

2024.12.11.(화) 증권사리포트

삼성전자

Valuation Call

[출처] 키움증권 박유악 애널리스트

2025년 영업이익 39.5조원, 시장 컨센서스 하회 전망

삼성전자 DS 부문의 실적 전망치를 추가 하향 조정한다. DRAM은 1)NVIDIA향 HBM3e 양산 공급 지연과 2)중국 CXMT의 DDR4 저가 판매, 3)범용 DRAM 수급 악화 등으로 인해, 연말·연초 동안 예상치를 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 또한 미국의 대중국 추가 제재는 중국을 상대로 한 삼성전자의 HBM 사업에 단기 악재 요인으로 작용할 수 있다. NAND는 'consumer 기기 수요 부진'과 '공급 업체간 경쟁 심화'로 인해, '보수적이었던 우리의 예상'보다 더욱 가파른 가격 하락이 나타나고 있다. 2025년에는 8세대 및 9세대 V-NAND를 양산하며 원가 절감에 나설 것으로 예상되지만, 산업 내 수급 악화 및 가격 하락으로 인해 올해 대비는 저조한 실적을 기록할 전망이다. Foundry는 가동률 추가 하락으로 인해 4Q24에도 큰 폭의 영업적자를 기록할 전망이다. 이를 반영한 삼성전자의 2025년 영업이익은 DS 부문이 19.2조원(+16%YoY), 전사 39.5조원(+12%YoY)을 각각 기록하며, 시장 컨센서스(FnGuide: 전사 영업이익 45.4조원)를 하회할 것으로 판단된다.

수많은 우려를 반영한 주가 수준

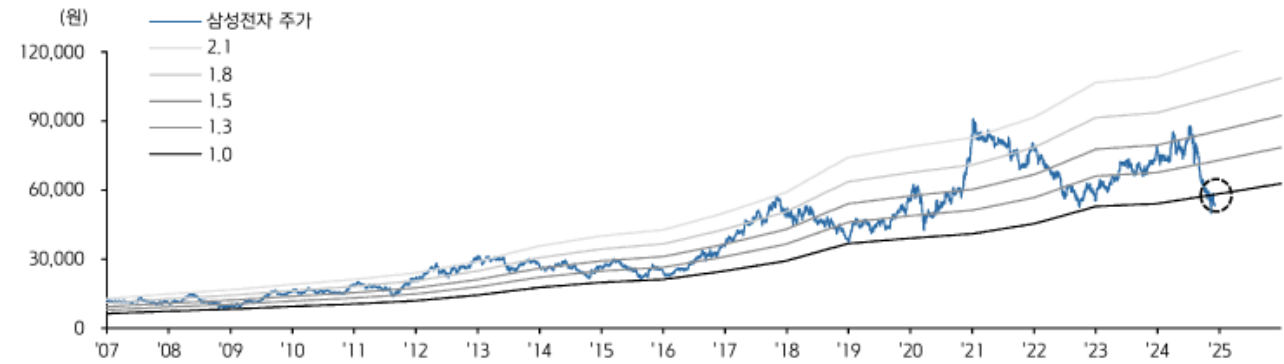
삼성전자의 주가 밸류에이션이 역사적 최저점 수준(12개월 trailing P/B 1.0배와 P/E 10배)에 있다는 점에 주목해야만 한다. 수많은 우려들과 함께 하락했고, 자사주 매입이 진행되고 있기 때문에, 현 수준에서 주가의 추가 하락 리스크는 제한될 것이다.

현 시점에서 당사가 주목하고 있는 것은 '1)삼성전자 DRAM의 체질 개선'과 '2)중국 CXMT에 대한 미국의 제재'가 2025년에 가시화될 수 있다는 점이다. 2025년에는 1)AWS, Broadcom, Meta 등의 ASIC chip 수요가 증가하며 주요 공급처인 삼성전자의 HBM 사업에 기여할 것이고, NVIDIA향 HBM3e 12hi가 양산되며 DDR4에서 HBM3e로의 생산 전환도 진행될 것이다. 이는 경쟁사 대비 부진했던 DRAM의 체질 개선(DDR4 감소 → HBM 증가)이 2025년에 진행될 수 있음을 의미한다. 또한 2)최근 급부상하고 있는 Huawei와 SMIC의 AI 연합을 견제하기 위한 일환으로, 중국 CXMT(25년 말 HBM 50K/월 증설 예상)가 미국의 entity list에 추가될 가능성이 있음에도 주목한다. 추가될 경우, DRAM 산업에 대한 투자 심리가 빠르게 개선되며, 삼성전자의 주가 multiple 상승이 나타날 수 있기 때문이다. 투자 의견 'BUY'를 유지하며, 긴 호흡으로 비중을 점차 확대해 나아갈 것을 추천한다.

