

# 2024.05.03.(금) 증권사리포트

## 현대제철

내수 부진, 그러나 중국발 모멘텀 기대

[출처] 하나증권 박성봉 애널리스트

1Q24 자회사 수익성 악화로 영업이익 시장컨센서스 하회

2024년 1분기 현대제철의 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 5.9조원(YoY -6.9%, QoQ -2.6%)과 558억원(YoY -83.3%, QoQ 흑.전)을 기록하면서 영업이익은 시장컨센서스인 932억원을 하회했다.

1) 국내 건설 경기를 비롯한 전방산업 수요 악화와 강관사업 분사 영향으로 전체 강재 판매량 435만톤(YoY -7.6%, QoQ -1.5%)에 그쳤다. 2) 고로 원재료 투입단가 상승에도 불구하고, 공격적인 가격 인상 정책으로 ASP가 상승하면서 고로 스프레드는 1.5만원/톤 확대된 반면, 3) 내수 급감에 따른 ASP 하락으로 전기로 스프레드는 1.0만원/톤 축소되었다. 4) 강관 부문이 일시적 재고평가 손실 발생에 따른 적자 전환되었고 해외 SSS들의 수익성도 4분기대비 악화되었다.

2분기에도 판재류 중심의 수익성 개선 전망

2분기는 봉형강 제품의 계절적 성수기지만 국내 건설경기 침체에 따른 봉형강 내수 부진과 그에 따른 철근 비가동 확대 영향으로 현대제철의 2분기 전체 강재 판매량은 457만톤(YoY -6.8%, QoQ +5.1%)에 그칠 것으로 예상된다. 전반적인 수요 부진 영향으로 2분기 전기로 스프레드는 1분기와 유사할 전망이다. 한편, 연초 140불 중반까지 상승했던 중국 철광석 수입 가격이 4월말 현재 120불 수준을 기록하고 있다는 점을 감안하면 2분기 고로 원재료 투입단가는 하락할 것으로 예상된다. 그로 인해 열연 및 후판 가격 약세가 예상되지만 현대차그룹향 차강판 가격 인상 전망을 감안하면 2분기 고로 스프레드는 대략 2.5만원/톤 확대될 전망이다. 이를 감안하면 현대제철의 2분기 영업이익은 1,546억원(YoY -66.8%, QoQ +177.2%)이 예상된다.

투자의견 'BUY' 및 목표주가 45,000원 유지

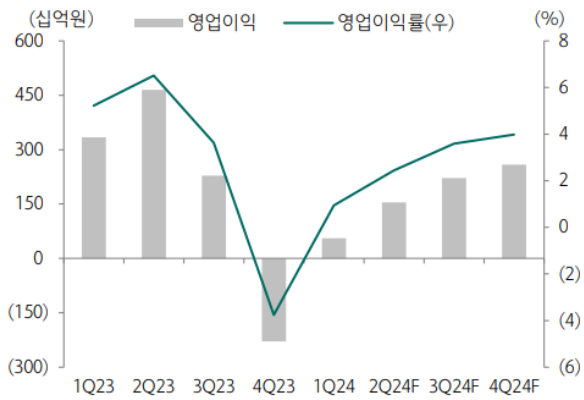
현대제철에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 45,000원을 유지한다. 지난해 4분기에는 업황부진과 더불어 대규모 일회성 비용까지 발생하면서 영업손실을 기록한 이후 올해 1분기는 일회성 비용이 제거되면서 흑자전환에는 성공했지만 한자리 수 초반의 낮은 영업이익률을 기록했다. 다만 2분기부터는 수익성이 점차 개선될 것으로 예상되고 특히 최근 중국 지방정부가 공격적인 부동산 부양에 나서고 있기 때문에 하반기로 갈수록 영업실적이 개선될 것으로 예상된다. 현대제철의 주가는 여전히 밴드 최하단에 근접한 PBR 0.22배 수준에 불과하기 때문에 밸류에이션 부담도 제한적이다

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

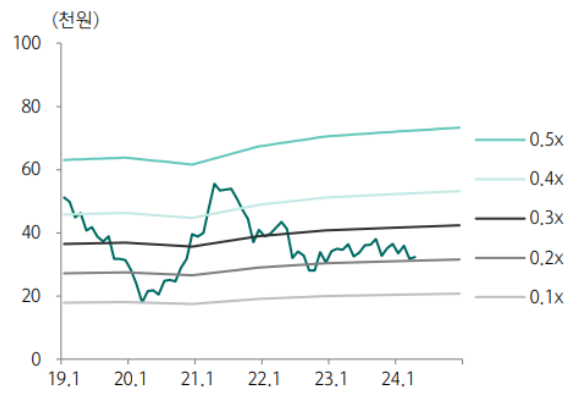
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	27,340.6	25,914.8	24,956.3	24,565.9
영업이익	1,616.5	798.3	691.0	979.8
세전이익	1,348.6	532.1	406.9	664.2
순이익	1,017.6	461.2	325.1	546.3
EPS	7,625	3,456	2,437	4,094
증감율	(30,37)	(54,68)	(29,48)	67,99
PER	4,01	10,56	13,27	7,90
PBR	0,22	0,25	0,22	0,22
EV/EBITDA	4,31	5,48	5,49	4,69
ROE	5,56	2,44	1,69	2,80
BPS	141,078	143,973	145,424	148,532
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000

