



『위 이미지는 AI가 생성한 이미지입니다.』

비상장/스몰캡 컬래버 첨단산업 총력전 시대의 모험자본 투자전략

지난 3월 초 국민성장펀드 가이드북이 공개되며 민관합동 투자의 세부 사항들이 상당 부분 구체화되었습니다. 11개의 첨단전략산업 및 전후방 산업이 모두 투자 대상이라는 점에서 국민성장펀드의 모험자본 투자 목표는 협의의 첨단산업에 국한되지 않는 산업 전반의 생산성 혁신이라 판단됩니다. 이런 맥락을 고려하면 비상장 시장에서는 중견·중소기업 경영진 세대 교체 및 PE 주도의 코스닥 기업 상장폐지에 수반되는 사모회사채·대출 투자 기회가 유망하며, 상장 시장에서는 중소형 코스닥벤처기업의 세제 혜택 펀드 자금 유입 수혜가 기대됩니다.

강창엽 (비상장/모험자본)

02)750-5598, cykang@nhsec.com

백준기 외 3인 (Mid/Small Cap)

02)768-7066, jack.back@nhsec.com

I. Summary	4
II. 국민성장펀드 개요.....	6
III. 한국 모험자본 관련 기업금융 시장 개요	12
1. IMA: 중견·중소기업 투자 확대를 위한 종합 기업금융 플랫폼	12
2. 미국 중견·중소기업 자금 조달 환경: CLO 시장 활성화	16
3. 일본 중견·중소기업 자금 조달 환경: 메가뱅크가 적극적인 대출 실행	18
4. 한국 PE: 중견·중소기업 생산성 제고를 위한 금융 정책 도구로 부각	20
5. 한국 BDC: 중견·중소기업 PE 투자에 특화된 기업금융 플랫폼	23
IV. 첨단산업 총력전 시대의 모험자본 투자 전략	25
1. 비상장 모험자본: 중·세·상·인(중견·중소·세대 교체·상장폐지·인수금융)	25
2. 사모 회사채: 리파이낸싱(건설업, 서비스업), 장기채(화학 업종)	31
3. 상장 모험자본: 세계 헤택 펀드의 자금 유입 대상인 코스닥 벤처 기업	35
V. Appendix.....	39
1. 모험자본 유입 수혜 코스닥 종목 스크리닝	39
2. 자본시장 기반 자금 조달 가능 기업군(코스닥, 비상장)	45
3. 한국 PE 투자 대상 기업 EBITDA 성장률(2016~2024)	48
4. 한국 주요 섹터 사모 회사채 발행, 금리 추이	49
5. 미국 CLO 포트폴리오 구성 사례(KKR Financial CLO 2025-50A Ltd.)	50
6. 일본 신디케이트론 주관 실적 순위	52
7. 북미 Private Equity AUM 규모 순위	53

[기업분석]

에이치브이엠* (Not Rated)	54
노바렉스 (Not Rated)	60
링크솔루션* (Not Rated)	67
네오팜 (Not Rated)	75
리센스메디컬* (Not Rated)	79
지앤비에스 에코 (Not Rated)	85
씨앤지하이테크 (Not Rated)	90
에프엔에스테크 (Not Rated)	97
그리드위즈* (Not Rated)	103
메타바이오메드 (Not Rated)	110
슈프리마에이치큐 (Not Rated)	116
썬크* (Not Rated)	120
사이냅소프트 (Not Rated)	134

주: 별표 표시는 모험자본 관련 수혜 종목 스크리닝(39~44p) 목록에는 없으나 스몰캡팀에서 선정한 코스닥
벤처종목이며 코스닥벤처펀드의 세제 혜택 요건을 충족함

I. Summary

국가 단위 투자 총력전을 위한 국민성장펀드 설립

최근 한국 정부는 AI를 둘러싼 글로벌 기술 패권 경쟁을 ‘국가 단위 총력전’으로 규정하며 이에 대한 대응책으로 국민성장펀드를 설립했다. 계획된 투자 규모는 향후 5년간 총 150조원(재정 75조원, 민간 75조원)이며, 투자 대상은 첨단전략산업 외에도 관련 공급망 산업과 투자목적회사(PE·SPC 등)까지 포함할 만큼 광범위하다.

증권사 IMA, 중견·중소기업 및 모험자본 투자를 위한 유동성 플랫폼

국민성장펀드가 산업 전반의 구조 개편과 생산성 혁신이라는 목표를 달성하기 위해서는 중견·중소기업 및 모험자본에 대한 투자를 활성화시킬 필요가 있다. 그리고 최근 한국 자본 시장에 도입된 증권사 IMA(Investment Management Account)제도는 중견·중소기업향 기업금융 시장에서 유동성 플랫폼 역할을 수행할 것으로 판단된다.

외부 차입금을 활용해 자본수익률을 개선

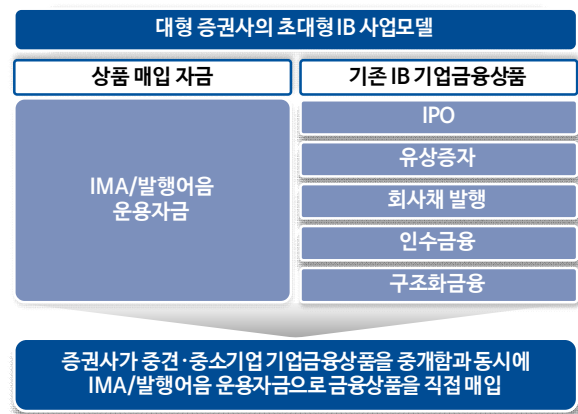
만기 상환, 원금 보장 의무를 지닌 IMA 자금은 채권 투자와 같은 성격을 띠는데, 중견·중소기업은 이를 외부 차입금으로 활용하여 자본수익률을 개선할 수 있다. 이러한 재무구조 변화는 PE와 같은 외부투자자의 개입을 통해 촉진되는 경향이 강한데, 특히 2023년 일본의 상장 중견·중소기업 거버넌스 개선 정책 시행 이후 중소형주 지수의 펀더멘털 개선을 위해 PE 투자가 적극적으로 활용된 사례를 통해 이를 확인할 수 있다.

그림1. 광범위하고 포괄적인 국민성장펀드의 투자 대상

국민성장펀드 투자 대상			
첨단전략산업 (산은법 및 시행령 근거)		첨단전략산업 관련업종 (산은법시행령 근거)	
AI	모빌리티	첨단산업에 필요한 장비, 설비 기업	
반도체	로봇	첨단전략산업기업향 투자 기업 (예시) PEF, SPC	
2차전지	방산	첨단전략산업기업의 거래 상대방	
디스플레이	핵심 광물		
바이오	미디어		
수소			

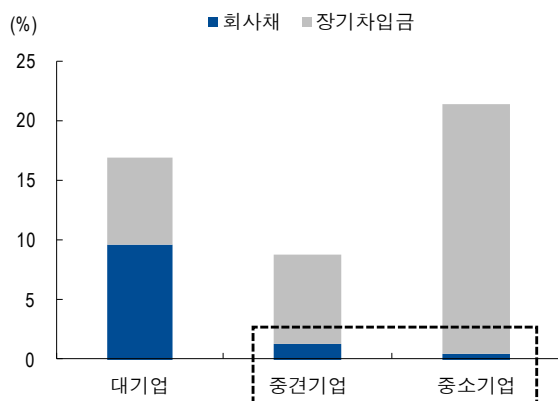
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. ‘초대형 IB 육성’을 위한 IMA 증권사 사업모델 예시



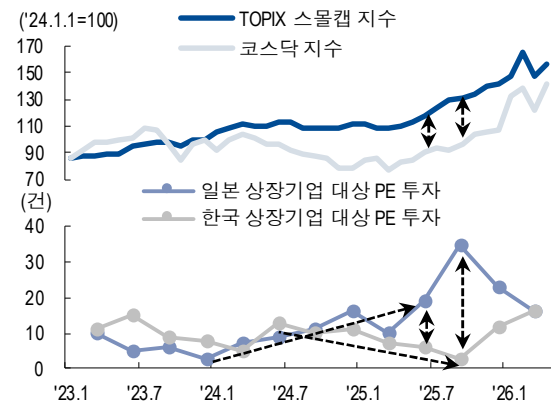
자료: NH투자증권 리서치본부

그림3. 기업 규모별 총자산 대비 회사채, 장기차입금 비중



주: 2024년 말 기준; 자료: KOSIS, NH투자증권 리서치본부

그림4. 일본 스몰캡 지수, 상장기업향 PE 투자와 더불어 상승



자료: Bloomberg, Preqin, NH투자증권 리서치본부

지배구조 변화 시 비상장기업의 차입 재차 확대될 가능성

기업 수명과 자본구조 간의 관계를 보면 **장기 생존 기업일수록 이자발생부채비중이 감소하는 패턴**이 나타나는데, 오너(Owner) 위주의 경영 체제를 지닌 비상장 기업은 1)경영진의 세대 교체, 2)기업 매각과 같은 기업 지배구조 변화 이슈 발생 시 신사업 진출이나 설비투자에 필요한 자금 확보를 위해 차입 비율을 다시 높일 가능성이 존재한다.

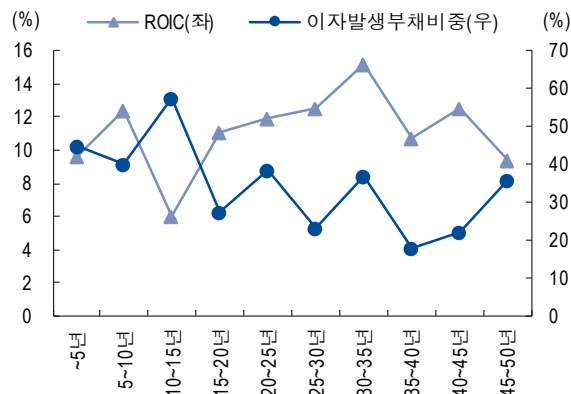
아직은 신규 발행보다 건설업·서비스업 차환발행 사모채 주목

그러나 모험자본 정책 도입 초기인 현재는 **신규 자금 조달보다 리파이낸싱 목적의 사모 일반회사채 투자 매력**이 부각되고 있으며, 특히 업황이 개선되고 있는 **건설업과 서비스업** 섹터의 차환 목적 발행 채권은 상대적으로 신용 리스크 부담이 낮으면서도 발행 증가에 따른 금리 메리트를 확보할 수 있는 투자 기회라고 판단된다.

모험자본의 투자 회수를 위한 코스닥 활성화 필요성 부각 중

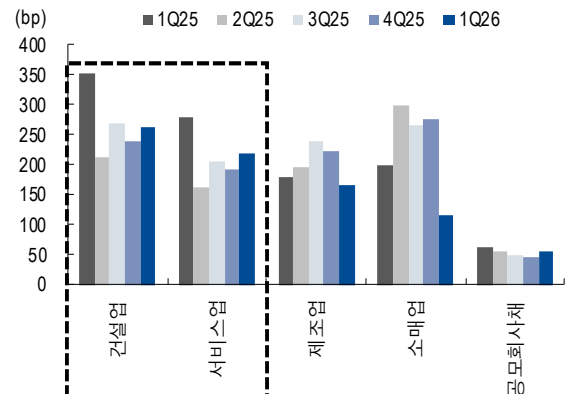
한편 금융당국은 **모험자본의 투자 자금 회수**를 위한 **코스닥 시장의 역할을 강조**하며 다양한 활성화 정책들을 도입하고 있다. 이 가운데 **코스닥벤처펀드, BDC, 국민참여형 국민성장펀드** 등의 세제 혜택 펀드들은 1)코스닥기업의 신주(新株) 외에도 **구주(舊株)** 인수가 가능하며, 2)펀드 만기가 **최소 3년 이상**이라는 점에서 **코스닥기업 주식의 중장기 수급 개선 요인**으로 작용할 전망이다.

그림5. 비상장 기업 업력별 ROIC, 이자발생부채비중 추이



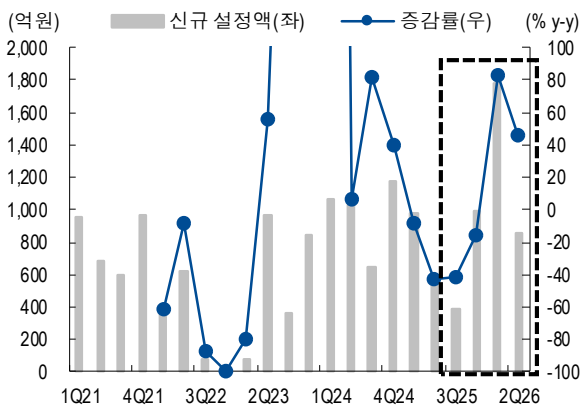
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림6. 비제조업 섹터별 사모 일반회사채 발행 스프레드 추이



주: 발행시점 사모 일반회사채 표면금리-국고채 3년물 금리
자료: 한국은행, LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림7. 분기별 코스닥벤처펀드 신규 설정액 규모



주: 2Q26은 4월 말 기준
자료: 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림8. 코스닥 관련 펀드들의 투자 대상 및 세제 혜택 비교

	코스닥벤처펀드	BDC	국민참여형 국민성장펀드
투자대상 코스닥 상장사	코스닥 상장 후 7년 이내 중견·중소 기업 신주/구주	시총 2,000억원 이하 코스닥 기업 신주/구주	비상장· 코스닥기술특례사 신주/구주
코스닥 자산 비중	35~85%	30~60%	10~90%
세제 혜택	[기존 혜택] 3,000만원 한도 내 10% 소득 공제(1회성) [신규 혜택] 연간 2,000만원 한도 내 10% 소득 공제(매년 1회)	2억원 한도 내 배당소득 9% 분리 과세 검토 중	BDC 세제 혜택 포함 최대 1,800만원 소득공제 20% 손실 흡수 (정부 재정)

자료: NH투자증권 리서치본부

II. 국민성장펀드 개요

기술 패권 경쟁 시대에 등장한 국민성장펀드

AI 붐을 계기로
촉발된
'생존 투자'의 시대

국가 차원의 사활을 건 투자의 시대가 시작됐다. 생성형 AI 붐이 촉발된 지 약 3년이 지난 현재, AI 주도의 '창조적 파괴'는 빠른 속도로 광범위하게 확산되며 기업과 산업의 작동 원리 자체를 재정의하는 수준까지 전개되고 있다.

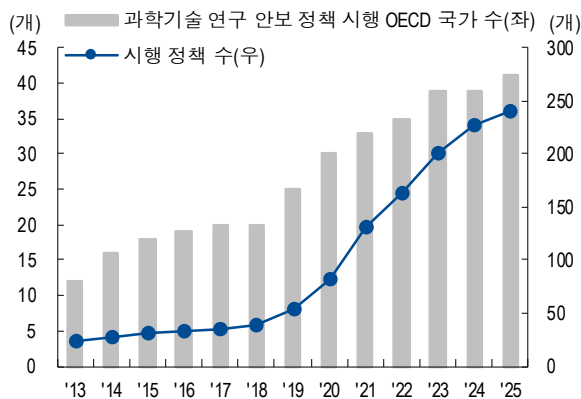
국가 안보·패권과
직결되는
첨단기술·산업 문제

글로벌 주요 국가들에게 이러한 기술 혁신 트렌드는 안보와 패권 문제로 직결된다. 지난 10년간 OECD 국가들의 기술 관련 안보 정책은 8배 이상 증가했고, 최소 1개 이상의 정책을 시행하는 국가는 동기간 2.5배 이상 늘어났다. 미국·중국·EU·일본 등은 첨단산업 투자 촉진을 위해 수백조원 규모의 재정·세계 지원 정책을 도입하고 있다.

투자 총력전을
위한 마중물,
국민성장펀드

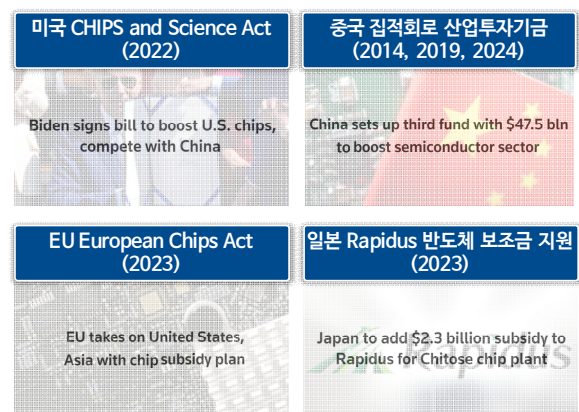
한국 정부는 이러한 글로벌 트렌드를 '국가 단위 총력전'(국가의 명운을 걸고 유·무형의 자원을 총동원해 대응하는 경쟁)으로 규정하고 관련 대응책으로 첨단산업 및 관련 생태계에 대한 민관합동 투자 프로그램인 '국민성장펀드' 설립을 추진했다.

그림9. 첨단 기술에 대한 국가 안보 차원의 문제 인식 심화



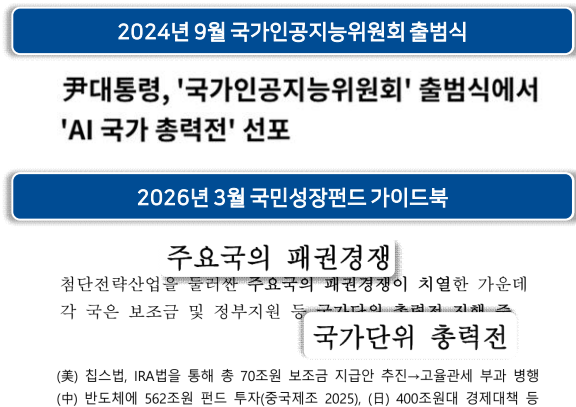
자료: OECD, NH투자증권 리서치본부

그림10. 글로벌 주요국들의 반도체 산업 지원 관련 정책



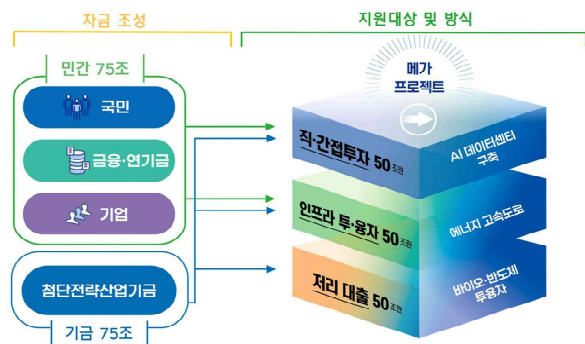
자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

그림11. 초당적 현안으로 부상한 첨단산업 투자 총력전 담론



자료: 금융위원회, 언론보도, NH투자증권 리서치본부

그림12. 향후 5년간 150조원이 투입되는 국민성장펀드 구조



자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

대규모의 민관합동 투자는 초당적 과제

첨단산업과 관련해 정부가 ‘총력전’이라는 표현을 사용한 사례는 윤석열 정부 시기에도 있었다. 당시 대통령은 국가인공지능위원회 출범식에서 ‘AI 3대 강국 도약을 위한 국가 총력전’을 선언하며 AI 투자를 위한 민관협력을 강조했다. 이러한 정책 기조는 현 정권에서 더욱 강화되며 **초당적 과제**로 자리잡았다.

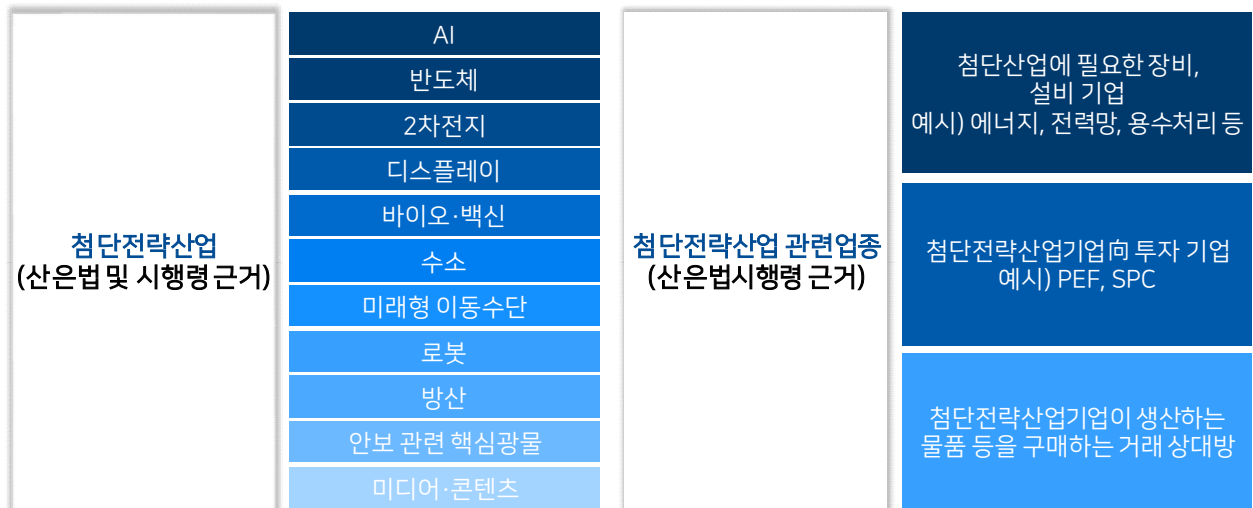
광범위하고 포괄적인 국민성장펀드의 투자 영역

국민성장펀드는 **향후 5년간 총 150조원의 자금을 정부와 민간으로부터 각각 절반씩 조달할 계획이다**. 투자 대상은 1)11개 **첨단전략산업**, 2)**관련 인프라·장비·설비**, 3)**첨단전략산업 투자 기업(PE·SPC 등)**, 4)**첨단전략산업 기업의 거래 상대방**으로 구분된다. 첨단산업에 국한되지 않고 산업 전반의 광범위한 구조 개편을 추진하고자 함을 알 수 있다.

첨단전략산업에 대한 민간의 투자 자금 수요 전망치는 약 500조원

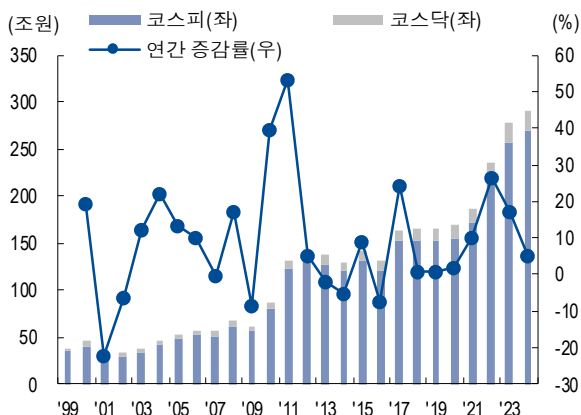
150조원이라는 목표 규모는 1)산업통상자원부가 추산한 향후 5년간 첨단전략산업 관련 민간 투자 수요(389조원), 2)AI 전환 수요까지 포함한 총 투자 수요(500조원), 3)한국은행 기업경영분석 기준 국내 비금융영리법인의 외부 차입금 비중(31.4%) 등을 종합적으로 반영해 산출된 수치라는 점을 참고할 필요가 있다.

그림13. 국민성장펀드 투자 대상 첨단전략산업과 관련 업종 정리



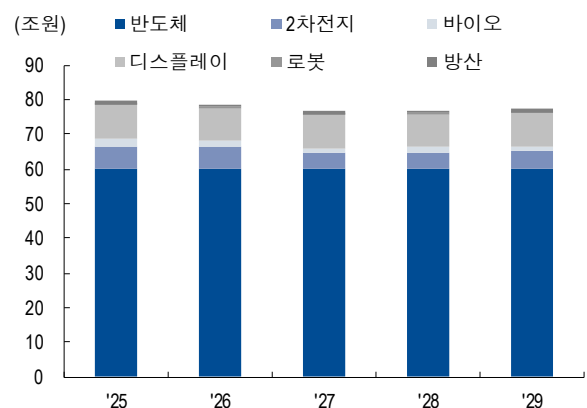
자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림14. 과거 코스피, 코스닥 CAPEX 연간 규모 추이



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림15. 첨단전략산업의 연도별 투자 규모 계획



주: 2025년 초 산업부 조사; 자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

네 가지 축을 중심으로 운용되는 국민성장펀드

국민성장펀드는 **직접투자, 간접투자, 인프라금융, 대출 및 보증**이라는 네 가지 축을 중심으로 운영된다. 직접투자는 첨단·전략산업 기업에 대한 지분투자 형태로, 간접투자는 VC·PE 등 민간 운용사가 조성한 펀드에 출자하는 형태로 자금이 집행된다. 인프라금융은 산업단지, 데이터센터, 에너지 및 물류 인프라 등에 필요한 자금을 지원하며, 대출 및 보증 부문은 중견·중소기업 대상 대출, 회사채 투자, 신용보강 등의 기능을 주로 담당한다.

직접투자는 선별적인 대규모 프로젝트 단위로 집행될 가능성 높음

직접투자 부문의 경우 국민성장펀드의 실질적인 투자 의사결정 기구인 투자심의위원회 및 기금운용심의회가 개별 투자 안건을 직접 심사하게 된다. 향후 유니콘 기업으로 성장할 가능성이 있는 벤처기업이나 대규모 생산시설 구축 프로젝트 등에 대한 투자가 핵심 목적이기에 자금 집행은 **선별적인 대형 프로젝트 중심으로 이루어질 가능성이 높다**.

간접투자 부문에서는 민간 주도의 중소형 VC·PE 펀드에 자금 투입될 계획

반면 간접투자 부문에서는 민간 주도의 **중소형 딜 소싱(투자처 발굴)이 활발하게 이루어질 것으로 판단된다**. 특히 과거 산업은행 주도로 운용되던 정책형 펀드(혁신산업펀드·성장지원펀드 등)가 국민성장펀드 체계로 통합되면서, VC·PE 등 자(子)펀드에 대한 핵심 자금 공급원 역할을 수행하게 될 전망이다. 여기에 코스닥펀드, 지역전용펀드, 초장기 기술펀드 등 다양한 유형의 정책 펀드가 추가되며, 총 20개 이상의 자펀드에 연간 약 7조 원 규모의 자금(손실흡수 재정 제외)이 공급될 계획이다.

국민참여형 국민성장펀드는 6,000억원 규모

간접투자 부문 중 리테일 자금 유치 성격이 가장 뚜렷한 영역은 **국민참여형 국민성장펀드**다. 3월 금융위원회가 선정한 3개 운용사(미래에셋, 삼성, KB)를 중심으로 운용되며 자금 모집 규모는 **6,000억원 수준**으로 계획돼 있다.

유망 중견·중소기업, 코스닥 상장사 위주의 투자 실행될 것

이와 별도로 국민참여형 국민성장펀드에는 1,200억원의 손실흡수 재정 자금이 투입되며 주 투자 대상인 비상장기업과 코스닥 기술특례상장사의 구주, 신주를 매입으로 포트폴리오가 구성될 계획이다. 일반 국민에게 국민성장펀드의 모험자본 투자 성과 일부를 공유한다는 취지에서 도입된 펀드인 만큼 사업 초기 기업보다는 유망 중견·중소기업과 코스닥 상장사 위주로 투자가 실행될 것으로 예상된다.

표1. 향후 5년간 국민성장펀드 세부 내용: 직접투자, 간접투자, 대출 및 보증 부문을 기업금융 관련 재원으로 활용

국민성장펀드 구분	세부 구분	투자 목적	투자 방법	투자 규모
직접투자	유니콘 벤처투자	유니콘벤처기업 육성	유상증자(보통주, 우선주, 메자닌)	15조원
	SPC·JV 투자	대규모 공장 증설, 첨단기업 M&A	SPC나 JV 지분 참여	
간접투자	정책성펀드	첨단전략산업 관련 기업 육성	PE, VC 펀드 투자	35조원
	국민참여형 펀드	국민과 첨단산업 성장 성과 공유	재간접 공모펀드 투자	
	초장기 기술투자펀드	첨단산업 유망기술 개발	만기 10년 이상의 초장기 펀드 투자	
인프라금융	발전, 환경 등 AI, 데이터센터 등	첨단전략산업단지 내 발전소 및 인프라 개발 AI 데이터센터 개발	주식, 주식관련채, 대출, 사모수익증권 등	50조원
대출 및 보증	개발, 공사 자금	신축 부동산, 기계기구·설비 개발	저리대출 (총 소요자금의 60~80% 이내)	50조원
	영업용 자산 구입 자금 기업인수자금 R&D 자금	토지, 건물, 기계기구 확보 첨단산업 관련 유망 기업 경영권 취득 무형자산 개발		

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림16. 2026년 국민성장펀드 30조원 조성 및 지원 계획

	직접투자 (3조원)	간접투자 (7조원)	인프라금융 (10조원)	저리대출 (10조원)
첨단기금	1.5조원	1.5조원	2조원	10조원
민간자금	1.5조원	5.5조원	8조원	-
재정 (손실흡수)	1,500억원	4,500억원	4,000억원	-

↓

2026년 국민성장펀드 간접투자규모 7.45조원				
첨단 일반펀드	특정기능펀드	초장기기술펀드	프로젝트펀드	국민참여형펀드
2.15조원	1.65조원	0.88조원	2.05조원	0.72조원

주: 재정 자금은 전체 자금 규모 산정 시 제외

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

표2. 국민성장펀드의 주요 간접투자 지원 방안

구분	주요내용
정책성 펀드	- 혁신산업펀드, 성장지원펀드 등 기존 산업은행의 블라인드펀드 및 프로젝트펀드를 통한 * 블라인드펀드: 산업지원, 스케일업, AI·반도체, 지역전용 * 프로젝트펀드: 기금 자체 펀드 및 공동투자 펀드 조성
국민 참여형 펀드	첨단산업의 성장 성과를 함께 공유하기 위해 일반 국민이 직접 참여할 수 있는 펀드
초장기 기술투자펀드	첨단산업 유망기술에 대한 장기투자를 위해 펀드 존속기간이 10년 이상인 펀드

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

표3. 뉴딜펀드와 국민성장펀드 간접투자 비교

구분	뉴딜펀드	국민성장펀드 간접투자
정책 배경	디지털·그린 전환	자본시장 활성화
도입 시기	2020년	2025년~
정책 목적	국가 전략 산업 육성	코스닥·성장기업 육성
투자 대상	뉴딜 관련 인프라, 기업	벤처·중소·중견 기업
투자 단계	중기에서 후기까지	초기부터 성장 이후까지
투자 자산	인프라, 사모투자, 프로젝트	공모펀드, BDC, VC, PE
리테일 참여	초장기 펀드 특성상 제한적	ISA, 공모펀드 직접 참여
손실 흡수 구조	정책자금이 후순위	일부 상품에 한정
시장 영향	특정 산업(뉴딜 섹터) 집중	산업 전반에 유동성 공급

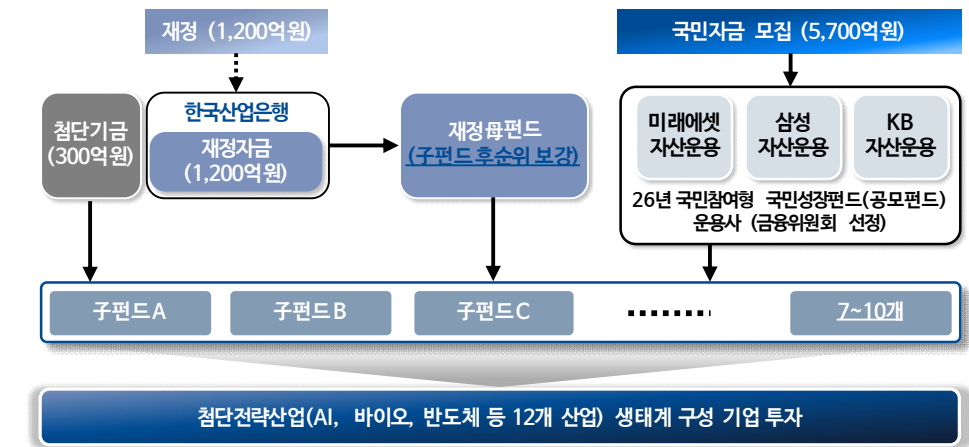
자료: NH투자증권 리서치본부

표4. 국민성장펀드 간접투자방식 자펀드별 정리: 중견·중소·코스닥 기업 투자 위주

구분	자펀드	자펀드 (개)	결성규모 (조원)	주목적	주요 특징
첨단 일반펀드	도전리그	2	0.15	첨단산업 일반 생태계 경쟁력 강화 (중견·중소기업)	다양한 리그 조성으로 성장단계별 혁신기업 발굴
	대·중·소형리그	8	2.0		
특정 기능펀드	스케일업펀드	1	0.5	건당 300억원 이상 성장자금	Buyout(경영권 인수), 성장자금, Add-on(후행투자) 등
	AI·반도체 생태계	3	0.5	AI·반도체 생태계	차세대 반도체, 핵심 소부장기업 등 지원
	M&A 전용펀드	1	0.3	M&A를 통한 스케일업	자금 회수→재투자→선순환 생태계 조성
	코스닥펀드	1	0.15	Pre-IPO 또는 코스닥 상장 초기	코스닥 시장 활성화, 코스닥 초기기업 자금난 해소
	지역전용펀드	4	0.2	비수도권 첨단산업 투자	지역 액셀러레이터 연계 및 지방전략산업 투자
초장기 기술펀드		미정	0.88	10년 이상 초장기투자	첨단기금 등 출자 비중 높음(77%)
프로젝트 펀드	메가프로젝트 지원	미정	1.7	민간발굴사업에 첨단기금 매칭	민간이 제안한 프로젝트→기금운용심의회 심사
	부처매칭 지원	미정	0.35	부처펀드사업 협력	부처별 펀드와 협력하여 대규모 자금지원 강조
국민참여펀드		별도	0.72	국민공모	첨단산업 성과를 국민과 향유(소득공제+후순위)
합계		20+	7.45		

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림17. 국민참여형 국민성장펀드의母子 펀드 도식도



주: 금융위원회 2026년 3월 13일 국민참여형 국민성장펀드 운용사 선정 자료 참고
 자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

인프라금융과 대출 및 보증 부문 일부는 대규모 인프라 투자에 집행될 계획

국민성장펀드 가운데 인프라금융 및 대출·보증 부문 자금의 상당 부분은 이른바 ‘메가프로젝트’로 분류되는 첨단산업 관련 에너지 인프라와 대규모 설비·공장 건설을 위한 투융자 형태로 집행될 계획이다. 현재까지 발표된 1·2차 메가프로젝트는 총 13건이며, 이 가운데 신안우이 해상풍력 사업, 평택 5라인 AI 반도체 클러스터 구축, 울산 황화리튬 생산공장 구축, AI 반도체 양산 프로젝트 등 4건은 이미 자금 집행이 시작됐다.

나머지 대출 및 보증 부문은 다양한 기업금융 형태로 자금 집행될 것

또한 대출·보증 부문은 단순 인프라 대출뿐 아니라 일반 기업의 신규 개발·투자·자산 인수 활동과 첨단산업 관련 기업의 M&A를 위한 인수금융까지 투자 대상으로 한다. 현재는 정책 우선순위에 있는 대형 인프라 성격 프로젝트를 중심으로 자금이 집행되고 있으나, 향후에는 중소형 규모의 기업금융 성격을 지닌 투자 사례 역시 점진적으로 확대될 가능성이 높다.

표5. 국민성장펀드 1차 메가프로젝트 정리

산업	프로젝트명	자원방식	사업회사명	세부내용	규모(조원)	
					계획	집행
에너지	신안우이 해상풍력 사업	인프라투융자	신안우이해상풍력주식회사	우이도 인근 390MW 해상풍력발전 단지 건설	3.4	3.4
반도체	첨단 AI반도체 파운드리	저리대출	삼성전자	평택 5라인 AI반도체 클러스터 구축	8.8	2.5
2차전지	2차전지 소재공장	저리대출	이수스페셜티케미컬	울산 황화리튬 생산공장 구축 및 기계기구 도입	0.12	0.1
반도체	K-엔비디아 육성	직접투자	리벨리온	AI 반도체(NPU) 양산/차세대 AI 반도체 개발	1.0	0.6
AI	국가 AI컴퓨팅 센터	인프라	삼성 SDS 컨소시엄	전남 해남 솔라시도 지역 데이터센터 구축	2.0	미정
에너지	반도체 에너지 인프라	인프라	미정	반도체 클러스터 내 에너지 인프라 구축	3.3	미정
반도체	차세대 전력반도체	저리대출	미정	차세대 전력반도체 생산공장 구축	1.5	미정
합계					20.1	6.6

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

표6. 국민성장펀드 2차 메가프로젝트 정리

산업	프로젝트명	투자 방식	프로젝트 개요
바이오·백신	차세대 바이오·백신 설비구축·R&D	직접투자·대출	임상 3상 신약개발용 설비투자 지원/JV 투자
디스플레이	OLED 초격차 확보	대출	고부가가치 OLED 초격차 유지를 위한 대규모 설비구축
모빌리티·방산	미래모빌리티 및 방산지원	대출	무인기 R&D센터 및 생산·정비공장 구축
AI	소버린 AI 생태계 확장	직접투자·인프라	소버린 AI 모델 구축 지원 및 AI 데이터센터 구축
에너지	에너지 인프라 구축사업	인프라	태양광발전소 건설, 육상 풍력 발전단지 건설
로봇·수소·AI 에너지	새만금 첨단벨트	직접투자·인프라·대출	새만금산단 일대 로봇·수소·데이터센터 신개념 수소도시 조성

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림18. 국민성장펀드 투자 자금 집행 절차 예시

	딜소싱 (Deal Sourcing)	1차 심사	2차 심사	전략자문
업무 수행 주체	민간 주체	투자심의위원회	기금운용심의회 (법정기구)	국민성장펀드 전략위원회
수행 주체 구성 내역	• 산업계(기업) • 자문사(Deal Advisory) • 5대지주 포함 금융권 • 외국계 금융사	• 민간금융 • 산업계 전문가 • 산업은행	각계에서 추천한 9인의 민간전문가로 구성	민관공동위원장, 금융권, 산업계, 지역, 청년 총 20인 내외
수행 내용	유망 투자 기회 발굴	개별 투자 건 실무심사	‘첨단전략산업기금’ 투자 결정	펀드 운용방향 및 산업지원전략에 대한 자문

심사 구조 등 감안할 때 신청부터 승인까지 최소 2~3개월 소요될 예정

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

III. 한국 모험자본 관련 기업금융 시장 개요

1. IMA: 중견·중소기업 투자 확대를 위한 종합 기업금융 플랫폼

전방위적 산업개편을
위한 기업금융 시스템
고도화 필요성 부각

AI 대전환의 시대, 국민성장펀드가 추진하는 전방위적 산업 구조 개편에는 필연적으로 고도화된 기업금융 시스템 구축이 수반되어야 한다. 다시 말해 자금 수요자인 기업과 자금 공급자인 투자자를 연결하는 IB 생태계를 활성화시킬 필요가 있으며, 이 과정에서 증권사의 IMA는 모험자본 및 중견·중소기업 기업금융을 위한 유동성 플랫폼 역할을 수행할 것으로 판단된다.

은행 예금과
유사점을 지닌
증권사 IMA 제도

IMA는 금융위원회가 '초대형 IB 육성'을 위해 증권사 발행어음에 이어 두 번째로 도입한 제도이다. 금융상품 소비자 입장에서 IMA 상품은 1) 고정 목표수익률이 제공되고, 2) 원금이 보장된다는 점에서 은행 예금과 유사하다.

발행어음 제도보다
두 배 높은
자기자본 수준이 필요

발행어음 제도와는 달리 IMA 인가 증권사는 위험자산 투자 리스크를 더욱 직접적인 방식으로 장기간 보유해야 한다. 이에 따라 더 높은 수준의 자기자본 완충(Buffer)이 요구되며, 자본시장법상 최소 자기자본 요건 역시 발행어음 인가 기준인 4조원의 두 배 수준인 8조원 이상으로 설정됐다. 현재 자기자본 8조원 요건을 충족해 인가를 받은 증권사는 3 곳(한국투자증권, 미래에셋증권, NH투자증권)이다.

중위험·중수익
투자 부문의
유동성이 부족한
한국 기업금융 시장

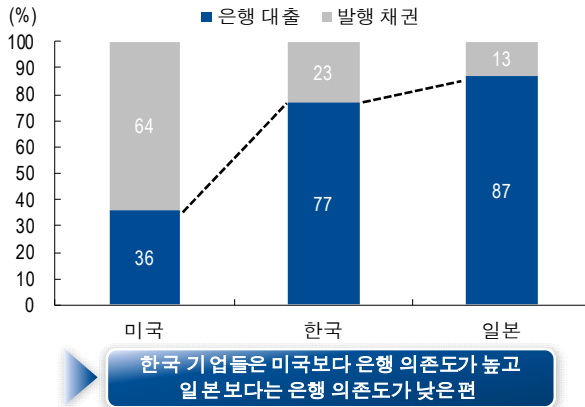
이 같은 제도 도입은 중위험·중수익의 투자 부문의 유동성이 부족한 한국 기업금융 시장의 특성을 배경으로 한다. 국내 중견·중소기업 금융시장은 미국보다 회사채 시장 발달 수준이 낮으며, 일본보다 상업은행의 기업대출 여력도 부족하다. 특히 일본의 메가뱅크는 1) 저금리 기반의 자금 조달, 2) 지방기업 네트워크를 보유한 지역은행과의 연계를 통해 적극적으로 기업대출을 실행한다는 점에서 한국 상업은행과는 구조적인 차이점을 갖고 있다. IMA 제도 도입의 목적은 이처럼 한국의 기존 상업은행 시스템만으로는 메우기 어려운 중견·중소기업 및 모험자본 영역의 자금 공백을 보완하는 것이다.

그림19. 국가별 부채를 통한 기업 자금 조달 구조 비교 및 한국 IMA 사업 모델 도식도



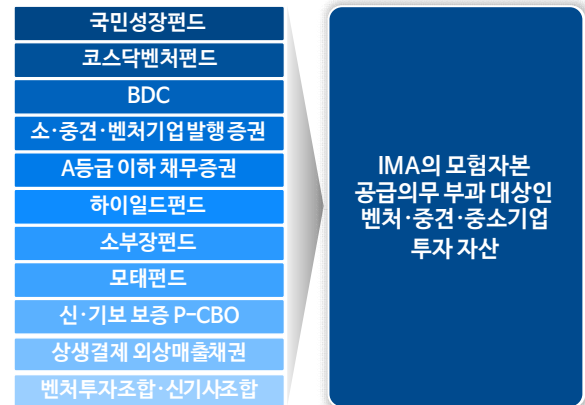
자료: NH투자증권 리서치본부

그림20. 한·미·일 비금융기업 외부 자금 차입의 구성



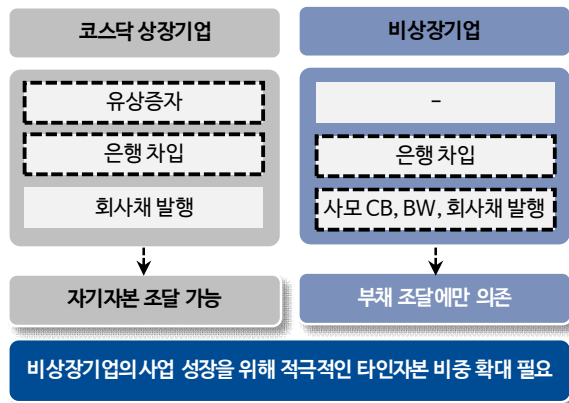
주: 2024년 기업 차입금 잔액 비중
자료: OECD, NH투자증권 리서치본부

그림21. IMA 모험자본 투자 대상: 벤처·중견·중소기업



자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림22. 상장 여부에 따른 중견·중소기업 자금 조달 방식 비교



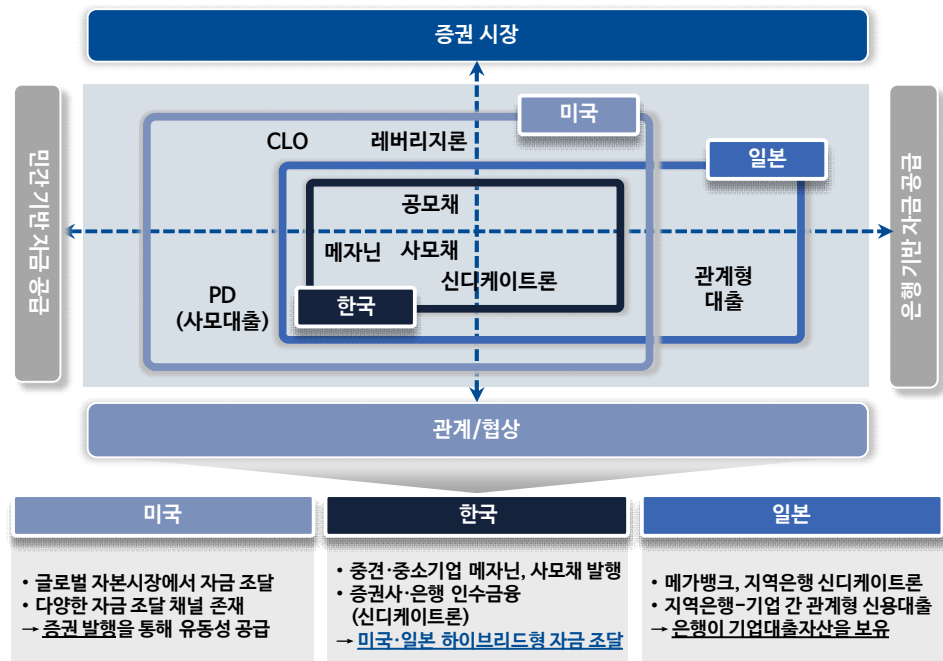
자료: NH투자증권 리서치본부

그림23. 중견·중소기업의 부채 자금 조달 방식 비교

국가	중견·중소기업 주요 자금조달 방식		유동성 공급처
	대출	채권	
미국	레버리지론, 신디케이트론, 사모대출	사모회사채, 메자닌	글로벌 자본시장, 사모대출 시장
한국	은행대출, 신디케이트론	사모회사채, 메자닌	기관투자자, 은행, IMA
일본	신디케이트론 (메가뱅크 중심)	사모회사채 제한적 발달	저금리 기반 메가뱅크

자료: NH투자증권 리서치본부

그림24. 국가별 부채를 통한 기업 자금 조달 구조 비교



자료: NH투자증권 리서치본부

**정부 모험자본 정책의
주 목적은
발행시장의 활성화**

정부의 모험자본 투자 및 생산적 금융 장려 정책의 핵심 목표는 **발행시장(Primary Market)**·기업이 증권 발행을 통해 자금을 조달하는 시장 **활성화**이다. 코스피, 코스닥 등의 **유통시장(Secondary Market)**에서는 기존 증권의 소유권만이 이전될 뿐 기업에게 신규 자금을 공급하지는 않기 때문이다.

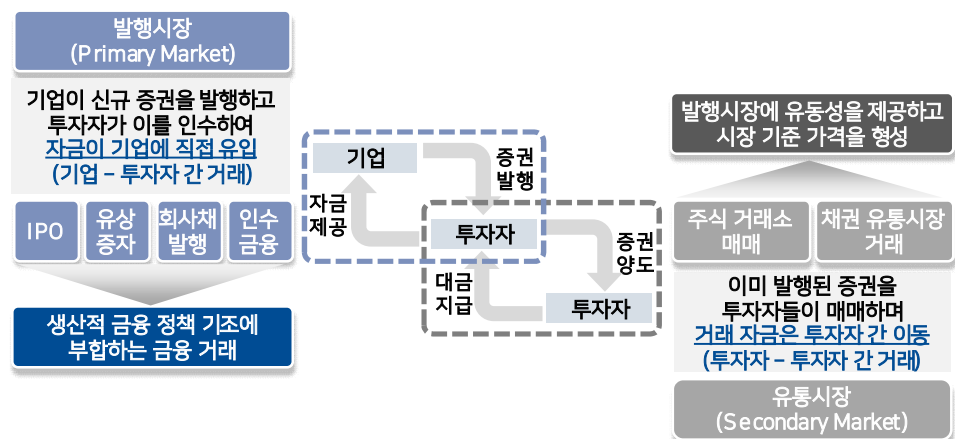
**은행에서
자본시장으로
기업금융 시장의
중심 전환을 목표**

한국 금융당국은 이미 AI와 첨단산업 육성 논의가 본격화되기 이전인 2011년부터 선진 글로벌 IB 모델을 벤치마킹한 ‘초대형 IB 육성’ 정책을 추진해왔다. 당시 금융위원회의 궁극적인 목표는 **국내 기업금융의 중심축을 전통적인 은행 대출 중심 구조에서 자본시장 중심 구조로 전환**하는 것이었다.

**증권사 발행어음 제도
도입을 통해
단기 기업금융 시장
활성화**

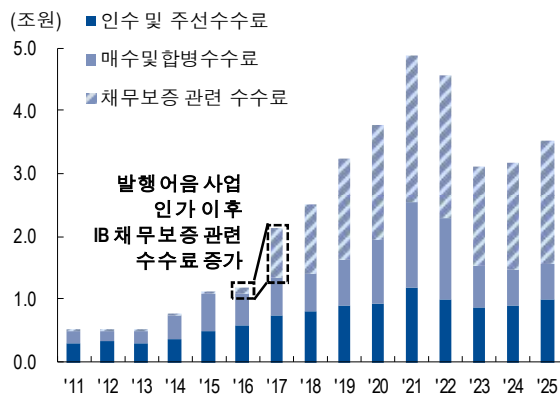
그 첫 단계로 2017년 11월 자기자본 4조원 이상 대형 증권사를 대상으로 **발행어음**(증권사가 자기 신용을 기반으로 발행하는 1년 이내 만기의 단기 금융상품) 제도가 도입됐다. 이를 계기로 **인수금융, 비상장 투자, 구조화증권 발행** 등 IB 비즈니스에 필요한 **단기 자금 조달 및 채무보증 시장**이 점진적으로 활성화되기 시작했다. 자본시장법상의 제도 개편이 실제 금융 시장의 사업 구조 변화로 이어짐이 증명된 사례이다.

그림25. 정부 모험자본 활성화 정책 목표: 발행시장 활성화 및 기업의 사업 자금 조달 촉진



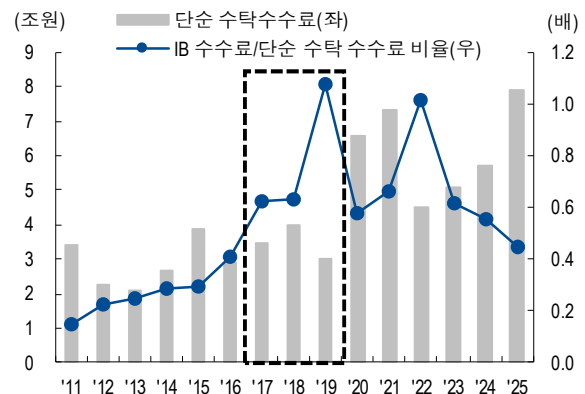
자료: NH투자증권 리서치본부

그림26. 한국 증권사 IB 업무 관련 수수료 추이



자료: FISIS, NH투자증권 리서치본부

그림27. IB수수료/단순 수탁수수료 비율, 발행어음 인가 후 상승



자료: FISIS, NH투자증권 리서치본부

2. 미국 중견·중소기업 자금 조달 환경: CLO 시장 활성화

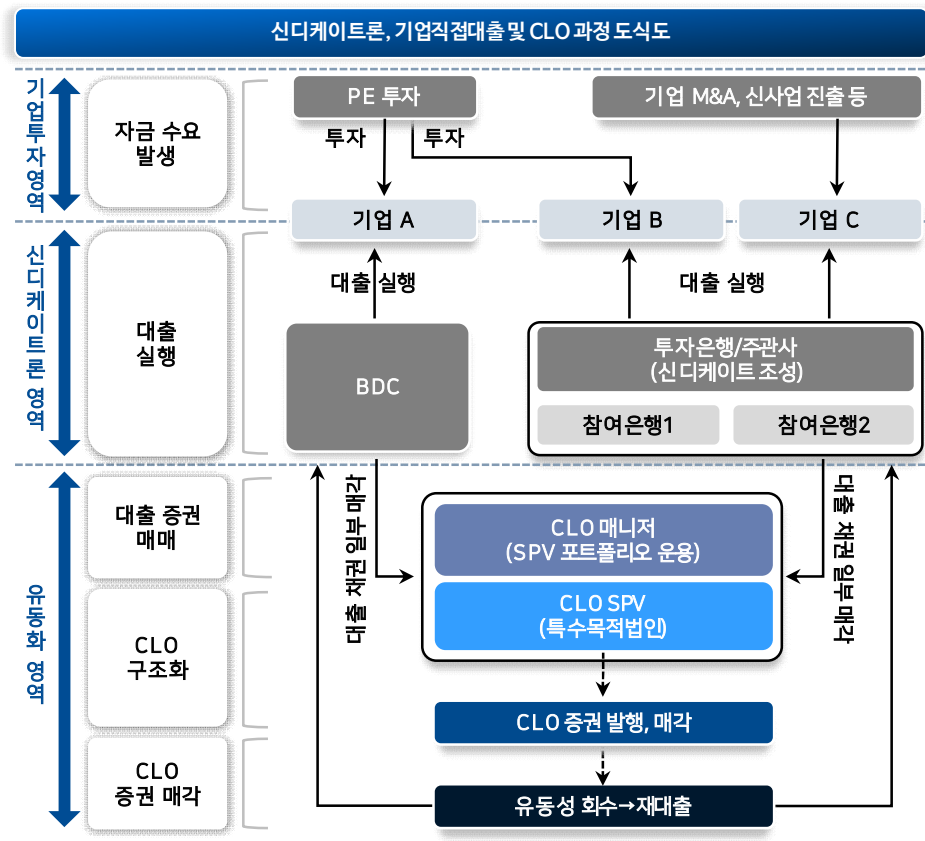
글로벌 투자자들의
위험 성향에 맞게
금융 영역이 전문화된
미국 자본시장

미국의 금융기관은 글로벌 자본시장을 기반으로 다양한 기업금융 상품을 설계·중개하고 있다. 투자자들의 위험 선호도에 맞춘 전문화된 금융 영역이 폭넓게 형성되어 있으며, 우량기업뿐 아니라 중견·중소기업과 관련된 중위험·중수익 자산 역시 비교적 원활하게 유동화 된다. 다시 말해 미국의 자본시장은 기업금융 자산의 유동화와 위험 분산 기능을 적극적으로 수행하고 있다.

CLO 증권 시장,
중견·중소기업
유동성 조달
창구로도 활용

특히 기업 대상 은행 대출(신디케이트론·레버리지론)과 일부 PD(비상장 사모대출) 자산을 기초로 구조화해 발행하는 CLO(Collateralized Loan Obligation) 시장은 하이일드 채권 시장 규모를 상회할 정도로 활성화돼 있는데, 중견·중소기업들의 유동성 공급 경로로도 활용되고 있다.

그림28. 미국 중견·중소기업의 사업 자금 조달 매개: 신디케이트론(은행 대출), 기업직접대출 및 CLO



자료: NH투자증권 리서치본부

PE, 투자은행,
상업은행, 운용사,
BDC 등 영역별로
전문화된 CLO 시장

이러한 기업대출은 주로 PE의 인수금융, 기업 M&A, 리파이낸싱 등을 목적으로 실행되며, 투자은행과 상업은행, 일부 BDC(Business Development Company) 등이 관련될 소싱과 주선 업무를 담당한다. 이후 대형 운용사들은 개별 기업대출 자산 가운데 일부를 선별해 자체 투자기구(CLO SPV)를 통해 구조화증권 형태로 재구성하고, 이를 다양한 투자자들에게 매각한다. 일련의 과정들은 기업금융 자산의 위험을 분산시키고 신규 자금 공급을 촉진하는 미국 자본시장의 핵심 작동 기제라고 할 수 있다.

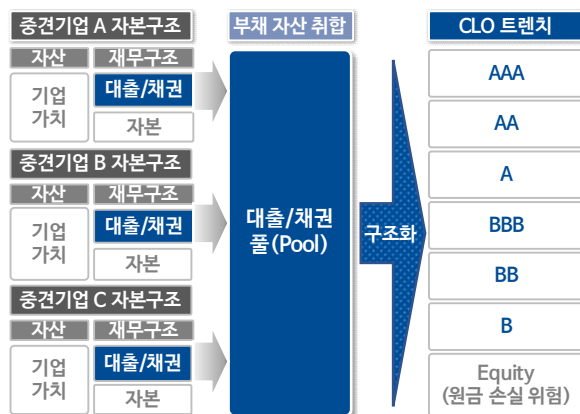
Equity Tranche를
설정하여 나머지
포트폴리오 신용을
보강

운용사는 CLO 구조화 과정에서 신용 이벤트 발생 시 손실을 흡수하는 Equity Tranche(자본 트랜치)를 설정함으로써, 나머지 채권형 트랜치의 신용도를 보강한다. 이에 따라 투자자들은 자신의 위험 선호도에 맞춰 AAA 등급의 선순위 채권부터 고위험·고수익 성격의 후순위 트랜치까지 다양한 형태의 CLO 증권을 선택적으로 매입할 수 있다.

팬데믹 이전 대비
중견·중소기업 금융
자산의 비중은
두 배로 확대

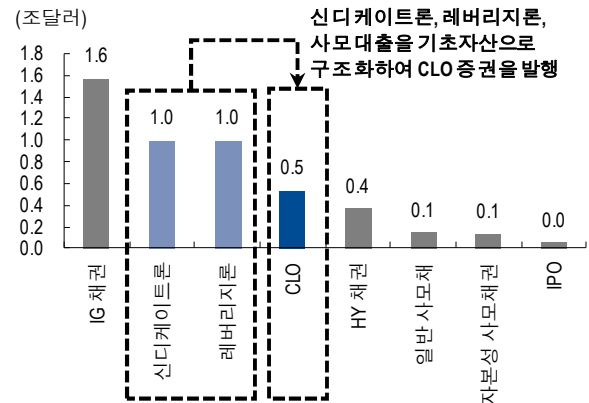
자금 조달·대출·자산 매입·구조화·자산운용 등 단계별로 거래 주체가 전문화되어 있고 자금 회전 속도 또한 빠르다는 이점을 지닌 CLO 시장은 상업은행 대출과 구별되는 독립적인 기업금융 시장으로 발전해왔다. 현재 미국 CLO 시장 규모는 하이일드 채권 시장 규모를 상회하고 있으며, 특히 중견·중소기업 관련 금융 자산의 비중이 팬데믹 이전 약 10% 수준에서 최근에는 20% 초반까지 확대되는 등 구조적인 성장세를 보이고 있다.

그림29. 중견기업 대출 구조화를 통한 CLO 증권 발행 방식



자료: NH투자증권 리서치본부

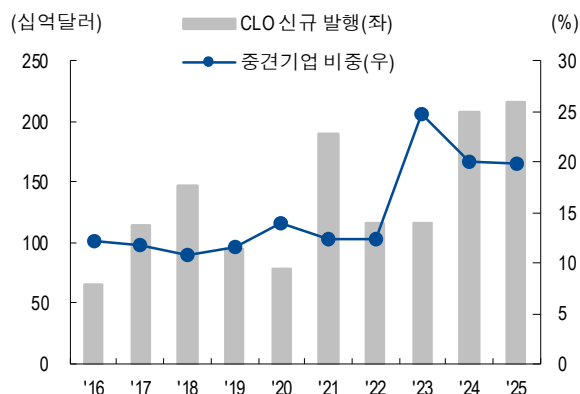
그림30. 미국 CLO 시장, HY(하이일드) 채권 시장 규모를 상회



주: 2025년 신규 발행·조달 자금 규모

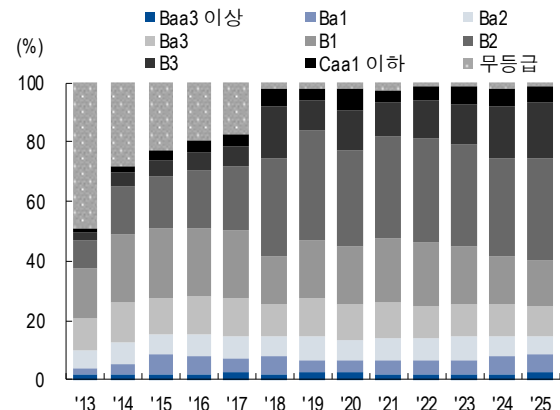
자료: Bloomberg, LSEG, SIFMA, NH투자증권 리서치본부

그림31. 미국 CLO 신규 발행 규모 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림32. 미국 CLO 기초 자산 등급별 잔액 비중



주: Moody's 신용등급 체계; 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

3. 일본 중견·중소기업 자금 조달 환경: 메가뱅크가 적극적인 대출 실행

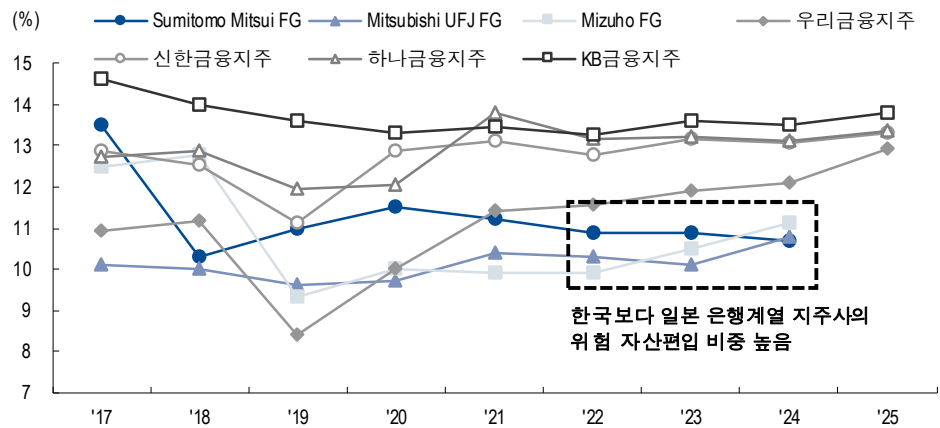
저금리를 이점으로
삼아 기업금융 자산을
매수하는 일본 3대
메가뱅크

한국보다 공격적인
자산 포트폴리오를
보유한 일본 메가뱅크

반면 일본 기업금융 시장은 3대 메가뱅크(Mizuho Financial Group, Mitsubishi UFJ Financial Group, Sumitomo Mitsui Financial Group) 중심의 과점 구조를 유지하고 있다. 자본시장 중심의 시스템이 구축되어 있는 미국과 달리 일본은 메가뱅크들이 저금리 환경을 기반으로 기업금융 자산을 적극적으로 매입해 직접 보유한다. 또한 지방 중견·중소 기업과 장기적 관계를 구축한 지역은행과 메가뱅크가 연계하는 형태의 신디케이트론 시장 역시 활성화되어 있다.

