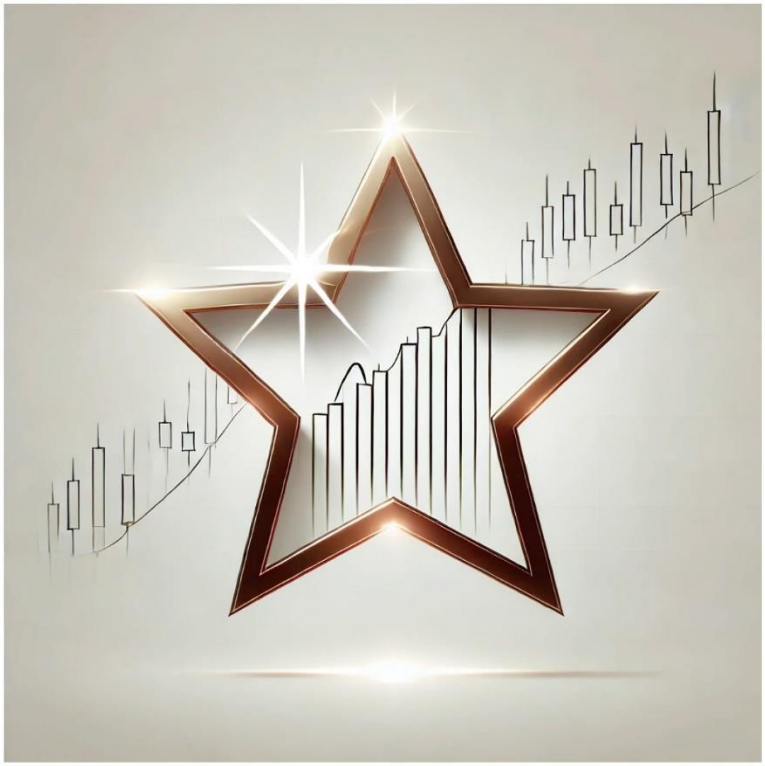
YUANTA TOP FOCUS

No. 1

27 February, 2025 **Yuanta Research**

시장의 별을 찾아서



이환욱 미디어/엔터
02 3770 5590
hwanwook.lee@yuantakorea.com

손현정 음식료/전력기기
02 3770 5595
hyunjeong.son@yuantakorea.com

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

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

YUANTA

TOP FOCUS

시장의 별을 찾아서

SUMMARY

[미디어/엔터] 지난 1월 말 중국이 개발한 AI 모델(R1) '딥시크' 출시 이후, 미국 중심의 강력한 AI 기술 리더십에 불확실성이 생겼다. **대한민국도 특정 서비스(엔터/미디어 등) 구간에서 거대 AI 산업 물결에 올라 탈수 있을 것이라 기대**한다.

특히 K-엔터의 경우 **1) '팬 플랫폼'을 통해 수년간 축적한 글로벌 팬덤 데이터는 고부가 가치 창출로 이어질 것이라 예상**되고, **2) 신규 서비스에 충성심 높은 방대한 소비자를 보유하고 있기 때문에 AI 시대에 특장점을 보유**한 섹터라고 예상한다.

여기에 더해 최근 中 한한령 해제 가능성이 어느때보다 가시화된 우호적인 환경이 이어지고 있다. 해제 시 KPOP 전반에 걸친 월드투어 모객력이 약 15% 이상 상향 조정될 공산이 큰 상황이다. 이에 **'디어유(376300)'와 '노머스(473980)'**를 알파 수익 종목으로 제시한다.

[음식료] 불닭볶음면이 K-푸드의 성장을 이끌며 매운맛 트렌드가 확산되고 있다. 삼양식품의 성장과 함께 **불닭소스도 글로벌 매운 소스 시장에서 독자적인 카테고리를 구축하며 점유율을 빠르게 확대 중**이다. 특히, 미국 관세 정책 변화가 K-불닭소스의 추가 성장 기회를 제공할 가능성에 주목한다.

알파 수익 종목으로 **'에스앤디(260970)'**를 추천한다. 에스앤디는 **삼양식품의 불닭소스 핵심 원료를 독점 공급하는 기업으로, 불닭 브랜드의 글로벌 확장과 함께 높은 성장성**을 보이고 있다. **2025년 CAPA 증설과 매출 성장 전망을 고려할 때,** 현재주가는 **PER 7배 수준으로 리레이팅 가능성**이 높다.

SUMMARY

[전력기기] 데이터센터 확장과 전력망 현대화로 구조적 성장 국면에 있다. 미국 인프라 업그레이드와 유럽 해저케이블 프로젝트가 시장 확대를 이끌며, **초고압 전력케이블과 광케이블 등 고부가가치 제품 수요가 증가**하고 있다.
알파 수익 종목으로 **'LS에코에너지(229640)'**를 제시한다. **LS전선이 61% 지분을 보유한 계열사로, 그룹 내에서도 가장 긴밀하게 협력하며 성장 모멘텀을 직접 반영하는 핵심 수혜주**다. **초고압 전력케이블, UTP·배전 케이블을 보유한 인프라 핵심 기업으로, 글로벌 전력·통신 인프라 투자 확대의 중심**에 서 있다. 2025년에도 미국·유럽·베트남 전력망 투자가 본격화되며 실적 성장이 가시화됨에 따라 추가 상승여력이 충분하다.

[스몰캡] 정형외과 임플란트 산업은 고령화 트렌드에 따라 중장기 성장성이 담보되어 있다. 글로벌 Top 7 회사가 80%를 점유하는 과점 형태이며, 그들 간의 경쟁은 치열한 상황이다. **M&A와 생산 위탁이 중요한 경쟁 전략**으로 꼽히고 있다. 글로벌 탑티어가 주목하는 회사들에 대한 접근이 유효할 것으로 판단된다.
알파 수익 종목으로 **'오스테오닉(226400)'**을 제시한다. **오스테오닉은 짐머바이오멧(ZBH), 비브라운과 독점 공급 계약을 체결**했다. 올해 3월 미국, 하반기 중국 진출 모멘텀을 주목한다.
IT 모니터링 산업은 IT 운영환경이 복잡해질수록 성장한다. IT 운영환경은 클라우드, AI 등의 발전에 따라 복잡성이 비례하는 추세이다. 최근 CSP 업체들의 자체 칩 개발, 딥시크 R1 모델 공개 등 최신 기술의 진입 장벽이 낮아지는 추세이다. **IT 모니터링 수요가 밸류체인 상단에서 하단으로 확장되는 국면에 진입**한 것으로 보인다.
알파 수익 종목으로 **'엑셈(205100)'**을 제시한다. **엑셈은 국내 선두 IT 모니터링 솔루션 기업**이다. 국내 시장은 IT 전문 인력이 부족해지는 추세로 이를 보완할 수 있는 모니터링 솔루션의 구조적 성장이 예상된다.

CONTENTS

미디어엔터 07

엔터테크 – AI 서비스 영역 진입 08

알파 수익 종목: 디어유(376300) 12

알파 수익 종목: 노머스(473980) 15

음식료/전력기기 19

음식료 – 불닭 신화, 소스 시장의 새로운 기회 20

알파 수익 종목: 에스앤디(260970) 27

전력기기 – AI·전력 투자는 계속된다 35

알파 수익 종목: LS에코에너지(229640) 45

스몰캡 55

의료기기 – 중장기 방향성 부합 56

알파 수익 종목: 오스테오닉(226400) 59

IT 모니터링 – 구조적인 성장 예상 68

알파 수익 종목: 엑셈(205100) 71

TOP FOCUS

미디어/엔터

이환욱

미디어/엔터

02 3770 5590
hwanwook.lee@yuantakorea.com

[엔터] AI 서비스 영역 진입

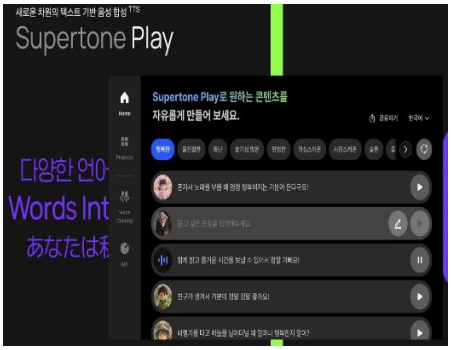
1. 2025년 엔터테크(Entertainment + Technology) 부각 전망

지난 1월 말 중국이 개발한 AI 모델(R1) '딥시크' 출시 이후, 글로벌 AI 판도에 상당한 변수가 발생하였다. 미국 중심의 강력한 AI 기술 리더십에 불확실성이 생겼고, 서구권과의 기술 격차 축소에 대한 가능성이 열렸기 때문이라 판단된다. 후발 주자에 해당하는 우리에게도 작년대비 우호적인 산업 환경이라 예상되는데, 인프라에 해당하는 AI 기술 영역 보단 특정 서비스(엔터/미디어 등) 구간에서 거대 AI 산업 물결에 올라 탈 수 있을 것이라 기대한다.

특히 K-엔터테인먼트사의 경우 글로벌 뮤직 산업내 신규 BM을 가장 선도적으로 이끌고 있는데, 1) '팬 플랫폼(위버스, 버블, 프롬 등)' 시장을 개척하며 수년간 축적한 글로벌 팬덤 데이터는 AI 기술 발달과 함께 고부가 가치 창출로 이어질 것이라 예상되고, 2) 산업의 특성상 신규 서비스에 우호적인 충성심 높은 방대한 소비자를 보유하고 있기 때문에 AI 시대에 특장점을 보유한 섹터라고 예상한다.

AI 서비스 영역은 현재 극초기 단계임에도 불구 K-엔터내 관련 서비스가 심심치 않게 눈에 띈다. 글로벌 no 1. 팬덤 플랫폼 '위버스'는 'TTS(Text to Speech)' AI 기술을 도입해 콘텐츠 전달 편의성을 높였고, 1:1 메시징 서비스에 특화된 '버블'의 경우 'AI 펫', '아티스트 손글씨(폰트)' 등 신규 제품화에도 적극적인 행보가 이뤄지고 있다. 향후 엔턴테이먼트 산업내 AI 기술 적용은 매우 활발하게 진행될 것이라 예상되는데, 예를 들면 AI 아티스트/MC/오디언스부터 콘텐츠 제작/추천/필터링까지 적용 범위는 매우 넓게 해석해 볼 수 있다.

수퍼톤이 출시한 AI 기반 TTS 서비스 '수퍼톤 플레이'



자료: 수퍼톤, 유안타증권 리서치센터

디어유가 출시한 샤이니 태민의 반려견 댕이(AI 펫)

자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

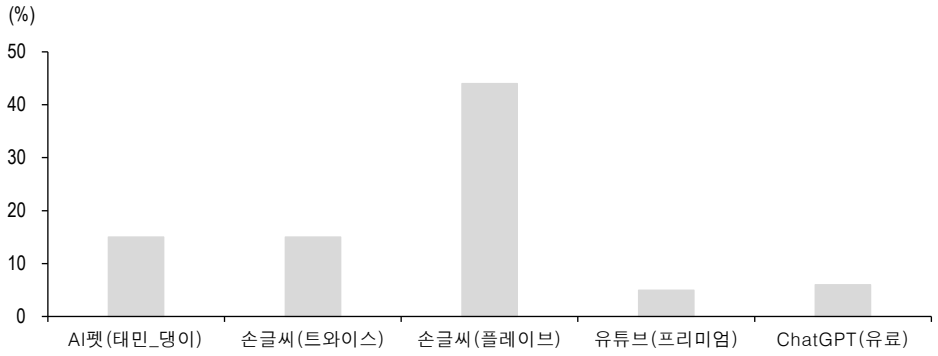
최근 디어유가 런칭한 'AI 펫'은 보이그룹 샤이니 출신 태민의 반려견 댕이를 캐릭터화 한 제품으로 기존 아티스트 메시지 서비스와 동일하게 1:1 대화 형식으로 AI 펫을 구독(구독료는 할인가 기준 2,400원/월)할 수 있다. AI펫은 아티스트 스케줄 및 누적된 팬들과의 대화 데이터 등을 통해 기본적인 ai 학습이 진행되며, 인프라 모델(LLM)은 'Chat GPT'를 사용한다.

현재 시점 기준으로 서비스 마진률은 미미하나, 글로벌 LLM 모델 경쟁의 가속화에 따른 사용료 하락 및 적용 IP 확대(엑소 출신 백현의 AI 펫 출시도 임박)에 따른 마진 확보도 긍정적일 것이라 예상되는데, 특히 주목해볼 부분은 '원활한 구독자 전환율'에 있다 판단된다.

현재 런칭 초기임에도 불구 디어유 AI펫 구독률(태민 구독자 수 대비)은 15%를 상회하는 것으로 파악되며, 손글씨 서비스(제작 과정에서 AI 기술 도입 _ 2월 말 블랙핑크 리사 손글씨 런칭 예정) 유료 팬 전환율도 트와이스, 플레이브 각각 15%, 44%로 원활하다. 대표적인 구독 서비스 플랫폼 '유튜브 프리미엄'의 경우 전체 이용자의 4~5%(약 1억명)수준, 오픈AI 사의 'Chat GPT'의 유료 모델 구독률의 경우 전체 사용자의 6.2%(약 1,550만명) 수준이라는 점을 고려하면 매우 우수한 수치라는 것을 판단해 볼 수 있다.

팬 플랫폼의 경우 구독 유지율(80%~90%에 달함) 역시 매우 높다는 점도 서비스 확대에 긍정적인 상황이다. 타 서비스 영역의 경우 기술 고도화 및 트랜드에 따라 경쟁 플랫폼으로의 구독자 수 유출입이 빈번하게 이뤄지는 구조인 반면 팬덤 플랫폼의 경우 입점 IP에 소비자 귀속이 강하게 나타나기 때문이라 해석한다. 오는 4월에는 더현대서울에서 버블 1호 AI 펫 '댕이'의 실물 굳즈 팝업스토어도 열릴 예정이다.

주요 서비스별 유료 전환율 비교

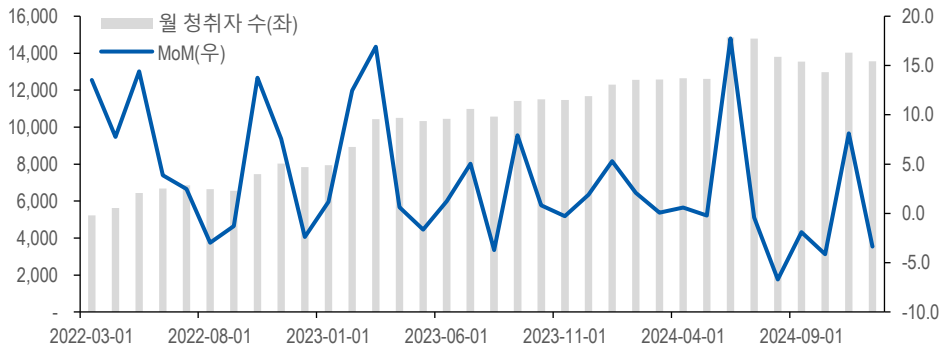


자료: 디어유, 각종 언론, 유안타증권 리서치센터

2. 본격적인 상승 사이클 진입(with 中한한령 해제)

현재 엔터 산업은 K-POP 대표 아티스트 'BTS'의 컴백과 코로나 기간 데뷔한 IP의 4~6년차 투어 모객 레버리지 효과가 뚜렷하게 나타나는 구간에 진입한 상황이다. 작년 한 해 앨범 판매량 역성장으로 인해 K-POP 피크아웃 우려가 크게 부각된 것이 무색할 만큼 음원 지표로 확인되는 글로벌 팬덤 확장세는 견조하게 확인되고 있기 때문이다.

주요 Kpop 아티스트 IP(BTS & 블랙핑크 제외) 합산 월간 청취자수 추이_스포티파이



자료: 스포티파이, 유안타증권 리서치센터

여기에 더해 최근 中 한한령 해제 가능성이 어느때보다 가시화된 우호적인 환경이 이어지고 있다. 해제 시 KPOP 전반에 걸친 월드투어 모객력이 약 15% 이상 상향 조정될 공산이 큰 상황이다. 과거 빅뱅의 모객 규모를 추산 근거로 하며 당시 중국내 모객수는 약 50만명에 달했다. 과거 대비 공연 ATP 상승효과 및 MD 상품군의 다변화 효과까지 직간접적인 실적 개선세가 뚜렷할 것이라 예상된다.

디어유 역시 지난 10월 28일 中 최대 음악 플랫폼 기업 TME(텐센트뮤직엔터테인먼트)와 전략적 제휴 및 서비스 계약 체결을 완료하였다. 현지 신규 플랫폼 런칭 시기는 오는 3~4월 말 예정이며, 현재 세부계약 사항을 조율 중인 것으로 파악된다. 한-중 문화 교류 재개의 신호탄이 될 전망이다. 참고로 큰 틀에서의 계약 조건은 총 매출의 8~10%가량의 로열티 수익이 연결 실적 반영되는 매우 우호적인 조건이다. 기 입점된 K-POP IP의 높은 가치를 반증한다.

디어유 (376300)

노머스 (473980)

디어유 (376300) BUY

실적 성장성과 주가 모멘텀이 한가득

4분기 실적 QoQ로 매출 174억원 수준으로 플랫 예상, 구독자 수 미드 싱글 수준으로 하락해 90만명 수준으로 예상되나, 매출 다변화에 따른 P 상승 효과로 상쇄 가능할 전망. 다만, 영업이익은 QoQ -15%가량 축소 전망되는데, AI 관련 개발비(총 개발비 대비 50% 수준) & 아티스트 계약금 관련 손상차손 반영된 결과. AI 관련 비용부담은 1Q25까지 예상되며, IP 관련 추가적인 손상 처리 부담은 제한적인 상황으로 파악됨.

올해 연간 OPM 개선세 가파를 것이라 예상되는데, 1) 텐센트향 로열티 수익 인식 효과, 2) 웹 결제 유도를 통한 앱수수료(현재 애플+구글 믹스 26% 수준) 비용 감축 효과 등이 주요 요인으로 작용할 전망. 또 상반기 SM 향 주력 보이그룹 IP '라이즈', 'NCT WISH' 등이 추가 입점 될 예정으로 국내향 구독자수 반등도 예상.

SM엔터 연결 자회사 편입 효과는 1) 신규 IP 입점 원활 & 기입점 IP 이탈 리스크 하락, 2) SM IP향 신규 서비스 강화, 3) 카카오엔터 신규 플랫폼과의 시너지 확대 등이 전망됨.

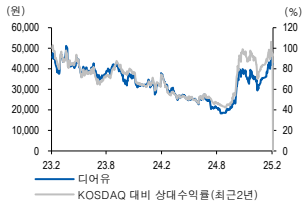
투자의견 매수, 목표주가 60,000원으로 상향 제시함. 25~26년 실적 추정치 및 적용 멀티플 상향 조정에 따름.

목표주가	60,000원 (U)
직전 목표주가	40,000원
현재주가 (2/26)	42,250원
상승여력	42%

시가총액	10,029억원
총발행주식수	23,738,406주
60일 평균 거래대금	146억원
60일 평균 거래량	381,315주
52주 고/저	47,700원 / 18,220원
외인지분율	3.29%
배당수익률	0.00%
주요주주	에스엠스튜디오스 외 3 인

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	19.0	11.6	13.3
상대	12.4	0.3	27.4
절대 (달러환산)	19.1	9.1	5.4

주가 및 상대수익률



Quarterly earning Forecasts (억원, %)

결산 (12월)	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스
매출액	174	-16.6	-2.0	171
영업이익	56	-36.7	-14.9	55
세전계속사업이익	74	9.2	75.6	
지배순이익	60	0.5	84.4	22
영업이익률	32.2	-10.2 %pt	-4.9 %pt	31.9
지배순이익	34.6	+5.9 %pt	+16.2 %pt	12.9

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	757	745	986	1,428
영업이익	286	264	422	804
지배순이익	262	252	399	729
PER	35.5	33.9	25.1	13.7
PBR	5.5	4.4	4.3	3.3
EV/EBITDA	26.5	24.6	18.4	9.1
ROE	16.9	13.8	18.5	26.8

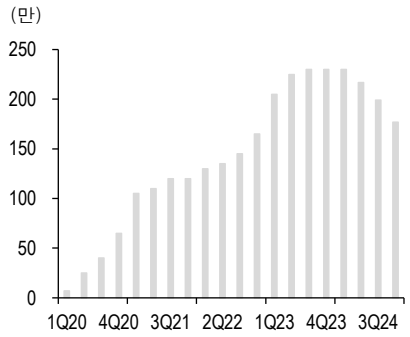
자료: 유안타증권 리서치센터

디어유 추정 손익계산서 (단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024E	2025E	2026E
영업수익	164	191	177	174	183	238	267	298	745	986	1,428
YoY	39.7	64.0	-8.5	-16.6	-10	25	51	71	-1.6	32.3	44.8
QoQ	19.6	16.8	-7.0	-2.0	5	30	12	11			
영업비용	106	124	112	118	128	140	146	150	481	564	624
영업이익	57	67	66	56	55	98	121	148	264	422	804
YoY	27.3	94.3	-9.9	-36.8	-23	39	84	165	-7.8	60.0	90.5
OPM	35.1	35.3	37.1	32.2	30.1	41.3	45.2	49.7	35.4	42.8	56.3

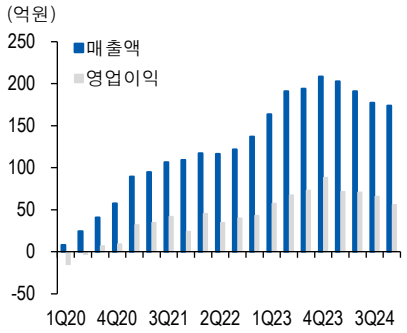
자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 버블 구독 수 추이 (1Q20~4Q24E)



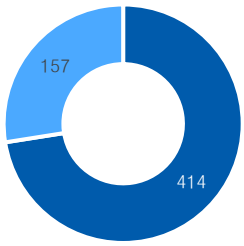
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

분기별 디어유 매출액 및 영업이익 추이 (1Q20~4Q24E)



