

2025.06.30

진영 (285800)

업황은 바닥을 지나고 있다

아직 요원한 전방 산업 회복

진영은 25.1Q 연결 매출액 [+73.6억원, YoY -19.0%], 영업손실[-10.4억원, 적전]을 시현하였다. 전체 매출액의 80%를 차지하는 가구용 시트의 전방산업 업황 회복이 늦어지고 있기 때문이다. 국내 아파트매매거래량은 회복추세로 들어섰으나 아직 평년 수준은 회복하지 못하였다. 24.1Q 국내 가구 판매액 (3.9조원, YoY +16.0%)은 회복 추이를 보이며 동사의 흑자전환[24.1Q 매출액 +91억원, 영업이익 + 0.3억원]을 이끌었으나, 다시 감소세로 돌아섰다(25.1Q 누적 가구 판매액 3.8조원, YoY -4.1%).

전 분기 대비 적자 폭은 개선[24.4Q 영업적자 -17억원] 되었다. 25.1Q 원재료 가격은 소폭 인상되었음에도 불구하고, 24.4Q 반영되었던 대규모 재고자산평가손실이 25.1Q에는 축소되어 매출총이익이 발생하였다[24.4Q 매출총손실 -1.4억원]. 또한, 종속기업인 한국에코에너지의 파일럿 테스트가 마무리되어 '25.1Q 흑자전환에 성공하였다[매출액 +4.6억원, 당기순이익 +0.5억원]. 24.4Q 종속 기업으로 편입한 네체로는 초기 가동손실로 당기순손실을 시현하였다 [매출액 +1억원, 당기순손실 -2.1억원].

저점은 지난 본업, 기대되는 부업

'25년 연간 실적은 매출액 [+391억원, YoY +10.7%], 영업이익 [+4억원, 흑자전환]으로 소폭의 흑자 전환이 예상된다. ①원재료 가격 하락으로 인한 마진 스프레드 개선, ②친환경 자회사의 실적기여가 본격화되기 때문이다.

① 납사(Naptha) 가격을 중심으로한 주요 석유화학 제품(ASA, ABS, PPMA 등)의 추세적 가격 하락세는 유지될 것이다. 납사 가격은 공급량 증가와 경기 둔화로 인해 연초대비 12%가 하락한 상황이다. 단기적으로 미국의 이란 핵시설 직접 타격 등 중동 지역 긴장감이 석유 및 석유화학 제품 가격을 자극하고 있지만, 지정학 리스크만 해소된다면 추세적 가격 하락세는 지속될 것으로 예상된다. 또한, 진영은 가구 업황이 바닥 수준이었던 '23년의 판매가격을 유지하고 있다. 가구 판매액이 '23년을 저점으로 회복 추세라는 점을 고려할 때 제품 가격의 하방은 충분히 지지되고 있다.

②한국에코에너지의 '25년 연간 실적은 매출액 [+31억원, YoY +709.3%], 영업이익 [+ 6억원]이 예상된다. 열분해유 생산 원료는 폐기물로, 원재료 매입 비용이 발생하지 않고 폐기물 처리량에 비례하여 정부 보조금을 수취할 수 있어 상당한 고부가가치 창출이 가능하다. 기존 설비의 생산 본격화와 하반기 4기의 신규 생산라인 추가에 따른 물량 확대에 따른 수익성 개선이 기대된다.

지정 폐기물 처리기업 네체로 역시 '25년 5월에 공정 효율화를 위한 고품화 설비 건설이 완료되었다. '25년은 파일럿테스트 기간으로 흑자 전환은 '26년 가능할 것으로 예상되나, '25년 연간 영업이익 적자 폭은 진영 본사의 마진 스프레드 개선과 자회사 한국에코에너지의 외형 성장을 통해 상쇄할 수 있는 수준이 예상된다.

부진한 업황에서도 포트폴리오 다변화 시도는 긍정적

부진한 가구 업황 속에서 반도체용 대전방지필름, 이차전지용 내마모성 필름, 차량 경량화 소재 개발 등 가구용 시장이 아닌 산업용 시장을 타겟으로 하는 중장기 성장 기반 강화 전략 또한 긍정적이다. 향후 실질적인 매출 발생 여부는 지켜봐야 하지만 가구용 범용재 대비 높은 고부가가치를 가진 산업용 특수 필름은 업황 둔화에도 수익 동력을 유지할 수 있는 동사의 경쟁력으로 작용할 것이다.

IM증권

Company Brief

NR

액면가 100원
증가(2025.06.27) 2,250원

Stock Indicator

자본금	2십억원
발행주식수	1,748만주
시가총액	39십억원
외국인지분율	1.4%
52주 주가	1,906~3,485원
60일평균거래량	849,956주
60일평균거래대금	2.3십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1M	3M	6M	12M
상대수익률	3.2	10.0	9.0	-34.3

Price Trend



FY	2021	2022	2023	2024
매출액(십억원)	59.3	48.1	30.9	34
영업이익(십억원)	7.0	6.4	-2.4	-2.9
순이익(십억원)	5.9	5.1	-1.9	-3.5
EPS(원)	473	405	-121	-203
BPS(원)	1,257	1,683	2,352	2,168
PER(배)	-	-	-31.6	-11.3
PBR(배)	-	-	1.6	1.0
ROE(%)	52.0	27.7	-6.0	-8.1
배당수익률(%)	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	-	-54.4	-32.8

주:K-IFRS 별도 요약 재무제표

[철강/비철금속 RA]

공도연 2122-9199 dykong@imfnsec.com

[건설/운송]

배세호 2122-9178 seho.bae@imfnsec.com

기업 및 산업 개요

기업 개요

플라스틱 시트 및 필름 제조업체

진영은 1993년 설립되어 2023년 6월에 상장한 플라스틱 시트/필름 제조 및 판매 기업이다. ASA(Acrylonitrile Styrene Acrylate), ABS(Acrylonitrile Butadiene Styrene), PP(Polypropylene), PPMA(Polymethyl methacrylate) 등 플라스틱 소재를 원재료로 하여 가구, 가전제품 등의 표면마감재인 고기능성 플라스틱 시트/필름을 제조하여 한샘, 한솔홈데코, 현대리바트, LG전자 등 가구 및 가전사를 주요 고객으로 확보하고 있다. 또한, 24년 하반기에는 폐합성수지를 열분해하여 정제오일을 생산하는 한국에코에너지와 폐기물 처리 및 재활용 기업 네체로를 연결 자회사로 편입하여 친환경 사업에 진출하였다.

진영은 ASA 수지를 기반으로 시트/필름을 생산하는 국내 유일의 기업이다. ASA 수지는 뛰어난 내구성과 내후성을 보유하여 본래 건축용 외장재나 자동차 라디에이터 등 실외용 소재로 개발된 소재이다. 현재 가구용 시트의 대부분을 점유하고 있는 PET(Poly Ethylene Terephthalate) 소재에 비해서도 높은 내구성과 유연성을 가진다. 이러한 특질을 바탕으로 더욱 얇은 형태로 가공이 가능하여 원가 절감에 효율적이라는 이점을 갖고 있다. 또한 재활용 역시 타 소재 대비 용이하여 친환경 소재로 인정받고 있다. 진영은 ASA 소재의 강점을 활용하여 기존의 PET 중심의 시장에서 침투율을 높이는 방식으로 성장해 왔다.

'25년 1분기 매출액 비중은 가구용 Sheet(가구용 Edge Band 포함) 78.0%, 가전용 Sheet(산업용 Sheet 및 Edge Band 포함) 13.7%, 열분해유 3.7%, 그 외 상품 및 기타 4.3%으로 구성된다 <그림2>. 대부분의 매출은 국내에서 발생하였다(국내 91.4%, 인도 5.2%, 중국 3.2%, 기타 0.2%) <그림3>.

