

iM증권 리서치본부 기업분석부 | 2025.06.23



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

[RA] 장호 2122-9194 hojang@imfnsec.com

[2025년 하반기]

NEW 3000 시대

유동성 장세 L.S.H 홀.인.원 SHOT

유동성 장세 지주, AI·로봇, 원전, LNG, 안보, 호텔 등 밸류업





CONTENTS

[산업분석]

I. Summary(글로벌 패러다임 변화에 중심에 서자)	4
II. 이재명 정부 상법 및 자본시장법 개정 등으로 지배구조 개선 정책 가시화 ⇒ 구조적인 할인율 축소로 밸류에이션 리레이팅 되면서 지주회사 최대 수혜	8
III. 이재명 정부 100조원 AI투자 ⇒ 소버린AI 및 AI인프라 구축 등으로 AI·로봇 산업 활성화를 넘어 대중화 될 듯	14
IV. 글로벌 자금이 원전으로 향하면서 원자력 에너지 르네상스 지속 가능할 듯	31
V. 트럼프 2.0 시대 미국 LNG 수출 확대로 인하여 트레이딩 비즈니스 기회가 다가온다	48
VI. 트럼프 2.0 시대 패러다임 변화로 유럽, 중동, 동남아 등 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어지면서 방산 부흥을 이끈다	53

[기업분석21]

1. 홀딩스(지주)	
삼성물산(028260), SK (034730), CJ (001040)	57
2. 인공지능(AI)·로봇	
고영(098460), 삼성에스디에스(018260), 제이브이엠(054950), 롯데이노베이트(286940)	80
미래에셋벤처투자(100790)	
3. 원전	
두산에너지빌리티(034020), 한전기술(052690), 태웅(044490)	117
4. LNG	
한국가스공사(036460), 포스코인터내셔널(047050), 지역난방공사(071320)	148
5. Security(안보)	
SNT다이내믹스(003570), 엠앤씨솔루션(484870), 비츠로셀(082920)	174
6. Hotel(호텔), 의료기기	
서부T&D (006730), 휴메딕스(200670), 디오(039840)	200



산업분석

- I. Summary(글로벌 패러다임 변화에 중심에 서자)
- II. 이재명 정부 상법 및 자본시장법 개정 등으로 지배구조 개선 정책 가시화 ⇒ 구조적인 할인을 축소로 밸류에이션 리레이팅 되면서 지주회사 최대 수혜
- III. 이재명 정부 100조원 AI투자 ⇒ 소버린AI 및 AI인프라 구축 등으로 AI·로봇 산업 활성화를 넘어 대중화 될 듯
- IV. 글로벌 자금이 원전으로 향하면서 원자력 에너지 르네상스 지속 가능할 듯
- V. 트럼프 2.0 시대 미국 LNG 수출 확대로 인하여 트레이딩 비즈니스 기회가 다가온다
- VI. 트럼프 2.0 시대 패러다임 변화로 유럽, 중동, 동남아 등 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어지면서 방산 부흥을 이끈다

I . Summary

지배구조 개선 정책, 100조원 AI투자, 글로벌 원전 르네상스, LNG 트레이딩, 글로벌 자주국방 추세 등 글로벌 패러다임 변화에 중심에 서자

우리나라의 경우 경기부양을 위해 금융정책으로 금리인하가 지속될 것이며, 재정정책으로는 2차 추경 등이 이루어지면서 유동성 공급이 본격화 될 것이다.

이러한 유동성 공급 기대감으로 인하여 주식시장에서는 4월 중순 이후부터 증권주가 상승하기 시작하였다. 이어서 은행주, 건설주, 지주회사 등으로 상승세가 확대됨에 따라 본격적인 유동성 장세에 진입하고 있다는 신호를 보내고 있다.

우리나라 주식시장의 경우 그동안 저성장으로 인하여 ROE가 정체되면서 주가지수가 박스권에 갇혀서 움직이고 있다.

그러나 금융 및 재정정책으로 인한 유동성 장세 본격화로 인하여 기존 유동성 장세 수혜주 등의 상승세가 지속되는 가운데 지배구조 개선 효과 등이 가세되면서 주가지수의 박스권을 탈피할 수 있을 것이다.

최근 환율하락으로 인한 외국인 매수세도 지속될 것으로 예상됨에 따라 주가지수가 박스권을 탈피하는데 기여할 것이다.

이러한 환경하에서 코리아 디스카운트를 해소하기 위하여 이재명 정부에서 지배구조 개선을 위한 상법 및 자본시장법 개정 등이 가시화 될 것이다. 이에 따라 지주회사들이 구조적인 할인을 축소로 밸류에이션이 리레이팅 되면서 최대 수혜가 예상된다.

다른 한편으로는 우리나라 성장동력을 마련할 뿐만 아니라 글로벌 AI 패권전쟁에 대응하기 위하여 이재명 정부에서는 100조원 AI투자 등이 가시화 되면서 소버린AI 및 AI인프라 구축 등으로 AI·로봇 산업 등이 활성화를 넘어 대중화 될 것이다.

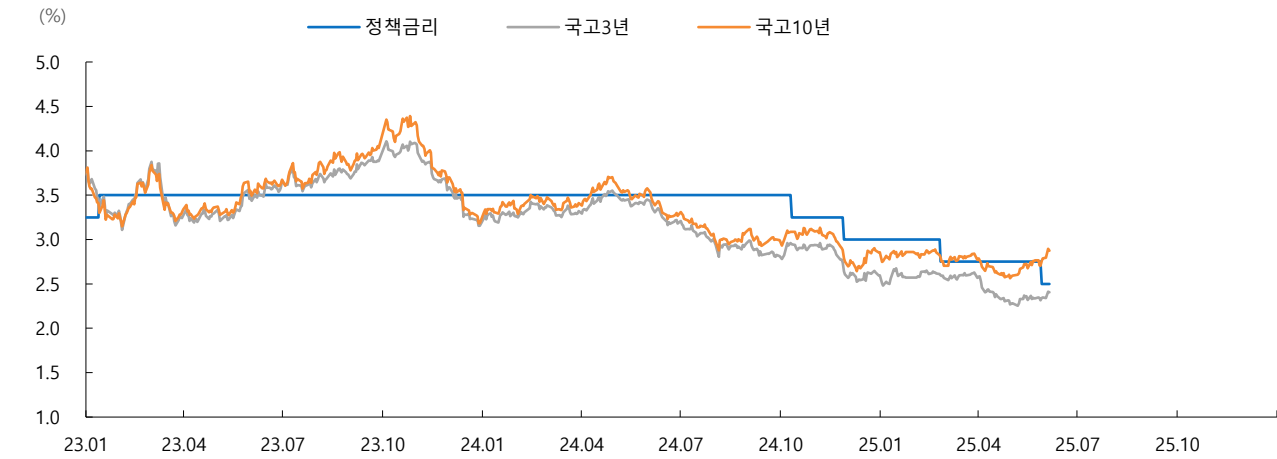
무엇보다 무탄소 에너지 및 AI으로 인한 전력수요 증가로 인하여 글로벌 자금이 원전으로 향하면서 원자력 에너지 르네상스 등이 향후 지속 가능성이 높아짐에 따라 우리나라 원전 관련 기업들의 수혜가 예상된다.

또한 트럼프 2.0 시대 미국 LNG 수출이 확대되는 환경하에서 우리나라의 경우 관세대응 차원에서 미국 LNG 수입 확대가 불가피 할 것으로 예상된다. 이에 따라 LNG 트레이딩 비즈니스 기회가 확대되면서 우리나라 기업들의 성장성 등이 가시화 될 수 있을 것이다.

우크라이나 사태 등으로 국제질서가 신냉전 체제로 나아가는 대변화가 일어나고 있다. 이러한 환경하에서 트럼프 2.0 시대에는 동맹국과의 안보 협력보다는 자국 우선주의에 기반한 각자도생 정책 등이 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어질 가능성이 높아질 수 있을 것이다. 즉, 트럼프 2.0 시대 패러다임 변화로 유럽, 중동, 동남아 등 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어지면서 우리나라 기업들의 수출이 가속화 될 것이다.

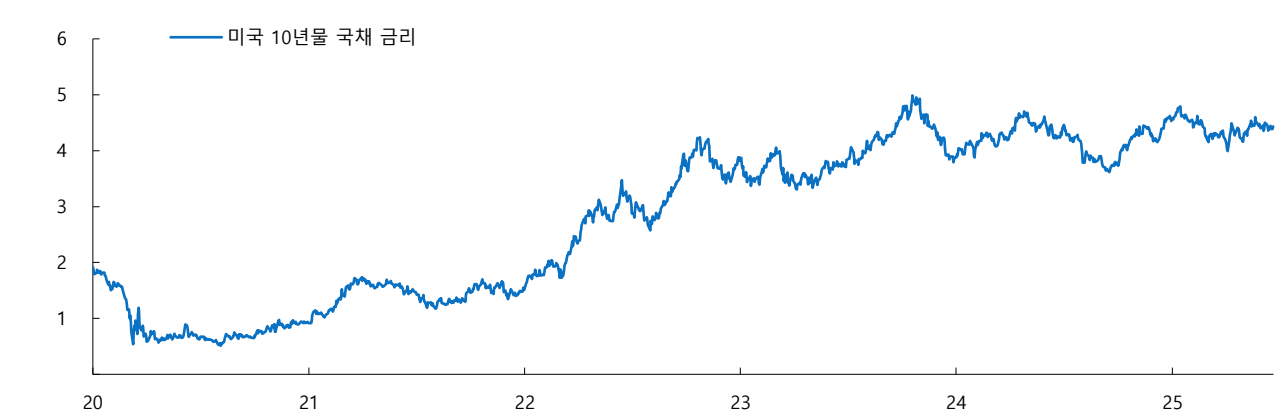
이렇듯 유동성 장세에서는 지배구조 개선 정책, 100조원 AI투자, 글로벌 원전 르네상스, LNG 트레이딩, 글로벌 자주국방 추세 등 글로벌 패러다임에 중심에 설 수 있는 종목에 주목해야 할 것이다.

그림1. 기준금리 및 국고 3,10년 금리 추이



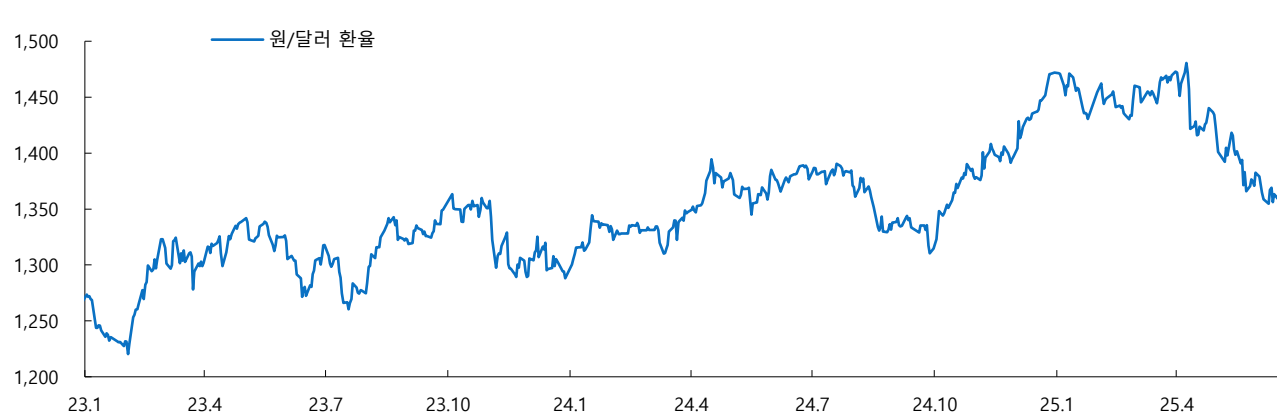
자료: 연합인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. 미국 10년물 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표1. 증권주 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~6.20)

종목코드	기업명	PBR (6/20 추가 기준)	ROE (24년 말, %)	배당수익률 (6/20 추가기준, %)	자사주지분율(%)	시가총액(10억원)	수익률(YTD)
A006800	미래에셋증권	1.0	7.9	1.3	23.0	11,372	148.3%
A071050	한국금융지주	0.8	11.5	3.1	5.4	7,094	78.5%
A005940	NH투자증권	0.8	8.7	4.9	0.6	6,222	37.6%
A016360	삼성증권	0.8	12.9	5.2	0.0	6,010	54.7%
A039490	키움증권	1.0	16.0	3.6	2.8	5,050	76.9%
A001720	신영증권	0.5	7.5	4.2	53.1	1,935	54.9%
A003530	한화투자증권	0.9	2.4	.	0.3	1,480	105.4%
A003540	대신증권	0.5	4.6	5.0	25.1	1,226	50.3%
A030610	교보증권	0.5	6.1	5.8	1.0	976	54.0%
A003470	유안타증권	0.4	4.5	5.7	3.5	703	33.8%
A001500	현대차증권	0.3	2.8	2.1	0.0	459	11.5%
A001270	부국증권	0.5	4.1	3.6	42.7	432	52.6%
A016610	DB증권	0.3	4.9	4.9	5.5	349	59.2%
A001200	유진투자증권	0.3	4.8	2.8	5.2	340	44.4%
A001510	SK증권	0.5	-13.9	0.1	12.4	317	44.9%
A078020	LS증권	0.3	1.8	2.0	9.1	271	27.7%
A001750	한양증권	0.5	7.8	5.3	0.0	228	52.6%
A030210	다올투자증권	0.4	-7.8	4.1	2.6	222	16.3%
A064820	케이프	0.9	7.5	4.4	10.7	213	20.0%
A003460	유화증권	0.3	3.5	5.8	19.3	158	26.7%

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

II. 이재명 정부 상법 및 자본시장법 개정 등으로 지배구조 개선 정책 가시화 ⇒ 구조적인 할인을 축소로 밸류에이션 리레이팅 되면서 지주회사 최대 수혜

이번 대통령 선거를 통하여 3년여 만에 국민의힘에서 더불어민주당으로의 정권교체가 이루어졌으며, 새로운 정부출범으로 향후 큰 정책적 변화가 예상된다. 무엇보다 현재 국회의 의석정수 300석 중 더불어민주당이 절대다수인 171석을 차지하고 있어 새정부의 정책들이 국회의 입법절차를 통하여 신속하고도 실효적으로 시행될 것이다.

이러한 환경하에서 이재명 정부에서는 코리아 디스카운트 해소를 위한 국내 증시 활성화를 위해서 기업지배구조 개선을 통해 일반주주의 권익을 보호, 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위를 근절, 먹튀·시세조종 근절을 통한 공정한 시장 질서 확립 등을 제시하였다.

먼저 기업지배구조 개선을 통해 일반주주의 권익을 보호하기 위하여 상법개정 등이 이루어질 것이다. 상법 개정안에는 이사의 주주에 대한 충실의무, 독립이사, 대규모 상장회사의 집중투표제 강화 및 감사위원 분리 선출 확대, 전자주주총회 도입 등이 포함되어 있다.

또한 자본·손익거래 등을 악용한 지배주주의 사익편취 행위를 근절하기 위하여 향후 자본시장법 개정 등이 이루어질 것이다. 즉, 주권상장법인에 대한 인수·합병가액 결정 시 주식가격, 자산가치, 수익가치 등을 고려한 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 대한 신주물량 일정 배정 제도화, 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 제도화 검토, 기업인수 시 경영권 프리미엄을 공유하고 소액주주의 회수기회를 보장하기 위한 의무공개매수 도입 등이 자본시장법 개정 등을 통해 실행될 것이다.

한편, 상법개정 등을 통해 이사의 주주 충실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

무엇보다 중요한 점은 이사의 주주 충실의무는 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황을 전제로 하고 있는 것이다. 이에 따라 이사의 주주 충실의무는 기본적으로는 지배주주와 소액주주의 이해상충으로 인하여 특정 주주의 이익이 훼손되는 상황이 주로 문제될 수 있다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 문제되지 않는 상황에서는 이사의 회사에 대한 선관주의의무 및 충실의무 규정 만으로도 회사의 이익, 곧 소액주주를 포함한 주주 전체의 이익을 충분히 보호할 수 있기 때문이다.

지배주주와 소액주주의 이해상충이 발생할 수 있는 상황으로 지배주주의 회사 주식 저가 취득, 지배주주 보유 주식을 경영권 프리미엄 독점 등의 방식으로 고가 매각, 합병/분할/분할합병/포괄적 주식교환/영업양수도 등에 있어서 지배주주 혹은 다른 계열회사가 이익을 얻고 이로 인하여 소액주주가 손해를 보는 경우, 경영권 방어 목적으로 지배주주가 혹은 지배주주에게 우호적인 백기사 주주가 분쟁 상대방 주주보다 우선적으로 주식을 취득하여 논란이 되는 경우 등을 들 수 있다.

이러한 지배주주와 소액주주의 이해상충 상황이 지주회사에서 보다 더 자주 발생하고 있으므로 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 지주회사 할인율이 크게 발생하고 있다.

즉, 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있는 것이다.

이에 따라 이사의 주주 충실의무 상법 개정이 이루어지면 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인율 축소로 이어짐에 따라 밸류에이션이 리레이팅 되면서 지주회사 수혜가 예상된다.

다른 한편으로는 재벌가 오너 3·4세 시대를 맞이하여 상속, 증여 등이 이뤄지는 환경하에서 합병, 분할 등 기업구조 개편 등으로 자기 몫을 챙기면서 헤어지는 사례가 빈번하게 일어날 것이다.

그동안 소유구조가 안정적이고 견고하였던 재벌가 오너 1·2세 시대에 비하여 재벌가 오너 3·4세들이 자기 몫을 챙기는 과정속에서 경영권 분쟁 뿐만 아니라 지배구조 상에 크나큰 문제점 등이 발생할 것으로 예상됨에 따라 주주행동주의 확장세에 중요한 분기점이 될 것이다.

이러한 환경하에서 감사위원 분리선출 확대 및 대기업 집중투표제 활성화 등이 상법개정을 통하여 이루어지면 주주행동주의 활동의 기폭제가 될 것이다.

감사위원 분리선출 확대를 통한 감사위원회 독립성 확보 등을 통하여 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 독립된 감시 기능 강화로 지배구조 개선효과가 가시화 될 수 있을 것이다.

또한 대기업 집중투표제가 활성화되면 이사회 구성 변화로 소액주주권 등이 강화 되면서 지배주주의 영향력이 가장 큰 지주회사의 경우 지배구조 개선효과가 가시화 될 수 있을 것이다.

이와 더불어 합병시 공정가액 적용, 물적분할 후 자회사 상장 시 모회사 일반주주에 신주 우선 배정 등이 자본시장법 개정 등을 통해서 이루어지면 지배주주를 위한 기업구조 개편이나 중복상장 등이 적어지면서 지주회사 수혜가 예상된다.

무엇보다 자본시장법 개정 등을 통하여 자사주 소각 의무화 등이 이루어 질 것이다. 그동안 지주회사의 경우 자사주가 지배주주 지배력을 강화하기 위한 수단으로 사용되는 경향이 있었는데, 자사주 소각 의무화가 이러한 자사주 관행을 근본적으로 바꿔놓을 수 있을 뿐만 아니라 주주환원으로 유도 할 수 있을 것이다.

표2. 더불어민주당이 추진하는 상법 개정안 주요 내용

항목	기존	개정안
이사의 충실의무 대상	회사	회사 및 주주
이사의 이익보호 의무	-	총주주의 이익 보호, 전체 주주 이익 공평 대우
독립이사제 도입	사외이사는 해당 회사의 상무에 종사하지 않는 이사	독립이사는 사내이사, 집행임원 및 업무집행지자로부터 독립적인 기능을 수행하는 이사
독립이사 확대	이사 총수의 4분의 1 이상	이사 총수의 3분의 1 이상
대규모 상장사의 집중투표제	정관으로 배제 가능	정관으로 배제 불가
전자주주총회	기업자율	대규모 상장사 의무화
감사위원 분리선출	1명 이상	2명 이상
사외이사인 감사위원 선임시 '3% Rule'	개별 3%	최대주주와 특수관계인의 의결권 등 합산 3%

자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

표3. 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정안
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 주주를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다 ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 총주주의 이익을 보호하여야 하고, 전체 주주의 이익을 공평하게 대우하여야 한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표4. 집중투표제 상법개정안

구분	현행	개정안
제542조의7 (집중투표에 관한 특례)	③ 제2항의 상장회사가 정관으로 집중투표를 배제하거나 그 배제된 정관을 변경하려는 경우에는 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식 총수의 100분의 3을 초과하는 수의 주식을 가진 주주는 그 초과하는 주식에 관하여 의결권을 행사하지 못한다. 다만 정관에서 이보다 낮은 주식 보유비율을 정할 수 있다.	③ 제2항의 상장회사(자산총액 2조원 이상의 회사를 의미)는 제382조의2제1항에도 불구하고 정관으로 집중투표를 배제할 수 없다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표5. 전자주주총회 상법개정안 주요 내용

구분	현행	개정안
제542조의14 (전자주주총회)	신설	① 상장회사는 정관으로 달리 정하는 경우를 제외하고는 이사회 결의로 주주의 일부가 소집지에 직접 출석하지 아니하고 원격지에서 전자적 방법에 의하여 결의에 참가할 수 있는 방식의 총회(이하 "전자주주총회"라 한다)를 개최할 수 있다. ② 자산규모 등을 고려하여 대통령령으로 정하는 상장회사는 전자주주총회를 개최하여야 한다. ③ 상장회사가 전자주주총회를 개최하는 경우 주주는 소집지에 직접 출석하는 방식과 전자통신수단에 의하여 출석하는 방식 중 어느 한 가지 방식에 의하여만 총회에 출석할 수 있다. ④ 전자주주총회에 출석한 주주 등은 제364조에 따른 소집지에 직접 출석한 것으로 본다. ⑤ 상장회사가 전자주주총회를 개최하는 경우 제363조제1항에 따른 소집통지에 전자주주총회를 개최한다는 뜻과 출석방법, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 포함하여야 한다. ⑥ 제1항과 제5항에 따른 전자통신수단, 전자주주총회 개최요건, 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.
제542조의15 (전자주주총회의 운영 등)	신설	① 상장회사가 제542조의14에 따라 전자주주총회를 개최하는 경우 주주가 총회의 의사 진행 및 결의에 실시간으로 참가할 수 있도록 총회를 적정하게 운영하여야 한다. ② 상장회사는 전자주주총회의 운영의 효율성 및 공정성을 확보하기 위하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 전자주주총회를 관리하는 기관을 지정하여 전자주주총회의 의사진행 및 결의에 참가하는 절차의 운영을 위탁할 수 있다. ③ 제2항에 따라 지정된 전자주주총회 관리관 및 그 임직원은 직무상 알게 된 정보로서 외부에 공개되지 아니한 정보를 정당한 사유 없이 자기 또는 제 3자의 이익을 위하여 이용하여서는 아니된다. ④ 상장회사는 대통령령이 정하는 바에 따라 전자주주총회의 개최에 관한 기록을 총회가 끝난 날로부터 5년간 보존하여야 한다. ⑤ 상장회사는 제4항에 따른 기록을 총회가 끝난 날부터 3개월간 본점에 갖추어 두어야 하고 주주는 영업시간 내에 기록의 열람을 청구할 수 있다. ⑥ 주주의 질의 방법 및 절차, 의장의 의사진행 등 전자주주총회의 운영과 그 밖에 필요한 사항은 대통령령으로 정한다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

표6. 지주회사 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~6.20)

종목코드	기업명	PBR (6/20 추가 기준)	ROE (24년 말, %)	배당수익률 (6/20 추가기준, %)	자사주지분율(%)	시가총액(10억원)	수익률(YTD)
A105560	KB금융	0.7	8.9	3.0	6.7	40,702	28.7%
A028260	삼성물산	0.9	6.8	1.6	4.6	28,097	44.0%
A055550	신한지주	0.5	8.1	3.6	2.1	29,453	24.7%
A086790	하나금융지주	0.5	9.1	4.6	3.3	22,408	38.6%
A138040	메리츠금융지주	1.9	23.4	1.3	7.2	19,154	2.3%
A316140	우리금융지주	0.5	9.4	5.8	0.2	15,483	35.7%
A034730	SK	0.4	-5.6	3.6	24.8	13,964	46.5%
A003550	LG	0.4	2.2	4.1	3.9	11,841	4.6%
A180640	한진칼	2.7	16.8	0.3	0.7	8,719	73.2%
A267250	HD현대	1.1	6.4	2.7	10.5	10,411	66.4%
A000150	두산	7.3	-14.6	0.3	17.9	10,080	139.2%
A071050	한국금융지주	0.8	11.5	3.1	5.4	7,094	78.5%
A086520	에코프로	3.5	-12.6	0.2	0.9	5,608	-26.8%
A000880	한화	0.8	7.2	0.8	7.4	7,114	252.8%
A006260	LS	1.1	5.1	0.9	15.1	5,767	89.9%
A078930	GS	0.3	4.1	5.8	0.0	4,311	18.1%
A001040	CJ	1.0	1.8	1.8	7.3	4,753	64.4%
A175330	JB금융지주	0.7	12.8	4.7	1.9	4,140	31.1%
A138930	BNK금융지주	0.4	7.0	5.5	0.0	3,754	14.0%
A004990	롯데지주	0.3	-15.6	4.4	32.5	2,864	25.2%
A008930	한미사이언스	3.6	7.3	0.7	1.0	3,091	53.5%
A002790	아모레퍼시픽홀딩스	0.8	7.6	1.1	4.0	2,360	42.8%
A000240	한국안컴퍼니	0.4	8.3	5.3	0.2	1,803	12.2%
A139130	iM금융지주	0.3	3.6	4.3	1.6	1,948	43.2%
A009970	영원무역홀딩스	0.6	13.2	4.1	14.9	1,777	58.2%
A003090	대웅	1.0	6.0	0.8	29.7	1,404	11.8%
A010060	OCI홀딩스	0.3	2.5	3.1	0.6	1,351	22.1%
A001800	오리온홀딩스	0.6	7.0	3.7	4.0	1,369	45.1%
A012630	HDC	0.4	5.7	1.6	16.3	1,347	89.3%
A192400	쿠쿠홀딩스	0.8	12.1	3.9	12.6	1,102	34.8%
A004800	효성	0.5	19.6	4.5	0.1	1,108	41.2%
A003380	하림지주	0.3	0.9	1.3	13.2	1,032	69.3%
A000210	DL	0.2	2.3	2.3	0.1	917	38.4%
A006120	SK디스커버리	0.4	0.9	3.1	4.2	998	40.2%
A036530	SNT홀딩스	0.6	12.4	3.0	11.3	859	134.2%
A001430	세아베스틸지주	0.5	1.0	4.5	0.0	952	34.4%
A000640	동아쏘시오홀딩스	0.7	5.6	1.4	1.5	788	13.0%
A005250	녹십자홀딩스	0.7	2.4	3.1	4.5	769	-5.6%
A031980	피에스케이홀딩스	1.8	24.8	2.0	0.0	765	-6.7%
A000070	삼양홀딩스	0.3	1.4	4.0	13.2	759	33.3%
A383800	LX홀딩스	0.4	9.1	3.1	0.1	703	34.4%

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

표7. 지주회사 주요 지표 현황(수익률: 2025.1.1~6.20)

종목코드	기업명	PBR (6/20 추가 기준)	ROE (24년 말, %)	배당수익률 (6/20 추가기준, %)	자사주지분율(%)	시가총액(10억원)	수익률(YTD)
A007700	F&F홀딩스	0.3	4.9	2.6	0.1	681	44.4%
A084110	휴온스글로벌	1.1	5.1	1.1	3.6	594	8.7%
A145990	삼양사	0.3	7.5	3.4	6.3	529	7.8%
A003300	한일홀딩스	0.3	7.6	5.1	0.0	557	29.1%
A017810	풀무원	1.5	11.4	0.8	3.3	463	13.5%
A005810	풍산홀딩스	0.6	9.4	0.0	3.4	652	0.0%
A002020	코오롱	0.3	12.5	1.3	0.0	529	198.6%
A024720	콜마홀딩스	1.0	4.1	1.1	0.0	598	159.1%
A030530	원익홀딩스	0.4	-7.4	.	1.1	401	103.5%
A027410	BGF	0.2	5.4	3.0	0.0	410	24.2%
A060980	HL홀딩스	0.4	1.9	4.8	0.5	392	21.8%
A072710	농심홀딩스	0.3	6.4	3.0	0.0	387	31.7%
A084690	대상홀딩스	0.5	2.7	2.5	0.0	391	6.1%
A001940	KISCO홀딩스	0.3	2.8	7.0	10.9	362	28.0%
A005720	넥센	0.3	7.1	2.2	9.5	332	35.7%
A029460	케이씨	0.4	6.1	1.3	16.0	323	47.1%
A012030	DB	0.7	23.4	.	5.0	290	10.5%
A001630	종근당홀딩스	0.4	5.8	2.6	5.0	268	11.9%
A096760	JW홀딩스	1.2	35.4	3.0	5.5	281	26.0%
A001230	동국홀딩스	0.2	0.7	5.9	2.2	269	14.7%
A035810	이지홀딩스	0.4	2.7	6.2	1.0	260	46.3%
A000320	노루홀딩스	0.5	11.5	2.7	22.9	268	56.8%
A121440	골프존홀딩스	0.3	6.0	4.3	6.3	249	68.0%
A015860	일진홀딩스	0.5	5.0	0.0	6.8	264	0.0%
A487570	HS효성	0.4	0.0	.	0.5	241	117.1%
A000140	하이트진로홀딩스	0.4	8.1	3.3	7.9	245	16.2%
A016450	한세에스24홀딩스	0.3	0.9	5.8	1.8	171	1.1%
A006840	AK홀딩스	0.3	-5.3	3.4	1.5	157	22.9%
A005990	매일홀딩스	0.3	6.2	2.3	10.0	149	27.7%
A063080	컴투스홀딩스	0.9	-13.7	.	0.0	209	-5.9%
A363280	티와이홀딩스	0.1	-13.5	.	29.8	163	19.1%
A227840	현대코퍼레이션홀딩스	0.4	15.2	3.9	3.1	116	24.1%
A005740	크라온해태홀딩스	0.3	7.4	1.7	3.1	114	40.0%

자료: DataGuide, iM증권 리서치본부

Ⅲ. 이재명 정부 100조원 AI투자 ⇒ 소버린AI 및 AI인프라 구축 등으로 AI·로봇 산업 활성화 를 넘어 대중화 될 듯

1. 이재명 정부 AI 투자를 통하여 AI 분야 국가경쟁력 강화 뿐만 아니라 잠재성장률 3%와 국력 세계 5강 비전 달성을 위한 기반 마련할 듯

대한민국 진짜성장의 비전은 경제·산업 대도약이며 그 구체적인 모습은 3·3·5로 요약된다. 즉, 현재 한국의 위치는 AI 7위권, 잠재성 장률 2% 이하, 국력 6~9위 정도이나, 향후 AI 3대 강국, 잠재성장률 3%, 국력 5강으로 가는 비전이다.

이를 달성하려면 저성장의 늪에서 벗어나는 경제와 산업의 대도약이 요구된다. 3대 비전 설정의 의미를 살펴보면, 첫째, 'AI 3대 강국'은 현재 AI 중심 기술전환의 불확실성 속에서 새로운 기회를 찾아 선도적인 위치를 차지하겠다는 의지를 나타낸다. 둘째, '잠재성장률 3%'는 2% 밑으로 가는 성장잠재력을 획기적으로 높이겠다는 의지를 보여준다. 셋째, '국력 5강'은 하드파워와 소프트파워 모든 측면에서 진정한 선진국으로 도약해 국민들이 성장의 효능을 체감하도록 하겠다는 의지를 나타낸다.

이러한 성장동력을 강화하기 위해서는 기술주도의 성장이 필요하다. 즉, 약해지고 있는 글로벌 산업·수출 경쟁력을 업그레이드하고 성장동력을 강화하기 위한 것이며, 이를 통해 기술대전환과 글로벌 기술패권 경쟁에 대응해야 한다.

성장의 관점에서 AI는 거대한 규모로 만들어질 새로운 산업이면서, 경제 전체에 광범위하게 활용되어 생산방식을 변화시키고 생산성을 증대시킬 수 있는 도구이다. 따라서 AI에 대한 투자는 AI 분야 국가경쟁력 강화 그 자체를 넘어, 잠재성장률 3%와 국력 세계 5강의 비전 달성을 위한 필수적 수단이다.

이에 따라 AI 3대 강국 진입 및 미래전략산업 육성 등을 통하여 기술주도 성장의 기반을 마련할 것이다.

무엇보다 100조원 규모의 AI 투자를 유치해 AI 인프라를 구축할 뿐만 아니라 AI 유망기업 및 융합산업을 육성해 AI 3대 강국 도약의 기반을 마련할 것이다.

AI는 단순히 하나의 기술혁신이나 제품개발을 넘어 문명 전환의 기점이 되고 있다. 향후 AI는 경제성장, 국가안보, 사회안정까지 좌우하는 핵심 인프라가 될 것으로 전망된다. AI가 국가 간 기술패권 경쟁의 중심축으로 작용하면서 미국, 중국, EU 등 주요국은 AI 기술 표준, 데이터 주권 등에서 치열한 경쟁을 하고 있고, 세계 각국과 주요 기업들은 AI 기술 선점과 독자 기술 확보를 위해 막대한 규모의 투자를 하고 있다.

AI 국가전략의 비전은 세계 최고 수준의 국내 제조업 역량과 정부의 과감한 지원을 결합하여 추격 국가에서 세계를 선도하는 AI 3대 강국으로 도약하는 것이다.

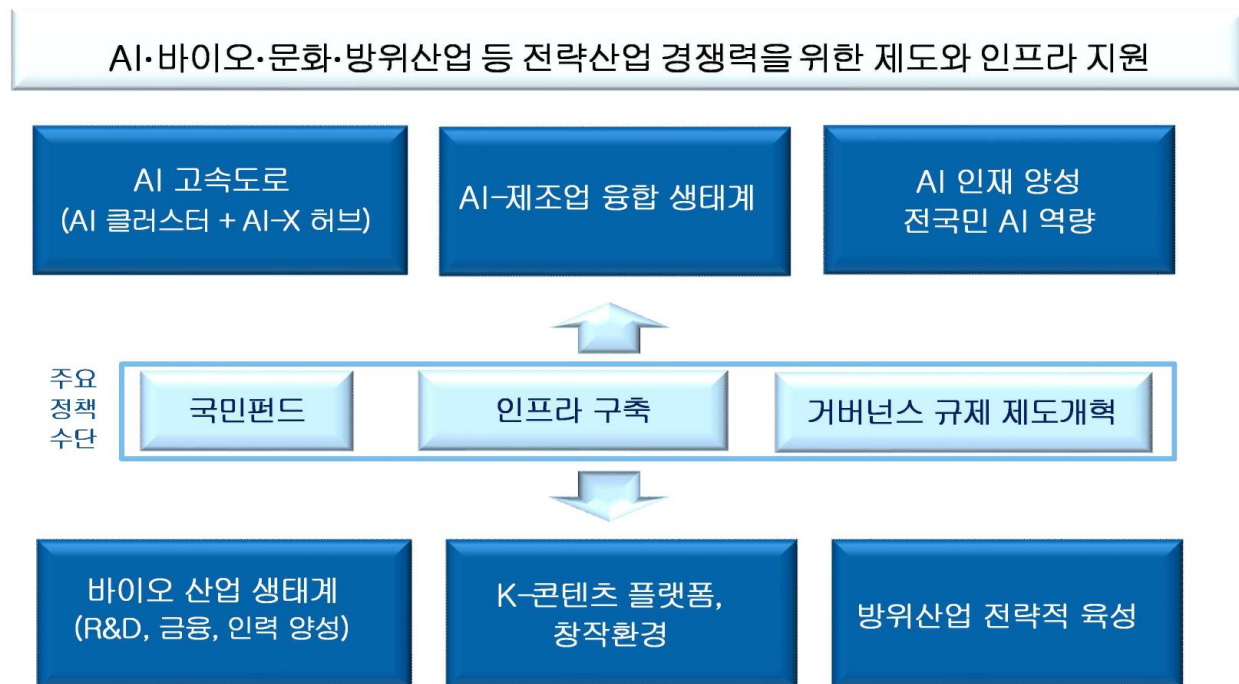
이러한 AI 3대 강국으로의 도약이라는 비전 하에서 추구하는 목표는 튼튼한 국내 산업 생태계를 기반으로 글로벌 선도 AI 기업이 탄생해 성장할 수 있는 환경을 조성하고 국민과 기업들의 AI 대전환(AX)을 통해 생산성을 획기적으로 증대시키는 것이다.

그림4. 대한민국 진짜성장 구조도



자료: 국정기획위원회, iM증권 리서치본부

그림5. AI 3대 강국 진입과 미래전략산업 육성 과제 개념도



자료: 국정기획위원회, iM증권 리서치본부

그림6. AI 3대 강국 진입 비전·목표·실천과제

실천과제	목표	비전
AI 인프라 구축 AI 고속도로, AI 집적단지, AI 데이터	글로벌 AI 선도기업 육성	AI 3대 강국 도약
AI 산업·기업 육성 AI 반도체·LLM 개발, AIoT·클라우드, AI 핵심기술개발, AI-산업 융합		
AI 국가인재 양성 AI 교육강화, AI 부트캠프, 우수인재 유치	AI 전환으로 생산성 증대	
AI 제도 개혁 국가인공지능위원회, 인공지능기본법		
AI 활용 확대 모두의 AI, AX 원스톱 바우처		

자료: 국정기획위원회, iM증권 리서치본부

2. 이재명 정부에서 소버린 AI가 현실화 된다면, AI 모델 개발과 이를 응용한 서비스로 의료·물류·금융·제조 등 다양한 분야에서 활용되면서 AI 산업 생태계 더욱 더 확대 될 듯

AI 시대 이전에 한국이 IT 강국으로 발돋움한 계기는 지난 1995년 정보통신부가 출범해서부터다.

정보통신부는 초고속인터넷 망을 구축하고 정보화촉진기본계획을 만들어 법을 갖추는 등 정책 추진 기구로서 역할을 하였다. 인터넷 붐을 일으켜 인터넷 기반의 서비스와 산업을 갖추게 함으로써 빅테크가 지배하는 세상에서 자국의 디지털 플랫폼과 반도체 경쟁력을 내세워 IT 강국 반열에 오를 수 있었다.

이러한 환경하에서 이재명 정부에서는 100조원 AI전략 핵심 실행 인물로 하정우 네이버클라우드 AI혁신센터장이 대통령실 AI미래기획수석으로 임명되었다.

하정우 AI미래기획수석의 경우 그동안 한국의 언어와 데이터로 학습한 한국형 AI 모델을 민간 협력 방식으로 개발하고, 이렇게 만든 AI 모델을 오픈 소스로 다른 기업과 공유해 활용할 수 있도록 해야 한다고 주장해 왔다. 이에 따라 한국의 스타트업들이 이와 같은 소버린 AI를 활용해 제조업과 서비스, 공공 부문에 활용할 수 있는 다양한 상품을 개발해 AI 산업 생태계를 만들어 나가야 된다는 것이다.

여기에서 소버린(sovrenign·주권) AI가 의미하는 것은 개별 국가 차원에서 개발하는 AI로, 미국 빅테크가 글로벌 시장을 겨냥해 내놓는 AI 모델과 대비되는 개념이다. 즉, 우리나라의 경우, 한국 기업이 한국어로 된 데이터를 학습시켜 개발하는 것이다. 이에 따라 한국의 문화·사회·가치관에 대한 이해도가 높아 더 정확한 정보를 제공할 수 있을 뿐만 아니라, 보안이 중요한 국방·의료 등 공공 분야에 활용할 수도 있을 것이다.

AI 산업 생태계는 크게 반도체 설계, 반도체 제조·패키징, 클라우드, AI 모델, AI 서비스 등 5가지로 나눌 수 있다. 이러한 AI 산업 생태계의 경우 기술력 뿐만 아니라 국가 패권 경쟁, 글로벌 공급망 등에 영향을 받고 있다.

미국의 경우 오픈AI, 구글, 엔비디아 등 빅테크를 중심으로 이러한 AI 산업 생태계를 갖추고 있다. 중국의 경우도 딥시크 같은 고성능·저비용 AI 모델을 선보이고, 반도체 기술 자립을 통해 미국에 맞서고 있다. 또한 대만은 TSMC가 최첨단 AI 칩의 약 95%를 생산하고, 폭스콘 등이 AI 데이터센터를 만들고 있다.

이렇듯 현재 AI 산업 생태계의 경우 반도체 설계는 핵심 AI 칩인 GPU 제조의 가장 기본으로 미국의 엔비디아가 사실상 독점하고 있다. 엔비디아가 설계한 AI 칩을 TSMC가 생산하고 있으며, 대만의 폭스콘과 쿠팡은 이들이 만든 AI 칩을 조립해 데이터센터용 서버를 제조한다.

무엇보다 클라우드에는 엄청난 양의 데이터를 처리하는 AI 모델이 구동되는 가상의 공간이다. 아마존, 마이크로소프트, 구글 등 빅테크들이 초대형 데이터센터를 기반으로 이와 같은 클라우드 서비스를 제공한다.

기업들의 경우 이렇게 구축된 인프라를 바탕으로 초거대 AI 모델을 개발한다. 오픈AI는 지난 2022년 11월 말 챗GPT를 선보이며 AI 시대를 본격화 하였다. 이를 비롯하여 라마(메타), 제미니(구글) 등이 글로벌 AI 모델 시장을 장악하고 있다. 중국 테크 기업들도 AI 모델을 잇따라 내놓고 있는데, 딥시크 뿐만 아니라 바이두, 알리바바 등이 미국 빅테크에 버금가는 AI 모델을 선보이고 있다. 유럽에서도 소버린 AI 전략에 따라 자국 언어를 사용하는 AI 모델이 개발되고 있으며, 프랑스의 미스트랄AI가 대표적이다.

이러한 초거대 AI 모델의 경우 대규모의 컴퓨팅 인프라를 바탕으로 방대한 데이터를 학습하여 인간처럼 종합적인 인지·판단·추론이 가능하다. 즉, 특정 목적에 따라 개별의 데이터를 수집·학습하여 만들어지는 기존의 일반 AI는 학습된 과업에 한하여 수행이 가능한 반면, 초거대 AI는 더욱 복잡하고 광범위한 분야에서 과업을 수행할 수 있다.

우리나라는 이와 같은 초거대 AI 모델의 경우 언어(Language) 모델이 주를 이루고 있으며, 이 외에 이미지 생성(Image Generation), 비전(Vision), 바이오(Biology) 등의 모델이 있다.

네이버의 경우 2021년 9월에 국산 AI 모델 하이퍼클로바를 내놓았다. 국내 기업 최초로 자체 개발한 LLM(거대언어모델)이다. 하이퍼클로바는 오픈AI의 GPT-3가 학습한 한국어 대비 6500배 많은 한국어 데이터를 학습시켰다. 한국어 차지 비율로 보면 GPT-3가 0.1%미만, 하이퍼클로바가 97%였다. 또한 네이버는 지난 4월 최신 경량화 모델인 하이퍼클로바X 시드를 오픈소스로 공개하였다.

LG AI연구원은 2023년 특허와 논문 등 전문 문헌 4500만건과 이미지 3억5000만장을 학습시켜 전문성뿐 아니라 이미지 인식 기능도 갖춘 LLM 엑사원 2.0을 선보였다. LG AI 연구원은 아직 엑사원을 챗GPT나 제미니처럼 일반인이 쓰는 챗봇 형태로 공개하고 있지 않다.

이 밖에 KT가 국내 최초로 1조 토큰(말뭉치)이 넘는 막대한 데이터를 학습시켜 개발한 민음, 삼성전자가 업무 지원과 스마트폰 탑재용으로 개발한 가우스, 엔씨소프트가 국내 게임 기업 최초로 내놓은 바르코 등 다양한 국산 LLM이 개발되었다. 국내 AI 스타트업 업스테이지도 자체 개발 모델 솔라를 공개하였다.

이에 따라 소버린 AI가 현실화 된다면, AI 모델 개발과 이를 응용한 서비스로 의료·물류·금융·제조 등 다양한 분야에서 활용되면서 AI 산업 생태계를 더욱 더 확대할 수 있는 것이다.

표8. 2020~2024 년 간 출시된 우리나라 초거대 AI 모델 현황

출시년도	모델명	개발주체	분야
2021	HyperCLOVA 82B	네이버	언어(Language)
	HyperCLOVA 204B	네이버	언어(Language)
	EXAONE 1.0	LG	언어(Language), 비전(Vision)
2023	EXAONE 1.0	LG AI연구원	언어(Language), 이미지 생성(Image Generation), 바이오(Biology)
	VARCO LLM 2.0 base	NC소프트	언어(Language)
	HyperCLOVA X	네이버	언어(Language)
	Mi'dm 200B	KT	언어(Language)
	Samsung Gauss Language	삼성	언어(Language)
	Samsung Gauss Code	삼성	언어(Language)
	Samsung Gauss Image	삼성	이미지 생성(Image Generation)
	Konan LLM 41B	코난테크놀로지	언어(Language), 비전(Vision)
2024	EXAONE 3.0	LG AI연구원	언어(Language)
	EXAONE 3.5 7.8B	LG AI연구원	언어(Language)
	EXAONE 3.5 32B	LG AI연구원	언어(Language)

자료: 소프트웨어정책연구소, iM증권 리서치본부

3. 이재명 정부 AI 인프라 구축, AI 산업·기업 육성, AI 활용 확대 등을 통하여 글로벌 AI 선도기업 육성 뿐만 아니라 AI 전환으로 생산성 증대

1) AI 인프라 구축: AI 데이터센터, AI 고속도로, AI 집적단지

AI 생태계는 타 산업과 마찬가지로 다층적인 가치사슬과 수평적 거래관계로 형성된다. AI 생태계의 핵심 서비스인 기반모델(foundation model)과 기반모델을 이용한 AI 서비스를 개발하고 구현하려면 GPU와 메모리를 비롯한 컴퓨팅 자원, 데이터, 전문인력 등 여러 가지 AI 인프라가 필요하다.

아직까지 우리나라 기업들의 AI 개발 및 도입·활용 비중은 낮은 편인데, 물리적 인프라 및 전문인력 부족이 가장 큰 확산의 저해요인으로 꼽힌다.

컴퓨팅 자원을 갖추고 데이터센터를 운영하는 데는 막대한 비용이 소요된다. 즉, 엔비디아의 최신 GPU의 가격이 개당 4만 달러를 넘고, 건설부지, 고압배전설비, 냉각시스템 구축비용까지 합하면 데이터센터 1개 당 수천억~수조원의 비용이 소요된다.

예를 들어 아마존은 향후 10년 간 데이터센터 건설에 1천억 달러 넘게 투자할 계획으로 알려졌고, 오픈AI, 소프트뱅크, 오라클 등은 4년 간 5천억 달러를 투자하는 스타게이트 프로젝트 출범을 공표하였다.

이에 따라 소수의 빅테크 기업들을 제외하면 개별 기업이 AI 모델 개발을 위한 컴퓨팅 센터를 설립하는 것은 매우 어렵다.

이에 대하여 해외 주요국들은 정부의 직접 투자 또는 펀드 조성을 통해 AI 데이터센터와 클러스터 건설을 지원하고 있다.

미국의 경우 '25년 회계년도 AI R&D 예산을 \$331.6억으로 책정하였으며, 국방부 AI 예산도 \$18억 등으로 책정하였다. 또한 중국의 경우 '25년 스마트 제조·의료 등 AI·로봇 분야에 약 130조 투자를 발표하였다.

EU에서는 '25년 파리 AI 액션 서밋에서 €2,000억(약 300조원) 규모의 InvestAI 이니셔티브를 발표하였으며, 프랑스의 경우 '25년 €1,090억(약150조원) 규모 AI 투자 계획을 발표하였다. 또한 사우디아라비아에서는 '25년에 \$1,000억(약 130조원) 규모의 AI 프로젝트 투자를 발표하였다.

AI 인프라 구축에 대한 정부 지원의 정당성은 경제안보의 관점에서도 찾을 수 있다. 만약 반도체나 데이터센터 또는 클라우드 컴퓨팅을 독점적인 해외 사업자에 의존해야 하는 상황이 되면, 밸류체인 상 병목현상이 발생할 수 있고 이로 인해 공급망 단절의 위험과 상당한 국부유출을 우려해야 하는 상황에 처할 수 있다.

이에 따라 이재명 정부에서는 AI 인프라 구축 관련하여 정부 예산과 국민편드를 마중물로 100조원 규모의 AI 투자 조성할 예정이다. 이를 바탕으로 AI 데이터센터를 차세대 국가 SOC로 규정하고, 최신 GPU를 확보한 AI 데이터센터 건설 등을 지원할 예정이다.

또한 차세대 AI 반도체 개발을 지원해 AI 분야 가치사슬의 핵심 분야로 육성할 뿐만 아니라 인프라 투자 및 데이터 공유를 위한 글로벌 협력체계를 구축할 예정이다.

물리적 인프라 투자의 효율성을 극대화하기 위해서는 전 국토에 걸쳐 연결된 AI 인프라 (“AI 고속도로”)의 구축이 필요하다. 한국의 경우 에너지 생산설비와 제조업 기반은 남부지 역에 분포되어 있고 행정과 과학기술단지는 중부지역, 주요 기업의 본사·인력·금융은 수도권에 집약되어 있다. 따라서 전 국토에 걸쳐 연결된 AI 인프라를 구축함으로써 AI 자체의 연구와 산업 활용이 유기적으로 결합되는 AI 생태계를 구축하는 것이 필요하다.

AI 고속도로는 “Mega-AI 집적 클러스터”를 중심으로 지역의 산업별 AI+X 센터들이 네트워크로 연결되는 인프라 개념을 지칭한다. AI 인프라의 구체적인 입지와 규모, 그리고 지역 별 AI거점의 성격은 국가 AI 전략 방향과 지역별 조건에 따라 정해질 것이다.

2) AI 데이터: 공공데이터 개방, 데이터 접근 및 활용 확대

AI와 데이터의 관계는 자동차와 석유의 관계와 같으므로, 충분한 규모의 양질의 데이터가 없이는 AI+ 혁신 생태계 구축이 불가능하다. 그러나 데이터는 개인정보이면서 기업에게는 귀중한 자산이기 때문에 자발적 공유가 쉽지 않다.

보유한 데이터가 적어 시장 진입과 서비스 제공에 어려움을 겪는 기업들의 문제를 해결하기 위해 정부의 역할이 중요하다. 데이터 공급 및 활용과 관련해 정부가 할 수 있는 일은 크게 공공데이터 개방, 데이터 접근 및 활용을 확대시킬 수 있는 규제개선, 데이터 거래를 활성화시킬 수 있는 저작권 및 표준 정비 등이다.

이에 따라 이재명 정부에서는 AI 데이터 관련하여 정부 주도의 인공지능 학습용 고품질 데이터 집적 클러스터 조성 및 공개 플랫폼 구축할 뿐만 아니라 의료, 금융 등 민감한 개인정보를 다루는 분야에서도 데이터를 결합하고 활용할 수 있도록 규제를 정비할 예정이다.

또한 데이터안심구역의 전국 네트워크화를 통해 어디서나 데이터를 융합하고 애플리케이션 프로그래밍 인터페이스(API)를 개발할 수 있는 환경 조성할 뿐만 아니라 AI 학습용 데이터가 활발히 거래될 수 있도록 데이터 가치평가 및 품질인증제, 표준계약서, 학습데이터 익명제 등의 도입을 검토할 예정이다.

3) AI 산업·기업 육성: AI 반도체·LLM 개발, AIoT·클라우드, AI 핵심기술개발, AI-산업 융합

AI 부문이 미래성장산업으로서 성장해 국내 고용과 부가가치를 창출할 수 있도록 가치사슬상 시장 선도가 가능한 유망 기업을 육성·지원할 필요가 있다.

이에 따라 이재명 정부에서는 AI 유망기업 육성 주요 공약 기반모델 및 저전력 고성능 NPU(인공지능(AI) 및 머신러닝(ML) 작업에 특화된 하드웨어 가속기), PIM(메모리 반도체 내에 프로세서 연산기를 집적해 연산을 수행할 수 있게 만든 차세대 반도체) 등 차세대 AI 반도체 기술 개발과 유망 AI 서비스 발굴을 지원할 뿐만 아니라 중장기적으로는 기존 기술 한계를 돌파하는 게임체인저 연구 등을 지원할 예정이다.

또한 R&D 및 설비투자에 대한 정책금융 제공과 같은 전통적인 지원과 함께 중소벤처기업의 데이터센터 및 클라우드 이용 지원 등 AI 분야 맞춤형 지원을 할 예정이다.

AI와 기존 산업의 융합을 촉진시키는 것도 중요한 과제이다. 산업 생산성 증대를 도모할 수 있을 뿐만 아니라 피지컬 AI와 같은 새로운 융합 산업이 등장할 수도 있기 때문이다. 여기에서 피지컬(Physical) AI란, 물리적인 세계에서 인공지능이 실제로 작동하거나 영향을 미치는 시스템을 의미한다. 이는 단순히 소프트웨어적으로 작동하는 AI(예: 챗봇, 추천 알고리즘 등)와는 달리, 센서, 로봇, 기계, 드론, 자율주행차처럼 물리적 하드웨어와 결합되어 작동하는 AI를 말한다

이를 위해 정부부터 나서 대국민 서비스에 AI를 적극 적용하고, AI 활용 선도사업을 선정해 지원해야 한다.

4) AI 제도 개혁: 국가인공지능위원회, 인공지능기본법

AI에 대한 인간의 통제불능 및 악용 가능성, 학습 및 추론 과정에서의 프라이버시 침해와 차별 및 편향 가능성에 대해 아직 완전한 신뢰가 형성되지 않은 현 단계에서는 AI에 대한 일정한 규제와 감시가 필수적이다.

그러나 과도한 우려와 규제는 AI 산업육성과 활용을 가로막을 수 있으므로 정부는 적절한 규제 수준을 찾아 법제도를 정비해야 한다. 2024년 12월 국회를 통과한 「인공지능 발전과 신뢰 기반 조성 등에 관한 기본법(인공지능기본법)」 등 AI 및 데이터 관련 법이 그 대상이 될 것이다.

이에 따라 이재명 정부에서는 AI 정책체계 및 제도개혁 관련하여 산업현장·연구자 친화적이고 부처별 유기적 지원이 가능하도록 국가인공지능위원회 역할을 강화하고 대통령실에 ‘AI정책수석’을 두는 등 거버넌스 정립할 예정이다.

또한 AI 산업 발전을 저해하지 않으면서 국민이 안전하게 AI를 사용할 수 있도록 인공지능기본법 및 데이터 관련법을 조기에 정비할 예정이다.

5) AI 국가인재 양성: AI 교육강화, AI 부트캠프, 우수인재 유치

AI 강국으로 성장하기 위해서는 AI 모델 및 서비스를 개발할 수 있는 역량을 갖춘 인재를 양성하는 것과 개발된 AI 서비스를 자신의 업무에 활용할 수 있는 국민들의 능력을 키우는 것이 중요하다.

이를 위해 초·중·고 교육과정에서 STEAM(과학·기술·공학·예술·수학) 교육 및 AI·소프트웨어 교육을 강화하고, 대학에 관련 학위 과정을 늘리며, 재교육을 통해 기존 취업인력들의 AI 역량을 키워야 한다.

이에 따라 이재명 정부에서는 AI 국가인재 양성과 관련하여 초·중·고 디지털 문해력 강화 교육, AI 관련 계약학과 및 대학원 확대 뿐만 아니라, 지역거점대학의 AI 단과대학 설립 등을 통한 전문인재 등을 양성할 예정이다. 또한 AI 부트캠프를 통한 전문기술인력 양성, 생애주기별 맞춤형 AI 교육체계 구축 등을 통해 산업 인력 등을 재교육할 예정이다.

다른 한편으로는 AI 해외인재 유치를 위해 파격적 인센티브 제도를 마련할 뿐만 아니라 AI 기반 혁신 창업의 활성화를 통해 AI 분야로 우수인재 등을 유인할 예정이다.

6) AI 활용 확대: 모두의 AI, AX 원스톱 바우처

AI의 생산성 증대효과는 국민과 기업 모두가 AI를 배우고 활용하며 AI의 혜택을 누릴 때 극대화된다. AI를 활용할 수 있는 국민들과 기업들이 많아져야 AI 서비스를 개발해 공급할 유인도 생긴다.

1970년대부터 나타난 IT 기술의 급속한 발전에도 불구하고 상당기간 국가의 생산성이 증가하지 않아 IT 생산성 역설이라 불렀던 현상의 원인 중 하나는 IT 기술의 느리고 불균형한 확산이다.

IT 생산성 역설과 같은 현상을 피하고 AI 투자를 통해 빠르게 잠재성장률을 끌어올리기 위해서는 AI 기술의 빠른 확산이 필요하며, 특히 AI 기술 활용 여력이 떨어지는 중소기업 및 소상공인들의 AI 도입과 활용을 지원해야 한다.

이에 따라 이재명 정부에서는 AI 보급 및 활용과 관련하여 국민 모두가 AI를 사용할 수 있는 모두의 AI 프로젝트를 추진할 뿐만 아니라 보육, 양로, 의료 등 공공서비스 영역에서 AI 기술 등을 적극적으로 도입할 예정이다.

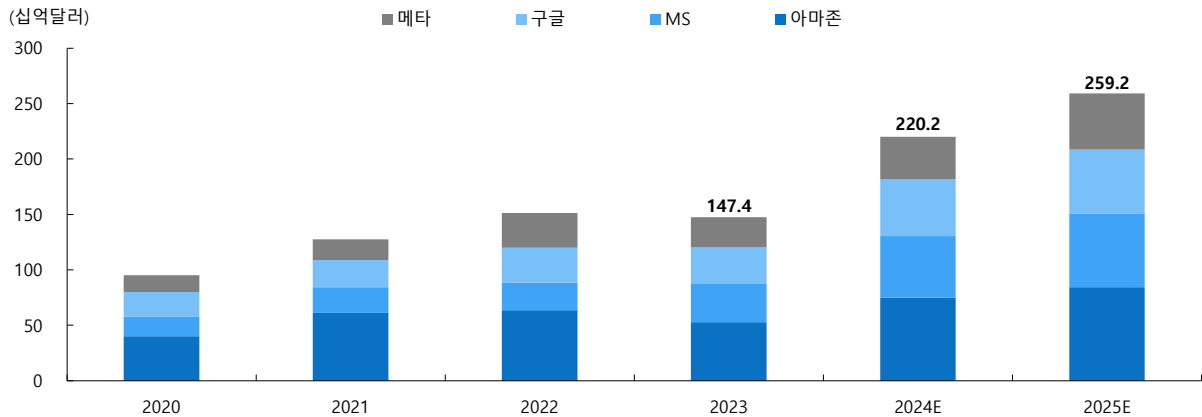
또한 ‘AX 원스톱 바우처’를 도입하고 AI 전문인력의 전문기업·연구소기업 설립 시 지원하는 등 중소기업 및 소상공인의 AI 도입 및 활용 등을 지원할 예정이다.

그림7. 생성형 AI의 주요 가치사슬



자료: 공정거래위원회, iM증권 리서치본부

그림8. AI 클라우드 서비스 회사의 CAPEX 전망치



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

표9. 이재명 대통령 AI 3대 강국 진입 공약

1. AI 인프라 구축 관련 주요 공약

AI 데이터센터를 차세대 국가 SOC로 규정하고, 최신 GPU를 확보한 AI 데이터센터 건설 지원
 차세대 AI 반도체 개발을 지원해 AI 분야 가치사슬의 핵심 분야로 육성
 정부 예산과 국민편드를 마중물로 100조원 규모의 AI 투자 조성
 인프라 투자 및 데이터 공유를 위한 글로벌 협력체계 구축기

2. AI 데이터 관련 주요 공약

정부 주도의 인공지능 학습용 고품질 데이터 집적 클러스터 조성 및 공개 플랫폼 구축(‘제2차 디지털 뉴딜’)
 의료, 금융 등 민감한 개인정보를 다루는 분야에서도 데이터를 결합하고 활용할 수 있도록 규제 정비
 데이터인삼구역의 전국 네트워크화를 통해 어디서나 데이터를 융합하고 애플리케이션 프로그래밍 인터페이스(API)를 개발할 수 있는 환경 조성
 AI 학습용 데이터가 활발히 거래될 수 있도록 데이터 가치평가 및 품질인증제, 표준계약서, 학습데이터 익명제 등 도입 검토

3. AI 유망기업 육성 주요 공약

기본모델 및 저전력 고성능 NPU, PIM 등 차세대 AI 반도체 기술 개발과 유망 AI 서비스 발굴을 지원
 중장기적으로는 기존 기술 한계를 돌파하는 게임체인저 연구 지원
 R&D 및 설비투자에 대한 정책금융 제공과 같은 전통적인 지원과 함께 중소벤처기업의 데이터센터 및 클라우드 이용 지원 등 AI 분야 맞춤형 지원

4. AI 정책체계 및 제도개혁 관련 주요 공약

산업현장·연구자 친화적이고 부처별 유기적 지원이 가능하도록 국가인공지능위원회 역할을 강화하고 대통령실에 ‘AI정책수석’을 두는 등 거버넌스 정립
 AI 산업 발전을 저해하지 않으면서 국민이 안전하게 AI를 사용할 수 있도록 인공지능기본법 및 데이터 관련법을 조기에 정비

5. AI 국가인재 양성 주요 공약

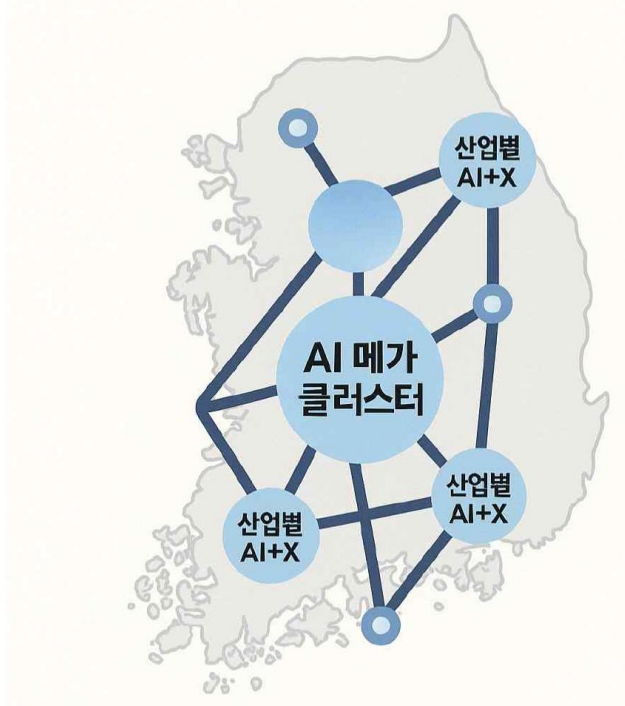
초·중·고 디지털 문해력 강화 교육, AI 관련 계약학과 및 대학원 확대, 지역거점대학의 AI 단과대학 설립 등을 통한 전문인재 양성
 AI 부트캠프를 통한 전문기술인력 양성, 생애주기별 맞춤형 AI 교육체계 구축 등을 통해 산업 인력 재교육
 AI 해외인재 유치를 위해 파격적 인센티브 제도 마련
 AI 기반 혁신 창업의 활성화를 통해 AI 분야로 우수인재 유인

6. AI 보급 및 활용 관련 주요 공약

국민 모두가 AI를 사용할 수 있는 모두의 AI 프로젝트 추진
 보육, 양로, 의료 등 공공서비스 영역에서 AI 기술 적극 도입
 AX 원스톱 바우처를 도입하고 AI 전문인력의 전문기업·연구소기업 설립 시 지원하는 등 중소기업 및 소상공인의 AI 도입 및 활용 지원

자료: 국정기획위원회, iM증권 리서치본부

그림9. AI 고속도로의 개념 및 예시



자료: 국정기획위원회, iM증권 리서치본부

- **Mega-AI 클러스터:** LLM과 산업별 기반 모델을 만들 수 있는 충분한 규모의 데이터 센터와 AI 컴퓨팅 센터가 구축되고, 글로벌 전문가 수준의 인재 양성을 위한 AI 부트캠프와 벤처-스타트업 센터가 입지
- **산업별 AI-X 센터:** Mega-AI 클러스터와 지역의 산업단지를 연결시켜, 기존 제조업 및 첨단미래산업 특화형 (vertical) AI를 개발에서부터 사업화까지 일관되게 추진할 수 있는 거점

표10. 피지컬 AI 유형 구분

유형	기술수준 및 형태
휴머노이드형	- 기반모델, 컴퓨터 비전, 엣지 컴퓨팅, 자율 제어 기술이 고도로 통합된 형태로, 인간의 외형과 유사한 구조를 통해 걷고, 보고, 듣고, 말하며 스스로 판단하고 행동하는 최고 수준의 지능형 물리 에이전트
자율주행차형	- 도로 환경에 특화된 감지·판단 시스템과 AI 기반의 경로 해석, 고속 비전 처리, 정밀 제어 기술이 융합되어 고도로 복잡한 주행 시나리오를 자율적으로 수행할 수 있는 차량 기반 물리 시스템
드론형	- 공중 이동에 최적화된 경량 AI와 실시간 공간 인식 능력을 바탕으로, 장애물 회피·위치 추적·자율 비행 기능을 수행하며 지정된 임무를 효율로 수행할 수 있는 비행형 피지컬 AI
AGV & AMR형	- AGV: 자기유도선, 마그네틱, QR코드 등 사전 정의된 경로를 따라 자재를 운반하는 정형 환경 특화형 자동화 차량으로, 최근에는 제한적 AI 기능(환경 인식, 충돌 회피, 속도 자동 조절 등)을 일부 갖추며 지능형으로 진화 - AMR: SLAM(Simultaneous Localization and Mapping), 컴퓨터 비전, LiDAR 기반 자율 경로 생성 및 장애물 회피 기능을 갖춘 피지컬 AI

자료: 소프트웨어정책연구소, iM증권 리서치본부

4. AI가 로봇 등에 접목되면서 로봇의 대중화를 이끌 듯

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

이러한 환경하에서 정형화된 공간 내에서 단순 반복 작업에 활용되는 기존 로봇과는 달리 AI 등으로 인해 비정형 공간에서 범용화된 작업을 수행하는 로봇 등이 개발되고 있다.

AI 도입 이전 로봇들은 주로 제조업에서 자동화된 작업뿐만 아니라 프로그래밍에 의한 한정된 작업만 수행했다. 챗GPT를 비롯한 거대언어모델(LLM) 기반 생성형 AI가 인간의 능력 중 대화하고 추론하는 것을 흉내 낸 AI라면, 휴머노이드는 인간의 감각과 동작, 판단까지 모방하는 물리적 신체를 가진 AI이다.

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

AI 훈련용 반도체 시장을 사실상 독점한 엔비디아는 올해 휴머노이드 로봇을 위한 훈련용 컴퓨터 제품을 출시할 계획이다. 직접 로봇을 만드는 것이 아닌, AI 로봇에 탑재되는 반도체에서 소프트웨어까지 종합 솔루션을 선제적으로 구축하겠다는 것이다.

일론 머스크가 이끄는 테슬라도 휴머노이드 로봇 옵티머스 개발을 상당 부분 완성한 것으로 알려졌다. 2025년 말부터 수천 대 이상의 옵티머스 로봇이 테슬라 공장에서 시범 생산될 예정으로 대당 3만 달러 안팎으로 출시될 것으로 전망된다.

이와 같이 로봇에 AI가 접목되면서 보다 다양한 작업을 상황에 맞게 유연하게 수행할 수 있게 됨에 따라 자율주행 차량, 의료 로봇, 가정용 로봇 등 다양한 분야에서 로봇의 활용이 확대되고 있다. 이처럼 AI가 로봇의 대중화를 이끌고 있다.

무엇보다 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.

표11. 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

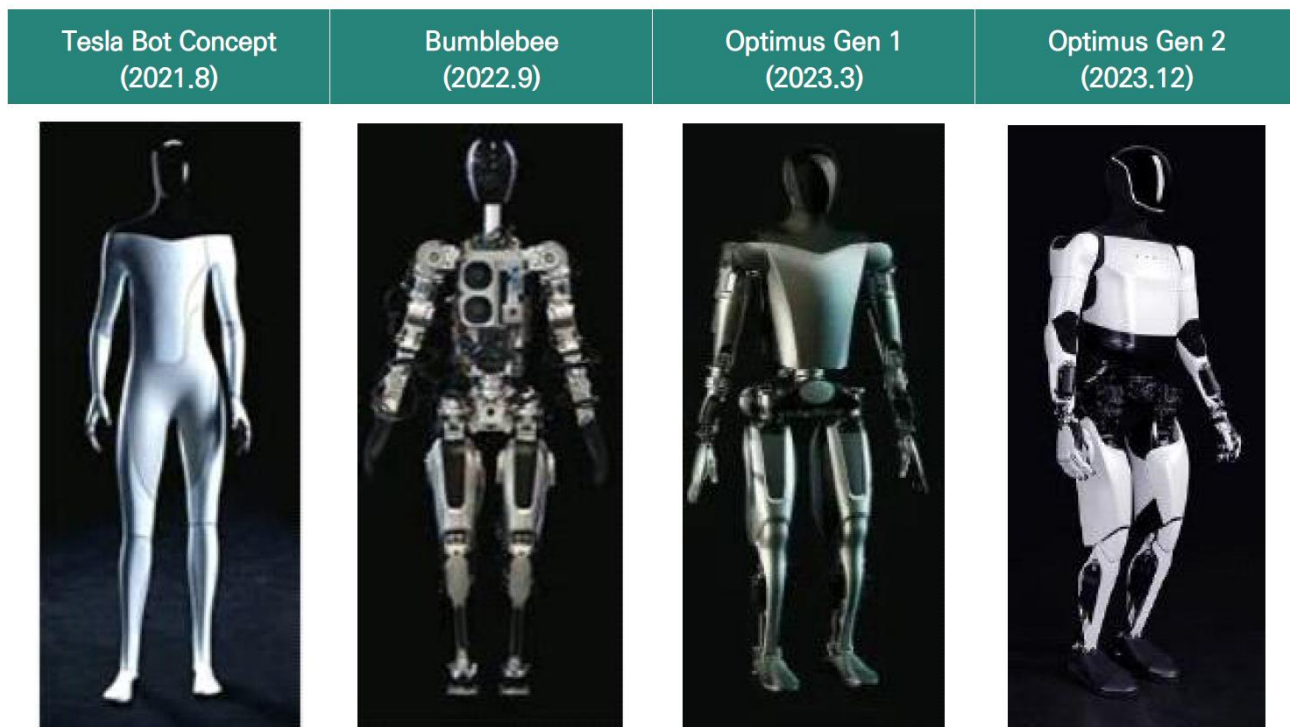
자료: Markets and Markets (2023), iM증권 리서치본부

그림10. 글로벌 휴머노이드 100 목록

Brain							Integrators
Foundational Models	Data Science & Analytics	Simulation & Vision Software	Semis (Vision & Compute)	Semis (Memory)	Semis (Designers)	Semis (Fab)	
Baidu Alphabet Microsoft Meta NVIDIA	Palantir ORACLE Microsoft	HEXAGON Meta SIEMENS Alphabet DASSAULT SYSTEMES	intel NVIDIA mobileye Qualcomm Horizon Robotics	SAMSUNG SK hynix Micron	arm SYNOPSYS cadence	CSMC SAMSUNG intel	TESLA BYD Amazon Apple SAMSUNG
Body							
Actuators & Actuator Parts		Sensors	Batteries	Semis (Analog)	Body Wiring, Thermal Aluminum Castings	Diversified Automation	
Bearings NSK TIMKEN SHANGLIN SCHAEFFLER Regal Rexnord	Complete Actuators TIMKEN ABB MOOG Hengli INOVANCE Regal Rexnord	Radar & Lidar MAGNA intel TELETYPE TECHNOLOGIES APTIV Valeo robosense	EVE Energy SAMSUNG SDI LG Energy Solution CATL	ALLEGRO ANALOG DEVICES Infineon NP RENESAS onsemi Melexis	MAGNA KUSHENG Wires & Connectors Amphenol TE APTIV TUVOPU 拓普	Honeywell Rockwell Automation SIEMENS FOXCONN	RAINBOW ROBOTICS UBTECH SONY HYUNDAI TOYOTA ESTUN Tencent 腾讯 ABB TERADYNE Midea NAVER FOXCONN XPENG
Screws NSK SKF Hengli HIWIN THK	Motors INOVANCE Regal Rexnord Nidec MOONS Leadshine ZHAOWEI ZU ESTUN Sensata Technologies Encoders Vidtec Novanta Sensata Technologies Rare-Earths / Magnets Lynas JL MAG MP MATERIALS	Magnetic Melexis ALLEGRO Force & Torque Novanta Sensata Technologies KOLU TE Cameras & Vision Sensors TELETYPE TECHNOLOGIES intel HEXAGON SONY robosense onsemi KEYENCE			Thermal SANHUA		
Gears / Reducers HIWIN TIMKEN Nabtesco ZU Regal Rexnord							

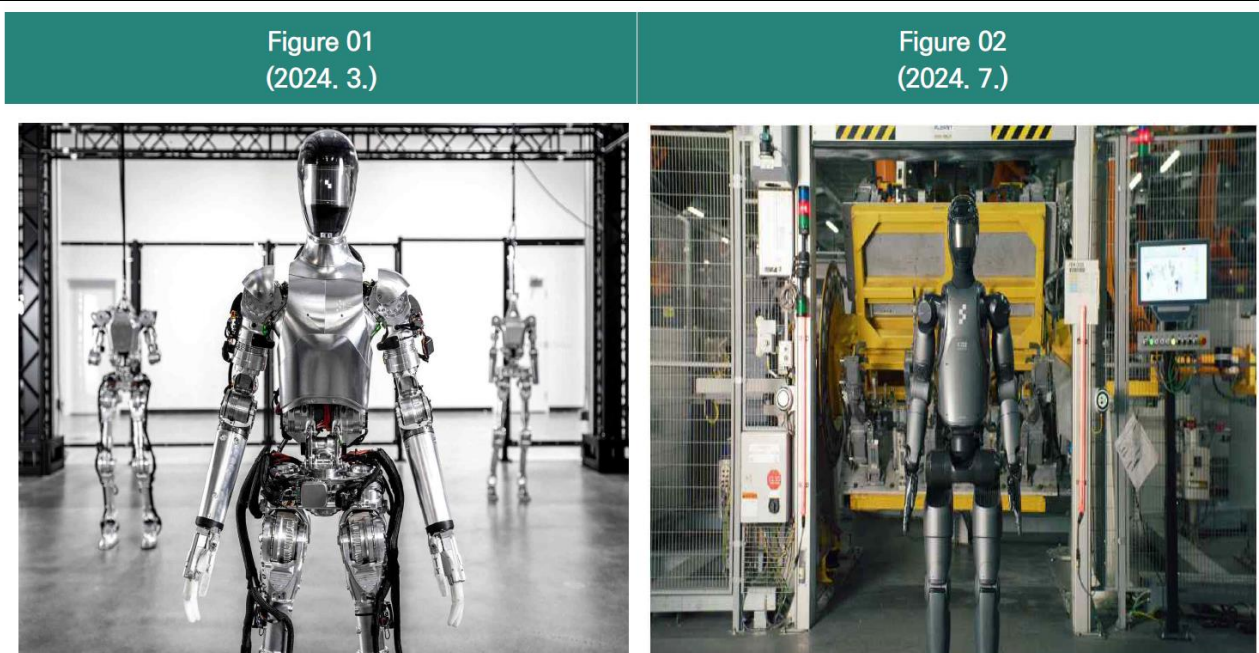
자료: Morgan Stanley(2025), iM증권 리서치본부

그림11. 테슬라 Optimus 의 진화



자료: 테슬라, iM증권 리서치본부

그림12. Figure 의 진화



자료: Figure, iM증권 리서치본부

IV. 글로벌 자금이 원전으로 향하면서 원자력 에너지 르네상스 지속 가능할 듯

1. 원전산업 침체기: 2011년부터 2020년까지 전 세계적으로 원전 전력 생산량이 48GW가량 감소함

1945년 일본에 투하된 원자폭탄 이후 세계 국가들의 핵무기 개발 경쟁은 1953년 미국의 아이젠하워 대통령이 UN총회에서 평화를 위한 원자력(Atoms for Peace)을 제안하면서 대전환기를 맞게 된다.

