에스트래픽 (234300)

권명준 스몰캡
myoungchun.kwon@yuantakorea.com
서석준 Research Assistant
seokjun.seo@yuantakorea.com

[NDR후기] 기대되는 3개의 프로젝트!

NOT RATED (M)

목표주가	-원 (M)
직전 목표주가	-원
현재주가 (8/28)	3,865원
상승여력	-

시가총액	1,064억원
총발행주식수	27,520,215주
60일 평균 거래대금	6억원
60일 평균 거래량	154,693주
52주 고/저	5,980원 / 3,340원
외인지분율	5.29%
배당수익률	0.00%
주요주주	문찬종 외 2 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.8	(2.4)	6.3
상대	1.5	(10.9)	1.5
절대 (달러환산)	0.4	(3.2)	2.6

2Q25 실적 Review

2Q25 실적은 매출액 387.8억원, 영업이익 39.2억원으로 전년대비 각각 12.8%, 18.4% 증가했다. 상반기 기준으로는 매출액 755.1억원, 영업이익 63.3억원으로 전년반기대비 29.0%, 854.0% 증가했다. 동사는 분기별 성수기와 비수기가 구분되는 특징을 보이고 있다. 4분기가 성수기이며 1분기가 비수기이다. 국내의 경우 B2G Project가 주력 매출처이며, 연초 수주-연말 매출하는 경향의 영향으로 판단된다. 하지만 올해는 1분기와 2분기 실적이 유사한 모습을 보이고 있다. 동사의 해외, 특히 미국향 매출 비중 확대의 영향이다.

기대되는 3개의 프로젝트

워싱턴-샌프란시스코의 지하철 Fare Gate 교체사업 진행했다. 기술력과 구축기간이 짧다는 장점을 확인할 수 있었다. 향후 발생되는 교체사업에서도 비교우위가 기대된다.

①LA Gateway. 4개 역사의 개찰구(Fare Gate)시범사업을 단독으로 진행했으며, 이후 발생된 16개 역사도 단독으로 진행했다. 2H25내 11개 역사의 추가 발주가 예정되어 있다. LA는 26~28년 Sports Big Event가 이어진다는 점에서 내년에도 추가 발주가 나올 것으로 기대된다.

②NY Gateway. 2H25에 시범역사 구축을 진행할 예정이다. 경쟁사 대비 빠른 속도로 구축할 예정이다. 경쟁사 대비 기술력, 구축속도에서 비교우위를 보이고 있으며, 워싱턴-샌프란시스코-LA를 통해 레퍼런스를 확인한 상황이다. 일정기간 테스트 진행 후 업체 선정이 진행될 예정으로 2H26부터 본격적인 사업 진행 및 매출 발생이 기대된다.

③WC Vending Machine. 워싱턴 WMATA 전체 역사에 설치된 약 800여개의 FVM(Fare Vending Machine) 중 470여대를 교체 설치하는 사업이며, 이 역시 2H25내 기업 선정 결과가 나올 것으로 예상된다.

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

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	1,276	1,321	1,472	1,890
영업이익	37	96	174	113
지배순이익	-86	320	166	60
PER	-16.5	3.4	7.1	18.5
PBR	4.9	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA	12.7	6.2	5.3	6.9
ROE	-28.5	66.8	21.0	6.2