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	302,231	258,935	300,933	316,007
영업이익	43,377	6,567	35,331	39,476
EBITDA	82,484	45,234	78,015	85,033
세전이익	46,440	11,006	40,013	44,326
순이익	55,654	15,487	35,736	35,017
지배주주지분순이익	54,730	14,473	34,904	34,317
EPS(원)	8,057	2,131	5,138	5,085
증감률(%YoY)	39.5	-73.6	141.2	-1.0
PER(배)	6.9	36.8	10.4	10.5
PBR(배)	1.1	1.5	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	3.5	10.4	6.0	5.3
영업이익률(%)	14.4	2.5	11.7	12.5
ROE(%)	17.1	4.1	9.5	8.7
순부채비율(%)	-25.4	-16.9	-18.1	-20.0
자료: 키움증권 리서치센터				

삼성전자 12개월 Trailing P/B Chart: 역사적 최저 수준까지 하락한 주가



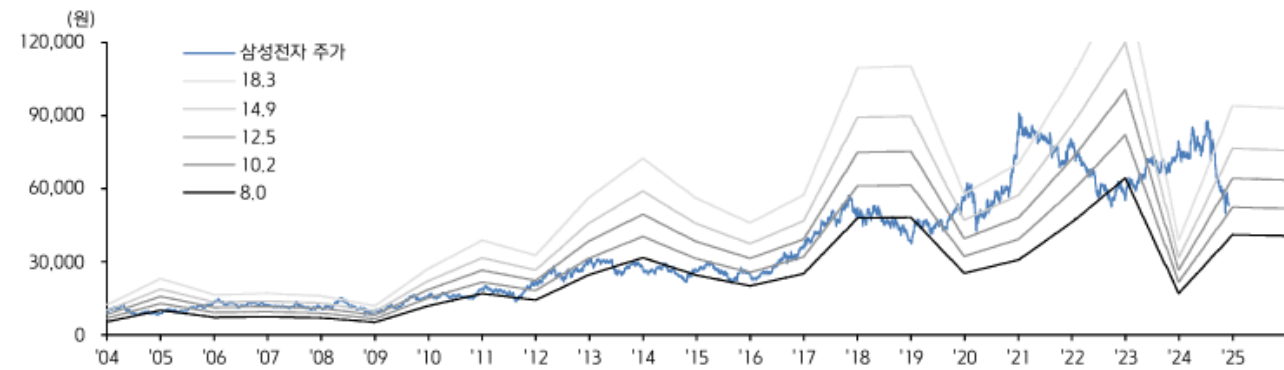
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/B vs. ROE



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터



지노믹트리

얼리텍B, 미국 시장 본격 침투에 주목할 시기

[출처] 하나증권 최재호 애널리스트

미국 시장 본격 침투가 예상되는 얼리텍B의 가치가 주목받을 시점

지노믹트리의 얼리텍B, C 본격 상용화 시기가 다가옴에 따라 두 제품 모두 성장에 대한 모멘텀이 상존하지만, 현재 국내 정치적 불확실성에 따라 미국 시장 침투가 가시권에 있는 얼리텍B의 가치 주목도가 더욱 높아질 시기라고 판단한다. 방광암 조기진단 제품을 판매하던 뉴질랜드의 Pacific Edge社의 경우 미국 LDT 서비스 출시 당시 주가는 2020년 3월 저점부터 2021년 9월 고점까지 약 21배 상승하며, 잠재적 시장 성장에 대한 높은 수요를 확인한 바 있다. 하지만 현재는 낮은 유효성으로 보험 코드가 삭제된 상황으로 현재 미국 내 LDT 서비스로 방광암 조기진단 제품을 판매하는 기업은 동사가 유일한 것으로 파악된다. 순조롭게 진행 중인 프로세스에 따라 주목도가 높아질 전망이다.

얼리텍B(방광암 조기진단) 美 수가 결정, 내년부터 실적 본격화 전망

얼리텍B는 2023년 4월 미국 FDA의 혁신의료기기 지정 이후, 6월 FDA 승인 없이 미국 시장 진입이 가능한 LDT 서비스를 진출했으며, 올해 4월에는 미국 의학협회(AMA)로부터 CPT-PLA 의료 코드를 취득했다. 이후 본격적인 판매를 위한 프로세스는 수가 협상이 필요한데, 지난 12월 3일 미국 의학협회(AMA), 메디케어 및 메디케이드 서비스 센터(CMS)로부터 검토 절차를 성공적으로 마치고 최종 가격을 192달러로 승인 및 확정 지었다. 2025년 1월 1일부터 적용되며, AMA CPT 코드북에도 공식 반영될 예정으로 대규모 상용화를 목전에 두고 있다는 뜻이다. 메디케어 보장 확보를 위한 MoIDx 프로그램의 자료 또한 제출할 계획이다. 현재 수가 협상이 이뤄진 상황에서 내년 보험사 채택 이후 그간 공백이었던 실적 공백을 빠르게 Make-up해 나갈 전망이다. MSD 매뉴얼에 따르면 매년 약 미국의 8.2만명 이상이 방광암 진단을 받고 있으며, 대한의사협회지에 따르면 방광암은 육안적 혈뇨가 있는 경우 약 17%에서 발견되고, 현미경적 혈뇨가 있는 경우 3.3%에서 발견되는 것으로 파악된다.

