

| 에너지 |

GE Vernova (GEV.US)

Gas, Electrification, Wind

1Q24 Review: 24년 1분기 기준 매출액 72.6억달러(YoY+6.4%)을 달성하며 분사 이후 견고한 Top-line의 성장을 증명했다. 한편, 292백만 달러의 영업 적자를 기록했으나 EBITDA 흑자 전환을 시작으로 Power 부문의 안정적인 EBITDA 확보, Electrification 부문의 매출 증가, Wind 부문의 비용 안정화가 반영되면 24년 실적 턴어라운드, 25년 모든 부문의 수익성 증가로 폭발적인 성장이 가능할 것으로 전망한다.

Top-line 성장의 근간, Equipment

돌아온 LNG Over Investment Cycle의 수혜로 동사의 가스발전 장비 수주의 빠른 증가를 예상한다. 안정적인 대량의 전기를 필요로 하는 매크로 환경에 맞물려 돌아온 LNG Over Investment Cycle은 가스터빈 발전의 매력도를 증가시켰다. 동사는 50%가 넘는 가스터빈 M/S를 기반으로 차별화된 기술력을 결합해 이번 Cycle에서 승기를 잡을 것으로 전망한다.

강력한 펀더멘탈의 첫걸음, Power Service

서비스 매출은 안정적인 현금흐름을 바탕으로 동사의 FCF를 늘리는 실적의 Key이다. 동사의 서비스 매출은 동사 실적의 50%를 담당하고 있으며, 1) LTSA(장기계약), 2) 글로벌 LNG 과잉투자 사이클, 3) 늘어나는 업그레이드 수요를 성장 동력으로 하여 6%대의 OPM 개선을 이루어 낼 것으로 전망한다.

큰 그림 Grid

25년 동사 Electrification 사업부의 약 80억 달러 매출 달성을 전망한다. 현재 1)벨류체인 상단 데이터 센터 전력 수요와 2)미국의 노후화된 전력망 교체 수요가 맞물리는 상황 속에서 전방 수주의 기대감은 확실하다. 이를 증명하듯, 동 사업부 수주잔고 마진은 5% 증가하며 원활한 수주 계약 이행능력을 보여줬다. 더불어, 23년 당시 역시 유럽 부문의 신규 수주가 계약 잔고 최대 50%까지 2년 후행하는 모습을 보이며 25년 신규 수주 매출액 인식으로 마진 개선의 업 사이클이 도래할 것으로 판단한다.

Valuation

동사의 가치평가 방식으로 **SOTP Valuation** 방식을 채택하였다. 25년 Total EBITDA 45억 달러, EV/EBITDA 12.75배를 적용해 **Target Price 220달러, 상승여력 24%, 투자 의견 BUY**를 제시한다.

Investment Fundamentals					
	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
FYE Dec					
매출액	33,006	29,654	33,239	36,197	42,645
영업이익	(884)	(2,881)	(923)	953	2,851
순이익	(633)	(2,736)	(438)	1,281	2,860
EPS	N/A	-9.89	-1.60	4.67	10.44
PER	N/A	N/A	N/A	42.4	26.4
PBR	N/A	N/A	N/A	4	3.4
OPM	-2.7%	-9.7%	-2.8%	2.6%	6.7%
ROE	N/A	(23.6%)	(5.23%)	11.74%	21.39%

투자의견

BUY

목표주가(TP)

220 USD

현재주가(5/28)

177.43 USD

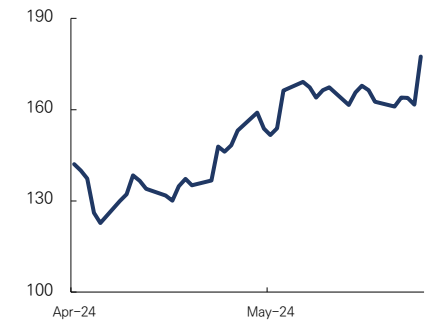
상승여력

24%

Stock Data

S&P500 (5/28)	5,304.72
NASDAQ (5/28)	16,920.79
시가총액 (USD \$ mn)	\$48.6bn
발행주식수(주)	274,085,523
52주 최고/최저가(USD)	177.77/119.00
주요주주(%)	The Vanguard Group, Inc 8.07%
	Capital Research Global Investors 7.58%
주가상승률(%)	1개월 20.02% 6개월 N/A 12개월 N/A

Stock Price



Research Team 5

팀장	36기 홍우현	woohyeon801@naver.com
	36기 이윤학	hkyj1025@naver.com
	38기 김지우	jiug712@gmail.com
	38기 고은진	ashko7725@gmail.com

CONTENTS

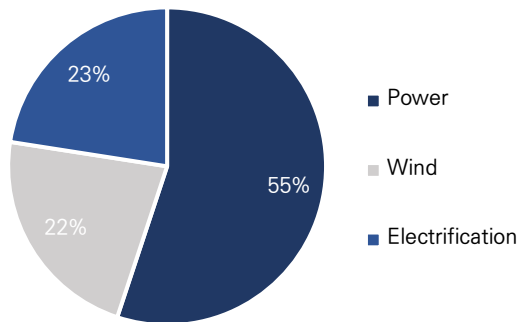
I . 기업개요	1
II . 산업개요	4
III . Investment Point	5
1. Top-line 성장의 근간, Equipment	5
1-1). 가스터빈의 파트너, 천연가스의 시대가 돌아왔다	5
1-2). Heavy-Duty 가스터빈으로 Heavy-Cash 생산하기	6
1-3). 항공 엔진 시장의 섯별 Aero GT	7
2. 강력한 펀더멘탈의 첫 걸음, Power Service	8
2-1). 안정적 현금흐름을 만들어내는 LTSA	8
2-2). 판매량과 서비스 매출 두 마리 토끼 잡을 천연가스 사이클	9
2-3). AI로 가는 길, 가스터빈 업그레이드는 필수	10
3. 큰 그림 Grid	11
3-(1) 전력 전방 고객 준비 완	11
3-(2) 기존 백로그 Okay	12
3-(3) 신규 백로그까지 Okay	13
IV . Risk	14
GEV 성장의 마지막 퍼즐, WIND	14
V . Estimate Logic	
매출 추정	15
VI . Valuation	16

천연가스 과잉투자 사이클 진입을 바탕으로, 'GE Vernova'의 성장 모멘텀에 대해 분석하고자 한다. GEV는 탄탄한 가스발전 부문에서의 매출을 기반으로, 그리드 솔루션과 풍력 사업으로 입지를 넓혀나가고 있다. 특히, 높은 Electrification 사업부의 매출 성장을 기반으로 '24년 턴어라운드를 맞을 것으로 판단하며, '25년에는 Wind 사업부에서의 흑자 전환이 더해지며 동사의 매력도가 상승할 것으로 전망한다

I. 기업 개요

종합 에너지 기업 최강자 GE Vernova

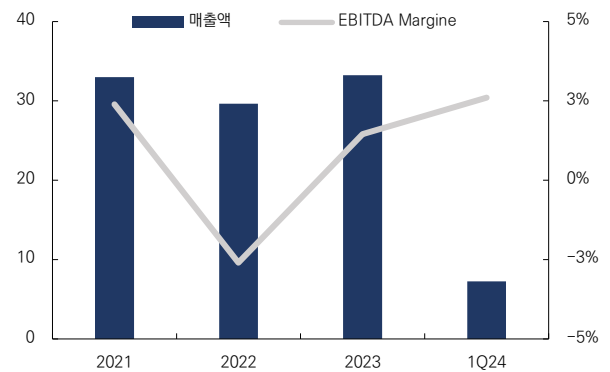
매출액 비중



출처: RFS Team 5

매출액, EBITDA Margine 추이

(단위 : Billion USD)



출처: RFS Team 5

GE Vernova 는 풍력, 천연가스 등 에너지 관련 기술을 개발, 제공 및 서비스하는 기업으로 2024 년 4 월 General Electric 의 에너지 사업 부문이 물적분할을 통해 설립되었다. Power, Wind, Electrification 3 가지 사업부로 구성되어 있으며, 설비 용량 기준 글로벌 전력 사업의 약 30%를 공급하는 기업으로 에너지 설비 분야의 최강자로 손꼽힌다.

2024.04.02

GE Vernova 분할 상장

2024 년은 실적 턴어라운드의 원년이 될 것이다. 1Q24, 동사는 YoY +6.4%의 매출 성장을 보였으나, 292 백만 달러의 영업 적자를 기록했다. 그러나, 기업의 현금흐름을 평가하는 주요 지표인 EBITDA 가 흑자 전환했으며, 기존 영업이익 적자 폭을 35%p 이상 축소했다는 점에서 펀더멘탈이 개선되고 있음을 확인할 수 있었다. 데이터센터발 전력 Shortage 의 시작점에 서 있는 상황에서, 본 리서치팀은 천연가스 발전량의 증가와 가스 터빈 1 위 업체인 동사의 Outperform 을 전망한다.