자료: 유안타증권

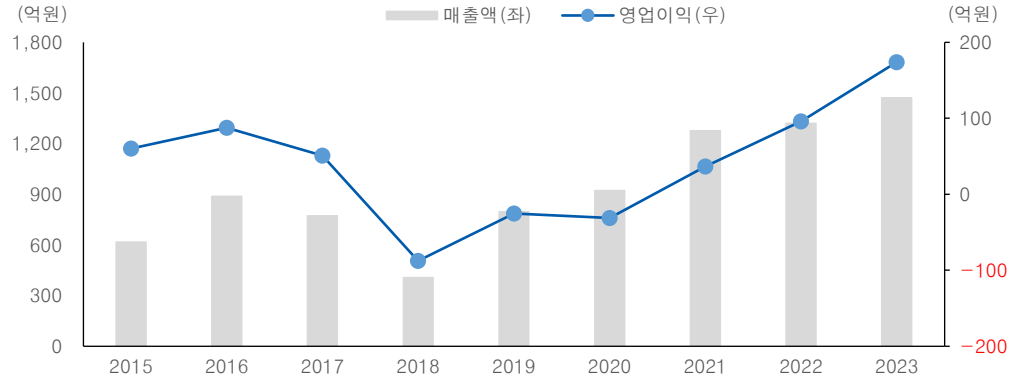
2Q25 실적

2Q25 실적은 매출액 387.8억원, 영업이익 39.2억원으로 전년대비 12.8%, 18.4% 증가했다. 상반기 기준 매출액 755.1억원, 영업이익 63.3억원으로 전년반기대비 29.0%, 854.0% 증가했다. 동사의 매출액은 최근 5년(2019~2024년) 연평균 성장률(+18.9%) 대비 낮은 수치이나 최근 3년(2022~2024년, 7.0%, -1.4%, 1.0%)대비 높은 성장률이다.

동사는 분기별 성수기와 비수기가 구분되는 특징을 보이고 있다. 4분기가 성수기이며 1분기가 비수기이다. 국내의 경우 B2G Project가 주력 매출처이며, 연초 수주-연말 매출하는 경향의 영향으로 판단된다. 진행률로 매출이 인식되지만, 사업초기 인건비 및 재료 소싱 등으로 인해 1분기 낮은 매출액과 영업적자 경향을 보인다. 반면 프로젝트가 마무리되는 4분기에 제품판매 매출이 반영되어 매출액과 수익성 모두 가장 높은 시기이다.

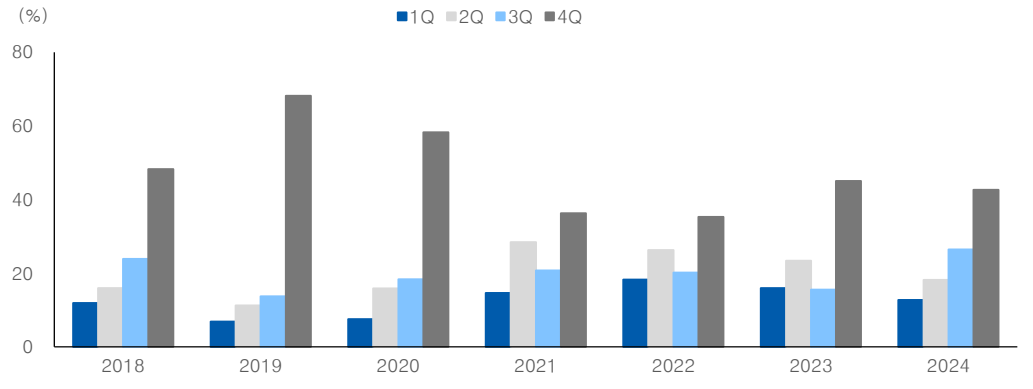
하지만 올해는 다른 양상을 보이고 있다. 1Q25는 매출액 367.3억원, 영업이익 24.1억원으로 영업흑자였으며, 1분기 매출액과 2분기 매출액의 차이도 확연히 줄어들었다. 동사의 해외, 특히 미국향 매출 비중 확대의 영향이다.

[그림 1] 연도별 매출액 & 영업이익 추이



자료: 에스트래픽, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 분기별 매출 비중



자료: 에스트래픽, 유안타증권 리서치센터

미국 AFC(Automatic Fare Collection System)

미국 AFC 사업이 이어지고 있다. 본격적인 시작은 워싱턴 D.C이다.

