

[스몰캡]

# 2025 Yuanta Small cap T.I.C



권명준 스몰캡  
02 3770 5587  
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

손현정 스몰캡  
02 3770 5595  
hyunjeong.son@yuantakorea.com

백종민 스몰캡  
02 3770 5598  
jongmin.baik@yuantakorea.com



# 2025 Yuanta Small cap



**권명준**

스몰캡

02 3770 5587

[myoungchun.kwon@yuantakorea.com](mailto:myoungchun.kwon@yuantakorea.com)



**손현정**

스몰캡

02 3770 5595

[hyunjeong.son@yuantakorea.com](mailto:hyunjeong.son@yuantakorea.com)



**백종민**

스몰캡

02 3770 5598

[jongmin.baik@yuantakorea.com](mailto:jongmin.baik@yuantakorea.com)

# CONTENTS



## PART 1. TECH① AI S/W

오랜 기다림, 실망에서 환호로	6
① How was 2024?	7
② AI S/W를 주목해야 하는 이유	8
③ Why 2025?	19

### 관련종목

① 코난테크놀로지(402030)	20
② 뷰노(338220)	26

## PART 2. TECH② ETC(유리기판, 보안)

유리기판: 기대되는 시장 개화	30
① How was 2024?	31
② 유리기판이 주목받는 이유	32
③ Why 2025?	35

### 사이버보안: 관심이 필요한 시점

① How was 2024?	39
② 사이버 보안을 주목해야 하는 이유	40
③ Why 2025?	43

## PART 3. Industry① 전력기기

전력, 확장 사이클 속 차별화 전략	46
① How was 2024?	47
② 확장 사이클을 견인할 수요	49
③ Why 2025?	62

### 관련종목

① 일전전기(103590)	63
② 산일전기(062040)	67

## PART 4. Industry② 로봇

본격적인 확산	70
① How was 2024?	71
② 로봇산업 성장 요인	72
③ Why 2025?	76

### 관련종목

① 로보티즈(108490)	79
② 뉴로메카(348340)	81

## PART 5. Consumer goods① 필러

필러, 다이어트와 동행	83
① How was 2024?	84
② 성장 모멘텀	85
③ Why 2025?	98

### 관련종목

① 휴메딕스(200670)	99
② 제테마(216080)	102

## PART 6. Consumer goods② Fashion

ASP 상승 시즌 진입	106
① How was 2024?	107
② K-Fashion을 주목해야 하는 이유	108
③ Why 2025?	110

### 관련종목

① 폰드그룹(472850)	112
② 감성코퍼레이션(036620)	114



# CONTENTS

## 2025년 유안타 스몰캡 이슈&테마

안녕하십니까? 유안타 증권 리서치에서 스몰캡을 담당하는 권명준, 손현정, 백종민 연구원입니다.

2025년 자료의 제목을 T.I.C(틱)으로 정했습니다. 틱이란 특별한 이유 없이 불안감에 의해 자신도 모르게 몸을 움직이거나 소리를 내는 행동을 의미합니다.

최근 국내 증시와 유사하다고 생각했습니다.

확인된 명확한 이유가 아닌 불확실한 우려감(글로벌 경기둔화 우려, 트럼프2기 정책, 지속되는 지정학적 리스크 등)이 주식시장내 불안감으로 작용하고 있으며, 이로 인해 한국증시의 TIC반응을 보이는 것처럼 보입니다. 이에 특정한 섹터, 이슈/테마보다는 2025년도에 시장에서 주목받을 수 있는 이슈/테마를 다양한 산업에서 찾아보았습니다. 저희의 고민이 투자자분들에게 길잡이가 되었으면 하는 바람으로 표지는 복두칠성으로 디자인했습니다.

첫째, T는 Tech입니다. 그 중에서 AI S/W를 주목하고 있습니다. 2024년에는 국가 차원의 AI 서비스가 도입되기 시작했으며, 기업용 AI 솔루션 수요가 확인되고 있습니다. 또한 의료 AI 산업의 제도 기반이 강화되면서 윤리 안정성 측면의 문제가 개선되고 있습니다. 이러한 추세는 2025년에 가속화될 것으로 전망합니다. 정부 AI 예산의 확대와 B2B 솔루션 도입 여부에 따른 성과 격차가 확인될 것으로 예상되기 때문입니다. 관련기업으로 **코난테크놀로지**와 **뷰노**를 주목합니다. 이외에도 AI 산업 성장에 따라 유리기판 및 사이버 보안 산업도 동반 성장할 것으로 기대됩니다.

둘째, I는 Industry입니다. 특히 전력기기를 주목하고 있습니다. 2022년 말부터 시작된 확장 사이클은 여전히 초기 국면이라고 판단합니다. 15년만에 도래한 전력기기의 호황은 1)미국 인프라 교체 2) AI 등장 3) 신규 발전원 증가로 지속될 것으로 전망합니다. 관련기업으로는 **일진전기**, **산일전기**를 주목합니다. 이외에도 로봇산업도 관심이 필요합니다. 2024년이 로봇산업의 개화가 시작된 해라고 하면 2025년은 본격적인 확산이 기대되는 시기입니다. 관련기업으로 **로보티즈**와 **뉴로메카**를 제시합니다.

셋째, C는 Consumer goods입니다. 필러의 성장성을 주목하고 있습니다. 성장 모멘텀은 1) 중국 부양책에 따른 수출 확대 2) 오젠펙 페이스로 신규 수요 증가 3) 스킨부스터의 등장입니다. 필러 산업 내 저평가된 관련 기업으로 **휴메딕스**, **제테마**를 주목합니다. 소비재 중에서 패션기업들에 관심도 필요합니다. 엘니뇨에서 라니냐로 전환되는 국면이라는 점에서 ASP가 개선될 것으로 기대됩니다. 또한 내수기업에서 해외로의 진출이 본격화되는 시점입니다. 관련기업으로 **폰드그룹**과 **감성코퍼레이션** 등이 있습니다.

많은 고민을 하고 작성한 자료입니다. 투자에 도움이 되셨으면 좋겠습니다.

향후에도 다양한 투자 아이디어를 공유드릴 수 있도록 노력하겠습니다.



백종민

스몰캡

02 3770 5598

[jongmin.baik@yuantakorea.com](mailto:jongmin.baik@yuantakorea.com)

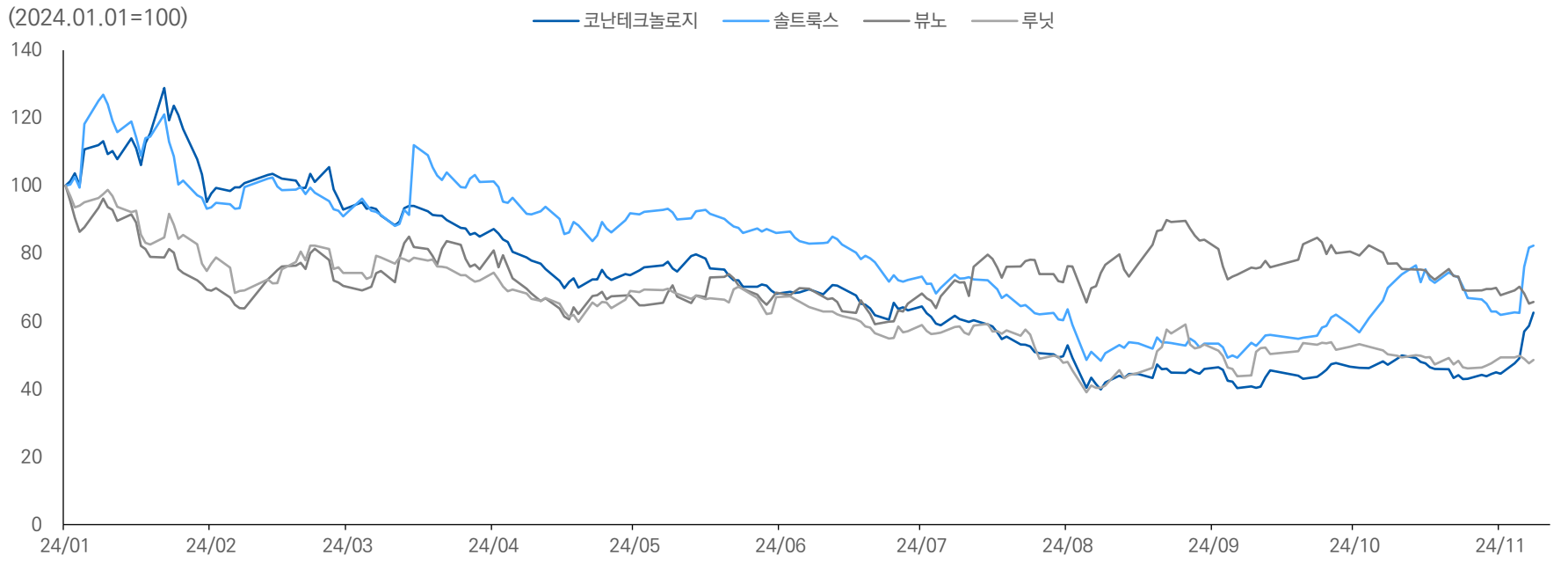
## PART 1. AI S/W

# 오랜 기다림, 실망에서 환호로

## I. How was 2024?

- 2022.11월 ChatGPT 출시 & 2023년 AI 인프라(H/W)의 확산 → 2024년 AI 수익화를 위한 다양한 서비스(S/W) 분야 기대감 증폭
- 하지만, 빅테크의 기술 경쟁에 따른 AI 기술 격차 우려 부각 → 국내 AI S/W 관련주 투자심리 악화
- 국내 AI S/W(코난테크놀로지, 솔트룩스): 2023년 자체개발 생성형 AI 솔루션 출시 이후 관련 사업 수주 미비
- 의료 AI(뷰노, 루닛): 의료 파업 사태 & 고금리 환경 등 비우호적 매크로 요인과 해외 시장 진출 지연 및 더딘 외형 성장에 따른 수익성 부진에 하락

[그림] AI S/W 기업들의 2024년 주가 추이

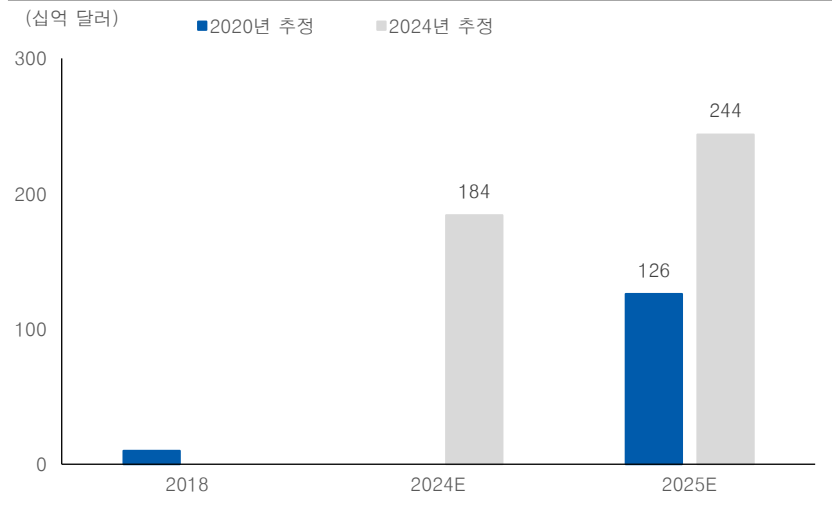


자료: Quantiverse, 유안타증권 리서치센터

## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ① 생성형 AI 등장에 따른 AI 산업 성장 가속화

- 2022년 말 대표적인 생성형 AI 서비스 ChatGPT 출시, AI 산업 성장 가속화 요인으로 작용  
 생성형 AI: 데이터에서 패턴 학습 통해 새로운 콘텐츠 생성 기술 → 사람이 인지하는 모든 영역으로 확산 가능
- 글로벌 빅테크의 기술 경쟁과 AI 주권을 지키기 위한 정부 차원의 대응이 시장 성장을 주도
- 2025년 AI 시장 규모는 생성형 AI 등장 전후 추정 시점에 따라 약 2배 이상 확대(2024년 2,440억 달러 vs 2020년 1,260억 달러)
- 전체 AI 산업의 성장은 중소 AI 소프트웨어 기업과 스타트업에게 오히려 기회 요인으로 작용할 것이라는 판단
- 3가지 주요 기회 요인 제시: ①정부 주도의 자국 내 AI 생태계 확장, ②B2B AI 솔루션 시장의 개화, ③의료 AI 산업 수혜

[그림] 생성형 AI 등장 이후 커진 AI 시장 규모(2020년 추정 VS. 2024년 추정)



자료: statista, 유안타증권 리서치센터

[그림] AI 산업의 생태계

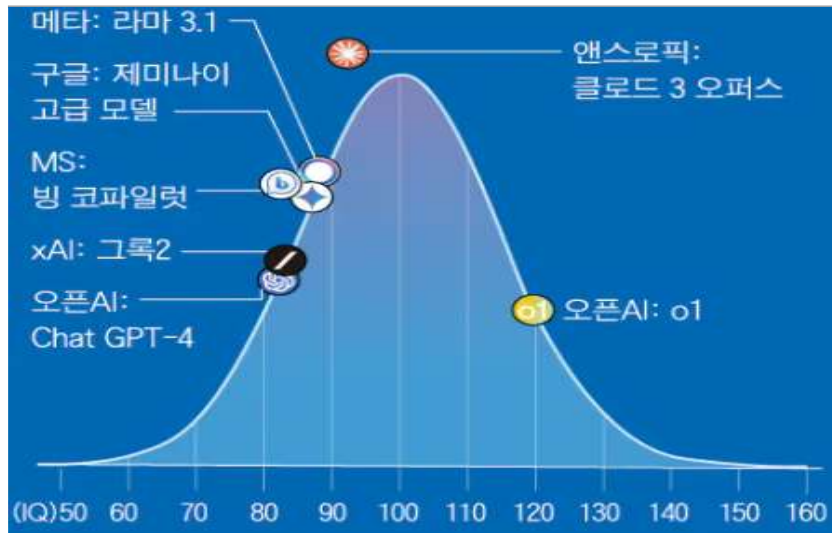


자료: 통계청, 삼일PwC 경영연구원, 유안타증권 리서치센터

## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ② 정부 주도의 자국 내 AI 생태계 확장

- 2023년 6대 빅테크(아마존, 구글, 메타, MS, 애플, 엔비디아)의 R&D 투자 비용은 2,387억 달러
- AI의 빠른 성능 발전을 주도. 2024년 9월 출시한 오픈AI o1의 IQ는 120 수준. AI가 경제 사회 전반을 변화시킬 수 있는 시기가 도래했음을 의미
- 주요 각국 정부 차원의 대응 확대. 자국 내 AI 생태계 활성화를 위한 투자 집행  
프랑스 정부: 약 9조원을 투자하여 자국 내 AI 생태계 확장 및 대표 AI 기업 육성  
캐나다: 2조원 상당의 AI 컴퓨팅 자원을 지원 등

[그림] 생성형 AI 성능의 빠른 발전 속도



자료: 트레이킹AI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국가별 자국 AI 생태계 활성화 방안

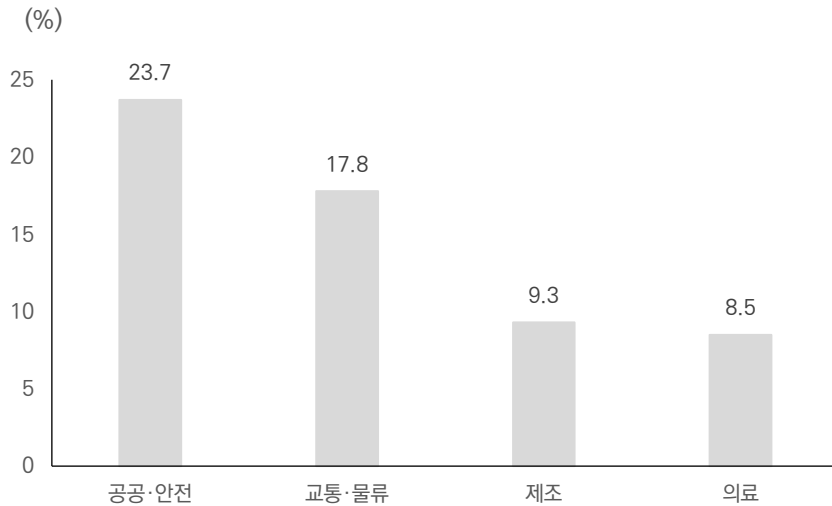
국가	내용
캐나다	캐나다 AI 산업 육성에 2.4조원 투입, 컴퓨팅 인프라에 2조원, AI 스타트업 육성에 2천억원 투입 등
프랑스	2030년 AI 클러스터 구축 목표, 약 9조원 투입
일본	2024년 AI 육성에 1조 276억원 투입, 5월 소프트뱅크의 AI 개발을 위한 슈퍼컴퓨터 정비에 3,700억원 투입
이탈리아	AI 프로젝트 촉진을 위해 1.4조원 규모 펀드 조성. 민간 부문에서 2.8조원 유치 계획 발표
싱가폴	향후 5년간 AI 기술 분야에 1조원 투자 발표, AI 육성을 위한 5가지 이니셔티브 발표

자료: 언론 종합, 유안타증권 리서치센터

## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ② 정부 주도의 자국 내 AI 생태계 확장

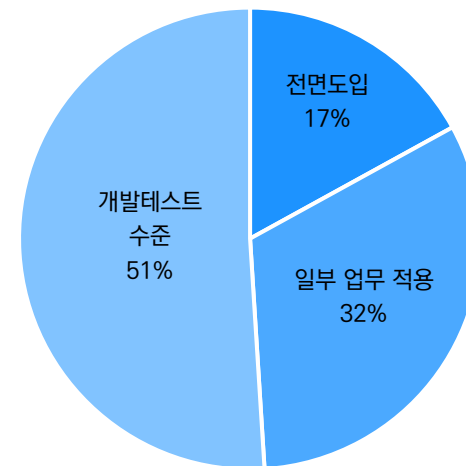
- 한국 정부는 AI 초일류 국가 도약을 핵심 국정과제로 설정하고 적극적인 정책 추진 지속
- AI 일상화 및 산업 고도화 계획(2023년 1월)부터 AI G3 도약을 위한 국가 AI 전략 정책 방향 발표(2024년 9월)까지 수차례에 걸쳐 정책 구체화
- 전국민 AI 일상화 실행계획(2023년 9월)은 일반 개인부터 기업, 정부까지 국가 전방위적 AI 확산을 추진. 2024년 7,102억원의 예산이 투입
- 관련 프로젝트를 다수의 중소 AI S/W 기업이 수행, 2024년 9월 AI G3 도약을 위한 AI 혁신의 청사진을 통해 관련 사업과 예산의 확대를 예고
- 4대 대규모 프로젝트 예정 ①컴퓨팅 인프라 확충, ②민간 투자, ③ 국가 AX 전면화, ④AI 거버넌스. 2030년까지 AI 도입률 산업 70%, 공공 95% 목표

[그림] 산업별 AI 도입비율



자료: 전국민 AI 일상화 실행계획안, KISDI, 유안타증권 리서치센터

[그림] AI 도입 수준



자료: 전국민 AI 일상화 실행계획안, SPRI, 유안타증권 리서치센터

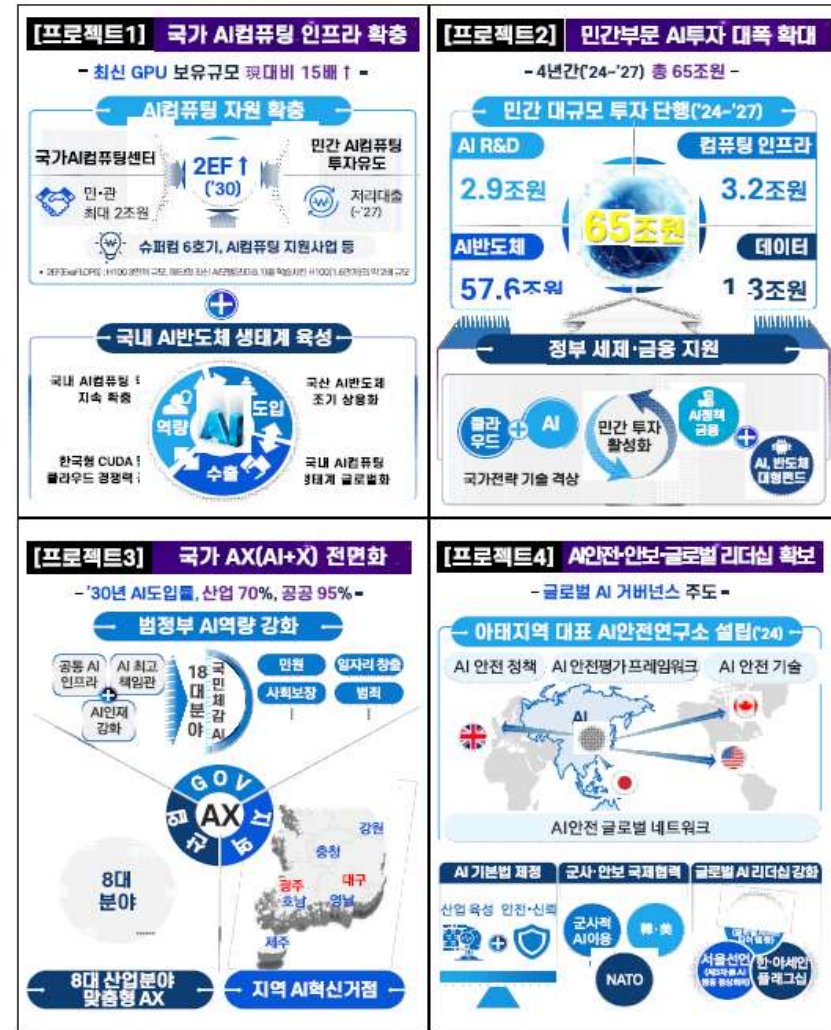
## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ② 정부 주도의 자국 내 AI 생태계 확장

[그림] 2023년 9월 전국민 AI 일상화 실행계획안



자료: 전국민 AI 일상화 실행계획안, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2024년 9월 AI G3 도약을 위한 대한민국 AI 혁신의 청사진

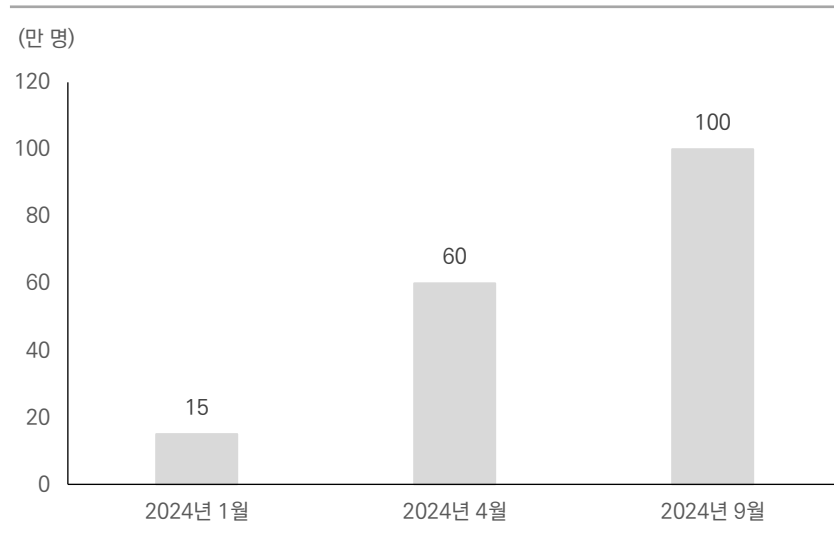


자료: AI G3 도약을 위한 대한민국 AI 혁신의 청사진, 유안타증권 리서치센터

## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ③ B2B AI 솔루션 시장의 개화

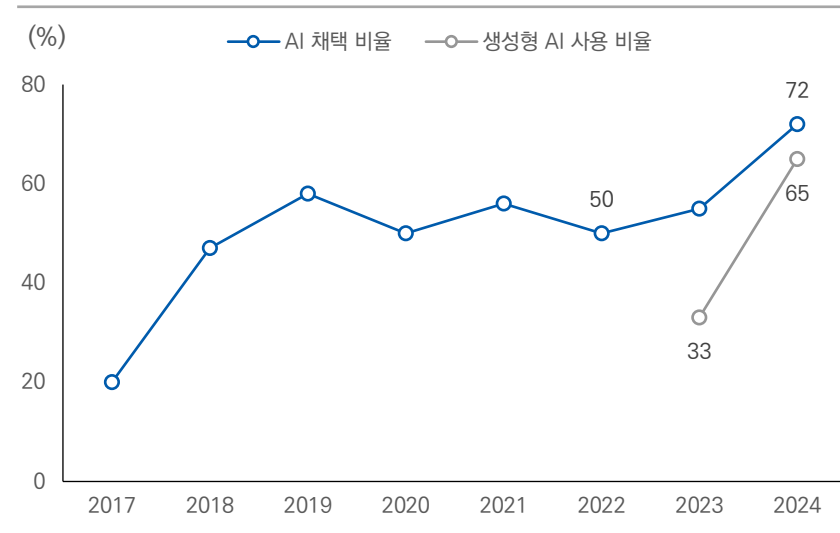
- 기업의 생성형 AI 솔루션 도입은 글로벌 트렌드. 기업용 ChatGPT 솔루션은 출시 약 1년 만에 유료사용자 100만 명 돌파
- AI 기술이 생산성 향상을 가져오는 사례 다수 확인  
예) 마이크로소프트 Copilot을 활용시 개발자의 코딩 소요시간 56% 감소
- Mckinsey&Company에 따르면 2024년 한 개 부서 이상에서 AI 채택한 비율 72%(2022년 50%)
- Precedence Research는 기업용 AI 시장 규모: 2023년 168억 달러→2030년(E) 1,029억 달러(CAGR +25.4%)

[그림] 기업용 ChatGPT 사용자 수 추이



자료: OpenAI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 한 개 부서 이상에서 AI를 채택한 비율

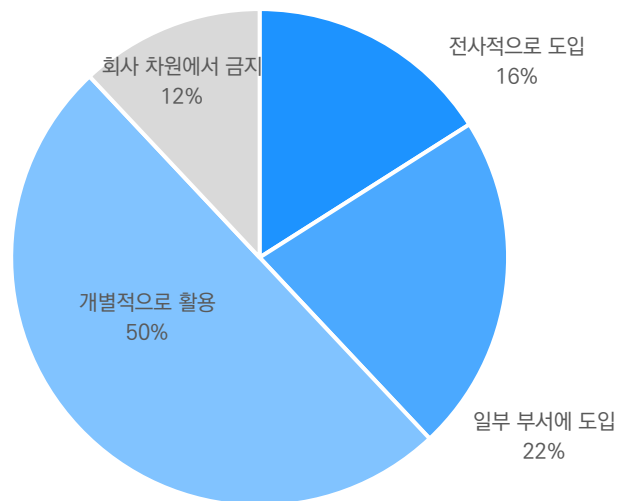


자료: Mckinsey&Company, 유안타증권 리서치센터

## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ③ B2B AI 솔루션 시장의 개화

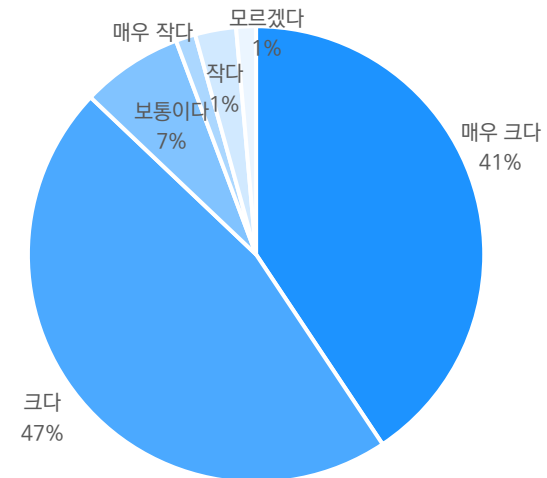
- 국내 기업의 생성형 AI 솔루션 수요 대기업 뿐 아니라 중소기업으로 확대
- 한국경영자총협회, 국내 매출 상위 100대 기업內 전사적인 도입 16%, 회사차원에서 금지 12% → 잠재 수요 약 88%로 파악
- 중견/중소 기업은 생성형 AI 솔루션에 높은 접근성  
생성형 AI가 비즈니스에 변화를 줄 가능성에 긍정 답변 약 87%  
생성형 AI 도입을 금지하겠다는 기업은 0%

[그림] 국내 대기업 생성형 AI 도입 비중



자료: 한국경영자총협회, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국내 중견/중소기업 대상 생성형 AI가 비즈니스에 변화를 줄 가능성

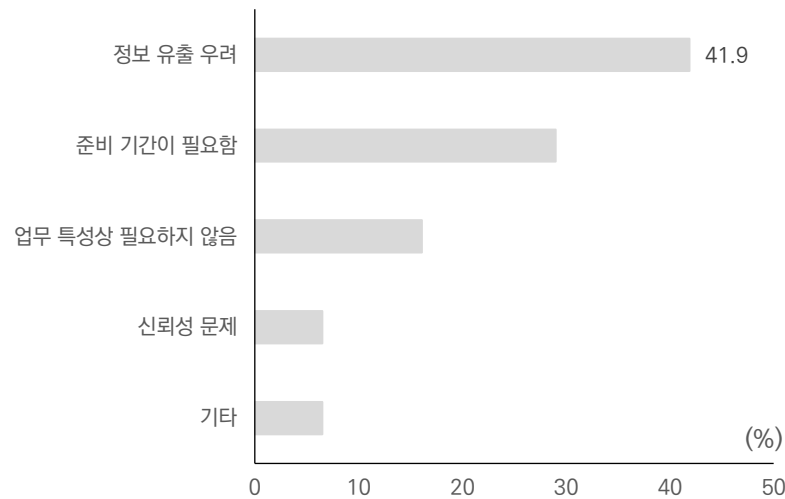


자료: 휴넷, 유안타증권 리서치센터

## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ③ B2B AI 솔루션 시장의 개화

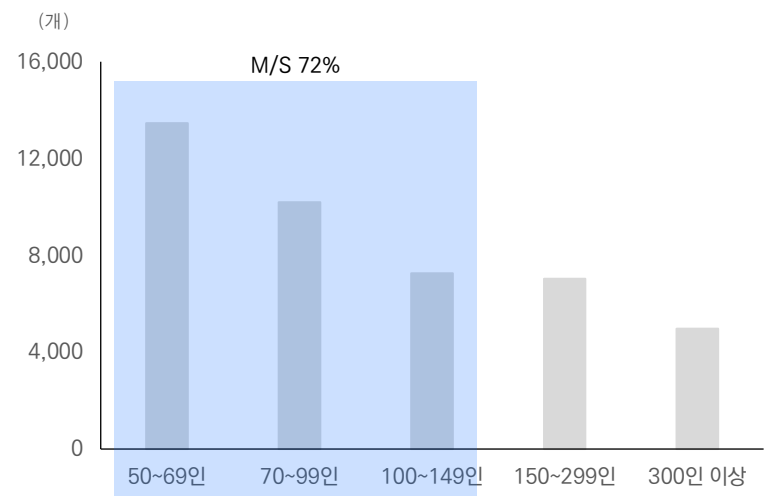
- 기업용 AI 솔루션 시장 참여자는 3개로 구분: 글로벌 빅테크(OpenAI 등), 국내 대기업(삼성SDS 등), 중소기업(코난테크놀로지, 솔트룩스 등)
- 글로벌 빅테크(OpenAI 등): 선제적 출시 통한 초기 시장을 선점 VS. 높은 비용과 보안 이슈로 국내 기업의 시장 참여 가능
- OpenAI의 기업용 ChatGPT 요금은 1인당 60달러/월 & 최소 사용자 수 150인 적용 → 연 10.8만달러 발생  
매년 반복되며, 사용량에 따른 추가 비용 발생
- 국내 대기업이 AI를 도입하지 않은 주된 요인: 정보 유출 우려 대기업 41.9%
- 50~150인 이하 기업은 전체 43,000개 기업 중 약 72%의 비중을 차지

[그림] 국내 대기업이 AI를 도입하지 않은 요인



자료: 한국경영자총협회, 유안타증권 리서치센터

[그림] 50~150인 이하의 기업이 비중이 72%

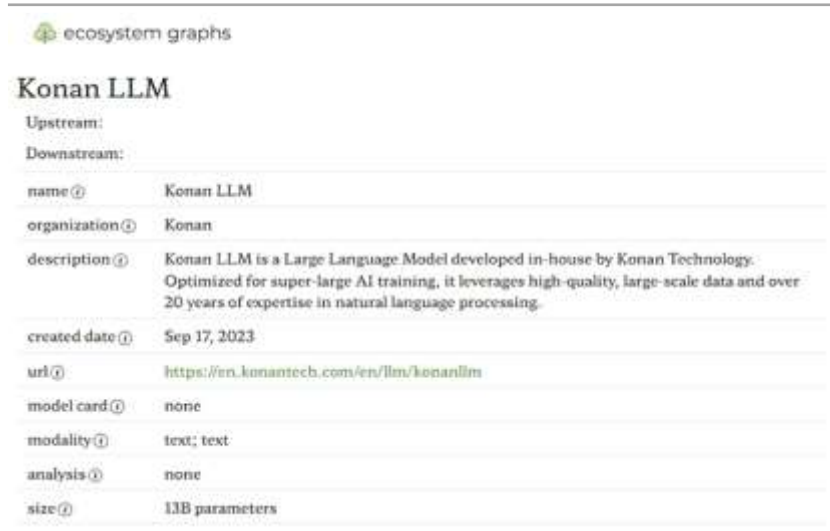


자료: 고용노동부, 유안타증권 리서치센터

## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ③ B2B AI 솔루션 시장의 개화

- 국내 AI S/W 기업 강점: 저렴한 비용 & 높은 보안 안정성 & 기업 맞춤형 솔루션
- 대기업은 100억원 이상의 대형 프로젝트 위주 VS. 중소기업은 예산이 한정적인 공공 및 중견/중소 기업 공략 예상
- 삼성SDS(018260): 2024년 6월 KB그룹의 생성형 AI 플랫폼 구축 수주(114억원) 성공. IBM 등 해외 대기업과 경쟁
- 코난테크놀로지(402030): 2024년 6월 한국남부발전의 생성형 AI 구축 수주(37.9억원) 성공. 국내 최초로 자체개발 LLM의 공공기관 도입
- 솔트룩스(304100): 다양한 가격대의 솔루션 라인업 보유. 현재 최적화 작업 진행 중

[그림] 코난LLM, 다방면으로 기술력을 입증. 美 스탠퍼드대 에코시스템 그래프에 등재



ecosystem graphs	
<b>Konan LLM</b>	
Upstream:	
Downstream:	
name	Konan LLM
organization	Konan
description	Konan LLM is a Large Language Model developed in-house by Konan Technology. Optimized for super-large AI training, it leverages high-quality, large-scale data and over 20 years of expertise in natural language processing.
created date	Sep 17, 2023
url	https://en.konantech.com/en/llm/konanllm
model card	none
modality	text; text
analysis	none
size	13B parameters

자료: 스탠퍼드대 에코시스템 그래프, 유안타증권 리서치센터

[그림] 솔트룩스 루시아, 지난 3월 글로벌 생성형 AI 평가 플랫폼에서 1위 기록

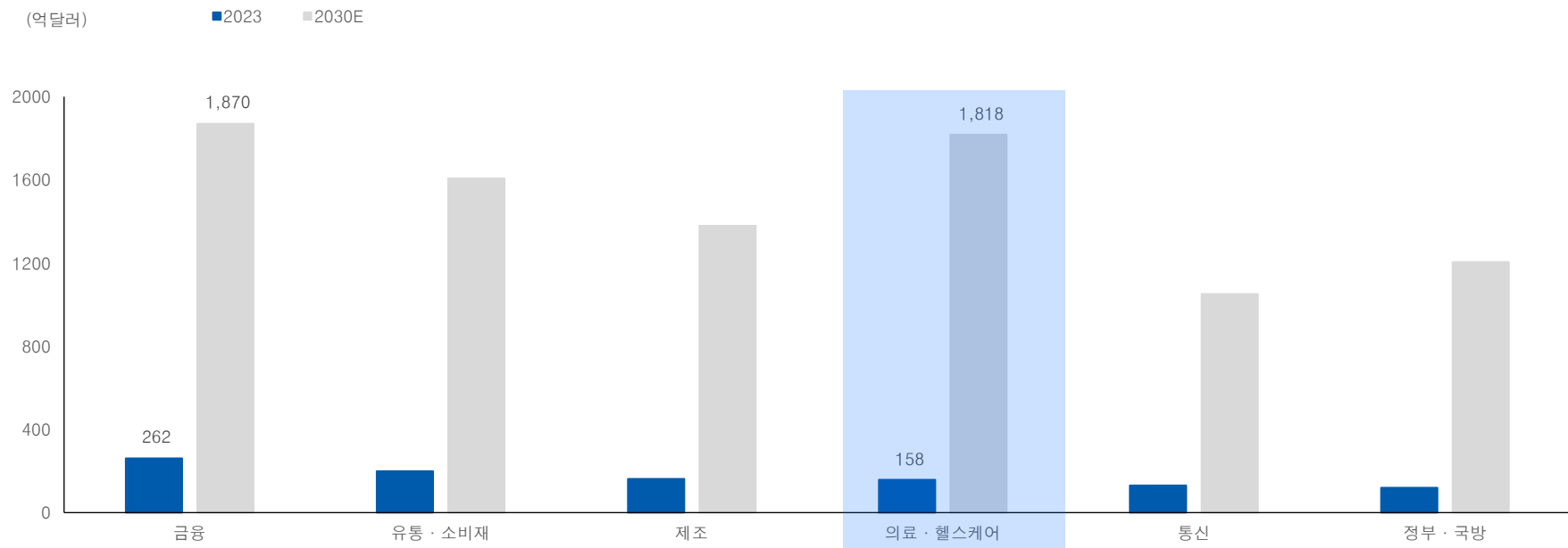


자료: 솔트룩스, 허깅페이스, 유안타증권 리서치센터

## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ④ 의료 AI 산업 수혜

- Marketandmarkets, 의료 AI는 업종별 AI 시장 내 가장 빠른 속도로 성장 중
- 생성형 AI 시대를 맞아 산업 내 다양한 아이디어와 고도화된 AI 기술과 결합 통해 고속 성장
- AI 기술에 대한 가이드라인 및 규정 마련 → 의료 산업의 특수성에 의한 윤리, 안정성 측면 우려 완화 기대
- 2024.5월 시행이 확정된 EU의 AI 규제법에 따르면 의료AI 분야에서 사람이 감독하고 위험관리 시스템을 구축해야 함을 명시  
2024.7월 독일 정부는 국가 폐암검진 사업의 의료영상 판독에 AI 활용을 독려하는 조례 발표. 인센티브 지급 및 면책조항 포함

