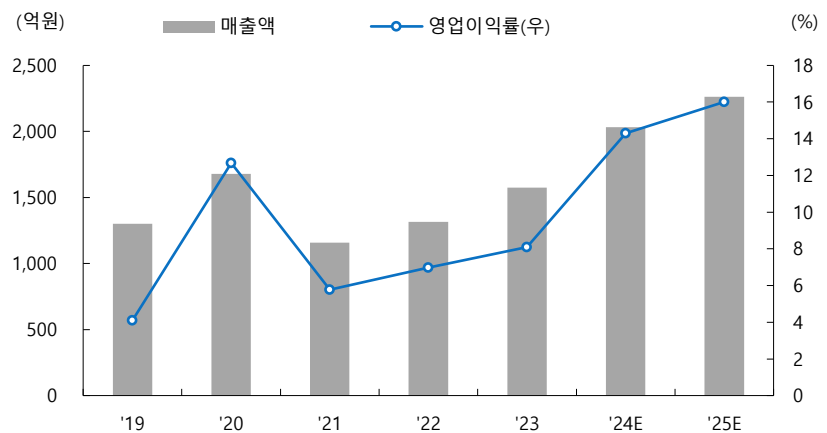
자료: 오리엔탈정공, iM증권 리서치본부

그림2. 오리엔탈정공 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: 오리엔탈정공, iM증권 리서치본부

그림3. 오리엔탈정공 실적 추이



자료: 오리엔탈정공, iM증권 리서치본부

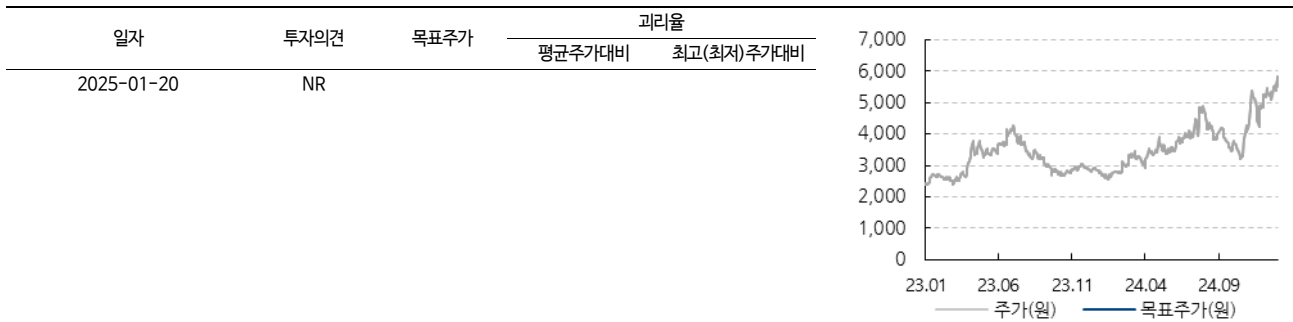
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	44	43	46	55	매출액	168	116	132	158
현금 및 현금성자산	10	8	10	12	증가율(%)	28.9	-30.9	13.5	19.7
단기금융자산	7	11	13	22	매출원가	138	100	114	135
매출채권	12	8	8	10	매출총이익	30	16	18	23
재고자산	7	11	8	7	판매비와관리비	8	9	8	10
비유동자산	133	144	141	142	연구개발비	-	1	1	1
유형자산	126	136	135	137	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	0	0	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	177	187	187	198	영업이익	21	7	9	13
유동부채	93	29	45	52	증가율(%)	298.1	-68.5	37.1	39.0
매입채무	16	10	10	12	영업이익률(%)	12.7	5.8	7.0	8.1
단기차입금	58	6	5	23	이자수익	0	0	1	1
유동성장기부채	0	2	20	2	이자비용	3	2	3	4
비유동부채	23	82	57	59	자본이익(손실)	-1	0	-2	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-1	0	3	-1
장기차입금	-	55	31	28	세전계속사업이익	31	5	9	9
부채총계	116	111	102	111	법인세비용	2	1	0	0
자배주주지분	60	75	85	87	세전계속이익률(%)	18.5	4.4	6.6	5.7
자본금	23	23	23	23	당기순이익	29	5	8	9
자본잉여금	2	2	2	-	순이익률(%)	17.5	3.9	6.4	5.7
이익잉여금	30	36	45	47	자배주주귀속 순이익	29	5	8	9
기타자본항목	4	13	14	14	기타포괄이익	-1	11	1	-5
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	29	15	10	4
자본총계	60	75	85	87	자배주주귀속총포괄이익	29	15	10	4

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	11	-1	11	-	주당지표(원)				
당기순이익	29	5	8	9	EPS	644	100	184	195
유형자산감가상각비	0	2	2	-	BPS	1,320	1,651	1,861	1,906
무형자산감각비	-	-	-	-	CFPS	653	138	221	196
자본법관련손실(이익)	-1	0	-2	0	DPS	-	-	50	50
투자활동 현금흐름	-3	-5	-3	-11	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	-	PER	3.8	36.7	12.5	14.6
무형자산의 처분(취득)	-	-	0	0	PBR	1.9	2.2	1.2	1.5
금융상품의 증감	-1	0	-2	0	PCR	3.8	26.6	10.4	14.6
재무활동 현금흐름	-10	4	-7	-6	EV/EBITDA	7.1	20.6	15.0	11.7
단기금융부채의증감	-10	5	29	18	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	56	-6	-21	ROE	64.1	6.7	10.5	10.4
자본의증감	0	-	-	-	EBITDA이익률	12.9	7.3	8.3	8.1
배당금지급	-	-	-	-2	부채비율	193.6	148.1	120.3	127.7
현금및현금성자산의증감	-3	-2	2	2	순부채비율	69.0	57.4	38.5	22.0
기초현금및현금성자산	13	10	8	10	매출채권회전율(x)	17.8	11.9	17.2	18.0
기말현금및현금성자산	10	8	10	12	재고자산회전율(x)	23.0	12.8	13.7	20.4

자료 : 오리엔탈정공, iM증권 리서치본부

오리엔탈정공 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

두산에너지빌리티 (034020)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

글로벌 원전 확대 정책의 최대 수혜주

향후 5년간 유럽, 중동 등에서 대형 원전 10기 이상 수주 가시화

동사는 원전의 핵심 설비인 원자로, 증기발생기, 냉각펌프 등과 핵연료 취급 설비, 핵연료 운반 용기(Cask) 및 원자로 계통 보조기기의 대부분을 제작하여 공급하고 있다. 이러한 환경하에서 체코 정부가 지난해 7월 두코바니 2기(5/6호기) 원전 건설 계획을 확정해 한수원을 우선협상자로 선정함에 따라 올해 3월에 최종 계약이 체결될 예정이다. 이와 관련하여 동사의 경우 원자로와 증기 발생기, 냉각 펌프를 포함한 1차 계통 핵심 주기기 뿐만 아니라 체코 자회사인 두산스코다파워 등을 통하여 증기터빈 등 2차 계통 핵심 주기기의 수주가 가시화 될 것이다. 그리고 시공의 일정부분도 참여할 것이다.

또한 UAE의 바라카 원전 1~4호기의 성공적인 수행 등을 고려할 때 향후 원전 5,6호기 사업이 추진될 가능성이 크다. 이와 더불어 네덜란드의 경우 신규원전 2기 건설을 추진 중에 있는데, 2025년 입찰에 들어가서 2028년 착공할 예정이다. 이렇듯 향후 5년간 유럽, 중동 등에서 대형 원전의 발주가 본격화 될 것으로 예상됨에 따라 10기 이상의 동사 수주가 가시화 될 수 있을 것이다.

다른 한편으로는 웨스팅하우스의 경우 AP1000 원자로 등으로 미국과 중국 등에서 원전을 건설하였는데, 이 중 대부분의 증기발생기 등을 동사가 공급하였다. 웨스팅하우스의 경우 현재 전 세계적으로 6기의 AP1000을 운영하고 있으며, 8기를 추가로 건설하고 있어서 2030년에는 AP1000 기반의 원전 18기 운영을 목표로 하고 있다. 이에 따라 향후 웨스팅하우스향 증기발생기 등의 수주가 가시화 될 것이다.

향후 5년간 모듈 62기 수주 등으로 글로벌 SMR 파운드리로 거듭남

동사는 뉴스케일파워 지분 투자 등을 통하여 뉴스케일파워의 SMR 주요 기자재 등을 동사가 공급할 수 있는 기반을 마련하였다. 그 동안 동사는 제작성 검토 용역과 원자로 소재 제작 등을 수행하며 뉴스케일파워와의 협력을 강화해왔다.

루마니아 SMR 사업의 경우 뉴스케일파워 기술을 기반으로 기존 도이세슈티 지역에 위치한 석탄화력발전소를 폐쇄하고 462MW(77MW모듈X6기) 규모의 SMR로 교체하는 사업으로, 2026년 착공하여 오는 2030년 상업 운전을 목표로 하고 있다.

지난해 10월 뉴스케일파워는 미국 플루어와 루마니아 SMR 사업 관련 기본설계(FEED) 2단계 계약을 체결하였다. 이에 따라 향후 동사의 SMR 기자재 공급도 가시화 될 것이다. 무엇보다 뉴스케일파워는 다수의 빅테크 기업과 데이터센터 전력 공급을 논의 중이다.

다른 한편으로는 지난해 1월 미국의 4세대 고온가스로 SMR 개발사인 엑스에너지와 지분투자 및 핵심 기자재 공급을 위한 협약을 체결하였다. 지난해 10월 아마존은 이러한 엑스에너지에 5억달러 투자를 발표하였으며, 2039년까지 5GW 이상의 엑스에너지 SMR을 도입할 예정이다.

이와 같이 뉴스케일파워, 엑스에너지 등과의 협력 등을 통하여 동사는 향후 5년간 모듈 62기 수주 등이 가시화 되면서 글로벌 SMR 파운드리로 거듭날 수 있을 것이다.

NR

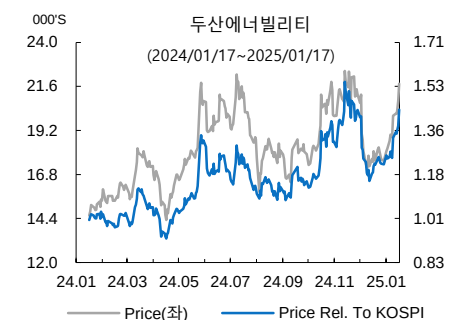
액면가	5,000원
증가(2025.01.17)	21,750원

Stock Indicator

자본금	3,203십억원
발행주식수	64,056만주
시가총액	13,932십억원
외국인지분율	23.9%
52주 주가	14,320~22,450원
60일평균거래량	7,550,639주
60일평균거래대금	151.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	24.4	2.8	2.4	49.3
상대수익률	21.6	6.1	13.6	45.7

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	15,244	10,991	15,421	17,590
영업이익(십억원)	409	869	1,106	1,467
순이익(십억원)	-854	495	-772	56
EPS(원)	-3,669	1,042	-1,245	87
BPS(원)	8,511	11,664	11,144	11,111
PER(배)		19.6		183.2
PBR(배)	1.5	1.7	1.4	1.4
ROE(%)	-30.9	10.7	-11.7	0.8
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	12.1	10.6	8.6	6.3

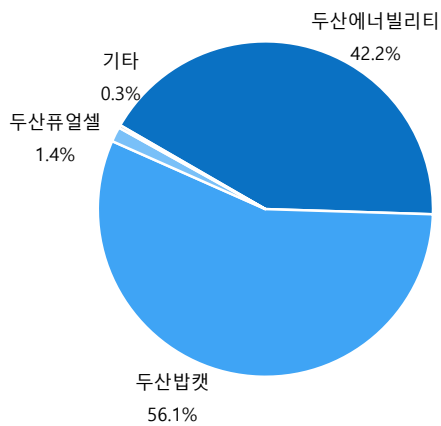
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 두산에너지빌리티 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2019	155,704	9,184	-633	-2,236	-5,146	-2,785	
2020	91,715	-1,345	-7,829	-8,384	-10,697	-3,669	
2021	109,909	8,694	5,639	6,458	4,953	1,042	19.6
2022	154,211	11,061	-1,865	-4,531	-7,725	-1,245	
2023	175,899	14,673	7,385	5,175	556	87	183.2
2024E	154,014	9,781	8,531	5,552	2,920	456	38.5
2025E	162,143	11,302	9,202	6,840	3,597	562	38.7

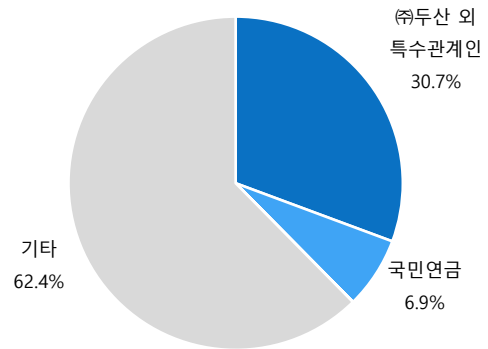
자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림1. 두산에너지빌리티 매출 구성(2024년 상반기 기준)



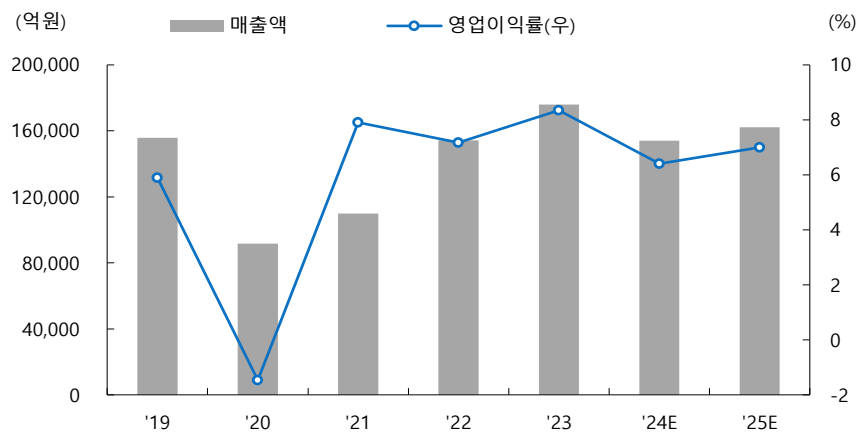
자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림2. 두산에너지빌리티 주주 분포 (2024년 6월 30일 기준)



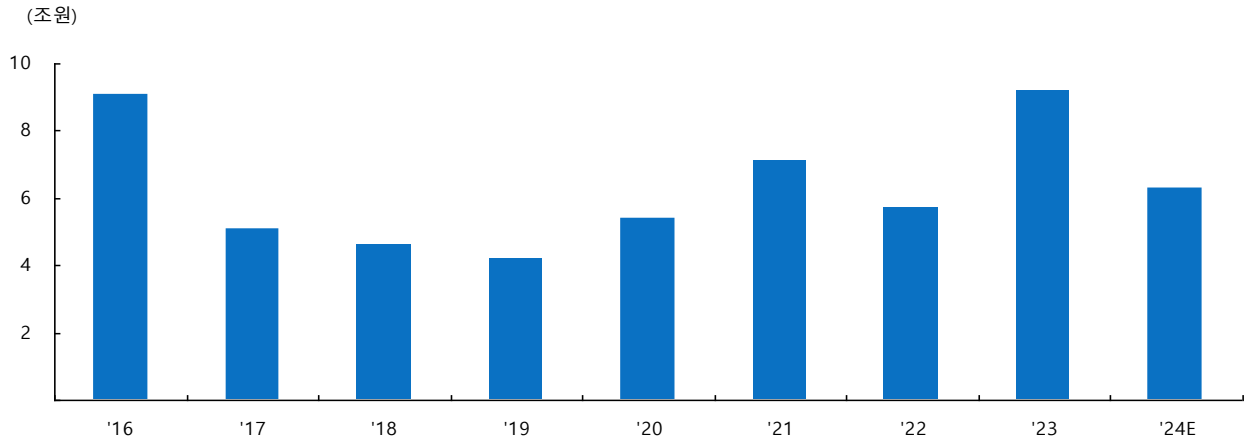
자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림3. 두산에너지빌리티 실적 추이 및 전망



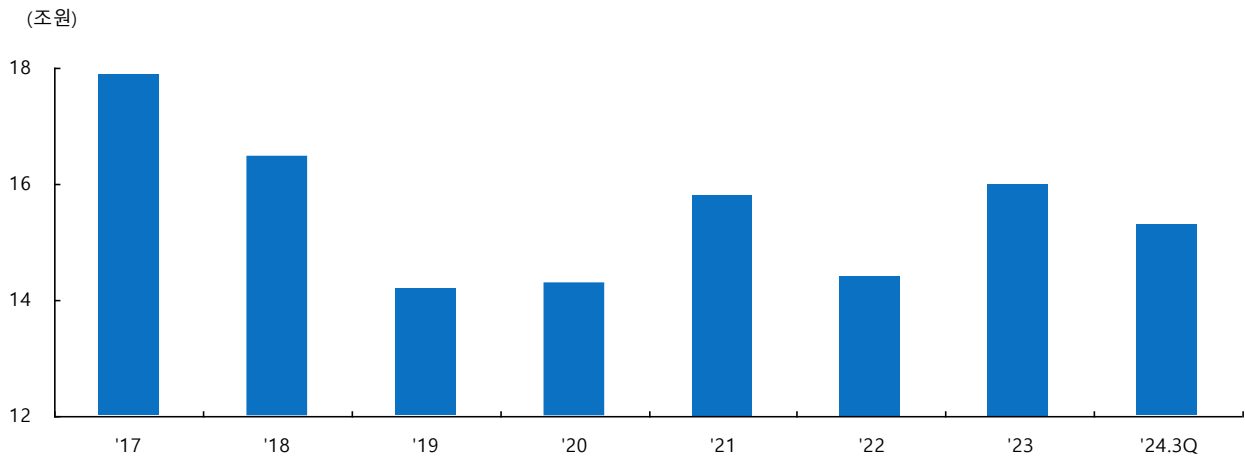
자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림4. 두산에너지빌리티 연도별 신규수주 추이



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림5. 두산에너지빌리티 연도말 기준 수주잔고 추이



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

표2.두산에너지빌리티 2023년 연간 주요 수주내역

프로젝트	계약시기	발주처	계약금액 (억원)
음성천연가스발전소 건설공사	2023.02	한국동서발전(주)	924
Turkistan CCPP	2023.03	Turkistan LLP	11,522
신한울 #3,4 NSSS	2023.03	한국수력원자력(주)	23,381
신한울 #3,4 TG	2023.03	한국수력원자력(주)	5,320
Syrdaria II STG	2023.03	HEI	629
보령신복합발전소 주기기 공급	2023.06	한국중부발전(주)	2,816
당진 #1~4 환경설비 성능개선	2023.09	한국동서발전(주)	1,054
고성 천연가스발전소 건설공사	2023.12	한국남동발전(주) 삼천포본부	3,355
의왕월암 A-3BL 아파트 건설공사 2공구	2023.12	한국토지주택공사 경기지역본부	811
신한울원자력 3,4호기 주설비 공사	2023.12	한국수력원자력(주)	10,918
하이창원퓨얼셀 연료전지 발전사업	2023.12	하이창원퓨얼셀(주)	1,946
안동복합2호기 Power Block EP 구매	2023.12	한국남부발전(주)	2,531
고성복합 STG 공급	2023.12	현대엔지니어링(주)	621

자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

표3.두산에너지빌리티 2024년 상반기 주요 수주내역

프로젝트	계약시기	발주처	계약금액 (억원)
의왕월암 A-3BL 아파트 건설공사 2공구	2024.01	한국토지주택공사 경기지역본부	26
부산, 신안천 가스터빈 로터 수명연장	2024.01	한국남부발전(주)	429
공주복합 STG	2024.02	(주)대우건설	484
Taiba & Qassim	2024.03	SEPCO3	1,468
IEM Fuel Conversion	2024.05	Engine energia Chile S.A.	531
안동복합2 DGT LTSA	2024.06	한국남부발전(주)	786
삼척 교동 공동주택 신축공사	2024.06	대한토지신탁(주)	1,086
보령신복합 DGT LTPM	2024.06	한국중부발전(주)	1,121
논산 취암동 공동주택 신축공사	2024.06	(주)건우씨엠	1,171
분당열병합 가스터빈	2024.06	한국남동발전(주)	2,398

자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

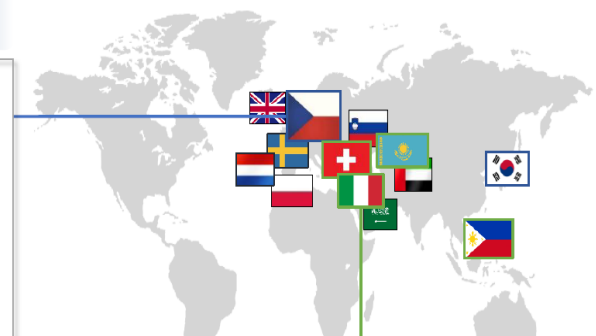
그림6. 한국형 원전 주요 현황

[체코] 우선협상대상자 선정 후 양국 정상 간 협약 체결

- '22년 입찰제안서 제출 완료 (한/미/프)
- '24년 1월 미국 제외로 한/프 2파전 재편
- '24년 7월 **한국을 우선협상대상자로 선정/발표**
- 양국 정상 참석 하에 두산스코다파워에서 원전 전주기 협력 협약 체결 ('24.9.20)
- 체코 발주처와 Team Korea 간 계약 내용 협상 중 ('24.10월)
- '25년 3월경, 신규원전 EPC 건설계약 체결 목표
- '25년 하반기, 주기기 공급계약 체결 예상

체코 후속 신규원전 수출 추진

- 폴란드, 영국, UAE, 사우디, 튀르키예 등 기존 Target 국가 대상 Team Korea 차원의 수주 활동 지속

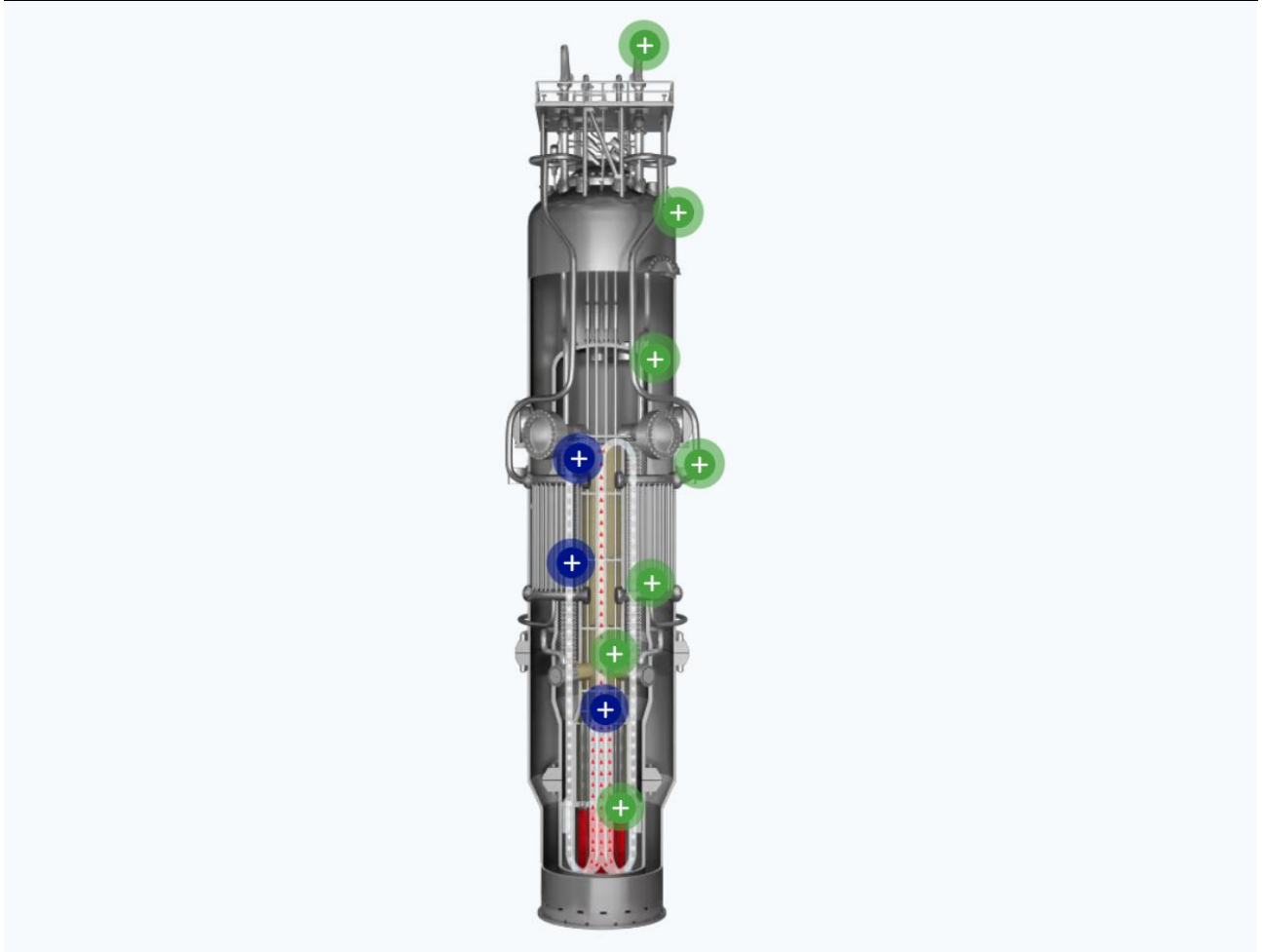


Global 원전 활용 확대 동향

- **카자흐스탄** 최초 원전 도입 국민투표 찬성 71%, 신규원전 건설에 한·중·러·프 4개국 경쟁 전망
- 수력발전 60%의 재생에너지 강국 **스위스**, 2017년 국민투표로 결정된 탈원전 철회 법안 준비
- 세계최초 탈원전 국가 **이탈리아**, '35년만에 원전 재도입 추진
- **필리핀**, '50년까지 원전 4.8GW 확보 계획 발표
- '32년까지 1.2GW 건설

자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림7. 뉴스케일파워 SMR



자료: 뉴스케일파워, iM증권 리서치본부

그림8. 엑스에너지 'Xe-100' 주기기 모듈. 좌측 원통형 부분은 원자로, 우측 원통형 부분은 증기발생기



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

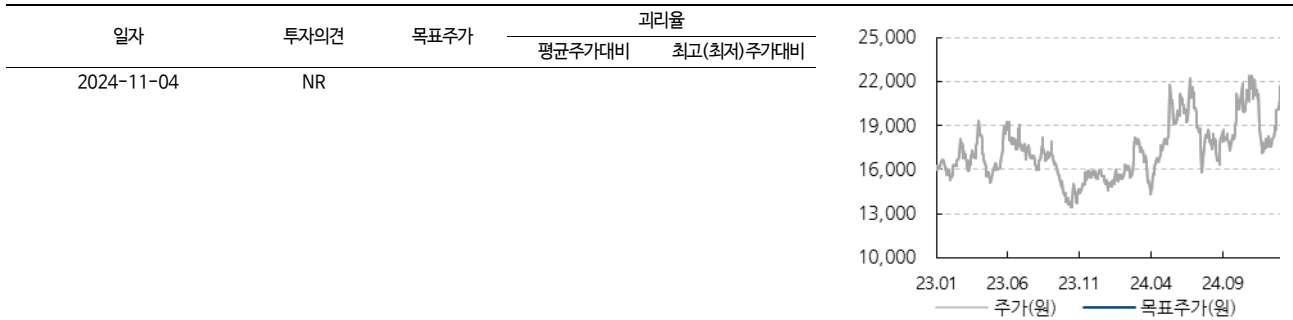
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	9,947	8,418	8,099	9,642	매출액	15,244	10,991	15,421	17,590
현금 및 현금성자산	2,337	1,909	1,396	2,620	증가율(%)	-2.1	-27.9	40.3	14.1
단기금융자산	469	584	180	166	매출원가	12,933	9,157	12,865	14,573
매출채권	2,037	921	1,620	1,333	매출충이익	2,310	1,834	2,556	3,017
재고자산	1,959	1,788	2,459	2,539	판매비와관리비	1,901	964	1,450	1,550
비유동자산	15,620	15,303	14,951	14,999	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	6,158	5,437	5,022	5,225	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	6,900	8,016	7,773	7,893	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	25,567	23,721	23,050	24,641	영업이익	409	869	1,106	1,467
유동부채	13,071	10,126	8,059	9,597	증가율(%)	-55.4	112.4	27.2	32.7
매입채무	2,194	1,881	2,519	2,434	영업이익률(%)	2.7	7.9	7.2	8.3
단기차입금	5,369	3,908	1,434	1,187	이자수익	43	4	19	80
유동성장기부채	1,421	954	875	1,656	이자비용	458	283	260	321
비유동부채	5,390	4,787	4,910	4,203	자본이익(손실)	-16	20	-230	-39
사채	1,800	848	356	494	기타영업외손익	-88	-16	27	-56
장기차입금	1,183	1,517	2,351	1,458	세전계속사업이익	-609	564	-186	738
부채총계	18,461	14,913	12,969	13,799	법인세비용	14	95	147	221
자배주주지분	3,188	6,091	7,113	7,117	세전계속이익률(%)	-4.0	5.1	-1.2	4.2
자본금	1,938	2,676	3,256	3,267	당기순이익	-854	495	-772	56
자본잉여금	1,175	1,234	2,363	1,226	순이익률(%)	-5.6	4.5	-5.0	0.3
이익잉여금	-2,047	773	59	1,185	자배주주귀속 순이익	-854	495	-772	56
기타자본항목	2,121	1,409	1,438	1,441	기타포괄이익	-147	593	334	20
비자배주주지분	3,918	2,716	2,967	3,724	총포괄이익	-769	1,239	-119	537
자본총계	7,106	8,808	10,080	10,842	자배주주귀속총포괄이익	-933	820	-554	-1

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	295	1,028	625	2,071	주당지표(원)				
당기순이익	-854	495	-772	56	EPS	-3,669	1,042	-1,245	87
유형자산감가상각비	386	362	315	323	BPS	8,511	11,664	11,144	11,111
무형자산상각비	182	175	157	144	CFPS	-1,140	2,273	-487	816
지분법관련손실(이익)	-16	20	-230	-39	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-526	-1,266	-71	-817	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER		19.6		183.2
무형자산의 처분(취득)	250	205	197	209	PBR	1.5	1.7	1.4	1.4
금융상품의 증감	-16	20	-231	-39	PCR	-11.4	9.0	-31.6	19.5
재무활동 현금흐름	1,226	-308	-1,132	-53	EV/EBITDA	12.1	10.6	8.6	6.3
단기금융부채의증감	2,367	673	201	404	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-1,456	-121	-52	29	ROE	-30.9	10.7	-11.7	0.8
자본의증감	1,275	380	1,568	-3	EBITDA이익률	6.4	12.8	10.2	11.0
배당금지급	-30	-1	-	-80	부채비율	259.8	169.3	128.7	127.3
현금및현금성자산의증감	995	-546	-579	1,201	순부채비율	98.0	53.8	34.1	18.5
기초현금및현금성자산	1,441	2,337	1,909	1,396	매출채권회전율(x)	7.4	7.4	12.1	11.9
기말현금및현금성자산	2,337	1,909	1,396	2,620	재고자산회전율(x)	7.3	5.9	7.3	7.0

자료 : 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

두산에너지빌리티 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

LS에코에너지 (229640)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

미국 및 베트남에서 데이터센터/전력 수요 증가 수혜

동사 미국 및 베트남 등에서 데이터센터용 통신 케이블 등 제품 공급 확대 중 ⇒ 미국의 중국산 배제 정책 기조 지속되면서 동사 수혜

버스덕트는 금속 케이스 안에 판형 도체를 넣어 전력을 공급하는 고부가가치 제품으로 플랜트, 빌딩, 아파트 등에서 대용량 전력을 공급할 때 전선을 대신해 사용한다.

동사는 IDC에 특화하여 개발한 버스덕트를 지난해 6월 베트남 국영 인터넷 기업인 비엠텔넷(Viettel Net)사가 하노이 인근 화락 하이테크 단지에 건설 중인 대규모 IDC에 공급하였다. IDC에 이러한 버스덕트를 사용하면 전력 소모를 전선 대비 30% 이상 줄일 수 있다.

다른 한편으로는 UTP의 경우 미국의 중국산 배제 정책 덕분에 대미 수출이 증가하고 있는 중이다. 무엇보다 고부가가치 제품인 CAT.6 이상의 UTP를 통해 데이터센터, 관공서, 빌딩 등 프로젝트 기반의 고객 비중이 점진적으로 확대되고 있다.

이러한 환경하에서 동사는 지난해 7월 UL로부터 알루미늄 지중(URD) 전력 케이블의 안전인증을 획득함에 따라 북미지역의 수출 제품 라인업이 확대되었다.

지중(URD) 전력 케이블은 주로 태양광 발전소와 데이터센터 등을 연결하는 각종 배전망에 사용된다. 최근 관련 산업의 확대로 인해 수요가 증가하고 있는 환경하에서 미국이 중국산 알루미늄에 고율의 관세를 부과함에 따라 중국 외 기타국가의 알루미늄 지중(URD) 전력 케이블 판매가 급증하고 있다. 이와 같은 우호적인 환경 조성으로 동사 매출이 증가할 수 있을 것이다.

이렇듯 동사는 미국과 베트남 시장에서 데이터센터용 통신 케이블 등 제품 공급을 확대 중에 있다. 특히 미국의 중국산 배제 정책 기조가 지속되면서 동사가 성장할 수 있는 기반이 조성될 것이다.

전력 수요와 데이터 사용량 증가로 초고압 케이블과 UTP 수요 늘어남 ⇒ LS전선과의 교차판매 등을 통해 유럽 및 미국에서 동사 수주 증가할 듯

노후 전력망 교체, 신재생에너지 공급, AI 등으로 인한 데이터센터 건설 등 전력 사용량 증대로 전세계적으로 전력망 구축 프로젝트가 증가함에 따라 초고압 케이블 등 전선에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 동사는 LS전선과의 교차판매 전략을 통해 유럽과 아시아 시장에서 초고압케이블 사업을 확대하고 있을 뿐만 아니라 미국시장에서는 UTP 등의 지속적인 수출 확대를 추진하고 있다. 이러한 LS전선과의 교차판매 등으로 동사는 덴마크 에너지 공기업 에네르기넷에 지난해 4월부터 향후 3년간 약 3,051만 달러 규모의 초고압 케이블 등을 공급할 예정이다.