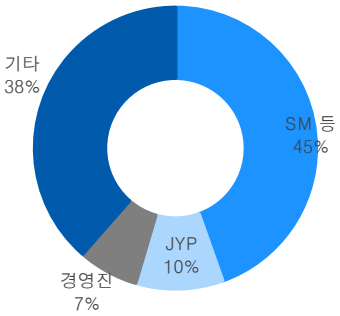
자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

국내외 매출 비중 현황 (3Q24 누적 기준)



a자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

주주현황



자료: 디어유, 유안타증권 리서치센터

디어유 (376300) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서					(단위: 억원)
결산(12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	492	757	745	986	1,428
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	492	757	745	986	1,428
판관비	329	471	481	564	624
영업이익	163	286	264	422	804
EBITDA	168	305	289	446	825
영업외손익	6	40	54	82	113
외환관련손익	-10	0	14	12	20
이자손익	20	51	58	70	93
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	-10	-17	0	0
법인세비용차감전순손익	169	327	318	504	917
법인세비용	5	65	66	104	187
계속사업순손익	164	262	252	399	729
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	164	262	252	399	729
지배지분순이익	164	262	252	399	729
포괄순이익	166	258	260	396	726
지배지분포괄이익	166	258	260	396	726

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표					(단위: 억원)
결산(12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	210	128	282	362	679
당기순이익	164	262	252	399	729
감가상각비	4	5	11	10	8
외환손익	21	22	21	-12	-20
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	17	-234	-95	-90	-93
기타현금흐름	4	73	93	55	54
투자활동 현금흐름	294	-405	76	-437	-465
투자자산	0	-52	16	-7	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-33	-3	-8	-5
유형자산 감소	0	0	1	0	0
기타현금흐름	296	-321	63	-422	-453
재무활동 현금흐름	77	26	-6	3	3
단기차입금	-1	4	-1	3	3
사채 및 장기차입금	1	37	-6	0	0
자본	91	29	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-13	-44	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-9	-21	3	29	73
현금의 증감	573	-273	355	-42	289
기초 현금	268	841	568	924	881
기말 현금	841	568	924	881	1,170
NOPLAT	163	286	264	422	804
FCF	209	95	279	354	674

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, OA의경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표					(단위: 억원)
결산(12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	1,349	1,474	1,678	2,173	3,007
현금및현금성자산	841	568	924	881	1,170
매출채권 및 기타채권	67	149	124	212	273
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	177	433	462	466	468
유형자산	2	34	32	30	27
관계기업등 지분관련자산	0	2	1	2	4
기타투자자산	3	58	70	77	84
자산총계	1,525	1,906	2,141	2,639	3,475
유동부채	110	169	141	240	348
매입채무 및 기타채무	82	126	105	180	261
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	42	36	39	42
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	113	211	177	279	390
지배지분	1,412	1,695	1,964	2,360	3,085
자본금	118	119	119	119	119
자본잉여금	1,595	1,623	1,623	1,623	1,623
이익잉여금	-407	-148	105	505	1,234
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,412	1,695	1,964	2,360	3,085
순차입금	-1,259	-1,217	-1,463	-1,828	-2,556
총차입금	3	43	37	40	43

Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산(12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
EPS	732	1,104	1,062	1,683	3,073
BPS	5,988	7,141	8,273	9,940	12,997
EBITDAPS	750	1,286	1,216	1,877	3,475
SPS	2,196	3,192	3,138	4,152	6,016
DPS	0	0	0	0	0
PER	55.2	35.5	33.9	25.1	13.7
PBR	6.7	5.5	4.4	4.3	3.3
EV/EBITDA	45.9	26.5	24.6	18.4	9.1
PSR	18.4	12.3	11.5	10.2	1.9

재무비율					(단위: 배, %)
결산(12월)	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	23.0	53.9	-1.6	32.3	44.9
영업이익 증가율 (%)	23.0	75.8	-7.8	60.0	90.5
지배순이익 증가율 (%)	흑전	59.7	-3.7	58.4	82.6
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	33.1	37.8	35.4	42.8	56.3
지배순이익률 (%)	33.3	34.6	33.9	40.5	51.1
EBITDA 마진 (%)	34.2	40.3	38.8	45.2	57.8
ROIC	310.4	193.5	123.6	160.4	293.4
ROA	11.5	15.3	12.5	16.7	23.9
ROE	12.4	16.9	13.8	18.5	26.8
부채비율 (%)	8.0	12.4	9.0	11.8	12.6
순차입금/자기자본 (%)	-89.2	-71.8	-74.5	-77.5	-82.8
영업이익/금융비용 (배)	1,401.5	447.3	139.0	225.6	397.3

노머스 (473980) N/R

실적 가이던스 낮춰 잡아도 저평가 구간

2019년 설립된 노머스는 아티스트IP를 활용해 종합 솔루션을 제공하는 엔터 테크 기업. 1H24 기준 매출비중은 공연 37.5%, MD 24.6%, 플랫폼 20.4%, 상품 및 기타 17.5%로 구성됨. 24년 여결 기준 매출액은 689억원(+62.9% yoy), 영업이익은 81억원(흑자전환 yoy)으로 전년대비 가파른 실적 개선세를 달성함. 글로벌 K-pop 팬덤 확장에 따라 전 사업부문에서 고른 성장세를 기록한 것으로 파악됨.

팬 플랫폼 '프롬'을 통해 수익 창출(1:1 메시징 서비스 구독 및 커뮤니티 멤버십)은 물론 팬덤 DB를 확보해 선순환 BM을 이어가는데 강점을 보유하고 있는데, 맞춤형 MD 및 콘텐츠 제작과 공연 수요 예측 등에 적극 활용되고 있음. AI 필터링 등 기술 고도화를 통해 업무 효율 및 추가적인 실적 개선이 가능한 부분이라 판단됨.

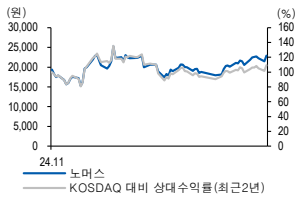
동사가 제시한 올해 연간 실적 가이던스는 매출액 1,046억원(+51.8% yoy), 영업이익은 220억원(+171.6% yoy) 수준으로 작년에 이어 고성장세를 전망함. 월드투어 모객수 확대 기조 이어갈 예정이며, 온라인 공연 스트리밍 빈도수를 적극적으로 늘려갈 예정. 또한, 고마진 MD 제품군 확대와 콘텐츠 다변화를 통해 제한적인 신규 IP 입점을 극복한다는 전략. 공연 부문에서의 강점을 고려해 볼 때 최근 中 한한령 해제 기대감을 반영한 벨류에이션 리레이팅 가능하다고 판단됨.

목표주가	-원 (I)
직전 목표주가	-원
현재주가 (2/26)	23,450원
상승여력	-%

시가총액	2,548억원
총발행주식수	10,867,617주
60일 평균 거래대금	89억원
60일 평균 거래량	416,779주
52주 고/저	25,300원 / 15,280원
외인지분율	4.58%
배당수익률	0.00%
주요주주	김영준 외 10 인

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	24.7	53.5	0.0
상대	17.8	37.9	0.0
절대 (달러환산)	24.8	50.0	0.0

주가 및 상대수익률

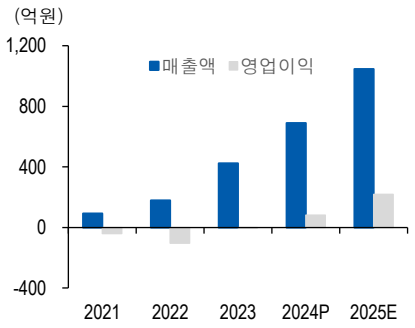


Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	-	92	169	375
영업이익	-	-40	-103	9
지배순이익	-	-207	-112	-302
PER	NA	0.0	0.0	0.0
PBR	NA	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	NA	-7.5	-3.5	-9.5
ROE	NA	174.9	39.6	-909.0

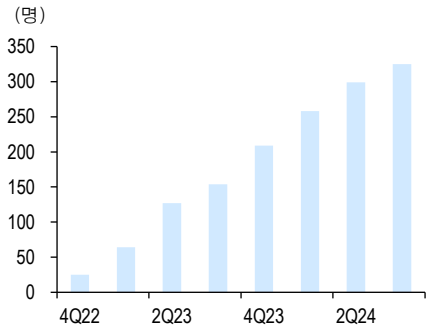
자료: 유안타증권 리서치센터

연도별 매출액 및 영업이익 추이(_25년 가이던스 포함)



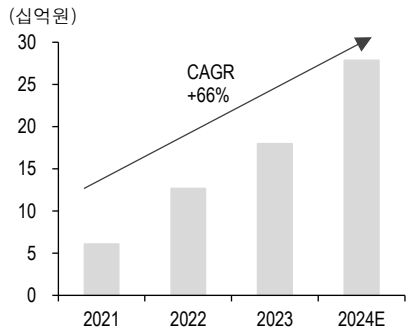
자료: 노머스, 유안타증권 리서치센터

팬 플랫폼 '프롬' 분기별 입점 아티스트IP 수 추이



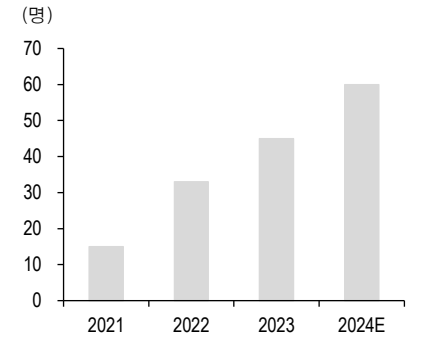
자료: 노머스, 유안타증권 리서치센터

연도별 MD 매출액 추이



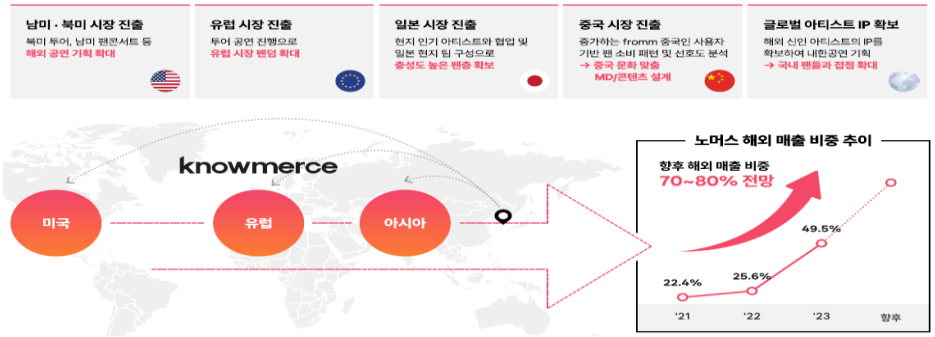
자료: 노머스, 유안타증권 리서치센터

연도별 MD 협업 아티스트 수 추이



자료: 노머스, 유안타증권 리서치센터

노머스 글로벌 확장 전략



자료: 노머스, 유안타증권 리서치센터

노머스 (473980) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	0	0	92	169	375
매출원가	0	0	48	133	224
매출총이익	0	0	44	37	151
판관비	0	0	84	140	142
영업이익	0	0	-40	-103	9
EBITDA	0	0	-39	-100	13
영업외손익	0	0	-176	-52	-247
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	-7	-21	-16
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	-169	-31	-231
법인세비용차감전순손익	0	0	-217	-155	-238
법인세비용	0	0	-10	-43	64
계속사업순손익	0	0	-207	-112	-302
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	0	-207	-112	-302
지배지분순이익	0	0	-207	-112	-302
포괄순이익	0	0	-207	-112	-302
지배지분포괄이익	0	0	-207	-112	-302

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표					(단위: 억원)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	0	0	-66	-92	-157
당기순이익	0	0	-207	-112	-302
감가상각비	0	0	2	3	3
외환손익	0	0	162	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	0	-34	-12	-197
기타현금흐름	0	0	12	30	338
투자활동 현금흐름	0	0	0	-67	-39
투자자산	0	0	0	-17	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	0	-3	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	1
기타현금흐름	0	0	3	-50	-40
재무활동 현금흐름	0	0	96	236	147
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	-17	18	0
자본	0	0	0	0	149
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	113	219	-2
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	0	0	30	78	-49
기초 현금	0	0	9	39	117
기말 현금	0	0	39	117	68
NOPLAT	0	0	-40	-103	12
FCF	0	0	-76	-113	-181

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, OA의경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표					(단위: 억원)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	0	0	90	231	273
현금및현금성자산	0	0	39	117	68
매출채권 및 기타채권	0	0	19	24	88
재고자산	0	0	28	8	20
비유동자산	0	0	28	112	211
유형자산	0	0	6	7	2
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	7	3
기타투자자산	0	0	0	10	27
자산총계	0	0	118	343	484
유동부채	0	0	24	156	78
매입채무 및 기타채무	0	0	13	18	48
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	331	516	10
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	14	2
부채총계	0	0	355	672	88
지배지분	0	0	-236	-330	396
자본금	0	0	1	1	1
자본잉여금	0	0	0	8	1,018
이익잉여금	0	0	-245	-352	-654
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	0	-236	-330	396
순차입금	0	0	289	346	-124
총차입금	0	0	328	512	4

Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	0	0	-5,167	-2,761	-4,798
BPS	0	0	-5,811	-7,692	4,258
EBITDAPS	0	0	-951	-2,418	206
SPS	0	0	2,275	4,083	5,907
DPS	0	0	0	0	0
PER	NA	NA	0.0	0.0	0.0
PBR	NA	NA	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	NA	NA	-7.5	-3.5	-9.5
PSR	NA	NA	0.0	0.0	0.0

재무비율					(단위: 배, %)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	83.6	121.7
영업이익 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	적지	흑전
지배순이익 증가율 (%)	0.0	0.0	0.0	적지	적지
매출총이익률 (%)	0.0	0.0	47.8	21.6	40.4
영업이익률 (%)	0.0	0.0	-43.6	-60.9	2.5
지배순이익률 (%)	0.0	0.0	-224.2	-66.1	-80.5
EBITDA 마진 (%)	0.0	0.0	-41.8	-59.2	3.5
ROIC	NA	NA	-232.6	-352.5	21.6
ROA	NA	NA	-349.4	-48.5	-73.0
ROE	NA	NA	174.9	39.6	-909.0
부채비율 (%)	NA	NA	-150.1	-204.0	22.3
순차입금/자기자본 (%)	NA	NA	-122.4	-104.9	-31.3
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	-4.9	-4.4	0.5

TOP FOCUS

음식료

손현정

음식료/전력기기

02 3770 5595

hyunjeong.son@yuantakorea.com

[음식료] 불닭 신화, 소스 시장의 새로운 기회

1. K-불닭소스의 인기

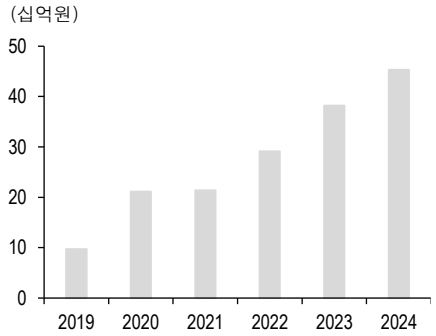
글로벌 식품 시장에서 매운맛 소비가 빠르게 확산되고 있다. 미국, 동남아시아, 유럽 등 다양한 지역에서 매운맛이 독립적인 카테고리로 자리 잡으며, 매운 소스의 수요도 꾸준히 증가하는 추세다. 기존의 Tabasco(산미 중심), Sriracha(은은한 매운맛)와 달리, **K-불닭소스는 강렬한 불맛과 단맛을 결합한 차별화된 특징을 내세우며 독자적인 시장을 형성**하고 있다.

삼양식품의 **소스 매출 비중은 2019년 1.8%에서 2024년 2.6%대로 증가했으며, 5개년 CAGR 35%를 기록**했다. 소스 수출금액 또한 2023년 9.6백만달러(YoY +28%)에서 2024년 16.1백만달러(YoY +68%)로 빠르게 증가하고 있다. **단순한 부가 매출 확대가 아니라, 불닭소스가 글로벌 시장에서 'Korean Hot Sauce' 브랜드로 자리 잡고 있음**을 의미한다.

초기 불닭소스는 불닭볶음면 소비층을 대상으로 판매되었으나 최근 치킨, 튀김, 볶음 요리 등 다양한 메뉴에 활용되며 소비층이 급격히 확대되고 있다. 특히 젊은 소비자가 주로 사용하는 TikTok에서 '불닭 챌린지'가 유행하며 브랜드 인지도가 급상승했다. 지난해 말 삼양식품의 '스플래시불닭' 캠페인의 성공 이후 글로벌 검색량이 급증했고, 덴마크 수의식품청(DVFA)의 '핵불닭볶음면' 리콜 사건이 오히려 브랜드 확산 계기가 되며 불닭소스의 인기는 더욱 견고해졌다.

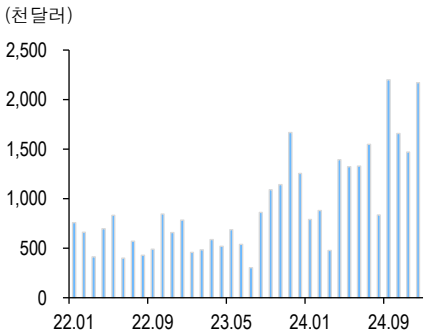
이처럼 **K-푸드 열풍과 매운맛 트렌드 확산이 맞물리면서, 불닭소스는 단순한 라면용 소스를 넘어 독자적인 매운 소스 카테고리로 자리** 잡고 있다. 강렬한 불맛과 단맛 조합이 경쟁 제품 대비 차별화된 강점으로 작용하며, SNS 바이럴 효과를 통해 젊은 소비층의 지지를 받고 있다. 글로벌 소스 시장에서 불닭소스의 성장세는 뚜렷하며, **브랜드력과 제품 경쟁력을 바탕으로 시장 점유율을 지속적으로 확대할 가능성**이 높다.

삼양식품 소스 매출액 추이



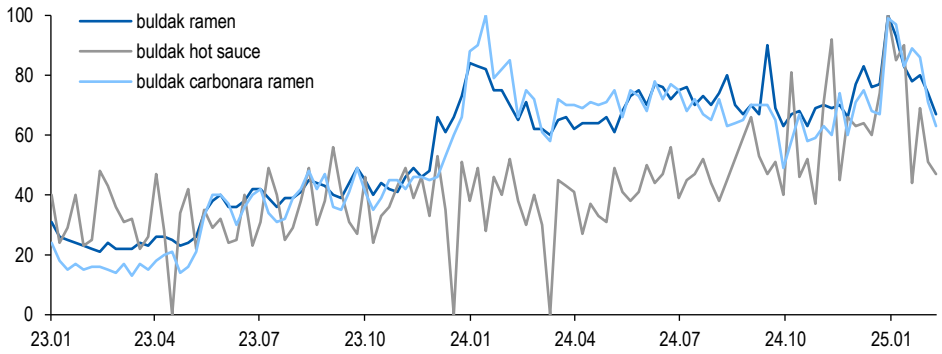
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 소스 수출데이터



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터

불닭 구글 트렌드 추이



자료: 구글 트렌드, 유안타증권 리서치센터

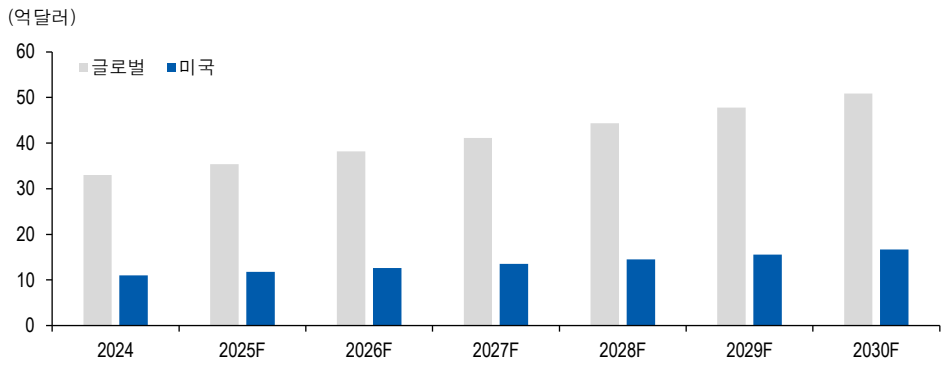
2. 불닭소스 M/S 확장 기대

글로벌 매운 소스 시장 현황

매운 소스 시장은 전 세계적으로 연평균 8% 성장하고 있으며, 미국이 전체 시장의 30%를 차지하고 있다. 2024년 11억 달러 규모로 예상되는 미국 매운 소스 시장은 2030년까지 17억 달러로 확대될 전망이다.

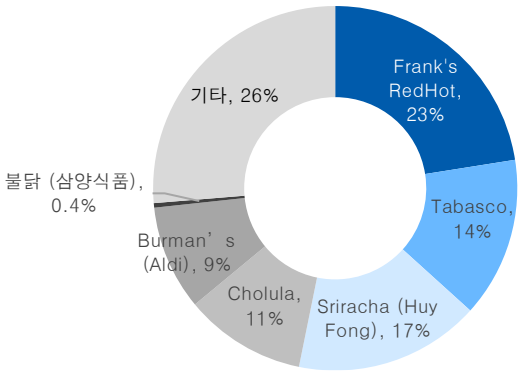
미국 시장에서 Frank's RedHot, Sriracha, Tabasco가 주요 브랜드로 자리 잡고 있으며, 2024년 기준 기업별 M/S는 Frank's RedHot(McCormick & Company) 23% Sriracha(Huy Fong) 17%, Tabasco(McIlhenny Company) 14% 순이다. 최근 Huy Fong Foods의 원재료(고추) 공급난이 지속되면서, 스리라차 소스의 대체재로 불닭소스가 부각되고 있다. **삼양식품의 불닭소스의 M/S는 2020년 0.03%에서 2024년 0.4%까지 확대되며 빠른 성장세**를 나타내고 있다. 불닭소스는 글로벌 매운맛 트렌드 확산과 함께 시장 내 입지를 확대할 것으로 예상한다.

