

사랑의 배터리

그간 이차전지 시장에 비해 소외받던 일차전지 시장. 니치마켓에서 묵묵히 원기옥을 모아오던 동사는 현재 리튬 일차전지 시장을 과점하고 있다. 스마트그리드, 석유시추, 방산시장까지 모조리 섭렵한 동사. 스마트그리드 시장에서는 안정적인 현금흐름을 창출하고, 석유시추 및 방산시장에서는 고마진의 일차전지를 납품한다. 건실한 재무구조와 풍부한 영업현금흐름까지, 미래로 나아갈 모든 준비는 끝났다.

TomahawkPatriot 업사이드

엄중한 열전지 쇼티지. 미국-이란 전쟁이 유도미사일을 빠르게 소진함에 따라 재고 확충을 위한 대규모 증산 기조 속, 핵심 부품인 열전지를 공급하던 기존 미국 3사의 캐파가 가득 찼다. 해외 경쟁사들 역시 역내 수요 대응과 지정학적 문제로 공급이 제약된 상황에서, 이미 방산 레퍼런스 와 생산능력을 확보한 동사가 이번 쇼티지 국면에서 DoD 공급망에 편입될 가능성은 매우 높다고 판단된다. 27년 하반기부터 본격적으로 반영될 매출과 더불어, 동사를 일반 산업용 전지 업체에서 미사일 특수전지 공급사로 재평가하는 멀티플 리레이팅 사이클이 완성될 것이다.

Drill, Battery, Drill

동사의 고온전지 실적은 단 세 가지변수로 결정된다. 리그 수 × 리그당 배터리 소모량 × 점유율. 지금 이 세 변수가 동시에 같은 방향을 가리키고 있다. 이란 전쟁으로 인한 유가 급등은 리그 수 반등을 예고하고, 시추고도화는 RSS와 NPT를 통해 P와 Q를 동시에 끌어올린다. 감소국면에서도 성장하던 매출이, 이제는 세 번째 동력까지 갖췄다. 이노바 인수로 단숨에 시장 점유율 1위에 오른 동사는 해자 위에서 성장의 중심에 서 있다. 시장이 커질수록, 그 과실은 동사로 집중된다.

Valuation - Peer PER Method

동사의 2028E EPS 3,006원에 Target 24MF PER 26.1x를 곱한 목표주가 78,450원, 상승여력 73.4%, 투자의견 Buy를 제시한다. 미국향 열전지가 동사의 PER 리레이팅을 이끄면서도 고온전지와 스마트그리드가 견조하게 성장한다. 열전지 수주가 실패하거나 미미하다고 가정하여도 현재 주가 레벨은 설명 가능한 수준이다.

<추정연결손익계산서>

추정 손익계산서 (연결)							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	140,981	176,220	210,779	243,083	307,861	389,550	458,460
YoY(%)	24.49%	25.00%	19.61%	15.33%	26.65%	26.53%	17.69%
매출원가	99,387	124,217	140,292	151,850	184,970	239,932	283,776
매출총이익	41,594	52,004	70,487	91,233	122,891	149,618	174,684
GPM(%)	29.50%	29.51%	33.44%	37.53%	39.92%	38.41%	38.10%
판매비와관리비	12,768	14,313	18,577	21,965	27,258	33,333	38,398
영업이익	28,825	37,690	51,911	69,268	95,633	116,285	136,286
OPM(%)	20.45%	21.39%	24.63%	28.50%	31.06%	29.85%	29.73%
금융손익	(684)	5,261	7,000	1,927	3,424	3,882	4,120
지분법손익	(193)	(119)	(272)	(167)	(188)	(188)	(188)
기타손익	566	1,185	5,852	1,244	-	-	-
법인세차감전순이익	28,515	44,018	64,491	72,272	98,869	119,979	140,218
법인세비용	(5,403)	(7,963)	(13,231)	(15,347)	(21,751)	(26,395)	(30,848)
당기순이익	23,112	36,055	51,260	56,925	77,118	93,584	109,370
NPM(%)	16.39%	20.46%	24.32%	23.42%	25.05%	24.02%	23.86%

Rating

Buy

현재주가: 45,250원

목표주가: 78,450원

Upside: 73.4%

12M 주가추이

시가총액 2조 516억원



Key Metrics

28E 미국향 열전지	715억원
28E 고온전지 점유율	48%
Target 24MF PER	26.1x

B/S Data (2025)

자산 총계	3,708억원
부채 총계	403억원
자본 총계	3,305억원

주요 주주

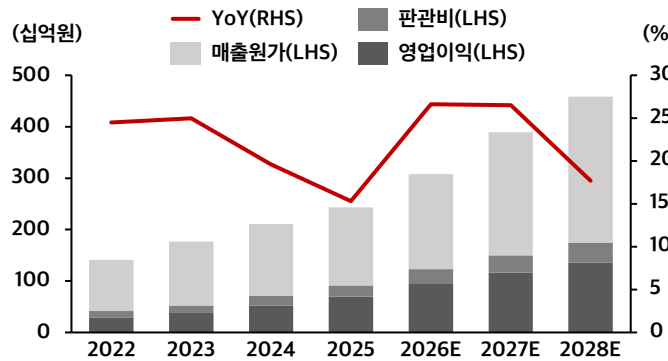
비츠로테크 외 7인	37.43%
Fidelity	9.14%
자사주	0.89%

SMIC 1팀

- 팀장 52기 박승진
- 팀원 52기 김혜민
- 52기 정현우
- 53기 서진우
- 53기 양지안

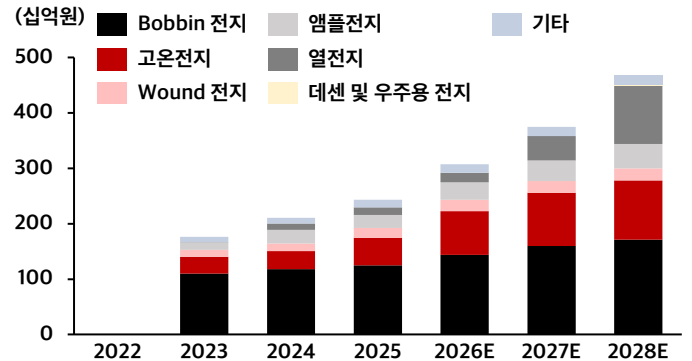
KEY CHARTS

[실적] 매출원가, 판매관리비, 영업이익, 매출 YoY



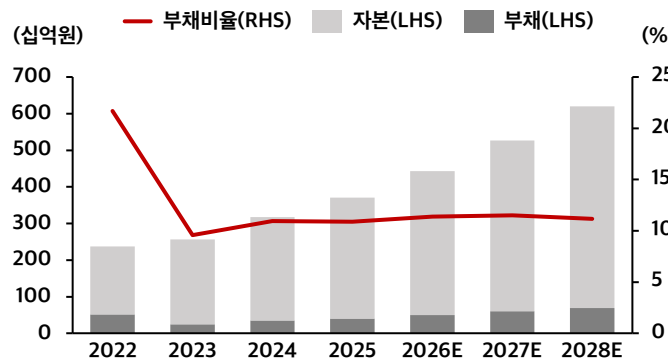
출처: SMIC 1팀

[사업부문] 매출액 Breakdown



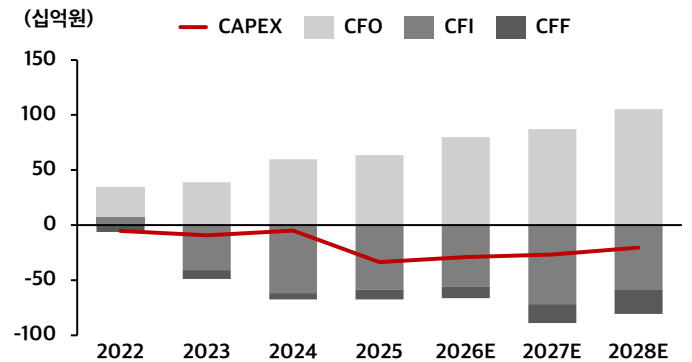
출처: SMIC 1팀

[재무현황] 자본, 부채, 부채비율



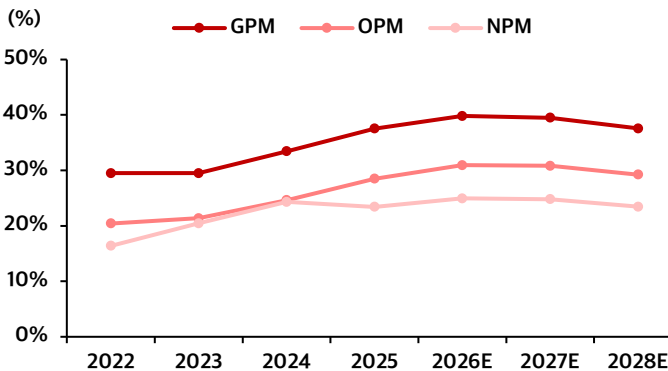
출처: SMIC 1팀

[현금흐름] CAPEX, CFO, CFI, CFF



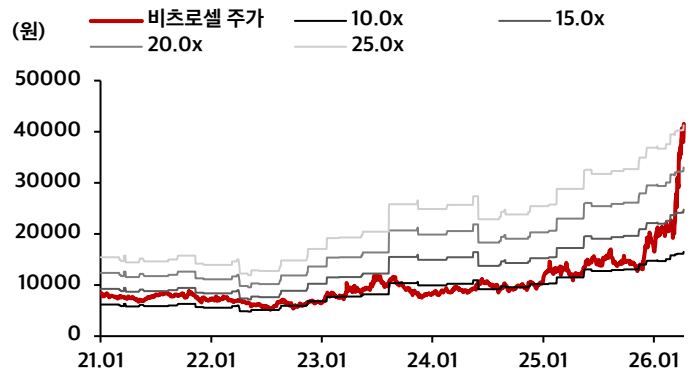
출처: SMIC 1팀

[이익률] GPM, OPM, NPM



출처: SMIC 1팀

[밸류에이션] PER 밴드



출처: SMIC 1팀

CONTENTS

0. 꽃보다 먼저 오는 봄 - 인트로	04
1. 사랑의 배터리 - 산업·기업 분석	04
2. TomahawkPatriot 업사이드 - Main Point ①	08
3. Drill, Battery, Drill - Main Point ②	12
4. 아직 두 발 남았다... - Sub Point	16
5. 매출 추정	19
6. Valuation - PER Method	23
Appendix	27

0. 꽃보다 먼저 오는 봄 - 인트로

좋은 성장형 가치주에는 삼박자가 있다. 기존 사업이 안정적인 현금흐름을 창출하는 가운데, 신 사업이 고속 성장하고, 그 너머의 미래 사업까지 준비된 기업이다. 모두가 이런 기업이 좋은 걸 알기에 중요한 건 타이밍이다. 신사업의 성장이 확실한 증거로 나타나고, 시장이 밸류에이션을 재평가하기 시작할 때, 확신은 부족하지만 방향은 명확할 때가 가장 효율적인 진입시점이다.

동사는 87년 설립이후 리튬 일차전지 외길인생의 기업이다. 대중 시장이 이차전지 중심으로 재편되는 와중에도 동사는 일차전지에 집중했고, 그 결과 전극 설계, 전해질 조성, 장수명 특성, 극한 환경 대응 등에 깊은 기술적 축적을 이루었다. 이는 단기간에 구축되기 어려운 진입장벽이다.

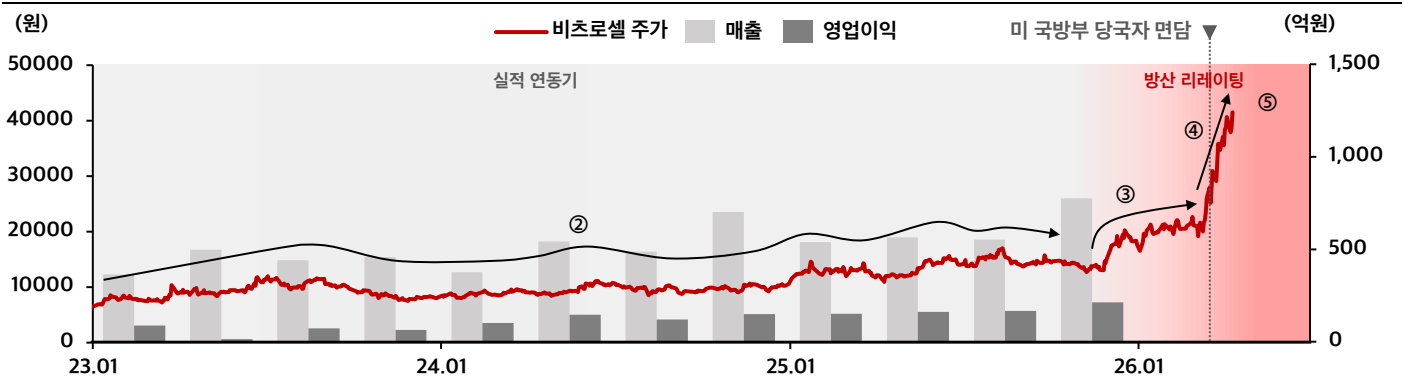
일차전지에 집중하며 머물렀더니 전방 시장이 개편되며 자연스럽게 삼박자가 갖춰졌다. 시추 산업의 구조적 성장에 따른 기존 고온전지 성장, 여기에 쇼티지와 구조적 재편이 맞물리며 폭발적 성장을 맞은 열전지, 여기에 데이터센터와 우주 산업에 대한 수요 가능성까지 구체화되었다.

꽃은 갑자기 피지 않는다. 공기가 바뀌고, 땅이 풀리며, 계절이 먼저 움직인다. 시장이 봄이 왔음을 아직 확신하지 못하는 지금이 바로 그 변화의 초입이다. 바로 동사에 투자할 타이밍이다.

1. 사랑의 배터리 - 산업·기업 분석

1.1. 주가분석

도표 1-1. 동사 주가 분석



출처: KRX, SMIC 1팀

- ① **위기와 극복** (17년-20년): 동사는 17년 4월 충남 예산 본사 공장 화재로 생산이 전면 중단되며 약 1년 2개월간 거래가 정지되는 위기를 겪었다. 그러나 인력 구조조정 없이 간이공장을 구축해 6개월 만에 매출 80%를 회복하며 빠르게 정상화에 성공했다. 이후 18년 4월 당진 스마트캠퍼스를 구축해 화재 대응 및 생산안정성을 대폭 강화했고, 결과적으로 해당 사건은 체질 개선의 계기로 작용했다.
- ② **실적과 연동** (21년-25년): 사업이 다시 안정화 된 이후 전방시장의 상황 및 실적이 동사의 주가를 움직이는 드라이버가 되었다. 이에 영향을 미칠 리튬 가격 및 환율 역시 중요히 고려되었다.
- ③ **멀티플 상단** (26년 1-2월): 미국의 Drill, Baby, Drill로부터 시작된 시추 턴어라운드와 구조적 변화가 맞으며 고온전지의 성장이 본격화되고, 기존 스마트그리드도 견조하게 성장하며 멀티플이 상승했다.
- ④ **방산 리레이팅** (26년 3월-현재): 미 국방부가 한국을 방문해 군용 전지, 특히 열전지 공급과 관련하여 미팅을 진행한 사실이 시장에 알려졌다. 이에 미국-이란 전쟁으로 소모한 유도미사일의 보충 수요에 비해 열전지의 공급이 부족하다는 사실이 알려졌고, 동사가 미국산 유도미사일에 열전지를 공급할 것이란 기대감이 퍼지며 동사의 멀티플이 방산주의 멀티플로 리레이팅되었다.
- ⑤ **촉매 대기중** (미래): 코스닥150 편입, 미국향 수주계약등의 촉매와 함께 주가가 상승할 것이다.

1.2. 일차전지 시장 톺아보기

충전이 안되는
일차전지, 그러나
사용처는 존재한다

그간 이차전지에 비해 시장에서 소외받았던 일차전지는 묵묵히 본업을 수행하고 있었다. 일차전지는 이차전지와는 다르게 충전이 불가능한 일회성 전지를 말한다. 따라서 일차전지는 반복적인 충전이 요구되는 스마트폰, EV, ESS 등의 시장에서는 사용될 수 없다. 그러나 일차전지는 한 번 설치되면 무중단 작동이 가능해야 하는 시장에 특화되어 있다. 이에 따라 인력 접근이 용이하지 않거나 유지보수 비용이 높은 환경에서 일차전지는 필수적인 전원 솔루션으로 자리잡는다.

극한 환경에서
리튬 일차전지가
필요한 이유

리튬 일차전지(Li/SOCl₂)는 저장기간, 에너지 밀도, 작동 온도 측면에서 가장 고도화된 일차전지로 평가된다. 양극에 염화티오닐(SOCl₂), 음극에 리튬(Li)을 사용하는 구조로 10년 이상의 수명과 연 1% 수준의 낮은 자기방전율을 보유하며, -55도에서 최대 180도까지 안정적으로 작동하는 특성을 가진다. 이러한 특성은 고온·고압 환경에서도 성능 저하 없이 작동해야 하는 석유 시추 및 방산 분야에서 필수적이며, 리튬 일차전지가 해당 시장에서 대체되기 어려운 핵심 전원 솔루션으로 자리 잡은 이유다.

TAM은 작지만,
기술력이 중요해요

일차전지 시장 규모는 이차전지 시장에 비해 작지만, 그만큼 진입장벽이 높은 편이다. 상술했듯, 일차전지는 극한 환경에서 작동해야 함과 동시에 인력접근이 어려운 곳을 주로 타겟팅하기에 기술력이 상당히 중요하다. 따라서 시장 내부 가격경쟁보다는 기존의 납품 레퍼런스 및 신뢰성 등 실증 데이터가 실제 계약을 따내는 데 핵심 요소로 작용한다. 따라서 소수의 기업이 시장을 과점하는 형태를 띈다.

정말 안 하는 게
없는 동사

동사 역시 리튬 일차전지 시장을 과점하고 있으며, 올라운더 포트폴리오를 보유하고 있다는 점에서 특히 주목할 만하다. 리튬 일차전지 기준 Main player는 Saft, Tadiran Batteries, 동사이다. 각 사 점유율 합산은 무려 70% 중반대이며, Tadiran이 Saft 자회사임을 고려할 때 동사의 입지는 더 올라간다. 또한, 동사는 민수 및 군수를 아우르는 균형 잡힌 사업부를 보유한 유일한 상장사이기도 하다.

1.3. 뭐 하나 빠지는 것 없는 동사

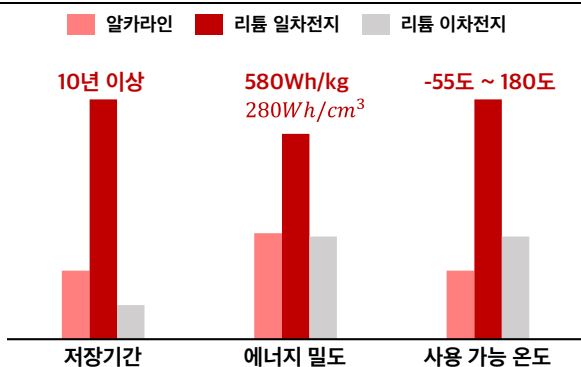
업계 1위 저리가라!
다각화된 매출

동사는 전방산업에서 스마트그리드, 석유시추, 방산시장까지 진출하며 다각화된 매출 구성을 보이고 있다. 2025년 기준, 스마트그리드 시장이 전체 매출의 약 51.2%를 차지하고 있으며, 석유시추 시장은 17.5%, 방산 시장은 22.4%를 차지하고 있다. 이러한 구성은 리튬 일차전지 player 중에서 국내는 물론, 전세계로 눈을 돌려보아도 업계 1위인 Saft를 제외하고는 동사가 유일하다.