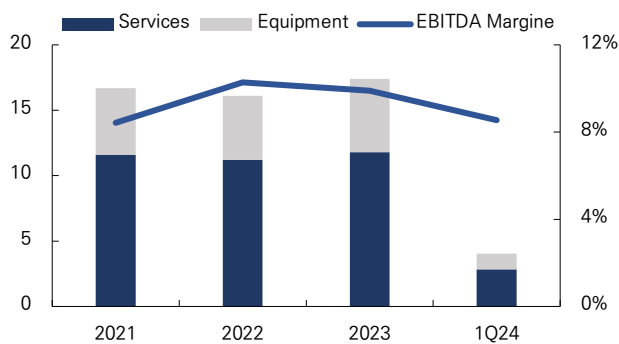
Power

Power 부문은 매출의 55.6%를 차지하는 핵심 사업 부문으로, 전력 발전에 사용되는 천연 가스, 증기 터빈과 원자력 기술의 판매 및 유지보수를 담당한다. 1Q24 매출액 4,035 백만 달러(YoY +6%), EBITDA 345 백만 달러 (YoY +195%)를 기록하며 동사의 실적 턴어라운드에 대한 기대감을 키웠다. 동사는 글로벌 가스 터빈 시장에서 58%의 압도적인 점유로 경쟁우위를 보인다. 또한 장기 서비스 계약에서 약 70%의 높은 갱신율을 보이는데, 이를 통해 기존 설치된 터빈으로부터 유지보수 매출을 꾸준히 발생시킬 수 있는 Business Model 을 보유하고 있다. **Power 사업부는 동사의 사업부 중 가장 높은 EBITDA Margin(8.6%)을 보이므로 해당 사업부의 매출 비중 증가가 기업 전체 수익성 개선에 영향을 미칠 것으로 판단한다.**

Power 사업부 매출 구조

(단위: Billion USD)

GE Vernova 가스 터빈 제품 믹스



출처: RFS Team 5

출처: GEV, RFS Team 5



Electrification

RPO (수주잔고)
Remaining Performance
Obligation

Grid Solution, 변압기, 스위치 기어 등 전력 인프라 관련 제품을 생산 및 판매하는 사업부로 1Q23 매출액 1,651 백만 달러(YoY +24%)를 기록하며 높은 Top-Line 성장세를 보였다. 그간 적자를 기록하던 EBITDA Margine 또한 +4%로 흑자 전환하며 앞으로의 수익성 개선에 대한 기대감을 키웠다. 전력 쇼티지의 직접적인 수혜를 받는 사업부인 만큼 앞으로도 호실적을 전망한다. 1Q24 기준 RPO 잔고는 18 백만 달러로 QoQ +15.8%라는 놀라운 상승률을 보였다. 고압직류송전(HVDC) 기술을 바탕으로 2023 년 독일과 네덜란드에서 총 5 개의 대규모 프로젝트 계약을 성사시키는 등 Electrification 사업부의 성장은 지속될 것으로 판단한다.

Wind

매출 22.5%를 구성하는 풍력 사업부는 터빈 블레이드를 생산 및 설계하는 사업부로 글로벌 풍력 설비 시장에서 13%의 점유율을 기록하고 있다. 1Q24 매출액 1,639 백만 달러(YoY -6.4%), EBITDA -173 백만 달러의 적자를 기록하며 외형과 수익성 모두 아쉬운 모습을 보였는데, 이에 따라 Wind 사업부는 동사 영업 적자의 주요 원인으로 작용하고 있다. 뉴저지의 3.7GW 급 신규 수주를 체결하는 등 턴어라운드가 관찰되고 있으며, **해당 부분의 실적 개선은 동사의 주가 상승과 궤를 같이할 것으로 전망한다.**

재무 분석

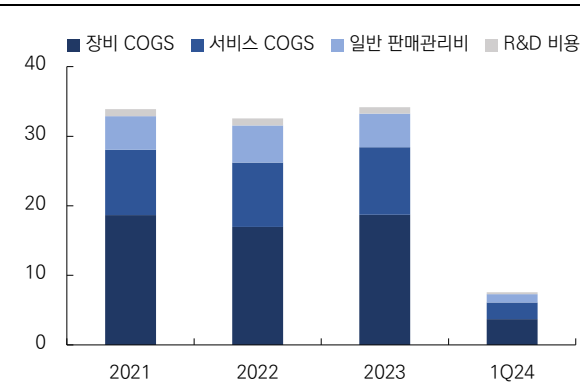
GEV 수익성 개선 조건

1. 제품 가격 상승
2. 서비스 매출 비중 증가

2024 년은 동사의 성장 네러티브가 숫자로 증명되는 시기가 될 것이다. 그간 동사는 수익성 악화로 적자를 기록하며 아쉬운 실적을 보였다. 그러나, Electrification 사업부의 전력 인프라 빅사이클 수혜, Wind 사업부의 비용 효율화를 바탕으로 EBITDA 기준 흑자전환에 성공했다. 동사의 비용을 분석한 결과, 매출액과 상관계수가 0.9 이상인 변동비가 약 95%를 차지하므로 제품의 가격과 수익성이 직결될 것으로 판단한다. 또한 제품 매출의 GPM 은 -2.1%인 반면, 서비스 매출은 +33.6%의 높은 수익성을 보인다. 즉, 서비스 매출 증가에 따라 동사의 수익성이 결정될 것이라는 것을 파악할 수 있었다.

비용 구조 Break Down

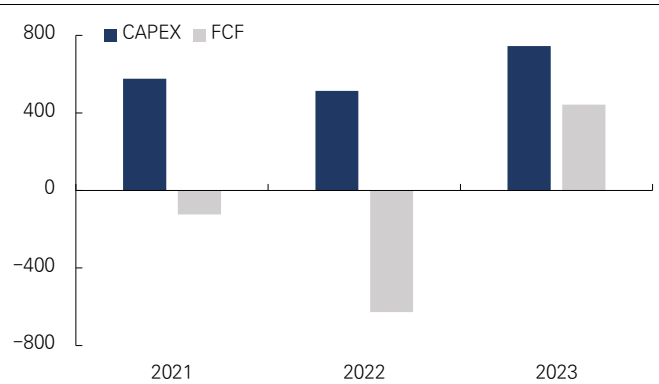
(단위: Billion USD)



출처: RFS Team 5

FCF, CAPEX 추이

(단위: Million USD)



출처: RFS Team 5

FCF

= 영업현금흐름 - CAPEX

CAPEX 증가, 현금 확보를 바탕으로 앞으로 다가올 Up Cycle 에 대한 기대감을 키우고 있다. 동사는 2023 년 YoY + 45% 증가한 744 백만 달러의 CAPEX 를 집행하였는데, 특히 생산설비 및 부동산에 대해 2 억 달러를 투자하며 생산능력을 확장하는 모습을 보였다. 그리고 '주주에게 귀속되는 진정한 수익'으로 평가받는 FCF 가 2023 년 양수로 돌아섰다는 점 또한 주목할 만하다. 동사는 CAPEX 를 늘렸음에도 442 백만 달러의 FCF 를 창출했다. 특히 1Q24 보유한 현금성 자산이 3.25 십억 달러로, 전년 대비 2 배 이상 증가하며 기초체력을 향상시켰음을 확인할 수 있었다.

II. 산업 개요

데이터센터발 전력 수요 증가 국면에서 천연가스 매력 부각

시장의 트렌드는

쇼티지 발생 = 주가상승

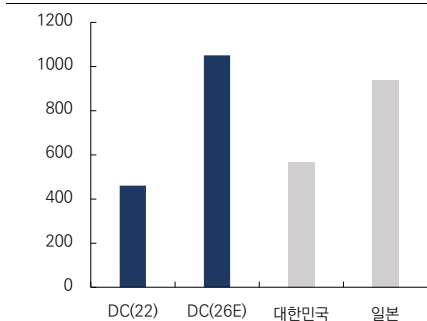
AI 가 주식시장의 네러티브를 지배하고 있는 상황에서, 전력 산업의 주가 상승이 이뤄질 것으로 전망한다. 데이터센터 Value China 에서 주가 상승 시 관찰되고 있는 공통점은 '쇼티지'다. 2023 년 하반기, 반도체 칩 부족 사태에 따라 Nvidia, TSMC 등 반도체 기업이 좋은 퍼포먼스를 보였으며, 2024 년 상반기에는 변압기, 전력망 수요 증가로 Eaton, LS Electric 등 전력 인프라 업종의 주가가 상승했다. 앞으로는 **전력 분야에서 쇼티지 발생이 전망되며, 발전 설비 관련 기업에 주목해야** 하는 시기라고 판단한다.

