

신성이엔지 (011930)

플리기 시작한 엉켰던 실타래

지연되었던 수주의 본격화

23년에 기대되었던 국내 고객사향 매출인식이 24년 이후 본격화되고 있다. 삼성전자 평택4 공장과 미국 테일러 공장이 대표적이다. 메모리반도체 업황 개선과 가격 반등이 동반되고 있어 2025년에도 투자가 지속 & 확대될 것으로 기대된다. SK하이닉스의 용인 클러스터 관련 투자가 구체화될 경우 성장속도가 상향될 전망이다. 2차전지/동박 Fab 드라이룸 관련 매출 또한 꾸준한 성장세가 기대된다. JV로 진행되는 2차전지 Fab은 정해진 Time Line으로 인해 진행될 가능성이 높다. Fab의 규모가 확대되고 있어 드라이룸의 안정적인 구축 및 A/S가 가능한 동사에게 우호적 환경이다. 하반기 이후 2차전지 산업이 회복될 경우 추가적인 상승도 가능하다.

해외 진출 통한 성장성 확대

클린룸의 고객사가 국내에서 해외기업으로 확대되고 있다. 해외 진출 확대시 매출 확대와 더불어 이익률 개선이 기대된다. TI(텍사스 인스트루먼트)의 말레이시아 공장 클린룸 설비를 작년에 수주했다. 기존 FFU 등 장비를 납품했던 경험은 존재했지만, 해외기업 대상 공장 클린룸 구축은 처음이다. 향후 마이크론 진출도 기대된다. 밴더등록을 마쳤으며, 현재 제품 및 SPEC 협의 중이다.

투자의견 매수, 목표주가 2,600원으로 커버리지 개시

2025년 EPS 223원에 PER 11.9배를 적용하여 목표주가 2,600원을 산출하였다. 현재 진행되고 있는 주요한 프로젝트들이 2024년에 이어 2025년까지 이어질 것으로 전망되며, 해외 고객사 확보를 통한 성장세 역시 2025년에도 이어질 것으로 된다. PER 11.9배는 2022년 PER이다. 2022년 대비 2025년 매출처 확대, 매출품목 확대, 해외 고객사 확보를 통해 매출액 성장과 더불어 이익률 개선도 기대된다는 점에서 2022년 PER 대비 높은 밸류에이션이 가능하다고 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	6,641	5,765	6,515	7,296
영업이익	210	74	315	463
지배순이익	341	162	332	459
PER	11.9	26.8	12.7	9.2
PBR	1.9	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	20.5	32.0	12.8	8.5
ROE	16.3	7.1	12.4	14.2

자료: 유안타증권



권명준 스몰캡
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

BUY (I)**목표주가 2,600원 (I)**현재주가 (6/20) **2,060원**상승여력 **26%**

시가총액 4,240억원

총발행주식수 205,848,151주

60일 평균 거래대금 108억원

60일 평균 거래량 4,717,788주

52주 고/저 2,955원 / 1,830원

외인자분율 4.39%

배당수익률 0.00%

주요주주 이지선 외 10인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (7.2) (14.0) (4.2)

상대 (9.4) (17.6) (11.1)

절대 (달러환산) (9.1) (16.8) (11.4)

플리기 시작한 영끌던 실타래

회사개요

동사의 사업은 클린환경(CE, Clean Environment)과 재생에너지(RE, Renewable Energy)로 구분된다. CE는 반도체 및 2차전지, 디스플레이 Fab내 공기청정도를 제어하는 장비를 생산, 설치하는 사업이다. 클린룸 사업뿐만 아니라 2차전지 Fab이 적용되는 드라이룸 사업도 영위하고 있다. FFU(Fan Filter Unit), EFU(Equipment Fan Filter Unit) 등이 주요 제품이다. 2022년 이후 국내 최대 규모의 공조 장비 생산시설인 증평사업장에서 OAC(Out Air Control unit)도 생산하고 있다.

클린룸이란 공기 속에 포함되어 있는 먼지뿐 아니라 온도, 습도, 공기압, 가스성분, 전자파 등의 환경조건이 제어되는 공간을 의미한다. 특히 제품 제조시 파티클이라 불리는 미세먼지들을 차단시켜 불량/고장률을 낮출 수 있어 파티클에 민감한 제조장비 설치시 필수적이다. 제품의 기술 고도화는 화학처리 공정수의 증가를 동반하며, 파티클 제어 능력개선 또한 요구된다는 점에서 지속적인 R&D가 필요한 산업이라고 할 수 있다.