[그림] 업종별 AI 시장 내에서 가장 빠른 속도가 전망되는 의료 AI



자료: Marketandmarkets, 유안타증권 리서치센터

## II. AI S/W를 주목해야 하는 이유 ④ 의료 AI 산업 수혜

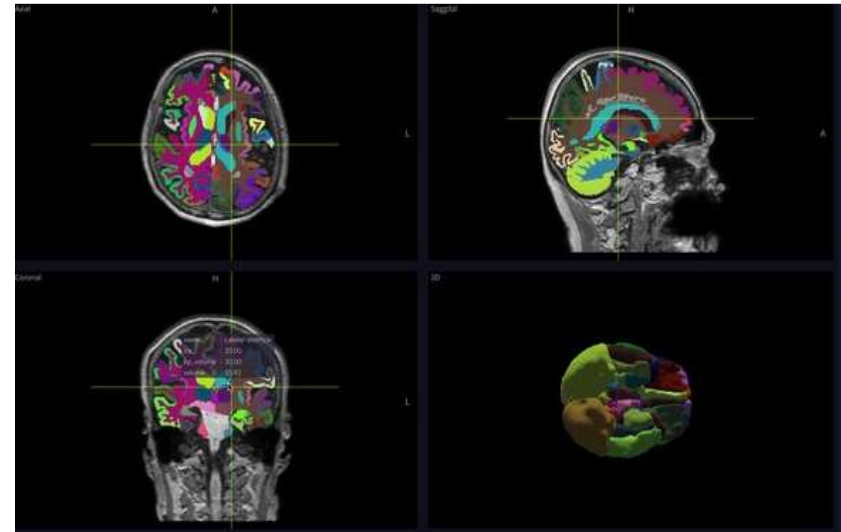
- 2024.9월 의료 인공지능 연구개발 로드맵 확정(보건복지부): ①R&D 지원, ②보건의데이터 활용 체계 고도화, ③의료 AI 개발·확산 위한 제도 기반 강화
- 2024~25년 주요 세부 과제 추진 돌입, 4년 이상 중장기 프로젝트로 구성
- 국내 의료 AI 기업(루닛, 뷰노 등)은 우수한 IT 의료 인프라 기반으로 글로벌 기술경쟁력 확보. 정책 지원과 함께 시장 지배력 확대 전망
- 상기 로드맵에는 신약개발 전 과정에서 AI 활용 활성화, 응급의료 분야의 심정지 관련 AI 모델, 치매 예측·진단 AI 기술 개발 확대 등의 내용이 포함
- 루닛(328130)의 Lunit Scope(AI 신약개발), 뷰노(338220)의 DeepCARS(심정지), DeepBrain(치매) 수혜 가능성 존재

[그림] Lunit Scope, 인간의 시각적 한계를 보완하는 AI 바이오마커 솔루션



자료: 루닛, 유안타증권 리서치센터

[그림] DeepBrain, 뇌 위축 정도 등을 정량화하는 치매 진단 보조 솔루션



자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

## [참고] 의료 인공지능 연구개발 로드맵

주요 과제	추진일정
<b>1. AI 기반 의료 서비스 혁신 지원</b>	
필수의료 중심 의료 AI 기술개발 확대	
1)응급실 특화 AI 기반 임상지원시스템 개발	2024~2028
2)치매전주기 데이터 수집 및 빅데이터 통합시스템 구축	2025~2028
생성형 AI 기반 의료서비스 기술개발 추진	
1)다기관·멀티모달 연합학습 기반 의료 인공지능 기술 시범모델 개발	2025~2029
2)생성형 AI기반 환자관리 의료기술 개발	중장기
<b>2. AI 기반 첨단 의료기기 및 신약개발 지원</b>	
의료기기, 진단보조 분야 AI 기술개발 확대	
1)범부처전주기 의료기기 연구개발사업	2020~2025
2)수요자 중심 돌봄 로봇 및 서비스 실증 연구개발 사업	2023~2027
신약개발 전과정에서의 AI 활용 활성화	
1)연합학습 기반 신약개발 가속화 프로젝트	2024~2028
2)AI 기술을 접목한 임상연구 플랫폼 구축	2023~2025
<b>3. 보건의료데이터 활용 체계 고도화</b>	
보건의료데이터 활용 기반 강화	
1)보건의료데이터 통합활용 기술개발	2025~2029
2)국가 통합 바이오빅데이터 구축	2024~2028
데이터 교류·활용을 위한 상호운용성 제고	
1)보건의료데이터 상호운용성 지원기술개발	2025~2029
<b>4. 의료 AI 개발·확산을 위한 제도 기반 강화</b>	
안전하고 신뢰성 있는 의료 AI 개발·확산	
바이오헬스 분야 인공지능 전문인력 양성 강화	
의료 AI 확산을 위한 윤리와 신뢰 기반 마련	

자료: 보건복지부, 유안타증권 리서치센터

### III. Why 2025?

- 2024.7월 트럼프 캠프 AI 행정 명령, **AI 규제 완화 기대감**. 3Q24 팔란티어(PLTR) 실적 서프라이즈 및 연간 가이던스 상향, **B2B(G) AI 수요 증가 확인**
- AI S/W 기업: 선제적인 투자가 외형 성장으로 이어질 전망  
 코난테크놀로지: 국내 최초 공공 기업 생성형 AI 솔루션 구축 수주(2Q24), B2G사업 특성상 연초 사업 공고 多, AI 사업 관련 수주 경쟁력 우위 전망  
 솔트룩스: 루시아 제품군 최적화 작업 마무리 단계, B2B 생성형 AI 솔루션 시장 침투 전망. AI 검색서비스, 구버 트래픽 증가 추이, AI B2C 시장 진입
- 의료AI 기업: 국내외 매출 확대 기대  
 뷰노: (국내) DeepCARS, Big 5 레퍼런스 확보에 따른 외형 성장 / (해외) DeepBrain(1H25), DeepCARS(2H25) 미국 진출 모멘텀 기대  
 루닛: (국내) 루닛 인사이트 CXR(1Q24), MMG(3Q24) 비급여 시장 진출, 실적 하방 지지 / (해외) Volpara 인수에 따라 미국 진출 원년, 호주, 카타르, 유럽 등 B2G 국가 암 검진 사업 수주

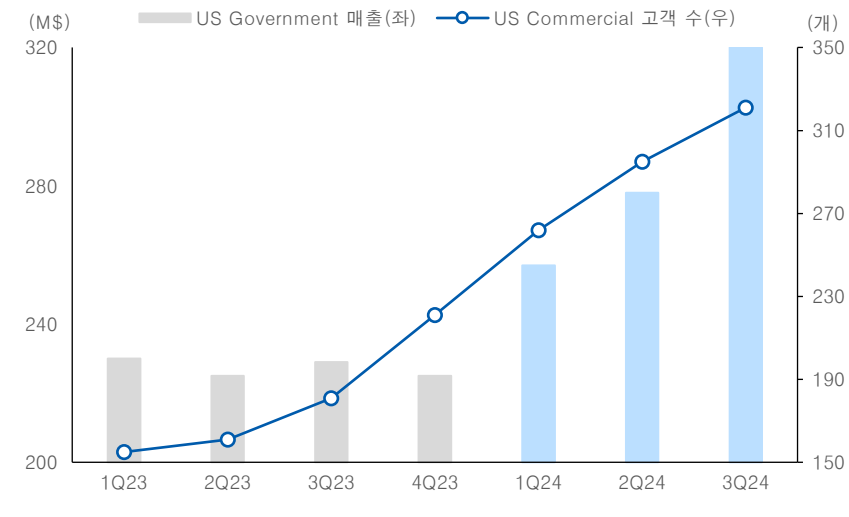
[그림] AI 행정 명령 비교(바이든 행정부 vs 트럼프 행정부)

23년 10월, 바이든 행정부, AI 규제 행정 명령 발표
1) 정부 주도의 AI 개발 기업의 안정성 평가 의무화
2) AI 도구 안정성 표준 마련
3) 콘텐츠 인증 표준 수립
4) 개인 정보 보호

24년 7월 트럼프 캠프 AI 행정 명령 작성
1) 군사 AI 역량을 강화하기 위한 대규모 프로젝트 개시를 목표
2) AI 분야 혁신과 성장을 촉진하기 위한 부담스러운 규제 폐지
3) 해당 프레임워크는 국가 안보와 중국을 비롯한 경쟁국과의 경쟁을 강조

자료: The White House Fact Sheet(바이든), Foresight Navigator(트럼프), 유안타증권 리서치센터

[그림] 팔란티어, B2B 및 B2G 수요 증가에 따른 외형 성장



자료: Palantir, 유안타증권 리서치센터

스몰캡



백종민 스몰캡  
jongmin.baik@yuantakorea.com

투자의견	NOT RATED (M)
목표주가	원 (M)
현재주가 (11/21)	19,070 원
상승여력	-

시가총액	2,184억원
총발행주식수	11,452,888주
60일 평균 거래대금	12억원
60일 평균 거래량	66,499주
52주 고	42,000원
52주 저	13,010원
외인지분율	0.19%
주요주주	김영섭 외 12 인 38.88%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	27.6	27.6	(46.7)
상대	42.4	46.1	(36.1)
절대(달려환산)	26.1	22.6	(50.6)

## 코난테크놀로지(402030): 국방 그리고 AI

- 국내 첫 공공부문 LLM 도입, 2025년 본격 성장 전망
  - 2024년 6월 국내 최초 한국남부발전(공공) 자체개발 생성형 AI 솔루션 구축 수주 계약에 성공
  - 해당 계약은 37.9억원 규모로 지난 2개년 평균 매출 비중의 19.0% 수준
  - 정부 AI 예산 확대에 따라 생성형 AI 구축 사업 증가세(2023년 16건 → 2024년 10월 64건)
  - 코난 LLM이 최초의 사례라는 점 주목, 먼저 쌓은 경험과 피드백으로 시장 선점 전망
- 정부 차원의 사업 확대, 국방 분야 레퍼런스 주목
  - 정부 주도의 AI 도입 확산. 코난 LLM부터 코난 왓처, 챗봇과 같은 다양한 제품군까지 주목받는 계기
  - 국가 차원의 서비스 도입은 단일 솔루션(10억 미만)보다 시스템 단위의 대형 수주(10억 이상) 위주
  - 특히, 국방부 레퍼런스 주목. AI 분야 방산혁신기업 100으로 선정
  - 2024년 해병대(12억원), 공군(15억원), 방위사업청(50억원) 등 국방 사업 수주 및 연구개발 과제 확보
  - 국방부, 2030년까지 유무인 복합전투체계 구축 목표. 국방 분야 수주 확대 전망

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

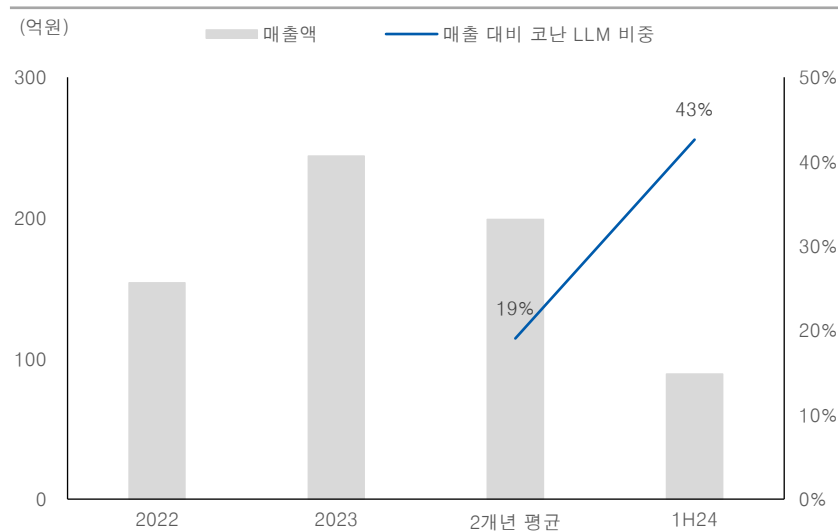
결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	140	178	154	244
증가율	na	27.1	-13.5	58.4
영업이익	10	22	-40	-110
영업이익률	7.1	12.4	-26.0	-45.1
지배주주귀속 순이익	15	19	-33	-98
지배주주 귀속 EPS	234	-323	-864	0
EPS증가율	25.8	-238.0	167.5	-100.0
PER	0.0	0.0	-36.4	-45.8
PBR	0.0	0.0	3.3	14.4
EV/EBITDA	-3.1	-6.0	-23.5	-38.1
ROA	21.0	9.7	-8.8	-20.1
ROE	67.6	20.2	-11.9	-27.3

자료: 유안타증권 리서치센터

## 투자포인트 ① 국내 첫 공공부문 LLM 도입, 2025년 본격 성장 전망

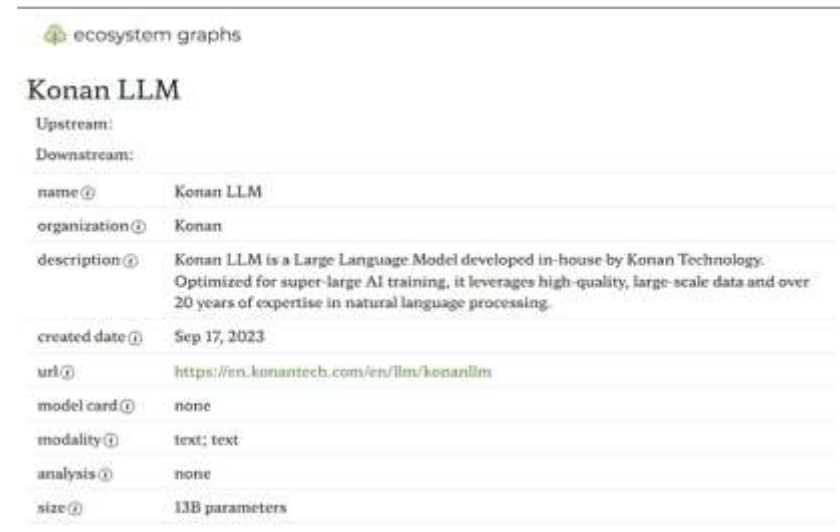
- 2025년 코난 LLM 본격 확장의 원년으로 예상
  - 코난 LLM은 2023년 8월 출시한 동사의 자체개발 생성형 AI 솔루션
- 2024년 6월 국내 최초 한국남부발전(공공) 자체개발 생성형 AI 솔루션 구축 수주 계약에 성공
- 해당 계약은 37.9억원 규모로 지난 2개년 평균 매출 비중의 19.0% 수준. 코난 LLM이 새로운 수익원으로 합류하면서 연간 20% 이상 외형 성장 전망
- 정부 AI 예산 확대에 따라 생성형 AI 구축 사업 증가세(2023년 16건 → 2024년 10월 64건)
- 코난 LLM이 최초의 사례라는 점 주목, 먼저 쌓은 경험과 피드백으로 시장 선점 전망

코난 LLM을 통해 연간 20% 이상 매출 성장 효과 기대 가능



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

다방면으로 기술력을 입증, 美 스탠퍼드대 에코시스템 그래프에 등재된 코난 LLM



자료: 스탠퍼드대 에코시스템 그래프, 유안타증권 리서치센터

## 투자포인트 ② 정부 차원의 사업 확대, 국방 분야 레퍼런스 주목

- 정부 주도의 AI 도입 확산. 코난 LLM부터 코난 왓처, 챗봇과 같은 다양한 제품군까지 주목받는 계기
- 국가 차원의 서비스 도입은 단일 솔루션(10억 미만)보다 시스템 단위의 대형 수주(10억 이상) 위주
- 특히, 국방부 레퍼런스 주목. 2022~2023년 국방 관련 시스템 구축 사업 경험 보유. 2023년 9월에는 AI 분야 방산혁신기업 100으로 선정
- 2024년 해병대(12억원), 공군(15억원), 방위사업청(50억원) 등 국방 분야 수주 및 연구개발 과제 확보
- 국방부, 2030년까지 유무인 복합전투체계 구축 목표. 국방 분야 수주 확대 전망
- 국방 AI 시장 선도 위한 신제품 개발 지속. 코난 dtrain, AI 파일럿, 디지털트윈 프레임워크(PHM) 등

코난테크놀로지 공공부문 주요 수주 계약

수요 기관	계약명	계약 규모(억원)	시작일	종료일	완료여부
국군재정관리단	스마트인재관리시스템 구축용역	74.8	2022.12.01	2025.08.30	진행 중
여성가족부	아이돌봄 통합지원 플랫폼 구축사업 2단계	18.6	2023.05.04	2024.05.03	완료
국방부(한국지능정보사회진흥원)	국방 지능형 플랫폼 구축	51.2	2023.08.09	2023.12.31	완료
여성가족부	아이돌봄 서비스 유지운영 및 안정화	26.3	2024.02.06	2024.12.31	일부 진행 중
한국남부발전	생성형 AI 구축 및 학습 용역	37.9	2024.07.15	2025.08.08	진행 중
한국거래소	공매도 중앙점검시스템 구축을 위한 개발용역	12.8	2024.08.07	2025.03.31	진행 중
해병대사령부	AI 기반 공중무인체계 영상 통합분석 기술 실증 사업	12	2024.08.10	2025.06.10	진행 중
공군 전력지원체계사업단	AI 기반 ACMI 수집분석체계 구축 사업	15	2024.09.26	2024.12.31	진행 중

자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터 / 주: 음영은 국방 분야 수주 계약

# 투자포인트 ② 정부 차원의 사업 확대, 국방 분야 레퍼런스 주목

## 코난테크놀로지 국방 분야 사업 확장 로드맵



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

## 코난 AI Pilot 주요 기술



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

## 코난 dtrain 개요



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

## 코난 PHM 도입 기대 효과

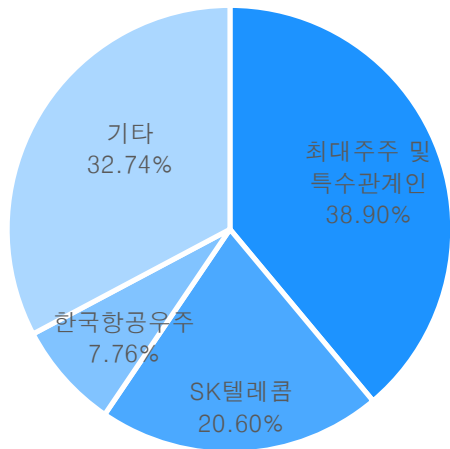


자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

## 투자포인트 ③ 파트너십 확대로 중장기 성장 동력 확보

- 신제품 출시 및 생성형 AI를 활용한 기존 제품 고도화 지속. SK텔레콤, 한국항공우주, 리벨리온 등의 파트너사와 사업 협력 확대로 성장 동력 확보 중
- SK텔레콤과 한국항공우주는 2대, 3대 주주, AI 반도체 스타트업 리벨리온은 2024년 8월 SK텔레콤 자회사로 편입  
 SK텔레콤: 2024.4월 13개 국어 동시 통역 솔루션 코난 챗봇 플러스 공동판매 파트너십 체결. SK텔레콤 영업망 통해 공급 시작  
 한국항공우주: 국방 사업 협력 확대 전망. 항공기 고장진단을 돕는 디지털트윈 솔루션 코난 PHM을 통해 중장기 성장 동력 확보  
 리벨리온: 온디바이스 AI 시장 협력. 딥러닝 프레임워크, 코난 dtrain을 통한 저전력 AI 추론으로 효율성과 보안 취약점 개선
- 2024.10월 방위사업청과 디지털트윈 활용한 AI 파일럿 개발 및 무인기 탑재 실증 과제 수행자로 선정  
 한국항공우주, 리벨리온 등과 국방 분야 사업 협력 확대 전망

코난테크놀로지 주주현황



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

SK텔레콤과 공동 판매 중인 코난 챗봇 플러스



자료: 코난테크놀로지, 유안타증권 리서치센터

코난테크놀로지 (402030) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	140	178	154	244
매출원가	0	85	92	103	194
매출총이익	0	55	87	51	50
판매비	0	45	64	91	160
영업이익	0	10	22	-40	-110
EBITDA	0	16	29	-40	-110
영업외손익	0	5	-3	8	13
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	8	14
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	6	-3	0	-1
법인세비용차감전순손익	0	15	19	-33	-97
법인세비용	0	0	0	0	2
계속사업순손익	0	15	19	-33	-98
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	15	19	-33	-98
지배자분순이익	0	15	19	-33	-98
포괄순이익	0	15	17	-32	-105
지배자분포괄이익	0	15	17	-32	-105

주영업이익인식기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	0	26	43	-47	-68
당기순이익	0	15	19	-33	-98
감가상각비	0	6	6	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	9	17	-23	-13
기타현금흐름	0	-4	1	9	43
투자활동 현금흐름	0	-11	-22	-171	-41
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-2	-3	-10	-74
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-9	-19	-162	33
재무활동 현금흐름	0	3	73	284	-36
단기차입금	0	5	0	0	-5
사채 및 장기차입금	0	2	-4	-5	-21
자본	0	0	81	293	4
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-4	-4	-4	-14
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	0	18	95	66	-146
기초 현금	0	31	49	143	209
기말 현금	0	49	143	209	64
NOPLAT	0	10	22	-40	-112
FCF	0	22	43	-73	-199

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	0	119	231	455	330
현금및현금성자산	0	49	143	209	64
매출채권 및 기타채권	0	22	19	24	48
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	0	23	19	44	151
유형자산	0	14	10	20	122
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	1	1	13	13
자산총계	0	142	250	499	481
유동부채	0	51	66	69	140
매입채무 및 기타채무	0	24	29	23	59
단기차입금	0	5	5	5	0
유동성장기부채	0	4	5	21	0
비유동부채	0	47	41	24	27
장기차입금	0	26	21	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	98	107	93	167
지배자분	0	44	143	406	314
자본금	0	20	22	28	57
자본잉여금	0	73	152	438	416
이익잉여금	0	-49	-31	-63	-168
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	0	44	143	406	314
순차입금	0	-49	-171	-386	-214
총차입금	0	39	32	31	20

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	0	186	234	-323	-864
BPS	0	550	1,610	3,574	2,751
EBITDAPS	0	196	353	-398	-966
SPS	0	1,750	2,206	1,516	2,147
DPS	0	0	0	0	0
PER	NA	0.0	0.0	-36.4	-45.8
PBR	NA	0.0	0.0	3.3	14.4
EV/EBITDA	NA	-3.1	-6.0	-23.5	-38.1
PSR	NA	0.0	0.0	7.7	18.4

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	27.5	-13.8	58.7
영업이익 증가율 (%)	0.0	0.0	134.2	적전	적지
지배순이익 증가율 (%)	0.0	0.0	27.3	적전	적지
매출총이익률 (%)	0.0	38.9	48.5	33.0	20.6
영업이익률 (%)	0.0	6.8	12.6	-26.3	-45.0
지배순이익률 (%)	0.0	10.6	10.6	-21.3	-40.3
EBITDA 마진 (%)	0.0	11.2	16.0	-26.3	-45.0
ROIC	NA	-1,499.3	-187.4	553.8	-371.5
ROA	NA	21.0	9.7	-8.8	-20.1
ROE	NA	67.6	20.2	-11.9	-27.3
부채비율 (%)	NA	222.3	74.7	22.8	53.1
순차입금/자기자본 (%)	NA	-111.8	-119.5	-95.0	-68.0
영업이익/금융비용 (배)	0.0	6.9	19.9	-32.1	-49.3

스몰캡



백종민 스몰캡  
jongmin.baik@yuantakorea.com

투자 의견	NOT RATED (M)
목표주가	원 (M)
현재주가 (11/21)	24,200 원
상승여력	-

시가총액	3,361억원
총발행주식수	13,888,217주
60일 평균 거래대금	105억원
60일 평균 거래량	332,585주
52주 고	46,550원
52주 저	22,500원
외인지분율	1.33%
주요주주	이예하 외 3 인 15.70%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(23.7)	(33.8)	(37.3)
상대	(14.8)	(24.1)	(24.7)
절대(달러환산)	(24.5)	(36.4)	(41.9)

## 뷰노(338220): 2025년 DeepCARS ‘도’ 잘하는 회사

- DeepCARS 국내외 성장 전망
  - DeepCARS의 국내 매출 확대 지속 및 2H25 미국 시장 진출 모멘텀 전망
  - 2024년 6월 BIG 5 병원 중 최초로 삼성서울병원에 납품 시작. 레퍼런스 측면에서 타 병원 도입 유도
  - 美 FDA 승인 마무리 단계, 보험 코드 취득 및 시장 침투 위한 컨설팅 진행 중. 2H25 하반기 매출 발생 전망
- 매출 품목 다변화 기대감 유효
  - DeepBrain 2023년 10월 美 FDA 인증 획득 후 보험 코드 취득 논의 중. 1H25 미국 시범 매출 발생 예정
  - Hativ는 식약처 의료기기 인증 후 2023년 9.4억원 매출 기록. 2024년 20억원, 2025년 40억원 매출 예상
  - Fundus AI는 2024년 10월 국내 비급여 시장 진입 확정. 2025년 본격 매출 발생 전망

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

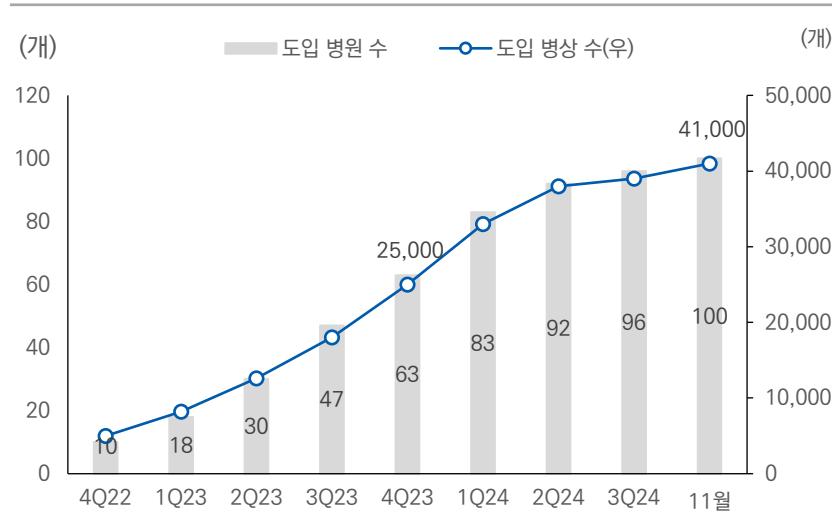
결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	22	83	133
증가율	na	na	277.3	60.2
영업이익	0	-178	-154	-157
영업이익률	na	-809.1	-185.5	-118.0
지배주주귀속 순이익	0	-196	-157	-156
지배주주 귀속 EPS	-1,802	-1,383	-1,342	0
EPS증가율	na	-23.3	-3.0	-100.0
PER	NA	-12.2	-6.4	-20.9
PBR	NA	10.9	6.2	77.3
EV/EBITDA	NA	-13.4	-6.5	-22.8
ROA	NA	-109.8	-44.1	-53.9
ROE	NA	-173.1	-75.9	-131.8

자료: 유안타증권 리서치센터

## 투자포인트 ① DeepCARS 국내외 성장 전망

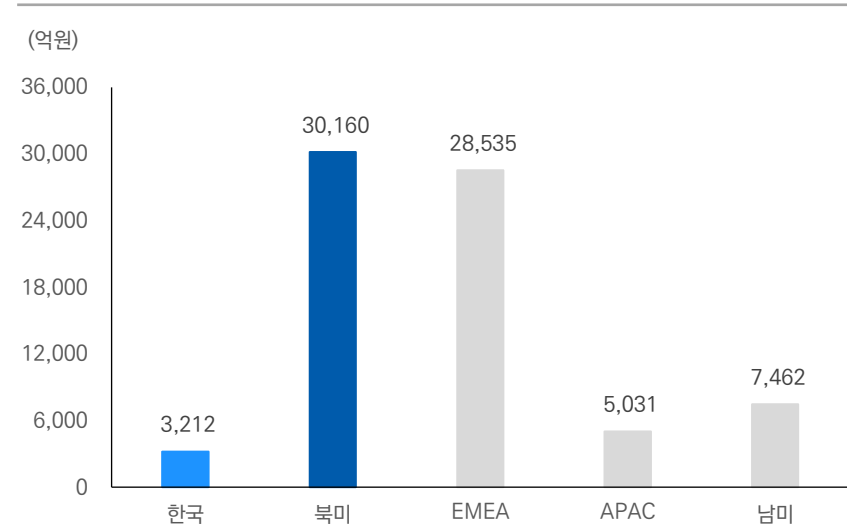
- DeepCARS의 국내 매출 확대 지속 및 2H25 미국 시장 진출 모멘텀 전망
- 2024년 6월 BIG 5 병원 중 최초로 삼성서울병원에 납품 시작. BIG 5가 인정한 기술력이라는 레퍼런스 측면에서 타 병원의 도입 근거, 침투율 확대 전망
- 삼성서울병원과 DeepCARS 성능 입증에 참여한 병원으로 서울아산병원, 서울대병원. 긍정적 평가를 받고 있는 것으로 파악되며, 연내 도입 가능성 존재
- 참고로 병상 수는 삼성서울병원 1,700개, 서울아산병원 2,400개, 서울대병원 1,600개 수준
- 美 FDA 승인 마무리 단계, 보험 코드 취득 및 시장 침투 위한 컨설팅 진행 중. 2H25 하반기 매출 발생 전망
- 미국 심정지 예측 시장은 국내 대비 10배 이상으로 추정. 1% 침투에만 성공해서 연간 300억원 수준의 매출 기대 가능

시장 진입 2년 만에 상급 종합병원 18개를 포함한 100개 소에 DeepCARS를 도입



자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

지역별 심정지 예측 시장 규모



자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터 / 환율은 1,300원 가정

## 투자포인트 ② 매출 품목 다변화 기대감 유효

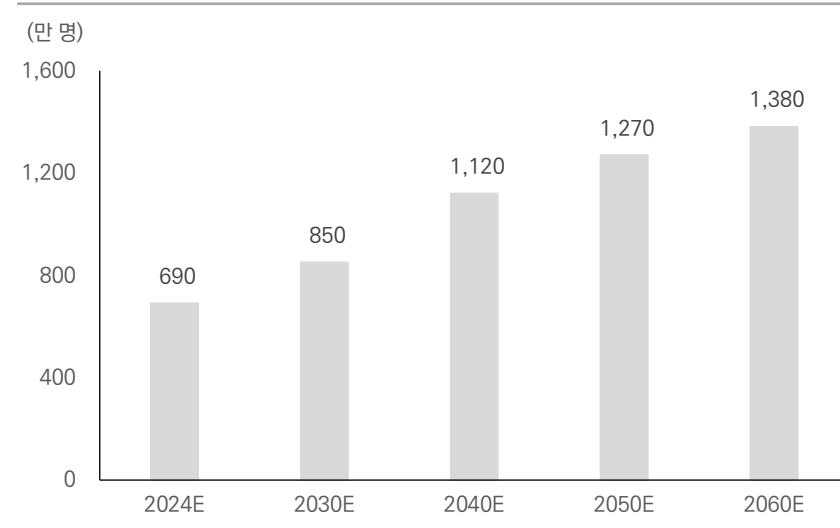
- DeepBrain 2023년 10월 美 FDA 인증 획득 후 보험 코드 취득 논의 중. 1H25 미국 시범 매출 발생 예정
- 미국 알츠하이머 환자 2024년 690만명에서 2060년 1,380만명으로 증가 전망. 의사 수는 2025년 환자 10,000명 당 10명 미만
- DeepBrain 경쟁 제품과 유사한 기능 제공. 그러나 소요 시간 측면에서 대폭 개선
- Hativ는 식약처 의료기기 인증 후 2023년 9.4억원 매출 기록. 2024년 20억원, 2025년 40억원 매출 예상
- 2024년 말 유럽 CE 인증 마무리 후 2025년 미국 FDA 승인 추진 예정
- Fundus AI는 2024년 10월 국내 비급여 시장 진입 확정. 2025년 본격 매출 발생 전망
- 환자 청구 금액은 약 3만원, 내과, 가정의학과 등 일반 병원 공략 계획

DeepCARS 외 주요 제품 인허가 예상 타임라인

솔루션	2H23	1H24	2H24E	1H25E	2H25E
DeepBrain	美 FDA 510k 획득		美 보험 코드 발급	美 시험 매출 발생	美 본격적인 매출 발생
FundusAI		국내 혁신의료기기 통합심사 승인	비급여 매출 발생		
Hativ		급성심근경색 식약처 허가	CE 인증 획득 심부전 허가 (식약처)		美 FDA 승인 획득

자료: 뷰노, 유안타증권 리서치센터

알츠하이머 환자 2배 증가 예상. 신경과 전문의는 2025년부터 만 명당 10명 미만



자료: 미국 알츠하이머 협회, 유안타증권 리서치센터

뷰노 (338220) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	0	22	83	133
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	0	0	22	83	133
판매비	0	0	201	236	290
영업이익	-178	-154	-178	-154	-157
EBITDA	0	0	-169	-140	-143
영업외손익	0	0	-17	-3	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	1	-1	-4
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	-18	-2	5
법인세비용차감전순이익	0	0	-196	-157	-156
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순이익	0	0	-196	-157	-156
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	-196	-157	-156
지배자분순이익	0	0	-196	-157	-156
포괄순이익	0	0	-196	-155	-163
지배자분포괄이익	0	0	-196	-155	-163

주영업이익인출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	0	0	-148	-163	-155
당기순이익	0	0	-196	-157	-156
감가상각비	0	0	8	13	13
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	0	13	-5	-20
기타현금흐름	0	0	27	-14	7
투자활동 현금흐름	0	0	-183	69	74
투자자산	0	0	-70	41	15
유형자산 증가 (CAPEX)	0	0	-13	-1	-1
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-101	29	59
재무활동 현금흐름	0	0	365	143	28
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	50	33
자본	0	0	388	100	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-23	-7	-5
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	0	0	34	50	-54
기초 현금	0	0	17	51	101
기말 현금	0	0	51	101	47
NOPLAT	0	0	-178	-154	-157
FCF	0	0	-169	-146	-163

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	0	0	267	233	146
현금및현금성자산	0	0	51	101	47
매출채권 및 기타채권	0	0	15	14	35
재고자산	0	0	0	2	2
비유동자산	0	0	89	121	80
유형자산	0	0	58	45	35
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	25	69	37
자산총계	0	0	356	354	226
유동부채	0	0	85	136	111
매입채무 및 기타채무	0	0	25	25	22
단기차입금	0	0	42	42	42
유동성장기부채	0	0	0	45	8
비유동부채	0	0	45	31	64
장기차입금	0	0	0	0	34
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	0	130	167	175
지배자분	0	0	226	187	50
자본금	0	0	11	13	14
자본잉여금	0	0	685	801	853
이익잉여금	0	0	-488	-643	-811
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	0	0	226	187	50
순차입금	0	0	-176	-101	0
총차입금	0	0	74	110	99

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	0	0	-1,802	-1,383	-1,342
BPS	0	0	2,016	1,430	362
EBITDAPS	0	0	-1,549	-1,224	-1,078
SPS	0	0	206	724	1,003
DPS	0	0	0	0	0
PER	NA	NA	-12.2	-6.4	-20.9
PBR	NA	NA	10.9	6.2	77.3
EV/EBITDA	NA	NA	-13.4	-6.5	-22.8
PSR	NA	NA	106.7	12.3	27.9

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	268.1	60.4
영업이익 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	적지	적지
매출총이익률 (%)	0.0	0.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	0.0	0.0	-792.4	-185.7	-118.1
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	-870.0	-189.3	-117.7
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.0	-752.5	-169.1	-107.4
ROIC	NA	NA	-774.7	-393.5	-392.8
ROA	NA	NA	-109.8	-44.1	-53.9
ROE	NA	NA	-173.1	-75.9	-131.8
부채비율 (%)	NA	NA	57.6	89.3	349.4
순차입금/자기자본 (%)	NA	NA	-78.1	-54.0	1.0
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	-134.1	-41.6	-17.8



권명준

스몰캡

02 3770 5587

myoungchun.kwon@yuantakorea.com

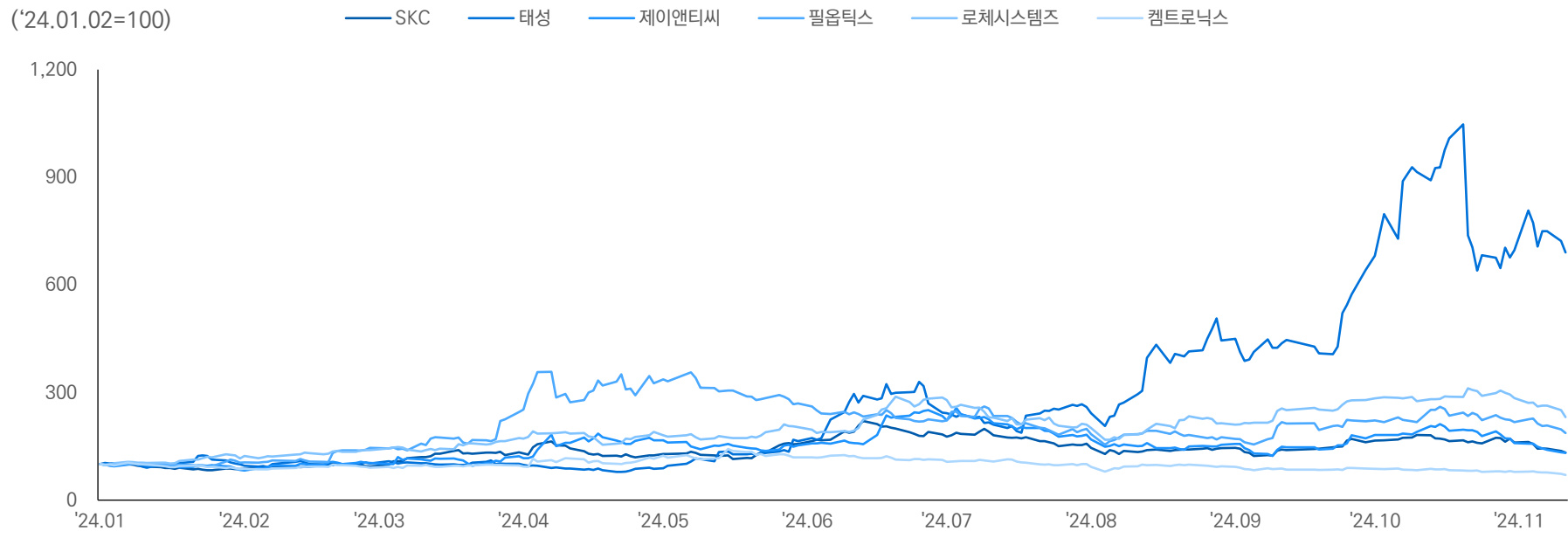
## PART 2-1. 유리기판

# 기대되는 시장 개화

## I. How was 2024?

- 연초부터 주가 강세
- IDM/기판/글래스 업체들이 유리기판 시장진출 선언
- 이어지는 장비 개발 or 장비 공급 수주/계약 체결 뉴스 보도

[그림] 유리기판 관련주들의 2024년 주가 추이

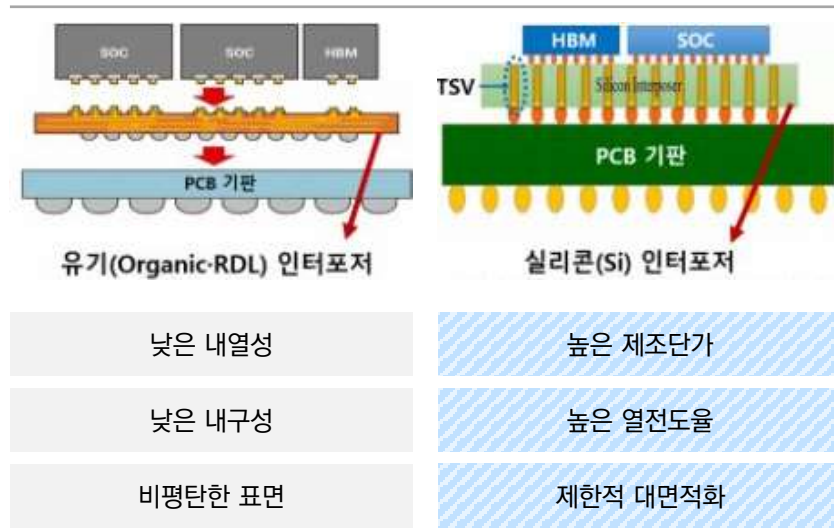


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## II. 유리기판이 주목받는 이유 ① 필요성

- 유리기판(Glass Core Substrate)의 Key word: AI
- 반도체는 PCB Substrate-인터포저(Interposer)-반도체 Chip 구성
- Si반도체에서는 기존 인터포저의 단점을 커버할 수 있는 소재 필요  
유기 인터포저: 내구성이 약하며, 비평탄한 표면 → 배선가격 축소에 한계  
실리콘 인터포저: 높은 제조단가, 열전도율 높음, 대면적에 어려움
- AI 반도체내 높은 내구성, 배선가격 축소, 대면적 필요 → 新 소재에 대한 수요 발생
- 유리: 매끄러운 표면 → 배선가격 축소 가능, 낮은 열 전도율, 대면적에 용이

