

나 이제 허수아비 아니다

25E EPS 674원에 Target PER 10.2x를 적용한 6,900원을 목표주가로 제시한다. 부진한 실적, 고루한 사업, 내수 위주의 성장성에 대한 우려로 지지부진한 주가 흐름을 면치 못했다. 다만 미국으로의 확장을 눈앞에 둔 동사는 시장에 다르게 비춰지길 원하고, 이는 24년 9월 발표한 동사 밸류업 계획에서 여실히 드러난다. 스스로 저평가 기업이라고 생각하는 동사는, 미국 사업 확장을 목전에 앞둔 성장성을 투자자들이 확인해주길 바란다. 그리고 본서가 그 바람에 응답하기 위해 나선다.

투자포인트 1. 미국에 선 작은 거인

AFC 사업에서 S급 역량을 가진 동사는 18년, 미국 내 자회사와 함께 미국 시장에 도전장을 내민다. 국내와는 비교도 안 되는 어마어마한 규모의 미국 시장에서 동사는 새로운 꿈을 꾸기 시작한다. 준비된 인재였던 동사는 19년 워싱턴 D.C를 시작으로, 샌프란시스코, LA까지 수주 성공의 길을 만들었다. 그리고 지금, 뉴욕이라는 최대 사업장으로 빠르게 걸어가고 있다. 동사가 안내하는 길을 차근차근 따라간다면, 어느새 동사의 업사이드에 확신을 가지게 될 것이다.

투자포인트 2. 먹던 밥도 잘 먹는다

사람의 입맛은 쉽게 변하지 않는다. 그간 국내에서 안정적으로 매출을 쌓아왔던 동사는 앞으로도 국내에서 견조한 매출 성장세를 이어갈 것이다. 동사가 영위하는 KTCS-M은 과점 시장으로서, 기존의 외산 신호시스템을 대체할 예정이다. 한편, 하이패스의 상위 호환인 스마트톨링이 등장했는데, 동사는 이 분야에서 압도적인 선도 주자이다. 밥상은 넉넉히 차려져 있고, 숟가락도 들었다. 맛있게 먹을 일만 남았다.

추정 손익계산서 (단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	92,131	137,399	132,070	147,173	24,133	34,383	35,210	70,206	163,932	188,210	205,375
YoY(%)	15.6%	49.1%	-3.9%	11.4%	2.6%	-0.1%	53.8%	5.8%	11.4%	14.8%	9.1%
매출원가	79,249	118,727	105,377	105,472	20,573	25,047	27,822	49,360	122,472	137,711	151,001
매출총이익	12,881	18,672	26,693	41,700	3,560	9,336	7,388	20,847	41,460	50,499	54,374
GPM(%)	14.0%	13.6%	20.2%	28.3%	14.8%	27.2%	21.0%	29.7%	25.3%	26.8%	26.5%
판매비와관리비	16,029	17,328	17,097	24,321	6,204	6,029	5,532	8,203	24,064	27,101	29,699
영업이익	(3,147)	1,344	9,595	17,380	(2,643)	3,306	1,856	12,644	17,396	23,398	24,675
OPM(%)	-3.4%	1.0%	7.3%	11.8%	-11.0%	9.6%	5.3%	18.0%	10.6%	12.4%	12.0%
금융손익	(4,510)	(1,631)	10,601	(329)	188	566	166	101	717	301	301
기타손익	(11,885)	(7,751)	(5,977)	(1,155)	(233)	73	(522)	(522)	(1,429)	(1,429)	(1,134)
법인세비용차감전순이익(손실)	(19,543)	(8,038)	14,219	15,895	(2,688)	3,946	1,499	12,223	16,685	22,270	23,842
법인세비용(수익)	1,634	543	4,452	(804)	(627)	1,800	470	2,711	3,643	4,811	5,139
당기순이익(손실)	(21,177)	(8,582)	9,767	16,700	(2,061)	2,145	1,030	9,512	13,042	17,459	18,703
NPM(%)	-23.0%	-6.2%	7.4%	11.3%	-8.5%	6.2%	2.9%	13.5%	8.0%	9.3%	9.1%

Rating

Buy

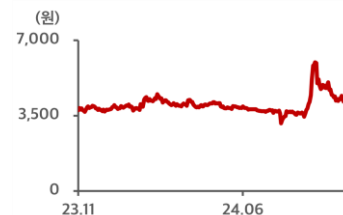
목표주가: 6,900 원

현재주가: 4,150 원

상승여력: 66%

12M 추가추이

시가총액 1,154 억원



B/S Data(2Q24)

자산 총계 1,936 억원

부채 총계 996 억원

자본 총계 940 억원

Valuation(24E)

PER 7.86x

EPS 554 원

ROE 15.16%

주요 주주

문찬중 외 3인 16.8%

SMIC 5 팀

팀장 49기 전수연

팀원 49기 김대원

49기 정예환

50기 주민재

50기 최시아

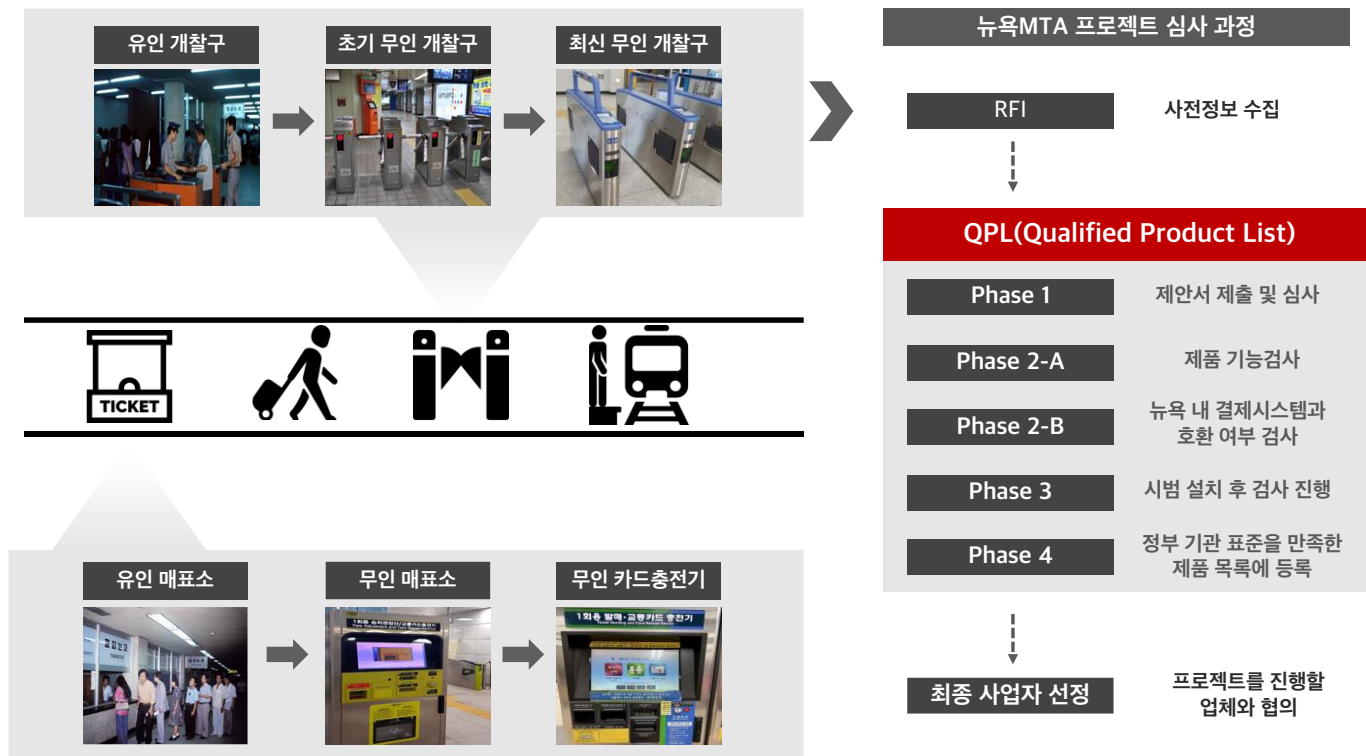
CONTENTS

1. 통행료 징수는 나에게 맡겨 - 기업 & 산업 분석	03
2. Pre-투자포인트. 우려를 딛고 시선은 앞으로	08
3. 투자포인트 1. 미국에 선 작은 거인	11
4. 투자포인트 2. 먹던 밥도 잘 먹는다	19
5. Valuation	22
6. Appendix	31

통행료 징수는 나에게 맡겨 - 기업 & 산업 분석

1.1 AFC는 모든 것을 무인으로 처리한다

도표 1-1. AFC 발달 과정과 뉴욕 내 페어게이트의 심사 순서



출처: 언론종합, MTA, SMIC 5팀

AFC
= 요금 자동 징수

AFC(Automatic Fare Collection)는 요금을 자동으로 징수하는 시스템으로, 페어게이트가 핵심 요소이다. 승객은 열차나 버스와 같은 교통수단을 이용하기 위해서는 요금을 지불해야 한다. 이때 페어게이트는 역무원을 대신해 승객이 내는 승차료를 자동으로 정산해주고, 요금이 정산되지 않았을 시 자동으로 출입을 통제하는 기기다. AFC를 구성하고 있는 다른 장비로는 승객의 교통카드 잔액을 충전할 수 있는 무인정산기와 동전 및 지폐를 통해 승차권을 발행할 수 있게 하는 자동발매기, AFC를 통해 생성된 교통 데이터를 수집하고 저장하는 전산기가 있다.

AFC
= 모든 절차 무인

모든 절차가 무인으로 진행된다는 점이 AFC의 주된 특징이다. 승차권 발권부터 탑승 전 검표까지 모두 사람이 진행했던 과거의 개찰구와는 다른 모습이다. 역 내 모든 업무를 자동화한 AFC는 직원에게 지출되는 인건비 부담을 완화할 수 있다는 점에서, 지하철 교통공사에게 효과적인 인프라 솔루션이다. 또한, 하나의 카드로 다른 대중교통을 이용할 때 환승 처리가 되어 추가적인 요금이 징수되지 않는다는 점에서, AFC는 대중 교통 이용자들에게도 비용을 절감해준다.

지하철은
AFC가 필수

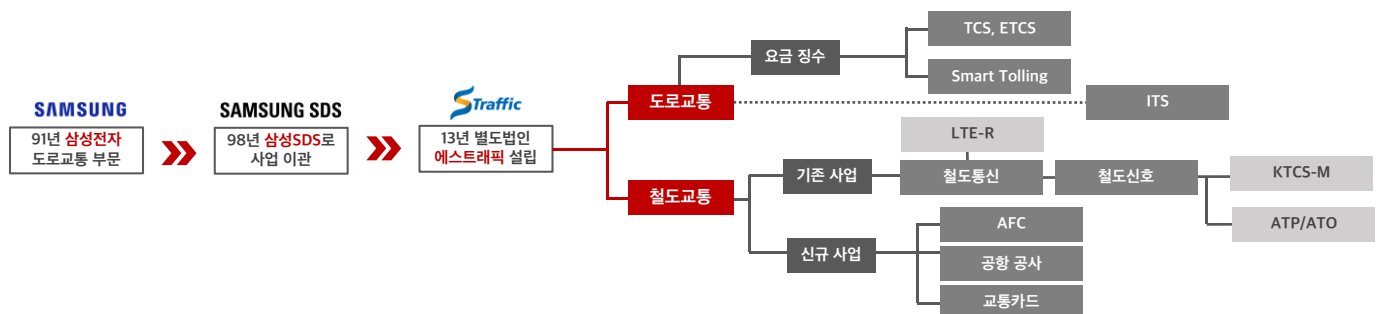
AFC는 대중교통 중에서도 지하철에 특히 필요하다. 지하철은 버스나 트램보다 한 대에 탑승할 수 있는 인원이 훨씬 많다. 또한, 지하철은 버스나 트램처럼 정류장이 구축되어 있는 것이 아닌, 여러 게이트가 만들어져 있는 플랫폼 구조여서 수동으로 요금을 징수하기엔 어려움이 있다. 즉, 지하철은 다수의 게이트로 다수의 승객이 유입되는 구조이기 때문에 자동 징수가 필수적이다.

선진국 중심으로 AFC 활성화	지하철 인프라가 잘 구축된 선진국 중심으로 활성화 되어 있는 모습을 관찰할 수 있다. 일본의 Suica, 영국의 Oyster, 캐나다의 Presto로 명칭되는 교통카드 시. 선진국에서는 NFC 기술을 활용해, 카드를 개찰구에 대지 않고도 자동으로 요금이 정산돼 교통수단을 이용할 수 있는 태그리스(Tagless) 기술이 시범 사업 중에 있다. 태그리스는 카드를 직접 대지 않기 때문에, 정확한 요금 정산을 위해서는 성능이 고도화된 AFC가 필요하다 .
AFC 구축이 절실한 미국	현재 미국 도시철도에는 AFC가 절실히 필요하다 . 미국의 도시철도 교통공사들은 승객들의 무임승차로 인해 막대한 재정손실을 보고 있어 무임승차 방지가 시급한 실정 이다. 또한, 미국 내 도시철도 노후화된 인프라가 교체 중에 있으며, 뉴욕, 시카고, LA 등 대도시들은 철도 노선을 연장 하고 있어 각 역사에 플랫폼을 신설해야 한다. 무임승차 문제에 교체 및 신규 수요까지 더해진 지금, 미국 도시철도 교통공사들은 똑똑한 요금징수 시스템이 꼭 필요하다 .
미국은 이미 AFC 발주 중	이미 LA나 샌프란시스코 등 주요 도시철도 교통공사들은 AFC 업체들에게 사업을 발주 하고 있다. 대규모 공사를 앞둔 뉴욕 교통공사는 사업을 맡을 기업들의 제품에 대한 정보를 수집하는 RFI 과정을 거친다. 이후 여러 업체로부터 사업 제안서를 받고, 그 중 일부 업체들의 제품들을 심사해 QPL 즉, 발주할 프로젝트에 적합한 후보군들을 추린다. 이후 최종 사업자를 선정하고 프로젝트를 맡긴다. 현재 미국 내에서 대규모로 AFC를 구축할 수 있는 업체로는 동사와 미국 업체인 큐빅, 컨듀언트 가 있다. 이제, 미국 내 AFC 사업을 확장 중인 동사에 대해 알아보자.

1.2 동사는 삼성그룹 유전자를 가지고 태어났다

동사와 대표 모두 삼성SDS 출신	17년 코스닥에 상장한 동사는 삼성SDS의 교통솔루션 부문이 분사 하여 설립되었다. 91년 삼성전자가 개시한 도로교통 사업 부문이 98년 삼성SDS로 이관되어 운영되다가 13년 1월 분사했다. 동사는 현재 도로와 철도 부문에서 인프라를 구축하고 소프트웨어와 연결시켜, 고객사들의 요구에 맞춰 솔루션을 제공한다. 대표이사 는 86년부터 삼성전자와 삼성SDS를 오가며 스마트 트래픽 사업을 확장시킨 장본인 으로서의 높은 경력이 있다.
자회사인 미국 법인 해외 수주 성공적	동사의 핵심 자회사 는 18년 4월에 설립한 미국 법인 이다. 19년 워싱턴 메트로폴리탄으로부터 자동 개찰구 사업 수주를 따냈으며, 규모는 19년 매출액의 68%에 달했다. 해당 사업이 레퍼런스가 되어 샌프란시스코에서도 동일한 내용의 수주 를 따내며 성공적으로 미국에 진출했다. 현재는 회사 규모를 늘리기 위해 나스닥 상장 준비 중에 있다. 이외에 자회사로는 동사의 철도통신 인프라 구축을 담당하는 에스티전기통신 이 있고, 지하철 교통카드 사업을 담당하는 서울신교통카드 와, 아직은 별도로 영업활동을 진행하지 않고 있는 에스트래픽 인도 법인 이 있다.

도표 1-2. 동사 사업 구조도



1.3 고속도로 요금 징수는 동사에게 맡기자

도로 사업 부문
= 오늘날 톨게이트

동사의 도로 사업 부문은 고속도로와 같이 통행료가 부과되는 유료 도로에서 통행자로부터 효율적으로 통행료를 걷을 수 있도록 솔루션을 제공한다. 한마디로, **오늘날 톨게이트의 모습이 곧 동사의 사업 모델**이다. 동사를 이해하기 위해서는 **톨게이트의 변천사**를 먼저 알아야 한다.

초기 요금징수도
무인으로 시작

동사의 **요금징수시스템(TCS)**은 무인 정산에서 시작했다. 동사의 TCS는 고속도로의 입구와 출구에 모두 설치된다. 고속도로 통행자는 고속도로에 들어올 때 동사의 TCS를 지나게 되는데, 이때 자동 통행권 발행기로부터 통행권을 출력 받고 목적지로 주행한다. 고속도로 출구에서 통행자는 통행료 정산기에 통행권을 넣고, 통행료를 결제해서 요금을 자동 정산할 수 있다.

하이패스 단말기를
이용한 ETCS 개발

TCS는 **하이패스 단말기를 이용한 ETCS로 발전**했다. TCS 시스템에서는 통행권을 발급받고 요금 정산을 위해서는 차량을 정차해야 했다. 그러나, 차량에 하이패스 단말기를 설치하고 TCS 시스템에 단말기를 인식할 수 있는 안테나를 추가 설치하면, 차량이 멈추지 않아도 요금이 정산된다. 동사는 한국도로교통공사와 시범사업을 통해 **ETCS 기술을 국산화**해 전국 고속도로에 보급했다.

차세대 요금징수
:스마트톨링

동사는 **현재 차세대 요금징수시스템인 스마트톨링 사업에 집중**하고 있다. 스마트톨링은 기존 ETCS의 단점을 보완한 요금징수시스템으로, 현재 한국도로공사와 국토교통부가 전국에서 시범 사업 중에 있다. 스마트톨링에서 고속도로 통행자는 **차량 번호판을 통해 통행료를 정산**할 수 있으며, 별도의 하이패스 단말기를 차량에 설치할 필요 없이 고속도로를 주행할 수 있다. 동사는 현재 부산 광안대교 스마트톨링 구축을 진행하며 사업 역량을 키우고 있다.

1.4 철도 위 열차 운행도 책임지고 있다

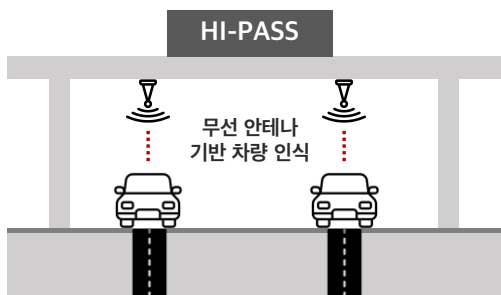
철도 사업 부문
:통신, 신호, AFC

동사의 철도 사업 부문은 철도통신, 철도신호, AFC 사업으로 분리된다. 큰 틀에서 이해하면 다음과 같다. 동사의 **철도통신과 철도신호** 사업은 열차가 **안전 운영을 하도록** 시스템을 구축하고, AFC 사업은 승객들의 열차 이용 시 **요금을 효율적으로 징수**한다. AFC 사업의 성장성과 내용은 앞서 서술한 바 있으니, 이제 철도통신과 철도신호 부문에 대해 알아보자.

