

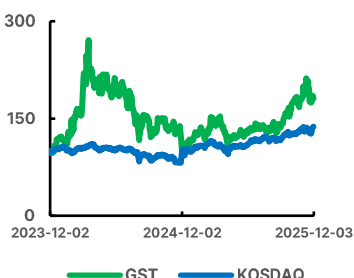
GST (083450)

2025. 12. 03

Rating

투자의견	STRONG BUY
목표주가	55,900원
현재주가	26,400원
상승여력	111.7%

Price Trend



B/S Data

자산 총계	3,663억원
부채 총계	702억원
자본 총계	2,961억원

Earning data

PER (작성기준)	11.15배
EPS (작성기준)	2,317원
시가총액	4,764억원

냉탕에서버

원치수
김주원
백예령

"선 넘은 AI 발열, 그냥 '담가' 버리겠습니다"

1MW 고발열을 만나고, 액침 성공시대 시작됐다~♪

AI 서버 수요 급증으로 데이터센터의 전력 밀도와 발열이 급격히 상승하면서 기존 공랭·액체냉각 방식의 **열관리 한계**가 뚜렷해지고 있다. 이에 서버를 절연액에 직접 담가 열을 제거하는 **액침냉각**이 1MW급 고밀도 AI 랙이 현실화되는 **'27년 전후로 유일한 대안**으로 평가되고 있다. 동사는 **국내 유일하게 단상형과 이상형 액침냉각을 모두 자체 개발한 기업**으로, '23년부터 실증 납품을 통해 데이터를 축적해왔으며 '26년 상반기 양산형 제품 개발 후 '27년부터 본격적인 매출이 발생할 전망이다.

글로벌 CAPEX 빅사이클과 친환경 트렌드, 두 마리 토끼를 잡다

동사의 주요 고객사인 글로벌 메모리 기업들이 AI 확산에 대응해 **CAPEX 투자**를 본격화하면서 신규 Fab에서는 **스크러버·칠러 수요가 확대**되고 있다. 삼성전자는 P5에 60조 원 규모의 투자를 추진하고, Micron은 ID1, MegaFab에 1,300억 달러를 투입할 예정이다. 여기에 **온실가스 감축 기준 강화**로 스크러버가 Burn 방식에서 Plasma 방식으로 전환되는 추세가 더해지고 있다. 동사는 각 방식에 대한 **레퍼런스**와 **전 공정 대응 제품군**을 모두 보유하고 있어, 친환경 공정 전환 구간에서도 안정적인 수요 확보와 구조적 수혜가 기대된다.

환경 규제가 만든 기회의 땅, 준비된 기술력으로 시장을 선점하다

미국 AIM법과 EU F-gas 규제 등 글로벌 환경 기준 강화에 따라 미국·유럽 내 반도체 칠러 시장은 저GWP 냉매 중심의 **구조적 전환기**에 진입했다. 현재 시장 내 고GWP 냉매 장비 비중이 **약 40%**에 달해 규제가 본격화되는 '26~'27년을 기점으로 대규모 **교체 수요**가 불가피하다. 이에 동사는 GWP가 1에 불과한 **CO₂ 칠러**를 선제적으로 개발하여 '25년 8월 글로벌 고객사와 공급 계약을 체결, **국내 유일의 해외 레퍼런스**를 확보했다.

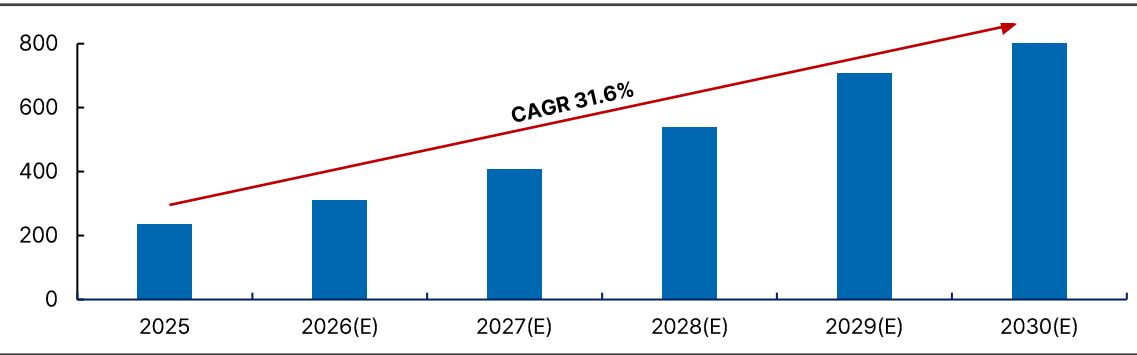
'24년 기준 동사의 해외 칠러 매출 비중이 약 1% 수준에 머물고 있다는 점을 고려하면, CO₂ 칠러 전환은 동사에게 **해외 신규 수요**를 선점할 수 있는 성장 기회로 작용할 전망이다.

I. 산업 분석

1. AI 데이터센터의 구조적 성장과 냉각기술의 필연적 성장

AI 서버 수요의 급증과 고성능 컴퓨팅(HPC) 인프라 확대로 인해 AI 데이터센터 시장은 '30년까지 연평균 31.6%의 높은 성장률로 구조적 성장을 이어갈 전망이다.

[그림 1] AI 데이터센터 시장 규모 추이 (단위 : \$Bn)



자료 : YahooFinance, VIOS

데이터센터
열관리 중요성

시장 규모가 빠르게 확대되는 가운데, 데이터센터의 안정적 운영을 위해 **열관리의 중요성이 부각**되고 있다. 실제로 지난 11월 미국 시카고상품거래소 데이터센터에서는 냉각 장치 고장으로 서버가 셧다운 되며 주요 시장 거래가 전면 중단되는 사고가 발생했다. 이는 **데이터센터 냉각 시스템의 인프라가 곧 운영 안정성과 직결**된다는 점을 명확히 보여준다.

액침냉각 등장

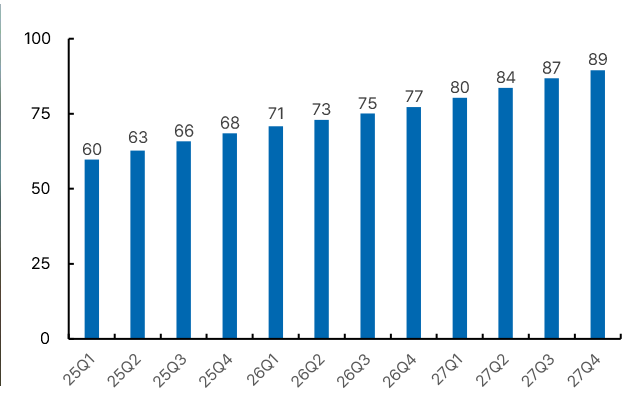
이러한 흐름에서 AI 확산으로 서버 연산량과 발열이 급증하면서 기존 공랭식 냉각 방식만으로는 고성능 GPU의 높은 전력 밀도와 **열부하를 감당하기 어려워**지고 있다. 이에 서버를 절연액에 직접 담가 열을 제거하는 **액침냉각**이 공랭 대비 **월등한 열전달 효율**을 통해 고전력 AI 서버의 발열 문제를 해결할 수 있는 **차세대 냉각 솔루션**으로 부상하고 있다.

[그림 2] 액침냉각



자료 : Kharn, VIOS

[그림 3] 데이터센터 전력 공급 전망 (단위 : GW)



자료 : Goldmansachs, VIOS

2. 데이터센터 냉각 기술의 패러다임 전환

공랭식은 이제 한계

데이터센터 냉각 기술의 전환을 결정짓는 핵심 요인은 **랙 당 전력 밀도 상승**이다. AI 서버 소비전력이 빠르게 증가하면서 랙 단위에서 처리해야 하는 열 부하는 가파르게 확대되고 있다. 전통적인 냉각 방식인 **공랭식**은 구조상 랙 당 **10~20KW** 수준까지가 **현실적 최대치**이며, 최신 고전력 AI 서버 환경에서는 **한계가 뚜렷**하다.

액체냉각은 도입 중이나 '27년부터 일정 부분 한계

이러한 **한계를 보완**하기 위해 냉각액을 칩 표면에 직접 접촉시켜 열을 제거하는 **액체냉각 (D2C)**이 도입되고 있다. 액체냉각 방식은 공랭 대비 높은 열전달 효율을 제공해 랙 당 약 **300~500KW** 수준까지 **대응이 가능하다**. 그러나 GPU 전력 증가 속도가 가속되고 있어, 액체냉각도 **'27년부터 일정 부분 한계에 도달**할 것으로 예상된다.

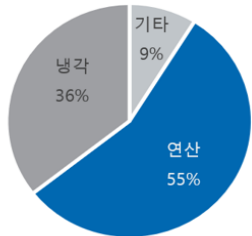
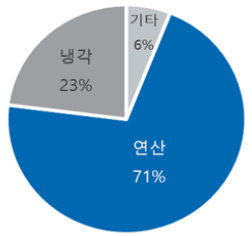
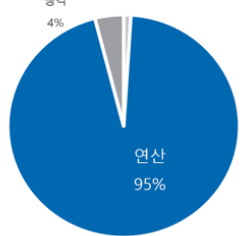
유일한 솔루션 액침냉각!

결과적으로 **500KW 이상, 나아가 수백KW ~ 1MW급 전력 밀도**까지 대응 가능한 **액침냉각**이 주목받고 있으며, 냉각 기술은 **공랭 -> 액체냉각 -> 액침냉각**으로 단계적 전환이 이루어질 것이다.

$$PUE = \frac{\text{전체 전력 사용량}}{\text{연산에 사용되는 전력량}}$$

또한, 액침냉각은 **전력 효율(PUE) 개선 측면**에서도 강점을 갖는다. 공랭식의 PUE는 약 1.8, 액체냉각은 약 1.4 수준인 반면, **액침냉각은 1.05 이하**까지 낮출 수 있어 데이터센터에 사용되는 전력을 **기존 공랭식 대비 약 37%** 줄일 수 있다. 결과적으로 **전력 밀도 상승**이라는 기술적 요구와 **전력 효율 개선**에 대한 경제·환경적 필요가 맞물리며, 액침냉각은 차세대 데이터센터 냉각의 대안으로 자리 잡고 있다.

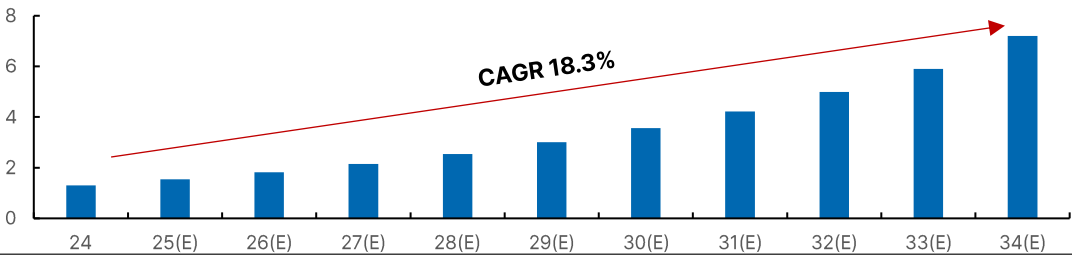
[표 1] 냉각 방식 별 PUE 및 전력밀도(KW)

구분	공랭식	액체냉각	액침냉각
전력 비중			
PUE	1.8	1.4	1.05
랙 당 전력밀도 (KW)	~ 20	~ 500	500 ~

자료 : 언론종합, VIOS

[그림 4] 데이터센터 액침냉각 시장 규모 추이

(단위 : \$Bn)



자료 : Datacenterpost, VIOS

3. 액침냉각

3.1. 액침냉각의 종류

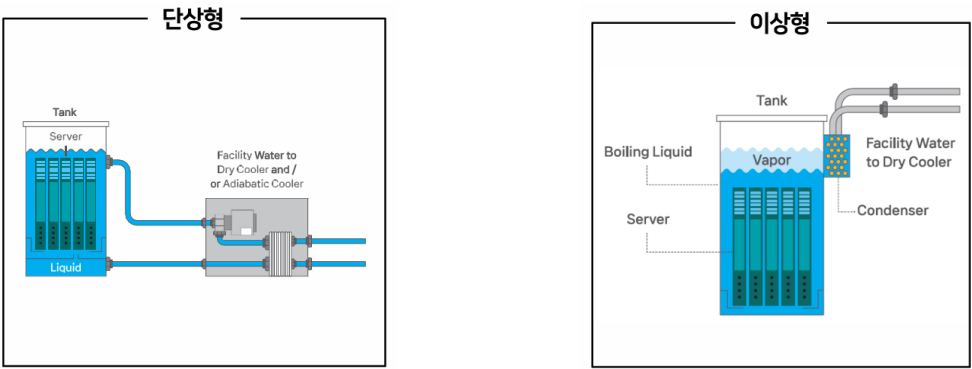
단상형 : 냉매 상태 변화 X

액침냉각은 냉매가 열을 흡수할 때 상변화를 겪는지 여부에 따라 단상형과 이상형으로 구분된다. 단상형은 냉매가 상태 변화를 하지 않는 순환 냉각 시스템으로 서버가 액체에 담가 발생한 열을 흡수한 뒤 열교환기를 통해 냉각된 냉매를 다시 수조로 보내 반복적으로 사용하는 구조이다.

