

GST (083450)

NDR 후기: 역대급 실적과 리레이팅

IT 소재장비

Analyst 김동관

dong-kwan.kim@meritz.co.kr

CAPEX 사이클에서의 소외주, 역대 최대 실적 예상

당사는 금번에 진행한 NDR을 통해 메모리 CAPEX 확대 사이클에서 동사 실적의 긍정적 영향을 확인했다. 동사 매출의 80~90%는 국내외 메모리 IDM 업체들로부터 발생한다. 극심한 메모리 공급 부족 속 삼성전자, 마이크론 등 주요 고객사의 CAPEX 계획 상황 및 가속화가 진행 중이다. 이에 따라 동사 또한 2026E 매출액 4,147억원(+19% YoY), 영업이익 710억원(+20% YoY; OPM 17%)의 역대 최대 실적 달성이 예상된다.

신규 고객사 확장을 통한 밸류에이션 확장 가능성

동사는 통상 PER 10배 미만에서 거래되며 시장 평균 대비 낮은 밸류에이션을 부여받고 있었다. 2026년 본격화되는 신규 고객사로의 확장은 동사의 밸류에이션 할인 폭을 축소시킬 것으로 예상된다. 동사는 SK하이닉스로의 스크러버 양산 공급을 2025년부터 개시했다. 동사가 공급하는 공정의 수는 2025년 1개에서 2026년 5개로 증가했다. 이에 따라 SK하이닉스로의 매출액은 2025년 50억원 내외에서 2026년 +200% YoY 이상 증가할 전망이다. 또한 2025년부터 진행한 TSMC로의 칠러 데모가 올해 중순 순차적으로 종료될 예정이다. 이르면 2026년 말 양산 주문 수주가 가능할 것으로 예상된다. 다만 fab 내 수천대 규모의 냉동기식 칠러를 점차 전기식 칠러로 전환할 계획이며 향후 국외 fab까지의 동사 사업 기회가 확장될 가능성도 주목해야 한다. 마이크론과의 CO2 칠러 데모(중순 예정), 인텔로의 전기식 칠러 및 스크러버 데모(협업 중) 등 북미 고객사로의 item 다각화도 순차적으로 가시화될 전망이다.

신사업 액티브는 보다 긴 시선으로 보자

액티브장비 장비는 동사의 장기적인 성장 동력이다. 동사는 2026년, 서버 인프라 관련 전시회 7곳에 참석하며 관련 사업에 대한 마케팅에 나설 계획이다. 본격적인 시장 개화가 2028년으로 예상됨에 따라 보다 장기적인 시선에서 해당 사업을 평가해야 한다는 판단이다. 현재 동사는 LTM PER 13배에 거래되고 있다. 1) 2026E 역대 최대 실적 예상, 2) 27년에도 이어질 CAPEX 업사이클, 3) 신규 고객사 납품 가시화 포인트 감안 시 실적 성장과 멀티플 확장이 중첩될 것으로 예상된다.

Meritz Research 2026. 4. 13

Not Rated

적정주가 (12개월)

-원

현재주가 (4.13)

36,900 원

상승여력

-

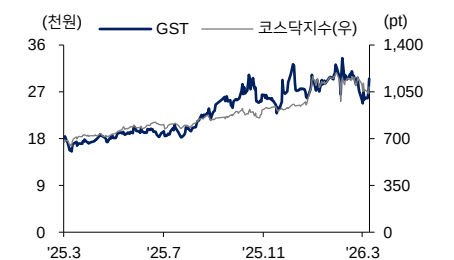
KOSDAQ	1,099.84pt
시가총액	6,801억원
발행주식수	1,843만주
유동주식비율	73.65%
외국인비중	14.32%
52주 최고/최저가	36,900원/16,660원
평균거래대금	115.5억원

주요주주(%)

김덕준 외 5인 22.37

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.5	41.9	116.5
상대주가	30.5	11.0	37.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	304.5	46.4	37.8	2,028	138.9	7,839	9.3	2.4	6.2	25.9	36.3
2022	312.9	56.9	46.8	2,514	24.0	10,470	3.9	0.9	2.0	24.0	25.1
2023	279.2	42.5	35.7	1,916	-23.8	12,111	7.2	1.1	3.8	15.8	20.0
2024	333.5	58.6	45.4	2,437	27.2	14,081	6.9	1.2	3.7	17.5	24.8
2025	347.2	59.2	45.3	2,457	0.8	16,342	11.7	1.8	6.8	15.0	26.8

