



본업(전력) 모멘텀에 Custom Rack, 냉각이 가세

NVIDIA 모듈러 DC 파트너십 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 플랫폼으로 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 진행됨에 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

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



황병준 US Market
byeongjun.hwang@yuantakorea.com

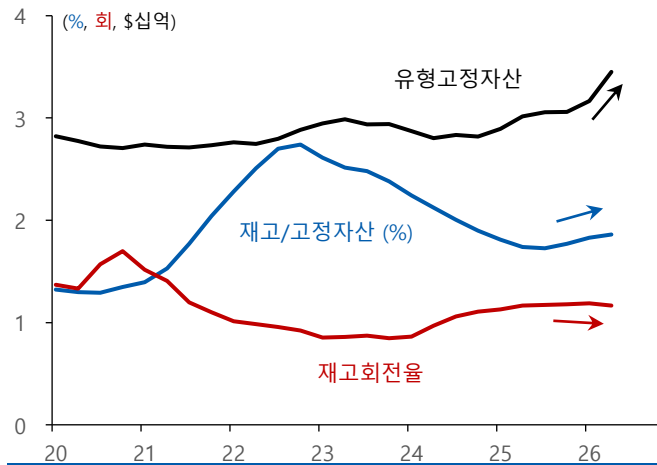
Not Rated (I)

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

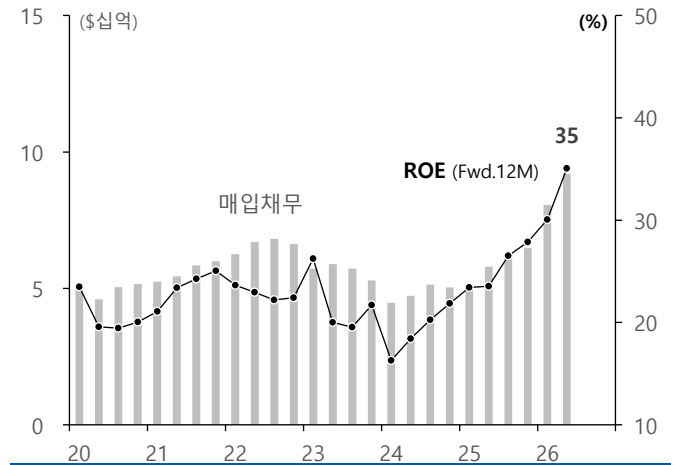
주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대	-8.0	68.0	123.3
상대	2.2	14.2	23.5

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



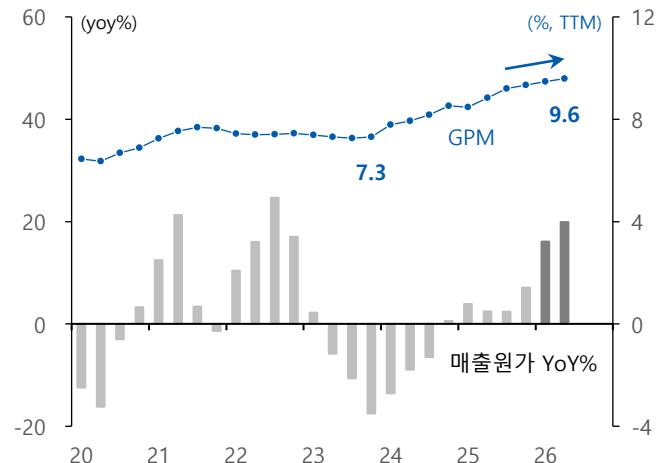
*주: 재고회전율은 매출원가를 재고자산 평균으로 나누어 산출

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



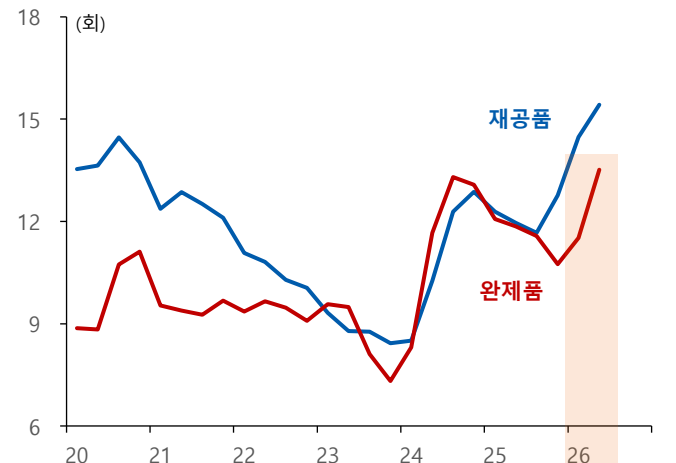
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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



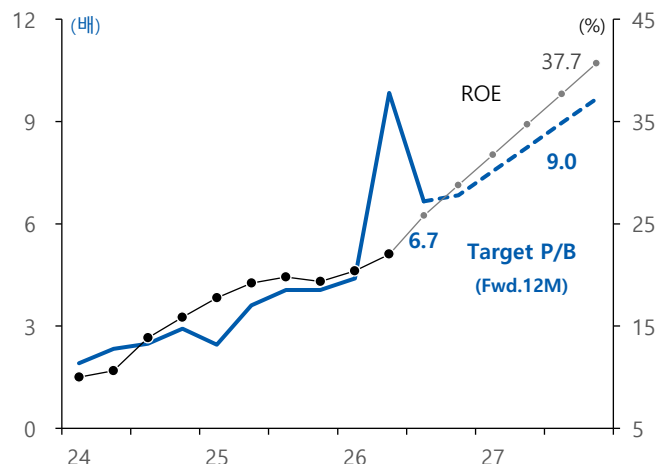
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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



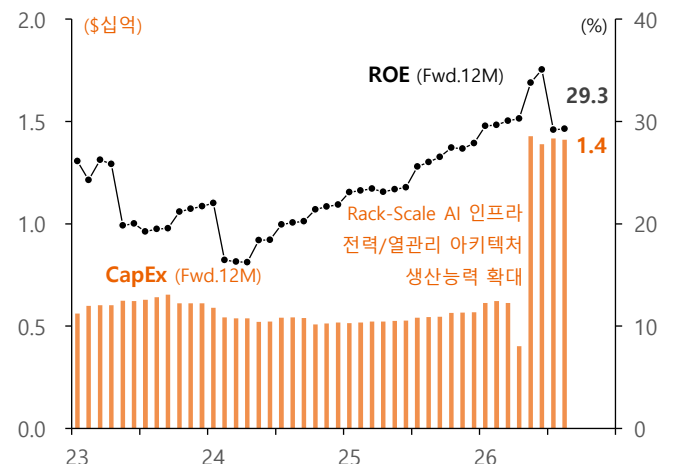
*주: 재공품/완제품회전율은 매출원가를 재공품/완제품(재고자산) 평균으로 나누어 산출

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



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] +200% 확대된 \$15억 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
판매비	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
법인세비용차감전순이익	714	1,045	807	666	1,023
법인세비용	101	105	124	-206	185
계속사업순이익	613	940	683	872	838
중단사업순이익	-	-	-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

자료: Bloomberg, 유안타증권

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

- 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.