이상형 : 냉매 상태 변화 O

이상형은 냉매가 액체에서 기체로 상태 변화를 겪는 상변화 냉각 방식이다. 서버가 발생시키는 열이 냉매의 끓는점을 넘으면 냉매가 기화하면서 열을 흡수하고 이후 기체 상태의 냉매가 수조 상부의 응축기를 거쳐 다시 액체로 응축되어 순환된다. 해당 방식은 단상형보다 고도화된 기술로 냉각 효율이 더 뛰어나기에 고전력 밀도의 서버냉각에 적합하다.

[그림 5] 액침냉각의 단상형, 이상형 시스템



자료 : 동사 IR, VIOS

3.2. 액침냉각의 도입 사례

글로벌 하이퍼스케일러들도 사용하는 액침냉각

글로벌 주요 하이퍼스케일러들도 이미 액침냉각 도입을 시작하며 기술의 상용화 가능성을 검증하고 있다. Microsoft와 Meta 등은 AI의 발전으로 기존 냉각 방식만으로는 효율적 운영이 어렵다고 판단해 액침냉각을 실제 환경에 적용하고 있다. 이러한 빅테크의 채택은 액침냉각이 개념 검증 단계를 넘어 차세대 데이터센터의 유력한 냉각 기술로 자리 잡고 있음을 보여준다.

[표 2] 액침냉각 도입 사례

도입 연도	기업명	위치	적용 방식	데이터 센터명
2018	Alibaba	중국	단상형	Alibaba Cloud
2019	Submer	스페인	단상형	LHCb Online Data Center
2021	Microsoft	미국	이상형	Azure
2022	Meta	미국	단상형	Prineville Data Center

자료 : 언론종합, VIOS

4. AI 데이터센터 성장에 따른 공정 인프라 수요 확대

AI 성장 -> 메모리 수요 증가
-> 메모리 Fab CAPEX ↑

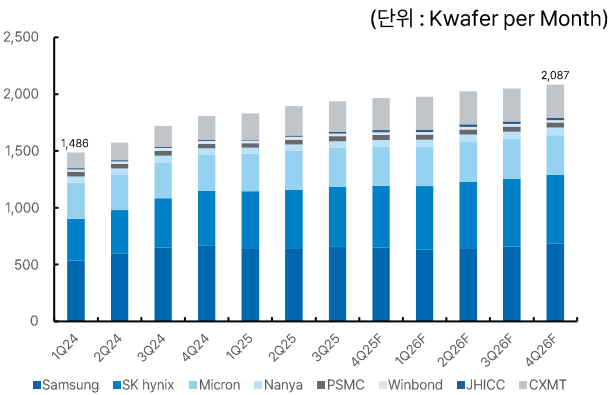
∴ 공정 인프라 수요 확대

AI의 급격한 성장은 데이터센터 **냉각 인프라**뿐 아니라 AI 워크 로드 증가로 **고성능 서버 투입**이 확대되면서 **고용량·고대역폭 메모리** 수요를 빠르게 증가시키고 있다.

실제로 글로벌 **DRAM 생산 능력**은 주요 제조사들을 중심으로 **꾸준한 우상향** 기조를 보이며, 특히 AI 데이터센터의 핵심인 **서버용 DRAM 생산량**은 '26년까지 **폭발적인 성장**세를 보일 것으로 전망된다.

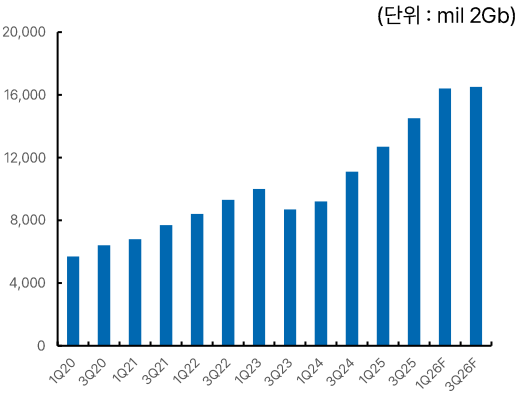
이러한 흐름은 **메모리 Fab CAPEX 확대**로 이어져 공정 장비뿐 아니라 공정 환경을 안정적으로 유지하기 위한 **인프라 수요까지 증가**시키는 방향으로 전개된다.

[그림 6] 글로벌 DRAM Capa 추이 및 전망



자료 : 유안타증권 리서치센터, VIOS

[그림 7] 서버용 DRAM 생산량 추이 및 전망



자료 : TrendForce, 하나증권, VIOS

핵심 인프라 장비 스크러버, 칠러

반도체 전공정에서는 공정 특성상 **고온·유해가스** 등이 **지속적으로 발생**하기 때문에, 이를 안정적으로 제어하기 위한 **환경 인프라의 중요성**이 더욱 커진다. 따라서 유해·부식성 가스를 처리하는 **스크러버**와 열을 제어하기 위한 **칠러**가 필수적인 설비로 요구된다.

[표 3] 주요 공정별 스크러버와 칠러의 필요성

공정 단계	스크러버 필요성	칠러 필요성
식각	부산물 처리, 고온 산화·플라즈마 정화	식각 챔버 냉각, 온도 균일성, PID 제어 정밀도 중요
증착	고온 가스, 입자 처리	열 제어 필요성 낮음
노광	오존, 불소계 가스 정화	광학계, 챔버 냉각
세정	배기 처리, 부산물 등 정화 필요	온도 안정성 관리 필요

자료 : SemiAnalysis, IC Insights, SEMI, VIOS

5. 공정 인프라

5.1. 스크러버

반도체 전공정 유해가스 발생

스크러버는 반도체 및 디스플레이 등의 **생산공정에서 필수적으로 사용되는 핵심 환경 설비**이다. 반도체 전공정에서는 과불화화합물(PFCs)을 비롯한 **인체와 환경에 유해한 다량의 가스**가 발생한다. 해당 가스들은 비활성·불연성·무독성 등의 장점으로 인해 **공정에 반드시 필요한 물질**이지만 **환경적인 문제**가 존재한다. 스크러버는 이러한 유해가스와 온실가스를 펌 외부로 배출하기 전에 **정화하여 무해한 물질로 전환하는 역할**을 수행한다.

스크러버 유해가스 정화 역할

기존 스크러버는 비교적 단순한 세정·흡착 원리를 기반으로 한 Wet-Dry 방식이 주를 이루었으나, 최근에는 **미세공정 확대**와 **공정 가스의 다양화**로 인해 고효율 처리가 가능한 **Burn-Wet** 및 **Plasma** 방식이 산업 내 주류로 자리 잡고 있다.

5.2. 칠러

칠러는 온도 조절 역할

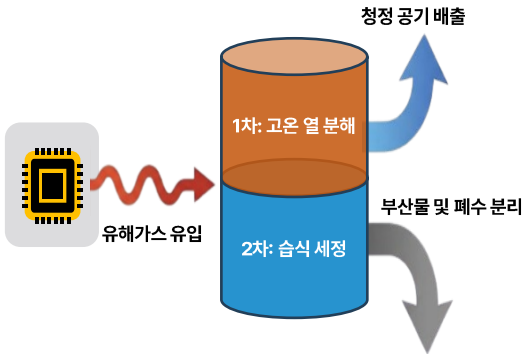
칠러는 반도체 공정에서 장비 및 **유체의 열을 제거하고 지정된 온도를 안정적이고 정밀하게 유지**하는 핵심 냉각 시스템이다. 전공정에서는 고온 공정과 고전력 장비 사용으로 열이 발생하는데 칠러는 이 열을 흡수하여 외부로 방출함으로써 **장비가 최적의 온도 조건에서 안정적으로 작동**하게 한다.

냉동기식 : 냉매
전기식 : 열전소자

칠러는 크게 **온도 제어 방식**에 따라 냉매를 사용하는 **냉동기식**과 열전소자를 사용하는 **전기식**으로 구분되며, 공정 특성과 요구 정밀도에 따라 적용 방식이 달라진다.

[그림 8] 스크러버 작동 과정

[표 4] 냉동기식 칠러 및 전기식 칠러의 비교



구분	냉동기식 칠러	전기식 칠러
온도 범위	-100°C ~ +20°C	-10°C ~ +80°C
온도 안정성	±0.2	±0.1
냉매 사용 여부	O	X

자료 : VIOS

자료 : 언론종합, VIOS

6. 환경 규제로 신규 수요 창출

환경규제로 새로운 변화

한편 스크러버·칠러 등 공정 인프라 장비는 공정 미세화와 환경 규제 강화의 흐름 속에서 새로운 변화가 나타나고 있다. 글로벌 반도체 기업들의 RE100, Net Zero 선언과 각국의 환경 규제 강화가 더해지면서 공정 인프라 장비는 기존 방식에서 친환경적이고 고효율 기술 중심으로 변화하고 있다.

6.1. 스크러버의 변화

Burn-Wet -> Plasma

스크러버는 RE100과 탄소 중립 기조가 직접적인 전환 요인으로 작용하고 있다.

기존 Burn-Wet 스크러버는 대량 처리에 강점이 있으나 연소 과정에서 2차 부산물이 발생하고 에너지 사용량이 높다는 한계가 있다. 이에 따라 고농도 유해가스를 보다 높은 효율로 분해할 수 있고 전력 사용량을 크게 줄일 수 있는 Plasma 스크러버의 도입이 선단 공정을 중심으로 빠르게 확대되고 있다.

6.2. 칠러의 변화

고GWP → 저GWP

칠러는 대부분 냉매 기반의 냉동기식이지만 환경 규제 강화로 기술 전환이 불가피해지고 있다. 기존 냉동기식 칠러에 사용되는 HFC 냉매는 높은 GWP로 인해 '26년, '27년부터 단계적으로 적용되는 미국, 유럽의 냉매 규제(AIM, F-Gas 등)의 주요 규제 대상에 포함된다. 이에 따라 환경부담이 낮은 CO₂를 냉매로 하는 냉동기식 칠러와 냉매를 사용하지 않는 전기식 칠러로의 전환이 가속화되고 있다.