목표주가 60,000원으로 상향

동사에 대하여 목표주가를 60,000원으로 상향한다. 목표주가는 2025년 EPS 추정치 1,260원에 Target PER 47.5배(최근 1년간 평균 PER에 40% 할증)를 적용하여 산출하였다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	60,000원(상향)
증가(2025.01.17)	50,800원
상승여력	18.1 %

Stock Indicator	
자본금	15십억원
발행주식수	3,062만주
시가총액	1,556십억원
외국인지분율	3.9%
52주 주가	17,600~50,800원
60일평균거래량	376,230주
60일평균거래대금	13.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	57.3	72.2	61.0	152.7
상대수익률	54.6	75.5	72.3	149.1

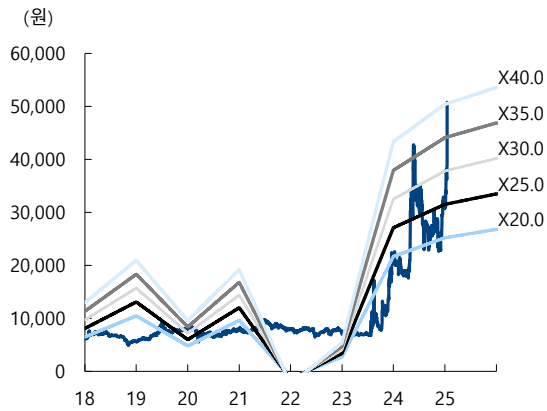
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	731	853	893	915
영업이익(십억원)	29	50	57	60
순이익(십억원)	4	28	39	41
EPS(원)	135	914	1,260	1,339
BPS(원)	4,814	5,642	6,714	7,864
PER(배)	155.0	33.9	40.3	37.9
PBR(배)	4.3	5.5	7.6	6.5
ROE(%)	2.8	20.9	20.4	18.4
배당수익률(%)	1.0	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	20.9	29.4	26.1	24.4

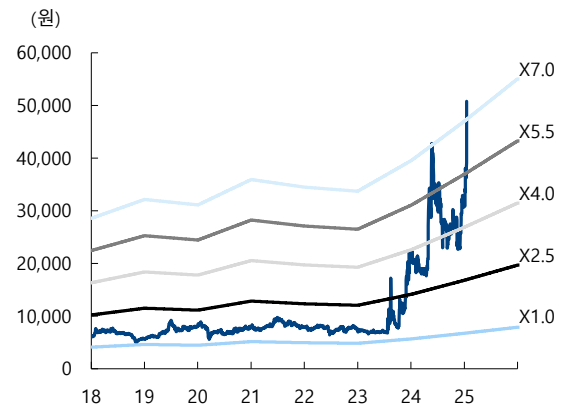
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. LS 에코에너지 PER 밴드



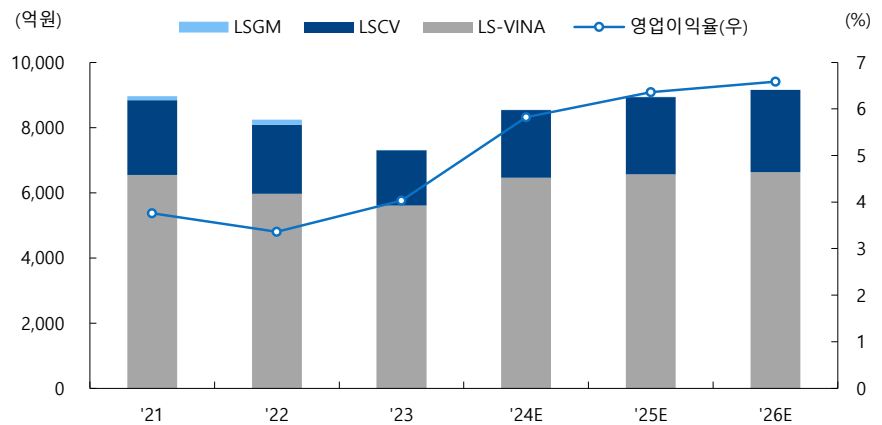
자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림2. LS 에코에너지 PBR 밴드



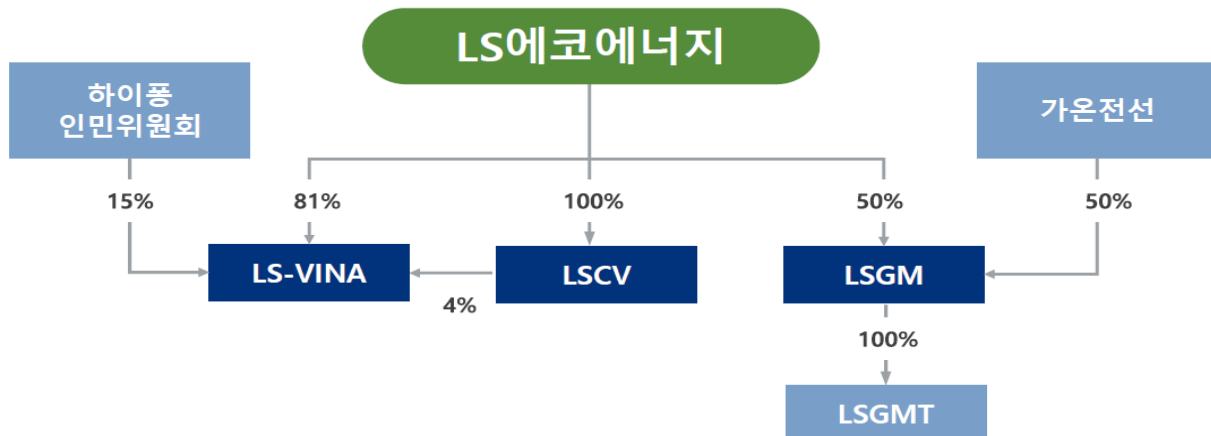
자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림3. LS 에코에너지 실적 추이 및 전망



자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림4. LS 에코에너지 자손회사 소유구조 현황



자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림5. LS 에코에너지 생산기지 및 주요 제품 현황



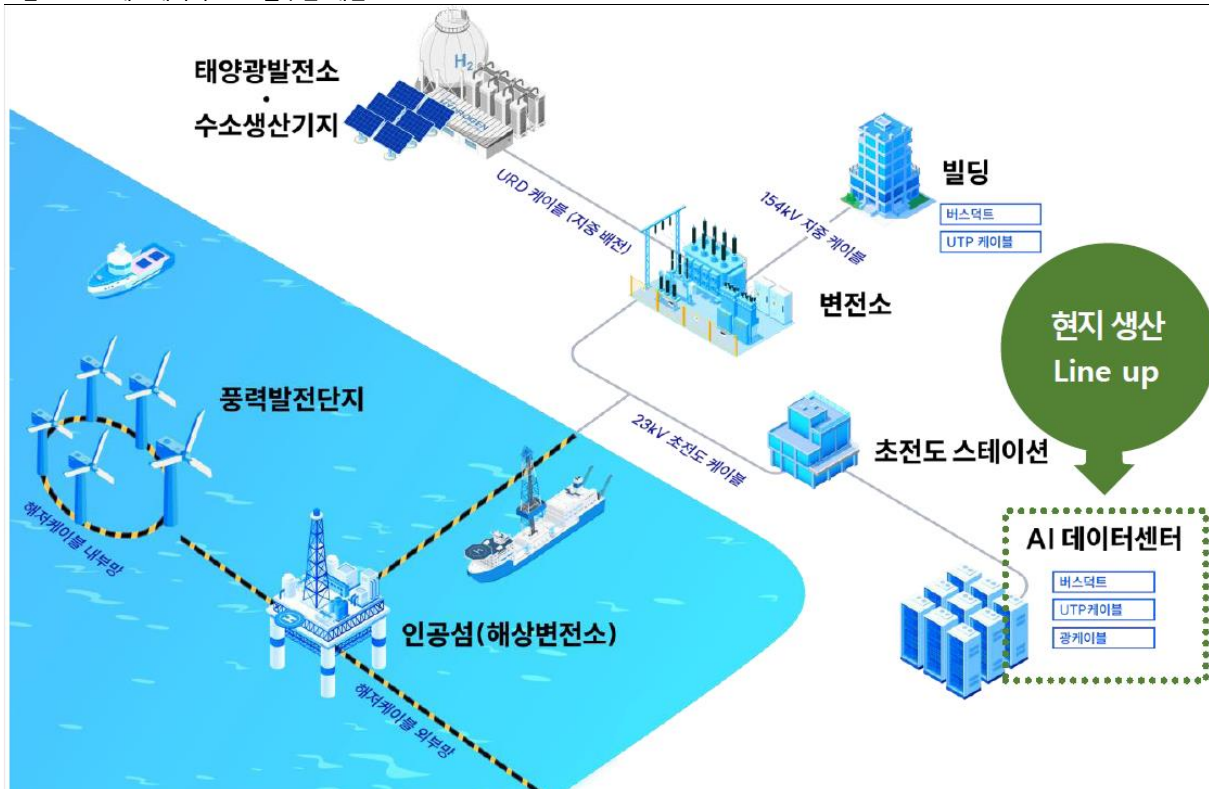
자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림6. LS 에코에너지 주요 제품 및 신규 추진 제품



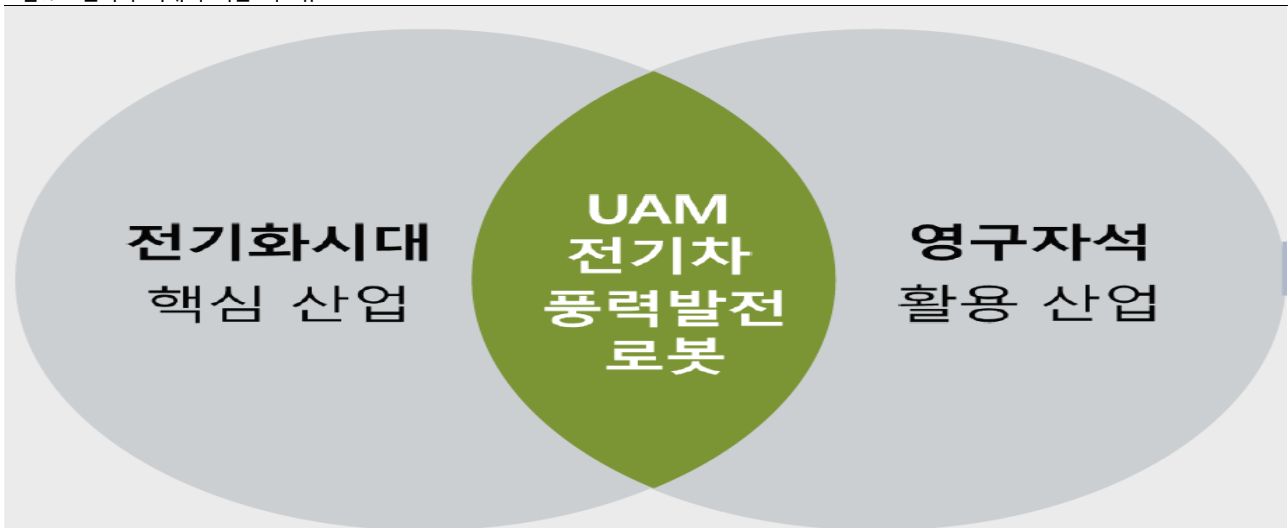
자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림7. LS 에코에너지 IDC 솔루션 개념도



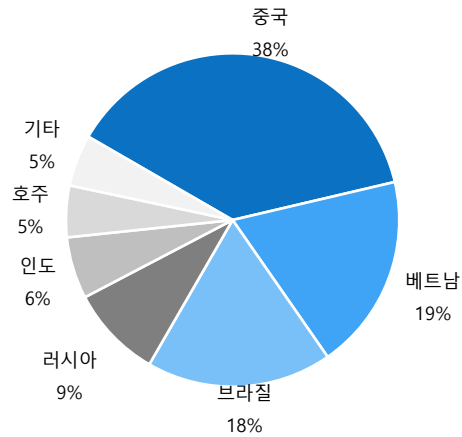
자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림8. 전기화 시대의 핵심 히토류



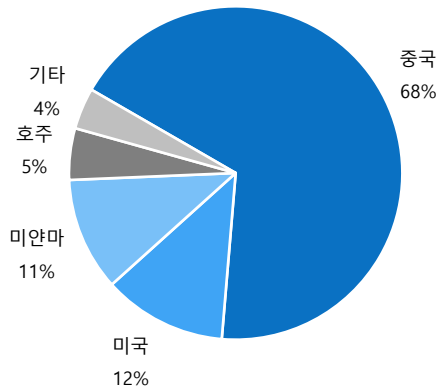
자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림9. 희토류 광물 부존량 분포 (2023년 기준)



자료: 미국지질조사국(USGS), iM증권 리서치본부

그림10. 희토류 광물 생산량 분포 (2023년 기준)



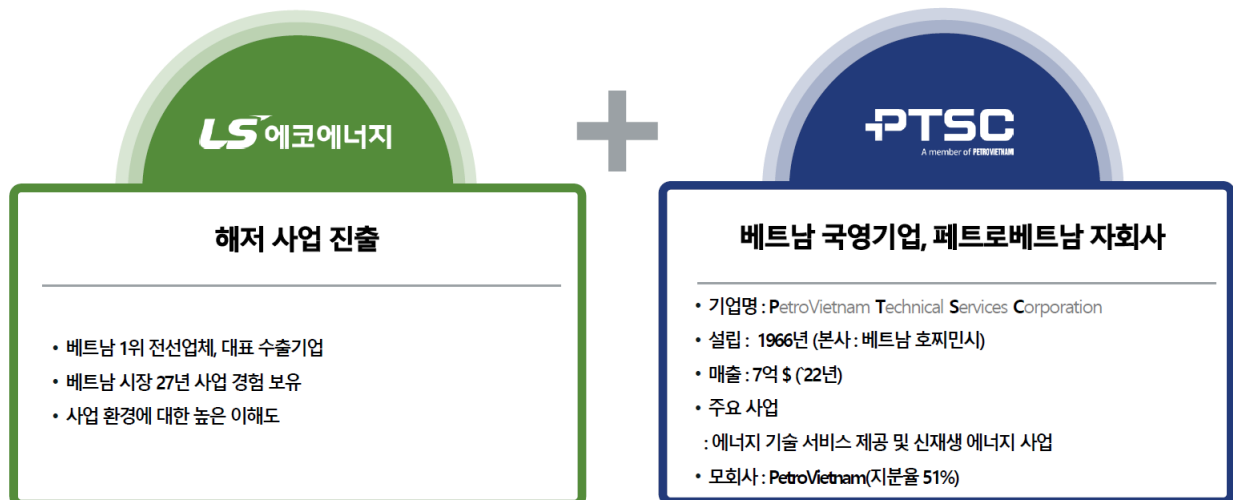
자료: 미국지질조사국(USGS), iM증권 리서치본부

그림11. 희토류 탈중국 밸류체인 구축



자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림12. LS 에코에너지 베트남 국영기업 페트로베트남 자회사 PTSC와 해저케이블 관련 MOU 체결



자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

그림13. LS 에코에너지 글로벌 해저사업 진출



자료: LS에코에너지, iM증권 리서치본부

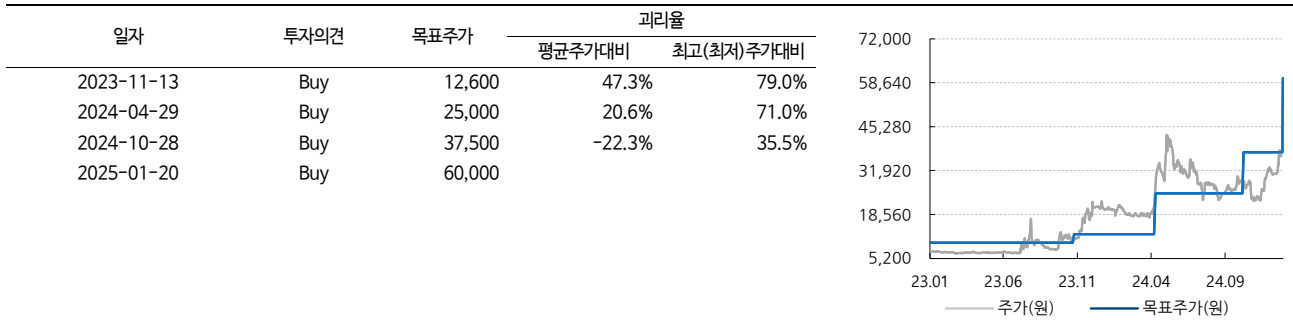
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원 %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	308	353	396	439	매출액	731	853	893	915
현금 및 현금성자산	24	32	64	101	증가율(%)	-10.7	16.7	4.7	2.5
단기금융자산	0	0	0	0	매출원가	674	772	803	821
매출채권	138	161	169	173	매출충이익	57	81	90	94
재고자산	129	150	157	161	판매비와관리비	27	32	33	34
비유동자산	100	93	87	81	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	48	41	35	30	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	34	34	33	33	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	408	446	482	520	영업이익	29	50	57	60
유동부채	247	254	255	255	증가율(%)	7.4	68.5	14.3	6.2
매입채무	56	65	68	70	영업이익률(%)	4.0	5.8	6.4	6.6
단기차입금	154	154	154	154	이자수익	1	1	2	2
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	13	13	13	13
비유동부채	6	6	6	6	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-9	10	8	7
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	9	42	53	57
부채총계	253	260	260	260	법인세비용	4	11	12	13
자배주주지분	145	173	206	241	세전계속이익률(%)	1.2	4.9	6.0	6.2
자본금	15	15	15	15	당기순이익	4	31	41	44
자본잉여금	90	90	90	90	순이익률(%)	0.6	4.3	4.6	4.8
이익잉여금	37	64	96	131	자배주주귀속 순이익	4	28	39	41
기타자본항목	3	4	4	4	기타포괄이익	0	0	0	0
비자배주주지분	10	14	16	19	총포괄이익	5	37	41	44
자본총계	156	187	222	259	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	38	22	46	51	주당지표(원)				
당기순이익	4	31	41	44	EPS	135	914	1,260	1,339
유형자산감가상각비	7	7	6	5	BPS	4,747	5,642	6,714	7,864
무형자산감각비	1	1	1	1	CFPS	386	1,324	1,468	1,518
자본법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	200	200	200	200
투자활동 현금흐름	-4	-1	-1	-1	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-	PER	155.0	33.9	40.3	37.9
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	4.3	5.5	7.6	6.5
금융상품의 증감	0	-	-	-	PCR	54.2	38.4	34.6	33.5
재무활동 현금흐름	-35	-6	-6	-6	EV/EBITDA	20.9	29.4	26.1	24.4
단기금융부채의증감	-28	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	2.8	20.9	20.4	18.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	5.1	6.7	7.1	7.2
배당금지급	-8	-6	-6	-6	부채비율	162.5	139.1	117.4	100.3
현금및현금성자산의증감	-1	8	32	37	순부채비율	83.1	65.2	40.4	20.1
기초현금및현금성자산	25	24	32	64	매출채권회전율(x)	4.5	5.7	5.4	5.4
기말현금및현금성자산	24	32	64	101	재고자산회전율(x)	5.0	6.1	5.8	5.7

자료 : LS에코에너지, iM증권 리서치본부

LS에코에너지 투자이건 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이건]

종목추천 투자등급

종목투자이건은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

고영 (098460)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

트럼프 시대 뇌수술 로봇 및 AI 솔루션 수혜 가속화

세계 최초 침대부착형 뇌수술로봇 올해 1분기 중으로 미국 FDA 승인 예상⇒미국에서 매출 성장 가속화 될 듯

동사는 산업용 3차원 측정 검사장비 연구 개발 과정에서 축적한 광학, 메카트로닉스, 머신비전, 소프트웨어, AI 기술을 활용해 뇌수술용 의료 로봇 카이메로를 개발하였으며, 2016년 식약처로부터 제조, 판매 승인을 획득하였다.

이에 따라 국내에서는 종합병원 등을 대상으로 20년 1대, 21년 1대, 22년 1대, 23년 2대 등을 판매하였으며 지난해의 경우 4대 이상의 판매가 예상된다.

이러한 카이메로는 다양한 뇌질환 신경외과 수술에 활용할 수 있으며, 내비게이션과 로봇 시스템을 결합함에 따라 수술성공률과 정확도를 향상시킬 수 있다. 이에 따라 환자의 통증 및 합병증 발생 위험이 줄어 예후를 개선하면서 뇌수술 분야에서 새로운 패러다임을 제시하고 있다. 현재까지 누적으로 500차례 이상의 성공적인 뇌수술 기록을 달성함에 따라 올해의 경우 국내에서 10대 이상의 판매가 예상된다.

이러한 환경하에서 지난해 5월 10일 동사는 미국 FDA에 뇌수술용 의료 로봇의 시판 전 허가(510k)를 신청하였다. 통상적인 미국 FDA의 심사 일정 등을 고려할 때 올해 1분기 중에는 승인될 것으로 예상된다.

미국의 경우 뇌 수술이 가능한 신경외과 보유 병원 수가 1,437여 개에 이르고 있기 때문에 뇌수술용 로봇 시장규모의 성장 등이 어느 지역보다 가속화 될 것으로 예상된다. 무엇보다 기존 뇌수술로봇시스템과 차별화 요인은 세계 최초 침대부착형 뇌수술로봇으로 설계되었으며, 광학 센서를 통한 로봇의 실시간 위치 및 자세 추적이 가능해 수술 정밀도가 높아지면서 수출성공률을 향상시킬 수 있을 것이다.

이러한 차별화 요인으로 기반으로 올해 1분기 FDA 승인 이후 미국에서 10대 이상의 판매가 가능할 것으로 예상되며, 이러한 뇌수술용 의료 로봇의 ASP는 100만달러로 예상됨에 따라 해를 거듭할수록 매출 성장이 가속화 될 것이다.

다른 한편으로는 일본 PMDA 승인이 올해 상반기에 가시화 될 것으로 예상된다. 뇌 수술이 가능한 신경외과 보유 병원 수가 1,750여 개에 이르고 있으며, 올해 일본에서 5대 이상 판매가 예상됨에 따라 향후 성장이 가속화 될 것이다.

트럼프 2.0 시대 제조업 등을 미국 내로 재배치하는 공급망 정책 강화 ⇒ AI 스마트팩토리솔루션 미국 고객사 수요 증가로 성장성 가속화

트럼프 2.0 시대에는 관세를 기반으로 제조업과 핵심 산업을 미국 내로 재배치하는 공급망 정책의 강화 움직임이 나타날 것이다. 이와 같이 기업의 제조 공장 미국 내 이전 및 설립 장려 등을 통하여 미국 내 제조업 등을 강화시킬 수 있을 것이다. 동사 스마트팩토리솔루션의 경우 AI를 활용한 검사 결과 자동 저장/분석, 최적화 기능을 통해 공정 관리를 자동화시킨다.

이러한 AI 기능이 탑재된 스마트팩토리솔루션을 다수 글로벌 고객사에서 테스트 중에 있다. 특히 제조업 등을 미국 내로 재배치하는 공급망 정책 강화 환경하에서 미국 고객사들을 중심으로 필드테스트 등을 완료함에 따라 향후 수요가 증가하면서 성장성 등이 가속화 될 것이다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	12,000원(유지)
종가(2025.01.17)	9,400원
상승여력	27.7 %

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	6,865만주
시가총액	645십억원
외국인지분율	31.2%
52주 주가	7,610~21,900원
60일평균거래량	551,059주
60일평균거래대금	5.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.6	-5.2	-24.9	-39.8
상대수익률	6.2	0.0	-12.3	-26.8

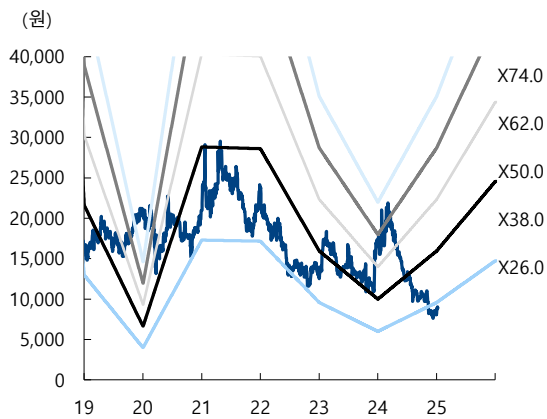
Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	226	199	245	281
영업이익(십억원)	20	7	22	36
순이익(십억원)	22	14	22	34
EPS(원)	319	200	319	491
BPS(원)	4,447	4,532	4,735	5,111
PER(배)	51.8	47.1	29.5	19.1
PBR(배)	3.7	2.1	2.0	1.8
ROE(%)	7.2	4.4	6.9	10.0
배당수익률(%)	0.8	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	30.8	18.2	12.4	8.4

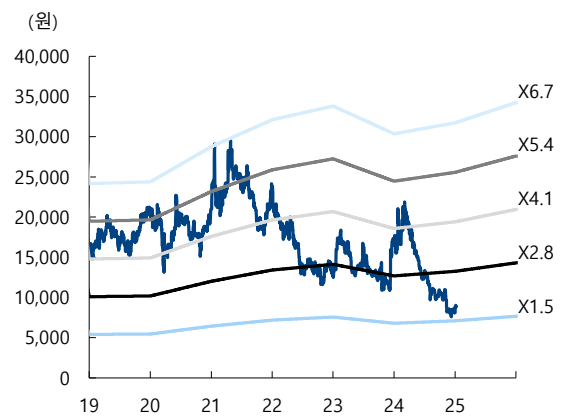
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1.고영 PER 밴드



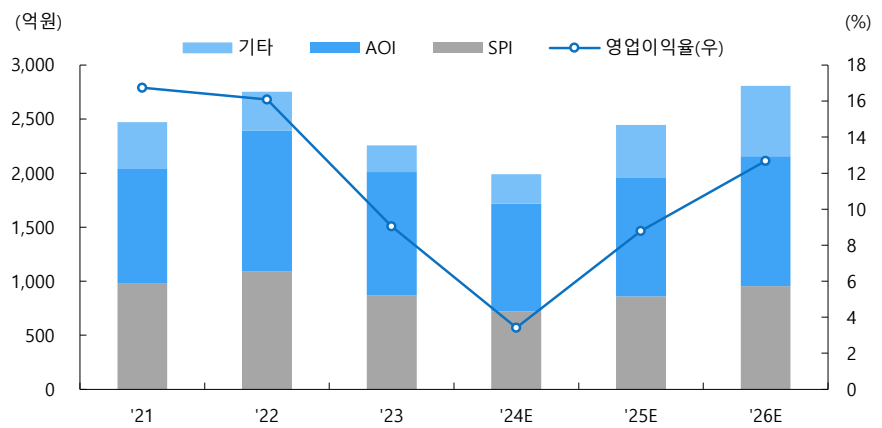
자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림2.고영 PBR 밴드



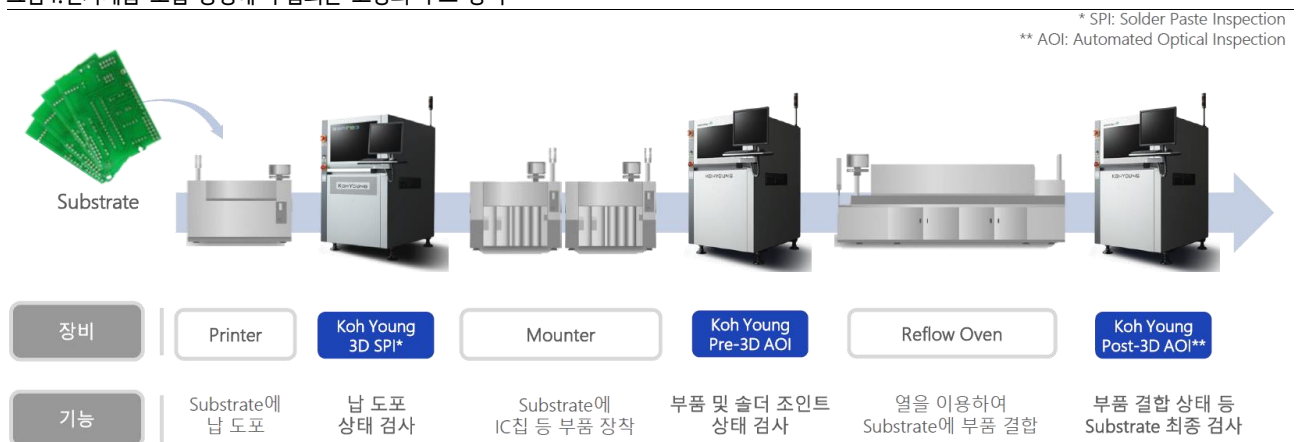
자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림3.고영 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



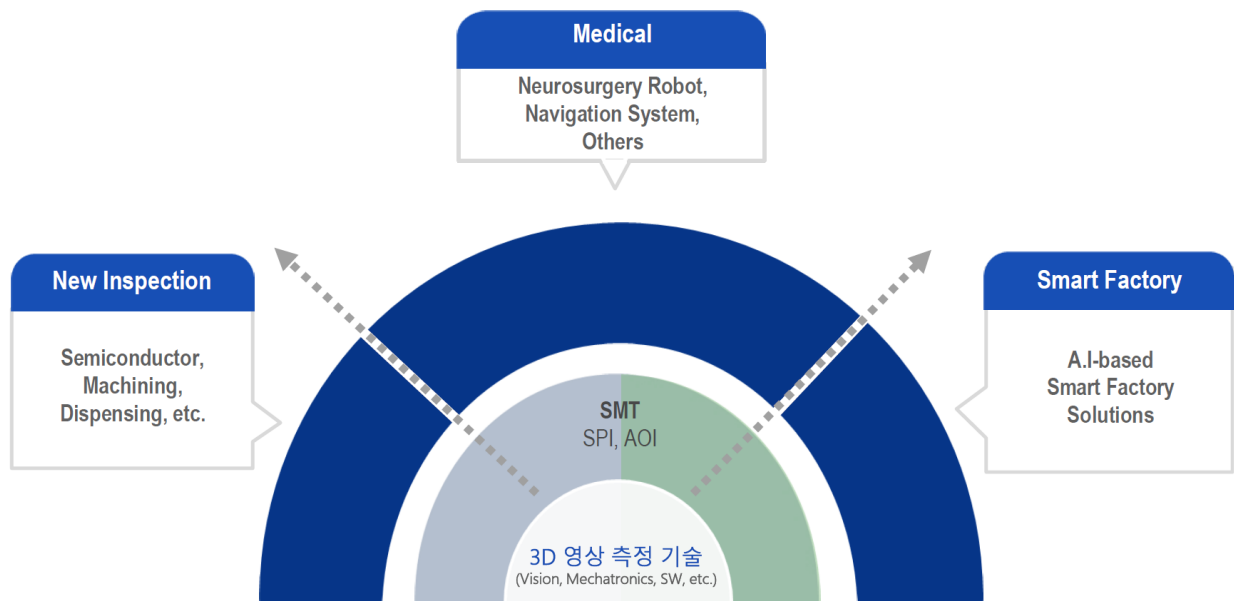
자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림4.전자제품 조립 공정에 투입되는 고영의 주요 장비



자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림5.고영 성장동력



자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림6.고영 뇌수술용 의료로봇 카이메로



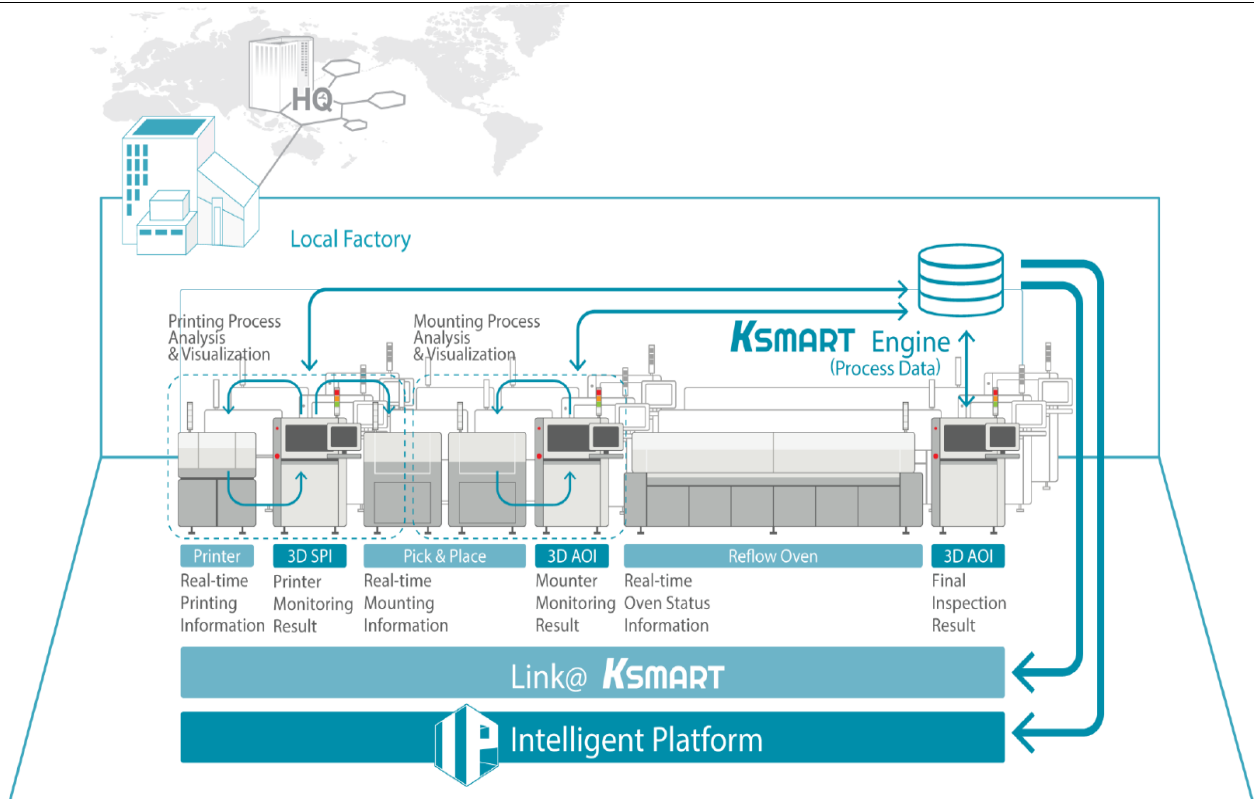
자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림7.고영 디지털 엑스레이(상기 이미지는 연구소 내 이미지이며 현재 한국 인증 진행 중으로 아직 승인되지 않았음)



자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림8.고영 스마트 팩토리를 위한 KSMART 솔루션



자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림9.고영 반도체 검사장비

			
Meister S 반도체 및 Mini/Micro-LED 패키지용 초미세 솔더 전용 프리미엄 인라인 3D SPI 솔루션	Meister D/D+ 고밀도 기판 & 경면 부품을 위한 최고 성능의 혁신적인 3D AOI 솔루션	ZenStar 웨이퍼 레벨 패키징 애플리케이션 전용 True 3D AOI 솔루션	Prime 반도체 패키징 전용 3D SPI 솔루션

자료: 고영, iM증권 리서치본부

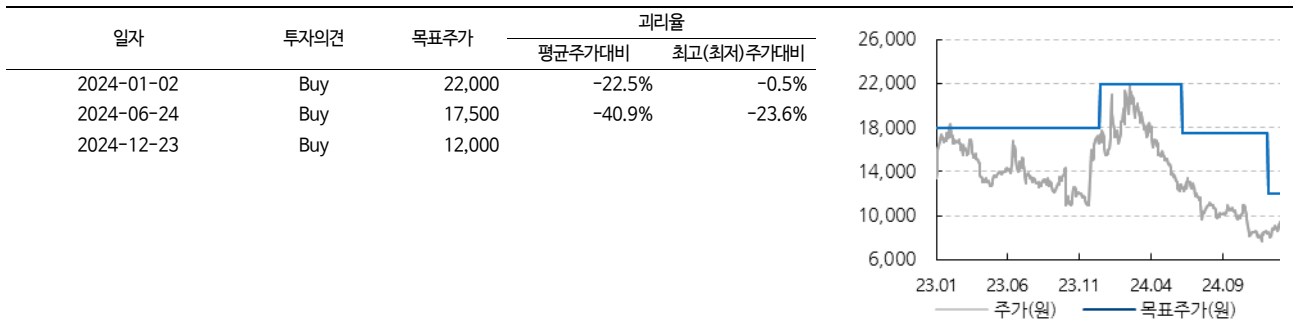
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원 %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	272	293	510	740	매출액	226	199	245	281
현금 및 현금성자산	28	32	148	170	증가율(%)	-18.1	-11.8	22.8	14.9
단기금융자산	101	113	128	144	매출원가	80	74	91	99
매출채권	83	73	90	103	매출충이익	146	125	153	182
재고자산	50	44	54	62	판매비와관리비	125	118	132	147
비유동자산	95	74	66	62	연구개발비	42	37	45	52
유형자산	46	27	21	18	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	8	7	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	367	368	576	802	영업이익	20	7	22	36
유동부채	40	34	228	429	증가율(%)	-54.0	-66.6	216.2	65.6
매입채무	15	14	17	19	영업이익률(%)	9.0	3.4	8.8	12.7
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	5	5	10	11
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	22	22	22	22	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	6	6	-3	-3
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	31	17	28	43
부채총계	62	56	250	451	법인세비용	9	3	6	9
자배주주지분	305	311	325	351	세전계속이익률(%)	13.6	8.6	11.5	15.3
자본금	7	7	7	7	당기순이익	22	14	22	34
자본잉여금	42	42	42	42	순이익률(%)	9.7	6.9	9.0	12.0
이익잉여금	288	293	306	330	자배주주귀속 순이익	22	14	22	34
기타자본항목	-32	-30	-29	-28	기타포괄이익	1	1	1	1
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	23	15	23	35
자본총계	305	311	325	351	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	30	22	136	43	주당지표(원)				
당기순이익	22	14	22	34	EPS	319	200	319	491
유형자산감가상각비	10	18	6	2	BPS	4,447	4,532	4,735	5,111
무형자산감각비	2	2	2	1	CFPS	500	501	439	544
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	140	140	140	140
투자활동 현금흐름	-13	-5	-7	-9	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-7	-	-	-	PER	51.8	47.1	29.5	19.1
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-	PBR	3.7	2.1	2.0	1.8
금융상품의 증감	1	-	-	-	PCR	33.1	18.7	21.4	17.3
재무활동 현금흐름	-39	-15	-15	-15	EV/EBITDA	30.8	18.2	12.4	8.4
단기금융부채의증감	-6	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	7.2	4.4	6.9	10.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	14.5	13.8	12.2	14.0
배당금지급	-9	-9	-9	-9	부채비율	20.3	18.1	77.0	128.6
현금및현금성자산의증감	-22	4	116	22	순부채비율	-42.1	-46.6	-84.8	-89.5
기초현금및현금성자산	50	28	32	148	매출채권회전율(x)	2.5	2.5	3.0	2.9
기말현금및현금성자산	28	32	148	170	재고자산회전율(x)	4.8	4.2	5.0	4.8

자료 : 고영, iM증권 리서치본부

고영 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

루닛 (328130)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
2122-9198 value3@imfnsec.com[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

글로벌 빅파마와 협업 및 미국에서 성장성 가속화

아스트라제네카와 협업 등을 통하여 AI 바이오마커로서 루닛 스코프 성장성 가시화 될 듯

항암 치료의 패러다임이 재편되면서 3세대 항암제로 각광받고 있는 면역항암제 시장이 빠르게 성장 중에 있다. 면역항암제는 인체 고유의 면역체계를 이용하여 암 세포만을 선택적으로 공격하기 때문에 치료 효과가 매우 월등하고 부작용이 적다.

바이오마커란 질병에 대한 반응성을 객관적으로 측정하는 지표다. 특히 동반진단용 바이오마커를 사용하는 주요 목적은 면역항암제의 처방 대상을 발굴하는 것이다. 무엇보다 신약 개발에 이러한 바이오마커를 사용하면 허가 성공률은 3배, 임상 비용은 4분의1 정도로 줄일 수 있기 때문에 사용 빈도가 10년 전 10%에서 현재 60% 이상으로 늘어났다.

이러한 환경하에서 동사의 루닛 스코프는 암세포 주변 면역세포의 패턴을 시로 분석해 해당 면역항암제와의 반응성 예측을 통해 치료 가능성을 높일 수 있는 것이 특징이다.

지난해 11월 동사는 아스트라제네카와 비소세포폐암 대상 AI 기반 디지털 병리 솔루션 개발을 위한 전략적 협업 계약을 체결하였다. 아스트라제네카는 2023년 기준으로 60조원 이상의 매출을 벌어들인 글로벌 빅파마로서 항암제 분야에서는 타그리소, 린파자, 임핀지 등이 주력 파이프라인이다.

이 중 타그리소는 3세대 폐암 치료제로 EGFR(Epidermal growth factor receptor)를 활성화 시키는 TKI(tyrosine kinase inhibitor)를 선택적으로 억제해 암세포의 성장과 생존을 차단하는 약물이다. 고비용의 항암제 처방에 있어 약물의 효능만큼 중요한 게 개별 환자에 대한 최적화된 치료법 탐색이다. 타그리소의 처방 성공률을 높이고 시간, 비용을 효율화하기 위해서는 EGFR 변이 여부를 확인하기 위한 바이오마커 분석이 무엇보다 중요하다.

이에 따라 아스트라제네카와의 계약 핵심은 동사의 AI 바이오마커인 루닛스코프 활용하여 조직염색 방식인 H&E 슬라이드 이미지만으로도 비소세포폐암에서 흔히 발생하는 EGFR 변이 가능성을 예측할 수 있게 하는 것이다.

무엇보다 아스트라제네카와의 계약으로 상업화 길이 열렸기 때문에 루닛스코프를 활용한 추가 매출 기반을 다지는 데 시발점이 될 것으로 예상된다. 이와 더불어 동사는 아스트라제네카와 다른 암종의 바이오마커로도 확장 논의를 지속하고 있다.

이렇듯 글로벌 제약사들의 면역항암제 분야 임상 적용 및 허가 의약품에 대하여 향후 루닛 스코프를 활용할 수 있는 가능성 등이 높아지면서 성장성 등이 가시화 될 것이다.

볼파라의 유통망을 통해 미국에서 동사 제품 공급 가시화 되면서 성장성 가속화 될 듯

동사 자회사인 볼파라는 현재 미국 전체 유방촬영술 검진기관의 3분의 1에 해당하는 2,000곳 이상 의료기관에 유방암 조기 진단 및 관리를 위한 소프트웨어 솔루션 및 플랫폼을 공급하고 있다. 무엇보다 이러한 볼파라의 유통망을 활용하여 미국 의료기관들과 제품 공급 논의를 확대하고 있다. 이에 따라 향후 미국에서 동사의 제품 공급이 가시화 되면서 성장성 등이 가속화 될 것이다.