다각화된 매출은
포트폴리오가
책임진다

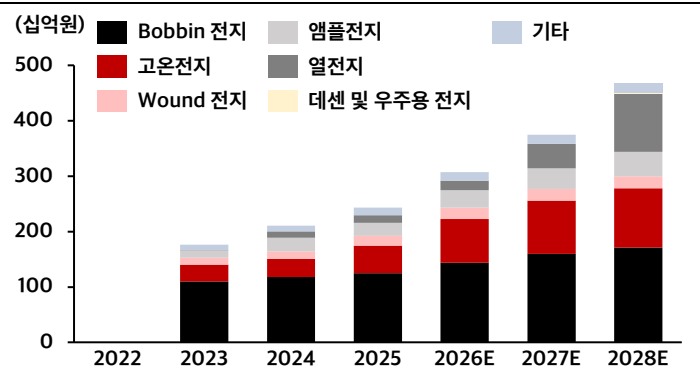
동사의 제품 포트폴리오는 리튬일차전지(Li/SOCl₂), 슈퍼커패시터(EDLC), 이차전지인 리튬이온전지로 구성된다. 이 중 리튬일차전지는 보빈전지, 와운드전지, 고온전지를 중심으로 형성되어 있으며, 앰플전지와 열전지까지 포함해 포트폴리오가 확장돼 있다. 앰플전지는 Li/SOCl₂ 화학계를 기반으로 하되 전해질을 유리 앰플에 격리하는 리저브 구조를 채택한 제품이며, 열전지는 Li/Si-FeS₂ 등 별도의 고온 작동 화학계를 사용한다. 여기에 슈퍼커패시터 및 2차전지까지 가지고 있는 동사다. 이제부터는 각각의 제품들이 타겟팅하는 시장에 대해서 하나씩 톺아보자.

도표 1-2. 리튬일차전지(Li/SOCl₂)의 성능



출처: 동사, SMIC 1팀

도표 1-3. 동사의 매출액 Breakdown



출처: Dart, SMIC 1팀

1.4. 동사에 주목해야 하는 이유 - 세부 시장 훑아보기

① 보빈(BOBBIN)전지 - 스마트그리드 시장

매출의 막바짐을 책임지는 보빈전지

동사 매출의 50% 이상을 차지하는 보빈 전지는 동사가 진출해 있는 가장 큰 전방시장인 스마트그리드 시장을 타겟팅한다. 스마트그리드는 기존의 전력망(grid)에 IT를 접목시켜, 전력 공급자와 소비자가 실시간으로 양방향 정보를 교환할 수 있게 하는 전력망 시스템을 말한다. 스마트그리드의 끝단에는 스마트미터기가 설치되는데, 해당 장치는 에너지/전력 사용량을 측정하고 소비자와 공급자 양측에 전송하는 디지털 계측 장치다. 이 스마트미터기는 외부로부터 연결이 제한되어 있거나 인프라 접근이 어려운 곳에서도 10년 이상 무중단 작동해야 하기 때문에, 해당 조건을 만족할 수 있는 Li/SOCI2 기반의 보빈 전지가 스마트미터기 장치에 들어간다.

업계 1위의 비밀 -> EDLC를 포함시켜라!

OPM이 무려 25%나 나오는 해당 시장에서 동사는 하이브리드 솔루션 전략으로 1위의 지위를 견고하게 지키고 있다. 동사의 스마트미터기용 보빈 전지 시장 점유율은 25% 이상으로, 이는 업계 1등의 점유율이다. 보빈 전지가 중요한 이유는 OPM이 높은 고마진 산업임과 동시에 시장 자체의 꾸준한 성장도 받쳐주고 있기 때문이다. 즉, 예측 가능한 현금흐름을 꾸준히 제공해준다는 점에서 해당 사업부는 동사에게 든든한 캐시카우가 된다. 보빈 전지가 순간적인 고출력을 낼 수 없기 때문에, 동사는 EDLC로 해당 단점을 보완한 하이브리드 솔루션을 사용 중에 있다. 이는 동사가 SAFT, 일렉트로캠 등의 경쟁사를 제치고 해당 시장에서 1위를 달성하게 해주었다.

② 고온전지 - 석유시추 시장

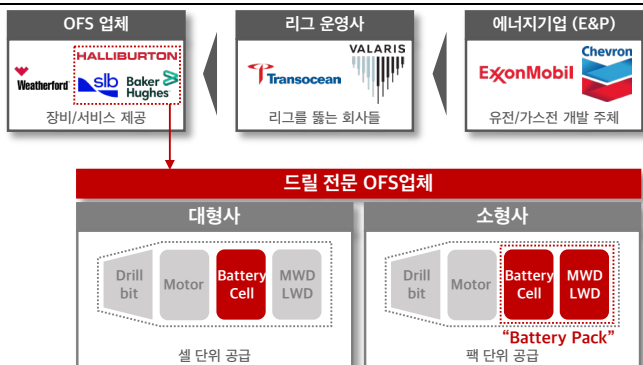
석유시추 장비에 고온전지는 필수적

동사의 고온전지는 석유시추 시장을 타겟팅하여 석유 가스 시추 장비(MWD, LWD) 혹은 PIG 등의 검사장비에 사용된다. MWD는 시추 중인 드릴의 위치/방향/자세를 실시간으로 측정하는 모니터링 장비다. LWD는 시추 중인 주변 지층의 지질학적 특성을 실시간으로 측정하는 모니터링 장비를 말한다. 석유를 시추하는 과정에서 지하 환경에 대한 데이터 수집은 필수적이기 때문에 두 장비의 중요도는 높아진다. 특히 해당 장비는 150도에서 180도에 달하는 고온·고압·고진동에도 견디는 패키징 설계가 필수적이기 때문에 Li/SOCI2 기반의 고온 전지가 들어간다.

셀/팩 통합 기술의 종합 솔루션 제공자

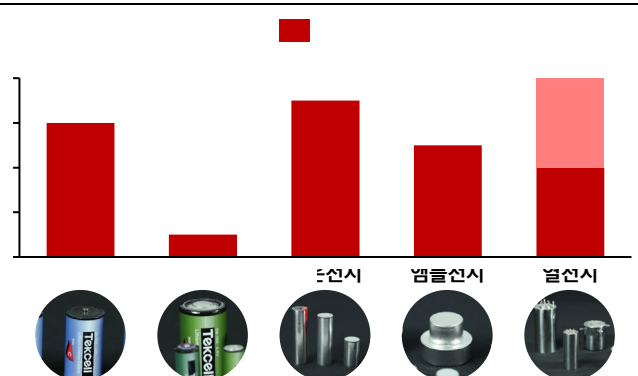
석유 시추용 고온 전지는 셀·팩·통합 기술 각각에서 높은 기술 장벽이 요구되고, 이 세 영역을 동시에 공급할 수 있는 업체는 극히 드물기 때문에 OPM은 무려 30%를 훌쩍 상회한다. MWD/LWD 장비에 배터리 팩이 탑재되어야 비로소 시추 작업이 가능하며, 셀→팩→장비 통합 과정을 거쳐 다운홀 전력 시스템이 완성된다. 대형 OFS사는 팩 통합 역량을 자체 보유하여 외부에서 셀만 조달하는 반면, 시추 전문 외주 업체들은 배터리 기술이 부족해 팩 통합 솔루션 전체를 외부에 의존한다. 동사는 셀부터 팩, 실시간 모니터링 기술까지 이 세 영역을 모두 공급한다.

도표 1-4. 석유시추 밸류체인



출처: SMIC 1팀

도표 1-5. 제품별 OPM 현황



출처: Dart, SMIC 1팀

③ 앰플전지/열전지/와운드(WOUND)전지 - 방산 시장

고마진 시장에서도 점유율 1위!

앰플전지는 군용 특수전지로, OPM이 무려 25% 안팎이 나오는 고마진 전지다. 상술했듯, 앰플전지는 평상시 리저브되어있다가 사용할 때에만 화학 반응이 일어나기 때문에 포탄/미사일처럼 10년 이상 창고에 보관되다가 단발성으로 소모되는 무기체계에 납품된다. 앰플전지는 초소형과 중형으로 나뉘는데, 초소형 앰플전지는 천무의 유도탄 및 무유도탄으로 들어간다. 중형 앰플전지는 155mm 포탄에 특화되어 있으며, 주로 인도, 튀르키예 등의 해외로 수출된다. 특히 동사는 인도의 155mm 포탄 시장에서 점유율 1위를 차지하며 중형 앰플전지 분야의 선두주자이다.

방산 시장만 해도 먹을 게 넘쳐나요

열전지의 경우 수수료 수입을 기반으로 OPM 20% 정도의 마진을 창출하며, 와운드전지는 무전기 배터리 향으로 매출이 창출된다. 열전지는 비츠로그룹의 계열사인 비츠로밀텍에서 생산한 후 동사가 최종 제품을 고객사에 납품하기 때문에 동사는 중간에 수수료 마진을 수취하는 구조를 띤다. 열전지는 유도무기, 미사일 등에 필수적으로 탑재되기 때문에 전쟁 등의 이벤트로 인한 매출액 레버리지가 큰 편이다. 와운드전지는 방사청향 무전기 배터리 및 신형 무전기(TMMR) 배터리로 납품이 된다. 그러나 해당 사업부는 OPM이 한 자리수대로, 중요성이 상대적으로 떨어진다.

④ 기타

'여기서 끝이 아니다'

EDLC 슈퍼 커패시터는 다른 일차전지와 하이브리드로 묶여서 납품되고 있으며, 동사는 이차전지 개발에도 힘쓰고 있다. 상술했듯, EDLC는 순간적인 고출력을 뽑아낼 수 있다는 점에서 일차전지의 구조적 단점을 보완하기에, 리튬일차전지와 함께 납품되는 구조를 띠고 있다. 동사는 현재 리튬이온전지 등의 이차전지를 보유하고 있지만 범용성이 낮기 때문에 그 중요도는 상대적으로 떨어지며, R&D 연구개발을 통해 실리콘 음극재 기반의 이차전지를 개발 중에 있다.

1.5. 동사의 재무분석

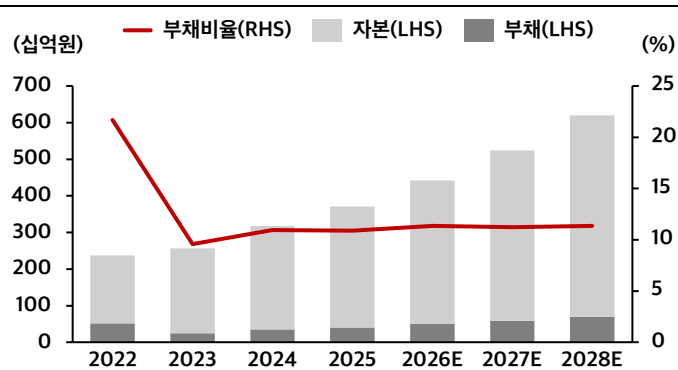
안정적인 매출, 안정적인 영업이익

동사의 실적 추이를 보면 매출 성장률에 비해 영업이익의 증가율이 더 가파른 추세를 보이고 있다. 이는 든든한 락바텀을 책임지는 스마트그리드 시장의 매출을 기본으로, 고마진을 책임지는 고온전지 등의 매출액이 성장함에 따라 제품 믹스 개선이 본격화되었기 때문이다. 해당 추이는 앞으로도 계속될 것이며, 동사는 안정적인 매출성장과 지속적인 OPM 성장을 이뤄낼 수 있을 것이다.

동사가 언제나 투자할 준비가 되어있는 이유

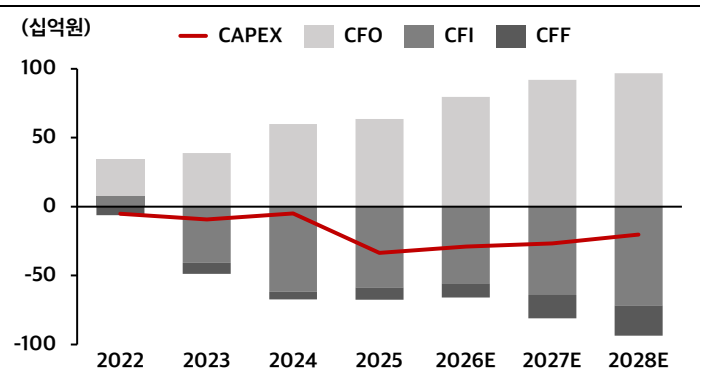
높은 영업현금흐름 대비 매우 낮은 자본지출(CAPEX)은 동사로 하여금 차입/증자 없이 CAPA 증설 등의 전략적 투자를 가능케 한다. 실제로 2025년 10월 동사는 Innova Power Solutions를 약 336억원에 인수할 때 100% 자체 보유 자금을 활용했다. 이는 동사의 향후 CAPA 확장 등의 전략적 의사결정 시, 부채비율을 유지하고 주주가치 희석을 방지할 수 있음을 암시한다.

도표 1-6. 동사의 실적추이



출처: Dart, SMIC 1팀

도표 1-7. CAPEX/현금흐름 추이



출처: Dart, SMIC 1팀

2. Tomahawk Patriot 업사이드 - Main Point ①

과거 주요 무기를 전량 수입하던 한국. 자체 생산/수출까진 왔으나, 방산의 본산 미국 밸류체인 진입은 전무했다. “미국 밸류체인에 진입한 기업” 이 한마디로도 동사의 체급이 크게 달라진다.

2.1. 동사 설립 이래 최대의 기회

DoD 깜짝 방문,
원인은 열전지

지난 3월, 미국 국방부(DoD)가 동사와 열전지 관련 협력을 문의했다는 소식이 전해지며 시장의 관심은 급격히 고조되었다. 그동안 열전지는 동사 매출의 5% 내외를 차지하는 작은 니치 사업에 불과했고, 이에 시장은 이를 동사의 본질적 투자포인트로 인식하지 않았다. 최근 들어 기대감이 일부 반영되며 리레이팅이 서서히 진행되고 있지만, 아직 시장은 동사를 방산주로 보고 있지는 않다.

열전지, 이제는
리레이팅의 동력으로

바로 그 점에서 DoD 공급망 편입 가능성이 가지는 의미는 크다. 이는 단순한 신규 매출원이 아니라, 글로벌 최고 수준의 방산 조달 체계에서 공급 자격을 인정받는 사건이다. 결국 DoD 공급망 진입은 동사 방산 사업의 위상을 한 단계 끌어올리고, 회사를 방산·안보 수요에 직접 연결된 특수전지 기업으로 다시 보게 만드는 전환점이 될 수 있다. 지금까지의 리레이팅이 기대를 선반영하는 단계였다면, 앞으로는 동사가 진짜 방산주로 받아들여지는 구간에 진입하게 될 것이다.

2.2. 부족한 미사일, DoD의 방향은 ‘4배 증설’

미국 국방 예산 기초:
‘미사일 비축’

지난 2월 공개된 미국 국방 예산안은 미사일 비축량 확대의 의지를 분명히 드러내는 강력한 시그널이다. 국방부는 미사일 및 탄약 관련 조달·R&D 예산으로 전체 획득 예산의 약 12%에 해당하는 357억 달러를 배정했다. 또한 대통령 예산안에는 2027년 기준 PAC-3, Tomahawk, THAAD의 주문량이 각각 3,203발, 785발, 935발로 반영되었는데, 이는 2026년 대비 각각 약 8.97배, 10.5배, 17배 증가한 수준으로, 탄약고를 채우고자 하는 미국의 의지를 볼 수 있다.

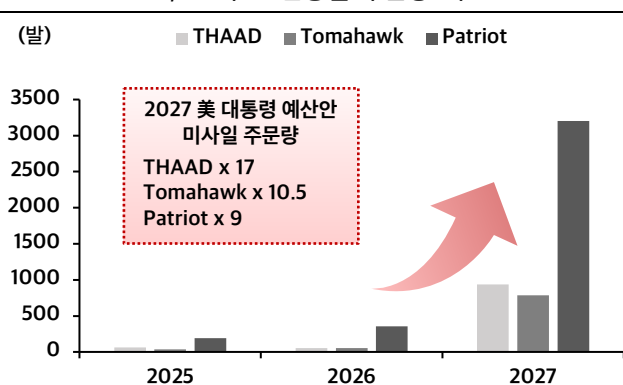
예상 밖 소모전,
증설은 불가피

이에 더해, 미-이란 전쟁은 당초 계획에 없던 대규모 미사일 소모를 초래하며 미국의 비축 확대 전략에 예상보다 큰 부담을 안기고 있다. 전쟁 개시 한 달 만에 Tomahawk 850발, PAC-3 943발이 소모된 것으로 추정되는데, 이는 미군의 2026년 기준 주문량인 각각 55발, 357발을 크게 웃도는 수준이다. 결국 기존 조달 계획만으로는 전시 소모를 감당하기 어려우며, 현재 생산능력을 기준으로 소모분을 다시 채우는 데에는 Tomahawk 약 9.4년, PAC-3 약 1.57년이 소요된다.

MYP를 통해
생산 능력 확대

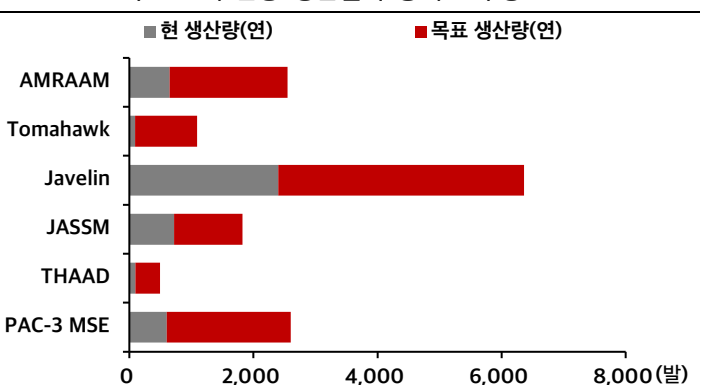
DoD는 기존의 단기 발주 중심 조달 방식에서 벗어나, 다년간 계약(MYP)을 통해 생산기반 자체를 키우는 방향으로 움직이고 있다. 핵심은 장기 수요를 보장해 업체들이 안심하고 CAPA 증설에 나서도록 만드는 데 있다. 실제로 DoD는 주요 공급사들에 핵심 8개 탄종의 생산능력을 평균 4배 이상 확대할 것을 요구하고 있다. 이는 미국이 현재의 미사일 부족을 일시적인 병목이 아니라 구조적인 생산능력 부족으로 바라보며, 공급망 증설을 본격적으로 추진하고 있음을 보여준다.