이처럼 환경 규제 강화와 열 관리의 중요성이 커지면서 스크러버와 칠러 모두에서 구조적 변화가 나타나고 있다

[표 5] 환경 규제 현황

구분	채택 대상	내용	해당되는 장비
RE100, Net Zero	글로벌 기업	기업의 재생에너지 100% 전환 및 탄소중립 목표 강화	스크러버
AIM Act	미국	HFC 사용량을 '36년까지 85% 감축	칠러
F-Gas 규제	유럽	고GWP 냉매의 시장 공급량 '26년까지 90% 감축	칠러

자료 : 언론종합, VIOS

II. 기업 분석

1. 기업 소개

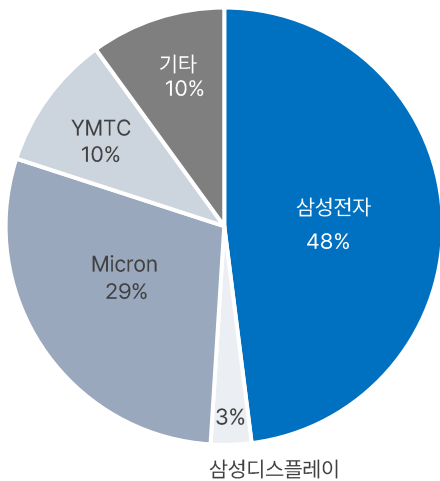
스크러버 & 칠러 + 액침냉각

GST는 반도체 공정 환경 장비기업으로 2001년에 설립되어 2006년 코스닥 시장에 상장했다. 동사는 **스크러버와 칠러**를 중심으로 성장해 왔으며 장비 설치 이후의 **유지 보수** 매출을 통해 **안정적인 반복 매출 구조**를 확보하고 있다. 강화되는 글로벌 환경규제로 친환경 공정 전환 흐름 속에서 CO₂ 칠러와 Plasma 스크러버 등 **친환경적인 공정 장비로 제품군을 확장**하고 있으며, 데이터센터 서버의 발열을 해결하는 **액침냉각 장비**를 신사업으로 **사업영역을 확장**하고 있다.

동사 매출 ≈ 전방사 CAPEX

동사는 삼성전자, Micron 등 글로벌 Top-Tier 메모리 반도체 업체를 주요 고객사로 확보하고 있으며, 스크러버·칠러는 신규 Fab 투자와 공정 전환 시 **필수적으로 투입되는 기반 인프라**로서 동사 매출은 **고객사들의 CAPEX 흐름과 높은 연동성**을 보인다. 또한 동사는 9개의 해외 법인을 기반으로 전 대륙에 걸쳐 고객 매출처를 확보하고 있다.

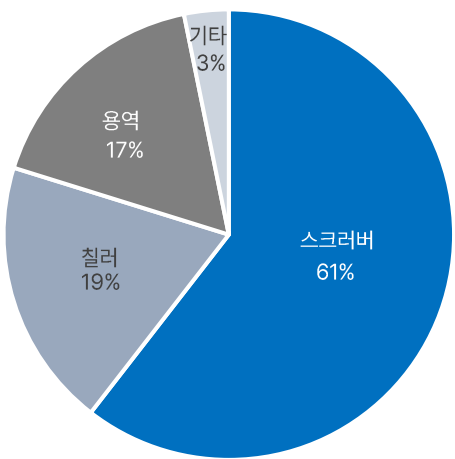
[그림 9] 25년 동사 고객사별 매출 비중



자료 : 동사IR, VIOS

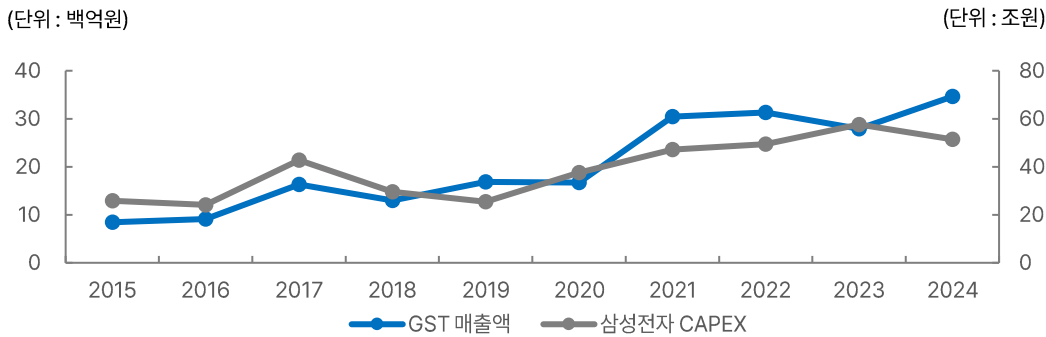
[그림 10] 25년 동사 제품 별 매출 비중

(단위 : %)



자료 : 동사IR, VIOS

[그림 11] 삼성전자 CAPEX와 동사 매출액 연동성



자료 : Dart, VIOS

2. 주요 제품분석

2.1. 액침냉각

단상형·이상형
모두 갖춘 국내 유일 기업

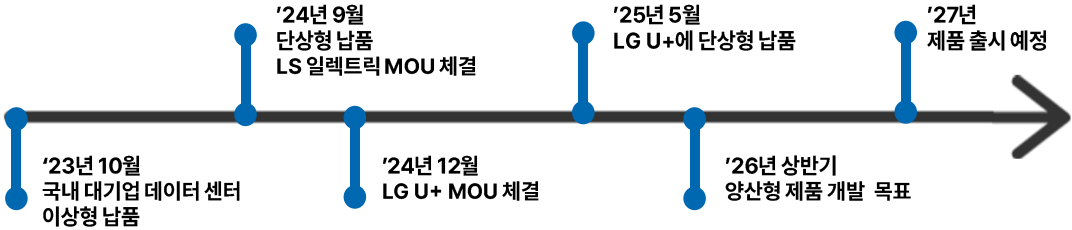
동사는 서버를 절연액에 직접 침지해 고발열 서버의 열을 빠르게 제거하는 액침냉각 솔루션을 **국내에서 선제적으로 개발**해 왔으며 단상형과 이상형 두 방식 모두에 대한 설계, 제조 역량을 확보하고 있다.

다양한 협업 및 실증 테스트 중

동사는 액침냉각 솔루션의 상용화를 위해 **국내 대기업 데이터센터와 단계적 실증 및 검증 작업**을 진행하고 있다. '23년 10월 이상형 장비를 시작으로 '24년 9월과 '25년 5월에는 단상형 장비를 납품해 데이터를 확보하고 있으며, 이를 기반으로 **지속적인 개선 작업**이 이뤄지고 있다.

또한 동사는 '24년 9월 LS일렉트릭과 액침냉각 시스템 제어 솔루션의 국산화를 위한 MOU를 체결했으며, '24년 12월에는 LG U+와 액침냉각 솔루션 공동 개발 및 사업 협력을 위한 MOU를 체결하며 기술 협업 체계를 확대하고 있다. 이러한 실증 데이터와 협력 기반을 바탕으로 동사는 **'26년 상반기 양산형 제품 개발**을 목표로 하고 있다.

[그림 12] 동사 액침냉각 타임라인



자료: 언론보도, VIOS

국내 시장에서는 경쟁사 대비
확실한 비교우위

한편 해외 시장은 Submer, GRC, LiquidStack이 과점하고 있으며 국내에서는 동사와 케이엔솔, 데이터빈이 액침냉각 사업을 전개하고 있다. 케이엔솔은 Submer의 해외 솔루션을 도입, 유통하는 구조이고, 데이터빈은 스타트업 특성상 대형 프로젝트 수행 경험과 안정적인 고객 확보·유지 보수 체계가 미흡하다. 반면, 동사는 **국내에서 유일하게 이상형을 자체 개발**해 단상형과 이상형 솔루션을 모두 확보했을 뿐 아니라, **실제 데이터센터 환경에서 실증을 진행한 국내 유일 기업**으로 기술 완성도 측면에서 뚜렷한 차별성을 보인다.

[표 6] 경쟁사 별 액침냉각 경쟁력 비교

구분	GST	케이엔솔	데이터빈	해외 글로벌 기업
자체기술(단상형)	O	X	O	O
자체기술(이상형)	O	X	X	O
대형 프로젝트 대응력	O	O	X	O
유지보수 및 현장 대응	O	O	△	X

자료: 언론보도, VIOS

2.2. 스크러버

동사는 전 라인업 보유 중

동사의 스크러버 제품군은 Burn-Wet, Plasma-Wet, Heat-Wet, Wet, Dry 등 공정 특성에 따른 전 라인업을 갖추고 있다. 이 중 Wet, Dry 등 일부 방식은 특정 가스나 공정에서만 사용되어 적용 범위 및 비용 효율성 측면에서 한계가 존재하기 때문에 시장 내 비중은 크지 않다. 반면 고효율 처리가 가능한 **Burn-Wet과 Plasma 계열이 산업 내 주류 기술로 자리 잡고 있다.**

환경변화에도 대응 가능

온실가스 감축으로 인한 **Plasma 전환 수요**에도 동사는 Burn-Wet과 Plasma-Wet 양쪽 기술 모두를 확보함으로써 **고객사의 다양한 요구**에 대응할 수 있는 **기술적 유연성**을 갖추고 있다. 특히 Plasma-Wet은 주요 고객사의 전환 수요를 기반으로 **레퍼런스를 점진적으로 축적**하며 향후 시장 확장 구간에서 **경쟁력을 더욱 강화**할 것으로 기대된다.

[그림 13] 동사 스크러버 제품 라인업



자료 : 동사 IR, VIOS

글로벌 시장은 Ebara(일본)와 Edwards(영국)가 비메모리 선단 공정 중심으로 약 60~70% 점유율을 차지하며 과점 구조를 보이고 있으나, 국내 시장은 메모리 공정 중심으로 유니셀과 동사가 양분하고 있다.

삼성전자 내 스크러버 점유율 확대

최근 동사의 최대 고객사인 삼성전자의 P4 내 경쟁사 공급 비중은 축소되는 반면 **동사의 공급 비중은 꾸준히 확대**되고 있다. 이는 **제품 신뢰도**를 고객사로부터 인정받고 있다는 의미로 변화하는 시장 환경에서도 경쟁사 대비 **안정적인 지위를 확보**하고 있음을 보여준다.

2.3. 칠러

전기식: 80%, 냉동기식: 20%

칠러는 반도체 공정 장비의 작동 과정에서 발생하는 열을 제거해 장비 온도를 일정하게 유지하는 장비다. 동사의 칠러 제품은 크게 **냉동기식**과 **전기식**으로 구성되며, 이 중 전기식 칠러가 **매출의 약 80%**를 차지한다.

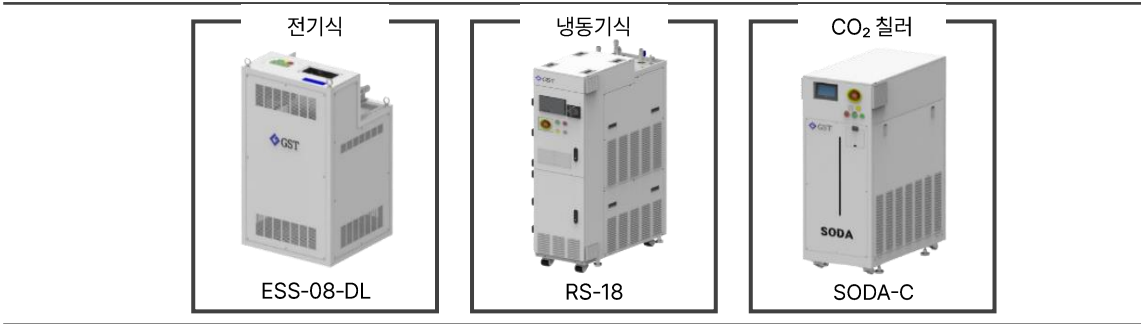
기존 냉동기식 규제 리스크 ↑

전기식은 구조가 단순하고 정밀한 온도 제어가 가능하며 냉매를 사용하지 않아 **냉매 규제**에서 **자유롭다**는 점이 장점이다. 반면 냉동기식은 **넓은 온도 범위를 대응**할 수 있어 대용량, 특수 공정에 적합하지만 기존 HFC계 냉매를 사용하는 제품은 **높은 GWP로 인해 규제 리스크**가 커지고 있다.