2019년 워싱턴 WMATA (Washington Metropolitan Area Transit Authority)로부터 Fare Gate(개찰구) 교체사업 수주를 획득했다. 91개 역사의 1,335개의 Fare Gate를 교체했으며, 2019년 7월~2022년 12월까지 수행했다. 코로나19 팬데믹으로 인해 예상보다 공사기간은 지연되었다. 국내 서울시에 진행된 교통카드 시스템을 구축한 레퍼런스를 기반하여 경쟁입찰을 진행했다. 미국 최대 교통솔루션 업체인 큐빅(CUBIC)사와의 경쟁에서 승리했다는 점에서 의미가 있다.

부정승차 방지 목적으로 출입 Barrier 높이를 상향시킨 New Fare Gate를 제시, 9개역을 시범사업으로 진행했다. 시범역사에서 부정승차율이 70% 이상 감소되는 효과를 확인, 98개 역사에 Barrier 역사를 교체하는 사업을 추가로 획득했다. 즉, 2019~2024년 2차례에 걸쳐 진행되었으며, 총 사업규모는 8,700만달러에 달한다.

워싱턴에 이어 샌프란시스코로 이어졌다. 샌프란시스코 BART(Bay Area Rapid Transit) 역시 부정승차 방지를 축소하기 위해 Fare Gate교체사업을 진행했다. 샌프란시스코 BART Bidding에서 미국 AFC 1~2위 기업인 CUBIC, CONDUENT와 경쟁에서 비교우위 결과를 확인하며 수주를 획득한다. 특히 가격은 유사한 반면, 기술성 평가에서 경쟁사와의 차별화를 통해 선정되었다는 점에서 기술적 우위에 있다고 판단된다.

총 50개 역사의 교체사업으로 사업규모는 4,300만달러이다. 특징적인 점은 기존 5년에 걸쳐 순차적으로 진행할 예정이었으나, 3년이내(2023.03월~2025.12월)로 단축되었다는 점이다. 기간단축은 사업비 축소로 이어진다는 점에서 고객사에서 선호할 요소이다.

[그림 3] 샌프란시스코 BART 의 Fare Gate 교체사업의 평가 기준 및 점수

Proposer	Technical Approach	Team Qualifications	Price	Oral Interviews	Grand Total
Conduent	29	18	19.4	16.7	83.25
Cubic	26	18	20.0	14.3	77.89
STraffic	36	19	19.5	19.1	93.21

자료: BART, 유안타증권 리서치센터

워싱턴-샌프란시스코에 이어서 LA로 이어졌다. LA Metro에서 Fare Gate 교체 사업이 진행되고 있다. 2가지 이유라고 판단된다. 워싱턴과 샌프란시스코와 마찬가지로 부정승차 방지 목적이 있다. 뿐 아니라 2026년 북중미 월드컵, 2027년 슈퍼볼, 2028년 하계 올림픽으로 이어진다는 점에서 기반시설에 대한 투자가 진행되고 있다.

시범사업으로 4개 역사 390만달러 Fare Gate 교체사업에 2024년 10월에 선정되었다. 이후 16개역에 대한 교체사업도 연이어 선정되었다. 2H25에 11개 역에 대한 수주가 나올 것으로 예정되어 있다. 선정 가능성이 높다고 판단한다. 워싱턴과 샌프란시스코에서 확인할 수 있듯이 기술적 우위에 있다고 판단되는데, 설치기간을 축소함에 따라 고객사/발주처의 전체 예산을 감소시킬 수 있다는 장점을 보유하고 있기 때문이다.

미국내 가장 많은 지하철 역사수를 보유하고 있는 사이트는 뉴욕이다. 일일 승객수는 2025년 7월 400만명 이상이고, 지하철 역사는 472개이며, Fare Gate 기준으로는 5,000개가 넘는 것으로 알려져 있다. 서울시 지하철 역사보다 50%이상 많은 역사수이다.