NR

액면가 500원
증가(2025.01.17) 61,000원

Stock Indicator

자본금	14십억원
발행주식수	2,894만주
시가총액	1,855십억원
외국인지분율	9.8%
52주 주가	32,000~83,800원
60일평균거래량	1,897,785주
60일평균거래대금	123.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-27.2	50.6	30.5	-13.0
상대수익률	-31.6	55.9	43.1	0.0

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	1	7	14	25
영업이익(십억원)	-21	-46	-51	-42
순이익(십억원)	-84	-74	-39	-37
EPS(원)	-7,140	-4,882	-1,783	-1,460
BPS(원)	-10,525	101	2,818	8,191
PER(배)				
PBR(배)			5.1	10.0
ROE(%)			-110.3	-24.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)		-	-	-

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

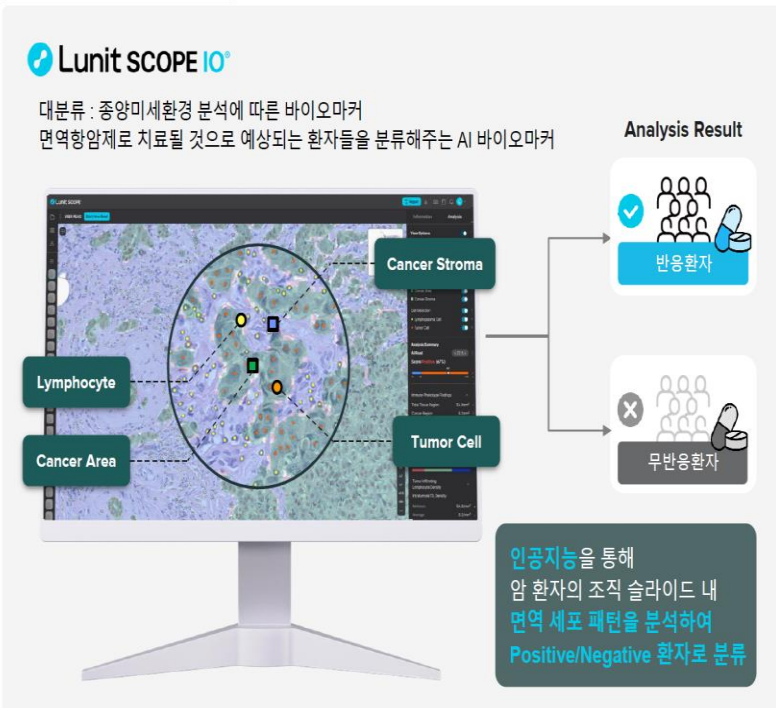
그림1.루닛 주요 제품



자료: 루닛, iM증권 리서치본부

그림2.루닛 스코프 제품

주력 제품 : Lunit SCOPE IO



자료: 루닛, iM증권 리서치본부

그 외 : Lunit SCOPE Next

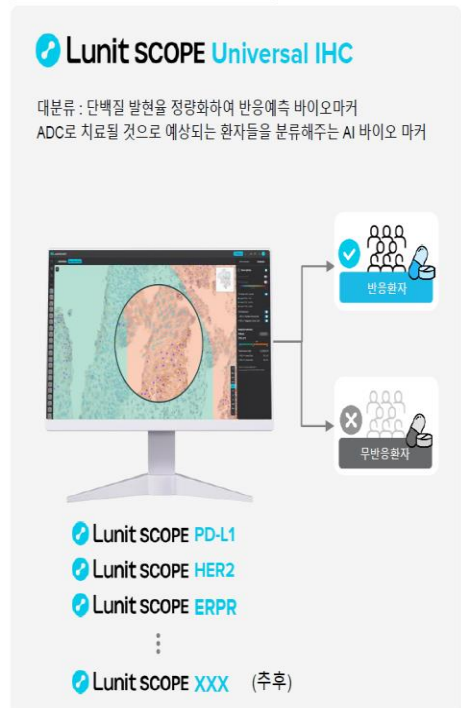
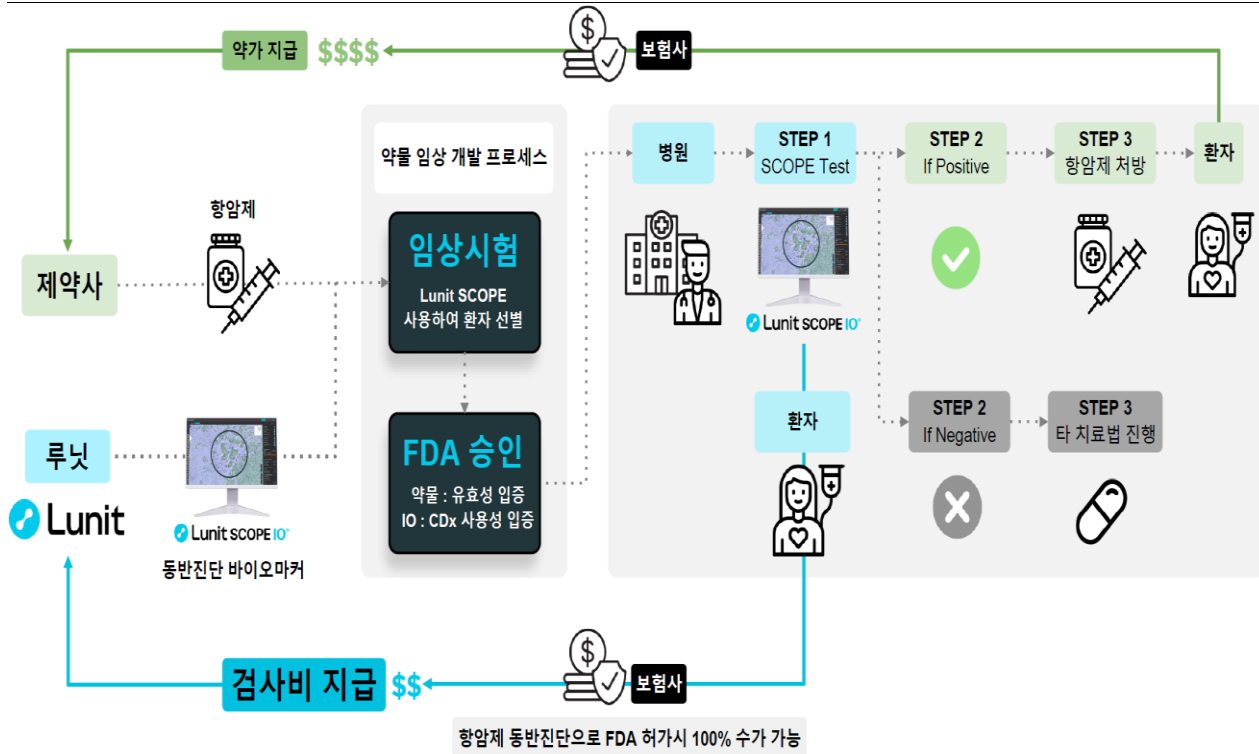
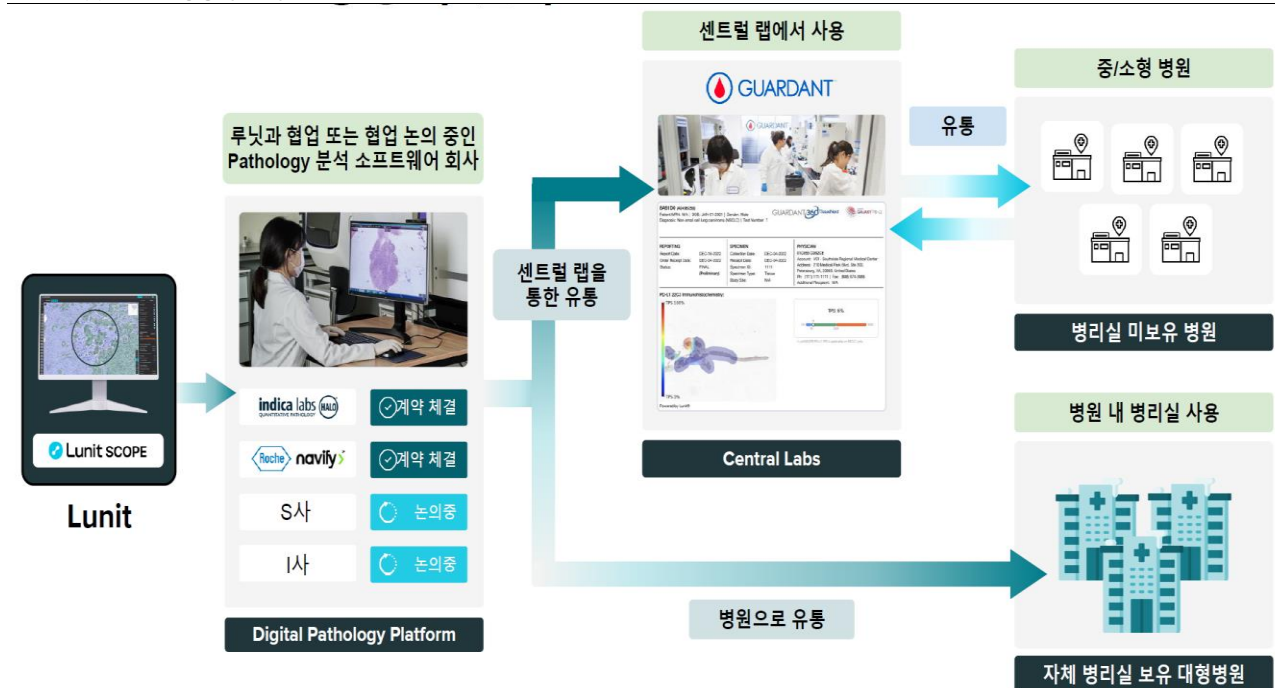


그림3.루닛 스코프 비즈니스 모델



자료: 루닛, iM증권 리서치본부

그림4.루닛 스코프 상용화 전략



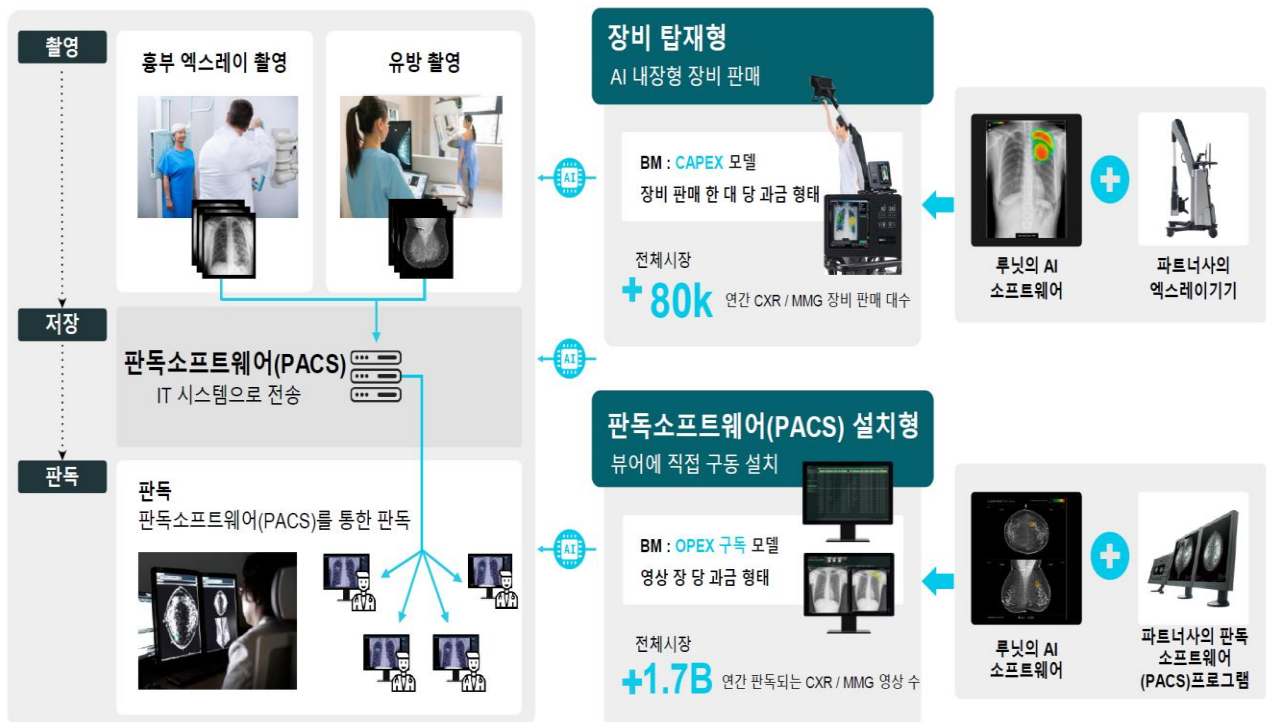
자료: 루닛, iM증권 리서치본부

그림5.루닛 인사이트



자료: 루닛, iM증권 리서치본부

그림6.루닛 인사이트 비즈니스 모델



자료: 루닛, iM증권 리서치본부

그림7. 볼파라 헬스 사업영역

Risk Pathways™

PERSONAL INFORMATION	AGE	SEX	RACE	ETHNICITY	RELIGION
Age	✓	✓	✓	✓	✓
Sex	✓	✓	✓	✓	✓
Race	✓	✓	✓	✓	✓
Ethnicity	✓	✓	✓	✓	✓
Religion	✓	✓	✓	✓	✓
REPRODUCTION & SEXUAL HISTORY	PARITY	DATE OF LAST MENSTRUATION	DATE OF LAST SEXUAL INTERCOURSE	DATE OF LAST PREGNANCY	DATE OF LAST DELIVERY
Parity	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last menstruation	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last sexual intercourse	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last pregnancy	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last delivery	✓	✓	✓	✓	✓
REPRODUCTION & SEXUAL HISTORY	DATE OF LAST MENSTRUATION	DATE OF LAST SEXUAL INTERCOURSE	DATE OF LAST PREGNANCY	DATE OF LAST DELIVERY	DATE OF LAST ABORTION
Date of last menstruation	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last sexual intercourse	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last pregnancy	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last delivery	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last abortion	✓	✓	✓	✓	✓
REPRODUCTION & SEXUAL HISTORY	DATE OF LAST MENSTRUATION	DATE OF LAST SEXUAL INTERCOURSE	DATE OF LAST PREGNANCY	DATE OF LAST DELIVERY	DATE OF LAST ABORTION
Date of last menstruation	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last sexual intercourse	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last pregnancy	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last delivery	✓	✓	✓	✓	✓
Date of last abortion	✓	✓	✓	✓	✓

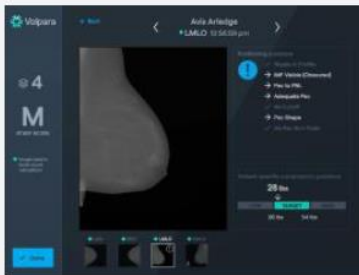
유방암 및 기타 암 발병 위험이 높은 사람들을 선제적으로 식별하고 치료 경로를 맞춤화함

Scorecard™



AI 이미지 분석: 유방 구성, 암 위험, 추가 영상 촬영에 대한 의사와 환자의 이해도를 높임

Analytics™ & Live™



AI 이미지 분석: 보다 정확한 검출을 위해 생성되는 모든 유방 촬영의 품질을 개선

Analytics & Patient Hub™



관리 부담을 줄이고 워크플로우 속도를 높이며 환자에게 집중할 수 있는 시간을 확보

자료: 루닛, iM증권 리서치본부

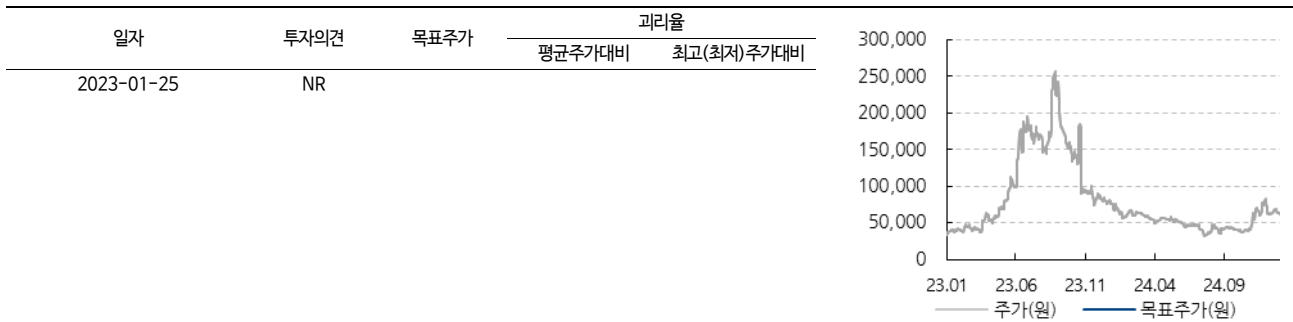
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	22	90	68	230	매출액	1	7	14	25
현금 및 현금성자산	9	16	14	32	증가율(%)	620.8	364.3	108.9	80.9
단기금융자산	12	72	48	190	매출원가	0	1	0	0
매출채권	0	1	3	5	매출충이익	1	6	14	25
재고자산	0	0	0	0	판매비와관리비	22	52	64	67
비유동자산	3	4	29	38	연구개발비	9	22	18	17
유형자산	3	3	25	23	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	0	2	2	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	25	94	97	268	영업이익	-21	-46	-51	-42
유동부채	153	88	9	13	증가율(%)	적지	적지	적지	적지
매입채무	0	0	0	0	영업이익률(%)	-1,465.0	-688.4	-365.3	-168.3
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	0	0	1	3
유동성장기부채	1	1	2	3	이자비용	3	2	1	2
비유동부채	3	4	19	20	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	-84	-74	-39	-37
부채총계	156	92	28	33	법인세비용	-	-	-	0
자배주주지분	-131	2	69	235	세전계속이익률(%)	-5,855.7	-1,109.7	-282.1	-146.6
자본금	0	5	6	14	당기순이익	-84	-74	-39	-37
자본잉여금	12	212	313	508	순이익률(%)	-5,855.7	-1,109.7	-282.1	-146.7
이익잉여금	-145	-219	-258	-295	자배주주귀속 순이익	-84	-74	-39	-37
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-84	-74	-39	-37
자본총계	-131	2	69	235	자배주주귀속총포괄이익	-84	-74	-39	-37

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	-17	-33	-53	-36	주당지표(원)				
당기순이익	-84	-74	-39	-37	EPS	-7,140	-4,882	-1,783	-1,460
유형자산감가상각비	1	2	3	3	BPS	-10,525	101	2,818	8,191
무형자산감각비	0	0	0	0	CFPS	-7,027	-4,745	-1,644	-1,310
자본법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-13	-60	17	-146	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	1	1	-	1	PER				
무형자산의 처분(취득)	0	0	1	0	PBR			5.1	10.0
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR				
재무활동 현금흐름	2	100	35	200	EV/EBITDA		-	-	-
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE			-110.3	-24.2
자본의증감	3	29	36	200	EBITDA이익률	-1,372.7	-657.2	-343.4	-153.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	-119.2	4,505.8	41.0	14.0
현금및현금성자산의증감	-27	7	-2	17	순부채비율	15.3	-4,242.9	-87.1	-93.1
기초현금및현금성자산	36	9	16	14	매출채권회전율(x)	11.7	9.0	6.1	5.8
기말현금및현금성자산	9	16	14	32	재고자산회전율(x)	11.0	52.5	138.0	231.4

자료 : 루닛, iM증권 리서치본부

루닛 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

더존비즈온 (012510)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
2122-9198 value3@imfnsec.com[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

올해 One AI 효과 본격화 될 듯

기업용 솔루션 전문 기업

동사는 회계 프로그램 뿐만 아니라 ERP(전사적 자원관리), IFRS솔루션, 그룹웨어, 정보보호, 전자세금계산서 등 기업 정보화 소프트웨어 분야에서 필요한 각종 솔루션과 서비스를 제공하고 있다. 동사의 주요 사업으로는 크게 기업정보화솔루션, 클라우드 서비스, 그룹웨어, 정보보안, 전자금융서비스 부문 등으로 구분할 수 있다.

One AI 고객수 확대가 매출 및 클라우드 전환 증가로 이어진다

동사는 2011년부터 클라우드 전환을 추진하면서 주력 솔루션의 서비스형 소프트웨어(SaaS)화를 이미 마친 상황이다. 중소기업용 위하고(WEHAGO), 중견기업용 아마란스10(Amaranth10), 대기업용 옴니아솔(OmniEsol), ERP10 등 세분화된 솔루션을 보유하고 있으며, 국내 고객사의 클라우드 전환률은 약 20% 수준으로 파악된다. 특히 아마란스10(Amaranth10)의 신규 고객 유입과 클라우드 비중이 지속적으로 증가하며 실적향상에 큰 기여를 하고 있다.

무엇보다 동사는 2024년 6월 기업 핵심 업무 솔루션에 내재화한 생산성 혁신 AI 도구 One AI를 출시하였다. 이러한 One AI는 기업용 솔루션인 옴니아솔, 아마란스10, 위하고 등에 통합돼 기업의 AI 활용 및 접근성 등을 높였다. 또한 ERP, 그룹웨어, EDM(전자문서관리) 등 주요 솔루션에 AI를 통합해 업무 프로세스를 자동화하고 효율성과 편의성을 극대화시킬 수 있다.

이러한 One AI는 지난해 6월 출시 이후 6개월 만에 기업 고객 2000곳을 달성하면서 성공적으로 정착하고 있으며, 구독모델로 최저가 25만원부터다.

이와 같은 AI 도입 확대는 매출 증가 뿐만 아니라 클라우드 ERP 전환을 가속화시킬 것으로 전망된다. 그동안 ERP는 한 번 도입하면 최대한 오래 사용하는 것이 관례였지만, 업무 생산성을 향상시킬 수 있는 AI의 등장은 ERP 교체 수요를 촉발시킬 동인이 될 것으로 기대된다.

중소기업 신용평가와 더불어 매출채권 팩토링사업 등 신규사업 가시화 될 듯

동사와 신한은행, SGI서울보증보험이 합작한 법인 테크핀레이팅스는 2024년 5월 금융위원회로부터 기업신용등급제공업 본허가를 획득하였다. 국내 첫 기업신용평가 플랫폼 테크핀레이팅스는 중소기업 신용평가와 더불어 매출채권 팩토링사업을 추진 중이다. 매출채권 팩토링은 기업 신용도를 기반으로 매출채권을 빠르게 현금화하는 서비스로 중소기업들의 자금운용이 더 원활해질 수 있을 것으로 전망된다.

또한 동사는 ERP 시스템을 운영하며 구축한 빅데이터도 적극 활용한다는 방침이다. 다양한 기업의 인사 회계 무역 관련 데이터를 통해 기존 금융권과 차별화된 신용평가 모델을 구축하겠다는 목표다. 이 경우 포용금융 측면에서 금융조달 문턱이 높은 소상공인과 중소기업에 대한 대출도 용이해질 것이다.

다른 한편으로는 동사를 주축으로 신한은행과도 컨소시엄을 구성한 더존뱅크는 중소기업 소상공인 특화 인터넷전문은행을 목표로 하고 있다. 이러한 더존뱅크 컨소시엄이 제4인터넷전문은행 예비인가를 받기 위하여 준비 중에 있다. 2025년 3월 25~26일 예비인가 신청서 접수가 이뤄지면 민간 외부평가위원회 등 금감원 심사 등을 거쳐 상반기 중 예비인가 결과를 발표한다는 계획이다.

NR

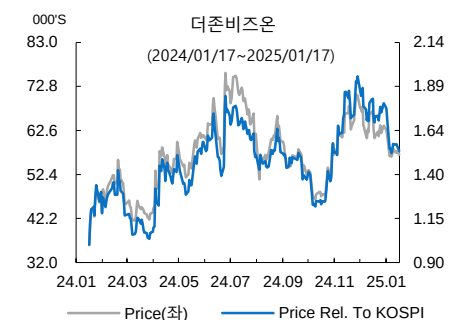
액면가	500원
증가(2025.01.17)	57,000원

Stock Indicator

자본금	16십억원
발행주식수	3,038만주
시가총액	1,732십억원
외국인지분율	10.0%
52주 주가	36,000~75,900원
60일평균거래량	288,095주
60일평균거래대금	18.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.9	20.4	-17.9	58.3
상대수익률	-16.6	23.7	-6.6	54.7

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	306	319	304	354
영업이익(십억원)	77	71	46	69
순이익(십억원)	57	54	24	35
EPS(원)	1,806	1,707	757	1,117
BPS(원)	12,507	15,708	13,697	13,570
PER(배)	57.6	42.8	48.7	25.9
PBR(배)	8.3	4.6	2.7	2.1
ROE(%)	15.1	12.1	5.1	8.2
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.3	0.7
EV/EBITDA(배)	32.2	10.0	13.8	10.3

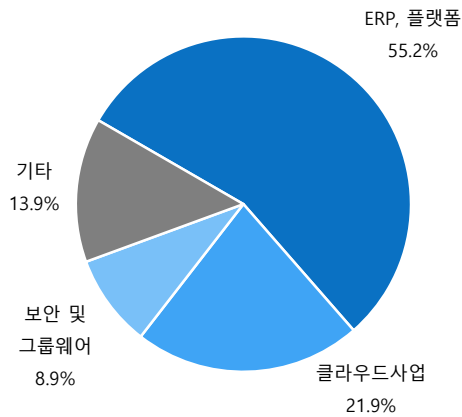
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 더존비즈온 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	2,269	540	561	425	421	1,418	36.6
2019	2,627	668	664	510	506	1,669	48.5
2020	3,065	767	730	579	568	1,806	57.6
2021	3,187	712	718	544	537	1,707	42.8
2022	3,043	455	313	231	238	757	48.7
2023	3,536	691	454	343	352	1,117	25.9
2024E	4,001	828	897	727	538	1,771	36.0
2025E	4,428	972	811	622	660	2,172	26.2

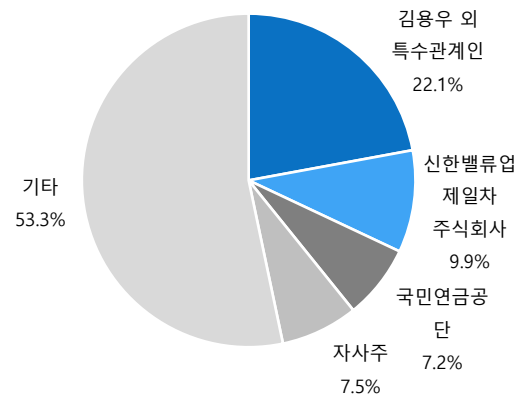
자료: 더존비즈온, iM증권 리서치본부

그림1. 더존비즈온 매출 구성(2024년 3분기 누적 기준)



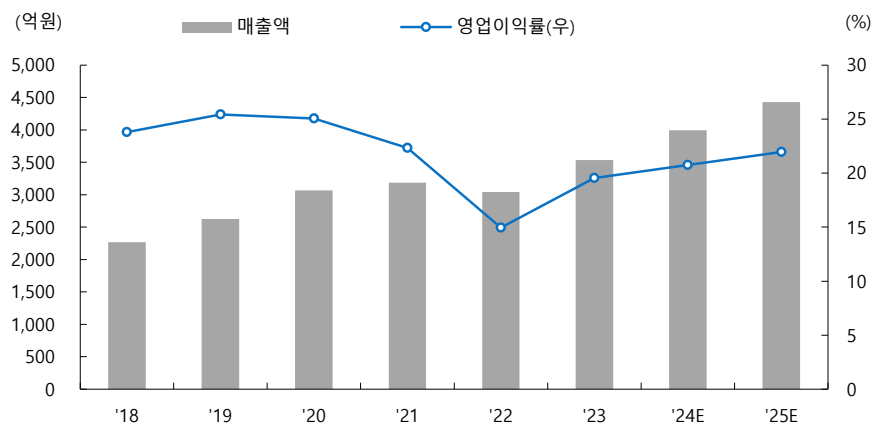
자료: 더존비즈온, iM증권 리서치본부

그림2. 더존비즈온 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



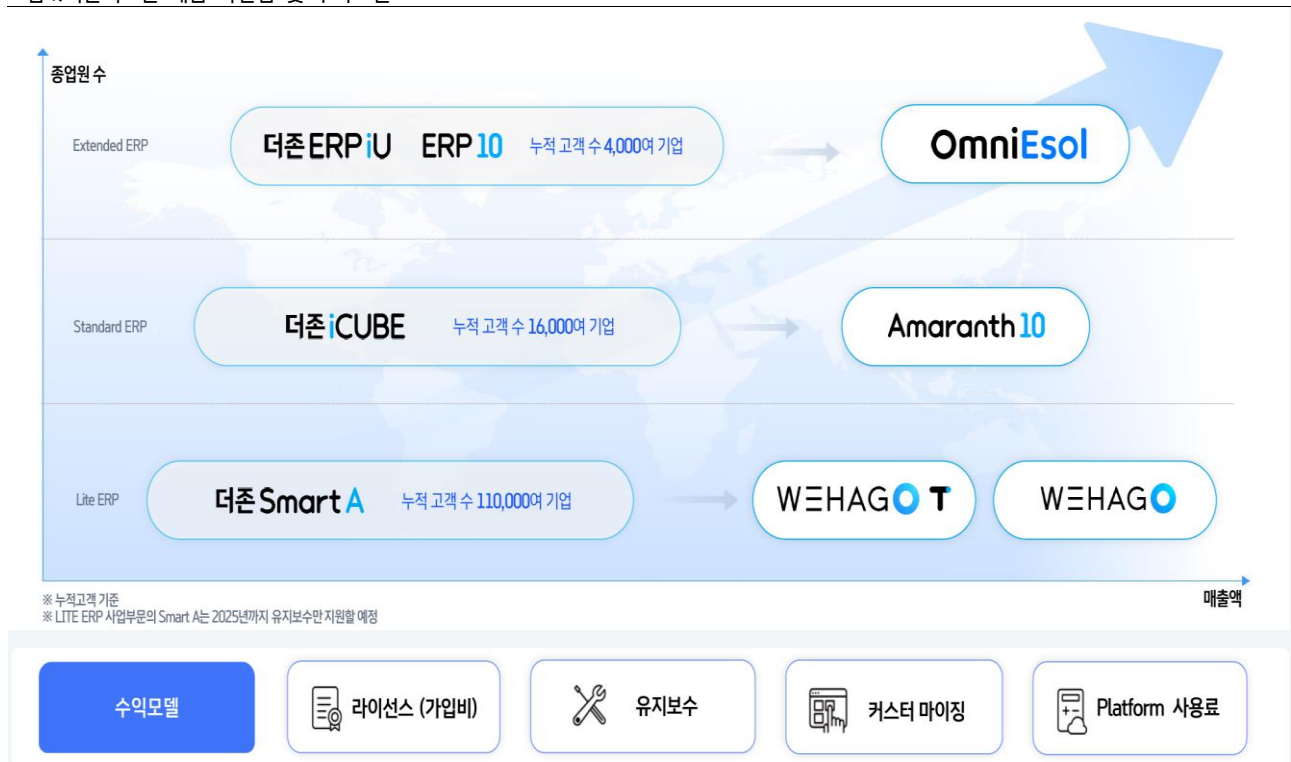
자료: 더존비즈온, iM증권 리서치본부

그림3. 더존비즈온 실적 추이



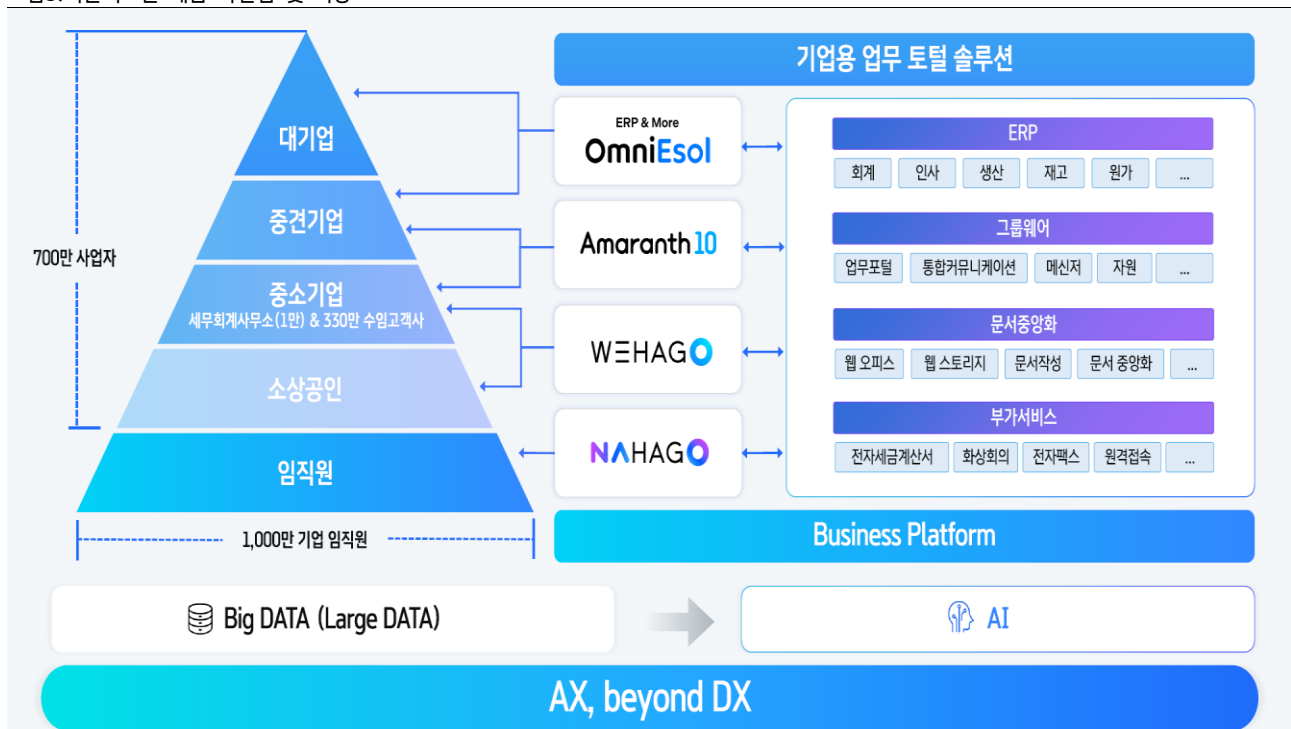
자료: 더존비즈온, iM증권 리서치본부

그림4.더존비즈온 제품 라인업 및 수익모델



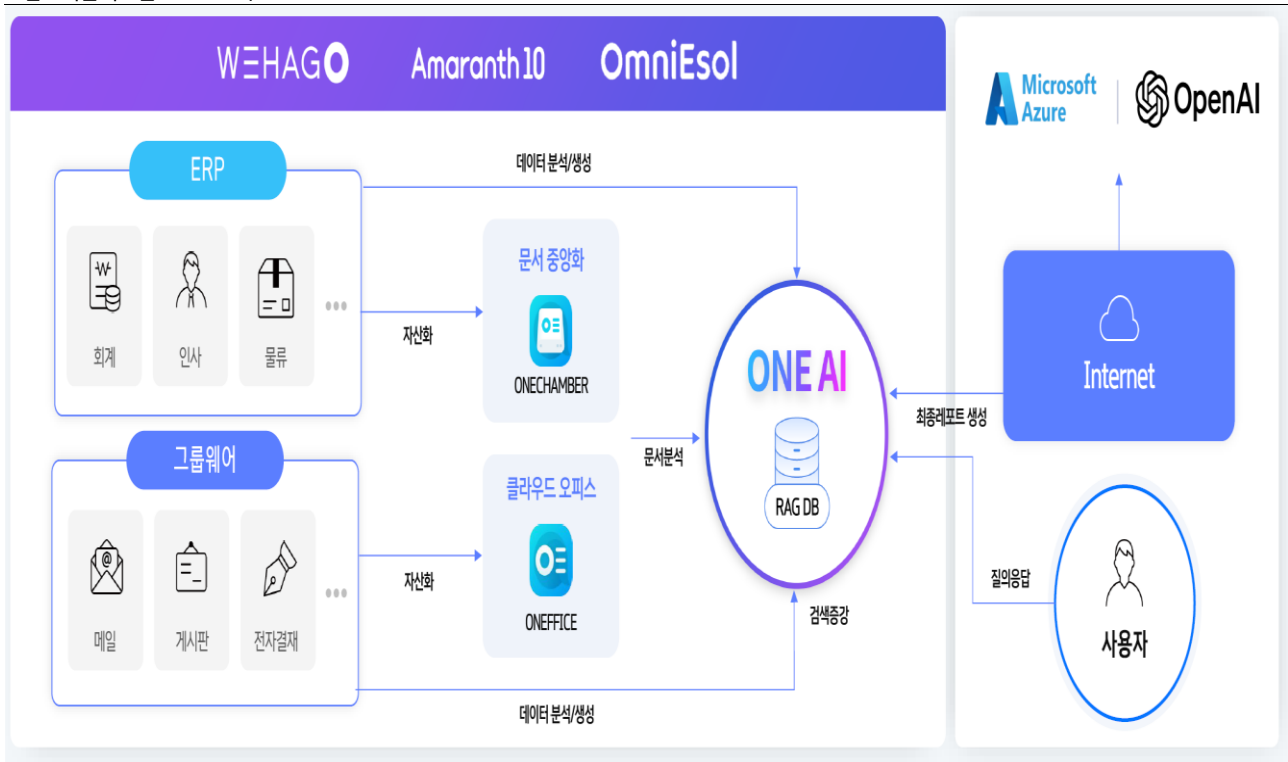
자료: 더존비즈온, iM증권 리서치본부

그림5.더존비즈온 제품 라인업 및 시장



자료: 더존비즈온, iM증권 리서치본부

그림6.더존비즈온 One AI 구조도



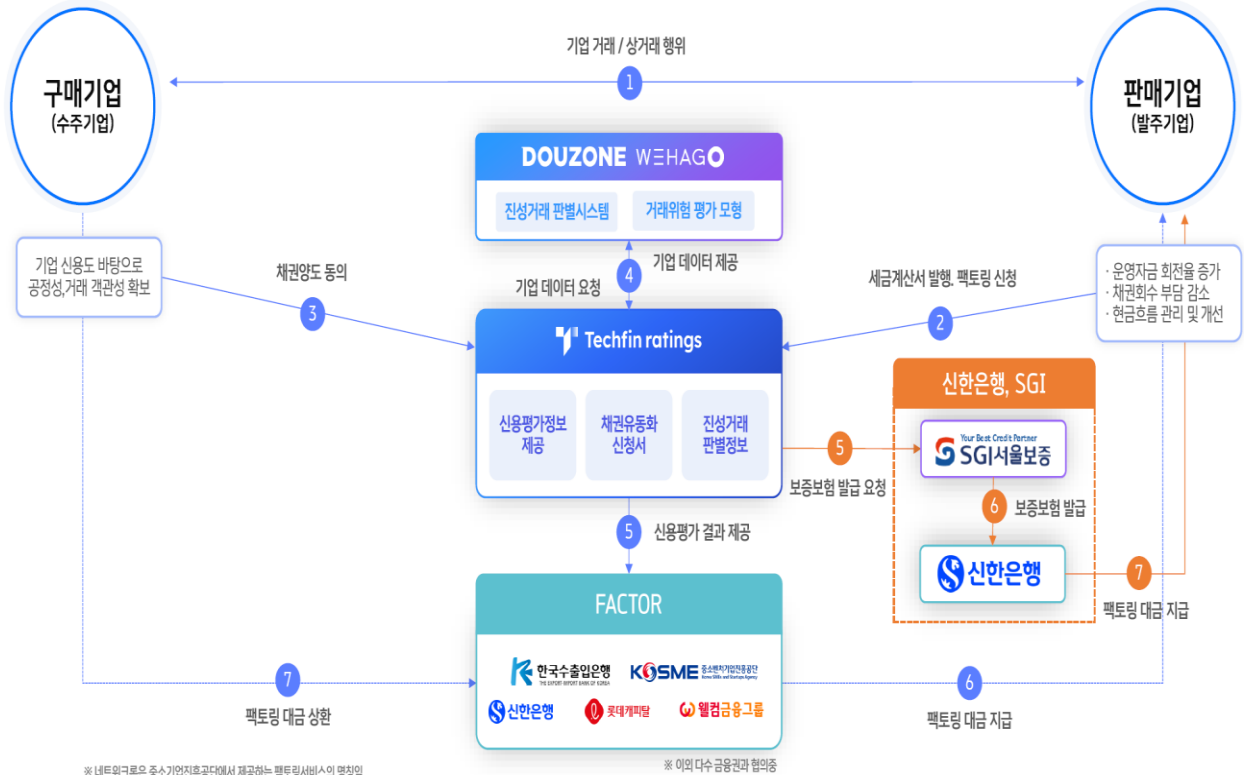
자료: 더존비즈온, iM증권 리서치본부

그림7.테크핀레이팅스 사업개요



자료: 더존비즈온, iM증권 리서치본부

그림8.테크핀레이팅스 매출채권팩토링



자료: 더존비즈온, iM증권 리서치본부

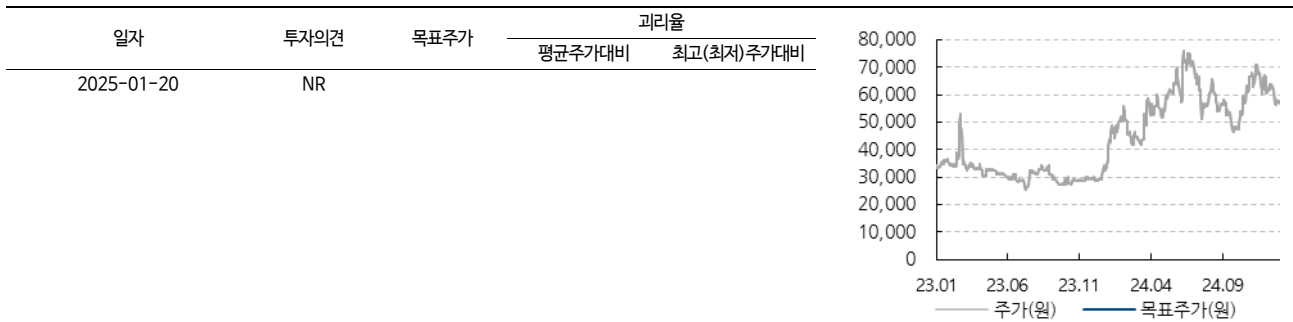
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	144	225	144	126	매출액	306	319	304	354
현금 및 현금성자산	63	41	54	54	증가율(%)	16.7	4.0	-4.5	16.2
단기금융자산	23	109	34	9	매출원가	137	176	184	201
매출채권	43	52	38	47	매출충이익	169	142	120	153
재고자산	2	2	2	1	판매비와관리비	93	71	74	84
비유동자산	660	675	689	758	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	357	351	373	384	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	40	54	57	104	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	804	900	833	883	영업이익	77	71	46	69
유동부채	125	385	138	415	증가율(%)	14.9	-7.2	-36.0	51.7
매입채무	5	4	2	2	영업이익률(%)	25.0	22.3	15.0	19.5
단기차입금	18	18	18	18	이자수익	0	1	2	1
유동성장기부채	3	253	2	254	이자비용	7	7	9	14
비유동부채	282	13	257	23	자본이익(손실)	-	0	-1	-1
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	6	1	1
장기차입금	250	-	250	-	세전계속사업이익	73	72	31	45
부채총계	406	399	394	438	법인세비용	15	17	8	11
자배주주지분	394	494	431	427	세전계속이익률(%)	23.8	22.5	10.3	12.8
자본금	16	16	16	16	당기순이익	57	54	24	35
자본잉여금	195	195	195	195	순이익률(%)	18.6	16.9	7.8	9.9
이익잉여금	215	253	268	286	자배주주귀속 순이익	57	54	24	35
기타자본항목	0	1	2	2	기타포괄이익	-7	1	7	-10
비자배주주지분	4	7	7	18	총포괄이익	50	56	30	24
자본총계	398	502	438	445	자배주주귀속총포괄이익	49	55	31	25

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	105	61	77	101	주당지표(원)				
당기순이익	57	54	24	35	EPS	1,806	1,707	757	1,117
유형자산감가상각비	22	24	24	26	BPS	12,507	15,708	13,697	13,570
무형자산상각비	4	5	7	11	CFPS	2,854	2,765	1,859	2,607
자본법관련손실(이익)	-	0	-1	-1	DPS	450	450	123	217
투자활동 현금흐름	-57	-129	30	-68	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	57.6	42.8	48.7	25.9
무형자산의 처분(취득)	12	20	17	11	PBR	8.3	4.6	2.7	2.1
금융상품의 증감	-	0	-1	-1	PCR	36.4	26.4	19.8	11.1
재무활동 현금흐름	-19	47	-95	-33	EV/EBITDA	32.2	10.0	13.8	10.3
단기금융부채의증감	-	-	250	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	15.1	12.1	5.1	8.2
자본의증감	0	74	-77	-22	EBITDA이익률	33.6	31.4	25.3	29.9
배당금지급	-15	-17	-16	-7	부채비율	102.0	79.4	89.9	98.3
현금및현금성자산의증감	29	-22	13	0	순부채비율	46.4	24.0	41.5	46.9
기초현금및현금성자산	34	63	41	54	매출채권회전율(x)	6.9	6.8	6.8	8.3
기말현금및현금성자산	63	41	54	54	재고자산회전율(x)	204.6	177.8	150.3	226.2

자료 : 더존비즈온, iM증권 리서치본부

더존비즈온 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

AP위성 (211270)

2025.01.20

우주 빅사이클 도래로 성장성 가속화

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

달 탐사 2단계 사업, 다목적실용위성 등 정부의 우주개발 투자 증가가 수주확대로 이어지면서 동사 밸류에이션 리레이팅 될 듯

2023년 10월 달 착륙선 개발을 담은 달 탐사 2단계 사업 시행이 2022년 제3차 국가연구개발사업 예비 타당성조사 종합 평가를 거쳐 최종 확정되었다. 총사업비로 약 5,303억원이 투입된다.

