

2024.04.15.(월) 증권사리포트

티엘비

메모리 반도체 성장 수혜와 CXL 기대감 주목

[출처] 키움증권 오현진 애널리스트

AI 서버 향 SSD 수요 회복으로 인한 수혜 주목

동사는 메모리 모듈 기판 전문 업체로, 23년 기준 매출 비중은 SSD 모듈 기판이 45%, 서버용 R-DIMM이 13%, DDR5 및 기타가 각각 13%와 7%를 차지한다. 동사 주요 고객사는 삼성전자와 SK하이닉스, Micron 등으로 23년 부진한 반도체 업황 영향을 받았다. 다만 최근 메모리 반도체 업황 반등, 특히 기업용 SSD 수요 증가가 예상됨에 따라 동사의 수혜를 전망한다.

삼성전자를 포함한 주요 글로벌 낸드플래시 업체들은 2분기 SSD 가격 인상을 진행할 것으로 예상되며, 이는 23년 미뤄진 빅테크들의 데이터센터 구축이 진행됨에 따라 AI 서버 향 SSD 수요가 급증한 영향으로 파악된다. 동사의 SSD 모듈 기판 시장 내 공고한 입지와 고부가가치 제품인 서버용 SSD 기판비중 증가를 감안 시, 동사 실적의 외형 성장 및 수익성 개선을 전망한다.

하반기 CXL 효과 기대

CXL(Computer express link)은 CPU, GPU 및 메모리 등을 효율적으로 연결해 데이터 처리 속도를 높인 차세대 인터페이스이다. 동사는 패키지 기판사업 등을 같이 영위하는 경쟁 업체와 달리, 메모리 모듈 기판에 집중하면서 차세대 제품인 CXL용 기판에서도 개발 우위에 있는 것으로 파악된다. CXL용 기판의 경우 기존 R-DIMM 제품 대비 높은 층수(CXL 2.0 기준 최대 18층)와 추가적인 공법 등이 필요한 고부가 제품으로, 기존 제품 대비 ASP도 2배 이상 높을 것으로 전망한다. Intel이 상반기 내 CXL 2.0을 지원하는 첫 서버용 CPU 제온6을 출시할 것으로 예상됨에 따라, CXL 2.0을 지원하는 디램 양산도 하반기 진행될 것으로 전망한다. 동사도 연내 고부가 제품인 CXL용 기판납품 시, 가파른 수익성 증대가 가능하다.

성장으로 나아가는 방향성 주목 시점

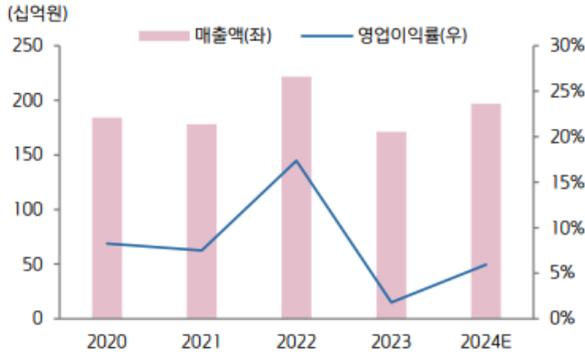
동사의 24년 실적은 매출액 1,969억원(YoY 15%), 영업이익 117억원(YoY 284%)을 전망한다. 상반기 베트남 공장 가동을 통한 일부 후공정 진행 시 수익성 개선이 가능하며, 하반기 CXL 기판 양산을 통한 추가적인 성장 가능성도 있다. 시장 내 선도 업체로 메모리 반도체 시장 성장에 대한 집중 수혜가 가능하다는 점에서 주목이 필요하다는 판단이다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2020	2021	2022	2023
매출액	184.1	178.1	221.5	171.3
영업이익	15.2	13.4	38.5	3.0
EBITDA	18.8	17.4	43.7	9.2
세전이익	14.3	14.9	38.2	3.3
순이익	11.8	12.4	30.5	2.5
지배주주지분순이익	11.8	12.4	30.6	2.5
EPS(원)	1,455	1,262	3,108	256
증감률(%YoY)	NA	-13.3	146.2	-91.8
PER(배)	18.0	16.1	6.0	119.5
PBR(배)	3.63	2.40	1.65	2.72
EV/EBITDA(배)	12.6	11.8	4.0	34.6
영업이익률(%)	8.3	7.5	17.4	1.8
ROE(%)	16.6	16.1	31.3	2.3
순차입금비용(%)	-31.4	6.0	-8.9	17.7

