

## < 관심리포트 정리 >

LX인터내셔널

해상운임 강세로 증익 사이클 진입 기대

[출처] 하나증권 유재선 애널리스트

목표주가 40,000원, 투자의견 매수 유지

LX인터내셔널 목표주가 40,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 2분기 실적은 시장 기대치에 부합할 전망이다. 자원과 트레이딩/신성장은 견조한 실적 흐름을 이어가는 가운데 물류에서 이익 개선 흐름이 확인될 전망이다. 컨테이너 운임지수가 높은 수준을 이어가고 있기 때문이다. 과거 운임 강세 시점과 비교해볼 때 당시보다 상승 속도가 빠르다는 점도 긍정적인 부분으로 간주된다. 연결 실적이 개선되는 만큼 배당에 대한 눈높이도 상당 부분 재평가될 여지가 많아질 전망이다. 2024년 기준 PER 4.2배, PBR 0.5배다.

2Q24 영업이익 1,226억원(YoY -5.1%) 컨센서스 부합 전망

2분기 매출액은 4.4조원을 기록하면서 전년대비 26.8% 증가할 전망이다. 원/달러 환율이 약세를 지속한 가운데 해상 운임지수가 가파른 상승세를 나타냈기 때문이다. 영업이익은 1,226억원으로 전년대비 5.1% 감소할 것으로 전망된다. 자원 부문의 감익이 주요 원인으로 작용할 전망이다. GAM 광산의 증산 기조가 유지되고 있으나 인도네시아 저열량탄 가격이 전년대비 낮은 수준을 기록하고 있기 때문이다. 트레이딩/신성장은 환율 상승 및 인수 법인 통합비용 기저효과로 안정적인 실적 이어질 것으로 기대된다. 물류는 기후변화 및 지정학적 이슈로 컨테이너 운임지수가 급등했고 물동량 성수기를 앞두고 강세 흐름을 이어가고 있어 유의미한 증익이 가능할 전망이다. 지분법은 중국 석탄 생산량 증가로 전분기대비 개선될 것으로 예상된다.

아직 제대로 반영되지 않은 물류 부문 증익 기대감

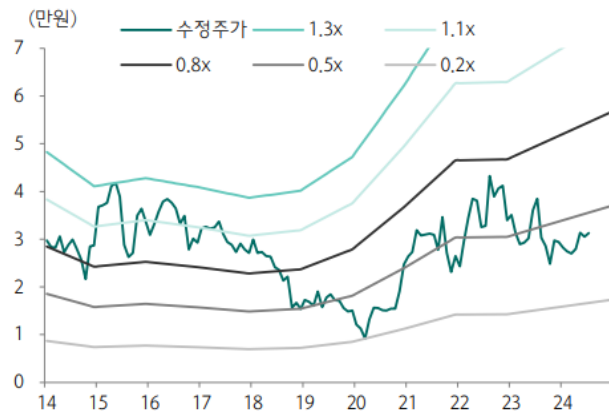
물류 부문의 잠재적 성장 여력이 아직 실적 추정치로 반영되지 않은 모습이다. 목적지 도착 기준으로 실적을 인식하기 때문에 일정 부분 시차가 존재하는 점을 감안하면 1분기보다는 2분기, 2분기보다는 3분기는 더 개선되는 성장 추세가 확인될 전망이다. 물론 영업자산을 직접 소유하는 방식이 아니기 때문에 해운사 수준의 실적 레버리지를 예상하기는 어렵다. 하지만 과거 글로벌 팬데믹 이후 운임 강세가 외형과 마진 상승으로 이어졌던 사례를 참고하면 유의미한 규모의 이익 성장을 기대해볼 수 있다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

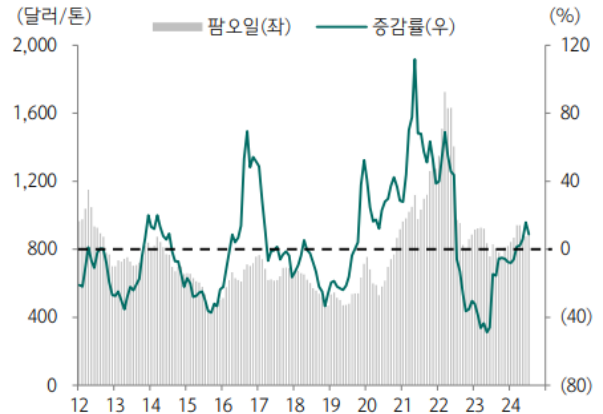
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	18,759.5	14,514.3	15,273.2	16,153.9
영업이익	965.5	433.1	422.5	437.1
세전이익	1,133.2	342.8	498.0	530.1
순이익	515.2	117.1	286.2	296.8
EPS	13,293	3,021	7,383	7,658
증감율	47.18	(77.27)	144.39	3.72
PER	2.55	9.73	4.24	4.09
PBR	0.57	0.49	0.47	0.43
EV/EBITDA	2.24	4.40	4.19	3.92
ROE	25.53	5.17	11.95	11.26
BPS	59,388	59,671	65,940	72,207
DPS	3,000	1,200	1,500	1,600

도표 2. LX인터내셔널 12M Fwd PBR 추이



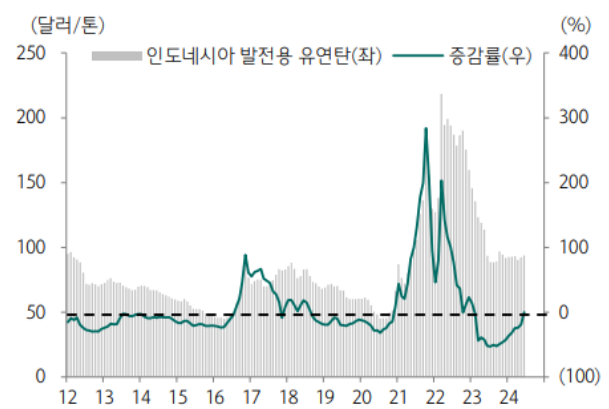
자료: LX인터내셔널, 하나증권

도표 3. 팜오일 가격 추이 (6월 YoY +15.7%)



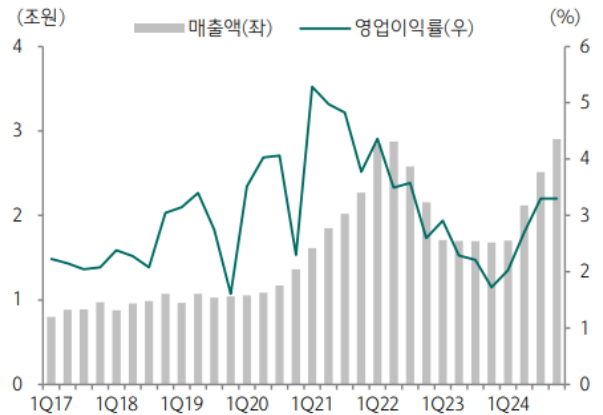
자료: Thomson Reuters, 하나증권

도표 4. 인도네시아 발전용 유연탄 (6월 YoY +0.2%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. 물류부문 실적 추이 및 전망