뉴욕 역시 부정승차 관련 이슈가 심각한 사회문제로 대두되고 있다. 코로나19 팬데믹 이후로 부정승차로 인한 손실이 확대된 것으로 파악된다. 팬데믹 이전에는 연간 부정승차 손실액이 2~3억달러 규모였던 반면, 2023년은 7억달러, 2024년은 8억달러를 상회하는 것으로 추산된다.

2025년 4월 뉴욕 MTA(Metropolitan Transportation Authority)에 따르면 20개 역사에 Fare Gate 교체를 진행할 것이라고 밝혔다. 시범사업 진행 기업도 지정되어 있다. 앞서 언급되었던 CUBIC, CONDUENT, SCHEIDT&BACHMANN(독)과 STraffic으로 4개사이다. 기업별 5개 역사에 Fare Gate 구축을 진행할 예정이다. 이후 2030년까지 총 11억달러를 투입하여 150개 역의 Fare Gate를 교체할 예정이다. SCHEIDT&BACHMANN(독)의 이탈로 현재는 3개사가 준비중이다. 동사는 일부 제품에 대한 제작을 마친 상황으로 가장 빠른 속도로 설치 완료할 것으로 예상된다.

2개 분기 내외 시범역사 작동여부 및 이상여부 테스트를 진행한 이후 내년 하반기부터는 뉴욕 Fare Gate사업의 선정 기업 및 비중이 결정될 것으로 예상된다. 워싱턴-샌프란시스코-LA로 이어지는 레퍼런스, 기술경쟁력, 경쟁사 대비 짧은 공사시간 등의 강점을 보유하고 있어 3사 중 가장 많은 비중을 차지할 수 있을 것으로 기대한다. 만약 단독으로 계약을 체결을 하게 된다면 연간 40~50개 역사를 구축해야 하며, 매출액 기준으로는 뉴욕 지하철 Fare Gate 교체사업만으로만 500~1,000억원의 발생할 수 있다고 판단된다.

NDR Q&A

Q. 한미관세 영향은?
A. 2019년 워싱턴 AFC사업을 진행부터 미국내 Buy America 규정을 충족하기 위해 현지 조달 비중을 50%으로 구축해 놓은 상황

Q. 국내와 해외 중 수익성은 어디가 우호적인가?
A. 국내와 해외 모두 유사한 목표수익성을 기반으로 비딩에 참여. 도로와 철도를 구분하면 도로의 수익성이 철도대비 비교우위임

Q. 2H25, 2026년 전망은?
A. 2H25의 국내사업 환경은 우호적이지 않음. 국토부 예산감소에 기인하며 도로, 철도 부문에서 대단위 발주가 없는 상황
미국은 LA와 샌프란시스코의 매출반영으로 우호적인 상황
2026년은 국내에는 2025년대비 개선될 것으로 기대되며, 해외는 LA AFC 11개 수주, NY AFC 결과, 워싱턴의 FVM의 결과에 따라 결정될 예정

Q. 주주환원 정책 진행 사항?
A. 2024~2026년 자사주 150억원 매입, 50억원 소각 의사 표명.
자사주 매입은 2024년에 30억원, 올해는 패스, 내년에 잔여금액 매입할 계획
자사주 소각은 2025.2월 25.8억원 소각결정 발표, 2H25 15억원 소각 예정, 향후 10억원도 추가적으로 진행할 예정

Q. 유지보수와 관련된 매출액은 발생하고 있나?
A. 현재는 설치 위주로 사업을 영위 중. 프로젝트 중 유지보수가 전체 사업비에 포함되어 있는 경우가 있지만, 없는 경우도 존재

Q. 경쟁사 대비 경쟁력은 무엇이라고 판단하나?
A. 기술적으로 비교우위를 보이고 있음. AFC사업은 기간이 정해진 공공사업임에도 불구하고 미국 CUBIC사는 기한을 초과한 CASE가 존재한 것으로 알고 있음. CUBIC사는 높은 Barrier의 Fare Gate 제품 라인업은 보유하고 있지만, 제품을 판매한 레퍼런스도 부재함

