

지앤비에스 에코 (KOSDAQ: 382800)

"From Filthy to Wealthy"

Key Point 1: 반도체 — Fab CAPEX를 절감하는 Lock-In 해자와 2026~2028 증설 모멘텀

동사의 무폐수 스크러버(WFPS)는 Fab의 용·폐수 배관과 종단 중앙 폐수처리장 자체를 배제하는 인프라 설계를 가능케 해 Fab당 약 150억 원의 건설·운영 비용을 절감하고, 공정 세대 교체에 유연하게 대응하며 고객을 Lock-In한다. SK하이닉스·Intel·TSMC와 중국 메모리(SMIC·YMTC 등)에 이르는 글로벌 레퍼런스와 Qual 테스트 통과로 높은 기술 장벽을 입증했으며, '반도체 증설의 글로벌 확산'과 '친환경 규제 강화'라는 두 메가 트렌드의 교차점에 위치한다. 특히 2026~2028년 대규모 Fab 증설은 독보적인 전방 모멘텀으로, 스크러버가 장비 반입 시점에 매출을 조기 인식하는 특성상 이 인프라 투자는 동사의 중장기 실적 성장으로 고스란히 직결된다.

Key Point 2: 태양광 — 셀 공장 증설에 연동되는 후방 장비주, 변곡점 통과

동사 스크러버는 셀 공장 가동 이전 장비 반입 단계에 설치되는 선행 설비로, 태양광 매출을 좌우하는 변수는 모듈 판매량이 아니라 '셀 공장이 분기마다 얼마나 새로 지어지느냐'다. 이는 이미 실적으로 확인됐다 — 태양광 부문 매출이 '25년 97억 원에서 '26년 1분기 148억 원으로 직전 연간을 한 분기 만에 추월하며, 소규모 보조 매출에서 구조적 성장 축으로 전환되는 변곡점을 통과했다. '26년 6월 ALMM List-II가 정부 지원 프로젝트에 국산 셀 사용을 의무화하고 2.4조 루피(약 30억 달러) 규모의 PLI가 대기업의 고효율 셀 라인 증설을 자극하면서, 인도 셀 CAPEX가 +55%(\$6.4B→\$9.9B) 급증하는 강제된 증설 사이클이 동사 수요로 직결된다.

Valuation – Peer Forward PER Method

동사는 실적 턴어라운드가 뚜렷하고 인도·중국 셀 CAPEX 사이클의

(unit: KRW mn)	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
매출액	89,320	70,763	91,919	186,801	252,838
% YoY		-20.8%	29.9%	103.2%	35.4%
(-) 매출원가	51,338	43,518	68,934	151,246	197,053
매출총이익	37,982	27,245	22,985	35,556	55,784
GPM (%)	42.5%	38.5%	25.0%	19.0%	22.1%
(-) 판매비와관리비	19,791	15,597	15,229	18,545	21,243
영업이익	18,290	11,649	7,756	17,010	34,540
OPM (%)	20.5%	16.5%	8.4%	9.9%	14.3%
기타손익	2,745	2,132	-849	1,381	1,381
법인세차감전순이익	21,035	13,781	6,907	19,880	37,457
법인세비용	3,412	1,267	591	2,246	4,233
당기순이익	17,624	12,514	6,316	16,313	31,862
기본주당이익 (원)	554	393	198	554	1,001

Buy

목표주가: 11,011원

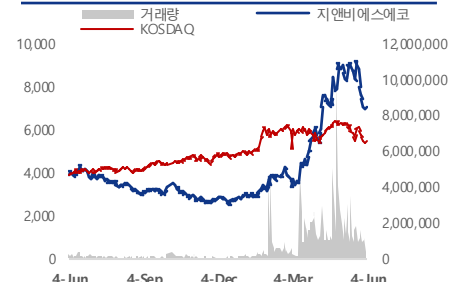
현재주가: 6,860원

상승여력: 57.75%

Stock Data

시가총액(보통주)	2,254억원
발행주식수(보통주)	31,831,041주
	14.85%
외국인 보유비중	10,150원
52주 최고가	2,550원
52주 최저가	165.8억원
평균거래대금(30일)	0.76
베타(5년)	1.72%
배당수익률	

Stock Price Performance (Index)



주가상승률	1M	6M	12M
절대수익률(%)	-20.0	146.2	79.6
상대수익률(%)	-6.9	132.7	39.0

Major Shareholders

박상순 외 14인
29.66%

Members

- 34기 고건무 (팀장, 국제통상학과)
(gunmoo02@gmail.com)
- 34기 박예준 (부팀장, 영어통번역학과)
(hems0302@gmail.com)
- 34기 서수민 (부팀장, 경제학전공)
(tjtnals09@hufs.ac.kr)
- 35기 박영민 (팀원, LD전공)
(102457@naver.com)
- 35기 엄지연 (팀원, FATI전공)
(0314jennysun@gmail.com)

Table of Contents

1. 산업분석	3
▪ 반도체 산업	
▪ 태양광 산업	
▪ 스크러버 산업	
2. 기업분석	15
▪ 기업개요 및 핵심 제품 분석	
▪ 주가 추이 분석	
3. 투자포인트	21
▪ 여전히 반도체 기조 및 Fab 투자 확대 해자	
▪ 인도 셀 CAPEX 확대에 따른 태양광 스크러버 수혜	
4. 리스크	28
▪ 주주환원 미흡 리스크	
▪ 분기 실적 변동성 리스크	
5. Valuation	29
▪ 지앤비에스 에코 매출 추정 방법론	
▪ 주요 전방 산업향 스크러버 매출 추정	
▪ 유류 사업 및 기타 사업 부문 매출 추정	
▪ 매출 추정 최종	
▪ 비용 추정	
▪ 피어 그룹 산정 및 분석	

1) 산업 분석

1-1. 반도체 산업분석

AI 반도체와 첨단 Fab의 성장

1-1.1 AI 반도체 확산과 첨단 Fab 투자 확대

최근 반도체 산업은 생성형 AI 시장 확대를 중심으로 빠르게 재편되고 있다. 엔비디아 GPU, AI 서버, HBM(고대역폭 메모리) 수요가 급증하면서 글로벌 반도체 기업들은 첨단 공정 중심의 생산능력 확대에 나서고 있다. 특히 AI 서버는 기존 서버 대비 훨씬 높은 연산 성능과 전력 효율을 요구하기 때문에, 고성능 메모리와 초미세 공정 기반 반도체 생산이 필수적이다.

공정 고도화와 PFC 가스 배출의 증가

이 과정에서 반도체 제조공정 내 식각, 증착, 세정, 확산 공정이 더욱 복잡해지고 있으며, 고온 플라즈마 기반 공정 비중 또한 빠르게 확대되고 있다. 첨단 공정일수록 공정 내부에서 발생하는 부산물과 유해가스 종류가 증가하며, CF₄-NF₃-SF₆ 같은 PFC 계열 가스 배출량이 구조적으로 확대되고 있다.

HBM 미세화와 유해가스 처리 필수성 대두

특히 HBM은 기존 DRAM 대비 TSV(실리콘 관통 전극), 적층, 열처리 공정 등이 추가되기 때문에 훨씬 높은 수준의 공정 정밀성과 열 안정성을 요구한다. 이에 따라 공정 중 발생하는 유해가스 처리 중요성 역시 크게 확대되고 있다.

삼성전자와 SK하이닉스는 AI 메모리 수요 대응을 위해 첨단 메모리 생산라인 증설과 HBM 생산 확대를 동시에 진행 중이며, TSMC 역시 AI 반도체 수요 대응을 위해 첨단 패키징 생산능력을 공격적으로 확대하고 있다.

그래프 1. 글로벌 반도체 시장 규모 추이 및 전망

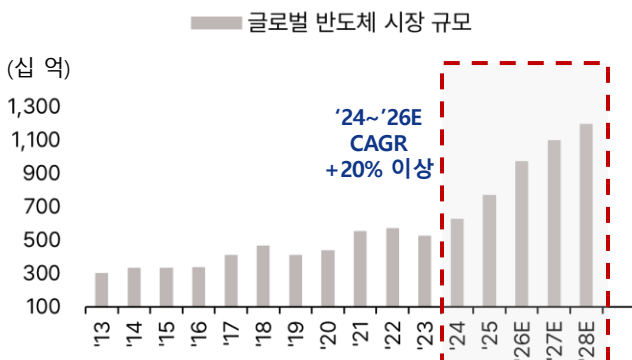


그림 1. 글로벌 반도체 기업들의 첨단 라인 증설 로드맵



자출처: WSTS, CMRC 2팀

1-1.2 첨단 미세공정과 스크러버 중요성 확대

미세 공정의 오염 제어 및 인프라의 중요성

반도체 제조공정은 웨이퍼 위에 수많은 회로를 형성하는 초정밀 공정이다. 최근 미세공정 경쟁이 심화되면서 공정 정밀도와 수율 확보 중요성이 과거 대비 크게 높아지고 있다. 특히 **DRAM 1a·1b·1c nm, 3nm 이하 파운드리 공정에서는 극미세 오염까지 제품 성능과 직결되기 때문에 공정 내부 환경 제어가 핵심 요소로 자리잡고 있다.**

생산 안정성 및 ESG 대응을 위한 필수 인프라

반도체 제조 과정에서는 다양한 특수가스와 화학물질이 사용된다. 식각과 증착 공정에서는 플루오린 계열 가스와 염소 계열 가스가 사용되며, 공정 이후에는 다량의 유해가스와 부산물이 발생하게 된다. 이러한 가스가 충분히 제거되지 않을 경우 웨이퍼 표면 산화막 형성에 영향을 주거나 공정 오염을 유발해 수율 저하로 이어질 수 있다.

이 때문에 반도체 Fab 내부에서는 공정장비와 배기라인이 연결되어 있으며, 공정 중 발생한 유해가스를 외부 배출 이전에 정화하는 **스크러버(Scrubber)가 필수적으로 사용된다.** 스크러버는 단순 보조설비가 아니라 **반도체 생산 안정성과 ESG 대응을 동시에 담당하는 핵심 인프라**라고 볼 수 있다.

과거에는 환경설비가 생산라인 후방에 위치한 부수 장비로 인식되었으나, 최근에는 첨단 공정 확대와 글로벌 환경 규제 강화로 인해 Fab 운영 핵심 설비로 중요성이 크게 확대되고 있다. 특히 AI 반도체 생산 확대는 고온 플라즈마 공정 증가와 직결되기 때문에 유해가스 처리 수요 역시 구조적으로 증가하고 있다.

친환경 공정 전환 및 방식 별 기술적 진화

1-1.3 스크러버 기술 진화와 친환경 공정 전환

반도체 스크러버는 유해가스를 어떤 방식으로 처리하느냐에 따라 Heat, Burn, Plasma, Dry, Wet 방식 등으로 구분된다. 최근 반도체 공정 고도화와 ESG 강화 흐름 속에서 기존 단순 연소 방식에서 **친환경 방식 중심으로 산업 구조가 변화**하고 있다.

Heat 방식

Heat 방식은 전기 히터 열원을 활용해 유해가스를 간접 연소시키는 방식이다. 설치 비용과 전력 소모가 비교적 낮다는 장점이 있으나, 상대적으로 낮은 운전 온도로 인해 유해가스 처리 효율이 제한적이라는 단점이 존재한다. 특히 첨단 공정에서 발생하는 고농도 PFC 가스 처리에는 한계가 있다는 평가가 많다.

Burn 방식

Burn 방식은 고온 버너를 활용해 유해가스를 직접 연소시키는 구조다. 현재 반도체 유해가스 처리장비 중 가장 널리 사용되는 방식 중 하나이며, Heat 방식 대비 처리 효율이 높다. 다만 높은 전력 사용량과 부산물 발생 문제가 존재하며, LNG 연료 공급과 안전 관리가 필요하다는 단점도 존재한다.

Plasma 방식의 고성장과 친환경 공정 대응

Plasma 방식

최근 가장 빠르게 성장하는 분야는 Plasma 방식이다. Plasma Scrubber는 전기 Torch 열원을 이용해 플라스마 상태에서 유해가스를 분해하는 구조다. 난분해성 가스 처리 효율이 높고 Burn 방식 대비 상대적으로 낮은 전력 사용량이 가능하다는 특징이 있다. 또한 부산물 발생이 적어 친환경 공정 대응에 유리하다.

특히 AI 반도체 확대와 함께 고온 플라스마 기반 식각 공정이 증가하고 있다는 점은 Plasma Scrubber 시장 성장의 핵심배경으로 볼 수 있다.

첨단 공정일수록 처리해야 하는 유해가스 종류와 배출량이 증가하기 때문에 기존 방식 대비 고효율 처리 기술 중요성이 빠르게 높아지고 있다.

Dry 방식

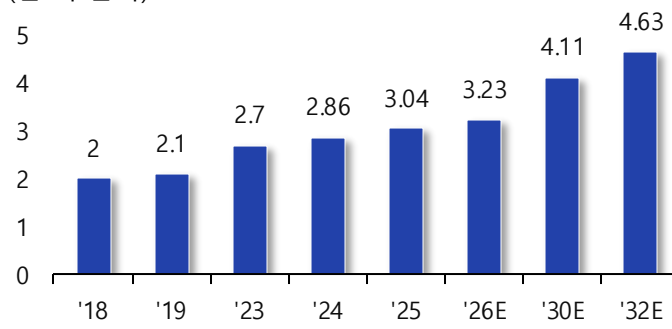
Dry 방식은 화학약제를 활용해 유해가스를 흡착·제거하는 건식 처리 구조다. 폐수 발생이 적다는 장점이 있으나, 습식 방식 대비 처리 효율이 낮고 PFC 계열 가스 처리에는 한계가 존재한다. 또한 소모성 흡착제 교체 비용 부담도 존재한다.

Wet 방식

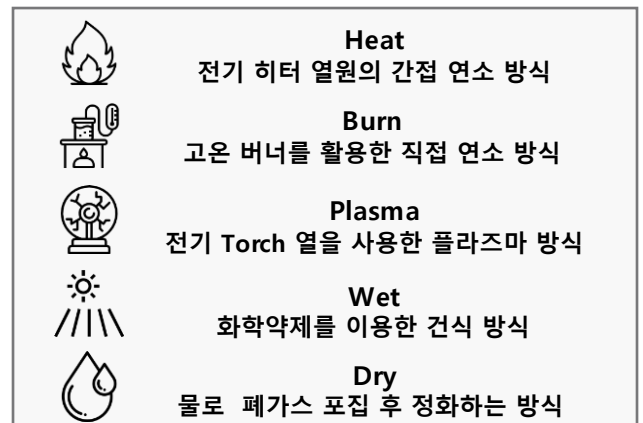
Wet 방식은 물을 이용해 유해가스를 포집·정화하는 구조다. 다양한 방식과 결합해 사용되며 처리 효율이 높다는 장점이 있다. 다만 반응 생성물이 수용액 형태로 배출되기 때문에 별도의 폐수 처리 과정이 필요하다. 최근

그라프2. 글로벌 반도체 스크러버 시장 전망
그림2. 스크러버 기술 구조

(십 억 달러) 글로벌 반도체 스크러버 시장 전망



출처: Wise Guy Report, CMRC 2팀



글로벌 규제와 스크러버 시장의 구조적 성장세

1-1.4 ESG 강화와 반도체 환경장비 시장 성장

반도체 산업은 대표적인 고전력·고용수 산업으로 분류된다. 웨이퍼 세정과 초순수 공정에는 막대한 수자원이 사용되며, 제조 과정에서 다량의 온실가스와 화학 부산물이 발생한다. 실제로 8인치 웨이퍼 한 장 생산에 약 3톤 수준의 물이 사용되는 것으로 알려져 있다.

글로벌 ESG 규제
및 고객사 공급망의
진입 조건 강화

이 때문에 글로벌 반도체 기업들은 생산능력 확대와 동시에 탄소중립 및 ESG 대응을 강화하고 있다. SK하이닉스는 'SV2030' 을 통해 2050 탄소중립 목표를 제시했으며, TSMC는 '40년 RE100 달성을 추진 중이다. Intel 역시 '40년 탄소중립 목표를 발표한 상태다.

글로벌 규제 역시 빠르게 강화되고 있다. 유럽연합(EU)은 CSRD 제도를 통해 기업들의 지속가능성 공시 의무를 확대하고 있으며, CBAM(탄소국경조정제도) 역시 단계적으로 확대 적용되고 있다. 미국 SEC 또한 기후 공시 규제 도입을 추진 중이다.

반도체 산업에서는 특히 **PFAS 및 PFC 계열 가스 규제**가 중요한 이슈다. 해당 물질들은 반도체 제조 핵심 소재이면서 동시에 강력한 온실효과를 유발하기 때문이다. 이에 따라 Fab 운영 과정에서 **유해가스 처리 효율과 친환경 공정 구축 여부가 글로벌 고객사 공급망 진입 조건으로 변화하고 있다.**

국내에서는 물환경보전법 및 통합환경관리제도가 핵심 규제로 작용하고 있으며, 글로벌 Fab 기업들은 AWS(국제수자원관리동맹) 인증과 ESG 평가를 공급망 관리 기준에 적극 반영하고 있다. 결국 반도체 환경장비 산업은 단순 설비 산업이 아니라 **AI 반도체 확대, 첨단공정 고도화, ESG 강화 흐름과 함께 구조적으로 성장하는 산업**으로 볼 수 있다.

그림3.4. 글로벌 ESG 규제 동향 및 반도체 공급망 영향

구분	내용	
EU CSRD 및 EU CBAM	공급망 Scope3 실사 의무화 및 탄소 국경세 단계적 확대 적용	 SV2030 AWS 인증
미국 SEC 기후 규제	상장사 및 주요 협력사 대상 기후 리스크 및 온실가스 공시 의무화 추진	
		 2040 RE100
		 2040 넷제로

1-2. 태양광 산업

1-2.1 AI 전력 수요 폭증과 태양광의 주력 전원 격상

AI 데이터센터발
전력 수요 폭증 및
에너지 패러다임
전환

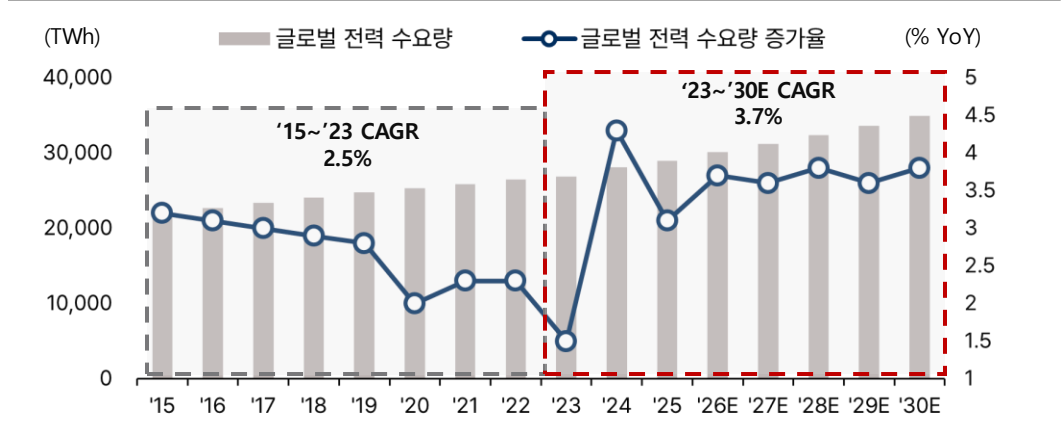
AI 데이터센터발 전력 수요 급증과 전통 에너지의 공급 한계

'20년대 후반에 접어들며 글로벌 에너지 산업은 구조적 전환을 맞이하고 있다. AI 생태계의 확장과 전방위적인 전기화 기조 아래 빅테크 기업들의 **데이터센터 투자가 기하급수적으로 늘어나며** 글로벌 전력 인프라는 전례 없는 과부하 상태를 맞이했다.