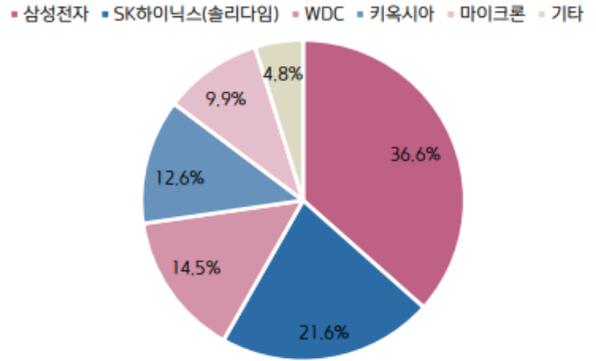
자료: 키움증권

티엘비 실적 추이 및 전망



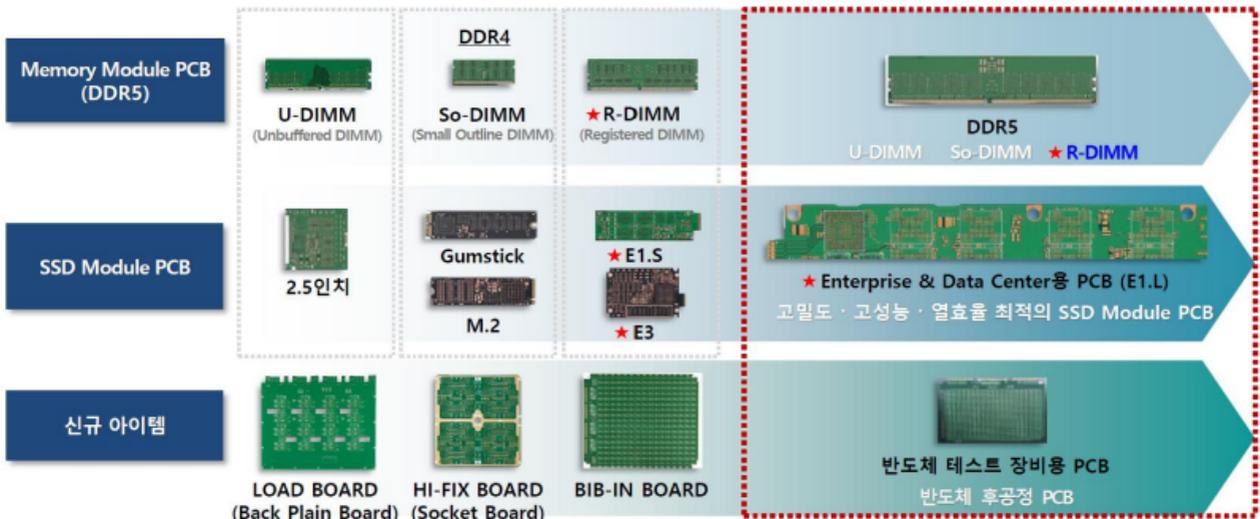
자료: 티엘비, 키움증권

글로벌 낸드플래시 시장 점유율(4Q23 기준)



자료: TrendForce, 키움증권

티엘비 제품 Line-up



자료: 티엘비, 키움증권



HL만도

약속의 2025년, 주가는 조금 일찍 반영하기 시작할 것

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

목표주가를 4.3만원으로 조정

HL만도에 대한 투자 의견 BUY를 유지한 가운데, 전방 고객사의 생산 둔화를 반영해 2024년/2025년 실적 추정을 하향하고 목표주가를 기존 4.6만원에서 신규 4.3만원(12MF P/E 10배 적용)으로 조정한다. 1분기 실적은 고객사들의 생산 대수 감소의 여파로 기존 예상치를 하회할 전망이다. 하지만, 주가가 최근 6개월 15% 하락하면서 12MF EPS 기준 P/E 7배 중반까지 Valuation이 낮아져 관련 부정적 영향은 반영되어 왔다. 2024년 하반기부터는 고객사 물량 증가와 개발비 회수라는 순환적 요인뿐만 아니라, 북미/인도 내 IDB와 ADAS, 그리고 EMB 등 기수주 물량의 매출화로 2025년 이후 외형이 한 단계 성장할 수 있는 모멘텀이 시작된다는 점에 주목할 필요가 있다.

1Q24 Preview: 영업이익률 3.2% 전망

1분기 실적은 시장 기대치를 하회할 전망이다(영업이익 기준 -14%). 1분기 매출액/영업이익은 전년동기 대비 +1%/-8% 변동한 2.02조원/645억원(영업이익률 3.2%, -0.3%p (YoY))을 전망한다. 주요 고객사인 현대차/기아/글로벌 EV의 생산 대수가 소폭 감소했지만, 인도/중국 내 로컬 OE에 대한 납품이 증가했고 원/달러 환율로 상승하면서 매출액은 소폭 증가할 것으로 추정한다. 반면, 수익성은 여전히 부진할 전망이다. 매출액에 기여하는 환율 상승 효과가 수입 원자재 가격을 통해 매출원가에도 동시에 반영되면서 상쇄되는 반면, 상대적으로 수익성이 좋았던 고객사들 향 물량이 하회한 영향이 이어지기 때문이다.