[그림] 기존(유기/실리콘) 인터포저의 이슈



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

[그림] 유리기판 VS. 기존기판

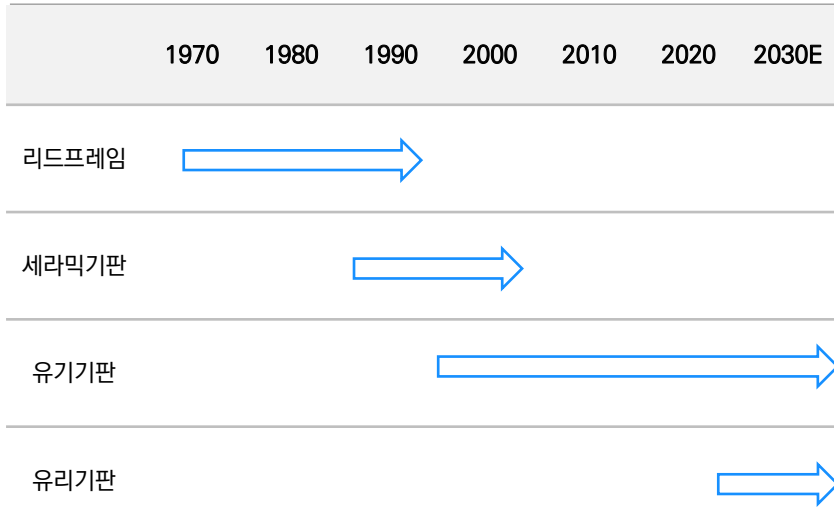
구분	실리콘	유기(적층)	유리	설명
표면 거칠기 (nm)	10이하	400~600	10 이하	높을수록 표면이 거칠
열팽창계수 (ppm/K)	2.9~4	3~17	3~9	높을수록 열에 따른 재료 변화 큼
영률 (Gpa)	165.00	10~40	50~90	높을수록 강도 높아 단단
수분흡수율 (%)	0.00	0.04	0.00	높을수록 물 많이 흡수
열전도율 (W/m.K)	148.00	0.90	1.10	높을수록 열 빠르게 전달
구멍크기 (μm)	작음	큼	매우 작음	높을수록 재료 뚫는 구멍 큼

자료: 미국펜실베이니아주립대, ARFTG, 유안타증권 리서치센터

## II. 유리기판이 주목받는 이유 ② 다양한 산업에서 주목

- IDM, 기판, 유리 업체 등 다양한 산업영역의 기업들의 유리기판 R&D 및 투자진출선언
- 유리기판 주목하는 기업 List
  1. IDM: 인텔-美 애리조나 Fab(10억\$ 투자)구축 / 23.9월 유리기판 적용한 반도체 시제품 공개 / 26년 유리기판 적용 제품 출시 / 30년 이전 양산 목표
  2. 기판: SKC(엡솔릭스)-25년 美 조지아주 공장 구축 / 25년부터 양산 체재 구축 예정  
삼성전기-2026년 이후 대량양산 목표
  3. 유리: 쇼트(Schott)-22년 유리기판용 소재 개발 / 유리기판 CAPA 확대 계획 보유

[그림] 기판 소재의 진화



자료: 인텔, 유안타증권 리서치센터

[그림] 유리기판을 주목하는 다수의 기업

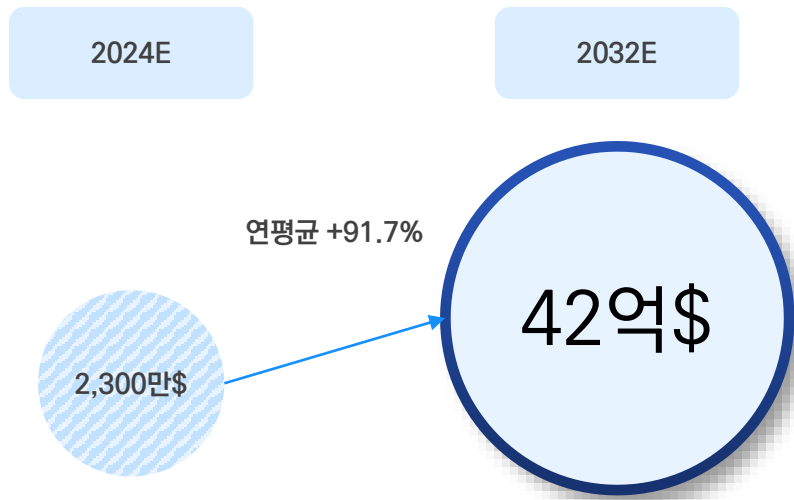


자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

### III. 국내 레이저 유리 가공 장비 기업을 주목해야 하는 이유

- 이유1. AI 시장 성장 및 적용처 확대 → 유리기판에 대한 필요성 및 당위성 확대
- 이유2. 유리기판 관련 Laser 활용한 유리 가공이 전제되어야 하는 산업
- 이유3. 글로벌 기업과 경쟁 가능한 디스플레이 內 레이저 유리가공 기업들이 국내 다수 존재  
예) Laser Cutting, LLO(Laser Lift Off) 등

[그림] 유리기판 시장: 연평균 90% 이상 성장 전망



자료: 더인사이트파트너스, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국내 레이저 유리가공 기업

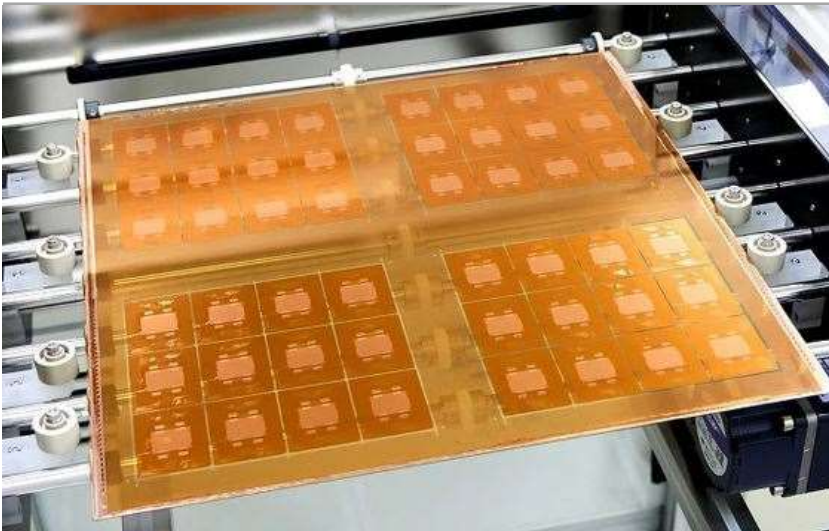


자료: 각사 홈페이지, 유안타증권 리서치센터

## IV. Why 2025?

- 기대요인 ①제품: AI기업들이 유리기판 활용한 초기 제품 출시 기대
- 기대요인 ②투자: 유리기판 관련기업들의 CAPEX 투자 확대
- 기대요인 ③참여자 확대: 유리기판 참여 선언 기업들의 확산

[그림] 유리기판



자료: 애플릭스, 유안타증권 리서치센터

[그림] 예상되는 유리기판 참여기업



자료: 각사 홈페이지, 유안타증권 리서치센터

스몰캡



권명준 스몰캡  
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자 의견	NOT RATED (M)
목표주가	원 (M)
현재주가 (11/21)	16,150원
상승여력	-

시가총액	3,689억원
총발행주식수	22,843,180주
60일 평균 거래대금	217억원
60일 평균 거래량	1,070,912주
52주 고/저	32,900원
외인지분율	8,640원
배당수익률	2.72%
주요주주	한기수 외 5 인 26.60%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(28.1)	(5.1)	64.1
상대	(19.7)	8.8	97.0
절대 (달러환산)	(28.9)	(8.8)	52.1

## 필옵틱스(161580): 시장 개척자

- 유리기판
  - 유리가공 기술력 선제적 보유: 국내 디스플레이 고객사향 Laser 가공장비 납품 경험 보유
  - 경쟁사 대비 유리기판 관련 기술 선제적 준비 & 수주
  - 시장 성장에 따른 수혜 기대
- OLED
  - OLED 적용 산업: 스마트폰/TV에서 테블릿/노트북/모니터 등 확대
  - 고객사내 투자 확대 기대
- 자회사: 필에너지
  - 차세대 2차전지 중 원통형 46시리즈 와인더 장비 & 전고체 배터리향 스테킹 장비 라인업 보유
  - 2024년 연간 실적 전년대비 30% 이상 성장 기대

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	1,889	2,308	3,040	3,000
증가율	34.5	22.2	31.7	-1.3
영업이익	18	-105	181	103
영업이익률	1.0	-4.5	6.0	3.4
지배주주귀속 순이익	46	-43	18	-80
지배주주 귀속 EPS	-208	81	-353	0
EPS증가율	-185.6	-138.9	-535.8	-100.0
PER	50.5	-57.4	102.2	-28.1
PBR	2.8	2.7	1.9	1.4
EV/EBITDA	34.3	-81.4	12.7	13.3
ROA	1.8	-1.4	0.6	-2.1
ROE	6.2	-4.6	1.8	-6.2

자료: 유안타증권 리서치센터

필옵틱스 (161580) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	1,404	1,889	2,308	3,040	3,000
매출원가	1,263	1,514	2,086	2,490	2,564
매출총이익	141	375	221	550	436
판매비	290	357	327	369	334
영업이익	-149	18	-105	181	103
EBITDA	-93	76	-39	236	159
영업외손익	-11	0	100	-125	-206
외환관련손익	-2	-13	25	21	6
이자손익	-14	-17	-21	-34	-23
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	5	30	96	-111	-189
법인세비용차감전순손익	-161	18	-5	56	-103
법인세비용	-1	-25	26	31	-22
계속사업순손익	-160	43	-31	25	-81
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-160	43	-31	25	-81
지배자분순이익	-160	46	-43	18	-80
포괄순이익	-160	43	-31	25	-86
지배자분포괄이익	-160	46	-42	18	-84

주영업이익·순손익 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
<b>영업활동 현금흐름</b>	-84	415	-677	-287	1,111
당기순이익	-160	43	-31	25	-81
감가상각비	45	42	50	43	45
외환손익	-6	15	-17	-13	1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	11	144	-696	-571	1,025
기타현금흐름	26	171	17	228	121
<b>투자활동 현금흐름</b>	-128	-251	166	-67	-352
투자자산	0	21	-13	39	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-117	-328	-225	-79	-288
유형자산 감소	7	52	381	0	2
기타현금흐름	-18	5	24	-28	-66
<b>재무활동 현금흐름</b>	128	575	-4	227	538
단기차입금	0	181	-216	470	-160
사채 및 장기차입금	132	216	170	-237	-81
자본	0	180	50	0	0
현금배당	0	0	0	0	-37
기타현금흐름	-5	-2	-8	-7	816
연결범위변동 등 기타	6	-16	14	13	-6
<b>현금의 증감</b>	-78	724	-500	-115	1,291
기초 현금	155	77	800	300	186
기말 현금	77	800	300	186	1,477
NOPLAT	-149	43	-619	181	103
FCF	-199	-84	-1,474	-414	896

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
<b>유동자산</b>	830	1,831	1,510	1,968	2,962
현금및현금성자산	77	800	300	186	1,477
매출채권 및 기타채권	88	46	371	179	128
재고자산	579	640	722	1,005	1,193
비유동자산	1,080	1,349	1,260	1,266	1,547
유형자산	827	1,065	1,000	1,055	1,295
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	1	0
기타투자자산	106	80	102	53	63
<b>자산총계</b>	1,910	3,181	2,770	3,233	4,509
유동부채	1,179	1,875	1,438	1,736	2,074
매입채무 및 기타채무	312	243	321	411	763
단기차입금	265	406	190	660	501
유동성장기부채	193	85	303	53	59
비유동부채	149	367	347	483	116
장기차입금	136	325	119	149	107
사채	0	0	135	146	0
<b>부채총계</b>	1,328	2,242	1,785	2,220	2,190
지배자분	582	909	944	961	1,633
자본금	92	104	108	110	117
자본잉여금	586	857	932	729	1,077
이익잉여금	-47	-1	-44	115	498
비지배자분	0	29	41	53	686
<b>자본총계</b>	582	938	985	1,014	2,319
<b>순차입금</b>	681	223	707	1,160	-817
<b>총차입금</b>	797	1,071	1,014	1,356	676

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	-921	243	-208	81	-353
BPS	3,202	4,384	4,388	4,436	7,200
EBITDAPS	-537	393	-183	1,080	703
SPS	8,084	9,826	10,746	13,890	13,275
DPS	0	0	0	35	126
PER	-8.9	50.5	-57.4	102.2	-28.1
PBR	2.6	2.8	2.7	1.9	1.4
EV/EBITDA	-22.6	34.3	-81.4	12.7	13.3
PSR	1.0	1.3	1.1	0.6	0.7

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	152.9	34.5	22.2	31.7	-1.3
영업이익 증가율 (%)	적지	흑전	적전	흑전	-43.2
지배순이익 증가율 (%)	적지	흑전	적전	흑전	적전
매출총이익률 (%)	10.1	19.9	9.6	18.1	14.5
영업이익률 (%)	-10.6	0.9	-4.6	5.9	3.4
지배순이익률 (%)	-11.4	2.5	-1.9	0.6	-2.7
EBITDA 마진 (%)	-6.6	4.0	-1.7	7.8	5.3
ROIC	-14.3	4.6	-53.4	11.9	7.2
ROA	-8.4	1.8	-1.4	0.6	-2.1
ROE	-25.7	6.2	-4.6	1.8	-6.2
부채비율 (%)	228.0	239.0	181.3	218.9	94.4
순차입금/자기자본 (%)	116.8	23.8	71.8	114.4	-35.2
영업이익/금융비용 (배)	-8.6	1.0	-4.5	5.0	2.4



권명준

스몰캡

02 3770 5587

[myoungchun.kwon@yuantakorea.com](mailto:myoungchun.kwon@yuantakorea.com)

## PART 2-2. 보안

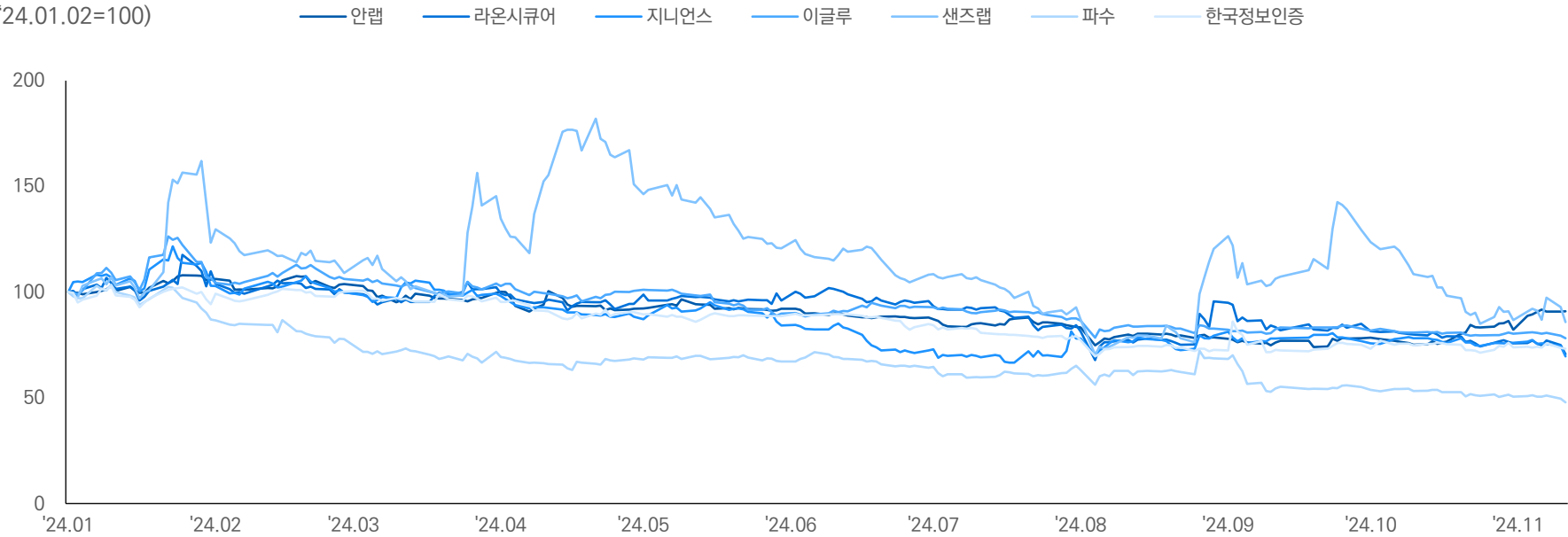
# 관심이 필요한 시점

## I. How was 2024?

- 사이버 보안: 중요한 시스템과 민감한 정보를 디지털 공격으로부터 보호하는 활동
- B2G위주의 BIZ으로 상저하고, 특히 4분기 매출 집중
- 지속적인 R&D 투자 및 경쟁으로 이익률 둔화
- 2024년 주가 하락

[그림] 보안관련기업들의 2024년 주가 추이

('24.01.02=100)

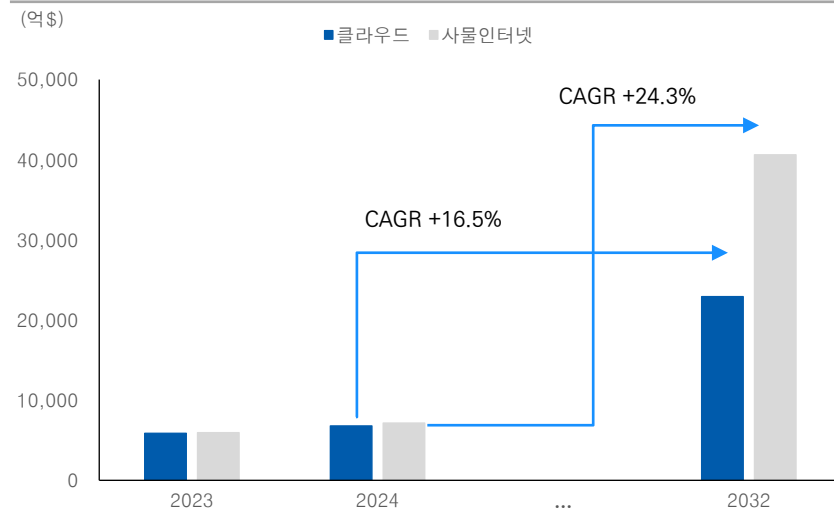


자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

## II. 사이버 보안을 주목해야 하는 이유 ① 폭발적으로 늘어나는 공격 대상 VS. 무관심

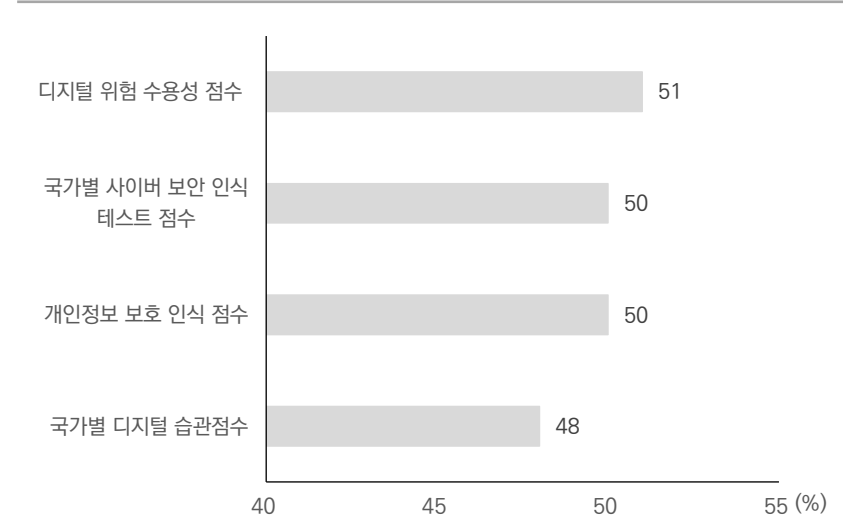
- Data Networking 시대 & 원격 및 재택근무 일상화
  - Cloud Computing 확대: 연평균 16.5%(2024~2032년) 성장 전망
  - IoT(사물인터넷) 적용 Device 확대: 연평균 24.3%(2024~2032년) 성장 전망
  - 해커들의 Target의 Q 증가
- 반면, 한국은 사이버 보안인식 테스트에서 최하위 수준  
기업 70%에서 직원들의 기본적인 사이버 보안인식 부족하다고 판단(2024 보안인식 및 교육)

[그림] 클라우드 글로벌 시장 전망



자료: Fortune Business Insights, 유안타증권 리서치센터

[그림] 사이버 보안인식 테스트: 한국 전세계 최하위



자료: 노드VPN(사이버 보안인식 테스트), 유안타증권 리서치센터

## II. 사이버 보안을 주목해야 하는 이유 ② 확산되는 사이버 범죄

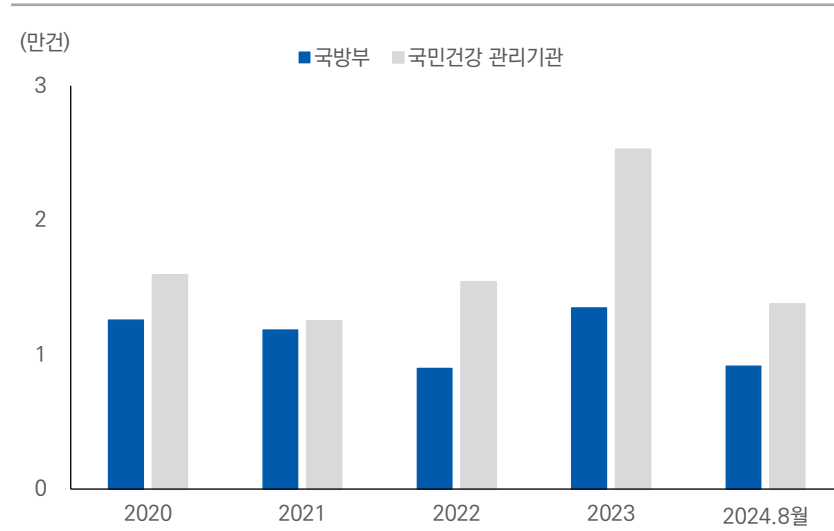
- 2019년 딥페이크 사기사건 발생 이후 이어지는 딥페이크 피해사례  
24년 테일러 스위프트를 시작으로 연예인, 정치인으로 확산 → 최근에는 일반인, 미성년자로 피해자 확대
- 2023년 딥페이크 음란물 생산 국가 1위 KOREA
- 지속적으로 확대되는 해킹 시도  
국민건강보험공단, 국방부, 교육부 등 국가기관 해킹시도 사건 큰 폭 증가

[그림] 딥페이크 사례: 젤렌스키(우크라이나) 러시아에 항복 선언하는 동영상(2022)



자료: Inside Edition, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국가기관 해킹시도 추이

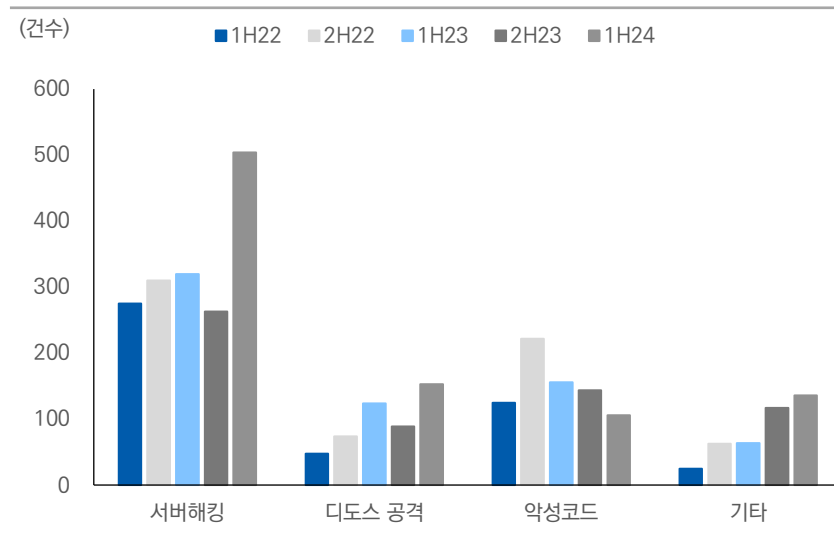


자료: KISA, 유안타증권 리서치센터

## II. 사이버 보안을 주목해야 하는 이유 ③ 확대되는 피해

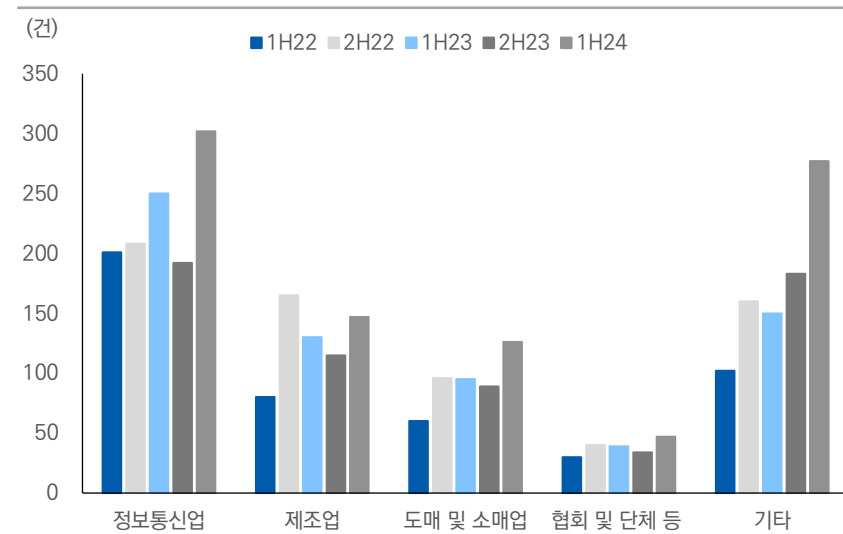
- 2024년 상반기 사이버 침해사고 현황 전년대비 35.4% 증가
- 유형별 침해사고: 서버해킹>디도스>악성코드>기타  
서버해킹 비중 2023년 45.7% → 1H24 56.1%
- 업종별 침해사고: 정보통신업>제조업>도매 및 소매업  
정보통신업 위주에서 다양한 업종으로 확산
- 단순 감염 및 파괴 → 시스템장악을 통한 금전적 요구 확대

[그림] 유형별 침해사고 신고 현황



자료: KISA, 유안타증권 리서치센터

[그림] 업종별 침해사고 신고 현황

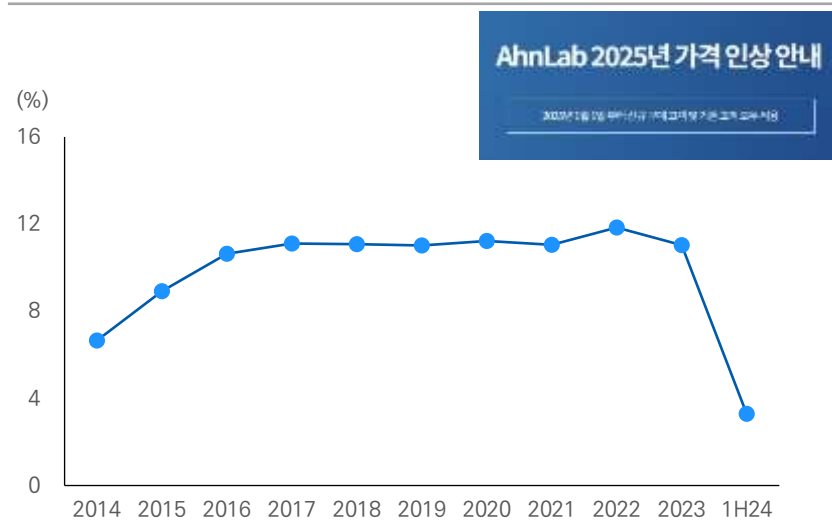


자료: KISA, 유안타증권 리서치센터

### III. Why 2025?

- 국내 보안 Top Tier 안랩(053800): 2024년 영업이익률 큰 폭 둔화 → 2025년 1월부터 V3 제품군 구독료 12년만에 25% 인상  
2nd Tier 기업들도 이익률 둔화 → 25년 이후 ASP 상향 가능성 有
- 보안기업들의 해외 진출 가시화 및 확대  
라온시큐어: 디지털신분증 해외진출 기대  
지니언스/안랩/파수: 중동 진출 추진

[그림] 안랩 12년만 V3 가격인상



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

[그림] 유리기판 VS. 기존기판

기업	진출현황
슈프리마	수출 비중 80%내외(북미/유럽/중동 등)
라온시큐어	인도네시아 등 진출 모색
지니언스	UAE에 신규사무소 개설
안랩	사우디 기업 사이트와 합작법인 '라킨' 설립
파수	UAE기업 사이버나이트와 전략적 파트너십 체결

자료: 각사, 유안타증권 리서치센터

스몰캡



권명준 스몰캡  
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	NOT RATED (M)
목표주가	원 (M)
현재주가 (11/21)	1,811원
상승여력	-

시가총액	1,015억원
총발행주식수	56,025,871주
60일 평균 거래대금	39억원
60일 평균 거래량	1,670,768주
52주 고/저	2,940원
외인지분율	1,690원
배당수익률	0.84%
주요주주	이순형 외 5 인 35.05%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.3)	(5.8)	(22.9)
상대	2.4	7.9	(7.5)
절대 (달러환산)	(9.3)	(9.5)	(28.6)

## 라온시큐어(042510): 완전히 달라질 2025년!

- 4분기 실적 성수기
  - 보안 솔루션 및 컨설팅 기업으로 4분기 매출비중 높음
  - 생체인증, 블록체인 등 다양한 기술/인증 보유
- 모바일 신분증 사업
  - 모바일 공무원증(21년), 모바일 운전면허증(22년)에 이어 현재 모바일 주민등록사업 영위 중
  - 인도네시아를 시작으로 동남아/남미 지역으로 진출할 예정
- 딥페이크
  - 딥페이크 범죄 감지할 수 있는 딥페이크 감지 안면인식기술과 AI가 생성한 콘텐츠 탐지 기술 개발 중
  - 4Q24에 동사의 모바일 백신 프로그램에 추가할 계획
  - 향후 B2B와 B2G 대상으로 매출처 확대할 계획

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	433	468	518	596
증가율	16.4	8.1	10.7	15.1
영업이익	-10	43	-17	3
영업이익률	-2.3	9.2	-3.3	0.5
지배주주귀속 순이익	-66	67	42	54
지배주주 귀속 EPS	-172	172	104	96
EPS증가율	-44.5	-200.0	-39.5	-7.7
PER	-25.8	17.6	23.6	18.9
PBR	5.5	3.1	2.9	1.9
EV/EBITDA	108.6	14.8	57.7	51.6
ROA	-10.5	8.8	5.5	6.6
ROE	-21.0	19.3	9.9	11.0

자료: 유안타증권 리서치센터

라온시큐어 (042510) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	372	433	468	518	596
매출원가	171	188	167	233	265
매출총이익	200	246	301	286	331
판매비	235	256	258	302	328
영업이익	-35	-10	43	-17	3
EBITDA	-15	14	66	15	17
영업외손익	-63	-40	29	67	67
외환관련손익	-1	0	0	0	0
이자손익	-13	-4	-9	0	-1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-49	-36	38	67	67
법인세비용차감전순손익	-98	-50	72	50	70
법인세비용	-11	0	-11	-10	-8
계속사업순손익	-88	-49	83	60	78
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-88	-49	83	60	78
지배자분순이익	-101	-66	67	42	54
포괄순이익	-91	-48	86	61	78
지배자분포괄이익	-104	-64	69	42	54

주영업이익인식기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업활동 현금흐름	13	39	77	80	101
당기순이익	-88	-49	83	60	78
감가상각비	18	17	22	29	12
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	7	12	3	0	21
기타현금흐름	75	59	-31	-9	-9
투자활동 현금흐름	-71	-48	-233	69	-75
투자자산	-38	-40	-94	86	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-5	-6	-4	-18	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-29	-3	-134	1	-66
재무활동 현금흐름	7	198	-16	-13	45
단기차입금	-17	-19	27	-17	0
사채 및 장기차입금	-117	213	-87	80	0
자본	136	63	0	88	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	4	-59	45	-4	45
연결범위변동 등 기타	-3	0	7	0	-258
현금의 증감	-56	188	-165	136	-186
기초 현금	235	180	368	203	339
기말 현금	180	368	203	339	153
NOPLAT	-35	-10	50	-20	3
FCF	8	33	72	62	101

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
유동자산	363	567	566	345	458
현금및현금성자산	180	368	203	78	153
매출채권 및 기타채권	99	90	88	138	163
재고자산	0	0	3	3	3
비유동자산	148	176	202	411	405
유형자산	35	81	14	24	12
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	33	40	120	190	198
자산총계	510	743	769	756	863
유동부채	152	124	315	217	244
매입채무 및 기타채무	90	111	104	136	157
단기차입금	1	0	0	10	10
유동성장기부채	15	12	7	27	27
비유동부채	16	258	3	80	81
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	154	0	0	0
부채총계	168	382	318	297	326
지배자분	313	311	380	461	515
자본금	187	193	193	280	280
자본잉여금	108	165	165	167	167
이익잉여금	21	-45	21	63	116
비지배자분	30	50	71	-2	22
자본총계	343	361	451	459	537
순차입금	-187	-209	-266	-71	-154
총차입금	70	264	204	107	107

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
EPS	-310	-172	172	104	96
BPS	836	805	983	853	953
EBITDAPS	-46	37	172	38	31
SPS	1,145	1,134	1,211	1,291	1,064
DPS	0	0	0	0	0
PER	-10.5	-25.8	17.6	23.6	18.9
PBR	3.9	5.5	3.1	2.9	1.9
EV/EBITDA	-59.6	108.6	14.8	57.7	51.6
PSR	2.9	3.9	2.5	1.9	1.7

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액 증가율 (%)	22.0	16.7	8.0	10.7	15.0
영업이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	적전	-118.0
지배순이익 증가율 (%)	적전	적지	흑전	적전	-37.6
매출총이익률 (%)	53.9	56.7	64.3	55.1	55.5
영업이익률 (%)	-9.5	-2.3	9.2	-3.2	0.5
지배순이익률 (%)	-27.1	-15.1	14.2	8.0	9.0
EBITDA 마진 (%)	-4.0	3.3	14.2	3.0	2.9
ROIC	-33.7	-11.8	108.1	-78.1	10.1
ROA	-19.7	-10.5	8.8	5.5	6.6
ROE	-38.0	-21.0	19.3	9.9	11.0
부채비율 (%)	48.9	105.8	70.5	64.7	60.6
순차입금/자기자본 (%)	-59.7	-67.3	-69.9	-15.3	-30.0
영업이익/금융비용 (배)	-2.1	-1.8	2.3	-0.7	0.2



손현정

스몰캡

02 3770 5595

hyunjeong.son@yuantakorea.com

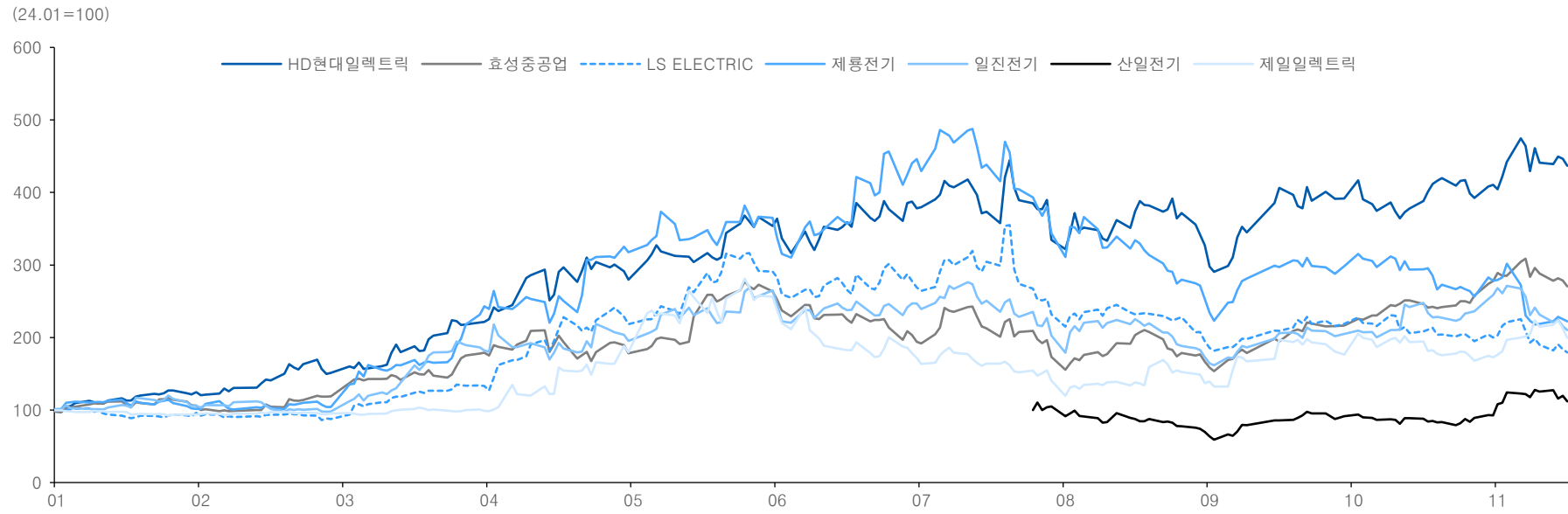
## PART 3. 전력기기

# 전력, 확장 사이클 속 차별화 전략

## I. How was 2024?

- 2024년 전력기기 업체, 연초대비 평균 2.3배 상승
- 상반기: 주도 섹터로 부상하며, 7월 고점 기준 HD현대일렉트릭 4배, LS일렉트릭 3배, 제룡전기 5배, 일진전기 2.5배 상승
- 7월 말, 산일전기 IPO 이후 전반적인 하락세 나타남
- 8~9월 경기 둔화 및 엔캐리 트레이드 등 악재로 인한 주도섹터 차익 매물 출회
- 3Q24 실적 발표 전후로 종목별 차별화된 주가 흐름 나타남