CAPEX 사이클의 소외주

기업개요

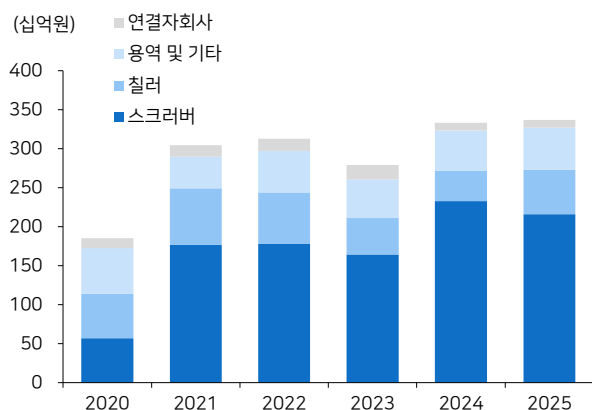
GST는 반도체/디스플레이 제조 공정용 장비인 스크리버와 칠러 전문 제조업체이다. 스크리버는 반도체 제조 공정에서 배출되는 유해가스를 정화하는 가스정화장비이다. 칠러는 제조 공정 별로 요구되는 온도를 조성해주는 온도조절 장비이다. 제품 별 매출 비중은 스크리버 64%, 칠러 17%, 기타 용역 및 상품이 16% 수준이다(2025년 별도 기준).

스크리버는 유해가스를 LNG로 태우는 방식인 Burn 방식과 플라스마 토치로 태우는 플라스마 방식으로 구분된다. 고객사의 fab 환경과 내부 조건에 따라 결정되며 동사는 두 방식 모두를 대응하는 제품 포트폴리오를 보유 중이다. 칠러의 경우 크게 전기식과 냉동기식으로 구분된다. 전기식 칠러는 냉동기식 대비 구현할 수 있는 온도의 폭이 더 제한적이지만, 정밀하고 신속한 온도 제어가 가능한 장점이 있다. 동사는 전기식 칠러를 주력으로 생산 중이다.

동사의 장비는 식각/증착 장비 등 메인 공정 장비와 함께 설치된다. 따라서 메모리 고객사의 CAPEX 집행 시 장비 수요가 발생한다. 메모리 업체들은 투자 확대를 통해 현재의 강력한 초과 수요 시황을 대응하고 있다. CAPEX 증가에 힘입어 동사의 스크리버, 칠러 수요도 성장이 예상된다.

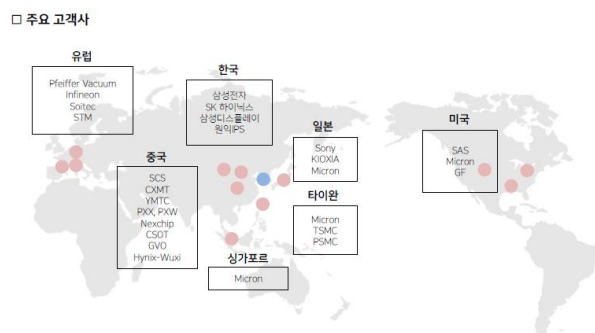
현재 주요 고객사는 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론, CXMT, YMTC 등 국내외 주요 메모리 업체들이다. 중국 고객사 매출 비중은 2024년 20%를 상회했으나, 경쟁 심화로 인해 점차 감소하는 추세이다. 현재 고객사 별로는 삼성전자 45%, 마이크론 32%, YMTC 8%의 매출 비중을 기록 중이다. SK하이닉스로의 양산은 2H25부터 시작됐으며 공급하는 공정 수가 확대되며 2026년 추가 성장이 예상된다.

