

2023.04.25(화) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-04-25 오전 4:14

수정한 날짜: 2023-04-25 오전 10:41

2023.04.25(화) 증권사리포트

SK아이이테크놀로지

IRA 시행령 이후 우호적인 환경 전개

[\[출처\] 키움증권 권준수 애널리스트](#)

1Q23 영업적자 지속, 적자폭은 감소

SK아이이테크놀로지 1Q23 실적은 매출액 1,477억원(-17%QoQ, +10%YoY), 영업적자 -75억원(적자지속 QoQ, 적자지속 YoY)으로, 전분기 대비 적자폭이 감소할 전망이다. 1~2월 판매량 및 가동률의 경우 대체로 4분기와 유사한 것으로 파악되나(한국 40~50%, 폴란드 70%, 중국 90% 이상), 3월 중 고객사에서 일시적인 공장 가동 중단이 발생하며 북미향 판매량에 일부 영향을 미친 것으로 추정된다. 그럼에도 불구하고, 연말 일회성 비용 제거 및 기존 높은 제조원가로 생산된 재고 소진으로 적자폭은 감소할 것으로 예상된다.

분리막 산업에서의 변화 감지

그동안 분리막 산업은 중국 업체들이 공격적인 증설 및 가격 경쟁력을 기반으로 높은 점유율을 보여왔다. 그러나 최근 산업 내 두 가지 변화가 나타나고 있다. 1) 기존 분리막 제품은 주로 스팟으로 거래되어왔으나 향후 바인딩 계약 비중이 높아질 것으로 예상되며, 2) IRA 시행령에서 배터리 부품으로 분류되며 북미 내 생산 필수 및 우려국가 배제가 강화될 전망이다. SKIET의 경우 특히 초기에는 높은 IT 비중(2018년 IT 7:EV 3, 짧은 제품 교체 주기) 및 단일 고객사 비중이 높아 장기공급계약에 대한 니즈가 적었으나, 근래 수요 둔화 시 가동률 하락 리스크가 커짐에 따라 신규 고객을 중심으로 바인딩 계약을 확대할 계획이다. 또한, IRA 발효 이후 계속해서 북미 투자를 검토 중에 있으며, 연내 구체적인 계획이 발표될 것으로 예상된다. 추후 우려 국가에 대한 가이드를 확인해야겠지만 중국 업체들이 완전히 배제될 경우 예상보다 북미 투자 및 고객 다변화 속도가 빨라질 것으로 전망한다.

중장기 고객 다변화에 따른 실적 성장에 주목

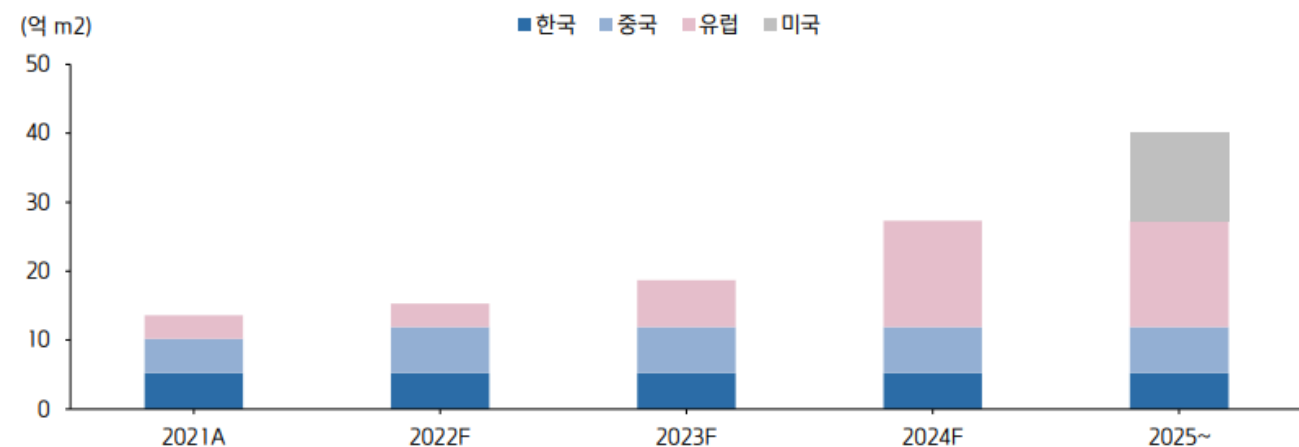
동사는 그동안 Captive 고객사(매출 기준 80% 추정)를 중심으로 제품 판매를 진행했으나 지난 4분기 실적발표를 통해 신규 고객 다변화에 대한 의지를 내비쳤다. 특히 미국 IRA와 유럽 CRMA 등 탈중국, 역내 생산 기조가 강화됨에 따라 해당 지역에 생산시설을 계획 및 보유 중인 동사 제품에 대한 문의가 높은 상황이다. 실제 일부 고객과는 테스트를 진행중인 것으로 파악되며, 24~25년 신규 고객사향 판매량이 늘어날 전망이다. 동시에 하반기로 갈수록 주요 고객사의 수율 개선에 따른 출하량 확대 가능성도 높은 상황이다. 투자의견 'BUY', 목표주가 104,000원을 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	603.8	585.8	789.3	1,289.9
영업이익	89.2	-52.3	26.5	217.6
EBITDA	206.9	103.6	232.3	484.6
세전이익	111.6	-34.6	3.0	149.6
순이익	95.4	-29.7	2.5	127.9
지배주주지분순이익	95.4	-29.7	2.5	127.9
EPS(원)	1,393	-416	35	1,793
증감률(%YoY)	-8.4	적전	흑전	4,953.0
PER(배)	120.6	-127.3	2,335.9	46.2
PBR(배)	5.40	1.74	2.73	2.59
EV/EBITDA(배)	56.9	41.1	29.1	15.0
영업이익률(%)	14.8	-8.9	3.4	16.9
ROE(%)	5.6	-1.4	0.1	5.8
순부채비율(%)	-9.3	22.2	39.0	59.9