[그림] 2024년 전력기기 업체 주가 상승률

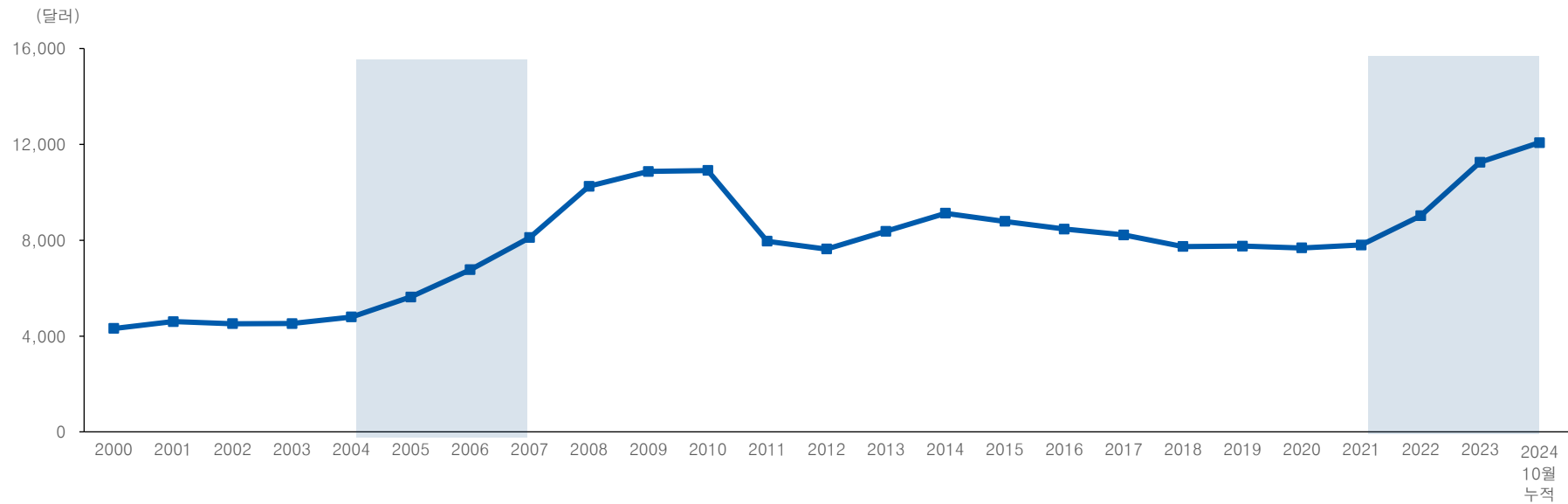


자료: Quntwise, 유안타증권 리서치센터, 11월 21일 기준

## Intro. 과거보다 더 강력한 확장 사이클

- 1) 미국 인프라 교체 2) AI 등장 3) 신규 발전원(신재생, 원전, 천연가스 등) 증가로 15년 만에 확장 사이클 도래
- 인프라 교체 사이클이 최소 6년간 지속되며, 이번 사이클은 신규 수요가 추가된 것을 감안하면 적어도 2030년까지 이어질 전망
- 2022년 말부터 시작된 확장 사이클은 여전히 초기 국면이라는 판단

[그림] 한국 변압기 수출단가: 변압기 사이클 추이



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

## II. 확장 사이클을 견인할 수요 ① 미국: 전력 정책

- 미국은 2022년 말부터 지속적인 전력 정책을 구축하고 있음
- 바이든 정부, 에너지부를 통해 송배전 확충 및 전력 계통 간소화 정책 추진
- 트럼프 당선인 취임 후, 2025년 에너지 정책은 전력 인프라 구축 및 신규 발전원 확보로 구체화될 전망

[그림] 미국 주요 전력정책 추진 현황

항목	발표 시기	내용
발전원 확보	2024.07	바이든 대통령 원자력 발전법 서명(2024.7)
	2024.10	DOE, 송전망 인프라 업그레이드 20억 달러 프로젝트 선정 (2024.10)
	2024.08	DOE, 에너지 저장프로젝트 22억달러 자금 지원
송배전망 확충 및 전력계통 간소화	2024.04	FERC, 전력망계획·자금조달방식 규칙 개정(2024.4)
	2023.10	DOE, 44개 주에 35억 달러 '미국 전력망에 사상 최대 규모 투자' 발표 (2023.10)
	2022.11	DOE, '더 나은 그리드 건설 이니셔티브'(2022.11)
	2023.08	FERC, 계통연결 간소화 규정 승인(2023.8)

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

주: DOE: 에너지부, FERC: DOE 산하 미국 연방에너지규제위원회

[그림] 대선 이후 더욱 강화되는 Re-shoring 에너지 정책

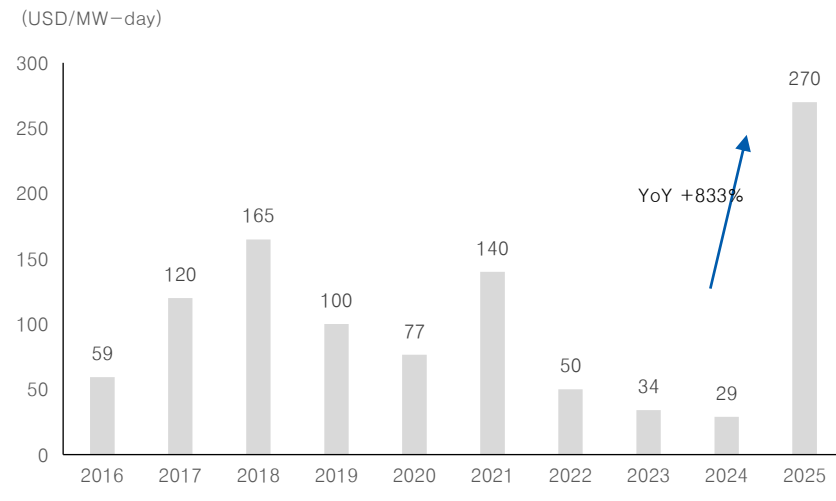
항목	발표 시기	내용
발전원 확보	2025 ~	<b>트럼프 당선인 주요 정책</b>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 석유, 석탄, 천연가스 등 전통적 화석연료 산업 규제 대폭 완화</li> <li>• 에너지 생산 기업에 세금 감면 및 혜택 제공.</li> <li>• 화석연료 중심의 에너지 개발을 통해 비용 감축 및 에너지 안보 강화</li> <li>• 수백 개의 새로운 발전소를 건설, 소형 모듈형 원자로(SMR) 도입</li> </ul>
송배전망 확충 및 전력계통 간소화	2025 ~	<b>트럼프 당선인 주요 정책</b>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 전력망 확충과 수송 인프라 개선으로 에너지 공급의 안정성 확대</li> <li>• 에너지 산업 인프라 강화로 지역사회 일자리 창출 및 경제 활성화 목표</li> </ul>

자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

## II. 확장 사이클을 견인할 수요 ① 미국: 전력 공급부족 지속

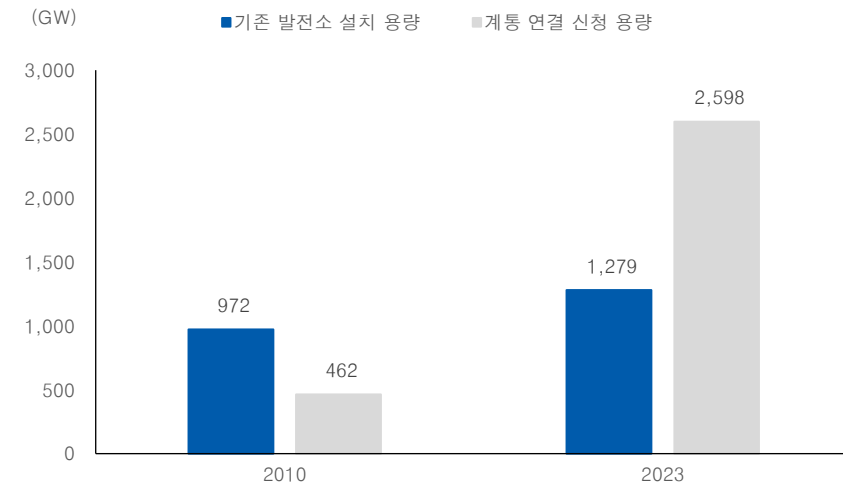
- 미국 전력 수급 불균형으로 전력 경매 가격 833% 급등
- 2025~2026년 가격이 기존 29달러/MWh에서 270달러로 상승
- 2023년 미국 발전소 용량 1,279GW vs 신규 계통 연결 신청 2,598GW로 기존 용량의 2배
- 신규 발전소 건설을 위해 계통연결 신청 후, 대기 기간 최소 4년 이상으로 전력망 부족 심각한 상황

[그림] PJM 전력 경매 가격 추이 (전력 공급 연도)



자료: PJM, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2010 vs. 2023 미국 발전원별 기존 설치 대비 계통 연결 신청 용량

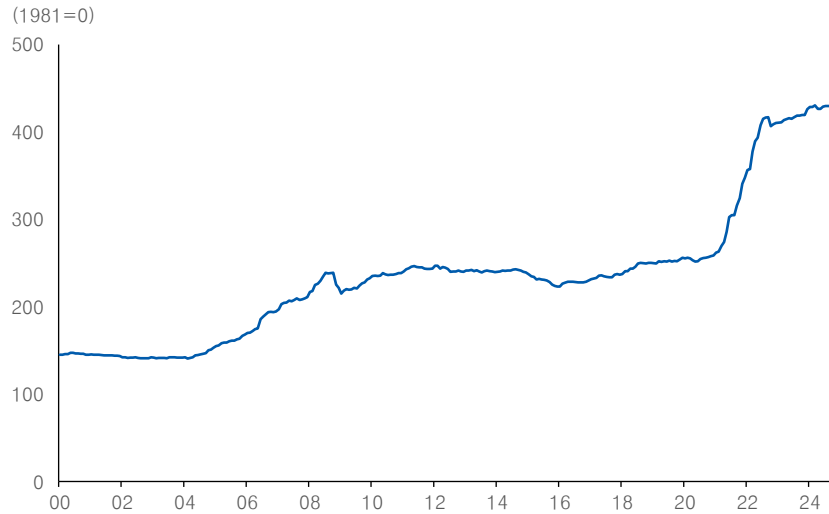


자료: Berkely Lab, 유안타증권 리서치센터

## II. 확장 사이클을 견인할 수요 ① 미국: 변압기 PPI 신고가 랠리

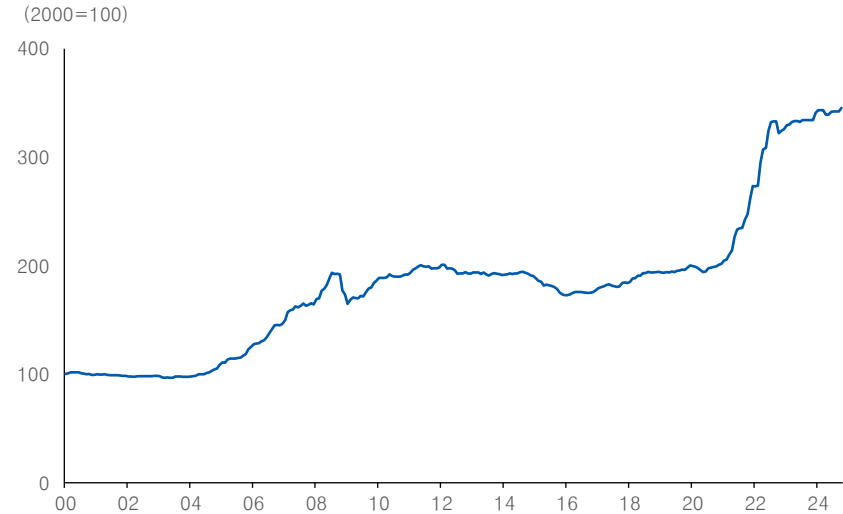
- 2024년 10월 송전 및 특수변압기 및 배전 변압기 PPI 최고치 경신
- 전력망 확장 및 인프라 구축에 따른 변압기 수요 급증이 PPI 상승 압력으로 작용
- AI 및 발전원 수요 증가로 변압기 PPI는 지속 상승할 것으로 전망

[그림] 24년 10월 송전 및 특수 변압기 PPI 433.253



자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

[그림] 24년 10월 배전 변압기 PPI 345.430

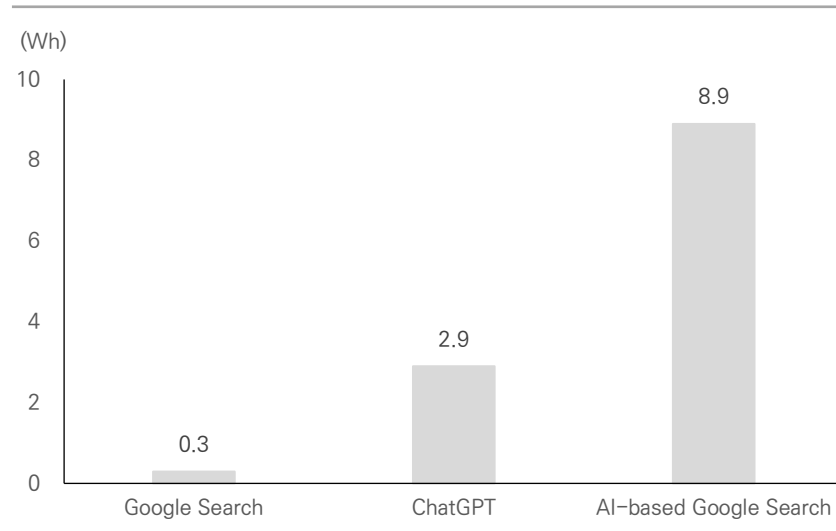


자료: FRED, 유안타증권 리서치센터

## II. 확장 사이클을 견인할 수요 ② AI: 전세계 주도권 경쟁

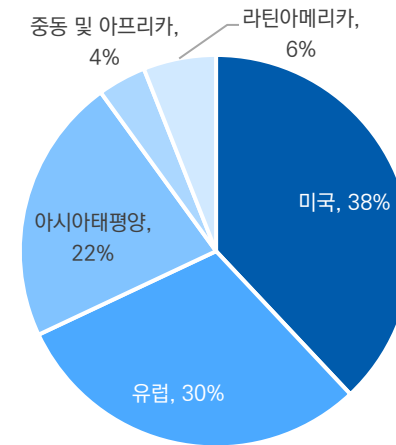
- IEA, 전세계 데이터센터 전력 사용량 2022년 460TWh → 2026년 1,050TWh로 2배 이상 증가할 것으로 전망
- 생성형 AI 서비스의 전력 소모량은 기존 인터넷 서비스보다 10배 ~ 30배 많음
- 현재 미국과 유럽의 데이터센터 시장 주도권 경쟁, MS 미국 38%, 유럽 30%, 아시아태평양 22%

[그림] 1회 서비스당 전력 사용량



자료: EPRI, 유안타증권 리서치센터

[그림] 글로벌 데이터센터 M/S



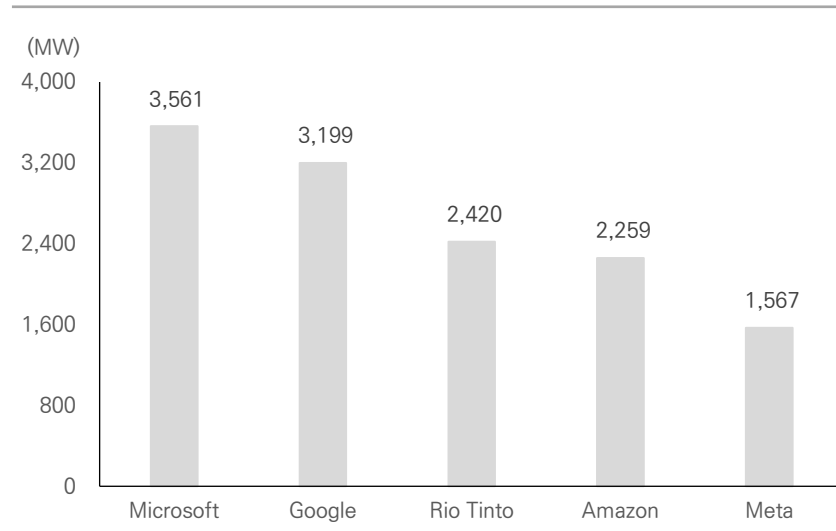
자료: precedence research, 유안타증권 리서치센터

## II. 확장 사이클을 견인할 수요 ② AI: 빅테크 기업의 데이터센터 투자

- Microsoft, Google, Amazon, Meta 등 빅테크 기업들의 데이터센터 향 전력 확보 경쟁 치열
- 2024년 9월 전세계 PPA 시장 Top5 Offtaker 중 4개(Microsoft, Google, Amazon, Meta)가 미국 빅테크 기업
- Wells Fargo, 생성형 AI로 인한 미국의 전력 수요 2023년 3TWh → 2030년 652TWh으로 217배 증가할 것으로 전망
- 데이터센터의 전력소비로 전력망 부담 증가 및 전력 생산 비용 상승 예상

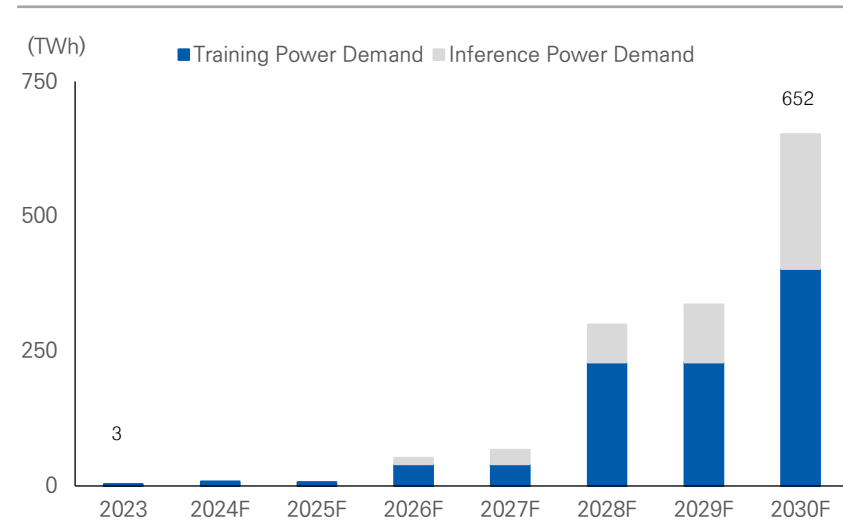
\*PPA: Power Purchase Agreement, 전력구매계약

[그림] 빅테크 기업들이 PPA 시장에서 Offtaker로 가장 활발하게 참여



자료: BNEF, 유안타증권 리서치센터

[그림] 미국 전력 수요 2030년 652TWh (7년 안에 217배 증가)

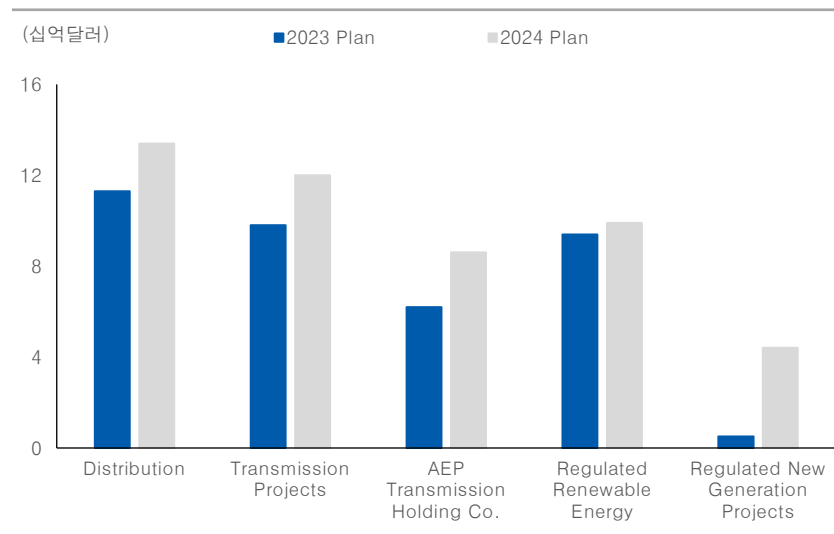


자료: Wells Fargo, 유안타증권 리서치센터

## II. 확장 사이클을 견인할 수요 ② AI: 유틸리티사 CAPEX 증가

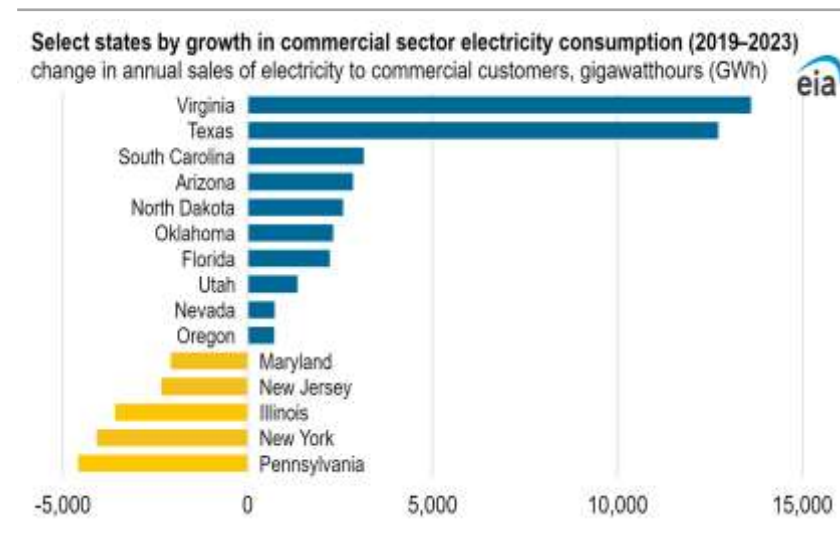
- 전력유틸리티사 AEP, 지난 11월 7일 5개년 CAPEX +25% 상향 발표, 향후 3개년간 연 20%씩 증가할 것으로 예상
- AEP의 주 사업 영역은 텍사스, 오하이오, 오클라호마, 버지니아 등 보유 발전소의 위치
- 버지니아는 데이터 센터의 주요 허브인 텍사스는 데이터 센터와 암호화폐 채굴 작업이 많이 집중된 지역

[그림] AEP, 5개년 CAPEX 25% 인상



자료: AEP, 유안타증권 리서치센터

[그림] 데이터센터가 많은 소수 주의 전력 소비 증가

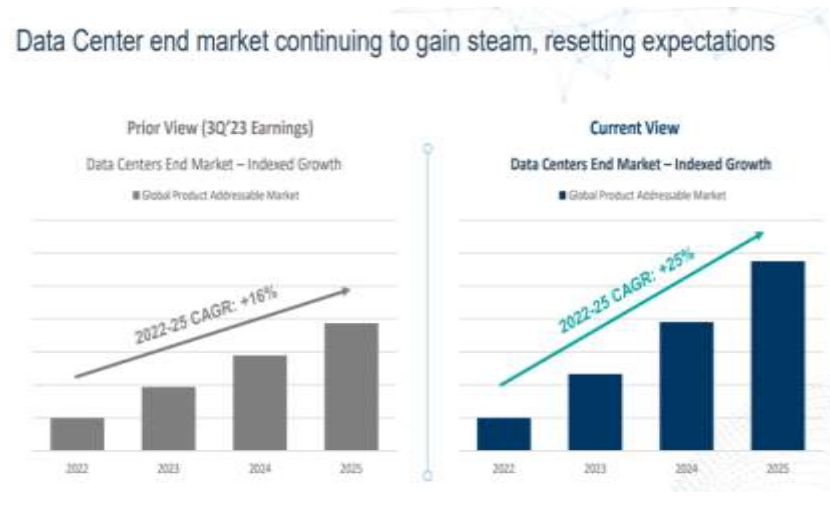


자료: EIA, 유안타증권 리서치센터

## II. 확장 사이클을 견인할 수요 ② AI: Eaton 3Q24 실적 발표 시사점

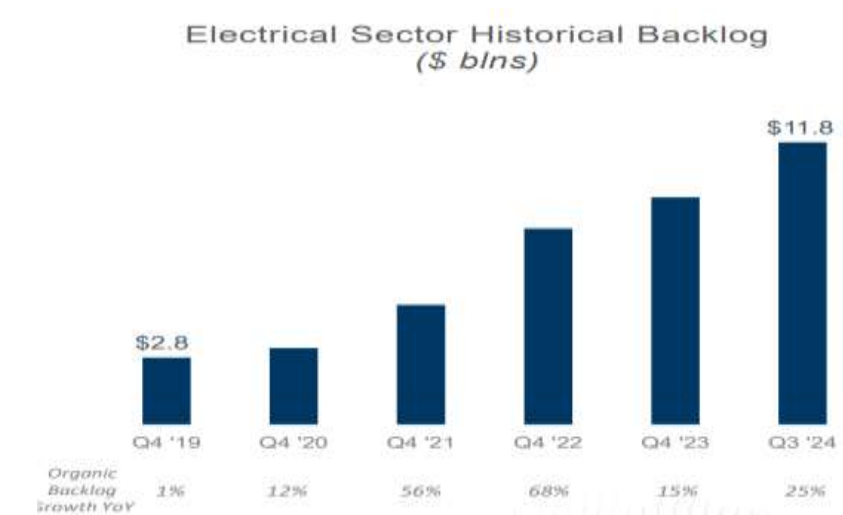
- 글로벌 전력기기 업체 Eaton은 실적 발표에서 데이터센터 시장 전망치를 기존 CAGR +16%에서 25%로 상향 조정
- 21년 이후 누적된 메가 프로젝트 규모는 약 1.6조 달러 (2Q24 1.4달러에서 14% 이상 증가)
- 데이터 센터 및 발전소가 지난 12개월 동안 발표된 프로젝트의 약 40%를 차지
- CAPEX를 1.0억달러에서 1.5억달러로 상향
- 데이터센터는 2025~2026년에 본격적으로 투자될 것으로 전망

[그림] Eaton, 데이터센터 시장 전망치 상향



자료: Eaton, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] Eaton 전력기기 수주잔고 최고치 경신



자료: Eaton, 유안타증권 리서치센터

## II. 확장 사이클을 견인할 수요 ③ 에너지 안보: 신재생에너지 확대

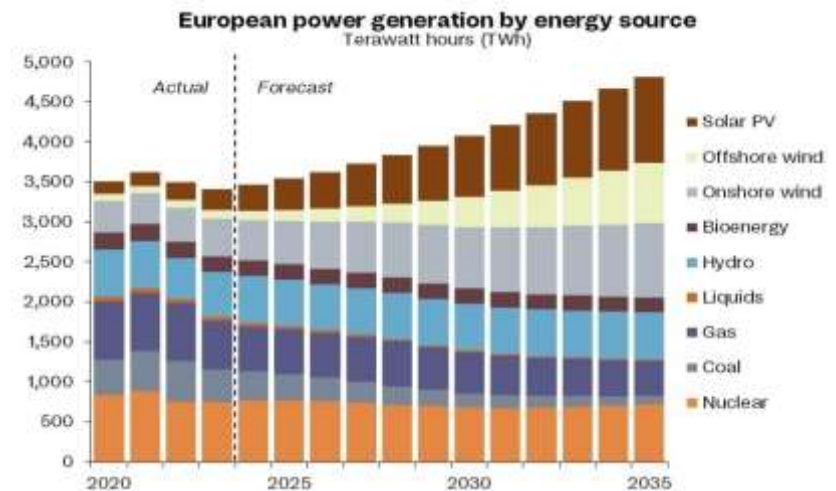
- 미국은 20년 전과 달리 석탄 화력 발전원을 통한 전력 생산이 크게 줄어든 상태. 2016년부터 천연가스, 미국 최고의 전력원으로 등극
- 최근 풍력과 태양광 신재생 에너지, 미국 전력 시스템의 주요 플레이어로 자리매김
- BNEF, 2025년 IRA 보조금이 폐지되더라도 2035년까지 재생에너지 배치는 17% 감소에 그칠 것으로 전망
- Rystad Energy, 2035년까지 유럽 대륙 전력의 73%가 청정 에너지원에서 공급될 것으로 전망
- 신재생에너지는 친환경을 넘어 에너지 안보 대안으로 주목받고 있으며, 높은 개발 비용으로 인해 선진국이 안보 당위성을 확보 중

[그림] 미국 각 주에서 전력 생산의 주요 원천 변화



자료: 미국 에너지 정보국, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2035년 유럽 전력의 73% 재생에너지원 공급 전망

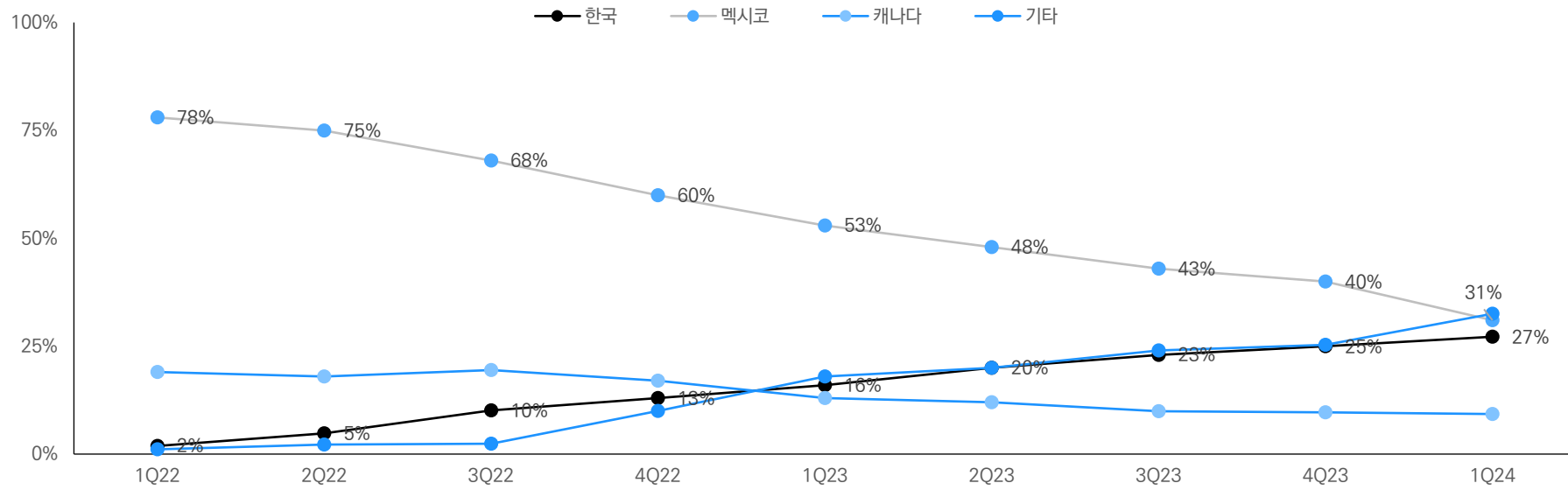


자료: Rystad Energy, 유안타증권 리서치센터

## II. 확장 사이클을 견인할 수요 ③ 에너지 안보: 국내 업체, 미·중 갈등 수혜

- 미국 내 국내 업체의 배전 및 특수 변압기 수입 비중은 1Q22 2% → 27%로 급증
- 미·중 갈등으로 인한 중국산 제품 관세 25% 부과 이후 국내 업체 수혜 지속
- 멕시코 및 캐나다 제품의 원자재 GOES는 중국산으로 관세 영향 지속되는 반면 국내 업체들은 국산 원자재 사용으로 관세 영향 제한적

[그림] 미국 내 배전 및 특수 변압기 수입 비중

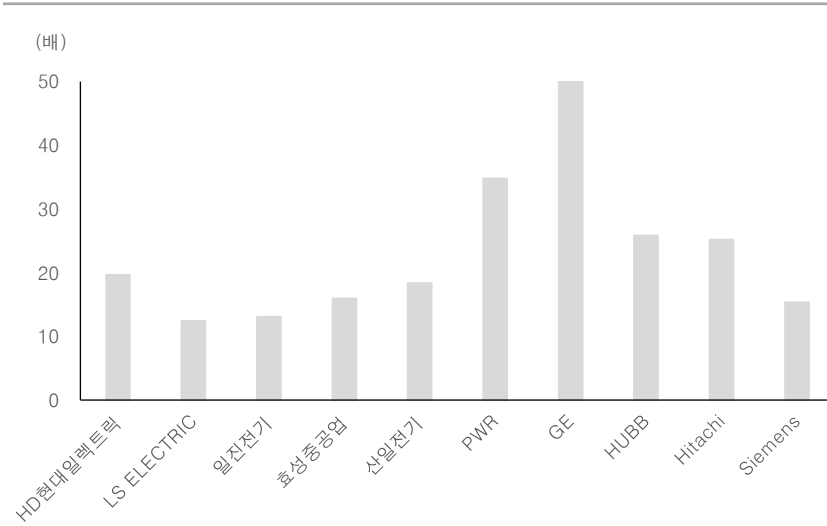


자료: Global Trade Atlas, 유안타증권 리서치센터

### III. 차별화 전략 ① 국내 및 해외 전력기기 Peer PER 비교

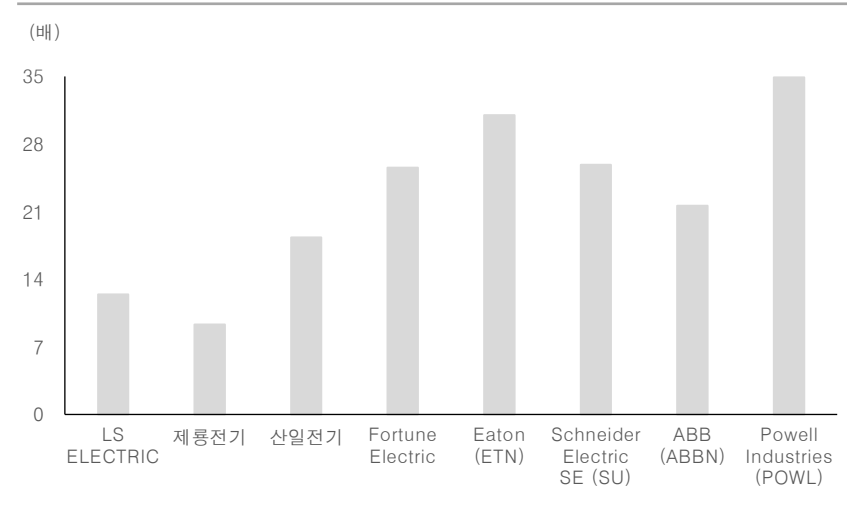
- 국내 전력기기 업체, 해외 Peer 대비 상대적 저평가
- 국내 송전 변압기 업체 25년 평균 PER은 15.4배로, 해외 평균 32.2배 대비 52% 할인
- 국내 배전 변압기 업체 25년 평균 PER은 12.8배로, 해외 평균 27.8배 대비 54% 할인

[그림] 송전 변압기 25년 PER 비교



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

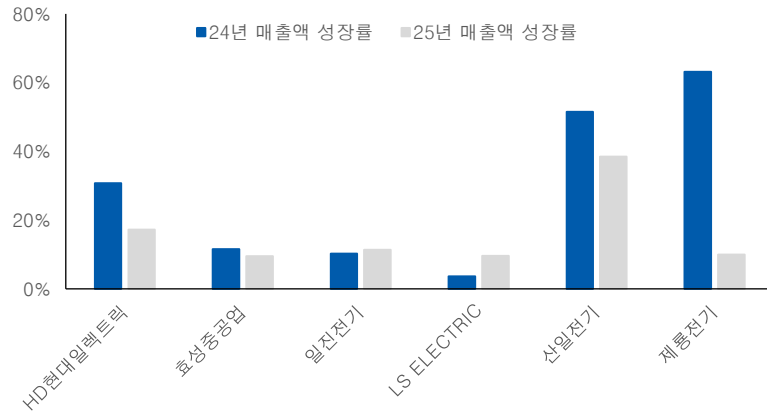
[그림] 배전 및 특수 변압기 25년 PER 비교



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

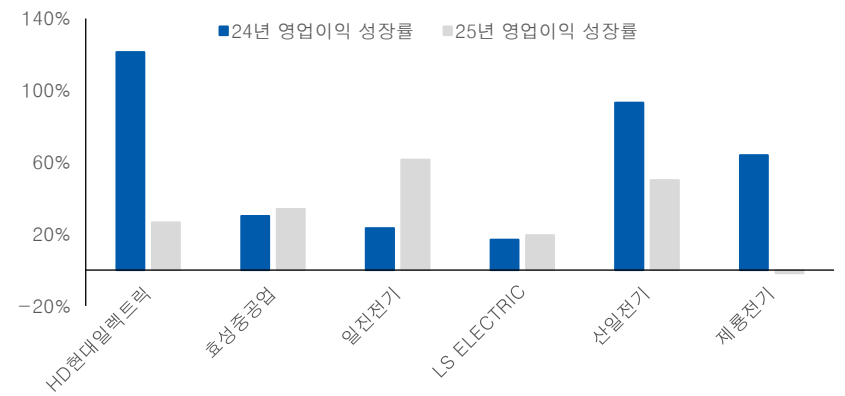
### III. 차별화 전략 ② 국내 Peer 성장률 & 이익률 비교

[그림] 2024, 2025년 매출액 성장률 비교



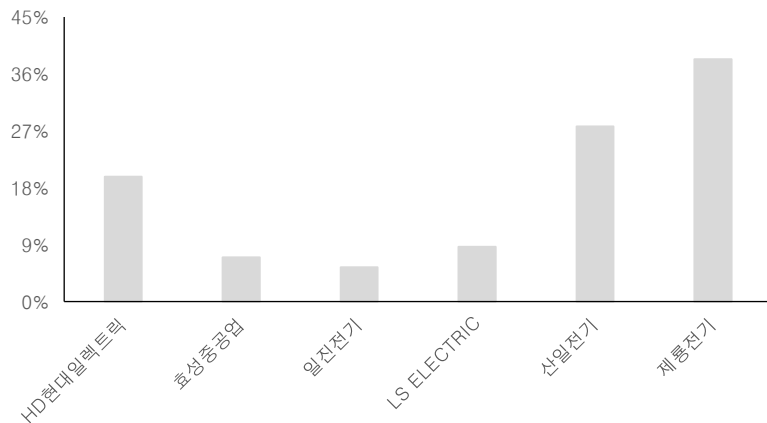
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2024, 2025년 영업이익 성장률 비교



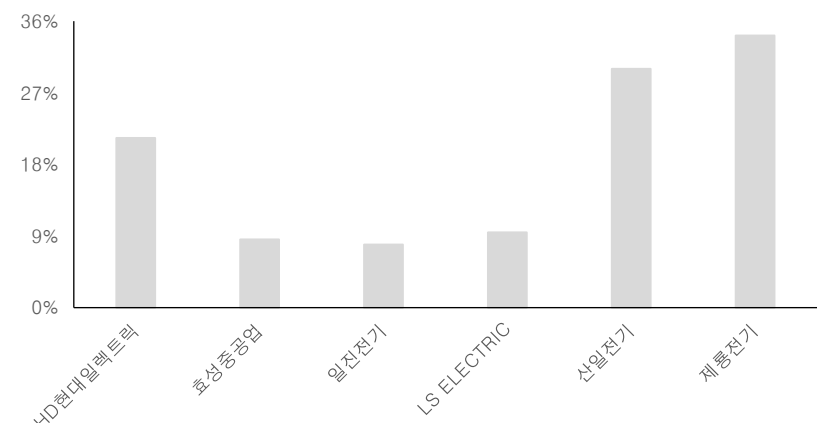
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2024년 영업이익률 비교