국내 유일의
CO₂ 칠러 납품 레퍼런스

주요 경쟁사인 유니셀, FST는 냉동기식 비중이 높은 포트폴리오를 보유하고 있다. 반면, 동사는 전기식 중심의 매출 구조를 유지하면서 CO₂ 칠러를 통해 냉동기식 제품군을 확장하고 있어 향후 냉매 전환 과정에서 냉동기식 수요 일부를 흡수할 수 있는 위치에 있다. 특히 동사는 해외 고객사에 CO₂ 칠러 납품 레퍼런스를 확보한 국내 유일 업체로서 경쟁사 대비 신규 수요에 빠르게 대응하고 있다.

[그림 14] 동사 칠러 제품 라인업



자료 : 동사R, VIOS

3. 재무분석

3.1. 매출액 및 영업이익률

동사는 최근 5년 동안 반도체 장비 사업을 기반으로 안정적인 성장 흐름을 유지해왔다. 특히 '21년에 반도체 업사이클과 중화권 스크러버 점유율 증가로 매출이 전년 대비 큰 폭으로 증가했고, 이후 업황 변동 속에서도 3,000억 원 안팎의 외형을 유지하며 성장세를 이어갔다.

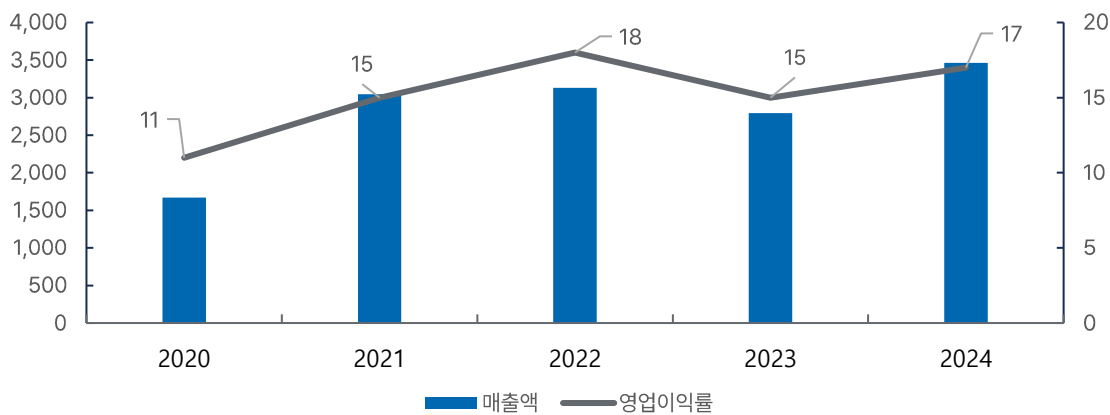
영업이익률은 '20~'22년까지 꾸준한 상승세를 보이며 수익성 구조가 안정화되었다. 다만 '23년에는 반도체 다운사이클로 일시적으로 하락했으나 '24년 들어 스크러버 ASP 인상과 북미 주요 고객사향 매출 비중 회복이 맞물리며 다시 17% 수준까지 회복세를 나타냈다.

업황 하락기에도 '21년 당시와 유사한 수준의 영업이익률을 유지한 점을 고려하면, 동사는 반도체 사이클 변동 속에서도 이익을 안정적으로 방어할 수 있는 구조를 갖추고 있다.

사이클 변동 속에서도
이익률 안정

[그림 15] 동사 매출액 및 영업이익률 추이

(단위: 억 원, %)



자료 : Dart, VIOS

III. 투자포인트 & 리스크포인트

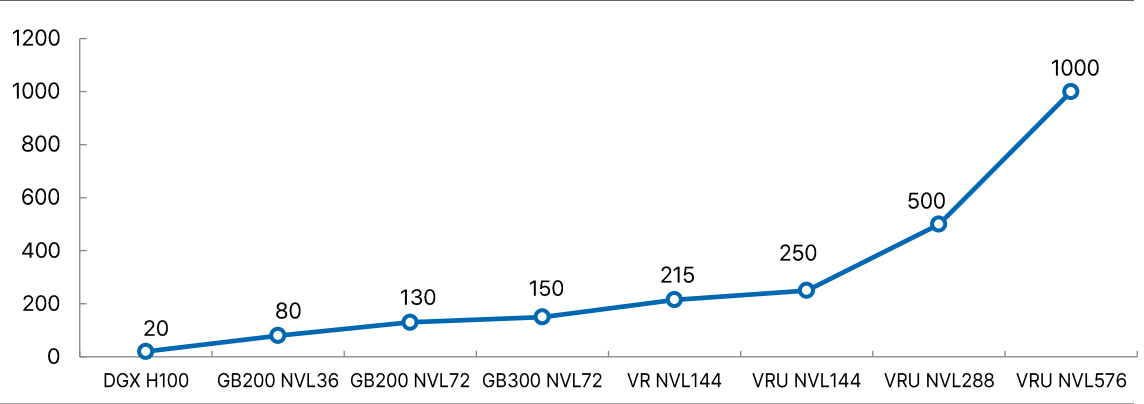
투자포인트

㉠ 1MW 고발열을 만나고, 액침 성공시대 시작됐다~♪

고밀도 랙? 액침이 유일해

AI 데이터센터의 랙 당 전력 밀도는 엔비디아의 제품 세대교체에 따라 급격히 상승하고 있다. NVIDIA Rack Scale 로드맵은 1H26 NVL144(215KW) → 2H26 NVL144 Upgrade(250KW) → 1H27 NVL288(500KW) → 2H27 NVL576(1MW)로 **1MW급 전력 소비가 현실화되는 구간**에 진입할 전망이다.

[그림 16] NVIDIA Rack Scale Road Map (단위 : KW)



자료 : LS증권, VIOS

공랭식은 10~20KW, 액체냉각(D2C)도 구조적으로 300~500KW가 한계로 평가되는 만큼, 1MW급 랙이 도입되는 '27년 전후로 고밀도 랙 운영에서는 액침냉각이 유일한 대안으로 부상된다. 아울러 전력 소모가 기하급수적으로 증가하는 고밀도 환경에서는 **냉각 능력과 함께 PUE 개선이 필수 요건**으로 요구된다.

전력 사용량 또한 절감

액침냉각은 공랭식 대비 전체 **데이터센터 전력 사용량을 약 37%까지 절감**할 수 있어 전력 인프라 부담이 커지는 AI 데이터센터 환경에서 **기술적, 경제적 측면** 모두에서 도입 매력도가 높다. 이에 따라 냉각 기술은 **공랭 → 액체냉각 → 액침냉각**으로 구조적 전환이 가속화되고 있다.

액침은 로컬시장이 주도!

특히 액침냉각은 운영 안정성과 **현장 대응 속도가 핵심 경쟁력**으로 작용하기 때문에, 현지 지원 체계가 취약한 해외 업체는 국내 시장에서 경쟁력 확보가 현실적으로 어렵다. 따라서 국내 시장은 당분간 **국내 기업 중심으로 형성**될 가능성이 높다. 국내에서는 동사와 케이엔솔, 데이터빈이 액침냉각 솔루션을 제공하고 있다.

다만 '기업분석'에서 살펴본 바와 같이, 동사는 **국내 유일의 이상형 기술 개발**을 통해 경쟁사 대비 **차별화된 기술 포트폴리오**를 구축하였으며, **국내 고객사 레퍼런스, 서비스 대응력 측면**에서 상대적으로 우수한 입지를 확보하고 있다. 이에 따라 시장이 형성되는 초기 구간에서 동사가 **국내 시장을 우선적으로 점유**할 가능성이 높다고 판단되며 향후 액침냉각 시장이 본격 성장할 경우 동사 **매출 확대를 견인할 핵심 동력**으로 작용할 것이다.

◎ 글로벌 CAPEX 빅사이클과 친환경 트렌드, 두 마리 토끼를 잡다

고객사들의 투자 사이클

동사의 고객사들은 삼성전자, Micron 등 글로벌 Top-Tier 고객사로 **AI 확산에 따른 HBM·DDR5 수요 급증에 대응하기 위한 공격적인 투자 사이클**에 진입하고 있다.

삼성전자는 메모리 반도체 업황 둔화로 중단됐던 P4 공사를 최근 AI 반도체 시장의 급성장과 이에 따른 HBM 생산 능력 확보가 시급해짐에 따라 전격 재개하였다. 또한 **P5도 '27년까지 60조 원 규모의 투자를 추진**하며 고성능 메모리 전환을 위한 설비 도입을 본격화하고 있다. Micron 역시 **뉴욕주 클레이에 총 1,000억 달러를 투입**해 16년에 걸쳐 총 4개의 제조 라인을 단계적으로 구축할 계획이며, 1호 공장은 '26년 2분기 착공이 예정되어 있다. 또한 **아이다호 보이시 지역에도 약 300억 달러를 투자**해 HBM·DDR5 생산능력 확보를 위한 중장기 투자 로드맵을 유지하고 있다.

고객사들의 신규 Fab은 대부분 **EUUV 기반의 선단 공정 및 고사양 메모리 생산을 목표로** 하고 있어 공정 중 발생하는 고독성·온실가스 처리를 위한 **스크러버와, 열부하가 크게 증가한 장비 온도 제어를 위한 칠러의 수요가 증가**하고 있다.

환경 변화와 전방사 투자로 인한 구조적 수혜

특히 스크러버의 경우, RE100·Net Zero 추진으로 온실가스 감축 기준이 강화되면서 기술 트렌드가 친환경적인 Plasma 방식으로 빠르게 이동하는 흐름이 나타나고 있다.

특히 동사는 주요 고객사향으로 Burn-Wet과 Plasma-Wet 스크러버를 모두 대량 공급해온 레퍼런스를 보유하고 있어, EUUV 기반 선단 공정을 중심으로 Plasma 방식 채택이 확대되는 신규 Fab에 **전 공정 대응이 가능하다**. 이에 따라 **전방 고객사의 대규모 CAPEX 투자와 RE100·Net Zero 요구로 강화되는 친환경 공정 도입** 흐름 모두에서 동사는 **안정적으로 신규 수주를 확보**할 수 있는 구조적 수혜가 예상된다.

[표 7] 전방사 Fab 투자 계획

기업명	Fab	투자 기간	투자 금액	지역
삼성전자	P4	공사 재개	-	평택
	P5	~ 27 년	60조 원	
Micron	Micron Technology Megafab campus	26 년 ~	1,000억 달러	뉴욕 클레이
	ID1	~ 30 년	300억 달러	아이다호 보이시

자료 : 언론보도, VIOS

AIM, F-gas
고GWP 금지

㉠ 환경 규제가 만든 기회의 땅, 준비된 기술력으로 시장을 선점하다

미국, 유럽을 중심으로 저GWP 냉매 전환이 의무화되며 반도체용 **칠러 시장은 구조적 전환기에** 진입하고 있다. **미국 AIM법**은 '26년부터 **GWP 700 초과 냉매**를 사용하는 반도체용 칠러의 판매를 제한하고, **EU F-gas 규제**는 '27년부터 **GWP 750 이상 냉매** 적용 제품의 신규 출시를 금지할 예정이다. 현재 반도체용 칠러 중 **약 40%**가 GWP 1,000~4,000 수준의 **고GWP HFC 냉매를** 사용하고 있어, 규제 시행 시점부터 교체가 불가피한 구조다.

이러한 시장 변화 속에서 동사는 **GWP가 1에 불과한 CO₂ 냉매 기반 칠러를 개발해** 선제적으로 대응하고 있다. CO₂ 칠러는 **규제 충족뿐 아니라 냉매 공급 안정성 측면**에서도 강점이 있어 장기적으로 전환 수요가 확대될 가능성이 높다. 실제로 동사는 '25년 8월 글로벌 반도체 기업과 CO₂ 칠러 공급 계약을 체결하며 **해외 레퍼런스를 확보한 국내 유일 기업**으로 자리 잡았다.

동사는 규제 리스크 제한적
오히려 좋아!