자료: 키움증권 리서치센터

SK아이이테크놀로지 LiBS 생산능력 및 증설 계획



자료: SKIET, 키움증권 리서치센터



현대건설

예상외 매출액 증가와 이익 서프라이즈

[\[출처\] 하나증권 김승준 애널리스트](#)

1Q23 잠정실적: 추정치 큰 폭 상회

23년 1분기 현대건설 연결 잠정실적으로 매출액 6.0조원(+45.5%yoy), 영업이익 1,735억원(+1.2%yoy, OPM 2.9%)을 기록하며, 하나증권 및 시장 추정치를 상회했다. 당사 추정보다 현대엔지니어링의 실적 개선이 컸다. 영업외로 환평가이익 439억원이 반영됐다. 특이사항으로 현대건설과 현대엔지니어링 모두 주택건축(국내) 매출액이 예상치보다 크게 증가했다. 다만 그에 비해 원가율은 기대보다 좋지 않았다. 현대건설 별도로 2개 현장(라피아노 삼송, 일루미스테이트)에서의 공정 만회 투입비 700억원이 반영됐다. 현대엔지니어링의 국내 원가율은 90% 중후반으로, 증액 협의가 다소 지체됨에 따라 관련 원가 상승이 반영된 영향이다. 1분기 분양은 현대건설 794세대, 현대엔지니어링 1,572세대를 기록했다.

주택건축 매출액 예상외 증가: 돌관공사를 의심

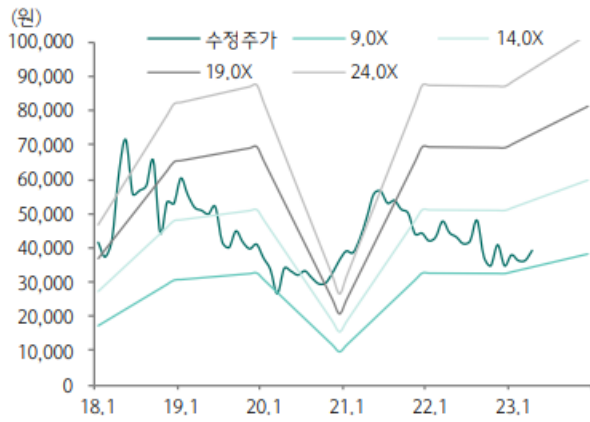
현대건설 건축주택 매출액은 당사 추정치보다 21.4% 더 많이 나왔으며, 현대엔지니어링 국내 매출액은 당사 추정치보다 29.1% 더 많이 나왔다. 반면, 이익률은 현대건설 주택 8%, 현대엔지니어링 국내 90% 중후반을 기록했다. 이러한 결과는 돌관공사(장비와 인원을 집중적으로 투입하여 한달음에 해내는 공사)를 의심케 한다. 같은 기간 내 진행률이 더 많이 나왔으니 매출액이 기대보다 많이 나온 것인 반면, 무리한 리소스 투입으로 인한 원가는 증가했을 것이다. 돌관공사는 공사기한을 맞추기 위한 목적으로 실행되기 때문에, 많은 현장들이 공사기한에 압박이 있는 것으로 추정한다. 이러한 분위기는 최소 2분기까지는 이어질 것으로 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 55,000원, TOP PICK 유지