AI 발전으로 맞이하게 된

전력 부족 시대

데이터센터의 발전과 함께 전력 수요는 폭발적으로 증가, 2025 년부터 미국의 전력 부족이 현실화될 것으로 전망한다. 2022 년 데이터센터 가동에 필요한 총 전력은 460TWh 였으나, 2026 년에는 최대 128.3% 증가한 1,050TWh 로 예상된다. 2022 년 대한민국의 전력 소비량인 460TWh 와 비교했을 때, 데이터 센터에 사용되는 전력이 한 국가의 소비 전력보다 커지게 되는 것이다. 데이터센터 부품에서도 소비전력 증가를 확인할 수 있다. 최근 공개된 B100 의 전력 소비량은 기존 H100 대비 43% 증가하며 전력 소비량은 더욱 증가하는 모습을 보였다. 현 상황이 지속될 경우 데이터센터의 33%가 위치한 미국을 시작으로 전력 부족은 현실화될 것이다.

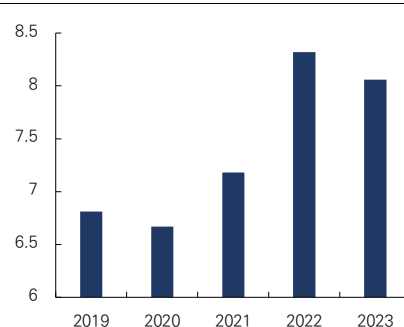
데이터센터 및 국가별 전력 소비량 (단위: TWh)



출처: 언론종합, Enerdata, RFS Team 5

※DC - Data Center

미국 산업용 전기 판매단가 (단위: cents/kWh)



출처: Statista, RFS Team 5

미국 천연가스 발전소 위치



출처: Washington post, RFS Team 5

시대적 흐름에 알맞은 발전원

: 천연가스

천연 가스는 환경, 경제적 측면에서 효율적인 발전원이다. 천연가스 발전의 이산화탄소 발생량은 549g/kwh 로 석탄의 60%에 불과해 1)탈탄소 시대에 적합한 발전원이다. 미국 산업용 전력 단가는 연평균 6% 증가하는 상황인 반면, 천연가스는 역사적으로 저렴한 구간인 2 달러 후반에 가격이 형성되어 있어 2)발전 비용 상의 경쟁력을 확보할 수 있다. 또한, 58.8%의 낮은 가동률을 바탕으로 3)생산량 조절이 자유롭다는 점에 주목해야 한다. 해당 장점은 천연가스와 함께 전력 부족의 대안으로 평가받는 원자력(93.1%)과 비교 시 더욱 부각된다.

미국의 노후화된 전력 인프라 환경은 천연가스 발전소가 전력 사용 지역과 가까이 설치되었다는 장점을 부각시킬 것이다. 현재 미국 전력 인프라의 약 70%는 1950~60년대에 건설된 것으로, 교체 시기가 다가옴에 따라 송전 효율이 떨어지고 있다. 천연가스 발전소는 미국 동부 지역에 집중적으로 설치되어 있는데, 해당 지역은 데이터센터 밀집 지역과 일치한다. 즉, 짧은 송전 거리로 인해 전력 손실량을 줄일 수 있다는 장점이 있다. 또한 바이든 행정부는 전력 인프라 재정부에 130억 달러 자금 투입을 발표하였으며, 이는 동사 Electrification 사업부의 수혜로 이어질 것을 전망한다

III. Investment point

Investment Point 1. Top-line 성장의 근간, Equipment

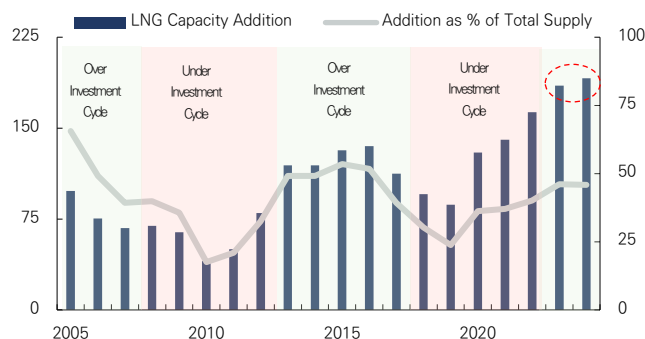
동사의 장비 매출은 Heavy-Duty 가스터빈을 필두로, 천연가스 Over Investment Cycle이라는 날개를 달고 성장할 것이다. 역사적으로 동사의 가스터빈 판매 추이는 천연가스 공급 추이와 연동되는 성향을 보였다. 이를 증명하듯, 2019년 53기에 불과했던 동사의 가스 터빈 판매량은 Over Investment Cycle 시작 시점인 2022년 101개, 2023년 91개로 큰 폭으로 증가했다. 대량 전력이 요구되면서 9HA, 7HA 등 고효율, 고수익 가스터빈 수주 증가를 기대하며, 동사 매출 성장의 뿌리인 장비 매출액은 '28년까지 CAGR 14% 성장할 것이라 전망한다.

1-(1). 가스터빈의 파트너, 천연가스의 시대가 돌아왔다

천연가스의 공급이 증가하는 Over Investment Cycle이 도래하며 천연가스 원료 가스터빈 수주는 호황을 맞이할 것이다. 타 에너지 대비 안정적인 확보가 가능하고, 탈탄소 전환 기조에 적합한 에너지원이라는 이유로 천연가스 수요가 급증하고 있다. 한편, 2028년까지 이어질 LNG Over Investment Cycle의 초입이라는 점을 근거로 공급이 증가해 천연가스 사용이 용이해지면 천연가스를 이용하는 발전 방법이 급부상할 것으로 전망한다.

글로벌 LNG 공급 사이클 추이

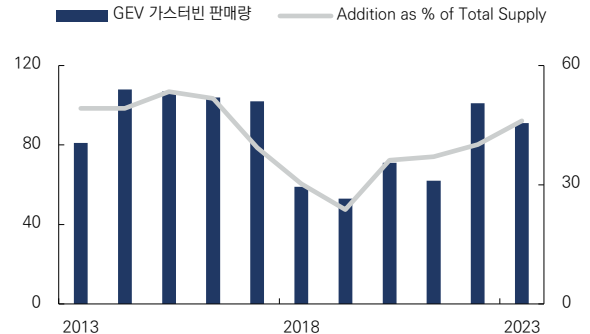
(단위: 백만 톤, %)



출처: Platts, RFS Team 5

GEV 연간 가스터빈 판매량

(단위: 개, %)



출처: RFS Team 5

LNG 공급 증가



GEV 가스터빈 판매 증가

천연가스 수요와 공급이 동시에 증가하는 상황에서 신규 설치 수요 등으로 가스터빈 판매 기업이 가장 큰 수혜를 입을 것으로 전망한다. 강도 높은 탈탄소 기조에서 2030년까지 화석 연료 사용량을 2010년의 25% 수준까지 줄여야 하는데, 이를 신재생에너지가 모두 대체하기란 어렵다. 이러한 상황에서 천연가스 발전의 증가가 기대된다.

GEV의 가스터빈 판매량은 천연가스 공급량과 강하게 연동되는 모습을 보이며 이번 Over Investment Cycle에서도 가스터빈 판매량은 개선될 것으로 전망한다. GEV 가스터빈 판매량과 LNG 공급 유입률은 0.9의 유의미한 상관계수를 보인다. 2028년까지 유입될 LNG 설비 규모가 약 20억 톤으로 예상되는 가운데, 상관관계를 역으로 계산했을 때 장비 부문 '24년 매출액은 5,900백만 달러로 YoY+12.0% 증가를 전망하며 실적 개선에 대한 기대감을 키웠다.

1-(2). Heavy-Duty 가스터빈으로 Heavy-Cash 생산하기

알파벳 ↑ = 효율성 ↑

숫자 ↑ = 발전 용량 ↑

Combined Cycle: 복합발전

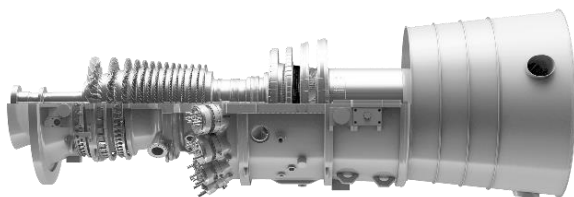


한 번에 필요로 하는
가스터빈 개수 증가

가스터빈은 효율성에 따라 E, F, H 클래스로, 발전 용량에 따라 숫자로 표시된다. 가장 높은 성능을 보이는 H 클래스의 경우 F 클래스 대비 2 배 높은 가격이 형성된다. 가스터빈 중, 75MW 이상의 산업용 가스터빈을 Heavy-Duty Gas Turbine(HDGT)이라고 한다. HDGT 비즈니스를 수행하는 기업 중, **GEV 가스터빈이 이번 천연가스 상승 사이클에서 가장 큰 수혜를 볼 것이라 보는 까닭은 1) M/S 확보를 통한 기존 고객사의 주문 확대, 2) GEV 내 다른 사업부와의 결합 시너지**이다.