주요 생산설비는 인천에 소재한 1공장과 2공장이다. 1공장에는 6개의 Sheet 생산 라인을, 2공장은 2개의 Sheet 생산 라인과 4개의 Edge Band 생산라인을 보유중으로, 국내 Sheet/Film 최대 생산라인을 보유하고 있다. 연간 생산능력은 Sheet 2,700만m, Edge Band 7천만m이다. 그 외 김포에 방염/난연 제품 개발 및 생산 시설을 보유 중이다.

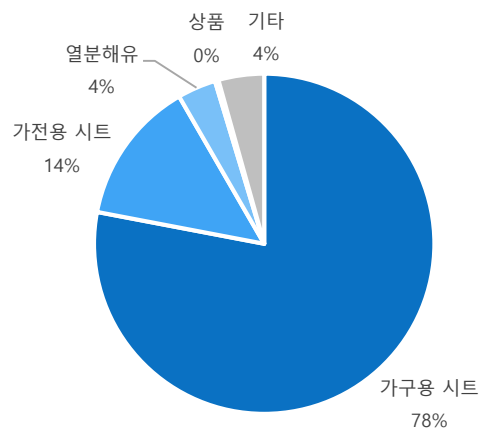
2025년 1분기 말 기준 동사의 주주 구성은 대표이사 30.5%, 특수관계자 14.5%, 그 외 기타주주 55%이다<그림4>. 자회사는 (주)한국에코에너지 (지분율 78.7%)와 (주)네체로 (지분율 51%)를 보유하고 있다<그림5>.

그림1. 진영의 원재료 및 제품 주요 용도

ASA	PVC	PET	PP
 · 데코 (가구 인테리어) · 건축자재 (외장재, 내장재) · 외장재 (가전제품, 자동차) · 10년 이상 유지되는 색상 · 10년 이상 사용에도 충격 강도 유지 · 고열에 강한 내열성 · FDA 승인을 통한 인체 무해 친환경 물질	 · 파이프 · 인공피혁 · 우수한 성형성 토대로 높은 범용성 · 충격에 약함, 낮은 내후성 · 고온노출에 취약 · 환경 규제 강화로 인한 사용 감소	 · 포장재 (화장품 용기, 생수병) · 데코 (가구 및 인테리어) · 높은 광택 · 소재간 범용성이 낮아 재활용 불가 · 내후성, 후변형, 성형성 저하 심각 · * 추가 가공에 의한 비용 발생	 · 포장재 (비닐포장, 가전제품 포장) · 낮은 내구성 (소재 극성 부족) · 낮은 광택도 · 후변형 취약

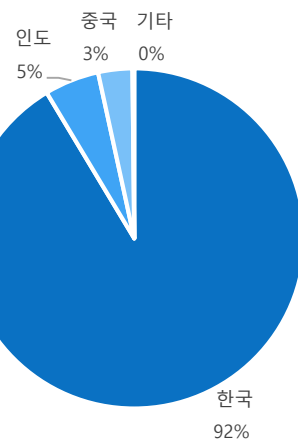
자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림2. 진영 제품별 매출액 비중



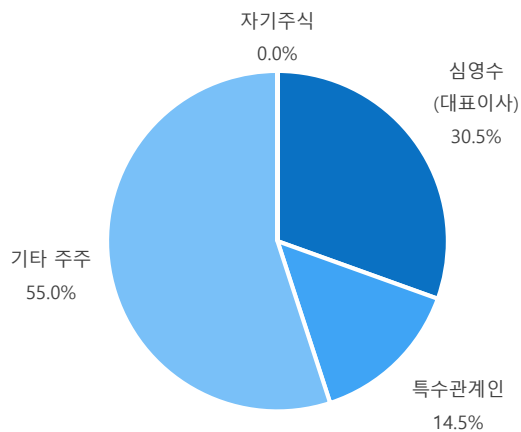
자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림3. 진영 국가별 매출액 비중



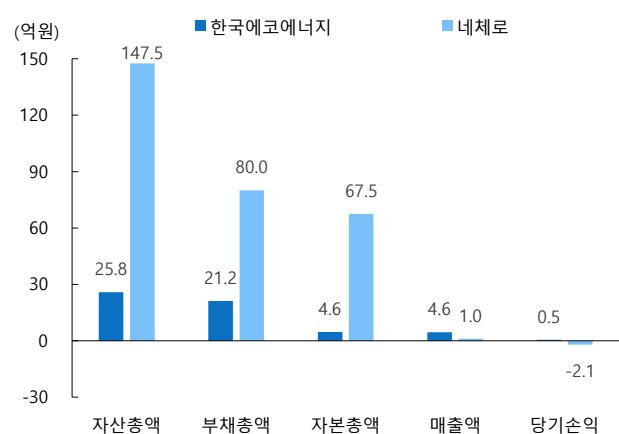
자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림4. 진영 주주 구성



자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림5. 25년 1분기 한국에코에너지, 네체로 재무 현황



자료: 진영, iM증권 리서치본부

산업 개요

플라스틱 시트 산업 Value Chain

플라스틱 시트 및 필름 산업은 정유 및 석유화학 밸류체인 중 최하단인 가공산업에 해당한다. 원유는 유정에서 채굴된 후 정유 과정을 거쳐 끓는 점에 따라 다양한 유분으로 분류되며, 이 중 납사(Naptha)는 석유화학 산업의 주요 원료로 사용된다. 석유화학 공정에서는 납사를 열분해하여 에틸렌, 프로필렌 등의 기초유분을 생산하고, 이를 바탕으로 폴리에틸렌(PE), 폴리 프로필렌(PP), 아크로니트릴 부타디엔스타이렌(ABS), 폴리염화비닐(PVC) 등 다양한 합성수지를 제조한다.

플라스틱 시트와 필름은 이들 합성수지를 얇게 가공하여 생산하는 제품이다. 두께에 따라 통상 0.25mm 이상은 시트, 이하는 필름으로 구분하지만 엄밀한 기준은 존재하지 않는다. 필름은 얇고 유연성이 뛰어나 포장재, 비닐봉투, 보호필름 등의 용도로 사용된다. 반면 시트는 보다 두껍고 강성이 높아 바닥재, 벽면재, 창호, 가전제품 외판재 등 구조적 지지력을 요구하는 용도에 적합하다.

이처럼 플라스틱 시트 및 필름 산업은 석유화학 기초소재를 바탕으로한 가공 산업으로서, 다운스트림 수요산업과 밀접한 관계를 갖고 있다. 때문에 유가, 납사 가격과 글로벌 경기 및 수요산업의 업황에 영향을 받는다.

그림6. 플라스틱 시트 생산과정



자료: 한국화학산업학회, iM증권 리서치본부

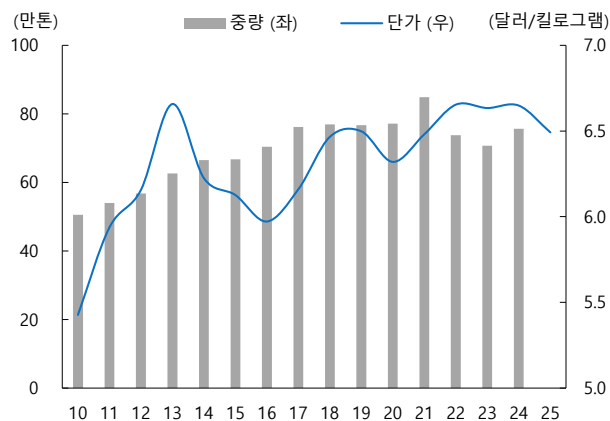
국내 가구용 시트 산업

진영의 주요 품목인 데코시트는 각종 가구를 비롯하여 새시, 도어, 몰딩 등 인테리어 표면 마감재로서 광범위하게 사용된다. 데코시트를 활용할 경우 페인트칠이나 도장과 같은 2차 가공 없이 표면을 마감하여 비용 측면에서 효율적이다. 특히, 시트 생산에 사용된 화학수지의 물성에 따라 방수, 방염, 내후성, 내구성 등 다양한 기능을 부여할 수 있어 건축자재와 산업용 자재로 널리 사용된다. 다만 국내 플라스틱 시트/필름 시장의 경우 시장 규모와 생산능력 등에 대한 구체적 통계 자료가 존재하지 않는다.

