

2024.03.29.(금) 증권사리포트

두산

밸류업 여력과 의지

[\[출처\] NH투자증권 김동양 애널리스트](#)

밸류업 여력과 의지

두산은 두산에너지, 두산퓨얼셀, 두산밥캣, 두산테스나, 두산로보틱스 등 계열사들과 함께 차세대에너지, 기계, 반도체를 축으로 성장 모색

두산로보틱스(지분 68.2%) 주가 강세에 따라 보호예수 종료 후 일부 지분 현금화 가능성 고려하면, 밸류업 프로그램에 부응하는 미래성장 전략 제시, 자본 효율 개선, 주주환원 강화 기대. 2022년 유동성 위기 해소 후, 두산테스나 인수, 지주회사 CVC 설립 통한 사업포트폴리오 강화 진행 중이며, 유동성 위기 이전인 2015~2018년 별도 배당성향 평균은 64%에 달했음(vs. 지난 3년 평균 13%)

상장자회사 주가 변동, 자체사업 실적전망 상향 반영하고, 두산로보틱스 보호예수 종료 임박에 따라 목표할인을 축소하여(60%→55%) 목표주가를 140,000원에서 190,000원으로 상향 조정. 투자의견 Buy 유지

1분기 실적 Preview: 전자부문 개선 진행 중

두산의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 4조5,153억원(+4% y-y), 3,060억원(-10% y-y)으로 전망

자체사업 영업이익(113억원, -30% y-y)은 전분기 일시적 부진에서 회복 전망. 전자 부문 전방산업인 반도체 및 모바일 시장 업황 개선과 신제품 양산 통한 개선 진행 중. 신규고객 매출 확대 여부에 따라 연간 경영목표(매출액 4.7% 성장 및 고부가제품 비중 72%(+8%p y-y)) 초과달성 가능할 것으로 기대

	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	16,996	19,130	19,186	20,325
증감률	32.2	12.6	0.3	5.9
영업이익	1,126	1,436	1,453	1,639
증감률	22.3	27.6	1.2	12.8
영업이익률	6.6	7.5	7.6	8.1
(지배지분)순이익	-696	218	400	510
EPS	-42,673	12,644	23,706	30,311
증감률	적전	흑전	87.5	27.9
PER	N/A	7.4	6.1	4.8
PBR	1.0	1.5	1.9	1.5
EV/EBITDA	8.2	7.0	7.4	6.7
ROE	-36.0	14.0	27.0	27.0
부채비율	155.5	165.8	157.8	152.0
순차입금	4,199	4,928	4,405	3,868

단위: 십억원, %, 원, 배



삼성엔지니어링

연간 18조원 수주 가능할까

[출처] [하나증권 김승준 애널리스트](#)

1Q24 추정치: 매출액 2.4조원, 영업이익 1,872억원(OPM 7.7%)

삼성엔지니어링 1Q24 매출액 2.4조원(-3.7%yoy), 영업이익 1,872억원(-16.9%yoy)으로 추정한다. 시장 컨센서스와 크게 차이 없는 추정치다. 1회성을 제거한 작년 하반기의 실적 수준을 유지할 것으로 판단했다. 해외에서는 멕시코 현장과 말레이시아 현장, 국내에서는 계열사 물량이 작년 하반기와 마찬가지로 진행되고 있는 것으로 봤다. 1분기 수주는 1.3조원으로 추정하며, 3월 중에 공시가 나왔던 사우디 파딜리 가스(60억달러)는 2분기 중으로 수주 인식될 것으로 추정했다.

수주 가이드스 12.4조원을 넘어, 18조까지 가능할지

사우디 파딜리 가스 프로젝트(60억달러) 수주 가능성이 높아지면서 상반기에만 약 10조원의 수주가 달성 가능할 전망이다. 이에 따라 회사가 제시하는 수주 파이프라인을 고려했을 때 18조원(화공 14조원, 비화공 4조원)까지 가능할 수 있다. 추가적으로 연내 수주 가능성이 높다고 여겨지는 프로젝트로 인도네시아 TPPI(35억달러), 말레이시아 쉘OGP(15억달러)가 있으며, 이외에도 사우디 블루암모니아(20억달러), 말레이시아 SAF(10억달러), 사우디 알루자인 EPC 전환(20억달러, 현재 FEED 수행 중) 등이 있다. 인도네시아 TPPI와 말레이시아 쉘OGP만 수주하더라도 18조원 수주가 가능하다. 그리고 수소프로젝트로 말레이시아 하이비스커스 프로젝트도 있다. 금액이 큰 건 전반적인 건축비 인플레이션이 반영된 것으로 감안, 현실적인 캐파는 멕시코와 UAE 등 종료되는 현장 인력으로 커버가 가능할 것으로 판단한다.