자료: LX인터내셔널, 하나증권



삼양식품  
세계는 넓다

[출처] IBK투자증권 김태현 애널리스트

### 영업이익이 시장 기대치 상회할 듯

2분기 연결 매출액과 영업이익 추정치를 각각 3,774억원(+32.2% yoy), 921억원(+109.0% yoy)으로 유지한다. 시장 컨센서스(3,842억원 / 768억원) 대비 매출은 대체로 부합, 영업이익은 상회할 전망이다. 수출 호조 및 원가 하락 흐름이 이어진 가운데, 원·달러 환율 상승 효과가 1분기 보다 컸던 것으로 파악된다. 또 해상운임 등을 반영하여 수출 판가를 결정하는데, 다수의 해외 벤더들과 상반기까지는 고정 계약이 체결돼 있어 수출 비용 상승 우려도 제한적이라고 판단된다.

### 미·중·유럽으로 수출 집중

면·스낵 수출이 2,783억원(+49.1% yoy)으로 전망된다. 한정적인 캐파 상황에서 판가 및 판매 마진이 높은 미국과 유럽 지역 수출에 집중하는 한편, 중국 618 쇼핑 축제 관련 물량이 더해져 견조한 판매 실적이 이어졌을 것으로 보인다. 특히 미국에서 2분기 들어 불닭 챌린지가 확산, 까르보 불닭볶음면 공급이 수요를 못 따라갈 정도로 높은 인기를 구가한 것으로 확인된다. 1분기 80% 중반이던 미국 월마트 입점률이 5월 90% 초반으로 확대됐고, 연말에는 월마트 전 매장에 불닭볶음면 입점이 가능할 전망이다. 반면 미국, 유럽, 중국 수출에 주력함에 따라 상대적으로 동남아 지역 수출 증가폭은 낮을 전망이며, 내수도 두자릿대 매출 감소세 이어질 것으로 예상된다.

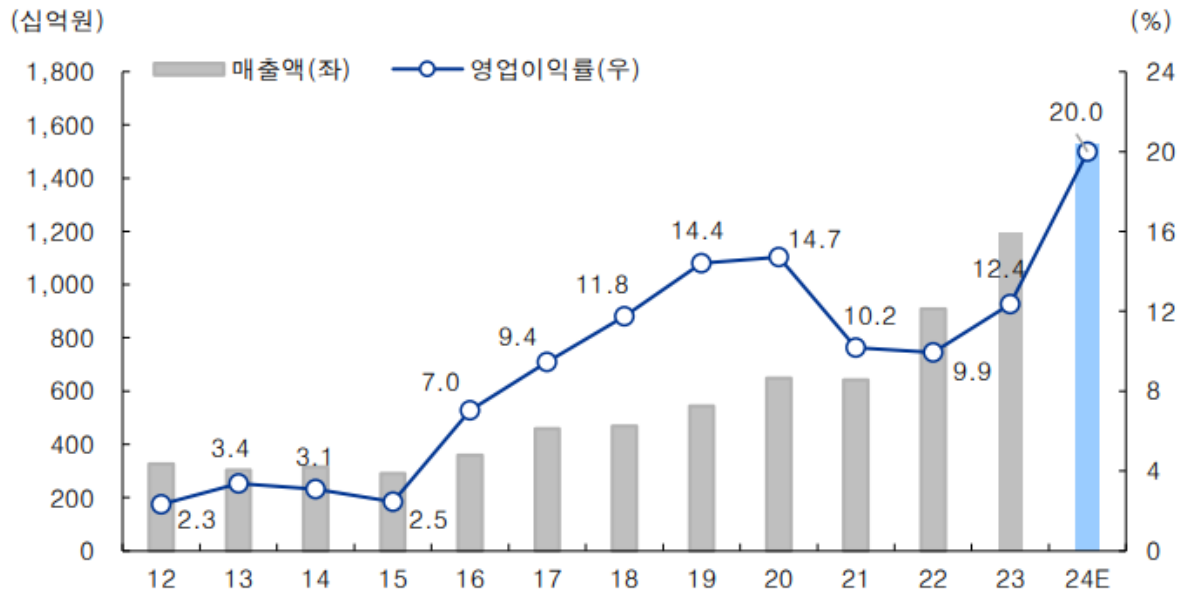
### 수출 성장 여력 여전히 높아

내년 2분기 중 밀양 2공장이 준공되면 기존 대비 생산 능력이 약 40%(기존 18억개+신규 7억개) 증가하는 만큼 지금의 높은 인기가 유지된다면 26년에는 무리없이 매출 2조원 달성이 가능할 전망이다. 5월 누계 기준 국내 라면 수출 1위 국가인 중국(수출비중: 16.6%)에서 동사의 라면 시장 점유율은 5% 수준에 불과하다. 증설에 따른 수출 성장 여력이 여전히 높다고 판단되는 이유다. 이에 매수 의견을 유지하며 Target PER을 20.2배로 상향함에 따라 목표주가를 72만원(기존 46만원)으로 상향한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	909	1,193	1,530	1,808	2,158
영업이익	90	148	306	343	403
세전이익	102	156	318	361	427
지배주주순이익	80	126	249	283	333
EPS(원)	10,593	16,761	33,020	37,531	44,170
증가율(%)	41.6	58.2	97.0	13.7	17.7
영업이익률(%)	9.9	12.4	20.0	19.0	18.7
순이익률(%)	8.8	10.6	16.3	15.7	15.4
ROE(%)	18.9	24.8	36.5	30.5	27.6
PER	12.0	12.9	18.3	16.1	13.7
PBR	2.1	2.9	5.7	4.3	3.4
EV/EBITDA	9.8	9.6	13.1	11.7	9.8