이 연설을 계기로 국제연합은 1957년 국제원자력기구(IAEA)라는 독립기구를 설치했고, 이로써 원자력의 평화적 이용을 위한 시대가 도래하게 된다.

세계 최초의 원자로로는 1942년에 미국의 과학자 페르미에 의해 이미 개발되어 있었지만, 1953년 유엔총회를 기점으로 해서 핵무기 보유국들이 전기를 생산하는 원자로 개발에 힘을 쏟기 시작했다. 이에 따라 그때까지 정부 주도하에 개발되던 원전이 민간시장에 개방되었다.

구소련에서 1954년 세계 최초의 원전인 5MW급 흑연감속형 원자로 오브닌스크를 가동했다. 뒤를 이어 영국에서 1956년 60MW급 기체 냉각로인 콜더홀 1호기를 가동시켰다.

미국에서는 1957년 원자력잠수함에 적용하던 원전 기술을 개량해 100MW급 가압경수로 원자로인 시핑포트 원전을 가동하는 등 본격적으로 원전의 시대가 열리게 된다.

무엇보다 미국의 웨스팅하우스(Westing House)사 등이 낮은 발전 단가를 내세우며 미국형 가압경수로를 세계로 수출하기 시작한다. 이와 같은 원자로로는 원자폭탄이 방출하는 것과 같은 엄청난 힘을 제어하고 활용해 수백만 가구에 전기를 공급한다.

그러나 1979년 미국 스마일섬 원전사고, 1986년 구소련 체르노빌 원전사고, 2011년 일본 후쿠시마 원전사고 등은 각각 7년과 25년 간격으로 발생하면서 원전확대에 걸림돌이 되었다.

이러한 원전사고로 인해 안전성 강화 조치로 인한 비용 상승은 원전산업 경쟁력을 떨어뜨리면서 원전 산업 침체를 맞이하게 된다. 독일의 경우 모든 원전을 단계적으로 폐지하기로 결정했으며, 여타 다른 국가들의 경우 신규 원전에 대한 투자나 노후 시설의 수명 연장 계획을 축소했다. 이에 따라 2011년부터 2020년까지 전 세계적으로 원전 전력 생산량이 48GW가량 줄어들었다.

2. AI 등으로 인한 에너지 수요 증가로 무탄소에너지인 원전의 확대

2020년에 접어들면서 AI, 반도체, 전기차 등이 본격적으로 성장하면서 에너지 수요도 증가하고 있는데, 특히 AI 등으로 인한 데이터센터 건설 등으로 인해 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 원전이 각광받고 있다.

이러한 환경하에서 2022년 7월 EU 집행위원회는 ‘그린 택소노미(녹색분류체계)’에 원전을 포함해 원전 투자 확대의 길을 열었다. 택소노미는 탄소중립에 맞는 친환경 산업분류 체계로, 기업의 투자지침서 역할을 한다.

또한 2023년 12월 제28차 유엔기후변화협약 당사국총회(COP28)에서 원자력을 청정에너지 전환의 필수 요소로 인정했다. COP28에 참석한 한국, 미국, 일본, 영국, 캐나다, 프랑스, 스웨덴, 네덜란드, 체코, 폴란드, 루마니아 등 전 세계 25개국 대표들은 지구 온도 상승을 1.5도로 억제하고, 탄소중립 달성을 위해 2050년까지 원전 설비 용량을 2020년 대비 3배 확대한다는 내용의 선언문에 서명했다.

2024년 11월 제29차 유엔기후변화협약 당사국총회에서는 엘살바도르, 카자흐스탄, 케냐, 코소보, 나이지리아, 튀르키예 6개국도 2050년까지 온실가스 배출을 줄이기 위해 원전 설비용량을 2020년 대비 3배로 확대하는 목표를 제시한 선언문에 서명하면서 이를 지지하는 국가는 총 31개국으로 늘어났다.

2024년 3월에는 유럽연합 본부가 있는 벨기에 브뤼셀에서 ‘원자력 정상회의’가 열렸다. 미국, 중국 등 30여 개국은 공동성명에서 기존 원자로 수명 연장, 원전 투자금 조달 등을 위해 노력하기로 했다. 이러한 탄소배출 감축 등 기후변화 대응을 넘어서 국가 안보 측면에서도 안정적 전력공급원을 통한 에너지 자립도를 높이기 위해 원전이 확대될 것으로 예상된다.

이렇듯 유럽에서는 탄소 중립과 더불어 2022년 러시아의 우크라이나 침공 이후 에너지 안보 측면에서도 원전수요가 증가하는 추세에 있다.

이러한 환경하에서 지난 6월 4일 한수원은 체코 두코바니 2기(5·6호기) 신규원전 사업에 대한 본계약을 체결하면서 총사업비는 4천70억 코루나, 한화로는 약 26조원으로 확정하였다. 이에 따라 인허가 절차 등을 거친 이후 2029년 착공에 들어가서 2036년 1호기를 완공하고, 2호기는 1~2년의 간격을 두고 완공이 이뤄질 전망이다.

3. 미국 원자력 에너지 르네상스의 개막을 알리는 4건의 원자력 관련 행정명령

글로벌 원전 설비용량의 경우 2023년 말 기준 416GW에서 현 정책 시나리오로 가는 경우 2050년 650GW으로, 공약 달성 시나리오로 가는 경우 2050년 870GW으로, 2050 탄소중립 시나리오로 가는 경우 2050년 1,000GW를 초과할 것으로 예상된다.

이는 기존 원전의 수명연장 뿐만 아니라 신규 대형원전 및 새로 형성되는 SMR 시장의 확대가 예상되기 때문이다.

이러한 환경하에서 미국의 경우 2024년 기준 약 100GW인 원전 발전 용량을 2050년까지 400GW로 확대하기 위하여 지난 5월 트럼프 대통령은 미국 원자력 에너지 르네상스의 개막을 알리는 4건의 원자력 관련 행정명령에 서명하였다. 이는 미국 내 원자력 기술의 배치·수출·시험·규제 전반에 걸친 체계 정비를 통해 미국이 세계 원자력 시장에서의 주도권을 회복하고자 하는 강한 정책 의지를 보여준 것이다.

또한 원자력 산업 확대의 병목으로 작용하던 NRC의 인허가 지연, 핵연료 공급 불확실성 등 구조적 문제들을 정책적으로 조망하고 이를 해소하기 위한 구체적인 방안을 명시했다는 점에서 큰 의미를 가진다.

먼저 국가안보를 위한 선진원자로 배치 행정명령에는 군사시설 선진원자로 배치 촉진, DOE 선진원자로 가속화, 우라늄 자원 활용성 강화, 원자력 수출 촉진 등이 주요 내용으로 포함되어 있다.

두번째 행정명령으로 NRC 개혁이다. 1954~1978년 사이 133기의 원자로 건설을 승인했던 과거와 달리, 1978년 이후 NRC는 극히 일부만 승인했으며 그 중 상업운전에 진입한 사례는 단 2기에 불과하다.

최근 스페인과 포르투갈의 대규모 정전 사례는, 원자력과 같은 지속 가능한 전력원이 간헐적 에너지원보다 중요함을 보여주며, 이에 따라 NRC의 구조, 인력, 규제, 운영 전반에 대한 개혁이 미국의 글로벌 원자력 시장 지배력 확보, 고임금 일자리 창출, 미국 주도의 번영과 복원력을 실현함에 있어 매우 중요하다.

주요 내용으로는 NRC에 대한 원자력 촉진 역할 강조, 조직 개편, 규제 개혁 등이 포함되었다.

특히 NRC 규제 개혁 내용에는 정해진 기한 내 인허가 수행 등이 있다. 즉, 신규 원자로 건설·운영 허가의 최종 결정 기한을 18개월 이내로 하고, 기존 원자로 계속 운전 신청에 대한 심사 기한은 1년 이내로 해야 한다. 상기 기한은 최대 기한으로 특정 원자로 또는 인허가 절차에 따라 더 짧은 기한을 설정할 수 있다.

세번째 행정명령으로 DOE 내 원자로 시험 개혁 등이 있다. 주요 내용으로는 원자로 시험을 위한 국립연구소 절차 개혁, 원자로 시험을 위한 국립연구소 절차 개혁, 환경평가 간소화 등이 포함모디어 있다.

넷번째 행정명령으로 원자력 산업 기반 재건 등이 있다. 미국의 선진원자로 배치가 지연되는 동안 2017년 이후 전 세계 신규 원자로의 87%는 중국과 러시아의 설계에 기반하고 있으며, 미국 내 핵연료주기 인프라도 심각히 위축되어 우라늄의 공급, 농축 및 변환 서비스 전반에 걸쳐 외국 의존도가 심화 중에 있다.

이에 따라, 미국은 원자력 산업 기반을 신속하게 재건하기 위하여 핵연료 공급 확대, 민간 핵연료 공급망 확보, 선진원자로 인허가 절차 효율화, 인력 양성 등을 통해 국가 안보를 확보할 뿐만 아니라 에너지 우위를 강화하면서 자립적인 에너지 체제로의 전환을 가속할 필요가 있다.

이러한 환경하에서 원자력 산업 기반 재건 행정명령의 주요 내용으로는 미국내 핵연료주기 역량강화, 원전 산업 지원 확대, 전문 인력 양성 등이 포함되었다.

먼저 미국내 핵연료주기 역량강화 측면에서 선진 핵연료주기 기술 고도화와 사용후핵연료 및 고준위폐기물의 안전하고 지속가능한 장기관리 전략을 포함하는 국가 정책을 240일 이내 수립하여 보고해야 한다. 또한 120일 이내에는 민간·국방 수요에 대응 가능한 저농축(LEU)·고농축(HEU)·고수준저농축(HALEU) 우라늄의 변환 및 농축 능력 확대 계획을 수립해야 할 뿐만 아니라, 잉여 플루토늄의 희석·처분 프로그램은 중단하고 선진원자로용 연료 생산에 활용할 수 있는 프로그램을 수립해야 한다.

또한 원전 산업 지원 확대 측면에서 2030년까지 10기의 신규 대형원전 건설을 시작할 뿐만 아니라 기존 원전의 출력 5GW 증강을 달성하며, 폐쇄 원전의 재가동, 운영 원전의 출력 증강, 건설 중단 원전의 완공, 선진원자로 배치, 핵연료 공급망 강화 등 재정적 지원을 우선순위로 추진한다.

무엇보다 미국의 경우 2029년 1월까지 최소 20건의 신규 123 협정을 추진하고 있기 때문에 이와 같이 미국의 수출 전략과 연계된 한미 원자력 협력 전략을 적극적으로 모색할 필요가 있다.

4. AI 혁명이 본격화되면서 전력 공급원으로 원자력이 재조명됨에 따라 투자자들의 자금이 몰리고 있다

현재 미국에서는 28개 주 54개 부지에 94개의 원자로를 가동하고 있다. 대부분 1970~1980년대에 지어졌고, 평균 가동 연수는 설계수명의 40년을 넘는 42년이다.

이러한 원전 94기 중 89%인 84기가 계속운전 승인을 받았고 두 번 승인(20년+20년)을 받아 총 80년을 돌릴 수 있는 원전도 6기에 달한다.

이렇듯 기존 원전이 80년을 넘어 100년 이상 운영될 수 있도록 원자력 규제 위원회(NRC)와 원전업계에서 구조물에 대한 연구 개발을 수행하고, 연장운영허가 심사가 원활히 심사될 수 있도록 원자력 규제 위원회(NRC)와 운영자 간 긴밀한 협조가 추진될 것이다.

이에 따라(교체) 지난 2022년 폐쇄된 미시간 주의 팰리세이드(Palisades) 원전은 재가동 계획에 따라 2025년 10월 재가동을 앞두고 있다. 이와 같이 최근 폐쇄된 원전 중 원자력 규제 위원회(NRC) 기준을 준수하며 재가동할 수 있는 원전 등이 발굴될 예정이다.

이에 대한 연장선상에서 마이크로소프트는 미국 역사상 최악의 원전 사고를 겪었던 펜실베이니아주 스리마일섬의 원전을 보유한 콘스텔레이션 에너지(Constellation Energy)사와 2024년 9월, 전력 구매 계약을 체결하였다. 콘스텔레이션 에너지는 사고가 발생했던 2호기 주변에 위치한 원전 1호기를 재가동해 전력을 생산할 계획이다.

또한 2024년 12월 메타는 데이터센터 전력 수요 증가에 대응해 2030년대 초까지 최대 4GW 규모의 원전 설비용량 확보를 목표로 원전 관련 기업을 대상으로 제안요청서를 발행하였다.

이러한 환경하에서 올해 6월 3일 메타는 청정에너지 지원 목표 달성을 위하여 Illinois 주에 있는 Clinton 원전(1,098MW, BWR)에서 생산된 전력을 2027년 6월부터 구매하는 20년간의 전력 구매계약(PPA)을 콘스텔레이션 에너지(Constellation Energy)사와 체결하였다.

이와 같이 이미 폐쇄되었거나 노후한 원전의 재가동과 SMR 등 신기술 도입을 위한 정책적 지원이 더해지면서, 원전 산업이 중장기적으로 미국에서 활성화될 것으로 전망된다. 특히 AI 데이터센터와 같은 에너지 집약적 인프라의 확산과 제조업 부흥에 따른 전력망 안정성 강화 필요성이 더욱 증가함에 따라 원전은 탄소 배출 없는 안정적인고 지속 가능한 전력 공급원으로 다시 주목받고 있다.

다른 한편으로는 올해 6월 11일 세계은행(World Bank)은 2013년 원전 사업 지원을 공식적으로 중단한 이후 약 12년 만에 원전 자금 지원을 재개하며, 개발도상국의 급증하는 전력 수요에 대응하고 기존 원자로의 계속운전 및 SMR 개발을 촉진할 것이라고 발표하였다.

세계은행은 2035년까지 개발도상국의 전력 수요가 두 배 이상 증가할 것으로 전망됨에 따라 발전, 전력망, 저장시설 등에 대한 연간 투자가 약 2,800억 달러(약 383.8조 원)에서 약 6,300억 달러(약 863.8조 원)로 확대될 필요가 있다고 보았으며, 이러한 투자 수요를 고려해 각국이 자국 상황에 맞는 안정적인 에너지원을 선택할 수 있도록 유연성을 제공키로 하였다.

IAEA에 따르면 현재 31개국에서 약 440개의 원전이 운영 중이며 70개의 원자로가 건설 중인 가운데, 약 30개 국가가 원전 도입을 고려하고 있으며 해당 국가 중 약 2/3는 개발 도상국으로 에너지 수요 충족과 탄소 배출 감소를 목표로 원전 건설을 추진하거나 검토 중이다.

이에 따라 세계은행 Ajay Banga 총재는 증가하는 전력 수요 해결을 목표로 기존 원자로의 계속운전과 전력망 강화 및 SMR 개발을 지원하고, 각국이 자국의 에너지 목표를 달성하기 위한 최적의 방법을 선택할 수 있도록 지원하겠다고 밝혔다.

한편, 글로벌 SMR 시장규모의 경우 2030년 0.9GW(누적)에서 연평균 16.9% 성장하여 2050년에는 404GW(누적)에 이를 것으로 예상된다. 특히 2030~50년 연평균 19.7 GW가 설치되면서 2050년까지 누적으로 300MW급 1,350기가 설치될 것으로 전망된다.

탄소중립 달성을 위한 석탄화력발전소 대체용과 더불어 AI 기술 확대에 인하여 안정적인 전력 공급을 위한 데이터 센터용 SMR 등으로 인하여 향후 SMR 시장 성장을 주도적으로 이끌 것으로 예상된다. 이에 따라 기존 소규모 석탄발전소(192GW)가 300MW급 566기 SMR(170GW)으로 대체될 것으로 기대된다.

무엇보다 현재 50억달러 수준인 SMR 분야 글로벌 투자금액은 2030년 250억달러, 2050년 6700억달러 등으로 괄목상대하게 증가할 전망이다.

이러한 환경하에서 미국의 빅테크 기업들은 AI 수요 확대에 급증하는 데이터센터에 안정적이고 비용 효율적이면서도 지속가능한 전력 공급을 위해 SMR 같은 차세대 핵에너지 기술에 주목하고 있다.

SMR은 기존 대형 원자로에 비해 소형이며 초기 건설비용이 낮고, 공장에서 모듈화해 현장에서 빠르게 조립할 수 있는 장점이 있다. 이 때문에 안정적인 전력 공급 및 탄소 배출 감소와 기후 리스크 측면에서 중요한 대안으로 부상하고 있다.

아마존의 경우 버지니아주 유틸리티 회사인 도미니언 에너지와 계약을 맺고 SMR 개발을 추진하는 한편, 워싱턴주의 원전 사업자인 노스웨스트와 협력해 X-energy의 Xe-100(80MW, HTGR) 4기 개발 프로젝트 타당성 연구 지원을 위해 최대 3억 3,400만 달러를 지원할 예정이다. 이에 따라 아마존은 2039년까지 X-energy와 협력해 미국 전역에 Xe-100을 건설할 예정이며, 이를 통해 총 5,000MW의 설비용량 확보를 목표로 하고 있다.

구글은 카이로스파워(Kairos Power)와 SMR 전력 총 500MW를 구매 계약 체결해 2030년까지 상업용 SMR 가동을 목표로 하고 있다.

또한 올해 6월 빌 게이츠가 설립한 원전 비상장사 테라파워는 6억5000만달러(약 9000억원)를 유치했다고 발표하였다. 이 중에는 미국 반도체 기업 엔비디아의 자회사 엔벤처스가 처음으로 투자에 나서 주목받았다.

테라파워는 민간 자금으로만 총 20억달러 이상을 조달했으며, 미 정부로부터 와이오밍주 케머러에 건설 중인 자사 첫 원자로 설계 및 건설을 위해 20억달러의 보조금도 확보한 상태다. 이 원자로는 물 대신 액체나트륨으로 냉각된다.

이와 더불어 샘 알트먼이 지원하는 상장사 오클로도 4억6000만달러(약 6000억원) 규모의 지분 투자 유치에 성공하였다. 오클로는 소형모듈원자로(SMR) 개발사로, 이는 기존 원자로의 약 3분의 1 또는 그 이하의 출력을 내는 새로운 형태의 원자로다.

구글, 메타, 마이크로소프트 등이 최근 원전 개발사들과 체결한 계약과 더불어 트럼프 정부의 지원 정책 등으로 인하여 자금 유치 환경이 긍정적으로 바뀌면서 민간 투자도 탄력을 받고 있는 중이다.

무엇보다 AI 데이터센터 등에 필요한 24시간 연중무휴 전기에 대한 수요가 전 세계적으로 증가하고 있는 가운데, 환경적 이점과 대체 에너지의 공급 제약이 결합되면서 원자력 에너지에 대한 시장 프리미엄이 형성되고 있는 중이다.

표12. 체코 두코바니 신규원전 건설사업

구분	내용
원전부지	두코바니
사업규모	APR1000 2기 (두코바니 5,6)
총사업비	4,070억 코루나 (약 26조 원)
계약역무	설계·구매·시공(EPC) 및 핵연료 공급* *초기노심 및 5주기 교체노심 (총 6주기)
발주사	Elektrárna Dukovany II, a.s. (EDU II) (체코 정부가 지분 80%, 체코전력공사가 20% 보유)

자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

그림13. 체코 두코바니 신규원전 건설사업



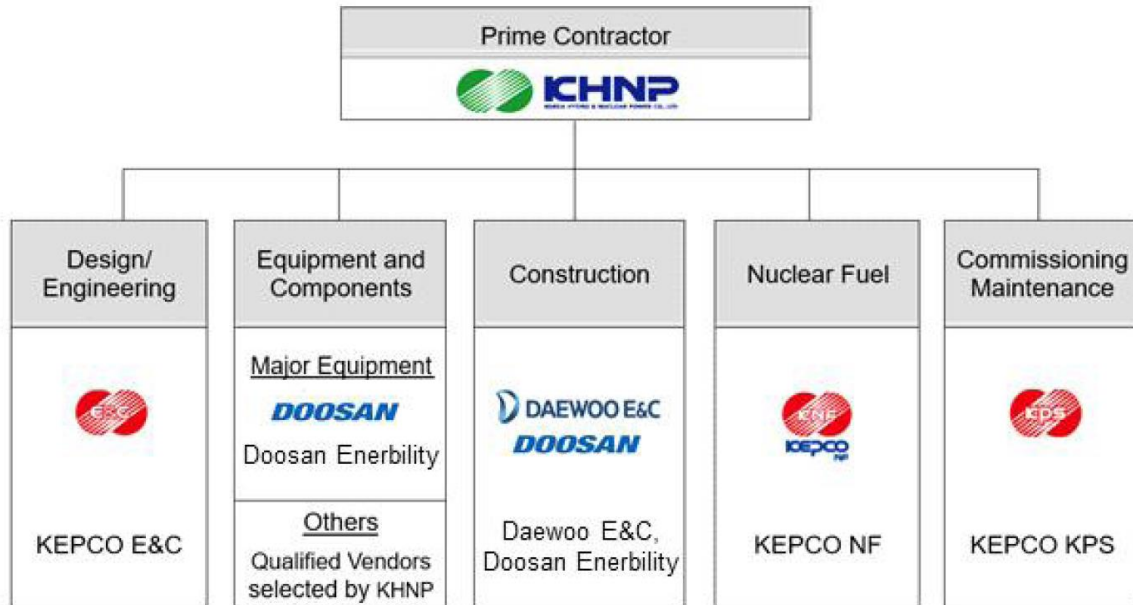
자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

그림14. 체코 두코바니 신규원전 조감도



자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

그림15. 체코 두코바니 신규원전 사업 참여 조직 구성



자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

표13. 체코 두코바니 신규원전 참여 기업별 주요 업무

기업명	주요 업무	비고
EDU II	발주사	
한수원(KHNP)	주계약, 구매, 시운전	
한전기술(KEPCO E&C)	종합설계	
두산에너지리티	주기기 공급(원자로, 증기발생기 등)	체코 사업 공동협력협약 체결
대우건설/두산에너지리티	시공	
한전원자력연료(KNF)	핵연료 공급(최초 주기+5주기)	
한전KPS	시운전 단계 정비	

자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

표14. APR1000 개요

항목	APR1000
설비 용량	1000 MWe급
설계 수명	60 년
가동율	90 %
설계 기준 지진	0.3g
노심 손상 빈도	10만 년에 1회 미만
열적 여유도	10~15%

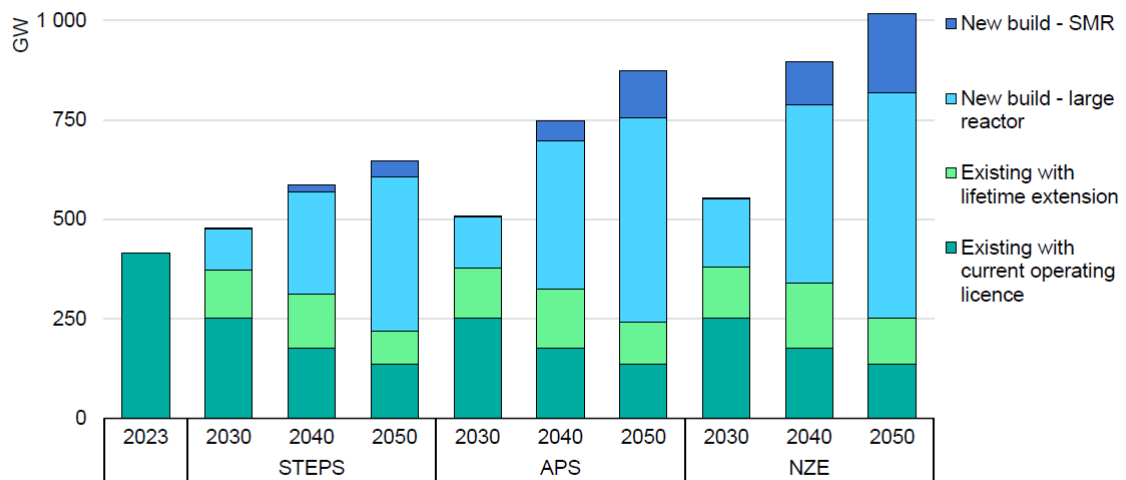
자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

그림1.UAE 바라카 원전 1~4호기 전경



자료: 한국전력, iM증권 리서치본부

그림16. 시나리오별·유형별 전 세계 원전 설비용량 전망(2023~2050 년)



주: STEPS = Stated Policies Scenario(현 정책 시나리오); APS = Announced Pledges Scenario(공약 달성 시나리오); NZE = Net Zero Emissions by 2050(2050 탄소중립 시나리오)

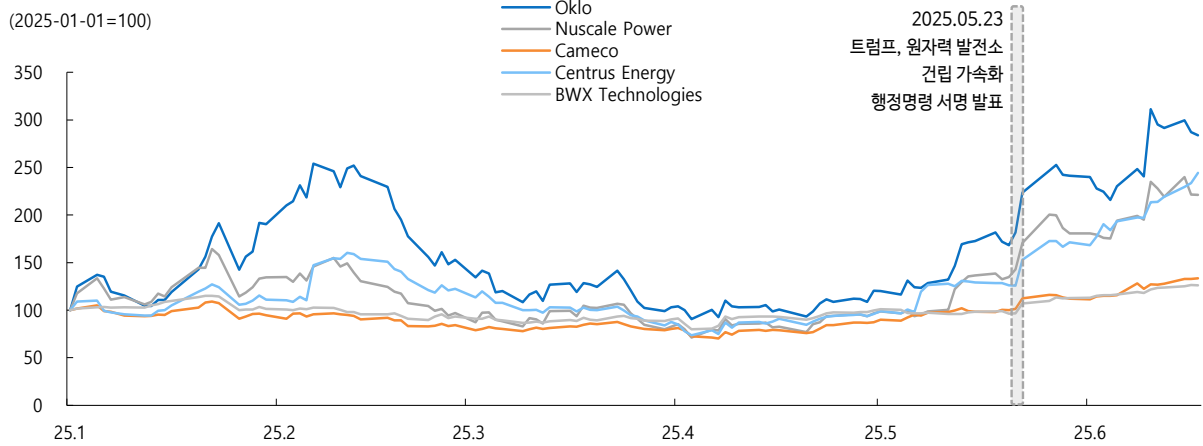
자료: IEA, The Path to a New Era for Nuclear Energy, 2025, iM증권 리서치본부

표15. 트럼프 2 기의 원자력 관련 행정명령

행정명령	주요 내용
① 국가안보를 위한 선진원자로 배치	- 선진원자로 개발·실증·배치·수출 가속화, 우라늄 자원 활용, 수출 촉진 등
② NRC 개혁 명령	- 美 원자력규제위원회(NRC)의 임무, 조직, 규제 개편 방안 등
③ DOE 내 원자로 시험 개혁	- 시험용 원자로 국립연구소 내 배치 가속화, 환경평가 간소화 등
④ 원자력 산업 기반 재건	- 선진 핵연료주기 고도화 전략 수립, 산업 자원 및 전문 인력 양성 등

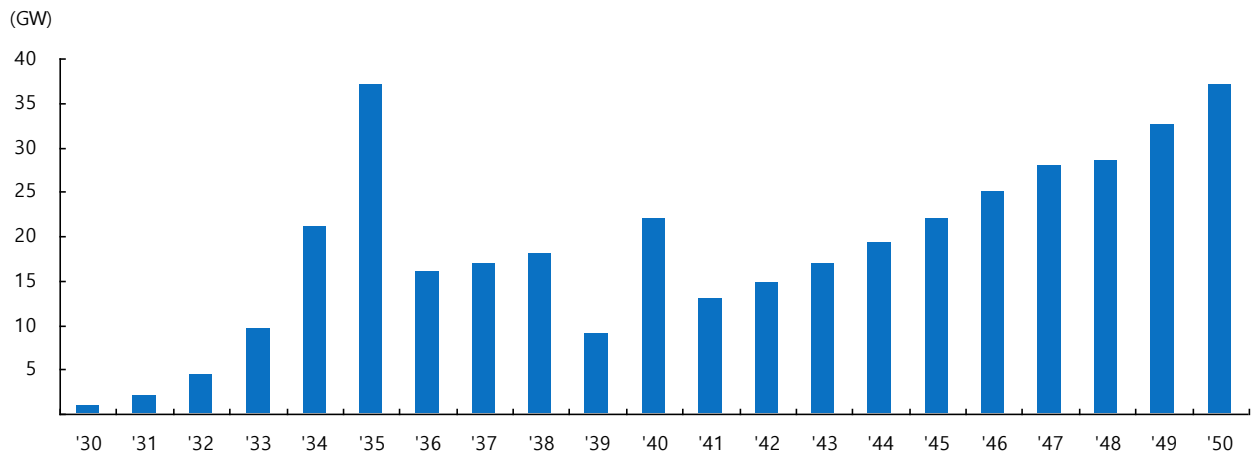
자료: 한국원자력연구원, iM증권 리서치본부

그림17. 미국 원전 관련 주가 상대강도 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림18. 글로벌 SMR 시장 전망



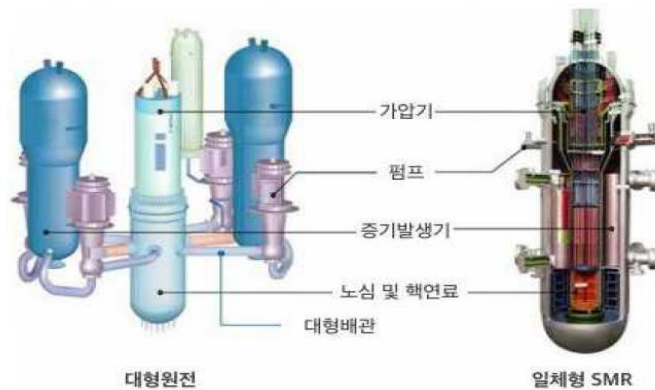
자료: Nuclear Energy Agency 2024, iM증권 리서치본부

표16. SMR의 대형원전 대비 주요 특징

구분	대형원전	SMR
안전성	상대적으로 낮음(능동형 시스템)	상대적으로 높음(피동형 시스템) 피동형 시스템 : 운영 자시나 외 부전력, 추가 냉각수 공급 없이 자동으로 냉각되는 설계
추력 규모	고정형	탄력적(모듈 개수 조절 가능)
부지 면적	573㎡ /Mwe(APR1400 기준) 비상계획구역 20~30km 확보 필요	대형원전 대비 단위 출력 당 필요부지 면적 절반 비상계획구역 230~300m로 충분
다목적 활용	전력 생산 중심	전력 생산 외 공정열 활용한 산업용 열 공급, 지역난방, 해수 담수화 등 활용 가능
경제성	규모의 경제	대량생산 / 투자리스크·건설비용·기간 ↓

자료: 녹색산업지원센터, IM증권 리서치본부

그림19. 대형원전과 일체형 SMR의 비교



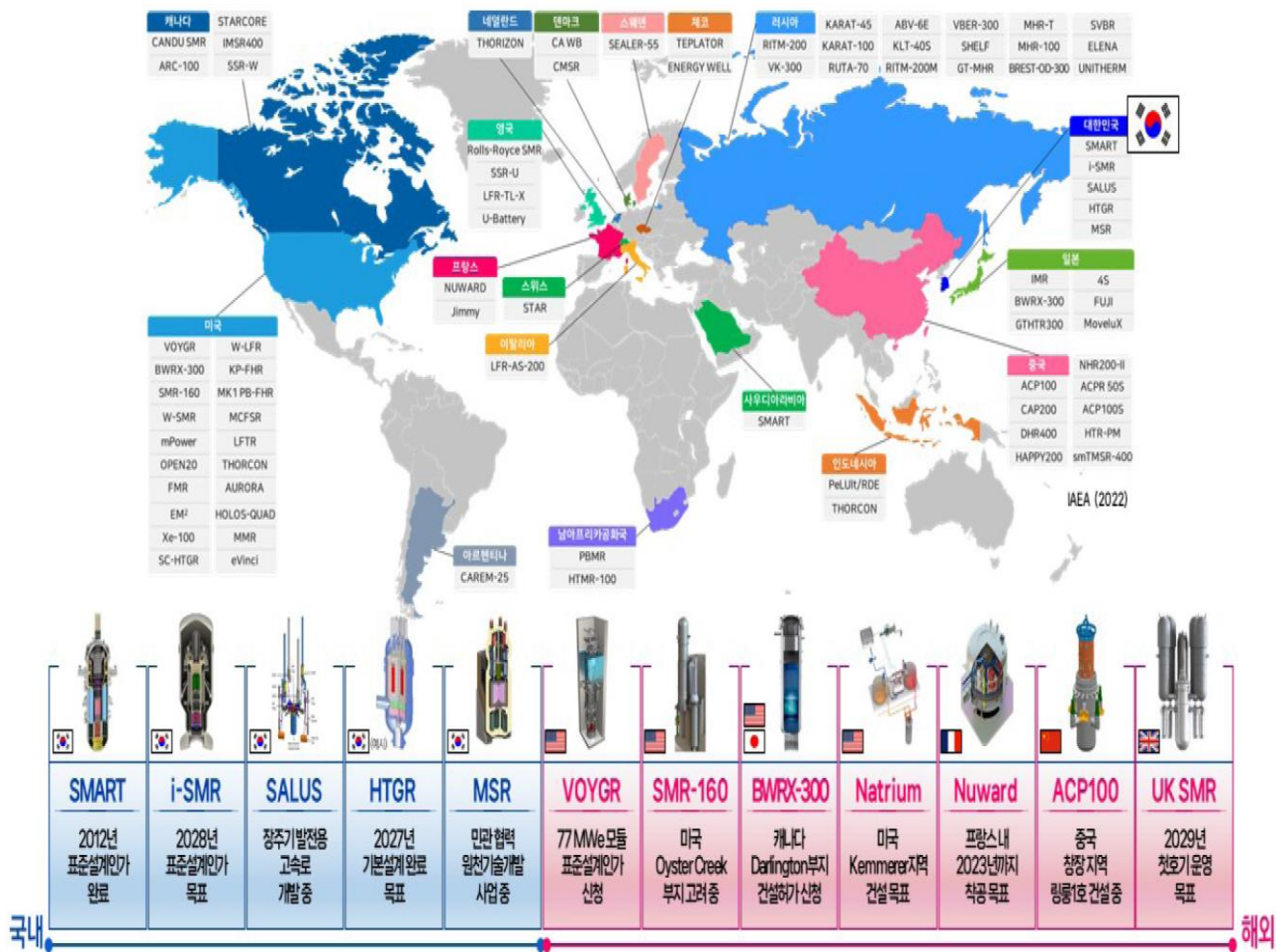
자료: 한국원자력연구원, IM증권 리서치본부

표17. SMR 세대 및 원자로 유형

세대	구분	냉각재	유형별 사례 예시
3세대	가압경수로(PWR: Pressurized Water Reactor) - 고압의 물을 사용. 원자로 노심에서 열을 전달하여 증기 생성 후 터빈을 구동해 전기생산 (증기발생기에서 간접 증기 생산) - 높은 열 출력으로 지역 난방을 제공	경수	- 미국 NuScale Power ('25.05 설계 승인) 외 다수 - 한국 KAERI SMART (설계 인증) - 한국 iSMR (개념설계)
	비등수형경수로(BWR: Boiling Water Reactor) - PWR처럼 물을 냉각재와 감속재로 사용하나, 물에 압력을 가하지 않음 - 원자로 내 끓은 증기 활용. 열효율 높고 안정적 (직접 증기 생산) - 비상사태 시 증기압 배출 (방사능 누출 가능성 상존)		- 미국-일본 GE Hitachi(미국, 캐나다 인허가 절차 중)
4세대	소듐냉각고속로(SFR: Sodium-cooled Fast Reactor) - 액체나트륨을 냉각재로 사용. 감속재 불필요 - 빠른 냉각이 가능하나, 누출시 높은 반응성 해결 필요	소듐 액체	- 미국 Terrapower (설계 중) 외 10건 이상 - 한국 KAERI PGSFR (개념설계)
	납냉각고속로(LFR: Lead-cooled Fast Reactor) - 액체납을 이용, 고속중성자 핵분열 반응으로 열 발생시키는 고속로의 일종. 감속재 불요	납 액체	- 러시아 BREST-OD-300 외 12건 이상
	용융염로(MSR: Molten Salt Reactor) - 용융염 액체 혼합물을 연료/냉각수로 사용 - 외부 누출시 바로 굳어버려 중대사고 완전 차단 가능, 사용후핵연료 배출 미미	용융염	- 미국 ThorCon (상세설계), 덴마크 Seaborg (개념설계), 캐나다 Terrestrial Energy IMSR-400 (설계 중) 외 8건 이상
	고온가스로(HTGR: High Temperature Gas-cooled Reactor) - 750도의 헬륨으로 가열된 물이 565도의 증기로 증기터빈을 가동 - 경수로형(증가온도 275도) 대비 고온 운전이 가능해 전력 생산 효율이 비교적 높고 경제적	헬륨 기체	- 미국 X-energy - 미국-캐나다 USNC

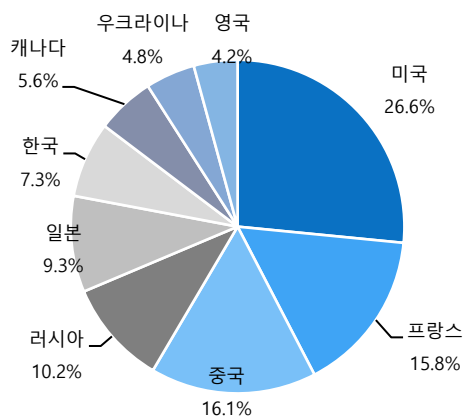
자료: 녹색산업지원센터, IM증권 리서치본부

그림20. 글로벌 SMR 개발 현황



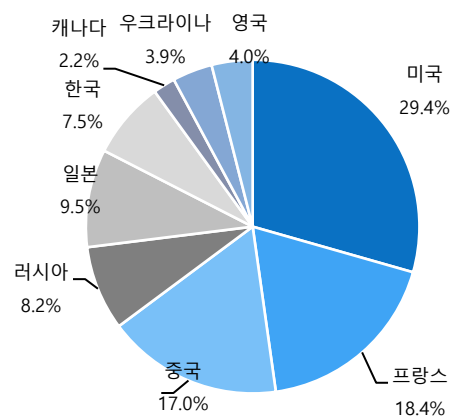
자료: IAEA, IM증권 리서치본부

그림21. 글로벌 주요 국가별 원자로 수 점유율 (2025.04)



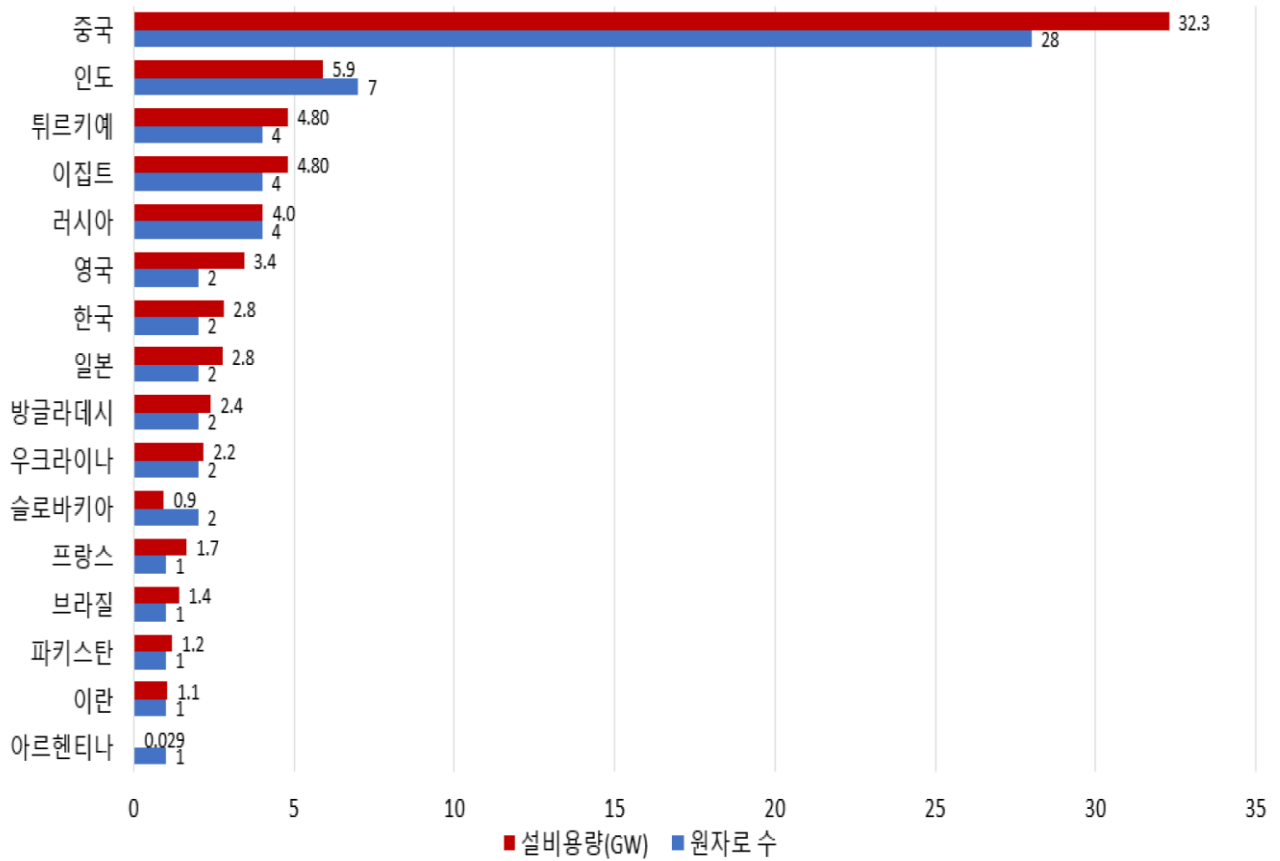
자료: IAEA, IM증권 리서치본부

그림22. 글로벌 주요 국가별 원전 설비용량 점유율 (2025.04)



자료: IAEA, IM증권 리서치본부

그림23. 국가별 원전 건설 현황(2025.04)



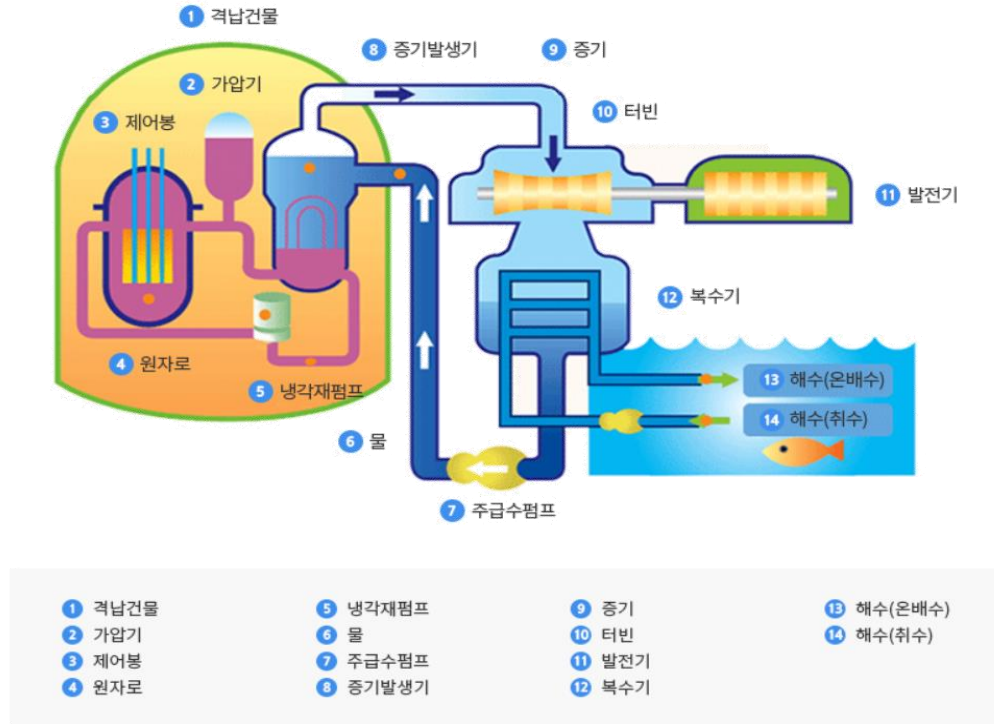
자료: IAEA, 에너지경제연구원, iM증권 리서치본부

표18. IEAE 발표 기준 국가별 원전 운영·건설·폐쇄 현황(2025.04)

(단위: 개수, GW)		운영 중		건설 중		폐쇄	
구분	국가	원자로	설비용량	원자로	설비용량	원자로	설비용량
원전 운영국가	미국	94	102.5			41	21.1
	프랑스	56	64.0	1	1.7	14	6.1
	중국	57	59.4	28	32.3		
	러시아	37	29.6	3	2.8	10	4.3
	일본	33	33.1	2	2.8	27	17.9
	한국	26	26.1	2	2.8	2	1.3
	인도	20	7.5	7	5.9		
	캐나다	17	13.5			8	3.4
	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
	스웨덴	6	7.3			7	4.3
	체코	6	4.2				
	파키스탄	6	3.5			1	0.1
	핀란드	5	4.6				
	UAE	4	5.7				
	벨기에	4	3.6			4	2.6
	스위스	4	3.1			2	0.4
	헝가리	4	2.0				
	슬로바키아	4	2.0	2	0.9	3	1.0
	아르헨티나	3	1.8	1	0.0		
	벨라루스	2	2.4				
	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				
	이란	1	1.0	1	1.1		
	대만	1	1.0			5	4.2
	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		433	415.2	64	71.7	214	115.7

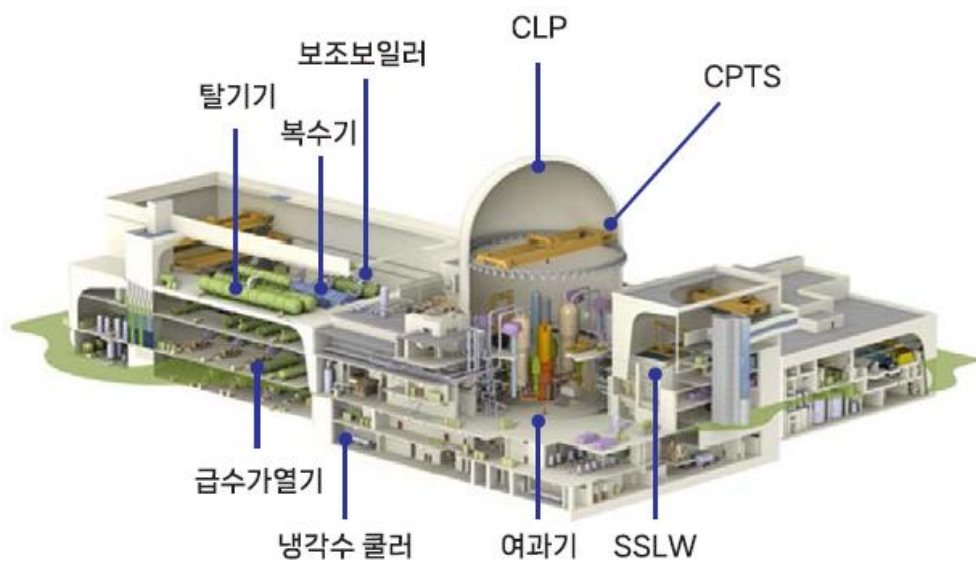
자료: IAEA, 에너지경제연구원, iM증권 리서치본부

그림24. 원자력발전 개념도



자료: 한전원자력연료, iM증권 리서치본부

그림25. APR1400 원자력발전소 단면도



자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

IV. 트럼프 2.0 시대 미국 LNG 수출 확대로 인하여 트레이딩 비즈니스 기회가 다가온다

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 및 천연가스 개발과 생산에 나서면서 LNG 수출이 확대될 것이다.

이에 따라 올해 1월 트럼프 대통령 취임과 동시에 미국 에너지 해방(Unleashing American Energy) 행정명령을 발표하며, 에너지부로 하여금 바이든 정부 시절 중단되었던 신규 LNG 수출 허가를 전면 재개할 것을 지시하였다.

이어서 2월과 3월에는 커먼웰스(Commonwealth) LNG 수출 터미널 프로젝트와 루이지애나 소재 칼카슈 패스 2(Calcasieu Pass 2) LNG 수출 터미널 프로젝트에 대한 비FTA국가 대상 조건부 수출 면허를 연이어 승인하였다.

많은 수백 억 달러에 달하는 LNG 수출 터미널 프로젝트에 대한 최종 투자 결정(FID) 도달을 위해서는 에너지부의 수출 승인이 사실상 핵심 선결조건인 점을 감안하면 이는 단순한 행정 절차 이상의 의미를 넘어, 프로젝트의 상업성 확보와 금융 조달, EPC 계약 체결 등 실질적인 사업 추진을 가능케 하는 신호탄이 될 것으로 보인다.

이에 따라 최근 발표된 일련의 LNG 수출 승인과 인프라 관련 조치들이 그간 지연돼 왔던 미국 내 LNG 인프라 투자가 본격적으로 재개될 수 있는 기반을 마련하였다.

미국 에너지부에 따르면, 미국은 현재 명실공히 세계 최대 천연가스 생산국이자 세계 최대 LNG 수출국으로, 2024년 한 해 11.9 bcf/d(10억 입방피트/일)의 LNG를 수출하며, 2년 째 세계 최대 LNG 수출국 지위를 유지하고 있다.

한편 에너지정보청(EIA)은 미국 내 3곳의 신규 LNG 수출 터미널 프로젝트가 연내 본격 가동 개시 됨에 따라, 올해 미국의 LNG 수출량이 14.2 bcf/d에 달할 것으로 전망했으며, 2030년까지 현재 건설 단계에 있는 미국 내 모든 LNG 수출 프로젝트가 상업 생산을 시작할 경우 수출량은 최대 26 bcf/d까지 확대 될 것으로 예상하였다.

이러한 환경하에서 트럼프 2.0 시대 미국의 무역적자 개선을 위해 관세 관련 협상 뿐만 아니라 방위비 협상 등과도 연계될 가능성이 높다. 이에 대한 가장 효과적인 대응방안으로 미국산 LNG 수입을 증가시켜 그만큼 대미 무역수지 흑자규모를 줄이는 것이다.

2023년 기준 우리나라의 가스 국가별 도입비중은 호주 1,042만톤(24%) 카타르 860만톤(20%) 말레이시아 611만톤(14%), 미국 512만톤(12%), 오만 497만톤(11%) 인도네시아 291만톤(7%), 러시아 165만톤(4%) 순이다.

무엇보다 한국가스공사는 1990년대부터 이어온 카타르 및 오만 등과 장기 계약을 끝내고 도입선을 조정 중에 있다. 이에 따라 900만톤 이상을 미국산 LNG로 대체할 가능성이 높아질 것이다.

미국산 LNG의 경우 통상 천연가스 배관망이 모여 있는 루이지애나주 헨리허브 지역의 현물 시장 가격을 기준으로 수입하는데 반하여 중동산 LNG는 유가 연동 방식으로 수입 가격이 정해진다. 최근 미국산 LNG의 물류 등 도입 비용을 포함해도 유가연동에 비해 저렴한 편이기 때문에 미국산 LNG 도입 등이 가속화되면 원가하락으로 이어지면서 미수금을 감소시킬 수 요인이 될 수 있을 것이다.

또한 미국 LNG 수출프로젝트의 경우 대부분이 목적지제한조항을 포함하지 않아 계약 체결 시 동사가 수급 조절 능력을 제고할 수 있을 뿐만 아니라, LNG 트레이딩 등도 가능하여 수익 창출도 추구할 수 있을 것이다. 무엇보다 동사는 일본 전체보다는 용량이 적지만, 단일 업체 규모로는 글로벌 최대 용량의 저장시설을 보유하고 있어서 매우 많은 용량을 트레이딩용으로도 활용이 가능하다.

일본의 경우 장기계약을 국내 사용량 이상으로 체결한 뒤 여분 물량을 해외에 재판매하는 트레이딩 등으로 2023년 한해 최소 140억 달러의 수익을 냈다.

다른 한편으로는 알래스카 LNG 프로젝트의 경우 LNG 구매와 더불어 수출용 LNG 터미널 및 가스관 건설로 구성되는데, 동사의 경우 여타 자원개발 사례와 마찬가지로 개발 단계 지분 투자를 통해 off-take 물량을 확보하는 방향으로 전개될 것으로 예상됨에 따라 리스크는 제한적인 반면에 향후 수익성 등을 추구할 수 있을 것이다.

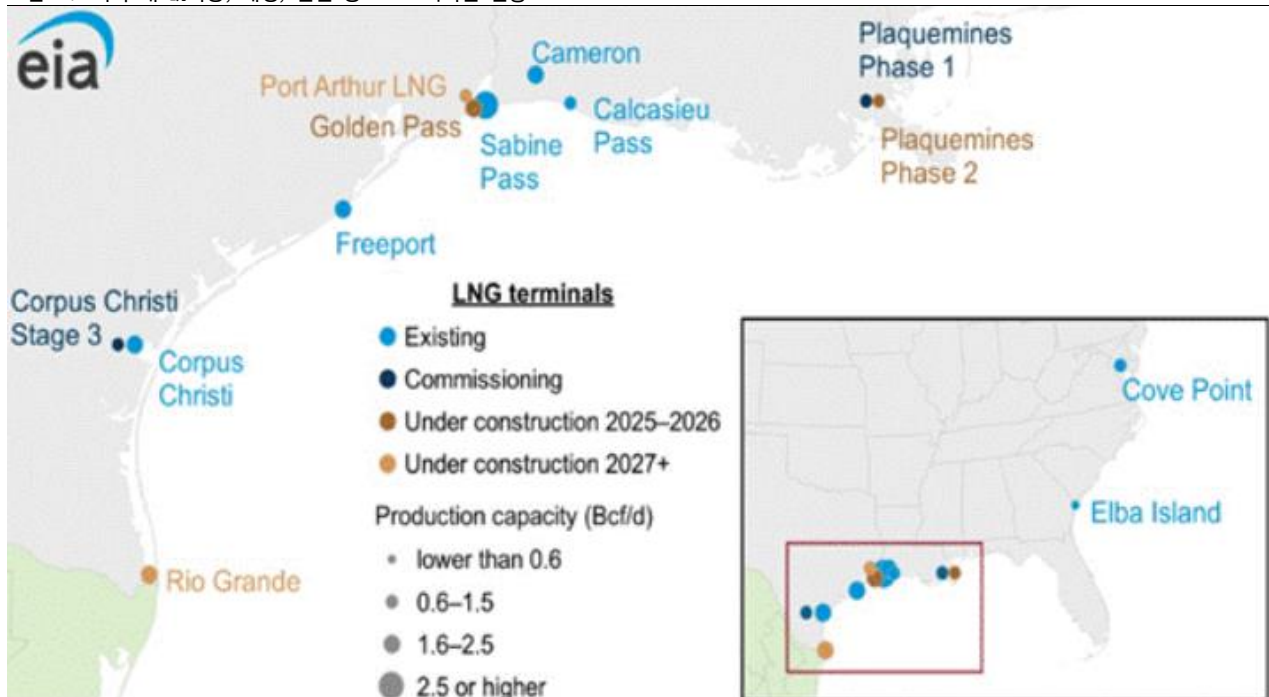
이에 따라 미국산 LNG 수입 증가로 트레이딩 등으로 비즈니스를 확대할 수 있는 기업이나 LNG 관련 프로젝트 증가로 신규수주가 확대될 수 있는 기업에 주목해야 한다.

표19. 미국 내 가동 예정, 건설 중 LNG 터미널 현황

터미널 명	용량(bcf/d)	생산시점	운영사	
'25년 본격 가동 예정	Plaquemines LNG Phase 1	1.3	'24년 말 상업생산 및 선적 개시	Venture Global LNG
	Plaquemines LNG Phase 2	1.3	'25년 9월 상업생산 및 수출 개시 목표	
	Corpus Christi Liquefaction Stage 3	1.3	'24년 12월 상업생산, '25년 2월 최초 선적 총 7개 트레인 중 '25년 3개, '26년 하반기 나머지 4개 트레인 가동 시작 예정	Cheniere Energy
건설 중 ('26~'28년)	Golden Pass Train 1	0.7	'26년 상반기 상업생산 및 선적 개시 예정	QatarEnergy, ExxonMobil
	Golden Pass Train 2	0.7	'26년 하반기 상업생산 및 수출 개시 목표	
	Golden Pass Train 3	0.7	'27년 상반기 상업생산 및 수출 개시 목표	
	Port Arthur LNG Phase 1	1.6	'27년 상업생산 및 수출 개시 목표	Sempra Energy
	Rio Grande LNG Phase 1 Train 1,2,3	2.2	총 3개 트레인 중 '27년 2개, '28년 나머지 1개 트레인 가동 시작 예정	NextDecade Corporation

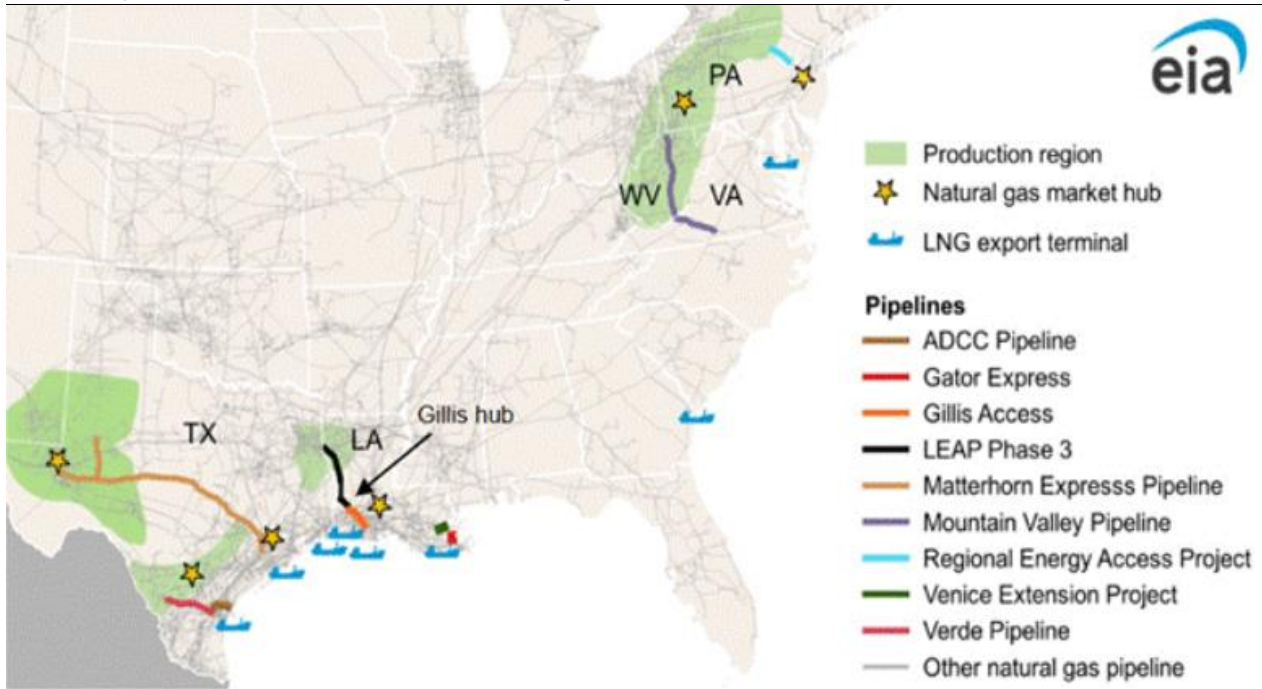
자료: EIA(2025.3), KOTRA, iM증권 리서치본부

그림26. 미국 내 가동, 예정, 건설 중 LNG 터미널 현황



자료: EIA(2025.3), iM증권 리서치본부

그림27. 미국 내 천연가스 파이프라인 인프라 및 프로젝트 현황



자료: EIA(2025.3), iM증권 리서치본부

표20. 미국 내 FID 전 단계 LNG 터미널 현황

터미널 명	용량(bcf/d)	'25년 목표	운영사
Cameron LNG Train 4	0.9	FID	Cameron LNG
Woodside Louisiana	3.6	FID	Woodside Energy
Commonwealth LNG	1.2	FID	Kimmeridge
Corpus Christi Stage 4	0.4	FID	Cheniere Energy
CP2	2.7	FID	Venture Global
Delfin LNG	1.6	FID(잠재)	Delfin Midstream
Lake Charles LNG	2.2	에너지부 수출 승인, FID(잠재)	Energy Transfer, LP
Freeport LNG Train 4	0.7	SPA*	Freeport LNG Development, L.P.
Texas LNG	0.6	SPA, FID(잠재)	Glenfame Energy Transition, LLC
Gulf LNG	1.4	FID(잠재)	Kinder Morgan
Alaska LNG	2.6	FEED* 결과 스터디	Alaska Gasline Development Corporation (AGDC)

주1) SPA: 장기 판매·구매계약(Sales and Purchase Agreement)

주2) FEED: 기본설계(Front End Engineering Design)

자료: Evaluate Energy(2025.1), KOTRA, iM증권 리서치본부

그림28. 미국 헨리 허브(Henry Hub)) 가격 추이



자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림29. 미국 알래스카 LNG 가스관 위치



자료: Alaska LNG, iM증권 리서치본부

VI. 트럼프 2.0 시대 패러다임 변화로 유럽, 중동, 동남아 등 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.

2024년 기준 EU의 방위비 지출액은 3,260억 유로로 지난 3년간 30% 증가하였을 뿐만 아니라, NATO 유럽 회원국의 무기수입은 2015~19년 기간대비 2020~24년 사이에 두 배 이상 급증하였다. 이 중 64%를 미국산이 차지하여 다른 공급국 비중(프랑스와 한국 각각 6.7%, 독일 4.7%, 이스라엘 3.9%)을 크게 상회하였다.

이럼에도 불구하고 트럼프 대통령 1기 재임시절 NATO 방위비 분담금 증액을 압박한데 이어 2기 대통령 당선 이후에도 GDP 대비 5%의 방위비 지출을 요구하고 있다.

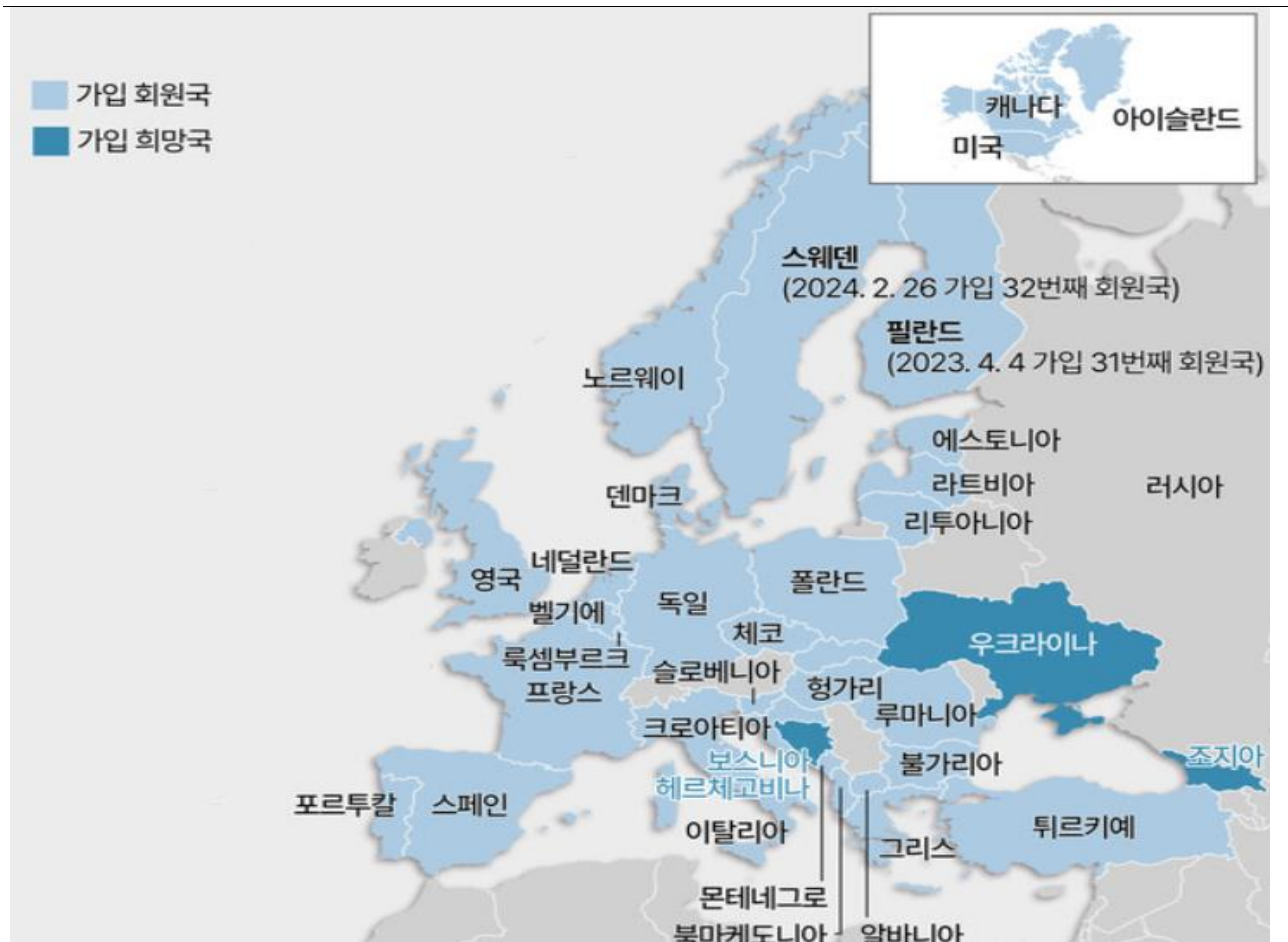
트럼프 2.0 시대에는 유럽의 이익 수호 의지를 바탕으로 미국 의존도를 줄이면서 유럽 스스로 안보 자립을 달성하는 유럽 자강론을 강화할 것이다.

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

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

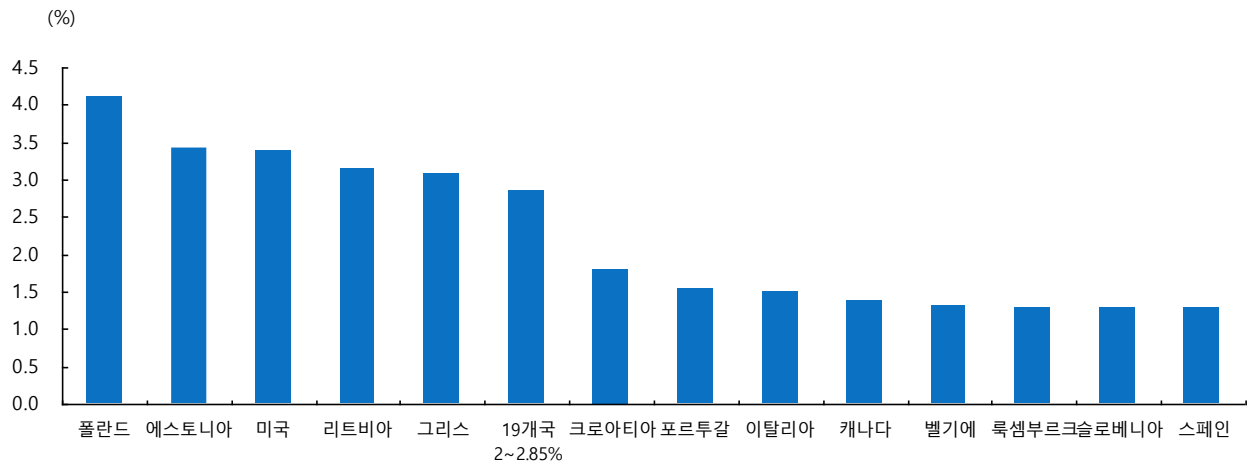
이렇듯 국방비 지출 확대가 예상되는 지역인 유럽, 중동, 동남아, 미국 등으로 방산수출이 가능한 기업들을 주목해야 할 것이다.

그림30. NATO 총 32 개 회원국



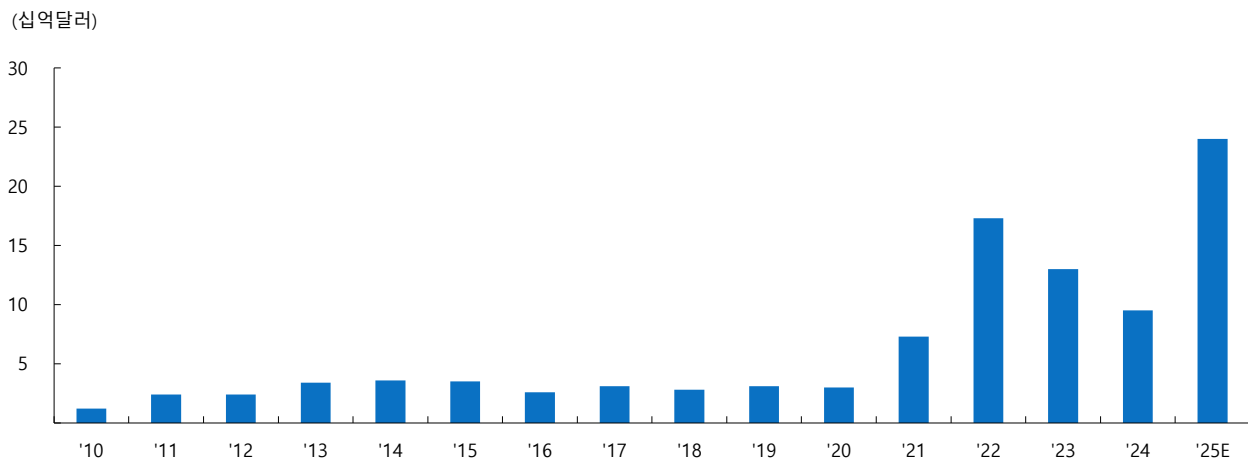
자료: NATO, AFP, iM증권 리서치본부

그림31. NATO 회원국 GDP 대비 방위비 지출 현황(2024년 6월 12일 기준)



자료: NATO, iM증권 리서치본부

그림32. 한국 방산수출 수주액 추이 및 전망



자료: 국방부, 통계청, iM증권 리서치본부



기업분석20

1. 홀딩스(지주)

삼성물산(028260), SK (034730), CJ (001040)

2. 인공지능(AI)·로봇

고영(098460), 삼성에스디에스(018260),
제이브이엠(054950), 롯데이노베이트(286940), 미래에셋벤처투자(100790)

3. 원전

두산에너지빌리티(034020), 한전기술(052690), 태웅(044490)

4. LNG

한국가스공사(036460), 포스코인터내셔널(047050), 지역난방공사(071320)

5. Security(안보)

SNT다이내믹스(003570), 엠앤씨솔루션(484870), 비츠로셀(082920)

6. Hotel(호텔), 의료기기

서부T&D (006730), 휴메딕스(200670), 디오(039840)

삼성물산 (028260)

2025.06.23

삼성그룹 지배구조 혁신 수혜 및 SMR 사업 확대

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

삼성그룹 이해상충 우려 해소를 기반으로 지배구조 혁신⇒동사 밸류에이션 리레이팅 기반 마련

이병철·이건희 회장에 이어, '22.10월 이재용 삼성전자 회장으로 취임하면서 본격적인 3세 경영 시대를 맞이하였다. 삼성준법감시위원회를 설치하는 등 이재용 회장은 향후 지배구조 혁신으로 경영 명분을 이어나갈 것으로 예상된다. 여기에서 지배구조는 기업이라는 경제활동의 단위를 둘러싼 여러 이해관계자간의 관계를 조정하는 메커니즘 즉, 경영 의사결정 규율 메커니즘이므로 지배구조는 소유구조와는 엄연히 다른 의미다.

먼저 '24.11월 삼성전자는 이사회를 열고 향후 1년간 총 10조 원의 자사주를 분할 매입하는 계획을 의결하였다. 이처럼 총 10조 원의 자사주를 분할 매입하는 것은 삼성전자가 향후 지배구조를 개선하겠다는 신호를 주식시장에 전달하는 것이다.

또한 지난 5월 삼성바이오로직스는 CDMO사업을 담당한 기존 회사를 존속법인으로 바이오시밀러와 신약개발 자회사인 삼성바이오에피스를 지배하는 삼성에피소홀딩스를 신설회사로 인적분할한다고 공시하였다. 통상 CDMO 사업의 주요 고객사인 빅파마들은 신약개발 노하우와 제조기술이 유출될 우려 때문에 위탁사에 R&D 경영 금지를 요구한다. 이렇게 인적분할을 하게 되면 신약 개발 사업 진출 및 삼성바이오로직스 CDMO 수주의 최대 걸림돌인 고객사와의 이해상충 문제도 해결할 수 있다. 이를 통하여 지배구조 개선 효과가 나타날 것이다.

그동안 R&D 사업을 영위하는 삼성바이오에피스의 가치가 삼성바이오로직스를 거쳐 반영되었는데, 이러한 지배구조 개편을 통하여 고부가가치 산업인 신약 R&D 사업 가치가 보다 직접으로 동사에 반영되면서 수혜가 예상된다.

무엇보다 지주회사인 삼성에피소홀딩스는 100% 자회사인 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 사업을 기반으로 투자 재원을 마련하고 R&D 투자 및 M&A 등으로 신약 개발까지 사업 분야를 확장해 나갈 예정이므로 동사 밸류에이션 리레이팅에 기반을 마련할 것이다.

한편, 삼성전자의 경우 DS부문에서는 위탁생산을 하는 파운드리 사업부와 설계를 하는 시스템LSI 사업부를 모두 가지고 있다. 이에 따라 설계 전문 고객사와의 이해상충 발생으로 파운드리 사업부 수주의 걸림돌로 작용할 수 있을 것이다. 무엇보다 파운드리 사업부에서는 연내 2나노 양산을 준비하고 있어서 분할 등 지배구조 혁신 등을 통하여 성장의 기반을 마련할 것으로 예상된다.