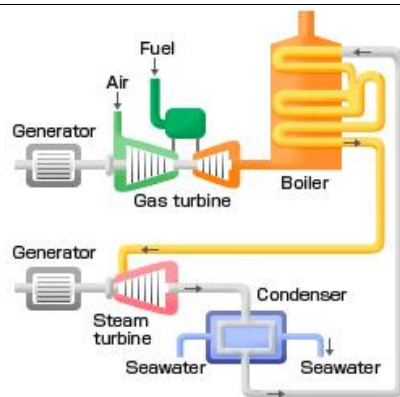
전 세계에 설치한 동사의 가스터빈 개수는 7,000여 개로 세계 최대 규모에 달한다. 전 세계 약 12,000개인 가스터빈 수를 고려했을 때 **약 58%의 시장점유율을 차지**하고 있는 것이다. 가스터빈은 단독 배열하는 단순 형태보다 가스터빈과 증기터빈을 함께 배치했을 때(Combined 1X1CC), 가스터빈 2개와 증기터빈(Combined 2X1CC)을 함께 배치했을 때 출력량이 51~200%까지 증가한다. 이미 HDGT를 사용하는 발전소에서 발전 효율성을 위해 가스터빈을 추가 배치하거나, 가스터빈을 새로 설치하는 발전소에서 Combined 2X1CC를 채택하는 사례가 증가할 것이며, 이는 장비 수주에 긍정적인 영향력을 미칠 것으로 전망한다.

GEV Gas Turbine(9HA)



출처: GEV, RFS Team 5

Gas Turbine Combined cycle



출처: GEV, RFS Team 5

동사의 H-Class 가스터빈은 탄소포집시스템의 성공적 결합 등으로 경쟁사 대비 확실한 비교 우위를 가질 것이다. GEV와 지멘스의 H-Class 가스터빈은 출력량, 효율성 등 기본 성능 스펙에서는 큰 차이를 보이지 않으나 GEV는 타기업과 차별되는 사업부끼리의 결합 시너지가 돋보인다. 동사는 9HA.01, 9HA.02, 7HA.03을 필두로 **H-Class 복합발전소에 탄소포집시스템(CCS)을 도입해 LNG 발전을 사용하면서 발생하는 적은 탄소도 절감할 수 있는 결합에 성공**했다. 한편 지멘스의 경우 수소터빈 기술력에 많은 투자를 하고 있으나, 상용화 단계까지 빠른 시일 내에 도달하기 어렵고 동사의 CCS 같이 즉시 적용 가능한 가스터빈 기술 도입도 미미한 상태이다.

1-(3). 항공 엔진 시장의 섯별 Aero GT

Aeroderivative Gas Turbine(Aero GT)는 시장 내 압도적인 M/S를 통해 안정적인 수주를 안겨줄 품목으로 전망한다. Aero GT는 제트엔진 기술을 기반으로 한 항공엔진파생형이다. 항공 산업은 전 세계 탄소 배출량의 약 2%를 차지하여 강한 탈탄소 압박을 받는 산업군 중 하나로, 연료 혁신과 항공기 엔진 기술 개발이 최근 화두로 떠올랐다. 이에 기존 디젤 왕복 엔진보다 탄소 절감은 물론 연료 비용, 유지 비용, 열 방출량 등에서 우위에 있는 Aero GT에 관심이 쏠리고 있다.

Aero GT VS. 기존 디젤 엔진 스펙 비교

115MW System	Aero GT(복합발전)	디젤 왕복 엔진
연료	LPG	HFO
연료 비용(\$/mil/년)	83.70	84.84
열 방출량(kJ/kWh)	6990.3	7730.1
유지 비용(\$/mil/년)	2.62	9.57

출처: GEV, RFSTeam 5

SAF: Sustainable
Aviation Fuel
(지속가능한 항공유)

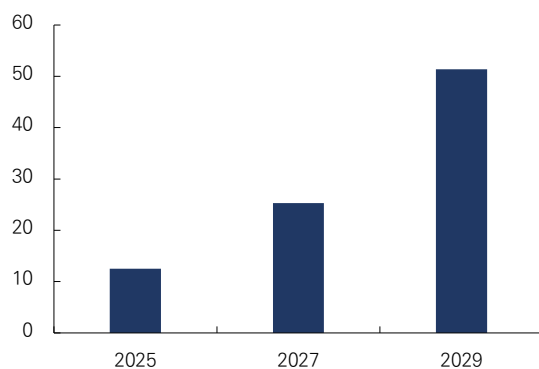
SAF는 생물 유기체에서 기인한 바이오유를 사용하여 생산 및 사용되는 모든 과정에서 화석 연료보다 이산화탄소 배출량을 약 75% 절감할 수 있으며 미립자, 황 같은 유해 배출물이 감소한다. SAF의 점진적인 비중 확대가 자명한 상황에서 동사의 Aero GT는 SAF를 사용한 실증 비행 시험을 실시하는 등 SAF에 대한 적응성에 대한 검증을 꾸준히 해오고 있다. 모든 모델에 대해서 SAF 호환이 가능한 기업은 동사와 롤스로이스 홀딩스만이 유일하며, 이는 항공 산업 탄소 절감 기조 속 확실한 경쟁력이 될 것이다.

세계 SAF 시장 규모 전망

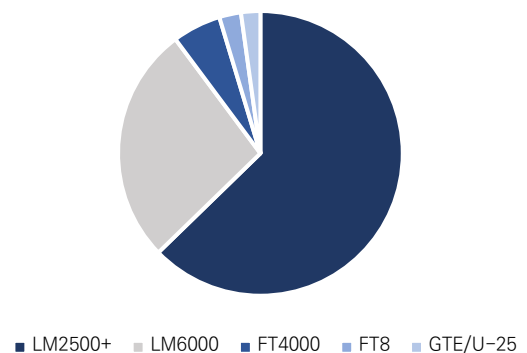
(단위: 억 달러)

Aero GT M/S

(단위: %)



출처: 프라이먼스 리서치, Team 5



출처: CJJ, Team 5

2022년 전 세계 Aero GT Model 시장에서 동사의 LM2500+, LM6000 90%의 점유율을 차지했다. Aero GT 판매량은 '22년 48대로 YoY +153%를 기록하며 이전 3년 대비 역대급 성장률을 보여주었다. 이는 Covid-19 이후 여객항공기의 수요 상승이 이끈 결과로, Aero GT의 수주 및 판매량은 항공기 수요에 연동되는 경향을 보인다. 최근 보잉 항공기 안전 문제로 인해 항공기 신규 수요는 줄어들 수 있으나, 기존 Aero GT의 점검 및 서비스 수요가 증가하여 Aero GT M/S를 장악한 동사에게 큰 리스크로 작용할 것으로 보이지 않는다.

Investment Point 2. 강력한 펀더멘탈의 첫걸음, Power Service

Power 서비스 매출

= 동사 OPM 증가의 Key

동사 실적의 50%를 담당하고 있는 서비스 매출은 안정적인 현금흐름을 바탕으로 동사의 FCF를 늘리는 실적의 Key이다. 2018년 이후 서비스 매출 비중과 Segment OPM 간 상관관계는 0.75로, 동사의 발전 부문 서비스 매출 비중이 증가하면 EBITDA 마진도 증가하는 경향을 보인다. 동사의 서비스 매출은 1) LTSA(장기계약), 2) 글로벌 LNG 과잉투자 사이클, 3) 늘어나는 업그레이드 수요를 성장 동력으로 하여 6%대의 OPM 개선을 이루어 낼 것으로 전망한다.

2-(1). 안정적 현금흐름을 만들어내는 LTSA

LTSA

: 서비스 매출의 절반 차지

25% 이상의

가스터빈 잔여 계약 기간

10년 이상

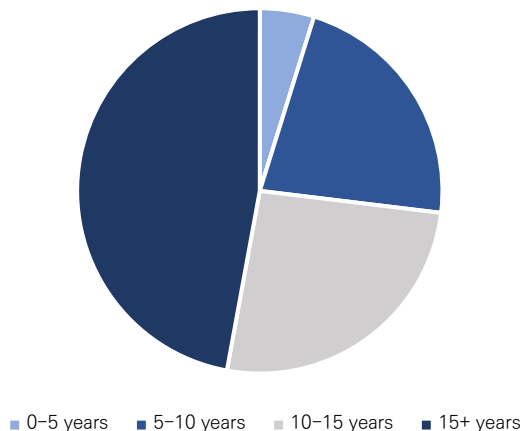
전사 매출의 40%를 차지하는 가스발전 유지보수 서비스 매출은 동사의 폭넓은 점유율과 장기계약(LTSA)을 토대로 지속적인 현금흐름을 창출할 것이다. 평균적인 설비 수명이 30~40년으로 길고 지속적인 유지보수가 요구되는 발전기기의 특성 상 초기 계약 회사와 장기적으로 계약하는 경우가 많으며, 이 과정에서 안정적인 서비스 매출과 추가 판매가 발생한다. 현재 설치된 동사의 7천여 개의 가스터빈 중 25%에 해당하는 1천 7백여 개의 가스터빈은 여전히 10년 이상의 계약 기간이 남은 상태로, 업황에 관계없이 일정한 현금흐름을 가져다 줄 캐시카우의 역할을 톡톡히 해낼 것이다. 동사의 서비스 매출 중 절반이 이러한 장기계약(LTSA; Long-Term Service Agreements)에서 발생하고 있으며, 장기계약의 재계약 성공률은 역사적으로 70%를 웃돌고 있다.

