

2023.06.08(목) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-06-08 오전 4:08

수정한 날짜: 2023-06-08 오전 11:22

2023.06.08(목) 증권사리포트

덕우전자

신규 MR 기기 카메라 확대, 스티프너도 급성장 전망

[\[출처\] 하나증권 김규상 애널리스트](#)

비전 프로, 최초의 공간 컴퓨터

6월 5일 WWDC 2023 행사에서 MR 헤드셋 비전 프로가 공개되었다. A사는 해당 제품이 단순한 MR 기기가 아닌 'Spatial Computing(공간 컴퓨팅)' 기기라고 소개했다. 이를 증명하듯 해당 제품에는 고성능 맥과 아이패드 프로와 똑같은 M2 칩을 탑재하였으며, 새로운 이미지 처리 전용 칩인 R1도 탑재되었다. A사는 비전 프로를 단순한 VR 경험을 위한 보조기기가 아닌, 그 자체로 기존 컴퓨터를 대체 가능한 새로운 형태의 컴퓨터를 개발했다.

비전 프로는 해당 기기가 컴퓨터처럼 사용이 가능하도록 하기 위하여 기존 VR 기기에서 두 가지 큰 변화가 있었다. 1) 전면 을 투명하게 만들어 현실 세계와 상호작용이 가능하게 했으며, 2) 별도의 컨트롤러 없이 카메라로 손동작을 트래킹 하여 기기 사용이 가능하도록 했다. 덕우전자는 A사의 정식 공급업체 중 하나로, 카메라 안정성을 높여주는 스티프너를 오랜 기간 공급해왔다. 이번 비전 프로에도 카메라가 12개 탑재되었는데, 덕우전자가 수혜를 입을 가능성이 높다. 하나증권은 단가 상승과 탑재 개수를 감안했을 때 비전 프로 1대 당 아이폰 3~4대 수준의 매출이 발생 가능할 것으로 추정한다.

모바일사업부 아이폰 15 판매량 증가로 인한 성장

차기 아이폰은 1) USB-C 포트 채택, 2) 다이내믹 아일랜드 쉘 모델 확대 등의 변화, 3) 전년도 모델의 판매 부진 등으로 인해 높은 판매량이 기대된다. 올해 덕우전자 모바일사업부(스티프너, 브라켓 등) 매출 증가가 기대되는 이유이다. 여기에 이번에 신규 공개한 비전 프로 매출이 올해 하반기부터 시작하여 신모델 출시와 판매량 증가에 따라 지속적으로 확대될 전망이다.

2차전지사업부 투자 지속, 24년부터 본격화

덕우전자는 209억원을 들여 지난해 9월부터 올해 4월까지 김천에 공장을 신설했다. 현재 공장 완공 후 기존에 구미에 있던 전장사업부를 이전했으며, 올해 추가적으로 약 200억원을 투자하여 해당 공장에서 2차전지 사업을 진행할 계획이다. 현재 사업 초기 단계로 정확한 생산능력을 파악할 수 없으나, 공장 자체의 규모만 보자면 구미 1~3 사업장을 합친 것보다 크다. 향후 해당 사업 본격화 시 전사 외형 성장이 기대되는 이유이다.

2023년 매출액 2,124억원, 영업이익 198억원 전망

덕우전자의 2023년 연결 실적은 매출액 2,124억원(YoY 1.6%), 영업이익 198억원(YoY 4.8%)으로 전망한다. 동사는 아이폰 부품 공급을 시작으로 비전 프로 등 신규 기기 확장, 전장 사업부의 확대 및 2차전지 사업을 위한 투자를 진행하고 있어 향후 기업가치 상승이 예상된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

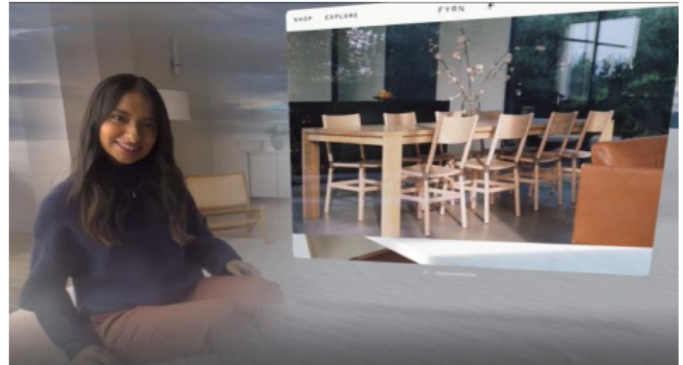
투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	129	153	176	209
영업이익	12	12	5	19
세전이익	13	12	4	16
순이익	9	10	4	13
EPS	551	640	265	840
증감율	흑전	16.2	(58.6)	217.0
PER	15.6	12.5	35.4	8.2
PBR	1.5	1.3	1.5	1.0
EV/EBITDA	5.1	5.4	10.7	4.5
ROE	10.0	10.5	4.2	12.1
BPS	5,581	6,065	6,302	6,918
DPS	140	140	70	70

도표 1. Vision Pro



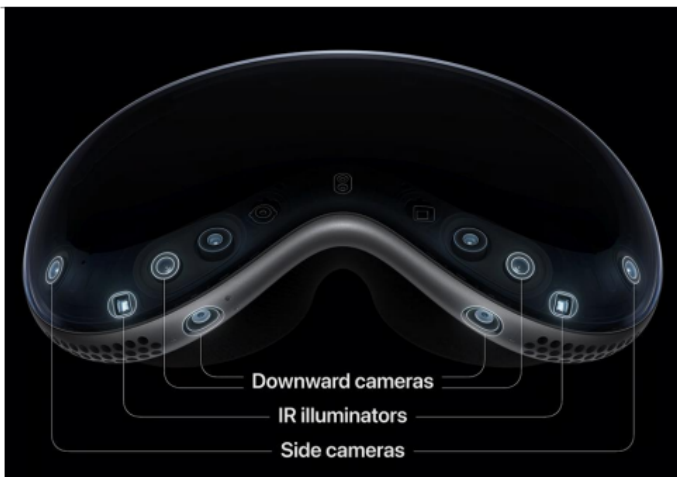
자료: Apple, 하나증권

도표 2. 현실 세계와 상호작용을 가능케한 EyeSight



자료: Apple, 하나증권

도표 3. Vision Pro 카메라 및 센서(외부)



