AI Infrastructure

Scene-Stealer, Midstream

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

종목	투자의견	현재가
Celestica	Not Rated (M)	$302.0
Fabrinet	Not Rated (I)	$444.9
Flex	Not Rated (I)	$110.3
Modine Manufacturing Company	Not Rated (M)	$190.7
nVent Electric	Not Rated(I)	$154.3

Margin에서 Turnover로, AI Midstream 밸류체인 부각

7월 국내 및 글로벌 증시 하락장을 야기한 메모리 업종 주가 급락과 모멘텀 약화는 단기간 급하게 확장된 PBR 되돌림에 기인. 지난 8~9개월간 주요 메모리 업체 3사 PBR은 메모리 가격 급등이 견인했으나 80%대까지 개선된 GPM은 추가 개선 여력 한계라는 취약성 내재 (GPM Fwd.12M; SEC 73%, SKHY 84%, MU 86%)

반면, **전자 장비 기기 & 부품(GICS III) 업종 ODM 4사(CLS, FLEX, FN, JBL)의 P/B는 24년 초 4배에서 올해 8월 8배까지 확대**. P/B는 ROE와 P/E의 곱으로 ROE는 사업수익성+자산회전율+레버리지 3요소로 분석하는데, 최근 메모리 업종 주가 급락은 업종 수익성 추가 개선 여력, 중단기간의 자산 회전율 제고 한계를 반영한 결과로 판단. 반면, 26년 ODM 업체 P/B는 재고회전율 개선과 레버리지 확대가 견인

P/B와 ROE 확대를 견인하는 AI 인프라 BoM의 구조적 비대화

26년 초부터 AI 인프라 서버 및 전력 밀도의 심화에 따른 공정 복잡화, 공급망 차질이 재고 및 자산 회전율 감속으로 가시화하면서 P/B Re-Rating 부담으로 작용하고 있으나 하반기 본격화하는 **1) ODM 생산 능력 확대와 관련 Ramp-Up 기대감, 2) 서버, 전력 밀도가 심화한 서버 등 단위 제품당 두꺼워진 BoM(Bill of Material)이 외형 급증을 견인하며 P/B Re-Rating으로 반영될 것**

전자 장비 기기 & 부품 업종은 25년 초부터 CapEx 확대에 따른 생산능력 확대가 자산회전율을 제고하고 이것이 ROE 개선을 견인하는 선순환을 창출. 메모리 3사 자산회전율은 메모리 슈퍼사이클이 본격화한 25년 9월부터 급속하게 악화한 반면, 전자 장비 기기 & 부품 업종의 경우 해당 구간 자산회전율 회복이 가시화하면서 밸류에이션 지지. GPU, 메모리, 광통신 소자 등 AI 밸류체인 모멘텀을 견인해 온 Upstream의 급격한 외형 개선 온기가 구조적인 BoM 확대와 ROE 개선 형태로 Midstream으로 확산

AI-Agent 도입과 함께 대용량 DRAM 및 NAND 탑재가 확대하며 GW급 데이터센터 구축이 본격화. 관련한 공급망 차질과 복잡성 병목은 ODM 업체 매입 채무와 생산 능력 확대로 가시화. 26년 하반기 **AI 밸류체인 Midstream의 Re-Rating은 구조적인 BoM과 생산 능력 확대로 강화될 이익 창출력이 P/B Valuation 재평가로 반영될 전망**

최선호주 Celestica(CLS),
차선호주 Modine Manufacturing Company(MOD), nVent Electric(NVT) 제시

Margin에서 Turnover로, AI Midstream 밸류체인 부각

7월 국내 및 글로벌 증시 하락장을 야기한 메모리 업종 주가 급락은 단기간 급하게 확장된 PBR 되돌림에 기인했다 판단한다. 지난 8~9개월간 주요 메모리 업체 3사 PBR 은 메모리 가격 급등이 견인했다. 메모리 Pricing Power 와 GPM 의 급격한 개선은 지난 10년 평균 1.3배에 그친 PBR 을 지난 6월 말 기준 3.0배 로 확대했다. 80%대까지 개선된 GPM 은 추가 개선 여력 한계라는 취약성을 내재한다 (GPM Fwd.12M: SEC 73%, SKHY 84%, MU 86%).

P/B 는 ROE 와 P/E 의 곱으로, 이익의 가파른 개선으로 축소한 메모리 P/E 가 P/B 3배를 정당화하기 위해서는 ROE 개선이 요구된다. DuPont 방정식은 ROE 를 사업수익성 x 자산회전율 x 레버리지 3요소로 분석하는데, 최근 주가 급락은 업종 수익성의 추가 개선 여력, 중단기간의 자산 회전율 제고 한계를 반영한 결과로 판단한다.

[그림 1] DuPont Equation - 생산능력 확대, 출시 사이클 단축 등 회전율 확대를 통한 ROE 개선 요구가 높아진 메모리 업종 P/B

$$PBR = ROE \times PER$$

$$ROE = \frac{NI}{Revenue} \times \left(\frac{Revenue}{Total\ Asset}\right) \times \frac{Total\ Asset}{Total\ Equity}$$

(수익성) × (회전율) × (레버리지)

Revised

$$\frac{NI}{COGS} \times \left(1)\frac{CoGS}{Inventory} \times 2)\frac{Inventory}{Tangible\ Asset}\right) \times \frac{Tangible\ Asset}{Total\ Equity}$$

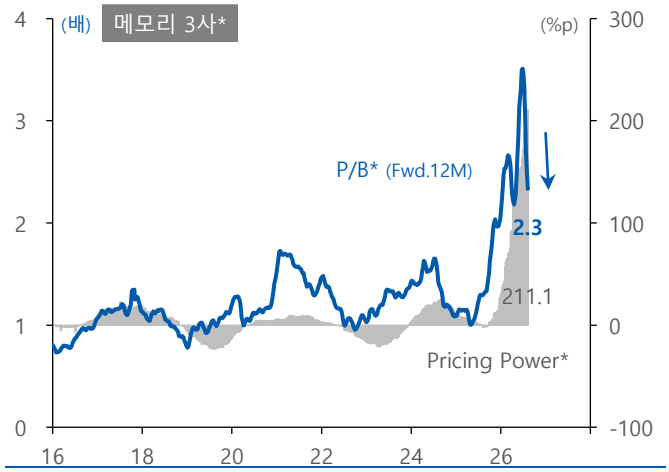
(재고 회전율 × 재고 수급)

1) $\frac{CoGS}{Inventory}$ 마진 개선 효과를 제한 순수 회전율

2) $\frac{Inventory}{Tangible\ Asset}$ 재고 확보 능력과 BoM 변화 판단 지표

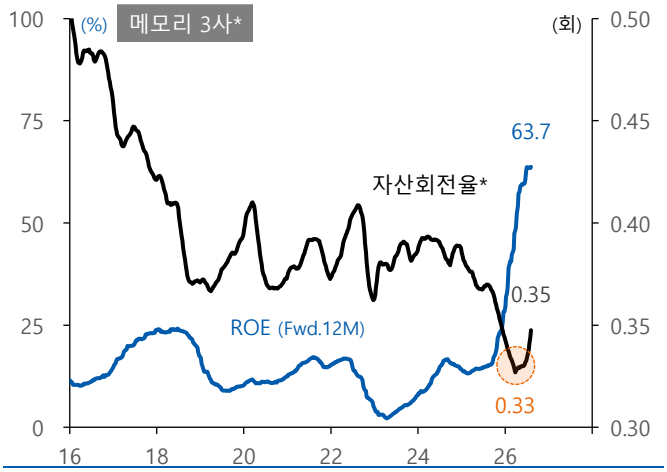
자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 1] 가격 협상력, GPM 의 급격한 개선이 업종 P/B Re-Rating 견인



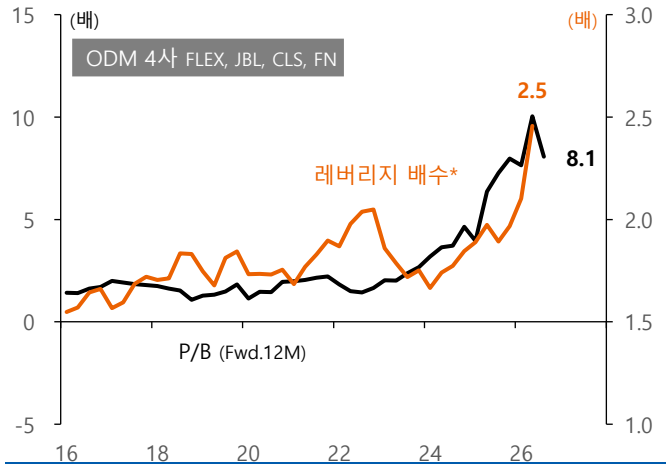
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
*주: 메모리 3 사는 SEC, SKHY, MU / Pricing Power 는 매출 YoY%와 매출원가 YoY%의 차(%p)

[차트 2] 25 년 이후 자산회전율 악화, 이익 모멘텀 약화가 ROE 하방 압력으로 작용



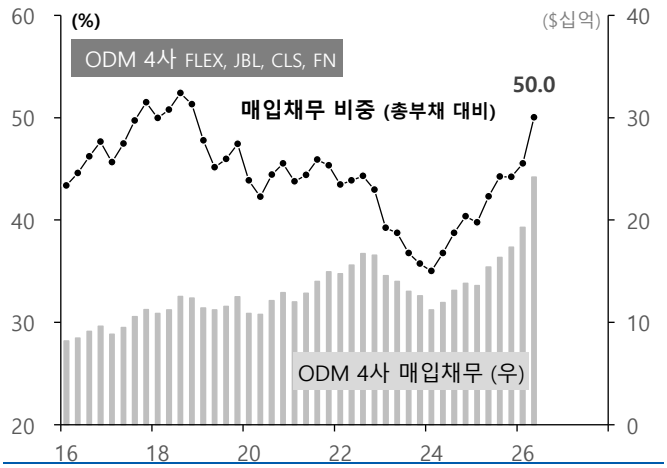
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
*주: 자산회전율은 매출원가(GPM 컨센서스 역산)를 총자산으로 나누어 산출

[차트 3] 레버리지 배수(매입채무) 증가가 견인하는 AI 인프라 ODM 업종 P/B



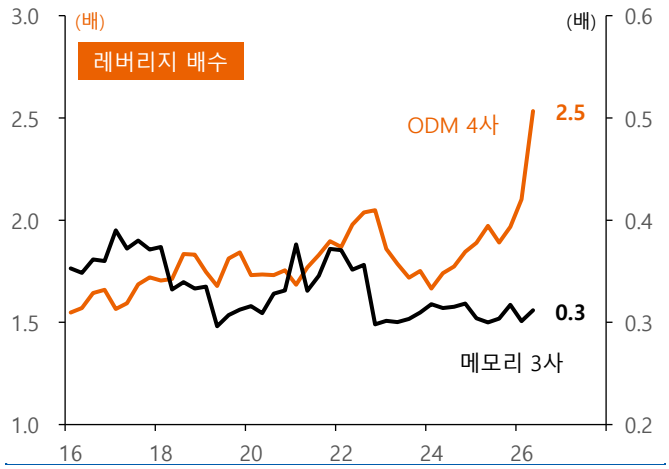
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] 26.1H ODM 업종 매입채무 급증 - 업계 BoM 급증을 반영



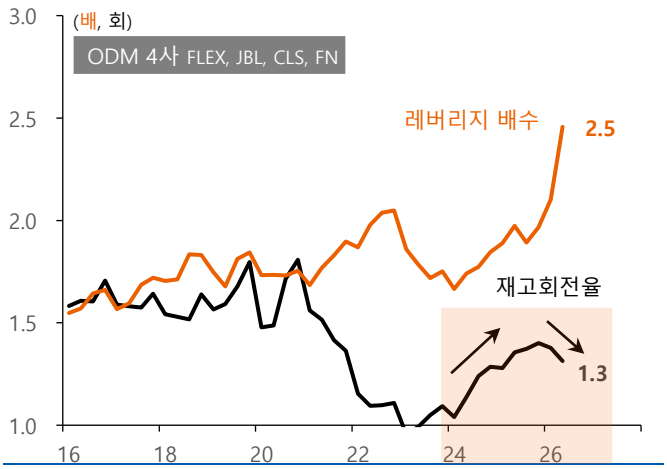
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] ODM 4 사 vs. 메모리 3 사 레버리지배수 비교 - 레버리지배수 vs. 이익률



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] BoM 급증과 복잡성 병목을 반영 - 레버리지배수 급증, 재고화전율 둔화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

P/B 와 ROE 확대를 견인하는 AI 인프라 BoM(Bill of Material) 비대화

전자 장비 기기 & 부품 (GICS III, 402030) 업종 ODM 4사 P/B 는 24년 초 4배 수준에서 올해 8월 초 8배 수준까지 확대되었는데 재고회전율 개선과 레버리지 확대가 견인했다. 하지만 26년 초부터 AI 인프라 서버 및 전력 밀도의 심화에 따른 공정 복잡화, 공급망 차질이 재고 및 자산 회전율 감속 가시화는 일부 P/B Re-Rating 부담 요소로 작용하고 있다.

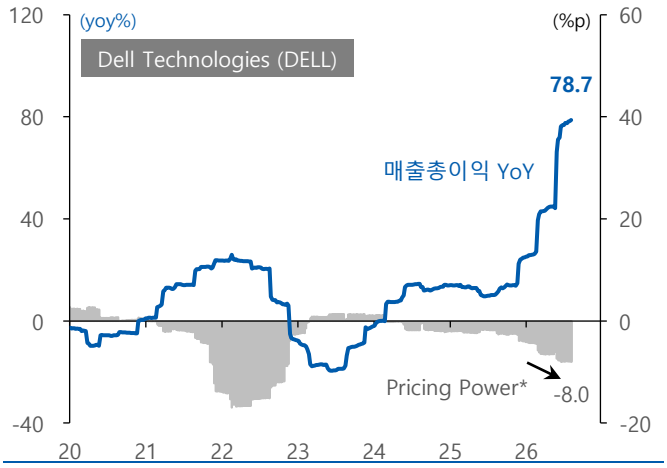
다만 **1) 서버, 전력 밀도가 심화한 서버 등 AI 인프라의 두꺼워진 BoM(Bill of Material), 2) ODM 생산 능력 확대와 Ramp-Up 기대감이 하반기 외형 확대 모멘텀으로 본격 반영하며 P/B Re-Rating 을 견인할 전망**이다. 두꺼워진 BoM 은 Midstream 업체의 매입채무 급증과 레버리지 확대, 생산능력 확대는 25~26년 사이 급증하는 CapEx 로 반영되고 있다.

BoM 비대화 수혜는 White Space 에서 Grey Space 로 확산될 것

Dell Technologies(DELL)는 Compute + Networking + Storage 로 구성된 Rack-Scale 단위 AI 서버 시스템을 출하하는 AI DC Midstream 대표 종목으로 YTD 250%가량 상승하며 IT 업종 전체를 대폭 Outperform 했다(최근 3개 분기 AI 서버 출하 규모 $56→$95→$161억). 전방 AI 워크로드 처리 수요가 폭증하는 한편 데이터센터 물리적 공간 확보에 제약적인 환경이 지속됨에 따라 **컴퓨팅 자원 집약(서버 원가 밀도 상승) 수요가 확대된 결과**다.

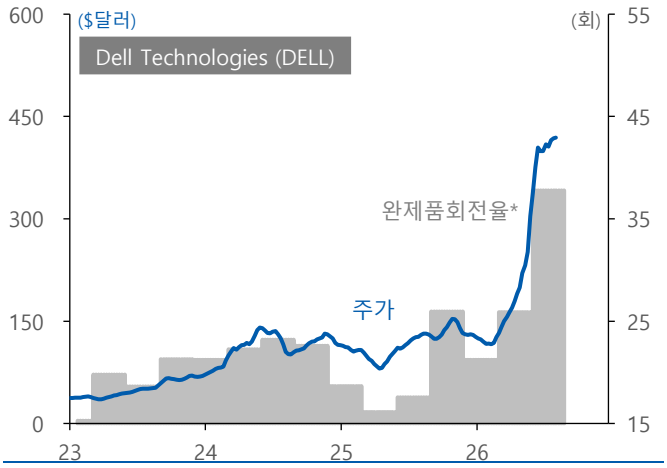
차세대 서버로의 전환이 본격화하면서 컴퓨팅 자원 집약화, Rack-Scale 화, 대용량 DRAM 및 NAND 탑재 확대로 시스템당 BoM(Bill of Material; 자재명세서) 증가가 가속화하며 GPM 약화 지속에도 강력한 외형과 이익 모멘텀이 발현되고 있다. BoM 증가 가속화의 온기는 연산+네트워킹+스토리지를 수행하는 공간(White Space)에서 전력/냉각/배전 수행 공간(Grey Space)로 확산 중이다. 구조적인 BoM 증가 가속화 수혜가 전망되는 Midstream 업체에 대한 접근이 유효한 국면이다.

[차트 7] 시스템당 BoM 증가 가속화로 수익성 악화 지속에도 이익 모멘텀 발현



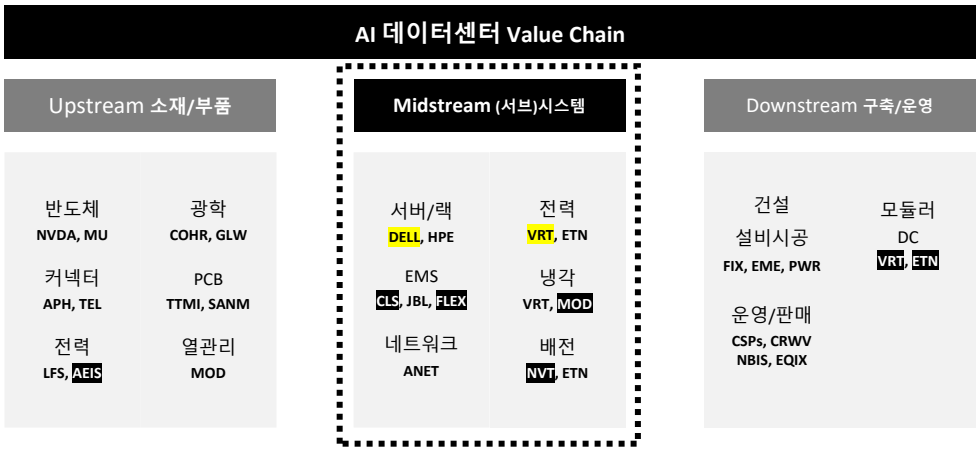
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
*주: Pricing Power 는 매출 YoY%와 매출원가 YoY%의 차(%p)

[차트 8] GPU/메모리/네트워킹/전력/냉각 솔루션 등이 포함하며 원가 밀도 급등



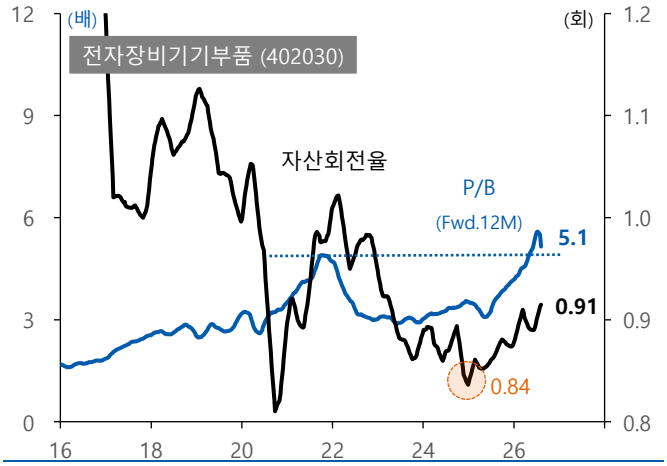
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터
*주: 완제품회전율은 매출원가를 완제품(재고자산) 평균으로 나누어 산출

[그림 2] BoM 증가 가속화 온기가 연산+네트워킹+스토리지(White Space)에서 전력/냉각/배전(Grey Space)으로 확산



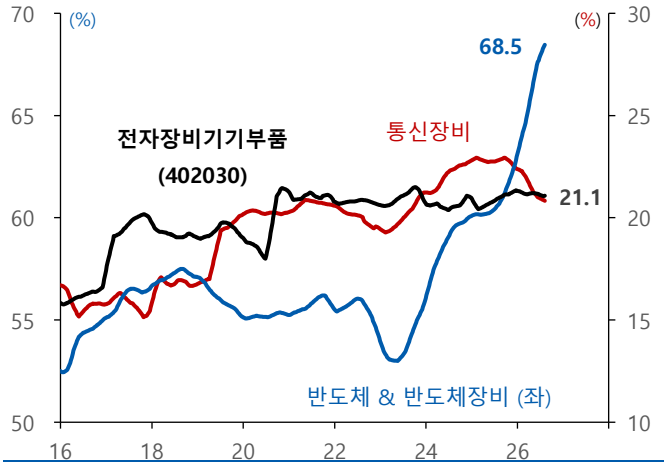
자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 9] 업종 P/B, 21 년 전고점 5.1 배 형성 - 회전율 개선 여력이 확장 뒷받침



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 10] 주로 ODM, EMS 업체로 구성 - 근 10 년간 20%대 수준의 이익률 유지



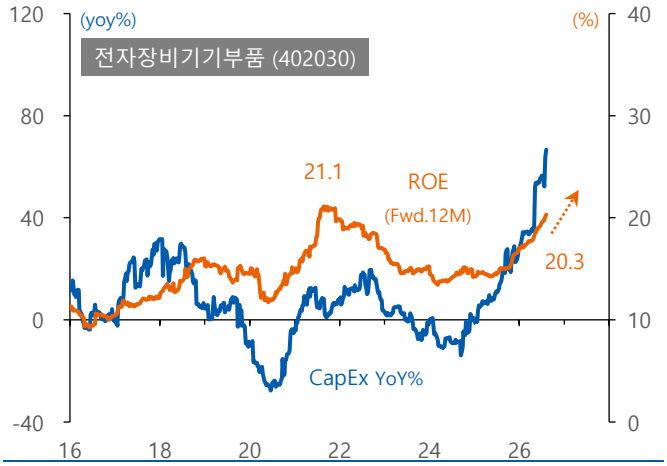
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

결국 모멘텀은 외형에서, Turnover 제고 가시화

업종 자산회전율은 업체의 가격 협상력 증가 효과(Margin)를 제하고 구조적인 BoM 증가 효과를 반영하기 위해 매출원가를 기반으로 산출했다 (자산회전율=매출원가÷평균자산). 메모리 3사 자산회전율은 메모리 슈퍼사이클이 본격화한 25년 9월부터 급속하게 악화한 반면, 24년 4분기부터 선제적으로 생산능력 확대를 본격화한 전자 장비 기기 & 부품 (GICS III, 402030) 업체의 경우 해당 구간 자산회전율 회복이 가시화하면서 밸류에이션을 지지하고 있다.