투자의견 Buy 및 목표주가 32,000원 유지

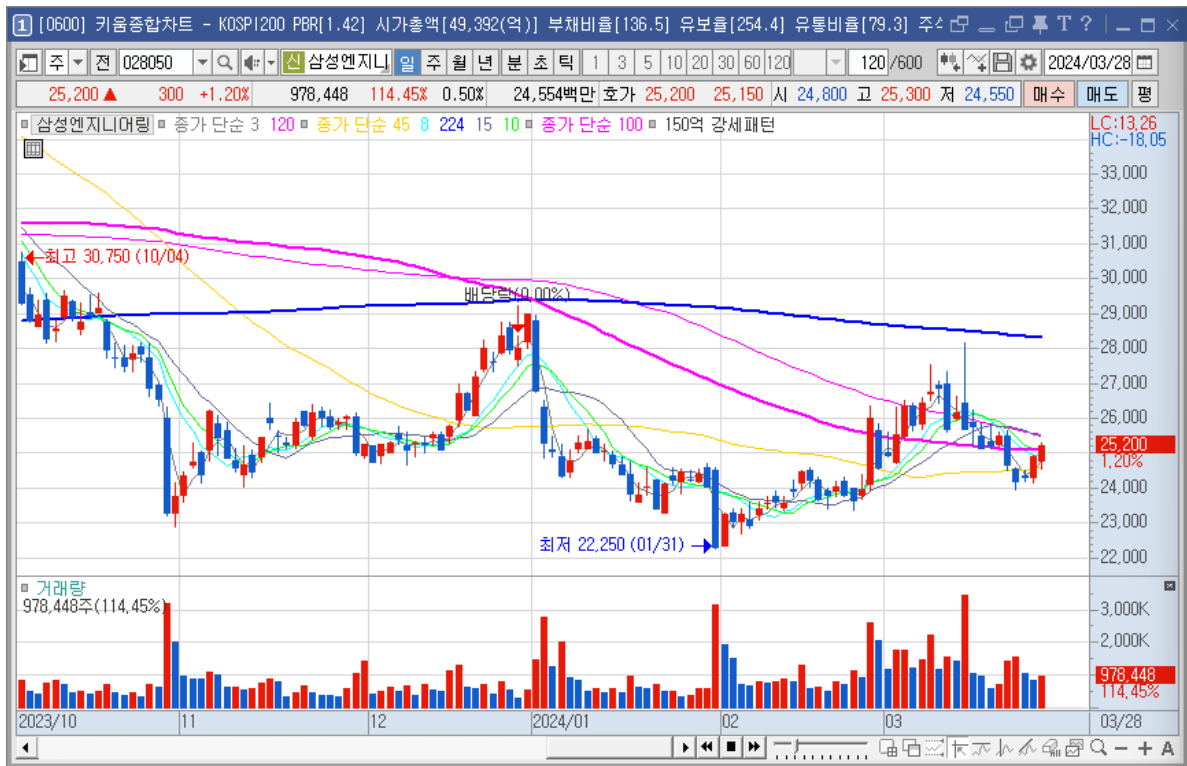
삼성엔지니어링 투자의견 Buy 및 목표주가 32,000원을 유지한다. 목표주가는 24년 EPS 추정치에 Target P/E 14.0배를 적용했다. 관건은 추가 수주 여부와 멕시코 현장 종료 이후 마진의 변화다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	10,054.3	10,624.9	9,055.2	11,550.0
영업이익	702.9	993.1	663.1	726.0
세전이익	715.7	932.6	621.1	749.4
순이익	664.9	753.8	459.6	551.6
EPS	3,392	3,846	2,345	2,814
증감율	78.53	13.38	(39.03)	20.00
PER	6.56	7.54	10.62	8.85
PBR	1.62	1.64	1.24	1.09
EV/EBITDA	3.20	3.90	3.73	2.95
ROE	28.32	24.45	12.41	13.11
BPS	13,741	17,721	20,066	22,880
DPS	0	0	0	0





KH바텍

메탈 전성 시대

[출처] IBK투자증권 김운호 애널리스트

2024년 Metal 부품으로 성장

2024년 1분기는 전 분기 대비 매출액은 30.4% 증가한 643억원으로 예상된다. Hinge 매출은 계절성으로 부진할 것으로 예상되지만 IDC 매출이 신규로 발생할 것으로 전망하기 때문이다. 국내 고객사의 신규 단말기에 티타늄 소재로 공급한 영향이다. 2024년 매출액은 2023년 대비 20.9% 증가할 것으로 기대한다. 이는 Hinge 신제품 영향도 일부 있겠지만 IDC 매출과 전장용 브라켓이 주도할 것으로 예상된다. 2024년 1분기 영업이익은 지난 분기 대비 크게 개선될 것으로 기대한다.

메탈 부품 수요 확대

KH바텍의 주요 제품은 힌지, 브라켓, 배터리용 End plate 등이다. 현재는 힌지가 가장 높은 비중을 차지하고 있고 당분간 이러한 추세는 이어질 것으로 전망한다. 브라켓은 모바일에서 전장으로 사업 영역을 확장 중이다. 전장 관련 매출액은 올해부터 글로벌 전장 부품 회사를 시작으로 확대될 것으로 기대한다. 신규 메탈 케이스 관련 수혜도 기대된다. 티타늄 소재 적용 모델의 확산 가능성과 메탈 케이스 적용 모델의 확산으로 중저가 모델 생산에 경쟁력을 갖고 있는 동사의 입지가 크게 개선될 전망이다.