도표 2. 현대제철 영업이익 및 영업이익률 동향

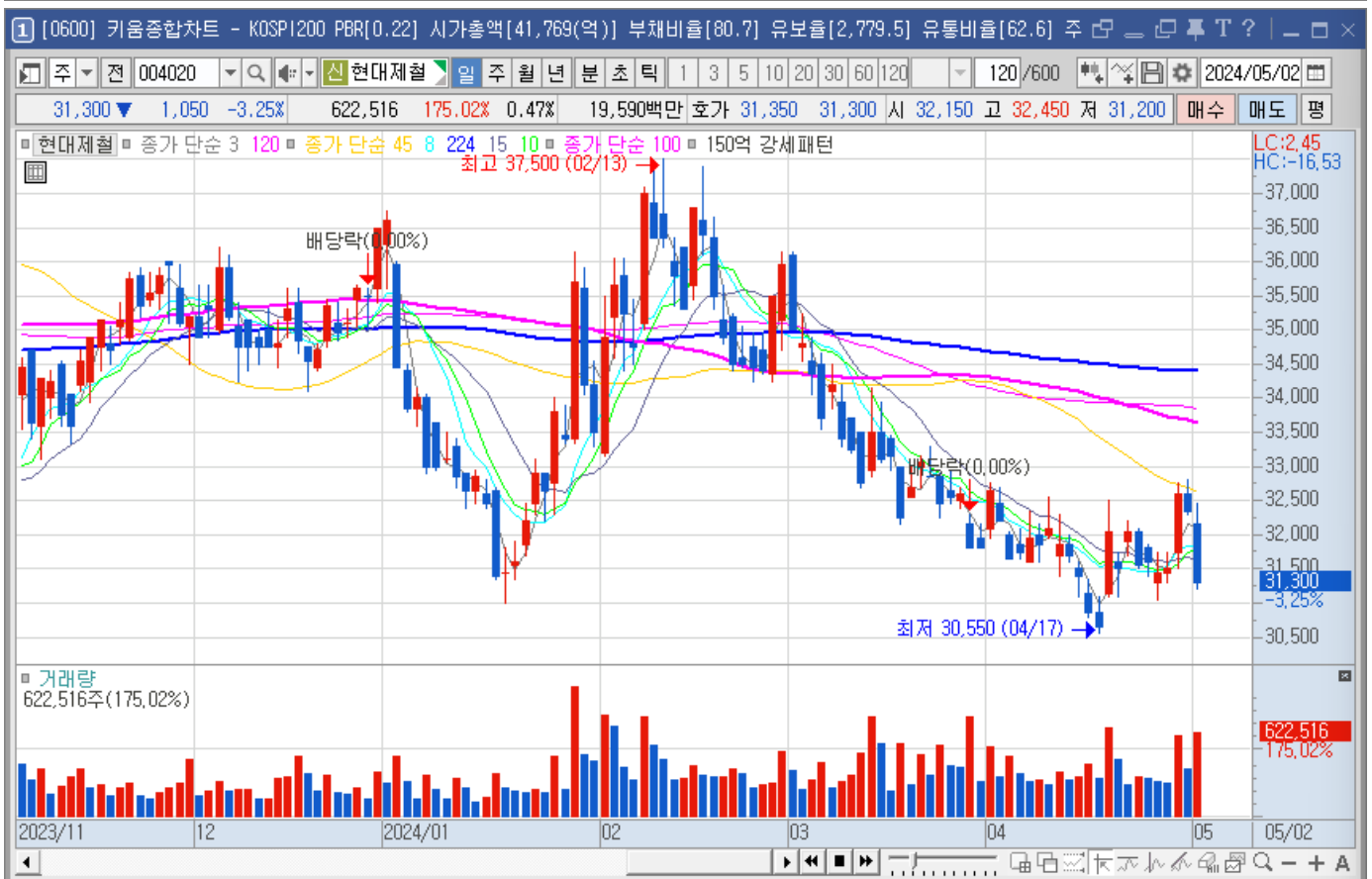


자료: 하나증권

도표 3. 현대제철 PBR밴드



자료: 하나증권



## 한국항공우주

2분기부터 시작될 수주 성과 주목

[출처] 키움증권 이한걸 애널리스트

1분기 영업이익 480억원, 컨센서스 상회

1분기 매출액 7,399억원(yoy +30.1%), 영업이익 480억원(yoy +147.6%, OPM 6.5%)을 달성하며 시장 기대치를 소폭 상회하였다. 국내사업 부문에서 KF-21개발 사업이 순조롭게 마무리 단계로 접어들고 있다. 이 외에도 상륙공격헬기, 소해헬기 등 개발 사업과 수리온 4차 양산, 전술입문훈련기 납품 사업 등이 진행되었다. 완제기 수출 부문은 폴란드형 FA-50 캡필러 및 PL 형상과 이라크 기지재건, 이라크 CLS 사업이 매출에 반영되었다. 이라크 기지재건 사업은 상반기 내 완료될 것으로 전망한다. 기체부품 사업 부문은 주요 고객인 보잉의 생산 차질에도 불구하고 부품 납품 스케줄은 변경없이 진행되며 매출 회복세가 지속되고 있다. 우호적인 환율 효과도 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미쳤다.

### 국내 및 해외 신규 수주 확대 전망

동사의 1분기 신규 수주는 약 2,141억원 규모로 1분기가 비수기임을 감안할 때 무난한 수준으로 판단한다. 이에 1분기말 수주잔고는 21.3조원으로 23년말 대비 2.2% 감소하였다. 2분기부터 국내 및 해외 신규 수주가 본격화될 것으로 전망한다. 국내 사업 부문에서는 올해 상반기 KF-21 초도 양산 계약 체결이 기대된다. 해외 사업에서 상반기 중으로 중동 수출을 추진 중인 회전익 사업에서 성과가 나타날 것으로 전망한다. 회전익 사업에서 수출이 성사된다면 T050/FA-50 계열 외에도 새로운 수출 제품이 생긴다는 점에서 중장기 해외 사업 확대에 큰 도움이 될 것이라 판단한다. 이 외에도 중앙아시아 지역으로 FA-50 수출 협상이 진행되고 있는 것으로 파악된다. 올해 해외 신규 수주는 회전익과 고정익을 합쳐 총 3조원 규모로 추정된다. 록히드마틴과 협력하여 추진 중인 미 해군 고등훈련기 사업도 하반기부터 구체화될 것으로 기대한다.