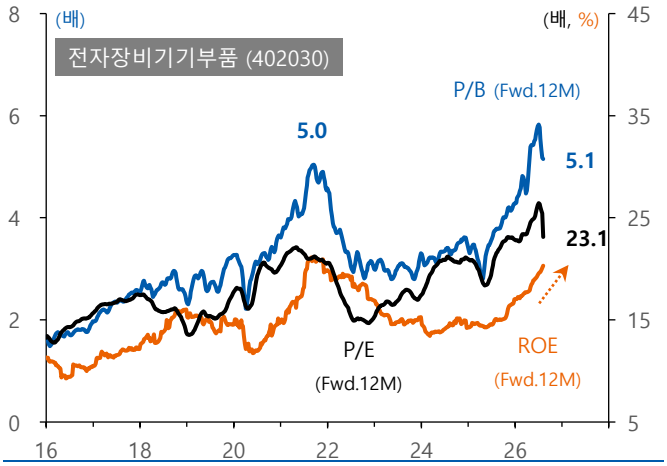
전자 장비 기기 & 부품 업종은 25년 초부터 이미 CapEx 확대에 따른 생산능력 확대가 자산회전율을 제고하고 이것이 ROE 개선을 견인하는 선순환을 창출해 왔다. GPU, 메모리, 광통신 소자 등 AI 밸류체인 모멘텀을 견인해 온 **Upstream 의 급격한 외형과 이익률 개선 모멘텀이 약화함에 따라 시장은 구조적인 BoM 확대가 ROE 를 개선해 나갈 Midstream 에 주목할 것**으로 판단한다.

[차트 11] 25 년 초부터 CapEx 확대에 따른 자산회전율 제고가 ROE 개선을 견인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 12] 구조적인 BoM 증가가 ROE 를 개선 - 업종 Re-Rating 여력 보유



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] S&P1500 전자 장비 기기 & 부품(GICS III, 452030) 업종 시가총액 상위 20 개 종목 현황

	티커	종목명	시가총액($B)		티커	종목명	시가총액($B)
1	APH	암페놀	211.3	**11**	**FN**	**패브리넷**	**19.0**
2	GLW	코닝	137.7	12	ZBRA	지브라 테크놀로지스	17.5
3	COHR	코히런트	63.3	13	TTMI	TTM 테크놀로지스	13.8
4	TEL	TE 커넥티비티	62.8	**14**	**AEIS**	**어드밴스드 에너지 인더스트리스**	**13.7**
5	KEYS	키사이트 테크놀로지스	58.3	15	CGNX	코그넥스	11.9
6	**FLEX**	**플렉스**	**46.8**	16	LFUS	리틀휴즈	11.9
7	**JBL**	**자빌**	**35.6**	17	ARW	애로우 일렉트로닉스	11.6
8	TDY	텔레다인 테크놀로지스	31.7	18	SANM	산미나	11.1
9	SNX	TD 시넥스	21.1	19	AVT	에브넷	7.6
10	CDW	CDW	19.7	20	PLXS	플렉서스	7.4

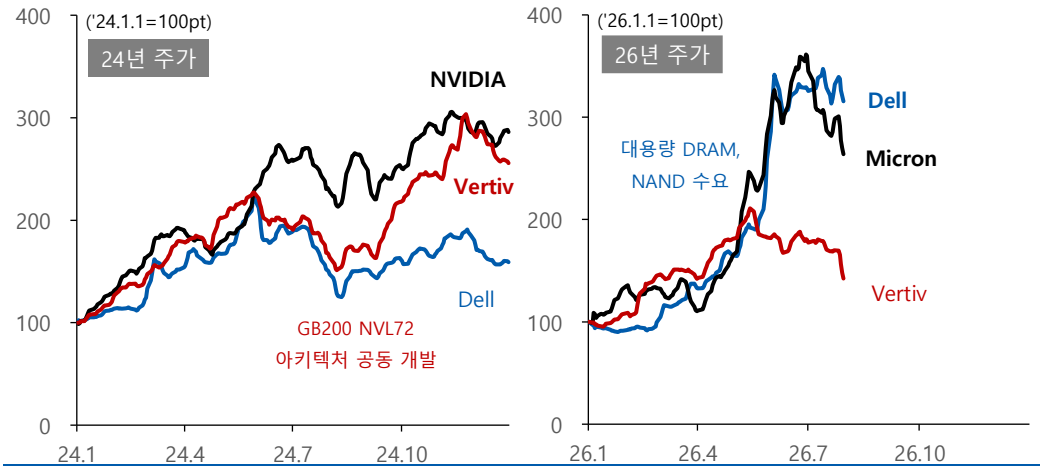
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Vertiv 병목, Grey Space 통합 시스템화에 기인

Dell Technologies(DELL)과 Vertiv Holdings(VRT) 주가 흐름이 최근 분기 실적 공시 이후 크게 차별화되었다. 연초부터 5월 20일까지 두 업체 주가는 DELL +95%, VRT +93%로 유사하게 상승했으나 6월 말 주가는 DELL+243%, VRT +107%로 그 차이가 크게 확대했다. Dell 의 제품당 BoM(Bill of Material; 자재명세서)이 확대된 것이 최근 분기 완제품회전율 급등으로 반영되었다. [차트 14]

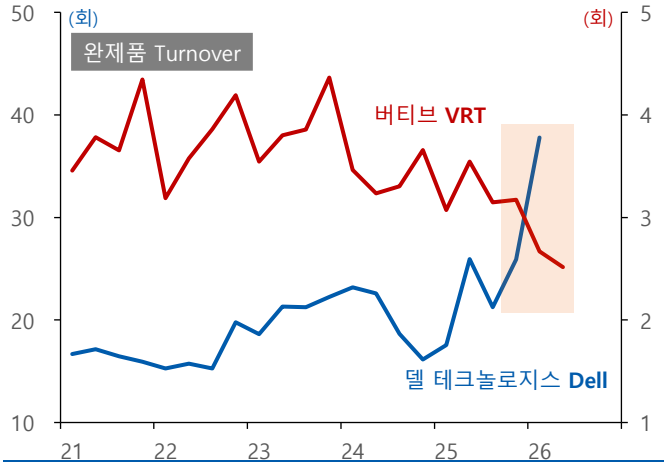
Vertiv Holdings(VRT)는 **AI 데이터센터의 전력/열관리/IT 인프라를 통합 시스템으로 설계/제조/출하하는 Converged Infrastructure Platform 기업**이다. 올해 VRT 완제품회전율이 급감한 것은 25.4Q 수주 급증(+252% YoY)을 견인한 OneCore 와 SmartRun 과 같은 모듈형 데이터센터 인프라 생산 본격화(26.1Q)와 직접적으로 연관되어있는데, 동사는 SmartRun 과 같은 모듈 도입이 확산하면 **데이터센터 구축이 이루어지는 장소가 현장(On-Site)에서 공장(Factory)로 이동**한다고 설명한다.

[차트 13] NVIDIA 와 GB200 NVL72 클러스터 아키텍처를 공동 개발한 Vertiv 주가 - 24.2H 호조 vs 26.1H 부진(DELL, MU 대비)



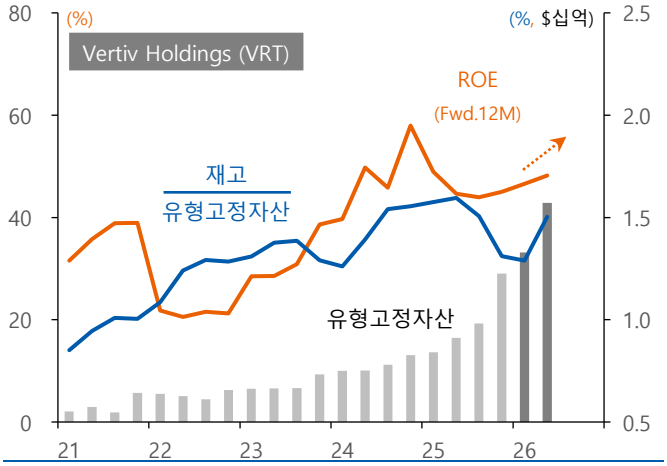
자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 14] 26Y VRT 완제품회전율 급감, 모듈형 데이터센터 제품 생산 증가와 연관



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 15] 생산능력 확대 가속, BoM 확대를 반영하는 재고/유형고정자산 비율 개선



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 화이트스페이스 Vendor DELL vs. 그레이스페이스 Vendor VRT 비교

영역	Dell Technologies	Vertiv Holdings
서버	◎ 핵심	X
서버 랙 통합 (GPU/스토리지/네트워킹)	◎ 핵심	○ 일부
열관리/액체냉각장치/CDU	○ 일부	◎ 핵심
전력분배/UPS/배터리	△ 제한적	◎ 핵심
모듈러 데이터센터	○ 있음	◎ 핵심

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 화이트스페이스 vs. 그레이스페이스 비교 - 연산 수행 vs. 전력/냉각 공급

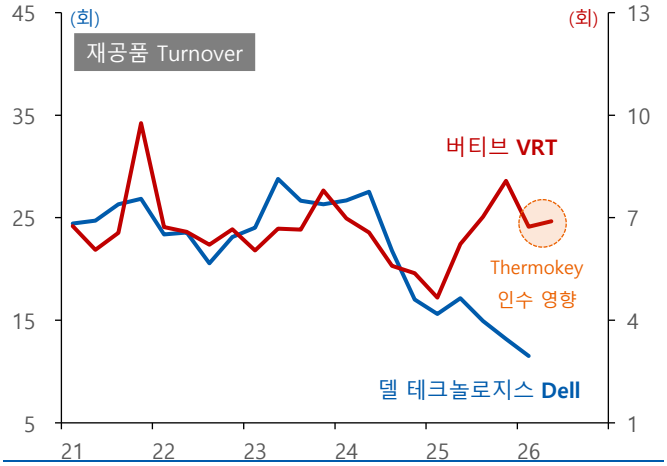
	화이트스페이스 White Space	그레이스페이스 Grey Space
개념	GPU, 스토리지, 네트워킹 연산 수행 공간	White Space 향 전력/냉각 공급 공간
위치	전력 최종 소비 지점	전력망 전력을 변환/조절/보호 시설 열관리, 서버 냉각
공간	데이터 홀, 서버 룸, 랙	UPS 실, 배터리실, 냉각설비
설비	서버랙, PDU 버스바, 전원 케이블	변압기, 중저전압 스위치기어 UPS, 배전반, 발전기
변화	랙 밀도 상승에 따른 액체 냉각/고전력 랙 설계 수요	대용량 스위치기어, 냉각수 인프라 수요 확대

자료: 유안타증권 리서치센터

데이터센터 인프라 White Space 대표 Vendor 인 DELL 과 Grey Space 대표 Vendor VRT 의 완제품회전율 흐름의 차이는 VRT 의 시스템 구축의 '복잡성 병목'에 기인한다. VRT 의 완제품회전율이 급격하게 둔화된 것은 **Power(전력), Thermal(열관리/냉각) 부문과 같은 Sub-System 단에서 완성된 완제품이 Infrastructure Solution(통합) 부문에서 SmartRun 이나 OneCore 라고 하는 프로젝트형 제품으로 통합하고 테스트 이후 현장 출하가 이루어지는 상호의존적 공급 체계의 강화에 기인**한다.

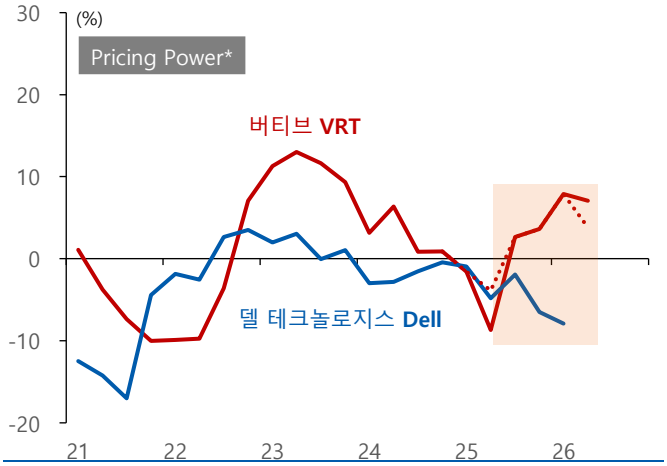
복잡성 병목이라는 구조적 특성으로 Turnover 둔화가 지속하고 있으나 최근 2분기에도 생산능력 확대가 가속화하고 있으며, 그럼에도 유형고정자산 대비 재고 규모가 증가하는 등 공급 차질 완화 시 BoM 증가 기반의 외형 개선 모멘텀을 기대할 수 있는 국면이라는 판단이다. 2분기 컨퍼런스 콜에서도 VRT CFO 는 하반기 매출 급증 전망에 따라 재고와 매입채무가 크게 증가하고 있으며, 특히 열관리 부문의 복잡화로 ThermoKey 인수를 통해 열교환기 및 드라이쿨러 제품군을 보강했다고 언급했다.

[차트 16] SmartRun, OneCore Mix 영향으로 하락 전환 vs. Thermokey 인수



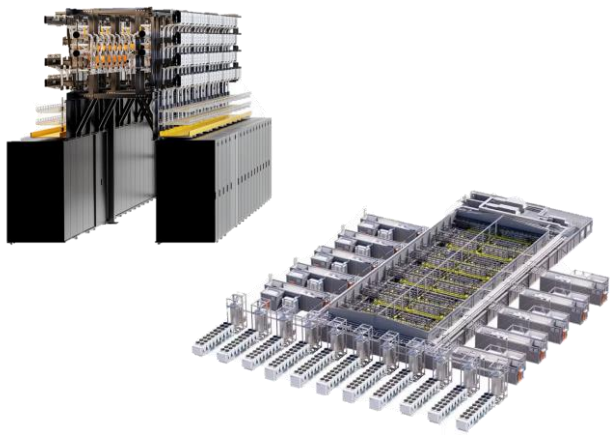
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 17] 통합 인프라 구축에 따른 복잡성 병목을 반영하며 영업레버리지 약화



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] **(좌측상단) SmartRun** 데이터홀 인프라 / **(우측하단) OneCore** 모듈 DC



자료: Vertiv Holdings, 유안타증권 리서치센터

[표 4] Smartrun, OneCore 세부 내용

	SmartRun	OneCore
적용 범위	데이터홀 내부 White Space	데이터센터 인프라 전체
수행 기능	랙 상부 전력(버스웨이) 냉각(배관)과 케이블(트레이) 통합	전력/열관리 화이트스페이스 전체 통합
설치 위치	랙과 통로 상부 OneCore 내부+단독 배치 가능	데이터 홀 전반과 전력실, 기계실
확장 단위	랙 열/Pod 단위	12.5MW 데이터센터 블록 단위

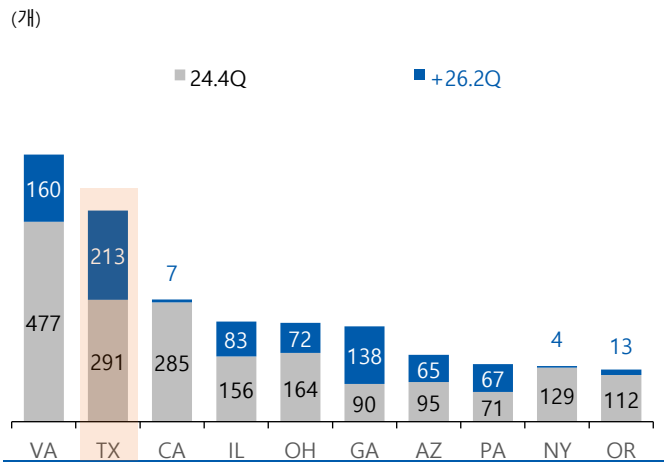
자료: 유안타증권 리서치센터

Pricing Power, ROE 개선을 조기 가시화 중인 업체부터 비중 확대

Vertiv 주력 제품 OneCore 를 통해 AI 데이터센터의 전력/열관리(냉각)/IT 인프라 전반(UPS, PDU, Busway, Chiller, CDU, Powertrain, Thermal Chain 등)을 개별 제품이 아닌 하나의 통합 시스템 단위로 제조·출하하는 Converged Infrastructure 공급 업체를 지향하고 있다. **SmartRun, OneCore 제품 생산이 본격화한 26.1Q부터 재공품, 완제품 Turnover 둔화가 반영하는 BoM 비대화가 향후 외형 모멘텀으로 발현할 전망**이나 시스템 출하 병목으로 26.2Q 에 들어 영업레버리지 효과가 약화하고 있다.

VRT와 유사한 사업 익스포저를 가진 동종 Midstream 업체 역시 **1) 25년 초부터 지속된 생산 시설 확대 가속화(유형고정자산 증가 가속)**, **2) BoM 이 증가한 Sub-System 제품 Mix 확대(재고회전율 둔화, CoGS 증가 가속화)** 등 펀더멘털 개선이 확인된다. 통합 시스템 출하로 병목이 반영되고 있는 VRT 대비 **3) Pricing Power, ROE 개선을 조기 가시화 중인 업체 중심의 비중 확대** 전략이 유효하다는 판단이다.