한편 동사는 칠러 매출 중 전기식 비중이 약 80%로 HFC 기반 냉동기식 비중이 낮아 **규제 리스크가 제한적**이다. 규제가 본격화되는 '26~'27년을 기점으로 **전환 수요와 신규 투자 수요**가 동시에 열리며 전기식 중심 포트폴리오와 CO₂ 칠러의 조합을 통해 경쟁사 대비 **시장 점유율 확대**가 기대된다.

리스크 분석

㉡ 반도체 CAPEX 사이클 변동성

동사 매출의 대부분은 **전방사 CAPEX에** 연동된다. 스크러버와 칠러는 신규 Fab 건설, 라인 증설 시 반드시 수반되는 장비이기 때문에, 메모리 가격 하락 또는 고객사의 투자 보류가 발생하면 동사의 매출에 영향을 준다. 대부분의 고객사가 메모리 반도체 사업을 영위하기에, **메모리 사이클 변동이 동사 실적에 미치는 민감도는 존재한다.**

다만 미세공정, 환경규제 등 **구조적 요인**이 기본 수요를 유지시키고, 액침방각 등 신사업으로 **사업 부를 다변화**하고 있기 때문에, 과거 대비 사이클 변동성은 완화될 가능성이 있다.

㉢ 친환경 칠러 시장에서의 점유율 축소 가능성

CO₂ 칠러는 글로벌 ATS·SMC 등 글로벌 선도기업이 기술 기반을 선점해 온 분야이다. 다만 본격적인 CO₂ 칠러 전환 수요는 이제 막 형성되기 시작한 단계로 동사는 해외 레퍼런스를 확보하며 **초기 시장에 비교적 빠르게** 진입하고 있다. 아직 시장에 진입하지 못한 경쟁사들은 CO₂ 칠러의 높은 기술적 난이도에 따라 **초기 진입장벽에** 직면하고 있다.

이러한 환경은 동사에게 기술적 우위를 바탕으로 초기 시장을 확보할 수 있는 기회를 제공하나, 추후 국내외 경쟁사뿐 아니라 글로벌 선도 기업들이 CO₂ 기반 제품 개발 후 시장에 **본격 진입할 가능성**이 존재한다. 따라서 **중장기적으로 경쟁 심화 가능성**이 존재하며 현재의 초기 레퍼런스가 **지속적인 경쟁력**으로 이어질지는 모니터링이 필요한 리스크 요인이다.

동사 입장에서
CO₂ 칠러는 신규 시장!

하지만, 동사의 '24년 **해외 칠러 매출 비중이 약 1%** 수준에 머물렀다는 점을 고려하면, 동사의 시장 진입은 **매출처 다변화 측면에서 긍정적인 의미**를 갖는다. 환경 규제를 받는 칠러 시장 중 **40%가 CO₂ 칠러로** 전환 될 것으로 전망되고 **시장의 절대 규모가 커지는 구조**라는 점을 감안할 때, 중장기적으로 경쟁이 유입되더라도 동사는 **일정 수준의 성장 기회를 확보**할 수 있을 것으로 판단된다.

IV. Valuation

1. 매출액 추정

동사의 매출은 ① 스크러버 ② 칠러 ③ 용역 ④ 기타로 구성된 기존 사업부와 신규 사업부인 ⑤ 액침냉각으로 구분된다.

용역 및 기타 매출은 스크러버·칠러 판매 이후 발생하는 유지 보수 및 부수 매출로 본질적으로 해당 장비 매출과 연동되기에 과거 비중 및 연동 구조를 기반으로 추정하였다.

그 외 주요 사업부는 단가(P)와 판매량(Q)에 기반한 Bottom-up 방식의 매출 추정 모델을 적용하여 산출하였다.

최종 매출은 제품군별 추정 매출액에 더해, CO₂ 칠러 도입 확대로 발생하는 신규 수요분(추가 매출)을 별도로 반영하여 산정하였다.

[표 8] 제품 별 P & Q 논리

P 논리

스크러버는 동사가 DART에 연도별 P를 공시하고 있어 해당 값을 그대로 차용하였다. 칠러는 공시자료상 개별 P가 명시되어 있지 않아 생산실적과 매출액을 이용해 P를 역산하였다. 스크러버도 동일한 방식으로 계산해 본 결과 역산된 P와 DART에 공시된 P가 거의 일치하는 것으로 확인되었다. 이에 칠러는 역산된 P를 차용하는 것이 합리적이라고 판단했다.

‘26년 이후에는 물가 상승률을 고려하여 기대인플레이션 2%를 반영하였다.

Q 논리

‘25년 3분기까지의 판매량(Q)은 제품별 매출 비중과 추정 단가(P)를 기반으로 역산하여 산출하였다. 4분기 판매량은 3분기 실적을 기준으로 한 분기 평균치(3분기 판매량 ÷ 3)를 적용해 추정하였다.

이후 연도에 대해서는 동사의 매출 구조가 지역별로 특정 고객사에 높은 비중으로 집중되어 있다는 점을 고려하여 지역별 주요 고객사의 CAPEX와 연동성을 핵심 추정 근거로 적용하였다. 동사의 국내 매출은 대부분 삼성전자항이며, 중국을 제외한 해외 매출은 Micron 향 비중이 높다. 즉, 각 지역별 매출은 삼성전자 및 Micron의 투자 집행 규모에 직접적으로 영향을 받는 구조를 보인다.

이에 따라 지역을 ① 국내 ② 중국 제외 해외 ③ 중국으로 구분한 뒤 각 지역 특정 고객사의 CAPEX 전망을 반영하여 스크러버·칠러의 판매량(Q)을 산정하였다.

자료 : VIOS

1.1. 스크러버 및 칠러 지역 별 세부 Q 논리

㉠ 국내(삼성전자)

상관계수
[App1] 수록

‘25년 3Q 기준 동사의 국내 매출 비중은 48%이며, 전체 매출 중 삼성전자향 비중 또한 48%를 차지한다. 삼성전자의 매출은 미국을 통해 일부 해외에서도 발생하지만 대부분의 매출이 국내에서 이루어진다는 점을 감안하면 동사의 국내 매출은 대부분이 삼성전자향 매출로 구성되어 있다.

실제로 지난 10년간 동사의 내수 매출 YoY와 삼성전자 CAPEX YoY의 상관계수는 0.90으로, 두 지표는 매우 높은 수준의 동행성을 보인다. 이에 삼성전자 CAPEX 증가율을 동사 내수 Q 증가율에 반영하였다.

㉡ 중국 제외 해외(Micron)

‘25년 3Q 기준 동사의 중국을 제외한 해외 매출은 Micron향 비중이 높게 형성되어 있는 것으로 판단된다. 전체 매출 중 중국 및 한국을 제외한 지역의 비중은 약 33%이며, 이 중 Micron향이 약 29%를 차지한다. Micron은 국내와 중국에서 실질적인 매출이 발생하지 않는 점을 감안하면 중국 제외 해외 매출의 대부분이 Micron향 매출로 구성되어 있다고 해석할 수 있다.

또한 동사가 지역·고객사별 매출 비중을 IR자료를 통해 상세 공시한 시점이 ‘19년부터이기 때문에 ‘19~’25년의 중국 제외 해외 매출 YoY와 Micron CAPEX YoY의 상관성을 분석하였다. 해당 상관계수는 0.73으로, 이는 두 지표가 유의미한 수준의 동행성을 보인다는 점을 보여준다. 이에 Micron의 CAPEX 증가율을 중국 제외 해외 Q 증가율에 반영하였다.

㉢ 중국

스크러버 & 칠러
동일 성장률 논리
[App2] 수록

중국향 매출의 경우 주요 고객사가 다변화되어 있고, 다수의 고객사가 비상장사로 구성되어 있어 개별 고객사의 CAPEX 변동과 직접적으로 연동하여 판매량(Q)을 추정하기에는 한계가 존재한다.

이에 따라 중국향 Q는 중국 반도체 산업의 연평균 성장률(CAGR) 6.45%를 적용하여 추정하였다.

[표 9] 국가 별 판매량 추정

(단위 : 대)

국가	제품명	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
국내	스크러버	509	590	593	572	594
	칠러	906	1,050	1,055	1,019	1,057
중국 제외 해외	스크러버	659	772	809	820	862
	칠러	190	223	234	237	249
중국	스크러버	379	404	430	457	487
	칠러	110	117	124	132	141

자료 : VIOS

1.2. 액침냉각

액침냉각 매출은 단가(P)와 판매량(Q)을 기반으로 산정하였으며, 투자 포인트에서 제시한 도입 시점에 맞추어 실질적인 매출 인식은 '27년부터 발생하는 것으로 추정하였다. 단가(P)는 DatacenterKnowledge에서 제시한 1MW당 약 100만 달러 수준의 구축 비용을 기준으로 설정하였다. 국내 액침냉각 시장은 아직 초기 단계에 있어 글로벌 표준 단가를 보수적으로 적용하되, 연도별 환율 변동만 반영하여 연간 단가(P)를 산출하였다.

판매량(Q)은 IDC에서 제시한 국내 데이터센터 전력 수요 전망을 기반으로 도출하였다. 국내 데이터센터 전력 수요는 지속적인 증가세를 보이고 있으며 이를 바탕으로 '27~'29년의 국내 연간 신규 전력량(MW)을 산정하였다. 이후 이 신규 전력량 중 액침냉각이 적용되는 침투율은 글로벌 액침냉각 시장 규모와 성장률을 근거로 단계적으로 확대하였다.

이렇게 산출된 국내 액침냉각 적용 전력량에 당사의 예상 점유율을 반영함으로써 액침냉각 사업부의 연간 매출을 최종적으로 산정하였다.

국내 점유율 가정은 다음과 같은 산업 구조적 요인에 기반한다. 액침냉각 기술은 고도의 유지·보수 역량과 현장 대응능력이 요구되기 때문에 국내에 자체 설비·기술·서비스 인프라를 갖춘 업체만이 안정적으로 공급할 수 있다. 현재 국내에서 액침냉각 솔루션을 공급할 수 있는 기업은 동사, 케이엔솔, 데이터빈으로 한정된다. 케이엔솔은 외산(Submer) 기술 유통 구조로 커스터마이징과 기술 지원 측면에서 제약이 있으며, 데이터빈은 스타트업으로 대형 프로젝트 수행 경험과 유지·보수 체계가 충분히 성숙하지 않은 상황이다.

반면 동사는 이들 중 유일하게 단상형과 이상형을 모두 자체 개발하고, 실제 데이터센터 환경에서 실증을 완료한 유일한 국내 기업으로 기술 완성도·신뢰성·운영 역량 측면에서 뚜렷한 우위를 확보하고 있다. 이러한 점을 감안하여 초기 점유율을 보수적으로 40% 수준으로 설정하였다.

향후 시장 확대로 경쟁사 진입 가능성이 존재하지만, 액침냉각 기술은 개발 및 실증에 최소 2년 이상의 시간이 요구되고, 현재까지 국내에서 기술 성과를 공식적으로 발표한 사례가 없다. 이에 '28~'29년에는 경쟁 심화를 보수적으로 반영해 점유율을 연간 5%p씩 하향 조정(40% → 35% → 30%)하였다. 그럼에도 불구하고, 동사는 초기 실증 경험과 운용 레퍼런스를 바탕으로 일정 수준의 시장 방어력을 유지할 것으로 판단된다.

[표 10] 액침냉각 매출액 추정

(단위 : 원)

연도	2026E	2027E	2028E	2029E
국내 데이터센터 전력량(MW)	4,978	5,571	6,173	6,839
한국 데이터센터 NEW 전력량(MW)	-	592	602	667
신규 수요 중 액침냉각 침투율	-	22%	23%	24%
한국 데이터센터 신규 수요 내 액침냉각 사용 전력량	-	133	141	163
동사 예상 국내 점유율	-	40%	35%	30%
동사 매출액	-	75,196,536,462	71,039,815,694	71,727,195,699

자료 : VIOS

1.3. CO₂ 칠러

CO₂ 칠러는 기존 동사 칠러 대비 약 10~15% 수준의 프리미엄을 갖는 제품으로 알려져 있으나 보수적인 추정을 위해 단가(P)는 기존 칠러 ASP와 동일하게 가정하였다.