기존 통신망 한계
→단일화된 통신망

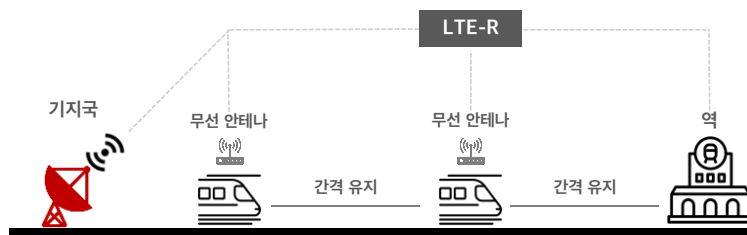
철도통신 부문은 열차들이 서로 소통하며 안전하게 운행될 수 있도록 인프라를 구축한다. 이를 위해서는 열차 간의 일정한 간격 유지와 관제센터와의 실시간 소통이 필요하다. **기존 통신망**은 각 열차들의 데이터를 통합해 고속으로 전송하는 데 **한계가** 있었다. 이에 따라 열차 간 통신과 신속한 대응이 어려워, 이 문제를 해결해줄 **단일화된 통신망에 대한 수요**가 늘 있었다.

도표 1-3. ETCS가 적용된 서울 톨게이트



출처: 동사, 언론보도, SMIC 5팀

도표 1-4. 시범 운행 중인 철도 신호시스템



출처: 언론보도, SMIC 5팀

철도통신 부문
:LTE-R 인프라 제공

동사는 단일화된 통신망인 LTE-R 구축에 필요한 인프라를 제공한다. LTE-R은 쉽게 말해, 철도 전용으로 구축된 단일 LTE 통신망이다. 기존에 구축하기 어려웠던 고속 통신 환경을 보장함으로써, 열차 간 통신을 원활하게 하고, 열차 운행에 안전성을 높였다. 한국도로교통사나 SKT, LG유플러스와 같은 통신사에서 망 구축을 위한 제품을 발주하면, 동사가 자회사 에스티전기통신을 통해 망 구축 설비를 납품하고, 추후 망 인프라 유지보수까지 담당하는 형태이다.

철도신호 부문
:신호시스템 제공

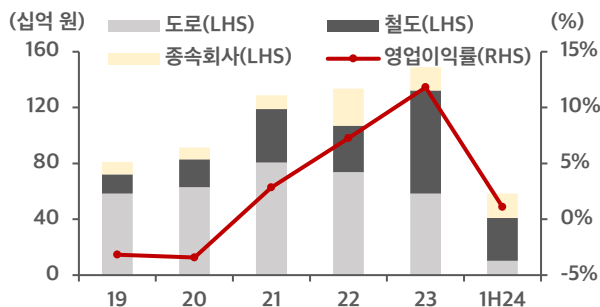
철도신호 부문은 열차의 운영을 제어하는 신호시스템을 제공한다. 신호시스템은 열차가 비상 상황에 처할 때, 열차를 급정지시키는 역할을 하기 때문에 열차 운행에 핵심적 요소다. 그동안 국내 기술력 부재로 인해 외국산 제품들이 많이 쓰이고 통신망이 혼재되어 있어 신호시스템을 이용한 열차 간 통신이 어려웠다. 그러나, LTE-R 구축과 함께 통신망의 어려움이 해소되며, 국산 신호시스템인 KTCS-M을 두고 현대로템, LS-Electric, 대아티아이, 동사가 경쟁하고 있다.

1.5 체질 개선은 계속된다

철도 부문 성장세↑
해외 신규 수주↑

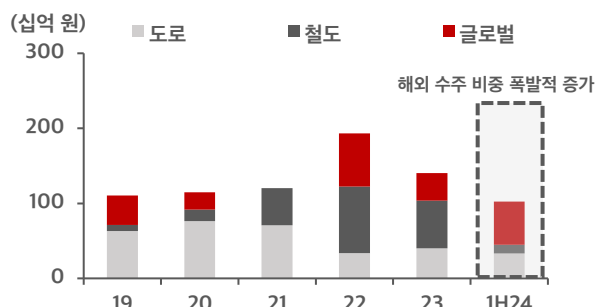
매출액에서 철도 부문의 비중은 18년 35%에서 23년 60%로 증가하며 매출액을 견인하고 있다. 또한, 동사의 1H24 신규 수주액은 이미 23년의 73%에 달했다. 동일 기간 글로벌 수주액의 비중은 26%에서 57%로 확대되면서 신성장 동력으로 해외 사업에 대한 기대감이 커지고 있다.

도표 1-5. 부문별 매출액과 영업이익률



출처: DART, SMIC 5팀

도표 1-6. 부문별 신규 수주액

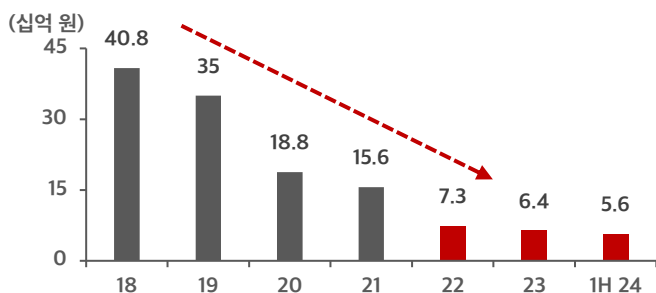


출처: DART, 동사 IR, SMIC 5팀

영업은 개선
서울신교통카드
비용은 인식

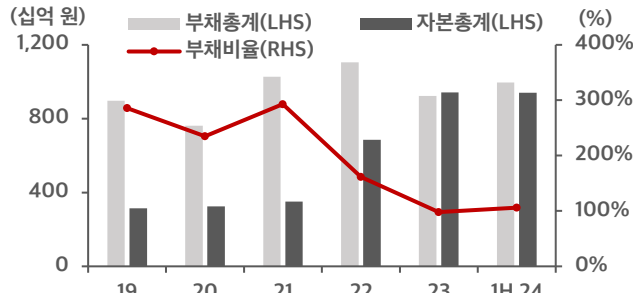
21년부터 이어져온 영업이익률 개선의 흐름은 지속될 것이다. 동사는 18년부터 서울신교통카드의 관리운영권을 무형자산 상각처리하며 회계상 비용이 증가해 실적이 악화됐다. 최근 관리운영권 잔액 감소 추세가 약해진 것도 긍정적이지만, 잔액이 56억 원이라는 사실은 더 긍정적이다. 향후 서울신교통카드의 실적이 재차 악화되더라도, 동사가 무형자산 상각으로 비용처리할 금액이 56억 원 밖에 남지 않았기 때문에 동사의 실적에 큰 영향을 주지 않을 것으로 판단된다.

도표 1-7. 서울신교통카드 관리운영권 잔액



출처: 동사, SMIC 5팀

도표 1-8. 부채, 자본 총계 및 부채비율



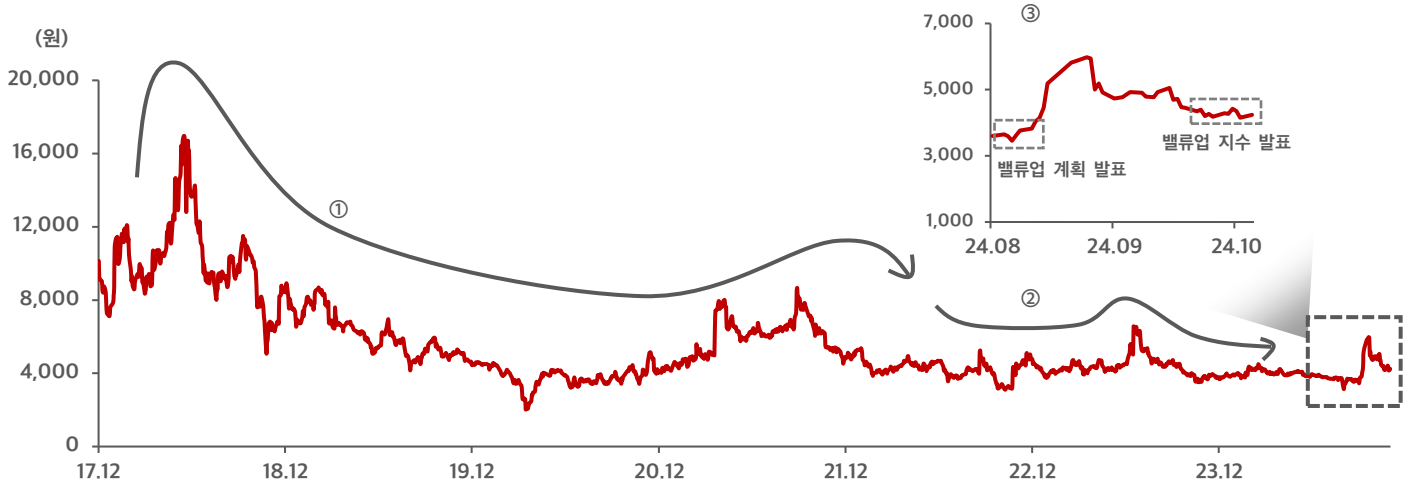
출처: DART, SMIC 5팀

점점 나아지는
실적과 재무 상태

동사의 R&D 비용은 꾸준히 늘고 있으며, 매년 매출액의 3~4%를 차지한다. R&D비용의 증가는 미래 사업 확장에 필요한 기술을 개발하고 있다는 긍정적인 의미로 해석 가능하다. 부채 비율은 21년 292.4%에서 23년 98%으로 꾸준히 감소했다. 특히 22년부터 당기순이익이 흑자로 전환되면서 이익 잉여금이 축적되었고, 그 결과 자본이 증가해 부채비율이 크게 감소했다.

1.6 주가 분석

도표 1-9. 주가 추이



처: KRX, SMIC 5팀

- ① 17.12.05(상장) ~ 21.12: 상장 직후 매출액 대비 13.9%에 해당하는 **두산건설형 열차제어시스템 수주계약**으로 인해 단기적으로 상승했으나 18년 1분기부터 부진한 실적을 보이기 시작해 주가가 실적과 동행하지 않게 된다. **18~20년도 영업이익은 각각 87억, 25억, 31억 원 적자**였으며, 해당 기간 동안 동사 주가는 남북 경협 테마로 인해 움직였다.
- ② 22.1~24.08: 이후 동사는 자회사 서울신교통공사의 영업적자로 인해 발생하는 **대손 비용 감소, 워싱턴 AFC 매출 본격화** 등에 의해 흑자전환에 성공, 21년 영업이익 13억원을 기록하지만 동사를 바라보는 주된 기대감은 전기차 충전 테마였으며 이로 인해 주가가 움직였다. 영업이익이 22년 96억원, 23년 174억원으로 성장하는 가운데, 전기차 충전 사업부 일부 매각 및 전기차 캐즘 우려로 인해 TTM PER은 23년 6월 21일 5.26x에서 23년 10월 26일 2.81x 까지 하락한다. 실제로 22년도 매출액의 46%에 해당하는 4700만 달러(610억 원) 샌프란시스코 AFC 대형수주 기사의 발표 당일 날 주가는 2.09%만 상승하는 데에 그친다.
- ③ 24.09~: 밸류업 공시 당일 주가는 4.6% 급등, 이후 10거래일 간 75% 급등했다. 시가총액 조건 미달로 인해 밸류업 지수 미편입 후 급락했다. 반면, 밸류업 지수 발표에 따른 차익 실현 후에도 주가가 24일부터 하락하지 않고 밸류업 계획 발표 직전일 대비 **20% 상승한 위치**에 있다. 동사가 밸류업 정책으로 발표한 자사주 매입 소각 물량만을 반영하면 주가 상승 여력은 약 4%인데, 주주환원만으로 발생하는 상승 여력을 상회하는 지점에서 하락을 멈춘 모습은 현재 동사 주가에는 펀더에 대한 기대감이 일부 반영된 것으로 해석할 수 있다.

Pre-투자포인트. 우려를 딛고 시선은 앞으로

지난 9월 동사는
밸류업 발표

동사는 지난 9월 밸류업 정책을 발표했다. 3년간 150억 원의 자사주 매입과 50억 원의 자사주 소각, 24년 결산배당 최소 주당 100원, 정관 변경을 통해 분기 배당 지급 계획을 공시했다. 11월 1일 주가인 4150원에 자사주 매입 후 50억 원의 자사주 소각을 가정한다면, 감소하는 주식 수는 총 발행주식 수의 4.4%에 해당한다. 여기에 더해 ROE와 PER을 모두 개선해 26년에는 동사의 PBR멀티플이 1.1에서 2가 될 수 있도록 하는 것이 동사의 목표다.

밸류업 행보는
시작되었다

동사는 24년 9월부터 25년 2월까지 삼성증권과 30억 원 규모의 자사주 취득 신탁계약을 맺었다. 동사의 자사주 창구를 통해 24년 10월까지 총 29억 원 규모의 자사주 매입이 이미 완료된 것을 확인했다. 여기에 더해 강력한 배당 확대 의지까지 있다. 24년 지급 예정인 주당 100원의 배당은 23년 배당의 2.5배 수준에 이르는 금액이며, 내부 추정 결과 24년 예상 배당성향은 22.8%로 23년 배당성향의 2.5배에 달하는 수치다.

소형주 밸류업
우려와 의심

상기의 매력적인 숫자들에게도 불구하고 소형주가 실행하는 밸류업은 마냥 반갑지만은 않은, 우려와 의심의 대상이다. 동사 대주주 지분율은 16%에 불과하다. 밸류업으로 대주주에게 할당되는 손해가 적은 상황에서 기업 가치를 높이려는 동사의 노력은 단기적 주가 부양 후 대주주의 지분 매각과 이익 실현으로 이어질 수 있다는 의심을 피하기 어렵다. 즉, 경영진과 대주주에 대한 이해, 동사 밸류업의 근본 목적에 대한 이해가 선결되어야 하는 시점인 것이다.

2.1 경영진을 알고

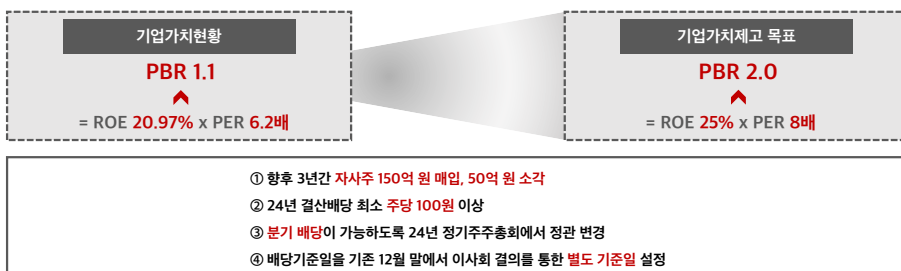
동사 경영진
SDS 핵심 인력 출신

한 기업에 대한 신뢰는 곧 경영진에 대한 신뢰에서 기인한다. 재직하던 삼성 SDS로부터 사업을 이관받은 문찬중 대표와 이재현 사장은 동사의 대주주이자 경영진으로써 13년 동사의 분사 이후 “망해선 안 된다”는 일념 하나로 기업 경영을 위해 협력해온 동반자적 관계다. 문 대표는 과거 삼성전자와 삼성SDS에서 도로 교통 부문에서 업력을 키워왔는데, 특히 삼성SDS가 중국 광저우 지하철 AFC 시스템을 개통할 때 핵심 인력으로 활약한 바 있다.

해외 사업 확장
우리가 주도합니다

동사는 문 대표가 이 사장을 포함한 29명의 임직원과 함께 자발적으로 세운 회사며, 13년 설립 이래 근속한 전문 인력은 현재 인력의 76%에 달한다. 문 대표는 일찍이 내수 시장의 한계를 극복하기 위해 해외 진출을 계획하고 18년 미국 법인을 설립하며 두 주요 경영진의 삼성 SDS 재직 시 상관이었던 조기형 사장을 글로벌 부문장으로 임용했다. 문 대표, 이 사장, 조 부문장의 협력으로 동사는 개도국뿐 아니라 미국 진출에 성공, 워싱턴, 샌프란시스코에서 잇단 대규모 수주에 성공하며 수출 기업으로 도약하는 성공 스토리를 그리고 있다.

도표 2-1. 동사 밸류업 계획



출처: 동사, SMIC 5팀

배당 정책에서도 드러나는 주주친화적 기초

경영진의 **주주친화적인 행보** 또한 주목할 필요가 있다. 18년 상장한 이래로 동사는 자회사 서울신교통카드에 대한 관리운영권을 손상 처리해 비용이 증가해서 영업이익이 적자 전환됐고 배당 지급여력이 없었다. 그러나 동사는 **연간 흑자 전환에 성공한 23년부터 40원의 결산배당을 지급**했다. 23년은 수익성이 좋은 해외 AFC매출이 증가하고, 자회사 23년부터 관리운영권 손상이 발생하지 않아 당기순이익이 21년 -86억 원에서 167억 원으로 전환한 해다. 안정적인 사업 환경이 갖춰지자마자 배당 정책을 실시했다는 것은 매우 고무적이다.

유상증자 단행 시에도 주주가치 보호

적자 지속 시기에 해외 진출을 위한 자금 마련을 위해 불가피하게 단행한 두 차례의 유상 증자에서도 경영진은 **주주가치 보호에 적극적**이었다. 동사는 **20년 9월, 21년 10월 유상 증자**를 통해 각각 자금 조달과 채무 상환 목적으로 **224억 원, 119억 원**을 조달한 바 있다. 다만, 동사의 유상 증자 방식이 모두 기존주주 배정 후 일반 공모였다는 점은 기존 주주들의 가치가 잠재적 주주들로 인해 희석되는 현상을 동사의 경영진이 최대한 방지하려 했다.

유상증자는 항상 무상증자와 함께

두 차례의 유상증자 모두 **무상증자를 함께 공시**했다. 무상증자는 회사 내 자본 잉여금이나 이익 잉여금을 사용해서 기존 주주들의 보유 주식 수를 늘려준다. 회사의 시가총액은 유지된 상태에서 주식 수가 늘어난 만큼 주가가 하락하기 때문에 무상증자는 주주에게 실질적인 이익은 없지만, 회사 내 유보되어 있는 재원을 주주에게 환원했다는 점에서 주주가치 제고를 고려하는 경영진 의도를 엿볼 수 있는 대목이다.