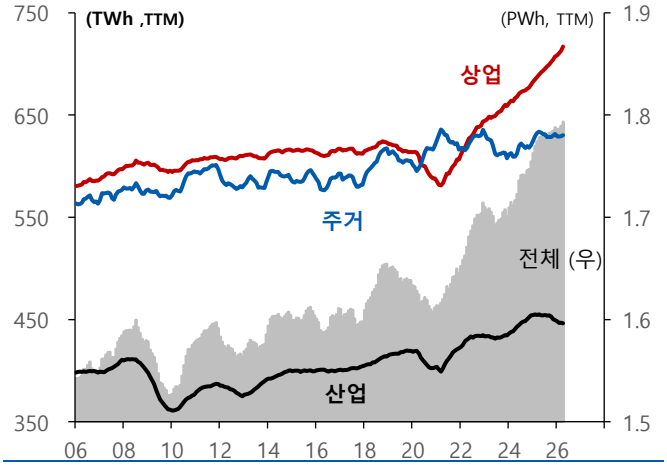
[차트 18] 데이터센터 위치 상위 10개 주 6개 분기간 데이터센터 증가량



자료: eia.gov, 유안타증권 리서치센터

*주: 상위 10개 주 / VA, TX, CA, IL, OH, GA, AZ, PA, NY, OR

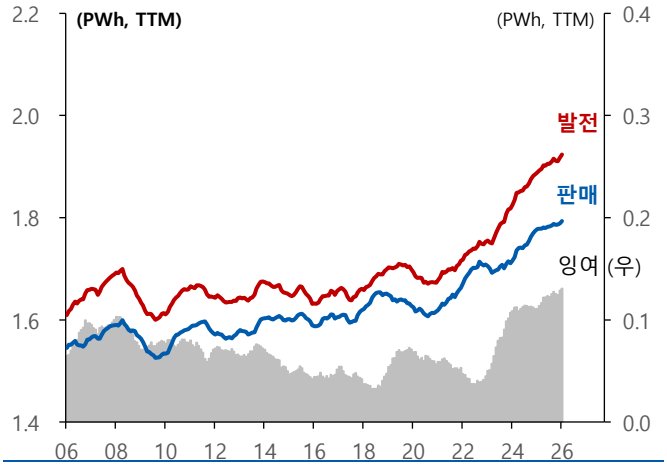
[차트 19] 데이터센터 보유 상위 10개 주 최종 소비 부문별 전력 판매량



자료: eia.gov, 유안타증권 리서치센터

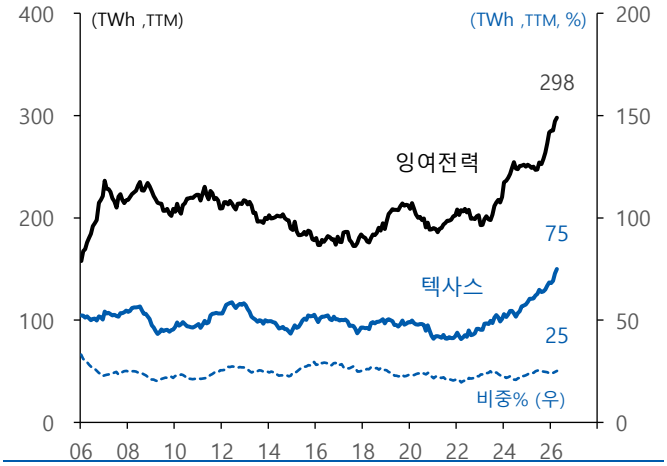
*주: 상위 10개 주 / VA, TX, CA, IL, OH, GA, AZ, PA, NY, OR

[차트 20] 상위 10개 주 잉여 전력량 - '26.4 130TWh ≒ 용량 14.9GW



자료: eia.gov, 유안타증권 리서치센터

[차트 21] 상위 10개 주 최종 소비 부문별 전력 판매량



자료: eia.gov, 유안타증권 리서치센터

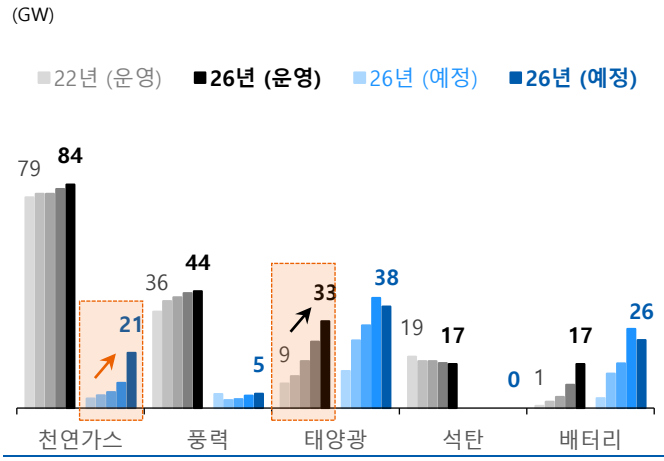
*주: 상위 10개 주 / VA, TX, CA, IL, OH, GA, AZ, PA, NY, OR

미국 잉여 전력 증가 지속, 전력 병목은 노이즈로 간주

AI DC 밸류체인 Downstream 주요 병목으로 거론되는 전력 수급 문제는 인허가 문제, 전력 수요 급증과 같은 우려가 존재하나, 1) GW급 데이터센터 확산 속도와 전력 발전원 보급 속도차, 2) 미국 주요 데이터센터 지역 잉여 전력 확충 현황을 고려할 때 노이즈로 간주한다. 미국 내 데이터센터는 24년 말 3,013개에서 26년 상반기 말 4,532개로 6개 분기(18개월)간 월 평균 85개가 증가해왔다. 22년 이후 데이터센터 보유 상위 10개 주(州) 상업향(데이터센터) 전력 판매가 크게 증가해왔으나, 발전량 또한 빠르게 증가해 25년부터 잉여 전력량 증가가 재가속화하고 있다.

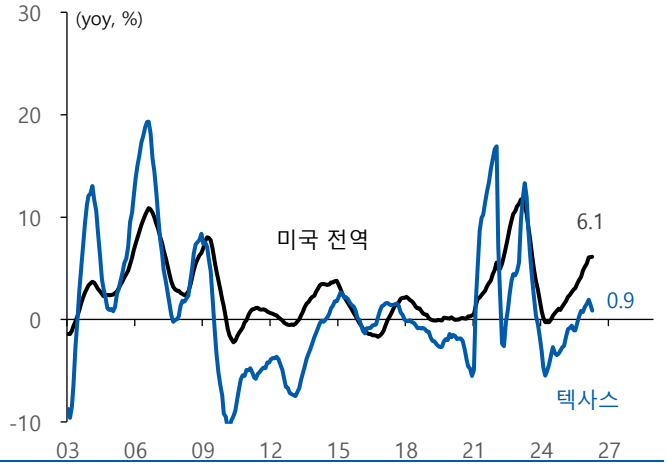
미국 전역 잉여 전력량 298TWh(TTM. 34GW), **데이터센터 보유 상위 10개 주 잉여 전력량 130TWh(TTM)**, 해당 잉여 전력을 데이터센터에 전량 할당한다고 단순 가정할 때 감당 전력 용량은 14.9GW, 이는 **100MW 규모 데이터센터 150개 부하를 상시 감당할 수 있는 전력량**에 해당한다.

[차트 22] 텍사스(TX)주 발전원별 발전 용량 증가 추이 (22 년 4 월~26 년 4 월)



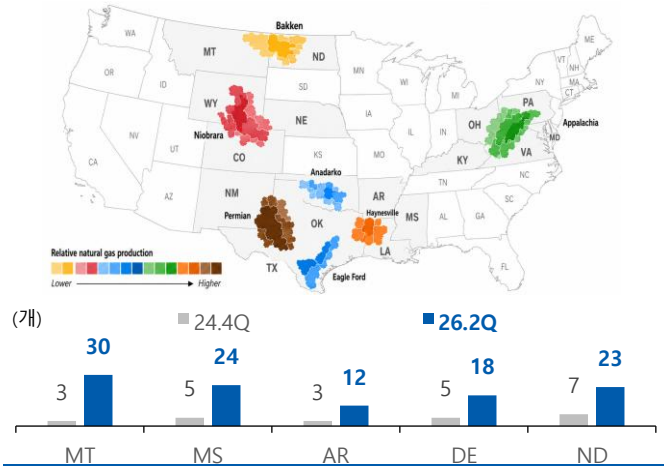
자료: eia.gov, 유안타증권 리서치센터

[차트 23] 미국 상업향 전력 판매 가격 증가율 추이 - 텍사스(TX) 1%대 하회



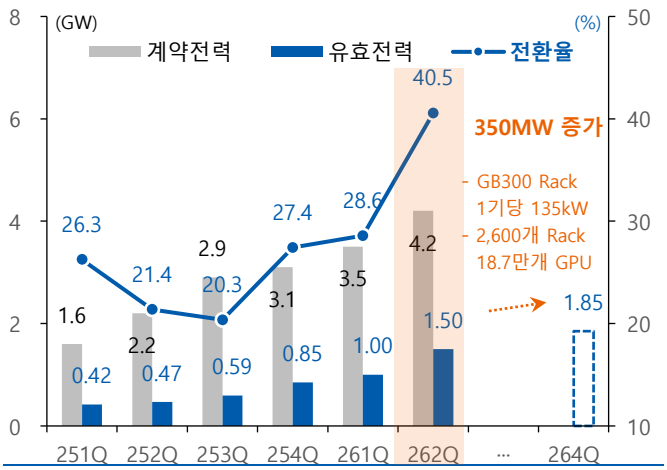
자료: eia.gov, 유안타증권 리서치센터

[차트 24] 데이터센터 증가 속도가 가장 빨랐던 상위 3 개 주, 천연가스 분지와 인접



자료: eia.gov, 유안타증권 리서치센터

[차트 25] CoreWeave 계약 및 유효 전력 용량과 유효 전력 전환율 추이

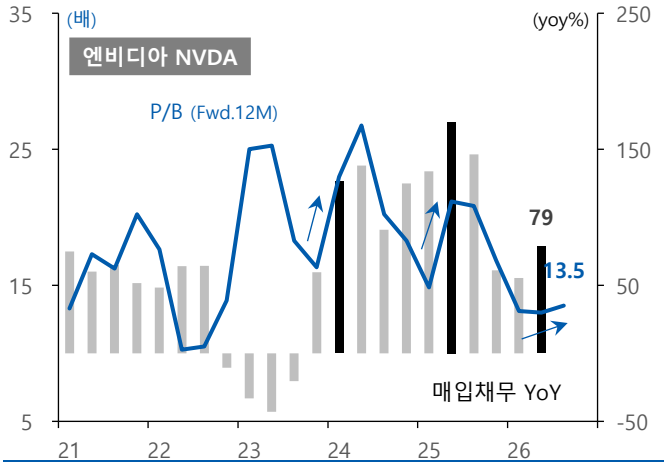


자료: CoreWeave, 유안타증권 리서치센터

데이터센터 건립 인허가 문제와 가장 크게 관련된 지역 전력 가격 상승 영향 문제 우려도 크지 않다. 텍사스의 경우 지난 4년간 24GW 의 태양광 발전 용량을 확대, 향후 구축 예정 용량만 38GW 에 달한다. 발전 용량 확대에 힘입어 텍사스 올해 상반기 전력 가격 증가(yoy%) 폭은 26년 4월 기준 1%대를 하회 중이다. 한편, 지난 1년간 천연가스 구축 예정 용량도 21GW 로 크게 증가했는데 지난 2년간 데이터센터 증가 속도가 가장 빨랐던 상위 3개 주 MT, MS, AR 가 모두 천연가스 산지에 인접한 주라는 사실도 전력 병목 우려를 제한한다.

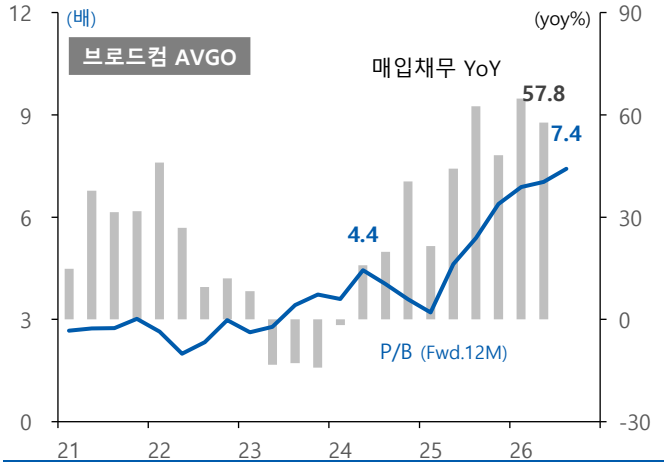
White, Grey Space 밸류체인 주요 고객인 **Neo-Cloud 유효전력 전환율(DC 가동률) 증가는 AI 인프라 업체의 공급망 개선을 가시화**하고 있다. 대표 업체 CoreWeave(CRWV)의 유효전력 전환율은 지난 25년 4분기부터 개선을 지속하고 있는데 각 연간 유효 전력 확보는 올해와 내년 가속화 전망(25년 +0.45GW yoy, 26년 1.0GW, 27년 1.8GW), 견조한 공급 추세가 지속될 것으로 판단한다.

[차트 26] BoM 확대 - 24 년 Blackwell, 25 년 GB200 NVL, 26 년 Vera-Rubin



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 27] 브로드컴 매입채무 급증 - DRAM/NAND 급증과 Packaging 복잡화 반영



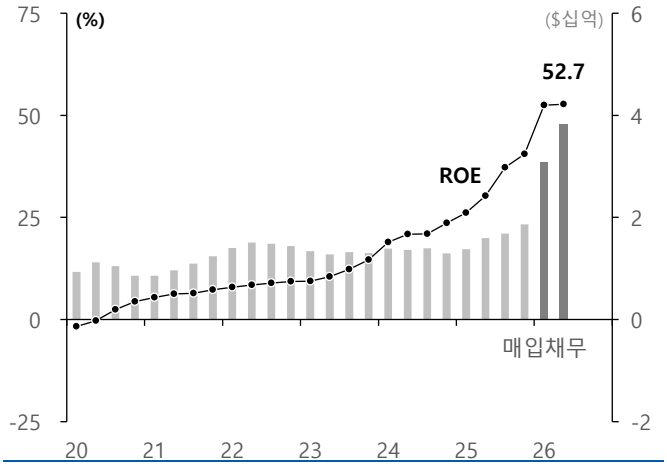
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

AI 인프라의 비대화된 BoE 생산 전환과 ROE 개선, P/B 로 재평가

23년 초부터 24년 상반기까지 지속된 엔비디아의 모멘텀이 종료하고 25년 초부터 모멘텀이 재가시화한 것은 결국 BoE 비대화 기반의 ROE 개선에 기인한다고 판단한다. Hopper 에서 Blackwell Series 전환이 본격화한 24년 초, GB200 NVL72로 엔비디아의 Scale-Up 기반 서버 아키텍처 전환이 본격화한 25년 초, Rubin-Vera 기반 차세대 아키텍처 전환이 진행되는 26년 상반기 말 모두 매입채무 증가가 반영하는 BoM 개선 기대감이 P/B Re-Rating 의 형태로 주가를 견인한다.

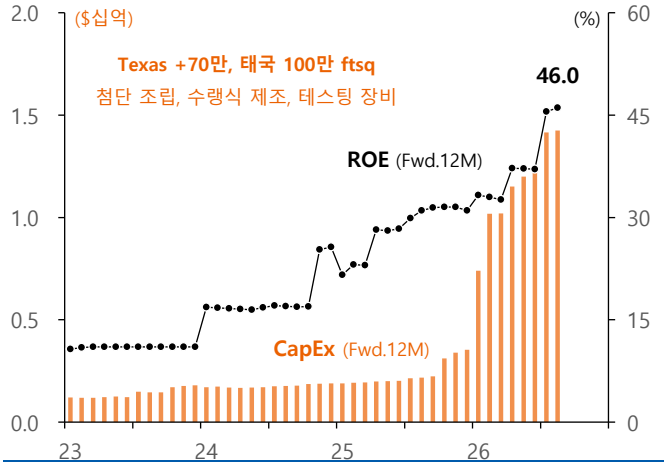
Scale-Up/Out/Across 로 서버 아키텍처 구성이 심화하는 가운데 전력/냉각/열관리 시스템 통합과 더불어 이러한 통합 시스템 출하와 회전율 확대를 위한 모듈러 DC 도입이 ODM 업체를 주도로 확대 중이다. AI-Agent 도입 관련 대용량 DRAM 및 NAND 탑재의 확대로 GW 급 데이터센터 수주가 급증과 함께 지속되고 있는 공급망 차질과 복잡성 병목은 ODM 업체의 매입 채무와 생산 능력 급증으로 가시화하고 있다. **26년 하반기 AI 밸류체인 Midstream 의 Re-Rating 은 구조적인 BoM 의 증가와 생산 능력 확대로 강화될 이익 창출력이 P/B Valuation 재평가로 반영될 전망**이다.

[차트 28] **Celelstica(CLS)** - ROE & 매입채무



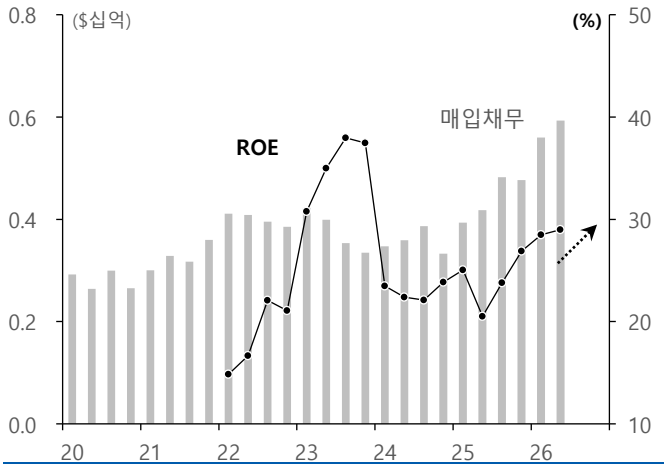
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 29] **Celelstica(CLS)** - ROE & CapEx (Fwd.12M)



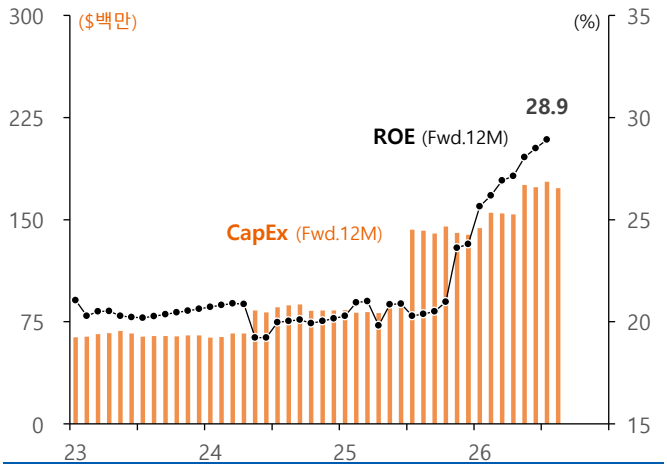
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 30] **Modine Manufacturing Company(MOD)** - ROE & 매입채무



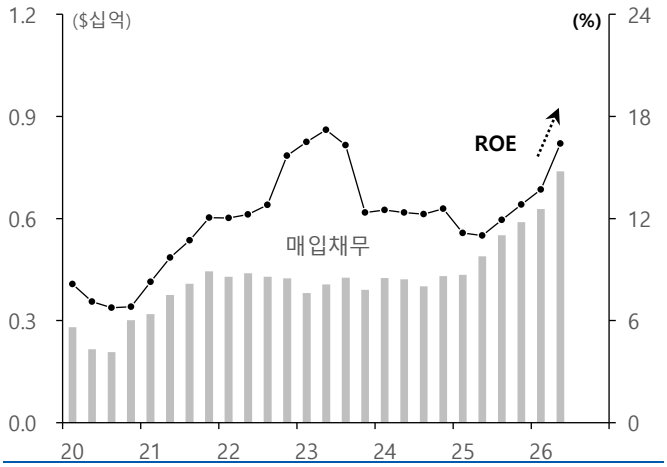
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 31] **Modine Manufacturing Company(MOD)** - ROE & CapEx (Fwd.12M)