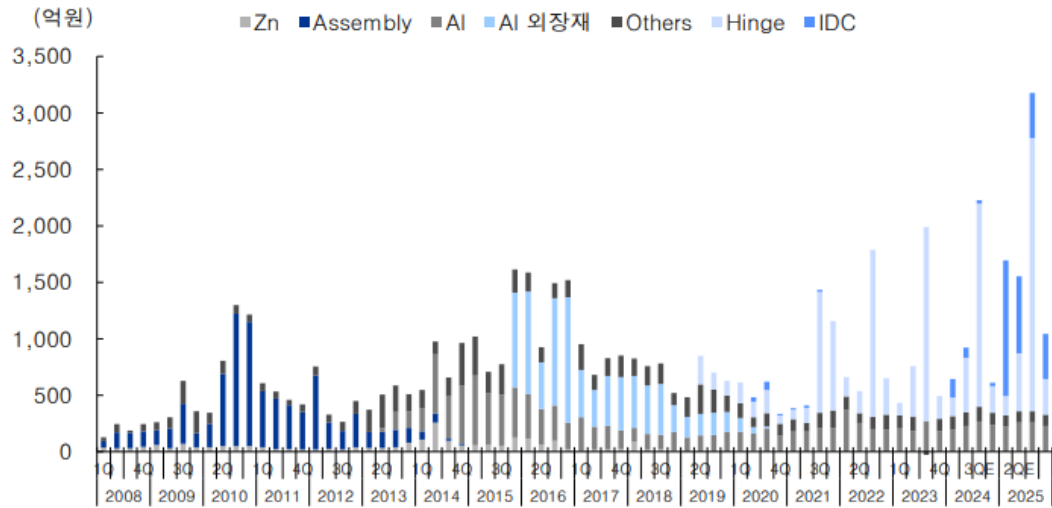
투자의견 매수, 목표주가 25,000원 유지

KH바텍에 대한 투자의견은 매수를 유지한다. 이는 1분기부터 빠른 속도로 실적 개선세가 지속되고 있고, Foldable 핵심 부품 뿐만 아니라 신제품 효과도 향후 외형 성장 및 수익성 개선에 기여할 것으로 기대하고, 전장 비중도 향후에는 점차 높아질 것으로 기대하기 때문이다. KH바텍의 목표주가는 25,000원을 유지한다. 2024년 BPS 12,004원에 2.1배를 적용하였다. 장기 성장에 대한 전망은 유효하고 좀 더 강화된 것으로 판단하고 향후 성장 동력을 추가로 확보할 때 마다 밸류에이션과 이익 개선이 동반될 것으로 기대한다.

(단위:억원,배)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	3,398	3,639	3,636	4,400	7,802
영업이익	269	325	336	449	834
세전이익	370	326	443	438	800
지배주주순이익	334	248	309	363	664
EPS(원)	1,411	1,048	1,305	1,535	2,803
증가율(%)	-342.3	-25.7	24.5	17.6	82.6
영업이익률(%)	7.9	8.9	9.2	10.2	10.7
순이익률(%)	9.7	6.9	8.5	8.3	8.5
ROE(%)	16.9	11.1	12.7	13.5	21.1
PER	18.9	13.3	11.3	9.9	5.4
PBR	2.9	1.4	1.4	1.3	1.0
EV/EBITDA	13.8	4.5	5.7	4.3	2.1

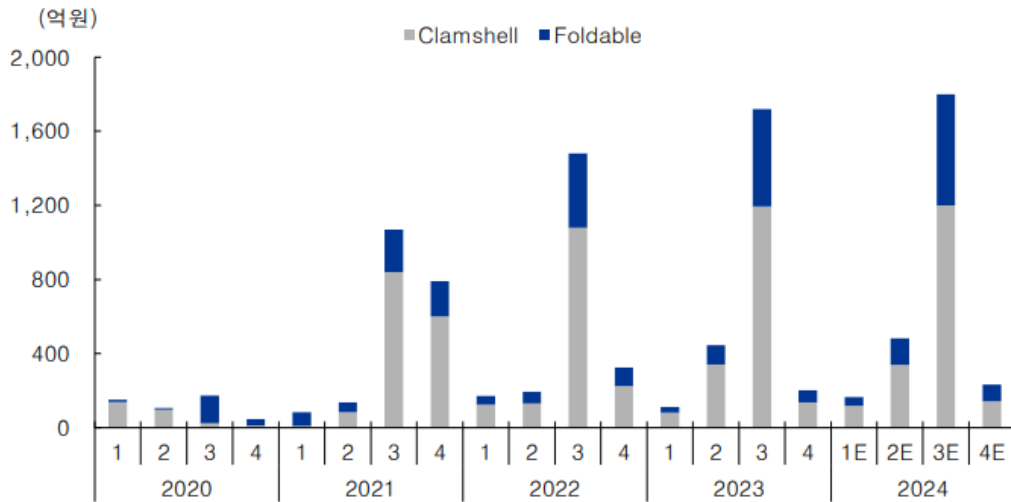
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: KH바텍, IBK투자증권 리서치센터

그림 2. 분기별 Hinge 매출액 추이 및 전망



자료: KH바텍, IBK투자증권 리서치센터



코리안리

기울기의 문제일 뿐

[출처] 현대차증권 이홍재 애널리스트

기울기의 문제일 뿐 확연한 방향성

코리안리에 대한 매수 의견 유지하고 목표가는 11,000원으로 상향. 목표가 조정은 실적 추정치 변경 등에 기인하며 주가 상단은 보수적인 가정에도 장기적으로 P/B 0.6x까지 열려 있다고 판단

그동안 동사 주가의 가장 큰 할인요인은 재보험사의 특성 상 손익 가시성이 낮다는 점이었는데, 지난 해 보험회계제도 전환 시점에 보험부채 적립 방법을 보수적으로 변경한 영향(원보험사의 일방적인 통보금액에서 자체 경험통계로 보험부채 평가결과 반영으로 변경)으로 변동성 완화될 전망. 여타 원보험사와 달리 동사는 회계제도 전환 시점에 부채가 증가되며 이익잉여금이 감소한 바 있으며, 이는 사고 발생 시 손실 부담을 상쇄하고 경우에 따라서는 환입도 가능하기 때문

보수적인 보험부채 적립은 지난 해에도 이어졌으며, 지난 해 IFRS4 합산비율이 6년 내 최저치였음에도 불구하고 PAA 계약의 BEL 조정 규모는 연간 6,200억원에 육박. 이는 상당한 이익 기저인 동시에 PAA 적용 계약의 특성상 당장 올해 대규모 환입이 발생할 공산이 크다고 판단

투자 부문에서도 지난 해에는 대부분 채권 교체매매손실로 추정되는 금융상품처분 손실이 716억원 반영. 안정적인 손익 관리를 위해 올해 BEL 환입 커진다면 추가적인 채권 교체매매손실 인식될 가능성 있지만, 이는 IEA 보유이원 개선으로 이어지며 선형적인 증익 요소로 작용될 것으로 예상. 23년 말 보유이원은 전년 말 대비 76bp 개선되며 세전이익에 약 10% 가량 기여