그림1 GST 제품 별 매출 추이



자료: GST, 메리츠증권 리서치센터

그림2 GST 주요 고객사 현황: 글로벌 반도체 고객 다수 확보



자료: GST

투자포인트 (1): 메모리 CAPEX 상황 조정에 따른 본업 성장

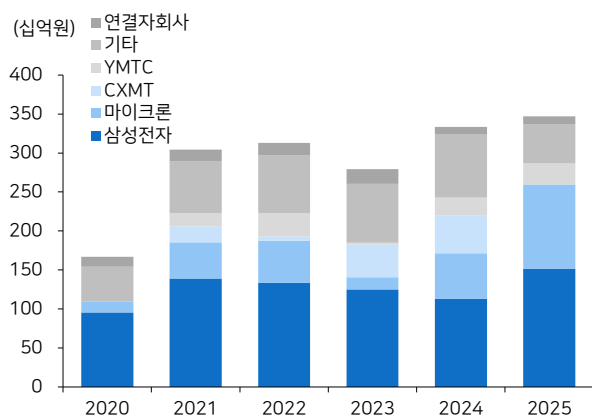
GST는 2026E 매출액 4,147억원, 영업이익 710억원 (+20% YoY; OPM 17%)을 기록할 전망이다. 삼성전자, 마이크론 등 주요 메모리 고객사의 CAPEX 확대에 힘입어 역대 최대 매출을 경신할 전망이다.

메모리 공급 부족이 심화되며 주요 고객사들의 투자 계획이 가속화되고 있다. 삼성전자는 2027년 상반기까지 P4 내 DRAM 클린룸 장비 투자를 완료할 전망이다. 현재 P4 1c DRAM 투자, P2/P3 V9 NAND 전환 투자, Xian X2 에서의 V9 전환 투자 등이 이뤄지며 동사의 장비 수주도 확대되고 있다. 최근 삼성전자는 28년 가동 예정인 P5 클린룸 구축 투자를 서두르는 것으로 파악된다. 이를 감안 시 동사의 2027년 매출 추가 성장이 가능할 전망이다.

한편 금번 NDR을 통해 동사는 Micron에 대한 매출 전망치를 상향조정했다. 기존 ('25년 말) 2026년 Micron향 매출 전망치는 +25% YoY 성장으로 제시됐으나, 현재는 +35% YoY로 상향됐다. 1Q26부터 감지된 고객사의 투자 일정 가속화가 반영된 것으로 예상된다. 동사는 상반기에 해당 고객사향으로 CO2 칠러 데모 장비를 납품할 계획이다. 이달 말 미국 fab 공급 후 약 1년 간의 데모 기간을 거칠 전망이다. 2025년 별도 매출의 32%에 해당하는 주력 고객사향 수주가 긍정적으로 이뤄지며 2026년 연결 실적 기대감도 점증하고 있다.

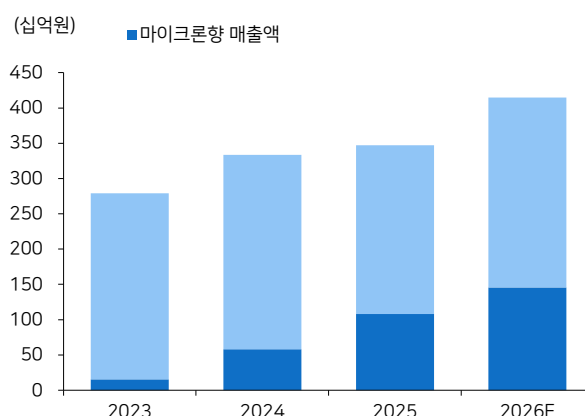
SK하이닉스의 경우 동사 장비 공급 2년차를 맞아 진입 공정이 확대될 전망이다. 동사 장비가 진입하는 공정 수는 2025년말 1개 공정에서 1Q26 말 기준 6개까지 확대됐다. 이에 따라 이미 SK하이닉스향 매출액은 한 개 분기만에 2025년 연간 매출 규모를 달성했을 것으로 예상된다. 공정 추가 확보의 배경에는 투자 가속화 외에도 고객사의 빠른 납기 요구를 대응하는 동사의 생산 안정성이 유효했을 것으로 예상된다.