도표 2-1. FY26, 27 주요 탄종별 주문량 비교



출처: FY2027 P-1, SMIC 1팀

도표 2-2. 주요 6개 탄종 생산설비 증대 요구량



출처: 언론 종합, SMIC 1팀

‘CAPA 4배 증설’,
말로만 그치지 않을것

미 정부의 강한 정책 의지와 주요 방산업체들의 높은 대정부 의존도를 감안하면, 전방업체들의 CAPA 4배 증설 계획은 실제 집행될 가능성이 높다. 미 정부는 2025년부터 제도적으로 증설을 유도해왔고, 올해는 투자 부족이나 생산 지연 시 자사주 매입과 배당을 제한하는 조항까지 도입하며 압박 수위를 높였다. 기업들의 자금 여력이 충분하다. 2025년 기준 FCF는 록히드마틴 69억 달러, RTX 79억 달러, 허니웰 51억 달러 수준으로, 증설을 감당할 재무적 기반이 뒷받침된다.

2.3. 지지부진한 기존 Player, 부재한 신규 Player

미국방용 열전지
공급사 3대장

미사일 증산은 곧 열전지 수요 확대를 의미하지만, 기존 플레이어들의 공급능력은 이를 따라가지 못하고 있다. 열전지는 발사 즉시 활성화돼 극한 환경에서 고전력을 공급하는 핵심 전력원으로, 주요 미사일에 반드시 탑재된다. 미국방 열전지 시장은 EaglePicher, ATB, EnerSys 3사가 사실상 과점하고 있으며, EaglePicher가 85% 이상을 공급하고 있다. 현재 미사일 생산 확대 속도를 3사가 충분히 따라가지 못하고 있으며, 이것이 DoD가 한국까지 직접 방문하게 된 이유이다.

신규 수주액 ↓
≠ 전방 수요 감소

연방계약 데이터를 보면, 미국 3개 열전지 업체는 사실상 Full CAPA에 가까운 상태로 판단된다. 표면적으로는 이들 3사의 DoD향 열전지 신규 수주액이 2020년을 정점으로 2025년까지 감소하는 흐름을 보인다. 그러나 이를 수요 둔화로 해석하기는 어렵다. 2022년 러우 전쟁 이후 지정학적 갈등이 심화되며 미사일 수요는 오히려 확대됐고, 실제로 록히드마틴의 Missile & Fire Control 부문 백로그는 2021년 270억 달러에서 2025년 466.5억 달러로 72.6% 증가했다.

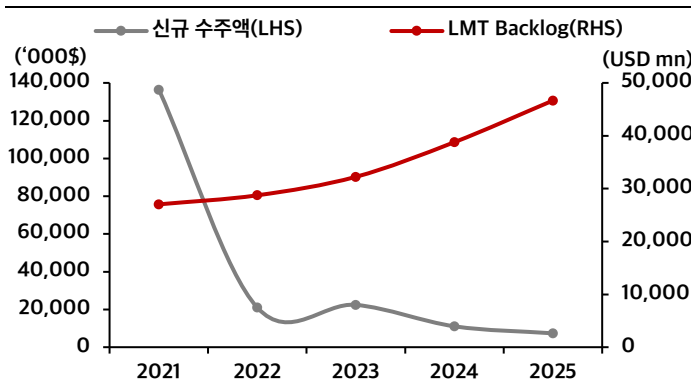
추정된 미3사
CAPA \$55.4m

따라서 북미 열전지 3사의 신규 수주액 감소는 수요 부진이 아니라 생산능력 제약의 결과로 보는 것이 합리적이다. 실제로 미사일 수요는 늘고 있지만, 기존 업체들의 생산능력이 이를 따라가지 못하면서 초과 수요가 백로그로 누적되고 있는 것이다. 수요와 수주 간 괴리를 설명하기 위해 민감도 분석을 적용하면, 미 3사의 연간 통합 생산 CAPA는 약 5,540만 달러 수준으로 추정된다. 이 기준을 적용하면 2020년부터 백로그가 쌓여, 2025년 말에는 백로그가 약 2,230만 달러에 이른다. 미사일 생산량이 크게 늘어나는 현 상황을 볼 때 Full CAPA에 다다른 미3사만으로는 제약이 있다.

EaglePicher 추가증설
: + CAPA×30~50%

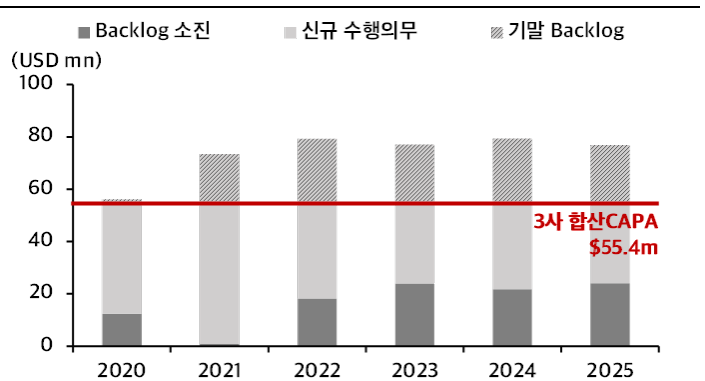
이러한 문제를 인식한 업계 1위 EaglePicher는 CAPA 증설에 나서고 있지만, 급증하는 전방 수요를 감당하기에는 역부족이다. 회사는 약 2,500만 달러를 투입해 1,859m² 규모의 제2공장을 설립하고 있으나, 해당 설비는 일부 부품 전용 라인에 불과하다. 회사가 제시한 신공장 관련 예상 매출 증분 역시 약 1,500만 달러로, 기존 CAPA 대비 30% 수준에 그친다. 현재 공장당 약 100명이 투입되고 있는 반면, 신규 공장에는 50명의 인력만이 배치될 예정이라는 점을 감안하면, 실제 증설 효과도 기존 대비 30~50% 수준에 머무를 가능성이 높다.

도표 2-3. 미 3사 열전지 신규 수주액 및 LMT MFC 백로그



출처: 록히드마틴 컨퍼런스 콜, SMIC 1팀

도표 2-4. 미3사 백로그 변동



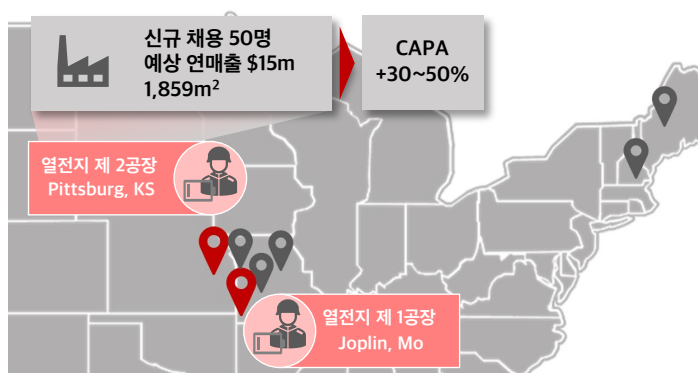
출처: SMIC 1팀

ATB는 증설여력 無	한편, ATB는 2016년 이후 CAPA를 확대한 적이 없으며, 현재 운영 상태를 감안하면 추가 증설 여력도 크지 않은 것으로 보인다. 구인 플랫폼 Indeed의 직원 리뷰상 2023년부터 생산관리 실패와 품질 이슈가 반복적으로 나타나고 있으며, 엔지니어의 낮은 임금으로 퇴사가 잦음을 알 수 있다. 최근 수주 또한 AGM-86 등 노후 탄종 유지보수 물량에 집중돼 있다. 기술적 정체에 더해 인력난과 경영 리스크까지 누적된 만큼, 현 상황에서 의미 있는 규모의 증설이 이뤄질 가능성은 높지 않다.
Energys는 리튬이온 전지에 집중 중	또한, Energys는 열전지보다 다른 사업에 자본을 우선 배분하고 있다. 교통·국방·항공으로 구성된 Specialty 부문은 전사 매출의 17%에 불과하며, 현재 Energys는 2030년까지 열전지와는 전혀 무관한 리튬이온 셀 기가팩토리를 짓는 것을 목표로 5억 달러를 투자하고 있다. 3Q26기준 당사의 FCF가 1.85억 달러임을 고려할 때, 이는 사실상 3년치 여유자금을 투입하는 규모로, 단기적으로 열전지에 유의미한 투자가 이뤄질 가능성은 높지 않아 보인다.
유럽 Player들은 유럽 수요로 과부화	미국 외 지역으로 시야를 넓혀도 생산 역량을 갖춘 Player는 많지 않으며, DoD 공급망에 즉시 편입 가능한 업체는 사실상 부재하다. 글로벌 열전지 시장 1위인 ASB Group은 MBDA향 공급, UAE 공장 설립을 동시에 진행하며 유럽과 중동 시장에 집중하고 있어 운영 부담이 크다. 한편 독일의 Diehl Energy Products 역시 모회사가 IRIS-T 미사일 체계 확대를 위해 대규모 투자를 집행했음에도, 유럽 내 재무장 수요를 따라가지 못하고 있다. 결국 향후 생산능력이 확충되더라도, 그 우선순위는 미국 시장 진출보다 모회사 및 유럽 내 수요 대응에 맞춰질 가능성이 높다.
지정학적 갈등으로 배제되는 기타 경쟁사	지정학적 갈등 심화로 미국 방산 공급망이 신뢰 가능한 공급처 중심으로 재편되면서, 기타 열전지 업체들의 신규 진입 가능성도 함께 낮아지고 있다. 국방수권법에 따라 중국산 배터리 퇴출이 가시화되고 있고, DoD 역시 지난 3월 방문에서 핵심 소재의 비중국산 전환을 요구한 만큼 중국 업체들은 사실상 배제 대상이다. 튀르키예의 열전지 업체 TÜBITAK도 미국과 튀르키예 간 정치적 갈등이 이어지고 있어, 미국 방산 공급망의 핵심 벤더로 안착하기에는 제약이 크다.

2.4. 쇼티지를 타고 미국으로 향하는 동사

28년 열전지 시장: 최소 2,159억 원	전방의 4배 증설은 약 1.5년의 리드타임을 거쳐 2027년 하반기부터 가동이 시작될 전망이며, 그 시점부터 열전지 수요도 본격적으로 확대될 것이다. 미국 국방예산상 2027년 확정 주문 물량과 이란 전쟁에서 소모된 미사일 물량이 수요 하방이 된다. 해당 물량은 총 18,432발로, 이에 보수적으로 추정된 ASP를 적용할 경우 2028년 미국 국방용 열전지 시장규모는 2,159억 원으로 추산된다. 이는 시장의 하방만을 고려한 최소값에 해당하며, 추가 발주 가능성과 보수적 ASP 가정의 정상화까지 고려할 경우 시장규모의 업사이드는 예상보다 더욱 크게 확대될 것이다.
-------------------------	--

도표 2-5. EaglePicher 증설 효과 예상



출처: EaglePicher, SMIC 1팀

도표 2-6. 글로벌 경쟁사 진입 가능성

	MBDA향 공급 → 유럽향 수요 대응	UAE 공장 증설 → 중동향 수요 대응
	IRIS-T 체계 확대 → 모회사 수요 대응	유럽 재무장 → 유럽향 수요 대응
	NDAA법 → 중국산 배터리 퇴출	DoD 방문 → 소재까지 비중국화 요구
	S-400 도입 CAATSA 제재	F-35 프로그램 퇴출 → 양국 간 정치적 갈등 태세

출처: 언론종합, SMIC 1팀

기존 Player가
소화하지 못하는
39%

열전지 수요가 폭발적으로 증가하는 상황에서도 미국 3사의 공급능력은 증설 이후 연 약 1,166억 원 수준에 머물고, 글로벌 기준으로 즉시 유입 가능한 플레이어는 사실상 부재하다. 결국 기존 업체들이 생산능력을 최대한 가동하더라도 2027년 주문량과 전쟁에서 발생한 수요의 약 39%는 여전히 충족되지 못하는 '열전지 쇼티지'가 발생한다. 이를 미사일 수량으로 환산하면 약 7,200발에 해당하며, 2026년 연간 주문량의 절반을 웃도는 규모다. 즉, 열전지의 부족으로 인해 다량의 미사일이 적시적소에 배치되지 못할 수 있다는 뜻이다. 따라서 이 공백은 정책적·전략적 필요에 의해 반드시 메워져야 하며, 그 과정에서 요건을 갖춘 동사가 유력한 수혜자로 부상할 것이다.

레퍼런스 + CAPA
→ 최고의 파트너

동사는 국방 레퍼런스와 CAPA를 모두 갖춘 최적의 파트너이다. 동사는 국내 주요 방산업체뿐 아니라 2024년 튀르키예 국방부에 열전지를 수출하며, 해외 레퍼런스를 쌓았다. 또한 현 공장부지 대비 2.3배에 달하는 부지를 미리 확보하며, 500억 원 수준인 CAPA를 2027년까지 약 1,500억 원 규모로 확충할 준비를 마쳤다. 민감도 분석 결과, 2028년 미3사를 제외한 시장의 60%를 수주할 시, 해당분 매출은 약 596억 원이며, 100% 점유율을 가정해도 약 993억 원으로 추산되어 동사의 확충된 생산 능력 내에서 충분히 수용 가능하다. 이는 동사가 쇼티지 국면에서 안정적인 공급처로서 자리매김할 수 있는 든든한 대응 체력을 갖고 있음을 의미한다.

DoD의 조달 기초
: 속도 > 절차

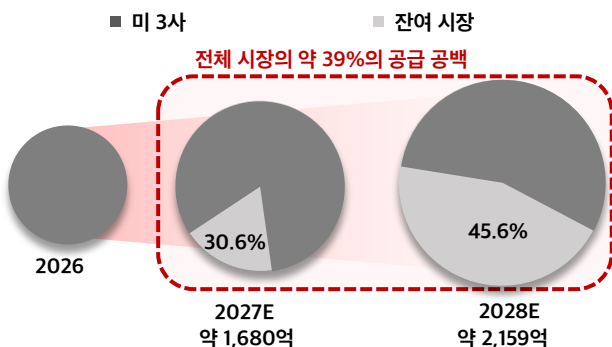
열전지 쇼티지 국면에서 DoD의 최근 조달 기초 변화도 동사에 우호적이다. 최근 DoD는 과거처럼 긴 절차와 완벽한 스펙 충족만을 우선하기보다, 실제로 빨리 공급할 수 있는 업체를 더 적극적으로 확보하는 방향으로 움직이고 있다. 미 국방장관은 공식메모를 통해 기존 획득체계의 비효율을 지적하고, "늦은 100%보다 지금 쓸 수 있는 85%가 낫다"는 취지로 절차보다 신속한 조달을 우선하고자 함을 밝혔다. 결국 지금은 레퍼런스가 절대적 진입장벽이던 과거와 달리, 필요한 성과와 생산 역량만 입증되면 신규 공급자도 빠르게 편입될 수 있는 환경에 가까워지고 있다.

DoD 인증 절차?
생각보다 빠를 수도

동사의 DoD 공급망 인증 또한 일반적인 신규 업체보다 훨씬 빠르게 진행될 가능성이 높다. 열전지는 제품 개발과 납품의 리드타임이 4~6주로 짧다. 결국 진입 속도를 좌우하는 핵심은 개발이 아니라 인증 절차다. 통상적으로는 DoD 편입을 위한 검증 과정에 5~7년이 걸리지만, 동맹국의 검증된 기술을 비교시험을 통해 신속히 평가하는 FCT 절차를 활용하면 2~3년 내 진입도 가능하다. 여기에 미국 방산업체와 협력하는 방식이라면 일부 절차가 단축될 수 있어, 현 DoD의 기초를 감안할 때 1~2년 내 인증 획득 및 공급 개시도 가능할 것으로 판단한다.

동사의 리레이팅이 완성될 원년은 2027-28년이다. (1) 전방산업의 증설, (2) DoD 인증 절차, (3) 동사 CAPA 증설이 완료되는 시점인 27년 하반기부터 DoD향 매출로 반영되며, 2027-28년에 비로소 '미 국방 밸류체인 내 방산주'로서 인정받게 될 것이다.

도표 2-7. 열전지 쇼티지



출처: SMIC 1팀

도표 2-8. 동사 리레이팅 경로



출처: SMIC 1팀

3. Drill, Battery, Drill - Main Point ②

스마트그리드용 Bobbin전지와 석유 가스 시추용 고온전지는 근 5년간 동사의 매출 60% 이상을 항상 책임져 주며 안정적인 매출을 가져다 주었다. 그중 고온전지 매출은 전년 대비 52% 급증하면서 기존 사업의 성장을 이끌고 있다. 석유/가스 시추 산업의 구조적 변화 속에서 이란 전쟁이라는 촉매를 통해 강력한 TAM의 성장을 온전히 누리며 동사의 하방을 든든하게 지켜줄 동사의 고온전지를 알아보자.

3.1. 단단한 성장의 증거

현장은 줄었지만
배터리는 늘었다?

오늘날 고온전지 수요를 결정하는 변수는 리그 수가 아니라 리그당 시추 강도와 배터리 소모량이다. 고온전지 실적은 간단하게 리그 수와 리그당 연간 배터리팩 소모량을 곱한 TAM에 동사의 점유율을 곱해 산출된다. 점유율이 유지되는 상황에서, 2022년부터 2025년까지 미국 활성 리그 수는 723기에서 561기로 연평균 8% 감소하는 가운데, 동사의 고온전지 매출은 300억 원에서 499억 원으로, 연평균 12% 성장했다. 리그 수가 6% 빠진 2024년에서 2025년 사이에도 매출은 52% 폭증했다. 점유율이 리그 수 감소를 넘어서는 힘이 동사의 고온전지 시장 안에 있다. 이제부터 그 비밀을 파헤쳐 보자.

Point ①
시추 과정의 효율화와
배터리 교체주기 감소

시추 효율화에 따른 교체 주기 감소는 리그 수 감소에도 고온전지 매출을 성장시켜 왔다. 북미 석유 업체들이 시추 효율을 높이기 위해 장비 대여 및 이동 비용 등을 줄이고자 더 적은 현장에서 더 깊고 길게 파고드는 방향으로 전략을 전환하였다. 그 결과, 먼저 리그당 배터리 소모량이 크게 늘었다. 또한, 배터리팩 교체 시간이 커지며 덩달아 커진 손실비용을 방지하기 위해 배터리를 더욱 자주 바꾸는 현상이 나타나며, 배터리의 교체주기가 감소하고 배터리팩 수요가 증가하는 중이다.