글로벌 매운 소스 시장 규모



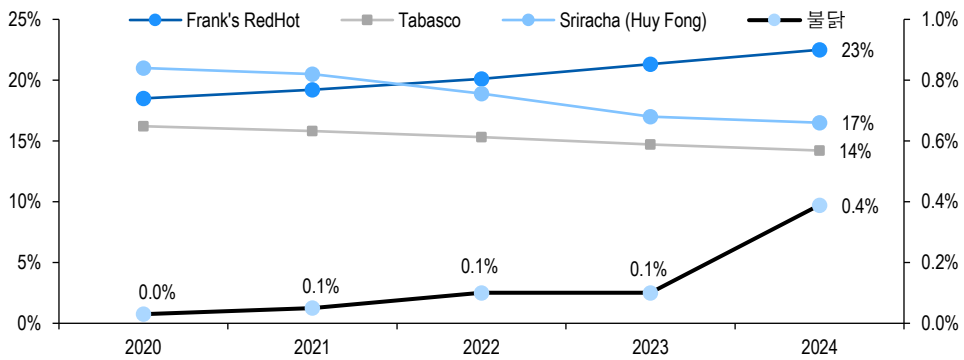
자료: Fortune Business Insights, 유안타증권 리서치센터

미국 매운 소스 시장 점유율



자료: Instacart, 유로모니터, 유안타증권 리서치센터, 2024년 기준

미국 매운 소스 시장 점유율 변화



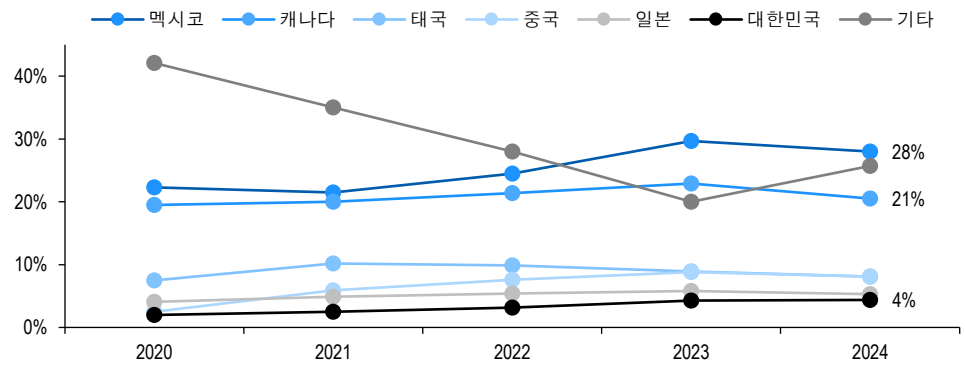
자료: Instacart, Trass, 유안타증권 리서치센터

미국 매운 소스 시장 재편: 관세가 불러올 변화

트럼프 2기에서 멕시코, 캐나다산 소스에 25% 관세가 부과될 경우, 미국 매운 소스 시장에서 두 국가의 가격 경쟁력이 약화되면서 수입 대체 수요가 발생할 가능성이 높다. 멕시코는 미국의 최대 매운 소스 공급국으로, 살사·타코소스·핫소스 등 다양한 제품군을 보유하고 있으며, 미국 수입의 28%를 차지한다. 21% 차지하는 캐나다도 Frank's RedHot의 주요 원료국가이다. 두 국가에 25%의 관세가 부과되면 미국 내 유통업체 및 소비자들은 가격 인상이 불가피하기 때문에 대체 공급국을 찾으려 할 것이며 이 과정에서 한국, 태국 등의 시장 점유율이 상승할 가능성이 크다.

특히 한국은 **K-푸드 열풍과 더불어 불닭소스·고추장 소스·퓨전 핫소스 등 프리미엄 시장에서 강점을 가지고 있다. 한국식 매운맛이 미국 소비자들에게 빠르게 확산**되고 있다는 점에서 멕시코·캐나다 제품의 일부를 대체할 수 있는 위치에 있다고 판단한다. 미국 내 아시아계 및 젊은 소비층을 중심으로 한국산 매운 소스의 인지도가 상승하고 있으며, 대형 유통망에서도 한국 핫소스 제품의 입점이 증가하는 추세다. 미국 시장에서 스리라차 공급난이 발생했을 때, 미국 소비자들이 태국·한국산 대체 제품을 찾았던 사례를 보면, 특정 국가 제품이 공급 차질을 겪을 경우 시장 내 다른 국가들의 점유율이 증가할 가능성이 크다는 점을 알 수 있다.

미국 매운 소스 수입 비중



자료: IHS Markit, USITC, 유안타증권 리서치센터

3. Gen 알파 1위 K-불닭

기존 매운 소스 시장에서 Frank's RedHot, Sriracha, Tabasco가 브랜드 파워를 보유하고 있지만, 불닭소스는 매운맛 트렌드와 K-푸드 확산을 기반으로 빠르게 성장하며 시장 내 입지를 확대하고 있다.

글로벌 시장조사기관 Numerator에 따르면, **2024년 '알파세대(2010년대 초~2020년대 중반 출생자)가 선호하는 최고의 브랜드' 1위로 삼양이 선정**되었다. 또한 '가장 빠르게 성장한 브랜드' 부문에서도 Melinda's(핫소스), Huy Fong Foods(Sriracha)와 함께 글로벌 영향력 4위에 올랐다. TikTok에서 '불닭 챌린지' 바이럴 효과가 확산되며 SNS에서 글로벌 소비자층을 넓힌 결과이다.

유통망 확장도 가속화되고 있다. 미국 월마트(Walmart), 코스트코(Costco) 등 주요 대형 유통망 입점으로 가정용 소비자 접근성이 확대되었으며, 온라인 시장에서도 아마존(Amazon) 매운 소스 카테고리에서 상위권을 기록하며 빠르게 점유율을 늘리고 있다. 이에 따라, **불닭소스는 단순한 라면용 소스를 넘어 글로벌 매운 소스 시장에서 강력한 경쟁력을 갖춘 브랜드로 자리매김할 가능성**이 높다.

2024년 Gen 알파의 인기 브랜드 TOP 10

순위	브랜드	성장 요인
1	**Samyang (삼양)**	**불닭볶음면, TikTok 챌린지로 인기**
2	Owala (오왈라)	트렌디한 디자인의 물병 브랜드
3	Dr. Squatch (닥터 스쿼치)	천연 성분 남성용 비누, 건강 강조
4	Jonny Pops (조니 팝스)	건강한 아이스크림 바, 부모 선호
5	Nature's Garden (네이처스 가든)	견과류·건강 스낵, 가족 소비층 인기
6	Tru Fru (트루 프루)	냉동 과일 초콜릿, 건강 간식 트렌드
7	Cirkul (서클)	맛·영양 조절 가능한 물병 시스템
8	Kitsch (키치)	헤어 액세서리·스킨케어 브랜드
9	Fortnite (포트나이트)	인기 온라인 게임, 관련 상품 성장
10	Hero Cosmetics (히어로 코스메틱스)	여드름 패치 브랜드, 피부 관리 강조

자료: Numerator, 유안타증권 리서치센터

에스앤디 (260970)

에스앤디 (260970) N/R

불닭 신화의 핵심 파트너

에스앤디는 삼양식품의 불닭 소스 핵심 원료를 독점 공급하는 기업으로, 불닭 브랜드의 글로벌 확장과 함께 가파른 성장이 기대된다. 주요 제품은 **불닭 액상분말 소스의 핵심 원료 등 일반기능식품 소재로, 매출 비중이 약 90%**에 달한다. 2024년 매출액은 1,161억원(YoY +31.6%), 영업이익은 201억원(YoY +56.1%, OPM 17.3%)으로 역대 최대 실적을 기록했다. 특히 **불닭 소스 원료 매출이 전년 대비 40% 증가**한 것으로 추정되며, 핵심 주력 제품의 성장과 함께 원재료 및 제조원가 절감 효과가 더해져 외형 성장과 수익성 극대화가 동시에 이루어졌다.

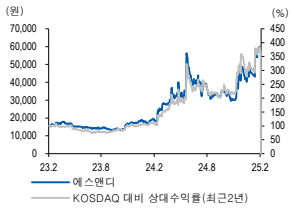
불닭 브랜드의 글로벌 확장은 단순한 원료 공급업체를 넘어 에스앤디를 소스 시장의 핵심 수혜주로 자리매김하게 만들고 있다. **삼양식품의 불닭시리즈 글로벌 매출 성장세가 에스앤디의 실적 개선으로 직결**되고 있으며, 삼양식품이 불닭 소스를 독립적인 브랜드로 육성하면서 동사의 수익성 개선과 장기 성장 동력 또한 더욱 견고해질 것으로 판단된다.

목표주가	-원 (I)
직전 목표주가	-원
현재주가 (2/26)	57,300원
상승여력	-%

시가총액	1,658억원
총발행주식수	2,892,754주
60일 평균 거래대금	56억원
60일 평균 거래량	115,250주
52주 고/저	60,000원 / 17,850원
외인지분율	4.02%
배당수익률	2.88%
주요주주	여경목 외 3 인

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	26.4	88.8	208.6
상대	19.4	69.6	247.0
절대 (달러환산)	26.4	84.5	187.1

주가 및 상대수익률



Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

결산 (12월)	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스
매출액	35	38.9	20.1	30
영업이익	6	54.0	27.5	6
세전계속사업이익	9	81.3	66.6	6
지배순이익	6	35.5	48.8	5
영업이익률	18.5	+1.8 %pt	+1.1 %pt	19.1
지배순이익률(%)	17.7	-0.5 %pt	+3.4 %pt	16.4

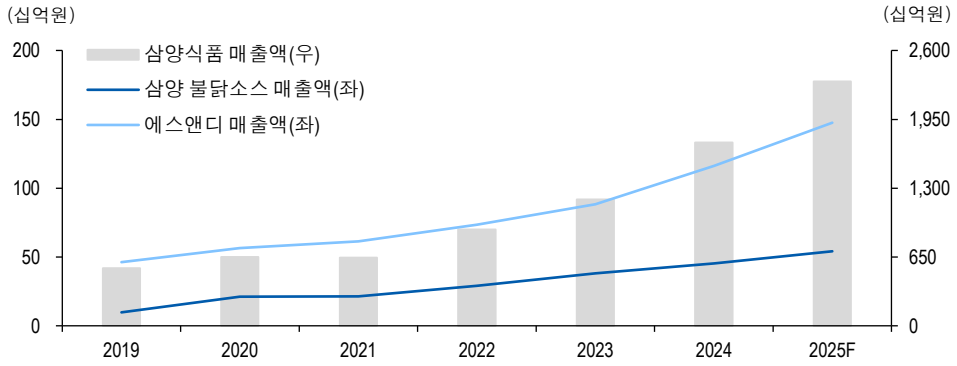
자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and Valuation (K-IFRS 개별) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액	73	88	116	148
영업이익	11	13	20	26
지배순이익	10	12	17	24
PER	7.7	5.3	8.3	7.0
PBR	1.0	0.7	1.2	1.3
EV/EBITDA	1.7	0.0	2.3	2.5
ROE	13.4	14.2	18.0	20.5

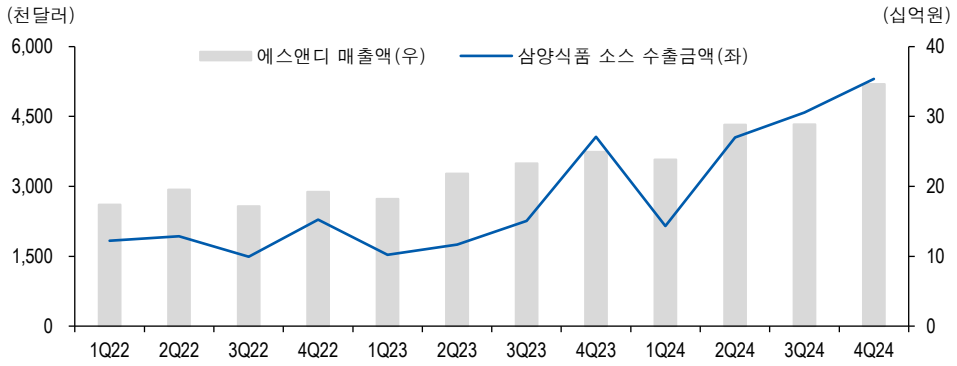
자료: 유안타증권 리서치센터

연간 에스앤디 및 삼양식품 매출액 추이



자료: 에스앤디, 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

분기별 에스앤디 매출액 및 삼양식품 소스 수출금액



자료: 에스앤디, Trass, 유안타증권 리서치센터

CAPA 증설: 핵심 파트너의 필수 투자

동사는 **2025년 6월까지 160억원을 투자해 생산 CAPA를 27% 증설할 계획이다.** 증설의 핵심 배경은 불닭 소스의 급격한 수요 증가다. **이번 증설은 단순한 생산량 확대가 아니라, 삼양식품의 글로벌 확장 전략과 맞물린 필수적인 투자**로 2026년 온기 반영 시 **가동률이 기존 대비 높아져 70%까지 도달할 것으로 예상**된다. 이에 따라 동사의 외형 성장 속도도 더욱 가팔라질 전망이다.

삼양식품은 불닭 소스를 글로벌 시장에서 핫소스 카테고리의 독립적인 브랜드로 육성하고 있으며, 원재료 수급을 담당하는 동사의 생산능력 확장이 필수적인 요소가 되고 있다. **불닭 소스는 단순한 라면용 소스가 아니라 독립적인 글로벌 핫소스 브랜드로 자리 잡고 있으며 동사의 역할 또한 단순한 원재료 공급업체에서 핵심 파트너로 변화**하고 있는 것이다.

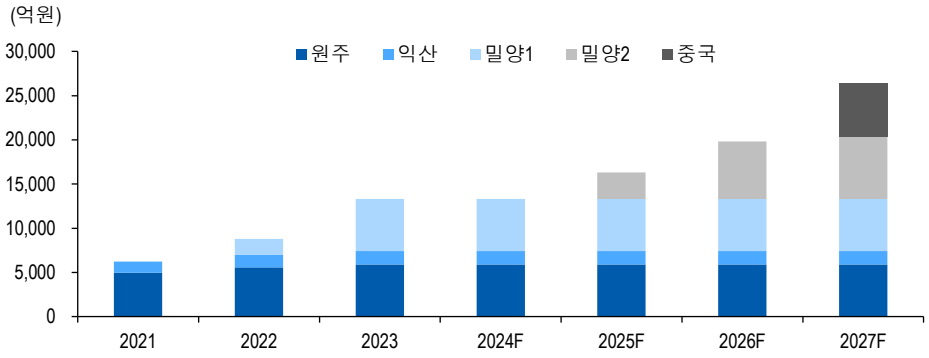
불닭 브랜드는 현재 미국, 중국, 동남아시아를 중심으로 글로벌 확장을 가속화하고 있으며, 2027년에는 삼양식품 중국 법인이 가동될 계획이다. 고객사 글로벌 확장과 함께 동사도 지속적인 성장 모멘텀을 확보할 것으로 예상된다.

에스앤디 증설 계획

투자구분		신규시설투자
투자내역	투자금액	160억원
	자기자본대비	18.06%
투자목적		공장증축 및 생산설비 시설투자
투자기간	시작일	2024.12.03
	종료일	2025.06.30
생산능력 추정	기존	22,591톤
	2025년	약 28,000톤
	2026년	약 32,000톤

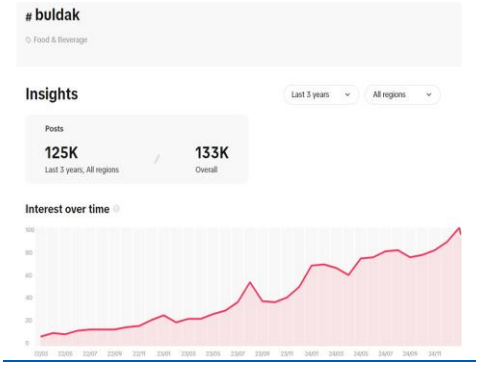
자료: Numerator, 유안타증권 리서치센터

삼양식품 CAPA 추이 및 전망



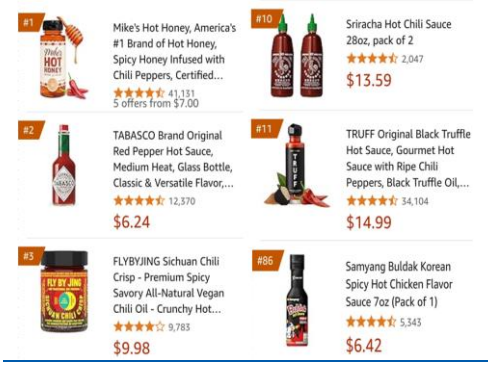
자료: 삼양식품, 유안타증권 리서치센터

틱톡 키워드 '불닭' 트렌드 추이



자료: 틱톡, 유안타증권 리서치센터

아마존 소스류 베스트셀러 상위



자료: 아마존, 유안타증권 리서치센터, 2월 기준

25F PER 7배, 밸류에이션 리레이팅 가능성

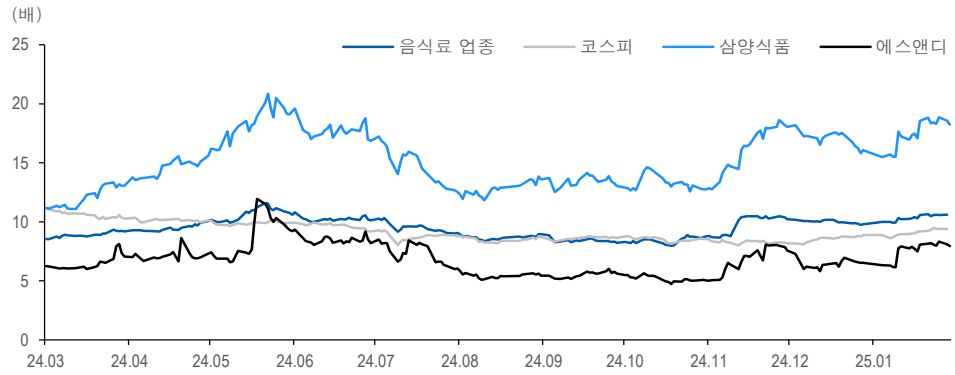
현재 동사는 시장에서 여전히 불닭볶음면의 간접 수혜주로만 평가받고 있으나 불닭 소스의 성장과 함께 동사의 밸류에이션 재평가가 이루어질 가능성이 높다.

2025년 예상 실적은 매출액 1,476억원(YoY +27.0%), 영업이익 265억원(YoY +31.5%, OPM 17.9%)으로, 올해 하반기부터 증설 효과가 반영될 예정이다. 2026년 온기 반영 시, CAPA 확대로 인해 추가적인 성장 여력이 충분하다.

동사의 현재주가는 **2025년 예상 순이익 기준 PER 7배로, 음식료 업종 내에서 저평가된 상태**다. 불닭 브랜드의 동반 성장 스토리를 고려할 때, 삼양식품의 2025년 예상 PER 19배와 비교하면 상당한 저평가 수준이라 판단된다.

한편, 삼양식품 의존도가 높다는 점은 투자 리스크로 작용할 수 있다. **삼양식품이 소스 내재화를 검토하고 있지만, 소스 제조 공정의 복잡성과 레시피 최적화, 원재료 수급 문제 등을 감안하면 단기간 내 내재화가 현실적으로 어렵다**. 불닭 소스 시장의 빠른 성장 속도를 고려하면, 삼양식품이 직접 생산에 나서기보다는 외주 생산을 통한 시장 확대 전략을 유지할 가능성이 크다. 이에 따라, **에스앤디는 기존의 기술력과 공급망을 바탕으로 불닭 소스 글로벌 확장의 핵심 파트너로 남을 가능성이 높다.**

에스앤디, 삼양식품 12 개월 Fwd PER



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

에스앤디 실적 테이블 (단위: 십억원)

		4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F
매출액	전체	34.6	30.1	35.0	37.6	44.9	116.1	147.6
	일반기능 식품소재	30.3	27.5	31.0	34.2	40.5	101.7	133.1
	건강기능 식품소재	3.9	2.3	3.7	3.2	4.0	13.0	13.3
	OEM 제품	0.3	0.2	0.3	0.1	0.3	1.1	0.9
	기타	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2
YoY	전체	38.9%	26.2%	21.6%	30.2%	29.5%	31.6%	27.0%
	일반기능 식품소재	45.8%	30.0%	25.0%	34.0%	33.7%	39.4%	30.9%
	건강기능 식품소재	6.3%	-2.1%	2.7%	3.0%	2.5%	-2.8%	1.8%
	OEM 제품	1.0%	-2.3%	-8.3%	-6.4%	-4.0%	-4.9%	-6.6%
	기타	-3.8%	-7.3%	-6.5%	-3.1%	-2.7%	-4.1%	-8.5%
영업이익	전체	6.4	5.4	6.2	6.8	8.1	20.1	26.5
YoY	전체	54.1%	52.9%	20.9%	34.4%	26.1%	56.1%	31.5%
OPM	전체	18.5%	17.8%	17.8%	18.0%	18.0%	17.3%	17.9%
당기순이익		6.1	4.6	5.3	5.8	7.9	17.3	23.5
	YoY	35.6%	62.6%	24.3%	40.1%	28.4%	46.0%	35.9%
	NPM	17.7%	15.4%	15.0%	15.4%	17.6%	14.9%	16.0%

자료: 에스앤디, 유안타증권 리서치센터

에스앤디 (260970) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	61	73	88	116	148
매출원가	45	56	68	88	112
매출총이익	16	17	20	28	36
판관비	7	6	7	8	10
영업이익	9	11	13	20	26
EBITDA	11	13	15	22	28
영업외손익	0	1	2	3	3
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	1	2	3	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손익	9	12	15	23	30
법인세비용	2	2	3	5	6
계속사업순손익	8	10	12	17	24
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	10	12	17	24
지배지분순이익	8	10	12	17	24
포괄순이익	8	10	12	17	23
지배지분포괄이익	8	10	12	17	23

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	9	8	12	15	20
당기순이익	8	10	12	17	24
감가상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	-3	-3	-4	-5
기타현금흐름	0	0	1	0	0
투자활동 현금흐름	-41	-11	-2	-14	-16
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-6	-1	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-39	-5	0	-14	-16
재무활동 현금흐름	27	-1	-1	-2	-1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	28	0	0	0	0
현금배당	0	-1	-1	-2	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	0	1	1
현금의 증감	-5	-3	9	0	4
기초 현금	17	12	9	18	18
기말 현금	12	9	18	18	22
NOPLAT	9	11	13	20	26
FCF	7	2	11	15	20

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, OA의경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	71	76	89	111	141
현금및현금성자산	12	9	18	18	22
매출채권 및 기타채권	13	14	17	23	29
재고자산	6	8	8	11	14
비유동자산	12	17	17	15	14
유형자산	10	15	15	13	12
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	0	0	0	0
자산총계	83	93	106	127	155
유동부채	14	15	17	23	29
매입채무 및 기타채무	13	14	15	20	26
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	14	15	17	23	29
지배지분	69	78	89	104	126
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	29	29	29	29	29
이익잉여금	38	48	58	73	95
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	69	78	89	104	126
순차입금	-53	-54	-63	-77	-97
총차입금	0	0	0	0	0

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	2,308	2,425	2,925	5,318	8,141
BPS	16,986	19,241	21,830	35,874	43,465
EBITDAPS	3,204	3,081	3,594	6,635	9,607
SPS	18,420	18,061	21,746	35,635	51,008
DPS	150	300	500	500	500
PER	13.3	7.7	5.3	8.3	7.0
PBR	1.8	1.0	0.7	1.2	1.3
EV/EBITDA	4.3	1.7	0.0	2.3	2.5
PSR	1.7	1.0	0.7	1.2	1.1

재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	8.6	19.4	20.4	31.6	27.0
영업이익 증가율 (%)	0.6	19.3	17.7	56.2	31.5
지배순이익 증가율 (%)	4.5	28.0	20.6	46.0	35.9
매출총이익률 (%)	26.3	23.7	22.5	24.4	24.4
영업이익률 (%)	14.9	14.9	14.6	17.3	17.9
지배순이익률 (%)	12.5	13.4	13.4	14.9	16.0
EBITDA 마진 (%)	17.4	17.1	16.5	18.6	18.8
ROIC	49.3	47.1	42.1	60.4	77.8
ROA	12.0	11.2	11.9	14.9	16.7
ROE	15.0	13.4	14.2	18.0	20.5
부채비율 (%)	20.7	19.5	19.7	22.1	23.2
순차입금/자기자본 (%)	-76.3	-69.1	-71.4	-74.3	-77.3
영업이익/금융비용 (배)	1,604.1	1,388.9	1,498.1	2,743.0	3,094.8

TOP FOCUS

전력기기

손현정

음식료/전력기기

02 3770 5595

hyunjeong.son@yuantakorea.com

[전력기기] AI·전력 투자는 계속된다

전력·통신 케이블 시장은 데이터센터 인프라 투자, 신재생에너지 확대로 성장세가 지속될 전망이다. 특히 북미·유럽의 인프라 업그레이드와 아시아의 전력망 확충이 주요 성장 동력으로 작용하고 있으며, **초고압(HV) 전력케이블 및 광케이블 시장의 고부가가치 제품 비중이 증가**하는 추세다.