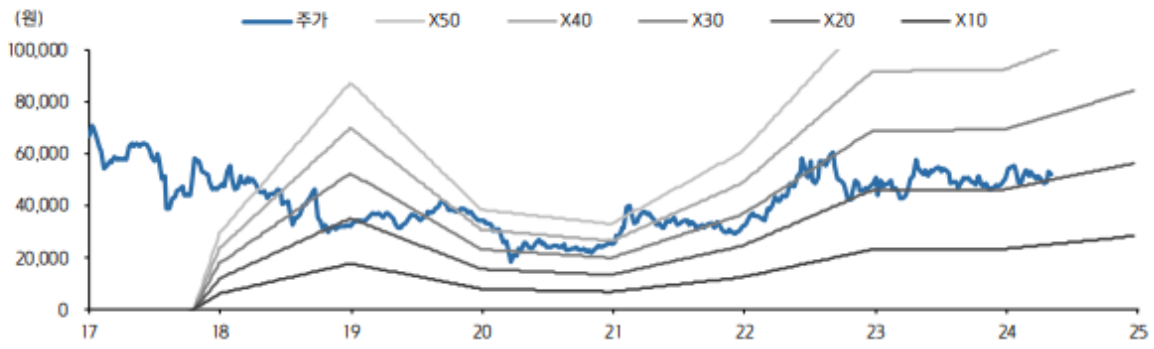
### 투자의견 BUY, 목표주가 72,000원으로 상향

2024년 매출액 3조 8,298억원(yoy +0.3%) 영업이익 2,675억원(yoy +8.1%, OPM 7.0%) 달성을 전망한다. 올해는 전반적으로 무난한 실적 흐름이 이어지고 25년부터 폴란드형 FA-50 매출 인식 확대로 이익 성장세가 나타날 것으로 기대한다. 현재 진행 중인 다수의 국내외 사업들이 점차 신규 수주로 이어지며 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 전망한다. 투자의견 BUY를 유지하고 실적 추정치를 상향 조정하여 목표주가를 72,000원으로 상향한다

투자지표				
(십억원, IFRS)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,786.9	3,819.3	3,829.8	4,216.2
영업이익	141.6	247.5	267.5	339.7
EBITDA	276.8	368.5	387.4	497.8
세전이익	122.1	268.7	278.1	337.8
순이익	115.9	221.4	220.0	268.3
지배주주지분순이익	118.5	224.0	224.8	274.1
EPS(원)	1,215	2,298	2,306	2,812
증감률(% YoY)	85.4	89.1	0.3	21.9
PER(배)	41.9	21.8	22.5	18.4
PBR(배)	3.47	3.05	2.92	2.64
EV/EBITDA(배)	14.2	12.9	13.3	10.8
영업이익률(%)	5.1	6.5	7.0	8.1
ROE(%)	8.8	14.8	13.5	15.0
순차입금비율(%)	-72.0	-8.3	4.1	17.5

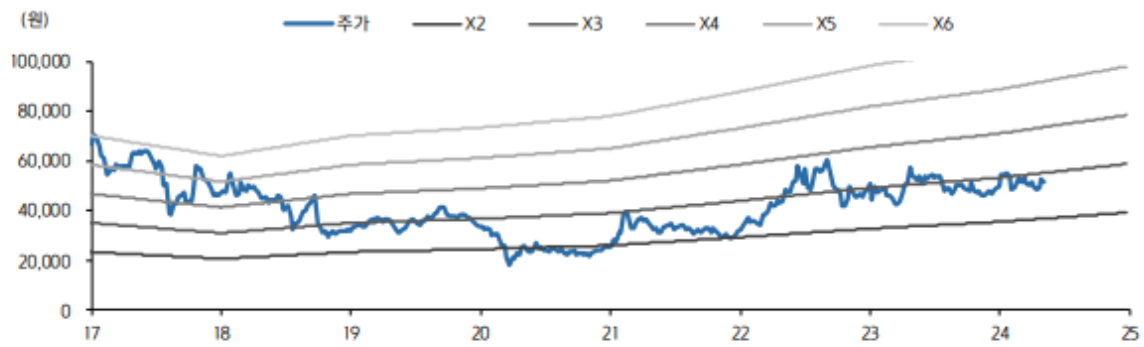
자료: 키움증권 리서치센터

한국항공우주 12M Forward P/E 밴드 차트



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

한국항공우주 12M Forward P/B 밴드 차트



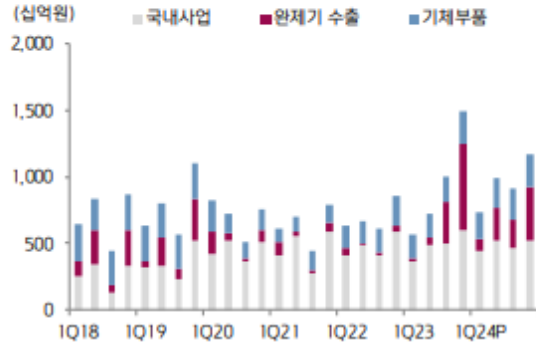
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

### 한국항공우주 분기별 매출액 및 영업이익 추이 전망



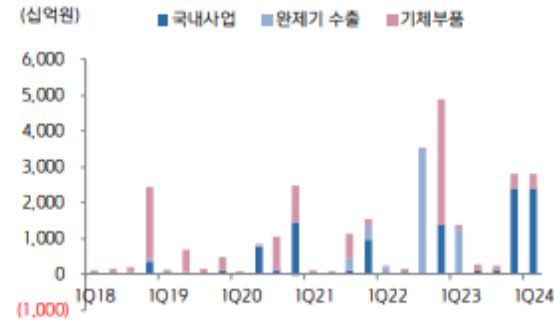
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

### 한국항공우주 부문별 매출 추이 및 전망



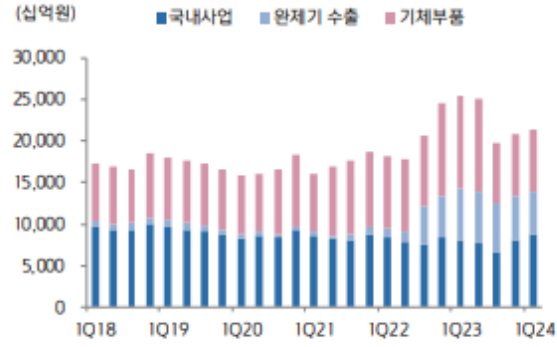
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

### 한국항공우주 부문별 신규 수주 추이



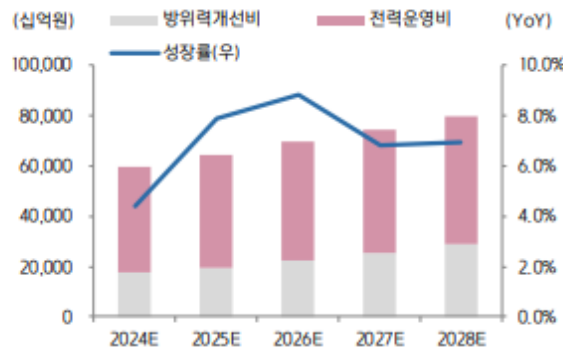
자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