추정치에는 공동재보험 수재를 반영하지 않았으나 실제 수재 가능성은 높은 상황. 원보험사들의 배당가능이익과 자본비율 관리 압력 높기 때문. 4분기 삼성생명으로부터 7,000억원(원가부채)을 수재한 바 있는데, 4분기 삼성생명의 사망 담보 출재 CSM과 최근 신규투자이원을 감안했을 때 당사는 공동재보험 Margin을 CSM 유입 효과 포함하여 잔액의 약 4~6% 수준으로 추정. 올해 1조원 내외의 신규 공동재보험 수재 시 올해 세전이익 추정치 약 11% 가량 추가 상향 가능

주주환원 불확실성도 제한적

23년 귀속 배당총액은 전년 대비 50.7% 늘어나며 유니버스 보험 내에서 가장 높은 성장률(배당 재개한 회사 제외) 기록. 올해 BEL 환입을 보수적으로 가정해도 손익 증가율 10.0%에 달하기에 배당총액 또한 11% 늘어날 전망. 원보사와 달리 배당가능이익 불확실성 낮은 점도 긍정적

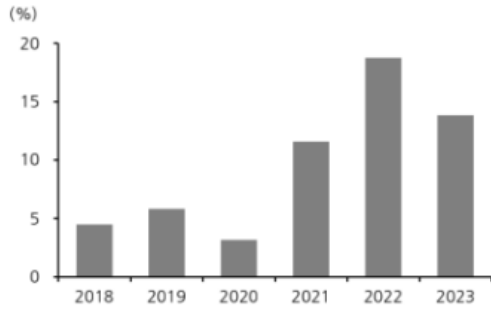
한편, 당장에 자사주 매입 가능성은 높지 않다고 보지만, 자본잉여금을 활용한 무상증자는 계속되고 현재 시가총액 대비 배당가능이익 추정치가 약 49%로 유니버스 보험 내에서 가장 높아 저평가 매력 충분하다고 판단. 장기적인 시각에서 적극적인 접근을 권유

요약 실적 및 Valuation

구분	보험영업이익	투자영업이익	영업이익	순이익	EPS	증감율	P/E	P/B	ROA	ROE	배당수익률
	(십억 원)	(십억 원)	(십억 원)	(십억 원)	(원)	(%)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)
2022	-48	273	224	175	1,428	-17.9	4.8	0.4	1.3	6.4	6.3
2023P	209	156	365	287	1,952	36.7	3.7	0.4	2.4	8.7	7.6
2024F	206	220	426	316	2,148	10.0	3.8	0.4	2.5	9.0	7.3
2025F	223	249	473	352	2,388	11.2	3.4	0.4	2.7	9.6	8.2
2026F	220	280	500	372	2,527	5.8	3.2	0.4	2.9	9.5	8.7

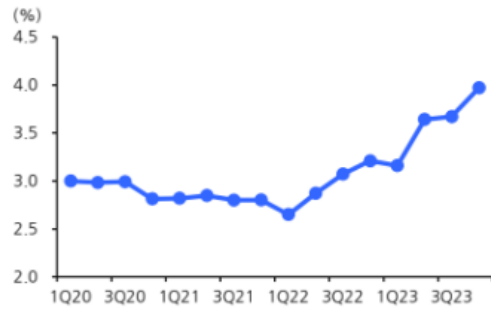
*K-IFRS 연결 기준

<그림5> 운용자산 증가율



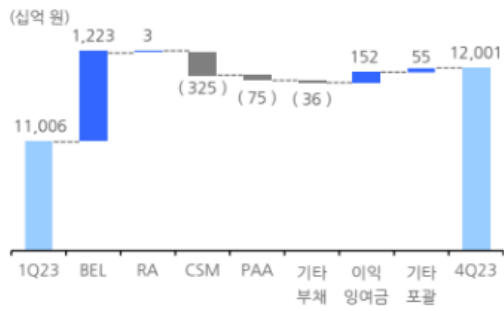
자료: 코리안리재보험, 현대차증권

<그림6> 채권 보유이원 추이



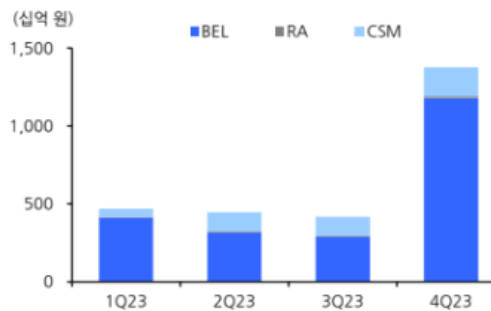
자료: 코리안리재보험, 현대차증권

<그림7> 2023 자산 Movement



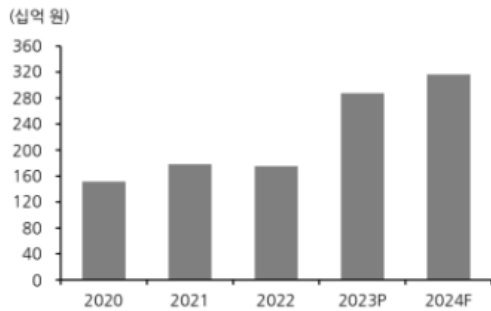
자료: 코리안리재보험, 현대차증권

<그림8> 삼성생명 재보험계약 자산 추이



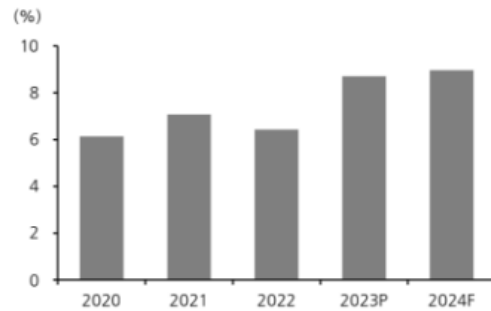
자료: 금융감독원, 현대차증권

<그림9> 연간 순이익 추정



주: 23년 이전은 IFRS4 / IAS39 기준
자료: 코리안리재보험, 현대차증권

<그림10> 연간 ROE 추정



자료: 코리안리재보험, 현대차증권



AP위성

우주 프로젝트 본격화로 실적 성장 기대

[\[출처\] 하나증권 김성호 애널리스트](#)