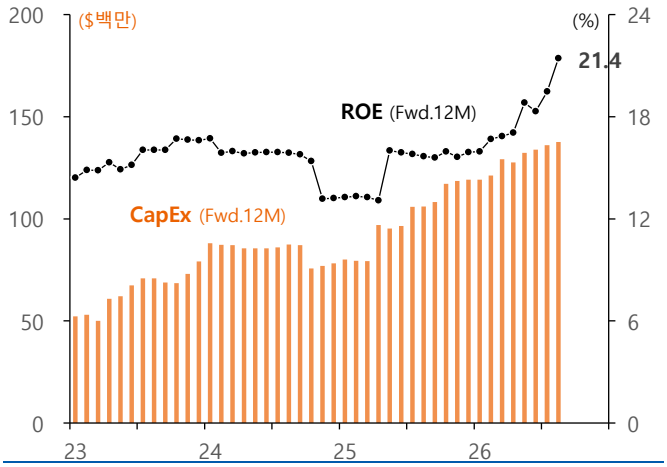
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 32] **nVent Electric(NVT)** - ROE & 매입채무



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 33] **nVent Electric(NVT)** - ROE & CapEx (Fwd.12M)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Celestica (CLS)

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

Networking, ASIC에서 Rack-Scale ODM으로

Not Rated (M)

목표주가	-달러 (M)
현재주가 (8/20)	$ 302.00
컨센서스 (8/20)	$ 460.35
상승여력	+52.4%

국가	미국
상장거래소	New York
산업 분류 (GICS 4)	전자 제조 서비스
시가총액 ($억)	377
유동주식비율 (%)	67.3
52주 최저/최고	179.01/474.03
주요주주 (%)	Vanguard Group 4.6

주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대	-1.7	3.2	66.5
상대	2.7	11.2	20.0

12GW 규모 OpenAI, Anthropic향 Rack-Scale 플랫폼 수주 확보

Celestica(CLS)는 **클라우드 서비스 업체 대상 네트워킹 스위치, 광 시스템, 서버 및 스토리지 장치를 결합한 Rack-Scale 통합 플랫폼을 제공하는 ODM 업체**. 기존 Google, Meta향 400/800G Switching 및 가속기 ASIC 공급 업체(Networking)에서 AMD와 Rack-Scale AI 플랫폼 Helios 개발, **10GW** 규모 OpenAI-Broadcom향 맞춤형 Rack Jalapeno, Anthropic향 **2GW** 수주 등 Rack-Scale AI 플랫폼 제공업체(Compute)로 사업 범위 확장

중단기 핵심 모멘텀 요소는 CCS(Connectivity & Cloud Solution) 부문의 1) 26.2H 1.6Tb 네트워킹 스위치 양산, 2) **26.2H OpenAI/Braodcom Custom Rack System 초기 납품, AMD Helios Scale-Up 스위치 개발.** 올해 초부터 본격화하는 $10억 규모 텍사스/태국 생산 시설 증설과 Capa 전환. 한편, 최근 주가 하방 압력 요소로 Upstream 공급 차질. ASIC, Memory, PCB, 전력 및 광학 부품 전반의 공급 차질을 언급

Rack-System Ramp-Up 효과 반영은 27년부터, 약간의 호흡이 필요

25년 말 CSPs 고객사발 GW급 Rack-Scale 장비 공급 계약 논의가 본격화하며 생산 능력을 26년 초부터 본격 확대. **분기 평균 규모 $4~5천만에 그쳤던 CapEx가 26년 $10억으로 +500% 이상 증가. 미국 텍사스 70만ft², 태국 100만ft² 규모의 생산 시설이 추가되어, 미국 27년, 태국 26년 말~27년 초 가동 예정.** 첨단 조립, 수랭식 냉각 제품 생산 및 테스팅 시설을 추가해 Networking + Custom ASIC + Rack-Scale 전 부문 생산 Capa 확대 예정

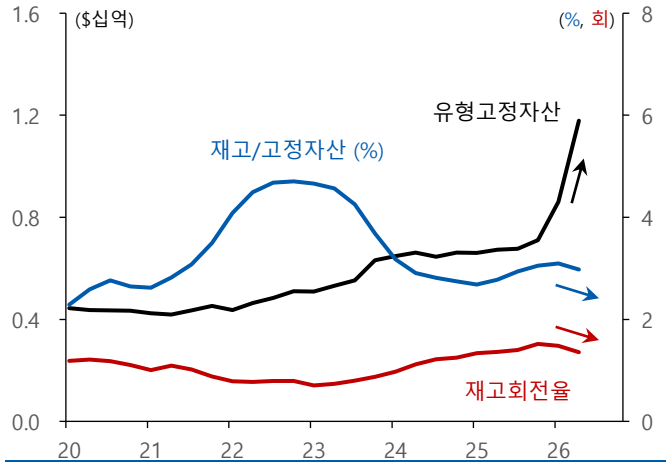
CCS 부문 견인(26Y yoy +50%→70%→85%)으로 **26년 매출 연간 가이던스는 (26Y yoy +37%→53%→65%)으로 매분기 상향** 지속. 1) 미국-태국 생산능력 Ramp-Up이 반영하는 27년 견조한 매출 증가 가속화, 2) 26.2Q부터 진행 중인 점진적인 부품 공급 병목 차질 완화, 3) BoM 확대를 반영하며 올해 상반기간 2배로 확대한 매입채무 규모에 따른 ROE 개선을 전망, 최근 2년간 PBR=ROE*PER 추이를 근거로 연말 Target P/B(Fwd.12M) 10배를 산출

Summary (백만달러, 배, %)

	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	7,961	9,646	12,391	20,564	35,396
영업이익	338	599	1,041	1,708	3,062
당기순이익	244	428	833	1,305	2,347
PER	13.8	24.5	45.6	26.9	15.3
PBR	2.0	5.6	15.3	7.8	5.2
EV/EBITDA	7.9	14.4	27.5	11.4	11.4
ROE	14.2	23.3	52.7	38.2	45.9

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 1] 미국-태국 생산능력 확대와 Rack-Scale 통합 플랫폼 Mix 가세

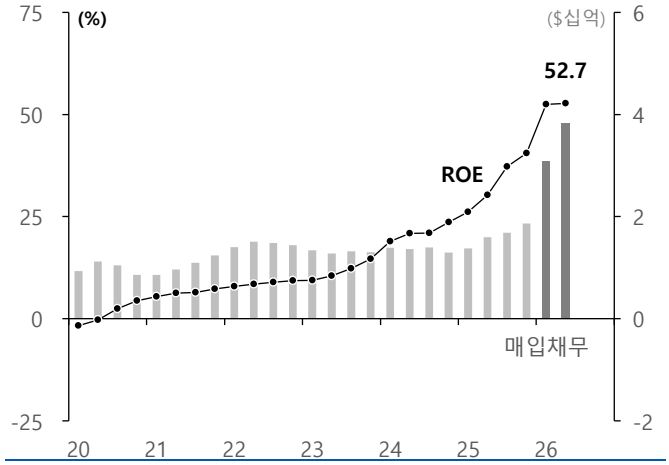


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 2] Downstream 의 Rack-Scale 서버 수요에 따른 Upstream 회전율 둔화

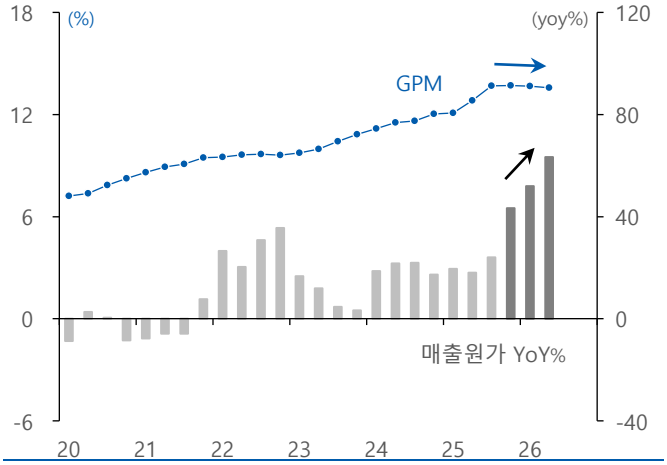
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] 상반기 BoM 확대를 반영하는 매입채무 급증과 ROE 확대



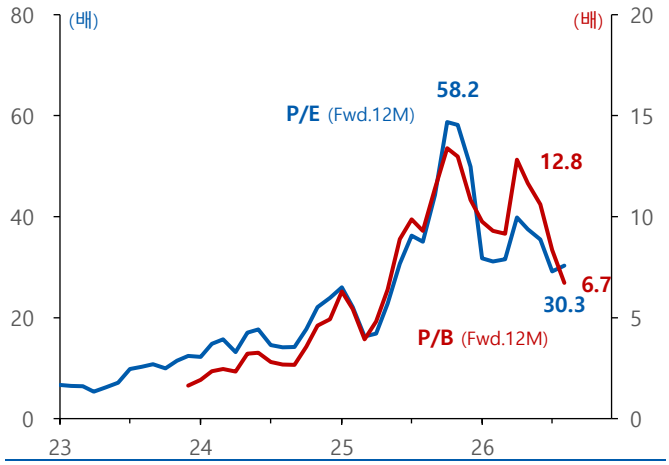
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] CCS 외형 증가 vs. 수익성 둔화 - 매출 Mix 전환에 따른 회전율 둔화 반영



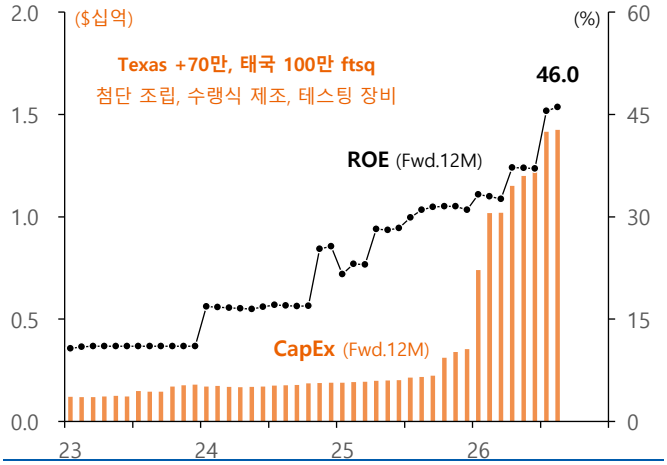
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] P/E-P/B(Fwd.12M) 차트 - 상반기 ROE 확대에 따른 P/B 확대 반영



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] **텍사스 27 년, 태국 26 년 말 가동 예정** - CCS 장기 설비 용량 확대 관련



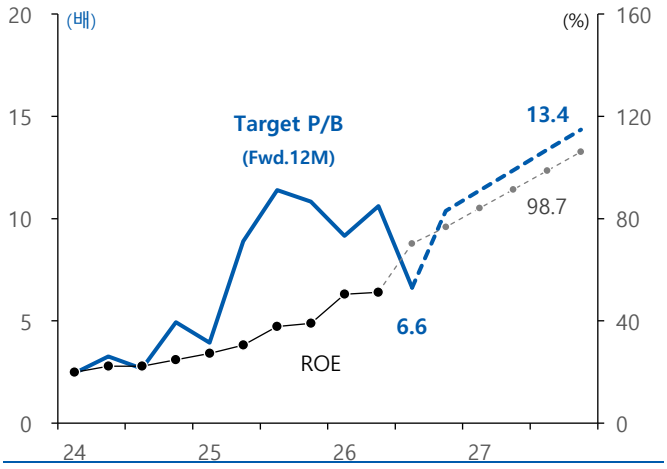
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] Celestica(CLS) 주요 재무 지표 추이

($백만, %)	24.Q1 24.3	24.Q2 24.6	24.Q3 24.9	24.Q4 24.12	25.Q1 25.3	25.Q2 25.6	25.Q3 25.9	25.Q4 25.12	26.Q1 26.3	26.Q2 26.6
수익	2,209	2,392	2,500	2,546	2,649	2,893	3,194	3,655	4,047	4,699
(yoy)	20.2	23.3	22.3	18.9	19.9	21.0	**27.8**	**43.6**	**52.8**	**62.4**
Advanced Technology	768	768	814	806	807	819	781	795	806	888
Connectivity & Cloud	1,441	1,624	1,685	1,740	1,841	2,074	**2,413**	**2,860**	**3,241**	**3,810**
Communications	764	935	1,067	800	1,428	1,641	1,943	2,115	2,411	2,653
Enterprise	677	689	618	383	414	433	470	745	830	1,157
매출원가	1,987	2,136	2,239	2,249	2,375	2,522	2,778	3,222	3,610	4,121
(yoy)	18.7	21.7	21.9	17.3	19.5	18.1	24.1	43.3	52.0	63.4
매출총이익	222	256	261	297	274	371	416	433	437	578
(GPM, TTM)	10.0	10.3	10.4	10.7	10.8	11.4	**12.0**	**12.1**	**12.0**	**12.0**
판관비	64.8	80.1	91.8	57.6	112.5	38.9	38.4	70.1	117.4	58.1
R&D 비용	16.5	19.4	18.7	23.4	17.6	34.0	36.4	30.2	41.2	46.3
영업이익	136	146	141	205	134	288	331	321	268	461
(OPM, TTM)	4.9	5.5	5.9	5.8	6.5	6.2	**7.3**	**8.5**	**8.7**	**8.8**
Advanced Technology	4.7	4.6	4.9	4.6	5.0	5.3	5.5	5.3	6.0	6.3
Connectivity & Cloud	7.0	7.2	7.6	7.9	8.0	8.3	8.3	8.4	8.6	8.7
EBITDA	146.7	179.1	190.9	180.3	245.1	171.4	333.6	371.3	373.5	319.6
(EBITDAM, TTM)	6.8	12.3	12.2	11.4	12.3	11.4	12.7	13.9	13.6	13.2
Cash Flows										
CapEx	-40.4	-36.9	-46	-47.6	-36.7	-32.5	-37.3	**-94.7**	**-229.5**	**-263.8**
잉여현금흐름	90.7	86.2	76.8	95.8	93.6	119.9	88.9	155.9	126.8	147.1

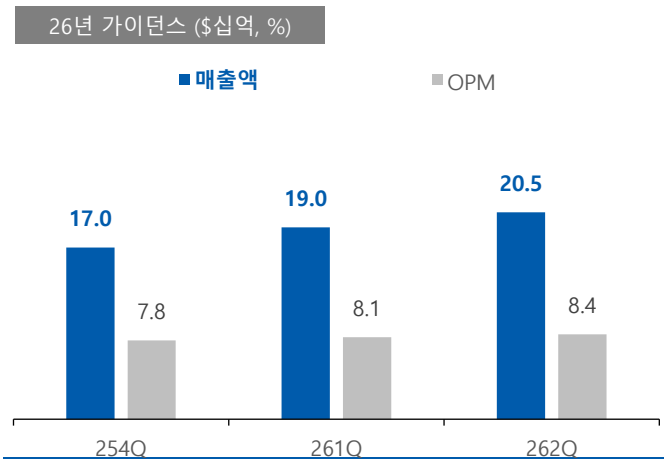
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] PBR=ROE*PER 추이에 근거, 27 년 Target P/B(Fwd.12M) 13.4 배 산출



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] 분기별 연간 가이던스 조정 추이



자료: Celestica, 유안타증권 리서치센터

Celestica(CLS) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	5,635	7,250	7,961	9,646	12,391
매출액증가율 (%)	-2.0	28.7	9.8	21.2	28.5
매출원가	5,148	6,614	7,207	8,612	10,897
매출총이익	487	636	754	1,034	1,494
판관비	245	280	303	294	260
영업이익	168	263	338	599	1,041
영업이익증가율 (%)	31.1	57.0	28.5	77.2	73.7
EBITDA	294	408	469	751	1,216
영업외손익	32	60	32	67	58
외환관련손익	-	-	-	-	-
이자손익	-	-	-	-	-
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	25	52	23	57	48
법인세비용차감전순손익	136	204	306	532	983
법인세비용	32	58	62	104	151
계속사업순손익	104	146	244	428	833
중단사업순손익	-	-	-	-	-
당기순이익	104	146	244	428	833
지배순이익증가율 (%)	71.5	40.0	68.0	75.1	94.5

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	227	298	326	474	660
당기순이익	104	146	244	428	833
유무형자산상각비	126	145	131	152	176
기타비현금손익 조정	76	96	100	-224	673
매출채권증감	-102	-133	-402	-271	-569
재고자산증감	-522	-717	245	344	-427
매입채무증감	-	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-364	-109	-122	-213	-204
인수 및 사업	-315	-	-	-36	-
유형자산 증가 (CAPEX)	-52	-109	-125	-171	-201
유형자산 감소	3	0	3	3	-
기타현금흐름	-	-	-	-8	-3
재무활동 현금흐름	68	-209	-208	-209	-284
차입금 증감	150	-79	-28	123	-29
자본금 증감	-56	-79	-118	-268	-375
현금배당	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-26	-50	-62	-63	120
현금의 증감	-70	-20	-4	53	172
기초 현금	464	394	375	370	423
기말 현금	394	375	370	423	596
NOPAT	141	201	283	496	896
FCF (Free Cash Flow)	175	189	201	303	458

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	3,435	4,327	4,511	4,512	5,673
현금및현금성자산	394	375	370	423	596
매출채권	1,260	1,394	1,796	2,069	2,638
재고자산	1,697	2,350	2,104	1,761	2,188
비유동자산	1,232	1,301	1,380	1,476	1,540
유형자산	453	510	632	662	710
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	25	54	51	78	74
자산총계	4,667	5,628	5,891	5,988	7,213
유동부채	2,254	3,055	3,221	3,021	3,940
매입채무 및 미지급금	2,185	2,985	3,173	2,975	3,882
단기차입금	35	35	-	-	-
유동성장기부채	17	17	27	27	17
비유동부채	950	895	899	1,071	1,057
장기차입금	639	607	648	770	702
부채총계	3,204	3,950	4,120	4,092	4,997
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	1,030	1,064	1,031	798	343
이익잉여금	-1,256	-1,077	-852	-424	409
비지배지분	-	-	-	-	-
자본총계	1,463	1,678	1,771	1,896	2,216
순차입금	400	412	305	373	320
총차입금	794	786	675	797	916

재무지표 및 밸류에이션

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
EPS	0.8	1.2	2.0	3.6	7.2
BPS	11.7	13.8	14.9	16.3	19.3
EBITDAPS	1.8	2.4	2.7	4.0	5.7
SPS	44.5	58.7	66.3	81.7	107.5
DPS	-	-	-	-	-
PER	12.5	9.2	13.8	24.5	45.6
PBR	1.0	0.8	2.0	5.6	15.3
EV/EBITDA	6.1	4.4	8.1	14.7	28.2
PSR	0.3	0.2	0.4	1.1	2.8
ROE	7.2	9.3	14.2	23.3	40.5
ROIC	6.5	8.3	11.3	18.9	30.1
ROA	2.5	2.8	4.2	7.2	12.6
부채비율 (%)	54.3	46.9	38.1	42.0	41.3
순차입금/자기자본 (%)	27.4	24.5	17.2	19.7	14.4
매출총이익률 (%)	8.6	8.8	9.5	10.7	12.1
영업이익률 (%)	3.0	3.6	4.2	6.2	8.4
당기순이익률 (%)	1.8	2.0	3.1	4.4	6.7
EBITDA 마진율 (%)	5.2	5.6	5.9	7.8	9.8

자료: Bloomberg, 유안타증권

Fabrinet (FN)

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

DCI Optical Platform 확산 수혜가 이제 반영

1) DCI Coherent 광학 모듈, 2) Ciena 차세대 네트워킹 플랫폼 모멘텀

Fabrinet(FN)는 Lumentum Holdings, Coherent 등 주요 EML/InP Laser 등 광학 부품과 광트랜시버 등 모듈 단위 제품을 Packaging하고 Testing하는 광학 밸류 체인 대표 후공정 OEM Foundry로 첨단 광학 패키징, 광학 턴키 제조, 최종 조립 테스팅 사업을 영위. **중단기 핵심 모멘텀 요소는 장거리간 데이터센터를 서로 연결하는 1) DCI 400/800ZR Coherent 광학 모듈 생산, 2) Ciena 차세대 네트워킹 플랫폼 WL6e 제조**

1) ZR은 장거리 전송을 위한 광학 네트워킹 인터페이스 표준으로, 이 ZR Coherent Optical Module은 기초 광트랜시버에 △ 장거리간 광신호 왜곡과 열화를 보정하는 Coherent DSP (Digital Signal Processor)와 FEC (Forward Error Correction), △ 장거리 송신/수신을 위한 빛을 만들고 읽어내는 변조/수신 광학계가 포함된 광학 모듈 2) 데이터센터 Backbone단 대형 트래픽을 송수신하는 Ciena의 WaveLogic 6 Extreme Coherent Modem은 단일 최대 대역폭 1.6Tb/s를 처리하는 업계 최초 1.6Tb Coherent Solution [그림 1]. Fabrinet은 WL6e Coherent Modem 장비 제조와 광학 부품 패키징, (서브)시스템 조립, 테스팅을 수행

System 사업 Mix 전환 지속, 하반기 800ZR, 생산 Capa 확대 가세

광학 통신 Telecom 사업이 최근 3개 분기간 50%(yoy) 성장세를 유지하며 전사 외형 모멘텀 견인 중. 최근 1년간 급격히 확대한 생산 능력을 기반, ZR Coherent 광학 모듈과 Ciena의 WL6e (서브)시스템 제조가 확대하며 모듈에서 (서브)시스템향 사업 Mix 전환 본격화. 업계와 고객사(LITE, CIEN)의 차세대 주력 제품 역시 Module과 System단으로 전환되며 동사향 수주가 확대할 수 있는 우호적 환경이 조성되는 한편 Upstream 생산 Ramp-Up 본격화에 따른 공급 확대가 하반기 외형 증가 가속화의 가시성 확보.