### 한국항공우주 부문별 수주 잔고 추이



자료: 한국항공우주, 키움증권 리서치센터

### 2024~2028 5개년 국방예산 전망



### FA-50/수리온 수출 예상 국가

국가	기종	수량	비고
필리핀	FA-50/T-50	12	2014년 FA-50 12대 구매 2017년 인도 완료
아랍트	FA-50/ T-50	36+	잠재적 소요 100여대 예상
우즈베키스탄	FA-50	14	2015년 T-50 12대 도입 고려
미국	FA-50	500	미 공군 전술훈련기 280대 미 해군 고등훈련기-전술훈련기 220대
UAE/아라크	수리온	-	약 1.7조원 규모의 수주 예상



## HD현대건설기계

신흥시장과 산업차량의 선전으로 감소폭 완화

[출처] BNK투자증권 이상현 애널리스트

1Q24 실적: 컨센서스 부합

1Q24 연결실적은 매출액 9,791억원(-4% yoy), 영업이익 536억원(-33% yoy), 영업이익률 5.5%(-2.4%p yoy)을 기록해 컨센서스(영업이익 523억원)에 부합했다. 달러 재고와 고금리에 따른 선진시장의 수요 감소, 불륨과 믹스 악화, 일회성 비용 등으로 전년동기비 부진했으나 신흥시장과 산업차량의 선전으로 시장대비 외형 감소폭은 완화되었다. 일회성 비용 등을 제외하면 연간 가이던스 영업이익률에도 충족하는 수준으로 평가된다.

2분기 외형 감소폭 완화 추세 예상, 하반기 대기수요 회복 기대

2분기 영업실적은 매출액 1조 264억원(-0.6% yoy), 영업이익 659억원(-32% yoy), 영업이익률 6.4% (-3.0%p yoy) 수준으로 전망된다. 신흥시장과 산업차량에서 매출 감소폭 완화가 이어질 것으로 기대한다. 일회성 비용 중 인센티브 지출은 이어질 것으로 예상되나 그 외 일회성 비용 요인이 사라지면 전분기비 이익률 개선이 가능할 전망이다. 하반기로 갈수록 달러 재고 조정이 일단락되고 금리인하 대기수요가 회복되면서 전년동기비 외형 성장이 가능할 것으로 기대한다. 중장기로는 부품 공용화 및 공용 플랫폼을 통한 시너지 효과가 가시화될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 77,000원으로 커버리지 개시

HD현대건설기계에 대한 투자의견 매수와 목표주가 77,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 Historical PER, PBR, EV/EBITDA 평균 배수를 적용했다. 목표주가의 Implied PER은 8.7배 수준으로 2024년 Global Machinery 평균 PER 13.6배 보다 낮은 수준이다



Fig. 1: HD현대건설기계 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	3,516	3,825	3,957	4,117	4,390
영업이익	171	257	240	262	286
세전이익	153	190	213	226	252
순이익[지배]	112	139	165	173	191
EPS(원)	5,661	7,077	8,621	9,159	10,153
증감률(%)	-1.7	25.0	21.8	6.2	10.9
PER(배)	11.0	7.3	6.4	6.0	5.4
PBR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	7.3	4.5	5.0	4.2	3.5
ROE(%)	8.0	9.2	10.0	9.5	9.7
배당수익률	2.8	1.4	1.5	1.7	1.9

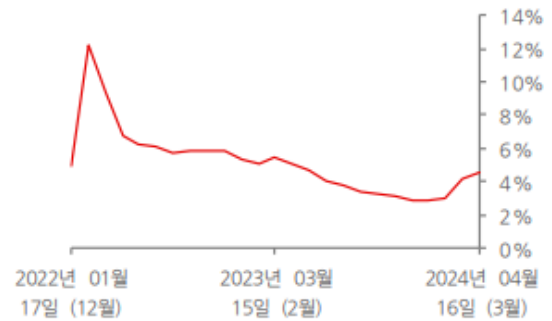
자료: HD현대건설기계, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 미 기계주문, 국내 건설기계 수출 증감률 비교