SMR 사업 확대 가시화로 글로벌 SMR 업체로서 성장성 가속화

루마니아 SMR 사업의 경우 NuScale이 '25.5월 77MW에 대한 미국 NRC 승인 취득과 더불어 동사는 올해말까지 FEED 공동 수행 중으로 향후 EPC 연계 수주가 가시화 될 것이다. 또한 '24.12월 스웨덴 개발사(Karnfull Next), '25.4월 에스토니아 개발사(Fermi Energia) 등과 사업협약 체결 등을 통하여 북유럽 국가에서 추진 중인 GE-Hitachi 노형의 SMR 사업참여를 확대하고 있다. 이렇듯 루마니아 SMR 사업 및 에스토니아, 스웨덴 등 유럽 SMR 사업 등을 통하여 글로벌 SMR 시장 주도권 선점 및 입지 확대를 추진하고 있어서 성장성 등이 가속화 될 것이다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	188,000원(유지)
증가(2025.06.20)	161,900원
상승여력	16.1 %

Stock Indicator	
자본금	19십억원
발행주식수	17,144만주
시가총액	28,276십억원
외국인지분율	26.9%
52주 주가	108,300~173,200원
60일평균거래량	426,823주
60일평균거래대금	61.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	30.1	30.5	38.5	19.8
상대수익률	14.0	15.9	12.8	12.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	42,103	41,156	42,415	44,073
영업이익(십억원)	2,983	3,041	3,221	3,511
순이익(십억원)	2,230	2,237	2,345	2,519
EPS(원)	12,280	12,479	13,080	14,050
BPS(원)	173,324	189,014	205,868	227,033
PER(배)	9.3	13.0	12.4	11.5
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	6.8	7.6	8.9	10.8
배당수익률(%)	2.3	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	4.9	7.0	7.4	7.0

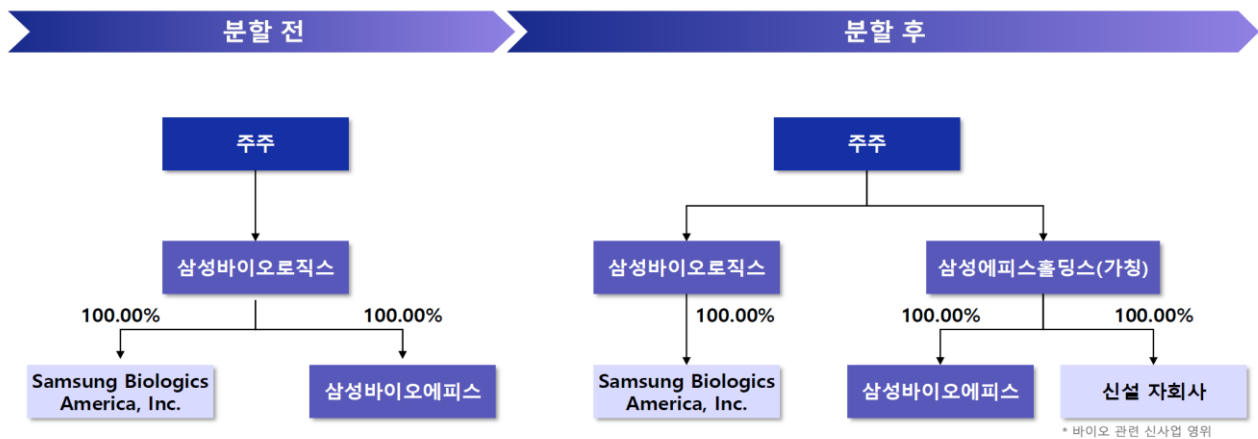
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 삼성바이오로직스 분할구도

	존속법인	신설법인
회사	삼성바이오로직스 주식회사	삼성에피스홀딩스(가칭) 주식회사
사업부문	CDMO 사업부문	자회사 등의 관리 및 신규투자
주요 자회사	Samsung Biologics America, Inc. 등	삼성바이오페시스
분할비율	0.6503913	0.3496087
자본금	115,727 백만원	62,208 백만원
액면가액	2,500 원	2,500 원
발행주식총수	보통주: 46,290,951 주	보통주: 24,883,049 주

자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

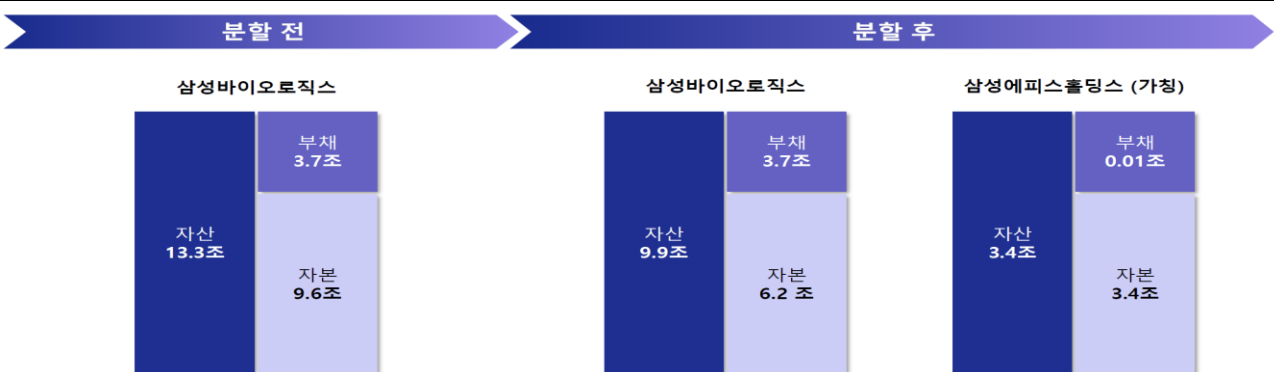
그림2. 삼성바이오로직스 분할구조



* 주요 주주: 삼성물산 43.06%, 삼성전자 31.22% 등 (25년 1분기보고서 기준)

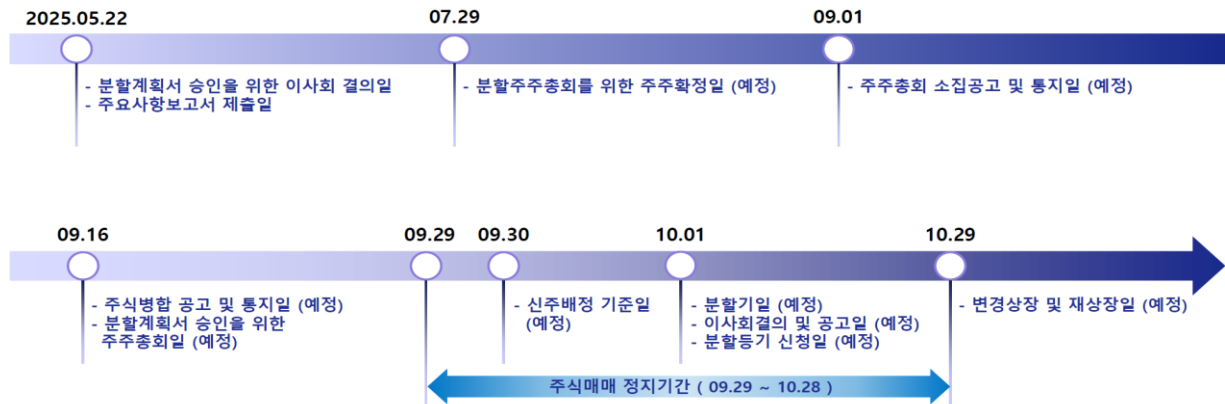
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림3. 삼성바이오로직스 분할전후 재무구조



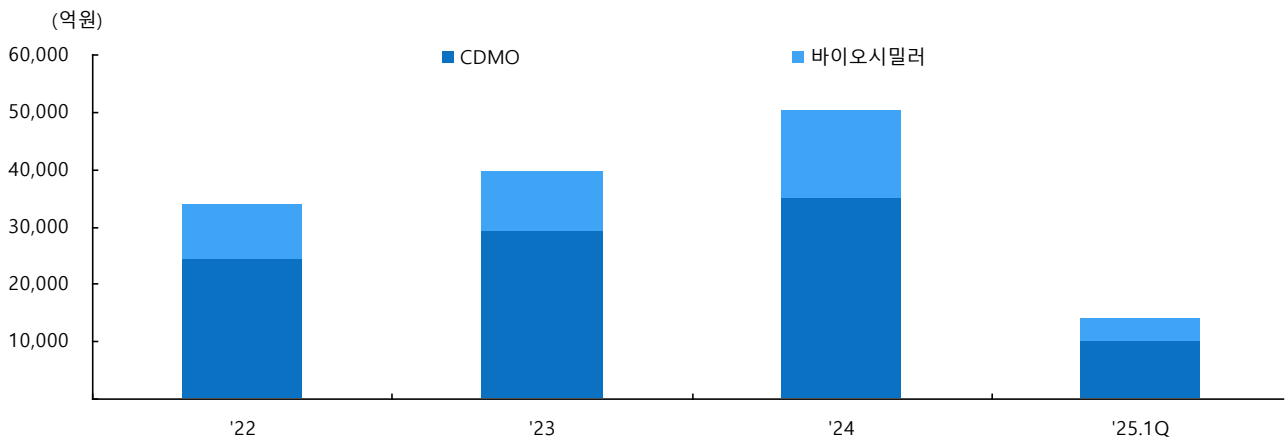
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림4.삼성바이오로직스 분할일정



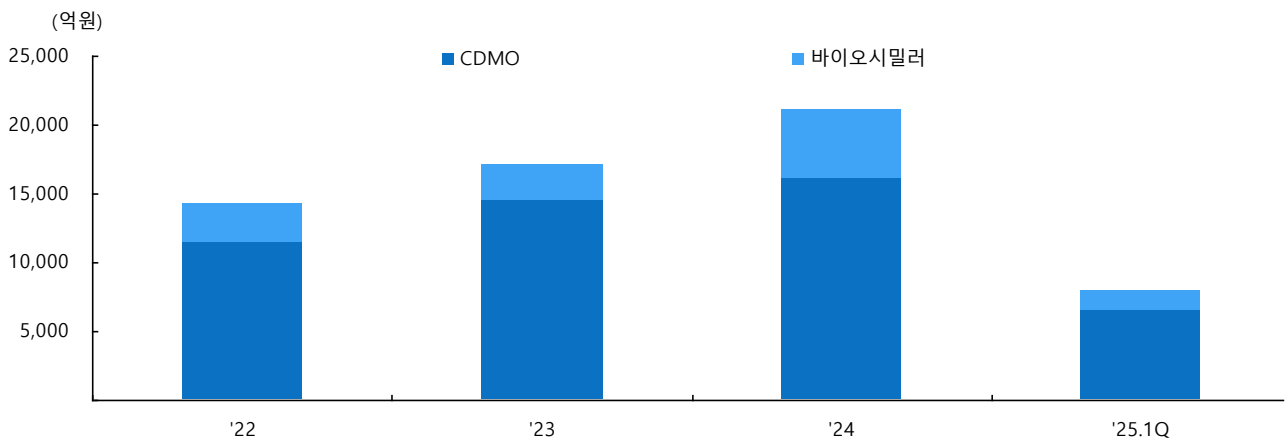
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림5.삼성바이오로직스 사업부분별 매출액 추이



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림6.삼성바이오로직스 사업부분별 EBITDA 추이



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

표1. 삼성바이오로직스 2024년 실적 현황

구분		2024년	2023년	전년 대비 성장률
연결기준	매출액	4조 5,473억원	3조 6,946억원	23%
	영업이익	1조 3,201억원	1조 1,137억원	19%
삼성 바이오로직스	매출액	3조 4,971억원	2조 9,388억원	19%
	영업이익	1조 3,214억원	1조 2,042억원	10%
삼성 바이오에피스	매출액	1조 5,377억원	1조 203억원	51%
	영업이익	4,354억원	2,054억원	112%

자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림7. 삼성에피스홀딩스 기업가치 상승 전략



자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림8. 삼성에피스홀딩스 신사업 진출 전략



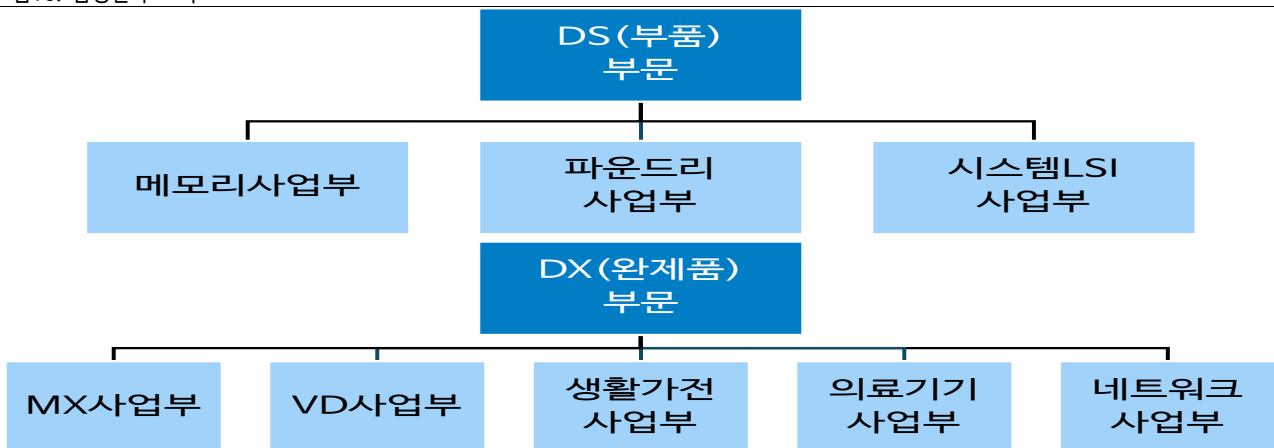
자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

그림9. 삼성에피소홀딩스 성장전략

성장 방향	투자 분야	투자 자금
✓ 신규 Modality 개발 플랫폼 구축 ✓ 다수의 후보제품 개발해 License Out, 공동개발 추진 	✓ 고성장 예상되는 신규 Modality 개발 기술 중심 ✓ 국내외 바이오텍과의 협력, 적극적으로 검토 	✓ 안정적인 Cash 창출하는 바이오에피스 배당 활용 

자료: 삼성바이오로직스, iM증권 리서치본부

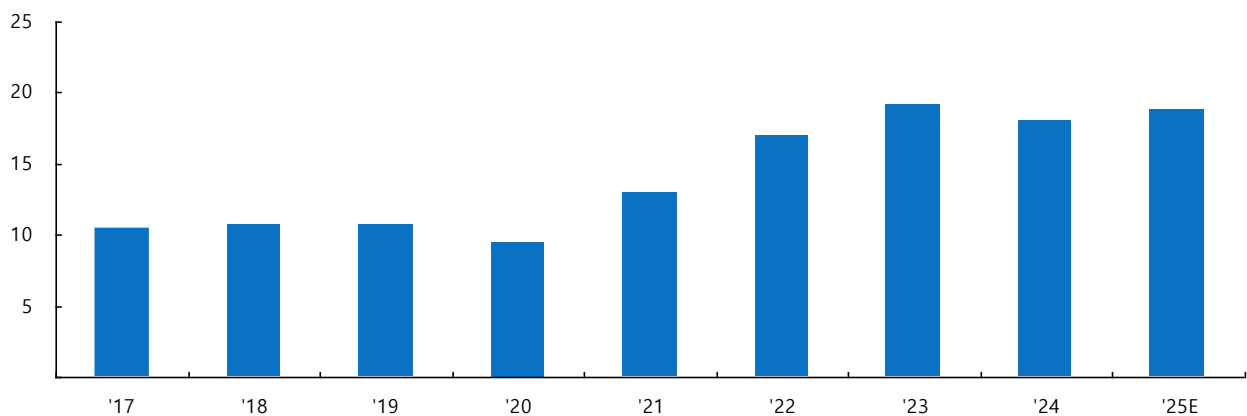
그림10. 삼성전자 조직도



자료: 삼성전자, iM증권 리서치본부

그림11. 삼성물산 건설부문 연도별 신규수주 추이

(조원)



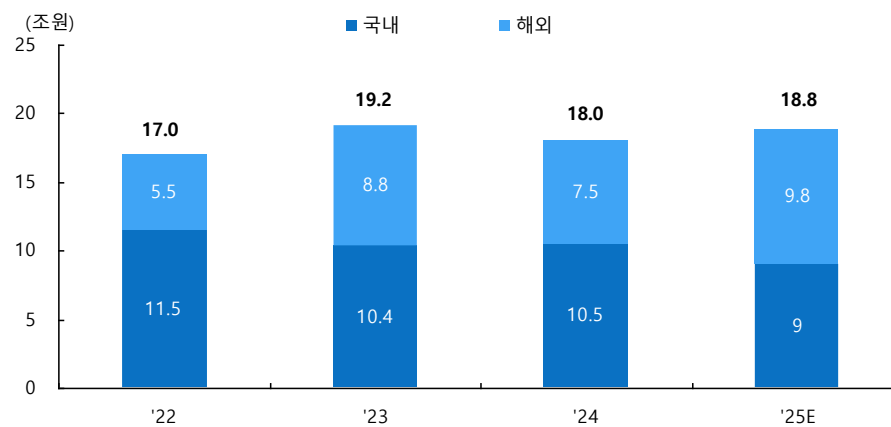
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림12. 삼성물산 건설부문 주력 시장 및 상품



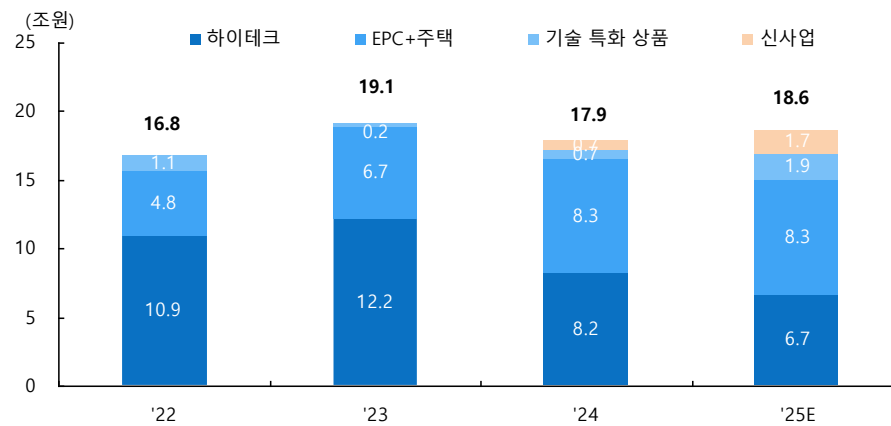
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림13. 삼성물산 건설부문 국내 및 해외 수주 추이



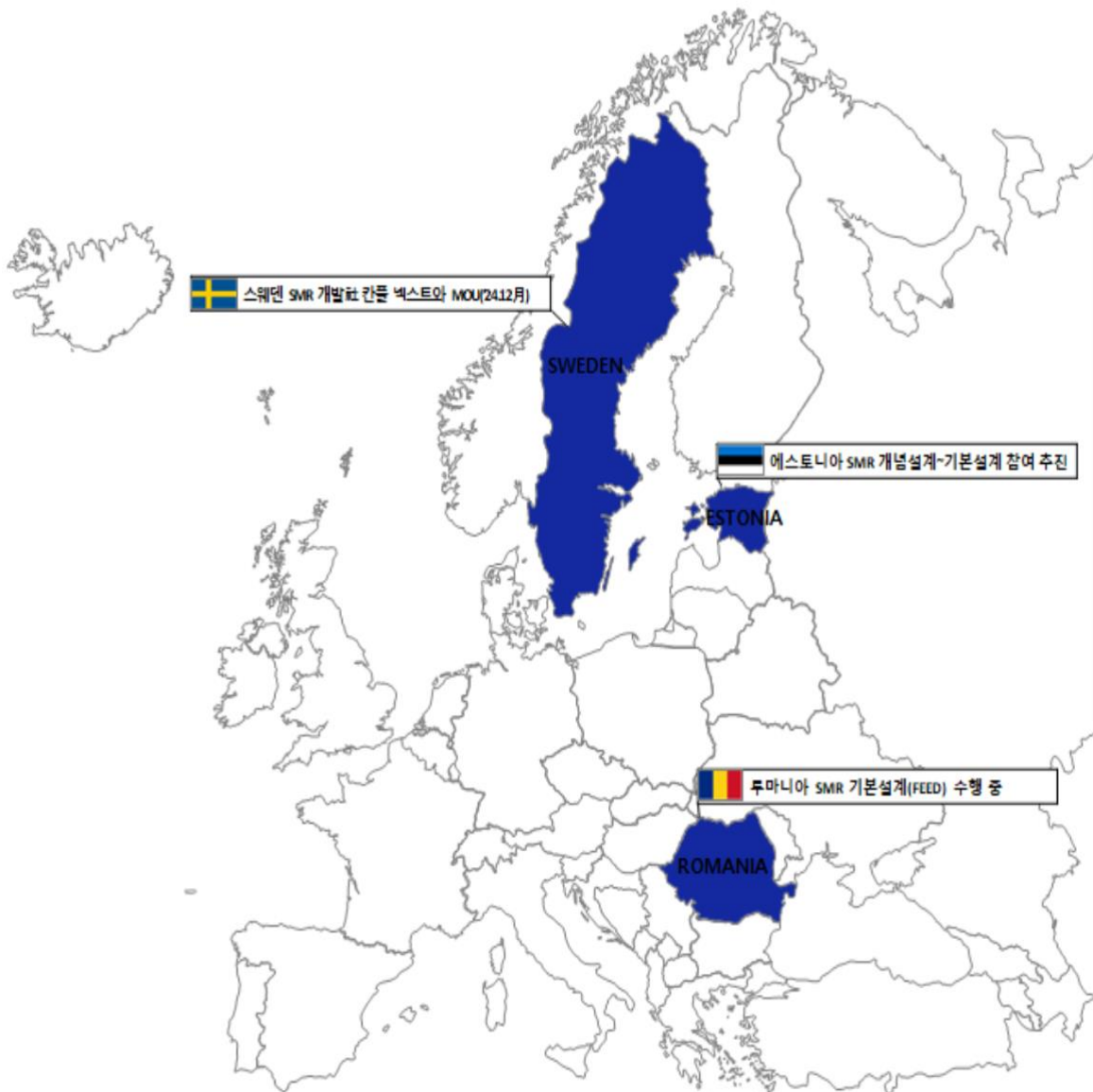
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림14. 삼성물산 건설부문별 수주 추이(레저 GSS(조경) 제외)



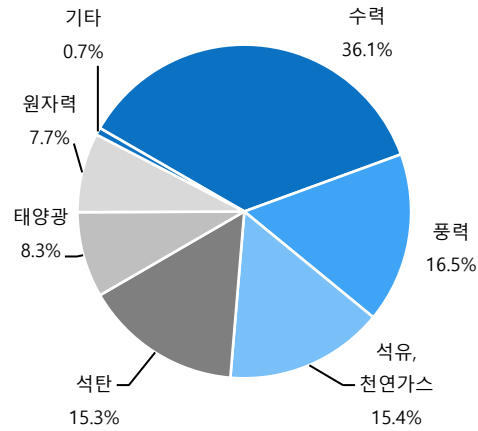
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림15.삼성물산 SMR 사업 유럽시장 참여 현황



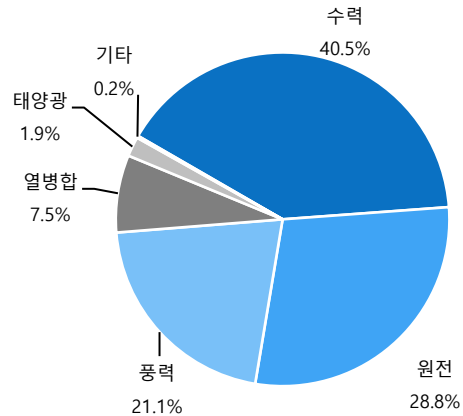
자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

그림16. 루마니아 발전원 비중(2023년 8월 설치용량 기준)



자료: 루마니아 에너지부, iM증권 리서치본부

그림17. 스웨덴 발전원 비중(2023년 기준)



자료: 스웨덴 에너지청, iM증권 리서치본부

표2. 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

표3. 삼성물산 3 개년 배당 추이

구분	2022	2023	2024
주당 배당금(보통주)	2,300원	2,550원	2,600원
배당금 총액	3,764억원	4,173억원	4,255억원

자료: 삼성물산, iM증권 리서치본부

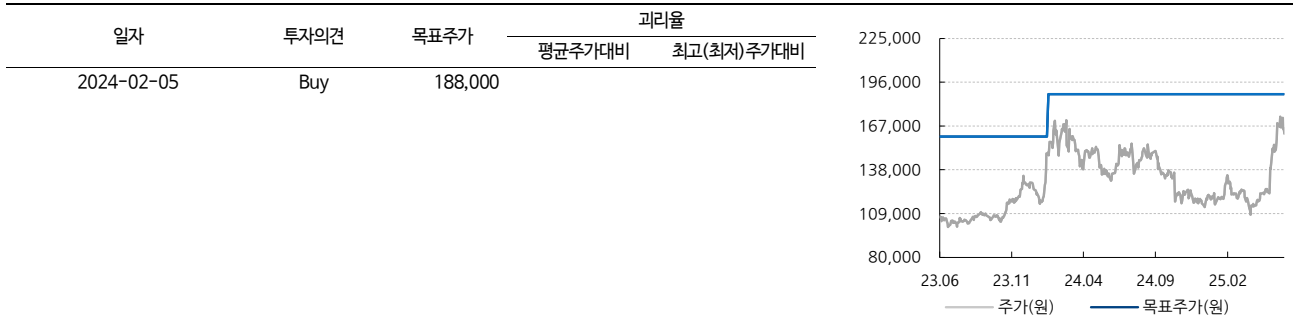
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	20,181	21,740	23,526	26,652	매출액	42,103	41,156	42,415	44,073
현금 및 현금성자산	3,622	3,231	2,074	2,793	증가율(%)	0.5	-2.2	3.1	3.9
단기금융자산	1,575	1,123	801	572	매출원가	34,996	34,081	35,088	36,337
매출채권	9,264	11,077	13,326	14,654	매출총이익	7,108	7,075	7,327	7,736
재고자산	5,126	6,011	7,164	8,366	판매비와관리비	4,124	4,034	4,106	4,224
비유동자산	41,809	43,972	46,312	47,793	연구개발비	306	299	309	321
유형자산	8,650	9,729	9,985	10,384	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	6,187	6,187	6,187	6,187	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	61,990	65,713	69,838	74,445	영업이익	2,983	3,041	3,221	3,511
유동부채	14,747	15,114	15,648	15,850	증가율(%)	3.9	1.9	5.9	9.0
매입채무	2,438	2,383	2,456	2,552	영업이익률(%)	7.1	7.4	7.6	8.0
단기차입금	822	822	822	822	이자수익	225	188	124	146
유동성장기부채	1,276	1,276	1,276	1,276	이자비용	224	224	224	224
비유동부채	9,985	9,985	9,985	9,985	지분이익(손실)	56	56	56	56
사채	1,616	1,616	1,616	1,616	기타영업외손익	606	632	696	675
장기차입금	126	126	126	126	세전계속사업이익	3,722	3,734	3,913	4,204
부채총계	24,732	25,098	25,633	25,835	법인세비용	950	953	999	1,074
자배주주지분	31,069	33,881	36,902	40,696	세전계속이익률(%)	8.8	9.1	9.2	9.5
자본금	19	19	19	19	당기순이익	2,772	2,780	2,914	3,130
자본잉여금	10,695	10,695	10,695	10,695	순이익률(%)	6.6	6.8	6.9	7.1
이익잉여금	14,014	15,830	17,753	19,849	자배주주귀속 순이익	2,230	2,237	2,345	2,519
기타자본항목	6,340	7,338	8,435	10,133	기타포괄이익	-5,003	-5,003	-5,003	-5,003
비자배주주지분	6,190	6,733	7,303	7,914	총포괄이익	-2,231	-2,222	-2,088	-1,872
자본총계	37,259	40,615	44,205	48,610	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	3,307	4,604	3,965	3,933	주당지표(원)				
당기순이익	2,772	2,780	2,914	3,130	EPS	12,280	12,479	13,080	14,050
유형자산감가상각비	933	920	744	602	BPS	173,324	189,014	205,868	227,033
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS	17,417	17,614	17,232	17,407
지분법관련손실(이익)	56	56	56	56	DPS	2,600	2,600	2,600	2,600
투자활동 현금흐름	-1,759	-7,287	-7,417	-7,509	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-1,586	-	-	-	PER	9.3	13.0	12.4	11.5
무형자산의 처분(취득)	-164	-	-	-	PBR	0.7	0.9	0.8	0.7
금융상품의 증감	7,069	-27	-27	-27	PCR	6.6	8.1	8.2	8.2
재무활동 현금흐름	-1,298	-671	-667	-667	EV/EBITDA	4.9	7.0	7.4	7.0
단기금융부채의증감	-2,071	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,438	-	-	-	ROE	6.8	7.6	8.9	10.8
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	9.3	9.6	9.3	9.3
배당금지급	-419	-426	-422	-422	부채비율	66.4	72.5	79.8	94.7
현금및현금성자산의증감	503	-392	-1,157	719	순부채비율	-3.6	-1.5	3.0	1.6
기초현금및현금성자산	3,120	3,622	3,231	2,074	매출채권회전율(x)	4.8	4.5	4.6	4.6
기말현금및현금성자산	3,622	3,231	2,074	2,793	재고자산회전율(x)	8.8	8.1	8.3	8.4

자료 : 삼성물산, iM증권 리서치본부

삼성물산 투자 의견 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 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

SK (034730)

2025.06.23

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

이재명 정부 상법 및 자본시장법 개정 동사 최대 수혜

이사의 주주이익 충실의무 상법 개정이 이루어지면 주주간 이해상충
우려감 해소⇒ 구조적인 할인을 축소로 동사 밸류에이션 리레이팅

동사와 같은 지주회사의 경우 지주회사와 자회사 중복상장으로 인하여 유동성 할인이 불가피한 상황에서 태생적으로 지주회사 주주와 자회사 주주간 이해상충이 발생할 가능성이 높다. 또한 지주회사 및 자회사 기업구조 및 소유구조 개편 과정에서 원래 목적인 기업가치 향상을 도모하기 보다는 계열분리 및 승계, 지배권 강화, 법률위험 회피 등 지배주주의 사적 이익을 증진시키기 위한 수단으로 주로 이용하기 때문에 소액주주와의 이해상충 발생으로 대리인 비용이 자주 발생한다.

이와 같이 지주회사의 경우 자회사 중복상장 환경하에서 소유구조 개편 등이 자주 발생하거나 향후에도 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 반영되면서 할인율이 심화되고 있는 것이다.

이러한 환경하에서 이재명 정부에서는 상법개정 등을 통해 이사의 주주이익 충실의무 도입을 추진 중에 있다. 이사의 주주이익 충실의무가 도입된다면 대리인 비용(agency cost) 구도를 지배주주 對 소액주주로 변화시키는 패러다임 전환을 의미하는 것이다. 즉, 이사가 지배주주의 사적 이익을 위해 소액주주에 불리한 결정을 할 경우 상법상 손해배상 책임 또는 형법상 업무상 배임죄를 물을 수 있는 법적 근거를 마련하는 것이다.

이에 따라 이사의 주주이익 충실의무 상법 개정이 이루어지면 주주간 이해상충 상황이 발생할 수 있다는 우려감 등이 해소되면서 구조적으로 할인을 축소로 이어짐에 따라 동사의 밸류에이션이 리레이팅 될 수 있다.

이재명 정부에서는 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 근거를
마련할 예정 ⇒ 주주환원으로 유도하면서 자사주 소각 기대감 반영

이재명 정부에서는 상장회사 자사주에 대한 원칙적 소각 근거를 마련하고 기보유 자사주에 대해서는 합리적 규제를 부과할 예정이다. 이에 따라 자본시장법을 개정하여 회사의 자기주식의 취득은 상여금 지급, 주식보상 등을 제외하고는 소각을 목적으로 한 경우에만 허용하고, 일정기간 이내에 모두 소각하도록 원칙을 제시하는 방안이 유력시 된다.

또한 기보유 자사주에 대해서는 유예기간을 충분히 부여하되, 자사주 처분 시 신주발행 절차를 준용하여 심사를 거치도록 하는 한편 합병, 분할 시 신주 배정을 포함하여 자사주 권리를 정지시키는 방안을 검토할 예정이다.

이에 따라 동사와 같이 자사주 보유비중이 큰 상장회사에 대하여 주주환원 측면에서 주주들의 자사주 소각 요구가 커지면서 자사주 24.8%의 일정부분에 대하여 소각 등을 기대할 수 있을 것이다.

목표주가 260,000원으로 상향

동사의 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 260,000원으로 상향한다. 투자지분 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가액에 50% 할인을 적용하여 산출하였다.

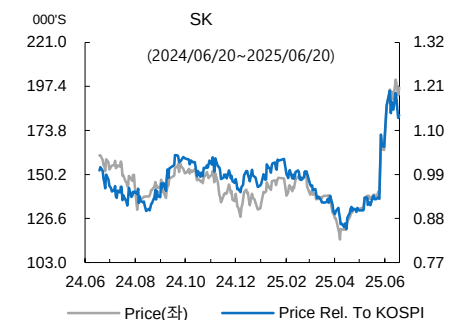
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	260,000원(상향)
종가(2025.06.20)	196,700원
상승여력	32.2%

Stock Indicator	
자본금	16십억원
발행주식수	7,250만주
시가총액	14,261십억원
외국인지분율	23.7%
52주 주가	115,400~201,000원
60일평균거래량	229,036주
60일평균거래대금	37.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	41.1	41.9	47.1	22.6
상대수익률	25.0	27.3	21.4	14.9

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	124,690	126,343	131,470	136,297
영업이익(십억원)	2,355	4,040	5,812	7,812
순이익(십억원)	-1,293	555	1,022	1,614
EPS(원)	-17,618	7,589	13,984	22,086
BPS(원)	343,711	378,826	390,335	414,947
PER(배)		25.9	14.1	8.9
PBR(배)	0.4	0.5	0.5	0.5
ROE(%)	-5.6	2.0	3.1	4.1
배당수익률(%)	4.2	3.4	3.4	3.4
EV/EBITDA(배)	6.0	5.0	4.4	3.8

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 더불어민주당 이사의 충실의무 상법개정안

구분	현행	개정안
제382조의3 (이사의 충실의무)	이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사를 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다.	① 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사 및 전체 주주의 이익을 위하여 그 직무를 충실하게 수행하여야 한다. ② 이사는 그 직무를 수행함에 있어 주주의 이익을 공정하게 보호 하여야 하고, 특정 주주의 이익을 우선하여서는 아니 된다.

자료: 국회, iM증권 리서치본부

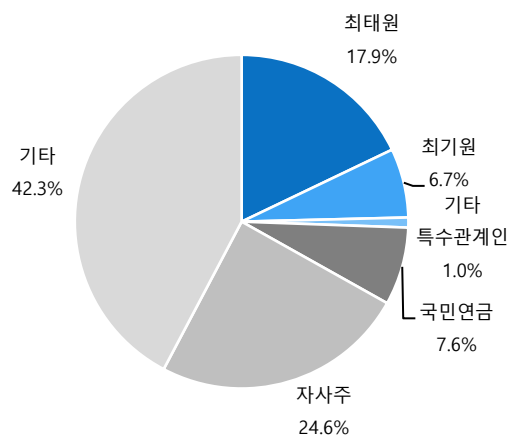
표2. SK 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

투자지분가치	237,994
영업가치(사업가치 + 브랜드로열티+임대료수익 등)	30,740
순차입금	125,574
NAV	143,160
발행주식수(자사주 제외)	54,520,349
주당 NAV(원)	262,581

자회사	지분율	자회사 가치
SK이노베이션	55.5%	77,414
SK텔레콤	30.6%	30,983
SK스퀘어	31.5%	34,977
SK네트웍스	43.9%	4,080
SK에코플랜트	62.2%	4,554
SKC	40.6%	11,243
SK바이오팜	64.0%	33,195
SK실트론	51.0%	3,113
SK팜테코	86.6%	8,256
기타		30,179

자료: SK, iM증권 리서치본부

그림1. SK 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



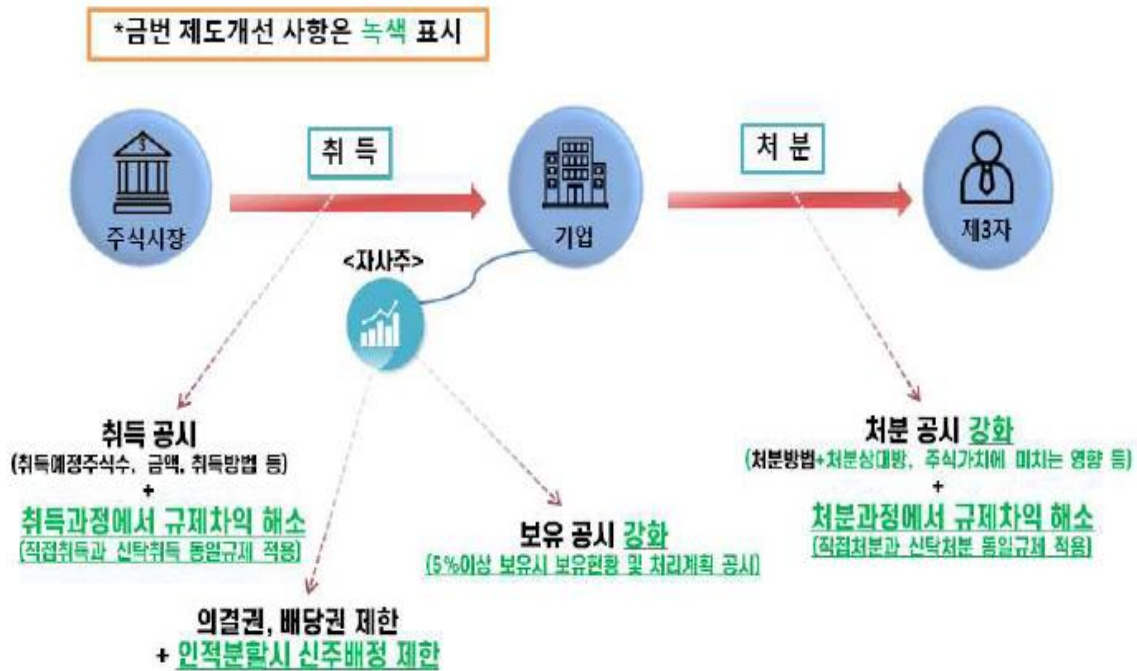
자료: SK, iM증권 리서치본부

표3. 자사주 보유현황(2024년 12월 31일 기준)

취득 방법	취득결정 공시일자	주식 종류	취득 기간	취득 목적	최초보유 예상기간	최초 취득수량	변동 수량 처분(-)	소각(-)	기말 수량
직접 취득	2015.08.28	보통주	2015.09.01 ~ 2015.11.11	주가 안정을 통한 주주가치 제고	6개월 이상	3,514,276	33,693	-	3,480,583
	2019.10.01	보통주	2019.10.02 ~ 2019.12.11	주가 안정을 통한 주주가치 제고	6개월 이상	3,520,000	-	-	3,520,000
기타 취득	-	보통주	2015.08.03	합병관련 포함주식	-	11,010,816	43,163	-	10,967,653
	-	보통주	2015.08.03	합병관련 단주매입	-	8,316	-	-	8,316
	-	보통주	2021.12.09	합병관련 단주매입	-	5,601	-	-	5,601
	-	보통주	2022.01.26~2022.07.28	합병관련 주식매수청구분 매입	-	201	-	-	201
	-	우선주	2015.08.03	합병관련 단주매입	-	1,339	-	-	1,339
	-	우선주	2015.08.03	합병소멸법인 既보유 자기주식	-	448	-	-	448
총계						18,060,997	76,856	-	17,984,141

자료: SK, iM증권 리서치본부

그림2. 상장법인 자사주 제도개선 주요 내용



자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

표4. SK 그룹 리밸런싱 매각 내역

연도	정리 기업	매각 금액(억원)
2024	SK렌타카	8,200
	SK엔팜스 파인세라믹스 사업	3,303
	SK엔팜스 CMP PAD 사업	3,346
2025	SK스페셜티	26,000
	SK넥실리스 박막 사업	950(매각예정)
	리뉴원·리뉴어스	진행 중
	SK오션플랜트	진행 중
	SK실트론	진행 중
	서울공항리무진	진행 중

자료: 언론종합, iM증권 리서치본부

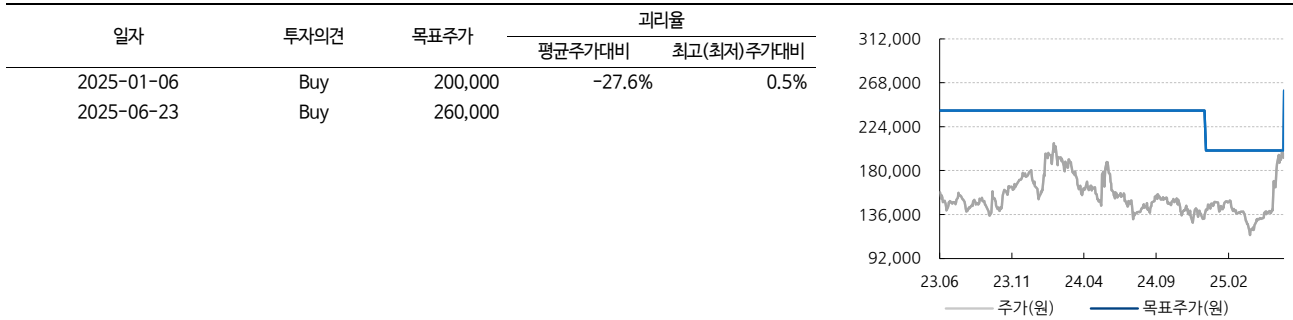
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	67,463	79,502	91,977	105,069	매출액	124,690	126,343	131,470	136,297
현금 및 현금성자산	24,647	32,785	38,871	43,357	증가율(%)	-3.2	1.3	4.1	3.7
단기금융자산	2,966	2,588	2,258	1,970	매출원가	113,999	113,616	116,827	119,501
매출채권	17,690	17,912	18,602	19,252	매출총이익	10,692	12,727	14,643	16,796
재고자산	13,638	13,819	14,380	14,908	판매비와관리비	8,629	8,686	8,831	8,984
비유동자산	147,515	142,797	139,393	137,094	연구개발비	808	819	852	884
유형자산	80,364	73,753	68,195	63,523	기타영업수익	292	-	-	-
무형자산	15,905	14,257	12,869	11,700	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	214,978	222,299	231,371	242,162	영업이익	2,355	4,040	5,812	7,812
유동부채	71,533	72,701	74,284	75,897	증가율(%)	-50.5	71.5	43.9	34.4
매입채무	12,753	12,922	13,446	13,940	영업이익률(%)	1.9	3.2	4.4	5.7
단기차입금	20,003	20,003	20,003	20,003	이자수익	949	1,216	1,414	1,558
유동성장기부채	14,789	14,789	14,789	14,789	이자비용	3,693	3,693	3,693	3,693
비유동부채	63,157	63,157	63,157	63,157	지분이익(손실)	3,812	3,812	3,812	3,812
사채	26,034	26,034	26,034	26,034	기타영업외손익	-1,706	-3,257	-3,635	-3,780
장기차입금	22,039	22,039	22,039	22,039	세전계속사업이익	1,097	1,864	3,456	5,456
부채총계	134,690	135,859	137,441	139,054	법인세비용	748	280	535	846
자배주주지분	25,115	30,238	35,828	42,011	세전계속이익률(%)	0.9	1.5	2.6	4.0
자본금	16	16	16	16	당기순이익	529	1,584	2,921	4,609
자본잉여금	13,198	13,198	13,198	13,198	순이익률(%)	0.4	1.3	2.2	3.4
이익잉여금	11,882	12,055	12,695	13,927	자배주주귀속 순이익	-1,293	555	1,022	1,614
기타자본항목	19	4,969	9,919	14,870	기타포괄이익	4,950	4,950	4,950	4,950
비자배주주지분	55,173	56,203	58,101	61,097	총포괄이익	5,479	6,535	7,871	9,560
자본총계	80,288	86,440	93,930	103,108	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	8,110	4,439	2,433	875	주당지표(원)				
당기순이익	529	1,584	2,921	4,609	EPS	-17,618	7,589	13,984	22,086
유형자산감가상각비	6,531	6,611	5,558	4,672	BPS	343,711	378,826	390,335	414,947
무형자산감각비	1,853	1,648	1,388	1,169	CFPS	96,644	120,618	109,041	102,028
지분법관련손실(이익)	3,812	3,812	3,812	3,812	DPS	7,000	7,000	7,000	7,000
투자활동 현금흐름	-12,158	3,383	3,335	3,293	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-15,265	-	-	-	PER		25.9	14.1	8.9
무형자산의 처분(취득)	-17	-	-	-	PBR	0.4	0.5	0.5	0.5
금융상품의 증감	-44	271	271	271	PCR	1.4	1.4	1.5	1.6
재무활동 현금흐름	5,085	-366	-362	-362	EV/EBITDA	6.0	5.0	4.4	3.8
단기금융부채의증감	3,074	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	3,806	-	-	-	ROE	-5.6	2.0	3.1	4.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.6	9.7	9.7	10.0
배당금지급	-1,815	-386	-382	-382	부채비율	167.8	157.2	146.3	134.9
현금및현금성자산의증감	1,963	8,138	6,086	4,486	순부채비율	68.8	54.9	44.4	36.4
기초현금및현금성자산	22,684	24,647	32,785	38,871	매출채권회전율(x)	6.9	7.1	7.2	7.2
기말현금및현금성자산	24,647	32,785	38,871	43,357	재고자산회전율(x)	8.7	9.2	9.3	9.3

자료 : SK, iM증권 리서치본부

SK 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

CJ (001040)

2025.06.23

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

기업구조개편 가시화로 동사 기업가치 제고 될 듯

동사와 CJ올리브영 합병을 통하여 승계를 위한 기업구조개편 가시화 될 듯⇒합병이후 CJ올리브영 기업가치 반영되면서 동사 기업가치 제고될 듯

지난 2021년 글랜우드PE는 4,140억원을 투자해 CJ올리브영 지분 22.6%를 확보하였다. 이후 CJ올리브영이 상장 작업을 중단함에 따라 지난해 4월 글랜우드PE의 지분 11.3%를 CJ올리브영에 매각하고 나머지는 신한은행과 신한투자증권이 만든 SPC인 한국뷰티파이오니아에 넘겼다.

이어서 지난해 12월 CJ올리브영은 임시주주총회를 열고 정관변경의 건과 자본준비금 감액의 건 등을 처리하였다. 정관변경의 건은 임원직급체계를 변경하는 내용 등을 포함되어 있으며, 자본준비금 감액 건은 자본준비금 중 주식발행초과금에서 2,500억원을 감액해 이익잉여금으로 전입하는 것이다.

이는 상법상 배당가능이익이 있어야 자사주를 매입할 수 있기 때문에 이렇게 이익잉여금을 늘리면 자사주 매입한도를 확대할 수 있다.

이러한 환경하에서 올해 4월 CJ올리브영은 한국뷰티파이오니아 보유 지분에 대하여 3년 내 매입 가능한 콜옵션을 행사함에 따라 자사주는 총 22.6%로 늘어났다.

이에 따라 올해 5월 9일 기준으로 CJ올리브영 주주 구성은 CJ 51.2%, 자사주 22.6%, 이재현 CJ 회장의 장남인 이선호 실장 11.0%, 딸 이경후 CJ ENM 브랜드전략실장 4.2%, 이재환 4.6%, 이소혜 2.8%, 이호준 2.8%, 기타 친족 0.1%, 기타 0.6% 등으로 분포되어 있다.

CJ올리브영이 자사주를 취득하는 일련의 과정 등을 살펴보았을 때 향후 CJ올리브영이 상장하기 보다는 동사와의 합병 등을 추진할 것으로 예상된다.

왜냐하면 결과적으로 외부지분을 모두 회수함으로써 동사와의 합병 기반을 마련하였을 뿐만 아니라 오너 3세들이 동사 지분을 매입하는 승계측면에서도 합병이 상장보다는 세금부담을 완화시킬 수 있기 때문이다.

목표주가 190,000원으로 상향

동사의 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 160,000원으로 상향한다. 자회사 가치의 경우 상장회사는 평균시장가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하여 산출하였다. 다만, CJ올리브영의 경우 장부가 대신에 2025년 예상 순이익에 Target PER 13.0배를 적용하여 산출하였다.

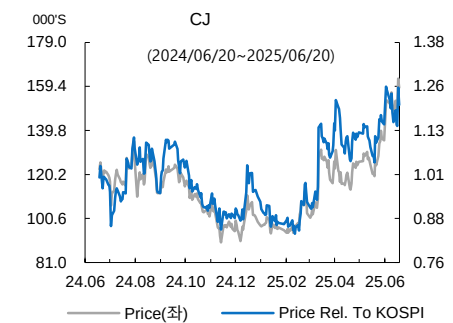
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	190,000원(상향)
증가(2025.06.20)	158,900원
상승여력	19.6 %

Stock Indicator	
자본금	179십억원
발행주식수	2,918만주
시가총액	4,636십억원
외국인지분율	11.3%
52주 주가	90,000~162,900원
60일평균거래량	205,054주
60일평균거래대금	27.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.8	25.6	49.6	29.6
상대수익률	15.6	11.0	23.9	22.0

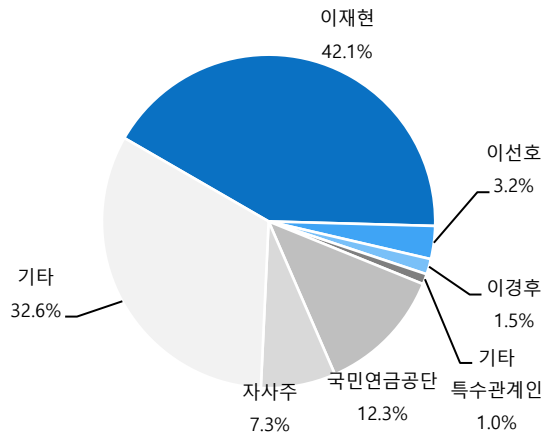
Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	43,647	45,683	48,051	50,051
영업이익(십억원)	2,547	2,764	2,951	3,220
순이익(십억원)	100	290	343	410
EPS(원)	2,817	8,134	9,604	11,499
BPS(원)	153,068	166,023	187,417	211,643
PER(배)	35.2	19.5	16.5	13.8
PBR(배)	0.6	1.0	0.8	0.8
ROE(%)	1.8	4.9	5.1	5.4
배당수익률(%)	3.0	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	2.3	4.3	4.0	3.8

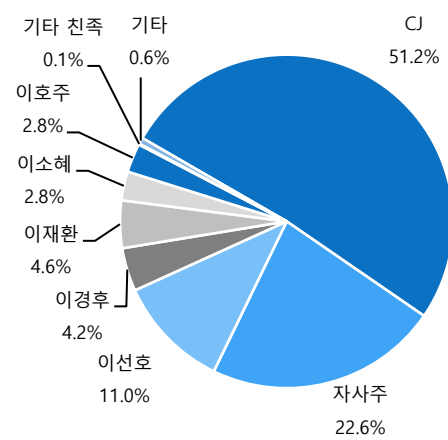
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. CJ 주주 분포(2024년 12월 31일 기준)



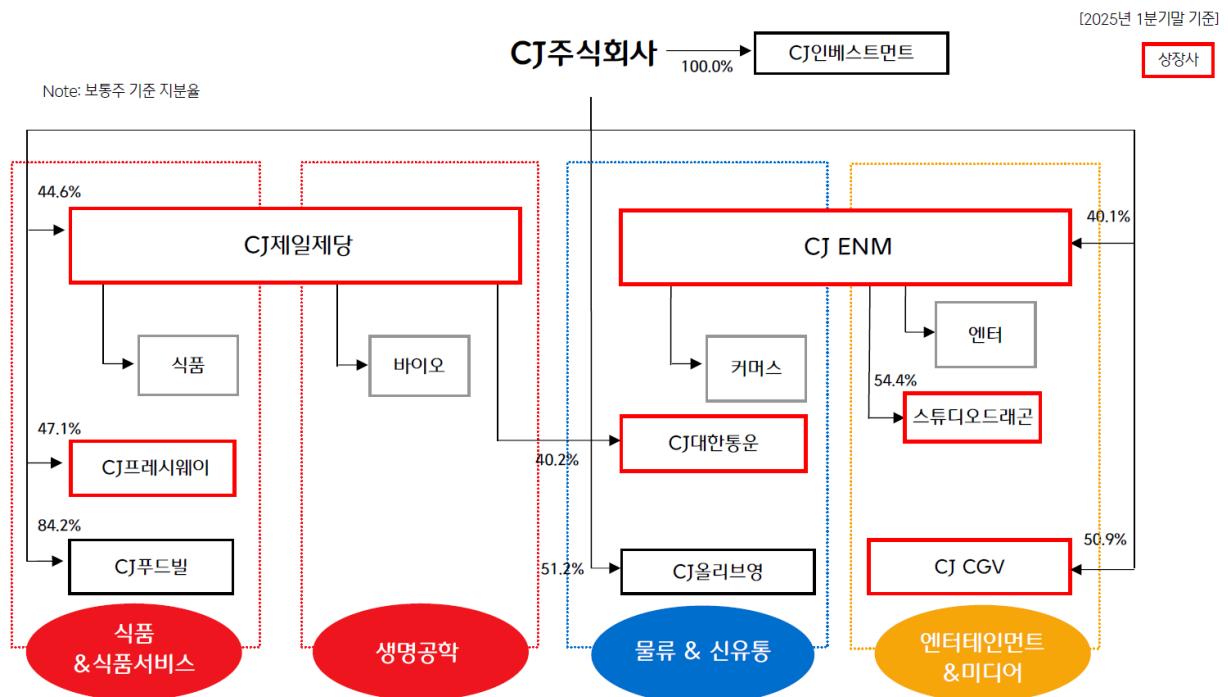
자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림2. CJ 올리브영 주주 분포(2025년 5월 9일 기준)



자료: CJ 올리브영, iM증권 리서치본부

그림3. CJ 그룹 소유구조



자료: CJ, 하이투자증권 리서치본부

표1. CJ 주당 가치 및 자회사 가치평가(단위: 억원)

자회사 가치	53,867
영업가치	7,753
순차입금	2,400
우선주	7,418
NAV	51,802
발행주식수(자사주 제외)	27,058,455
주당 NAV(원)	191,445

자회사	지분율	자회사 가치
CJ제일제당	45.6%	15,769
CJ프레시웨이	47.1%	994
CJ푸드빌	84.7%	1,016
CJ ENM	42.4%	5,536
CJ CGV	50.9%	4,046
CJ올리브영	51.2%	26,204
기타		302

자료: CJ, iM증권 리서치본부

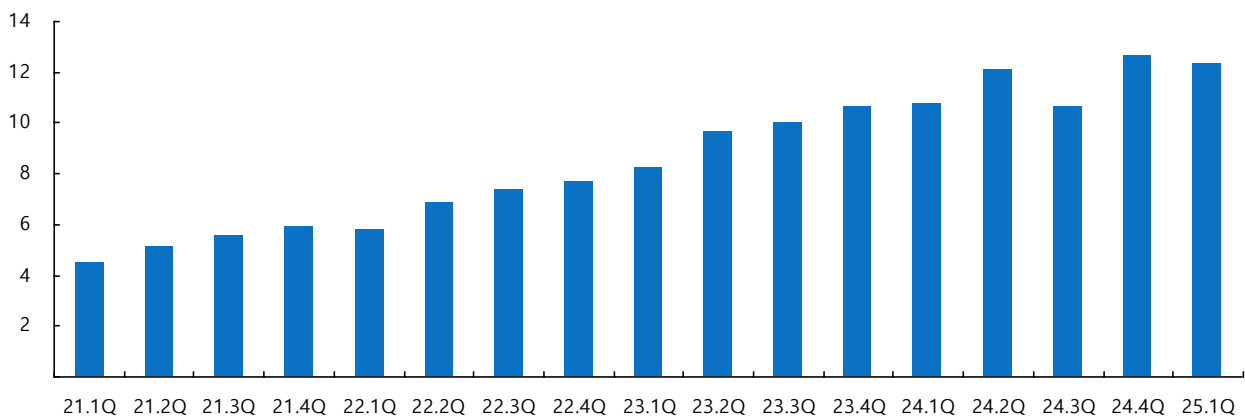
표2. CJ 올리브영 국내 분기별 점포수 추이

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
점포수(국내)	1,298	1,320	1,339	1,338	1,338	1,354	1,369	1,371	1,379
직영점	1,065	1,090	1,111	1,112	1,114	1,131	1,146	1,148	1,158
가맹점	233	230	228	226	224	223	223	223	221

자료: CJ, iM증권 리서치본부

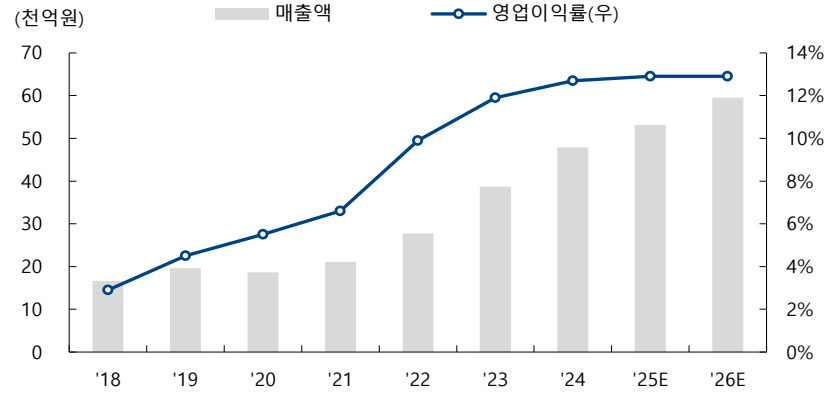
그림4. CJ 올리브영 분기별 매출액 추이

(천억원)



자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림5. CJ 올리브영 실적 추이



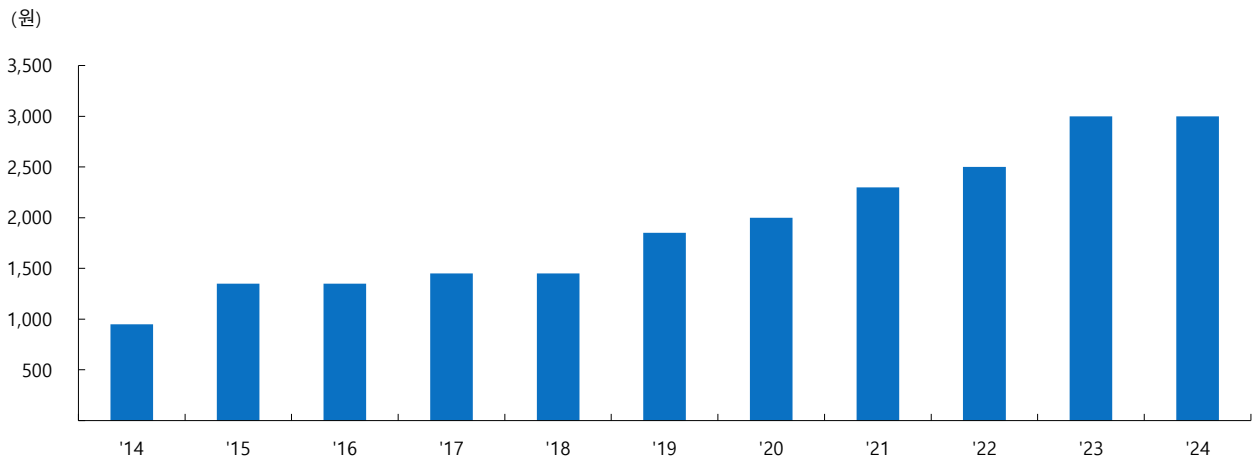
자료: CJ, iM증권 리서치본부

표3. CJ푸드빌 분기별 점포수 추이

구분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
점포수	1,583	1,574	1,585	1,607	1,615	1,623	1,634	1,674	1,677
직영	77	76	78	79	78	79	80	83	81
가맹	1,294	1,295	1,298	1,305	1,303	1,299	1,299	1,305	1,302
해외점포	212	203	209	223	234	245	255	286	294

자료: CJ, iM증권 리서치본부

그림6. CJ 주당 배당금 추이



자료: CJ, iM증권 리서치본부

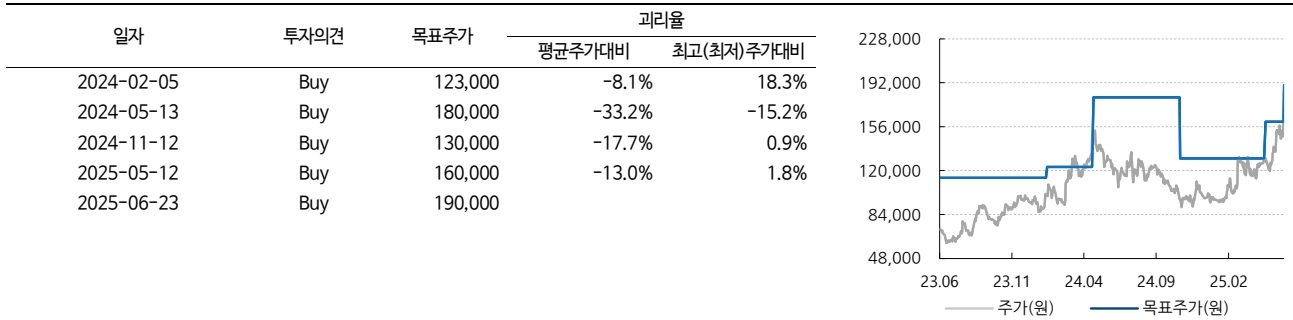
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	14,690	20,953	26,435	30,805	매출액	43,647	45,683	48,051	50,051
현금 및 현금성자산	3,156	8,659	13,317	17,946	증가율(%)	5.5	4.7	5.2	4.2
단기금융자산	792	774	755	737	매출원가	31,023	32,154	33,577	34,293
매출채권	5,288	5,509	5,730	5,238	매출총이익	12,624	13,452	13,985	15,758
재고자산	3,082	3,221	3,359	3,051	판매비와관리비	10,076	10,688	11,034	12,538
비유동자산	32,807	28,732	25,674	23,339	연구개발비	59	62	65	59
유형자산	14,313	12,194	10,496	9,136	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8,226	6,541	5,452	4,749	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	47,497	49,684	52,109	54,144	영업이익	2,547	2,764	2,951	3,220
유동부채	17,297	17,878	17,959	18,051	증가율(%)	24.9	8.5	6.8	9.1
매입채무	2,703	2,825	2,946	2,676	영업이익률(%)	5.8	6.0	6.1	6.4
단기차입금	4,923	4,923	4,923	4,923	이자수익	167	398	594	789
유동성장기부채	4,248	4,248	4,248	4,248	이자비용	963	963	963	963
비유동부채	12,453	12,753	13,353	13,453	지분이익(손실)	35	35	35	35
사채	4,321	4,321	4,321	4,321	기타영업외손익	-995	-225	-371	-566
장기차입금	1,411	1,411	1,411	1,411	세전계속사업이익	709	1,218	1,438	1,724
부채총계	29,751	30,631	31,312	31,504	법인세비용	558	390	460	552
자배주주지분	5,459	5,921	6,684	7,548	세전계속이익률(%)	1.6	4.6	5.2	5.7
자본금	179	179	179	179	당기순이익	151	828	978	1,172
자본잉여금	993	993	993	993	순이익률(%)	0.3	1.8	2.0	2.3
이익잉여금	4,038	4,353	4,769	5,386	자배주주귀속 순이익	100	290	343	410
기타자본항목	249	396	743	990	기타포괄이익	747	747	747	747
비자배주주지분	12,287	13,133	14,112	15,092	총포괄이익	898	1,188	1,241	1,308
자본총계	17,746	19,054	20,796	22,640	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	4,831	4,952	4,108	4,079	주당지표(원)				
당기순이익	151	828	978	1,597	EPS	2,817	8134	9,604	11,499
유형자산감가상각비	2,040	2,119	1,698	1,360	BPS	153,068	166,023	187,417	211,643
무형자산상각비	1,681	1,685	1,089	703	CFPS	107,149	121,122	95,448	75,184
지분법관련손실(이익)	35	35	35	35	DPS	3,000	3,000	3,000	3,000
투자활동 현금흐름	-2,188	305	305	304	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-973	-	-	-	PER	35.2	19.5	16.5	13.8
무형자산의 처분(취득)	-1,302	-	-	-	PBR	0.6	1.0	0.8	0.8
금융상품의 증감	88	306	306	306	PCR	0.9	1.1	1.3	1.7
재무활동 현금흐름	-3,217	-2,888	-2,889	-2,889	EV/EBITDA	4.8	4.3	4.0	3.8
단기금융부채의증감	-1,860	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	1,695	-	-	-	ROE	1.8	4.9	5.1	5.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	14.4	14.8	12.7	12.3
배당금지급	-264	-101	-101	-101	부채비율	167.6	160.7	150.6	139.2
현금및현금성자산의증감	-490	5,503	4,658	4,629	순부채비율	61.7	60.7	59.8	58.2
기초현금및현금성자산	3,646	3,156	8,659	13,317	매출채권회전율(x)	8.6	8.4	8.5	7.9
기말현금및현금성자산	3,156	8,659	13,317	17,946	재고자산회전율(x)	14.0	14.5	14.5	13.5

자료 : CJ, iM증권 리서치본부

CJ 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

고영 (098460)

2025.06.23

글로벌 뇌수술용 로봇 강자로 거듭날 듯

올해부터 뇌수술용 로봇 설치 본격화 될 듯 ⇒ 2027년에는 글로벌 연간 100대 이상 설치 가능해지면서 뇌수술용 로봇 강자로 거듭날 듯

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

이에 따라 국내에서는 종합병원 등을 대상으로 20년 1대, 21년 1대, 22년 1대, 23년 2대, 24년 4대 등을 판매하였다. 이러한 카이메로는 다양한 뇌질환 신경외과 수술에 활용할 수 있을 뿐만 아니라 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 500례 이상의 성공적인 뇌수술 기록을 달성함에 따라 올해의 경우 국내에서 8대 이상의 판매가 예상된다.

이러한 환경하에서 동사 뇌수술용 의료로봇(Geniant Cranial)이 올해 1월 미국 FDA 510(k) 인증을 획득하였다. 현재 미국 내 뇌수술용 의료로봇이 판매 가능한 신경외과 상급 병원은 총 1,437개이며, 이중 우선 타겟으로 선별한 301개 병원을 중심으로 시장을 집중 공략해 나갈 예정이다. 이를 위해 현재 동사의 U.S. Surgeon Advisory Board(SAB, 총 9개 병원) 등 초기 주요 거점을 중심으로 Demo 및 판매에 집중할 계획이며, 향후에는 50개 주별 거점병원을 중심으로 판매를 확대할 예정이다.

또한 4월 말에는 미국 보스턴에서 열린 AANS(The American Association of Neurological Surgeons) 학회에서 미국 의료진을 대상으로 제품을 선보였으며, 미국 의료진들의 긍정적인 반응을 얻었다. 무엇보다 동사 뇌수술용 의료로봇(Geniant Cranial)이 기존 뇌수술로봇시스템과 차별화 요인은 세계 최초 침대부착형 뇌수술로봇으로 설계되었기 때문에 수술 공간 활용성, 다양한 자세 대응 능력 등 실제 수술실 환경에서 유연성이 뛰어날 뿐만 아니라 광학 센서를 통한 로봇의 실시간 위치 및 자세 추적이 가능해 수술 정밀도가 높아지면서 수술성공률을 향상시킬 수 있다.

이러한 차별화 요인을 기반으로 조만간에 미국 대형 병원에 뇌수술용 의료로봇 설치를 시작할 것으로 예상됨에 따라 올해 미국에서 5대 이상의 설치가 가능할 것으로 예상된다. 이를 기점으로 수술 레퍼런스 확보가 가속화될 것으로 예상됨에 따라 미국 내 설치 확산이 가시화 될 것이다. 이러한 뇌수술용 의료 로봇의 ASP는 100만달러로 예상됨에 따라 해를 거듭할수록 매출 성장이 가속화 될 것이다.

미국뿐만 아니라 일본, 중국, 유럽 등 주요 글로벌 시장으로도 진출할 예정이다. 먼저 일본 PMDA 인증은 올해 8~9월 내 완료될 것으로 예상되는 가운데, 뇌수술이 가능한 신경외과 보유 병원 수가 1,750여 개에 이르고 있다. 이에 따라 올해의 경우 일본에서 3대 이상 설치가 가능할 것으로 전망됨에 따라 향후 성장이 가속화 될 것이다. 또한 중국 NMPA 신청은 10월로 계획되어 있다.

이와 같이 올해 뇌수술용 로봇 설치 대수는 한국, 미국, 일본 등 총 16대 이상으로 예상되며, 미국, 일본, 한국 등에서의 성장에 힘입어 3년 이후에는 연간 100대 이상 설치 등이 가능해지면서 뇌수술용 로봇 강자로 거듭날 수 있을 것이다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	23,300원(유지)
종가(2025.06.20)	16,300원
상승여력	42.9 %

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	6,865만주
시가총액	1,119십억원
외국인지분율	15.4%
52주 주가	7,610~22,100원
60일평균거래량	2,042,567주
60일평균거래대금	32.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	1.4	95.9	27.1
상대수익률	-11.7	-7.7	77.5	34.8

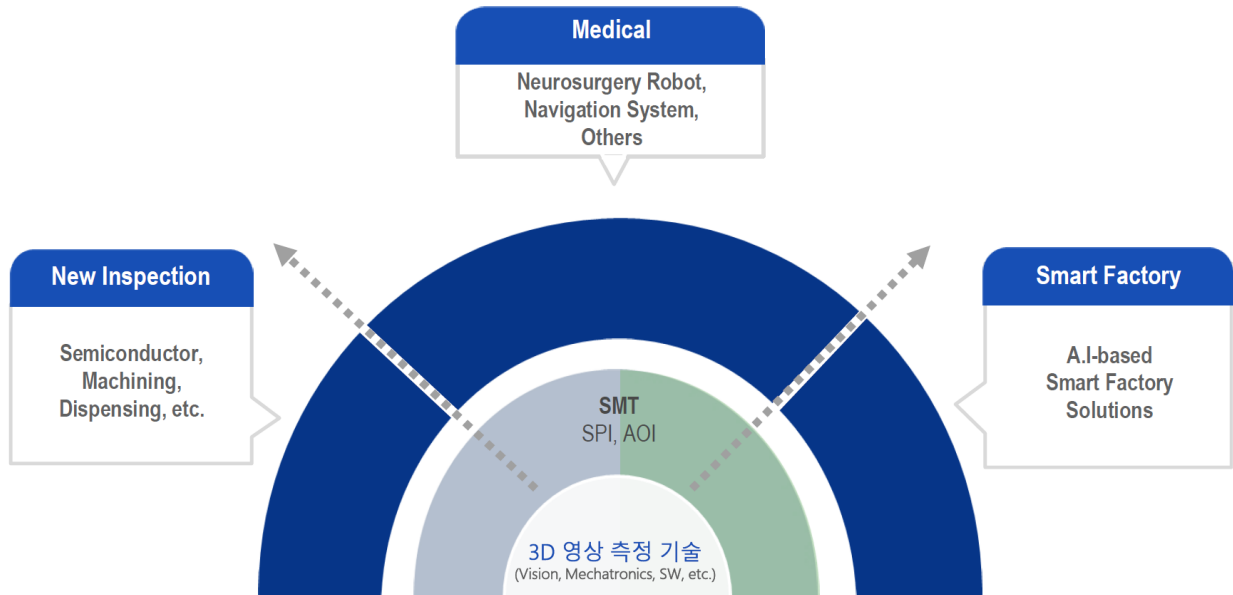
Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	203	245	281	344
영업이익(십억원)	3	23	37	50
순이익(십억원)	21	29	39	49
EPS(원)	306	415	568	706
BPS(원)	4,707	5,007	5,459	6,050
PER(배)	26.5	39.3	28.7	23.1
PBR(배)	1.7	3.3	3.0	2.7
ROE(%)	6.7	8.5	10.9	12.3
배당수익률(%)	1.7	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	25.4	21.4	11.9	8.2

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 고영 성장동력



자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림2. 고영 뇌수술용 로봇 카이메로



자료: 고영, iM증권 리서치본부

표1. 고영 뇌수술용 로봇 적응증 및 수술

적응증	수술
뇌전증	SEEG(입체노파전극삽입술)
파킨슨병, 경박장애, 근간장애, 정신병적 질환 등 기타 뇌기능 운동장애	DBS (뇌심부 자극술)
뇌종양	뇌종양 부위를 채취해 확인하는 Biopsy(생검)
뇌척수액순환장애	Shunt
대뇌출혈, 뇌부종	Hematoma drainage
뇌내막물주입 등	Ommayareservoir

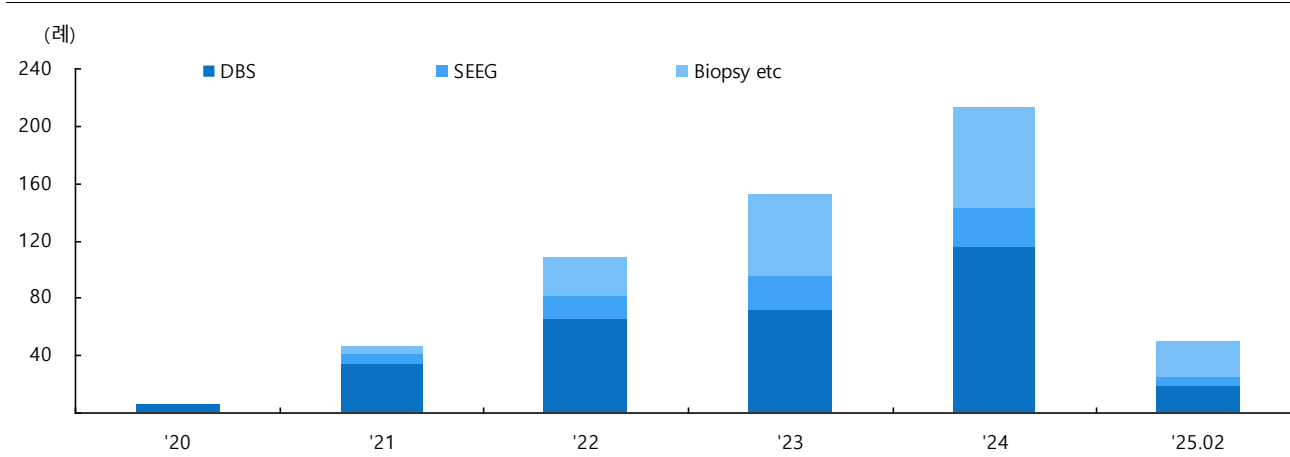
자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림3. 고영 뇌수술용 로봇 워크플로우



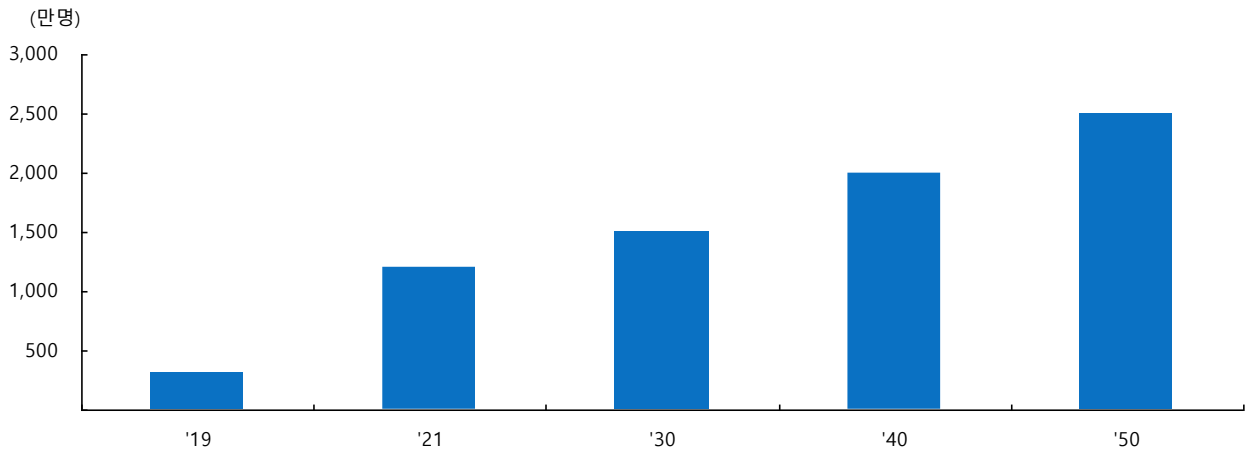
자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림4. 고영 뇌수술용 로봇 카이메로를 활용한 뇌수술 현황



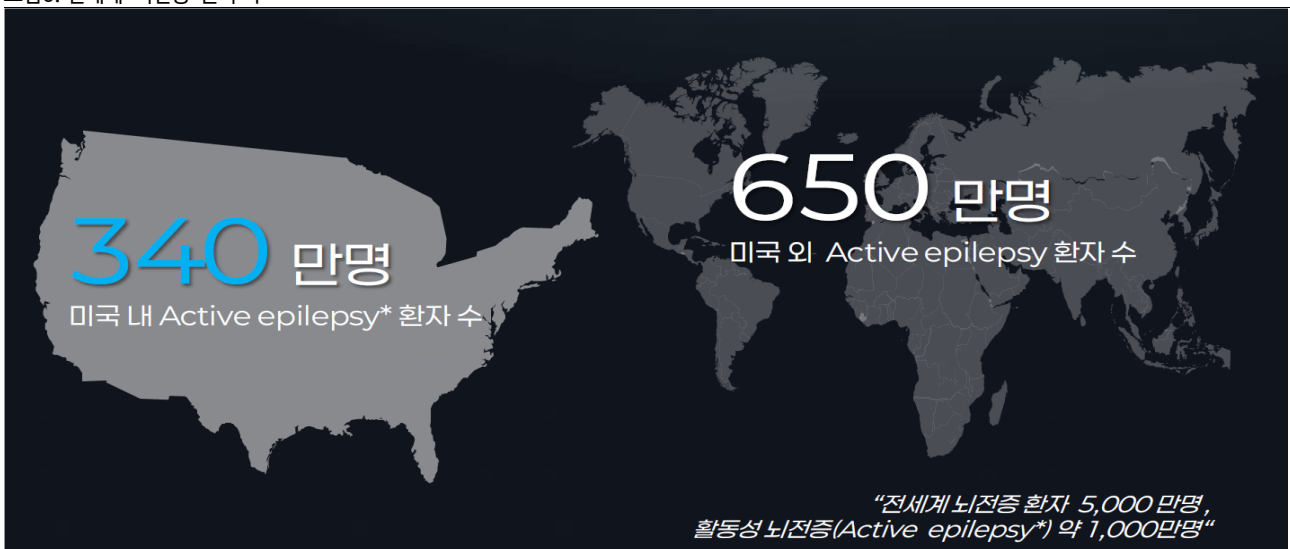
자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림5. 전세계 파킨슨병 환자수 추이 및 전망



자료: the BMJ, Projections for prevalence of Parkinson's disease, iM증권 리서치본부

그림6. 전세계 뇌전증 환자 수



자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림7. 뇌수술용 로봇 경쟁 현황



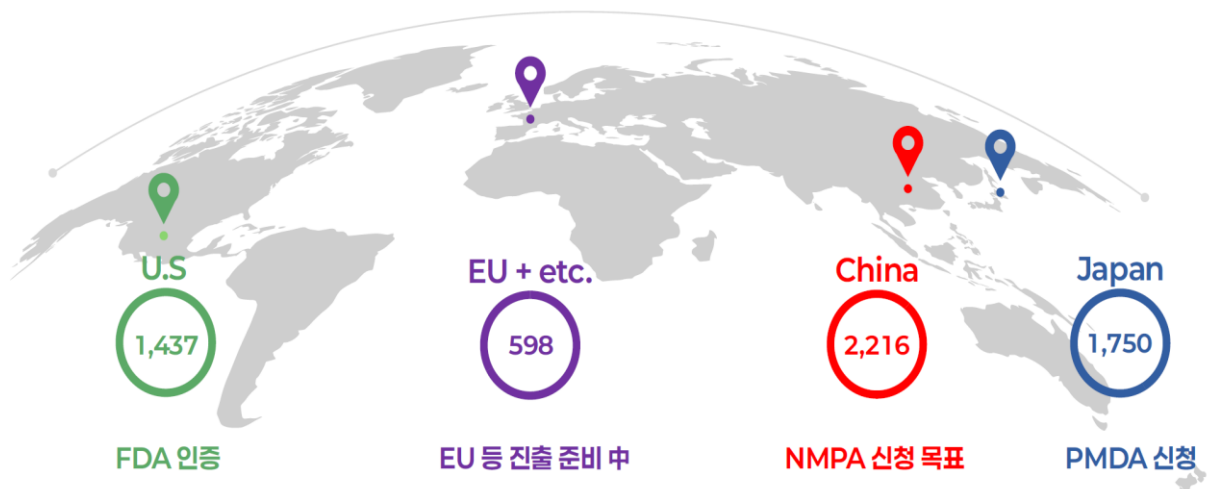
자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림8. 고영 뇌수술용 의료로봇(GeniantCranial)



자료: 고영, iM증권 리서치본부

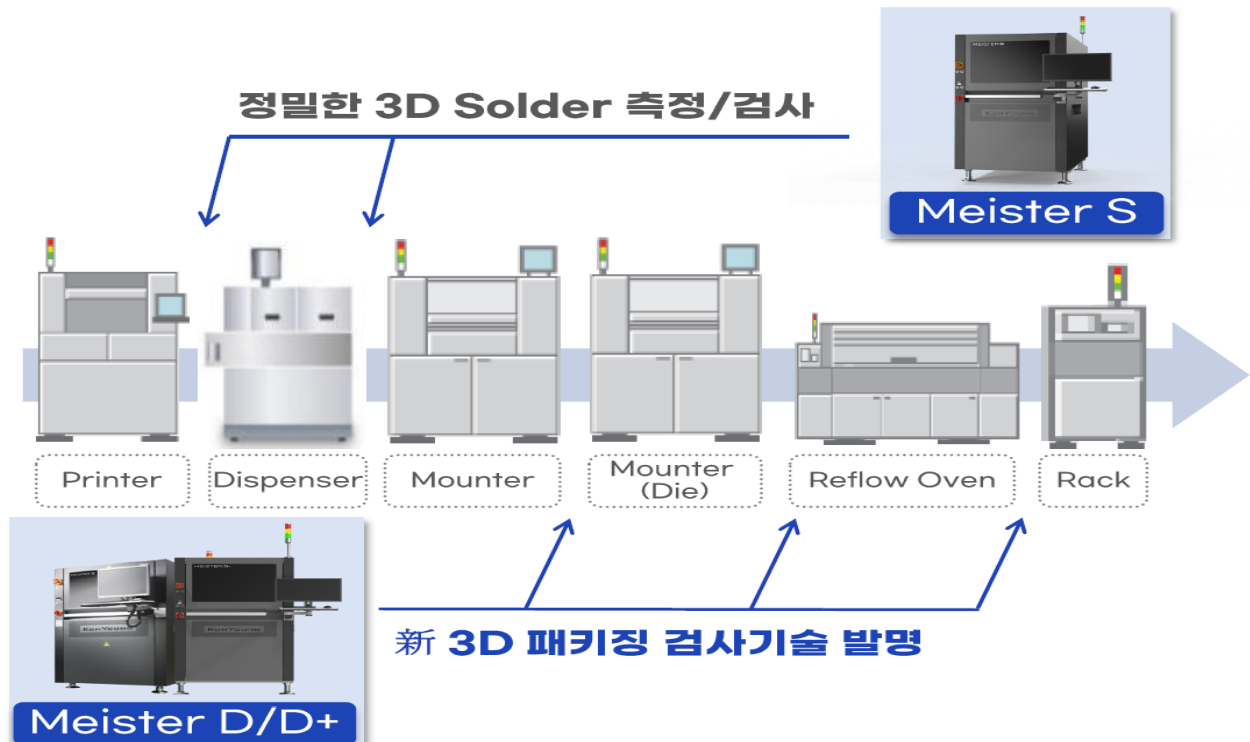
그림9. 고영 뇌수술용 의료로봇 주요국가 진출 계획



Total Addressable Market (신경외과 병원 수)

자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림10. 고영 반도체 검사장비



자료: 고영, iM증권 리서치본부

그림11. 고영 스마트 팩토리를 위한 KSMART 솔루션



자료: 고영, iM증권 리서치본부

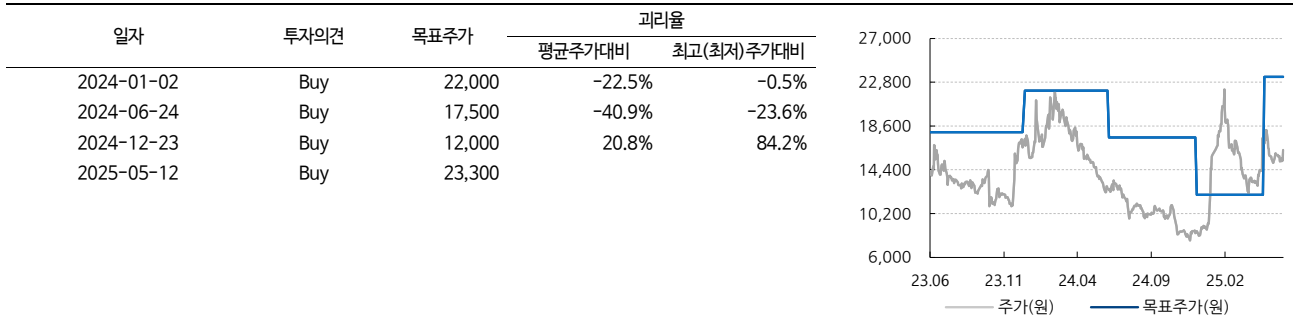
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	284	516	759	1,211	매출액	203	245	281	344
현금 및 현금성자산	54	263	488	904	증가율(%)	-10.2	20.7	14.9	22.5
단기금융자산	98	96	95	93	매출원가	77	76	81	98
매출채권	73	88	101	124	매출총이익	126	169	200	246
재고자산	50	61	70	85	판매비와관리비	123	146	163	197
비유동자산	94	81	72	67	연구개발비	41	50	57	70
유형자산	47	36	30	26	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	12	10	8	6	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	378	597	832	1,278	영업이익	3	23	37	50
유동부채	36	235	438	844	증가율(%)	-83.7	577.2	62.7	35.2
매입채무	12	15	17	21	영업이익률(%)	1.6	9.2	13.0	14.4
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	5	13	21	36
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	19	19	19	19	지분이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	20	3	-5	-20
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	28	38	52	65
부채총계	55	253	457	862	법인세비용	7	10	13	16
자배주주지분	323	344	375	415	세전계속이익률(%)	13.9	15.6	18.5	18.8
자본금	7	7	7	7	당기순이익	21	29	39	49
자본잉여금	45	45	45	45	순이익률(%)	10.4	11.7	13.9	14.1
이익잉여금	299	318	348	387	자배주주귀속 순이익	21	29	39	49
기타자본항목	-28	-26	-25	-24	기타포괄이익	1	1	1	1
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	22	30	40	50
자본총계	323	344	375	415	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	36	216	231	423	주당지표(원)				
당기순이익	21	29	39	49	EPS	306	415	568	706
유형자산감가상각비	10	10	7	4	BPS	4,707	5,007	5,459	6,050
무형자산상각비	2	2	2	2	CFPS	490	603	693	790
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	140	140	140	140
투자활동 현금흐름	3	12	12	12	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-	PER	26.5	39.3	28.7	23.1
무형자산의 처분(취득)	-5	-	-	-	PBR	1.7	3.3	3.0	2.7
금융상품의 증감	-2	-	-	-	PCR	16.6	27.0	23.5	20.6
재무활동 현금흐름	-15	-15	-15	-15	EV/EBITDA	25.4	21.4	11.9	8.2
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	6.7	8.5	10.9	12.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.9	14.5	16.1	16.0
배당금지급	-9	-9	-9	-9	부채비율	16.9	73.7	121.9	207.6
현금및현금성자산의증감	25	210	224	416	순부채비율	-47.0	-104.7	-155.3	-239.9
기초현금및현금성자산	28	54	263	488	매출채권회전율(x)	2.6	3.0	3.0	3.1
기말현금및현금성자산	54	263	488	904	재고자산회전율(x)	4.0	4.4	4.3	4.4

자료 : 경영, 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 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

삼성에스디에스 (018260)

2025.06.23

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

이재명 정부 AI 활성화 정책 최대 수혜

동사는 충분한 GPU 확보로 정부조직의 AX는 내가 맡는다⇒이재명 정부 정책 등으로 정부조직의 민간 클라우드 활용 선봉장 역할 할 듯

동사는 상암, 수원, 구미, 춘천, 동탄 5개의 데이터센터를 가동 중이다. 이에 추가로 민관협력형(PPP) 대구 데이터센터도 운영 중에 있다.

