

2024.08.19.(월) 증권사리포트

HPSP

2Q24 실적은 미달했지만, 하반기는 최대 실적 예상

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

기대치 하회한 2Q24 실적

2Q24 매출액은 273억원(-28%QoQ, -43%YoY), 영업이익은 121억원(-40%QoQ, -55%YoY)을 기록, 컨센서스 대비 각각 12%, 20% 하회했다. 매출액은 장비 1대가 다음 분기로 매출 이연된 것을 고려하면 예상 수준이며, OPM이 44.1%(-8.8%pt QoQ)로 하락한 것은 외형이 감소한 반면, 신사옥 이전 후 감가상각비 증가, 연구개발비 및 인건비 상승으로 비용은 전분기보다 더 늘었기 때문이다.

상반기 수주 실적이 반영되는 하반기 최대 영업실적 전망

파운드리 업체들의 발주 감소가 작년부턴 지속되고 있지만, 작년 말부터 메모리수주가 크게 증가하고 있다. NAND는 최근 들어 수주가 불투명해지고 있으나, 상반기 해외 고객 향 DRAM 수주가 활발했으며, 중국 비메모리 고객사들로부터 수주 또한 호조를 보였다. 상반기 메모리 수주가 매출로 반영되며, 3Q24 매출액은 467억원(71%QoQ, 11%YoY)으로 증가, 4Q24는 616억원(32%QoQ, 102%YoY)의 분기 최대 매출이 예상된다. 영업이익도 3Q24에는 273억원(127%QoQ, 26%YoY), OPM 58.5%로 개선될 전망이다. 물론 올해도 4Q24는 성과급 등 비용증가 요인이 있을 전망이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표가는 42,000원으로 하향조정

상반기 호전된 수주 흐름으로 하반기 실적은 예상대로 큰 폭 성장하나, 최근 동사 주가는 상장 이후 최저 수준의 Valuation까지 하락했다가 반등하는 모습이다. 최종 수요 불확실성으로 인한 하반기 수주 둔화 우려 때문이라 판단된다. 그러나 연말 이후 미국 파운드리 신공장들 수주와 HPO 신장비 테스트 결과 등 호재가 많아 점진적 주가 재반등이 예상된다. 부진한 2Q24 실적과 주가 괴리도를 고려해, 목표주가는 42,000원(평균 P/B 10x 적용)으로 하향조정한다.

Fig. 1: HPSP 별도재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	159	179	173	204	251
영업이익	85	95	88	102	130
세전이익	87	104	100	109	138
순이익[지배]	66	80	77	84	107
EPS(원)	903	989	924	1,013	1,286
증감률(%)	69.6	9.5	-6.6	9.6	26.9
PER(배)	14.8	44.3	30.8	28.1	22.1
PBR	5.6	12.9	6.7	5.4	4.4
EV/EBITDA	10.4	35.3	22.3	18.6	14.0
ROE(%)	53.2	34.0	24.6	21.6	22.1
배당수익률	1.1	0.3	0.6	0.6	0.6

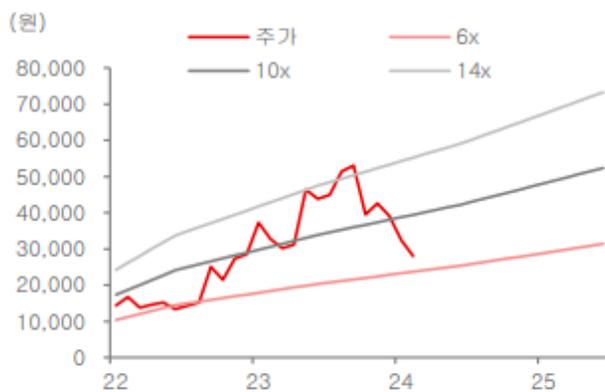
자료: HPSP, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 별도