업황이 좋을 것으로 예상되는 근 5년 간의 LTSA 매출은 추가적인 성장을 보일 것으로 전망한다. 평균 LTSA 매출은 가스터빈 O&M (Operation & Maintenance) 추정치에 대해 장기적으로 성장하는 모습을 보여준다. LTSA를 바탕으로 지속적인 서비스 제공이 예상되는 계약은 재무제표 상 수주(Backlog)항목에 포함되어 나타나고 있으며, 1Q24기준 \$43bn의 수주잔고 중, 72%가 10년 이상의 계약 기간을 가지고 있는 상태이다. 동사의 서비스 잔고는 비교적 안정적으로 유지되고 있어, 서비스 수주(Q)가 유지되는 상태에서 LTSA 매출(P)이 증가하여 장기적으로 매출에 긍정적인 영향을 미칠 것이라 예상한다.

LTSA P = 장기적 성장

LTSA Q = 안정적 유지

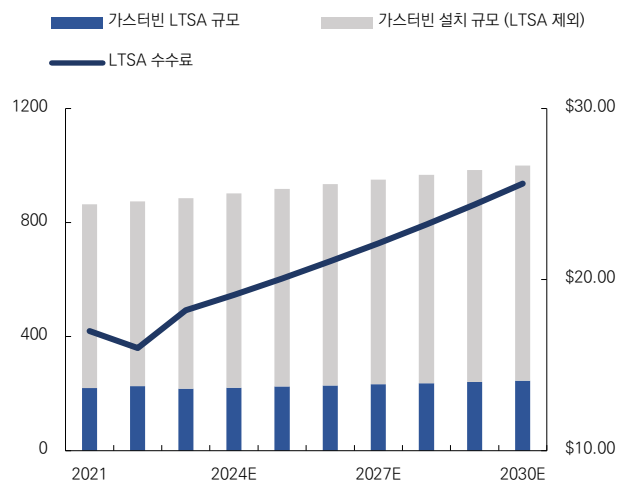
Heavy Duty 가스터빈의 잔여 계약 연수



(단위: %)

GEV 가스터빈 설치 규모 및 LTSA 수수료 전망

(단위: 대, \$)



출처: Morgan Stanley, GE Vernova, RFS Team 5

출처: GE Vernova, RFS Team 5

가스터빈 가동 가능 시간 ↓
시동 및 정지 횟수 ↑

→ 유지보수 수요 증가

가스터빈의 유지보수 비용을 결정하는 요인은 **1) 연간 가동 가능 시간, 2) 시동 및 정지 횟수**이다. 전력 수요가 급증하는 상황에서 가스발전은 이를 충당하기 위해 더 자주 시동하면서 연간 가동 가능 시간이 짧아지고 유지보수 비용이 증가할 것이다. 가스터빈의 기본 가동 가능 시간은 연 8,000시간, 시동 횟수는 25회이다. 시동 횟수가 많아질수록 가스터빈 내 변형이 발생하여 연 가동 가능 시간이 짧아진다. 실제로 **1990년대 이후 천연가스 수요가 점차 증가하면서 시동 횟수 150회, 연간 가동 가능 시간은 5,000시간으로 짧아졌다**. 이에 가스터빈 유지보수가 더욱 잦아지면서 서비스 매출은 꾸준한 상승세를 보일 것이다.

2-(2). 판매량과 서비스 매출, 두 마리 토끼 잡을 천연가스 사이클

LNG 공급 증가

→ 천연가스 과잉투자

→ 가스터빈 판매
& 서비스 수주 증가

과거 천연가스 과잉투자 사이클이었던 2013~2018년과 유사하게, 가스 터빈 관련 서비스 매출이 큰 폭으로 증가할 것이다. 글로벌 가스터빈 시장은 2015년 피크를 찍고 하락 사이클에 진입했다. 당시 GE와 같은 터빈 공급자들은 캐파를 확장하여 수요를 충당했고, 이를 기반으로 '18년까지 실적이 증가했다. 2005년 이후 글로벌 LNG 공급 사이클에서 **전체 LNG 공급 증가율과 동사의 POWER 부문 서비스 수주잔고의 증가량(YoY)는 0.8의 높은 상관관계**를 보인다. 천연가스 과잉투자 사이클의 초입이었던 22~23년을 지나, '24년부터는 본격적으로 사이클이 시작되며 LNG 공급 증가율과 동사의 서비스 매출 증가율이 동반 성장할 것으로 예상된다.

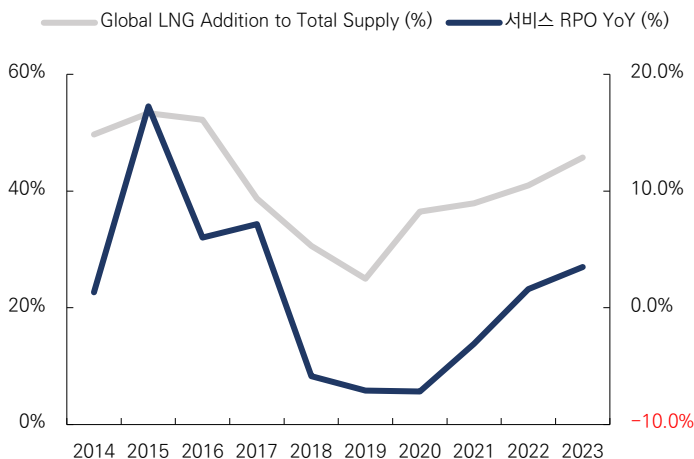
'24년은 동사에게 글로벌 LNG 과잉투자 사이클을 바탕으로 가스터빈 판매량 증가에 따른 가스터빈 서비스 매출 증가의 연속적인 수혜를 가져다 줄 것이다. 동사의 **서비스 매출은 가스터빈 판매량에 2년 후행하는 모습**을 보인다. 이는 수주 잔고에 반영되지 않는 단기적, 일시적 서비스 매출이다. 가스터빈은 통상 가동 후 3년째부터 발전 효율의 2%, 열효율의 1%가 하락하는 경향을 보인다. 이에 가스터빈 판매 후 정기적으로 유지보수를 위한 검사를 실시하며, 이것이 동사의 서비스 매출에 영향을 미친다. **'22년 가스터빈 판매량은 YoY 62.9% 증가하였으며, 이로 인한 서비스 매출 증가는 2024년에 반영될 것으로 전망한다.**

LNG 공급 증가율 & Power 서비스 RPO YoY

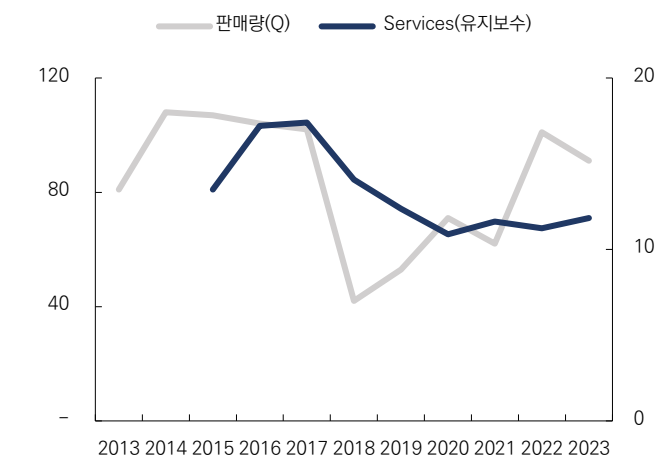
(단위: %)

가스터빈 판매량 & Power 서비스 매출

(단위: 개, 백만 달러)



출처: RFS Team 5



출처: RFS Team 5

2-(3). AI로 가는 길, 가스터빈 업그레이드는 필수

AGP (Advanced Gas Path)
= 가스터빈 업그레이드 서비스

전력 수요 증가로
가스터빈 효율 증가 필요

High-Class 가스터빈일수록
유지보수 비용 증가

동사는 AGP (Advanced Gas Path) 서비스를 제공하여 기존 가스터빈의 효율을 높이는 동시에 서비스 매출을 발생시키고 있다. AI향 전력 수요가 증가하고 가스 터빈의 효율이 향상되면서 기존 가스터빈의 효율을 높이려는 시도가 찾아지고 있다. 동사는 쿠웨이트, 카타르 등에서 AGP를 통해 9F 가스터빈 업그레이드 계약을 체결한 바 있다. AGP를 통해 기존 9F 가스터빈은 열 소비율이 1.8% 낮아지고 출력은 6.3% 개선되어 개별 발전 기기 당 70MW의 추가 전력 생산 효과를 볼 수 있다. 동사는 AGP 서비스를 통한 업그레이드 가스터빈 설치 이후 평균 7년 동안의 추가 서비스 제공 계약을 맺어 장기적인 고객관리에 집중하고 있다. 지금까지 대부분의 AGP는 7F와 9F 가스터빈에 주로 적용되어 왔다. 현재 동사의 7F 가스터빈은 약 950개, 9F 가스터빈은 약 450개 설치되어 있으며, 아직 AGP를 통해 업그레이드를 하지 않은 가스터빈은 절반 정도로 추정된다.