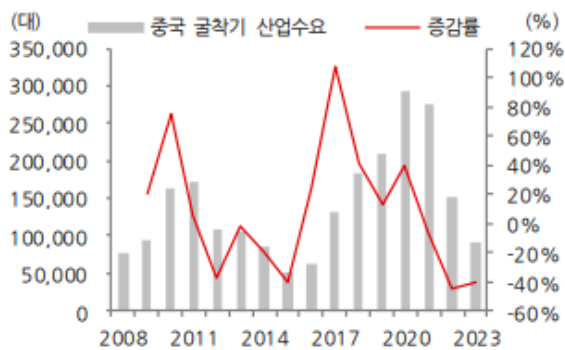
자료: FRED, 통계청, BNK투자증권

Fig. 3: 중국 고정자산 투자 증감률 추이



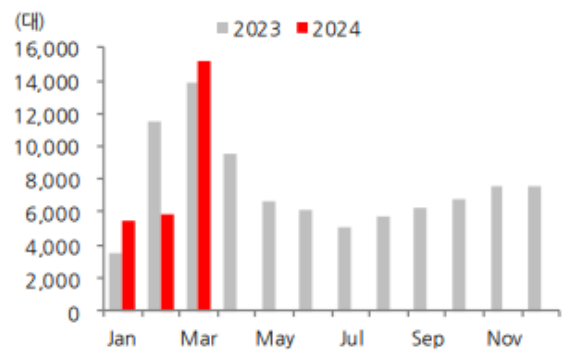
자료: NBSC, BNK투자증권

Fig. 4: 중국 굴착기 연간 산업 수요 추이

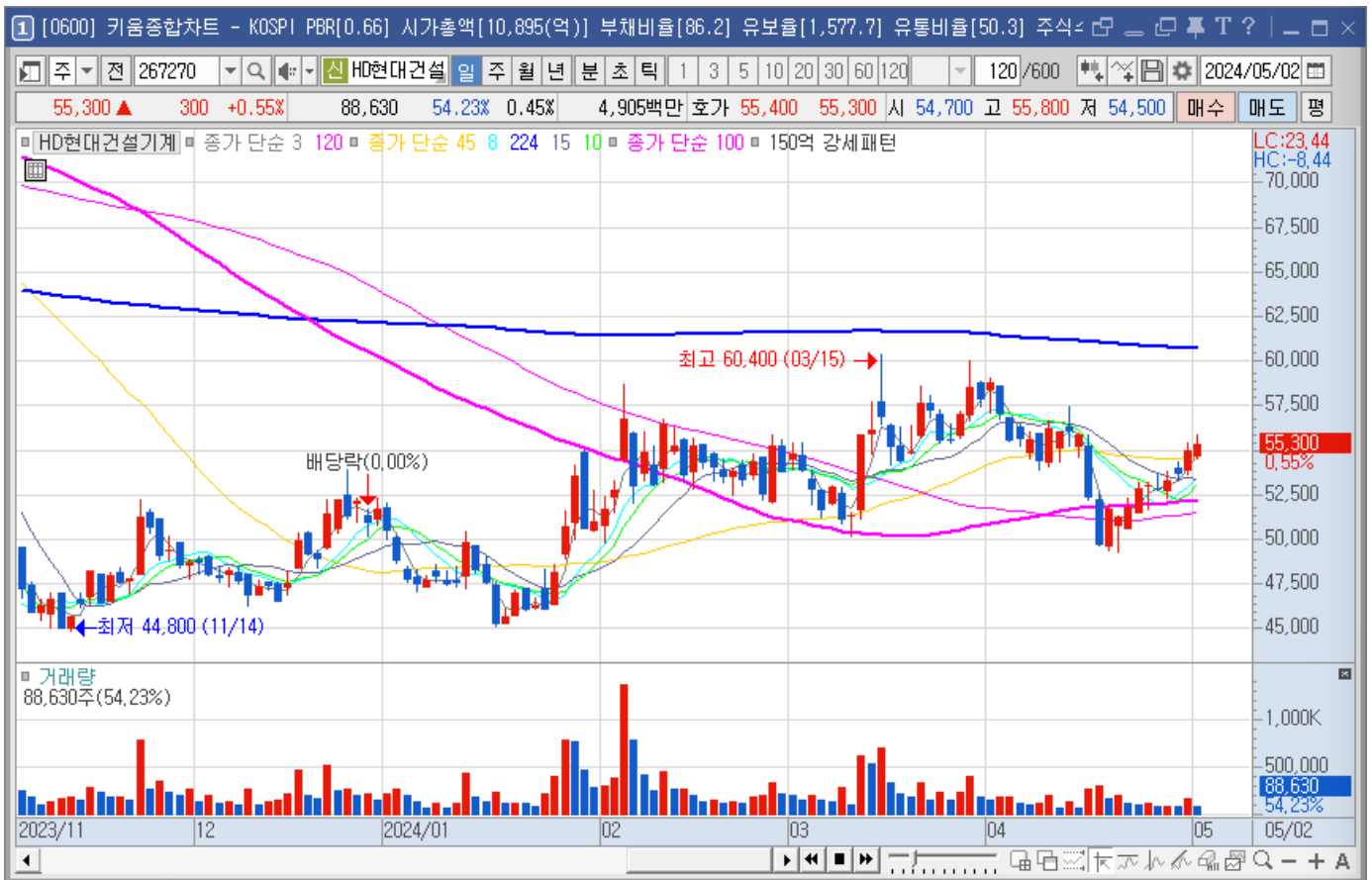


자료: HD현대건설기계, BNK투자증권

Fig. 5: 중국 굴착기 월 산업수요 동향



자료: HD현대건설기계, BNK투자증권



F&F

중국 성장 양호, 아쉬운 내수

[출처] 키움증권 조소정 애널리스트

1Q: 중국 성장 양호, 다만 국내 소비 위축 여파는 불가피

F&F의 1분기 매출액은 5,070억원 (+1.9% YoY), 영업이익은 1,302억원 (-12.5% YoY, OPM 25.7%)을 기록, 시장예상치에 부합했다. 중국 채널의 견조한 성장에도 불구하고, 내수 소비 위축으로 국내 실적이 감소하면서 이익이 줄었다.

국내: 내수와 면세가 부진했다. 면세 매출은 412억원 (-12% YoY), 내수 매출은 1,771억원 (-11% YoY)을 기록했다. 면세의 경우 B2B 영업 축소와 MLB의 물량 조정 영향으로, 내수는 국내 의류 소비 위축에 따른 백화점 채널 매출 감소와 다이고향 판매 감소 영향 때문이었다.

- 내수: MLB -19%, 키즈 -9%, Discovery -5%

- 면세: MLB -16%, 키즈 +8%, Discovery +50%

중화권: 성장세는 견조했다. 중국 매출은 2,390억 (+15% YoY, 위안화 기준 +16%), 홍콩 법인은 222억 (+15% YoY)을 기록했다. 높은 브랜드 수요 덕분에 견조한 성장세를 유지했다. 1분기 말 중국 내 정규 오프라인 매장은 1,104개 (비효율 매장 폐쇄 6개, 신규 10개 추가), 홍콩은 41개였다.

24E: 지속가능한 성장을 위해 노력하는 해

24년 매출은 2조 853억원 (+5% YoY), 영업이익은 5,443억원 (-1% YoY, OPM 26.1%)을 기록할 전망이다. 중화권 채널의 견조한 성장세와 국내 실적의 부진이 상쇄될 전망이다.