Fig. 2: 글로벌 OECD 경기선행지수와 반도체 매출 성장률



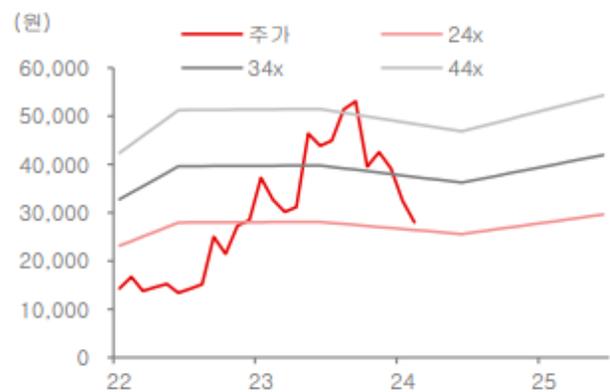
자료: WSTS, BNK투자증권

Fig. 3: HPSP P/B 밴드 차트

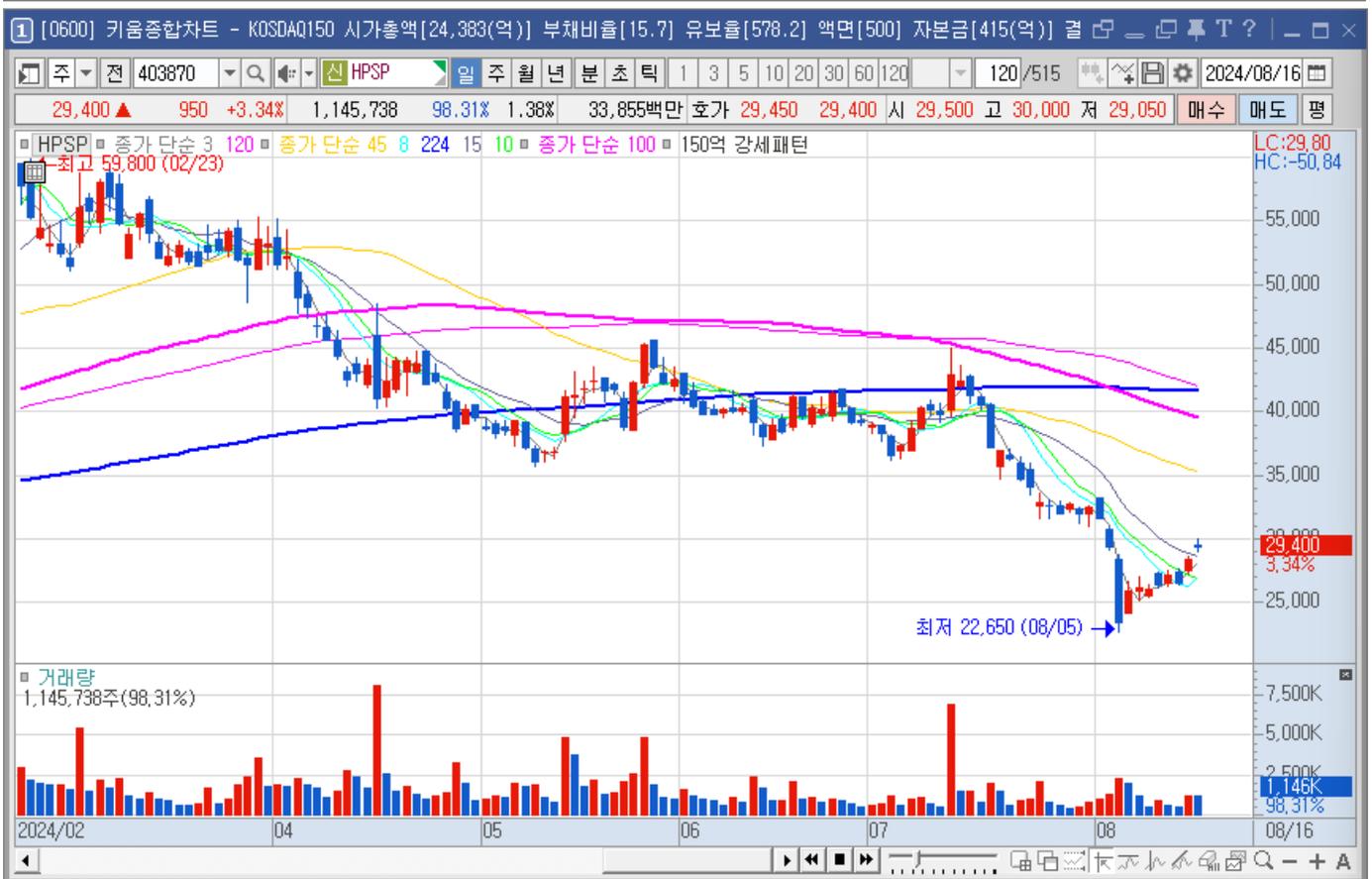


자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 4: HPSP P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



삼양식품

초과수요의 힘

[출처] 키움증권 박상준 애널리스트

2분기 영업이익 895억원으로 시장 컨센서스 상회

삼양식품의 2분기 연결기준 영업이익은 895억원(+103% YoY/+12% QoQ)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 임금인상, 광고선전비 및 물류비 증가 부담에도 불구하고, 미국/유럽 중심의 수출 비중 확대로 인해, 매출액과 영업이익이 모두 시장 컨센서스를 상회한 것으로 판단된다.

2분기 매출액은 YoY +49%/QoQ +10% 성장하였다. 미국/유럽 수출 비중 확대에 따른 ASP 증가, 주말 생산 확대 등을 통한 판매량 증가로 전분기 대비 매출 증가세가 지속되었다. 특히, 미국과 유럽 매출은 QoQ +30% 이상의 성장세를 지속하면서, ASP와 판매량 증가를 주도하였다(2분기 매출 비중: 미국 23%, 중국 22%, 유럽 13% 추산).

미국, 유럽 중심의 성장세 지속 전망

핵심 제품인 불닭볶음면의 공급 부족 현상을 주말 생산 확대와 고평가 지역 비중 확대로 대응해 나가고 있다. 특히, 판가가 높은 미국과 유럽의 수요 성장세가 가파르게 나타나고 있기 때문에, 동사의 분기 매출액 상단이 계속 높아지고 있는 상황이다.

중기적으로는 미국 대형마트 입점 및 매대 면적 확대, 멕시코/캐나다 수출 확대, 유럽 현지 판매법인 설립을 통한 시장 침투율 상승 등에 힘입어, 매출 및 이익 고성장 국면이 지속될 전망이다. 특히, 고평가 지역에서 수요가 높아지고 있기 때문에, 매출 및 이익 성장률이 판매량 성장률을 능가할 것으로 전망된다.

투자의견 BUY, 목표주가 830,000원 유지

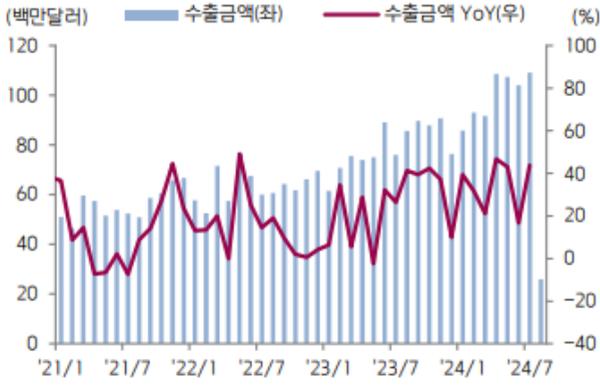
삼양식품에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 830,000원을 유지한다. 실적발표 당일 주가는 차익실현 물량이 출회되면서, 일중 변동성이 크게 확대되었다.

하지만, 내년 5월 판매량 Capa +40% 증설과 미국/유럽 중심의 외형 성장흐름에는 큰 변화가 없는 상황이다. 따라서, 최근 주가 하락 및 밸류에이션 조정을 비중확대의 기회로 활용할 필요가 있다

투자지표

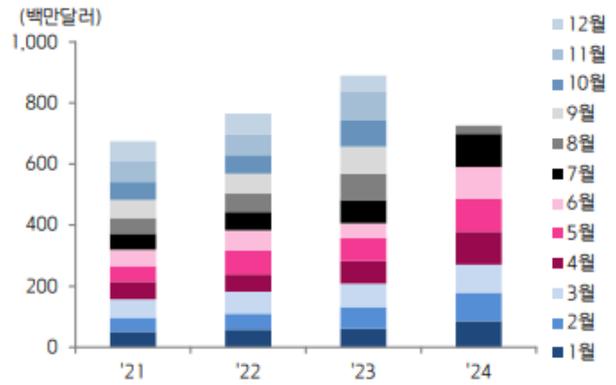
(억원, IFRS **)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	909.0	1,192.9	1,654.9	1,948.5
영업이익	90.4	147.5	337.7	408.9
EBITDA	115.3	179.7	370.0	454.6
세전이익	102.0	156.3	349.6	425.4
순이익	80.3	126.6	268.2	322.4
지배주주지분순이익	79.8	126.3	268.4	322.4
EPS(원)	10,593	16,761	35,628	42,804
증감률(%YoY)	41.6	58.2	112.6	20.1
PER(배)	12.0	12.9	15.3	12.7
PBR(배)	2.11	2.88	5.07	3.71
EV/EBITDA(배)	9.6	9.7	11.2	8.7
영업이익률(%)	9.9	12.4	20.4	21.0
ROE(%)	18.9	24.8	39.0	33.7
순차입금비율(%)	32.8	17.8	2.6	-16.5

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (1)