자료: Apple, 하나증권

도표 4. Vision Pro 카메라 및 센서(내부)



자료: Apple, 하나증권



제이스텍

숨겨진 2차전지 및 물류로봇 수혜주

[\[출처\] 하나증권 최재호 애널리스트](#)

자동화 설비 생산 노하우 바탕 2차전지 장비 및 물류로봇 시장 진출

제이스텍은 1995년 설립되었으며, 디스플레이 및 반도체 자동화 설비 제조를 주력 사업으로 영위하고 있는 기업이다. 1) 디스플레이는 본딩 및 레이저 장비를 생산하고 있으며, 2) 반도체는 리드프레임 세정 및 도금 장비를 생산하고 있다. 동사의 경쟁력은 수주부터 생산까지 자체적인 기술력 기반의 높은 기술력을 겸비한 자동화 설비 생산 노하우다. 디스플레이 및 반도체 장비 외에도 고객사의 수요에 따라 대응이 가능하며, 타 산업으로의 확장성이 뛰어나다. 그 결과 동사는 올해 초 2차전지 장비 사업에 본격 진출했으며, 추가적으로 AGV 물류로봇까지 양산 준비를 마쳤다. 확장성이 뛰어나 대규모 수주로 이어질 수 있는 2차전지는 물론, 물류로봇까지 신규로 붙었다. 본격 성장이 예상되는 제이스텍을 주목해야한다.

신규 사업 수주 이어지며 주력 사업 변화 국면 돌입

제이스텍의 신규 사업 부문을 주목해야한다. 우선 1) 올해 2월 공시된 2차전지 생산라인 공급이다. 미국 소재의 글로벌 업체 향으로 약 160억원 규모의 2차전지 파일럿 라인 테스트 수주에 성공했다. 현재 전극→조립→화성으로 이어지는 2차전지 쉘공정 Turn-Key 대응을 목표로 기술 개발 및 논의 중이다. 향후 대규모 수주로 이어질 가능성이 높다는 의미다. 2) 추가적인 모멘텀은 물류로봇이다. 글로벌 물류로봇 Top-Tier 기업과 기술 협력을 통해 AGV 물류로봇 양산 준비를 마쳤다. 앞서 언급한 2차전지 생산라인 수주와 별개로 국내 Top3 2차전지 셀 메이커 향으로 공급 계약을 논의 중인 것으로 파악된다. 기존 국내 물류로봇 기업의 2차전지 기업 향 최초 수주 규모를 감안했을 때, 계약 금액은 최소 약 200억원 이상이 될 것으로 예상된다. 고객사의 조단위 투자 계획을 감안했을 때 향후 수주 규모는 대폭 확대될 것으로 전망된다. 물류로봇 매출은 올해 하반기부터 본격적으로 매출에 반영될 것으로 기대되며, 동사는 AGV 물류로봇뿐만 아니라 AMR 물류로봇까지 양산을 계획하고 있기 때문에 확장 여력은 더욱 커질 것으로 전망된다. 결론적으로 2차전지 및 물류로봇의 수주 가시화가 예상되기 때문에 밸류에이션 리레이팅이 필요하다고 판단한다.

2차전지 및 물류로봇 사업 확장에 기반한 Re-Rating 필요

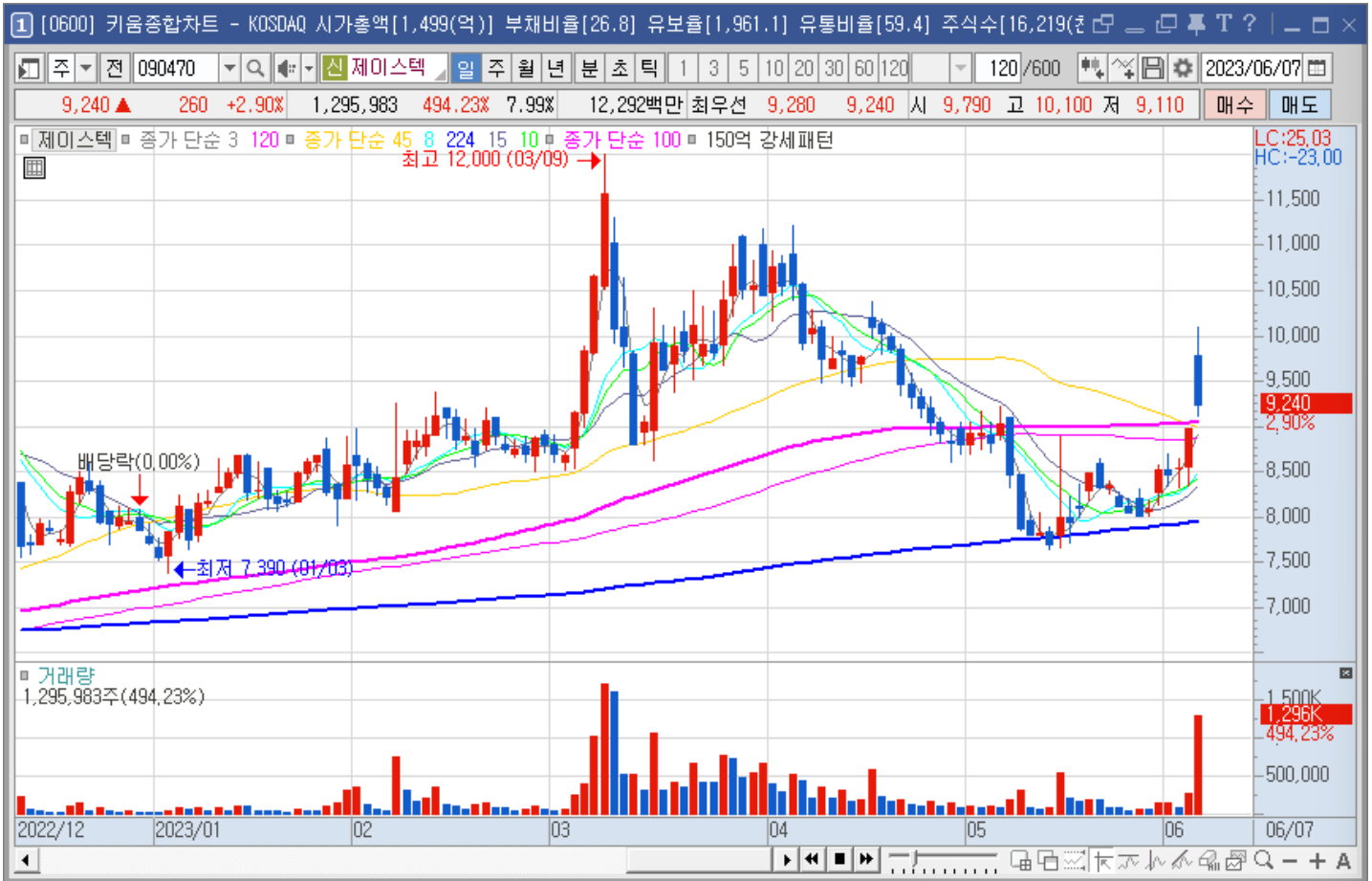
2022년에는 외부 변수에 대응하기 위한 바이오 진단키트 자동화 생산 장비 매출액 약 770억원이 추가적으로 반영됐다. 따라서 올해는 연간 매출액 하락이 불가피할 전망이다. 다만 코로나 특수로 인한 일시적인 바이오 진단키트 장비의 매출액 상승은 오히려 동사의 가치를 훼손시키는 요인이라고 판단한다. 따라서 1) 기존 본업인 디스플레이 및 반도체 향 수주가 평년 수준으로 이어져 하방을 지지할 것으로 예상되며, 2) 2차전지 생산 공정 수주와 현재 공급을 논의 중인 물류로봇의 확장성이 뚜렷한 만큼 가치 재평가가 필요하다고 판단한다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2019	2020	2021	2022
매출액	127	114	82	144
영업이익	0	(10)	(1)	37
세전이익	1	(18)	7	37
순이익	2	(14)	6	28
EPS	107	(974)	419	1,887
증감율	(80.6)	적전	흑전	350.4
PER	129.4	(7.9)	15.5	4.1
PBR	1.5	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	75.4	0.0	84.0	2.1
ROE	1.2	(12.3)	5.0	18.4
BPS	8,944	7,923	8,458	10,305
DPS	50	50	50	200