Point ②
이란 전쟁이 불러올
리그 수 턱어라운드

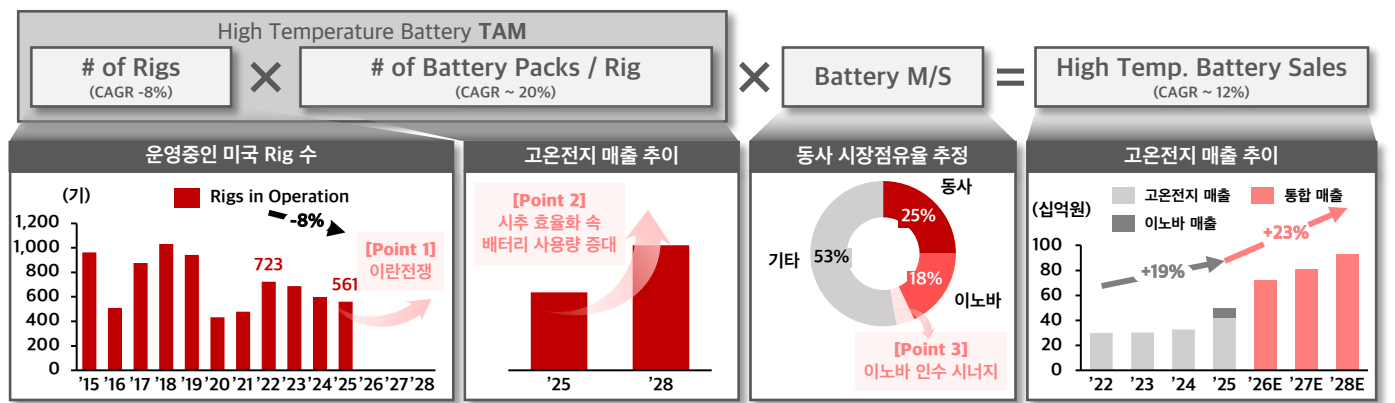
리그 수가 줄어도 성장하던 산업이, 이제는 이란 전쟁이라는 이벤트를 맞아 리그 수까지 반등하는 환경을 맞이할 예정이다. 중동발 공급망 충격으로 에너지 안보가 전 세계적 의제로 올라서면서, 북미 화석연료 개발에 대한 투자 압력이 한층 높아졌다. WTI는 \$114까지 올라서며 북미 시추 손익분기점을 크게 웃돌고 있고, 이는 감소하던 리그 수를 되돌릴 조건을 만들어 가고 있다.

Point ③
이노바 인수와
견조하게 유지될 M/S

시장의 파이가 폭발적으로 성장하는 과정에서 동사는 이노바 인수로 시장 점유율을 지킬 힘을 갖췄다. 고온전지는 진입 장벽이 극단적으로 높은 니치 마켓이다. 150~180°C의 극한 환경을 견디는 기술, 장비 규격에 맞춘 팩 통합 역량, 현지 공급망, 이 세 가지 조건을 갖춘 업체는 손에 꼽힌다. 동사가 이노바 인수로 북미 배터리 팩 시장의 30%를 단숨에 내재화하며 1위로 올라선 상황에서, 북미 고온전지 시장의 3대 주요 플레이어 중 하나인 Engineered Power의 화재로 인한 반사이익도 기대할 수 있다.

산업이 팽창하는 국면에서 점유율을 굳건히 지키며 동사가 누릴 과실을 아래에서 하나씩 확인해 보자.

도표 3-1. 고온전지 실적 추정 로직



출처: EIA, SMIC 1팀

3.2. 리그 수 - 하락의 끝, 반등의 시작

리그 수의 하락에도 생산성 혁명만으로 고온전지 수요는 이미 확대되어 왔다. 여기에 이란 전쟁과 트럼프 정책이 더해지며 리그 수마저 반등하는 지금, 수요는 한 단계 더 가파르게 성장한다.

리그 수의 하락,
효율화의 역설

석유/가스 생산량은 더 이상 리그 수로 결정되지 않는다. 미국의 리그 수는 2022년 월평균 723기에서 2025년 561기로 연평균 8% 감소했다. 그러나 같은 기간 원유 생산량은 일 12.9백만 배럴에서 13.5백만 배럴로 오히려 증가했다. 리그 1기당 생산성이 약 43% 향상된 것이다. 북미 시추 업체들이 리그를 늘리는 대신 한 번 뚫을 때 더 깊고 길게 파고드는 수평 시추로 전략을 전환했기 때문이다. 지하의 저류층을 따라 가로로 길게 파고들어가는 수평 시추는 더 넓은 면적의 자원을 회수한다. 여기에 WTI 유가가 하락하면서 시추 투자 심리가 위축된 것도 리그 수 감소를 가속화했다. 결과적으로 리그 수 증가는 중요한 요소가 아니며, 리그가 줄어도 석유는 더 나오는 구조가 정착했다.

'Drill, Baby, Drill'
정책이 지지하는 하방

트럼프 2기 행정부의 에너지 정책은 리그 수의 추가 하락을 막는 강력한 바닥을 만들었다. 취임 직후 'Drill, Baby, Drill'을 슬로건으로 내건 트럼프 2기 행정부는 바이든 행정부 4년간의 화석연료 개발 규제를 전면 해제했다. 미국 토지관리국의 시추 허가는 전년 동기 대비 55% 이상 증가했고, 바이든 행정부 시절 중단됐던 캐나다 오일샌드 투자를 트럼프 대통령이 즉각 재개하면서 북미 시추 활동 전반에 온기가 돌기 시작했다. 실제로 2021년부터 2024년 바이든 집권 기간 동안 리그 수는 연평균 8% 감소했으나, 트럼프 대통령 취임 이후인 2025년 하반기부터 감소 폭이 연 2% 수준으로 크게 둔화됐다. 정책이 만들어낸 하방 지지가 수치로 확인되는 대목이다.

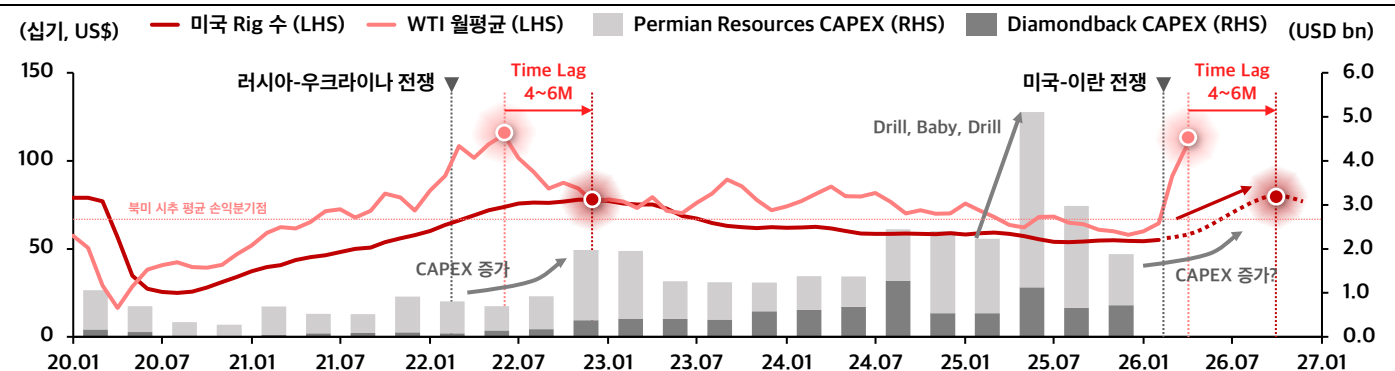
이란 전쟁이 촉발한
리그 수의 반등

이란 전쟁으로 촉발된 유가 급등은 감소세에 있던 리그 수의 반등을 예고한다. 2026년 2월 이란 전쟁 발발 이후 WTI는 \$65에서 3월 \$91, 4월 \$110까지 급등하며 퍼미안 분지 평균 손익분기점(\$67/bbl)을 64% 상회하고 있다. EIA에 따르면 유가 상승은 4개월의 시차를 두고 리그 수 증가로 이어지기 때문에, 현재의 유가 수준은 2026년 8월 리그 수 반등을 예고한다. 2022년 2월 러-우 전쟁 당시에도 WTI가 \$114까지 치솟자, 4개월 만에 리그 수는 601기에서 780기까지 30% 증가하며 해당 관계를 실증했다. 이란 전쟁이 야기할 수요는 아직 리그 카운트에 찍히지 않았다. 중요한 점은 리그 수의 감소에도 고온전지 수요는 증가해 왔으며, 이미 증가하는 수요 위에 리그 수의 반등이 추가된다는 것이다.

리그 성장,
고온전지 수요 폭발

2026년을 기점으로 리그 수는 감소 국면에서 완만한 상승 국면으로 전환된다. WTI 연평균 \$92의 시나리오 기준, 리그 수는 2026년 588(+5%)기, 2027년 609(+4%)기로 완만한 성장이 예상된다. 시추 방식의 효율화, 유가 하락, 투자 위축이 겹치며 3년간 지속해 온 감소 추세를 올해 끝어내는 것이다. 리그 수가 줄어드는 3년 내내 연평균 12% 성장을 이어온 고온전지 매출이, 이제는 리그 수 반등이라는 새로운 동력을 만나 더욱 가파른 성장을 도모할 예정이다.

도표 3-2. 이벤트에 의한 유가상승에 후행하는 활성 Rig수와 CAPEX



출처: EDGAR, EIA, SMIC 1팀

3.3. 리그당 배터리 소모량 — 리그 수가 아닌 시추 강도로 결정된다

2025년, 리그 수는 감소했음에도 동사의 고온전지의 매출이 성장한 까닭이 여기에 있다. 고도화된 시추 작업은 P와 Q를 동시에 끌어올리고, 이노바 인수는 그 위에 마진을 더한다.

더 깊고, 더 길고,
더 빠르게

효율화로 길어진 수평 구간은 고도화된 시추 기술을 요구한다. 퍼미안 분지 미들랜드 기준 시추정의 수평 구간은 2015년 이후 58% 길어졌고, 2025년 일부 시추정은 6.5km에 달했다. 이 길이에서 드릴이 받는 마찰과 저항은 일반 드릴이 감당할 수 있는 한계를 넘어선다. 지하에서 드릴을 연속 회전시키면서 실시간으로 방향을 조정하는 RSS(회전조향시스템)가 3km 이상 수평 구간에서 필수 장비가 된 이유다. 기존 드릴이 방향 전환 시 시추를 멈추고 슬라이딩 방식으로 전환해야 했다면, RSS는 회전하는 상태에서 실시간 방향 제어가 가능하다. 더 빠르고, 정밀하고, 긴 시추를 가능하게 하는 기술이다.

RSS가 끌어올리는 P↑

RSS는 일반 드릴링 모터에 들어가는 배터리 대비 고부가가치의 배터리를 필요로 한다. RSS 내부에는 방향을 실시간으로 제어하는 전자제어장치, 액추에이터, 센서 패키지가 통합되어 있으며, 이 시스템 전체에 끊임 없이 전력을 공급해야 한다. 작동 온도 역시 150°C 이상의 환경을 견뎌야 하는 만큼, 일반 규격 배터리로는 대응이 불가능하다. 수평 구간에서 RSS의 채택이 늘수록 고온·고용량·고내구 사양의 프리미엄 배터리 수요가 늘어나고, 평균 배터리 단가(ASP)는 올라간다.

길어진 수평 구간,
상승하는 Q↑

수평 시추의 장기화는 배터리 사용량을 배로 확대한다. 지하 데이터를 실시간으로 수집·송신하는 다운홀 장비는 시추가 진행되는 내내 쉬지 않고 작동한다. 수평 구간이 3.2km에서 6.5km로 두 배 늘어나면 장비 가동 시간도 비례해 늘어나고, 여기에 지열 효과가 더해진다. 심부로 깊어질수록 지층 온도는 상승하고, 고온 환경에서는 배터리 내부 화학반응이 빨라져 실질 가동 시간은 줄어든다. 따라서 극한의 환경에서는 시추 한 건당 필요한 배터리 개수는 복합적으로 증가할 수밖에 없다.

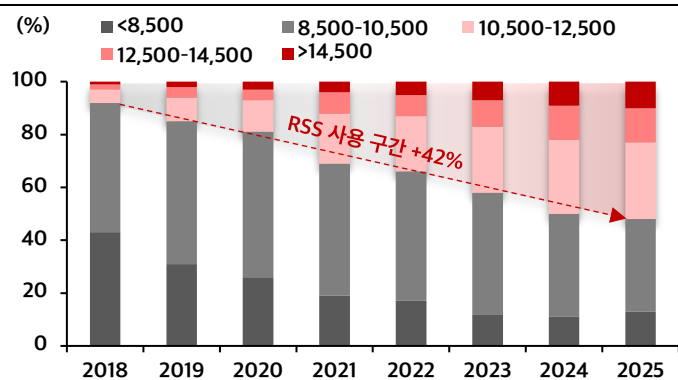
NPT 공포: Q↑에
가하는 레버리지

NPT(Non-Productive Time)에 대한 공포는 교체 사이클을 단축시키며 Q 증가에 레버리지를 더한다. Li/SOCl₂ 배터리는 전압이 일정하게 유지되는 화학적 특성상 잔여 용량을 확인할 수 없다. 지하에서 배터리가 방전되면 파이프 전체를 인양해야 하고, 하루치 손실액만 약 1억 원에 달한다. 배터리 교체 비용보다 NPT 손실이 훨씬 크기 때문에 엔지니어들은 잔량에 상관없이 새 배터리로 교체하며, 연구에 따르면 배터리의 평균 58%가 잔여 용량이 남은 채 폐기된다. 구간 중간에 방전될 확률이 높아진 만큼 엔지니어들은 더 이른 시점에 배터리를 교체하고, RSS의 고전력 소모는 그 시점을 더 앞당긴다.

이노바 인수로
P↑·Q↑에 OPM↑까지

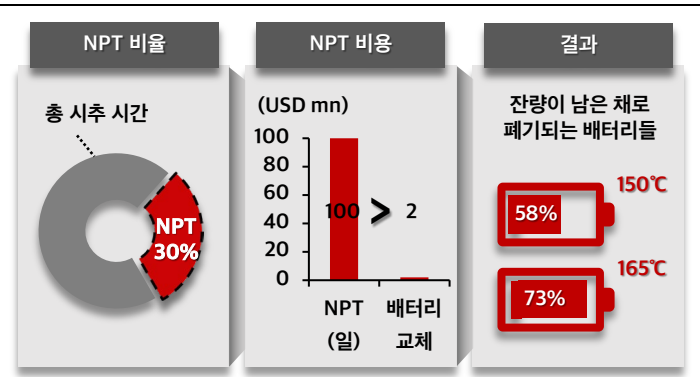
P와 Q가 동반 상승할 때 영업이익률까지 뛰면 그 효과는 배가 된다. RSS 확산이 P를 끌어올리고, 수평 구간 장기화와 NPT 공포가 Q를 늘리고 있는 지금, 이노바 인수로 동사의 OPM은 25~30%에서 40% 수준으로 도약했다. 외형 성장이 그대로 이익으로 전환되는 시점이다. 시추 산업의 고도화가 만들어낸 수요 위에, 동사는 가장 유리한 자리를 선점했다.

도표 3-3. 퍼미안 미들랜드 연도별 수평 시추 길이 변화 추이



출처: Rystad ShaleWellCube, SMIC 1팀

도표 3-4. NPT 불안이 초래하는 배터리 소모



출처: Excell Battery, GA Drilling, SMIC 1팀

3.4. 점유율 — 이미 1위, 해자는 더 강력해진다

고온전지 시장의 성장이 시작된 지금, 핵심은 그 수혜가 어디로 귀속되는가다. 기술 임계온도, 팩 통합, 현지 생산 - 세 조건을 동시에 충족하는 업체는 동사가 유일하다.

시장의 80%,
동사만이 채운다

실제 석유/가스 시추 시장의 80% 이상을 차지하는 150~180℃ 구간에서, 고온전지 셀+팩+모니터링 칩을 동시에 공급할 수 있는 업체는 동사뿐이다. 동사의 고온전지 라인업은 영하 40℃부터 180℃까지 폭넓은 작동 온도를 커버하며, Halliburton, Baker Hughes, Schlumberger 등 글로벌 메이저 OFS(유전 서비스) 업체들을 고객사로 확보하고 있다. 일차전지 전체 시장에서 동사는 약 16%의 점유율로 2~3위에 해당하나, 고온전지 부문에서의 경쟁 우위는 실로 압도적이다.

일차전지의 강자,
고온전지에선 동사가
앞선다

경쟁사들은 각자의 이유로 이 구간을 매우지 못한다. 일차전지 시장 1위 SAFT의 LSH 시리즈는 작동 상한이 150℃에 그치고, 자회사 Tadiran의 TLH 시리즈는 125℃로 심부 시추 환경에 기술적으로 부적합하다. 이들은 군수 및 항공 분야에 집중되어 있어 고온전지의 기술 수준이 동사에 미치지 못한다. EVE를 포함한 중국계 기업들은 트럼프 행정부의 고율 관세로 북미 시장 진입이 원천 차단됐다.

경쟁사의 공백,
동사의 기회

일차전지 시장의 주요 player들이 제약을 받는 가운데, 고온전지 시장에서 동사의 입지는 독보적이다. 미국의 Electrochem은 200℃ 이상의 초고온 기술을 보유하고 있으나 적용 가능한 시장이 제한적이고, 팩 통합 및 시스템 역량의 측면에서 동사에 뒤처진다. 여기에 3위권 경쟁사인 Engineered Power는 2026년 3월 공장 전소로 복구에 6개월~1년이 소요될 전망이며, 이로 인한 공급 공백이 올해 하반기 동사의 추가 물량 확보로 이어질 가능성이 높다. 결국 시장이 성장할수록, 고온전지 시장 1위를 확보할 동사에게 수혜가 집중되는 것은 필연적이다.

이노바 인수가 더한
북미 점유율

이노바의 고객 네트워크는 커스텀 스펙의 집약체로서 동사의 북미 점유율 확대를 견인할 핵심 동력이다. 이노바는 오랜 기간 이어온 거래를 통해 북미 고객사들의 장비 규격, 전기 인터페이스 등 고유 사양을 내재화한 배터리 팩 전문업체로, 북미 배터리 팩 시장의 약 30%를 점유하고 있다. 동사는 이노바를 통해 PHX Energy Services Corp.에 대한 100% 독점 공급을 확보했으며, ACT Energy, Precision Drilling 등으로 고객 포트폴리오를 북미 시추 생태계 전반으로 확장했다.

삼중 진입장벽,
동사의 압도적 해자

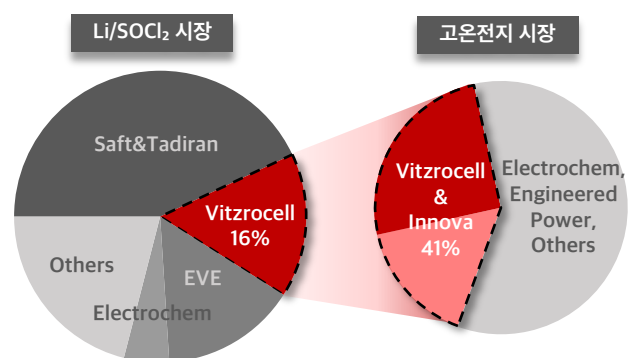
고온전지 시장은 기술, 정책, 공급망이라는 세 겹의 진입장벽이 공존하는 시장이다. 그 장벽 안에서 이노바 인수로 북미 팩 시장의 30%를 내재화하며 1위로 올라선 동사는, 커스텀 스펙과 고객 잠금 효과라는 해자 위에 서 있다. 전방 산업이 성장하면 파이가 커지고, 파이가 커지면 1위의 몫이 가장 크게 늘어난다. 경쟁사들이 각자의 이유로 한 발씩 물러선 지금, 동사가 점한 위치가 바로 그 정점이다.