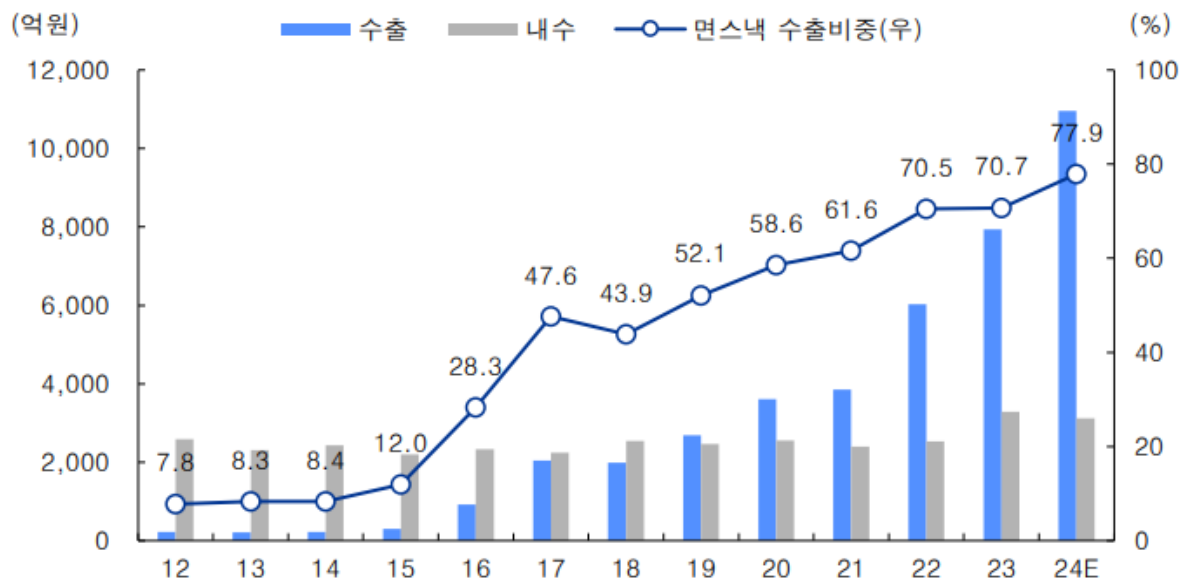
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 삼양식품 연결 실적 추이 및 전망



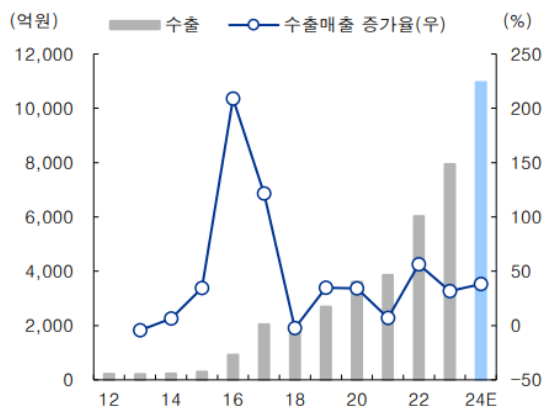
자료: 삼양식품, IBK투자증권

그림 2. 면스낵 수출액 및 수출 비중 추이



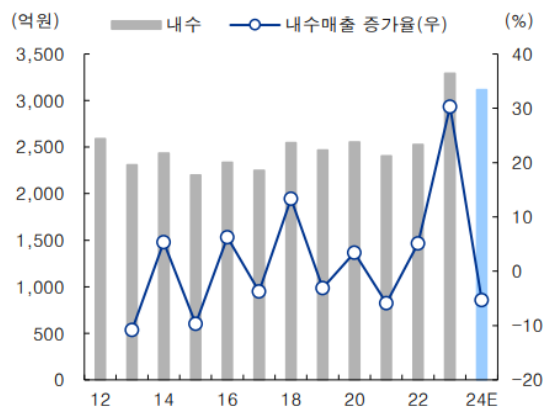
자료: 삼양식품, IRK투자증권

그림 3. 면스넥 수출 추이 및 전망



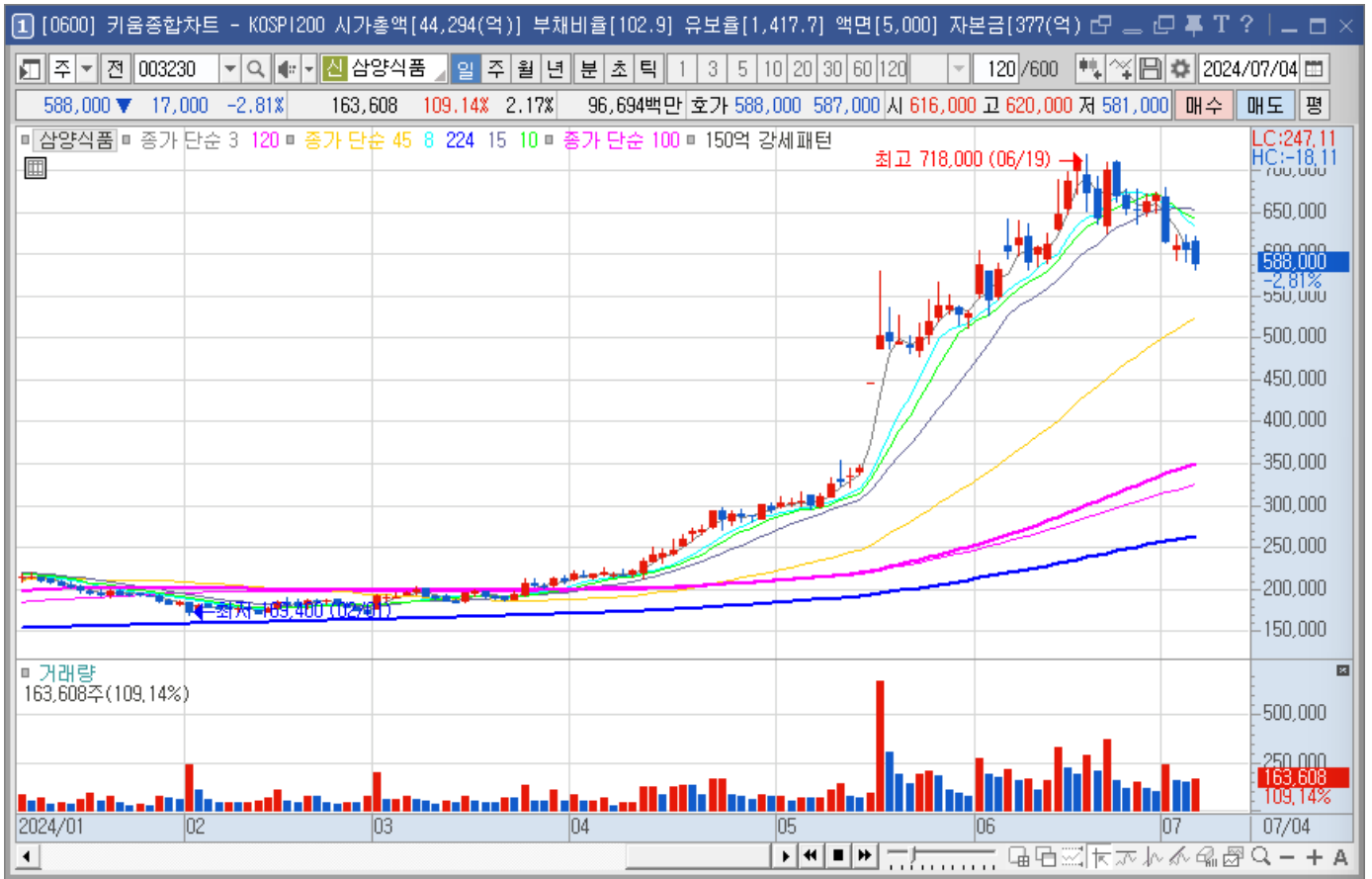
자료: 삼양식품, IBK투자증권

그림 4. 면스넥 내수 추이 및 전망



자료: 삼양식품, IBK투자증권





## 에이비엘바이오

대규모 자금 투입, 신약 개발 속도 높인다

[출처] [상상인증권 하태기 애널리스트](#)