2.2 긍정적 신호를 포착하면

내부자 매수 긍정적 신호

이런 와중에, **7월 이후의 내부자 매수세**는 동사의 펀더멘탈 개선과 성장성에 대한 확신을 증폭시키는 촉매다. 7월 12일 이후 **35차례의 주요 임원진 위주의 내부자 매수**가 있었던 것으로 확인되었으며 9월 5일 밸류업 공시 이후에도 조기형 글로벌 부문장을 포함한 3차례의 내부자 매수를 확인할 수 있었다. 6개월 이내 매도 시 차익을 상환해야 한다는 점을 감안하면 밸류업 계획 발표를 통한 단기 차익을 노린 매수라고 보기는 어렵다.

매각은 없다

기업 내부 정보에 대한 이해를 동반한 내부자 매수는 투자자에게는 **기업 성장성에 대한 확신**의 제공 매개이자, 임원진의 간접적 자신감 피력 행위로 비춰진다. 임택규 상무를 제외한 20명의 임원진들이 1-2년 전에 자사주 상여금으로 받은 주식을 지금까지 단 한 주도 매각하지 않았다는 점은 동사는 내부자가 매수하는 회사인 동시에 내부자 매도 리스크가 적은 회사임을 의미한다.

도표 2-2. 증자와 주가 추이



출처: KRX, SMIC 5팀

도표 2-3. 내부자 매수 추이

시기	이름	직책	매수량(주)	총 보유 주식수(주)	지분율
08.06	박동연	상무	1,000	28,511	0.10%
08.07	박동연	상무	383	28,894	0.10%
08.14	박찬용	상무	3,500	18,399	0.07%
09.03	박홍권	상무	3,000	3,000	0.01%
08.22	서기식	상무	2,000	148,100	0.53%
07.30	이강익	부사장	2,100	107,798	0.39%
08.01	이강익	부사장	1,000	108,798	0.39%
08.02	이강익	부사장	1,400	110,198	0.40%
08.05	이강익	부사장	2	110,200	0.40%
08.06	이강익	부사장	800	111,000	0.40%
08.13	이광재	상무	1,000	1,600	0.01%
09.06	조기형	글로벌 부문장	5,700	20,549	0.07%
07.30	최동수	상무	5,000	7,250	0.03%

출처: DART, SMIC 5팀

유상증자 우려도
없다

낮은 대주주 지분율은 역설적으로 **추가적 증자에 대한 우려를 불식**시킨다. 과거 두 차례의 유상 증자로 인해 문 대표와 이 사장의 지분율은 각각 11.7%와 11%에서 8.5%와 7.5%로 변동했다. 안정적인 경영권을 유지하기 위해서라도 동사의 경영진이 대주주의 지분마저 희석하는 증자를 단행할 가능성은 현저히 희박하며 일반주주의 지분이 희석될 가능성은 적다.

2.3 동사의 큰 포부가 보인다

동사의 포부는 크다

경영진에 대한 신뢰와, 긍정적 신호가 포착된 시점이다. 본서는 동사가 단기적인 주가 부양과 대주주 이익 실현을 위한 **밸류업**이 아닌, **장기적인 기업 목표 달성을 위한 도약책**으로서 밸류업을 계획하고 있다고 본다. 아직은 작은 몸집의 동사는 포부만큼은 크다. Straffice America의 나스닥 상장은 동사의 장기적 목표다. 주주환원율이 국내보다 3배에 달하는 미국 시장에서 높은 기업 가치를 인정받기 위해서, 동사의 자회사는 반드시 적극적인 주주환원 정책을 마련해야 하는 상황인 것이다.

나스닥 상장
자금 확보가 필요

동사는 나스닥 상장을 위해 거래소에서 요구하는 조건들을 모두 만족해야 하는데, 일례로 **순 유형자산이 600만 달러(약 78억 원) 이상**이어야 한다. 동사가 가지고 있는 종속회사의 순 유형자산 규모를 파악한 결과, 1H24 기준 18억 원으로 **상장 요건의 23%**에 달하는 수준으로 장기적인 해외 사업 확장과 밸류업을 통해서 자금을 확보하는 것이 동사 목표인 것이다.

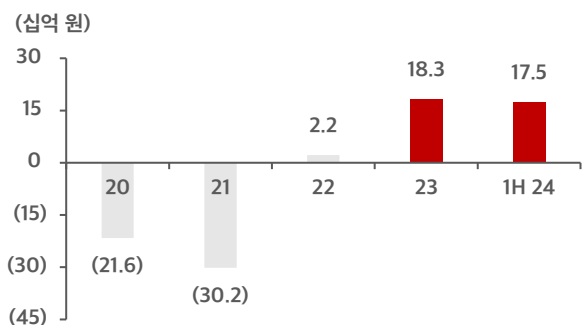
밸류업은
성장 촉진의
매개

단기적으로 동사는 밸류업을 위한 충분한 재원이 마련되어 있다. 동사의 **1H24 이익잉여금**은 174억으로, 24년 **결산배당 필요재원인 28억 원의 6.2배**다. 마진이 높은 미국에서의 사업 확대는 ROE와 PBR을 높일 것이며, 동사의 배당 확대 기조에 기름을 부을 것이다. 지속적으로 주주환원을 늘리겠다는 계획은 밸류업 계획에 대한 동사의 자신감을 보여준다. 즉, 경영진은 밸류업을 동사의 사업 확장에 뒷받침이 되어줄 성장 촉진의 매개다.

확장의 시작

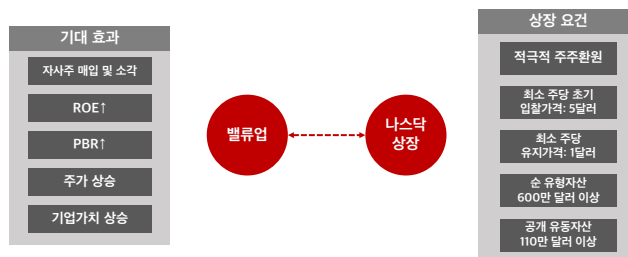
그리고 동사는, 포부를 실현할 시작점에 와 있다. 내수 위주의 기업으로 높은 성장성을 인정받지 못하던 동사가, 해외 시장으로의 본격적 확장을 가시화한 것은 21년부터다. **샌프란시스코와 워싱턴**에서 미국 AFC 사업의 업사이드를 확인한 동사는 24년 현재 **뉴욕과 LA**를 기점으로 해외 AFC 사업 확장을 준비 중에 있다. 앞선 검증을 통해 동사에 대한 신뢰가 확보되었으니, 동사 성장성을 담보하는 미국 사업 확장을 톡아볼 시간이다. 23년 매출액의 2.3배에 달하는 3,300억원의 수주가 다가오는 25년과 그 이후를, **투자포인트**를 통해 그리고자 한다.

도표 2-5. 이익잉여금 추이



출처: DART, SMIC 5팀

도표 2-6. 밸류업 기대효과와 나스닥 상장 요건



출처: 동사, NASDAQ, SMIC 5팀

투자포인트 1. 미국에 선 작은 거인

미국으로 간 동사는 국내 시장과는 비교도 안되는 거대한 시장에서, 새로운 업사이드를 바라본다. 미국 지하철역에서 목은 바람이 떠나가는 가운데, 동사는 워싱턴 D.C와 샌프란시스코, 그리고 LA를 지나 이제 뉴욕으로 가는 중이다. 동사 행보를 천천히 따라간다면, 뉴욕과 LA에서 가지는 단기적 대규모 수주 모멘텀과 미국에서의 장기적 사업 확장에 대한 **확신을 가지게 될 것이다.**

3.1 미국 지하철역에 세대 교체의 바람이 불고 있다

(1) 노후화된 미국 지하철역의 AFC 교체 수요

노후화된 미국 지하철

미국 지하철의 역사는 100년이 넘었다. 한국 지하철의 시작이 1974년부터인 데 비하면 그 세월은 엄청나다. 긴 세월은 곧 **노후화된 시스템**을 의미한다. 수명이 임박한 인프라는 잦은 고장과 사고, 빈번한 수리의 결과를 가져온다. 23년 인프라 지출의 22%에 해당하는 철도 및 대중교통 관련 유지보수 비용은 20년부터 급증하여 **지하철 운영에 재정적 부담**으로 작용했다. 20~23년 철도 및 대중교통 지출은 1,339억 원으로 16~19년 평균보다 168% 상승했다.

함께 노후화된 AFC 시스템

지하철역 안 AFC 시스템 또한 긴 세월을 겪으며 노후화를 피할 수 없었다. 오래된 페어게이트의 고장 횟수는 점점 늘어났으며, 제 역할을 하지 못하는 수준까지 이르렀다. 미국 최대 도시 뉴욕의 경우, 하루 동안 전체 이용객의 10~15%에 해당하는 40만 명의 **부정승차자**를 잡지 못하고 있다. 구식의 AFC는 **최신 요금 결제 시스템에 호환될 수도 없어** 불편을 초래한다.

AFC 교체수요 ↑

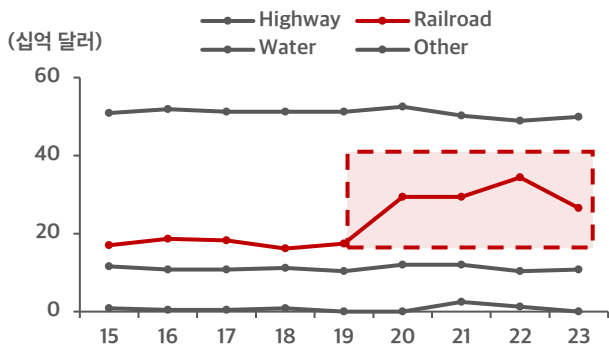
최근 **부정승차의 급증과 ADA(미국 장애인법) 준수 노력**은 AFC 시스템 교체 수요를 끌어올렸다. 뉴욕에서 부정승차율은 24년 13.8%로, 18년 3.2%에 비해 4배 넘게 상승했다. 22년 집계된 부정승차로 인한 뉴욕 MTA의 손실은 2억 8,500만 달러에 달했다. 장애인 권익 단체의 MTA에 대한 소송은 지하철역 내 장애인 이동 관련 시설 합의를 이끌어냈다. 두 요인은 뉴욕을 중심으로 미국 전역에서 나타나고 있으며 **최적의 AFC 교체 타이밍**을 만들어냈다.

- ① 부정승차
- ② ADA

① 부정승차자 → 최상의 장소

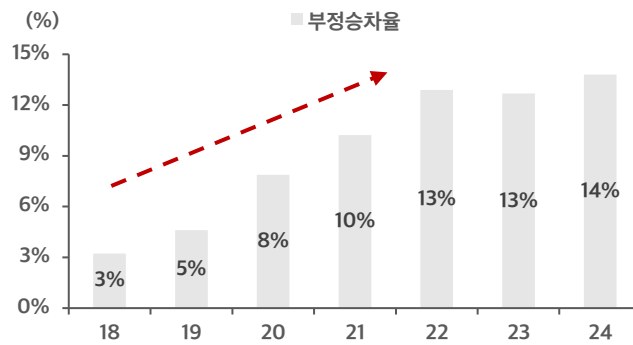
미국 구식의 페어게이트는 **부정승차자들에게는 최상의 장소, 장애인들에게는 최악의 장소**였다. 구식의 회전식 개찰구는 손으로 직접 밀고 나가야 하는 방식이라 이를 반대쪽으로 당기면 절반 정도 역회전하여 요금을 내지 않고 통과할 수 있다. 또 상하로 빈틈이 존재하여, **부정승차자들은** 개찰구를 뛰어넘거나 기어서 쉽게 지나갈 수 있었다. 시스템상 문제로 한 명이 카드를 찍고 여러 명이 나가기도, 카드를 찍지 않고도 문이 열리기도 하였다.

도표 3-1. 미국 인프라 지출 비용 추이



출처: USAFACTS, SMIC 5팀

도표 3-2. 뉴욕 지하철역 부정승차율



출처: MTA, SMIC 5팀

② 장애인들
→ 최악의 장소

장애인들에게 기존 페어게이트가 비친화적이었던 이유는 **ADA 적용**을 받지 않았기 때문이다. ADA에 따라 93년 이후 건설되는 공공건물은 장애인의 이동권을 보장하는 시설이 설치되어야 한다. 그러나 20세기 초반~중반부터 운영을 시작한 대부분의 미국 지하철역은 이 법의 적용 대상이 아니다. 이에 페어게이트에 대한 다양한 요구사항들이 반영되지 않아 **장애인의 이동권을 침해하는 시설**로 남은 것이다.

(2) 이미 활발한 AFC 교체의 움직임

미국 곳곳에서
AFC 교체 수요 ↑

늘어난 AFC 교체 수요에 따른 움직임은 이미 미국 곳곳에서 보이고 있다. 미국 주요 도시 중 지하철 이용자 수를 기준으로 순위를 매기면, 1위는 뉴욕이며, 그 뒤를 워싱턴 D.C., 시카고, 보스턴, 샌프란시스코, 필라델피아, LA가 잇는다. 가장 지하철이 활성화된 다음 7개 도시는 **모두 AFC 교체 사업에 돌입**하였으며 이미 새로운 AFC를 구축한 곳도 존재한다.

이미 시작된
AFC 프로젝트

가장 먼저 움직인 워싱턴 D.C.는 19년부터 AFC 프로젝트를 수주하였고, 24년 9월 139개 역에 개조된 페어게이트 설치를 완료했다. 22년에는 보스턴, 23년에는 샌프란시스코와 시카고가 공사를 시작했다. 필라델피아는 올해 4월, 시범 사업을 시작으로 현재는 본격적인 교체 작업 진행 중에 있다. 아직 **실질적인 공사가 진행되지 않은 도시는 뉴욕과 LA**이다. 뉴욕은 현재 사업자 입찰 과정에 있고 LA는 올해 11월 시범사업을 시작한다.

AFC 사업,
숨은 공신은
인프라법

AFC 사업의 속도감 있는 진행은 **교체 수요에 인프라법의 뒷받침이 더해져** 나타났다. 1.2조 달러 예산의 인프라법(IIJA)에서 대중교통 부문에 할당된 예산은 5년간 총 1,080억 달러이다. 여기서 AFC 교체는 노후화된 대중교통 인프라 관련 231억 달러와 장애인 접근성 개선을 위한 22억 달러 등의 예산으로부터 지원을 받을 수 있다. 막대한 투자 금액이 필요한 사업의 시작에 불이 붙은 것은 **인프라법 덕분**이며, 이것으로 AFC 교체 사업은 더 빠르게 확장될 것이다.

도표 3-3. 기존 페어게이트와 교체된 페어게이트



출처: 동사·BART·CTA, SMIC 5팀

3.2 동사는 워싱턴, 샌프란, LA를 거쳐 뉴욕으로 간다

미국 진출에
동사는 진심이다

미국 사업에 진심이었던 동사는 AFC 교체 사업 기회를 놓치지 않았다. 18년 4월 미국 및 글로벌 시장 진출을 목적으로 자회사인 '에스트래픽 아메리카'를 설립했고, 19년 **워싱턴 D.C.를 시작으로 샌프란시스코, LA까지 수주 성공의 길이** 이어졌다. 그리고 지금, **뉴욕**이라는 최대 사업장으로 걸어가고 있다. 30년간 한 우물만 파 온 동사는 미국 내 AFC 사업 성공을 바탕으로, 이제 **자회사의 나스닥 상장**까지 바라보고 있다. 더 큰 미래를 보기 전, 동사가 미국에서 일궈낸 성과를 도시별로 꼼꼼하게 들여다보자.

(1) 미국 AFC 사업, 첫 스타트는 워싱턴 D.C.

워싱턴 D.C. 지하철역은 동사가 맡는다

19년 시작된 동사와 워싱턴 D.C.의 만남은 **8,700만 달러 프로젝트**로 이어졌다. 이 계약으로 동사는 워싱턴 D.C.의 139개 역사에 **1,335개 페어게이트 교체**를 완료했다. 19년 3,900만 달러로 시작한 AFC 공급 계약은 이후 물량 추가와 WMATA(워싱턴 교통국)측 사유로 인한 일정 연기로 증액되었고 5,200만 달러로 확장되었다. 이후 코로나19 이후 **부정승차 급증으로 매년 약 4,000만 달러의 손실**이 발생하자, WMATA는 이에 대한 솔루션 제공을 동사에게 다시 맡긴다. 이것으로 동사는 **3,500만 달러 규모의 페어게이트 교체**를 담당하게 된다.

부정승차라는 페인 포인트를 저격하다

3,500만 달러의 추가 계약은 **고객사의 페인 포인트를 저격**하여 빠르게 이루어졌다. 워싱턴 D.C.는 급증한 부정승차자들을 28.3인치 낮은 배리어로 막을 수 없었다. 이에 지난해 7월부터 동사와 WMATA는 **약 10개월간 네 단계의 테스트를 진행하며 최적의 솔루션을 찾았다**. 기존 클램셸 배리어 타입에서 스윙도어 스타일로 바뀌었다. 최종 모델은 55인치 배리어로, 폴리카보네이트 소재로 제작되어 유리보다 강하면서도 가볍고 내구성이 뛰어난 장점을 가지고 있다.

부정승차율 82% ↓

고객사의 니즈를 그대로 반영한 동사의 솔루션은 **부정승차율을 82%나 감소**시켰다. 이는 WMATA가 24년 9월 프로젝트가 마무리된 후 내놓은 수치다. 특히 작년 시범사업 중 마운트 버넌 스퀘어역은 부정승차율이 15%에서 2%로 낮아졌고, 애디슨 로드역은 39%에서 11%로 감소했다. 부정승차의 급증으로 골머리를 앓고 있는 미국 지하철역들에게 매우 솔깃한 수치다. 동사의 워싱턴 D.C. 프로젝트 성공은 이후 **강력한 레퍼런스로** 작용하게 된다.

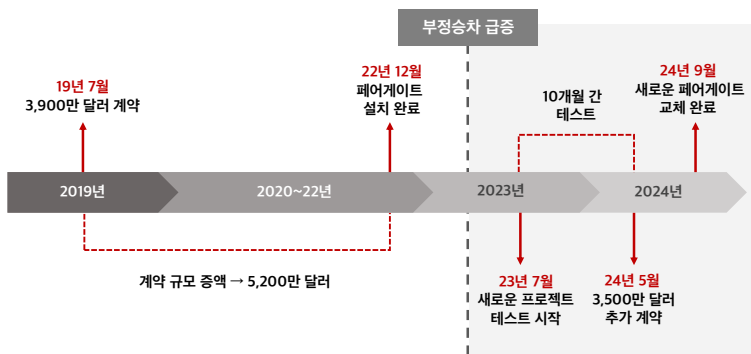
레퍼런스로 미국 시장 성공적 진출

차곡차곡 쌓아온 레퍼런스 덕분에, 미국 사업 신규 진입자였던 동사는 WMATA의 대규모 수주를 받을 수 있었다. 동사는 17년 서울시 2기 교통카드 시스템 사업자로 선정되어, 서울 내 277개 지하철역의 교통카드 시스템을 교체하고 10년간 운영 계약을 맺었다. 또한, 동사가 **삼성SDS 시절 중국, 인도 등 국가에 AFC를 수출한 경험**이 풍부하다는 점과 WMATA와 사업적으로 오랜 관계를 구축해 온 점도 수주 성공에 일조했다.