판매량(Q)은 글로벌 반도체 칠러 시장의 구조를 단계적으로 분해하는 방식으로 산출하였다.

우선 ① 글로벌 반도체 칠러 시장 규모를 기준으로, ② 미국·유럽 지역 시장 비중, ③ 전체 칠러 중 냉동기식 칠러 비중(89%), ④ 냉동기식 칠러 중 기존 HFC 냉매 사용 비중(45%)으로 각 국가 별 교체 수요를 산정하였다.

판매량 Q는 해당 교체 수요에 동사의 칠러 시장 내 점유율을 적용하여 연간 CO₂ 칠러 Q를 도출하였다.

또한 규제 도입 일정에 맞추어 미국은 '26년부터, 유럽은 '27년부터 CO₂ 칠러 매출을 반영하였으며 이후에는 CO₂ 칠러의 연평균 성장률(CAGR) 6.3%를 적용하여 산정하였다.

[표 11] CO₂ 칠러 매출액 추정 (단위 : 원)

연도	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
미국향 매출	-	13,102,167,577	13,927,604,135	14,805,043,195	15,737,760,916
유럽향 매출	-	-	9,489,263,585	10,087,087,191	10,722,573,684
전체 매출액	-	13,102,167,577	23,416,867,720	24,892,130,386	26,460,334,600

자료 : VIOS

1.4. 용역 및 기타 매출

용역 매출은 스크러버·칠러 판매 후 1~2년 시차를 두고 발생하는 유지보수 성격의 매출로, 과거 수년간의 추세를 고려할 때 장비 매출 대비 일정 비율로 연동되는 구조를 보인다. 이에 최근 1~2년간의 스크러버·칠러 매출 대비 용역 매출 비중을 산출하여, 평균 용역 비중을 향후 매출과 연동하는 방식으로 추정하였다.

기타 매출은 반제품 및 소규모 부품 공급 등 변동성이 큰 항목으로 개별 추정이 어렵다. 따라서 과도한 과대추정을 방지하기 위해 최근 3개년 전체 매출 대비 비중 중 하단 비중을 적용하여 보수적으로 산정하였다.

[표 12] 기존 사업부 매출액 추정 (단위 : 원)

연도	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
스크러버	205,392,096,000	239,124,553,550	253,012,718,161	260,655,067,052	279,273,006,807
칠러	65,575,016,449	90,177,638,441	103,359,426,036	104,994,399,440	111,625,079,138
스크러버 & 칠러 매출	270,967,112,449	329,302,191,991	356,372,144,196	365,649,466,492	390,898,085,944
용역 매출	66,290,292,613	73,221,371,216	83,639,151,181	88,072,823,300	92,284,327,667
기타 매출	12,594,674,878	15,032,000,286	16,431,957,089	16,943,985,926	18,044,156,525
기존 사업부 매출	349,852,079,939	417,555,563,493	456,443,252,466	470,666,275,717	501,226,570,136
기타 매출 비중	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%

자료 : VIOS

2. 매출원가 추정

동사는 과거 매출액 대비 매출원가율이 비교적 일정하게 유지되는 경향을 보인다. 따라서 향후에도 큰 변화가 없을 것으로 가정하여, 과거 5개년 매출 원가율 평균인 63%를 적용하여 매출원가를 추정했다.

[표 13] 매출원가 추정 (단위 : 백만 원)

연도	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
매출액	166,880	304,487	312,848	279,215	346,228	349,852	417,556	531,640	541,706	572,954
매출원가	105,676	190,624	192,959	185,309	217,193	221,601	264,485	336,748	343,124	362,916
매출원가율	63%	63%	62%	66%	63%	63%	63%	63%	63%	63%

자료 : VIOS

3. 판매비와 관리비 추정

[App4] 수록

판관비는 인건비, 유무형자산 상각비, 경상연구개발비, 기타판관비로 분류하여 추정하였다.

3.1. 인건비 추정

인건비는 급여, 퇴직급여, 주식보상비용, 복리후생비로 분류된다.

급여, 퇴직급여, 복리후생비는 과거 매출액 추이와 높은 상관관계를 보이며, 매출 성장률에 따라 유사한 방향으로 변동하는 것으로 판단하였다. 따라서 매출액 증가율을 반영하여 추정하였다.

주식보상비용은 변동성이 상당히 커서 추정이 어렵다고 판단해 최근 3개년 값을 Average Flat 처리하였다.

[표 14] 인건비 추정 (단위 : 백만 원)

연도	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
급여	8,942	14,210	15,838	15,819	20,153	20,364	24,305	30,946	31,532	33,351
퇴직급여	634	997	1,013	843	1,180	1,192	1,423	1,812	1,846	1,952
주식보상비용	741	631	744	206	79	343	343	343	343	343
복리후생비	1,508	2,101	2,322	2,444	2,602	2,629	3,138	3,995	4,071	4,305
판관비 포함 인건비	11,825	17,939	19,917	19,311	24,014	24,529	29,209	37,096	37,792	39,952

자료 : VIOS

3.2. 유무형상각비 및 CAPEX 추정

동사의 영업자산은 유형자산, 무형자산으로 구성되어 있고 자산별로 취득가액 및 상각률 추정을 선행했다. 상각비를 구하는 과정은 아래 공식을 거쳐 산정한다.

상각비 = (기초장부금액 + 당기취득가액) * 상각률

상각률은 과거 추세상 변동성이 낮아 향후에도 큰 변화가 없을 것으로 가정하여 최근 5개년 평균 상각률을 적용했다. 판관비에 포함되는 비중 또한 변동이 크지 않음을 확인하여 최근 5개년 평균 비중을 사용하였다.

㉠ 유형자산

동사는 '23, '24년 액침냉각 개발을 시작하며 비교적 높은 CAPEX를 기초를 보였다. 하지만 액침냉각 사업은 조립, 모듈형 사업이기에 초기 Setup 이후 큰 설비투자가 필요하지 않은 것으로 판단된다. 따라서 매출이 발생하는 '27년까지는 '23~'25년의 평균 당기 취득가액을 산정하였고 그 이후 '28년부터는 일회성 성격이 강한 '23~'25년을 제외한 '20~'22년의 평균으로 당기 취득가액을 산정했다.

㉡ 무형자산

동사의 무형자산은 산업재산권, 소프트웨어, 회원권, 영업권으로 구성되어 있으며, 이 중 소프트웨어 비중이 최근 5개년 평균 약 81.5%로 큰 비중을 보인다. 소프트웨어는 일회성 성격이 아닌 꾸준한 투자가 발생되며 무형자산취득 추이도 비교적 일정하게 나타나 이후에도 무형자산 CAPEX는 일정할 것으로 가정했다. 이에 최근 5개년 평균으로 당기 취득가액을 산정하였다.

[표 15] 유무형상각비 추정 (단위: 백만 원)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
유형자산상각비	3,063	4,186	4,714	4,786	4,855
무형자산상각비	1,107	716	699	686	675
판관비 내 상각비 합계	4,170	4,902	5,413	5,472	5,530

자료 : VIOS

[표 16] CAPEX 추정 (단위: 백만 원)

연도	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
유형자산 CAPEX	12,973	17,464	17,464	6,641	6,641
무형자산 CAPEX	182	645	645	645	645
총 CAPEX	13,155	18,110	18,110	7,286	7,286

자료 : VIOS

3.3. 경상연구개발비 및 기타 판관비 추정

경상연구개발비의 경우, '20년을 제외하고 과거 매출액 대비 연구개발비의 비중이 비교적 일정하게 유지된다. 이에 '20년 아웃라이어 제외한 최근 5개년 매출액 대비 경상연구개발비 비중의 평균인 5.5%를 적용하여 추정하였다.

기타 판관비는 고정비와 변동비로 분류하여 추정하였다. 변동비의 경우 매출액 증가율에 연동하여 산정했다. 고정비의 경우, 5개년 값을 Average Flat 처리하였다.

4. 영업외수익 추정

[App5] 수록

금융손익의 경우 이자수익/이자비용은 동사의 이자부자산 및 이자부부채 잔액에 유효이자율을 적용하여 추정하였다. 그 외 금융자산의 외환차이의 경우 합리적 추정이 불가능하여 5개년 Average Flat 처리하였다. 기타손익의 또한 추정의 불확실성이 큰 항목들은 5개년 Average Flat 또는 0 Flat 처리하였다. 법인세비용은 구간별 한계세율을 적용하여 추정하였다.

5. 가치평가

5.1. WACC & 영구성장률 산출 과정

[표17] WACC & 영구성장률 추정

2025년 12월 3일 기준	
무위험이자율	3.02%
Beta	1.25
Market risk premium	4.99%
자기자본비용	9.3%
자기자본비율	79.3%
타인자본비용	7.77%
타인자본비율	20.7%
WACC	8.6%
영구성장률 g	0.0%

자료 : VIOS

무위험이자율은 작성 기준일 국고채 3년물 3.02%를 사용했고, 베타는 최근 3년간 동사와 코스닥 지수와의 일일 변화율을 통해 산정하였다.

타인자본비용의 경우, 동사의 차입 수단이 다양하나 개별 차입금의 이자율 및 이자비용에 대한 정보가 제한적이므로 회사채 BBB0 3년물 금리를 차용했다. 동사의 신용등급은 A+이지만 반도체 업종의 사이클 민감도, 향후 변동성 확대의 잠재적 리스크를 보수적으로 반영하기 위함이다.

동사의 영구성장률은 0%로 설정했다. 사이클이 존재하는 반도체 산업의 특성과 장기 예측 불확실성을 고려한 보수적인 가정으로, 과대계상을 방지하기 위함이다.

운전자본 추정
[App6] 수록

5.2. FCFF 추정

앞서 나온 정보들을 종합하여 FCFF를 추정했다. 동사는 안정적인 수익 기반과 신사업 성장에 힘입어 영업이익이 꾸준히 증가하고 있으며 FCFF 또한 성장세를 보이고 있다.

[표 18] FCFF 산출 과정 (단위 : 백만 원)

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
NOPAT	49,014	60,598	80,594	82,353	87,869
(+)유무형감가상각비	4,170	4,902	5,413	5,472	5,530
(-)CAPEX	13,155	18,110	18,110	7,286	7,286
(-) 운전자본 변화량	8,899	16,001	26,962	2,379	7,385
FCFF	31,130	31,390	40,935	78,160	78,728

자료 : VIOS

5.3. 비영업가치 & 재무부채 산출

[App7] 수록

FCFF를 추정하여 나온 결과치는 동사의 영업가치이다. 따라서, 세밀한 추정을 위해 비영업가치와 재무부채를 고려한 시가총액 산출이 적절하다고 판단했다.

5.4. DCF Method 선정

절대가치평가법인 DCF Valuation을 통해 동사의 내재가치를 제시한다. 상대가치평가법의 적용이 어려운 구조적 한계와 액침냉각 중심의 신사업 성장성을 본질적으로 반영할 필요성을 고려한 결과다.

동사는 기존 서버·클라우드 중심의 공정환경 장비 외에도 데이터센터 인프라 시장까지 사업을 확장하고 있어, 기존 반도체 장비업체와 동일한 Peer 비교가 어렵다. 액침냉각은 시장 구조·성장률 등 산업 특성이 전혀 다른 영역이기 때문에 국내외 상장사 중 동사와 동일한 사업 포트폴리오를 보유한 비교대상이 사실상 존재하지 않는다. 이로 인해 Peer 그룹 산정이 현실적으로 제한적이다.

또한 액침냉각이라는 개화하는 시장 속에서 동사의 실적 성장 잠재력이 확대되고 있다. 이는 중장기 현금흐름 창출력의 증가로 이어질 가능성이 높다. 뿐만 아니라 동사는 견고한 재무 구조와 업계 상위 수준의 영업이익률을 유지하고 있어 미래 현금흐름의 예측 가능성이 높아 DCF 방식 평가의 신뢰성도 제고된다.