인공위성, 위성통신 단말기 개발 및 제작 전문 업체

AP위성은 2000년 설립된 인공위성, 위성통신 단말기 개발 및 제작 전문 업체이다. 위성 발사후 지상에서 이용하기 위해서는 위성과 신호 연결을 해주는 단말기와 이를 통한 위성통신서비스 사업자가 필요하다. 당사는 글로벌 위성통신서비스 대표 업체인 Thuraya 향 위성통신 단말기를 독점으로 납품한다. 한편 2022년 발사된 누리호 전용 성능 검증 위성을 성공적으로 생산하면서 위성 사업으로 본격 진출하였다. 2023년 기준 매출 비중은 위성통신단말기 63.5%, 인공위성 및 부품품 개발 22.6%, 기타 13.9%이다. 정부 주도의 우주 사업 프로젝트가 활성화되며 누리호 레퍼런스를 가진 동사의 위성 매출이 본격적으로 증가할 전망이다.

신제품 출시에 따른 실적 개선, 가까워지는 우주 프로젝트

위성통신 단말기 사업은 올해 AP위성 실적 성장을 견인할 것이다. 기존에는 사막 등 오지에서만 위성망을 사용하였으나, 저궤도 소형 위성의 도입으로 단말기에 대한 수요가 확대되는 추세이다. AP위성은 연간 약 5만대의 단말기를 글로벌 고객사 Thuraya 향 독점 공급하며 고마진의 사업으로 수익성을 유지해오고 있다. 단말기의 핵심 기술인 위성통신 통합 반도체칩 기술을 보유하여 글로벌 Peer 대비 가격 경쟁력을 가진다. 한편 고객사의 신제품 출시가 올해 예정 되어있는데 해당 제품은 스마트폰 형태와 유사하며 위성통신망이 적용되기에 기존제품 대비 ASP가 더욱 높을 것으로 기대된다. 오는 8월부터 고객사 향 납품이 예정되어 있으며 해당 물량은 약 2만대 수준으로 추정된다. 따라서 올해 예상되는 위성통신단말기 물량은 약 7만대로 기존 대비 40% 증가할 것으로 보인다. 위성시스템 사업도 중장기적으로 성장이 기대된다. 현재 한국은 과학기술정보통신부 주관으로 한국형 위성항법시스템(KPS) 사업과 관측 위성 아리랑 7B호를 준비 중이며 올해 2분기부터 초소형 군집 위성 발사, 달 탐사선 개발 등의 우주 프로젝트들이 본격 진행될 예정이다. AP위성은 자체 기술력과 과거 수주 레퍼런스를 보유하기에 추가 수주에 대한 기대감이 유효하다. 당사는 데이터저장처리장치와 위성용 탑재컴퓨터 관련 독보적 기술력을 통해 경쟁자 유입이 제한적이다. 또한 지상장비인 EGSE도 다목적실용/차세대중형 위성 향으로 납품하였기에 위성제조 관련 수주는 동사가 지속 확보할 가능성이 높다. 한편 KPS용 1호기 위성 탑재 컴퓨터 수주를 완료하였으며 2~8호기 추가 수주도 기대된다. 초소형 위성도 정부주도로 2030년까지 1.4조원을 투자, 100기 이상 발사를 목표하기에 수주 확보 시 꾸준한 실적 성장이 가능할 전망이다.

2024년 매출액 613억원, 영업이익 112억원 전망

2024년 매출액 613억원(YoY +24.0%), 영업이익 112억원(YoY +11.1%)로 예상한다. Thuraya 가입자 수 증가 추이 및 신제품 출시 효과에 따라 외형 성장 및 수익성 개선이 가능하다. 2023년 실적의 경우 위성시스템 사업 진행률이 예상 대비 늦어짐에 따

라 매출 반영이 저조했으나, 2024년에는 우주 관련 프로젝트의 본격 진행에 따라 위성시스템 실적 성장이 기대된다. 현재 수주잔고 500억원 수준이며 연내 신규수주가 기대되는 만큼 지속 증가할 전망이다.

Financial Data		(십억원, %, 배, 원)			
투자지표	2020	2021	2022	2023	
매출액	45	40	54	49	
영업이익	4	1	4	10	
세전이익	1	2	5	13	
순이익	(1)	1	4	11	
EPS	(91)	93	270	697	
증감률	적전	흑전	190.3	158.1	
PER	(87.0)	155.9	37.2	19.5	
PBR	1.4	2.5	1.6	2.0	
EV/EBITDA	10.0	97.4	15.7	10.3	
ROE	(1.7)	1.7	4.8	11.1	
BPS	5,824	5,864	6,124	6,769	
DPS	70	70	70	70	