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2025년 영업이익률 비교



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## [참고] 국내 및 해외 송전 변압기 Peer 밸류에이션 테이블

		HD현대일렉트릭	효성중공업	일진전기	LS ELECTRIC	산일전기	GE Vernova Inc (GEV)	Siemens AG (SIE.DE)	Quanta Services (PWR)	Hubbell Inc (HUBB)	Hitachi Ltd (6501)
시가총액		129,409	40,842	10,682	39,390	17,141	93,722	142,582	48,827	24,279	17,674,410
매출액	2023	27,028	43,006	12,467	42,305	2,145	33,239	77,769	20,882	5,373	10,881,150
	2024F	35,344	47,982	14,674	43,844	3,250	34,610	81,190	22,510	5,860	9,731,205
	2025F	41,434	52,557	16,839	48,061	4,500	36,565	85,361	24,430	6,160	9,121,210
영업이익	2023	3,152	2,578	608	3,249	466	-923	9,649	1,093	1,043	748,144
	2024F	6,979	3,356	782	3,800	900	1,086	11,541	1,424	1,172	755,820
	2025F	8,830	4,495	1,259	4,540	1,350	1,850	12,789	N/A	N/A	N/A
영업이익률	2023	11.7%	6.0%	4.9%	7.7%	21.7%	-2.8%	12.4%	5.2%	19.4%	6.9%
	2024F	19.7%	7.0%	5.3%	8.7%	27.7%	3.1%	14.2%	6.3%	20.0%	7.8%
	2025F	21.3%	8.6%	7.5%	9.4%	30.0%	5.1%	15.0%	N/A	N/A	N/A
당기순이익(지배)	2023	2,592	1,160	345	2,060	391	-438	8,529	745	758	649,124
	2024F	5,247	1,738	472	2,646	750	993	8,042	1,218	876	589,900
	2025F	6,740	2,637	750	3,247	1,000	1,560	9,289	1,404	940	701,920
PER	2023	11.4	13.0	12.2	10.7		27.5	13.5	43.2	23.4	10.5
	2024F	24.7	23.5	22.6	14.9	22.9	94.4	17.7	40.1	27.7	30.0
	2025F	19.2	15.5	14.2	12.1	17.1	60.1	15.3	34.8	25.8	25.2

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 11월 21일 기준. 단위: 억원, 백만 EUR, 백만달러, 백만JPY  
 산일전기, 제룡전기, 일진전기는 당사 추정, 그 외는 Refinitiv 컨센서스

## [참고] 국내 및 해외 배전 변압기 Peer 밸류에이션 테이블

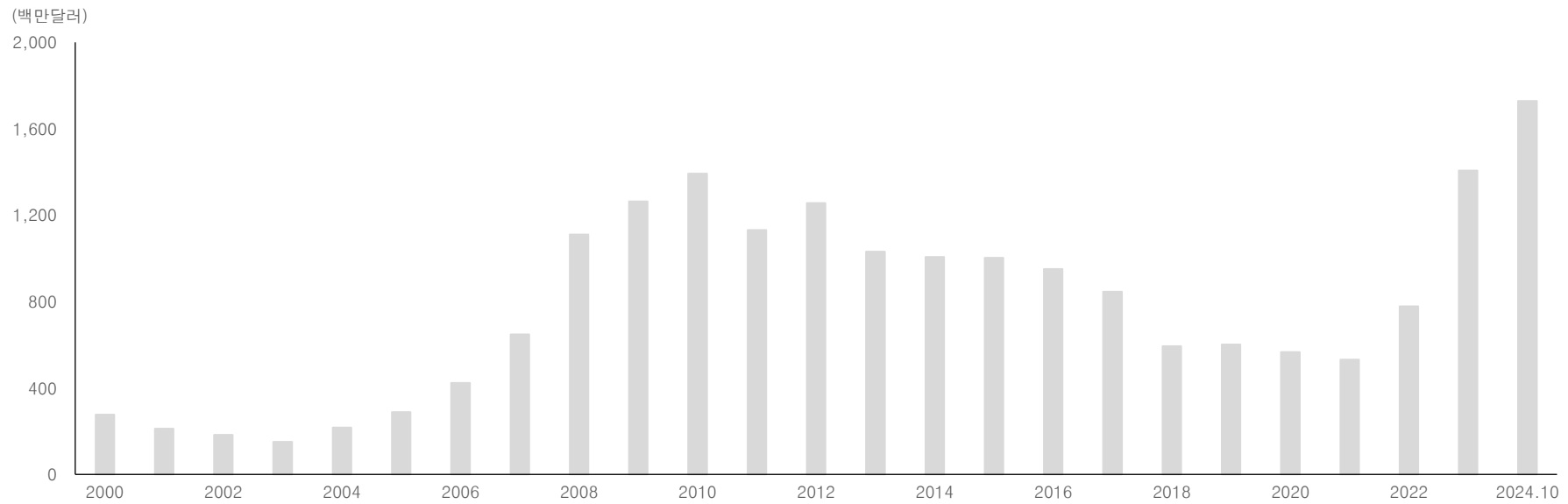
		산일전기	LS ELECTRIC	제룡전기	Eaton (ETN)	Schneider Electric SE (SU)	ABB (ABBN)	Powell Industries (POWL)	Fortune Electric
시가총액		17,141	39,390	7,164	143,730	137,317	90,675	3,745	161,961
매출액	2023	2,145	42,305	1,839	23,196	35,902	32,235	699	13,900
	2024F	3,250	43,844	3,000	25,080	37,810	33,847	903	19,389
	2025F	4,500	48,061	3,300	26,880	40,780	35,709	924	23,970
영업이익	2023	466	3,249	702	3,885	5,944	4,864	63	2,837
	2024F	900	3,800	1,150	4,521	6,601	5,923	99	5,700
	2025F	1,350	4,540	1,129	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익률	2023	21.7%	7.7%	38.1%	16.7%	16.6%	15.1%	9.0%	20.4%
	2024F	27.7%	8.7%	38.3%	18.0%	17.5%	17.5%	11.0%	29.4%
	2025F	30.0%	9.4%	34.2%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
당기순이익(지배)	2023	391	2,060	564	3,218	4,006	3,771	55	2,578
	2024F	750	2,646	800	3,718	4,732	4,400	90	4,900
	2025F	1,000	3,247	780	4,639	5,314	4,198	107	6,341
PER	2023		10.7	5.7	30.0	25.5	18.3	18.4	33.1
	2024F		22.9	9.0	38.7	29.0	20.6	41.4	33.1
	2025F		17.1	9.2	31.0	25.8	21.6	34.9	25.5

자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 11월 21일 기준. 단위: 억원, 백만 EUR, 백만달러, 백만TWD  
 산일전기, 제룡전기, 일진전기는 당사 추정, 그 외는 Refinitiv 컨센서스

## IV. Why 2025?

- 기대요인 ① 트럼프2기 에너지 및 전력 인프라 정책
- 기대요인 ② 수요 증가로 전력 확장사이클 지속
- 기대요인 ③ 美 데이터센터, 2025년부터 본격적 투자

[그림] 한국 변압기 수출데이터



자료: TRASS, 유안타증권 리서치센터

스몰캡



손현정 스몰캡  
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	35,000원
현재주가 (11/21)	22,400원
상승여력	56%

시가총액	10,682억원
총발행주식수	47,685,390주
60일 평균 거래대금	183억원
60일 평균 거래량	763,614주
52주 고	29,400원
52주 저	10,380원
외인지분율	8.60%
주요주주	일진홀딩스 외 4 인 51.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.0)	(4.9)	81.1
상대	(10.7)	3.6	83.3
절대(달러환산)	(16.0)	(8.6)	67.9

## 일진전기(103590): 견고한 수주 확인, 걱정할 필요 없다

### • 3Q24 Review

- 매출액 3,314억원(YoY +16.1%), 영업이익 147억원(YoY -7.3%, OPM 4.4%)
- 수익성 높은 미주 중전기 부문의 일부 매출 이연 영향
- 수주잔고 2Q24 16.5억달러 → 3Q24 17.7억달러 (중전기 비중 63%)
- 내년부터 해외 변압기 Q 증가에 따른 영업 레버리지 효과 기대

### • 미국 수출 확대를 위한 CAPA 증설

- 유상증자(935억원)를 통한 자금 확보로 CAPA 확장 진행 중
- 12월부터 초고압 변압기 신공장 본격 가동
- 23년 11월 미국향 4,318억원 규모 초고압 변압기 수주, 2H25부터 5년간 공급 예정
- 2025년 매출액 1조 6,839억원(YoY +14.8%), 영업이익 1,259억원(YoY +61.0%, OPM 7.5%) 전망

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	11,647	12,467	14,674	16,839
증가율	24.9	7.0	17.7	14.8
영업이익	315	608	782	1,259
영업이익률	2.7	4.9	5.3	7.5
지배주주귀속 순이익	242	345	472	750
지배주주 귀속 EPS	611	871	1,013	1,572
EPS증가율	62.1	42.6	16.3	55.2
PER	8.6	10.1	22.1	14.2
PBR	0.6	0.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	7.6	6.4	12.7	7.9
ROA	2.9	3.9	4.8	6.9
ROE	7.3	9.6	12.1	17.1

자료: 유안타증권 리서치센터

## 일진전기 실적 테이블

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	전체	3,007	3,040	2,855	3,565	3,413	4,338	3,314	3,610	12,467	14,674	16,839
	중전기	470	758	809	886	767	829	725	895	2,923	3,215	4,119
	전선	2,653	2,442	2,247	2,805	2,832	3,772	2,800	2,905	10,148	12,309	13,790
	기타 및 연결조정	-117	-160	-201	-126	-186	-263	-211	-190	-603	-850	-1,070
YoY	전체	4.8%	-0.9%	8.9%	15.4%	13.5%	42.7%	16.1%	1.3%	7.0%	17.7%	14.8%
	중전기	-6.8%	42.6%	29.9%	3.1%	63.1%	9.3%	-10.3%	1.0%	16.1%	10.0%	28.1%
	전선	7.8%	-6.3%	8.0%	17.1%	6.7%	54.5%	24.6%	3.6%	6.3%	21.3%	12.0%
영업이익	전체	171	130	158	148	183	245	147	207	608	782	1,259
	중전기	69	101	77	90	159	110	69	145	338	483	839
	전선	127	46	58	26	79	150	61	52	257	341	486
	기타 및 연결조정	-25	-18	23	33	-56	-14	17	10	13	-43	-66
YoY	전체	75.2%	250.2%	85.7%	56.2%	6.8%	88.5%	-7.3%	39.8%	92.9%	28.7%	61.0%
	중전기	154.0%	627.1%	15.9%	107.2%	130.3%	8.1%	-10.9%	61.6%	123.2%	43.0%	73.8%
	전선	64.4%	55.3%	58.7%	-65.1%	-37.7%	223.3%	4.2%	102.7%	18.4%	32.7%	42.4%
OPM	전체	5.7%	4.3%	5.5%	4.2%	5.4%	5.7%	4.4%	5.7%	4.9%	5.3%	7.5%
	중전기	14.7%	13.4%	9.6%	10.1%	20.8%	13.2%	9.5%	16.2%	11.6%	15.0%	20.4%
	전선	4.8%	1.9%	2.6%	0.9%	2.8%	4.0%	2.2%	1.8%	2.5%	2.8%	3.5%
당기순이익		110	73	133	29	126	166	77	102	345	472	750
(지배)	YoY	-2.3%	258.8%	513.3%	-67.1%	14.5%	128.1%	-42.0%	254.8%	42.6%	36.7%	58.9%
	NPM	3.7%	2.4%	4.7%	0.8%	3.7%	3.8%	2.3%	2.8%	2.8%	3.2%	4.5%

자료: 유안타증권 리서치센터, 단위: 억원

일진전기 (103590) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	9,324	11,647	12,467	14,674	16,839
매출원가	8,530	10,685	11,294	13,101	14,804
매출총이익	793	962	1,173	1,573	2,035
판매비	589	647	566	791	776
영업이익	204	315	608	782	1,259
EBITDA	373	467	736	897	1,362
영업외손익	-7	-38	-172	-172	-259
외환관련손익	19	-28	-34	-25	-50
이자손익	-59	-65	-96	-81	-58
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	33	56	-42	-67	-151
법인세비용차감전순손익	197	277	436	610	1,000
법인세비용	48	35	91	138	250
계속사업순손익	149	242	345	472	750
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	149	242	345	472	750
지배자분순이익	149	242	345	472	750
포괄순이익	164	255	310	437	714
지배자분포괄이익	164	255	310	437	714

주영업이익인식기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	96	506	492	460	739
당기순이익	149	242	345	472	750
감가상각비	161	145	125	112	100
외환손익	-4	5	23	25	50
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-267	142	-94	-168	-163
기타현금흐름	57	-28	93	19	2
투자활동 현금흐름	-65	-106	-187	22	22
투자자산	-7	0	0	-1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-159	-250	-239	0	0
유형자산 감소	0	25	0	0	0
기타현금흐름	100	118	52	23	23
재무활동 현금흐름	-212	-278	-116	9	9
단기차입금	-398	321	-219	12	12
사채 및 장기차입금	243	-578	105	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-57	-21	-3	-3	-3
연결범위변동 등 기타	12	36	-17	28	-54
현금의 증감	-169	158	173	519	716
기초 현금	406	237	395	567	1,086
기말 현금	237	395	567	1,086	1,802
NOPLAT	204	315	608	782	1,259
FCF	-63	256	253	460	739

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임. 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주 기준임. 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	3,586	3,607	4,338	5,463	6,825
현금및현금성자산	237	395	567	1,086	1,802
매출채권 및 기타채권	1,709	1,619	2,062	2,366	2,715
재고자산	1,418	1,336	1,461	1,719	1,973
비유동자산	4,793	4,788	4,951	4,837	4,734
유형자산	3,624	3,724	3,886	3,774	3,674
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	132	128	116	117	118
자산총계	8,379	8,395	9,289	10,300	11,559
유동부채	3,671	3,217	3,849	4,378	4,897
매입채무 및 기타채무	1,578	1,508	1,927	2,268	2,603
단기차입금	291	633	430	430	430
유동성장기부채	1,110	266	429	429	429
비유동부채	1,478	1,730	1,729	1,855	1,979
장기차입금	515	465	710	710	710
사채	285	604	300	300	300
부채총계	5,149	4,946	5,577	6,233	6,876
지배자분	3,231	3,449	3,711	4,067	4,683
자본금	371	371	371	371	371
자본잉여금	1,372	1,372	1,372	1,372	1,372
이익잉여금	1,493	1,700	1,971	2,362	3,013
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	3,231	3,449	3,711	4,067	4,683
순차입금	1,944	1,492	1,262	736	12
총차입금	2,311	2,054	1,940	1,952	1,964

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) (단위: 원, 배, %)

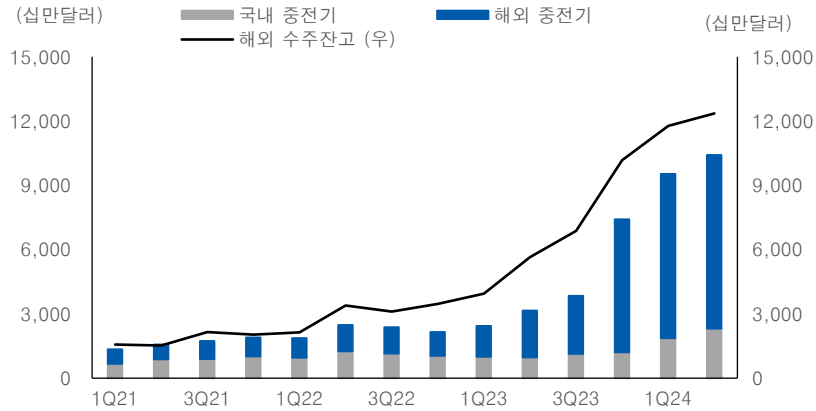
결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	377	611	871	1,013	1,572
BPS	8,148	8,699	9,361	8,529	9,822
EBITDAPS	940	1,178	1,857	1,927	2,856
SPS	23,511	29,370	31,438	31,510	35,313
DPS	94	122	206	206	206
PER	12.3	8.6	10.1	22.1	14.2
PBR	0.6	0.6	0.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	10.1	7.6	6.4	12.7	7.9
PSR	0.2	0.2	0.3	0.7	0.6

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	31.7	24.9	7.0	17.7	14.8
영업이익 증가율 (%)	48.1	54.3	92.9	28.7	61.0
지배순이익 증가율 (%)	210.2	62.1	42.6	36.6	58.8
매출총이익률 (%)	8.5	8.3	9.4	10.7	12.1
영업이익률 (%)	2.2	2.7	4.9	5.3	7.5
지배순이익률 (%)	1.6	2.1	2.8	3.2	4.5
EBITDA 마진 (%)	4.0	4.0	5.9	6.1	8.1
ROIC	3.3	5.9	10.4	14.3	21.6
ROA	1.8	2.9	3.9	4.8	6.9
ROE	4.7	7.3	9.6	12.1	17.1
부채비율 (%)	159.4	143.4	150.3	153.3	146.8
순차입금/자기자본 (%)	60.2	43.2	34.0	18.1	0.3
영업이익/금융비용 (배)	3.3	4.3	5.1	6.8	10.9

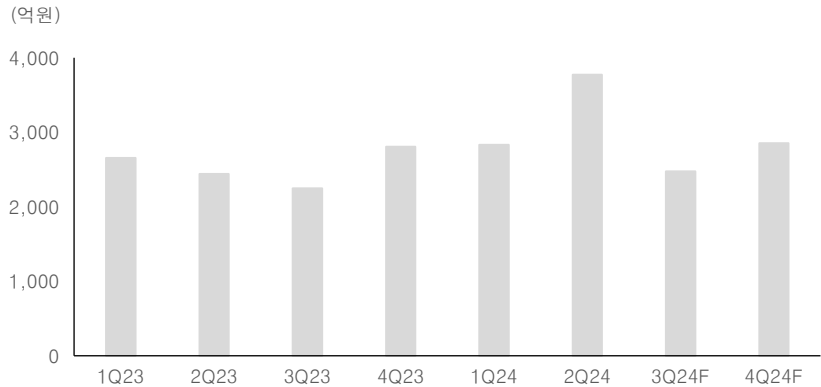
# Key Chart

## 일진전기 중전기 수주잔고 추이



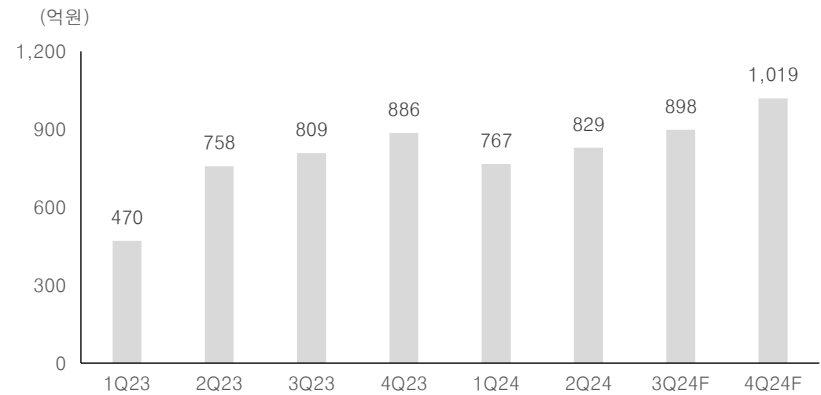
자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

## 일진전기 전선 매출액 추이 및 전망



자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

## 일진전기 중전기 매출액 추이 및 전망



자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

## 일진전기 공장 증설 및 CAPA 확대

	변압기 증설	전선 증설
주요내용	건축 및 설비 투자 (초고압 변압기 생산)	건축물 및 설비 투자 (케이블 장조장화 및 전용시험장 구축)
투자규모	682억원	350억원
투자일정	2023.08~2024.10 (14개월)	2023.08~2024.12(16개월)
효과	연간 매출 기준 CAPA 2,600억원 ('23년) → 4,330억원('26년)	연간 매출 기준 CAPA 3,800억원 ('23년) → 6,200억원('26년)

자료: 일진전기, 유안타증권 리서치센터

스몰캡



손현정 스몰캡

hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	NOT RATED (I)
목표주가	-
현재주가 (11/21)	56,300원
상승여력	-

시가총액	17,141억원
총발행주식수	30,445,200주
60일 평균 거래대금	377억원
60일 평균 거래량	770,685주
52주 고	64,100원
52주 저	29,650원
외인지분율	7.51%
주요주주	박동석 외 4인 56.62%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	27.2	32.6	0.0
상대	33.6	44.4	0.0
절대(달러환산)	25.8	27.4	0.0

## 산일전기(062040): 고성장 슈퍼사이클 진입

- 3Q24 Review
  - 매출액 797억원(YoY +32.1%), 영업이익 278억원(YoY +63.0%, OPM 34.9)
  - 수주잔고 3,413억원으로 전분기대비 400억원 증가
  - 2024년 신규수주 목표치 4,200억원 무난히 달성할 것으로 전망
- Top Tier 레퍼런스 확보로 수주 지속
  - 고객사 GE, TMEIC, SIEMENS향 안정적 레퍼런스 구축 중
  - 11월 GE향 신규수주 3건(111억원, 136억원, 124억원) 추가
  - 현재 수주잔고, 약 3,784억원 확보
- 선제적 증설로 11월부터 CAPA 6,000억원 확보
  - 미국 수요 견조한 가운데 배전변압기 및 특수변압기 주력 생산 기대
  - 2025년 미국 리쇼어링 정책 반영 시기 맞물리며, 증설 효과 나타날 전망

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

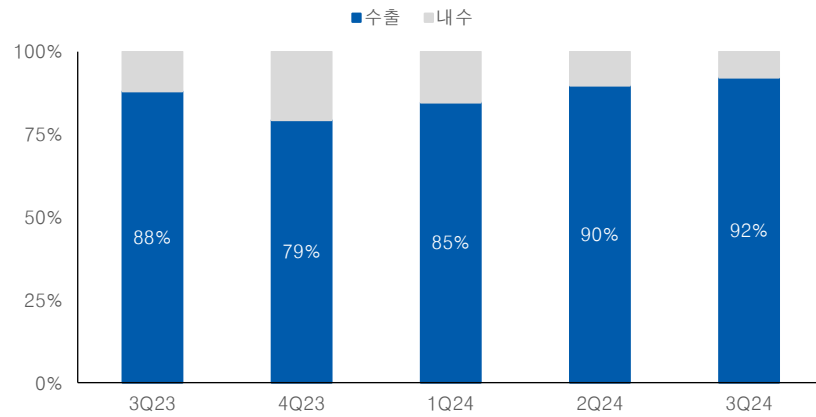
(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	648	1,183	2,145	3,196
증가율	0.8	82.6	81.3	49.0
영업이익	5	130	466	1,020
영업이익률	0.8	11.0	21.7	31.9
지배주주귀속 순이익	11	7	391	793
지배주주 귀속 EPS	268	164	8,807	3,045
EPS증가율	-20.0	-38.8	5,270.1	-65.4
PER	-	-	-	18.5
PBR	-	-	-	8.0
EV/EBITDA	-	-	-	15.7
ROA	1.3	0.6	24.7	32.1
ROE	2.9	1.7	47.0	46.7

자료: 유안타증권 리서치센터

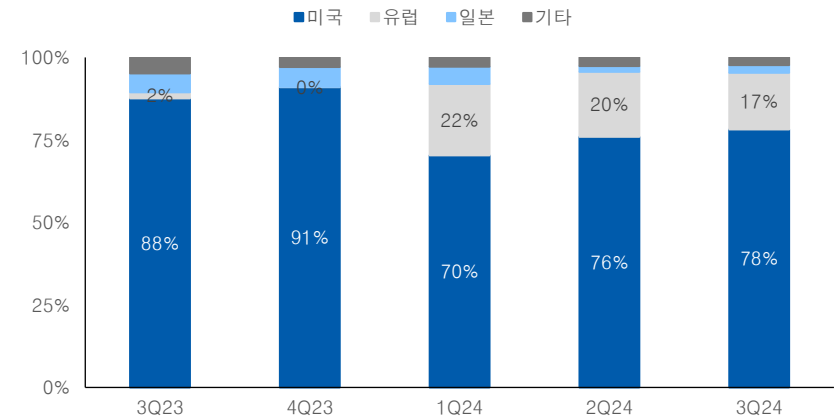
# Key Chart

내수 수출 추이



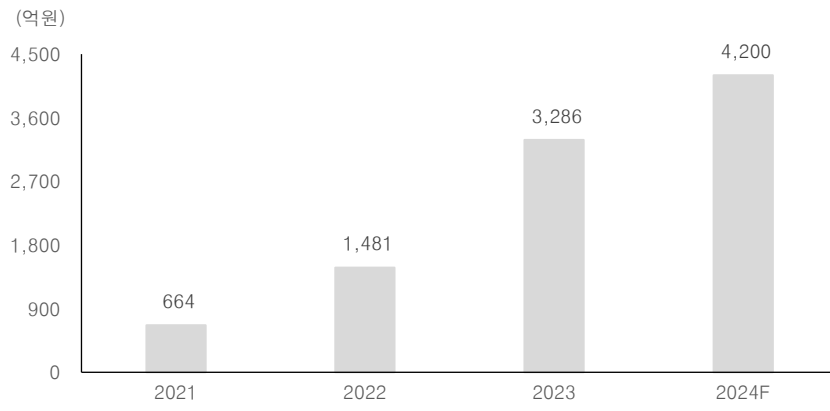
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

해외 지역별 매출 비중 추이



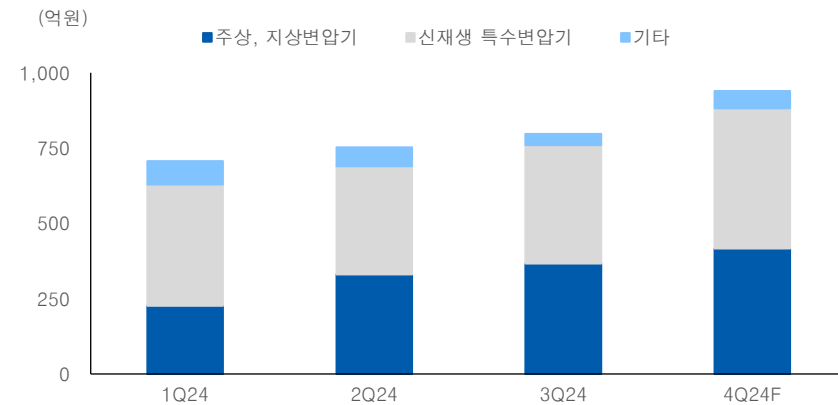
자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

연간 신규 수주 추이



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

사업부문 매출액 추이 및 전망



자료: 산일전기, 유안타증권 리서치센터

산일전기 (062040) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서

(단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	643	648	1,183	2,145	3,196
매출원가	530	546	868	1,367	1,797
매출총이익	113	102	315	778	1,399
판매비	94	98	185	312	378
영업이익	18	5	130	466	1,020
EBITDA	40	27	150	494	1,045
영업외손익	0	8	-93	15	41
외환관련손익	2	4	-8	8	-2
이자손익	-3	-3	-9	-15	21
관계기업관련손익	0	0	-4	0	0
기타	1	7	-72	22	22
법인세비용차감전순이익	18	13	36	481	1,061
법인세비용	4	1	29	102	268
계속사업순이익	14	11	7	379	793
중단사업순이익	0	0	0	11	0
당기순이익	14	11	7	391	793
지배자분순이익	14	11	7	391	793
포괄순이익	0	0	0	518	920
지배자분포괄이익	0	0	0	518	920

주영업이익산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업활동 현금흐름	36	-44	17	352	553
당기순이익	14	11	7	391	793
감가상각비	13	13	14	28	24
외환손익	0	0	20	4	2
중속, 관계기업관련손익	0	0	4	0	0
자산부채의 증감	-12	-92	-121	-271	-393
기타현금흐름	21	24	94	201	127
투자활동 현금흐름	-47	-88	-46	-159	58
투자자산	-1	0	-1	-3	-2
유형자산 증가 (CAPEX)	-11	-39	-18	-227	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-35	-48	-27	71	60
재무활동 현금흐름	24	106	66	-22	-54
단기차입금	14	54	54	-130	4
사채 및 장기차입금	-8	29	4	-103	0
자본	0	0	0	229	0
현금배당	0	0	-4	-4	-45
기타현금흐름	18	23	12	-13	-13
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	165
현금의 증감	13	-25	37	171	721
기초 현금	15	28	3	41	212
기말 현금	28	3	40	212	933
NOPLAT	18	5	130	466	1,020
FCF	25	-83	-1	125	553

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임. 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우,

자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표

(단위: 억원)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
유동자산	291	382	737	1,033	2,163
현금및현금성자산	28	3	40	212	933
매출채권 및 기타채권	105	209	330	322	486
재고자산	148	160	348	443	661
비유동자산	529	567	513	880	858
유형자산	380	406	410	807	782
관계기업등 지분관련자산	9	9	41	0	0
기타투자자산	89	97	58	70	72
자산총계	820	950	1,250	1,913	3,021
유동부채	314	448	759	529	741
매입채무 및 기타채무	89	118	234	271	404
단기차입금	101	155	209	70	70
유동성장기부채	89	132	153	26	26
비유동부채	111	95	89	125	146
장기차입금	89	75	58	77	77
사채	0	0	0	0	0
부채총계	425	543	848	654	887
지배자분	395	407	403	1,259	2,134
자본금	21	21	21	24	24
자본잉여금	5	5	5	231	231
이익잉여금	250	262	259	695	1,443
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	395	407	403	1,259	2,134
순차입금	247	351	366	-44	-760
총차입금	279	362	420	187	201

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
EPS	335	268	164	8,807	3,045
BPS	9,265	9,538	9,437	26,290	7,022
EBITDAPS	934	634	3,505	11,139	4,013
SPS	15,067	15,198	27,734	48,385	12,276
DPS	0	100	100	947	947
PER	-	-	-	-	18.5
PBR	-	-	-	-	8.0
EV/EBITDA	-	-	-	-	15.7
PSR	-	-	-	-	4.6

재무비율

(단위: 배, %)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액 증가율 (%)	-1.5	0.9	82.5	81.3	49.0
영업이익 증가율 (%)	-54.5	-73.7	2,591.6	259.7	119.0
지배순이익 증가율 (%)	-38.9	-20.0	-38.8	5,480.2	103.0
매출총이익률 (%)	17.5	15.8	26.6	36.3	43.8
영업이익률 (%)	2.9	0.7	11.0	21.7	31.9
지배순이익률 (%)	2.2	1.8	0.6	18.2	24.8
EBITDA 마진 (%)	6.2	4.2	12.6	23.0	32.7
ROIC	2.5	0.7	3.7	39.0	60.4
ROA	1.8	1.3	0.6	24.7	32.1
ROE	3.7	2.9	1.7	47.0	46.7
부채비율 (%)	107.5	133.4	210.5	51.9	41.6
순차입금/자기자본 (%)	62.5	86.4	90.9	-3.5	-35.6
영업이익/금융비용 (배)	3.6	1.0	11.3	26.2	87.7



권명준

스몰캡

02 3770 5587

myoungchun.kwon@yuantakorea.com

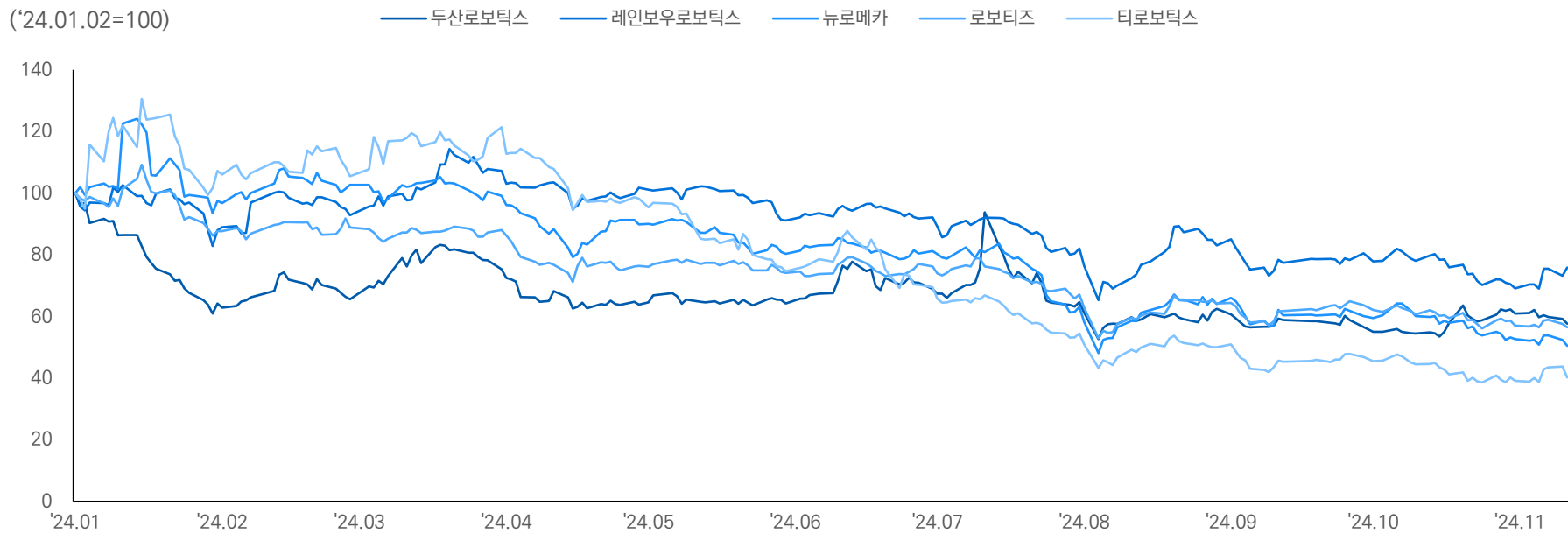
## PART 4. 로봇

# 본격적인 확산

# I. How was 2024?

- 2024년: 2분기 이후 지속적으로 주가 하락  
  두산로보틱스: 두산밥캣과의 합병 기대감으로 7월중 증가 반등했으나 이후 주가 하락
- 대규모 투자, 대규모 공급계약, Killer 제품 등의 부재

[그림] 로봇관련기업들의 2024년 주가 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

## II. 로봇 산업 성장 요인 ①개인

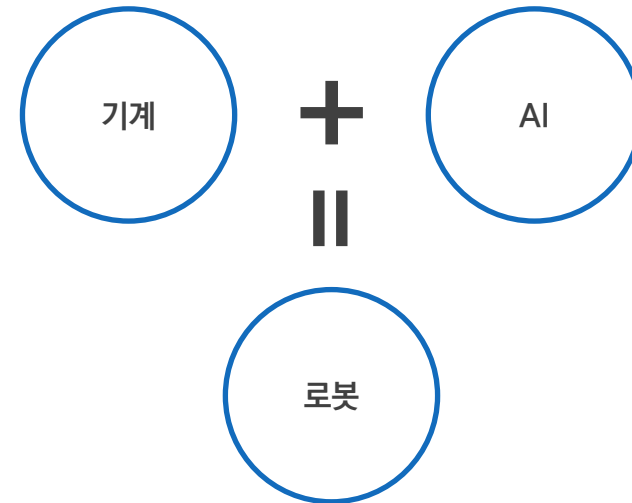
- 편리함을 추구하려는 욕구 기술발전 유발 (By 저서 기술의 역사, 기술과 문명)
- 기존 기술발전은 동일 반복되는 작업의 자동화  
예) 빨래 → 세탁기, 청소 → 청소기
- 시가 적용된 로봇은 사람의 일을 획일적으로 하는 행동이 아닌 상황에 맞게 대응

[그림] 인간의 편리함 추구 → 기술발전



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림] 자동화된 기계 + AI = 로봇

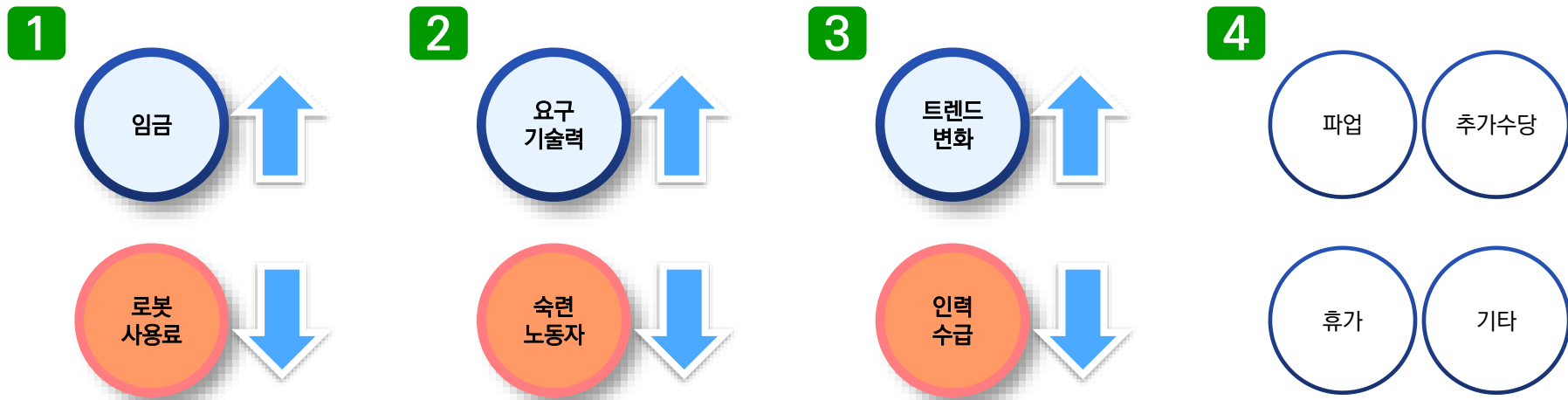


자료: 유안타증권 리서치센터

## II. 로봇 산업 성장 요인 ②기업

- 기업의 목적-영리추구
- 비용: 임금 상승 & 하락하는 로봇 사용료 → 짝아지는 투자회수비
- 기술력: 미세화/경박단소화 → 인력의 한계성 직면 → 로봇도입으로 수율향상 & 불량률 감소
- 속도: 짧아진 트렌드 변화속도 → 변화에 맞는 인력 수급 어려움 → 인력채용에 대한 우려감 축소
- 기타: 파업, 추가수당, 휴가 등의 임금 외 추가적인 비용 축소