1. 미국 관세 정책, 데이터센터 성장에서 찾는 기회

IDC에 따르면 미국 데이터센터 시장은 AI·클라우드 확장으로 2024년 1,081억 달러 → 2030년 1,622억 달러로 연평균 7% 성장할 전망이다. 하이퍼스케일 데이터센터 및 5G 네트워크 확장이 맞물리면서, 광케이블, UTP 케이블 수요도 동반 증가하고 있다. 미국 광케이블 및 UTP 시장의 2024~2030년 CAGR은 12~13%로 예상된다.

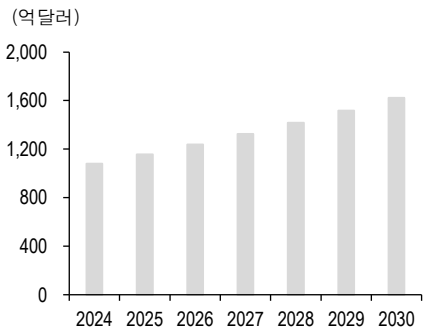
미국 통신 케이블 시장은 **Corning, CommScope, Prysmian** 등 글로벌 제조사들이 경쟁하는 구조다. 이들은 데이터센터·5G 인프라 투자 확대에 따라 CAPA 증설 및 시장 점유율 확보를 위한 전략을 강화하고 있다.

특히 **UTP(비차폐 연선, Unshielded Twisted Pair)는 데이터센터, 기업망(Enterprise Network), 이더넷(LAN), 음성·데이터 전송 등에 광범위하게 사용되는 구리선 기반 케이블로 통신 케이블 시장에서 중요한 역할**을 하고 있다.

미국의 UTP 케이블 수입 비중은 약 60%로, 수입 시장 내 멕시코의 점유율이 52% 차지한다. 트럼프 2기 행정부가 멕시코·캐나다산 제품에 25% 관세를 부과할 것으로 예고한 가운데, 국내 업체들의 반사수혜가 기대된다. **국내 UTP 케이블 생산업체는 LS전선, LS에코에너지, 가온전선이 있으며 LS전선과 LS에코에너지가 미국에 수출을 주력**하고 있다.

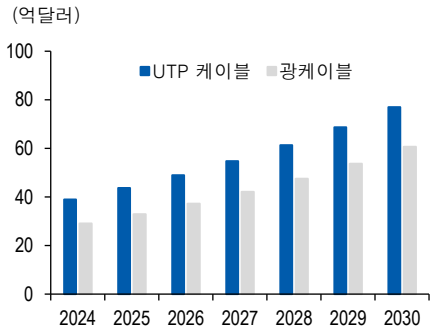
LS전선은 인디애나주 공장을 통해 미국 내 CAPA를 확장하며 Buy America 정책에 대응하고 있다. 미국 내 전력·통신 인프라 투자 확대가 지속될 경우, 현지 생산 거점 확보가 경쟁력을 높이는 요인이 될 전망이다. 향후 **LS그룹은 부스닥트·광중계기·커넥터 등 부가가치가 높은 데이터센터 연계 사업을 강화하며 추가적인 성장**이 기대된다.

미국 데이터센터 시장 규모



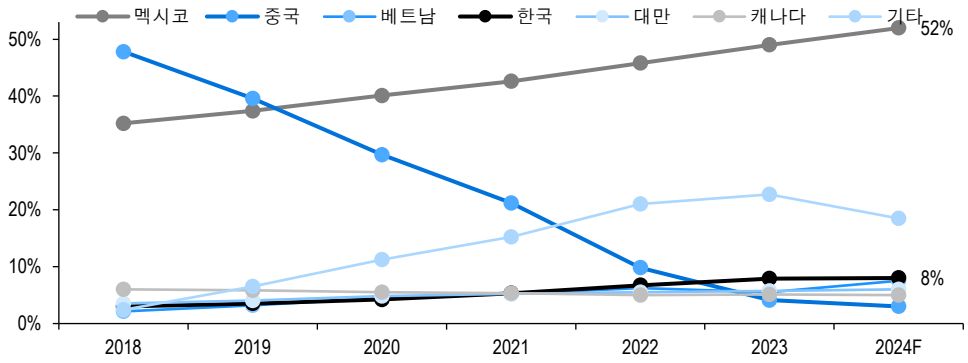
자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

미국 UTP 및 광케이블 시장 규모



자료: IBISWorld, 유안타증권 리서치센터

미국 UTP 케이블 국가별 수입 점유율 추이



자료: USITC, 유안타증권 리서치센터

미국 통신케이블 시장 점유율

기업명	시장 점유율	주요 제품
Corning	17%	광섬유 & 광케이블
CommScope	10%	UTP 랜케이블, 광케이블
Prysmian Group	9%	광케이블, 전력케이블
LS 전선 (Superior Essex 포함)	5%	UTP 랜케이블, 광케이블

자료: IBISWorld, 유안타증권 리서치센터

기업별 통신케이블 주요 제품

기업명	UTP	광섬유	초고속 광케이블	해저 광케이블
LS 전선	O	O	O	O
LS 에코에너지	O	O	O	△
가온전선	O	O	O	△
대한광통신	X	O	O	X
Prysmian (이탈리아)	O	O	O	O
Corning (미국)	X	O	O	O
CommScope (미국)	O	O	O	X
Nexans (프랑스)	O	O	O	O
Sumitomo (일본)	O	O	O	O

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

기업별 데이터센터 주요 제품

기업명	전력케이블 (초고압, 지중)	부스덕트	광케이블	UTP	배전반 (Switchgear)
LS 전선	O	O	O	O	X
LS 에코에너지	O	O	O	O	X
LS 일렉트릭	X	O	X	X	O
대한전선	O	X	X	X	X
일진전기	O	X	X	X	X
Prysmian (이탈리아)	O	O	O	O	X
Nexans (프랑스)	O	O	O	O	X
Corning (미국)	X	X	O	X	X
Vertiv (미국)	X	O	X	X	O

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

2. 유럽 해저케이블 시장: HVDC 기술력이 좌우

유럽 해저케이블 시장은 탄소중립 정책과 해상풍력 발전 확대를 기반으로 빠르게 성장하고 있다. IEA에 따르면 글로벌 2024년 해저 전력케이블 시장 규모는 150억 달러로 예상되며, 2030년까지 연평균 13% 성장해 310억 달러에 이를 전망이다. 해저 통신케이블 시장은 글로벌 데이터 트래픽 증가에 따라 2024년 115억 달러 → 2030년 170억 달러(CAGR 7.1%) 성장이 예상된다.

해저케이블 시장은 ① 국가 간 전력망을 연결하는 해저 전력케이블과 ② 글로벌 데이터 네트워크를 구축하는 해저 통신케이블로 나뉜다. 두 시장 모두 고도의 기술력이 요구되지만, 특히 **해저 전력케이블은 초고압 직류송전(HVDC) 기술이 필수적으로 적용되어 기술 장벽이 더 높다고 판단**된다.

해저 전력케이블은 국가 간 전력망 연계 및 해상풍력 등 재생에너지 송전을 위한 핵심 인프라로 자리 잡으며, 초고압직류송전(HVDC) 기술을 요구하는 대형 프로젝트 중심으로 성장하고 있다. 한편, 해저 통신케이블은 인터넷 트래픽 증가 및 글로벌 클라우드 기업들의 네트워크 확장 투자에 따라 성장하고 있지만 제조사 경쟁이 치열해 수익성 확보가 쉽지 않은 구조다.

현재 **HVDC 해저 전력케이블을 제조 및 시공할 수 있는 업체는 Prysmian(이탈리아), Nexans(프랑스), NKT(덴마크), LS전선(한국) 정도에 불과하며, 이들이 글로벌 시장 점유율 83% 차지**하고 있다.

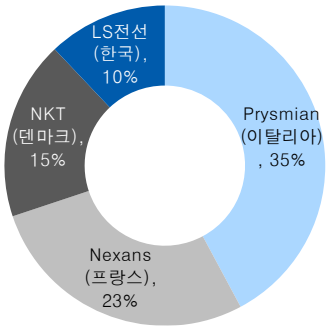
LS전선은 2023년 독일-네덜란드 송전망 운영사인 TenneT과 약 2조 원 규모의 HVDC 해저케이블 공급 계약을 체결하며 유럽 내 점유율을 확대하고 있다. 뿐만 아니라, **북미 시장 공략을 위해 1조 원을 투자**해 미국 버지니아주에 해저케이블 생산 공장을 신설하며 유럽·북미 시장에서의 입지를 강화하고 있다.

해저케이블 종류

구분	해저 전력케이블	해저 통신케이블
2024년 시장 규모	150억 달러	115억 달러
성장 전망	2030년 310억 달러 (CAGR 13%)	2030년 170억 달러 (CAGR 7%)
주요 성장 배경	탄소중립 정책, 해상풍력 발전 확대, 국가 간 전력망 연결	글로벌 데이터 트래픽 증가, 해저 데이터센터 구축
설치 목적	해상풍력 발전소 → 육상 전력망 연결	대륙 간 인터넷망 구축
주요 프로젝트	Viking Link, North Sea Link	2Africa, MAREA
주요 제조사	Prysmian, Nexans, NKT, LS 전선	Prysmian, Nexans, ASN, SubCom, NEC, LS 전선 등

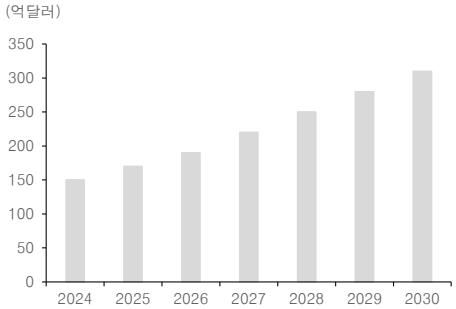
자료: IEA, IBISWorld, 유안타증권 리서치센터

해저 전력케이블 시장 점유율



자료: IEA, Global Market Insights, 유안타증권 리서치센터

글로벌 해저 전력케이블(HVDC) 시장 규모



자료: IEA, 유안타증권 리서치센터

기업별 전력케이블 주요 제품

기업명	저압 LV	중압 MV	고압 HV	초고압 EHV	육상 HVDC	해저 HVDC	해저 배전급	해저 송전급
LS 전선	O	O	O	O	O	O	O	O
대한전선	O	O	O	O	O	△	O	△
일진전기	O	O	O	O	O	X	X	X
LS 에코에너지	O	O	O	O	△	△	O	△
가온전선	O	O	O	O	X	X	X	X
Prysmian (이탈리아)	O	O	O	O	O	O	O	O
Nexans (프랑스)	O	O	O	O	O	O	O	O
NKT (덴마크)	O	O	O	O	O	O	O	O

자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

3. 베트남 전력망 확장: 초고압 전력케이블 시장의 구조적 성장

베트남은 빠른 경제성장과 산업화에 대응하기 위해 전력 인프라 확장을 국가적 최우선 과제로 추진하고 있다. **제8차 전력개발계획(PDP8)에 따라 2030년까지 전력 인프라 확장에 1,347억 달러가 투자될 예정이며, 특히 송전 및 배전망 구축이 핵심 투자 분야로 부각**되고 있다.

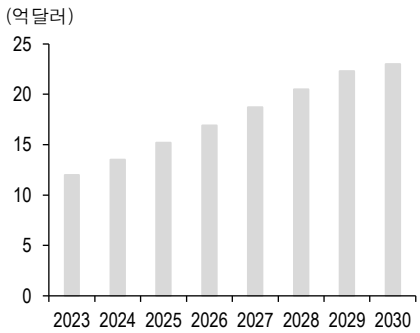
전력망 확충에 따라 베트남 전력케이블 시장도 빠르게 성장하며, 2023년 12억 달러 규모였던 시장이 2030년에는 23억 달러로 확대될 전망(CAGR 7.8%)이다. 특히 초고압(HV) 송전망 구축이 집중적으로 추진되면서 HV 전력케이블의 수요가 빠르게 증가할 것으로 예상된다.

베트남 정부는 2030년까지 추가 15,000km의 송전망을 건설할 계획이며, 남부 및 중부에서 생산된 전력을 북부로 송전하는 600km 규모의 초고압 송전망 프로젝트도 추진 중이다. 이에 따라 HVDC 기술이 적용된 케이블 수요도 증가할 전망이며, 베트남이 아세안 전력망 허브로 자리 잡을 가능성이 높아지고 있다.

현재 **베트남 초고압 전력케이블 시장은 LS에코에너지가 80% 이상의 점유율을 차지**하며 **사실상 독점적 구조를 형성**하고 있다. 반면, 배전 및 중저압 케이블 시장은 현지 기업들이 강세를 보이며 다수의 기업이 경쟁하는 구조다. 초고압 전력케이블은 기술 장벽이 높아 진입이 어려운 시장으로, 유럽·북미 시장에서도 한정된 기업들만이 HVDC 기술을 보유하고 있는 만큼, 베트남에서도 대규모 전력망 확장과 함께 시장 구조가 공고화될 가능성이 크다.

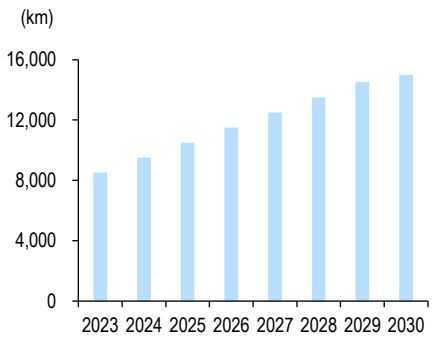
베트남 전력망 확장은 단순한 발전설비 증설이 아니라 국가 간 전력연계를 강화하는 에너지 인프라 구축의 핵심 전략이며, 이에 따른 초고압 전력케이블 시장의 성장이 지속될 전망이다.

베트남 전력케이블 시장 규모



자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

베트남 전력개발 계획



자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

(참고) MS 데이터센터 관련 뉴스로 인한 전력기기 조정 코멘트

최근 마이크로소프트(MS)가 일부 AI 데이터센터 임대 계약을 취소하고, 오픈AI가 AI 인프라를 자체 데이터센터(스타게이트)로 이전한다는 소식이 나오면서, 전력 및 통신 인프라 관련 기업들의 주가가 단기적으로 조정을 받았다.

하지만 이는 **AI 인프라 투자의 축소가 아닌, 투자 방식이 변화하는 과정에서 발생한 조정으로 해석**해야 한다. 클라우드·AI 사업자들은 여전히 대규모 데이터센터 투자를 지속하고 있으며, 전력·통신 인프라 기업들의 장기적인 수요 증가 전망은 유효하다고 판단된다.

1. 전력 인프라 – AI 데이터센터의 전력 수요 변화

- 최근 MS는 **AI 학습(Training) 데이터센터 확장보다는 AI 추론(Inference) 데이터센터 확장**을 우선순위로 두고 있음
- 기존 **AI 학습 데이터센터(Training)는 초고압 송전망**(345kV 이상)과 직접 연결되어 전력을 공급받음
- 반면, **AI 추론(Inference) 데이터센터는 여러 지역에 분산 배치되므로, 배전망(22~154kV)을 활용**하는 방식으로 전환 중

→ 이로 인해 초고압 송전망 신규 투자 속도는 둔화될 가능성이 있지만, **배전 변압기(22~154kV급) 및 배전선 수요는 증가할 전망**

→ AI 데이터센터의 서버 전력 밀도가 증가하면서, 고효율 변압기 및 전력 손실을 줄일 수 있는 **부스닥트 등 솔루션**은 더욱 중요해질 것

→ 데이터센터 투자가 기존 **송전 중심의 전력 공급에서, 배전망 중심으로 변화**하면서 전력 인프라 기업들의 시장 기회가 달라질 가능성

결론: AI 데이터센터의 전력 인프라 구조가 초고압 송전망 중심에서 배전망 중심으로 이동하면서, 배전 변압기 및 배전선(22~154kV)의 수요가 증가할 가능성이 높음. 배전망 확장과 연계된 전력 인프라 기업들의 성장 기회는 여전히 유효

2. 통신 인프라 – AI 트래픽 증가에 따른 광케이블·해저케이블 수요 변화

- **AI 학습(Training) 데이터센터는 대륙 간 대량의 데이터를 주고받기 위해 초고속 데이터 전송**이 필수적
- **해저케이블 및 국가 간 초고속 광케이블(400G, 800G) 증설 수요는 지속**될 전망
- **AI 추론(Inference) 데이터센터 확산으로 인해 도심 내 광케이블 및 네트워크 백본망 확충 필요성** 증가

→ 오픈AI의 **스타링크 도입이 해저케이블을 완전히 대체할 가능성은 낮음**

→ 위성 인터넷은 대역폭 한계(수백 Gbps 수준)와 지연 시간 문제로 인해 AI 학습 데이터센터의 핵심 전송로로 사용되기 어려움

→ 오히려 **AI 인프라 확장으로 전체 네트워크 트래픽이 증가하면서, 해저케이블 및 지상 광케이블 투자 필요성이 더욱 커질 가능성**이 높음

결론: 오픈AI의 스타링크 도입이 해저케이블 및 광케이블을 완전히 대체할 가능성은 낮음. AI 학습 데이터센터 확산으로 해저케이블 증설이 지속될 전망이며, AI 서비스 운영 확산으로 도심 내 광케이블 및 네트워크 백본망 투자도 증가할 가능성 높음.

LS에코에너지 (229640)

LS에코에너지 (229640) N/R

해저부터 데이터센터까지, 인프라 핵심 수혜주

LS전선이 상장되지 않은 상황에서 LS에코에너지는 사실상 LS전선의 핵심 성장축을 반영할 수 있는 매력적인 투자처다. 글로벌 데이터센터 투자, 해저케이블 시장 확대, 전력망 현대화라는 글로벌 트렌드가 맞물리면서, **초고압 전력케이블과 UTP·배전망 케이블을 보유한 LS에코에너지가 가장 직접적인 수혜주**라 판단한다.

LS에코에너지는 **UTP(이더넷) 케이블을 100% 수출**하며, 그중 대부분이 미국향이다. **미국 내 AI·클라우드 인프라 확장과 주택 재건축 특수로 UTP 및 배전 케이블 수요가 급증**하는 가운데, LS에코에너지는 이를 직접 반영할 수 있는 기업이다.

해상풍력 확대와 국가 간 전력망 연계가 본격화되면서 해저케이블 시장의 성장성이 부각되고 있다. **LS에코에너지는 LS전선의 해저케이블 기술력을 바탕으로 싱가포르, 베트남, 유럽 시장으로 사업을 확장하고 있으며, 2026~2027년 본격적인 수주가 예상되어 2028년부터 매출 반영**이 기대된다.