따라서 방광암 검사자 중 3~17%가 방광암 확진자라는 점을 감안하면, 실제 방광암 검사 수는 중간값인 10%로 가정, 연간 약 82만명 이상의 검사가 이뤄진다고 추정된다. 결론적으로 당장은 LDT 서비스를 통해 일부 지역에서 매출이 발생하겠지만, 향후 미국 FDA 승인 및 메디케어 등록 이후 미국 시장 내 얼리텍B의 보수적인 잠재 매출은 약 400~2,300억원 수준이다(방광암 조기진단 수 48~274만명, 얼리텍B 선택률 30%, 평균 단가 한화 기준 27.5만원 가정).

얼리텍C(대장암 조기진단) 대규모 확증임상 완료

얼리텍C는 지난 11월 국내 40세 이상의 대장암 고위험군 환자 2,358명 대상 대규모 확증임상 시험을 완료했으며, 마지막 7단계인 최종 임상 시험 결과보고서 작업을 진행 중이다. 결과보고서 작성 및 제출이 통상적으로 1~2개월 진행되는 점을 감안했을 때, 늦어도 내년 1월에는 통계 분석을 끝낸 임상연구 결과 보고서를 보고 받을 것으로 예상된다. 이후 프로세스는 1Q25 식약처 조기 진단 제조 허가 신청(약 80일 소요) □ 신의료기술 평가(약 140일 소요) 신청 □ 건강보험 등재(약 100일 소요) 절차를 이행할 전망이다. 얼리텍C는 2019년에 식약처 보조 진단 허가를 완료했기 때문에 일부 환자들을 대상으로 얼리텍C 서비스를 제공 중이며, 올해 1월부터 10월까지 신규로 계약을 체결한 병원은 총 98 곳인 것으로 파악된다. 빠르면 내년 연말부터 국가 암검진 프로그램 진입 후 조기 진단 수검률이 낮아 미충족 수요가 높은 얼리텍C의 국내 시장 본격 침투가 예상된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	1	5	30	3
영업이익	(12)	(10)	2	(17)
세전이익	(12)	(11)	(4)	(10)
순이익	(12)	(11)	(6)	(9)
EPS	(590)	(553)	(313)	(384)
증감율	적지	적지	적지	적지
PER	(24.8)	(24.1)	(28.1)	(53.6)
PBR	3.1	2.4	1.7	3.8
EV/EBITDA	0.0	0.0	32.3	0.0
ROE	(12.4)	(9.9)	(6.2)	(7.0)
BPS	4,766	5,454	5,251	5,402
DPS	0	0	0	0





리가캠바이오

혈액암 내 ROR1 위상 대폭 상승

[출처] DS투자증권 김민정 애널리스트

Merck의 ZV, ROR1 ADC의 DLBCL 1차 치료제 가능성 입증 성공

12월 7~10일 미국 샌디에고에서 ASH2024(미국혈액암학회, American Society of Hematology) 학회가 개최되었다. 이번 학회에서 Merck의 Zilovetamab vedotin(이하 ZV, MK-2140)은 DLBCL 1차 치료제로서 ROR1 ADC의 가능성을 입증하였다. DLBCL 1차 치료제로서 R-CHOP 요법 대비 ZV-R-CHP 요법의 효능을 비교하는 waveLINE-007 임상시험에서 ZV 1.75mg/kg 투여한 환자 15명 모두 100% 완전 반응(CR, complete response)을 보였다. 현재 DLBCL 1차 치료제로 허가를 이미 획득한 Roche의 CD73b-ADC, Polivy가 POLARIX 임상 3상에서 CR 약 78.0% 였던 점을 감안할 때 Merck의 ZV는 DLBCL 1차 치료제로서 Polivy 보다 우수할 가능성이 높을 것으로 예상된다.