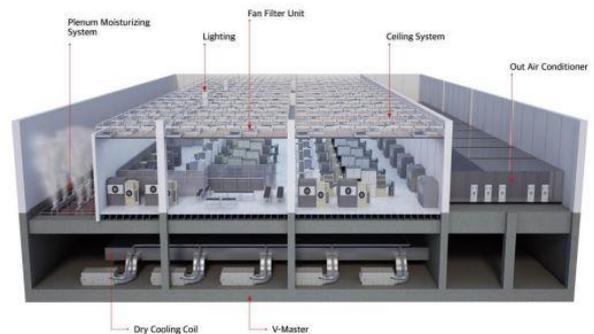
이외에 퓨어게이트(Pure Gate)와 퓨어클로젯(Pure Closet) 등을 개발 및 판매를 하고 있다. 퓨어게이트는 에어샤워 컨셉으로 미세먼지, 황사, 유해먼지 등을 걸러주는 장치이다. 공동출입문 및 공용공간 등에 설치되고 있다. 퓨어클로젯은 별도의 제습제 없이 옷장을 대신할 수 있으며, 의류건조기의 기능을 수행하는 제품이다.

[그림 1] 연도별 매출액 추이



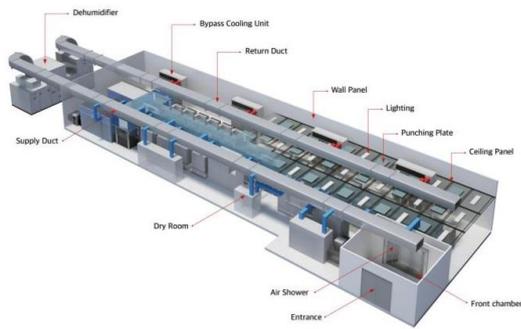
자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 클린룸



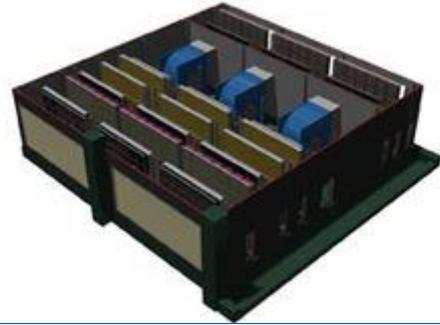
자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 드라이룸



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] OAC(Outdoor Air Control Unit, 외조기)



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 퓨어게이트



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 퓨어클로젯



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

중단하기 어려운 Fab 투자여건

2023년도 매출액은 5,765억, 영업이익 74억원으로 전년대비 역성장하는 모습을 보였다. CE사업부의 클린룸과 드라이룸 관련 사업들이 전방산업의 우려감으로 인해 연기되었다. RE사업부의 태양광 모듈 사업 역시 높은 금리로 인해 투자 부담감, 중국산 재고증가 등으로 역성장하였다. 2024년 1분기부터 영켜있던 실타래가 풀리기 시작하고 있다.

2024년 1분기 실적은 매출액 1,330억원, 영업이익 51억원으로 전년대비 각각 10.0%, 24.4% 성장하는 모습을 보였다. RE사업부에서 매출액이 200억원에서 76억원으로 62% 감소했으며, 영업이익 15억원 흑자에서 15억원 적자로 전환되었다. 반면, CE사업부는 1,009억원에서 1,254억원으로 24.3% 증가했으며, 영업이익 26억원에서 66억원으로 증가했다. CE사업부가 동사의 실적 성장을 견인했다는 점을 알 수 있다.

2023년 매출반영이 될 것으로 예상되었던 삼성전자 평택4공장과 미국 테일러 공장 투자 지연으로 동사의 클린룸 관련 매출시점 역시 지연되었다. 관련 매출은 2024년 1분기부터 본격적으로 반영되고 있다. 텍사스 인스트루먼트(이하 TI) 말레이시아 프로젝트도 진행되고 있다. 2차전지 기업들의 투자들이 지연되고 있는 경우도 존재한다. 하지만 JV형태로 진행되는 투자는 일정대로 진행되고 있으며, 경쟁사 대비 투자시점이 늦었던 국내 고객사의 경우에도 계획된 투자일정과 유사하게 진행되고 있다. 시장의 우려와 달리 드라이룸 구축 관련 매출이 성장할 것으로 기대된다.