올해 하반기(FY271Q~) 본격화하는 차세대 광학 모듈 800ZR Ramp-Up, 6월 2백만 sqft 규모 신규 대형 생산 공장 B10의 25만 sqft Capa 투입 가세가 ROE 개선을 견인, 최근 2년간 PBR=ROE*PER 추이를 근거로 27년 Target P/B(Fwd.12M) 10.8배를 산출

Summary (백만달러, 배, %)

	2024	2025	2026	2027E	2028E
매출액	2,883	3,419	4,641	6,074	7,237
영업이익	278	324	463	673	815
당기순이익	296	333	473	661	790
PER	30.2	32.1	44.3	25.0	20.7
PBR	5.1	5.3	7.7	5.4	4.5
EV/EBITDA	24.3	25.3	33.3	16.4	16.4
ROE	18.4	17.8	21.3	24.1	30.6

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

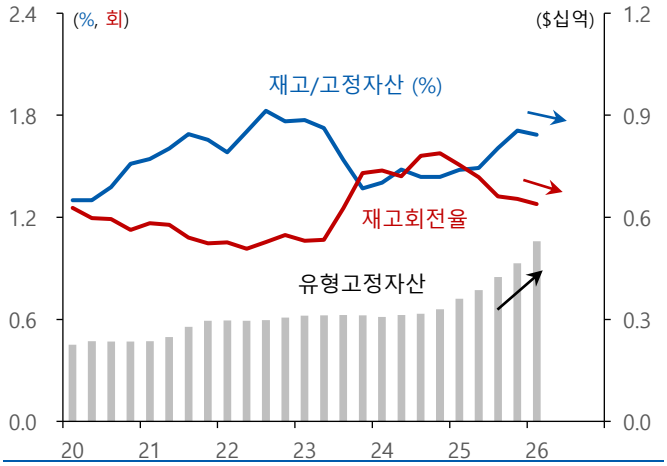
Not Rated (I)

목표주가	-달러 (I)
현재주가 (8/20)	$ 444.87
컨센서스 (8/20)	$ 707.20
상승여력	+59.0%

국가	미국
상장거래소	New York
산업 분류 (GICS 4)	전자 제조 서비스
시가총액 ($억)	159
유동주식비율 (%)	106.3
52주 최저/최고	272.49/748.89
주요주주 (%)	BlackRock 10.8

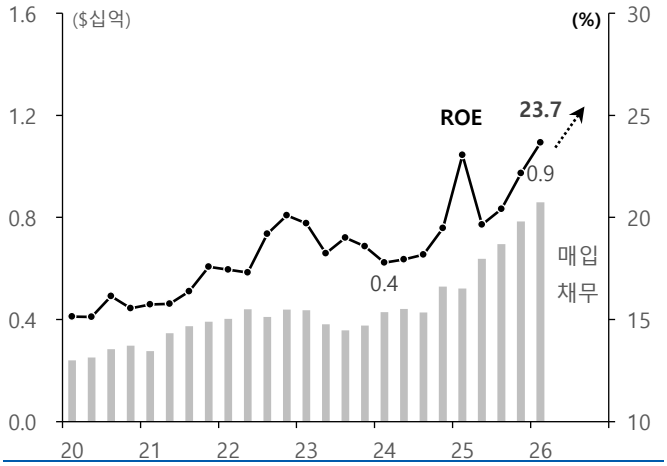
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대	-10.0	-18.5	60.6
상대	2.7	11.2	20.0

[차트 1] 고객사 주력 제품 System 화, 신규 대형 생산 공장 B10 Capa 전환 지속



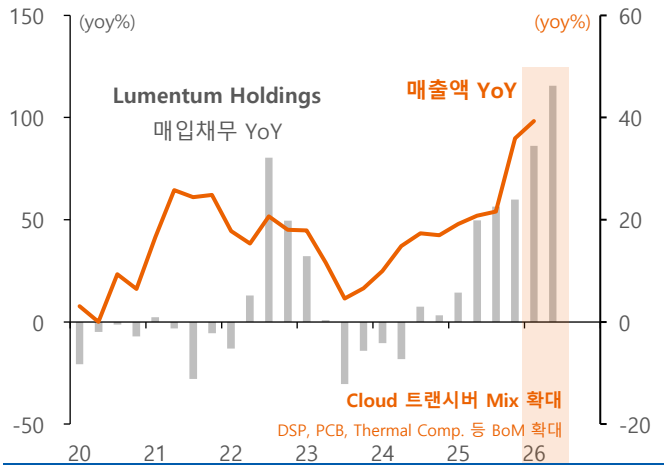
*주: 재고회전율은 매출원가를 재고자산 평균으로 나누어 산출

[차트 2] Upstream 차세대 제품 BoM 확대가 수주 규모 증가와 ROE 개선을 견인



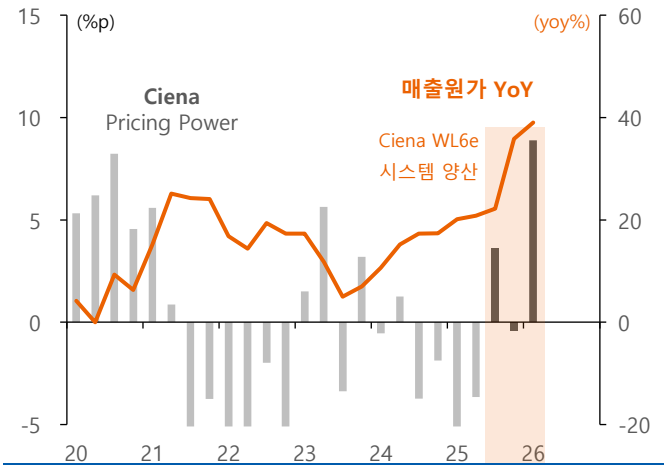
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] LITE 매입채무 증가세 - Upstream 의 System 매출 증가, 우호적 환경



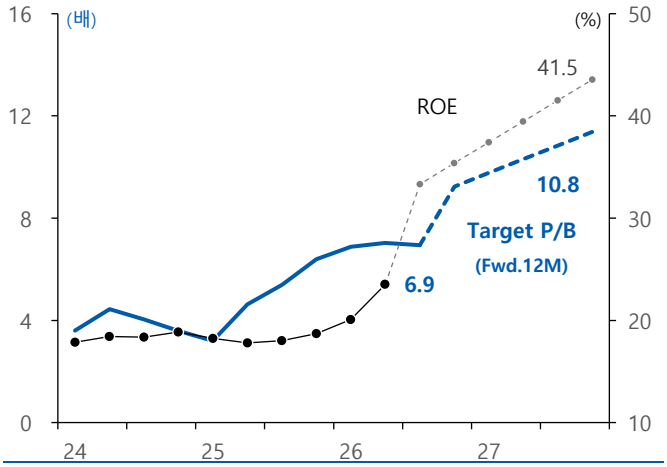
*주: Pricing Power 는 매출 YoY%와 매출원가 YoY%의 차(%p)

[차트 4] 고객사 Ciena 차세대 장거리 광전송 모뎀 WL6e 양산 본격화 반영



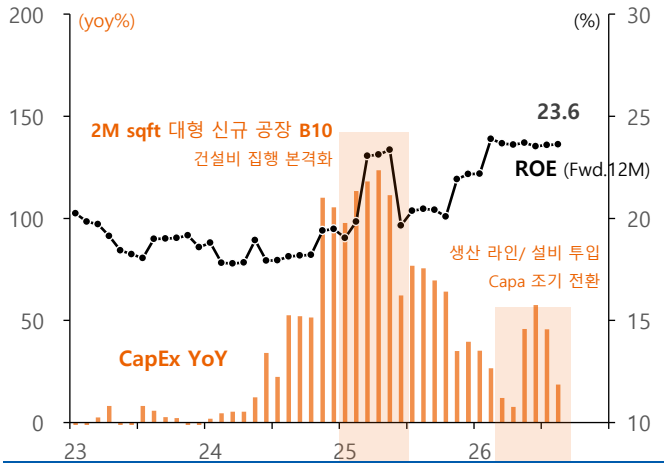
*주: Pricing Power 는 매출 YoY%와 매출원가 YoY%의 차(%p)

[차트 5] PBR=ROE*PER 추이에 근거, 27 년 Target P/B(Fwd.12M) 10.8 배 산출



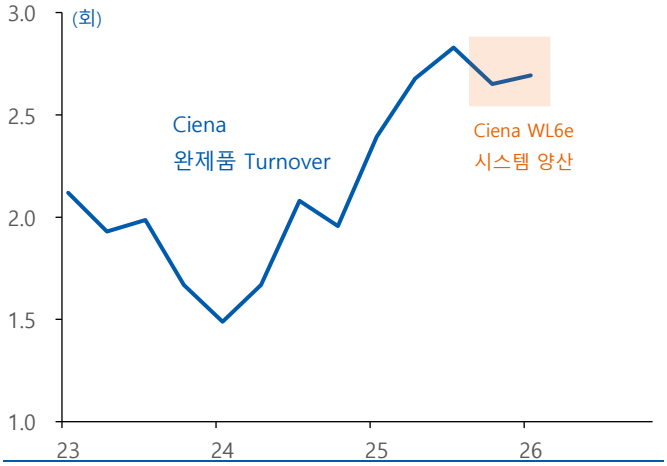
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] 6 월 25 만 sqft 규모 생산 시설 Capa 투입 - 신규 Capa 본격 투입



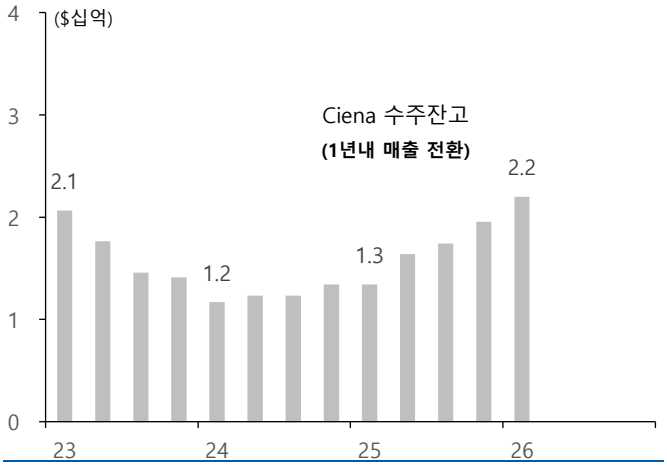
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] Ciena 완제품 회전율 추이 - 최근 둔화는 WL6e 시스템 양산 영향 반영



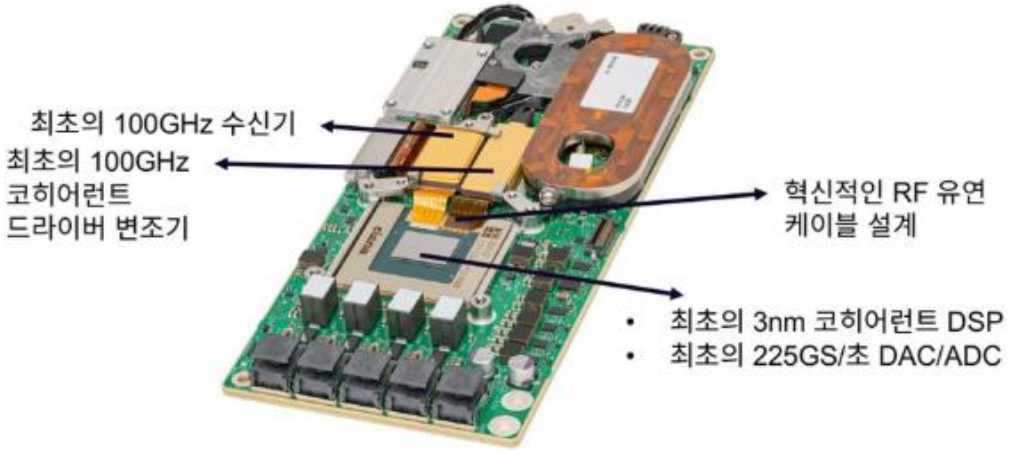
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] Ciena 수주 잔고 (1 년 내 매출로 전환) 추이



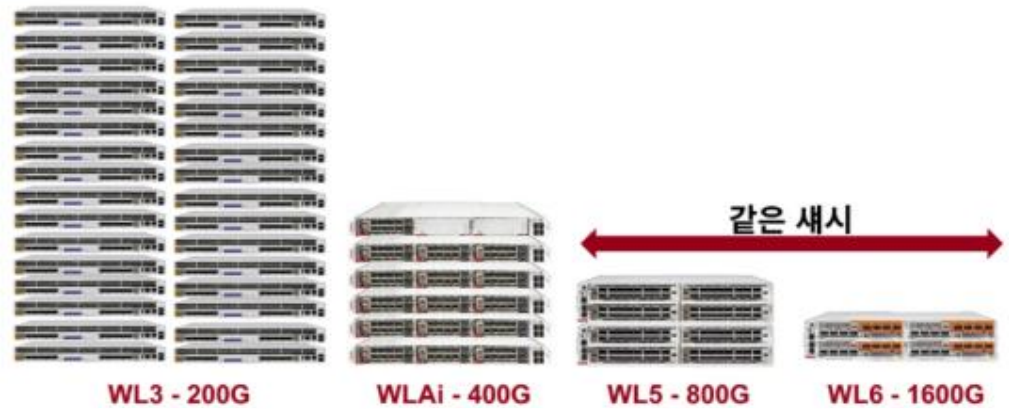
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] **Ciena WaveLogic 6 Extreme (WL6e) 모뎀** - 1.6Tbs 코히어런트 기술 기반 13,500km 구간 1Tb/s 광전송 성능 제공



자료: ciena, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] WL6e - 1) 10,000km 구간 1Tbs 급 연결 가능, 전 세대 대비 1) 랙 공간 및 2) 비트당 와트를 50% 절감



자료: ciena, 유안타증권 리서치센터

[표 1] Fabrinet(FN) 주요 재무 지표 추이

($백만, %)	24.Q3 24.3	24.Q4 24.6	25.Q1 24.9	25.Q2 24.12	25.Q3 25.3	25.Q4 25.6	26.Q1 25.9	26.Q2 25.12	26.Q3 26.3	26.Q4 26.6
수익	732	753	804	834	872	910	978	1,133	1,214	1,316
(yoy)	10.0	14.9	17.3	17.0	19.2	20.8	21.6	35.9	39.3	44.6
Optical Communication	591	596	626	647	657	689	747	833	889	1,303
Datacom	305	315	329	299	251	277	273	278	260	1,413
Telecom	286	282	297	348	406	412	474	554	628	-110
DCI			72				138	142	197	392
Other Telecom			226				336	412	431	-503
Non Optical Communication	140	157	178	186	215	221	231	300	326	12
Automotive	74	86	103	104	129	128	122	117	116	135
Industrial Laser	30	32	35	38	40	40	40	41	44	49
Others	36	39	40	45	45	53	54	56	59	-43
High Performance Computing							15	86	107	-129
매출원가	641	661	705	733	770	798	862	995	1,070	1,158
(yoy)	10.6	15.2	17.3	17.4	20.1	20.8	22.2	35.8	39.0	45.0
매출총이익	91	92	99	101	102	111	116	138	144	158
(GPM, TTM)	12.4	12.4	12.4	12.3	12.1	12.1	12.0	12.0	12.0	12.0
영업이익	71	73	77	80	78	89	95	115	121	134
(OPM, TTM)	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EBITDA	84	87	90	93	92	104	110	131	140	155
(EBITDAM, TTM)	9.6	9.6	9.7	9.6	9.4	9.5	9.5	9.7	9.9	10.0
Cash Flows										
CapEx	-13.8	-12.8	-20.4	-22.0	-28.8	-50.6	-45.4	-51.7	-63.8	-91.9
잉여현금흐름	87.3	70.4	62.9	94.0	45.7	4.7	57.3	-5.4	-10.8	-36.9

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Fabrinet(FN) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (6월)	2022	2023	2024	2025	2026
매출액	2,262	2,645	2,883	3,419	4,641
매출액증가율 (%)	20.4	16.9	9.0	18.6	35.7
매출원가	1,984	2,309	2,527	3,006	4,085
매출총이익	279	336	356	413	557
판관비	74	78	78	87	94
영업이익	205	252	278	324	463
영업이익증가율 (%)	35.7	23.1	10.3	16.9	42.7
EBITDA	245	298	329	380	533
영업외손익	-2	-8	-34	-31	-92
외환관련손익	-2	1	0	9	-3
이자손익	-2	-10	-33	-40	-32
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	2	0	0	0	-57
법인세비용차감전순손익	207	260	311	355	555
법인세비용	7	12	15	23	82
계속사업순손익	200	248	296	333	473
중단사업순손익	-	-	-	-	-
당기순이익	200	248	296	333	473
지배순이익증가율 (%)	35.1	23.7	19.5	12.3	42.3

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (6월)	2022	2023	2024	2025	2026
영업활동 현금흐름	124	213	413	328	257
당기순이익	200	248	296	333	473
유무형자산상각비	39	44	49	53	68
기타비현금손익 조정	33	17	15	3	-120
매출채권증감	-104	-77	-61	-166	-259
재고자산증감	-135	37	56	-118	-443
매입채무증감	93	-59	60	194	371
투자활동 현금흐름	-136	-99	-170	-286	-184
인수 및 사업	-	-	-	-	-
유형자산 증가 (CAPEX)	-90	-61	-48	-121	-253
유형자산 감소	0	0	3	0	1
기타현금흐름	-45	-37	-124	-165	101
재무활동 현금흐름	-93	-81	-65	-147	-31
차입금 증감	-12	-15	-12	-	-
자본금 증감	-60	-48	-39	-126	-5
현금배당	-	-	-	-	-
기타현금흐름	-21	-18	-13	-21	-25
현금의 증감	-105	33	179	-104	41
기초 현금	303	198	231	410	306
기말 현금	198	34	410	306	347
NOPAT	214	260	286	332	425
FCF (Free Cash Flow)	35	152	366	207	4

자료: Bloomberg, 유안타증권

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (6월)	2022	2023	2024	2025	2026
유동자산	1,525	1,653	2,013	2,429	3,160
현금및현금성자산	198	231	410	306	347
매출채권	439	532	592	759	1,018
재고자산	557	520	463	581	1,021
비유동자산	310	327	326	403	751
유형자산	296	312	313	386	619
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	1	1	0	1	21
자산총계	1,836	1,980	2,339	2,831	3,911
유동부채	538	482	558	810	1,403
매입채무 및 미지급금	488	455	542	767	1,313
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	12	12	-	-	2
비유동부채	43	29	35	40	54
장기차입금	15	-	-	-	-
부채총계	582	511	593	850	1,457
자본금	0	0	0	0	0
자본잉여금	197	207	222	238	252
이익잉여금	1,217	1,465	1,761	2,093	2,566
비지배지분	-	-	-	-	-
자본총계	1,254	1,469	1,746	1,982	2,454
순차입금	-447	-537	-854	-929	-958
총차입금	31	13	5	5	6