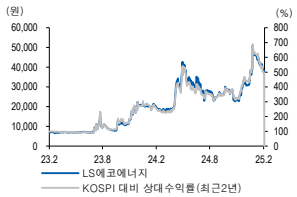
현재 PTSC(베트남 국영 석유서비스기업)와 협력해 동남아 해저케이블 시장을 선점하고 있으며, **싱가포르·유럽은 해상풍력 발전이 미국보다 선진화된 시장으로, 해저케이블 사업 가시성이 높다.**

목표주가	-원 (I)
직전 목표주가	-원
현재주가 (2/26)	38,000원
상승여력	-%

시가총액	11,637억원
총발행주식수	30,624,879주
60일 평균 거래대금	272억원
60일 평균 거래량	648,472주
52주 고/저	50,800원 / 17,600원
외인지분율	3.73%
배당수익률	0.96%
주요주주	LS전선 외 11 인

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	(18.6)	58.3	98.3
상대	(21.8)	51.1	98.8
절대 (달러환산)	(18.7)	54.5	84.2

주가 및 상대수익률



Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

결산 (12월)	4Q24P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스
매출액	233	16.6	4.3	224
영업이익	8	8.1	-37.9	12
세전계속사업이익	10	447.4	-5.1	5
지배순이익	3	123.4	-52.9	3
영업이익률	3.3	-0.3 %pt	-2.3 %pt	5.5
지배순이익률(%)	1.5	+0.7 %pt	-1.8 %pt	1.3

자료: 유안타증권 리서치센터

Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액	818	731	869	1,007
영업이익	27	29	45	60
지배순이익	-2	4	31	41
PER	-121.7	68.0	30.4	28.6
PBR	1.6	1.9	5.5	5.6
EV/EBITDA	11.4	11.5	21.3	19.9
ROE	-1.3	2.8	19.8	21.6

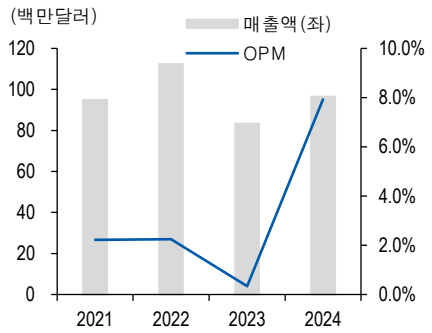
자료: 유안타증권 리서치센터

미국 데이터센터 & 전력망 확대: UTP·배전 케이블 수혜

미국 내 AI·클라우드 인프라 확장과 주택 재건축 특수로 UTP 및 배전 케이블 수요가 급증하면서 동사의 LSCV 매출이 두드러지게 성장하고 있다. 미국 등으로 전량 수출하며 LS전선의 OEM을 맡고 있는 UTP 케이블 매출은 2024년 9,650만달러로 전년 대비 16% 증가했으며, **영업이익률도 0.3%에서 7.9%로 큰 폭의 개선을 기록**했다. 미국 UTP 케이블 시장은 부동산 경기 회복과 데이터센터 수요 증가로 2030년까지 연평균 12% 성장할 것으로 예상되며, 동사는 이를 실적으로 직접 반영할 수 있는 기업으로 판단된다.

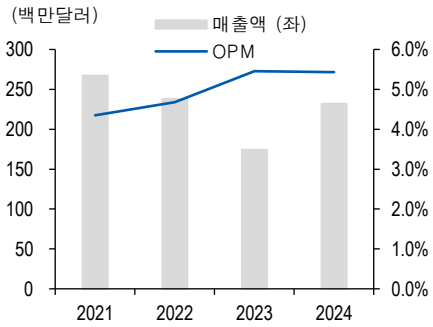
또한 **2025년부터 URD(지중 배전망) 케이블을 본격적으로 미국 시장에 수출할 계획이며, 초기 연간 2,000억원 규모의 계약을 확보한 상태**다. 이는 LS-VINA의 배전 매출에 직접 반영되며, 미국 전력망 현대화 및 데이터센터 연계망 구축이 본격화됨에 따라 배전 및 URD 케이블 사업이 중장기 성장 동력으로 자리 잡을 전망이다.

LSCV UTP 케이블 실적 추이



자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

LS-VINA 배전케이블 실적 추이



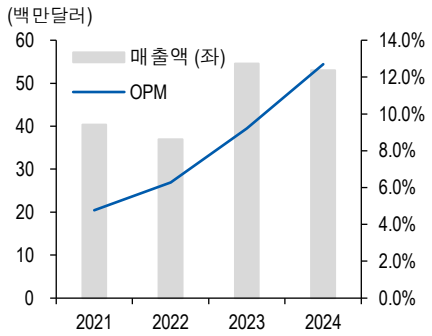
자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

유럽, 베트남 초고압 전력망 투자 확대의 직접적 수혜

동사의 베트남 법인 **LS-VINA 는 베트남 초고압 전력케이블 시장에서 80%의 점유율을 확보하며 독점적 지위를 유지**하고 있다. 베트남 정부는 PDP8(제 8 차 전력개발계획)을 통해 2030 년까지 전력 설비 용량을 69GW 에서 151GW 로 두 배 이상 확대할 계획이며, 총 1,347 억 달러 규모의 투자 계획을 발표했다. 전력망 현대화와 도시화 가속화에 따라 초고압 전력케이블 수요가 급증할 전망이며, LS-VINA 는 베트남 내 유일한 초고압 전력케이블 생산 업체로서 시장 성장의 직접적인 수혜가 기대된다.

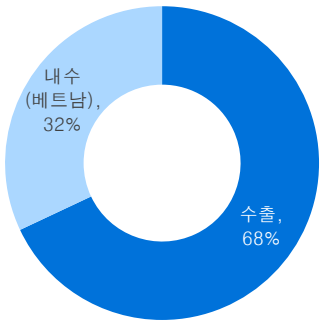
또한, **LS-VINA 의 매출 중 68%는 유럽 수출에서 발생하며, 덴마크, 독일 등 전력 인프라 투자가 활발한 지역을 중심으로 수주가 확대**되고 있다. 특히 덴마크 국영 에너지 기업 에네르기넷(Energinet)에 3,051 만달러(약 426 억원) 규모의 초고압 케이블을 공급하는 계약을 체결하며 유럽 내 경쟁력을 강화했다. 유럽은 신재생에너지 확산과 함께 전력망 업그레이드가 필수적인 시장으로, LS-VINA 의 초고압 전력케이블에 대한 수요 증가가 지속될 것으로 예상된다. 베트남 내수 시장의 성장과 유럽 수출 확대가 맞물리면서 LS-VINA 는 글로벌 전력 케이블 시장에서 중장기적인 매출 성장세를 이어갈 것으로 판단된다.

LS-VINA 초고압 케이블 실적 추이



자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

LS-VINA 초고압 매출 비중



자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

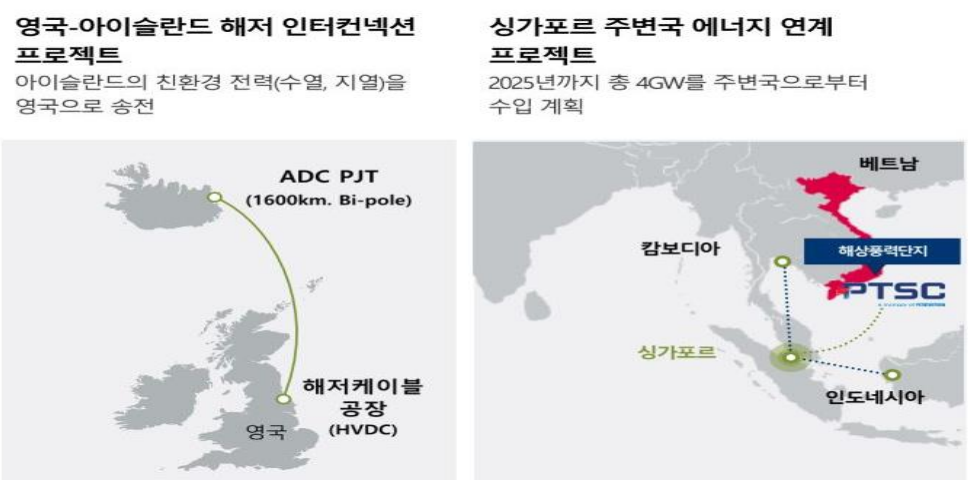
해저케이블 시장 진출: 2026~2027년 수주 본격화

동사는 **베트남-싱가포르 해저전력망 프로젝트와 영국-아이슬란드 HVDC 해저케이블 프로젝트를 중심으로 해저케이블 사업을 확장하고 있다. 해저케이블 사업은 2028 년 이후 본격적으로 매출에 반영**될 것으로 전망한다.

베트남에서는 국영 PTSC(베트남 국영 석유서비스기업)와 협력하여 4GW 규모의 해상풍력 전력을 싱가포르로 송전하는 프로젝트를 추진 중이며, 이를 통해 동남아시아(ASEAN) 지역의 해저 송전 시장에 진입할 계획이다. 현재 말레이시아 정부의 승인 절차를 진행 중으로 베트남 정부의 2030 년 6GW 해상풍력 개발 목표에 따라 추가 사업 기회도 예상된다.

영국에서는 GIG 와 합작하여 영국-아이슬란드 간 1,700km HVDC 해저케이블 프로젝트를 추진 중이며, 영국 타인항(Port of Tyne)에 현지 공장을 설립할 계획이다. 2024 년 6 월 부지 임대 우선협상권을 확보하고 8 월 주요 조건 합의서를 체결했으며, 2027 년부터 HVDC 해저케이블 생산이 가능할 전망이다. 이 공장은 향후 유럽 내 해상풍력 확대에 대응할 거점 역할을 하게 된다. 해당 프로젝트는 현재 영국과 아이슬란드 정부의 승인 절차를 밟고 있으며, 프랑스 RTE 의 기술 타당성 조사와 6 조 원 규모의 금융 투자 의향을 확보한 상태다.

LS 에코에너지 해저케이블 사업 계획



자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

LS그룹 해저케이블 글로벌 사업 현황

자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

LS에코에너지 IDC 사업 현황

자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

부스닥트 및 신사업: 고부가가치 확대, 데이터센터 수요 대응

동사는 **부스닥트(Busduct) 사업을 통해 고부가가치 제품군을 확대하고 있으며, 글로벌 데이터센터 시장의 성장과 맞물려 매출 확대가 예상**된다. 부스닥트는 전력 전송 효율성과 설치 편의성으로 인해 대규모 전력 소비 시설(데이터센터, 반도체 공장 등)에서 선호되는 전력 공급 시스템으로, AI·클라우드 인프라 확장에 따라 수요가 지속적으로 증가하는 추세다.

현재 동사는 베트남 내수 시장을 중심으로 부스닥트 매출을 올리고 있으나, **글로벌 데이터센터 수요 확대에 따라 해외 수출이 본격화될 경우 추가적인 성장 동력이 될 가능성**이 크다. 2024 년 부스닥트 사업의 영업이익률은 14.4%로, 회사 전체 영업이익률(5.2%)을 크게 상회하며 고수익성 사업군으로 자리 잡고 있다. 향후 글로벌 데이터센터 신규 투자가 증가함에 따라 매출 확대뿐만 아니라 수익성 개선 효과도 기대된다. 또한 동사는 데이터센터 특화 부스닥트 신제품 개발 및 기술 특허 확보를 통해 시장 내 경쟁력을 강화하고 있으며, 글로벌 전력 인프라 시장 확대에 따른 추가적인 수혜도 예상된다.

2025 년 매출 1 조 돌파 전망

동사는 유럽 초고압(EHV) 전력 케이블, 미국 URD(지중 배전), UTP(통신 케이블) 매출 확대를 기반으로 **2025 년에도 실적 성장세를 이어갈 전망이다. 2025 년 예상 매출액은 1 조 75 억원(YoY +15.9%), 영업이익은 600 억원(YoY +34.0%, OPM 6%)**으로 추정된다. LS-VINA 의 고마진 초고압케이블 수출 증가와 LSCV 의 북미향 UTP 케이블 매출 확대가 수익성 개선의 핵심 요인이다. 특히 미국 UL 인증을 획득한 URD 케이블의 북미 수출이 본격화되면서 신규 매출이 추가될 전망이다.

현재 동사는 2025 년 예상 순이익 기준 PER 28 배 수준에서 거래되고 있다. 글로벌 통신 케이블 업체 Corning(PER 50 배) 및 CommScope(2024 년 300% 주가 급등) 사례를 고려하면, 성장 대비 여전히 저평가된 상태라 판단한다. 특히 전력·통신 인프라 확충이라는 글로벌 트렌드에 힘입어 실적 성장이 가시화되고 있으며, **향후 수주 확대 및 신사업(해저케이블, 희토류 소재 등) 모멘텀이 더해질 경우 추가적인 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 기대**된다.

LS 에코에너지 실적 테이블 (단위: 십억원)

		4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024P	2025F
매출액	전체	233.1	221.0	262.1	259.8	264.6	869.0	1007.5
	지주	0.1	0.1	8.5	0.1	0.1	10.3	8.9
	자회사	299.7	292.0	338.9	342.3	347.3	1139.6	1320.4
	LS-VINA	231.5	214.0	255.5	252.7	261.1	866.9	983.3
	LSCV	68.2	77.9	83.4	89.6	86.2	272.6	337.1
	LSGM	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	연결조정	-66.7	-71.2	-85.3	-82.6	-82.8	-280.9	-321.8
YoY	전체	16.6%	22.8%	12.7%	16.3%	13.5%	18.9%	15.9%
	지주	-1.7%	15.8%	-4.5%	-9.9%	-7.6%	100.8%	-4.0%
	자회사	14.8%	24.1%	10.9%	14.4%	15.9%	20.7%	15.9%
	LS-VINA	15.3%	24.0%	7.6%	12.1%	12.8%	19.6%	13.4%
	LSCV	13.1%	24.5%	22.5%	21.5%	26.3%	24.9%	23.7%
영업이익	전체	7.8	11.5	15.8	18.2	14.4	44.8	60.0
YoY	전체	7.9%	18.9%	7.3%	45.4%	85.2%	51.8%	34.0%
OPM	전체	3.3%	5.2%	6.0%	7.0%	5.4%	5.2%	6.0%
영업이익	지주	-0.3	-0.4	3.8	-0.3	-0.2	8.5	2.8
	자회사	8.6	12.1	17.4	19.3	14.4	46.3	63.2
	LS-VINA	9.2	8.5	11.9	14.7	13.4	35.4	48.5
	LSCV	-0.4	3.7	5.7	4.8	1.2	11.8	15.4
	LSGM	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.9	-0.7
	연결조정	-0.5	-0.1	-5.4	-0.7	0.2	-10.0	-6.0
YoY	지주	55.6%	38.5%	-0.0%	-0.7%	-5.4%	175.2%	-6.6%
	자회사	8.1%	20.7%	20.8%	46.3%	66.9%	44.1%	36.6%
	LS-VINA	22.9%	21.0%	20.0%	60.0%	45.0%	4.5%	37.1%
	LSCV	적전	15.0%	20.0%	15.0%	흑전	흑전	31.3%
OPM	지주	-1.9%	-3.0%	44.5%	-9.8%	-8.1%	82.5%	32.0%
	자회사	2.9%	4.1%	5.1%	5.6%	4.1%	4.1%	4.8%
	LS-VINA	4.0%	4.0%	4.7%	5.8%	5.1%	4.1%	4.9%
	LSCV	-0.6%	4.8%	6.8%	5.4%	1.4%	4.3%	4.6%
당기순이익		4.8	8.2	11.9	14.3	6.2	31.2	40.7
	YoY	206.4%	13.3%	0.5%	93.9%	30.1%	656.4%	30.1%
	NPM	0.4%	3.7%	4.5%	5.5%	2.3%	3.6%	4.0%

자료: LS에코에너지, 유안타증권 리서치센터

LS에코에너지 (229640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액	751	818	731	869	1,007
매출원가	689	765	674	797	917
매출총이익	62	53	57	72	90
판관비	33	26	27	27	30
영업이익	28	27	29	45	60
EBITDA	35	35	37	52	66
영업외손익	-7	-33	-21	3	-2
외환관련손익	2	-8	-2	0	0
이자손익	-4	-8	-12	-6	-11
관계기업관련손익	0	0	0	7	7
기타	-6	-17	-7	2	2
법인세비용차감전순손익	21	-5	9	48	58
법인세비용	5	4	4	15	15
계속사업순손익	16	-9	4	32	42
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	-9	4	32	42
지배지분순이익	15	-2	4	31	41
포괄순이익	30	-5	5	33	42
지배지분포괄이익	27	1	3	25	32

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024P	2025F
영업활동 현금흐름	-32	8	38	-4	5
당기순이익	16	-9	4	32	42
감가상각비	6	7	7	6	5
외환손익	0	1	-1	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	-7	-7
자산부채의 증감	-64	-6	18	-45	-45
기타현금흐름	9	15	9	10	9
투자활동 현금흐름	13	-10	-4	-2	-2
투자자산	15	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2	-9	-3	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-1	0	-2	-2
재무활동 현금흐름	19	14	-35	6	6
단기차입금	46	22	-29	2	2
사채 및 장기차입금	-3	-2	-9	0	0
자본	0	0	1	0	0
현금배당	-7	-7	-8	-6	-6
기타현금흐름	-17	0	11	10	10
연결범위변동 등 기타	0	3	0	-1	-1
현금의 증감	-1	14	-1	-2	7
기초 현금	11	10	25	24	22
기말 현금	10	25	24	22	29
NOPLAT	28	49	29	45	60
FCF	-34	-1	34	-4	5

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024P	2025F
유동자산	381	404	308	360	421
현금및현금성자산	10	25	24	22	29
매출채권 및 기타채권	147	185	138	164	190
재고자산	186	163	129	153	177
비유동자산	114	103	100	94	88
유형자산	57	51	48	42	36
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	0	0	0	1
자산총계	495	507	408	453	508
유동부채	308	343	247	265	283
매입채무 및 기타채무	128	133	73	87	101
단기차입금	141	172	154	154	154
유동성장기부채	1	10	0	0	0
비유동부채	15	5	6	6	7
장기차입금	10	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	323	349	253	271	290
지배지분	154	148	145	171	206
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	89	89	90	90	90
이익잉여금	50	40	37	62	97
비지배지분	18	10	10	11	13
자본총계	172	158	156	182	219
순차입금	145	157	136	139	133
총차입금	183	203	164	166	168

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024P	2025F
EPS	479	-63	135	1,020	1,327
BPS	5,107	4,898	4,793	5,633	6,783
EBITDAPS	1,143	1,147	1,214	1,682	2,152
SPS	24,510	26,726	23,872	28,375	32,898
DPS	240	250	200	200	200
PER	17.3	-121.7	68.0	30.4	28.6
PBR	1.6	1.6	1.9	5.5	5.6
EV/EBITDA	11.9	11.4	11.5	21.3	19.9
PSR	0.3	0.3	0.4	1.1	1.2

재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액 증가율 (%)	29.5	9.0	-10.7	18.9	15.9
영업이익 증가율 (%)	75.3	-2.7	7.4	51.8	34.0
지배순이익 증가율 (%)	100.4	적전	흑전	656.4	30.1
매출총이익률 (%)	8.2	6.5	7.8	8.2	9.0
영업이익률 (%)	3.8	3.4	4.0	5.2	6.0
지배순이익률 (%)	2.0	-0.2	0.6	3.6	4.0
EBITDA 마진 (%)	4.7	4.3	5.1	5.9	6.5
ROIC	8.2	16.4	5.1	10.6	13.8
ROA	3.2	-0.4	0.9	7.2	8.5
ROE	10.2	-1.3	2.8	19.8	21.6
부채비율 (%)	187.3	220.6	162.5	148.9	132.5
순차입금/자기자본 (%)	94.0	106.1	93.6	18.9	15.9
영업이익/금융비용 (배)	7.3	3.3	2.3	51.8	34.0

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, OA의경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

TOP FOCUS

스몰캡

백종민

스몰캡

02 3770 5598
jongmin.baik@yuantakorea.com

[스몰캡] 정형외과 임플란트 산업, 중장기 방향성 부합

시장 조사기관 Data bridge market research에 따르면 정형외과용 임플란트 시장은 '23년 504.3억 달러에서 '31년 791.7억 달러 규모로 연평균 5.8% 성장할 것으로 전망된다. 정형외과용 임플란트는 뼈와 관절이 손상되거나 근골격계 구조 등에 문제가 생겼을 때 기능을 대체하거나 지지, 또는 강화하도록 설계된 의료 기기이며, 신체 부위별 시장 비중은 Spine(척추) 25%, 외상(Trauma) 22%, Knee(무릎) 20%, Hip(골반) 16%, Sports Medicine(관절보존) 11%, Craniomaxilo facial (두개·구강악안면) 3%, Foot & Ankle(발&발목) 3%로 구성된다,

시장의 주요 성장 동인은 ①고령화 트렌드 및 좌식 생활의 일상화에 따른 유병률 증가, ②3D 프린팅, 수술로봇, 최소 침습 수술 등 시술 기법의 발전, ③인체 조직에 호환되는 생분해성 소재 도입 등이 있다. 한편, 엄격한 인허가 조건과 보건 당국의 규제, 높은 시술 비용으로 인한 접근 가능 환자 수의 제한 등은 시장 성장을 억제하는 요인으로 작용하고 있다.

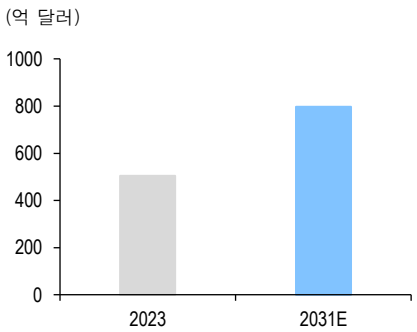
분석 범위가 다르긴 하지만, 국내 의료기기 기업 수는 '18~22년 연평균 5.3% 증가하는 추세를 보이고 있다. 시장 성장률과 유사하게 기업 수가 증가하면서 경쟁이 치열해지고 있다고 해석된다. 글로벌 정형외과 의료기기 회사들은 영역 확장 목적의 인수합병을 중요한 경쟁전략으로 삼고 있으며, 가격 경쟁을 위한 원가 절감 목적으로 생산을 위탁하는 방식을 채택하는 추세이다.

대표적인 인수합병 사례로 '20년 11월 스트라이커(SYK)는 상지 및 하지 정형 전문 기업 Wright Medical을 40억 달러에 인수했고 지난 1월, 짐머바이오멧(ZBH)이 발&발목 임플란트 전문기업 Paragon 28을 12억 달러에 인수했다.