이와 같이 지난해 10월부터 달 탐사 2단계 사업이 착수됨에 따라 달 연착륙 검증선과 달 착륙선을 독자 개발하기 위한 환경을 조성하면서 올해부터 달 착륙선 개발 사업이 본격화 될 것이다. 탑재체의 경우 조만간에 우주탐사 로드맵 수립 후 공모를 통해 선정한 다음 올해부터 별도사업으로 개발이 추진될 것이다. 이후 2028년 달 착륙선 설계를 완료한다는 계획으로 2031년엔 달 착륙선에 앞서 연착륙 임무를 수행하는 달 연착륙 검증선을 발사하고 2032년 달 표면 탐사 임무까지 수행하는 달 착륙선 등을 개발할 예정이다.

이러한 환경하에서 그동안 동사는 달 탐사 시험용 궤도선 본체 전장품 설계 및 개발(달 탐사 1차 다누리사업), 소형 성능검증위성 개발 등에 참여하였다. 이렇듯 동사는 달 탐사와 관련된 프로젝트에 참여하여 검증을 받았기 때문에 향후 달 탐사 2단계 사업에서 달 착륙선 뿐만 아니라 시험용 달 궤도선, 스태우위성(소형위성 개발 사업) 등에 대한 프로젝트 참여 가능성이 높아지면서 수주확대로 이어질 것이다.

한편, 공공 수요의 위성영상 확보를 목표로 다목적실용위성(아리랑위성) 개발 사업 등이 진행되고 있다. 현재 초정밀광학 및 적외선 센서를 탑재하는 다목적실용위성 7호와 다목적실용위성 7A호를 개발하고 있으며, 올해의 경우 다목적실용위성 7B호 사업착수가 예상된다. 동사의 경우 다목적실용위성 6호 탑재체 데이터링크 및 EGSE를 개발하였을 뿐만 아니라 다목적실용위성 7호의 탑재체 기기자료처리장치 개발에 참여하였기 때문에 다목적실용위성 7B호 개발 참여 가능성도 높아지면서 수주확대로 이어질 것이다.

이와 같이 정부가 우주개발 투자액을 증가하고 있는 환경하에서 향후 여러 프로젝트 참여가 가능해짐에 따라 수주 등이 확대되면서 동사의 밸류에이션이 리레이팅 될 것이다.

군정찰 초소형위성체계, 위성통신단말기 다양성 등으로 성장성 부각

군정찰 초소형위성체계 사업이 추진되고 있는데, 2022~2030년까지 약 1.4조원 투입하여 총 44기(SAR 40기, EO/IR 4기)의 초소형 위성(무게 100kg 미만)을 궤도에 올릴 예정이다. 동사의 경우 그 동안 군정찰위성인 EO/IR 위성의 탑재체 개발에 참여하였을 뿐만 아니라 이러한 초소형위성체계 사업에서 검증위성용 AIS(선박자동식별시스템) 탑재체 등을 개발하고 있어서 향후 수주확대 뿐만 아니라 수주의 지속성 등을 높일 것이다.

한편, 동사의 위성통신단말기 주요 고객은 THURAYA로 2대의 정지궤도위성을 이용해 글로벌 각 지역에 이동위성통신서비스를 제공하고 있는데, 지난해 4분기부터 스마트폰 형태의 신제품 약 1.5만대를 추가로 공급하였다. 또한 올해 THURAYA항 선박 데이터 전용 위성통신단말기 뿐만 아니라 미국 업체향 군전용 위치정보 생성기 등의 공급이 가시화 되면서 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

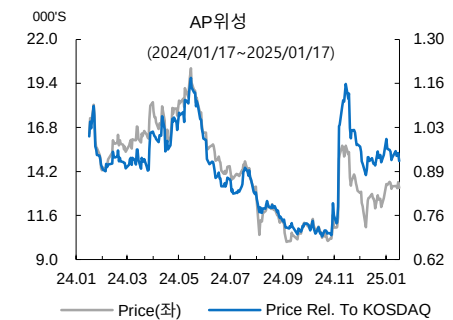
NR

액면가	500원
증가(2025.01.17)	13,230원

Stock Indicator	
자본금	8십억원
발행주식수	1,508만주
시가총액	200십억원
외국인지분율	0.8%
52주 주가	10,030~20,300원
60일평균거래량	636,230주
60일평균거래대금	9.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.8	24.7	-9.4	-19.6
상대수익률	0.4	30.0	3.2	-6.6

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	45	40	54	49
영업이익(십억원)	4	1	4	10
순이익(십억원)	-1	1	4	11
EPS(원)	-91	93	270	697
BPS(원)	5,321	5,377	5,659	6,304
PER(배)	-	155.9	37.2	19.5
PBR(배)	1.5	2.7	1.8	2.2
ROE(%)	-1.7	1.7	4.9	11.7
배당수익률(%)	0.9	0.5	0.7	0.5
EV/EBITDA(배)	16.3	54.6	15.7	10.3

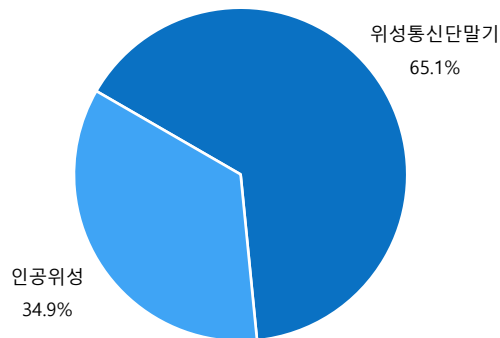
주K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. AP 위성. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2019	457	71	26	7	7	48	147.9
2020	454	44	8	-14	-14	-91	
2021	402	8	18	14	14	93	155.9
2022	536	45	52	41	41	270	37.2
2023	494	101	134	105	105	697	19.5
2024E	503	101	146	115	115	762	16.6
2025E	632	145	196	154	154	1,021	13.0

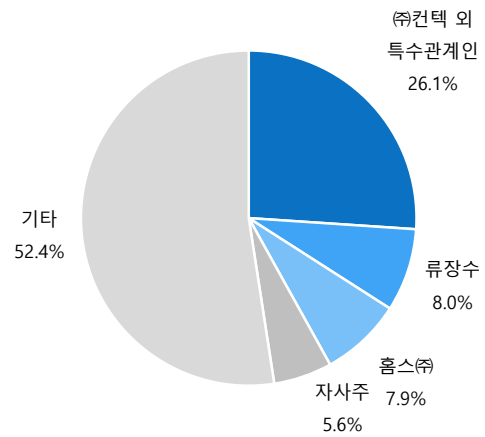
자료: AP위성, iM증권 리서치본부

그림1.AP 위성 매출 구성(2024년 3분기 누적기준)



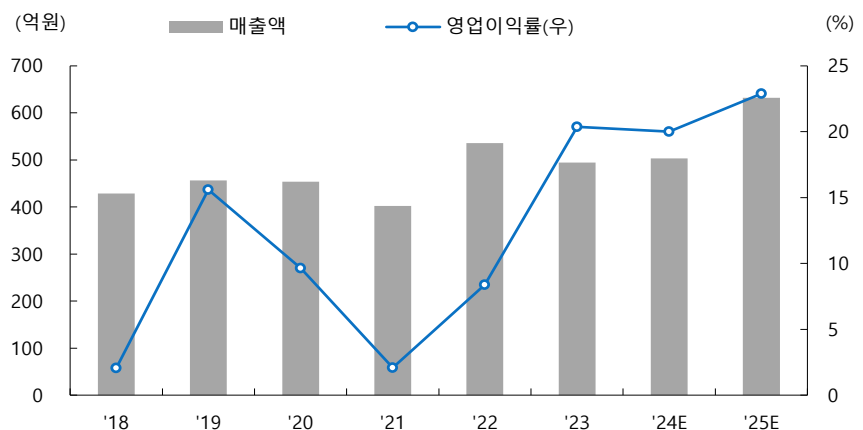
자료: AP위성, iM증권 리서치본부

그림2.AP 위성 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: AP위성, iM증권 리서치본부

그림3.AP 위성 실적 추이



자료: AP위성, iM증권 리서치본부

표2. AP 위성 위성제조 현황

구분	사업기간	내용
탑재체 Data Link	2007.07.03~2012.08.31	다목적실용위성 3호 영상자료처리장치(IDHU)의 조립/시험 및 기술검증 모델 개발 및 공급
	2009.09.01~2012.08.31	차세대 우주용 고속자료처리장치 개발(국가연구개발사업)
	2010.01.29~2014.09.30	다목적실용위성 3A호 영상자료처리장치(IDHU)의 국산화 개발 및 공급
	2013.06.01~2016.05.31	차세대 소형위성 핵심기술 탑재체 용역
	2014.01.17~2019.11.30	다목적실용위성 6호 탑재체 데이터링크 개발
	2017.04.06~2021.12.31	다목적실용위성 7호 탑재체 기가자료처리장치 개발
	2017.05.12~2018.12.31	시험용 달 궤도선 본체 전장품 설계 및 제작(탑재자료처리장치 PDHU)
	2018.09.28~2023.12.31	EO/IR 위성탑재체 개발납품계약
	2019.03.29~2025.09.26	SAR 위성탑재체(SAR센서, DLS 분야)_DLS 고출력 증폭기 및 변조기 개발계약
	2020.06.29~2025.06.30	다목적실용위성 7A호 탑재체 기가자료처리장치 개발
위성 탑재컴퓨터	2011.07.01~2014.12.31	표준형 위성 탑재컴퓨터 핵심모델 개발(국가연구개발사업)
	2015.12.01~2016.05.31	차세대소형위성 1호 우주핵심기술 탑재체 탑재컴퓨터(OBC) 개발
	2016.07.01~2018.05.31	차세대중형위성 1호 표준탑재컴퓨터 제작
	2016.07.12~2019.03.31	차세대중형위성 2호 표준탑재컴퓨터 제작
	2017.05.12~2018.12.31	시험용 달 궤도선 본체 전장품 설계 및 제작(탑재컴퓨터 OBC)
	2020.05.20~2024.04.30	차세대중형위성 4,5호기용 표준탑재컴퓨터 비행모델
	2021.12.21~2024.04.30	정지궤도 공공복합 토신위성 탑재컴퓨터 설계 및 제작
	2022.12.09~2027.12.30	한국형 위성항법시스템 위성 탑재컴퓨터 설계 및 제작
위성 본체	2010.03.26~2013.06.30	다목적실용위성 3A호 위성본체 주관개발 및 공급
	2017.11.1~2020.12.31	소형 성능검증위성 개발 납품
전기자상지원장비	2006.01.20~2012.08.31	다목적실용위성 3호 X-BAND 하향링크모듈 지상지원용역
	2010.12.15~2014.09.30	다목적실용위성 3A호 X-밴드 하향링크모듈(XDM) 지상지원장비(EGSE) 개발 및 공급
	2013.04.17~2016.10.31	정지궤도복합위성 RF 전기자상지원장비 시제작품 개발
	2014.10.17~2017.03.31	정지궤도복합위성 전력공급 및 발사지원용 전기자상지원장비 개발
	2014.12.12~2017.06.30	정지궤도복합위성 탑재체링크 전기자상지원장비 개발
	2015.11.30~2019.02.28	다목적실용위성 6호 전력공급, 모니터링 및 발사지원용 전기자상지원장비 개발
	2016.09.07~2019.10.31	차세대중형위성 RF 및 기저대역 전기자상지원장비 개발
	2017.10.24~2022.07.31	시험용 달 궤도선 RF 및 기저대역 전기자상지원장비 제작
	2017.12.21~2023.12.31	다목적실용위성 7호 RF 및 기저대역 전기자상지원장비 개발
	2019.09.09~2024.12.31	EO/IR 위성 RF 및 기저대역 전기자상지원장비 개발
위성 AIT	2007.09.01~2012.03.31	다목적실용위성 3호 및 5호 위성기능시험 기술용역
	2012.04.01~2015.01.31	다목적실용위성 3A호 위성기능시험 용역
	2015.04.01~2018.12.31	정지궤도복합위성 2A호 전자통합시험 기술용역

자료: AP위성, iM증권 리서치본부

표3. AP 위성 신제품 개발(진행중 포함) 현황

제 품 명	개발(완료)예정일	비 고
한국항법위성(KPS) 항법탑재체 수신부 개발	2025.11.30	한국전자통신연구원
한국항법위성(KPS) 항법탑재체 송신부 개발	2025.11.30	한국전자통신연구원
초소형위성체계개발사업 검증위성용 AIS 탑재체 개발	2026.3.31	한국전자통신연구원
한국형 위성항법시스템 위성 탑재컴퓨터 설계/제작	2027.12.30	한국항공우주연구원
정지궤도 공공복합 통신위성 탑재컴퓨터 설계 및 제작	2027.04.30	한국항공우주연구원
다목적실용위성7A호 탑재체 기가자료처리장치 개발	2025.06.30	한국항공우주연구원
차세대 중형위성 4,5호기 표준탑재컴퓨터 개발	2024.04.30	한국항공우주산업(주)
EO/IR 위성탑재체 개발	2023.12.31	한국항공우주연구원
소형 성능검증위성 개발(누리호2차 발사)	2020.12.31	한국항공우주연구원
달탐사 시험용 궤도선 본체 전장품	2018.12.31	한국항공우주연구원
K-7 탑재체 기가자료처리장치	2021.12.31	한국항공우주연구원
K-6 DLS	2019.11.30	한국항공우주연구원
K-6 PLTS,SAS_EGSE	2019.02.28	한국항공우주연구원
GK-2 OLTS_EGSE(정지궤도복합위성)	2017.06.30	한국항공우주연구원
GK-2 UMTS,SAS_EGSE(정지궤도복합위성)	2017.03.31	한국항공우주연구원
K-6 SAR_EGSE(다목적실용위성6호)	2016.12.31	LIG넥스원
GK-2 RFTS_EGSE(정지궤도복합위성)	2016.10.31	한국항공우주연구원
차세대 핵심기술 탑재체(차세대소형위성 탑재체)	2016.05.31	KAIST

자료: AP위성, iM증권 리서치본부

그림4. 우주탐사 계획 현황



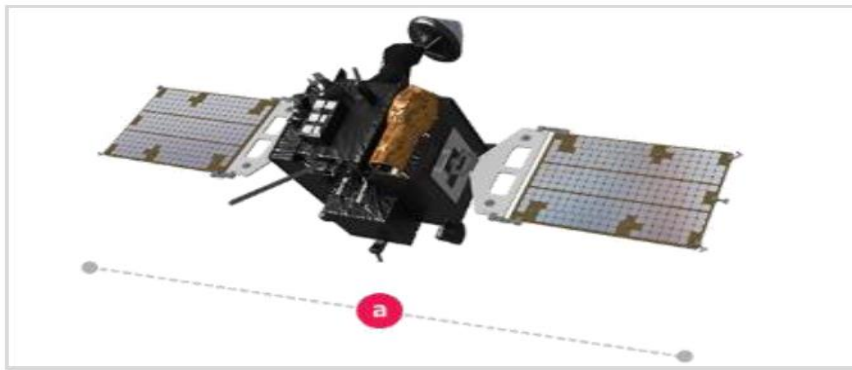
자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

표4. 달 착륙선 시스템 구성

구성	개발내용
시스템 및 착륙선	○ 임무/항행 설계, 시스템 총조립, 연착륙 검증시험 ○ 달 동력 하강/연착륙을 위한 핵심기술(항법/추진시스템 등) 개발
자상시스템	○ 임무운영, 과학기술임무 자료 수신 네트워크 구축
과학기술임무 및 탑재체	○ 우주탐사 로드맵 수립 후 공모를 통해 선정한 다음, 별도사업으로 개발추진

자료: 과학기술정보통신부, iM증권 리서치본부

그림5. 달 탐사 1단계 사업(다누리호)



사업목표	달 궤도에서 1년 임무를 수행하여 우주탐사 기반 기술을 확보·검증		
총사업기간	'16.1월~'22.12월(7년)	총사업예산	약 2,367억원
발사	'22.8.3 스페이스 X Falcon-9 발사체로 발사		
임무	• 1년 간 달 표면 전체 편광 지도 제작, 달-지구 간 우주인터넷 통신시험 등 • 대한민국달 착륙후보지 탐색, 자기장측정, 달 자원조사 등 여러 과학 임무수행 예정		

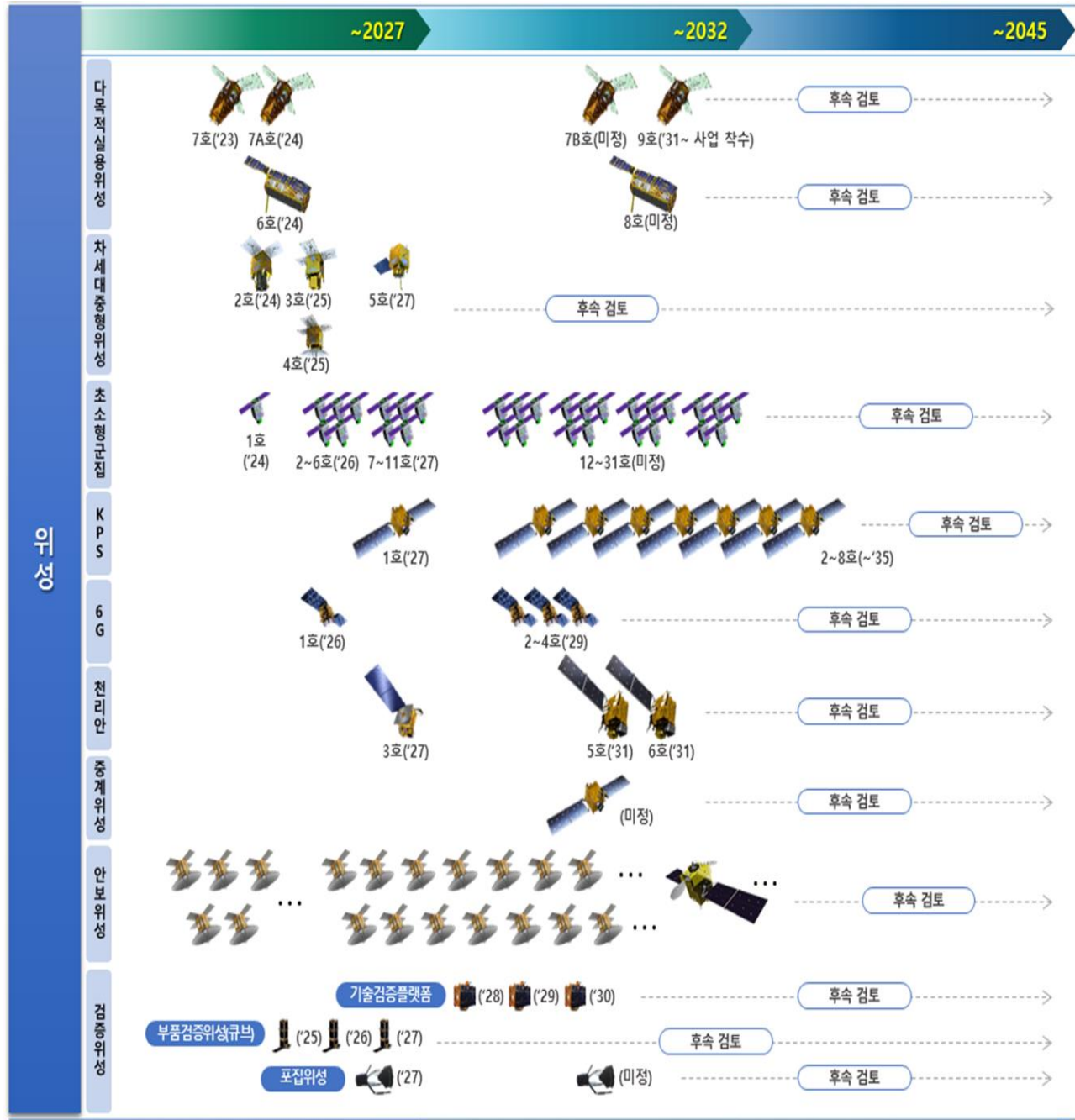
자료: AP위성, iM증권 리서치본부

표5. 저궤도 지구관측위성 개발 계획(안)

구분	4차 계획 ('27년)	5차 계획 ('28~)	비고
다목적 실용위성	7호 발사·운용 ('23년~)	-	해외발사체
	7A호 발사·운용 ('24년~)	-	해외발사체
	7B호 사업착수 ('25년~)	발사·운용 (미정)	
	8~9호 사업착수 (8호 '25년~)	발사·운용 (8호, 미정) 사업착수 (9호 '31년~)	9호 시험시설 등 인프라 사전 구축 검토
차세대 중형위성	2호 발사·운용 ('24년~)	-	해외발사체
	3호 발사·운용 ('25년~)	-	누리호(4차발사)
	4호 발사·운용 ('25년~)	-	해외발사체
	5호 발사·운용 ('27년~)	-	해외발사체(예정)
초소형 군집위성	1호 발사·운용 ('24년~)	-	해외발사체
	2~6호 발사·운용 ('23년~)	-	누리호(5차발사)
	7~11호 발사·운용 ('27년~)	-	누리호(6차발사)
	12~31호 -	발사·운용 (미정)	미정

자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

그림6. 위성 개발 및 발사 계획 현황



자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

표6. KPS 위성 개발 계획(안)

구분	4차 계획 (~'27년)	5차 계획 ('28~)	비고
한국형 위성항법시스템(KPS)	사업 착수 ('22년) 1호기 발사 ('27년~)	2~8호기 발사 (~'35년)	해오발사체

자료: 관계부처 합동, iM증권 리서치본부

그림7.한국형 위성항법시스템(KPS) 사업

사업개요	정지궤도위성 3기와 경사궤도위성 5기로 구성된 우주시스템과 지상시스템, 사용자시스템으로 한국형 위성항법시스템 구축	사업내용	상용 GPS 정밀도: 18m → KPS(센티미터급 서비스 적용 시): 2.5~5cm
사업기간	2022년에 사업 착수, 27년에 첫 위성 발사, 2034년 마지막 위성 발사 후 2035년 시스템 구축예정	파생사업	- 초정밀 PNT(Positioning Navigation Timing) 정보를 통한 교통, 통신, 금융, 국방, 농업, 재난대응 영역 - 글로벌 위치기반서비스(LBS) 시장규모 2017년 28조3천억원→2021년 113조5천억원으로 4배 증가 전망



자료: AP위성, iM증권 리서치본부

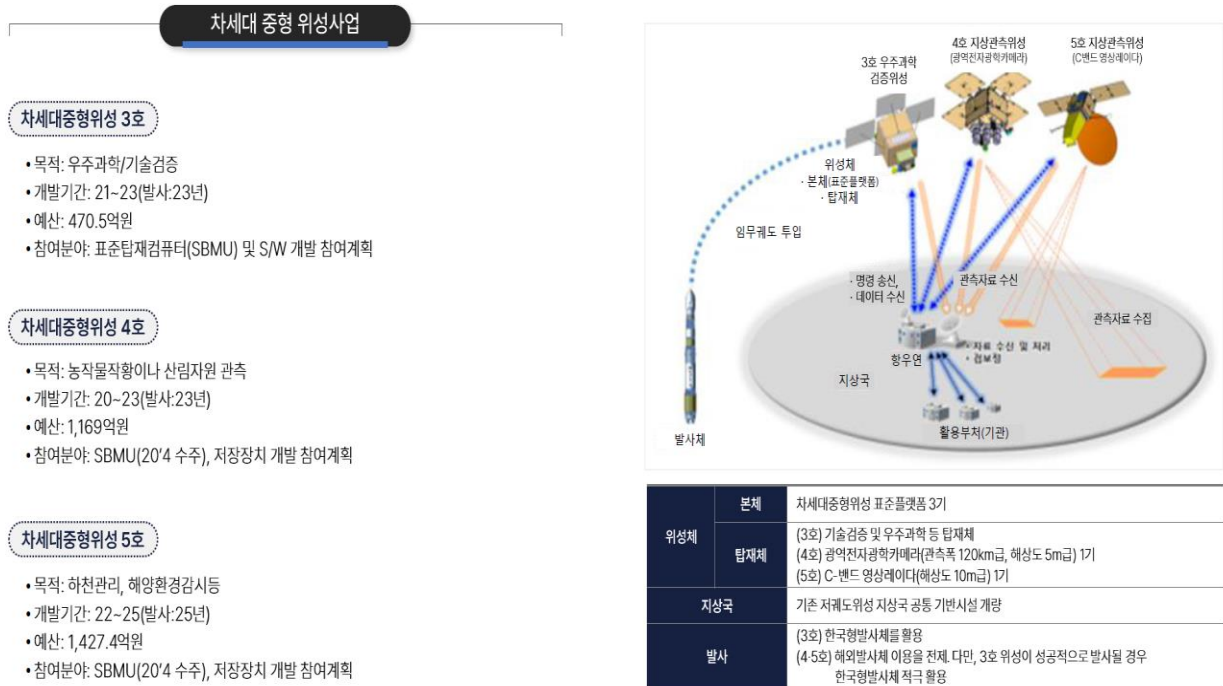
그림8.소형 위성 개발 사업

소형 위성 개발	
사업명	한국형발사체 소형위성사업
총사업기간	2017년 ~ 2022년
발사	2022년 6월21일
임무	100Kg 이하급 소형위성으로 한국형발사체 성능검증 비행모델 개발 - 위성 완제품 개발사업으로 본체, 탑재체뿐만 아니라, 위성 운용을 위한 지상국 개발 및 운영



자료: AP위성, iM증권 리서치본부

그림9.차세대 중형 위성사업



자료: AP위성, iM증권 리서치본부

그림10.광학(EO/IR) 위성 형상



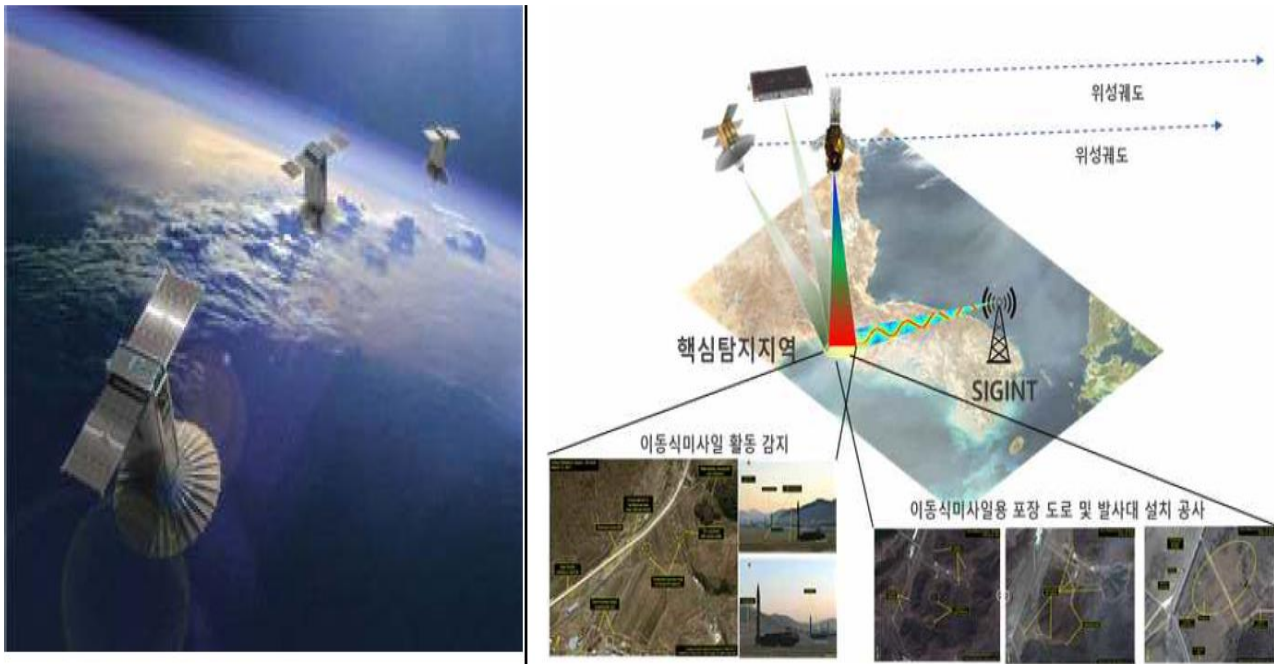
자료: 방위사업청, iM증권 리서치본부

그림11.군 정찰위성 영상레이더(SAR) 형상



자료: 방위사업청, iM증권 리서치본부

그림12. 초소형위성체계 형상 및 운용도와 이동식 미사일 등 탐지 및 운용 개념도



자료: 방위사업청, iM증권 리서치본부

표7. 초소형위성체계개발사업 업체 공모 대상 품목

순번	품목명	업무 세부 사항	계약 기간	예산	비고
1	SAR 검증위성	- SAR위성체 종합 - 검증위성 EM - 검증위성 QM - 검증위성 FM - 검증위성 STM - 검증위성 ETM - 지상지원장비	'23.4. ~ '27.6.	000억원 (각 1기) (부가세 포함)	복수(2기) 개발
2	군지상체	- 군지상체종합 - 군지상체(주) - 군지상체(예비) - 지원장비 - 전력화지원요소 - 시험자상국	'23.4. ~ '30.11.	0,000억원 (부가세 포함)	단수개발

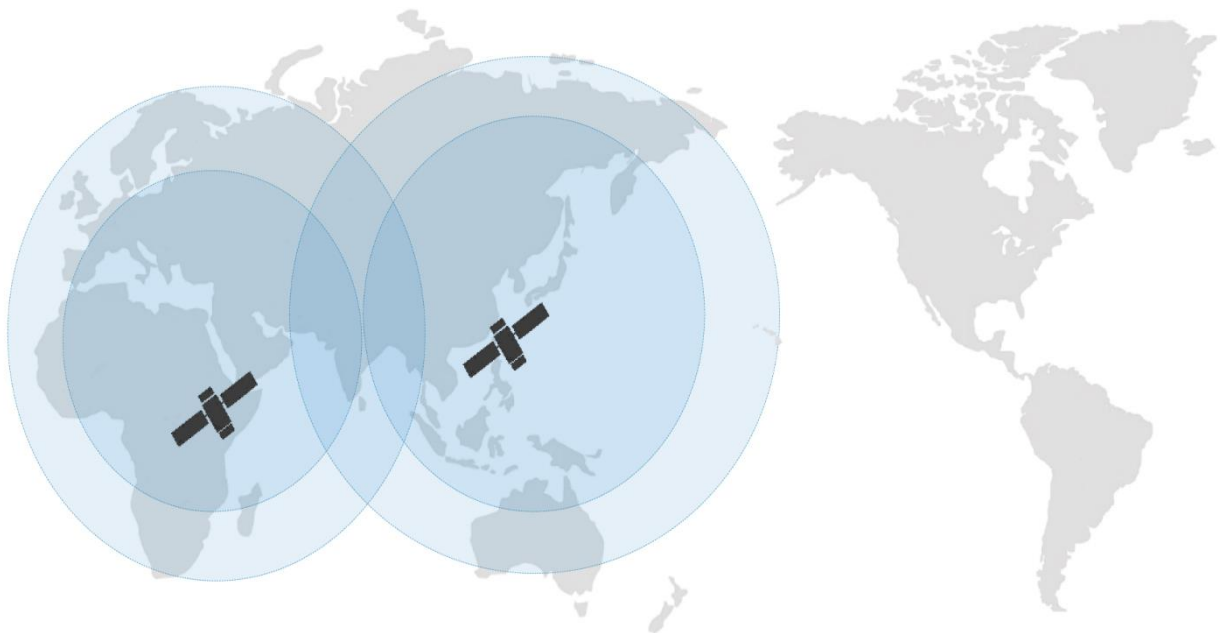
자료: 국방과학연구소, iM증권 리서치본부

그림13.세계 이동 위성통신사업자 현황

구분	ORBCOMM (미국) 	Iridium (미국) 	GlobalStar (미국) 	InmarSat (영국) 	THURAYA (UAE) 	TerreStar (미국) 	NTT Docomo WideStar (일본) 
위성	저궤도(29)	저궤도(66)	저궤도(44)	정지궤도(3)	정지궤도(2)	정지궤도(1)	정지궤도(1)
서비스지역	글로벌	글로벌	글로벌	글로벌	유럽, 아프리카, 아시아, 호주	미국	일본
접속방식	비공개 규격	비공개 규격	비공개 규격	비공개 규격	ETSI GMR-1 규격	ETSI GMR-1 3G 규격	비공개 규격
주요시장	지상, 해양	지상, 해양, 항공	지상	해양, 항공, 지상	지상, 해양	지상	지상, 해양
주요단말기	M2M	위성휴대폰 M2M	위성휴대폰 M2M	위성휴대폰, M2M, 광대역 단말기	위성휴대폰, M2M, 협대역 단말기, 광대역 단말기	위성휴대폰	협대역 단말기 광대역 단말기

자료: AP위성, iM증권 리서치본부

그림14.THURAYA 이동위성통신 서비스 지역



자료: AP위성, iM증권 리서치본부

표8. 위성산업 분류표

대분류	중분류	소분류
위성체	시스템	설계, 총조립·시험, 발사관련
	위성본체	전력계, 추진계, 열제어계, 원격측정 명령계, MODCS, 구조계, 자세 및 궤도제어계
	탑재체	광학탑재체, 레이더(SAR), IR, 기상, 통신탑재체
발사체	시스템	설계, 조립·시험, 발사관련
	2단	구조, 추진, 자세제어, 전자탑재, 분리·파일로, 환경제어
	상단탑재부	구조, 임무제어, 전자탑재, 환경제어
지상장비	페이링	구조, 분리·파일로, 환경제어
	위성관련	위성시험, 위성관제
	발사체관련	발사대, 시스템, 시험설비
위성활용서비스	원격탐사	영상판매, 영상처리 소프트웨어
	위성방송통신	위성방송, 위성통신
	위성항법시스템	항법, 시각동기, GPS 이용 장비
	우주과학	유인우주, 우주탐사, 우주감시, 우주측지

자료: AP위성, iM증권 리서치본부

그림15.AP 위성 사업영역



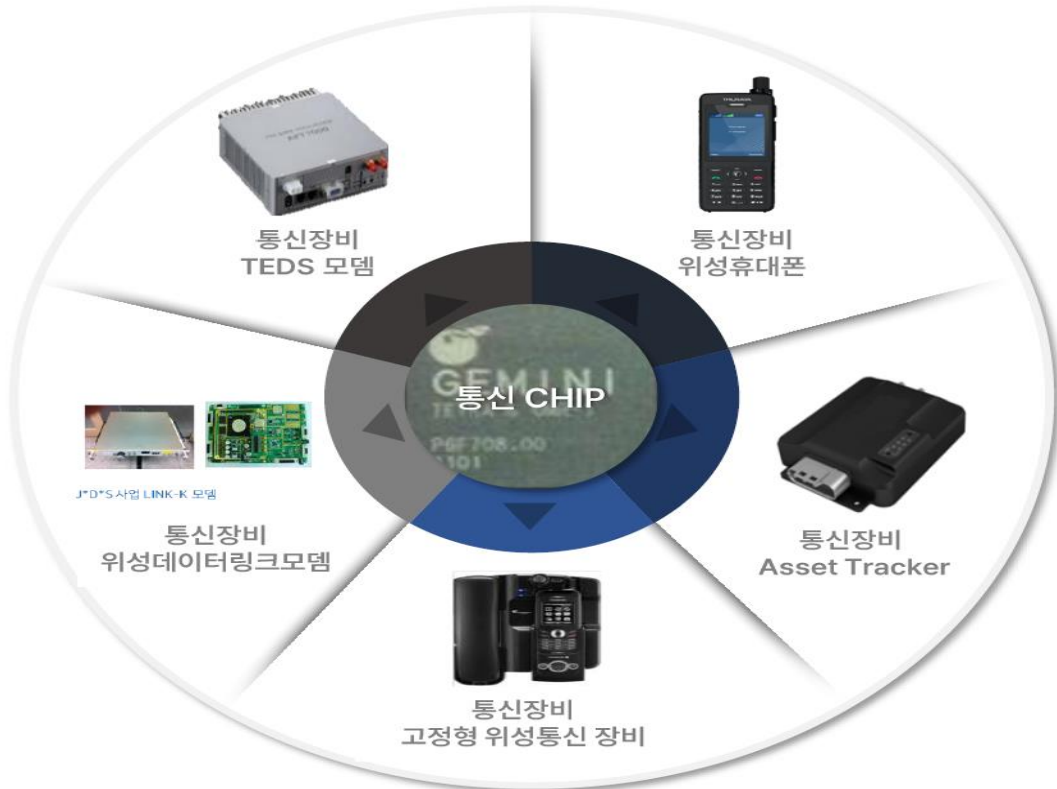
자료: AP위성, iM증권 리서치본부

그림16.AP 위성 위성제조분야



자료: AP위성, IM증권 리서치본부

그림17.AP 위성 위성통신분야



자료: AP위성, IM증권 리서치본부

그림18.AP 위성 위성제조분야 경쟁력

위성 본체 체계 설계	위성용 표준탑재컴퓨터	고속자료처리장치	지상장비
 주요 실적 - 위성 본체 시스템 체계 종합 기술 - 위성체의 형상관리/품질관리 기술 - 위성체의 열/구조 해석 기술 - 위성체 서브시스템의 설계/시험/검증 - 위성체 AIT 기술	SOBC: Standard On-Board Computer  주요 실적 - 차세대중형위성 1호/2호 SOBC - 한국형 달궤도선(KPLO)용 SOBC - 차세대중형위성 4호/5호 SOBC - 정지궤도 공공복합 통신위성 SOBC - 한국형 위성항법시스템 위성 SOBC	SDR: Space Data Recorder  주요 실적 - 다목적실용위성 3호/3A호 SDR - 다목적실용위성 6호 SDR - 다목적실용위성 7호 SDR - 다목적실용위성 7A호 SDR - EOIR위성 SDR - 한국형 달궤도선(KPLO)용 SDR	EGSE  주요 실적 - BUS EGSE : 정지궤도 공공복합 통신위성1/2A/2B호, 다목적실용위성 6/7호, EO/IR 위성, 시험용 달 궤도선, 차세대중형위성 4/5호, 차세대중형위성 1호/2호 - XDM/IDHU EGSE : 다목적실용위성 3/3A호, 6호 개발(중)

자료: AP위성, iM증권 리서치본부

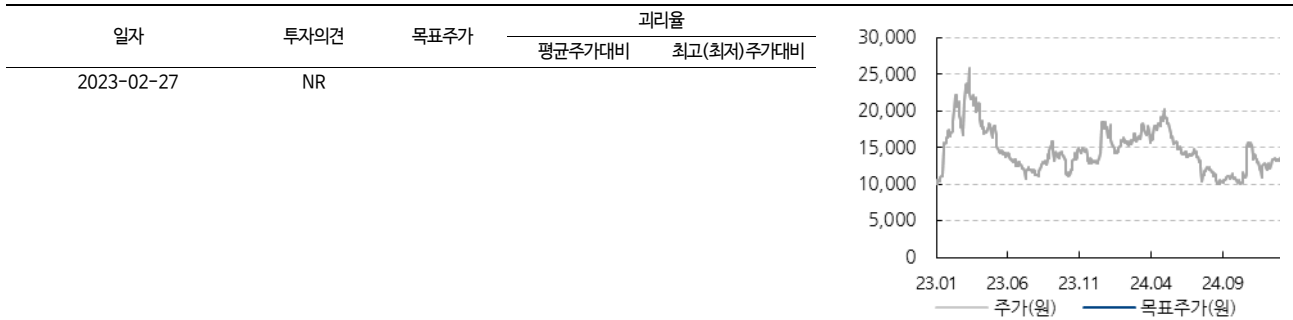
K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	101	101	98	130	매출액	45	40	54	49
현금 및 현금성자산	67	66	72	95	증가율(%)	-0.6	-11.4	33.3	-7.8
단기금융자산	0	1	0	0	매출원가	34	31	38	31
매출채권	6	8	11	6	매출충이익	11	9	15	19
재고자산	11	11	11	25	판매비와관리비	7	8	11	8
비유동자산	11	10	11	15	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	10	10	9	13	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	0	0	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	113	111	109	145	영업이익	4	1	4	10
유동부채	32	30	24	49	증가율(%)	-38.6	-80.8	433.6	124.1
매입채무	2	1	3	2	영업이익률(%)	9.6	2.1	8.4	20.4
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	1	0	1	3
유동성장기부채	0	0	0	0	이자비용	0	0	0	0
비유동부채	1	0	0	0	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	1	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	1	2	5	13
부채총계	33	30	24	49	법인세비용	2	0	1	3
자배주주지분	-	-	-	-	세전계속이익률(%)	1.8	4.5	9.8	27.0
자본금	8	8	8	8	당기순이익	-	-	-	-
자본잉여금	60	61	61	61	순이익률(%)	-	-	-	-
이익잉여금	20	20	24	33	자배주주귀속 순이익	-	-	-	-
기타자본항목	-	-	0	0	기타포괄이익	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-1	1	4	10
자본총계	80	81	85	95	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	16	-2	8	28	주당지표(원)				
당기순이익	-	-	-	-	EPS	-91	93	270	697
유형자산감가상각비	1	1	1	0	BPS	5,321	5,377	5,659	6,304
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	1,033	-100	506	1,877
자본법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	70	70	70	70
투자활동 현금흐름	0	0	-1	-4	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	0	0	4	PER	-	155.9	37.2	19.5
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	-	PBR	1.5	2.7	1.8	2.2
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	-	102.8	32.8	7.3
재무활동 현금흐름	-1	-1	-1	-1	EV/EBITDA	16.3	54.6	15.7	10.3
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	-1.7	1.7	4.9	11.7
자본의증감	0	1	0	-	EBITDA이익률	11.4	3.9	9.4	21.4
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	41.1	37.1	28.1	52.0
현금및현금성자산의증감	14	-2	7	23	순부채비율	-84.3	-81.5	-85.1	-100.5
기초현금및현금성자산	54	67	66	72	매출채권회전율(x)	6.3	5.5	5.5	6.0
기말현금및현금성자산	67	66	72	95	재고자산회전율(x)	4.8	3.7	4.9	2.7

자료 : AP위성, iM증권 리서치본부

AP위성 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

인텔리안테크 (189300)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

지상용 위성통신 안테나 성장을 이끌 듯

유텔셋-원웹의 저궤도 위성통신용 평판형 안테나 물량증가 본격화 되면서 내년 실적 턴어라운드의 기반 마련할 듯

지난 2023년 프랑스의 GEO 위성 사업자인 유텔셋이 원웹을 인수하여 유텔셋-원웹으로 새롭게 출범함에 따라 향후 GEO-LEO 결합 서비스를 제공할 예정이다. 유텔셋-원웹의 경우 634기의 저궤도 위성군을 구성하여 우주 인터넷망을 완성함에 따라 미국, 캐나다, 오스트리아, 이탈리아, 프랑스, 포르투갈을 비롯한 38개국에서 인터넷서비스를 제공 중에 있다. 올해부터 글로벌 서비스 런칭을 통하여 커버리리 지역을 확대할 예정이다.