국내 플라스틱 시트 주요 생산 업체는 LX하우시스, 도레이첨단소재, 현대엘앤씨, 케이퍼텍, 두성코리아, 그리고 진영 등이 있다. 이 중 상장업체는 LX하우시스와 진영 두 업체 뿐이며, 기업별로 생산하는 제품의 물성과 용도가 상이하여 업체 간의 직접적인 비교는 어렵다. 다만, 국내 플라스틱 시트 수출 단가와 수입 단가는 최근 모두 하락 추세(그림7, 그림8)로, 업황은 녹록치 않다. 진영의 주요 생산 품목인 ASA 시트와 시장내 경쟁 구도를 가진 PVC 데코시트의 국내 판매 가격 역시 최근 수요 둔화와 수입 저가재 유입으로 인해 둔화되고 있다(그림9).

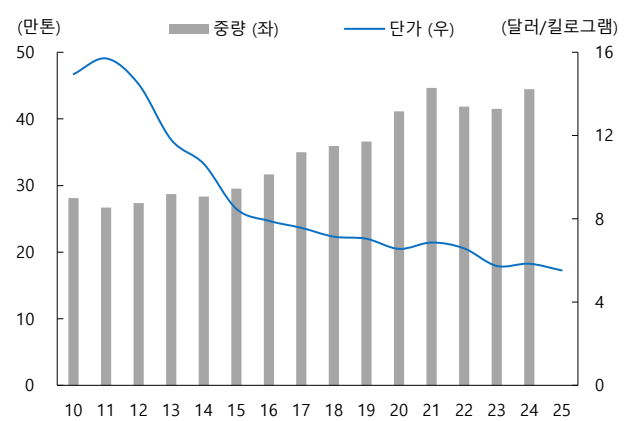
가구용 플라스틱 시트/필름 업황은 전방산업인 국내 가구 업황을 통해 간접적으로 판단해볼 수 있다. 국내 가구 업황은 주택 매매 거래량과 같은 이사 수요 지표와 동행한다(그림 10). 진영의 최대 고객사이자 매출액 기준 국내 1위 가구업체인 한샘의 실적 추이를 살펴보면, 국내 주택 매매 거래량이 고점을 기록한 2020년과 2021년의 매출액이 가장 높았다(그림 11, 12). 이후, 국내 부동산 심리지수가 악화되어 아파트 매매 거래량이 감소하자 한샘을 비롯한 주요 가구업체의 매출액 증가율 또한 감소하였다(그림13). 전방 기업인 한샘의 매출액 둔화로 진영 또한 외형이 축소될 수밖에 없었다(그림 14)