LCB71은 ROR1 ADC 중 best-in-class

리가캠바이오는 혈액암 치료제 LCB71 추가 데이터를 발표하였다. 잠정 RP2D 용량 DL8-9(125-156µg/kg)를 단독 투여하였을 때 B-cell 림프종 환자 대상 ORR 약 78.6%(CR 4명, PR 7명), NHL 환자 대상 ORR 약 72.7%(CR 2명, PR 6명)을 달성하였으며 약 45.5%의 환자가 Grade 3 이상의 TRAE를 경험하였다. 유사한 조건 하(waveLINE-004)에서 ZV를 단독 투여 하였을 때 ORR은 2.25mg/kg 약 24%, 2.5mg/kg 약 28% 였으며 Grade 3 이상의 TRAE는 각각 41% 및 55% 였다. 근 시일 내에 LCB71 역시 DLBCL 1차 치료제로서 Phase

1b에 진입할 예정이다. LCB71은 Merck의 ZV 대비 출시는 약 2년 가량 느릴 수 있으나 압도적인 효능으로 시장을 차지할 것으로 기대된다.

ROR1 ADC의 가치 확대에 주목

거대 DLBCL 시장은 기존 요법 외 이중항체, CAR-T, ADC 등이 적극적으로 진출하고 있으나 아직까지 1차 치료제로서 ADC만 높은 가능성을 제시하였다. ASH2024에서 ROR1 ADC는 기존 Polivy 대비 우월성을 입증하였으며 ROR1 ADC 중 LCB71이 best-in-class를 입증하였다. 혼란스러운 증시가 이어지는 지금 기업 펀더멘탈에 주목한 신중한 종목 피킹으로 리가캠바이오를 추천한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	0	33	34	131	288
영업이익	0	-50	-81	-5	132
영업이익률(%)		-150.8	-236.7	-4.0	45.7
세전이익	0	-48	-76	4	141
지배주주지분순이익	0	-45	-74	4	141
EPS(원)	0	-1,768	-2,621	99	3,926
증감률(%)	적지	적지	적지	흑전	3,847.3
ROE(%)	n/a	n/a	-40.1	0.9	20.4
PER(배)	n/a	-24.2	-24.8	995.4	25.2
PBR(배)	n/a	5.4	12.5	5.8	4.7
EV/EBITDA(배)	n/a	-20.2	-22.2	13,262.8	21.6

자료: 리가캠바이오, DS투자증권 리서치센터, K-FRS 연결기준

그림20 LCB14, LCB71, LCB73은 글로벌 파트너십 모색 중

	Program	Indication	Discovery	IND-enabling	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Licensee
Product Licensing	LCB14 HER2-MMAF	BC					China	FOSUN PHARMA
		NSCLC					China	
		Gastric					China	
		Multiple solid (incl. CRC, UC)					China	
	LCB71 ROR1-pPBD	BC			Australia			IKSUDA THERAPEUTICS Seeking for global partnership
	LCB73 CD19-pPBD	CLL, MCL, ALL, TNBC, NSCLC				US, Australia, China		IKSUDA THERAPEUTICS Seeking for global partnership
	LCB84 Trop2-MMAE	ALL, NHL, CLL, DLBCL			US, Canada, Australia			IKSUDA THERAPEUTICS Seeking for global partnership
	LCB87	Multiple Solid			US, Canada			Johnson&Johnson
	LCB41A B7-H4	Breast (TNBC), Ovarian, Cholangiocarcinoma, Endometrial, NSCLC, Gastric			IND in 2024			Available for licensing worldwide
	LCB97 L1CAM	Ovarian, Melanoma, SCLC, HCC, NSCLC, CRC, BC (w TNBC), Gastric, Kidney, GIST			IND in 2025			Available for licensing worldwide
Platform Licensing	LCB02A CLDN 18.2	Gastric, Pancreatic, Esophageal, GEJ carcinoma			IND in 2025			Available for licensing worldwide
	LCB36 CD22xCD20	B-cell malignancy						Available for licensing worldwide
	LCB87	Multiple Solid						
	LCB22A	Multiple Solid						
	LCB45A	Multiple solid						
	LCB43A	Multiple Solid						
	LCB42A	Undisclosed						AMGEN
	LCB69	Undisclosed						Takeda
	LCB85	Undisclosed						IKSUDA THERAPEUTICS
	LCB20A	Undisclosed						Sotio

자료: 리가캠바이오, DS투자증권 리서치센터



농심

2025년 기대감은 여전히 높다

[출처] NH투자증권 주영훈 애널리스트

다시 시작될 해외 성장 스토리

농심에 대한 투자의견 Buy를 유지하나 목표주가를 49만원으로 기존 대비 14% 하향 조정. 소비 침체 및 프로모션 증가 영향으로 국내 및 해외 법인의 수익성 지표가 하락한 점을 반영한 실적 추정치 하향이 목표주가 변경의 주된 사유. 다만, 현재 주가는 '25년 추정치 기준 PER 12.0배에 불과해 실적 부진 우려가 상당부분 반영되어 있다고 판단되는 만큼 긍정적 변화들에 주목할 필요가 있음