2024년 하반기~2025년 성장성 회복

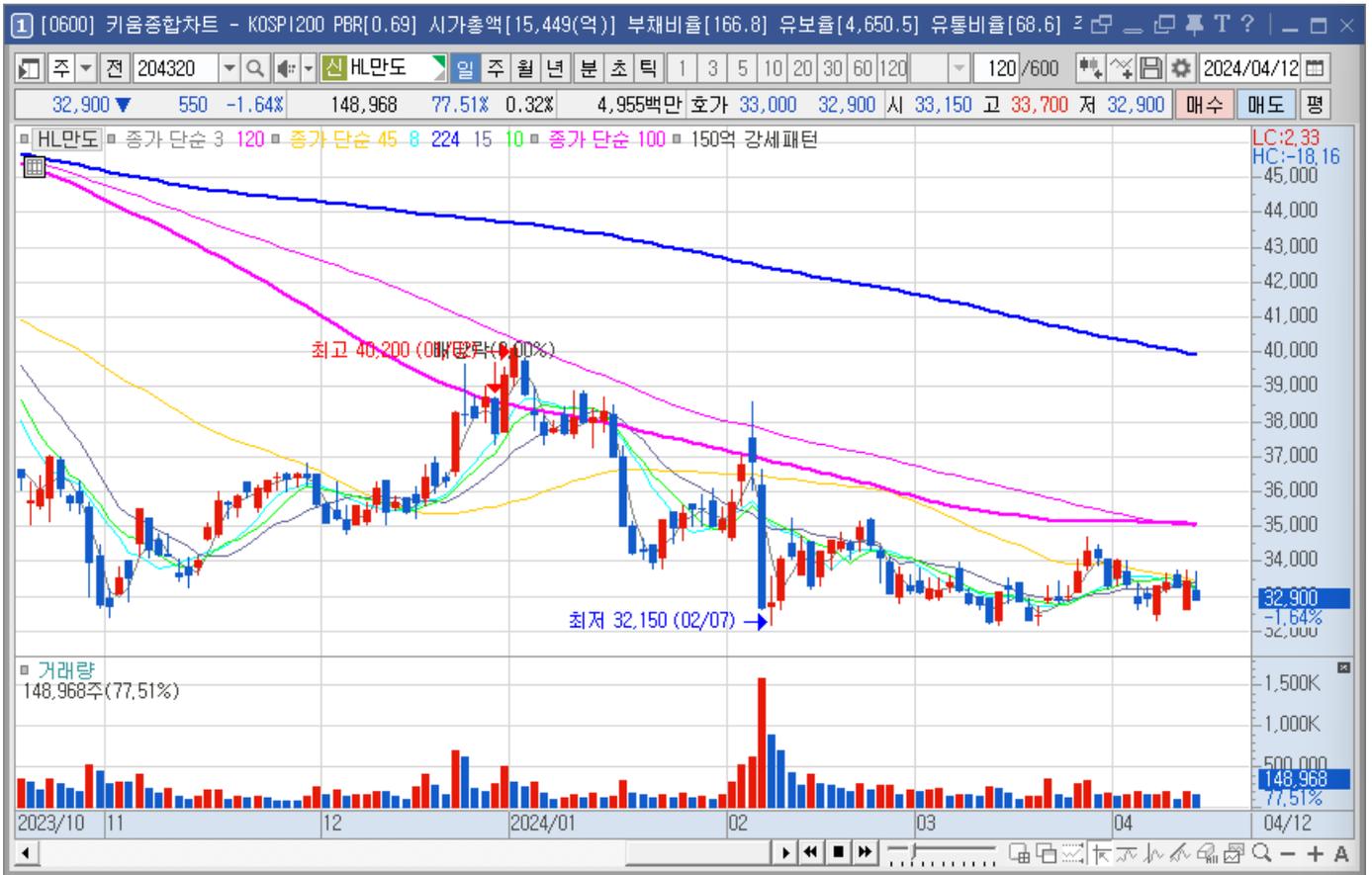
2024년 상반기까지는 1%대의 낮은 외형 성장을 보이겠지만, 하반기 이후 고객사 물량 증가, 개발비 회수, 그리고 신규 공장의 가동 등으로 성장성이 회복될 것이다. 특히, 2025년부터는 북미 지역에서의 매출액이 크게 증가한다. 우선 올해 말 완공되는 멕시코 2공장에서 IDB(Integrated Dynamic Brake) 생산을 시작하면서 글로벌 EV업체의 주력 모델(연 50만대)와 현지 타 OE업체들 향 납품(50만대 기대) 등으로 안정화될 경우 연간 3,500억원(매출 비중 4%)의 매출이 기대된다. 다음으로 전년 말 수주했던 북미 완성차에 대한 ADAS 물량(총 5,000억원/6년)의 납품이 2025년 하반기 시작되어 연간 800억원~1,000억원이 추가될 것이다. 북미의 다른 완성차로부터 수주받았던 EMB(Electro Mechanical Brake)와 SbW(Steer by Wire) 납품도 2025년 말~2026년부터 시작될 예정이다. 중국에서는 기존 니오/지리/FAW/GWM 이외에 화웨이와 같은 신규 OE를 확보했다. 인도에서는 현대차/기아 이외에 로컬OE의 물량이 꾸준히 증가하는 가운데, 주요 고객사인 글로벌 EV업체가 인도 공장을 검토하고 있어 2026년 이후 추가 기회로 작용할 가능성이 있다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	7,516.2	8,393.1	8,652.5	9,219.9
영업이익	248.1	279.3	317.8	366.5
세전이익	230.0	225.7	274.8	328.4
순이익	98.3	135.6	194.3	232.2
EPS	2,093	2,887	4,137	4,944
증감율	(41.19)	37.94	43.30	19.51
PER	19.25	13.63	8.09	6.77
PBR	0.88	0.83	0.66	0.61
EV/EBITDA	5.90	5.74	4.68	4.24
ROE	4.78	6.18	8.40	9.32
BPS	45,990	47,505	51,042	55,086
DPS	500	600	900	1,200





에이프릴바이오

구체화 되어가는 미래 방향성

[출처] DS투자증권 김민정 애널리스트

TED와 MS, 서로 다른 개발 전략 필요

APB-A1은 '23년 Phase 1a 성공을 발표하였다. 올해 2분기 CSR report를 통해 APB-A1의 자세한 바이오 마커 분석 결과를 확인할 수 있을 것으로 기대된다. 이러한 결과를 바탕으로 룬드벡은 향후 개발할 적응증 2가지를 TED와 MS로 발표하였다. TED는 미국 내 100K명의 환자가 있는 희귀질환으로 약 100명의 환자를 모집하여 pivotal 임상시험을 마무리할 수 있는 반면 MS는 330K의 거대질환으로 적응증 내에서도 RMS, SPMS 등 다양하게 세분화되어있어 약 수천명의 환자 모집이 필요하다. 다발성경화증에 대해서는 높은 개발 비용이 예상되는 바 룬드벡의 개발 전략이 중요해진 시점으로 판단한다.