글로벌 전력 수요 증가율은 과거 '15~'23년 연평균 2.5%에서 '23~'30E 기간 동안 CAGR 3.7%로 가속화되는 추세이다. 글로벌 데이터센터는 '30년까지 연평균 14.2%의 성장률을 기록하며 누적 200 GW 규모로 신규 설비가 추가될 전망이다, 전력 소비량은 현재보다 1.5배 늘어난 945 TWh에 달할 것이다.

그래프3. 글로벌 전력 수요량 추이 및 전망

데이터센터발 글로벌 전력 수요 증가율의 가속화



출처: S&P Global, CMRC 2팀

신속·저비용 강점, 태양광 수요 폭증

태양광의 주력 전원 격상

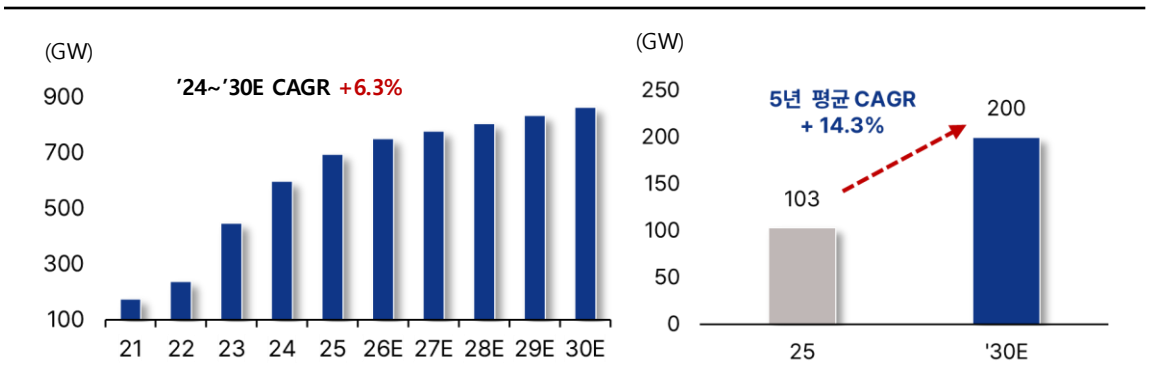
신규 원전은 인허가 및 건설 기간의 물리적 한계로 '30년 이후에나 유의미한 상용화가 가능하며, 가스터빈 역시 **글로벌 백로그 적체로 공급 슬롯이 '30년까지 매진된** 상태다. 반면 유틸리티 태양광은 발주 후 18개월 미만의 짧은 건설 기간을 가져 폭증하는 전력 공백을 메울 가장 신속한 속도의 대안으로 부상했다. 이에 빅테크 기업들은 운영비 통제를 위해 연료비가 0%인 자본비형 **전원인 태양광 장기 고정가 계약(PPA) 체결 및 직접 투자를 공격적으로 확대하고 있다.**

글로벌 투자 반등 및 설치량 증가 지속

글로벌 태양광 설치량 및 CAPEX 반등

글로벌 태양광 연간 신규 설치량은 '24년 약 599GW에서 '25년 약 694~695GW, '26년 752GW를 거쳐 '30년에는 864GW에 이르며, '24년부터 '30년까지 연평균 약 6.3%의 성장률을 기록하며 성장을 지속할 전망이다. 글로벌 설비 투자 규모는 '24~'25년 중국발 모듈 과잉 공급 문제로 위축되어 '25년 212억 달러까지 감소했으나, '26년에는 미국과 인도의 투자 견인에 힘입어 약 290억 달러 규모로 다시 늘어날 보인다. 특히 **태양광 셀 분야 CAPEX가 작년 64억 달러에서 '26년 99억 달러까지 증가하며 투자를 강력히 견인할 것으로 전망된다.**

그래프4. 글로벌 태양광 연간 신규 설치량 전망 그래프5. 글로벌 데이터센터 누적 신규 설비 전망



출처: S&P Global, JLL, CMRC 2팀

1-2.2 글로벌 공급망 재편 및 중국 시장의 지배력 현황

중국발 과잉 공급 및 출혈 경쟁 심화

중국 시장의 구조적 과잉 공급과 출혈 경쟁

중국 태양광 산업은 투자 과열에 따른 구조적 공급과잉으로 극심한 출혈 경쟁을 겪고 있으며, 그 여파는 저가 수출을 통해 전 세계 시장으로 확산되었다. '23년 이후 중국의 태양광 모듈 생산능력이 전 세계 설치 수요의 약 2배 수준으로 급증하면서 구조적 공급과잉이 고착화되었고 가동률은 50%대를 기록했다. 구조적 공급과잉으로 인한 가격 하락은 기업 간 출혈 경쟁 및 수익성 악화로 이어졌다.

고효율·질적 성장 체제로의 전환

양적 팽창에서 고효율·질적 성장 체제로의 전환

이에 따라 정부 주도의 구조조정을 통해 양적 팽창에서 고효율·질적 성장 체제로 전환되는 국면이다. 중국의 주요 태양광 기업들은 **N형 공정 고도화로 상용 제품의 효율 경쟁을 심화**하는 동시에, 차세대 기술개발을 가속화하며 **세계 기술 표준 주도권 확보를 추진**하고 있다. 다만, 중국의 글로벌 공급망 점유율이 여전히 절대적으로 높다. 비중국향 수주가 새로운 성장 동력인 것은 맞지만, 기존 중국 플래그십 제조 Fab을 선점하여 **독과점적 지위를 확보한 선도적 장비 공급사들의 이미 확보한 시장 점유율과 안정적인 매출 기반**은 고효율 공정 전환 국면에서도 흔들리지 않게 될 것으로 보인다.

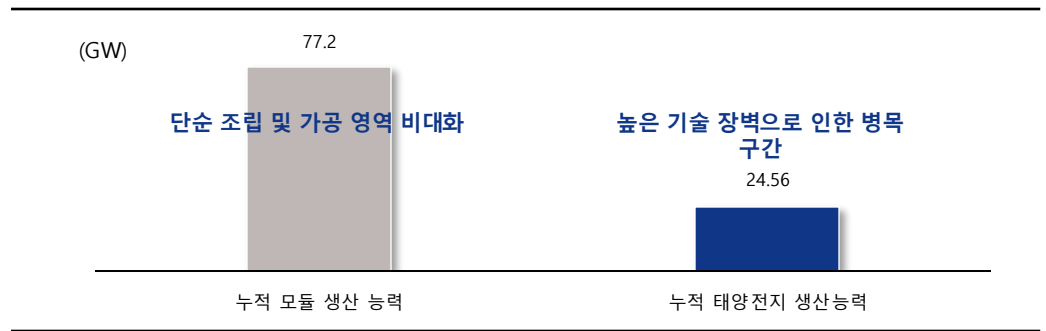
인도 모듈·셀 불균형 및 수직계열화 추진

1-2.3 인도 태양광 산업 성장 동향과 수혜 구조 (ALMM 및 수직계열화)

인도 태양광 모듈 및 셀 시장의 불균형

인도는 중국에 이어 세계에서 가장 강력한 성장 잠재력을 지닌 핵심 국가이다. 인도의 누적 태양광 **모듈 생산 능력은 '24년 6월 기준 77.2GW**에 도달했으나, 높은 기술 진입 장벽이 존재하는 핵심 전방 공정인 **태양전지(셀)의 누적 생산 능력은 24.56GW** 수준에 머물러 있어 모듈 생산력과 **심한 불균형**이 존재한다. 이에 인도 정부는 국가 목표 달성을 위해 연간 설치 규모를 기존 20GW에서 50GW 수준으로 대폭 확대하며, 조립 단계에 머물던 제조 지형을 원소재 가공 영역까지 **확장하는 후방 수직계열화**를 강력히 추진하고 있다.

그래프6. 누적 모듈 및 태양전지 생산 능력



출처: 교보증권, CMRC 2팀

인도 정책 강제화 및 셀 제조 투자 유도

ALMM List-II(셀 의무화) 및 PLI 도입의 강제 효과

'26년 6월 1일부터 태양광 셀 부문에 대한 **ALMM List-II 제도가 전격 의무 적용**된다. 인도 정부의 예산 지원이나 보조금 혜택을 받는 모든 국가 전력 프로젝트에는 의무적으로 인도 국내에서 자체 생산되어 승인 등록된 태양전지만 탑재해야 하므로, 기존 중국산 셀을 수입해 단순 조립 마진만 취하던 인도 모듈 업체들은 셀 제조 CAPEX 투자가 불가피해졌다. 이와 함께 **약 4조 원 규모의 생산연계인센티브(PLI) 보조금 제도가 병행되며 대기업들의 고효율 라인 증설 경쟁을 자극하고 있다.**

미국 관세 장벽 및 인도 내수 시장의 격전

미국 관세 장벽에 따른 인도 대기업의 내수 집중

미 상무부가 인도산 태양광 제품에 대하여 상계관세 125.87%와 반덤핑 관세 123.04%를 부과하는 방침을 확정하며 합산 세율이 250%에 육박하게 됨에 따라, 인도 대기업들은 **인도 내수 입찰 시장 선점으로 생존 방향을** 전개하고 있다. 내수 대형 프로젝트를 낙찰받아 생존하려는 인도 태양광 대기업들은 공장 건설 일정을 비약적으로 단축하기 위해 대규모 자본을 공정 장비 도입에 일시에 투입하고 있으며, 이는 **현지 독점적 레퍼런스를 가진 환경 장비 공급사에게 장기적이고 폭발적인 수주 기회로 직결된다.**

주요 대기업 중심으로의 공격적 증설 경쟁

인도 주요 대기업 라인업 및 CAPA 세부 동향

Waaree Energies: 12GW 이상의 모듈 능력을 갖춘 인도 최대 제조사로, 셀 CAPA를 기존 5.4GW에서 15.4GW로 확대하기 위해 10GW 규모의 **고효율 셀 라인 증설을 추진** 중이다. 컨퍼런스 콜에 따르면 기존 5.4GW CAPA 는 FY27 하반기에 90~95% 수준의 풀가동에 진입하며, 신규 10GW 셀 CAPA는 3~6개월의 램프업을 거쳐 FY28에 전체 15.4GW CAPA가 연중 가용되어 **80~85% 가동률**을 보일 전망이다. 현재 대부분의 모듈 CAPA는 **고부가 TOPCon 기반 공정으로 이동을 완료**했다.

Adani Solar: 문드라 지역에 4.5GW 이상의 모듈 공장을 가동 중이며, '28년까지 10GW 모듈 및 셀 제조 능력을 조준하고 있다. 핵심 계열사인 문드라 솔라 등 주요 기업들이 일제히 **라인 증설 사이클에 진입**했다.

인도 공급망 선점 및 구조적 퀀텀점프

TP Solar (Tata Power): 타밀나두 지역 등에 4.3~4.4GW 규모의 추가 **고효율 셀 라인**을 신설하고 **램프업**을 가속화하고 있다.

수혜 구조의 핵심

인도의 셀 제조 CAPEX가 PERC에서 TOPCon/HJT 중심으로 급격히 고도화됨에 따라, 인도 ALMM 리스트에 등재된 복수의 대기업 공급망을 선점하고 현지 스크러버 시장을 독점한 동사의 경우 단일 고객 이벤트를 넘어 **인도 시장 전체의 성장을 독식하는 구조적 퀀텀점프**를 맞이하게 된다.

그림5. 주요 기업 CAPA 스케줄

 모듈 12GW+ 보유 및 셀 15.4GW로 확대를 위해 10GW 고효율 TOPCon 라인 증설. (FY27 하반기 풀가동, FY28 완공)	 문드라 지역 4.5GW+ 모듈 가동 중, '28까지 모듈 및 셀 10GW 확보 목표로 계열사 라인 증설 사이클 진입.	 타밀나두 지역 등 4.3~4.4GW 규모 추가 고효율 셀 라인 신설 및 램프업 가속화
--	---	--

프리미엄 장비 수요 및 글로벌 보급형 확산

1-2.4 수량 정체 속 가치 상승: 태양광 소부장 시장의 구조적 전환

프리미엄 기술의 대중화와 고성능 스크러버의 하방 확산

글로벌 태양광 시장은 중국 중심의 과잉 증설 여파로 설치량 성장세가 소강상태에 접어들었으나, **비중국 및 프리미엄 공급망을 중심으로 장비 시장의 단가 상승**이 구조적으로 진행되고 있다. 과거 일부 플래그십 제조 Fab에서만 채택되던 고도화된 Plasma 정화 기술인 스크러버는 이제 **자국 내 제조 국산화 및 환경 실사를 강화하고 있는 인도 및 미국 등 글로벌 전방 보급형 라인까지 빠르게 적용이 확장**되고 있다. 글로벌 밸류체인 디벨로퍼들은 각국 정부의 엄격해진 친환경 보조금 수령 기준을 충족하기 위해 신설되는 모든 보급형 라인에도 고성능 스크러버를 의무 탑재하는 스펙 상향 평준화 전략을 추진하고 있다.

차세대 공정 전환 및 독성 가스 처리 필수

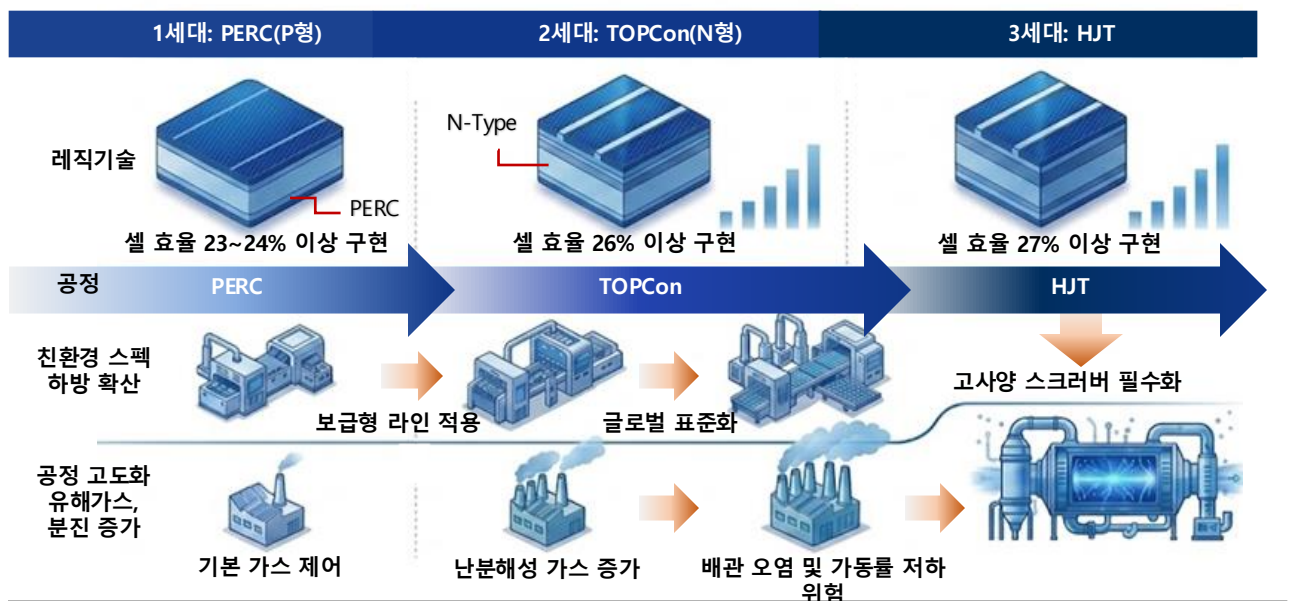
공정 고도화에 따른 필수 인프라 격상

전방 기술 경로가 1세대 PERC 방식에서 '26년 기준 약 68%의 시장 점유율이 예상되는 핵심 지배 공정인 2세대 TOPCon 방식, 그리고 3세대 HJT 공정으로 빠르게 세대교체를 진행 중이다. TOPCon 공정이 셀 효율 26% 이상을 구현하고 HJT 공정이 27% 이상의 셀 효율을 구현하는 등 이 고효율 공정으로 전환 시, 투입되는 **특수 화학물질의 가혹도가 매우 높아 공정 단계에서 발생하는 독성·가연성 가스의 종류와 실리콘 미세 파우더 발생량이 급격히 늘어난다.**

공정 고도화 및 고성능 스크러버 채택 필수화

이는 공정 배관을 오염시키고 가동률을 극도로 저하시키기 때문에 **고성능 Plasma 스크러버 등 고정밀 정화 장비 채택이 필수화**되었다. 결과적으로 환경 규제 충족을 위해 개별 라인 한 개당 필수 탑재되어야 하는 친환경 장비의 개수가 꾸준히 늘어남에 따라, 독과점적 지위를 가진 선도 장비 제조사는 물량과 단가의 동시 상승으로 마진 스프레드를 극대화하는 구조적 환경에 놓이게 된다.

그림6. 태양광 소부장 밸류체인 구조도 및 공정 고도화 흐름



독자적 설계 기술 및 높은 진입 장벽 형성

1-2.5 높은 진입 장벽과 공급망 교섭력 우위

자본 집약성과 기술력이 형성하는 높은 진입 장벽

태양광 친환경 장비 산업은 신규 진입 장벽이 대단히 높은 대표적인 **기술·자본 집약적 산업**이다. 글로벌 탑티어 셀 제조사의 라인에 진입하기 위해서는 대규모 초기 설비 투자 및 레퍼런스 검증이 요구되어 상당한 자금력과 가시성이 필수적이다. 또한, 차세대 공정에서 발생하는 독성 가스를 완벽히 정화하는 기술은 독자적인 설계 정확도와 초고온 제어 공정 기술이 결합되어야 하므로 후발 주자들의 시장 진입을 차단하는 결정적 장벽으로 작용한다.

공급망 압박 대응 및 핵심 부품 내재화

핵심 컴포넌트 내재화의 무기

장비 제조사들은 원재료 서플라이 체인의 압박과 글로벌 거대 전방 구매자 사이에서 **교섭력을 방어해야** 하는 구조적 환경에 놓여 있다. 핵심 구동계 부품은 소수 글로벌 기술 기업이 지배하고 있고, 주 구매처 역시 대형 대기업들로 구성되어 **단가 인하 압력을 행사하기** 때문이다.

자체 기술 해자 및 수익성 방어 전략

이러한 구조 속에서 핵심 Plasma 헤드 및 제어 스택 역량을 자체적으로 보유하여 '수직 계열화 전략'을 구사하는 공급사는 단순 원가 절감을 넘어 제품의 신뢰성을 극대화할 수 있다. 이는 글로벌 탭티어 고객사의 안전 규격 요구 사항에 신속·유연하게 대응할 수 있는 **독점적 기술 해자를 형성하며 수익성을 압도적으로 방어하는 핵심 전략**이 된다.