그동안 주가가 부진했던 가장 큰 이유는 당장 기대할 만한 성장 모멘텀이 제한적이기 때문이다. 동사의 성장을 이끌어왔던 중국의 경우 올해부터 ①자체적인 질적 성장 전략에 따른 신규 출점 수 제한, ②중국 내 비우호적인 소비 환경, ③브랜드의 구조적인 성숙기 진입으로 당분간 과거만큼 높은 성장률을 기대하기 어렵다. 동사는 현재 지속적인 성장을 위해 타 해외 채널 확장, 신규 브랜드의 육성 작업을 이어오고 있으나, 해당 작업들은 가시적인 성과가 나타나기 까지 시간이 필요하다. 이에 24년은 미래 성장을 위해 잠시 쉬어가는 시기가 될 전망이다. 다만 여전히 중국향 비중이 큰 업체이기 때문에, 향후 시장 내 중국 소비 시장에 대한 관심이 늘어날 경우 동사에 대한 투자 심리가 확대될 가능성은 여전히 크다

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,808.9	1,978.5	2,085.3	2,297.3
영업이익	524.9	551.8	544.3	622.3
EBITDA	605.2	625.7	629.1	617.9
세전이익	605.2	554.9	543.1	620.2
순이익	442.7	425.0	407.5	465.1
지배주주지분순이익	441.8	425.1	404.9	462.2
EPS(원)	11,532	11,096	10,571	12,065
증감률(% YoY)	30.3	-3.8	-4.7	14.1
PER(배)	12.5	8.0	6.2	5.5
PBR(배)	6.01	2.65	1.57	1.28
EV/EBITDA(배)	9.4	5.5	3.3	2.6
영업이익률(%)	29.0	27.9	26.1	27.1
ROE(%)	60.4	38.4	28.0	25.8
순차입금비율(%)	14.5	1.3	-27.7	-47.2



풍산

방산 + 구리의 완벽한 조합

[출처] BNK투자증권 김현태 애널리스트

1Q 연결OP 542억원으로 컨센서스 10% 상회

1Q 연결 실적은 매출액 9,635억원, OP 542억원으로 매출은 예상에 부합했고 손익은 예상을 상회했다. 별도OP는 352억원으로 컨센서스를 6% 하회했으나, 해외 종속회사가 모두 양호한 영업실적을 달성하면서 연결OP는 예상보다 좋았다. 1Q 방산 매출액은 1,743억원으로 yoy, qoq 감소했으나, 이는 계절성과 전년동기의 일회성 매출 영향이고 회사의 사업 계획에는 부합했다. 본사 신동 부문은 ① 수출 확대로 판매량이 +3.4% yoy, +5.5% qoq 증가했고, ② 전기동 가격과 환율 상승이 더해져 매출액이 +8% qoq 증가했다.

2Q 연결OP 1,256억원으로 역대 최대 실적 예상

2Q에는 방산 매출 증가, 전기동&환율 상승 효과가 반영되면서 큰 폭의 이익증가가 예상된다. 회사 측은 2Q 가이드ansom으로 별도 매출액 9,519억원, 세전이익 1,100억원을 제시했다. 가이드ansom은 5~6월 전기동 9,300달러, 환율 1,340원으로 가정한 것인데, 현재 전기동 1만 달러, 환율 1,380원을 감안하면 가이드ansom을 상회할 가능성도 충분하다. 특히 방산 수출금액이 1Q 953억원에서 2Q 2,318억원으로 대폭 증가하기 때문에 환율 영향이 크게 반영될 전망이다. 방산 수출 최고치는 23.4Q 기록한 2천억이었다. 그런데 연말도 아닌 2Q에 2,318억원으로 기존 최고치를 상회할 전망이다. 또한 전기동 가격 (1M 래깅)도 2Q +13% qoq로 Covid 직후 상품가격 급등기 수준이 예상된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 8만원 (PBR 1.0X)으로 상향

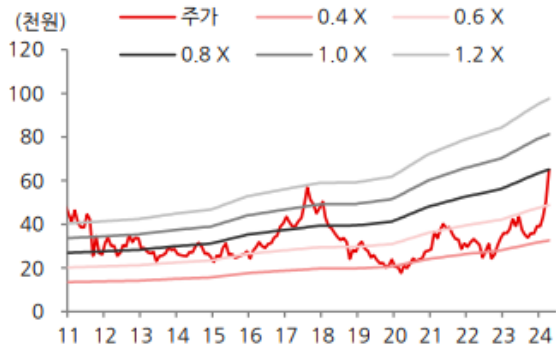
동사 주가는 상품가격에 민감히 반응하기 때문에 동 가격의 향방이 더 중요한 변수이긴 하나, 방산+구리의 조합은 당분간 강력한 모멘텀으로 작용할 전망이다. 실적 급증을 반영해 목표주가를 8만원 (PBR 1.0X)으로 상향한다

Fig. 1: 풍산 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	4,373	4,125	4,605	4,802	5,018
영업이익	232	229	353	300	321
세전이익	220	201	328	272	306
순이익[지배]	175	156	248	207	233
EPS(원)	6,250	5,582	8,844	7,380	8,301
증감률(%)	-28.0	-10.7	58.4	-16.6	12.5
PER(배)	5.4	7.0	7.3	8.8	7.8
PBR	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.4	4.3	4.5	4.8	4.2
ROE(%)	9.9	8.2	11.9	9.0	9.3
배당수익률	3.0	3.1	2.2	2.2	2.2

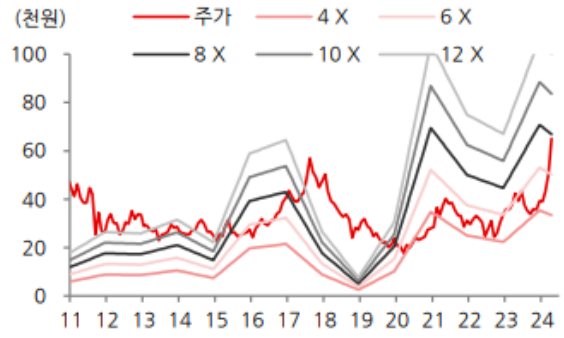
자료: 풍산, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: PBR Band 차트



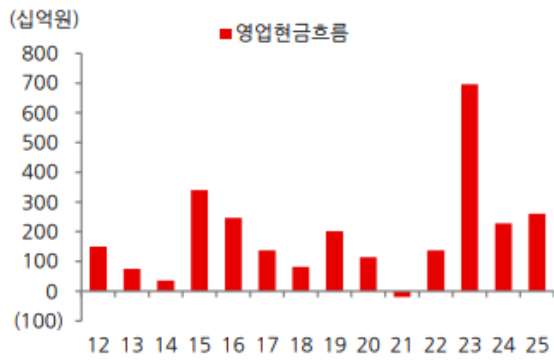
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 3: PER Band 차트