[그림] 기업내 로봇 필요성 확대 요인

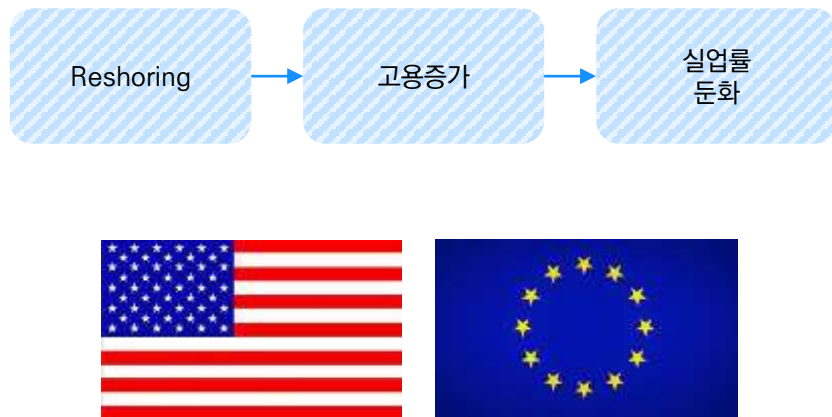


자료: 유안타증권 리서치센터

## II. 로봇 산업 성장 요인 ③ 정부

- 미국, 유럽 등 선진국: 리쇼어링(Reshoring) 통한 고용 증가, 이를 통한 실업률 둔화 추진  
VS. 기업 입장에서는 높은 인건비에 따른 이익률 둔화를 우려해 자동화, AI가 적용된 로봇 사용을 추진
- 독일, 일본 등 제조강국: 빠른 노령화 진행으로 숙련 노동자 감소  
로봇을 통한 제조경쟁력 유지 추진

[그림] 리쇼어링: 북미/유럽에서 선호



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림] 제조업 기반 VS. 노동력의 질 하락: 독일과 일본

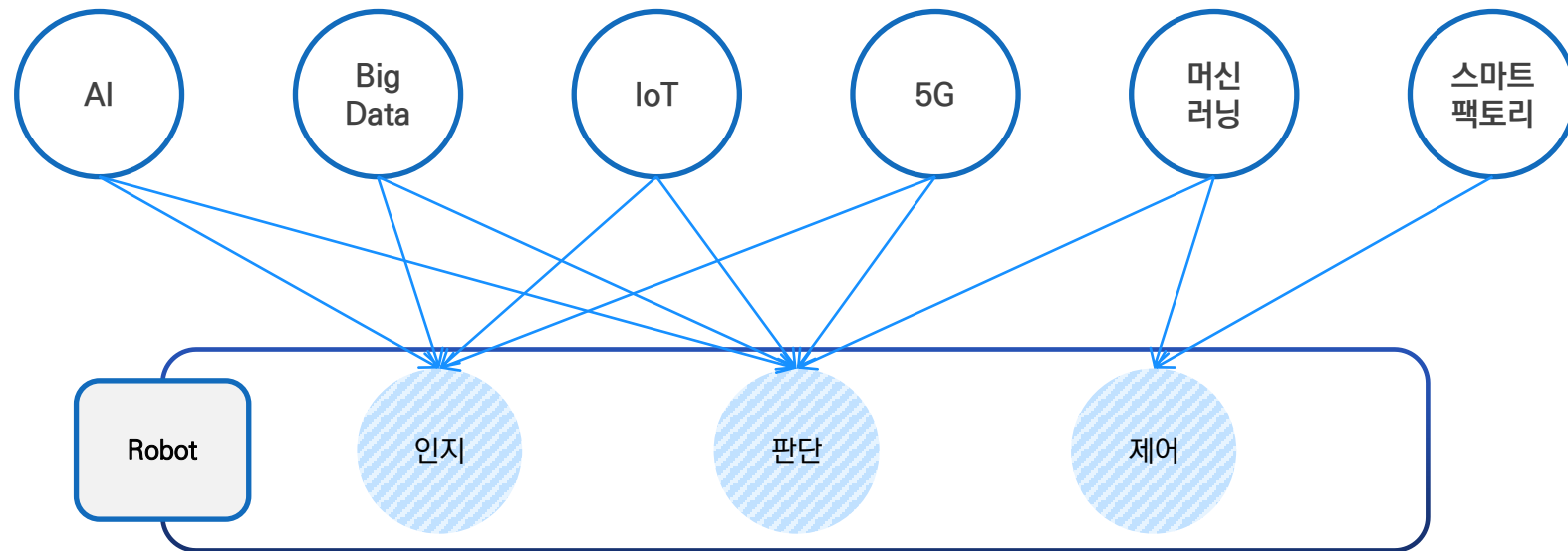


자료: 유안타증권 리서치센터

## II. 로봇 산업 성장 요인 ④ 기술발전

- 로봇산업 발전의 저해요인 ① 느린 대응속도: AI, Big Data, IoT, Cloud 등 기술 향상으로 로봇의 3요소(인지, 판단, 제어)의 대응속도 개선
- 로봇산업 발전의 저해요인 ② 제한적 사용자: Open Source & 코딩 교육 확대
- 로봇산업 발전의 저해요인 ③ 초기 투자 비용: 대기업 참여로 Rental/Lease 도입으로 초기 부담 비용 완화
- 로봇산업 발전의 저해요인 ④ 사회적 인식: Covid19으로 로봇 사용 및 도입에 대한 거부감 축소

기술의 진보로 인해 로봇산업 성장



자료: 유안타증권 리서치센터

### III. Why 2025?

- 기대되는 Killer Item: 삼성전자의 웨어러블 로봇 출시, 카카오모빌리티 플랫폼 기반 실내외 배송로봇 서비스 출시
- 추가 금리인하 기대감으로 신규 성장기대산업 투자 확대 기대
- 트럼프 대통령의 미국 리쇼어링 정책 부각 예상
- 인건비 증가, 숙련 노동력 감소 이슈 지속 부각

[그림] 삼성전자 웨어러블 로봇



자료: 삼성전자, 유안타증권 리서치센터

[그림] 카카오모빌리티 실내외 배송로봇



자료: 카카오모빌리티, 유안타증권 리서치센터

## [참고] 로봇 산업

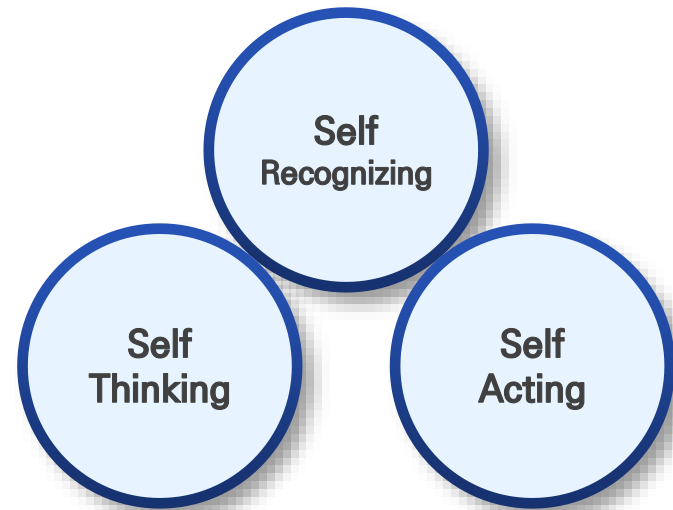
- 1920년 연극 프로그램 ‘Rossum’s Universal Robots’ 라는 희극(체코 카렐 차페크) 안에 로봇(강제 노동, 고된 노동)이라는 단어가 처음 사용
- 당시 로봇의 의미: 인간을 닮았지만 인간이 아닌 인조인간, 노동을 수행하도록 만들어진 기계적 존재
- 로봇의 정의: 외부환경을 인식(인지) 및 상황을 판단, 자율적으로 작동(제어)하는 기계

[그림] 로봇의 목적: 사람의 노동을 대체



자료: 나무위키, NAVER, 유안타증권 리서치센터

[그림] 로봇의 3요소



자료: 유안타증권 리서치센터

## [참고] 국가별 로봇경쟁력

구분		미국	독일	일본	한국	중국
인지	CAMERA			■	■	
	LIDAR	■				
	RADAR	■	■			
사고/판단	AI	■				
	반도체	■		■	■	
인지	모터		■	■	■	■
	감속기			■	■	
	금형			■	■	■
	사출				■	■
	배터리			■	■	■

자료: 유안타증권 리서치센터

스몰캡



권명준 스몰캡  
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자 의견	NOT RATED (I)
목표주가	원 (I)
현재주가 (11/21)	19,420원
상승여력	-

시가총액	2,535억원
총발행주식수	13,130,180주
60일 평균 거래대금	20억원
60일 평균 거래량	102,844주
52주 고/저	33,450원
외인지분율	16,210원
배당수익률	0.73%
주요주주	김병수 외 2 인 31.02%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.8	(5.0)	(25.7)
상대	15.9	8.8	(10.9)
절대 (달러환산)	2.6	(8.7)	(31.2)

## 로보티즈(108490): 영역확장

- 실내에서 실외로
  - 지능형 로봇법 개정(23.7월) → 실외이동로봇의 보도 등 통행 허용
  - 카카오모빌리티와 배송로봇 협력 → 실외 배송로봇 서비스 개발
  - LG전자(2대주주)와의 협력도 기대
- 부품에서 완제품, 내수에서 수출로
  - 로봇산업 성장으로 동사의 부품(모터, 감속기 등)의 매출 동반 성장 중
  - 신제품 다이내믹셀Y를 통해 북미 시장 매출 확대 기대

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	192	224	259	291
증가율	-23.8	16.7	15.6	12.4
영업이익	-18	-9	-22	-53
영업이익률	-9.4	-4.0	-8.5	-18.2
지배주주귀속 순이익	-1	7	-3	-14
지배주주 귀속 EPS	65	-22	-108	0
EPS증가율	-641.7	-133.8	390.9	-100.0
PER	-1,007.5	241.4	-1,076.7	-270.9
PBR	2.1	2.5	3.4	3.9
EV/EBITDA	1,272.5	127.1	6,468.2	-113.8
ROA	-0.2	0.9	-0.3	-1.1
ROE	-0.2	1.1	-0.3	-1.5

자료: 유안타증권 리서치센터

로보티즈 (108490) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	252	192	224	259	291
매출원가	121	94	109	119	137
매출총이익	132	98	115	140	155
판매비	115	116	124	161	208
영업이익	17	-18	-9	-22	-53
EBITDA	35	1	11	0	-28
영업외손익	7	3	6	5	27
외환관련손익	3	-4	7	0	0
이자손익	3	2	-5	-2	5
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	4	4	7	22
법인세비용차감전순이익	24	-15	-3	-16	-26
법인세비용	-1	-14	-10	-14	-13
계속사업순이익	25	-1	7	-2	-13
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	-1	7	-2	-13
지배자분순이익	25	-1	7	-3	-12
포괄순이익	24	-4	9	0	-12
지배자분포괄이익	24	-4	9	0	-13

주영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	42	-6	14	125	-47
당기순이익	25	-1	7	-2	-13
감가상각비	17	16	18	20	23
외환손익	1	5	0	3	2
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	2	-16	-7	116	-48
기타 현금흐름	-3	-10	-5	-11	-12
투자활동 현금흐름	-10	-98	2	-306	-43
투자자산	33	-74	77	-203	179
유형자산 증가 (CAPEX)	-9	-23	-14	-36	-22
유형자산 감소	5	0	0	1	0
기타 현금흐름	-39	-1	-61	-68	-200
재무활동 현금흐름	-69	103	44	284	-93
단기차입금	0	0	0	0	-100
사채 및 장기차입금	-43	110	0	250	0
자본	0	0	0	58	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타 현금흐름	-26	-7	44	-25	7
연결법외변동 등 기타	-1	-4	2	1	0
현금의 증감	-38	-5	61	103	-183
기초 현금	135	97	92	154	257
기말 현금	97	92	154	257	74
NOPLAT	18	-18	-9	-22	-53
FCF	29	-38	-9	80	-98

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	378	435	501	907	812
현금및현금성자산	97	92	154	257	74
매출채권 및 기타채권	13	8	18	17	37
재고자산	68	78	81	133	154
비유동자산	269	297	301	321	338
유형자산	240	247	242	258	257
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	3	15	10	14	10
자산총계	647	732	801	1,228	1,150
유동부채	20	11	91	165	188
매입채무 및 기타채무	13	8	10	15	19
단기차입금	0	0	0	100	0
유동성장기부채	0	1	0	0	0
비유동부채	12	87	8	217	4
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	78	0	121	0
부채총계	33	98	99	381	192
자본지분	614	633	698	842	951
자본금	56	56	57	61	64
자본잉여금	413	438	461	630	749
이익잉여금	168	166	173	170	157
비지배자지분	0	0	4	5	8
자본총계	614	634	702	847	958
순차입금	-289	-263	-321	-410	-514
총차입금	2	81	75	336	93

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	221	-12	65	-22	-108
BPS	5,567	5,761	6,164	6,996	7,466
EBITDAPS	315	8	100	3	-218
SPS	2,243	1,709	1,987	2,149	2,307
DPS	0	0	0	0	0
PER	65.0	-1,007.5	241.4	-1,076.7	-270.9
PBR	2.6	2.1	2.5	3.4	3.9
EV/EBITDA	37.6	1,272.5	127.1	6,468.2	-113.8
PSR	6.4	7.1	7.8	10.9	12.7

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	4.0	-23.8	16.3	15.6	12.7
영업이익 증가율 (%)	-3.9	적전	적지	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	5.0	적전	적전	적전	적지
매출총이익률 (%)	52.2	51.1	51.3	54.0	53.1
영업이익률 (%)	6.7	-9.2	-4.2	-8.4	-18.2
지배순이익률 (%)	9.9	-0.7	3.3	-1.0	-4.6
EBITDA 마진 (%)	14.0	0.4	5.1	0.1	-9.5
ROIC	5.5	-5.3	-2.7	-5.9	-12.7
ROA	3.7	-0.2	0.9	-0.3	-1.1
ROE	4.1	-0.2	1.1	-0.3	-1.5
부채비율 (%)	5.3	15.5	14.1	45.0	20.0
순차입금/자기자본 (%)	-47.0	-41.5	-45.7	-48.4	-53.6
영업이익/금융비용 (배)	59.9	-52.7	-1.3	-1.7	-2.8

스몰캡



권명준 스몰캡  
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	NOT RATED (M)
목표주가	원 (M)
현재주가 (11/21)	19,780원
상승여력	-

시가총액	2,087억원
총발행주식수	10,549,170주
60일 평균 거래대금	11억원
60일 평균 거래량	51,390주
52주 고/저	47,400원
외인지분율	18,280원
배당수익률	0.22%
주요주주	박종훈 외 3 인 21.61%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.7)	(22.7)	(41.0)
상대	(1.4)	(11.5)	(29.1)
절대 (달려환산)	(12.7)	(25.8)	(45.3)

## 뉴로메카(348340): 영역확대의 1인자!

- 다양한 산업으로의 영역확대
  - F&B: 교촌치킨
  - 용접로봇: HD현대
  - 2차전지(배터리팩): CTNS
  - 카지노: 강원랜드
- POSCO 그룹과의 협력
  - 차세대 로봇산업 육성과 기술경쟁력 강화 위한 공동연구실 설립
  - 서비스로봇에서 제조로봇으로 영역 확대 기대
- 부품 내재화 추진 중

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	41	74	98	137
증가율	-43.1	80.5	32.4	39.8
영업이익	-82	-30	-78	-148
영업이익률	-200.0	-40.5	-79.6	-108.0
지배주주귀속 순이익	-83	-66	-82	-177
지배주주 귀속 EPS	-914	-950	-1,691	0
EPS증가율	-26.4	3.9	78.0	-100.0
PER	0.0	0.0	-17.0	-19.2
PBR	0.0	0.0	4.2	14.2
EV/EBITDA	0.1	6.0	-19.1	-24.1
ROA	-60.9	-36.2	-24.1	-25.3
ROE	-132.5	-74.3	-29.7	-55.4

자료: 유안타증권 리서치센터

뉴로메카 (348340) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	72	41	74	98	137
매출원가	58	38	55	86	125
매출총이익	14	2	18	12	12
판매비	67	84	48	89	160
영업이익	-53	-82	-30	-78	-148
EBITDA	-46	-72	-21	-69	-138
영업외손익	23	-1	-36	-4	-28
외환관련손익	0	-1	1	1	1
이자손익	-33	-4	-5	0	-10
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	56	4	-32	-5	-20
법인세비용차감전순손익	-30	-83	-66	-82	-176
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순손익	-30	-83	-66	-82	-177
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-30	-83	-66	-82	-177
지배자분순이익	-30	-83	-66	-82	-177
포괄순이익	-30	-83	-66	-82	-177
지배자분포괄이익	-30	-83	-66	-82	-177

주영업이익인식출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	-71	-40	-11	-80	-124
당기순이익	-30	-83	-66	-82	-177
감가상각비	6	9	9	8	9
외환손익	0	1	-1	-1	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-31	10	-1	-16	-15
기타현금흐름	-16	22	49	11	58
투자활동 현금흐름	98	22	-46	-193	-464
투자자산	0	5	3	-22	-183
유형자산 증가 (CAPEX)	-13	-1	-2	-30	-305
유형자산 감소	21	0	0	0	0
기타현금흐름	90	18	-47	-140	24
재무활동 현금흐름	-20	44	135	261	571
단기차입금	0	0	0	-11	-20
사채 및 장기차입금	-14	30	0	0	583
자본	0	0	140	276	12
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	14	-5	-4	-4
연결법외변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	7	26	78	-11	-17
기초 현금	2	9	35	113	102
기말 현금	9	35	113	102	85
NOPLAT	-53	-82	-30	-78	-148
FCF	-90	-62	-24	-115	-458

자료: 유안타증권 주-1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	115	86	221	394	558
현금및현금성자산	9	35	113	102	85
매출채권 및 기타채권	27	7	27	33	56
재고자산	56	38	31	29	32
비유동자산	36	35	23	45	399
유형자산	15	13	11	37	99
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	10
기타투자자산	7	1	4	2	12
자산총계	151	121	243	438	957
유동부채	37	91	85	40	508
매입채무 및 기타채무	8	4	15	15	26
단기차입금	0	30	30	20	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	10	8	3	1	209
장기차입금	0	0	0	0	183
사채	0	0	0	0	0
부채총계	48	99	88	41	717
자본지분	103	22	156	397	241
자본금	7	7	8	52	53
자본잉여금	263	263	458	418	433
이익잉여금	-172	-255	-321	-83	-259
비지배자지분	0	0	0	0	0
자본총계	103	22	156	397	241
순차입금	-23	-5	-126	-291	-56
총차입금	8	35	33	21	401

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	-1,206	-1,242	-914	-950	-1,691
BPS	1,448	298	1,828	3,844	2,284
EBITDAPS	-675	-992	-271	-783	-1,324
SPS	1,050	562	938	1,107	1,317
DPS	0	0	0	0	0
PER	0.0	0.0	0.0	-17.0	-19.2
PBR	0.0	0.0	0.0	4.2	14.2
EV/EBITDA	0.5	0.1	6.0	-19.1	-24.1
PSR	0.0	0.0	0.0	14.6	24.7

재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	0.0	-43.6	80.8	32.7	40.9
영업이익 증가율 (%)	0.0	적지	적지	적지	적지
지배순이익 증가율 (%)	0.0	적지	적지	적지	적지
매출총이익률 (%)	20.1	6.1	25.0	11.8	8.9
영업이익률 (%)	-73.3	-200.6	-40.9	-79.9	-107.9
지배순이익률 (%)	-41.5	-203.4	-89.7	-84.1	-128.5
EBITDA 마진 (%)	-64.3	-176.6	-28.8	-70.7	-100.6
ROIC	-115.8	-110.6	-53.7	-105.6	-112.7
ROA	-39.7	-60.9	-36.2	-24.1	-25.3
ROE	-58.1	-132.5	-74.3	-29.7	-55.4
부채비율 (%)	46.5	451.6	56.3	10.3	297.9
순차입금/자기자본 (%)	-22.8	-22.6	-81.1	-73.1	-23.2
영업이익/금융비용 (배)	-1.6	-16.9	-5.6	-26.7	-7.2



손현정

스몰캡

02 3770 5595

hyunjeong.son@yuantakorea.com

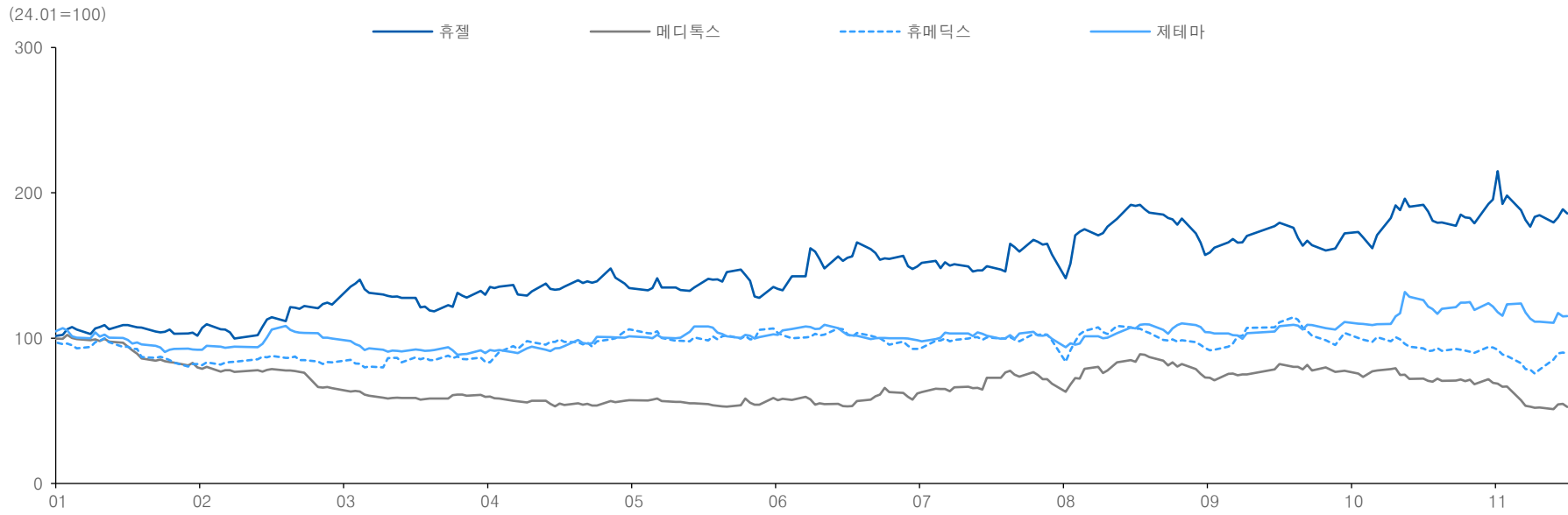
## PART 5. 필러

# 필러, 다이어트와 동행

## I. How was 2024?

- 2024년 주요 필러 업체, 연초대비 평균 1.1배 상승
- 상반기, 국내 필러 시장 경쟁 심화에 따른 내수 부진 반영되어 주가 상승 제한
- 하반기, 휴젤-메디톡스 간 독신 소송 마무리되며 차별적인 흐름 전개
- 신제품, 수출 등 개별 모멘텀으로 종목별 움직임 나타남

[그림] 2024년 필러 업체 주가 상승률



자료: Quntwise, 유안타증권 리서치센터, 11월 21일 기준

## II. 모멘텀 ①오젠틱 페이스: 위고비의 부작용

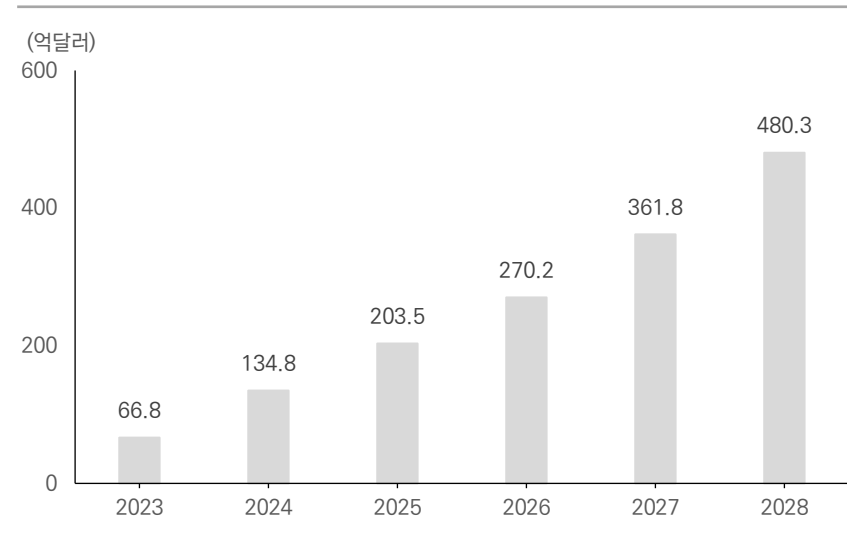
- 비만치료제로 주목받는 위고비 사용 증가 → 급격한 체중 감량 부작용인 '오젠틱 페이스' 현상이 나타나고 있음
- '오젠틱 페이스'로 인한 손실된 얼굴 볼륨을 보완하기 위해 필러 시술 수요 급증 예상
- 글로벌 비만치료제 시장은 2023년 66.8억달러에서 2028년 480.3억달러로 CAGR +48% 성장 전망
- 체중 감량 부작용 해결을 위한 필러 시장도 연동해 성장할 것으로 기대

[그림] 오젠틱 페이스 부작용



자료: venetian, Trsss, 유안타증권 리서치센터

[그림] 글로벌 비만치료제 시장 규모 (CAGR +48%)

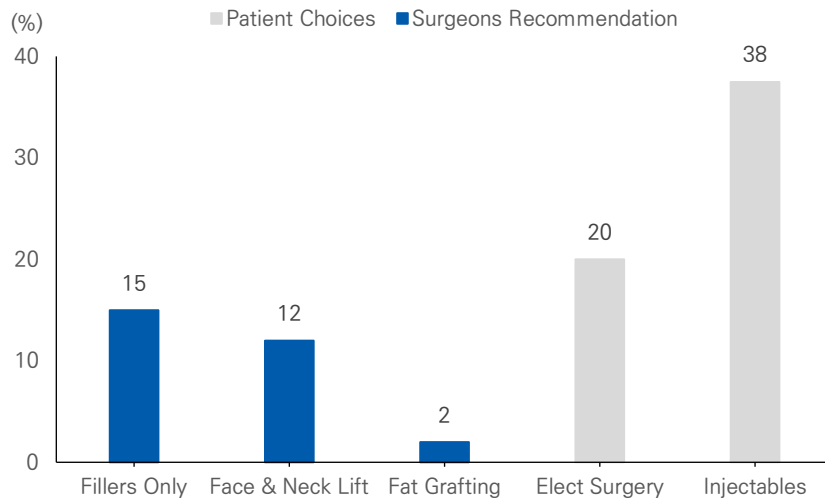


자료: 한국바이오협회, 유안타증권 리서치센터

## II. 모멘텀 ①오젠티크 페이스: 필러 신규 고객층 확대

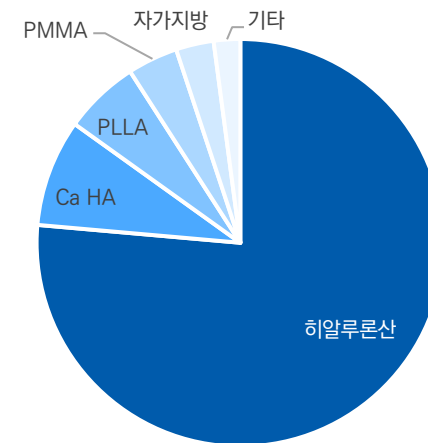
- 히알루론산 필러는 필러 시장 내 점유율 76%로, 볼륨 회복에 가장 많이 사용되고 있음
- 미국 외과의, 오젠티크 페이스 부작용을 위한 복원 시술로 필러 시술을 가장 선호
- 비만 치료제 사용자가 미용 시장으로 신규 유입되며 필러 고객층으로 추가될 것으로 판단

[그림] 오젠티크 페이스로 필러 수요 증가



자료: AAFPRS, Trsss, 유안타증권 리서치센터

[그림] 필러 성분 시장 점유율

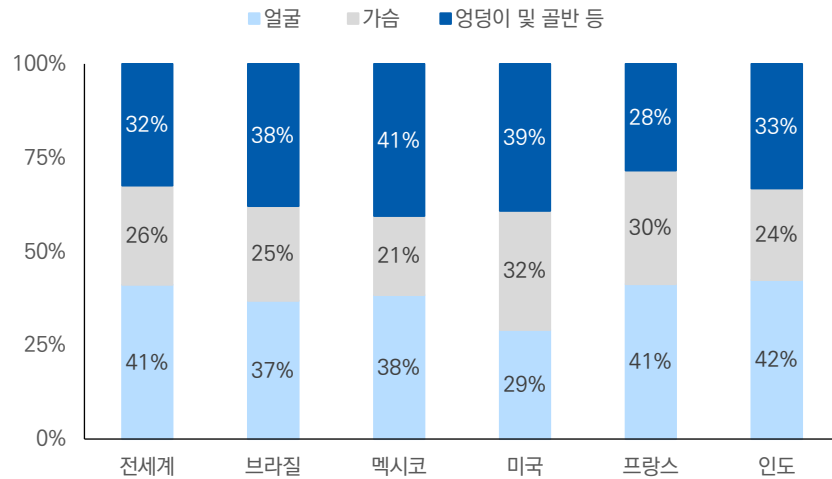


자료: Fortune Business Insights, 유안타증권 리서치센터

## II. 모멘텀 ②바디 필러: 블루오션 남미 시장 타겟

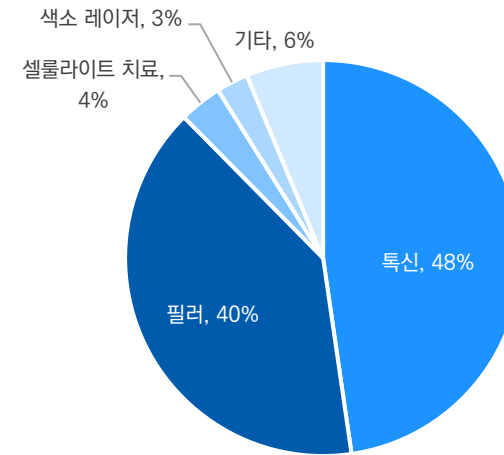
- 바디 필러, 기존 얼굴 중심의 필러 시술 외에 바디 필러가 새로운 블루오션 시장으로 부상
- 바디 필러는 엉덩이 증대, 힙 업 교정 등 체형 보정을 원하는 고객의 니즈에 부합
- 남미 시장의 높은 수요: 바디 시술 비중 브라질 38%, 멕시코 41%로 얼굴 시술 보다 높음

[그림] 국가별 성형 및 미용 시술의 부위별 비중 (2023)



자료: ISAPS, 유안타증권 리서치센터

[그림] 브라질 미용 시술 비중 (2023)



자료: ISAPS, 유안타증권 리서치센터

## II. 모멘텀 ②바디 필러: 고용량 프리미엄 제품

- 바디 필러는 얼굴 필러에 비해 필요 용량이 크고, 시술 비용이 상대적으로 높아 고부가가치 시술로 자리잡고 있음
- 비침습적 시술로서 바디 필러는 비용 효율성, 짧은 시술 시간, 빠른 회복 등의 장점이 있어 소비자에게 매력적
- 수술과 비교했을 때, 필러는 고객 편의성이 높고 리스크가 낮아 빠르게 수요가 증가하는 추세

[그림] 바디 시술 vs. 수술

	시술	수술
방식	특신, 필러	지방흡입, 가슴확대술
비용	부위당 10만원~	부위당 300만원~
시간	5분~1시간 이내	1~3시간
마취 여부	불필요	필요
회복 기간	없음	1주일~1달

자료: ISAPS, 유안타증권 리서치센터

[그림] 필러 부위당 필요 용량 바디 vs. 얼굴

바디 부위	사용량 (CC)	얼굴 부위	사용량 (CC)
가슴	200~300	팔자주름	1~1.5
골반	200~1000	이마, 볼, 앞광대	2~4
힙딥(Hip Dip)	200~1000	코	0.5~1
어깨	20~50	입술, 눈밑, 애교, 턱끝	1~2

자료: 모두닥, 하이닥, 유안타증권 리서치센터

## II. 모멘텀 ③스킨부스터: 국내 시장이 선도

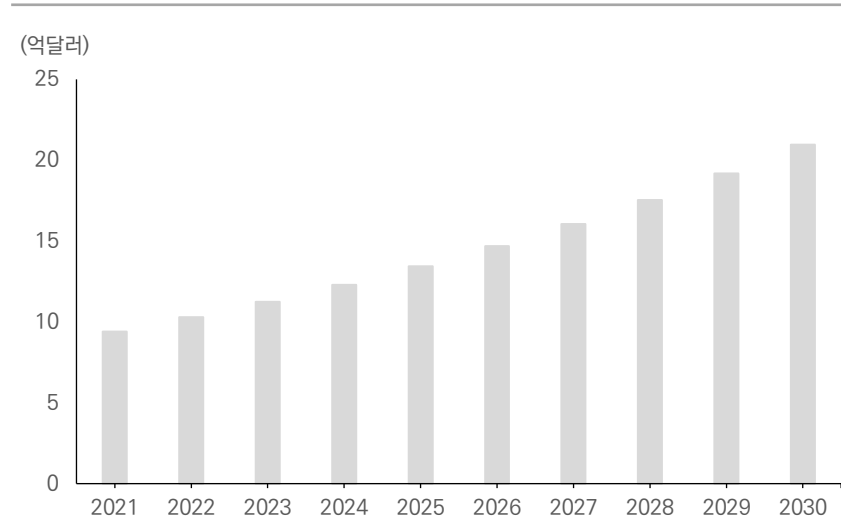
- 스킨부스터는 피부의 'Skin'과 촉진한다는 뜻의 'Booster'의 합성어로, 피부 개선을 도와주는 성분이 함유되어 있는 주사제나 화장품
- 주사제로는 리쥬란, 쥬베룩, 레티젠 등이 있으며, 국내 기업이 시장을 선도하고 있는 것으로 판단
- 글로벌 스킨부스터 시장 CAGR은 +9.3%로 2030년 21억달러까지 성장할 것으로 전망

[그림] 스킨부스터 종류

종류	구분	성분	업체
리쥬란 힐러	주사제	연어 DNA 유래 성분 (PN, 폴리뉴클레오타이드)	파마리서치
쥬베룩	주사제	고분자 히알루론산 (PDLLA + HA)	바임글로벌 (BimeGlobal)
레티젠	주사제	고순도 콜라겐	디메드
엑소좀	화장품	엑소좀 -세포 간 신호 전달 물질	엑소코바이오
샤벨주사 (필로가135)	화장품	히알루론산, 비타민, 아미노산, 항산화제 등 53가지 성분	필로가 (Filorga)

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림] 글로벌 스킨부스터 시장 2021~2030 CAGR +9.3%

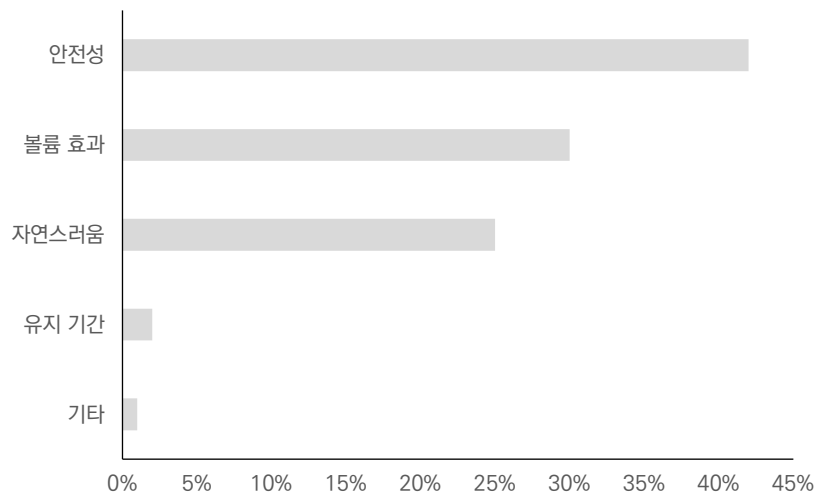


자료: Grand View Research, 유안타증권 리서치센터

## II. 모멘텀 ③스킨부스터: 검증된 Steady Seller와 결합

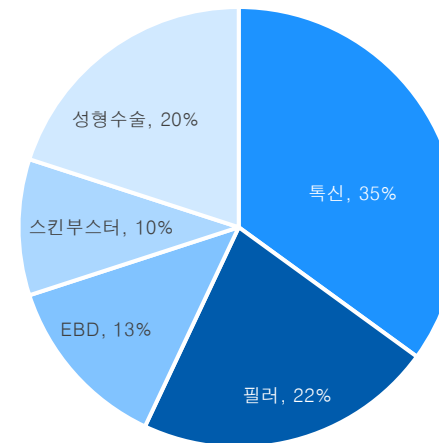
- 필러와 시너지 효과: 스킨부스터와 필러를 병행 시술할 경우, 볼륨 복원과 함께 피부 결 개선 효과를 동시에 기대할 수 있음
- 의사들의 선호도가 높은 필러는 안정성, 자연스러운 볼륨 회복 등의 장점 덕분에 스킨부스터와 함께 사용될 때 피부 전체 개선 효과가 극대화됨
- 미용 시술 트렌드: 글로벌 미용 시장에서 독신 35%, 필러 22%, 스킨부스터 10%로 점유율을 보이며, 주사시술의 병행 사용은 비수술적 시술의 인기를 반영하며 시장 성장의 한 축을 담당

[그림] 의사 필러 선호도



자료: 멜츠코리아, 유안타증권 리서치센터

[그림] 글로벌 미용시장 카테고리별 점유율

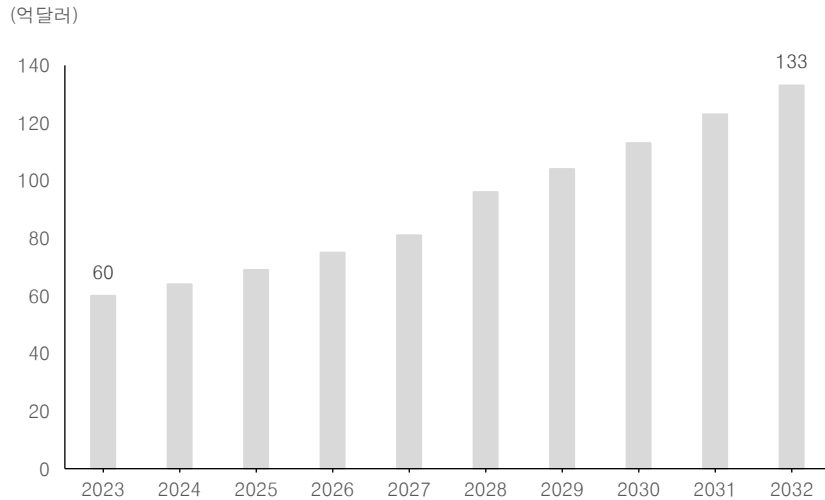


자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

### III. 필러 시장 현황 ①미국 > 아시아 > 유럽·중동

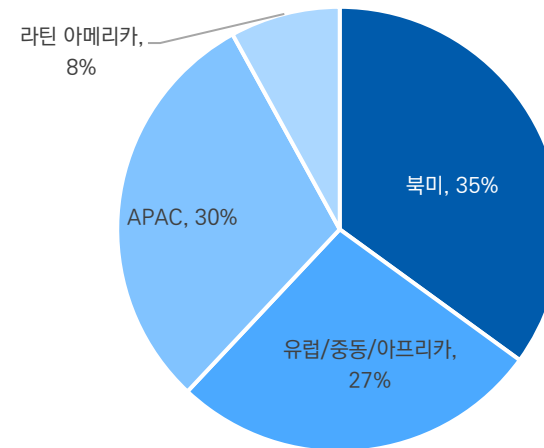
- 글로벌 필러 시장 2023년 60억달러 → 2032년 133억달러로 CAGR +8.4% 성장 전망
- 글로벌 필러 시장 내 북미가 가장 큰 시장(35%)으로, 아시아태평양(30%)과 유럽/중동/아프리카(27%)가 그 뒤를 잇고 있음
- 아시아에서는 한국과 중국이 필러 시장 확대를 주도하고 있으며, 의료 관광 및 미용 시술 수요 증가가 주요 요인