그림7. 플라스틱 시트 수출 물량 및 수출 단가 추이



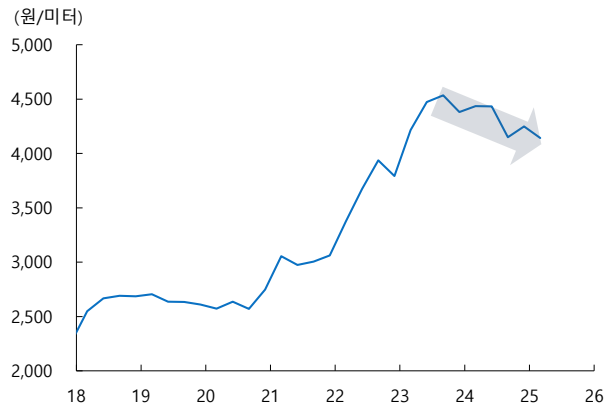
자료: Kita, iM증권 리서치본부

그림8. 플라스틱 시트 수입 물량 및 수입 단가 추이



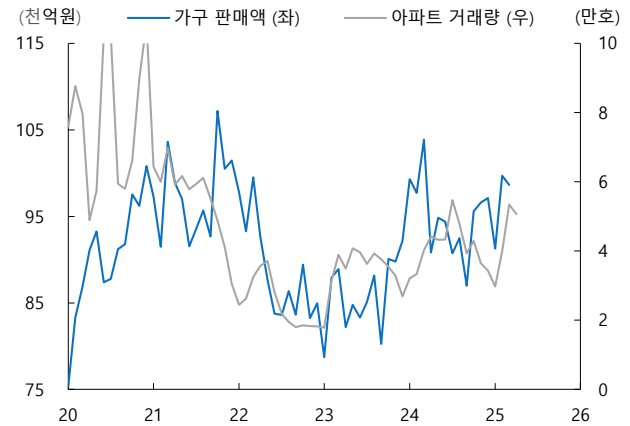
자료: Kita, iM증권 리서치본부

그림9. PVC 데코시트 국내 판매가격 추이



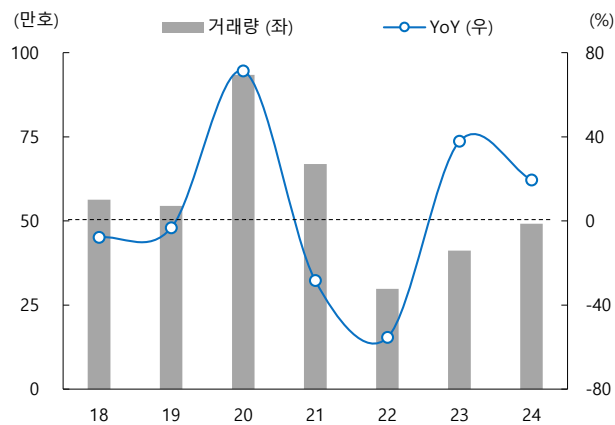
자료: LX하우시스, iM증권 리서치본부

그림10. 국내 월별 가구 판매액 및 아파트 거래량 추이



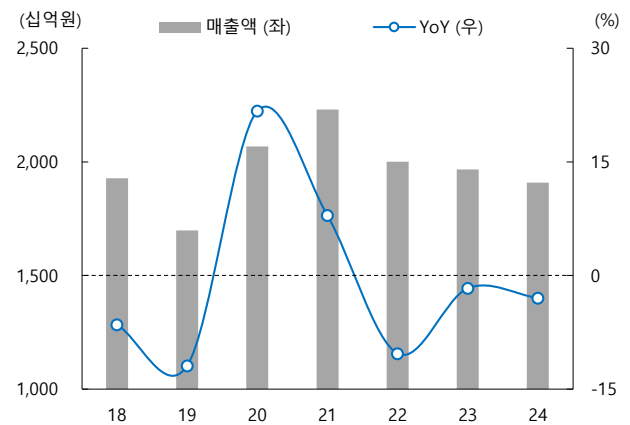
자료: 한국토지주택공사, 통계청, iM증권 리서치본부

그림11. 국내 아파트 거래량 및 전년비 증감률 추이



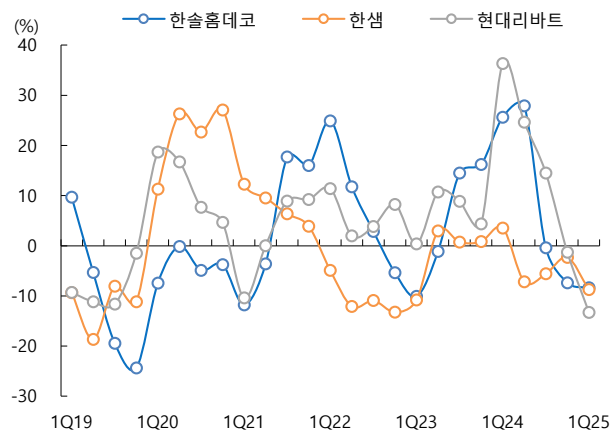
자료: 한국토지주택공사, iM증권 리서치본부

그림12. 한샘 매출액 및 전년비 증감률 추이



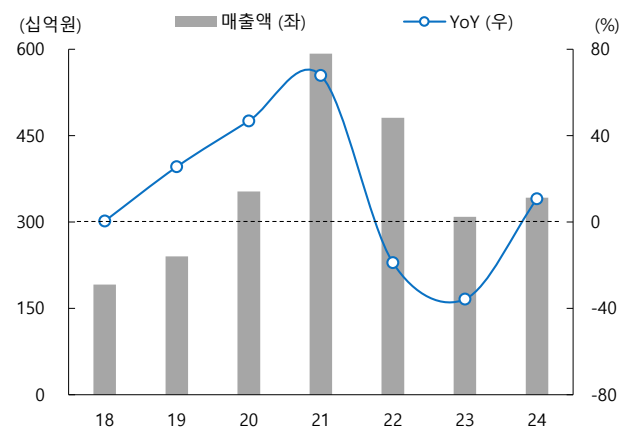
자료: 한샘, iM증권 리서치본부

그림13. 한솔홈데코, 한샘, 현대리바트 매출액 전년비 증감률 추이



자료: 각사, Dataguide, iM증권 리서치본부

그림14. 진영 매출액 및 전년비 증감률 추이



자료: 진영 iM증권 리서치본부

투자포인트

고마진 친환경 열분해유 사업

진영은 친환경 사업 진출을 통해 전방 산업 둔화에도 외형 성장을 지속하고 있다. 열분해유 생산 자회사 한국에코에너지는 '25년 1분기 흑자전환에 성공하였으며 [매출액 +4.6억원, 당기순이익 +0.5억원], '25년 연간 31억원의 매출이 기대된다.

진영은 2024년 4분기 한국에코에너지 지분을 기존 47.7%에서 78.68%로 추가 취득하여 종속기업으로 편입하였다. 한국에코에너지는 폐플라스틱과 폐비닐 등 플라스틱 폐기물을 열분해하여 친환경 정제유인 열분해유(Pyrolysis Oil)를 생산하는 기업이다.

열분해유 사업은 원재료가 폐기물이기 때문에 별도의 매입비용이 발생하지 않는다. 오히려 정부로부터 EPR(Extended Producer Responsibility) 제도에 따라 톤당 183,000원('25년 기준)의 보조금을 수취할 수 있어 구조적으로 수익성이 우수하다. 생산된 열분해유는 유황중유 가격에 연동되어 현대오일뱅크, S-Oil과 같은 정유회사에 판매된다. 또한, 열분해 과정에서 발생하는 부산물 역시 임가공을 거쳐 석유화학 공정의 보조 원료로 재활용될 수 있어 자원 활용 측면에서 효율적이다.

한국에코에너지는 '25년 1분기 중 열분해유 생산 라인 2기를 신규로 증설하여 현재 총 4기의 라인을 가동중이다. 플라스틱 폐기물 1톤 투입시 열분해유 약 650킬로그램이 생산되는데, 동사는 현재 일 24톤의 폐기물 처리 능력을 보유하고 있다. 동사는 '25년 하반기까지 추가로 4기의 생산라인을 확보해 일일 처리 능력을 90톤까지 확대할 계획이다. 중장기적으로는 총 14기에서 16기의 설비 구축을 목표로 하고 있으며, 이에 따라 생산량 확대에 따른 고정비 레버리지 효과와 공정 효율화로 인한 수익성 개선이 기대된다.

생산된 열분해유는 이미 주요 정유사와의 납품계약을 통해 전량 매출처가 확보되었다. 향후 증설에 따른 추가 생산 물량에 대해서도 별도의 판로 개척 부담은 크지 않은 것으로 파악된다.

폐수 중화처리 기업 네체로

지정폐기물 처리기업 네체로는 '26년 흑자전환이 예상된다. 진영은 '24년 4분기 폐수 중화처리 및 재활용 기업 네체로 지분을 51% 인수하여 종속기업으로 편입하였다. 네체로는 반도체 및 태양광 패널의 식각 공정에서 발생하는 폐산 및 폐알칼리를 수거해 중화처리한 후, 그 과정에서 발생한 폐액을 건설 현장 및 시멘트가 배출하는 분진과 혼합해 옹니(하수처리, 폐수처리 과정에서 오염된

수질을 정화하기 위해 오염물질을 침전시킨 진흙 상태의 물질) 형태로 처리하는 복합 공정을 운영하고 있다. 이처럼 폐수 처리와 고형화 처리를 결합한 구조는 두 종류의 폐기물을 동시에 처리할 수 있어 고객 기반 확대와 공정 효율성을 동시에 확보할 수 있다는 점에서 차별화된다.

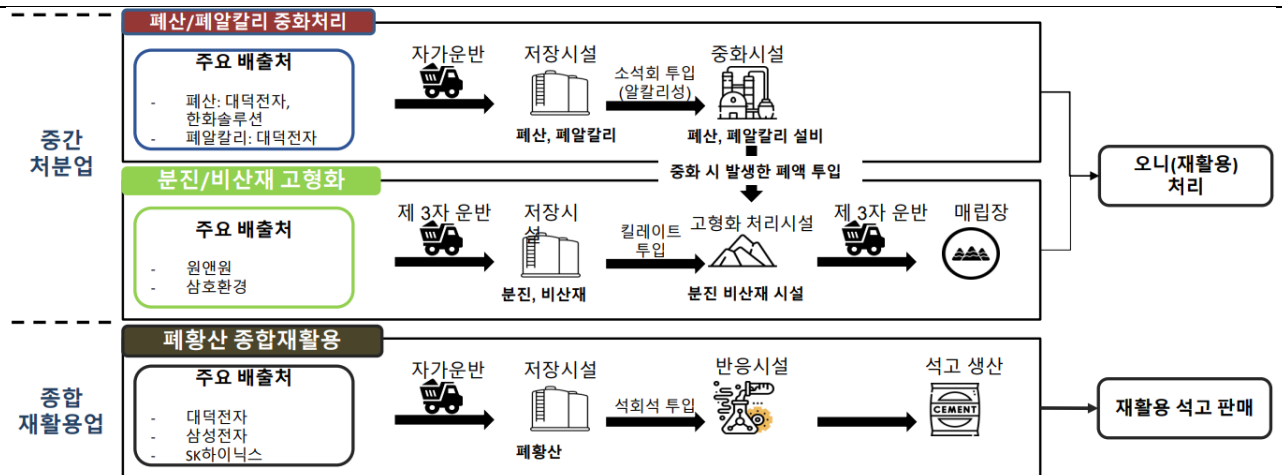
현재 네체로는 일일 33톤의 폐산과 17톤의 폐알칼리를 처리할 수 있는 설비를 보유하고 있으며, 중장기적으로 일 100톤 규모까지 처리능력을 확장할 계획이다. 향후 반도체 황산 세척 공정 폐기물인 폐황산에 석회석을 투입해 재활용 석고를 생산 판매하는 공정을 추가하여 고객 대응력을 높여 나갈 예정이다.

그림15. 열분해유 생산 공정



자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림16. 네체로 폐기물 처리 과정



자료: 진영, iM증권 리서치본부

산업용 특수 필름 시장 진출을 통한 포트폴리오 다변화

아직 실제로 매출액이 발생하는 단계는 아니지만 가구용 범용 시장이 아닌 산업용 특수시장을 타겟으로 하고 있는 진영의 전략 방향 또한 긍정적이다. 동사는 현재 가구용 시트/필름 중심의 제품 포트폴리오를 다각화하기 위해 지속적인 연구 개발 활동을 이어가고 있다. 현재 진영은 고객사와 협업하여 1) 반도체 대전방지 필름, 2) 2차전지용 필름, 3) 차량 경량화 소재를 개발하고 있다.

진영의 생산라인은 총 8개로 구성되어 국내 최대 규모이다. 이에 따라 판매용 라인 외에 테스트 라인을 병행 운용할 수 있어 대량생산라인 한 두개 만을 운용하는 경쟁사 대비 제품 개발과 테스트 역량에서 우위를 갖고 있다.