가스터빈 업그레이드 수요 증가와 동시에 High-class 가스터빈 유지보수 비용이 증가하여 동사의 서비스 매출에 긍정적 영향을 미칠 것이다. 가스터빈의 유지보수 비용은 Class가 높을수록 증가하는 경향을 보인다. 일례로 7F-class 터빈의 유지보수 비용은 같은 사이즈의 7E-class 터빈보다 50% 높다. 같은 Class에서 사이즈가 증가한 7E 터빈과 5E 터빈의 유지보수 비용은 15% 차이밖에 나지 않는 것과 비교하면, 가스터빈의 효율이 유지보수 비용에 큰 영향을 미침을 체감할 수 있다. 동사의 주력 상품인 H-class 터빈의 연간 유지비용은 \$ 13.10/kW로, 기존 F-class 터빈의 유지보수 비용 7\$/kW의 두 배 가까이 되는 것으로 추정된다. 이는 곧 H-Class로의 업그레이드 수요와 함께 장기적인 서비스 매출 또한 증가할 것을 의미한다.

가스터빈 용량 별 O&M 지출

	발전 효율	고정 O&M 비용 (\$/kW)	총 O&M 비용 (Millions of USD)
Aeroderivative 100MW Simple Cycle	41.5%	16.3	123.5
F-Class 240 MW Simple Cycle	38.2%	7.0	165.8
H-Class 430 MW 1X1 Combined Cycle	58.9%	13.1	453.2
H-Class 1100 MW 2X1 Combined Cycle	59.4%	12.2	958

출처 : Mitsubishi Power, RFS Team 5

Investment Point 3. 큰 그림 Grid

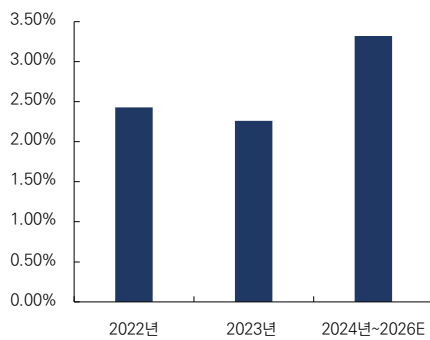
그리드 자동화:
변압기, 차단기의 모니터링
및 진단 솔루션과 변전소의
보호 및 제어 기능 제공

본 투자포인트에서 언급하는 Electrification사업부는 2023년 약 63억 달러에서 25년 약 80억 달러로 약 26% 성장을 전망한다. 이는 1) 벨류체인 상단 데이터 센터의 높아진 전력량 수요(Q)와 2) 미국의 노후화된 전력망 교체 수요가 맞물렸기 때문이다. 이를 근거로 30년까지 미국, 유럽의 고전압 스위치 기어 장비와 변압기 수요는 각각 약 CAGR +7%, 9% 상승할 것으로 전망한다. 산업 전반의 배경 속에 Electrification 사업부 전체 매출 80억 달러, 그리드 솔루션의 16.4% 성장을 통한 턴어라운드가 기대된다.

따라서 본 리서치팀은 가장 큰 규모(약 63%)를 차지하고 있고, 공급자 우위가 지속되는 시장 속에서 수요와 가격 역학 관계가 강력한 전기화사업 실적 견인의 Key인 '그리드' 솔루션에 집중하였다.

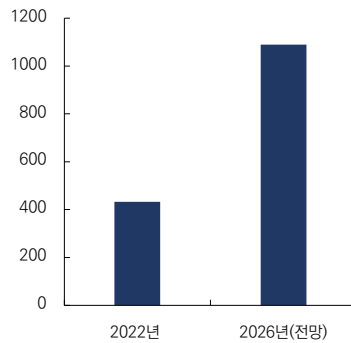
글로벌 전력 수요 전망

(단위 : %)



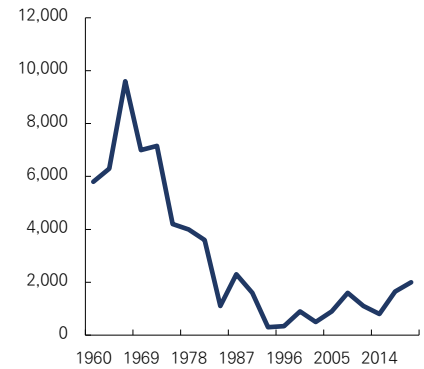
출처 : IEA, RFS Team 5

Data Center 전력 소비량 전망 (단위 : TWh)



출처 : IEA, RFS Team 5

연도별 미국 전력망에 추가된 송전선 (단위 : Mile)



출처 : EEI, FERC, RFS Team 5

3-(1). 전력 전방 고객 준비완

25년 동사 Electrification 사업부는 EBITDA 6.8억 달러 규모의 마진 개선을 전망한다. 유의미한 가격 인상, 고객사의 물량 증가를 바탕으로 한 생산성 향상은 동 사업부 Top-Line의 성장을 견인할 것이다. 즉, 미국 전역의 송전망 교체로 인한 고객사의 설비 투자 증가와 IRA의 본격적 효과는 그리드 연결 필요성을 가져오며 **그리드 솔루션의 25년 약 51억 달러(+16%, YoY) 매출 달성을 전망한다.**

미국 송전망 노후화로공급
자 우위 시장에서 가격(P)
인상 움직임

22년 미국 유틸리티 기업들은 송전 설비 투자에 270억 달러, 배전 설비 투자에 510억 달러를 투자하며 12년부터 연평균 8.6%를 투자해 왔다. 하지만, 전체 송배전 설비투자에서 증설 설비투자는 28% 수준이며, 교체 및 업그레이드 설비투자가 72%를 차지했다. 결과적으로 미국의 그리드 설비 투자가 기본 전력 부하를 훨씬 앞지르는 주요 이유는 미국 그리드의 노후화에 있다. 노후된 전력망을 교체하기 위한 고객들의 수요 증가는 동사를 공급자 우위로 이끌었다. **실제, 23년 기준 미국 변압기 단가(HS Code: 8504)는 전년 대비 약 38% 증가하였으며, 이러한 상황에서 가격(P) 인상의 움직임 역시 증가할 것으로 판단한다.**

재생 가능 전력에 집중하는
미국, 동사의 Q로 흡수될
예정.

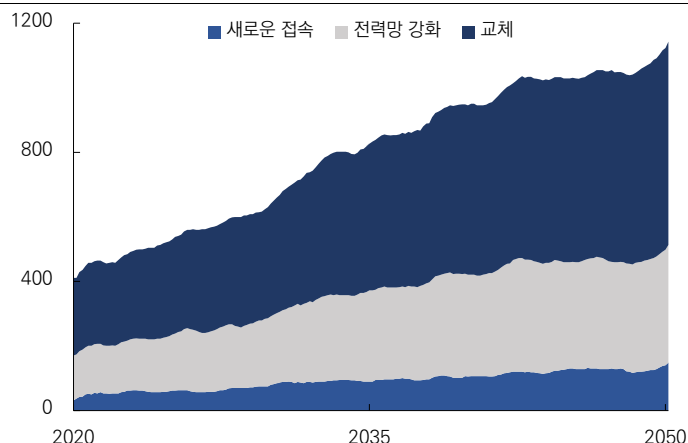
더불어 미국 재생 가능 전력 용량의 증가세에 힘입어 그리드 부품 수요(Q) 확장까지 기대된다. 실제 미국은 IRA법안을 등에 업고, 30년까지 신재생 생산능력을 66GW까지 증가할 예정이다. 이는 22년 대비 약 140% 증가한 수치로, 이를 통한 **풍력용 케이블 시스템과 태양광 인버터의 전방 수요 역시 증가하며 동사의 미국 M/S 역시 최소 4% 이상 확대할 것으로 전망한다.**

글로벌 연간 전력망(그리드) 투자 전망

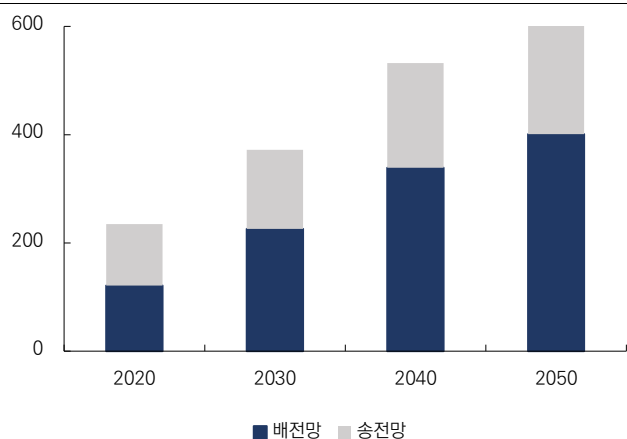
(단위: 십억 달러)

2020~2050년 송배전망 투자비중

(단위: kV)