APB-R3, anti IL-18의 개발 방향성: 아토피성피부염

2023년 11월, GSK의 anti IL-18 antibody GSK1070806는 아토피성피부염(AD, Atopic Dermatitis)을 대상 Phase 1b를 성공하였다. 세부적인 지표는 발표하지 않았으나 이를 바탕으로 GSK는 '23년 11월부터 Phase 2b를 시작하였으며 해당 결과를 '25년 4월 확인할 것으로 예상된다. 당사는 GSK가 IL-18의 AD에 대한 Poc 입증을 완료하였으며 전임상에서 APB-R3가 AD에서 IL-18 antibody보다 우수한 효능을 입증한 점을 감안할 때 APB-R3의 적응증이 AD가 될 가능성이 높다고 판단한다. 적응증 선정 발표 시 APB-R3 역시 가치산정에 포함될 예정이다. Sanofi에 따르면 미국 및 유럽 내 아토피 환자 수는 약 280만명에 이르며 이중 단 9%만 치료를 받고 있다고 밝혀 unmet needs의 필요성이 매우 높은 시장으로 판단한다. 현재 Dupixent가 시장을 차지하고 있으나 후속 파이프라인 개발 시 Dupixent와 직접 경쟁하기보다는 보다 다양한 환자에게 advanced therapy가 적용될 수 있도록 시장을 확장하는 역할을 할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 24,000원 유지

에이프릴바이오에 대하여 투자 의견 매수, 목표주가 24,000원을 유지한다. 동사는 '23년 12월 사업보고서 기준 현금 약 667억원을 보유하고 있어 향후 3-4년간 충분한 현금 여력을 확보한 점을 긍정적으로 평가하며 기존 우려되었던 오버행 이슈가 대부분 해소되었다고 판단하여 긍정적인 투자 의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	23	0	0	12	37
영업이익	4	-11	-14	-2	22
영업이익률(%)	19.0	-5,737.2	0	-13.6	59.6
세전이익	-53	-9	-11	1	25
지배주주지분순이익	-53	-9	-11	1	25
EPS(원)	-2,871	-424	-499	105	2,299
증감률(%)	적지	적지	적지	흑전	2,099.1
ROE(%)	n/a	-14.2	-16.6	1.9	33.6
PER(배)	n/a	-20.7	-27.2	133.9	6.1
PBR(배)	n/a	1.3	2.4	2.5	1.8
EV/EBITDA(배)	-11.0	-10.7	-6.5	-185.2	9.3

자료: 에이프릴바이오, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준



HK이노엔

판매사 변경에도 K-CAB 성장 지속

[출처] 유안타증권 하현수 애널리스트

1Q24Pre: 의료 대란 영향은 미미

매출액 2,196억원(+18.7%yoy, 이하 yoy 생략), 영업이익 182억원(+223.1% OPM 8.3%)로 컨센서스에 부합하는 실적 전망. 신규 도입 품목(카나브, 직듀오 등)의 매출액 반영 효과가 MSD 백신 판매 계약 종료로 인한 매출액 공백을 상쇄할 것으로 예상.

3월부터 종합 병원들이 수술, 입원 등을 축소로 수액 제제 매출 감소 우려가 있었으나, 일부 기간에 한정되었으며, 기초 수액제 중심으로 영향을 받으면서 전체 수액제 매출에 미치는 영향은 제한적이었던 것으로 파악. 다만, 장기화시 수액 제제 등의 매출액 감소 영향은 불가피할 것으로 전망.

공동 판매사 변경에도 잘나가는 K-CAB

UBIST 기준 K-CAB의 1분기 처방 실적은 452억원으로 전년 동기 대비 26.8% 증가. 공동 판매사를 종근당에서 보령으로 변경하면서 판매에 대한 시장 우려가 있었으나, 견조한 처방 실적 지속되고 있는 것으로 판단. 1분기 K-CAB 매출액은 501억원으로 추정. 이는 판매 수수료율 개선 효과와 판매사 변경으로 인한 안정 재고 출하 효과(일회성)에 기인.

Sebela사가 진행 중인 K-CAB 미국 임상 3상 2건 중 비미란성 식도염(NERD)는 3Q24, 미란성 식도염(EE)는 1H25에 결과 확인이 가능할 예정. 경쟁 P-CAB 약물인 Voquezna(Vonoprazan)가 미국 시장에서 먼저 출시했으며 3대 PBM 중 하나인 Express Scripts의 포뮬러리에 등재되면서 Sebela사도 출시를 서두를 것으로 판단, 24년 Voquezna의 처방 실적을 통해 PPI 기전 약물이 OTC인 미국 시장에서의 P-CAB 기전 약물의 경쟁력을 확인할 수 있을 것으로 판단.