'25년 미국 법인은 2공장 신규 라인 가동 및 월마트 메인 매대 이동 효과가 반영되며 매출 반등이 본격화 될 것으로 기대하며, 중국 법인 또한 온라인 채널 정상화에 따라 실적 개선 전망. 유럽 라면 수출이 처음으로 연간 1,000억원 규모를 돌파하며 빠른 성장세를 보이고 있는 만큼, 이를 대응하기 위해 1Q25 유럽 판매 법인 설립을 검토 중인 점도 주가 측면에서 긍정적으로 작용할 가능성 높음

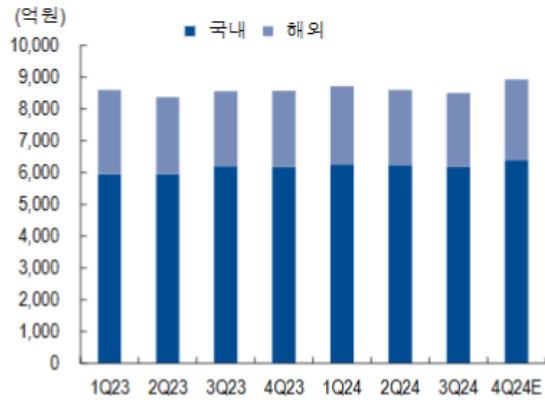
4분기, 실적 턴어라운드 초입

4분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 8,932억원(+4% y-y), 412억원(+6% y-y)으로 전망하며 5개 분기만에 영업이익 증가 추세로의 전환 기대. 국내(별도) 매출액은 6,289억원으로 전년 대비 +3% 증가 추정. 내수 소비시장 자체의 회복 속도는 더딜 것으로 보이나 신제품 신라면툰바 출시 효과 기대. 해외 법인 매출액은 2,537억원으로 전년 대비 +6% 증가 추정. 미국 법인은 월마트 메인 매대 이동 및 신제품 효과로 두 자릿수 매출 성장 기대. 다만, 관련 판촉비용이 증가할 가능성이 높아 수익성 측면에서는 아직까지 보수적 접근 필요

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	3,411	3,477	3,616	3,751
증감률	9.0	1.9	4.0	3.8
영업이익	212	184	210	235
증감률	89.1	-13.3	14.4	11.7
영업이익률	6.2	5.3	5.8	6.3
(지배지분)순이익	172	154	172	195
EPS	28,261	25,384	28,322	32,021
증감률	48.0	-10.2	11.6	13.1
PER	14.4	13.3	12.0	10.6
PBR	1.0	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.6	4.7	4.2	3.8
ROE	7.3	6.2	6.6	7.0
부채비율	32.5	31.9	31.2	30.2
순차입금	-637	-622	-651	-690

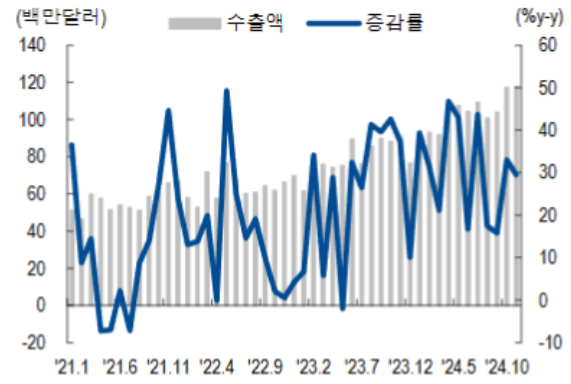
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 농심 국내 및 해외 매출 추이



자료: 농심, NH투자증권 리서치본부

그림2. 한국 월별 라면 수출 데이터



주: HS code: 1902301010

자료: TRASS, NH투자증권 리서치본부



에이텀

25년 EV 트랜스를 기대하며

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

다소 부진했던 3분기

에이텀은 소형화, 효율 및 출력 향상이 가능한 트랜스(소형 변압기, Transformer) 제조 전문 업체이다. 트랜스는 충전기 내 전력을 변환시켜주는 핵심 부품으로 일반 전자기기 포함 EV 산업 향 확장 가능성을 지닌다. 에이텀이 개발한 평판형 트랜스는 기존 제품 대비 부피, 발열 감소 등의 장점을 지니며 이를 통해 국내 세트사 및 TV 업체 향 납품 레퍼런스를 보유한다. TA(휴대용 충전기, Travel Adaptor) 트랜스는 국내 S사 향 15W 제품 공급을 2020년부터 시작하였으며 25W로 제품군을 확대 및 45W 독점 공급 중이다. IT 제품 고사양화 추세에 따라 발열 통제가 가능한 급속 충전에 대한 수요가 발생 중이기에 추후 고객사의 65W, 100W 이상 제품에 대한 수요 발생 시 에이텀에게 수혜로 작용할 것으로 기대된다. 한편 TV 트랜스는 국내 업체 향 물량을 지속적으로 납품 중이며 고객사의 신제품 출시 일정에 연동되어 납품 물량의 편차가 발생한다. MLCC 사업은 자회사를 통해 유통을 진행 중이며 매출의 가장 큰 비중을 차지한다. 3Q24 기준 제품별 매출 비중은 TA트랜스 12%, TV트랜스 19%, MLCC 41%, 기타 28%이다. 에이텀의 3Q24 실적(6월 결산법인, 2024.07~2024.09)은 매출액 103억원(YoY, -12.2%), 영업적자 -13억원(YoY, 적자지속)을 시현했다. 고객사 신제품 출시가 연초에 집중되어있음에 따라 3분기는 계절적 비수기이며 스마트폰, 가전제품 시장의 부진으로 TA/TV 트랜스 물량이 영향 받은 것으로 추정된다.