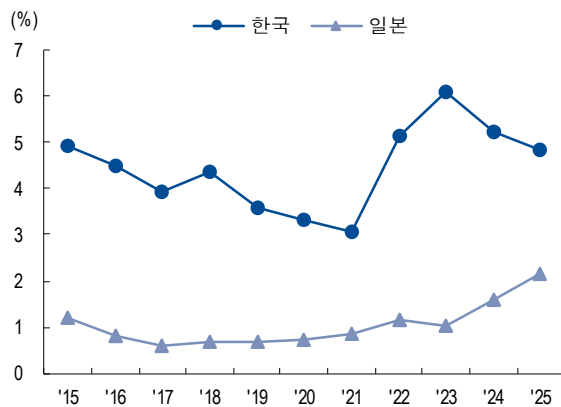
이에 따라 일본 메가뱅크들은 상대적으로 높은 금리 환경에 놓인 한국 금융지주 대비 더 공격적인 자산 포트폴리오를 구축하고 있으며, 그 결과 바젤 III 기준 CET1(Common Equity Tier 1, 보통주자본) 비율 역시 한국 금융지주 대비 200bp 이상 낮은 수준을 기록하고 있다.

그림33. 일본 3대 메가뱅크의 CET1 자본비율은 한국 4대 금융지주보다 낮은 수준



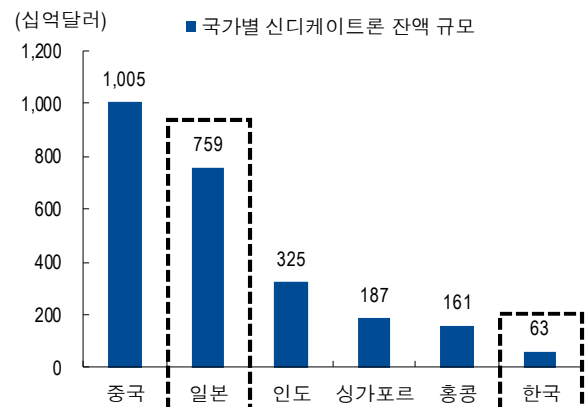
주: 일본 금융 지주 CET1 비율은 2025년 3월말 기준; 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림34. 한국, 일본 사모 일반회사채 발행 금리 추이



주: 발행액 가중평균 표면금리
자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림35. 일본 신디케이트론 시장, 경제 규모 감안해도 큰 편



주: 2024년 말 신디케이트론 잔액 규모
자료: OECD, NH투자증권 리서치본부

한국 시중 은행의 기업금융 자산 매입 여력엔 구조상 한계 존재

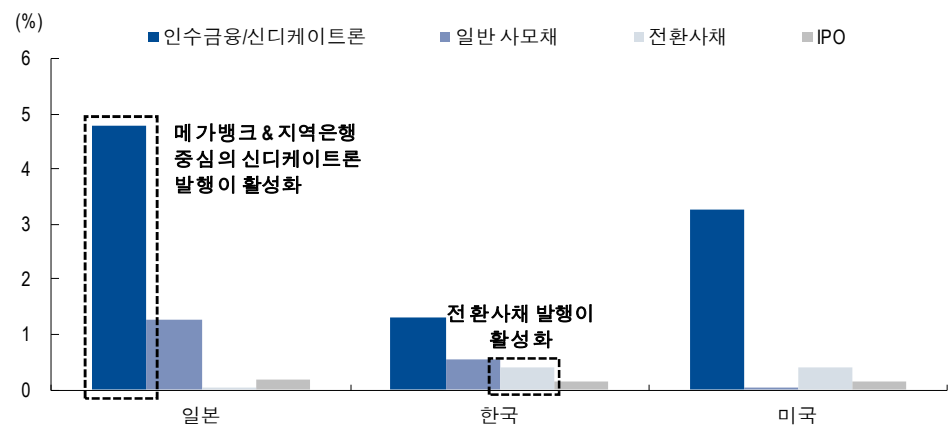
반면 한국 금융시장은 미국과 비교하면 글로벌 자본시장 접근성 측면에서, 일본과 비교하면 시중은행의 기업금융 자산 직접 매입 규모 측면에서 구조적 한계를 지닌다. 일본 대비 CB(전환사채) 발행시장이 상대적으로 활성화되어 있기는 하지만, 이는 한국의 금리 수준이 일본보다 높은 환경에서 기업들이 대안적 자금조달 수단으로 활용하는 성격이 일부 반영된 결과이기도 하다.

비상장기업의 자금 조달 활성화를 위해 도입된 신용·기술보증기금 기반의 P-CBO(중견·중소기업 채권을 기초로 하는 구조화 증권) 시장 또한 대규모의 사업 자금을 조달하기엔 무리가 있으며 민간으로부터의 자금 조달과 같은 경제성과 유동성을 기대하기는 어렵다.

증권과 은행으로부터 소외되기 쉬운 중견·중소기업 금융

또한 기존 한국의 인수금융 시장에서 중견·중소기업에 대한 대출 시장은 고수익을 추구하는 증권사와 신용 리스크 관리를 중시하는 은행 양쪽으로부터 모두 소외되기 쉬운 중위험·중수익 투자 영역이기 때문에 만성적인 유동성 공급 부족 문제가 존재한다.

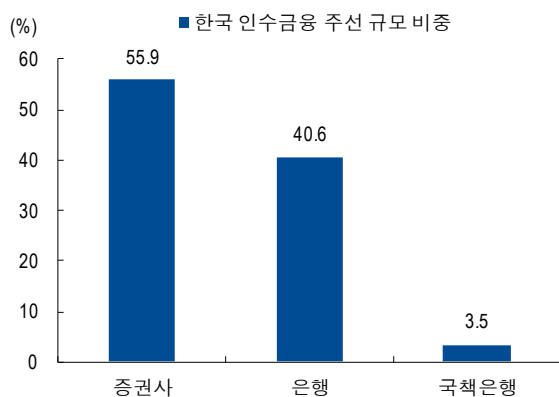
그림36. 국가별 GDP 대비 중견·중소기업 관련 기업금융 시장 비중



주: 2025년 연간 신규 발행 규모

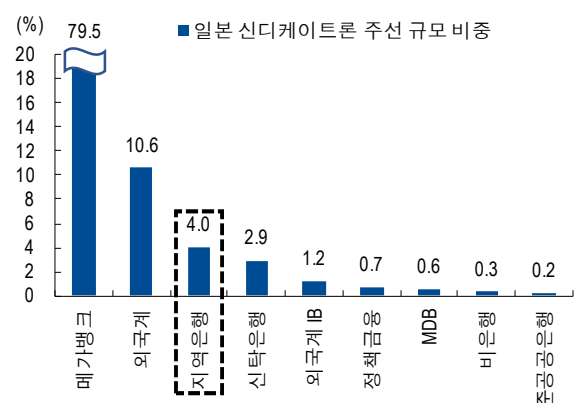
자료: Bloomberg, IMF, LSEG, PwC, EY, NH투자증권 리서치본부

그림37. 한국 인수금융: 증권사, 은행 위주



자료: 인베스트조선, DealSite, 더벨, NH투자증권 리서치본부

그림38. 일본 기업금융: 메가뱅크 위주이며 지역은행 일부 참여



주: MDB(Multilateral Development Bank, 선진국과 개도국이 합작하여 경제/사회 발전 프로젝트를 지원하는 국제금융기구)

자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

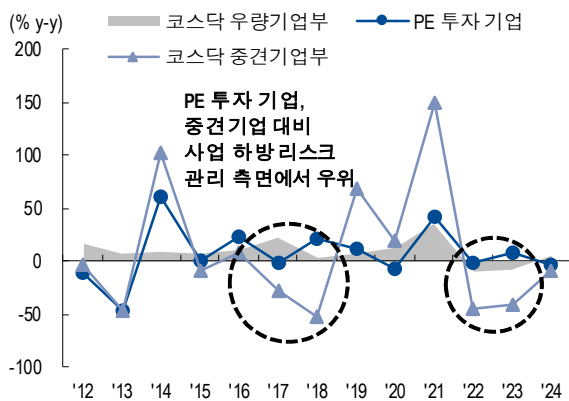
4. 한국 PE: 중견·중소기업 생산성 제고를 위한 금융 정책 도구로 부각

PE 투자,
중견·중소기업의
운영 개선을 추구하는
순기능 보유

적지 않은 수의 중견·중소기업들이 낮은 자본효율성, 비핵심 사업 잔존, 불확실한 후계구조 등 구조적 문제를 안고 있다. 상당수 기업은 내부 자원만으로 이러한 문제를 해결하기 어려우며, 이 과정에서 PE 투자자는 외부 투자자로서 지배구조 개편, 전문경영인 도입, 원가 구조 개선 등 실질적인 운영 효율화 작업을 수행하는 역할을 맡는다.

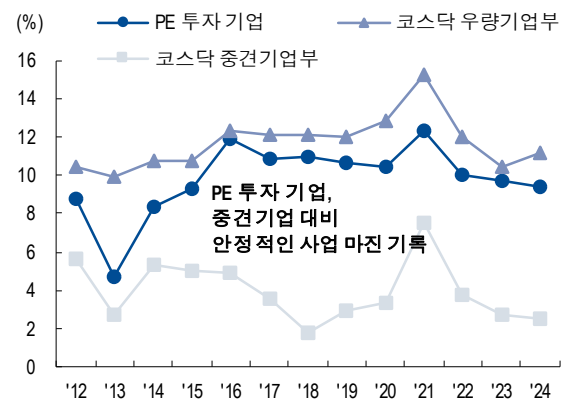
한국에서도 이러한 사모자본의 순기능에 주목해 기업구조혁신펀드, 성장지원펀드, 혁신성장펀드 등 PE 관련 정책형 펀드가 지속적으로 조성되어 왔다. 이는 단순한 유동성 공급을 넘어, 중견·중소기업의 사업 재편과 생산성 개선을 정책적으로 지원하려는 정부의 의지가 반영된 흐름으로 볼 수 있다.

그림39. PE 투자 기업과 코스닥 기업의 EBITDA 성장률



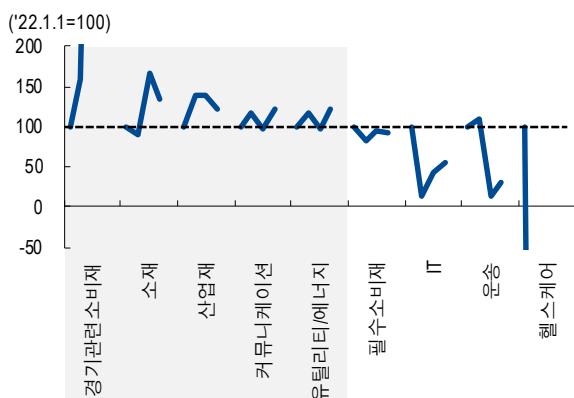
주: 2012~2024년 PE 투자(바이아웃, Growth) 대상 181개사 기간가중평균
자료: Preqin, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림40. PE 투자 기업과 코스닥 기업의 EBITDA 마진



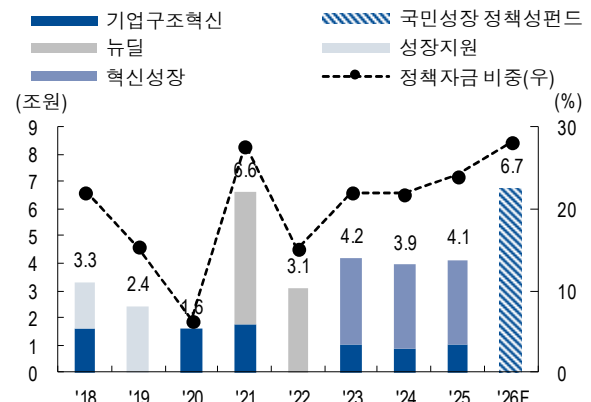
주: 2012~2024년 PE 투자(바이아웃, Growth) 대상 181개사 기간가중평균
자료: Preqin, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림41. 2021~2024년 PE 투자 섹터별 EBITDA 성과 지수



주: 2012~2024년 PE 투자(바이아웃, Growth) 대상 181개사 기간가중평균
자료: Preqin, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림42. PE 투자 관련 정책 자금 및 전체 PE 자금 비중



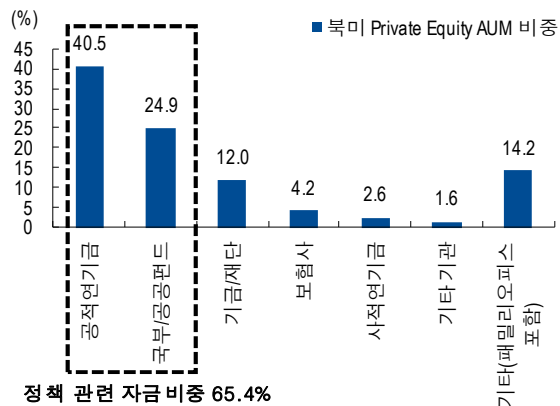
자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

PE 시장에 대한 공공 부문 영향력은 전 세계적으로 강화되는 추세

향후 민간 PE 펀드에 대한 정책금융 지원은 국민성장펀드의 간접투자 부문을 중심으로 한층 강화될 전망이다. 미국의 경우 연기금과 국부펀드 등을 포함한 정책성 자금 비중이 이미 전체 PE 시장 자금의 65%를 상회하고 있으며, 일본 역시 정부 정책 차원에서 PE 주도의 중소기업 사업 승계와 관련 LBO(인수금융) 대출을 적극 장려하고 있다.

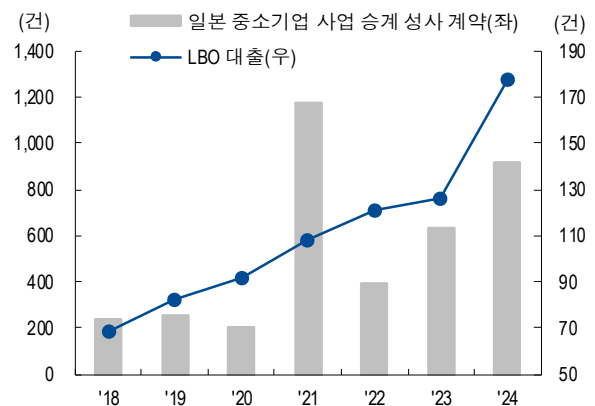
이러한 흐름을 고려하면 글로벌 주요국의 PE 시장은 민간 자본에 더해 정책 목적과 산업 구조 개편 니즈가 결합된 형태로 변화하고 있다고 볼 수 있다. 한국 역시 국민성장펀드를 계기로 정책 자금이 민간 PE 시장에 보다 적극적으로 유입되면서 공공 부문의 영향력이 지속적으로 확대될 가능성이 높다.

그림43. 북미: PE 시장의 정책 관련 자금 비중은 65% 이상



주: 2024년 말 북미 LP별 Private Equity 비중
자료: Buyouts, Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림44. 일본: 정책과제인 중소기업 사업 승계에 은행 대출 활용



자료: GLI, JBRI, NH투자증권 리서치본부

표7. 과거 기업구조혁신펀드 규모 및 투자 대상 정리

구분	운용주체	결성 시기	조성액	주요 투자 대상
1차	한국성장금융	2018년	1.64조원	조선·건설·중장비·철강 중견·중소기업
2차	한국성장금융	2020년	1.58조원	산업 전반의 중견·중소기업, 대기업 계열사
3차	한국성장금융	2021년	1.78조원	
4차	한국자산관리공사	2023년	최소 1.05조원	
5차	한국자산관리공사	2024년	최소 0.84조원	석유화학, 반도체, 자동차, 디스플레이, 철강, 이차전지
6차	한국자산관리공사	결성 중	1조원 목표	

주: 민간 자금 포함 총 조성액
자료: 금융위원회, 언론보도, NH투자증권 리서치본부

표8. 성장지원/뉴딜/혁신성장펀드 규모 및 투자 대상 정리

구분	운용주체	결성 시기	총 조성액	주요 투자 대상
성장지원펀드	한국성장금융	2018년	1.65조원	비상장 중소·중견기업
성장지원펀드	한국성장금융	2019년	2.43조원	
뉴딜펀드	한국성장금융	2021년	4.8조원	디지털, 그린 뉴딜 관련 인프라, 기업
뉴딜펀드	한국성장금융	2022년	3.1조원	
혁신성장펀드	한국성장금융, 산업은행	2023년	3.15조원	벤처·성장기업
혁신성장펀드	한국성장금융, 산업은행	2024년	3.1조원	
혁신성장펀드	한국성장금융, 산업은행	2025년	3.14조원	

주: 민간 자금 포함 총 조성액
자료: 금융위원회, 언론보도, NH투자증권 리서치본부

일반 PE에 대한 정책성 자금의 지분 투자 상한 50% 폐지

더불어 한국 자본시장에서는 기관전용 PE뿐 아니라 일반 PE에 대한 정책 지원 역시 확대되는 흐름이 나타나고 있다. 지난해 12월 3일 금융위원회는 BDC 도입을 위한 자본시장법 개정안 입법예고 과정에서 '기타 제도개선' 항목을 통해 일반 PE에 대한 정책성 자금의 지분 투자 50% 상한 규제를 폐지했다.

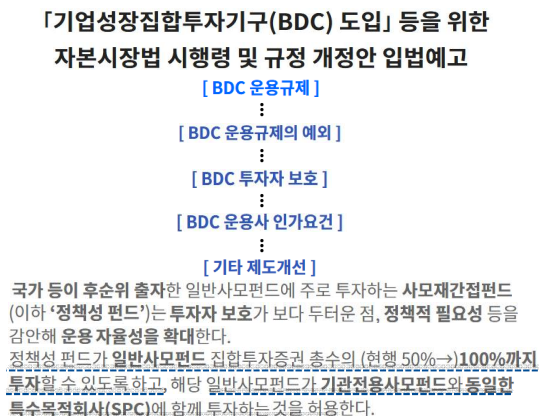
정부 정책 자금만으로 일반 PE 펀드 설립 가능

이에 따라 과거 정책 자금 지원을 받기 위해 매칭펀드(전체 자금의 절반 이상을 민간에서 조달해야 하는 구조) 방식에 의존하던 일반 PE들은 향후 100% 정책성 자금만으로도 펀드 조성을 할 수 있게 됐다. 이는 정책 자금이 민간 모험자본 시장에 보다 직접적으로 유입될 수 있는 제도적 기반이 마련됐음을 의미한다.

중견·중소기업에 대한 PE 투자 활성화가 지분 투자 상한제 폐지의 목적

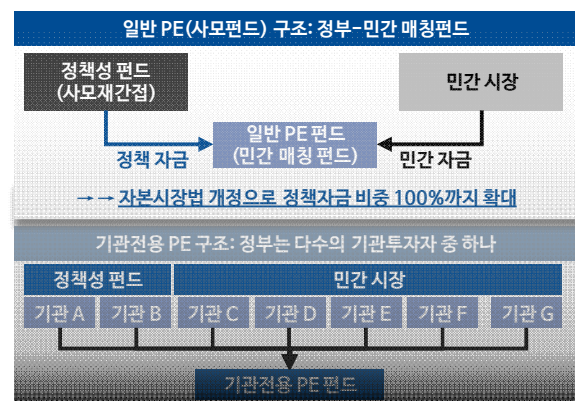
일반 PE에 대한 정책 지원이 확대되는 배경에는 기관전용 PE 시장 내 양극화 현상이 자리하고 있다. 최근 7년간 국내 기관전용 PE 가운데 1조원 이상 규모의 대형 PE 비중은 지속적으로 상승한 반면, 중견·중소기업 투자를 주력으로 하는 3,000억~1조원 미만 규모의 중형 PE 비중은 꾸준히 하락하는 추세를 나타냈다. 대형 PE 위주의 자금 쏠림 현상은 정부 정책을 통해 해결해야 하는 일종의 시장 실패라고 볼 수 있다.

그림45. BDC 입법예고에서 일반 PE 운용 자율성을 확대



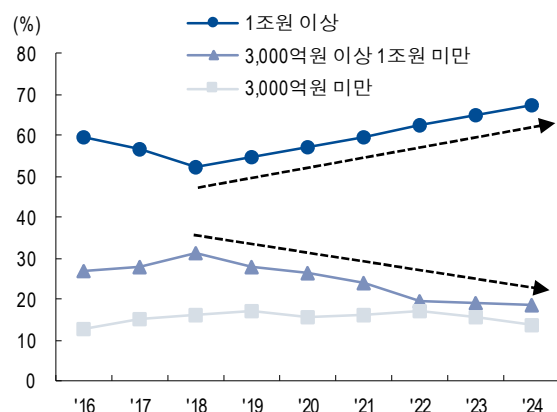
자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림46. 정부-민간 매칭펀드의 정책자금 비중 상한 100% 확대



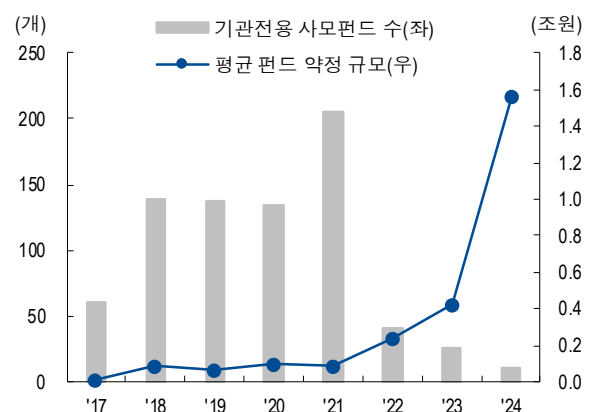
자료: NH투자증권 리서치본부

그림47. AUM 규모별 기관전용 PE 펀드 비중 추이



자료: 금융감독원, NH투자증권 리서치본부

그림48. 신규 펀드는 감소하고 펀드 규모 대형화되는 추세



주: 전년 대비 순증가 펀드 수, 약정액; 자료: 금융감독원, NH투자증권 리서치본부

5. 한국 BDC: 중견·중소기업 PE 투자에 특화된 기업금융 플랫폼

3월 17일 한국 BDC 제도 도입

지난 3월 17일 자본시장법 개정안 시행과 함께 도입된 BDC 제도는 장기적으로 벤처·비상장 기업에 대한 사업 자금 공급 확대를 목표로 한다. 그리고 한국 BDC 제도 도입 시 참고한 미국의 BDC 운용 형태를 살펴보면, 주요 투자 대상은 PE의 기업 인수에 특화된 인수금융 관련 자산임을 알 수 있다.

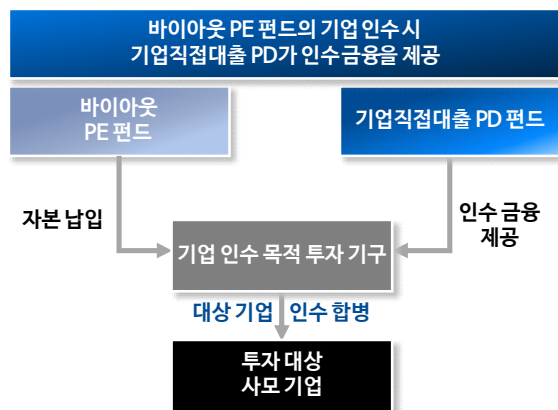
기존 은행 대출의 대안으로 부상할 한국 BDC

미국에서는 상업은행 자본 규제 강화에 따른 반사 수혜를 누리며 PD(사모대출) 시장이 성장했고, BDC가 중견·중소기업向 대출 자산을 매입하면서 관련 시장 내 입지를 확대해 왔음을 감안할 때 한국 BDC 또한 중견·중소기업向 PE 투자와 맞물려 은행 대출의 대안적 선택지로서 성장해 나갈 것으로 판단된다.

아직 신주 발행으로 BDC 자산을 운용하기엔 시기상조

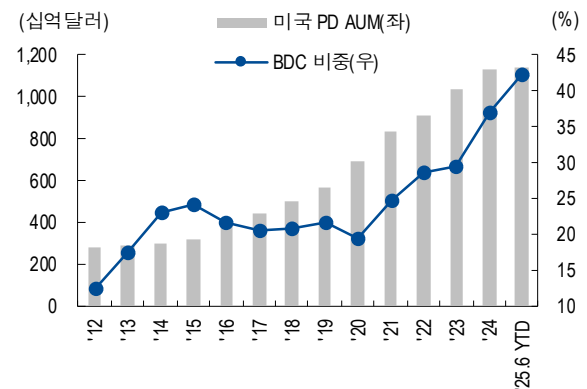
다만 현재 국내 사모시장 내 중소형 PE 투자 생태계는 아직 발생 초기 단계이므로 신규 발행 증권 중심의 BDC 포트폴리오 구축에는 현실적 제약이 존재한다. 당분간은 **세컨더리(Secondary) 방식으로 매입한 1)비상장기업 지분과 2)코스닥 상장사 관련 증권**으로 자산 포트폴리오를 구성할 가능성이 높다.

그림49. PD는 PE의 기업 인수 금융을 제공하고 이자를 수취



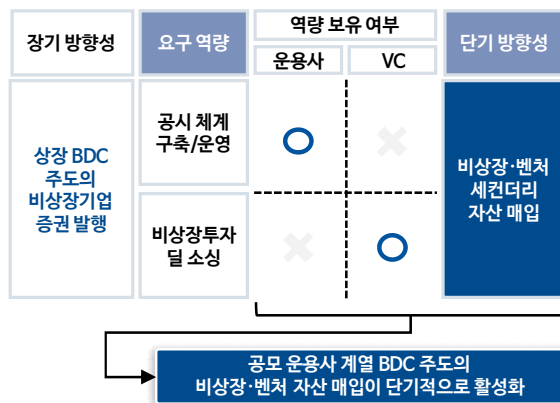
자료: NH투자증권 리서치본부

그림50. 2020년 이후 PD 내 BDC 비중 급격히 상승



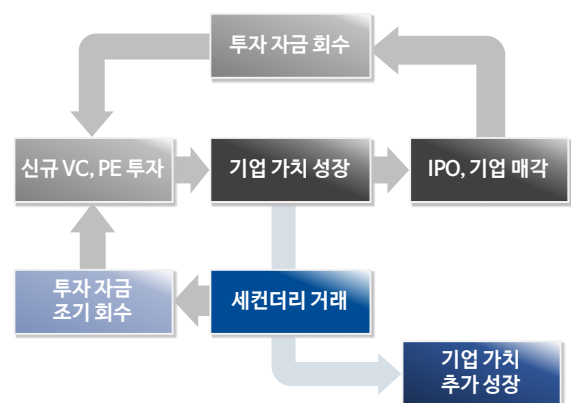
자료: Acuity, Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림51. 한국 상장 BDC 단기 운용 방향성은 세컨더리 VC



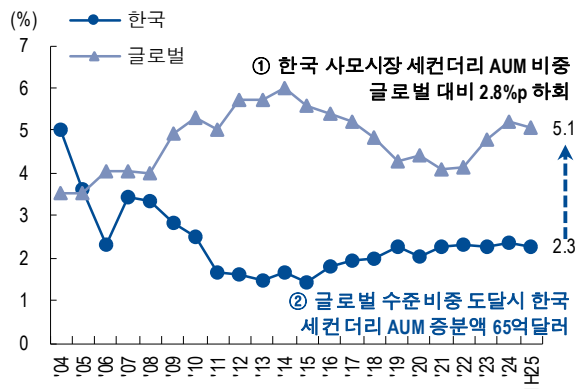
자료: NH투자증권 리서치본부

그림52. 세컨더리 VC, PE 거래 및 기업 성장 금융 도식도



자료: NH투자증권 리서치본부

그림53. 글로벌 수준 대비 한국 세컨더리 AUM 증가 여력 존재



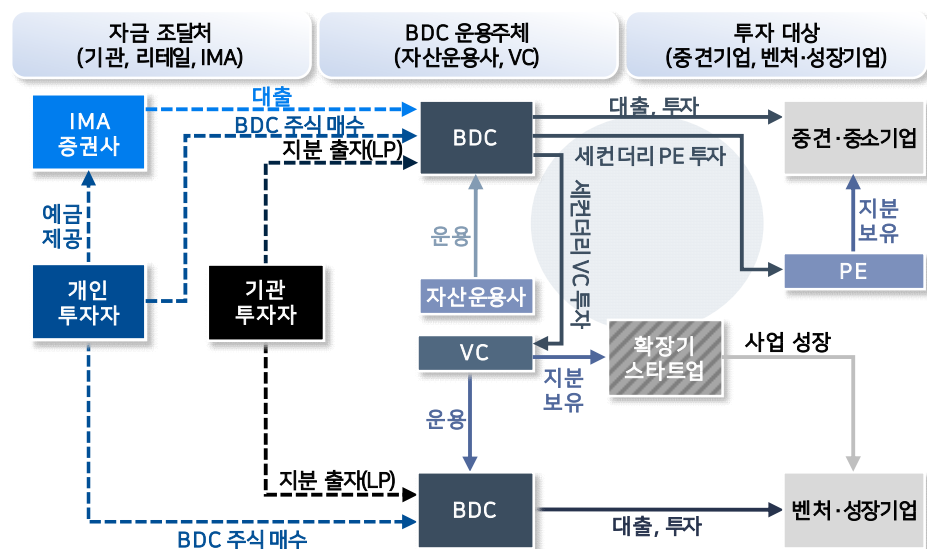
자료: Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림54. PE 투자 관련 정책 자금 및 전체 PE 자금 비중

주요 항목	포트폴리오 비중	포트폴리오구성 가능 항목
주투자 대상기업 60% 이상		시총 2,000억 미만 코스닥 기업 증권 (최대 30%)
재량 운용 30% 이하		VC(벤처조합) 지분 증권 (최대 30%)
안전자산 10% 이상		상장 주식 등 재량 투자 (최대 30%)
		벤처 비상장기업 증권 (구주인수 포함 최대 90%)
		국공채, 현금, 예·적금 등

자료: 금융위원회, 금융투자협회, NH투자증권 리서치본부

그림55. 한국 BDC의 자금 조달, 운용, 투자 대상 예시



자료: NH투자증권 리서치본부

IV. 첨단산업 총력전 시대의 모험자본 투자 전략

1. 비상장 모험자본: 중·세·상·인(중견·중소·세대 교체·상장폐지·인수금융)

지배 구조 리스크
지닌 중견·중소기업
투자 테마 부각

기업 생애주기에 따른 지배구조 리스크가 부각되며 중견·중소기업 중심의 투자 테마가 주목받을 전망이다. 특히 1)경영진의 세대교체, 2)자본효율성이 낮은 코스닥 기업의 PE 주도의 상장폐지가 사모채, PD(사모대출) 투자 기회를 창출시킬 것으로 판단된다.

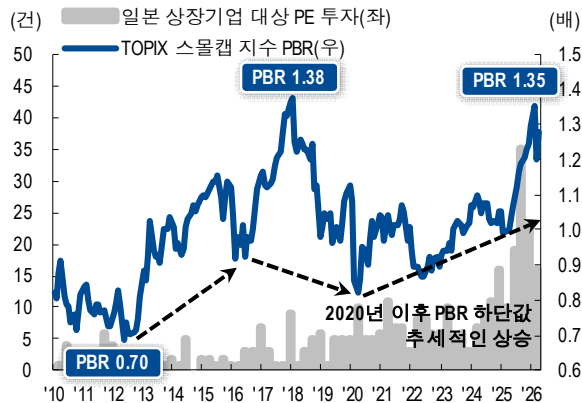
약 20년 주기의
업황 사이클을 지닌
중견·중소기업

현재 비상장 중견·중소기업은 20년 주기의 업황 사이클을 갖고 있다. 코스닥 기업의 경우엔 매출 성장률이 추세적으로 하락하고 있는데, 상장 후 의사결정 구조의 경직성, 신규 성장동력 확보 실패, 단기 실적 압력 등의 복합적으로 작용한 결과로 해석할 수 있다.

일본 증시, PE 주도의
비상장화(化)를 통해
펀더멘털 개선

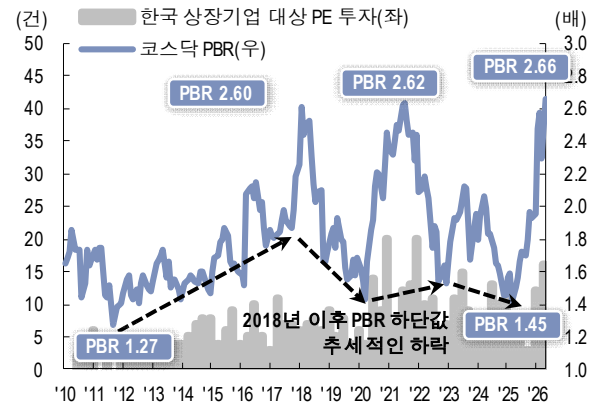
한편 글로벌 사모시장에서는 PE가 저평가된 상장기업을 인수해 비상장화하는 사례가 빈번했다. 특히 일본의 경우 주요 증시의 펀더멘털 개선, 자본효율성 제고를 위해 저수익·저효율 기업을 비상장화하는 과정에서 PE를 적극적으로 활용해왔다.

그림56. 상장기업向 PE 투자와 함께 일본 중소형주 PBR 개선



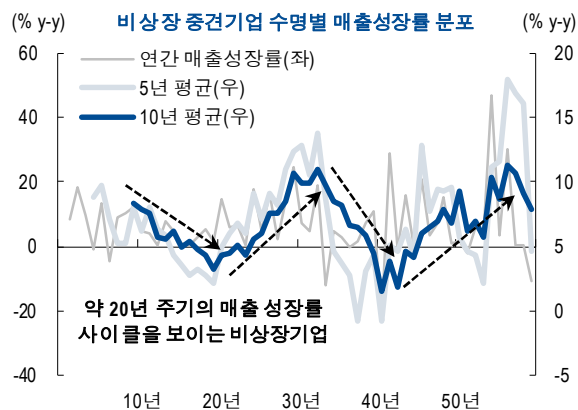
자료: Bloomberg, Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림57. PBR 전고점 돌파한 코스닥, 과거 하단값은 하락 추세



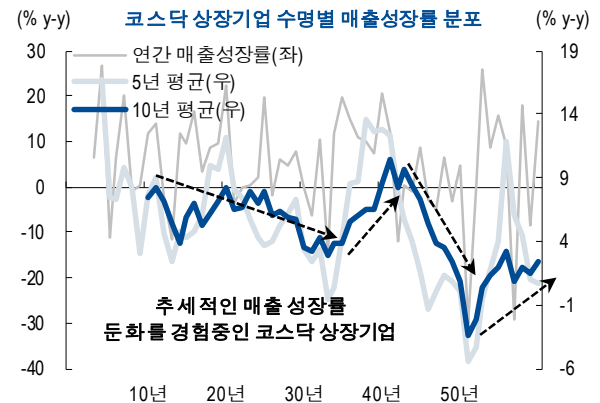
자료: Bloomberg, Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림58. 비상장 중견 기업: 20년 주기의 매출 업황 사이클



주: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 비상장 외감기업 중 ROIC 중위값~상위 10%값 범위(4.1%~24.8%)내 135개사의 기업수명별 4년 매출성장률 평균
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림59. 코스닥 상장기업: 비상장 대비 추세 하락이 두드러짐



주: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 코스닥 상장기업 중 ROIC 중위값~상위 10%값 범위(9.3%~54.2%)내 160개사의 기업수명별 4년 매출성장률 평균
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

자기자본 중심의 재무구조로 전환되는 장기 생존 기업

앞서 살펴보았듯이 기업 수명과 자본구조 간의 관계를 보면 시간이 길수록 타인자본 의존도가 점진적으로 낮아지는 경향이 확인된다. 이는 장기 생존 기업일수록 외부 차입에 의존하기보다는 재무구조를 내부 유보와 자기자본 중심으로 전환함을 의미한다.

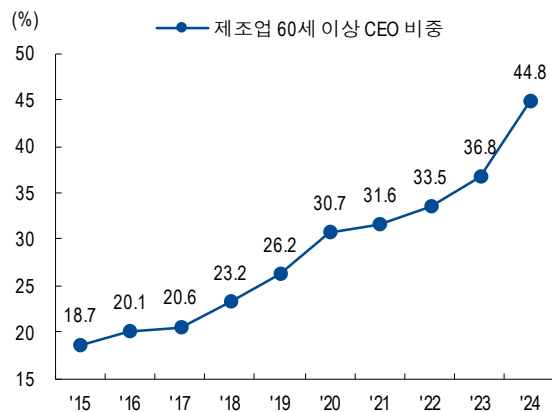
주기성을 보이는 비상장 기업의 외부 차입 비율

기업의 이자 발생 부채 활용 능력을 판단하는 지표로서 ROE(자기자본수익률)-ROIC(투자자본수익률) 갭 추이를 살펴보면, 업력 5~10년차 이후부터 하락 추세를 보이다 30~35년차에 고점에 도달한 후 다시 하락하는 모습을 볼 수 있다.

비상장 기업의 생애 주기에 따른 신용 사이클 가설의 타당성 근거

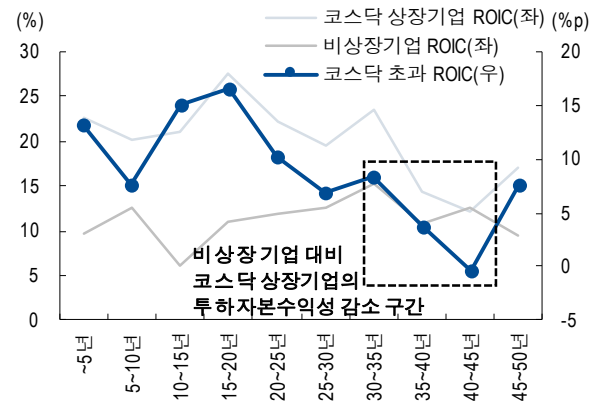
1)비상장 기업의 경영 체제는 오너(Owner) 위주이고, 2)해당 경영진의 세대 교체 주기가 일반적으로 20년 전후이며, 3)앞서 살펴본 매출 성장률이 고점에 도달한 30~35년차에 ROE-ROIC 갭 또한 피크아웃 패턴을 보인다는 점은 비상장 기업의 생애 주기에 따른 신용 사이클이 존재한다는 가설에 대한 설득력을 강화하는 요인들이다.

그림60. 고령화되어가는 중견·중소기업



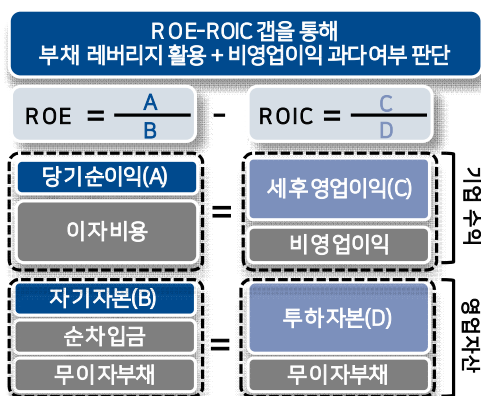
자료: 기획재정부, 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림61. 기업 수명별 코스닥 상장/비상장 기업 ROIC 비교



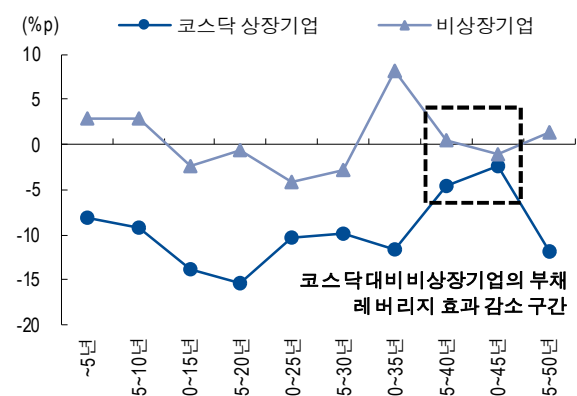
주: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 비상장 외감기업 중 ROIC 중위값 ~상위 10%값 범위(4.1%~24.8%)내 135개사, 코스닥 상장기업 중 ROIC 중위값 ~상위 10%값 범위(9.3%~54.2%)내 160개의 기업수명별 ROIC 평균
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림62. ROE-ROIC 갭: 이자 발생 부채 활용 능력 판단 지표



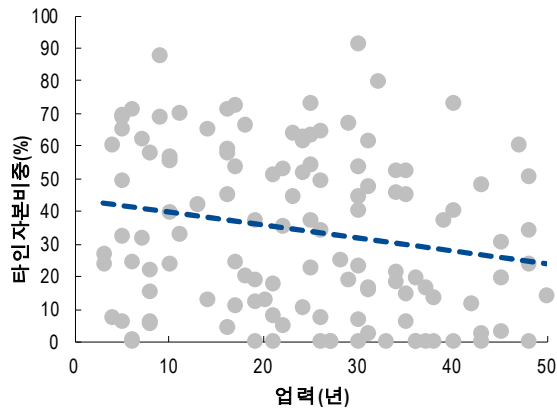
자료: NH투자증권 리서치본부

그림63. 업력별 코스닥 상장/비상장기업의 ROE-ROIC 갭 비교



주1: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 비상장 외감기업 중 ROIC 중위값 ~상위 10%값 범위(4.1%~24.8%)내 135개사의 기업수명별 ROIC 평균
주2: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 코스닥 상장기업 중 ROIC 중위값 ~상위 10%값 범위(9.3%~54.2%)내 160개사의 기업수명별 ROIC 평균
주3: ROIC (투자자본수익률) = (세후영업이익) / (순운전자본 + 유무형자산)
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림64. 기업 수명이 길수록 타인자본비중 줄어드는 경향 존재

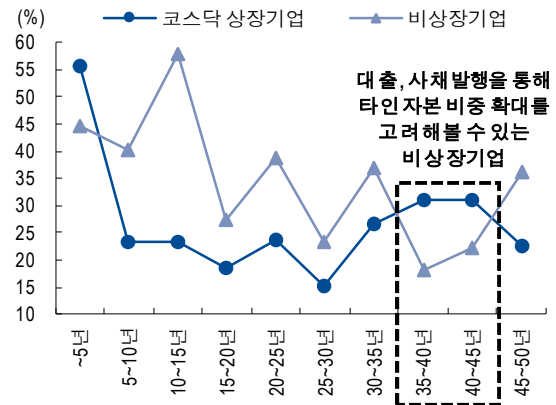


주1: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 비상장 외감기업 중 ROIC 중위값~상위 10%값 범위(4.1%~24.8%)내 135개사의 업력별 평균

주2: 타인자본비중=부채/(부채+자본총계)

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림65. 기업 수명에 따른 이자발생부채비중 비교



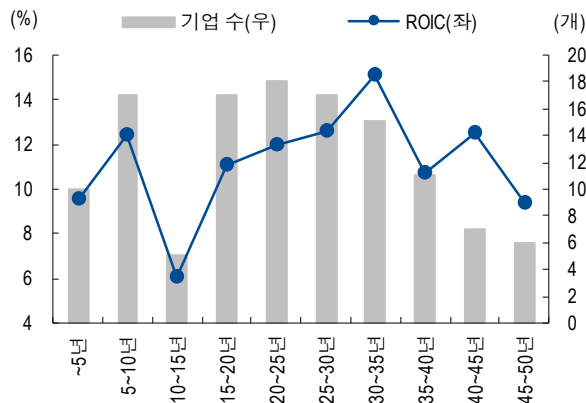
주1: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 비상장 외감기업 중 ROIC 중위값~상위 10%값 범위(4.1%~24.8%)내 135개사의 업력별 평균

주2: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 코스닥 상장기업 중 ROIC 중위값~상위 10%값 범위(9.3%~54.2%)내 160개사의 업력별 평균

주3: 이자발생부채비중=이자발생부채/(이자발생부채+자본총계)

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림66. 기업 수명에 따른 비상장 기업 ROIC 추이

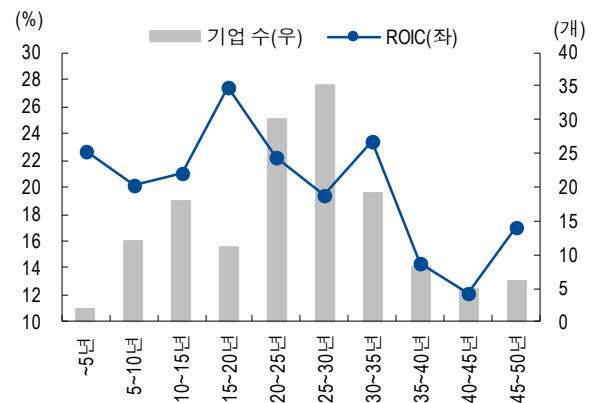


주1: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 비상장 외감기업 중 ROIC 중위값~상위 10%값 범위(4.1%~24.8%)내 135개사의 기업수명별 ROIC 평균

주2: ROIC(투자자본수익률)=(세후영업이익)/(순운전자본+유무형자산)

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림67. 기업 수명에 따른 코스닥 상장기업 ROIC 추이



주1: 2025년 매출 1,000억원 이상 기업집단 제외 코스닥 상장기업 중 ROIC 중위값~상위 10%값 범위(9.3%~54.2%)내 160개사의 기업수명별 ROIC 평균

주2: ROIC(투자자본수익률)=(세후영업이익)/(순운전자본+유무형자산)

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

한국 상장
중견·중소기업에
대한 자본효율성
개선 압력
더 높아질 것

올해 7월 예정된 코스닥 상장폐지 요건 강화와 하반기 도입 예정인 코스닥 승강제 등 한국 정부가 추진 중인 코스닥 활성화 정책은 2023년 일본 FSA가 추진했던 상장 중견·중소기업 거버넌스 개혁 정책과 상당한 유사성을 지닌다. 정책 차원에서 확대되는 모험자본 투자가 장기적으로 안정적인 자금 회수 구조로 이어지기 위해서는 코스닥 시장의 체질 개선이 필수적이기 때문이다. 이에 따라 향후 국내 상장 중견·중소기업들에 대한 자본효율성 개선 압력 역시 지속적으로 강화될 가능성이 높다.

2023년 저(低)PBR
중견·중소기업의
상장폐지 압력을
가중시킨 FSA 정책

일본 중견·중소기업에 대한 PE 투자가 본격적으로 확대된 계기는 2023년 일본 금융청(FSA)이 발표한 상장기업 자본효율성 제고 방침이었다. FSA의 기업 거버넌스 개선 기조에 따라 도쿄증권거래소는 1)PBR 1배 미만 상장기업에 대해 자본수익성 개선 계획 공시를 권고하고, 2)자본효율성과 거버넌스 수준이 우수한 기업들을 별도 지수로 구성해 ETF 및 기관투자자 자금 유입을 유도하는 등 다양한 인센티브 정책을 시행했다.

외부 투자 유치나
상장 폐지를 위한
방책으로
PE 투자가 부각

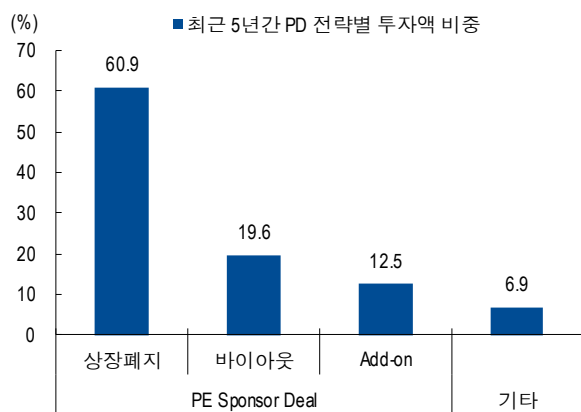
그 결과 상장 중소기업들을 중심으로 1)기존 창업주 및 경영진의 세대 교체를 위해 외부 투자자인 PE로부터 자금을 유치하거나, 2)공모시장 규제 부담에서 벗어나 보다 유연한 경영 전략을 추진하기 위해 PE 주도의 상장폐지를 선택하는 사례가 증가했다. 이 과정에서 PE 투자 대상이 된 중견·중소기업들은 자본수익률 개선과 구조조정을 추진하기 위해 사모회사채 발행 및 LBO(기업차입매수) 대출 등 외부 차입을 적극적으로 확대했다.

그림68. 한국 코스닥 정책, 2023년 일본 금융청의 자본효율성 개선 정책과 유사

상장 중견· 중소기업 가치 제고 방안	2023년 일본 금융청 정책	한국 코스닥 정책
부실기업 정리 & ROE상승	PBR 1미만 기업 대상 경영 개선 계획 공시 요구 및 미이행기업 공개	상장폐지 요건 강화, 동전주 퇴출, 다산다사
상장 시장 경쟁 촉진	도쿄 증권거래소 Prime, Standard, Growth 시장 개편	코스닥 승강제 도입
기관투자자 유입	스튜어드십 코드 & 해외기관 투자 확대	연기금·기관 코스닥투자 확대
자본구조 개선	자사주 매입, 배당 확대, 유휴현금 축소	BDC 도입, 메자닌/ Equity 투자 확대

자료: NH투자증권 리서치본부

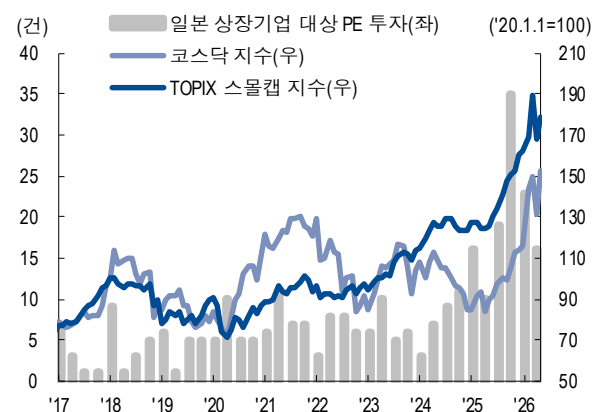
그림69. 글로벌 PD 전략별 비중: PE 주도 상장폐지가 주류



주: PE Sponsor Deal(PE 투자 대상 기업에 대한 대출, 지분 투자)

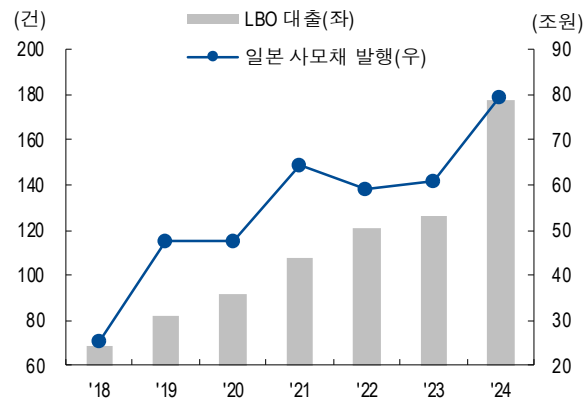
자료: Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림70. 일본 소형주 지수, PE 투자 증가와 더불어 추세적 상승



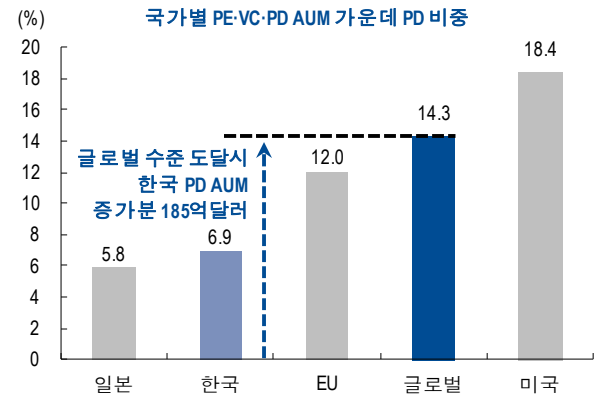
자료: Bloomberg, Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림71. 일본 LBO 대출과 사모채 발행, 2023년 기점으로 급증



자료: GLI, JBRI, LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림72. 국가별 PD AUM 비중: 한국은 현저히 낮은 편



주: 1H25 YTD AUM 기준

자료: Preqin, NH투자증권 리서치본부

세대교체와 PE 투자, 생산성 제고 및 신규 자금 수요를 야기

인수금융, 사모발행채권 등을 통해 레버리지 자금을 조달하는 PE 투자

중견·중소기업의 세대 교체, PE 주도의 상장폐지 등의 기업 의사 결정은 기업의 내부와 외부로부터의 지배구조 변화를 통한 기업 생산성을 제고와 함께 사업 확장, 신규 투자 목적의 자원 확보를 시도한다는 공통점을 지니고 있다.

이러한 사업 성장 곡선의 초입에 놓인 상장 중견·중소기업에 대해 높은 위험 성향을 지닌 PE 투자자는 Growth(소수 지분) 투자나 Buyout(경영권 인수)을 통한 수익 창출을 추구하며, 그 과정에서 은행·IB 주도의 인수금융이나 사모발행채권 등의 방식으로 레버리지 목적의 자금을 조달한다.

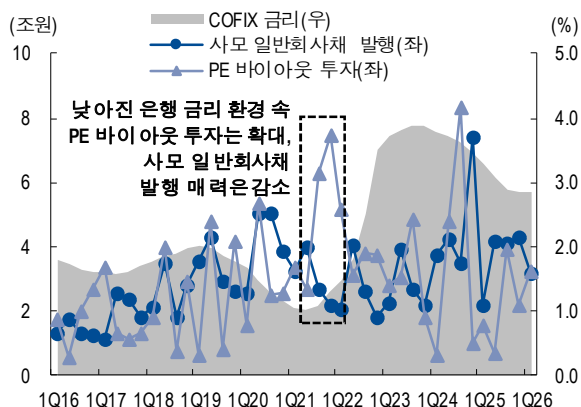
실제 한국 사모 시장 데이터를 분석해보면 사모 일반회사채, 사모 전환사채 발행 규모는 각각 PE 바이아웃 투자, 지분 투자와 일정 부분 동조화되는 경향이 있다. 현재는 사모 일반회사채 중 PE 투자 비중이 약 20% 정도이지만 향후 중소형 PE 투자가 확대될 경우 전통적인 증권·은행 주도의 인수금융 외에 대안적 자금 수요가 증가하며 해당 비중 역시 점진적으로 확대될 가능성이 높다.

그림73. 신규 사업을 위한 비상장기업의 자금 조달 선택지: 1)PE, VC 투자, 2)IB를 통한 증권 발행

기업 자금 조달 방식		기업 내부 변수	기업 외부 변수	외부 변수 대응
공모	IPO	1) 공시 업무 <u>인적 자원 부담</u> 2) 사업 전략 <u>기밀 유지 필요</u>	자본시장법상 <u>지속 공시 의무</u> - 연간/분기 보고서, M&A, 대규모 투자, 재무/자본구조 변화	비상장 기업은 <u>증권 발행 불가</u>
	회사채			
사모	회사채	공모 발행 대비 <u>중요 내용 공시 부담↓</u>	정보 비대칭성 투자자 매칭	1) PE, VC 투자 2) IB 증권 발행
	전환사채			
은행 대출		담보 인정되는 <u>유형자산 부족</u>	<u>엄격한 은행의 담보 조건</u>	신용 대출 한도는 제한적

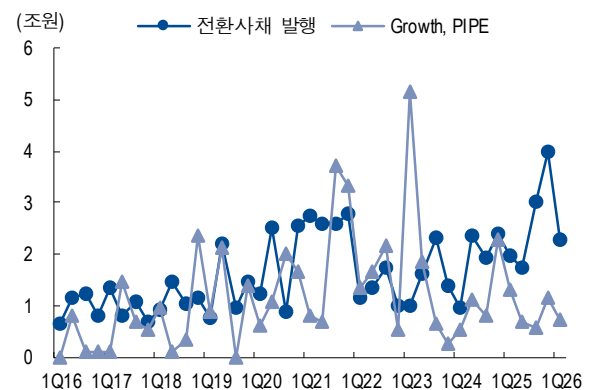
자료: NH투자증권 리서치본부

그림74. 한국 PE 바이아웃 투자와 사모 일반회사채 발행



자료: Bloomberg, LSEG, Preqin, NH투자증권 리서치본부

그림75. PE 지분 투자(Growth, PIPE)와 사모 전환사채 발행



자료: Bloomberg, LSEG, Preqin, NH투자증권 리서치본부

2. 사모 회사채: 리파이낸싱(건설업, 서비스업), 장기채(화학 업종)

건설업, 서비스업의
사모 일반회사채 발행
스프레드 확대 중

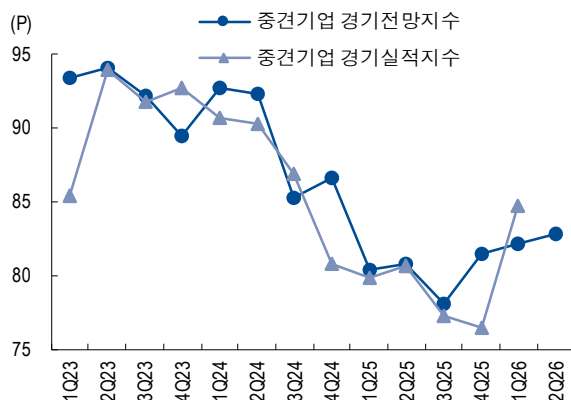
펀더멘털 우려보다는
업황 개선에 따른
신규 자금 수요
증가가 주요 원인

한국 중견기업 경기 실적 지수는 작년 4분기 이후 3개분기 만에 반등했으며, 경기 전망지수는 현재 3개분기 연속 개선세를 나타낸 가운데 건설업과 서비스업의 사모 일반회사채 발행 스프레드가 계속 확대되고 있다.

건설업을 비롯한 비제조업 섹터의 실적과 업황이 전반적으로 개선되고 있다는 점을 감안하면, 최근의 스프레드 확대는 펀더멘털 악화에 대한 우려보다는 업황 회복 과정에서 나타나는 신규 채권 발행 증가 영향으로 해석하는 것이 타당하다.

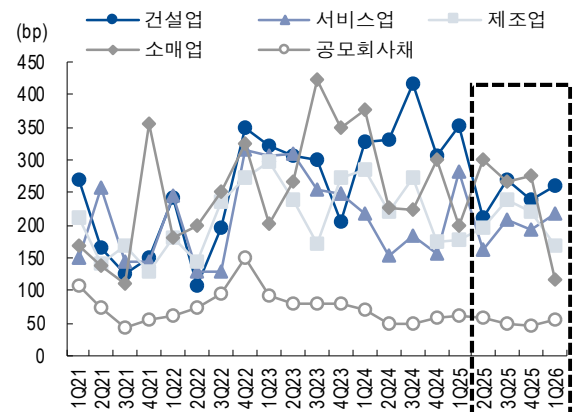
특히 2028년 하반기까지 약 20조원 규모(건설업·서비스업 합산 약 6조원)의 사모 일반회사채 만기 도래가 예정되어 있다는 점을 고려하면, 향후 건설업과 서비스업 중심의 단기 리파이낸싱 채권 투자 매력도가 부각될 가능성이 높다. 업황 개선 국면에서 이루어지는 차환 발행은 상대적으로 신용 리스크 부담이 낮으면서도, 발행 증가에 따른 금리 메리트 확보할 수 있다는 점에서 중위험·중수익 성격의 투자 기회로 작용할 전망이다.