포스코인터내셔널
 2분기도 기대가 된다
[\[출처\] 키움증권 이종형 애널리스트](#)

2분기 영업이익도 컨센서스 상회 전망

2분기 영업이익은 3,031억원(+8%QoQ, -5%YoY)으로 컨센서스 2,782억원을 상회하며 2개분기 연속 시장 기대치 상회 및 QoQ 실적개선이 이어질 것으로 예상한다(키움증권 기준 추정치 2,980억원에는 부합 전망).

계절적 요인에 따라 발전부문 실적이 1분기대비 둔화됨에도 불구하고, ① Cost Recovery 상승에 의한 미안마 가스전 실적 개선, ② 유럽향 에너지용 철강판매 호조에 따른 트레이딩 부문의 실적호조 지속 등이 2개 분기 연속 시장 기대치를 상회하는 좋은 실적을 이끌 것으로 추정된다.

동사는 올해 1/1자로 포스코에너지를 합병하면서 분기평균 영업이익 레벨이 기존 1,500~2,000억원 수준에서 올해 상반기 3,000억원 수준으로 상승했고, 4월부터 꾸준한 주가상승으로 시가총액도 5조원대로 상승해 5월에는 MSCI 한국지수에 편입되는 등 합병이후 시장의 평가는 매우 긍정적이다.

그룹사향 이차전지소재 조달 확대로 중장기 성장성 강화

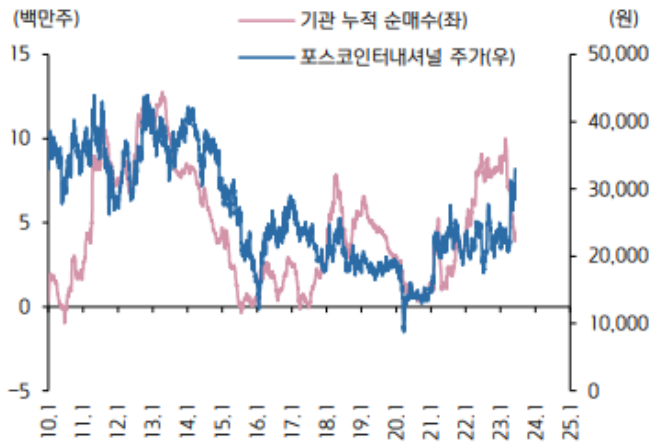
동사는 POSCO 그룹의 중장기 7대 핵심사업인 ①철강, ②이차전지소재, ③리튬·니켈, ④수소, ⑤에너지, ⑥건축·인프라, ⑦식량 중에서 친환경 에너지 사업을 중심으로 철강, 식량, 신사업 등 4대 사업영역을 강화해 2030년까지 시가총액을 23조원으로 확대하겠다는 중장기 청사진을 올해 4월 제시했다.

특히 신사업과 관련해서는 글로벌 네트워크를 활용해 그룹사향 이차전지 소재/원료를 안정적으로 공급하는 '조달 창구'로서의 역할을 주목해야 한다. 동사는 올해부터 포스코퓨처엠의 수산화리튬 소요량의 30%를 공급할 계획이며, 5월에는 탄자니아 마헨지(Mahenge) 흑연광산과 25년간 총 75만톤 규모의 공급계약을 체결해 포스코퓨처엠의 음극재 생산을 지원하기 시작했다. 또한 2월에는 포스코HY클린메탈향 폐배터리 블랙파우더 공급을 시작하는 등 빠르게 성장중인 그룹내 이차전지 소재 분야에서 사업 영역을 확대하고 있다. 기존사업의 실적호조 지속 및 LNG사업 중심의 자체적인 성장동력과 더불어 최근 그룹사 이차전지 소재사업 확대에 따른 공급기능 확대 등 중장기 성장성 강화 관점에서 목표주가를 40,000원(12mf PBR 1.1X)으로 상향한다