1-2.6 HJT 터닝 포인트와 미국 태양광 시장 진출 전망

차세대 HJT 전환 및 장비 가치 급등

태양광 산업의 차세대 HJT 전환 트렌드

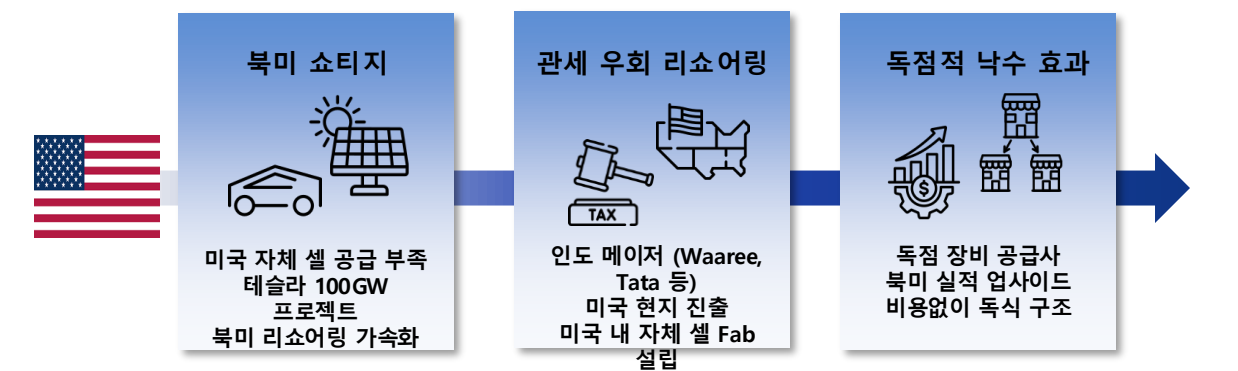
HJT 공정은 단결정 실리콘 웨이퍼의 양면에 비정질 실리콘 박막을 얇게 코팅하듯이 증착하는 구조로, 기존 태양전지가 직면한 이론적 한계 효율인 약 29%를 뛰어넘기 위해 개발된 세대교체의 중심 기술이다. 글로벌 빅테크 및 전기차 선도 기업이 추진 중인 대규모 차세대 태양광 생산 프로젝트가 가시화됨에 따라, **HJT 공정에서 발생하는 까다로운 유해가스를 제어할 수 있는 고사양 친환경 장비의 가치가 급등**하고 있다.

미국 리쇼어링 및 독점적 낙수 효과

대형 고객사의 미국 현지 동반 진출에 따른 강력한 낙수 효과

특히 주목할 부분은 인도 시장 등에서 확고한 주력 벤더 지위와 레퍼런스를 인정받은 **메이저 장비 공급사의 리쇼어링 낙수 효과**이다. 인도의 핵심 메이저 제조사 Waaree, Tata Power 등이 미국의 IRA 혜택 및 미-인도 관세 우회 생존을 겨냥하여 미국 영토에 직접 대규모 셀 Fab 공장을 설립하고 있기 때문이다. 기존 북미 탭티어향 공급 레퍼런스를 선제적으로 확보하고, 이들 인도 메이저 제조사와 파트너십을 맺은 장비 공급사는 고객사의 북미 진출과 동시에 주력 벤더 지위가 미국 시장까지 그대로 이어지게 된다. 이는 별도의 개척 비용 없이 북미향 실적의 가파른 추가 성장과 거대한 실적 업사이드를 누리는 가장 확실한 마진 창출의 경로가 된다.

그림7. 미국 리쇼어링 모멘텀

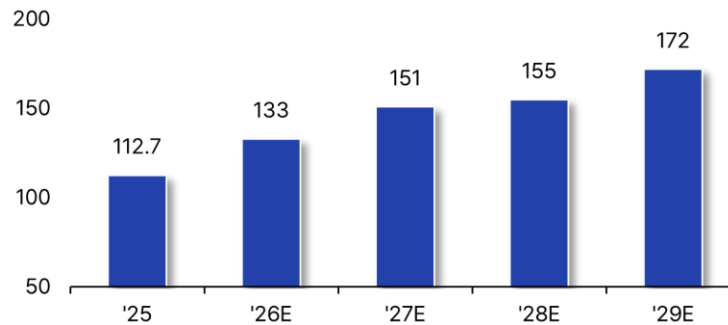


1-3. 스크러버 산업

반도체 증설 주기
및 친환경 규제
강화의 중복 수혜
전망

1-3.1 반도체 성장 사이클의 전환과 친환경 공정의 필수화의 중복 수요 확대
반도체 산업은 AI 관련 수요의 폭발적인 급증과 전방 산업 디지털화 흐름에 힘입어 전례 없는 성장기에 진입했다. 글로벌 반도체 시장은 고부가가치 메모리 산업을 중심으로 하여, 수요에 발 맞추기 위해 관련 생산 라인의 증설을 가속화하는 추세이다. 이러한 추세에 더불어 반도체 공정 관련 친환경 규제는 더욱 강력해지고 있다. 즉 반도체 소재 산업의 화두는 '얼마나 잘 만드느냐'를 넘어 '어떤 환경에서 만드느냐'에 대한 것으로 전환 중이다. 따라서 규제에 발 맞춘 친환경 공정 부품은 이제 반도체 산업에 있어 핵심적인 필수 요소로 자리잡았다. 시장은 현재 **반도체 메모리 공정 증설에 따른 부품 수요와 규제 강화 및 제품 노후화에 따른 기존 부품의 교체 수요가 맞물려 있는 구간**에 있다고 볼 수 있다. (Unit: USD Billion)

글로벌 수요 확대의
꾸준한 우상향 성장



출처: SEMI, CMRC 2팀

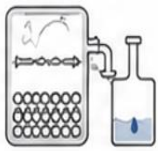
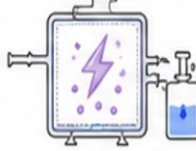
1-3.2 WFPS(무폐수 플라즈마 스크러버)의 독보적인 기술력 확산

반도체 스크러버 시장에서 '무폐수 플라즈마 스크러버(Water Free Plasma Scrubber)' 제품은 친환경 규제에 대한 대응 및 여러 이점으로 인해 최근 주목받는 제품이다. 해당 제품은 **수자원 다소비 및 수질 오염 매커니즘을 근본적으로 극복한 친환경 건식 솔루션**이다. 3000도 이상의 초고온 아크 플라즈마 가열원을 가동하여 가해지는 분자 결합을 해체하고, 냉각 및 부산물 처리를 건식 대용량 흡착제 필터 및 정밀 파우더 트랩 시스템으로 이원화한 매커니즘을 통해 스크러버 1대당 연간 약 2365톤의 용수 소비를 원천적으로 제거할 수 있다. 따라서 **오폐수 무방류와 관련된 정책 및 규제들을 충족시킬 수 있는 환경 기술적 독점성을 보유한 기술**이다. 파우더 포집 장치인 파우더 트랩 제품이 연계될 경우, 전체 배출 관리 시스템의 연결 및 설계에 용이한 구조를 갖는다.

이러한 이점은 경쟁사 제품 라인과의 비교 분석을 통해 더 두드러지게 나타난다. 습식을 전제로 설계된 GST, 유니셈의 Plasma-Wet 라인은 분해 챔버 가동과 동시에 연속 가압 세정수를 강력 분무하여 **유입 파우더를 항상 씻어낼 수 있도록 하는 내화적 안정성에 기반한다.**

이러한 유체 물리 세척의 경우 세정수가 가열 소각로 후단뿐만 아니라 전단 배관으로 침식해 들어갈 우려를 항상 제어해야 하며, 공정 정화 후 배출되는 폐수에 잔존하는 고농도 불산 등 유독 화학 성분을 고비용의 외부 유틸리티 정화조 설비를 통해 이중 여과하는 이차적 운영 손실을 장기 감당해야 한다. Heat-wet 라인(KANEN)의 경우, 미세 가스를 가열 연소하기 전에 차가운 수분 증기와 사전 혼합을 수행하므로 내부 가열부 전력을 일상적인 상황보다 과도하게 가동시켜야 한다. 따라서 전기 히터 및 플라스마 토치 전력 원단위 소비량이 상승하는 에너지 비효율 리스크가 나타난다. 결론적으로, **수자원 사용과 에너지 효율의 양 측면에서 WFPS 제품의 경쟁 우위를 확인할 수 있다.**

그림8. 스크러버 타입 비교

Wet (습식)	Dry (물리, 화학 흡착식)	Heat-Wet (전기 히터 기반 열분해)	Burn-Wet (LNG burner 기반 열분해)	Plasma-Wet type (열 플라스마 방식)
				
수용성 가스와 대용량 세정에 강점이 있으나, 폐수 발생과 배관 부식, 폐수처리 비용 부담이 크다는 한계가 존재	처리 효율이 높고 에너지 사용량이 낮아 관리가 용이하지만, 흡착제 교체 비용이 발생하며 부산물이 다량 발생할 경우 적용에 한계가 존재	설치비와 운전비가 비교적 낮고 기존 설비 활용이 가능하다는 장점이 있으나, 전기 히터 수명 한계와 고온 환경에서의 처리 효율 저하 문제가 존재	PFCs 제거 및 파괴 효율이 높고 처리 효율이 우수하지만, LNG 연료 사용에 따른 에너지 소비와 이산화탄소·질소 산화물 발생 부담 존재	고온 플라스마를 활용해 다양한 유해가스를 효과적으로 처리하지만, 전력 소비가 크고 플라스마 토치 및 전원장치 유지보수 부담이 큼

2) 기업 분석

2-1.1 기업 현황

친환경 장비 전문 및 플라즈마 기술 선도

지앤비에스 에코는 반도체·태양광·디스플레이 제조 공정에서 발생하는 유해가스·분진·오폐수를 처리하는 스크러버 및 파우더 트랩 장비를 개발·공급하는 친환경 장비 전문 제조기업이다. '15년 세계 최초로 무폐수 플라즈마 스크러버를 개발하며 글로벌 친환경 공정 기술 선도 기업으로 자리매김했다.

주요 제품군은 스크러버, 파우더 트랩, W.P.R(백연 제거 장치), De-NOx(질소산화물 제거) & E.P(전기집진기) 시스템으로 구성되며, 장비 납품 이후 부품 판매 및 유지보수 서비스가 후행 매출로 따라오는 Lock-In 구조다. 특히 플라즈마 기술 기반의 가스 처리 능력이 핵심 강점으로, NF_3 · CF_4 같은 강결합 온실가스 처리에서 경쟁사 대비 차별화된 역량을 보유하고 있다.

2-1.2 지배구조 및 재무

안정적 경영권과 가파른 재무 성장세

주주 구성

최대주주 및 특수관계인: 박상순 대표이사 및 특수관계인이 지분을 약 28.5%를 보유하여 안정적인 경영권을 행사하고 있다.

주요 펀드 및 기관: 친환경 및 소부장 정책 수혜주로 분류되어 국내외 자산운용사 및 사모펀드 지분이 일부 분산되어 있다.

소액주주 비율: 약 60% 내외로 코스닥 스몰캡 특성상 유통 물량 비중이 다소 높은 편이다.

핵심 재무지표('25A 기준)

'25년 전체 매출은 919억원으로 '24년 대비 약 30% 성장했으며, '26년 1분기에만 매출액 418억원을 기록하며 가파른 턴어라운드와 성장세를 이어가고 있다. 영업이익 역시 1Q26 기준 90억원(OPM 21.6%)으로, 전년 동기 대비 흑자 폭을 극적으로 확대했다.

장비 납품과 부품, 애프터마켓형 모델

2-1.3 비즈니스 모델

동사의 비즈니스는 '전방 제조사의 신규 Fab/공장 증설에 후행하여 친환경 장비를 공급하고, 인프라 안착 후 부품·서비스 매출을 고착화하는 애프터마켓형 모델'이다. 수익은 크게 두 축으로 발생한다.

신규 장비 납품: 전방 고객사가 신규 공장을 증설할 때 일괄 발주가 발생하며, 이는 전방 산업의 CAPEX 사이클에 연동된다.

인정적 캐시카우 및 해외 Lock-In 효과

유지보수 및 유류: 장비 가동률에 비례해 소모성 부품 교체와 정기 관리 매출이 지속된다. 특히 **중국 내 9개 거점 18개소의 밀착 대응 체계**를 통해 해외 Lock-In 효과를 극대화했다. 추가로 **석유류 유류 매출이 캐시카우 역할**을 하며 신규 사업의 자금줄이 되고 있다.

핵심 차별화는 '무폐수 기술'에 있다. 기존 습식 스크러버는 가스 정화 과정에서 대량의 폐수가 발생해 천문학적인 수처리 비용이 유발되는 반면, 동사의 **무폐수 플라즈마 장비는 폐수 발생량을 제로화**하여 고객사의 OPEX를 구조적으로 혁신한다. 수주는 대량 발주의 경우 **총량 발주 후 분할 납품** 형태로 진행되며, 리드타임은 보통 1~3개월 내외로 매우 신속하다.

2-1.4 제품 포트폴리오

제품별 구성('24A)

제품별 매출액 비중

매출 비중 70%의 탄소중립 필수 장비

스크러버(매출 비중 약 70%):

지앤비에스 에코의 스크러버는 글로벌 반도체 및 태양광 제조 공정의 '탄소중립 필수 장비'다. 증착/식각 공정에서 사용되는 최악의 지구온난화 가스를 파괴하는 역할을 한다.

고온 플라즈마로 2차 오염 원천 차단

친환경 플라즈마 분해 기술: 경쟁사들이 주로 사용하는 연소 방식은 가스를 태우는 과정에서 이산화탄소와 질소산화물 등의 2차 가스가 발생한다. 반면 동사의 **플라즈마 방식은 전기 에너지를 이용해 고온 초고밀도 상태에서 가스를 완전히 해체**하므로 2차 대기오염 물질 발생을 원천 차단한다.

압도적 무폐수 기술로 독보적 해자

압도적인 '무폐수' 경제성: 통상 스크러버 내부의 열을 식히고 분진을 포집하기 위해 분당 수십 리터의 물을 분사해야 한다. 지앤비에스 에코는 자체 개발한 **특수 냉각 및 건식 포집 메커니즘을 적용하여 물을 쓰지 않는 무폐수 스크러버를 구현**했다. 장비 1대당 **연간 약 2,365톤의 수자원을 절감**할 수 있어, 용수 확보가 까다로운 대형 반도체 단지에서 독보적인 해자를 가진다.

원천 기술 완성에 따른 양산·효율성 집중

R&D 비용의 역설: 연구개발비 비중은 매출 대비 1~2% 선으로 낮아 보이지만, 이는 **핵심 원천 기술이 이미 완성 단계에 진입**했음을 뜻한다. 현재는 새로운 기술 개발보다 기확보한 플랫폼 장비를 고객사별 Fab 규격에 맞추는 '커스터마이징 및 양산화'에 집중하고 있어 비용 효율성이 극대화된 상태다.

매출 비중 20%의 안정적 유류 사업

유류(매출 비중 약 20%): 본업 착시를 일으키는 로우 마진 사업

주목할 점은 유류 매출이 상당 비중을 차지한다는 사실이다. 동사는 석유류 주유소를 운영하고 있어 '25년 기준 약 300억원 규모의 유류 매출이 발생했다.

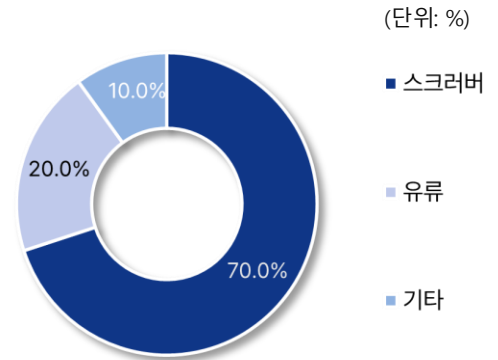
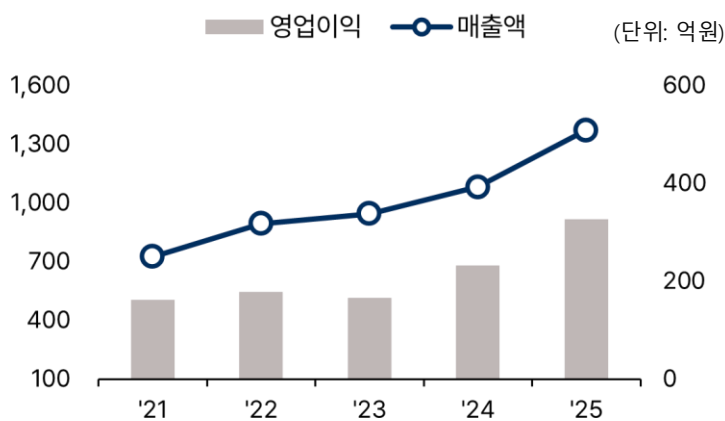
유류 매출로 인한 재무적 착시 효과 및 초고마진

동사는 경기도에서 알뜰주유소(지앤비에스에코 주유소 등)를 직접 운영하고 있으며, 여기서 발생하는 석유류 판매 매출이 '25년 기준 약 300억 원 규모에 달한다.

하지만 이는 재무적 착시 효과를 일으킨다. 유류 유통업은 특성상 마진율이 극히 낮다(통상 OPM 1~3% 내외). 따라서 전체 연결 재무제표 기준으로는 유류 매출액이 분모를 키우기 때문에, **표면적인 연결 OPM이 실제 본업(친환경 장비 부문)의 뛰어난 수익성보다 낮아 보이는 착시 효과**를 유발한다. 반대로 장비 부문만 별도로 떼어놓고 보면 실질 OPM은 표면 수치보다 훨씬 높다. 1Q26 연결 OPM이 21.6%였다는 점을 감안할 때, 유류 매출을 제외한 **순수 친환경 장비(스크러버/트랩) 부문의 실질 OPM은 20% 중후반 대에 달하는 초고마진**을 기록 중인 것으로 분석된다.

그래프8. 매출액 및 영업이익 추이

그래프9. '26 동사 제품별 매출액 비중



출처: DART, CMRC 2팀

사업 다각화 추진

2-1.5 추가 성장 모멘텀

신규사업

에너지 멀티플렉스(전기차 배터리 교환 사업)

전기차 배터리 교환 산업인 에너지 멀티플렉스 사업을 신규로 추진 중이다. 스크러버 본업과는 다른 방향의 사업 다각화로, 구체적인 성과가 나오기까지는 모니터링이 필요하다.

삼성전자 신규 편입 가능성

평택 5공장(P5)부터 차세대 친환경 공정 기조에 맞춰 기존 연소 타입 스크러버 비중을 20%로 낮추고 CO₂ 배출이 없는 비연소(플라즈마) 타입 비중을 80%까지 대폭 확대하는 설계를 계획 중이다.