그림76. 2025년 하반기 이후 중견기업 경기 실적·전망 개선



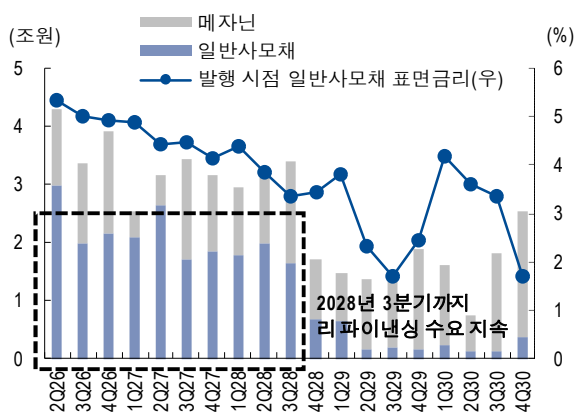
자료: KOSIS, NH투자증권 리서치본부

그림77. 주요 섹터별 중견기업 사모 일반회사채 발행 스프레드



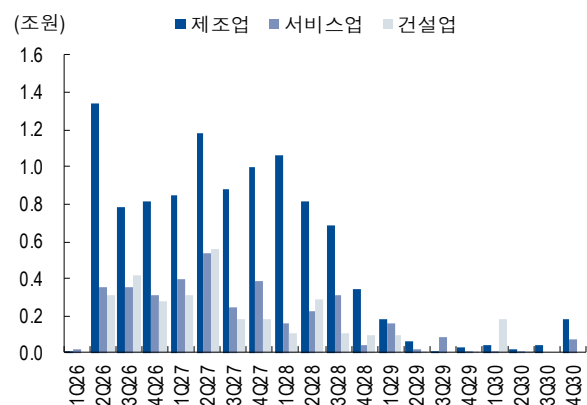
주: 발행시점 사모 일반회사채 표면금리-국고채 3년물 금리
자료: 한국은행, LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림78. 사모회사채(일반사모채, 메자닌) 만기 도래 일정



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림79. 만기 도래 시기별 주요 섹터 사모 일반회사채 규모



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

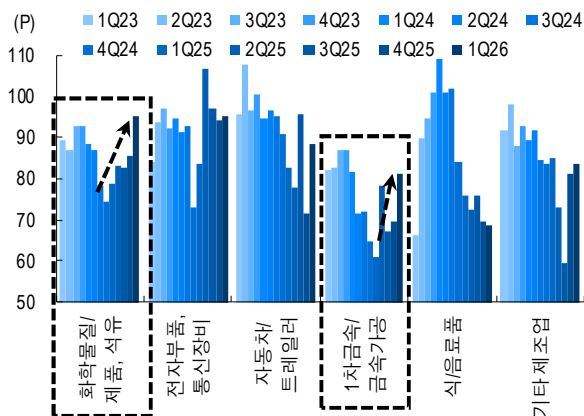
**물가 부담 속
금리 불확실성 확대는
유동성 확보 목적의
단기채 발행을 야기**

참고로 일본에서는 최근 금리 인상 국면에 접어들면서 사모 시장에서의 단기채 발행 비중이 소폭 증가했다. 한국은 금리 레벨이 일본보다 이미 높기 때문에 단기채 비중 자체가 상대적으로 크며, **중장기 고물가 장기화에 따른 금리 불확실성 확대 추세 속에서 단기 유동성 확보 차원의 만기 1~2년 사모채 비중은 안정적으로 유지될 것으로 판단된다.**

**화학 업종,
1차금속 섹터 업황
개선되는 중**

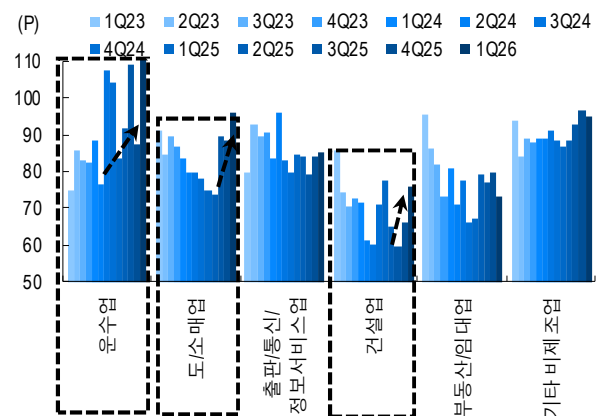
제조업의 경우 비제조업에 비해 하위 섹터들의 실적 등락폭이 심하기 때문에 보다 선별적인 섹터 접근이 필요하며, 최근 **추세적인 업황 개선이 나타나는 부문으로는 화학 업종, 1차금속 섹터를 들 수 있다.**

그림80. 제조업 섹터별 경기실적지수



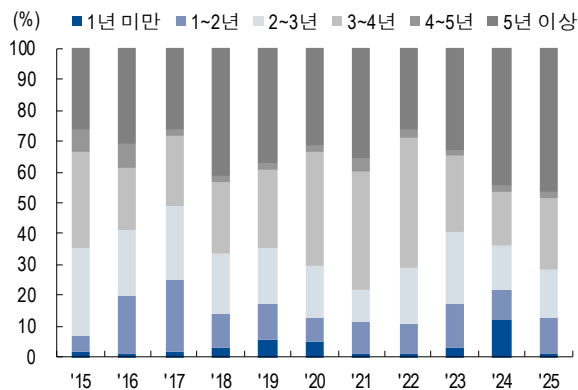
자료: KOSIS, NH투자증권 리서치본부

그림81. 비제조업 섹터별 경기실적지수



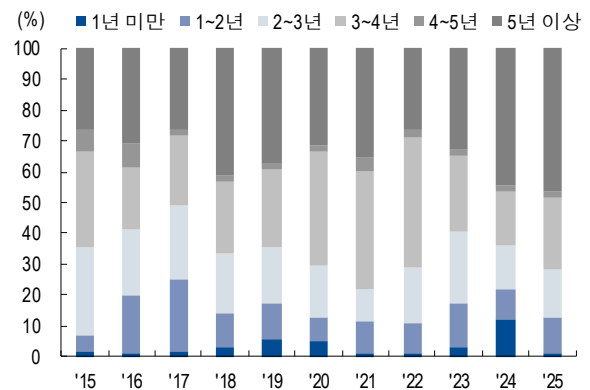
자료: KOSIS, NH투자증권 리서치본부

그림82. 한국 사모사채 만기 비중(은행, 금융 섹터 제외)



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림83. 일본 사모사채 만기 비중(은행, 금융 섹터 제외)



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

**장기채 투자
관점에선향후
설비투자 목적 자금
수요에 주목**

사모 장기채 투자 관점에서는 향후 설비투자 목적의 자금 수요가 증가 중인 섹터에 대한 접근이 유효하다. 과거 국내 사모채 발행 추이를 살펴보면 중견기업의 설비투자 전망 지수와 동행하는 경향이 있는데, 이는 신규 설비투자가 사업 자금 조달 및 채권 발행으로 이어진다는 점을 시사한다.

**화학 업종의
섹터의 설비투자 목적
자금 수요 증가할 것**

화학 업종은 이러한 관점에서 투자 매력度が 가장 부각되는 제조업 부문이며, 설비투자 전망지수의 반등에 더해 실적 개선세도 두드러지고 있기 때문에 중장기 관점에서 유망한 채권 투자처가 될 것으로 판단된다.

표9. 전년 대비 매출 성장 기록한 주요 비상장 화학 섹터 기업

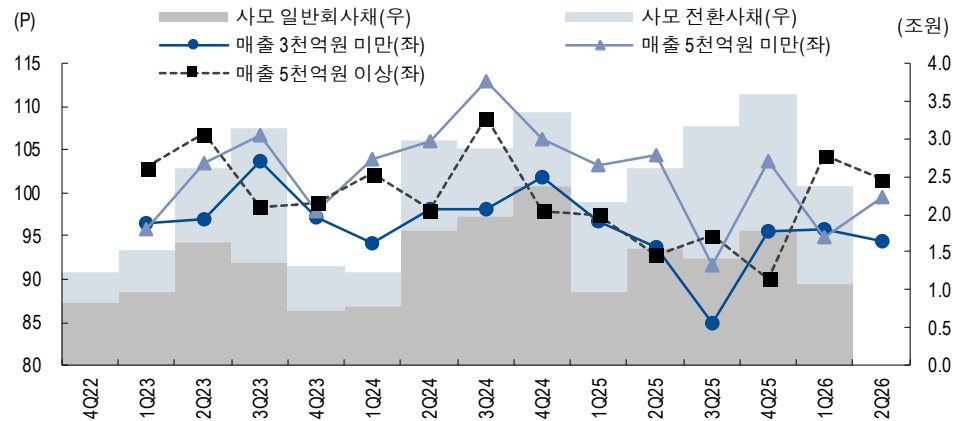
종목 코드	종목명	매출 (억원)	부채 비율 (%)	순부채 비율 (%)	FY25 영업이익		EBITDA/ 순이자비용 (배)	FY25 매출성장 (% y-y)	CAPEX(억원)	
					성장 (% y-y)	마진(%)			FY24	FY25
Z30358	(주)볼스원	1,587	157.3	75.3	43.9	8.7	61.7	8.2	302.2	12.6
Z81494	그린코스(주)	1,229	173.3	58.5	35.9	9.7	21.6	51.7	348.0	56.5
Z40581	(주)DH케미칼	1,013	72.9	33.9	4.6	6.0	11.9	3.4	343.4	8.9
Z45016	(주)코리아에어텍	605	141.2	123.1	46.3	12.7	7.3	15.5	705.7	0.4
Z47451	다이토키스코(주)	345	118.5	0.0	61.0	3.8	2.7	13.1	130.0	2.2
Z21274	(주)대호산업	172	26.5	9.0	20.5	3.1	8.0	4.9	179.7	2.5
Z01868	(주)신아메드	167	74.7	8.1	15.6	10.1	24.3	31.3	107.9	4.1

주1: 2025년 말 기준

주2: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님

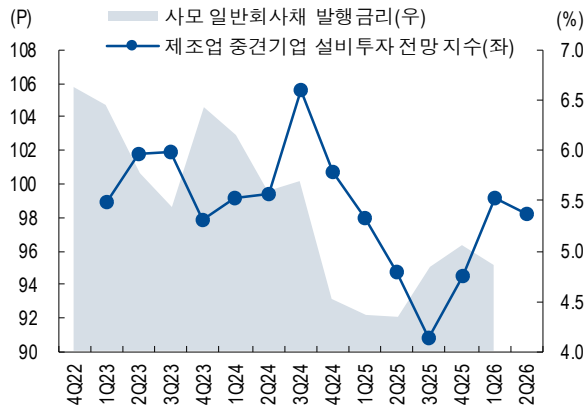
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림84. 매출 규모별 제조업 중견기업 설비투자 전망 지수와 사모채 발행 규모



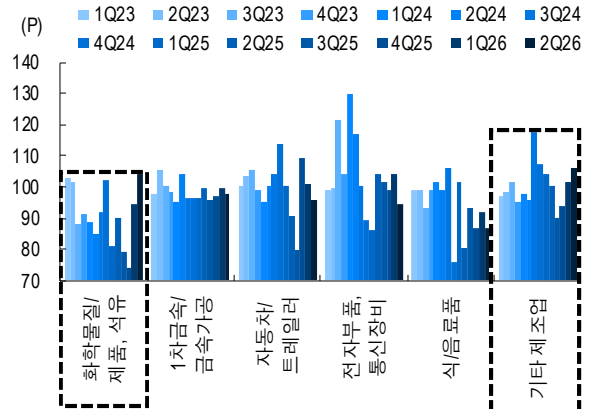
자료: KOSIS, LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림85. 제조업 설비투자 전망과 사모 일반회사채 발행금리



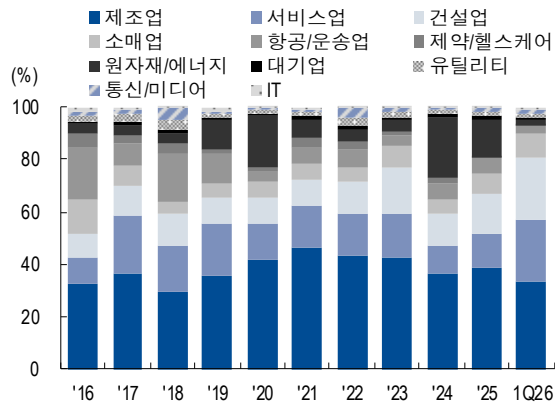
자료: KOSIS, NH투자증권 리서치본부

그림86. 제조업 섹터별 중견기업 설비투자 전망지수



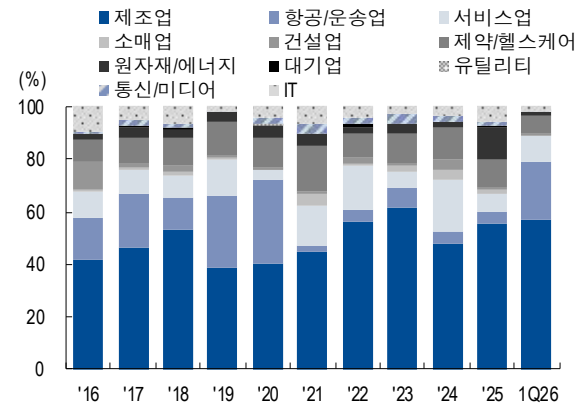
자료: KOSIS, NH투자증권 리서치본부

그림87. 섹터별 중견기업 사모 일반회사채 발행 비중



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림88. 섹터별 중견기업 사모 전환사채 발행 비중



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

3. 상장 모험자본: 세제 혜택 펀드 자금 유입 대상인 코스닥 벤처 기업

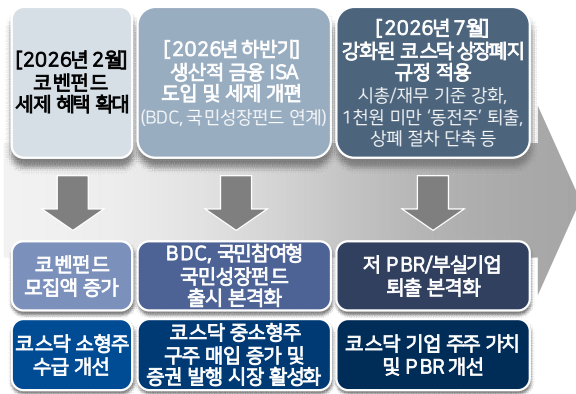
발행시장과 더불어
유통시장 또한
활성화될 것

하반기 코스닥 시장의 신규 자금 유입이 가속화되며 중소형주 수급 환경이 개선될 것으로 판단된다. 국민성장펀드로 대표되는 정부의 모험자본 투자 확대 정책은 주로 발행시장(Primary Market) 활성화를 목표로 하지만, 모험자본 투자의 자금 회수 시장인 코스닥과 같은 유통시장(Secondary Market)의 또한 활성화될 필요가 있기 때문이다.

코스닥벤처펀드,
선제적으로
자금 유입되는 중

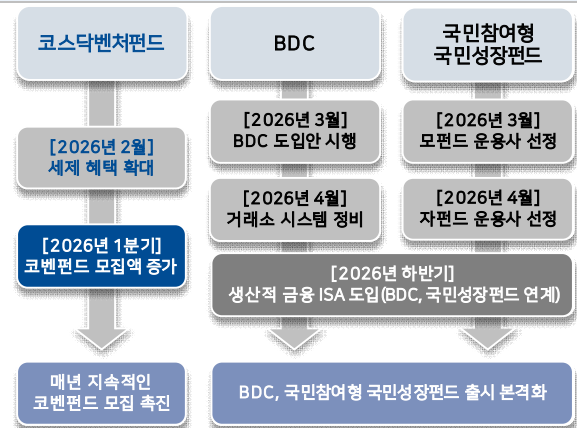
특히 국민성장펀드 및 생산적 금융 ISA(Individual Savings Account) 세제 개편을 앞두고 기존에 존재하던 코스닥벤처펀드(이하 코벤펀드)를 통한 자금 유입이 증가하고 있다. 정책 주도의 증시 상승 기대감 및 '소득 공제 생애 단 1회→매년 1회' 세제 개편 효과로 코벤펀드 모집액은 4월 말 누적 기준 이미 작년 연간 규모의 90%에 도달했다.

그림89. 코스닥 관련 모험자본 투자 정책 점차 강화



자료: NH투자증권 리서치본부

그림90. 주요 정책성 펀드별 제도 개편 타임라인



자료: NH투자증권 리서치본부

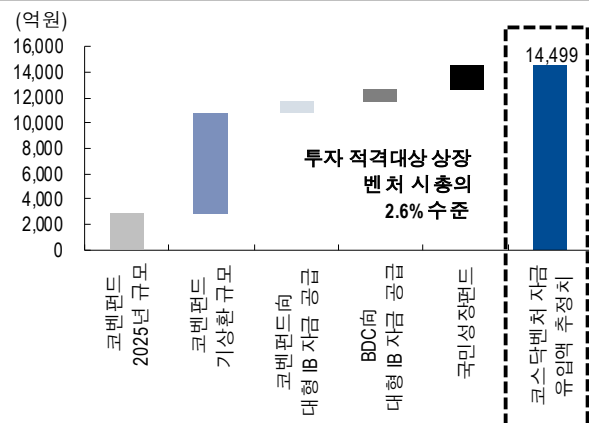
그림91. 코스닥 벤처펀드 투자 비율, 세제 혜택

투자 대상	보유 비율	보유 기간
벤처기업 신주	순자산 15% 이상	3년간 펀드 환매 제한
코스닥 상장 후 7년 이내 중견·중소기업 신주/구주	벤처기업 신주 포함 순자산 50% 이상	

세제 혜택	기준: 1회에 한해 3,000만원 한도 내 10% 소득 공제
	신규: 연간 2,000만원 한도 내 10% 소득 공제

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림92. 2026년 코스닥 중소·중견기업향 정책펀드 유입액 추정



주1: 코스닥벤처펀드는 세제 혜택 확대로 2021~2025년 기상환 펀드 재유입 가정;
주2: 대형 IB 자금 공급은 2025년 12월 22일 금융위원회에서 발표한 대형 IB 5개 사의 '모험자본 공급계획(잠정안)' 수치를 참고;
주3: BDC와 대형 IB 자금공급, 국민성장펀드 추정치는 BDC의 모험자본 투자 비율 중 시가총액 2,000억원 이하 코스닥 상장기업 투자 상한(30%) 규정을 적용;
자료: 금융투자협회, 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

구주 인수가 가능한 코벤처펀드

코벤처펀드의 운용 자산 중 최소 50% 이상을 벤처기업 신주, 코스닥벤처기업 구주·신주로 편입해야 하며, 벤처 기업 신주의 비중 요건이 최소 15% 이상임을 감안할 때 실제 코스닥 상장 벤처기업 구주 투자 비중은 35~75% 수준에서 형성될 가능성이 높다.

하반기 BDC, 국민참여형 국민성장펀드도 설립 본격화될 전망

여기에 더해 하반기 설립이 본격화될 BDC는 시가총액 2,000억원 이하의 코스닥 상장기업 주식(구주·신주 모두 가능)을 운용 자산 의무 운용자산 범위 내에서 최대 30%까지 편입할 수 있다. 자율 운용 자산까지 포함할 경우 투자 가능 비중은 최대 60%에 이른다. 또한 금융위원회가 민간 운용사 3곳을 선정해 하반기 출시를 추진 중인 국민참여형 국민성장펀드는 비상장 기업뿐 아니라 코스닥 기술특례상장 기업에 대한 신주 투자를 허용할 예정이다.

코스닥 벤처 종목으로 유입될 자금 규모는 올해 최소 1.5조원

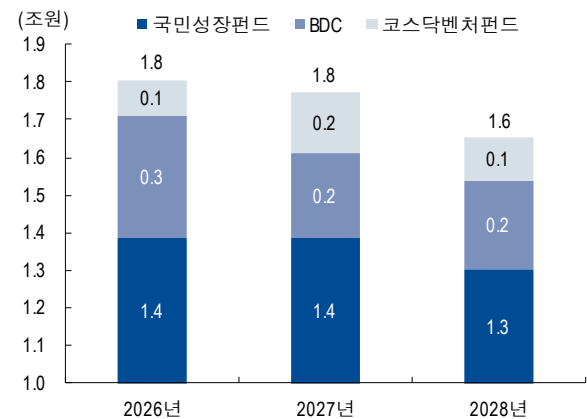
현재와 같은 자금 유입 속도가 유지될 경우, 올해 코스닥 벤처기업 관련 종목으로 유입되는 자금 규모는 최소 1.5조원을 상회할 전망이다. 또한 세제 혜택 기반 정책 펀드들의 의무 투자 기간이 통상 최소 3년 이상이라는 점을 감안하면, 관련 자금은 단기 테마성 수급 요인이 아니라 중장기적인 주가 지지 요인으로 작용할 전망이다.

표10. 생산적 금융 ISA: 국내 투자에 초점

구분	기존 ISA	생산적 금융 ISA
종류	단일 계좌	청년형, 국민성장
투자 대상	국내 상장주식, 펀드·ETF 등	국내 상장주식, 펀드·ETF 국민성장펀드, BDC 등
비과세 한도	200만원 (서민형은 400만원)	확대 예정
과세 방식	비과세 초과분에 대해 9.9%	기존과 동일 혹은 추가 우대 검토
소득공제	없음	청년형 ISA에 한해 제공 검토
투자한도	연간 2천만원, 총 1억원	

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림93. 대형 IB 5개사 코스닥 관련 모험자본 공급 계획



주: 한국투자증권, 미래에셋증권, 키움증권, 하나증권, 신한투자증권

자료: 2025년 12월 22일 금융위원회 보도자료, NH투자증권 리서치본부

표11. 주요 모험자본 관련 세제 혜택 펀드들의 코스닥 투자 요건 정리

구분	모험자본 의무 투자 조건		코스닥 기업 의무 투자 조건		세제 혜택
	투자 대상	투자 비율	투자 대상	투자 비율	
코스닥 벤처펀드	벤처기업 및 상장 후 7년 이내 코스닥 중소·중견기업	최소 50%	코스닥 중소·중견기업 (구주 인수 가능)	최소 35%	연 2,000만원 한도 내 10% 소득 공제 (연간 200만원)
BDC	벤처·혁신기업, 코넥스·코스닥 기업 벤처투자조합 등	최소 60%	시가총액 2천억원 이하 코스닥 기업 (구주 인수 가능)	최대 30%	배당소득 저율 분리 과세 방안 검토 중
국민참여형 국민성장펀드	비상장사, 코스닥 기술특례상장사	최소 60%	코스닥 기술특례상장사 (신주 발행)	최소 10%	정부 20% 손실 흡수, 2억원 한도 내 배당소득 9% 분리과세, 추가 혜택 방안 검토 중

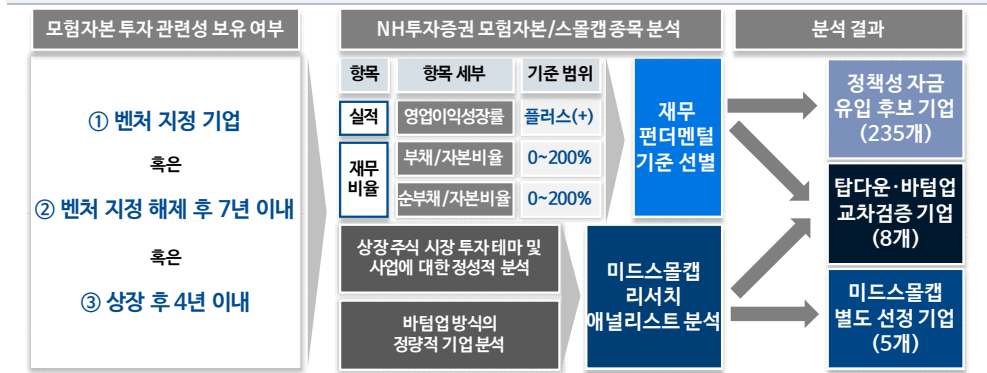
자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

NH 모험자본·스몰캡 종목 분석 결과 제시

이에 당사에서는 모험자본 투자 정책과 관련해 유통시장 자금 유입 가능성이 높은 기업 목록을 시가총액, 재무 펀더멘털(영업이익 추이, 부채 비율), 모험자본 투자 관련성(벤처 기업 지정 여부 등) 기준으로 선별하여 제시한다(39~44p Appendix 부분 참조).

또한 해당 기업 목록 가운데 미드스몰캡 리서치의 종목 선정을 통해 1)교차 검증된 기업 8개, 2)목록 상의 재무 펀더멘털 기준을 충족하지 않으나 미드스몰캡 애널리스트의 분석을 통해 선별된 기업 5개에 대한 투자를 추천한다.

그림94. 모험자본 관련 자금 유입 수혜 코스닥 종목 스크리닝 과정



주: 정책성자금 유입 후보 기업 243개 목록(미드스몰캡 선정 8개 기업 포함)은 appendix 참조
자료: NH투자증권 리서치본부

표12. NH 미드스몰캡 제시 코스닥 기업 13선(모험자본 자금 유입 수혜)

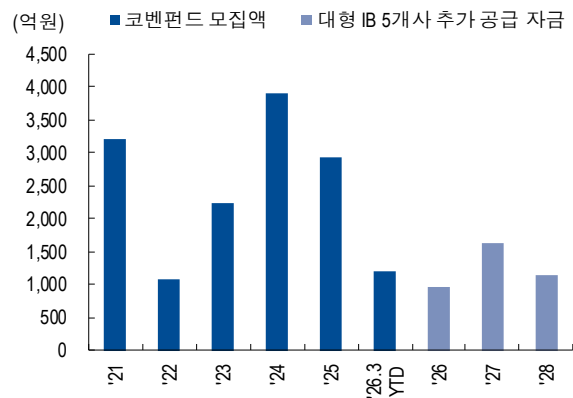
업종	종목코드	종목명	시가총액(억원)	비고
화장품	A092730	네오팜	3,122	탐다운·바텀업 교차검증 기업 (그림 94 참조)
반도체와반도체장비	A382800	지앤비에스 에코	2,664	
제약	A194700	노바렉스	2,738	
반도체와반도체장비	A264660	씨앤지하이테크	2,255	
디스플레이장비및부품	A083500	에프엔에스테크	1,687	
전자장비와부품	A094840	슈프리마에이치큐	1,197	
의료기기	A059210	메타바이오메드	1,137	
소프트웨어	A466410	사이넵소프트	555	
비철금속	A295310	에이치브이엠	12,761	미드스몰캡 별도 선정 기업 (그림 94 참조)
의료기기	A394420	리센스메디컬	3,342	
기계	A474650	링크솔루션	3,345	
유틸리티	A453450	그리드위즈	1,815	
전자장비와부품	A081180	썬크	1,131	

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: 5월 15일 종가 기준

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

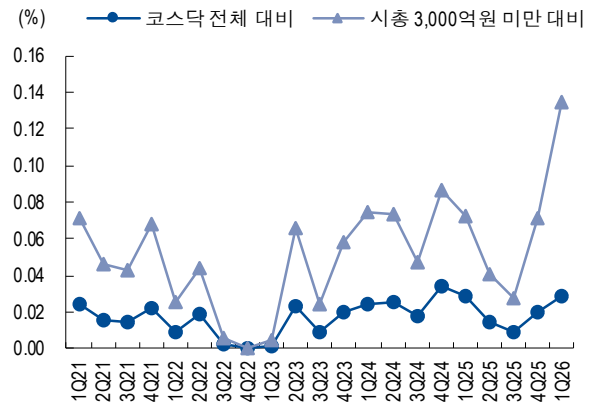
그림95. 코스닥벤처펀드 모집 및 향후 대형 IB 자금 공급 계획



주: 2026년 3월 17일 누적 기준

자료: 금융위원회, NH투자증권 리서치본부

그림96. 코스닥 시총 대비 코스닥 관련 정책 자금 비중



자료: KOSIS, NH투자증권 리서치본부

Appendix

1. 모험자본 유입 수혜 코스닥 종목 스크리닝

표A1. 벤처 지정 기업 - 2025년 영업이익 플러스(+) 성장률 기록 (계속)

업종	종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	부채 비율 (%)	FY25 영업이익 성장률(% y-y)	FY25 영업이익률(%)	유동주식 비율(%)
2차전지	A121600	나노신소재	8,676	84.1	56.7	4.5	76.3
반도체와반도체장비	A425420	티에프이	7,322	31.5	334.0	17.9	35.9
의료기기	A336570	원텍	7,238	38.0	48.6	34.1	47.2
전자장비와부품	A368770	파이버프로	6,568	32.6	40.4	23.3	60.2
항공우주와방위	A214430	아이쓰리시스템	6,299	35.7	11.5	13.2	64.9
전력기기	A119850	지엔씨에너지	5,264	67.4	55.7	24.3	63.9
반도체와반도체장비	A425040	티이엠씨	4,682	45.1	26.1	24.2	64.6
IT솔루션	A356680	엑스게이트	4,670	41.5	7.7	7.8	31.4
반도체와반도체장비	A080580	오킨스전자	4,212	88.8	482.1	12.0	81.0
바이오	A206650	유바이오로직스	4,183	37.0	76.8	40.7	80.0
반도체와반도체장비	A170920	엘티씨	4,057	71.4	22.5	95.0	68.8
반도체와반도체장비	A241770	메카로	3,990	9.8	273.0	16.2	45.7
소프트웨어	A298830	슈어소프트테크	3,833	46.8	59.7	21.9	58.1
반도체와반도체장비	A094360	칩스앤미디어	3,712	25.8	31.9	24.5	54.9
조선	A000820	에스엔시스	3,657	34.7	14.6	12.3	38.3
의료기기	A450950	아스테라시스	3,593	11.7	55.9	27.4	53.6
상업서비스와공급품	A448280	에코아이	3,342	14.1	379.4	3.1	25.5
의료기기	A041920	메디아나	3,314	8.4	354.5	9.3	57.5
전력기기	A199820	제일일렉트릭	3,200	42.9	32.1	7.6	39.5
IT솔루션	A064850	에프앤가이드	3,144	28.3	39.4	32.5	51.9
스마트디바이스	A236200	슈프리마	3,132	10.6	40.6	26.6	63.4
항공우주와방위	A0015G0	그린광학	3,031	52.4	1028.1	5.3	48.0
반도체와반도체장비	A272110	케이엔제이	2,773	137.2	57.2	26.7	73.0
IT솔루션	A294570	쿠콘	2,750	83.9	13.7	27.2	69.0
반도체와반도체장비	A402490	그린리소스	2,738	104.2	462.9	6.6	47.6
의료기기	A357550	석경에이티	2,733	23.2	93.0	22.4	59.1
화학	A251370	와이엠티	2,699	71.2	259.6	15.0	61.4
반도체와반도체장비	A226590	엠디바이스	2,422	102.0	141.1	12.0	68.0
제약	A176750	듀캠바이오	2,393	57.8	46.6	19.3	38.3
전력기기	A388050	지투파워	2,357	113.3	139.9	11.4	64.6
엔터테인먼트	A403850	더핑크퐁컴퍼니	2,068	10.7	2.9	26.0	52.4
반도체와반도체장비	A323350	다원넥스뷰	2,067	71.9	215.0	15.0	55.0
반도체와반도체장비	A232680	라온로보틱스	2,061	87.2	58.9	7.3	57.9
전력기기	A147830	제룡산업	2,030	11.4	158.6	27.9	51.5
소프트웨어	A041020	폴라리스오피스	1,997	28.2	89.9	35.6	71.8
디스플레이장비및부품	A187870	디바이스	1,977	35.5	310.5	20.6	62.1
식품및식품도매	A260970	에스앤디	1,938	26.3	14.4	15.2	55.7
엔터테인먼트	A473980	노머스	1,881	11.3	50.8	16.3	67.8
화장품	A123330	제닉	1,777	37.7	148.6	19.1	63.6
항공우주와방위	A474610	RF시스템즈	1,747	67.3	140.6	10.6	49.8
게임	A204610	티쓰리	1,733	12.9	61.7	63.8	53.2
디스플레이장비및부품	A469610	이노테크	1,683	46.1	50.7	30.2	60.7
디스플레이장비및부품	A083500	에프엔에스테크	1,672	39.3	17.5	15.6	57.2
의료기기	A240550	동방메디컬	1,637	48.9	13.0	19.0	51.2
스마트디바이스	A290740	액트로	1,600	69.0	172.2	8.9	52.5

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님; 주4:

파란색 표시는 스몰캡 자료 발간 종목

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표A1. 벤처 지정 기업 - 2025년 영업이익 플러스(+) 성장률 기록 (계속)

업종	종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	부채 비율 (%)	FY25 영업이익 성장률(% y-y)	FY25 영업이익률(%)	유동주식 비율(%)
바이오	A049960	셀바이오텍	1,598	3.8	16.4	15.7	47.1
기계	A086670	비엠티	1,527	75.8	136.8	10.5	44.4
반도체와반도체장비	A417500	제이아이테크	1,480	65.7	19.4	19.8	36.3
항공우주와방위	A065450	빅텍	1,358	108.2	140.5	5.3	73.7
반도체와반도체장비	A396470	윌트	1,335	3.0	22.3	16.3	41.7
IT솔루션	A042510	라온시큐어	1,300	37.7	41.4	5.3	57.4
의료기기	A226400	오스테오닉	1,246	48.6	28.7	19.7	77.3
전자장비와부품	A072950	빛샘전자	1,234	39.1	77.2	23.0	61.8
의료기기	A059210	메타바이오메드	1,125	49.4	24.4	23.3	76.4
반도체와반도체장비	A348350	위드텍	1,123	22.6	430.9	9.0	36.5
바이오	A251120	바이오에프디엔씨	1,077	5.2	28.9	32.6	66.2
디스플레이장비및부품	A321260	프로이천	1,047	12.2	135.5	8.9	38.4
스마트디바이스	A238090	앤디포스	1,044	13.8	146.8	10.9	74.2
바이오	A072020	중앙백신	946	16.6	12.5	13.2	61.3
자동차부품	A265560	영화테크	942	27.7	17.2	15.3	47.4
바이오	A222110	팬젠	931	9.3	47.6	11.2	59.3
통신장비	A065530	와이어블	901	78.9	43.1	7.3	49.8
IT솔루션	A192250	케이사인	816	62.1	121.7	7.7	62.1
플랫폼	A443250	레뷰코퍼레이션	803	73.2	15.3	21.1	42.8
패션	A478560	블랙야크아이앤씨	802	152.2	11.8	22.7	23.7
반도체와반도체장비	A241790	티아엠씨씨엔에스	794	45.0	51.9	7.0	60.6
통신장비	A109080	옵티시스	769	10.2	66.9	17.5	54.4
전자제품	A045660	에이텍	748	74.1	319.2	6.2	63.6
화학	A163280	에어레인	745	61.7	65.1	11.0	75.7
자동차부품	A234100	폴라리스세원	745	19.0	190.5	3.8	65.5
바이오연구장비와서비스	A347740	피엔케이피부임상연구센터	696	7.5	52.6	17.9	36.8
화학	A136410	아셈스	681	55.4	30.1	26.7	47.5
화학	A222420	씨노텍	676	118.2	232.0	8.9	58.0
식품및식품도소매	A0013V0	삼진식품	665	99.2	22.9	5.4	47.6
기계	A317850	대모	662	34.7	1535.4	4.8	69.8
의료기기	A104540	코렌텍	639	92.8	170.1	11.9	80.4
통신장비	A170790	파이오링크	620	17.8	108.4	8.2	55.3
화장품	A460870	에스엠씨지	617	70.9	11.2	8.9	51.6
의료기기	A303360	프로티아	613	7.6	147.8	24.6	57.3
바이오연구장비와서비스	A068330	일신바이오	591	5.9	101.0	31.3	63.3
화장품	A318160	셀바이오휴먼텍	587	49.9	130.8	18.3	53.4
소프트웨어	A419120	산돌	547	26.3	55.7	29.9	48.3
항공우주와방위	A035460	기산텔레콤	537	95.9	63.3	30.2	64.8
상업서비스와공급품	A105760	포스뱅크	529	24.6	13.4	3.8	69.2
의료기기	A0010V0	제이피아이헬스케어	526	30.7	23.4	11.4	56.3
패션	A263020	디케이앤디	517	36.6	44.4	23.3	65.9
IT솔루션	A060850	영림원소프트랩	491	66.8	89.9	5.7	73.6
전자제품	A297570	알로이스	480	105.5	36.0	21.1	63.0
의료기기	A307280	원바이오젠	474	11.7	23.7	25.5	66.4
IT솔루션	A336060	웨이버스	452	32.8	18.7	3.2	52.2
화학	A332290	누보	452	144.6	12.2	4.6	49.4
제약	A200780	비씨월드제약	434	143.9	33.1	3.0	56.6
광고	A363260	모비데이즈	433	157.3	1330.6	29.2	49.3
통신장비	A073540	에프알텍	405	21.4	12.9	3.8	63.0

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님; 주4: 파란색 표시는 스몰캡 자료 발간 종목; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표A1. 벤처 지정 기업 - 2025년 영업이익 플러스(+) 성장률 기록

업종	종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	부채 비율 (%)	FY25 영업이익 성장률(% y-y)	FY25 영업이익률(%)	유동주식 비율(%)
식품및식품도소매	A277410	인산가	393	74.1	183.4	6.5	72.2
디스플레이장비및부품	A059100	아이컴포넌트	383	34.2	132.6	17.4	68.4
소프트웨어	A075130	플랜티넷	378	16.9	52.4	14.4	70.3
소프트웨어	A208860	다산디엠씨	374	102.9	54.4	9.0	23.7
소프트웨어	A262840	아이퀘스트	368	87.5	25.0	23.4	55.4
IT솔루션	A462980	아이자넷	361	127.5	844.7	63.3	73.2
IT솔루션	A290270	휴네시온	347	14.6	52.3	13.6	48.7
자동차부품	A310870	디와이씨	339	143.6	4.5	4.8	73.6
IT솔루션	A290560	파라텍시스이더리움	339	28.9	52.5	25.9	35.8
바이오연구장비와서비스	A131220	대한과학	331	27.2	30.9	11.8	62.5
IT솔루션	A131090	시큐브	298	6.7	26.1	32.1	64.6
가정용내구재	A024940	PN풍년	282	17.6	70.2	2.8	59.0
IT솔루션	A208350	지란지교시큐리티	254	32.5	79.6	9.6	42.2
화학	A196700	웹스	243	81.4	79.7	18.0	60.8
전자장비와부품	A083640	인콘	240	9.7	5.3	3.3	65.0
제약	A353190	휴럼	218	113.8	78.6	2.6	62.4
제약	A018620	우진비앤지	216	70.5	8.1	1.1	76.7
교육서비스	A134060	이퓨처	199	19.8	19.9	7.9	50.7
디스플레이장비및부품	A069330	유아이디	144	120.5	433.4	4.2	61.0

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님; 주4: 파란색 표시는 스몰캡 자료 발간 종목
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표A2. 벤처 지정 해제 후 7년 미경과 기업 - 2025년 영업이익 플러스(+) 성장률 기록

업종	종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	부채 비율 (%)	FY25 영업이익 성장률(% y-y)	FY25 영업이익률(%)	유동주식 비율(%)
반도체와반도체장비	A144960	뉴파워프라즈마	4,697	130.2	9.7	18.8	58.4
반도체와반도체장비	A482630	삼양엔씨캠	4,181	21.4	64.0	14.1	29.3
제약	A194700	노바렉스	3,151	41.2	85.6	10.7	63.5
화장품	A092730	네오팜	2,994	11.5	16.7	21.8	56.3
바이오연구장비와서비스	A206640	바디텍메드	2,438	15.3	10.7	19.6	68.2
IT솔루션	A214180	헥토이노베이션	2,378	122.3	2.7	41.7	57.5
반도체와반도체장비	A405100	큐알티	2,319	74.2	0.3	7.4	35.5
IT솔루션	A462860	더즌	2,164	162.4	36.0	22.7	38.7
반도체와반도체장비	A264660	싸안자하이테크	2,139	38.0	91.2	12.7	60.3
통신장비	A264450	유비쿼스	2,106	14.1	86.8	19.8	56.7
화학	A125210	아모그린텍	2,093	133.9	109.9	7.3	52.9
반도체와반도체장비	A445180	퓨릿	1,987	14.2	23.3	12.1	49.8
2차전지	A259630	엠펙러스	1,913	136.7	143.4	13.3	73.7
디지털헬스케어	A071200	인피니트헬스케어	1,879	27.8	84.1	28.2	49.4
의료기기	A179290	엠아이텍	1,832	12.6	17.6	30.8	46.9
비철금속	A017510	세명전기	1,804	18.5	389.0	45.8	61.2
기계	A297090	씨에스베어링	1,729	53.1	425.5	10.9	44.0
IT솔루션	A136540	원스테크넷	1,503	13.4	4.0	22.7	42.1
상업서비스와공급품	A090850	현대이지웰	1,332	121.2	19.5	17.6	44.6
식품및식품도소매	A357230	에이치피오	1,173	33.8	69.5	12.3	26.6
전자장비와부품	A094840	슈프리마에이치큐	1,065	3.5	56.6	18.2	45.7
비철금속	A081150	티플렉스	999	49.4	9.2	2.5	63.7
IT솔루션	A173130	오파스넷	975	129.7	31.9	6.1	58.7
게임	A058630	엠게임	962	14.9	36.7	21.4	78.5
출판	A418470	KT밀리의서재	959	26.6	30.6	16.3	61.5
제약	A041910	폴라리스A파마	943	44.1	1712.2	5.7	68.9
게임	A201490	미투온	926	9.4	6.8	150.5	79.6
비철금속	A038460	바이오스마트	906	65.1	11.5	21.8	71.9
IT솔루션	A263800	데이터솔루션	763	94.3	1984.2	1.2	33.9
광고	A214270	FSN	725	303.0	175.4	102.9	57.5
IT솔루션	A067920	이글루	687	28.8	163.8	13.5	70.6
스마트디바이스	A198080	캐프	659	68.1	21.6	11.4	35.9
소프트웨어	A100030	인지소프트	643	19.4	120.4	12.4	44.4
의료기기	A263690	디알젬	627	32.4	2.0	9.1	55.1
소프트웨어	A153460	네이블	558	13.4	578.3	13.6	29.2
식품및식품도소매	A103840	우양	489	230.4	928.1	2.5	66.5
화장품	A080530	코디	452	41.4	143.2	6.0	58.3
광고	A351870	차이커뮤니케이션	430	191.3	25.0	8.8	34.3
가정용품	A318410	비비씨	401	15.2	8.1	18.3	69.1
의료기기	A115480	씨유메디칼	332	67.0	38.6	24.5	77.0
건설	A069140	누리플랜	259	203.3	16.7	12.8	73.2
소프트웨어	A139670	키네마스터	257	8.7	56.3	7.5	67.8
비철금속	A054410	케이퍼티유	205	74.8	83.3	3.5	43.8

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님; 주4: 파란색 표시는 스몰캡 자료 발간 종목
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표A3. 벤처 지정 해제 후 7년 미경과 기업 - 2025년 영업이익 실적 턴어라운드 기록 (계속)

업종	종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	부채 비율 (%)	FY25 영업이익 성장률(% y-y)	FY25 영업이익률(%)	유동주식 비율(%)
반도체와반도체장비	A160980	싸이맥스	4,004	15.3	흑전	14.2	52.6
2차전지	A243840	신흥에스이씨	3,200	147.5	흑전	3.6	42.8
IT솔루션	A203650	드림시큐리티	3,053	281.0	흑전	71.8	58.7
기계	A138360	엔로보텍스	3,030	27.4	흑전	2.5	80.8
반도체와반도체장비	A382800	자앤비에스 예코	2,890	18.4	흑전	8.5	70.4
의료기기	A100120	뷰웍스	2,871	41.5	흑전	9.4	65.4
스마트디바이스	A061090	세나테크놀로지	2,489	16.7	흑전	11.0	34.5
디스플레이장비및부품	A484120	도우인시스	2,296	35.8	흑전	7.2	28.0
반도체와반도체장비	A102120	어보브반도체	2,274	85.2	흑전	5.9	71.2
에너지장비및서비스	A457550	우진엔텍	2,241	12.8	흑전	11.3	58.6
의료기기	A039840	디오	2,133	71.4	흑전	10.5	63.0
자동차부품	A118990	모트렉스	2,066	218.6	흑전	13.3	59.4
반도체와반도체장비	A059120	아진엑스텍	1,946	9.7	흑전	3.9	62.0
통신장비	A039560	다산네트웍스	1,904	79.1	흑전	72.6	70.1
에너지장비및서비스	A101970	우양에이치씨	1,883	36.0	흑전	0.7	26.0
디스플레이장비및부품	A297890	HB솔루션	1,748	24.9	흑전	7.1	71.2
게임	A217270	넵툰	1,594	13.7	흑전	8.3	45.2
바이오	A038290	마크로젠	1,579	104.1	흑전	0.2	79.8
2차전지	A217820	원익파이낸이	1,507	208.8	흑전	0.4	60.4
제약	A006620	동구바이오제약	1,359	121.1	흑전	4.0	57.6
IT솔루션	A086960	MDS테크	1,312	48.0	흑전	4.6	74.5
IT솔루션	A443670	에스피소프트	1,247	17.4	흑전	10.3	56.6
바이오연구장비와서비스	A036220	오상헬스케어	1,222	19.5	흑전	1.9	38.3
2차전지	A382840	원준	1,222	64.3	흑전	4.7	59.0
게임	A067000	조이시티	1,186	144.8	흑전	4.0	57.7
패션	A337930	책시믹스	1,160	46.7	흑전	6.9	49.6
패션	A298540	더네이처홀딩스	1,081	72.1	흑전	1.8	59.4
2차전지	A277880	티에스아이	994	140.5	흑전	3.1	59.4
2차전지	A413390	엠오티	921	99.1	흑전	5.8	44.9
IT솔루션	A234300	에스트래픽	918	69.1	흑전	7.1	81.7
스마트디바이스	A263600	덕우전자	911	116.1	흑전	1.0	43.0
통신장비	A039010	현대에이치티	871	32.9	흑전	4.6	51.3
반도체와반도체장비	A227950	엔투텍	868	16.7	흑전	45.3	54.0
의료기기	A065510	휴비즈	845	100.9	흑전	5.1	63.4
전자제품	A089850	유비벨록스	731	110.4	흑전	19.2	68.5
교육서비스	A373160	데이원컴퍼니	643	80.3	흑전	3.7	58.1
자동차부품	A078590	휴림에이텍	525	66.7	흑전	0.4	51.5
엔터테인먼트	A361570	알비더블유	512	168.9	흑전	0.7	62.0
전자장비와부품	A318020	포인트모바일	379	83.2	흑전	3.5	64.8
식품및식품도소매	A131100	티엔엔터테인먼트	379	33.1	흑전	2.8	35.7
바이오연구장비와서비스	A359090	씨엔알리서치	375	76.9	흑전	2.3	35.5
자동차부품	A013720	THE CUBE&	341	45.2	흑전	4.2	79.2
자동차부품	A198940	한주라이트메탈	335	358.7	흑전	0.5	72.6
의료기기	A258830	세종메디칼	312	164.2	흑전	12.3	79.0
운송인프라	A121890	에스디시스템	271	68.3	흑전	3.8	65.2
패션	A032080	아즈텍WB	269	10.4	흑전	1.5	56.4
패션	A267790	배럴	268	72.5	흑전	11.2	51.1
전자장비와부품	A115530	씨엔플러스	265	612.1	흑전	0.7	74.4
IT솔루션	A085810	알티캐스트	252	38.6	흑전	58.2	61.4
가정용내구재	A415380	스튜디오오삼익	249	26.0	흑전	2.9	47.5

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님; 주4: 파란색 표시는 스몰캡 자료 발간 종목; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표A3. 벤처 지정 해제 후 7년 미경과 기업 - 2025년 영업이익 실적 턴어라운드 기록

업종	종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	부채 비율 (%)	FY25 영업이익 성장률(% y-y)	FY25 영업이익률(%)	유동주식 비율(%)
교육서비스	A289010	아이스크림에듀	223	57.3	흑전	1.5	65.0
자동차부품	A113810	디젠스	213	142.0	흑전	1.2	65.1

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님; 주4: 파란색 표시는 스몰캡 자료 발간 종목; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표A4. 상장 후 4년 이내 기업 - 2025년 영업이익 플러스(+) 성장률 기록

업종	종목 코드	종목명	시가총액 (억원)	부채 비율 (%)	FY25 영업이익 성장률(% y-y)	FY25 영업이익률(%)	유동주식 비율(%)
반도체와반도체장비	A254490	미래반도체	5,920	70.3	86.4	3.0	26.4
기계	A452280	한선엔지니어링	5,562	105.7	98.1	15.4	30.5
항공우주와방위	A484590	삼양컴텍	4,344	53.2	47.5	17.2	37.5
에너지장비및서비스	A098070	한텍	4,031	41.4	127.7	22.2	30.4
교육서비스	A461300	아이스크림미디어	2,386	30.5	34.0	31.5	34.6
반도체와반도체장비	A396470	윌트	1,335	3.0	22.3	16.3	41.7
기계	A417970	모델솔루션	1,271	34.7	92.8	10.6	36.5
의료기기	A303810	동국생명과학	992	65.7	9.5	10.0	37.9
전력기기	A475430	키스트론	867	13.0	25.3	10.7	36.4
화학	A163280	에어레인	745	61.7	65.1	11.0	75.7
전력기기	A479960	위너스일렉	745	22.5	80.2	16.9	25.6
창업투자	A440290	HB인베스트먼트	553	6.9	11.8	41.7	44.2
IT솔루션	A462980	아이지넷	361	127.5	844.7	63.3	73.2

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님; 주3: 파란색 표시는 스몰캡 자료 발간 종목
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

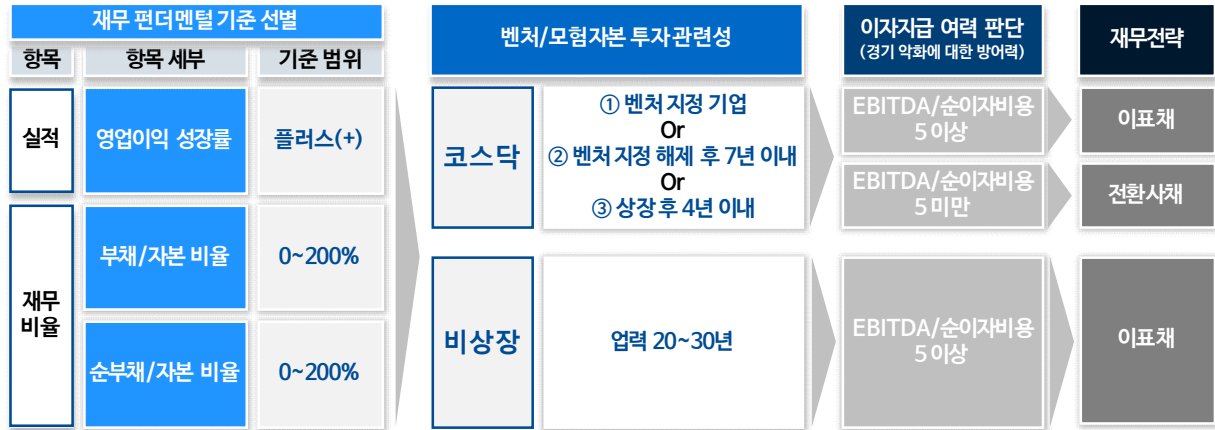
표A5. 상장 후 4년 이내 기업 - 2025년 영업이익 실적 턴어라운드 기록

업종	종목코드	종목명	시가총액 (억원)	부채 비율 (%)	FY25 영업이익 성장률(% y-y)	FY25 영업이익률(%)	유동주식 비율(%)
자동차부품	A125490	한라캐스트	5,851	82.9	흑전	19.6	50.8
연료전자와기타전자	A382900	범한퓨얼셀	2,712	116.6	흑전	2.0	45.3
패션	A481070	에이유브랜즈	2,537	41.3	흑전	20.9	39.0
반도체와반도체장비	A489500	엘케이캠	2,061	11.0	흑전	22.7	42.9
반도체와반도체장비	A146320	비씨엔씨	2,058	125.3	흑전	4.6	47.0
2차전자	A458650	성우	1,929	9.6	흑전	1.5	25.4
바이오연구장비와서비스	A340450	지씨지놈	1,651	8.1	흑전	3.9	54.9
건설	A475230	엔알비	1,633	105.0	흑전	7.6	46.3
디스플레이장비및부품	A336680	탑런토탈솔루션	1,433	187.3	흑전	5.9	25.9
반도체와반도체장비	A234030	싸이닉솔루션	1,395	74.4	흑전	1.7	36.5
창업투자	A309960	LB인베스트먼트	1,228	6.9	흑전	36.6	19.5
자동차부품	A0015S0	페스카로	1,223	7.8	흑전	5.3	54.0
소프트웨어	A096250	와이즈넷	1,197	9.3	흑전	0.3	71.0
화장품	A489460	바이오비쥬	1,019	2.9	흑전	15.0	36.7
가정용내구재	A352090	스토텍	1,015	41.7	흑전	18.7	26.3
화장품	A0015N0	아로마티카	983	21.4	흑전	10.0	42.0
항공우주와방위	A448710	코츠테크놀로지	968	124.8	흑전	12.2	63.5
의료기기	A450330	하스	639	18.3	흑전	5.8	40.3
IT솔루션	A465480	인스피언	589	8.8	흑전	13.4	26.7
소프트웨어	A466410	사이냅소프트	554	3.4	흑전	34.7	47.0
온라인커머스	A475460	미트박스	452	161.9	흑전	2.2	76.2

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님; 주3: 파란색 표시는 스몰캡 자료 발간 종목; 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

2. 자본시장 기반 자금 조달 가능 기업군(코스닥, 비상장)

그림A1. 기업 펀더멘털, 모험자본 적격성에 부합하는 재무전략 예시(코스닥, 비상장)



자료: NH투자증권 리서치본부

표 A6. 코스닥 기업(EBITDA/순이자비용 5 미만)

코스닥 벤처 지정 기업										
업종	종목 코드	종목명	매출 (억원)	부채 비율(%)	순부채 비율(%)	FY25 영업이익		EBITDA/ 순이자비용(배)	시가총액 (억원)	유동주식 비율(%)
						성장(% y-y)	마진(%)			
의료기기	A290650	엘앤씨바이오	694	119.0	42.7	14.1	6.4	1.0	17,207	69.8
반도체와반도체장비	A170920	엘티씨	312	71.4	14.8	22.5	95.0	0.5	4,057	68.8
반도체와반도체장비	A272110	케이엔제이	833	137.2	51.6	57.2	26.7	4.7	2,773	73.0
화학	A251370	와이엠티	863	71.2	68.6	259.6	15.0	2.5	2,699	61.4
IT솔루션	A192250	케이사인	377	62.1	65.8	121.7	7.7	3.2	816	62.1
화학	A136410	아셀스	450	55.4	18.0	30.1	26.7	3.2	681	47.5
화학	A222420	세노텍	356	118.2	103.6	232.0	8.9	3.4	676	58.0
기계	A317850	대모	397	34.7	15.8	1535.4	4.8	0.1	662	69.8
계약	A200780	비씨월드제약	675	143.9	75.2	33.1	3.0	0.6	434	56.6
소프트웨어	A208860	다산디엠씨	308	102.9	40.2	54.4	9.0	1.2	374	23.7

코스닥 벤처 지정 해제 후 7년 미경과 기업										
업종	종목 코드	종목명	매출 (억원)	부채 비율(%)	순부채 비율(%)	FY25 영업이익		EBITDA/ 순이자비용(배)	시가총액 (억원)	유동주식 비율(%)
						성장(% y-y)	마진(%)			
게임	A201490	미투온	84	9.4	16.0	6.8	150.5	4.4	926	79.6
화장품	A080530	코디	628	41.4	20.6	143.2	6.0	3.2	452	58.3
광고	A351870	차이커뮤니케이션	502	191.3	109.7	25.0	8.8	2.3	430	34.3
비철금속	A054410	케이피티유	399	74.8	49.3	83.3	3.5	2.2	205	43.8

코스닥 상장 후 4년 이내 기업										
업종	종목 코드	종목명	매출 (억원)	부채 비율(%)	순부채 비율(%)	FY25 영업이익		EBITDA/ 순이자비용(배)	시가총액 (억원)	유동주식 비율(%)
						성장(% y-y)	마진(%)			
연료전지와가타전지	A382900	범한퓨얼셀	434	116.6	46.6	-64.4	2.0	0.1	2,712	45.3

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표 A7. 코스닥 기업(EBITDA/순이자비용 5 이상)

코스닥 벤처 지정 기업

업종	종목 코드	종목명	매출 (억원)	부채 비율(%)	순부채 비율(%)	FY25 영업이익		EBITDA/ 순이자비용(배)	시가총액 (억원)	유동주식 비율(%)
						성장(% y-y)	마진(%)			
반도체와반도체장비	A080580	오킨스전자	927	88.8	44.8	482.1	12.0	21.3	4,212	81.0
반도체와반도체장비	A402490	그린리소스	911	104.2	66.7	462.9	6.6	10.2	2,738	47.6
제약	A176750	듀캄바이오	386	57.8	18.6	46.6	19.3	16.8	2,393	38.3
반도체와반도체장비	A232680	라온로보틱스	539	87.2	24.3	58.9	7.3	8.4	2,061	57.9
의료기기	A240550	동방메디컬	895	48.9	1.1	13.0	19.0	103.2	1,637	51.2
기계	A086670	비엠티	1,461	75.8	43.1	136.8	10.5	14.5	1,527	44.4
반도체와반도체장비	A417500	제이아이테크	524	65.7	30.0	19.4	19.8	29.5	1,480	36.3
항공우주와방위	A065450	빅텍	829	108.2	31.3	140.5	5.3	7.7	1,358	73.7
의료기기	A226400	오스테오닉	449	48.6	4.4	28.7	19.7	13.8	1,246	77.3
의료기기	A059210	메타바이오메드	921	49.4	19.6	24.4	23.3	19.7	1,125	76.4
통신장비	A065530	와이어블	747	78.9	26.3	43.1	7.3	26.4	901	49.8
패션	A478560	블랙야크아이앤씨	409	152.2	3.5	11.8	22.7	101.9	802	23.7
의료기기	A104540	코렌텍	765	92.8	17.4	170.1	11.9	6.1	639	80.4
소프트웨어	A262840	아이퀘스트	182	87.5	56.1	25.0	23.4	5.9	368	55.4
자동차부품	A310870	디와이씨	1,064	143.6	64.2	4.5	4.8	10.6	339	73.6
IT솔루션	A208350	지란지교시큐리티	259	32.5	2.4	79.6	9.6	31.4	254	42.2
화학	A196700	웹스	309	81.4	30.0	79.7	18.0	7.4	243	60.8

코스닥 벤처 지정 해제 후 7년 미경과 기업

업종	종목 코드	종목명	매출 (억원)	부채 비율(%)	순부채 비율(%)	FY25 영업이익		EBITDA/ 순이자비용(배)	시가총액 (억원)	유동주식 비율(%)
						성장(% y-y)	마진(%)			
반도체와반도체장비	A144960	뉴파워프라즈마	1,523	130.2	20.5	9.7	18.8	9.8	4,697	58.4
화학	A125210	아모그린텍	1,293	133.9	49.4	109.9	7.3	7.2	2,093	52.9
비철금속	A081150	티플렉스	2,092	49.4	25.5	9.2	2.5	6.5	999	63.7
비철금속	A038460	바이오스마트	1,033	65.1	0.1	11.5	21.8	146.5	906	71.9
소프트웨어	A100030	인지소프트	189	19.4	3.4	120.4	12.4	327.5	643	44.4

코스닥 상장 후 4년 이내 기업

업종	종목 코드	종목명	매출 (억원)	부채 비율(%)	순부채 비율(%)	FY25 영업이익		EBITDA/ 순이자비용(배)	시가총액 (억원)	유동주식 비율(%)
						성장(% y-y)	마진(%)			
반도체와반도체장비	A254490	미래반도체	6,356	70.3	30.9	86.4	3.0	9.8	5,920	26.4
의료기기	A303810	동국생명과학	1,303	65.7	27.7	9.5	10.0	5.1	992	37.9
화학	A136410	아셈스	450	55.4	18.0	30.1	26.7	3.2	681	47.5

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard); 주2: 5월 15일 종가 기준; 주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님
 자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

표 A8. 비상장 기업(EBITDA/순이자비용 5 이상)

업종	종목 코드	종목명	매출 (억원)	부채 비율 (%)	순부채 비율 (%)	FY25 영업이익		EBITDA /순이자 비용(배)
						성장 (% y-y)	마진 (%)	
기타 전문 도매	Z45048	하이호금속(주)	21,750	102.7	32.1	59.5	2.9	7.4
상품 종합 도매	Z47793	(주)화승네트웍스	4,403	111.4	49.7	49.7	3.5	5.9
음·식료품 및 담배 도매	Z59088	(주)사세	3,275	110.6	52.5	108.3	7.5	21.6
가전제품 및 정보통신장비 소매	Z92876	(주)디엠비정보통신	2,840	142.9	62.3	205.7	2.8	11.0
실내건축 및 건축마무리 공사	Z43883	현대알루미늄(주)	2,269	126.4	14.9	3.7	7.9	420.6
기타 화학제품 제조	Z30358	(주)볼스원	1,587	157.3	75.3	43.9	8.7	61.7
가구 제조	Z60016	(주)넥시스디자인그룹	1,551	193.8	83.5	42.2	4.5	7.5
비알코올음료 및 얼음 제조	Z68395	스파클(주)*	1,531	157.7	0.0	2.9	6.6	5.6
동물용 사료 및 조제식품 제조	Z48178	(주)나람	1,044	156.9	51.3	1.8	4.0	17.3
플라스틱제품 제조	Z63866	(주)오리엔탈코머스	866	104.1	80.1	1.2	6.1	6.8
자동차 부품 부품 제조	Z43091	한호산업(주)	809	188.9	56.7	97.4	3.1	9.6
비알코올음료 및 얼음 제조	Z29822	(주)자연과사람들	764	79.7	28.9	43.3	3.1	47.2
산업용 농·축산물 및 동·식물 도매	Z07438	(주)유어초이스*	755	77.3	0.0	17.8	3.4	11.2
기계장비 및 관련 물품 도매	Z60285	레이저텍코리아(주)*	742	133.2	0.0	61.4	24.1	551.8
전동·발전기/전기 변환·공급·제어장치 제조	Z58220	(주)럭스코	680	198.7	29.7	372.1	9.1	12.6
특수 목적용 기계 제조	Z20497	효동기계공업(주)*	671	142.3	0.0	127.5	7.8	1,171.0
구조용 금속제품, 탱크 및 증기발생기 제조	Z66638	(주)울프	666	75.6	7.7	2.0	15.3	43.6
기초 화학물질 제조	Z45016	(주)코리아에어텍	605	141.2	123.1	46.3	12.7	7.3
자동차 부품 부품 제조	Z63008	(주)휘일	584	118.9	72.6	233.1	7.2	7.8
1차 비철금속 제조	Z80432	비엔에프머티리얼즈(주)	549	62.4	33.6	42.5	4.7	8.9
1차 철강 제조	Z30116	(주)신안주철	540	64.0	26.5	49.1	7.0	60.2
반도체 제조	Z93066	(주)엔씨테크	495	84.7	15.2	96.8	7.8	145.2
특수 목적용 기계 제조	Z40577	(주)평화이엔지	414	197.2	151.3	146.5	10.9	12.2
자동차 부품 부품 제조	Z46294	유진금속공업(주)	408	137.6	101.7	81.6	4.6	5.5
해상 운송	Z98146	케이티에스해운(주)	402	152.3	77.1	105.6	14.1	11.6
그외 기타 제품 제조	Z75530	(주)성창에프엔지*	367	186.4	0.0	235.5	4.4	7.8
절연선 및 케이블 제조	Z02019	(주)유창이앤씨	243	182.7	98.0	148.9	5.5	9.4
철도장비 제조	Z57161	케이제이에프(주)	231	182.2	138.9	49.5	3.9	15.4
자동차 부품 부품 제조	Z96758	(주)일승산업	230	195.4	132.6	19.7	4.9	5.9
자동차 부품 부품 제조	Z80723	(주)엔에스하이텍	223	49.2	20.5	48.2	23.6	47.8
과실, 채소 가공 및 저장 처리	Z50930	(주)일해*	200	74.7	0.0	272.9	20.2	12.7
건축기술, 엔지니어링/기타 과학기술 서비스	Z97694	(주)진양엔지니어링건축사사무소	193	66.9	44.1	23.7	12.9	44.2
특수 목적용 기계 제조	Z77566	(주)우성티오티	163	178.1	150.3	7.8	11.8	5.4
일반 목적용 기계 제조	Z80331	대경기업(주)	161	135.8	105.2	51.9	5.0	5.3
기타 식품 제조	Z88973	(주)아로마에프아이	154	104.4	43.2	13.6	8.3	11.2
생활용품 도매	Z88718	(주)한국호넥스	128	107.9	64.1	89.4	7.5	6.5
반도체 제조	Z79773	(주)스카이웍스필터솔루션즈코리아*	121	195.7	0.0	22.7	11.9	18.6
폐기물 수집, 운반	Z09978	(주)성창환경*	116	54.9	0.0	71.4	15.1	49.7
토목 건설	Z48161	동대건설(주)	116	102.2	83.4	1,290.0	8.0	32.1
음·식료품 및 담배 도매	Z47664	(주)부산해사랑*	104	103.1	0.0	10.4	13.0	7.9
수산물 가공 및 저장 처리	Z78402	(주)일진에이앤씨	60	30.1	19.1	39.6	16.0	7.6

주1: 2025년 말 기준

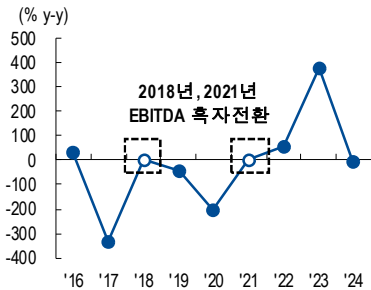
주2: 별표 표시는 반기 결산 기업(성창에프엔지, 스카이웍스필터솔루션즈코리아는 9월 결산)

주3: 상기 종목은 특정 지표 관점에서 추출한 종목으로서 추천 종목이 아님

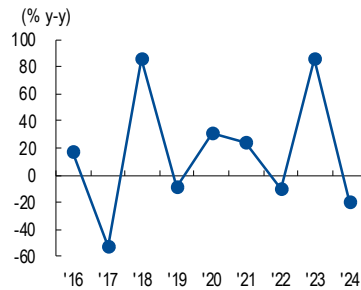
자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

3. 한국 PE 투자 대상 기업 EBITDA 성장률(2016~2024)

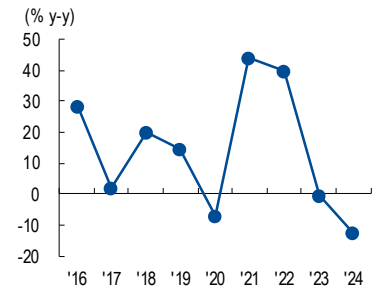
그림A2. 경기관련소비재



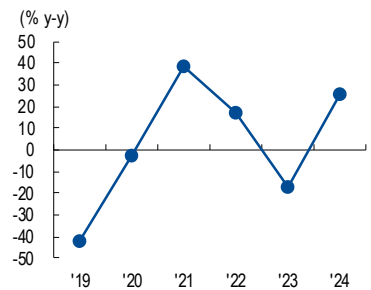
그림A3. 소재



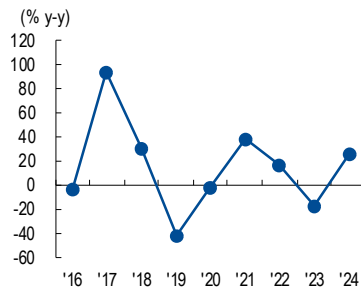
그림A4. 산업재



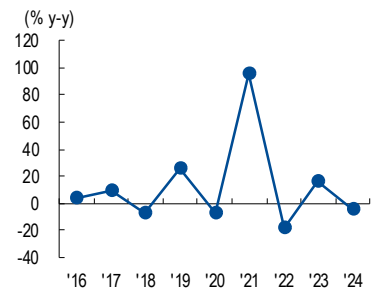
그림A5. 커뮤니케이션



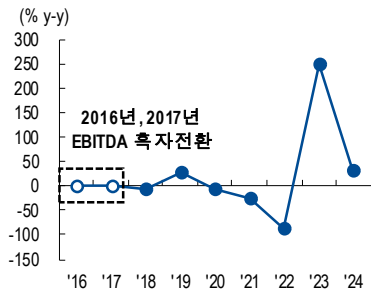
그림A6. 유틸리티/에너지



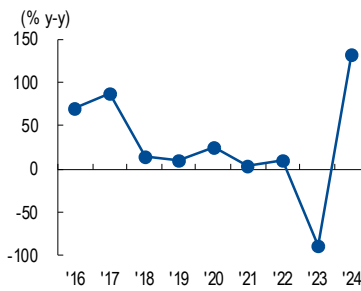
그림A7. 필수소비재



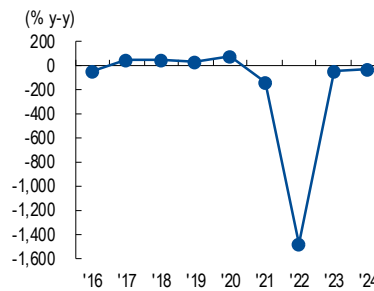
그림A8. IT



그림A9. 운송



그림A10. 헬스케어

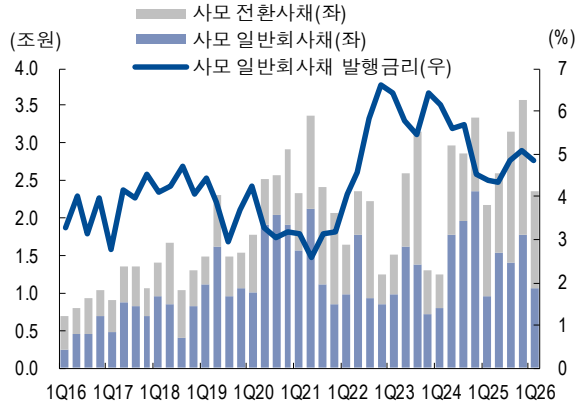


주: 2012~2024년 PE 투자(바이아웃, Growth) 대상 181개 사 기간가중평균

자료: Preqin, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

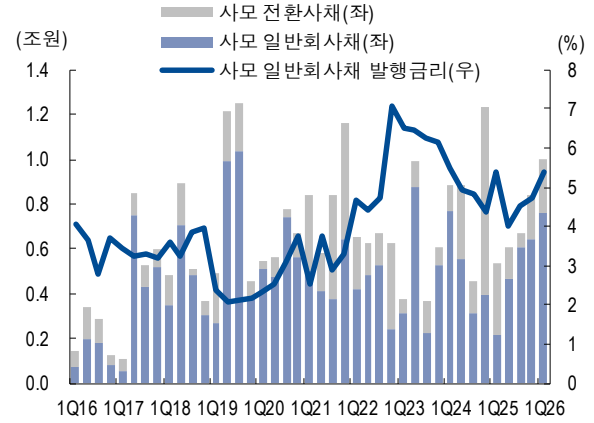
4. 한국 주요 섹터 사모 회사채 발행, 금리 추이

그림A11. 제조업 사모채 발행 규모 및 발행 금리



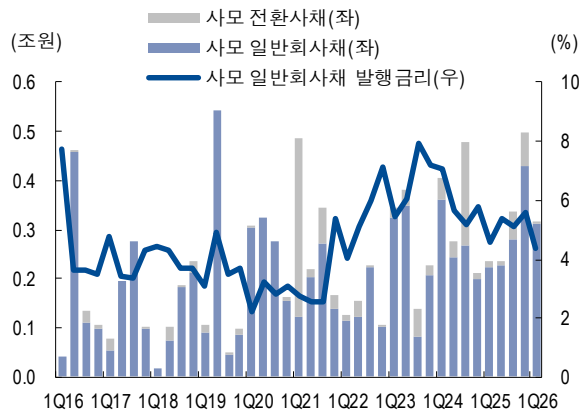
자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림A12. 서비스업 사모채 발행 규모 및 발행 금리



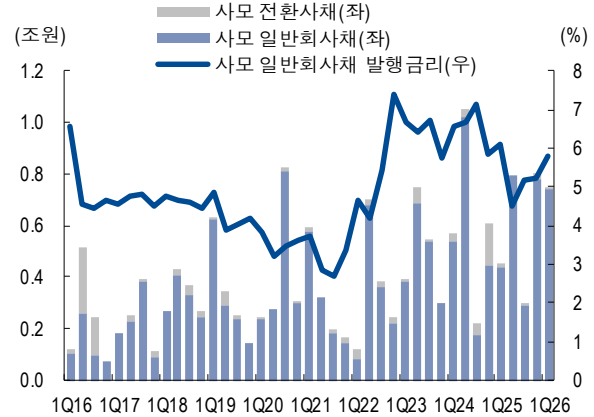
자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림A13. 소매업 사모채 발행 규모 및 발행 금리



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

그림A14. 건설업 사모채 발행 규모 및 발행 금리



자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

5. 미국 CLO 포트폴리오 구성 사례(KKR Financial CLO 2025-50A Ltd.)