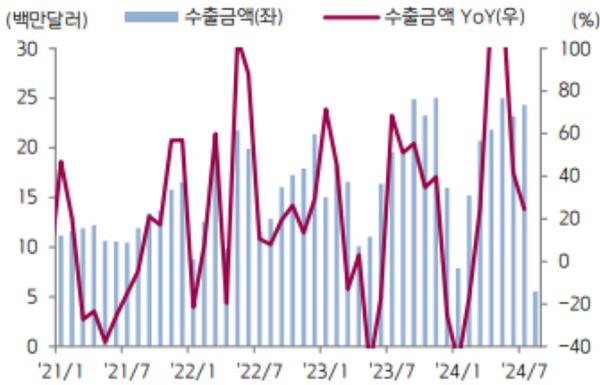
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/8은 '24. 8. 1~10 기준

한국의 글로벌 라면 수출액 추이 (2)



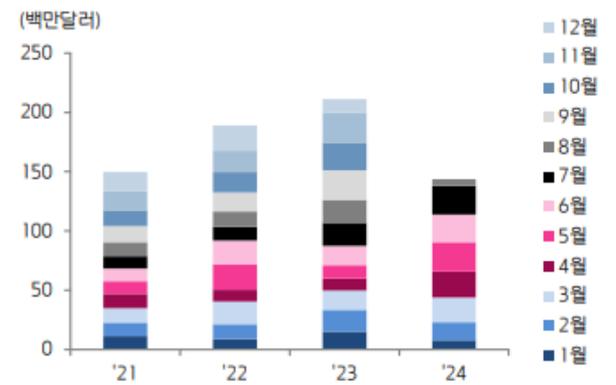
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/8은 '24. 8. 1~10 기준

한국의 중국向 라면 수출액 추이 (1)



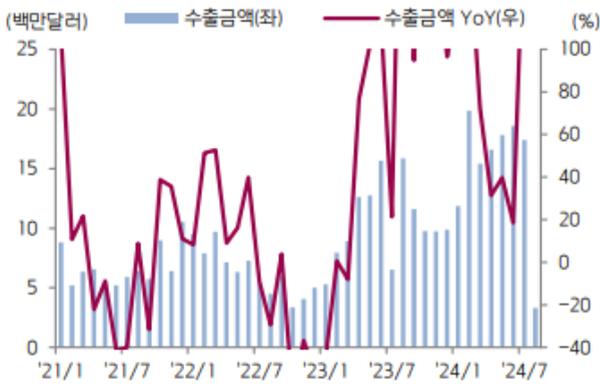
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/8은 '24. 8. 1~10 기준

한국의 중국向 라면 수출액 추이 (2)



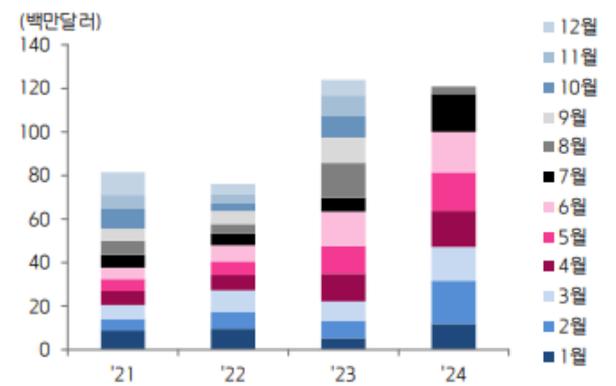
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/8은 '24. 8. 1~10 기준

한국의 미국向 라면 수출액 추이 (1)



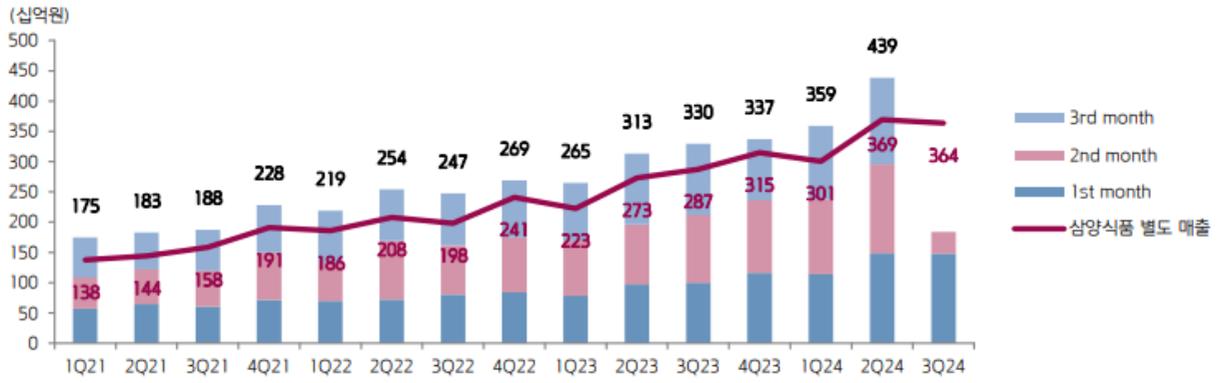
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/8은 '24. 8. 1~10 기준

한국의 미국向 라면 수출액 추이 (2)



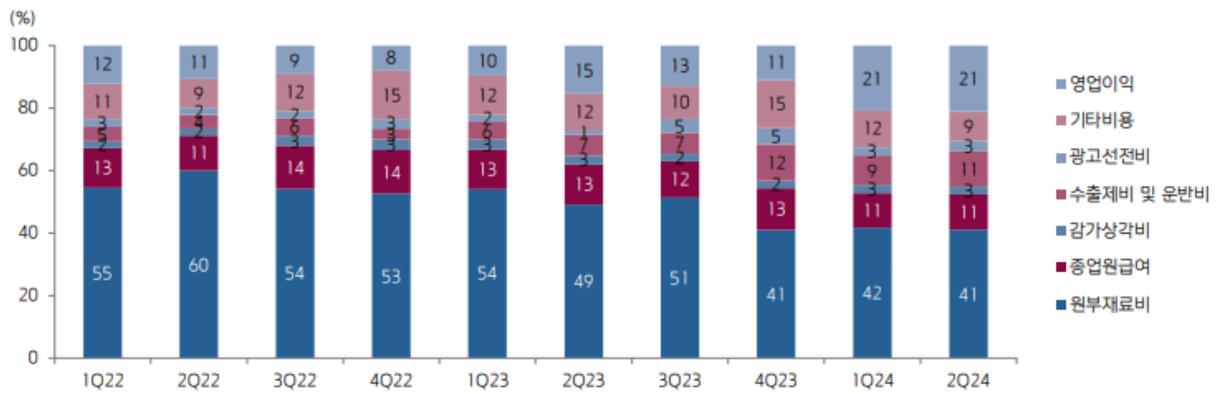
자료: 통계청, 키움증권 리서치(수리일 기준)
주: 1) '24/8은 '24. 8. 1~10 기준

삼양식품 별도 매출액 vs 한국 라면 전체 수출액 추이



자료: 삼양식품, 한국무역통계진흥원, 한국은행, 키움증권 리서치(수리일 기준)
 주: 1) 3Q24 삼양식품 별도 기준 매출액은 당사 추정치, 한국 라면 전체 수출액은 7/1~8/10 기준임.