현대건설 투자의견 BUY 및 목표주가 55,000원, 업종 내 TOP PICK을 유지한다. 23년 EPS에 Target P/E 12배를 적용했다. 2분기 해외 수주(사우디 아미랄, 카타르LNG 등), 추가적인 올해 추정치 상향 가능성, 그리고 Peer인 삼성엔지니어링과의 주가 괴리를 고려할 때 상승여력은 충분히 남아있다고 판단한다

Financial Data						
투자지표	단위	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	십억원	18,065.5	21,239.1	25,272.4	24,806.9	24,806.0
영업이익	십억원	753.5	574.9	839.2	922.3	989.3
세전이익	십억원	854.1	753.8	881.7	932.7	1,000.8
순이익	십억원	407.5	408.9	542.3	586.0	628.5
EPS	원	3,651	3,637	4,824	5,213	5,591
증감율	%	232.82	(0.38)	32.64	8.06	7.25
PER	배	12.17	9.60	8.16	7.55	7.04
PBR	배	0.69	0.51	0.54	0.51	0.48
EV/EBITDA	배	3.73	3.54	2.67	2.05	1.36
ROE	%	5.89	5.49	6.84	6.96	7.01
BPS	원	64,200	68,380	72,604	77,216	82,207
DPS	원	600	600	600	600	600

그림 1. 시장 추정치 기준 P/E Band



자료: Quantwise, 하나증권

그림 2. 시장 추정치 기준 P/B band



자료: Quantwise, 하나증권





현대백화점

뚜렷한 상저하고!

[\[출처\] IBK투자증권 남성현 애널리스트](#)

1분기 부진한 실적 예상

현대백화점 1분기 영업실적은 부진할 것으로 추정한다. 1분기 연결기준 총 매출액은 2조 6,482억 원(전년동기대비 +16.0%), 영업이익 852억 원(전년동기대비 -4.2%)에 이를 것으로 예상한다. 대전점을 제외한 기존점 성장률은 약 4%, 대전점을 포함할 경우 약 1%를 기록할 전망이다.

1분기 영업실적은 경쟁사대비 부진할 가능성이 높다. 그러한 이유는 1) 대전점 화재 영향에 따른 영업중단 효과와, 2) 명품군 판매 부진에 따른 기여도 감소가 예상되기 때문이다. 당초 지누스 연결 편입에 따른 효과와 의류 매출 성장을 기대했지만, 지누스 실적 개선이 요연하고, 의류를 제외한 품목군 성장이 부진하여 이익 성장은 쉽지 않을 것으로 판단한다. 면세점의 경우 점진적으로 수익성 개선이 나타나고 있지만, 판촉비 감소에 따른 매출 감소가 이어지고 있어 이익 기여도는 제한될 것으로 전망한다.

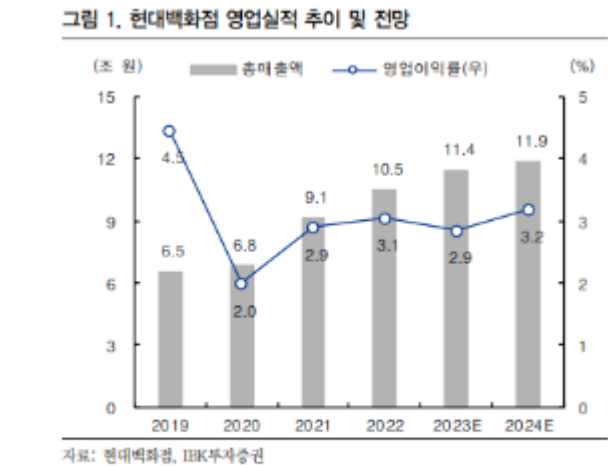
하반기 이익 개선 가능성에 집중

상반기까지 영업실적 개선은 쉽지 않을 것으로 판단한다. 특히, 2분기의 경우 1) 지난해 의류 고 성장에 따른 베이스가 높고, 2) 수도권열비용 증가 및 재산세 부담이 가중되는 구간이고, 3) 대전점 영향이 이어질 가능성을 염두 할 경우 영업실적은 더욱 부진할 것으로 전망한다. 다만, 동사의 경우 ▶ 3분기부터 대전점 영업 재개에 따른 효과와 ▶ 지누스 판매 회복에 따른 기여도 증가, ▶ 공항면세점 실적 개선 가능성이 높다는 점에서 하반기로 갈수록 영업실적은 회복될 것으로 예상한다. 상반기 부진보다 하반기 이익 개선 가능성에 집중해야 하는 이유이다.