표A9. KKR Financial CLO 2025-50A Ltd. 포트폴리오 세부 사항 정리

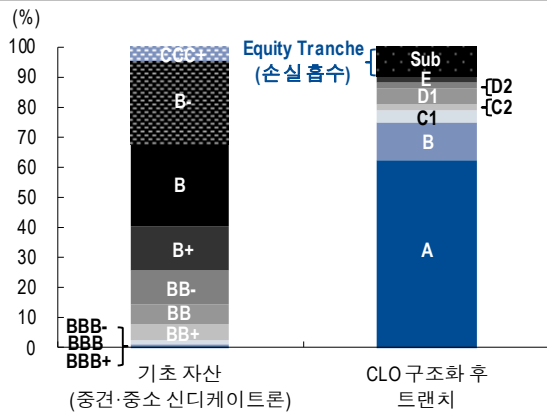
구분	항목	내용
CLO 개요	CLO 발행 주체(SPV)	KKR Financial CLO Ltd
	담보 자산 형태	선순위 담보 레버리지론 (Term Loan B)
	대출 시장 분류	우량기업 신디케이트론 (Broadly Syndicated Loan)
주요 참여자	포트폴리오 매니저	KKR Financial Advisors
	구조화/발행 주관사	Jefferies & Co
	수탁사	US Bank National Association
타임라인	발행 조건 확정일	2026-04-24
	증권 발행일	2026-05-08
	최초 이자 지급일	2026-07-20
	이자 주기	분기
	만기	2039-04-20
포트폴리오 개요	장부가치	3.95억달러
	시장가치	3.80억달러
	대출 수	380개
이자 형태	이자 산정 방식	변동금리
	기준금리	SOFR(Secured Overnight Financing Rate)
담보 및 손실 구조	담보 구성	선순위 담보 중심
	손실 흡수 순위	Equity → Mezz → Senior 순

주1: 2026년 4월 21일 기준

주2: TLB(Term Loan B)

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림A15. KKR CLO 포트폴리오 구조화 전후 신용등급, 트랜치



주: 기초자산은 S&P 신용등급, CLO 트랜치는 CLO 자체 우선순위에 따른 등급

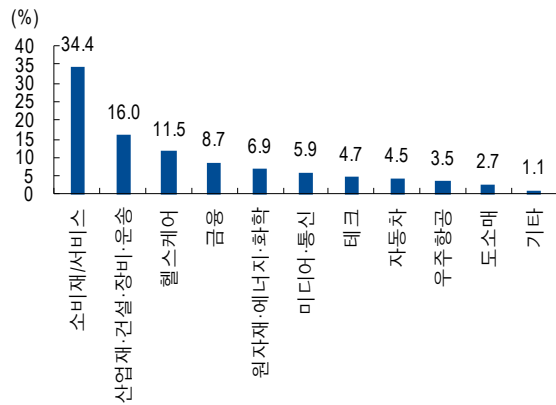
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

표A10. CLO 구조화 전후 KKR CLO 포트폴리오 구성 비교

CLO 구조화 전		CLO 구조화 후	
신용 등급	표면 이자율	CLO Tranche	표면 이자율
BBB+	2.7	A	5.2
BBB	4.0	B	5.8
BBB-	5.2	C1	6.1
BB+	5.1	C2	6.8
BB	5.6	D1	7.4
BB-	5.9	D2	9.2
B+	6.2	E	10.7
B	6.8	F	10.0
B-	7.4	SUB(Equity)	N/A
CCC+	8.1		

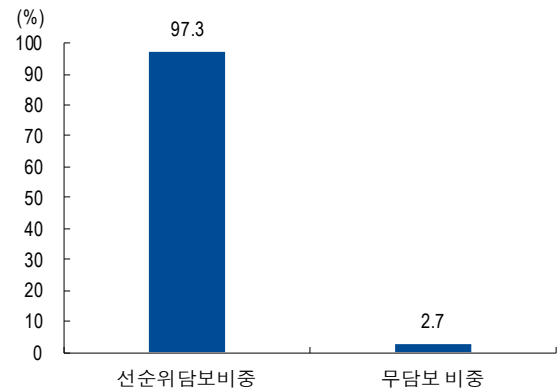
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림A16. KKR CLO 포트폴리오의 산업 섹터별 발행액 비중



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림A17. KKR CLO 포트폴리오의 선순위담보 비중



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

6. 일본 신디케이트론 주관 실적 순위

표A11. 2025년 일본 신디케이트론 주관실적

순위	주관사명	주관 실적(십억엔)	거래 건수	은행 계열 구분
1	Mizuho Financial Group	9,568	448	메가뱅크
2	Mitsubishi UFJ Financial Group	7,964	697	메가뱅크
3	Sumitomo Mitsui Financial Group	6,804	491	메가뱅크
4	Sumitomo Mitsui Trust Holdings	889	70	신탁은행
5	Citigroup	719	8	외국계
6	Resona Holdings	540	116	지역은행
7	Credit Agricole CIB	457	10	외국계
8	JPMorgan Chase	447	3	외국계
9	BNP Paribas	437	3	외국계
10	HSBC Holdings	308	3	외국계
	Barclays	308	3	외국계
12	Aozora Bank	288	23	지역은행
13	Concordia Financial Group	279	47	지역은행
14	Development Bank of Japan	219	17	정책금융
15	Société Générale	187	5	외국계
16	Natixis	184	3	외국계
17	Inter-American Development Bank	181	2	MDB
	Goldman Sachs	181	2	외국계 IB
	Morgan Stanley	181	2	외국계 IB
20	CTBC Financial Holding	132	18	외국계
21	Tokyo Kiraboshi Financial Group	99	26	지역은행
22	SBI Holdings	93	10	비은행
23	BofA Securities	54	1	외국계
24	Norinchukin Bank	54	3	준공공은행
25	Hirogin Holdings	23	2	지역은행

자료: LSEG, NH투자증권 리서치본부

7. 북미 Private Equity AUM 규모 순위

표A12. 북미 지역 LP Private Equity AUM 규모 순위

순위	기관명	본사소재지	기관 구분	AUM(억달러)
1	CPP Investments	캐나다	국부/공공펀드	1,372
2	California Public Employees' Retirement System	미국	공적연기금	890
3	Caisse de dépôt et placement du Québec (La Caisse)	캐나다	국부/공공펀드	625
4	California State Teachers' Retirement System	미국	공적연기금	538
5	Washington State Investment Board	미국	공적연기금	495
6	Ontario Teachers' Pension Plan	캐나다	국부/공공펀드	419
7	New York State Common Retirement Fund	미국	공적연기금	398
8	Teacher Retirement System of Texas	미국	공적연기금	326
9	Public Sector Pension Investment Board	캐나다	국부/공공펀드	280
10	Oregon State Treasury	미국	국부/공공펀드	252
11	Harvard Management Company	미국	기금/재단	239
12	State of Michigan Retirement Systems	미국	공적연기금	238
13	BCI	캐나다	국부/공공펀드	236
14	State of Wisconsin Investment Board	미국	공적연기금	225
15	Yale University	미국	기금/재단	209
16	Ontario Municipal Employees Retirement System	캐나다	국부/공공펀드	191
17	Virginia Retirement System	미국	공적연기금	190
18	MetLife	미국	보험사	190
19	State Board of Administration of Florida	미국	공적연기금	186
20	Massachusetts Pension Reserves Investment Management Board	미국	공적연기금	182
21	UC Investments	미국	기금/재단	182
22	Stanford Management Company (SMC)	미국	기금/재단	182
23	Healthcare of Ontario Pension Plan	캐나다	국부/공공펀드	168
24	Minnesota State Board of Investment	미국	공적연기금	167
25	The University of Texas/Texas A&M Investment Management Company	미국	기금/재단	163
26	Ohio Public Employees Retirement System	미국	공적연기금	154
27	Maryland State Retirement and Pension System	미국	공적연기금	149
28	Alaska Permanent Fund	미국	국부/공공펀드	148
29	TIAA	미국	보험사	147
30	New York State Teachers' Retirement System	미국	공적연기금	143
31	Princeton University Investment Co.	미국	기금/재단	140
32	Los Angeles County Employees' Retirement Association	미국	공적연기금	133
33	Texas County and District Retirement System	미국	공적연기금	133
34	Manulife Financial	캐나다	보험사	127
35	Teachers' Retirement System of the State of Illinois	미국	공적연기금	123
36	Prudential Financial Inc.	미국	보험사	117
37	Pennsylvania Public School Employees' Retirement System	미국	공적연기금	115
38	Massachusetts Institute of Technology	미국	기금/재단	113
39	University of Notre Dame	미국	기금/재단	110
40	San Francisco Employees' Retirement System	미국	공적연기금	106
41	Alberta Investment Management Corporation	캐나다	국부/공공펀드	102
42	Public School and Education Employee Retirement Systems of Missouri	미국	공적연기금	102
43	New York City Employees' Retirement System	미국	공적연기금	96
44	International Finance Corporation	미국	기타 기관	95
45	State Teachers' Retirement System of Ohio	미국	공적연기금	95
46	Texas Permanent School Fund	미국	국부/공공펀드	95
47	Teachers' Retirement System of the City of New York	미국	공적연기금	93
48	Tennessee Consolidated Retirement System	미국	공적연기금	90
49	University of Pennsylvania	미국	기금/재단	85
50	United Nations Joint Staff Pension Fund	미국	기타 기관	81

주: 2024년 말 북미 LP별 Private Equity AUM 규모; 자료: Buyouts, Preqin, NH투자증권 리서치본부

에이치브이엠 (295310.KQ)

증설하느라 바쁘다 바빠!

동사 우주 분야 매출액은 2025년 395억원(+424% y-y)에 이어 2026년 652억원(+65% y-y) 기록할 것으로 예상. 완공된 2공장은 1분기 가동 개시. 전환사채 발행을 통해 3공장 증설에 나설 예정

Analyst 손세훈
02)768-7971, midas.sohn@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원
02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

첨단 금속 가치 더욱더 부각

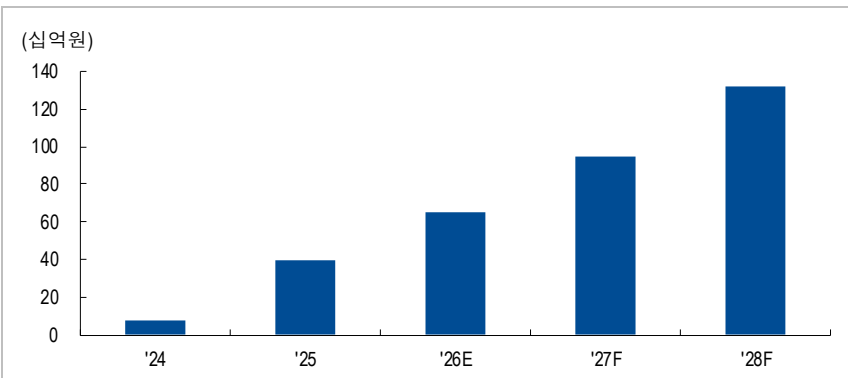
에이치브이엠은 진공에서 용해해 제조한 첨단금속을 우주산업 및 항공 방위산업에 공급. 2025년 기준 우주 분야 매출 비중은 59.4%에 달하며 대부분은 미국의 민간 로켓발사기업 S사향 매출. 2026년 3월 S사로부터 'Raw Material Tier 1 Flight Supplier' 인증 획득. 동 인증은 기존의 공급망 구조를 변화시키지는 않으나, 글로벌 소재 공급 기업과의 동등한 대우를 보장하는 바 고객사 내 동사 입지의 강화에 기여한다는 점에서 의미가 있음

고객사는 인류를 달을 넘어 화성까지 보내는 프로젝트 계획 중. 기존 로켓 대비 필요 엔진 개수는 많을 수밖에 없으며 더 가혹한 환경에서 견딜 수 있는 첨단금속도 필요. 동사 공급량의 지속적 증가 및 기술적 가치 부각을 예상하는 근거

3공장 증설 예정

동사가 증설한 2공장은 2026년 1분기 가동 개시. 2공장에는 국내 최대 규모인 12톤급 VIM(진공 유도 용해로)을 도입했으며, 이번 증설로 동사가 확보한 VAR(진공 아크 재용해로)는 총 32톤으로 국내 최대 규모. 생산 CAPA는 진공 용해 기준 약 3,500억원 수준. 4월에는 920억원 전환사채 발표. 이 중 500억원은 3공장 증설에 투자할 예정. 3공장 증설 시, 총 CAPA는 약 7,000억원에 이를 것으로 전망. 2029년 가동 목표

에이치브이엠 우주 분야 매출액 연도별 증가 추이



자료: 에이치브이엠, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 56페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) 97,900원

업종(NHICS)*	비철금속
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	1,177.5십억원
발행주식수(보통주)	12.0백만주
52주 최고가 ('26/03/25)	112,100원
최저가 ('25/12/02)	22,100원
평균거래대금(60일)	30,342백만원
배당수익률 (2026E)	0.00%
외국인지분율	5.5%

주요주주	
문승호 외 4 인	35.7%
한국증권금융	8.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	14.1	332.2	276.5
상대수익률 (%p)	11.7	243.5	144.4

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	66.5	98.4	134.4	176.4
증감률	47.4	47.9	36.6	31.2
영업이익	5.8	16.2	26.7	37.5
증감률	흑전	177.8	64.6	40.6
영업이익률	8.8	16.5	19.9	21.3
(지배지분)순이익	12.6	15.8	21.8	31.4
EPS	1,060	1,258	1,559	2,198
증감률	흑전	18.7	24.0	41.0
PER	55.6	77.8	62.8	44.5
PBR	7.8	8.9	5.4	4.8
EV/EBITDA	70.4	50.4	32.1	24.4
ROE	16.1	13.4	10.8	11.4
부채비율	92.3	60.4	35.6	33.5
순차입금	14.5	-22.8	-103.2	-101.1

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

주3: 전환사채 1차, 2차 희석화 반영

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

에이치브이엠은 진공에서 다양한 합금(첨단금속)을 제조. 진공에서 금속을 용해하면 순도가 일반 합금보다 높아 고강도, 고내식성, 내열성, 내마모성 등의 우수한 물성을 가지고 있게 됨. 이런 이유로 첨단금속은 우주 산업에서는 로켓 발사체에, 항공 방위 산업에서는 항공기 소재에 적용되고 있음. 2011년 1톤급 VIM(진공 유도 용해로)을 설치하였고, 2012년 한국항공우주연구원과 우주 발사체(나로호)용 첨단금속 개발. 2017년 VIM과 VAR(진공 아크 재용해로) 각 4톤 확보. 2025년 2공장 증설 완료

Share price drivers/Earnings Momentum

- 미국 로켓 전문 기업 S사향 공급 물량 증가
- 이스라엘 방산 관련 기업향 첨단금속 공급 물량 증가

Downside Risk

- S사 공급 지연
- 우주산업 침체

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
켄코아 에어로스페이스	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
ATI	37.3	30.5	10.7	9.3	22.8	19.5
Carpenter Technology	43.8	36.7	10.7	8.8	27.1	22.9
Haynes International	N/A	N/A	N/A	N/A	9.9	N/A
Materion	19.2	12.3	1.0	1.0	6.7	7.7

자료: FnGuide, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	N/A	55.6	77.8	62.8	44.5
PBR	4.4	7.8	8.9	5.4	4.8
PSR	5.8	10.5	12.5	10.2	7.9
ROE	-17.4	16.1	13.4	10.8	11.4
ROIC	-11.6	7.9	11.9	17.4	22.2

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

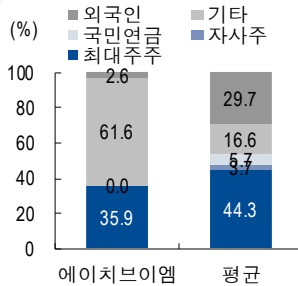
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	24.6	30.1	38.5	24.8	27.1	35.5	41.5	45.1	66.5
영업이익	1.8	1.4	1.4	0.4	3.3	1.2	3.7	-6.8	5.8
영업이익률(%)	7.4	4.8	3.7	1.6	12.4	3.4	9.0	-15.0	8.8
세전이익	1.1	0.6	0.4	1.8	1.9	-0.6	-6.2	-9.2	9.5
순이익	1.0	0.5	0.3	1.5	1.7	-0.4	-6.1	-8.4	12.6
자배지분순이익	1.0	0.5	0.3	1.5	1.7	-0.4	-6.1	-8.4	12.6
EBITDA	2.5	2.9	3.7	2.5	4.9	2.9	6.1	-3.6	10.2
CAPEX	1.2	1.1	6.1	2.1	3.9	5.1	5.5	15.3	21.5
Free Cash Flow	-1.4	-4.9	-9.1	0.2	-3.2	-6.6	-4.6	-29.3	-30.3
EPS(원)	178	93	56	266	290	-74	-895	-782	1,060
BPS(원)	1,827	2,136	2,175	1,827	770	736	3,216	5,555	7,571
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	16.5	22.9	32.2	22.9	23.4	30.1	29.4	15.7	14.5
ROE(%)	12.7	3.2	1.8	9.2	15.1	-6.3	-32.7	-17.4	16.1
ROIC(%)	12.7	3.6	2.6	0.9	8.8	1.5	6.5	-11.6	7.9
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	104.0	129.5	178.7	150.9	337.9	454.0	96.7	23.7	16.1

자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

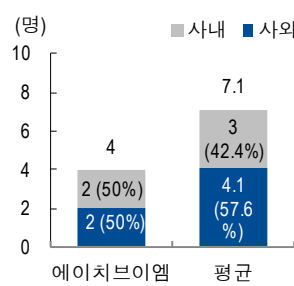
ESG Index & Event

G

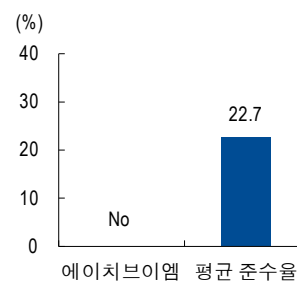
주주 구성



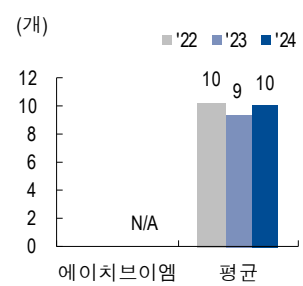
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



기업지배구조 핵심지표 준수



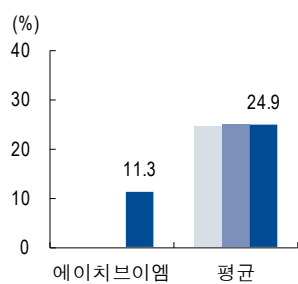
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

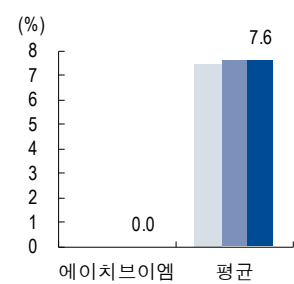
자료: 에이치브이엠, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

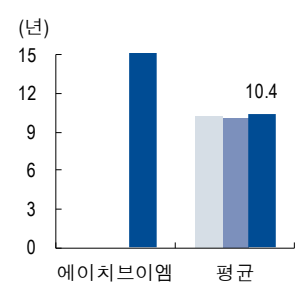
여성 임직원 비율



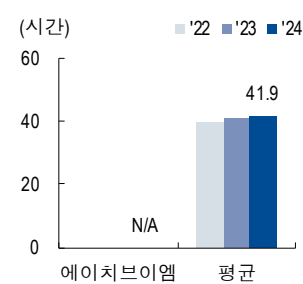
계약직 비율



근속연수



인당 교육시간

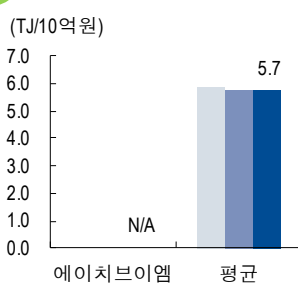


주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

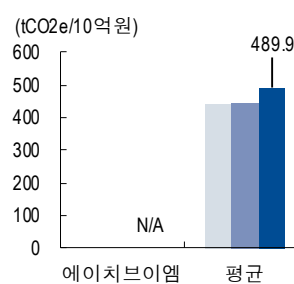
자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

E

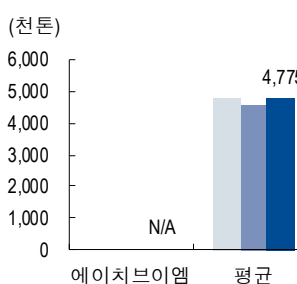
에너지 사용량



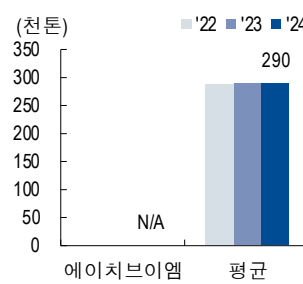
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

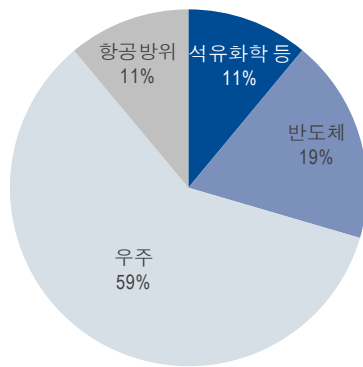
자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	N/A	- N/A
G	2024.06	- 코스닥 시장 상장

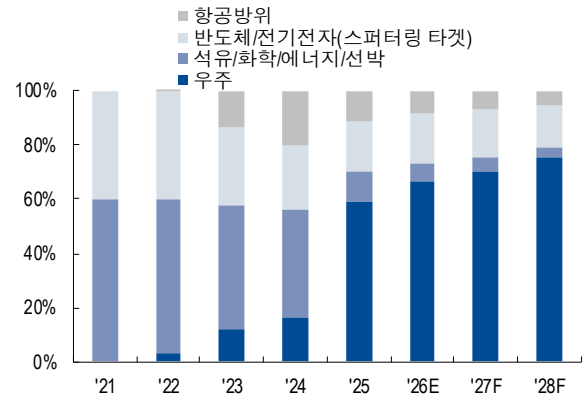
자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

그림1. 전방 산업별 매출 비중(2025년 기준)



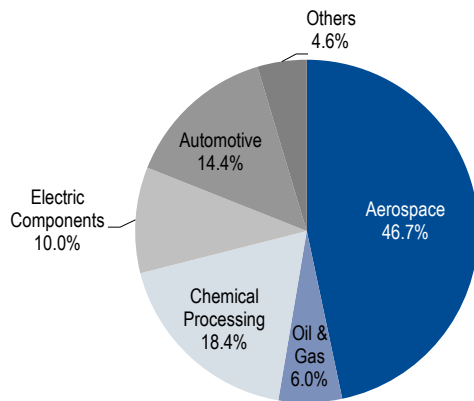
자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 전방 산업별 매출 비중 추이



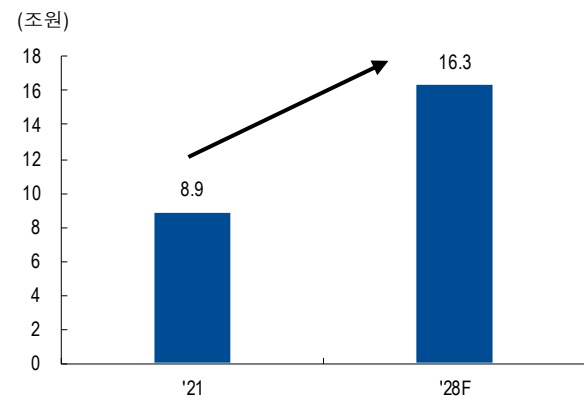
자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

그림3. 글로벌 첨단금속 시장 최종 수요처별 비중



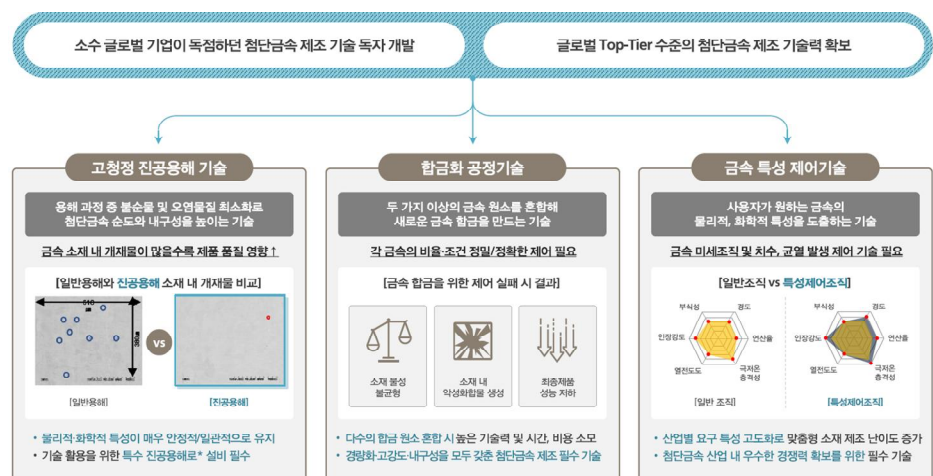
자료: Azoth Analytics, Global Advanced Materials Specialty Alloys Market Factbook, 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

그림4. 글로벌 특수금속 시장 규모 전망



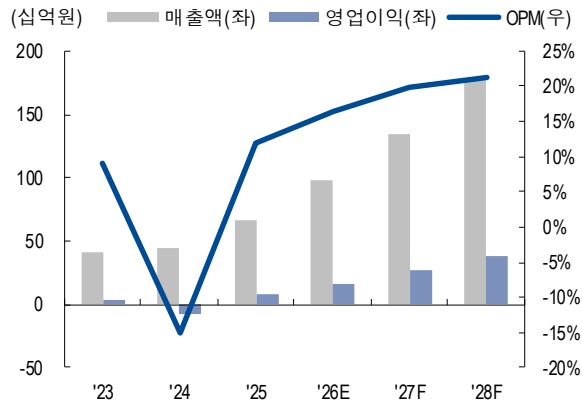
자료: Azoth Analytics, Global Advanced Materials Specialty Alloys Market Factbook, 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

그림5. 에이치브이엠 특수금속 제조 핵심 기술



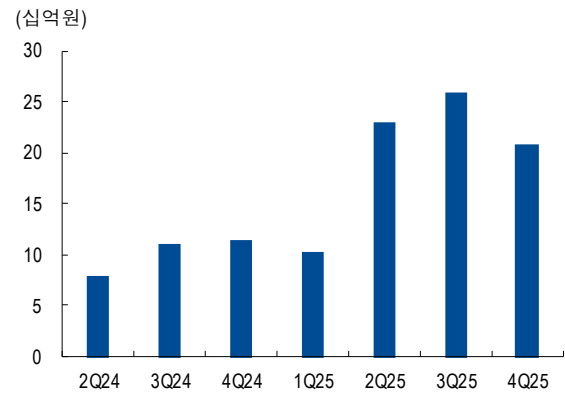
자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

그림6. 에이치브이엠 실적 추이 및 전망



자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 분기별 동사 우주 분야 수주잔고 추이



자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

그림8. 우주 산업용 금속 사용처



자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부 전망

그림9. 항공방위 산업용 금속 사용처



자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

그림10. 에이치브이엠 우주 항공용 첨단 진공 용해 시설 증설

	Equipment Name	1공장(현재)	2공장(증설)	소계(증설 후)
주요 장비	VIM	4Ton(1 unit)	12Ton(1 unit)	VIM: 16Ton(2 units)
	VAR	4Ton(1 unit)	VAR1: 8Ton(1 unit)	VAR: 32Ton(4 units)
			VAR2: 8Ton(1 unit)	
			R-VAR: 12Ton(1 unit)	
생산 능력	ESR	-	12Ton(1 unit)	ESR: 12Ton(1 Unit)
	금액(억원)	약 500	약 3,000	약 3,500

자료: 에이치브이엠, NH투자증권 리서치본부

표1. Peer Group Analysis

(단위: 원, 달러, 십억원, 백만달러, 배)

회사명		에이치브이엠	ATI	Carpenter Materials	Haynes International	Materion	케이피씨엠 (비상장)
주가 (5/15)		97,900	165.1	458.2	61.0	196.9	-
시가총액(십억원)		1,177.5	22.4	22.8	774.5	4.1	-
매출액	2025	66.5	2,877.1	618.8	604.8	319.7	136.3
	2026E	98.4	3,140.9	651.0	618.8	340.7	-
	2027F	134.4	3,473.3	N/A	651.0	374.2	-
영업이익	2025	5.8	527.4	63.5	46.8	12.1	6.2
	2026E	16.2	698.5	81.4	63.5	21.7	-
	2027F	26.7	837.1	N/A	81.4	34.7	-
순이익	2025	12.6	380.3	45.7	32.5	10.1	4.5
	2026E	15.8	522.8	58.7	45.7	17.0	-
	2027F	21.8	624.3	N/A	58.7	26.2	-
PER	2025	55.6	36.9	36.8	N/A	32.6	-
	2026E	77.8	37.3	43.8	N/A	19.2	-
	2027F	62.8	30.5	36.7	N/A	12.3	-
PBR	2025	7.8	8.8	7.3	N/A	1.1	-
	2026E	8.9	10.7	10.7	N/A	1.0	-
	2027F	5.4	9.3	8.8	N/A	1.0	-
ROE	2025	16.1	19.8	21.0	N/A	4.6	-
	2026E	13.4	22.8	27.1	N/A	6.7	-
	2027F	10.8	19.5	22.9	N/A	7.7	-

주: 에이치브이엠은 당사 추정치 기준, 나머지 기업은 컨센서스 기준

자료: FnGuide, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

노바렉스 (194700.KQ)

Healthy Pleasure와 Well-aging 트렌드

국내 1위 건강기능식품 ODM, OEM 전문 기업으로 중국 중심으로 수출 물량이 급격히 확대되고 있으며, 내수 시장 또한 업황 개선 지속되는 중. 대규모 증설 또한 진행하고 있어 실적 성장과 더불어 주가 재평가 기대

Analyst 심의섭
02)2229-6036, esshim@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원
02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

젊은 층과 노년 층 모두가 찾는 건강기능식품

국내 1위 건강기능식품 ODM/OEM 기업. 국내 최다 개별인증형 원료 인증 및 최첨단 생산 인프라를 기반으로 내수를 넘어 해외 시장에서도 매출 고성장 중. 글로벌 건강기능식품 시장은 팬데믹 이후 셀프 메디케이션 트렌드가 전 세대에 걸쳐 확산되며 구조적 성장기 진입

동사 수출 실적 또한 최근 4년간 CAGR +108.9% 증가하며 전체 매출 비중의 37.5%까지 증가. 글로벌 1위 건강기능식품 브랜드사 GNC 중국 물량을 비롯해 동남아 시장까지 주문이 확대되며 급격히 성장 중

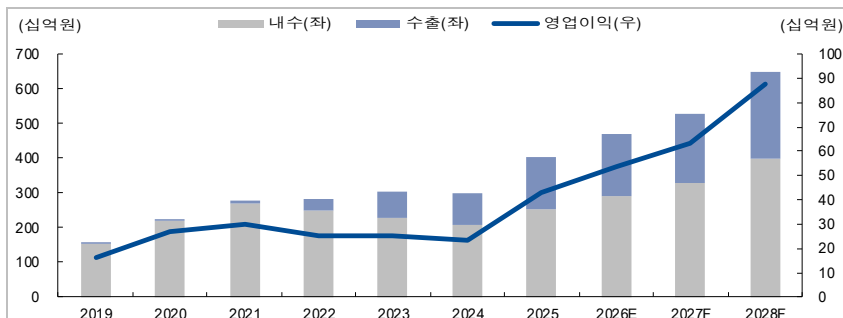
내수 시장 또한 기존 홈쇼핑 중심에서 다이소, 올리브영, 창고형 약국 등 소비자 접근성이 높은 오프라인 채널이 급부상하며 업황 개선을 주도하고 있으며, 중소 브랜드사들의 SNS 마케팅 또한 확대되는 추세

이에 동사는 폭증하는 국내외 수요에 대응하기 위해 대규모 생산 시설 투자 중. 완공 시 현재 5~6,000억원 수준에서 1조원 이상으로 전체 생산능력이 확대될 예정이며, 이를 통해 글로벌 탑티어 건강기능식품 제조 기업으로 발돋움 기대

재차 고성장 국면이 기대되는 상황. 주가는 저평가 구간으로 판단

현재 동사 주가는 '26년 기준 PER 7.5배 수준으로 저평가 구간이라 판단. 팬데믹 이후 경기 침체 및 소비 위축 등으로 주가 하락 및 de-rating이 지속되었으나, 수출 고성장과 더불어 내수 매출 또한 재차 성장 국면에 접어들었으며, 대규모 증설로 도약이 기대되는 현 시점에서 동사 주가 또한 재평가가 타당하다 판단

노바렉스 내수, 수출 매출액 및 영업이익 추이, 전망



자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 62페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) 17,260원

업종(NHICS)*	제약
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	315.1십억원
발행주식수(보통주)	18.3백만주
52주 최고가 ('25/07/15)	22,000원
최저가 ('26/03/04)	11,940원
평균거래대금(60일)	1,299백만원
배당수익률 (2026E)	2.32%
외국인지분율	11.3%

주요주주	
권석형 외 8 인	32.0%
브이아이피자산운용	7.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	4.7	-11.0	33.3
상대수익률 (%p)	-6.5	-33.9	-20.5

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	404.3	470.0	530.0	650.0
증감률	35.8	16.3	12.8	22.6
영업이익	43.1	53.6	63.3	87.8
증감률	85.6	24.5	18.2	38.6
영업이익률	10.6	11.4	11.9	13.5
(지배지분)순이익	35.4	42.2	49.9	69.5
EPS	1,888	2,299	2,734	3,807
증감률	53.9	21.7	18.9	39.3
PER	7.4	7.5	6.3	4.5
PBR	1.0	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	4.7	4.8	4.2	2.7
ROE	15.0	15.6	16.1	19.2
부채비율	41.2	42.0	42.6	39.1
순차입금	-15.9	-14.4	-17.0	-60.4

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

노바렉스는 2008년 설립, 2018년 코스닥 시장에 상장한 건강기능식품 ODM/OEM 전문 기업으로 동사는 단순한 주문 생산을 넘어 제품 및 원료 기획부터 제형 설계 등 전 과정을 아우르는 종합 솔루션 제공. 동사 최대주주는 권석형 회장으로 12.5% 지분 보유. 특수관계인 포함 시 31.1% 지분 보유

Share price drivers/Earnings Momentum

- 건기식 해외 수출 물량 확대
- 건기식 내수 판매 확대

Downside Risk

- 글로벌 경기침체로 건기식 해외 수출 물량 감소
- 건기식 내수 시장 위축

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
서흥	5.3	4.8	0.5	0.4	9.9	9.9
콜마비엔에이치	15.2	18.5	1.0	1.1	7.0	6.2
코스맥스앤비티	9.4	5.7	3.5	2.2	30.0	47.4

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	6.1	7.4	7.5	6.3	4.5
PBR	0.6	1.0	1.1	1.0	0.8
PSR	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5
ROE	11.0	15.0	15.6	16.1	19.2
ROIC	10.3	16.7	19.2	22.1	29.1

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

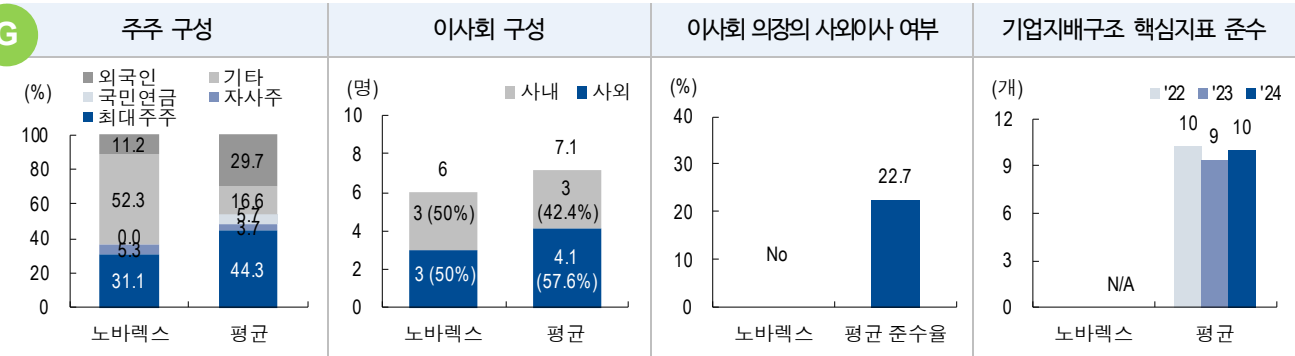
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	80.9	107.3	159.1	222.8	278.8	281.7	302.2	297.7	404.3
영업이익	9.9	11.3	16.3	27.0	30.0	25.2	25.5	23.2	43.1
영업이익률(%)	12.2	10.6	10.2	12.1	10.8	8.9	8.4	7.8	10.6
세전이익	9.6	11.5	17.0	26.8	30.6	24.2	26.1	28.7	44.7
순이익	8.0	9.2	14.5	25.0	26.3	19.9	22.0	23.8	36.0
자배지분순이익	8.1	9.5	14.7	25.1	26.4	20.0	22.0	23.0	35.4
EBITDA	11.4	13.1	19.0	30.6	35.8	32.9	34.0	32.4	52.7
CAPEX	4.9	9	20.9	40.4	36.9	15.7	8.2	6.7	10.1
Free Cash Flow	5.8	-1.5	-22.2	-24.2	-12.7	4.4	17.1	6.6	6.6
EPS(원)	550	611	847	1,448	1,521	1,118	1,175	1,227	1,888
BPS(원)	3,518	4,546	5,287	6,659	8,045	9,657	10,676	11,691	13,496
DPS(원)	104	104	104	156	156	150	200	200	400
순차입금	-22.3	-35.7	-10.1	21.6	34.3	18.2	-7.0	-9.2	-15.9
ROE(%)	31.2	14.5	17.2	24.2	20.7	12.5	11.6	11.0	15.0
ROIC(%)	68.3	18.8	30.7	33.1	21.3	11.8	11.6	10.3	16.7
배당성향(%)	18.9	16.8	10.8	9.5	9.0	13.3	16.1	15.4	20.1
배당수익률(%)	N/A	1.3	1.0	0.8	0.8	1.5	1.6	2.7	2.9
순차입금 비율(%)	-42.7	-45.2	-11.0	18.6	24.5	10.1	-3.5	-4.2	-6.3

자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

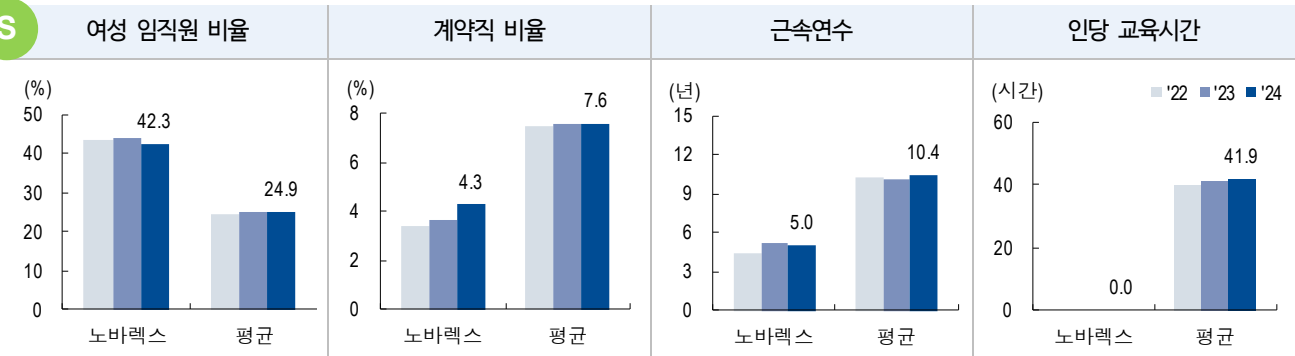


주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 노바렉스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

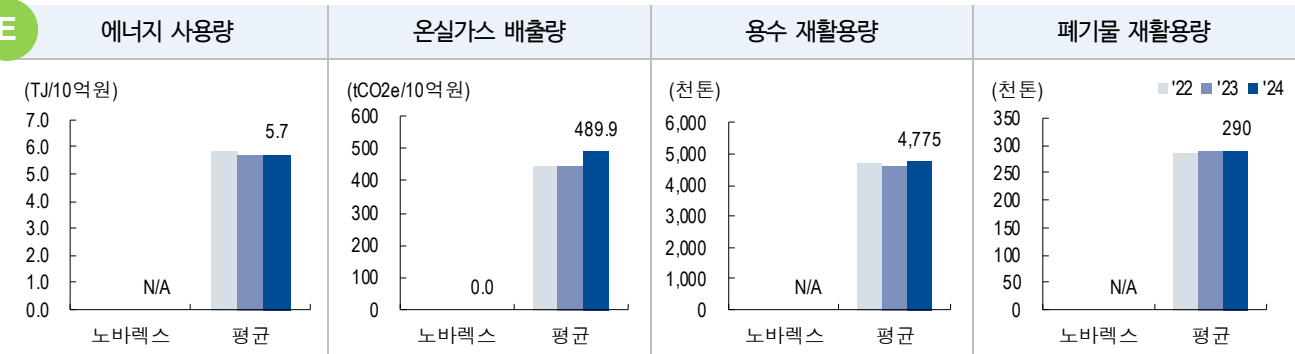
S



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2023.07	- 친환경 쇼핑백 도입 및 플라스틱 사용 저감 캠페인
S	2024.11	- '아쉬아간다 추출물' 식약처 개별인정형 원료 승인
G	2025.03	- 내부회계관리제도 고도화 및 투명 공시 시스템 유지
	2024.06	- 최대주주의 주식 증여를 통한 책임 경영 및 지배구조 안정화

자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부

**국내 1위
건강기능식품
종합 솔루션 기업**

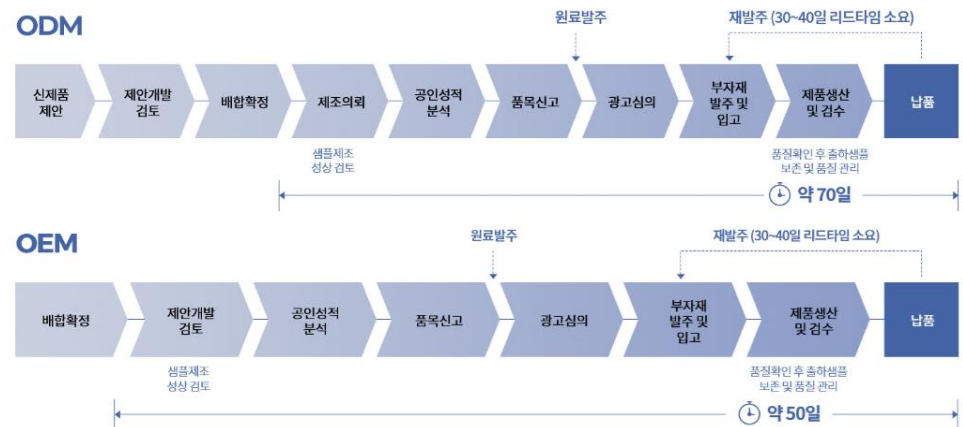
국가대표 건강기능식품 제조 기업

노바렉스는 2008년 설립되어 2018년 코스닥 시장에 상장한 건강기능식품 ODM/OEM 기업이다. 동사는 단순한 주문 생산을 넘어 제품 및 원료 기획부터 제형 설계 등 전 과정을 아우르는 종합 솔루션을 제공하고 있다. 이와 더불어 정제, 연질·경질캡슐, 분말, 액상, 젤, 젤리 등 건강기능식품으로 구현 가능한 모든 제형의 제품을 생산할 수 있는 설비를 갖추고 있어 고객사들의 다양한 니즈에 대응할 수 있는 시스템을 갖추고 있다.

또한 동사는 식약처가 특정 원료의 기능성을 개별적으로 인정한 원료인 '개별인정형 원료' 분야에서 49건으로 국내 최다 인증을 보유하고 있다. 특정 기능성 원료 제품을 출시하고자 하는 브랜드사는 해당 원료의 권리를 가진 제조사를 통해서만 제품을 생산할 수 밖에 없어 이는 동사 사업에 있어 강력한 해자로 작용하고 있다.

동사는 충북 오창읍에 3개의 생산 공장을 보유하고 있으며, 2021년 완공된 오송 공장을 통해 연간 4,000억원 이상의 건강기능식품 생산 능력을 확보하였다. 특히 2만 평 규모의 오송 공장은 현재 절반 이상의 여유 부지를 보유하고 있어 오송 2공장 증설을 진행중이다. 아울러 cGMP 인증 및 글로벌 스탠다드에 부합하는 자동화 생산 라인을 갖추고 있으며, 특히 할랄(Halal) 및 코셔(Kosher) 인증을 획득함으로써 동남아시아 및 중동 등 글로벌 시장 진출을 위한 필수 제조 표준을 선제적으로 완비하였다. 이러한 최첨단 생산 인프라는 최근 급증하는 해외 고객사 대량 주문을 소화할 수 있는 기반이 되고 있다.

그림1. 건강기능식품 ODM, OEM 사업



자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부

그림2. 건강기능식품의 주요 기능

분류	식품의 기능
1차 기능	생명 및 건강 유지와 관련되는 영양 기능
2차 기능	맛, 냄새, 색 등의 감각적, 기호적 기능
3차 기능	건강유지 및 증진에 도움이 되는 생체조절 기능 등

건강기능식품
주요 기능

자료: 식품의약품안전처, NH투자증권 리서치본부

셀프 메디케이션 트렌드 확산에 따른 구조적 수혜

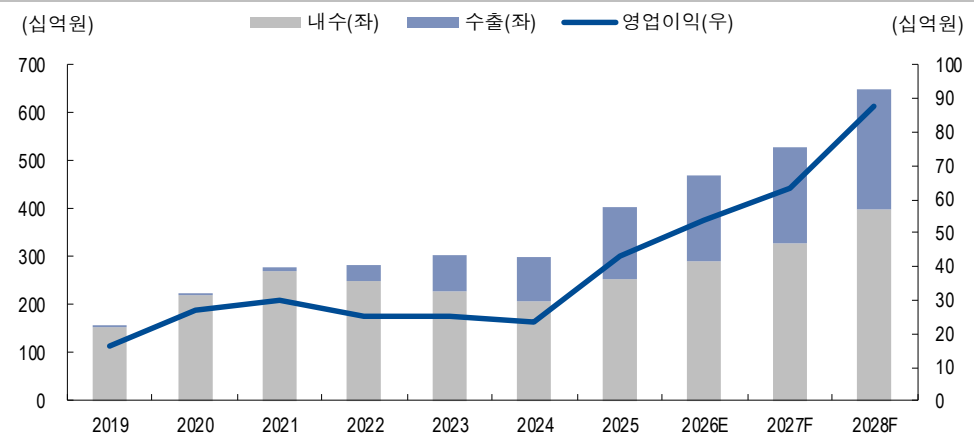
글로벌 메가 트렌드 확산과 이에 따른 수혜

글로벌 건강기능식품 시장은 인구 고령화라는 거대한 인구통계학적 변화와 더불어, 자신의 건강을 스스로 관리하려는 '셀프 메디케이션(Self-Medication)' 트렌드가 전 세대에 걸쳐 확산되면서 구조적인 성장기에 들어서고 있다. 또한 팬데믹을 거치며 질병의 치료보다는 예방에 중점을 두는 소비 패턴이 정착되고 있다. 젊은 층을 중심으로 'Healthy Pleasure'로 대변되는 건강식 소비 문화가 확대되고 있으며, 중·장년층에서는 'Well-aging' 트렌드가 확대되며 건기식 시장 성장을 이끌고 있다.

동사 수출 실적은 최근 4년간 CAGR +108.9% 증가하며 2025년 기준 전체 매출 비중의 37.5%까지 증가하였다. 팬데믹 이전까지는 내수 매출을 중심으로 성장해 왔으나, 글로벌 1위 건강기능식품 브랜드사 GNC의 중국 과징(跨境, 해외역직구) 물량을 비롯해 동남아 시장까지 브랜드사들의 주문이 확대되며 급격히 성장해 왔다. 특히 중국 소비자들 사이에서 비타민, 간 건강, 뼈 건강 원료 등을 한번에 담은 '멀티팩' 제품에 대한 선호도가 급증하고 있으며, 동사는 이를 성별 및 연령대별로 카테고리화하여 매출을 확대해 나가고 있다.

이와 더불어 동사는 중국 현지 로컬 고객사 확보 및 판매 채널 다변화에 집중하고 있으며, 베트남, 태국 등 동남아 현지 브랜드 수주 확대 노력 또한 지속하고 있다. 동사는 글로벌 고객사들의 요구에 빠르게 대응할 수 있는 대량 생산 체제 및 품질 관리 능력을 기반으로 고객사를 확대해 나가고 있으며, 이에 수출 실적 또한 지속 증가할 것으로 전망된다.

그림3. 수출 매출의 급격한 성장으로 전사 실적 고성장 견인 중



자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부 전망

내수 시장의 질적인 변화, CAPA 증설로 2028년 기대되는 도약

국내 업황 개선, CAPA 증설로 기대되는 재도약

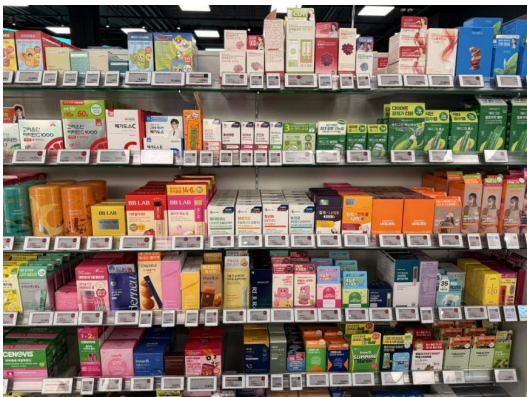
내수 시장 또한 채널의 질적 변화와 함께 견조한 회복세를 보이고 있다. 팬데믹 이후 경기 침체, 소비 둔화 영향 등으로 인해 부진하였던 동사 내수 매출은 지난해 큰 폭 반등하였다. 당시 정점을 찍었던 홈쇼핑 중심의 소비 구조는 다소 위축되었으나, 중소 브랜드사들의 SNS 마케팅 확대와 더불어 최근 다이소, 올리브영, 편의점, 대형 창고형 약국 등 소비자의 접근성이 높은 오프라인 채널들이 급부상하며 업황 개선을 주도하고 있다. 특히 올리브영은 전략적으로 건기식 카테고리를 확대하며 젊은 층, 관광객들의 소비를 이끌고 있다.

제품 트렌드 측면에서는 단순 영양보충제를 넘어 면역력 강화, 인지능력 개선, 지질개선 등 구체적 효능을 강조한 프리미엄 제품군이 성장을 주도하고 있다. 동사는 국내 최대인 49건 개별인증형 원료를 바탕으로 이러한 세분화된 니즈에 대응하고 있으며 'Healthy Pleasure' 및 'Well-aging' 트렌드와 더불어 구조적 성장을 지속해 나갈 것으로 전망된다.

또한 동사는 폭증하는 글로벌 수요에 선제적으로 대응하기 위해 대규모 생산 시설 투자를 진행중이다. 현재 동사의 오송 및 오창 공장 총 생산능력은 약 5,000억원 규모이며, 가동 시간을 연장할 경우 6,000억원 수준까지 생산 대응이 가능하나 급증하는 수주에 대응하기 위해 선제적으로 오송 2공장 증설을 진행하고 있다.

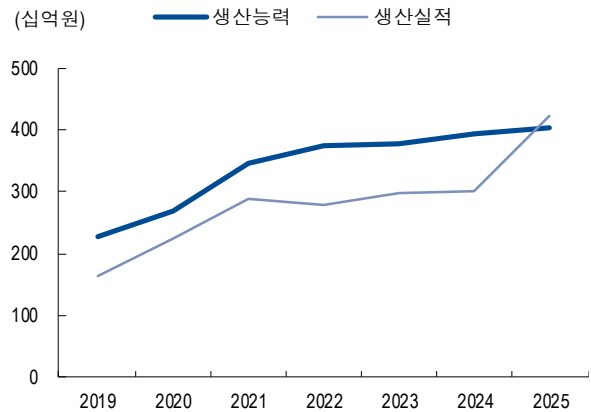
최근 착공을 시작한 오송 2공장은 2027년 말 완공 및 가동을 목표로 증설을 진행 중이다. 완공 시 동사 전체 생산능력은 1조원 규모 이상으로 확대될 예정이며, 이를 통해 동사는 글로벌 탑티어 건기식 제조 기업으로 발돋움하는 전환점이 될 것으로 전망된다.

그림4. 올리브영에 진열된 다양한 건강기능식품



자료: 올리브영, NH투자증권 리서치본부

그림5. 교대인력 투입 등을 통해 정규CAPA 이상 생산 가능



자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부

사업 환경 또한 우호적. 실적 고성장 및 기업가치 재평가 기대

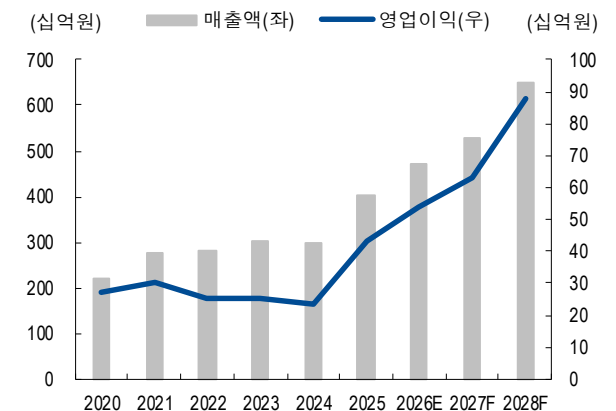
**중국향 수주 확대와
더불어 내수 매출까지
동반 성장하며 호실적
이어질 전망**

지난해 동사는 매출액 4,043억원(+35.8% y-y), 영업이익 431억원(+85.6% y-y)으로 창사 이래 최대 실적을 달성하였다. 국내 및 해외 매출 모두 큰 폭 성장하였으며, 고마진 제품 및 판매처 증가와 더불어 매출 성장에 따른 영업레버리지로 영업이익률이 2024년 7.8%에서 2025년 10.6%로 크게 개선된 점 또한 고무적이다.