삼양식품 연결기준 매출액 대비 비율 추이



자료: 삼양식품, 키움증권 리서치
 주: 1) 4Q23은 비용 계정 변경에 따라, 원부재료비 항목 일부가 수출제비 및 운반비 항목으로 변경되었음



한국단자

구조적 성장 동력이 발휘되며 실적 서프라이즈

[출처] 하나증권 송선재 애널리스트

2Q24 Review: 영업이익률 14.5% 기록

한국단자공업의 2분기 매출액/영업이익은 전년 동기대비 18%/65% 증가한 3,914억원/568억원(영업이익률 14.5%, +4.2%p (YoY))으로 서프라이즈를 기록했다. 한국(본사/케이이티솔루션/케이이티네트워크) 매출액이 2% (YoY) 증가에 그쳤지만, 미국/폴란드 매출액은 537%/23% (YoY) 급증한 덕분이다. 상대적으로 고부가 제품의 비중이 상승하면서 차량용 커넥터 제품군의 평균가격은 반기 기준으로 전년 동기대비 4% 상승했다. 주요 투입원가는 큰 변동이 없었다. 구리 등 비철원재료의 투입원가는 반기 기준으로 0.6% (YoY) 하락했다. 주요 공장의 가동률이 3%p (YoY) 상승하면서 고정비 레버리지 효과가 발생하여 매출원가율이 4.8%p (YoY), 4.7%p (QoQ) 하락했다. 결과로 매출총이익률이 22.0%까지 상승했고, 영업이익률은 4.2%p (YoY), 4.7%p (QoQ) 상승한 14.5%로 2020년 이후 가장 높은 분기 수익성을 보였다. 영업외에서는 외환손익의 개선과 전년 동기의 일회성 기부금 비용(185억원)이 제거되면서 세전이익/지배주주 순이익은 각각 214%/237% (YoY) 증가한 618억원/469억원을 기록했다.

미국 법인의 고성장이 핵심 요인

미국 법인과 생산공장 역할을 하는 멕시코 법인은 북미 완성차 및 2차전지 생산업체들로부터 전기차용 ICB(Inter-Connect Board) 등 고부가 제품을 공급하면서 급성장 중이다. 미국/멕시코 매출액은 2022년 각각 68억원/18억원, 2023년 689억원/195원에서 2024년 1분기 538억원/158억원, 2분기 893억원/264억원으로 급증했다. 외형 급성장을 기반으로 순이익도 2023년 각각 46억원/8억원에서 2024년 1분기 25억원/29억원, 2분기 71억원/16억원으로 급증했다. 최근 전기차 수요가 다소 둔화되고 있으나, 신규 지역에서 신규 고객들을 발굴한 것이고, 기수주된 물량과 멕시코 2공장의 증설을 기반으로 추가 고객을 유치하면서 향후 몇 년간 높은 성장이 예상된다.

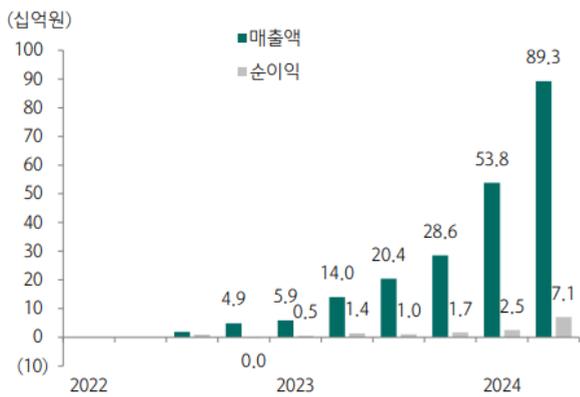
자동차 전장화/전동화에 따른 수혜 및 미국/유럽 내 고성장

주요 원재료인 구리 가격이 1분기 톤당 8천달러 중반에서 5월말 10,800달러까지 상승하는 등 2분기 평균 9,750달러를 기록하여 1분기 후행하는 원재료 투입원가는 3분기 상승할 것이다. 하지만, 최근 구리 가격이 다시 8,800달러 수준으로 떨어졌기 때문에 우려보다는 수익성 하락이 적을 것이다. 무엇보다도 한국단자의 성장은 구조적이라는 점에 주목해야 한다. 자동차의 전장화 및 전동화가 진행될수록 커넥터의 사용량은 많아지고, 사양도 높아지기 때문에 ASP 상승도 기대할 수 있다. 또한, 기존에 한국/중국으로 국한되던 영업 지역이 2020년 폴란드 법인, 2022년 미국/멕시코 법인을 설립하면서 확대되었고, 현지 완성차 및 2차전지 생산업체들로의 납품이 증가 중이다. 현재 주가는 P/E 6배대, P/B 0.7배 수준의 Valuation인데, 한국단자의 성장 스토리 및 높은 수익성, 그리고 안정적 재무구조(부채비율 56%) 등을 충분히 반영하지 못한 저평가 상태라는 판단이다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

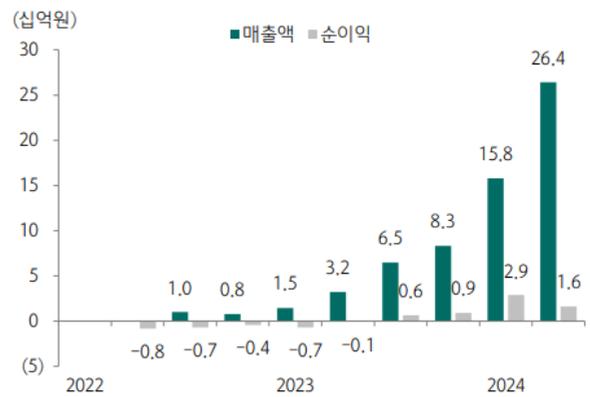
투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	802	962	1,168	1,297
영업이익	79	76	64	112
세전이익	78	86	70	100
순이익	58	63	49	73
EPS	5,550	6,041	4,677	7,000
증감율	81.3	8.8	(22.6)	49.7
PER	11.2	12.6	11.1	10.7
PBR	0.8	0.9	0.6	0.8
EV/EBITDA	3.7	5.2	3.9	4.5
ROE	7.6	7.5	5.6	7.8
BPS	73,675	81,164	83,872	89,779
DPS	700	700	700	700

도표 2. 한국단자의 미국 법인 매출액/순이익 추이



자료: 한국단자, 하나증권

도표 3. 한국단자의 멕시코 법인 매출액/순이익 추이



자료: 한국단자, 하나증권



비율

본업 성장성이 중요해지는 하반기

[출처] 키움증권 신민수 애널리스트

기술이전 수입 37억 원 인식으로 시장 기대치 상회한 2Q

2Q24 실적은 매출액 152억(YoY +43.5%, QoQ +35.5%; 컨센서스 +4.1% 상회, 당사 추정치 부합), 영업이익 97억(YoY +70.4%, QoQ +48.7%, 영업이익률 63.7%; 컨센서스 +34.7% 상회, 당사 추정치 +27.7% 상회)을 기록했다.