투자의견 매수, 목표주가 7.5만원 유지
 동사에 대한 기존 투자의견 매수 및 목표주가 7.5만원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	3,572	5,014	5,540	5,806	6,075
영업이익	264	321	326	379	433
세전이익	317	247	311	384	473
지배주주순이익	189	144	208	257	318
EPS(원)	8,092	6,157	8,884	10,989	13,567
증가율(%)	169.3	-23.9	44.3	23.7	23.5
영업이익률(%)	7.4	6.4	5.9	6.5	7.1
순이익률(%)	6.5	3.7	4.3	5.0	5.9
ROE(%)	4.4	3.2	4.4	5.3	6.2
PER	9.3	9.6	5.9	4.8	3.9
PBR	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.4	8.6	8.5	7.7	6.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상





HL만도

아쉬운 단기 실적, 수주로 치유되어야

[\[출처\] 키움증권 신윤철 애널리스트](#)

1Q23 Review: 내수 실적 분기 흑자전환

동사의 1Q23 실적은 매출액 1.99조 원(+18.3% YoY, -8.4% QoQ), 영업이익 702억 원(+1.8% YoY, +23.5% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 1.97조원, 영업이익 680억 원)에 부합했다. 비철금속류 원재료비 상승 및 협력사 인플레이션 비용 보전에 따른 부담이 가중되었으나, 주요 고객사로부터의 일부 비용 조기 회수에 성공하며 시장 기대치에 부합하는 수익성을 확보했다. 또한 내수에 집중되어 있던 기존 R&D 비용을 1Q23부터 중국, 인도 등 해외법인에 분배하기 시작하면서 내수 분기 실적이 흑자전환에 성공했다.

북미 BEV 선도 고객사의 지역별 1Q23 매출 기여도는 글로벌 17% / 중국 39% / 북미 32% / 유럽 17%를 기록하며 동사의 외형 성장을 지속 견인하고 있다. 특히 기존에 매출 규모가 작았던 유럽시장에 대한 견인이 눈에 띈다.

2Q23 Preview: 일시적 판관비 부담 따를 전망

동사의 2Q23 실적은 매출액 1.95조 원(+16.0% YoY, -2.5% QoQ), 영업이익 666억 원(+45.8% YoY, -5.1% QoQ)을 기록하며 시장 기대치(매출액 2.06조원, 영업이익 832억 원)를 하회할 전망이다. 1Q23에 분기 흑자전환에 성공했던 내수에서 인건비 등 판관비 요인의 일시적 증가에 기인한 분기 적자전환이 발생할 가능성이 열려있다고 판단하기 때문이다.

이에 따라 2023년 연간 영업이익률 추정치를 4.0%로 하향 조정했으나, 1Q23실적에서 영업외비용의 안정이 확인된 만큼 2Q23에도 영업외손실 발생에 따른 EPS 훼손 가능성은 제한적일 것으로 추정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 57,000원 유지

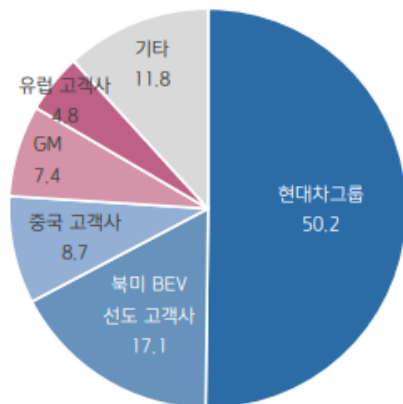
동사에 대한 BUY 투자의견과 목표주가 57,000원을 유지한다. 목표주가는 Target Multiple 11.0배를 적용해 산출했다. Target Multiple 상향을 위해서는 북미 BEV 선도 고객사향 비즈니스 레퍼런스를 활용해 동사의 주요 고부가 전장제품군인 R-EPS, IDB 등에 대한 유의미한 볼륨의 신규 고객사 수주 성과가 확인될 필요가 있다는 당사의 기존 관점을 유지한다.

또는 CSS를 비롯한 저부가 제품군일지라도, 판매 Mix 악화 요인을 상쇄할 수 있을 정도의 강력한 볼륨효과를 기대할 수 있는 해외 고객사향 중저가 BEV 볼륨모델 수주가 가시화 되는 경우 역시 상향 검토가 가능할 것이다

