

Modine Manufacturing Company (MOD)

Chiller Ramp-Up in progress, 모듈러 DC 업체로 확장

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 Managment) 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	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



황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

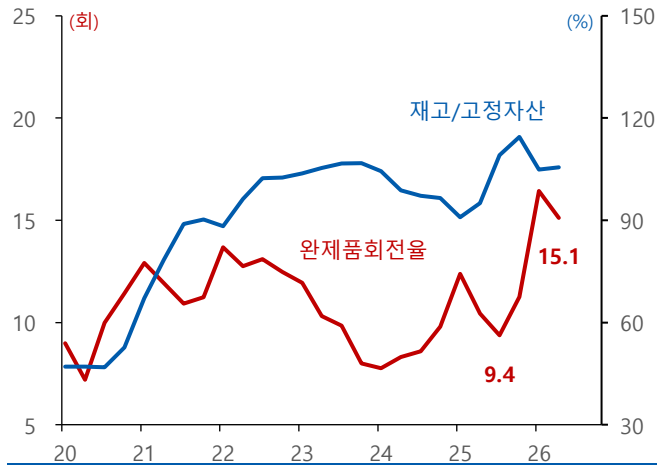
Not Rated (M)

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

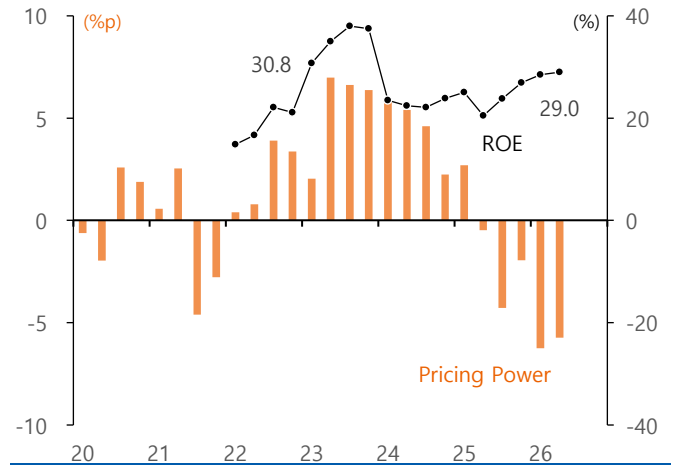
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대	-16.3	-15.7	41.4
상대	2.7	11.2	20.0

[차트 1] 높은 완제품회전율 - 주력 Chiller Ramp-Up 에 AHU 와 CDU 가 가세



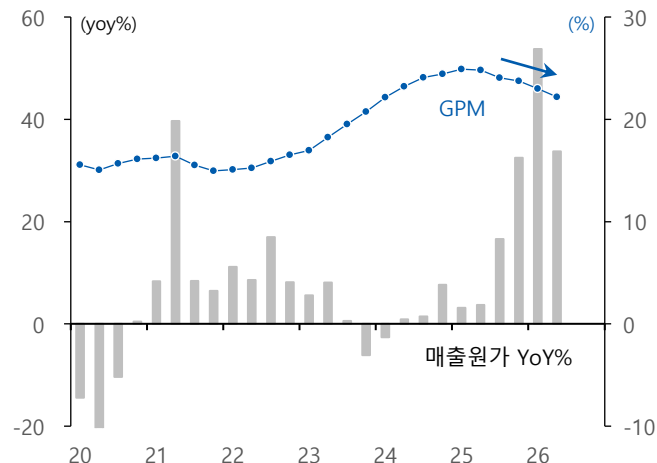
*주: 완제품회전율은 매출원가를 완제품(재고자산) 평균으로 나누어 산출

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



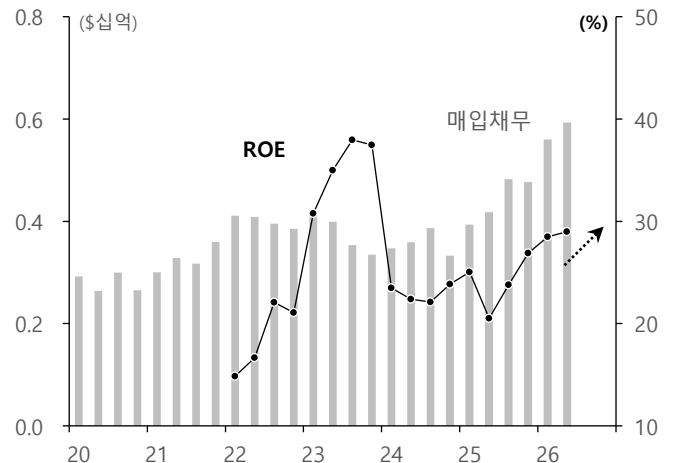
*주: Pricing Power은 매출 YoY%와 매출원가 YoY%의 차(%p)

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



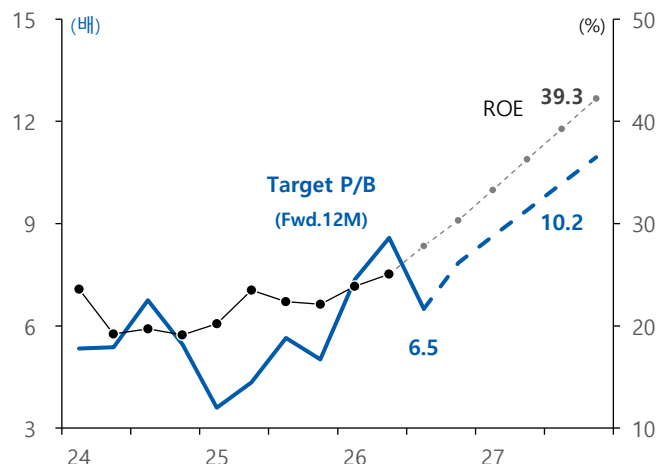
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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



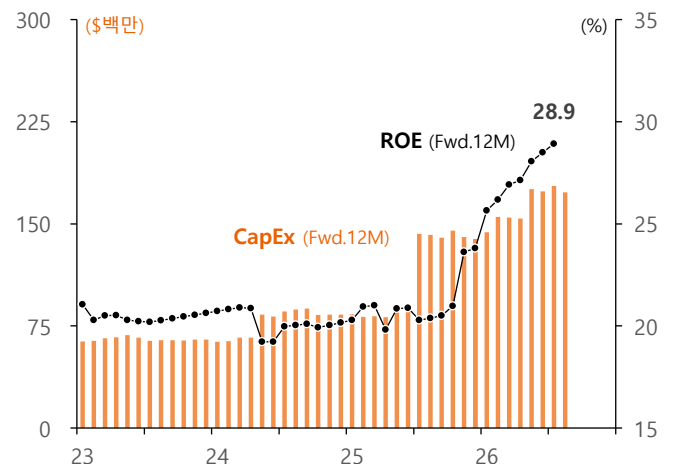
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 5] PBR=ROE*PER 추이에 근거, 27년 Target P/B(Fwd.12M) 10 배 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
판매비	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
법인세비용차감전순이익	102	125	215	254	187
법인세비용	15	-28	51	69	63
계속사업순이익	86	154	163	186	123
중단사업순이익	-	-	-	-	-
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

자료: Bloomberg, 유안타증권

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

- 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.