투자 의견 Buy, 목표 주가 55,000원 유지

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	1Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	220	18.7	-2.0	214	2.7
영업이익	18	223.1	-19.2	18	-0.2
세전계속사업이익	31	1,196.2	138.9	17	80.9
지배순이익	24	725.1	60.7	13	94.3
영업이익률 (%)	8.3	+5.2 %pt	-1.8 %pt	8.5	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	11.1	+9.5 %pt	+4.4 %pt	5.8	+5.3 %pt

자료: 유안타증권

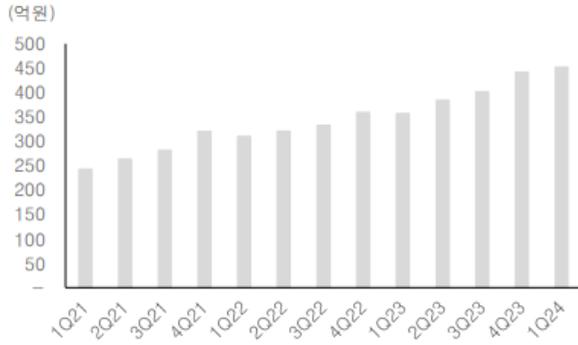
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	847	829	920	947
영업이익	53	66	98	113
지배순이익	38	47	141	172
PER	30.7	22.2	7.1	5.8
PBR	1.0	0.9	0.5	0.5
EV/EBITDA	17.0	13.0	4.0	2.7
ROE	3.3	4.0	9.1	8.8

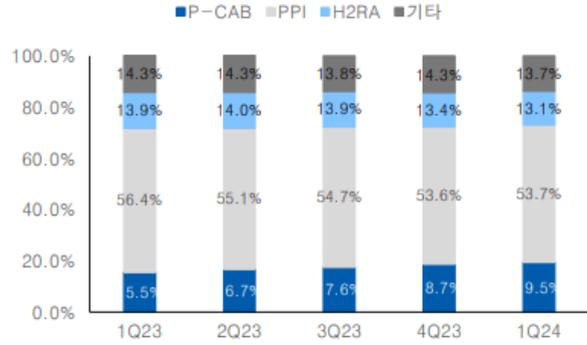
자료: 유안타증권

케이캡 분기별 처방액 추이



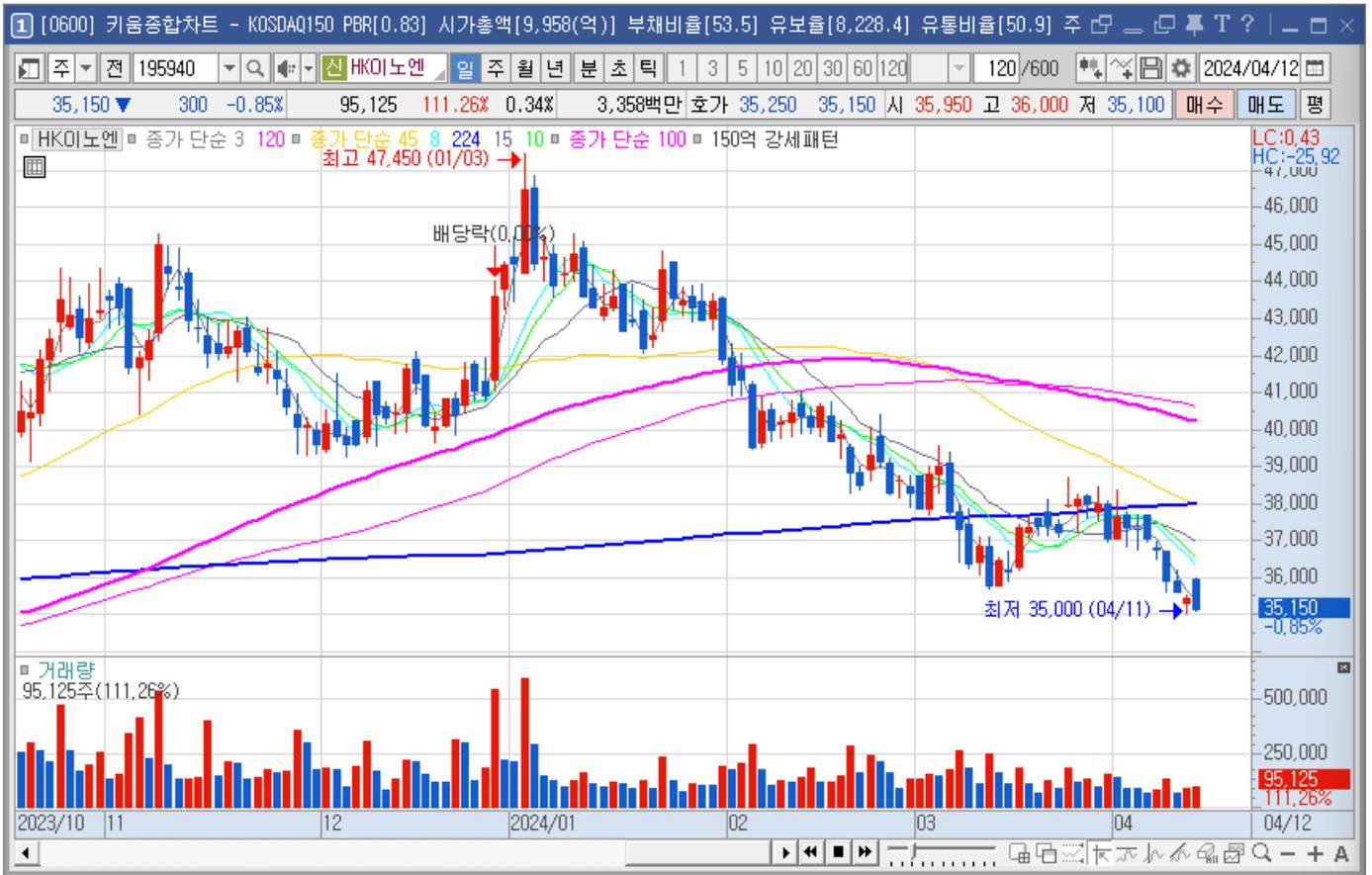
자료: UBIST, 유안타증권 리서치센터

국내 소화성 궤양용제 점유율(약물 기전별)