준비된 인재, 충분한 역량

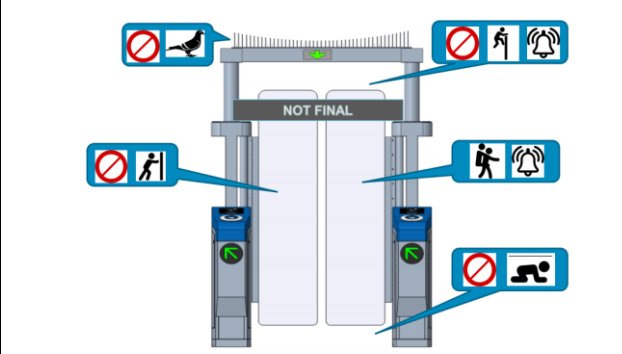
미국 AFC 사업에 있어 동사는 **준비된 인재**였다. 워싱턴 D.C. 프로젝트는 미국 정부기관 대상 최대 실적의 시스템 수출이었다. 특히 눈에 띄는 부분은 미국 1등 교통 솔루션 업체인 **큐빅과의 경쟁에서 승리**해 프로젝트를 수주했다는 것이다. 삼성SDS 시절부터 쌓아온 기술력과 노하우가 빛을 발한 순간이다. **전체 인력의 76%가 경력 10년 이상의 전문 인력**인 동사는, 미국의 늘어나는 AFC 교체 수요를 차지하기에 충분했던 것이다.

도표 3-4. 워싱턴 D.C. 프로젝트 타임라인



출처: SMIC 5팀

도표 3-5. 동사의 페어게이트 솔루션



출처: BART, SMIC 5팀

(2) 치열한 경쟁을 거쳐, 얻어낸 샌프란시스코

샌프란시스코 AFC 교체도 동사가 맡는다

동사는 23년 4월 4,700만 달러 규모의 샌프란시스코의 AFC 교체 프로젝트 수주를 받았다. 샌프란시스코의 철도를 담당하는 BART는 55개 역사에 2년 동안 새 페어게이트를 공급해 노후화된 AFC를 정비할 계획이다. BART는 교체 사업을 통해 부정승차는 줄이고, 휠체어 및 자전거, 유모차 사용자들의 접근성과 시스템의 안전은 높이고자 한다.

AFC 사업 평가기준 4 가지

수주 성공은 미국 내 1,2위 기업과 치열한 경쟁 입찰을 통해 이루어졌다. 4,700만 달러의 대규모 프로젝트를 두고 큐빅, 컨듀언트, 동사는 맞붙었다. BART의 평가 기준은 ① 기술 ② 가격 ③ 회사의 자격 ④ 인터뷰의 4가지로 이루어졌다. 기술은 프로젝트의 목표를 충족시킬 수 있는지를 보았고 가격은 낮을수록 높은 점수를 주었다. 회사의 자격에서는 페어게이트 제조 경력을, 인터뷰에서는 BART의 니즈에 대한 이해도와 함께 이를 얼마나 충족시킬 수 있는지를 평가하였다. 4 가지 방면에서 모두 뛰어나야만 해당 사업을 담당할 수 있는 것이다.

경쟁사들 중 압도적 1등

4가지 평가 항목에서 모두 우수한 점수를 받은 동사는 압도적인 1등으로 수주를 따낸다. 동사의 평가 총점은 93.6점으로 78.3점의 큐빅, 83.1점의 컨듀언트보다 훨씬 앞섰다. 이는 AFC 시스템 교체 사업자 선정 과정에 있어 동사의 경쟁력을 드러낸다. 고객사들에게 동사가 얼마나 매력적인 선택지인지 보여준다는 점에서 큰 의미를 가지는 자료다.

도표 3-6. BART의 사업자별 평가점수표

사업 제안자	[4가지 평가기준]				총 점수	순위
	기술	가격	회사의 자격	인터뷰		
에스트래픽	36	19.5	19	19.1	93.6	1
컨듀언트	29	19.4	18	16.7	83.1	2
큐빅	26	20.0	18	14.3	78.3	3

출처: BART, SMIC 5팀

도표 3-7. LA의 '뉴 페어게이트 파일럿' 사업



출처: LA MATRO, SMIC 5팀

(3) 꿈의 증폭제, 더 큰 가능성의 LA

LA 파일럿 프로젝트도 동사가 맡는다

LA의 '뉴 페어게이트 파일럿' 구축사업 또한 동사가 책임진다. LA는 오래된 페어게이트를 모두 교체하기 전, 350만 달러 규모의 시범 사업을 동사에게 맡겼다. 이는 11월까지 LA 국제공항 환승센터에 18개의 페어게이트, 내년 개통 예정인 퍼플라인 연장노선 3개의 역사에 21개 페어게이트 설치를 내용으로 한다. 10월 8일 동사가 해당 사업의 우선협상대상자로 선정되었다고 보도되었지만, IR 문의 결과 최종 낙찰되어 11월부터 공사를 진행하게 된다고 한다.

파일럿 사업 = 시그널

파일럿 사업 낙찰은 LA 페어게이트 교체 사업 전체를 담당할 수 있는 시그널이다. 파일럿 사업 후 큰 문제가 없는 경우 실제 프로젝트 발주로 바로 이어지기 때문이다. 동사의 경우 한 번도 시범 사업 후 계약권을 따내지 못한 적이 없었다. 동사는 늘 그랬듯이 25년 LA의 새 페어게이트 공급계약을 맺을 예정이다. 그러나 그 규모는 아직 알려지지 않은 상태다. 따라서 추정을 통해 LA 본 사업 수주 성공을 통해 동사가 가질 수 있는 업사이드를 확인해보았다.

추정 수주 금액
= \$ 6,300 만

동사가 받을 수 있는 수주금액은 약 6,300만 달러로 추정된다. LA 지하철역에서 교체가 필요한 페어게이트 수는 930개이다. LA 프로젝트의 목적이 20년 된 페어게이트 교체임에 착안하여, 개통한지 20년이 넘은 지하철역의 개수를 계산해본 결과 총 62개였고, 지하철역 한 개당 평균적으로 15개의 페어게이트가 존재하기 때문이다. 페어게이트당 가격의 경우, 동사의 워싱턴 D.C.와 샌프란시스코 사업의 수주금액과 공개된 컨듀언트의 페어게이트 가격을 평균해서 구했다. BART의 가격평가표를 통해 컨듀언트와 동사의 가격 차이는 0.5% 수준으로 미미함을 확인했다. 이에 따라 페어게이트 1개당 평균 가격을 도출하면 67,304달러이다.

도표 3-8. 페어게이트당 가격, LA 사업규모 추정

페어게이트 당 가격 추정					LA 사업 예상 수주액 (단위: 달러, 개)	
(단위: 달러, 개)	도시명	수주액	페어게이트 수	페어게이트 당 수주액(달러)	예상 수주액(달러)	62,592,720
평균값				67,304	페어게이트 당 수주액	67,304
에스트라픽	워싱턴 D.C	87,000,000	1,335	65,169	페어게이트 수	930
	샌프란시스코	47,000,000	700	67,143	지하철역 수	62
컨듀언트	필라델피아	6,960,000	100	69,600	역 당 페어게이트 수	15

출처: SMIC 5팀

3.3 뉴욕만 보아도, 더 멀리 보아도 업사이드는 상당하다

(1) 뉴욕 프로젝트, 최적의 조건을 갖춘 사업자는 동사

AFC 사업은
지하철 끝판왕
뉴욕으로 ~

동사는 미국 지하철역 관련 사업 최종 보스인 뉴욕만을 남겨두고 있다. 워싱턴 D.C.의 139개 역에 대한 계약을 시작으로, 현재 샌프란시스코의 55개 역 AFC 시스템 교체 공사를 진행 중이며, 101개 역을 보유한 LA의 파일럿 프로젝트 수주까지 따냈다. 그러나 이 세 도시의 지하철 역을 모두 더해, 472개에 해당하는 뉴욕 지하철역 개수에 한참 모자란다. 23년 기준 뉴욕 지하철역은 평일 하루 동안에만 362만 명이 이용하는, 단연컨대 미국 지하철에 있어 끝판왕이다. 그런 뉴욕이 지금, 거액의 페어게이트 교체 프로젝트에 함께 할 사업자를 찾고 있다.

가격&기술력
+ 레퍼런스
+ 니즈 충족

동사는 가격과 기술력이라는 선제 조건 외에 최고의 레퍼런스로 고객사의 니즈를 충족시킬 수 있는 1등 사업자이다. 샌프란시스코 수주 관련 평가표를 보면 동사는 기술력 점수 36점으로 경쟁사 대비 압도적인 역량을 뽐냈다. 이는 경쟁사인 큐빅보다 10점, 컨듀언트보다 7점 높은 점수였다. 기술력을 차치하더라도, 워싱턴 D.C. 수주에서 보여준 부정승차율 감소라는 고객사의 니즈 저격과 이에 이어지는 샌프란시스코와 LA 레퍼런스는 고객사에게 매력적이다. 여기에 경쟁사들이 넘보지 못하는 한국식 빠른 납기와 고객사의 요청에 대한 신속하고 유연한 대응은 덤이다.

QPL 2 단계 =
선정 가능성 ↑

실제로 동사는 MTA 수주 사업자 선정 과정에서 QPL 2단계를 패스 중으로, 매우 유리한 위치에 있다. 제품 사전 자격 심사인 QPL 과정은 크게 3단계로 나뉜다. 1단계는 제안서 제출 및 심사, 2단계는 기능 테스트와 인터페이스 테스트로 이루어진다. 현재 동사는 기능 테스트까지 완료한 상태이다. 마지막 3단계인 현장 설치 테스트를 거치면 실질적인 공급 계약이 발생한다. 2단계를 마치고 25년 상반기 시범 사업으로 현장에 AFC 교체를 하면, 정식 발주는 25년 하반기에 나타날 것으로 추정된다. 동사의 샌프란시스코 계약을 보면, 23년 12월 West Oakland에서 시범 사업을 시행한 약 7개월 뒤인 24년 8월부터 본격적인 공사가 시작되었기 때문이다.

(2) 쟁쟁한 경쟁자들 사이에서도 빛나는 동사의 역량

뉴욕 사업 후보 : 동사가 MTA의 AFC 교체 산업에 참여할 것은 확실해 보이나, 이를 peer들과 나눠가질 가능성이 동사 & 경쟁사 2곳 높다. 뉴욕의 압도적인 지하철역과 페어게이트 수는 한 업체가 담당하기에는 너무 버거운 수준이기 때문이다. 사업 규모가 크기에 여러 업체가 함께할 수 있으며, 현재 그 후보는 동사, 그리고 함께 심사를 받고 있는 큐빅과 컨듀언트다. 그런데 큐빅쪽 상황이 심상치 않아 보인다. 큐빅이 과연 MTA의 까다로운 심사 과정을 통과할 수 있을지 조금 더 살펴보자.

큐빅의 행보
 ① 일정 지연
 ② 예산 초과

공공사업은 특성상 일정 지연과 예산 초과에 더욱 민감하지만, 큐빅은 여기에 취약한 레퍼런스를 가지고 있다. 하루에도 수많은 사람들이 이용하는 지하철의 경우, 일정과 예산에 있어 사업자에 대한 신뢰는 필수적이다. 그러나 MTA는 큐빅과 안 좋은 기억이 있다. 비접촉결제 시스템 OMNY 도입 프로젝트를 맡겼으나 큐빅측의 소프트웨어 문제와 인력 및 부품 공급 부족으로 예정된 예산과 일정을 하나도 맞추지 못했기 때문이다. 예산은 당초 5억 9,100만 달러였으나, 1억 8,100만 달러 늘어난 7억 7,200만 달러로 치솟았고 일정도 예정보다 15개월 넘게 지연되었다.

큐빅의 부정적 레퍼런스 ↑

큐빅의 부정적 레퍼런스는 사실 뉴욕의 OMNY 사업뿐만이 아니다. 보스턴의 교통국 MBTA와의 프로젝트도 원래 20년까지 구축 예정이었으나, 공사 완료일은 24년으로 4년이나 지연되었다. 기술적 문제와 공급망 지연 등이 그 문제였다고 한다. 기간이 늘어나면서 예산 또한 초기 수주액 7억 5,300만 달러에서 9억 3,500만 달러로 2억 가까이 증액되었다.

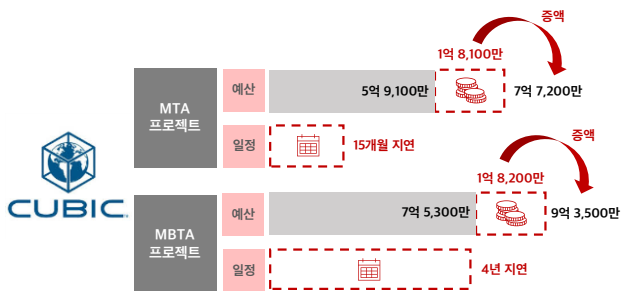
큐빅&MTA 파일럿은 실패

여기에 더해, MTA의 페어게이트 교체 사업을 위한 큐빅과의 파일럿 프로젝트는 원하는 성과를 얻을 수 없었다. 파일럿 프로젝트는 본격적인 사업을 시작하기에 앞서 현장에서 소규모로 먼저 시험하기 위함이다. 보통 구체적인 계약 사항들을 정하기 전, 최적의 시스템을 찾아내고 공급 가격을 조정하기 위해 진행된다. 큐빅은 뉴욕 MTA의 파일럿 프로젝트로 23년 Sutphin-archer역에 페어게이트를 교체했다.

부정승차자 제거 X

안타깝게도, 큐빅과 함께 한 Sutphin-archer역의 부정승차 근절의 꿈은 무참히 짓밟혔다. 70만 달러를 들여 신형 페어게이트로 교체했지만, 센서가 오작동하고 문이 견고하지 않아 조금만 압력을 가해도 열리는 등 허점이 드러났다. 틱톡커가 ‘티켓을 안 사도 되는 방법’의 제목으로 올린 부정승차 영상은 100만회 넘는 조회수를 보여주었으며, 기자들이 직접 현장에서 부정승차를 시도해보며 MTA의 프로젝트의 실효성에 의문을 제기할 정도였다. 동사가 워싱턴D.C. 시범사업에서 부정승차율을 70% 줄인 것과는 큰 차이가 드러난다.

도표 3-9. 큐빅의 MTA, MBTA 프로젝트



출처: 언론보도, SMIC 5팀

도표 3-10. MTA&큐빅 파일럿 프로젝트 보도자료



출처: 언론보도, SMIC 5팀

파일럿 실패 →
새 공급자 탐색

23년 12월 26일 MTA는 RFI를 발표하며 페어게이트 공급업자를 찾기 시작한다. 파일럿 프로젝트를 거친 후 본격적인 계약이 이루어지는 일반적인 경우와 조금 다른 행보다. 동사의 이전 미국 AFC 교체 사업은 모두 고객사와의 파일럿 프로젝트 후 성공적으로 수주를 받았다. **큐빅의 Sutphin-archer역 작업 결과의 빈틈이 MTA에게 다시 한 번 실망을 준 것으로 판단한다.** MTA가 뉴욕 전체의 페어게이트를 교체하기 위해 새로운 사업자를 찾아 나선 것이다.

큐빅의 뉴욕 사업
참여 못할 확률 up

부정적 레퍼런스와 함께 고객사의 요청 사항을 충족시키지 못한 큐빅은 뉴욕 사업에 참여하지 못할 확률이 매우 높다. AFC 시장에서 너무나도 중요한 두 요소이기 때문이다. 그러나 큐빅은 MTA와의 이전 프로젝트에서 부정승차율 감소라는 목표를 달성하지 못했고 일정과 예산을 맞추지 못했다. 고객사인 MTA 입장에서 **큐빅은 리스크가 지나치게 큰 선택지이다.** 그리고 결정적인 증거는 MTA가 큐빅과의 파일럿 프로젝트 후, 다시 RFI와 QPL을 진행하고 있다는 점이다.

MTA 선택지
① 동사
② 컨듀언트

MTA의 선택지는 단 두 곳, **동사와 컨듀언트**로 좁혀진다. 동사는 이미 치열한 입찰 경쟁에서 컨듀언트를 이긴 적이 여러 번 있기에, **오랜 기간을 잡고 동사 혼자 프로젝트를 진행할 가능성도** 존재한다. 그러나 뉴욕 프로젝트가 워낙 대규모이고 문제가 시급하다는 점, 2~3개 업체와 함께 진행할 가능성을 제시한 IR 답변에 따라 **동사와 컨듀언트가 함께 담당하게 될 것이라** 판단한다.

(3) 숫자로 보는 뉴욕 프로젝트의 업사이드

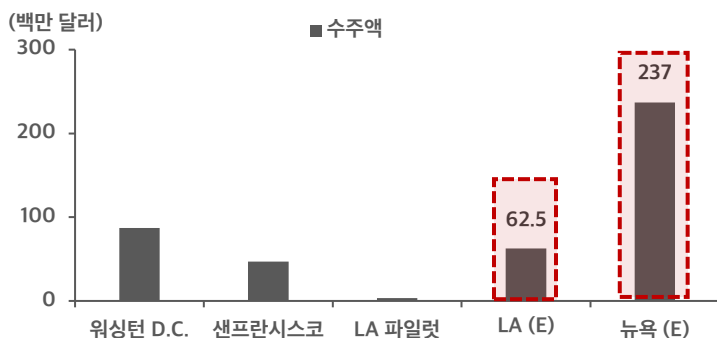
뉴욕 사업
업사이드
숫자로 보자

앞서 뉴욕 AFC 교체 사업의 어마어마한 규모와 이 사업에 동사가 참여할 것이란 확신을 제시했다. 이제 **뉴욕 프로젝트 수주로 인해 동사가 가지게 될 업사이드가 얼마나 큰지 숫자로 확인**해 볼 차례이다. 뉴욕 사업 규모 추정의 경우, LA 프로젝트 추정과 동일하게 페어게이트 수와 페어게이트 1개당 가격을 곱해 구하였다. 미국 내 페어게이트 교체 사업 경험과 역량을 비추어 보면, 동사가 컨듀언트보다 더 많은 수주 물량을 가져갈 수 있으나 **보수적으로 1:1 비율로 사업 분배**를 할 것이라 가정했다.

추정 수주 금액
= \$ 2억 3,800 만

추정 결과, 동사는 **25년 하반기**, 뉴욕 MTA로부터 **약 2억 3,800만 달러** 규모의 수주를 받을 수 있다. 이는 약 원화 3,300억원 수준으로 동사의 작년 매출액이 1,471억 원임을 고려하면 어마어마하다. 유일하게 지하철역별 공사 기간에 대한 정보가 공개되어 있는 샌프란시스코 사업 자료를 참고하면, **한 달 평균 4건의 지하철역** 공사가 이루어진 것을 알 수 있다. 이에 따라 보수적으로 추정했을 때, **뉴욕 사업은 5년이 소요**될 것으로 보인다. 동사의 **미국 AFC 사업부가 연간 1,000억 원** 규모를 감당할 수 있으므로 뉴욕 사업을 진행할 여력은 충분하다.