Q. 뉴욕 AFC 사업 이후는?
A. 뉴욕이 가지고 있는 상징성이 있음. 뉴욕 AFC 레퍼런스 보유시 전세계에 진출할 수 있다고 판단. AFC에 그치지 않고 Payment사업으로 확장을 준비 중. 파일럿을 진행 중이며, 레퍼런스 확보시 지하철 AFC와 결합한 Business로 확장할 계획

에스트래픽 (234300) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액	**921**	**1,276**	**1,321**	**1,472**	**1,890**
매출원가	792	1,082	1,054	1,055	1,530
매출총이익	129	194	267	417	360
판관비	160	158	171	243	247
영업이익	**-31**	**37**	**96**	**174**	**113**
EBITDA	52	123	154	221	161
영업외손익	-164	-94	46	-15	-18
외환관련손익	-10	10	10	-1	15
이자손익	-23	-21	-19	-11	-2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-131	-83	55	-3	-31
법인세비용차감전순손익	-195	-57	142	159	95
법인세비용	16	5	45	-8	35
계속사업순손익	-212	-62	98	167	60
중단사업순손익	0	-24	226	0	0
당기순이익	-212	-86	324	167	60
지배지분순이익	**-212**	**-86**	**320**	**166**	**60**
포괄순이익	-216	-85	324	166	69
지배지분포괄이익	-216	-85	320	165	69

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

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
영업활동 현금흐름	**26**	**-61**	**53**	**4**	**142**
당기순이익	-212	-86	324	167	60
감가상각비	35	38	29	24	27
외환손익	10	-9	-8	0	-15
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-27	-158	-25	-122	1
기타현금흐름	220	154	-266	-65	68
투자활동 현금흐름	**-18**	**-70**	**-43**	**16**	**-63**
투자자산	0	-3	376	-34	26
유형자산 증가 (CAPEX)	-48	-94	-166	-196	-117
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	30	28	-254	246	28
재무활동 현금흐름	**-10**	**219**	**-137**	**-19**	**-27**
단기차입금	-60	0	-101	15	30
사채 및 장기차입금	-135	119	-18	-15	0
자본	220	116	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	-11
기타현금흐름	-35	-17	-19	-19	-46
연결범위변동 등 기타	-1	0	4	0	2
현금의 증감	**-3**	**88**	**-123**	**1**	**54**
기초 현금	173	170	258	134	135
기말 현금	170	258	134	135	189
NOPLAT	**-34**	**40**	**96**	**183**	**113**
FCF	**-26**	**-126**	**-36**	**-88**	**45**

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
유동자산	**646**	**947**	**1,260**	**1,140**	**1,134**
현금및현금성자산	170	258	134	135	189
매출채권 및 기타채권	377	524	403	678	648
재고자산	50	63	104	73	89
비유동자산	440	430	529	725	760
유형자산	145	178	129	329	415
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	1	0
기타투자자산	40	42	238	243	191
자산총계	**1,086**	**1,377**	**1,790**	**1,866**	**1,894**
유동부채	658	676	888	742	746
매입채무 및 기타채무	461	458	615	591	542
단기차입금	116	116	15	30	60
유동성장기부채	0	18	6	6	60
비유동부채	104	350	217	181	164
장기차입금	39	39	33	88	70
사채	18	118	0	0	0
부채총계	**762**	**1,026**	**1,105**	**923**	**909**
지배지분	287	314	646	939	981
자본금	104	130	131	138	139
자본잉여금	436	522	531	647	659
이익잉여금	-216	-302	22	183	228
비지배지분	37	37	39	4	4
자본총계	**324**	**350**	**685**	**942**	**985**
순차입금	**88**	**142**	**-166**	**-12**	**1**
총차입금	270	417	288	185	201