도표 3-5. 고온전지 시장 player 비교

	임계 온도	용량	팩 기술 수준	북미 진입
VITZRO	180℃	40Ah	셀+팩+모니터링	O
SAFT	150℃	14Ah	셀	O
EVE	150℃	27Ah	셀	X
ELECTROCHEM	200℃	14Ah	셀+팩	O
Engineered Power	165℃	6.5Ah	셀+팩	화재로 일시 중단

출처: 각 사 IR, SMIC 1팀

도표 3-6. 2025 Li/SOCl₂ & 고온전지 시장 점유율



출처: 동사 IR, 한국IR협의회 기업리서치센터, SMIC 1팀

4. 아직 두 발 남았다... - Sub Point

앞선 두 투자포인트에서는 기존 사업부에서의 성장성에 대해 논하였다. 본 장에서는 동사의 미래 먹거리의 가능성에 대해 논증하며, 2030년까지 동사에 주목해야 하는 이유에 대해 알아본다. 동사의 꿈은 방산에서 멈추지 않는다. New Face, AIDC와 우주 발사체 프로젝트를 공개한다.

4.1. 국방 AI 시대의 도래, 그리고 입증해지는 커패시터

정보의 홍수 속
피어나는 국방 AI

바야흐로 정보의 시대다. 압도적으로 늘어나는 데이터와, 전쟁이라는 트리거는 미국 국방부로 하여금 국방 AI라는 새로운 시대를 열게 했다. 미국 국방부(DoD)는 전장 자료수집 및 의사결정, 지휘통제 등의 전방위적인 측면에서 AI의 역할을 강조하고 있다. 이를 뒷받침하듯, 2026년 1월 DoD는 2026년을 '군사 AI 지배력을 끌어올리는 해'로 선언하기까지 했다. AI를 활용해 방대한 양의 데이터를 실시간으로 분석하는 능력이 대두되며 이제는 국방 AI의 시대를 피할 수 없다.

계약으로 검증된
DoD의 국방 AI

DoD는 안두릴, 팔란티어와 연달아 계약을 터뜨리며 해당 흐름에 편승했다. 미국 육군은 최근 이란 전쟁 중 안두릴과 AI 기반의 작전 시스템을 구축하는, 최대 200억 달러 규모의 계약을 체결했다. 이는 AI 기반의 플랫폼을 통해 데이터를 실시간으로 활용함으로써 전장의 네트워크를 더 효과적으로 장악하고자 하는 미국의 의지를 보여준다. 또한, 2026년 3월에는 DoD가 팔란티어의 Maven Smart System을 부서 전체로 확대하는 계약을 체결하기도 했다. 이에 따라 DoD는 AI 데이터들을 통합 및 분석하는 아키텍처를 추가로 공급받게 되었다.

국방 AI에서 앞서는 법
-> AIDC

DoD의 AI 컴퓨팅 인프라 확대 의지는 자연스럽게 AIDC의 의지로 이어진다. 미국은 AIDC부터 AI Edge까지 전방위적으로 상당한 자원을 투자할 예정이라는 의지를 천명했다. 실제로 미국 육군은 지난 3월 26일 텍사스주 및 유타주에 각각 1,384에이커와 1,201에이커 규모의 신규 AIDC 프로젝트 협상을 시작했다. 해당 AIDC는 전쟁 데이터들을 실시간으로 돌리는 연산 공장이라는 역할을 가지고 있으며, 글로벌 국방 AI 경쟁에서 뒤쳐지지 않겠다는 미국의 의지를 나타낸다.

DoD의 벤더 다변화,
그리고 준비된 LiC

전통적인 공급망 다변화 원칙은 AIDC에도 예외가 아니며, 이는 데이터센터에 들어가는 동사의 커패시터 제품에 기회가 될 것이다. DoD의 인공지능 사무국은 당국의 소프트웨어 및 AI 인프라가 특정 벤더에 종속되지 않아야 한다고 발표했다. 이와 동시에, 지나치게 분산된 공급망은 타겟팅이 어렵기 때문에 동맹국을 중심으로 한 공급망 다변화가 향후 방산 및 AI 인프라 기반을 강화하는 핵심 수단이 된다고 판단했다. 이러한 벤더 다변화 의지는 AIDC에 속하는 부품에도 적용되며, 이에 따라 동사의 슈퍼 커패시터 제품인 LiC가 각광받을 수 있는 상황이 갖춰졌다.

도표 4-1. 국방 AI시대의 서막



출처: U.S. ARMY, 언론종합, SMIC 1팀

피어오르는 슈퍼커패시터의 엄중함 AIDC는 필연적으로 전력 요구량이 많기 때문에 슈퍼커패시터의 역할은 점점 중요해지며, 동사는 이에 맞는 신제품(LiC)을 출시할 예정이다. 차세대 GPU가 연산을 시작할 때 전류의 일시적인 요구량이 폭발적으로 증가하면 서버 가동이 중단될 수 있기 때문에 UPS 혹은 슈퍼 커패시터가 해당 부하 변동을 완화하는 역할을 한다. 동사는 지난 2022년부터 리튬 이온 커패시터(LiC)를 개발해왔으며, 해당 제품은 연내 상반기에 출시될 예정이다. 동사는 2027년 이후 상용화를 목표로 하며 AI 및 고성능 전력 인프라 수요에 부합하는 제품군을 갖추는 것이 목표라고 밝혔다.

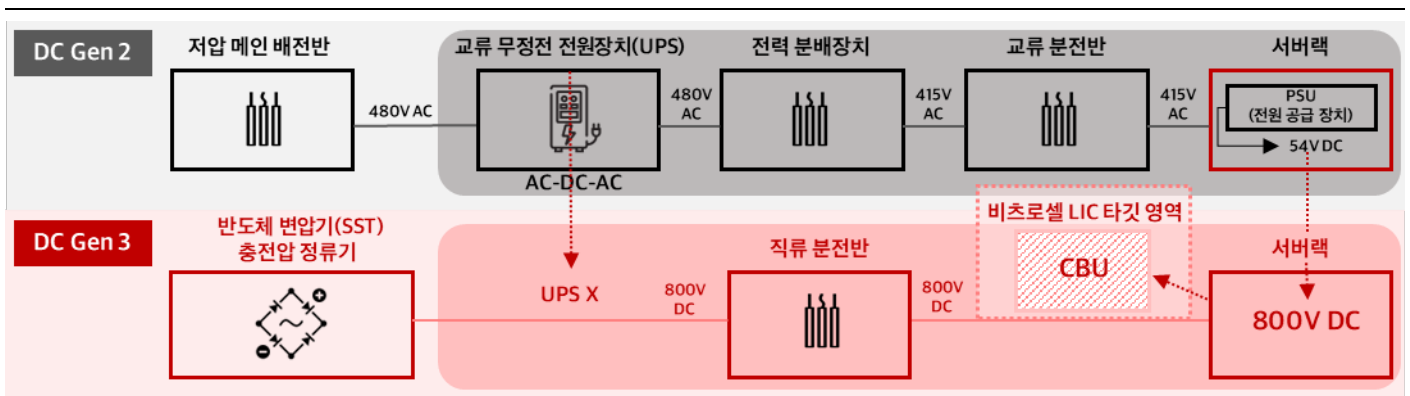
AIDC의 변화: CBU는 필수! LiC는 UPS의 중요도가 분산되는 AIDC의 구조적 변화에 힘입어 해당 수요가 점진적으로 증가할 것이다. AIDC에서 슈퍼 커패시터가 들어갈 수 있는 레이어는 여러 가지가 있는데, LiC가 타겟팅할 수 있는 가장 최적의 레이어로는 CBU(Capacitor Backup Unit)를 꼽을 수 있다. CBU는 데이터센터 서버 랙 내부에 존재하는 소켓으로, 높은 에너지밀도 및 고출력을 요구한다. 주목할 점은, AIDC의 아키텍처가 800V로 진화하면서 기존에는 선택적으로 부착할 수 있었던 CBU가 필수화 되는 흐름으로 이어질 수 있다는 점이다. 즉, CBU의 TAM이 커지면서 LiC가 각광받을 수 있다.

아직 더 준비해도 된다 GTC 2026의 내용 및 DoD의 AIDC 신설 타임라인으로 미루어볼 때, 동사의 데이터센터향 LiC 공급 가능성은 충분히 존재한다. GTC에서는 UPS의 중요도가 분산됨에 따라 랙 내부 혹은 랙 옆에 붙는 커패시터의 전략적 가치가 상승한다는 점을 도출할 수 있다. 이에 더해, DoD는 AIDC 프로젝트 협상을 이제 막 시작한 단계다. 즉, 최소 2~3년 후이나 부품을 공급해줄 수 있는 벤더들을 찾을 것으로 예상되기에 현재 동사의 LiC 제품 개발 타임라인은 나쁘지 않은 상황이다.

LiC에서의 독보적 지위 예상 동사의 기술적 해자 역시 LiC player로서의 동사의 지위를 책임진다. 기업분석에서 상술했듯, 동사는 현재 국내에서 리튬 1차전지 및 EDLC 제품을 동시에 보유하고 있는 유일한 player다. LiC는 높은 에너지 밀도(배터리)와 고출력(커패시터)을 필요로 하는 만큼, 이미 리튬 1차전지 배터리 시장에서의 독보적인 지위에 EDLC를 결합할 수 있는 기업은 오직 동사뿐이다. 즉, LiC 분야에서는 전세계로 시야를 넓혀보아도 동사가 독보적인 player가 될 수밖에 없다.

DoD AIDC부터 차근차근 결론적으로, 동사의 LiC가 데이터센터향으로 납품될 수 있다면 DoD의 AIDC를 먼저 타겟팅한 후 민간 AIDC로 해당 영역을 넓혀갈 가능성이 높다. 현재 동일한 CBU 단에서 슈퍼 커패시터 제품을 공급할 수 있는 유력한 벤더는 Musashi를 꼽을 수 있다. Musashi는 FLEX와의 파트너십 계약을 통해 당사의 HSC 커패시터를 이미 민간 AIDC 향으로 공급한 바 있다. 그러나 앞서 언급했듯, DoD의 AIDC는 동맹국 내에서의 공급망 다변화를 추구한다. 이에 더해, 앞서 Main Point 1에서 언급했듯 동사는 방산 분야에서도 DoD향의 레퍼런스를 확보할 가능성이 높다. 따라서 동사가 DoD의 AIDC를 타겟팅한다면 AIDC의 구조적 변화 속에서 수혜를 입을 수 있을 것이다.

도표 4-2. 데이터센터 세대 변화



출처: NVIDIA, SMIC 1팀

4.2. 나로호와 누리호를 기억하시나요?

소리 소문 없이
여기까지 진출했다

동사는 2024년 6월 7일, 한국항공우주연구원(항우연)과 '차세대발사체 탑재용 국산화 배터리 DM 개발' 계약을 체결하며 우주 프로젝트에 입성했다. 계약 기간은 2026년 6월 6일까지로, 약 2년간 11.7억원의 계약규모를 가지고 있는 프로젝트다. 해당 프로젝트는 나로호, 누리호를 잇는 차세대발사체인 KSLV-III 프로젝트로, 총규모는 2조이며 2030년 첫 발사를 목표로 하고 있다. 동사는 차세대발사체의 배터리 셀을 패키징하는 기술을 항우연과 같이 개발하고 있는 단계다.

우주에 대한 관심
-> 그룹의 레거시

항우연은 동사를 '직접' 지정하며 수의계약을 체결하였으며, 이는 그룹 차원의 사전 빌드업이 있었기에 가능했다. 지주회사인 비츠로테크를 포함한 비츠로그룹은 2002년 KSR-III 프로젝트부터 현재의 KSLV-III 프로젝트까지 참여한, 한국 우주발사체 개발 역사의 산 증인이라고 할 수 있다. 그룹 내의 다른 상장사인 비츠로넥스텍 역시 로켓엔진 전문 제조업체로서, 누리호 프로젝트에 이어 이번 KSLV-III 프로젝트에도 고압 작동용 연소기 공급계약을 체결했다. 이는 즉, 그룹사의 측면에서 이미 정부 주도의 우주 프로젝트 레퍼런스가 충분히 존재했다는 점을 반증한다.

너무 압도적이었던
동사의 스펙

동사의 기술력 및 납품이력 역시 해당 계약이 필연적임을 증명한다. 항우연은 패키징 개발업체 선정 시 기업의 규모, 개발 역량, 납품 이력을 종합적으로 고려했다고 밝혔다. NASA에 따르면 우주항공용으로 개발되는 배터리는 높은 에너지 밀도와 더불어 극한 온도에서의 작동 능력이 필요하다. 동사는 이미 -55도~180도 범위에서 작동가능한 고온전지 패키징 능력을 보유하고 있다. 이에 더해, 동사는 15년 이상 국군에 첨단 무기체계용 앰플 전지/열전지를 납품하며 신뢰성 시험 노하우 역시 보유하고 있다. 특히 앰플 전지는 미사일, 발사체 등에 직접 적용시키고 있다. 이러한 동사의 이력은 국산 발사체 프로그램이 요구하는 특수전지 패키징 능력에 부합한다.

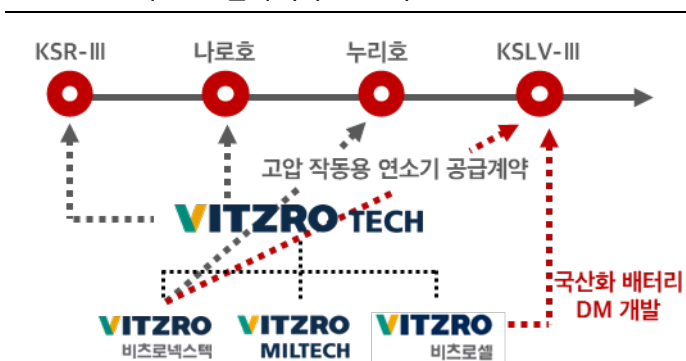
항우연은 항상
국뽕에 취해 있다

이에 더해, 항우연은 나로호와 누리호에서 얻은 교훈으로 차세대발사체 개발 시 국산 부품만을 강조한다. 나로호 프로젝트 당시 항우연은 해외와의 다각화된 협력을 통해 추후 한국의 독자적인 우주발사체 개발을 꾀했다. 그러나 당시 미국 국무부는 발사 추적 및 통제 장비 수출을 불허했고, 항우연은 각종 장비들을 이스라엘 및 프랑스에서 분산 도입하며 발사 계획에 차질이 생기기도 했다. 이를 교훈삼아 누리호는 볼트, 너트를 포함한 37만개의 부품을 국내에서 설계했고, 최종적으로 발사에 성공하며 항우연은 국산화에 대한 중요성을 크게 깨달았다.

우주 분야 레퍼런스,
준비 완료

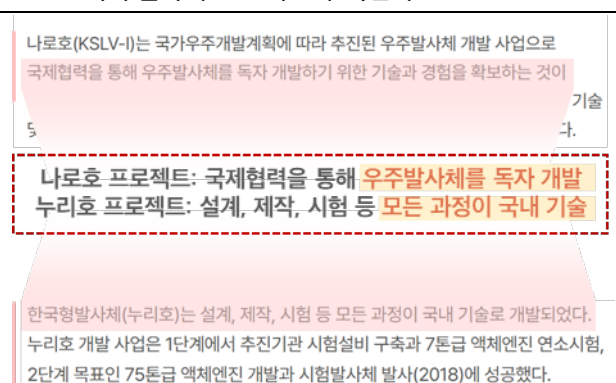
결론적으로, 동사는 금번 프로젝트를 통해 한국 발사체 공급망의 수혜 후보가 되었으며 향후 정부 주도의 우주 프로젝트에서 독점적 지위를 확보할 수 있을 것이다. 물론 아직은 개발 단계(DM)이기 때문에 실제로 벤더가 되려면 QM부터 FM 단계까지 거쳐야 한다. 그러나 국산 발사체 프로그램이 요구하는 특수 팩 설계 및 제작을 수행할 수 있는 국내의 극소수 공급사가 된 것 역시 사실이다. 동사는 우주 사업으로 진출할 수 있는 이번 기회를 놓치지 않을 것이다.

도표 4-4. 비츠로그룹의 우주 프로젝트



출처: DART, 각 사, SMIC 1팀

도표 4-5. 우주발사체 프로젝트의 국산화



출처: 한국항공우주연구원, SMIC 1팀

5. 매출추정

동사 매출은 사업부별 특성이 상이한 만큼, 1) 보빈전지 2) 방산용 전지, 3) 시추용 고온전지, 4) 데이터센터 및 우주용 전지 5) 기타로 나누어 추정하였다. 최종 매출 Table은 다음과 같다.

최종 매출추정 Table						
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	176,221	210,778	243,084	307,861	389,550	458,460
YoY(%)	25.0%	19.6%	15.3%	26.6%	26.5%	17.7%
보빈(Bobbin) 전지	109,825	117,678	124,551	143,793	159,847	171,143
방산용 전지	26,458	49,614	54,657	69,145	117,198	163,094
와운드(Wound)전지	13,047	13,620	17,593	20,363	21,111	21,908
애플전지	13,048	24,847	23,139	31,276	37,435	44,107
열전지	363	11,147	13,925	17,507	58,652	97,079
시추용 고온전지	30,189	32,775	49,909	79,620	95,914	106,577
NMD, LWD, RSS, PIG	30,189	32,116	44,743	73,185	89,298	99,695
OffShore/Marine			5,166	6,435	6,616	6,881
데이터센터 및 우주용 전지						10
데이터센터						10
기타	9,749	10,711	13,967	15,303	16,592	17,636

(1) 스마트미터기용 보빈(Bobbin) 전지 매출 추정

보빈(Bobbin)전지 매출추정						
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	109,825	117,678	124,551	143,793	159,847	171,143
YoY(%)	40.2%	7.2%	5.8%	15.4%	11.2%	7.1%
주요 고객사 수주 공개	56,911	71,717	63,566	79,086	87,916	94,128
가스미터 주요 고객사	12,284	12,893	15,579	15,436	16,362	17,344
수도미터 주요 고객사	44,627	58,824	47,987	63,650	71,554	76,785
수주 미공개 매출	52,914	45,961	60,985	64,707	71,931	77,014

스마트미터링용 보빈 전지 매출[Appx. 3]은 주요 고객사항 반복 수주와 전방 시장 성장성을 반영해 추정했다. 주요 고객사에 대해서는 공시 계약금액에 과거 실제 이행률을 적용해 연도별 매출을 산정했다. 수도미터 부문은 주요 고객사이자 2026~28년 수주액이 기존대비 약 2배 이상 증가하는 Xylem과 Badger Meter 중심의 매출 구조를 가정했다. 가스미터 부문은 2026년까지는 공시 수주를 반영하고, 이후에는 시장 성장률 6%를 적용해 추정했다. 또한 동사가 수시 주문 및 영업기밀 특성상 장기공급계약을 모두 공시하지 않는다는 점을 고려해, 공시 수주 기반 매출이 전체의 55%를 설명한다고 가정하고 나머지 45%는 비공개 recurring 매출로 반영하였다.