1) 진영은 고객사의 요구에 대응하여 2022년 9월부터 대전방지 관련 원재료 업체와 협력해 대전시트 제품화에 성공했다. 반도체용 대전방지 필름은 PCB 및 반도체 제품의 이송 및 적재 과정에서 정전기 발생으로 인한 손상을 사전에 방지하고, 이물질의 부착을 막아주는 필름이다.

기존의 PP 기반 반도체 필름의 경우 PP필름 표면에 대전방지 코팅도료를 도포하는 방식으로 생산되는데, 도료의 불규칙한 도포로 인해 제품 불량율이 증가한다는 문제가 있다. 또한 운반 시 마모로 인해 도료가 벗겨지면서 대전 승수가 감소해 교체주기가 빠르다는 단점이 있다.

반면 진영에서 개발한 대전방지 필름의 경우 별도의 대전방지 코팅 도료를 도포하지 않고, PP소재와 대전방지 소재를 결합하여 제작된다. 이로 인해 별도의 코팅이 필요치 않아 제품 불량률이 낮고, 반 영구적 사용이 가능하며 비용 측면에서 유리하다<그림17>. 동사의 대전방지 필름은 현재 제품화가 완료되어 필드 테스트만을 앞두고 있는 상황으로, 고객사 요청만 있다면 언제든지 대응할 수 있는 상태이다.

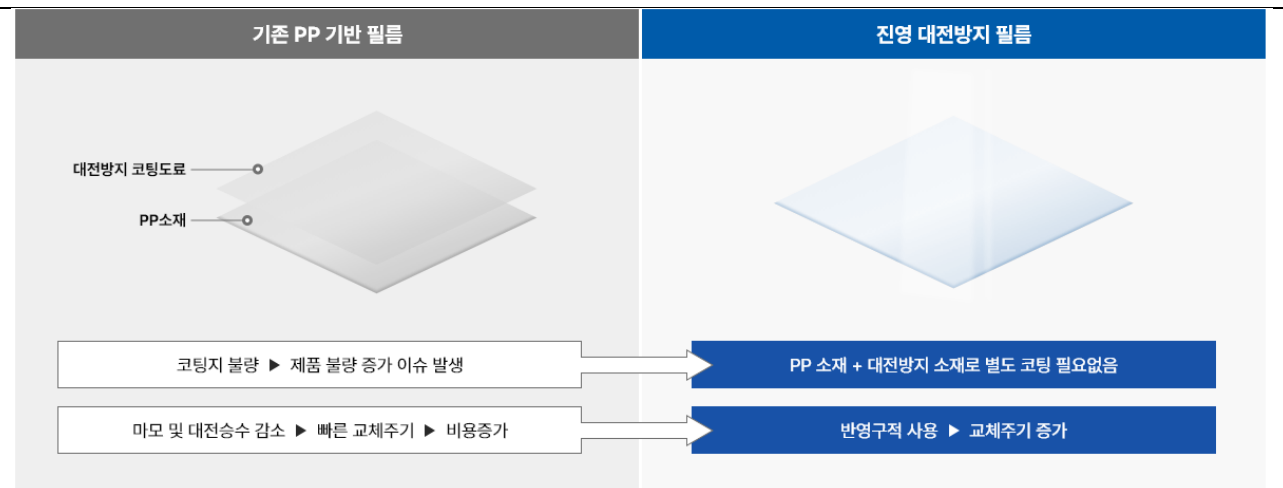
2) 진영은 현재 해외 2차전지 1차 벤더 업체와 협업하여 2차전지용 내마모성 필름과 방열 필름을 개발 중이다. 진영의 주요 원재료인 ASA소재와 ABS소재는 본래 외장재로서 개발되어 PET 소재 대비 열과 충격에 강하다. 때문에 ASA소재 배터리 필름을 사용할 경우 배터리를 외부 충격이나 진동으로부터 보호하여 성능과 안정성을 높일 수 있다. 현재 전기차 수요 둔화로 제품 인증 및 공급이 지연되고는 있으나 동사는 현재 유럽 시장에서의 직접 생산까지도 적극적으로 검토하고 있다.

3) 진영은 국내 철강 기업과 협업하여 차량 경량화를 위한 샌드위치 강판에 사용되는 엔지니어링 시트를 개발 중이며, 현재 실험용 시트를 공급하고 있다. 2025년 하반기부터 소량이지만 정기적인 납품이 예상된다.

샌드위치 강판은 두 개의 얇은 강판 사이에 엔지니어링 시트를 삽입하여 만들어지는 강판이다 <그림18>. 강철 소재를 플라스틱으로 일부 대체하여 기존의 강판에 비해 25~40% 가벼워 차량의 연비를 개선할 수 있다. 또한, 소음과 진동에 대한 차폐 성능 또한 우수해 주행감이 개선되는 효과가 있다.

한국자동차연구원에 따르면 1,500kg의 승용차 무게를 약 10% 줄일 경우, 연비는 3.8%, 가속 성능은 8%가 증가한다. 때문에 자동차 OEM 업체 들은 과거부터 경량화 소재에 대한 지속적인 니즈를 갖고 있었다. 특히, 전기차의 주행효율 개선을 위해 차체의 경량화 필요성은 더욱 높아지고 있다. 차량용 소재는 다른 제품군 대비 부가가치가 높아 제품화 성공 시 진영의 이익률 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 예상된다.

그림17. 기존 PP 기반 반도체용 대전방지 필름과 진영의 반도체용 대전방지 필름 비교



자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림18. 강판과 강판 사이에 플라스틱 시트를 삽입하여 만들어지는 샌드위치 강판



자료: Posco홀딩스, iM증권 리서치본부

실적 추이 및 전망

24년 연간 연결 실적 Review: 업황 바닥에서의 고군분투

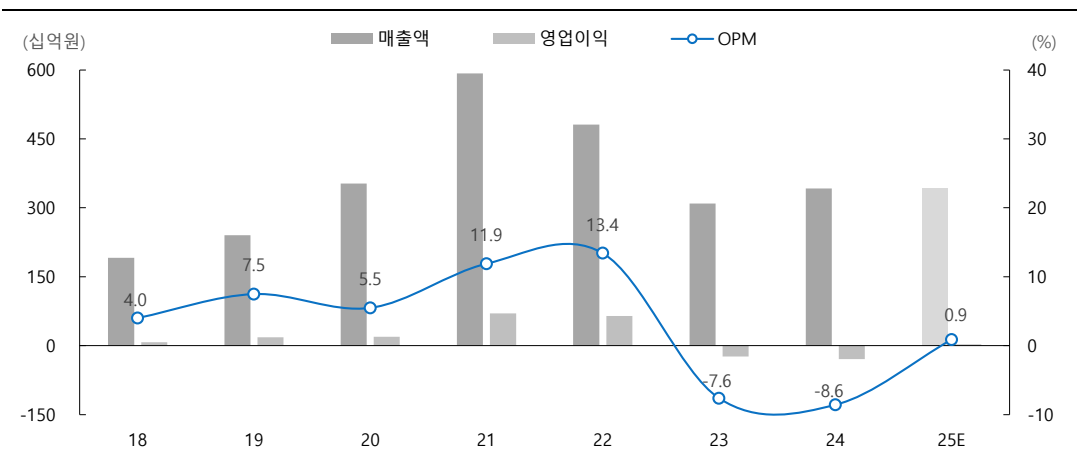
진영의 '24년 연결 매출액 [+342억원, YoY +10.7%]은 전년비 증가하였다. 전방 산업인 가구 업황이 개선된 영향이다. '24년 국내 아파트 매매 거래량 (49.2만호, YoY +19.5%)의 소폭 회복<그림20>과 코로나19 기간 판매된 가구의 교체주기(5~10년) 도래 영향으로 '24년 국내 가구 판매액은 11.4조원을 기록하며 고점이었다던 '21년 가구 판매액(11.7 조원)에 근접하였다 <그림21>.