이러한 유텔셋-원웹의 글로벌 서비스 런칭 등에 맞춰서 지난해 6월부터 동사의 저궤도 위성용 평판형 안테나의 공급이 본격화 되었으며 분기를 거듭할수록 관련 매출이 증가할 것으로 예상된다.

무엇보다 그 동안 저궤도 위성용 평판형 안테나 등의 신제품군 개발 등으로 경영상태가 개선되었으나 이와 같은 저궤도 위성용 평판형 안테나의 매출 상승으로 내년에 수익성을 개선시킬 수 있는 기반을 마련할 수 있을 것이다.

다른 한편으로는 중궤도 위성을 이용한 중궤도 위성통신서비스를 준비하고 있는 SES, 북미중심으로 저궤도 위성통신서비스를 준비하고 있는 캐나다 위성통신사 Telesat, 글로벌 저궤도 위성통신사 Iridium 등과도 중/저궤도 안테나 개발계약을 체결하고 개발 완료된 제품을 공급하고 있어서 향후 물량 증가가 예상된다.

특히 Telesat의 경우 2026년까지 298개의 첨단 위성을 발사해 전 세계 통신사를 비롯한 기업들과 정부·군사 시설 고객에게 차세대 위성통신 서비스를 제공하는 것을 목표로 하고 있다. 이에 따라 지난달에 동사는 Telesat과 300억원 규모 대형 지상 게이트웨이 안테나 개발과 초도 공급 계약을 체결하였다.

결국에는 저궤도 위성통신 시장 본격화로 저궤도 위성용 평판형 안테나 시장 성장이 가속화 되는 환경하에서 올해부터 저궤도 위성용 평판형 안테나 매출상승으로 성장성 뿐만 아니라 실적 턴어라운드도 가시화 될 것이다.

글로벌 A사의 지상 게이트웨이 안테나 관련 매출 올해 1,000억원 이상 기록할 듯⇒ 향후 공급물량 확대 가능성 높아지면서 매출 성장성 가속화

지난해 8월 동사는 글로벌 A사와 306억원 규모로 지상 게이트웨이 안테나 공급계약을 체결하였다. 이는 초도 양산물량 공급에 관한 건으로 지난해 공급이 거의 완료되었다.

이에 대한 연장선상에서 지난해 4월과 9월에 동사는 글로벌 A사와 각각 357억원, 891억원 규모로 지상 게이트웨이 안테나에 대한 추가 양산물량 공급계약을 체결하였다. 이에 따라 글로벌 A사향 지상 게이트웨이 안테나 매출의 경우 지난해 300억원에서 올해에는 1,000억원 이상으로 증가할 것으로 예상된다.

이와같이 글로벌 A사와 지상 게이트웨이 안테나 관련 수주의 지속성 등으로 인하여 향후 공급물량 확대 가능성 등이 높아지면서 매출 성장성 등이 가속화 될 것이다.

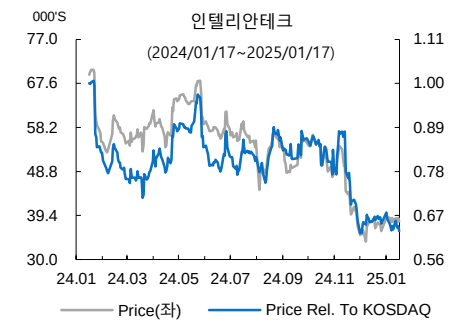
NR

액면가	500원
증가(2025.01.17)	38,150원

Stock Indicator	
자본금	5십억원
발행주식수	1,073만주
시가총액	409십억원
외국인지분율	12.0%
52주 주가	33,850~70,500원
60일평균거래량	92,314주
60일평균거래대금	4.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	-24.9	-35.9	-45.1
상대수익률	-4.6	-19.6	-23.3	-32.1

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	110	138	239	305
영업이익(십억원)	3	2	15	11
순이익(십억원)	1	6	16	6
EPS(원)	72	697	1,700	551
BPS(원)	10,142	17,640	19,459	25,624
PER(배)	670.5	127.8	38.7	131.6
PBR(배)	4.9	5.2	3.5	2.8
ROE(%)	0.7	5.0	9.4	2.4
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(배)	32.0	59.6	30.1	25.8

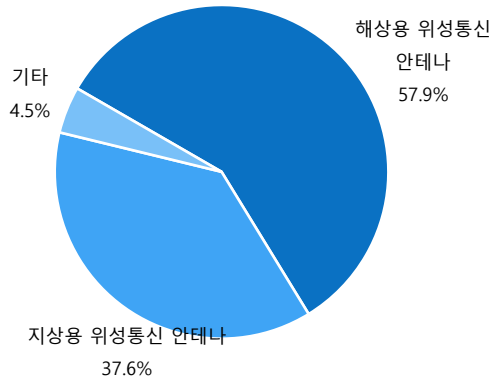
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1.인텔리안테크 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2019	1,180	71	56	72	72	951	37.7
2020	1,101	32	-20	6	6	72	670.5
2021	1,380	22	66	60	60	697	127.8
2022	2,395	153	168	160	160	1,700	38.7
2023	3,050	107	72	55	55	551	131.6
2024E	2,655	-123	-108	-118	-118	-1,099	
2025E	3,832	255	235	200	200	1,863	20.5

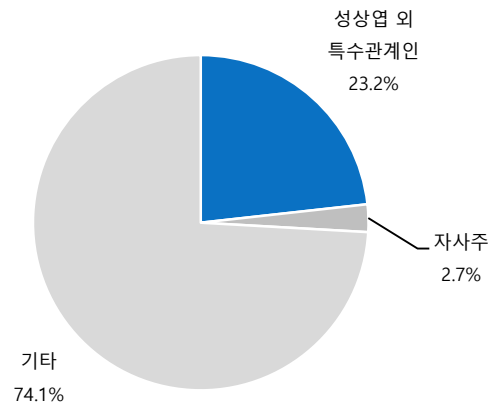
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림1. 인텔리안테크 매출 구성(2024년 3분기 누적 기준)



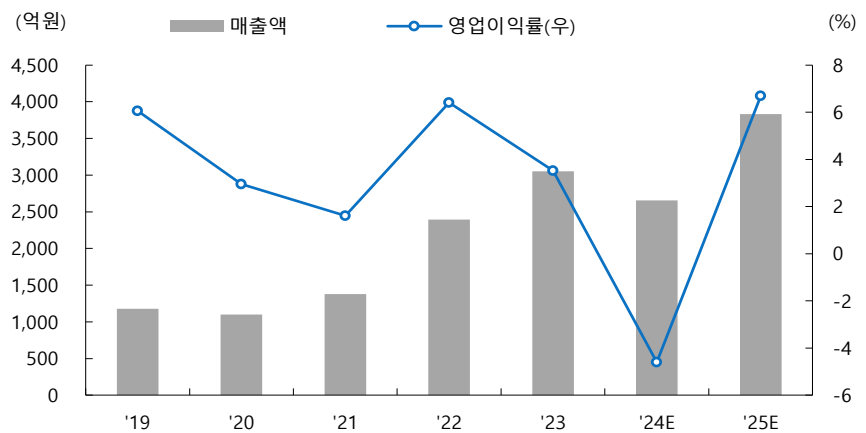
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림2. 인텔리안테크 주주 분포 (2024년 9월 30일 기준)



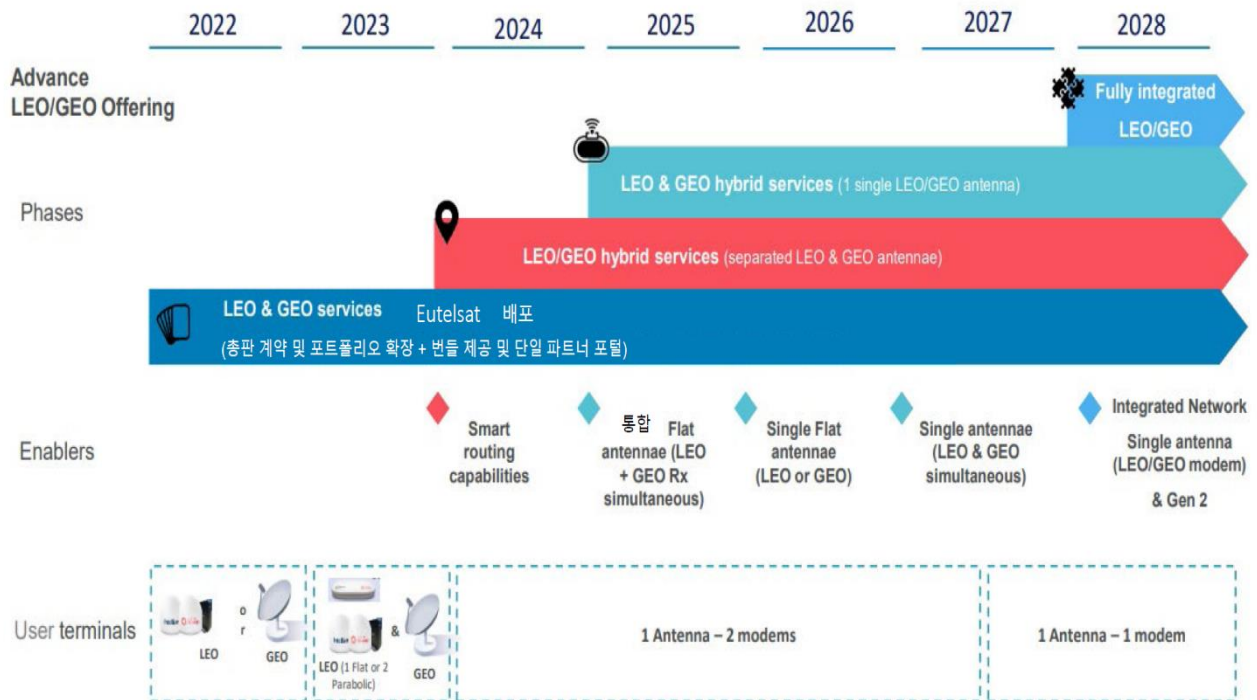
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림3. 인텔리안테크 실적 추이 및 전망



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림4. 유텔셋-원웹 통합 로드맵



자료: 유텔셋-원웹, 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림5. 원웹 전세계 예상 커버리지



자료: 유텔셋-원웹, iM증권 리서치본부

그림6. 인텔리안테크 저궤도 위성통신 안테나 최대 고객사 유텔셋-원웹

EUTELSAT ONEWEB
EUTELSAT GROUP

- \$8Bil Investment – 650 / 648 Satellite
- Gateway location : 38
- Distribution Partner Contract in progress : 55

REDtone, AIRBUS, Alaska COMMUNICATIONS, AST, AT&T, NETWORK INNOVATIONS, orange, ATS, Brdy, dtp, eclipse, EUTELSAT, Q-KON Africa, GALAXY, gogo, BUSINESS AVIATION, MARLINK, TECH & DIGITAL, airtel, Panasonic, pivotel, OneWeb Technologies, BT, THE CLARUS NETWORKS GROUP, PARATUS, speedcast, TELESPIAZIO, VOCUS, Peraton

자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림7. 인텔리안테크 저궤도 위성통신용 평판형 안테나



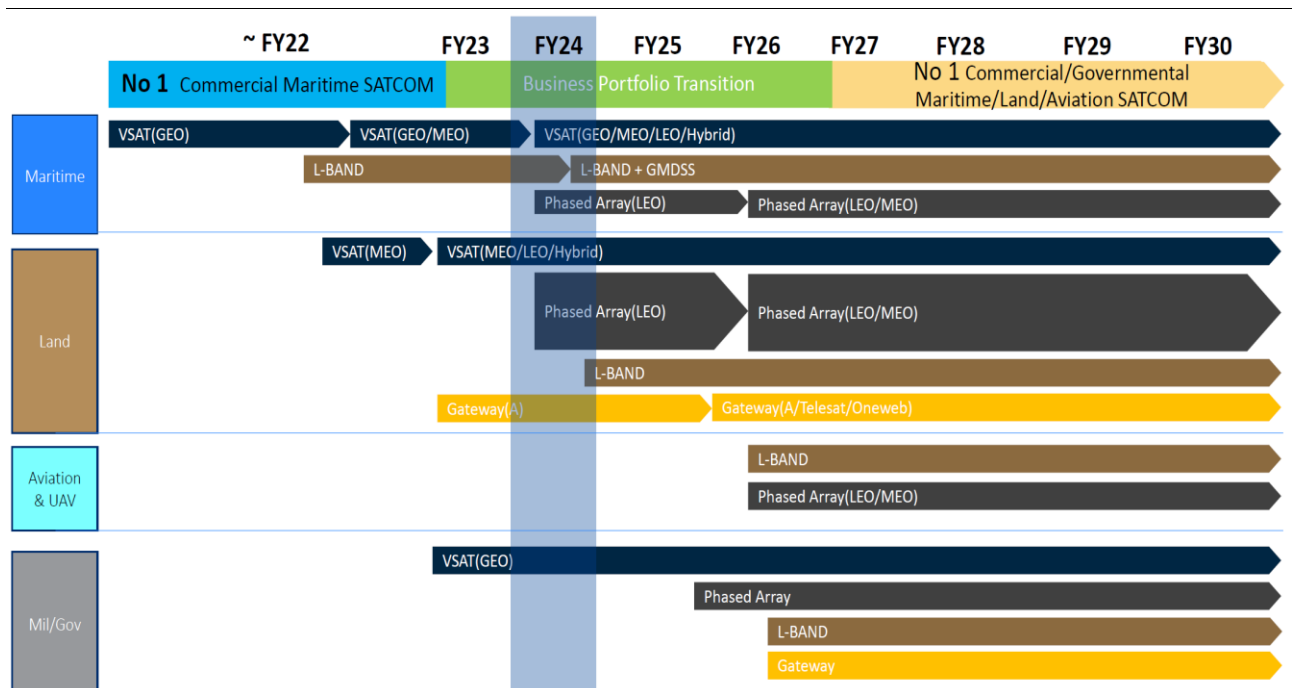
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림8. 인텔리안테크 지상 게이트웨이 안테나



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림9. 인텔리안테크 비즈니스 포트폴리오 확장 로드맵



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림10. 인텔리안테크 고객사별 개발 로드맵

	 EUTELSAT ONEWEB EUTELSAT GROUP	 SES 3b Networks	 TELESAT	Company "A"	IRIS2
Parabolic					
• Land Fixed	양산/대량생산	양산/대량생산	개발 진행중		
• Maritime	양산/대량생산	양산/대량생산			
Phased Array					
• Enterprise				개발 기회	
• Consumer	양산/대량생산	개발 기회	개발 기회		개발 기회 <SES & Oneweb>
• Maritime					
• Land Mobile					
• Man Pack	개발 진행중				
• Aviation					
Ground Gateway	개발 기회	개발 진행중	개발 진행중	양산/대량생산	

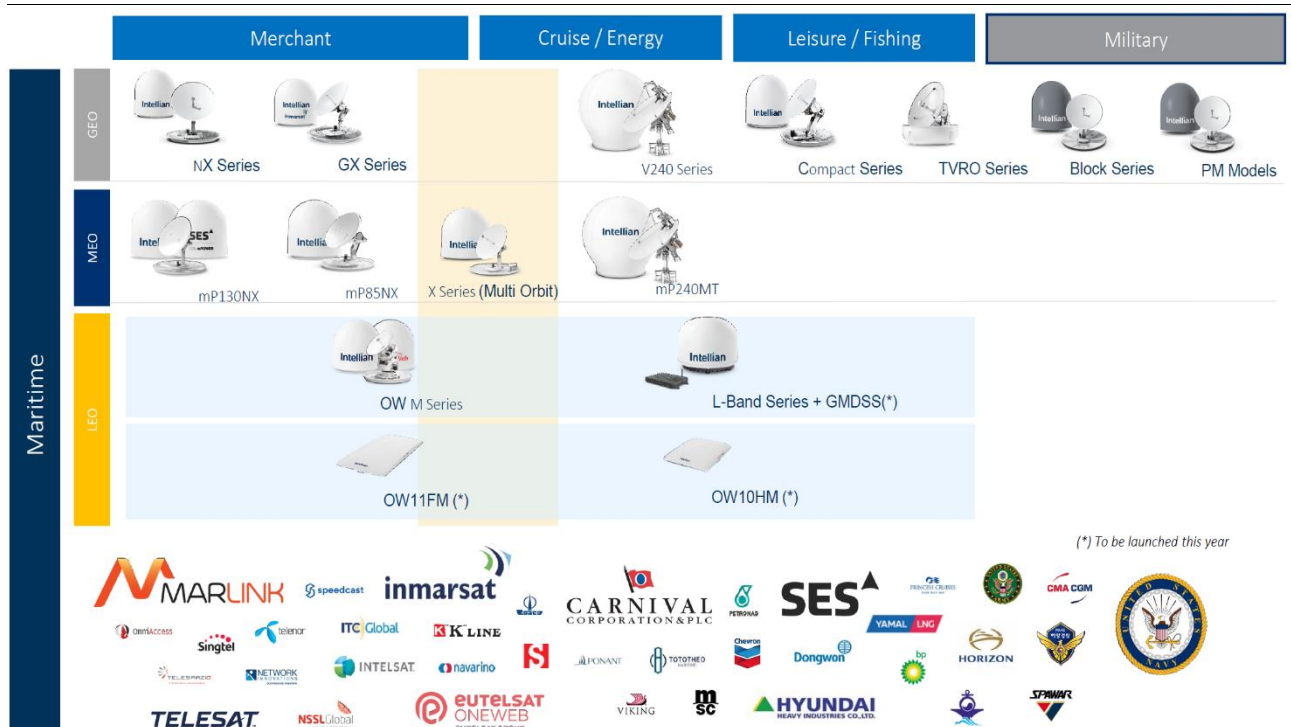
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림11. 위성통신 서비스 산업



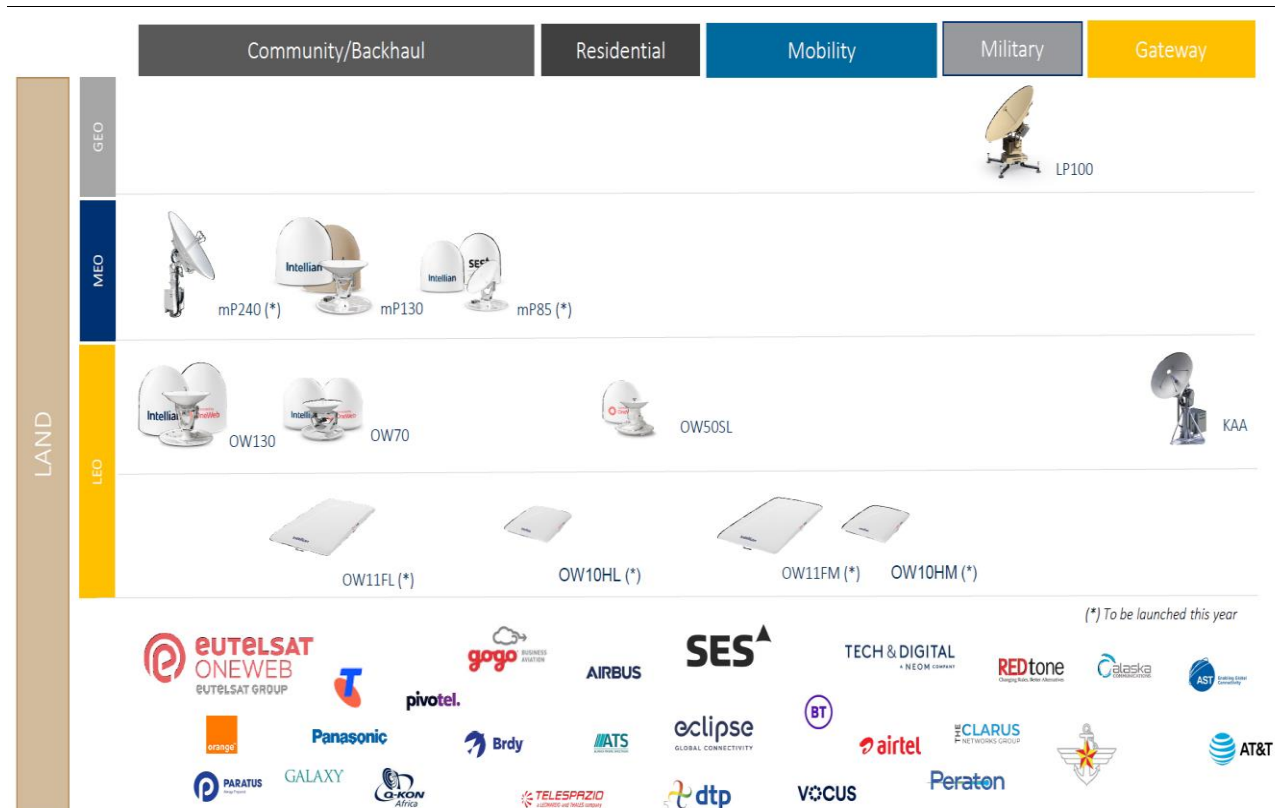
자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림12. 인텔리안테크 해상용 위성통신 안테나 제품 및 고객사



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

그림13. 인텔리안테크 지상용 위성통신 안테나 제품 및 고객사



자료: 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

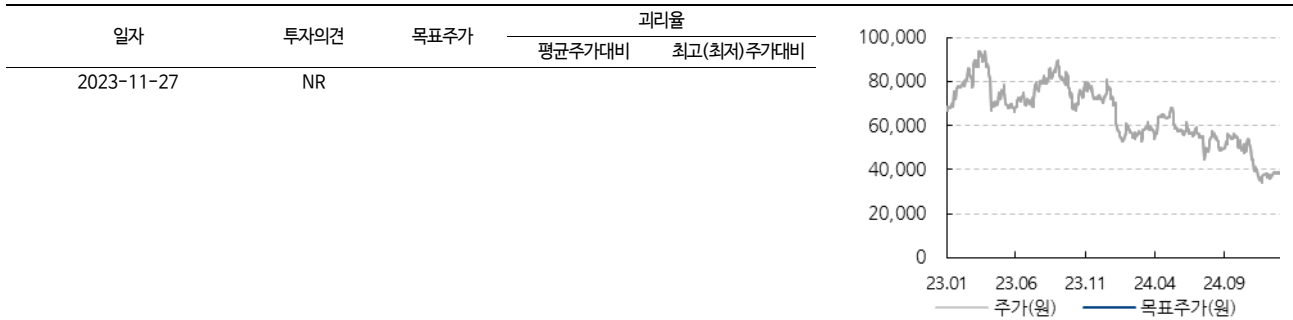
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	73	155	214	283	매출액	110	138	239	305
현금 및 현금성자산	13	23	24	56	증가율(%)	-6.7	25.3	73.5	27.4
단기금융자산	2	35	7	68	매출원가	58	81	137	183
매출채권	26	43	62	66	매출충이익	52	57	102	122
재고자산	28	47	107	83	판매비와관리비	49	55	87	112
비유동자산	80	106	156	170	연구개발비	10	13	24	38
유형자산	40	65	102	114	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	17	17	20	27	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	153	261	370	454	영업이익	3	2	15	11
유동부채	50	67	135	102	증가율(%)	-54.5	-31.3	588.0	-30.1
매입채무	10	15	34	17	영업이익률(%)	2.9	1.6	6.4	3.5
단기차입금	15	19	64	51	이자수익	0	0	1	2
유동성장기부채	12	12	7	13	이자비용	1	1	2	6
비유동부채	27	32	57	77	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	1	0
장기차입금	14	18	38	49	세전계속사업이익	-2	7	17	7
부채총계	76	99	192	179	법인세비용	-3	1	1	2
자배주주지분	77	162	179	275	세전계속이익률(%)	-1.8	4.8	7.0	2.3
자본금	4	5	5	5	당기순이익	1	6	16	6
자본잉여금	40	118	118	207	순이익률(%)	0.5	4.3	6.7	1.8
이익잉여금	36	41	57	61	자배주주귀속 순이익	1	6	16	6
기타자본항목	-1	-1	-1	0	기타포괄이익	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	1	6	16	6
자본총계	77	162	179	275	자배주주귀속총포괄이익	1	6	16	6

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	12	-10	-26	30	주당지표(원)				
당기순이익	1	6	16	6	EPS	72	697	1,700	551
유형자산감가상각비	5	6	9	14	BPS	10,142	17,640	19,459	25,624
무형자산감가상각비	4	4	4	5	CFPS	1,356	2,091	3,258	2,537
자본법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	94	97	97	100
투자활동 현금흐름	-28	-66	-28	-88	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	670.5	127.8	38.7	131.6
무형자산의 처분(취득)	6	5	7	14	PBR	4.9	5.2	3.5	2.8
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	36.8	44.0	20.9	28.6
재무활동 현금흐름	6	84	56	89	EV/EBITDA	32.0	59.6	30.1	25.8
단기금융부채의증감	18	12	69	8	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	3	14	16	ROE	0.7	5.0	9.4	2.4
자본의증감	-1	78	0	90	EBITDA이익률	11.4	9.3	11.9	9.8
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	99.3	61.4	107.3	65.0
현금및현금성자산의증감	-10	9	2	31	순부채비율	33.8	-5.5	42.9	-4.0
기초현금및현금성자산	25	13	23	24	매출채권회전율(x)	4.2	4.0	4.6	4.8
기말현금및현금성자산	13	23	24	56	재고자산회전율(x)	4.5	3.7	3.1	3.2

자료 : 인텔리안테크, iM증권 리서치본부

인텔리안테크 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

에이치브이엠 (295310)

2025.01.20

우주항공 첨단금속으로 매출 점프업

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

고부가가치 첨단금속 제조 전문기업

동사는 2003년에 설립된 고부가가치 첨단금속 제조 전문기업이다. 기존의 금속보다 더욱 발전된 기술과 공정을 이용하여 제작된 고부가가치 첨단금속에는 타이타늄 합금, 니켈 합금, 탄탈륨 합금, 니오븀 합금, 구리합금 등이 있다.

동사는 고순도, 고강도, 극한 환경 내구성 등의 까다로운 품질 요건이 요구되는 첨단금속을 제조할 수 있는 고정정 진공용해 기술, 합금화 공정기술, 금속 특성 제어 기술과 특수 진공용해로를 보유하고 있다.

이렇게 제조한 첨단금속은 우주 발사체, 항공용 터빈엔진, 반도체용 고순도 스퍼터링 타깃, 방산 분야의 글로벌 기업에 공급되어 핵심 소재로 사용되고 있다.

무엇보다 기존에는 반도체 디스플레이 일반 석유화학 제품에 들어가는 소재 위주로 생산했지만 향후에는 우주 항공 방위 산업에 소재를 공급하는 쪽으로 사업 영역을 넓힐 예정이다.

우주 관련 첨단금속 수요 확대로 동사 매출 성장성 가속화 될 듯

우주 항공 장비 부품에는 고온·고압에 견딜 수 있는 고강도·고내열성 물성을 가진 소재가 필요하기 때문에 첨단 금속이 필수적으로 들어간다. 특히 최근 민간기업들이 우주 항공 산업에 뛰어들면서 첨단 소재에 대한 수요도 늘어나고 있다.

이러한 환경하에서 동사는 2022년 3분기부터 미국 글로벌 민간로켓 개발기업에 첨단금속을 공급하기 시작하면서 2022년 매출 비중이 2.9%, 2023년 12.2%, 2024년 상반기 21.4%까지 상승하고 있는 중이다.

이러한 고객사의 위성 발사용 로켓의 발사수가 증가하면서 첨단금속 수요도 확대될 것으로 예상됨에 따라 동사의 매출 성장성이 가속화 될 것이다.

이와 더불어 2024년 상반기에 한국항공우주와 항공 방산용 타이타늄 합금 소재를 공동 개발해 한국항공우주 인증제품목록(QPL)에 등재하였으며, 한화에어로스페이스와는 2027년을 목표로 항공기용 엔진 소재를 개발 중이다.

이렇게 공동 개발한 소재들은 향후 한국항공우주와와 한화에어로스페이스가 추진하는 여러 사업에 적용될 것이다.

다른 한편으로는 2024년 5월 디스플레이에 들어가는 필수 소재인 파인메탈마스크(FMM)를 국산화했다. FMM은 고해상도 OLED 디스플레이 제조 과정에서 유기 발광 물질 증착에 사용되는 금속판으로 OLED 제조에 필수적인 부품이다. 현재 국내에서는 전량을 일본 기업인 프로테리얼(Proterial)가 독점 공급하고 있는 구조이다.

이러한 환경하에서 향후 동사는 고객사 테스트 등을 통하여 본격적인 상용화에 나설 예정이다.

NR

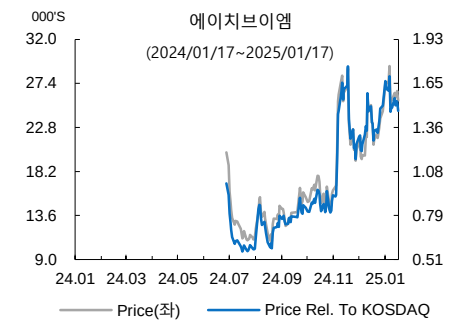
액면가 500원
증가(2025.01.17) 25,600원

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	1,190만주
시가총액	305십억원
외국인지분율	1.6%
52주 주가	10,910~29,200원
60일평균거래량	1,180,704주
60일평균거래대금	27.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.9	60.0	128.4	26.7
상대수익률	5.5	65.3	141.0	39.7

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	25	27	35	41
영업이익(십억원)	0	3	1	4
순이익(십억원)	2	2	0	-6
EPS(원)	184	194	-47	-661
BPS(원)	1,827	770	736	3,216
PER(배)				
PBR(배)				
ROE(%)	9.2		-6.3	-32.7
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	9.3	6.5	13.5	4.9

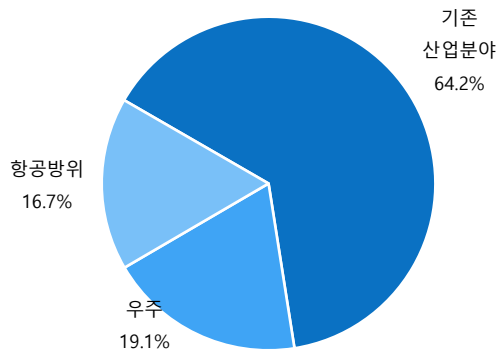
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 에이치브이엠 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2020	248	4	18	15	15	184	
2021	271	33	19	17	17	194	
2022	355	12	-6	-4	-4	-47	
2023	415	37	-62	-61	-61	-661	
2024E	471	36	23	21	21	176	139.2
2025E	715	108	98	83	83	697	36.7

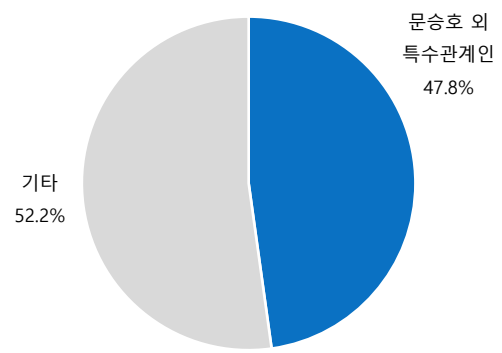
자료: 에이치브이엠, iM증권 리서치본부

그림1. 에이치브이엠 분야별 매출 구성(2024년 3분기 누적 기준)



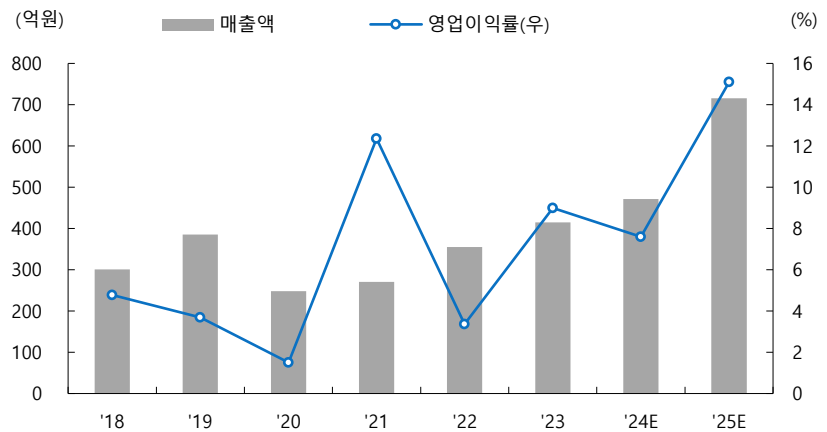
자료: 에이치브이엠, iM증권 리서치본부

그림2. 에이치브이엠 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



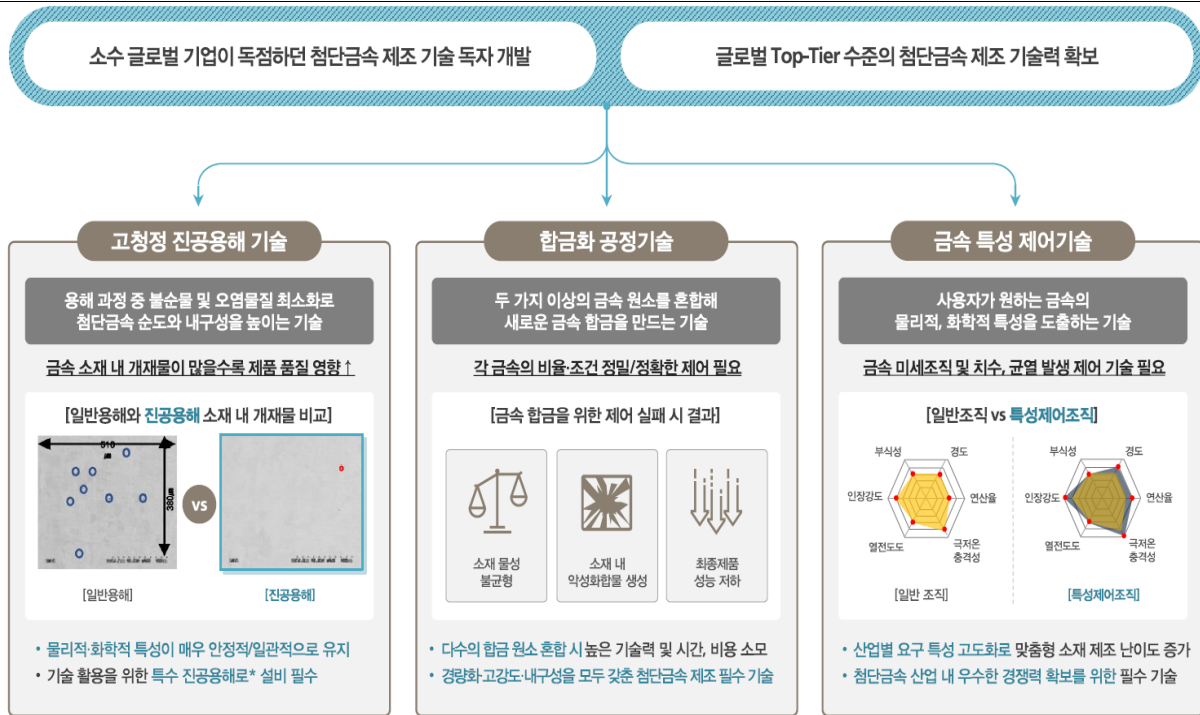
자료: 에이치브이엠, iM증권 리서치본부

그림3. 에이치브이엠 실적 추이



자료: 에이치브이엠, iM증권 리서치본부

그림4.에이치비엠 핵심 기술력



*특수 진공용해로: 진공유도 용해(VIM), 진공 아크 재용해(VAR), 플라즈마용해(PACHM), 전자빔용해(EBCHM)

자료: 에이치비엠, iM증권 리서치본부

그림5.에이치비엠 우주분야 성장전략



자료: 에이치비엠, iM증권 리서치본부

그림6.FMM 밸류체인



자료: 에이치브이엠, IM증권 리서치본부

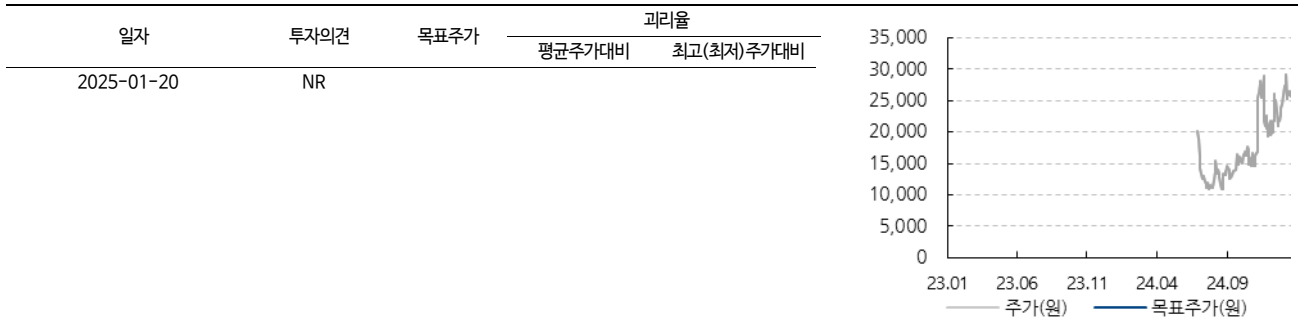
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	23	29	37	47	매출액	25	27	35	41
현금 및 현금성자산	2	5	7	5	증가율(%)	-35.5	9.2	31.0	16.8
단기금융자산	0	0	0	0	매출원가	22	21	30	33
매출채권	5	7	6	6	매출충이익	2	6	5	8
재고자산	15	17	22	34	판매비와관리비	2	3	4	4
비유동자산	22	28	32	38	연구개발비	0	1	2	1
유형자산	22	28	32	37	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	0	0	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	45	58	69	85	영업이익	0	3	1	4
유동부채	21	41	46	39	증가율(%)	-73.6	792.2	-64.3	211.5
매입채무	2	3	4	10	영업이익률(%)	1.5	12.4	3.4	9.0
단기차입금	13	18	20	19	이자수익	0	0	0	0
유동성장기부채	3	3	2	3	이자비용	1	1	2	2
비유동부채	9	10	17	16	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	1	2	2	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	8	8	13	11	세전계속사업이익	2	2	0	-6
부채총계	30	51	62	55	법인세비용	0	0	0	0
자배주주지분	-	-	-	-	세전계속이익률(%)	7.1	6.9	-1.7	-15.0
자본금	2	1	1	5	당기순이익	2	2	0	-6
자본잉여금	-	0	0	27	순이익률(%)	6.2	-	-	-
이익잉여금	5	5	5	-1	자배주주귀속 순이익	2	-	-	-
기타자본항목	1	-	-	-	기타포괄이익	-2	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-	2	0	-6
자본총계	15	7	7	30	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	2	1	-1	2	주당지표(원)				
당기순이익	2	-	-	-	EPS	184	194	-47	-661
유형자산감가상각비	2	2	2	2	BPS	1,827	770	736	3,216
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	436	378	146	-400
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	7	-4	-5	-6	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	11	4	5	-	PER				
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	0	PBR				
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR				
재무활동 현금흐름	-8	6	9	1	EV/EBITDA	9.3	6.5	13.5	4.9
단기금융부채의증감	-1	6	9	0	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-7	-1	7	-2	ROE	9.2		-6.3	-32.7
자본의증감	-	-	-	5	EBITDA이익률	9.9	18.2	8.3	14.8
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	199.6	733.3	942.3	180.4
현금및현금성자산의증감	1	3	2	-2	순부채비율	150.9	339.1	448.4	97.3
기초현금및현금성자산	1	2	5	7	매출채권회전율(x)	4.6	4.8	5.5	6.7
기말현금및현금성자산	2	5	7	5	재고자산회전율(x)	1.6	1.7	1.8	1.5

자료 : 에이치브이엠, iM증권 리서치본부

에이치브이엠 투자이전 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

현대로템 (064350)

2025.01.20

사상 최대 실적과 주주 겸비

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

환율 등 우호적인 환경하에서 지난해 4분기 3분기에 이어 분기 사상 최대 실적 기록할 듯

지난해 4분기 동사 K-IFRS 연결기준 실적의 경우 매출액 12,585억원(+27.2% YoY, +15.1% QoQ), 영업이익 1,686억원(+141.4% YoY, 22.7% QoQ)으로 전망되면서 3분기에 이어 분기 사상 최대 실적을 이어갈 것으로 예상된다.