2026년 또한 매출액 4,700억원(+16.3% y-y), 영업이익 536억원(+24.5% y-y)으로 최대 실적 경신 흐름이 이어질 것으로 전망된다. GNC향 매출이 안정적으로 증가하는 가운데 중국 현지 고객사향 수주 확대와 내수 매출까지 동반 성장할 것으로 전망된다. 오송 2공장 증설효과가 온기로 반영되는 2028년부터는 글로벌 건기식 ODM 기업으로 더욱 큰 도약이 기대된다.

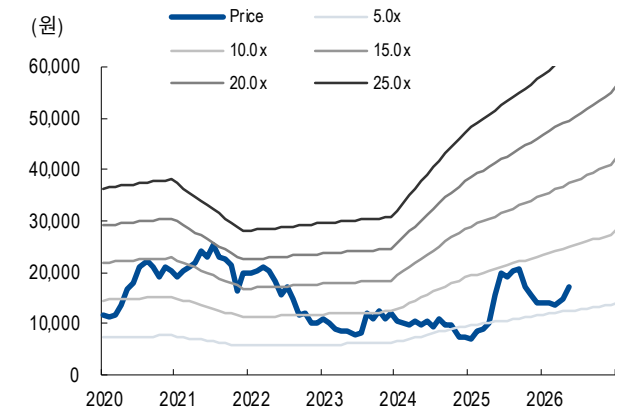
현재 동사 주가는 2026년 예상 실적 기준 PER 7.5배 수준으로 저평가 구간이라 판단된다. 과거 팬데믹 당시 건기식 열풍이 불며 동사 주가 또한 PER 20배 구간까지 평가받았으나 이후 경기 침체 및 소비 위축 등으로 주가 하락 및 De-rating이 진행되었다. 그러나 수출 매출 고성장과 더불어 내수 매출 또한 재차 성장 국면에 접어들었으며, 오송 2공장 증설을 통해 재차 도약이 기대되는 현 시점에서 동사 주가 또한 re-rating이 타당하다 판단된다.

그림6. 매출액 영업이익 추이 및 전망



자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 12M Fwd PER Band Chart



자료: 노바렉스, NH투자증권 리서치본부 전망

링크솔루션 (474650.KQ)

로봇·데이터센터·방산 사업 모멘텀 강화

로봇, 데이터센터, 방산 등 핵심 사업분야에서 3D 프린팅 실증 프로젝트 진행 중. 대전 3D 프린팅 파운드리 공장은 기획보 레퍼런스 기반 공장 가동 시점에 유의미한 수주 확보할 전망

Analyst 강경근

02)2229-6487, kyeongkeun@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원

02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

주요 산업 내 3D 프린팅 적용 확대

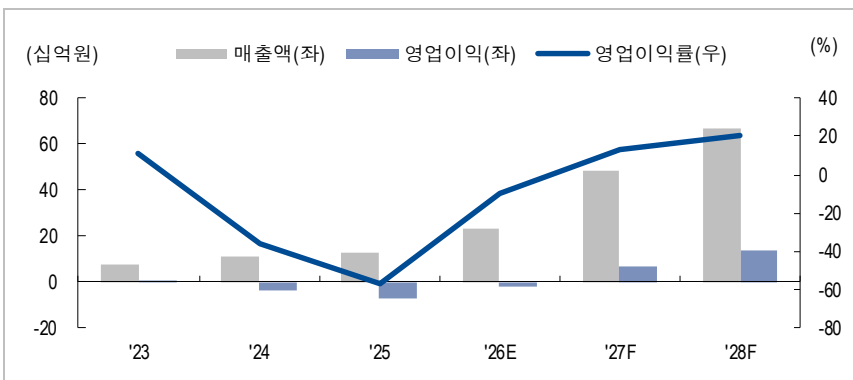
글로벌 로봇 기업 B사와 물류로봇 프로젝트 추진. 현재 약 30종의 부품 샘플 송부 후 최종 승인 임박 단계. 3D 프린팅 기술을 활용해 절삭 가공 방식 대비 질량 감소, 금형 제작 없이 즉시 대응 가능한 유연한 제조 체계 구축. 단기 20억원 수준의 부품 발주가 예상되며 이는 2028년 본격적인 양산 시점에 300억~400억원 규모의 대형 수주로 연결될 전망. 해당 레퍼런스 기반 향후 휴머노이드 외장 하우징 및 액추에이터 분야로의 사업 영역 확장 기대

데이터센터 발열 제어 수요에 대응하여 차세대 냉각 시스템인 베이퍼 챔버, 쿨드 플레이트, 열교환기를 중심으로 사업 포트폴리오 확장. 실증 데이터 수집 후 2027년 양산 전망. 방산 분야에서는 국방부와 협력하여 전장에서 실시간으로 부품을 조달하는 '이동형 AM FAB' 솔루션 구축 중. 민간 분야에서는 북미 방산 업체향 장비 공급 프로젝트 수주 모멘텀 기대

대전 3D 프린팅 파운드리 공장 가동 관련 기대감

동사는 대전 3D 프린팅 파운드리 공장 4분기 완공 예정. 연 700억원 규모의 생산능력(CAPA) 확보할 것. 인공지능과 로봇 기술이 결합된 자율제조(AX) 기반의 다크 팩토리 모델을 도입해 생산량 향상과 제조 원가 절감. 기획보 레퍼런스에 기반해 공장 가동 시점에 의미 있는 수준의 수주 확보할 전망

실적 추이 및 전망



자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 69페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) 52,900원

업종(NHICS)*	기계
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	304.0십억원
발행주식수(보통주)	5.7백만주
52주 최고가 ('26/02/19)	87,200원
최저가 ('25/06/30)	16,960원
평균거래대금(60일)	11,007백만원
배당수익률 (2026E)	0.00%
외국인지분율	2.0%

주요주주

최근식 외 2 인 26.6%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-26.3	91.3	0.0
상대수익률 (%p)	-27.9	52.0	0.0

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	13.1	23.4	48.2	66.9
증감률	17.3	78.5	105.6	38.8
영업이익	-7.4	-2.2	6.5	13.9
증감률	적지	적지	흑전	114.1
영업이익률	-56.2	-9.3	13.5	20.8
(지배지분)순이익	-7.0	-2.0	6.2	13.7
EPS	-1,343	-357	1,080	2,376
증감률	적지	적지	흑전	120.0
PER	N/A	N/A	49.0	22.3
PBR	8.8	8.4	7.2	5.4
EV/EBITDA	N/A	4,076.2	38.5	19.7
ROE	-23.1	-5.5	15.8	27.8
부채비율	72.9	90.6	100.1	99.9
순차입금	15.2	15.9	7.5	-7.7

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

링크솔루션은 2015년 설립된 3D 프린팅 전문 제조 기업. 산업용 3D 프린터 제조와 3D 프린팅 서비스를 결합한 토털 솔루션을 제공. 산업용 3D 프린터 핵심 기술을 국산화하여 플라스틱부터 금속까지 다양한 소재·공정을 내재화. 2025년 부문별 매출 비중은 3D 프린터 73.5%, 3D 프린팅 서비스 26.1%, 기타 0.4%로 구성

Share price drivers/Earnings Momentum

- 글로벌 로봇 기업 B사향 로봇 부품 수주
- 대전 3D 파운드리 공장 가동 본격화

Downside Risk

- 주요 프로젝트 수주 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
모델솔루션	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Proto Labs	33.4	30.7	N/A	N/A	N/A	N/A
Materialise NV	19.2	12.3	1.0	1.0	6.7	7.7
BLT	65.4	50.0	4.6	4.3	6.1	7.9

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	-	-	-	49.0	22.3
PBR	-	8.8	8.4	7.2	5.4
PSR	-	23.8	12.9	6.3	4.5
ROE	-111.9	-23.1	-5.5	15.8	27.8
ROIC	-39.7	-32.1	-5.5	16.1	33.7

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

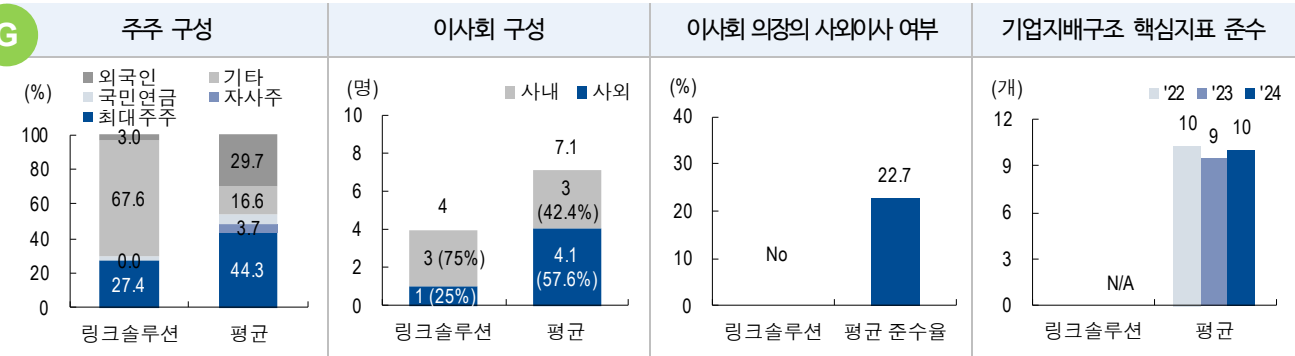
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3.9	7.4	11.2	13.1
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.6	0.8	-4.0	-7.4
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	15.8	10.8	-35.7	-56.2
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.6	-12.5	-3.8	-7.5
순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.5	-12.2	-2.5	-7.0
자배지분순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.5	-12.2	-2.5	-7.0
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.9	1.5	-2.2	-4.9
CAPEX	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.4	3.9	6.7	23.2
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.9	-4.7	-12.5	-28.7
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	275	-6,124	-973	-1,343
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2,628	-4,615	4,774	6,788
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-8.1	-3.6	-3.2	15.2
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5.6	307.5	-111.9	-23.1
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-2.2	-39.7	-32.1
배당성향(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-83.2	20.6	-14.3	39.9

자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

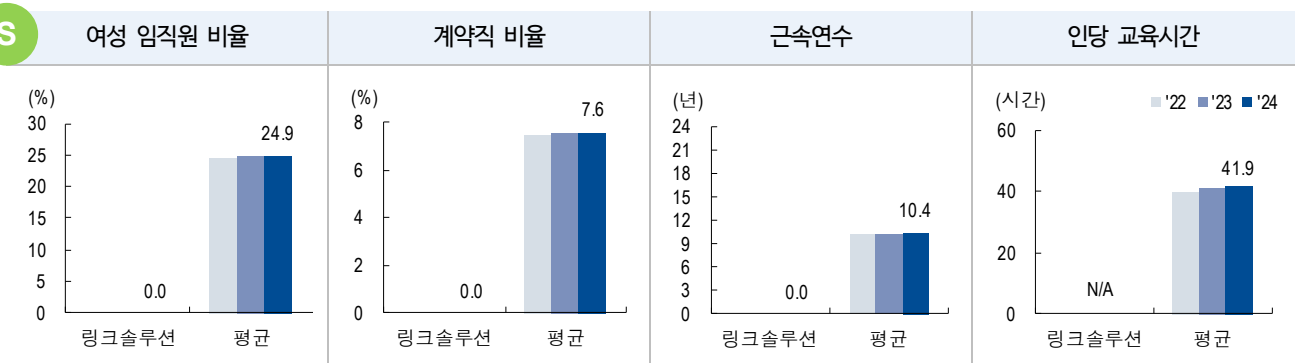


주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 링크솔루션, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

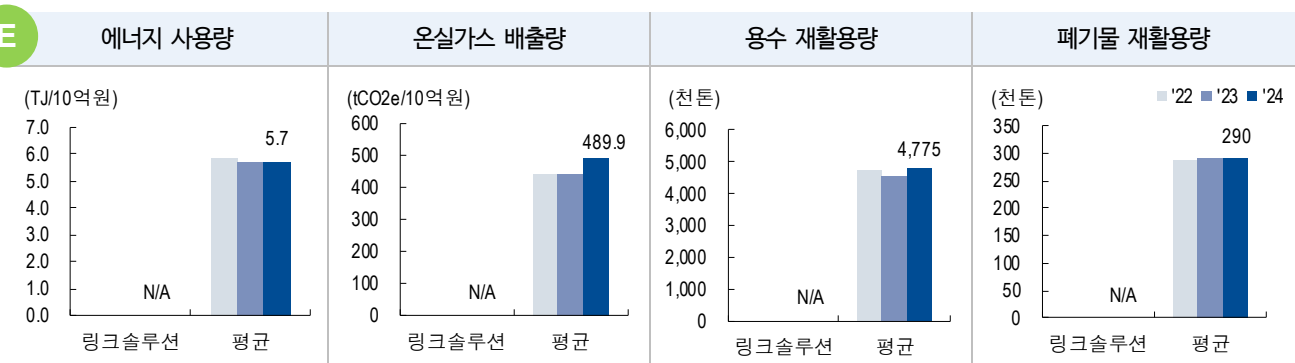
S



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	N/A	- N/A
G	2025.03	- 코스닥 시장 상장

자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

3D 프린팅 전문 제조 기업

3D 프린팅 전문 기업

링크솔루션은 2015년 설립된 3D 프린팅 전문 제조 기업이다. 산업용 3D 프린터 제조와 3D 프린팅 서비스를 결합한 토털 솔루션을 제공하고 있다. 산업용 3D 프린터 핵심 기술을 국산화하여 플라스틱부터 금속까지 다양한 소재·공정을 내재화하였다. 2026년 1월 로봇 기반 금속 적층제조 전문 기업 에이엠솔루션즈를 인수하며 금속 AM 전 공정 포트폴리오를 완성하였다. 2025년 부문별 매출 비중은 3D 프린터 73.5%, 3D 프린팅 서비스 26.1%, 기타 0.4%로 구성된다. 최대주주는 최근식 대표(지분율 25.08%)로 최대주주 및 특수관계인 지분율은 27.19%이다.

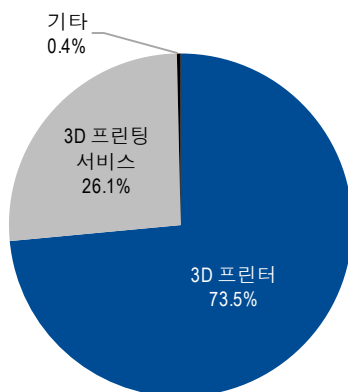
제품 라인업

동사는 산업용 3D 프린터(SLA, FDM, 금속 바인더젯 등)를 자체 설계·제조하여 국내외에 공급하고 있다. SLA(Stereolithography Apparatus) 프린터는 액체 광경화 수지의 표면에 레이저를 선택적으로 조사하여 제조하는 방식으로 대형이면서도 고정밀 경량 부품의 대량 생산에 적합하다. FDM(Fused Deposition Modeling) 프린터는 고온으로 녹인 필라멘트를 노즐을 통해 압출하여 제조하는 방식으로 우주·국방 등 첨단 분야의 고성능/고기능 부품 생산에 적용된다.

MBJ(Metal Binder Jetting) 프린터는 분말 형태의 금속 소재 위에 접착제인 바인더를 분사하는 방식으로 금속 소형 정밀 부품 양산에 적합하다. 3D 프린팅 서비스 사업은 고객이 필요한 최종 부품을 주문받아 3D 프린터로 출력부터 후가공까지 제작해 납품하는 서비스다.

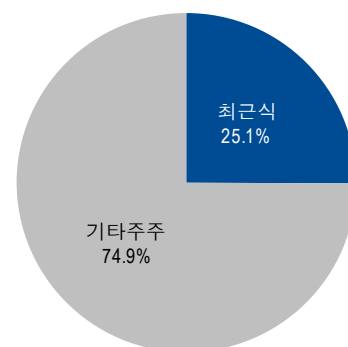
동사는 모빌리티(현대·기아차 등), 항공·우주(한화에어로스페이스 등), 방위산업(국방부 등), 의료·치과(오스템임플란트·인비절라인 등), IT/로봇(삼성전자, 보스턴다이내믹스 등) 분야 500개 이상의 기업과 기관에 3D 프린팅 솔루션을 제공한 레퍼런스를 보유하고 있다. 현재 로봇, 데이터센터, 모빌리티, 국방 등 다양한 분야의 고객사들과 3D 프린팅 도입을 위한 프로젝트를 진행 중이며 향후 프로젝트들의 양산 수주 전환이 기대된다.

그림1. 사업 부문별 매출 비중(2025년 기준)



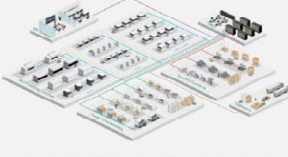
자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주주 구성(2025년 기준)



자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

그림3. 링크솔루션 주요 사업 분야

3D 프린터 장비 판매	3D 프린팅 서비스	다중 관제 시스템
SLA 프린터  액체 상태의 레진 표면에 레이저를 조사 및 경화시켜 제품을 출력하는 3D 프린터	3D 프린팅 서비스 파운드리  • 3D 프린터를 이용하여 고객이 요구하는 무제품 직접 생산/납품하는 서비스 • 3D 디자인, 전/후공정 등 전과정 포함 • 모빌리티 / 로봇 / 로봇 / 반도체 등 고부가가치 제품 생산	모니터링 시스템  • 3D 프린터 장비 상태 및 프린팅 과정을 실시간 모니터링하는 시스템
FDM 프린터  필라멘트를 고온으로 녹인 후 노즐을 통해 압출하여 형상을 쌓는 방식으로 출력하는 3D 프린터	MES 시스템  • 3D 프린팅 대량 생산 및 관리 시스템	MBJ 프린터  분말 형태의 금속에 집작 바인더를 분사하고 이를 적층시켜 출력하는 3D 프린터

자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

그림4. 주요 레퍼런스

모빌리티      디와이텍  HANKOOK  GENESIS  KIA  서원이화
국방  대한민국 국방부  국방과학연구소  대한민국국군  대한민국 육군  대한민국 해병대  대한민국 해군  국방부
소비재 및 산업부품  SAMSUNG  삼성전기  LG전자  HD현대사이드시스템  국방과학기술연구원  대산 모델  Boston Dynamics  KH VATEC  AMOREPACIFIC  CSG
항공우주 및 방산  KITECH  한국항공우주연구원  UNIST  KATECH  경기항공우주기술개발사업  Hanuha Aerospace  KAI  JBTP  대한항공  LIG넥스원
메디컬  DONG-A PHARM  invisalign  KBIOHEALTH  전북대학교병원  OSSTEM IMPLANT

자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

로봇·데이터센터·방산분야에서 강화되는 사업 모멘텀

로봇 분야

동사는 글로벌 로봇 선도 기업 B사와 물류로봇 프로젝트를 추진하며 로봇틱스 분야의 핵심 공급 파트너로 자리매김하고 있다. 초기 25종 로봇 부품 수주로 시작된 B사와의 협업은 현재 약 30종 규모로 확대되었으며 샘플 송부 후 최종 승인 단계를 밟고 있다. 3D 프린팅 기술을 활용해 기존 절삭 가공 방식 대비 부품 질량을 30~60% 줄이고, 설계 변경에도 금형 제작 없이 즉시 대응 가능한 유연한 제조 체계를 구축한 것이 강점이다. 본 프로젝트는 단기적으로 20억~30억원 수준의 부품 발주가 예상되며 2028년 본격적인 양산 시점에는 300억~400억원 규모의 대형 수주로 연결될 것으로 전망된다. 해당 레퍼런스에 기반한 휴머노이드 외장 하우징 및 액추에이터 분야로의 확장도 기대된다.

데이터센터 분야

동사는 데이터센터의 고성능화에 따른 발열 제어 수요에 대응하여 차세대 냉각 시스템인 베이퍼 챔버, 콜드 플레이트, 열교환기를 중심으로 사업 포트폴리오를 확장하고 있다. 기존 CNC 가공이나 프레스 공정으로는 구현이 불가능했던 복잡한 내부 유로와 미세 구조를 3D 프린팅 기술을 통해 일체형으로 제작함으로써 냉각 효율을 극대화하는 것이 핵심 경쟁력이다. 특히 열전도율이 높은 구리 소재의 정밀 적층 기술을 확보하여 기존 판형 열교환기 대비 동일 부피에서 열 전도율을 최대 70% 향상시켰다. 현재 동사의 냉각 솔루션은 랩실 테스트를 완료하고 국내 서버 업체와 협력하여 서버랙 장착 실증 데이터를 수집하고 있다. 실운영 환경에서의 신뢰성 검증 마무리 이후 2027년 중 본격적인 양산 구매 주문 확보가 가능할 것으로 전망된다.

방산 분야

방산 분야에서는 국방부와 협력하여 전장에서 실시간으로 부품을 조달하는 '이동형 AM FAB' 솔루션을 구축하며 국방 MRO 시장의 패러다임 변화를 주도하고 있다. 육군에는 적층 제조 기반으로 현장에서 부품을 공급, 해군 함정 내 정비창을 이동형 AM FAB으로 대체하는 방안을 적극 추진하고 있다. 이동형 AM FAB은 현재 국방부에 1대 납품되어 실증 테스트를 진행 중이며 향후 전 사단 단위로 배치를 확대할 계획이다. 민간 방산 부문은 드론 프레임의 경량화와 미사일 추진체 부품 제작으로 무기체계의 성능 고도화에 기여하고 있다. 특히 미국 민간 방산 업체와 연계된 장비 공급 프로젝트가 2027년부터 본격화할 것으로 전망되는 바 중장기 수출 모멘텀 강화가 기대된다.

그림5. 로봇 분야 제품 라인업



자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

항공우주 분야

항공우주 부문은 발사체 추진체에 사용되는 인코넬 및 티타늄 등 고내열 초합금 소재의 적층 제조 기술력을 바탕으로 시장 입지를 굳히고 있다. 스페이스X와 GE 등 글로벌 선도 기업들이 엔진 효율 향상을 위해 메탈 프린팅 도입을 가속화하는 흐름에 발맞춰 동사도 추진체 및 연소기 부품의 포트폴리오를 고도화하고 있다. 발사체 스타트업 우나스텔과 체결한 6억원 규모의 연소기 부품 제작 계약은 극한의 우주 환경에서 동사 기술의 신뢰성을 증명한 사례로 평가된다.

대전 파운드리 공장

동사는 3D 프린팅 파운드리 기업으로의 전환을 통해 수익 구조를 서비스 중심으로 변화하는 과정에 있다. 동사는 대전 대덕 산업단지 내 약 490억원(정부 보조금 128억원 포함)을 투입하여 아시아 최대 규모의 3D 프린팅 파운드리 공장을 건설 중이다. 2026년 4분기 준공을 목표로 하고 있다. 해당 공장은 부지 2,000평, 연면적 3,248평 규모의 지하 1층에서 지상 7층 건물로 조성되며, 완공 시 연간 700억 원 상당의 생산능력(CAPA)을 확보하게 된다.

특히 인공지능과 로봇 기술이 결합된 자율제조(AX) 기반의 '다크 팩토리' 모델을 도입하여 24시간 무인 가동 체계를 구축할 계획이며, 이를 통한 기존 대비 생산량 향상과 제조원가 절감이 기대된다. 대전 파운드리 공장은 동사가 장비 판매 중심에서 서비스형 제조(MaaS) 플랫폼으로 수익 구조를 전환하는 핵심 거점으로 활용될 전망이다. 이미 확보한 대기업 레퍼런스를 바탕으로 가동률을 조기에 안정화하는 데 주력하고 있다. 2027년부터 본격화될 파운드리 서비스에 기반한 본격적인 동사 실적 레벨 업이 기대된다.

그림6. 데이터센터 분야 제품 라인업



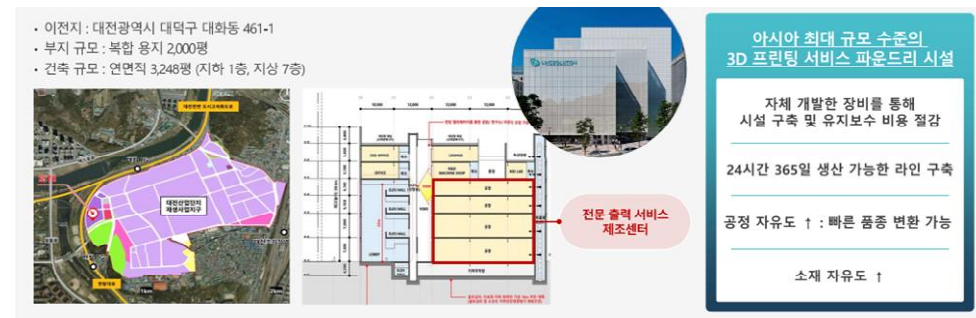
자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

그림7. 방산 분야 제품 라인업



자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

그림8. 대전 파운드리 공장 건설



대전공장 신축 현황



자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

그림9. 대전 파운드리 다크팩토리(Dark Factory) 적용



자료: 링크솔루션, NH투자증권 리서치본부

네오팜 (092730.KQ)

성장과 주주가치 제고를 동시에

북미 아마존 중심의 수출 본격화로 글로벌 확장 구간 진입. 오랜 기간 제로이드로 확보한 병원 채널 기반, 스킨부스터 '힐로웨이브' 매출 확대 기대. 업종 2026E PER 10.9배로 업종 내 저평가 매력 매우 높음

Analyst 백준기

02)768-7066, jack.baek@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원

02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

2026E PER 11배. 수출 확대 모멘텀 기대

북미 수출 본격화로 글로벌 확장 구간 진입. 제로이드 및 힐로웨이브를 통한 병원 채널 기반의 고마진 구조 강화 중. 동사의 글로벌 확장은 순조롭게 진행 중. 특히 북미 시장은 아마존을 주축으로 코스트코 온라인 및 H마트 입점 진행 중

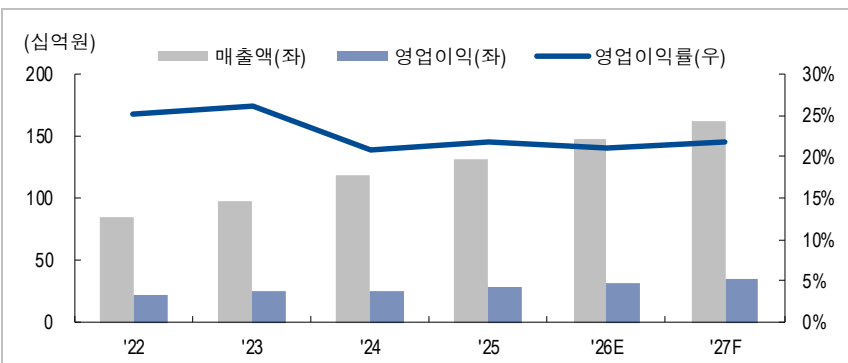
제품별로는 리얼베리어와 더마비가 수출을 견인하는 가운데 아토팜으로 라인업 확대 중. 향후 수출 비중이 미미했던 제로이드까지 가세할 경우 해외 매출의 고성장세 지속 전망

수익성 측면의 핵심은 제로이드. 병원 채널 전용 고마진 제품으로 현재 전체 매출의 약 30% 수준 기여. 여기에 신규 라인업인 힐로웨이브가 추가되며 전사 이익 확대 예상. 전사 영업이익이익률은 21% 수준으로 업종 내 최고 수준의 수익성 유지 중. 국내 판매 채널 또한 기존 주력인 올리브영을 넘어 다이소 및 약국 채널 등으로 다변화 진행 중

밸류에이션 매력 부각 및 수출 확대에 의한 리레이팅 기대

2026년 실적은 매출액 1,476억원(+11.7% y-y), 영업이익 312억원(+8.3% y-y)으로 양호한 성장 전망. 2026E PER 11.5배 수준에 불과, 보유 현금이 시가총액의 절반에 달해 저평가 매력 매우 높음. 기업가치 제고 계획상 목표 배당성향은 별도 당기순이익의 40~50% 수준. 2026년 예상 배당수익률은 4.3% 전망

고마진 제품 매출 확대되면서 이익률 제고



자료: 네오팜, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 77페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) 18,680원

업종(NHICS)*	화장품
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	299.4십억원
발행주식수(보통주)	16.0백만주
52주 최고가 ('26/04/29)	22,150원
최저가 ('25/05/19)	13,280원
평균거래대금(60일)	1,144백만원
배당수익률 (2026E)	4.55%
외국인지분율	26.0%

주요주주

잇츠한솔 외 3 인	42.3%
FIL LIMITED 외 5 인	8.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-5.9	0.2	36.8
상대수익률 (%p)	-7.9	-20.4	-11.2

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	132.2	147.6	162.1	175.1
증감률	11.1	11.7	9.8	8.0
영업이익	28.8	31.2	35.2	38.9
증감률	16.7	8.3	12.9	10.5
영업이익률	21.8	21.1	21.7	22.2
(지배지분)순이익	27.8	27.5	31.0	34.3
EPS	1,736	1,717	1,934	2,139
증감률	20.6	-1.1	12.6	10.6
PER	10.6	10.9	9.7	8.7
PBR	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.8	4.2	3.3	2.6
ROE	14.9	13.6	14.2	14.4
부채비율	11.5	11.2	10.8	10.4
순차입금	-140.7	-154.4	-171.4	-191.7

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

네오팜은 2000년 7월 설립된 의약품 및 화장품 제조 회사로 MLE(Multi Lamellar Emulsion, 다중 층상 유화물)를 비롯한 피부장벽 기술 관련 경쟁력 보유. 2025년 말 기준 내수 비중은 80.4%, 수출 비중은 19.6%. 한불화장품이 2015년 12월 인수. 현재 최대주주는 잇츠한불으로 지분율 40.12%, 특수관계인 포함 41.34%

Share price drivers/Earnings Momentum

- 해외 고객 인지도 확대됨에 따른 수출 증가

Downside Risk

- 출산율 감소와 소비 경기 침체 등 매크로 이슈

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
제로투세븐	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
아가방컴퍼니	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
꿈비	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
아모레퍼시픽	25.1	22.0	1.6	1.5	6.4	7.0

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	8.2	10.6	10.9	9.7	8.7
PBR	1.1	1.5	1.4	1.3	1.2
PSR	1.6	2.2	2.0	1.8	1.7
ROE	13.7	14.9	13.6	14.2	14.4
ROIC	46.6	53.9	51.7	57.7	63.0

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

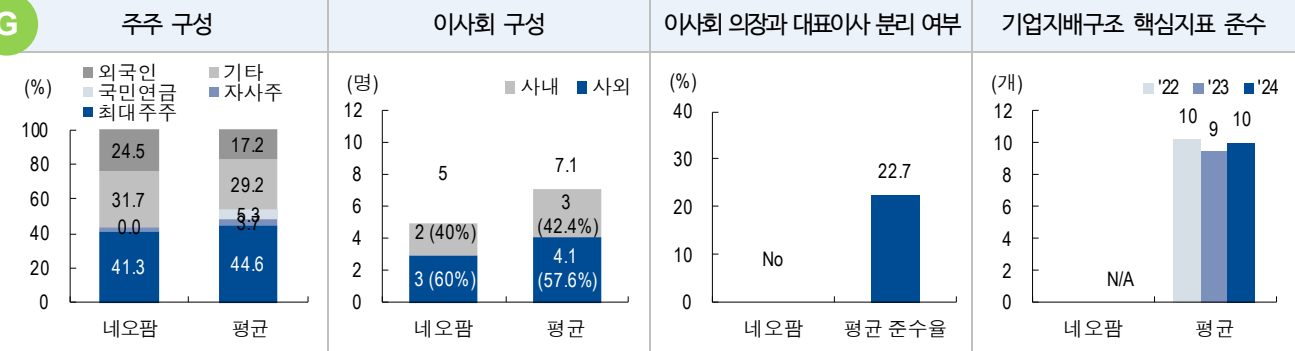
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	53.6	66.3	83.2	81.6	87.9	85.0	97.1	119.0	132.2
영업이익	14.0	19.2	23.0	21.9	22.4	21.4	25.3	24.7	28.8
영업이익률(%)	26.2	28.9	27.6	26.8	25.5	25.2	26.1	20.7	21.8
세전이익	14.0	19.8	23.5	22.9	23.8	23.3	29.4	30.2	32.3
순이익	11.6	15.4	19.2	18.1	17.7	17.0	23.2	23.1	27.8
지배지분순이익	11.6	15.4	19.2	18.1	17.7	17.0	23.2	23.1	27.8
EBITDA	14.8	20.0	24.2	23.4	23.9	23.1	27.0	27.8	31.9
CAPEX	0.9	1.9	0.5	0.3	0.3	0.5	19.9	2.8	1.2
Free Cash Flow	9.8	14.2	18.7	16.8	21.4	17.7	3.4	15.8	27.2
EPS(원)	793	1,055	1,248	1,131	1,105	1,062	1,448	1,439	1,736
BPS(원)	3,266	4,069	6,594	7,344	8,130	8,873	9,984	11,036	12,188
DPS(원)	256	333	384	333	358	358	384	600	750
순차입금	-31.4	-42.0	-80.9	-90.9	-104.6	-112.5	-109.3	-126.0	-140.7
ROE(%)	48.6	28.8	23.3	16.2	14.3	12.5	15.4	13.7	14.9
ROIC(%)	170.2	103.1	113.4	93.3	92.4	95.6	70.8	46.6	53.9
배당성향(%)	30.6	29.9	30.5	28.0	30.9	32.2	25.3	40.7	42.2
배당수익률(%)	1.1	1.4	1.6	2.3	2.8	3.6	2.9	5.1	4.1
순차입금 비율(%)	-65.9	-70.8	-76.5	-77.2	-80.3	-79.1	-68.3	-71.3	-72.0

자료: 네오팜, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

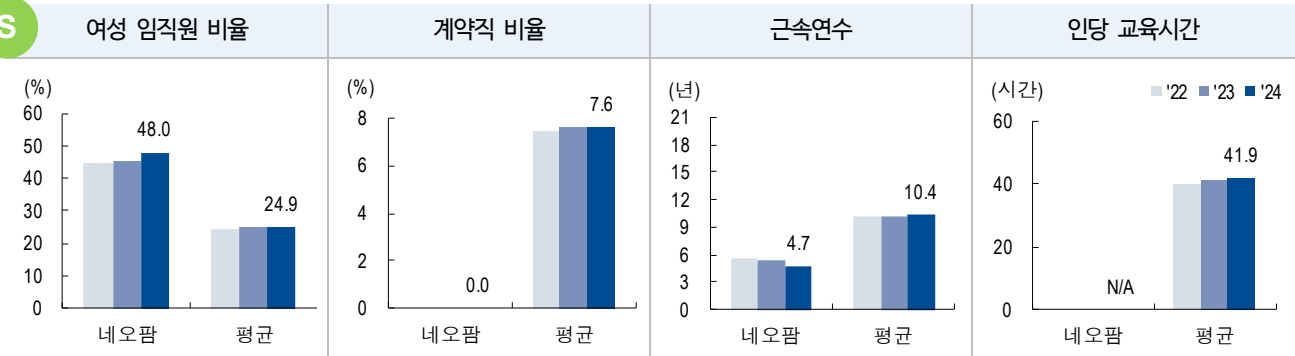


주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 네오팜, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

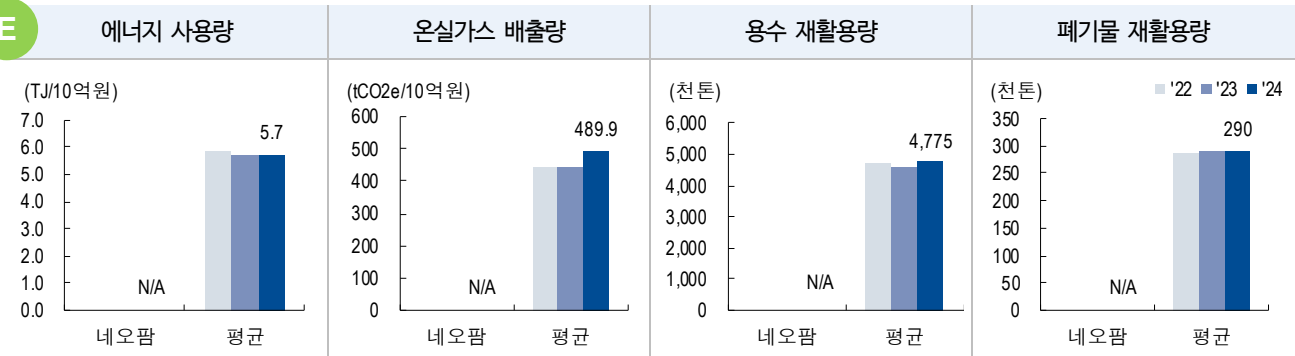
S



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 네오팜, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

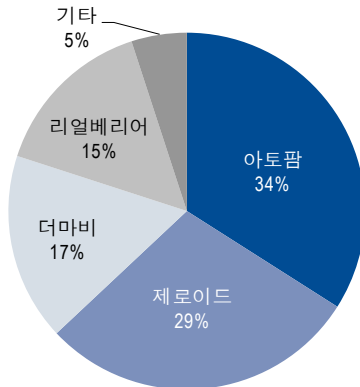
자료: 네오팜, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	2022.12	- '서울 후원감사의 날' 서울시장 표창 수상
G	N/A	- N/A

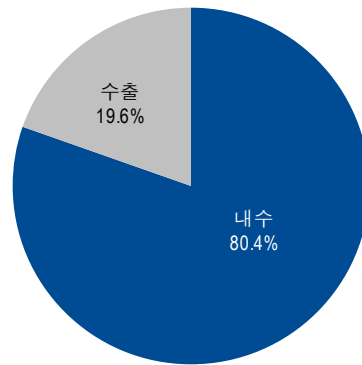
자료: 네오팜, NH투자증권 리서치본부

그림1. 아토팜, 제로이드가 Top 2



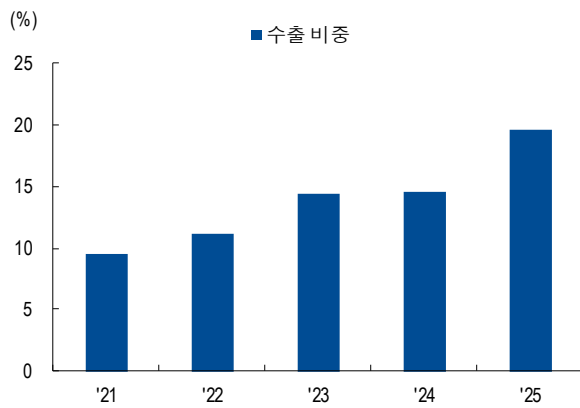
자료: 네오팜, NH투자증권 리서치본부

그림2. 낮은 수출 비중이 약점



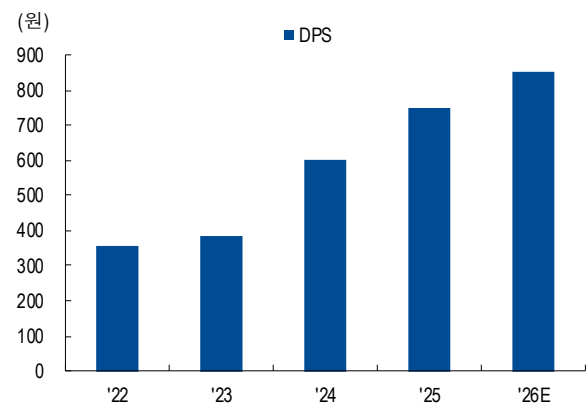
자료: 네오팜, NH투자증권 리서치본부

그림3. 수출 비중이 2025년 20%에 육박



자료: 네오팜, NH투자증권 리서치본부

그림4. 2026년 배당수익률 4% 이상 예상



자료: 네오팜, NH투자증권 리서치본부

리센스메디컬 (394420.KQ)

쿨한 뷰티 디바이스가 온다

급속 냉각마취 및 미세동결입자 약물전달 원천 기술 기반 의료기기 제조. 국내 의료기기 업계 최초로 미국 FDA De Novo 승인. 홈 뷰티 디바이스, 탈모 치료기기 등 B2C 시장 진출로 성장 모멘텀 확대

Analyst 강경근
02)2229-6487, kyeongkeun@nhsec.com
Jr. Analyst 목진원
02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

정밀 냉각 기술 기반 의료기기

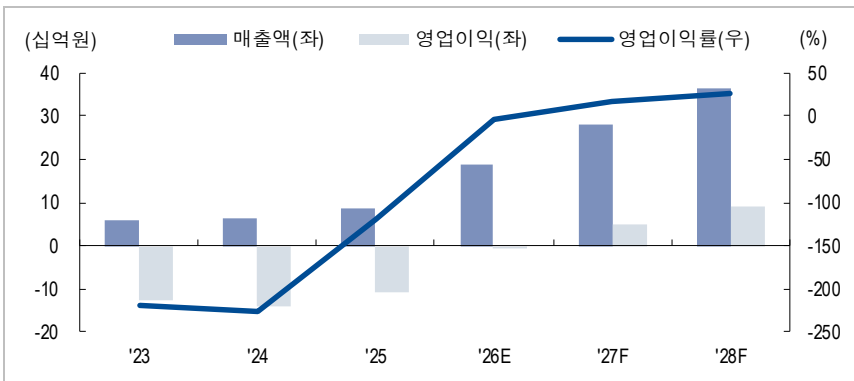
정밀 냉각 기술 기반 의료기기 전문기업. 급속 냉각마취 및 미세동결입자 약물전달 자체 원천 기술을 기반으로 TargetCool(급속 냉각마취 의료기기), OcuCool(안구 표면 냉각 마취기기), TargetCool+(초음속 미세동결입자 경피 약물전달 주사기), VetEase(반려동물용 냉각 치료 및 약물전달 장비) 제품 포트폴리오 보유

주력 제품 TargetCool은 피부 온도를 2초 내에 0°C로 냉각. 레이저 시술, 필러/보톡스 주사 등 통증을 수반하는 미용 시술에 사용되어 통증 최소화. OcuCool은 국내 의료기기업계 최초로 2024년 미국 FDA의 De Novo 승인을 받으며 기술력 입증. 2027년 글로벌 제약사 대상 라이선싱 아웃(L/O) 목표

홈뷰티 디바이스 출시 기대

정밀 냉각 기술을 활용한 B2C 시장 진출 기대. 올해 7월 일반 소비자용 홈뷰티 디바이 출시. 기존의 고주파 열에너지 기반 미용기기와 달리 차가운 미세 입자를 피부에 분사하여 유효성분을 침투시키는 방식. 국내 대기업과 협업해 SNS, 홈쇼핑, 오프라인 채널로 유통할 계획. 내년에는 탈모 치료 기기 출시 예정. 미세동결입자 약물전달 기술을 활용해 미녹시딜을 투여해 두피의 모낭세포 주변 모세혈관 생성 인자를 활성화하는 방식

실적 추이 및 전망



자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 81페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) **27,100원**

업종(NHICS)*	의료기기
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	296.3십억원
발행주식수(보통주)	10.9백만주
52주 최고가 ('26/05/07)	33,900원
최저가 ('26/03/31)	18,450원
평균거래대금(60일)	56,525백만원
배당수익률 (2026E)	0.00%
외국인지분율	3.7%

주요주주

김건호 외 5 인	20.4%
엘비인베스트먼트 외 2 인	8.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-	-	-
상대수익률 (%p)	-	-	-

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	8.8	18.8	28.2	36.4
증감률	41.0	112.5	50.5	28.8
영업이익	-10.6	-0.7	4.8	9.2
증감률	적지	적지	흑전	92.4
영업이익률	-120.5	-3.7	17.0	25.4
(지배지분)순이익	-19.1	-2.6	2.9	7.5
EPS	-2,888	-248	269	689
증감률	적지	적지	흑전	156.3
PER	N/A	N/A	101.6	39.6
PBR	0.0	67.9	40.7	20.1
EV/EBITDA	N/A	N/A	56.1	29.6
ROE	45.7	-46.1	50.1	67.9
부채비율	72.1	166.0	129.0	76.6
순차입금	-0.8	0.0	-4.4	-13.1

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

2016년 10월 설립된 정밀 냉각 기술 기반 의료기기 전문기업. 급속 정밀냉각 원천기술을 기반으로 인체 조직의 온도를 수초 내에 원하는 수준으로 정확히 낮추어 무약물 마취 및 경피약물전달을 가능케 하는 의료기기 개발. TargetCool(급속 냉각마취 의료기기), OcuCool(안구 표면 냉각 마취기기), TargetCool+(초음속 미세동결입자 경피 약물전달 주사기), VetEase(반려동물용 냉각 치료 및 약물전달 장비) 제품 포트폴리오 보유

Share price drivers/Earnings Momentum

- B2C 홈뷰티 디바이스 출시
- OcuCool 글로벌 제약사 대상 L/O

Downside Risk

- 냉각 기술 기반 시술 시장 침투 둔화

Cross valuations		(단위: 배, %)				
Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
원텍	14.0	11.3	3.2	2.5	26.2	25.4
아스테라시스	25.8	19.4	8.0	5.8	33.1	34.7
클래시스	19.8	15.5	5.1	4.0	29.4	29.5

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations				(단위: 배, %)	
Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	-	-	N/A	101.6	39.6
PBR	-	-	67.9	40.7	20.1
PSR	-	-	15.3	10.5	8.1
ROE	9.0	45.7	-46.1	50.1	67.9
ROIC	-154.6	-136.3	-8.7	59.3	111.7

자료: NH투자증권 리서치본부

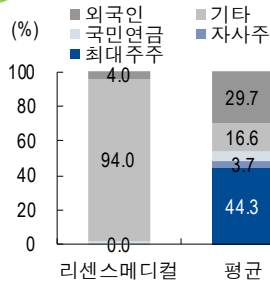
Historical Key financials		(단위: 십억원, %)							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.3	5.8	6.3	8.8
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-20.2	-12.6	-14.2	-10.6
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-7,185.2	-218.1	-226.2	-120.5
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-41.0	-7.6	-7.8	-19.1
순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-41.0	-7.6	-7.8	-19.1
지배지분순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-41.0	-7.6	-7.8	-19.1
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-19.8	-12.1	-13.8	-10.1
CAPEX	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.7	0.3	0.5	0.8
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-22.7	-13.5	-10.2	-9.4
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-12,410	-2,283	-2,292	-2,888
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-9,831	-10,442	-9,895	742
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-15.9	-2.2	-10.0	-0.8
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	52.4	9.3	9.0	45.7
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-138.6	-154.6	-136.3
배당성향(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	20.4	2.6	11.0	-11.3

자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

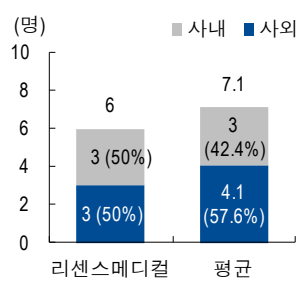
ESG Index & Event

G

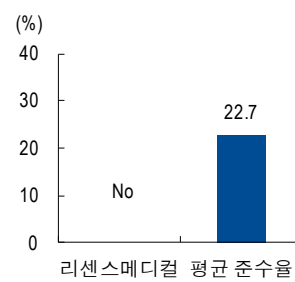
주주 구성



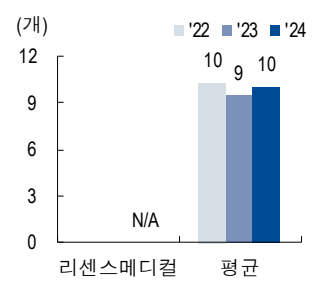
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



기업지배구조 핵심지표 준수



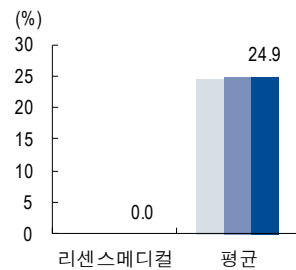
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

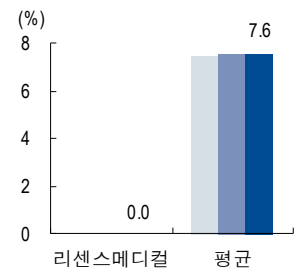
자료: 리센스메디컬, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

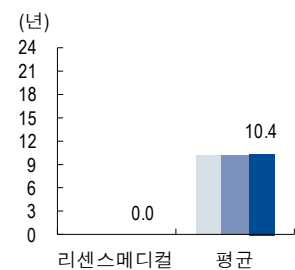
여성 임직원 비율



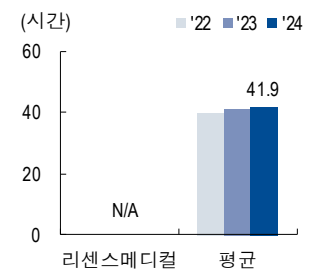
계약직 비율



근속연수



인당 교육시간

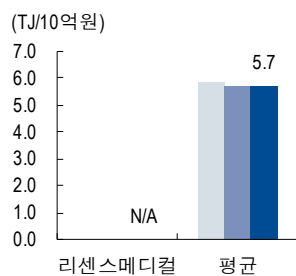


주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

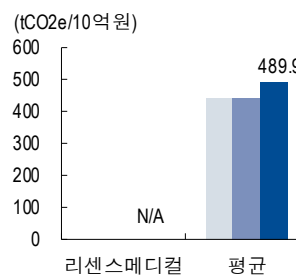
자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

E

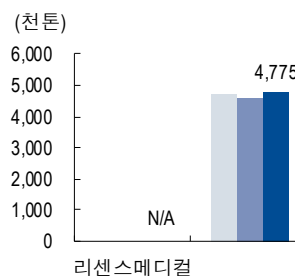
에너지 사용량



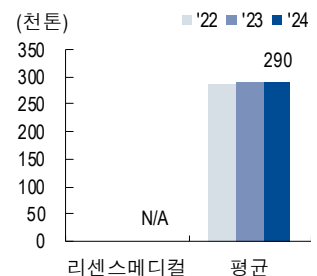
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	2025.04	- 경북 의성군 일대 대형 산불로 인해 화상 입은 동물 치료 지원
G	2026.03	- 코스닥 상장

자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

정밀 냉각 기술 기반 의료기기

정밀 냉각 기술 기반

리센스메디컬은 2016년 10월 설립된 정밀 냉각 기술 기반 의료기기 전문기업이다. 급속 정밀냉각 원천기술에 기반해 인체 조직의 온도를 수초 내에 원하는 수준으로 정확히 낮춰 무약물 마취 및 경피약물전달을 가능케 하는 의료기기를 개발·판매하고 있다. 2025년 기준 매출 구성은 TargetCool 68.2%, VetEase 25.8%, 기타 1.0%, 상품 5.0%으로 구성된다.

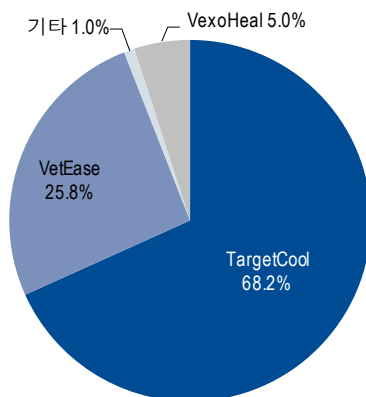
주요 제품 라인업

동사는 급속 냉각마취 및 미세동결입자 약물전달 자체 원천 기술 기반 TargetCool(타겟쿨), OcuCool(오큐쿨), TargetCool+(타겟쿨 플러스), VetEase (벤티즈) 등의 제품 포트폴리오를 확보하였다. 주력 제품 TargetCool은 피부 온도를 2초 내에 0°C로 냉각한다. 목표 온도를 $\pm 1^{\circ}\text{C}$ 내로 유지하는 정밀 제어 역량이 핵심이다. 레이저 시술, 필러/보톡스 주사 등 통증을 수반하는 미용 시술에 부수적으로 사용되는데 시술 부위를 즉각 마취하여 환자 통증을 최소화한다. 국내 식약처 MFDS 인증 및 유럽 CE 인증을 획득하였으며 현재 미국, 영국, 일본 등 주요 5개국을 포함한 44개국에 진출했다.

OcuCool은 안구 표면 냉각 마취기기로 급속 냉각 기술을 안과 분야에 적용한 제품이다. 당뇨병성 망막병증 치료 등을 위한 안구 내 주사(IVT 시술) 전에 활용된다. 안구 표면을 영하 15°C로 순간 냉각해 유리체 내 주사(IVT) 전 대기 시간을 1분 내외로 단축한다. 혁신 기술로 인정받아 국내 의료기기 업계 최초로 2024년 국내 최초로 미국 FDA De Novo 승인을 획득했다. 2026년 미국의 주요 안과병원 대상 초기 레퍼런스 확보 및 2027년 글로벌 제약사 대상 라이선싱 아웃(L/O)을 목표로 하고 있다.

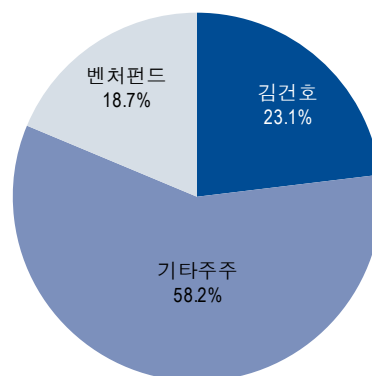
TargetCool+는 초음속 미세동결입자 기술을 적용한 분사식 주사기이다. 5~30 μm 크기의 미세 얼음 입자를 마하 1 이상의 속도로 침투시켜 비침습 약물 전달이 가능하다. 약물을 동결 상태로 분사하여 생화학적 변성을 방지하고 흡수 효율을 높이는 것이 기술적 핵심이다. 특정 부위 타겟 시 표피 침투 방식이 효과적인 점을 활용하여 스킨부스터 및 백신 전달 플랫폼으로 시장을 확대하고 있다. 2025년 하반기 판매를 개시하였으며 미용·피부과 시술에서 고분자 약물이나 백신 등의 전달 플랫폼으로 시장을 확대할 계획이다.

그림1. 사업 부문별 매출 비중(2025년 기준)



자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주주 구성(2025년 기준)



자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

VetEase는 반려동물용 냉각 치료 및 약물전달 장비이다. TargetCool+ 기술을 반려동물 치료에 응용한 것으로, 액화 CO₂ 냉각 분사와 초음속 미세동결 입자 기술을 통해 동물의 피부에 비침습적으로 약물을 주입하면서 염증을 완화한다. 동물 예방접종, 경미한 수술 전 처치 등에 있어 동물의 스트레스와 통증을 낮추는 데 활용된다. 유한양행과의 전략적 제휴를 통해 출시 초기 목표의 2.5배에 달하는 판매량을 기록하였으며 일본, 태국, 홍콩, 중국 등 글로벌 시장에도 진출해 가파른 성장세를 시현하고 있다.

B2C 시장 진출

동사는 미용·의료 전반에 걸친 제품 라인업 확장으로 지속적인 성장 모멘텀을 확보하였다. 향후에는 핵심 정밀 냉각 기술을 기반으로 B2C 시장에 진출할 계획이다. 올해 7월 일반 소비자용 홈뷰티 디바이스를 출시가 그 시작이 될 것이다. 이 제품은 기존의 고주파 열에너지 기반 미용기기와 달리 차가운 미세 입자를 피부에 분사하여 유효성분을 침투시키는 방식으로 동작한다. 피부 자극과 통증이 적고 시술 효과를 높일 수 있다. 국내 대기업과 협업해 SNS, 홈쇼핑, 오프라인 채널로 유통할 계획이다.

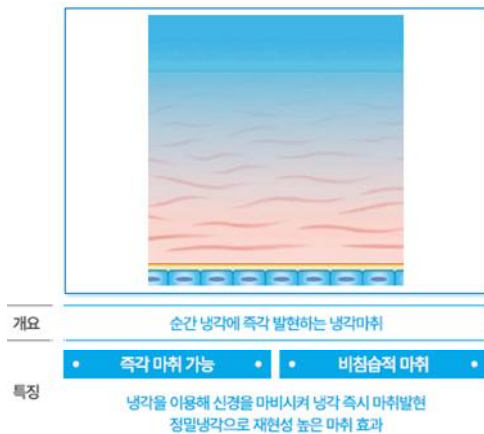
또한 내년에는 탈모 치료 기기를 출시할 예정이다. 미세동결입자 약물전달 기술을 활용해 미녹시딜을 투여하는 탈모 치료용 기기는 두피의 모낭세포 주변 모세혈관 생성 인자를 활성화할 수 있다. -5~+5℃의 정밀 냉각기술을 활용하여, 약물 부작용 없이 모발 성장을 촉진하는 것을 목표로 한다.