영업적자는 [-29억원, 적자지속] 소폭 확대되었다. 원재료 가격의 소폭 하락에도 고객사 납품단가 인하 압박, 시장 내 경쟁 심화로 제품 가격 인상이 제한되었기 때문이다. 또한, '21년 44%에 달했던 중국향 매출이 지속 감소하고 있다. 가동률 하락으로 '21년 4.4%였던 판관비율은 '24년 14.1%까지 상승하였다 <그림23, 24>. 재고자산회전을 또한 하락('21년 17.1회, '24년 1.3회)하여 '24년 4분기에는 재고자산 평가손실로 인한 매출충손실이 발생했다 <그림25, 26>.

25년 1분기 실적 Review: 지연되는 업황 회복

'25년 1분기는 연결 매출액 [+73.6억원, QoQ -21.2%], 연결 영업손실[-10.4억원, 적자지속]을 기록하였다. 가구 업황 회복 지연으로 전분기 대비 매출액은 소폭 감소하였으나, 적자 폭은 개선[24년 4분기 영업적자 -17억원] 되었다. '25년 1분기 원재료 가격의 소폭 하락과 더불어 '24년 4분기에 인식했던 대규모 재고평가손실이 '25년 1분기에는 축소되었기 때문이다. 또한, 종속기업인 한국에코에너지의 파일럿 테스트가 '24년 마무리되면서 '25년 1분기 흑자 전환하였다[매출액 +4.6억원, 당기순이익 +0.5억원]. 24년 4분기 종속 기업으로 편입한 네체로는 초기 가동손실로 당기순손실을 시현하였다 [매출액 +1억원, 당기순손실 -2.1억원].

그림19. 진영 매출액, 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 진영, IM증권 리서치본부

25년 연간 실적 Preview: 저점은 지난 본업, 기대되는 부업

‘25년 연간 매출액은 [연결 +391억원, YoY +14.3%], 영업이익은 [연결 +4억원, 흑자전환]이 예상된다. ‘25년 연간 본사 부문 매출액은 [+340억원, YoY +0.5%]으로 전년과 유사한 수준이 예상된다. 국내 플라스틱 시트 업황은 추세적 반등을 논하기에는 이르지만 전년 수준의 판매량 및 판매가는 유지가 가능할 것으로 판단한다. 국내 아파트입주 물량은 감소하는 추세[‘25년 4월 누적 아파트 입주물량 10.7만호, YoY -17.9%]이지만, 아파트 매매거래량은 ‘22년을 저점으로 회복하는 추세[‘25년 4월 누적기준 아파트 매매거래량 17.4만호, YoY +16.1%]이다. 또한, 진영의 판매가격은 ‘22년 이후 동결되어 있어 이미 최악의 건설경기에는 반영된 수준이다. 본사 부문 외 친환경 자회사는 본격적인 가동이 시작되어 한국에코에너지 [매출액 +31억원, YoY +709.3%], 네체로 [매출액 +20억원]을 시현하여 전사 기준 Top-Line 성장에 기여할 전망이다<그림27>.

연간 영업이익 또한 소폭의 흑자전환을 예상한다 [연결 영업이익 +4억원, 흑자전환]. ①원재료 가격 하락으로 인한 GP(Gross Profit)마진 스프레드 개선 [진영 별도 영업이익 +3억원, 흑자전환]<그림28>, ②친환경 자회사 실적기여가 본격화되기 때문이다 [한국에코에너지 +6억원, 흑자전환], [네체로 -5억원, 적자지속].

① 납사(Naptha) 가격을 중심으로한 주요 석유화학 제품(ASA, ABS, PPMA 등)의 추세적 가격 하락세는 유지될 것으로 기대한다<그림29>. 현재 납사 가격은 공급량 증가와 경기 둔화로 연초대비 12%가 하락한 상황이다. 단기적으로 미국의 이란 핵시설 직접 타격으로 중동 지역 긴장감이 고조되어 석유 및 석유화학 제품 가격이 자극 받고 있는 상황이다. 그러나 충격에도 불구하고 석유화학제품 가격 상승 폭은 제한적인 수준에 그치고 있다. 향후 지정학 리스크 해소 시 납사 가격의 추세적 하락은 지속될 것으로 판단한다.

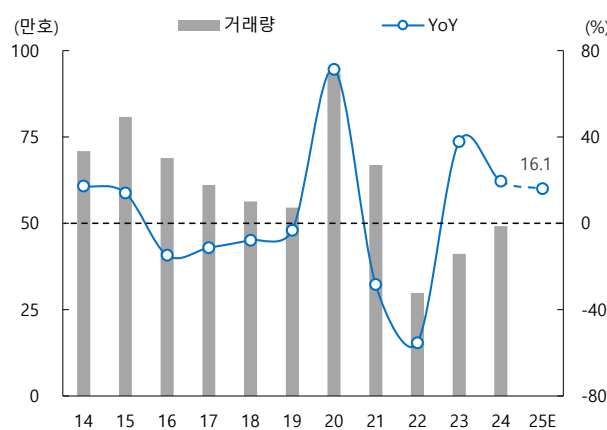
또한 판매가격의 하방은 충분히 지지되고 있다. 진영의 판매가격은 가구 판매액이 최근 5년간 10.3조원으로 저점을 찍었던 ‘23년의 판매가격을 현재까지 유지하고 있다. 정부의 부동산 대출 관련 규제 등 불확실성은 존재하지만 국내 아파트 매매거래량은 ‘22년을 저점으로 ‘24년까지 연평균 성장률 18.1%를 기록하며 회복 추세이다. 국내 가구 업황 역시 저점은 지나고 있는 것으로 판단되어 향후 추가적인 제품 판매가격 인하 가능성은 제한적이라고 판단한다.

② 자회사로 편입한 한국에코에너지와 네체로의 정상 가동으로 실적 기여가 본격화될 전망이다. 1)한국에코에너지의 ‘25년 연간 영업이익은 [+6억원, 흑자전환]이 예상된다. 동사의 열분해유사업은 원재료 무상 조달과 정부 보조금 수취, 유향중유 가격에 연동된 판가 구조를 바탕으로 중장기 영업이익률 45% 수준의 수익성을 목표로 할 정도로 고부가가치 산업이다. ‘24년에는 파일럿테스트

수준의 제한적 가동에 그쳤으나, '25년에는 상업 가동이 본격화되어 1분기 매출액 [+4.6억원, QoQ +21.1%]이 '24년 연간 매출액 [+3.8억원]을 상회하였다. 하반기 예정된 신규 생산설비 4기에 대한 초기 가동손실을 감안하더라도 동사의 '25년 영업이익률은 20~30% 수준이 예상된다. 주요 매출처 역시 이미 확보되어 물량 확대에 따른 외형 확대 및 수익성 개선이 기대된다.

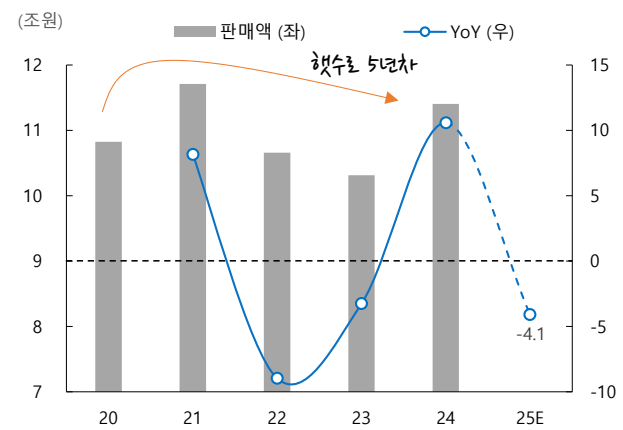
2)네체로는 영업손실 [-5억원, 적자지속]을 기록하여 흑자전환은 '26년에 가능할 것으로 보인다. 네체로는 '25년 2월 고객사로부터 첫 폐산 수거를 시작하였으며, 5월 공정 효율화를 위한 고품화 설비 건설이 완료되었다. '25년의 연간 공급 계약은 완료된 상태로 '25년 연간 매출액은 20억원이 예상된다. 다만, '25년 하반기까지는 파일럿 테스트로 인한 초기 가동손실이 예상된다.