정형외과 임플란트 분야는 신체 부위별, 사이즈별 제품이 요구되며, 다품종 소량 생산 능력이 필요하다. 정형외과 임플란트 시장의 약 80%를 차지하는 상위 7개 사는 서구권에 위치하기 때문에 직접 생산을 통한 가격 경쟁력 확보가 어려운 상황이다. 이에 특정 부위, 혹은 세부 제품군을 아웃소싱하고자 하는 니즈가 존재하는 것으로 파악된다.

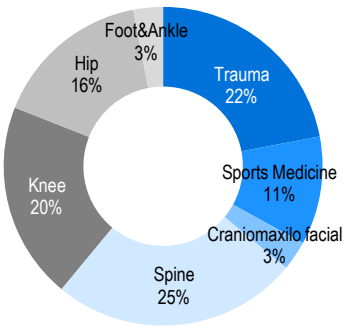
시장의 성장 전망이 매력적이라고 보기에는 어렵지만 고령화라는 메가 트렌드에서 방향성은 긍정적이라고 보인다. 의료기기 시장은 사람의 생명을 다루는 영역이기 때문에, 한번 채택한 제품에 대해 Lock-in 효과가 강하다. 따라서 진입 초기에 기술력을 인정받고 시장 안착에 하는 것이 중요하다. 이러한 관점에서 대형사들의 인수합병, 외주 생산 의뢰 대상이 되는 업체들에 대한 접근은 유효하다고 판단된다. 진입이 까다로운 글로벌 시장 레퍼런스 확보가 가능하며, 이는 중장기 방향성에 편승하는 기회가 될 수 있기 때문이다.

정형외과용 임플란트 시장 규모 전망



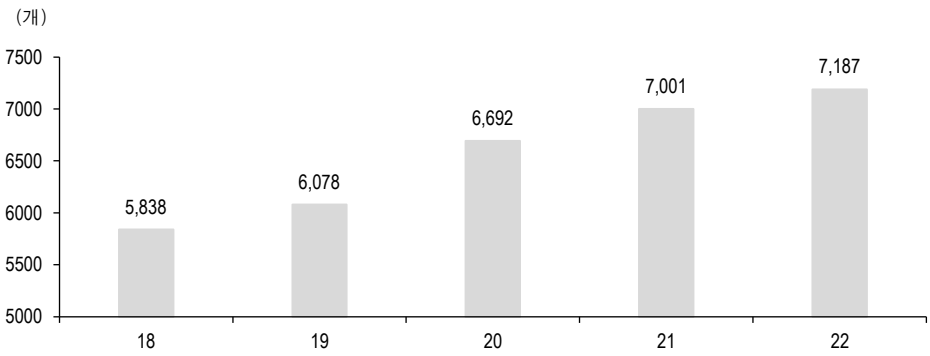
자료: Data bridge market research, 유안타증권 리서치센터

신체 부위별 시장 비중



자료: Stryker, 유안타증권 리서치센터

국내 의료기기 기업 수 추이



자료: 한국보건산업진흥원, 유안타증권 리서치센터

오스테오닉 (226400)

오스테오닉 (226400) N/R

간다 미국. 거의 다왔다 중국

오스테오닉은 2012년 설립, 2018년 코스닥 시장에 상장한 정형외과용 임플란트 제조 및 판매 기업이다. 매출 성장이 시장 성장 대비 크게 아웃퍼폼하면서 제품 경쟁력을 입증하고 있다.

미국 시장 진출 모멘텀을 주목해야한다. 지난 12월 Sports Medicine 제품군이 FDA 인허가를 획득했다. 짐머바이오멧(ZBH)과 상호 독점 공급계약을 체결한 상태이며, 계약 판가는 국내 대비 2배 수준으로 파악된다. 3월 초도 물량을 시작으로 연중 확대가 지속될 전망이다. 하반기에는 중국 진출 모멘텀이 부각될 것으로 예상된다. 비브라운과의 독점 공급계약을 완료했으며, 상반기 내에 CMF 제품군의 중국 NMPA 인허가 획득을 목표로 하고 있다.

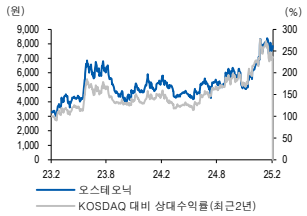
이익 레버리지 확대가 예상된다. 4Q24 매출액 97억원을 기록하며, 분기 최대 매출을 경신했다. 통상, 차기년도 1분기 매출은 전년도 4분기 매출액 수준으로 나타나며, 하반기로 갈수록 우상향하는 트렌드를 보이고 있다. 또한 미국 진출 본격화에 따라 ASP 상승 효과가 기대되는 가운데, 추가적인 비용 확대는 제한적일 전망이다. 1)양산을 위한 설비 투자 및 인력 확보가 마무리 단계에 진입했고, 2)美 FDA 인허가 획득 완료, 中 NMPA 인허가 획득 마무리 단계에 진입함에 따라 관련 비용이 축소될 예정이기 때문이다.

목표주가	-원 (I)
직전 목표주가	-원
현재주가 (2/26)	7,850원
상승여력	-%

시가총액	1,622억원
총발행주식수	20,661,601주
60일 평균 거래대금	52억원
60일 평균 거래량	721,961주
52주 고/저	8,390원 / 4,180원
외인지분율	3.63%
배당수익률	0.00%
주요주주	이동원 외 5 인

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	0.3	53.9	35.3
상대	(5.3)	38.3	52.2
절대 (달러환산)	0.1	50.2	25.7

주가 및 상대수익률



Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	126	156	196	271
영업이익	2	6	28	46
지배순이익	-54	-29	9	36
PER	-6.4	-23.4	55.7	25.2
PBR	1.4	1.9	1.4	1.8
EV/EBITDA	13.2	20.8	9.6	12.3
ROE	-20.2	-9.5	2.6	8.2

자료: 유안타증권 리서치센터

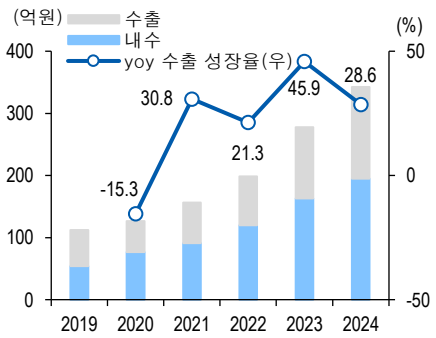
1. 기업개요

오스테오닉은 2012년 설립, 2018년 코스닥 시장에 상장한 정형외과용 임플란트 제조 및 판매 기업이다. 인체의 근간을 이루는 뼈와 관련된 대부분의 제품군을 보유하고 있다. CMF(두개·구강악안면, CranioMaxilloFacial), Trauma&Extremities(외상·상하지), Sports Medicine(관절보존), Spine(척추), Aesthetic(미용), Orthodontic(치아교정), Veterinary(동물용) 등 폭넓은 제품군을 구축했다. '24년 기준 매출 비중은 CMF 33.4%, Trauma&Extremities 35.5%, Sports Medicine 29.4%, 기타 1.7%로 구성된다.

정형외과용 임플란트 시장은 고령화 트렌드와 함께 연평균 5% 대의 성장률을 보이지만 경쟁이 치열한 시장이다. 동사의 매출 성장률은 '20~24년 연평균 28.3%를 기록하며 제품 경쟁력을 입증하고 있다. 뛰어난 정밀 가공 기술력으로 의사의 수술 편의성을 확보하며, 대부분의 제품군이 국내외에서 빠르게 시장을 침투한 것으로 파악된다. 특히, 해외에서는 '24년 말 기준 67개국 119개 대리점 네트워크를 확보하며, '20~24년 연평균 31.3%의 수출 성장률로 매출 성장을 견인해왔다.

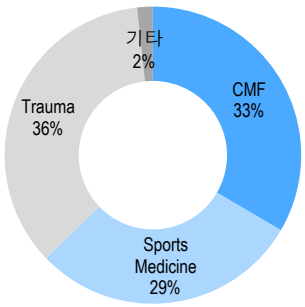
'25년을 기점으로 해외 매출 성장세가 한층 더 가속될 것으로 전망된다. 미국, 중국 시장 진출 가시성이 높아지고 있기 때문이다. 미국, 중국 시장은 정형외과용 의료기기 분야에서 1위, 2위 규모를 기록하고 있다. 동사와 독점 공급계약을 체결한 대형 의료기기 업체 미국 짐머바이오멧(ZBH), 독일 비브라운의 유통망 활용이 가능하다는 점도 기대감을 높이는 요인이다. 보수적인 의료기기 시장에서 판로 확보를 위한 램프 업 기간이 단축된다는 점을 고려했을 때, 해외 매출의 빠른 실적 기여가 가능할 전망이다.

오스테오닉 매출액 추이



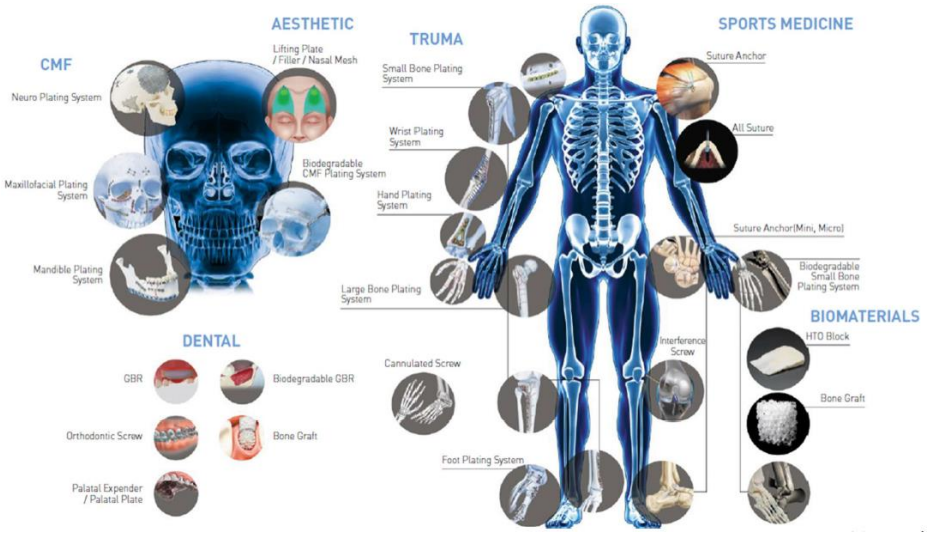
자료: 오스테오닉, 유안타증권 리서치센터

제품별 매출 비중(2024년)



자료: 오스테오닉, 유안타증권 리서치센터

뼈와 관련된 대부분의 제품 포트폴리오 구축



자료: 오스테오닉, 유안타증권 리서치센터

주요 제품 개요

주요 제품군	제품군 설명
CMF	금속 또는 생체재료로 이루어진 임플란트(Implant)등의 제품이 있으며, 두개 및 구강악안면 재건을 위해 골절된 뼈의 고정, 절골술 등에 사용
Trauma&Extremities	금속소재 임플란트(Implant) 제품들이 주를 이루며 수 · 족 · 대퇴골 · 근위 경골 등의 외상 재건 등에 사용
Sports Medicine	어깨와 무릎, 팔과 다리 등의 관절 재건시 인대를 뼈에 고정하기 위해 사용되는 임플란트 또는 봉합사 제품들이 있으며, 생체재료의 제품들이 주로 사용
Spine	대표적인 척추질환인 추간판 탈출증과 척추관 협착증에 사용되는 임플란트로, 시술방법 및 소재에 따라 다양한 제품들로 구성

자료: 오스테오닉, 유안타증권 리서치센터

2. 투자포인트

1) 미국, 중국 진출 모멘텀 부각 전망

(미국) '25년에는 미국 시장 진출 모멘텀을 주목할 필요가 있다. '24년 12월 동사의 Sports Medicine 제품 10종이 FDA 인허가를 획득하면서 미국 진출을 위한 사전 준비를 마쳤다. 동사는 '20년 5월 글로벌 정형외과용 의료기기 2위 업체인 짐머바이오멧(ZBH)과 동사의 Sports Medicine 제품군 OEM/ODM 상호 독점 공급계약을 체결한 점도 주목해야할 점이다. 최근 5년 단위 재계약을 체결한 것으로 파악된다.

이르면 3월부터 초도 물량 선적을 시작으로 연중 지속 확대될 가능성이 높다고 판단한다. ①짐머바이오멧은 Sports Medicine 시장에서 상대적으로 부진한 6위 점유율을 기록하고 있으며, 지난 3년간 적극적인 투자를 진행했다, 관련 사업부는 '24년 6.5%의 유의미한 성장세를 기록했고, 성장세 지속을 위한 신제품 출시 확대를 예고한 바 있다. ②일반적으로 정형외과 의료기기는 겨울에 가까워질수록 계절적 성수기에 접어든다. 2~3분기는 수요 대응을 위한 재고 축적 니즈, 4분기는 계절적 성수기에 따른 확대가 예상된다.

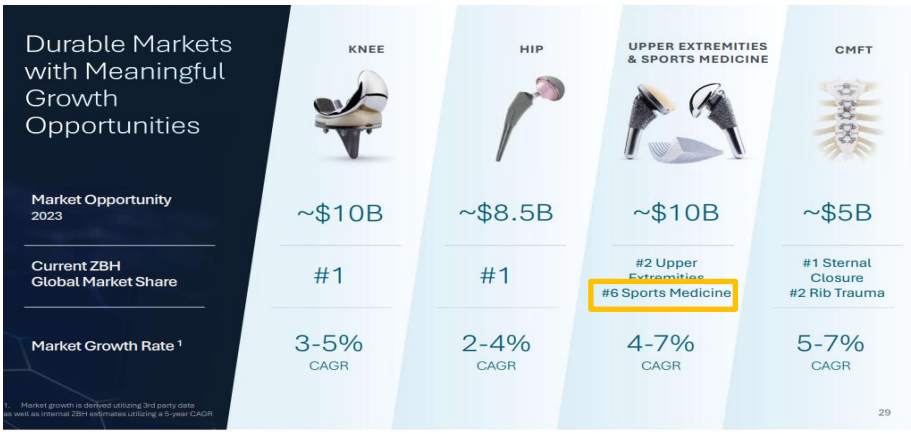
미국 시장에서의 안착은 외형 성장 및 레버리지 효과로 인한 수익성 개선 효과로 이어질 전망이다. 미국 시장은 글로벌 1위 규모(Q)이며, 동사가 짐머바이오멧과 체결한 계약 판가(P)가 국내 대비 2배 수준으로 파악되기 때문이다. 또한 동사의 Sports Medicine 라인업은 생분해성 제품으로 금속 제품 대비 높은 수익성을 보인다. 이는 제품 믹스 개선으로 ASP 상승 효과로 이어질 수 있다.

또한 Trauma&Extremities 제품 900여 종도 '24년 6월 FDA 승인을 획득한 바 있다. 글로벌 Top 5 의료기기 업체 중 한 곳과 독점 공급계약을 준비 중인 것으로 파악된다. 계약 완료 시 빠른 실적 기여가 가능할 전망이다.

(중국) 중국 시장 진출도 주목해야할 포인트이다. '19년 1월 동사는 독일 비브라운 사와 CMF 제품군 OEM/ODM 독점 공급계약을 체결했다. 중국 시장은 글로벌 2위 규모이며, 인허가 획득 시 비브라운의 유통망을 활용할 수 있다는 점에서 빠른 실적 기여가 예상된다. 현재, 동사의 CMF 제품군은 NMPA 인허가를 앞두고 있다. 빠르면 1H25에 인허가를 마치고 2H25부터 매출이 발생할 것으로 파악된다.

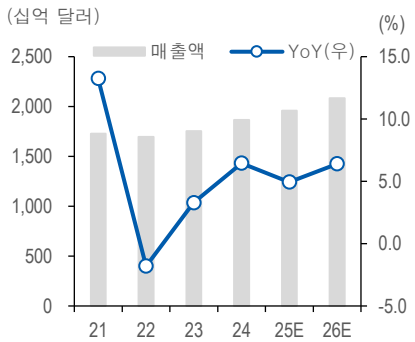
(국내) 동사는 지난 2월 17일 존슨앤존슨(JNJ)이 글로벌 판권을 보유한 골이식재 DBX Putty의 국내 판권을 확보했다. 골이식재는 손상된 뼈 부분이나 척추 수술에 이식해 골 형성을 재건하는데 사용되며, '22년 기준 글로벌 시장 37억 달러, 국내 시장규모는 1,000억 원으로 추산된다.

짐머바이오멧(ZBH), 상대적으로 부진한 Sports Medicine 점유율 순위



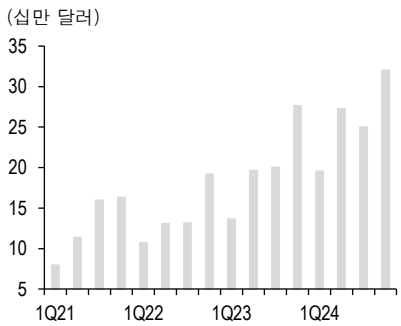
자료: ZimmerBiomet, 유안타증권 리서치센터

짐머바이오멧(ZBH) Sports Medicine 관련 사업부 실적 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터/*25~26년은 Bloomberg 추정치

정형외과 의료기기 제품군, 4분기로 갈수록 계절적 성수기 진입



자료: Trass, 유안타증권 리서치센터/Hs code: 9021909000, 지역: 서울 구로구

2) 양산 위한 선제적 투자 막바지, 이익 레버리지 확대 전망

동사는 '20년부터 이익 레버리지 구간에 접어든 것으로 보인다. '25년에는 미국 진출이 본격화되면서 ASP 개선 효과가 나타나고 추가적인 비용 지출은 제한적일 것으로 예상됨에 따라 이익 레버리지가 확대되는 구간에 진입할 것으로 전망한다.

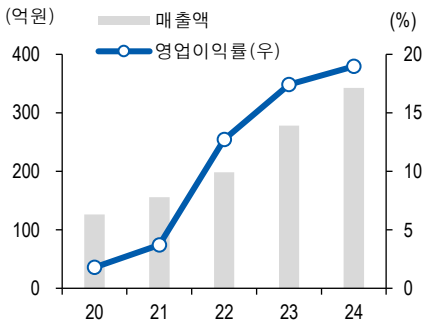
먼저, 4Q24 매출액 97.3억원, YoY +21.2% 기록하며, 분기 최대 매출을 경신하면서 '25년에도 높은 성장세를 보일 가능성이 높아졌다. 동사의 분기별 매출 트렌드를 보면, 차기년도 1분기 매출은 전년 4분기 매출보다 소폭 낮은 수준을 기록하면서 4분기로 갈수록 우상향하는 모습이 나타났기 때문이다.

그 이유는 ①보수적인 의료기기 시장에서 의사들은 사용하던 제품을 교체하려고 하는 니즈가 작고, ②그럼에도 동사는 제품 경쟁력을 통해 신규 수요를 창출해왔던 것으로 파악된다. ③또한 대리점은 수요에 기반하여 12월 말에 차기년도 예상 재고를 축적하기 때문에, 이러한 트렌드가 지속될 수 있던 것으로 보인다.

미국 진출 본격화에 따라 ASP 상승 효과가 나타날 전망이다. 앞서 언급했듯이, 최근 짐머바이오멧사와 5년 계약을 갱신했고, 판가는 국내 대비 2배 수준으로 파악된다. 미국 매출 성장으로 이익 레버리지 효과 확대가 예상된다.

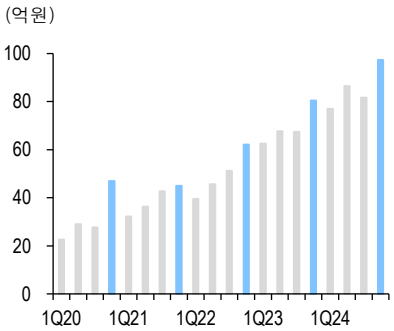
한편. 추가적인 비용 상승은 제한적일 전망이다. ①생체 제품 라인 증설이 마무리 단계에 진입했다. '24년 8월부터 약 50억원을 투자하여 1H25까지 650억원(기존 450억원) 규모로 확대할 예정이다. 증설 완료 시 빠른 생산을 위해 4Q24에 약 30명을 증원하여 교육 중인 것으로 파악된다. 참고로 금속 제품 라인은 '23년 증설을 완료했으며, 750억원까지 대응이 가능한 규모이다. ② 또한 미국 FDA 인증이 완료됐으며, 중국 NMPA 인허가가 막바지에 진입함에 따라 관련 비용이 축소될 예정이기 때문이다.