미국 Serendia를 통해 ITC에 제소한 마이크로 니들 RF 특허 소송으로 37억 원(이루다, 쉬엔비, 외국 업체)의 기술이전 수입(로열티)이 인식되면서 시장의 기대치를 상회하는 영업이익을 기록하였다. 해당 효과를 제외한 경상적인 실적은 매출액 116억 원(YoY +9.0%, QoQ +17.2%), 영업이익 60억 원(YoY +6.0%, QoQ +18.4%, 영업이익률 51.7%)으로 전년 동기 대비 성장률이 한 자릿수로 줄어들었다.

경상적인 매출총이익은 91억 원(YoY +7.6%, 매출총이익률 78.6%)을 기록하며 이번에도 우수한 마진을 기록하였다. 공정 전환이나 소모품의 매출 비중이 크게 구애받지 않고 80%에 달하는 GPM을 기록하고 있고, 앞으로도 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망한다.

생각보다 부진한 성장세, 목표주가 1.2만 원으로 하향

선행 4개 분기 EPS 487원에 목표 PER 25배를 적용하여 목표주가 12,000원으로 하향한다(기존 16,000원 대비 -25% 하향). 제이시스메디칼-Cynosure-EndyMed Medical 등 3사와의 미국 ITC 소송을 제외하면 나머지 일시적 합의금은 수령이 완료된 상태이다. 예비 판결 예정일은 9월 9일로 한 달이 채 남지 않은 상황이다.

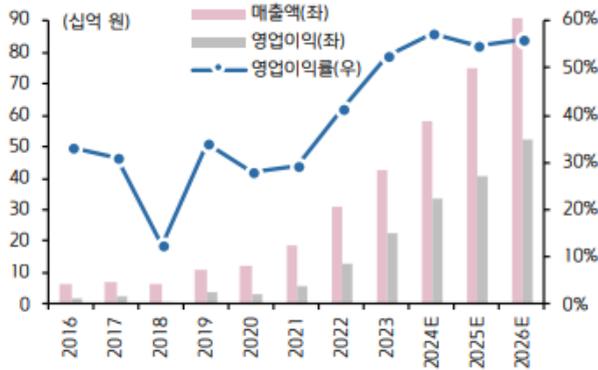
이루다 합의금 인식 시차를 고려해보면, 만에 하나 소송이 계류 중인 업체들과 합의가 진행되더라도 3Q24에는 기술이전 수입이 없을 전망으로 경상적인 사업의 성장세가 중요해지는 구간에 들어선다. 생각보다 부진했던 미국과 중동지역에서의 장비 판매세가 조금 더 시간이 필요할 것으로 전망한다. 대신 중국과 일본을 중심으로 한 아시아 지역에서의 장비와 소모품 판매가 빠르게 증가하고 있어 이를 일정 부분 보완해줄 것으로 판단한다. 3Q24 매출액 143억 원(YoY +31.0%, QoQ -6.3%), 4Q24 매출액 172억 원(YoY +49.3%, QoQ +20.4%)을 전망한다.

투자지표

(십억 원) IFRS 별도	2022	2023	2024E	2025E
매출액	31.1	42.5	58.0	74.7
영업이익	12.9	22.3	33.3	41.0
EBITDA	13.9	23.4	34.4	41.4
세전이익	13.8	26.1	36.7	43.1
순이익	11.5	21.6	29.4	34.5
지배주주지분순이익	11.5	21.6	29.4	34.5
EPS(원)	198	370	503	591
증감률(% YoY)	148.8	86.5	36.0	17.5
PER(배)	16.3	23.0	18.6	15.8
PBR(배)	4.81	8.68	6.39	4.59
EV/EBITDA(배)	11.3	19.1	13.7	10.6
영업이익률(%)	41.5	52.5	57.4	54.9
ROE(%)	35.1	44.9	41.2	33.8
순차입금비율(%)	-80.2	-85.5	-90.1	-92.0

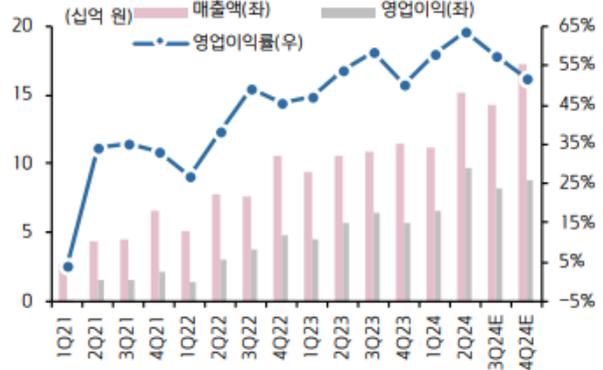
자료: 키움증권

비율 연간 실적 추이 및 전망



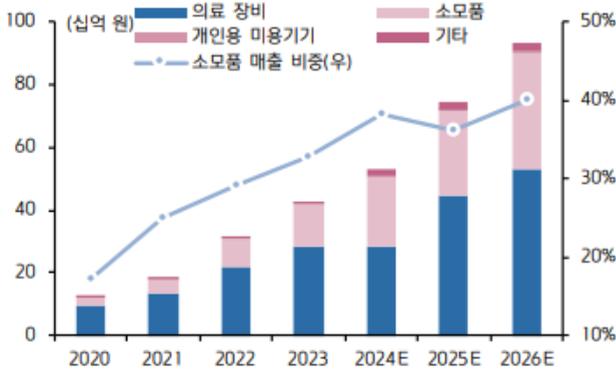
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

비율 분기 실적 추이 및 전망



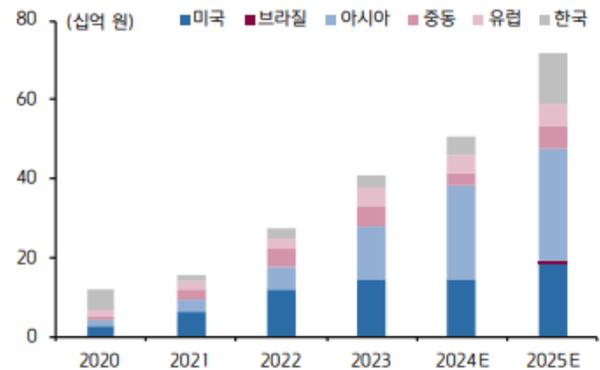
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