투자지표

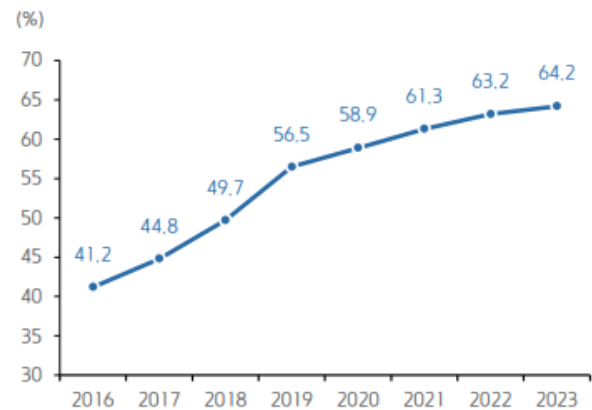
(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,147.4	7,516.2	8,606.7	9,471.1
영업이익	232.3	248.1	347.8	434.7
EBITDA	559.1	586.9	684.1	792.3
세전이익	228.1	230.0	355.8	391.8
순이익	178.6	118.3	258.5	295.4
지배주주지분순이익	167.1	98.3	239.1	273.3
EPS(원)	3,559	2,093	5,092	5,820
증감률(% YoY)	2,787.0	-41.2	143.3	14.3
PER(배)	17.8	19.3	9.2	8.0
PBR(배)	1.52	0.88	0.90	0.79
EV/EBITDA(배)	7.8	5.9	5.3	4.4
영업이익률(%)	3.8	3.3	4.0	4.6
ROE(%)	9.3	4.8	10.4	10.4
순차입금비용(%)	62.9	64.4	50.5	38.9

HL만도 고객사별 글로벌 매출 기여도



자료: HL만도, 키움증권 리서치
주: 1Q23 기준

HL만도 E-Product 글로벌 매출 기여도



자료: HL만도, 키움증권 리서치
주: 2023년은 1Q23 기준



BGF리테일

1Q23 Preview : 진단 키트 이익 부담

[\[출처\] 유진투자증권 이해니 애널리스트](#)

1Q23E 영업이익은 367 억원(-2.8%, 이하 yoy) 예상

1Q23E 전체 매출액은 1.82 조원(+7.3%, 이하 yoy), 영업이익은 367 억원(+2.8%)을 예상한다. 1~2 월 낮은 기온에도 불구하고 마스크 해제에 힘입은 외출증가 영향으로 고객수/구매횟수는 증가했다고 판단한다. 산업통상자원부의 편의점 전체 매출 증감율은 1~2 월 누계로 9.3% 성장했다. 1 분기는 편의점 산업 전통적 비수기임에도 불구하고 매출액은 7%대 성장을 예상한다. 다만 영업이익은 전년동기대비 소폭 하락을 전망한다. 주요 원인은 전년동기의 코로나 진단 키트이익(약 50 억원)에 따른 기저이다. 그럼에도 이익률은 2%대를 유지할 것이다.

2023 년 영업이익은 2,929 억원(+16.0%, 이하 yoy) 전망

2023 년 전체 매출액은 8.18 조원(+7.5%, 이하 yoy), 영업이익은 2,929 억원(+16.0%)을 전망한다. 올해는 영업이익 3%대 군히기를 기대해본다. 당사는 편의점 및 관련 사업만을 영위하며 꾸준히 안정된 실적을 내고있다. 당사를 포함한 주요 편의점(CU, GS, 세븐일레븐+미니스톱, 이마트 24)의 가맹점수는 21 년 6.4%, 22 년 11% 늘었다. 코로나 기간 하락했던 화장품, 건기식을 포함한 맘앤팝 스토어의 점유율을 흡수한 것으로 보인다. 편의점의 점유율 확대는 멈출 것처럼 보이지 않는다. 근거리 접근성 측면에서 유통 채널 중 가장 우위에 있는 편의점은 1 인가구, 노령인구, 딩크족 등의 증가 수혜를 그대로 받아들인다.

상생 지원 제도 및 최저임금 이슈

올해는 근접 출점 금지 내용을 포함한 공정거래위원회의 자율 규약이 연장되며 가맹점 재계약 경쟁이 치열해질 것이다. 이에 당사는 상생 지원 예산을 전년대비 20% 수준 확충했다. 월별 최대 폐기 지원 한도는 점포당 기존 40 만원에서 50만원까지 증액했다. 이에 따른 판관비 증가는 분기 10 억원 이하를 추정한다. 기존 신상품 도입 지원금 제도는 현행 월 15 만원 한도를 유지한다.

최저임금은 2023년 기준 9,620원이다. 최저임금위에서 요구한 2024년 최저임금은 12,000 원이지만, 절충되어 결정될 확률이 높다. 사실 최저임금 증가는 편의점 본사보다는 점주에게 부담이 돌아간다.