[그림] 글로벌 필러 시장 규모 추이 및 전망 (CAGR +8.4%)



자료: Precedence Research, 유안타증권 리서치센터

[그림] 글로벌 필러 국가별 점유율

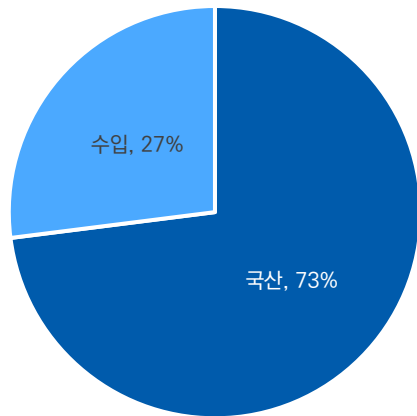


자료: Medical Insight, 유안타증권 리서치센터

### III. 필러 시장 현황 ② 국내 경쟁 심화

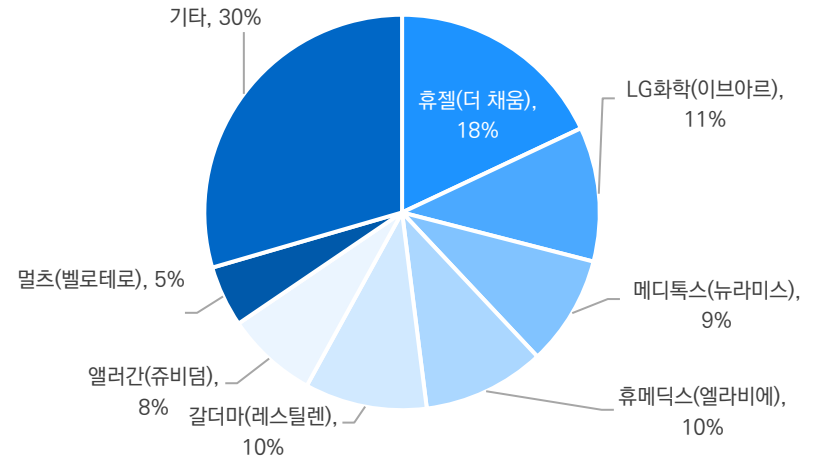
- 국내 필러 시장에서 국산 제품이 73%의 점유율을 차지하며, 수입 제품(27%)보다 많은 비중을 확보하고 있음
- 휴젤(18%), LG화학(11%), 휴메딕스(10%), 메디톡스(9%) 등 국내 기업이 필러 시장을 선도하며, 갈더마(10%), 앨러간(8%) 등과의 경쟁 심화
- 다수 히알루론산 필러 제품이 출시되며 소비자 선택의 폭이 넓어지고, 가격 경쟁 및 제품 차별화 전략이 주요 이슈로 부각

[그림] 국내 필러 시장 국산 vs 수입



자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국내 필러 시장 점유율

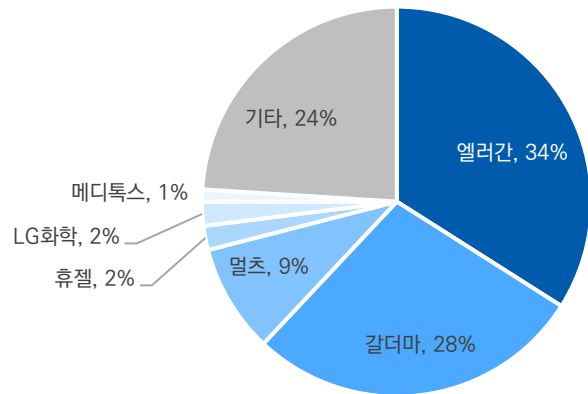


자료: IQVIA, 유안타증권 리서치센터

### III. 필러 시장 현황 ③K-필러 수출 확대

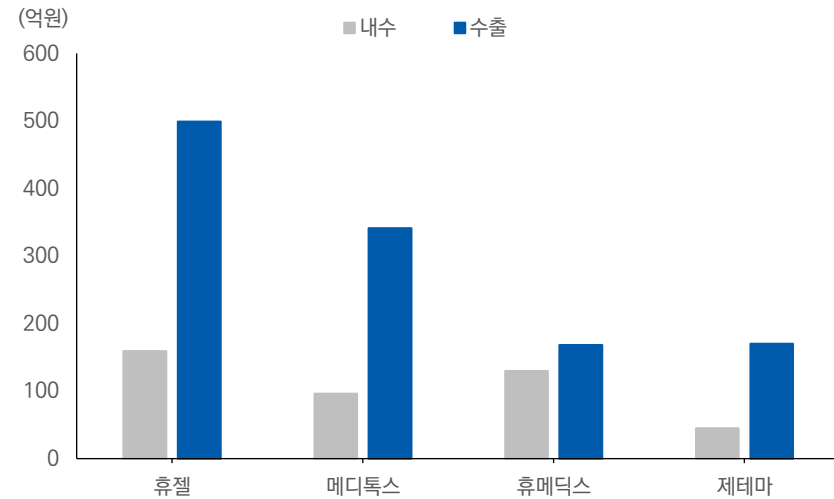
- 글로벌 필러 시장에서 엘러간(34%), 갈더마(28%) 등 해외 기업이 필러 시장을 선도하며, 국내 기업 5% 미만 점유율 확보
- 글로벌 경쟁 속 K-필러는 가격 경쟁력을 바탕으로 수출을 확대 중
- 국내 상장사의 필러 매출의 평균 수출 비중 72%, 글로벌 시장에서의 성장 가능성 기대

[그림] 글로벌 필러 제품별 시장 점유율



자료: ASAPS, 유안타증권 리서치센터

[그림] 국내 상장사의 필러 내수, 수출 매출액 규모 (1H24)

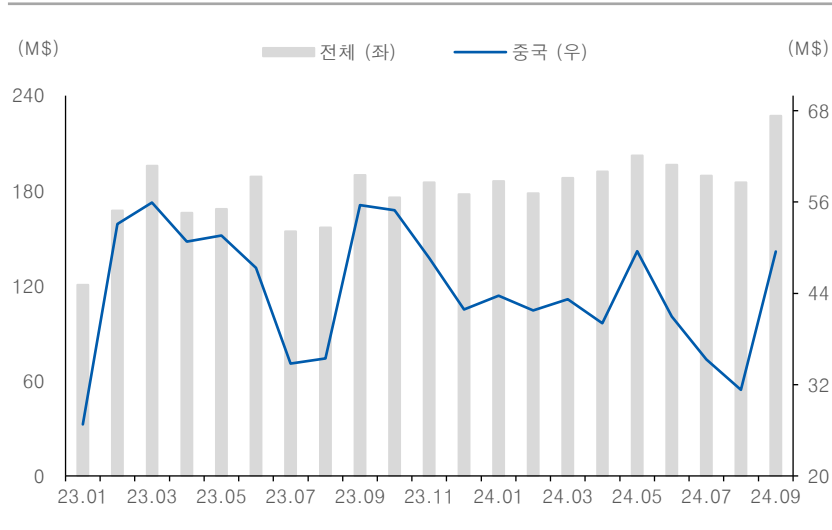


자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

### III. 필러 시장 현황 ④ 중국에서 잘 팔리는 K-필러

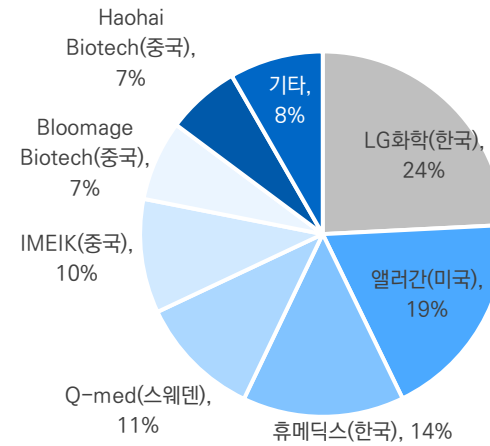
- LG화학(24%)이 중국 필러 시장에서 가장 큰 점유율을 차지하고 있으며, 휴메딕스(14%)와 앨러간(19%)이 그 뒤를 잇고 있음
- 최근 중국 정부의 경제 부양책으로 소비 심리가 개선되고 있으며, 미용 시술에 대한 소비 여력 증가할 가능성 기대
- 중국 시장 내 중저가 필러 수요에 따른 가격 경쟁력과 현지 맞춤형 제품으로 시장 점유율 확대 중

[그림] 필러 전체/중국 수출데이터 추이



자료: TRASS, 유안타증권 리서치센터

[그림] 중국 필러 시장 점유율

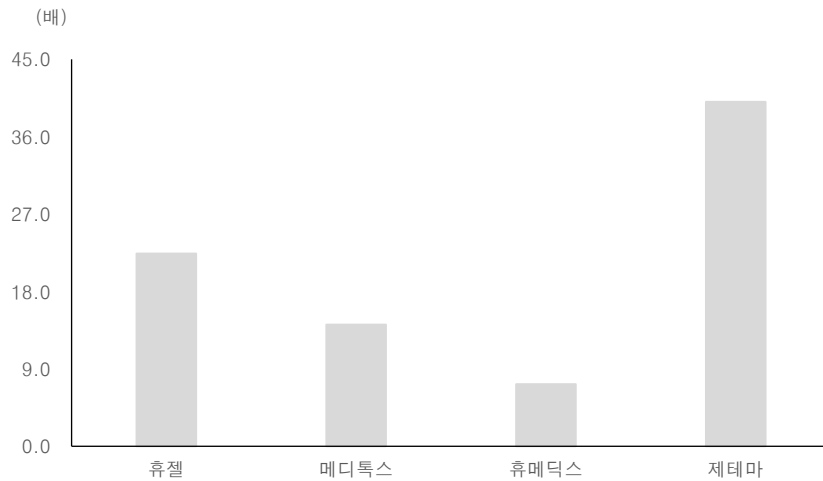


자료: Kotra, 유안타증권 리서치센터

## IV. Peer 비교 ① 밸류에이션 매력: 휴메딕스

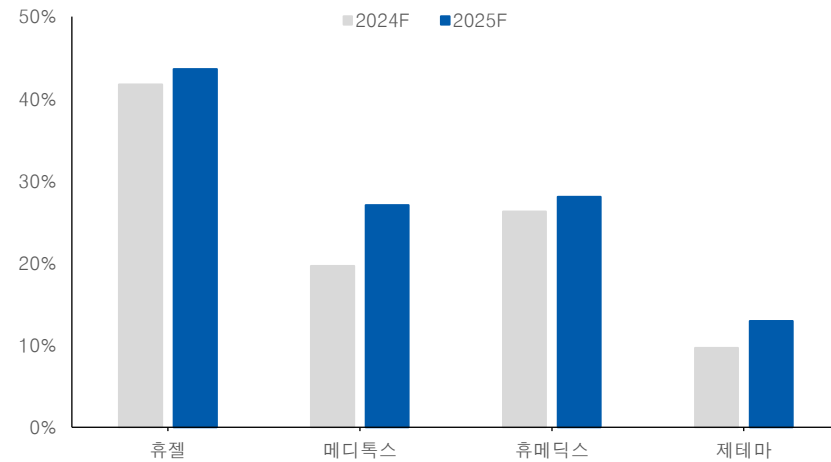
- 국내 주요 필러 업체의 25년 평균 PER은 20.7배
- 2025년 전체 영업이익률은 평균 YoY +4%p 증가할 전망
- 밸류에이션 매력 가장 높은 기업은 휴메딕스(7.2배)

[그림] 필러 상장사 25년 PER 비교



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] 필러 상장사 2024, 2025년 영업이익률 비교

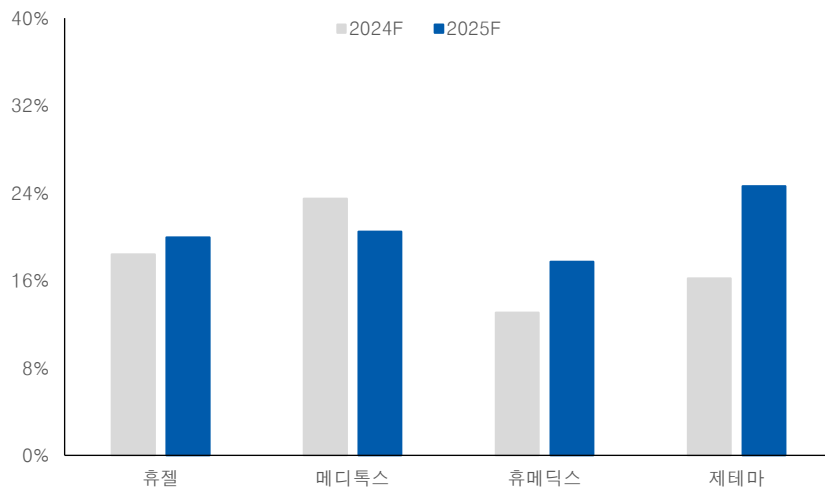


자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## IV. Peer 비교 ② 성장 매력: 제테마

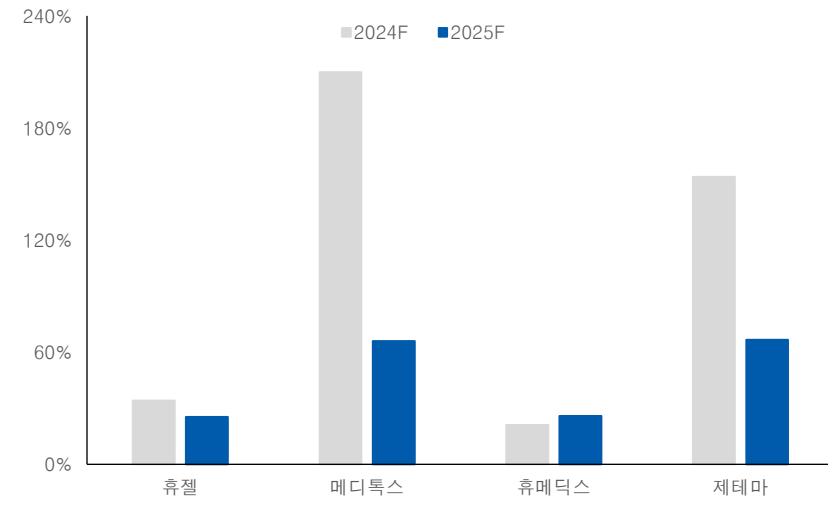
- 2025년 전체 매출액 평균 성장률 YoY +20.7%
- 2025년 전체 영업이익 평균 성장률 YoY +46.0%
- 2025년 성장률 가장 높은 기업은 제테마 (매출액 YoY +24.6%, 영업이익 YoY +66.7%)

[그림] 2024, 2025년 매출액 YoY 성장률



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림] 2024, 2025년 영업이익 YoY 성장률



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## [참고] Peer 실적 테이블

구분		휴젤	메디톡스	휴메딕스	제테마
시가총액		34,976	9,284	3,391	3,204
매출액	2023	3,197	2,211	1,523	587
	2024F	3,785	2,730	1,722	682
	2025F	4,540	3,289	2,027	850
영업이익	2023	1,178	173	373	26
	2024F	1,580	536	452	66
	2025F	1,980	890	569	110
영업이익률	2023	36.8%	7.8%	24.5%	4.4%
	2024F	41.7%	19.6%	26.2%	9.7%
	2025F	43.6%	27.1%	28.1%	12.9%
당기순이익 (지배)	2023	931	98	248	140
	2024F	1,278	444	383	41
	2025F	1,586	680	474	80
PER	2023	19.9	189.7	13.8	19.9
	2024F	27.4	20.9	8.9	78.1
	2025F	22.1	13.7	7.2	40.1

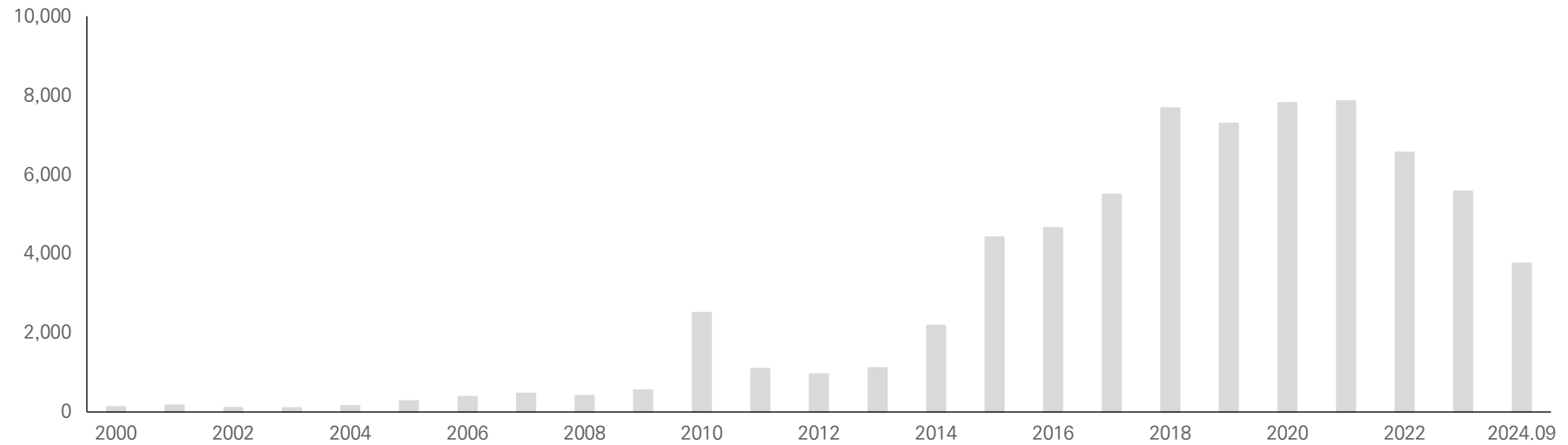
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터, 11월 21일 기준, 단위: 억원

## V. Why 2025?

- 기대요인 ① 중국 부양책에 따른 수출 확대
- 기대요인 ② 위고비 국내 출시로, 내수 신규 수요 증가
- 기대요인 ③ 스킨부스터 등 새로운 유행 확산

[그림] 중국향 필러 수출데이터

(십만달러)



자료: TRASS, 유안타증권 리서치센터

스몰캡



손현정 스몰캡  
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	NOT RATED (M)
목표주가	원 (M)
현재주가 (11/21)	30,200원
상승여력	-

시가총액	3,391억원
총발행주식수	11,229,930주
60일 평균 거래대금	51억원
60일 평균 거래량	156,251주
52주 고/저	38,600원
외인지분율	25,550원
배당수익률	6.14%
주요주주	휴온스글로벌 외 13 인 37.55%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.8)	(16.0)	(5.5)
상대	7.4	(3.8)	13.5
절대 (달러환산)	(5.4)	(19.7)	(12.8)

## 휴메딕스(200670): 필터 수출 순항 중

- 3Q24 Reveiw
  - 매출액 373억원(YoY -5.8%), 영업이익 92억원(YoY -18.6%, OPM 24.7%)
  - 영업부 조직개편에 따른 필터 내수부문 일시적 부진으로 판단, 10월부터 정상화
  - 필터 수출은 1Q24 78억원 → 2Q24 90억원 → 3Q24 92억원으로 성장세 지속
- 4Q24부터 필터 매출 성장 가속화 전망
  - 연내 브라질 바디필터 제품 승인에 따른 매출 성장 기대
  - 러시아향 초도물량 선적 계획으로 신규 수출 지역 확대
  - 2025년 중국 부양책 기대 반영되며, 필터 수요 회복 예상

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

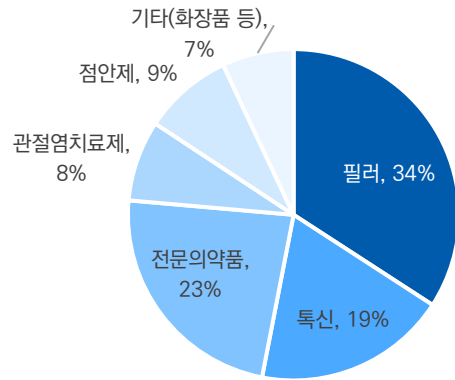
(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,232	1,523	1,722	2,027
증가율	31.5	23.6	13.1	17.7
영업이익	260	373	452	569
영업이익률	21.1	24.5	26.2	28.1
지배주주귀속 순이익	211	248	383	473
지배주주 귀속 EPS	2,121	2,314	3,407	4,214
EPS증가율	135.1	9.1	47.2	23.7
PER	10.3	13.8	7.8	6.3
PBR	1.4	1.7	1.2	1.0
EV/EBITDA	4.9	5.4	3.4	2.2
ROA	10.0	11.1	16.1	17.0
ROE	16.1	14.7	17.8	18.8

자료: 유안타증권 리서치센터

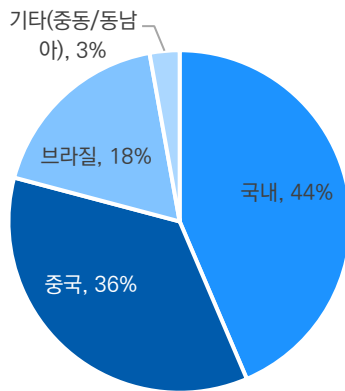
# Key Chart

[그림] 휴메딕스 사업부문 매출 비중



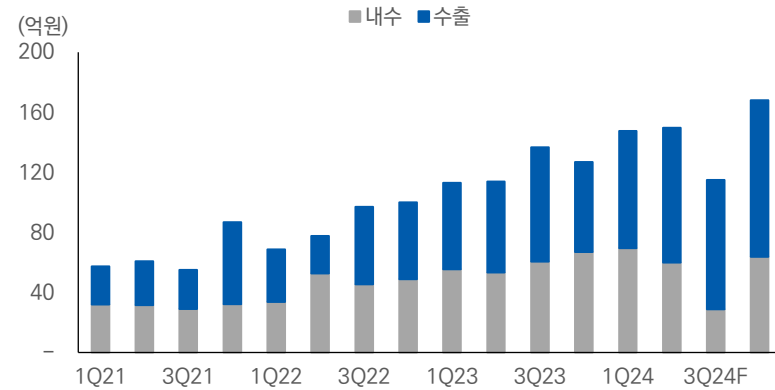
자료: 휴메딕스, 유안타증권 리서치센터

[그림] 휴메딕스 필러 지역별 매출 비중



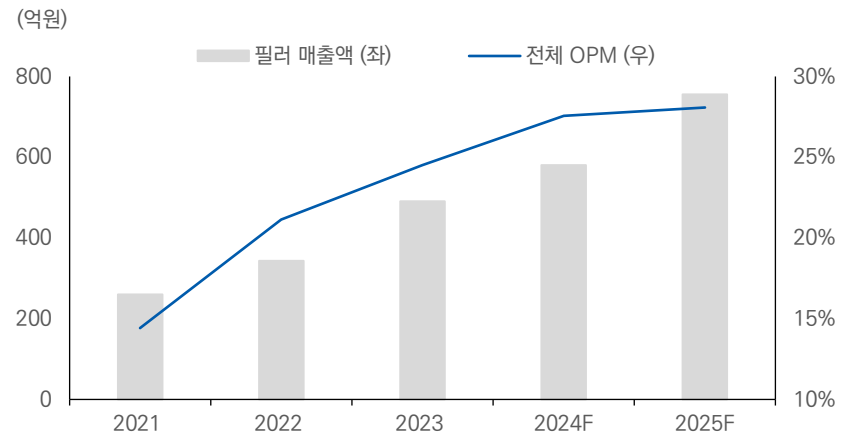
자료: 휴메딕스, 유안타증권 리서치센터

[그림] 휴메딕스 필러 내수 및 수출 매출액 추이 전망



자료: 휴메딕스, 유안타증권 리서치센터

[그림] 휴메딕스 필러 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 휴메딕스, 유안타증권 리서치센터

휴메딕스 (200670) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	937	1,232	1,523	1,722	2,027
매출원가	589	685	819	920	1,057
매출총이익	348	546	704	802	970
판매비	226	286	330	350	401
영업이익	122	260	373	452	569
EBITDA	234	375	486	540	637
영업외손익	-21	29	-49	34	57
외환관련손익	2	4	0	0	0
이자손익	-18	-14	13	30	42
관계기업관련손익	0	8	-22	0	0
기타	-6	31	-40	4	15
법인세비용차감전순이익	101	290	324	486	626
법인세비용	11	78	76	104	153
계속사업순이익	90	212	248	383	473
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	90	212	248	383	473
지배자분순이익	90	211	248	383	473
포괄순이익	90	212	248	383	473
지배자분포괄이익	90	211	248	383	473

주영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	181	382	309	456	497
당기순이익	90	212	248	383	473
감가상각비	107	110	107	83	64
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	-8	22	0	0
자산부채의 증감	-95	-41	-111	-91	-122
기타현금흐름	79	110	43	82	81
투자활동 현금흐름	-489	540	-155	-12	-16
투자자산	-65	169	-64	-8	-12
유형자산 증가 (CAPEX)	-130	-73	-90	0	0
유형자산 감소	0	2	0	0	0
기타현금흐름	-294	441	0	-4	-4
재무활동 현금흐름	202	-106	-258	-52	-51
단기차입금	39	30	-275	0	0
사채 및 장기차입금	323	29	-328	0	0
자본	0	13	408	0	0
현금배당	-38	-38	-71	-54	-54
기타현금흐름	-122	-141	8	3	3
연결법외변동 등 기타	0	-1	-1	-26	-16
현금의 증감	-106	813	-105	367	413
기초 현금	199	94	907	802	1,169
기말 현금	94	907	802	1,169	1,583
NOPLAT	122	260	373	452	569
FCF	51	309	219	456	497

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	996	1,405	1,304	1,737	2,251
현금및현금성자산	94	907	802	1,169	1,583
매출채권 및 기타채권	229	218	201	228	269
재고자산	162	211	286	324	381
비유동자산	963	866	896	816	760
유형자산	540	503	502	420	355
관계기업등 지분관련자산	130	34	51	57	68
기타투자자산	160	181	204	205	207
자산총계	1,959	2,271	2,200	2,553	3,011
유동부채	377	847	196	220	258
매입채무 및 기타채무	91	137	144	162	191
단기차입금	1	1	0	0	0
유동성장기부채	7	9	9	9	9
비유동부채	343	33	23	24	25
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	296	0	0	0	0
부채총계	720	880	219	244	283
자본지분	1,238	1,391	1,981	2,309	2,728
자본금	50	50	56	56	56
자본잉여금	885	898	1,299	1,299	1,299
이익잉여금	554	801	978	1,306	1,725
비지배자지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,238	1,391	1,981	2,309	2,728
순차입금	-25	-338	-780	-1,148	-1,562
총차입금	571	630	27	27	27

Valuation 지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	902	2,121	2,314	3,407	4,214
BPS	13,169	15,205	19,054	22,398	26,463
EBITDAPS	2,348	3,764	4,530	4,807	5,675
SPS	9,396	12,352	14,197	15,334	18,050
DPS	400	500	525	525	525
PER	32.9	10.3	13.8	7.8	6.3
PBR	2.3	1.4	1.7	1.2	1.0
EV/EBITDA	12.5	4.9	5.4	3.4	2.2
PSR	3.2	1.8	2.3	1.7	1.5

재무비율 (단위: %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	16.6	31.5	23.6	13.1	17.7
영업이익 증가율 (%)	0.1	113.5	43.3	21.2	25.9
지배순이익 증가율 (%)	-32.3	134.5	17.7	54.2	23.7
매출총이익률 (%)	37.2	44.4	46.2	46.6	47.9
영업이익률 (%)	13.0	21.1	24.5	26.3	28.1
지배순이익률 (%)	9.6	17.1	16.3	22.2	23.3
EBITDA 마진 (%)	25.0	30.5	31.9	31.3	31.4
ROIC	13.3	24.1	36.5	43.7	54.6
ROA	5.1	10.0	11.1	16.1	17.0
ROE	7.4	16.1	14.7	17.8	18.8
부채비율 (%)	58.2	63.3	11.1	10.6	10.4
순차입금/자기자본 (%)	-2.0	-24.3	-39.4	-49.7	-57.3
영업이익/금융비용 (배)	5.5	8.2	25.8	380.2	478.6

스몰캡



손현정 스몰캡  
hyunjeong.son@yuantakorea.com

투자 의견	NOT RATED (I)
목표주가	원 (I)
현재주가 (11/21)	17,910원
상승여력	-

시가총액	3,205억원
총발행주식수	17,892,259주
60일 평균 거래대금	12억원
60일 평균 거래량	63,913주
52주 고/저	20,500원
외인지분율	13,770원
배당수익률	0.61%
주요주주	김재영 외 17 인 29.74%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.8)	5.4	3.5
상대	1.9	20.8	24.3
절대 (달려환산)	(10.2)	0.8	(4.5)

## 제테마(216080): 내년이 기대된다

- 3Q24 Reveiw
  - 매출액 150억원(YoY +5.7%), 영업이익 2억원(YoY -52.6%, OPM 1.6%)
  - 9월 필러 수출 물량 중 약 10억원 10월로 이연된 영향
  - 매출 비중 필러 59.7%, 특신 27.5%, 기타 12.7%
  - 지역별 매출 비중: 유럽 30%, 중남미 25%, 아시아 20%, 기타 25%
- 필러 투자포인트
  - 에피티크 제품 중국 1Q25 허가, 2H25 진출 기대, 현지 파트너사 협업으로 매출 확대 전망
  - ODM 브랜드 1H25 브라질 추가 허가 기대
- 특신 투자포인트
  - 올해 12월 내 국내 식약처 허가 기대
  - 해외 누적 계약금액 약 9천억원으로, 1Q25부터 매출 본격화 예상

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

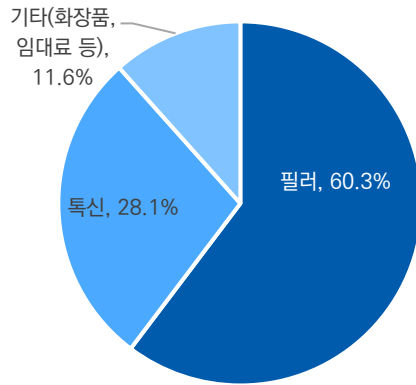
(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	460	587	682	850
증가율	38.6	27.6	16.2	24.6
영업이익	40	53	66	110
영업이익률	8.7	9.0	9.7	12.9
지배주주귀속 순이익	20	160	41	80
지배주주 귀속 EPS	110	896	228	445
EPS증가율	-82.1	714.5	-74.6	95.2
PER	145.1	22.0	75.6	38.6
PBR	5.0	4.8	4.0	3.6
EV/EBITDA	41.5	33.7	29.0	22.5
ROA	1.2	7.5	1.7	3.1
ROE	3.5	24.4	5.4	9.7

자료: 유안타증권 리서치센터

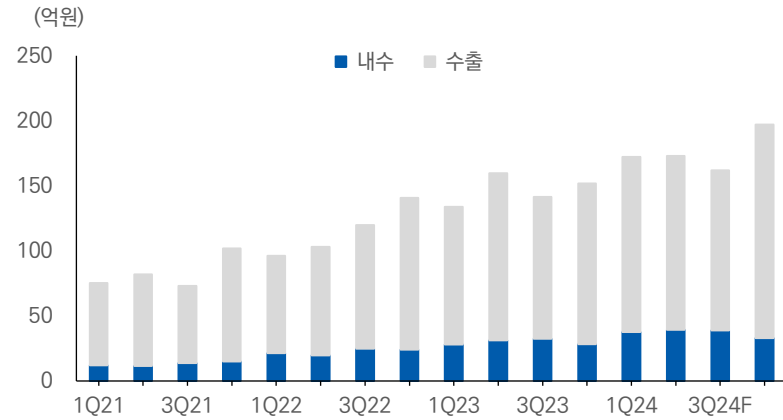
# Key Chart

[그림] 제테마 사업부문 매출 비중



자료: 제테마, 유안타증권 리서치센터

[그림] 제테마 내수 및 수출 매출액 추이 전망



자료: 제테마, 유안타증권 리서치센터

[그림] 제테마 특신 해외 계약 현황

지역	계약규모	현황	허가 예상 시기
브라질	1,400억원/10년	2025년 허가 신청	1H26
중국	6,000억원/10년	2025년 임상 3상 완료 예정	2027년
튀르키예	800억원/5년	2025년 허가신청/출시	1H25
태국	420억원/5년	2025년 허가 신청	1H26
호주/뉴질랜드	193억원	2025년 허가 신청	2026년
미국		2025년 임상 3상 진입 예상	2028년

자료: 제테마, 유안타증권 리서치센터

제테마 (216080) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	332	460	587	682	850
매출원가	182	237	304	353	440
매출총이익	151	223	283	329	410
판매비	128	183	231	263	300
영업이익	23	40	53	66	110
EBITDA	56	91	135	139	175
영업외손익	86	-16	-18	-33	-33
외환관련손익	7	9	2	2	5
이자손익	-35	-92	-122	-137	-139
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	114	67	102	102	102
법인세비용차감전순손익	109	24	34	33	77
법인세비용	0	4	-125	-8	-2
계속사업순손익	109	20	160	41	80
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	109	20	160	41	80
지배자분순이익	109	20	160	41	80
포괄순이익	109	20	160	41	80
지배자분포괄이익	109	20	160	41	80

주영업이익인출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	62	142	92	31	41
당기순이익	109	20	160	41	80
감가상각비	33	50	75	67	59
외환손익	-7	-7	-2	-2	-5
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	8	8	-23	9	-10
기타현금흐름	-82	70	-118	-83	-84
투자활동 현금흐름	-174	-1,073	-157	-21	-42
투자자산	-12	-56	-91	-22	-39
유형자산 증가 (CAPEX)	-161	-618	-61	0	0
유형자산 감소	0	1	1	0	0
기타현금흐름	-2	-400	-5	0	-3
재무활동 현금흐름	688	381	264	-29	-2
단기차입금	110	-111	209	34	61
사채 및 장기차입금	534	462	113	0	0
자본	15	5	6	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	28	25	-63	-63	-63
연결법외변동 등 기타	7	6	2	136	154
현금의 증감	583	-543	202	117	151
기초 현금	169	752	209	411	528
기말 현금	752	209	411	528	679
NOPLAT	23	40	245	82	113
FCF	-99	-476	31	31	41

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2, PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	938	358	642	797	1,015
현금및현금성자산	752	209	411	528	679
매출채권 및 기타채권	33	29	38	45	56
재고자산	82	104	127	148	184
비유동자산	542	1,529	1,749	1,697	1,671
유형자산	504	1,042	993	926	867
관계기업등 지분관련자산	0	50	103	120	150
기타투자자산	21	30	38	43	52
자산총계	1,479	1,887	2,391	2,494	2,686
유동부채	294	620	944	990	1,071
매입채무 및 기타채무	51	69	66	76	95
단기차입금	78	25	104	104	104
유동성장기부채	10	1	0	0	0
비유동부채	640	694	709	726	757
장기차입금	38	615	600	600	600
사채	436	0	0	0	0
부채총계	934	1,314	1,653	1,716	1,828
자본지분	546	573	738	778	858
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	771	776	782	782	782
이익잉여금	-332	-313	-153	-112	-33
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	546	573	738	778	858
순차입금	-8	940	1,040	953	855
총차입금	804	1,154	1,476	1,510	1,571

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	616	110	896	228	445
BPS	3,071	3,216	4,131	4,350	4,796
EBITDAPS	319	513	757	779	978
SPS	1,880	2,585	3,295	3,817	4,751
DPS	0	0	0	0	0
PER	46.3	145.1	22.0	75.6	38.6
PBR	9.3	5.0	4.8	4.0	3.6
EV/EBITDA	89.2	41.5	33.7	29.0	22.5
PSR	15.2	6.2	6.0	4.5	3.6

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	60.8	38.4	27.7	16.1	24.6
영업이익 증가율 (%)	흑전	75.8	31.4	25.2	66.8
지배순이익 증가율 (%)	흑전	-82.0	713.7	-74.5	96.0
매출총이익률 (%)	45.4	48.5	48.2	48.2	48.2
영업이익률 (%)	6.9	8.7	9.0	9.7	12.9
지배순이익률 (%)	32.8	4.3	27.2	6.0	9.4
EBITDA 마진 (%)	17.0	19.8	23.0	20.4	20.6
ROIC	4.5	3.9	21.1	7.0	10.0
ROA	10.1	1.2	7.5	1.7	3.1
ROE	22.6	3.5	24.4	5.4	9.7
부채비율 (%)	171.1	229.4	224.1	220.5	213.0
순차입금/자기자본 (%)	-1.4	164.1	140.9	122.4	99.7
영업이익/금융비용 (배)	0.6	0.4	0.4	0.5	0.7



권명준

스몰캡

02 3770 5587

myoungchun.kwon@yuantakorea.com

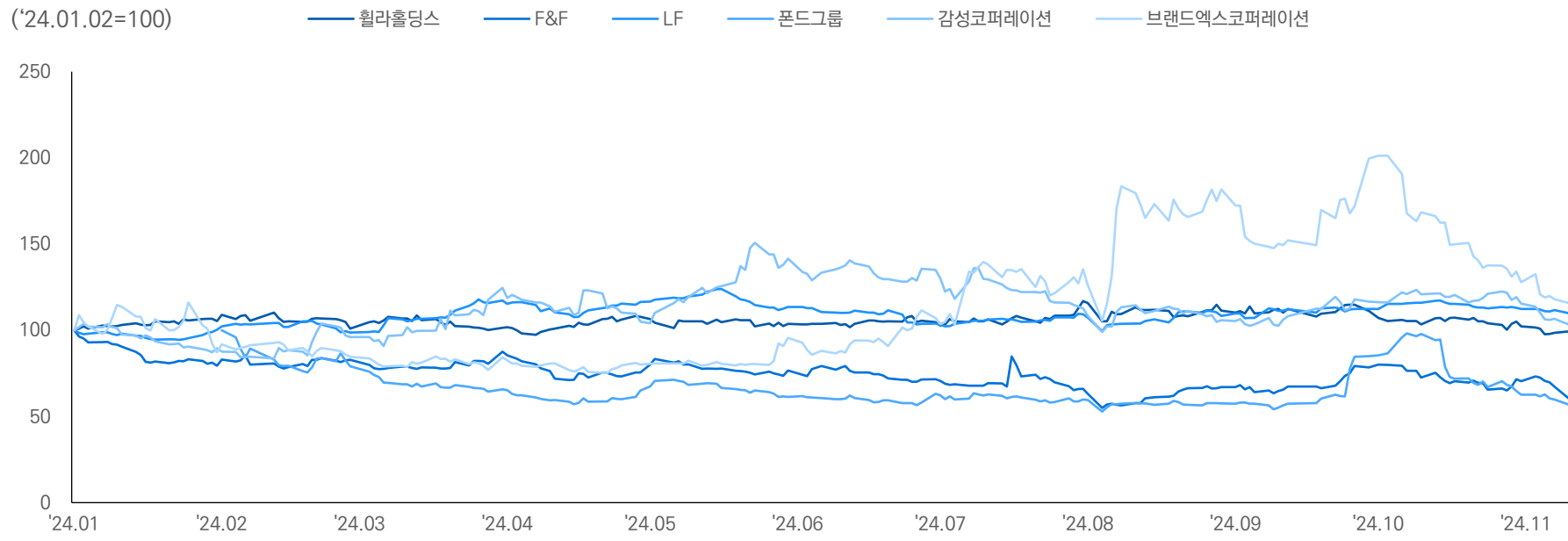
## PART 6. 패션

# ASP 상승 시즌 진입

## I. How was 2024?

- 2024년 주가 하락: 23년부터 이어진 하락세 지속
- 이유1. 소비재내(화장품, 음료, 의류)에서 선호도 하락
- 이유2. 성장모멘텀 부재
- 이유3. 경기침체에 따른 소비 악화, 경쟁심화에 따른 성장률 둔화
- 이유4. 해외직구 소비 확대에 따른 경쟁력 약화 우려감