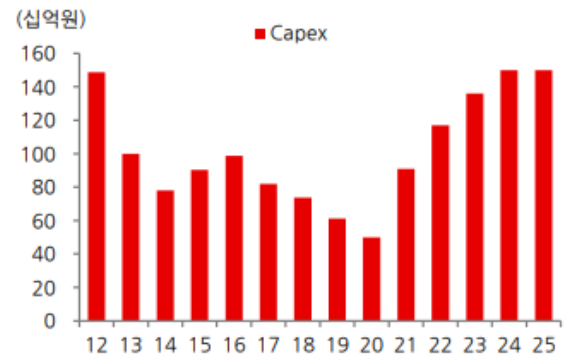
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 4: 영업현금흐름 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 5: Capex 추이 및 전망



자료: ValueWise, BNK투자증권



우리금융지주

1Q24 Review : 총주주환원을 상승 기대

[출처] IBK투자증권 우도형 애널리스트



### 1분기 실적은 컨센서스 부합

1분기 우리금융지주의 지배주주순이익은 8,245억원 (YoY -9.8%, QoQ +1,110.4%)로 컨센서스 8,176억원에 부합하였다. 그룹 NIM은 전분기 대비 2bp 상승했으며 이는 조달 비용 개선에 따라 은행 NIM이 3bp 상승한 것에 기인한다. 원화대출은 전분기 대비 1.3% 증가하였다. 비이자이익은 전년동기 대비 5.7% 증가했다. 유가증권 관련 이익은 감소했지만 외환 및 리스 관련 수수료가 크게 증가한 것에 기인한다. CIR은 40.5%를 기록하며 전년동기 대비 17bp 감소했다. CCR은 건전성이 악화되며 전년동기 대비 9bp 증가한 40bp를 기록했다. 특이 요인이 없을 시 경상 CCR 수준은 40bp 내외가 될 것으로 판단된다. ELS의 영향은 미미한 수준이다.

### 1분기 말 CET-1 비율은 12.0% 기록

우리금융지주의 1분기 CET-1 비율은 12.0%로 전년 말과 동일한 수준을 기록했다. 세부적인 영향은 보통주자본 0.8조원 증가에 따른 +40bp, 1분기 배당 -10bp, 환율 60원 상승에 따른 -20bp, 위험가중자산 증가에 따른 -10bp이다. 환율 영향을 제외한 CET-1 비율은 12.2% 수준이다. 우리금융지주는 CET-1 비율 13% 이하 구간에서 총주주환원율 30%~35%의 주주환원정책을 시행하고 있으나 증권사 및 보험사 인수를 준비하고 있어 자본 여력 개선이 쉽지 않은 상황이다. 이에 당사는 세분화된 주주환원정책을 검토 중이라고 발표하였으며 주주환원에 대한 의지를 적극 보여주었다고 판단된다. 1분기 DPS는 180원이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 18,000원 유지

우리금융지주에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 18,000원을 유지한다. 투자의견을 매수로 유지하는 이유는 세분화된 주주환원정책을 검토 중이며 이에 따라 총주주환원율의 상승 여력 개선이 기대되기 때문이다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
총영업이익	9,847	9,837	10,345	10,708	10,965
영업이익	4,463	3,499	4,229	4,540	4,856
지배주주순이익	3,169	2,506	3,031	3,255	3,486
증감률 (%)	22.2	-22.9	20.9	7.4	7.1
P/E (배)	2.7	3.9	3.5	3.3	3.0
P/B (배)	0.33	0.35	0.35	0.33	0.30
EPS (원)	4,352	3,355	4,057	4,357	4,666
BVPS (원)	35,268	37,557	40,250	43,452	46,748
DPS (원)	1,130	1,000	1,190	1,350	1,500
ROE (%)	11.6	8.3	9.2	9.2	9.2
ROA (%)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
배당 수익률 (%)	9.8	7.7	8.4	9.5	10.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상





타이거일렉

Probe Card는 타이거일렉으로 통한다

[출처] 키움증권 오현진 애널리스트

## HBM이 촉발한 Probe Card 수요 증가 수혜주

최근 AI 서버 성장 및 이로 인한 HBM 수요 확대에 따라 반도체 테스트의 중요성 및 검사 장비 고도화 수요가 커지고 있다. 기존 디램 대비 테스트 공정 증가 및 테스트 시간이 장시간화됨에 따라 메모리용 Probe Card 시장이 빠르게 성장할 전망이다. 동사는 Probe Card 등 반도체 검사공정에 사용되는 PCB를 주력으로 생산한다. 다만, 늘어나는 수요에도 Probe Card PCB는 제작 난이도가 높아 공급처가 제한적이며, 기존 업체들도 공격적인 생산 능력 확대에 한계가 있다. 동사는 베트남 공장 증설을 통해 추가적인 생산 능력 확보 및 수년간의 수율 안정화를 진행했다. 이에 올해 글로벌 고객사 확보를 통한 디램 및 비메모리용 제품 비중 확대 본격화가 기대된다. 상반기 해외 고객사향 Load Board PCB 및 비메모리용 Probe Card PCB 납품이 진행된 것으로 파악되며, 하반기 디램용 Probe Card PCB 납품 본격화를 전망한다.

## 비메모리 시장 성장과 함께할 STO 부문

Space Transformer는 Probe Card 내 핵심 부품 중 하나로, 동사는 고객사가 해외 업체에 구매를 의존하던 유기(Organic) 소재 기반의 STO(Space Transformer Organic)를 국내 최초로 개발했다. MLO(Multi-Layer Organic) 라고도 불리며, 제작 기간이 짧고 MLC 대비 상대적으로 낮은 단가를 특징으로 주로 비메모리용 Probe Card에 쓰이는 것으로 파악된다. MLO 시장 규모는 약 2,000억원으로 추정되며, IoT와 자율주행 등 수요가 빠르게 증가하는 비메모리용 Probe Card에 주로 납품된다는 점을 감안 시 높은 시장 성장이 가능하다. 빠른 납기 등이 중요한 만큼 국산화 수요가 크며, 동사는 고객사와의 제품 테스트 진행 후 연내 납품이 가능할 것으로 판단된다.