비율 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



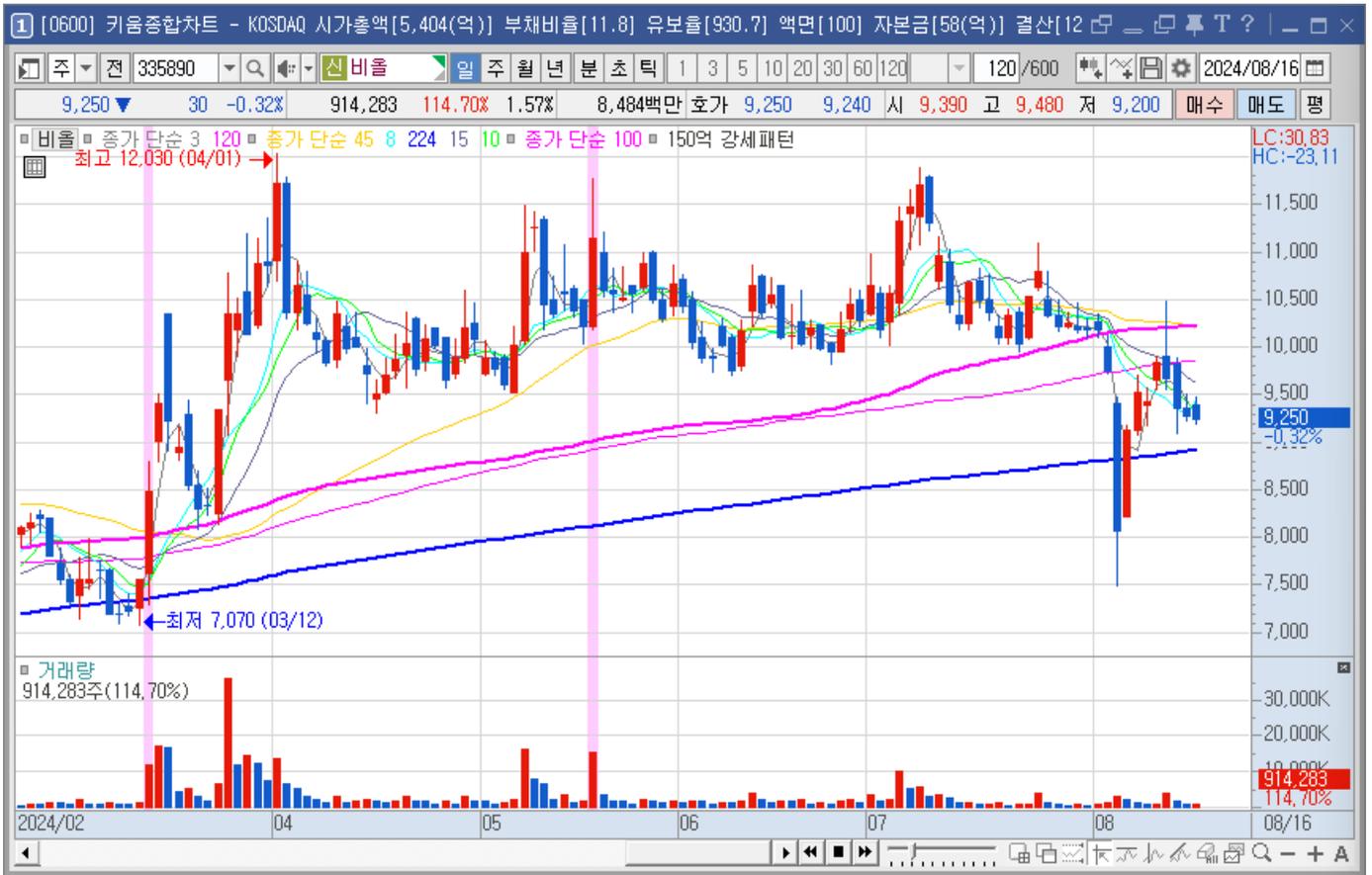
자료: 비율, 키움증권 리서치센터

비율 지역별 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 비율, 키움증권 리서치센터





삼영

신공장 가동 전에도 이미 체질 개선 중

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

전력 흐름 안정화 수요에 따른 콘덴서와 커패시터 필름 성장성

2Q24 연결 매출액 331억원(YoY, +6.8%), 영업이익 32억원(YoY, +128.6%)를 시현하였다. 금번 실적의 함의는 커패시터 필름의 성장에 따른 전사 영업이익 체질 개선이다. 1분기 커패시터 필름 사업은 약 17억원의 영업이익을 시현한 것으로 보이는데 OPP 사업 적자를 고려 시 2분기에는 약 33억원의 영업이익을 달성한 것으로 추정된다. 커패시터 필름에 대한 수요는 분명하다. 일반전자기기, ESS, 전기차 산업 내 전력 흐름 안정화 필요성이 커지며 콘덴서 수요 확대 및 핵심소재인 커패시터 필름 수요가 증가 중이다. 기술력 및 장비 리드타임으로 인해 커패시터 필름 산업은 삼영을 포함한 도레이, Oji Paper 등 소수 업체들의 과점 형태가 이어질 것으로 예상되며 전방산업 내 커패시터 필름 쇼티지에 따른 낙수 효과가 삼영에게 지속될 것이라는 판단이다. 삼영의 커패시터 필름 매출액은 1Q24 112억원 → 2Q24 254억원으로 급격히 증가하였으며 커패시터 필름 매출 비중이 40% 이상으로 올라오면서 고마진 효과에 따라 OPM도 2Q23 4.5% → 1Q24 5.9% → 2Q24 9.7%로 개선되었다.

신공장 증설 효과 반영은 시작도 안했다

커패시터 필름 판가는 21년 4,321원 → 22년 5,725원 → 23년 5,780원 → 1H24 5,883원으로 톤당 600만원 이하로 파락되며 필름 제조 후 절단 부분 스크랩 매출까지 고려할 때 600만원 초반으로 추정된다. 해당 판가는 일반 전자기기용 6 μ m 기준 추정된 수치이며 BEV용 3.5 μ m 필름은 2배 이상, PHEV용 2.3 μ m는 4배 이상의 가격 형성이 예상된다. 삼영은 현재 5~6 μ m 필름이 매출의 대다수를 차지하지만 3.5, 2.3 μ m 필름 생산이 본격화된다면 외형 확대와 큰 폭의 OPM 성장이 가능할 전망이다. 전기차 전방 수요에 대한 변동성은 존재하지만 6월 글로벌 전기차 증가율 YoY +16% 대비 PHEV 증가율은 +45%(BEV: YoY +4%)

로 수요가 유지되는 상황이다. 삼성이 PHEV용 2.3 μ m 필름 생산이 본격화된다면 수요 지속에 따른 높은 판가 형성이 예상되며 전기차 이외 ESS, 신재생에너지 등 커패시터 필름 적용처가 다양하다는 장점을 지닌다. 삼성의 기존 CAPA는 연간 430억원 규모였으나 23년 신규공장 준공 완료를 통해 약 250억원 이상의 CAPA를 확보하였다. 현재 신공장은 수율 및 장비 부품 교체 이슈로 본격 가동이 되지않는 상황이며 전사 실적에도 반영되지 않았다. 올해 3~4분기 이내 가동이 예상되며 가동시 고마진의 PHEV, BEV용 물량 효과에 따라 4분기에는 큰 폭의 실적 Level-up, 25년 초부터 신공장 증설 효과가 실적에 온기 반영될 것으로 보인다. 증설 효과를 인식하지 않고도 전년 동기대비 금번 분기에 보여준 수익성 성장은 커패시터 필름에 대한 전방 수요를 입증한다.