### 비전 ABL2.0으로 이중항체 ADC 시장 선점 계획 발표

에이비엘바이오는 이중항체 플랫폼기술 Grabody™을 기반으로 신약 Pipeline을 개발하고 이를 L/O하는 사업모델을 진행하고 있다. 현재 사노피, 유한양행 등에 6건의 L/O계약을 체결한 바 있으며, 7개의 Pipeline을 임상 개발, 적응증 및국가를 확장하여 15개 글로벌 임상을 진행 중이다.

이러한 상황에서 동사는 비전 ABL 2.0을 발표했다. 이와 동시에 제3자배정 유상증자(기명식 전환우선주, 납입일 7월 11일) 1,400억원 발행을 발표했다. 이자금을 투입하여 기존 Pipeline 임상을 강화하고, 이중항체 ADC 개발에 속도를 높여 이중항체 ADC시장을 선점, 기업가치를 높이겠다는 전략으로 판단된다.

### 이중항체 플랫폼 기술 기반으로 L/O, 이중항체 시장 선점 전략 추진

에이비엘바이오의 최근 변화를 살펴보면 두가지로 정리할 수 있다.

첫째, 연말까지 목표로 신약 L/O 추진 중이다. 동사의 자체 기술인 이중항체 타겟 4-1BB 기반 그래프다-T, 혈액뇌장벽(BBB) 셔틀 기반 그래프다-B 플랫폼 기술로 개발된 Pipeline 중에서 현재 텀짓(투자의향서)을 받은 상황이다. 동사는 연말까지 1개 이상의 Pipeline에 대한 L/O를 성사시킨다는 목표이다. L/O계약은 의미 있는 규모로, 의미 있는 글로벌 제약사와 체결될 것으로 기대된다.

둘째, ADC신약 Pipeline 개발에 집중, 속도를 높인다는 계획이다. 동사는 이중항체 플랫폼 기술을 기반으로 시나픽스의토퍼아이소머라제(Topoisomerase)I 억제제 페이로드를 적용한 이중항체ADC를 개발 중이다. 2023년 9월 네덜란드 바이오 기업 시나픽스(Synaffix)로부터 ADC와 관련한 약물 접합 기술을 도입했다. 시나픽스 TOP1 페이로드는 이미 암젠, 이노반트와 같은 글로벌 기업의 임상 3상에서 데이터로 증명되었기 때문에 성공확률을 높게 평가받고 있다. 에이비엘바이오는 시나픽스 플랫폼 기술을 활용해 3개 이상의 이중항체 ADC 후보 물질을 개발하고 있다. 이중항체 ADC Pipeline로는 ABL206(비소세포페암 난

소암 등), ABL 209(취장암, 식도암 등), ABL210(결장암, 식도암 등) 등이 있다. 동사는 이번에 조달하는 유상증자 자금으로 임상속도를 높여 2025년까지 3개의 이중항체 ADC Pipeline을 임상 1상에 진입시킨다는 목표이다. 이렇게 하여 세계적으로 확대되고 있는 이중항체 ADC 개발시장에서 선발업체로서 자리를 굳히고, 이중항체 ADC 가치를 크게 확대하겠다는 전략이다

신약개발 잠재력 더 커졌다, 주가는 점진적 우상향 기대

에이비엘바이오의 주가는 다양한 Pipeline에 대한 기술과 임상 진행으로 장기간 시가총액 1조원내외에서 큰 변동성 없이 장기간 횡보해 왔다. 2023년 10월에 바이오 시황 약화와 함께 15,000원대 저점까지 하락하기도 했다. 그 이후 금리인하 기대감으로 전체 바이오주가와 동반 상승했고, 특히 2024년 3월에 로슈의 이중항체 BBB 셔틀에 대한 긍정적인 임상 데이터 발표로 동사의 BBB셔틀에도 기대감이 모아지며 30,000원대까지 상승하기도 했다. 그 이후 조정권에 진입하여 24,000원대에 머물다 이번에 대규모 자금조달과 비전 ABL 2.0 발표로 27,000원

가까이로 상승 중이다. 동사는 이중항체 중심의 신약개발 플랫폼을 구축하고, 다양한 신약 Pipeline를 개발할 수 있는 능력이 있다. 이중에서 6건의 L/O 건을 성사시켰으며, 특히 2022년 초에 사노피와 대형 L/O 계약을 체결하여 플랫폼 기술에 대한 검증 받은 것으로 평가된다. 또한 많은 학회에서 꾸준히 임상 결과를 발표하며 기업가치를 제고시켜 오고 있다.

이번에 조달된 대규모 자금과 이중항체 ADC에서 신약개발 집중 등의 비전 ABL 2.0 전략으로 향후 기업 가치가 좀 더 증가할 수 있을 것으로 기대된다. 또한 연말이나 늦어도 2025년 초쯤에 의미 있는 규모의 L/O이 추진되고 있는 것은 기업가치에 플러스 알파이다. 앞으로 그랩바디-B의 BBB투과 셔틀능력이 데이터로 입증될 경우, 뇌질환치료제 셔틀 플랫폼으로의 가치가 더 확장될 여지도 있다. 그랩바디-T 플랫폼 기반의 면역항암제에서도 향후 가능성을 보여 줄 것으로 기대된다. 앞으로 임상에서 이러한 Pipeline 가치에 대해 구체적인 데이터로 증명을 해야하겠지만, 신약개발 기술과 임상 데이터가 축적되면서 에이비엘바이오의 기업가치는 꾸준히 상승할 수 있을 것으로 평가된다. 동사의 신약가치를 현시점에서 의미 있게 밸류에이션 하기는 어렵지만, 이중항체 플랫폼을 기반으로 하는 다양한 Pipeline의 잠재적 가치가 꾸준히 상승할 것으로 평가된다. 따라서 이번의 대규모 자금조달과 비전 ABL 2.0 발표로 주가의 우상향 변동성 시기가 좀 더 당겨진 것으로 판단된다. 동사의 주가상승에 대해서 기존의 긍정적인 시각을 유지한다