## 업황 대비 빠른 턴어라운드 예상

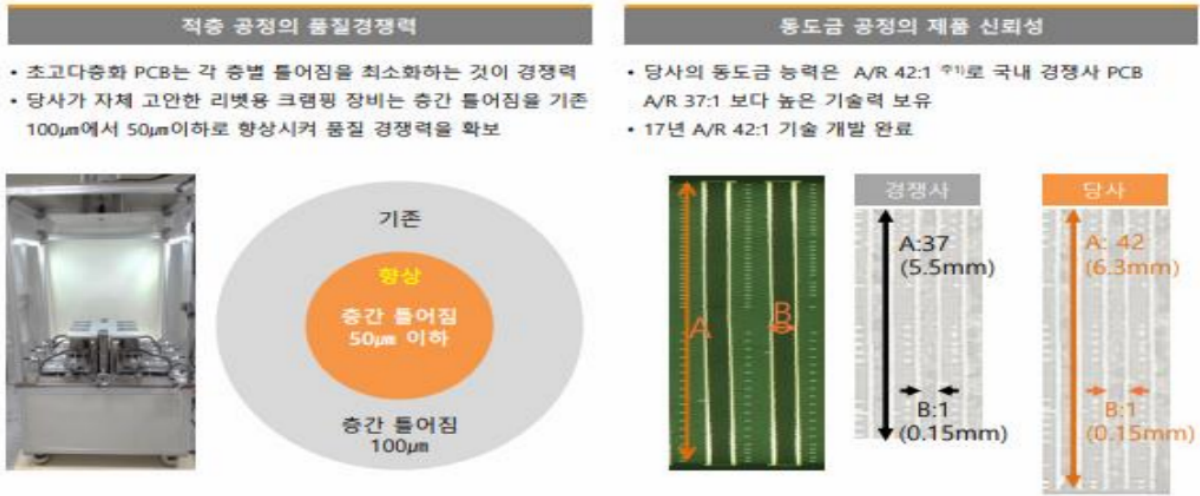
고객사 확대 및 비메모리용 납품 증가 등의 영향으로 업황 대비 빠른 실적 턴어라운드가 가능할 전망이다. 이에 24년 실적은 매출액 607억원(YoY 25%), 영업이익 60억원(흑자전환)을 전망한다. 고부가 제품 위주의 동사의 포트폴리오 감안시, 실적 전망치는 전방 시장 업황 반등 및 신규 제품 수율 안정화 여부에 따라 추가 상향이 가능하다. MLO를 포함한 신규 제품의 중장기 성장성은 동사의 투자 매력도를 높이는 요인이다

### 투자지표

(십억원, IFRS)	2021	2022	2023	2024F
매출액	50.3	58.1	48.6	60.7
영업이익	2.3	3.1	-3.1	6.0
EBITDA	7.0	7.7	1.3	10.0
세전이익	3.9	4.4	-3.0	6.5
순이익	3.2	3.6	-2.6	5.6
지배주주지분순이익	3.2	3.6	-2.6	5.6
EPS(원)	500	569	-405	892
증감률(%YoY)	-28.7	13.8	적전	흑전
PER(배)	41.8	35.3	-49.3	40.8
PBR(배)	2.56	2.28	2.39	3.94
EV/EBITDA(배)	19.8	16.4	100.5	23.3
영업이익률(%)	4.6	5.3	-6.4	9.9
ROE(%)	6.3	6.7	-4.7	10.1
순차입금비율(%)	11.1	-1.4	12.9	6.5

자료: 키움증권

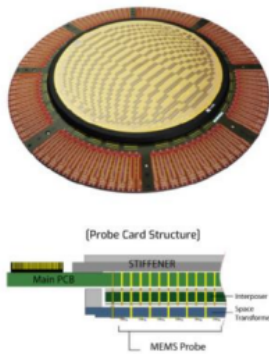
## 타이거일렉 핵심 기술 경쟁력



주) 1) A/R (Aspect Ratio): PCB기판의 두께 대비 홀 크기의 비율. 도금 공정능력을 나타내는 척도로, 수치가 높을수록 도금 공정능력 우수

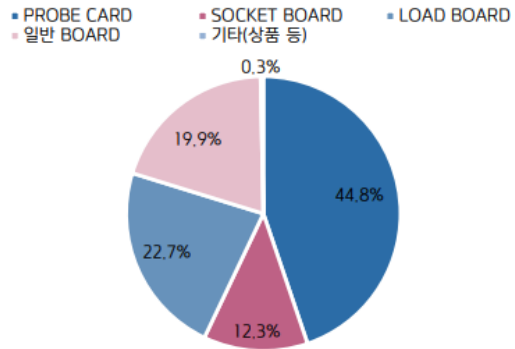
자료: 타이거일렉, 키움증권

## Probe Card 구조



자료: 티에스이, 키움증권

## 타이거일렉 매출 비중(23년 기준)



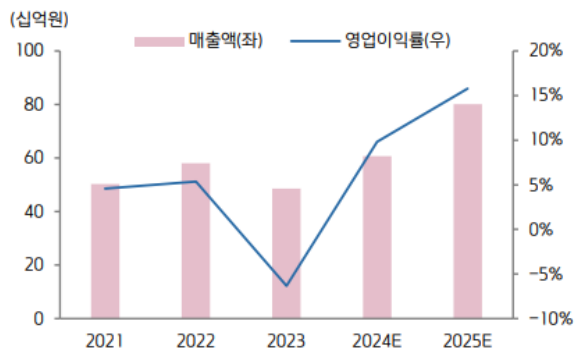
자료: 타이거일렉, 키움증권

## 타이거일렉 실적전망

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	11.1	11.8	13.5	12.2	48.6	60.7	80.1
%YoY	-23.5	-25.2	-5.4	-9.9	-16.4	24.9	32.0
<b>영업이익</b>	-1.1	-0.8	-1.0	-0.1	-3.1	6.0	12.6
%YoY	적전	적전	적지	적지	적전	흑전	112.0
영업이익률(%)	-10.0	-7.1	-7.5	-1.1	-6.3	9.8	15.8

자료: 키움증권

## 타이거일렉 실적 추이 및 전망



자료: 타이거일렉, 키움증권

## 타이거일렉 주요 연구개발 실적

연구과제	연구 내용 및 개발실적	개발연도
Probe Card	- 초 고다층 PCB 양산화 - Size : 480 $\varnothing$ / Layer : 118 - Thickness : 7.5mm	2018년
Probe Card	- Layer : 136 - Thickness : 7.55mm - Pitch : 0.8P - BVH	2021년
STO	- mSAP 공법을 활용한 STO(Space Transformer Organic) 개발 - Pitch : 0.08mm	2023년

자료: 타이거일렉, 키움증권