도표 1. AP위성 통신 단말기



자료: AP위성, 아나중권

도표 2. 저궤도/정지궤도 위성용 표준탑재컴퓨터



SOBC표준 모델

자료: AP위성, 아나중권



SK하이닉스

HBM 막차 출발합니다

[출처] 신한투자증권 김형태 애널리스트

1Q24 예상보다 빠른 가격 상승, 양호한 수요로 서프라이즈 전망

1분기 매출 및 영업이익 추정치를 각각 11.7조원(+4% QoQ, +131% YoY), 1.7조원(+395 QoQ, 흑자전환 YoY)으로 상향한다. 영업이익은 재고평가손실 환입 규모에 따라 추가적인 개선이 가능하며, 컨센서스 1.2조원을 대폭 상회할 것으로 판단된다. 전분기대비 B/G는 DRAM -14%, NAND +2%로 추정하고, ASP는 각각 +17%, +22% 상승할 것으로 예상돼 전반적인 가격 상승이 호실적을 견인할 것으로 전망된다. DRAM 사업부는 DDR5, HBM 수요 강세로 제품 믹스 개선 효과가 지속되며 비수기 영향을 상쇄할 것으로 예상된다. 출하 물량 확대보다 수익성 중심의 전략이 유지되는 가운데 영업이익률은 28%로 개선될 것으로 기대된다. NAND 사업부는 고객사들의 선제적 재고 축적 수요가 확인되고, 감산 효과가 지속되고 있다. 가격 상승세가 시장 예상을 웃돌고 있어 전분기 대비 큰 폭의 적자 개선을 예상한다.

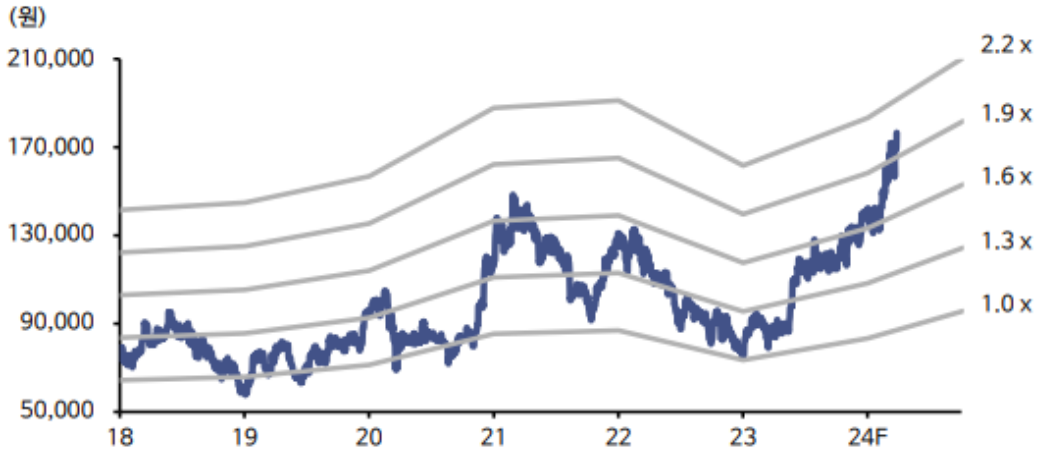
연간 매출 58.0조원, 영업이익 12.9조원 전망. ASP 상승세 가속화
전방산업 계절성 회복으로 상저하고 실적 흐름을 전망하며, 전환 투자 및 HBM 비중 증가에 따른 Capa 제한 효과가 지속될 것으로 예상한다. 출하 성장은 단기 정체 구간인 것으로 판단되나 메모리 시장은 상반기 중 수급 환경이 균형을 이룰 것으로 예상되며, 세트 수요 회복이 기대됨에 따라 하반기부터는 공급부족 가능성도 높아지고 있다. '24년 DRAM, NAND ASP 상승률은 58%, 68%에 달할 전망이다.

올해 압도적 HBM 시장 점유 예상. 목표주가 220,000원으로 상향
북미 경쟁사의 HBM3E 시장 진입이 임박한 것으로 파악되나 연간 목표 매출이 7억 달러에 불과하고, 국내 경쟁사 가동 Capa, 수율 안정화 기간 고려 시 연내 HBM 시장 경쟁 우위의 훼손 가능성은 매우 낮다. 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가를 220,000원으로 상향한다. 목표 주가는 '25년 BPS 99,386원에 Target P/B 2.2배를 적용해 산출했다. 본격적인 상승 사이클에 진입한 Re-rating 구간에서 공급자 중심의 시장 환경이 유지되며 연말까지 탄력적인 가격 상승세가 지속될 전망이다. 올해 뿐만 아니라 '25년까지 HBM 시장 내 주도적 입지가 확보된 것으로 판단돼 '23년 P/B 밴드 상단(1.9배)에 15%를 할증 적용했다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	42,997.8	12,410.3	9,602.3	13,190	85,380	9.9	4.6	1.5	16.8	16.8
2022	44,621.6	6,809.4	2,229.6	3,063	86,904	24.5	3.5	0.9	3.6	29.0
2023	32,765.7	(7,730.3)	(9,112.4)	(12,517)	73,495	-	21.5	1.9	(15.6)	46.7
2024F	57,962.9	12,878.4	7,958.4	10,932	83,291	16.2	5.5	2.1	13.9	31.9
2025F	74,380.6	19,395.7	12,543.2	17,230	99,386	10.2	4.5	1.8	18.9	15.0

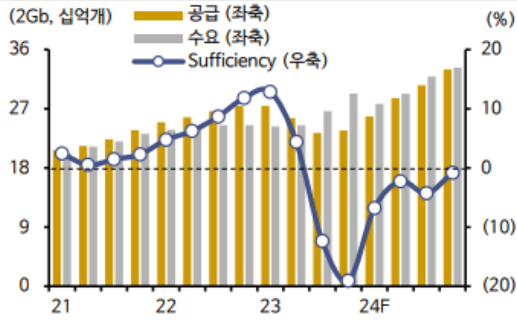
자료: 회사 자료, 신한투자증권

SK하이닉스 12개월 선행 P/B 밴드



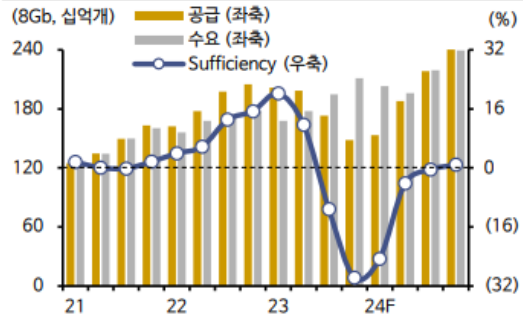
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