출처: RFS Team 5



출처: RFS Team 5

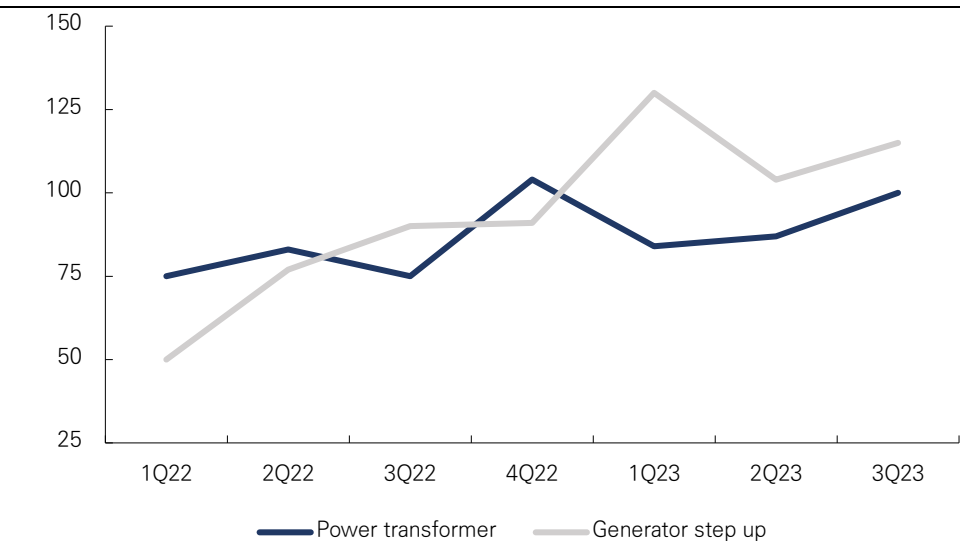
3-(2). 기존 백로그 Okay

기존 수주 계약 원활히 이행
= 수주잔고 마진을 증가 바탕

21년 대비 89% 증가한 강력한 수주잔고를 바탕으로 24년 약 70억 달러 매출 달성을 전망한다. 23년 보수적 추정을 통해 동 사업부 수주잔고 마진 5% 증가, 1Q24 Book-to-Bill 비율 2.2배 달성을 확인하였다. 이를 통해 길어진 변압기 리드타임의 수요를 동사가 충족할 수 있을 것으로 판단한다. 대형 변압기의 평균 리드 타임은 21년 115주에서 23년 130주로 약 13% 상승했다. 현재 리드타임이 평균 80주~150주 사이에 형성되어 있다는 점을 감안했을 때, 길어진 리드타임 속에서 선 주문 고객들의 수주 처리 속도를 얼마나 따라가는지가 관건이다. 이에 동사는 1Q24, 공급망 일부의 재고 처리를 단품 흐름의 린 라인으로 전환하며 수주 부담을 원활히 해결할 전망이다. 실제로 24년 1월 수주 재고는 약 50% 감소하였고, 생산량 역시 약 15% 증가하며 기존 수주 계약을 원활히 이행할 것으로 기대된다.

Power Transformer and GSU lead times

(단위: 주)



출처: Bloomberg, RFS Team 5

3-(3). 신규 백로그까지 Okay

유럽 신규 수주 기대감

25년 이후에도 기존 수주계약 이행과 함께 유럽 신규 수주 잔고 성장으로 인한 마진 개선 업사이클을 전망한다. 동사의 수주잔고가 매출액으로 인식되는 기간은 약 2년으로, 잔고의 최대 50%가 2년뒤 매출액으로 전환될 것으로 추정한다. 따라서, 23년 당시 유럽이 견인한 신규 수주는 25년 약 30억 달러의 매출을 견인할 것으로 전망한다. 이는 유럽 향 신규 수주 비중이 증가했기 때문인데, 미국 외 유럽의 주문 비중이 증가함에 따라 신시장의 수주 효과가 가시화되는 시점은 25년부터로 판단한다.

실제 유럽의 경우 현재 TenneT와 북해에서 50억 달러 규모의 5개의 주요 HVDC(초고압 직류 송전) 신규 계약을 체결했을 뿐만 아니라 EGL과도 HVDC 변환기 스테이션 2개 공급, 건설하는 등 HVDC 제품을 통한 유럽 신규 수주 유치가 증가하고 있다. 동사의 유럽 향 신규 수주 증가와 우월한 수주 처리 능력에 힘입어 동사 수주잔고는 21-23년 최소 CAGR +38%를 능가할 것이다.

IV. Risk

GEV 성장의 마지막 퍼즐, WIND

1) 인플레이션과 이자율 상승으로 인한 비용 압력, 2)PTC(생산세 공제) 보조금 만료의 리스크가 존재하지만, 25년 WIND 사업부의 약 100억 달러 매출 실현, EBITDA 약 3.1억 달러 달성을 통한 수익성 개선을 전망한다. 유일한 적자 사업부인 WIND의 수익성 개선은 동사 EBITDA 마진 확장의 마지막 퍼즐이 될 것이다.

해상 풍력의 인플레이션 압력과 이자율 상승으로 인한 프로젝트 계약 취소 우려는 제한적이다. 미국의 경우 해외 장비와 자재에 의존하고, 연안 해역까지의 거리가 멀기에 이자율 상승으로 인한 비용의 통제가 중요하다. 실제 미국 풍력사업 PF 이자율은 2021년 초 0.1%에서 2023년 말 5.4%로 상승하며 해상 풍력의 추정 LCOE(균등화 전력비용)가 19년부터 23년까지 연평균 8.7% 증가했다. 이를 근거로 미국 전반에 걸친 13GW의 계약 취소 등 동사의 프로젝트 중단 사례가 늘어나 22년~23년 당시 풍력 사업 매출액이 -23% 감소하기도 하였다.

동사의 육상 풍력 점유율은 미국 전역의 56% 수준으로 현재 육상 풍력의 린 제조 및 단순화가 진행됨을 감안했을 때, 해상 풍력 잔고로 인한 단기적 지연 문제가 부분적으로 상쇄됨에 따라 풍력 사업의 전반의 마진은 개선될 것으로 전망한다. 더불어, 24년 애리조나주 남부 20% 전력 생산이 가능한 선지아 프로젝트의 완공 등 동사 육상풍력의 우월한 시장 경쟁성을 바탕으로 해상 풍력의 리스크를 일부 해소할 것으로 판단한다.

또한, PTC(생산세 공제) 보조금이 IRA 법안 통과로 32년까지 연장됨에 따라 해상 풍력 역시 견조한 설비 증설이 이어질 것으로 전망한다. 과거 PTC는 미국의 풍력 산업 발전 요구에 따라 지속적으로 연장되어 왔지만, 보조금 지원이 만료된 03년, 12년, 21년 당시 평균 생산 설비는 약 51% 하락하며 PTC의 만료 일정에 대한 우려가 존재했다. 하지만, IRA 법안 통과로 본 팀이 추정하는 25년까지의 PTC 만료에 대한 우려는 기우일 것으로 판단하며 현재 동사의 풍력 총 용량인 118GW를 감안했을 때, 35만\$의 비용 절감까지 기대된다.

GEVWind 계약 현황

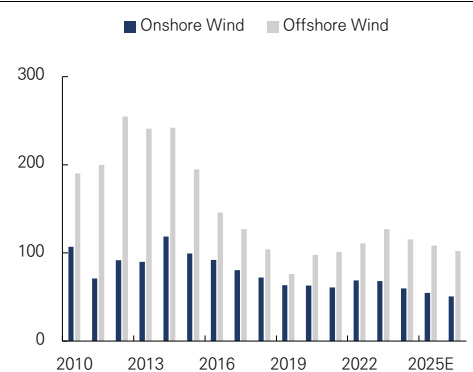
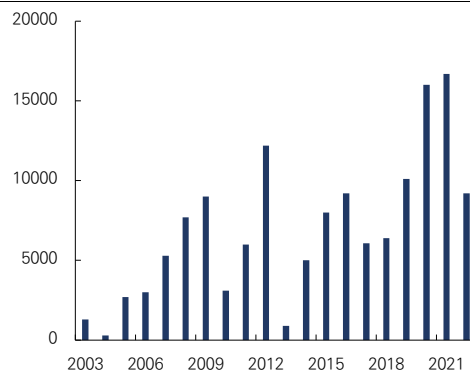
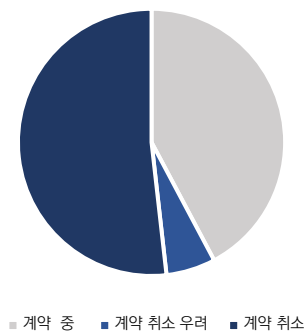
(단위: %)

미국 풍력 발전 용량 추이

(단위: TWh)

LCOE(균등화 전력비용) 추정

(단위: 백만 달러)



출처: IEA, RFS Team 5

출처: IEA, RFS Team 5

출처: RFS Team 5

V. Estimate Logic

매출 추정

매출 추정

(단위: Billions of USD)	2021	2022	2023	2024E	2025E
전체 매출액	33.01	29.65	33.24	36.20	42.65
YoY%		-10.2%	12.1%	8.9%	17.8%
Power	16.73	16.12	17.44	19.53	24.48
% of sales	50.7%	54.4%	52.5%	53.9%	57.4%
Wind	11.54	8.91	9.83	9.95	10.42
% of sales	35.0%	30.0%	29.6%	27.5%	24.4%
Electrification	5.29	5.08	6.38	7.06	8.03
% of sales	16.0%	17.1%	19.2%	19.5%	18.8%
기타	(0.55)	(0.45)	(0.40)	(0.34)	(0.29)
% of sales	-1.7%	-1.5%	-1.2%	-0.9%	-0.7%

출처: RFS Team 5

Power

동사의 Power 사업부 장비, 서비스 수주 잔고는 글로벌 LNG 공급 증가와 높은 상관관계(0.9)를 가지는 것으로 파악했다. 따라서 IEEFA의 전망치를 바탕으로 장비와 서비스 수주 잔고를 추정한 후 매출에 반영하였다.