삼성전자 진입 시 타겟 시장 2배 이상 확대

지앤비에스 에코는 온실가스 분해 효율이 가장 높은 플라즈마 기술과 무폐수 영역에서 업계 최고 수준의 레퍼런스를 보유하고 있어, 삼성전자가 비연소 장비 공급망 안정화를 위해 동사를 신규 이원화 벤더로 채택할 유인이 매우 강력해진 상황이다. 그동안 SK하이닉스에 편중되어 있던 국내 반도체 매출 구조에서 벗어나 삼성전자 밸류체인 진입이 공식화될 경우, 단일 고객사 리스크 해소와 동시에 국내 반도체 타겟 시장(TAM)이 2배 이상 커지는 메가톤급 추가 모멘텀으로 작용할 것이라고 판단한다.

2-1.6 경쟁우위 및 해자

무폐수 기술 선점 및 경쟁사 대비 압도적 레퍼런스

1) 세계 최초 무폐수 스크러버 — 기술 선점 해자

'15년 세계 최초 무폐수 스크러버 개발로 기술 레퍼런스를 선점했다. 장비 한 대로 연간 약 2,365톤의 폐수를 절감할 수 있는 구조다. 플라즈마 기술 기반이라 NF_3 · CF_4 같은 강결합 온실가스 처리 효율이 높고, 처리 가능 가스 종류도 넓다. 국내 경쟁사로는 유니셈, KANEN 등이 있으나, 무폐수 기술 영역에서의 레퍼런스 격차가 존재한다.

선제적으로 구축한 해외 법인 및 대규모 CS 인프라

2) 글로벌 해외 법인 현황 및 현지 밀착형 인프라

동사의 가장 강력한 전방 경쟁력은 해외 주요 반도체·태양광 생산 거점에 선제적으로 구축해 둔 현지 법인과 대규모 CS(Customer Service) 인프라다. 장비 공급 이후의 애프터마켓(부품/유지보수) 매출 고착화를 위한 핵심 기반이다.

중국 거점 9개 및 점유율 80% 독점

중국 법인 (GNBS CHINA) — 최대 해외 매출 거점: 동사는 중국 내 반도체 및 태양광 메이저 고객사(SMIC, YMTC, 글로벌 태양광 기업 등)를 밀착 마크하기 위해 **중국 현지에 9개 거점, 18개소에 달하는 독보적인 서비스 대응 체계를** 상시 가동 중이다. 타 경쟁사들이 단기 파견 형태로 대응할 때, 동사는 현지 상주 인력을 통한 24시간 실시간 트러블슈팅(오류 해결) 체계를 구축하여 중국 태양광 스크러버 시장 점유율 80% 이상을 독점하는 기술적·영업적 장벽을 완성했다.

독일 인텔 펌 퀄테스트 진행

미국 및 유럽 법인 (GNBS USA / EU) — 넥스트 성장 동력: 북미 시장 내 한화큐셀 조지아 공장 및 인텔 등 글로벌 종합반도체기업(IDM) 대응을 위한 미국 법인을 적극 활용하고 있다. 특히 **독일 인텔 신규 Fab향 무폐수 스크러버 퀄테스트(Qual Test)** 등 유럽 시장의 엄격한 환경 규제를 충족하기 위한 유럽 거점의 테크니컬 마케팅이 활발히 진행 중이다.

인도 200억 수주 및 장비 패키징 진입

인도 시장 개척 (GNBS INDIA) — 차세대 블루오션: 최근 인도 정부의 제조업 육성 정책(Make in India)에 발맞추어 아다니(ADANI), 타타(TATA), 와리(Waaree) 등 인도 최대 신재생에너지 기업들로부터 총 200억 원 규모의 대형 수주를 따냈다. 인도 현지 법인을 통해 **초기 공장 셋업 단계부터 표준화 장비로** 동사 스크러버가 패키징되어 진입하도록 고착화했다.

3) 핵심 원천 기술 특허 내재화 및 원가 구조의 비밀

R&D 비용이 매출 대비 1~2% 수준으로 낮아 보이는 표면적 수치 뒤에 숨겨진 실질적인 기술적 강점과 원가 효율성의 디테일이다.

핵심 특허 독점 내재화 및 고효율·저비용 해자

무폐수 플라즈마 및 특수 Torch 특허 확보: 동사는 '15년 세계 최초 무폐수 스크러버 개발 당시 확보한 플라즈마 가스 분해 메커니즘과 고온 건식 분진 포집 기술에 대한 핵심 특허권을 독점 내재화하고 있다. 새로운 원천 기술 개발을 위한 대규모 투자가 완료된 상태이므로, 현재는 기확보한 플랫폼 특허 기술을 기반으로 고객사별 Fab 구조에 맞추는 설계 최적화 위주로 진행된다. 이에 따라 R&D 비용이 적게 들어도 기술 격차가 유지되는 '고효율 저비용'의 구조적 해자를 누리고 있다.

표준화 기반 모듈화 및 신속 납품

양산성 검증에 따른 리드타임(Lead-time) 단축: 장비의 핵심 모듈이 이미 표준화되어 있어 수주 후 납품까지의 리드타임이 최소 당월에서 최대 2~3개월 이내로 업계에서 가장 신속하다. 이는 전방 고객사의 급격한 증설 일정 변경에 유연하게 대응할 수 있는 강력한 무기다.

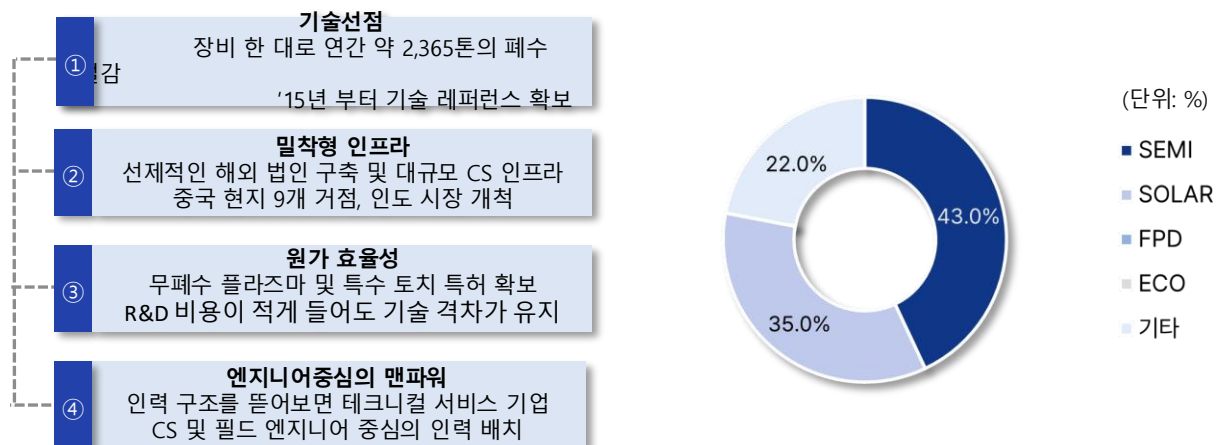
테크니컬 서비스 강점 및 장비 가동률 완벽 유지

4) 인적 구성의 디테일: 엔지니어 중심의 맨파워

동사의 인력 구조를 뜯어보면 단순 제조 기업이 아닌 **테크니컬 서비스 기업**의 면모가 드러난다.

CS 및 필드 엔지니어 중심의 인력 배치: 전체 임직원 중 기술 개발 및 글로벌 필드 엔지니어(CS)가 차지하는 비중이 압도적으로 높다. 반도체/태양광 라인에 단 몇 분의 장비 다운(Down)으로도 수억 원의 손실이 발생하기 때문에, 장비를 잘 만드는 것만큼 '고객사 라인 내에서 장비 가동률을 완벽하게 유지해 주는 인적 맨파워'가 핵심 경쟁력이다. 동사의 숙련된 엔지니어 풀은 경쟁사들이 단기간에 자본력만으로 따라잡을 수 없는 보이지 않는 무형의 자산이다.

그림9. 경쟁우위 세계 최초 무폐수 스크러버 개발 **그림10. '26 전방산업별 매출액 비중**



출처: DART, CMRC 2팀

2-2 주가 추이 분석



'23.01 ~ '23.10

수주확대·실적 경신
및 무상증자 효과로
주가 급등

반도체 및 태양광 스크러버 수주 확대에 힘입어 분기별 최대 실적을 경신하며 시장의 관심이 집중되었다. 300% 무상증자에 따른 유동성 확대 효과까지 더해지며 주가는 9,000원대까지 급등하였으나, 이후 차익실현 매물이 출회되며 조정 국면에 진입하였다.

투자 사이클 둔화
및 오버행 우려
지속

'23.11 ~ '25.12

글로벌 반도체 및 태양광 투자 사이클 둔화로 성장 모멘텀이 약화되었으며, 무상증자 이후 유통 물량 증가와 전환사채 관련 오버행 우려가 지속되었다. 전방 산업 투자 지연과 신규 대형 수주 부재가 맞물리며 주가는 2,000~3,000원대 구간에서 장기간 횡보하였다.

인도 ALMM 수혜로
매출 급등 및
전고점 회복

'26.01 ~ 현재

인도 ALMM 시행에 따른 태양광 셀 투자 확대와 함께 동사의 인도 태양광 스크러버 시장 지위가 재조명되기 시작하였다. AI 데이터센터 확산에 따른 전력 수요 증가와 태양광 투자 확대 기대가 더해졌으며, 1Q26 태양광 매출 급증이 확인되면서 주가는 다시 9,000원대까지 상승하였다.

3) 투자포인트

인프라 구축비 절감
및 소비전력 획기적
축소

3-1.1 기존 제품 대비 인프라 건설 및 운영 비용 절감 효과

동사의 반도체 무폐수 플라즈마 스크러버 제품은 **인프라 건설 및 운영 비용의 절감 측면에서도 높은 경쟁 우위**를 갖는다. 반도체 생산의 핵심 공간인 클린룸 하부의 서브 Fab 인프라의 기존 구축 과정에서 가장 높은 비용이 지출되는 영역 중 하나는 초순수 공급 라인과 화학 폐수 특화 배관 라인의 포설, 그리고 종단에서 이를 수용하는 대규모 중앙 폐수처리장의 건설이다. 동사 제품 적용 시, 이러한 **용/폐수 연결 배관 라인 자체를 배제한 인프라 구조의 설계가 가능하다는 강력한 이점**이 존재한다. 따라서 기존 인프라 구축 시 약 4000억 원의 비용이 투입되는 것에 비해, 동사 제품 적용 시 예상 비용은 약 2000억 원으로 추정되어 **50% 수준의 비용 절감 효과가 발생한다**. 더하여 수자원 관련 인프라 가동에 이용되는 **소비전력을 3분의 1로 줄일 수 있다**.

특수 배관 공사
생략 및 부대비용
구조적 차단

한편 기존 습식 스크러버 제품의 가동을 위해서는 고부식성 폐수의 이송을 위해 이중 코팅 특수 배관 자재를 채택하고, 장비당 연결을 위한 유틸리티 흑업 공사가 수반되는 등 대당 약 1,500만원 수준의 자재 조달 및 전문 엔지니어링 비용이 추가적으로 지출되었다. 그러나 동사의 **무폐수 플라즈마 스크러버는 이러한 지출을 차단한다**. 수처리 배관 부문의 흑업 관련 비용만 고려할 경우에도 **1,000대 기준 약 150억 원의 상당한 절감 효과**를 얻을 수 있다.

Fab 레이아웃
유연화 및 장기적인
고객사 Lock-In

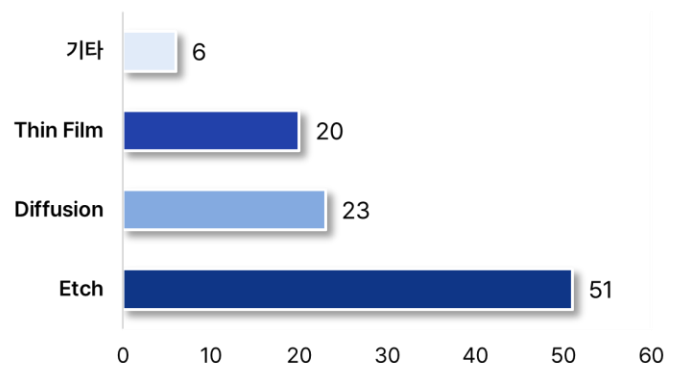
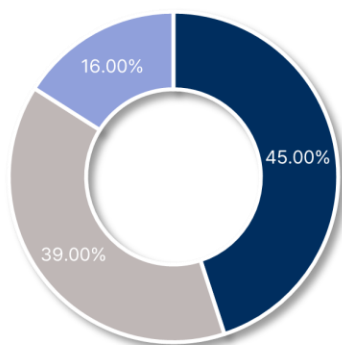
배수 라인 관련 설비에 대한 자율성은 **서브 Fab 내부 레이아웃 설계에 유연성을 확보**할 수 있도록 한다. 이러한 레이아웃의 유연성은 전방 고객사가 공정 세대 교체 및 미세 공정 다변화에 맞추어 노광기, 식각기 등의 메인 공정 장비를 재배치할 때 이점을 갖는다. 즉, 설비 투자 변화에 즉각적으로

대응하여 공정 전환 비용 및 시간을 감축할 수 있기에 반도체 미세 공정의

고도화될수록 동사 제품에 대한 장기적인 고객사 Lock-In 효과로 이어질

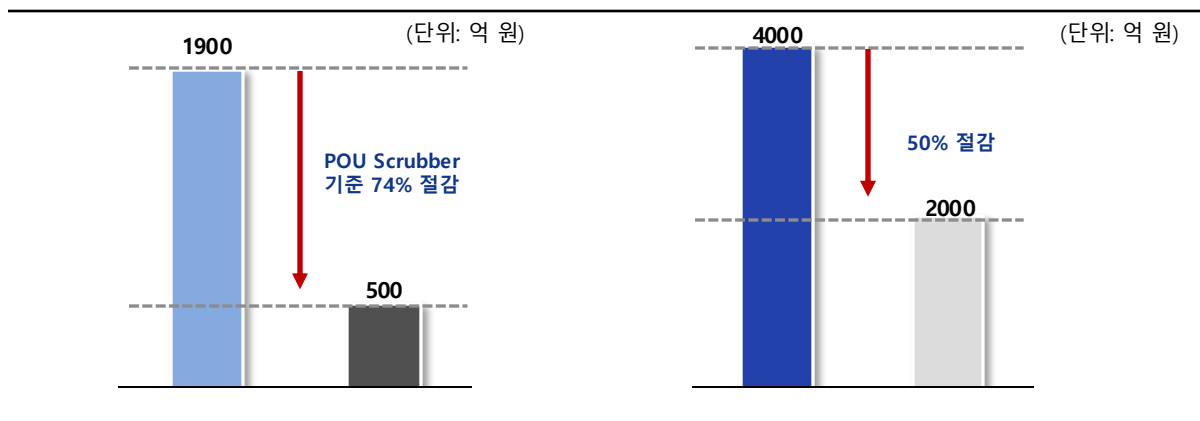
■ POU Scrubber ■ 장비용 냉각수 ■ 공조설비

■ Etch ■ Diffusion ■ Thin Film ■ 기타 (단위: %)



출처: 지앤비에스에코, CMRC 2팀

그래프13. WFPS 적용 시 용수, 폐수 절감 효과 그래프14. WFPS 적용 시 인프라 구축 절감 효과



출처: 지앤비에스에코, CMRC 2팀

3-1.2 주요 고객사의 중장기 ESG 경영 실적과 맞물리는 핵심 부품 사업

고객사 ESG 경영 및 무폐수 기술의 동행

동사의 무폐수 플라즈마 스크러버가 갖는 기술력 및 비용 절감 효과는 국내외 주요 고객사들이 목표하고 있는 중장기 ESG 경영 실적 달성과 맥을 같이 하고 있다.

지자체 수자원 규제 및 건식 무폐수 모델 대체

동사는 국내 고객사 중 SK하이닉스에 대한 대규모 공급 레퍼런스를 보유하고 있다. 동사의 해당 고객사는 '26년까지 '20년 대비 취수량 집약도를 35% 감축하겠다는 계획과 함께 '30년까지 수자원 절감 누적 6억 톤을 달성하겠다는 ESG 경영 성과를 목표로 하고 있다.

추가적으로 지자체들이 지역 내 수자원 고갈을 방지하기 위해 반도체 Fab들을 대상으로 강력한 용수 소비량 감축 지침을 하달함에 따라, SK하이닉스는 기존 Fab 라인에서 작동 중이던 구형 연소식 스크러버를 동사의 건식 무폐수 모델로 순차적으로 대체 중이다.

공정 업그레이드 및 국내외 신규 Fab 증설 수혜

이에 따라 동사의 제품 수요도 더욱 확대되고 있다. 기존 시설의 공정 업그레이드를 병행하며, 새로운 Fab의 증설이 잇따르고 있기 때문이다. 용인에는 총 120조 원 규모의 반도체 클러스터를 위한 4개의 Fab을 착공해 '27년 5월에 1기 준공할 예정이며, 청주에는 M15X 라인의 생산 거점을 세워 '28년 2월 순차 준공할 예정이다. 중국 우시에 위치한 Fab에서도 공정 전환이 이루어지고 있다.

동사의 제품은 고객사의 제조 공정 중 특히 식각 공정에서 두드러진 강세를 보이고 있다. 동사는 스크러버와 함께 파우더 트랩을 턴키(Turn-key)로 공급하며 공정의 내구성을 높여준다.

글로벌 전문 기업 협력 및 브랜드 신뢰도 확보

한편 동사가 높은 시장 점유율을 확보한 글로벌 반도체 시장 기업들도 마찬가지로 ESG 경영 성과 달성 및 환경 규제 준수에 힘쓰고 있다.

동사는 독일의 글로벌 스크러버 전문 기업 CS 클린 솔루션과 '21년 ODM(제조업자개발생산) 공급 및 상호협력에 관한 계약을 체결 후, 국내 중소기업으로서 브랜드 신뢰도 문제를 해결하고 글로벌 시장에 진입하였다.

인텔 제품 검증 통과 및 신규 Fab 증설 프로젝트 합류

이를 통한 동사의 글로벌 네트워크는 Intel, TSMC 등 여러 기업과 닿아있다. 동사는 미국의 Intel사에 “21년부터 다렌 공장 등 중국 내 Fab을 포함해 누적 60여 대 이상의 친환경 장비를 공급해왔으며, 고객사의 미국 본사가 진행한 Qual(제품 성능 검증) 테스트를 완전히 통과 후 높은 기술 장벽에 대한 경쟁 우위를 증명하였다. 고객사는 RISE 2030 전략을 중심으로 구체적인 ESG 경영 목표를 제시하고 있으며, ‘30년까지 600억 갤런의 물을 절약하겠다는 계획을 갖고 있다. 또한 고객사는 ‘26년 4월, 기업 Tesla와 함께 미국 텍사스주에 2나노 공정 기반 반도체 Fab을 증설하는 프로젝트에 합류를 발표한 상태이며, 동사는 현재 고객사에 추가적인 제품 공급을 위한 NDA(비밀 유지 계약)를 체결하여 지속적인 논의가 이루어지고 있다.

TMSC 공급 진행 및 수자원 절감 목표 동행

한편 동사의 제품은 ODM계약을 통해 대만 TSMC사의 반도체 공정에도 공급된다. TSMC사의 경우 ‘Water Positive’를 장기 목표로 내세우며 용/폐수 관련 수자원 절약 계획을 수립하였으며, RE100 달성 목표 기간을 10년 앞당겨 ESG 경영에 대한 의지를 보여주고 있다.