(2) 시추용 고온전지 매출추정

시추용 고온전지 매출추정						
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	30,189	32,775	49,909	79,620	95,914	106,577
YoY(%)	0.7%	8.6%	52.3%	59.5%	20.5%	11.1%
지상 시추용	30,189	32,116	44,743	73,185	89,298	99,695
비츠로셀 매출	9,278	32,116	37,397	45,953	55,563	62,310
TAM	143,757	152,932	149,590	170,198	198,440	207,699
비츠로셀 점유율	20%	21%	25%	27%	28%	30%
Innova 매출	-	-	7,346	27,232	33,735	37,386
Innova 점유율	-	-	16%	16%	17%	18%
해양 시추용 (일본 K사)	-	659	5,166	6,435	6,616	6,881

시추용 고온전지 매출은 지상 시추용과 해양 시추용으로 분류하였다.

지상 시추용은 동사의 주된 시장인 북미 지상시추용 고온전지 시장 규모에 동사 점유율 예측치를 곱하여 추정하였다. [투자포인트 2]에서 서술했듯, 단순 Rig Count보다 시추 강도의 구조적 상

승에 더 민감하게 연동된다. 최근 북미 육상 시추는 수평 시추 길이 증가, 초장축(U-ERD) 시추 비중 확대, 고사양 톨(RSS) 채택 확대가 배터리 사용량을 좌우하는 국면으로 진입했다

시추용 고온전지 TAM proxy 추정								
	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
TAM proxy index (CxD)	1.000	1.839	1.994	2.299	2.748	3.127	3.645	3.816
총 시추 거리 지수 (C=AxB)	1.000	1.609	1.595	1.463	1.452	1.536	1.620	1.571
북미 연평균 Rig Count ... (A)	478	723	687	599	561	588	609	580
북미 평균 수평 시추 길이 (ft) ... (B)	8,650	9,200	9,600	10,100	10,700	10,800	11,000	11,200
프리미엄 톨(RSS) 침투율 지수(D)	1.000	1.143	1.250	1.571	1.893	2.036	2.250	2.429
연도별 10,500ft 초과 시추 비중	28%	32%	35%	44%	53%	57%	63%	68%

이에 따라 2024~25년 확인 가능한 시장점유율에서 역산한 시장 규모를 기준으로 설정하고, 이후에는 TAM index를 proxy로 활용해 추정했다. 해당 지수는 Rig Count × 평균 수평 시추 길이로 계산한 '총 시추 거리 지수'와, 10,500ft 초과 장축 시추 비중을 반영한 'RSS 침투율 지수'를 결합해 산출했다. 평균 수평 시추 길이는 EIA 보고서를 바탕으로 주요 분지별 시추 활동량을 가중평균해 추정했다. 2021년을 1.0으로 두고 계산한 결과, proxy와 지상시추용 고온전지 매출간 2021~25년 결정계수는 0.94[Appx. 4]로, 지표로서 유효성이 높다고 판단한다.

Innova 인수 효과는 기존 시장 점유율의 연결 반영으로 반영했다. 다만 2025년에는 Innova향 셀 매출 제거 영향이 있어 2026년 이후 기존 동사 점유율은 보수적으로 일부 조정했으며, 반대로 2026년 하반기부터 가시화될 캐나다 경쟁업체 전소에 따른 물량 이전 가능성은 점유율의 상방 요인으로 반영했다. 한편 해양 시추용 전지는 프로젝트성 매출로, 현재 확인되는 일본 K사향 수주를 기반으로 완만한 우상향을 가정했으며, 전체 추정에는 보수적으로 반영했다.

(3) 방산용 전지 매출추정

방산용 전지 매출추정						
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	26,458	49,614	54,657	69,145	117,198	163,094
YoY(%)	5.7%	87.5%	10.2%	26.5%	69.5%	39.2%
와운드(Wound) 전지	13,047	13,620	17,593	20,363	21,111	21,908
기존 통신장비 반복 수요	12,671	13,384	16,237	15,734	16,048	16,369
차세대 무전기(TMMR)	-	-	1,070	4,330	4,763	5,239
수출	376	236	286	299	299	299
앰플전지	13,048	24,847	23,139	31,276	37,435	44,107
초소형	2,449	14,709	6,630	11,440	13,800	16,100
중형	10,600	10,138	16,509	19,836	23,635	28,007
열전지	363	11,147	13,925	17,507	58,652	97,079
미국 외	363	11,147	13,925	17,507	21,622	25,614
미국 국방부향	-	-	-	-	37,030	71,465

방산용 전지 매출은 ① 와운드(Wound)전지, ② 앰플전지, ③ 열전지로 구분해 산정했다.

1) 와운드(Wound)전지 매출 추정

기존 통신장비용 배터리의 반복 교체수요와 차세대 디지털 무전기 TMMR 확대에 따른 신규 수요로 나누어 추정[Appx. 5]하였다. 해당 배터리는 1997년부터 방사청에 공급해온 소모품으로, 안정적인 교체수요가 지속되는 품목이다. 2026년부터는 2025년 매출(발주 정상화와 경쟁사 화재에 따른 경쟁 완화 효과가 반영)을 소폭 하락 조정한 값에 low-single digit 성장률을 적용했다.

TMMR 관련 매출은 관련 수요가 이번 방사청 수주를 기점으로 본격화된다고 보고 반영했다. TMMR 체계 총액 대비 와운드 전지 비중 0.5%를 적용해 보수적으로 산정하였다. 수출은 비중이 작고 유의미한 변화가 확인되지 않아 최근 3개년 평균 수준으로 flat 추정하였다.

2) 애플전지 매출 추정

애플전지 매출추정						
	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
(단위: 백만 원)	13,048	24,847	23,139	31,276	37,435	44,107
YoY(%)	26.7%	90.4%	-6.9%	35.2%	19.7%	17.8%
내수 초소형(한화 천무)	2,449	14,709	6,630	11,440	13,800	16,100
천무(+탄) 매출추정치(억)	4000	10000	17000	22000	23000	23000
규모 대비 동사 매출	0.61%	1.47%	0.39%	0.52%	0.60%	0.70%
해외 중형(155mm 포탄용)	10,600	10,138	16,509	19,836	23,635	28,007
인도 (BEL 수주)	6,330	6,963	9,909	11,190	12,309	13,171
인도의 (튀르키예 등)	4,270	3,175	6,600	8,646	11,326	14,837

내수 초소형(천무)과 해외 중형(155mm 포탄 전자신관항)으로 구분해 추정했다.

내수 초소형 애플전지는 한화에어로스페이스의 천무 사업 매출 추정치와 연동해 산출했다. 무유도탄 생산은 KDI가 담당하지만, 천무 수출이 발사대·유도탄·무유도탄을 포함한 패키지 형태로 이뤄지는 만큼 한화 천무 매출을 전체 수요의 상위 프록시로 활용했다. 과거 천무 2차항 애플전지 계약(2018~20년) 기준 동사 매출 비중은 약 3.6~4.5% 수준으로 추정된다. 다만 2020년 KDI 분리 이후 한화 천무 매출 내 유도탄 비중 확대와 경쟁사 진입 가능성을 감안해, 2026년 이후에는 0.48~0.65% 수준의 보수적 원가 비중만 반영했다.

2026년부터는 천무 계약 증가와 우크라이나 등 무유도탄 수요처 확대에 따라 동사 매출도 다시 연 100억 원 이상의 안정적 궤도에 진입할 가능성이 높다. 무유도탄을 담당하는 KDI 매출은 최근 2배 이상으로 급증하고 있어, 천무·로켓탄 계열 수요 확대가 확인된다. 여기에 중장기적으로 무유도탄에서 전자식 신관 채택이 확대되면서, 시장 확대의 수혜도 이어질 것으로 전망한다.

해외 중형 애플전지는 155mm 포탄 전자신관용이 중심이며, 현재는 인도 시장이 가장 큰 축이다. 동사는 2016년부터 인도 국방기업 BEL에 애플전지를 공급해왔고, BEL은 인도 정부와 전자식 신관 10년 장기 공급계약을 체결하고 2025년초 2공장을 증설한 상황이다. 인도 매출은 기존 BEL 수주와 후속 반복 발주를 매출 인식 기간에 맞춰 배분하는 방식으로 추정(Appx. 6)했다.

인도 외 수출 매출은 튀르키예를 중심으로 매출 확대를 가정하였다. MKE와 ASSAN Group의 155mm 포탄 증설 계획을 감안하면, 전자신관용 애플전지 수요가 함께 급격하게 늘어날 전망이다. 이에 2026년 이후 인도 외 수출은 연평균 30% 내외 성장하는 시나리오를 적용했으며, 신규 고객 확대와 유럽향 진출 가능성은 아직 보수적으로 반영했다.

3) 열전지(미국 외) 매출 추정

열전지는 비츠로밀텍이 생산하고, 동사는 이를 매입해 수출하는 구조다. 따라서 비츠로밀텍 매출 가운데 동사 실적과 연동되는 부분은 수출 매출이다. 다만 열전지 CAPA는 내수와 수출이 공동으로 사용하는 구조이므로, 동사의 수출 가능 물량과 증장기 매출 여력을 합리적으로 추정하기 위해 우선 비츠로밀텍의 매출을 내수와 수출로 구분해 산정하고(Appx. 7), 이후 수출 매출에 한해 비츠로셀의 추가 마진 20%를 반영하는 방식으로 최종 열전지 매출을 추정하였다(Appx. 8).

가. 비츠로밀텍 매출(내수) 추정

내수 매출은 공개된 주요 고객별 매출 자료와 전방 무기체계별 수요 구조를 바탕으로 LIG넥스원, 방사청/ADD, 한화에어로스페이스 및 기타 고객사로 구분해 bottom-up 방식으로 추정하였다. 우선 LIG넥스원향 매출은 PGM 매출 전망에 열전지 침투율을 적용하는 방식으로 산정하였다. 방사청 및 ADD 직접 조달분은 신규 양산보다는 기존 운용 무기체계의 유지보수 및 교체 수요 성

격이 강하다고 판단해, 과거 평균 수준을 반영한 보수적 가정을 적용하였다. 한화에어로스페이스 향 매출은 천무 유도로켓 양산 확대에 따른 열전지 침투율 상승을 반영하여 추정하였다. 기타 고객사 매출은 최근 실적 흐름을 기반으로 보수적으로 반영하였다.

나. 비츠로밀텍 매출(수출) 추정

비츠로밀텍 열전지 매출추정						
	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
(단위: 백만 원)	12,305	26,504	47,300	52,850	93,700	129,692
수출분(비츠로셀)	356	10,904	11,634	14,589	48,877	80,899
미국 외 국가 수출	356	10,904	11,634	14,589	18,019	21,345
미국향 수출	-	-	-	-	30,858	59,554
내수	11,949	15,600	35,666	38,261	44,823	48,793

비츠로밀텍 공장 증설은 2027년 하반기 완료될 예정이며, 약 1,000억 원의 추가 CAPA 확보가 예상된다. 해당 CAPA는 기존 시장과 미국 국방부향 신규 수요 대응에 함께 투입될 것으로 판단한다. 이에 따라 수출 매출은 기존 미국 외 시장과 2027년 증설 CAPA를 바탕으로 진입 가능한 미국 국방부 시장으로 나눠 추정(Appx. 7)하였다.

미국 외 국가(튀르키예, 유럽, 이스라엘 등)향 열전지 매출은 기존 수출국과 신규 개척 지역을 포함한 글로벌 미사일 수요 확대에 비츠로밀텍의 점유율 상승을 반영하는 방식으로 산정하였다. 미국 외 수요는 2026년 이후 연평균 10% 성장하는 것으로 가정하였다. 동사의 점유율은 기존 튀르키예향 수출 경험과 일부 유럽 경쟁사의 공급 공백 가능성, 사우디·베트남 등 신규 고객 개척 효과를 반영해 매년 0.7%p씩 상승하는 것으로 가정하였다.

미국향 열전지 매출은 미국 국방부의 구조적 수요에서 기존 미국 벤더 3사의 공급 여력을 차감해 산출한 open SAM에 비츠로밀텍의 점유율을 적용하는 방식으로 추정하였다. 수요는 미사일 조달 계획 기반 수요와 보충 수요를 합산해 산출했으며, 각 미사일 모델 생산업체의 실제 생산 능력을 상한으로 반영하였다. 미국 주요 방산업체들의 증설 CAPA 기반 양산 물량은 2027년 하반기부터 단계적으로 반영했으며, 이에 따라 2027년 50%, 2028년 100% ramp-up을 가정했다.

이후 구조적 수요에서 기존 미국 벤더 3사의 공급 여력을 차감해 비츠로밀텍 실질적으로 침투 가능한 시장만을 SAM으로 정의했다. 이후 [투자포인트 1]의 논리대로 기존 공급업체가 소화하지 못하는 증분 수요에 대해 동사가 유의미한 신규 공급원으로 자리잡을 수 있다는 가정에 기반해 비츠로밀텍의 점유율은 SAM 대비 60%를 적용했다.

(4) 기타 매출 추정

슈퍼캐퍼시터(EDLC), CR전지, 리튬이온전지 매출, 운송/임대/용역 매출 등으로 구성(Appx. 9)된다.

우선 EDLC는 보빈 전지와 함께 탑재되는 부품으로, 물량 기준으로는 보빈 전지 출하와 사실상 연동되는 구조(스마트미터 1대당 2.7V EDLC 2개)다. 다만 통신 고도화에 따른 고사양화로 ASP 상승 여지가 있다는 점을 반영해, 해당 부문은 연 4% 성장을 가정했다.

반면 CR전지는 외부 조달 후 판매하는 상품매출 성격이 강해 차별화된 성장 동력이 크지 않다고 판단, 2025년 이후 flat하게 추정했다. 리튬이온전지는 니치마켓용 제품으로, 대형 양산 매출로 도약한 단계는 아니라는 판단 아래 연 1%의 보수적 성장률을 적용했다. 기타 소규모 항목은 과거 3개년 moving average 수준으로 반영했다. 운송매출은 과거 추이를 반영해 전체 매출의 0.75% 수준으로 추정했다. 용역매출은 맞춤형 전지 개발 용역 성격을 고려해 보수적으로 flat 반영했으며, 임대매출 역시 과거 추이를 감안해 안정적인 수준으로 유지되는 것으로 가정했다.

6. Valuation - PER Method

6.1. 매출원가 및 판매비와 관리비 추정

추정 매출원가 및 판매비와관리비 (연결)							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	140,981	176,220	210,779	243,083	307,861	389,550	458,460
YoY(%)	24.49%	25.00%	19.61%	15.33%	26.65%	26.53%	17.69%
매출원가	99,387	124,217	140,292	151,850	184,970	239,932	283,776
매출원가율(%)	70.50%	70.49%	66.56%	62.47%	60.08%	61.59%	61.90%
GPM(%)	29.50%	29.51%	33.44%	37.53%	39.92%	38.41%	38.10%
인건비	17,954	20,869	27,242	29,909	33,211	37,222	41,186
% of sales	12.74%	11.84%	12.92%	12.30%	10.79%	9.56%	8.98%
상품매출원가	4,379	2,257	11,575	13,997	17,589	48,836	79,577
% of sales	3.11%	1.28%	5.49%	5.76%	5.71%	12.54%	17.36%
원재료와 소모품의 사용액	58,595	75,099	71,648	75,234	90,833	99,291	104,446
% of sales	41.56%	42.62%	33.99%	30.95%	29.50%	25.49%	22.78%
제품과 재공품의 감소(증가)	(12,264)	(8,313)	(7,151)	(3,309)	(4,190)	(5,302)	(6,240)
% of sales	-8.70%	-4.72%	-3.39%	-1.36%	-1.36%	-1.36%	-1.36%
외주가공비	6,683	8,334	9,970	10,975	14,404	18,226	21,450
% of sales	4.74%	4.73%	4.73%	4.51%	4.68%	4.68%	4.68%
경상연구개발비	5,494	5,850	-	-	-	-	-
% of sales	3.90%	3.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
감가상각비	9,575	9,843	12,979	10,611	13,873	17,300	14,689
% of sales	6.79%	5.59%	6.16%	4.37%	4.51%	4.44%	3.20%
무형자산상각비	-	-	293	206	345	436	514
% of sales	0.00%	0.00%	0.14%	0.08%	0.11%	0.11%	0.11%
기타	8,970	10,277	13,736	14,226	18,906	23,922	28,154
% of sales	6.36%	5.83%	6.52%	5.85%	6.14%	6.14%	6.14%
판매비와관리비	12,768	14,313	18,577	21,965	27,258	33,333	38,398
판매비율(%)	9.06%	8.12%	8.81%	9.04%	8.85%	8.56%	8.38%
OPM(%)	20.45%	21.39%	24.63%	28.50%	31.06%	29.85%	29.73%
인건비	5,159	5,144	6,345	7,131	7,946	8,905	9,854
% of sales	3.66%	2.92%	3.01%	2.93%	2.58%	2.29%	2.15%
지급수수료	2,546	3,055	3,429	4,104	5,276	6,676	7,857
% of sales	1.81%	1.73%	1.63%	1.69%	1.71%	1.71%	1.71%
수출제비용	3,128	2,145	3,496	3,402	4,998	6,325	7,443
% of sales	2.22%	1.22%	1.66%	1.40%	1.62%	1.62%	1.62%
감가상각비	260	279	338	425	499	623	529
% of sales	0.18%	0.16%	0.16%	0.17%	0.16%	0.16%	0.12%
무형자산상각비	514	588	580	1,004	1,067	1,351	1,589
% of sales	0.36%	0.33%	0.28%	0.41%	0.35%	0.35%	0.35%
기타	1,160	3,101	4,389	5,899	7,471	9,453	11,126
% of sales	0.82%	1.76%	2.08%	2.43%	2.43%	2.43%	2.43%

매출원가와 판매비와 관리비의 경우, 금액적 중요성과 부문별 매출비중에 따른 OPM변동, 영업 레버리지 가능성을 종합적으로 고려하여 ① 인건비, ② 상품매출원가와 원재료와소모품의 사용액, ③ 감가상각비 등을 중심으로 추정하였다. 이외의 비용은 매출과 연동해 보수적으로 추정하였다.

① 인건비

추정 인건비							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
인건비	23,113	26,014	33,586	37,040	41,157	46,128	51,040
직원수 (명)	389	398	414	430	450	475	495
YoY (%)		2.31%	4.02%	3.86%	4.65%	5.56%	4.21%
1인당 인건비	59	65	81	86	91	97	103
YoY (%)		10.00%	24.12%	6.18%	6.18%	6.18%	6.18%
매출원가 - 인건비	17,954	20,869	27,242	29,909	33,211	37,222	41,186
안분비율(%)	77.68%	80.23%	81.11%	80.75%	80.69%	80.69%	80.69%
판매비와관리비 - 인건비	5,159	5,144	6,345	7,131	7,946	8,905	9,854
안분비율(%)	22.32%	19.77%	18.89%	19.25%	19.31%	19.31%	19.31%

인건비는 직원수와 연동하여 추정하였다. 당진 스마트캠퍼스 관련하여 대규모 시설 확충이 예정되어 있어 해당 근로인원을 반영해 직원수 성장률을 기존보다 높게 추정하였고, 인건비의 증가량은 증가량 수치를 flat 가정했다. 매출원가, 판관비 안분비율은 Historical Avg로 flat 가정했다.