그림3 GST 고객사 별 매출 추이



자료: GST, 메리츠증권 리서치센터

그림4 GST 마이크론향 매출액 추이 (3개년 CAGR +110%)



자료: GST, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 (2): 신규 고객사 확보 기대감으로 인한 밸류에이션 확장

TSMC로의 장비 공급 기대감이 점증하며 동사 주가의 밸류에이션 확장이 예상된다. 동사는 2025년 5월부터 11월까지 해당 고객사로의 전기식 칠러 데모 장비를 공급했다. 약 1년 간의 데모 기간을 거친 후 2026년 중순부터 점진적으로 데모 결과가 확인할 예정이다. 데모 결과가 긍정적인 경우 양산 PO 수주 및 공급 단계를 거치게 된다. 양산 PO 수주 시점은 미확정된 사항이나, 이르면 2026년 말 가시화 될 것으로 예상된다.

전기식 칠러 외 CO2 칠러, 스크러버에 대한 데모 개시도 순차적으로 이어질 전망이다. 상반기 중 CO2 칠러 데모 시작이 예상되며 칠러 데모가 진행된 이후에는 순차적으로 스크러버 데모까지 진입할 계획이다. 전기식 칠러의 양산 공급이 동사 실적으로 확인된다면, 추가로 진행되는 데모에 대한 기대 실적은 빠르게 멀티플 확장으로 선반영될 것이다.

TSMC 양산 공급 시 대만 fab을 시작으로 미국, 유럽 공장까지 공급이 확장될 것으로 전망한다. TSMC 대만 fab은 환경 규제 영향에 장기적으로 교체가 필요한 냉동기식 칠러가 주류로 사용되고 있다. 해당 장비에 대한 전기식 칠러로의 교체 투자가 우선적으로 이뤄질 것으로 예상된다. 중장기적으로는 애리조나 fab과 ESMC(TSMC가 참여한 JV) 공장까지 잠재적인 사업 기회가 확장될 전망이다.

이외 북미 고객사로의 신규 장비 데모도 활발히 이뤄지는 상황이다. 동사는 Micron으로 2Q26 초 CO2 칠러 데모를 시작할 예정이다. 인텔과도 전기식 칠러 및 스크러버 데모 협의가 진행되고 있다.

표1 GST 실적 추이 Snapshot

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2024	2025	2026E
매출액	75.7	91.7	91.8	74.2	74.8	99.4	80.8	92.2	333.5	347.2	414.7
스크러버	51.5	65.9	60.7	56.6	41.9	55.3	57.0	72.0	234.7	226.1	283.9
칠러	8.0	8.5	9.8	11.4	16.5	26.1	6.6	7.1	37.6	56.2	60.7
용역	13.1	13.0	16.1	15.1	13.5	14.8	15.1	21.1	57.4	64.6	67.2
기타 및 연결조정	3.1	4.3	5.3	-8.9	2.8	3.3	2.1	-8.0	3.8	0.3	3.0
영업이익	8.6	19.6	19.3	11.1	9.6	17.3	16.7	15.6	58.6	59.2	71.0
영업이익률 (%)	11.3	21.4	21.0	15.0	12.8	17.4	20.7	16.9	17.6	17.0	17.1
성장률 (% YoY)											
매출액	10.4	42.6	31.8	-3.2	-1.3	8.4	-12.0	24.3	19.4	4.1	19.4
스크러버	34.1	76.4	51.3	19.3	-18.7	-16.1	-6.2	27.2	43.7	-3.7	25.5
칠러	-42.6	-24.6	-18.1	20.9	107.2	207.6	-32.9	-37.9	-19.1	49.4	8.0
용역	-3.5	-5.1	3.1	-7.0	3.5	13.1	-6.2	39.6	-3.1	12.5	4.0
기타 및 연결조정	14.6	118.0	163.1	nm	-9.7	-22.9	-59.3	nm	-63.1	-92.0	896.1
영업이익	-9.5	211.1	56.6	-23.1	12.3	-11.7	-13.4	39.7	37.7	1.0	20.0

자료: GST, 메리츠증권 리서치센터

투자포인트 (3): 중장기 성장 동력 액침냉각

신규 사업 아이템 ‘액침 냉각 설비’는 동사의 중장기 실적 성장 동력으로 기대되는 제품군이다. 동사는 온도조절 장비인 칠러 제조에서 확보한 기술력을 활용해 서버용 액침 냉각 장비를 개발 중이다. 2026년 3월 초 진행된 ‘MWC 2026’에서도 차세대 액침냉각 장비를 공개한 바 있다.