표1. 에이비엘바이오 중단기 임상 및 임상 데이터 발표 일정

Modality	Code	2024	2025	
이중항제	BBB 서플	ABL301	임상 1상 마무리 단계	
	신생혈관 억제	ABL001	임상 2상 Top line 데이터 발표 (대장암) 패스트트랙 지정 (담도암)	\$ 임상 2상 \$ 임상 2/3상 Top line 데이터 발표 (담도암) 가속승인 추진 (담도암)
		ABL503	임상 1상 중간데이터 발표 (ASCO)	임상 1/2상 병용요법
	T cell Engager	ABL111	임상 1상 삼중 병용요법	임상 2상 삼중 병용요법
		ABL105	임상 1/2상 용량 증량	\$ 임상 1/2상 용량 확장
		ABL103	임상 1상 용량 증량	임상 1상 용량 확장 & 병용요법 / 중간데이터 발표 (ESMO)
		ABL104	비임상 마무리 단계	\$ 임상 1/2상
	ADC	ABL202	임상 1상 중간데이터 발표 (ASCO, ESMO, ASH)	\$ 후속 임상
	4세대 ADC (이중항제 ADC)	ABL206	\$ 초기시장 선점을 위한 1,400억원 확보	임상 1상 IND
		ABL209		임상 1상 IND
ABL210		임상 1상 IND		

\$ 신규 기술이전 (License-out) 달성  
\$ 4,000 억원+ 자금 확보

자료: 에이비엘바이오

표3. 에이비엘바이오 L/O현황

계약상대방	대상지역	계약일	총계약금액	수취금액	임상 진행단계
유한양행	전 세계	2018.09.10	59,000,000 (로열티 별도)	1,100,000 (반환의무 없음)	ABL104: 비임상 ABL105: 임상 1/2상(한국/호주)
Compass Therapeutics	항암 분야: 한국을 제외한 전 세계 /안구질환 분야: 한국과 일본을 제외한 전 세계	2018.11.30	항암 분야: USD 410,000,000 /안구질환 분야: USD 185,000,000 (로열티 별도)	USD 11,000,000 (반환의무 없음) /재실시권 (sublicense) 부여 기술료 (반환의무 없음)	임상 2/3상 (담도암, 미국) 임상 2상(담도암, 한국) 임상 2상(대장암, 미국) 임상 1/2상(대장암, 중국)
CStone Pharmaceuticals (제3자 기술이전)	한국을 제외한 전 세계	2020.10.28	USD 363,500,000 (로열티 별도) 리가켄바이오와 양사 합의된 비율로 배분	비공개	임상1상(미국/호주/중국) 동사의 연구개발 의무 종료
티에스디 라이프사이언스	전세계	2018.04.29	비공개	비공개	기술이전후 동사 연구개발 중단 (2019년)
한독	한국	2020.12.08	비공개	비공개	ABL001: 임상 2상(담도암, 한국) ABL103: 임상 1상(한국) ABL501: 임상 1상(한국)
Sanofi	전세계	2022.01.11	USD 1,060,000,000 (로열티 별도)	USD 120,000,000 (반환의무 없음)	임상 1상(미국)

자료: 에이비엘바이오, 상상인증권



현대제철

영업실적 부진 장기화

[출처] [하나증권 박성봉 애널리스트](#)

2분기에도 판매량 부진과 판가 하락의 부정적 영향 예상

2024년 2분기 현대제철의 연결 매출액과 영업이익은 각각 6.0조원(YoY -15.6%, QoQ +1.4%)과 615억원(YoY -86.8%, QoQ +10.2%)으로 영업이익은 시장컨센서스 1,320억원을 크게 하회할 것으로 예상된다.

1) 판재류 및 봉형강 판매량이 전분기대비 증가는 하나 당초 기대치를 하회하는 447만톤(YoY -8.8%, QoQ +2.8%)에 그칠 것으로 예상된다. 2) 고로 제품은 ASP가 전분기와 유사할 것으로 예상되는 반면 원재료 가격 하락으로 대략 1만원/톤 수준의 스프레드 확대가 예상되는데 전기로 제품은 ASP가 큰 폭으로 하락했지만 원재료 가격도 비슷한 수준으로 하락하면서 스프레드가 1분기와 유사할 전망이다. 3) 대신 ASP 하락에 따른 재고 평가 손실이 500억원 이상 발생할 것으로 예상됨과 동시에 개보수 관련 각종 일회성 비용이 주된 수익성 악화의 원인으로 작용할 전망이다. 4) 지난 1분기 200억원 규모의 재고평가손실을 기록했던 현대스틸파이프의 흑자전환을 비롯해 자회사들 수익성은 전분기대비 개선될 전망이다.

3분기에도 내수 부진 지속 전망과 비수기 돌입이 부담으로 작용

국내 건설경기 부진과 봉형강 여름철 비수기임을 감안하면 현대제철의 3분기 전체 강재 판매량은 438만톤(YoY -3.6%, QoQ -2.1%)을 기록할 전망이다. 중국의 철광석 수입가격이 2분기 평균 톤당 113불을 기록했고 7월초 현재도 110불 수준을 유지하고 있는 가운데 3분기 현대제철의 고로 원재료 투입단가는 2분기와 유사할 것으로 예상된다. 국내 철강 유통가격이 추가 하락보다는 바닥을 형성하는 분위기인데 특히 철근의 경우 제강사들이 적극적인 감산을 통해 수급을 개선시킴과 동시에 가격 할인 지양 정책 등을 발표하면서 최근 유통가격이 강세로 전환되기도 했다. 3분기 현대제철의 스프레드는 고로 및 전기로 제품 모두 2분기와 유사할 것으로 예상된다. 다만 2분기의 각종 일회성 비용이 제거된다는 점을 감안하면 3분기에 현대제철은 1,134억원(YoY -50.3%, QoQ +84.4%)의 영업이익을 기록할 전망이다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 43,000원으로 하향