DRAM 수급 추이 및 전망



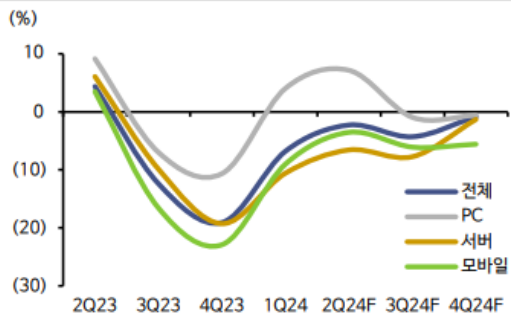
자료: Trendforce, 신한투자증권

NAND 수급 추이 및 전망



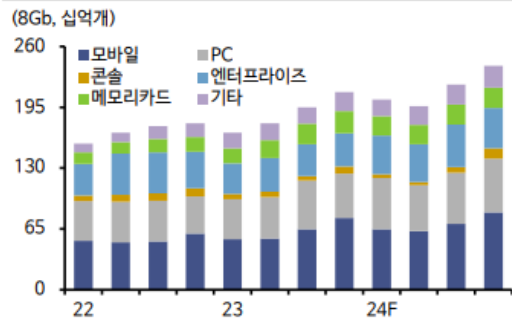
자료: Trendforce, 신한투자증권

DRAM 어플리케이션별 수급 추이 및 전망



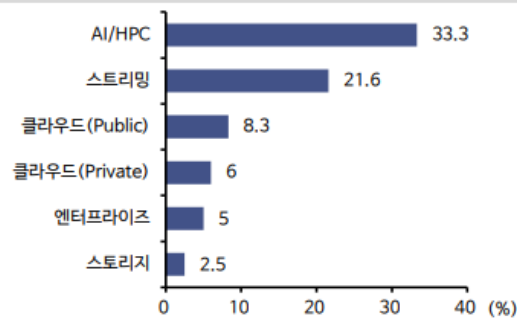
자료: Trendforce, 신한투자증권

NAND 어플리케이션별 수요 추이 및 전망



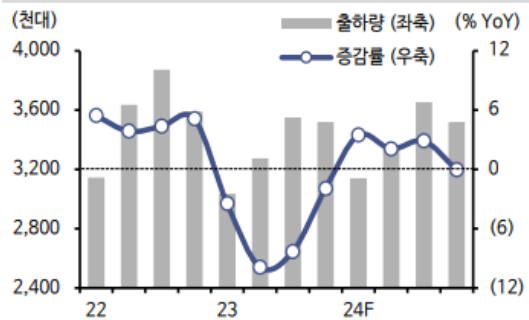
자료: Trendforce, 신한투자증권

용도별 서버 DRAM 탑재량 증가율



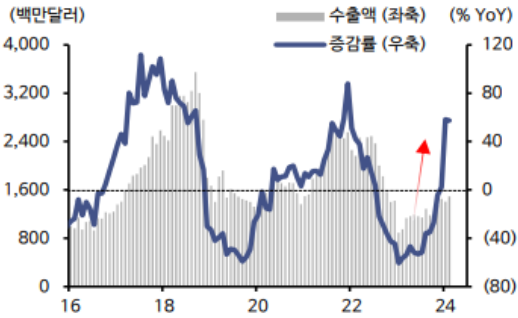
자료: Trendforce, 신한투자증권

글로벌 서버 출하 추이 및 전망



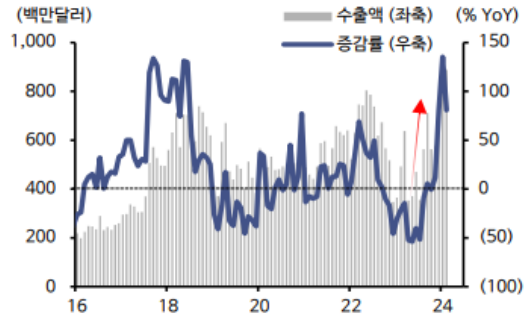
자료: Trendforce, 신한투자증권

한국 DRAM 수출액 추이



자료: KITA, 신한투자증권

한국 NAND 수출액 추이



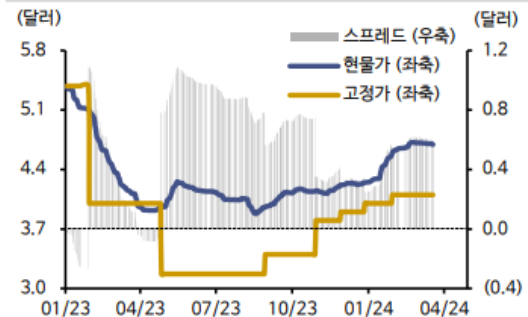
자료: KITA, 신한투자증권

DDR4 가격 추이



자료: DRAMeXchange, 신한투자증권
주: DDR4_8G_(1Gx8)_2666 기준

DDR5 가격 추이



자료: DRAMeXchange, 신한투자증권
주: DDR5_16G_(2Gx8)_4800_5600 기준





가온칩스

인공지능 칩 생산의 필수 관문

[\[출처\] DS투자증권 조대형 애널리스트](#)

디자인하우스 역할 확대에 따른 최대 수혜 기업

2012년 설립된 시스템반도체 디자인 솔루션 전문 디자인하우스다. 팹리스가 설계한 반도체 논리 회로를 파운드리에서 생산 가능하도록 물리적 설계 형태로 재설계한다. 19년 SAFE(Samsung Advanced Foundry Ecosystem)의 DSP(Design Solution Partner)로 선정되었다. 19년부터 직접 계약을 통해 시작한 개발 프로젝트들이 양산 단계에 접어들어 따라 24년부터 동사의 실적에서 양산이 차지하는 비중도 확대될 전망이다. 설계자산(IP) 소싱부터 공정 최적화와 후공정까지 디자인하우스의 turn-key 솔루션에 대한 수요가 증가하고 있고 미세공정으로의 반도체 설계가 증가하며 디자인하우스의 역할이 확대되고 있어 수혜가 기대된다.