정부의 민관협력 클라우드 전환 확대 정책에 맞춰 행정안전부에서는 국가정보자원관리원의 3번째 데이터센터인 대구센터 1개 층(9개의 상면)을 민간 CSP에 임대해 이들이 공공 클라우드 사업에 진출할 수 있게 하는 민관협력사업을 추진하였다. 이러한 사업에는 동사를 포함해 KT클라우드, NHN클라우드 3개사가 참여 중으로 국가정보자원관리원이 제공하는 행정업무망 등 기본 인프라를 공동 이용하면서 국가정보원의 검증을 받아 공공 클라우드 사업에 참여할 수 있도록 했다.

동사는 국내에서 GPU 보유량이 가장 많은 CSP 중 하나다. 대구 데이터센터에도 대규모 GPU를 배치해 GPUaaS(GPU as a Service) 형태로 운영하고 있다.

이러한 환경하에서 지난 5월 행정안전부 한국지능정보사회지원원 범정부 초거대 AI 공통기반 구현 사업의 우선협상대상자로 선정되었다. 이러한 범정부 초거대 AI 공통기반 구현 사업은 범부처 공무원이 보안 걱정 없이 다양한 생성형 AI 서비스를 활용할 수 있는 기반을 마련하기 위한 사업으로, 정부·지자체가 AI 서비스를 기획하고 구현하고자 할 때 공통적으로 활용하는 AI 컴퓨팅 장비, 공동데이터, 개발·운영환경 등 AI 자원 전반을 제공하는 것을 목적으로 한다.

또한 동사는 고용노동부의 근로감독관 AI 지원 시스템 사업도 진행 중에 있다. 이 시스템은 생성형 AI로 노동법 관련 지식을 검색할 수 있도록 설계하는 것으로 지난해 10월 시범 운영 끝에 올해 하반기 GPUaaS 기반 서비스로 본격 출시한다. 이와 더불어 동사는 국토교통부의 건축서비스산업 정보체계 고도화 사업도 착수하였다. 이는 기존 정보체계 위에 생성형 AI 기반 민원처리 시스템을 구축하는 과제다.

한편, 지난 6월 19일 동사는 국가정보관리원의 국가 클라우드 보안기준에서 상등급 인증을 획득해 민간 기업이 진입하기 어려운 공공 시장에도 진출할 수 있는 기반을 마련하였다. 해당 인증 제도는 2년 전 개정된 국가정보관리원의 국가 클라우드 컴퓨팅 보안 가이드라인에 근거한 것으로서 상등급 획득 시 정부24, 홈택스 등 주요 공공 서비스 뿐만 아니라 국방부 등 핵심 기관에도 민간 클라우드를 도입할 수 있는 자격이 주어진다.

무엇보다 공공 클라우드를 국내 민간 클라우드로 전환하는 이재명 정부의 기조에 맞춰 관련 시장 활성화 될 것으로 예상되는 가운데 동사는 국가 클라우드 보안기준에서 상등급 인증을 획득함에 따라 정부 핵심 기관 진출 등이 가속화 되면서 수혜가 예상된다.

목표주가 220,000원으로 상향

동사에 대하여 목표주가를 220,000원으로 상향한다. 목표주가는 2026년 EPS 추정치 11,361원에 Target PER 19.4배(최근 2년간 평균 PER에 10% 할증) 적용하여 산출하였다

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	220,000원(상향)
종가(2025.06.20)	172,000원
상승여력	27.9 %

Stock Indicator	
자본금	880십억원
발행주식수	17,592만주
시가총액	13,309십억원
외국인지분율	18.9%
52주 주가	109,600~172,000원
60일평균거래량	161,875주
60일평균거래대금	22.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.7	40.4	28.4	13.2
상대수익률	18.5	25.8	2.7	5.5

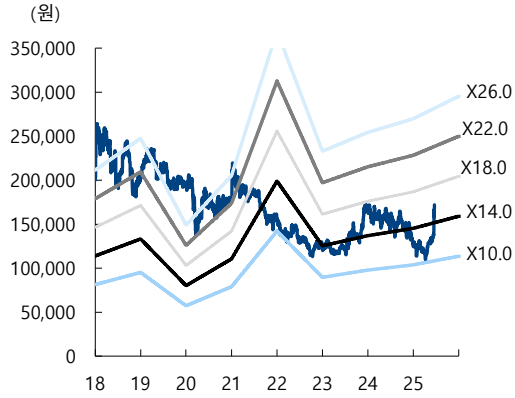
Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	13,828	14,484	15,175	15,599
영업이익(십억원)	911	989	1,094	1,142
순이익(십억원)	757	803	879	920
EPS(원)	9,783	10,379	11,361	11,887
BPS(원)	120,618	129,965	140,295	151,151
PER(배)	13.1	16.6	15.1	14.5
PBR(배)	1.1	1.3	1.2	1.1
ROE(%)	8.4	8.3	8.4	8.2
배당수익률(%)	2.3	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA(배)	2.7	3.7	3.3	2.8

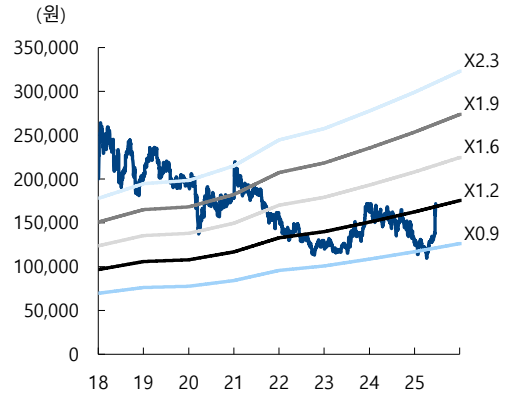
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 삼성에스디에스 PER 밴드



자료: 삼성에스디에스, iM증권 리서치본부

그림2. 삼성에스디에스 PBR 밴드



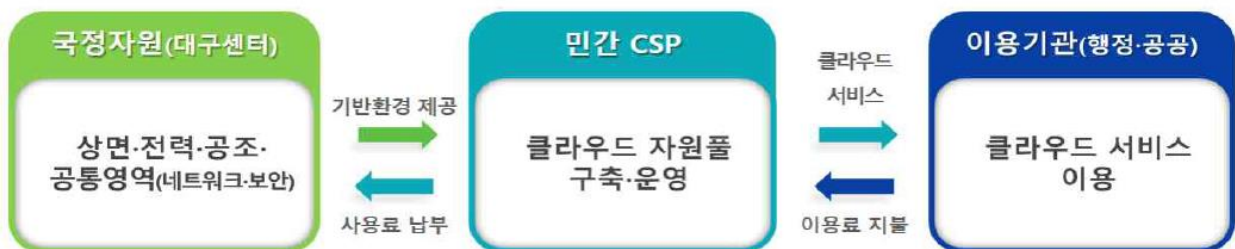
자료: 삼성에스디에스, iM증권 리서치본부

그림3. 삼성에스디에스 글로벌 클라우드 서비스가 가능한 18개 데이터센터



자료: 삼성에스디에스, iM증권 리서치본부

그림4. 국정자원 '민관협력형 클라우드' 모델 개념도



* CSP (Cloud Service Provider): 클라우드 서비스 사업자

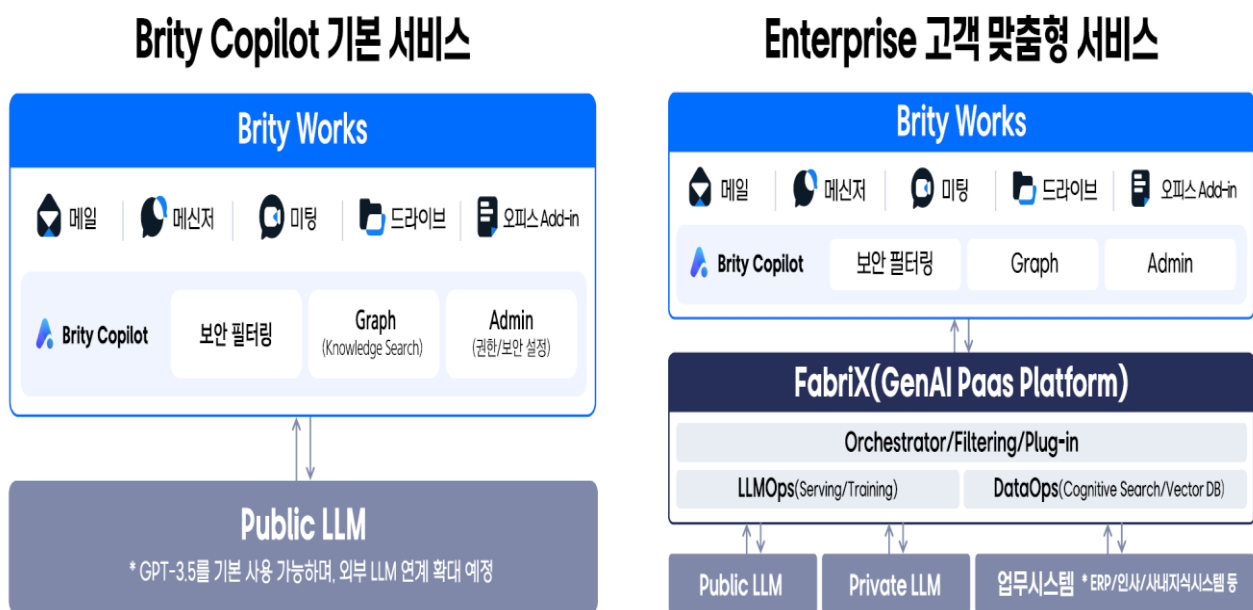
자료: 행정안전부, iM증권 리서치본부

그림5. 삼성에스디에스 클라우드 서비스



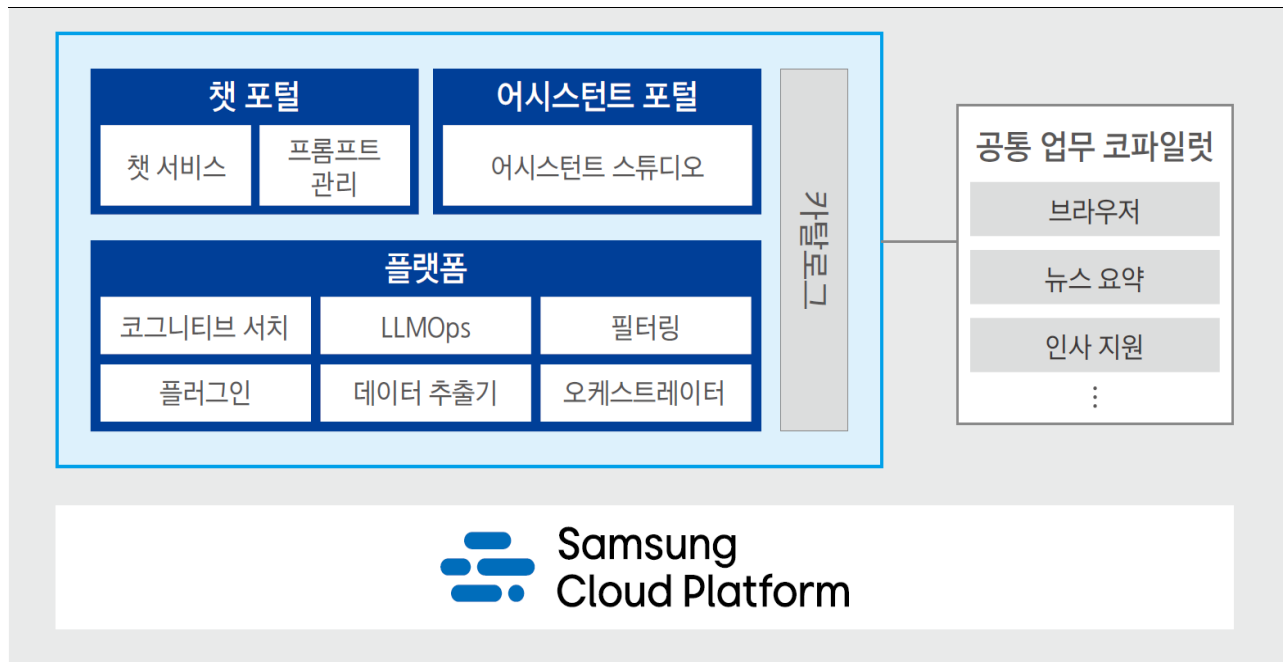
자료: 삼성에스디에스, iM증권 리서치본부

그림6. 삼성에스디에스 브리티 코파일럿 (Brity Copilot) 서비스 모델



자료: 삼성에스디에스, iM증권 리서치본부

그림7. 삼성에스디에스 패브릭스(FabriX) 서비스 구성도



자료: 삼성에스디에스, iM증권 리서치본부

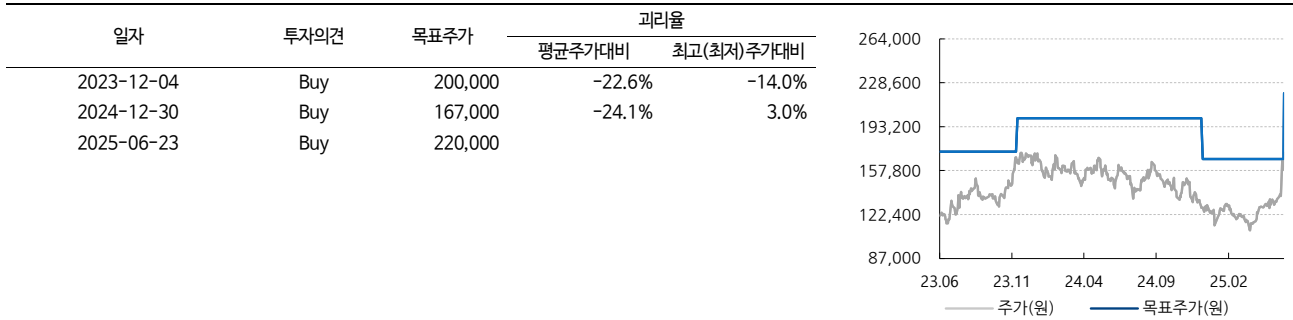
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	9,004	10,464	11,769	12,954	매출액	13,828	14,484	15,175	15,599
현금 및 현금성자산	1,669	2,232	2,497	2,533	증가율(%)	4.2	4.7	4.8	2.8
단기금융자산	4,355	5,122	6,023	7,083	매출원가	11,816	12,287	12,861	13,171
매출채권	2,534	2,654	2,781	2,859	매출충이익	2,012	2,197	2,314	2,428
재고자산	19	20	21	21	판매비와관리비	1,101	1,208	1,220	1,286
비유동자산	4,235	3,580	3,162	2,894	연구개발비	89	93	98	101
유형자산	1,774	1,178	802	564	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	814	762	728	705	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	13,238	14,045	14,932	15,848	영업이익	911	989	1,094	1,142
유동부채	2,495	2,555	2,617	2,666	증가율(%)	12.7	14.3	9.1	0.0
매입채무	707	741	776	798	영업이익률(%)	6.6	7.2	7.5	7.3
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	183	224	259	292
유동성장기부채	267	267	267	267	이자비용	50	50	50	50
비유동부채	1,037	1,037	1,037	1,037	지분법이익(손실)	3	3	3	3
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	15	-71	-92	-67
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	1,103	1,155	1,264	1,323
부채총계	3,533	3,592	3,654	3,703	법인세비용	313	328	359	376
자배주주지분	9,333	10,056	10,856	11,696	세전계속이익률(%)	8.0	8.0	8.3	8.5
자본금	39	39	39	39	당기순이익	790	827	905	947
자본잉여금	1,297	1,297	1,297	1,297	순이익률(%)	5.7	5.7	6.0	6.1
이익잉여금	7,995	8,574	9,229	9,924	자배주주귀속 순이익	757	803	879	920
기타자본항목	2	146	291	436	기타포괄이익	145	145	145	145
비자배주주지분	372	396	422	449	총포괄이익	934	971	1,049	1,091
자본총계	9,705	10,452	11,277	12,144	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	1,238	1,172	1,010	938	주당지표(원)				
당기순이익	790	827	905	947	EPS	9,783	10,379	11,361	11,887
유형자산감가상각비	553	595	377	238	BPS	120,618	129,965	140,295	151,151
무형자산상각비	54	52	35	23	CFPS	17,627	18,744	16,675	15,264
지분법관련손실(이익)	3	3	3	3	DPS	2,900	2,900	2,900	2,900
투자활동 현금흐름	-1,069	-640	-775	-933	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-473	-	-	-	PER	13.1	16.6	15.1	14.5
무형자산의 처분(취득)	-52	-	-	-	PBR	1.1	1.3	1.2	1.1
금융상품의 증감	-8	10	10	10	PCR	7.3	9.2	10.3	11.3
재무활동 현금흐름	-423	-432	-432	-432	EV/EBITDA	2.7	3.7	3.3	2.8
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	8.4	8.3	8.4	8.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	11.0	11.7	10.2	9.0
배당금지급	-216	-224	-224	-224	부채비율	36.4	34.4	32.4	30.5
현금및현금성자산의증감	-119	563	266	35	순부채비율	-59.3	-67.8	-73.2	-77.0
기초현금및현금성자산	1,788	1,669	2,232	2,497	매출채권회전율(x)	5.8	5.6	5.6	5.5
기말현금및현금성자산	1,669	2,232	2,497	2,533	재고자산회전율(x)	650.5	745.4	745.5	738.6

자료 : 삼성에스디에스, iM증권 리서치본부

삼성에스디에스 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 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

제이브이엠 (054950)

2025.06.23

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

북미 主流市場 진출 및 로봇팔로 성장 훈풍이 분다

[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

약국 자동화 시장규모 가장 큰 북미시장에서 주류인 Vial형 조제기 시장 진출 본격화 ⇒ 시장침투 가시화로 카운트메이트 매출 성장

약 포장방식의 경우 한국, 대만, 일본은 파우치(Pouch)형, 중국은 Box형, 미국은 Vial (Bottle)형, 유럽은 병고카드처럼 생긴 Blister형 등 지역별로 차이가 있다. 이에 따라 국내의 경우 파우치(Pouch)형 ATDPS(Automatic Tablet Dispensing & Packaging System) 보급률이 80% 이상에 이르지만 북미와 유럽은 10% 미만에 불과하다. 이러한 환경하에서 Spherical Insights & Consulting에 따르면, 글로벌 약국 자동화 시장 규모는 2022년 53억 5천만 달러에서 연평균 8.7% 성장하여 2032년에는 123억 2천만 달러에 이를 것으로 전망된다. 이는 코로나19 이후 약국 자동화에 대한 수요 등이 증가하는 환경하에서 인구 고령화로 인한 만성질환자 증가 뿐만 아니라 인건비 최소화를 통한 효율성 향상 등 자동화에 대한 잇점 등이 부각되면서 성장이 예상되기 때문이다. 특히 북미지역의 경우 2022년 기준 글로벌 약국 자동화 시장규모면에서 50%이상을 차지하며 최대 점유율을 기록하고 있다. 이러한 북미지역에서는 약 포장방식이 작은 플라스틱 용기에 약을 직접 담아주는 Vial(Bottle)형을 주로 사용하고 있다.

이러한 환경하에서 지난해 12월 동사는 북미지역의 복약 문화인 Vial 방식을 적용한 전자동 약품 카운팅 시스템인 카운트메이트(Countmate)를 신규로 출시하였으며, 북미 파트너사인 맥케슨 오토메이션社와 협력을 통해 미국과 캐나다 시장에서 매출 확대를 도모하고 있다. 이러한 카운트메이트는 약품의 카운팅부터 라벨링, 이미지 검증, 최종 Vial 배출까지 전 과정을 전자동 처리하는 조제 장비다. 무엇보다 카운트메이트는 약국 규모와 필요에 따라 84개 또는 168개의 캐니스터를 선택할 수 있어 약국 맞춤형 구성이 가능할 뿐만 아니라, 시간당 최대 160건의 처방을 처리하는 고속 조제 기능으로 작업 효율성을 극대화할 수 있다. 이렇듯 약국 자동화 시장규모가 가장 큰 북미시장에서 주류인 Vial형 조제기 시장에 본격적으로 진출함에 따라 동사 매출이 성장할 수 있는 기반을 마련하였다. 이에 따라 올해부터 시작하여 해를 거듭할수록 북미시장 침투가 가시화 되면서 카운트메이트의 매출성장이 가속화 될 것이다.

조제 공장형 전문 약국 증가로 수요 및 판매지역 확대 ⇒ 해를 거듭할수록 로봇팔이 적용된 메니스 매출 성장 가속화 되면서 수익성 개선될 듯

동사가 독자 개발한 메니스(MENITH)의 경우 로봇팔이 적용된 최첨단 차세대 조제장비로, 지난 2023년 유럽 시장에 진출하여 2대를 판매하였다. 지난해에는 유럽 4대, 북미 3대, 호주 2대 등 총 9대를 판매하였으며, 올해 1분기에는 유럽 2대, 호주 1대 등 3대를 판매함에 따라 올해 전체적으로 15대 이상 판매할 것으로 예상된다. 무엇보다 유럽 내 조제 공장형 전문 약국을 운영하고 있는 기업이 증가하면서 지속적으로 수요가 확대되고 있는 가운데, 북미, 호주 등 판매 지역을 지속적으로 확장하면서 메니스 매출 성장이 가속화 될 것이다. 또한 메니스의 경우 기존 제품보다 ASP가 높기 때문에 매출성장이 수익성 개선으로 이어질 수 있을 것이다.

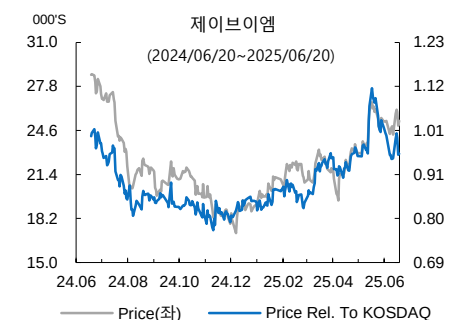
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	32,000원(유지)
증가(2025.06.20)	25,300원
상승여력	26.5 %

Stock Indicator	
자본금	6십억원
발행주식수	1,209만주
시가총액	302십억원
외국인지분율	12.6%
52주 주가	17,130~29,100원
60일평균거래량	49,127주
60일평균거래대금	1.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.4	12.7	34.4	-11.7
상대수익률	-14.1	3.5	16.0	-4.0

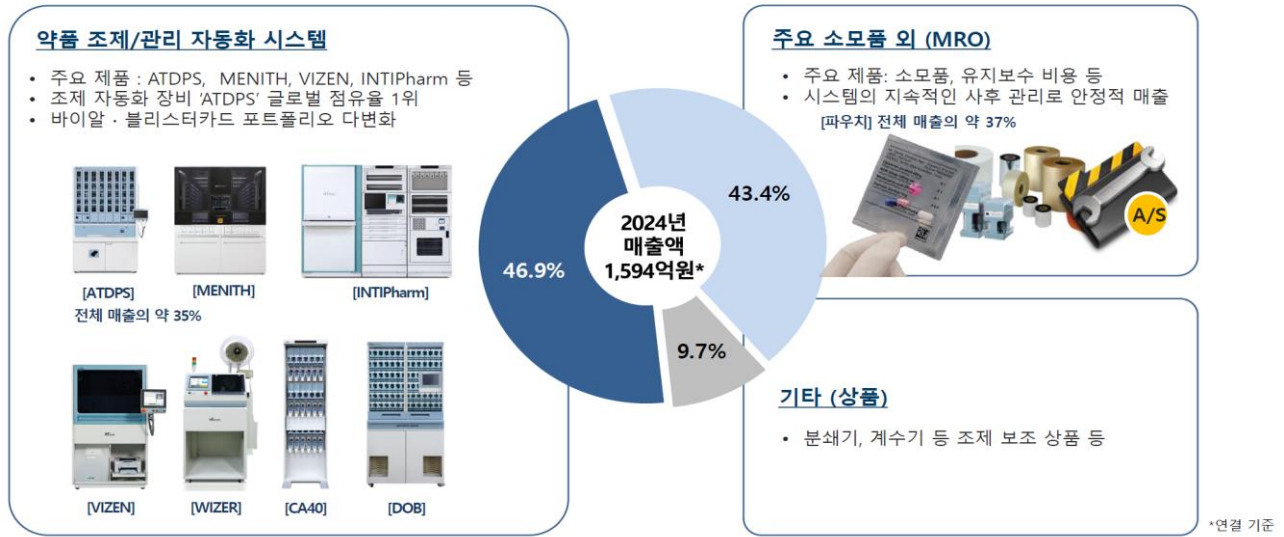
Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	159	176	192	207
영업이익(십억원)	31	36	40	46
순이익(십억원)	29	33	37	42
EPS(원)	2,386	2,688	3,069	3,474
BPS(원)	16,736	18,849	21,342	24,241
PER(배)	8.0	9.4	8.2	7.3
PBR(배)	1.1	1.3	1.2	1.0
ROE(%)	15.1	15.1	15.3	15.2
배당수익률(%)	2.6	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA(배)	4.3	3.9	3.2	2.5

주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 제이브이엠 사업 영역



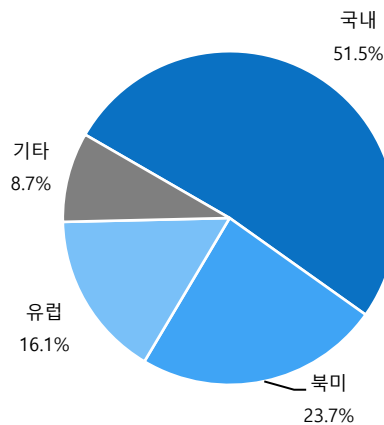
자료: 제이브이엠, iM증권 리서치본부

그림2. 지역별 약 포장방식

	국내	유럽	북미	중국
ATDPS 보급률	약 70~85%	약 7~10%미만	약 10%미만	약 1%미만
신입약사 연봉	5~6천 만원	4~6만 유로	8~9 만 달러	18~20 만 위엔
재포장 형태	Pouch 	Blister (Bingo Card) 	Bottle (Vial) 	Box 

자료: 제이브이엠, iM증권 리서치본부

그림3. 제이브이엠 지역별 매출 비중(2024년 기준)



자료: 제이브이엠, iM증권 리서치본부

그림4. 제이브이엠 전자동 바이알 조제 장비 카운트메이트(Countmate).



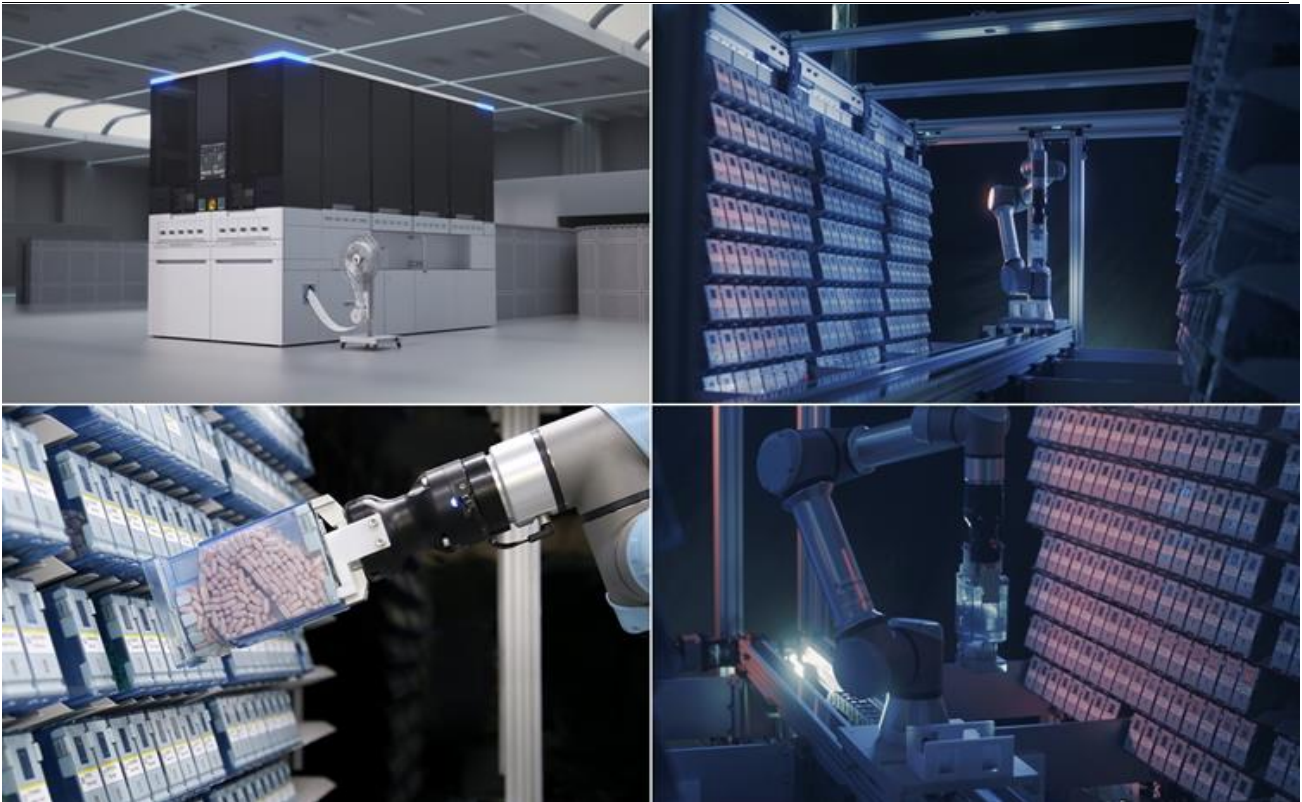
카운트메이트는 복미에서 가장 많이 알려진 바이알 조제를 환자별 처방 정보에 따라 자동으로 카운팅하여 라벨링 및 이미지 촬영 후 배출하는 전자동 조제 시스템입니다

- ASHP Midyear 2024 맥케슨社 미국, 캐나다 시장을 타겟한 제품
- C84/C168 이원화된 모델 라인업
- 시간당 최대 160개 처방전 조제 가능
- 조제 완료 바이알 이미지 촬영해 조제 사진 데이터 보관
- Vial 정렬-라벨 부착-환자별 Vial 분류 배출하는 효율적 전자동 시스템



자료: 제이브이엠, iM증권 리서치본부

그림5. 제이브이엠의 최첨단 차세대 자동 조제기 MENITH: 다관절 협동 로봇 팔이 이 장비 안에서 캐니스터를 자동으로 교체하고 있다.



자료: 제이브이엠, iM증권 리서치본부

그림6. 제이브이엠 조제 자동화 사업

자동화 업무 프로세스



주요 제품 라인업



자료: 제이브이엠, iM증권 리서치본부

그림7. 제이브이엠 자동 정제 및 포장 시스템(블리스터 카드)(DOB)



오더에 따라 자동으로 태블릿을 블리스터 카드에 분배하여
더 빠르고 정확한 포장 성능을 제공합니다

- 72DOB20 등 다양한 라인업으로 맞춤형 기기 보급
- 2021년 호주 · 스페인 시장 진출
- 2022년 영국 지역 옴니셀사와 영국 지역 판매 확대 중



자료: 제이브이엠, iM증권 리서치본부

그림8. 제이브이엠 전자동 약품 분배 캐비닛 시스템(ADC) 인티팜(INTIPharm)



인티팜은 처방 후 약제부에서 조제, 감사된 의약품을
보관/관리하며 처방에 의해 약품을 배출하는 시스템입니다

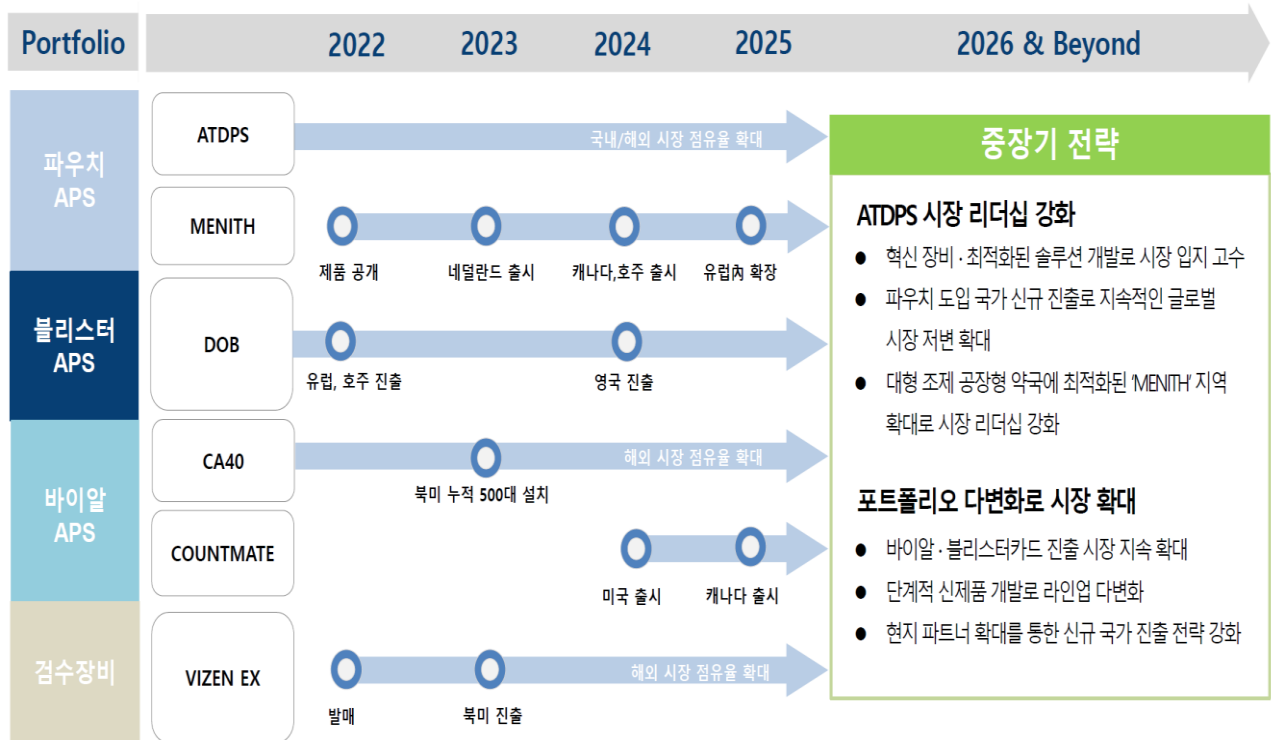
- 국내 최대 레퍼런스 보유 (총 64처 이상) 2024.12 기준
- 2015년 출시 이후 상급종합·종합병원 64처에 191세트 도입
- 대형 병원 중심으로 병동 도입 확산세
- 고객 환경에 맞춘 다양한 모듈로 커스터마이징 제공

국내 시장 선점: 응급실 수술실 → 병동

신중국 시장 진출: 중동, 남미, 아시아 등

자료: 제이브이엠, iM증권 리서치본부

그림9. 제이브이엠 조제 자동화 사업 제품 포트폴리오 로드맵



자료: 제이브이엠, iM증권 리서치본부

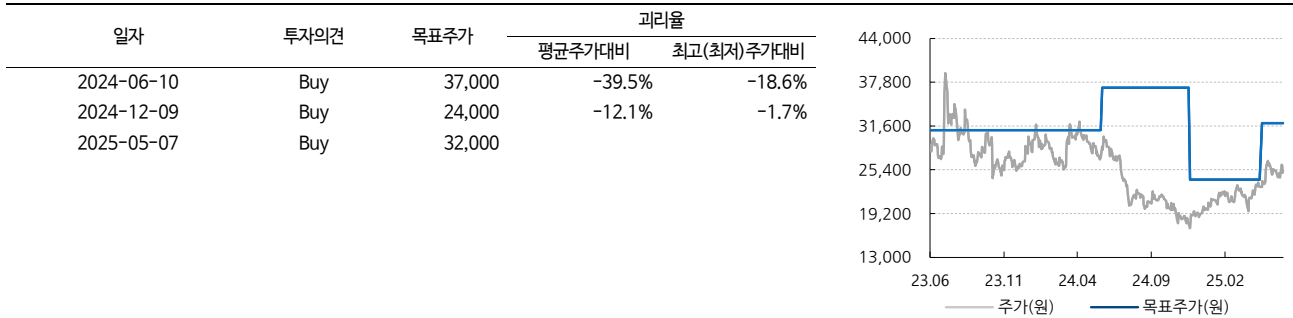
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	177	263	358	496	매출액	159	176	192	207
현금 및 현금성자산	12	73	139	240	증가율(%)	1.5	10.5	8.7	8.3
단기금융자산	95	115	139	169	매출원가	96	104	112	120
매출채권	38	41	45	48	매출총이익	64	72	79	87
재고자산	30	33	36	39	판매비와관리비	33	36	39	42
비유동자산	108	104	100	96	연구개발비	10	11	12	13
유형자산	69	65	62	59	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	2	1	1	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	285	366	458	592	영업이익	31	36	40	46
유동부채	79	135	197	296	증가율(%)	3.0	16.4	12.6	13.4
매입채무	23	25	27	30	영업이익률(%)	19.2	20.3	21.0	22.0
단기차입금	30	30	30	30	이자수익	4	7	11	16
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	3	3	3	3	지분이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	3	-2	-5	-10
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	35	39	45	51
부채총계	82	139	200	299	법인세비용	6	7	8	9
자배주주지분	202	228	258	293	세전계속이익률(%)	21.8	22.3	23.3	24.4
자본금	6	6	6	6	당기순이익	29	33	37	42
자본잉여금	45	45	45	45	순이익률(%)	18.1	18.5	19.4	20.3
이익잉여금	162	189	220	256	자배주주귀속 순이익	29	33	37	42
기타자본항목	-11	-12	-14	-15	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	27	31	36	41
자본총계	202	228	258	293	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	26	86	95	136	주당지표(원)				
당기순이익	29	33	37	42	EPS	2,386	2,688	3,069	3,474
유형자산감가상각비	4	4	3	3	BPS	16,736	18,849	21,342	24,241
무형자산상각비	1	1	1	0	CFPS	2,780	3,080	3,394	3,746
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-19	-18	-22	-27	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-	PER	8.0	9.4	8.2	7.3
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR	1.1	1.3	1.2	1.0
금융상품의 증감	-1	-	-	-	PCR	6.9	8.2	7.5	6.8
재무활동 현금흐름	-7	-6	-6	-6	EV/EBITDA	4.3	3.9	3.2	2.5
단기금융부채의증감	-2	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	15.1	15.1	15.3	15.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	22.2	23.0	23.0	23.6
배당금지급	-5	-6	-6	-6	부채비율	40.8	60.8	77.4	101.9
현금및현금성자산의증감	1	61	65	101	순부채비율	-38.0	-69.3	-96.0	-129.2
기초현금및현금성자산	12	12	73	139	매출채권회전율(x)	5.0	4.5	4.4	4.4
기말현금및현금성자산	12	73	139	240	재고자산회전율(x)	5.5	5.5	5.5	5.5

자료 : 제이브이엠, iM증권 리서치본부

제이브이엠 투자 의견 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

롯데이노베이트 (286940)

2025.06.23

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

AI 활성화 정책 등으로 수혜 가능할 듯

이재명 정부 AI 활성화 등을 위한 정책 가시화 ⇒ 동사 생성형 AI 플랫폼 및 빅데이터 플랫폼 확장성 커지면서 수혜 가능할 듯

지난해 동사 기업 고객을 위한 생성형 AI 플랫폼 아이멤버(Aimember)를 롯데그룹 전 계열사에서 도입하였다. 이러한 아이멤버는 다양한 자체 파운데이션 모델 라인업을 구축하고, 이를 통해 기업 내부 정보를 학습시켜 안전한 프라이빗 AI 서비스를 제공할 뿐만 아니라 GPT-4, DALLIE-3와 같은 상용 퍼블릭 AI 서비스에 보안 필터를 적용하여 개인 및 기업 중요 정보 유출을 방지하는 시큐어(Secure) 퍼블릭 AI 서비스를 제공한다. 이렇듯 아이멤버는 외부 생성형 AI 서비스를 안전하게 활용하는 부분과 더불어 자체 데이터를 학습하는 그룹 특화형 생성형 AI 서비스를 제공하는 데 주안점을 두고 있다.

아이멤버를 활용하여 사용자는 업무 효율성을 높이기 위해 문서 번역 및 요약, 크로마키 메이커, 코드 생성, 홍보문구 작성 등의 AI 서비스를 이용할 수 있다.

그동안 유통·식품·화학 등 롯데그룹 핵심 사업 영역에서 실제 업무 환경에 적용해 활용 가능성과 안정성을 검증해왔기 때문에 올해 하반기에 성과와 기능을 개선한 아이멤버 3.0을 새롭게 선보이면서 아이멤버 수익화를 위한 동사의 비즈니스 모델이 가시화 될 것이다.

무엇보다 지난 4월 IT 솔루션 기업 티디지, 잘레시아, 나래데이터, 텐노드솔루션 등 6개사와 생성형 AI 플랫폼 아이멤버 공급계약을 체결하면서 대외 서비스를 본격화 하였다. 이에 따라 향후 IT 기업 외에도 교육, 금융, 공공 부문을 대상으로 사업을 확대해 나가면서 성장성 등이 가시화 될 것이다.

다른 한편으로는 동사는 2023년 하반기 롯데그룹 계열사 내부 데이터와 공공, 민간, 소셜 등 외부 데이터를 결합하여 고객 분석을 통한 상품 기획과 맞춤형 마케팅 전략, 수요 예측을 통한 생산 계획 등 유용한 정보를 사업에 적용할 수 있는 빅데이터 플랫폼인 스마트리온(SMARTLLION)을 선보였다.

무엇보다 이재명 정부에서는 AI 활성화 등을 위한 정책들이 가시화 될 것으로 예상됨에 따라 동사의 생성형 AI 플랫폼 및 빅데이터 플랫폼 등의 확장성이 커지면서 수혜가 기대된다.

디지털 전환 중심축으로 웹3.0과 스테이블코인이 메가트렌드로 자리잡으면서 메타버스 플랫폼인 칼리버스 활성화 될 듯

칼리버스는 쇼핑, 엔터테인먼트, 커뮤니티 등을 극사실적인 비주얼과 독창적 인터랙티브 기술을 접목해 만든 초실감형 메타버스 플랫폼이다. 칼리버스에서는 코리아세븐·롯데하이마트·롯데면세점 등 유통 채널에서 다양한 쇼핑을 할 수 있으며 엔터테인먼트 공간에선 차세대 가상공연 콘텐츠를 경험할 수 있다.

디지털 전환 중심축으로 웹3.0과 스테이블코인 등이 메가트렌드로 자리잡으면서 메타버스 플랫폼인 칼리버스로도 활성화 될 수 있을 것이다.

목표주가 35,000원으로 상향

동사에 대하여 목표주가를 35,000원으로 상향한다. 목표주가는 2026년 EPS 추정치 2,353원에 Target PER 15.1배(최근 4년간 평균 PER) 적용하여 산출하였다.

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	35,000원(상향)
증가(2025.06.20)	26,200원
상승여력	33.6 %

Stock Indicator	
자본금	76십억원
발행주식수	1,513만주
시가총액	404십억원
외국인지분율	1.6%
52주 주가	16,500~31,800원
60일평균거래량	49,083주
60일평균거래대금	1.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	40.4	33.4	37.6	-4.6
상대수익률	24.3	18.8	11.9	-12.2

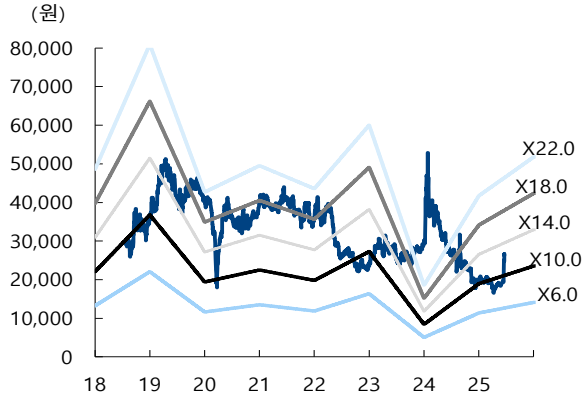
Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,180	1,266	1,362	1,408
영업이익(십억원)	26	39	50	59
순이익(십억원)	13	29	36	45
EPS(원)	845	1,897	2,353	2,941
BPS(원)	27,718	29,203	31,144	33,673
PER(배)	22.9	13.8	11.1	8.9
PBR(배)	0.7	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	3.1	6.7	7.8	9.1
배당수익률(%)	3.6	2.7	2.7	2.7
EV/EBITDA(배)	4.1	3.6	3.2	2.8

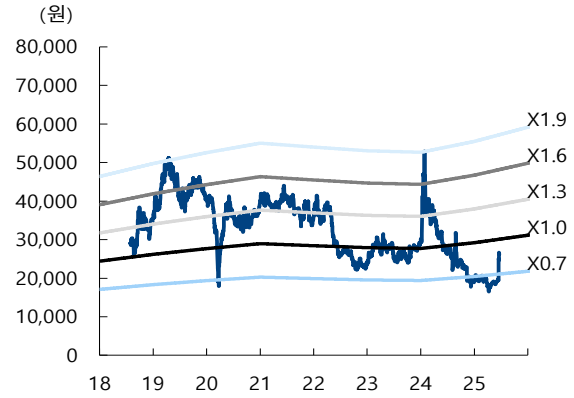
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 롯데이노베이트 PER 밴드



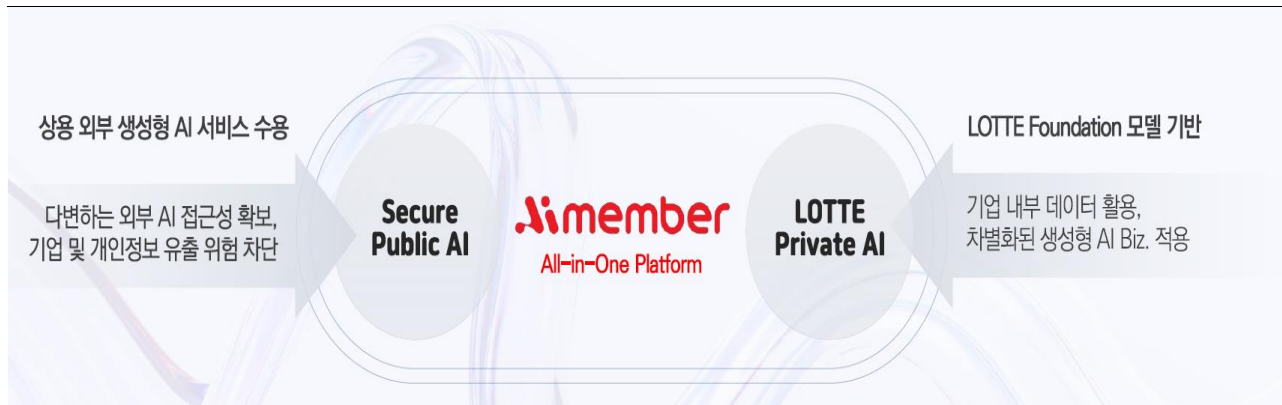
자료: 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

그림2. 롯데이노베이트 PBR 밴드



자료: 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

그림3. 롯데이노베이트 생성형 AI 플랫폼 아이멤버(Aimember)



롯데GPT

자체 구현한 LOTTE AI 모델로 만드는 기업용 GPT

롯데그룹 데이터 지속 학습 및 고도화

LOTTE GPT	
개인버서 챗봇	이미지 생성
회의록 생성	업무 도우미

Secure Public AI

그룹사 보안 필터를 적용한 10개 이상의 퍼블릭 AI 서비스 제공

ChatGPT4	DALL-E3	Gemini	HyperCLOVAX 네이버 생성형 AI (하반기)
Copilot	Claude 3	...	Mubert 음악생성 (하반기)

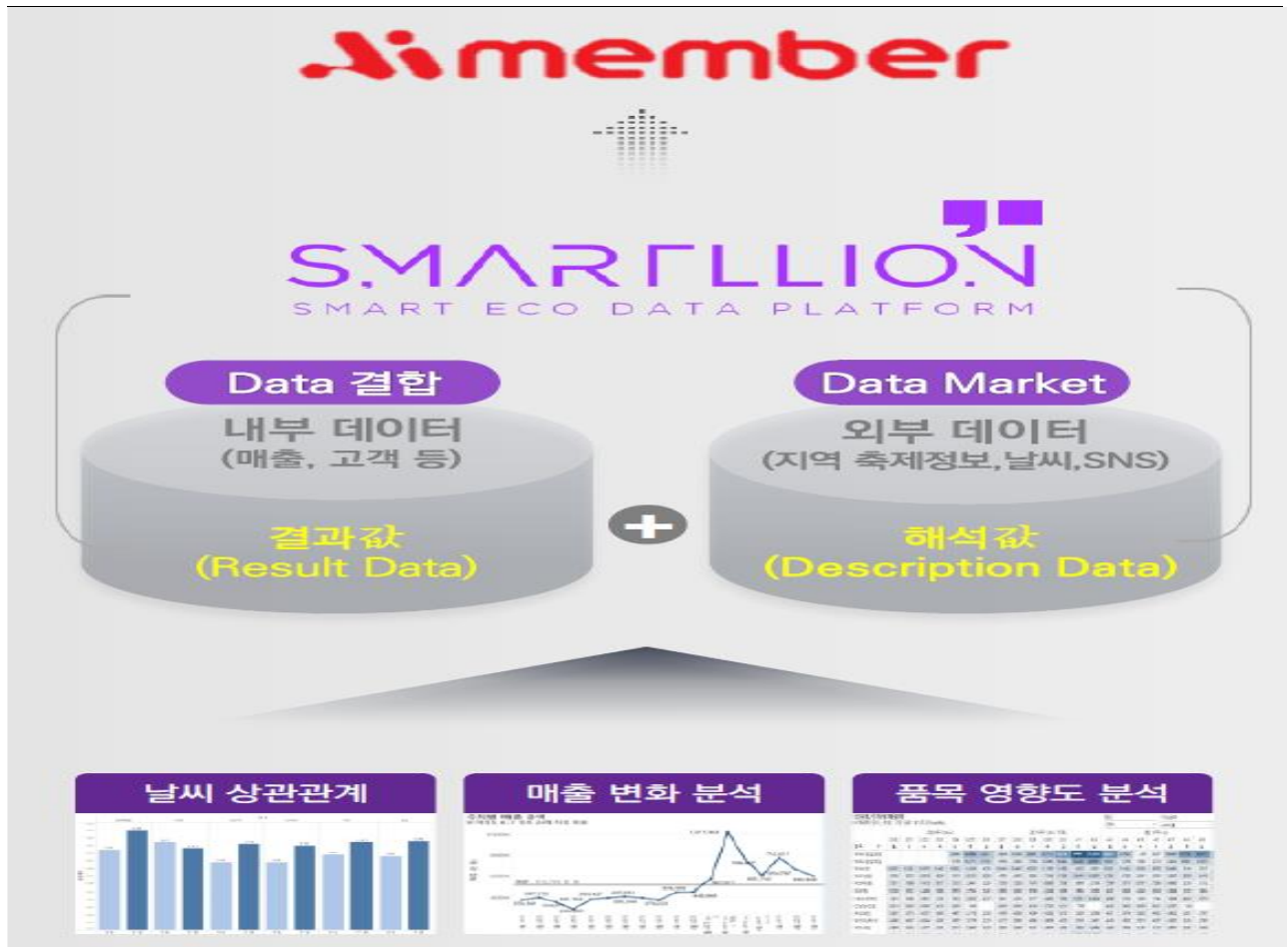
'아이멤버' B2B 진출

업무 생산성을 높이는 약 20개의 AI 비즈니스 어시스턴트



자료: 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

그림4. 롯데이노베이트 빅데이터 플랫폼 스마트리온과 생성형 AI 플랫폼 아이멤버



자료: 롯데이노베이트, 하이투자증권 리서치본부

표1. 칼리버스 플랫폼 특징점

구분	국내	해외	LOTTE
표현방식	애니메이션	애니메이션	초실사형
타겟고객	10대	10대	10-50대
서비스 형태	온/오프 분리	온/오프 분리	온/오프 연계
핵심 콘텐츠	커뮤니티	게임	쇼핑, 엔터

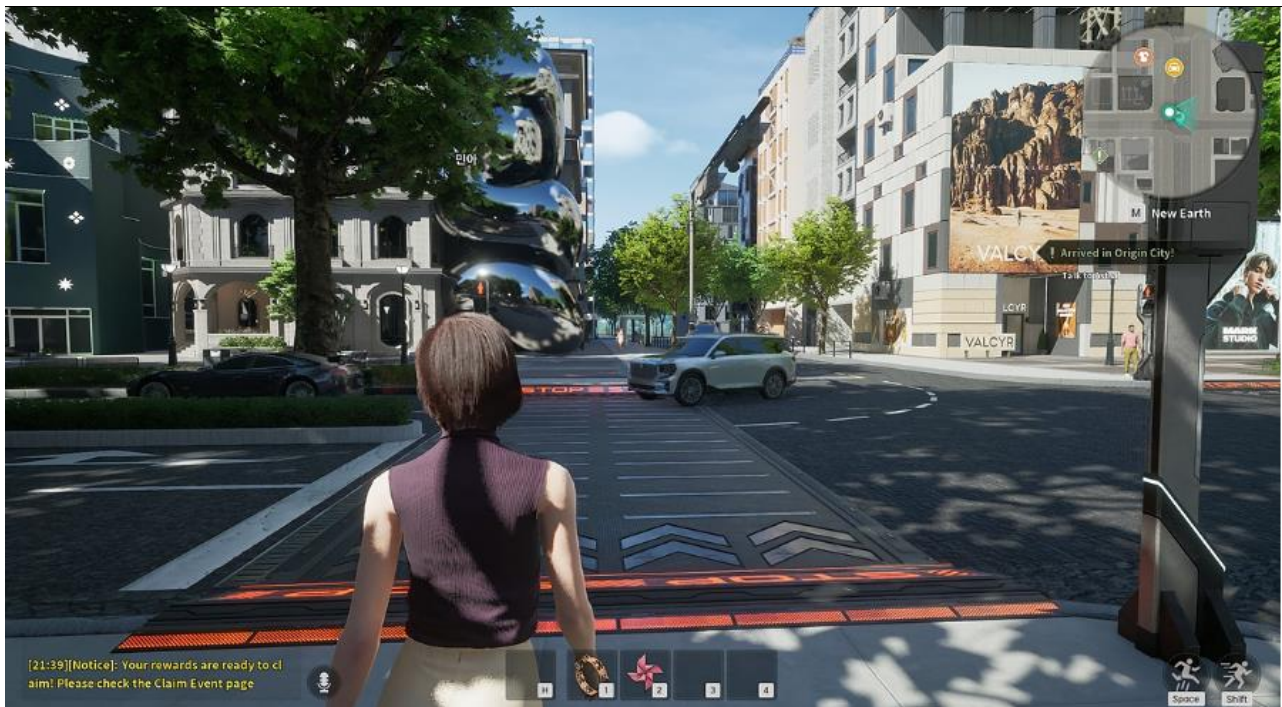
자료: 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

표2. 칼리버스 레퍼런스

구분	내용
쇼핑	MCM, 백화점, 면세점, 7ELEVEN, 하이마트
드라마	하나비(일본), 스타 데이트(손나은)
건설	롯데캐슬 아파트 분양관
콘서트	투모로우랜드, NMIXX, DJ ALOK, MBC 쇼!음악중심

자료: 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

그림5. 칼리버스 플레이 화면 캡처 이미지



자료: 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

그림6. 칼리버스내 공연장 화면 캡처 이미지



자료: 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

그림7. 롯데그룹 밸류체인 디지털 트랜스포메이션



자료: 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

그림8. 롯데이노베이트 데이터센터 현황



자료: 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

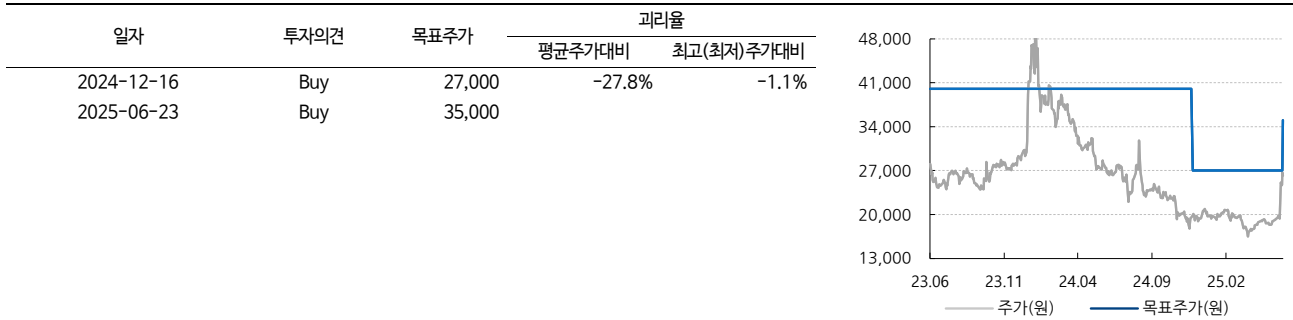
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	394	495	798	984	매출액	1,180	1,266	1,362	1,408
현금 및 현금성자산	106	200	481	639	증가율(%)	-1.4	7.3	7.5	3.4
단기금융자산	17	27	44	73	매출원가	1,074	1,139	1,221	1,257
매출채권	184	198	213	220	매출총이익	106	127	140	151
재고자산	29	31	33	34	판매비와관리비	80	88	91	92
비유동자산	556	482	426	383	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	378	320	275	241	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	125	109	97	88	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	951	978	1,224	1,367	영업이익	26	39	50	59
유동부채	309	321	542	650	증가율(%)	-54.8	52.4	26.3	18.8
매입채무	123	132	142	147	영업이익률(%)	2.2	3.1	3.6	4.2
단기차입금	9	9	9	9	이자수익	3	5	11	15
유동성장기부채	42	42	42	42	이자비용	9	9	9	9
비유동부채	191	191	191	191	지분이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-1	0	-6	-9
장기차입금	132	132	132	132	세전계속사업이익	17	34	45	54
부채총계	501	512	734	841	법인세비용	9	12	13	13
자배주주지분	419	442	471	509	세전계속이익률(%)	1.4	2.7	3.3	3.9
자본금	76	76	76	76	당기순이익	7	22	31	41
자본잉여금	312	312	312	312	순이익률(%)	0.6	1.7	2.3	2.9
이익잉여금	129	147	172	206	자배주주귀속 순이익	13	29	36	45
기타자본항목	-97	-93	-88	-84	기타포괄이익	4	4	4	4
비자배주주지분	30	23	19	16	총포괄이익	12	26	36	45
자본총계	450	465	490	525	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	51	134	328	216	주당지표(원)				
당기순이익	7	22	31	41	EPS	845	1,897	2,353	2,941
유형자산감가상각비	47	58	45	34	BPS	27,718	29,203	31,144	33,673
무형자산상각비	13	16	12	9	CFPS	4,787	6,787	6,082	5,785
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	700	700	700	700
투자활동 현금흐름	-78	3	-4	-15	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-63	-	-	-	PER	22.9	13.8	11.1	8.9
무형자산의 처분(취득)	-23	-	-	-	PBR	0.7	0.9	0.8	0.8
금융상품의 증감	1	-	-	-	PCR	4.0	3.9	4.3	4.5
재무활동 현금흐름	15	-15	-15	-15	EV/EBITDA	4.1	3.6	3.2	2.8
단기금융부채의증감	-35	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	70	-	-	-	ROE	3.1	6.7	7.8	9.1
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.3	8.9	7.8	7.2
배당금지급	-15	-11	-11	-11	부채비율	111.3	110.1	149.6	160.2
현금및현금성자산의증감	-11	94	281	158	순부채비율	13.4	-9.5	-69.8	-100.6
기초현금및현금성자산	117	106	200	481	매출채권회전율(x)	6.7	6.6	6.6	6.5
기말현금및현금성자산	106	200	481	639	재고자산회전율(x)	35.2	42.3	42.3	41.5

자료 : 롯데이노베이트, iM증권 리서치본부

롯데이노베이트 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 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

미래에셋벤처투자 (100790)

2025.06.23

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

AI 및 정부정책의 큰 손인 동사 제대로

[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

이재명 정부에서 동사 AI 관련 투자의 선봉장 역할 부각되면서 최대 수혜 가능할 듯(ft. 퇴직 연금의 벤처투자 허용 기대감)

이재명 정부에서는 연간 40조원 규모 벤처투자시장을 육성하기 위하여 모태펀드 예산 대폭 확대 및 존속기간 연장과 중소기업 AI 스케일업 펀드 조성, 글로벌 모태펀드 설립을 통한 글로벌 투자자의 국내 벤처투자 참여 촉진, 퇴직연금의 벤처투자 허용, 연기금 및 연기금투자펀드 등의 벤처펀드 출자 확대 유도방안 마련, BDC 도입, 법인투자자가 민간 벤처모펀드 출자 시 세액공제 확대, M&A 촉진 등을 통한 벤처투자의 회수시장 활성화 등의 정책과제를 제시하였다.

이 중에서도 퇴직 연금의 벤처투자 허용, 연기금의 벤처펀드 출자 확대 유도 방안 마련, 민간 벤처모펀드 출자시 세액공제 확대 등은 벤처펀드 신규 LP 확대와 관련된 내용들로서 벤처투자시장 육성에 가장 핵심적인 역할을 할 것으로 예상된다.

특히 퇴직연금 적립금은 2024년 말 기준으로 431조 7000억원에 이르고 있기 때문에 퇴직연금의 벤처투자가 허용된다면 대규모 자금이 벤처기업에 투자될 수 있을 것이다. 무엇보다 동사와 같은 자금력이 있는 대형 VC들은 상당한 자금 유입 기회가 열리면서 수혜가 예상된다.

한편, 동사의 경우 기존 펀드를 통해 AI 밸류체인에 속하는 기업에 누적으로 2,579억원 이상 투자를 집행하였으며, 2024년 전체 투자 중에서 AI 관련 기업 투자가 43%를 차지하는 등 AI 관련 기업 투자를 더욱 더 강화하고 있는 중이다.

무엇보다 이재명 정부에서는 AI 세계 3대 강국 진입을 목표로 공공·민간 대규모 투자를 유도하는 정책과제를 제시하였다. 이를 위해 국가 AI 투자 100조원 규모 계획 제시와 국가 AI 데이터 클러스터 조성 등의 방안을 제시하였다.

이에 따라 AI가 벤처·스타트업 등의 성장엔진으로 작동할 것이며, AI 성장 기반을 구축하기 위하여 정부주도의 AI 관련 각종 펀드가 조성될 뿐만 아니라 주요 기관투자자들의 AI 관련 LP 출자사업 등이 이루어질 것이다. 이러한 환경하에서 동사는 그동안의 AI 밸류체인 투자 레코드를 기반으로 AI 관련 각종 펀드 GP로 선정 가능성 등이 높아지면서 AI 관련 투자 선봉장 역할 부각으로 최대 수혜가 예상된다.

올해 순이익이 대폭적으로 증가하면서 배당확대로 이어질 듯(ft. 유망 AI기업 투자로 실적증가의 지속성 높아질 듯)

동사의 경우 AI 밸류체인에서 우량한 포트폴리오를 다수 보유하고 있다. AI 인프라 분야에서 리벨리온과 하이퍼엑셀 등 NPU 업체 뿐만 아니라 엑시나 등 CXL 기반의 지능형 메모리 솔루션 개발업체에 투자하고 있다. 무엇보다 칩을 효율적이고 빠르게 설계 및 생산할 수 있도록 플랫폼을 제공하는 세미파이버에도 투자하고 있다. 또한 AI모델 분야에서는 고성능 LLM 개발 기업인 xAI, Cohere, 업스테이지 등에 투자하고 있다. 이와 더불어 AI 애플리케이션 관련해서는 AI 기반의 애드테크 기업 몰로코와 수학 도메인 특화 언어모델 매스(Math)GPT를 서비스 중인 매스프레스 등이 있다.