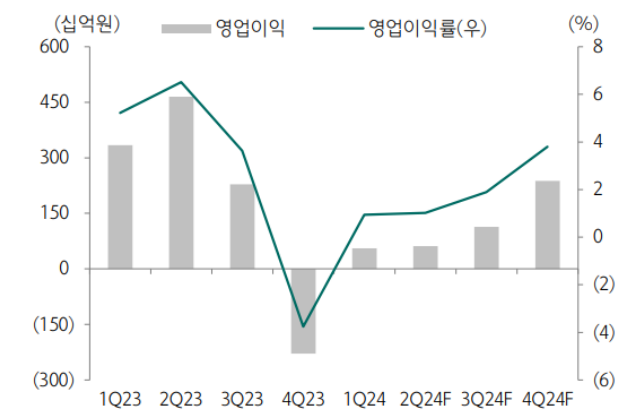
현대제철에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 올해 연간 실적추정치 하향으로 목표주가는 기존 45,000원에서 43,000원으로 하향한다. 영업실적 부진이 당초 예상보다 장기화되고 있지만 올해 하반기는 중국 정부의 적극적인 철강 생산 규제로 중국의 철강 수급 개선과 수출가격 상승이 예상되고 내년에는 철근 내수 판매도 올해보다는 회복될 것으로 전망되기 때문에 이를 감안한 장기적인 관점에서의 투자가 유효한 시점이라 판단된다. 현재 주가는 PBR 0.2배로 밴드 최단에 근접해 있다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

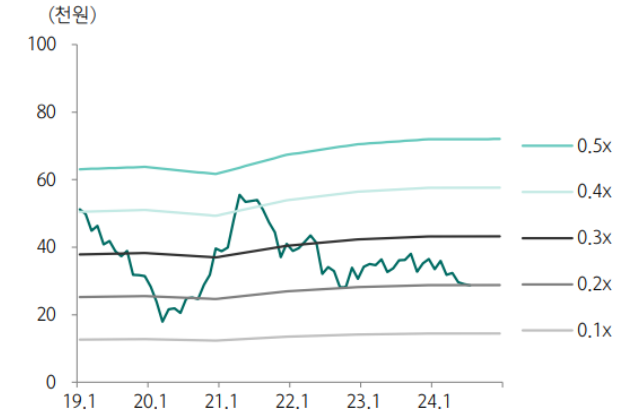
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	27,340.6	25,914.8	24,235.3	23,523.6
영업이익	1,616.5	798.3	468.7	930.6
세전이익	1,348.6	532.1	184.5	615.1
순이익	1,017.6	461.2	147.4	505.9
EPS	7,625	3,456	1,105	3,791
증감율	(30.37)	(54.68)	(68.03)	243.08
PER	4.01	10.56	26.02	7.58
PBR	0.22	0.25	0.20	0.20
EV/EBITDA	4.31	5.48	5.86	4.58
ROE	5.56	2.44	0.77	2.62
BPS	141,078	143,973	144,092	146,898
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000

도표 2. 현대제철 영업이익 및 영업이익률 동향



자료: 하나증권

도표 3. 현대제철 PBR밴드



자료: 하나증권



교촌에프앤비

2분기 적자가 반가운 이유

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

2분기 가맹지역본부 전환 비용 반영

교촌에프앤비 2기 실적은 당사 및 시장 기대치를 크게 하회할 것으로 전망한다. 2분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 1,005억 원(전년동기대비 -1.5%), -85.4억 원(적자전환)을 기록할 것으로 추정한다. 2분기 부정적 실적을 예상하는 이유는 1) 소비경기 악화에 따라 외식 수요 부진이 이어지고 있고, 2) 가맹지역본부 전환이 빠르게 이루어지면서 1회성 비용이 발생할 것으로 보이며, 3) 가맹지역본부 전환에 따른 고정비 증가와, 4) 2분기가 상대적으로 비용적 부담이 큰 구간이기 때문이다. 다만, 상품마진율은 ▶ 가맹지역본부 전환과, ▶ 원가율 안정화로 전년동기대비 6.0%p 개선된 29.5%를 달성할 것으로 보여 동사의 펀더멘탈은 개선될 전망이다.

### 2분기 적자는 오히려 반가운 시그널

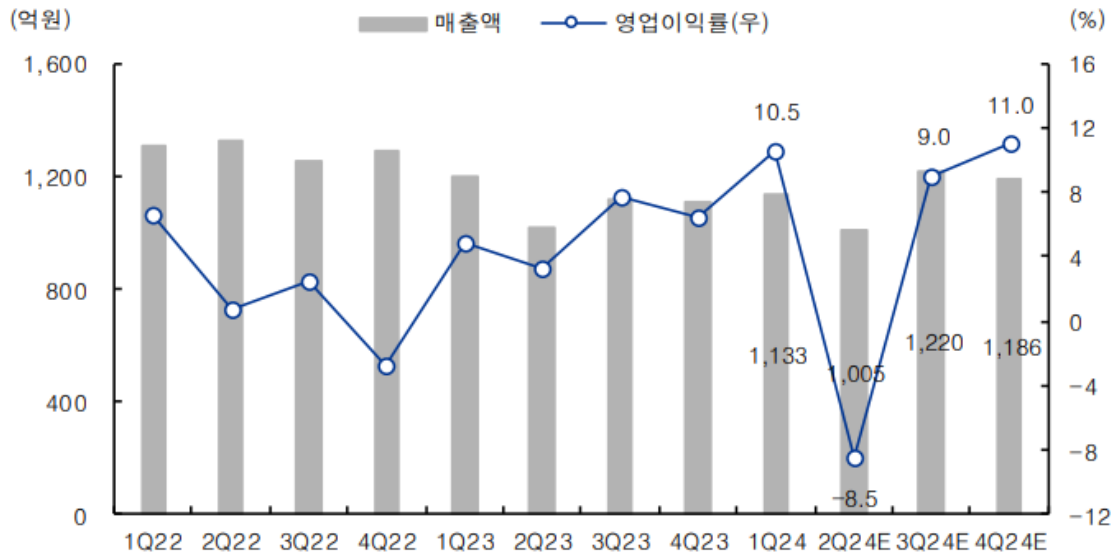
당사에서는 2분기 적자로 전환되에도 불구하고 동사를 오히려 긍정적으로 평가하고 있다. 당초 당사의 추정치와 현재 제시하는 추정치가 상이한 이유는 가맹지역본부 전환에 따른 1회성 비용 규모가 커졌기 때문이다. 동사는 약 26개 가맹지역본부를 전환할 계획을 가지고 있었고, 이는 2~3분기 중 이루어질 것으로 예상하였다.