글로벌 파운드리 수혜 및 해외 신규 Fab 증설 호재

해당 고객사가 최근 해외 대형 파운드리 투자를 전방위적으로 확대함에 따라 동사도 수혜를 입을 것으로 기대된다. 고객사는 세계 최대 파운드리 기업으로서 ‘26년 4월, 미국에 대규모 투자를 통해 12개의 Fab을 증설하려는 계획을 발표했다. 한편 ‘27년에는 대만과 미국 현지 공장의 건설이, ‘28년에는 일본 현지 공장의 건설이 예정되어 있다.

중국 주요 고객사 확보 및 미반영 증설 계획

더하여 동사는 중국 내 반도체 스크러버 장비 시장에서도 약 40~50%의 점유율을 차지하고 있는 것으로 추정된다. 중국 시장 내에서 SMIC, JHICC(푸젠진화반도체), YMTC(양쯔메모리) 등의 기업을 고객사로 확보하고 있는 상태이다. SMIC사는 ‘25년 Capex 규모를 약 81억 달러 수준으로 확장하였으며, ‘26년에도 유사 규모의 투자를 이어갈 예정이다. JHICC사는 DRAM라인을 중심으로 공정을 업그레이드하는 추세이며 YMTC사는 우한 제3공장을 ‘26년부터 시범가동에 들어가 ‘27년에는 추가로 2개의 Fab을 증설한다는 계획을 발표했다.

종합적으로 동사가 레퍼런스 및 공급망을 확보한 여러 글로벌 고객사의 입장에서 친환경 공정의 중요성 대두와 반도체 공정 Fab의 증설 계획이 이어지며, 동사 제품의 수혜도 전반적으로 확대될 것으로 기대된다. 특히 반도체 공정에 사용되는 스크러버 제품과 같은 서브 장비의 경우, 매출 인식 시점이 공장 건설 중 장비의 반입 시점이라는 측면에서 아직 매출에 반영되지 않은 고객사들의 Fab 증설 계획은 긍정적으로 평가할 수 있다.

3-1.3 투자 관점

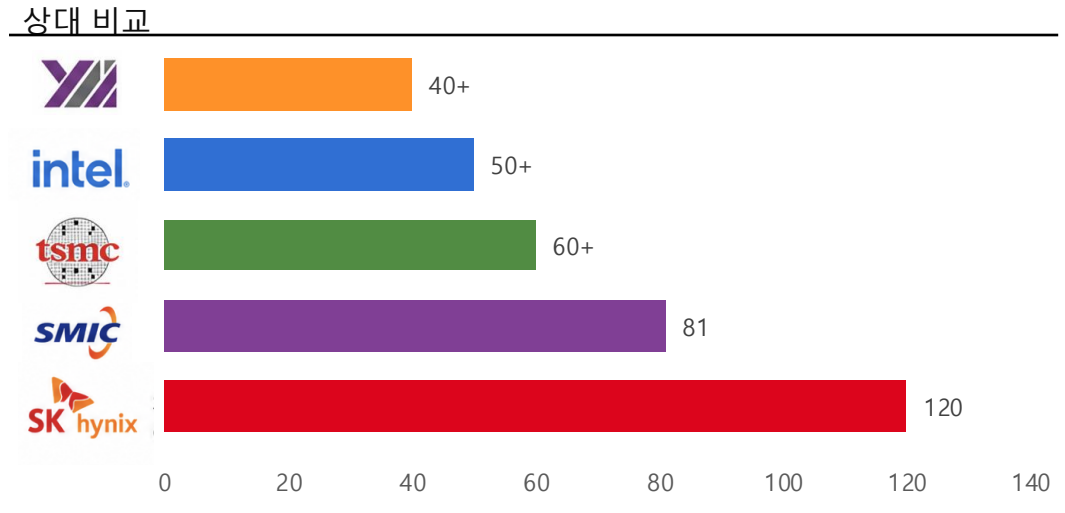
지앤비에스에코는 AI 반도체 증설의 글로벌 확산 흐름과 친환경 규제 강화라는 두 가지 메가 트렌드의 교차점에서 가장 확실한 수혜가 기대되는 기업이다.

글로벌 Fab 증설 수혜 및 중장기 실적 성장 직결

동사가 독보적 기술력을 보유한 핵심 제품인 '무폐수 플라즈마 스크러버(WFPS)'는 고객사의 ESG 기준을 완벽히 충족할 뿐만 아니라, 초기 인프라 구축 비용을 약 50%까지 절감하고 서브 Fab 레이아웃의 유연성을 높여 강력한 고객사 Lock-In 효과를 유발한다고 볼 수 있다.

글로벌 탑티어 고객사들이 예고한 '26~'28년 대규모 Fab 증설 계획은 독보적인 전방 모멘텀이다. 스크러버는 장비 반입 시점에 매출이 조기 인식되는 특성이 있어, 이들의 인프라 투자는 동사의 폭발적인 중장기 실적 성장으로 고스란히 좌결된 것으로 예측된다.

글로벌 탑티어 고객사 및 대규모 전방 인프라 투자



출처: 지앤비에스에코, CMRC 2팀

전력 수요 가속화 및 태양광 핵심 대안 부상

3-2.1 산업 배경 — 설치 물량 정체 vs 셀 제조 CAPEX 반등

AI 데이터센터 전력 수요 증가와 전방위적 전기화로 글로벌 전력 수요 증가율이 가속되고 있다. 신규 원전·가스터빈이 인허가·공급 슬롯 제약에 묶인 사이, 발주 후 18개월 내 건설이 가능한 유틸리티 태양광이 폭증하는 전력 공백을 메울 핵심 대안으로 부상했다. 이번 사이클의 본질은 설치 물량이 아니라 제조 CAPEX, 그중에서도 '셀' CAPEX의 반등에 있다. 글로벌 태양광 제조 설비투자는 '23년 360억 달러에서 모듈 과잉공급으로 '25년 212억 달러까지 위축됐다가 '26년 약 290억 달러로 반등하며, 이를 셀 부문이 견인한다 — 셀 CAPEX는 '25년 64억 달러에서 '26년 99억 달러로 약 55% 급증한다. 중국 외 지역의 웨이퍼·셀 부족과 탈 중국 공급망 재편이 동인으로, 이는 모듈이 아니라 '셀' 제조 능력을 비중국 지역에 새로 짓는 흐름이며 셀 공정 후단의 환경장비를 공급하는 동사에 직결되는 수요다.

중국 외 지역 셀 부족 및 공급망 재편에 따른 수혜

3-2.2 수혜 구조 — 모듈이 아닌 '셀 CAPEX' 연동, 그리고 1Q26 변곡점

셀 투자 연동형

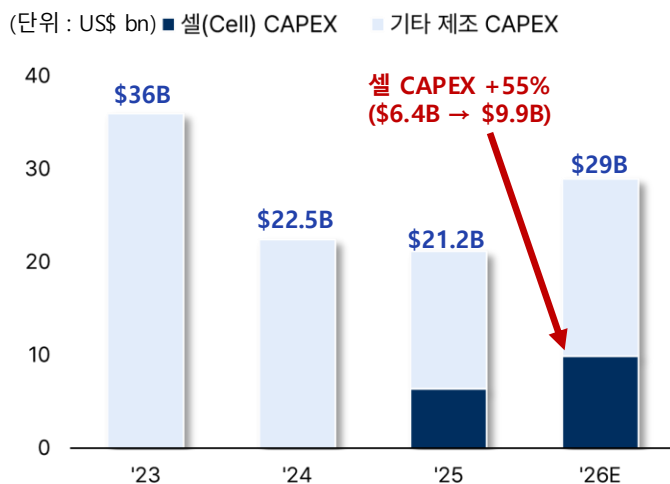
구조

성장 축 전환 완료

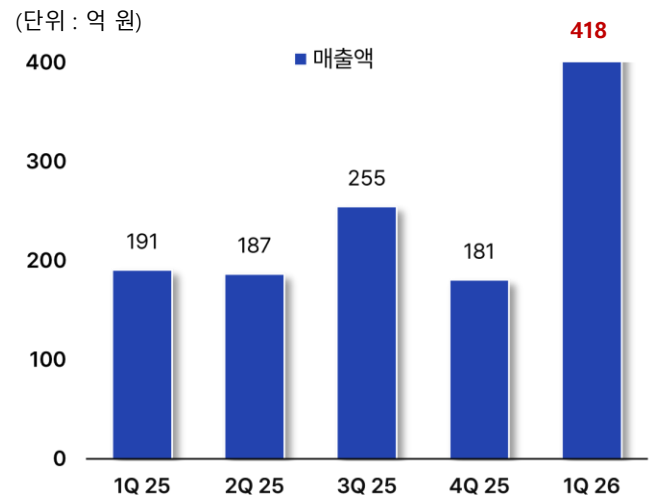
스크러버는 셀 공정에서 발생하는 유해가스·분진을 정화하는 환경장비로, Fab 가동 이전 장비 반입 단계에 설치되는 선행 설비다. 따라서 동사 태양광 매출을 좌우하는 변수는 모듈 판매량이 아니라 **'셀 공장이 분기마다 얼마나 새로 지어지느냐'**이며, 동사는 모듈 가격 경쟁이 아닌 **글로벌 셀 제조 CAPEX 확대에 연동되는 후방 장비주다**.

이 점은 이미 실적으로 확인된다. 동사 태양광 부문 매출은 '25 회계연도 연간 약 97억 원에서 '26년 1분기 단일 분기 약 148억 원으로 직전 연간을 한 분기 만에 추월했다(1Q26 전사 매출 418억·영업이익 90억·순이익 101억). 인도 셀 의무화를 앞둔 복수 셀 라인의 동시 건설로 스크러버 납품이 본격화된 결과이며, **태양광이 소규모 보조 매출에서 구조적 성장 축으로 전환되는 변곡점이다**.

그래프16. 글로벌 태양광 제조 CAPEX



그래프17. 동사 전기 분기 매출과 태양광 부문 변곡점



출처: PV Tech Research, 지앤비에스에코, CMRC 2팀

인도 정책 강제화

셀 의무화 수혜

가속

3-2.3 핵심 동인 — 인도 ALMM 셀 의무화가 강제한 증설 사이클

인도는 모듈 생산능력('24년 기준 약 77GW)에 비해 핵심 전방 공정인 **셀 생산능력이 크게 부족한 불균형 구조로**, 모듈 업체들이 중국산 셀을 수입·조립해 왔다. '26년 6월 1일 시행되는 ALMM List-II는 정부 지원 프로젝트(네트미터링·오픈액세스 포함)에 인도산 승인 셀 사용을 의무화해 모듈 업체의 셀 제조 CAPEX를 강제하며, 정부는 '28년 6월 잉곳·웨이퍼까지 의무화하는 List-III를 예고해 다년간의 후방 CAPEX 사이클을 제도적으로 확정했다. 여기에 **약 2.4조 루피(약 30억 달러)의 생산연계인센티브(PLI)가 병행되며 대기업의 고효율 라인 증설을 자극한다**.

미국 관세 장벽
여파 및 인도 내수
집중 가속

미국의 고율 관세도 **인도 대기업의 내수 집중을 가속한다**. 미 상무부는 인도산 태양광 셀에 상계관세 예비판정 125.87%('26.2)와 반덤핑 예비판정 123.04%('26.4)를 부과해 합산 약 234%에 달하며(최종판정은 '26년 하반기 예정), 수출 길이 막힌 **인도 대기업들은 내수 입찰 선점을 위해 공장 건설을 서두르며 장비를 일시 대량 투입하고 있다**.

대기업 증설 사이클
및 선행 장비 수요
집중

ALMM List-II 등재 현황('26년 4월 7차 개정)은 인도 셀 CAPEX가 복수 대기업에서 동시에, 고효율 공정 중심으로 진행됨을 보여준다(최초 '25년 7월 9개사·약 13GW → 12개사 이상으로 확대, PERC·TOPCon·HJT).

앵커 고객 Waaree는 FY26 셀 생산을 0.1GW에서 2.3GW로 끌어올렸고, 신규 10GW 셀 라인을 FY27 하반기 가동해 셀 능력을 15.4GW로 확대할 계획이다(수주잔고 약 5.3조 루피·파이프라인 100GW 이상). **Adani(Mundra Solar)·Tata(TP Solar)·Reliance(HJT)도 일제히 증설에 진입했다**. 동사가 인도 태양광 스크러버 장비 시장을 사실상 독점(업계 추정 약 95%)하고 있어, 이 다수 고객의 동시 증설은 단일 고객 이벤트를 넘어 **인도 시장 전체 성장의 독식으로 이어진다**. 스크러버가 '건설' 단계에 투입되는 선행 설비인 만큼 신규 라인이 이어지는 **FY26~FY27 상반기가 수요 피크이며, 이후 가동률이 오르는 국면에서는 소모품·유지보수(MRO) 매출이 후행한다**.

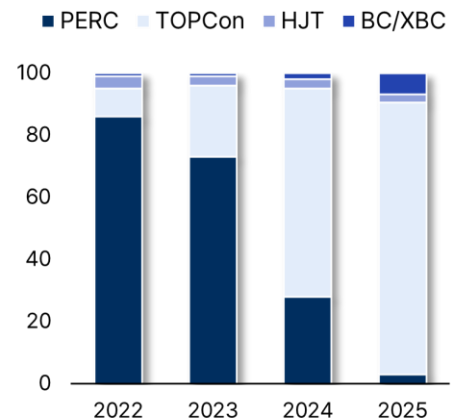
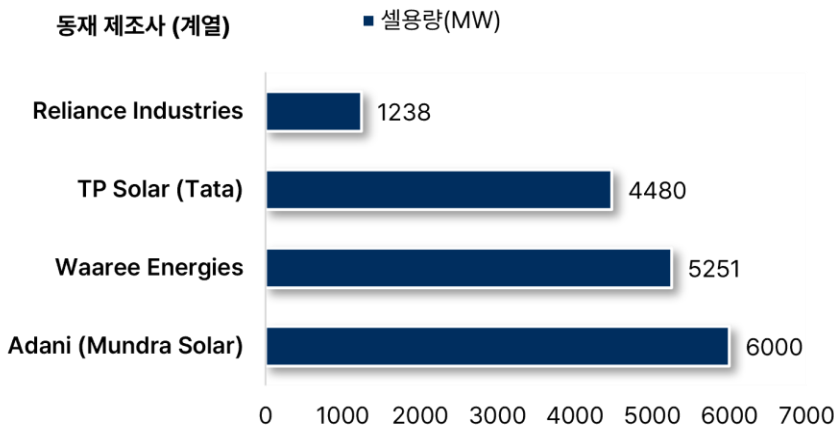
3-2.4 수량·기술 해자 — 라인당 장비 증가와 시장 과점

차세대 공정 전환
및 라인당 장비
탑재 증가

셀 기술은 1세대 PERC에서 2세대 TOPCon으로 빠르게 전환돼 '25년 글로벌 셀 생산의 약 88%를 TOPCon이 차지하며(PERC는 3% 수준), 다음 단계로 3세대 HJT가 부상하고 있다. 고효율 공정일수록 투입 화학물질의 가혹도가 높아 증착·열처리·세정·배기 단계에서 발생하는 독성·가연성 가스와 실리콘 분진이 급증하고, 이는 **고성능 정화 장비 채택을 필수화해 라인 한 개당 탑재 장비 대수를 구조적으로 늘린다(물량 Q 상승)**.

그래프18. 인도 주요 셀 제조사 증설 현황

그래프19. 글로벌 셀 기술 전환 점유율



출처: 인도 MNRE, PV manufacturing & technology quarterly, CMRC 2팀

라인당 장비수 중심
성장

제품 믹스상 가장 먼저 유의할 점은, 태양광 셀 라인에 투입되는 주력 스크러버가 'Plasma Wet' 방식이며, 동사의 **고단가 무폐수 플라즈마(WFPS)는 용수 사용 제약이 큰 반도체 Fab(SK하이닉스 등)을 겨냥한 반도체 영역 제품**이라는 사실이다. 따라서 태양광 부문은 무폐수 전환에 따른 단가 점프가 아니라, **'신규 라인 수 × 라인당 대수'로 결정되는 물량(Q) 중심의 스토리다**. 실제로 후술하는 매출 추정에서 보듯 '25년 대비 '26년 매출 성장은 판매량 증가(약 5배)가 단가 상승(약 1.4배)을 크게 앞서며, 물량이 1차 동인임을 확인할 수 있다. 다만 TOPCon-HJT 전환으로 셀 공정의 가스 가혹도가 높아지면서 동일한 Plasma Wet이라도 고사양화되어 **평균판매단가(ASP)에 구조적 상승 여지가 존재**하며(일반 Plasma Wet 대당 약 5,000만 원 내외), 본 보고서는 그 상승 정도를 ASP 추정에서 분기 +4%로 정량화하였다. 즉 **ASP 상승은 물량 스토리를 보조하는 요인이다**.

원천 기술 기반
독점 지위

진입장벽은 높다. 동사는 3,000°C 이상의 초고온 아크 플라즈마로 난분해성 가스를 분해하는 원천기술을 바탕으로 **'14년 세계 최초로 무폐수 스크러버(WFPS)를 개발했고, SK하이닉스('17년 12월 64대 수주, '19년 SUPEX 품질대상)·미국 반도체 기업·독일 CS Clean Systems('21년 ODM 공급) 등 반도체 고객을 확보했다**. 동일한 플라즈마 코어와 파우더 트랩 연계 설계가 태양광용 Plasma Wet에도 적용되어, 경쟁사(GST·유니셈의 Plasma-Wet, KANEN의 Heat-Wet) 대비 분해·에너지 효율에서 우위를 가진다. 이를 바탕으로 동사는 중국 태양광 스크러버 시장 점유율 80~90%, 인도 사실상 독점(약 95% 추정)의 지위를 확보하고 있다(중국 고객 Jinko·JA Solar·Tongwei 등). **차세대 독성 가스 정화에 요구되는 초고온 제어 기술·레퍼런스·수직계열화는 후발 진입을 차단하는 해자로 작용한다**.

북미 제조 투자
급증 전망

3-2.5 미국 읍셔널리티 및 리스크·점점 포인트

고객 동반 진출
낙수 효과

북미는 추가 성장 옵션이다. 미국은 연 40~50GW 설치 시장(누적 '23년 91GW→'26년 182GW로 3년 만에 2배)이지만 셀 자급률이 낮아 AD/CVD·FEOC 환경에서 조달 리스크가 크며, **미국 PV 제조 CAPEX는 '27년 약 70억 달러(+150%, 결정질 실리콘 90% 이상)로 급증할** 전망이다.

테슬라의 '28년 100GW 생산 계획과 중국의 HJT 핵심 장비 수출 규제 **검토는 비(非)중국 장비사에 우호적이며, 인도에서 동사의 주력 벤더인 Waaree가 미국 셀 Fab(파산한 Meyer Burger의 HJT 1GW 자산 인수)을 추진하는 만큼 고객 동반 진출에 따른 낙수 효과가 기대된다**.

다만, 아직 이와 관련 수주계약 등이 정확히 공시된 바는 없어, 당장 매출에 반영될 성장 모멘텀으로 보기보다는, 중장기 성장 옵션으로 보는 것이 옳다.