2분기 이후에도 우호적인 상황이 이어질 것으로 기대된다. 2분기에는 국내 삼성전자 평택4공장과 미국 테일러 프로젝트 관련 매출 인식이 이어지며, SK온 미국 조지아 2차전지 공장 프로젝트 공사가 진행될 예정이라는 점에서 1분기 대비 매출성장이 기대된다. 2024년 하반기에는 평택4공장의 지연되었던 P2 관련된 투자가 진행될 것으로 기대된다.

2025년에도 매출성장을 견인할 수 있는 프로젝트들이 다수 존재한다. 첫째, 삼성전자 평택4공장에 이어 평택5공장 프로젝트, 미국 테일러 Fab내 추가 투자 프로젝트가 진행될 것으로 기대된다. 둘째, SK하이닉스의 용인클러스터 관련 투자 기대감도 높은 상황이다. 현재 기반공사가 진행되고 있는 상황이며, SK하이닉스의 투자의지가 강하다는 점에서 내년에 클린룸 관련 공사가 진행될 가능성이 높다. 셋째, 해외 고객사로는 마이크론 관련 투자가 기대된다. 넷째, 국내 디스플레이 업체들의 OLED Fab 투자도 기대된다. 다섯째, 2차전지 산업 업황 개선시 드라이룸 관련 수주도 확대될 것으로 기대된다.

해외 진출 통해 CE 사업 성장 가속

해외진출이 시작되었다. 2023년 TI 대상 클린룸 수주를 취득했으며, 1분기부터 관련 매출이 반영되고 있다. 마이크론으로의 확대도 추진되고 있다. 지난 1분기에 마이크론 진출을 위해 벤더 등록을 마친 상황이며, 미국 현지 건설사와 제품사양을 논의 및 인증이 진행되고 있다.

해외기업향 매출 성장세가 이어질 것으로 기대되는 이유는 다음과 같다. 미국내 글로벌 Top Tier 기업들의 Fab 구축이 진행되고 있거나 진행될 예정이다. 국내 반도체 기업들은 지속적으로 대규모 Fab 투자가 진행된 반면, 미국내 대규모 반도체 Fab투자가 지난 10여년동안 없었던 상황이었다. 고객사 입장에서는 대규모 Fab 관련 클린룸 구축 관련 레퍼런스가 있으며, 안정적인 재무구조를 보유하고 있는 기업을 선호할 수밖에 없다는 점에서 동사의 진출 가능성이 높다고 판단된다. 드라이룸의 후발주자임에도 불구하고 동일한 요인들로 인해 단기간내에 빠르게 점유율을 상향시켰다는 경험을 보유하고 있다.

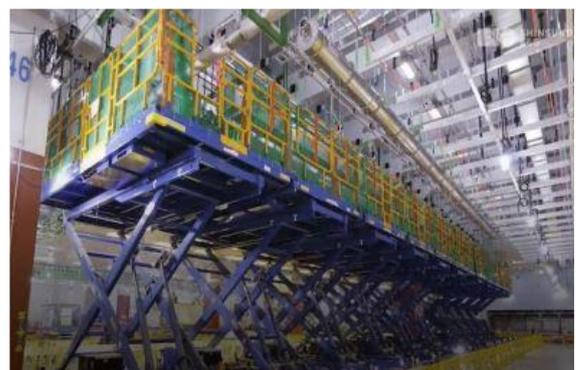
TI의 수주시 동사의 HPL(High Performance Lift)가 중요한 역할을 했을 것으로 판단된다. HPL는 높은 공간에서의 작업 회수를 줄일 수 있어 사고 위험성을 낮출 수 있다. 해외기업의 경우 제조환경 및 안정성에 더 많은 관심을 보인다는 점에서 경쟁사 대비 비교우위적인 요소로 작용했을 것이다. 동사는 클린룸 구축뿐 아니라 태양광 모듈을 활용한 Energy Saving 관련 솔루션 제공이 가능하다는 장점도 보유하고 있다. 이점 역시 경쟁력으로 작용할 가능성이 높다.