② 상품매출원가와 원재료와소모품의 사용액

상품매출원가 및 원재료액 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
상품매출원가	4,379	2,257	11,575	13,997	17,589	48,836	79,577
열전지 매출		363	11,147	13,925	17,507	58,652	97,079
CR전지 매출		2,478	1,518	2,975	2,975	2,975	2,975
원재료와 소모품의 사용액	58,595	75,099	71,648	75,234	90,833	99,291	104,446
보빈(Bobbin)전지 매출	78,356	110,536	118,524	124,551	141,290	151,364	158,846
와운드(Wound)전지 매출	3,013	13,047	13,620	17,593	20,363	21,111	21,908
고온전지 매출	8,848	30,189	32,775	49,909	79,303	98,644	105,292

동사의 매출은 크게 상품 매출과 제품 매출로 분류 가능하고 그중 상품 매출의 원가가 상품매출원가, 원재료와소모품의 사용액이 제품매출의 원가가 된다. 먼저 상품매출원가(z)에 대해 상품매출인 열전지매출(x), CR전지매출(y)와의 다중선형회귀 분석을 진행한 결과 ($z=Ax+By$) 열전지 매출의 계수는 $A=0.895$, CR전지 매출의 계수는 $B=0.6430$ 이 계산되었다. ($R^2=99.72\%$) 열전지 OPM이 열전지 매출이 점차 증가하면서 10~20%의 밴드 상단을 향해갈 것임을 고려, A값을 27년 0.8로 가정하였다. 원재료와소모품의 사용액 또한 비슷한 방법으로 다중선형회귀분석을 진행 후 도출된 계수를 적용하여 추정치를 산정하였다.

③ 감가상각비

설비투자가 많은 동사의 특징을 고려하여 유형자산 감가상각비 위주로 엄밀하게 추정하고, 무형자산상각비는 그 비중이 크지는 않아 % of Sales flat 추정하였다. [Appx. 11] 참고

추정 유형자산 감가상각비 및 안분							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유형자산 감가상각비	9,933	10,244	13,317	11,036	14,373	17,923	15,218
매출원가	9,575	9,843	12,979	10,611	13,873	17,300	14,689
매출원가 비중(%)	96.40%	96.08%	97.46%	96.15%	96.52%	96.52%	96.52%
판매비와관리비	260	279	338	425	499	623	529
감가상각비의 자산화	97	122	-	-	-	-	-

유형자산 등의 상각비의 경우, 기취득 유형자산에는 내용연수를 고려하여 감가상각비를 추정, 설비 투자로 인한 유형자산(건물, 구축물, 기계장치 등)에 대해서는 사보의 투자계획 및 당진 스마트캠퍼스 부지 확보 및 증설 계획, 경상 교체 등을 고려하여 설비 투자 타임라인을 반영하였다. 자세한 내용은 [Appx. 10] 참고.

6.2. 연결손익계산서 추정

영업외손익 중 금융손익은 [Appx. 14]에 별도추정하였고, 지분법손익은 그 금액이 매년 일정하게 발생하여 역사적 평균값으로 Flat처리 했다. 기타손익은 대부분의 값이 외환 관련하여 발생하고 외환차익과 차손을 합리적 추정이 불가하여 0 flat 처리하였다. 법인세비용은 계산된 법인세차감전순이익에서 유효법인세율이 과표상 값이 22%에 근접하게 나옴을 고려 22%로 flat처리하였다.

법인세비용 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
법인세비용	5,403	7,963	13,231	15,347	21,751	26,395	30,848
법인세차감전순이익	28,515	44,018	64,491	72,272	98,869	119,979	140,218
유효법인세율(%)	18.95%	18.09%	20.52%	21.24%	22.00%	22.00%	22.00%

추정된 연결손익계산서는 다음과 같다.

추정 손익계산서 (연결)							
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	140,981	176,220	210,779	243,083	307,861	389,550	458,460
YoY(%)	24.49%	25.00%	19.61%	15.33%	26.65%	26.53%	17.69%
매출원가	99,387	124,217	140,292	151,850	184,970	239,932	283,776
매출총이익	41,594	52,004	70,487	91,233	122,891	149,618	174,684
GPM(%)	29.50%	29.51%	33.44%	37.53%	39.92%	38.41%	38.10%
판매비와관리비	12,768	14,313	18,577	21,965	27,258	33,333	38,398
영업이익	28,825	37,690	51,911	69,268	95,633	116,285	136,286
OPM(%)	20.45%	21.39%	24.63%	28.50%	31.06%	29.85%	29.73%
금융손익	(684)	5,261	7,000	1,927	3,424	3,882	4,120
지분법손익	(193)	(119)	(272)	(167)	(188)	(188)	(188)
기타손익	566	1,185	5,852	1,244	-	-	-
법인세차감전순이익	28,515	44,018	64,491	72,272	98,869	119,979	140,218
법인세비용	(5,403)	(7,963)	(13,231)	(15,347)	(21,751)	(26,395)	(30,848)
당기순이익	23,112	36,055	51,260	56,925	77,118	93,584	109,370
NPM(%)	16.39%	20.46%	24.32%	23.42%	25.05%	24.02%	23.86%

방산 열전지 수주가 반영되지 않은 Floor Case의 연결손익계산서는 [Appx. 2] 참고.

6.3. Valuation - Peer PER Method

본 보고서는 PER Method를 통해 동사의 가치를 산출한다. 투자포인트와 매출추정에서 상승한 바와 같이, 동사는 스마트그리드와 고온전지 중심의 기존 사업에서 안정적인 이익을 창출하고 있으며, 여기에 방산 수주가 현실화될 경우 이익 규모가 구조적으로 확대되는 레버리지 구조를 보유하고 있다. 이러한 이익의 안정성과 성장성을 동시에 반영하기 위해, 현금흐름 대비 이익의 변화를 직접적으로 반영할 수 있는 PER 기반 접근이 가장 적절하다고 판단한다.

(1) Why not Historical PER?

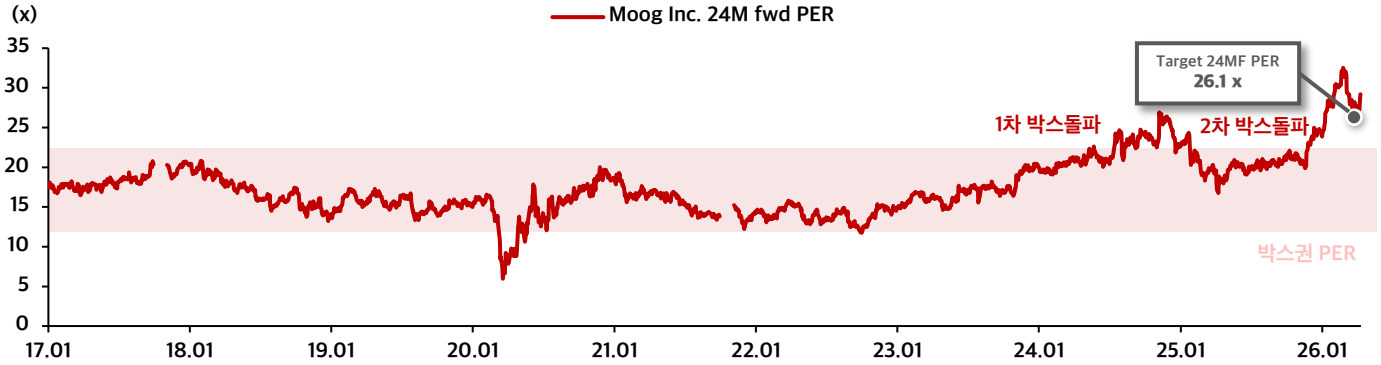
미국향 열전지 수주 현실화는 단순 실적 증가를 넘어 동사의 밸류에이션 프레임워크 자체를 전환시키는 이벤트다. 미국 열전지 시장은 EaglePichers 등 소수 업체가 과점하는 고진입장벽과 고마진 구조로 형성돼 있으며, 동사의 공급망 진입은 DoD 및 Lockheed Martin 등 Tier-1 고객사의 품질 인증을 통과했다는 의미를 가진다. 이는 단일 수주를 넘어 향후 추가 프로젝트 수주 시 레퍼런스로 작용해 시장 접근성을 구조적으로 확대시키며, 결과적으로 동사의 실질적 TAM을 상향시키는 핵심 계기로 평가된다.

동사의 과거 PER은 현재 리레이팅을 설명하는 기준으로 활용하기 어렵다. 2020년 전후 기록된 12MF PER 고점은 공장 화재와 코로나19로 인한 일시적 이익 감소에 따른 기계적 상승, 2차전지 테마 과열에 따른 시장 심리, 특정 투자자의 지분 공시 효과가 결합된 결과로 펀더멘털 기반의 구조적 밸류에이션 변화와는 성격이 다르다. 반면 현재는 미군 공급망 편입에 따른 고객 구조 전환에 기반하며, 이는 과거에 존재하지 않았던 새로운 밸류에이션 체계를 의미한다. 따라서 과거 PER 밴드는 현 시점에서 적절한 기준으로 보기 어렵다.

미국향 수주는 동사를 단순 국내 특수전지 업체에서 미국 방산 밸류체인에 진입한 부품업체로 재정 의하는 전환점이다. 이에 따라 밸류에이션은 기존 전지 업체 기준이 아닌, sole-source 방산 부품과 소모품 기반 매출 구조를 보유한 TransDigm Group, HEICO Corporation, Curtiss-Wright 등 글로벌 방산 부품주와 국내 peer를 함께 반영한 Fwd PER 체계를 적용하는 것이 합리적이다.

(2) Target Peer PER Multiple

본 보고서는 동사 2028년 추정 EPS에 24MF PER를 적용하는 방식을 채택한다. 이는 미국향 열전지를 포함한 신규 방산 매출이 2027년 하반기부터 본격 납품되며, 2028년부터 실적에 온기로 반영되면서 이익 체력의 구조적 향상이 가시화될 것으로 판단되기 때문이다. 따라서 2028년을 열전지 양산 매출이 전면 반영되는 첫 해로 설정하고, 이를 기준으로 밸류에이션을 적용하는 것이 동사의 실질적인 이익 창출력을 보다 정확하게 반영하는 접근이다.



동사의 Target 24MF PER Peer로 Moog Inc.(NYSE:MOG.A)를 제시한다. Moog는 PAC-3 MSE, THAAD, Hellfire, GMLRS, 극초음속 등 주요 유도무기에 미사일 제어 시스템 CAS를 공급하고 있으며, 이는 비츠로셀이 유도미사일용 열전지 공급망에 핵심 부품 업체로 편입된 구조와 본질적으로 동일하다. 양사는 모두 미사일 1발당 필수적으로 탑재되는 니치한 부품을 공급하는 구조로, 동일한 엔드마켓에 노출되어 미사일 소비 사이클의 직접적인 수혜를 공유한다. 또한 과거 비방산 사업 비중이 높았던 구조에서 방산 매출 비중이 확대되며 시장이 사업 성격을 재정하는 전환 구간에 진입했다는 점에서도 공통점을 가지며, 이러한 점에서 Moog와의 비교는 적절하다.

Moog의 리레이팅 후 조정을 받은 26.1x를 Target PER로 제시한다. Moog는 산업재와 상업용 항공이 혼재된 사업 구조로 경기 민감성과 낮은 수익성에 따른 복합기업 할인이 반영되어 있는 반면, 비츠로셀은 전방시장이 고마진 틈새 시장에 집중되어 있다. 이로 인해 비츠로셀의 OPM은 30%에 달하는데 비해 Moog의 OPM은 13%에 불과함을 고려시 26.1x 적용은 오히려 보수치다.

방산 수주가 현실화되지 않거나 기여도가 제한적인 보수적 시나리오에서도 동사의 하방은 제한적이다. 스마트그리드와 고온전지 중심의 기존 사업 성장만으로도 현재 밸류에이션은 상당 부분 설명 가능하며, 시추 시장의 구조적 재편과 고온전지 수요 확대는 이노바 인수 및 경쟁사 공급 차질과 맞물려 멀티플 상향의 근거로 작용하고 있다. 역사적 고점인 16.4배의 업황보다 훨씬 폭발적 성장 중이기에 ATH 16.4배와 고온전지 Peer Core Laboratories의 20.9배의 평균인 18.7배를 적용한다. 이를 반영해 미국향 열전지 매출을 제외한 2027년 추정 EPS 2,032원에 Target 12MF PER 18.7배를 적용한 37,950원을 동사의 보수적 하단 주가로 제시한다.

Valuation - Peer PER Method (28E)		Valuation (Floor Case) - Historical PER Method (27E)	
28E 매출	458,460	27E 매출	352,382
28E 당기순이익	136,286	27E 당기순이익	92,109
28E 유통주식수 (주)	45,339,477	27E 유통주식수 (주)	45,339,477
28E EPS (원)	3,006	27E EPS (원)	2,032
Target 24MF PER Multiple	26.1	Target 12MF PER Multiple	18.7
목표주가 (원)	78,450	목표주가 (원)	37,950
현재주가 (원)	45,250	현재주가 (원)	45,250
상승여력	73.4%	상승여력	(16.1%)

상기 논의를 모두 종합하여, 2028E EPS 3,006원에 Target 24MF PER 26.1x를 곱한
목표주가 78,450원, 상승여력 73.4%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

Appendix

Appx 1. 추정 재무상태표 및 현금흐름표

추정 재무상태표 (연결)								추정 현금흐름표 (연결)							
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
자산	237,182	256,291	317,852	370,837	443,004	526,814	619,823	영업활동현금흐름	26,499	38,804	59,770	63,586	79,928	87,231	105,306
유동자산	145,306	170,256	237,675	252,220	315,047	385,893	470,823	당기순이익	23,112	36,055	51,260	56,925	77,118	93,584	109,370
현금및현금성자산	46,550	35,565	27,993	24,375	38,051	36,415	61,133	비현금성비용 가산	10,350	10,711	14,191	12,246	15,785	19,710	17,321
단기금융상품	27,933	51,699	116,279	116,590	147,660	186,840	219,891	순운전자본의변동	(6,380)	(8,579)	(7,750)	(16,692)	(12,975)	(26,063)	(21,386)
매출채권 및 기타채권	22,087	38,842	43,281	48,969	57,293	70,275	81,227	재분류조정 및 기타	(583)	618	2,069	11,107	-	-	-
재고자산	43,657	40,335	46,115	58,623	68,381	88,699	104,907	투자활동현금흐름	7,835	(40,807)	(61,665)	(58,727)	(56,195)	(71,854)	(58,452)
기타유동자산	5,079	3,814	4,007	3,664	3,664	3,664	3,664	유형자산 CapEx	(4,782)	(9,145)	(4,863)	(14,727)	(28,472)	(26,272)	(19,922)
비유동자산	91,876	86,035	80,177	118,617	127,957	140,921	149,000	무형자산 CapEx	(495)	(260)	(233)	(18,904)	(500)	(500)	(500)
장기금융상품	11,378	7,992	11,717	26,088	22,241	28,142	33,120	단기금융상품의 증감	19,321	(23,766)	(64,580)	(311)	(31,070)	(39,180)	(33,051)
매출채권 및 기타채권	92	257	196	1,339	1,339	1,339	1,339	장기금융상품의 증감	(11,375)	3,386	(3,725)	(14,371)	3,847	(5,901)	(4,978)
관계기업투자	523	427	169	-	-	-	-	단기대여금의 증감	-	(11,500)	3,985	(80)	-	-	-
유형자산	72,822	71,638	63,589	67,296	81,395	89,745	94,449	재분류조정 및 기타	5,166	477	7,751	(10,334)	-	-	-
무형자산	4,610	3,988	3,348	21,012	20,100	18,813	17,210	재무활동현금흐름	(6,249)	(8,110)	(5,781)	(8,825)	(10,057)	(17,013)	(22,136)
기타비유동자산	2,451	1,733	1,157	2,882	2,882	2,882	2,882	배당금의지급	(3,196)	(4,236)	(5,534)	(10,335)	(15,000)	(20,000)	(25,000)
부채	51,477	24,545	34,839	40,347	50,397	60,623	69,261	기타	(3,054)	(3,874)	(247)	1,510	4,943	2,987	2,864
유동부채	49,104	22,357	32,827	34,530	44,580	54,806	63,445	현금및현금성자산의 증감	28,085	(10,113)	(7,675)	(3,967)	13,676	(1,635)	24,718
매입채무및기타채무	18,022	11,376	17,831	19,254	24,361	31,600	37,374	기초현금및현금성자산	18,407	46,550	35,565	27,993	24,375	38,051	36,415
단기차입금	535	100	240	1,946	1,946	1,946	1,946	현금및현금성자산의 환율효과	57	(872)	103	349	-	-	-
기타유동부채	30,547	10,880	14,756	13,331	18,274	21,261	24,125	기말현금및현금성자산	46,550	35,565	27,993	24,375	38,051	36,415	61,133
비유동부채	2,374	2,188	2,012	5,816	5,816	5,816	5,816								
장기기타채무	1,213	1,595	1,429	1,573	1,573	1,573	1,573								
기타비유동부채	1,161	593	583	4,244	4,244	4,244	4,244								
자본	185,704	231,746	283,013	330,490	392,608	466,191	550,562								

Appx 2. Floor case 3FS 추정

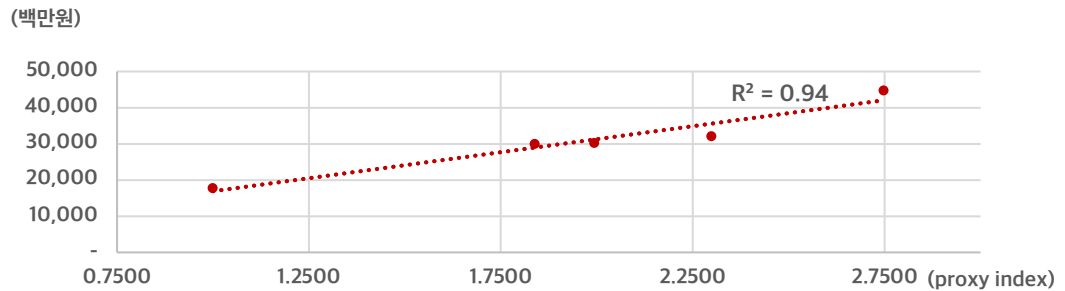
추정 손익계산서 (연결) - Floor case							
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	140,981	176,220	210,779	243,083	307,861	352,382	386,962
YoY(%)	24.49%	25.00%	19.61%	15.33%	26.65%	14.46%	9.81%
매출원가	99,387	124,217	140,292	151,850	184,970	206,751	219,761
매출총이익	41,594	52,004	70,487	91,233	122,891	145,630	167,201
GPM(%)	29.50%	29.51%	33.44%	37.53%	39.92%	41.33%	43.21%
판매비와관리비	12,768	14,313	18,577	21,965	27,258	31,061	34,029
영업이익	28,825	37,690	51,911	69,268	95,633	114,569	133,172
OPM(%)	20.45%	21.39%	24.63%	28.50%	31.06%	32.51%	34.41%
금융손익	(684)	5,261	7,000	1,927	3,424	3,708	3,671
지분법손익	(193)	(119)	(272)	(167)	(188)	(188)	(188)
기타손익	566	1,185	5,852	1,244	-	-	-
법인세차감전순이익	28,515	44,018	64,491	72,272	98,869	118,089	136,655
법인세비용	(5,403)	(7,963)	(13,231)	(15,347)	(21,751)	(25,980)	(30,064)
당기순이익	23,112	36,055	51,260	56,925	77,118	92,109	106,591
NPM(%)	16.39%	20.46%	24.32%	23.42%	25.05%	26.14%	27.55%