NR

액면가	5,000원
종가(2025.06.20)	8,000원

Stock Indicator

자본금	55십억원
발행주식수	5,312만주
시가총액	337십억원
외국인지분율	1.9%
52주 주가	4,195~7,000원
60일평균거래량	260,859주
60일평균거래대금	1.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	61.0	64.5	69.7	27.3
상대수익률	51.7	56.6	52.6	36.0

Price Trend

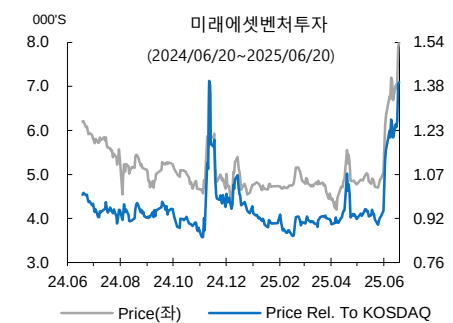


표1. 이재명 대통령 주요 벤처·스타트업 공약

1. 벤처투자시장 확대

모태펀드 예산 확대 및 존속기간 연장
 퇴직연금의 벤처투자 허용
 연기금 및 연기금 투자펀드 등의 벤처펀드 출자 확대
 기업성장집합투자기구(BDC) 도입
 인수합병(M&A) 촉진 등 통합 회수시장 활성화

2. 지역 스타트업 육성

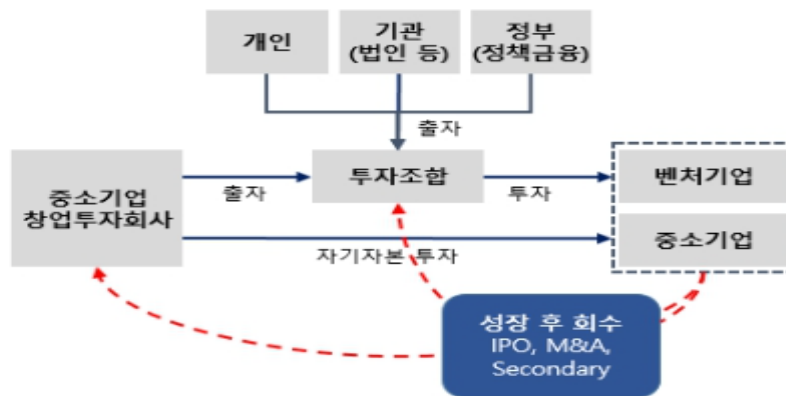
모태펀드 지방계정 출자 규모 확대 등 스타트업 지방 비중 확대
 지역 여건 고려한 스타트업파크 조성
 팀스(TIPS) 프로그램 지방 스타트업 중심으로 확대

3. 스타트업 생태계 조성

윤석열 정부가 식감한 벤처·스타트업 R&D 예산 확대
 네거티브 규제 도입 및 규제샌드박스 적용 확대
 기존 제도와 갈등 해소를 위한 공론장 마련

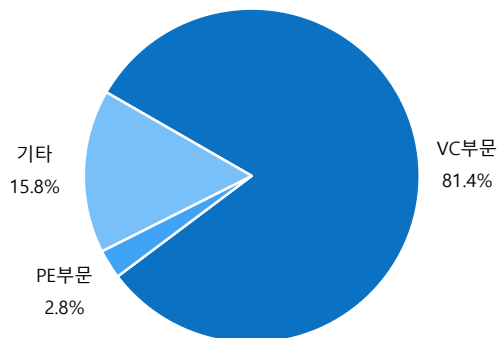
자료: 더불어민주당, iM증권 리서치본부

그림1. 벤처캐피탈 사업구조



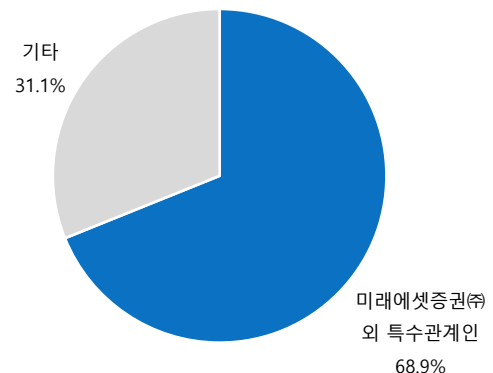
자료: 미래셋벤처투자, iM증권 리서치본부

그림2. 미래셋벤처투자 매출 구성(2025년 1분기 기준)



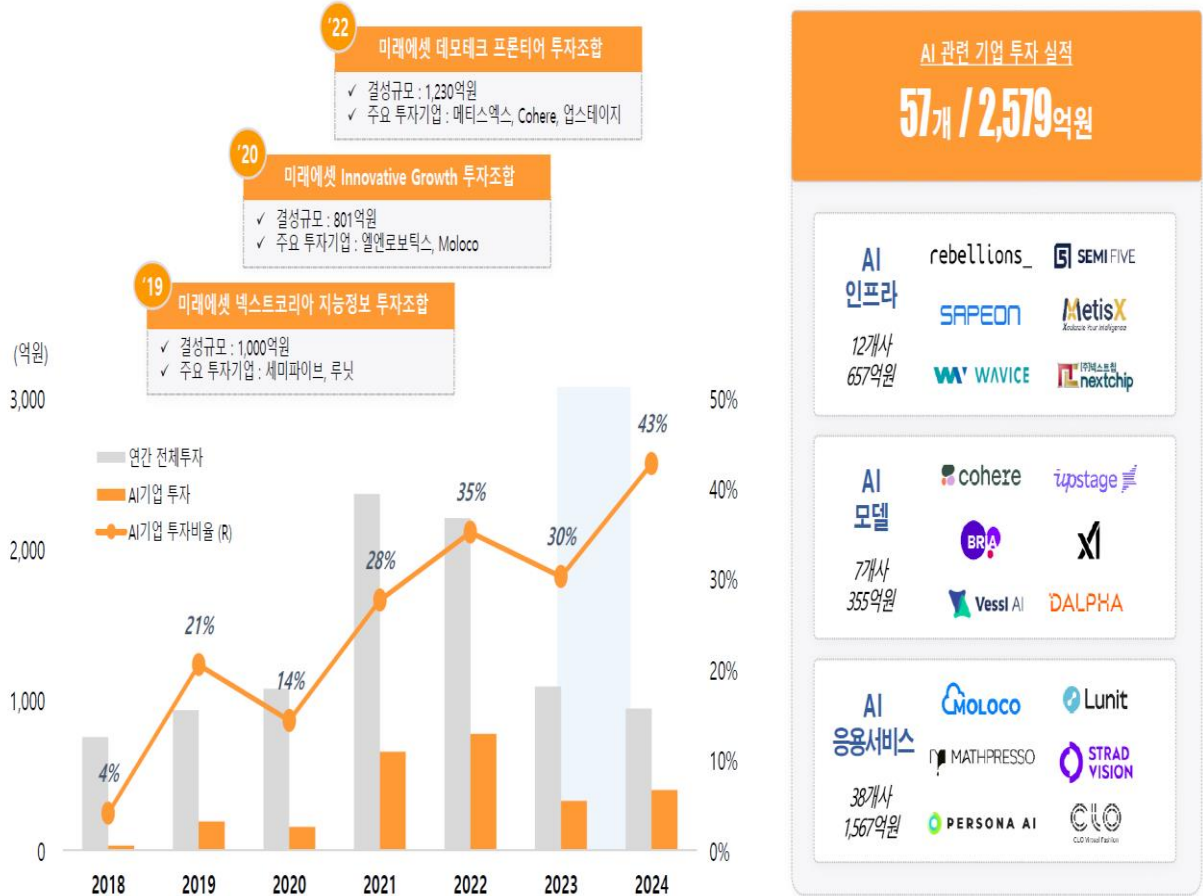
자료: 미래셋벤처투자, iM증권 리서치본부

그림3. 미래셋벤처투자 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



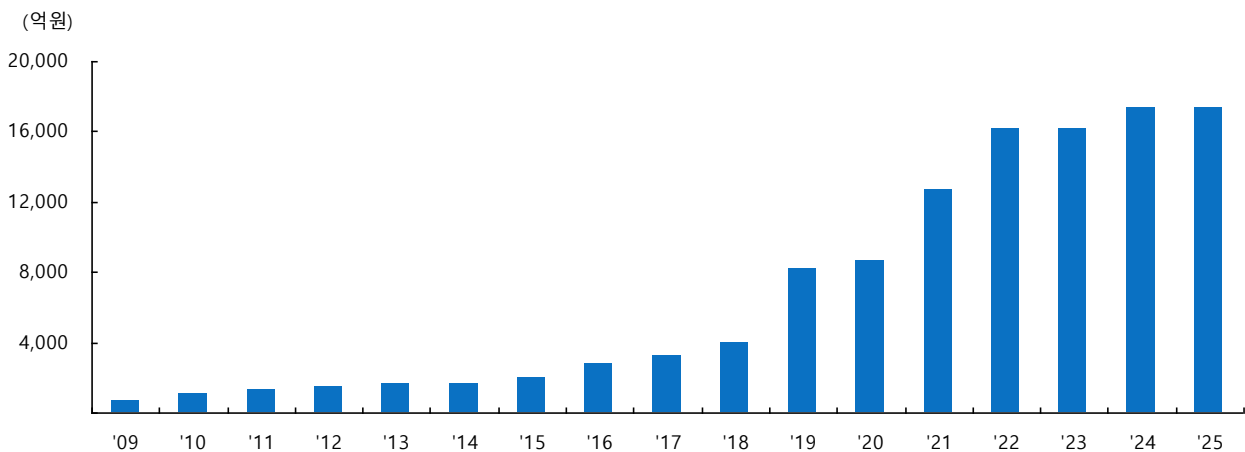
자료: 미래셋벤처투자, iM증권 리서치본부

그림4. 미래에셋벤처투자 연도별 AI 관련 투자 추이 및 분야별 AI 관련 포트폴리오



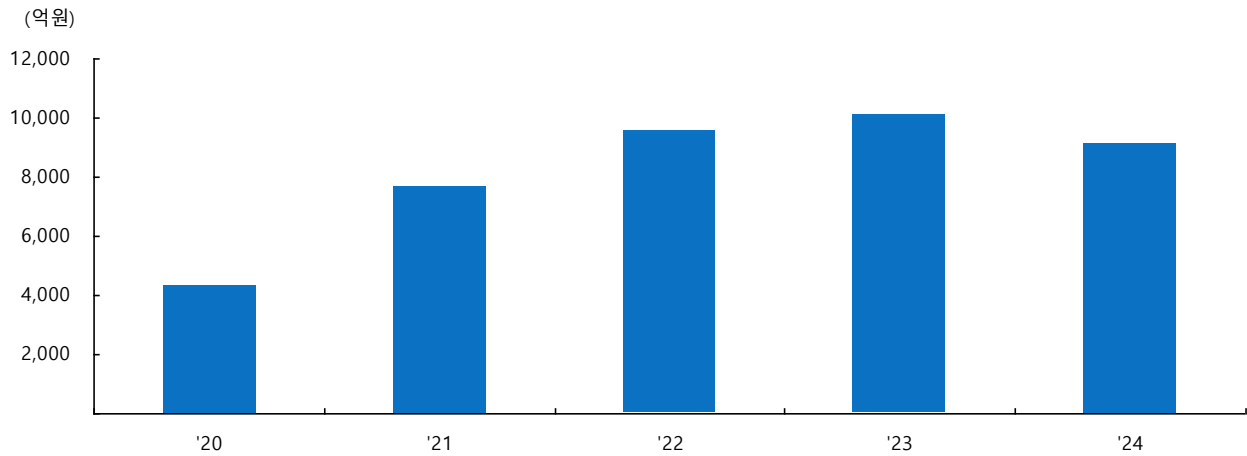
자료: 미래에셋벤처투자, iM증권 리서치본부

그림5. 미래에셋벤처투자 연도별 AUM 추이



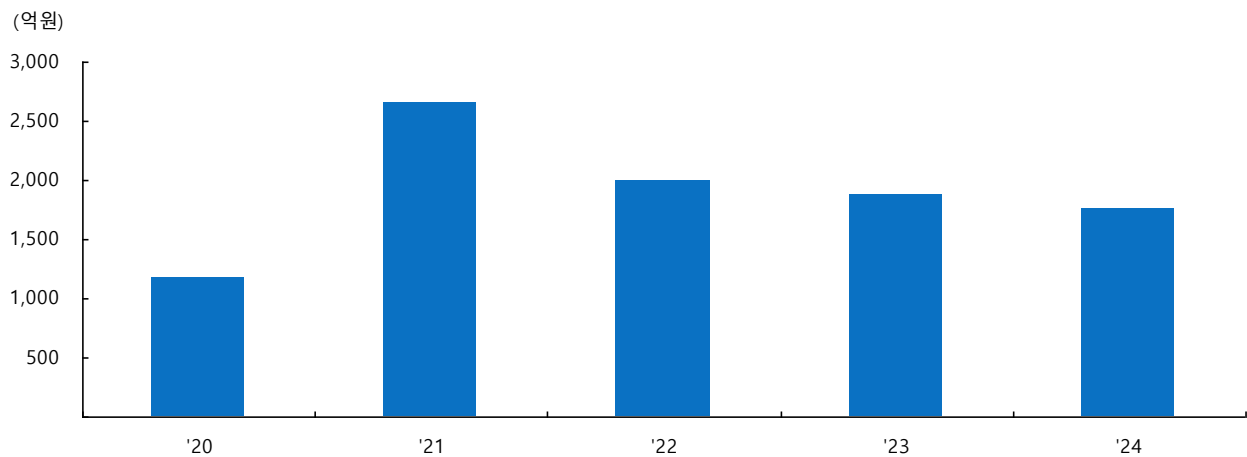
자료: 미래에셋벤처투자, iM증권 리서치본부

그림6. 미래에셋벤처투자 연도별 공정가치측정 금융자산 추이



자료: 미래에셋벤처투자, iM증권 리서치본부

그림7. 미래에셋벤처투자 연도별 공정가치측정 금융상품관련 이익



자료: 미래에셋벤처투자, iM증권 리서치본부

표2. 미래에셋벤처투자 핵심 수익 기여 포트폴리오

회사명	최초투자연도 (당시 Value)	총 투자금액	회수예상 Value	예상 수익
Moloco	2019년 (1,400억원)	723억원	5~10조원	300~850억원
세미파이브	2019년 (875억원)	363억원	1~2조원	250~600억원
헤이달러	2016년 (156억원)	28억원	5천억~1조원	70~150억원
매스프레소	2018년 (378억원)	124억원	5천억~1조원	40~150억원
크로노24	2019년 (2,658억원)	77억원	2~3조원	60~120억원
VNG	2021년 (1조 4,705억원)	189억원	3.2~5.2조원	50~150억원
여기어때	2015년 (554억원)	67억원	1.5~2조원	120~190억원
클로버추얼패션	2019년 (577억원)	20억원	1~2조원	150~300억원
합계				1,040~2,510억원

자료: 미래에셋벤처투자, iM증권 리서치본부

표3. 미래에셋벤처투자 핵심 수익 기여 포트폴리오 상장예정 시기

회사명	상장예정 시기	국가	시장
Moloco	2026	미국	나스닥
세미파이브	2H25	한국	코스닥
헤이달러	2H26	한국	코스닥
매스프레소	1H27	한국	코스닥
크로노24	2027	독일	
VNG	2026	베트남	

자료: 미래에셋벤처투자, iM증권 리서치본부

표4. 미래에셋벤처투자 중장기적 핵심 수익 기여 기대 포트폴리오

회사명	최초투자연도 (투자 Value)	총 투자금액	개요
xAI	2024년 (\$18bil)	75억원	• 일론 머스크가 2023년 3월에 설립한 인공지능 기업으로 X(구 트위터)와 긴밀한 협력을 통해서 빠른 시간에 고성능 LLM을 제공
Cohere	2023년 (2조 4,600억원)	159억원	• B2B용 LLM을 제공하는 업체로 기업들이 외부에 공유할 수 없는 데이터 등을 기반으로 인공지능을 활용하려고 할때 동사의 솔루션이 필요함
업스테이지	2024년 (2,369억원)	50억원	• 국내 기업에서 가장 경쟁력 있는 Private LLM을 제공하는 업체로 의료, 금융, 커머스 등 여러 기업과 Private LLM 도입 협의를 통한 빠르게 사업 확장 중
Bria AI	2023년 (400억원)	15억원	• 생성형 AI 기반으로 이미지 생성 솔루션을 제공하는 이스라엘 업체로 저작권 침해 이슈가 없는 영상을 생성할 수 있어 향후 지배력은 더욱 강화될 것임
리벨리온	2022년 (2,600억원)	70억원	• 추론용 AI칩을 개발하는 업체로 범용성 높은 독자적인 AI코어를 확보하고 있으며 칩 개발 속도가 상당히 빠르고 KT를 통한 초기 매출 확보가 가능
하이퍼엑셀	2023년 (370억원)	55억원	• GPU 대비 가격 대비 성능과 전력 대비 성능이 두 배 이상 뛰어난 독자적인 구조의 AI 가속기 개발
아이에이치더블유	2024년 (620억원)	40억원	• 아날로그 인 메모리 컴퓨팅 기술을 상용화한 초저전력 AI 가속기 개발 업체
엑시나	2022년 (280억원)	40억원	• CXL 메모리 컨트롤러 및 메모리 인근 컴퓨팅을 제공하는 칩을 개발하는 업체로 AI 학습 데이터 및 검색 데이터 관리에 필수적인 칩을 제공할 것임

자료: 미래에셋벤처투자, iM증권 리서치본부

표5. 미래에셋벤처투자 운용 VC 투자조합 및 PEF 결성 현황(1)

구분	조합(회사)명	약정총액(억원)	결성일	존속기한(년)	비고
VC	1 MIC99-8 한국드림벤처투자조합	163	1999.11.30	5	청산완료
	2 미래에셋첨단부품소재투자조합1호	60	2000.12.28	1	청산완료
	3 미래에셋H&B벤처투자조합1호	30	2000.12.28	5	청산완료
	4 미래에셋벤처투자조합제3호	103	2000.12.28	5	청산완료
	5 미래에셋벤처투자조합4호	100	2003.12.17	6	청산완료
	6 미래에셋벤처투자조합5호	20	2005.10.05	5	청산완료
	7 미래에셋좋은기업투자조합1호	203	2006.03.07	5	청산완료
	8 미래에셋좋은기업투자조합2호	130	2007.07.27	7	청산완료
	9 미래에셋좋은기업투자조합3호	120	2010.08.11	5	청산완료
	10 MAF-미래에셋 애그리-에너지 투자조합4호	200	2007.12.26	7	청산완료
	11 2010 KIF-미래에셋 IT전문투자조합	285	2010.07.27	7	청산완료
	12 미래에셋사회적기업투자조합	42	2011.06.22	7	청산완료
	13 미래에셋 애그로 프로젝트 투자조합	200	2011.08.08	7	청산완료
	14 KoFC-미래에셋 Pioneer Champ 2011-3호 투자조합	307	2011.12.19	8	청산완료
	15 미래에셋사회적기업투자조합2호	40	2012.09.07	8	청산완료
	16 노루-미래에셋 애그로스타프로젝트 투자조합	160	2012.10.10	7	청산완료
	17 미래에셋 좋은기업 세컨더리 투자조합	180	2013.08.05	5	청산완료
	18 MAVI신성장좋은기업투자조합1호	80	2015.05.11	7	-
	19 MAVI신성장좋은기업투자조합2호	70	2015.06.18	7	-
	20 미래에셋글로벌투자조합	400	2015.07.10	8	-
	21 코스콤-미래에셋핀테크투자조합1호	20	2015.11.16	8	-
	22 미래에셋 청년창업 투자조합	140	2016.06.01	8	-
	23 미래에셋 좋은기업 세컨더리 투자조합 2호	200	2016.07.13	5	-
	24 2016 KIF-미래에셋 ICT전문 투자조합	300	2016.11.07	7	-
	25 미래에셋 신성장 좋은기업 투자조합 16-1호	140	2016.12.15	7	-
	26 미래에셋 신성장 좋은기업 투자조합 17-1호	165	2017.05.12	7	-
	27 미래에셋 하이테크 프론티어 투자조합	250	2017.09.19	7	-
	28 미래에셋청년창업투자조합2호	250	2017.12.28	8	-
	29 미래에셋 신성장 좋은기업 세컨더리 투자조합 18-1호	150	2018.05.21	5	-
	30 한컴-미래에셋 4차산업혁명 투자조합	155	2018.07.06	5	-
	31 미래에셋 콘텐츠판다 iMBC 콘텐츠 투자조합	41	2018.08.16	5	-
	32 미래에셋청년창업투자조합3호	200	2018.11.20	8	-
	33 미래에셋 신성장 좋은기업 투자조합 19-1호	220	2019.03.29	7	-
	34 미래에셋-그린프로그 투자조합	100	2019.05.15	7	-
	35 미래에셋 신성장 좋은기업 투자조합 19-2호	180	2019.11.15	7	-
	36 미래에셋 넥스트 코리아 지능정보 벤처투자조합	1,000	2019.12.30	8	-
	37 미래에셋 Innovative Growth 투자조합	801	2020.11.12	8	-
	38 미래에셋 신성장 좋은기업 투자조합 21-1호	300	2021.06.04	7	-
	39 엠에이브이아이(MAVI)신성장좋은기업투자조합3호	230	2021.06.21	7	-
	40 미래에셋 글로벌 유니콘 투자조합	242	2021.07.21	5	-

자료: 미래에셋벤처투자, iM증권 리서치본부

표6. 미래에셋벤처투자 운용 VC 투자조합 및 PEF 결성 현황(2)

구분	조합(회사)명	약정총액(억원)	결성일	존속기한(년)	비고
VC	41 미래에셋 세이지 투자조합 2호	2,112	2021.12.07	8	-
	42 미래에셋 Next Revolution 투자조합	200	2021.12.16	5	-
	43 미래에셋 Next Revolution 투자조합 2호	116	2021.12.16	5	-
	44 미래에셋 글로벌 유니콘 투자조합 2호	220	2022.01.27	5	-
	45 미래에셋 바이오 프론티어 투자조합	450	2022.03.03	7	-
	46 미래에셋 글로벌 유니콘 벤처투자조합 3호	280	2022.03.08	5	-
	47 미래에셋 글로벌 유니콘 벤처투자조합 4호	55	2022.03.24	5	-
	48 미래에셋 이마트 신성장투자조합 1호	1,000	2022.08.31	10	-
	49 미래에셋 글로벌 유니콘 벤처투자조합 5호	360	2022.10.06	5	-
	50 미래에셋-글릭스 판테크 혁신 투자조합	300	2022.11.10	8	-
	51 미래에셋 데모테크 프론티어 투자조합	1,230	2022.11.16	8	-
	52 미래에셋 글로벌 유니콘 벤처투자조합 6호	39	2024.05.22	5	-
	53 미래에셋 AI 프론티어 투자조합	1,100	2024.12.20	10	-
소계		15,439	-	-	-
PEF	1 미래에셋나이스사모투자전문회사	814	2010.10.13	4	청산완료
	2 큐리어스미래에셋에스유티티 기업재무안정사모투자	201	2018.09.21	5	청산완료
	3 미래에셋큐리어스구조혁신 기업재무안정 사모투자합자회사	1,066	2019.04.29	10	-
	4 에스케이에스미래에셋 기업재무안정 사모투자 합자회사	2,070	2019.10.29	5	-
	5 미래에셋이에스지기업재무안정사모투자 합자회사	151	2021.05.27	5	-
	6 미래에셋위반도체1호창업벤처전문사모투자 합자회사	1,001	2021.10.08	10	-
소계		5,303	-	-	-
합계		20,742	-	-	-

자료: 미래에셋벤처투자, iM증권 리서치본부

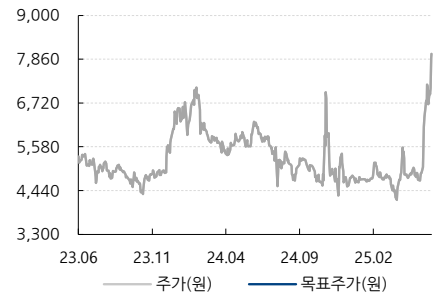
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(억원)	2021	2022	2023	2024	(억원 %)	2021	2022	2023	2024
창업투자자산	9	6	6	6	영업수익	2,748	2,180	2,170	2,339
신기술금융자산					창투및기업구조조정수익				
기업구조조정자산					이자수익	3	8	20	30
유동화자산					수수료수익	13	29	37	30
비유동자산	7,863	9,870	10,613	9,683	금융상품관련이익	2,675	2,014	1,885	1,829
유형자산	31	24	14	5	배당금수익	12	11	6	6
유동자산	745	555	480	919	외환거래이익	1	1	0	1
유동금융자산					영업비용	1,784	1,588	1,851	2,182
현금및현금성자산	716	538	432	908	투자및금융비용				
자산총계	8,617	10,430	11,099	10,608	이자비용	5	14	14	8
비유동부채	6,037	7,381	7,598	6,987	수수료비용	1	0	1	2
유동부채	120	66	77	101	금융상품관련손실	303	480	893	1,276
부채총계	6,158	7,448	7,675	7,089	외환거래손실	1	1	0	0
차배주주지분	2,460	2,982	3,424	3,519	판매비외판권리비	144	117	128	155
자본금	467	490	547	550	영업이익	964	592	319	157
신종자본증권					영업외수익	3	2	1	0
자본잉여금	120	120	313	322	영업외비용	0	0	0	0
기타자본구성요소	-26	-26	-80	15	세전계속사업이익	967	594	320	157
자기주식	-45	-45	-99	-0	법인세비용	164	33	75	71
이익잉여금	1,899	2,399	2,644	2,631	당기순이익	803	561	245	86
기타포괄손익누계액				0	차배주주순이익	803	561	245	86
비차배주주지분					비차배주주순이익				
자본총계	2,460	2,982	3,424	3,519					
현금흐름표					주요투자지표				
(억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-1,010	-533	157	1,292	주당지표(원)				
당기순이익	803	561	245	86	EPS	1,657	1,157	457	160
유형자산감가상각비					BPS	5,165	6,244	6,503	6,625
무형자산상각비					CFPS				
지분법관련손실(이익)					DPS	79			85
투자활동 현금흐름	-41	-85	-35	88	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)					PER	4.9	3.7	12.7	28.6
무형자산의 처분(취득)					PBR	1.6	0.7	0.9	0.7
금융상품의 증감					PCR				
재무활동 현금흐름	1,113	440	-228	-905	EV/EBITDA				
단기금융부채의증감					Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감					유보율	436.28	518.06	544.32	539.61
자본의증감					영업이익증가율	147.59	-38.58	-46.07	-50.81
배당금지급					EPS증가율	164.83	-30.17	-60.51	-64.97
현금및현금성자산의증감	61	-177	-106	476	영업이익률	35.07	27.16	14.71	6.71
기초현금및현금성자산	654	715	538	432	ROA(당기순이익)	11.63	5.89	2.28	0.79
기말현금및현금성자산	715	538	432	908	ROE(차배주주순이익)	38.03	20.62	7.66	2.47

자료: 미래에셋벤처투자, FnGuide, iM증권 리서치본부

미래에셋벤처투자 투자 의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	과리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2025-06-09	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 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 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

두산에너지빌리티 (034020)

2025.06.23

글로벌 원전 르네상스 시대 최대 수혜

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

체코를 시작으로 중동, 웨스팅하우스 기자재, SMR 등으로 수주 확대
⇒ 원자력 사업부문 올해부터 시작하여 매년 4조원 이상 수주 가시화

지난 6월 4일 한수원은 체코 두코바니 2기(5·6호기) 신규원전 사업에 대한 본계약을 체결하면서 총사업비는 4천70억 코루나, 한화로는 약 26조원으로 확정하였다. 이에 따라 인허가 절차 등을 거친 이후 2029년 착공에 들어가서 2036년 1호기를 완공하고, 2호기는 1~2년의 간격을 두고 완공이 이뤄질 전망이다. 동사 수주의 경우 본계약이 체결됨에 따라 수개월 내에 체결될 예정이다. 이와 관련하여 동사의 경우 1차 및 2차 계통 핵심 주기기와 더불어 시공의 일정부분도 참여할 것으로 예상됨에 따라 4조원 이상의 수주가 예상된다.

또한 중동지역에서는 UAE의 경우 원전 5·6호기 사업이 추진될 가능성이 클 뿐만 아니라 사우디아라비아의 경우도 1.4GW 규모 원전 2기 건설을 추진할 가능성이 높아졌다. 이러한 환경하에서 UAE 바라카 원전 1~4호기의 성공적인 수행 등을 고려할 때 향후 중동에서 우리나라가 원전을 수주하는데 우호적인 영향을 미칠 것이다.

다른 한편으로 웨스팅하우스의 경우 AP1000 원자로 등으로 미국과 중국 등에서 원전을 건설하였는데, 이 중 대부분의 증기발생기 등을 동사가 공급하였다. 무엇보다 미국과 유럽에서의 확장이 예상되는 웨스팅하우스의 경우 주기기 제작 등 기자재의 실질적 공급 능력을 갖추지 못한 만큼 동사와의 협력 가능성 등이 높아지면서 향후 대형원전(NSSS, STG) 관련 기자재의 수주가 가시화 될 것이다. 올해 체코 2기를 시작으로 26년 해외 2기, 27년 해외 2기, 29년 국내 2기 등의 수주확보가 예상됨에 따라 매년 4조원 이상의 대형원전(NSSS, STG) 관련 기자재 수주가 가시화 될 것이다.

글로벌 SMR 파운드리로 거듭날 듯

미국 주요 빅테크 기업들의 경우 AI 개발을 위한 안정적이고 무탄소이면서도 지속 가능한 에너지 공급을 위해 SMR 등 원자력 에너지에 대한 투자를 강화하고 있다. 이러한 환경하에서 동사는 뉴스케일파워 지분 투자 등을 통하여 뉴스케일파워의 SMR 주요 기자재 등을 공급할 수 있는 기반을 마련하였다. 뉴스케일파워의 경우 루마니아 SMR 사업 뿐만 아니라 다수의 빅테크 기업과 데이터센터 전력 공급을 논의 중에 있다.

다른 한편으로 2023년 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.

또한 지난해 12월 동사는 4세대 원자로인 SMR의 소동냉각고속로(SFR) 설계 기술을 보유하고 있는 테라파워와 SMR 주기기 제작성 검토 등을 위한 계약을 체결하였다. 이에 따라 올해부터 주기기 3종에 대한 제작 등을 본격적으로 착수할 예정이다. 이와 같이 뉴스케일파워, 엑스에너지, 테라파워 등과의 협력 등을 통하여 동사는 향후 5년간 60기 이상 SMR 수주 가시화로 글로벌 SMR 파운드리로 거듭날 수 있을 것이다.

NR

액면가 5,000원
증가(2025.06.20) 60,200원

Stock Indicator

자본금	3,267십억원
발행주식수	64,056만주
시가총액	38,562십억원
외국인지분율	24.2%
52주 증가	15,860~61,000원
60일평균거래량	9,450,523주
60일평균거래대금	363.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	61.8	136.1	242.6	188.7
상대수익률	45.7	121.5	216.9	181.1

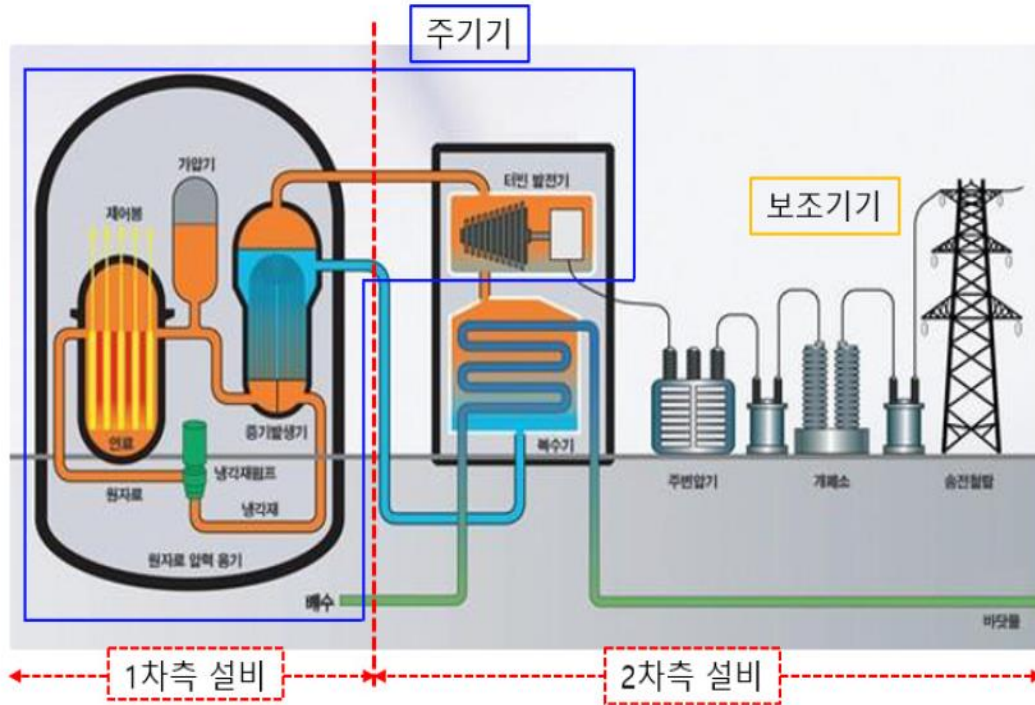
Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	10,991	15,421	17,590	16,233
영업이익(십억원)	869	1,106	1,467	1,018
순이익(십억원)	495	-772	56	111
EPS(원)	1,042	-1,245	87	174
BPS(원)	11,664	11,144	11,111	11,703
PER(배)	19.6		183.2	101.0
PBR(배)	1.7	1.4	1.4	1.5
ROE(%)	10.7	-11.7	0.8	1.5
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	10.6	8.6	6.3	9.4

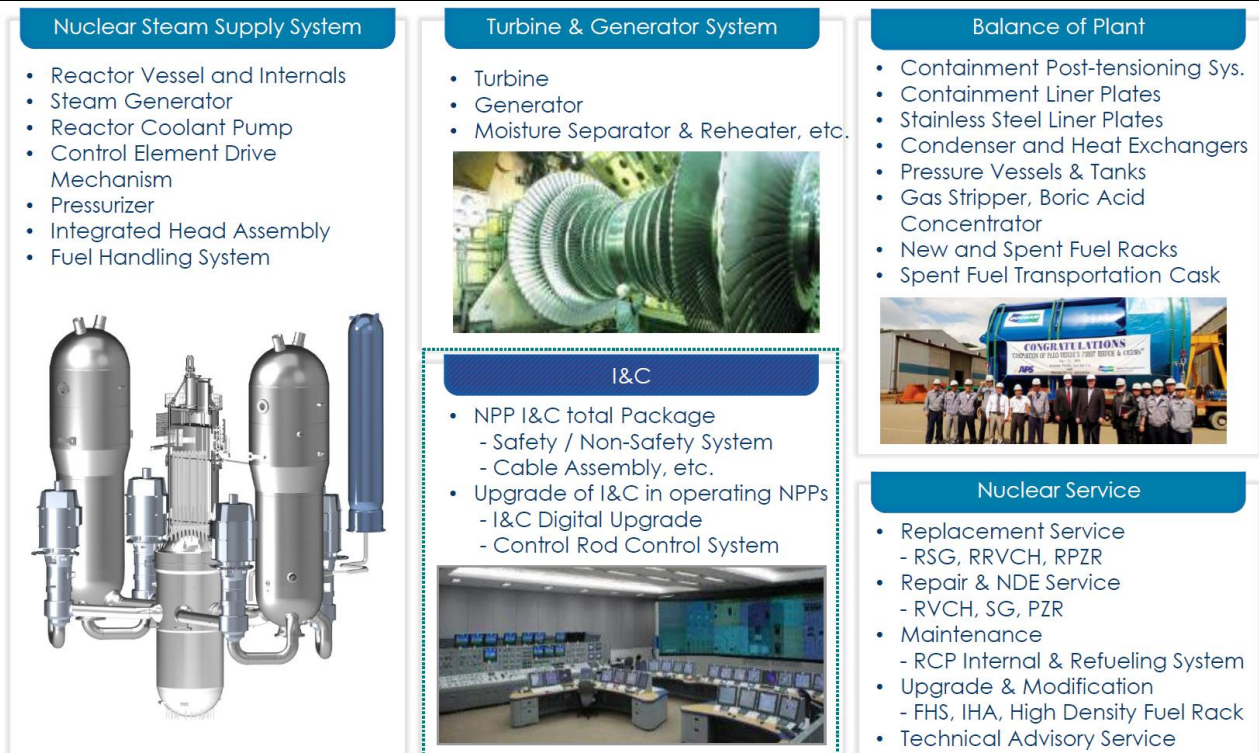
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 원자력 발전소 설비 구분 및 구분별 기기 구성



자료: 한수원KNP, iM증권 리서치본부

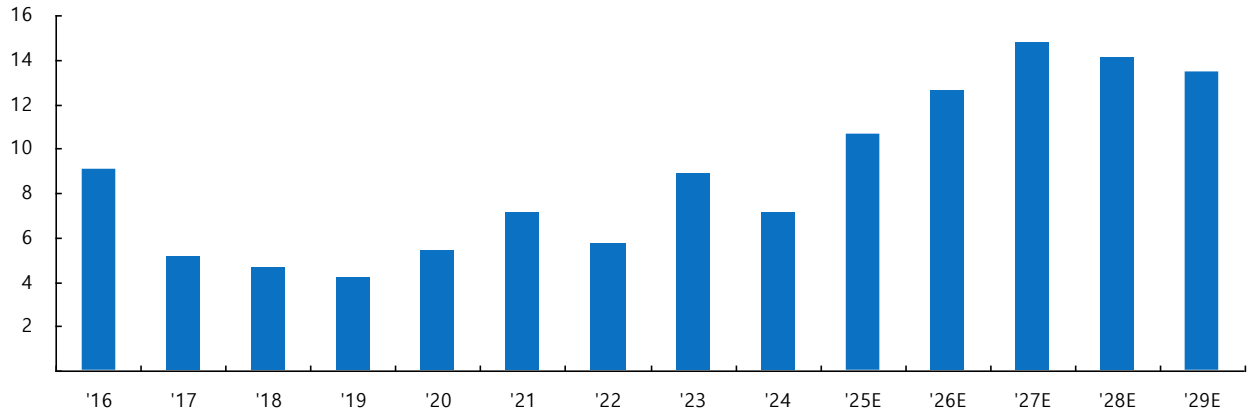
그림2. 두산에너지빌리티 원자력 사업부문의 주요 제품 및 서비스



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림3. 두산에너지빌리티 연도별 신규수주 추이

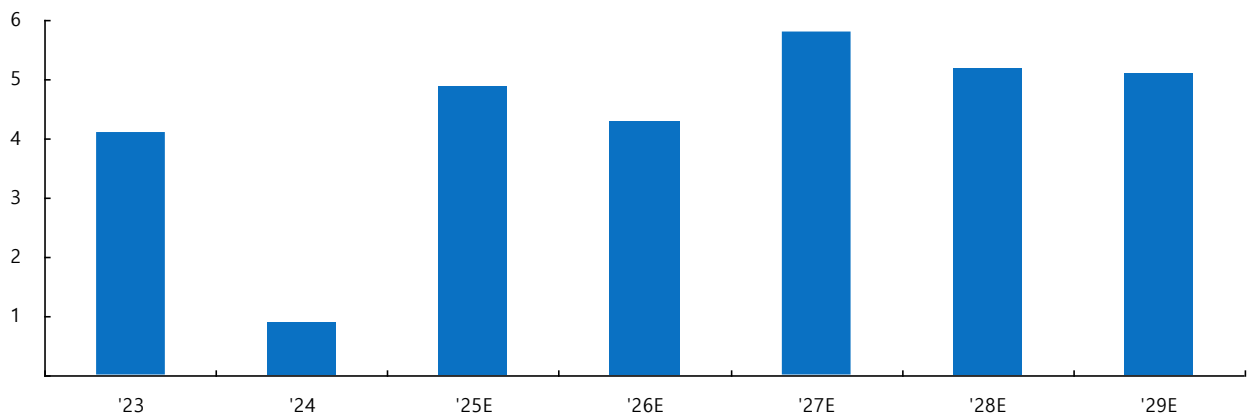
(조원)



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림4. 두산에너지빌리티 원자력 사업 신규수주 추이

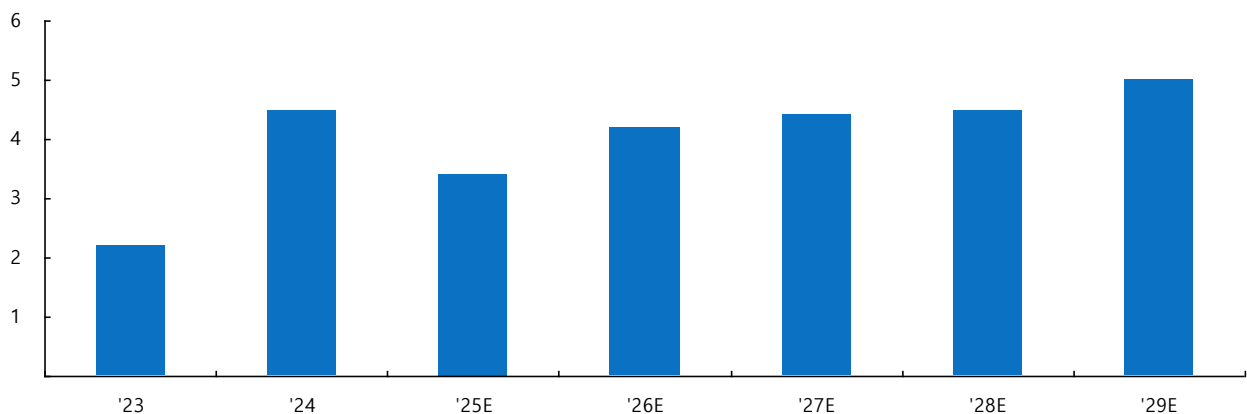
(조원)



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

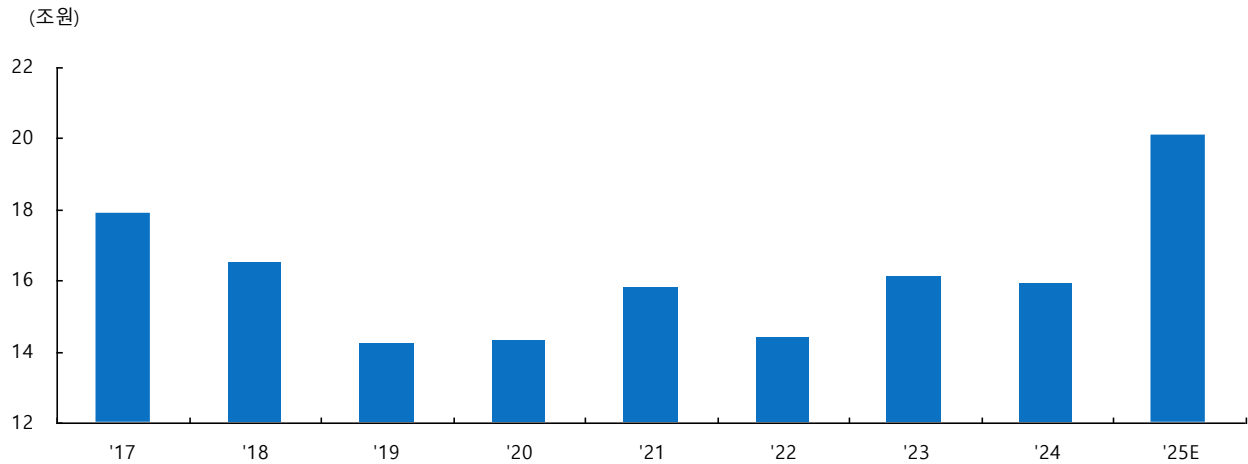
그림5. 두산에너지빌리티 가스/수소 사업 신규수주 추이

(조원)



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림6. 두산에너지빌리티 연도말 기준 수주잔고 추이



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

표1. 두산에너지빌리티 주요 수주계약 현황 (단위: 백만원, %)

품목	발주처	계약일	공사기한	수주총액	기납품액	수주잔고	진행률
UAE BNPP 1,2호기 NSSS	한국전력공사	2010-06-30	2022-11-18	2,333,911	2,313,056	20,855	99.11
신한울 3,4호기 원자로설비	한국수력원자력(주)	2023-03-29	2033-10-31	2,341,592	427,180	1,914,412	18.24
새울 3,4호기 NSSS	한국수력원자력(주)	2014-08-28	2026-11-30	2,043,727	1,920,348	123,379	93.96
UAE BNPP 3,4호기 NSSS	한국전력공사	2010-06-30	2024-12-31	1,983,354	1,900,376	82,978	95.82
Vung Ang II Power Project	VAPCO (Vung Ang II Thermal Power LLC)	2021-10-26	2025-10-26	1,909,084	1,715,292	193,792	89.85
신한울 1,2호기 NSSS	한국수력원자력(주)	2009-07-31	2024-04-30	1,901,229	1,873,369	27,860	98.53
삼척화력 1,2호기 EPC	삼척블루파워 주식회사	2018-07-24	2024-04-30	1,895,140	1,870,978	24,162	99.87
Vinh Tan 4 TPP	EVN	2014-02-26	2021-10-31	1,679,632	1,675,887	3,745	99.78
El-Dabaa NPP	한국수력원자력(주)	2022-11-09	2029-04-08	1,687,970	280,650	1,407,320	16.63
Jawa 9,10호기	PT. Indo Raya Tenaga,	2019-03-20	2025-02-15	1,504,853	1,446,804	58,049	96.14
Yanbu ph.3 MSF	Saudi Water Authority (SWA)	2012-12-04	2023-01-29	1,233,086	1,223,692	9,394	100
Tuwaiq 주단조 Project	Tuwaiq Casting and Forging Company	2022-02-10	2025-04-15	1,083,852	1,011,489	72,363	93.32
Turkistan CCGT	CCGT Turkistan LLP	2023-03-14	2026-08-23	1,526,516	682,702	843,814	44.72
Nghi Son 2	NS2PC	2014-12-24	2022-07-10	993,395	987,231	6,164	99.38
신한울원자력 3,4호기 주설비공사	한국수력원자력(주)	2023-12-11	2033-10-31	992,586	27,440	965,146	2.76
Song Hau1	LILAMA	2015-04-10	2022-05-17	984,986	983,561	1,425	99.86
Yanbu 4 IWP	Yanbu International Water Company	2021-01-22	2023-11-01	958,788	906,113	52,675	94.51
Shuaibah 3 IWP	STWDC	2022-08-19	2025-05-20	852,046	780,564	71,482	91.61

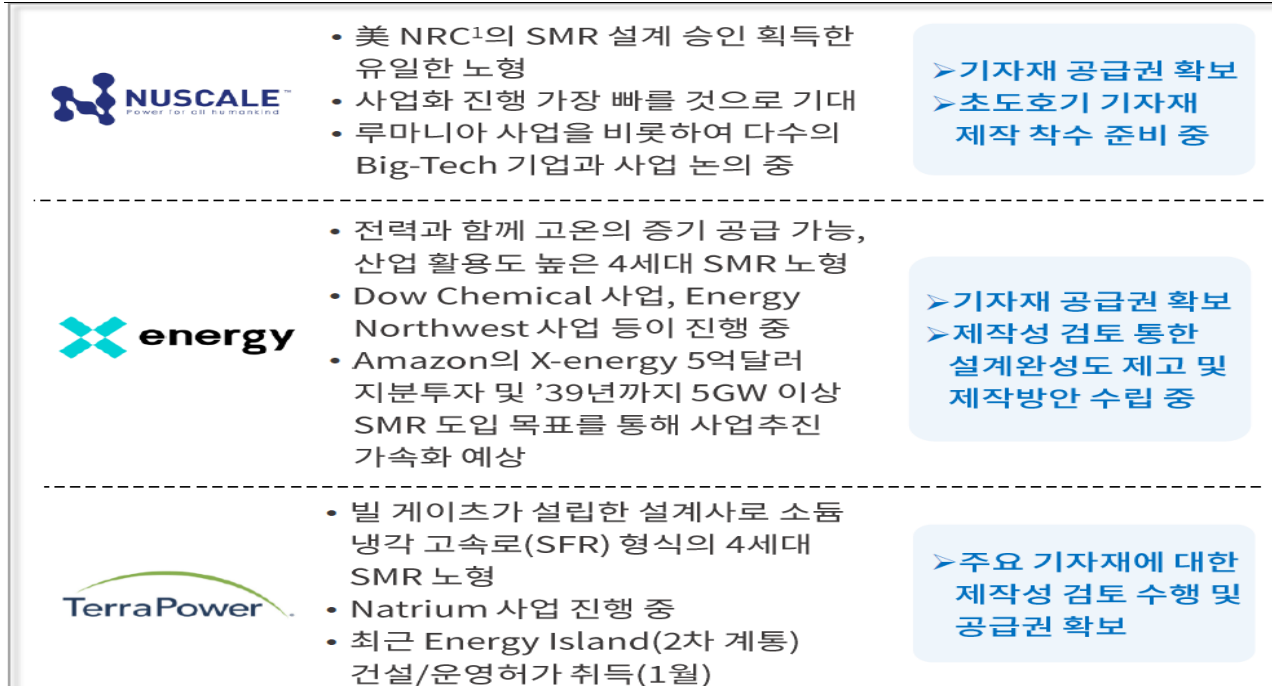
자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

표2. 두산에너지빌리티 주요 수주계약 현황 (단위: 백만원, %)

품목	발주처	계약일	공사기간	수주총액	기납품액	수주잔고	진행률
새울 3,4호기 주설비공사	한국수력원자력(주)	2015-06-12	2026-10-31	905,555	890,252	15,303	98.31
UAE BNPP 3,4호기 T/G	한국전력공사	2011-09-27	2024-12-31	732,209	710,783	21,426	97.07
UAE BNPP 1,2호기 T/G	한국전력공사	2010-06-30	2022-11-18	667,097	667,097	-	100
순천 왕지2지구 도시개발사업	주식회사 동부도시개발	2019-04-24	2025-06-30	683,532	659,047	24,485	96.42
Vinh Tan 4 Extension	EVN	2016-03-10	2021-08-31	573,352	572,399	953	99.83
당진7지 1단계 1~4호기 저장탱크 건설공사	한국가스공사	2021-07-23	2027-05-31	541,768	386,319	155,449	71.31
Shoaiba RO Ph.4	Saudi Water Authority (SWA)	2017-03-29	2023-05-23	551,664	530,694	20,970	96.2
Van Phong 1	Van Phong Power Company Limited, (VPPCL)	2019-08-26	2024-01-24	546,721	545,294	1,427	99.74
새울 1,2호기 주설비공사	한국수력원자력(주)	2007-03-09	2021-12-31	530,600	529,895	705	99.87
강릉안인 1,2호기 보일러	삼성물산(주)	2015-03-31	2023-03-15	529,220	523,101	6,119	98.84
신한울 3,4호기 터빈발전기	한국수력원자력(주)	2023-03-29	2033-10-31	517,117	185,978	331,139	35.96
Jafurah Cogen Plant	KEPCOPC	2022-09-22	2025-10-15	527,342	448,434	78,908	85.04
고성하이 1,2호기 보일러	에스케이에코플랜트	2016-12-27	2022-08-30	503,412	503,219	193	99.96
네팔 Upper Trishuli 1 HPP	NWEDC	2021-12-31	2026-12-30	493,525	184,971	308,554	37.48
새울 3,4호기 T/G	한국수력원자력(주)	2014-08-28	2025-10-31	477,516	459,353	18,163	96.2
신한울 1,2호기 TG	한국수력원자력(주)	2009-06-23	2024-04-30	433,244	433,225	19	100
Doha RO Stage-I	MEW (Kuwait)	2016-05-30	2021-12-31	421,505	396,696	24,809	96.33
Guam Ukudu CAPP	Guam ukudu Power, LLC	2020-12-18	2025-09-30	346,196	315,494	30,702	91.13
Muara Tawar Add-On	PT.PLN NUSANTARA POWER	2017-03-29	2023-04-27	324,898	322,030	2,868	99.12
Al Khalij Boiler Package PJT	GECOL	2008-11-01	2018-12-31	301,895	-	301,895	98.83
Vogtle 3,4 호기 AP1000	Westinghouse Electric Company, LLC.	2008-05-08	2022-12-31	276,637	276,457	180	99.93
양산덕계3차 공동주택 신축공사	경동스마트홈	2020-09-05	2024-07-31	246,269	245,148	1,121	99.54
Tripoli West (주2)	현대건설(주)	2010-12-23	2015-04-30	228,468	-	228,468	57.25
김포열병합 파워블록 EPC	한국서부발전(주)	2020-06-17	2023-07-30	220,864	220,706	158	99.93
보령4 친환경개선 기자재 구매	한국중부발전(주) 보령발전본부	2020-06-23	2023-03-15	221,264	219,406	1,858	99.16
Kudgi STPP	Doosan Power Systems India Private Ltd.	2014-10-15	2023-12-31	199,472	199,374	98	99.95
IEC Orot Rabin FGD	IEC(The Israel Electric Corp. Ltd)	2010-06-30	2023-05-18	202,220	199,450	2,770	98.63
고성 천연가스발전소 건설공사	한국남동발전(주)삼천포본부	2023-12-18	2027-04-30	335,522	24,449	311,073	7.29
PP12	SEC	2024-08-29	2028-05-31	875,333	97,123	778,210	11.1
함안복합 파워블록 EPC	한국중부발전(주)	2024-07-19	2027-12-30	509,837	17,397	492,440	3.41
합계				41,830,001	32,790,523	9,039,478	-

자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림7. SMR 노형별 사업 추진 현황



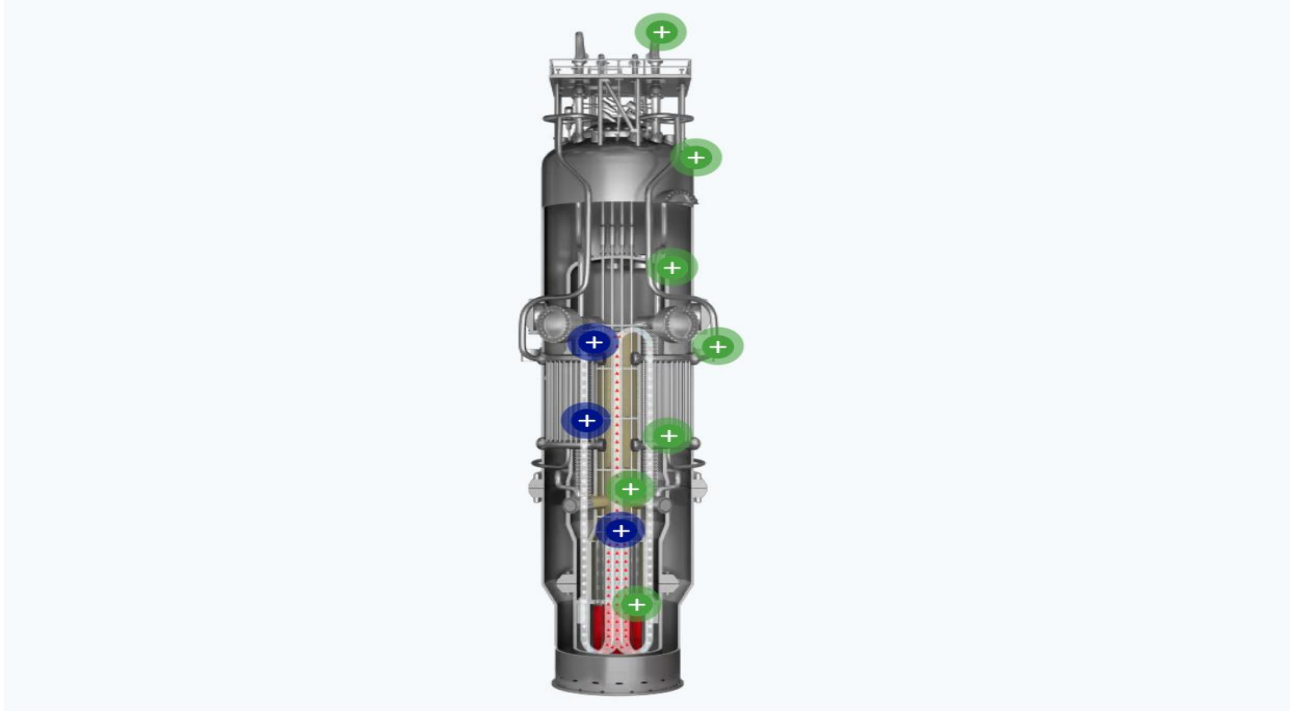
자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림8. SMR 사업 구조와 두산에너지빌리티 비전



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림9. 뉴스케일파워 SMR



자료: 뉴스케일파워, iM증권 리서치본부

그림10. 엑스에너지 'Xe-100' 주기기 모듈. 좌측 원통형 부분은 원자로, 우측 원통형 부분은 증기발생기



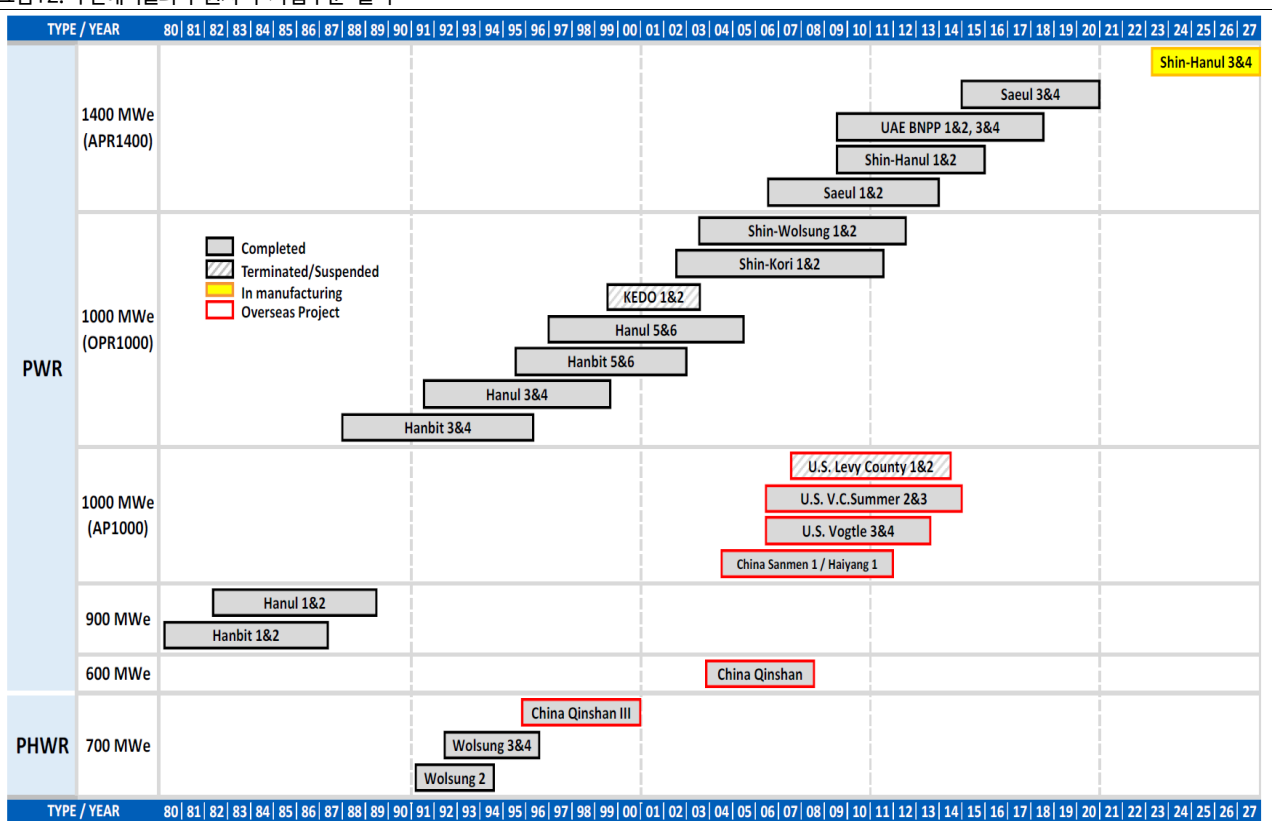
자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 와이오밍주(州) 테라파워 SMR 발전소 조감도



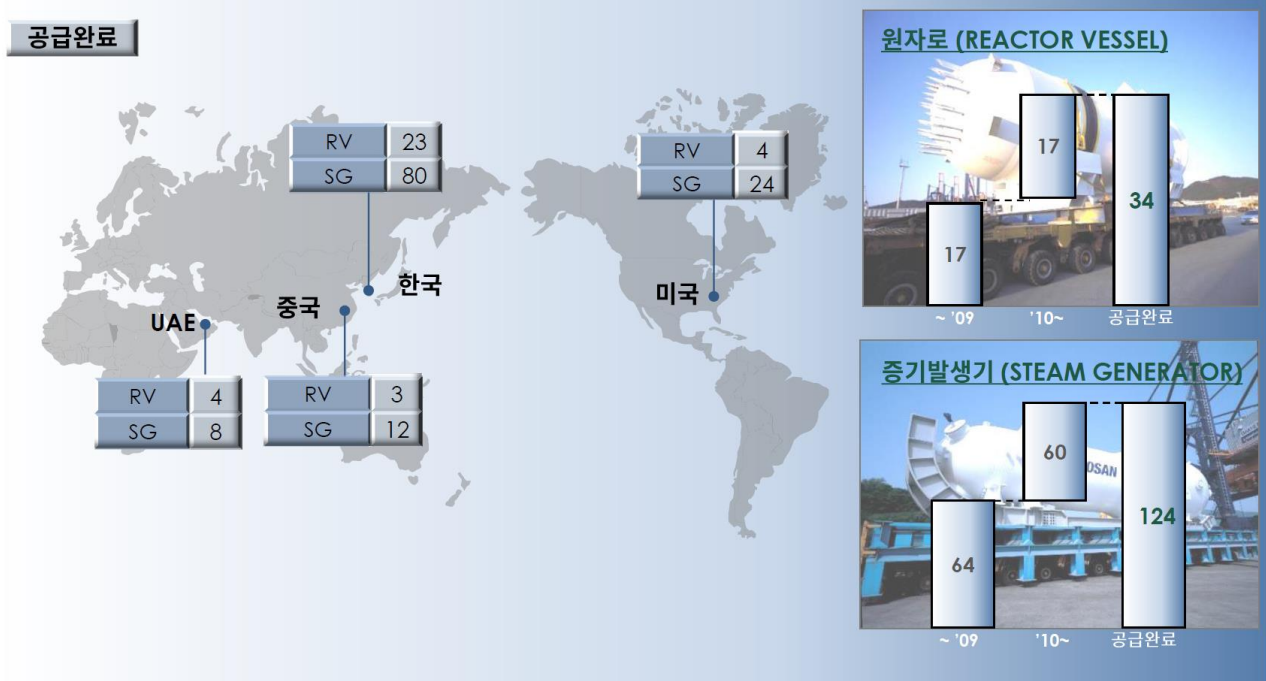
자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림12. 두산에너지빌리티 원자력 사업부문 실적



자료: 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

그림13. 두산에너지원자로 및 증기발생기 누적 공급 실적



자료: 두산에너지원, iM증권 리서치본부

그림14. 두산에너지원 가스터빈 사업 Footprint



자료: 두산에너지원, iM증권 리서치본부

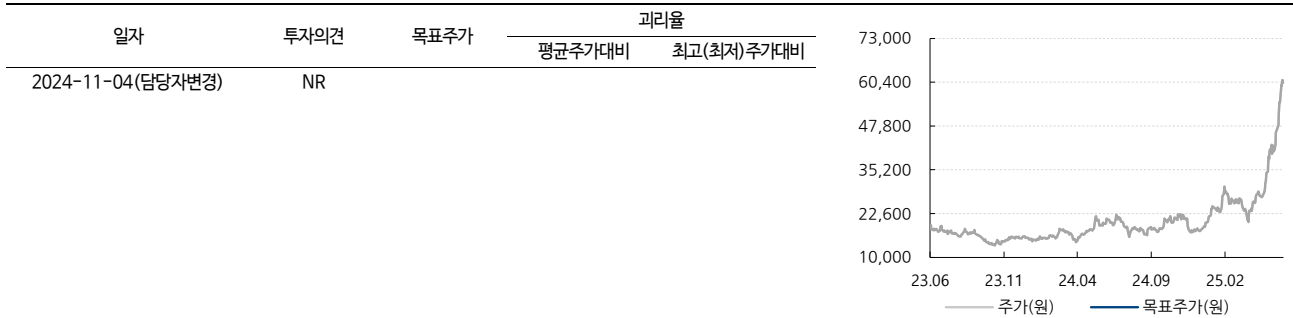
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	8,418	8,099	9,642	10,049	매출액	10,991	15,421	17,590	16,233
현금 및 현금성자산	1,909	1,396	2,620	2,898	증가율(%)	-27.9	40.3	14.1	-7.7
단기금융자산	584	180	166	171	매출원가	9,157	12,865	14,573	13,503
매출채권	921	1,620	1,333	1,290	매출총이익	1,834	2,556	3,017	2,730
재고자산	1,788	2,459	2,539	2,734	판매비와관리비	964	1,450	1,550	1,712
비유동자산	15,303	14,951	14,999	16,266	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,437	5,022	5,225	5,703	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	8,016	7,773	7,893	8,397	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	23,721	23,050	24,641	26,315	영업이익	869	1,106	1,467	1,018
유동부채	10,126	8,059	9,597	8,946	증가율(%)	112.4	27.2	32.7	-30.6
매입채무	1,881	2,519	2,434	2,221	영업이익률(%)	7.9	7.2	8.3	6.3
단기차입금	3,908	1,434	1,187	2,141	이자수익	4	19	80	109
유동성장기부채	954	875	1,656	486	이자비용	283	260	321	329
비유동부채	4,787	4,910	4,203	5,708	지분이익(손실)	20	-230	-39	20
사채	848	356	494	907	기타영업외손익	-16	27	-56	-11
장기차입금	1,517	2,351	1,458	2,435	세전계속사업이익	564	-186	738	658
부채총계	14,913	12,969	13,799	14,654	법인세비용	95	147	221	263
자배주주지분	6,091	7,113	7,117	7,497	세전계속이익률(%)	5.1	-1.2	4.2	4.1
자본금	2,676	3,256	3,267	3,267	당기순이익	495	-772	56	111
자본잉여금	1,234	2,363	1,226	1,077	순이익률(%)	4.5	-5.0	0.3	0.7
이익잉여금	773	59	1,185	1,394	자배주주귀속 순이익	495	-772	56	111
기타자본항목	1,409	1,438	1,441	1,760	기타포괄이익	593	334	20	578
비자배주주지분	2,716	2,967	3,724	4,165	총포괄이익	1,239	-119	537	973
자본총계	8,808	10,080	10,842	11,661	자배주주귀속총포괄이익	820	-554	-1	370

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	1,028	625	2,071	242	주당지표(원)				
당기순이익	495	-772	56	111	EPS	1,042	-1,245	87	174
유형자산감가상각비	362	315	323	350	BPS	11,664	11,144	11,111	11,703
무형자산상각비	175	157	144	141	CFPS	2,273	-487	816	941
지분법관련손실(이익)	20	-230	-39	20	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-1,266	-71	-817	-821	Valuation(배)				
유형자산의 취득(취득)	-	-	-	-	PER	19.6		183.2	101.0
무형자산의 취득(취득)	205	197	209	194	PBR	1.7	1.4	1.4	1.5
금융상품의 증감	20	-231	-39	20	PCR	9.0	-31.6	19.5	18.7
재무활동 현금흐름	-308	-1,132	-53	608	EV/EBITDA	10.9	9.3	6.9	9.4
단기금융부채의증감	673	201	404	2,401	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-121	-52	29	-202	ROE	10.7	-11.7	0.8	1.5
자본의증감	380	1,568	-3	-65	EBITDA이익률	12.8	10.2	11.0	9.3
배당금지급	-1	-	-80	-86	부채비율	169.3	128.7	127.3	125.7
현금및현금성자산의증감	-546	-579	1,201	29	순부채비율	53.8	34.1	18.5	24.9
기초현금및현금성자산	2,337	1,909	1,396	2,620	매출채권회전율(x)	7.4	12.1	11.9	12.4
기말현금및현금성자산	1,909	1,396	2,620	2,898	재고자산회전율(x)	5.9	7.3	7.0	6.2

자료 : 두산에너지빌리티, iM증권 리서치본부

두산에너지빌리티 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 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

한전기술 (052690)

2025.06.23

글로벌 SMR 확장성 및 해외원전 수주 지속성

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

3.5세대 SMR, 4세대 SMR 등 글로벌 SMR 시장 진입하면서 성장성 가시화 될 듯

혁신형 SMR 기술개발사업의 경우 2022년 정부 예비타당성 심사를 통과하였고 2023년부터 약 4천억 원의 예산을 투입하여 2028년까지 6년간의 일정으로 기술개발이 진행 중이다. 또한 2025년 말에 되면 원자력안전위원회에 표준설계인가를 신청하기 위한 표준설계를 완료하고, 3년간의 검증 및 인허가 과정을 거쳐서 2028년에는 혁신형 SMR에 대한 표준설계인가를 획득하는 것을 목표로 하고 있다.

이러한 혁신형 SMR 기술개발사업에서 동사의 경우 계통설계 및 BOP 종합설계 등의 핵심 2개 과제 주관 및 4개 과제 공동참여 등을 담당하고 있는데, 이는 전체 예산규모 약 4천억 중 25%에 해당된다. 이와 같이 연구과제 수행과 관련된 수익을 포함하여 지난해 수탁과제연구수익(영업외수익)으로 161억원을 인식하였다.

올해의 경우 혁신형 SMR 기술개발사업과 관련된 연구과제 수행이 본격화 되면서 수탁과제연구수익이 지난해 보다 커지면서 수익성 개선에 기여할 것이다. 무엇보다 국내 사업화 기반으로 글로벌 SMR 시장에 진입하면서 성장성 등 가시화 될 것이다.

다른 한편으로 동사는 지난 2023년 4세대 SMR 개발사인 캐나다 ARC사와 ARC-100 상용화 공동 추진을 위한 MOU 협약을 체결하였다. ARC는 4세대 SMR 상용화 기술 중 하나인 소듐냉각고속로(SFR) 노형의 대표 개발사로, 기본설계를 완료하고 2030년 이내 상업운전을 목표로 미국과 캐나다에서 설계 인허가를 진행 중이다.

기존 대형원전이 운영됐던 캐나다 뉴브런즈윅주 포인트 레프루(Point Lepreau) 부지에 100MW급 ARC-100 노형 4기 건설을 추진하고 있다. 이에 따라 동사는 ARC-100 표준설계 및 인허가 기술지원 등을 글로벌 SMR 시장에 진출할 수 있는 기반을 마련할 수 있을 것이다. 이에 따라 향후 북미 SMR 시장 진입 가능성 등도 높아질 수 있을 것이다.

동사 체코원전 관련 수주 1조원대 중후반 예상 ⇒ 중동지역 등으로 수출 확대 가능성 높아지면서 동사 밸류에이션 리레이팅 될 듯

지난 6월 4일 한수원은 체코 두코바니 2기(5·6호기) 신규원전 사업에 대한 본계약을 체결하면서 총사업비는 4천70억 코루나, 한화로는 약 26조원으로 확정하였다. 이에 따라 인허가 절차 등을 거친 이후 2029년 착공에 들어가서 2036년 1호기를 완공하고, 2호기는 1~2년의 간격을 두고 완공이 이뤄질 전망이다. 동사 수주의 경우 본계약이 체결됨에 따라 수개월 내에 체결될 예정이다. 동사의 수주규모는 보통 전체 사업규모의 0.6~0.7% 수준에서 이뤄지기 때문에 이번 체코원전 수주의 경우 1조원대 중후반으로 예상된다.

이와 같이 체코원전 수주 뿐만 아니라, UAE, 사우디아라비아 등 중동지역 등으로 수출 확대 가능성 높아지면서 동사의 밸류에이션이 리레이팅 될 수 있을 것이다.