### 의류관련기업들의 2024년 주가 추이



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

## II. K-Fashion을 주목해야 하는 이유 ① 시작된 글로벌 진출

- 내수업종 중 화장품/음식료 대비 비교열위 요소: 수출
- 2020년 이후 해외진출 추진 → 2024년 해외진출 러쉬
- 일본진출 확대, 중국과 동남아로도 진출

[그림] 해외진출 기업

	힐라홀딩스	한섬	F&F	LF	폰드그룹	감성코퍼레이션	신성통상	브랜드엑스 코퍼레이션	에코마케팅 (안다르)
미국	■								
유럽	■	■		■					
중국	■	■	■	■			■	■	
일본	■					■		■	■
동남아	■		■	■	■	■		■	■
기타	■							■	

자료: 언론보도 취합, 유안타증권 리서치센터

## II. K-Fashion을 주목해야 하는 이유 ②가성비 끝판왕

- 빨라진 패션 트렌드 vs. 대응력이 낮은 해외 명품브랜드
- 인플레이션 → 소비심리 위축 → 가성비 수요 확대 → SPA 브랜드들의 매출 성장세
- K패션 온라인 기반으로 성장 → 가성비 우수 VS. 미국/유럽/일본 등은 오프라인 기반으로 성장
- K애슬레저 의류 역시 가성비 우수

[그림] 가성비



자료: 꼼데가르송, 마팽김, 마르디 메크로디(Tshirt 화면 첫 제품 기준), 유안타증권 리서치센터

[그림] 룰루레몬 VS. 잭시믹스 VS. 안다르 레깅스 가격

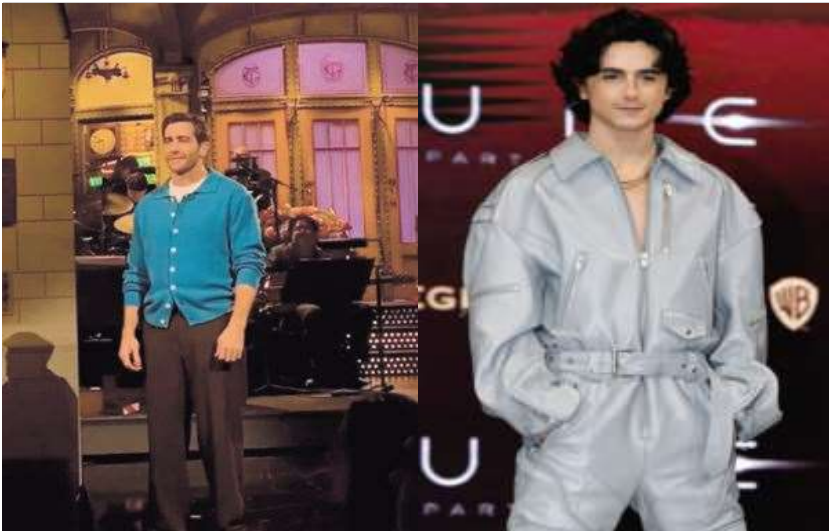


자료: 룰루레몬, 잭시믹스, 안다르(레깅스 화면 첫 제품 기준), 유안타증권 리서치센터

## II. K-Fashion을 주목해야 하는 이유 ③ 해외에서 인정받기 시작!

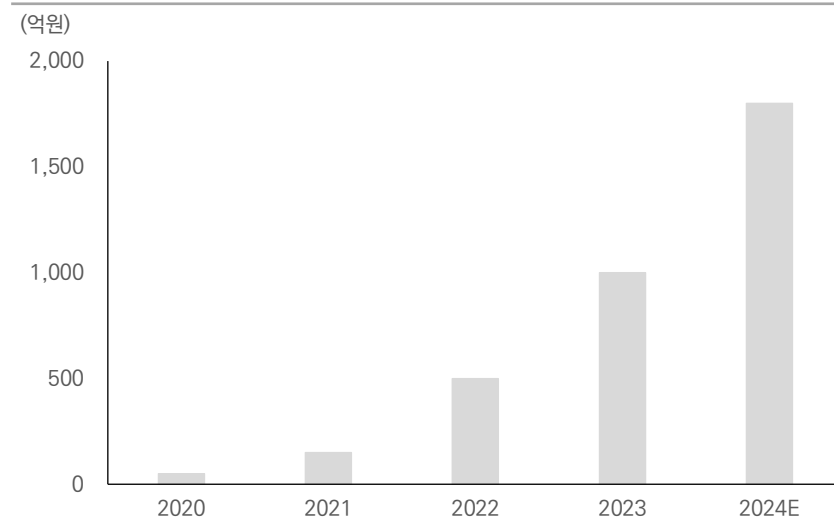
- 해외에서 높은 인기를 보이며 성장하는 3마(마뽕킴, 마르디, 마리떼)
- 우영미, 준지, 미쓰소희, 유돈초이, 민주킴, 준태킴 등 국내 패션 디자이너들이 해외에서 인지도 상승 중
- 디자인: 독특하고 트렌디한 디자인. 스트리트 패션과 캐주얼 스타일에서 두각
- 마케팅: 한류스타 마케팅 활발
- 온라인: 스마트폰 최적화된 화면, 시활용, 빠른 배송 서비스 등을 통해 고객만족도 상향

[그림] 국내 패션디자이너 의류를 입는 해외 셀럽



자료: SNL, 삼성물산(준지), 유안타증권 리서치센터

[그림] 해외(특히 일본)에서 높은 인기를 보이는 마뽕킴 브랜드 매출 추이

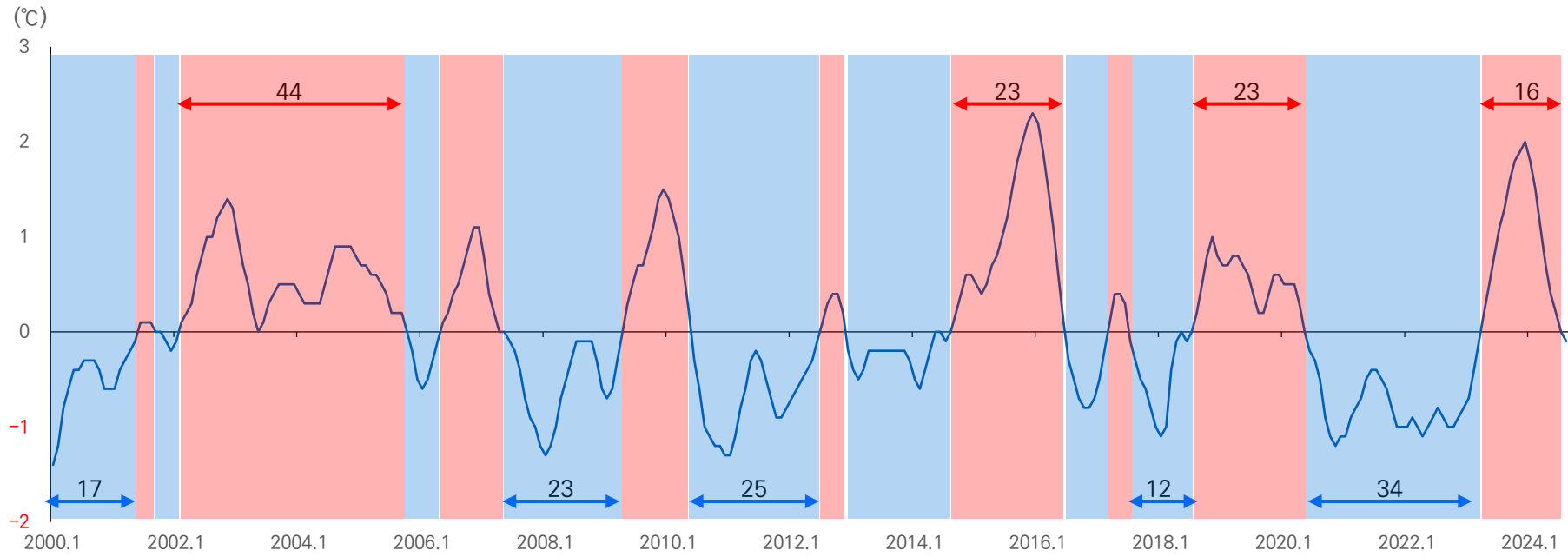


자료: 하코하우스, 유안타증권 리서치센터

### III. Why 2025? ASP 상승 시즌 돌입

- 2000년 이후 해수면 0°C 이상 지속 기간: 평균 16.2개월 vs. 0°C 이상 지속 기간: 평균 16.6개월
- 2024년 8월 이후 0°C이하 국면 진입 → 평균기온 대비 낮은 겨울 예상  
평균(16.6개월) 기간 감산시 2025년 겨울까지 평균대비 낮은 기온 예상
- S/S 대비 F/W의 ASP 높아 겨울철 기온 하락은 ASP 개선 → 매출 성장 요인으로 작용 전망

[그림] 해수면 온도편차 추이

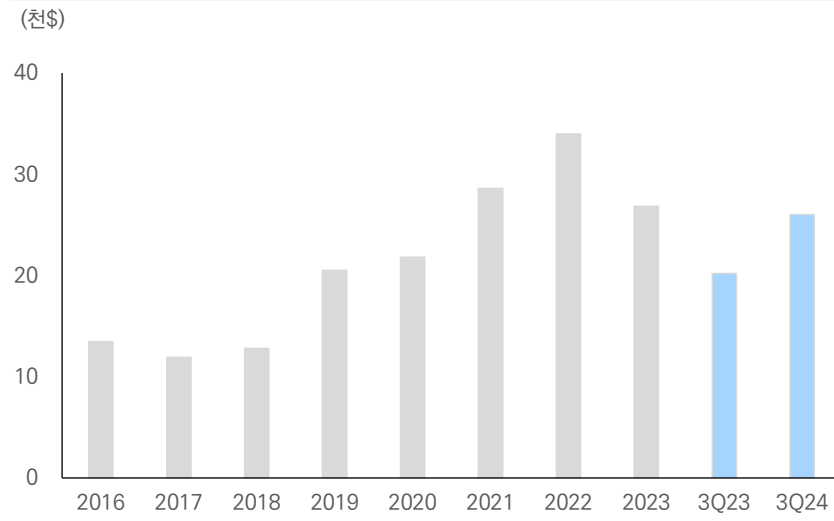


자료: 유안타증권 리서치센터

### III. Why 2025?

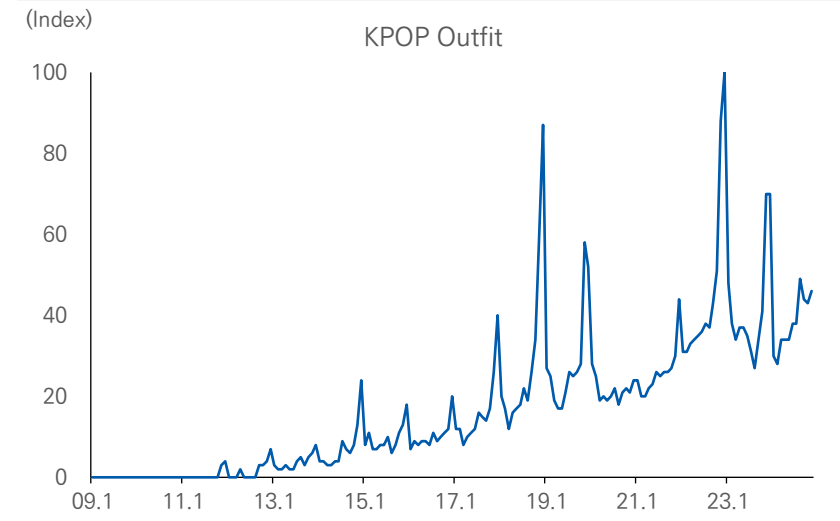
- 해외 의류 수출액 상향 추세: 2023년 역성장 했으나, 2024년에는 3분기 누적 전년대비 28.8% 증가(2022년와 유사)
- K-POP 성장과 맞물린 Outfit 검색도 상승 추세
- 25년 BTS, 블랙핑크 등 Big Fan 보유 그룹 컴백 & 활동

[그림] 연도별 의류 수출 추이



자료: TRASS(TR 4203), 유안타증권 리서치센터

[그림] 구글 트렌드 내 K-POP Outfit 상승 추세



자료: 구글, 유안타증권 리서치센터

스몰캡



권명준 스몰캡  
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	NOT RATED (M)
목표주가	원 (M)
현재주가 (11/21)	5,130원
상승여력	-

시가총액	1,659억원
총발행주식수	32,343,933주
60일 평균 거래대금	29억원
60일 평균 거래량	391,159주
52주 고/저	9,220원
외인지분율	4,880원
배당수익률	0.89%
주요주주	대명화학 외 4 인 76.29%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(22.9)	(4.6)	0.0
상대	(13.9)	9.2	0.0
절대 (달러환산)	(24.1)	(8.8)	0.0

## 폰드그룹(472850): 이미 브랜드 회사!

- 공격적인 라이선싱 외형확대
  - 브랜드 라이선싱: 카파(4월)-빈트릴/키르스/베네통코리아(5월), 아키클래스(7월), 테드베이커/포에버21(8월), 커터앤백(10월) 등
  - 지분인수: 브랜드 유니버스(스파이더 국내 판권보유)
  - 슈퍼드라이, BBC어스 등 신규 브랜드 오프라인 매장 구축 확대
  - 추위 확대시 ASP 개선 효과 기대
- 새로운 성장동력
  - 국내 화장품을 해외로 유통하는 모스트 지분 인수

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	0	0	28
증가율	NA	NA	NA	NA
영업이익	0	0	0	7
영업이익률	NA	NA	NA	25.0
지배주주귀속 순이익	0	0	0	2
지배주주 귀속 EPS	NA	NA	NA	57
EPS증가율	NA	NA	NA	NA
PER	NA	NA	NA	0.0
PBR	NA	NA	NA	0.0
EV/EBITDA	NA	NA	NA	75.2
ROA	NA	NA	NA	0.1
ROE	NA	NA	NA	0.3

자료: 유안타증권 리서치센터

폰드그룹 (472850) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	0	0	0	28
매출원가	0	0	0	0	6
매출총이익	0	0	0	0	21
판매비	0	0	0	0	15
영업이익	0	0	0	0	7
EBITDA	0	0	0	0	7
영업외손익	0	0	0	0	-3
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	-3
법인세비용차감전순손익	0	0	0	0	4
법인세비용	0	0	0	0	1
계속사업순손익	0	0	0	0	2
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	0	0	2
지배자분순이익	0	0	0	0	2
포괄순이익	0	0	0	0	3
지배자분포괄이익	0	0	0	0	3

주영업이익/순이익 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	0	0	0	0	1
당기순이익	0	0	0	0	2
감가상각비	0	0	0	0	1
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	0	0	0	-3
기타현금흐름	0	0	0	0	1
투자활동 현금흐름	0	0	0	0	-1
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	0	0	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	-1
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	-13
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	-13
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결법외변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	0	0	0	0	-13
기초 현금	0	0	0	0	167
기말 현금	0	0	0	0	154
NOPLAT	0	0	0	0	7
FCF	0	0	0	0	4

자료: 유안타증권 주-1, EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임 2, PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3, ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일 포함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	0	0	0	0	1,597
현금및현금성자산	0	0	0	0	154
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0	184
재고자산	0	0	0	0	710
비유동자산	0	0	0	0	1,790
유형자산	0	0	0	0	946
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	28
자산총계	0	0	0	0	3,387
유동부채	0	0	0	0	775
매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	297
단기차입금	0	0	0	0	280
유동성장기부채	0	0	0	0	155
비유동부채	0	0	0	0	740
장기차입금	0	0	0	0	697
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	0	0	0	1,515
자본지분	0	0	0	0	1,872
자본금	0	0	0	0	162
자본잉여금	0	0	0	0	1,644
이익잉여금	0	0	0	0	3
비지배자지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	0	0	0	1,872
순차입금	0	0	0	0	548
총차입금	0	0	0	0	1,174

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %) (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	NA	NA	NA	NA	57
BPS	NA	NA	NA	NA	5,788
EBITDAPS	NA	NA	NA	NA	175
SPS	NA	NA	NA	NA	666
DPS	0	0	0	0	0
PER	NA	NA	NA	NA	0.0
PBR	NA	NA	NA	NA	0.0
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	75.2
PSR	NA	NA	NA	NA	0.0

재무비율 (단위: 배, %) (단위: 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배순이익 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	76.8
영업이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	24.0
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	8.6
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	26.2
ROIC	NA	NA	NA	NA	0.6
ROA	NA	NA	NA	NA	0.1
ROE	NA	NA	NA	NA	0.3
부채비율 (%)	NA	NA	NA	NA	80.9
순차입금/자기자본 (%)	NA	NA	NA	NA	29.3
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

스몰캡



권명준 스몰캡  
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	NOT RATED (M)
목표주가	원 (M)
현재주가 (11/21)	2,985원
상승여력	-

시가총액	2,726억원
총발행주식수	91,484,336주
60일 평균 거래대금	22억원
60일 평균 거래량	631,187주
52주 고/저	4,595원
외인지분율	2,555원
배당수익률	6.69%
주요주주	김호선 외 4 인 28.81%

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.8)	(13.0)	(23.0)
상대	(6.0)	(0.3)	(7.6)
절대 (달러환산)	(17.2)	(16.8)	(29.0)

## 감성코퍼레이션(036620): 시작되는 해외진출 본격화

- 국내는 ASP 상승
  - 경량패딩의 강자 → 24년 Heavy Outer 광고 진행 중
  - 추위 확대 및 장기화시 ASP 개선 효과 기대
- 해외 수출 본격화
  - 일본/대만은 연내 진출 확정
  - 중국 진출에 대한 기대감 유효
- 기대되는 주주환원정책
  - 당기순이익의 50% 이상 주주환원

### Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	164	489	1,174	1,779
증가율	118.7	198.2	140.1	51.5
영업이익	-51	12	162	322
영업이익률	-31.1	2.5	13.8	18.1
지배주주귀속 순이익	-50	3	151	242
지배주주 귀속 EPS	-82	4	180	268
EPS증가율	-18.0	-104.9	4,400.0	48.9
PER	-9.5	382.1	9.8	12.1
PBR	2.3	3.9	3.1	3.8
EV/EBITDA	-11.8	36.9	7.6	7.3
ROA	-13.0	0.7	23.5	24.4
ROE	-24.2	1.1	37.7	37.5

자료: 유안타증권 리서치센터

감성코퍼레이션 (036620) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	75	164	489	1,174	1,779
매출원가	60	106	215	434	572
매출총이익	15	58	274	740	1,207
판매비	14	109	262	577	885
영업이익	0	-51	12	162	322
EBITDA	3	-41	29	189	370
영업외손익	-26	1	-9	-7	-26
외환관련손익	0	0	-1	1	-1
이자손익	-7	-17	-14	-12	-12
관계기업관련손익	-12	0	-1	0	0
기타	-7	18	8	4	-20
법인세비용차감전순손익	-25	-50	3	156	296
법인세비용	0	0	0	5	54
계속사업순손익	-25	-50	3	151	242
중단사업순손익	-19	0	0	0	0
당기순이익	-45	-50	3	151	242
지배자분순이익	-45	-50	3	151	242
포괄순이익	-62	-44	-3	144	238
지배자분포괄이익	-62	-44	-3	144	238

주영업이익인식출 기준은 기존 K-GAAP과 동일, 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	-16	-86	-11	0	267
당기순이익	-45	-50	3	151	242
감가상각비	2	10	17	26	47
외환손익	0	0	0	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	9	1	1	1	1
자산부채의 증감	-19	-48	-41	-209	-100
기타현금흐름	36	0	9	32	78
투자활동 현금흐름	-250	71	32	-36	-48
투자자산	-114	-12	66	0	-14
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-25	-25	-30	-31
유형자산 감소	1	0	1	0	1
기타현금흐름	-135	108	-10	-5	-4
재무활동 현금흐름	285	-18	10	65	-39
단기차입금	67	-67	-9	17	6
사채 및 장기차입금	144	-51	-18	21	-36
자본	135	117	55	67	31
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-61	-18	-19	-40	-40
연결법외변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	19	-33	31	29	180
기초 현금	46	66	33	64	93
기말 현금	66	33	64	93	273
NOPLAT	0	-51	12	162	322
FCF	-17	-111	-36	-30	236

자료: 유안타증권 주1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	266	207	304	659	961
현금및현금성자산	66	33	64	93	273
매출채권 및 기타채권	19	35	83	181	223
재고자산	12	69	105	328	391
비유동자산	139	159	142	180	184
유형자산	5	33	43	58	65
관계기업 등 지분관련자산	6	0	1	0	0
기타투자자산	88	76	44	34	38
자산총계	404	366	446	839	1,145
유동부채	223	108	123	216	309
매입채무 및 기타채무	4	11	46	139	137
단기차입금	0	5	0	17	0
유동성장기부채	0	4	7	20	21
비유동부채	2	22	32	114	57
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	40	0
부채총계	226	130	155	330	366
자본지분	179	236	291	509	779
자본금	284	346	391	448	453
자본잉여금	197	252	262	272	297
이익잉여금	-54	-189	-184	-32	210
비지배자지분	0	0	0	0	0
자본총계	179	236	291	509	779
순차입금	1	9	-24	-20	-238
총차입금	220	102	76	114	84

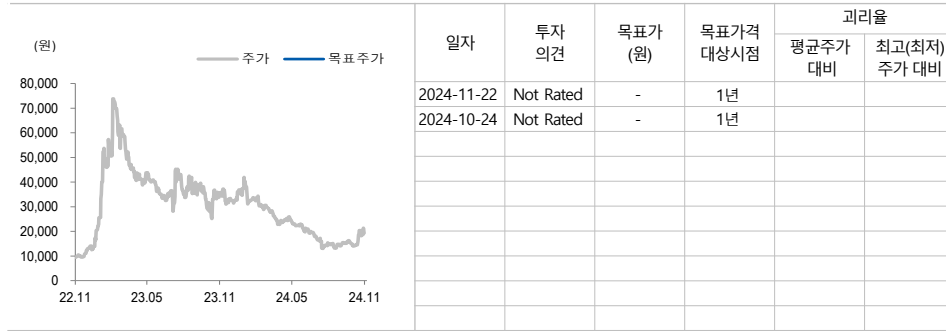
Valuation 지표 (단위: 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	-100	-82	4	180	268
BPS	314	342	373	568	859
EBITDAPS	6	-67	39	226	410
SPS	168	269	666	1,404	1,973
DPS	0	0	0	0	0
PER	-8.5	-9.5	382.1	9.8	12.1
PBR	2.7	2.3	3.9	3.1	3.8
EV/EBITDA	136.9	-11.8	36.9	7.6	7.3
PSR	5.1	2.9	2.2	1.3	1.6

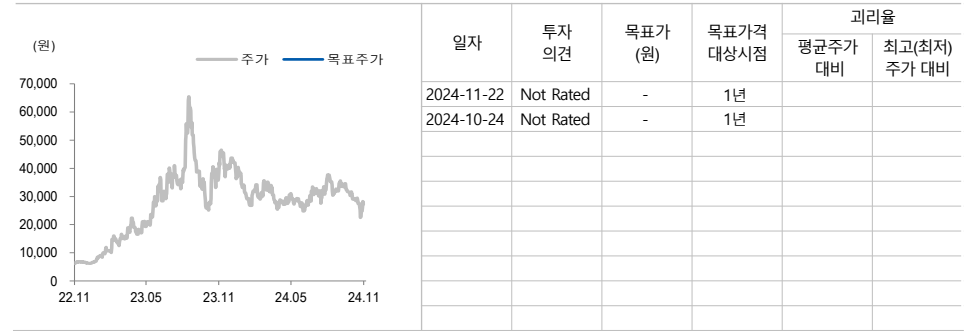
재무비율 (단위: %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	-18.0	119.8	197.6	139.9	51.6
영업이익 증가율 (%)	흑전	-17,851.5	흑전	1,300.5	98.5
지배순이익 증가율 (%)	적지	적지	흑전	5,260.3	60.3
매출총이익률 (%)	19.7	35.4	56.0	63.0	67.8
영업이익률 (%)	0.4	-31.2	2.4	13.8	18.1
지배순이익률 (%)	-59.7	-30.5	0.6	12.8	13.6
EBITDA 마진 (%)	3.7	-24.8	5.9	16.1	20.8
ROIC	0.6	-39.4	5.7	46.7	55.1
ROA	-15.8	-13.0	0.7	23.5	24.4
ROE	-31.5	-24.2	1.1	37.7	37.5
부채비율 (%)	126.4	55.1	53.3	64.9	46.9
순차입금/자기자본 (%)	0.4	3.8	-8.2	-3.9	-30.5
영업이익/금융비용 (배)	0.0	-2.6	0.6	10.8	28.5

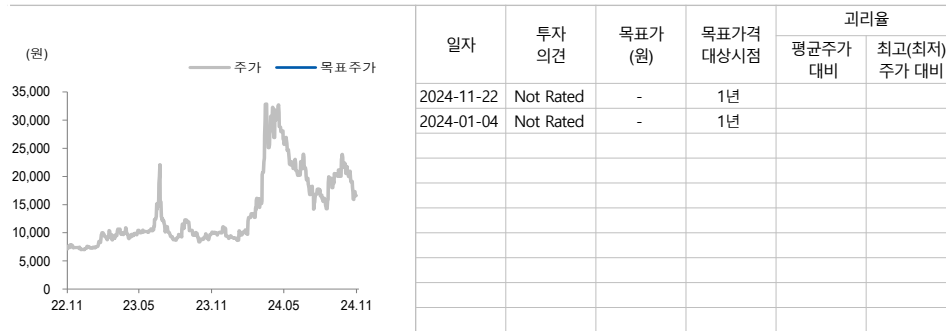
**코난테크놀로지 (402030) 투자등급 및 목표주가 추이**



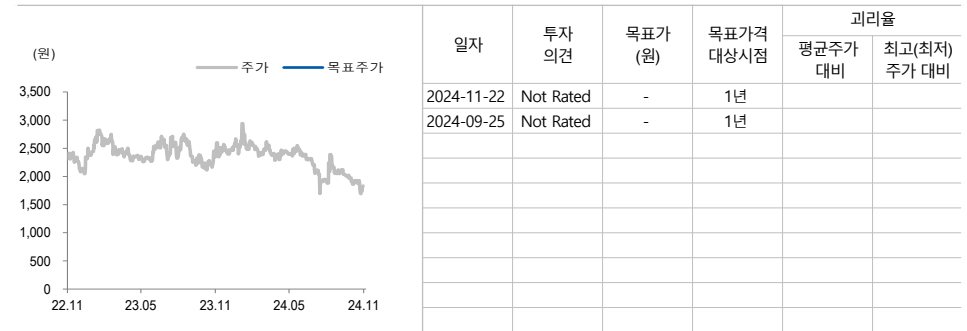
**뷰노 (338220) 투자등급 및 목표주가 추이**



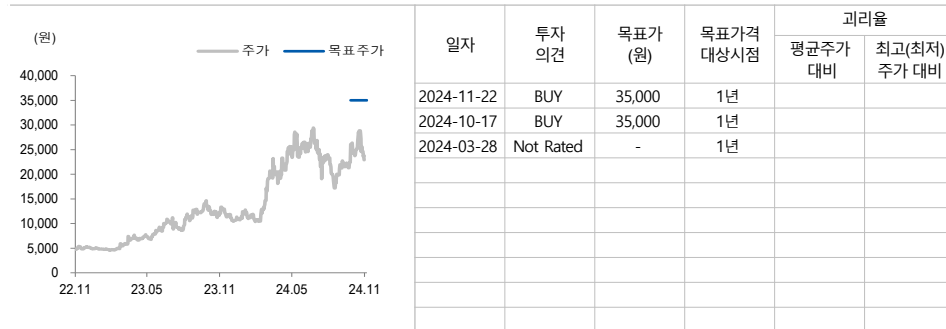
**필옵틱스 (161580) 투자등급 및 목표주가 추이**



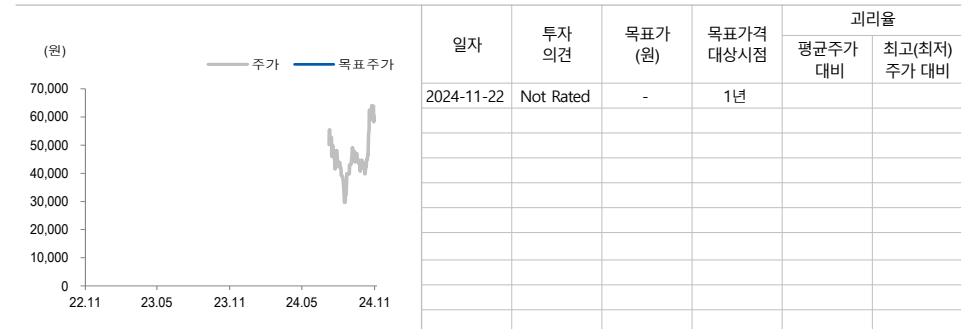
**라운시큐어 (042510) 투자등급 및 목표주가 추이**



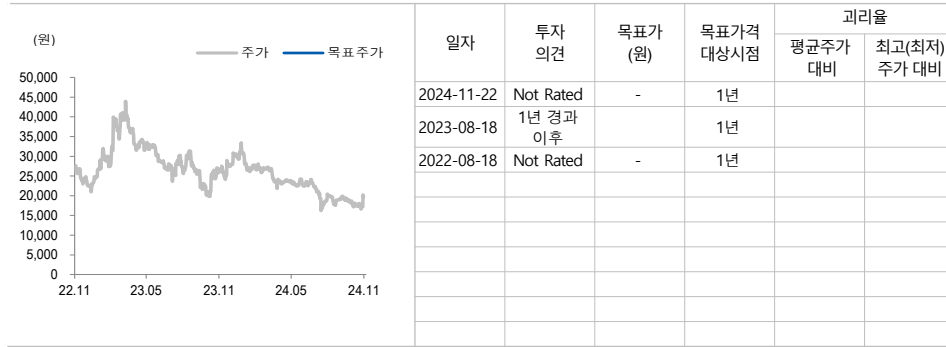
**일진전기 (103590) 투자등급 및 목표주가 추이**



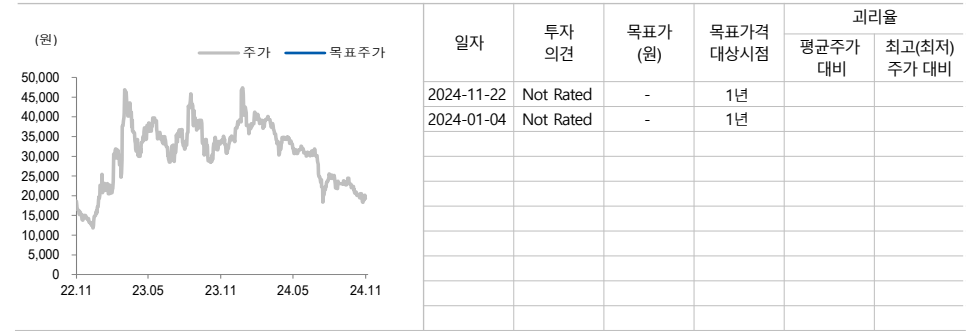
**산일전기 (062040) 투자등급 및 목표주가 추이**



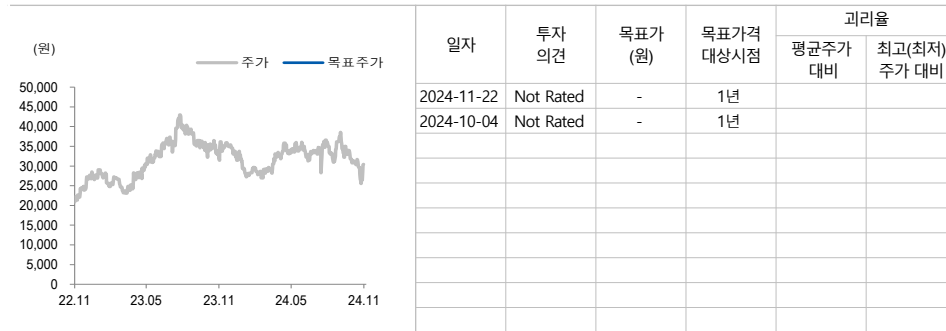
**로보티즈 (108490) 투자등급 및 목표주가 추이**



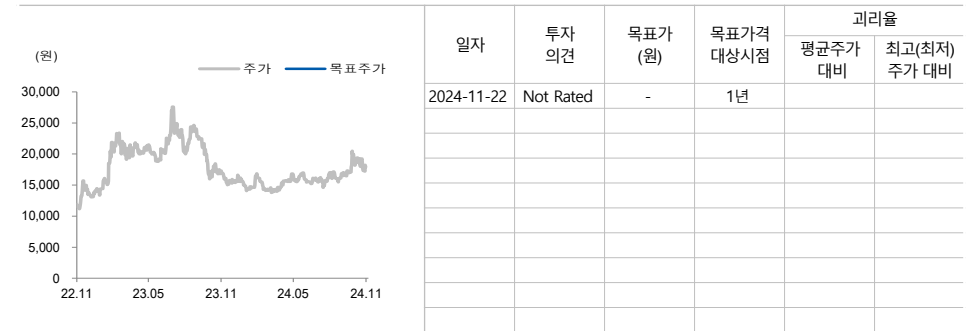
**뉴로메카 (348340) 투자등급 및 목표주가 추이**



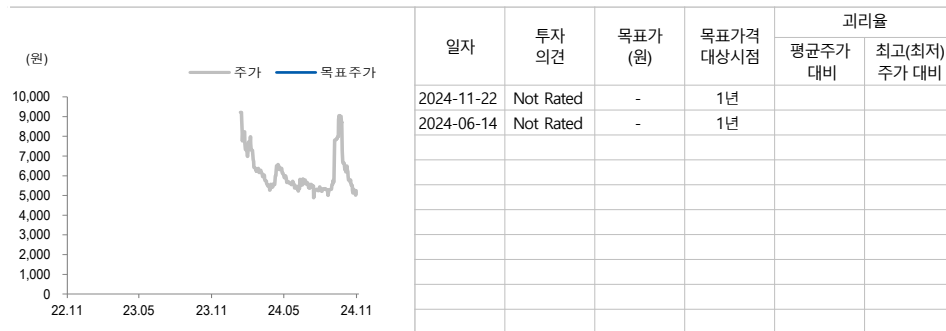
**휴메딕스 (200670) 투자등급 및 목표주가 추이**



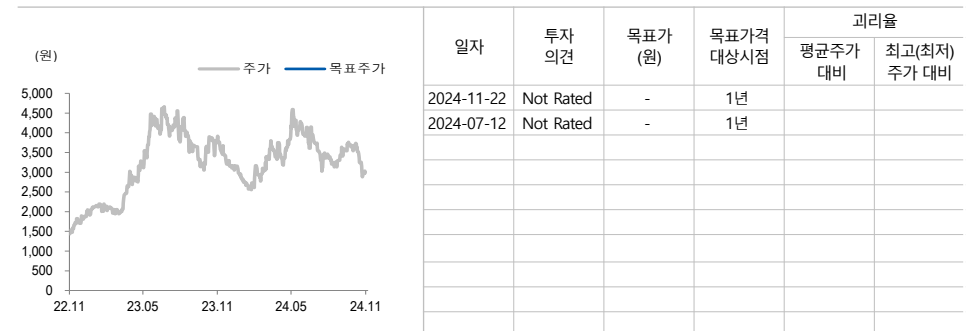
**제테마 (216080) 투자등급 및 목표주가 추이**



**폰드그룹 (472850) 투자등급 및 목표주가 추이**



**감성코퍼레이션 (036620) 투자등급 및 목표주가 추이**



구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-11-22

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.  
(작성자: 권명준, 손현정, 백종민)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15~15%, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

투자전략			
팀장	민병규	3770-3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Global Strategist	민병규	3635	byungkyu.min@yuantakorea.com
Derivatives Analyst	정인지	3528	inji.jung@yuantakorea.com
Fund Analyst	김후정	3605	hujung.kim@yuantakorea.com
Passive/ETF Analyst	고경범	3625	gyeongbeom.ko@yuantakorea.com
Economist/ESG	김호정	3630	hojung.kim@yuantakorea.com
Market Analyst	강대석	3631	daesok.kang@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Global Equity/Commodity Analyst	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
Research Assistant	신현용	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyeon.lim@yuantakorea.com

채권분석			
팀장	유태인	3770-5571	taein.yoo@yuantakorea.com
Fixed Income Strategist	이재형	5579	jaehyung.lee@yuantakorea.com
Credit Analyst	김현수	5582	hyunsoo.kim@yuantakorea.com
Credit Analyst	신연화	5721	yeonhwa.shin@yuantakorea.com
Credit Analyst	공문주	5586	moonju.kong@yuantakorea.com
Credit Analyst	이소윤	5572	soyoon.lee@yuantakorea.com
Research Assistant	황태웅	5578	taewoong.hwang@yuantakorea.com

리서치지원			
팀장	조병준	3770-5581	byungjun.cho@yuantakorea.com

기업분석			
팀장	이창영	3770-5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
인터넷/SW	이창영	5596	changyoung.lee@yuantakorea.com
화학/정유	황규원	5607	kyuwon.hwang@yuantakorea.com
2차전지/전기전자	이안나	5599	anna.lee@yuantakorea.com
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
철강/금속/자동차	이현수	5718	hyunsoo.yi@yuantakorea.com
화장품/유통	이승은	5588	seungeun.lee@yuantakorea.com
제약/바이오	하현수	2688	hyunsoo.ha@yuantakorea.com
통신/지주/방산/우주항공	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
건설/건자재	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
Research Assistant	최지윤	3640	jiyeon.choi@yuantakorea.com
Research Assistant	박현주	2672	hyunjoo.park@yuantakorea.com
Research Assistant	김도엽	5580	doyub.kim@yuantakorea.com
Research Assistant	서석준	5585	seokjun.seo@yuantakorea.com

신성장리서치			
팀장	권명준	3770-5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
스몰캡	권명준	5587	myoungchun.kwon@yuantakorea.com
미디어/엔터	이환욱	5590	hwanwook.lee@yuantakorea.com
스몰캡	손현정	5595	hyunjeong.son@yuantakorea.com
스몰캡	백종민	5598	jongmin.baik@yuantakorea.com
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com