이는 성수기 및 환율효과 환경하에서 지난해 하반기에 출고되는 38대 뿐만 아니라 올해 출고될 96대 등도 진행률 매출로 가세되는 것과 더불어 정산이익 효과 등도 기대되기 때문이다.

올해 1분기 K2 전차 폴란드 2-1차 수주 예상될 뿐만 아니라, 수개월의 간격을 두고 2-2차, 2-3차 등 수주 모멘텀 지속될 듯

동사는 2022년 폴란드에 K2 전차 1,000대를 납품한다는 기본 계약을 맺었고, 이 가운데 180대에 대해 4.5조 규모로 실행 계약만 체결하였다. 나머지 820대에 대한 구체적인 납품 계약이 이뤄지지 않았는데 최근 추가 납품 실행에 대한 구체적인 계약 협상이 진행되고 있어서 올해 1분기에 K2 전차 수출 2-1차 실행 계약을 체결할 것으로 예상된다.

이러한 2-1차 실행 계약에서는 K2 전차 180대 더불어 계열전차(교량전차, 구난전차, 공병전차 등) 81대가 포함되어 체결할 가능성이 높다.

무엇보다 K2PL 물량이 일부 포함되어 있어서 옵션이 추가될 뿐만 아니라 그 중에서 일부 대수에 대하여는 동사로부터 일부 라이선스를 받아 일부 부품 및 공정에 대하여 폴란드 현지에서 조립 공정을 할 수 있게 될 것이다. 이에 따라 2-1차 수주 규모의 경우 1차 수주 규모보다는 훨씬 더 상회할 것으로 예상된다.

무엇보다 향후 2-2차, 2-3차 등에 대한 수주가 수개월에 간격을 두고 지속될 것으로 예상될 뿐만 아니라 계약 차수가 높아질수록 폴란드 현지 생산 공정부분이 커질 것이다.

올해 루마니아 K2 전차 수주 가시화 될 듯 ⇒ 수출지역 확대로 밸류에이션 리레이팅 될 듯

루마니아에서는 1980년대부터 생산돼 노후화된 TR-85 비조놀을 대체하기 위해 250~300대의 전차 도입을 추진 중에 있다. 이에 대하여 지난해 5월 루마니아 현지에서 K2 전차 사격 및 기동 시범 행사를 진행하였는데, 높은 정확성과 강력한 화력, 신속한 재장전 능력 측면에서 성공리에 마무리 하였다.

무엇보다 K2 전차의 가격과 납기 경쟁력 등을 고려할 때 루마니아로부터의 수주 가능성이 높아지면서 두번에 걸쳐서 수주가 이뤄질 것으로 예상된다.

첫번째 계약은 올해 총 도입수량 중 일부 대수에 대하여 단답기로 수주가 이뤄질 것으로 예상되며, 나머지 물량에 대한 두번째 계약에서는 직접수출과 더불어 일부 부품 및 공정에 대하여 현지에서 조립 공정을 할 수 있을 것이다.

NR

액면가	5,000원
종가(2025.01.17)	56,700원

Stock Indicator	
자본금	546십억원
발행주식수	10,914만주
시가총액	6,188십억원
외국인지분율	29.2%
52주 주가	25,500~67,100원
60일평균거래량	1,828,588주
60일평균거래대금	104.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.9	-15.5	30.2	122.4
상대수익률	14.2	-12.2	41.4	118.8

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	2,785	2,873	3,163	3,587
영업이익(십억원)	82	80	147	210
순이익(십억원)	31	67	198	161
EPS(원)	284	609	1,812	1,475
BPS(원)	12,493	11,847	13,930	15,391
PER(배)	60.5	34.1	15.7	18.0
PBR(배)	1.4	1.8	2.0	1.7
ROE(%)	28	5.0	14.1	10.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	19.7	32.9	16.9	10.0

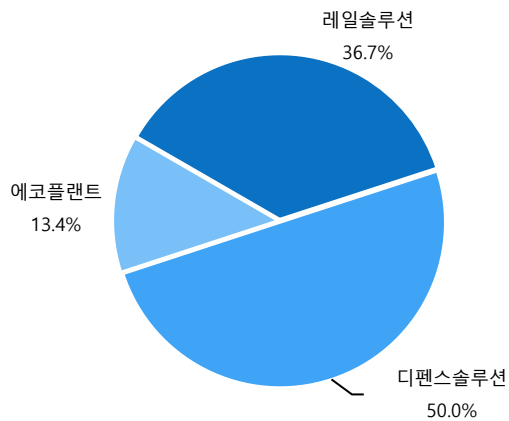
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 현대로템 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	24,119	-1,962	-3,241	-3,080	-3,008	-3,539	
2019	24,593	-2,799	-3,494	-3,557	-3,543	-4,168	
2020	27,853	821	150	224	310	284	60.5
2021	28,725	802	353	514	665	609	34.1
2022	31,633	1,475	1,039	1,945	1,978	1,812	15.7
2023	35,874	2,100	1,808	1,568	1,610	1,475	18.0
2024E	41,943	4,635	4,850	3,884	3,985	3,651	13.6
2025E	51,735	6,383	6,295	5,041	5,172	4,738	12.0

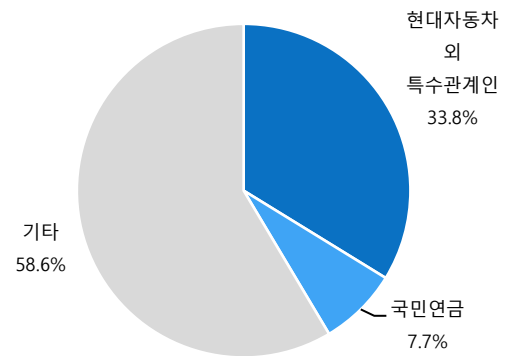
자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림1. 현대로템 매출 구성 (2024년 3분기 누적기준)



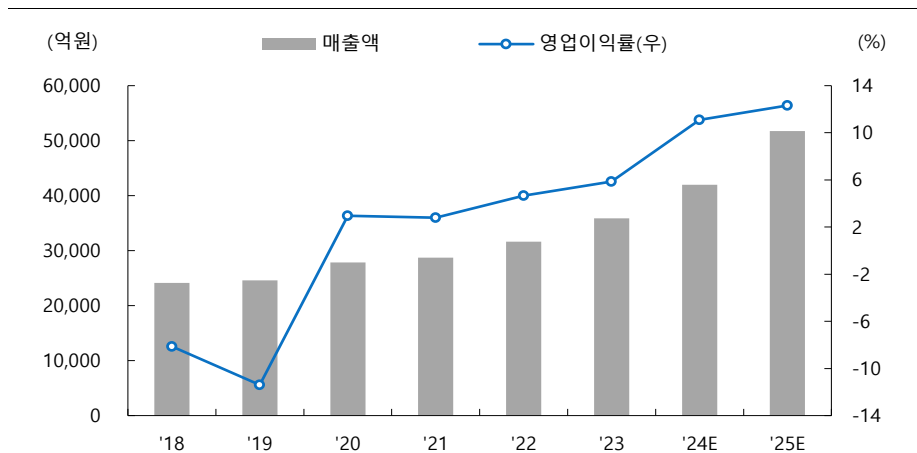
자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림2. 현대로템 주주 분포 (2024년 9월 30일 기준)



자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림3. 현대로템 실적 추이 및 전망



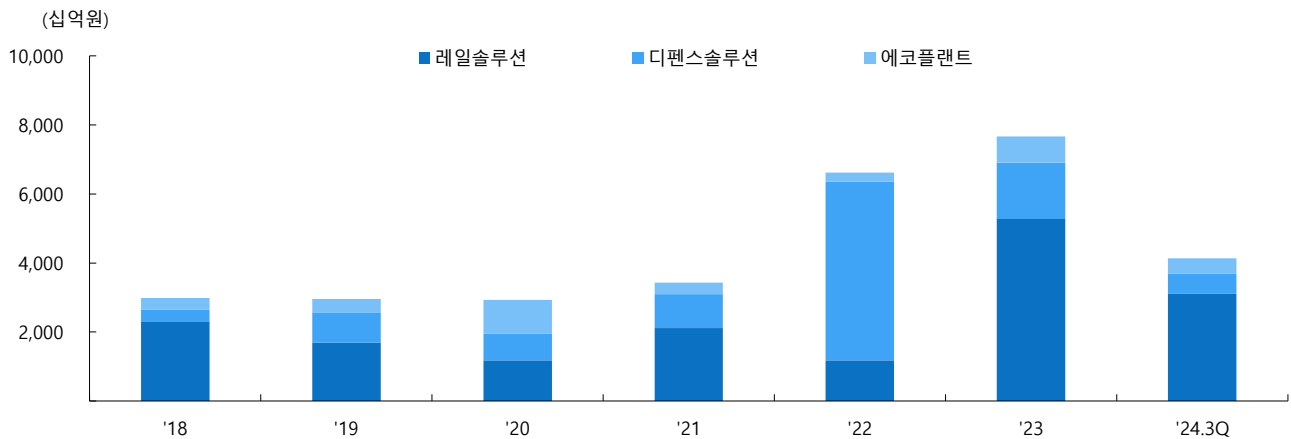
자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림4.현대로템 사업부문



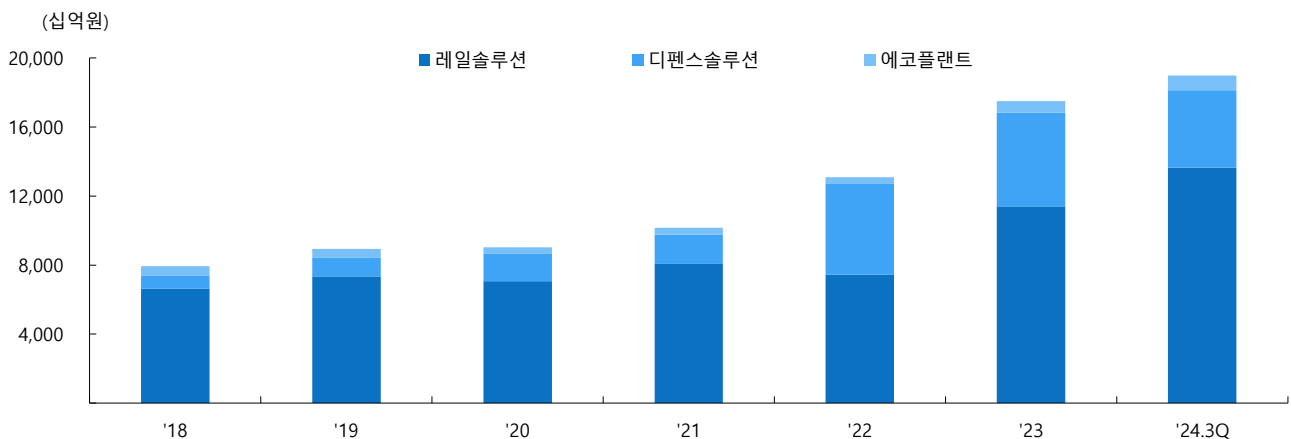
자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림5.현대로템 연도별 신규수주 추이



자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림6.현대로템 연도말 기준 수주잔고 추이



자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림7.폴란드에서 포 사격 시험 중인 K2 전차



자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림8.2024년 7월 현대로템과 폴란드 국영방산그룹 PGZ 관계자들이 폴란드형 K2 전차(K2PL) 본 계약을 위한 신규 컨소시엄 합의서 체결



자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림9.현대로템 대테러작전용 다족보행로봇



자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림10.현대로템이 납품한 다목적 무인차량



자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림11.현대로템이 구축한 한국형발사체 추진기관시스템 시험설비



자료: 한국항공우주연구원, IM증권 리서치본부

그림12.현대로템이 구축한 한국형발사체 추진공급계 시험설비



자료: 현대로템, IM증권 리서치본부

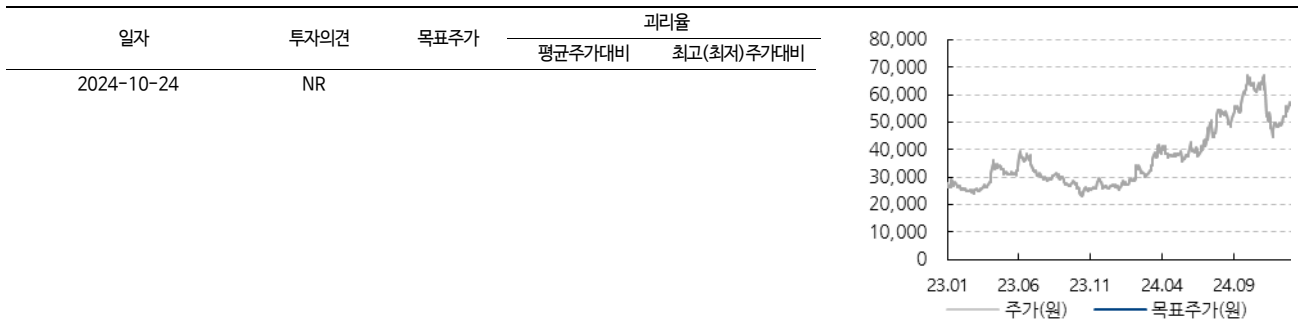
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	2,778	2,680	3,319	3,690	매출액	2,785	2,873	3,163	3,587
현금 및 현금성자산	339	320	506	396	증가율(%)	13.3	3.1	10.1	13.4
단기금융자산	208	17	405	602	매출원가	2,541	2,620	2,798	3,123
매출채권	339	267	268	339	매출충이익	245	253	365	464
재고자산	251	262	236	269	판매비와관리비	162	173	218	254
비유동자산	1,419	1,427	1,505	1,551	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	1,170	1,201	1,214	1,248	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	83	79	79	92	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	4,197	4,107	4,824	5,241	영업이익	82	80	147	210
유동부채	2,230	2,091	2,573	3,205	증가율(%)	흑전	-2.2	83.9	42.4
매입채무	377	306	343	465	영업이익률(%)	2.9	2.8	4.7	5.9
단기차입금	401	362	199	83	이자수익	3	4	9	29
유동성장기부채	408	337	504	256	이자비용	36	32	41	29
비유동부채	621	748	760	390	자본이익(손실)	0	0	0	0
사채	355	412	188	115	기타영업외손익	20	-7	-4	-24
장기차입금	-	124	260	132	세전계속사업이익	15	35	104	181
부채총계	2,851	2,839	3,332	3,595	법인세비용	-7	-16	-91	24
자배주주지분	1,363	1,293	1,520	1,680	세전계속이익률(%)	0.5	1.2	3.3	5.0
자본금	546	546	546	546	당기순이익	31	67	198	161
자본잉여금	520	520	520	520	순이익률(%)	1.1	2.3	6.3	4.5
이익잉여금	-120	-48	168	317	자배주주귀속 순이익	31	67	198	161
기타자본항목	418	276	287	297	기타포괄이익	287	28	29	-1
비자배주주지분	-17	-25	-29	-33	총포괄이익	310	80	223	156
자본총계	1,346	1,268	1,491	1,647	자배주주귀속총포괄이익	314	87	227	160

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	56	-63	716	734	주당지표(원)				
당기순이익	31	67	198	161	EPS	284	609	1,812	1,475
유형자산감가상각비	30	22	26	27	BPS	12,493	11,847	13,930	15,391
무형자산감각비	14	13	13	13	CFPS	791	933	2,165	1,841
지분법관련손익(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-75	146	-429	-270	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	60.5	34.1	15.7	18.0
무형자산의 처분(취득)	14	9	16	26	PBR	1.4	1.8	2.0	1.7
금융상품의 증감	0	0	0	0	PCR	21.7	22.3	13.1	14.4
재무활동 현금흐름	-22	-100	-97	-576	EV/EBITDA	19.7	32.9	16.9	10.0
단기금융부채의증감	46	104	63	-146	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-53	115	70	-430	ROE	2.8	5.0	14.1	10.1
자본의증감	-2	-151	-	-	EBITDA이익률	4.5	4.0	5.9	7.0
배당금지급	-11	-7	-	-	부채비율	211.8	223.8	223.4	218.2
현금및현금성자산의증감	-40	-16	190	-113	순부채비율	45.8	70.9	16.1	-25.1
기초현금및현금성자산	382	339	320	506	매출채권회전율(x)	7.7	9.5	11.8	11.8
기말현금및현금성자산	339	320	506	396	재고자산회전율(x)	10.8	11.2	12.7	14.2

자료 : 현대로템, iM증권 리서치본부

현대로템 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

SNT다이내믹스 (003570)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

K2 전차 및 K9 자주포에 힘입어 실적 개선 가속화

K2 전차 및 K9 자주포 관련된 물량 본격화로 인하여 동사 실적 개선 가속화 될 듯 ⇒ 향후 방산 관련 주주의 지속성을 기반으로 실적개선 지속성 높아질 듯

K2 전차 사업의 경우 1차 100대, 2차 106대, 3차 54대의 K2 전차가 생산 완료되었으며, 2024~2028년 사이에 약 19,400억원을 투입하여 K2 전차 150여 대를 추가로 생산하는 4차 양산사업이 올해부터 본격화 될 것이다.

K2 전차 2·3차 양산에서는 국산 엔진에 독일 RENK사 변속기를 결합한 파워팩을 적용하였으나, K2전차 4차 양산부터는 동사의 1,500마력 변속기가 적용된다.

다른 한편으로는 한화에어로스페이스의 폴란드향 K9 자주포 물량의 경우 지난해 2분기 6문, 3분기 24문이 인도되었으며, 4분기의 경우 30문 이상으로 증가할 것으로 예상된다. 또한 이집트향 K9 자주포의 경우도 올해부터 매출이 본격화 될 것으로 예상된다.

이와 같이 K2 전차 4차 양산 물량 뿐만 아니라 한화에어로스페이스의 폴란드향, 이집트향 K9 자주포 물량 본격화로 인하여 동사의 실적 개선이 가속화 될 것이다. 무엇보다 향후 방산 관련 주주의 지속성을 기반으로 실적 개선 지속성도 높아질 수 있을 것이다.

향후 주주가 기대되는 폴란드, 루마니아 등의 수출물량에도 적용될 것으로 예상되면서 매출 성장으로 이어질 듯 ⇒ 향후 중동수출 탄력 받을 듯

현대로템의 경우 지난 2022년 폴란드에 K2 전차 1,000대를 납품한다는 기본 계약을 맺었고, 이 가운데 180대에 대해 4.5조 규모로 실행 계약만 체결하고 나머지 820대에 대한 구체적인 납품 계약이 이뤄지지 않았다.

최근 추가 납품 실행에 대한 구체적인 계약 협상이 진행되고 있어서 올해 1분기에 K2 전차 수출 2~1차 실행 계약을 체결할 것으로 예상된다. 무엇보다 향후 2~2차, 2~3차 등에 대한 수주 등도 지속될 것으로 예상된다.

다른 한편으로는 루마니아의 경우 1980년대부터 생산돼 노후화된 TR-85 비조놀을 대체하기 위해 250~300대의 전차 도입을 추진 중에 있다. K2 전차의 가격과 납기 경쟁력 등을 고려할 때 루마니아로부터의 수주 가능성이 높아지면서 두번에 걸쳐서 수주계약이 이뤄질 것으로 예상된다.

이와 같이 동사 변속기가 K2 전차 4차 양산에 적용됨에 따라 향후 주주가 예상되는 현대로템의 폴란드향, 루마니아향 등 수출물량에도 적용될 것으로 예상되면서 매출 성장으로 이어질 수 있을 것이다.

무엇보다 K2 전차 중동수출 등도 보다 더 탄력을 받으면서 첨병역할을 할 것으로 예상된다.

NR

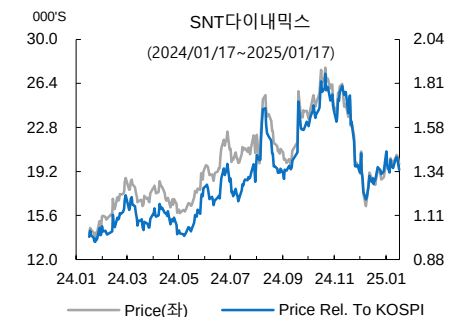
액면가	2,500원
종가(2025.01.17)	19,790원

Stock Indicator

자본금	86십억원
발행주식수	3,325만주
시가총액	658십억원
외국인지분율	6.6%
52주 주가	13,920~27,700원
60일평균거래량	148,586주
60일평균거래대금	3.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.2	-28.0	-5.5	40.2
상대수익률	3.5	-24.8	5.7	36.6

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	302	336	408	486
영업이익(십억원)	14	21	26	42
순이익(십억원)	8	59	23	50
EPS(원)	251	1,774	692	1,490
BPS(원)	20,182	22,173	22,356	23,609
PER(배)	23.5	5.1	13.5	9.7
PBR(배)	0.3	0.5	0.4	0.6
ROE(%)	1.4	9.4	3.5	7.3
배당수익률(%)	5.1	4.5	5.4	4.9
EV/EBITDA(배)	8.2	10.7	9.5	9.8

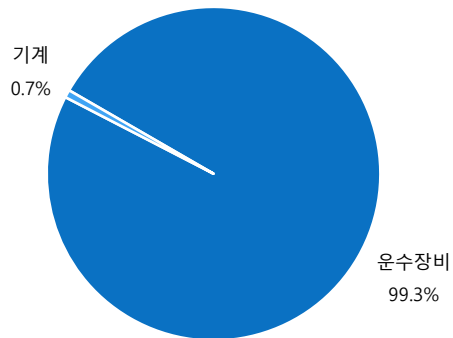
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. SNT 다이내믹스 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2019	3,751	192	238	166	166	501	13.2
2020	3,018	136	131	83	83	251	23.5
2021	3,360	206	809	590	590	1,774	5.1
2022	4,080	258	293	230	230	692	13.5
2023	4,860	416	582	495	495	1,490	9.7
2024E	5,941	969	1,147	901	901	2,710	6.9
2025E	7,032	664	853	672	672	2,021	9.8

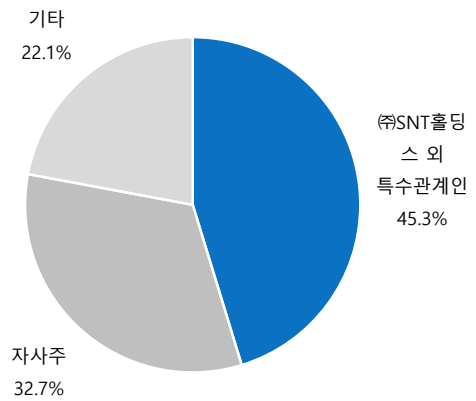
자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림1. SNT 다이내믹스 매출 구성(2024년 3분기 누적기준)



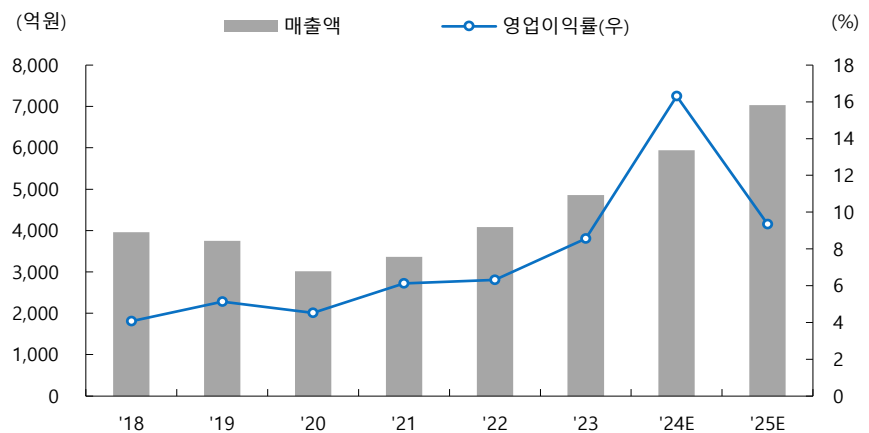
자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림2. SNT 다이내믹스 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림3. SNT 다이내믹스 실적 추이



자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림4.폴란드에서 포 사격 시험 중인 K2 전차



자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림5.SNT 다이내믹스 EST15K 변속기



- 엔진동력 최대 1650hp
- 차량중량 최대 65ton
- 변속특성 전진 6단, 후진 3단
- 조향특성 무한가변(정유압식 / 동유압 복합조향)
- 제동특성 복합제동장치
(유체감속기와기계식 디스크브레이크
결합방식)
- 적용차량 전차

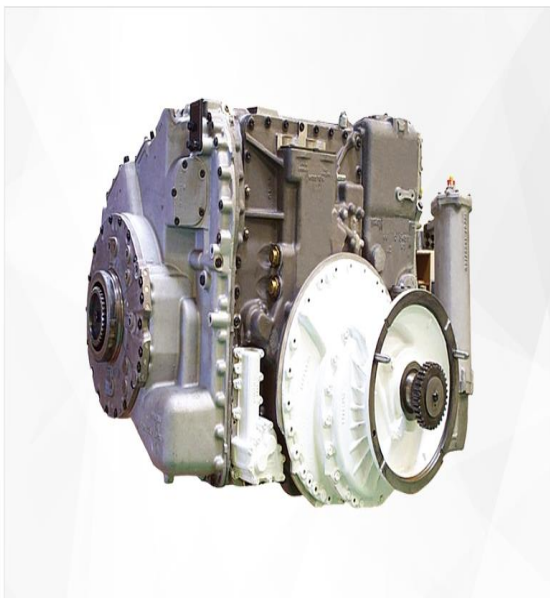
자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림6.K9 자주포



자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

그림7.SNT 다이내믹스 X1100-5A3 변속기



- 엔진동력 최대 1500hp
- 차량중량 45ton~60ton
- 변속특성 전진 4단, 후진 2단 자동변속
- 조향특성 무한가변, 정유압식
- 제동특성 내장형, 습식, 다판 브레이크, 유압-기계식
- 적용차량 K9 자주포, K10 탄약운반장갑차

자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림8.SNT 다이내믹스 120mm 박격포(KM120)



- 구경 120mm
- 중량 < 1,400 kg
- 최대 발사속도 10 rds/min for 3 min.
- 지속 발사속도 3 rds/min
- 사거리 13 km (RAP)
- 사격범위 45°~70° (Ele), 360° (Trv)
- 장전방식 반자동 장전
- 발사방식 낙하식 / 격발식
- 초탄발사 30 sec (Approx.)
- 사용 탄약 HE, RAP, WP, ILL, TP

자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림9.SNT 다이내믹스 소형전술차량(LTV) 탑재형 120mm 박격포체계



자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림10.LAH(Light Armed Helicopter)에 부착된 터렛형 기관총 시스템(TGS)



자료: 한국항공우주, iM증권 리서치본부

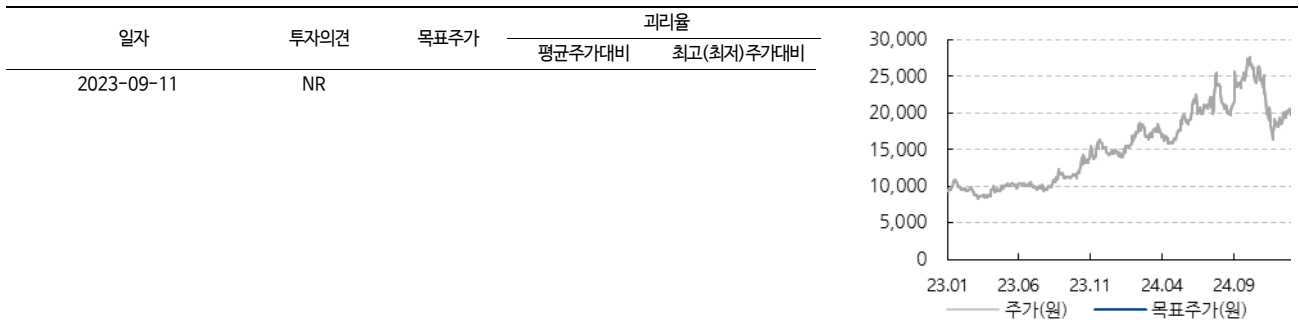
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	384	448	471	587	매출액	302	336	408	486
현금 및 현금성자산	43	16	16	60	증가율(%)	-19.6	11.3	21.5	19.1
단기금융자산	200	288	253	303	매출원가	270	295	352	420
매출채권	43	37	62	103	매출충이익	32	41	56	66
재고자산	88	86	130	111	판매비와관리비	18	21	30	24
비유동자산	449	431	460	470	연구개발비	-	-	4	2
유형자산	282	277	281	295	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1	1	1	4	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	833	880	931	1,057	영업이익	14	21	26	42
유동부채	121	124	183	242	증가율(%)	-29.2	51.1	25.1	61.4
매입채무	37	35	45	44	영업이익률(%)	4.5	6.1	6.3	8.6
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	4	4	4	12
유동성장기부채	0	0	0	1	이자비용	1	0	0	0
비유동부채	115	102	88	114	지분이익(손실)	-	0	-3	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	1	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	13	81	29	58
부채총계	236	227	272	356	법인세비용	5	22	6	9
자배주주지분	597	653	659	701	세전계속이익률(%)	4.3	24.1	7.2	12.0
자본금	86	86	86	86	당기순이익	8	59	23	50
자본잉여금	7	7	7	7	순이익률(%)	2.8	17.6	5.6	10.2
이익잉여금	576	628	643	680	자배주주귀속 순이익	8	59	23	50
기타자본항목	-12	1	-7	-4	기타포괄이익	0	13	-8	3
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	9	72	15	53
자본총계	597	653	659	701	자배주주귀속총포괄이익	9	72	15	53

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	53	2	19	109	주당지표(원)				
당기순이익	8	59	23	50	EPS	251	1,774	692	1,490
유형자산감가상각비	10	7	6	7	BPS	20,182	22,173	22,356	23,609
무형자산감각비	0	0	0	0	CFPS	558	1,994	896	1,704
지분법관련손실(이익)	-	0	-3	0	DPS	300	400	500	700
투자활동 현금흐름	-38	-3	-10	-53	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	3	10	7	12	PER	23.5	5.1	13.5	9.7
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	3	PBR	0.3	0.5	0.5	0.6
금융상품의 증감	-	0	-	-	PCR	10.6	10.7	9.5	9.8
재무활동 현금흐름	-28	-26	-9	-12	EV/EBITDA	8.2	10.7	9.5	9.8
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	1.4	9.4	3.5	7.3
자본의증감	-16	-18	-	-	EBITDA이익률	7.9	8.3	8.0	10.0
배당금지급	-12	-7	-9	-11	부채비율	39.5	34.7	41.3	50.8
현금및현금성자산의증감	-14	-27	0	44	순부채비율	-40.6	-46.4	-40.8	-51.7
기초현금및현금성자산	57	43	16	16	매출채권회전율(x)	6.0	8.3	8.2	5.9
기말현금및현금성자산	43	16	16	60	재고자산회전율(x)	3.4	3.9	3.8	4.0

자료 : SNT다이나믹스, iM증권 리서치본부

SNT다이내믹스 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

STX엔진 (077970)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
2122-9198 value3@imfnsec.com[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

민수 및 특수사업 실적 개선 본궤도 진입

중국의 선박수주 증가로 인하여 동사의 중국향 매출 확대될 듯 ⇒ 민수사업부문 실적 개선에 기여할 듯

지난해 전세계 선박 수주의 경우 전년 동기 4920만CGT(2320척) 대비 34% 증가한 6581만CGT(2412척)를 기록하였다.

국가별로는 중국이 전년 동기 대비 58% 증가한 4645만CGT(1711척·70%)를 수주하면서 선두를 달렸고 한국이 전년 동기 대비 9% 증가한 1098만CGT(250척·17%), 일본 등 기타 지역이 838만CGT(451척·13%)로 뒤를 이었다.

또한 지난해말 기준 전세계 수주잔량은 1억 5717만CGT다. 국가별로는 중국이 9078만CGT(58%)로 가장 높은 비중을 차지했고 한국은 3787만CGT(24%)로 뒤를 이었다.

이와 같이 중국의 선박수주 증가로 인하여 동사의 중국향 매출이 보다 더 확대될 수 있는 환경이 조성되었다. 이는 곧 올해 민수사업부문 실적 개선에 기여할 것이다.

이집트향 K9 자주포 국산 엔진 올해부터 공급 본격화 되면서 실적개선 가속화 될 듯 ⇒ 국산 엔진 K9 자주포 중동수출 첨병역할 하면서 동사 주주 레벨업 될 듯

그 동안 K9 자주포 엔진의 경우 독일 MTU사의 라이선스를 활용하여 동사가 국내에서 생산한 MT881엔진을 탑재하였다.

그러나 지난 2020년 UAE와의 K9 자주포 수출 협상이 계약 성사 직전 독일의 대(對) 중동 무기 금수 조치로 무산되자 이것을 계기로 하여 2021년 4월 정부에서는 동사를 K9 자주포 엔진 국산화 업체로 선정하면서 본격적인 개발에 들어갔다.

목표된 시기보다 1년 빨리 동사는 K9 자주포용 1000마력급 엔진 개발을 완료함에 따라 지난해 9월 K9 자주포 국산 1호 엔진 출고식이 있었다.

다른 한편으로는 지난 2022년 2월 한화에어로스페이스가 이집트향으로 K9 자주포 등에 대하여 2조원 규모로 공급계약을 체결하였다. 이에 따라 지난해 1월 동사는 한화에어로스페이스와 1,285억원 규모로 이집트 수출사업 엔진조립체 물품 공급계약을 체결하였다.

이러한 이집트향 K9 자주포 수출에 동사의 국산 엔진이 탑재하기 위하여 지난해 상반기부터 이집트 현지에서 엔진 내구도 시험 평가를 진행하여 마무리 함에 따라 동사는 이집트향 K9 자주포 국산 엔진을 지난해 11월부터 양산에 들어갔다.

이에 따라 올해부터 K9 자주포 국산 엔진 공급이 본격화 되면서 실적개선이 가속화 될 것으로 예상된다.

이렇듯 국산 엔진이 K9 자주포 중동수출 첨병역할을 하면서 동사 주주 등이 향후 레벨업 될 수 있는 계기가 마련될 수 있을 것이다.