2분기 실적 추정치를 하향한 이유는 이 중 상당수가 2분기내 전환된 것으로 판단하고 있기 때문이다. 이는 3분기부터 펀더멘탈을 개선시킨다는 점에서 오히려 긍정적인 시그널로 받아들이는게 합리적이라 생각한다. 이에 3분기 실적은 기대치를 상회할 것으로 보이며, 당사에서도 영업이익 추정치를 기존 24.1 → 109.8억 원으로 조정하였다. 3분기도 일부 비용이 발생할 가능성이 높지만, ▶ 상품마진율 개선, ▶ 매출액 증가에 따라 영업실적은 회복되는 국면에 진입할 것으로 판단하고 있다. 이러한 효과는 4분기에 온전히 반영될 것으로 예상되고, 2025년 가맹지역본부 효율화 작업을 통해 수익성은 더욱 개선될 가능성이 높다. 동사에 대한 투자 의견 매수 및 목표주가 12,500원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	517	445	454	464	523
영업이익	9	25	27	52	61
세전이익	7	18	24	49	59
지배주주순이익	5	14	19	41	48
EPS(원)	214	574	769	1,628	1,933
증가율(%)	-82.1	168.8	34.0	111.7	18.7
영업이익률(%)	1.7	5.6	5.9	11.2	11.7
순이익률(%)	1.0	2.9	3.5	7.3	7.6
ROE(%)	3.0	7.8	9.9	18.9	19.4
PER	43.1	12.9	12.8	6.0	5.1
PBR	1.3	1.0	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA	13.0	5.9	6.5	3.7	2.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 교촌에프앤비 분기별 실적 추이



자료: 교촌에프앤비, IBK투자증권





## 테크윙

### 더 라스트맨 스탠딩

[출처] 현대차증권 박주영 애널리스트

### 투자포인트 및 결론

동사의 고객사 다변화 흐름이 빨라짐에 따라 업종 내 탑픽을 테크윙으로 변경

동사의 기존 주고객사는 국내 HBM 선두업체로 이미 해당 고객사에 대한 납품은 일정 수준 가시화가 되고 있는 상황이었으나 최근 타 HBM Maker 2사에 대한 고객사 다변화가 가속화되고 있는 것으로 보임  
 고객사 다변화로 인해 2025년에는 최소 300대의 Cube Prober가 납품될 수 있을 것으로 예상하며 사실상 고객사 2개사의 필요 물량만 납품한다고 가정해도 300대 이상의 물량이 필요한 상황으로 추측  
 고객사 3사의 2025년까지 CAPA 증설분을 모두 충족시켜주기 위해서는 약 900대 이상의 Cube Prober가 필요할 것으로 추정하고 있으며, 사측 또한 최근 해외 NDR에서 밝혔듯 향후 3개년 동안 매해 평균 300대 이상의 Cube Prober 납품을 계획하고 있음

이에 따라 2025년 Cube Prober의 예상 납품 대수를 200대에서 300대로 상향하며 영업이익 추정치를 '25F 1,510억원에서 '25F 2,160억원으로 상향

### 주요이슈 및 실적전망

최근 북미 DRAM Maker의 실적발표에서는 의미 있는 발언이 있었음. 동사의 2025년 CAPEX는 HBM 관련 비중이 지배적일 것이며 HBM만을 위한 '고유의 테스트 장비'가 필요하다는 것

HBM 라인에 설치되는 여러 테스트 장비 중 그 작동방식이 기존 DRAM 대비 바뀌는 장비는 프로버이며 해당 작동방식을 가진 프로버를 만들 수 있는 장비사는 테크윙이 글로벌 유일

북미 DRAM Maker향으로는 내년 중 납품이 가시화될 것으로 예상

국내에서도 고객사 다변화는 빠른 속도로 진행되고 있는 것으로 보이며, 특히 해당 고객사의 CAPA는 기존 고객사 대비 커질 것으로 기대되는 바 추가되는 물량도 유의미할 것으로 기대됨



최근 HBM 테스트 장비사들의 주가 상승이 강했던 것이 사실이지만 동사의 경우 멀티플 조정 없이 실적 업사이드만을 가정해도 여전히 주가 상승여력은 60% 이상 남아있다는 판단  
 추가적인 업사이드는 1) HBM 장비군 내 극소수의 독점 장비 보유사임을 반영해 멀티플 상향 가능성 有, 2) Wafer Test1으로의 장비 침투, 3) CAPA 제약으로 인한 ASP 상승

주가전망 및 Valuation

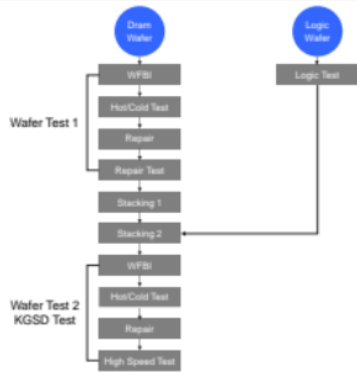
고객사 다변화 가속 및 HBM 전용 Prober 독점 제조사인 테크윙에 대해 목표주가를 100,000원 ('25F EPS 5,045원에 HBM 장비사 Peer 평균 P/E 20배 적용)으로 상향하며 BUY&HOLD 의견 제시

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 (%)
2022	267	58	33	69	862	83.4	6.5	0.9	5.7	14.5	2.3
2023	134	3	-9	13	-249	적전	N/A	2.0	47.8	NA	1.1
2024F	289	64	40	75	1,059	흑전	57.3	9.2	32.7	17.1	0.2
2025F	775	216	188	228	5,045	376.4	12.0	5.3	10.4	55.6	0.2
2026F	819	230	209	243	5,600	11.0	10.8	3.6	8.9	39.3	0.2