재무지표 및 밸류에이션

결산 (6월)	2022	2023	2024	2025	2026
EPS	5.4	6.8	8.2	9.2	13.2
BPS	34.4	40.6	48.3	55.5	68.5
EBITDAPS	3.4	5.8	11.4	9.1	7.2
SPS	61.3	72.4	79.5	94.9	129.6
DPS	-	-	-	-	-
PER	15.5	19.0	30.2	32.1	44.3
PBR	2.4	3.2	5.1	5.3	7.7
EV/EBITDA	10.5	14.0	24.3	25.4	33.5
PSR	1.4	1.8	3.1	3.1	4.0
ROE	16.9	18.2	18.4	17.8	21.3
ROIC	17.5	18.8	17.7	17.8	18.9
ROA	11.6	13.0	13.7	12.9	14.0
부채비율 (%)	2.5	0.9	0.3	0.3	0.3
순차입금/자기자본 (%)	-35.7	-36.6	-48.9	-46.9	-39.0
매출총이익률 (%)	12.3	12.7	12.4	12.1	12.0
영업이익률 (%)	9.0	9.5	9.6	9.5	10.0
당기순이익률 (%)	8.9	9.4	10.3	9.7	10.2
EBITDA 마진율 (%)	10.9	11.3	11.4	11.1	11.5

Flex (FLEX)

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

본업(전력) 모멘텀에 Custom Rack, 냉각이 가세

NVIDIA 모듈러 DC 파트너쉽 업체, 전력+냉각+Rack을 아우르는 포트폴리오

Flex(FLEX)는 Hyperscaler, NeoCloud 업체를 대상으로 Grid-to-Chip(스위치기어→PowerPod→PowerShelf), 수냉식 냉각 및 열관리 시스템, Custom Rack 시스템을 아우르는 AI 전력+냉각+시스템 통합 솔루션을 제공하는 ODM 업체. **중단기 핵심 모멘텀 요소는 1) 주요 고객 Amazon 및 NeoCloud향 전력 인프라 중심의 AI (서브)시스템 출하, 2) 27년부터 반영되기 시작할 Google과 체결한 다년간 공급 계약 수주와 타 Hyperscaler향 추가 계약 수주**

Power(+70%yoy) 사업 약진이 Cloud & Power Infrastructure(CPI, 26.2Q +35.4%yoy) 부문과 전사 외형 성장을 견인. AI 서버 전력 밀도의 증가에 따라 전력 용량 Mix가 400V → 800V로 전환하고 있으며, 매출 포트폴리오 역시 1) Rack 내부 전력 변환 장치 PowerShelf로부터 PowerPod → Switchgear 등 **전력 인프라 Upstream으로 확대**, 2분기 자사 2) JetCool의 **액체 냉각 솔루션** 출시, 3) **NVIDIA와 공동 개발한 모듈형 DC 플랫폼**으로 BoM이 확대 중

하반기 말 대규모 생산 Capa 가세, Google LTA, Cerebras 시스템 공급

FY27 매출 가이던스 +65~75%yoy 제시. 예년 대비 **+200% 확대된 올해 $15억 규모의 CapEx 집행이 올해 하반기 말부터 생산 Capa로 전환하며 내년 초 본격적으로 Ramp-Up이 진행**됨에 따라 Google 다년간 공급 계약과 Cerebras의 CS-3 시스템 등 Compute – Power – Cooling Architecture가 통합된 제품 Mix 확대가 본격 반영될 것. 전력/냉각/컴퓨팅 통합 인프라 부문을 SpinCo로 분사해 자본 배분 효율성, 전방 수요 급증에 대한 기동성을 확보. 제품 Mix가 통합 플랫폼과 모듈형 DC로 전환됨에 따른 자산회전율 둔화를 방어할 전망

최근 개선 중인 재고회전율 추이에 기초할 때 동사의 외형 모멘텀 발현은 Upstream 부품 수급보다 생산 Capa 전환 가속이 직접적. 2분기 유의미한 이익 개선이 가시화하고 있기 때문에 27년 9배 수준의 Target P/B(Fwd.12M, 상승 여력 35%)를 적용하는 것은 보수적인 접근 [차트 3, 4] 동종 업체 대비 이익 전환에 있어 포지셔닝 우위에 있어 단기 투자 매력을 보유

Not Rated (I)

목표주가	-달러 (I)
현재주가 (8/20)	$ 110.32
컨센서스 (8/20)	$ 159.91
상승여력	+44.9%

국가	미국
상장거래소	NASDAQ
산업 분류 (GICS 4)	전자 제조 서비스
시가총액 ($억)	408
유동주식비율 (%)	104.8
52주 최저/최고	47.83/166.86
주요주주 (%)	Vanguard Group 14.2

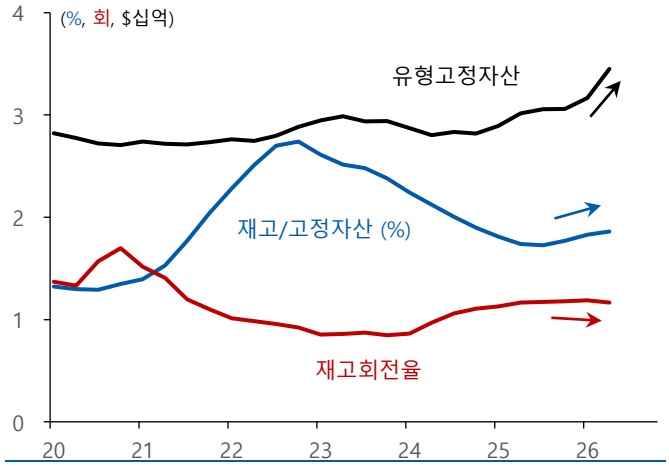
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대	-8.0	68.0	123.3
상대	2.2	14.2	23.5

Summary (백만달러, 배, %)

	2024	2025	2026	2027E	2028E
매출액	26,415	25,813	27,914	34,542	44,943
영업이익	853	1,169	1,368	2,461	3,608
당기순이익	1,006	838	880	1,758	2,656
PER	23.7	17.0	23.9	23.4	15.6
PBR	1.9	2.5	4.7	6.3	4.8
EV/EBITDA	6.4	7.3	11.3	10.2	10.2
ROE	18.8	16.2	18.4	27.3	32.9

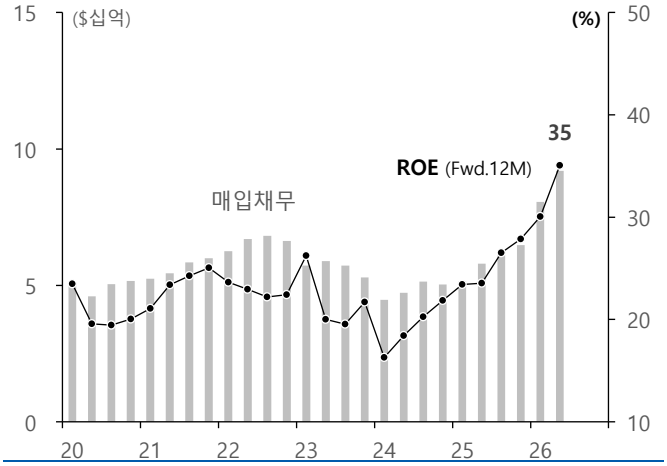
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 1] 전력/냉각/컴퓨팅 통합 인프라 부문, SpinCo 로 분사 - 운영 기동성 확보



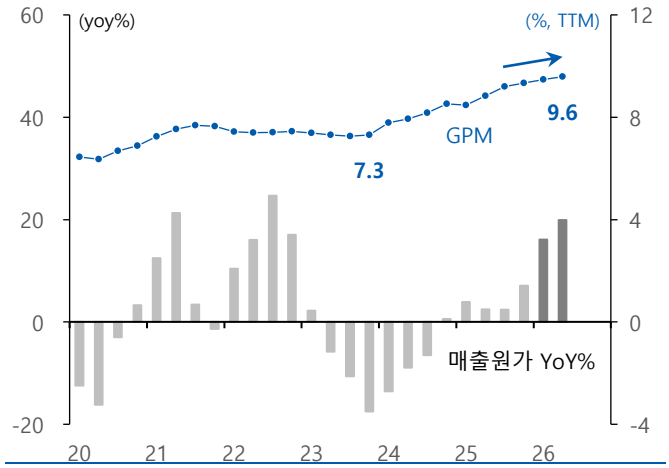
*주: 재고회전율은 매출원가를 재고자산 평균으로 나누어 산출

[차트 2] 상반기 BoM 확대를 반영하는 매입채무 급증과 ROE 확대



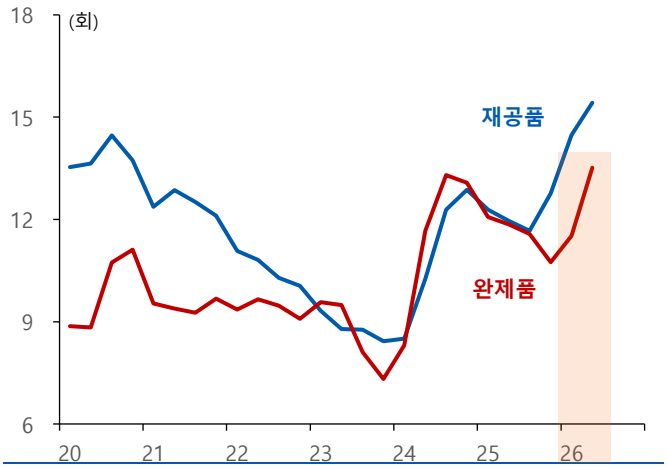
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] 동종 업체 대비 낮은 Upstream 공급 차질 - 이익 개선으로 직결



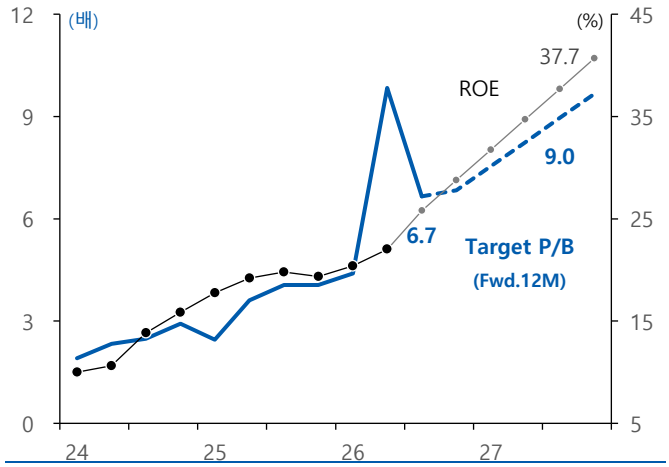
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] 생산 Capa 투입으로 회전율 개선 지속 - 전력 중심 매출 포트폴리오



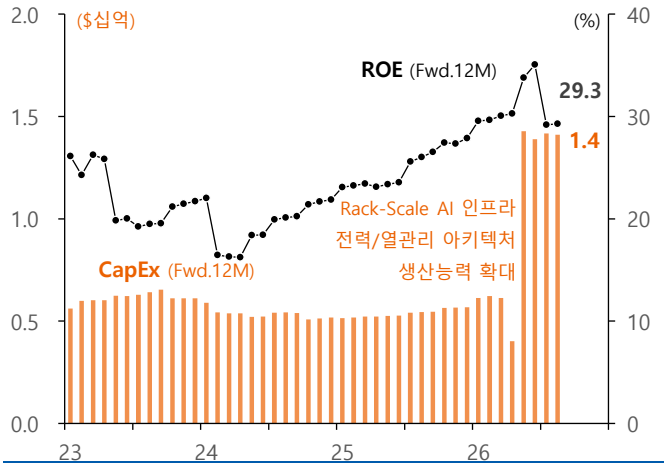
*주: 재공품/완제품회전율은 매출원가를 재공품/완제품(재고자산) 평균으로 나누어 산출

[차트 5] PBR=ROE*PER 추이에 근거, 27 년 Target P/B(Fwd.12M) 9 배 산출



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] +200% 확대된 $15 억 규모 CapEx 집행 - 하반기 말 생산 Capa 전환



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] Compute – Power – Cooling Architecture 통합 제품 Mix 확대가 본격 반영될 것 - Google 다년 계약, Cerebras CS-3

자료: Flex, 유안타증권 리서치센터

[표 1] Flex (FLEX) 주요 재무 지표 추이

($백만, %)	24.Q4 24.3	25.Q1 24.6	25.Q2 24.9	25.Q3 24.12	25.Q4 25.3	26.Q1 25.6	26.Q2 25.9	26.Q3 25.12	26.Q4 26.3	27.Q1 26.6
수익	6,169	6,314	6,545	6,556	6,398	6,575	6,804	7,058	**7,477**	**7,928**
(yoy)	-11.7	-8.4	-5.6	2.1	3.7	4.1	4.0	7.7	**16.9**	**20.6**
Integrated Technology.	-	2,889	3,044	2,822	2,581	2,558	2,720	2,914	2,917	3,056
Regulated Manufacturing.	-	2,434	2,407	2,431	2,406	2,391	2,454	2,633	2,713	2,670
Cloud & Power Infra.	-	991	1,094	1,303	1,411	1,626	1,630	1,511	**1,847**	**2,202**
매출원가	5,615	5,843	5,997	5,950	5,835	5,987	6,139	6,370	6,775	7,177
(yoy)	-13.5	-8.9	-6.5	0.6	3.9	2.5	2.4	7.1	16.1	19.9
매출총이익	554	471	548	606	563	588	665	688	702	751
(GPM, TTM)	7.8	7.9	8.2	8.5	8.5	8.8	9.2	9.3	9.5	9.6
판관비	261	213	216	241	234	227	260	270	289	330
영업이익	136	146	141	205	134	288	331	321	268	461
(OPM, TTM)	4.8	5.0	5.2	5.5	5.7	5.9	6.1	6.2	6.3	6.5
Integrated Technology.	-	-	-	-	4.8	5.0	5.2	5.4	5.4	5.4
Regulated Manufacturing.	-	-	-	-	5.2	5.5	5.8	5.8	6.0	6.3
Cloud & Power Infra.	-	-	-	-	10.3	10.0	9.3	9.2	9.2	9.3
EBITDA	306	359	428	478	443	453	452	524	502	532
(EBITDAM, TTM)	5.3	5.4	5.6	6.1	6.6	6.9	6.9	7.0	6.9	6.9
Cash Flows										
CapEx	-81	-111	-103	-112	-112	-133	-150	-148	**-202**	**-236**
잉여현금흐름	598	229	216	301	321	266	303	272	211	40

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

Flex(FLEX) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (3월)	2022	2023	2024	2025	2026
매출액	24,124	26,041	28,502	26,415	25,813
매출액증가율 (%)	-0.4	7.9	9.5	-7.3	-2.3
매출원가	22,437	24,109	26,526	24,550	23,654
매출총이익	1,687	1,932	1,976	1,865	2,159
판관비	817	892	874	922	904
영업이익	862	972	1,017	853	1,169
영업이익증가율 (%)	167.5	12.8	4.6	-16.1	37.0
EBITDA	1,583	1,612	1,667	1,557	1,881
영업외손익	148	-73	210	187	146
외환관련손익	-	-	-	-	-
이자손익	147	144	200	151	157
관계기업관련손익	-	-	4	-8	3
기타	1	-217	6	44	-14
법인세비용차감전순손익	714	1,045	807	666	1,023
법인세비용	101	105	124	-206	185
계속사업순손익	613	940	683	872	838
중단사업순손익	-	-	-350	-373	-
당기순이익	613	936	793	1,006	838
지배순이익증가율 (%)	599.9	52.7	-15.3	26.9	-16.7

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (3월)	2022	2023	2024	2025	2026
영업활동 현금흐름	144	1,024	950	1,326	1,505
당기순이익	613	936	793	1,006	838
유무형자산상각비	569	484	501	537	539
기타비현금손익 조정	463	892	1,386	-675	-712
매출채권증감	-1,656	624	-388	380	-601
재고자산증감	-96	-2,655	-974	1,105	1,176
매입채무증감	-	-	-341	-986	630
투자활동 현금흐름	-202	-951	-604	-492	-838
인수 및 사업	-3	-530	4	12	-426
유형자산 증가 (CAPEX)	-351	-443	-635	-530	-438
유형자산 감소	85	11	20	25	15
기타현금흐름	67	11	7	1	11
재무활동 현금흐름	743	280	2	-1,656	-821
차입금 증감	923	475	-306	-407	441
자본금 증감	-183	-198	357	-1,298	-1,257
현금배당	-	-	-	-	-
기타현금흐름	3	3	-49	49	-5
현금의 증감	714	327	330	-820	-185
기초 현금	1,923	2,637	2,964	3,294	2,474
기말 현금	2,637	2,964	3,294	2,474	2,289
NOPAT	740	874	861	1,027	958
FCF (Free Cash Flow)	-207	581	315	796	1,067

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (3월)	2022	2023	2024	2025	2026
유동자산	11,363	14,337	16,033	12,992	12,841
현금및현금성자산	2,637	2,964	3,164	2,474	2,289
매출채권	4,106	3,371	3,480	3,033	3,671
재고자산	3,895	6,580	7,388	6,205	5,071
비유동자산	4,473	4,988	5,374	5,265	5,540
유형자산	2,739	2,762	2,947	2,870	2,892
관계기업 등 지분관련자산	103	131	-	-	-
기타투자자산	163	165	326	371	387
자산총계	15,836	19,325	21,407	18,257	18,381
유동부채	7,834	10,711	10,867	8,539	9,850
매입채무 및 미지급금	5,720	6,724	6,230	4,956	5,707
단기차입금	10	949	150	-	1,209
유동성장기부채	258	-	-	-	-
비유동부채	4,566	4,407	4,834	4,393	3,529
장기차입금	3,515	3,248	3,544	3,261	2,483
부채총계	12,400	15,118	15,701	12,932	13,379
자본금	-	-	-	-	-
자본잉여금	-	-	-	-	-
이익잉여금	-2,289	-1,353	-560	446	1,284
비지배지분	-	78	355	-	-
자본총계	3,436	4,207	5,706	5,325	5,002
순차입금	1,836	1,784	1,034	1,277	1,859
총차입금	4,473	4,748	4,198	3,751	4,148

재무지표 및 밸류에이션

결산 (3월)	2022	2023	2024	2025	2026
EPS	1.2	2.0	1.8	2.3	2.1
BPS	7.0	9.0	11.9	14.9	13.2
EBITDAPS	0.3	2.2	2.1	3.0	3.8
SPS	48.3	54.7	62.8	60.7	66.0
DPS	-	-	-	-	-
PER	13.3	9.5	22.3	23.7	17.0
PBR	2.6	2.1	1.9	1.9	2.5
EV/EBITDA	6.9	6.5	7.0	7.4	7.6
PSR	0.4	0.3	0.4	0.5	0.5
ROE	19.6	24.7	16.7	18.8	16.2
ROIC	10.3	10.3	9.1	10.8	10.5
ROA	4.2	5.3	3.9	5.1	4.6
부채비율 (%)	130.2	112.9	73.6	70.4	82.9
순차입금/자기자본 (%)	53.4	42.4	18.1	24.0	37.2
매출총이익률 (%)	7.0	7.4	6.9	7.1	8.4
영업이익률 (%)	3.6	3.7	3.6	3.2	4.5
당기순이익률 (%)	2.5	3.6	2.8	3.8	3.2
EBITDA 마진율 (%)	6.6	6.2	5.8	5.9	7.3

자료: Bloomberg, 유안타증권

Modine Manufacturing Company (MOD)

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

Chiller Ramp-Up in progress, 모듈러 DC 업체로 확장

Not Rated (M)

목표주가	-달러 (M)
현재주가 (8/20)	$ 190.74
컨센서스 (8/20)	$ 325.00
상승여력	+70.4%

국가	미국
상장거래소	New York
산업 분류 (GICS 4)	건축 제품
시가총액 ($억)	101
유동주식비율 (%)	108.1
52주 최저/최고	111.18/323.25
주요주주 (%)	Vanguard Group 9.6

주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대	-16.3	-15.7	41.4
상대	2.7	11.2	20.0