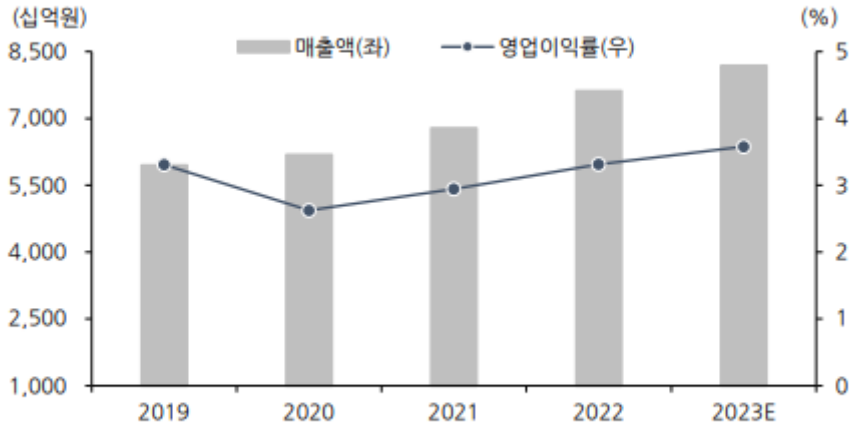
목표주가 260,000 원 유지, 투자의견 '매수' 유지

목표주가는 260,000 원 유지, 투자의견 '매수'를 유지한다.12 MF 실적 기준 EPS 14,454 원에 Target PER 18.4 배를 적용했다. 글로벌 편의점 업체 PER 평균에서 10% 할인했다

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	6,781	7,616	8,185	8,713
영업이익	199	252	293	343
세전순익	193	254	287	337
당기순이익	148	194	224	263
EPS(원)	8,542	11,198	12,946	15,208
증감률(%)	20.3	31.1	15.6	17.5
PER(배)	17.0	18.8	14.1	12.0
ROE(%)	19.6	21.8	21.6	21.7
PBR(배)	3.1	3.8	2.8	2.4
EV/EBITDA(배)	5.1	6.3	3.7	4.2

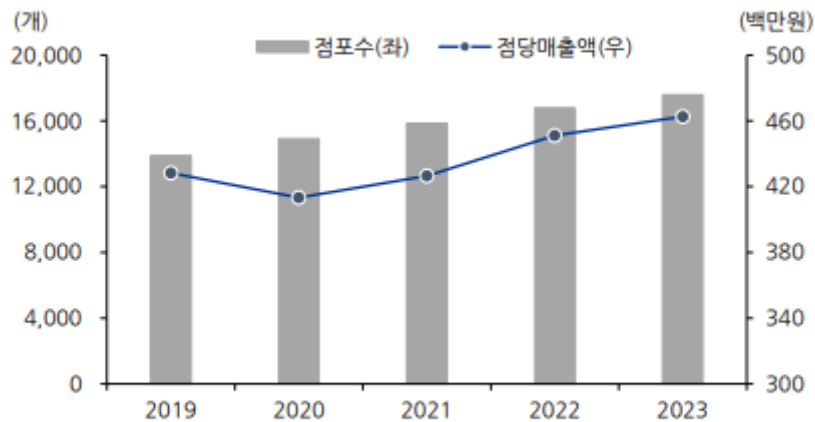
자료: 유진투자증권

도표 3. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 4. 점포수, 점당매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 유진투자증권



NAVER

유연한 사고를 할 때

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

광고에 대한 기존 대비 보수적 추정치 적용

연초 이후 광고주 동향 등을 감안시 1분기는 비수기 효과에 경기침체 이슈가 맞물리면서 기존 추정치 대비 부진한 상황인 것으로 관측된다. 매크로단에서 높아진 금리가 소비 지표 등에 부정적 영향을 주는 가운데 향후 전망에 대한 불확실성이 주요 광고주들이 예산 비중을 평분기 대비 보수적으로 집행한 주요이유로 작용한 것으로 판단된다. 다만 경기침체가 장기로 확산될 것으로 보여지는 징후는 옅은 바, 당사는 상반기를 기점으로 인터넷 광고 시장이 회복세를 기록할 것으로 전망하며, 이에 따라 2분기는 복합적 변수가 작용하는 시기로서 전년비 성장률을 기존 대비 보수적으로 보되 일정 포션이 하반기로 이연되면서 3분기부터 탄력적인 성장률을 기록할 것으로 판단한다. 이와 같은 종합적 판단하에 당사는 동사 서치플러스의 올해 1분기와 2분기의 전년비 매출 성장률을 각각 1.7%와 2.4%로 반영함으로써 기존 대비 보수적인 추정치를 선제적으로 반영하였으며 연간 동 부문의 성장률은 5.5%로 추정치에 적용하였다.