추정 재무상태표 (연결) - Floor case								추정 현금흐름표 (연결) - Floor case							
(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	(단위 : 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
자산	237,182	256,291	317,852	370,837	443,004	520,702	606,633	영업활동현금흐름	26,499	38,804	59,770	63,586	79,928	99,390	114,992
유동자산	145,306	170,256	237,675	252,220	315,047	382,296	462,300	당기순이익	23,112	36,055	51,260	56,925	77,118	92,109	106,591
현금및현금성자산	46,550	35,565	27,993	24,375	38,051	68,819	121,932	비현금성비용 가산	10,350	10,711	14,191	12,246	15,785	19,539	16,993
단기금융상품	27,933	51,699	116,279	116,590	147,660	169,013	185,599	순운전자본의변동	(6,380)	(8,579)	(7,750)	(16,692)	(12,975)	(21,259)	(8,592)
매출채권 및 기타채권	22,087	38,842	43,281	48,969	57,293	64,368	69,864	재분류조정 및 기타	(583)	618	2,069	11,107	-	-	-
재고자산	43,657	40,335	46,115	58,623	68,381	76,432	81,242	투자활동현금흐름	7,835	(40,807)	(61,665)	(58,727)	(56,195)	(51,342)	(39,506)
기타유동자산	5,079	3,814	4,007	3,664	3,664	3,664	3,664	유형자산 CapEx	(4,782)	(9,145)	(4,863)	(14,727)	(28,472)	(26,272)	(19,922)
비유동자산	91,876	86,035	80,177	118,617	127,957	138,406	144,333	무형자산 CapEx	(495)	(260)	(233)	(18,904)	(500)	(500)	(500)
장기금융상품	11,378	7,992	11,717	26,088	22,241	25,457	27,955	단기금융상품의 증감	19,321	(23,766)	(64,580)	(311)	(31,070)	(21,353)	(16,586)
매출채권 및 기타채권	92	257	196	1,339	1,339	1,339	1,339	장기금융상품의 증감	(11,375)	3,386	(3,725)	(14,371)	3,847	(3,216)	(2,498)
관계기업투자	523	427	169	-	-	-	-	단기대여금의 증감	-	(11,500)	3,985	(80)	-	-	-
유형자산	72,822	71,638	63,589	67,296	81,395	89,745	94,449	재분류조정 및 기타	5,166	477	7,751	(10,334)	-	-	-
무형자산	4,610	3,988	3,348	21,012	20,100	18,983	17,708	재무활동현금흐름	(6,249)	(8,110)	(5,781)	(8,825)	(10,057)	(17,280)	(22,373)
기타비유동자산	2,451	1,733	1,157	2,882	2,882	2,882	2,882	배당금의지급	(3,196)	(4,236)	(5,534)	(10,335)	(15,000)	(20,000)	(25,000)
부채	51,477	24,545	34,839	40,347	50,397	55,985	60,326	기타	(3,054)	(3,874)	(247)	1,510	4,943	2,720	2,627
유동부채	49,104	22,357	32,827	34,530	44,580	50,169	54,510	현금및현금성자산의 증감	28,085	(10,113)	(7,675)	(3,967)	13,676	30,768	53,113
매입채무및기타채무	18,022	11,376	17,831	19,254	24,361	27,230	28,943	기초현금및현금성자산	18,407	46,550	35,565	27,993	24,375	38,051	68,819
단기차입금	535	100	240	1,946	1,946	1,946	1,946	현금및현금성자산의 환율효과	57	(872)	103	349	-	-	-
기타유동부채	30,547	10,880	14,756	13,331	18,274	20,993	23,621	기말현금및현금성자산	46,550	35,565	27,993	24,375	38,051	68,819	121,932
비유동부채	2,374	2,188	2,012	5,816	5,816	5,816	5,816								
장기기타채무	1,213	1,595	1,429	1,573	1,573	1,573	1,573								
기타비유동부채	1,161	593	583	4,244	4,244	4,244	4,244								
자본	185,704	231,746	283,013	330,490	392,608	464,717	546,308								

Appx 3. 보빈(Bobbin) 전지 매출 추정

보빈(Bobbin)전지 매출추정						
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	109,825	117,678	124,551	143,793	159,847	171,143
YoY(%)	40.2%	7.2%	5.8%	15.4%	11.2%	7.1%
주요 고객사 수주 공개	56,911	71,717	63,566	79,086	87,916	94,128
가스미터 주요 고객사	12,284	12,893	15,579	15,436	16,362	17,344
Metersit (유럽)	7,660	8,752	9,291	9,826	-	-
EDMI (싱가포르)	-	455	983	-	-	-
Pietro F. (북미)	4,624	3,686	5,305	5,610	-	-
수도미터 주요 고객사	44,627	58,824	47,987	63,650	71,554	76,785
Xylem (북미)	36,728	44,492	33,512	54,958	62,286	65,949
Badger Meter (북미)	6,656	7,097	8,297	8,692	9,268	10,835
ARAD (이스라엘)	1,243	7,235	6,178	-	-	-
수주 미공개 매출	52,914	45,961	60,985	64,707	71,931	77,014

Appx 4. 시추용 고온전지 TAM proxy 추정



Appx 5. 와운드(Wound) 전지 매출 추정

와운드(Wound) 전지 매출추정						
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	13,047	13,620	17,593	20,363	21,111	21,908
YoY(%)	-11.5%	4.4%	29.2%	15.7%	3.7%	3.8%
수출	376	236	286	299	299	299
내수	12,671	13,384	17,307	20,064	20,811	21,609
기존수요	12,671	13,384	16,237	15,734	16,048	16,369
TMMR 증분			1,070	4,330	4,763	5,239

Appx 6. 앰플전지 매출 추정

앰플전지 매출추정_인도 BEL 수주 내역				
	2023	2024	2025	2026F
인도 (BEL 수주)	6,330	6,963	9,909	11,190
1차 ('22.08~'23.11)	6,330			
미발표 수주 (반복발주)		6,963	7,659	
2차 ('25.09~'26.11)			2,250	6,190
3차 ('26.01~'27.06)				5,000

Appx 7. 비츠로밀텍 열전지 매출추정

비츠로밀텍 열전지 매출추정						
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
수출분(비츠로셀)	356	10,904	11,634	14,589	48,877	80,899
기존 CAPA	356	10,904	11,634	14,589	18,019	21,345
미국향 열전지 수출	-	-	-	-	30,858	59,554
내수	11,949	15,600	35,666	38,261	44,823	48,793
LIG넥스원向	3,220	5,330	13,134	18,031	20,787	22,866
PGM 매출추정치(십억)	1142.8	1294.0	2033.5	2774.0	3198.0	3517.8
방사청/ADD向	3,130	3,070	3,100	3,085	3,093	3,089
방위력개선비(조)	17.1	18.0	17.8	20.0	21.5	23.2
한화에어로스페이스向	4,110	4,330	9,453	10,950	14,042	15,660
지상방산 내수 매출	4,800	7,006	8,133	9,440	12,105	13,500
기타	1,489	2,870	9,979	6,194	6,902	7,179

Appx 8. 비츠로셀 열전지 매출추정

미국 국방부향 SAM 추정			열전지(미국 국방부향) 매출추정	
(단위: 백만 원)	2027E	2028E	(단위: 백만 원)	
전체 국방부 수요	168,010	215,837	열전지(미국향) 매출 비츠로셀	37,030
-) 미국 3사 공급 CAPA	116,580	116,580	미국 국방부향 매출(비츠로밀텍)	30,858
비츠로밀텍 SAM	51,430	99,257	비츠로밀텍 SAM	51,430
			점유율	60%
			국방부 수요 대비 점유율	18.37%
			비츠로밀텍 추가 CAPA	40,000
				100.00%

비츠로밀텍 미국향 매출 민감도분석				
(단위: 백만 원)		2027E		2028E
		전방사 33% ramp-up 가정	50% ramp-up 가정	100% ramp-up 가정
10%		3,341	5,143	9,926
20%		6,682	10,286	19,851
30%		10,023	15,429	29,777
40%		13,364	20,572	39,703
50%		16,705	25,715	49,628
60%		20,046	30,858	59,554
70%		23,387	36,001	69,480
80%		26,728	41,144	79,405
90%		30,069	46,287	89,331
100%		33,410	51,430	99,257

Appx 9. 기타 매출 추정

기타 매출추정						
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	9,749	10,711	13,967	15,298	16,453	17,604
YoY(%)	28.3%	9.9%	30.4%	9.5%	7.5%	7.0%
기타 제품, 상품 매출	8,185	8,858	11,311	12,430	13,106	13,634
슈퍼커패시터(EDLC)	3,310	3,557	5,555	6,471	7,193	7,701
CR전지(3V소형전지)	3,594	2,684	2,975	2,975	2,975	2,975
리튬이온전지(2차전지)	875	2,482	2,774	2,802	2,830	2,858
기타	406	135	7	183	108	99
운송, 임대, 용역매출	1,564	1,853	2,656	2,867	3,485	4,301
운송매출	1,365	1,486	2,092	2,303	2,921	3,737
임대매출	45	45	45	45	45	45
용역매출	154	322	519	519	519	519

Appx 10. 유형자산 추정

유형자산 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기초 유형자산	80,145	72,822	71,638	63,589	67,296	81,395	89,745
유형자산 CapEx	4,782	9,145	4,863	14,727	28,472	26,272	19,922
유형자산 감가상각비	(9,933)	(10,244)	(13,317)	(11,036)	(14,373)	(17,923)	(15,218)
유형자산 처분/폐기	(2,172)	(87)	(33)	(26)	-	-	-
기타 유형자산 변동	-	4	438	42	-	-	-
기말 유형자산	72,822	71,638	63,589	67,296	81,395	89,745	94,449

추정 유형자산 CapEx							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유형자산 CapEx	4,782	9,145	4,863	14,727	28,472	26,272	19,922
토지	451	-	-	95	500	-	-
건물	1,682	2,447	-	1,616	1,000	3,000	1,500
구축물	53	127	11	-	200	200	-
기계장치	1,657	1,226	3,556	3,335	4,446	4,446	3,446
차량운반구	25	-	5	186	10	10	10
공구와기구	1,083	478	575	1,903	3,200	2,000	1,500
사무용비품	565	321	195	368	371	371	321
시설장치	746	2,934	50	900	3,000	2,500	2,400
금형	73	191	129	59	145	145	145
사용권자산	318	86	426	1,654	600	600	600
건설중인자산	(1,872)	1,334	(83)	4,611	15,000	13,000	10,000

유형자산 대채 및 건설중인자산 추정								유형자산 취득 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기초 건설중인자산	2,035	164	1,498	1,313	5,924	12,374	15,024	유형자산 취득	4,802	9,148	5,036	14,715	19,922	15,922	12,522
건설중인자산 취득	164	8,168	3,855	10,623	15,000	13,000	10,000	토지	94	-	-	95	-	-	-
건설중인자산 대채	(2,035)	(6,834)	(3,938)	(6,012)	(8,550)	(10,350)	(7,400)	건물	621	-	-	773	-	-	-
토지	(357)	-	-	-	(500)	-	-	구축물	53	8	11	-	-	-	-
건물	(1,061)	(2,447)	-	(843)	(1,000)	(3,000)	(1,500)	기계장치	1,241	161	177	205	446	446	446
구축물	-	(119)	-	-	(200)	(200)	-	차량운반구	25	-	5	186	10	10	10
기계장치	(417)	(1,065)	(3,379)	(3,130)	(4,000)	(4,000)	(3,000)	공구와기구	903	216	211	419	2,000	1,000	700
공구와기구	(180)	(262)	(364)	(1,484)	(1,200)	(1,000)	(800)	사무용비품	565	314	186	313	271	271	271
사무용비품	-	(7)	(8)	(55)	(100)	(100)	(50)	시설장치	746	83	50	388	1,500	500	400
시설장치	-	(2,850)	-	(512)	(1,500)	(2,000)	(2,000)	금형	73	111	115	59	95	95	95
금형	-	(80)	(15)	-	(50)	(50)	(50)	사용권자산	318	86	426	1,654	600	600	600
기타	(20)	(3)	(173)	12	-	-	-	건설중인자산	164	8,168	3,855	10,623	15,000	13,000	10,000
환율 및 기타	-	-	(101)	-	-	-	-								
기말 건설중인자산	164	1,498	1,313	5,924	12,374	15,024	17,624								

추정 유형자산 감가상각비 (=A+B)							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유형자산 감가상각비	9,933	10,244	13,317	11,036	14,373	17,923	15,218
건물	554	587	895	926	971	1,102	1,167
구축물	341	333	91	91	105	118	118
기계장치	5,496	5,598	5,965	5,739	7,221	8,703	4,668
차량운반구	67	25	11	34	48	50	53
공구와기구	1,043	1,143	2,810	1,056	1,991	2,657	3,157
사무용비품	361	383	919	461	620	805	532
시설장치	1,705	1,811	2,214	2,217	2,524	3,357	4,157
금형	142	155	172	157	143	179	216
사용권자산	224	209	239	354	751	951	1,151

(A) 기취득 유형자산의 감가상각비 추정								(B) 신규취득 유형자산의 감가상각비 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기취득감가상각비	9,933	10,244	13,317	11,036	10,343	10,343	4,725	신규취득감가상각비	-	-	-	-	4,030	7,580	10,493
건물	554	587	895	926	928	928	928	건물	-	-	-	-	43	174	239
구축물	341	333	91	91	91	91	91	구축물	-	-	-	-	13	27	27
기계장치	5,496	5,598	5,965	5,739	5,739	5,739	555	기계장치	-	-	-	-	1,482	2,964	4,113
차량운반구	67	25	11	34	45	45	45	차량운반구	-	-	-	-	2	5	7
공구와기구	1,043	1,143	2,810	1,056	924	924	924	공구와기구	-	-	-	-	1,067	1,733	2,233
사무용비품	361	383	919	461	434	434	-	사무용비품	-	-	-	-	186	371	532
시설장치	1,705	1,811	2,214	2,217	1,524	1,524	1,524	시설장치	-	-	-	-	1,000	1,833	2,633
금형	142	155	172	157	107	107	107	금형	-	-	-	-	36	73	109
사용권자산	224	209	239	354	551	551	551	사용권자산	-	-	-	-	200	400	600

Appx 11. 무형자산 추정

무형자산 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기초 무형자산	4,922	4,610	3,988	3,348	21,012	20,100	18,813
무형자산 CapEx	495	260	233	18,904	500	500	500
무형자산 감가상각비	(808)	(882)	(873)	(1,210)	(1,412)	(1,787)	(2,103)
무형자산 처분/폐기	-	-	-	(30)	-	-	-
기타 무형자산 변동	-	-	-	-	-	-	-
기말 무형자산	4,610	3,988	3,348	21,012	20,100	18,813	17,210

Appx 12. 기타유동부채 추정

기타유동부채 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기타유동부채	30,547	10,880	14,756	13,331	18,274	21,261	24,125
유동리스부채	214	126	228	444	444	444	444
전환사채	18,548	3,948	-	-	-	-	-
당기법인세부채	3,734	4,799	9,124	9,048	13,991	16,979	19,843
% of 법인세비용	69.12%	60.26%	68.96%	58.96%	64.32%	64.32%	64.32%
기타유동부채	3,294	1,880	5,403	3,838	3,838	3,838	3,838
파생상품부채	4,757	129	-	-	-	-	-

Appx 13. 자본 추정

자본 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기초 자본	166,742	185,704	231,746	283,013	330,490	392,608	466,191
당기순이익	23,112	36,055	51,260	56,925	77,118	93,584	109,370
배당금 지급	(3,196)	(4,236)	(5,534)	(10,335)	(15,000)	(20,000)	(25,000)
기타변동	(954)	14,223	5,541	887	-	-	-
기말 자본	185,704	231,746	283,013	330,490	392,608	466,191	550,562

Appx 14. 금융상품 및 금융손익 추정

금융상품 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
기초 단기금융상품	47,255	27,933	51,699	116,279	116,590	147,660	186,840
단기금융상품의 증감	(19,321)	23,766	64,580	311	31,070	39,180	33,051
기말 단기금융상품	27,933	51,699	116,279	116,590	147,660	186,840	219,891
% of PPE	60.01%	145.36%	415.38%	478.33%	388.06%	513.08%	359.69%
% of Sales	19.81%	29.34%	55.17%	47.96%	47.96%	47.96%	47.96%
기초 장기금융상품	3	11,378	7,992	11,717	26,088	22,241	28,142
장기금융상품의 증감	11,375	(3,386)	3,725	14,371	(3,847)	5,901	4,978
기말 장기금융상품	11,378	7,992	11,717	26,088	22,241	28,142	33,120
% of Sales	8.07%	4.54%	5.56%	10.73%	7.22%	7.22%	7.22%

금융손익 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
금융수익	4,907	8,786	10,090	7,310	8,806	9,177	9,408
이자수익	82	1,118	3,170	2,751	2,813	3,185	3,415
기초 금융상품	47,258	39,312	59,691	127,996	142,678	169,900	204,765
기말 금융상품	39,312	59,691	127,996	142,678	169,900	204,765	250,619
유효이자율 (%)	0.19%	2.26%	3.38%	2.03%	1.80%	1.70%	1.50%
기타 금융수익	4,825	7,668	6,919	4,559	5,993	5,993	5,993
금융비용	5,591	3,524	3,090	5,382	5,382	5,382	5,382

Appx 15. 순운전자본 추정

순운전자본 및 순운전자본 변동 추정							
(단위: 백만원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
순운전자본 변동	6,380	8,579	7,750	16,692	12,975	26,063	21,386
순운전자본	47,722	56,301	64,050	80,742	93,717	119,780	141,166
매출채권	21,789	25,943	35,350	40,408	48,928	61,911	72,862
단기미수금 및 단기미수수익	298	1,399	417	966	770	770	770
재고자산	43,657	40,335	46,115	58,623	68,381	88,699	104,907
매입채무및기타채무	(18,022)	(11,376)	(17,831)	(19,254)	(24,361)	(31,600)	(37,374)

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.