향후 보유 모멘텀에 집중해야할 때

에이텀의 향후 모멘텀은 전기차 트랜스 산업 진출 여부이다. 전기차용 OBC(On Board Charger) 트랜스, LDC(Low-voltage DC-DC Converter) 트랜스, SPMS(Switched Mode Power Supply) 등을 개발 완료하였으며 국내 업체 향 품질 테스트 통과 및 마무리 단계를 진행 중으로 파악된다. 연초 기대했던 타임라인 대비 소폭 지연되었으나 현재 제품 추적 시스템 관련 보완 작업 진행 중으로 완료 시 향후 에이텀의 주된 성장 동력으로 자리잡을 전망이다. 전기차 트랜스의 경우, Q의 관점에서는 TA/TV 트랜스 물량 대비 감소하지만 판가가 TA/TV 대비 월등히 높기에 수익성 측면에서 긍정적일 것으로 기대된다. 타임라인을 고려할 때 올해 3분기부터 EV 향 트랜스 매출 발생이 가능할 것으로 기대된다. 고객사 향 납품이 현실화된다면 에이텀이 Sole-Vendor는 아니지만 End-User의 신규 차량 지속 출시 및 기존 차종의 페이스리프트 물량도 존재하기에 실적에 긍정적일 전망이다. 현재 트랜스 CAPA는 TA, TV 기준 월 700만개 수준에서 최근 증설을 통해 약 900만개 수준으로 증가하였으며 EV 트랜스 CAPA 확보를 위해 베트남 공장 라인 증설을 통해 월 150만개 수준을 확보한 상황이다. EV 트랜스 매출은 2025년 2분기 이후부터 실적에 반영될 것으로 기대되며 고객사 신제품 출시에 따라 전방 수요 회복 시, TA/TV 트랜스 매출 회복이 가능할 것으로 예상된다. 또한 신사업 관련 인력 충원 및 자동화 공정 도입을 선제적으로 진행하였기에 매출액 본격 발생 시 영업 레버리지 효과 기대 가능하다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	23	56	54	48
영업이익	(2)	(5)	(8)	(6)
세전이익	(6)	(22)	(11)	(9)
순이익	(6)	(20)	(11)	(8)
EPS	(2,264)	(4,787)	(2,569)	(1,720)
증감률	적지	적지	적지	적지
PER	0.0	0.0	0.0	0.0
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	115.3	(349.7)	(878.2)	(341.3)
BPS	(1,963)	1,353	277	495
DPS	0	0	0	0



비씨엔씨

업황 반등 시 높은 회복 탄력성 기대

[출처] NH투자증권 심의섭 애널리스트

업황 회복은 더디나 성장의 씨앗은 돌아나는 중

반도체 업황 영향에서 점차 회복되고 있으나, 반등 폭 자체는 크지 않은 상황. 주력 제품들의 매출은 회복 중이나 발주 지연 및 켈 테스트 연기로 신규 제품 진입 및 고객사 확대가 지연되며 실적 부진 지속 당초 예상보다는 늦어지고 있으나, 동사 주력 제품 QD9 및 QD9+는 다양한 고객사 라인 테스트를 거쳐 품목 채택 확대를 지속 중. 이에 향후 업황 회복 시 다시금 성장 기조 진입 전망
추가 개발 중인 대체 소재 성과 또한 점차 가시화 되는 중. 반도체 식각 공정용 부품 CD9은 고객사 켈테스트를 성공적으로 마무리 하고 고객사 주문을 받기 시작하였으며, 실리콘 소재 제품 SD9 또한 상용화 진입이 임박한 것으로 파악