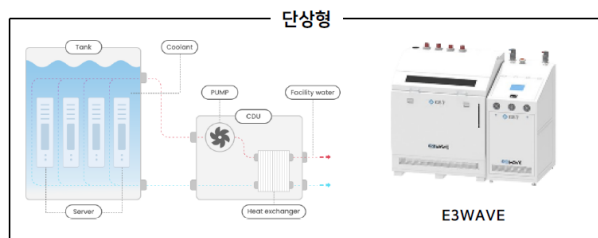
액침 냉각은 AI 서버 시장에서 급격한 성장이 예상되는 차세대 서버 냉각 방식이다. 서버에 탑재되는 연산 반도체(CPU/GPU)의 고성능화와 서버 랙 당 전력 밀도가 높아지며 기존의 공랭식으로는 냉각 효율이 떨어지기 때문이다. 액침 냉각 적용 시 PUE(Power Usage Effectiveness; 에너지 효율 지표)는 1.0 ~ 1.04 수준으로 공조식(1.68) 대비 전력 효율화 효과가 뛰어나다.

동사는 현재 단상형과 이상형 두 가지 타입을 개발 완료했다. 현재 LS일렉트릭, LG유플러스, 글로벌 서버제조사 등과 협력 중이다. 2023년 이상형 타입 제품을 국내 대기업 내부용 데이터센터로 최초 납품했다. 2024년에는 단상형 제품 납품, 2025년 5월에는 LG유플러스 데이터센터로 납품돼 현재 PoC(기술검증)을 진행 중이다. 2026년 상반기에는 총 7개의 관련 전시회 참여를 예정하고 있다.

단상형 액침냉각은 서버 냉각 과정에서 뜨거워진 쿨런트를 수조 밖으로 뽑아내서 식힌 후 다시 수조로 넣는 방식이다. 이상형 액침냉각은 끓는점이 낮은(30~40℃) 쿨런트와 밀폐된 용기를 이용한다. 서버 발열로 쿨런트가 기화되면 용기 상단부에 갇히게 되고, 냉각 후 액화가 되면 다시 냉각에 사용되는 방식이다. 통상적으로 이상형이 단상형 대비 기술 난이도가 높으나 에너지 절감 효율 또한 뛰어나다.

액침 냉각 시장의 본격 개화 시점은 2028년으로 예상된다. 동사는 그 전까지 기술 안정화 및 국내외 고객사 마케팅을 통한 레퍼런스 확보에 나설 전망이다. 동사가 보여주는 성과에 따라 금번 CAPEX 사이클 이후에도 기업가치를 성장시킬 중요 item으로서 역할을 할 것으로 생각된다.