광고는 인터넷 업체 밸류의 중장기 본질이 아님

시장 주요 이해관계자들은 광고를 인터넷 업체의 주요 재무적 트리거와 밸류의 기준점으로 포커스하고 있지만 이는 향후 변화하는 트렌드 관점에서는 단기적 시각으로서 당사는 보다 넓고 유연한 사고를 가져야 할 것으로 조언한다. 현재 캐시플로우 관점에서는 광고가 매우 중요한 위치를 차지한다 보여질 수 있으나 중장기적으로 AI 시대가 도래하면서 광고는 솔루션 세그먼트의 하위 개념으로 광고주와 소비자를 효율적으로 매칭시키는 솔루션 관점으로 재평가될 것이며 소비자 입장에서 노이즈로 인식될 수 있는 여지를 최대한 제어하면서 철저하게 광고주 효율성과 유저 만족도에 근간한 매칭 체계로 진화하게 될 것이다. 물론 검색 기반의 생성형 AI 알고리즘을 근간으로 한 세그먼트 연결을 통해 범용 AI 에코시스템으로 진화하는 중심 축으로 검색 비즈니스의 확장성은 충분히 공감하며, 해당 과정에서 투자자들이 기억해야 할 점은 개인화된 라이브 데이터에 대한 가치가 향후 크게 부각될 것이고, 이는 AI 알고리즘 고도화를 동인할 수 있는 매우 중요한 기제라는 점이며, 당사는 검색을 중심으로 커머스, 핀테크, 웹툰/웹소설 기반 콘텐츠 및 멤버십 등 주요 버티컬 서비스를 확보하고 있어 해당 부문별 강결합을 통해 글로벌 빅테크의 위협을 방어하면서 AI 경쟁력을 확보해 나갈 것으로 판단한다. 향후 AI 서비스 기반의 구독경제 확산이라는 큰 트렌드를 고려한다면 현재 광고시장 노이즈는 동사를 매수할 좋은 기회이다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	6,817.6	8,220.1	9,736.5	10,711.0
영업이익	1,325.5	1,304.7	1,399.7	1,585.9
EBITDA	1,758.9	1,865.6	1,797.4	2,051.6
세전이익	2,126.4	1,083.7	1,587.9	1,858.6
순이익	16,477.6	673.2	1,071.9	1,301.0
지배주주지분순이익	16,489.8	760.3	1,179.0	1,398.6
EPS(원)	100,400	4,634	7,187	8,526
증감률(%, YoY)	1,546.6	-95.4	55.1	18.6
PER(배)	3.8	38.3	26.7	22.5
PBR(배)	2.64	1.28	1.33	1.27
EV/EBITDA(배)	35.8	16.1	18.1	15.9
영업이익률(%)	19.4	15.9	14.4	14.8
ROE(%)	106.7	3.3	5.1	5.8
순차입금비율(%)	1.7	1.0	2.3	2.6





SKC

Glass 기판, 강력한 진입 장벽 구축

[\[출처\] IBK투자증권 이동욱 애널리스트](#)

올해 말, Glass 기판 플랜트 가동 전망

향후 AI 트레이닝 서버, 데이터센터 서버, 자율 주행차 시장, 가상현실 등에서 데이터 처리량 증가로 초고속 컴퓨팅 반도체 및 패키징 시장의 급성장이 예상된다. SKC 등에 따르면 일반 반도체 패키징 시장은 2022~2027년에 매년 7.9%의 성장률이 전망되지만, 초고속용 컴퓨팅 반도체 패키징 시장은 매년 13.4%의 높은 성장률이 예상된다.

동사는 Glass 기판 사업 진출 후 FedEX Model(70여개사 협력)을 활용하여 패키징 공정과 제품에 대한 기술 검증은 끝낸 상태이며, 양산 수율 확보를 위한 양산 공정 정교화 작업을 진행하고 있다. 동사는 올해 말까지 미국 조지아에 12,000㎡의 Glass 기판 생산능력을 확보할 계획이며, 추가적으로 60,000㎡의 대규모 라인들을 순차적으로 증설할 것으로 보인다. 한편 동사는 5개국에서 총 50개 이상의 원천 특허(기본구조) 및 물성/공정에 대한 특허 등록/출원을 완료하였으며, 주요 장비 독점 계약을 통하여 설비 진입 장벽도 이미 구축하였다. 동사는 중장기적으로 2025년, 2030년 Glass 기판의 매출액을 각각