4. 리스크

4-1 미흡한 주주환원 성향 및 신사업 투자로 인한 주주가치 희석 리스크

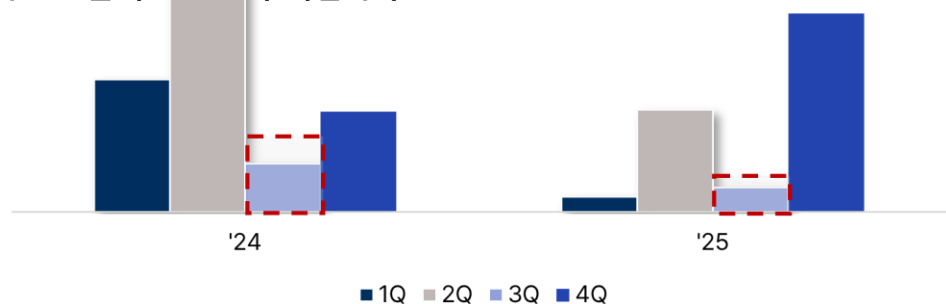
내부 유보 보수적
성향 및 주주가치
희석 리스크

실적 턱어라운드와 풍부한 마진에도 불구하고, 성장 가치와 주주 가치 제고 간의 균형을 잡을 수 있는 **명확한 주주환원 정책이 부족하다는 점은 재무적 약점이다**. 당사는 이익의 상당 부분을 주주에게 환원하기보다는 신사업 인프라 구축과 자금 조달의 내부 유보금으로 우선 배치하는 보수적인 경향이 짙다. 또한 자본 배정 전략상 신사업 투자가 지속되는 구간에서는 향후 대규모 자금 조달을 위해 전환사채나 메자닌 금융의 추가 발행 가능성을 배제할 수 없으며, 이는 장기적으로 기존 주주들의 지분 가치를 희석시키는 **오버행 리스크로 연결될 수 있다**. 최대주주 및 특수관계인의 지분율이 약 28.5% 수준인 반면 소액주주 비율이 60% 내외로 높기 때문에, 주가 소외기에 주가를 방어할 수 있는 **친주주 정책 가이드라인이 부재하다는 점은 중장기 기관 자금 유입을 제약하는 요인이다**.

장비 반입 시점
연동 및 분기 실적
변동성

4-2 전방 고객사 Fab 반입 일정 지연에 따른 분기 실적 변동성

동사의 장비 공급 구조는 전방 산업 메이저 고객사들의 CAPEX 스케줄과 장비 반입 시점에 전적으로 연동되어 분기별 실적의 극단적인 미스매치를 발생시킨다. 스크러버와 트랩은 반도체 공장 건축이 완료된 후 클린룸 내 제조 장비가 들어오는 시점에 최종 반입되므로, 전방 고객사의 시황 악화나 공사 차질로 반입 일정이 단 몇 주만 밀려도 해당 분기 매출이 다음 분기로 통째로 이월되는 실적 변동성의 메커니즘을 가지고 있다. **과거 특정 3분기 등에서 나타난 영업이익 급락은 동사의 경쟁력 약화가 아닌 SK하이닉스 등 핵심 고객사의 장비 인도 승인 시점 지연에 따른 회계적 착시로 판단된다**. 고마진 장비 매출 인식이 공백을 보인 반면 고정비 성격의 유류 매출과 판관비는 동일하게 집행되면서 OPM이 일시적으로 급락하는 구조이기 때문이다. **1Q26의 폭발적인 실적 턱어라운드 역시 전 분기 이월 물량과 신규 반입 사업에 집중된 결과이며, 단기 분기 실적에 일희일비하기보다는 연간 단위의 총 주주 잔고 추이와 전방 Fab의 중장기 준공 타임라인을 추적하는 것이 포트폴리오 관리의 핵심이다**.



출처: DART, CMRC 2팀

5. 밸류에이션

5-1 매출 추정 방법론

동사의 주력 사업인 스크러버 사업을 단일 매출 라인으로 추정하는 방식은 구조적으로 부적합하다. 동일한 '스크러버'라는 외피를 쓰고 있을 뿐, 반도체와 태양광은 적용되는 제품 타입도, 그것이 결정하는 ASP도, 수요를 끌어올리는 전방 동인도 전혀 다른 두 개의 시장이기 때문이다. 따라서 본 팀은 스크러버 사업을 반도체와 태양광·기타로 분리하고 각 산업의 P와 Q를 각각 bottom-up 방식을 통해 독립적으로 추정한 뒤, 그 위에 고객사별 Fab 증설 프로젝트의 성장 로직을 엮는 방식이 동사 매출을 가장 정합적으로 포착한다고 판단하였다.

먼저 전사 매출에서 스크러버 사업을 분리하였다. 25년 매출에서 스크러버 사업은 42.64%로 절대 비중을 차지하며, 이와 연계된 파우더 트랩·DeNOx&EP 시스템·부속품 등 기타 제품 및 용역 서비스가 동사의 본업을 구성한다. 24년 본격화한 에너지 멀티플렉스 신사업의 유류 부문이 35.08%로 안정적 현금흐름을 지지하나, 이는 스크러버의 성장 동인과 무관한 별도 축이므로 분리하여 추정한다. 유류를 덜어낸 606억 원이 스크러버 추정의 모집단이며, 이 중 반도체 산업향이 76%, 태양광·기타 산업향이 24%를 차지한다. 1Q26 역시 동일하게 유류를 제외한 뒤 반도체 비중을 적용해 분기 반도체 스크러버 매출을 도출하였다.

5-1.1 제품 믹스가 만드는 산업별 전체 스크러버 ASP 격차

산업별 ASP 차이는 정서적 프리미엄이 아니라 적용되는 제품 타입의 구성에서 기계적으로 발생한다. 동사 제품 중 WFPS(무폐수 플라스마 스크러버)가 투입되는 산업은 반도체가 유일하며, Heat Wet 타입 역시 반도체 공정에 적용된다. 반면 태양광은 공정 특성상 Plasma Wet 스크러버가 매출의 대부분을 견인한다. 즉 태양광·기타 매출은 Plasma Wet이 전적으로 끌고 가고, 반도체 매출은 여기에 고단가 WFPS와 Heat Wet이 얹히는 구조다. 이 전제를 기반으로 하여 각 제품의 산업별 매출 비중을 추정하였다.

5-1.2 스크러버 제품의 산업별 매출 비중 추정

지앤비에스에코	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
전체 매출	10,960	10,645	3,855	13,484	27,605
WFPS					
반도체	4238	2354	2200	2272	3,663
%	100	100	100	100	100
태양광	0	0	0	0	0
%	0	0	0	0	0
Plasma Wet					
반도체	3949.8	5630.4	562.4	7857.57	11428.32
%	60	69	38	71	48
태양광	2633.2	2529.6	917.6	3209.43	12380.68
%	40	31	62	29	52
Heat Wet					
반도체	139	131	175	145	133
%	100	100	100	100	100
태양광	0	0	0	0	0
%	0	0	0	0	0
합계					
반도체 합	8327	8115	2937	10275	15224
태양광 합	2633	2530	918	3209	12381

5-1.3 반도체 산업용 스크러버 제품과 태양광 및 기타 산업용 스크러버 제품의 ASP 상대 비율

여기에 가격 프리미엄을 결합하면 산업별 블렌디드 ASP 비율이 도출된다. **WFPS는 기존 Plasma Wet 타입 대비 약 1.1~1.2배의 가격대를 형성하므로 이를 1.15:1로 설정하고**, 산업별 제품 믹스로 가중하면 반도체용 스크러버 전체 ASP와 태양광·기타용 스크러버 전체 ASP의 상대 비율이 산출된다.

지앤비에스에코	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	25	1Q26
반도체 ASP:태양광ASP	1.076 : 1	1.044 : 1	1.113 : 1	1.023 : 1	1.036 : 1	1.064 : 1

5-1.4 과거 매출에 대한 산업별 스크러버 ASP 추정

태양광 산업: ASP 상대 비율에 절대값을 부여하는 기준점은 태양광 ASP다. Plasma Wet의 가격대가 5,000~6,000만 원대에 형성되어 있고 옵션별 가산 정보가 제한적인 점을 감안해, '25년 분기 통합 평균 ASP를 보수적으로 5,000만 원으로 설정하였다. 1Q26은 신규 수주 유입과 수요 확대에 따른 단가 상승을 반영해 6,500만 원으로 상향했다.

반도체 산업: 1Q26까지 반도체 ASP는 앞서 구한 산업 간 ASP 비율을 태양광 기준값에 적용하여 추정하였다.

5-1.5 과거 매출에 대한 Q 추정: ASP 역산 값을 재고 항등식으로 검증

과거 매출에 대한 Q는 ASP를 먼저 고정한 뒤 매출액에서 역산하는 방식을 취했다. 다만 역산값을 그대로 신뢰하지 않고, '판매수량 = 기초재고 + 생산실적 - 기말재고'의 재고 항등식으로 전체 스크러버 판매량을 독립적으로 산출한 뒤, 분기별 매출 비중에 가중치를 두어 분기 판매량을 추정해 교차 검증하였다. 두 경로의 오차 범위가 유의하지 않음을 확인했으며, 이에 ASP 기반 역산 Q를 최종 추정에 사용하였다.

5-1.6 유류 사업 및 기타 매출 추정 방법론

유류(신사업) 매출은 2개 직영 주유소의 1분기 실적(87억원)을 기준으로, 소비자 유가 변동률(펌프지수)과 점포 수(물량지수)를 곱해 추정한다. 펌프지수는 브렌트유가와 환율을 곱한 원화환산 유가의 변동률에, 유가 연동분만 반영하는 전가율(0.41)을 적용해 산출한다. 이는 휘발유가의 약 60%가 정액 유류세·유통마진으로 고정돼 유가 변동이 부분적으로만 매출에 전가되기 때문이다.

기타 제품 매출의 경우, 비중이 극히 미미하고, 정확한 추적이 불가능하여 flat 처리하였다.

5-2 주요 전방 산업향 스크러버 사업 매출 추정

5-2.1 반도체 산업향 스크러버 매출 추정 세부 내용

지앤비에스에코	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
반도체 스크러버 매출액	8,330	8,090	2,930	10,248	15,183	12,472	15,282	14,465	18,651	25,598	31,335	33,497	29,597	57,402	109,081
ASP(백만 원)	53.80	52.20	55.65	51.15	67.34	70.03	72.83	75.75	81.43	87.54	94.10	103.98	53.20	71.37	92.71
Q(대)	155	155	53	200	225	178	210	191	229	292	333	322	563	804	1177
Base Q	17	17	17	17	17	17	21	25	30	36	43	52	67	80	161
└ 설치 누적 및 교체가속(%)						0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
Project Q	138	138	36	183	208	161	189	166	199	256	290	270	496	724	1016
└ SK하이닉스					135	-	-	114	114	152	191	191		249	648
└ TSMC					-	-	-	-	30	46	24	-		-	100
└ YMTC					-	115	140	-	-	-	-	-		255	-
└ Intel 및 ODM 파트너 고객사					21	12	13	13	14	15	30	32		59	91
└ 중국시장 및 기타 고객사					52	34	36	38	40	43	45	48		160	177

1)제품 믹스 개선으로 인한 ASP 상승: 반도체 부문은 **ASP 상승과 Q 증가가 동시에 작동하는** 동사 매출의 핵심 드라이버다. 2Q26부터는태양광 산업향 스크러버 제품에 대한 ASP 상대비율이 유의미하지 않다고 판단하였으며, ASP의 성장 요인에 **WFPS 수량 비중의 구조적 상승을 반영**하였다. 반도체향 스크러버에서 약 30% 수준이던 WFPS 비중은 고객사의 ESG 규제 대응과 고사양 채택 흐름을 타고 4Q26~3Q27에 약 50%, 4Q27에 약 70%까지 상승할 것으로 가정했으며, 이 믹스 개선이 반도체 ASP를 구조적으로 끌어올린다.

이는 단순한 고사양 선호를 넘어, 신규 Fab 증설 시 WFPS를 도입한 고객사가 운영비 절감 효과를 검증한 이후 후속 라인에서도 동일 규격을 유지하는 데 기인한다. 한 번 채택된 무폐수 스펙은 반복 발주로 이어지며, 고객사 입장에서는 검증된 규격을 유지하는 것이 합리적 선택이 된다. 이것이 WFPS 비중의 상승을 구조적으로 지속시키는 요인이다.

2) Base Q와 Project Q의 이중 구조

Q는 교체·유지보수 수요인 **Base Q**와 고객사별 증설 프로젝트 수요인 **Project Q**로 분해하였다.

Base Q는 설치기반이 쌓일수록 두꺼워지는 매출 하단이다. 스크러버 평균 수명이 5~10년임을 고려하면, 2018년 본격 가동된 SK하이닉스 무폐수 스크러버 64대와 2021년 인텔 공급분 60대가 교체 사이클에 진입한다. 분기 분할 교체를 가정하더라도 여타 고객사의 교체 물량과 합산하면 25~26년 기준 연간 약 68대(분기 평균 약 17대)의 교체 수요가 보수적으로 도출된다. 여기에 설치기반의 누적 증가와 지자체 용수 감축 지침에 따른 교체 가속을 반영해 분기 +2.0%의 성장률을 부여하였다.

Project Q는 주요 고객사의 메인 Fab 증설을 직접 추적해 적층했다. 산정은 [Fab의 웨이퍼 월 생산량 → 필요 POU 스크러버 수 → 식각 공정 비중(약 51%) 적용 → 동사 점유율·공급 구조 반영]의 순서로 일관되게 진행하였으며, 도출된 수량은 증설 일정과 매출 인식 시점에 따라 분기별로 안분하였다.

5-2.2 반도체 스크러버 Project Q 세부 추정

SK하이닉스: Project Q의 중심이다. 청주 M15X는 27년 초 가동을 목표로 웨이퍼 월 1만 장 규모이며, 필요 POU 스크러버 250대 중 식각 공정분 약 127대가 동사의 잠재 수요다. 용인 1기 Fab은 청주의 약 6배 규모로, 이를 근거로 동사 수요를 762대로 추정하였다. 증설 진행 상황 및 향후 일정과 매출 인식 시점을 고려해 4Q26~4Q27에 각각 15/15/20/25/25%로 안분하였다.

TSMC: 애리조나 피닉스 Phase 2(N3)가 27년 하반기 양산 계획으로 외관 완공 후 3Q26부터 장비 반입이 예정되어 있고, 웨이퍼 월 2만 장의 생산능력으로 산정되는 POU 500대 중 식각 공정에 적용되는 255대가 잠재 수요다. 여기에 28년 가동 예정인 일본 JASM 2기의 식각 공정 수요 약 191대를 더했으나, 동사가 독일 ODM 파트너(CS 클린 솔루션)를 통해 간접 공급하는 구조이기에 가시성과 점유율이 제한적인 점을 반영하여 각 Fab에 대한 동사 판매량을 보수적으로 추정하였다. 피닉스 Phase 2(N3)의 경우 60대를 1Q27·2Q27에 50/50%로 안분하였으며, JASM 2기의 경우 40대를 2Q27·3Q27에 40/60%로 안분하였다.

YMTC: 우한 3공장이 장비 반입 단계로 27년까지 월 5만 장 가동이 예상되어 식각 공정 수요 약 637대가 도출되며, 동사의 중국 현지 점유율 약 40~50%를 고려해 255대로 추정하고 2Q26·3Q26에 45/55%로 안분하였다.

인텔 및 유럽 ODM 연계 고객사: 해당 경우 판매 수량을 보수적으로 추정하였다. 인텔 tera fab 프로젝트의 경우, 동사가 고객사에 대한 레퍼런스를 보유하나 프로젝트 자체는 도입 초기 단계로서 점유율 가시성이 낮다. 따라서 오스틴 시범Fab 1단계(27년 하반기 준공, 월 3~4천 장)에 대한 동사 수요를 약 30대로만 반영해 3Q27·4Q27에 50/50%로 안분하였다. 유럽 ODM 연계 판매 수량에 대해서는, 과거 실적을 기반으로 연간 48대를 산정하여 26~27년 매 분기에 12대씩 균등 안분했다. 더하여 반도체 호황 사이클 지속을 전제로 스크러버 시장 성장률 6%를 부여하였다.

중국 시장 및 기타 고객사: SMIC·JHICC 등의 반도체 기업들을 포함하여, 중국 반도체 시장에서 동사 점유율은 약 40~50%이다. 그러나 최근 중국 현지 내에서 부품의 약 40%를 국산화하는 흐름을 고려하여 판매 수량을 보수적으로 추정하였다. SMIC의 capex 확대(월 4만 장 추가, 7나노 Fab 증설)와 중국 시장 내의 소규모 반도체 공정 프로젝트들에 기반한 수요를 합산해 연간 판매 수량을 약 272대를 추정하였다. 이후 26~27년 매 분기에 해당 수량을 34대씩 균등 안분하였다. 해당 부문에서도 마찬가지로 반도체 호황 사이클 지속을 전제로 스크러버 시장 성장률 6%를 부여하였다.

5-2.3 태양광 산업향 스크러버 매출 추정

동사 반도체사업 부문에 포함되는 태양광 스크러버 매출은 셀 제조공정 후단의 Plasma Wet 스크러버 단일 제품에서 발생한다. 동사는 모듈 조립이 아니라 셀 공정 후단의 환경장비를 공급하므로, 태양광 매출은 전량 Plasma Wet 방식으로 인식되며 반도체용 복합 구성과는 구분된다. 제품 구성이 단순한 점을 감안해, 본 보고서는 매출을 판매량과 판매단가로 분해하여 추정하였다. 판매량은 인도·중국 셀 제조사의 라인 증설 규모에서 도출하고, 판매단가는 Plasma Wet 가격대를 기준으로 동사 수익성과 연동하여 도출하였다. 1분기 실적(태양광 스크러버 매출 124.2억원)을 기준으로 두고 향후 분기를 추정하였다.

→ 태양광 스크러버 매출 = 판매량(Q, 대) × 판매단가(ASP, 백만원)

1) 판매량(Q) 추정

매출 동인은 모듈 판매량이 아니라 셀 라인 증설이며, 그 증설은 분기별로 순차 가동된다. 동사는 셀 제조공정 후단의 환경장비를 공급하므로, 고객사가 모듈을 더 파는 것이 아니라 셀 라인을 신·증설해 가동하는 시점에 수요가 발생한다. 인도 정부는 ALMM List-II를 통해 '26년 6월부터 프로젝트에 국산 셀 사용을 의무화하고, PLI 보조금으로 셀 제조 실적에 비례한 인센티브를 지급한다. 이에 모듈만 생산하던 인도 업체들이 셀 공장을 직접 신·증설해야 하는 상황이 강제되며, 그 결과 인도 셀 capacity가 '26년 하반기부터 '27년에 걸쳐 집중적으로 가동되는 증설 사이클이 형성된다.