그림3. 리센스메디컬 주요 제품 라인업



자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

그림4. 핵심 기술(1): 급속 냉각 마취



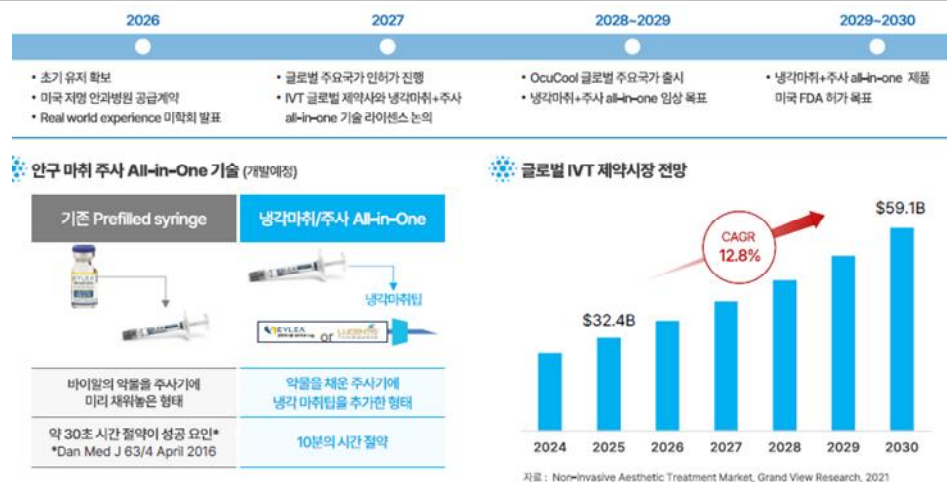
자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

그림5. 핵심 기술(2): 초음속 미세동결입자 약물 전달



자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

그림6. OcuCool 상용화 계획



자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

그림7. 신규 파이프라인

핵심 기술	적용증	진행기관	2026	2027	2028	2029	2030
정밀냉각분야 고도화 • 국지온 냉해 지속 안정화 기술	• 여드름, 아토피피부염 등 만성질환 • 동종전염, 부종질환	임상완료	출시				
경피약물전달 고도화 • 미세동결입자 생성/제거 기술 • 동결입자 고속 가속 기술	병용 약물전달 (만성질환 치료 효과 증대)	Harvard Medical School	상용화				
	탈모 치료 (호르몬 등 약물/비약물) (신선 시술)	서울대병원	임상실험	상용화			
	당뇨성 피부질환 치료 (신선 병용 증진 효과 증대)	분당서울대병원	임상실험	상용화			
	화상 치료 (신선 병용 증진 효과 증대)	경북대병원	임상실험	상용화			
안구냉각마취+주사 all-in-one (글로벌 제약사와 라이선스 계약)	황반변성, 당뇨망막병증 (안구 질환의 IVT 시술+냉각 마취로 단축)	Wills Eye Hospital, Retina Consultant of Texas	임상실험	상용화			

자료: 리센스메디컬, NH투자증권 리서치본부

지앤비에스 에코 (382800.KQ)

반도체·태양광 CAPEX 사이클 핵심 수혜주

반도체, 디스플레이 및 태양광 제조공정에 쓰이는 스크리버를 생산하는 친환경 장비 기업. 태양광 기술 패러다임 변화에 따른 수혜 및 반도체 투자 확대에 따른 수혜로 실적 고성장 및 기업가치 재평가 지속 전망

Analyst 심의섭
02)2229-6036, esshim@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원
02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

글로벌 반도체·태양광 투자 확대에 따른 수혜 지속 전망

인도를 비롯해 중국, 미국 등 글로벌 고객사들의 태양전지 CAPEX 확대가 지속 기대되는 가운데 동사 장비는 주요 태양전지 제조장비와 표준화되어 연동된 구조. 글로벌 태양광 스크리버 시장 내 동사 점유율은 80~90%로 추정. 이에 글로벌 태양광 투자 확대 사이클에서 강도 높은 수혜 전망

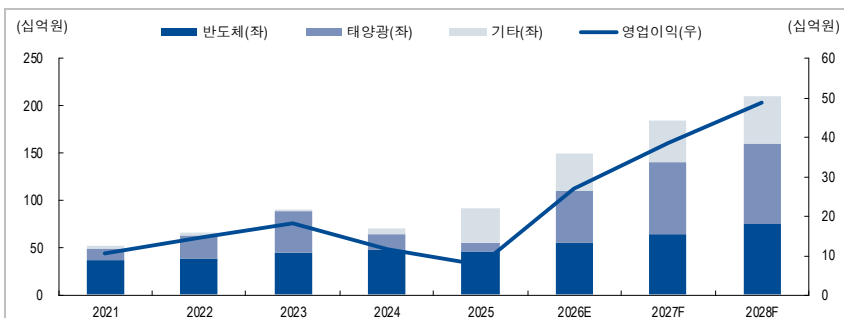
반도체 고객사향 매출 또한 업황 호조 및 전방 투자 확대로 고성장 지속 전망. 동사는 SK하이닉스 및 관련 밸류 체인 장비사를 비롯해 SMIC, Intel 등 글로벌 기업들을 고객사로 확보하고 있으며, 중국 반도체 기업향 수주 또한 증가 추세. 업황 호조 및 전방 투자 확대와 더불어 고객사 내 점유율 또한 증가하며 매출 고성장 지속 전망

테슬라향 장비 공급 또한 여전히 기대되는 모멘텀. 동사는 테슬라향 HJT 제조 장비사로 언급되는 중국 쑤저우 맥스웰, 주성엔지니어링 양 사 모두 주요 고객사로 보유하고 있으며, 이에 어떠한 방향으로든 동사 수주로 이어질 전망

여전히 CAPEX 사이클 초입 구간. Valuation 매력 또한 높아

지속된 주가 상승에도 불구하고, 2026E 기준 PER 11.7배 수준으로 글로벌 반도체·태양광 CAPEX 사이클 초입 구간임을 감안 시, Valuation 매력 또한 높다 판단. 반도체 스크리버 Peer 대비 낮은 Valuation에 거래되고 있으며, 태양광 산업 경쟁력 고려시 오히려 프리미엄이 타당하다 판단. 첨단 산업 내 핵심 장비 기업으로 부상하고 있는 동사에 관심 지속 권고

전방 사업 부문별 매출액 영업이익 추이 및 전망



자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 87페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) **9,080원**

업종(NHICS)*	반도체와반도체장비
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	289.0십억원
발행주식수(보통주)	31.8백만주
52주 최고가 ('26/04/30)	9,090원
최저가 ('25/12/18)	2,600원
평균거래대금(60일)	10,931백만원
배당수익률 (2026E)	1.32%
외국인지분율	11.6%

주요주주

박상순 외 15인 29.8%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	134.0	223.7	114.4
상대수익률 (%p)	129.1	157.3	39.1

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	91.9	150.0	185.0	210.0
증감률	29.9	63.2	23.3	13.5
영업이익	7.8	27.0	37.1	45.8
증감률	-33.4	248.1	37.4	23.3
영업이익률	8.4	18.0	20.1	21.8
(지배지분)순이익	6.3	24.7	32.2	39.3
EPS	199	777	1,013	1,236
증감률	-50.7	291.5	30.3	22.1
PER	14.3	11.7	9.0	7.3
PBR	0.8	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	9.5	9.7	6.6	4.8
ROE	5.5	19.3	21.1	21.3
부채비율	18.4	17.0	15.7	14.5
순차입금	-5.4	-14.2	-34.7	-63.9

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

동사는 2005년 설립, 2021년 코스닥 시장에 상장한 친환경 설비 전문 기업. 주요 제품으로 제조공정에서 발생하는 유해 물질을 정화하는 플라즈마 스크러버를 생산·판매하고 있으며 질소산화물 처리설비 De-NoX&E.P시스템, 백연 제거장치, 파우더 트랩 등 산업 현장에서 발생하는 유해물질을 제거하는 장비를 다수 개발하여 판매 중. 최대주주는 박상순 대표이사로 지분율은 22.11%

Share price drivers/Earnings Momentum

- HJT 태양전지 투자 확대
- 국내외 반도체 설비 투자 확대

Downside Risk

- HJT 태양전지 투자 축소
- 국내외 반도체 설비 투자 지연

Cross valuations (단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
유니셀	14.9	8.5	1.3	1.2	9.5	15.0
GST	14.1	N/A	N/A	N/A	20.1	N/A

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations (단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	8.3	14.3	11.7	9.0	7.3
PBR	0.9	0.8	2.1	1.7	1.4
PSR	1.5	1.0	1.9	1.6	1.4
ROE	12.3	5.5	19.3	21.1	21.3
ROIC	12.5	6.0	20.1	25.5	29.8

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials (단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	16.1	22.8	29.8	42.4	52.1	65.6	89.3	70.8	91.9
영업이익	1.1	0.7	3.7	7.3	10.6	14.7	18.3	11.6	7.8
영업이익률(%)	6.7	3.0	12.3	17.2	20.4	22.4	20.5	16.5	8.4
세전이익	0.5	0.6	4.5	5.8	13.0	18.2	21.0	13.8	6.9
순이익	0.5	0.6	3.7	4.6	10.3	14.8	17.6	12.5	6.3
지배지분순이익	0.5	0.6	3.7	4.6	10.3	14.8	17.6	12.5	6.3
EBITDA	1.5	1.1	4.2	7.7	11.1	15.4	19.1	12.6	8.9
CAPEX	0.1	0.1	0	2.7	1.1	2.3	3.2	12.2	8.1
Free Cash Flow	-0.9	-3.3	4.9	-3.4	7.6	1.2	-6.9	-9.0	0.8
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	588	403	199
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	3,047	3,521	3,701
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	120
순차입금	7.0	6.9	2.4	7.2	-23.9	-9.9	-6.7	-4.6	-5.4
ROE(%)	9.9	5.7	34.8	31.2	26.9	23.0	19.2	12.3	5.5
ROIC(%)	13.2	3.7	12.1	24.6	29.5	28.4	N/A	12.5	6.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	60.5
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	4.2
순차입금 비율(%)	77.2	52.5	28.9	34.2	-42.7	-13.7	-7.3	-4.1	-4.6

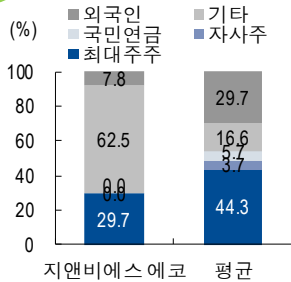
주: 2024년부터 연결재무제표

자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부

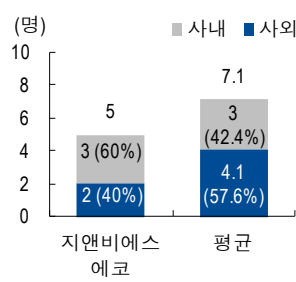
ESG Index & Event

G

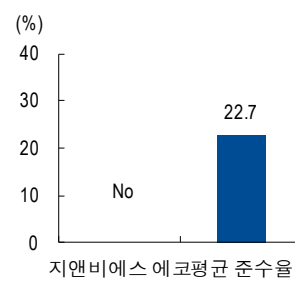
주주 구성



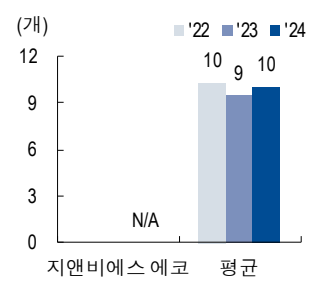
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



기업지배구조 핵심지표 준수



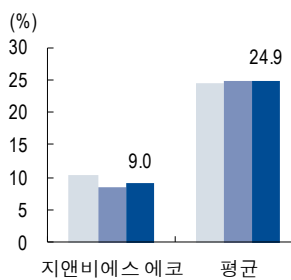
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

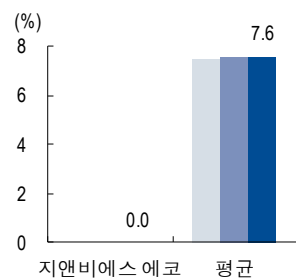
자료: 지앤비에스 에코, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

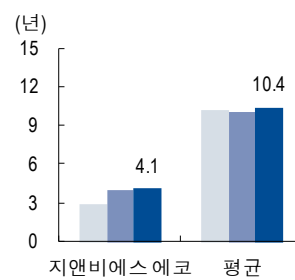
여성 임직원 비율



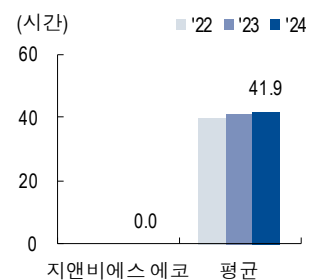
계약직 비율



근속연수



인당 교육시간

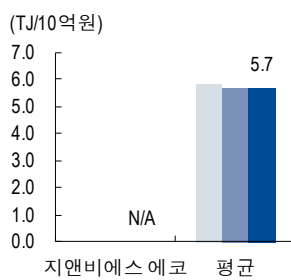


주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

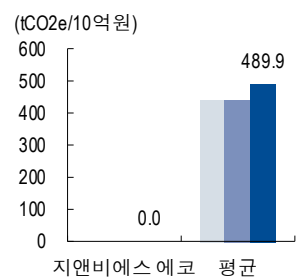
자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부

E

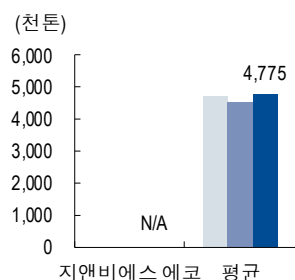
에너지 사용량



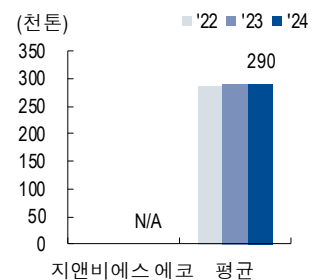
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2014.07	- 무폐수 플라즈마 스크러버 개발
S	2020.01	- 청년친화 강소기업 선정
G	2021.10	- 코스닥시장 상장

자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부

```

    graph LR
      A[가스 Supply System] --> B[Main Process Tool]
      B --> C[진공 필터]
      C --> D[POU 가스 스크러버]
      D --> E[Duct]
      E --> F[Merge Duct]
      F --> G[House 스크러버 Zone-ep]
      G --> H[대기 배출]
  
```

파우더 트랩 (Powder Trap)

- 공정상 진공필트 배관에 쌓이는 파우더 회수
- 배관 막힘 현상 해결 및 부품 수명연장
- 파우더 제거를 위한 설비정지 문제 해소

스크러버 (Scrubber)

- 공정상 사용되고 발생된 유해가스를 안전하게 처리 후 배출
- 탄소 배출 저감

DeNOx & E/PS 시스템

- 가스상 입자상 유해 물질 제거 장치
- 질소 산화물 저감 장치 결합 복합 제거 장치

몰라즈 박연 제거 장치

- 냉각탑에서 발생하는 백연을 저감하는 장치
- 백연으로 인한 민원 해소, 수분 배출 방지 및 수지회 회수

그림2. 차세대 스크러버로 주목받고 있는 플라즈마 스크러버, 무폐수 스크러버

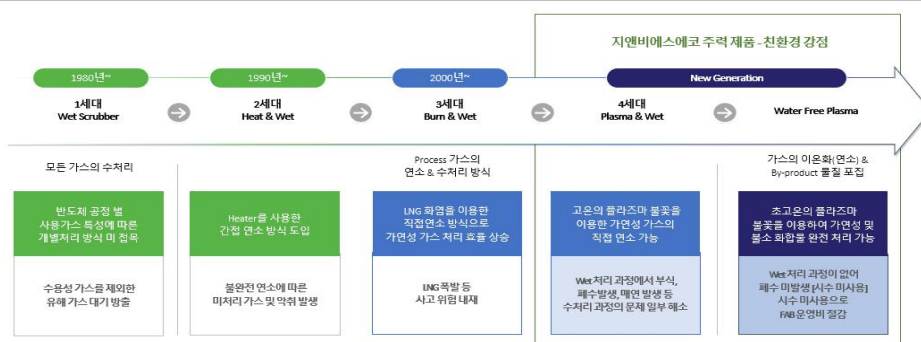


그림3. 주력 제품 Plasma & Wet 스크러버



그림4. 차세대 무폐수 스크러버

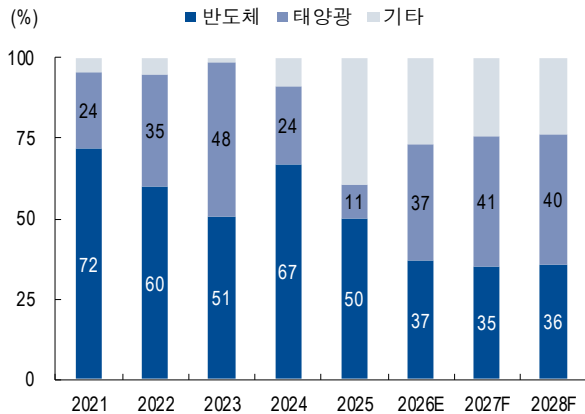


그림5. 지앤비에스 에코 주요 고객사

구분	반도체	디스플레이	태양광	LED	백연 제거장치
해외	           	      	           	  	
국내	    		 	  	   

NH투자증권

그림6. 전방 산업별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 로이터 언론에 보도된 테슬라

Exclusive: Tesla in talks with Chinese firms to buy \$2.9 billion worth of solar equipment, sources say

By Reuters

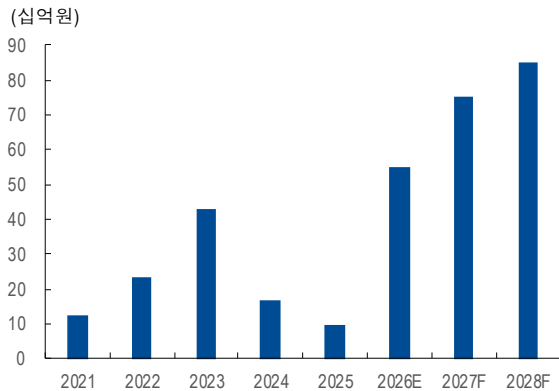
March 20, 2026 11:02 AM GMT+9 · Updated March 21, 2026



March 20 (Reuters) - Tesla (TSLA.O) is looking to buy equipment worth \$2.9 billion for manufacturing solar panels and cells from Chinese suppliers including Suzhou Maxwell Technologies (300751.SZ), two people familiar with the matter said, as CEO Elon Musk aims to add 100 gigawatts of solar capacity in the United States.

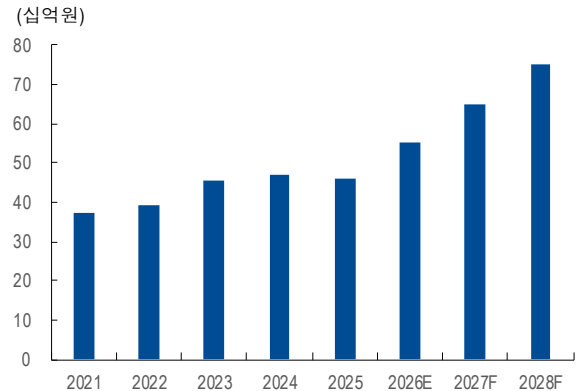
자료: Reuters, NH투자증권 리서치본부

그림8. 태양광 산업향 매출액 추이 및 전망



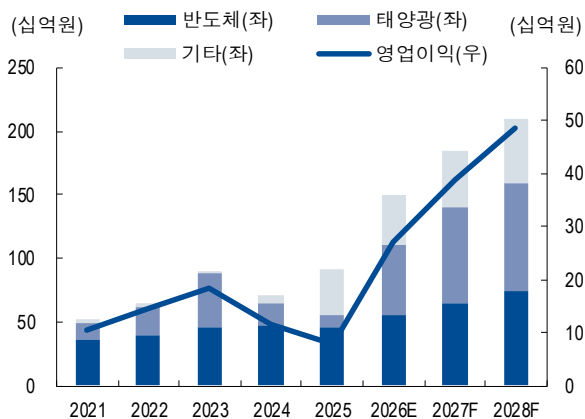
자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부 전망

그림9. 반도체 산업향 매출액 추이 및 전망



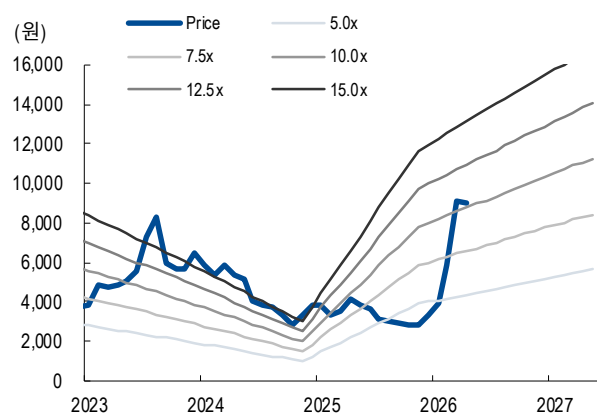
자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부 전망

그림10. 사업 부문별 매출액 영업이익 추이 및 전망



자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부 전망

그림11. 12M Fwd PER Band Chart



자료: 지앤비에스 에코, NH투자증권 리서치본부 전망

씨앤지하이테크 (264660.KQ)

장비에서 소재로, 유리기판이 리레이팅 발판

CCSS 사업은 고객사 투자 재개 및 HBM 증설에 힘입어 양호한 수주 기대. 소재로 사업 영역 확장 중. 유리기판 구리 증착 기술(표면개질 통한 박리강도 개선) 확보. 신공장 증설 완료되는 내년부터 고성장 기대

Analyst 백준기

02)768-7066, jack.baek@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원

02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

※ESG Index/Event는 91페이지 참조

Not Rated

CCSS에서 유리기판, 라이닝시트 등 소재로 사업 영역 확장 중

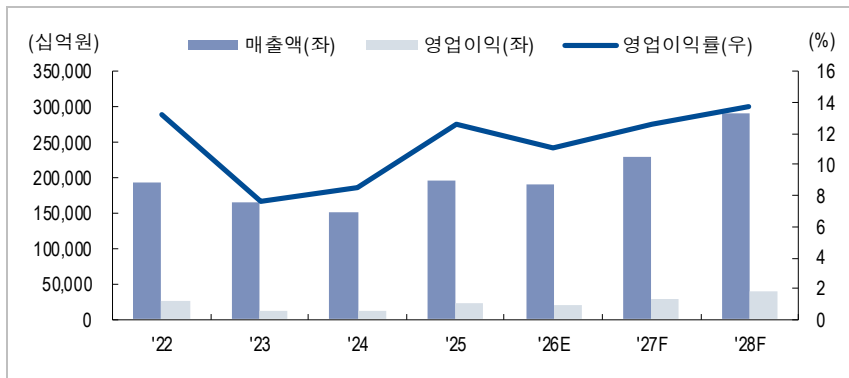
본업인 CCSS(Central Chemical Supply System) 사업은 반도체 고객사 투자와의 연동에 따른 양호한 수주 기대. 이미 주요 고객사의 낸드 Fab 투자에서 800억원 규모의 수주를 확보했고 향후 HBM 등 후속 투자도 이어질 전망. 북미 신규 Fab 투자도 재개되면서 수주에 기여할 것으로 예상. 최근 CCSS에서 소재 및 공정으로 사업 영역 확장. 특히 반도체 공정 내 화학약품 저장 용기의 내면을 보호하는 소재인 라이닝시트는 일본 의존도가 높는데 당사는 이를 국산화해 라미네이팅 공정에 이어 전체 공정까지 적용 확대를 준비 중

유리기판 구리 증착 사업도 추진 중. 주요 경쟁사들도 데모라인을 구축했으나 양산 핵심인 증착 공정의 검증이 필요한 상황. 당사는 플라즈마 기반 건식 공정을 활용해 표면 개질 방식으로 7N의 박리강도를 확보한 것으로 파악. 양산 안정화 단계 이후의 상용화는 빠르면 2027년 예상. 현재 데모라인을 통한 양산 테스트를 준비 중이며 신규 공장 내 일부 라인도 해당 공정에 활용할 계획

증설 이후 고성장 기대

고객사 투자 증가 기조하 당사는 증설로 현재 연 매출 2,000억원 수준인 Capa를 확대할 예정. 올해 4월 착공했으며 2027년 상반기 준공 예상. 2027년 Fwd PER 멀티플이 9.4배에 불과하나, 유리기판 구리 증착 상용화 가시화에 따른 리레이팅 전망

업계 내 독보적인 영업이익률을 기록 중



자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부 전망

현재가 (26/05/15) 22,000원

업종(NHICS)*	디스플레이장비및부품
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	213.9십억원
발행주식수(보통주)	9.7백만주
52주 최고가 ('26/05/06)	25,050원
최저가 ('25/08/01)	11,860원
평균거래대금(60일)	4,341백만원
배당수익률 (2026E)	2.27%
외국인지분율	6.0%

주요주주
홍사문 외 4인 35.6%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	14.5	47.6	61.3
상대수익률 (%p)	12.1	17.3	4.7

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	196.2	192.1	231.2	292.0
증감률	29.8	-2.1	20.4	26.3
영업이익	24.7	21.3	29.1	40.3
증감률	91.2	-13.8	36.6	38.3
영업이익률	12.6	11.1	12.6	13.8
(지배지분)순이익	19.5	16.6	22.8	31.6
EPS	2,009	1,710	2,347	3,255
증감률	180.7	-14.9	37.3	38.7
PER	7.9	12.9	9.4	6.8
PBR	1.1	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.9	8.2	5.3	3.7
ROE	14.8	11.1	13.9	17.0
부채비율	38.0	36.4	33.9	30.5
순차입금	2.9	0.8	1.1	-18.2

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

씨앤지하이테크는 2002년 설립된 반도체, CCSS(화학약품 공급 장치) 전문 기업으로, 반도체 제조 인프라 장비와 소재 사업을 병행. 주요 사업은 반도체 및 디스플레이 공정에 사용되는 화학약품을 저장, 이송, 공급하는 CCSS의 설계, 제작 및 설치이며, Fab 투자와 연동되는 구조를 기반으로 안정적인 성장 중. 동사는 장비 사업을 기반으로 O&M(유지보수) 서비스로 사업 영역을 확장하고 있으며 이로 인해 반복 매출 구조를 확보. 동시에 라이닝시트, 방열기판, 저유전 FCCL 등 소재 사업으로 포트폴리오를 확대 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 고객사 투자 재개에 따른 CCSS 수주 회복 구간 진입
- 유리기판 증착 공정 기반 신규 성장 축 확보

Downside Risk

- 고객사 투자 변동성에 따른 실적 가시성 제한
- 신사업(유리기판) 상용화 불확실성

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
에스티아이	7.4	6.7	N/A	N/A	29.8	N/A
한양이엔지	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
티이엠씨씨엔에스	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	13.0	7.9	12.9	9.4	6.8
PBR	0.7	1.1	1.4	1.2	1.1
PSR	0.6	0.8	1.1	0.9	0.7
ROE	5.9	14.8	11.1	13.9	17.0
ROIC	13.7	21.7	14.8	18.0	22.7

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

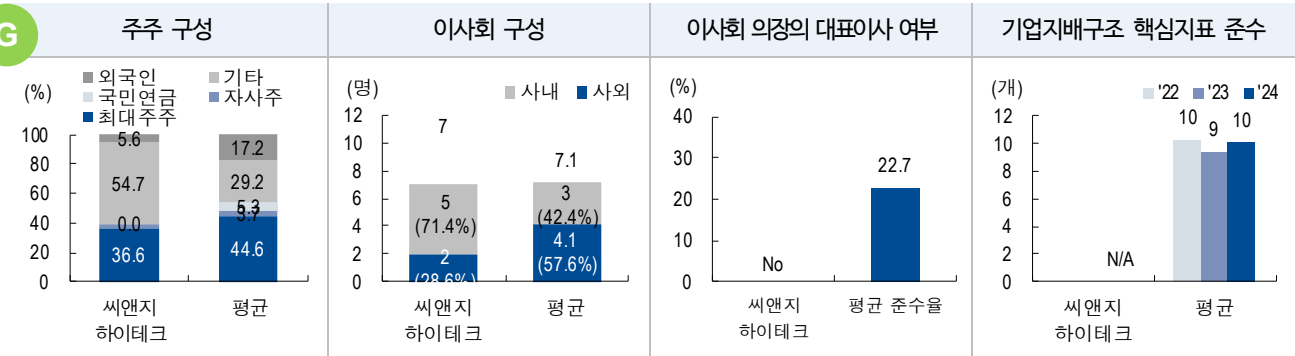
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	N/A	N/A	N/A	N/A	101.4	192.8	166.7	151.2	196.2
영업이익	N/A	N/A	N/A	N/A	7.3	25.4	12.7	12.9	24.7
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	7.2	13.2	7.6	8.6	12.6
세전이익	N/A	N/A	N/A	N/A	7.3	20.9	14.6	9.4	25.0
순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	5.0	16.9	12.8	6.9	19.5
지배지분순이익	N/A	N/A	N/A	N/A	5.0	16.9	12.8	6.9	19.5
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	8.1	26.8	14.6	14.9	26.9
CAPEX	N/A	N/A	N/A	N/A	1.7	10.1	15.8	5	6.8
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	N/A	-22.0	16.5	11.0	-4.2	8.1
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	581	1,966	1,441	716	2,009
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	N/A	9,015	10,806	11,927	12,415	14,726
DPS(원)	78	98	147	343	147	495	396	99	550
순차입금	N/A	N/A	N/A	N/A	-6.7	2.6	-18.4	-2.2	2.9
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	6.4	19.8	12.6	5.9	14.8
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	29.3	15.9	13.7	21.7
배당성향(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	24.4	24.5	28.1	13.5	26.5
배당수익률(%)	N/A	1.7	1.7	2.5	1.1	4.3	3.1	1.1	3.5
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	-8.7	2.8	-16.5	-1.8	2.0

자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

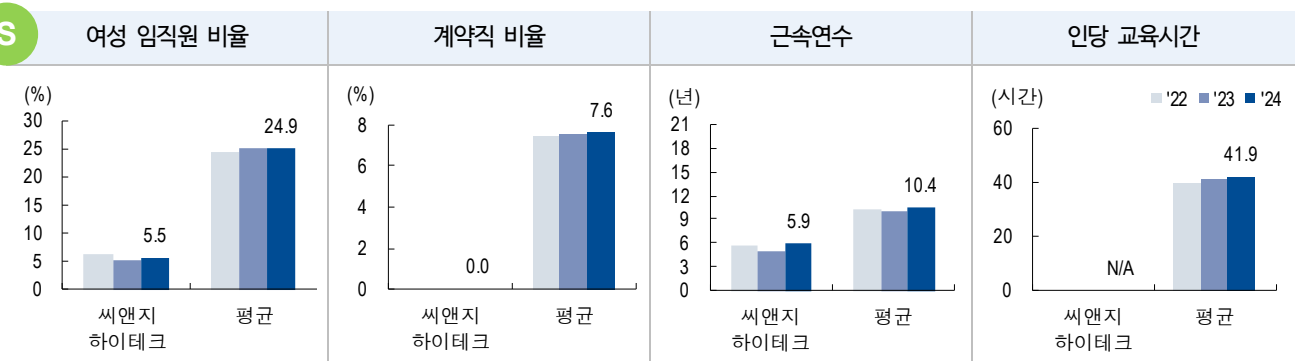


주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 씨앤지하이테크, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

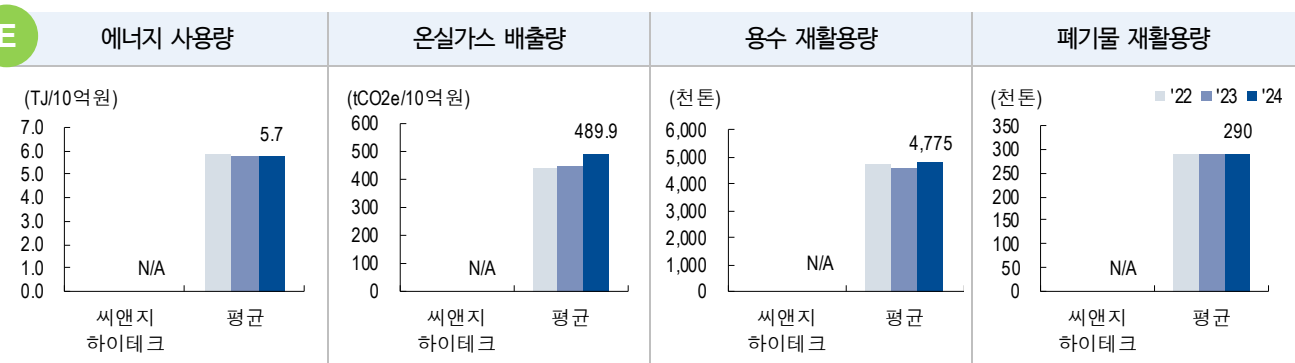
S



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	N/A	- N/A
G	2028.01	- 코스닥 시장 상장

자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부

CCSS에서 소재로 사업 영역 확장 중

Capex 회복과 함께 돌아오는 본업

씨앤지하이테크는 반도체 및 디스플레이 공정 내 화학약품을 저장, 이송, 공급하는 CCSS(Central Chemical Supply System) 장비를 주력으로 하는 기업이다. CCSS 사업은 고객사 Fab 투자와 직접적으로 연동되는 구조로 전방산업의 Capex 흐름이 실적을 좌우한다.

2024년까지는 메모리 업황 둔화와 주요 고객사의 투자 지연 영향으로 부진했던 수주는 최근 투자 방향성이 정상화되며 2025년 빠른 개선을 보였다. 특히 고부가 메모리 중심의 투자 재개 본격화가 긍정적으로 작용했다. 이미 주요 고객사의 대형 Fab 투자에서 약 800억원 규모의 수주를 확보한 바 있다.

북미 신규 Fab 역시 재개되어 2026년 내 투자가 마무리될 것으로 예상되는 가운데 또 다른 주요 고객사의 추가 증설도 이어지고 있다. 전반적으로 투자 사이클이 우호적으로 전환되고 있어 동사 본업의 턴어라운드 가시성이 높다.

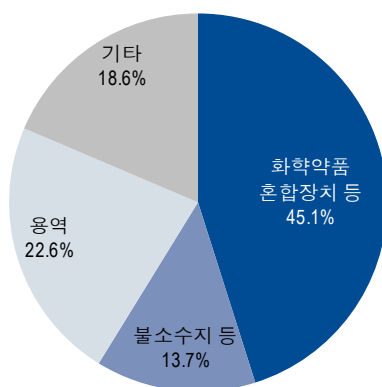
장비를 넘어 반복 매출 구조로

CCSS는 설치 이후에도 지속적인 유지보수가 필요한 인프라 성격의 설비다. 이에 따라 동사는 유지보수(O&M) 기반의 반복 매출 구조를 확보했다. 반복 매출 구조는 Capex 사이클에 대한 의존도 완화와 동시에 꾸준한 실적 증가세에 기여하는 요인이다.

라이닝시트 중심 소재 사업 진입

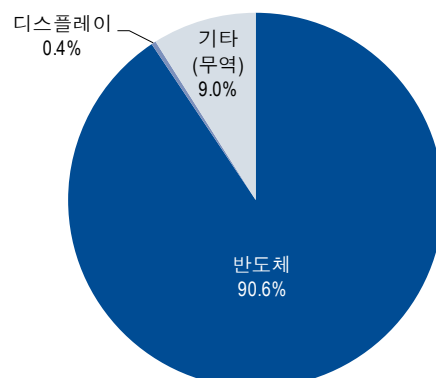
이에 더해 동사는 라이닝시트, 방열기판, 저유전 소재 등으로 사업 포트폴리오를 확대하고 있다. 이 중 라이닝시트는 화학약품 저장 탱크 내부에 적용되는 불소수지 기반 소재로 높은 내화학성이 요구되는 핵심 부품이다. 그동안 일본 업체 의존도가 높았던 소재이나 동사는 라미네이팅 공정 국산화를 기반으로 밸류체인에 진입하고 있으며 나아가 전체 공정 내재화까지 추진 중이다. 장비에서 소재로의 사업 영역 확장은 단순한 다각화 차원을 넘어 중장기 포트폴리오 안정화로 이어질 수 있다.

그림1. 제품별 매출 Breakdown



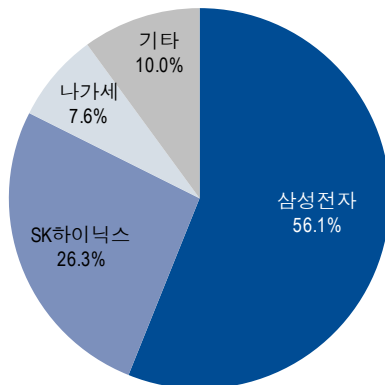
자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부

그림2. 수요처별 매출 Breakdown



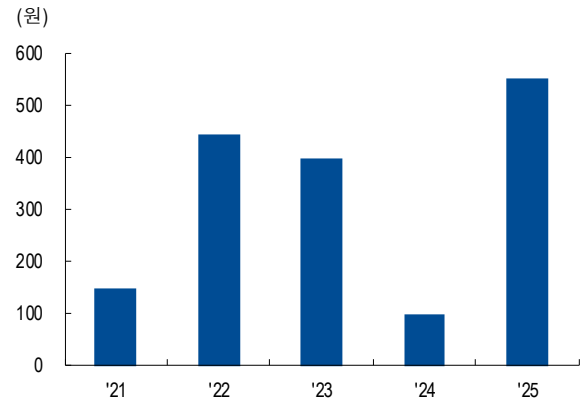
자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부

그림3. 고객사별 매출 Breakdown



자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부

그림4. 연결 배당성향은 20% 후반에서 형성



자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부

유리기판용 구리 증착

현재 동사 신사업에서 가장 중요한 포인트는 유리기판 구리 증착 사업이다.

유리기판은 기존 PCB 대비 열 방출 특성이 우수해 고성능 반도체, 특히 AI 연산 환경에서 핵심 소재로 부상하고 있다. 현재 다수의 글로벌 업체들이 데모라인을 구축하며 상용화를 준비 중이지만 실제 양산 관점에서는 여전히 구리 증착이 큰 난제로 남아 있다. 유리와 구리는 물성 자체가 달라 접합이 쉽지 않기 때문이다. 기존 공정에서는 접착력이 5N(뉴턴)을 넘지 않거나 유리가 깨지는 한계가 있었다.

동사는 이 부분을 건식 기반 표면개질 방식으로 접근하고 있다. 플라즈마 공정을 활용해 유리 표면 자체를 변화시키는 방식이며 7N 수준의 박리강도를 확보한 것으로 파악된다. 단순히 접착제를 개선하는 것이 아니라 표면 특성을 바꾸는 방식이다. 여기에 HAR(고종횡비) 구조도 중요한데 현재 1:7.5 수준을 넘어 1:10 수준까지 개발을 진행 중인 것으로 파악된다.

현재 시제품 기반 고객사 테스트가 진행되는 단계로 양산 안정화까지는 시간이 필요할 것으로 보인다. 실제 상용화 시점은 고객사 채택 여부에 따라 결정되겠지만 동사는 빠르면 2027년, 늦어도 2028년 내 상용화를 목표로 하고 있다.

표1. 동사가 보유 중인 유리기판 구리 증착 기술

항목		내용	Remark
Glass Spec.	종류	Borosilicate/Boro-Aluminosilicate/Quartz 등	
	CTE	3~9 (0~300°C, X 10 ⁻⁶ /°C)	
	계면 조도	< 20nm	
	두께	~1,500μm	
	TGV (Through-Glass Via)	~100μm	
Metal Layer Spec.		10μm 이하	
박리강도		7 N/cm 이상	
미세 회로(Line/Space)		Min. 10/10μm	Line/Space = 5 μm/5 μm 이하 테스트 예상
열충격시험		3,000회, Delamination 미발생	L/S = 10/10 μm 1cycle(15min) : -40°C~125°C
TGV Conformal & Filling Aspect Ratio		1:5	
제품 사이즈		510 x 515 mm	

자료: 씨앤지하이테크, NH투자증권 리서치본부

신사업이 빛을 보는 2027년 기대

2026년은 실적 숨
고르기 구간,
2027년은 신사업이
빛을 보는 시기

2026년 매출액은 1,921억원(-2.1% y-y), 영업이익은 213억원(-13.8% y-y)을 기록하며 전년 대비 큰 폭의 성장보다는 숨 고르기 구간에 진입할 것으로 보인다. 다만 2027년부터는 증설 효과에 힘입어 매출액이 2,312억원(+20.4% y-y)으로 크게 개선될 것으로 예상된다. 단기 실적 레벨보다는 투자 사이클 회복에 따른 수주 정상화와 소재 및 공정 사업 확장, 그리고 유리기판이라는 신규 성장축 확보가 중요하다. 기존 사업 구조는 고객사 투자에 의존적이었으나 이제는 다르다. 소재 사업 확대를 통해 수익 구조 안정성과 성장 동력을 확보할 수 있는지가 관전 포인트다.

표2. Peer Group Analysis

(단위: 원, 십억원, 배)

회사명		씨앤지하이테크	에스티아이	한양이엔지	티이엠씨씨엔에스
주가 (5/15)		22,000	30,200	30,450	7,940
시가총액(십억원)		213.9	468.3	532.9	79.4
매출액	2025	196.2	328.1	1,118.2	168.0
	2026E	192.1	657.1	0.0	0.0
	2027F	231.2	735.9	0.0	0.0
영업이익	2025	24.7	19.7	53.7	9.0
	2026E	21.3	101.5	0.0	0.0
	2027F	29.1	114.5	0.0	0.0
순이익	2025	19.5	15.4	41.8	4.2
	2026E	16.6	85.4	0.0	0.0
	2027F	22.8	94.6	0.0	0.0
PER	2025	7.9	31.3	9.2	15.7
	2026E	12.9	7.4	0.0	0.0
	2027F	9.4	6.7	0.0	0.0
PBR	2025	1.1	1.6	0.6	0.6
	2026E	1.4	0.0	0.0	0.0
	2027F	1.2	0.0	0.0	0.0
ROE	2025	14.8	5.6	6.8	3.8
	2026E	11.1	29.8	0.0	0.0
	2027F	13.9	0.0	0.0	0.0

주: 씨앤지하이테크는 당사 추정치 기준, 나머지 기업은 컨센서스 기준

자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치본부

에프엔에스테크 (083500.KQ)

반도체 부품·소재 기업으로 가치 재평가 전망

IT 장비 및 부품, 소재 전문 기업으로 디스플레이 공정 장비에서 반도체 부품 소재 기업으로 매출 비중이 변화하고 있으며, 이에 실적 고성장과 더불어 기업가치 또한 재평가 지속 전망

Analyst 심의섭
02) 2229-6036, esshim@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원
02) 768-7702, namuh.mok@nhsec.com

장비, 부품, 소재 전부를 아우르는 IT 강소기업

동사는 디스플레이 제조 공정에 쓰이는 세정, 박리, 식각 장비 등을 국산화하며 사업 기반을 확보하였으며, 이후 부품, 소재로 사업 영역을 확장해 UV Lamp, CMP Pad 등을 주요 반도체 제조사향으로 납품하며 성장. 이외 OLED 공정에 사용되는 OMM을 재사용할 수 있게 세정해주는 사업 또한 영위

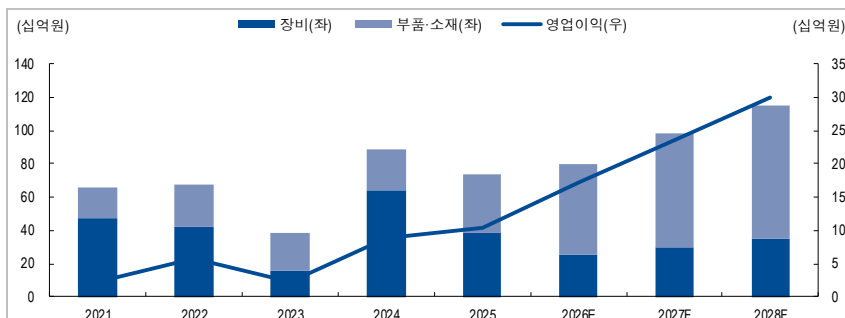
실적 성장과 기업가치 재평가를 이끄는 부품·소재 사업

CMP Pad는 웨이퍼 연마를 위한 핵심 공정 소모성 부품으로 HBM을 비롯하여 공정 미세화가 심해지며 중요성 또한 커지는 추세. 동사는 2015년 삼성전자향 납품을 시작으로 지난해 HBM 공정 품질 승인을 통과해 올해부터 본격적으로 납품을 시작하며 실적 고성장을 이끌 전망

또한 동사는 IT 공정 내 초순수를 공급하기 위해 쓰이는 UV Lamp 등을 제조. 주요 고객사들의 설비투자 확대와 더불어 지난해 인수한 아사히 램프 연결 효과 온기 반영 예정. 인수를 통한 재무적 성과 뿐 아니라 기술 내재화, 글로벌 고객사 확대 등 다양한 방면에서 시너지를 확대해 나갈 것으로 기대

2026E 매출액 800억원(+8.6% y-y), 영업이익 173억원(+67.0% y-y) 전망. 장비 부문 매출액 감소를 부품·소재 사업부문에서 상쇄하며 전사 매출 성장을 이끌 것으로 추정되며, 수익성 높은 부품·소재 사업 매출 비중 증가로 큰 폭의 영업이익 성장 전망. 2026E PER 12.6배 수준으로 실적 고성장과 더불어 반도체 부품·소재 기업으로 재평가가 기대되어 Valuation re-rating 지속 전망

에프엔에스테크 사업 부문별 매출액 및 영업이익 추이, 전망



자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 99페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) 19,500원

업종(NHICS)*	디스플레이장비및부품
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	167.2십억원
발행주식수(보통주)	8.6백만주
52주 최고가 ('26/05/06)	21,500원
최저가 ('25/06/16)	8,830원
평균거래대금(60일)	4,036백만원
배당수익률 (2026E)	1.74%
외국인지분율	14.8%

주요주주

한경희 외 9인 31.7%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	22.7	63.5	100.6
상대수익률 (%p)	20.1	29.9	30.2

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	73.7	80.0	98.0	115.0
증감률	-16.8	8.6	22.5	17.3
영업이익	10.3	17.3	23.5	30.0
증감률	17.5	67.0	36.1	27.6
영업이익률	14.1	21.6	24.0	26.1
(지배지분)순이익	8.7	13.2	18.0	23.3
EPS	1,014	1,545	2,097	2,717
증감률	-37.9	52.4	35.7	29.6
PER	14.3	12.6	9.3	7.2
PBR	1.5	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.3	7.0	4.9	3.4
ROE	10.8	14.9	17.6	19.4
부채비율	39.3	31.2	28.5	24.6
순차입금	-10.9	-21.4	-38.9	-60.0

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

에프엔에스테크는 2002년 설립, 2017년 코스닥 시장에 상장한 IT 장비, 부품, 소재 전문 기업. 동사는 디스플레이 제조 공정에 쓰이는 세정, 박리, 식각 장비 등을 국산화하며 사업 기반을 확보하였으며, 이후 부품, 소재로 사업 영역을 확장해 UV Lamp, CMP Pad 등을 주요 반도체 제조사향으로 납품. 최대주주는 한경희 이사회 의장으로 23.80% 지분 보유

Share price drivers/Earnings Momentum

- 반도체 업황 호조
- Lamp 사업 고객사 확대

Downside Risk

- 반도체 업황 부진
- Lamp 사업 고객사 확대 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
SKC	N/A	N/A	5.4	5.7	-24.9	-7.7
케이씨텍	17.7	11.8	1.7	1.5	10.8	14.4
인베니아	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	4.9	14.3	12.6	9.3	7.2
PBR	0.9	1.5	1.8	1.5	1.3
PSR	0.8	1.7	2.1	1.7	1.5
ROE	20.0	10.8	14.9	17.6	19.4
ROIC	17.1	16.9	19.2	25.9	33.7

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

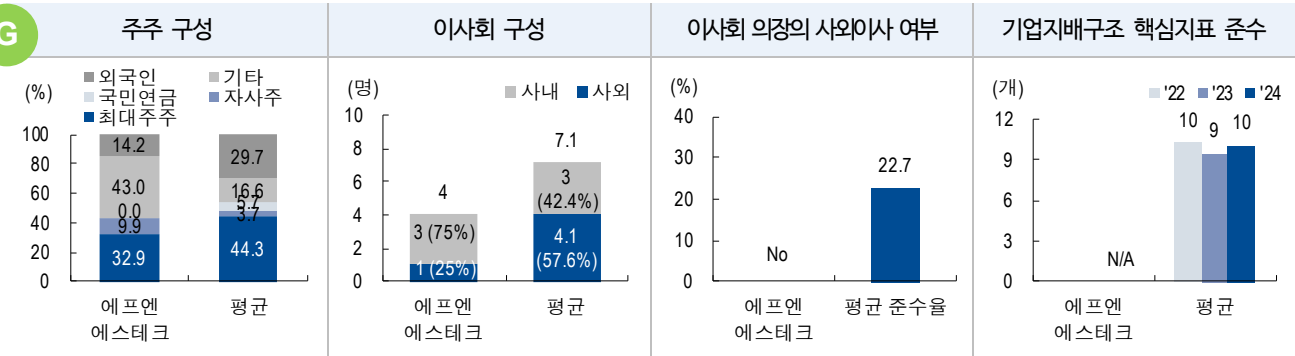
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	N/A	N/A	34.1	91.9	66.1	67.6	38.9	88.5	73.7
영업이익	N/A	N/A	2.2	11.1	2.4	5.8	2.3	8.8	10.3
영업이익률(%)	N/A	N/A	6.3	12.1	3.6	8.6	5.9	10.0	14.1
세전이익	N/A	N/A	1.7	10.3	1.4	5.6	1.7	14.8	10.7
순이익	N/A	N/A	1.4	8.2	0.9	4.0	1.4	14.6	9.2
자배지분순이익	N/A	N/A	1.4	8.2	1.6	4.8	1.8	14.0	8.7
EBITDA	N/A	N/A	3.7	12.8	4.5	8.9	5.5	11.7	14.0
CAPEX	N/A	N/A	1.2	3.0	17.1	1.5	3.4	9.7	2.6
Free Cash Flow	N/A	N/A	2.8	18.4	-26.5	13.2	8.7	0.5	4.5
EPS(원)	N/A	N/A	198	1,030	185	566	207	1,632	1,014
BPS(원)	N/A	N/A	6,180	6,802	6,925	7,289	7,464	8,950	9,773
DPS(원)	0	0	0	200	50	100	80	200	340
순차입금	N/A	N/A	-1.1	-20.2	8.6	-1.1	-8.9	-19.0	-10.9
ROE(%)	N/A	N/A	3.1	15.9	2.7	8.0	2.8	20.0	10.8
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	19.9	3.2	7.1	3.7	17.1	16.9
배당성향(%)	N/A	N/A	0.0	19.6	25.8	16.5	36.0	11.1	30.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	1.6	0.4	1.4	0.7	2.5	2.3
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	-2.5	-33.6	14.3	-1.7	-13.7	-24.5	-12.4

자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

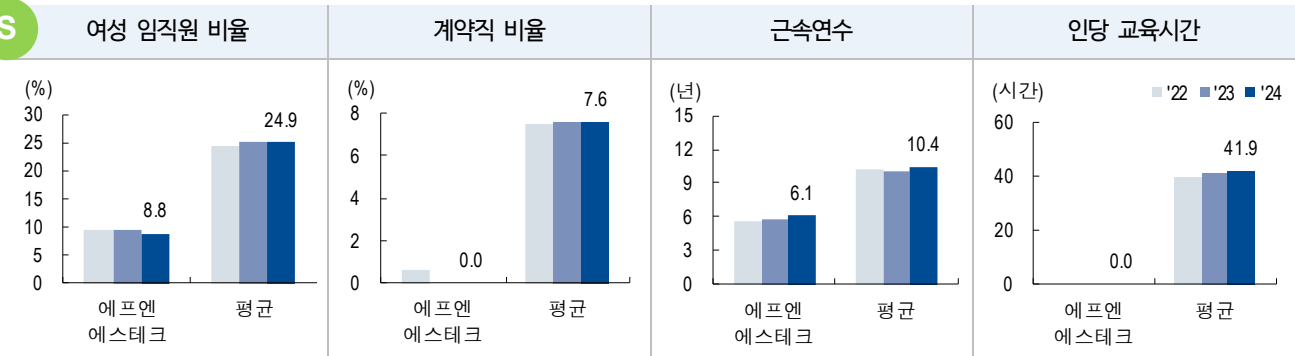


주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 에프엔에스테크, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

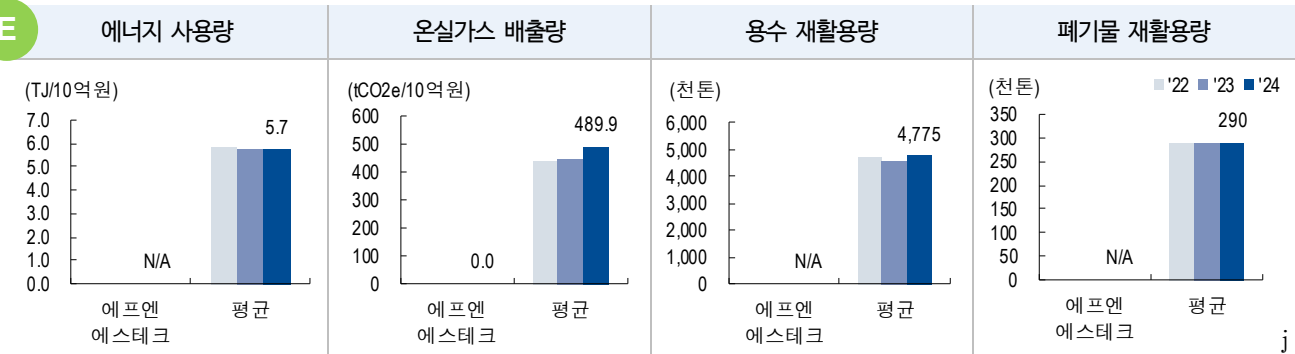
S



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	2024.01	- 풀뿌리희망재단 '희망나눔기업' 협약 및 기부
G	2026.03	- 2026 기업가치 제고 계획 발표
	2025.03	- 전년 대비 배당금 약 70% 증액

자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부

디스플레이 장비에서 반도체 소재 부품 기업으로 탈피

디스플레이 장비 제조기업에서 반도체 소재 부품 기업으로 성공적으로 전환

에프엔에스테크는 2002년 스피닉스로 설립되어 2017년 코스닥 시장에 상장한 IT 장비 및 부품, 소재 전문 기업이다. 동사는 디스플레이 제조 공정에 쓰이는 세정, 박리, 식각 장비 등을 국산화하며 사업 기반을 확보하였으며, 이후 부품, 소재로 사업 영역을 확장해 UV Lamp, CMP Pad 등을 주요 반도체 제조사향으로 납품하고 있다.

동사 사업 부문은 크게 장비 부문과 부품·소재 부문으로 구분된다. 장비 부문에서는 디스플레이 제조 공정에 쓰이는 다양한 장비(Etcher, Stripper, Cleaner, Developer, GSM, Mask Cleaner 등)를 주로 생산하고 있으며, 부품·소재 부문에서는 반도체 웨이퍼 표면을 평탄화하는 공정에 쓰이는 CMP Pad 및 반도체, 디스플레이 공정에 초순수를 공급하기 위한 TOC 산화장치 및 UV Lamp를 공급하고 있다. 이외에도 동사는 고객사 니즈에 맞춰 OLED 공정에 사용되는 OMM(Open Metal Mask)를 재사용할 수 있게 세정해주는 사업 또한 영위하고 있다.

그림1. 에프엔에스테크 사업 연혁



자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부

그림2. 에프엔에스테크 디스플레이 제조 장비



자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부

실적 성장과 기업가치 재평가를 이끄는 부품·소재 사업

반도체 업황 호조에 따른 CMP Pad 매출 고성장 전망

CMP(Chemical Mechanical Polishing) 공정은 반도체 웨이퍼 표면을 물리·화학적 반응을 통해 평탄하게 만드는 과정으로, 미세 공정이 심화됨에 따라 그 중요성 또한 커지고 있다. CMP Pad는 웨이퍼와 직접 맞닿아 연마가 이뤄지게 하는 핵심 소모성 부품으로 과거에는 제조 기술 난이도가 높아 과거 미국 듀폰(DuPont) 등 외산 업체들이 시장의 80% 이상을 점유해 왔으나, 동사는 2013년 이노패드 인수를 통해 확보한 기술을 바탕으로 국산화에 성공하였다.

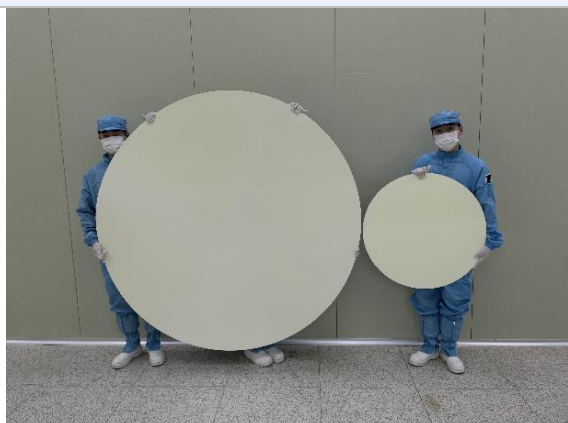
동사는 2015년 삼성전자향 CMP Pad 납품을 시작으로 고객사 내 점유율을 늘려왔으며, 지난해 HBM 공정 품질 승인을 통과하여 올해부터 본격적인 납품이 시작되었다. HBM을 주축으로 메모리 반도체 업황 호조가 지속 전망되는 가운데 동사 사업 수혜 또한 중장기적으로 기대된다.

아사히 램프 인수를 통한 Lamp 사업 고성장 또한 전망

Lamp 사업 고성장 또한 주요 기대요인이다. 동사는 반도체, 디스플레이 공정에 초순수를 공급하기 위해 쓰이는 TOC 산화장치 및 UV Lamp를 공급하고 있으며, 주요 고객사들의 설비투자 확대와 더불어 고객사 내 점유율 증가로 지속 성장하고 있다. 이와 더불어 지난해 8월 인수한 아사히 램프는 반도체 급속 열처리(RTP) 및 에피텍셀 증착(EPI) 공정에 필수로 쓰이는 텅스텐 할로겐 램프 제조사로, AMAT, TSMC, 마이크론 등 글로벌 탑티어 기업들을 주요 고객사로 보유하고 있다.

동사는 아사히 램프 인수를 통해 외형 성장과 더불어 기술 내재화, 글로벌 고객사 확대 등 다양한 방면에서 시너지를 확대해 나갈 것으로 기대된다. 이에 재무적 성과 뿐 아니라 동사 기업가치 측면에서도 재평가 요인으로 작용할 것으로 전망된다.

그림3. 웨이퍼 표면을 연마하는데 쓰이는 CMP Pad



자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부

그림4. 초순수 내 유기물을 분해하는 UV Lamp



자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부

실적 고성장과 더불어 Valuation 또한 반도체 부품·소재 기업으로 재평가 전망

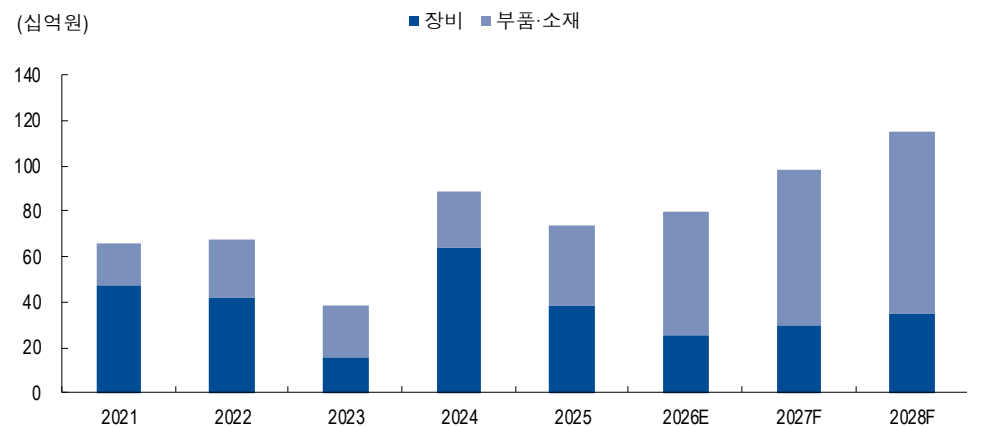
반도체 부품·소재 기업으로 기업가치 재평가 전망

지난해 동사 실적은 전방 디스플레이 기업들의 투자 위축으로 인해 매출액은 감소하였으나, 영업이익은 부품·소재 사업 매출 비중 확대 등에 힘입어 성장세를 이어갔다. 올해에도 장비 사업부문 매출은 주요 고객사들의 투자 위축으로 다소 부진할 것으로 전망되나, 부품·소재 부문에서 CMP Pad 매출 고성장 및 아사히 램프 인수 효과 또한 온기 반영되며 전사 실적 고성장을 이끌 것으로 기대된다.

2026E 매출액 800억원(+8.6% y-y), 영업이익 173억원(+67.0% y-y)으로 장비 부문 매출액 감소를 부품·소재 사업부문에서 상쇄하며 전사 매출 성장을 이끌 것으로 전망되며, 수익성 높은 부품·소재 사업 매출 비중 증가로 영업이익은 큰 폭 증가할 것으로 추정된다.

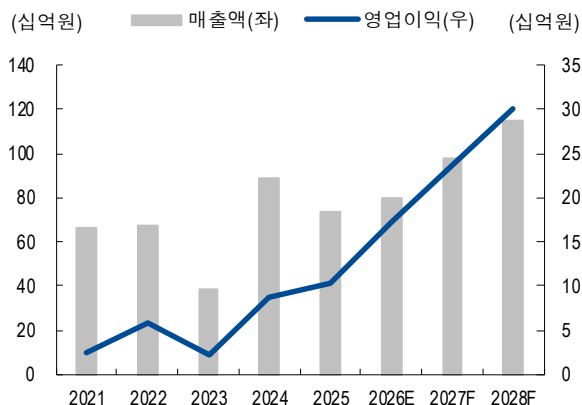
2026년 예상 실적 기준 PER 12.6배 수준으로 저평가 구간으로 판단된다. 반도체 호황과 더불어 CMP Pad 및 Lamp 사업 고성장 등 실적 성장과 더불어 Valuation Re-rating 여지 또한 높다 판단된다. 디스플레이 장비 기업에서 반도체 부품·소재 기업으로 재평가가 지속 기대되는 동사에 관심이 필요한 시점이다.