NR

액면가	200원
증가(2025.06.20)	111,300원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	3,822만주
시가총액	4,254십억원
외국인지분율	10.1%
52주 주가	49,800~114,000원
60일평균거래량	601,330주
60일평균거래대금	50.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	76.7	82.5	106.1	57.4
상대수익률	60.5	67.9	80.4	49.8

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	433	505	545	553
영업이익(십억원)	10	14	29	55
순이익(십억원)	16	18	33	59
EPS(원)	430	470	854	1,531
BPS(원)	13,434	14,218	14,320	15,379
PER(배)	197.5	116.2	72.7	34.6
PBR(배)	6.3	3.8	4.3	3.5
ROE(%)	3.2	3.4	6.0	10.4
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.9	1.0
EV/EBITDA(배)	66.8	62.8	45.8	26.3

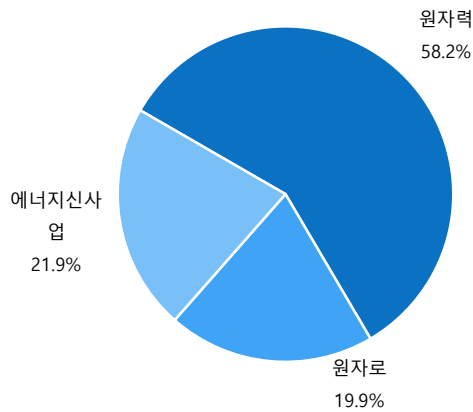
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한전기술. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2019	4,486	441	343	264	264	691	29.0
2020	4,317	296	265	202	202	527	33.8
2021	4,331	101	177	165	165	430	197.5
2022	5,053	139	257	180	180	470	116.2
2023	5,451	286	441	327	327	854	72.7
2024	5,534	548	762	585	585	1,531	34.6
2025E	5,438	488	1,525	1,170	1,024	3,061	36.4

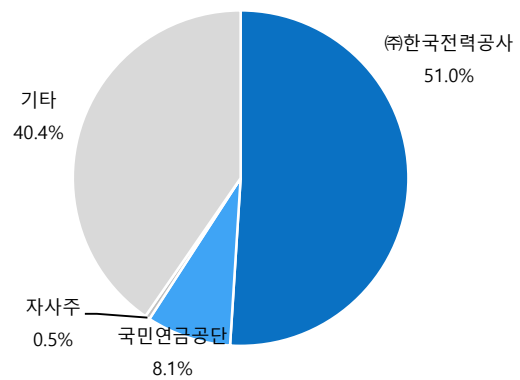
자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

그림2. 한전기술 매출 구성(2025년 1분기 기준)



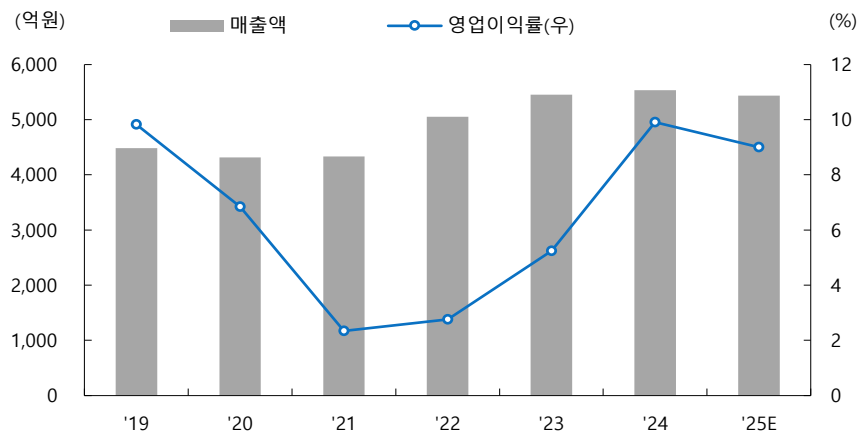
자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

그림3. 한전기술 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

그림4. 한전기술 실적 추이



자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

그림5. 혁신형 SMR 개요



자료: 한국수력원자력, iM증권 리서치본부

그림6. 한전기술 SMR 개발추진 현황



자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

표2. 제 11 차 전력수급기본계획 발전량 및 발전비중

연도	구분	원전	석탄	LNG	재생	신재생	암모니아	기타	합계	탄소	무탄소
'23년	발전량 (TWh)	180.5	184.9	157.7	49.4	7.2	-	8.3	588.0	358.2	229.9
	비중 (%)	30.7	31.4	26.8	8.4	1.2	-	1.4	100.0	60.9	39.1
'30년	발전량 (TWh)	204.2	110.5	161.0	120.9	18.7	15.5	11.8	642.6	302.0	340.6
	비중 (%)	31.8	17.2	25.1	18.8	29.0	2.4	1.8	100.0	47.0	53.0
'39년	발전량 (TWh)	248.3	70.9	74.3	205.7	26.4	43.9	34.9	704.5	206.7	497.8
	비중 (%)	35.2	10.1	10.6	29.2	3.8	6.2	5.0	100.0	29.3	70.7

자료: 산업통상자원부, iM증권 리서치본부

표3. 한전기술 사업유형별 사업내용

구분	사업유형	사업내용
원자력	설계	국내 및 해외 원자력발전소 종합설계 원자력발전소 해체 등 사후관리사업
	O&M	국내 가동원전 유지보수, 성능개선 국내 가동원전 주기적 안전성평가
원자로	설계	국내의 대형상용 원전 원자로 계통설계 소형 모듈형 원전 노형 개발 및 설계
	O&M	국내 가동원전 원자로 계통 설비 개선 및 안전성 향상 국내외 가동원전 부품 조달
에너지 신사업	설계 (석탄, 복합 등)	국내 및 해외 화력발전소 설계 국내 및 해외 복합화력발전소 EPC 등
	O&M	노후석탄화력발전소 성능개선 및 환경설비 개선사업 등 탈황·탈질 설비 성능개선 사업
	환경 및 신재생	해상·육상 풍력 발전 EPC
		연료전지/태양광/ESS 사업
		수소·암모니아 발전 사업
	기타	폐기물 에너지화(WtE) 발전사업 내진안전성 평가 사업 등

자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

그림7. 발전소 밸류체인



자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

그림8. 한전기술 원자력발전소 설계기술 및 실적

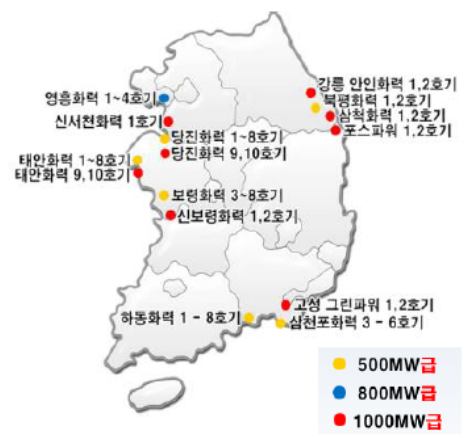
구분	노형	용량	발전소	특징
1990년대	OPR1000	1000MW	한빛 3~6호 한울 3~6호 신고리1~2호 신월성1~2호	• 한국표준원전 개발 • 원전 설계 기술자립
	CANDU6	700MW	월성 1~4호	• 중수로형원자로 • 캐나다 AECL 공동설계
2000년대 ~	APR1400	1400MW	새울1~4호 신한울1~4호 UAE barakah1~4호	• 제3세대 신형원자로 • 국내건설 주력 노형 • 해외수출 노형(UAE)
	APR+	1500MW	신규원전 기술개발	• 안전성 및 경제성 우위의 신형 경수로



자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

그림9. 한전기술 화력발전소 설계기술 및 실적

구분	용량	특징
석탄화력 발전소	500MW	• 초임계압 한국형 화력의 효시 • 환경친화적 설계
	800MW	• 경제성 및 열효율성 향상
	1000MW	• 초초임계압 고효율 • 대용량 설계기술 • 암모니아혼소 발전 개발(신보령, 당진)
복합화력 발전소		• 국산 가스터빈 기반 고효율·친환경발전 표준복합설계 (보령, 울산, 분당 등) • 국내외 EPC사업 수행역량 확대(한주, 인도네시아 등) • 수소 혼소 발전 및 WtE 등 친환경 신기술 접목



자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

표4. 한전기술 수주 현황(2025년 3월 31일 기준)

구분	발주처	사업명	최초계약일	종료일	기본도금액 (억원)	완성공사액 (억원)	계약잔액 (억원)
원자력	한국수력원자력	새울3,4호기(구 신고리 5,6호기) 종합설계용역	2014.04.11	2025.03.31	5,139	4,864	275
		신한울3,4호기 종합설계용역	2016.03.18	2033.10.31	4,629	1,820	2,809
		중대사고관리전략 이행을 위한 MACST 설비 계통연계 상세설계 용역(1)	2020.12.29	2028.12.30	546	455	91
		EUR Rev.E 인증을 위한 APR1000 NSSS설계 및 종합설계분야 표준 설계 개발용역	2020.06.02	2025.02.01	651	540	111
		루마니아 CTRF 건설사업 종합설계 용역	2023.11.03	2027.09.23	393	126	267
		APR1000 표준설계인가를 위한 NSSS 및 종합설계분야 인허가 문서 개발	2023.10.20	2027.10.19	388	201	187
		2024년도 가동원전 긴급지원 기술용역	2024.04.14	2025.04.13	298	179	119
	한국전력공사	UAE 원전 종합설계용역	2010.03.25	2025.12.31	8,477	8,472	5
		UAE 원전 헌전 기술지원 용역	2010.03.25	2025.12.31	633	633	0
	Nawah Energy Company	Barakah 가동원전 LTEA (장기엔지니어링지원)용역	2018.01.23	2031.01.22	3,400	386	3,014
원자로	두산중공업	UAE원전 원자로계통설계용역 (계약기간 변경 협의 중)	2010.06.30	2025.12.31	1,898	1,898	0
		새울3,4호기(구 신고리 5,6호기) 원자로계통설계용역	2014.08.28	2025.10.31	1,906	1,778	128
		신한울3,4호기 원자로 계통설계사업	2023.03.29	2033.10.31	1,554	404	1,150
	Nawah Energy Company	Barakah 가동원전 LTEA (장기 엔지니어링 지원) NSSS 분야 용역	2018.01.23	2031.01.22	900	156	744
	한국중부발전(주)	신서천화력 건설사업 설계기술용역	2014.06.11	-	709	664	45
에너지 신사업	한국동서발전(주)	음성북한화력 건설 설계기술용역	2019.12.10	2027.03.30	278	238	40
	한국남동발전(주)	고성 천연가스 발전사업 설계기술용역	2020.06.29	2027.07.31	280	175	105
	제주한림 해상풍력 주식회사	제주한림해상풍력 발전소 설계·구매· 시공(EPC)계약	2019.12.11	2025.02.28	2,021	1,993	28
	(주)한주	가스복합 열병합발전 사업 EPC공사	2021.05.07	2025.06.30	683	650	33
	경주클린에너지주식회사	왕신 연료전지 발전사업 건설공사	2022.11.18	-	1,997	-	1,997
	PT PLN (인도네시아 전력청)	인도네시아 PLN 연전발전소 패키지 EPC사업 (Sumbawa-2)	2023.11.10	2025.03.04	298	285	13
	PT PLN (인도네시아 전력청)	인도네시아 PLN 연전발전소 패키지 EPC사업 (Tobelo 10MW & Tobelo-2 20MW)	2023.11.10	2025.03.04	307	294	13

자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

표5. 한전기술 배당 내역

구분	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
당기순이익(억원)	324	129	264	202	165	180	327	585
배당성향(%)	26	41	45	53	55	60	60	65
배당금총액(억원)	84	53	117	107	90	107	196	380
주당 배당금(원)	220	140	310	282	238	283	515	999

자료: 한전기술, iM증권 리서치본부

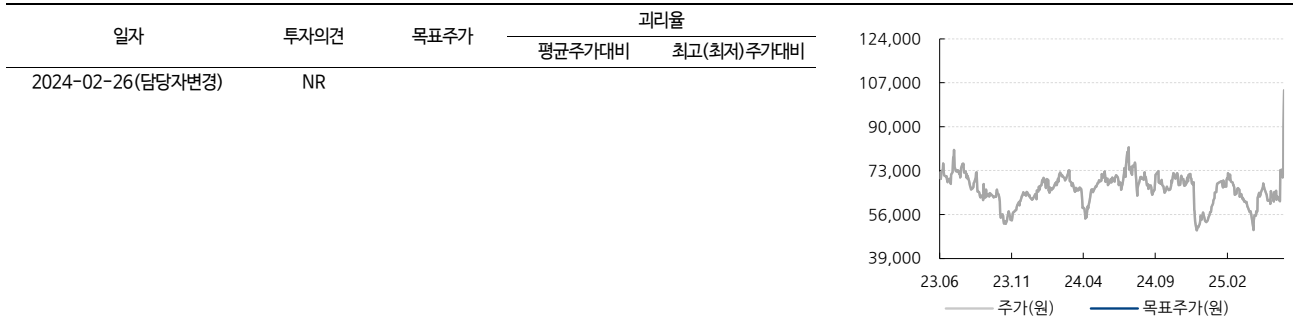
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	256	376	452	576	매출액	433	505	545	553
현금 및 현금성자산	30	45	52	47	증가율(%)	0.3	16.7	7.9	1.5
단기금융자산	4	4	17	111	매출원가	326	394	417	386
매출채권	13	33	46	92	매출충이익	107	111	128	167
재고자산	-	-	-	-	판매비와관리비	97	97	99	112
비유동자산	449	440	403	371	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	270	257	247	238	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	33	27	25	21	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	706	817	855	947	영업이익	10	14	29	55
유동부채	184	245	250	361	증가율(%)	-65.8	37.6	104.9	91.9
매입채무	42	65	24	62	영업이익률(%)	2.3	2.8	5.2	9.9
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	1	3	6	6
유동성장기부채	1	1	1	1	이자비용	0	0	0	0
비유동부채	8	28	58	8	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	0	0	0	기타영업외손익	6	11	10	16
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	18	26	44	76
부채총계	192	273	308	369	법인세비용	1	8	11	18
자배주주지분	513	543	547	577	세전계속이익률(%)	4.1	5.1	8.1	13.8
자본금	8	8	8	8	당기순이익	16	18	33	59
자본잉여금	-	-	-	-	순이익률(%)	3.8	3.6	6.0	10.6
이익잉여금	516	546	550	580	자배주주귀속 순이익	16	18	33	59
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	9	21	-18	-9
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	25	39	15	50
자본총계	513	543	547	577	자배주주귀속총포괄이익	25	39	15	50

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-16	7	41	49	주당지표(원)				
당기순이익	16	18	33	59	EPS	430	470	854	1,531
유형자산감가상각비	16	15	16	16	BPS	13,434	14,218	14,320	15,379
무형자산상각비	9	8	6	7	CFPS	1,087	1,079	1,431	2,016
지분법관련손익(이익)	0	0	0	0	DPS	238	283	515	999
투자활동 현금흐름	19	19	-22	-34	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	2	1	-	-	PER	197.5	116.2	72.7	34.6
무형자산의 처분(취득)	1	1	4	3	PBR	6.3	3.8	4.3	3.5
금융상품의 증감	0	0	0	-42	PCR	78.2	50.6	43.4	25.0
재무활동 현금흐름	-12	-10	-12	-21	EV/EBITDA	66.8	62.8	45.8	26.3
단기금융부채의증감	-	311	72	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	3.2	3.4	6.0	10.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	8.1	7.3	9.2	13.9
배당금지급	-11	-9	-11	-20	부채비율	37.4	50.3	56.2	64.0
현금및현금성자산의증감	-9	15	7	-6	순부채비율	-6.4	-8.9	-12.6	-27.2
기초현금및현금성자산	39	30	45	52	매출채권회전율(x)	21.5	22.3	14.0	8.0
기말현금및현금성자산	30	45	52	47	재고자산회전율(x)	-	-	-	-

자료 : 한전기술, iM증권 리서치본부

한전기술 투자 의견 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.

[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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

태웅 (044490)

2025.06.23

SMR 성장의 핵, 유럽해상풍력 실적의 핵

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

[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

SMR 분야의 글로벌 투자액은 증가하는 환경하에서 동사 수주 가시화로 성장성 가속화 될 듯

글로벌 SMR 시장규모의 경우 2030년 0.9GW(누적)에서 연평균 16.9% 성장하여 2050년에는 404GW(누적)에 이를 것으로 예상된다. 특히 2030~50년 연평균 19.7 GW가 설치되면서 2050년까지 누적으로 300MW급 1,350기가 설치될 것으로 전망된다.

탄소중립 달성을 위한 석탄화력발전소 대체용과 더불어 AI 기술 확대에 인하여 안정적인 전력 공급을 위한 데이터 센터용 SMR 등으로 인하여 향후 SMR 시장 성장을 주도적으로 이끌 것으로 예상된다. 이에 따라 기존 소규모 석탄발전소(192GW)가 300MW급 566기 SMR(170GW)으로 대체될 것으로 기대된다.

무엇보다 현재 50억달러 수준인 SMR 분야의 글로벌 투자액은 2030년 250억달러, 2050년 6700억달러 등으로 증가할 전망이다.

이러한 환경하에서 동사는 지난 2월 캐나다에 설치될 300MW급 SMR 원전용 단조 부품 공급계약을 체결하였다. 이는 보조기기에 들어가는 일부 부품을 납품하는 것이다.

지난 5월 캐나다 온타리오 주정부는 Ontario Power Generation(OPG)이 Darlington 부지에 계획된 4기의 SMR 중 첫 호기의 건설을 승인함에 따라 동사의 수주시기 등을 고려할 때 이 프로젝트와 연관된 것으로 추정된다. 이러한 프로젝트는 GE Hitachi의 BWRX-300 SMR을 건설하는 것으로 4기의 모듈 중 첫 호기 모듈은 2030년 가동이 목표이며, 나머지 3기의 모듈은 2030년과 2035년 사이 준공된다. 이에 따라 동사는 향후 추가 3기에 대한 수주 가능성도 높아질 수 있을 것이다.

무엇보다 동사의 경우 2020년부터 SMR 관련 업체들과 수주 관련하여 협의를 진행하고 있다. 에너지 안보 관점에서 원전은 중요하기 때문에 이와 같은 SMR 관련 프로젝트에 중국 단조업체들이 배제될 가능성이 크다. 이에 따라 동사가 향후 홀텍, 테라파워 등과도 보조기기 뿐만 아니라 주기기 관련한 부품 등을 수주할 가능성 등이 높아지면서 성장성 등이 가속화 될 것이다.

유럽해상풍력 관련 수주가 향후 실적향상을 이끌 것이다

동사는 지난해 4분기 신규 수주금액 1,123억원 중 풍력발전 신규 수주금액은 528억원을 기록하였다. 이는 Hornsea3(UK), Thor(Denmark), Baltica2(Poland) 등 유럽해상풍력과 관련된 신규수주가 증가하였기 때문이다. 이러한 신규수주의 경우 올해 3분기부터 매출로 인식되면서 하반기 실적 향상을 이끌 것이다.

다른 한편으로 Norfolk Offshore Wind 프로젝트는 영국 동남부 해상의 풍력 프로젝트로 총 4.2GW 규모 수준이다. 이와 관련된 수주가 하반기에 가시화 될 것으로 예상된다. 이와 같은 신규수주는 내년 실적향상에 크게 기여할 것으로 전망된다.

NR

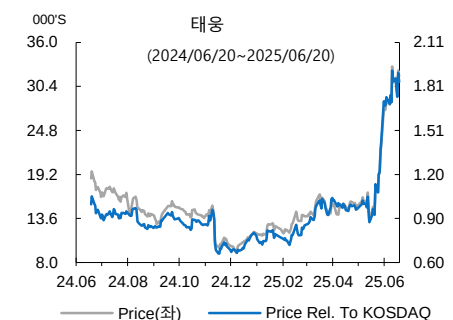
액면가 500원
증가(2025.06.20) 31,700원

Stock Indicator

자본금	10십억원
발행주식수	2,001만주
시가총액	634십억원
외국인지분율	8.2%
52주 주가	9,250~32,950원
60일평균거래량	1,283,767주
60일평균거래대금	30.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	110.2	106.5	198.8	69.7
상대수익률	99.6	97.4	180.3	77.4

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	322	394	444	386
영업이익(십억원)	5	3	40	23
순이익(십억원)	7	1	34	25
EPS(원)	357	27	1,707	1,234
BPS(원)	23,769	24,061	25,612	30,212
PER(배)	30.8	358.3	10.0	9.6
PBR(배)	0.5	0.4	0.7	0.4
ROE(%)	1.5	0.1	6.9	4.4
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	15.4	15.8	5.7	7.0

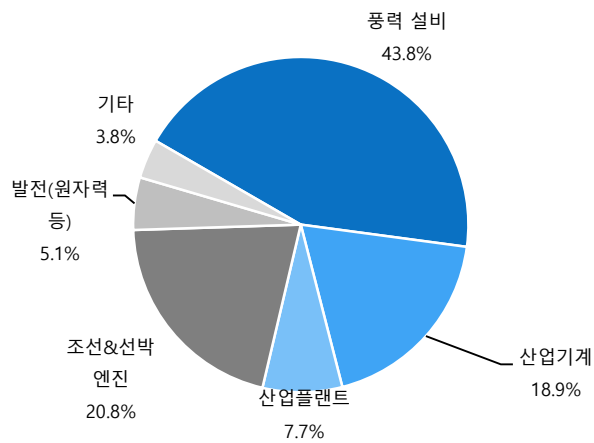
주K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 태웅 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2019	3,705	-364	-366	-403	-403	-2,012	
2020	3,444	13	-1,179	-937	-937	-4,681	
2021	3,223	51	76	71	71	357	30.8
2022	3,939	29	1	5	5	27	358.3
2023	4,438	395	328	342	342	1,707	10.0
2024	3,863	228	241	247	247	1,234	9.6
2025E	3,925	243	253	258	258	1,290	24.6
2026E	4,767	435	447	357	357	1,785	17.8

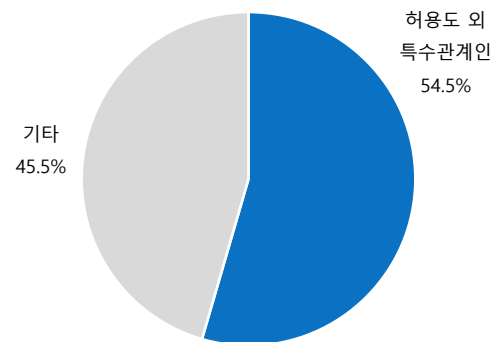
자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림1. 태웅 매출 구성(2025년 1분기 기준)



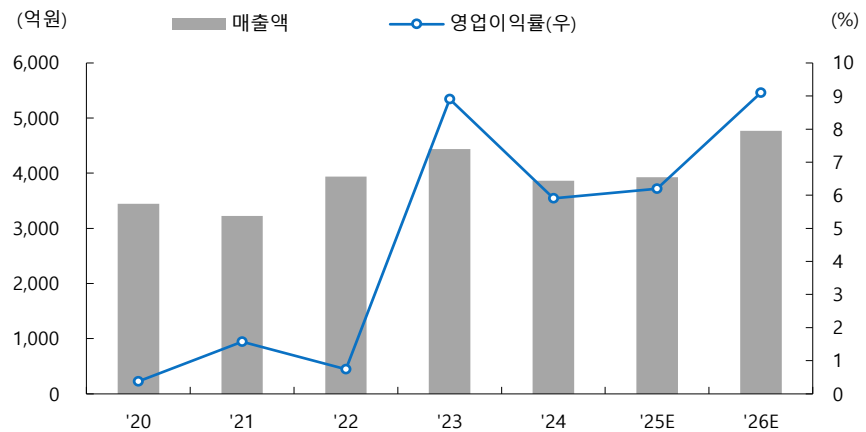
자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림2. 태웅 주주 분포(2025년 03월 31일 기준)



자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림3. 태웅 실적 추이



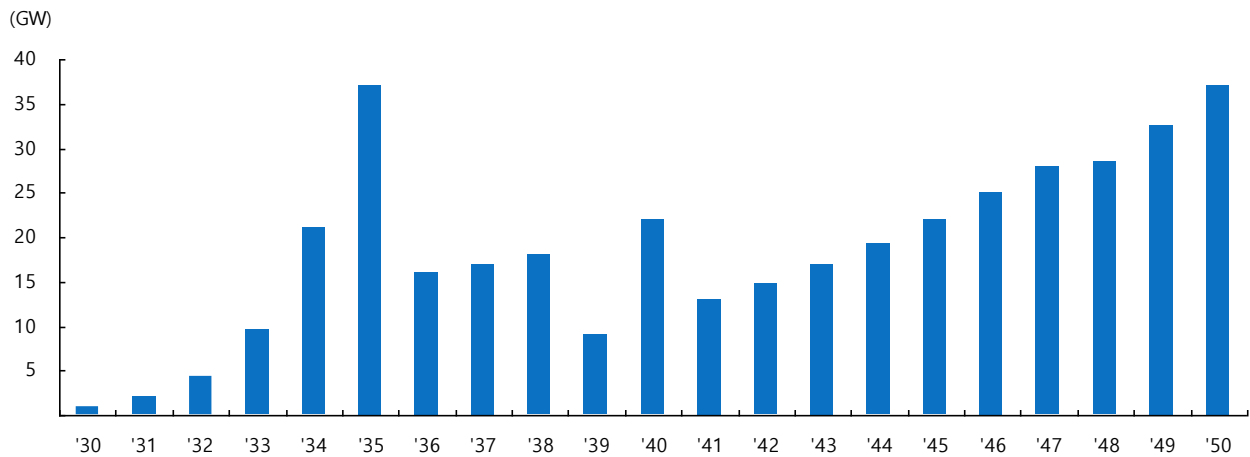
자료: 태웅, iM증권 리서치본부

표2. 태웅 단조사업부의 주요산업별 생산품목

사업부문	매출유형	수요산업	생산품목(구체적용도)
자유형 단조	제품	조선&선박엔진	Piston rod, Piston crown, Connecting Rod, Cylinder cover, Propeller Shaft, Cross head 등
		풍력 설비	MAIN SHAFT, TOWER FLANGE, BEARING 등
		발전(원자력, SMR 등)	DIAPHRAGM용 INNER WEB, OUTER RING, SHELL
		산업플랜트	열 교환기, 압력용기, 공기제거기, 급수가열기, 탈기 등 제조에 사용되는 단조품
		산업기계	Shaft, Gear, Wheel, Tire Ring 등

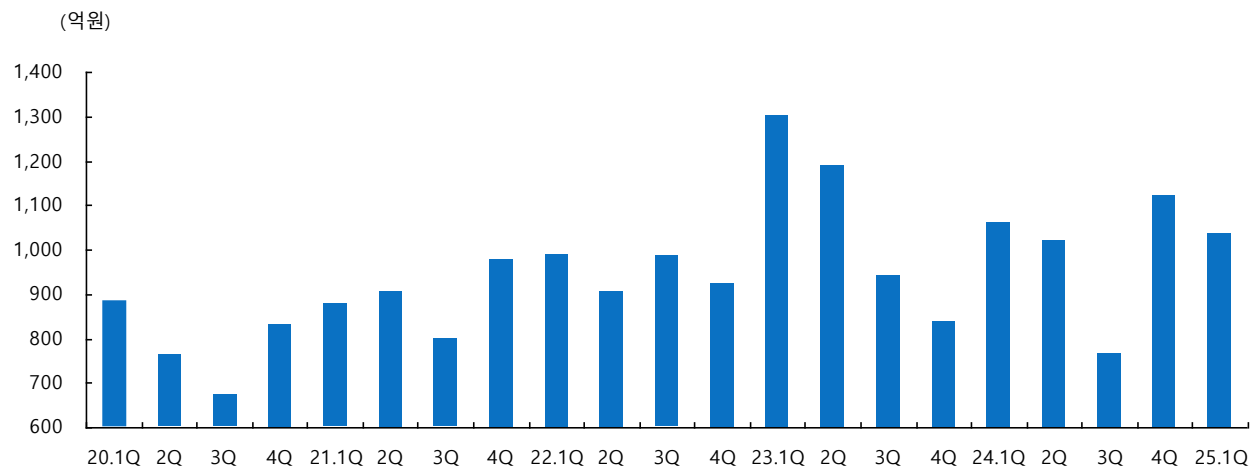
자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림4. 글로벌 SMR 시장 전망



자료: Nuclear Energy Agency 2024, iM증권 리서치본부

그림5. 태웅 분기별 신규수주 추이



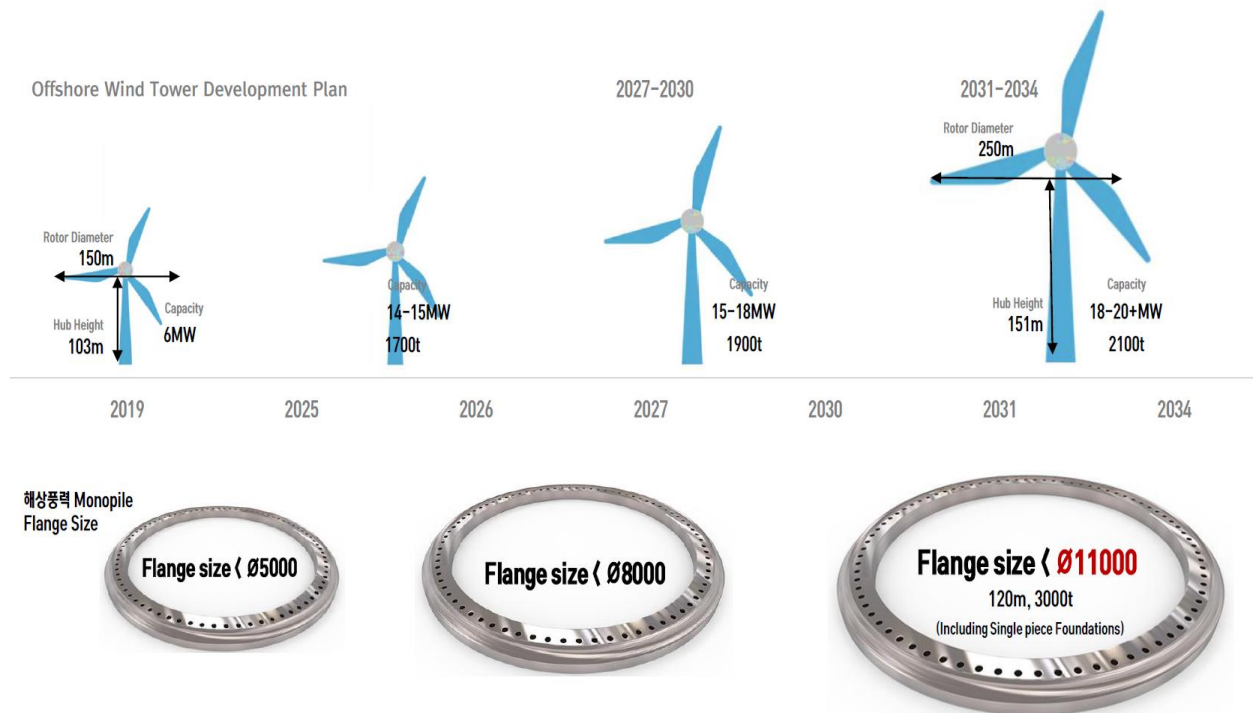
자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림6. 태웅 육상풍력/해상풍력 주력 제품



자료: 태웅, iM중권 리서치본부

그림7. 해상풍력 터빈 대형화에 따른 플랜지 크기 변화



자료: JBO market intelligence, iM중권 리서치본부

표3. 태웅 해상풍력 프로젝트 래퍼런스

연도	해상풍력 프로젝트	국가
2020	Kaskasi	Germany
	Akita Noshiro	Japan
	Seagreen	Scotland
	CFXD	Taiwan
	Vesterhav	Denmark
2021	Courseulles-Sur-Mer	France
	CFXD 2	Taiwan
	Arcadis	Germany
2022	Coastal Virginia	USA
	Ocean Wind 1, 2	USA
	Coastal Virginia	USA
2023	Great Changhua	Taiwan
	Hai Long 2	Taiwan
	Ocean Wind 2	USA
2024	Dominion	USA
	Hornsea 3	UK
	Thor	Denmark
	Baltica 2	Poland

자료: 태웅, iM증권 리서치본부

표4. 세계최대 해상풍력 단지 Norfolk

프로젝트명	위치	용량	상태
Norfolk Offshore Wind Zone - Vanguard East - Vanguard West - Boreas	Norfolk 해안 47~80km, 북해	총 4.2GW (각 1.4GW)	- 연간 390만 가구 전력 공급, 연간 300만톤 이산화탄소 배출 저감효과 - 주요 하가 확보, 2028년경 상업 가동 예정

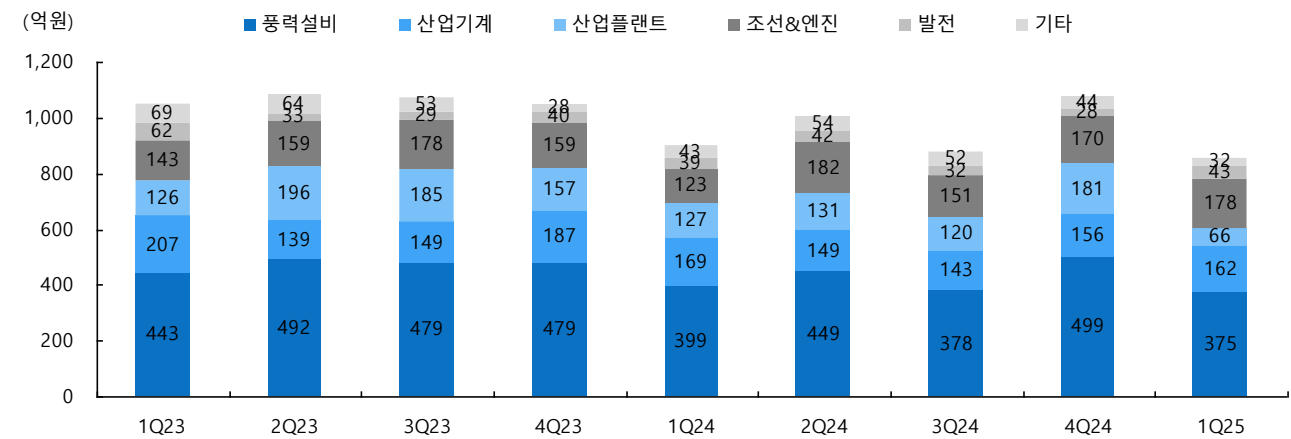
자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림8. 세계최대 해상풍력 단지 Norfolk



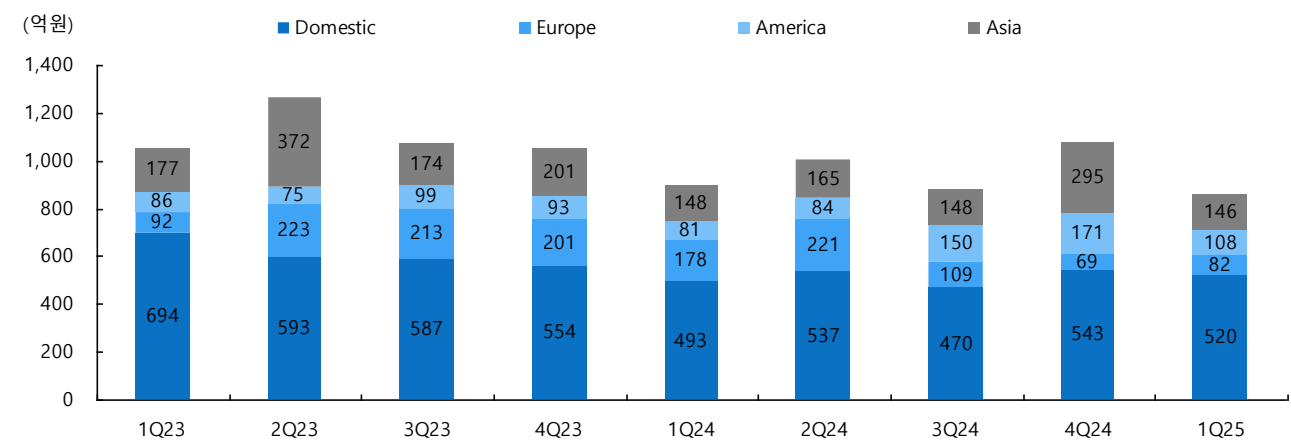
자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림9. 태웅 산업별 매출 추이



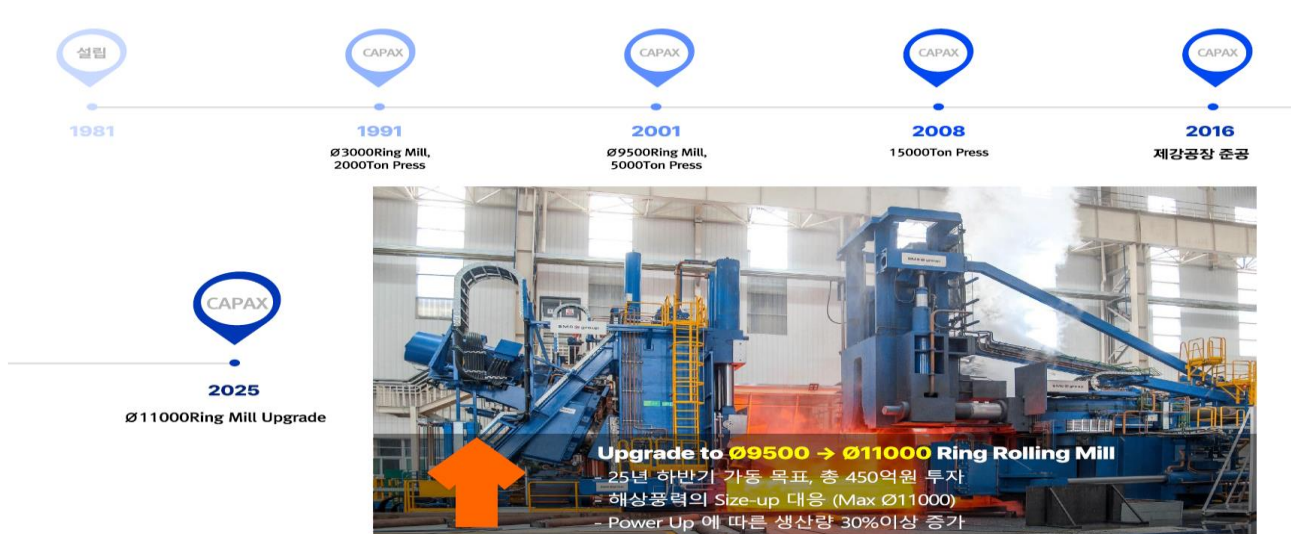
자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림10. 태웅 지역별 매출 추이



자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림11. 태웅 설비투자 증설



자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림12. 태웅 원자력 발전 주력 제품



자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림13. 태웅 원자력 발전 주력 제품



자료: 태웅, iM증권 리서치본부

그림 14. 태웅 조선&선박엔진 주력 제품

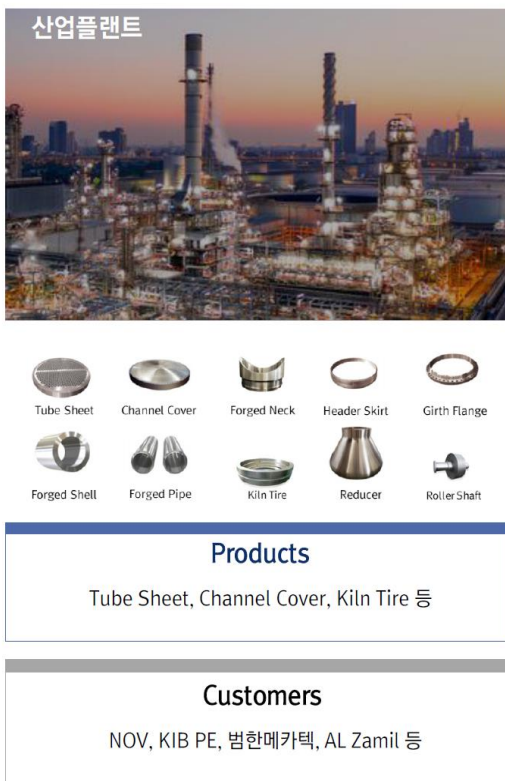


자료: 태웅, iM중권 리서치본부

Products
Propeller Shaft, Rudder, Engine Parts 등

Customers
삼성중공업, 한화오션, HSD엔진 등

그림 15. 태웅 산업플랜트, Oil & Gas 주력 제품



자료: 태웅, iM중권 리서치본부

심해시추(Sub Sea)

글로벌 심해시추 관련 산업은 2024~27년까지 26% ↑ 전망

심해시추 BEP(43\$/bbl) 하락으로 경제성 증가

심해의 고압을 견디기 위한 고품질, 내구성을 요구하는 단조품 공급



그림16. 태웅 산업기계 주력 제품



KILN TIRE



CASTING MOLD



CRANE WHEEL



MAIN CYLINDER FOR HYD. PRESS & RAM



Wheel



Kiln Support Roller



Backup Roll



Casting Mold



Drum

Products

Wheel, Drum, Backup Roll 등

Customers

Mitsubishi, Duferco, Caterpillar,
현대로템, 효성 등

자료: 태웅, IM중권 리서치본부

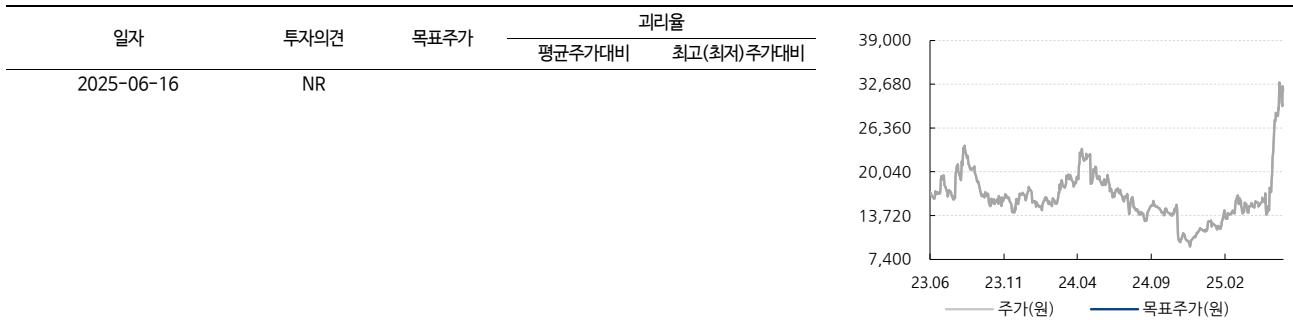
K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	335	330	329	305	매출액	322	394	444	386
현금 및 현금성자산	22	36	26	23	증가율(%)	-6.4	22.2	12.7	-12.9
단기금융자산	49	10	9	9	매출원가	293	364	376	335
매출채권	140	147	164	157	매출총이익	29	30	68	51
재고자산	113	129	126	114	판매비와관리비	24	27	28	29
비유동자산	437	429	414	507	연구개발비	2	2	2	2
유형자산	419	406	395	488	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	0	0	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	772	759	743	813	영업이익	5	3	40	23
유동부채	113	107	99	96	증가율(%)	292.4	-42.3	1,249.8	-42.3
매입채무	37	47	37	40	영업이익률(%)	1.6	0.7	8.9	5.9
단기차입금	-	6	20	25	이자수익	1	1	0	1
유동성장기부채	40	13	13	-	이자비용	4	7	8	5
비유동부채	184	171	132	112	지분이익(손실)	0	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	3	2	0
장기차입금	150	140	104	65	세전계속사업이익	8	0	33	24
부채총계	296	278	231	208	법인세비용	0	0	-1	-1
지배주주지분	-	-	-	-	세전계속이익률(%)	2.3	0.0	7.4	6.2
자본금	10	10	10	10	당기순이익	7	1	34	25
자본잉여금	149	149	149	149	순이익률(%)	-	-	-	-
이익잉여금	252	254	288	310	지배주주귀속 순이익	7	1	34	25
기타자본항목	63	67	64	134	기타포괄이익	1	5	-3	67
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	9	6	31	92
자본총계	476	481	512	604	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	28	9	20	67	주당지표(원)				
당기순이익	-	-	-	-	EPS	357	27	1,707	1,234
유형자산감가상각비	19	19	20	20	BPS	23,769	24,061	25,612	30,212
무형자산상각비	-	-	-	-	CFPS	1,300	993	2,697	2,216
지분법관련손실(이익)	0	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-7	37	-7	-24	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	30.8	358.3	10.0	9.6
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	0.5	0.4	0.7	0.4
금융상품의 증감	0	-	-	-	PCR	8.5	9.9	6.3	5.4
재무활동 현금흐름	-45	-31	-23	-47	EV/EBITDA	15.4	15.8	5.7	7.0
단기금융부채의증감	374	567	531	197	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-45	-31	-23	-47	ROE	1.5	0.1	6.9	4.4
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	7.4	5.7	13.4	11.0
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	62.3	57.6	45.0	34.4
현금및현금성자산의증감	-23	15	-10	-4	순부채비율	25.1	23.4	19.9	9.6
기초현금및현금성자산	45	22	36	26	매출채권회전율(x)	2.6	2.7	2.8	2.4
기말현금및현금성자산	22	36	26	23	재고자산회전율(x)	2.6	3.2	3.5	3.2

자료 : 태웅, iM증권 리서치본부

태웅 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 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

한국가스공사 (036460)

2025.06.23

LNG 트레이딩 기회 확대될 듯

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

트럼프 2.0 시대 미국산 LNG 도입 증가 가속화⇒ 동사 LNG 트레이딩 등으로 비즈니스가 확대됨에 따라 수익성 가시화되면서 성장성 부각 될 듯

트럼프 2.0 시대 미국의 무역적자 개선을 위해 관세 관련 협상 뿐만 아니라 방위비 협상 등과도 연계될 가능성이 높다. 이에 대한 가장 효과적인 대응방안으로 미국산 LNG 수입을 증가시켜 그만큼 대미 무역수지 흑자규모를 줄이는 것이다.

이러한 환경하에서 동사는 1990년대부터 이어온 카타르 및 오만 등과 장기 계약을 끝내고 도입선을 조정 중에 있다. 이에 따라 900만톤 이상을 미국산 LNG로 대체할 가능성이 높아질 것이다.

최근 미국산 LNG의 물류 등 도입 비용을 포함해도 유가연동에 비해 저렴한 편이기 때문에 미국산 LNG 도입 등이 가속화되면 원가하락으로 이어지면서 미수금을 감소시킬 수 요인이 될 수 있을 것이다. 또한 미국 LNG 수출프로젝트의 경우 대부분이 목적지제한조항을 포함하지 않아 계약 체결 시 동사가 수급 조절 능력을 제고할 수 있을 뿐만 아니라, LNG 트레이딩 등도 가능하여 수익 창출도 추구할 수 있을 것이다.

무엇보다 동사는 단일 업체 규모로는 글로벌 최대 용량의 저장시설을 보유하고 있어서 매우 많은 용량을 트레이딩용으로도 활용이 가능하다.

일본의 경우 장기계약을 국내 사용량 이상으로 체결한 뒤 여분 물량을 해외에 재판매하는 트레이딩 등으로 큰 수익을 거두고 있다. 이러한 환경하에서 동사의 경우도 향후 미국산 LNG 도입 증가가 가속화되면서 LNG 트레이딩이 확대됨에 따라 수익성 가시화되면서 성장성 등이 부각 될 수 있을 것이다.

한편, 알래스카 LNG 프로젝트의 경우 LNG 구매와 더불어 수출용 LNG 터미널 및 가스관 건설로 구성되는데, 동사의 경우 여타 자원개발 사례와 마찬가지로 개발 단계 지분 투자를 통해 off-take 물량을 확보하는 방향으로 전개될 것으로 예상됨에 따라 리스크는 제한적인 반면에 향후 수익성 등을 추구할 수 있을 것이다.

올해 하반기부터 민수용 미수금 점진적으로 감소할 듯⇒ 배당성향 상향되면서 밸류에이션 리레이팅

올해 1분기말 전체 미수금 규모는 발전용 미수금 감소에 힘입어 2024년말 대비 4,094억원 감소한 143,763억원을 기록하였다. 이 중 민수용 미수금의 경우 140,871억원을 기록하였다.

발전용 미수금의 경우 올해 상반기 중으로 회수가 일단락 될 것으로 예상된다. 민수용 미수금의 경우도 요금인상 등으로 인하여 올해 하반기부터 점진적으로 감소할 것으로 예상된다.

그동안 동사는 기획재정부의 정부출자기관 중기 배당성향 목표인 배당성향 40.0% 수준을 유지하였다. 그러나 2024년에는 중단된 배당이 재개되었지만 민수용 미수금 증가 등으로 인하여 배당성향이 16.0%에 그쳤다.

올해 하반기부터 민수용 미수금 등이 점진적으로 감소할 것으로 예상됨에 따라 배당성향 등이 상향되면서 밸류에이션이 리레이팅 될 수 있을 것이다.

NR

액면가	5,000원
증가(2025.06.20)	38,150원

Stock Indicator

자본금	462십억원
발행주식수	9,231만주
시가총액	3,522십억원
외국인지분율	9.9%
52주 주가	30,050~63,500원
60일평균거래량	455,963주
60일평균거래대금	17.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.3	4.8	10.7	-39.9
상대수익률	-15.9	-9.8	-15.0	-47.6

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	27,521	51,724	44,556	38,389
영업이익(십억원)	1,240	2,463	1,553	3,003
순이익(십억원)	951	1,493	-761	1,147
EPS(원)	10,229	16,174	-8,246	12,422
BPS(원)	96,077	110,354	104,286	117,308
PER(배)	3.8	2.2		2.8
PBR(배)	0.4	0.3	0.2	0.3
ROE(%)	11.6	15.7	-7.7	11.2
배당수익률(%)	7.0			4.2
EV/EBITDA(배)	9.5	10.6	11.8	8.3

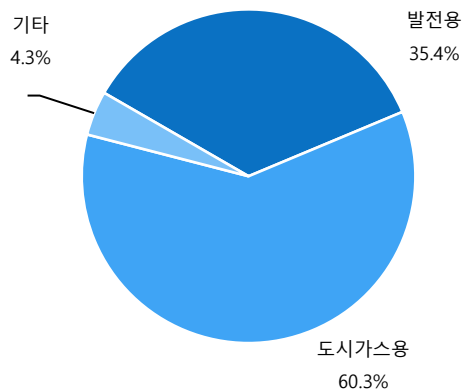
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 한국가스공사. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(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	N/A
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	N/A
2024	383,887	30,034	16,376	11,490	11,467	12,422	2.8
2025E	378,982	24,165	11,943	9,087	9,094	9,851	3.9

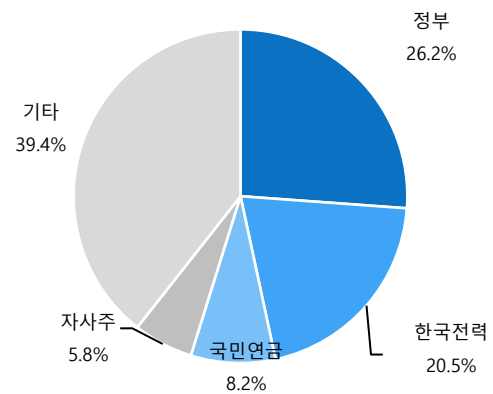
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림1. 한국가스공사 용도별 구성(2025년 1분기 기준)



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림2. 한국가스공사 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



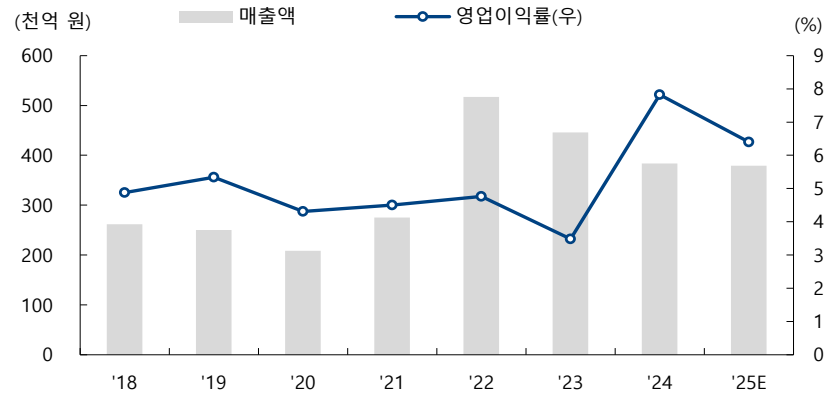
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림3. 한국가스공사 PBR 추이



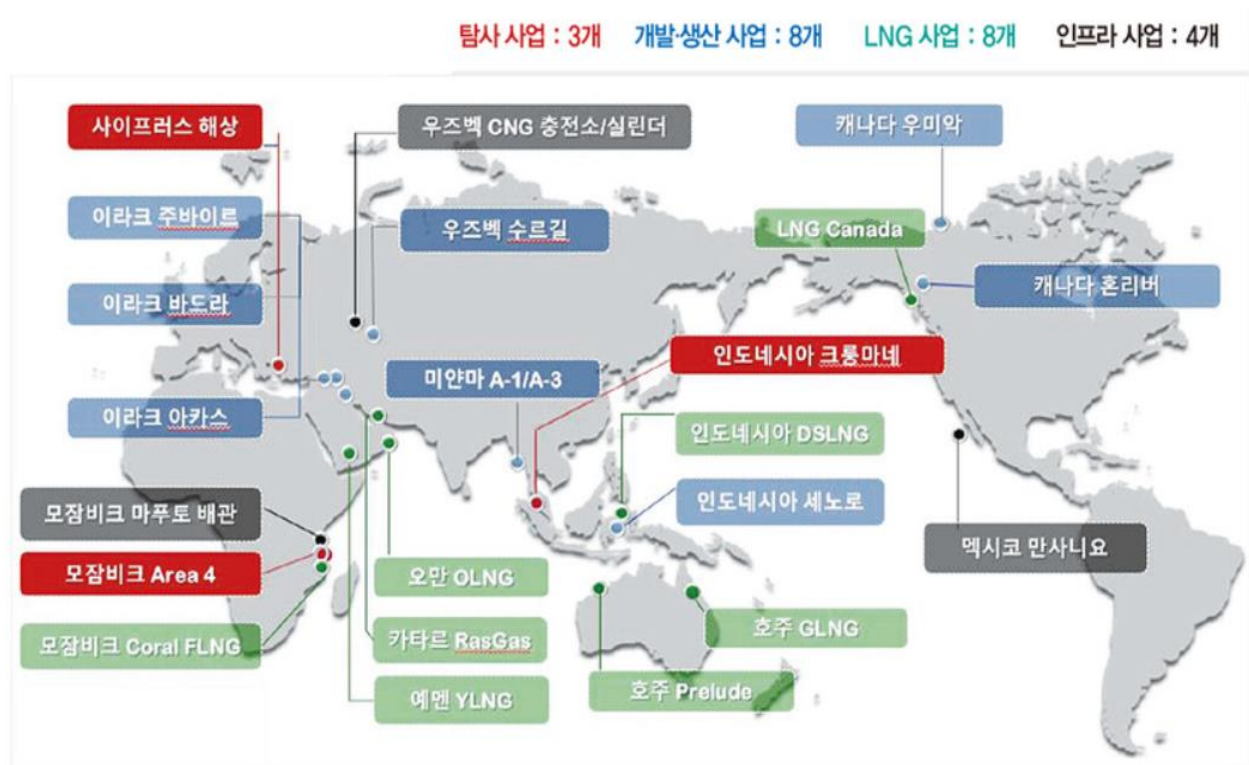
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림4.한국가스공사 실적 추이



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림5. 한국가스공사 해외사업 현황



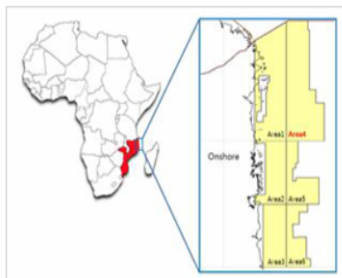
자료: 한국가스공사, 가스신문, iM증권 리서치본부

표2. 한국가스공사 해외자원개발 진행사업 현황

구분	사업명	사업기간(시작)	사업기간(종료)	지분(%)	주요 내용
탐사	인니 크룅마네	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

그림6. 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

그림7. 모잠비크 Coral FLNG 프로젝트 현황

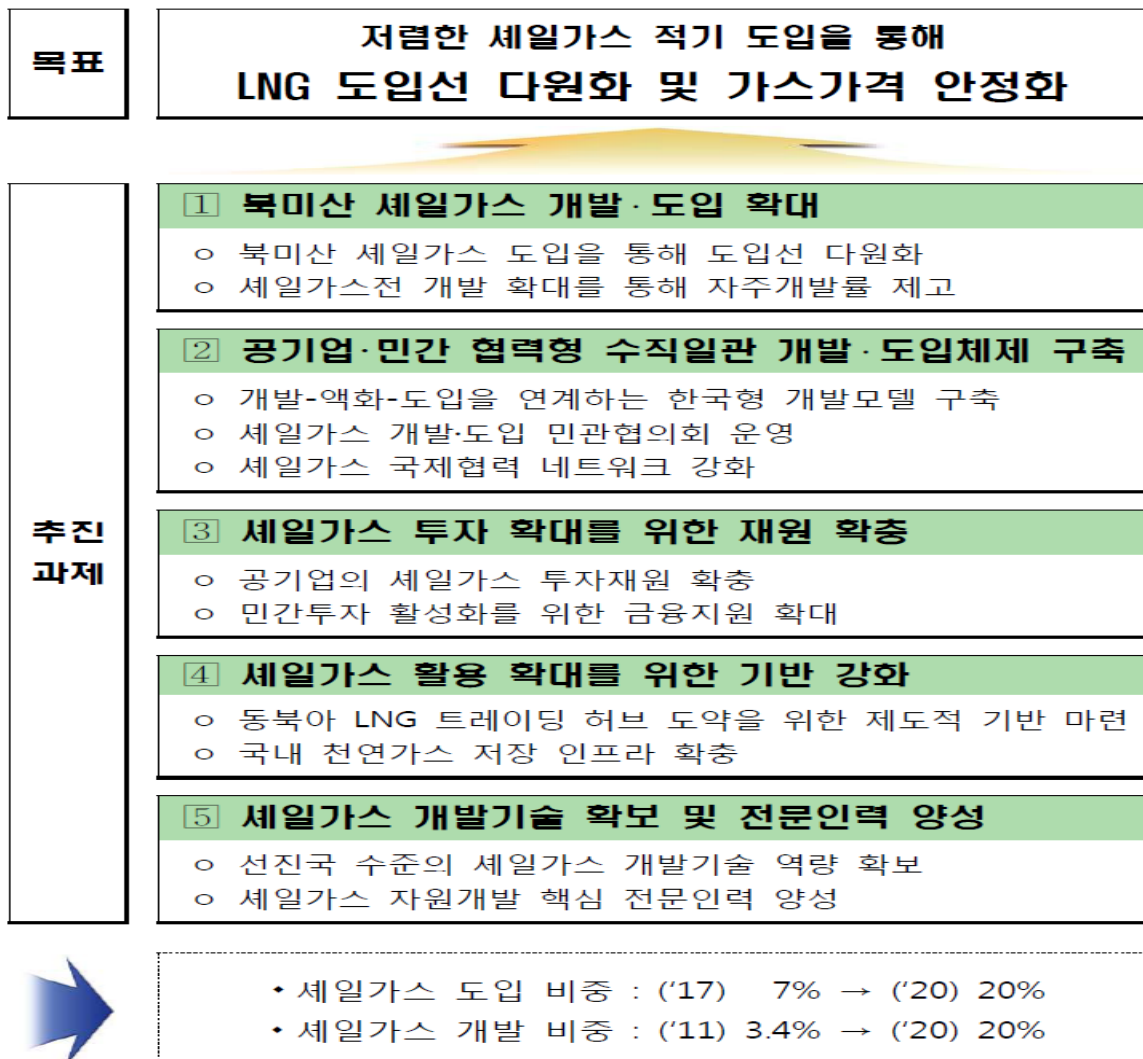


(기준일자: 2023.01.01.)

- 위치: 모잠비크 동북부 해상 약60~80km
- 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

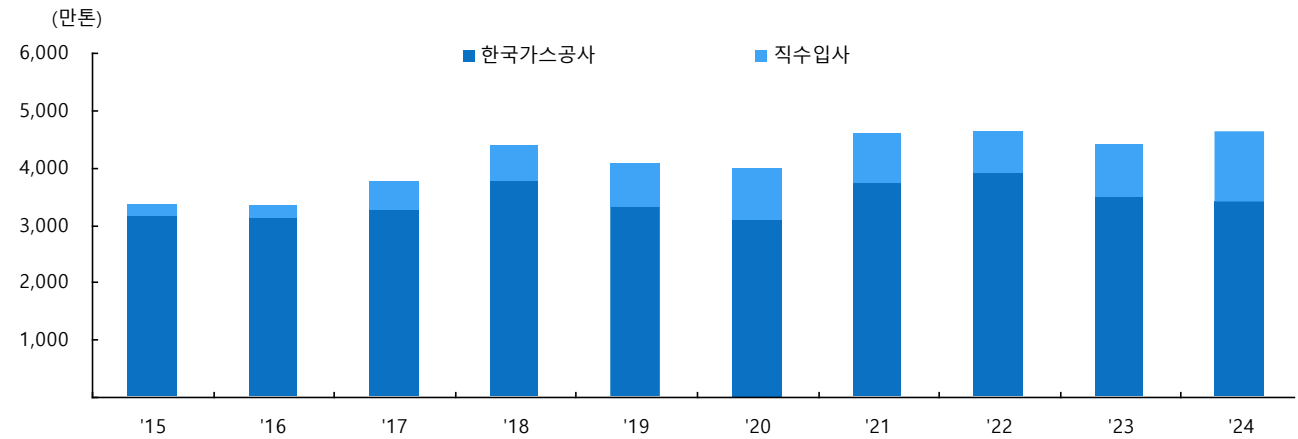
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림8. 2012년 정부의 셰일가스 개발 및 도입 전략



자료: 산업통상자원부, iM증권 리서치본부

그림9. 한국가스공사 및 직수입사 국내 LNG 도입 물량 추이



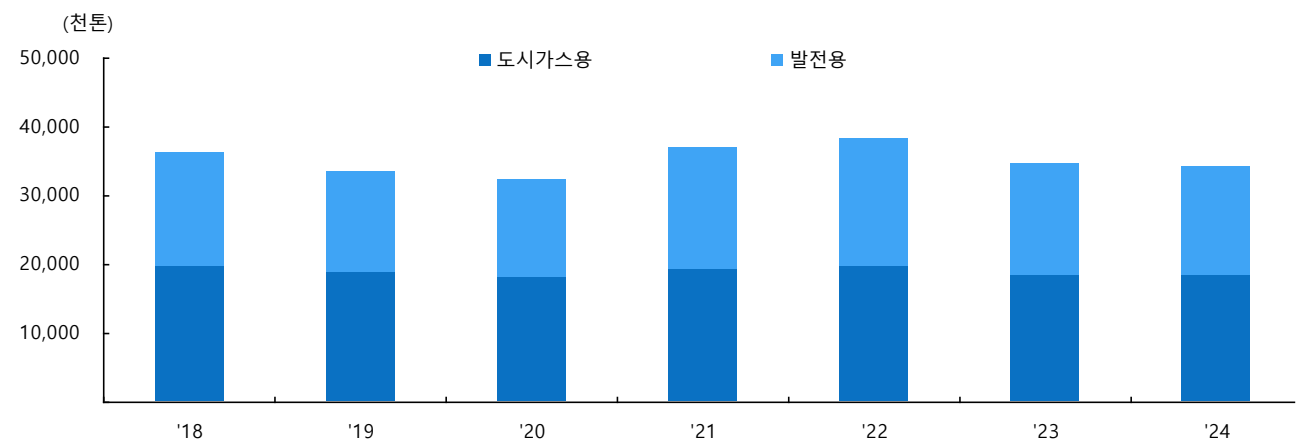
자료: 한국무역협회, iM증권 리서치본부

표6. 국내 LNG 총 수입 권역별 현황

(단위: 만톤)	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년
미국	576	848	576	511	564
중동	1,316	1,612	1,486	1,400	1,403
동남아시아	823	667	953	1,017	1,030
오세아니아	797	946	1,165	1,042	1,141
기타	486	519	459	441	495
합계	3,998	4,593	4,639	4,411	4,633

자료: 한국무역협회, iM증권 리서치본부

그림10. 한국가스공사 용도별 판매 물량 추이



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표7. 한국가스공사 LNG 수입 권역별 현황

(단위: 만톤)	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년
미국	409	599	462	375	386
중동	1,316	1,606	1,474	1,400	1,366
동남아시아	500	394	680	632	593
오세아니아	612	791	966	886	842
기타	373	432	388	346	421
합계	3,210	3,823	3,971	3,639	3,608

자료: 한국무역협회, iM증권 리서치본부

표8. 한국가스공사 LNG 도입계약 현황

구분	생산국	프로젝트	연간 계약물량(만톤)	계약기간
장기계약	인도네시아	DSLNG	70	2015~2027년
	말레이시아	MLNGIII	150	2008~2028년
	카타르	RasGas	492	1999~2024년
		RasGas III	210	2007~2026년
		RasGas III	200	2013~2032년
		Qatar Petroluem	200	2025~2044년
	오만	OLNG	406	2000~2024년
	러시아	Sakhalin II	150	2008~2028년
	호주	GLNG	300	2016~2036년
	포트폴리오	Shell	364	2013~2038년
		Total	200	2014~2031년
		BP	158	2025~2042년
	미국	Sabine Pass	280	2017~2037년
단기계약	포트폴리오	BP	78	2023~2025년
		Shell	26	2023~2025년
		Trafigura	78	2023~2025년
7개국 + 포트폴리오(장기계약 13건, 단기계약 3건)				

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표9. 한국가스공사 생산기지 운영 현황(5개 생산기지 77기 운영 중(저장용량 1,216만 kl))

구분	인천	평택	통영	삼척	제주	합계
운영개시	1996.10	1986.11	2002.09	2014.07	2019.10	-
저장탱크	23기	23기	17기	12기	2기	77기

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표10. 한국가스공사 연도별 CAPEX 추이 및 향후 전망

(단위: 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

표3. 한국가스공사 배당 내역

구분	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
별도 당기순이익(억원)	-10,216	3,053	816	-936	5,945	8,529	-8,812	7,934
배당성향(%)		39.04	40.80		39.38			16.0
배당금총액(억원)		1,192	333		2,314			1,270
주당 배당금(원)		1,360	380		2,728			1,455

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표4. 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

그림11. 두바이유 가격 추이



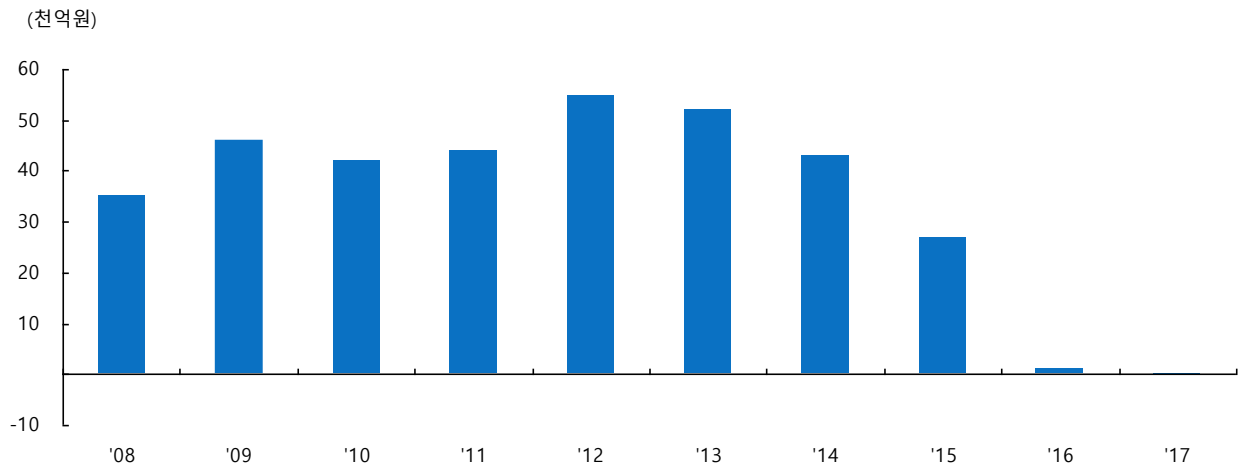
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림12. JCC(Japan Crude Cocktail) 가격 추이



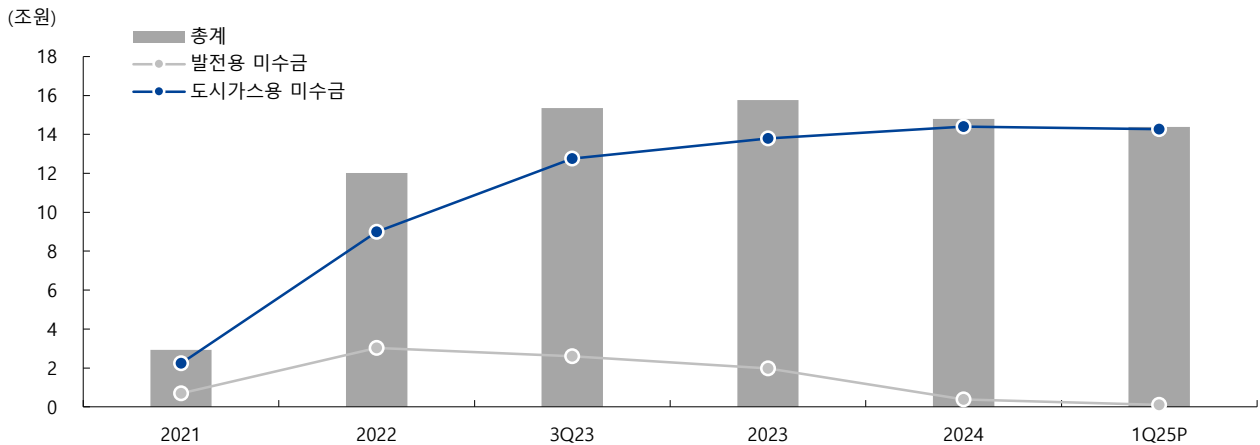
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림13.한국가스공사 연도별 미수금 추이(2008~2017)



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림14. 한국가스공사 연도별 원료비 미수금 추이



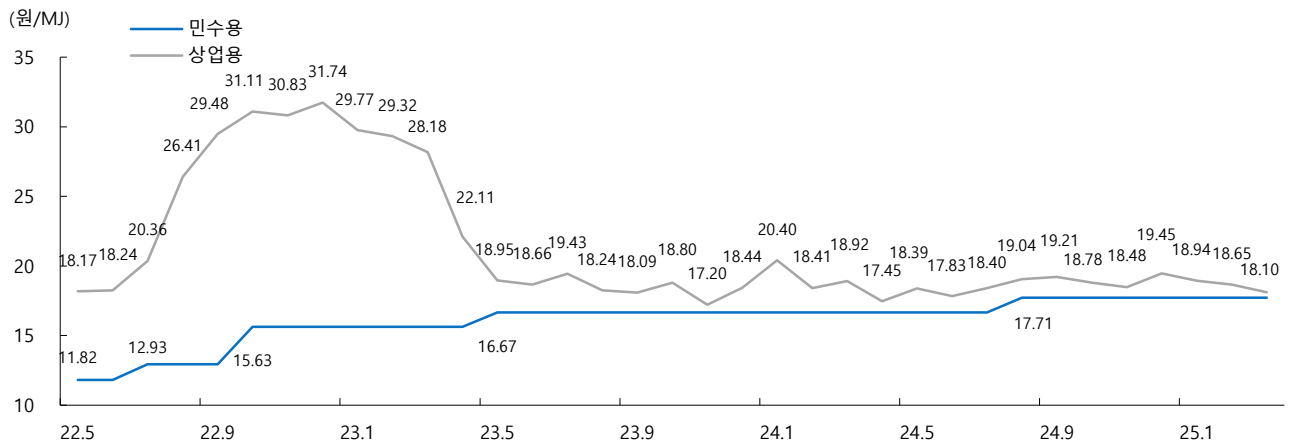
자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

표5. 한국가스공사 원료비 미수금 추이

구분		2021	2022	3Q23	2023	2024 (A)	1Q25P (B)	증감 (B-A)
도시가스용 미수금	민수용	17,656	85,856	122,435	130,110	140,476	140,871	395
	기타	4,728	4,029	5,174	7,758	3,571	1,866	-1,705
소계			22,384	89,885	127,609	137,868	144,047	142,737
발전용 미수금			6,914	30,322	25,953	19,791	3,810	1,026
총계			29,298	120,207	153,562	157,659	147,857	143,763

자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

그림15. 한국가스공사 도시가스 연료비 승인요금 추이



자료: 한국가스공사, iM증권 리서치본부

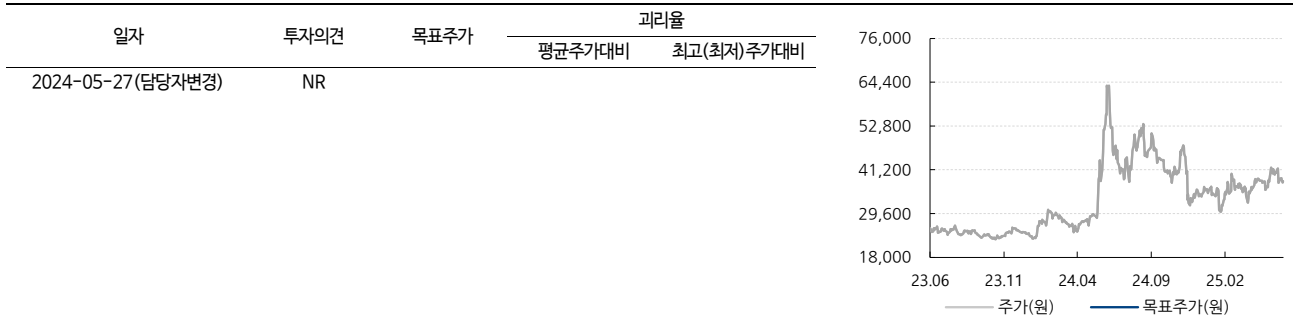
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	13,148	25,092	17,430	16,969	매출액	27,521	51,724	44,556	38,389
현금 및 현금성자산	565	813	781	929	증가율(%)	32.1	87.9	-13.9	-13.8
단기금융자산	62	27	44	44	매출원가	25,859	48,828	42,599	34,976
매출채권	6,656	11,310	6,563	6,867	매출총이익	1,662	2,896	1,957	3,413
재고자산	3,583	7,623	5,043	4,605	판매비와관리비	422	433	404	409
비유동자산	30,522	37,333	39,824	40,701	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	23,581	23,294	22,352	23,008	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1,746	1,706	1,553	1,670	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	43,670	62,425	57,255	57,670	영업이익	1,240	2,463	1,553	3,003
유동부채	14,022	30,635	22,566	21,267	증가율(%)	37.9	98.7	-36.9	93.3
매입채무	2,815	2,682	3,114	1,963	영업이익률(%)	4.5	4.8	3.5	7.8
단기차입금	7,832	23,601	14,705	12,801	이자수익	23	66	108	88
유동성장기부채	2,203	2,337	3,461	5,170	이자비용	642	965	1,676	1,506
비유동부채	20,529	21,380	24,862	25,577	지분이익(손실)	181	324	105	137
사채	16,241	17,100	20,743	21,055	기타영업외손익	42	253	-109	165
장기차입금	179	192	279	331	세전계속사업이익	1,367	1,945	-862	1,638
부채총계	34,551	52,014	47,429	46,843	법인세비용	403	448	-114	489
자배주주지분	8,869	10,187	9,627	10,829	세전계속이익률(%)	5.0	3.8	-1.9	4.3
자본금	462	462	462	462	당기순이익	951	1,493	-761	1,147
자본잉여금	-	-	-	-	순이익률(%)	3.5	2.9	-1.7	3.0
이익잉여금	6,185	7,476	6,679	7,780	자배주주귀속 순이익	951	1,493	-761	1,147
기타자본항목	1,050	1,077	1,314	1,350	기타포괄이익	115	75	210	52
비자배주주지분	250	224	199	-3	총포괄이익	1,080	1,572	-537	1,201
자본총계	9,119	10,411	9,826	10,826	자배주주귀속총포괄이익	1,054	1,559	-553	1,213

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-2,071	-14,581	5,886	3,630	주당지표(원)				
당기순이익	951	1,493	-761	1,147	EPS	10,229	16,174	-8,246	12,422
유형자산감가상각비	1,639	1,751	1,887	1,864	BPS	96,077	110,354	104,286	117,308
무형자산상각비	84	-	-	119	CFPS	31,145	37,802	13,118	36,143
지분법관련손실(이익)	181	324	105	137	DPS	2,728	-	-	1,455
투자활동 현금흐름	-1,170	-974	-1,334	-1,747	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	3.8	2.2		2.8
무형자산의 처분(취득)	31	25	35	126	PBR	0.4	0.3	0.2	0.3
금융상품의 증감	-	-	-	137	PCR	1.3	1.0	1.9	1.0
재무활동 현금흐름	3,476	15,802	-4,587	-1,837	EV/EBITDA	9.5	10.6	11.8	8.3
단기금융부채의증감	46,719	122,506	90,051	79,383	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	3,314	16,241	-4,400	-1,549	ROE	11.6	15.7	-7.7	11.2
자본의증감	335	-7	-7	-	EBITDA이익률	10.8	8.1	7.7	13.0
배당금지급	-8	-240	-8	-26	부채비율	378.9	499.6	482.7	432.7
현금및현금성자산의증감	235	247	-36	46	순부채비율	283.2	407.2	390.4	354.5
기초현금및현금성자산	332	565	813	781	매출채권회전율(x)	5.1	5.8	5.0	5.7
기말현금및현금성자산	565	813	781	933	재고자산회전율(x)	11.1	9.2	7.0	8.0

자료 : 한국가스공사, iM증권 리서치본부

한국가스공사 투자 의견 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

포스코인터내셔널 (047050)

2025.06.23

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

미국산 트레이딩 확대 및 가스전 인수 가시화로 성장성 부각

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 쉘퓨(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, 올해 2분기부터 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. 이에 따라 천연가스 Upstream 기업으로 도약하면서 밸류에이션이 리레이팅 될 수 있을 것이다

트럼프 2.0 시대 미국산 LNG 트레이딩 기회 확대 및 미국 가스전 인수 가시화로 성장성 부각 될 듯

트럼프 2.0 시대 LNG 수출 제한 조치를 해제하면서 LNG 수출이 확대되고 있는 이다. 이에 따라 LNG 트레이딩 기회도 늘어날 것으로 예상된다.

이러한 환경하에서 동사는 세니에르 에너지와 연간 40만톤 규모 장기계약과 더불어 멕시코 퍼시픽과 70만톤 규모의 장기계약을 체결하였다. 이와 같이 미국산 LNG 110만톤을 확보함에 따라 내년부터 국내 도입 뿐만 아니라 해외 트레이딩도 본격화 될 것이다.

다른 한편으로는 미국산 LNG를 직접 확보하면서 비즈니스에 활용하기 위하여 미국 가스전 인수를 추진 중에 있다. 올해 하반기에 미국 가스전 인수 등이 가시화 된다면 미국산 LNG 트레이딩 기회가 확대되면서 성장성 등이 부각될 것이다.