실적 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

분기별 매출 추이



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

오스테오닉 (226400) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	112	126	156	196	271
매출원가	61	71	91	109	145
매출총이익	50	55	65	87	126
판관비	45	53	59	59	80
영업이익	5	2	6	28	46
EBITDA	28	27	28	50	73
영업외손익	-6	-67	-60	-7	-29
외환관련손익	3	-6	8	8	2
이자손익	-12	-17	-15	-12	-4
관계기업관련손익	-1	0	0	-7	0
기타	4	-44	-53	4	-27
법인세비용차감전순손익	-1	-65	-54	21	18
법인세비용	-6	-11	-26	12	-19
계속사업순손익	5	-54	-29	9	36
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	-54	-29	9	36
지배지분순이익	5	-54	-29	9	36
포괄순이익	2	-56	-29	10	34
지배지분포괄이익	2	-56	-29	10	34

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표					(단위: 억원)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	-25	28	29	40	43
당기순이익	5	-54	-29	9	36
감가상각비	15	17	18	17	19
외환손익	-1	6	-8	-2	1
종속, 관계기업관련손익	1	0	0	3	1
자산부채의 증감	-62	-17	-22	-17	-46
기타현금흐름	17	74	70	30	32
투자활동 현금흐름	-91	-101	-19	44	-132
투자자산	-4	-5	0	-11	-8
유형자산 증가 (CAPEX)	-59	-9	-9	-5	-61
유형자산 감소	5	0	1	1	0
기타현금흐름	-32	-87	-10	58	-63
재무활동 현금흐름	68	121	-20	-61	9
단기차입금	1	4	10	0	5
사채 및 장기차입금	73	108	-24	-47	1
자본	0	12	0	0	7
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	-3	-5	-14	-4
연결범위변동 등 기타	0	-1	5	3	1
현금의 증감	-46	46	-5	26	-80
기초 현금	100	54	100	94	121
기말 현금	54	100	94	121	40
NOPLAT	5	2	6	28	96
FCF	-93	0	-3	28	15

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, OA의경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표					(단위: 억원)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	314	422	407	377	401
현금및현금성자산	54	100	94	121	40
매출채권 및 기타채권	110	104	109	117	122
재고자산	72	75	74	84	120
비유동자산	209	211	234	237	315
유형자산	138	126	116	125	199
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	3	3
기타투자자산	9	10	4	6	11
자산총계	523	633	642	614	717
유동부채	105	203	252	196	119
매입채무 및 기타채무	14	16	15	18	25
단기차입금	18	22	32	32	37
유동성장기부채	8	29	108	43	47
비유동부채	128	187	34	52	78
장기차입금	55	33	0	0	6
사채	37	51	0	0	0
부채총계	234	390	286	248	197
지배지분	290	243	355	366	519
자본금	42	65	86	87	103
자본잉여금	334	325	446	453	559
이익잉여금	-91	-147	-176	-166	-131
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	290	243	355	366	519
순차입금	59	13	-80	-29	-28
총차입금	186	252	140	138	118

Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	40	-421	-175	54	183
BPS	2,296	1,880	2,107	2,196	2,623
EBITDAPS	219	208	171	294	366
SPS	885	988	957	1,142	1,370
DPS	0	0	0	0	0
PER	65.4	-6.4	-23.4	55.7	25.2
PBR	1.1	1.4	1.9	1.4	1.8
EV/EBITDA	13.9	13.2	20.8	9.6	12.3
PSR	2.9	2.7	4.3	2.6	3.4

재무비율					(단위: 배, %)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	22.9	13.0	23.6	25.6	38.4
영업이익 증가율 (%)	253.1	-52.4	154.1	380.9	65.8
지배순이익 증가율 (%)	흑전	적전	적지	흑전	291.8
매출총이익률 (%)	45.1	43.6	41.7	44.6	46.4
영업이익률 (%)	4.3	1.8	3.7	14.2	17.0
지배순이익률 (%)	4.5	-42.7	-18.3	4.7	13.4
EBITDA 마진 (%)	24.8	21.1	17.9	25.8	26.7
ROIC	1.7	0.7	2.2	9.3	23.2
ROA	1.0	-9.3	-4.5	1.5	5.5
ROE	1.7	-20.2	-9.5	2.6	8.2
부채비율 (%)	80.7	160.8	80.6	67.8	37.9
순차입금/자기자본 (%)	20.3	5.2	-22.6	-7.9	-5.4
영업이익/금융비용 (배)	0.3	0.1	0.4	2.0	6.1

TOP FOCUS

스몰캡

백종민

스몰캡

02 3770 5598
jongmin.baik@yuantakorea.com

[스몰캡] 구조적인 성장이 예상되는 IT 모니터링 산업

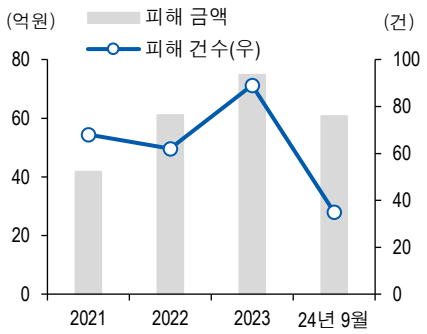
IT 모니터링은 기업의 시스템, 네트워크, 서버 등 모든 IT 시스템을 실시간으로 모니터링하여 잠재적인 문제를 조기에 발견하고 이를 신속하게 해결하기 위한 필수적인 활동으로 부각되고 있다. 최근 다양한 산업에서 디지털 전환 흐름이 확산되고 관련 투자를 확대하면서 IT 서비스(어플리케이션)의 수와 데이터의 양이 폭발적으로 증가하고 있다. 이에 IT 운영환경의 분산과 복잡성은 가중되고 있다.

이러한 흐름 속 전세계적으로 IT 전산장애로 인한 피해 사례가 누적되고 있다. 대표적으로 '24년 7월 마이크로소프트 클라우드 플랫폼 Azure와 Crowdstrike의 시스템 충돌로 인해 금융, 항공, 병원, 유통 등 다양한 산업에서 시스템 마비 사례가 등장했다. 국내에서는 금융권 전산장애 피해 금액이 '21년 41.7억원, 22년 70.0억원, '23년 74.8억원으로 매년 증가하고 있는 상황이다.

한편, 최근 IT 기술 개발 트렌드는 기술 고도화와 함께 비용효율화 및 보급 확산으로 초점이 이동하는 모습이 나타나고 있다. CSP 업체들의 자체칩 개발, 딥시크 R1 모델의 오픈 소스 공개와 저렴한 추론 비용 등 클라우드와 AI 도입의 진입장벽을 낮출 수 있는 다양한 방법이 논의되고 있다. 이는 미국 중심, 대기업 중심의 차세대 IT 시스템 도입이 전세계, 중소기업 등으로 확산되는 계기가 될 수 있다.

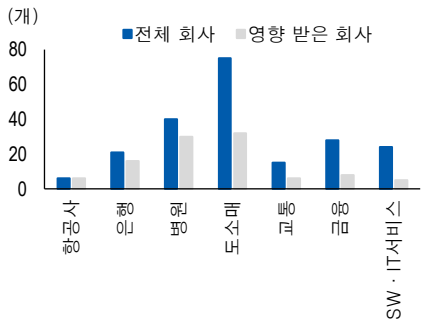
보급확산으로 인한 더 많은 IT 시스템 도입, 시스템 간 연결은 IT 운영환경의 복잡성은 물론이고 상호 의존성을 증가시키고 있다. 이에 자체 IT 시스템의 오류를 예방하는 것은 물론이고, 연결되어 있는 IT 시스템의 오류에 대해서는 문제 지점을 찾아 빠르게 대응하고 복원하는 것이 중요해지고 있다.

국내 금융권 전산장애 피해 추이



자료: 금융감독원, 유안타증권 리서치센터

24년 7월 MS Azure 충돌로 시스템이 중단된 Fortune 500 기업



자료: Parametrix, 유안타증권 리서치센터

반면, 전문 인력의 공급이 IT 모니터링 수요를 따라가지 못하는 상황이다. 한국데이터산업진흥원에 따르면

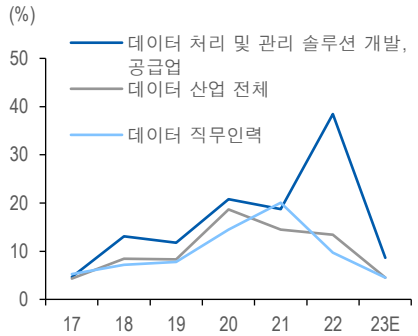
국내 데이터 처리 및 관리 솔루션 개발, 공급 시장규모는 '16년 1.57조원에서 '23년 4.5조원으로 연평균 16.2%의 성장세가 나타났다. 동기간 전체 데이터 산업 성장률 10.2% 대비 높은 수준이며, 데이터 직무인력 성장률은 9.7%에 불과해 데이터베이스 운영관리 전문 인력은 부족해지는 추세이다.

이에 국내 IT 모니터링 기업 엑셈(205100)의 '24년 매출액은 '20년 대비 56% 증가하면서 연평균 두자리수 성장률을 기록했다. 차세대 IT 시스템 도입이 가장 활발한 미국의 선두기업 Datadog(DDOG)와 Dynatrace(DT)는 동기간 415%, 193% 증가하면서 빠른 성장세를 나타냈다. 클라우드 등 차세대 IT 시스템의 발전과 함께 전문 인력의 부족, 이를 보완할 수 있는 IT 모니터링 솔루션 수요 증가에 기인하는 것으로 파악된다.

글로벌 IT 컨설팅 업체 가트너는 '25년에도 AI, 데이터센터, 기업용 SW 등에 대한 IT 지출이 10% 이상 증가할 것으로 전망하면서 기업들의 AI 기반 도구와 클라우드 솔루션 도입 가속화가 중심이 될 것으로 예측했다. 지금까지 클라우드, AI 등은 제한적으로 도입되어왔다. 최근 기술 트렌드에 따라 보급 이 확산되면서 IT 운영환경은 한층 더 복잡해질 것으로 예상된다.

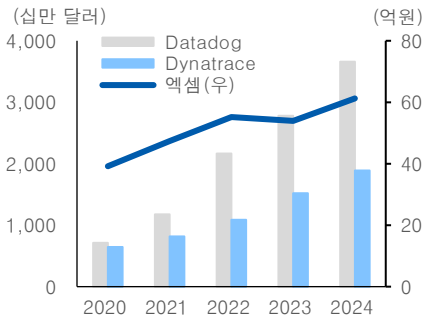
기존 IT 모니터링 업체들의 주 고객사는 밸류체인 상단에 위치한 대기업 중심으로 형성되었다. 앞으로는 밸류체인 하단까지 수요가 확산되는 구간으로 진입하면서 중장기 수혜가 예상된다.

국내 데이터 산업 시장규모 및 인력 전년대비 성장률



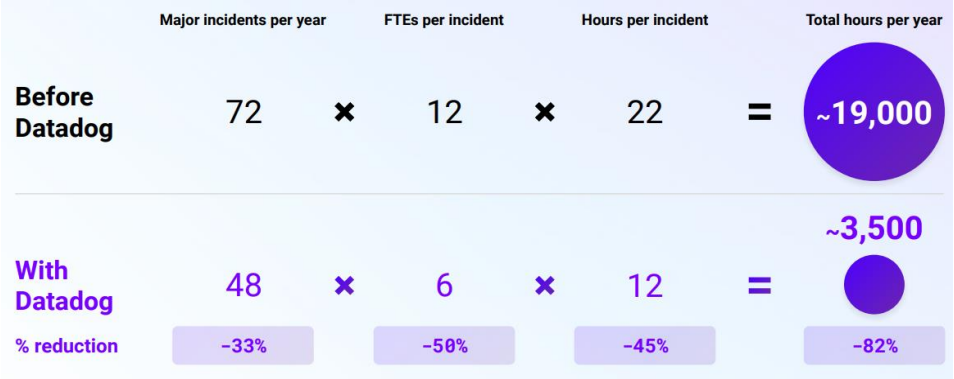
자료: 과기정통부, 한국데이터산업진흥원, 유안타증권 리서치센터

국내외 IT 모니터링 업체 매출액 추이



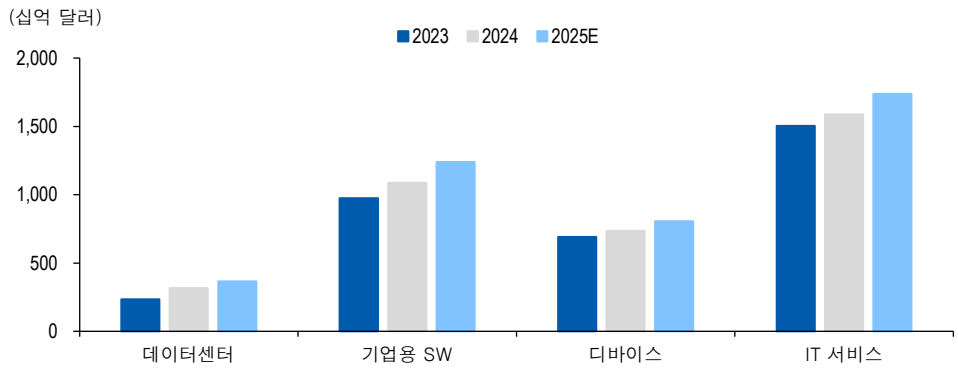
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Datadog, IT 모니터링 솔루션 도입 효과



자료: Datadog, 유안타증권 리서치센터

글로벌 IT 지출 전망



자료: Gartner, 유안타증권 리서치센터

엑셈 (205100)

엑셈 (205100) N/R

IT 기술이 진보할수록 필요성이 커지는 회사

엑셈은 2001년 설립, 2015년 6월 코스닥 시장에 상장된 IT 시스템 성능 모니터링 전문기업이다. 공공, 삼성전자, 한국 전력 등 다양한 산업에서 국내외 1,000여 개의 레퍼런스를 확보했다.

동사는 IT 모니터링 분야 국내 선두 업체로 클라우드 네이티브, 생성형AI 등 최신 기술 트렌드에 적용 가능한 솔루션을 지속 개발, 출시하며 기술 격차를 확대하고 있다. AI, 클라우드 등 IT 시스템 고도화에 따라 IT 운영환경은 복잡해지고 있다. 반면, 이를 관리할 수 있는 전문 인력은 부족해지는 상황이다. 차세대 IT 시스템 투자 지속에 따라 부족한 전문 인력을 보완할 수 있는 IT 모니터링 솔루션의 중장기 수혜가 예상된다.

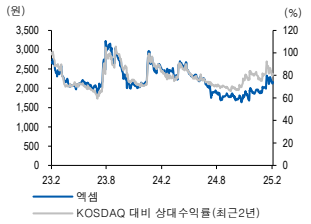
동사는 최근 매년 100여 개의 신규 고객사를 확보하며, 외형과 수익성이 동반 성장할 수 있는 구간에 진입한 것으로 보인다. 매년 반복되는 유지보수 매출이 최근 5년간 두자리 수 성장세를 나타내고 있으며, '24년 출시한 신제품도 이전보다 높은 첫해 매출을 기록했다. 시장 상황도 우호적이다. 국내에서는 공공 클라우드 네이티브 전환 사업 추진으로 관련 IT 모니터링 솔루션 수혜가 예상된다. 또한 최근 이슈가 되고 있는 딥시크 R1 오픈소스 공개에 따라 다양한 IT 인프라 환경이 논의되고 있는 점도 수혜가 될 전망이다.

목표주가	-원 (I)
직전 목표주가	-원
현재주가 (2/26)	2,160원
상승여력	-%

시가총액	1,554억원
총발행주식수	71,963,431주
60일 평균 거래대금	39억원
60일 평균 거래량	1,836,540주
52주 고/저	2,700원 / 1,638원
외인지분율	1.50%
배당수익률	0.00%
주요주주	조종암

주가수익률 (%)	1M	3M	12M
절대	8.0	14.2	(12.6)
상대	2.0	2.6	(1.7)
절대 (달러환산)	7.9	11.4	(18.8)

주가 및 상대수익률



Forecasts and Valuation (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	290	366	424	404
영업이익	87	111	100	29
지배순이익	76	101	74	103
PER	15.7	15.8	19.6	15.9
PBR	1.6	2.0	1.6	1.6
EV/EBITDA	8.6	9.7	11.3	23.3
ROE	11.2	13.2	8.6	10.9

자료: 유안타증권 리서치센터

1. 기업개요

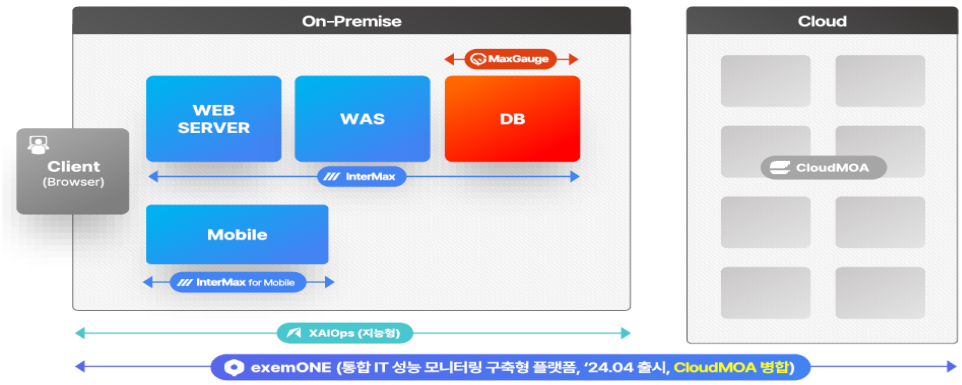
엑셈은 2001년 설립, 2015년 6월 코스닥 시장에 상장된 IT 시스템 성능 모니터링 전문기업이다. 동사의 솔루션은 데이터베이스부터 어플리케이션까지 IT 시스템 전구간에 적용이 가능하며, 고객사의 비용 절감 및 IT 환경 운영에 안정성을 더하고 있다. 또한 온프레미스 뿐 아니라 클라우드, 하이브리드 클라우드 등 다양한 IT 인프라 환경에 적용 가능한 솔루션을 출시하며 사업 영역을 확장하고 있다.

동사는 데이터베이스 성능 모니터링 (DBPM, DataBase Performance Monitoring) 솔루션 MaxGauge와 애플리케이션 성능관리(APM, Application Performance Management) 솔루션 InterMax, 빅데이터 시스템 구축 및 운영 솔루션 EBIGs, AI 기반 IT 운영 지능화 솔루션 XAIOps, 올인원 통합 모니터링 솔루션 exemONE 등의 구축 및 유지보수 서비스를 제공하고 있으며, 주요 자회사 신시웨이(290560)를 통해 데이터베이스 보안 솔루션 사업을 영위하고 있다. '23년 기준 제품별 매출 비중은 MaxGauge 52.6%, InterMax 12.8%, EBIGs 10.5%, XAIOps 3.0%, DB 보안 19.3% 등으로 구성된다.

IT 시스템 고도화→IT 운영 복잡성 가중→IT 성능 모니터링(관리) 솔루션 수요 증가에 따른 수혜가 확대될 것으로 전망한다. 동사의 MaxGauge, InterMax는 각 분야에서 국내 점유율 1위, 2위를 차지하고 있다. 공공, 삼성전자, 한국전력, 제1금융권 등 다양한 산업의 국내외 1,000여 개의 레퍼런스를 확보한 점에서 기술 경쟁력 확인이 가능하다.

AI, 클라우드. 디지털전환(DX) 등에 대한 투자 확대와 고도화 추세는 뚜렷하다. IT 서비스(어플리케이션)의 수가 증가하고 데이터는 폭발적으로 늘어나고 있으며, IT 운영환경의 분산과 복잡성은 가중되고 있다. 이러한 추세가 가속화될수록 IT 모니터링 솔루션에 대한 수요가 증가할 가능성이 높을 것으로 예상한다

엑셈 IT 전구간 시스템 성능 모니터링 SW 라인업



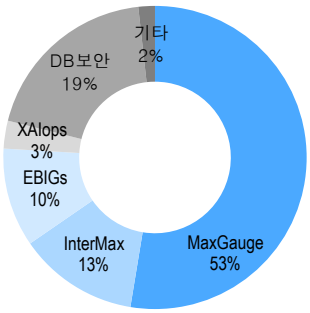
자료: 엑셈, 유안타증권

주요 솔루션 개요

제품명	시장 정의	출시연도	제품 설명
MaxGauge	DBPM	2001년	DB 시스템의 실시간 감시 및 가동 정보의 수집과 분석, 성능 개선 등을 통해 DB 시스템의 가용성과 성능을 효율적으로 관리할 수 있도록 지원하는 DB 성능 관리 솔루션
InterMax	APM	2008년	미들웨어(WAS)에 대한 강력한 모니터링을 지원하는 APM 솔루션
EBIGs	빅데이터 플랫폼&구축/분석	2016년	빅데이터 시스템 구축·운영 관리 솔루션
XAIOps	AIOps	2019년	데이터 실시간 수집, 부하 특성과 패턴을 학습하고 장애 상황을 예측함으로써 선제적 대응을 지원하는 솔루션
exemONE	통합 IT 성능 모니터링 플랫폼	2024년	온프레미스와 클라우드 시스템 내 모든 요소(서버, DB, WAS, 쿠버네티스 등)를 통합 모니터링 할 수 있는 올인원 통합 모니터링 플랫폼
Petra 등(신시웨이)	DB 보안	2009년	DB 접근 제어 솔루션, 암호화 솔루션 등

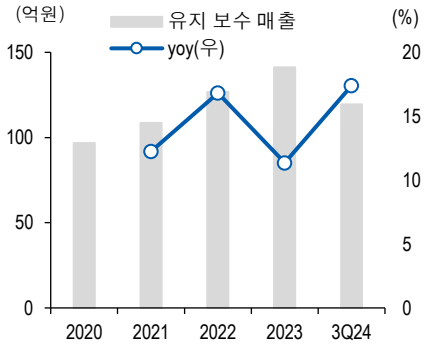
자료: 엑셈, 유안타증권 리서치센터

제품별 매출 비중(2023년)



자료: 엑셈, 유안타증권 리서치센터

신시웨이 실적 추이

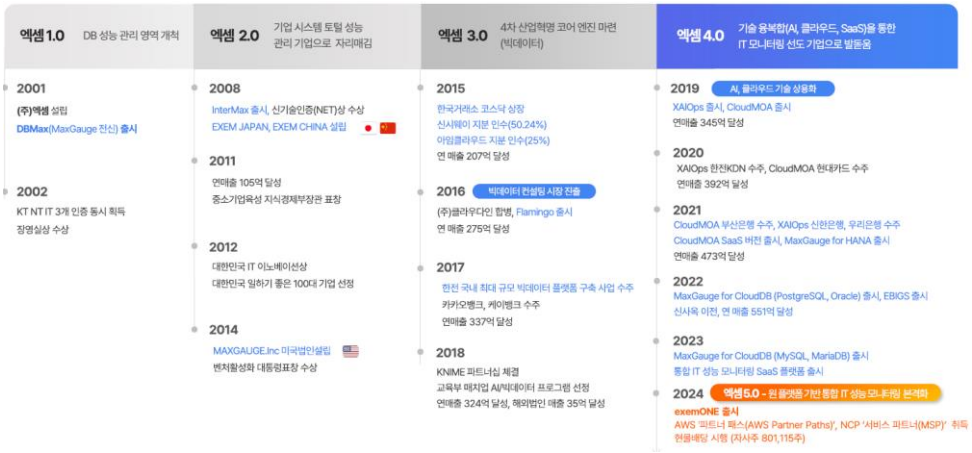


자료: 엑셈, 유안타증권 리서치센터

엑셈 주요 국내외 레퍼런스

자료: 엑셈, 유안타증권

엑셈 주요 연혁



자료: 엑셈, 유안타증권

2. 투자포인트

1) 차세대 IT 시스템 투자 확대와 동행하는 IT 모니터링 산업

IT 모니터링 솔루션은 다양한 인프라 환경에서 구축된 데이터베이스, 어플리케이션 등 고객사의 모든 IT 시스템을 실시간으로 모니터링하는 솔루션으로 IT 운영 관리 측면에서 필수적인 요소로 자리잡고 있다. 기업의 디지털 전환 속도가 빨라지면서 IT 시스템의 안정성과 가용성 보장이 중요해지고 있다는 의미이다.