GW당 약 45대 환산: 스크러버는 완성된 셀 라인에 1대만 들어가는 장비가 아니라, 유해가스가 발생하는 공정(증착·확산·식각·세정 등)마다 배기 라인에 부착되는 장비다. 셀 Fab 규모가 커질수록 공정 라인 수와 챔버 수가 늘어 스크러버 소요량이 비례한다. 표준적인 5.5GW급 셀 Fab 1기에 공정 구성에 따라 약 200~300대(중심값 250대)가 소요되는 점을 적용해, 증설 1GW당 약 45대(250 ÷ 5.5)로 환산하였다.

리드타임 6개월 → 스크러버 수요는 셀 가동을 약 2분기 선행한다. 동사 스크러버의 수주~매출 인식 리드타임은 약 4~6개월(약 2분기)이다. 즉 어떤 셀 라인이 가동되기 약 2분기 전에 스크러버가 발주·설치·인식된다. 따라서 각 분기의 인도향 스크러버 대수는 약 2분기 뒤에 가동될 셀 증설 규모(GW)에 45대를 곱해 매핑된다. 인도 셀 가동이 '26년 하반기~'27년에 집중되므로, 그보다 2분기 앞선 시점에 스크러버 수요가 분기별로 차오르며, 특히 가동 정점('27년 상반기)을 2분기 선행하는 '26년 4분기에 스크러버 수요가 정점을 형성한다.

→ 인도 Q(대) = (해당 분기 + 약 6개월 후 가동되는 셀 증설 GW) × 45대

이를 인도 주요 셀 제조사의 증설 일정(Adani 4→10GW, Premier 3.2→10.6GW, Waaree 5.4→15.4GW, Emmvee 등)에 대입하면 분기별 인도 대수는 다음과 같이 도출된다.

스크러버 인식 분기	인도 대수	인식 기준 GW (÷45)	약 6개월 후 셀 가동	주요 가동 물량
1Q26	158	3.5	3Q26	Adani-Premier 1차 라인 가동
2Q26E	125	2.8	4Q26	1차 물량 일단락(증설 공백 구간)
3Q26E	260	5.8	1Q27	증설 본격 가동 진입
4Q26E	332	7.4	2Q27	Waaree-Adani-Premier 집중 가동(정점)
1Q27E	305	6.8	3Q27	잔여 증설 순차 가동
2Q27E	242	5.4	4Q27	증설 사이클 후반
3Q27E	202	4.5	1Q28	Emmvee 등 2028년 가동분 선행
4Q27E	202	4.5	2Q28	2028년 가동분 선행

1분기 기준점 191대(인도 158대)는 1분기 태양광 스크러버 매출 124.2억원을 1분기 ASP 6,500만원으로 나눈 값이며, 이를 45로 환산한 3.5GW는 NSEFI가 추정한 인도 분기 셀 증설 규모(약 3.75GW)와 부합한다. '26년 2분기의 일시적 둔화(2.8GW)는 1차 가동 물량이 마무리되고 대규모 증설이 가동되기 전의 공백 구간이며, 이후 3분기부터 Adani-Premier-Waaree의 증설이 순차 가동에 들어가면서 스크러버 수요가 4분기 정점(7.4GW 상당)까지 차오른다. '27년에도 잔여 증설과 Emmvee 등 '28년 가동 예정 물량이 선행 반영되며 인도향 수요가 유지된다.

중국 물량은 일정한 기저 수요로 가산: 동사는 중국 태양광 스크러버 시장 점유율 80~90%로 세계 최대 규모인 중국 셀 설치기반에 노출되어 있어 일정 수요가 항상 존재한다. 다만 중국은 인도와 달리 정책으로 증설이 강제되는 시장이 아니고 셀·모듈 공급과잉 국면이라 신규 공장 증설이 위축돼 있어, 인도처럼 증설 일정에 연동해 변동시키지 않았다. 대신 기존 라인의 유지·교체 수요와 PERC→TOPCon/HJT 업그레이드 라인의 선별적 신규 설치에서 나오는 분기 약 0.7GW 상당(약 33대)의 일정한 기저 수요로만 보수적으로 가산하였다. 이 33대는 1분기 실적 191대에서 인도 추정분 158대를 제외한 잔여분을 중국 기저로 고정한 값이다. 그 결과 판매량의 분기 변동은 사실상 인도 셀 증설 사이클이 주도하고, 중국은 하단을 안정적으로 받친다.

구분	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E
인도 (대)	158	125	260	332	305	242	202	202	875	951
중국 (대)	33	33	33	33	33	33	33	33	132	132
판매량 Q (대)	191	158	293	365	338	275	235	235	1007	1083

2) 판매단가(ASP) 추정

ASP 절대값의 기준점은 태양광 Plasma Wet 가격이다. 동사 제품군의 ASP는 상대 비율 체계로 존재하는데, 그 상대 비율에 절대값을 부여하는 기준점을 태양광 ASP로 삼았다. Plasma Wet 가격대가 5,000~6,000만원대에 형성되어 있고 옵션별 가산 정보가 제한적인 점을 감안하여, '25년 분기 통합 평균 ASP를 보수적으로 5,000만원으로 설정하였다. 1분기(1Q26)는 신규 수주 유입과 수요 확대에 따른 단가 상승을 반영하여 6,500만원으로 상향하였다.

'26년 2분기 이후의 분기 성장률은 펀더멘털만으로 직접 추정하기 어렵기 때문에, 확정된 두 시점의 OPM-ASP 민감도를 검증 기준으로 삼아 도출하였다. '25년 분기 통합 평균 ASP(5,000만원)와 1분기 ASP(6,500만원), 그리고 4Q25 OPM(15.3%)과 1Q26 OPM(21.6%)은 확정값이다. 이 두 확정 기준점에서 OPM이 6.3%p 개선되는 동안 ASP가 1,500만원 상승하므로, OPM 1%p당 ASP 약 2.38백만원($15 \div 6.3$)의 민감도가 도출된다. 이를 검증 기준으로, 분기 성장률을 임의로 부여한 뒤 그로부터 매출액·영업이익·OPM을 산출하고, 다시 OPM 성장 대비 ASP 성장률을 역산하여 민감도와 오차를 줄여나가는 시행착오법으로 분기 성장률을 확정하였다.

→ ASP 검증식: $\Delta \text{ASP}(\text{백만원}) \approx \Delta \text{OPM}(\%p) \times 2.38$

기준점: 4Q25 (OPM 15.3%, 5,000만) ↔ 1Q26 (OPM 21.6%, 6,500만)

그 결과 '26년 2분기부터 분기 +4%의 일정 성장률이 확정되었다. 질적으로도 이는 인도 셀 증설 물결로 스크리버 수요가 집중되는 국면이 이어지는 동안, 공급자 우위에서의 단가 협상력과 신규 수주 단가의 점진적 상승이 뒷받침한다. 즉 단가 상승은 판매량 증가 그 자체가 아니라, 수요 우위 국면의 지속에 근거한다.

구분	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E
ASP (백만원)	65	67.6	70.3	73.1	76	79.1	82.2	85.5	69.9	80.2
성장률 (QoQ)	-	+4%	+4%	+4%	+4%	+4%	+4%	+4%	-	-

3) 매출 추정

앞서 산출한 판매량과 판매단가를 곱하여 분기별 매출을 도출하였다.

구분	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2026E	2027E
Q (대)	191	158	293	365	338	275	235	235	1007	1083
ASP (백만원)	65	67.6	70.3	73.1	76	79.1	82.2	85.5	69.9	80.2
매출 (억원)	124	107	206	267	257	218	193	201	704	869

판매량이 365대로 정점을 형성하고 단가 상승이 겹치는 2026년 4분기에 분기 매출이 약 267억원으로 정점에 도달한다. 분기 매출은 이후 조정되나, 인도 셀 증설이 '27년에도 이어지면서 연간 매출은 '26년 704억원에서 '27년 869억원으로 약 23% 증가한다.

5.3 유류 및 기타 사업 부문 매출 추정

5-3.1 유류 사업 부문 매출 추정

동사의 유류 사업 부문은 다산·고양 2개 직영 주유소를 운영하며 휘발유·경유를 판매하는 사업으로, 상품매출로 인식된다. 동사가 점포별 판매량·정유사 공급단가를 공시하지 않으므로, 본 보고서는 '26년 1분기 실적(87억원)을 기준으로 두고, 소비자 유가의 변동률을 곱해 향후 매출을 추정하는 방식을 채택하였다. 유류 소매 매출은 본질적으로 판매가격 × 판매수량으로 결정되며, 판매가격의 변동은 국제유가와 환율에, 판매수량은 점포 수에 연동된다.

→ 유류 매출 = 앵커(87억) × 펌프지수 × 물량지수

1) 펌프지수 추정

펌프지수는 소비자 휘발유 가격의 1분기 대비 변동률로, ① 원화환산 유가와 ② 전가율(pass-through)의 곱으로 도출하였다.

원재료 원가 = 브렌트유가 × 환율. 원유는 달러로 수입되므로 국내 유가를 좌우하는 것은 달러 표시 유가가 아니라 원화로 환산한 유가다. 이에 브렌트유와 원/달러 환율을 함께 반영하였으며, 두 변수 모두 최근 1-3개월 내 복수 기관 전망의 단순평균을 적용하였다.

구분	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
브렌트 (US\$/bbl)	102	96	90	76	75	74	73
원/달러 (₩)	1,480	1,461	1,443	1,430	1,425	1,419	1,414

전가율 = 0.41. 소비자 휘발유 가격(약 1,650원/L)은 세전 정유사 공급가(670원), 유류세(694원), 유통마진(136원), 부가세(150원)로 구성된다. 이 중 유가에 연동되는 것은 세전 공급가뿐이며, 유류세·마진은 정액으로 고정된다.

→ 전가율 = 세전 670원 ÷ 소비자가 1,650원 ≈ 0.41

즉 원화환산 유가가 10% 상승해도 소비자 유가는 약 4.1%만 상승한다. 이는 유류 소매 매출이 유가 변동성에 비해 비교적 안정적인 구조적 이유다. 추가로 '27년에는 현행 유류세 한시 인하(15%)가 종료될 것으로 가정해 펌프지수에 +3.9%p(+65원/L)를 반영하였다.

→ 펌프지수 = 1 + (브렌트 × 환율) 변동률 × 0.41 ('27년 +0.039 가산)

2) 물량지수 추정

물량지수는 점포 수·판매량 변동을 반영한다. 당사는 현재 다산·고양 2개 점포를 운영 중이며, 신규 출점이 공시된 바 없어 **물량지수는 1.00으로 고정**하였다. 이는 외형 추정에 있어 보수적 가정이며, 향후 3호점 등 신규 출점이 구체화될 경우 상방 요인으로 작용한다.

→ 물량지수 = 1.00 (2점포 기준)

3) 매출 추정

위 변수를 종합하면 분기별 매출은 다음과 같이 도출된다.

구분	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E
원화환산유가	114,660	150,960	140,256	129,870	108,680	106,875	105,006	103,222
변동률 (%)	-	+31.7	+22.3	+13.3	-5.2	-6.8	-8.4	-10.0
펌프지수	1.000	1.130	1.092	1.055	1.018	1.011	1.005	0.998
물량지수	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
매출 (억원)	87	98	95	92	89	88	87	87
QoQ (%)	-	+13	-3	-4	-4	-1	-1	0

동사의 신사업 부문 매출은 '26년 약 372억원, '27년 약 351억원으로 추정된다. '26년 2분기 중동 지정학 리스크에 따른 유가 급등(\$102)과 원화 약세(1,480원)가 겹치며 원화환산 유가가 정점에 도달, 소비자 유가도 최고치를 기록하면서 매출이 약 98억원으로 정점을 형성한다. 이후 유가·환율이 동반 정상화되면서 매출은 87억원 수준으로 수렴하나, 전가율 0.41(세전만 연동)과 '27년 유류세 인하 종료로 하방을 받치며 변동폭은 유가 변동폭 대비 제한적이다.

다만 신사업 부문의 영업이익률은 3.3% 수준('26년 1분기 부문 기준)으로, 약 350~370억원의 외형에도 영업이익 기여는 연 12억원 내외에 그친다. 이는 당사 이익의 본체가 반도체·태양광 스크러버 부문('26년 1분기 부문 OPM 26.5%)에 있음을 의미하며, 신사업 부문은 외형을 확대하되 연결 수익성을 희석하는 요인으로 작용한다. 실제로 유류 매출이 본격화된 '25년 연결 OPM은 8.4%로, '24년(16.5%) 대비 큰 폭으로 하락하였다.

5-3.2 기타제품 매출

기타 제품매출액은 1Q26기준 5450으로 flat 처리하였다.

5-4 매출 추정 최종 정리

동사 매출은 단일 라인으로 합산하기보다, 사업의 동인이 상이한 축을 분리해 각각의 P와 Q를 bottom-up으로 적층하는 방식이 정합적이라 판단하였다. 본업인 스크리버를 반도체와 태양광으로 분리하고, 별도 동인을 갖는 유류 부문을 떼어낸 뒤 추정을 진행하였다. 반도체는 제품 믹스(WFPS-Heat Wet-Plasma Wet)에서 기계적으로 발생하는 ASP 격차를 반영하고, Q를 교체·유지보수의 Base Q와 고객사별 Fab 증설의 Project Q로 분해하여 SK하이닉스·TSMC·YMTC 등 메인 Fab을 직접 추적·적층하였다. 태양광은 인도 ALMM-PLI 정책이 강제하는 셀 증설 사이클을 리드타임 6개월만큼 선행시켜 GW당 45대로 환산하고, 중국을 안정적 기저 수요로 가산하였다. ASP는 태양광 Plasma Wet 가격을 절대 기준점으로 삼아 OPM-ASP 민감도로 교차 검증하였으며, 역산 Q는 재고 항등식으로 재차 검증해 신뢰도를 확보하였다.

지앤비에스 에코 1차	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
스크리버	10,960	10,645	3,855	13,484	27,605	23,153	35,881	41,152	44,353	47,346	50,662	53,598	38,944	127,791	195,959
↳반도체	8,330	8,090	2,930	10,248	15,183	12,472	15,282	14,465	18,651	25,598	31,335	33,497	29,597	57,402	109,081
↳태양광+ 기타 산업용	2,630	2,555	925	3,236	12,422	10,681	20,599	26,687	25,702	21,748	19,328	20,101	9,347	70,390	86,878
유류/기타 서비스 매출	7740	14842	14244	16,149	14,150	15,281	14,950	14,629	14,307	14,246	14,194	14,133	52,975	59,010	56,878
합계	18700	25487	18099	29633	41755	38,434	50,832	55,780	58,660	61,592	64,856	67,730	91,919	186,801	252,838

지앤비에스 에코	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
반도체 스크리버 매출액	8,330	8,090	2,930	10,248	15,183	12,472	15,282	14,465	18,651	25,598	31,335	33,497	29,597	57,402	109,081
ASP (백만 원)	53.80	52.20	55.65	51.15	67.34	70	73	76	81	88	94	104	53	71	93
Q (대)	155	155	53	200	225	178	210	191	229	292	333	322	563	804	1,177

5-4-3 태양광 스크리버 사업 매출 추정

지앤비에스 에코	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
태양광 스크리버 매출액	2,630	2,555	925	3,236	12,422	10,681	20,599	26,687	25,702	21,748	19,328	20,101	9,347	70,390	86,878
ASP (백만 원)	50	50	50	50	65	68	70	73	76	79	82	86	50	70	80
Q (대)	53	51	19	65	191	158	293	365	338	275	235	235	187	1,007	1,083

5-4-4 유류

지앤비에스 에코	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
유류/기타 제품 매출	7,740	14,842	14,244	16,149	14,150	15,281	14,950	14,629	14,307	14,246	14,194	14,133	52,975	59,010	56,878

추정 결과 동사 매출은 '25년 약 919억 원에서 '26년 약 1,868억 원, '27년 약 2,528억 원으로 2년간 연평균 60%를 상회하는 고성장 국면에 진입할 것으로 전망된다. 반도체 스크리버 사업 부문에서는 ASP 상승과 Project Q 적층이 동시에 작동하며 매출이 '25년 296억 원에서 '27년 1,091억 원으로 약 3.7배 확대된다. 특히 WFPS 비중의 구조적 상승이 한 번 채택된 무폐수 스펙의 반복 발주로 이어지며 ASP를 시차를 두고 견인하는 점이 핵심이다. 태양광은 인도 셀 증설 정점을 선행하는 '26년 4분기에 분기 매출이 정점을 형성하고, '27년까지 잔여 증설이 외형을 지지한다. 반면 유류 신사업은 외형을 키우되 부문 OPM 3.3% 수준으로 연결 수익성을 희석한다. 결론적으로 이익의 본체는 부문 OPM 26.5%의 스크리버에 있으며, 동사의 투자 포인트는 반도체 스크리버의 믹스 개선과 반도체 및 태양광 산업 고객사들의 Fab 증설 수요의 가시성에 있다고 판단한다.

5.3.1 매출원가 추정

단위: 백만원	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	89,320	70,763	91,919	186,801	252,837
YOY(%)	36.2%	-20.8%	29.9%	103.2%	35.4%
매출원가	51,338	43,517	68,934	151,245	197,053
매출원가율	57.5%	61.5%	75%	71.4%	68.3%
GPM(%)	42.5%	38.5%	25%	28.6%	31.7%
상품 매출원가	10,473	8,221	36,370	56,040	75,851
원재료비	37,204	25,793	27,920	67,288	83,903
종업원 급여	2,413	2,681	2,850	5,977	8,090
감가상각비	342	375	407	375	375
운반비	0.9	0.9	0.6	0.8	0.8
지급수수료	3.1	2.9	10.6	5.5	5.5
외주용역비	134	869	2,664	2,615	3,539
소모품비	1,721	956	854	905	905
기타재고자산	(55)	(29)	(25)	0	0
재고자산 변동	(1,031)	4,609	(2,250)	0	0
기타비용	132	45	132	104	104
합계	51,338	43,517	68,934	151,245	197,053

1) 원재료비

사용된 원재료는 스크러버 제조에 투입되는 핵심 비용 항목으로, 매출원가 내 가장 큰 비중을 차지한다. 과거 원재료비의 매출액 대비 비율은 '22년 47.7%, '23년 41.7%, '24년 36.4%, '25년 30.4%로 지속적인 하락 추세를 나타냈다.

다만 향후 추정에서는 과거 원재료비율을 단순 적용하는 방식보다 실제 생산량 변화를 반영하는 것이 더욱 적절하다고 판단하였다. 동사의 주요 제품인 반도체·태양광 스크러버 설치 대수는 '25년 750대에서 '26년 1,811대로 증가하며 전년 대비 141.5% 성장하였고, '27년에는 2,260대로 확대되어 24.8% 성장하였다.

원재료는 제품 생산에 직접 투입되는 변동비 성격의 비용이므로 생산량 증가에 따라 투입량 역시 증가한다고 가정하였다. 따라서 향후 원재료비는 매출액 대비 일정 비율을 적용하는 방식이 아닌, 직전 연도 원재료비를 기준으로 스크러버 설치 대수 증가율을 반영하여 추정하였다.

2) 상품매출원가

상품매출원가는 과거에는 매출액의 약 10% 수준에 불과하였으나, 최근 연도에는 39.6%까지 상승하며 사업 구조의 변화가 확인되었다. 특히 상품매출원가율이 단기간에 10%대에서 40% 수준까지 상승하였다는 점은 과거 사업 구조와 최근 사업 구조가 다르다는 것을 시사한다. 따라서 향후 추정에 있어 과거 평균인 21.0%를 적용할 경우 최근 사업 구조 변화를 충분히 반영하지 못한다고 판단하였다.