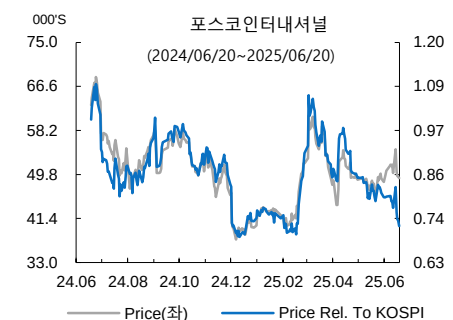
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	57,000원(유지)
증가(2025.06.20)	49,100원
상승여력	16.1 %

Stock Indicator	
자본금	880십억원
발행주식수	17,592만주
시가총액	8,638십억원
외국인지분율	6.2%
52주 주가	37,400~68,400원
60일평균 거래량	508,098주
60일평균 거래대금	25.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.2	-12.0	28.2	-22.1
상대수익률	-13.0	-26.6	2.5	-29.7

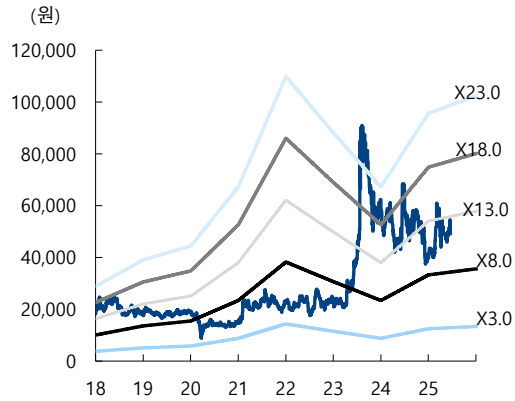
Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	32,341	32,652	34,060	34,951
영업이익(십억원)	1,117	1,128	1,226	1,292
순이익(십억원)	515	732	783	833
EPS(원)	2,925	4,159	4,452	4,734
BPS(원)	37,201	40,623	44,337	48,334
PER(배)	13.6	11.8	11.0	10.4
PBR(배)	1.1	1.2	1.1	1.0
ROE(%)	8.1	10.7	10.5	10.2
배당수익률(%)	3.9	3.2	3.2	3.2
EV/EBITDA(배)	7.2	7.5	7.0	6.8

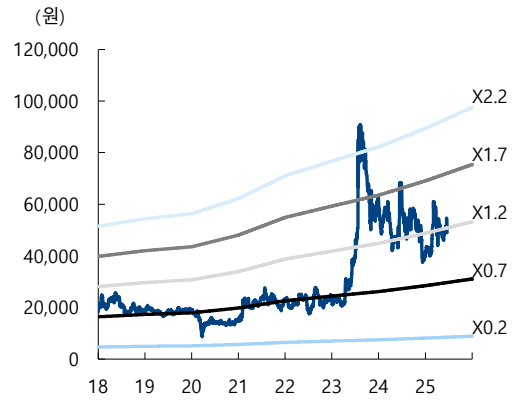
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1.포스코인터내셔널 PER 밴드



자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림2.포스코인터내셔널 PBR 밴드



자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

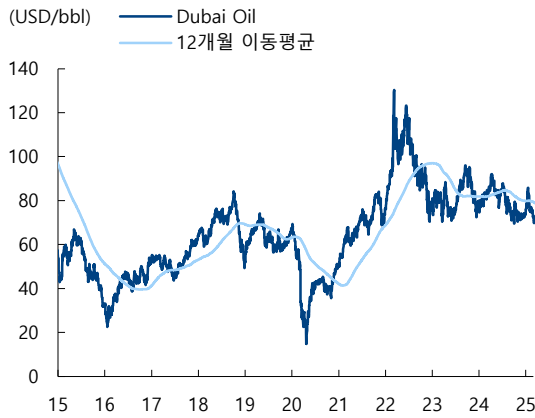
그림3.포스코인터내셔널 E&P 사업 전략

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



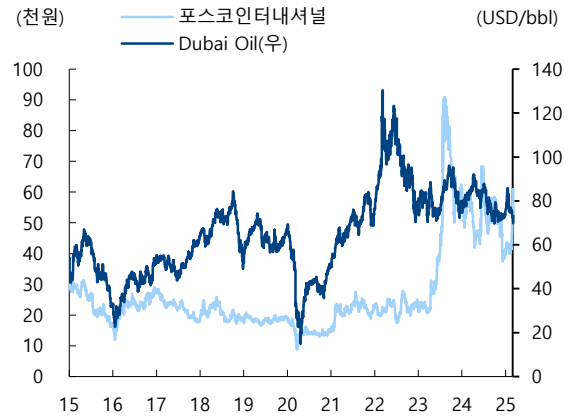
자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

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

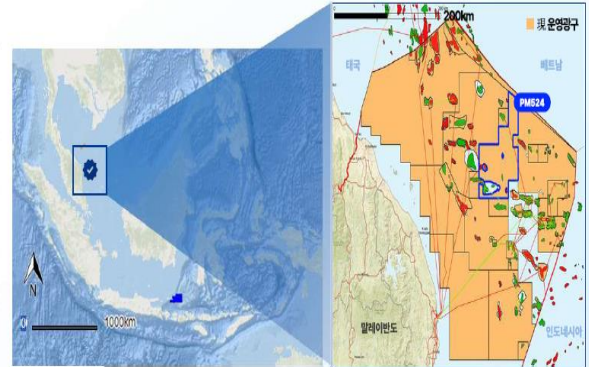
	Upstream	Offshore Midstream	Onshore Midstream	중국 육상파이프라인
사업 범위	Shwe 플랫폼, 저압가스 압축플랫폼, 해저생산설비 및 파이프라인	32" 해상 파이프라인, 육상가스터미널 (OGT)	40" 육상 파이프라인 (OGT~미얀마/중국 국경)	40" 육상파이프라인 (Ruili ~ Guigang)
모식도				
사업 형태	컨소시엄		합작법인 South-East Asia Gas Pipeline	CNPC 단독 운영
참여 회사	* 당사(운영권자) 51% * 인도국영석유공사 (OVL) 17% * 미얀마국영석유회사 (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 km2
탐사기간	'21.11월 ~ '25.10월 (4년)
주요작업	3D 전산재처리 5,000km2 + 탐사시추 1공

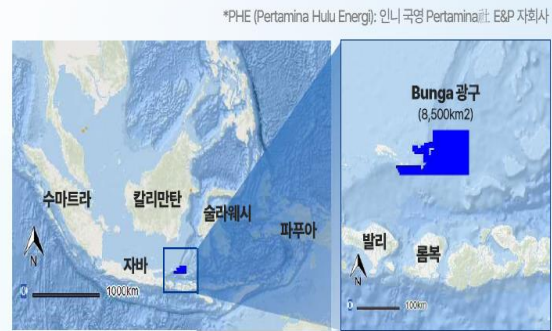


자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림8.포스코인터내셔널 인도네시아 운영 E&P 현황

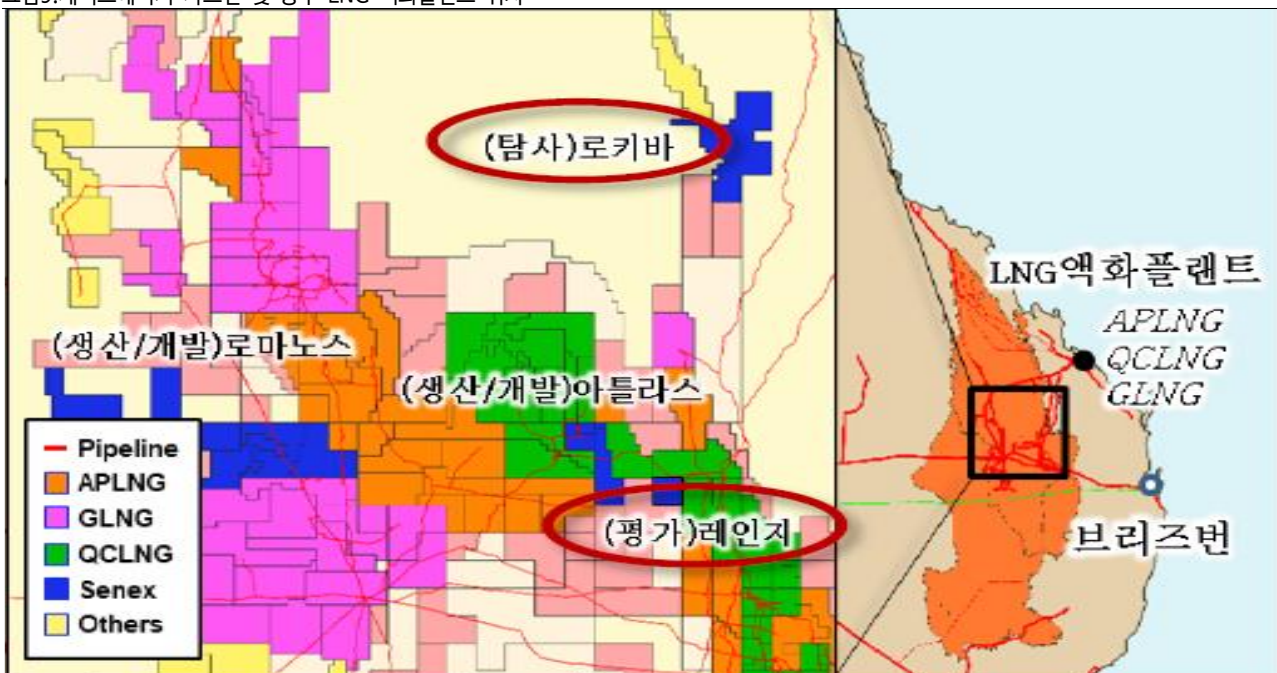
Bunga 탐사광구 현황

참여자	POSCO INTERNATIONAL : 50% Pertamina Hulu Energi(PHE)* : 50%
위치/면적	발리섬 북동부 200 km / 8,500 km2
탐사기간	'23.7월 ~ '29.7월 (6년)
주요작업	3D인공지진파 취득 및 분석(4년) + 탐사시추(2년)



자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

그림9.세넥스에너지 가스전 및 동부 LNG 액화플랜트 위치



자료: 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

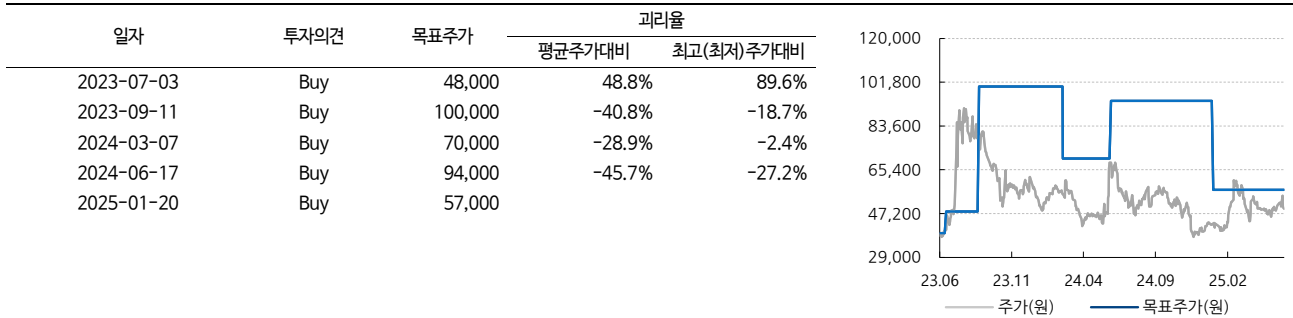
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	8,268	9,700	11,253	12,837	매출액	32,341	32,652	34,060	34,951
현금 및 현금성자산	1,057	2,013	2,539	2,606	증가율(%)	-2.4	1.0	4.3	2.6
단기금융자산	154	166	178	191	매출원가	30,445	30,737	32,020	32,831
매출채권	4,544	4,587	4,782	4,906	매출총이익	1,896	1,915	2,040	2,120
재고자산	2,081	2,101	2,191	2,249	판매비와관리비	779	788	814	829
비유동자산	9,068	8,480	7,947	7,463	연구개발비	3	4	4	4
유형자산	4,241	3,959	3,706	3,479	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	2,553	2,297	2,068	1,862	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	17,336	18,181	19,200	20,300	영업이익	1,117	1,128	1,226	1,292
유동부채	6,660	6,887	7,236	7,616	증가율(%)	-4.0	1.0	8.8	5.3
매입채무	2,098	2,118	2,209	2,267	영업이익률(%)	3.5	3.5	3.6	3.7
단기차입금	1,600	1,600	1,600	1,600	이자수익	63	113	141	145
유동성장기부채	1,666	1,666	1,666	1,666	이자비용	292	292	292	292
비유동부채	3,327	3,327	3,327	3,327	지분이익(손실)	128	128	128	128
사채	1,567	1,567	1,567	1,567	기타영업외손익	-264	-165	-222	-226
장기차입금	1,141	1,141	1,141	1,141	세전계속사업이익	707	976	1,045	1,112
부채총계	9,987	10,214	10,564	10,943	법인세비용	203	230	246	262
자배주주지분	6,545	7,146	7,800	8,503	세전계속이익률(%)	2.2	3.0	3.1	3.2
자본금	880	880	880	880	당기순이익	503	747	799	850
자본잉여금	1,837	1,837	1,837	1,837	순이익률(%)	1.6	2.3	2.3	2.4
이익잉여금	3,635	4,103	4,622	5,190	자배주주귀속 순이익	515	732	783	833
기타자본항목	193	328	462	597	기타포괄이익	134	134	134	134
비자배주주지분	805	820	836	854	총포괄이익	638	881	934	985
자본총계	7,349	7,966	8,636	9,357	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	877	1,238	807	349	주당지표(원)				
당기순이익	503	747	799	850	EPS	2,925	4,159	4,452	4,734
유형자산감가상각비	279	282	253	227	BPS	37,201	40,623	44,337	48,334
무형자산상각비	232	256	230	206	CFPS	5,831	7,213	7,194	7,196
지분법관련손실(이익)	128	128	128	128	DPS	1,550	1,550	1,550	1,550
투자활동 현금흐름	-846	-114	-113	-114	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-722	-	-	-	PER	13.6	11.8	11.0	10.4
무형자산의 처분(취득)	-358	-	-	-	PBR	1.1	1.2	1.1	1.0
금융상품의 증감	261	51	51	51	PCR	6.8	6.8	6.8	6.8
재무활동 현금흐름	-176	-87	-87	-87	EV/EBITDA	7.2	7.5	7.0	6.8
단기금융부채의증감	-1,114	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	937	-	-	-	ROE	8.1	10.7	10.5	10.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	5.0	5.1	5.0	4.9
배당금지급	-177	-264	-264	-264	부채비율	135.9	128.2	122.3	117.0
현금및현금성자산의증감	-80	955	526	67	순부채비율	64.8	47.6	37.7	34.0
기초현금및현금성자산	1,137	1,057	2,013	2,539	매출채권회전율(x)	7.1	7.2	7.3	7.2
기말현금및현금성자산	1,057	2,013	2,539	2,605	재고자산회전율(x)	16.0	15.6	15.9	15.7

자료 : 포스코인터내셔널, iM증권 리서치본부

포스코인터내셔널 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 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

지역난방공사 (071320)

2025.06.23

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

미수금 감소로 배당성향 상향되면서 밸류 리레이팅

올해 1분기 대구 및 청주 발전소 가동률 상승으로 전력 사업부문 영업이익이 크게 개선되면서 어닝 서프라이즈 기록

동사 올해 1분기 K-IFRS 연결기준 실적의 경우 매출액 15,768억원(+14.7% YoY, +46.2% QoQ), 영업이익 3,238억원(+55.3% YoY, +184.3 QoQ)으로 어닝 서프라이즈를 기록하였다.

이와 같이 실적이 개선된 요인은 외기온도 하락에 따른 열판매량 증가 및 LNG 단가 하락 뿐만 아니라 대구·청주 발전소 가동에 따른 전력판매량 확대 및 가동률 등이 상승하였기 때문이다.

특히 올해 1분기 전력 사업부문 매출은 대구 및 청주 발전소의 개체공사 완료에 따라 가동이 본격화되며 전년 동기 대비 전기 판매량이 29.5% 증가한 데 힘입어 호조를 보였다.

무엇보다 대구 및 청주 발전소의 경우 가스공사의 개별요금제를 선택함에 따라 경쟁력 있는 도입가격으로 LNG발전기 중 높은 급전 순위를 유지하면서 가동률이 상승하였다.

이와 같은 가동률 상승으로 말미암아 전력 사업부문 영업이익 개선(124.2% YoY)에 크게 기여하였다.

향후 미수금 등이 감소할 것으로 예상됨에 따라 배당성향이 상향될 것으로 기대됨 ⇒ 주당 배당금 대폭적으로 상승하면서 동사 밸류에이션 리레이팅 될 듯

동사 배당계획의 경우 기획재정부의 정부출자기관 중기 배당성향 목표를 준용하고 있다. 지난 2014년 12월 기획재정부에서 발표한 「정부출자기관에 대한 정부배당정책 방향」에서는 정부출자기관의 중기 배당성향 목표를 2014년 21.5%에서 2020년 40%까지 단계적으로 상향 조정하였다.

이에 따라 동사는 기획재정부의 정부출자기관 중기 배당성향 목표를 준용하면서 2020년, 2021년 배당성향을 각각 40.0%, 43.0%으로 확정하였다. 그러나 2022년과 2023년에는 실적저하로 배당이 이뤄지지 않았으며, 2024년에는 중단된 배당이 재개되었지만 배당성향이 21.4%에 그쳤다. 이는 미수금 발생으로 인하여 배당성향을 하향하였기 때문이다.

무엇보다 올해의 경우 원가 하락, 판가 상승 등으로 열 사업부문의 수익성 개선이 가시화 될 뿐만 아니라 전력 사업부문의 가동률 상승으로 실적이 대폭 개선될 것으로 예상되면서 지난해 보다 순이익이 증가할 것으로 전망된다.

이러한 환경하에서 올해 1분기의 경우 지난해말 대비 미수금 230억원을 회수하였다. 이와 같이 올해 미수금 등이 감소할 것으로 예상됨에 따라 배당성향이 25~30%으로 상향 될 것으로 기대된다.

이와 같이 올해 순이익이 증가하는 환경하에서 배당성향이 상향되면 주당 배당금이 대폭적으로 상승할 것으로 예상된다. 이에 따라 동사 밸류에이션이 리레이팅 될 수 있을 것이다.

NR

액면가	5,000원
종가(2025.06.20)	75,500원

Stock Indicator	
자본금	58십억원
발행주식수	1,158만주
시가총액	874십억원
외국인지분율	5.0%
52주 주가	39,550~83,500원
60일평균거래량	36,103주
60일평균거래대금	2.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	50.4	59.8	47.5
상대수익률	-6.6	35.8	34.1	39.8

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	2,537	4,173	3,954	3,570
영업이익(십억원)	40	-404	315	328
순이익(십억원)	21	-184	199	210
EPS(원)	1,853	-15,880	17,222	18,151
BPS(원)	157,459	143,557	180,371	195,798
PER(배)	20.9		1.4	2.3
PBR(배)	0.2	0.2	0.1	0.2
ROE(%)	1.2	-10.6	10.6	9.7
배당수익률(%)	2.1			8.5
EV/EBITDA(배)	10.9	-	7.1	7.1

주 K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 지역난방공사. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2020	20,989	1,329	220	279	279	2,413	16.7
2021	25,368	397	291	215	215	1,853	20.9
2022	41,730	-4,039	-2,579	-1,840	-1,839	-15,880	
2023	39,537	3,147	2,324	1,994	1,994	17,222	1.4
2024	35,703	3,279	2,607	2,099	2,102	18,151	2.3
2025E	41,746	4,564	3,829	2,980	2,984	25,773	2.9

자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림1. 지역난방공사 PBR 추이



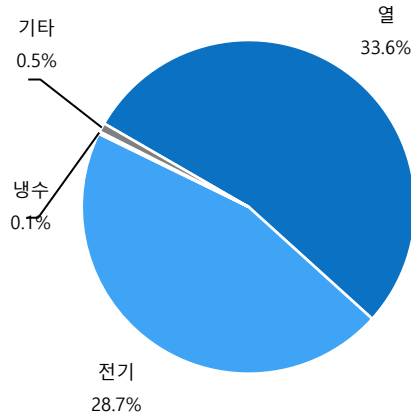
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

표2. 지역난방공사 배당 내역

구분	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
당기 순이익(별도, 억원)	699	-2,265	-256	279	215	-1,839	1,994	2,102
배당총액(억원)	327	미배당	미배당	112	92	미배당	미배당	449
배당종류	현금			현금	현금			현금
주당 배당금(원)	2,820			965	797			3,879
배당성향(%)	46.7			40.0	43.0			21.4
배당수익률(%)	3.8			2.4	2.1			8.5

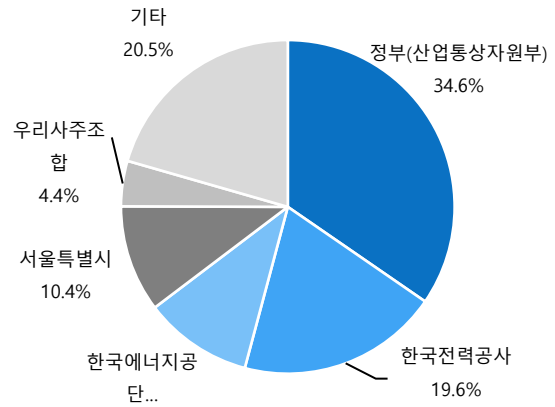
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림2. 지역난방공사 매출 구성(2025년 1분기 기준)



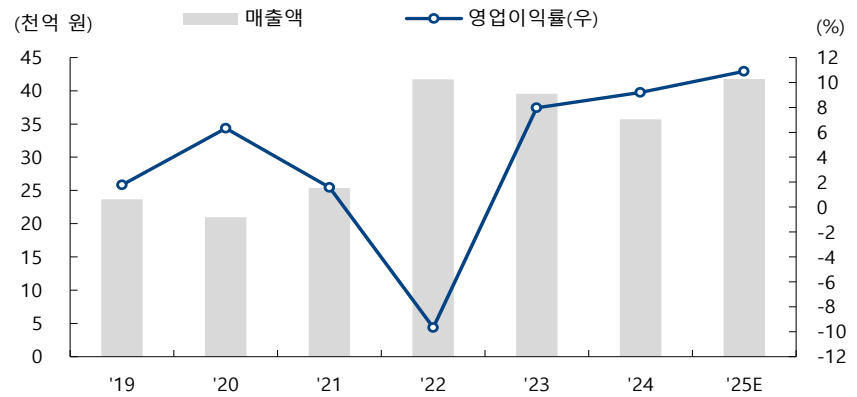
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림3. 지역난방공사 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

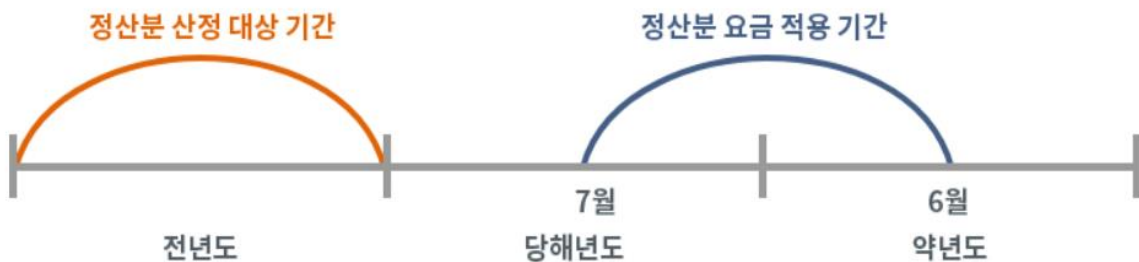
그림4. 지역난방공사 실적 추이



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림5. 지역난방공사 지역난방 열요금 연료비 정산제 시행 시기

시행시기 연1회(7월), 단 요금변동의 안정성 등 필요한 경우에는 적용기간 변경가능



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림6. 두바이유 가격 추이



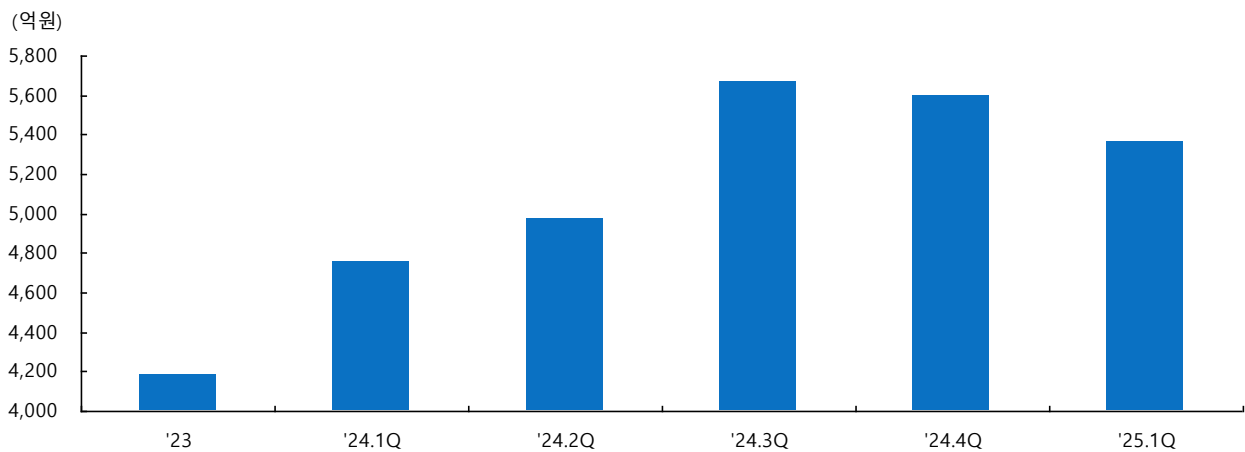
자료: Petronet, iM증권 리서치본부

그림7. JCC(Japan Crude Cocktail) 가격 추이



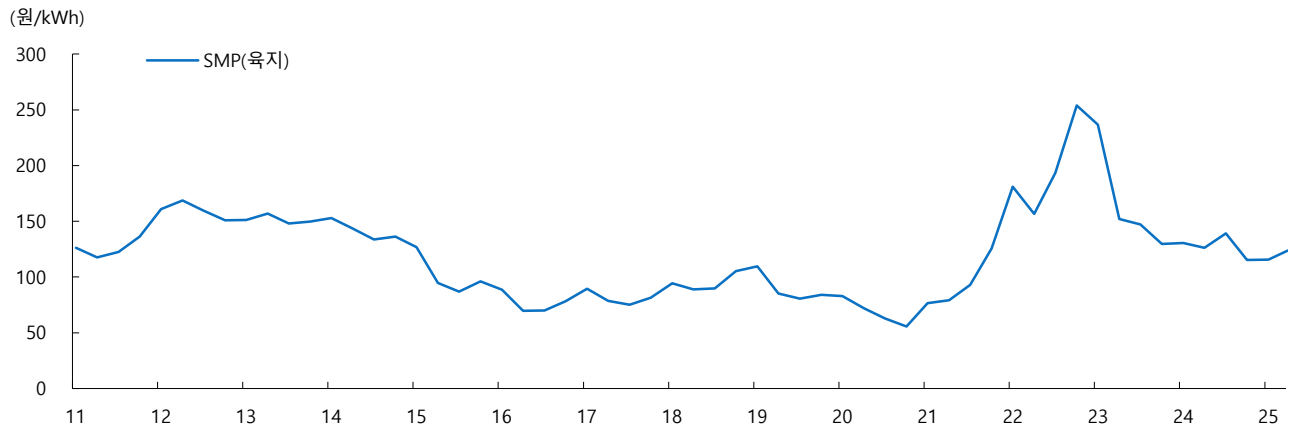
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 지역난방공사 미수금 추이



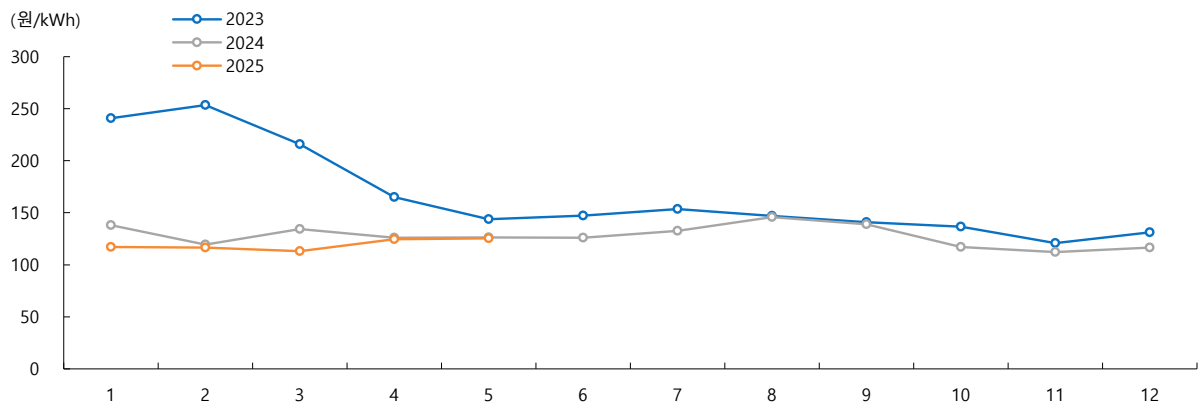
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림9. SMP 추이



자료: 전력거래소, iM증권 리서치본부

그림10. 월별 SMP 추이



자료: 전력거래소, iM증권 리서치본부

표3. 지역난방공사 전력시장 발전설(2025년 3월 31일 기준)

구분		용량(MW)	상업운전
중대형 열병합 발전소	화성	512	2007.12
	판교	146	2010.10
	파주	516	2011.01
	삼송	100	2011.12
	광교	145	2012.11
	동탄	768	2017.12
	양산	119	2023.08
	대구	273	2024.09
소형 열병합 발전소	청주	270	2025.01
	수원	39	1997.12
기타	강남, 중앙, 광주 전남	84	-
	태양광 등	10	-
소계		2,982	-

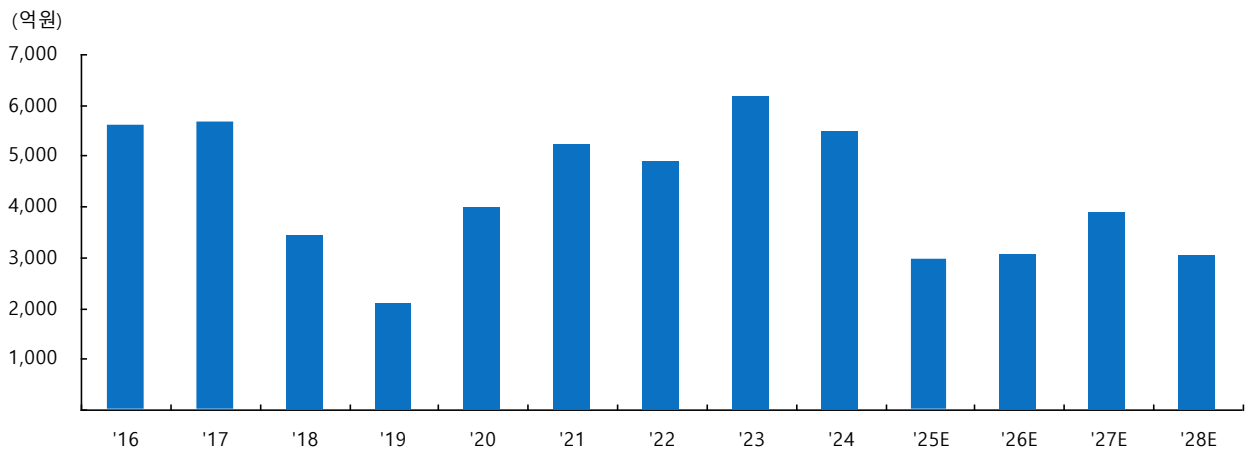
자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

표4. 지역난방공사 개별요금제 발전기 현황

구분	양산	대구	청주	계
용량(MW)	119	270	270	659
상업운전 시기	2023.08	2024.09	2025.01	

자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

그림11. 지역난방공사 CAPEX 추이



자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

표5. 지역난방공사 주요 투자계획(단위: 억원)

사업분야	2024	2025	2026	2027	2028	합계
고유사업	1,831	1,212	1,097	1,538	1,095	6,773
친환경	2,640	812	855	1,177	614	6,098
안전 투자	892	818	961	1,023	1,190	4,884
기타(정보화 등)	112	132	131	131	130	636
총계	5,475	2,974	3,044	3,869	3,029	18,391

자료: 지역난방공사, iM증권 리서치본부

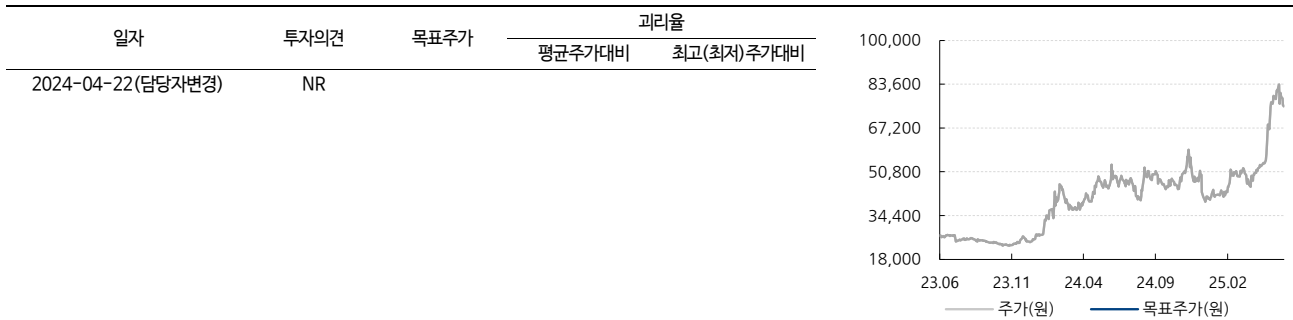
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	712	1,119	900	1,047	매출액	2,537	4,173	3,954	3,570
현금 및 현금성자산	17	39	14	7	증가율(%)	20.9	64.5	-5.3	-9.7
단기금융자산	12	15	11	8	매출원가	2,385	4,464	3,540	3,137
매출채권	545	850	707	724	매출총이익	151	-291	413	433
재고자산	39	60	61	26	판매비와관리비	112	113	99	105
비유동자산	5,806	6,359	7,069	7,315	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	5,496	5,948	6,298	6,635	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	80	77	70	62	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	6,517	7,478	7,968	8,362	영업이익	40	-404	315	328
유동부채	1,515	1,996	2,028	1,688	증가율(%)	-70.1	적전	흑전	4.2
매입채무	507	1,003	506	504	영업이익률(%)	1.6	-9.7	8.0	9.2
단기차입금	470	530	540	604	이자수익	3	5	6	9
유동성장기부채	340	268	769	379	이자비용	52	64	88	98
비유동부채	3,180	3,815	3,847	4,406	지분이익(손실)	1	0	0	-1
사채	2,087	2,667	2,677	3,237	기타영업외손익	52	14	7	11
장기차입금	-	3	6	6	세전계속사업이익	29	-258	232	261
부채총계	4,694	5,811	5,875	6,094	법인세비용	8	-74	33	51
자배주주지분	1,823	1,662	2,088	2,267	세전계속이익률(%)	1.1	-6.2	5.9	7.3
자본금	58	58	58	58	당기순이익	21	-184	199	210
자본잉여금	-	-	-	-	순이익률(%)	0.8	-4.4	5.0	5.9
이익잉여금	1,398	1,230	1,416	1,600	자배주주귀속 순이익	21	-184	199	210
기타자본항목	254	261	501	496	기타포괄이익	14	38	-15	-16
비자배주주지분	-	5	5	1	총포괄이익	36	-146	185	193
자본총계	1,823	1,667	2,093	2,268	자배주주귀속총포괄이익	36	-146	185	194

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	418	15	-142	417	주당지표(원)				
당기순이익	21	-184	199	210	EPS	1,853	-15,880	17,222	18,151
유형자산감가상각비	256	276	304	326	BPS	157,459	143,557	180,371	195,798
무형자산상각비	10	10	10	10	CFPS	24,775	8,809	44,300	47,122
지분법관련손실(이익)	1	0	0	-1	DPS	797	-	-	3,879
투자활동 현금흐름	-542	-541	-634	-624	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	20.9		1.4	2.3
무형자산의 처분(취득)	4	2	0	1	PBR	0.2	0.2	0.1	0.2
금융상품의 증감	1	0	0	-1	PCR	1.6	3.2	0.6	0.9
재무활동 현금흐름	111	549	751	200	EV/EBITDA	10.9	-	7.1	7.1
단기금융부채의증감	130	63	13	64	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	9	512	512	168	ROE	1.2	-10.6	10.6	9.7
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	12.0	-2.8	15.9	18.6
배당금지급	-18	-16	-11	-20	부채비율	257.5	348.6	280.7	268.7
현금및현금성자산의증감	-13	22	-25	-7	순부채비율	157.4	204.8	189.5	185.6
기초현금및현금성자산	30	17	39	14	매출채권회전율(x)	5.2	6.0	5.1	5.0
기말현금및현금성자산	17	39	14	7	재고자산회전율(x)	65.1	84.2	65.2	82.0

자료 : 지역난방공사, iM증권 리서치본부

지역난방공사 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

종목투자자의견은 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

SNT다이내믹스 (003570)

2025.06.23

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

동사 변속기 침범 역할로 K2ME 중동수출 탄력 받을 듯

동사의 변속기 우리나라 K2 전차 4차 양산에 적용⇒ 현대로템의 K2 전차 향후 수주 예상 물량에 적용 가능성 높아짐

지난 2022년 동사의 변속기를 튀르키예 알타이전차에 탑재해 아나톨리아 고원시대 등 현지의 험난한 사막지형과 환경에서도 하루에 200km 야지주행을 완료하는 등 가혹한 시험평가를 완벽하게 통과하였다.

이러한 성과를 바탕으로 2023년 1월에 동사는 튀르키예 전차체계업체인 BMC와 오는 2027년까지 약 921억원, 이후 추가 옵션구매 계약조항으로 2030년까지 약 1,750억원 등을 포함하여 총 2,671억원 규모로 수출계약을 체결하였다.

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

K2 전차 2·3차 양산에서는 국산 엔진에 독일 RENK사 변속기를 결합한 파워팩을 적용하였다. 그러나 지난해 10월 방위사업추진위원회에서 K2전차 4차 양산에 동사의 1,500마력급 변속기 적용이 결정되었다.

이에 따라 올해 2월 동사는 K2전차 4차 양산과 관련하여 방위사업청과 1,337억원 규모로 1,500마력급 변속기를 공급하는 계약을 체결하였다. 이와 같이 동사 변속기가 K2 전차 4차 양산에 적용됨에 따라 향후 수주가 예상되는 현대로템의 폴란드형, 루마니아형 등 수출물량에도 적용될 가능성 등이 높아질 수 있을 것이다.

중동형 K2전차(K2ME)의 핵심적인 세일즈 포인트는 동사 변속기 장착으로 인한 국산 파워팩 사용 ⇒ K2ME 중동수출 보다 더 탄력 받을 듯

현대전에서 전차는 돌파 임무를 맡고 있기 때문에 판세를 결정짓는 지상전의 핵심 전력이다. 종전하기 위해서는 전차 중심의 지상부대가 투입돼 지역 장악력을 확보해야 한다. 또한 상실된 영토 회복을 위한 공세에도 전차가 주축이 되고 있다.

이러한 환경하에서 현재 사우디아라비아와 UAE 등 중동국가들은 노후화된 전차를 교체하기 위한 대규모 사업을 추진 중이다. 이에 따라 사우디아라비아와 UAE 두 나라에서만 18조원 규모의 전차 교체 시장이 형성될 것으로 전망한다.

그런데 독일 전차 뿐만 아니라 독일산 부품이 들어간 전차의 경우 독일정부에서 중동국가로의 수출 승인을 제한하였기 때문에 그동안 중동국가들의 전차 수입이 원활하지 못하였다.

이러한 환경하에서 현대로템의 중동형 K2전차(K2ME)는 사막 환경에 최적화된 맞춤형 전차로서 섭씨 50도를 웃도는 중동의 폭염에서도 운용이 가능하도록 국산 파워팩(엔진+변속기)의 냉각성능을 향상시켜 중동의 고온 환경에서도 기동성능을 확보한 것이 특징이다. 이러한 중동형 K2전차(K2ME)의 핵심적인 세일즈 포인트는 동사 변속기 장착으로 인하여 국산 파워팩이 사용되고 있다는 점이다.

이와 같이 동사의 변속기가 침범역할을 하면서 중동형 K2전차(K2ME)의 중동수출이 보다 더 탄력 받을 것으로 예상된다.

NR

액면가 2,500원
증가(2025.06.20) 56,900원

Stock Indicator

자본금	86십억원
발행주식수	3,325만주
시가총액	1,892십억원
외국인지분율	8.2%
52주 주가	16,370~56,900원
60일평균거래량	110,429주
60일평균거래대금	4.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	44.8	69.6	214.5	179.6
상대수익률	28.6	55.0	188.8	172.0

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	336	408	486	614
영업이익(십억원)	21	26	42	111
순이익(십억원)	59	23	50	96
EPS(원)	1,774	692	1,490	2,891
BPS(원)	22,173	22,356	23,609	26,304
PER(배)	5.1	13.5	9.7	6.5
PBR(배)	0.5	0.4	0.6	0.7
ROE(%)	9.4	3.5	7.3	12.9
배당수익률(%)	4.5	5.4	4.9	6.9
EV/EBITDA(배)	10.7	9.5	9.8	5.2

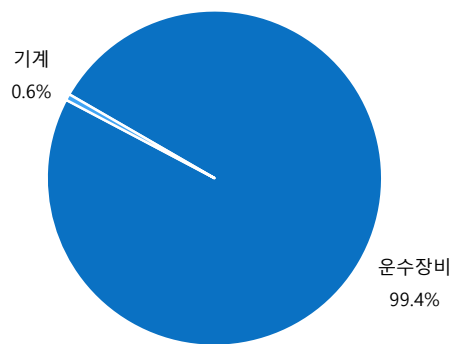
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. SNT 다이내믹스. 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(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
2024	6,145	1,105	1,239	961	961	2,891	6.5
2025E	7,332	865	1,025	795	795	2,391	23.8

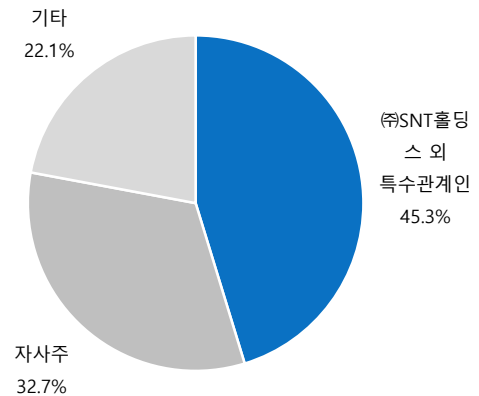
자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림1. SNT 다이내믹스 매출 구성(2024년 기준)



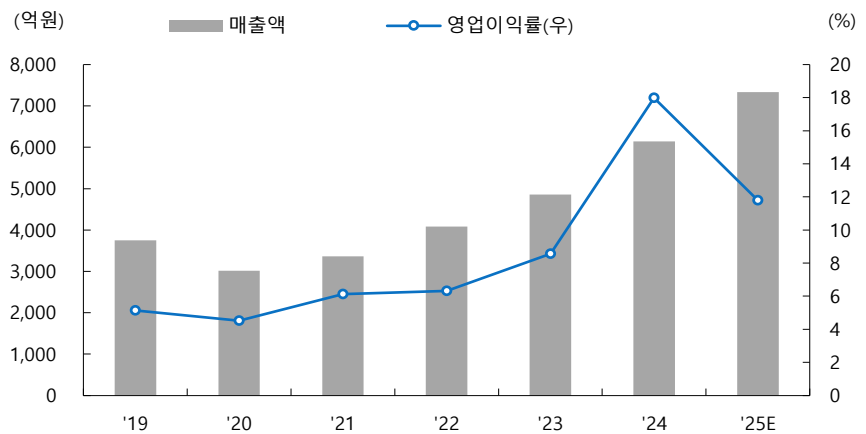
자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림2. SNT 다이내믹스 주주 분포(2024년 12월 31일 기준)



자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림3. SNT 다이내믹스 실적 추이



자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림4. K2 전차



엔진
1500hp

승무원
3명

무장
120mm
55구경장 활강포

운용성
C4I 연계
전장관리시스템

자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림5. 튀르키예 알타이 전차



자료: BMC, iM증권 리서치본부

그림6. SNT 다이내믹스 EST15K 변속기



자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림7. UAE 아부다비에서 열린 방산전시회 IDEX 2025에서 중동형 K2 전차와 파워팩을 전시



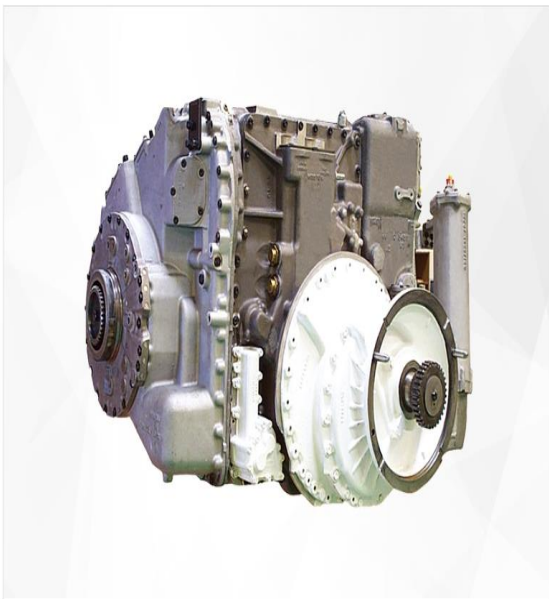
자료: 현대로템, iM증권 리서치본부

그림8. K9 자주포



자료: 한화에어로스페이스, iM증권 리서치본부

그림9. 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

그림10. 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

그림11. SNT 다이내믹스 소형전술차량(LTV) 탑재형 120mm 박격포체계



자료: SNT다이내믹스, iM증권 리서치본부

그림12. LAH(Light Armed Helicopter)에 부착된 터렛형 기관총 시스템(TGS)



자료: 한국항공우주, iM증권 리서치본부

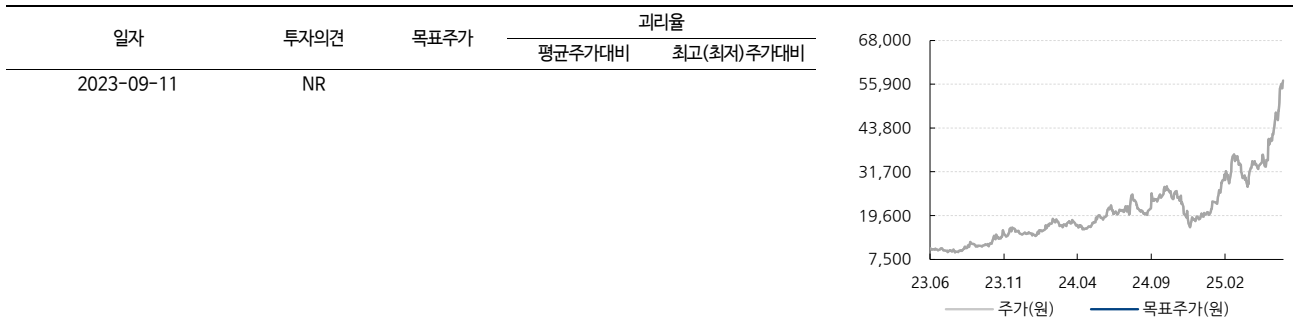
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	448	471	587	527	매출액	336	408	486	614
현금 및 현금성자산	16	16	60	95	증가율(%)	11.3	21.5	19.1	26.4
단기금융자산	288	253	303	213	매출원가	295	352	420	514
매출채권	37	62	103	76	매출총이익	41	56	66	100
재고자산	86	130	111	128	판매비와관리비	21	30	24	-11
비유동자산	431	460	470	507	연구개발비	-	4	2	2
유형자산	277	281	295	299	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1	1	4	10	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	880	931	1,057	1,034	영업이익	21	26	42	111
유동부채	124	183	242	163	증가율(%)	51.1	25.1	61.4	165.7
매입채무	35	45	44	42	영업이익률(%)	6.1	6.3	8.6	18.0
단기차입금	-	-	-	-	이자수익	4	4	12	12
유동성장기부채	0	0	1	0	이자비용	0	0	0	0
비유동부채	102	88	114	81	지분법이익(손실)	0	-3	0	-3
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	81	29	58	124
부채총계	227	272	356	244	법인세비용	22	6	9	28
자배주주지분	653	659	701	790	세전계속이익률(%)	24.1	7.2	12.0	20.2
자본금	86	86	86	86	당기순이익	59	23	50	96
자본잉여금	7	7	7	7	순이익률(%)	17.6	5.6	10.2	15.6
이익잉여금	628	643	680	757	자배주주귀속 순이익	59	23	50	96
기타자본항목	1	-7	-4	9	기타포괄이익	13	-8	3	13
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	72	15	53	109
자본총계	653	659	701	790	자배주주귀속총포괄이익	72	15	53	109

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	2	19	109	-10	주당지표(원)				
당기순이익	59	23	50	96	EPS	1,774	692	1,490	2,891
유형자산감가상각비	7	6	7	8	BPS	22,173	22,356	23,609	26,304
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	1,994	896	1,704	3,155
지분법관련손실(이익)	0	-3	0	-3	DPS	400	500	700	1,300
투자활동 현금흐름	-3	-10	-53	64	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	10	7	12	-	PER	5.1	13.5	9.7	6.5
무형자산의 처분(취득)	0	0	3	20	PBR	0.5	0.5	0.6	0.7
금융상품의 증감	0	-	-	-3	PCR	10.7	9.5	9.8	5.9
재무활동 현금흐름	-26	-9	-12	-20	EV/EBITDA	10.7	9.5	9.8	5.2
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	9.4	3.5	7.3	12.9
자본의증감	-18	-	-	-	EBITDA이익률	8.3	8.0	10.0	19.4
배당금지급	-7	-9	-11	-19	부채비율	34.7	41.3	50.8	30.8
현금및현금성자산의증감	-27	0	44	34	순부채비율	-46.4	-40.8	-51.7	-38.8
기초현금및현금성자산	43	16	16	60	매출채권회전율(x)	8.3	8.2	5.9	6.9
기말현금및현금성자산	16	16	60	95	재고자산회전율(x)	3.9	3.8	4.0	5.1

자료 : SNT다이나믹스, iM증권 리서치본부

SNT다이나믹스 투자 의견 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.

[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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

엠앤씨솔루션 (484870)

2025.06.23

다다익선 수주가 동사 실적개선 가속화로 연결

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

트럼프 2.0 시대 각자도생 정책이 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어짐⇒ 중동, 동남아 등으로 방산업체의 수출이 증가되면서 동사 최대 수혜

자주국방을 위하여 유럽산 무기 구매의 비중을 늘리는 것을 목표로 한 유럽의 방위산업 경쟁력 강화 계획을 수립하였다. 그러나 한국은 EU 안보·방위 파트너십 체결국으로서 SAFE(Security and Action for Europe) 계획에 따른 혜택을 받을 수 있을 것이다.

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

이렇듯 국방비 지출 확대가 예상되는 지역인 유럽, 중동, 동남아 등으로 우리나라 방산업체의 수출증가가 본격화 됨에 따라 동사 수주증가 및 실적개선으로 이어지면서 최대 수혜가 예상된다.

유럽, 중동 등에서 방산업체의 수주 확대로 동사의 신규수주도 증가 중 ⇒ 이러한 수출향 수주 확대로 동사 올해 실적 개선 가속화 될 듯

동사는 전차와 자주포, 장갑차, 발사대, 레이저, 우주발사대 등 각종 방산 제품의 움직임을 정밀하게 제어하기 위해 필요한 각종 부품인 전기식·유압식 구동장치, 유압압 현수장치, 미사일 발사대&레이더 차량용 유압시스템, 항공용 유압펌프, 안테나/레이더용 구동 안정화 시스템, 위성&발사체 구동장치 등을 제조하고 있다. 이렇게 동사가 제조한 부품은 K2 전차·K9 자주포·레드백 장갑차 등 지상분야, 천무·천공 등 유도분야, KF-21 등 항공 및 해상분야, 레이저 대공무기·우주 발사체용 3단 TVC 구동장치 등 특수분야에 장착되어 정밀 구동·제어에 핵심적인 역할을 담당하고 있다.

이러한 환경하에서 각국의 자주국방 구축 강화 움직임 등으로 인하여 유럽, 중동 등에서 우리나라 방산업체의 지상·유도 체계 수주가 확대됨에 따라 동사의 신규수주도 증가 중에 있다. 즉, 동사의 연도별 신규수주의 경우 21년 1,709억원, 22년 2,636억원, 23년 4,075억원, 24년 5,099억원 등으로 지속적으로 증가하고 있다.

무엇보다 올해 현대로템의 K2 전차 폴란드형 2-1차 수주가 예상될 뿐만 아니라, 루마니아, 중동 등으로도 K2 전차 수출이 확대될 수 있을 것이다. 또한 한화에어로스페이스의 K9 자주포 수출지역 확대도 예상된다. 이와 같은 방산업체의 수주확대로 인하여 올해의 경우도 동사의 신규수주 증가의 지속성을 높여 나갈 수 있을 것이다.

다른 한편으로는 동사의 연도말 기준 수주잔고가 21년 2,074억원, 22년 3,451억원, 23년 5,692억원, 24년 9,570억원 등으로 신규수주 증가에 힘입어 지속적으로 증가하고 있다. 이러한 수주잔고를 기반으로 향후 동사의 실적개선이 가속화 될 수 있을 것이다.

NR

액면가	100원
증가(2025.06.20)	155,900원

Stock Indicator	
자본금	1십억원
발행주식수	915만주
시가총액	1,427십억원
외국인지분율	5.5%
52주 주가	42,850~155,900원
60일평균거래량	66,959주
60일평균거래대금	7.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	49.8	93.7	213.7	201.0
상대수익률	33.6	79.1	188.0	193.3

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)				

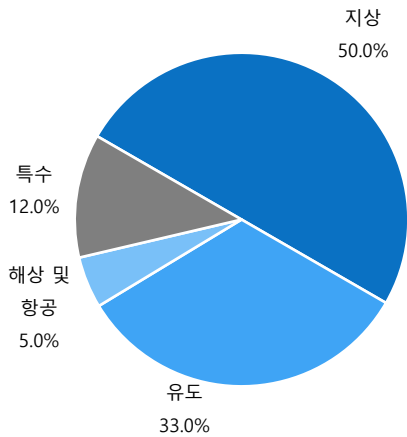
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

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	1,259	113	102	124	124	276	-
2023	1,834	203	204	145	145	345	-
2024	2,828	348	344	270	270	3,360	12.8
2025E	4,012	562	572	458	458	5,004	31.2

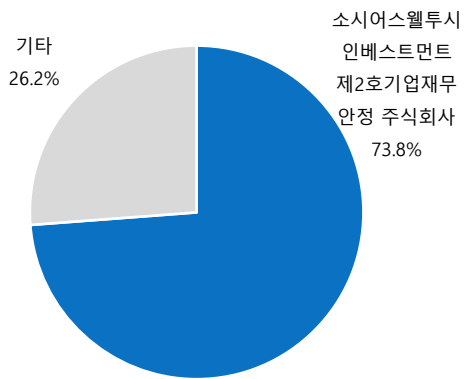
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림1. 엠앤씨솔루션 분야별 매출 구성(2024년 기준)



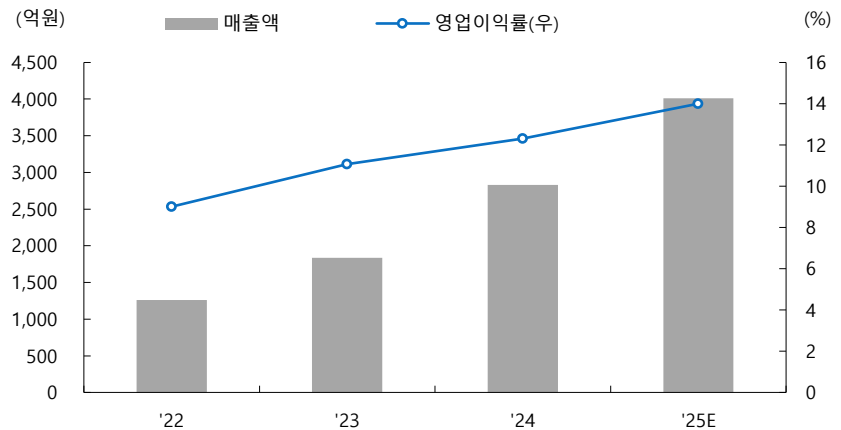
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림2. 엠앤씨솔루션 주주 분포(2024년 12월 31일 기준)



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

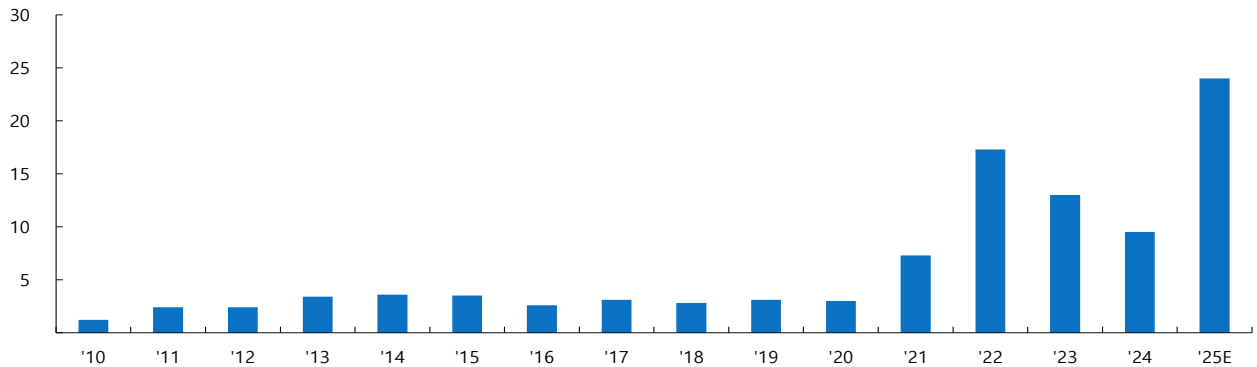
그림3. 엠앤씨솔루션 실적 추이



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림4. 한국 방산수출 수주액 추이 및 전망

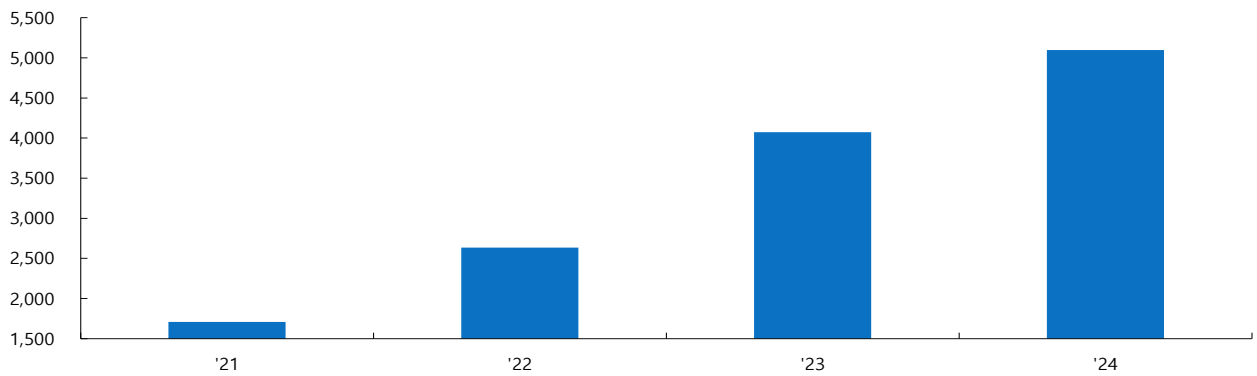
(십억달러)



자료: 국방부, 통계청, iM증권 리서치본부

그림5. 엠앤씨솔루션 연도별 신규수주 추이

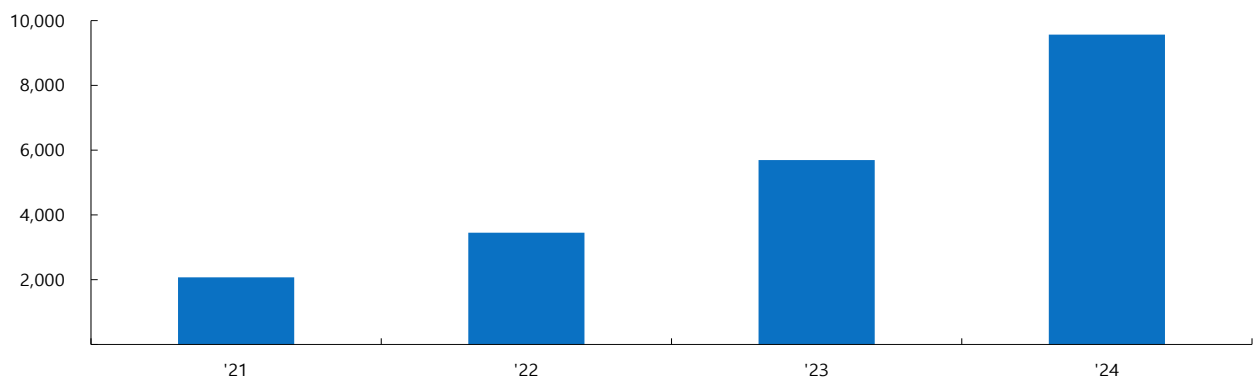
(억 원)



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

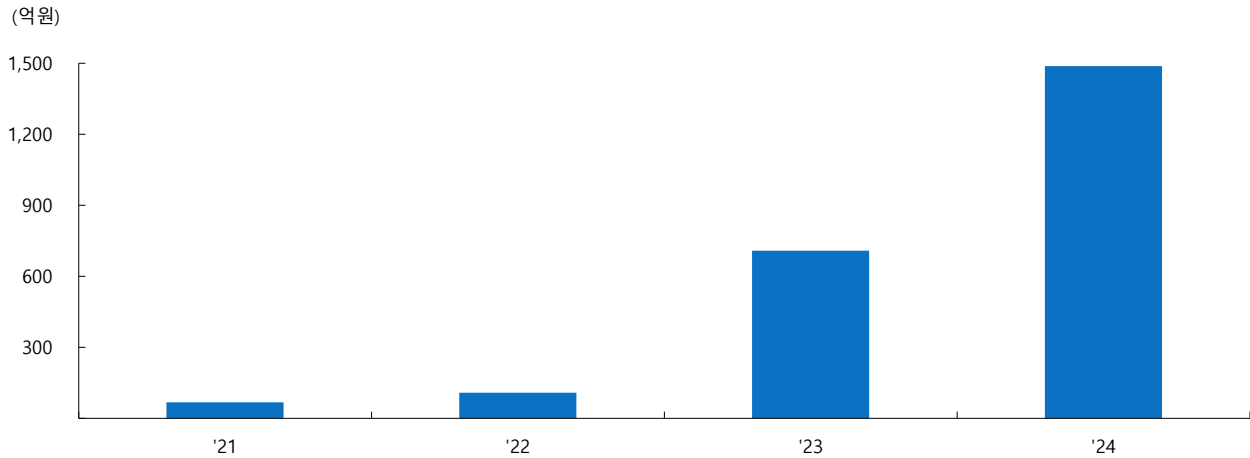
그림6. 엠앤씨솔루션 연도말 기준 수주잔고 추이

(억 원)



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림7.엠앤씨솔루션 연도별 수출액 추이



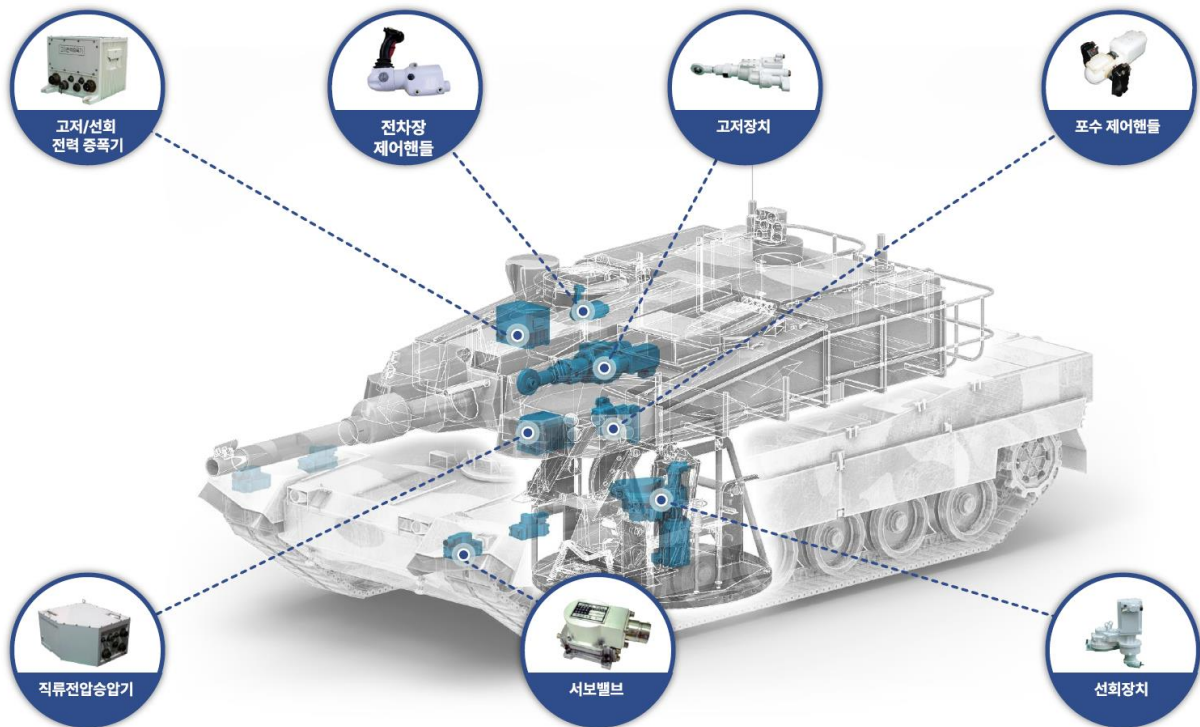
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림8.엠앤씨솔루션 사업 영역



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림9.엠앤씨솔루션 K2 전차 전기식 포 및 포탑 안정화 장치



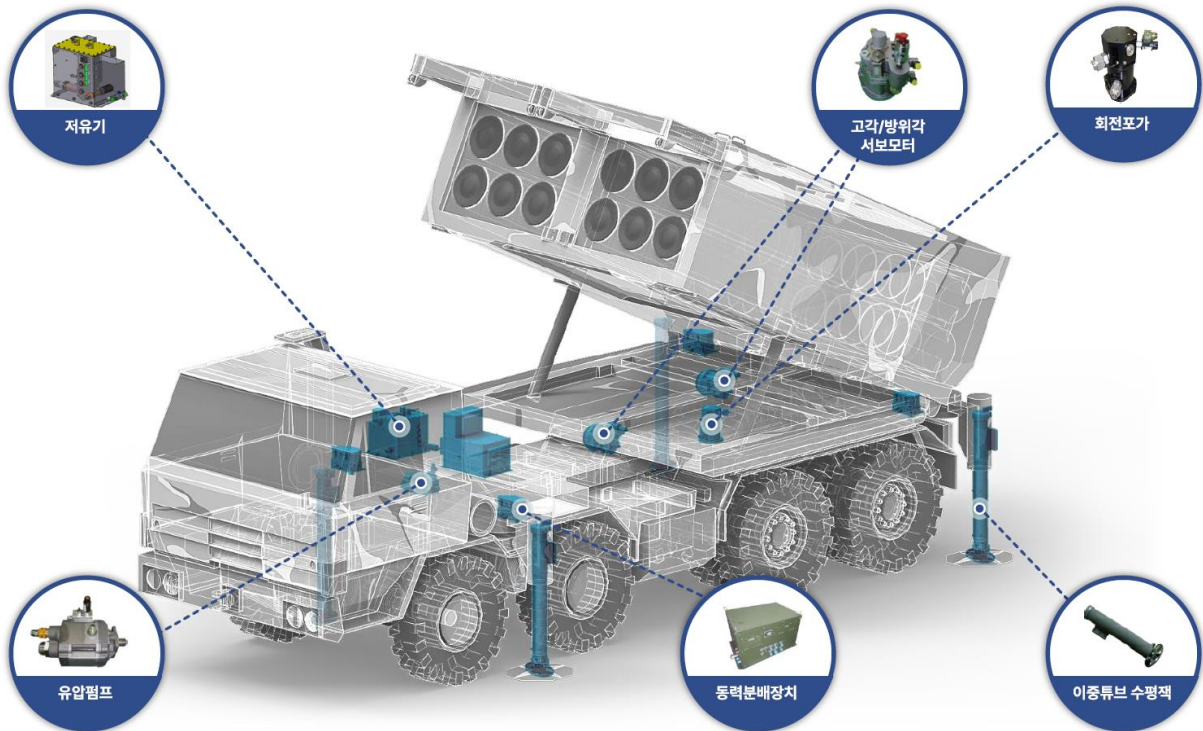
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림10.엠앤씨솔루션 K9 자주포 유압구동 및 현수장치



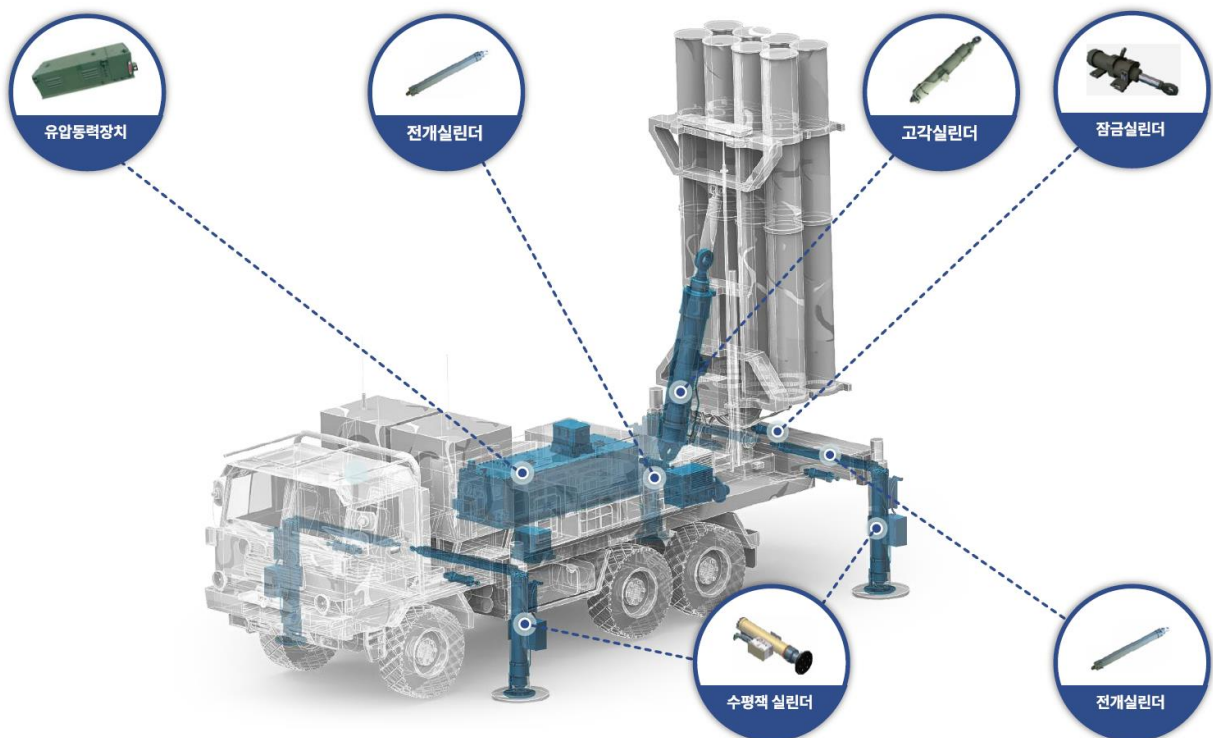
자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림11.엠앤씨솔루션 천무 발사대 유압구동장치



자료: 엠앤씨솔루션, iM중권 리서치본부

그림12.엠앤씨솔루션 천궁 발사대 유압구동장치



자료: 엠앤씨솔루션, iM중권 리서치본부

그림13.엠앤씨솔루션 항공분야



자료: 엠앤씨솔루션, iM중권 리서치본부

그림14.엠앤씨솔루션 해상분야

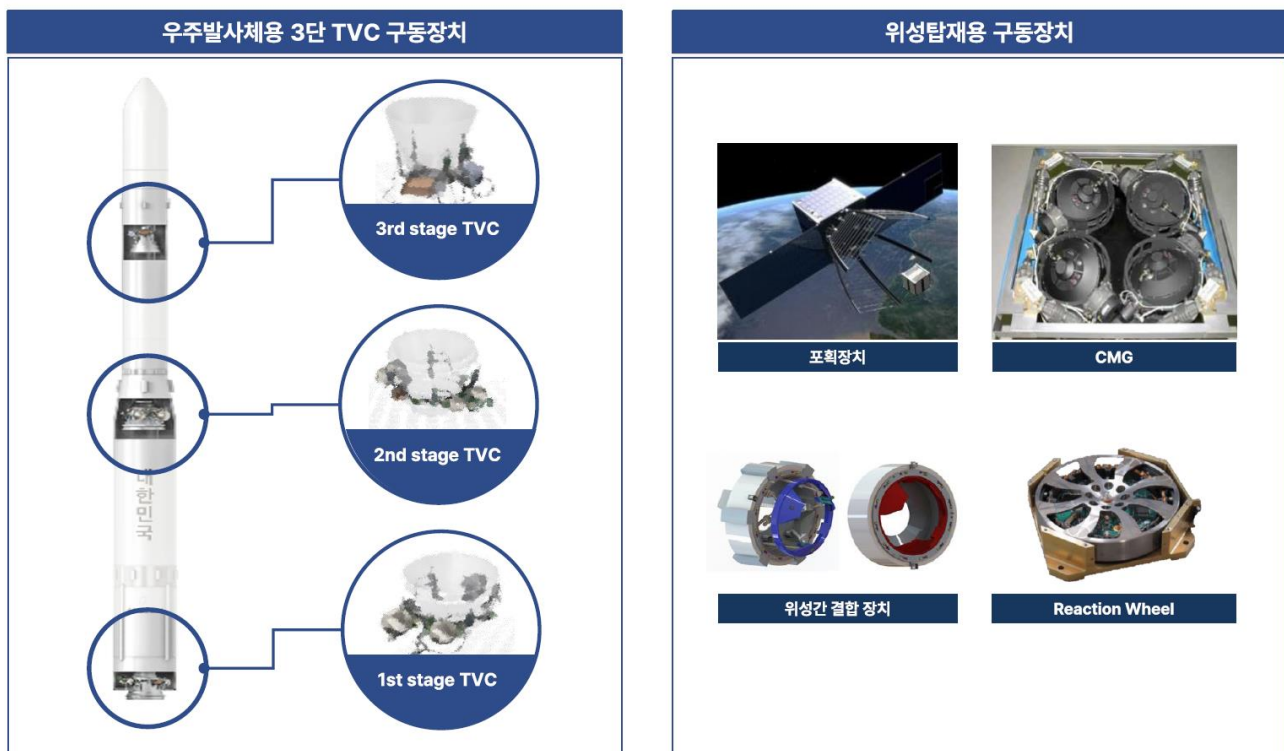


그림15.엠앤씨솔루션 특수분야 레이저 시스템



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

그림16.엠앤씨솔루션 특수분야 위성 & 발사체



자료: 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

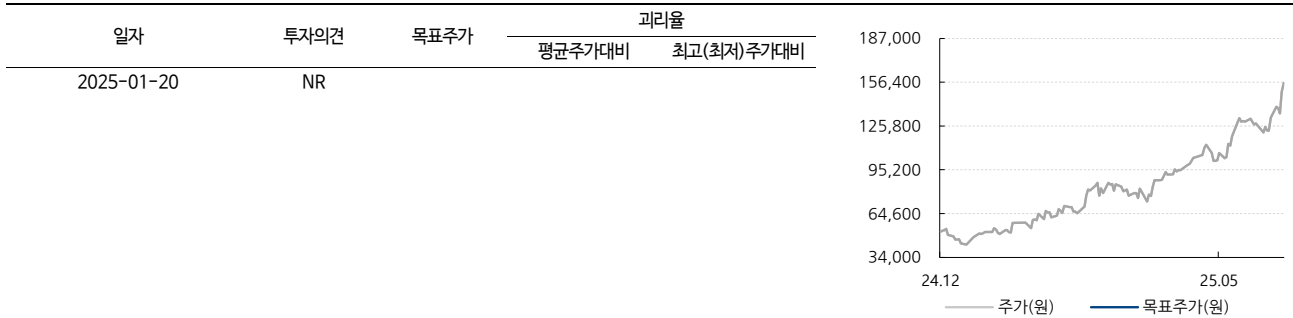
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020	2021	2022	2023	(십억원, %)	2020	2021	2022	2023
유동자산	296	267	296	222	매출액	76	609	126	183
현금 및 현금성자산	27	25	104	85	증가율(%)	-	704.9	-79.3	45.7
단기금융자산	0	0	5	0	매출원가	62	516	109	156
매출채권	163	127	93	55	매출총이익	13	93	17	28
재고자산	94	101	69	58	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	555	329	영업이익	2	46	11	20
유동부채	249	192	234	246	증가율(%)	-	2,007.6	-75.1	79.1
매입채무	105	66	93	71	영업이익률(%)	2.9	7.5	9.0	11.1
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	지분이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-1	1	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	-1	46	10	20
부채총계	251	193	235	247	법인세비용	0	10	2	4
자배주주지분	274	317	320	82	세전계속이익률(%)	-0.9	7.5	8.1	11.1
자본금	3	3	3	1	당기순이익	-1	36	12	15
자본잉여금	231	-	-	-	순이익률(%)	-1.2	5.8	9.9	7.9
이익잉여금	0	263	269	263	자배주주귀속 순이익	-1	36	12	15
기타자본항목	41	50	48	-182	기타포괄이익	0	6	3	-7
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	-1	42	15	7
자본총계	274	317	320	82	자배주주귀속총포괄이익	-1	42	15	7

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023
영업활동 현금흐름	4	19	125	39	주당지표(원)				
당기순이익	-1	36	12	15	EPS	-20	792	276	345
유형자산감가상각비	1	10	11	9	BPS	6,089	7,037	7,043	10,044
무형자산상각비	0	2	2	2	CFPS	1	1,065	562	618
지분법관련손실(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		12.1	3.9	7.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	4.1	9.5	19.2	17.4
배당금지급	-	-	-12	-20	부채비율	91.7	61.0	73.5	301.9
현금및현금성자산의증감	23	-2	80	0	순부채비율	0.1	1.4	-27.7	-92.1
기초현금및현금성자산	4	27	25	104	매출채권회전율(x)	0.9	4.2	1.1	2.5
기말현금및현금성자산	27	25	104	85	재고자산회전율(x)	1.6	6.2	1.5	2.9

자료 : 엠앤씨솔루션, iM증권 리서치본부

엠앤씨솔루션 투자 의견 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-mail 등을 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.

[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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

비트로셀 (082920)

2025.06.23

[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 가속화

신냉전 시대 환경하에서 트럼프 2.0 시대 각자도생 정책 등으로 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어지고 있음 ⇒ 방산수출 증가로 앰플/열전지 매출 성장세 가속화 될 듯

군수용의 경우 군 무기 체계의 지능화, 현대화(전자식)에 따라서 앰플/열전지 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.

앰플전지는 전자식 포탄의 전자신관에 전원을 공급하기 위해 개발된 특수 전지로, 기존 기계식 신관에서 전자식 다기능 신관으로 전환되는 무기체계에서 주요 전력원으로 사용된다. 또한 열전지는 열을 가하면 내부의 고체 전해물질이 녹아 활성화되는 전지로 장기간 보관해도 성능 발휘에 제약이 없어야 하는 미사일 등 유도무기에 주로 활용된다.