투자지표

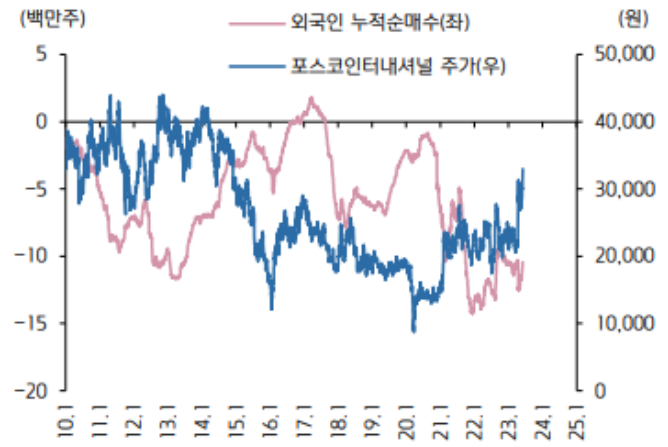
(십억원, IFRS **)	2021	2022A	2023E	2024E
매출액	33,948.9	37,989.6	39,451.2	44,807.1
영업이익	585.4	902.5	1,174.3	1,230.1
EBITDA	929.2	1,303.1	1,931.9	2,520.8
세전이익	488.7	742.1	915.3	1,022.0
순이익	356.5	604.9	695.6	766.5
자배주주지분순이익	360.8	589.7	653.2	719.8
EPS(원)	2,924	4,780	3,716	4,091
증감률(%YoY)	51.2	63.5	-22.3	10.1
PER(배)	7.7	4.7	0.0	0.0
PBR(배)	0.79	0.70	0.00	0.00
EV/EBITDA(배)	6.4	5.0	6.0	4.6
영업이익률(%)	1.7	2.4	3.0	2.7
ROE(%)	10.9	15.8	13.1	11.5
순부채비율(%)	90.1	74.8	80.8	72.9

포스코인터내셔널 기관투자자 수급동향



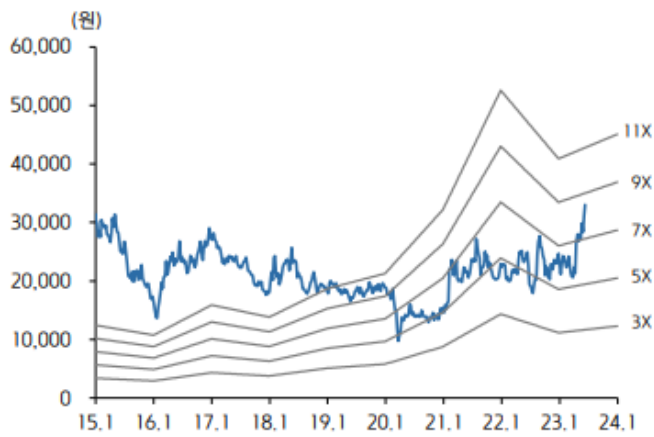
자료: Fn가이드, 키움증권

포스코인터내셔널 외국인투자자 수급동향



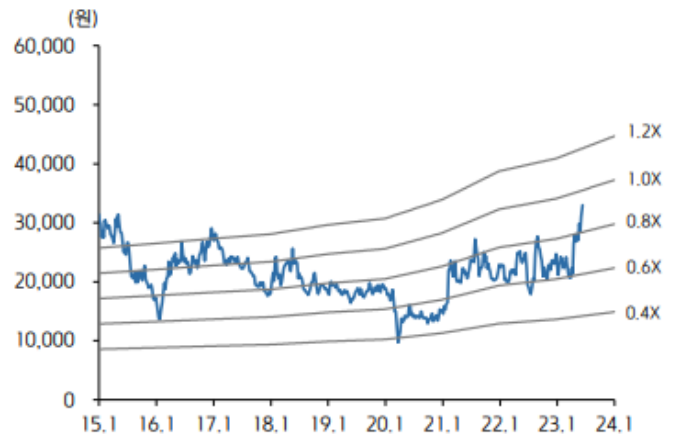
자료: Fn가이드, 키움증권

포스코인터내셔널 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권

포스코인터내셔널 12mf PER 밴드



자료: Fn가이드, 키움증권



RFHIC

이제 매수할 때가 된 것 같습니다

[\[출처\] 하나증권 김홍식 애널리스트](#)

매수/목표가 6만원 유지, 여름부터 주가 상승 이벤트 다수

RFHIC에 대한 투자의견 매수, 12개월 목표주가 6만원을 유지한다. 추천 사유는 1) 올해 분기별 실적 호전 양상이 뚜렷이 나타날 것인데 당초 예상대로 3분기를 기점으로 유의미한 이익 규모의 변화가 나타날 공산이 크고, 2) 초고주파 시대에 대응하는 전력 반도체 부문에서의 투자 협력 및 개발비 지원 등의 성과가 올해 3분기에 이루어질 전망이며, 3) 삼성외 노키아로의 매출처 확대, 미국 시장 본격 침투와 더불어 인도 시장까지 진입이 곧 이루어질 것으로 판단되기 때문이다. 물론 5G 장비주가 시장 소외주로 전락한 상황이고 수급이 좋지 않다. 따라서 당장 탄력적인 주가 반응이 나타날 것이라고 장담하기는 어렵다. 하지만 3개월 이상을 내다본 투자라면 양호한 성과를 기대해도 좋을 것 같다. 핵심 반도체 부문에서 글로벌 업체로의 부품 공급 성과, 국내 통신사 28GHz 주파수 할당을 통한 초고주파수 시대로의 진입은 RFHIC의 높은 Multiple 형성을 정당화시켜줄 것이기 때문이다.

3Q 반도체 부문 성과 나올 것, Multiple 상승 계기될 듯

RFHIC의 전력 반도체 부문 성과에 대한 기대가 크다. 글로벌 업체와의 합작 법인 설립, 글로벌 업체로의 핵심 부품 공급, 국책 과제 선정 및 자금 지원 등 다양하다. 장기적으로 보면 RFHIC가 초고주파수 시대를 맞이하여 MMIC 칩에 선도적으로 대응하고 궁극적으로는 시스템 장비 업체로 진화해 나간다는 점에서 의미가 크다. 그런데 아마도 3분기엔 유의미한 성과도 출이 예상된다. 부품 공급 성과뿐만 아니라 구체적인 사업 협력이 이루어질 전망이다. RFHIC는 5G 핵심 부품을 만드는 몇 안되는 과점 기업이라는 점에서 시장대비 높은 Multiple을 적용 받았다. 여전히 논란이 많지만 28GHz 대역은 네트워크를 진화를 이룩하기 위해 반드시 넘어야 할 산이다. 저주파수에선 대용량으로 통신 서비스에 할당 가능한 주파수가 없기 때문이다. 2023년 말 이후 초고주파수 시대로의 진입이 입증된다면 RFHIC의 Multiple은 역사적 고점 수준으로의 확장이 가능할 것이란 판단이다.