이에 따라 향후에도 현재의 사업 구조가 유지될 것으로 가정하여 상품매출원가율은 최근 실적치인 '39.6%'를 적용하였다.

3) 종업원급여

매출원가에 포함되는 종업원급여는 생산 및 제조 관련 인력에 대한 인건비이다. 최근 4개년 동안 매출액 대비 비율은 2.7~3.8% 범위 내에서 유지되며 큰 변동성을 보이지 않았다. 단기간 내 급격한 인력 구조 변화 가능성이 제한적이라고 판단하여 최근 3개년 평균 비율인 3.2%를 적용하였다.

4) 감가상각비

감가상각비는 생산설비 및 유형자산에서 발생하는 고정성 비용이다. 과거에도 매출액 대비 비율이 0.4~0.5% 수준에서 안정적으로 유지되었으며, 단기간 내 대규모 설비투자 계획이 확인되지 않는다. 따라서 추정 기간에는 '25년 실적 수준을 유지하였다.

5) 외주용역비

외주용역비는 생산 및 가공 공정 일부를 외부 업체에 위탁하면서 발생하는 비용이다. 최근 수주 확대 과정에서 외주 활용 비중이 증가하였으며, 이는 생산능력 보완과 납기 대응을 위한 구조적 변화로 판단된다. 따라서 최근 비용 구조를 가장 잘 반영하는 '25년 비율을 적용하였다.

6) 소모품비

소모품비는 생산 과정에서 반복적으로 사용되는 소모성 자재 비용이다. 매출액 대비 비율은 '22년 2.49%에서 '25년 0.93%까지 하락하며 생산 효율화 효과가 확인되었다. 다만 최근 감소폭이 둔화되고 있는 점을 고려하여 최근 2개년 평균 비율을 적용하였다.

7) 운반비·지급수수료·기타비용

해당 항목들은 매출원가 내 비중이 크지 않고 연도별 변동성 또한 제한적이다. 따라서 개별 항목별 성장률을 별도로 가정하기보다는 최근 3개년 평균치를 적용하였다.

8) 재고자산 변동

재고자산 변동은 생산량, 매입량 및 판매량의 시기 차이로 발생하는 항목으로 예측 가능성이 낮다. 과거에도 일정한 방향성이 확인되지 않았기 때문에 추정 기간에는 0으로 가정하였다.

5-3.2 판매비와관리비 추정

단위:백만원	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출총이익	37,891	27,245	22,895	35,555	55,784
YOY(%)	-	-28.3%	-15.6%	55.3%	56.9%
판매비와 관리비	19,791	15,596	15,228	17,057	19,708
OPM(%)	20.4%	16.5%	8.4%	9.9%	14.3%
급여	3,271	3,952	5,091	5,254	5,422
퇴직급여	343	473	524	572	591
복리후생비	607	655	921	950	981
지급수수료	10,011	3,923	3,337	6,724	9,102
감가상각비	360	486	615	615	615
운반비	1,002	835	772	156	212
경상연구개발비	2,267	1,476	1,487	1,534	1,583
광고선전비	0.4	0.7	2.3	2.3	2.3
기타	1,927	3,793	2,476	2,732	2,732
합계	19,791	15,596	15,228	18,544	21,243

1) 급여

판매비 내 급여는 최근 3개년 동안 증가세를 보였다. 이는 해외 시장 확대와 영업 인력 확충에 따른 영향으로 판단된다. 다만 '26년 1분기 급여에는 연초 성과급 지급 등 계절성이 반영되었을 가능성이 높아 단순 연환산은 적절하지 않다고 판단하였다. 따라서 기존 인력 기반이 유지된다는 가정하에 자연 임금상승률만 반영하여 연 3.2% 증가하는 것으로 추정하였다.

2) 퇴직급여

퇴직급여는 급여 규모와 재직 인원에 연동되는 비용이다. 최근 3개년 동안 급여 대비 비율이 10~12% 수준에서 안정적으로 유지되었다. 따라서 최근 평균 비율인 10.9%를 급여 추정치에 적용하였다.

3) 복리후생비

복리후생비는 식대, 건강검진, 경조사비 등 임직원 수에 기반한 비용으로 인력 규모가 유지될 경우 물가 수준에 따라 완만하게 증가하는 특성이 있다. 이에 따라 '25년 실적을 기준으로 연 3.2%의 물가상승률을 반영하였다.

4) 광고선전비

동사는 반도체 및 태양광 공정용 환경설비를 공급하는 B2B 장비 업체로 광고선전비 규모가 매우 낮은 수준을 유지하고 있다. 향후에도 대규모 마케팅 비용 증가 가능성은 제한적이라고 판단하여 최근 실적 수준을 유지하였다.

5) 감가상각비

판관비에 반영되는 감가상각비는 사무용 자산 및 영업 관련 자산에서 발생한다. 신규 투자 규모가 제한적일 경우 자산 내용연수 경과에 따라 자연스럽게 감소하는 특성이 있으므로 '25년 실적을 기준으로 소폭 감소하는 것으로 가정하였다.

6) 운반비

운반비는 최근 매출 성장에도 불구하고 매출액 대비 비율이 하락하는 흐름을 보였다. 이는 물류 효율화와 납품 구조 개선에 따른 효과로 판단된다. 다만 추가적인 효율화 효과를 과도하게 반영하지 않기 위해 최근 실적 기준 비율을 유지하였다.

7) 경상연구개발비

경상연구개발비는 제품 경쟁력 유지와 성능 개선을 위한 필수 비용이다. 향후에도 연구개발 활동은 지속될 것으로 예상되나 신규 대규모 개발 프로젝트 가능성은 제한적이라고 판단하였다. 따라서 최근 실적 수준에 물가상승률만 반영하여 추정하였다.

8) 지급수수료

지급수수료는 에이전트 수수료, 외부 자문료 및 계약 관련 비용 등으로 구성된다. 과거에는 해외 시장 확대 과정에서 높은 수준을 기록하였으나 최근에는 정상화되는 흐름을 보였다. 따라서 최근 사업 환경을 가장 잘 반영하는 '25년 매출액 대비 비율을 적용하였다.

9) 기타 판관비

기타 비용은 여비교통비, 세금과공과, 접대비, 하자보수비, 수선비, 무형자산상각비, 대손상각비 등으로 구성된다. 일부 항목은 특정 연도에 일회성 비용이 반영될 수 있어 단일 연도 수치를 적용할 경우 왜곡 가능성이 존재한다. 따라서 정상적인 영업활동 수준을 반영하기 위해 최근 3개년 평균치를 적용하였다.

5-3.3 기타손익 및 금융손익 추정

(단위 : 원)	'22	'23	'24	'25	'1Q26	'26E	'27E
기타수익	37,748,760	3,182,571	341,972,999	17,187,334	1,061,029	120,789,968	120,789,968
기타비용	255,021,162	67,950,014	18,883,351	187,888,814	-	91,574,060	91,574,060
금융수익	2,303,625,417	7,396,053,492	8,849,632,032	3,721,202,301	3,769,029,977	6,655,629,275	6,655,629,275
금융비용	2,768,091,737	4,570,744,693	7,009,703,912	4,331,255,999	1,410,059,825	5,303,901,535	5,303,901,535
법인세비용 차감전 순이익(손실)	18,156,261,756	21,035,362,465	13,781,484,291	6,906,638,098	11,395,239,848	19,879,560,751	37,457,237,083
법인세비용(수익)		3,411,845,696	1,267,098,523	590,506,221	1,322,256,023	2,246,390,365	4,232,667,790
당기 순이익(손실)	14,772,461,013	17,623,516,769	12,514,385,768	6,316,131,877	10,072,983,825	17,633,170,386	33,224,569,292

1) 기타손익

기타손익은 외환차익, 외환차손, 유형자산 처분손익, 잡이익 및 잡손실 등 비경상적 항목으로 구성되어 있다. 사업 성장률과 직접적인 상관관계가 낮고 외부 변수에 의해 변동하는 항목인 만큼, 최근 3개년 평균 순기타손익을 정상 수준으로 보고 추정 기간 동안 동일하게 적용하였다.

2) 금융손익

금융손익은 이자수익, 이자비용, 당기손익-공정가치측정금융자산 평가 및 처분손익 등으로 구성된다. 금융자산 평가 및 처분손익은 예측 가능성이 낮으므로 추정 기간에는 0으로 가정하였다. 반면 이자수익과 이자비용은 반복적으로 발생하는 경상 항목이므로 이를 반영한 순경상금융손익 기준으로 추정하였다

5-3.4 법인세 및 유효세율

법인세비용은 영업이익에 기타손익과 금융손익을 반영한 법인세차감전순이익을 기준으로 추정하였다. 일부 글로벌 제조기업은 국가별 법인세율을 가중평균하여 적용할 수 있으나, 지앤비에스 에코는 해외 매출이 곧바로 해당 국가의 과세소득으로 귀속된다고 보기 어렵다.

따라서 국가별 법인세율보다는 실제 연결 재무제표상 법인세차감전순이익 대비 법인세비용으로 산출되는 유효세율을 적용하는 것이 적절하다고 판단하였다. 당사는 친환경 공정장비 및 무폐수 플라즈마 스크러버 관련 연구개발 활동을 지속하고 있어 일정 수준의 세액공제 효과가 유지될 가능성이 존재한다. 다만 향후 이익 규모 확대에 따라 세액공제 효과가 일부 희석될 수 있다는 점을 고려하여 보수적으로 최근 3개년 평균 유효세율인 11.3%를 적용하였다.

5.4 멀티플

5.4.1 Valuation Method

5.4.2 WHY? Peer P/E

동사의 적정가치 평가 방식으로는 **상대가치 기반의 Peer Forward PER**을 채택하였다. 이는 **동사의 Peer Group이 명확하게 정의된다는 점**에 근거한다. 일반적으로 상대 PER 방식의 신뢰도는 비교기업의 동질성에 의해 좌우되는데, 동사의 경우 피어그룹 선정 조건을 모두 충족하는 비교군이 명확하게 존재하여 PER Peer 방식이 가장 합리적이라고 판단한다.

동사는 **반도체 공정용 스크러버 사업을 중심으로 고성장 국면에 진입하고 있다**. 주요 고객사의 반도체 투자 확대와 해외 고객사 다변화에 따라 향후 수년간 높은 외형 성장과 수익성 개선이 기대된다. 특히 스크러버 사업은 높은 진입장벽과 축적된 레퍼런스를 기반으로 경쟁우위를 확보하고 있으며, 반도체 환경규제 강화에 따른 구조적 수혜도 예상된다. 현재 동사는 **약 14배의 PER로 Peer Group인 유니셈 29배, GST 16배 대비 할인된 밸류에이션**을 부여받고 있다. 그러나 이 할인의 본질은 단순한 사업 열위가 아니라 **사업 포트폴리오(Mix)의 차이**에 있다고 판단한다.

동사는 기술적 우위와 고객사 측면의 경쟁력을 보유하고 있음에도, 전체 매출의 약 20~30%를 차지하는 유류 판매 부문이 밸류에이션을 누르는 요인으로 작용하고 있다. 해당 사업은 영업이익률 1~2% 수준의 저마진 구조로 외형 성장에는 기여하나 전사 수익성을 희석시키는 특성을 갖는다. 즉 할인은 추가적으로 부여해야 할 요인이 아니라 이미 가격에 내재된 요인이다.

'27년 예상 실적 기준 동사의 이익 구조는 고수익성 스크러버 사업이 대부분을 차지할 것으로 전망된다. 유류 등 저마진 기타 부문의 영업이익 기여도는 제한적이어서 기업가치를 결정하는 변수는 사실상 스크러버 사업의 성장성에 수렴한다.

나아가 동사는

- 스크러버 기술적 우위
- 확정적 수주 계약(Backlog) 기반의 가시적 외형 성장
- 태양광 공정용 스크러버 부문에서의 높은 시장 지배력

이라는 다층적 성장 동력을 보유하고 있다.

구분	지앤비에스	GST	유니셈
주력 산업	반도체, 태양광	반도체, 칠러	반도체, 태양광
주요 고객	SK 하이닉스, TSMC	삼성전자, 마이크론	SK하이닉스, 삼성전자
시가총액	약 2200억	약 9000억	약 3010억
'26 PER	14x	16x	29x
'27F PER	11x	15x	9x

동사의 비교기업(Peer Group)으로 GST와 유니셈을 선정하였다. Peer 선정의 기준은 단순 업종 분류가 아닌 **핵심 제품, 사업 모델, 전방산업, 고객사 구조의 유사성**이다.

첫째, **제품 및 사업 모델의 동질성**이다. 동사와 GST, 유니셈은 모두 반도체 공정용 스크러버 및 환경장비를 주력으로 영위하고 있다. 스크러버는 반도체 생산공정에서 필수적으로 사용되는 환경안전 장비로, 고객사의 설비투자(CAPEX)에 직접 연동되는 수주 산업이라는 공통점을 가진다.

둘째, **전방산업 및 수요 동인의 동질성**이다. 세 기업 모두 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 등 글로벌 반도체 제조사의 투자 확대에 수혜를 받는다. 따라서 메모리 업황, 파운드리 투자, 반도체 CAPEX 사이클 등 동일한 산업 변수에 의해 실적이 결정된다.

셋째, **고객사 구조의 유사성**이다. 세 기업은 글로벌 반도체 제조사를 주요 고객으로 확보하고 있으며, 반도체 생산라인 증설 시 환경장비 수요 증가의 직접적인 수혜를 받는다.

결론적으로 동사는 태양광 시장으로 사업 영역을 확대하고 있으나, 기업가치를 결정하는 핵심은 여전히 스크러버 사업의 성장성과 수익성이다. 이에 따라 **핵심 제품, 사업 모델, 고객사 및 수요 동인이 가장 유사한 GST와 유니셈을 Peer Group으로 선정하였으며, 이를 기반으로 Forward PER 방식을 적용하였다.**

5.4.3 Target 멀티플

비교기업의 '27F PER은 GST 약 15배, 유니셈 약 9배로, 단순 평균 기준 약 12배 수준이다.

다만 **GST는 반도체 스크러버 Pure-play**로서 동사와 사업 동질성이 가장 높은 핵심 비교기업인 반면, 유니셈은 칠러 등 제품 포트폴리오가 상대적으로 넓다는 점에서 동사의 적정 멀티플은 유니셈에 가까운 가중치를 부여하는 것이 타당하다고 판단한다.

이에 따라 동사의 목표 PER은 **핵심 비교기업 대비 일부 할인된 11배**를 적용하였다.

이는 동사의 **확정적 성장성, 스크러버 이익 비중 확대, 상대적으로 작은 기업 규모, 고객사 집중도 리스크**를 종합적으로 반영한 결과이다.

이에 따라 '27F EPS에 Target PER 11배를 적용하여 적정 시가총액 및 목표주가를 산출하였다.

5.5.4 최종 손익계산서 및 목표 주가 산정

(단위 : 원)	'22	'23	'24	'25	'1Q26	'26E	'27E
매출액	65,592,093,147	89,320,182,345	70,763,128,588	91,919,436,496	41,755,386,752	186,801,076,255	252,837,660,248
매출원가	38,601,756,027	51,338,471,163	43,517,945,839	68,934,278,828	25,308,003,218	151,245,548,017	197,053,320,708
매출총이익	26,990,337,120	37,981,711,182	27,245,182,749	22,985,157,668	16,447,383,534	35,555,528,238	55,784,339,539
판매비	12,278,413,741	19,791,334,000	15,596,622,000	15,228,770,000	7,412,175,000	18,544,610,135	21,243,351,473
영업이익	14,711,923,379	18,290,380,331	11,648,559,355	7,756,388,256	9,035,208,667	17,010,918,102	34,540,988,067
기타수익	37,748,760	3,182,571	341,972,999	17,187,334	1,061,029	120,789,968	120,789,968
기타비용	255,021,162	67,950,014	18,883,351	187,888,814	-	91,574,060	91,574,060
금융수익	2,303,625,417	7,396,053,492	8,849,632,032	3,721,202,301	3,769,029,977	6,655,629,275	6,655,629,275
금융비용	2,768,091,737	4,570,744,693	7,009,703,912	4,331,255,999	1,410,059,825	5,303,901,535	5,303,901,535
법인세비용 차감전 순이익(손실)	18,156,261,756	21,035,362,465	13,781,484,291	6,906,638,098	11,395,239,848	18,391,861,751	35,921,931,715
법인세비용(수익)	3,383,800,743	3,411,845,696	1,267,098,523	590,506,221	1,322,256,023	2,246,390,365	4,232,667,790
당기순이익(손실)	14,772,461,013	17,623,516,769	12,514,385,768	6,316,131,877	10,072,983,825	16,313,581,373	31,862,753,431

상기의 논의를 종합하여 추정한 '27E EPS 1,001원 원에 Target PER 11x 배를 적용한 목표 주가 11,011원, 투자의견Buy를 제시한다.

PEER PER	
'27E 당기순이익 (단위: 천원)	31,862,753
유통가능주식 수 (단위: 주)	31,831,041
'27E EPS (단위: 원)	1,001
Target PER	11x
목표주가 (단위: 원)	11,011
현재주가 (단위: 원)	6,860
상승여력	57.75%

End of Document

감사합니다.

Disclaimer

본 보고서는 소속 학회원들의 학습 목적으로 한국외국어대학교 경영대학 소속 금융학회 자본시장연구회(이하 "자본시장연구회")에 의해 작성되었으며, 그 외 다른 목적으로 사용될 수 없습니다.

본 보고서는 게시일 이전까지 신뢰할 수 있는 출처로부터 얻은 공개된 자료를 바탕으로 제작되었으며, 언급된 회사에 대한 내부 정보는 어떠한 형태로도 취득하거나 사용하지 않았습니다. 따라서, 자본시장연구회는 본 보고서에 포함된 자료 및 정보의 공정성, 정확성, 신뢰성에 대해 어떠한 보증도 제공하지 않으며 본 보고서 또는 그 내용의 사용으로 인해 발생하는 어떠한 손실에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서에는 미래에 대한 추정치가 포함되어 있으며, 이는 과거가 아닌 미래 사건과 관계된 사항으로 다양한 가정에 기초한 예측일 뿐 실제 결과와 다를 수 있습니다. 이는 향후 경영환경의 변화 등에 따라 영향을 받으며, 본질적으로 불확실성을 내포하고 있는 바, 본 보고서에 기재되거나 암시된 어떠한 정보 및 견해도 투자 또는 의사결정의 근거로 활용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 전적으로 자본시장연구회에 귀속되며, 사전 허가 없이 본 보고서의 전부 또는 일부를 복제, 배포, 전송, 또는 상업적 목적으로 사용하는 행위는 엄격히 금지됩니다. 또한, ~~자본시장연구회 학회원을 제외한 제3자는 사전 동의 없이 본 보고서를 인용하거나 활용할 수 없습니다.~~

CMRC 자본시장연구회

E-mail: hufscmrc.official@gmail.com

Website: <https://hufscmrc.wixsite.com/mysite>

Instagram: [hufs_cmrc](https://www.instagram.com/hufs_cmrc)