도표 3-11. 동사의 미국 도시별 수주 금액



출처: SMIC 5팀

도표 3-12. 뉴욕 사업규모 추정

뉴욕 AFC 사업 예상 수주액 (단위: 달러, 개, %)	
예상 수주액(달러)	238,255,448
동사 점유율(%)	50%
페어게이트 당 수주액(달러)	67,304
페어게이트 수(개)	7080
지하철역 수(개)	472
역 당 페어게이트 수(개)	15

출처: SMIC 5팀

3.4 뉴욕은 시작일 뿐

중장기적 성장 여력 알아보기

지금까지, 기대되는 대규모 미국 수주를 통한 단기적인 모멘텀을 확인했다. LA와 뉴욕 페어게이트 교체 사업에 있어 25년 동사가 받을 수주계약 금액을 합쳐서 생각하면, 무려 3억 달러로 추정된다. 그러나 동사의 꿈은 여기서 끝나지 않는다. 미국 자회사의 나스닥 성장까지 바라보고 있는 동사는 미국 시장에서 장기적인 성장을 목표로 전진하고 있다. 이제 동사가 미국에서 가지는 중장기적 성장 여력을 알아보자.

업사이드는 교체 안 된 게이트 & 신설 지하철역

아직 교체되지 않은 구식의 페어게이트들, 그리고 신설되는 지하철역은 업사이드로 존재한다. 특히 LA향 추가 수주 가능성이 두드러진다. 월드컵과 올림픽 등 대규모 국제 행사를 앞둔 LA는, 적극적으로 교통 인프라에 투자하고 있기 때문이다. 노후화된 페어게이트를 성공적으로 교체한 레퍼런스는 앞으로 생겨날 신규 역사에 대한 페어게이트 공급으로 이어질 수 있다. 활발한 지하철 노선 연장으로 LA에는 49개 지하철역이 새롭게 생겨날 예정이다. 동사가 이를 담당할 경우, 동사의 신설 5개역 수주 금액을 통해 약 3,000만 달러의 추가 성장이 가능성이 확인된다.

최종 도착지 = 오픈 페이먼트

동사의 최종적인 목표는 오픈 페이먼트 시장에 침투하여 중장기적으로 꾸준한 성장을 하는 것이다. 오픈 페이먼트는 대중교통 탑승객이 별도의 교통카드 없이 신용카드, 직불카드, 또는 모바일 결제 같은 일반 결제 수단을 이용해 직접 요금을 지불할 수 있는 시스템이다. 페어게이트 공급에서 AFC 사업의 하드웨어적 부분이 강조되었다면, 오픈 페이먼트는 소프트웨어적인 부분이 강조된다. 소프트웨어적 특성으로 오픈 페이먼트 사업은 지속적인 수익 창출이 가능하다.

오픈 페이먼트 성장은 필연적

미국에서 오픈 페이먼트는 개화 중이고 동사의 침투 여력은 상당하다. 22년 기준 미국에서 오픈 페이먼트를 제공하는 대중교통 시스템은 27%밖에 되지 않는다. 진입할 공간이 충분히 남아있는 것이다. 이 시스템은 대중교통 운영기관과 사용자 모두가 win-win하는 구조이기에 시장의 성장이 필연적이다. 운영기관은 오픈 페이먼트를 도입할 시 42~73% 비용을 아낄 수 있고, 사용자는 새로운 도시에 갈 때마다 새로운 교통카드를 발급받는 번거러움을 제거할 수 있다.

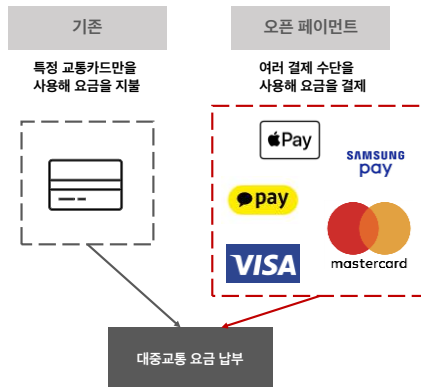
페어게이트 공급자로서 동사의 경쟁력

동사는 미국에 많은 양의 페어게이트를 공급하였기에, 시장 진입 시 빠르게 파이를 넓혀갈 수 있다. 튼튼한 레퍼런스와 함께, AFC 시스템 통합의 용이성과 페어게이트와의 높은 연결성이 그 이유로 작용한다. 동사는 이미 비자(VISA)의 파트너로 등록되어 있으며, 26년에는 오픈 페이먼트를 기반으로 사업이 전개될 예정이다. 새로운 사업이기에 구체적인 미래가 그려지는 것은 아니지만, 동사의 미국 AFC부문이 꾸준한 성장의 길을 걷게 될 것은 분명하다.

도표 3-13. LA 신규 역사 계획 및 잠재 사업규모 추정

LA 신규 역사 및 확장 계획 (단위: 개)				LA AFC 잠재 사업규모 (단위: 백만 \$, 개)	
지역	착공일	준공일	역사 수	잠재 사업규모	
D Line 1 구역	2014년	2025년	3	1개 역당 수주액	0.7
D Line 2 구역	2018년	2026년	2	교체 가능 역사 수	44
D Line 3 구역	2021년	2027년	2	총 역사 수	49
LAX, Aviation 역	2018년	2026년	2	교체 진행/완료 역사 수	5
글렌도라~포모나	2017년	2025년	4		
클레어몬트, 몽클레어	2025년	2030년	2		
East San Fernando Valley	2024년	2031년	14		
Southeast Gateway Line	2025년	2035년	12		
E Line 2단계	2026년	2035년	4		
C Line 확장	2025년	2033년	4		

도표 3-14. 오픈페이먼트와 기존 시스템 비교



출처: LA Metro, SMIC 5팀

출처: SMIC 5팀

투자포인트 2. 먹던 밥도 잘 먹는다

투자포인트1에서는 미국향 매출 업사이드를 논했다. 수출 중심 기업으로의 변모가 기대되더라도 국내 매출원으로 하방이 확보되지 않으면 실적은 꺾인다. 따라서, 투자포인트2에서는 해외뿐만 아니라 **국내에서도 매출 성장이 꺾이지 않을 것**이라는 것을 밝히고자 한다. 본 서가 주목하는 주요 매출원은 **KTCS-M과 스마트톨링**이다.

4.1 외산 신호시스템을 대체할 KTCS-M

전국 철도신호
국산 기술로 대체

정부는 32년까지 **전국 모든 도시철도와 경전철을 100% 국산화 기술로 개발된 KTCS-M 시스템으로 교체**할 계획이다. KTCS-M은 완전무인열차(GoA 4) 운행이 가능한 열차제어시스템으로, 국산화 수요에 따라 10년 국책과제로 선정되어, 15년 한국철도표준규격 신호시스템으로 제정되었다. 기존 대부분의 국내 철도신호시스템은 ATC와 ATO, CBCT 등 외산 신호시스템이 주를 이루고 있지만, 정부가 공식적으로 밝혔듯, **국산화 기술로 교체**하는 리시그널링 작업을 진행해나갈 것이다.

무인 열차는
정해진 미래

무인 열차 시스템은 이미 진행되고 있고, 앞으로 더 확산될 수밖에 없는 **정해진 미래**이다. 열차 간 간격을 최적화하여 운영 효율이 높아지고, 인건비가 줄어들며, 일관된 속도와 실시간 모니터링으로 인해 안정성도 올라간다. 국내는 11년 부산 4호선을 시작으로 22년 신림선까지 **총 10개 노선에 무인 열차 시스템이 도입**되었다. 세계대중교통협회(UITP)가 제정한 국제표준 중 완전 자율운전단계인 UTO(GoA 4)로 운행 중이다. 향후 2~3년내 동북선, 위례선, 부산 5호선, 광주 2호선, 양산도시철도 등 기관사가 없는 무인 운전시스템이 **폭넓게 적용될** 전망이다.

KTCS-M 장점
① 국산화 수요 충족
② 무인열차에 유용

KTCS-M은 정부의 **국산화 수요를 충족**시킬 뿐만 아니라 **무인 열차 시스템에도 매우 유용**하다. 기존에는 외산 신호시스템별로 신호 프로토콜과 주파수 대역이 달라, 상당한 수정이 필요했다. 국가별로 철도 시스템에 대한 안전 표준이 상이한 것도 무인운전 시스템을 운영하기에 진입장벽으로 작용했다. KTCS-M을 통해 노선마다 달리 적용된 외산 신호시스템을 **표준규격으로 통합**하여 유지보수비용을 줄이고, 고장 시에도 신속하게 대응할 수 있다. 즉, KTCS-M으로 구성된 단일 시스템은 **비용과 시간을 아끼고, 오류를 줄인다는** 점에서 효율적이다.

KTCS-M 장점
③ 열차 수송능력↑

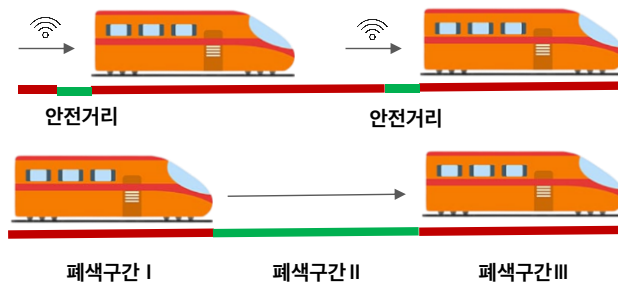
KTCS-M은 외산 신호시스템보다 **열차 수송능력도 뛰어나다**. 고정 폐색을 사용하는 ATS, ATC 등의 외산 신호시스템과 달리, **KTCS-M은 이동 폐색을 사용**한다. 열차의 충돌을 방지하기 위해 일정 구간에 열차가 동시에 진입하지 못하도록 경계를 두어 분할하는 방식을 폐색이라고 한다.

도표 4-1. KTCS-M과 외산 신호시스템 간의 비교

	한국 철도신호	외산 철도신호
명칭	KTCS-M	ATC, ATO 등
도입시기	현재, 미래	과거
시스템 규격	표준규격 통합	시스템별 상이
운영 시스템	이동폐색	고정폐색
운영 원리	위치와 속도 실시간 계산	구간 분할 후 열차 배치

출처: 언론보도, SMIC 5팀

도표 4-2. 이동폐색(상)과 고정폐색(하)의 모식도



출처: SMIC 5팀

이동폐색
고정폐색보다 우세

고정 폐색구간은 1개 구간에 1대의 열차만 진입하는 반면, **이동 폐색**은 두 열차 간에 위치와 속도를 실시간으로 계산하여 후속열차는 선행열차와의 **근접주행이 가능**해진다. 즉, KTCS-M은 운행 간격의 조절을 통해 **열차 간 간격을 줄일 수 있어** 외산 신호시스템이 가진 기존의 고정 폐색에 비해 열차 수송용량이 더 증가한다.

4.2 과점 시장에서 피어난 꾸준한 수주 레퍼런스

두 가지 트렌드
① 국산화 수요
② 무인화 확산

철도 시스템에서 주목해야 할 두 가지 트렌드는 바로 **‘철도신호제어 시스템의 국산화 수요’**와 **‘무인화 확산 추세’**이다. 국토교통부는 24년 철도 예산을 전년 대비 4,583억 원 증가한 8조 478억 원으로 편성했다. 철도신호제어 시스템이 철도예산의 약 14%를 차지한다는 점을 고려하면, **1조 1,267억 원 규모의 시장**이 동사 앞에 열리는 셈이다. 이 영역이 **과거에는 해외기업 위주**의 폐쇄적인 시장이었으므로, 국산화를 위한 교체 수요의 수혜도 기대해볼 수 있다.

과점 구조
∴ 안전 중요

안전 관리가 중요한 산업 특성상 **영세업체가 진입하기 어려운 과점 구조**의 비즈니스이다. 20년 국내 최초의 KTCS-M 사업인 **일산선에서도 입찰전에 참가한 것은 3개사뿐**이었고, 동사는 수주를 받아내는 데에 성공했다. 3개의 업체에는 국가 R&D로 KTCS-M 연구 개발에 참여한 동사와 현대로템, KTCS-M 제품부문 SIL4 인증을 받은 대아티아이가 있다. 3개사 모두 우선협상자 기준인 기술평가 배점한도(85점)를 충족하여 시범사업자로 선정되었고, 동사는 정발산-대화구간(2공구)을 맡아 지상신호장치를 공급하며 KTCS-M 레퍼런스를 확보했다.

레퍼런스 多
:일산선, 양산선 등

동사의 가장 큰 경쟁우위는 **레퍼런스**이다. 동사는 **일산선 사업**에 이어 23년 153억 원 규모의 **부산도시철도 양산선** 사업 수주도 따냈다. 이는 **공공기관에서 발주한 KTCS-M 첫 사업**인 만큼 향후 전국 노선으로 확대될 공공기관의 KTCS-M 교체 사업에도 경쟁우위를 확보할 수 있다. 24년에도 **동사의 수주는 계속**되었다. 149억 원 규모의 수원발 KTX, 70억 원 규모의 인천발 KTX, 28억 원 규모의 평택-오송 2복선화 등 다양한 노선을 수주 받는 데 성공했다.

기술력 입증
:KTCS-M, LTE-R

동사의 **기술력**은 이미 충분히 검증 받은 상황이다. 철도 신호제어 분야에서 동사는 **KTCS-M** 지상장치와 차상장치 모두에 대해 **안전무결성 최고등급(SIL4)**을 취득하여 자체 기술력을 확고히 검증 받았다. 한편, 무선 통신 시스템에서도 동사는 초고속 통신망인 **LTE-R** 기술도 확보했다. 서울 1호선, 서울 9호선, 동북선, 부산 1~4호선 등 이미 다양한 LTE-R 수주를 받은 바 있다.

도표 4-3. 동사의 KTCS-M 수주 레퍼런스

시기	노선	규모(억 원)
20.11.	일산선	20
23.11.	양산선	153
24.08.	수원발 KTX	149
24.08.	인천발 KTX	70
24.08.	평택-오송 2복선화	28

출처: DART, 언론보도, SMIC 5팀

도표 4-4. LTE-R과 기존 통신망 간의 비교

	VHF(초고주파)	TRS(트렁크 무선 시스템)	LTE-R
주파수 대역	30~300MHz	400~800MHz	700MHz(LTE 기술 기반)
주요 용도	기본 음성 통신	그룹 통신	실시간 고속통신
데이터 용량	소(음성 전용)	중(소량 데이터)	대(영상, 대량 데이터)
전송 속도	느림	보통	빠름
신뢰성	낮음	보통	높음
확장성	낮음	보통	높음
보안 수준	낮음	보통	높음
인프라 비용	낮음	보통	높음

출처: 언론보도, SMIC 5팀

LTE-R 전환 필수

무인화를 위해선 LTE-R로의 전환이 필수적이고, 동사는 사업 준비를 마쳤다. 음성, 문자의 송·수신만 지원하는 기존의 VHF(2호선), TRS(3·4호선)과 달리, LTE-R은 영상과 대용량 데이터 전송이 가능하다. 또한 LTE-R은 전송 속도도 빨라 실시간 정보처리가 중요한 무인 열차 시스템에 매우 효과적이다. 국가철도공단은 27년까지 LTE-R에 1.1조 원이 쓰일 것이라고 밝혔는데, 이미 진행된 수주를 제외하면 LTE-R 시장은 약 3,300억 원의 물량이 남아 있다. GTX를 포함하여 신설 계획에 있는 철도까지 고려하면, 그 이상의 업사이드도 충분히 기대해볼 만하다.

4.3 동사, 톨게이트 요금징수 시스템을 구축한 장본인**동사의 스마트톨링, 하이패스 상위버전**

동사가 맡고 있는 스마트톨링은 하이패스를 대체하고, 전국으로 확대될 것이다. 하이패스는 단일 차선이고, 속도는 30km/h로 제한되어 있어 교통정체가 발생한다. 반면에, 스마트톨링은 한번에 4차로, 속도는 160km/h까지 차종 분류가 가능하며, 번호 인식 정확도는 99.99%에 달한다. 올해 5월 28일부터 1년간 경부선 대왕판교를 비롯해 남해선 서영암 등 8개 영업소에서 시범 사업을 진행한다. 현재 미국, 영국, 싱가포르 등에서는 이미 다차로 기반의 요금징수 시스템을 사용하고 있다. 국토교통부는 시범사업을 진행하면서 불편사항이나 부족한 부분은 보완하겠다고 밝힌 바, 국내에서도 다차로 기반의 무정차 영업시스템인 스마트톨링이 전국에 자리잡을 것이다.

점유율 50% 이상 스마트톨링 최초

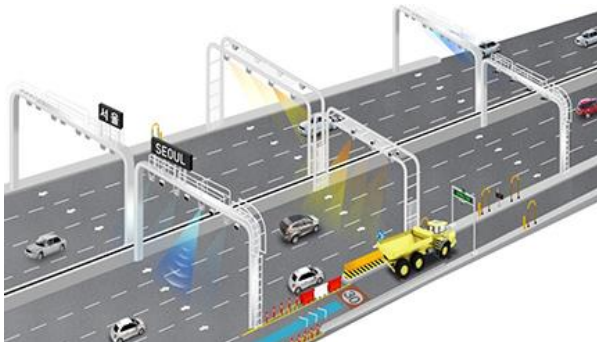
동사는 톨게이트 요금징수 시스템에서 **점유율 50% 이상**으로, 업계의 선두를 차지하고 있다. 삼성의 산하에 있던 시기부터 해외에 의존하던 교통시스템의 국산화에 중점했다. 99년 **톨게이트 요금징수 시스템을 국내 최초로 국산화**했고, 00년 한국도로공사 **하이패스 시범사업**을 진행했다. 또한 **국내에서 처음으로 스마트톨링을 개발해 상용화**한 스마트톨링의 선발 주자이다. 16년 천안-논산고속도로에 최초로 다차로 하이패스 공급을 시작해 고속도로 하이패스뿐만 아니라 스마트톨링 사업 등 대부분의 유료도로 요금수납시스템들을 자체 개발해 양산하고 있다.

톨게이트 요금징수, 안정적인 캐시카우

톨게이트 요금징수 시스템은 장기적으로 안정적인 캐시카우 역할이 되어준다. 시스템의 평균적인 교체 주기는 7년 정도이다. 신규 수주 사업의 확장과 더불어, 장기간에 걸쳐 **장비와 소모품의 교체에 따른 수익도 매출액의 증가에 기여할** 것이다. 시스템 교체는 처음 발주를 맡겼던 업체에게 다시 맡기는 경우가 많은 점을 고려하면, **교체 수요의 수혜는 점유율 1위인 동사의 몫**이다.