미국에서 인도, 삼성에서 노키아까지 매출처 확대 예상

개발비, 이전 비용을 감안 시 1분기 RFHIC 실적도 양호했지만 3분기엔 의미 있는 실적 달성이 예상된다. 매출액 435억원 (+48% YoY, +39% QoQ)과 영업이익 66억원(+633% YoY, +288% QoQ)으로 지난해 하반기 이후의 개발비 급증 상황을 감안 시 역대급 실적으로 다시 회귀할 것인데 가장 큰 이유는 매출처 확대 때문이다. 미국 버라이즌/디시네트워크가 실적 호전의 중심으로 떠오르는 가운데 삼성을 중심으로 고대했던 노키아 매출이 하반기 발생 예상되며 연내엔 또 하나의 대형 시장인 인도 시장의 가세가 예상된다. 인도 바티 에어텔을 중심으로 삼성전자 향 매출이 고정비 부담을 크게 줄어줄 전망이라 큰 기대를 갖게 한다

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	101.6	108.0	161.9	213.6
영업이익	4.4	0.8	22.3	50.9
세전이익	5.4	4.0	26.6	52.9
순이익	6.0	2.8	23.4	44.5
EPS	237	104	873	1,660
증감율	185.54	(56.12)	739.42	90.15
PER	150.42	215.87	26.00	13.67
PBR	3.24	2.04	1.92	1.70
EV/EBITDA	78.14	67.04	18.99	9.17
ROE	2.53	1.01	8.27	14.13
BPS	11,014	10,979	11,799	13,362
DPS	150	100	100	100





에이치피오
 건기식을 넘어, 자회사 성장 이야기
[\[출처\] 키움증권 오현진 애널리스트](#)

건기식: 성공적인 positioning

동사는 프리미엄 브랜드 Denps를 통해 건강기능식품 사업을 영위하고 있다. 건기식 시장 내 높아진 경쟁에도 동사는 1분기 별도 기준 매출액 303억원(YoY 7%), 영업이익 40억원(YoY 39%)을 기록하며 전년 대비 성장했는데, 시장 규모가 크고 구매 경험률이 높은 제품군에 집중한 점과 온라인 매출 비중을 확대한 점이 주효했다.

1분기 동사의 별도 매출액 기준 유산균 및 비타민 제품 비중은 약 85%이며, 유산균 및 비타민은 시장 규모와 구매 경험률 모두 건기식 시장 내 최상위권(1~3위)에 위치한다. 유통 채널별 비중 변화도 눈에 띈다. 1분기 건강기능식품 부문 내 온라인 채널 유통 비중이 60%로 22년 평균 43% 대비 큰 폭 상승했다. 22년 하반기 진행한 TV 광고 이후 브랜드 입지가 지속 상승 중인 것으로 파악되며, 유통 채널 고도화를 통한 수익성 개선도 이어질 전망이다.

자회사 통한 성장세도 주목

동사는 자회사 투자를 통한 사업 다변화에도 적극적이다. 19년 건기식 생산업체 '비오팜'에 이어 21년 Micro 키보드 등을 유통하는 '지오인포테크'를 인수했다. 특히 올해 키즈 제품 판매량 증가를 통한 지오인포테크의 수익성 기여도가 높아질 것으로 전망한다. 지오인포테크의 키보드 브랜드 m-cro는 최근 한국소비자원에서 진행한 주요 어린이용 키보드 브랜드 평가에서 우수한 충격 내구성 및 주행 내구성 등을 갖춘 것으로 평가받았으며, 높은 안정성을 바탕으로 시장 내 독보적인 위치를 점하고 있는 것으로 파악된다. 최근 지오인포테크는 아프리콧 스튜디오(유아동 패션)를 인수하면서 키즈 제품 다변화도 진행 중이다. 23년 연결 기준 비오팜과 지오인포테크의 영업이익 내 비중은 약 40%를 차지할 것으로 전망된다.

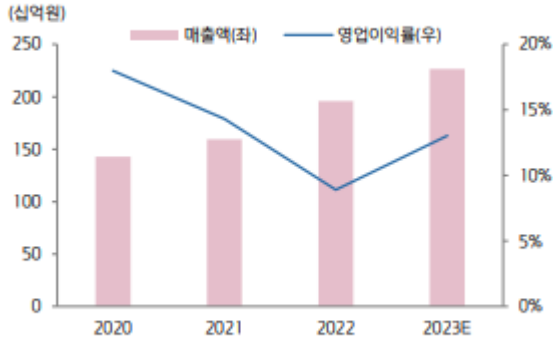
다양한 수익 사업 구축으로 기업가치 제고

동사의 23년 실적은 매출액 2,266억원(YoY 16%), 영업이익 295억원(YoY 69%)을 전망한다. 성공적인 자회사 인수 통해 건기식 Peer 업체 대비 성장성이 돋보이는 점을 주목하며, 향후 해외 진출 본격화 및 신규 사업(펫 푸드)을 통한 중장기 성장성도 기대된다. 최근의 주가 상승에도 23년 기준 PER은 9.7배이다

투자지표				
(십억원, IFRS)	2020	2021	2022	2023F
매출액	142.8	159.4	196.0	226.6
영업이익	25.7	22.8	17.5	29.5
EBITDA	26.9	24.6	20.5	33.1
세전이익	22.1	23.9	18.0	29.8
순이익	17.1	19.1	14.5	23.9
지배주주지분순이익	16.8	16.5	11.5	20.3
EPS(원)	1,030	838	554	979
증감률(%YoY)	121.1	-18.6	-33.9	76.7
PER(배)	NA	15.6	13.0	9.7
PBR(배)	NA	1.94	1.06	1.23
EV/EBITDA(배)		9.3	5.5	4.5
영업이익률(%)	18.0	14.3	8.9	13.0
ROE(%)	35.6	16.4	8.2	13.5
순차입금비율(%)	-31.9	-37.9	-31.7	-39.3