그림5. 사업 부문별 매출액 추이 및 전망



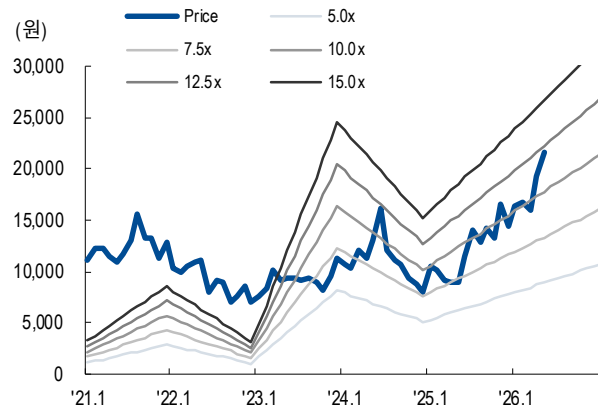
자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부 전망

그림6. 매출액 영업이익 추이 및 전망



자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부 전망

그림7. 12M Fwd PER Band Chart



자료: 에프엔에스테크, NH투자증권 리서치본부 전망

그리드위즈 (453450.KQ)

전력망 재편 시대, 에너지데이터 테크 No.1

국내 수요관리 1위 사업자. 신재생 설비 투자 확대, 데이터 기반 지능형 수요 조절 중심 등의 에너지 정책 변화와 데이터 센터 등 SI인프라 확산에 따른 중장기 성장성 기대

Analyst 강경근
02)2229-6487, kyeongkeun@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원
02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

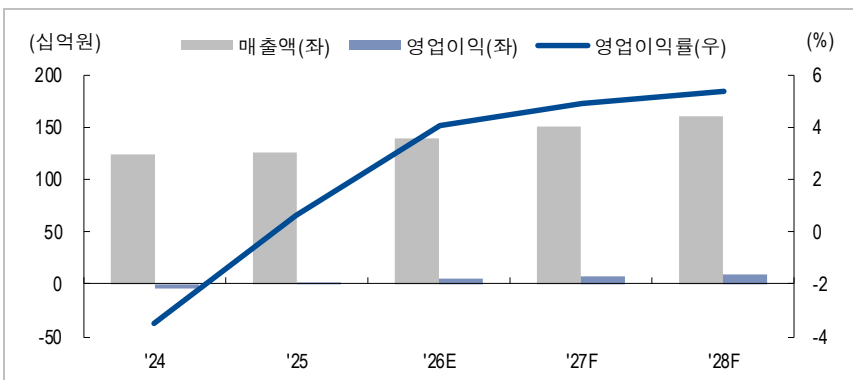
국내 1위 전력 수요관리 기업

에너지 데이터 테크 전문 기업. 분산 에너지 자원의 효율적 운영을 위한 통합 플랫폼 솔루션 제공. 국내 수요관리(이하 DR) 1위 사업자. 1만8,100개 이상의 우량 고객사 확보 및 99%의 높은 고객 유지율 기록 중. KPX(전력거래소)와 전기사용자를 잇는 플랫폼 역할을 수행하며 수급 상황에 따른 감축 지시 이행과 정산 업무 총괄. 참여 고객의 전력 사용 패턴을 AI 기반 알고리즘으로 분석하여 최적의 감축 포트폴리오를 구성하고 전력거래소로부터 지급받는 정산금 중 일정 비율을 수수료로 취득

에너지 정책 변화와 SI인프라 확산에 따른 중장기 성장 전망

계통 안정성 확보에 필요한 유연성 자원으로서 DR의 가치는 극대화될 전망. 제11차 전력수급기본계획에서 정부는 2038년 목표 전력 수요를 129.3GW로 설정. 이 중 16.3GW(12.6%)는 DR을 통해 달성할 예정. 해당 규모는 현재 시장 규모의 약 3.6배 수준인데, 이는 전력 공급 방식이 대규모 설비 확충에서 데이터 기반의 지능형 DR 중심으로 이동 중임을 시사. DR은 ESS 및 V2G(전기차) 자원과의 융합을 통해 VPP(가상발전소) 형태로 고도화될 것. 한편 신재생에너지 확대는 패스트 DR과 같은 고부가가치 서비스 수요를 창출하는 바 동사의 정산금 외 운영 대행 및 컨설팅 수수료 등 수익원 다변화 기대

실적 추이 및 전망



자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 105페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) 19,870원

업종(NHICS)*	유틸리티
KOSPI / KOSDAQ	7384.56 / 1210.17
시가총액(보통주)	199.4십억원
발행주식수(보통주)	7.9백만주
52주 최고가 ('26/04/29)	26,450원
최저가 ('25/12/30)	13,640원
평균거래대금(60일)	6,742백만원
배당수익률 (2026E)	0.00%
외국인지분율	0.8%

주요주주	
김구환 외 2인	28.8%
SK가스	20.8%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	53.8	49.6	45.4
상대수익률 (%p)	37.4	11.0	-13.3

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	125.6	139.1	150.8	160.6
증감률	0.7	10.7	8.5	6.5
영업이익	0.8	5.7	7.4	8.6
증감률	흑전	597.1	30.8	15.9
영업이익률	0.6	4.1	4.9	5.4
(지배지분)순이익	2.1	6.1	8.1	9.5
EPS	269.5	765.7	1,014.8	1,192.4
증감률	흑전	184.1	32.5	17.5
PER	50.6	26.0	19.6	16.7
PBR	0.8	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.6	15.3	12.4	10.5
ROE	1.6	4.5	5.6	6.2
부채비율	41.7	42.4	42.2	41.4
순차입금	-25.8	-30.6	-37.3	-45.5

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

그리드위즈는 2013년 설립된 에너지 데이터 테크 전문 기업. 분산 에너지 자원의 효율적 운영을 위한 통합 플랫폼 솔루션을 제공. 주요 사업영역은 DR(수요관리), EM(이모빌리티), ESS(에너지저장장치), PV(태양광)으로 구성. 2025년 말 기준 최대주주는 김구환 대표(지분율 21.74%)로 최대주주 및 특수관계인 지분율은 28.82%

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내 AI 인프라 확산에 따른 전력 수요 증가
- 신재생에너지 설비 투자 확대
- 지정학적 리스크로 인한 정산금 상승

Downside Risk

- 신재생에너지 투자 감소

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
Alfen NV	71.2	45.0	1.8	1.8	-0.8	2.7
Eaton Corp	31.0	26.6	7.2	6.4	23.7	24.2
Enphase Energy	17.7	15.2	3.9	3.3	10.6	13.4

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	N/A	50.6	26.0	19.6	16.7
PBR	1.0	0.8	1.1	1.1	1.0
PSR	1.0	0.9	1.1	1.0	1.0
ROE	-2.9	1.6	4.5	5.6	6.2
ROIC	-9.4	-0.6	7.1	9.2	10.7

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

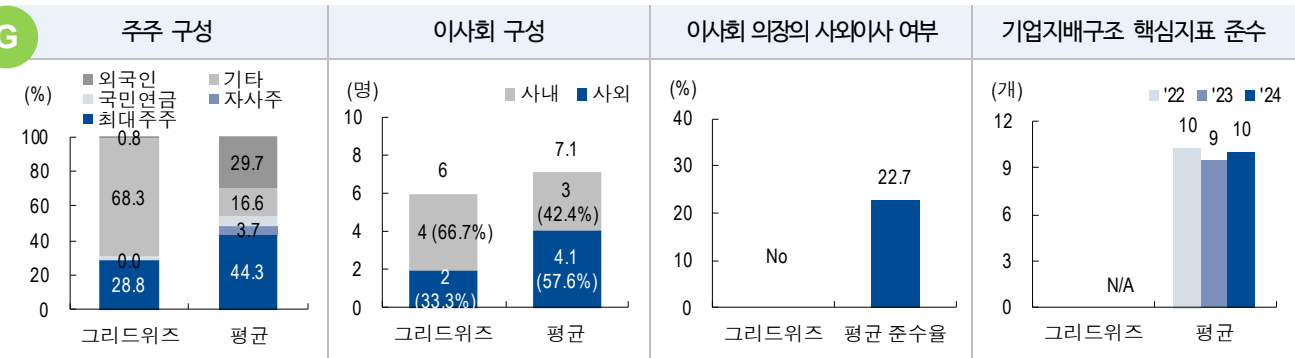
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	N/A	N/A	N/A	40.4	110.7	132.1	131.9	124.7	125.6
영업이익	N/A	N/A	N/A	-1.3	3.2	9.0	1.6	-4.3	0.8
영업이익률(%)	N/A	N/A	N/A	-3.2	2.9	6.8	1.2	-3.5	0.6
세전이익	N/A	N/A	N/A	-1.9	4.8	0.8	4.3	-1.9	1.8
순이익	N/A	N/A	N/A	-1.9	5.7	-0.3	4.2	-2.8	2.0
자배지분순이익	N/A	N/A	N/A	-1.9	5.8	-0.2	4.3	-3.0	2.1
EBITDA	N/A	N/A	N/A	0.0	7.2	13.6	6.1	0.2	5.6
CAPEX	N/A	N/A	N/A	0.4	3	2.4	0.4	0.7	29.8
Free Cash Flow	N/A	N/A	N/A	-2.9	6.3	3.0	2.2	1.8	-24.4
EPS(원)	N/A	N/A	N/A	-479	1,467	-58	922	-411	270
BPS(원)	N/A	N/A	N/A	10,245	2,213	2,218	11,848	16,432	16,771
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	N/A	N/A	N/A	-12.0	-9.5	-18.9	-13.3	-63.7	-25.8
ROE(%)	N/A	N/A	N/A	-2.8	14.3	-1.6	9.4	-2.9	1.6
ROIC(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	7.7	-4.5	1.0	-9.4	-0.6
배당성향(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	N/A	N/A	N/A	-18.0	-66.6	-132.6	-17.3	-48.9	-19.4

자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

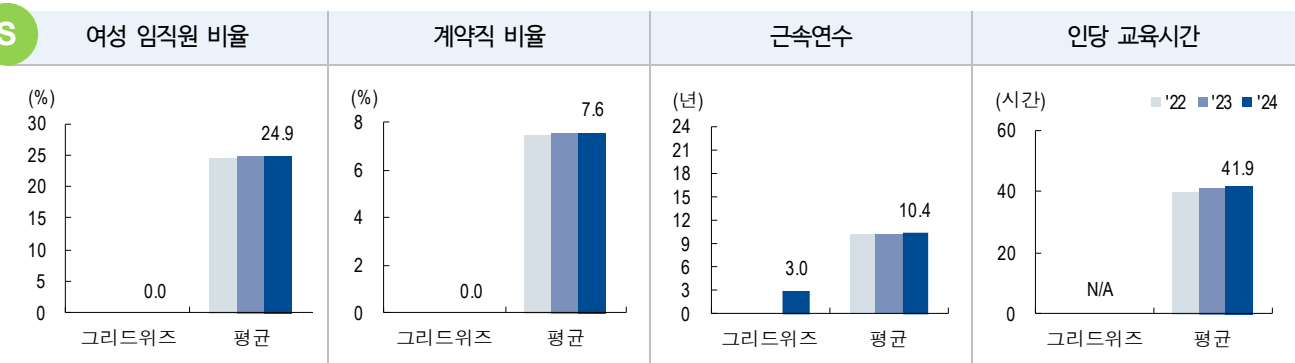


주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 그리드위즈, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

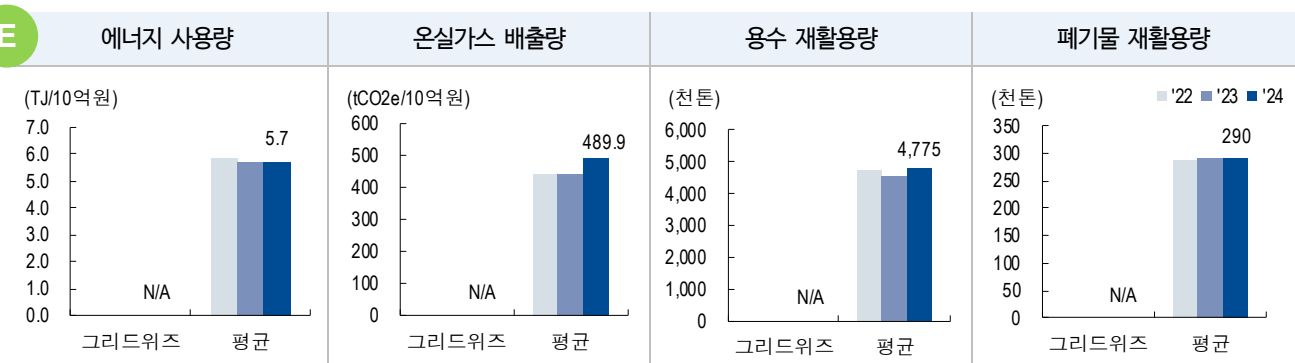
S



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2024.12	- 전기차 전환으로 전년 대비 탄소 배출량 18% 감축, 지붕형 태양광 발전소에서 생산한 에너지 사용
S	2024.08	- 전임직원 참여한 '에너지의 날' 캠페인에서 200회 이상의 에너지 절감 실천 사례 공유
G	2024.12	- 임직원의 윤리의식 강화를 위한 정기 교육 전사적 실시

자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

분산 에너지 자원 효율적 운영을 위한 통합 플랫폼 솔루션 제공

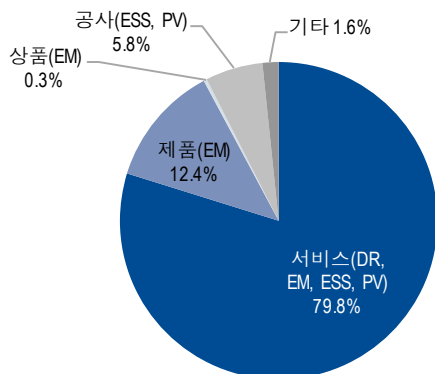
기업 개요

그리드위즈는 2013년 설립된 에너지 데이터 테크 전문 기업이다. 분산 에너지 자원의 효율적 운영을 위한 통합 플랫폼 솔루션을 제공하고 있다. 주요 사업영역은 DR(수요관리), EM(이모빌리티), ESS(에너지저장장치), PV(태양광)으로 구성된다. 2025년 말 기준 최대주주는 김구환 대표(지분율 21.74%)로 최대주주 및 특수관계인 지분율은 28.82%이다.

DR 부문

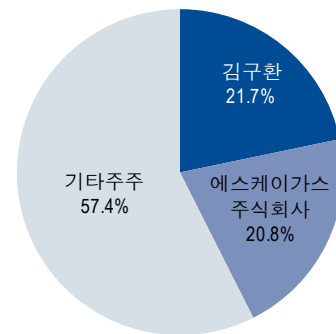
동사는 국내 1위 DR 사업자로서 1만 8,100개 이상의 우량 고객사를 확보하여 99%의 높은 고객 유지율을 기록하고 있다. 수요관리는 전력 피크 시간대에 전기사용자가 전력 사용을 줄이고 그 대가로 보상을 받는 제도를 바탕으로 한다. 동사는 KPX(전력거래소)와 전기사용자를 잇는 플랫폼 역할을 수행하며 수급 상황에 따른 감축 지시 이행과 정산 업무를 총괄한다. 참여 고객의 전력 사용 패턴을 AI 기반 알고리즘으로 분석하여 최적의 감축 포트폴리오를 구성하고 전력거래소로부터 지급받는 정산금 중 일정 비율을 수수료로 취득한다.

그림1. 사업 부문별 매출 비중(2025년 기준)



자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주주 구성(2025년 기준)



자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

EM 부문

전기차 화재 예방을 위한 정부의 안전 대책이 강화되면서 SOC(차량 배터리 상태) 정보를 실시간으로 수집하고 과충전을 방지할 수 있는 스마트제어 충전기가 시장의 표준으로 자리 잡았다. 동사는 PLC(전력선통신) 모뎀 기술을 기반으로 한 스마트제어 양방향 충전기 분야에서 국내 시장 점유율 78%를 기록하고 있다. PLC 모뎀을 내장하여 별도의 추가 장치 없이도 차량 데이터 수집과 제어가 가능하다는 점이 CPO(충전 사업자)들로부터 높은 평가를 받고 있다. 또한, 기술 규격 고도화를 통해 향후 무선 충전, 초급속 충전 및 V2G(Vehicle to Grid) 시장 변화에 대응할 예정이다. 2025년 4분기 기준 스마트제어 충전기 누적 판매량은 약 1만7,000대를 기록하였다.

ESS 부문

동사의 ESS 사업은 단순히 설비를 시공하는 EPC 단계를 넘어 24/7 실시간 모니터링과 64개 이상의 자체 개발 알고리즘을 통한 PMS(Power Management System) 운영 서비스를 제공한다. 노후화된 PMS를 동사의 고성능 시스템으로 교체해주는 O&M 서비스는 기존 ESS 설비의 수익성을 개선하며 새로운 수익원으로 자리 잡고 있다. 국내 최대 규모인 904MWh의 ESS 자산을 운영 중에 있다.

태양광 부문

태양광 사업은 도심 속 유휴부지인 지붕을 활용한 태양광 A-to-Z 솔루션을 제공하며 설계부터 인허가, 시공, 금융 지원까지 전 과정을 총괄한다. 경기도 여주시에 5MW 규모의 자체 발전소를 구축하고 이를 기반으로 기업 고객 대상 PPA(전력구매계약)를 본격 추진하며 RE100 수요에 적극 대응하고 있다.

그림3. 고객사 구성 현황



자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

그림4. DR(Demand Response) 부문의 수요자원 거래

수요자원 거래 : 전력 수요를 줄여 전력망 안정에 기여하고, 그 대가로 보상받는 제도



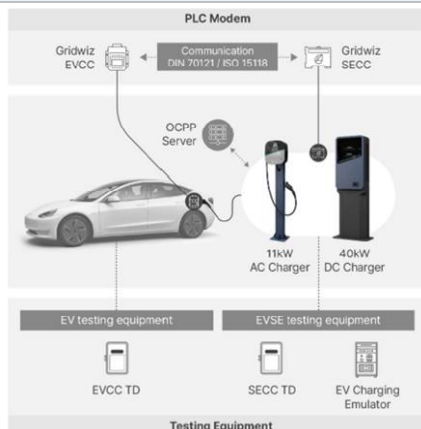
자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

그림5. DR 참여 효과 예시 (감축용량 1,000kW 기준)

1 고정기본정산금 25,062,000 원 1,000kW (의무감축용량) X 25,062원/kW (연간기본정산금단가)		3 차등기본정산금 26,706,000 원 1,000kW (의무감축용량) X 26,706원/kW (연간차등정산금단가)
2 의무감축 실적금 256,000 원 1,000kW (의무감축용량) X 2시간 (감축시간) X 128원/kW (SMP단가)		4 자발적 실적금 5,120,000 원 1,000kW (자발용량) X 40시간 (자발시간) X 128원/kW (SMP단가)
자발적 수요감축 미참여 기준 연간 예상 수익 25,318,000 원		자발적 수요감축 40시간 참여 연간 예상 수익 57,144,000 원 (1, 2번 예상 수익 포함 금액)

자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

그림6. 전기차 충전 모뎀 솔루션



자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

그림7. ESS 솔루션



자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

국내 에너지 정책 변화와 AI인프라 확산에 따른 중장기 성장 전망

실적 전망

실적 측면에서 대외 환경의 우호적 변화와 사업 부문별 고른 성장에 힘입은 동사의 안정적인 성장이 기대된다. 최근 지정학적 리스크로 인한 국제 유가 및 LNG 가격의 급등은 국내 SMP(전력 도매가격)의 강세를 유도하고 있다. 이는 동사 매출의 약 78.5%를 차지하는 DR 부문의 정산금 단가 상승으로 연결된다. 통상 유가 상승은 약 3~6개월의 시차를 두고 동사 정산금에 반영된다. 유가 상승에 따른 SMP 상승은 자발적 DR인 경제성 DR의 입찰 경쟁력을 강화하고 정산금 규모를 확대하는 요인인 바 동사 DR 부문의 외형 및 수익성 개선에 긍정적이다. EM 부문은 견조한 성장을 지속하며 전사 매출의 15% 이상을 차지하게 될 것으로 예상된다. 또한 누적 수주잔고의 매출 인식시 본격화되는 태양광 EPC 부문과 호주 법인을 통한 해외 VPP 플랫폼 수익 창출이 더해지며 수익 구조가 다각화될 전망이다.

에너지 정책 변화

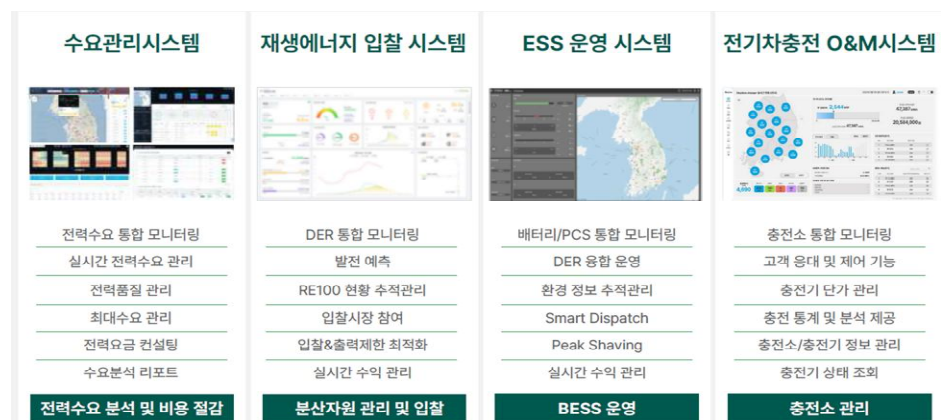
국내 에너지 정책 변화와 AI 인프라 확산에 따른 DR 사업의 중장기 성장 잠재력 강화 또한 기대된다. 제11차 전력수급기본계획에서 정부는 2038년 목표 전력 수요를 129.3GW로 설정하고 이 중 16.3GW(12.6%)를 DR를 통해 달성하는 공격적인 로드맵을 제시하였다. 해당 규모는 현재 시장 규모의 약 3.6배 수준인데, 이는 전력 공급 방식이 대규모 설비 확충에서 데이터 기반의 지능형 수요 조절 중심으로 이동하고 있음을 시사한다.

신재생에너지 발전 비중 확대는 DR 사업의 수익 모델 다변화 요인으로 작용하고 있다. 2038년 신재생에너지 보급 목표는 121.9GW에 달한다. 따라서, 이로 인한 출력 변동성과 간헐성 문제는 패스트 DR(Fast DR)과 같은 고부가가치 서비스 수요를 창출한다. 이는 DR 사업자에 정산금 외에 운영 대행 및 컨설팅 수수료라는 새로운 수익원을 제공하고 있다. 향후 신재생에너지 연계 DR 사업은 ESS 및 V2G(전기차) 자원과의 융합을 통해 VPP(가상발전소) 형태로 고도화될 것으로 판단된다.

AI인프라 확산

또한, AI 인프라 확산으로 데이터센터와 반도체 클러스터 등 첨단 산업의 전력 수요가 급증함에 따라 계통 안정성을 확보하기 위한 유연성 자원으로서 DR의 가치는 더욱 극대화될 전망이다. 분산에너지 활성화 특별법 시행에 따라 지역별 전기요금제가 도입될 경우 수요 측의 경제적 유인이 한층 더 강화될 전망이다.

그림8. 수요 분석에서 발전소 관리까지 에너지 전체를 아우르는 플랫폼 서비스 솔루션



자료: 그리드위즈, NH투자증권 리서치본부

메타바이오메드 (059210.KQ)

PDO로 다시 열리는 성장판

덴탈, 봉합사 중심으로 안정적 캐시카우 확보 중인 가운데 최근 실적 성장축이 PDO 기반 필러와 스킨부스터 등 미용, 의료 사업으로 이동. 영업이익 200억원 이상의 체력과 신사업 성과에 기반한 리레이팅 예상

Analyst 백준기

02) 768-7066, jack.baek@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원

02) 768-7702, namuh.mok@nhsec.com

※ESG Index/Event는 112페이지 참조

Not Rated

덴탈에서 PDO로 성장축 이동 중

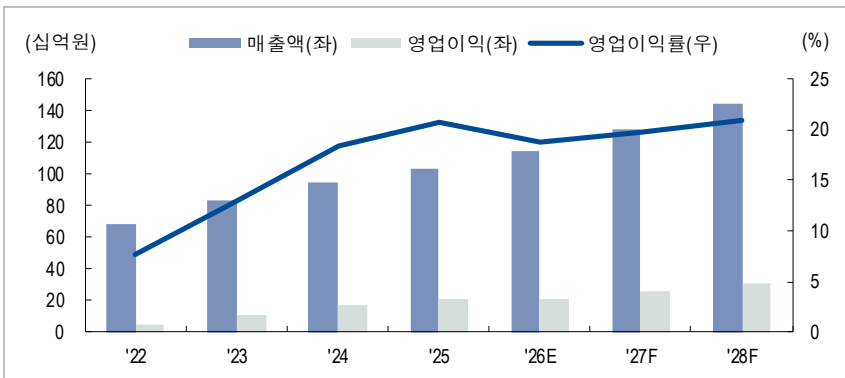
동사는 덴탈 재료에서 출발해 생분해성 봉합사로 사업 영역 확장. 현재는 PDO(Polydioxanone) 기반 미용 및 의료 소재 기업으로 변모 중. 기존 주력 품목이었던 덴탈, 봉합사가 안정적 캐시카우 역할을 수행 중인 가운데 필러, 스킨부스터 등 고부가 영역의 매출 비중 확대 추세

특히 동사는 PDO 기반 소재(다공성 마이크로스피어)를 자체 생산 중. 글로벌 시장에서 두 번째로 개발한 동사의 PDO 제품은 기존 PLA 필러 대비 안정성과 부작용(결절 발생 등) 측면에서 차별화. 또한 2026년 발표한 리뉴볼(Renuvol) 제품은 기술 파트너사인 랩인큐브(2025년 60억원 투자, 지분율 9%) 기술을 적용해 전달 효율을 개선. 해당 제품은 임상 이후 동사 매출 기여도 확대 예상

2026년 PER 7.8배로 저평가 판단

2026년 매출액 1,141억원(+10.8% y-y), 영업이익 213억원(-0.4% y-y) 예상. 1분기 전쟁 여파로 중동 매출은 감소하겠지만 메디컬(2026E 매출액 80억원)과 코스메틱(2026E 매출액 90억원) 실적 성장 예상. 즉 본업의 안정적 성장은 유지되는 가운데, 신사업인 메디컬 및 코스메틱 부문의 성장과 폴리머 소재 사업 확장이 주요 포인트가 될 전망. 2026E PER 7.8배에 불과. 동사 기술 경쟁력과 PDO 소재 관련 부문 성장 여력이 전혀 반영되지 않은 주가 수준으로 판단

양호한 성장에 추가되는 PDO 소재 관련 신사업



자료: 메타바이오메드, NH투자증권 리서치본부 전망

현재가 (26/05/15) 4,140원

업종(NHICS)*	의료기기
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	112.5십억원
발행주식수(보통주)	27.2백만주
52주 최고가 ('25/09/10)	6,520원
최저가 ('26/05/13)	4,010원
평균거래대금(60일)	1,165백만원
배당수익률 (2026E)	2.54%
외국인지분율	5.8%

주요주주

오석송 외 1인 20.7%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-18.3	-27.2	-21.0
상대수익률 (%p)	-20.1	-42.2	-48.7

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	103.0	114.1	128.6	144.8
증감률	9.5	10.8	12.7	12.6
영업이익	21.4	21.3	25.3	30.4
증감률	24.4	-0.4	18.8	20.0
영업이익률	20.8	18.7	19.7	21.0
(지배지분)순이익	11.0	14.6	19.6	24.1
EPS	417	534	720	888
증감률	-55.6	28.2	34.8	23.3
PER	11.9	7.8	5.7	4.7
PBR	1.1	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	6.0	4.6	3.7	2.8
ROE	10.1	11.2	13.6	14.8
부채비율	49.4	49.2	47.8	45.8
순차입금	20.6	16.0	6.9	-6.2

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

메타바이오메드는 1990년 설립된 의료용 소재 기업으로, 치과용 재료를 기반으로 성장해 온 바이오폴리머 업체. PDO(생분해성 폴리머)를 활용한 봉합사 및 리프팅실을 주력으로 하며, 최근 필러, 스킨부스터 등 미용 영역으로 사업을 확장 중. 원재료부터 완제품까지 수직계열화된 구조를 구축, 폴리머 내재화를 바탕으로 원가 경쟁력과 공급 안정성을 확보하고 있음. 글로벌 120여개 딜러망과 해외 법인을 기반으로 수출 중심의 사업 영위 중. 오석송 대표이사가 19.95% 지분을 보유하고 있고 특수관계인 포함 20.78% 지분 확보

Share price drivers/Earnings Momentum

- PDO 기반 필러 및 스킨부스터 상업화

Downside Risk

- 봉합사(실) 사업 회복 지연
- 필러 임상 및 인허가 리스크

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
한스바이오메드	30.6	15.9	5.6	4.0	25.2	31.8
동방메디칼	8.9	7.0	1.1	0.9	12.8	14.2
세운메디칼	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	4.0	11.9	7.8	5.7	4.7
PBR	0.9	1.1	0.8	0.7	0.6
PSR	0.9	1.3	1.0	0.9	0.8
ROE	27.4	10.1	11.2	13.6	14.8
ROIC	17.4	15.5	14.7	16.6	19.1

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

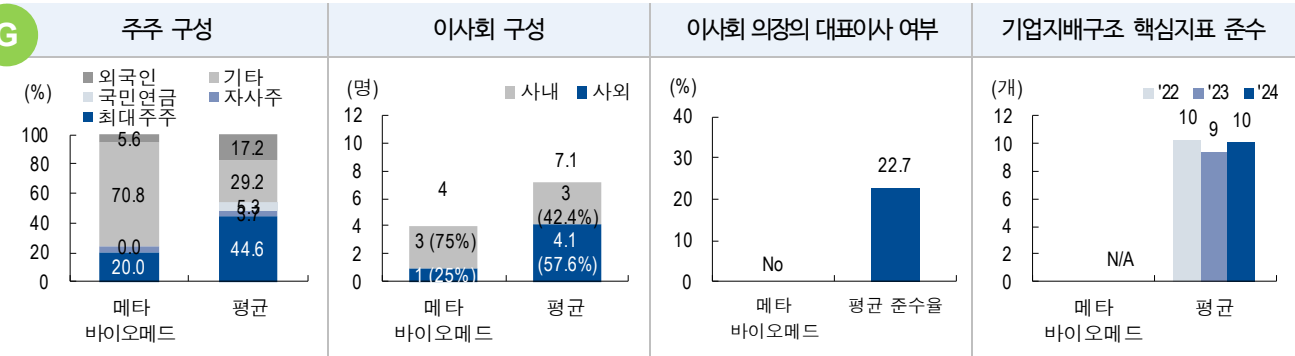
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	65.3	52.6	59.4	45.0	58.8	68.9	83.1	94.0	103.0
영업이익	2.3	-0.2	5.8	2.7	4.9	5.4	10.7	17.2	21.4
영업이익률(%)	3.6	-0.4	9.7	5.9	8.4	7.8	12.9	18.3	20.8
세전이익	-4.0	2.7	5.9	-3.6	7.6	2.9	7.8	23.3	12.6
순이익	-4.0	-1.1	3.6	-4.1	9.7	3.6	9.8	22.3	10.8
지배지분순이익	-4.1	-1.1	3.3	-4.1	9.5	2.6	10.1	22.4	11.0
EBITDA	5.7	3.2	9.5	6.6	8.5	9.2	15.0	22.2	26.9
CAPEX	8.8	9.1	7.6	2.2	2.1	15.4	11.5	10.9	20.3
Free Cash Flow	-9.0	-14.4	-4.7	2.6	9.1	-6.2	-1.3	11.7	-0.5
EPS(원)	-188	-49	140	-172	399	110	422	939	417
BPS(원)	2,103	2,094	2,232	2,011	2,444	2,539	2,935	3,912	4,425
DPS(원)	10	10	10	10	20	20	20	30	105
순차입금	53.7	30.2	33.7	40.4	22.1	26.1	30.0	24.0	20.6
ROE(%)	-17.8	-2.4	6.5	-8.1	17.9	4.4	15.4	27.4	10.1
ROIC(%)	0.3	0.6	7.1	2.0	5.0	7.8	15.6	17.4	15.5
배당성향(%)	-5.2	-20.3	7.0	-5.6	4.8	17.4	4.5	3.1	25.9
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.7	0.9	0.5	0.8	2.1
순차입금 비율(%)	113.5	58.8	61.4	81.6	36.8	41.2	41.3	24.9	16.5

자료: 메타바이오메드, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

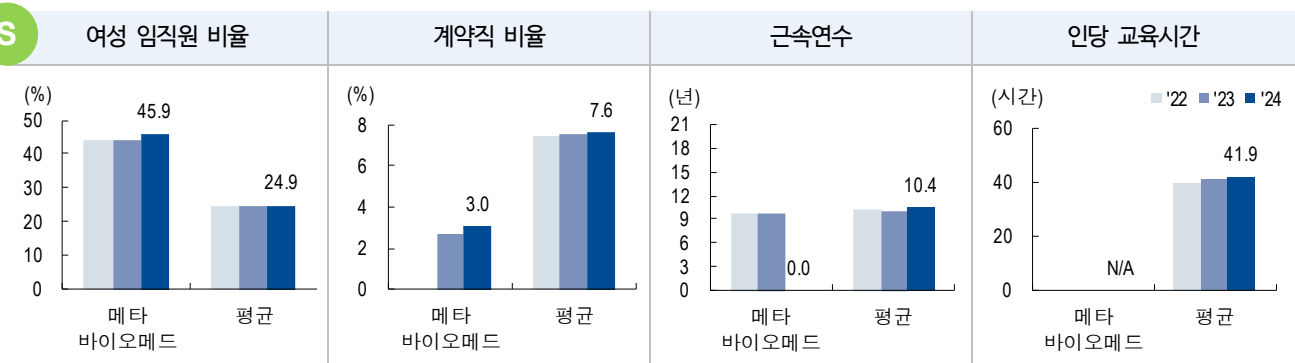


주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 메타바이오메드, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

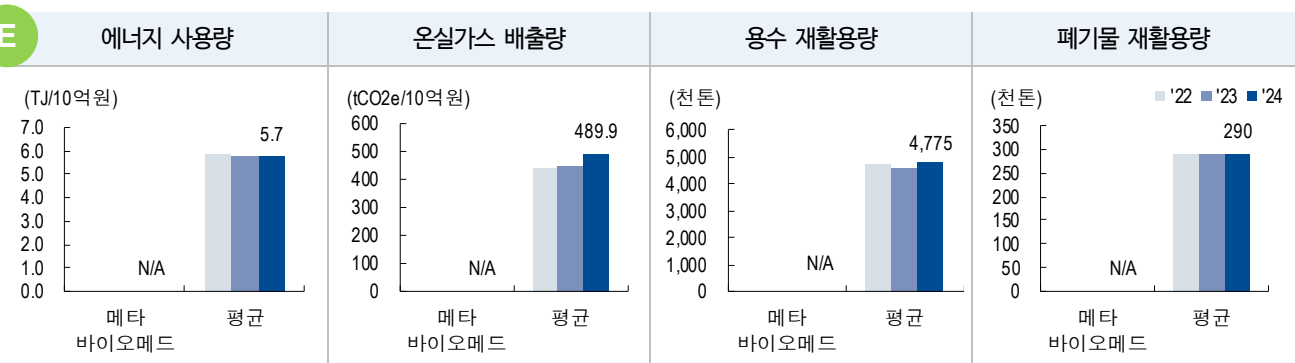
S



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영정보보고서 공시한 178개사 대상

자료: 메타바이오메드, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영정보보고서 공시한 178개사 대상

자료: 메타바이오메드, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	2025.11	- AI 기반 자회사형 장애인표준사업장 '아누타' 전략적 지분 투자
G	2008.08	- 코스닥 시장 상장

자료: 메타바이오메드, NH투자증권 리서치본부

안정적 캐시카우, PDO 기반 소재(필러, 스킨부스터)로 영역 확장

덴탈 기반 기업에서 바이오폴리머 수직계열화 기업으로 변모

메타바이오메드는 치과용 재료를 기반으로 성장한 의료 소재 기업으로 현재는 덴탈, 봉합사, 메디컬, 코스메틱 등 4개 부문에서 사업을 영위하고 있다. 1990년 치과재료로 출발해 생분해성 봉합사로 사업 영역을 확장했을 정도로 소재 경쟁력이 높다. 글로벌 판매 법인은 미국, 중국, 유럽 등에 직접 보유하고 있으며 120개 이상의 딜러망을 통해 전 세계 시장에 제품을 공급 중이다.

치과용 재료와 생분해성 봉합사를 기반으로 성장해 온 동사는 최근 단순 소재 공급에서 벗어나 필러, 스킨부스터, 의료기기 등 완제품 영역으로 사업 영역을 확장하고 있다. 특히 PDO 기반 바이오폴리머를 원재료 단계부터 직접 생산하고 이를 리프팅실과 필러로 연결하는 구조를 구축해 단순 OEM/소재 기업과는 차별화된 포지션을 확보하고 있다.

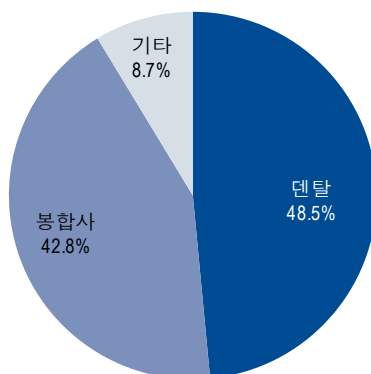
안정적인 이익 기반 확보

현재 매출의 대부분은 덴탈과 봉합사 사업에서 발생하고 있다. 2025년 매출 비중은 덴탈 48%, 봉합사 43%, 기타 사업 9%이다. 치과용 재료는 반복 사용되는 소모성 제품 특성상 안정적인 수요를 기반으로 하며 봉합사 역시 의료 필수재로 경기 변동에 상대적으로 둔감하다. 특히 봉합사는 단순 완제품이 아니라 '원사(반제품)' 형태로 글로벌 고객사에 공급하기에 기술 장벽이 존재한다.

봉합사 사업은 모노필라멘트 제품 비중 확대에 따른 개선 기대

최근 봉합사 부문 성장률이 소폭 감소했다. 코로나 이후 생분해성 바이오폴리머 수요 급증으로 고객사들이 재고를 축적했고 동시에 자체 생산능력을 확대하면서 외부 의존도가 낮아진 영향이다. 또한 중국 업체들의 진입으로 저가 제품 경쟁이 심화되면서 기존 멀티 필라멘트 중심의 저가 제품은 경쟁력이 약화되고 있다. 이에 따라 동사는 모노필라멘트 기능성 실(항염 등) 비중을 늘리면서 ASP(평균판매단가) 개선을 추진 중이다.

그림1. 제품별 매출 Breakdown



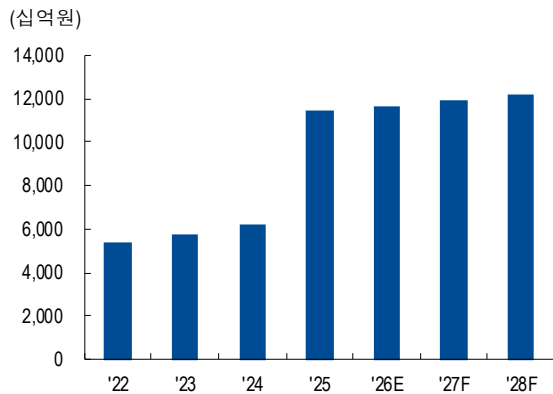
자료: 메타바이오메드, NH투자증권 리서치본부

그림2. 메타바이오메드 제품 라인업



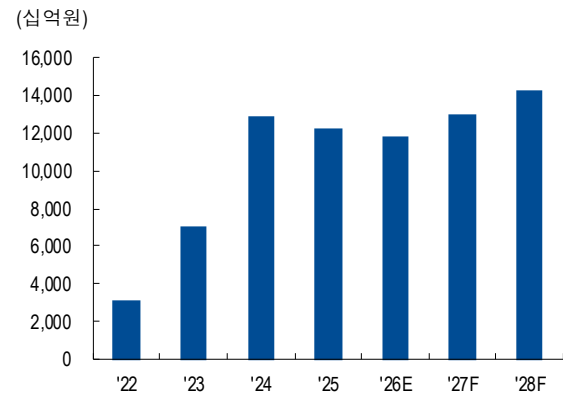
자료: 메타바이오메드, NH투자증권 리서치본부

그림3. 덴탈 부문 매출 꾸준히 성장



자료: 메타바이오메드, NH투자증권 리서치본부

그림4. 봉합사 부문 매출도 꾸준히 성장 중



자료: 메타바이오메드, NH투자증권 리서치본부

PDO 기반 소재로 사업 영역 미용, 의료까지 확장

중장기 성장 전략은 PDO 기반 소재 확장

동사의 중장기 성장 전략은 PDO 기반 소재를 바탕으로 한 사업 영역 확장이다. PDO는 체내에서 자연 분해되며 콜라겐 생성을 유도하는 특성을 가지는 바이오폴리머로 리프팅 실과 필러 모두에 활용 가능한 핵심 소재다. 현재 글로벌에서 PDO 소재를 직접 생산할 수 있는 기업은 제한적이며 동사는 원재료부터 제품까지 수직계열화를 구축한 기업이다.

PLA → PDO 전환 초기

기존 필러 시장은 PLA 기반 제품이 주도하고 있으나, 결절(뭉침) 발생, 장기 잔존 등 부작용 이슈로 인해 PDO 기반 필러에 대한 관심이 증가하는 추세다. PDO는 자연 분해, 안정성 우수, 낮은 부작용이라는 장점을 보유하고 있어 향후 시장 수요가 커질 것으로 보인다.

필러 시장 진입 초입

동사 코스메틱 부문 주요 제품은 리프팅실, 필러, 스킨부스터로 구성되어 있으며, 현재는 초기 단계지만 빠른 성장이 기대되는 영역이다. 특히 PDO 기반 스킨부스터 '리뉴볼'은 빠른 분해 속도와 안정성을 갖춰 중동 및 해외 시장에서 기대감을 모으고 있다. 랩인큐브와의 협업을 통해 PDO 필러의 흡수 속도 및 제형 개선을 추진 중이며 향후 임상 완료 시 본격적인 매출 확대가 기대된다.

단기 실적 숨 고르기 이후, 신사업 중심 이익 성장 국면 진입 기대

2026E PER 8배에 불과

2026년 매출액 1,141억원(+10.8% y-y), 영업이익 213억원(-0.4% y-y)이 예상되며, 전년 대비 외형 성장에도 불구하고 수익성 측면에서는 다소 숨 고르기 구간에 진입할 것으로 판단된다. 이는 봉합사 부문의 재고 조정 영향과 더불어 중동 지역 매출 감소, 그리고 신사업 확대 과정에서의 초기 비용 지출에 기인한다. 그러나 메디컬(2026E 매출액 80억원)과 코스메틱(2026E 매출액 90억)부문의 실적 성장이 이를 상쇄할 전망이다.

2027년부터는 코스메틱 및 메디컬 부문의 본격적인 매출 기여와 더불어 이익 성장률도 재차 개선될 것으로 예상된다. 특히 PDO 기반 필러 및 스킨부스터 제품의 수출 확대, 메디컬 부문의 스포츠메디슨 제품군 성장, 그리고 폴리머 원재료 공급 확대가 동시에 진행되며 매출 구조의 질적 개선이 이루어질 것으로 보인다.

과거에는 사업 구조가 봉합사 원사 공급 중심의 다운스트림 위주였다면, 현재는 폴리머 원재료 공급과 필러, 의료기기 제품까지 아우르는 구조로 전환되고 있다. 그러나 2026E PER 7.8배에 불과하다. 동사 기술 경쟁력과 PDO 소재 관련 부문 성장 여력이 전혀 반영되지 않은 주가 수준으로 판단된다.

표1. Peer Group Analysis

(단위: 원, 십억원, 배)

회사명		메타바이오메드	한스바이오메드	동방메디칼	세운메디칼
주가 (5/15)		4,140	24,900	7,820	2,555
시가총액(십억원)		112.5	355.1	163.7	111.9
매출액	2025	103.0	89.8	113.5	63.7
	2026E	114.1	137.2	131.7	N/A
	2027F	128.6	176.2	150.7	N/A
영업이익	2025	21.4	-25.9	17.0	12.7
	2026E	21.3	15.1	23.0	N/A
	2027F	25.3	29.2	29.9	N/A
순이익	2025	11.0	-31.3	11.7	11.9
	2026E	14.6	11.5	16.8	N/A
	2027F	19.6	22.4	21.4	N/A
PER	2025	11.9	N/A	13.6	9.0
	2026E	7.8	30.6	8.9	N/A
	2027F	5.7	15.9	7.0	N/A
PBR	2025	1.1	6.2	1.3	0.7
	2026E	0.8	5.6	1.1	N/A
	2027F	0.7	4.0	0.9	N/A
ROE	2025	10.1	-62.3	11.5	8.0
	2026E	11.2	25.2	12.8	N/A
	2027F	13.6	31.8	14.2	N/A

주: 메타바이오메드는 당사 추정치 기준, 나머지 기업은 컨센서스 기준

자료: FnGuide, NH 투자증권 리서치본부

슈프리마에이치큐 (094840.KQ)

현금 부자가 주주가치 제고로 돌아섰다

지금까지 동사에 대한 아쉬움은 항상 주주환원이었기 때문에 4월 21일 자 발표한 기업가치 제고 계획은 주가 레벨 업의 트리거가 될 전망

Analyst 백준기

02)768-7066, jack.baek@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원

02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

저평가 이유 1순위였던 주주환원 부재를 해소

4월 21일 주주환원 계획을 발표. 2026년부터 3년 평균 50% 이상의 주주환원율을 제시. 3년간 주당 최소 배당금은 200원 이상이며 반기배당 포함해 연 2회 지급. 나머지 재원은 자사주 매입 및 소각 전망. 2026년 기준 연결 당기순이익의 50% 주주환원 시 78억원으로 현 시총 대비 7.3%에 달함

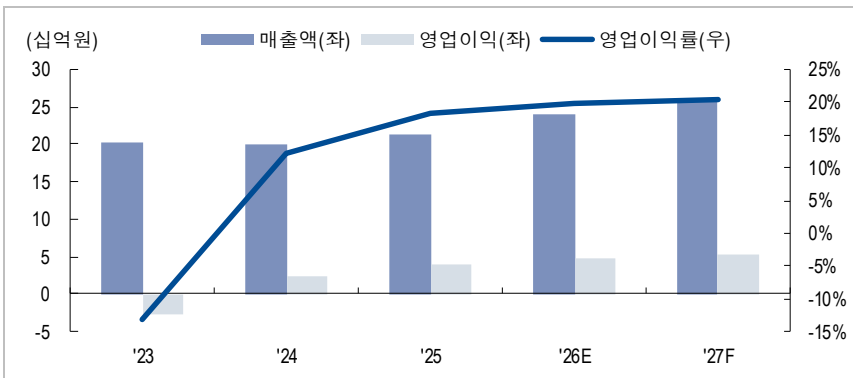
현재 시가총액 1,167억원이며, 2025년 별도 재무제표 현금성 자산만 1,000억원을 초과하며 이자발생부채가 없음. 슈프리마 지분 28.1%(953억원)과 연 50억원의 별도 영업가치는 미반영 상태. 당사는 동사 저평가의 원인이 주주환원 부재라 파악하는 바 이번 파격적 주주환원 정책은 저평가 탈출의 트리거가 될 전망

본업에서도 신규 고객사 거래 확대되면서 고객 다변화 진행 중

동사는 바이오인식 기반 보안시스템 국내 ODM 사업에 주력 중. 전체 매출의 70%를 차지. 에스원 등 무인경비 업체의 요구사항을 반영해 제품을 직접 수주. 큰 폭의 매출 성장보다는 안정적인 이익 창출이 가능한 사업이나 최근 주력 고객사 외 추가 고객사 수주 확대되면서 성장률 제고

2026년 매출액 240억원(+13.0% y-y), 영업이익 47억원(+22.9% y-y) 예상. 바이오인식 보안 ODM의 경우 쉽게 공급처가 바뀌지 않는 특성 보유. 오랜 기간의 검증이 필요하고 제품 개발 이후 기술지원 등 대응도 필요. 여기에 관계회사 슈프리마 실적 호조로 양호한 지분법이익 지속 발생할 전망

주력 고객사 외 추가 수주 이어지면서 영업 실적 개선 예상



자료: 슈프리마에이치큐, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 118페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) 10,860원

업종(NHICS)*	전자장비와부품
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	106.5십억원
발행주식수(보통주)	9.8백만주
52주 최고가 ('26/05/07)	12,660원
최저가 ('25/11/07)	5,930원
평균거래대금(60일)	828백만원
배당수익률 (2026E)	1.84%
외국인지분율	9.7%

주요주주

이재원 외 3인	42.5%
신동목	9.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	52.7	72.4	49.8
상대수익률 (%p)	49.5	37.0	-2.8

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	21.2	24.0	25.8	27.1
증감률	5.6	13.0	7.5	5.0
영업이익	3.9	4.7	5.2	5.7
증감률	56.6	22.9	10.3	8.6
영업이익률	18.2	19.8	20.3	21.0
(지배지분)순이익	13.4	15.6	16.9	18.0
EPS	1,278	1,570	1,725	1,834
증감률	-12.0	22.8	9.9	6.4
PER	5.3	6.9	6.3	5.9
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.3	10.4	9.5	8.8
ROE	5.8	6.3	6.4	6.5
부채비율	3.5	3.8	4.1	4.5
순차입금	-53.2	-53.9	-54.4	-54.5

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

슈프리마에이치큐는 2000년 설립, 삼성전자 및 ETRI 출신 인력이 주축이 되어 지문인식 핵심 솔루션 및 시스템 전문 기업으로 시작. 2008년 코스닥에 상장했고 2015년 12월 슈프리마에이치큐와 슈프리마의 인적 분할로 슈프리마에이치큐는 코스닥 재상장. 현재 바이오인식 기반 출입보안, 근태관리 시스템 ODM 사업을 영위 중. 2023년 슈프리마아이디 지분 매각 이후 사업구조를 슬림화하며, 현재는 보안 시스템 본업과 슈프리마 지분(약 28%) 등 관계기업 투자를 병행하는 구조. 현재 이재원 대표이사가 31.58% 지분을 보유 중이며 특수관계인 포함 47.95% 지분 확보

Share price drivers/Earnings Momentum

- 저평가 해소되는 주주환원 정책
- 주력 고객사 외 신규 고객사 ODM 수주 확대

Downside Risk

- 일회성 주주환원

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
슈프리마	9.6	8.5	1.2	1.0	13.3	12.9
에스원	17.3	14.6	1.4	1.4	9.1	10.4
아이디스	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	4.5	5.3	6.9	6.3	5.9
PBR	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
PSR	3.4	3.4	4.5	4.1	3.9
ROE	7.1	5.8	6.3	6.4	6.5
ROIC	23.6	15.5	21.9	23.3	24.5

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

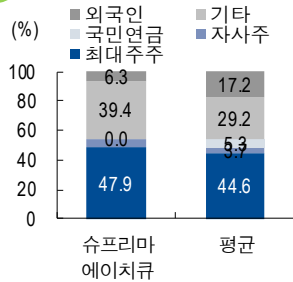
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023	2024	2025
매출액	27.5	32.1	26.2	26.3	30.9	17.3	20.4	20.1	21.2
영업이익	2.6	7.3	2.0	4.3	6.7	3.6	-2.7	2.5	3.9
영업이익률(%)	9.4	22.6	7.7	16.4	21.6	20.5	-13.1	12.3	18.2
세전이익	5.0	9.6	9.8	7.7	14.1	7.7	21.2	17.3	14.4
순이익	4.7	7.3	8.2	6.9	12.1	13.7	37.5	15.2	13.4
지배지분순이익	4.7	7.0	8.0	6.7	10.6	12.6	37.3	15.2	13.4
EBITDA	3.8	8.4	3.0	5.3	7.6	4.4	-2.1	2.8	4.3
CAPEX	2.3	0.3	0.9	0.3	2.4	0.5	0.5	0.1	0.8
Free Cash Flow	2.2	9.3	3.4	7.0	3.8	6.1	0.5	-4.4	3.6
EPS(원)	449	668	763	638	1,014	1,200	3,558	1,453	1,278
BPS(원)	11,578	12,424	13,936	14,528	15,506	16,617	19,971	21,179	23,087
DPS(원)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
순차입금	-44.6	-56.1	-77.1	-82.6	-58.8	-62.8	-58.3	-43.8	-53.2
ROE(%)	7.8	5.6	5.8	4.5	6.7	7.5	19.5	7.1	5.8
ROIC(%)	39.3	46.5	26.3	33.0	34.5	3.2	15.1	23.6	15.5
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-36.3	-41.6	-47.1	-48.5	-32.2	-32.2	-27.9	-19.7	-22.0

자료: 슈프리마에이치큐, NH투자증권 리서치본부

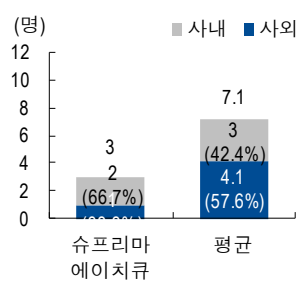
ESG Index & Event

G

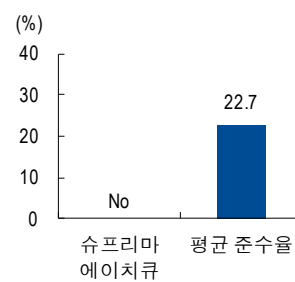
주주 구성



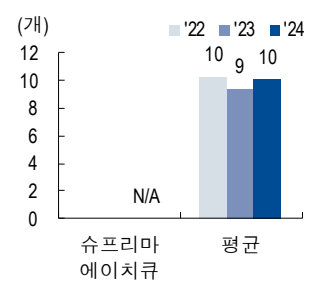
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



기업지배구조 핵심지표 준수



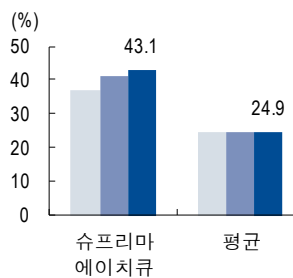
주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

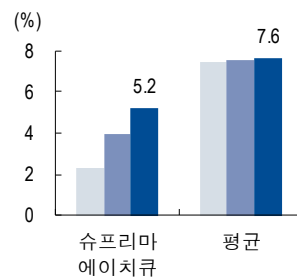
자료: 슈프리마에이치큐, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

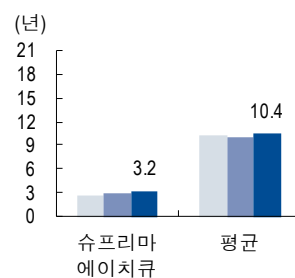
여성 임직원 비율



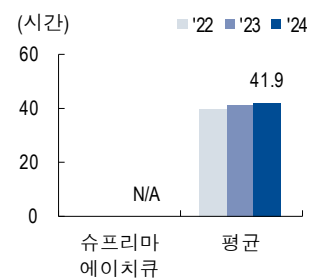
계약직 비율



근속연수



인당 교육시간

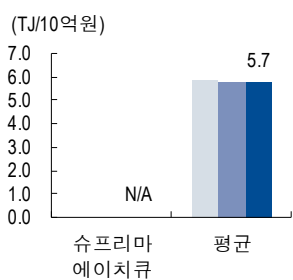


주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영정보보고서 공시한 178개사 대상

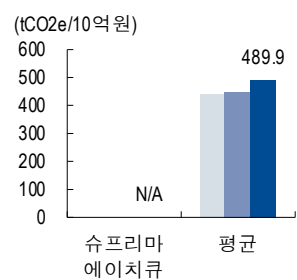
자료: 슈프리마에이치큐, NH투자증권 리서치본부

E

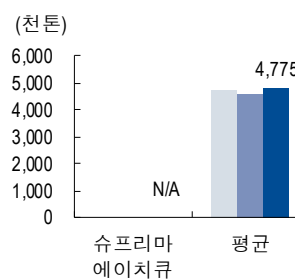
에너지 사용량



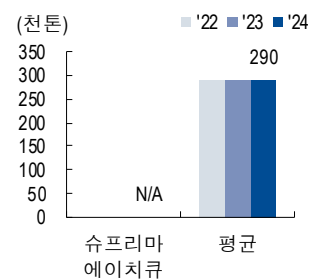
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영정보보고서 공시한 178개사 대상

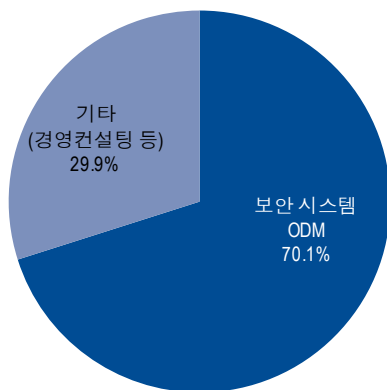
자료: 슈프리마에이치큐, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	N/A	- N/A
G	2025.03	- 코스닥시장 상장

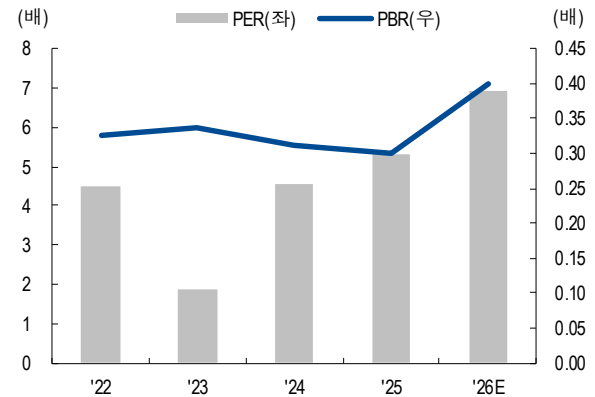
자료: 슈프리마에이치큐, NH투자증권 리서치본부

그림1. 국내 ODM 사업에 주력 중



자료: 슈프리마에이치큐, NH투자증권 리서치본부

그림2. PER 6.9배, PBR 0.4배로 저평가 지속



자료: 슈프리마에이치큐, NH투자증권 리서치본부

표1. 별도 재무제표 영업가치 제외 주요 자산 1,800억원대

별도 재무제표	금액(십억원)
현금및현금성자산	45.9
채권 및 금ETF 등	65.7
슈프리마 지분 장부가	55.5
더그루 지분 장부가	9.6
투자부동산 공정가치	7.6
영업가치 제외 주요 자산 내역 계	184.3

자료: 슈프리마에이치큐, NH투자증권 리서치본부

그림3. 파격적인 주주환원

기업가치 제고 계획(자율공시)

※ 동 정보는 장래 계획사항, 예측정보를 포함할 수 있으며, 향후 계획사항이 변경되거나 실제 결과가 예측정보와 다를 수 있음. 또한, 조세특례제한법 제104조의27에 따른 고배당 기업 여부는 기업의 자체적인 판단에 의함.

1. 계획서 명칭	(주)슈프리마에이치큐 기업가치 제고 계획(2026년)
2. 주요 내용	1. 기업개요 -일반현황, 주주구성 등 2. 주요사업 -주요사업소개, 매출추이 등 3. 현황진단 -PBR, PER, ROE 3. 목표설정 및 계획수립 주주환원 정책(2026-2028) -주당 연간 최소 배당금 200원 이상(3년간) -총주주환원을 50%이상(3년평균) 4. 거버넌스 및 주주소통 강화

자료: 슈프리마에이치큐, NH투자증권 리서치본부

씨크 (081180.KQ)

반도체, 방산, 2차전지를 관통하는 X-ray

반도체 부문은 2.5D/3D 패키징에 따른 3D AXI 검사 수요 발생. 하이브리드 본딩 시장 개화도 동사 기술력 부각 모멘텀으로 작용할 전망. 전방산업인 방산 및 배터리 업황도 우호적인 바 실적 고성장 전망

Jr. Analyst 목진원
02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

Analyst 백준기
02)768-7066, jack.baek@nhsec.com

반도체 부문 인라인 검사 장비 본격화 및 수익성 확대

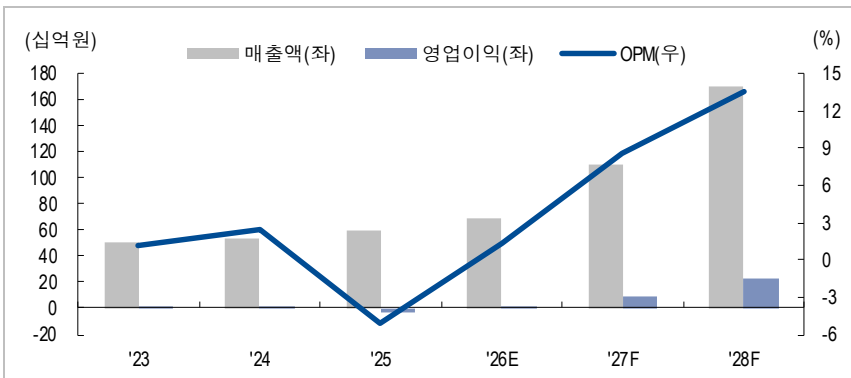
씨크는 전자빔(e-beam) 원천 기술을 기반으로 반도체, 배터리, 방산 산업 등에 고해상도 비파괴 검사 장비를 공급. 전자총 및 전자빔을 제어, 폐쇄형 튜브의 장점인 장수명과 개방형 튜브의 장점인 초고해상도 모두를 구현 가능한 '하이브리드 오픈 튜브'의 개발 및 내재화에 성공한 세계 유일한 기업

반도체 부문은 HBM 고집적화 및 2.5D/3D 패키징 고도화, HCB(하이브리드 본딩) 도입에 따라 수율 제어용 3D 엑스레이 검사(In-line) 장비 채택이 본격화될 전망. 2022년 국책과제로 HBM 적층 검사용 장비를 선형 개발 완료. 국내 IDM 업체향 샘플테스트 진행 중. 향후 WLP/PLP 공정 장비는 글로벌 OSAT 업체 중심의 고객사 다변화 및 단가 상승 요인으로 작용할 것

오버행 이슈 해소, 2027년 본격적인 실적 성장 전망

오버행 물량이 전량 소화된 가운데, 방산 및 배터리 서비스 부문은 이연된 수주 재개 및 신시장 진출 모멘텀 확보. LINAC 기반의 비파괴 검사 시장에서 국산화 수혜를 독점하며 중소형부터 대형 무기 체계까지 검사 라인업을 확장 중. 배터리 부문은 전기차 캐즘으로 이연되었던 수주가 올해부터 재개. '26년 전사 영업이익 9억원으로 흑자전환 전망. '27년 실적은 매출액 1,099억원 영업이익 94억원(영업이익률 8.5%)으로 전 사업부 실적 개선 및 이익 레버리지 구간 진입 전망

실적 추이 및 전망



자료: 씨크, NH투자증권 리서치본부 전망

※ESG Index/Event는 122페이지 참조

Not Rated

현재가 (26/05/15) **9,930원**

업종(NHICS)*	전자장비와부품
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	87.6십억원
발행주식수(보통주)	8.8백만주
52주 최고가 ('26/02/03)	18,300원
최저가 ('25/11/14)	7,620원
평균거래대금(60일)	2,667백만원
배당수익률 (2026E)	0.00%
외국인지분율	5.7%

주요주주

김종현 외 11 인 27.9%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-34.8	30.3	-34.7
상대수익률 (%p)	-36.2	3.6	-57.6

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	59.2	68.9	109.9	169.4
증감률	9.8	16.4	59.5	54.1
영업이익	-3.1	0.9	9.4	23.1
증감률	적전	흑전	929.6	146.1
영업이익률	-5.2	1.3	8.5	13.6
(지배지분)순이익	-3.8	0.2	7.0	18.3
EPS	-450	18	799	2,073
증감률	적전	흑전	4371.4	159.6
PER	N/A	556.0	12.4	4.8
PBR	4.0	2.5	2.1	1.4
EV/EBITDA	N/A	25.8	7.6	2.9
ROE	-13.5	0.4	18.0	35.4
부채비율	137.5	147.6	133.0	100.6
순차입금	10.6	7.2	0.6	-15.2

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

썬크는 2000년 설립되어 전자빔 기반의 고해상도 비파괴 검사 장비를 자체 개발하는 검사 장비 기업. 2025년 4월 기술 특례를 통해 코스닥 시장에 상장. 2025년 말 기준 부문별 매출 비중은 반도체 X-ray 시스템 35.9%, 배터리 X-ray 시스템 24.1%, LINAC 22.9%, Tabletop SEM 7.9%, 기타 9.2%로 구성. 최대주주는 김종현 대표(지분율 13.35%)로 최대주주 및 특수관계인 지분율은 27.42%. 세계 유일의 '하이브리드 오픈 튜브' 기술을 기반으로, HBM 공정의 수율 제어 인프라인 3D AXI 인라인 검사 시장을 선점할 전망. 오버행 물량도 전량 소화된 가운데, 2026년 턴어라운드를 기점으로 2027년부터 전 사업부 실적 개선 및 이익 레버리지 구간 진입 전망

Share price drivers/Earnings Momentum

- 고객사향 인라인 장비의 정식 썬 테스트 통과 및 수주
- 하이브리드 본딩 시장 개화에 따른 수혜 부각
- 방산 고객사들의 LINAC 기반 검사 장비 대규모 수주

Downside Risk

- 주요 고객사향 샘플 납품 및 썬 테스트 지연
- 선단 패키징 시장 내 경쟁 기술의 등장 및 대체 위험
- 전방 산업(HBM/배터리)의 CAPEX 집행 축소 및 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
에스에프에이	10.4	8.4	0.8	0.8	10.6	11.7
이노메트리	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
티에스이	28.1	23.6	4.5	3.8	17.0	17.5
기가비스	90.4	32.2	6.3	N/A	8.0	N/A
넥스틴	30.4	14.6	3.7	3.0	14.0	24.7

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	-	N/A	556.0	12.4	4.8
PBR	-	4.0	2.5	2.1	1.4
PSR	-	2.3	1.3	0.8	0.5
ROE	54.1	-13.5	0.4	18.0	35.4
ROIC	3.0	-6.1	1.6	15.0	36.4

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

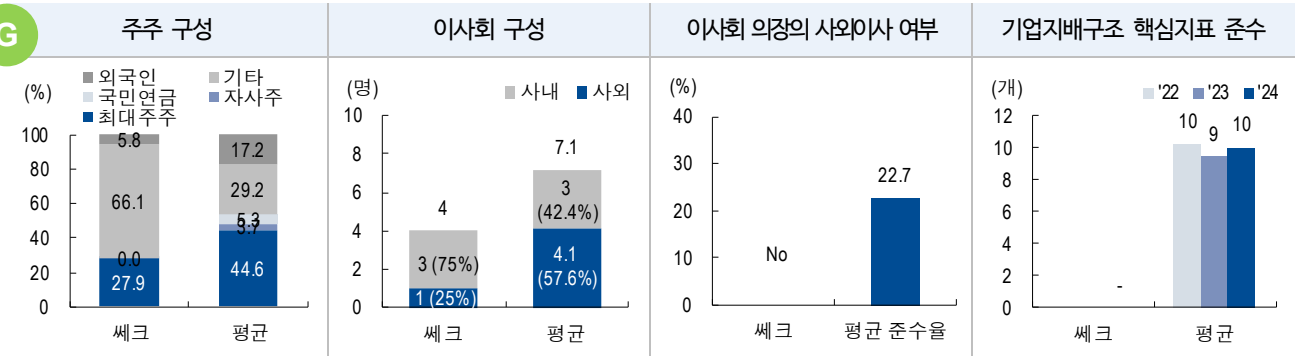
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	30.0	25.5	34.9	29.1	29.7	40.6	50.4	53.9	59.2
영업이익	1.4	-3.8	2.5	-2.3	-7.5	-4.9	0.6	1.3	-3.1
영업이익률(%)	4.7	-14.9	7.3	-7.8	-25.1	-12.0	1.2	2.5	-5.2
세전이익	0.2	-4.2	2.2	-3.8	-7.9	-7.9	-6.9	2.0	-3.8
순이익	0.5	-4.7	1.6	-3.6	-8.0	-7.7	-6.9	2.1	-3.8
지배자분순이익	0.5	-4.7	1.6	-3.6	-8.0	-7.7	-6.9	2.1	-3.8
EBITDA	2.2	-2.9	3.6	-1.1	-6.2	-3.2	2.6	3.3	-0.6
CAPEX	0.5	0.4	0.6	0.5	0.9	0.5	1.5	1.3	1.8
Free Cash Flow	-0.4	-0.1	0.0	-3.4	-5.6	-4.9	-8.3	1.1	-7.1
EPS(원)	115	-1,097	374	-835	-1,863	-1,804	-1,616	424	-450
BPS(원)	3,055	1,900	2,274	1,422	1,714	-918	-2,077	2,747	4,008
DPS(원)	0	0	25	0	0	0	0	0	0
순차입금	19.0	19.5	20.2	24.3	25.0	16.1	26.1	18.8	10.6
ROE(%)	7.5	-44.3	17.9	-45.2	-108.9	-543.7	74.1	54.1	-13.5
ROIC(%)	14.5	-13.6	6.2	-7.0	-17.5	-12.7	1.5	3.0	-6.1
배당성향(%)	0.0	0.0	6.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0
순차입금 비율(%)	145.8	239.6	207.6	400.4	292.7	-281.7	-201.6	91.3	30.1

자료: 썬크, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

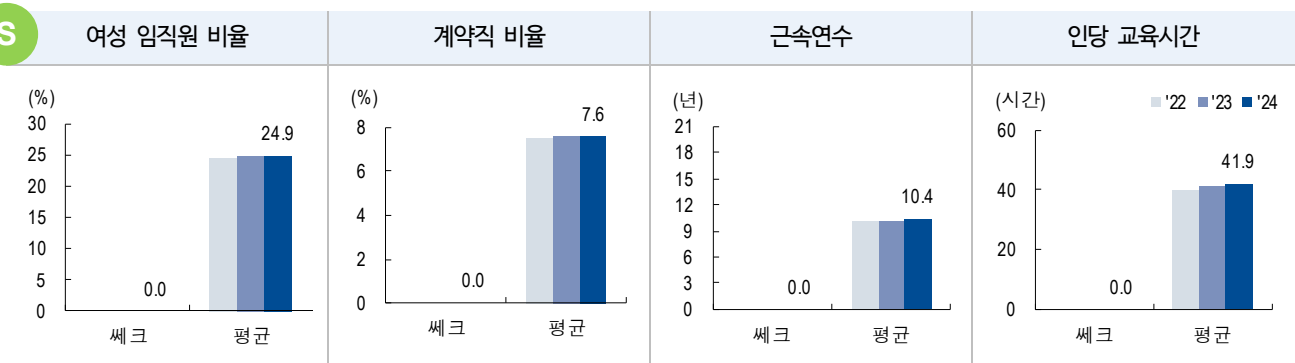


주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 썸크, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

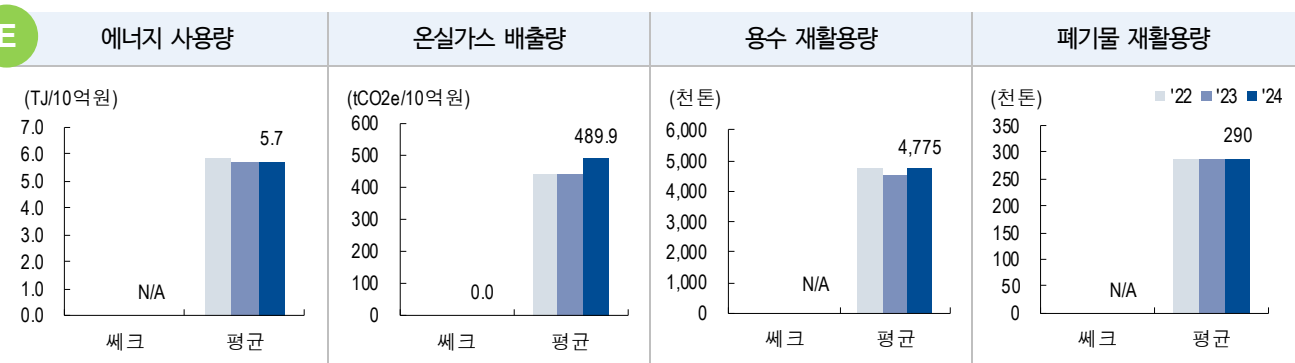
S



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 썸크, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 썸크, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2025.05	- 차세대 고출력 X-ray 튜브 국산화 및 에너지 효율 고도화
S	2026.03	- 한국생산성본부(KPC) 주관 'ESG 경영수준확인' 우수 등급 유지
G	2025.04	- 코스닥 시장 상장

자료: 썸크, NH투자증권 리서치본부

핵심 부품을 내재화한 고해상도 비파괴 검사 선도 기업

기업 개요

썬크는 전자빔 기반의 고해상도 비파괴 검사 장비를 자체 개발하는 검사 장비 기업으로 2000년 설립되었다. 2025년 4월 기술 특례를 통해 코스닥 시장에 상장하며 약 180억 원을 조달했다. 전체 직원의 44%가 R&D 인력으로 구성되어 있으며, 전압차로 전자를 발생시키고 초고주파를 활용해 에너지를 증폭시키는 **전자빔 원천 기술을 보유하고 있다**.