[그림 7] 해외 경쟁사 대비 비교우위 요소



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] HPL



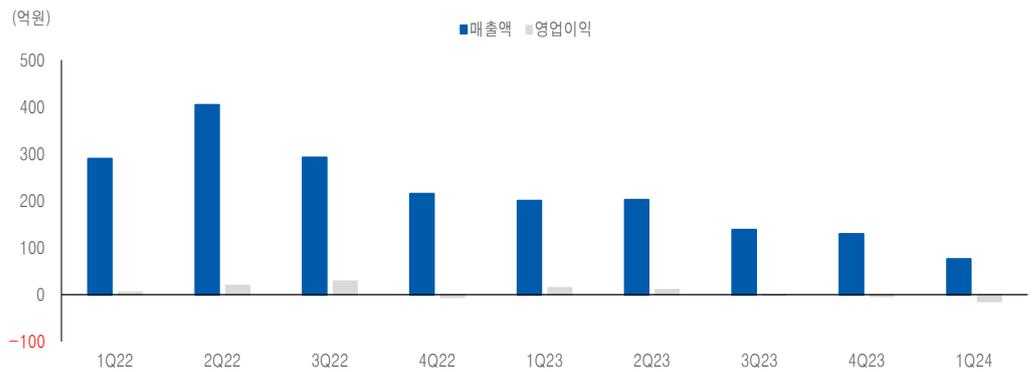
자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

최악을 지나는 RE 사업

2024년 하반기부터 RE사업의 반등이 기대된다. 수주된 안동 임하댐 수상태양광 프로젝트 등이 3분기부터 매출 반영이 시작된다. 올해 하반기 이후 P타입에서 N타입으로 전환이 시작되는 시점이다. N타입의 가격 하락으로 P타입 대비 고출력이 가능한 N타입 태양광 모듈에 대한 선호도가 상향되고 있다는 점도 긍정적인 요인이다.

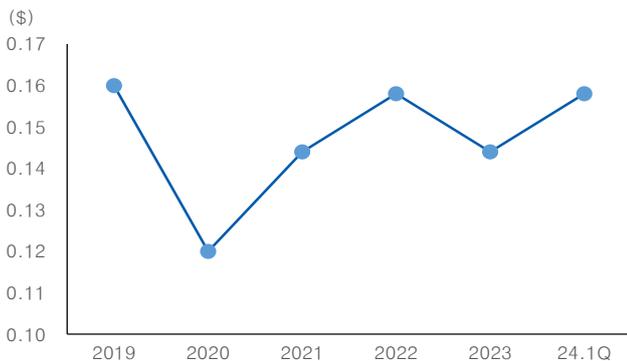
BIPV(Building Integrated Photovoltaic)에 대한 관심도 지속적으로 상향될 것으로 기대된다. 제로에너지건축물 의무화가 진행되고 있다. 2025년 이후 공공 500㎡ 이상에서는 4등급, 민간 1,000㎡ 이상 규모의 건축물에서 5등급 수준이 의무화될 것으로 예정되어 있다. 이에 태양광 패널의 활용도가 상향될 것으로 예상되며, 고층의 건물일 경우 보다 많은 면적의 활용해야 한다는 점에서 타일형태의 BIPV의 적용 가능성이 높다고 판단된다. 당사는 솔라스킨 모델을 코오롱글로벌과 공동개발하여, 다양한 색상의 제품 라인업을 보유하고 있다.

[그림 9] RE(재생에너지) 사업부 매출 및 영업이익 추이



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 태양전지 현물가격 추이



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 솔라스킨



자료: 신성이엔지, 유안타증권 리서치센터

목표주가 2,600원으로 커버리지 개시

메모리 반도체 가격 반등과 글로벌 반도체 기업들의 경쟁 확대에 따른 Fab 투자가 확대될 것으로 예상된다. 클린룸 관련 국내 고객사내 높은 점유율이 유지되고 있으며, TI에 이어 마이크론으로 영역확대시 글로벌 반도체 기업으로의 확장이 가능할 것으로 기대된다. 2차전지 드라이룸 관련 국내 주요 2차전지 기업으로부터 레퍼런스를 확보하고 있으며, 2차전지 산업의 업황 개선이 2024년 하반기 이후 기대된다는 점에서 드라이룸 역시 매출성장세가 기대된다. 하반기 이후 RE 사업부 역시 실적 개선세가 예상된다.