\* KIFRS 연결 기준

<그림1> HBM Test Flow



자료 : 현대차증권

<그림2> 테크윙 Cube Prober 장비



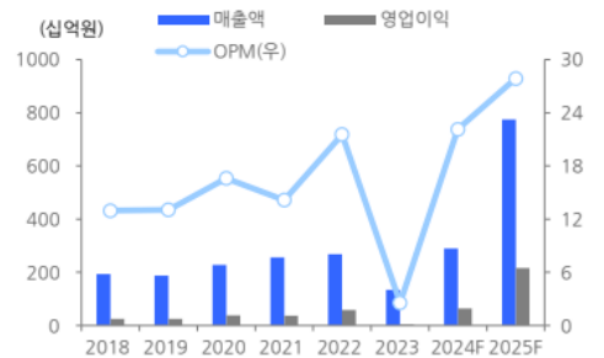
자료 : 테크윙, 현대차증권

<그림3> 테크윙 제품별 매출 추이

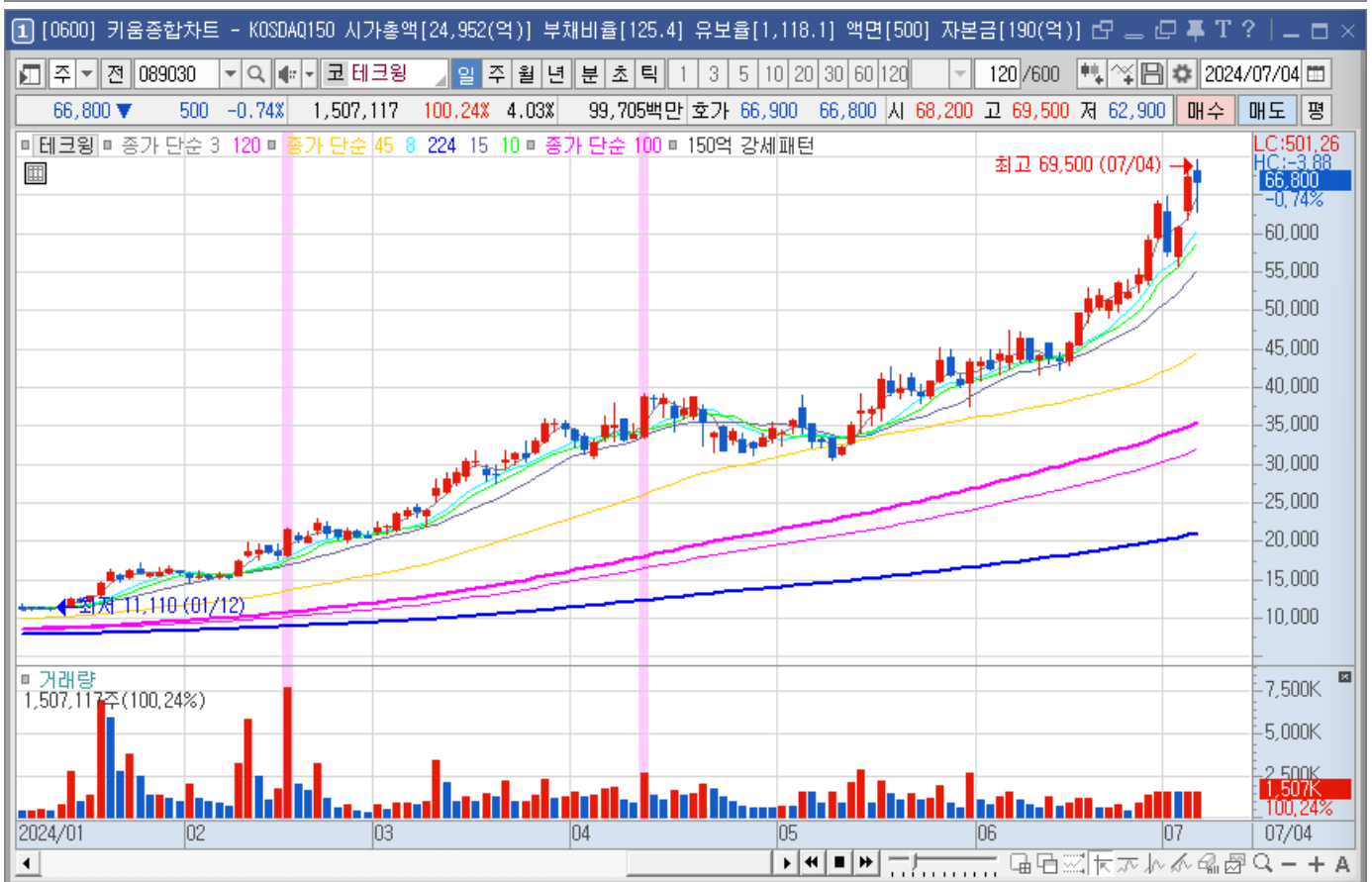


자료 : 테크윙, 현대차증권

<그림4> 테크윙 매출액 및 영업이익 추이



자료 : 테크윙, 현대차증권



HPSP

바닥 다지기

[출처] DS투자증권 이수림 애널리스트

## 2Q24 Preview: 감익 불가피하나 바닥이라는 확신

HPSP 2분기 매출액 295억원(-22% QoQ, -38% YoY)과 영업이익 141억원(-29% QoQ, -47% YoY, OPM 48%)으로 전망한다. 주요 로직 반도체 업체들의 장비 Capex 감소 영향이 상존하며 2분기까지 실적 부진이 지속될 예정이다. 매출액 감소와 감가상각비 반영으로 마진율도 전분기 대비 -5%p 감소할 것으로 추정한다. 다만 3Q24부터는 장비 매출인식 및 중국향 고객사 다변화 효과가 반영되기 시작하며 회복세로 진입할 전망이다.

## 로직/메모리 전반에 걸친 선단공정 투자 수혜

동사의 HPA(고압 수소 어닐링) 장비는 1bnm 미만 DRAM, 200단 이상 NAND와 10nm 미만 로직 공정에 주로 적용된다. 따라서 선단공정으로 마이그레이션이 진행될수록 장비 필요 대수는 증가한다. 1) 최근 주요 고객사의 1b DRAM향 발주가 이어지고 있으며 1c DRAM향 테스트 역시 다수 고객사향으로 진행 중이다. 2) NAND는 300단 이상에서 트리플 스택 공정이 활용되면서 층간 결함이 증가하여 동사 장비 수요가 증가한다. 주요 고객사들은 2025년 하반기 중 400단 이상 NAND 양산을 준비하고 있다. 3) 무엇보다도 최근 글로벌 파운드리 1위 업체의 2nm 투자 증가 계획으로 동사의 중장기적 수혜가 기대된다. 2nm 로직 공정에서는 트랜지스터 구조가 GAA로 변화하면서 노출 면적이 커지고 이에 따라 계면 결함도 증가하기 때문이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 52,000원 하향

2024년 매출액 1,843억원(+3% YoY), 영업이익 934억원(-2% YoY, OPM 51%)으로 전망한다. 상반기까지 전방 고객사 투자 둔화로 실적 부진이 이어짐에 따라 기존 추정 대비 매출은 -3%, 영업이익은 -6% 하향 조정했다. 추정치 하향에 따라 목표주가 역시 52,000원으로 하향 조정한다. 다만 하반기부터 완전한 실적 회복 기조를 전망하며 2025년은 전반적인 선단공정 투자 회복과 함께 북미 고객사향 HPA 장비 볼륨 증가에 따른 매출액 37% 성장을 전망한다.

### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	92	159	179	184	253
영업이익	45	85	95	93	135
영업이익률(%)	49.3	53.5	53.2	50.7	53.3
세전이익	47	87	104	103	137
지배주주지분순이익	35	66	80	79	108
EPS(원)	529	813	971	953	1,305
증감률(%)	67.5	53.8	19.4	-1.8	36.9
ROE(%)	81.4	53.2	34.0	25.2	26.8
PER(배)	n/a	16.4	45.2	40.2	29.4
PBR(배)	n/a	1.4	13.1	9.1	7.0
EV/EBITDA(배)	-1.1	10.4	35.3	28.4	19.2

자료: HPSP, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