이러한 동사 앰플/열전지 매출의 경우 21년 16억원, 22년 103억원, 23년 134억원, 24년 359억원, 25년 1Q 80억원으로 가파른 성장세를 이어가고 있다. 이는 인도, 튀르키예, 이스라엘, 중동, 유럽 등으로 수출이 증가하고 있기 때문이다. 무엇보다 우크라이나 전쟁 등으로 인한 신냉전 시대 환경하에서 트럼프 2.0 시대 각자도생 정책 등으로 글로벌 자주국방 강화 추세로 이어지고 있다. 이에 따라 향후에도 방산수출 증가로 앰플/열전지 매출의 성장세가 가속화 될 것으로 예상된다.

트럼프 2.0 시대 시추가 확대될 수 있는 환경이 조성됨에 따라 고온전지 매출 성장세 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 328억원, 25년 1Q 88억원으로 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(2025.06.20) 29,750원

Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,287만주
시가총액	680십억원
외국인지분율	29.3%
52주 주가	17,090~31,300원
60일평균거래량	99,019주
60일평균거래대금	2.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.0	16.0	45.5	42.0
상대수익률	-3.6	6.8	27.0	49.7

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	113	141	176	211
영업이익(십억원)	17	29	38	52
순이익(십억원)	17	23	36	51
EPS(원)	790	1,073	1,595	2,241
BPS(원)	7,741	8,622	10,252	12,374
PER(배)	18.2	11.9	10.2	9.4
PBR(배)	1.9	1.5	1.6	1.7
ROE(%)	10.6	13.1	17.3	19.9
배당수익률(%)	1.0	1.6	1.5	2.2
EV/EBITDA(배)	11.6	7.9	5.6	5.0

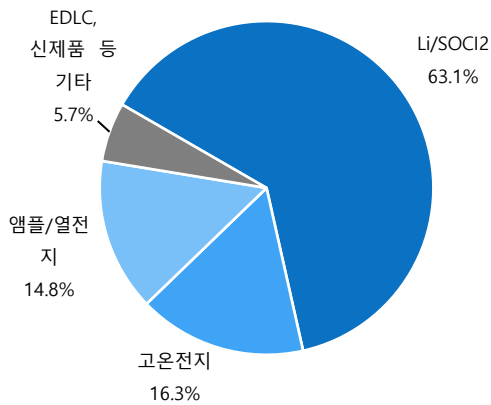
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 비츠로셀 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주주순이익(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
2024	2,108	519	645	513	513	2,241	9.4
2025E	2,483	653	741	589	589	2,575	11.6

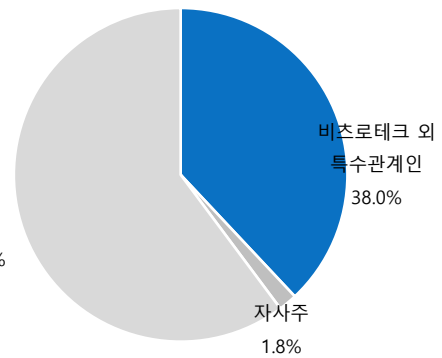
자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림1. 비츠로셀 매출 구성(2025년 1분기 기준)



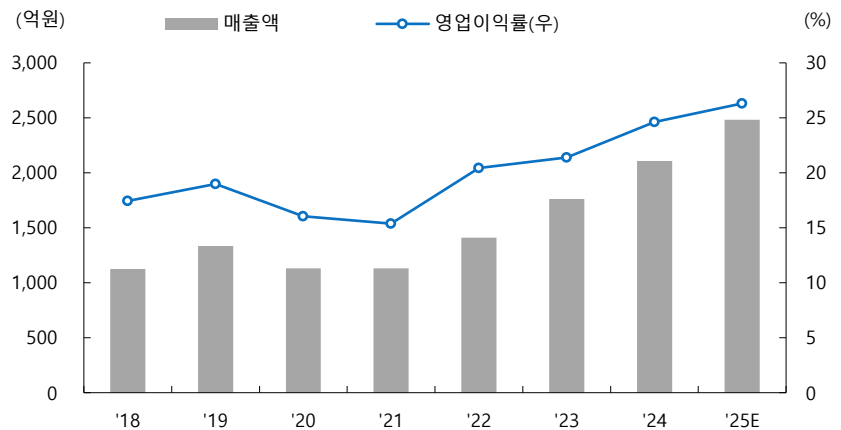
자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림2. 비츠로셀 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



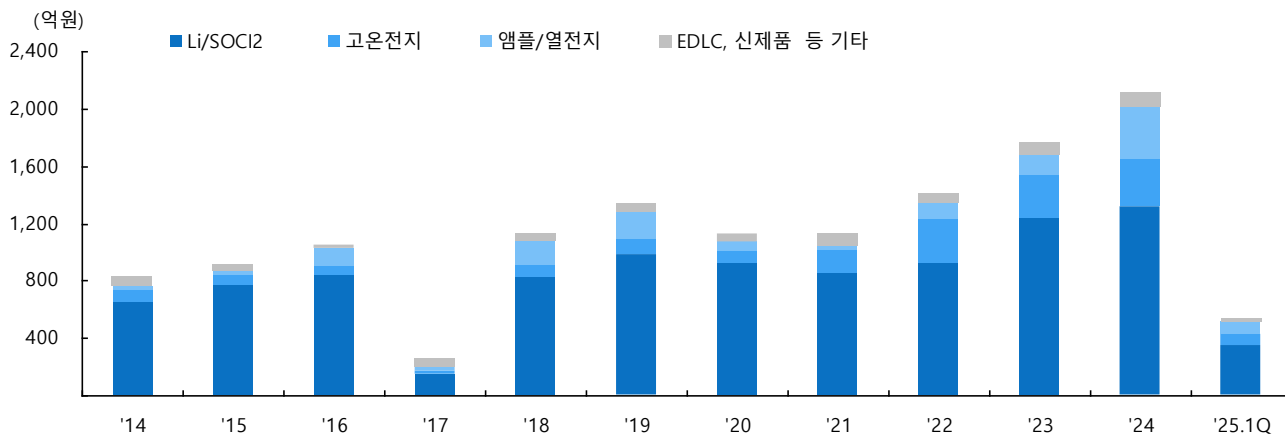
자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림3. 비츠로셀 실적 추이



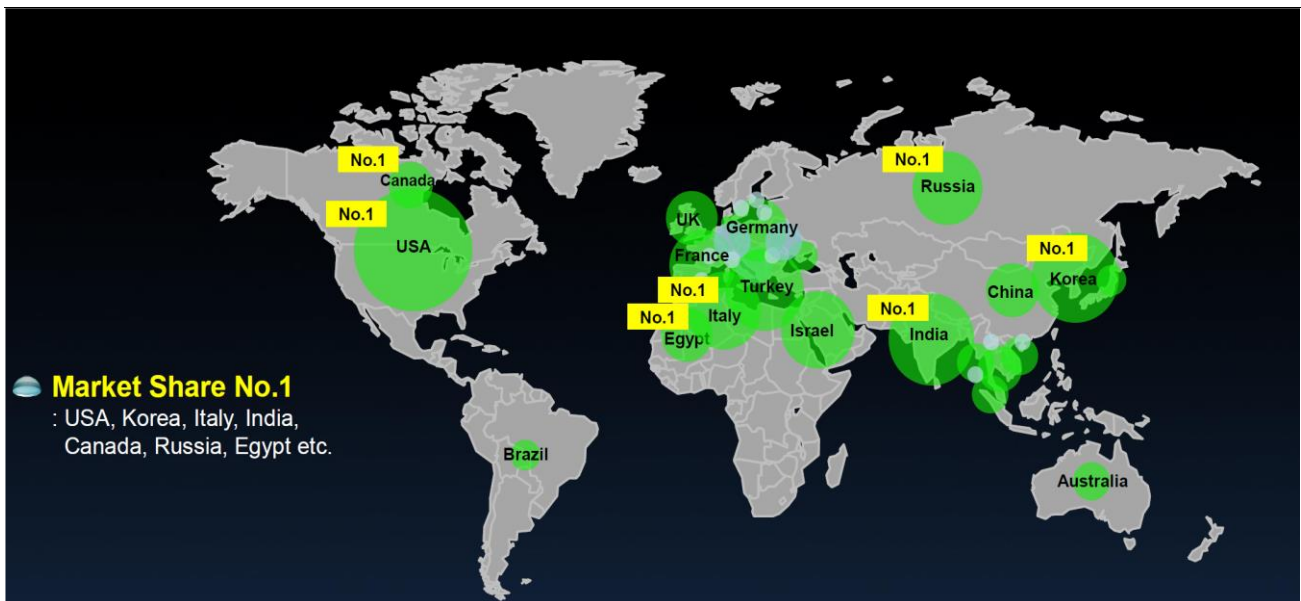
자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림4. 비츠로셀 제품군별 매출 추이



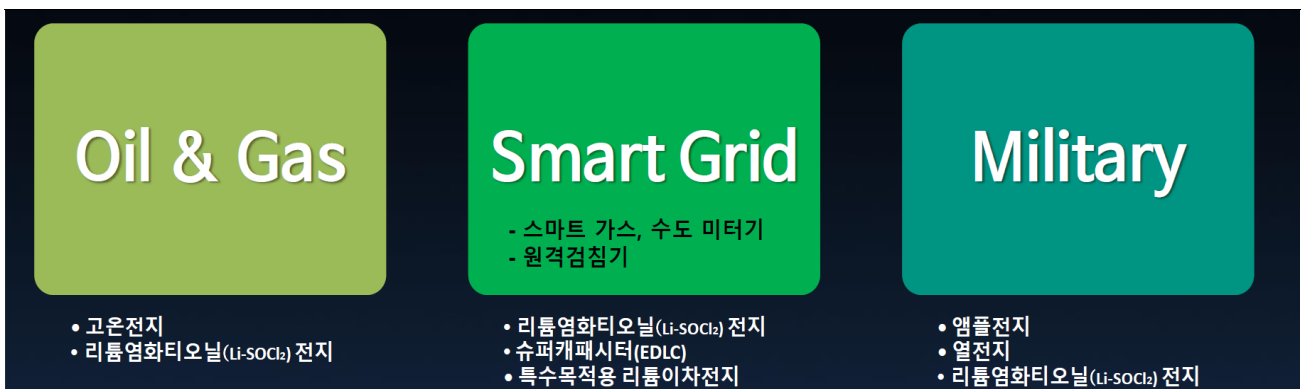
자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림5. 비츠로셀 40개국 이상 수출



자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림6. 비츠로셀 3대 전방산업



자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림7. 비츠로셀 주력 제품군



자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림8. 비츠로셀 주력 제품 application 및 전방산업



자료: 비츠로셀, iM증권 리서치본부

그림9. 비츠로셀 주요 목표시장



자료: 비츠로셀 iM증권 리서치본부

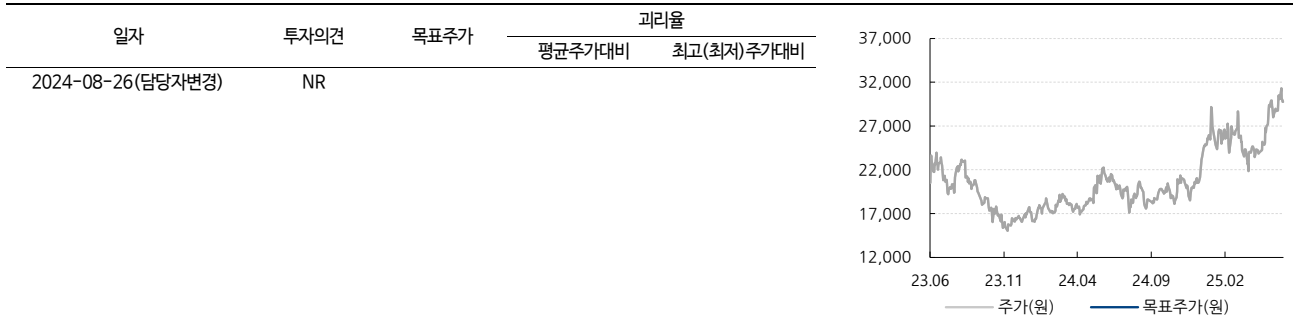
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	118	145	170	238	매출액	113	141	176	211
현금 및 현금성자산	18	47	36	28	증가율(%)	0.1	24.5	25.0	19.6
단기금융자산	47	28	63	124	매출원가	80	99	124	140
매출채권	18	22	26	35	매출총이익	33	42	52	70
재고자산	31	44	40	46	판매비와관리비	16	13	14	19
비유동자산	89	92	86	80	연구개발비	-	-	0	2
유형자산	80	73	72	64	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5	5	4	3	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	206	237	256	318	영업이익	17	29	38	52
유동부채	36	49	22	33	증가율(%)	-4.0	65.5	30.8	37.7
매입채무	5	12	5	10	영업이익률(%)	15.4	20.4	21.4	24.6
단기차입금	1	1	0	0	이자수익	0	0	1	3
유동성장기부채	18	19	4	0	이자비용	1	1	1	0
비유동부채	4	2	2	2	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	0	0	1
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	20	29	44	64
부채총계	40	51	25	35	법인세비용	3	5	8	13
자배주주지분	167	186	232	283	세전계속이익률(%)	17.7	20.2	25.0	30.6
자본금	11	11	11	11	당기순이익	17	23	36	51
자본잉여금	13	13	31	36	순이익률(%)	15.0	16.4	20.5	24.3
이익잉여금	141	161	193	238	자배주주귀속 순이익	17	23	36	51
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	0	1	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	17	24	36	51
자본총계	167	186	232	283	자배주주귀속총포괄이익	17	24	36	51

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	25	26	39	60	주당지표(원)				
당기순이익	17	23	36	51	EPS	796	1,073	1,595	2,241
유형자산감가상각비	9	10	10	13	BPS	7,741	8,622	10,252	12,374
무형자산감각비	1	1	1	1	CFPS	1,282	1,595	2,182	2,937
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	150	200	250	400
투자활동 현금흐름	-39	8	-41	-62	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	10	-	-	-	PER	18.2	11.9	10.2	9.4
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	1.9	1.5	1.6	1.7
금융상품의 증감	0	0	0	0	PCR	11.2	8.0	7.5	7.2
재무활동 현금흐름	-6	-6	-8	-6	EV/EBITDA	11.6	7.9	5.6	5.0
단기금융부채의증감	0	0	0	0	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	10.6	13.1	17.3	19.9
자본의증감	-4	-3	-4	0	EBITDA이익률	24.6	28.1	27.7	31.4
배당금지급	-3	-3	-4	-6	부채비율	23.7	27.7	10.6	12.3
현금및현금성자산의증감	-20	28	-10	-8	순부채비율	-28.0	-29.7	-40.8	-53.5
기초현금및현금성자산	38	18	47	36	매출채권회전율(x)	7.1	7.0	7.4	6.9
기말현금및현금성자산	18	47	36	28	재고자산회전율(x)	3.9	3.8	4.2	4.9

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 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.

[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 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

서부T&D (006730)

2025.06.23

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

드래곤시티호텔 Q 증가가 P 상승을 이끈다

인바운드 관광 수요 양적으로 팬데믹 이전 수준으로 회복되면서 매출증가로 인한 레버리지 효과 본격화

서울드래곤시티(Seoul Dragon City) 호텔은 그랜드 머큐어 앰배서더 서울 용산(202실), 노보텔 스위트 앰배서더 서울 용산(286실), 노보텔 앰배서더 서울 용산(621실), 이비스 스타일 앰배서더 서울 용산(591실) 등 총 4개의 아코르호텔 그룹 브랜드로 구성되어 있으며, 1,700개 객실로 대한민국 최대 객실을 보유하고 있다.

2025년 1분기 한국을 방문한 외국인 관광객 수는 전년 동기 대비 13.7% 증가한 총 3,870,247명이다. 이는 코로나19 이전인 2019년 1분기보다도 0.7% 높은 수치로 역대 최고치를 경신하였다. 이는 인바운드 관광 수요가 양적으로 팬데믹 이전 수준을 완전히 회복했음을 의미하는 것이다.

이러한 환경으로 말미암아 서울드래곤시티 호텔의 평균 객실점유율(OCC)이 지난해 70% 초반 수준에서 올해의 경우 월등히 증가할 것으로 예상된다. 무엇보다 1,700개 객실 수준이기 때문에 레버리지 효과가 발생할 수 있을 것이다.

이와 더불어 서울드래곤시티 호텔의 평균 객실 판매단가(ADR)가 2023년 15만원대, 2024년 17만원대로 추정된다. 올해의 경우 평균 객실 판매단가(ADR)가 평균 객실점유율(OCC) 증가로 인하여 19~20만원대로 상승할 것으로 예상된다.

이에 따라 서울드래곤시티 호텔의 매출액은 2022년 848억원, 2023년 1,194억원, 2024년 1,355억원 등 해를 거듭할수록 증가하고 있다.

올해의 경우 평균 객실점유율(OCC) 증가하는 환경하에서 평균 객실 판매단가(ADR)가 상승하면서 매출액이 크게 상승할 뿐만 아니라 레버리지 효과 본격화로 실적개선에 가속화 될 것으로 예상된다.

한편, GKL은 외국인 전용 카지노 사업자인 세브럭 강북힐튼점을 서울드래곤시티로 영업장을 옮기고 세브럭 서울드래곤시티점으로 이름을 바꿔 2023년 1 월부터 운영을 시작하였다. 그동안 세브럭 강북힐튼점은 서울 삼성동 코엑스점, 부산 롯데호텔점 등 GKL이 운영하는 3곳의 사업장 중 가장 인파가 붐비며 입장객과 매출 면에서 캐시카우 역할을 하였다.

무엇보다 지난 3월 정부에서는 오는 10월 경북 경주에서 열리는 APEC 정상회의 개최에 맞추어서 외국인 관광객 유치 확대를 위해 중국 단체관광객 한시 비자면제 시범사업을 올해 3분기 중으로 시행할 예정이다.

실제로 비자면제 조치가 본격화될 경우 여름 시즌 관광 성수기를 앞두고 국내 외국인 관광객 유치에 큰 이점으로 작용할 전망이다. 이에 따라 중국인 단체관광객이 증가하면서 세브럭 서울드래곤시티점도 활성화 될 것으로 예상된다.

이와 같이 GKL의 입점 등으로 안정적인 임대료 수익이 창출될 뿐만 아니라 중국인 카지노 고객 및 단체 관광객 등으로 인한 집객효과로 서울드래곤시티 호텔 실적개선에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

다른 한편으로는 서부트렉터미널 도시첨단물류단지 개발사업 등이 구체화 되면서 개발이익 상승 기대감 등으로 단계별로 자산가치가 리레이팅 될 수 있을 것이다.

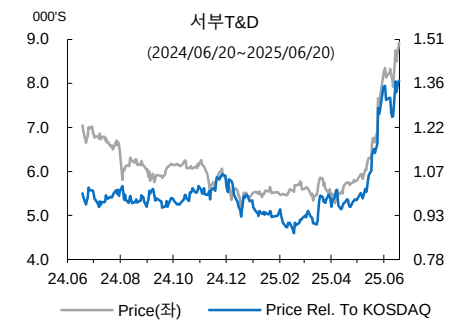
NR

액면가	500원
종가(2025.06.20)	8,930원

Stock Indicator	
자본금	34십억원
발행주식수	6,593만주
시가총액	589십억원
외국인지분율	12.3%
52주 주가	5,060~8,930원
60일평균거래량	283,849주
60일평균거래대금	2.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	34.7	54.0	76.5	26.8
상대수익률	24.1	44.8	58.0	34.5

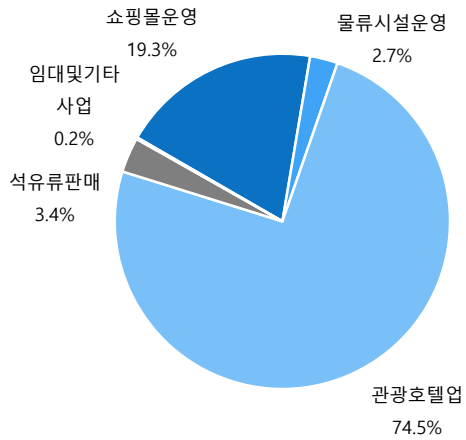
Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	97	135	169	187
영업이익(십억원)	-5	19	37	48
순이익(십억원)	40	17	138	34
EPS(원)	692	281	2,336	533
BPS(원)	11,251	11,249	13,958	15,145
PER(배)	12.9	27.5	3.1	10.2
PBR(배)	0.8	0.7	0.5	0.4
ROE(%)	6.2	2.5	18.0	3.7
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.6	1.8
EV/EBITDA(배)	110.9	29.6	20.6	21.1

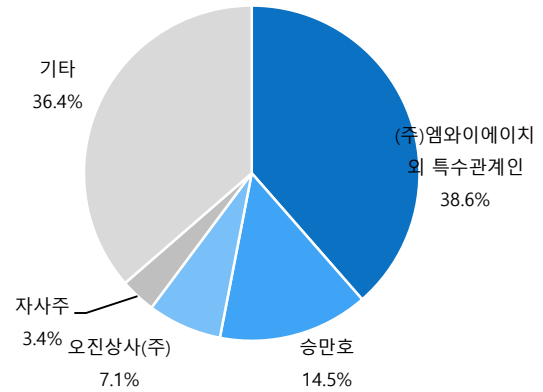
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

그림1. 서부T&D 매출 구성(2025년 1분기 기준)



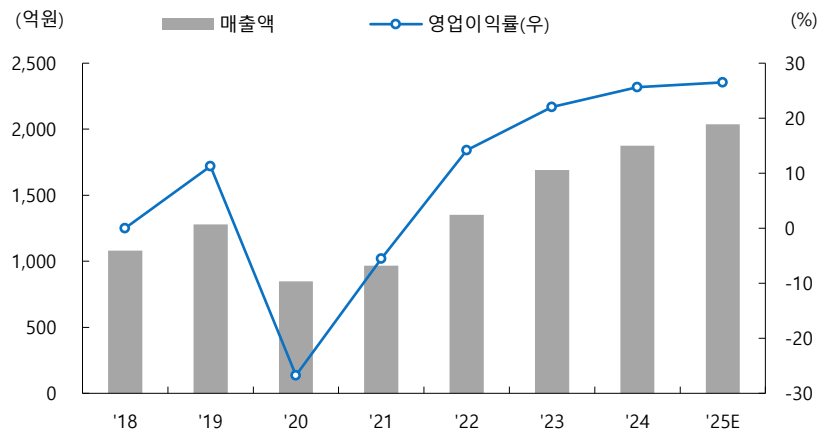
자료: 서부T&D, iM증권 리서치본부

그림2. 서부T&D 주주 분포(2025년 3월 31일 기준)



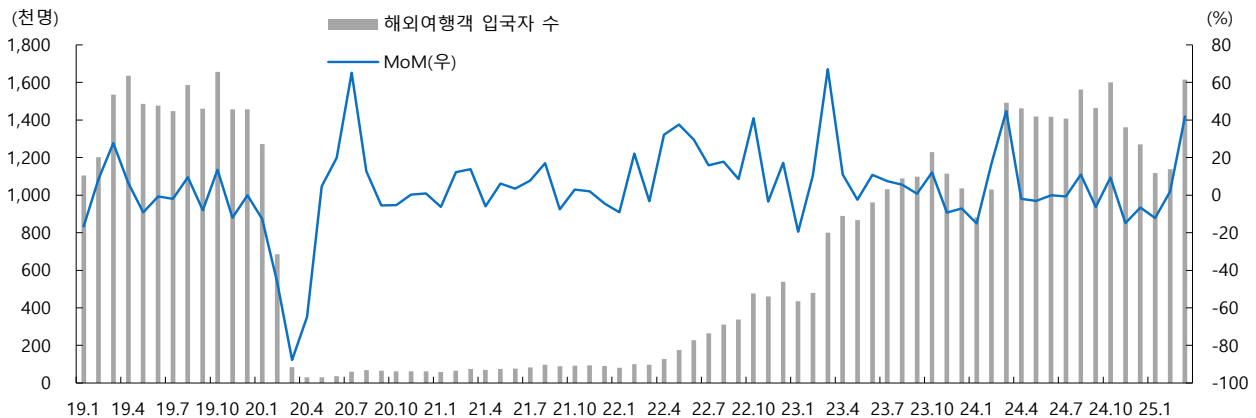
자료: 서부T&D, iM증권 리서치본부

그림3. 서부T&D 실적 추이



자료: 서부T&D, iM증권 리서치본부

그림4. 한국을 방문한 외국인 관광객 수 추이



자료: 문화체육관광부, iM증권 리서치본부

그림5. 서울드래곤시티 호텔 분기별 매출액 추이

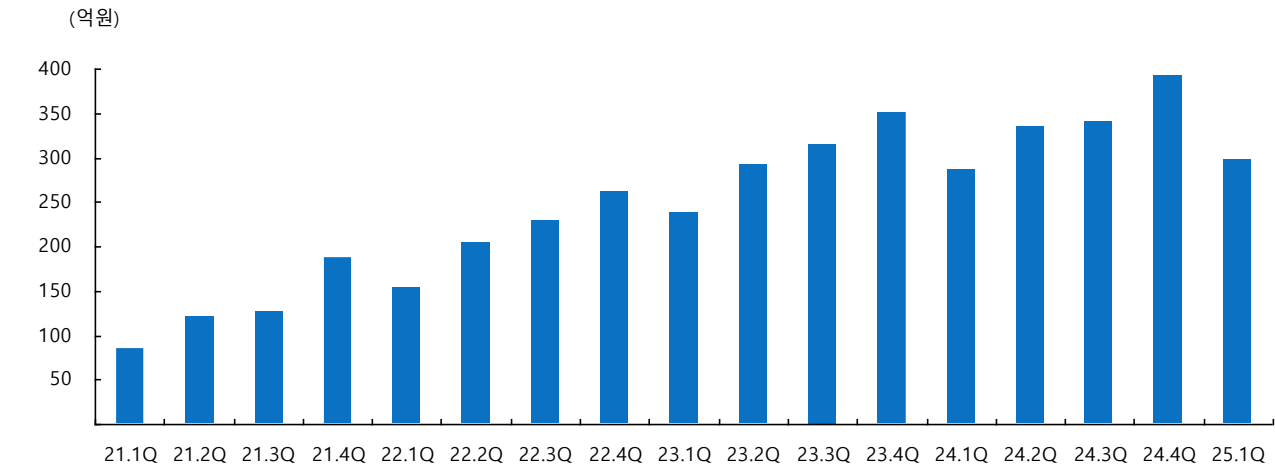


그림6. 서부T&D 보유 부동산 현황

사업 명	SQUARE 1 MALL Complex	용산 Seoul Dragon City HOTEL Complex	도시첨단물류복합단지
			
소재지	인천시 연수구 동춘동 926	서울시 용산구 한강로3가 40-969	서울시 양천구 신정동 1315
소유면적	48,905㎡ (14,794평) (리츠 소유)	15,163㎡(4,587평) (리츠 소유 1,111평 포함)	92,395㎡(27,949평)
연 면적	169,074㎡ (51,144평) (리츠 소유)	184,611㎡ (55,844평) (리츠 소유 13,726평 포함)	789,873㎡ (238,936평) 예정
주 용도	쇼핑몰/영화관/대형마트	호텔 1,700객실/컨벤션/피트니스 스클럽/레스토랑 등	물류창고/복합쇼핑몰/ 문화집회/오피스텔/아파트 등
Grand Open	2012년 10월	2017년 11월	2030년 예정
토지 장부가 (‘24년말 기준)	리츠공정가액 211,642백만원	유형자산 396,703백만원 투자부동산 57,580백만원	투자부동산 591,816백만원 유형자산 23,867백만원

자료: 서부T&D, IM증권 리서치본부

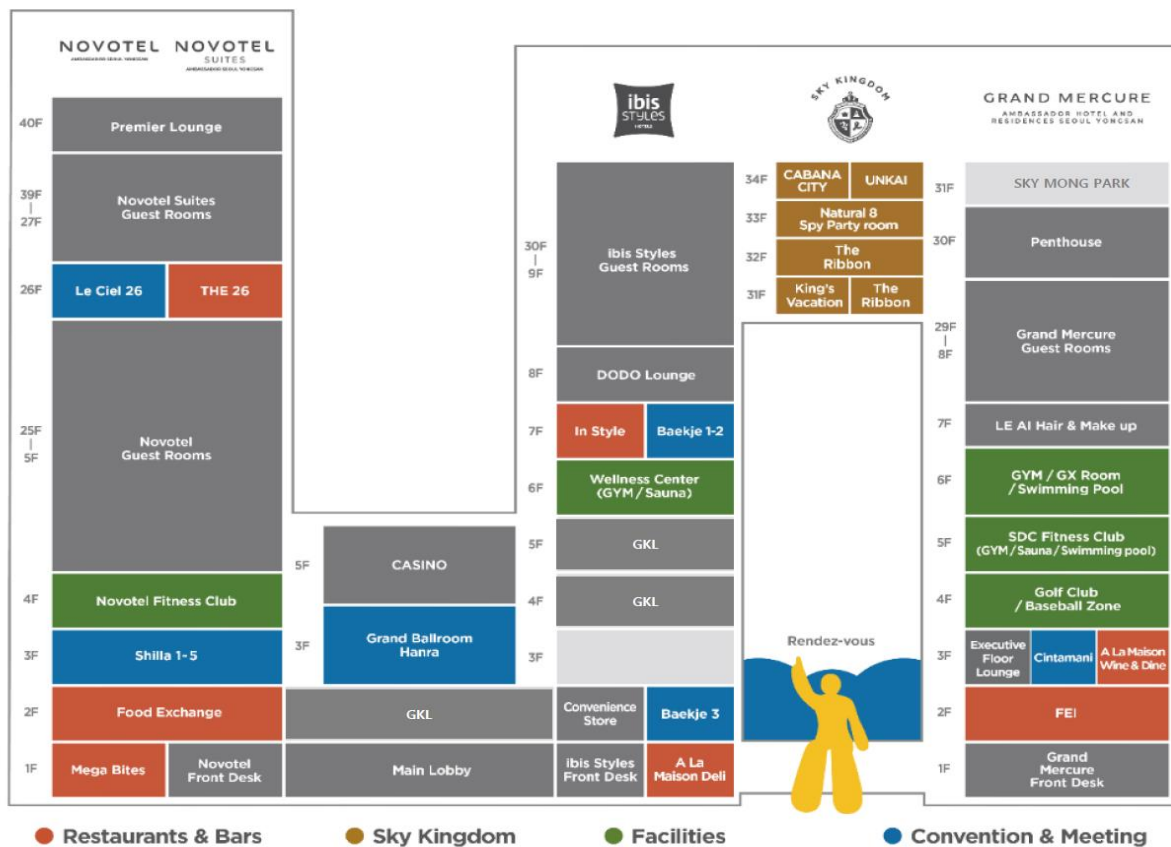
그림7. 서울드래곤시티 호텔



소재지	서울특별시 용산구 청파로20길 95
대지면적	15,163㎡ (상업지구<도시계획시설>)
Site 현황	용산역 국제업무지구(예정)와 접한 부지
용도	- 호텔 Complex 2023년 1월 GKL 카지노 개장
연면적	184,611㎡ (55,844평)
객실 수	ibis Styles, Novotel, Novotel Suites, Grand Mercure 총 1,700객실

자료: 서부T&D, iM증권 리서치본부

그림8. 서울드래곤시티 호텔



자료: 서부T&D, iM증권 리서치본부

그림9. 서부T&D 신정동 사이트



소재지	서울시 양천구 신정동 1315
전체대지면적	104,244.7m ² (31,534평)
현재용도	상업지구(도시계획시설)자동차정류장 / 화물터미널
계획연면적	약 789,873m ² (238,936평)
추진계획	16년 6월 국토교통부 도시첨단물류단지 시범단지선정 23년 08월 물류단지계획(안) 승인 (서울시) 25년 건축허가 예정 26년 도시첨단물류단지 착공예정
시설 계획	물류창고/쇼핑몰/오피스텔/아파트

- 서울시내 미개발중인 상업용지 중 최대규모
- 서울 서부권과 부천권을 연결하는 입지로 260만명 이상의 배후단지 확보
- 서울과 경인지역을 통과하는 물류 / 상업시설의 거점 지역
- 향후 서울시내의 반일택배 시대를 선도하는 최첨단 물류단지
- 고양시 소재 스타필드에 맞먹는 규모의 상업시설
- 신설되는 목동선으로 역세권 편입

자료: 서부T&D, iM증권 리서치본부

그림10. 서부T&D 개발 예정 부지

사업 명	SQUARE 1 PULS	나진상가 12,13동 부지
		
소재지	인천시 연수구 동춘동 926-8외 3필지	서울시 용산구 한강로3가 2-8외3필지
대지면적	19,365.30m ² (5,858평)	6,026.60m ² (1,823평)
연 면적	-	23,000평
주 용도	판매시설, 근린생활시설, 기부채납시설	오피스, 하이엔드 오피스텔
토지 취득월	2019년 11월	2020년 6월
토지 장부가 (‘24년말 기준)	투자부동산 23,598백만원 유형자산 38,273백만원	투자부동산 147,651백만원

자료: 서부T&D, iM증권 리서치본부

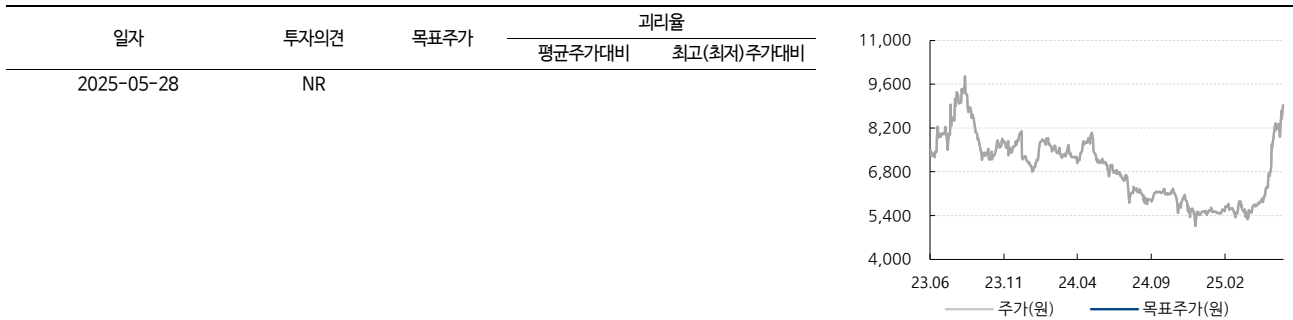
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	216	143	138	148	매출액	97	135	169	187
현금 및 현금성자산	40	40	42	97	증가율(%)	14.1	39.9	25.0	10.8
단기금융자산	159	90	82	37	매출원가	66	82	92	97
매출채권	6	8	9	10	매출총이익	30	53	77	90
재고자산	1	1	1	1	판매비와관리비	36	34	40	42
비유동자산	1,842	1,923	2,210	2,746	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	844	831	792	959	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	1	0	0	0	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,058	2,066	2,348	2,894	영업이익	-5	19	37	48
유동부채	312	789	417	494	증가율(%)	적지	흑전	94.0	28.9
매입채무	2	4	3	3	영업이익률(%)	-5.5	14.2	22.0	25.6
단기차입금	133	94	173	173	이자수익	1	3	5	5
유동성장기부채	48	564	111	87	이자비용	33	36	45	54
비유동부채	945	460	934	1,160	지분이익(손실)	-	0	0	-2
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	4	1	-2	-2
장기차입금	663	171	589	879	세전계속사업이익	36	30	177	57
부채총계	1,257	1,249	1,351	1,654	법인세비용	-3	5	29	-8
자배주주지분	667	679	859	998	세전계속이익률(%)	37.3	22.5	104.5	30.5
자본금	30	30	31	34	당기순이익	40	17	138	34
자본잉여금	112	112	112	47	순이익률(%)	41.6	12.3	81.8	18.3
이익잉여금	427	440	574	656	자배주주귀속 순이익	40	17	138	34
기타자본항목	109	108	158	266	기타포괄이익	1	0	49	118
비자배주주지분	134	137	138	242	총포괄이익	40	25	197	182
자본총계	801	817	997	1,241	자배주주귀속총포괄이익	41	17	188	141

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	8	39	49	63	주당지표(원)				
당기순이익	40	17	138	34	EPS	692	281	2,336	533
유형자산감가상각비	15	16	16	16	BPS	11,251	11,249	13,958	15,145
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	966	561	2,614	788
지분법관련손실(이익)	-	0	0	-2	DPS	44	45-	45	100
투자활동 현금흐름	-19	16	-57	3	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	5	7	11	3	PER	12.9	27.5	3.1	10.2
무형자산의 처분(취득)	0	0	0	0	PBR	0.8	0.7	0.5	0.4
금융상품의 증감	-	0	0	-2	PCR	9.3	13.8	2.8	6.9
재무활동 현금흐름	35	-55	11	-11	EV/EBITDA	110.9	29.6	20.6	21.1
단기금융부채의증감	28	31	551	107	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-25	22	37	46	ROE	6.2	2.5	18.0	3.7
자본의증감	134	0	-5	0	EBITDA이익률	11.0	26.4	31.7	34.4
배당금지급	-3	-10	-12	-10	부채비율	156.9	152.9	135.4	133.3
현금및현금성자산의증감	24	-1	3	55	순부채비율	80.5	85.6	75.0	81.0
기초현금및현금성자산	16	40	40	42	매출채권회전율(x)	19.4	19.4	19.8	20.2
기말현금및현금성자산	40	40	42	97	재고자산회전율(x)	179.6	177.1	169.3	157.6

자료 : 서부T&D, iM증권 리서치본부

서부T&D 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 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

휴메딕스 (200670)

2025.06.23

[지주/Mid-Small Cap] 이상현

2122-9198 value3@imfnsec.com

[RA] 장호

2122-9194 hojang@imfnsec.com

필러수출 고성장⇒성장성 및 수익성 개선

브라질, 동남아시아 등 필러 수출 증가 본격화⇒ 올해 필러매출 전년대비 28.1% 증가되면서 성장성 및 수익성 개선 가속화 될 듯

필러는 주사제로서 피부의 꺼진 부위를 메우거나 도통하게 채워주며, 상실된 볼륨감을 되찾아 줌으로써 주름을 펴주는 의료기기이다. 동사의 엘라비에 프리미어 필러는 국내에서 2번째로 출시되었으며, 유럽 CE인증과 중국 NMPA 정식 승인을 받아 중국 및 동남아시아, 유럽, 남미를 통해 전세계 지역으로 수출하고 있다.

이러한 환경하에서 동사의 연도별 필러 매출액을 살펴보면 18년 173억원, 19년 208억원, 20년 258억원, 21년 260억원, 22년 343억원, 23년 491억원을 기록하였으며, 지난해의 경우 전년대비 14.5% 증가한 562억원을 기록하면서 성장세를 이어가고 있다.

특히 연도별 필러 수출액을 살펴보면 18년 86억원, 19년 121억원, 20년 157억원, 21년 135억원, 22년 163억원, 23년 254억원을 기록하였으며, 지난해의 경우 전년대비 39.8% 증가한 355억원을 기록하면서 급격한 성장세를 이어가고 있다.

이와 같이 필러 수출 증가가 필러 매출 상승으로 이어지면서 전체 매출 성장을 이끌고 있다.

먼저 중국향 필러 수출의 경우 동사는 2015년 주력 제품 엘라비에의 정식 품목허가를 시작으로 중국 시장을 본격 공략 중으로 2019년에는 리도카인(국소마취제)을 함유한 히알루론산 필러 엘라비에 디라인-L의 수입 제품 품목허가도 받았다. 이에 따라 중국향 필러수출의 경우 22년 163억원, 23년 176억원, 24년 183억원으로 점진적으로 증가하고 있으며 올해의 경우 200억원으로 증가할 것으로 예상된다.

무엇보다 2022년 하반기부터 진출한 브라질향 필러 수출의 경우 2023년에는 80억원을 기록하였는데, 지난해에는 전년대비 112.5% 증가한 170억원을 기록하면서 전체 필러 수출 성장을 이끌고 있다.

최근 브라질에서는 성형수술 뿐만 아니라 미용기기를 사용한 피부관리, 필러 등의 비수술 분야가 빠르게 성장하고 있어서 동사 필러 수출증가에 긍정적인 영향을 줄 것이다. 이에 따라 올해의 경우 브라질향 필러 수출의 경우 전년대비 47.1% 증가한 250억원으로 예상되면서 고성장을 이어나갈 것으로 예상된다.

다른 한편으로는 지난 1월 태국 식품의약품청(TFDA)으로부터 HA 필러 제품 3종에 대한 품목 허가를 획득함에 따라 올해 2분기에 출시가 예상될 뿐만 아니라, 하반기에는 베트남 진출도 기대된다.

동남아시아의 경우 성형 수술이 주목받으면서 필러와 보톡스 같은 비침습적 시술의 이용률도 자연스럽게 증가하고 있다. 이러한 비침습적 시술은 성형 수술에 비해 비용이 상대적으로 저렴할 뿐만 아니라 시술 직후 즉각적인 변화를 확인할 수 있다는 점에서 매력적인 선택지로 부상하고 있다. 이에 따라 태국, 베트남 등 동남아시아 등으로 필러수출 확대는 동사 필러 매출 증가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

이와 같이 필러시장이 성장하고 있는 브라질 뿐만 아니라 동남아시아 등 지역별로 국가를 확대하면서 필러수출 증가가 본격화됨에 따라 올해 필러매출이 전년대비 28.1% 증가한 720억원 이상으로 성장할 것으로 예상된다.

NR

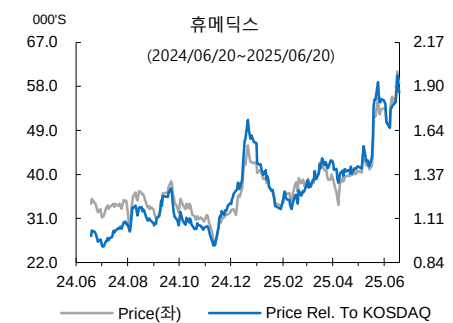
액면가 500원
증가(2025.06.20) 58,700원

Stock Indicator

자본금	6십억원
발행주식수	1,123만주
시가총액	659십억원
외국인지분율	9.0%
52주 주가	25,550~61,000원
60일평균거래량	111,410주
60일평균거래대금	5.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.0	41.4	39.8	72.4
상대수익률	18.4	32.3	21.3	80.1

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	94	123	152	162
영업이익(십억원)	12	26	37	43
순이익(십억원)	9	21	25	39
EPS(원)	909	2,116	2,210	3,496
BPS(원)	12,419	13,912	17,637	20,350
PER(배)	26.4	13.1	15.3	12.1
PBR(배)	1.9	2.0	1.9	2.1
ROE(%)	7.4	16.0	14.7	18.4
배당수익률(%)	1.7	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	7.9	11.1	8.1	6.7

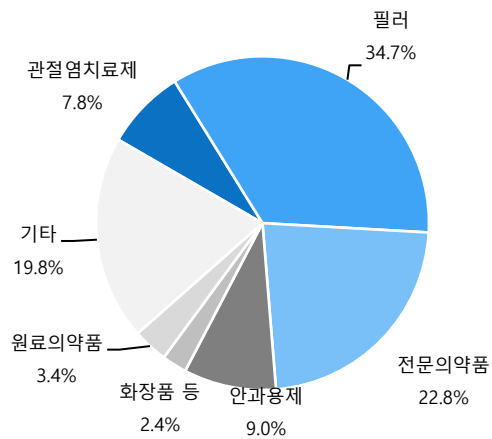
주K-IFRS 별도 요약 재무제표

표1. 휴메딕스 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	자배주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2019	786	133	131	121	104	1,045	22.2
2020	985	166	203	172	151	1,513	15.7
2021	1,110	160	113	101	91	909	26.4
2022	1,232	260	290	212	212	2,116	13.1
2023	1,523	373	324	248	248	2,210	15.3
2024	1,619	431	484	393	393	3,496	12.1
2025E	1,878	530	545	443	443	3,945	14.9

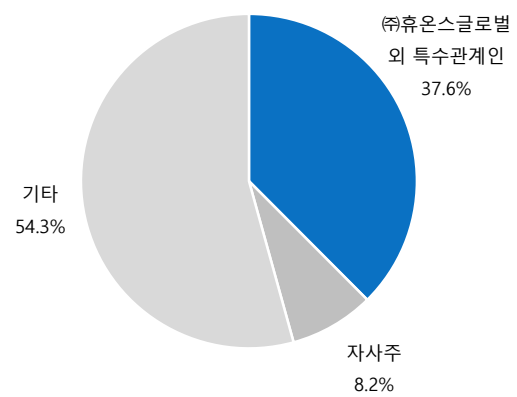
자료: 휴메딕스, iM증권 리서치본부

그림1. 휴메딕스 품목별 매출 구성 (2024년 기준)



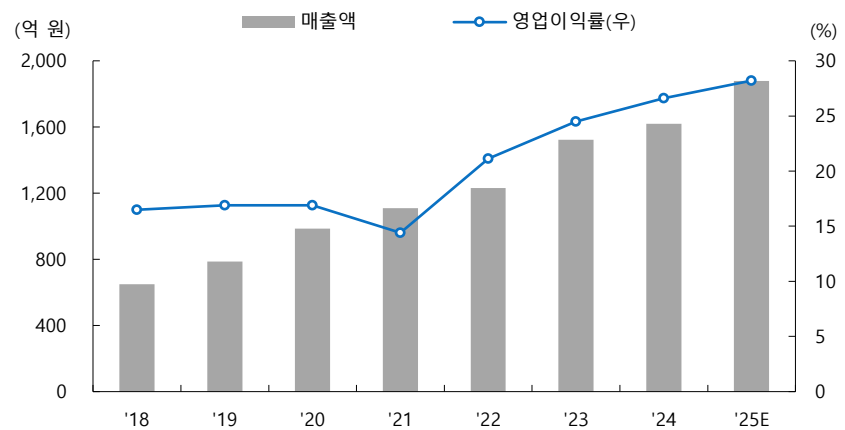
자료: 휴메딕스, iM증권 리서치본부

그림2. 휴메딕스 주주 분포 (2024년 12월 31일 기준)



자료: 휴메딕스, iM증권 리서치본부

그림3. 휴메딕스 실적 추이



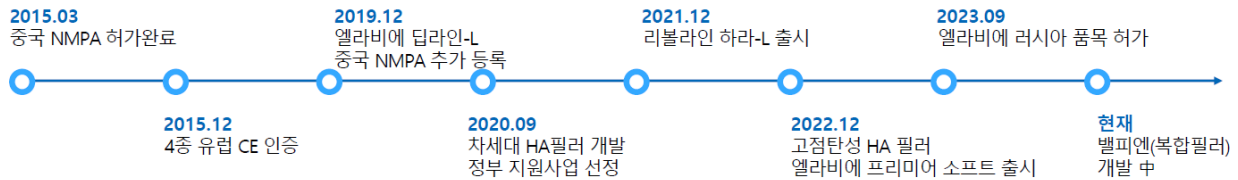
자료: 휴메딕스, iM증권 리서치본부

그림4. 휴메딕스 제품군



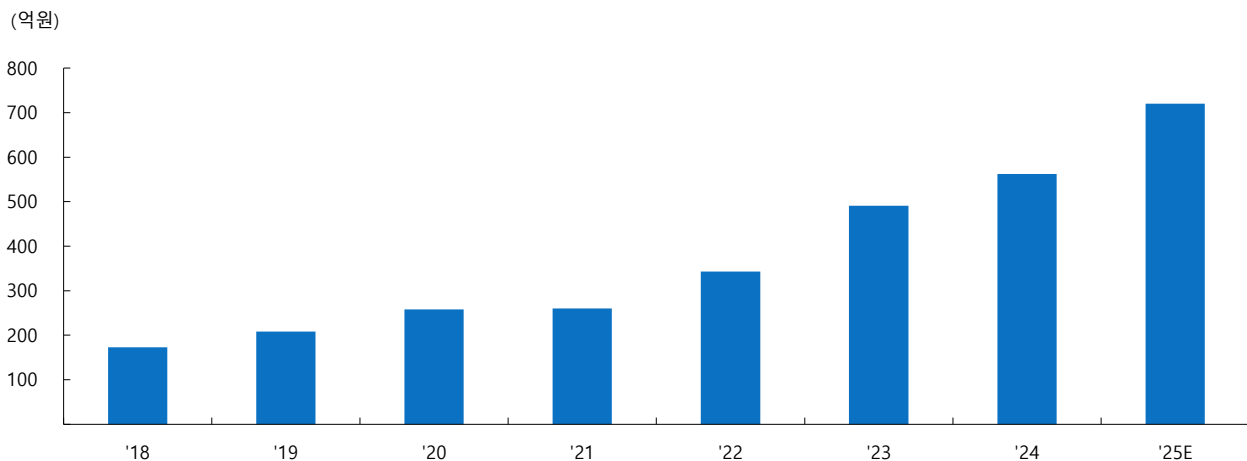
자료: 휴메딕스, iM증권 리서치본부

그림5. 휴메딕스 필러 제품 히스토리



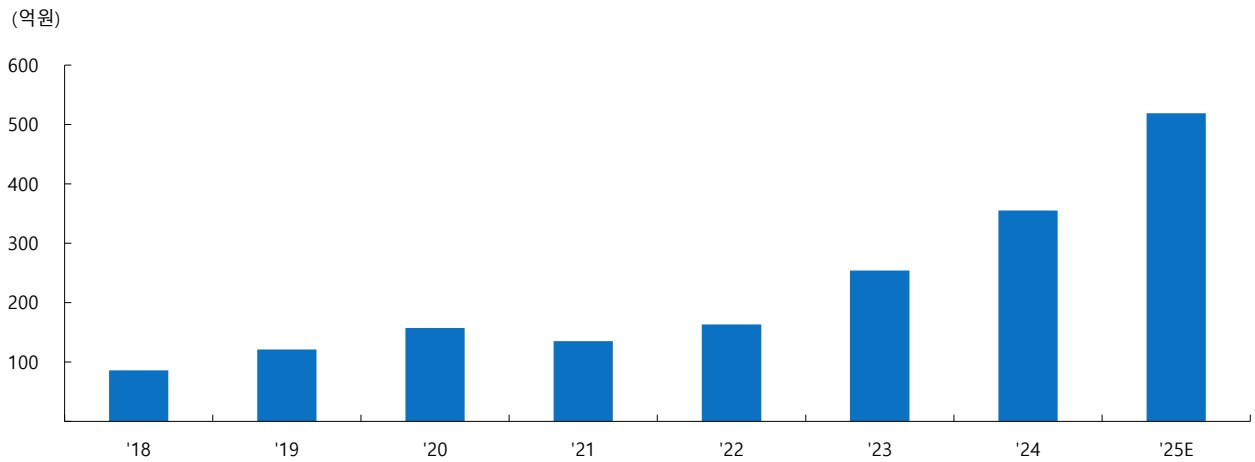
자료: 휴메딕스, iM증권 리서치본부

그림6. 휴메딕스 필러 매출액 추이



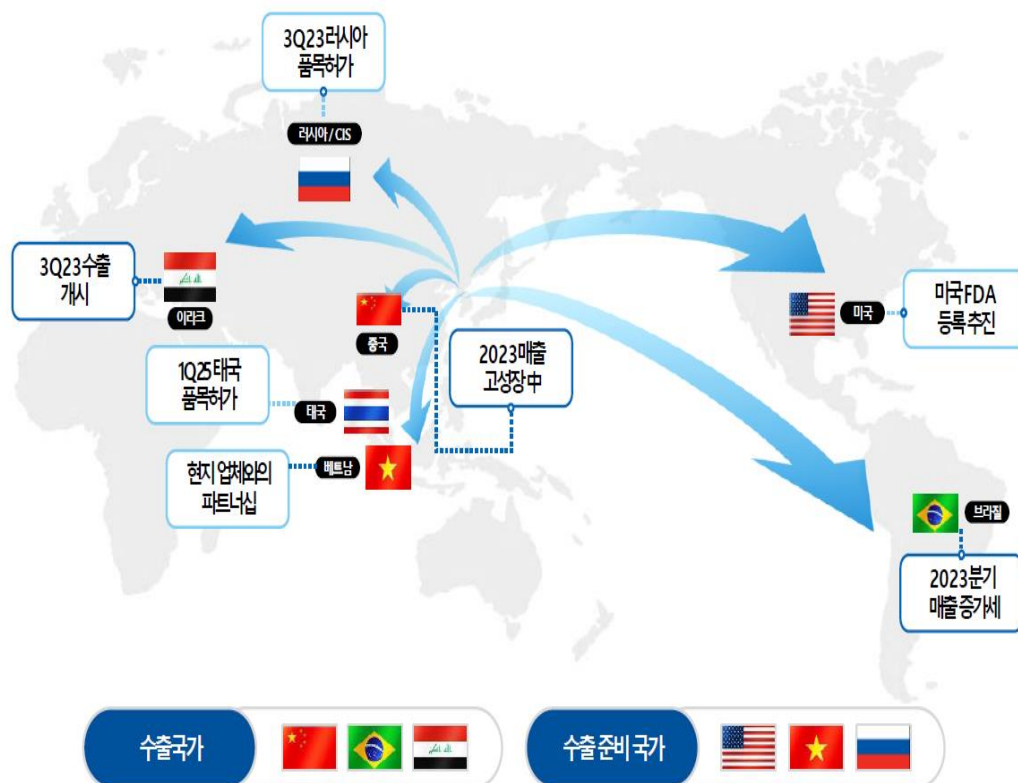
자료: 휴메딕스, iM증권 리서치본부

그림7. 휴메딕스 필터 수출 추이



자료: 휴메딕스, iM증권 리서치본부

그림8. 휴메딕스 글로벌 필터 시장 확대



자료: 휴메딕스, iM증권 리서치본부

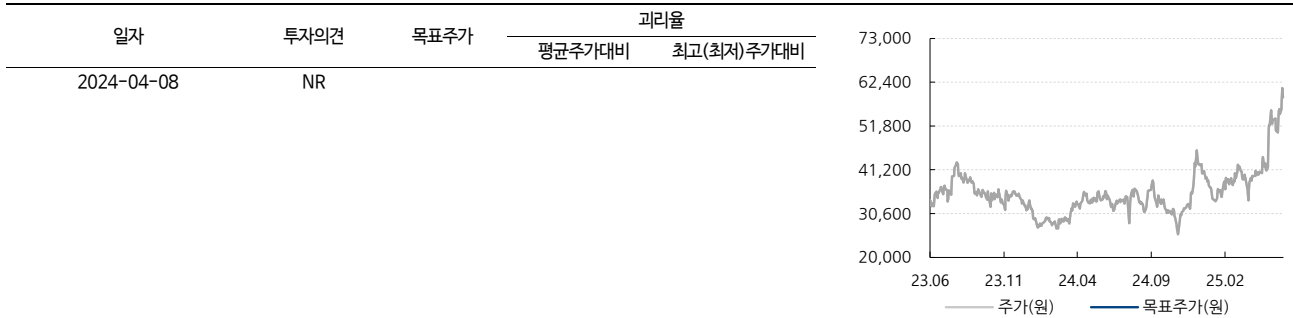
K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원, %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	100	141	130	160	매출액	94	123	152	162
현금 및 현금성자산	9	91	80	110	증가율(%)	16.6	31.5	23.6	6.3
단기금융자산	45	0	0	1	매출원가	59	69	82	87
매출채권	22	21	20	20	매출총이익	35	55	70	75
재고자산	16	21	29	26	판매비와관리비	23	29	33	32
비유동자산	96	87	90	90	연구개발비	8	9	10	9
유형자산	57	54	53	52	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	3	3	3	2	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	196	227	220	250	영업이익	12	26	37	43
유동부채	38	85	20	19	증가율(%)	0.1	113.5	43.3	15.6
매입채무	3	6	5	3	영업이익률(%)	13.0	21.1	24.5	26.7
단기차입금	0	0	-	-	이자수익	0	4	3	4
유동성장기부채	1	33	1	2	이자비용	2	9	1	0
비유동부채	34	3	2	2	지분이익(손실)	-	1	-2	-2
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	0	0	0
장기차입금	-	-	-	-	세전계속사업이익	10	29	32	48
부채총계	72	88	22	21	법인세비용	1	8	8	9
자배주주지분	-	-	-	-	세전계속이익률(%)	10.7	23.5	21.3	29.9
자본금	5	5	6	6	당기순이익	9	21	25	39
자본잉여금	88	90	130	130	순이익률(%)	-	-	-	-
이익잉여금	55	80	98	131	자배주주귀속 순이익	9	21	25	39
기타자본항목	-4	-10	-10	-10	기타포괄이익	-	-	-	-
비자배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	9	21	25	39
자본총계	124	139	198	229	자배주주귀속총포괄이익	9	21	25	39

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	18	38	31	51	주당지표(원)				
당기순이익	9	21	25	39	EPS	909	2,116	2,210	3,496
유형자산감가상각비	11	11	11	11	BPS	12,419	13,912	17,637	20,350
무형자산상각비	0	1	1	1	CFPS	2,140	3,265	3,214	4,517
지분법관련손실(이익)	-	1	-2	-2	DPS	400	500	775	930
투자활동 현금흐름	-49	54	-15	-13	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	26.4	13.1	15.3	12.1
무형자산의 처분(취득)	-	0	0	0	PBR	1.9	2.0	1.9	2.1
금융상품의 증감	-	1	-2	-2	PCR	11.2	8.5	10.5	9.4
재무활동 현금흐름	20	-11	-26	-10	EV/EBITDA	7.9	11.1	8.1	6.7
단기금융부채의증감	-20	-	0	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	45	-	-	-	ROE	7.4	16.0	14.7	18.4
자본의증감	0	-6	-36	-3	EBITDA이익률	25.0	30.5	31.9	33.7
배당금지급	-4	-4	-7	-6	부채비율	58.2	63.3	11.1	9.3
현금및현금성자산의증감	-11	81	-10	28	순부채비율	-43.5	-41.6	-40.3	-47.8
기초현금및현금성자산	20	9	91	80	매출채권회전율(x)	4.7	5.7	7.4	8.1
기말현금및현금성자산	9	91	80	110	재고자산회전율(x)	5.8	6.6	6.1	5.9

자료 : 휴메딕스, iM증권 리서치본부

휴메딕스 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 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%

디오 (039840)

2025.06.23

정부정책 수혜 및 실적 개선 가속화

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

[RA] 장호
2122-9194 hojang@imfnsec.com

이재명 정부에서는 어르신 정책 공약의 일환으로 치과 임플란트 건강보험 적용 확대정책 가시화 될 듯 ⇒ 우리나라 초고령사회 진입 등으로 동사 수혜 강도 높아질 듯

이재명 대통령 어르신 정책 공약에는 치과 임플란트 건강보험 적용 연령 하향 및 개수 확대 뿐만 아니라 기초연금 부부감액 단계적 축소, 어르신 국민연금 감액 개선, 어르신 돌봄 국가책임제 시행, 지역사회 통합돌봄 확대, 간병비 부담 감경 등이 포함되었다.

이에 따라 이재명 정부에서는 향후 치과 임플란트 건강보험 적용 확대정책 등이 가시화 될 것이다. 무엇보다 지난해 12월 65세 이상 인구가 전체 인구에서 차지하는 비중이 20%를 넘으면서 우리나라가 초고령사회에 진입함에 따라 동사의 수혜 강도가 높아질 것이다.

올해 국내매출 정상화 환경하에서 중국, 인도, 튀르키예 등에서 영업망 강화를 통한 해외매출 성장 본격화로 수익성 개선 가속화 될 듯

올해 동사 실적의 경우 K-IFRS 연결기준 매출액 1,735억원(+45.1% YoY), 영업이익 223억원(흑자전환 YoY)으로 예상되면서 수익성 개선이 가속화 될 것이다. 이는 국내 매출의 경우 일회성 요인으로 인한 기저효과로 전년대비 큰 폭의 상승이 예상될 뿐만 아니라 중국, 인도, 튀르키예 등 해외 매출 성장세도 가속화 될 것으로 예상되기 때문이다.

먼저 중국의 경우 올해부터 성장이 본격화 되면서 2027년까지 45% 이상의 연평균 매출 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 새로운 대리상 등을 통하여 영업망 조식을 보다 더 강화시키면서 유통 커버리지를 확대하는 동시에 제품군 다양화 및 포지셔닝 개선 등으로 매출 성장이 가시화 될 것이다.

또한 인도의 경우 올해부터 2027년까지 30% 이상의 연평균 매출 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 기존 4대 도시에만 있었던 직영 영업 커버리지를 전국단위로 확대하는 동시에 제품 및 상품 라인업을 확대하면서 매출 성장이 가시화 될 것이다.

튀르키예의 경우도 올해부터 2027년까지 30% 이상의 연평균 매출 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 이는 이스탄불과 안탈리아 지역에서 직영营业을 확대하는 동시에 지역딜러를 통한 지역 커버리지를 확대하면서 매출 성장이 가시화 될 것이다.

이와 같이 국내 및 해외매출 성장이 올해 2분기부터 가시화 되면서 분기를 거듭할수록 실적 개선이 가속화 될 것이다.

향후에도 주주환원 확대정책 지속될 듯

지난해 9월 임시주주총회를 통하여 780억원의 자본준비금을 이익잉여금으로 전환함에 따라 100억원 규모로 자사주를 취득하였다. 이에 따라 올해 5월 지난해 매입한 자사주 60만주(4.05%)를 전량 소각하고 100억 원 규모의 자사주를 추가로 매입하기로 했다.

무엇보다 이와 같은 이익잉여금을 기반으로 향후에도 주주환원 확대정책 등이 지속될 있을 것이다.

NR

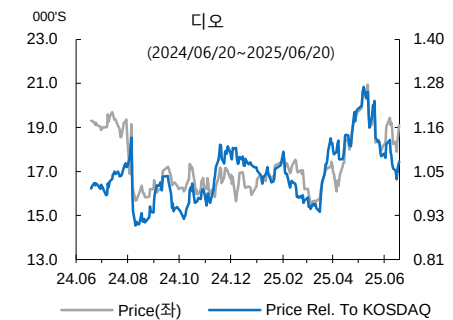
액면가 500원
증가(2025.06.20) 19,100원

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,438만주
시가총액	275십억원
외국인지분율	14.3%
52주 주가	15,480~20,950원
60일평균거래량	66,708주
60일평균거래대금	1.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.0	17.1	17.5	-1.0
상대수익률	-13.7	8.0	-0.9	6.7

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	150	131	156	120
영업이익(십억원)	35	-4	21	-41
순이익(십억원)	28	-20	3	-41
EPS(원)	1,932	-1,380	227	-2,865
BPS(원)	11,854	10,444	12,242	13,624
PER(배)	19.3		98.5	
PBR(배)	3.2	1.9	1.8	1.2
ROE(%)	16.3	-11.6	1.8	-20.7
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	14.3	38.1	10.4	-

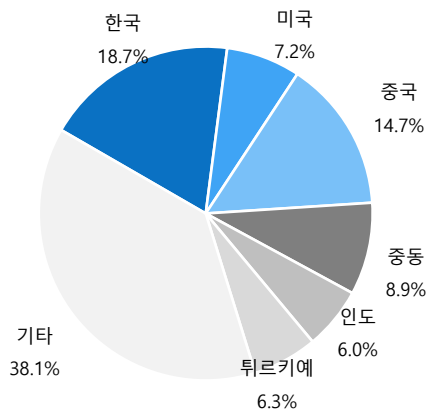
주K-IFRS 연결 요약 재무제표

표1. 디오 실적 추이 및 전망

FY	매출액(억원)	영업이익(억원)	세전이익(억원)	순이익(억원)	지배주주순이익(억원)	EPS(원)	PER(배)
2020	1,201	300	165	114	112	718	44.1
2021	1,500	348	338	281	283	1,791	20.9
2022	1,313	-44	-211	-201	-205	-1,288	
2023	1,558	209	104	26	33	209	107.4
2024	1,196	-407	-505	-413	-413	-2,657	
2025E	1,735	223	210	210	210	1,461	13.1

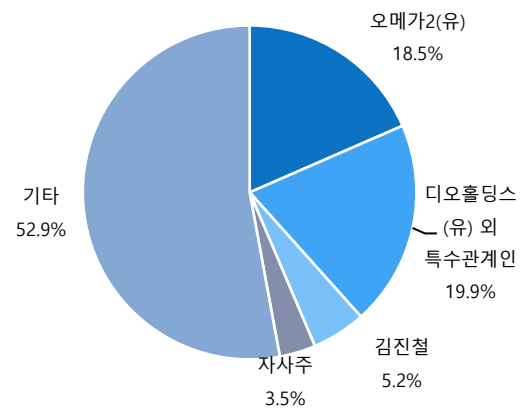
자료: 디오, iM증권 리서치본부

그림1. 디오 지역별 매출 구성(2024년 기준)



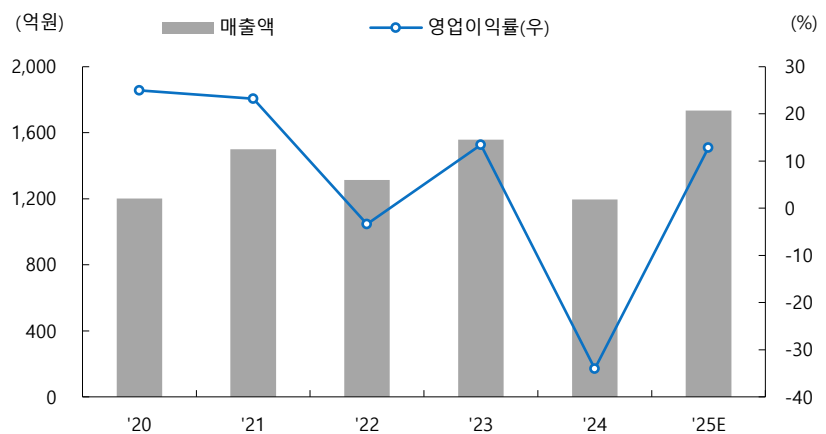
자료: 디오, iM증권 리서치본부

그림2. 디오 주주 분포(2024년 12월 31일 기준)



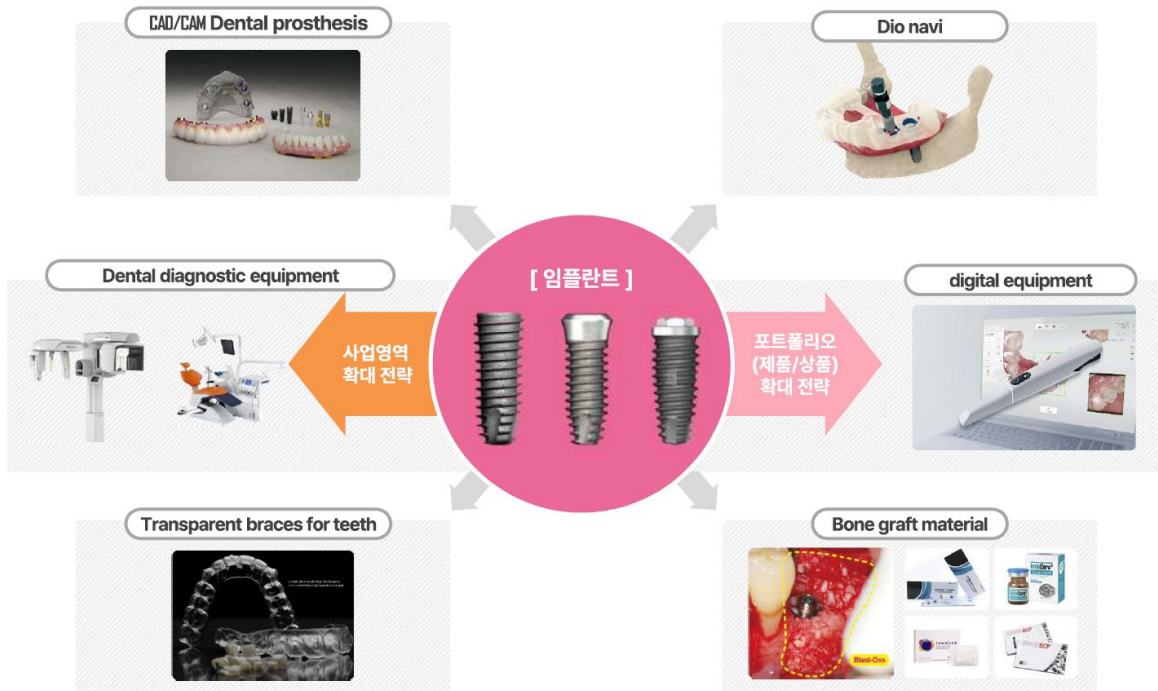
자료: 디오, iM증권 리서치본부

그림3. 디오 실적 추이 및 전망



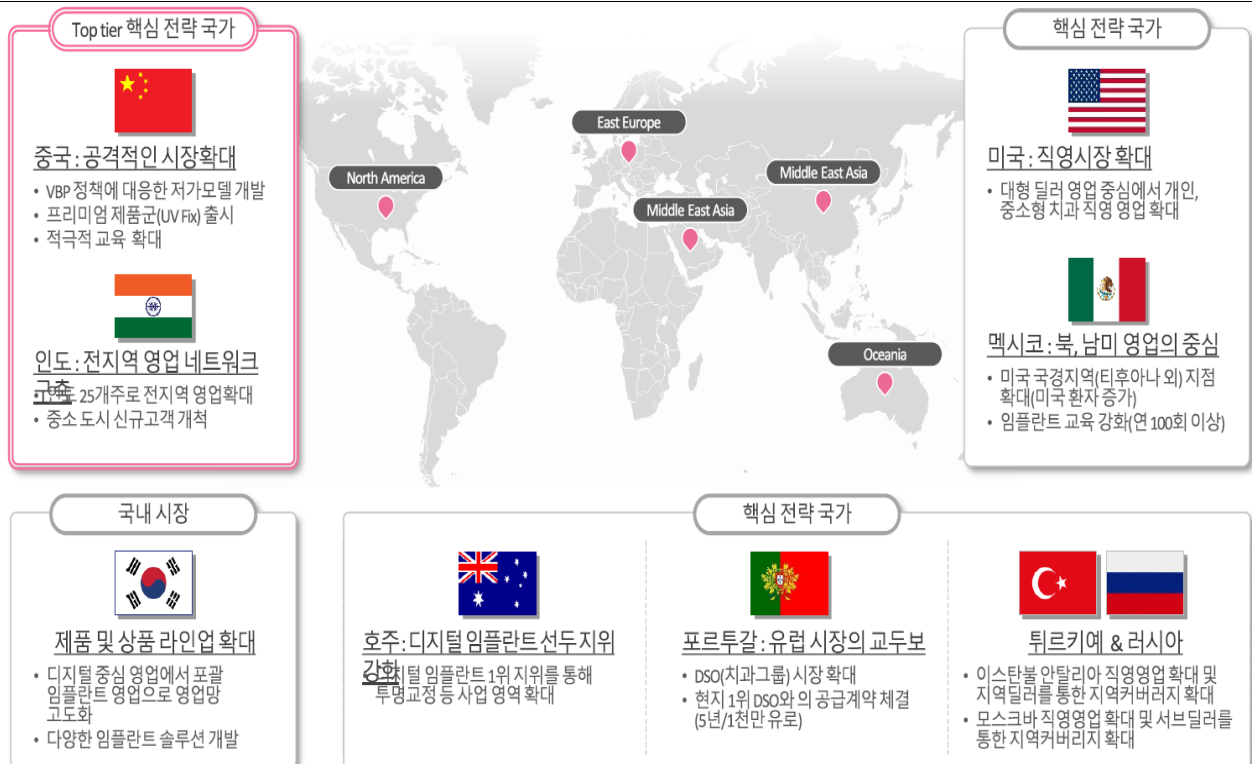
자료: 디오, iM증권 리서치본부

그림4. 디오 사업 포트폴리오 확대



자료: 디오, iM중권 리서치본부

그림5. 디오 국가별 핵심 전략



자료: 디오, iM중권 리서치본부

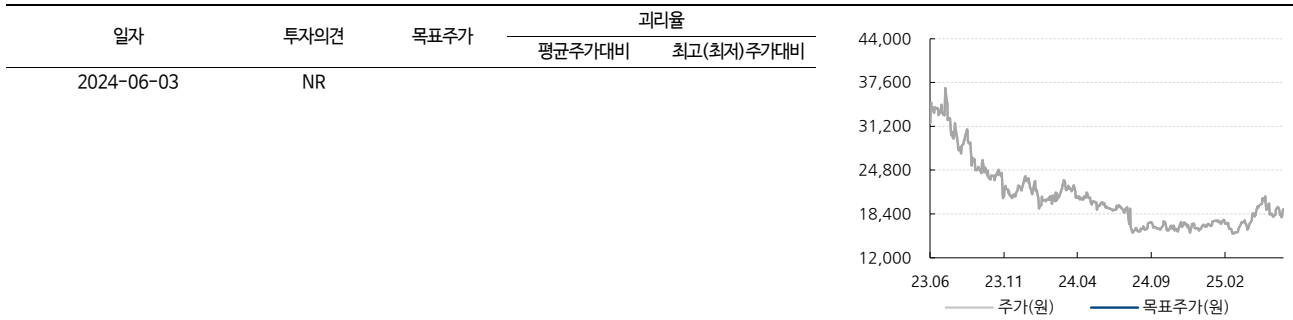
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2021	2022	2023	2024	(십억원 %)	2021	2022	2023	2024
유동자산	201	170	176	171	매출액	150	131	156	120
현금 및 현금성자산	31	17	9	25	증가율(%)	25.0	-12.5	18.7	-23.2
단기금융자산	4	6	3	30	매출원가	42	42	43	46
매출채권	118	110	128	77	매출총이익	108	90	113	74
재고자산	25	27	26	26	판매비와관리비	73	94	92	115
비유동자산	147	160	191	172	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	121	121	160	144	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	17	12	11	2	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	348	330	368	343	영업이익	35	-4	21	-41
유동부채	141	150	165	120	증가율(%)	16.0	적전	흑전	적전
매입채무	6	4	8	7	영업이익률(%)	23.2	-3.4	13.4	-34.0
단기차입금	83	92	98	55	이자수익	0	0	0	1
유동성장기부채	11	15	17	11	이자비용	4	5	8	6
비유동부채	20	13	9	20	자본이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	-1	0	-1
장기차입금	13	7	2	15	세전계속사업이익	34	-21	10	-50
부채총계	161	163	173	139	법인세비용	6	-1	8	-9
자배주주지분	187	166	194	204	세전계속이익률(%)	22.5	-16.1	6.7	-42.2
자본금	8	8	8	8	당기순이익	28	-20	3	-41
자본잉여금	75	78	78	0	순이익률(%)	18.8	-15.6	2.1	-34.5
이익잉여금	88	69	71	78	자배주주귀속 순이익	28	-20	3	-41
기타자본항목	23	21	52	116	기타포괄이익	-2	1	35	-9
비자배주주지분	1	1	-	-	총포괄이익	26	-19	37	-50
자본총계	188	167	194	204	자배주주귀속총포괄이익	26	-20	38	-50

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	6	-1	5	15	주당지표(원)				
당기순이익	28	-20	3	-41	EPS	1,932	-1,380	227	-2,865
유형자산감가상각비	9	11	10	10	BPS	11,854	10,444	12,242	13,624
무형자산상각비	2	2	2	2	CFPS	2,712	-492	1,073	-2,086
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-12	-17	-3	-21	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PER	19.3		98.5	
무형자산의 처분(취득)	2	2	2	0	PBR	3.2	1.9	1.8	1.2
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	13.8	-40.1	20.9	-7.7
재무활동 현금흐름	-13	5	-10	20	EV/EBITDA	14.3	38.1	10.4	-
단기금융부채의증감	4	15	6	-29	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-1	2	-4	10	ROE	16.3	-11.6	1.8	-20.7
자본의증감	-10	-3	-5	60	EBITDA이익률	30.8	6.7	21.3	-24.7
배당금지급	-1	-	-	-1	부채비율	85.6	97.5	89.1	68.2
현금및현금성자산의증감	-19	-13	-8	16	순부채비율	38.4	55.1	53.4	13.1
기초현금및현금성자산	48	31	17	9	매출채권회전율(x)	1.5	1.2	1.3	1.2
기말현금및현금성자산	31	17	9	25	재고자산회전율(x)	6.4	5.0	5.9	4.6

자료 : 디오, iM증권 리서치본부

디오 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 : 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%