따라서 위와 같은 정성적·정량적 요인을 종합적으로 고려할 때 DCF Valuation을 통해 동사의 내재가치를 제시하는 접근이 가장 타당하다고 판단하여 선택했다.

[표 19] 현재가치 환산 (단위 : 백만 원)

연도	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
FCFF	31,130	31,390	40,935	78,160	78,728	78,728
Year Term	0.08	1.08	2.08	3.08	4.08	
현가계수	0.99	0.91	0.84	0.78	0.71	
PV	30,930	28,713	34,472	60,595	56,191	
Terminal Value	913,135					
현가계수	0.71					

자료 : VIOS

RIM Method 교차검증
[App8] 수록

5.5. 투자 의견 제시

2025년 12월 3일 기준, GST의 주가는 26,400원으로 목표 주가는 현재 주가 대비 111.7%의 상승여력이 존재한다. 이에 매수의견 BUY를 제시한다.

[표 20] 목표주가 산출

2025년 12월 3일 기준	
영업가치	862,641,957,462
비영업가치	202,104,845,592
재무부채	34,696,250,323
시가총액(원)	1,030,050,552,731
발행주식수(주)	18,430,000
현재주가(원)	26,400
목표주가(원)	55,900
목표수익률	111.7%

자료 : VIOS

V. Appendix

App1. 국가 별 상관계수

(단위: 백만 원)

구분	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
GST 국내 매출	63,064	67,842	134,828	87,909	80,247	105,468	116,619	146,726	143,796	149,224
삼성전자 CAPEX	25,880,000	24,140,000	42,790,000	29,560,000	25,370,000	37,590,000	47,120,000	49,430,000	57,610,000	51,410,000
GST 국내 매출 YoY	-	7.6%	98.7%	-34.8%	-8.7%	31.4%	10.6%	25.8%	-2.0%	3.8%
삼성전자 CAPEX YoY	-	-6.7%	77.3%	-30.9%	-14.2%	48.2%	25.4%	4.9%	16.5%	-10.8%

구분	상관계수
국내 매출 YoY<-> 삼성전자 CAPEX YoY	0.90

(단위: 백만 원)

구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024
GST 중국 제외 해외 매출	20,693	19,692	72,164	97,296	48,863	75,824
Micron CAPEX(\$)	9,780	8,223	10,030	12,067	7,676	8,386
중국 제외 해외 매출 YoY	-	-4.8%	266.5%	34.8%	-49.8%	55.2%
Micron CAPEX YoY	-	-15.9%	22.0%	20.3%	-36.4%	9.2%

구분	상관계수
중국 제외 해외 매출 YoY <-> 마이크론 CAPEX YoY	0.73

App2. 스크러버, 칠러와의 매출 상관성

국내 데이터를 기반으로 분석한 결과, 칠러와 스크러버 모두 전방사 CAPEX와 밀접한 연관성을 보이며 두 제품군에 동일한 성장률을 적용하는 것이 합리적이라고 판단된다.

다만 수출 매출에서 중국향 물량을 명확히 분리하기 어렵기에 Micron의 CAPEX 수출 데이터를 직접적으로 상관분석을 하기에는 통계적 신뢰도가 낮다고 판단되었다.

동사의 국내 스크러버, 칠러 판매 추이와 Fab 특성상 신규 투자 및 공정 전환 시 칠러와 스크러버가 동시에 투입되는 구조인 점을 고려하면, 중국을 제외한 해외 매출 역시 제품간 유사한 성격을 보일 것으로 추정하여 동일한 성장률을 반영하였다.

(단위: 천원)

제품	연도	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
스크러버	수출	63,759,230	32,749,678	21,066,474	63,759,230	32,749,678	137,243,931	131,834,497	111,301,062	172,847,455
	국내	21,985,032	25,107,035	20,589,620	21,985,032	25,107,035	38,846,114	45,063,870	52,051,081	61,847,304
칠러	수출	10,946,421	20,642,996	8,292,619	10,946,421	20,642,996	32,511,344	11,902,059	1,844,939	3,392,360
	국내	14,625,654	35,866,422	20,161,658	14,625,654	35,866,422	38,583,340	54,538,458	44,633,195	34,221,568

구분	상관계수
국내 스크러버 매출 <-> 삼성전자 CAPEX	0.86
국내 칠러 매출 <-> 삼성전자 CAPEX	0.88

App3. 주요 재무비율

(단위: %)	지표/연도	2020	2021	2022	2023	2024	2025.09
안정성	유동비율	344.5%	454.7%	413.6%	282.4%	367.2%	397.1%
	부채비율	24.8%	20.0%	25.1%	36.3%	24.7%	23.7%
성장성	매출액증가율	-	82.5%	2.7%	-10.8%	24.0%	-18.8%
수익성	영업이익률	10.9%	15.2%	18.2%	15.2%	17.1%	20.6%
	ROE	13.6%	25.7%	23.6%	15.8%	17.1%	-

App4. 판매비와 관리비 추정

(단위: 백만 원)

계정명	2020	2021	2022	2023	2024	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)
급여	8,942	14,210	15,838	15,819	20,153	20,364	24,305	30,946	31,532	33,351
퇴직급여	634	997	1,013	843	1,180	1,192	1,423	1,812	1,846	1,952
주식보상비용	741	631	744	206	79	343	343	343	343	343
복리후생비	1,508	2,101	2,322	2,444	2,602	2,629	3,138	3,995	4,071	4,305
여비교통비	443	496	883	791	1,166	653	653	653	653	653
통신비	33	96	98	92	104	84	84	84	84	84
수도광열비	202	241	248	226	327	249	249	249	249	249
세금과공과	454	663	942	748	882	454	454	454	454	454
감가상각비	985	1,299	1,274	1,541	2,056	1,829	2,523	2,841	2,884	2,926
임차료	22	630	665	477	403	439	439	439	439	439
수선비	268	225	328	363	666	370	370	370	370	370
보험료	37	1,064	1,344	1,538	1,120	1,021	1,021	1,021	1,021	1,021
차량유지비	59	389	331	297	298	275	275	275	275	275
경상연구개발비	15,056	16,224	16,622	15,710	16,786	19,073	22,764	28,984	29,533	31,236
운반보관료	147	194	209	244	367	371	442	563	574	607
교육훈련비	66	58	113	141	183	112	112	112	112	112
도서인쇄비	9	19	13	10	19	13	13	13	13	13
포장비	526	681	528	563	793	801	956	1,217	1,241	1,312
소모품비	436	740	1,002	967	1,208	1,221	1,457	1,855	1,890	1,999
지급수수료	11,198	5,543	3,409	2,750	2,726	2,754	3,287	4,185	4,264	4,510
광고선전비	-	188	143	136	263	188	188	188	188	188
대손상각비(환입)	-590	3,648	-475	-2,620	4,087	-1,228	-1,228	-1,228	-1,228	-1,228
건물관리비	414	491	448	242	360	391	391	391	391	391
수출제비용	1,258	838	1,258	1,099	1,222	1,234	1,473	1,876	1,911	2,022
무형자산상각비	346	598	649	558	495	697	514	502	493	485
유지보수비	11,566	14,276	11,686	5,504	9,395	10,485	10,485	10,485	10,485	10,485
조직관리비	115	95	147	140	162	132	132	132	132	132
업무추진비	214	305	371	320	498	342	342	342	342	342
잡비	2	246	327	137	293	201	201	201	201	201
건본비	398	271	467	82	62	63	75	95	97	103
합계	55,488	67,457	62,948	51,369	69,953	66,752	76,882	93,395	94,859	99,332

App5. 영업 외 손익 추정

이자부자산 유효이자율										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Q3	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)
이자부자산	42,705	54,297	72,550	96,494	108,436	117,757	117,757	117,757	117,757	117,757
현금및현금성자산	35,992	42,436	42,485	48,616	55,109	49,992	49,992	49,992	49,992	49,992
단기금융상품	6,238	11,336	28,417	44,837	46,734	48,402	48,402	48,402	48,402	48,402
단기당기손익- 공정가치측정금융자산	-	-	-	-	3,000	16,191	16,191	16,191	16,191	16,191
기타유동금융자산	476	526	1,648	3,041	3,593	3,172	3,172	3,172	3,172	3,172
이자수익	292	296	900	2,557	3,462	-	2,781	2,781	2,781	2,781
유효이자율(%)	0.7%	0.5%	1.2%	2.7%	3.2%	-	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%

이자부부채 유효이자율										
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025 Q3	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)
이자부부채	5,311	7,202	6,691	9,420	13,513	13,303	13,303	13,303	13,303	13,303
단기차입금	3,330	3,525	3,300	5,300	10,160	10,160	10,160	10,160	10,160	10,160
장기차입금	1,500	3,275	2,975	2,981	2,375	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150
유동리스부채	243	234	226	659	537	546	546	546	546	546
리스부채	238	168	190	480	440	447	447	447	447	447
이자비용	128	124	211	92	299	-	281	281	281	281
유효이자율(%)	2.4%	1.7%	3.2%	1.0%	2.2%	-	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%

(단위: 원)

법인세비용 추정					
(단위: 원)	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)
세전순이익	60,047,697,441	78,233,060,570	103,541,086,866	105,767,468,173	112,749,180,405
과세표준 및 세율					
2억원 이하 9%	18,000,000	18,000,000	18,000,000	18,000,000	18,000,000
2억원 초과 200억원 이하 19%	3,762,000,000	3,762,000,000	3,762,000,000	3,762,000,000	3,762,000,000
200억원 초과 3,000억원 이하 21%	8,410,016,463	12,228,942,720	17,543,628,242	18,011,168,316	19,477,327,885
법인세 비용	12,190,016,463	16,008,942,720	21,323,628,242	21,791,168,316	23,257,327,885
유효법인세율	20%	20%	21%	21%	21%

App6. 운전자본 추정

(단위: 백만 원, 일)

계정명	2020	2021	2022	2023	2024	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)
매출채권 추정										
매출액	166,880	304,487	312,848	279,215	346,228	349,852	417,556	531,640	541,706	572,954
DSO	46	56	55	54	56	55	55	55	55	55
매출채권 추정	20,931	46,777	46,782	41,117	53,469	52,621	62,804	79,964	81,478	86,178
매입채무 추정										
매출원가	105,676	190,624	192,959	185,309	217,193	221,601	264,485	336,748	343,124	362,916
DPO	31	26	22	21	22	22	22	22	22	22
매입채무	8,931	13,541	11,816	10,653	13,200	13,259	15,825	20,149	20,530	21,714
재고자산 추정										
매출원가	105,676	190,624	192,959	185,309	217,193	221,601	264,485	336,748	343,124	362,916
DIO	90	69	99	86	70	85	85	85	85	85
재고자산	26,146	35,800	52,188	43,594	41,617	51,509	61,477	78,274	79,756	84,357
운전자본 총계	38,146	69,036	87,154	74,057	81,887	90,871	108,457	138,089	140,704	148,820
운전자본 변화량	-	-	-	-	-	8,984	17,585	29,632	2,615	8,116
CCC(현금전환주기)	105	99	131	119	104	118	118	118	118	118

App7. 비영업자산 & 재무부채 산출

(단위:백만 원)

계정명	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)
비영업자산	202,105	246,892	303,262	404,477	506,246
현금및현금성자산	112,128	140,014	175,113	238,134	301,500
단기금융상품	59,668	74,508	93,185	126,721	160,441
단기당기손익-공정가치측정금융자산	1,113	1,390	1,739	2,365	2,994
유동파생상품자산	2,790	3,484	4,357	5,925	7,502
기타유동금융자산	3,997	4,991	6,242	8,489	10,747
당기법인세자산	11	14	17	23	30
매각예정비유동자산	376	469	587	798	1,010
당기손익-공정가치측정금융자산	3,647	3,647	3,647	3,647	3,647
장기매출채권	1,022	1,022	1,022	1,022	1,022
기타포괄손익-공정가치금융자산	2,331	2,331	2,331	2,331	2,331
기타장기금융자산	3,294	3,294	3,294	3,294	3,294
종속기업및관계기업투자	2,580	2,580	2,580	2,580	2,580
투자부동산	1,472	1,472	1,472	1,472	1,472
순확정급여자산	1,096	1,096	1,096	1,096	1,096
이연법인세자산	6,391	6,391	6,391	6,391	6,391
기타비유동자산	188	188	188	188	188
비영업부채	34,696	41,524	50,578	59,681	69,410
단기차입금	17,354	20,770	25,283	29,892	34,805
유동파생상품부채	372	444	565	575	609
기타유동금융부채	7,516	8,995	10,950	12,946	15,073
당기법인세부채	106	126	160	163	173
유동 리스부채	1,342	1,606	1,955	2,312	2,692
장기차입금	4,624	5,534	6,736	7,965	9,274
장기충당부채	1,851	2,216	2,697	3,189	3,713
기타장기금융부채	913	1,093	1,331	1,573	1,832
리스부채	366	438	533	630	733
순확정급여부채	180	216	263	311	362
기타장기부채	72	86	105	124	145

App8. RIM Method 교차검증

2025년 12월 3일 기준	
시가총액(원)	678,398,286,009
발행주식수(주)	18,430,000
현재주가(원)	26,400
목표주가(원)	36,800
목표수익률	39.4%

본 보고서의 목표주가는 DCF Method를 기본으로 산정하였으며, 추가적으로 RIM을 적용해 결과의 일관성을 교차 검증하였다.