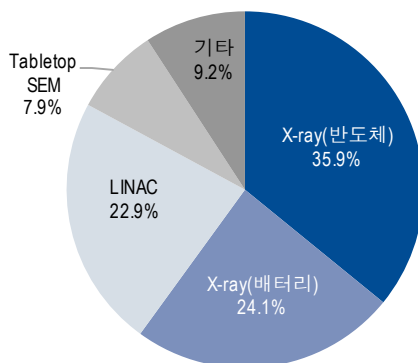
사업 구성

동사의 사업 영역은 반도체 및 배터리 X-ray 시스템, LINAC(방산용 선형가속기), Tabletop SEM(탁상형 주사전자현미경)로 구성된다. 이는 모두 전압차를 이용해 전자를 발생시키고 에너지를 제어하는 전자빔(e-beam) 원천 기술을 근간으로 한다. 반도체 및 배터리 X-ray 부문은 장수명과 고정밀도의 장점을 결합해 자체 상용화한 '하이브리드 오픈 튜브(Hybrid Open Tube)'를 기반으로 타사 대비 우수한 원가 경쟁력과 검사 성능을 확보했다. 핵심부품인 X-ray 튜브를 내재화하여 경쟁사 대비 가장 우수한 기술력을 갖고 있음에도 상장 이후 상대 주가 추이는 가장 아쉬운 상황이다.

최근 HBM의 수율 제어 니즈가 확대됨에 따라, 양산 라인 내(In-line) 3D 비파괴 검사 장비 도입 수요에 적극 대응 중이다. 또한 방산용 LINAC 부문은 고출력 에너지가 요구되는 대형 무기 체계 비파괴 검사 시장에서 강력한 국산화 니즈에 기반한 중국산 장비 교체 및 증설 수요를 본격적으로 흡수하고 있다. 반도체 장비의 대규모 수주가 예상되는 내년(2027년) 이전에 선제적인 수주 랠리를 시험하며 전사 고성장을 이끄는 핵심 동력으로 부상하고 있다. Tabletop SEM 부문은 나노 단위의 정밀 표면 분석을 지원하며 동사의 기술적 적용처를 바이오 및 신소재 분야로 넓혀가고 있다.

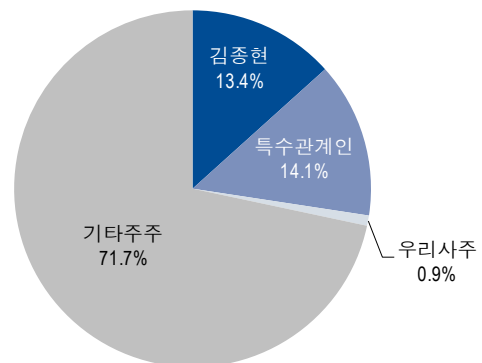
2025년 말 기준 부문별 매출 비중은 반도체 X-ray 시스템 35.9%, 배터리 X-ray 시스템 24.1%, LINAC 22.9%, Tabletop SEM 7.9%, 기타 9.2%로 구성된다. 최대주주는 김종현 대표(지분율 13.35%)로 최대주주 및 특수관계인 지분율은 27.42%이다.

그림1. 사업 부문별 매출 비중(2025년 기준)



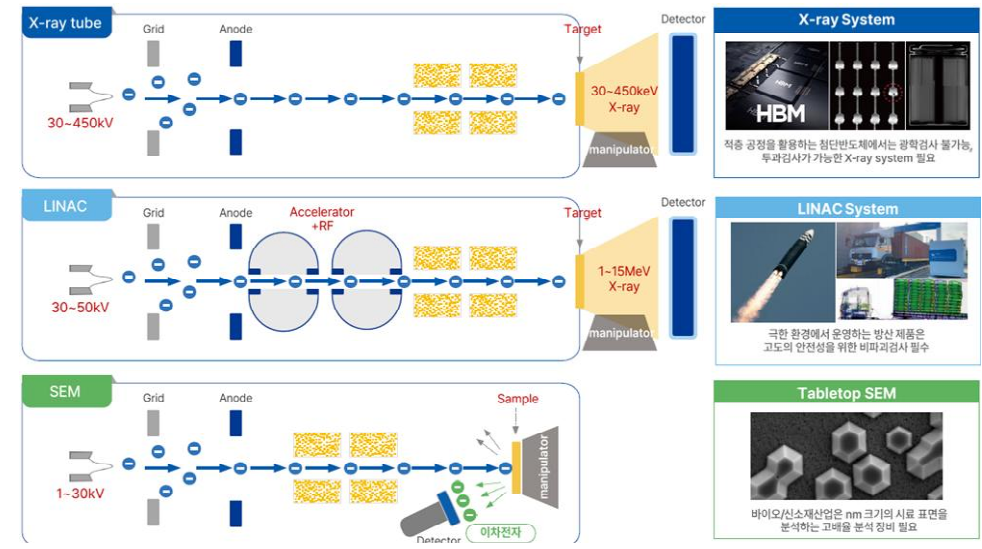
자료: 썬크, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주주 구성(2025년 말 기준)



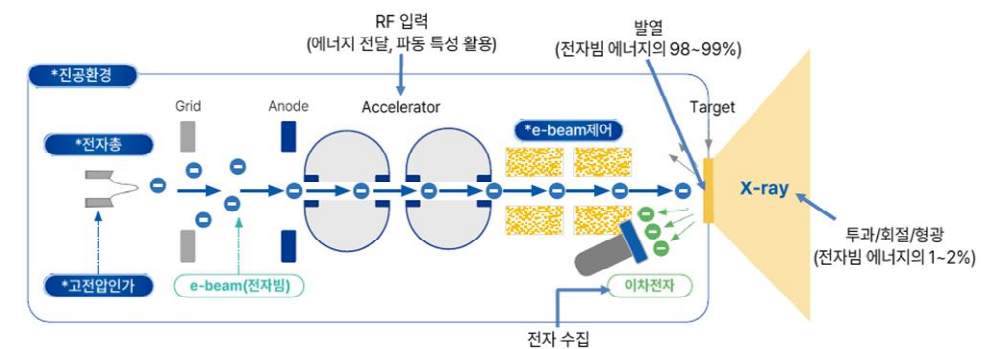
자료: 썬크, NH투자증권 리서치본부

그림3. 썬크의 사업 분야



자료: 썬크, NH투자증권 리서치본부

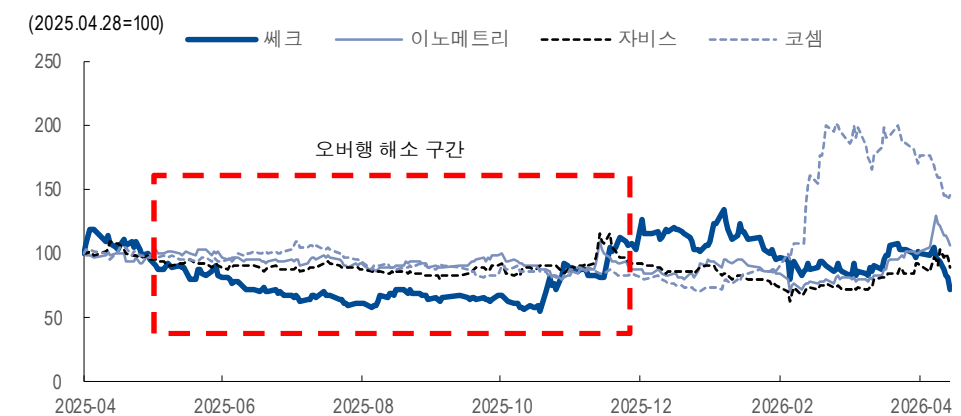
그림4. 전자빔의 활용



주: 전자는 공기 분자 충돌 시에도 쉽게 에너지를 잃기 때문에 진공 환경 필요

자료: 썬크, NH투자증권 리서치본부

그림5. 경쟁사 대비 가장 우수한 기술력을 보유했음에도 상대적으로 낙폭 과대 구간



자료: Fnguide, NH투자증권 리서치본부

독보적인 기술적 해자 보유

전자빔이란?

동사의 모든 사업부를 관통하는 핵심은 '전자빔(E-beam)' 제어 기술이다. 일반적인 환경에서 전자는 구리선과 같은 매질을 타고 흐르지만, 고진공 상태에서 강한 전압차를 인가(Applied/Impressed)하면 전자가 저항 없이 빔의 형태로 직진하며 이동하게 되는데 이것이 전자빔이다. 이렇게 가속된 전자빔이 금속 타겟(Target)과 충돌할 때, 보유 에너지의 약 98~99%는 열로 소산되나 나머지 1~2%의 에너지는 강력한 투과력을 지닌 X-ray(엑스선)로 변환된다. 동사는 이 에너지 변환 원리를 정밀하게 통제하여, 반도체 패키징이나 배터리 셀 내부의 미세 결함을 비파괴 방식으로 투시하는 고해상도 검사 장비를 개발하였다. 또한, 전자빔은 그 자체의 파동 특성을 통해 고주파(RF)로 변환되어 에너지를 전달하거나, 반대로 외부의 RF 에너지를 입력받아 전자를 폭발적으로 재가속시키는데 활용되기도 한다.

국내 최초 엑스레이 발생기 내재화 성공

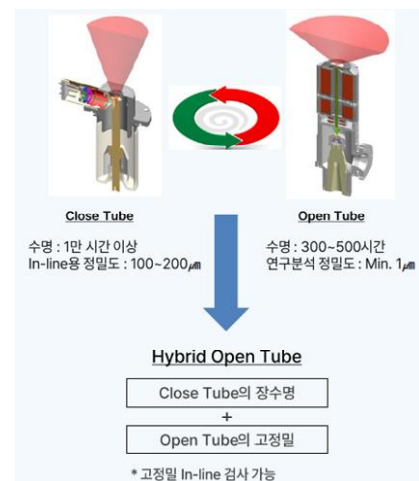
동사의 가장 강력한 경쟁 우위는 검사 장비의 심장인 엑스레이 발생기(Tube)를 국내에서 유일하게 자체 개발 및 생산한다는 점에 있다. 자비스, 이노메트리 등 국내 경쟁사들은 일본 등 해외에서 튜브를 전량 수입하나, 동사는 원가 경쟁력을 근본적으로 차별화하였다. 특히 인라인(In-line) 양산 공정에 적합한 긴 수명의 폐쇄용 튜브와 연구용으로 쓰이는 고정밀 개방형 튜브의 장점만을 결합한 하이브리드 오픈 튜브 기술을 내재화하여 하이브리드 본딩 및 마이크로 범프 검사 시장 진입을 위한 기술적 토대를 완성하였다. 동사의 E-beam 원천 기술은 전압차로 전자를 발생시키고 RF파로 에너지를 100배 증폭시켜 투과력을 극대화하는 메커니즘을 가지고 있으며, 이는 X-ray System(비파괴 검사), SEM(표면 분석), LINAC(방산) 등 전 사업부의 기반 기술이다.

그림6. X-ray 튜브 방식별 특징

	하이브리드 오픈 튜브 (썬크)	폐쇄형 튜브	오픈 튜브
핵심 기술	폐쇄형의 장수명 + 개방형의 고정밀 융합	진공 밀봉형 구조	진공 펌프를 통한 상시 진공 유지
수명	10,000시간 이상	10,000시간 이상	300~500시간
정밀도	최소 1 μ m 수준 (애플리케이션별 맞춤)	100 ~ 200 μ m (저해상도)	최소 1 μ m 수준 (초고해상도)
조사각	140도	구조에 따라 상이	140도

자료: 썬크, NH투자증권 리서치본부

그림7. 긴 수명 및 높은 정밀도의 하이브리드 오픈 튜브 개발



자료: 썬크, NH투자증권 리서치본부

반도체 X-ray 시스템 부문: HBM 인라인 검사 도입 기대

HBM 적층 인라인 X-ray 장비 개발 임박

반도체 X-ray 시스템 부문은 기존 SMT 공정의 일반적인 BGA 검사를 넘어, 2.5D 및 3D 패키징 고도화에 따른 WLP/PLP(웨이퍼 및 패널 레벨 패키징) 시장으로 적용처를 확장하며 전사 실적 성장을 견인할 전망이다. 최근 HBM과 인터포저 사이를 연결하는 마이크로 범프 등 초미세 접합부에 대한 불량 검사 수요가 신규로 발생하고 있으나, 현재 이를 완벽히 투시하여 대응할 수 있는 양산용 인라인 장비는 부재한 상황이다.

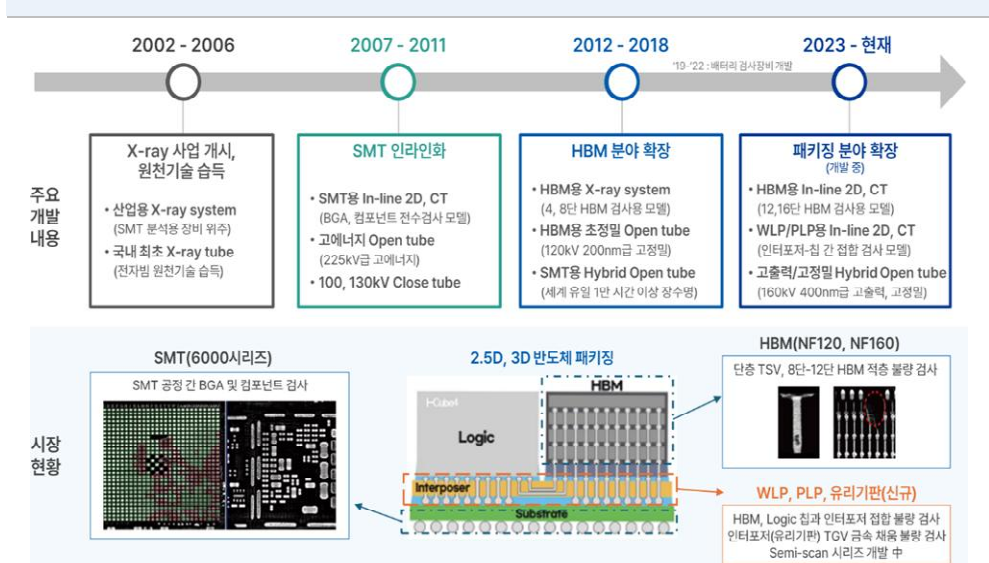
동사는 'HBM 적층 공정 인라인 X-ray 장비' 개발을 완료했다. 기존 14년간 판매된 오프라인 수동 장비(NF120 시리즈)가 대만 등 저임금 국가의 샘플링 검사에 국한되었다면, 신규 인라인 장비는 글로벌 메이저 메모리 벤더들의 양산 라인에 전격 투입되는 메인 장비이다. HBM의 경우 고부가가치 웨이퍼가 8단, 12단씩 투입되며, 적층 완료 후 결함이 발견되는 '진행성 불량' 발생 시 전량 폐기가 필수인 바 파급력이 매우 크다. 수율이 높지만 실패 비용을 최대한 줄이기 위한 인라인 비파괴 검사의 도입이 고려되고 있는 시점이다.

주요 고객사 퀄테스트 도입 예정

동사는 현재 글로벌 HBM 탑티어 고객사들과 인라인 장비 채택을 위한 논의를 진행 중이다. 우선, 마이크론은 이미 2023년부터 수동 장비(NF120) 15대 이상을 선도적으로 도입하며 동사 기술력에 대한 신뢰도가 높음을 보여주었다. 또한, 미국 반도체 장비 기업 A사는 미국 정부 과제 수행을 위한 첫 샘플 장비 구매를 검토 중인 것으로 파악된다.

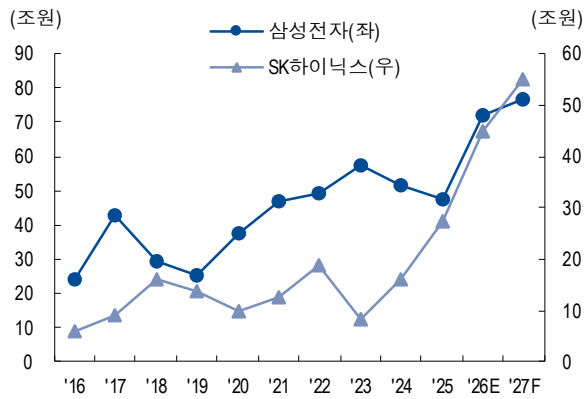
주목할 점은 그동안 압도적 수율을 바탕으로 비파괴 검사에 보수적이었던 HBM 업계의 태도 변화다. 최근 엔드 유저의 진행성 불량 검사 요구가 강력해지자 검사 장비 도입을 적극 검토 중으로 샘플 테스트를 거쳐 연내 퀄테스트(Qual-test)까지 진행할 계획이다. 동사 장비의 1포인트당 검사 속도는 현재 2~3분으로 고객사의 기준인 5분을 이미 충족하였으나, 이에 만족하지 않고 포인트당 검사 속도를 30초까지 줄이는 것을 목표로 하고 있다.

그림8. 반도체 주요 장비 개발 타임라인



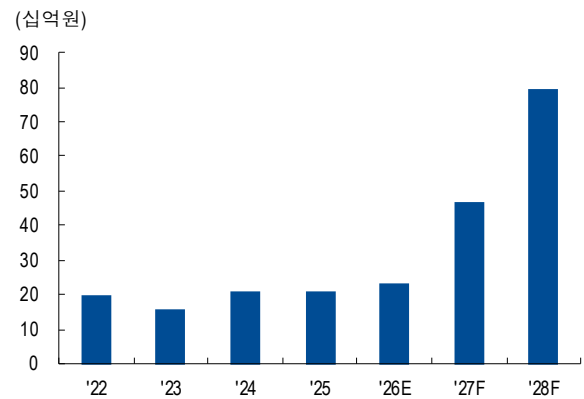
자료: 쎈크, NH투자증권 리서치본부

그림9. 삼성전자, SK하이닉스 Capex 추이 및 전망



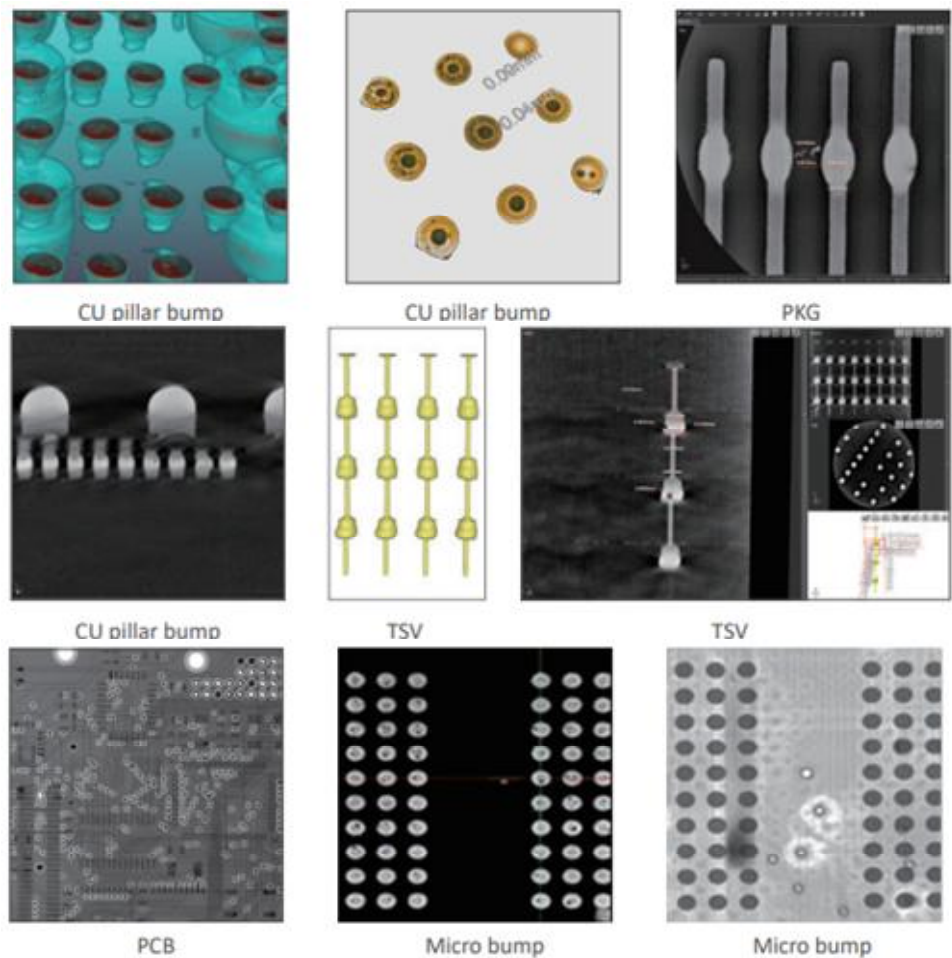
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림10. 반도체 X-ray System 매출액 추이 및 전망



자료: 쎈크, NH투자증권 리서치본부 전망

그림11. 반도체 비파괴 검사 이미지



자료: 쎈크, NH투자증권 리서치본부

하이브리드 본딩이 촉발할 X-ray 장비 사이클

하이브리드 본딩:
범프를 제거한 원자
단위의 직접 결합
기술

하이브리드 본딩은 반도체 다이(Die) 적층 시 기존의 솔더볼이나 마이크로 범프와 같은 중간 매개체 없이, 구리(Cu) 전극과 절연막(SiO₂)을 동시에 직접 접합하는 차세대 패키징 기술이다. 절연막 간의 공유 결합과 구리 입자의 확산 공정을 통해 물리적 결합을 이루므로써, 이종 물질 간의 인터페이스를 하나로 통합하는 하이브리드 구조를 형성한다. 이는 본딩 계면의 두께를 제로에 가깝게 구현하여 전체 패키지의 높이를 획기적으로 낮출 수 있는 최선단 적층 솔루션이다.

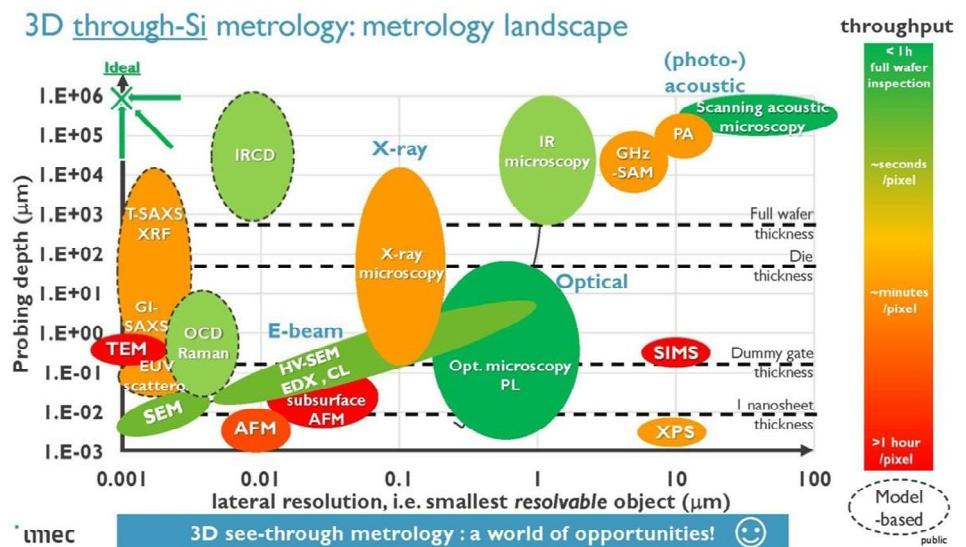
**I/O 밀도 극대화과
데이터 대역폭 한계
돌파를 위한 선택**

반도체 산업 내 하이브리드 본딩의 부각은 기존 범프 기반 접합 방식이 물리적 미세화 한계에 직면했기 때문이다. 마이크로 범프 방식은 인접한 범프 간의 합선 리스크로 인해 피치를 20μm 이하로 줄이는 데 한계가 있으나, 하이브리드 본딩은 이를 10μm 이하, 궁극적으로 1~2μm 수준까지 축소할 수 있다. 이는 동일 면적당 I/O(입출력 단자) 밀도를 10배 이상 높여 데이터 전송 대역폭을 비약적으로 상승시킨다. 또한, 전기 저항이 큰 솔더를 제거하고 구리와 구리를 직접 연결함으로써 신호 손실을 최소화하고 발열 특성을 개선할 수 있어, 고성능 컴퓨팅 및 AI 가속기 시장의 요구 스펙을 충족할 수 있다.

**분해능과 비파괴
특성상 X-ray가
유일한 해법**

하이브리드 본딩 공정의 수율 확보를 위해서는 접합부 내부에 존재하는 나노 단위의 미세 보이드(Micro-void)와 수 마이크로미터의 정렬 오차를 검출해야 할 것이다. 여기서 핵심은 '심부 투과성'과 '정밀 분해능'을 동시에 확보하는 것이다. 하이브리드 본딩은 실리콘 다이가 완벽하게 밀착되어 단일 덩어리를 형성하기 때문에, 광학 검사로는 실리콘 내부를 투시할 수 없다. 기존의 SEM이나 AFM은 0.01μm이하의 극미세 분해능을 보유하고 있으나, 탐색 깊이가 1μm 미만에 불과하여 적층된 칩 내부를 확인할 수 없다. 반면, 초음파(Acoustic)나 적외선(IR) 방식은 웨이퍼 전체를 투과할 수 있는 깊이를 확보했으나 분해능이 떨어져 마이크로 단위의 미세 보이드를 식별하기 어려울 것으로 예상된다. 동사가 주력하는 3D X-ray 기술은 100μm에서 10,000μm에 달하는 투과 깊이를 확보하면서도, 0.1~1μm 수준의 정밀 분해능 영역(그래프 중앙 주황색 구간)도 점유하는 바 이러한 기술적 상충을 해결할 수 있는 유일한 방법이 될 가능성이 높다.

그림12. 3D 적층 구조에서 활용되는 다양한 검사 기술들의 기술적 포지셔닝과 물리적 한계



자료: imec, NH투자증권 리서치본부

LINAC 부문: 독과점 시장 내 수입 대체 및 국산화 수혜

방산 사업이 든든한 캐시카우로 자리잡을 전망

동사의 LINAC(선형가속기) 기반 방산 사업은 대형 무기 비파괴 검사 시장에서 강력한 국산화 니즈에 기반한 외산 장비 교체 및 증설 수요를 본격적으로 흡수하고 있다. 반도 체 장비의 대규모 발주가 가시화되는 2027년 이전에 선제적인 수주 랠리를 시험하며 전 사 고성장을 이끄는 핵심 동력으로 부상하고 있다.

일반 X-ray 대비 100배 이상의 고출력 에너지를 발생시키는 LINAC 장비는 로켓 추진 체 및 탄두 등 대형·고밀도 무기의 내부 결함(결합성, 기포, 크랙 등) 확인에 필수적인 비파괴 검사 인프라이다. 관련 기술을 보유한 공급사는 전 세계적으로 미국, 중국, 폴란 드 업체와 동사 단 4개사에 불과하다. 미국산 장비가 2013년부터 전략물자로 지정되어 수출이 금지되고, 대체 도입된 중국산 장비의 품질 문제가 부각되면서 국내 주요 방산 벨 류체인 내 국산화 수요가 동사로 집중되고 있다. 특히 기존 설치된 중국산 장비의 교체 주 기(7~9년)가 본격적으로 도래함에 따라 구조적인 교체 사이클에 진입했다.

가시화된 수주 파이프라인과 실적 레버리지

동사는 2017년 국내 방산 업체 납품을 시작으로 국방부 산하 부대('25년말 40억원 규 모 수주 공사) 등 핵심 국방 벤더로 자리 잡았으며, 해외 수출을 통해 글로벌 레퍼런스를 확보했다. 장비의 ASP(판가)는 3~9MeV 모델이 25억~50억원, 하이엔드 모델이 70억~90억원 수준이며, 해당 사업부 마진율은 약 15~20%에 달해 전사 수익성 제고에 크게 기여할 전망이다.

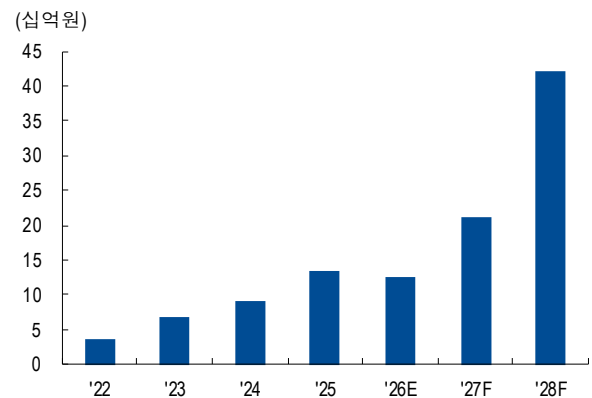
이러한 수주 모멘텀을 바탕으로 LINAC 부문 매출은 2026년 126억원, 2027년 213억 원, 2028년 420억원으로 가파른 성장을 이어갈 전망이다. 지난 5월 13일 한화에어로스 페이스항 93억원 규모의 하이엔드 장비를 수주하였다. 올해 이와 비슷한 규모의 별도 프 로젝트 2건의 수주도 임박하여 향후 실적 성장의 가시성을 높이고 있다. 이외에도 다수 의 국내 방산 기업으로 초도물량을 납품하였으며 추가적인 수주도 기대된다.

그림13. LINAC 부문 제품 포트폴리오



자료: 쎬크, NH투자증권 리서치본부

그림14. LINAC 매출액 추이 및 전망



자료: 쎬크, NH투자증권 리서치본부

배터리 X-ray 시스템 부문: 기술 격차와 안정적 캡티브 물량

폭발 사고 이후 검사 장비 수요 증가

동사의 배터리용 X-ray 검사 장비 부문은 전기차 화재 사고 증가에 따른 안전성 규제 강화로 인해 수요가 발생하기 시작했다. 기존의 원가 절감형 광학 표면 검사나 2D 투시만으로는 배터리 내부의 치명적 결함을 잡아내는 데 뚜렷한 한계가 있다. 이에 따라 핵심 고객사인 L사는 2D 검사 단계를 건너뛰고 곧바로 3D CT 기반의 고해상도 검사 장비 도입을 가속화하고 있다. 기술 유출 우려로 중국 벤더들의 진입이 원천 차단된 시장 환경은 동사에 절대적으로 유리하게 작용한다.

하이브리드 튜브로 동시검사 경쟁력 확보

동사의 기술적 차별점은 자체 개발한 **하이브리드 오픈 튜브 기술**에 있다. 경쟁사 장비가 좁은 발생 각도로 인해 한 번에 하나의 셀만 검사할 수 있는 반면, 동사 장비는 넓은 X-ray 투사각을 활용해 여러 셀을 동시에 촬영 및 검사할 수 있어 압도적인 검사 속도와 생산성 측면에서 우위에 있다.

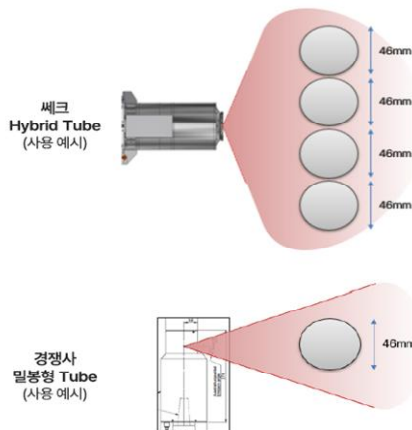
L사를 캡티브로 고객사 확대 전망

동사 배터리 X-ray 시스템 부문 2026년 예상 매출액은 228억원 규모이며, 이 중 80%가 L사항 매출이 차지할 전망이다. 동사는 주력 고객사인 L사의 파우치 배터리부터 북미 G사 각형 배터리 공장 양산 라인까지 검사 장비를 공급하며 해당 고객사 생산 물량의 약 20%를 소화하고 있다.

현재 배터리용 표준 모델의 ASP(판가)는 약 15억원 수준으로 형성되어 있다. 기존 파우치 검사 장비에서 4680 원통형 및 각형 장비가 마진율이 더 높은 것으로 파악되며 해당 매출이 증가하며 실적 성장 지속할 전망이다.

동사는 특허 이슈 및 기술 보호 사유로 국내 셀 메이커 중 L사 위주로 거래하고 있다. 하지만 현재 L사 전체 물량의 약 20% 수준만 동사 장비로 검사 중인 바 향후 침투할 수 있는 상방을 크게 열려 있다고 판단된다. 또한, 베르코어(Verkor), ACC, ONE 등 신규 글로벌 배터리 셀 메이커들로 포트폴리오 다변화도 진행 중에 있다.

그림15. X-ray 조사각에 따른 동시 검사 수량 차이



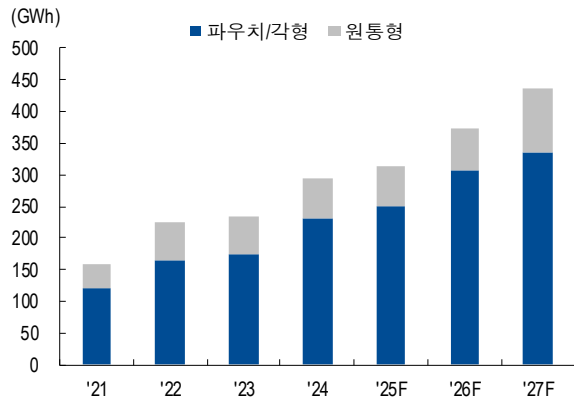
자료: 쎬크, NH투자증권 리서치본부

표2. 기술 경쟁력 비교

	쎬크	경쟁사
Tube Type	240kV Hybrid 개방-투과형 (조사각 140도)	외산 225kV 밀봉-반사형 (조사각 40도)
Focal Spotsize	25~45 μ m	50~150 μ m
고속 X-ray on/off 기능	O	X
가격	11억~17억원	17억원
유지보수비용	0.2억원	2억원

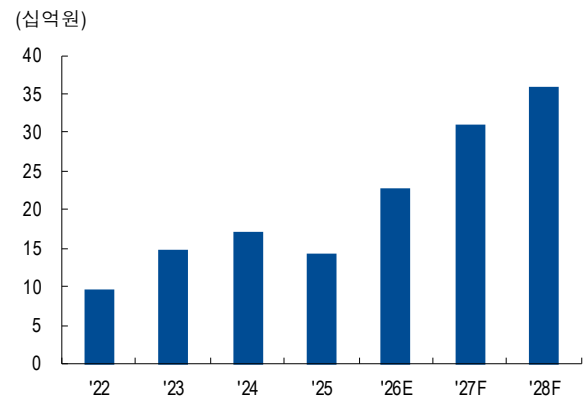
자료: 쎬크, NH투자증권 리서치본부 전망 전망

그림16. LG에너지솔루션 Capex 전망



자료: LG에너지솔루션, NH투자증권 리서치본부 전망

그림17. 2차전지 X-ray System 매출액 추이 및 전망



자료: 씨크, NH투자증권 리서치본부 전망

중장기 신사업 모멘텀: FLASH 방사선 암 치료기 및 안티드론

FLASH 방사선 치료 기술 개발을 위한 국책과제 수행 중

동사는 E-beam 및 LINAC 원천 기술을 바이오·의료 및 첨단 비대칭 무기 분야로 확장하며 중장기 밸류에이션 리레이팅 모멘텀을 확보하고 있다. FLASH 방사선 치료 기술은 초당 40Gy(그레이) 이상의 초고선량률로 1초 이내에 방사선을 집중 조사하는 방식이다. 평균 20~30회에 걸쳐 1회당 5분씩 소요되던 기존 치료와 달리, 단 1회 조사만으로 암세포 살상 효과를 낼 수 있다. 올해 1월부터 암 치료기 국책과제 개발에 본격 착수했으며 해당 프로젝트는 총 250억원 규모의 정부 지원을 받는다. 지난 4월 28일 KRISS(한국표준과학연구원), SNUH(서울대학교병원), KIRAMS(한국원자력의학원), DIRAMS(동남권원자력의학원)과 '플래시 방사선 치료 연구 협력을 위한 MOU(업무협약)'도 체결했다. 이번 컨소시엄 내 유일한 민간 기업인 동사는 치료기의 심장에 해당하는 전자선형가속기와 이동형 갠트리 시스템 제작을 전담한다.

동사의 로드맵에 따르면 우선 2030년까지 전임상 완료가 목표이고, 동물용 암 치료기 상용화를 시작으로 향후 고부가가치의 인체용 시장까지 진입할 계획이다. 의료 기기 시장 진출은 동사의 영역을 하이엔드 장비를 넘어 헬스케어 영역까지 확장시킬 수 있는 바 밸류에이션 리레이팅 요인이다.

안티드론 시스템 개발 진행 중

또한 첨단 국방 분야에서는 KERI(한국전기연구원)와의 협력을 통해 고출력 전자기파를 활용한 안티드론(Anti-drone) 시스템을 개발 중이다. 카운터 UAS(무인 항공기 시스템) 또는 카운터 UAV(무인 항공기) 기술로도 알려진 안티 드론 기술은 드론을 탐지, 추적 및 무력화하도록 설계된 시스템을 의미한다.

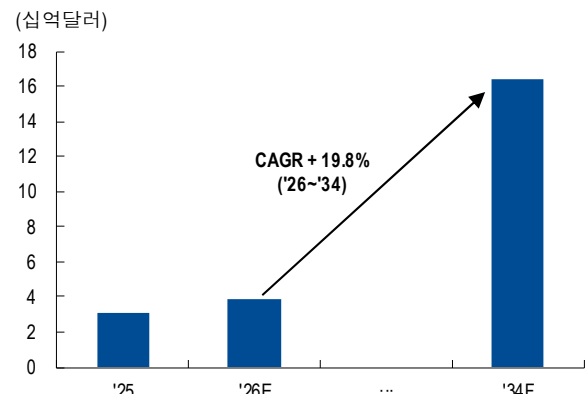
동사는 2km 범위까지의 통신 교란 및 제압 능력을 검증 하기위한 R&D를 진행하고 있다. 상용화 시점은 2028년을 목표로 한다. 현대전에서 드론의 위협이 급증하는 거시적 안보 환경을 고려할 때 동사의 고출력 에너지 제어 기술은 향후 핵심 비대칭 무기 체계로 부각될 가능성이 높다.

그림18. FLASH 방사선치료 심포지엄 및 MOU 체결



자료: 섹크, NH투자증권 리서치본부

그림19. 안티드론 시스템 시장 전망



자료: FortuneBusinessInsight, NH투자증권 리서치본부

2026년 턴어라운드 본격화 및 오버행 해소

2026년 흑자전환 2027년부터 본격적인 레버리지 발생 전망

동사는 2026년 연결 기준 매출액 689억원(+16.4% y-y) 영업이익 9억원(흑자전환)을 기록하며 흑자전환에 성공할 전망이다. 올해는 전방 고객사들의 보수적인 설비 투자 기조 속에서도, 방산 부문의 성장이 마진을 회복을 이끌 예정이다. 진정한 전사 실적의 퀀텀 점프는 주력 3대 사업부의 신제품 양산 및 수주 모멘텀이 만개하는 2027년부터 본격화될 것이며, 2027년 동사는 매출액 1,099억원, 영업이익 94억원(OPM 8.5%)으로 폭발적인 외형 성장과 이익 레버리지가 시작될 것으로 전망한다. 동사는 특히 HBM 인라인 장비 쉘테스트 이후 본격적인 실적 성장 구간에 진입할 전망이다. 향후 하이브리드 본딩 시장 개화까지 맞물린다면 독보적인 X-ray 기술력 부각에 따른 구조적인 밸류에이션 리레이팅이 이뤄질 것으로 판단한다.

구체적으로 반도체 검사 부문은 단기적으로 2026년 7월 HBM 인라인 전수 검사 장비의 고객사 쉘테스트 진입을 시작으로 연말 양산 라인 투입을 목표로 하고 있으며, 중장기적으로는 2027년 개화가 예상되는 TGV(유리 기판) 및 PLP(패널 레벨 패키징)용 신규 인라인 모델 출시를 통해 매출 상방을 열어줄 것이다. 배터리 검사 부문은 4680 원통형 동시 검사 장비의 수주 확대를 넘어, 각형 및 차세대 전고체 배터리용 검사 장비의 매출 인식까지 본격화될 전망이다. 마지막으로 LINAC 부문은 기존 3~9MeV급의 수요를 넘어 하이엔드 고출력 LINAC 시스템의 국내외 고객사 수주가 맞물리며 전사 수익성의 큰 폭 상승에 기여할 예정이다.

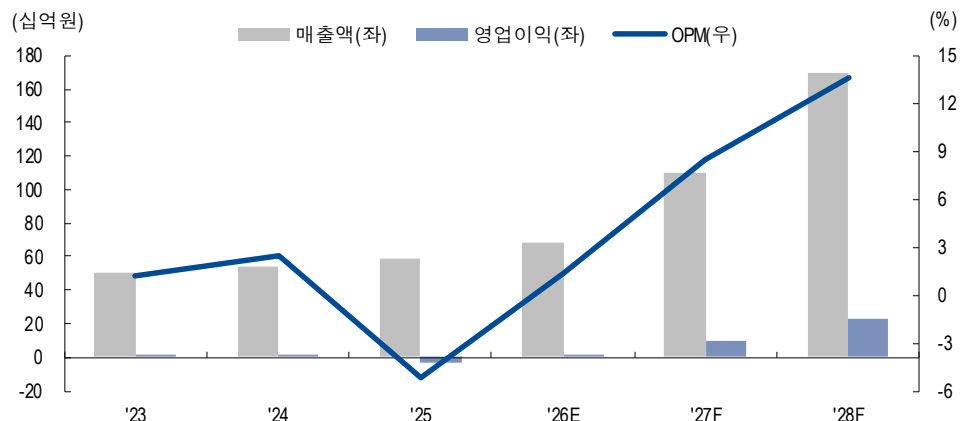
하이브리드 본딩 및 차세대 패키징까지 무한한 확장성

연말 SK하이닉스의 하이브리드 본딩 기술을 적용한 양산이 가시화되는 가운데, 동사는 이번 달 TSV 보이드 검사 장비 개발을 완료하고 추후에 이를 하이브리드 본딩용으로 업그레이드할 계획이다. 마이크로 단위의 초음파 분해능 한계를 극복하고 실리콘 층을 투과할 수 있는 유일한 솔루션으로 고해상도 3D X-ray가 부각될 전망이다.

원익투자파트너스 오버행 물량 소화 완료

동사의 주가 상승을 억눌러왔던 가장 큰 수급적 족쇄도 완전히 풀렸다. 상장 이후 주가를 억누르던 요인으로 작용하던 원익투자파트너스 등 기관 투자자들의 오버행 물량이 전량 소화되었다. 현재 주가는 IPO 당시 공모가(15,000원)에도 한참 미치지 못하는 수준으로 전방 산업의 업황은 월등히 개선되었음을 고려할 때 투자 매력도 높다고 판단된다.

그림20. 실적 추이 및 전망



자료: 쎈크, NH투자증권 리서치본부 전망

사이냅소프트 (466410.KQ)

AIS/W 기업 중 밸류에이션 매력 독보적

올해 공공 부문 실적 성장세로 전환 및 민간 부문 실적 성장 지속 전망. 신제품 출시에 따른 AI 포트폴리오 확장으로 AI 매출 비중도 계속해서 확대될 것. 우수한 재무구조 및 밸류에이션 매력 갖춘 AIS/W 기업

Analyst 강경근

02)2229-6487, kyeongkeun@nhsec.com

Jr. Analyst 목진원

02)768-7702, namuh.mok@nhsec.com

※ESG Index/Event는 136페이지 참조

Not Rated

Document AI 전문 기업

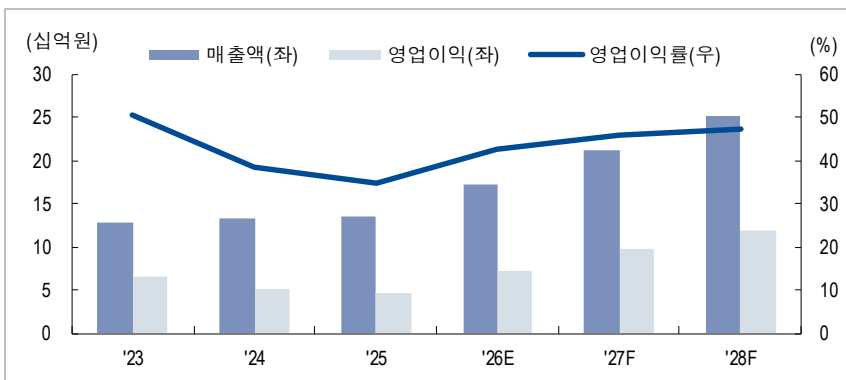
Document AI 전문 기업. 주요 제품 포트폴리오는 사이냅 뷰어/필터/에디터/오피스 등 문서처리 솔루션과 OCR Pro, 도큐애널리저 등 Document AI 관련 제품군. 문서 뷰어 국내 시장 점유율 독보적 1위(중앙행정부 80%, 지자체 80%, 초중고 홈페이지 70%, 공사공단/연구소 200개소 이상 등). 문서 검색 및 보안 분야 국내 시장 점유율도 95% 이상. 7,000여 개의 고객 레퍼런스와 99% 이상의 높은 고객 유지율 확보

실적 성장 본격화 및 밸류에이션 매력 부각

AI 제품 포트폴리오 강화. 작년 말 신제품 VoiceAnalyzer(음성데이터 AI 분석), Ainex(최신 LLM 활용 AI 플랫폼), Kynapse(지식관리시스템) 출시에 이어 올해도 신규 AI 제품 라인업 확대 예정. AI 부문 매출 비중은 2025년 17.3%에서 올해 25% 이상으로 확대될 전망

2026년 매출액 172억원(+27.5% y-y), 영업이익 73억원(+56.1% y-y, 영업이익률 42.5%) 전망. 부진했던 공공 부문 실적이 성장세로 전환되는 가운데 민간 부문 실적 성장세도 유지될 것. 2025년 말 기준 순현금 443억원(시가총액의 80.0%), 부채비율 3.4%으로 안정적인 재무구조 보유. 2026E PER 7.0배로 AIS/W 기업 내 밸류에이션 매력 독보적

실적 추이 및 전망



자료: 사이냅소프트, NH투자증권 리서치본부 전망

현재가 (26/05/15) 11,000원

업종(NHICS)*	소프트웨어
KOSPI / KOSDAQ	7493.18 / 1129.82
시가총액(보통주)	55.4십억원
발행주식수(보통주)	5.0백만주
52주 최고가 ('25/06/23)	17,540원
최저가 ('26/03/04)	10,010원
평균거래대금(60일)	679백만원
배당수익률 (2026E)	0.00%
외국인지분율	1.8%

주요주주
전경현 외 5인 44.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-9.2	-7.4	-20.9
상대수익률 (%p)	-11.1	-26.4	-48.6

	2025	2026E	2027F	2028F
매출액	13.5	17.2	21.1	25.2
증감률	1.7	27.5	23.0	19.5
영업이익	4.7	7.3	9.7	12.0
증감률	-7.9	56.1	32.9	23.6
영업이익률	34.7	42.5	45.9	47.4
(지배지분)순이익	5.7	7.9	10.3	12.7
EPS	1,132	1,574	2,050	2,517
증감률	-21.8	39.0	30.3	22.7
PER	11.1	7.0	5.4	4.4
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.6	0.5	-0.5	-1.3
ROE	8.5	10.8	12.5	13.4
부채비율	3.4	3.9	4.2	4.4
순차입금	-44.3	-51.2	-60.3	-71.7

단위: 십억원, %, 원, 배

주1: NHICS(NH Industry Classification Standard)

주2: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

사이냅소프트는 2000년 설립된 디지털문서 솔루션 기업. 2025년 기준 부문별 매출 비중은 디지털문서 AI 14.9%, 디지털 문서 솔루션 85.1%. 최대주주는 전경현 대표(지분율 39.36%)이며 최대주주 및 특수관계인 지분율은 42.76%

Share price drivers/Earnings Momentum

- 정부 AI 투자 확대
- OCR Pro, Document AI 등 AI관련 사업 수주 확대

Downside Risk

- AI 신규 비즈니스 성과 지연

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2026E	2027F	2026E	2027F	2026E	2027F
한글과컴퓨터	10.5	8.0	1.2	1.0	11.9	13.9
이스트소프트	55.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
셀바스 AI	48.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
더존비즈온	36.3	33.4	5.4	4.7	16.8	16.9

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2024	2025	2026E	2027F	2028F
PER	11.4	11.1	7.0	5.4	4.4
PBR	1.3	0.9	0.7	0.6	0.6
PSR	5.1	4.7	3.2	2.6	2.2
ROE	12.3	8.5	10.8	12.5	13.4
ROIC	22.4	21.0	30.7	40.0	48.2

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

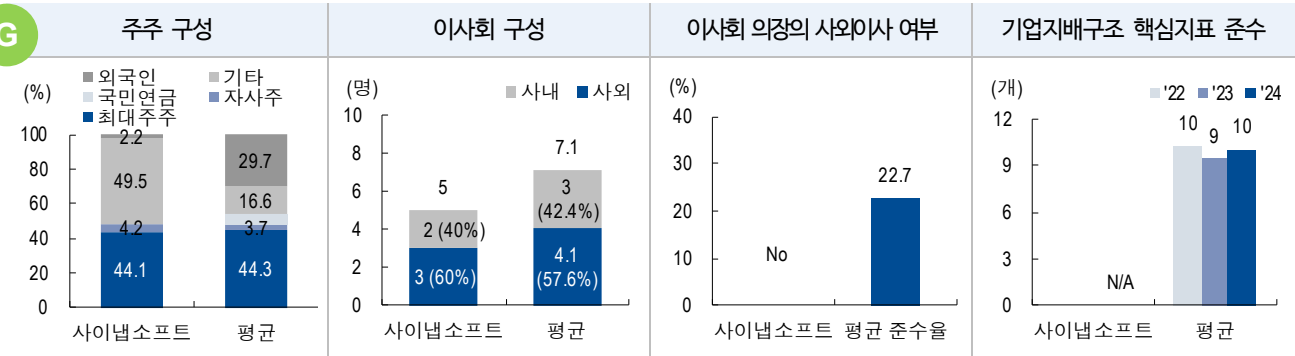
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	53.3	55.2	63.5	75.4	95.6	109.8	127.2	132.5	134.7
영업이익	20.3	12.1	18.3	27.7	43.8	46.9	64.3	50.7	46.7
영업이익률(%)	38.0	21.9	28.8	36.7	45.8	42.7	50.6	38.3	34.7
세전이익	21.8	12.2	22.0	28.3	46.4	48.2	71.5	64.4	62.0
순이익	20.3	11.9	21.5	27.5	44.4	44.2	62.1	59.9	57.0
지배지분순이익	20.3	11.9	21.5	27.5	44.4	44.2	62.1	59.9	57.0
EBITDA	20.8	12.8	18.9	28.3	45.5	51.7	69.3	55.9	52.5
CAPEX	9.4	35.9	6.1	41.7	96.2	17.3	1.6	0.8	5.5
Free Cash Flow	9.2	-23.3	17.0	-15.1	-39.9	38.6	62.4	61.7	56.9
EPS(원)	507	297	538	688	1,112	1,105	1,555	1,448	1,132
BPS(원)	3,239	3,531	4,213	4,934	6,027	6,891	8,348	12,710	13,841
DPS(원)	0	0	0	0	107	107	0	0	0
순차입금	-58.3	-33.6	-75.6	-65.4	-40.1	-21.5	-53.9	-410.0	-443.2
ROE(%)	31.3	8.8	13.9	15.0	20.3	17.1	20.4	12.3	8.5
ROIC(%)	208.6	29.0	29.0	43.6	32.9	20.9	25.9	22.4	21.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	9.1	9.2	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0
순차입금 비율(%)	-45.1	-23.8	-44.9	-33.1	-16.7	-7.8	-16.2	-64.0	-63.6

자료: 사이냅소프트, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

G

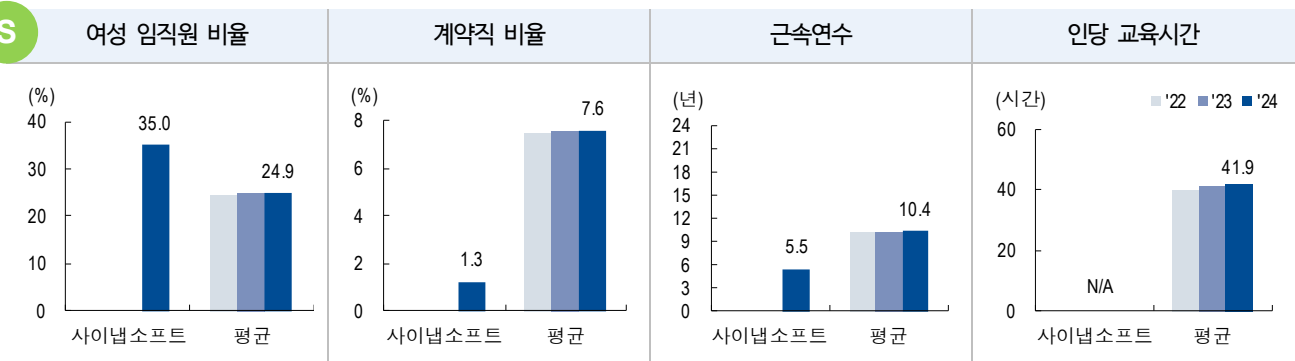


주1: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 대상

주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황

자료: 사이넵소프트, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

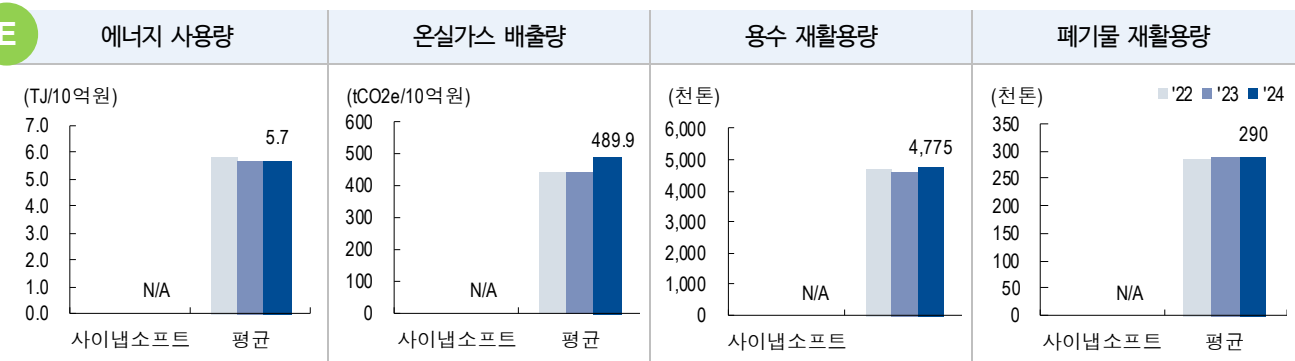
S



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

자료: 사이넵소프트, NH투자증권 리서치본부

E



주: 평균은 2025년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 225개사 중 지속가능경영보고서 공시한 178개사 대상

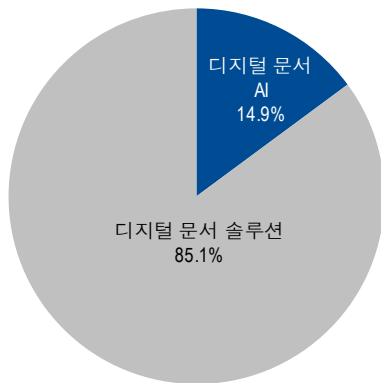
자료: 사이넵소프트, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	N/A	- N/A
S	N/A	- N/A
G	2024.11	- 코스닥 시장 상장

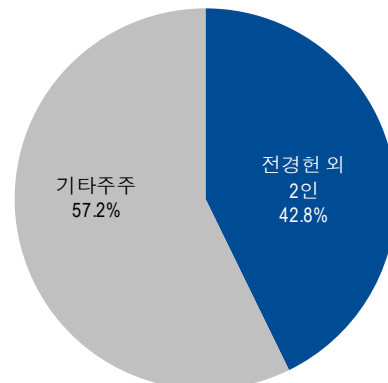
자료: 사이넵소프트, NH투자증권 리서치본부

그림1. 사업 부문별 매출 비중(2025년 기준)



자료: 사이냅소프트, NH투자증권 리서치본부

그림2. 주주 구성(2025년 기준)



자료: 사이냅소프트, NH투자증권 리서치본부

그림3. 사이냅소프트 사업 영역



자료: 사이냅소프트, NH투자증권 리서치본부

그림4. 민간 부문 주요 고객사



자료: 사이냅소프트, NH투자증권 리서치본부

그림5. 공공 부문 주요 고객사



자료: 사이냅소프트, NH투자증권 리서치본부

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy: 15% 초과
- Hold: -15% ~ 15%
- Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2026년 3월 31일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
89.7%	10.3%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 자료상 언급된 기업들 중 메타바이오메드를 제외한 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 메타바이오메드의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자 의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.