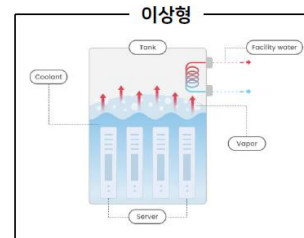
그림5 액침냉각 방식 (1): 단상형



- 2024년 9월 고객사 납품

- 2025년 5월 LG유플러스 납품

그림6 액침냉각 방식 (2): 이상형



- 2023년 10월 고객사 납품

GST (083450)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	304.5	312.9	279.2	333.5	347.2
매출액증가율(%)	82.5	2.7	-10.7	19.4	4.1
매출원가	190.6	193.0	185.3	207.6	206.4
매출총이익	113.9	119.9	93.9	125.8	140.8
판매관리비	67.5	63.0	51.4	67.3	81.6
영업이익	46.4	56.9	42.5	58.6	59.2
영업이익률(%)	15.2	18.2	15.2	17.6	17.0
금융손익	2.5	2.8	1.2	5.0	0.4
종속/관계기업손익	-0.5	-0.1	-0.9	-0.2	-0.8
기타영업외손익	0.2	-0.3	0.2	-0.1	-1.0
세전계속사업이익	48.6	59.4	43.0	63.2	57.7
법인세비용	9.7	11.8	6.1	17.8	11.0
당기순이익	39.0	47.6	36.9	45.9	45.6
지배주주지분 순이익	37.8	46.8	35.7	45.4	45.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업활동 현금흐름	25.6	31.5	47.5	54.4	41.6
당기순이익(손실)	39.0	47.6	36.9	45.9	45.6
유형자산상각비	2.6	2.6	2.9	3.6	4.1
무형자산상각비	0.8	0.8	0.8	0.9	1.1
운전자본의 증감	-45.3	-31.4	4.6	-19.7	-31.5
투자활동 현금흐름	-19.4	-28.4	-39.7	-40.1	-13.6
유형자산의증가(CAPEX)	11.7	6.4	20.5	18.9	12.8
투자자산의감소(증가)	1.9	4.7	0.7	18.0	1.3
재무활동 현금흐름	-0.1	-2.7	-1.3	-8.6	-11.3
차입금의 증감	16.0	-5.8	-2.3	15.7	2.8
자본의 증가	6.8	0.9	-2.7	-0.2	5.8
현금의 증가(감소)	6.4	0.1	6.1	6.5	16.8
기초현금	36.0	42.4	42.5	48.6	55.1
기말현금	42.4	42.5	48.6	55.1	71.9

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	142.2	178.9	183.8	207.2	246.3
현금및현금성자산	42.4	42.5	48.6	55.1	71.9
매출채권	46.8	46.8	41.1	53.5	61.9
재고자산	35.8	52.2	43.6	41.6	54.6
비유동자산	64.0	73.0	96.0	127.7	140.0
유형자산	47.0	50.9	69.2	76.8	85.8
무형자산	3.3	3.0	3.2	3.7	5.1
투자자산	5.9	10.5	10.3	28.2	28.7
자산총계	206.2	251.8	279.8	334.8	386.3
유동부채	50.4	43.3	40.4	60.1	74.3
매입채무	24.6	23.4	22.9	26.9	38.3
단기차입금	3.5	3.3	5.3	10.2	12.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.5	7.2	6.3	6.4	7.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	3.3	3.0	3.0	2.4	0.1
부채총계	54.9	50.5	46.7	66.5	81.7
자본금	4.7	4.7	4.7	9.3	9.3
자본잉여금	9.7	11.0	11.0	9.4	9.4
기타포괄이익누계액	0.2	1.0	0.4	2.2	2.3
이익잉여금	136.6	181.2	212.1	248.9	288.6
비지배주주지분	5.4	6.4	7.6	8.8	3.5
자본총계	151.4	201.4	233.1	268.3	304.7

Key Financial Data

	2021	2022	2023	2024	2025
주당데이터(원)					
SPS	16,354	16,803	14,997	17,911	18,837
EPS(지배주주)	2,028	2,514	1,916	2,437	2,457
CFPS	4,094	4,640	3,450	5,340	5,394
EBITDAPS	2,675	3,240	2,483	3,384	3,494
BPS	7,839	10,470	12,111	14,081	16,342
DPS	300	300	500	300	650
배당수익률(%)	1.6	3.1	3.6	1.8	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	9.3	3.9	7.2	6.9	11.7
PCR	4.6	2.1	4.0	3.1	5.3
PSR	1.2	0.6	0.9	0.9	1.5
PBR	2.4	0.9	1.1	1.2	1.8
EBITDA(십억원)	49.8	60.3	46.2	63.0	64.4
EV/EBITDA	6.2	2.0	3.8	3.7	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.9	24.0	15.8	17.5	15.0
EBITDA 이익률	16.4	19.3	16.6	18.9	18.6
부채비율	36.3	25.1	20.0	24.8	26.8
금융비용부담률	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1
이자보상배율(x)	386.7	271.1	472.7	195.2	125.9
매출채권회전율(x)	9.0	6.7	6.4	7.1	6.0
재고자산회전율(x)	9.8	7.1	5.8	7.8	7.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)
	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	89.1%
중립	10.3%
매도	0.5%

2026년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율