NR

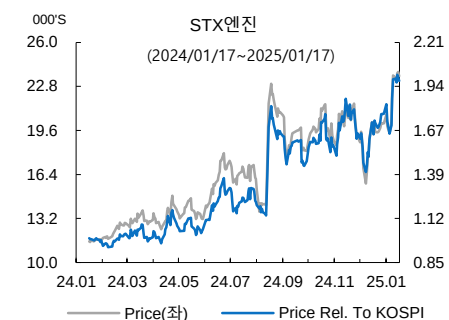
액면가 2,500원
증가(2025.01.17) 23,550원

Stock Indicator

자본금	69십억원
발행주식수	2,301만주
시가총액	542십억원
외국인지분율	1.7%
52주 주가	11,480~23,850원
60일평균거래량	531,942주
60일평균거래대금	10.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.8	11.1	40.2	104.2
상대수익률	16.1	14.4	51.4	100.7

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	587	493	544	630
영업이익(십억원)	14	4	-9	19
순이익(십억원)	21	1	-27	6
EPS(원)	747	36	-965	206
BPS(원)	9,635	10,268	9,410	9,388
PER(배)	9.8	264.1		57.7
PBR(배)	0.8	0.9	1.4	1.3
ROE(%)	8.2	0.4	-9.8	2.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	11.3	24.2	75.5	14.9

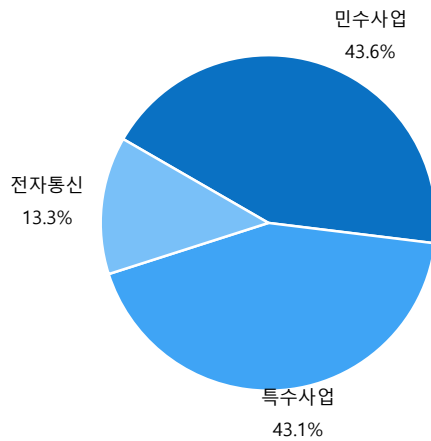
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. STX 엔진 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	5,773	313	242	279	279	1,009	6.7
2019	6,106	300	142	204	204	737	9.2
2020	5,867	143	172	206	206	747	9.8
2021	4,935	36	-21	10	10	36	264.1
2022	5,440	-88	-284	-267	-267	-965	
2023	6,304	189	77	57	57	206	57.7
2024E	7,325	473	321	273	273	987	20.4
2025E	8,098	576	441	353	353	1,276	18.5

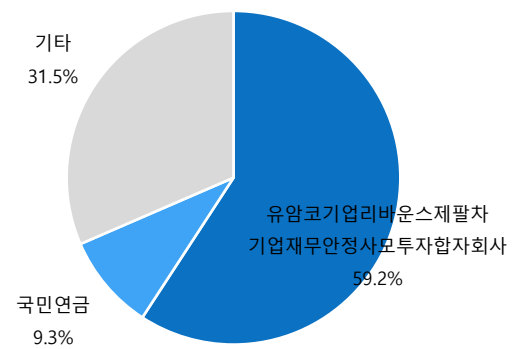
자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림1. STX 엔진 매출 구성(2024년 3분기 누적기준)



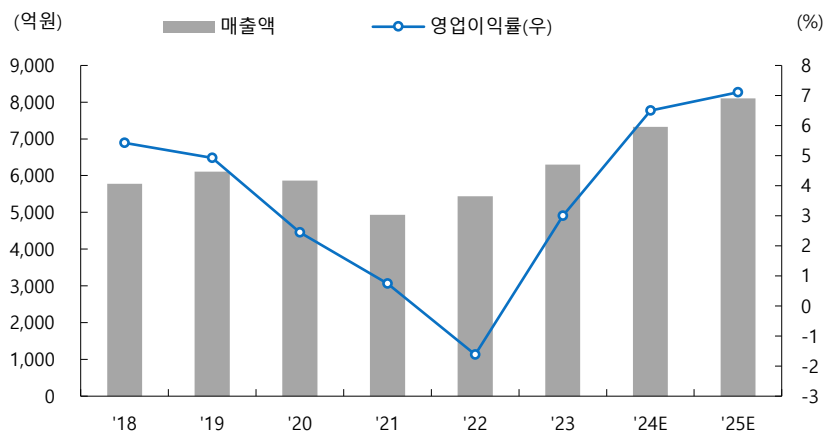
자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림2. STX 엔진 주주 분포(2024년 12월 31일 기준)



자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림3. STX 엔진 실적 추이



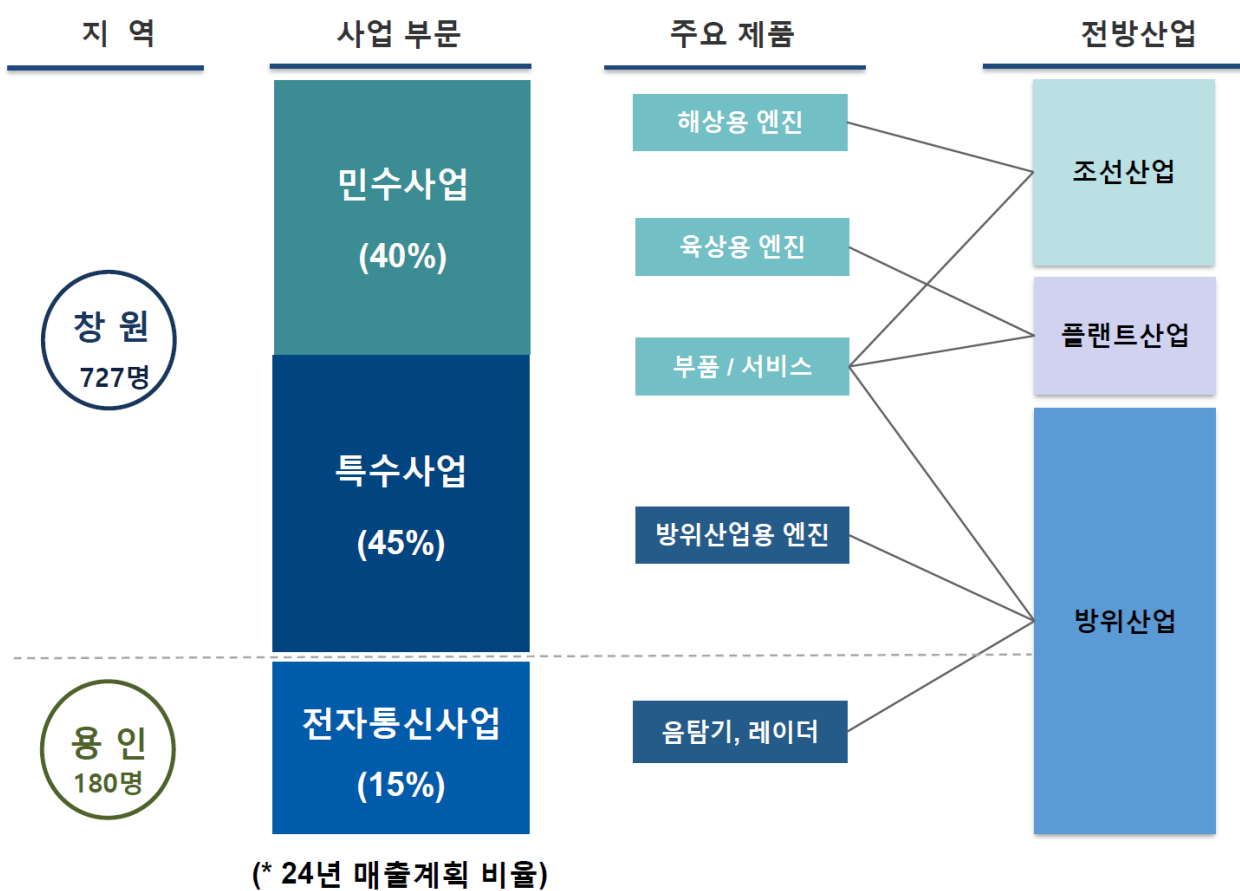
자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림4.STX 엔진 사업부문



자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림5.STX 엔진 사업구조



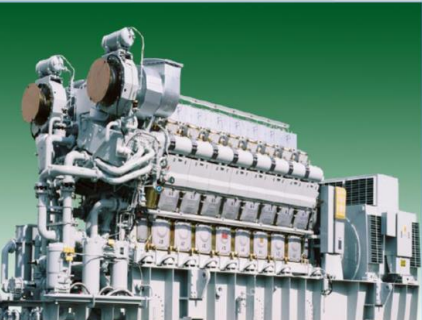
자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림6.STX 엔진 선박용 엔진

저속&중속엔진 STX-MAN ES 선박용 주기관 & 발전기SET - 2행정 엔진 (소형 Bore) - 4행정 엔진 (Diesel, Dual Fuel)		부품/서비스 엔진 제조 노하우+글로벌 네트워크 최상의 부품/서비스 제공 - 엔진 주요 부품/소모품 공급 - 운영/보수, 개조 등 토탈 서비스 - 친환경 및 성능개선 솔루션 제공
	고속 엔진 STX-Cummins - 소형 선박 추진 및 주 발전용 - 중대형 선박 비상발전용 - 철도차량용	

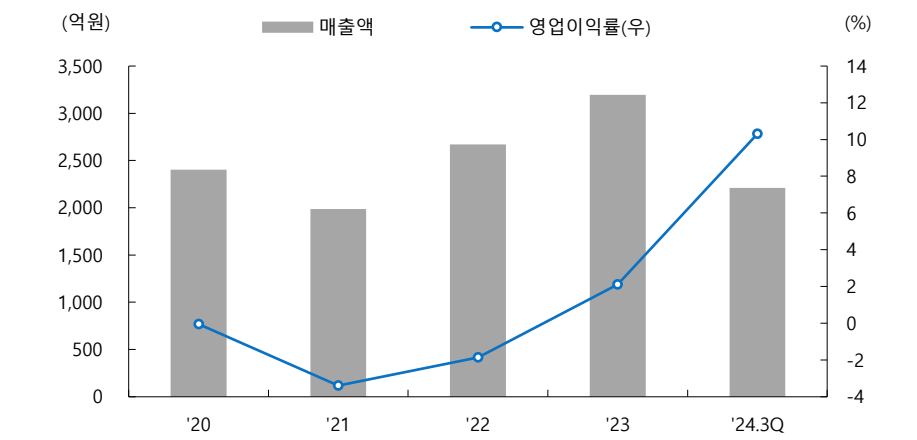
자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림7.STX 엔진 산업용 엔진

디젤엔진 발전 섬지역, 오지 전기공급 및 공장 및 병원 등 비상용 발전설비 - STX-MAN, Niigata 중속엔진 설비 - Cummins, mtu 등 고속엔진 설비		가스터빈 발전 병원, 은행, 데이터센터 등 일시적 정전 시 비상용 전기 생산 설비 - 소형 가스터빈 발전설비 - 이동형 발전차
	가스엔진 발전 친환경 수요 대응을 위해 STX-Niigata 협력 개발한 순수 가스엔진 설비 - STX-Niigata 가스엔진 발전 설비	

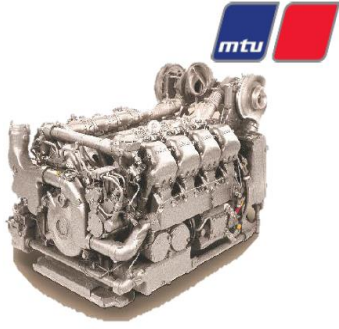
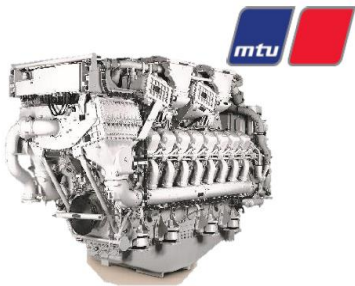
자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림8.STX엔진 민수사업부문 실적 추이



자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림9.STX엔진 방산용 엔진

해상용 엔진 STX-mtu 해군의 구축함, 호위함,초계함,고속함(정), 지원함과 해경 경비함의 주기,보기엔진 - 고속 4행정 주기 엔진 - 고속 4행정 발전용 엔진		정비 부품/서비스 엔진 정비/수리, 부품/서비스 제공
	육상용 엔진 STX-mtu 육군 K2/K1A1전차, K9/K55 자주포, K10/K56 탄약운반차 등 - 고속 4행정 주기 엔진	

자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

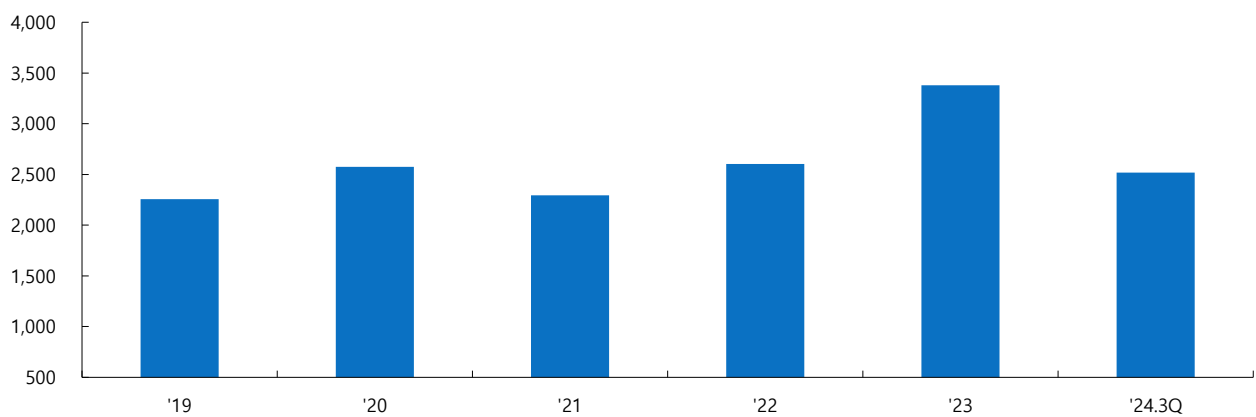
그림10.STX 엔진이 개발한 K9 자주포 국산 엔진



자료: 방위사업청, iM증권 리서치본부

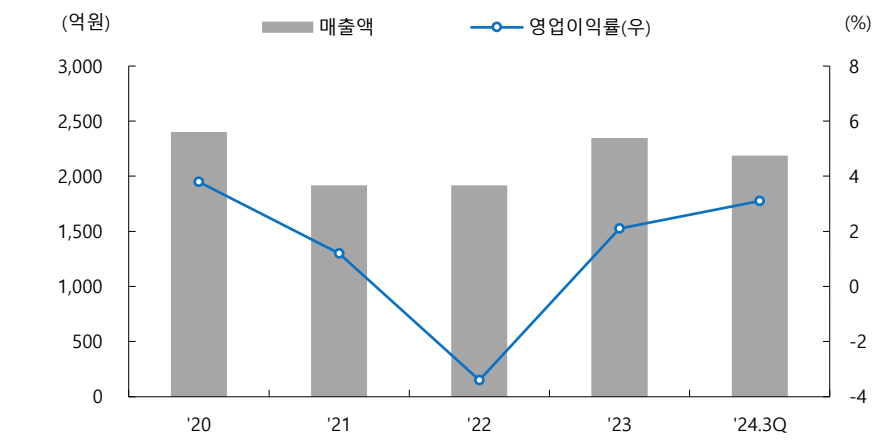
그림11.STX 엔진 특수사업부문 연도별 신규수주 추이

(억원)



자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림12.STX 엔진 특수사업부문 실적 추이



자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

그림13.STX 엔진 전자통신 장비

수중음파 탐지체계 (Sonar)

- 음파 이용 수중 물체 탐지 체계 개발로
함정 및 잠수함에 운용
- 예인음탐기/어뢰대항 (TASS/TACM)
 - 잠수함용 선체부착형 능/수동센서



자료: STX엔진, iM증권 리서치본부

전술통신

- 전파 이용 원거리 통신용 체계 개발로
함정 및 육상 설치 운용
- 군위성 통신체계
 - 수상함용 위성단말
 - 함정/고정형 다기능 무전기 구성품



전파탐지(Radar)

- 전파 이용 해상/공중 표적 탐지하는 체계
개발로 함정 및 육상기지 운용
- 전투함용 대함 레이더
 - 해안감시 레이더
 - 육상용 탐색 레이더



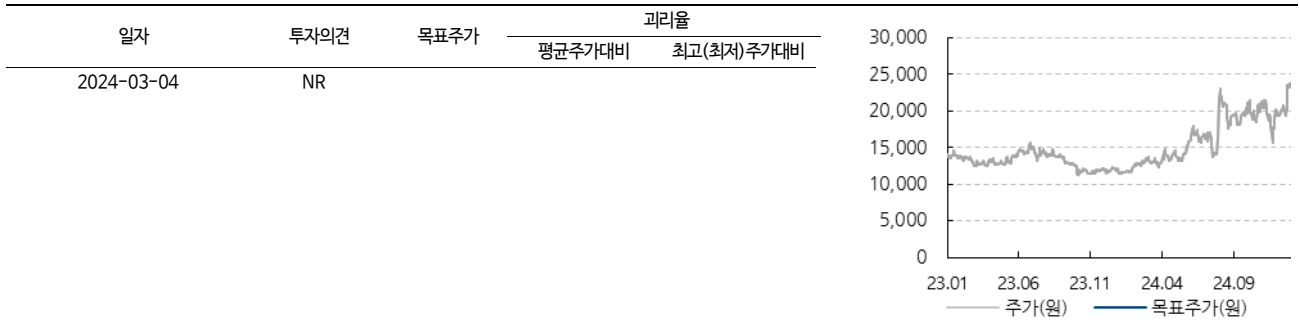
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	439	427	468	491	매출액	587	493	544	630
현금 및 현금성자산	113	105	88	87	증가율(%)	-3.9	-15.9	10.2	15.9
단기금융자산	5	2	9	0	매출원가	532	452	507	562
매출채권	134	93	97	131	매출충이익	55	41	37	68
재고자산	152	182	189	206	판매비와관리비	41	38	46	49
비유동자산	371	410	385	408	연구개발비	2	3	3	4
유형자산	272	295	278	277	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	11	11	9	15	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	809	837	853	899	영업이익	14	4	-9	19
유동부채	481	491	540	578	증가율(%)	-52.3	-74.6	적전	흑전
매입채무	47	42	55	71	영업이익률(%)	2.4	0.7	-1.6	3.0
단기차입금	102	258	238	259	이자수익	1	0	1	2
유동성장기부채	163	2	2	1	이자비용	12	8	8	14
비유동부채	62	63	53	62	자본이익(손실)	-1	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	2	1	8	2
장기차입금	1	-	-	-	세전계속사업이익	17	-2	-28	8
부채총계	543	554	593	640	법인세비용	-3	-3	-2	2
자배주주지분	266	284	260	260	세전계속이익률(%)	2.9	-0.4	-5.2	1.2
자본금	69	69	69	69	당기순이익	21	1	-27	6
자본잉여금	349	349	349	349	순이익률(%)	3.5	0.2	-4.9	0.9
이익잉여금	-397	-396	-420	-420	자배주주귀속 순이익	21	1	-27	6
기타자본항목	245	262	262	262	기타포괄이익	9	17	4	-5
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	30	18	-23	0
자본총계	266	284	260	260	자배주주귀속총포괄이익	30	18	-23	0

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	57	18	27	-13	주당지표(원)				
당기순이익	21	1	-27	6	EPS	747	36	-965	206
유형자산감가상각비	12	13	13	11	BPS	9,635	10,268	9,410	9,388
무형자산상각비	1	1	1	0	CFPS	1,488	649	-538	732
자본법관련손실(이익)	-1	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	30	-10	-15	4	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	9.8	264.1		57.7
무형자산의 처분(취득)	0	2	0	8	PBR	0.8	0.9	1.4	1.3
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	4.9	14.8	-25.0	16.2
재무활동 현금흐름	-39	-17	-28	8	EV/EBITDA	11.3	24.2	75.5	14.9
단기금융부채의증감	177	231	102	116	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-27	-8	-20	21	ROE	8.2	0.4	-9.8	2.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.8	3.6	1.0	4.8
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	203.7	194.9	227.9	246.3
현금및현금성자산의증감	49	-9	-16	-2	순부채비율	55.2	53.9	54.6	66.9
기초현금및현금성자산	64	113	105	88	매출채권회전율(x)	4.8	4.4	5.7	5.5
기말현금및현금성자산	113	105	88	87	재고자산회전율(x)	3.4	3.0	2.9	3.2

자료 : STX엔진, iM증권 리서치본부

STX엔진 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

아이쓰리시스템 (214430)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

방산 및 우주 등에서 적외선 활용 증대 수혜

방산부문의 적외선 영상센서의 수요 확대 및 해외 매출 증가로 실적 개선 가속화될 듯

방산부문의 경우 각종 유도무기 뿐만 아니라 K1 전차 성능개량 사업(K1E1)에서 성능이 개량된 포수조준경과 더불어 K2전차 폴란드형 수출의 경우에도 포수조준경에 필요한 적외선 영상센서 등을 공급하고 있다.

또한 한국형 소형 무장 헬기(LAH) 조준경 등에도 동사의 적외선 영상센서 공급 등이 가시화될 것으로 예상된다.

무엇보다 병력자원이 줄어드는 상황 하에서 개인 전투력증강이 더욱 중요해짐에 따라 경기관총 뿐만 아니라 향후 소총 등 각종 총기류에 순차적으로 적외선 영상센서 등이 장착되면서 동사의 수혜가 예상된다.

이와 같이 방산부문에서 적외선 영상센서의 활용 증가 및 국산화 등으로 수요가 확대되면서 해를 거듭할수록 동사 매출 증가로 이어지면서 실적개선이 가속화 될 것으로 전망된다.

한편, 동사 해외 매출의 경우 19년 103억원, 20년 222억원, 21년 244억원, 22년 351억원, 23년 573억원, 24년 3Q(누적) 453억원으로 증가 중에 있다.

이는 적외선 영상센서 기술을 보유한 업체 등이 한정되어 있는 상황에서 적외선 영상센서 등의 활용 범위가 넓어짐에 따라 동남아, 중동, 유럽 등 독자적인 매출처가 늘어나면서 동사의 해외 매출이 증가되고 있기 때문이다.

이와 같은 매출처 다변화로 해외매출 증가세가 지속되면서 향후 실적개선세가 이어질 것으로 예상된다.

우주 위성분야 프로젝트 증가로 인한 적외선 영상센서 관련 수요 확대로 동사 수혜 가능할 듯

우주 위성분야에서 동사는 위성의 관측 측, 위성의 눈에 해당하는 우주 광학카메라 관련 분야 등에 참여하고 있다.

우주 위성분야와 관련된 주주 등을 살펴보면 다목적 실용위성 7A호 전자광학 탑재체 초점면유닛(FPU, 반사경에서 들어온 빛을 전자신호로 변환해 처리하는 장치) 개발, 차세대 군정찰위성을 위한 우주인증급 중적외선(MWIR) TDI(Time Delay Intergration) 기술 개발(기존 군정찰위성에 사용된 것과 동일한 중적외선(MWIR) TDI 방식 적외선 검출기로 기존 해외도입품 대비 향상된 고해상도 성능을 확보할 수 있게 됨), 지상 열정보 획득을 위한 우주인증급 정찰위성용 원적외선(LWIR) TDI 검출기 기술(야간 구분없이 물체의 순수한 열 정보 획득 및 관찰에 보다 용이한 원적외선(LWIR) TDI 방식 적외선 검출기 기술의 확보를 통해 보다 발전된 군정찰위성의 개발이 가능해짐) 등이 있다.

지난해 9월말 기준 수주잔고가 728억원인데, 이 중 우주 위성분야와 관련된 수주잔고는 74억원으로 전체 수주잔고 중 10.2%를 차지하고 있다.

향후 우주개발 관련 프로젝트 등이 증가하면서 적외선 영상센서 등에 대한 수요는 확대될 것으로 예상됨에 따라 동사의 수혜가 가능할 것이다.

NR

액면가 500원
증가(2025.01.17) 44,500원

Stock Indicator

자본금	4십억원
발행주식수	711만주
시가총액	316십억원
외국인지분율	2.2%
52주 주가	26,700~49,000원
60일평균거래량	100,999주
60일평균거래대금	4.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.7	27.9	15.0	48.3
상대수익률	3.4	33.2	27.6	61.3

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	67	80	84	122
영업이익(십억원)	1	1	6	12
순이익(십억원)	3	3	6	13
EPS(원)	424	472	870	1,768
BPS(원)	10,483	10,842	11,604	13,173
PER(배)	51.0	41.2	21.3	18.0
PBR(배)	2.1	1.8	1.6	2.4
ROE(%)	4.3	4.7	8.1	14.9
배당수익률(%)	0.5	0.5	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	22.9	18.0	12.1	13.3

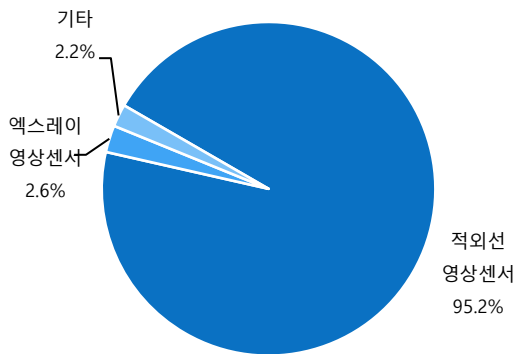
주K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 아이쓰리시스템. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	692	90	95	98	98	1,395	12.0
2019	519	-24	-17	2	2	25	865.4
2020	665	8	13	30	30	424	51.0
2021	797	14	23	34	34	472	41.2
2022	838	57	62	62	62	870	21.3
2023	1,215	122	133	126	126	1,768	18.0
2024E	1,221	131	141	133	133	1,872	24.0
2025E	1,275	163	173	163	163	2,294	19.4

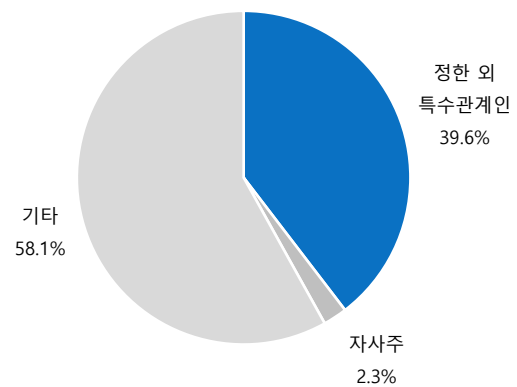
자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

그림1. 아이쓰리시스템 매출 구성 (2024년 3분기 누적기준)



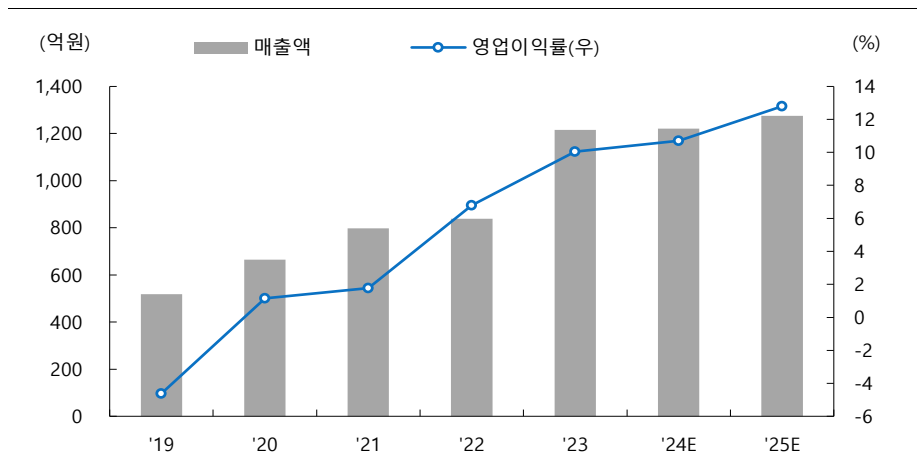
자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

그림2. 아이쓰리시스템 주주 분포 (2024년 9월 30일 기준)



자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

그림3. 아이쓰리시스템 실적 추이



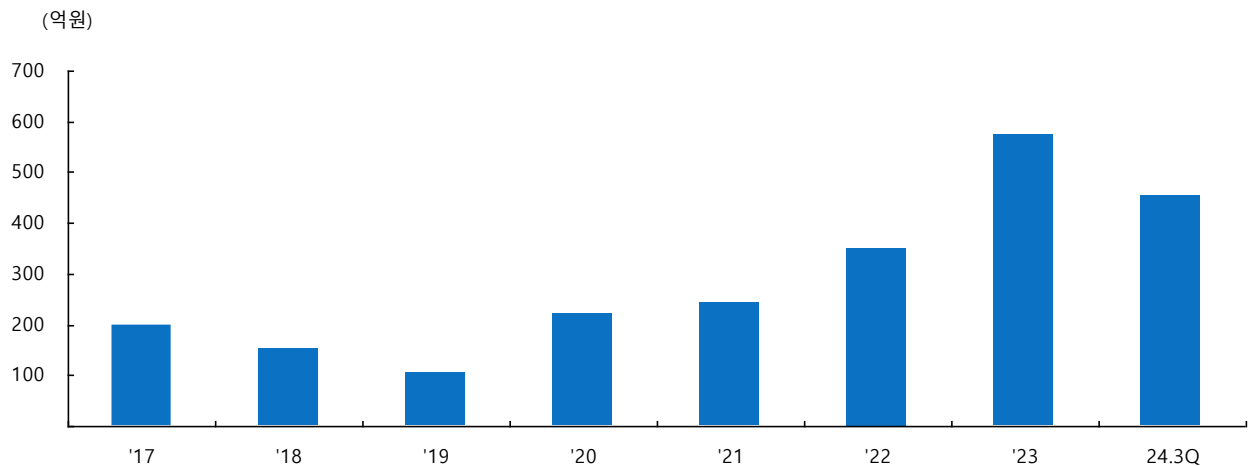
자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

표2. 아이쓰리시스템 수주현황(2024년 9월 30일 기준)

품목	수주 일자	납기	수주총액 (백만원)	기납품액 (백만원)	수주잔고 (백만원)
전차용 적외선 검출기	2011-02-23	2024-07-31	23,439	23,439	
포병관측기	2010-06-10	2025-12-31	37,536	36,089	1,446
장갑차 사통장치용 검출기	2024-01-01	2026-01-31	2,036	1,214	822
전방관측장비용 적외선 검출기	2015-01-13	2026-03-31	58,864	49,999	8,865
상륙기동헬기 양산/CSP 국산화 검출기	2017-10-27	2025-02-28	6,998	6,751	247
30mm 차륜형 대공포	2020-06-30	2026-03-31	11,363	8,374	2,968
K1E1 포수조준경 기술변경 KGPS II형 Detector	2022-07-01	2025-09-19	18,539	11,759	6,780
폴란드 K2 전차사업 적외선 검출기	2023-02-21	2024-11-30	9,806	9,109	697
경기관총-II 조준장치 후속양산 Sensor	2022-05-10	2025-08-22	10,710	8,884	1,826
소형 무장헬기 2차 양산	2023-12-19	2026-12-31	4,823	879	3,944
신궁 6-2차 검출기	2015-05-28	2025-08-19	20,891	18,673	2,219
보병용 중거리 유도무기(현궁) 3차 양산	2020-01-13	2026-10-08	76,906	53,527	23,379
천검 소형 무장헬기	2023-09-15	2025-07-10	5,042	30	5,012
F2	2024-01-08	2028-11-16	4,075		4,075
열상 검출기	2024-05-01	2026-06-15	1,912	44	1,868
초격자 기반 이중대역 적외선 동시 검출 기술 개발	2019-12-23	2024-09-20	8,128	8,128	
광C 기반 능동형 전자광학 위상배열 라이다 개발 2단계	2023-02-27	2025-11-30	2,606	1,646	960
다목적 실용위성 7A호 전자광학 탑재체 초점면유닛(FPU) 개발	2020-11-12	2025-03-31	11,727	10,275	1,453
차세대 군정찰위성을 위한 우주인증급 중적외선(MWIR) TDI 기술 개발	2021-12-24	2026-12-23	8,464	5,610	2,853
자상 열정보 획득을 위한 우주인증급 정찰위성용 원적외선(LWIR) TDI 검출기 기술	2021-12-24	2026-12-23	7,673	4,578	3,095
AI 융합 기동형 통합 경계시스템	2022-12-28	2025-05-31	3,444	3,151	293
합계			334,982	262,160	72,822

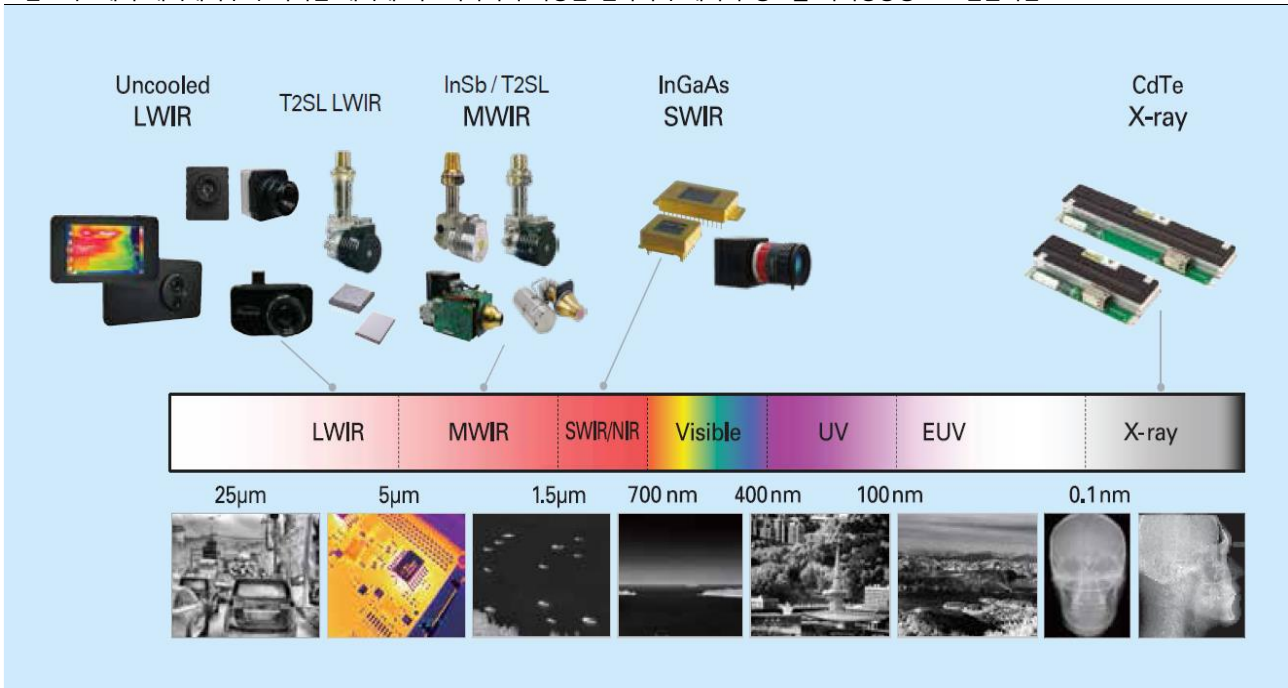
자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

그림4. 아이쓰리시스템 해외 매출액 추이



자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

그림5.엑스레이 대역에서부터 적외선 대역에 이르기까지의 다양한 전자기파 에너지 정보를 가시영상정보로 전환시킴



자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

그림6.적외선 영상센서의 용도



자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

그림7.적외선 영상센서의 종류

냉각형 적외선 영상센서	비(非)냉각형 적외선 영상센서
1 -190℃ 동작 2 광전 방식 3 높은 감지도 [비(非)냉각형 적외선 영상센서의 100배]	1 상온동작 2 열전 방식 3 낮은 가격 (냉각형 적외선 영상센서의 1/20)

자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

그림8.아이쓰리시스템이 생산하는 주력 센서제품

 냉각형	 비냉각형	 InGaAs(SWIR)	 X-ray
--	---	--	--

자료: 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	74	64	68	85	매출액	67	80	84	122
현금 및 현금성자산	11	9	15	19	증가율(%)	28.3	19.8	5.2	45.0
단기금융자산	0	0	0	1	매출원가	56	69	69	97
매출채권	5	6	6	6	매출충이익	10	10	15	24
재고자산	27	33	44	47	판매비와관리비	10	9	10	12
비유동자산	43	44	46	47	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	33	33	32	36	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	0	0	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	117	108	113	131	영업이익	1	1	6	12
유동부채	30	31	29	38	증가율(%)	흑전	83.5	303.1	114.6
매입채무	3	5	7	6	영업이익률(%)	1.2	1.8	6.8	10.0
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	1	0	0	1
유동성장기부채	2	2	2	2	이자비용	0	0	0	0
비유동부채	16	3	6	3	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	4	2	4	2	세전계속사업이익	1	2	6	13
부채총계	46	34	35	41	법인세비용	-2	-1	0	1
자배주주지분	-	-	-	-	세전계속이익률(%)	1.9	2.9	7.4	10.9
자본금	4	4	4	4	당기순이익	3	3	6	13
자본잉여금	26	26	26	26	순이익률(%)	-	-	-	-
이익잉여금	45	47	53	64	자배주주귀속 순이익	3	3	6	13
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	3	3	6	13
자본총계	71	73	79	90	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	33	-12	-1	22	주당지표(원)				
당기순이익	-	-	-	-	EPS	424	472	870	1,768
유형자산감가상각비	6	6	4	5	BPS	10,483	10,842	11,604	13,173
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	1,226	1,315	1,499	2,439
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	100	100	200	350
투자활동 현금흐름	-29	12	5	-14	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	5	6	4	7	PER	51.0	41.2	21.3	18.0
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	2.1	1.8	1.6	2.4
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	17.6	14.8	12.4	13.0
재무활동 현금흐름	-5	-2	1	-4	EV/EBITDA	23.7	18.7	13.0	13.3
단기금융부채의증감	-2	-	4	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-1	-1	2	-2	ROE	4.3	4.7	8.1	14.9
자본의증감	-1	-	-	-	EBITDA이익률	9.7	9.3	12.1	14.0
배당금지급	0	-1	-1	-1	부채비율	65.5	47.0	44.1	46.1
현금및현금성자산의증감	-1	-2	6	4	순부채비율	-7.3	-6.5	-11.0	-17.9
기초현금및현금성자산	12	11	9	15	매출채권회전율(x)	9.0	13.7	14.1	20.2
기말현금및현금성자산	11	9	15	19	재고자산회전율(x)	2.6	2.6	2.2	2.6

자료 : 아이쓰리시스템, iM증권 리서치본부

아이쓰리시스템 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-01-20	NR			



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

비트로셀 (082920)

2025.01.20

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
2122-9198 value3@imfnsec.com[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

트럼프 2.0 시대 방산수출 및 시추수요 확대로 성장세 지속

신냉전 시대 환경하에서 방산수출 증가로 앰플/열 전지 매출 성장세 가속화 될 듯

군수용의 경우 군 무기 체계의 지능화, 현대화(전자식)에 따라서 앰플전지(Ampoule Battery), 열전지(Thermal Battery) 등의 사용량이 증가하고 있다.

다시 말해서 무기들이 옛날에는 충격식으로 떨어지면 터지는 방식이었는데 지금은 전자식 신관으로 바뀌고 있는 추세로 유도무기 같은 것에 전지를 장착해서 터지는 시기 등을 컨트롤 할 수 있게 되었다.

이에 따라 동사는 무전기 관련 전지 뿐만 아니라 미사일, 포 등 정밀 타격용 유도무기까지 영역을 넓히면서 성장세를 보이고 있다.

이에 따라 동사 앰플/열 전지 매출의 경우 21년 16억원, 22년 103억원, 23년 134억원, 24년 3Q 누적 173억원으로 가파른 성장세를 이어가고 있다.

무엇보다 우크라이나 전쟁 등으로 인한 신냉전 시대 환경하에서 한층 더 유도무기 등의 중요성이 부각되고 있기 때문에 향후에도 방산수출 증가로 앰플/열 전지 매출의 성장세가 가속화 될 것으로 예상된다.

트럼프 2.0 시대 시추가 확대될 수 있는 환경이 조성됨에 따라 고온전지 매출의 성장세가 지속될 듯

고온전지(High Temperature Battery)의 경우 석유 및 가스 시추시 150℃ 이상의 고온, 고습, 진동 등의 극한 환경하에서 드릴링 작업에 대한 모니터링이 필요한데 여기에 사용가능 한 전원이다.

또한 PIG(Pipe Line Inspection Gauge) 측면에서 송유관의 누수, 균열, 온도 등 내부의 상태를 모니터링 하면서 결함을 찾아내고 배관의 흐름 안정성을 확보하는 장치에 전원으로도 사용된다.

무엇보다 2020년부터는 배터리셀 단위로 판매하던 고온전지를 팩 형태로 개발, 공급하면서 석유 및 가스 시장에서 동사 고온전지 매출의 본격적인 성장세가 나타나고 있다.

이에 따라 동사 고온전지 매출의 경우 20년 75억원, 21년 176억원, 22년 300억원, 23년 302억원, 24년 3Q 누적 206억원으로 성장세가 이어지고 있다.

무엇보다 트럼프 2.0 시대에서는 에너지 지배력을 내세워 석유·가스 등 화석 연료 생산을 크게 확대할 것이다. 이를 위하여 배기가스 배출 규제를 완화하고, 석유·천연가스 시추 제한을 해제할 방침이다.

이렇듯 트럼프 2.0시대 시추가 확대될 수 있는 환경이 조성됨에 따라 고온전지 매출의 성장세가 지속될 것으로 예상된다.