그림20. 국내 아파트 거래량 및 전년비 증감율 추이



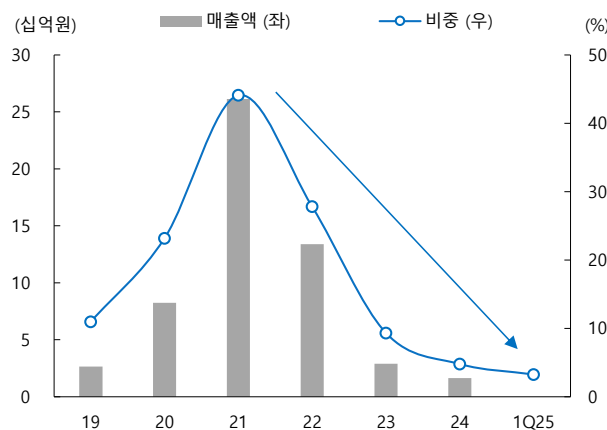
자료: 한국부동산원, iM증권 리서치본부

그림21. 국내 가구 판매액 및 전년비 증감율 추이



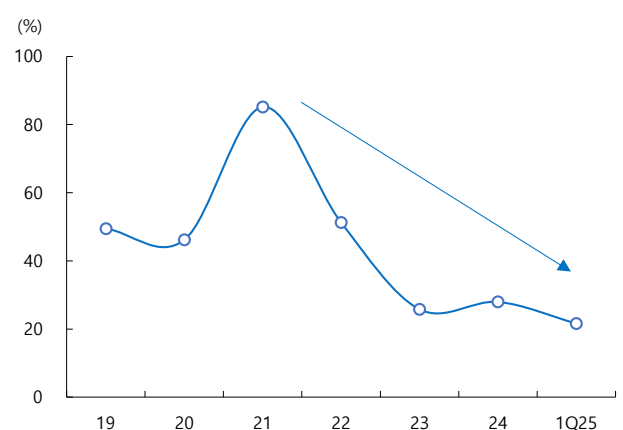
자료: 통계청, iM증권 리서치본부

그림22. 진영 중국향 매출액 및 비중 추이



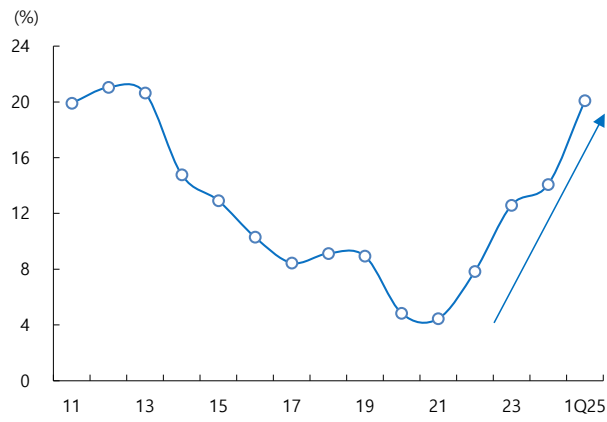
자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림23. 진영 Sheet Overlay 생산설비 가동률 추이



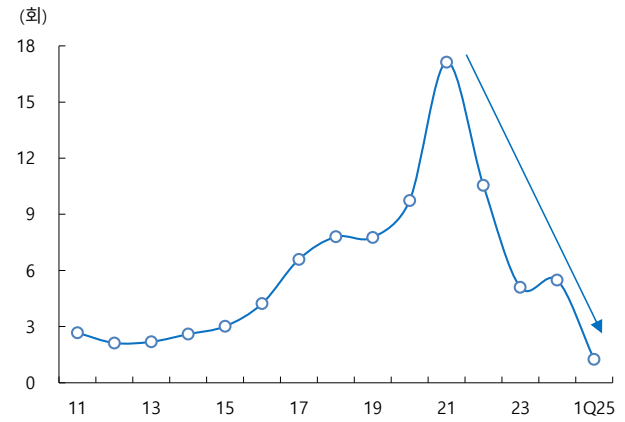
주: 가동시간 24시간 기준
자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림24. 진영 매출액 대비 판매비와 관리비 추이



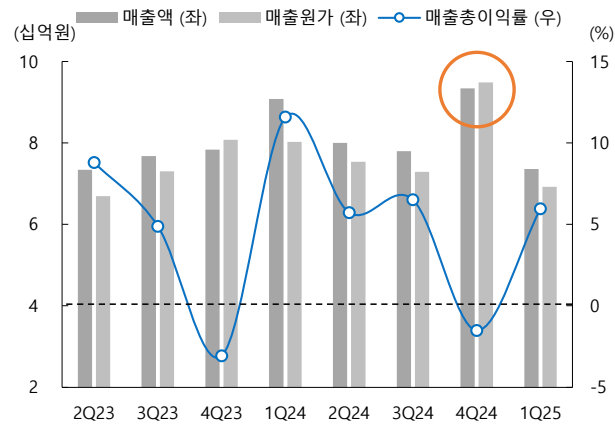
자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림25. 진영 재고자산회전을 추이



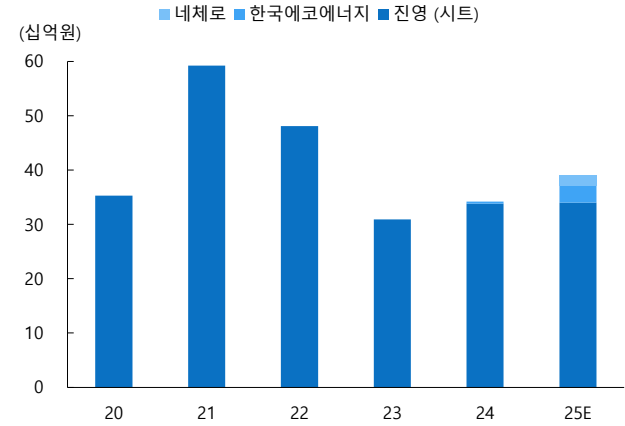
자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림26. 매출액, 매출원가 및 매출총이익률 추이



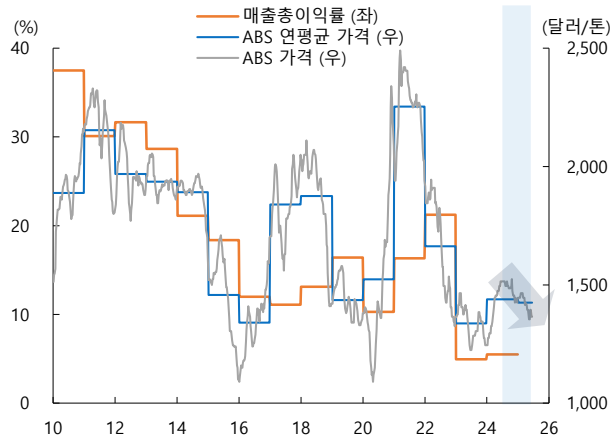
자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림27. 진영 사업부문별 매출액 전망



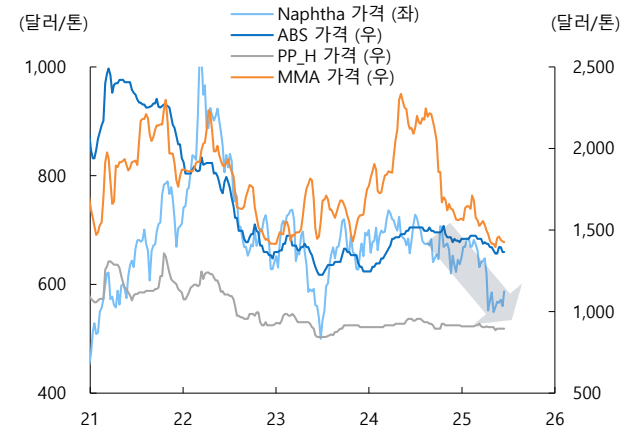
자료: 진영, iM증권 리서치본부

그림28. 진영 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Chemlee, 진영, iM증권 리서치본부