높은 선단공정 프로젝트 비중으로 밀려드는 인공지능 칩 개발 프로젝트

삼성 파운드리와 220건이 넘는 개발 프로젝트를 완료하였고 그 중 200건이

28nm~3nm의 선단공정에 대한 개발 프로젝트다. 기술력을 인정받아 글로벌 디자인 하우스 최초로 2nm 공정에 대한 개발 프로젝트 수주에 성공했다. 일본 기업의 AI 가속기에 대한 총 계약금 557억원 규모의 계약으로 23년 12월에 이어 큰 규모의 주문형 반도체 개발 계약이 지속되고 있다. 선단공정에 대한 경험과 level0부터 level3까지의 개발 영역 모두가 가능하다는 장점으로 추가 계약도 지속될 것으로 판단된다.

25년 양산 매출 본격화로 이어갈 실적 고성장

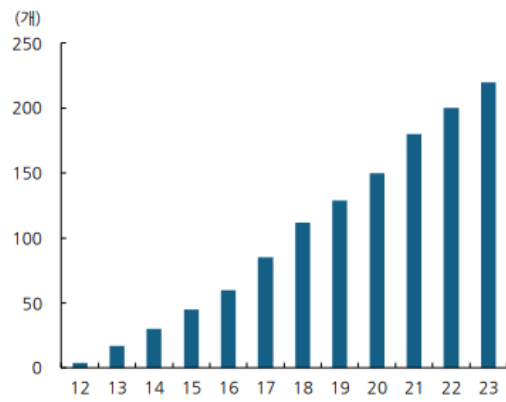
2024년 매출액 1,015억원(+59.6% YoY), 영업이익 80억원(+84.3% YoY)을 전망한다. AI 수요 증가로 주문형 반도체 설계 수주 프로젝트는 지속될 예정이며 24년 하반기부터 양산 매출도 본격화 될 전망이다. 현재 230명 수준인 엔지니어를 27년까지 540명으로 확충할 계획이기에 매출액 성장 속도 대비 이익률 개선폭은 높진 않을 수 있다. 하지만 양산 매출 본격화 구간 진입으로 25년 하반기부터는 양산 매출의 비중이 개발 매출 비중을 상회할 전망으로 실적 고성장은 당분간 지속될 것으로 추정된다. 중장기적인 관점에서의 접근이 필요하다.

Financial Data

(십억원)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	0	0	0	0	43
영업이익	0	0	0	0	4
영업이익률(%)					9.0
세전이익	0	0	0	0	4
지배주주지분순이익	0	0	0	0	4
EPS(원)	0	0	0	0	385
증감률(%)	적지	적지	적지	적지	적지
ROE(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PER(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	36.9
PBR(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	3.0
EV/EBITDA(배)	n/a	n/a	n/a	n/a	20.8

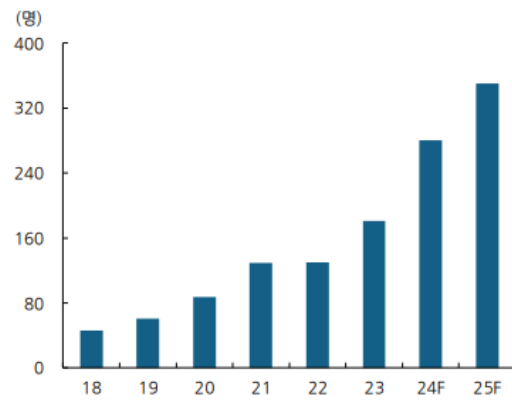
자료: 가온칩스, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림133 삼성 파운드리 누적 프로젝트 수



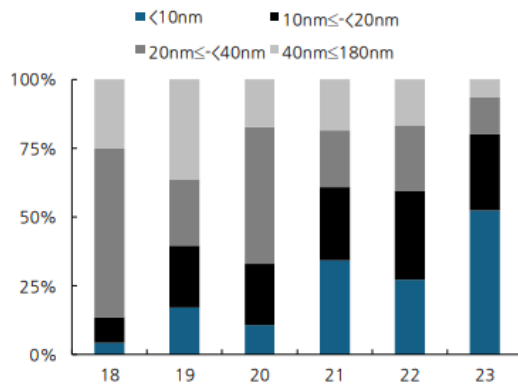
자료: 가온칩스, DS투자증권 리서치센터

그림134 엔지니어 총원 계획



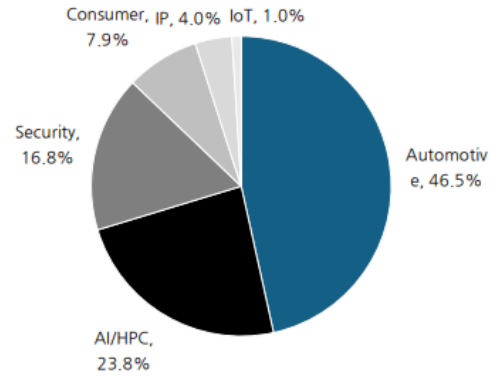
자료: 가온칩스, DS투자증권 리서치센터

그림135 공정별 비중



자료: 가온칩스, DS투자증권 리서치센터

그림136 적용처 별 매출 비중



자료: 가온칩스, DS투자증권 리서치센터