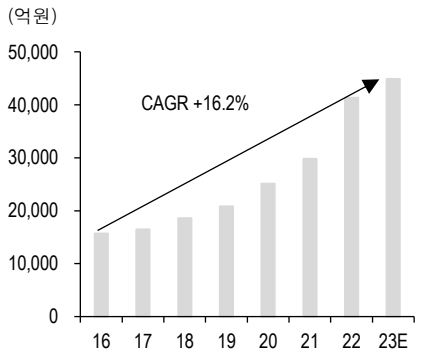
한국데이터산업진흥원에 따르면 국내 데이터 처리 및 관리 솔루션 개발, 공급 시장규모는 '16년 1.57조원에서 '23년 4.5조원으로 연평균 16.2%의 성장세가 나타났다. 동기간 전체 데이터 산업 성장률 10.2% 대비 높은 성장세가 나타났으며, 데이터 직무인력 성장률은 9.7%에 불과해 데이터베이스 운영관리 전문 인력은 부족한 상황이다.

반면, AI, 클라우드. 디지털전환(DX) 등에 대한 투자 확대와 고도화가 지속되면서, 새로운 클라우드 시스템, 데이터베이스 관리 시스템(DBMS, DataBase Management System) 등 IT 운영환경의 복잡성은 가중되고 있다. 하나의 데이터센터가 아닌 멀티클라우드(복수 개의 데이터센터 활용), 하이브리드 클라우드(온프레미스+데이터센터) 등을 활용하는 전략이 논의되고 있으며, 한 개의 SW를 구성하는 DBMS 역시 기능별로 나뉘는 등 복잡다단해지고 있다.

대표적으로 지난 1월 딥시크의 생성형 AI 모델 R1이 오픈 소스로 공개되면서, 하이브리드 클라우드(온프레미스+데이터센터)에 대한 논의가 확산되고 환각 현상을 줄이기 위한 RAG 기술과 Vector DBMS가 부각되고 있다. 또한 최근에는 클라우드에 최적화돼 설계된 애플리케이션 및 설계를 의미하는 클라우드 네이티브라는 개념이 등장하고 있다. 국내에서도 2030년까지 공공 클라우드 네이티브 전환 사업을 지속하면서 차세대 IT 시스템에 대한 투자 확대를 추진할 예정이다.

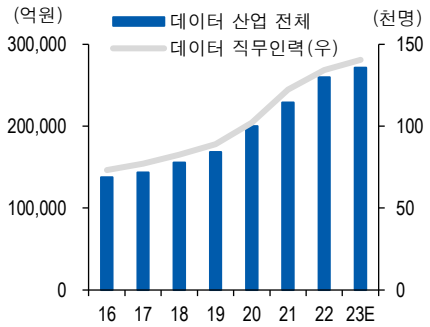
동사는 최신 트렌드에 부합하는 솔루션 개발을 통해 중장기 성장 기반을 마련하고 있다는 점에서 주목할 필요가 있다. 연구개발비 증액 기조(21년 46.8억원→22년 63.5억원→23년 90.5억원→3Q24 누적 60.3억원)을 지속하며, 차세대 IT 기술의 복잡한 운영환경에 대응할 수 있는 솔루션 개발을 지속하고 있다. DB 모니터링 분야에서 Vector DBMS를 포함해 12종의 이기종 DB를 모니터링할 수 있는 솔루션을 개발했으며, 하이브리드 클라우드 시스템 모니터링을 위한 솔루션 exemONE도 '24년에 출시하며 성과를 거두고 있다.

국내 데이터 처리 및 관리 솔루션 개발, 공급 시장규모 추이



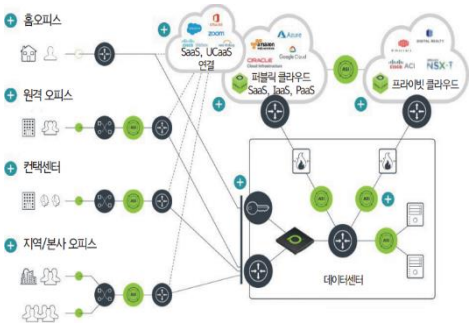
자료: 과기정통부, 한국데이터산업진흥원, 유안타증권 리서치센터

국내 데이터 산업 시장규모 및 인력추이



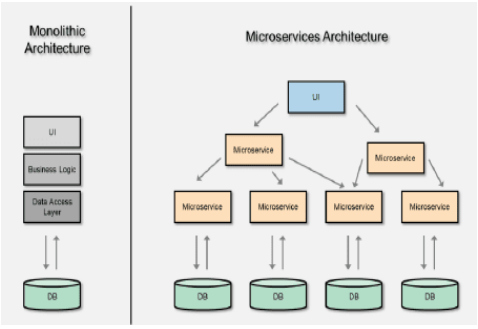
자료: 과기정통부, 한국데이터산업진흥원, 유안타증권 리서치센터

복잡성이 높은 다양한 IT 인프라 구조



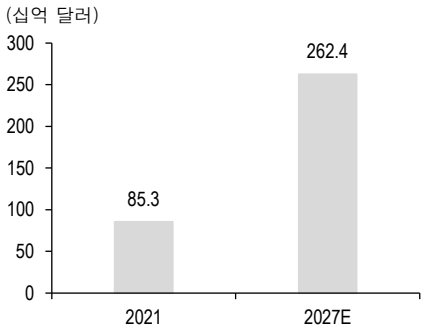
자료: Datanet, 유안타증권 리서치센터

SW 구성 DBMS 기능 별 분산



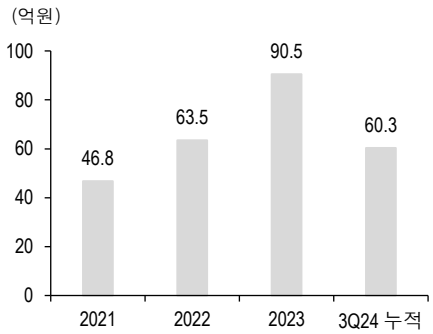
자료: S-Core, 유안타증권 리서치센터

하이브리드 클라우드 시장 전망



자료: Oracle 유안타증권 리서치센터

엑셈 연구개발비 추이



자료: 엑셈, 유안타증권 리서치센터

2) 외형과 수익성이 동반 성장할 수 있는 구간에 진입

동사의 유지보수 매출은 20년 96.8억원→21년 108.6억원→22년 126.9억원→23년 141.3억원→3Q24 누적 119.5억원(3Q23 누적 101.8억원)으로 매년 두자릿 수 이상 성장율을 기록하는 추세다. 동사의 솔루션은 구축형으로 서비스되며, 1년 무상 A/S 이후 1년 단위 유지보수 재계약을 체결하는 구조이다.

구축형 솔루션은 일회성 매출의 성격이 강하기 때문에 유지보수 매출 증가는 실적 하방을 지지한다는 측면에서 긍정적이다. 또한 유지보수 매출의 성장률은 동사 솔루션에 대한 만족도를 대변하는 지표라고 볼 수 있기 때문에 차세대 혹은 신제품의 매출에 영향을 미칠 것으로 예상된다.

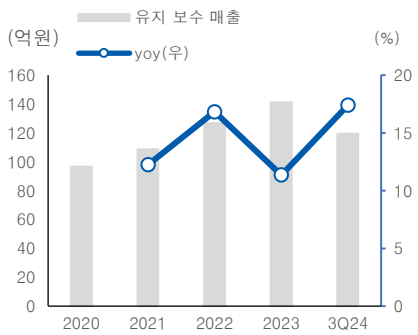
'24년 4월 출시한 exemONE은 6개월 정도의 실 영업기간 동안 20억원의 매출을 기록한 것으로 파악된다. EBIGs, XAIOps의 판매 개시 첫해 매출 14.2억원, 10.9억원 대비 큰 폭으로 증가했다. 동사의 고객사는 공공, 삼성전자, 한국전력, 제1금융권 등 다양한 산업에서 매년 100여 개가 증가하고 있으며, '24년 말 기준으로 1,000여 개의 레퍼런스를 확보했다. 레퍼런스가 누적되면서 업셀링, 크로스셀링을 통해 신제품의 실적 기여도가 높아지는 구간에 진입한 것으로 판단된다.

exemONE은 데이터베이스, 어플리케이션, 네트워크 등 IT 인프라의 모든 구성 요소를 모니터링 할 수 있으며, 온프레미스 뿐 아니라 다양한 클라우드 환경에 적용이 가능한 제품이다. 기존 동사는 온프레미스 환경 모니터링에 초점이 맞춰져있었다. 클라우드 인프라의 빠른 성장에도 불구하고 대응할 수 있는 솔루션이 없었다는 점은 동사의 약점 중 하나였다. **exemONE 출시는 이를 극복하는 계기가 될 것으로 판단된다.** exemONE의 '25년 빠른 매출 성장세가 예상된다. 다양한 클라우드 환경, 이기종 DBMS 활용 등 최신 IT 시스템 트렌드에 부합하는 솔루션이기 때문이다. 국내에서는 공공 클라우드 네이티브 전환 로드맵을 추진하고 있으며, '24년 13%, '25년 30%, '26년~ 70% '30년 90%로 전환율이 확대될 예정이다. 현재 공공 디지털서비스몰에 상품 등록이 완료된 상태이며, 누적된 공공 레퍼런스를 바탕으로 빠른 침투가 전망된다.

딥시크가 R1 모델을 오픈 소스로 공개한 점도 성장을 가속화하는 요인이다. R1의 오픈 소스공개 의의 중 하나는 맞춤형 생성형 AI의 상품화이다. 이에 다양한 IT 인프라 환경 도입에 대한 논의가 확대되고 있으며, exemONE이 침투를 시도하는 시장과 일맥상통한다. 또한 맞춤형 생성형 AI 구축에 있어서 대규모 데이터는 필수 요소이다. 동사의 빅데이터 구축, 분석 솔루션 EBIGs와 업셀링, 크로스셀링이 가능한 IT 인프라 모니터링 솔루션 라인업에 대한 수요가 확대될 것으로 보인다.

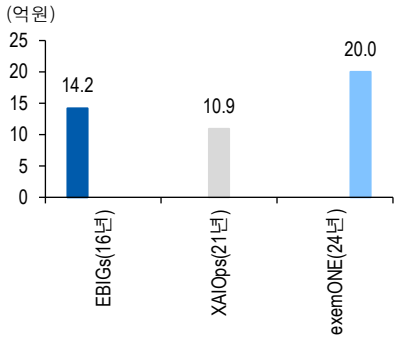
동사는 '23년에 신제품 출시를 위한 연구개발과 선제적 인력 확보 등 투자를 확대하며 수익성(OPM 9.1%)이 하락했다. '24년은 exemONE 출시와 함께 매출이 성장하며 이익률이 회복(OPM 14.3%)되고 있다. 이러한 추세는 AI, 클라우드 고도화 트렌드에 발 맞춰 지속될 것으로 전망된다.

유지 보수 매출 추이



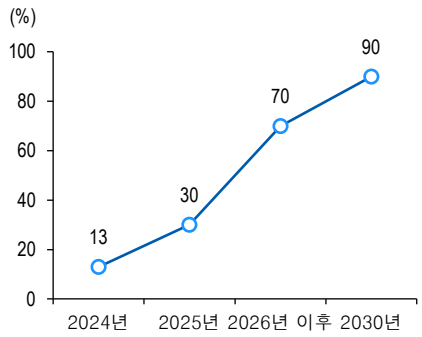
자료: 엑셈, 유안타증권 리서치센터/주: 3Q23 누적은 3Q23 누적 대비

제품별 판매 개시 첫해 매출 비교



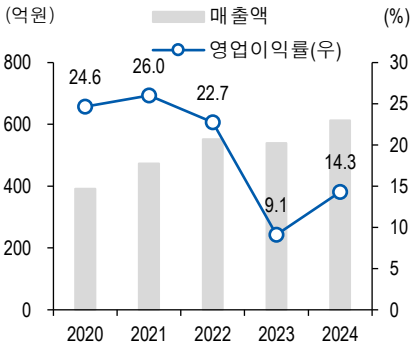
자료: 엑셈, 유안타증권 리서치센터/주: exemONE은 *2024년 잠정치

연도별 공공 클라우드 네이티브 전환 목표



자료: 디지털플랫폼정부위원회, 업계 종합, 유안타증권 리서치센터

엑셈 실적 추이



자료: 엑셈, 유안타증권 리서치센터/주: *2024년은 잠정치

낮은 사양으로 맞춤형 생성형 AI 구축이 가능한 딥시크 R1 모델

Model	VRAM (GPU Memory)	Recommended GPU	RAM	Storage	CPU	Supported OS	Notes
DeepSeek 5B	12GB+	RTX 3060 / A4000+	16GB+	100GB SSD+	Intel i5 / Ryzen 5+	Windows, Linux, macOS (M1/M2)	Lightweight model, suitable for personal use
DeepSeek 7B	16GB+	RTX 3090 / A5000+	32GB+	200GB SSD+	Intel i7 / Ryzen 7+	Windows, Linux, macOS (M1/M2 Ultra)	Better performance for small-scale AI tasks
DeepSeek 8B	24GB+	RTX 4090 / A6000+	48GB+	500GB SSD+	Intel i9 / Ryzen 9+	Windows, Linux	Higher accuracy, but more resource-intensive
DeepSeek 67B	80GB+	A100 80GB / H100	128GB+	1TB SSD+	Intel Xeon / EPYC	Linux (recommended)	Enterprise-grade, requires dedicated hardware
DeepSeek Code	24GB+	RTX 4090 / A6000+	64GB+	500GB SSD+	Intel i9 / Ryzen 9+	Windows, Linux	Optimized for coding tasks

자료: GPTBots.ai, 유안타증권

엑셈 (205100) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 억원)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	248	290	366	424	404
매출원가	104	116	160	209	225
매출총이익	143	174	207	215	179
판관비	82	88	96	116	150
영업이익	62	87	111	100	29
EBITDA	67	92	117	110	55
영업외손익	-10	5	12	-25	82
외환관련손익	2	-2	4	1	-1
이자손익	6	5	5	7	7
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-18	2	3	-32	76
법인세비용차감전순손익	52	91	123	74	111
법인세비용	11	15	22	0	8
계속사업순손익	41	76	101	74	103
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	76	101	74	103
지배지분순이익	41	76	101	74	103
포괄순이익	41	76	102	74	104
지배지분포괄이익	41	76	102	74	104

주: 이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표					(단위: 억원)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	68	103	140	60	54
당기순이익	41	76	101	74	103
감가상각비	5	5	5	9	25
외환손익	0	3	-1	1	1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	6	19	31	-42	-16
기타현금흐름	17	-1	3	18	-60
투자활동 현금흐름	30	-87	-130	-211	-96
투자자산	-83	68	-40	31	26
유형자산 증가 (CAPEX)	-31	-132	-89	-308	-61
유형자산 감소	1	10	0	2	7
기타현금흐름	144	-34	-2	64	-67
재무활동 현금흐름	-1	-4	-1	-1	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-1	-4	-1	-1	-2
연결범위변동 등 기타	0	-1	1	-1	-1
현금의 증감	98	12	9	-153	-44
기초 현금	199	297	309	318	165
기말 현금	297	309	318	165	121
NOPLAT	62	87	111	100	29
FCF	41	-21	59	-240	-22

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, OA의경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

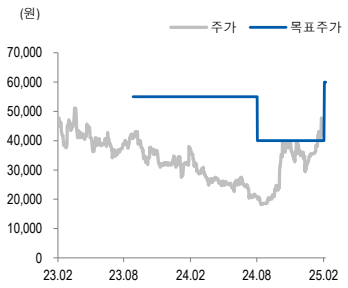
재무상태표					(단위: 억원)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	493	437	525	318	402
현금및현금성자산	297	309	318	165	121
매출채권 및 기타채권	52	32	51	52	72
재고자산	0	0	0	0	2
비유동자산	220	351	426	687	690
유형자산	109	227	313	584	594
관계기업등 지분관련자산	60	60	57	55	52
기타투자자산	35	47	40	28	27
자산총계	714	788	950	1,005	1,092
유동부채	66	66	126	105	84
매입채무 및 기타채무	24	18	58	38	29
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6	4	4	6	8
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	72	70	130	111	92
지배지분	642	718	820	894	1,000
자본금	34	34	35	36	72
자본잉여금	378	378	427	475	439
이익잉여금	165	242	343	417	520
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	642	718	820	894	1,000
순차입금	-441	-404	-473	-211	-318
총차입금	1	0	1	2	2

Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	62	114	150	104	144
BPS	969	1,085	1,193	1,256	1,405
EBITDAPS	101	137	173	154	76
SPS	372	433	541	598	562
DPS	0	0	0	0	0
PER	24.0	15.7	15.8	19.6	15.9
PBR	1.5	1.6	2.0	1.6	1.6
EV/EBITDA	8.2	8.6	9.7	11.3	23.3
PSR	4.0	4.1	4.4	3.4	4.1

재무비율					(단위: 배, %)
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	9.6	17.0	26.3	15.8	-4.7
영업이익 증가율 (%)	58.3	40.7	27.9	-10.1	-71.1
지배순이익 증가율 (%)	-29.2	85.5	32.4	-26.9	39.8
매출총이익률 (%)	57.9	60.1	56.4	50.8	44.3
영업이익률 (%)	24.8	29.9	30.2	23.5	7.1
지배순이익률 (%)	16.6	26.4	27.6	17.4	25.6
EBITDA 마진 (%)	27.0	31.8	31.9	25.8	13.6
ROIC	68.9	57.7	49.9	23.8	4.8
ROA	6.0	10.2	11.6	7.6	9.9
ROE	6.7	11.2	13.2	8.6	10.9
부채비율 (%)	11.2	9.7	15.9	12.4	9.2
순차입금/자기자본 (%)	-68.6	-56.3	-57.7	-23.6	-31.8
영업이익/금융비용 (배)	137.0	3,711.8	2,872.9	1,183.8	239.3

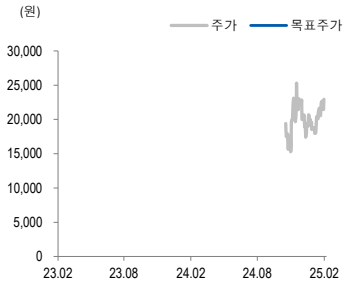
컴플라이언스

디어유 (376300) 투자등급 및 목표주가 추이



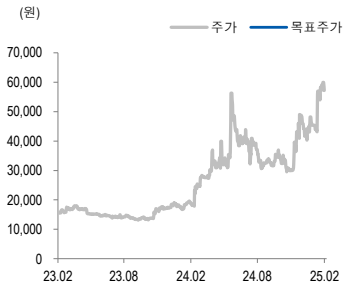
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-27	BUY	60,000	1년		
2024-08-28	BUY	40,000	1년	-20.37	19.25
2023-09-21	BUY	55,000	1년	-45.78	-21.73
2023-07-21	Not Rated	-	1년		
	담당자변경				
2022-09-01	BUY	52,000	1년	-42.75	-26.44

노머스 (473980) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-27	Not Rated	-	1년		

에스앤디 (260970) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-27	Not Rated	-	1년		

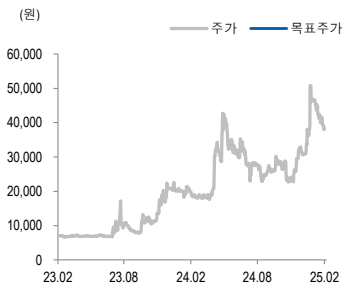
자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

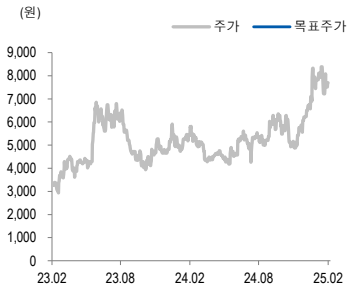
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

LS 에코에너지 (229640) 투자등급 및 목표주가 추이



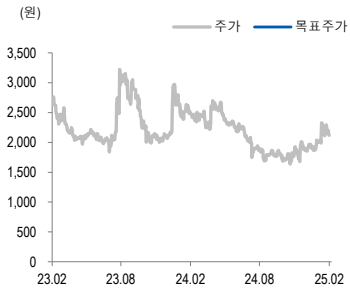
일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-27	Not Rated	-	1년		

오스테오닉 (226400) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-27	Not Rated	-	1년		

엑셈 (205100) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-02-27	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율 (%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-02-27

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이환욱, 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 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 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 신뢰할만 하다고 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.

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)

Head of Research Center 윤여철
3770-3522 / ycyoon@yuantakorea.com

부센터장 2차전지/전기전자/자동차 이안나
3770-5599 / anna.lee@yuantakorea.com

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
Equity Market Analyst	강대석	3631	daesoek.kang@yuantakorea.com
US Market Analyst	황병준	3523	byeongjun.hwang@yuantakorea.com
Global Equity/Commodity	고선영	3525	sunyoung.kou@yuantakorea.com
Quant/ETF Analyst	신현웅	3634	hyunyong.shin@yuantakorea.com
Research Assistant	박성철	3632	seongcheol.park@yuantakorea.com
Research Assistant	임지윤	3527	jiyoon.lim@yuantakorea.com
Research Assistant	김혜원	3526	hyewon.kim@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
반도체	백길현	5635	gilhyun.baik@yuantakorea.com
철강/금속	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/우주	이승웅	5597	seungwoong.lee@yuantakorea.com
건설/기계	장윤석	5583	yoonseok.chang@yuantakorea.com
금융	우도형	5589	dohyeong.woo@yuantakorea.com
Research Assistant	최지운	3640	jiyun.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
Research Assistant	조혜빈	5594	hevin.cho@yuantakorea.com
음식료/전력기기	손현정	5595	hyunjeong.son @yuantakorea.com
스몰캡	백종민	5598	jongmin.baik@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**

YUANTA TOP FOCUS

유안타증권
Yuanta Securities (Korea)