위 사항들을 고려하여 2024년 예상실적을 매출액 6,515억원, 영업이익 315억원으로 전년 대비 13.0%, 328.0% 성장할 것으로 전망하며, 2025년은 매출액 7,296억원, 영업이익 463억원으로 12.0%, 47.1% 성장할 것으로 기대된다.

2025년 EPS 223원, PER 11.9배를 적용하여 목표주가를 2,600원으로 제시한다. 2025년을 적용한 이유는 현재 진행되고 있는 주요 프로젝트들이 2025년에도 이어질 가능성이 높으며, 해외 프로젝트들이 본격적으로 확대되는 시점이 2025년이기 때문이다.

밸류에이션은 2022년의 PER 11.9배를 적용한다. 2022년 대비 2025년은 클린룸의 해외 고객사 확보를 통해 매출액 성장과 더불어 이익률도 개선될 것으로 전망한다는 점에서 우호적인 상황이라는 점에서 합리적으로 추정이라고 판단된다.

[표 1] 신성이엔지 목표주가 산정

		참조
25년 예상 지배순이익(억원)	459	
총발행주식주(만주)	20,585	
2025년 예상 EPS(원)	223	
Target PER(배)	11.9	2022년 PER 적용
적정주가(원)	2,600	
현재주가(원)	2,060	
상승여력(%)	26.2%	

자료: 유안타증권 리서치센터

신성이엔지 (011930) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	4,545	6,641	5,765	6,515	7,296
매출원가	4,026	5,879	5,102	5,440	5,983
매출총이익	519	762	664	1,075	1,313
판매비	496	552	590	760	850
영업이익	24	210	74	315	463
EBITDA	109	285	184	414	553
영업외손익	-199	265	70	76	90
외환관련손익	-16	-16	5	0	0
이자손익	-36	-44	-102	-91	-77
관계기업관련손익	1	279	96	96	96
기타	-148	46	71	71	71
법인세비용차감전순이익	-175	475	144	391	554
법인세비용	-17	107	-9	78	122
계속사업순이익	-159	368	153	313	432
중단사업순이익	0	-25	0	0	0
당기순이익	-159	343	153	313	432
지배지분순이익	-159	341	162	332	459
포괄순이익	141	9	314	474	594
지배지분포괄이익	140	8	324	488	611

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-213	-240	472	431	538
당기순이익	-159	343	153	313	432
감가상각비	74	63	93	85	77
외환손익	2	-17	-3	0	0
중속, 관계기업관련손익	-1	-282	-96	-96	-96
자산부채의 증감	-316	-530	-66	-287	-290
기타현금흐름	186	183	391	417	415
투자활동 현금흐름	-68	301	-318	-85	-86
투자자산	-2	257	42	-15	-16
유형자산 증가 (CAPEX)	-196	-138	-225	0	0
유형자산 감소	2	2	12	0	0
기타현금흐름	128	180	-147	-69	-70
재무활동 현금흐름	121	47	-2,063	-862	-862
단기차입금	-50	222	14	2	2
사채 및 장기차입금	158	666	-101	0	0
자본	25	23	-1,113	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-13	-864	-864	-864	-864
연결범위변동 등 기타	16	-24	0	2,891	967
현금의 증감	-144	85	-1,909	2,375	557
기초 현금	330	186	270	-1,639	737
기말 현금	186	270	-1,639	737	1,294
NOPLAT	24	210	78	315	463
FCF	-409	-378	247	431	538