자료: UBIST, 유안타증권 리서치센터





메가스터디교육

매출 1조원 달성 기대되는 24년

[출처] 유안타증권 권명준 애널리스트

아쉽지만 공무원 교육 M&A는 불발

적자사업부인 공무원교육 사업의 변화를 위해 업계 1위인 에스티유니타스(브랜드명 공단기) 인수를 추진했지만, 공정위에서 기업결합에 대해 불허 결정을 내렸다. 공무원시험 학원 시장의 1, 2위 사업자인 공단기와 메가스터디의 결합 시 인기강사와 수강생이 집중되면서 수강료 인상 등 수험생들의 피해가 발생할 우려가 큰 것으로 판단한 것이 근거이다. 2024년 M&A를 통한 매출액 성장과 이익개선 기대감은 사라졌다고 할 수 있다.

대입관련 온라인/오프라인은 여전히 성장 중

고등사업부문은 동사의 전체 매출액 중 60% 이상을 차지하고 있다. 24년 온/오프라인 동시 성장이 기대된다. 온라인은 우수한 강사진을 기반으로 매년 가격인상과 더불어 회원수 증가가 이어지고 있다. 24년에도 동일한 상황이 이어지고 있다. 대학입시 관련 오프라인 학원 사교육비가 빠르게 증가하고 있으며, 의대정원 증원 이슈로 인해 직영학원 및 재수학원에서의 매출 성장도 기대된다. 2024년 기준 의대정시 합격자 중 79.2%가 재수생을 포함한 N수생이기 때문이다. 재수전문 기숙학원의 경우 수용인원이 양지 기숙학원 신축 및 안성기숙학원 인수 등을 통해 2,400명으로 증원된 상황이며 러셀기숙학원까지 포함하면 3,700명에 달한다. 오프라인 사교육 성장에 따른 실적개선이 기대되는 요인이다.

러셀Core가 성장의 Core로

러셀Core는 지방 학생 대상으로 러셀대치학원의 현장강의를 실시간 비대면 수업으로 제공하는 사업을 영위하고 있다. 지방 학생 및 학부모들에게 일타강사들의 실시간 강의에 대한 수요를 충족시킬 수 있는

사업이라고 판단된다. 현재 7개 지역에 진출해 있으며, 지속적으로 추가적인 출점을 계획하고 있다. 러셀 Core의 경우 학원내 강사 수요가 부재하다는 점에서 수강생 증가에 따른 이익률 개선이 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	7,039	8,360	9,352	10,100
영업이익	990	1,354	1,274	1,507
지배순이익	812	1,036	946	1,230
PER	9.7	9.5	7.6	5.1
PBR	2.3	2.3	1.5	1.0
EV/EBITDA	4.4	5.3	4.0	2.6
ROE	26.8	27.3	21.1	23.3

자료: 유안타증권



한화시스템

선택과 집중의 시기

[출처] 키움증권 이한결 애널리스트

1분기 영업이익 231억원, 시장 기대치 부합 전망

1분기 매출액 5,013억원(yoy +14.1%), 영업이익 231억원(yoy +88.0%, OPM 4.6%)를 기록하며 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다. 방산 부문에서 TICN 4차 양산, 30mm 차륜형 대공포 양산 등 국내 주요 양산 사업이 원활하게 진행되고 있고 UAE향 천궁II 레이더 등 수출 사업의 매출이 인식되면서 실적 성장세가 기대된다. ICT 부문에서도 한화에어로스페이스, 한화솔루션 차세대 ERP 구축 등 계열사 캡티브 사업의 증가에 따른 매출 확대로 수익성 개선이 나타날 것으로 판단한다. 신사업 부문은 디지털 플랫폼 사업을 진행하던 베트남 바닐라 스튜디오의 사업 종료에 따라 적자폭이 축소될 것으로 전망한다.

방산과 우주 부문에서 수주 확대 기대

올해 방산 부문에서 기대되는 신규 해외 수주는 사우디 천궁II 레이더, 폴란드 K2 2차 계약, 한화오션과 연계한 폴란드/필리핀/캐나다 잠수함 사업, 호주 군용 저궤도 위성망 구축 사업, 중동 및 동유럽으로 SAR 위성 수출 등이 있다. 또한, 국내에서도 육해공 전반에 걸쳐 다양한 신규 수주가 전망된다. 육지에서는 K2 4차 양산, 천궁 성능 개량 사업, L-SAM 체계 개발 사업 등이 대기하고있다. 해양에서는 KDXII 전투체계 성능개량, FFX Batch-IV 수주가 기대된다. 항공 부문에서는 KF-21 AESA 레이더, LAH 2차 양산, UAH-60 성능 개량 사업 등의 참여가 예상된다. 우주 분야에서도 통신위성과 관측위성을 중심으로 다부처 초소형 SAR 위성 사업, 425 사업, 군 위성 통신체계 사업 등 다양한 관련 사업에서 수주의 증가세가 나타날 것으로 기대한다.