신규 수주 차지할 가능성↑

동사는 업계의 선두 주자로서 레퍼런스를 바탕으로 **신규 수주를 차지할 가능성**이 높다. 동사는 올해 **국내 최초 대형교량을 대상으로** 한 57억 원 규모의 부산 광안대교 스마트톨링 수주도 얻어 내기도 했다. 교량에 구축된 것은 이번이 처음인데, 이번 구축을 통해 향후 **다른 대형교량에도 적용**될 수 있다. 전국적으로 진행될 신규 스마트톨링 사업은 동사가 **특독히 해낼** 것이다.

도표 4-5. 스마트톨링 시스템의 모식도

출처: 천안논산고속도로, SMIC 5팀

도표 4-6. 스마트톨링 총 사업비 추정

스마트톨링 총 사업비 추정(단위: 백만 원)	
총사업비(AxB)	537,225
전환 가능 톨게이트 수(A)	377
총 톨게이트 수	390
전환 완료 톨게이트 수	13
톨게이트 당 사업 규모	1,425
수주액	5,700
톨게이트 수	4

출처: SMIC 5팀

Valuation

5.1 매출 추정

동사 매출은 철도, 도로 사업으로 나뉜다. 매출 추정은 투자포인트의 논리를 최대한 반영하기 위해 미국 제외 기존 수주, 미국향 수주, 국내 신규 수주로 분류하여 엄밀히 추정을 진행하였다.

동사 기존 수주잔고 매출 추정(미국 제외)												
(단위: 백만 원)	공사명	계약일	준공일	수주액	진행률	납품액	수주잔고	3Q24E	4Q24E	2H24E	2025E	2026E
철도 매출액							152,671	8,108	40,888	48,995	56,119	24,637
국내	수도권고속철도 열차제어시스템 구매	14년 11월	24년 10월	67,808	99.8%	67,680	129	19	110	129		
	삼성~동탄 수도권고속철도 KTCS-M	22년 10월	24년 10월	13,800	56.3%	7,771	6,029	904	5,125	6,029		
	광주 도시철도 2호선 1단계 LTE-R 설치	23년 09월	24년 12월	1,700	66.3%	1,127	573	86	487	573		
	서울 1호선 LTE-R 구축 사업	23년 02월	24년 12월	10,000	77.0%	7,698	2,302	345	1,957	2,302		
	서울시 9호선 1단계 LTE-R 구축	22년 12월	24년 12월	9,753	50.3%	4,909	4,843	726	4,117	4,843		
	고속철도 전자연동장치(총체)	22년 04월	25년 01월	18,600	57.1%	10,626	7,974	1,108	6,279	7,387	587	
	인천 1호선 검단역장선 신호시스템 구축	22년 12월	25년 09월	19,558	18.3%	3,569	15,989	958	5,427	6,385	9,604	
	인천 공항 4단계 운항통신시설 구매설치	21년 07월	25년 10월	10,075	51.9%	5,231	4,844	272	1,540	1,812	3,033	
	인천공항 4단계 경비보안시스템 구축	21년 07월	25년 10월	7,506	71.2%	5,344	2,162	121	687	808	1,353	
	서울 9호선 2,3단계 LTE-R	24년 07월	25년 11월	9,753				853	2,599	3,452	6,300	
	차세대광역정보시스템 구축	24년 10월	25년 12월	9,200				455	1,385	1,840	7,360	
양산선(노포~북정) KTCS-M 구매설치	23년 11월	26년 06월	15,269	14.8%	2,260	13,009	488	2,764	3,252	6,505	3,252	
신분당선(용산~강남) 열차제어시스템	17년 12월	26년 12월	12,860	63.8%	8,208	4,653	139	790	929	1,858	1,866	
수원, 인천, 평택 KTCS-M	24년 08월	28년 08월	24,700				623	1,897	2,520	6,051	6,051	
기타 (미국 수주 제외)		27년 06월	-	0.0%	-	40,405	1,010	5,724	6,734	13,468	13,468	
도로 매출액							79,129	8,081	21,132	29,212	30,914	14,176
국내	23년 다차로 하이패스 제조구매	23년 06월	24년 12월	4,300	71.9%	3,094	1,206	181	1,025	1,206		
	서울교통공사 스피드게이트 구축	23년 06월	24년 12월	3,700	71.9%	2,662	1,038	156	882	1,038		
	K-Maas 사업자 선정	23년 05월	24년 12월	2,200	73.4%	1,616	584	88	497	584		
	평택동부고속도로 ITS	23년 09월	24년 12월	7,000	66.3%	4,641	2,359	354	2,005	2,359		
	부산 광안대교 스마트톨링 구축사업	24년 02월	24년 12월	5,700	49.3%	2,813	2,888	433	2,454	2,888		
해외	방글라데시 N8 구축	22년 08월	24년 08월	21,012	79.3%	16,660	4,352	4,352	-	4,352		
	방글라데시 파드마대교 요금징수 구축	22년 05월	24년 12월	20,230	93.3%	18,866	1,363	205	1,159	1,363		
	아제르바이잔 M1 고속도로 요금시스템	19년 02월	25년 12월	18,003	66.7%	12,011	5,991	299	1,693	1,992	4,000	
	CCTV System for M1 Azerbaijan	20년 11월	25년 12월	23,575	18.9%	4,465	19,110	953	5,400	6,352	12,757	
	아제르바이잔 M3 요금수납시스템	18년 05월	26년 12월	1,270	8.1%	103	1,167	35	198	233	466	468
아제르바이잔 고속도로 HS-WIM 구축	22년 09월	26년 12월	12,965	22.0%	2,849	10,116	303	1,717	2,020	4,040	4,056	
기타		27년 06월	-	0.0%	-	28,956	724	4,102	4,826	9,652	9,652	

(1) 기존 수주 매출 추정 (미국 제외)

각 사업부의 공개된 수주들을 기반으로 향후 매출액을 추정하였다. 추가적으로 2분기 이후에 수주 소식이 발표된 서울 9호선 2,3 단계 LTE-R, 차세대광역정보시스템 등의 사업을 수주에 반영하였다. 준공일이 공개되어 있지 않은 일부 프로젝트의 경우 사업의 성격과 매출액 규모가 유사했던 과거 사업을 proxy 삼아 준공일을 추정하였다.

동사는 일부 프로젝트에 대해서만 진행률을 공시하고 있으므로, 진행률이 공시되어 있지 않은 프로젝트의 경우 계약일로부터 준공일까지 일정하게 공사가 진행된다고 가정하였다. 아제르바이잔 고속도로의 경우 러우 전쟁으로 인해 공사가 지연되고 있는 점을 고려하여 준공일을 2년 늦추는 등 개별 수주 건의 특정 지연 사유 등을 고려하여 엄밀함을 더하였다.

이후 진행률을 바탕으로 24년 2분기 기준 프로젝트별 기납품액과 수주잔고를 추정한 후, 공개된 프로젝트 이외의 수주잔고는 기타로 처리하였다. 도로, 철도 사업부 모두 공사기간이 평균적으로 3년이었기 때문에 해당 수치를 활용하여 기타 수주 준공일을 27년 6월로 설정하였다. 그 후 계약일과 납기시점을 고려해 진행 속도를 추정하여 이후의 매출액으로 안분해주었다. 특히 매출이 연말에 인식되는 공공기관향 사업 특성을 반영하기 위해 국내 프로젝트의 경우 과거 3,4분기 매출액 비율을 proxy 삼아 24년도 3,4분기의 매출을 최종적으로 도출하였다.

(2) 미국 수주 매출 추정

미국향 매출 추정									3Q24E	4Q24E	2H24E	2025E	2026E
(단위: 백만 원)	공사명	계약일	준공일	수주액	진행률	납품액	수주잔고						
미국 철도 매출액								19,022	8,187	27,209	76,356	104,152	
워싱턴	워싱턴 역무자동화설비 구축	19년 07월	24년 09월	34,625	95.2%	32,964	1,661	1,661	-	1,661			
	워싱턴 지하철 BPS	23년 09월	24년 09월	53,300	82.8%	44,125	9,175	9,175	-	9,175			
샌프란시스코	샌프란시스코 BART AFC 공급	23년 03월	26년 02월	61,000	45.6%	27,816	33,184	5,212	5,212	10,424	20,847	1,913	
	샌프란시스코 AFC 설비구축	23년 10월	25년 02월	12,139	55.2%	6,695	5,444	2,238	2,238	4,476	969		
	샌프란시스코 AFC 유지보수	25년 02월	28년 04월	900							214	239	
뉴욕/LA	LA 퍼플라인 연장 노선	24년 09월	25년 09월	4,800				737	737	1,474	3,326		
	LA AFC 공급	25년 하반기	27년 하반기	80,870							20,217	40,435	
	뉴욕 AFC 공급	25년 하반기	30년 하반기	307,826							30,783	61,565	

미국향 매출의 경우 기존 워싱턴, 샌프란시스코향 수주에 투자포인트에서 상술한 대형 수주인 뉴욕, LA AFC 사업을 추가적으로 반영하였다. 환율의 경우 한국무역보험공사가 발표한 25년 환율 전망치를 연동하였다. 뉴욕 지하철 AFC 수주의 경우 투자포인트에서 구한 값인 **2억 3,800만** 달러의 수주가 5년에 걸쳐서 인식된다고 가정하였다. 대형 수주인 만큼 한 번에 수주가 나오게 아니라 소규모 수주가 순차적으로 나올 가능성이 높지만, 수주총액과 공사기간에는 변함이 없기 때문에 5년에 걸쳐 일정하게 안분 될 것이라 가정하였다.

LA의 경우 **25년 하반기에 본격적으로 수주를 받을 것이라** 예상했다. 과거 동사의 샌프란시스코 계약에 있어서도 23년 12월, West Oakland에서 시범 사업을 시행한 7~8개월 뒤 24년 8월부터 본격적인 공사가 시작되었기 때문이다. LA 지하철역 수는 62개로 과거 샌프란시스코 지하철(55개)과 유사한 규모이므로 공사기간 또한 유사하다 추정하였다. LA 지하철 확장공사로 인한 AFC 수요가 약 3000만 달러 잠재하고 있으나, 보수적인 추정을 위해 매출에는 반영하지 않았다.

(3) 국내 신규 수주 매출 추정

국내 신규 수주 매출추정								
(단위: 백만 원)	계약일	준공일	수주액	3Q24E	4Q24E	2H24E	2025E	2026E
철도 매출액							13,629	28,833
KTCS-M	2025년	2029년	30,525				7,631	7,631
	2026년	2030년	36,826					9,207
LTE-R	2025년	2028년	17,993				5,998	5,998
	2026년	2029년	17,993					5,998
도로 매출액							11,192	33,577
스마트톨링	2025년	2028년	33,577				11,192	11,192
	2026년	2029년	67,153					22,384

KTCS-M, LTE-R, 스마트톨링 각 사업에 대한 신규 수주는 (사업규모) × (동사 점유율)의 식으로 산출하였다. 동사는 진입장벽이 높은 각 사업에 대해 굳건한 지위를 유지하고 있으며, 신규 플레이어의 진입 및 기존 플레이어의 공격적인 Capa 확장 소식이 없기 때문에 동사 점유율은 26년까지 일정하게 유지될 것으로 가정하였다.

KTCS-M 신규 수주 추정			LTE-R 신규 수주 추정			스마트톨링 신규 수주 추정		
(단위: 백만 원)	2025E	2026E	(단위: 백만 원)	2025E	2026E	(단위: 백만 원)	2025E	2026E
수주액	30,525	36,826	수주액	17,993	17,993	수주액	33,577	67,153
KTCS-M 시장규모	220,000	265,413	LTE-R 사업규모	166,351	166,351	스마트톨링 사업규모	67,153	134,306
동사 점유율(%)	13.9%	13.9%	동사 점유율(%)	10.8%	10.8%	동사 점유율(%)	50.0%	50.0%

동사 점유율은 과거 동사가 수주 받은 프로젝트의 총 사업비에서 동사가 차지한 비중을 토대로 추정하였다. 그 후 각 사업이 본격화되는 시점을 고려하여 25,26년도의 시장규모를 추정하였다.

KCTS-M은 동사 수주 추이 및 점유율을 역산하여 이를 전체 사업 규모와 비교해봤을 때 25년부터 수주가 본격화될 것으로 예상했다. 27년까지 LTE-R을 전노선에 도입하겠다는 국토부의 계획과 공사기간을 고려했을 때 25, 26년에 잔여 사업 규모가 안분 될 것이라 가정하였다. 스마트톨링의 경우 25년 하반기에 시범 사업이 끝나 26년부터 본격적으로 확대될 것이라 예상하였다.

상기 논의를 종합한 최종 매출 Table은 아래와 같다.

에스트라픽 매출추정											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액 합계	92,131	137,397	132,070	147,173	24,133	34,383	35,210	70,206	163,932	188,210	205,375
YoY/QoQ(%)	15.6%	49.1%	-3.9%	11.4%	2.6%	-0.1%	53.8%	5.8%	11.4%	14.8%	9.1%
철도	36,462	64,850	62,480	106,272	21,707	32,883	27,130	49,074	130,794	146,104	157,622
% of sales	39.58%	47.20%	47.31%	72.21%	89.95%	95.64%	77.05%	69.90%	79.79%	77.63%	76.75%
도로	65,273	81,233	76,419	59,508	3,770	6,513	8,081	21,132	39,495	42,106	47,753
% of sales	70.85%	59.12%	57.86%	40.43%	15.62%	18.94%	22.95%	30.10%	24.09%	22.37%	23.25%
연결조정	(9,604)	(8,686)	(6,829)	(18,607)	(1,344)	(5,013)			(6,357)		
% of sales	-10.42%	-6.32%	-5.17%	-12.64%	-5.57%	-14.58%					

5.2 비용 추정

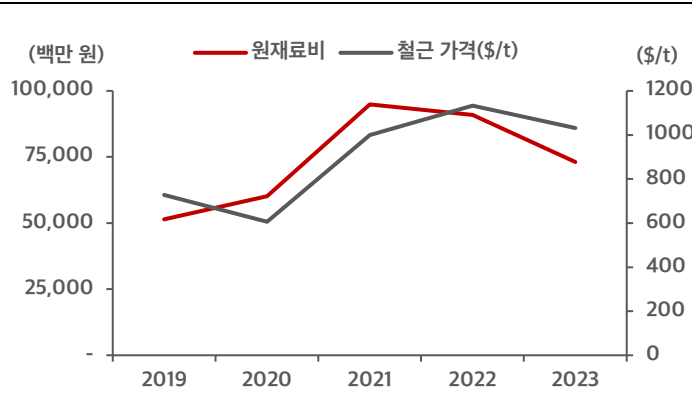
(1) 매출원가 및 판관비 추정

매출원가 및 판관비추정											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	92,131	137,399	132,070	147,173	24,133	34,383	35,210	70,206	163,932	188,210	205,375
YoY(%)	15.6%	49.1%	-3.9%	11.4%	2.6%	-0.1%	53.8%	5.8%	11.4%	14.8%	9.1%
매출원가	79,249	118,727	123,460	105,472	20,573	25,047	27,822	49,360	122,472	137,711	151,001
매출원가율(%)	86.0%	86.4%	93.5%	71.7%	85.2%	72.8%	79.0%	70.3%	74.7%	73.2%	73.5%
GPM(%)	14.0%	13.6%	6.5%	28.3%	14.8%	27.2%	21.0%	29.7%	25.3%	26.8%	26.5%
원재료비	60,134	94,882	90,904	73,155	16,187	19,558	18,816	37,518	92,079	103,601	111,919
% of sales	65.3%	69.1%	68.8%	49.7%	67.1%	56.9%	53.4%	53.4%	56.2%	55.0%	54.5%
급여	7,116	9,096	18,106	18,480	4,165	4,069	5,090	6,183	19,324	21,483	24,753
% of sales	7.7%	6.6%	13.7%	12.6%	17.3%	11.8%	14.5%	8.8%	11.8%	11.4%	12.1%
여비교통비	796	1,190	1,812	2,610	526	597	622	1,308	3,092	3,413	3,763
% of sales	0.9%	0.9%	1.4%	1.8%	2.2%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
지급수수료	1,830	2,031	1,926	1,357	443	291	445	854	2,116	2,174	2,530
% of sales	2.0%	1.5%	1.5%	0.9%	1.8%	0.8%	1.3%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%
운반비	0	0	3,657	6,510	228	134	751	1,385	2,230	2,756	3,558
% of sales	0.0%	0.0%	2.8%	4.4%	0.9%	0.4%	2.1%	2.0%	1.4%	1.5%	1.7%
감가상각비	1,977	2,089	1,258	496	184	161	149	162	656	895	732
% of sales	2.1%	1.5%	1.0%	0.3%	0.8%	0.5%	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%	0.4%
무형자산상각비	4,549	4,716	2,799	1,618	420	420	373	373	1,585	1,795	2,004
% of sales	4.9%	3.4%	2.1%	1.1%	1.7%	1.2%	1.1%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
기타	2,847	4,724	2,998	1,248	(1,580)	(184)	1,576	1,576	1,390	1,596	1,741
% of sales	3.1%	3.4%	2.3%	0.8%	-6.5%	-0.5%	4.5%	2.2%	0.8%	0.8%	0.8%
판관비와관리비	16,029	17,328	17,097	24,321	6,204	6,029	5,532	8,203	24,064	27,101	29,699
판관비율(%)	17.4%	12.6%	12.9%	16.5%	25.7%	17.5%	15.7%	11.7%	14.7%	14.4%	14.5%
OPM(%)	-3.4%	1.0%	-6.4%	11.8%	-11.0%	9.6%	5.3%	18.0%	10.6%	12.4%	12.0%
급여	7,490	8,782	6,912	10,266	2,293	2,645	2,973	3,671	11,764	12,793	14,835
% of sales	8.1%	6.4%	5.2%	7.0%	9.5%	7.7%	8.4%	5.2%	7.2%	6.8%	7.2%
여비교통비	451	506	610	835	195	218	218	218	849	849	849
% of sales	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
감가상각비	1,405	1,420	1,603	1,857	476	478	293	318	1,565	2,136	1,747
% of sales	1.5%	1.0%	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	0.8%	0.5%	1.0%	1.1%	0.9%
무형자산상각비	326	144	189	738	89	89	79	79	337	382	427
% of sales	0.4%	0.1%	0.1%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
경상연구개발비	3,076	3,065	5,089	5,947	1,461	1,393	1,242	2,499	6,199	7,095	7,649
% of sales	3.3%	2.2%	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%	3.5%	3.6%	3.8%	3.8%	3.7%
지급수수료	1,527	1,636	1,796	2,028	928	416	487	940	2,235	2,567	2,797
% of sales	1.7%	1.2%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
기타	1,754	1,776	898	2,648	762	790	239	477	1,114	1,279	1,396
% of sales	1.9%	1.3%	0.7%	1.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%

매출원가 및 판매비와관리비의 경우 금액적 중요성을 가지는 원재료비와 급여를 중심으로 추정하였다. 그 외 계정은 **고정비, 변동비적 성격**을 고려해 매출액 대비 원재료비 비중을 3y avg flat, 또는 절대 금액을 flat해 적용하였다. 유형자산상각비와 무형자산상각비의 경우 별도 추정하였다. 동사의 경우 대규모 확장 Capex 취득 계획은 없으며, 동사는 사업특성상 주요 인력 기준으로 CAPA를 산정하므로 해외 사업 확장에 따른 CAPA 증설은 인건비에서 드러난다. 과거 5개년 Capex 취득 및 상각률을 기반으로 추정하였다. 자세한 추정 논리는 Appx에 수록하였다.