2024년 매출액 1,374억원, 영업이익 126억원 전망

2024년은 PE랩 생산 중단 및 우유팩 사업부 매각에 따라 외형은 소폭 성장이 전망되지만 커패시터 필름 효과로 수익성 개선이 돋보일 것이며 신공장 효과에 따라 2025년에는 외형 확대 및 큰 폭의 영업이익 성장이 가능할 것으로 기대된다

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	118	133	135	123
영업이익	1	3	3	6
세전이익	1	3	3	13
순이익	0	3	3	19
EPS	6	102	79	548
증감률	흑전	1,600.0	(22.5)	593.7
PER	432.5	29.4	30.5	8.2
PBR	2.0	2.1	1.6	2.2
EV/EBITDA	14.5	14.6	13.0	14.8
ROE	0.5	7.1	5.2	27.9
BPS	1,298	1,434	1,525	2,051
DPS	0	0	0	20



아이쓰리시스템

2Q24 Review : 견조한 실적, 기대되는 하반기

[출처] 현대차증권 광민정 애널리스트

투자포인트 및 결론

동사의 2Q24 실적은 매출액 299억원 (-5.7%qoq, +7.6% yoy), 영업이익 41억원(+0.0% qoq, +71.6% yoy)을 기록

방산 부문 매출이 1H24 슬로우해지면서 매출액은 전분기대비 감소하였으나, 냉각형 모듈의 민수, 산업용 부문의 수출이 지속되면서 영업이익은 견조한 흐름을 보였음

주요이슈 및 실적전망

지난 2004년 6월 SPIE 학회에서, 동사는 우주 위성용 T2SL (Type II Super Lattice)에 대한 적외선 검출 테스트 결과를 발표. T2SL은 중파장과 장파장 적외선 탐지에 주로 적용됨. 현재 HOT MWIR 디텍터가 부피가 작고 저전력 구현이 가능하여 위성 어플리케이션에 주로 적용됨

화학물질 식별, 대기 모니터링, 유도 무기 및 감시 정찰 시스템 등 다양한 민간 및 군사용으로 사용되고 있는 중파장 적외선 디텍터는 각각 고온 및 저온 표적을 탐지하는데 유리함. 하나의 디텍터로 두 개 이상의 대역을 감지할 수 있는 듀얼 밴드 또는 멀티 밴드 디텍터는 대상 인식 및 식별 능력이 뛰어남. 동사는 2024년 SPIE학회에서 20 μ m 640x512 듀얼밴드 중파장 및 장파장 적외선 영상 센서를 발표, 고해상도 및 주야간 구분없이 정찰 가능한 성능을 보여 향후 유도 무기 및 군 감시 정찰 위성시스템에 채택될 가능성이 높은 것으로 판단

주가전망 및 Valuation

2023년 실적은 매출액 1,215억원 (+45.0% yoy), 영업이익 122억원(+114.6% yoy), 영업이익률 10%를 기록하며 동사 추정치를 상회. 2024년 실적은 매출액 1,320억원(+8.6% yoy), 영업이익 173억원(+41.8% yoy)을 기록할 것으로 전망

캐파 증설에 따른 신규 사업에 대한 추가 성장이 가능할 것으로 기대되어, 향후 추가적인 밸류에이션 리레이팅 가능하다고 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2019	52	-2		3	25	-98.2	865.4	2.3	56.5	0.3	0.3
2020	67	1	3	6	424	1,574.5	51.0	2.2	18.6	4.3	0.5
2021	80	1	3	7	472	11.5	41.2	1.9	16.7	4.7	0.5
2022	84	6	6	10	870	84.2	21.3	1.7	12.0	8.1	1.1
2023	122	12	13	17	1,768	103.2	18.0	2.5	12.0	14.9	1.1

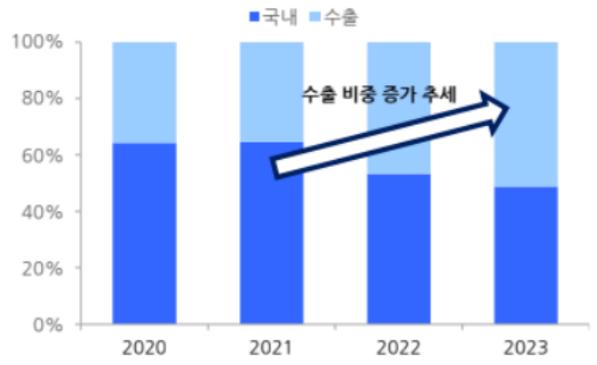
* K-IFRS 연결 기준

<그림2> SPIE에서 발표한 아이쓰리시스템의 제품군들



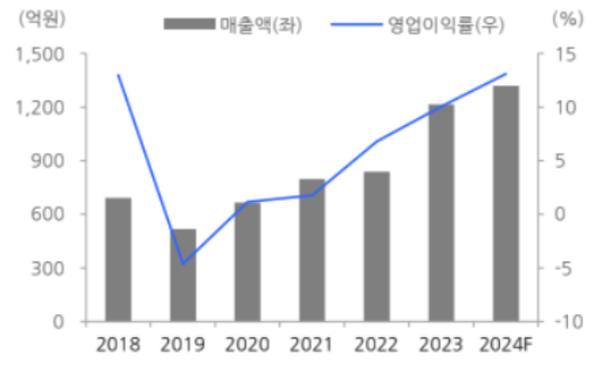
자료 : SPIE, 현대차증권

<그림3> 적외선 영상센서의 국내 및 수출 매출 비중



자료 : 아이쓰리시스템, 현대차증권

<그림4> 아이쓰리시스템 실적 추이 및 전망



자료 : 아이쓰리시스템, 현대차증권





대주전자재료

실리콘 음극재 매출 성장으로 실적 기대치 상회

[출처] 키움증권 권준수 애널리스트

2Q24 영업이익 83억원(+357%YoY) 기록

2Q24 실적은 매출액 583억원(+26%QoQ, +27%YoY), 영업이익 83억원(+65%QoQ, +357%YoY)으로 시장 컨센서스(영업이익 61억원) 및 당사 추정치(60억원)를 상회했다. 실리콘 음극재 부문의 경우 신규 고객사 적용 차량 증가(2~3개 추정) 및 첨가량 증가(5% □ 7~8%)로 매출이 전분기 대비 약 2배 증가하며 동 분기 실적을 견인했다. 반면 형광체 및 태양전지 전극재료의 경우 고객사의 재고조정 영향으로 출하량이 감소한 것으로 파악된다. 한편 전년비 큰 폭 성장한 전장용 소재의 규모의 경제 달성 및 전도성 페이스트 사업부의 실적 회복세에 따른 가동률 상승으로 수익성이 크게 개선됐다.