Wind

동사 Wind 사업부의 경우, 매출액이 수주 잔고 증가율을 2년 후행 한다는 것을 확인하였다. 따라서, 21-22 수주잔고의 증가율(-0.82%)은 23년 ~ 24년 당시 매출로, 22-23 수주 잔고 증가율(+5.17%)은 24-25년 매출로 인식한다고 가정하여 추정하였다.

Electrification

Grid Solution을 중점으로 추정을 진행하였다. 다만, 해당 부문만의 RPO가 공개되지 않아, 핵심 제품인 Switchgear와 Power Transformer의 시장 규모를 중심으로 Top-Down 방식을 사용했다.

요약 손익계산서

(단위: Billions of USD)	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출	33.01	29.65	33.24	36.20	42.65
YoY%		-10.2%	12.1%	8.9%	17.8%
매출원가	28.06	26.20	28.42	29.41	33.44
매출총이익	4.95	3.46	4.82	6.79	9.20
매출총이익률	15.0%	11.7%	14.5%	18.7%	21.6%
영업비용	5.83	6.34	5.74	5.94	7.04
영업이익	(0.88)	(2.88)	(0.92)	0.85	2.17
OPM %	-2.7%	-9.7%	-2.8%	2.3%	5.1%
당기순이익	(0.63)	(2.74)	(0.44)	1.05	2.10
NPM %	-1.9%	-9.2%	-1.3%	2.9%	4.9%

출처: RFS Team 5

VI. Valuation

GE Vernova SOTP Valuation

GE Vernova SOTP Valuation		
Power EBITDA	3,392 (Mn USD)	(A1)
Target EV/EBITDA	12 (배)	(B1)
Wind EBITDA	521 (Mn USD)	(A2)
Target EV/EBITDA	11 (배)	(B2)
Electrification EBITDA	683 (Mn USD)	(A3)
Target EV/EBITDA	18 (배)	(B3)
Enterprise value	57,282 (Mn USD)	(C) = (A)*(B)
이자부부채	432 (Mn USD)	(D) 1Q24 기준
현금성자산	3,255	(E)
순현금	2,823	(F) = (E) - (D)
Equity value	60,105 (Mn USD)	(G) = (C) + (F)
발행주식수	274.09 (백만 주)	(H)
적정주가	219.29 \$	(I) = (G)/(H)
Target Price	220 \$	목표주가
Current Price	177 \$	24.05.28 기준 종가
Upside	24.0 %	

출처: RFS Team 5

동사의 가치평가 방식으로 SOTP Valuation 방식을 채택하였다. GE Vernova는 전력 발전 산업 전반을 영위하는 기업으로, 유사한 사업 구조를 가진 Peer 선정이 어렵다. 또한, 분할 후 상장된 기간이 길지 않아 절대가치 비교법에 사용되는 Beta, 자기자본비용 등의 지표를 계산하는데 한계를 가진다. 이에 따라 각 사업부별 Peer를 선정해 영업가치를 비교하는 EV/EBITDA Valuation 방식이 적합하다고 판단하였으며, Peer Group은 다음과 같다.

Power: Mitsubishi Heavy Industries, Ltd, Siemens Energy AG

Wind: Nordex SE, Vestas Wind Systems A/S, Siemens Energy AG

Electrification: Hitachi, Eaton, Mitsubishi Electric, Schneider Electric

앞서 언급한 사업부별 추정 논리를 바탕으로 25년 Total EBITDA 45억 달러, EV/EBITDA 12.75배를 적용해 Target Price 220달러, 상승여력 24%, 투자 의견 BUY를 제시한다.

예상 포괄손익계산서 (요약)(백만 달러)	2022	2023	2024E	2025E
매출액	29,654	33,239	36,197	42,645
매출원가	26,196	28,421	29,411	33,442
매출총이익	3,458	4,818	6,785	9,203
영업비용	6,339	5,741	5,832	6,352
영업이익	(2,881)	(923)	879	2,209
유무형자산상각비	1,797	964	1,520	2,345
EBITDA	(428)	807	2,399	4,554
영업 외 손실	(407)	(793)	(434)	(438)
세전이익	(2,474)	(130)	1,313	2,646
법인세비용	248	344	276	556
비지배주주귀속 손익	14	(36)	(41)	(48)
당기순이익	(2,736)	(438)	1,078	2,138
EBITDA 마진율 (%)	(1.4%)	2.4%	6.6%	10.7%
영업이익률 (%)	(9.7%)	(2.8%)	2.4%	5.2%
당기 순이익률 (%)	(9.2%)	(1.3%)	3.0%	5.0%

예상 재무상태표 (요약)(백만 달러)	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	25,901	27,482	30,075	31,767
현금 및 현금성자산	2,067	1,551	1,860	2,569
매출채권 및 기타채권	6,500	7,409	8,001	9,348
재고자산	7,893	8,253	8,115	9,095
기타유동자산	9,441	10,215	12,099	10,755
비유동자산	18,570	18,693	18,584	18,485
관계기업투자등	3,685	3,555	3,555	3,555
유형자산	5,105	5,228	5,354	5,483
무형자산	5,338	5,479	5,624	5,772
기타비유동자산	4,442	4,431	4,051	3,675
자산총계	44,471	46,121	48,659	50,252
유동부채	26,042	29,306	30,958	31,935
매입채무	8,353	7,900	8,894	10,664
단기금융부채	121	145	132	121
기타유동부채	17,568	21,261	21,932	21,150
비유동부채	6,822	8,435	8,517	8,324
장기금융부채	360	294	268	245
기타비유동부채	6,462	8,141	8,249	8,079
부채총계	32,864	37,741	39,475	40,259
모기업 투자	12,106	8,051	8,497	9,149
기타포괄손익 누계액	-1,456	-635	-277	-120
비지배주주지분	957	964	964	964
자본총계	11,607	8,380	9,184	9,993
부채 및 자본총계	44,471	46,121	48,659	50,252

예상 현금흐름표 (요약) (백만 달러)	2022	2023	2024E	2025E
영업활동으로 인한 현금흐름	(114)	1,186	1,834	2,448
당기순이익	(2,722)	(724)	1,281	2,860
유무형자산상각비	1,797	964	1,448	1,704
비현금항목	1,652	2,289	1,971	2,130
비현금 운전자본 변동	(827)	(1,692)	37	(286)
투자활동으로 인한 현금흐름	(322)	(734)	(1,060)	(1,324)
고정 & 무형자산 변동	(460)	(684)	(988)	(1,234)
인수 & 사업매각	0	0	0	0
기타	138	(50)	(72)	(90)
재무활동으로 인한 현금흐름	811	(408)	(800)	(817)
배당금	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	15	16	31	32
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0
기타	796	(424)	(831)	(849)
현금의 증가	288	-516	309	709
기초현금	1,800	2,067	1,551,	1,860
기말현금	2,067	1,551	1,860	2,569
Free cash flow	(627)	442	1,013	1,534

예상 주당가치 및 Vauation (\$,배,%)	2022	2023	2024E	2025E
P/E (x)			42.4	28.19
P/B (x)			4	3.4
EV/EBITDA (x)			17.97	12.76
EPS (\$)	-9.89	-1.6	4.67	10.44
BPS (\$)	42.35	30.57	33.51	36.46
배당성향 (%)				
배당수익률 (%)				
매출액증가율 (%)	-10.20%	12.10%	8.90%	17.80%
EBITDA증가율 (%)	적전	흑전	197.30%	89.80%
조정영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	151%
EPS증가율 (%)	적지	적지	흑전	98.40%
매출채권 회전율 (회)	4.6	4.5	4.6	4.6
재고자산 회전율 (회)	3.3	3.4	3.3	3.3
매입채무 회전율 (회)	3.1	3.6	3.1	3.1
ROA (%)	-6.15%	-0.95%	2.22%	4.25%
ROE (%)	-23.60%	-5.23%	11.74%	21.39%
부채비율 (%)	283.10%	450.40%	429.82%	402.87%
유동비율 (%)	99.50%	93.80%	97.15%	99.47%