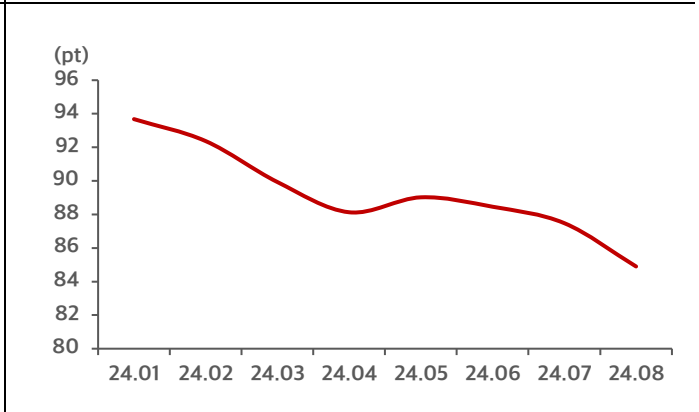
원재료비의 경우 소프트웨어 외주개발비, 하드웨어 설치 관련 **외주용역비**와 전산장비, 철강 등 주요 원자재를 포함한 **재료비**로 구성된다. 구성 비율은 고객의 요청에 따라 **사업별, 수주국가별, 프로젝트별로 크게 변동**하므로 원재료의 P, Q를 합리적으로 추정하기 어렵다고 판단하였다. 다만 하드웨어 주요 원자재인 **철근 가격과 추세적으로 동행**함을 관찰할 수 있으며, 세계적 수요 침체와 공급 과잉이 단기간 내 해소되기 어려울 것이라고 보고 Fitch Ratings가 발표한 26년까지의 하락 추세를 반영하였다.

도표 5-1. 원재료비와 철근 가격 추이



출처: KOIMA, DART, SMIC 5팀

도표 5-2. 철강재가격지수 추이



출처: KOIMA, SMIC 5팀

미국 AFC 계약은 미국에서 외주용역과 원자재를 포함한 **원재료를 50% 이상 매입**해야 하는 원칙이 있다. 미국에서의 철근 가격 하방 압력이 국내보다 강하다는 점은 긍정적 요인이지만, 국내 대비 높은 인건비로 **외주용역비 증액**이 예상된다. 다만 동사가 ① **현지 협력업체를 통해 비용 절감**을 목표하고 ② **프로젝트별 마진을 10% 선에서 유지**하려 한다는 점을 고려했을 때 외주용역비가 원재료비 추세에 미치는 영향은 미미할 것으로 판단한다.

1H24의 경우 초기 프로젝트 다수 진행으로 **원재료비가 일시적으로 급등**했다. 동사 비용 인식 특성상 고기술 인력 외주를 필요로 하는 초기 설계 단계에서의 높은 외주용역비로 원재료비가 높게 인식된다. 워싱턴 지하철 BPS, 샌프란시스코 AFC 설비구축 및 유지보수, 도시철도 양산선 열차제어시스템, 부산도시철도 LTE-R 차상장치, 부산 광안대교 스마트롤링 구축사업의 대규모 수주 **5건의 설계 진행**이 겹친데 따른 비용 급증으로, 개별 프로젝트 이후 진행 단계에서 낮은 원재료비 비중으로 상쇄되는 구조임을 명시한다. 실제 원재료비 비중이 50% 이하로 하락한 23년의 경우 초기 프로젝트 진행 비중이 낮고 준공에 임박한 프로젝트 비중이 높았다.

종업원급여의 경우 동사 사업보고서에 기재된 종업원 수 추이를 통해 인당 급여를 역산하여 추정하였다. **1인당 급여액이 지속 증가**하는 추이를 보임에 따라 4개년 증가율 평균값을 동일하게 후행연도에 반영하였다. 종업원 수의 경우 동사 채용계획이 명시되어 있지 않지만 코로나19로

인한 이익 정체기에도 동사가 지속적으로 종업원 수를 늘려온 점에 주목할 만하다. 동사 IR을 통해 현재 20명으로 구성된 AFC 부문 추가 채용에 대한 긍정적 의사를 확인한 바 있어 종업원 수의 일정한 증가를 반영하였다.

종업원급여 추정											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	92,131	137,399	132,070	147,173	24,133	34,383	35,210	70,206	163,932	188,210	205,375
종업원급여	14,606	17,878	25,019	28,746	6,457	6,714	8,063	9,855	31,089	34,275	39,588
종업원 수	134	162	175	195	212	197	212	212	205	215	226
인당 급여	109	110	143	147	30	34	38	46	152	159	175
매출원가 종업원급여	7,116	9,096	18,106	18,480	4,165	4,069	5,090	6,183	19,324	21,483	24,753
% of 종업원급여	48.7%	50.9%	72.4%	64.3%	64.5%	60.6%	63.1%	62.7%	62.2%	62.7%	62.5%
판매비와관리비 종업원급여	7,490	8,782	6,912	10,266	2,293	2,645	2,973	3,671	11,764	12,793	14,835
% of 종업원급여	51.3%	49.1%	27.6%	35.7%	35.5%	39.4%	36.9%	37.3%	37.8%	37.3%	37.5%

최종 도출된 OPM은 11% 수준에서 변동하며, 서울신교통카드의 비용 인식, 전기차충전소 매각, 코로나19로 인한 원재료 수급 불안정 이후 OPM이 정상화되는 초기 시점이기 때문에 OPM에 대한 검증이 필요하다. 도출된 OPM 예상치를 합리적인 수치라고 보는 근거는 다음과 같다.

먼저, ① 서울신교통카드 비용 인식이 발생하기 전 동사 영업이익률은 11.2%(13년), 11.1%(14년), 9.7%(15년), 9.9%(16년), 9.8%(17년)으로 10% 수준을 꾸준히 유지해왔다. 철도 사업과 도로 사업의 마진 차이가 유의미하지 않기 때문에 도로사업 비중이 컸던 과거 OPM을 프록시 삼을 수 있다. ② 동사는 개도국 대상 일부 사업 외에 10% 마진을 하한선으로 공급계약을 체결하고 있음을 동사 IR을 통해 확인하였다.

마지막으로, ③ 23년 낮은 마진의 아제르바이잔, 방글라데시 사업 매출 인식에도 불구하고 11.8% OPM을 기록하였는데, 저마진 사업은 지속 감소할 것으로 보이기 때문에 OPM 훼손에 대한 우려가 적다. 저마진 사업 잔여 수주잔고는 매출액 대비 비중은 24년부터 연간 6.2%, 4.5%, 2.1%로 지속적으로 낮아지며 26년 인식이 완료될 것으로 추정한다. 현재 동사가 미국 사업 확장에 매진하고 있기 때문에 개도국 중심의 저마진 신규 수주 물량은 있더라도 미미한 비중일 것으로 판단한다.

(2) 영업외손익 추정

금융손익 추정											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
금융손익	(4,510)	(1,631)	10,601	(329)	188	566	166	101	717	301	301
금융수익	1,064	1,974	13,684	4,301	1,007	855	668	604	2,831	2,229	2,229
이자수익	208	99	200	129	161	546	167	167	1,040	480	480
배당금수익	-	-	-	63	-	42	-	-	42	-	-
외화환산이익	261	871	1,144	228	372	202	287	287	1,147	1,147	1,147
외환차익	381	271	539	616	300	1	151	151	603	603	603
파생상품평가이익	-	275	460	1,154	-	64	64	-	-	-	-
파생상품처분이익	50	112	-	-	-	-	-	-	-	-	-
사채상환이익	283	376	-	1,486	-	-	-	-	-	-	-
FVPL금융자산평가이익	-	-	11,150	153	174	1	-	-	-	-	-
금융비용	5,574	3,605	3,084	4,630	819	289	503	503	2,113	1,928	1,928
이자비용	2,386	2,183	2,272	1,721	313	280	264	264	1,121	1,060	1,060
외환차손	319	103	288	742	285	55	170	170	681	681	681
외화환산손실	1,284	5	347	210	96	(46)	69	69	188	188	188
사채상환손실	-	-	142	-	124	-	-	-	124	-	-
상각후원가금융자산관련손실	-	-	142	-	-	-	-	-	-	-	-
파생상품평가손실	1,517	1,314	-	-	-	-	-	-	-	-	-
매도가능증권처분손실	68	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FVPL금융자산평가손실	-	-	-	1,957	-	-	-	-	-	-	-

금융손익은 이자손익의 경우 이자발생부자산 및 부채와 유효이자율 추정을 통해 별도로 진행하였으며 자세한 추정 논리는 Appx 5에 수록하였다. 외화환산손익 및 외환차손익의 경우 동사가 일정한 수준을 유지하겠다는 의지를 밝힌 바, 근 3분기 추이를 avg하여 일정하게 적용하였다. 그 외 합리적 추정이 불가한 계정은 0 flat 처리하였다.

기타손익은 합리적 추정이 불가한 계정의 경우 0 Flat 처리하였다. 무형자산손상차손의 경우 22년까지 관리운영권 손상액이 모두 처리되었으며 23년부터 소프트웨어 손상액이 발생했다. 보수적 추정을 위해 23년의 소프트웨어 손상액이 지속될 것이라고 보고 반영하였다.

기타손익 추정											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
기타손익	(11,885)	(7,751)	(5,977)	(1,155)	(233)	(135)	(522)	(522)	(1,429)	(1,429)	(1,134)
기타수익	340	251	281	198	3	101	52	52	207	207	207
잡이익	340	251	281	197	3	101	52	52	207	207	207
유형자산처분이익	-	-	-	1	-	-	-	-	-	-	-
기타비용	12,225	8,003	6,257	1,353	235	235	574	574	1,636	1,636	1,341
지분법손실	-	-	-	21	-	20	20	20	60	60	60
기부금	400	354	601	-	-	8	-	-	8	-	-
유무형자산처분손실	11	-	-	1	235	-	-	-	235	-	-
무형자산손상차손	11,803	7,634	5,656	1,124	-	-	450	674	1,124	1,124	1,124
잡손실	11	15	0	208	1	0	104	104	209	209	157

5.3 최종손익계산서

추정 손익계산서											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
매출액	92,131	137,399	132,070	147,173	24,133	34,383	35,210	70,206	163,932	188,210	205,375
YoY(%)	15.6%	49.1%	-3.9%	11.4%	2.6%	-0.1%	53.8%	5.8%	11.4%	14.8%	9.1%
매출원가	79,249	118,727	105,377	105,472	20,573	25,047	27,822	49,360	122,472	137,711	151,001
매출총이익	12,881	18,672	26,693	41,700	3,560	9,336	7,388	20,847	41,460	50,499	54,374
GPM(%)	14.0%	13.6%	20.2%	28.3%	14.8%	27.2%	21.0%	29.7%	25.3%	26.8%	26.5%
판매비와관리비	16,029	17,328	17,097	24,321	6,204	6,029	5,532	8,203	24,064	27,101	29,699
영업이익	(3,147)	1,344	9,595	17,380	(2,643)	3,306	1,856	12,644	17,396	23,398	24,675
OPM(%)	-3.4%	1.0%	7.3%	11.8%	-11.0%	9.6%	5.3%	18.0%	10.6%	12.4%	12.0%
금융손익	(4,510)	(1,631)	10,601	(329)	188	566	166	101	717	301	301
기타손익	(11,885)	(7,751)	(5,977)	(1,155)	(233)	73	(522)	(522)	(1,429)	(1,429)	(1,134)
법인세비용차감전순이익(손실)	(19,543)	(8,038)	14,219	15,895	(2,688)	3,946	1,499	12,223	16,685	22,270	23,842
법인세비용(수익)	1,634	543	4,452	(804)	(627)	1,800	470	2,711	3,643	4,811	5,139
당기순이익(손실)	(21,177)	(8,582)	9,767	16,700	(2,061)	2,145	1,030	9,512	13,042	17,459	18,703
NPM(%)	-23.0%	-6.2%	7.4%	11.3%	-8.5%	6.2%	2.9%	13.5%	8.0%	9.3%	9.1%

상기 내용을 반영한 최종 손익계산서 Table은 다음과 같다. 법인세비용 추정 논리는 Appx에 기재하였다.

5.4 Historical Peer PER Valuation

(1) Why PER Method?

본서 투자 논리는 내수 중심의 매출처만을 확보해왔던 동사가 AFC를 주요 사업으로 미국향 수출 기업으로 변모하며 기존과는 차별화된 실적과 기대감을 실현할 수 있다는 관점에서 시작된다. 투자포인트1에서는 미국에서의 업사이드를 규명하였으며, 투자포인트2에서는 내수 실적을 견조하게 할 주요 매출원을 제시하였다. 즉 미국 매출 확장의 초입에서, 이익 수준의 향상과 실적에 대한 기대감을 동시에 반영할 수 있는 PER Method가 동사 가치 평가에 적합하다.

본서가 제시하는 업사이드의 대부분을 차지하는 AFC 사업의 경우 상술했듯 **큐빅, 컨듀언트**가 같은 시장을 타겟하는 동사의 글로벌 Peer에 해당한다. 반면 큐빅은 비상장사이며, **상장사인 컨듀언트**의 경우 2Q24 기준 매출액 비중이 **교통 부문 17.1%, 정부 부문 30.2%, 영업 부문 52.4%**로 철도와 도로 사업 Pure Player인 동사와의 직접적인 멀티플 비교가 어렵다.

멀티플 근거를 위한 동사 Peer로 **대아티아이**를 제시, **Historical Peer PER Method**를 통해 동사 Valuation을 진행하였다. 대아티아이는 철도 신호제어 사업을 영위하는 기업으로 열차 간 운행 거리, 운행 속도, 운행 시간 등을 제어하는 **철도교통관제시스템을 제작**한다. 유럽 표준의 철도 신호체계를 최초 국산화해 정부기관 및 공기업 대상으로 수주를 **동사와 과점**하고 있으며, 시장 지배력과 기술력 양면에서 대아티아이는 철도 관련 인프라 1위 업체, 동사는 도로 관련 인프라 1위 업체라고 할 수 있다.

(2) Target Mutiple 선정

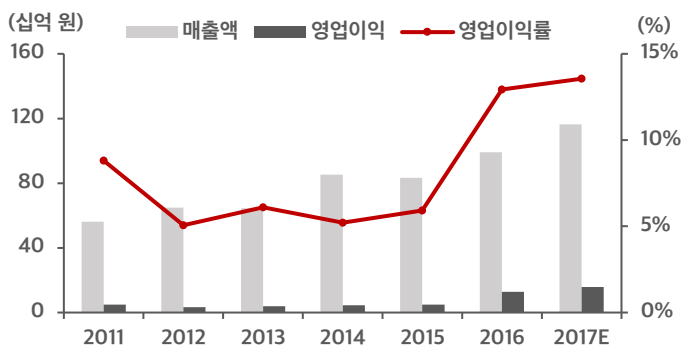
① 사업의 유사성에 주목

대아티아이의 24E EPS 기준 12mf PER 16배 수준이며 7.8배 수준인 동사와 확연한 차이를 보인다. 이는 철도신호관제시스템에서 Peer 대비 **기술적 해자**를 가진 사업자로서의 프리미엄에서 비롯된 차이로 보이며, 현재 해당 사업은 AI 활용으로 기존보다 **진입장벽이 공고**해지는 상황에 있다. 동사의 경우 도로 사업에서 독점적 지위를 가진 기업이지만 본서 논리는 과점 시장인 AFC에 초점을 맞추고 있다. 이를 반영한 합리적인 할인율 부여가 어렵다고 판단해, 철도신호관제시스템에서 요구되는 기술 수준이 현재보다 낮아 대아티아이의 해자가 상대적으로 덜 부각되었던 과거가 사업 면에서 유사도를 띤다고 판단하였다. 따라서 과거 멀티플 추이에 주목했다.

② 상황적 유사성에 주목

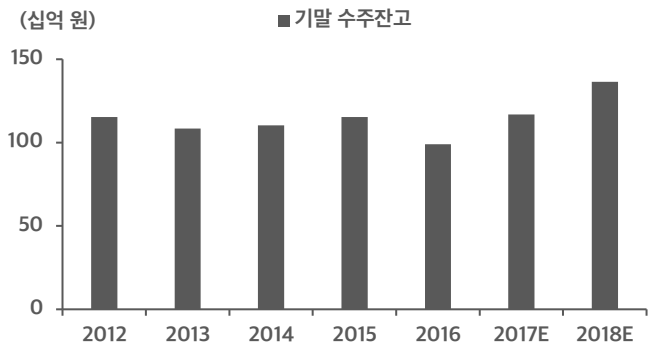
17년 1분기 대아티아이에 부여된 12mf PER Multiple 10.2x를 Target Multiple로 제시한다. 연속적인 컨센서스 추이가 존재하지 않아 17년 1분기 중 증권사 커버리지를 통해 확인 가능한 12mf PER의 평균을 적용하였다. 당시 대아티아이는 **말레이시아-싱가폴 철도 구축 프로젝트**를 통한 중장기적 해외 성장 모멘텀으로 향후 안정적 성장에 대한 기대감이 부여되었다. 또한 **서울 지하철 리시그널링 공사**로 인한 교체수요 확보로 국내 잠재 실적도 확보한 상태였다.

도표 5-3. 대아티아이 과거 실적 컨센서스(1Q17)



출처: DART, SMIC 5팀

도표 5-4. 대아티아이 과거 수주잔고 컨센서스(1Q17)



출처: DART, SMIC 5팀

당시 예상 OPM은 17년 13.9%, 18년 14% 수준이었다. 수익성에 대한 기대는 대아이티아이가 소폭 우세하며 수주잔고는 동사가 20% 상회한다. **자회사 코마스인터랙티브의 부진**에 대한 불확실성이 잔재하고 있었다는 점을 감안하면 당시 대아이티아이가 받은 멀티플을 지금의 동사에 부여하는 데에 무리가 없다고 판단한다.