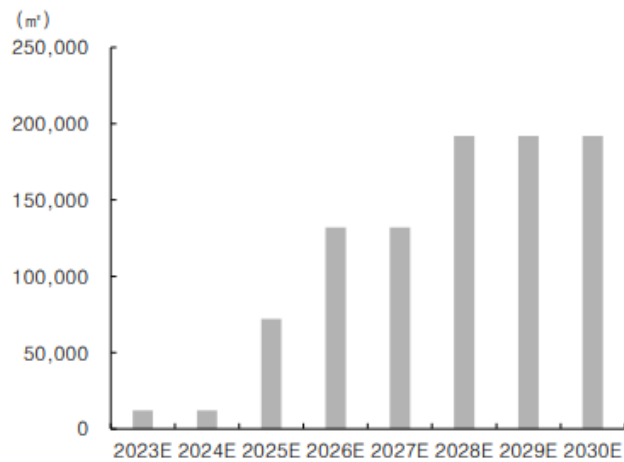
\$5.1억, \$16.1억로 목표하고 있다. 또한 Glass 기판 수익성은 수율/가동률/가격/초기 감가상각비 등이 영향을 미칠 전망이나, 기존 실리콘 인터포저의 높은 수익성을 고려할 경우 타 사업부문 제품군 대비 차별화된 수치를 기록할 가능성이 크다.

한편 Glass 기판은 기판 일체화로 인한 구조 단순화로 고객사의 패키징 공정 수와 전력비를 크게 줄일 수 있고, 면적 확대와 MLCC 내장으로 칩 장착 수 증가로 데이터 처리량이 급증할 수 있다. 이에 안정적인 수율 확보 시 시장 침투율이 급속히 진행될 수 있다. 또한 패키지 두께 감소로 초고속 컴퓨팅 뿐만 아니라 랩톱/태블릿 등 Consumer 시장에서도 표준으로 시장 포지셔닝이 가능한 점을 고려하면 시장 성장성은 더욱 뚜렷해질 수 있다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,264	3,139	3,666	4,249	4,985
영업이익	401	220	141	394	535
세전이익	393	159	177	408	515
지배주주순이익	221	-68	146	259	325
EPS(원)	5,832	-1,805	3,855	6,839	8,593
증가율(%)	489.9	-131.0	-313.6	77.4	25.7
영업이익률(%)	17.7	7.0	3.8	9.3	10.7
순이익률(%)	15.1	-0.8	3.7	7.7	8.3
ROE(%)	11.6	-3.7	8.2	13.3	14.8
PER	29.9	-49.0	27.8	15.7	12.5
PBR	3.3	1.9	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	14.8	12.0	25.1	10.6	8.1

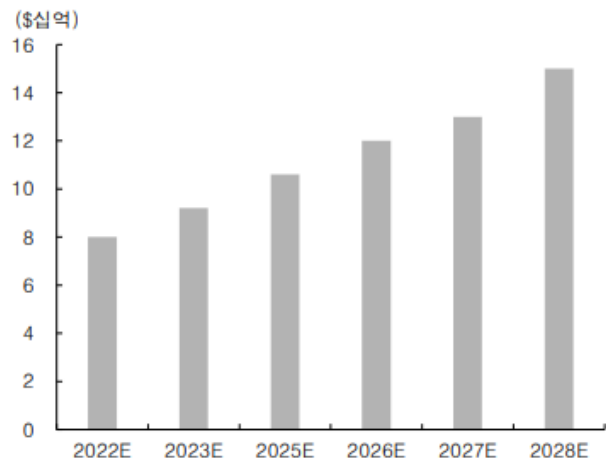
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. SKC Glass 기판 생산능력 추이/전망(추정치)



자료: SKC, IBK투자증권

그림 2. HPC용 반도체 패키징 시장 추이/전망



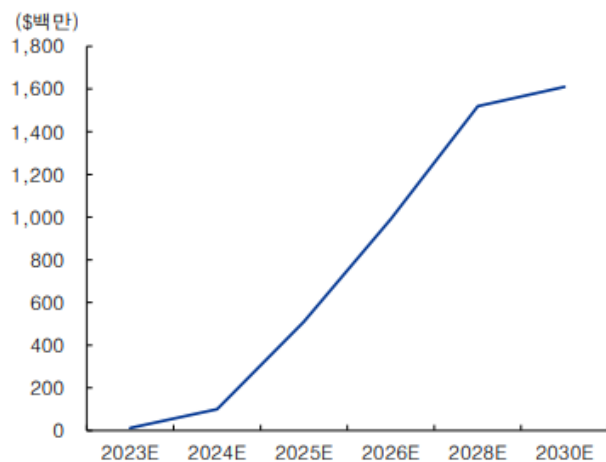
자료: SKC, Yole, IBK투자증권

그림 3. Absolics 제품 구조



자료: Absolics, IBK투자증권

그림 4. SKC Glass 기판 매출액 추이/전망(추정치)



자료: KITA 등, IBK투자증권