동사는 스크러버·칠러 중심의 안정적 기존 사업 기반 위에서, 액침냉각과 CO₂ 칠러 등 신규 성장 사업이 본격 확대되는 구조를 보유하고 있다. 향후 삼성전자·Micron 등 주요 고객사의 CAPEX 확대와 데이터센터용 열관리 솔루션 수요 증가에 따라 중장기 현금흐름의 향상폭이 큰 특성을 가지고 있다.

이러한 구조에서는 현재 수익성보다 미래 현금흐름의 증가분이 기업가치에 미치는 영향이 크기 때문에 미래 FCFF를 직접 반영하는 DCF 방식이 동사의 사업 구조를 가장 적합하게 반영한다고 판단하였다.

반면, RIM은 당기순이익과 기초 자기자본을 기반으로 초과이익을 평가하는 방식으로, 초기 투자 확대, 운전자본 증가, 감가상각 증가 등 성장사업 도입기에 발생하는 자본적 지출이 모두 이익 감소로 처리된다.

따라서 동사처럼 장기 레버리지 성장 구조와 신규 사업의 초기 마진 부담이 존재하는 기업의 경우, RIM은 상대적으로 저평가된 가치가 산출된다.

다만 RIM을 통해 현재의 자본수익성 수준에서도 동사가 저평가 상태임을 확인할 수 있었으며, DCF는 동사의 성장 가치를, RIM은 보수적 기초 가치를 제시함으로써 두 기법 모두에서 상승 여력이 확인되었다는 점에서 밸류에이션의 신뢰도를 강화한다.

종합적으로, 동사의 가치평가에는 성장성과 현금흐름 특성이 가장 잘 반영되는 DCF 방식이 가장 타당한 접근법으로 판단하며, RIM은 보수적 관점의 하단 가치 산정 및 교차 검증 용도로 활용하였다.

(단위: 원)

구분	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
당기순이익	47,857,680,979	62,224,117,850	82,217,458,624	83,976,299,857	89,491,852,520	422,126,570,589
기초 자기자본	268,293,551,495	316,151,232,474	378,375,350,324	460,592,808,948	544,569,108,805	
자기자본비용	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%	
자본비용	24,837,275,530	29,267,700,346	35,028,098,056	42,639,379,288	50,413,485,248	
잔여이익	23,020,405,449	32,956,417,504	47,189,360,568	41,336,920,568	39,078,367,272	
할인계수	91.5%	83.8%	76.7%	70.2%	64.2%	
RI의 현재가치	21,069,862,892	27,608,160,957	36,181,812,264	29,009,021,826	25,100,369,562	
Terminal Value	422,126,570,589					
Terminal Value 현재가치	271,135,507,013					
Total Equity Value	678,398,286,009					

App9. 손익계산서

(단위: 백만 원)

계정명	2020	2021	2022	2023	2024	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)
매출액	166,880	304,487	312,848	279,215	346,228	349,852	417,556	531,640	541,706	572,954
매출원가	105,676	190,624	192,959	185,309	217,193	221,601	264,485	336,748	343,124	362,916
매출총이익	61,204	113,864	119,889	93,907	129,034	128,251	153,070	194,892	198,582	210,037
판매비와관리비	43,054	67,457	62,948	51,369	69,953	66,752	76,882	93,395	94,859	99,332
영업이익	18,150	46,407	56,941	42,538	59,081	61,499	76,189	101,497	103,723	110,705
금융수익	1,293	4,135	11,518	6,615	13,440	13,005	8,043	8,043	8,043	8,043
금융비용	2,812	1,667	8,704	5,461	8,486	12,960	5,653	5,653	5,653	5,653
기타수익	252	491	412	781	368	414	401	401	401	401
기타비용	74	273	702	583	475	1,585	422	422	422	422
지분법손익	-24	-473	-75	-865	-191	-325	-325	-325	-325	-325
법인세비용차감전순이익	16,786	48,619	59,391	43,025	63,738	60,048	78,233	103,541	105,767	112,749
법인세비용(수익)	1,295	9,649	11,789	6,088	17,876	12,190	16,009	21,324	21,791	23,257
당기순이익(손실)	15,491	38,970	47,602	36,937	45,862	47,858	62,224	82,217	83,976	89,492

App10. 재무상태표

(단위:백만 원)

계정명	2020	2021	2022	2023	2024	2025(E)	2026(E)	2027(E)	2028(E)	2029(E)
자산										
유동자산	459,208	815,162	1,327,724	1,027,983	1,194,370	1,725,007	2,500,948	3,344,713	4,244,291	5,147,807
현금및현금성자산	48,294	183,018	151,311	253,330	297,054	370,296	535,922	709,126	921,736	1,134,054
단기금융상품	38,378	184,964	603,957	339,946	138,107	477,934	691,705	915,256	1,189,668	1,463,704
기타금융자산	131,475	103,736	203,139	121,119	487,980	431,102	623,926	825,572	1,073,094	1,320,278
매출채권	102,420	134,936	122,008	109,613	100,427	109,298	160,457	230,731	246,335	264,601
기타채권	11,075	9,410	19,664	7,097	2,959	23,608	34,168	45,210	58,765	72,301
미청구공사	68,923	113,546	134,661	77,628	74,336	208,484	301,735	399,252	518,956	638,495
재고자산	51,849	66,017	73,769	81,646	70,393	76,502	112,311	161,499	172,421	185,206
기타유동자산	6,796	19,535	19,216	30,830	21,981	24,809	36,421	52,373	55,914	60,060
당기법인세자산	0	0	0	6,774	1,134	2,974	4,304	5,694	7,402	9,107
비유동자산	719,373	734,776	794,976	1,015,396	1,202,481	1,184,862	1,020,160	866,960	740,991	632,093
장기금융자산	83	90	93	5	3	55	55	55	55	55
장기기타채권	1,526	1,509	2,216	5,052	10,246	4,110	4,110	4,110	4,110	4,110
기타포괄손익-공정가치측정 금융자산	8,282	12,170	8,856	15,150	4,247	9,741	9,741	9,741	9,741	9,741
종속기업및관계기업투자	3,677	29,895	8,898	3,589	3,718	9,955	9,955	9,955	9,955	9,955
투자부동산	0	0	0	0	363	73	73	73	73	73
유형자산	674,684	657,795	737,891	950,915	1,135,410	1,117,218	953,243	800,630	675,134	566,619
무형자산	21,500	19,260	18,371	21,605	24,840	26,698	25,971	25,384	24,910	24,528
순확정급여자산	0	834	10,779	4,200	0	3,163	3,163	3,163	3,163	3,163
기타비유동자산	2,488	2,480	3,365	1,341	2,005	2,336	2,336	2,336	2,336	2,336
당기법인세자산	0	0	0	2,030	0	406	406	406	406	406
이연법인세자산	7,134	10,744	4,508	11,507	21,649	11,108	11,108	11,108	11,108	11,108
자산총계	1,178,581	1,549,938	2,122,700	2,043,379	2,396,851	2,909,869	3,521,108	4,211,673	4,985,282	5,779,900
부채										
유동부채	261,704	335,337	404,354	220,150	316,867	523,642	612,795	737,065	897,121	1,040,115
매입채무	36,813	44,247	48,542	50,101	45,031	50,197	73,693	105,969	113,135	121,524
단기차입금	15,210	33,620	26,653	13,124	90,487	165,242	183,521	209,314	265,212	313,841
유동성장기차입금	56,877	36,463	28,000	21,667	19,833	36,219	40,225	45,878	58,130	68,789
기타지급채무	77,124	99,160	115,556	83,751	92,103	168,193	186,799	213,052	269,948	319,446
기타금융부채	6,297	4,014	1,251	5,822	6,553	11,966	13,290	15,158	19,206	22,727
당기법인세부채	36,100	78,343	136,179	7,045	27,350	49,944	55,469	63,265	80,160	94,859
기타유동부채	30,507	36,873	46,316	32,515	32,927	37,163	54,558	78,452	83,758	89,968
충당부채	2,776	2,616	1,857	6,126	2,584	4,718	5,240	5,976	7,572	8,961
비유동부채	122,293	108,551	80,062	83,146	79,296	165,832	309,886	349,241	284,108	329,393
장기차입금	96,717	96,500	68,500	46,833	27,000	114,066	133,486	160,556	195,421	226,569
장기기타지급채무	2,879	10,607	11,220	8,339	5,198	14,170	16,582	19,945	24,276	28,145
교환사채	0	0	0	0	0	0	115,821	115,821	0	0
순확정급여부채	17,339	0	0	26	10,687	9,183	10,747	12,926	15,733	18,241
장기기타금융부채	5,017	1,191	275	22,509	23,261	20,547	24,045	28,921	35,201	40,812
기타장기충입원금여부채	0	0	0	4,996	6,373	4,659	5,452	6,557	7,981	9,253
장기충당부채	340	253	68	442	476	573	671	807	982	1,139
이연법인세부채	0	0	0	0	6,300	2,635	3,084	3,709	4,514	5,234
부채총계	383,997	443,888	484,416	303,296	396,162	689,474	922,681	1,086,305	1,181,229	1,369,509
자본										
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	794,585	1,106,050	1,638,284	1,740,082	1,949,982	2,160,096	2,538,128	3,065,069	3,743,753	4,350,092
자본금	222,556	222,556	222,556	222,556	222,556	222,556	222,556	222,556	222,556	222,556
주식발행초과금	127,328	127,328	127,328	127,328	127,328	127,328	127,328	127,328	127,328	127,328
기타자본구성요소	-80,682	-75,803	-77,461	-173,063	-163,337	-207,988	-198,241	-198,241	-82,420	-82,420
이익잉여금(결손금)	525,382	831,969	1,365,861	1,563,261	1,763,435	2,018,199	2,386,485	2,913,425	3,476,289	4,082,629
비지배자본	0	0	0	0	50,707	60,299	60,299	60,299	60,299	60,299
자본총계	794,585	1,106,050	1,638,284	1,740,082	2,000,689	2,220,395	2,598,427	3,125,368	3,804,053	4,410,392
자본과부채총계	1,178,581	1,549,938	2,122,700	2,043,379	2,396,851	2,909,869	3,521,108	4,211,673	4,985,282	5,779,900

Compliance Note

본 자료는 서울시립대학교 가치투자동아리 VIOS의 제작물로서 모든 저작권은 작성한 학회의 조사분석담당자 본인에게 있습니다.

본 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 압력 및 간섭 없이 작성되었습니다.

본 자료는 학회의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

본 자료에 수록된 내용은 학회 및 조사분석담당자가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 본 학회는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.