3Q24 영업이익 84억원(+462%YoY) 전망

3Q24 실적은 매출액 616억원(+6%QoQ, +14%YoY), 영업이익 84억원(+2%QoQ, +462%YoY)을 기록할 전망이다. 형광체 및 태양전지 전극재료의 경우 Restocking 수요가 발생함에 따라, 전분기비 판매량 및 수익성 개선이 나타날 것으로 예상된다. 다만, 전방 시장 영향으로 실리콘 음극재 사업부 매출이 전분기 대비 소폭 감소할 것으로 예상됨에 따라, 전분기비 실적 개선폭은 소폭에 그칠 것으로 전망한다. 수익성의 경우, 실리콘 음극재 부문의 가동률이 소폭 하락할 것으로 보이나, 기존 사업부의 가동률 회복이 이를 상쇄시키며 전분기와 유사한 수준의 이익률을 보일 것으로 예상된다.

수요 정체기 속 실적 차별화

2024년 실적은 매출액 2,409억원(+30%YoY), 영업이익 310억원(+400%YoY)을 기록할 전망이다. 최근 전방 수요 둔화, 전동화 속도조절 등으로 대다수의 이차전지 업체들의 올해 연간 가이드스 및 실적 추정치가 큰 폭으로 조정되고 있다. 그러나 동사 제품의 경우 신규 소재로서 적용 초입 단계인 만큼 여타 소재

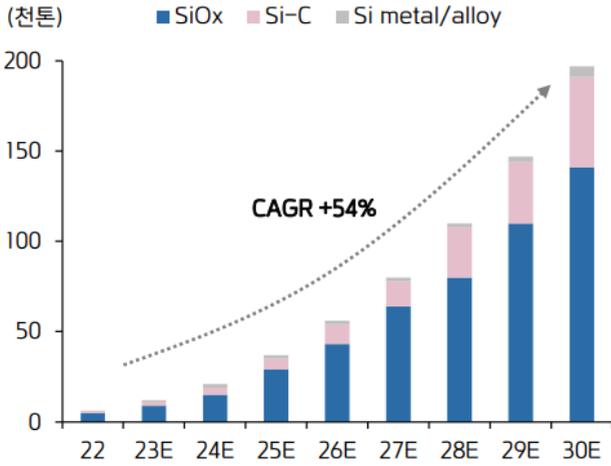
업체들 대비 판매 감소 영향이 상대적으로 적을 것으로 추정되며, 그 결과 높은 YoY 성장률을 보일 것으로 기대된다. 기존의 주력 사업인 MLCC 향전도성 페이스트 중심에서 올해 실리콘 음극재(+155%YoY) 및 형광체(+44%YoY) 사업부의 뚜렷한 성장세가 기대됨에 따라, 전사 수익성 개선도 클 것으로 기대한다(24년 OPM 13%). 향후 Application 확대(IT용), 고객사 다변화, CAPA 증설 및 가동률 상승에 따른 영업레버리지 효과로 중장기 성장성도 확보해나갈 것으로 예상된다. 투자의견 'BUY', 목표주가 147,000원을 유지한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023	2024F
매출액	198.7	174.1	185.0	240.9
영업이익	17.6	12.0	6.2	31.0
EBITDA	23.1	19.2	15.2	41.3
세전이익	16.5	1.4	-0.5	29.1
순이익	23.0	0.8	0.6	20.4
지배주주지분순이익	22.9	1.0	0.7	22.6
EPS(원)	1,478	65	45	1,457
증감률(%YoY)	347.3	-95.6	-30.4	3,144.4
PER(배)	72.1	1,100.7	1,924.3	83.1
PBR(배)	12.71	9.25	8.62	10.64
EV/EBITDA(배)	75.5	63.3	100.1	51.7
영업이익률(%)	8.9	6.9	3.4	12.9
ROE(%)	21.2	0.8	0.5	13.6
순부채비율(%)	67.8	94.7	116.6	147.8

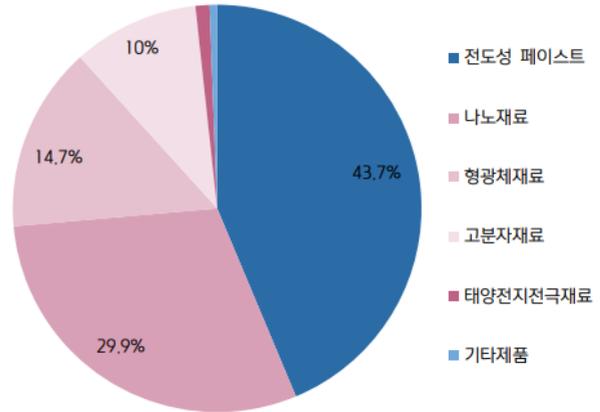
자료: 키움증권 리서치센터

실리콘음극재 시장 가파른 성장 전망: +CAGR 54%



자료: SNE Research, 키움증권 리서치센터

매출액 비중(2Q24 연결 기준)



자료: 대주전자재료, 키움증권 리서치센터

대주전자재료 사업분야

<p>Conductive Paste 도전성 전극재료</p> <p>MLCC, Chip Inductor/Varistor 등 부품에 적용되는 내/외부 전극 paste로 IT 및 자동차, 산업 전장용 적용</p>	<p>Conductive Powder 도전성 분말</p> <p>태양전지, 칩 부품 내/외부 전극 용 Ag paste의 금속 Filler</p>	<p>Phosphor 형광체</p> <p>광변환 효율 및 신뢰성 우수한 형광체 분말, 고온고습 신뢰성 우수한 형광 변환 플레이트</p>	<p>Silicon anode 리튬이차전지용 음극활물질</p> <p>리튬이차전지의 음극활물질로, 탄소계 음극활물질의 용량 (350mAh/g) 대비 고용량 (1300~1700mAh/g)을 갖는 실리콘계 음극활물질</p>	<p>Polymer 절연</p> <p>전기, 전자 절연도료의 핵심 원료인 Epoxy 수지를 이용한 화합물로 우수한 기계적 강도, 내습성, 내열성, 전기적 특성</p>

자료: 대주전자재료 IR, 키움증권 리서치센터