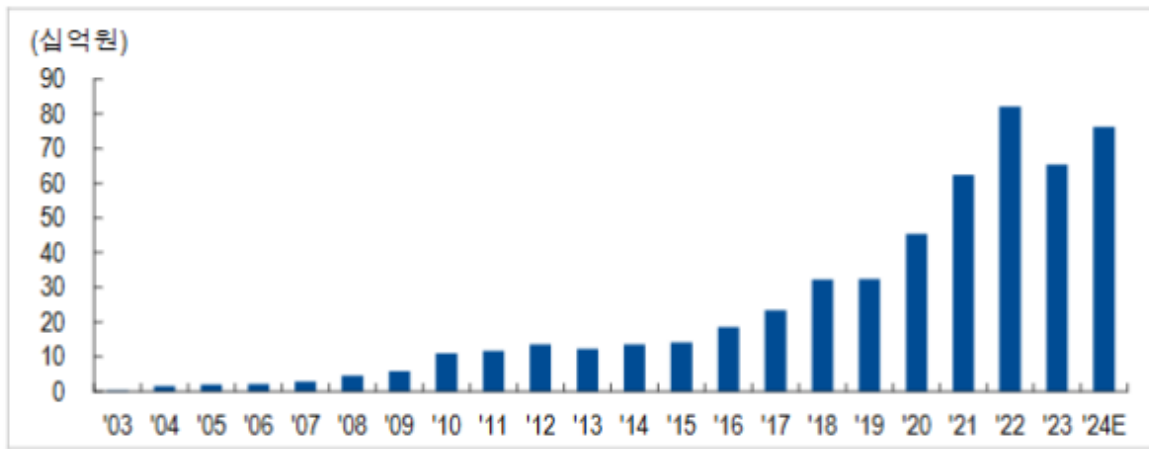
업황 회복 국면 진입 시 성장 모멘텀 확대 전망

지금껏 고성장과 더불어 생산 시설 확대 및 신규 제품 개발 관련 비용 증가로 인해 고정비가 확대되었으며, 이후 업황 부진 영향으로 기존 제품 매출 감소 및 신규 고객사 확대가 지연되고 있으나 점차 대외 환경 개선과 더불어 신규 소재 성과 또한 확대될 것으로 기대. 이에 성장 모멘텀은 유효하다 판단
2024E 매출액 762억원(+16.7% y-y), 영업적자 15억원(적자지속) 전망. 2025년에는 CD9 및 SD9 매출 확대에 따른 성장이 기대되며, 업황 회복 국면 진입 시 제품 침투 및 라인업 확대가 기대되는 동사에 관심이 집중될 것으로 전망. 반도체 고단화 및 미세화에 따른 사업적 기회요인 부각 또한 기대

	2021	2022	2023	2024E
매출액	64.3	82.1	65.3	76.2
증감률	35.8	27.6	-20.4	16.7
영업이익	9.2	11.6	0.0	-1.5
증감률	47.7	25.4	적전	적지
영업이익률	14.4	14.1	-0.1	-1.9
(지배지분)순이익	7.3	10.0	1.2	-1.5
EPS	803	835	97	-119
증감률	253.9	3.9	-88.4	적전
PER	0.0	18.1	222.9	N/A
PBR	0.0	2.6	3.7	1.4
EV/EBITDA	2.1	13.3	56.8	28.6
ROE	36.4	19.5	1.7	-2.1
부채비율	133.4	51.3	79.8	85.0
순차입금	26.1	17.5	39.7	42.4

단위: 십억원, %, 원, 배

비씨엔씨 장기 실적 추이 및 전망



자료: 비씨엔씨, NH투자증권 리서치본부 전망



사이냅소프트

LLM 기반 AI 솔루션 출시 예정, 고수익성 지속될 것

[출처] 하나증권 김성호 애널리스트

문서뷰어 국내 시장 점유율 독보적 1위 업체

사이냅소프트는 2000년 설립된 디지털 문서 소프트웨어 플랫폼 보유 업체이다. 25년 기간 동안 약 7,000개 이상의 고객사를 확보했으며, 다수의 레퍼런스를 확보했다. 문서 뷰어 시장 점유율(공공기관 홈페이지수 기준) 독보적 1위인 M/S 약 80%, 문서 필터 시장 M/S 95% 등이 이에 해당한다. 주요 사업부는 크게 3가지다. 1) 문서 활용 솔루션은 1H24 기준 동사 매출의 68%를 차지하는 핵심사업부다. 사이냅 문서뷰어(다운로드 없이 문서열람), 사이냅 문서필터(구조 분석 후 객체 추출) 등이 사업부 핵심제품이다. 2) 디지털 문서생성솔루션은 1H24 기준 매출 7%를 차지한다. 사이냅오피스(클라우드 기반 웹 오피스), 사이냅 에디터(공동 편집 지원) 등이 핵심 제품이다. 3) 디지털 문서 AI는 매출 비중 8%를 차지하고 있으며, 주요제품은 사이냅 DULLM, 사이냅 도큐애널리저, 사이냅 OCR(광학문자인식)등 이다. 제품별 기준 매출비중은 문서뷰어 60%, 필터 12%, 에디터12%, OCR 12%, 기타 4%이다.