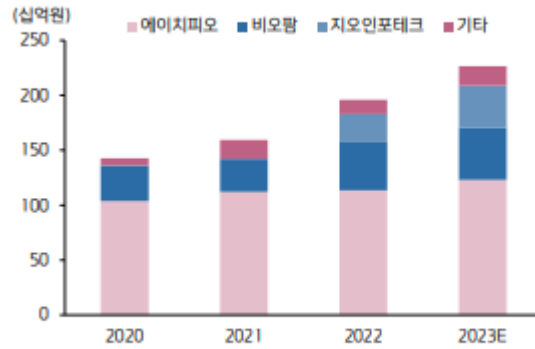
자료: 키움증권

에이치피오 실적 추이 및 전망



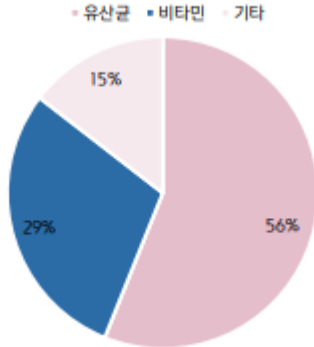
자료: 에이치피오, 키움증권

주요 회사 매출 비중 변화



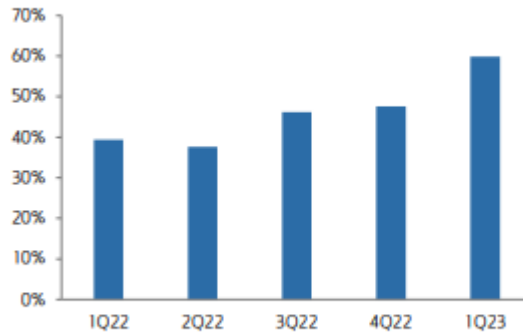
자료: 에이치피오, 키움증권

건강기능식품 부문 내 주요 제품 비중(1Q23 기준)



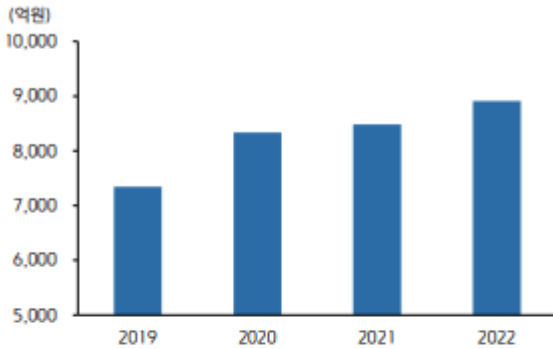
자료: 에이치피오, 키움증권

건강기능식품 부문 내 온라인 유통 채널 비중



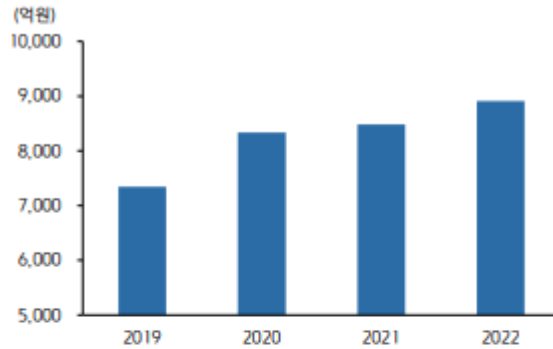
자료: 에이치피오, 키움증권

건강기능식품 시장 규모 추이(프로바이오틱스)



자료: 한국건강기능식품협회, 에이치피오, 키움증권

건강기능식품 시장 규모 추이(비타민)



자료: 한국건강기능식품협회, 에이치피오, 키움증권

유산균 제품군(유산균 이야기)



자료: 에이치피오, 키움증권

다양한 타겟팅의 비타민 제품



자료: 에이치피오, 키움증권



국도화학

소외될 이유가 전혀 없다

[\[출처\] 신한투자증권 이진명 애널리스트](#)

시황 개선은 현재진행형

에폭시는 코팅 및 접착제, 방수재 용도로 사용되며 조선/자동차/건설/풍력 등 다양한 산업에 사용된다. 글로벌 점유율 1위로 82.2만톤(국내 57.8만톤, 중국 20.5만톤, 인도 4만톤)의 생산설비를 보유하고 있다.

에폭시 업황은 21년 호황기 이후 중국 락다운, 러-우 전쟁, 경기 침체 등으로 빠르게 둔화됐으며 22년 영업이익은 969억원(-53%)을 기록했다. 다만 작년 하반기를 저점으로 시황 회복에 따른 판매량 증가와 스프레드 개선이 나타났으며 1분기 실적 턴어라운드 성공했다. 적자기조를 이어가던 중국 법인도 1분기 유의미한 실적 개선을 시현했다.

향후 주요 전방 및 중국 수요 회복이 지속되는 가운데 경쟁사들의 제한적인 공급 증가 등으로 하반기 우호적인 수급 환경이 기대된다.

원가 하락에 따른 스프레드 개선 및 수출 운임 하락 효과

3월부터 저가 원재료(BPA, ECH) 투입으로 2분기 에폭시 스프레드 개선폭은 전기대비 확대될 전망이다. 성수기 효과 등으로 판매량 증가도 기대된다. 다만 아직 제한적인 수요 회복으로 판가는 약보합세가 예상된다. 2분기 매출액과 영업이익은 각각 전기대비 7%, 91% 증가가 예상되며 영업이익률은 5.4%(+2.4%p)를 전망한다.

22년 매출액 기준 수출 비중은 78%에 달한다. 팬데믹 이후 공급망 차질로 해상운임이 급등하며 과거(15~19년 평균) 300억 원에 불과하던 운반 및 보관료는 작년 965억원을 기록했다. 다만 SCFI(해상운임지수)는 팬데믹 이전 수준까지 하락한 상황이며 1분기 관련 비용은 전기대비 38% 하락했다. 향후 운임 하락과 해외 재고 조정 등을 감안할 경우 비용 감소에 따른 이익 개선이 가능할 전망이다.