투자의견 BUY, 목표주가 21,000원으로 상향

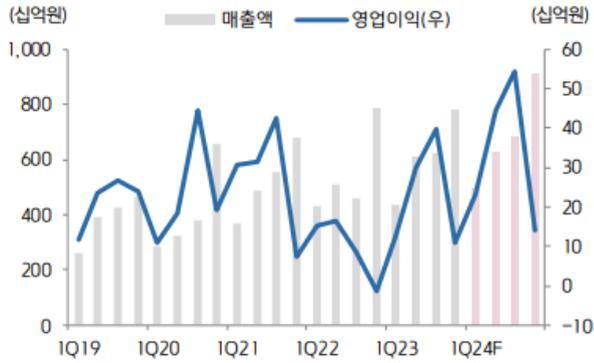
2024년 매출액은 2조 7,308억원(yoy +11.3%), 영업이익 1,360억원(yoy +46.4%, OPM 5.0%)을 달성할 것으로 전망한다. 방산 부문에서 수출 물량 확대와 ICT 부문의 매출 성장으로 수익성 개선을 기대한다. 또한, 위성과 UAM을 제외한 비주력 신사업의 재편 과정에서 투자 비용이 감소할 것으로 판단한다. 추가로 올해 우주청 개청, 오버에어의 UAM 테스트 비행 등 긍정적인 신사업 관련 모멘텀도 대기 중인 상황이다. 이에 실적 추정치 상승을 반영하여 투자의견을 BUY, 목표주가를 21,000원으로 상향한다.

투자지표

(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,188.0	2,453.1	2,730.8	3,067.3
영업이익	39.1	92.9	136.0	181.6
EBITDA	144.0	214.8	256.7	313.3
세전이익	-42.0	413.4	134.9	210.4
순이익	-80.8	343.1	110.6	172.5
지배주주지분순이익	-76.6	349.2	114.7	178.9
EPS(원)	-405	1,849	607	947
증감률(% YoY)	적전	흑전	-67.2	56.0
PER(배)	N/A	9.4	28.2	18.1
PBR(배)	1.00	1.53	1.47	1.38
EV/EBITDA(배)	6.7	14.5	12.0	9.4
영업이익률(%)	1.8	3.8	5.0	5.9
ROE(%)	-3.6	16.9	5.3	7.9
순차입금비율(%)	-51.6	-8.3	-7.7	-12.2

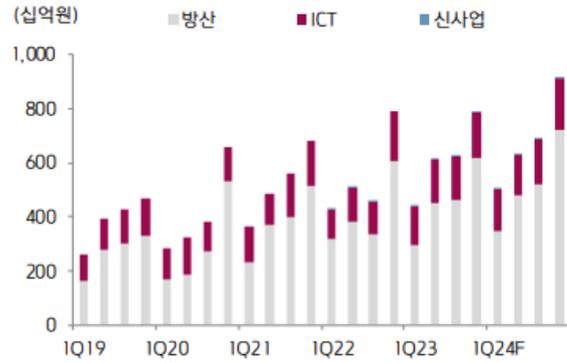
자료: 키움증권 리서치센터

한화시스템 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



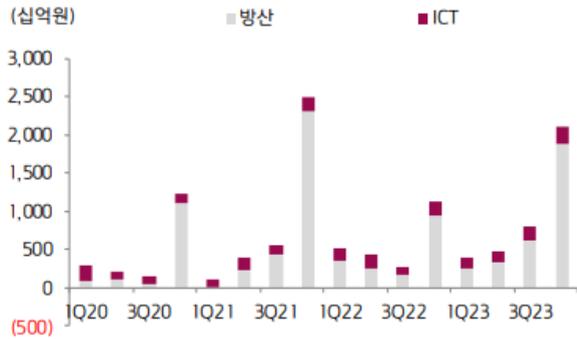
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 매출 추이 및 전망



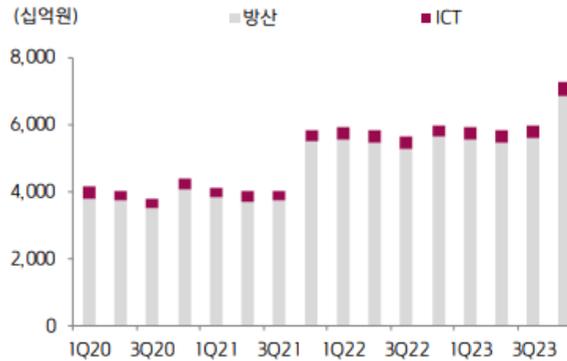
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 신규 수주 추이



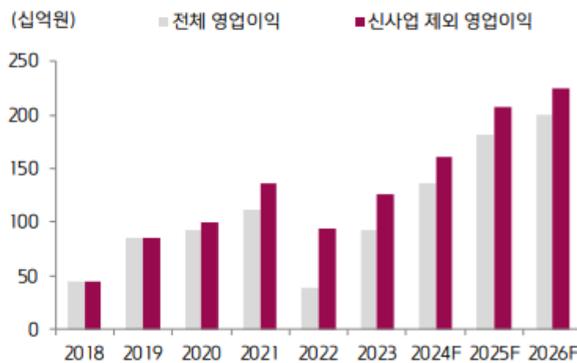
자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