27.1H, 현재 데이터센터향 매출 3배 규모 Chiller Capa가 Set-Up

Modine Manufacturing Company(MOD)는 Hyperscaler 등 데이터센터 운영 업체를 대상으로 Chiller를 중심, AHU, CDU, 정밀공조 장비 등 데이터센터 열관리(Thermal Managament) 인프라를 설계·제조하는 열관리 플랫폼 업체. 25년 하반기부터는 AHU, CDU, 열교환기, 인클로저를 결합한 모듈러 DC 초기 물량을 출하, 3세대 제품을 개발하는 등 데이터센터향 냉각 인프라 업체로서의 포지셔닝 강화 중

중단기 핵심 모멘텀 요소는 1) 북미 지역 Chiller 생산량 급증 (26.1Q +600% yoy), 2) AHU, CDU 출하 확대에 따른 매출 포트폴리오 확대, 3) 27~29년 $40억 규모 데이터센터 냉각 인프라 출하 LTA 체결과 대응 Capa 증설

동사는 이미 Chiller 중심 생산 Ramp-Up이 진행 중. 27~29년 예정된 $40억 규모 LTA 소화를 위한 선제 증설 본격화. 26.1H 기준 Grenada(5개), Dallas(5개), Jefferson(2개)의 **12개 Chiller 생산 라인과 Franklin 복합 생산 라인(Chiller+AHU+CDU 등 포괄)이 가동 중. 27년 상반기 말까지 총 20개의 Chiller 생산 라인이 Set-Up될 예정. 해당 Capa는 DC 부문 매출 $40억을 커버할 수 있는 용량(cf. TTM DC 매출 $13억)**

3MW Chiller Mix 확대, Modular DC 기반 추가 Upside

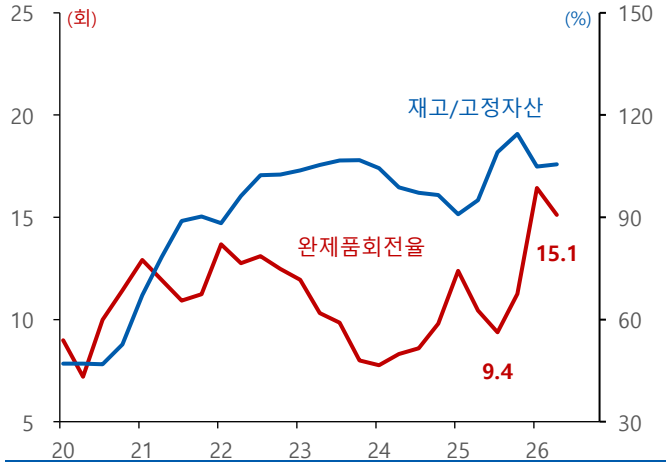
FY27 매출 가이던스 +20~35%, Data Center +60~80% yoy 제시. 넓은 Range는 공급망 병목에 따른 불확실성 반영. 최근 분기(CY262Q) 기준 Chiller Backlog는 3개 분기 연속 +100% yoy 이상 증가 추세가 지속, 25.4Q 출시한 3MW Chiller Mix 확대가 가세 중. Modular DC는 한 대형 고객사향 초기 물량 출하가 완료, 현재 설계 중인 Gen 3 제품과 관련해 Hyperscaler 및 NeoCloud 고객들과 초기 논의를 진행 중으로 향후 외형에 추가 Upside를 제공할 것. 27년 현 매출 3배 규모 생산 능력 확대에 따른 ROE 개선, 최근 2년간 PBR=ROE*PER 추이를 근거로 27년 Target P/B(Fwd.12M) 10배 산출

Summary (백만달러, 배, %)

	2024	2025	2026	2027E	2028E
매출액	2,408	2,584	3,181	4,064	5,091
영업이익	241	284	342	575	902
당기순이익	162	184	122	395	610
PER	29.5	19.6	44.1	25.0	16.8
PBR	6.7	4.4	9.6	6.8	4.9
EV/EBITDA	16.3	10.4	23.1	11.3	11.3
ROE	24.1	22.2	13.0	27.1	32.4

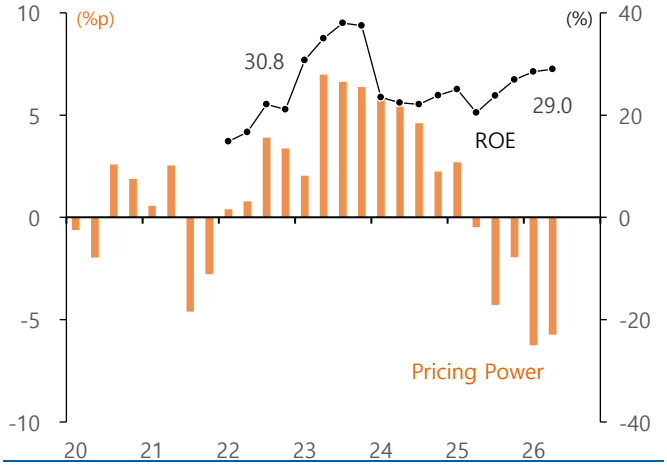
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 1] 높은 완제품회전율 - 주력 Chiller Ramp-Up에 AHU와 CDU가 가세



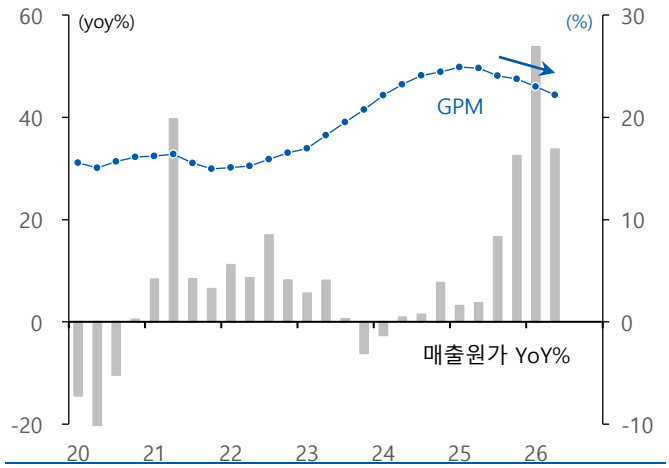
*주: 완제품회전율은 매출원가를 완제품(재고자산) 평균으로 나누어 산출

[차트 2] CY25~, 매출 포트폴리오 다양화, 부품 수급 차질, 직간접 인건비 급증 반영



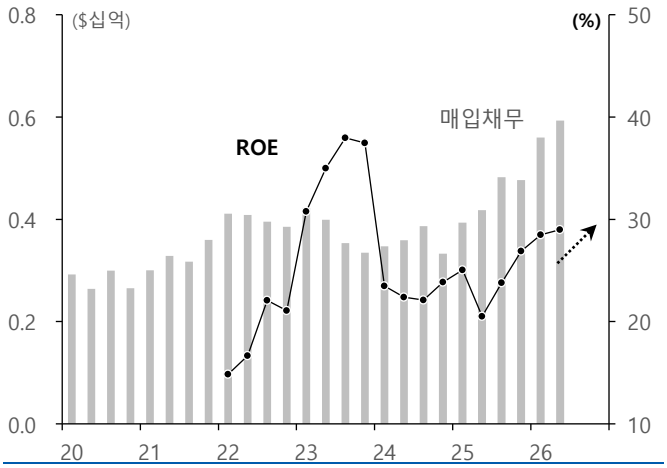
*주: Pricing Power는 매출 YoY%와 매출원가 YoY%의 차(%p)

[차트 3] 인력/Capa 선제 확보, SKU 증가로 구조적 생산성 둔화, 공급 차질 반영



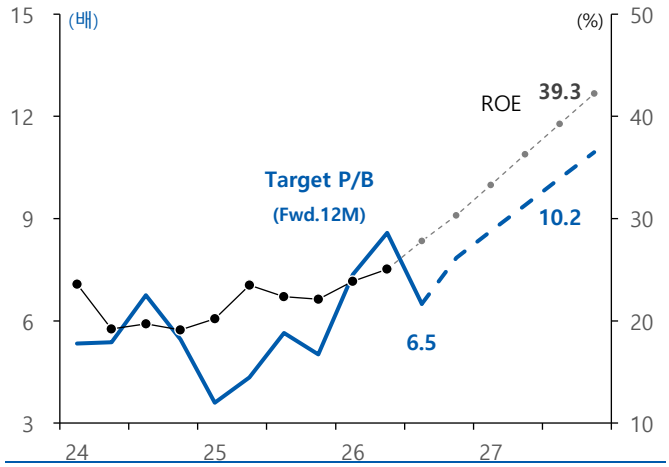
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] Chiller Backlog, 3개 분기 연속 +100% yoy 이상 증가 추세 지속



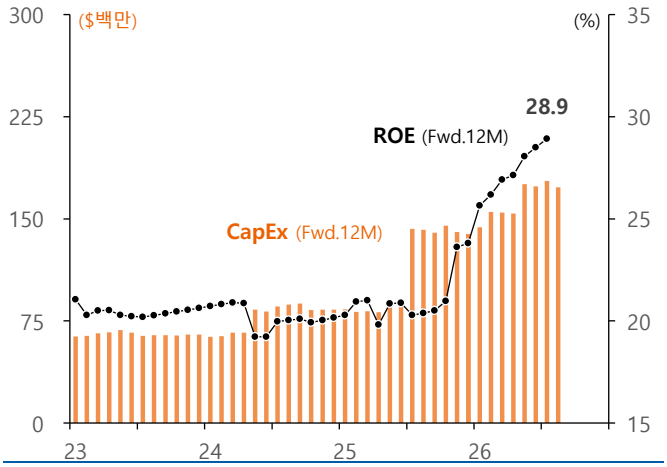
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] PBR=ROE*PER 추이에 근거, 27년 Target P/B(Fwd.12M) 10배 산출



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] 27년 수주 물량 소화를 위한 20개 Chiller Line, 27.1H Set-Up 예정



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 1] Modine Manufacturing Company (MOD) 주요 재무 지표 추이

($백만, %)	24.Q4 24.3	25.Q1 24.6	25.Q2 24.9	25.Q3 24.12	25.Q4 25.3	26.Q1 25.6	26.Q2 25.9	26.Q3 25.12	26.Q4 26.3	27.Q1 26.6
수익	611	662	658	617	647	683	739	805	954	874
(yoy)	3.3	6.3	6.0	9.9	5.8	3.2	12.3	**30.5**	**47.5**	**28.0**
Data Centers	-	-	-	-	-	184	225	**298**	**402**	**348**
Commercial HVAC	-	-	-	-	-	214	233	253	274	248
Performance Technologies	339	304	292	256	291	286	286	266	294	278
Heavy-Duty Equipment	-	111	103	96	114	106	102	92	108	108
On-Highway Applications	-	194	189	161	177	179	183	171	184	170
매출원가	467	499	492	467	481	517	574	619	740	692
(yoy)	-2.6	0.9	1.4	7.6	3.2	3.7	16.6	32.5	53.7	33.8
매출총이익	145	163	166	150	166	165	165	186	215	182
(GPM, TTM)	23.7	24.6	25.2	24.3	25.6	24.2	22.3	23.1	22.5	20.8
영업이익	47	74	75	59	75	76	74	89	104	75
(OPM)	7.7	11.2	11.4	9.6	11.5	11.1	9.9	11.1	10.9	8.6
Data Centers	-	-	-	-	-	18.9	16.0	17.5	17.9	**13.3**
Commercial HVAC	-	-	-	-	-	15.0	11.3	12.4	13.4	12.7
Performance Technologies	7.8	10.4	10.6	6.2	10.3	9.3	10.4	9.7	9.4	9.9
EBITDA	79	101	100	87	104	101	104	120	146	107
(EBITDAM, TTM)	12.9	15.3	15.2	14.2	16.1	14.9	14.0	14.9	15.3	12.2
Cash Flows										
CapEx	-43	-27	-14	-16	-28	-28	-32	-42	-42	-46
잉여현금흐름	-4	14	44	45	27	0	-31	-17	153	-5

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[표 2] Chiller vs. AHU vs. CDU 비교

구분	Chiller 칠러	AHU Air Handling Unit	CDU Coolant Distribution Unit
기능	데이터센터 냉각 루프를 거친 냉각수 열을 제거	데이터센터 공기를 냉각, 순환, 필터링	냉각수를 서버/랙 측으로 분배, 순환, 제어하고 냉각 루프로 전달
대상	데이터센터 냉각 Loop 전체	데이터센터 내부 온도	서버/랙 액체 냉각 Loop
구성	**열교환기, 증발기, 압축기,** 컨덴서, 팬, 펌프 등	**팬, 필터, 제습기** 등	**열교환기, 펌프,** **밸브, 센서** 등
비고	**AHU** 냉각: Chiller → 냉각수 → AHU → 냉각된 공기 → 데이터센터 내부 전반 **CDU** 냉각: Rack 내부 GPU, CPU → Cold Plate → CDU → Chiller → 외부		

자료: 유안타증권 리서치센터

Modine Manufacturing Company(MOD) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (3월)	2022	2023	2024	2025	2026
매출액	2,050	2,298	2,408	2,584	3,181
매출액증가율 (%)	13.4	12.1	4.8	7.3	23.1
매출원가	1,741	1,909	1,882	1,940	2,450
매출총이익	309	389	526	644	731
판관비	215	234	274	332	360
영업이익	119	150	241	284	342
영업이익증가율 (%)	흑전	26.2	60.0	17.8	20.8
EBITDA	194	227	321	393	469
영업외손익	18	25	26	30	156
외환관련손익	-1	4	3	1	7
이자손익	15	19	20	24	30
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	4	2	3	5	120
법인세비용차감전순손익	102	125	215	254	187
법인세비용	15	-28	51	69	63
계속사업순손익	86	154	163	186	123
중단사업순손익	-	-	-	-	-
당기순이익	85	153	162	184	122
지배순이익증가율 (%)	흑전	79.7	5.5	13.9	-34.0

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (3월)	2022	2023	2024	2025	2026
영업활동 현금흐름	12	108	215	213	249
당기순이익	85	153	162	184	122
유무형자산상각비	55	55	56	78	80
기타비현금손익 조정	-67	-27	8	32	99
매출채권증감	-56	-41	-8	-61	-223
재고자산증감	-71	-49	-17	14	-125
매입채무증감	55	10	-59	11	151
투자활동 현금흐름	-51	-50	-283	-87	-321
인수 및 사업	-	-	-198	-3	-182
유형자산 증가 (CAPEX)	-48	-51	-88	-84	-143
유형자산 감소	-	0	-	-	-
기타현금흐름	-3	-	3	1	4
재무활동 현금흐름	39	-33	63	-114	73
차입금 증감	45	-29	72	-82	84
자본금 증감	-	-7	-18	-31	-7
현금배당	-	-1	-1	-1	-2
기타현금흐름	-6	4	9	0	-2
현금의 증감	-1	22	-7	12	2
기초 현금	46	45	67	60	72
기말 현금	45	67	60	72	74
NOPAT	103	176	187	212	346
FCF (Free Cash Flow)	-36	57	127	129	105

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (3월)	2022	2023	2024	2025	2026
유동자산	758	846	894	961	1,416
현금및현금성자산	45	67	60	72	74
매출채권	368	398	423	479	731
재고자산	281	325	358	341	506
비유동자산	669	720	958	956	1,259
유형자산	315	315	366	391	521
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	68	75	98	118	163
자산총계	1,427	1,566	1,852	1,918	2,675
유동부채	495	507	546	541	729
매입채무 및 미지급금	411	423	385	394	560
단기차입금	7	3	12	9	7
유동성장기부채	22	20	20	45	44
비유동부채	474	459	550	458	743
장기차입금	346	327	398	295	383
부채총계	969	966	1,096	999	1,472
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	262	271	284	311	336
이익잉여금	344	498	659	843	965
비지배지분	7	7	8	8	8
자본총계	458	600	756	918	1,203
순차입금	387	346	449	378	507
총차입금	432	413	509	449	580

재무지표 및 밸류에이션

결산 (3월)	2022	2023	2024	2025	2026
EPS	1.6	2.9	3.1	3.5	2.3
BPS	8.7	11.4	14.3	17.4	22.6
EBITDAPS	0.2	2.1	4.1	4.1	4.7
SPS	39.4	43.9	46.0	49.1	60.2
DPS	-	-	-	-	-
PER	2.5	7.0	29.5	19.6	44.1
PBR	1.0	2.0	6.7	4.4	9.6
EV/EBITDA	4.4	6.9	17.0	11.2	25.5
PSR	0.2	0.5	2.1	1.6	3.6
ROE	21.3	29.3	24.1	22.2	11.5
ROIC	12.8	19.4	17.3	16.6	22.7
ROA	6.3	10.2	9.5	9.8	5.3
부채비율 (%)	94.2	68.9	67.4	48.9	48.2
순차입금/자기자본 (%)	84.4	57.8	59.4	41.1	42.1
매출총이익률 (%)	15.1	16.9	21.8	24.9	23.0
영업이익률 (%)	5.8	6.5	10.0	11.0	10.8
당기순이익률 (%)	4.2	6.7	6.7	7.1	3.8
EBITDA 마진율 (%)	9.5	9.9	13.3	15.2	14.7

자료: Bloomberg, 유안타증권

nVent Electric (NVT)

황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

White, Grey Space 토탈 솔루션 업체

NVIDIA 액체 냉각 파트너, White/Grey Space 포괄의 매출 포트폴리오

nVent Electric(NVT)는 데이터센터 내 White 및 Grey Space 구축을 위한 액체 냉각, 스마트 전력, 케이블 관리, 전력 연결, 엔지니어링 빌딩에 이르는 통합 솔루션을 제공하는 업체. 매출의 3/4는 액체 냉각 솔루션 기반의 White Space에서 발생하며 CDU, 열교환기, 공랭식 Fan, 에어컨 장착 서버 Rack을 아우르는 공랭/수랭식 냉각 시스템을 제조

중단기 핵심 모멘텀 요소는 1) 고용량 CDU, 모듈형 액체 냉각 솔루션 중심 신제품 매출 기여도 확대 지속, 2) 26.1Q 생산에 돌입한 미네소타 블레인 공장 Ramp-Up과 유사 규모의 블레인 II 공장 27.1H 생산 돌입 등 27년 말까지 지속되는 생산 능력 확대

냉각/전력 시스템 등 대규모 프로젝트 수익화, 신제품 Mix 확대 본격화

26년 매출 가이던스 +37~39% yoy 제시. 최근 2개 분기간 연간 매출 가이던스가 +20%p가 증가하는 가파른 성장세를 시현 중. 강한 AI DC향 수주와 생산 능력 확대에 따른 회전율 확대에 기반. 예상보다 큰 AI DC 수요 확대, 1Q 생산에 돌입한 Blaine 공장 Ramp-Up 효과가 조기에 가시화하며 영업레버리지 확대와 판매량 YoY 가속으로 반영 [차트 2, 표 1]. **액체냉각시스템, Engineered Building, Utility와 같은 대규모 프로젝트성 물량으로 구성된 AI DC 수주를 Blaine 생산 시설이 빠르게 소화**한 것과 최근 **4개 분기간 신제품 매출 기여도가 크게 확대(25.3Q +5%p → 26.2Q +30%p)**하며 관련 용량 증가가 회전율 개선에 기여(구형 2CDU → 신형 1CDU), 26.2Q, 중전압 Flexible 버스바, 신규 기능이 탑재된 PDU 등 전력 기여도가 확대하며 White-Grey, 냉각-전력을 아우르는 토탈 솔루션 업체로서의 포지셔닝 강화 확인

Blaine I 공장의 단계적 Ramp-Up이 27년까지 진행됨에 따라 액체냉각 Capa가 2배로 확대, 유사한 규모의 II 공장 가동이 27년 하반기 가세하고 지속되는 신제품 매출 기여도 확대가 ROE 개선 확대를 견인할 것. 최근 2년간의 PBR=ROE*PER 추이를 근거로 27년 Target P/B(Fwd.12M) 8.8배를 산출.