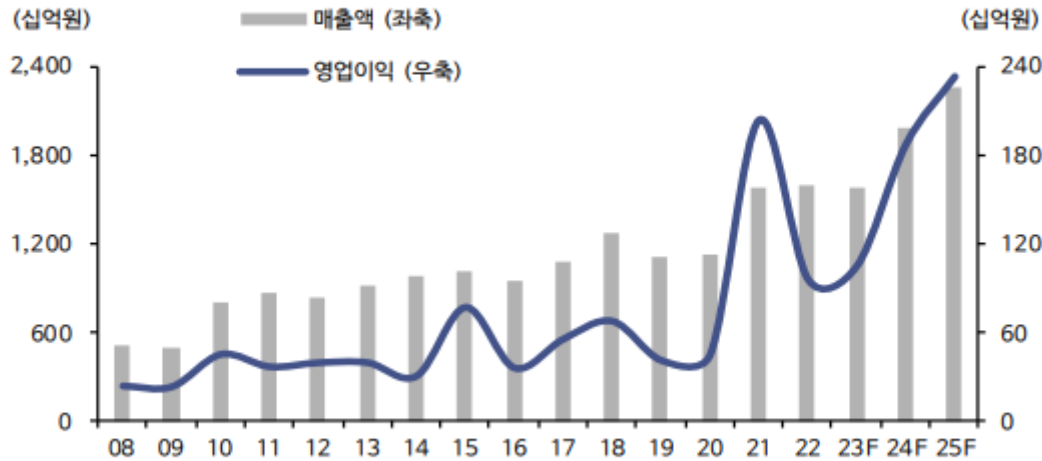
목표주가 60,000원, 투자의견 '매수' 유지

목표주가 60,000원, 투자의견 '매수'를 유지한다. 글로벌 1위로서의 차별화된 경쟁력으로 매분기 증익 추세가 예상된다. 하반기 국내 증설(10만톤) 가동 및 중국 가동률 상승으로 판매량 확대가 예상되며 수요 성장이 높은 인도 증설(+6만톤, 1Q25)로 중장기 실적 개선이 기대된다. 23년 기준 PBR 0.4배(다운사이클 최저 평균 0.5배)에 불과하며 시황 개선에 따른 최대 수혜 업체인 점 감안 시 업사이드는 열려있다

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,577.1	204.7	157.7	19,643	88,900	2.9	3.0	0.6	23.5	22.2
2022	1,601.8	96.9	74.3	8,248	93,818	5.2	4.9	0.5	9.0	28.7
2023F	1,589.5	106.0	85.0	9,429	101,951	4.8	3.9	0.4	9.6	18.2
2024F	1,982.9	188.1	149.5	16,589	117,244	2.7	2.4	0.4	15.1	12.0
2025F	2,257.5	234.1	186.7	20,716	136,665	2.2	1.6	0.3	16.3	2.2

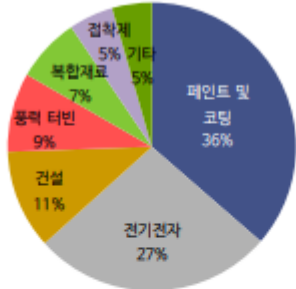
자료: 회사 자료, 신한투자증권

국도화학 매출액, 영업이익 추이 및 전망



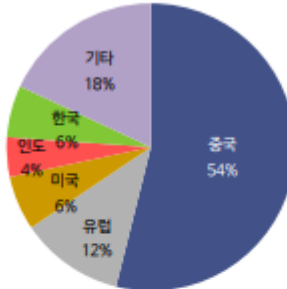
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

글로벌 에폭시 전방 수요처별 비중



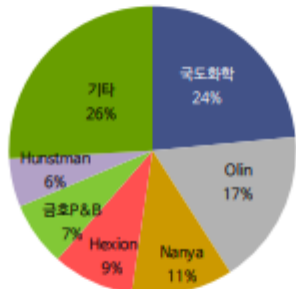
자료: 산업 자료, 신한투자증권

에폭시 지역별 수요 비중



자료: Platts, 신한투자증권

글로벌 에폭시 시장 점유율



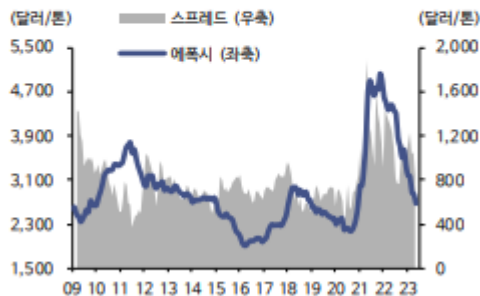
자료: 회사 자료, 산업 자료, 신한투자증권

글로벌 에폭시 수요 추이 및 전망



자료: 산업 자료, ICIS, 신한투자증권

에폭시 가격 및 스프레드



자료: KITA, Platts, 신한투자증권

원재료(BPA, ECH) 가격 추이



자료: KITA, Platts, 신한투자증권



SK하이닉스

HBM과 DDR5가 Trigger가 될 전망

[출처] [현대차증권 노근창 애널리스트](#)

투자포인트 및 결론

SK하이닉스의 6개월 목표주가를 105,000원 (2023년 예상 BPS에 P/B 1.4배 적용)에서 127,000원 (2023년 예상 BPS에 P/B 1.7배 적용)으로 상향하며 현재주가 대비 상승여력은 15%지만 1) 메모리 고정가격 상승 모멘텀, 2) NVIDIA의 AI반도체 모멘텀 등 여전히 주가의 Trigger가 남아 있다는 점에서 조정시 매수 전략은 유효할 것으로 보임. SK하이닉스의 2분기 매출액은 동사의 적극적인 재고 축소 노력에 힘입어 DRAM과 NAND의 Bit Growth가 시장 예상치를 상회하는 30.6%, 21.0% 기록할 것으로 예상되며 매출액은 기존 추정치를 12.5% 상회하는 5.8조원을 기록할 것으로 예상됨. 다만, 영업이익은 여전히 가파른 ASP 하락으로 인해 기존 추정치 대비 악화된 3.1조원의 적자를 기록할 것으로 추정됨. 다만, 1분기처럼 2분기도 분기말인 6월 하순에 Special Deal이 몰려 있다는 점에서 2분기 실적은 동 수치에 따라 변동성은 여전히 남아 있음. 아직은 일부 제품을 제외하고는 수요는 미미한 상황이며, Server는 DDR4/DDR5 모두 가격 하락세는 이어지고 있음. 특히, 5월말 Server DDR4 32GB RDIMM 가격은 USD 51을 기록하면서 고점 대비 68.1% 하락하였음. Server DDR5 고정가격도 하락세는 이어지고 있지만 DDR4 대비 Premium은 1분기 대비 상승하고 있음. 한편, 최근 Memory Module House의 재고축적으로 PC DDR5 현물가격이 상승하는 등 모든 제품이 다 급락하는 국면은 탈피하고 있음