그림29. 주요 석유화학 제품 가격 추이



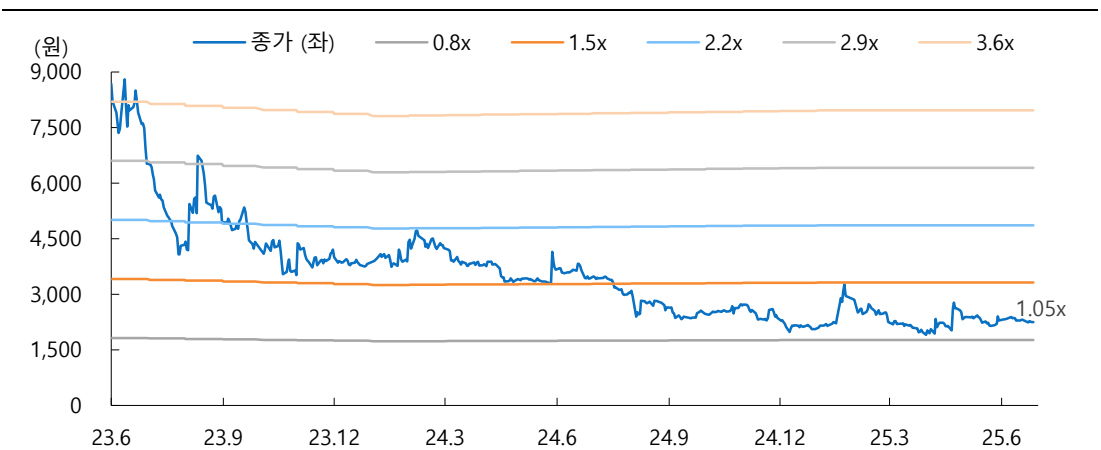
자료: Chemlee, iM증권 리서치본부

표1. 진영 영업실적 추이 및 전망

(억원, %)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	240	353	593	481	309	342	391	411
YoY	25.6	46.9	67.9	-18.8	-35.8	10.7	14.3	5.1
매출총이익	39	36	97	102	15	19	56	58
YoY	57.0	-7.7	166.1	5.6	-85.0	22.8	195.9	5.0
매출총이익률	16.4	10.3	16.3	21.2	4.9	5.5	14.2	14.2
영업이익	18	19	70	64	-24	-29	4	8
YoY	134.8	7.5	264.6	-8.4	적전	적지	흑전	98.1
영업이익률	7.5	5.5	11.9	13.4	-7.6	-8.6	1.1	2.0
영업외손익	-6	2	3	2	2	-1	2	2
세전이익	9	17	71	61	-26	-35	8	10
당기순이익	5	15	59	51	-19	-35	7	9

자료: 진영, iM증권

그림30. 12MF 진영 주가 및 PBR 밴드 Chart



자료: Dataguide, iM증권 리서치본부

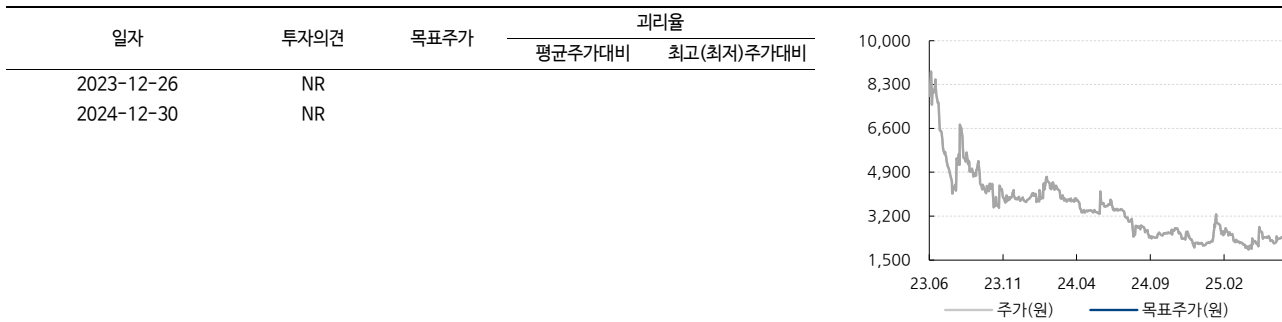
K-IFRS 별도 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(억원)	2021	2022	2023	2024	(억원,%)	2021	2022	2023	2024
유동자산	167	114	154	157	매출액	593	481	309	342
현금 및 현금성자산	52	23	6	20	증가율(%)	67.9	-18.8	-35.8	10.7
단기금융자산	3	0	19	2	매출원가	496	379	294	323
매출채권	77	65	63	65	매출총이익	97	102	15	19
재고자산	35	56	65	60	판매비와관리비	26	38	39	14
비유동자산	215	331	338	522	연구개발비	1	3	1	3
유형자산	207	325	320	508	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	0	0	0	10	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	382	475	492	679	영업이익	70	64	-24	-29
유동부채	153	141	69	107	증가율(%)	264.6	-8.4	적전	적지
매입채무	67	40	30	56	영업이익률(%)	11.9	13.4	-7.6	-8.6
단기차입금	52	38	24	10	이자수익	0	0	1	1
유동성장기부채	19	57	13	10	이자비용	3	6	5	8
비유동부채	73	120	11	158	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	20	0	0	55	기타영업외손익	3	2	2	9
장기차입금	49	116	10	78	세전계속사업이익	71	61	-26	-35
부채총계	226	261	80	265	법인세비용	12	10	-7	0
지배주주지분	156	214	411	379	세전계속이익률(%)	11.9	12.7	-8.3	-10.3
자본금	7	13	17	17	당기순이익	59	51	-19	-35
자본잉여금	0	0	213	213	순이익률(%)	9.9	10.6	-6.1	-10.4
이익잉여금	127	178	159	128	지배주주귀속 순이익	59	51	-19	-32
기타자본항목	22	23	21	21	기타포괄이익	22	0	-1	0
비지배주주지분	0	0	0	0	총포괄이익	80	52	19	-35
자본총계	156	214	411	414	지배주주귀속총포괄이익	80	52	-19	-35

현금흐름표					주요투자지표				
(억원)	2021	2022	2023	2024		2021	2022	2023	2024
영업활동 현금흐름	-8	8	-36	-4	주당지표(원)				
당기순이익	59	51	-19	-35	EPS	473	405	-121	-183
유형자산감가상각비	7	9	11	13	BPS	1,257	1,683	2,352	2,168
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	769	606	20	-27
지분법관련손실(이익)	0	0	0	8	DPS	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-12	-114	-34	-59	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-24	-126	-15	-75	PER	-	-	-31.6	-11.3
무형자산의 처분(취득)	0	-0	-0	0	PBR	-	-	1.6	1.0
금융상품의 증감	11	-3	-19	17	PCR	-	-	-	-
재무활동 현금흐름	50	77	53	76	EV/EBITDA	-	-	-54.4	-32.8
단기금융부채의증감	45	-15	-143	-87	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	5	86	-6	63	ROE	52.0	27.7	-6.0	-8.1
자본의증감	0	6	223	0	EBITDA이익률	13.0	15.2	-4.1	-3.7
배당금지급	0	0	0	0	부채비율	145.1	121.8	19.6	48.5
현금및현금성자산의증감	29	-29	-17	14	순부채비율	54.9	88.1	5.2	31.8
기초현금및현금성자산	23	52	23	6	매출채권회전율(x)	10.1	6.8	10.0	5.5
기말현금및현금성자산	52	23	6	20	재고자산회전율(x)	17.1	10.5	9.5	5.4

자료 : 진영, iM증권 리서치본부

진영 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 2023년 6월 1일 코스닥에 상장된 진영의 IPO 주관사로 참여하였습니다.
- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%