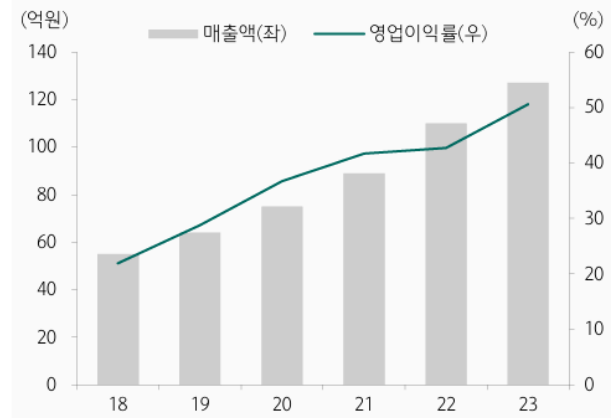
12월 LLaMMA 기반 전자공시 DART AI 솔루션 출시

사이냅소프트의 AI SW 강점은 기존 사업 노하우인 OCR 인식률(TTA 인증 문서 인식률 99.3%)과 문서생성 및 뷰어 등에 있다. 이를 활용한 제품 2가지는 LLM 활용 방식과 데이터전 처리 방식으로 출시될 전망이다. 2가지 제품 모두 성장 모멘텀을 보유한 제품이라 판단한다. 먼저 1) LLM을 활용하는 사이냅 DULLM의 12월 전자공시 출시 모멘텀이 기대된다. 사이냅 DULLM은 미국 메타의 오픈소스 LLM(대규모 언어 모델)인 라마(LLaMA)를 활용하는 제품으로 디지털 문서를 학습해서 추출형 질의 응답 등의 기능을 제공한다. 12월 출시 예정인 전자공시 DART를 활용한 솔루션은 약 1년 이상 준비해온 제품으로 다양한 기능을 제공할 것으로 파악된다. 이를테면 "삼성전자 10개년 사업부별 매출액을 알려줘"라고 검색하면 답변을 주는 형식이다. 해당 제품 출시 레퍼런스를 바탕으로 기존 고객사들향 제품 출시 모멘텀을 기대해볼 수 있겠다. 2) 사이냅 도큐애널리저는 모든 문서 형식(HWP, Word, PDF, Excel 등)을 분석 및 학습이 가능한 제품이다. 데이터 전처리 과정을 전담하는 SW로 사용처 확대가 기대되는 솔루션이다. 최근 기업 고객의 수요 증대로 파이프라인이 PoC 기준 25개 이상 확대 중인 것으로 파악된다. 리드타임은 약 1년 내외이다. PoC가 실제 수주로 이어지면 25년 실적 추가 성장이 기대된다.

2025년 매출액 150억원, 영업이익 66억원 예상

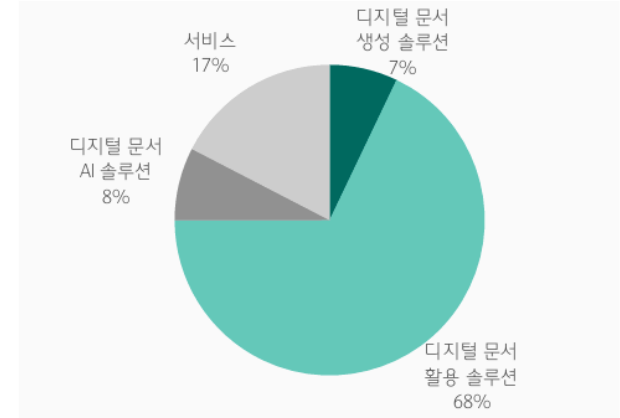
2024년 매출액 131억원(+3.1%, YoY), 영업이익 52억원(-19.1%, YoY)로 예상한다. 4Q24F 매출액 48억원, 영업이익 26억원(OPM 54.2%)을 예상한다. 4Q24F 호실적 요인은 사이냅소프트의 주요 고객사인 정부기관의 예산 집행으로 인한 실적 계절성에 기인한다. 영업이익이 전년 동기 대비 소폭 감소될 것으로 예상되는데, 3Q24 인원 20명 증원 등 연구개발비 증가가 주된 요인이다. 생성형 AI 기술 적용 등 디지털 문서 활용 솔루션 고도화를 위해 선제적 투자로 영업이익률이 소폭 감소했으나, 내년부터 비용 안정화로 이익률은 정상화될 전망이다. 2025년 매출액 150억원(+14.3%, YoY), 영업이익 66억원(+27.7%, YoY), OPM 44.3%를 전망한다.

도표 1. 사이냅소프트 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 사이냅소프트, 하나증권

도표 2. 1H24 기준 사이냅소프트 매출 비중



자료: 사이냅소프트, 하나증권

도표 4. 사이냅소프트 사업부별 주요 제품



자료: 사이냅소프트, 하나증권

도표 5. 사이냅소프트 주요 고객사



자료: 사이냅소프트, 하나증권