자료: 유안타증권

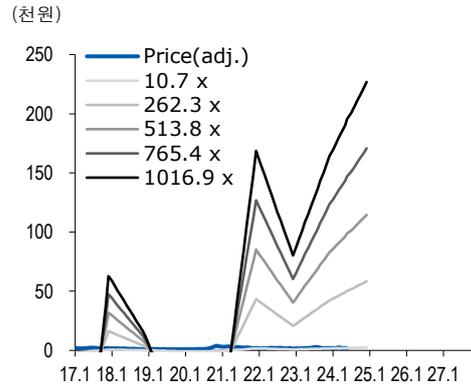
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
유동자산	2,512	2,507	2,585	3,337	4,206
현금및현금성자산	186	270	316	737	1,294
매출채권 및 기타채권	950	1,138	1,032	1,202	1,347
재고자산	356	278	299	338	379
비유동자산	2,255	3,268	3,293	3,208	3,135
유형자산	1,157	2,205	1,444	1,359	1,282
관계기업등 지분관련자산	75	364	43	48	54
기타투자자산	767	406	636	645	656
자산총계	4,767	5,776	5,877	6,545	7,341
유동부채	2,250	2,569	2,492	2,679	2,873
매입채무 및 기타채무	881	859	928	1,049	1,175
단기차입금	730	953	962	962	962
유동성장기부채	65	132	94	94	94
비유동부채	437	1,095	960	966	973
장기차입금	216	905	815	815	815
사채	150	50	70	70	70
부채총계	2,686	3,664	3,451	3,645	3,847
지배지분	2,079	2,109	2,433	2,927	3,548
자본금	1,022	1,030	1,030	1,030	1,030
자본잉여금	1,845	1,860	747	747	747
이익잉여금	-930	-589	686	1,018	1,478
비지배지분	1	2	-7	-27	-54
자본총계	2,080	2,112	2,426	2,900	3,494
순차입금	646	1,759	1,552	1,119	549
총차입금	1,179	2,067	1,980	1,983	1,985

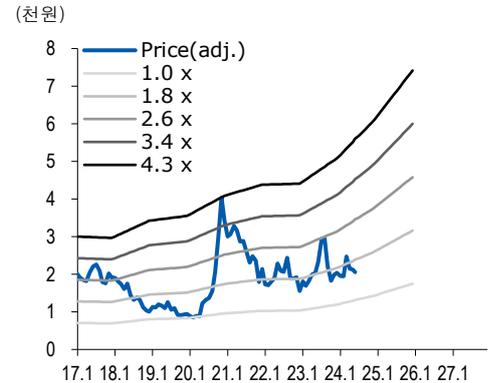
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
EPS	-78	166	79	161	223
BPS	1,029	1,036	1,195	1,438	1,743
EBITDAPS	54	138	90	201	269
SPS	2,237	3,228	2,801	3,165	3,545
DPS	0	0	0	0	0
PER	-35.2	11.9	26.8	12.8	9.2
PBR	2.7	1.9	1.8	1.4	1.2
EV/EBITDA	57.1	20.5	32.0	12.9	8.6
PSR	1.2	0.6	0.8	0.7	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	-5.8	46.1	-13.2	13.0	12.0
영업이익 증가율 (%)	-87.1	780.8	-65.0	328.0	47.1
지배순이익 증가율 (%)	격지	흑전	-52.4	104.9	38.1
매출총이익률 (%)	11.4	11.5	11.5	16.5	18.0
영업이익률 (%)	0.5	3.2	1.3	4.8	6.4
지배순이익률 (%)	-3.5	5.1	2.8	5.1	6.3
EBITDA 마진 (%)	2.4	4.3	3.2	6.4	7.6
ROIC	1.5	6.8	2.9	11.0	15.6
ROA	-3.5	6.5	2.8	5.4	6.6
ROE	-8.0	16.3	7.1	12.4	14.2
부채비율 (%)	129.1	173.5	142.3	125.7	110.1
순차입금/자기자본 (%)	31.1	83.4	63.8	38.2	15.5
영업이익/금융비용 (배)	0.6	4.3	0.7	2.9	4.2

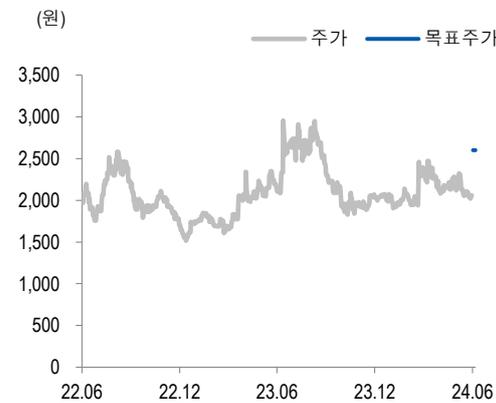
P/E band chart



P/B band chart



신성에너지 (011930) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-06-21	BUY	2,600	1년		
2023-08-04	1년 경과 이후		1년		
2022-08-04	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (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)	84.5
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-06-21

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 권명준)
- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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.