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
EPS	-1,147	-362	1,232	618	217
BPS	1,238	1,228	2,506	3,446	3,645
EBITDAPS	281	521	594	822	582
SPS	4,990	5,394	5,077	5,479	6,845
DPS	0	0	0	40	60
PER	**-3.3**	**-16.5**	**3.4**	**7.1**	**18.5**
PBR	**3.1**	**4.9**	**1.7**	**1.3**	**1.1**
EV/EBITDA	**15.4**	**12.7**	**6.2**	**5.3**	**6.9**
PSR	**0.8**	**1.1**	**0.8**	**0.8**	**0.6**

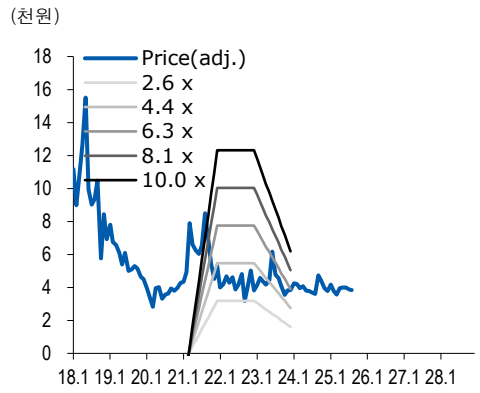
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A
매출액 증가율 (%)	**15.6**	**38.5**	**3.5**	**11.4**	**28.5**
영업이익 증가율 (%)	**적지**	**흑전**	**162.9**	**81.1**	**-34.9**
지배순이익 증가율 (%)	**적지**	**적지**	**흑전**	**-48.2**	**-64.0**
매출총이익률 (%)	14.0	15.2	20.2	28.3	19.1
영업이익률 (%)	**-3.4**	**2.9**	**7.3**	**11.8**	**6.0**
지배순이익률 (%)	-23.0	-6.7	24.3	11.3	3.2
EBITDA 마진 (%)	5.6	9.7	11.7	15.0	8.5
ROIC	-7.6	8.9	23.0	35.4	14.8
ROA	-18.4	-7.0	20.2	9.1	3.2
ROE	**-71.1**	**-28.5**	**66.8**	**21.0**	**6.2**
부채비율 (%)	235.0	292.9	161.3	98.0	92.4
순차입금/자기자본 (%)	27.2	40.7	-24.3	-1.2	0.1
영업이익/금융비용 (배)	-1.3	1.7	4.2	10.1	9.5

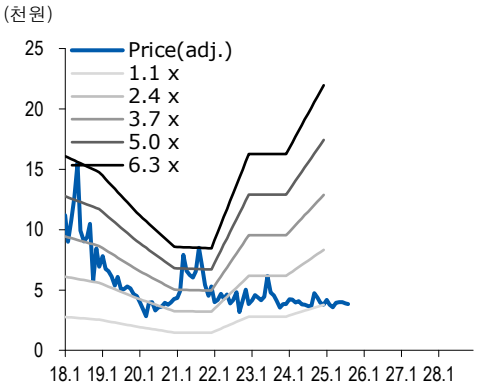
자료: 유안타증권

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

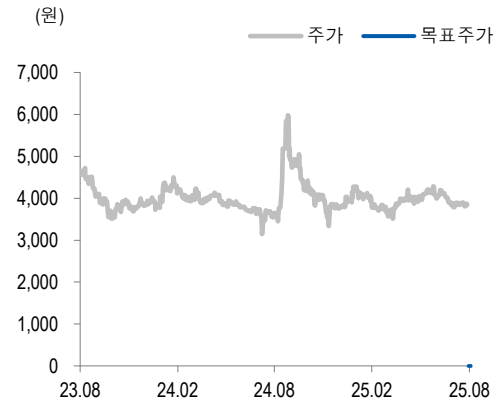
P/E band chart



P/B band chart



에스트래픽 (234300) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-29	Not Rated	-	1년		
2025-07-04	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)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-29

※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 : **권명준**)
- 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.