한화시스템 부문별 수주 잔고 추이



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

신사업 제외 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터

신사업 투자 히스토리

	UAM	위성	디지털 플랫폼	기타
2023	167억원	300억원	74억원	-
2022	646억원	3,993억원	2,524억원	-
2021	351억원	542억원	786억원	187억원

자료: 한화시스템, 키움증권 리서치센터



인텔리안테크

해 뜨기 전이 가장 춥다

[출처] 신한투자증권 명지운 애널리스트

Satellite 2024 후기

Satellite 컨퍼런스는 국제 최대 우주/위성 컨퍼런스 중 하나이다. 1981년 시작됐으며 매년 열린다. 올해는 3월 18~21일 워싱턴에서 진행됐다. 400개 내외의 기업들이 전시장에서 제품을 선보였다. 인텔리안테크, 한화페이저, 카이메타 등이 저궤도 위성 통신 평판 안테나를 전시했다. 시장이 점차 세분화되는 모습이다. 크기, 용도, 가격 등 안테나 스펙이 업체 별로 다양했다. 전시장 한 쪽에 스타트업 구역이 따로 있었다. 시장 개화에 따라 양산을 시작하며 자리잡은 기업은 위성체, 안테나 등 완성품 메이커, 소부장 업체다. 많은 스타트업이 위성 관리 솔루션을 소개했다. 이제 위성을 통제, 유지, 보수하는 영역까지 시장이 커지고 있다.

미국에서 확인한 경쟁력

동사는 보급형 시장을 타겟으로 양산 기술력을 키우는 중이다. 주요부품을 내재화하여 비용을 절감한다. 주파수 변환기, 증폭기, 모빌리티를 위한 센서 등이다. 타사 대비 가격 경쟁력을 확보할 수 있다. 또한 제품 테스트에 소요되는 시간을 개선하며 생산 속도를 높인다. 글로벌 대형 고객사와의 탄탄한 관계를 이어간다. Satellite 2024에서 20주년 행사를 열었다. 고객사와 교류가 활발하게 이뤄지는 모습을 봤다. 해상 안테나를 판매하면서 쌓아온 네트워크이다. Oneweb, A사 등 주요 고객사와 협업도 해상 안테나 영업 활동을 통해 맺은 핵심 인물과의 관계가 물꼬를 터준 것으로 보인다.

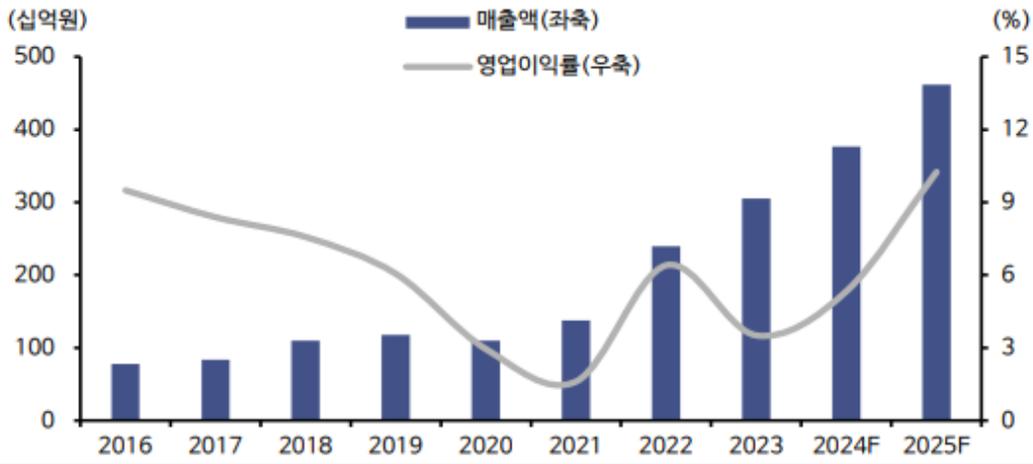
R&D 투자는 단기 부담일 뿐 긴 호흡으로 접근

투자의견 매수 유지, 목표주가 86,000원으로 하향(-5.5%)한다. 2025년 EPS에 글로벌 위성 사업자 평균 PER 20.9배를 적용했다. 올해 2분기부터 평판 안테나를 판매하기 시작한다. 연간 평판 안테나 매출액 1,000억원 내외를 예상한다. 시장이 개화하고 있다. Oneweb의 사업 확대 흐름을 보면 무궁무진한 수요를 확인할 수 있다. 작년 말부터 평판 안테나 R&D 투자를 늘렸다. 당장은 부담으로 느껴지지만 장기적으로 안정성, 비용 절감을 통해 시장을 선점할 수 있는 기회이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2022	239.5	15.3	16.0	1,689	18,829	39.0	24.9	3.5	9.4	46.1
2023	305.0	10.7	5.5	550	25,624	131.8	26.2	2.8	2.4	0.1
2024F	376.8	20.1	19.7	1,834	27,361	32.7	15.5	2.2	6.9	(5.5)
2025F	461.9	47.4	43.9	4,091	31,355	14.7	8.8	1.9	13.9	(19.5)
2026F	552.4	67.8	59.8	5,569	36,729	10.8	6.1	1.6	16.4	(31.6)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

인텔리안테크 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 인텔리안테크, 신한투자증권 추정