혹자는 수출 기업으로 변모하는 지점에 있는 동사에 대해, 수출 기업이라는 정체성을 근거로 멀티플을 부여하지 않은 것에 대한 의문을 제기할 수 있다. 다만 기대감을 반영하는 멀티플은, 예상치를 상회하는 실적과 기대감에 대한 확신이 누적됨에 따라 서로 **순환 참조**되며 성장한다. 동사는 **해외 확장의 초입**에 서 있는 기업으로, 예상치를 상회하는 실적을 보여준 역사가 부재한 만큼 투자자들의 **기대감에 대한 확신이 부족한** 상황이다. 따라서 내수 위주의, 해외 사업의 유의미한 실적 달성을 보여주는 기업보다는 확장에 대한 기대감만을 부여받았던 Peer와의 비교를 통한 보수적인 멀티플 부여가 필요하다고 판단하였다.

달리 말하면 해외 매출 비중이 증가하고 실적의 예상치 상회가 누적됨에 따라 동사에게 부여되는 ① 기대감, ② 기대감에 대한 확신의 크기는 모두 증대될 것이며 본서가 제시하는 Target Multiple을 **상회하는 멀티플 부여**가 가능해질 것으로 본다.

상기 논의를 종합해 2025E EPS 674원에 Target PER Multiple 10.2x를 곱한 목표주가 **6,900원**, 상승여력 **66%**, 투자의견 Buy를 제시한다.

Historical Peer PER Method(2025E)	
2025E 당기순이익 (단위: 백만 원)	17,459
유통가능회석주식수 (단위: 주)	25,886,403
2025E EPS (단위: 원)	674
Target PER Multiple	10.2x
목표주가 (단위: 원)	6,900
현재주가 (단위: 원)	4,150
상승여력	66%

5.5 투자 전략

동사는 시가총액 1,154억원의 소형주로 일 거래량은 **평균 25만 주**를 웃도는 수준에 불과하며, 밸류업 공시 전 평균 거래량은 9만 주 이하였다. 거래량이 낮은 소형주 특성상 기관 주도의 매매차익 실현 대상이 될 수 있다는 점에서 투자자의 손실 위험이 크므로 **수급 분석**이 필요하다.

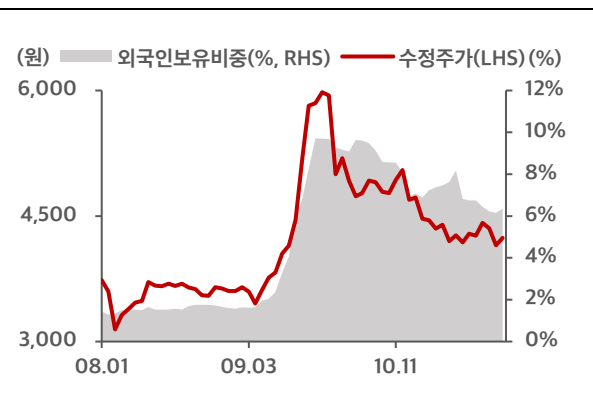
개인, 기관, 외국인 순매수 추이를 관찰하면 밸류업 공시 직후 9월 24일까지의 66% 상승세는 **기관과 외국인 매수**가 주도했다고 볼 수 있으며, 당시 외국인 보유비중은 2% 수준에서 12%까지 급증했다. 이 시기에는 오히려 개인의 차익 실현이 관찰된다. 9월 24일 이후 기관과 외국인의 차익 실현이 두드러지지만 10월 이후 개인 매수세가 유입됨으로써 주가는 **횡보한** 것으로 보이며, 외국인 보유 비중은 보고서 작성 시점 기준 **아직 6%대를 유지** 중에 있다.

다만 9월 이후 외국인 매수의 대부분은 CFD(차액결제거래) 물량으로 파악된다. CFD 물량은 가격 변동분에 대해서만 차액을 결제하는 파생상품으로 매매동향에서 외국인으로 분류되기 때문에

실제 외국인 보유 물량과의 혼동 위험이 있음에 주의해야 한다. 일반 투자자 입장에서 외국인보유비중만으로 CFD 물량이 해소되었는지 여부를 판별하기 어려운 상황에서 CFD 반대매매로 인해 손실을 입을 가능성이 비대한 지점이기 때문에, **선부른 매수를 자제**하길 권고한다.

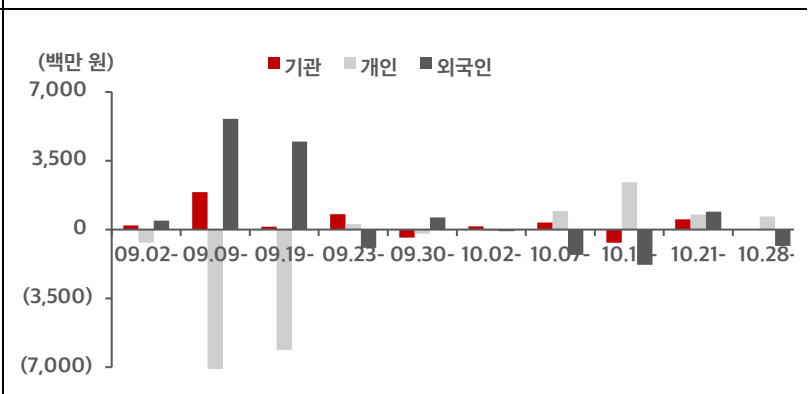
반면 주가가 하락세로 전환한 후 **CFD 물량 출회**에 따라 과대 낙폭이 실현되는 시점을 저점 매수 기회로 제시한다. 낮은 거래대금과 CFD 물량이 투자자의 매수를 꺼려지게 만들며 상방 압력을 제한하고 있는 상황에서 CFD 물량 출회는 펀더멘탈에 대한 재평가가 아닌 비의도적인 매도로 인한 주가 하락을 증첩시킨다. 곧 동사 가치에 대한 시장의 평가와 주가의 **비대칭성이 극대화**되는 구간이다. 마진콜 발생 시점을 정확히 예측하기는 어렵지만, 주가 트래킹을 통해 과대 낙폭이 실현되는 시점에 외국인 매도 추이를 확인하고 진입할 수 있을 것이다.

도표 5-5. 외국인보유비중 추이



출처: Dataguide, SMIC 5팀

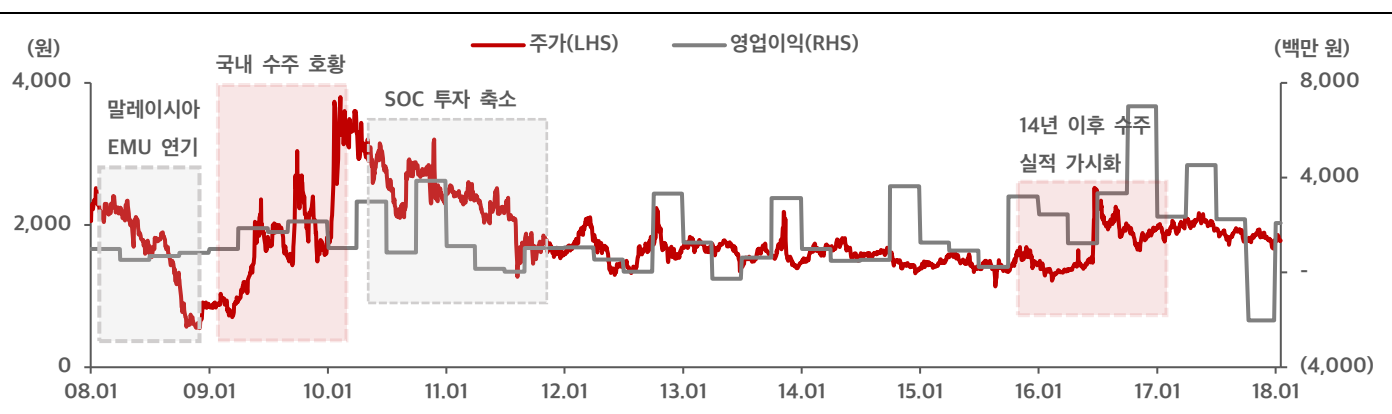
도표 5-6. 개인, 기관, 외국인 순매수 추이



출처: KRX, SMIC 5팀

동사는 상장 후 이익 부진과 연속적인 두 번의 테마주 분류로 주가가 변동받은 바 있어 이익과 수주 모멘텀에 주가가 동반한 사례는 상장 직후뿐이다. 다만 23년 6월을 마지막으로 테마에 의한 변동 효과는 소멸되었다고 판단되며 실제 그 기간부터 밸류업 공시 전까지 주가는 횡보 구간에 있었다. 동사 주가가 장기적으로 **이익 모멘텀과 수주 모멘텀**에 의해 변동할 것이라는 점을 뒷받침하기 위해 대아티아이가 남북경협 테마주로 분류되며 주가 급등락을 겪기 전인 18년 이전의 주가 추이를 첨부한다. **08년의 디레이팅, 09년의 리레이팅** 시기 외에 대아티아이는 **이익과 동행**하는 주가 추이를 보여왔다.

도표 5-7. 과거 대아티아이 주가 추이



출처: 언론종합, MTA, SMIC 5팀

Appendix

Appx 1. 재무상태표 및 현금흐름표

연결 재무상태표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24
자산	137,676	178,968	186,565	193,586
유동자산	94,711	126,029	114,047	113,150
현금및현금성자산	25,757	13,431	13,526	18,540
단기금융상품	1,307	31,128	4,787	3,831
매출채권 및 기타채권	43,861	28,430	55,500	34,388
단기미청구공사	8,585	11,866	12,302	14,791
유동재고자산	6,322	10,432	7,300	9,179
투자유동금융자산	-	79	1	2
기타금융자산	355	748	1,329	1,218
기타유동자산	8,009	29,438	18,894	29,820
당기법인세자산	515	477	407	1,381
비유동자산	42,965	52,939	72,519	80,437
장기금융상품	222	822	-	-
관계기업투자	-	-	51	31
장기매출채권 및 기타비유동채권	-	-	-	-
투자비유동금융자산	2,950	22,169	24,049	26,571
유형자산	17,751	12,904	32,853	39,747
무형자산	19,482	11,751	9,348	8,329
기타비유동금융자산	1,037	789	222	272
비유동매출채권및기타채권	-	103	1,489	1,182
비유동미청구공사	-	1,987	-	-
기타비유동자산	-	1,546	1,801	1,265
이연법인세자산	1,524	868	2,707	3,039
부채	102,639	110,477	92,325	99,581
유동부채	67,613	88,798	74,205	83,039
매입채무 및 기타채무	19,756	44,132	36,462	26,341
단기차입금	25,838	16,293	22,602	32,558
기타 유동부채	7,685	1,109	5,096	16,904
당기법인세부채	177	11,358	1,488	979
차입금	11,590	2,074	3,557	3,557
유동성사채및전환사채	2,567	13,682	4,825	2,161
기타부채	-	151	174	539
비유동부채	35,026	21,678	18,121	16,543
장기차입금	3,900	3,342	8,785	8,507
사채및전환사채	11,840	-	-	-
기타비유동금융부채	10,471	9,677	1,302	-
비유동매입채무및기타채무	7,338	6,645	6,971	6,947
퇴직급여부채	354	-	-	-
하자보수충당부채	1,123	410	-	-
장기종업원부채	-	-	753	839
비유동충당부채	-	-	310	250
이연법인세부채	-	1,603	-	-
자본	35,037	68,491	94,240	94,005
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	31,376	64,577	93,870	93,652
자본금	12,974	13,067	13,766	13,766
자본잉여금	52,190	53,096	64,740	64,740
기타자본구성요소	(3,596)	(3,751)	(3,022)	(3,022)
기타포괄손익누계액	-	-	47	698
이익잉여금(결손금)	(30,192)	2,165	18,340	17,471
비지배자본	3,661	3,914	370	353
자본과부채총계	137,676	178,968	186,565	193,586

연결 현금흐름표				
(단위: 백만 원)	2021	2022	2023	1H24
영업활동현금흐름	(6,090)	5,316	(7,299)	19,455
당기순이익(손실)	(8,582)	32,385	1,466	204
당기순이익조정을 위한 가감	20,090	(23,129)	6,088	3,419
영업활동으로 인한 자산 부채의 변동	(15,825)	(2,533)	(3,023)	18,470
이자수취	45	270	157	623
이자지급(영업)	(420)	(359)	(104)	(343)
배당금수취(영업)	-	-	63	42
법인세납부(환급)	(1,397)	(1,318)	(11,945)	(2,959)
투자활동현금흐름	(6,974)	(4,329)	19,154	(8,507)
단기금융상품의 감소	-	-	37,551	10,000
매각예정자산의 처분	-	-	4,371	123
장기금융상품의 처분	-	-	1,000	-
중속기업투자주식의 처분	-	43,031	-	-
기타포괄손익-공정가치측정금융자산의	-	-	1,825	-
상각후원가측정금융자산의 처분	7	4,756	79	0
국고보조금의 증가	4,523	5,871	-	-
건설중인자산의 처분	-	11	-	-
사무용비품의 처분	-	-	2	-
임차보증금의 감소	128	895	72	153
단기금융상품의 취득	(124)	(29,705)	(7,000)	(9,000)
임차보증금의 증가	(127)	(996)	(172)	(78)
매각예정자산의 취득	-	-	(14,982)	-
장기금융상품의 취득	(142)	(600)	(400)	-
관계기업투자주식의 취득	-	-	(71)	-
기타포괄손익-공정가치측정금융자산의	-	(4,989)	-	(2,027)
상각후원가측정금융자산의 취득	(350)	(5,164)	(215)	(205)
기계장치의 취득	(5,825)	(169)	-	-
공구와기구의 취득	(9)	(37)	(8)	-
사무용비품의 취득	(152)	(169)	(97)	(86)
차량운반구의 취득	(41)	-	(58)	-
건설중인자산의 취득	(3,387)	(16,179)	(2,489)	(7,388)
개발비의 취득	(1,348)	(744)	(253)	-
컴퓨터소프트웨어의 취득	(129)	-	-	-
회원권의 취득	-	(139)	-	-
재무활동현금흐름	21,860	(13,723)	(6,800)	(6,045)
유상증자	11,638	-	-	-
전환사채의 증가	19,910	-	-	-
단기차입금의 증가	-	4,016	-	-
재무활동으로 분류된 배당금 지급	-	-	-	(1,090)
전환사채 보통주 전환	-	-	(10)	-
자기주식의 취득 및 처분	(32)	-	(2)	-
신주발행비 지급	(12)	-	-	-
리스부채의 감소	(1,644)	(1,799)	(993)	(977)
단기차입금의 상환	-	(14,090)	(1,516)	-
장기차입금의 상환	-	-	(279)	(279)
사채의 상환	(8,000)	(1,750)	(4,000)	(3,700)
비지배자본 취득	-	(100)	-	-
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(3)	410	138	110
현금및현금성자산의순증가(감소)	8,793	(12,326)	5,193	5,013
기초현금및현금성자산	16,964	25,757	13,431	13,526
기말현금및현금성자산	25,757	13,431	18,624	18,540

Appx 2. 감가상각비 추정

유형자산상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	17	17	17	17	17
공구와기구	11	11	11	11	11
비품	151	151	-	-	-
차량운반구	19	19	19	19	-
사용권자산	1,211	1,211	-	-	-
합계	1,409	1,409	47	47	28

유형자산 CapEx					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물	-	-	-	-	-
공구와기구	62	62	62	62	62
비품	156	156	156	156	156
차량운반구	19	19	19	19	19
사용권자산	7,513	7,513	7,513	7,513	7,513
합계	7,751	7,751	7,751	7,751	7,751

유형자산상각비 CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
건물(40년)	17	17	17	17	17
공구와기구(4년)	27	42	58	74	89
비품(4년)	190	229	117	156	195
차량운반구(4년)	24	29	34	39	24
사용권자산(10년)	1,963	2,714	2,254	3,005	3,757
합계	2,220	3,031	2,479	3,290	4,082

감가상각비 안분 비율 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	Average
감가상각비	3,383	3,508	2,861	2,353	660	638	
매출원가	1,977	2,089	1,258	496	184	161	
% of 감가상각비	58.5%	59.5%	44.0%	21.1%	27.9%	25.2%	29.5%
판매관리비	1,405	1,420	1,603	1,857	476	478	
% of 감가상각비	41.5%	40.5%	56.0%	78.9%	72.1%	74.8%	70.5%

무형자산상각비 안분 비율 추정							
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	Average
무형자산상각비	4,875	4,860	2,989	2,356	509	509	
매출원가	4,549	4,716	2,799	1,618	420	420	
% of 감가상각비	93.3%	97.0%	93.7%	68.7%	82.5%	82.5%	82.5%
판매관리비	326	144	189	738	89	89	
% of 감가상각비	7.2%	3.0%	6.3%	31.3%	17.5%	17.5%	17.5%

무형자산상각비 - CapEx 반영 전					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
소프트웨어	382	382	382	-	-
관리운영권	1,287	1,287	1,287	1,287	1,287
합계	1,668	1,668	1,668	1,287	1,287

무형자산 CapEx					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
소프트웨어	157	157	157	157	157
관리운영권	2,150	2,150	2,150	2,150	2,150
합계	2,307	2,307	2,307	2,307	2,307

무형자산상각비 CapEx 반영 후					
(단위: 백만 원)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
소프트웨어(4년)	421	460	499	157	196
관리운영권(10년)	1,502	1,717	1,932	2,147	2,362
합계	1,923	2,177	2,431	2,304	2,558

*손상액의 경우 매년 일정한 추이를 보임에 따라 4Y average하여 반영

Appx 3. 이자손익 추정

이자부자산 유효이자율											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
기말 이자부자산	9,658	8,087	10,927	21,956	21,956	21,956	21,956	21,956	21,956	21,956	21,956
평균 이자부자산	-	8,872	9,507	16,441	21,956	21,956	21,956	21,956	21,956	21,956	21,956
이자수익	208	99	200	129	161	546	167	167	1,040	480	480
유효이자율(%)	-	1.1%	2.1%	0.8%	0.7%	2.5%	0.8%	0.8%	4.7%	2.2%	2.2%

이자부부채 유효이자율											
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E
기말 이자부부채	46,131	181,443	69,876	60,601	42,995	47,512	47,512	47,512	47,512	47,512	47,512
평균 이자부부채	-	113,787	125,659	65,238	56,436	47,512	47,512	47,512	47,512	47,512	47,512
이자비용	2,386	2,183	2,272	1,721	313	280	264	264	1,121	1,060	1,060
유효이자율(%)	-	1.9%	1.8%	2.8%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	2.4%	2.2%	2.2%

Appx 4. 법인세비용 추정

법인세비용 추정							
(단위: 백만 원)		3Q24E	4Q24E	2024E	2025E	2026E	구간법인세율
과세구간	2억원 이하	200	200	200	200	200	9.00%
	2억원~200억원	1,299	12,023	16,485	22,070	23,642	19.00%
과세구간별 법인세	2억원 이하	180	180	180	180	180	
	2억원~200억원	247	2,284	3,132	4,193	4,492	
최종법인세	합계	427	2,464	3,312	4,373	4,672	
	지방세	43	246	331	437	467	
	법인세비용	470	2,711	3,643	4,811	5,139	

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.