Summary (백만달러, 배, %)

	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	2,669	3,006	3,893	5,438	6,464
영업이익	463	527	617	1,105	1,370
당기순이익	567	332	710	839	1,044
PER	32.3	31.7	37.7	30.1	24.0
PBR	3.1	3.5	4.4	5.9	5.1
EV/EBITDA	19	18	21	17.6	17.6
ROE	19	10	16	20.2	22.7

자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

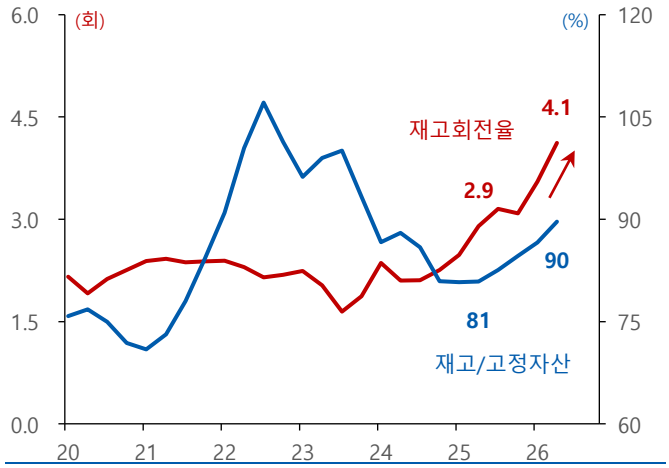
Not Rated (I)

목표주가	-달러 (I)
현재주가 (8/20)	$ 154.30
컨센서스 (8/20)	$ 209.93
상승여력	+36.1%

국가	미국
상장거래소	New York
산업 분류 (GICS 4)	전기 부품 & 장비
시가총액 ($억)	250
유동주식비율 (%)	98.5
52주 최저/최고	85.72/184.64
주요주주 (%)	BlackRock 10.8

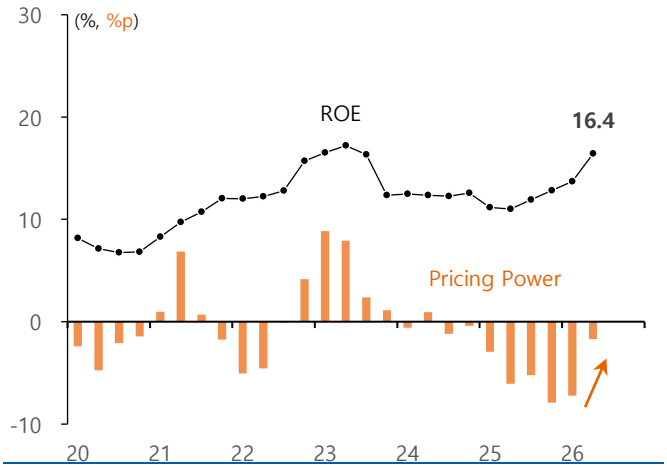
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대	-0.2	32.4	75.3
상대	2.7	11.2	20.0

[차트 1] 최근 4개 분기 신제품 매출 기여도 크게 확대 (25.3Q +5%p → 26.2Q +30%p)



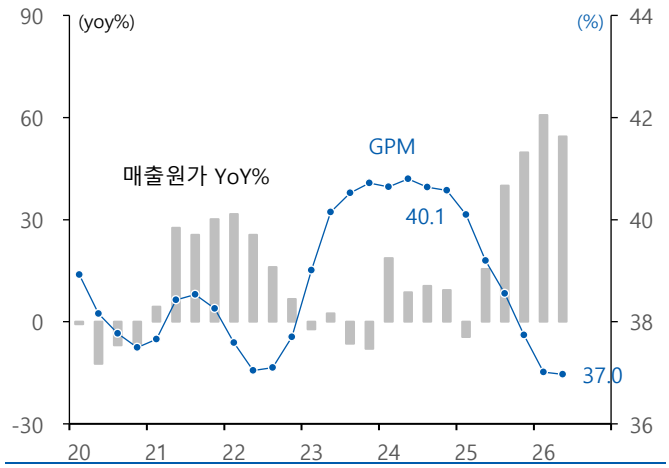
*주: 재고회전율은 매출원가를 재고자산 평균으로 나누어 산출

[차트 2] 신제품의 단위 용량 증가가 회전율 개선 기여 (ex. 구형 2CDU → 신형 1CDU)



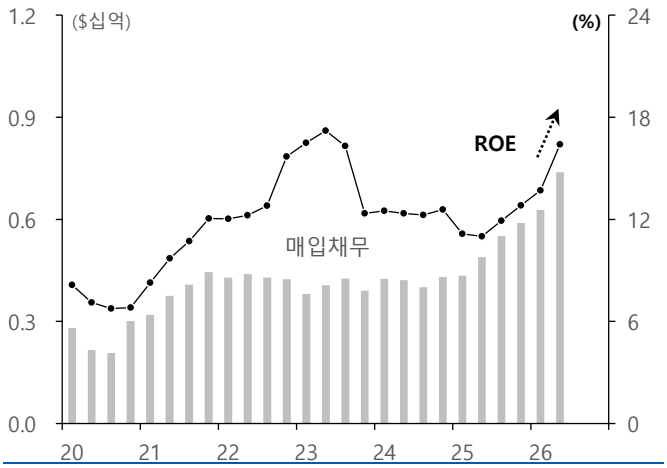
*주: Pricing Power는 매출 YoY%와 매출원가 YoY%의 차(%p)

[차트 3] 25년부터 확대된 대규모 프로젝트성 수주 소화하며 레버리지 효과 약화



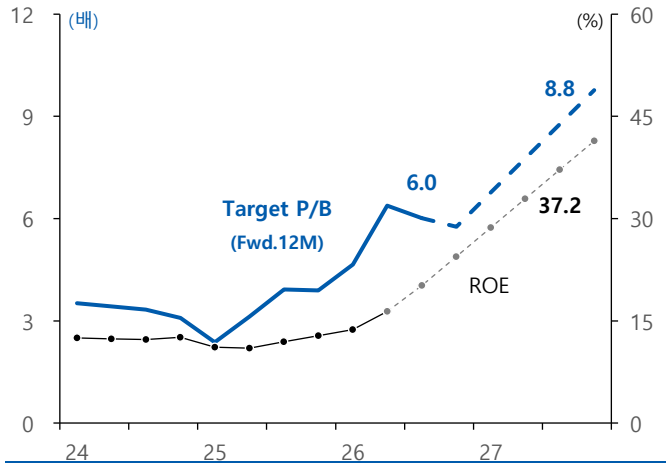
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 4] 매입채무 급증, BoM이 두꺼워진 신제품 수요 급증과 생산 확대와 관련



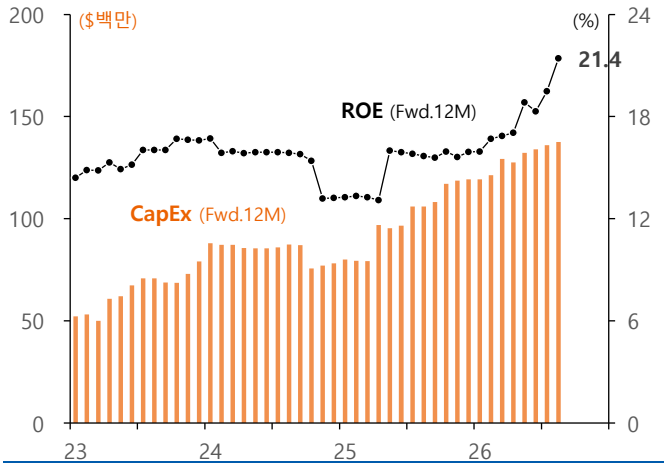
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] PBR=ROE*PER 추이에 근거, 27년 Target P/B(Fwd.12M) 8.8배 산출



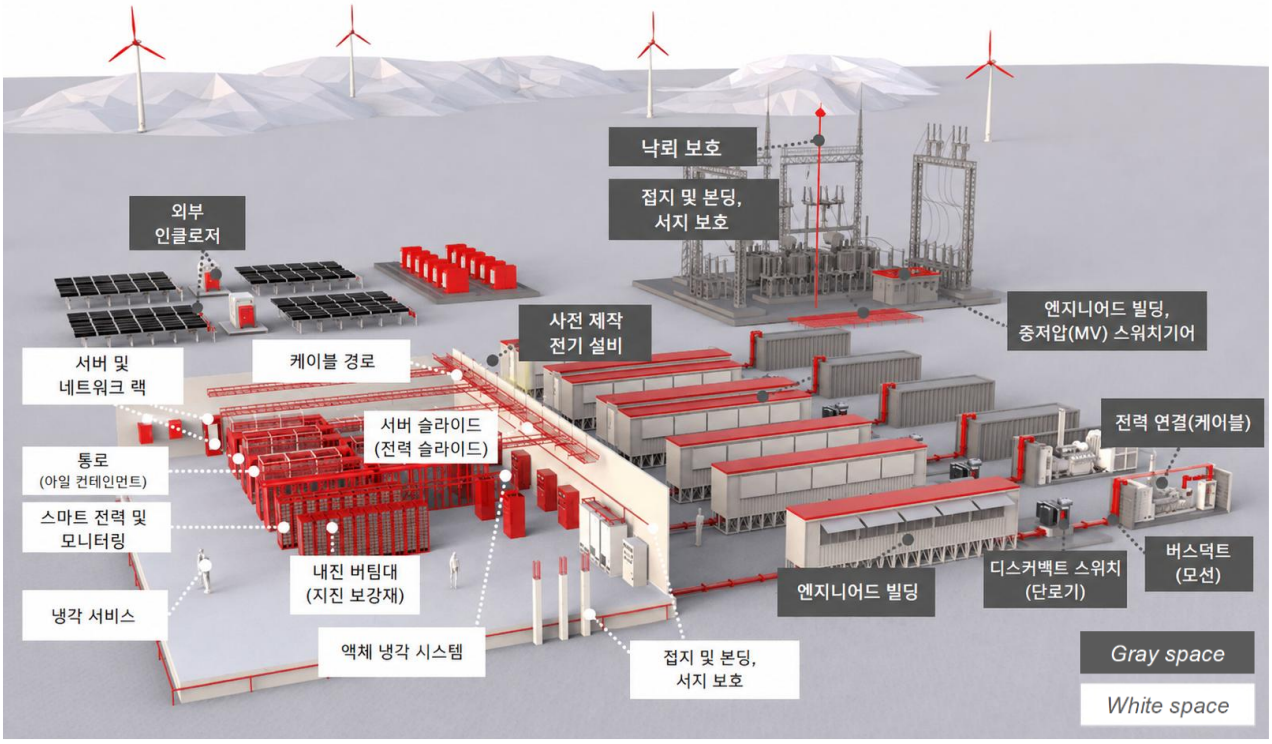
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] Blaine I 공장 Ramp-Up, 27.1H II 공장 가동 - 회전율 확대가 ROE 견인



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] nVent Electric (NVT) Infrastructure 부문 잠재 시장 **(TAM: Total Addressable Market)** 규모 – 25 년 매출 규모 $10 억, **잠재 시장 규모 $250 억**



자료: nVent Electric, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] nVent Electric (NVT) 데이터센터 시장 핵심 성장 요소

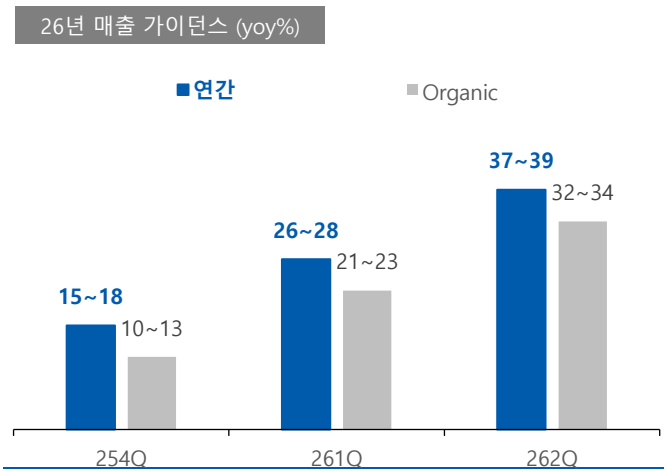
자료: nVent Electric, 유안타증권 리서치센터

[표 1] nVent Electric (NVT) 주요 재무 지표 추이

($백만, %)	24.Q1 24.3	24.Q2 24.6	24.Q3 24.9	24.Q4 24.12	25.Q1 25.3	25.Q2 25.6	25.Q3 25.9	25.Q4 25.12	26.Q1 26.3	26.Q2 26.6
수익	875	880	782	752	809	963	1,054	1,067	1,242	1,471
(yoy)	18.1	9.6	9.4	8.9	-7.5	9.4	**34.8**	**41.8**	**53.5**	**52.8**
산업	340	345	272	251	264	299	309	297	317	330
상업&주거	262	264	224	209	214	237	232	214	231	259
인프라	231	229	266	271	313	401	**495**	**537**	**693**	**883**
(yoy)										
에너지	41	43	21	22	18	26	18	19	19	26
유기적 성장률	4.8	3.6	1.0	-0.5	5.0	8.7	16.0	23.6	34.4	47.0
System Protection	10.8	9.0	1.2	-0.7	0.1	10.0	**23.2**	**33.5**	**50.1**	**62.0**
Electrical Connections	-2.6	-4.6	0.9	-0.3	3.9	6.8	4.7	7.5	7.9	**17.9**
매출 변동%										
가격	0.8	-0.1	-0.5	-0.1	0.7	1.5	3.0	3.9	4.0	4.7
판매량	4.0	3.7	1.5	2.1	0.5	3.3	**10.1**	**13.4**	**16.5**	**23.8**
매출원가	519	512	471	453	496	591	659	678	796	913
(yoy)	18.7	8.7	10.6	9.4	-4.5	15.5	40.0	49.7	**60.7**	**54.5**
매출총이익	356	368	311	300	314	372	395	389	446	558
(GPM, TTM)	40.6	40.8	40.6	40.6	40.1	39.2	38.6	37.7	37.0	37.0
영업이익	169	178	142	130	134	164	172	169	210	307
(OPM, TTM)	18.7	18.9	18.9	18.8	18.1	17.2	16.8	16.4	**16.6**	**17.8**
EBITDA	199	206	160	159	172	207	225	221	254	359
(EBITDAM, TTM)	22.5	22.8	22.2	22.0	21.6	21.1	21.3	21.2	**20.9**	**21.9**
Cash Flows										
CapEx	-16	-19	-13	-27	-21	-17	-19	-37	-36	-22
잉여현금흐름	74	112	185	198	39	-34	201	166	49	162

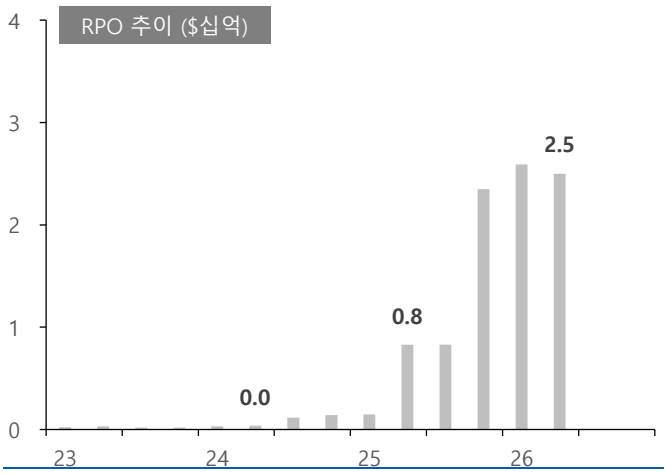
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 7] 분기별 26 년 매출 가이던스 조정 추이



자료: nVent Electric, 유안타증권 리서치센터

[차트 8] 25.4Q, 데이터센터향 프로젝트성 주문 수주 반영 - 1 년 내 매출 반영



자료: nVent Electric, 유안타증권 리서치센터

nVent Electric(NVT) 재무제표

포괄손익계산서

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	2,462	2,909	2,669	3,006	3,893
매출액증가율 (%)	23.2	18.2	-8.3	12.6	29.5
매출원가	1,520	1,812	1,594	1,797	2,424
매출총이익	942	1,097	1,075	1,209	1,469
판관비	538	596	557	616	774
영업이익	355	440	463	527	617
영업이익증가율 (%)	825.5	23.9	5.1	13.9	17.0
EBITDA	484	581	600	699	856
영업외손익	35	-32	87	98	67
외환관련손익	-	-	-	-	-
이자손익	32	31	79	106	75
관계기업관련손익	-	-	-	-	-
기타	2	-63	8	-8	-8
법인세비용차감전순손익	321	473	375	429	550
법인세비용	48	73	-84	188	122
계속사업순손익	273	400	460	241	429
중단사업순손익	-	-	-107	-91	-282
당기순이익	273	400	567	332	710
지배순이익증가율 (%)	-678.2	46.5	41.8	-41.5	114.0

현금흐름표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	373	395	528	643	465
당기순이익	273	400	567	332	710
유무형자산상각비	108	114	113	146	208
기타비현금손익 조정	1	-64	-148	111	36
매출채권증감	-104	-46	-22	39	-112
재고자산증감	-74	-35	22	-1	-79
매입채무증감	74	-5	8	2	57
투자활동 현금흐름	-274	-53	-1,165	-758	521
인수 및 사업	-235	-9	-1,120	-678	-976
유형자산 증가 (CAPEX)	-40	-46	-66	-74	-93
유형자산 감소	1	2	0	1	5
기타현금흐름	-	-	19	0	-
재무활동 현금흐름	-167	-82	517	146	-968
차입금 증감	38	83	683	374	-598
자본금 증감	-112	-66	-61	-100	-253
현금배당	-118	-117	-101	-127	-130
기타현금흐름	24	18	-5	-1	13
현금의 증감	-73	248	-112	5	48
기초 현금	123	50	290	180	131
기말 현금	50	298	180	131	238
NOPAT	299	370	528	295	480
FCF (Free Cash Flow)	334	349	463	569	372

재무상태표

(단위: 백만달러)

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	912	1,229	1,336	1,389	1,640
현금및현금성자산	50	298	180	131	238
매출채권	438	473	470	473	693
재고자산	322	347	360	360	472
비유동자산	3,763	3,673	4,826	5,346	5,212
유형자산	370	366	420	455	563
관계기업 등 지분관련자산	-	-	-	-	-
기타투자자산	47	47	1,031	1,025	48
자산총계	4,674	4,902	6,162	6,735	6,852
유동부채	636	650	734	802	1,004
매입채무 및 미지급금	596	588	560	597	782
단기차입금	-	-	-	-	-
유동성장기부채	5	15	32	38	14
비유동부채	1,542	1,521	2,286	2,696	2,118
장기차입금	994	1,083	1,782	2,158	1,580
부채총계	2,178	2,171	3,020	3,497	3,122
자본금	2	2	2	2	2
자본잉여금	2,403	2,372	2,339	2,272	2,072
이익잉여금	175	457	905	1,109	1,688
비지배지분	-	-	-	-	-
자본총계	2,496	2,732	3,142	3,238	3,730
순차입금	1,034	882	1,739	2,195	1,509
총차입금	1,083	1,179	1,918	2,326	1,747

재무지표 및 밸류에이션

결산 (12월)	2021	2022	2023	2024	2025
EPS	1.6	2.4	3.4	2.0	4.4
BPS	15.0	16.5	19.0	19.6	23.1
EBITDAPS	2.2	2.4	3.2	3.9	2.9
SPS	14.7	17.5	16.1	18.2	24.0
DPS	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
PER	21.9	16.0	32.3	31.7	37.7
PBR	2.5	2.3	3.1	3.5	4.4
EV/EBITDA	15.2	12.5	19.1	19.2	21.0
PSR	2.6	2.2	3.7	3.8	4.3
ROE	11.1	15.3	19.3	10.4	20.4
ROIC	8.0	9.3	11.4	5.4	8.3
ROA	6.0	8.3	10.3	5.1	10.5
부채비율 (%)	43.4	43.2	61.1	71.8	46.8
순차입금/자기자본 (%)	41.4	32.3	55.3	67.8	40.5
매출총이익률 (%)	38.3	37.7	40.3	40.2	37.7
영업이익률 (%)	14.4	15.1	17.3	17.5	15.8
당기순이익률 (%)	11.1	13.7	21.2	11.0	18.2
EBITDA 마진율 (%)	19.6	20.0	22.5	23.3	22.0

자료: Bloomberg, 유안타증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: **황병준**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.