NR

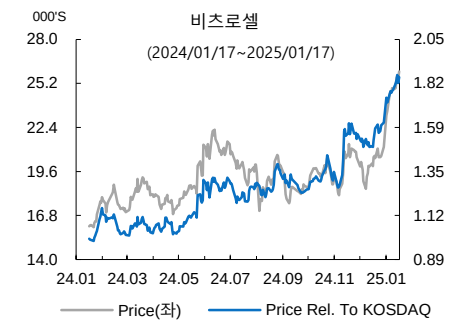
액면가 500원
증가(2025.01.17) 25,950원

Stock Indicator

자본금	111억원
발행주식수	2,287만주
시가총액	5944억원
외국인지분율	30.1%
52주 주가	16,050~25,950원
60일평균거래량	118,125주
60일평균거래대금	2.51억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.1	33.8	30.4	61.0
상대수익률	25.8	39.0	43.0	74.0

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	113	113	141	176
영업이익(십억원)	18	17	29	38
순이익(십억원)	14	17	23	36
EPS(원)	656	790	1,073	1,595
BPS(원)	7,235	7,741	8,622	10,252
PER(배)	25.2	18.2	11.9	10.2
PBR(배)	2.3	1.9	1.5	1.6
ROE(%)	9.5	10.6	13.1	17.3
배당수익률(%)	0.7	1.0	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	10.7	11.6	7.9	5.6

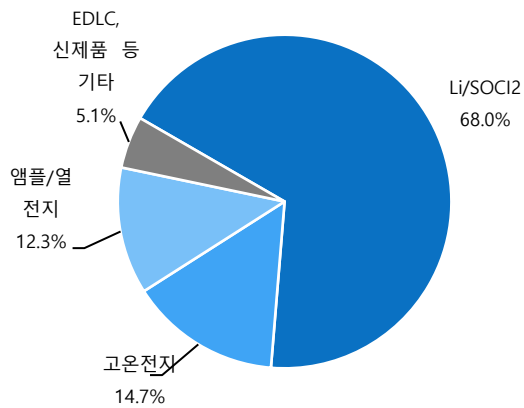
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 비츠로셀 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2018	1,126	196	184	154	154	785	13.9
2019	1,334	253	246	201	201	932	14.4
2020	1,132	182	162	141	141	656	25.2
2021	1,132	174	201	170	170	790	18.2
2022	1,410	288	285	231	231	1,073	11.9
2023	1,762	377	440	361	361	1,595	10.2
2024E	2,063	515	592	465	465	2,033	10.4
2025E	2,235	565	638	510	510	2,230	11.6

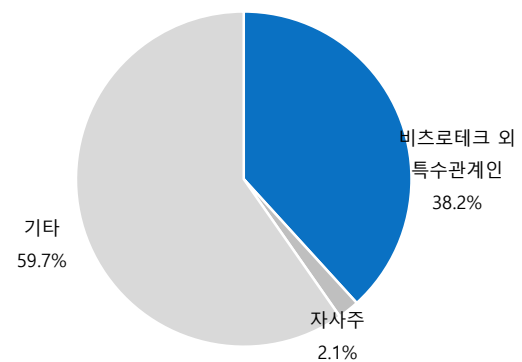
자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림1.비츠로셀 매출 구성(2024년 3분기 누적기준)



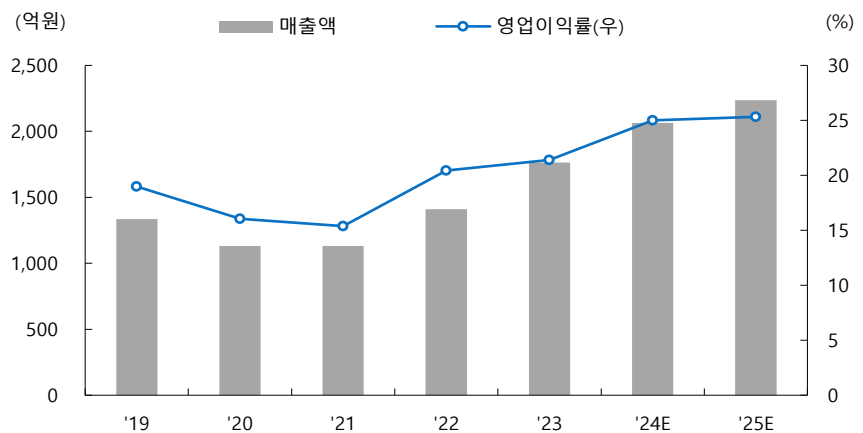
자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림2.비츠로셀 주주 분포(2024년 9월 30일 기준)



자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림3.비츠로셀 실적 추이



자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림4.비츠로셀 주력 제품군



자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림5.비츠로셀 주력 제품 application 및 전방산업

* 리튬일차전지는 미래 사회의 Power Solution으로 다양한 분야에서 활용되고 있음.

- 5G/IoT의 Sensor & 장비 : Smart Grid, Smart City, Smart Home, Smart Agriculture, Tracking 등
- 지능화 & 현대화 무기 : 무전기, 화학탐지기, Guided Missile, Electronic Fuze 등
- Oil & Gas 탐사분야 : MWD [Measurement While Drilling], PIG [Pipeline Inspection Gauge] 등
- 지능화된 해양 장비 : Tsunami detector, OBS [Ocean Bottom Seismometer] 등
- 공유경제 : Sharing Bicycle, Sharing Kick-Board 등



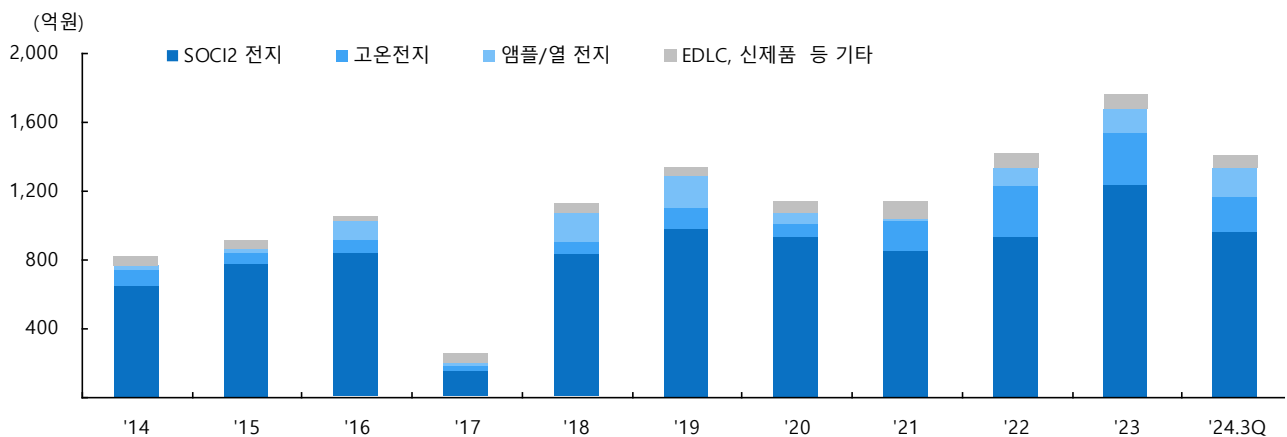
자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림6.비츠로셀 주요 목표시장



자료: 비츠로셀 iM증권 리서치본부

그림7.비츠로셀 제품군별 매출 추이



자료: 비츠로셀 iM증권 리서치본부

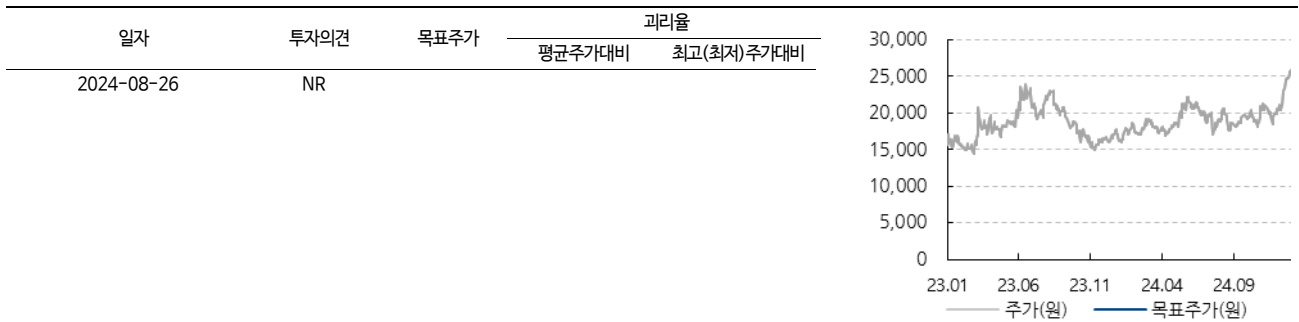
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	101	118	145	170	매출액	113	113	141	176
현금 및 현금성자산	38	18	47	36	증가율(%)	-15.2	0.1	24.5	25.0
단기금융자산	20	47	28	63	매출원가	82	80	99	124
매출채권	14	18	22	26	매출충이익	31	33	42	52
재고자산	27	31	44	40	판매비와관리비	13	16	13	14
비유동자산	88	89	92	86	연구개발비	-	-	-	0
유형자산	79	80	73	72	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5	5	5	4	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	188	206	237	256	영업이익	18	17	29	38
유동부채	11	36	49	22	증가율(%)	-28.3	-4.0	65.5	30.8
매입채무	3	5	12	5	영업이익률(%)	16.0	15.4	20.4	21.4
단기차입금	0	1	1	0	이자수익	0	0	0	1
유동성장기부채	0	18	19	4	이자비용	0	1	1	1
비유동부채	22	4	2	2	자본이익(손실)	-	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	16	20	29	44
부채총계	32	40	51	25	법인세비용	2	3	5	8
자배주주지분	156	167	186	232	세전계속이익률(%)	14.3	17.7	20.2	25.0
자본금	11	11	11	11	당기순이익	14	17	23	36
자본잉여금	13	13	13	31	순이익률(%)	12.5	15.0	16.4	20.5
이익잉여금	126	141	161	193	자배주주귀속 순이익	14	17	23	36
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	0	0	1	0
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	14	17	24	36
자본총계	156	167	186	232	자배주주귀속총포괄이익	14	17	24	36

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	24	25	26	39	주당지표(원)				
당기순이익	14	17	23	36	EPS	656	796	1,073	1,595
유형자산감가상각비	9	9	10	10	BPS	7,235	7,741	8,622	10,252
무형자산감각비	1	1	1	1	CFPS	1,108	1,282	1,595	2,182
자본법관련손실(이익)	-	0	0	0	DPS	120	150	200	250
투자활동 현금흐름	-14	-39	8	-41	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	4	10	-	-	PER	25.2	18.2	11.9	10.2
무형자산의 처분(취득)	1	0	0	0	PBR	2.3	1.9	1.5	1.6
금융상품의 증감	-	0	0	0	PCR	14.9	11.2	8.0	7.5
재무활동 현금흐름	17	-6	-6	-8	EV/EBITDA	10.7	11.6	7.9	5.6
단기금융부채의증감	0	0	0	0	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	19	0	-	-	ROE	9.5	10.6	13.1	17.3
자본의증감	-	-4	-3	-4	EBITDA이익률	24.6	24.6	28.1	27.7
배당금지급	-2	-3	-3	-4	부채비율	20.8	23.7	27.7	10.6
현금및현금성자산의증감	27	-20	28	-10	순부채비율	-36.7	-28.0	-29.7	-40.8
기초현금및현금성자산	11	38	18	47	매출채권회전율(x)	6.8	7.1	7.0	7.4
기말현금및현금성자산	38	18	47	36	재고자산회전율(x)	4.3	3.9	3.8	4.2

자료 : 비즈로셀, iM증권 리서치본부

비츠로셀 투자이견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주권사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%

엠앤씨솔루션 (484870)

2025.01.20

수주 확대로 실적 개선 가속화

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

방산용 유압식 및 전기식 부품 전문 기업

동사는 방산용 유압식 및 전기식 부품 전문 기업이다. 과거 (주)두산의 건설기계용 유압기기 및 방산 부품 사업부문인 "(주)두산 모트롤BG"가 2020년 12월 물적분할되어 설립된 舊(주)모트롤이 그 전신이다. 舊(주)모트롤은 분할설립 이후인 2021년 1월에 소시어스-웰투시인베스트먼트 컨소시엄에 매각되면서 최대주주가 (주)두산에서 소시어스웰투시인베스트먼트제2호기업재무안정 주식회사(現최대주주)로 변경되었다.

그 이후 동사는 방산 및 우주항공 전문화를 위해 2023년 12월 1일을 분할기일로 하여 유압기기 부문이 인적분할되어 분할신설되고(분할신설법인명: 現(주)모트롤), 방산 부문을 영위하는 분할존속회사는 (주)엠앤씨솔루션으로 사명을 변경하였다.

유럽, 중동 등에서 우리나라 업체의 지상/유도 체계 수주 확대로 인하여 동사의 수주도 증가 중 ⇒ 수출향 수주 확대로 실적 개선 가속화 될 듯

방산에서 동사의 핵심 분야는 지상, 유도, 항공 및 해상, 특수 등 네 가지로 분류된다.

먼저 지상 분야에서는 자주포에 사용되는 포/포탑 구동장치(GTDS), 유압 구동장치 및 현수장치와 더불어 전차에 사용되는 포/포탑 구동장치(GTDS) 및 전기 구동 시스템 등을 개발하여 공급하고 있다.

유도 분야에서는 천궁에 사용되는 발사대 유압구동장치 및 다기능레이더 유압장치와 더불어 천무 및 L-SAM에 사용되는 발사대 유압구동장치 등을 개발하여 공급하고 있다.

항공 분야에서는 항공용 유압 펌프 및 액추에이터를, 해상 분야에서는 윈치 시스템 및 안테나/레이더 구동 안정화 시스템 등을 개발하여 공급하고 있다.

마지막으로 특수 분야에서는 레이저무기용 구동 및 안정화 장치 등을 생산하고 있다. 관련 장치는 고에너지 레이저 빔으로 표적을 제거하는 레이저 무기 체계의 핵심 부품으로, 조준점을 정밀하게 유지시키는 역할을 한다.

또한 우주 발사체용 3단 TVC(Thrust Vector Control) 구동장치도 독점 생산하여 공급 중이며, 국방과학연구소와 위성 탑재용 구동장치도 개발 진행 중이다.

이러한 환경하에서 유럽, 중동 등에서 우리나라 업체의 지상/유도 체계 수주 확대로 인하여 동사의 수주도 증가 중에 있다. 즉, 동사의 연도별 신규수주의 경우 2021년 1,709억원, 2022년 2,636억원, 2023년 4,075억원, 2024년 3분기 누적 4,472억원 등으로 지속적으로 증가하고 있다.

이에 따라 동사의 연도말 기준 수주잔고가 2021년 2,074억원, 2022년 3,451억원, 2023년 5,692억원, 2024년 3분기말 8,279억원 등으로 지속적으로 증가하고 있다

무엇보다 이와 같은 수출향 수주확대로 인하여 향후 실적개선이 가속화 될 것이다.

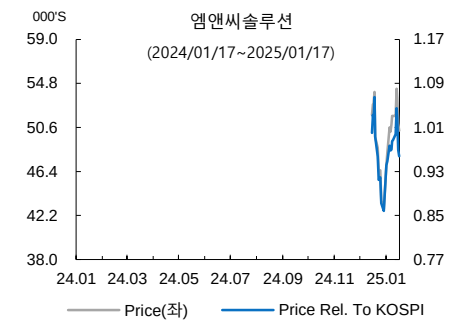
NR

액면가	100원
증가(2025.01.17)	50,300원

Stock Indicator	
자본금	1십억원
발행주식수	915만주
시가총액	460십억원
외국인지분율	0.7%
52주 주가	42,850~54,300원
60일평균거래량	291,374주
60일평균거래대금	15.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	-2.9	-2.9	-2.9
상대수익률	-7.5	0.4	8.3	-6.5

Price Trend



FY	2020	2021	2022	2023
매출액(십억원)	76	609	121	181
영업이익(십억원)	2	46	8	22
순이익(십억원)	-1	36	9	16
EPS(원)	-20	792	207	373
BPS(원)	6,089	7,037	7,043	10,044
PER(배)				
PBR(배)				
ROE(%)		12.1	2.9	7.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)				

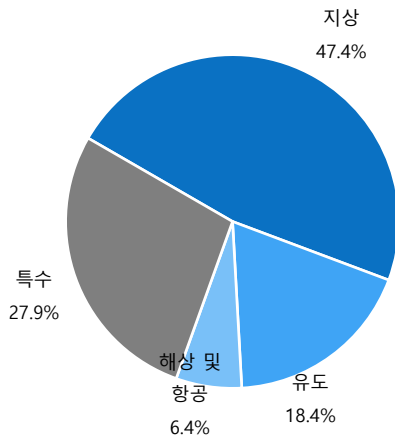
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 엠앤씨솔루션 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2020	757	22	-7	-9	-9	-20	-
2021	6,090	456	459	356	356	792	-
2022	1,206	82	71	93	93	207	-
2023	1,809	215	216	157	157	373	-
2024E	2,811	335	330	264	264	2,884	-
2025E	3,653	445	440	343	343	3,748	13.4

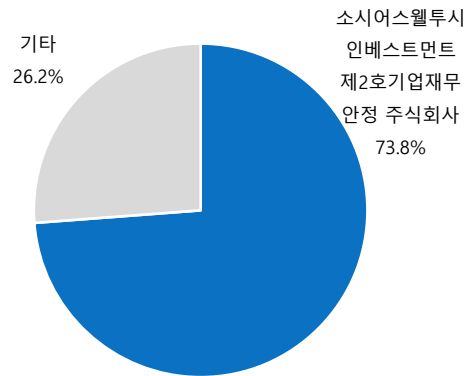
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림1. 엠앤씨솔루션 매출 구성(2024년 3분기 기준)



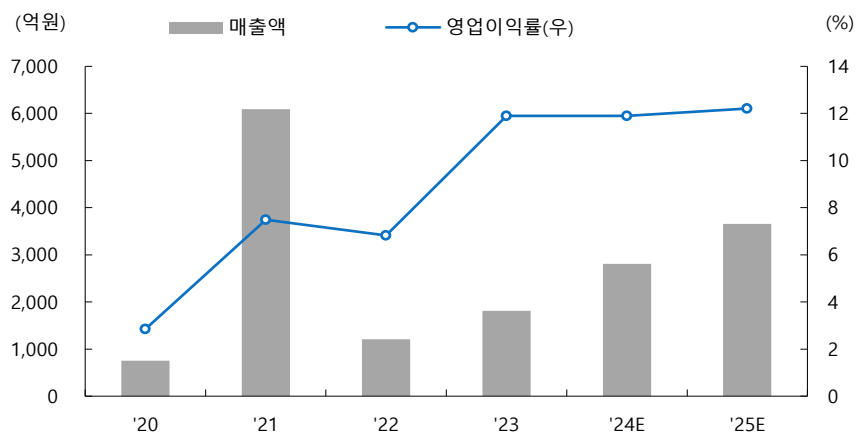
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림2. 엠앤씨솔루션 주주 분포(2024년 12월 31일 기준)



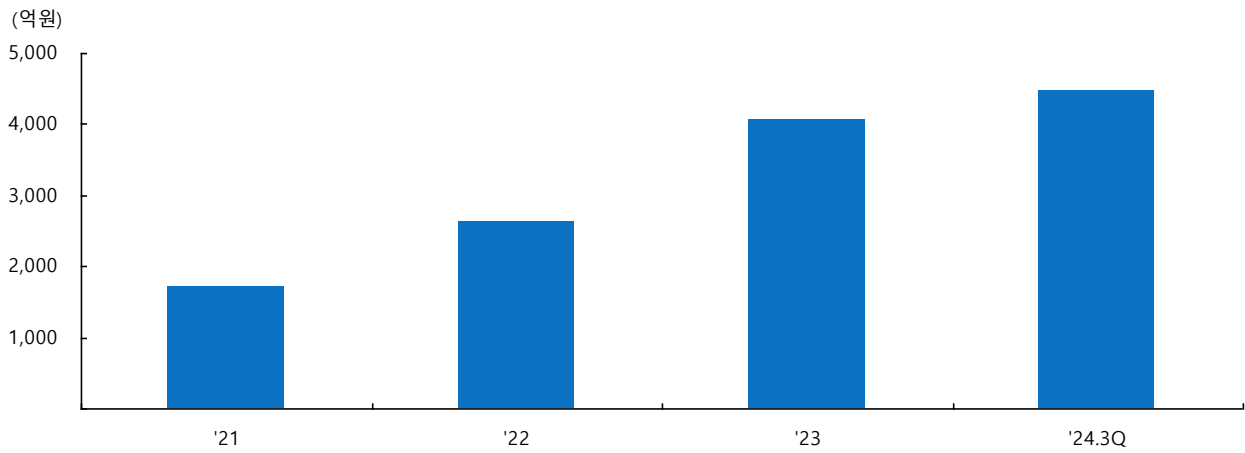
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림3. 엠앤씨솔루션 실적 추이



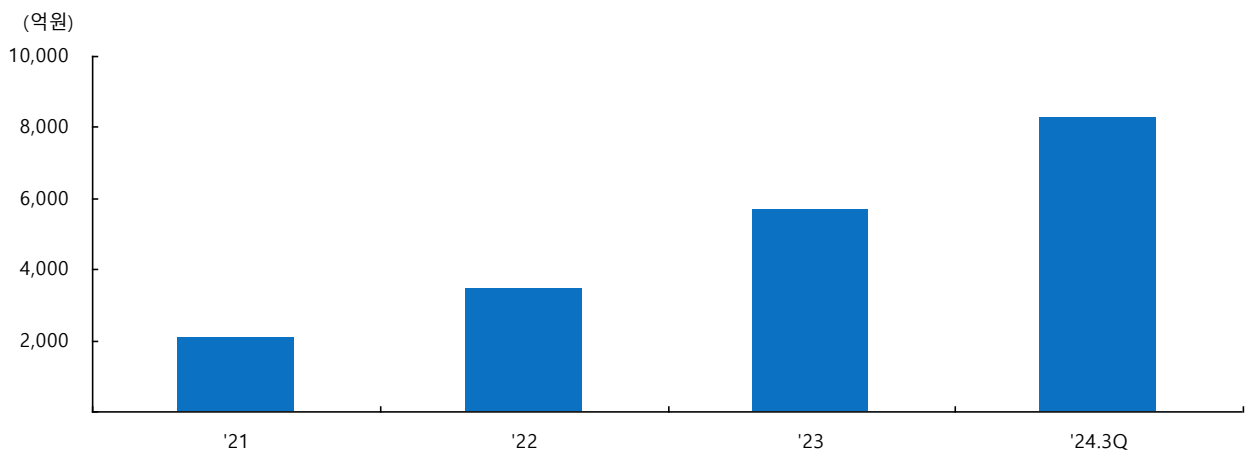
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림4. 엠앤씨솔루션 연도별 신규수주 추이



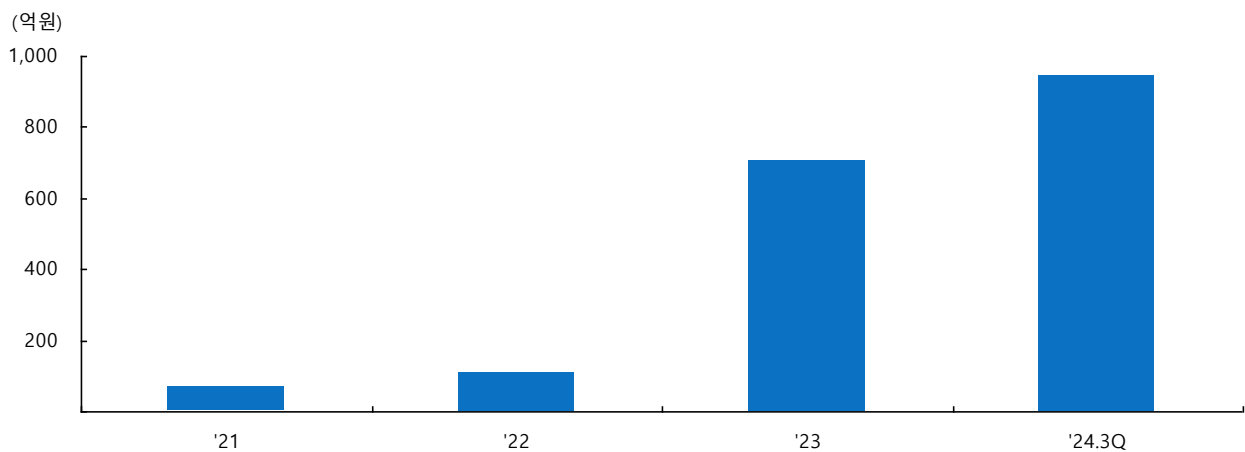
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림5. 엠앤씨솔루션 연도말 기준 수주잔고 추이



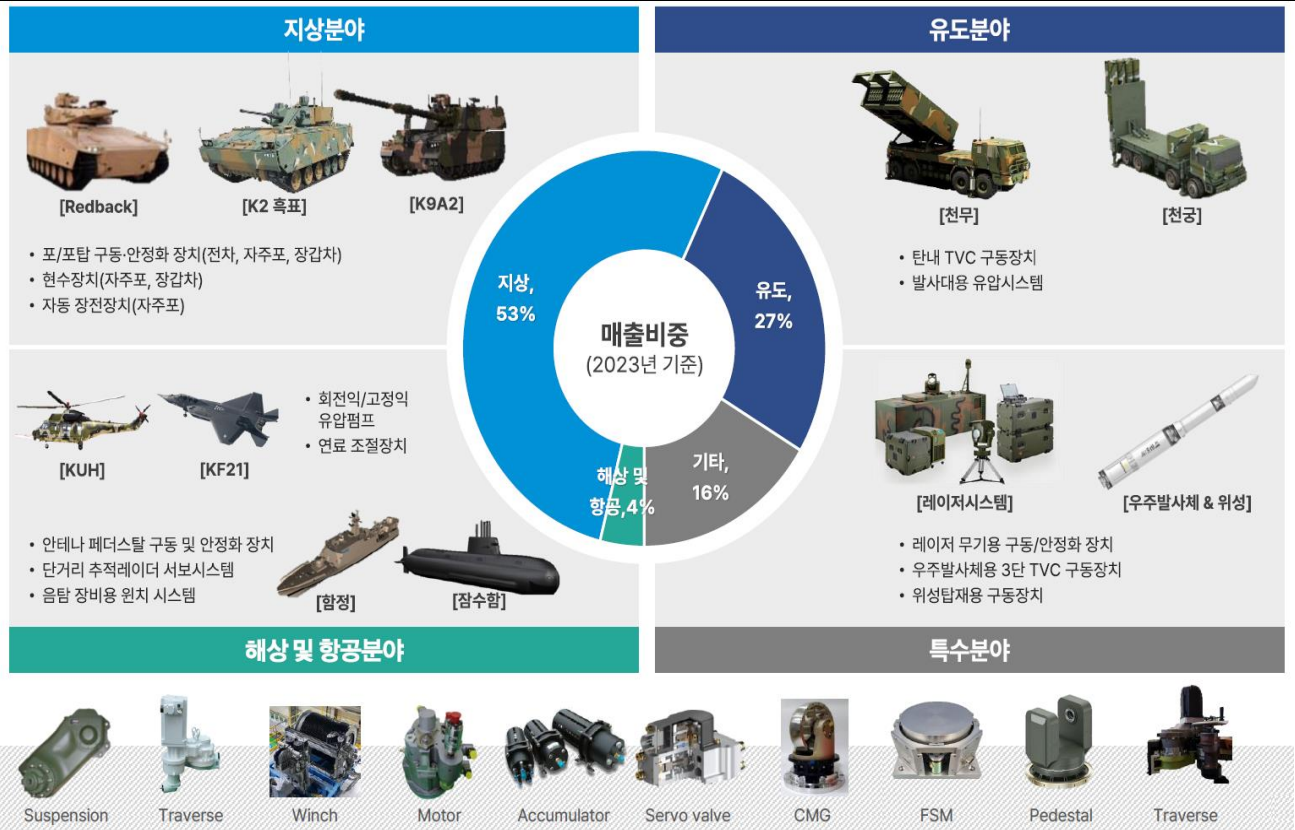
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림6. 엠앤씨솔루션 연도별 수출액 추이



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림7.엠앤씨솔루션 사업 영역



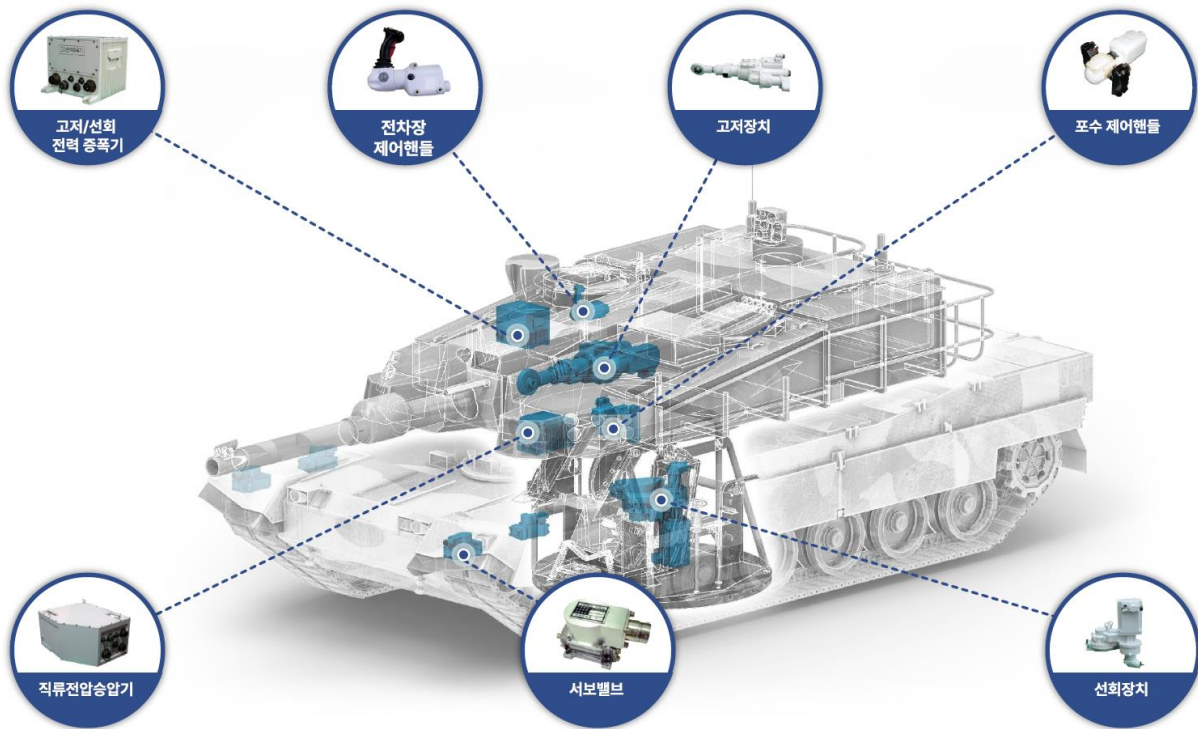
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림8.엠앤씨솔루션 K9 자주포 유압구동 및 현수장치



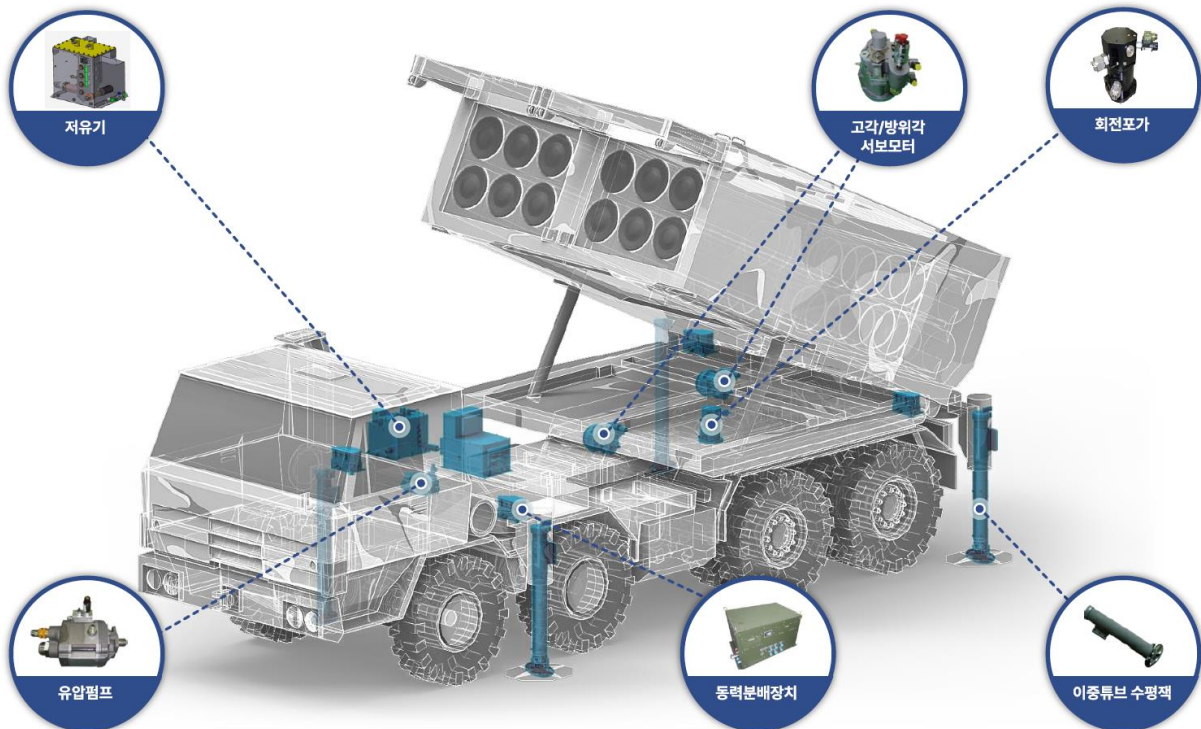
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림9.엠앤씨솔루션 K2 전차 전기식 포 및 포탑 안정화 장치



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림10.엠앤씨솔루션 천무 발사대 유압구동장치



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림11. 엠앤씨솔루션 항공분야



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림12. 엠앤씨솔루션 해상분야



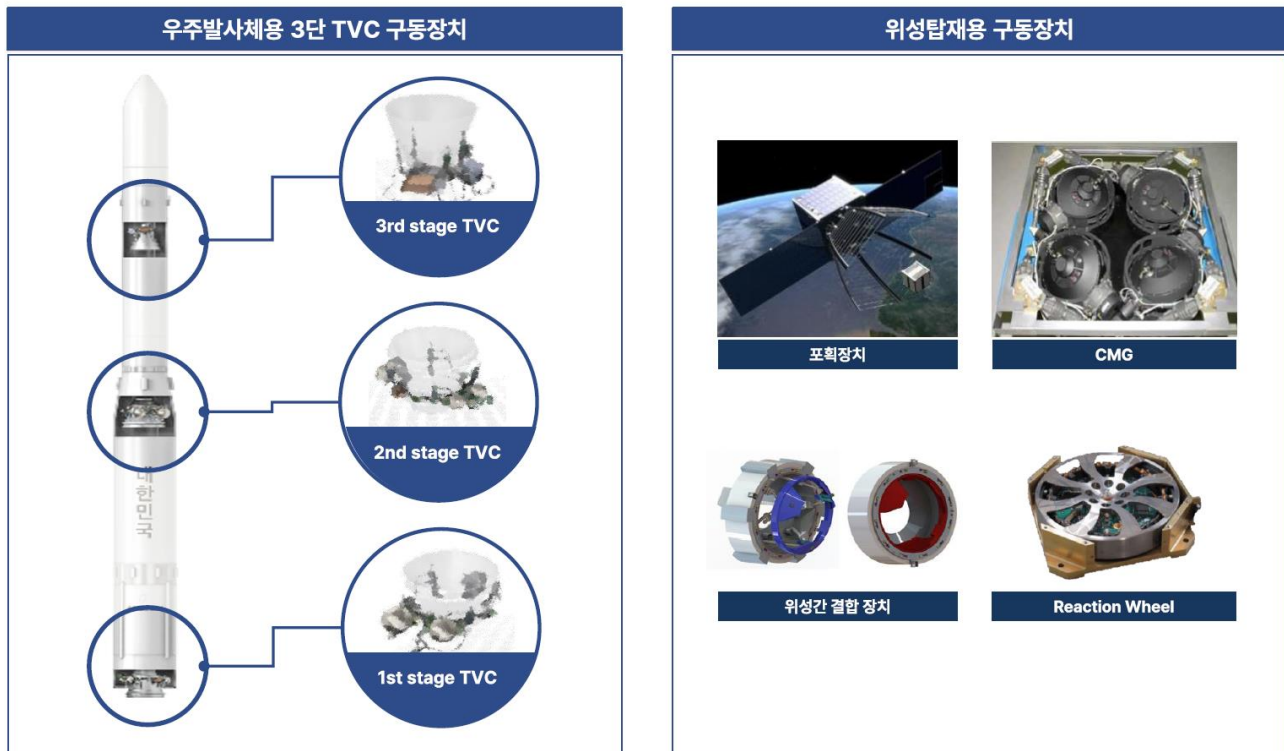
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림13. 엠앤씨솔루션 특수분야 레이저 시스템



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림14. 엠앤씨솔루션 특수분야 위성 & 발사체



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

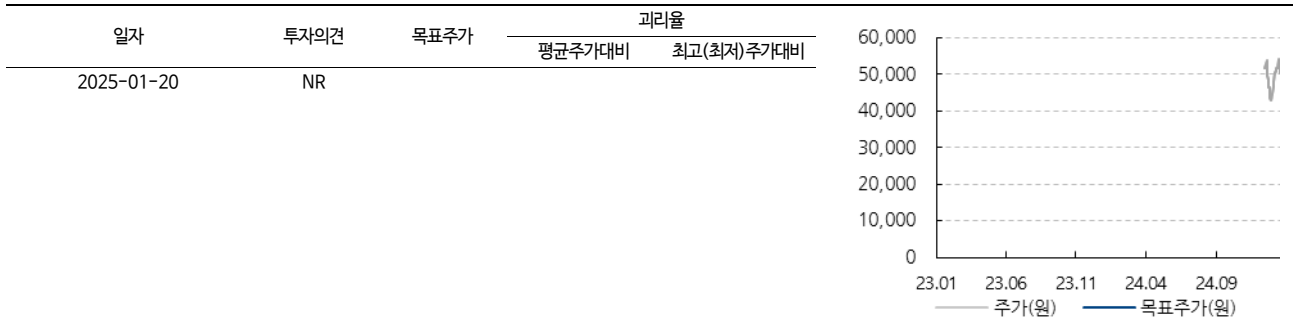
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원 %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	296	267	310	252	매출액	76	609	121	181
현금 및 현금성자산	27	25	104	85	증가율(%)	-	704.9	-80.2	50.0
단기금융자산	0	0	5	0	매출원가	62	516	106	152
매출채권	163	127	104	79	매출충이익	13	93	14	29
재고자산	94	101	71	64	판매비와관리비	11	48	6	8
비유동자산	230	243	260	107	연구개발비	2	-	-	-
유형자산	117	124	134	33	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	97	100	98	62	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	525	510	569	359	영업이익	2	46	8	22
유동부채	249	192	251	278	증가율(%)	-	2,007.6	-81.9	161.5
매입채무	105	66	93	71	영업이익률(%)	2.9	7.5	6.8	11.9
단기차입금	27	29	20	10	이자수익	0	1	0	1
유동성장기부채	0	0	0	0	이자비용	0	1	1	1
비유동부채	3	2	1	1	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-1	1	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	-1	46	7	22
부채총계	251	193	252	279	법인세비용	0	10	2	4
자배주주지분	274	317	317	80	세전계속이익률(%)	-0.9	7.5	5.9	11.9
자본금	3	3	3	1	당기순이익	-1	36	9	16
자본잉여금	231	-	-	-	순이익률(%)	-1.2	5.8	7.7	8.7
이익잉여금	0	263	266	261	자배주주귀속 순이익	-1	36	9	16
기타자본항목	41	50	48	-182	기타포괄이익	0	6	3	-7
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-1	42	12	8
자본총계	274	317	317	80	자배주주귀속총포괄이익	-1	42	12	8

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	4	19	125	39	주당지표(원)				
당기순이익	-1	36	9	16	EPS	-20	792	207	373
유형자산감가상각비	1	10	11	9	BPS	6,089	7,037	7,043	10,044
무형자산상각비	0	2	2	2	CFPS	1	1,065	493	647
자본법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	20	34	34
투자활동 현금흐름	-1	-22	-24	-9	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER				
무형자산의 처분(취득)	0	7	1	2	PBR				
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR				
재무활동 현금흐름	19	1	-21	-29	EV/EBITDA				
단기금융부채의증감	19	2	-8	-9	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	-0.6	12.1	2.9	7.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.1	9.5	17.5	18.3
배당금지급	-	-	-12	-20	부채비율	91.7	61.0	79.6	348.9
현금및현금성자산의증감	23	-2	80	0	순부채비율	0.1	1.4	-28.0	-94.3
기초현금및현금성자산	4	27	25	104	매출채권회전율(x)	0.9	4.2	1.0	2.0
기말현금및현금성자산	27	25	104	85	재고자산회전율(x)	1.6	6.2	1.4	2.7

자료 : 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

엠엔씨솔루션 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 : 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%