주요 이슈 및 실적전망

NVIDIA의 매출액은 CY기준 지난 3분기 실적을 바닥으로 개선되고 있으며 2분기 매출액은 GP GPU 수요 증가에 힘입어 QoQ로 52.9% 증가한 USD 110억을 예상하면서 전세계 반도체 업종이 동반 급등하고 있음. 다만, GPU Centric 시대에 AI발 Supercomputer 모멘텀은 NVIDIA와 TSMC 수혜 폭이 다른 반도체 업종을 압도할 것으로 보임. 동사는 DGX A100/H100 제품에 HBM이 2.5D Packaging된다는 점에서 다른 메모리 업체들 대비 수혜 폭은 클 것으로 보임. HBM은 128GB 가격이 USD 1,000을 상회할 정도로 일반 DRAM제품 대비 가격 Premium이 월등히 높다는 점에서 동사의 DRAM 매출액에서 Graphic DRAM 비중은 시장 예상을 크게 상회 것으로 보임. 연말에 HBM이 DRAM 매출액의 15%를 차지할 경우 Graphic DRAM (GDDR+HBM)의 DRAM내 매출액 비중은 20%에 육박할 것으로 보임

주가전망 및 Valuation

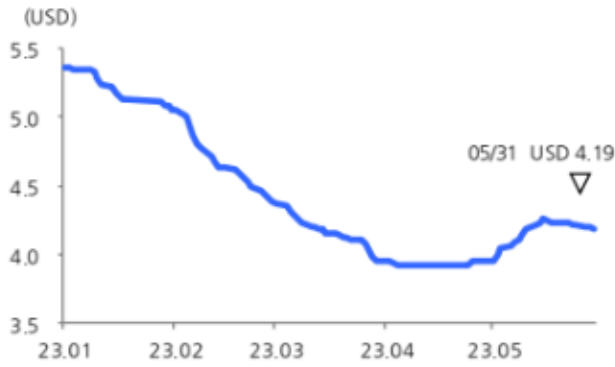
연내 반도체 고정가격 상승 모멘텀을 겨냥한 조정시 매수 전략 유효

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	42,998	12,410	9,602	23,067	13,190	101.9	9.9	1.5	4.5	16.8	1.2
2022	44,622	6,809	2,230	20,961	3,063	-76.8	24.5	0.9	3.4	3.6	1.6
2023F	24,852	-10,313	-8,342	5,499	-11,458	적전	N/A	1.5	17.8	NA	1.1
2024F	35,320	6,187	2,862	21,543	3,931	흑전	28.1	1.4	4.1	5.2	1.1
2025F	42,422	8,289	4,786	22,880	6,574	67.2	16.8	1.3	3.6	8.2	1.1

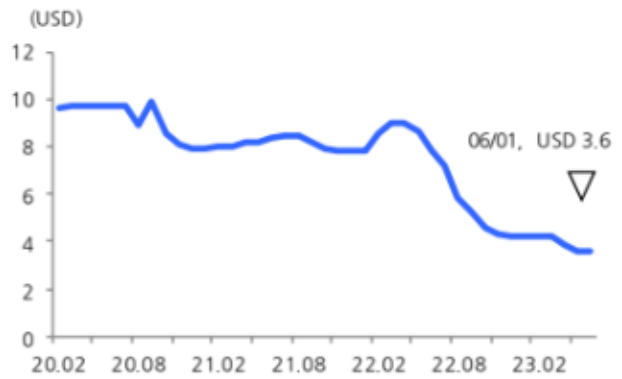
* K-IFRS 연결 기준

<그림1> PC DDR5 16Gb 4800Mbps 고정가격 추이



자료 : Trend Force, 현대차증권

<그림2> NAND QLT 1Tb Wafer 고정가격 추이



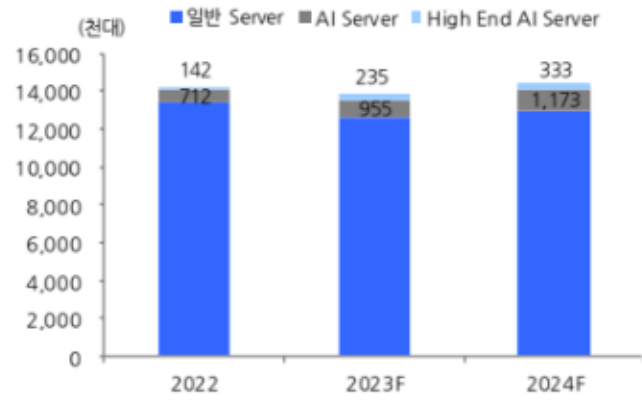
자료 : Trend Force, 현대차증권

<그림3> Server RDIMM 32GB 고정가격 추이



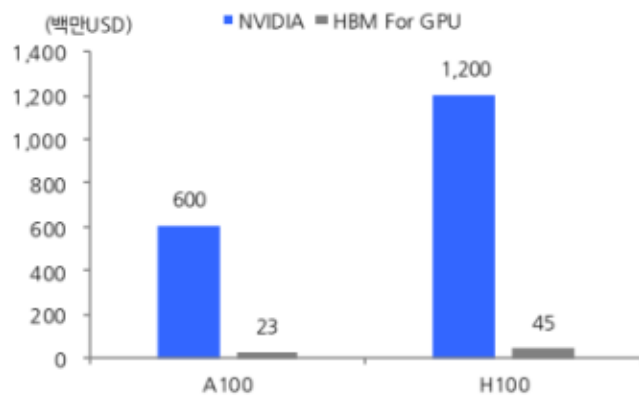
자료 : Trend Force, 현대차증권

<그림4> High End AI Server 출하량 추이



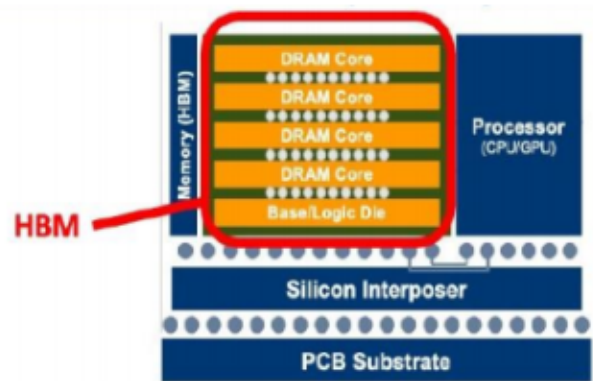
자료 : 현대차증권, Trend Force

<그림5> Supercomputer 1개 Site당 반도체 수요



자료 : 현대차증권, 3만개의 GPU, 3,750개의 High End Server로 구축 가정

<그림6> 2.5D Packaging된 HBM



자료 : Trend Force, 현대차증권

