

2024.12.27.(금) 증권사리포트

솔트웨어

MSP를 넘어 프라이빗 LLM 개발 본격화

[출처] 미래에셋투자증권 김수진 애널리스트

기업 개요

솔트웨어는 일반 기업 및 공공기관에 클라우드 솔루션, 시스템 통합, 플랫폼 구축 서비스 등 자체 개발 소프트웨어 패키지인 BIPS를 통해 맞춤형 서비스를 제공하는 클라우드 서비스 전문 기업(MSP)이다. 동사는 2003년 11월 24일 설립되었으며, 2022년 8월 22일 코스닥 시장에 상장했다.

동사의 사업부문은 클라우드, HW/SW 구축 및 기술 서비스, 업무포털 시스템 구축으로 이루어져 있으며, IBM 주전산기, 중형서버, 스토리지 장치 중심의 H/W 납품 및 구축 서비스가 주력 사업이다. 2014년 클라우드 사업에 진출하며 사업영역 확장에 성공했고 AWS(Amazon Web Service)와의 파트너십 체결을 통해 클라우드 컨설팅 등의 서비스를 제공하고 있다.

3Q24 실적 리뷰

동사는 3Q24 연결 기준 매출 156억원(YoY +11.9%, QoQ -0.3%), 영업손실 0.8억원(YoY 적자전환, QoQ 적자유지)을 기록했다. 적자 폭은 줄어들고 있는 상황이다. 3Q24 누적 클라우드 사업부 매출이 313억원으로 YoY +50.7%의 높은 성장세를 보이며 실적에 크게 기여했다.

프라이빗 LLM 시장 공략 본격화

지난 10월 16일, 동사의 자체 개발 LLM인 사피(Sapie-gemma2-9B-IT)는 미국의 AI 개발자 플랫폼 기업 W&B에서 운영하는 한국어 평가 리더보드인 호랑이 리더보드에서 오픈소스 모델 분야 1위를 기록하기도 했다. 인정받은 높은 기술력을 바탕으로 동사는 프라이빗 LLM 시장을 적극 공략할 계획이다.

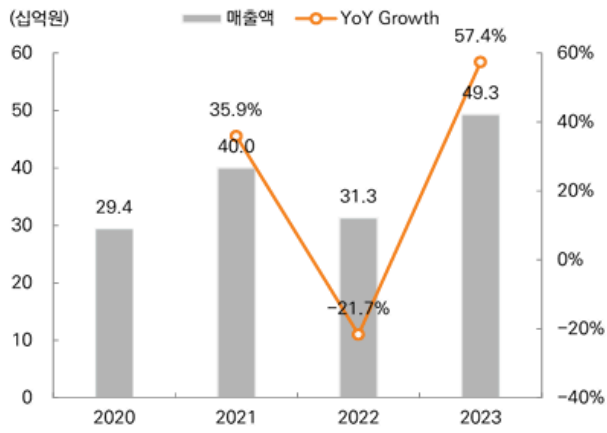
기업들은 보안 등의 문제로 클라우드 인프라 도입에 어려움을 겪기도 한다. 동사는 프라이빗 LLM을 통해 고품질의 AI 서비스를 지원하고, 고객의 필요에 맞춰 모델을 맞춤 튜닝함으로써 챗봇 서비스뿐만 아니라 생성 AI 기반 추천 등 다양한 영역으로 사업을 확장해 나갈 계획이다. 생성AI의 성장성에 힘입은 프라이빗 LLM에 대한 수요 증가가 동사의 성장 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 판단한다.

계산기 (12월)	2020	2021	2022	2023
매출액 (십억원)	29	40	31	49
영업이익 (십억원)	1	1	-1	0
영업이익률 (%)	3.4	2.5	-3.2	0.0
순이익 (십억원)	1	1	-5	1
EPS (원)	22	23	-153	22
ROE (%)	23.0	10.4	-34.9	3.5
P/E (배)	93.8	88.2	-7.7	65.1
P/B (배)	10.8	8.2	1.9	2.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

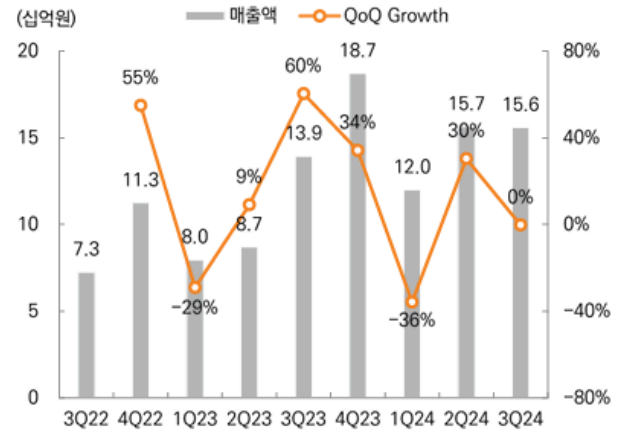
자료: 솔트웨어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 연도별 매출액 및 성장률



자료: 솔트웨어, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 분기별 매출액 및 성장률



자료: 솔트웨어, 미래에셋증권 리서치센터



신시웨이
클라우드와 용역 부문이 견인할 실적 성장
[출처] IBK투자증권 오지훈 애널리스트
3Q24 YTD 실적은 전년대비 다소 부진

2024년 영업실적은 다소 부진한 흐름을 보여주고 있다. 3분기 매출액은 25억원(YoY +46.2%), 영업이익 3.2억(YoY 흑전, OPM 13.0%)을 기록하며 전년동기대비 성장하였으나, 3Q24 YTD 기준으로는 매출액 68.3억원(YoY +14.3%), 영업이익 4.1억원(YoY -20.9%, OPM 6.1%)를 기록하며 전년동기대비 매출은 증가했으나 영업이익은 부진한 실적을 기록 중이다. 그러한 이유는 1분기 실적이 부진했기 때문인데, 이는 1) 연구개발인력 채용 증가로 인한 판매관리비 증가와 2) 주식보상비용 관련 일회성 지출 때문이다.

2024년도 영업실적 매출은 성장, 영업이익은 유사한 수준으로 전망

2024년 영업실적은 전년동기대비 매출은 성장하나 영업이익은 비슷한 수준을 유지할 것으로 전망한다. 그러한 이유는 1) 클라우드 매출과 2) 용역 매출의 증가 때문이다. 동사의 제품 중 페트라와 페트라 사이퍼 매출은 계약단위로 발생하는데, 이에 대한 솔루션을 1년 동안은 무상으로 지원하다 1년 이후에는 유상으로 전환되며 용역 매출이 발생한다. 따라서 시간이 지날수록 용역 매출은 제품 판매가 누적되며 증가할 것으로 추정한다. 또한 동사는 공공기관 향 매출 비중이 약 30% 수준 발생하는데, 공공기관의 경우 연도별 예산 집행의 특성으로 인해 4분기에 집중적으로 보안 시스템에 대한 투자가 이루어지는 경향을 감안하면 충분히 전년대비 매출 성장은 가능하다고 판단한다.

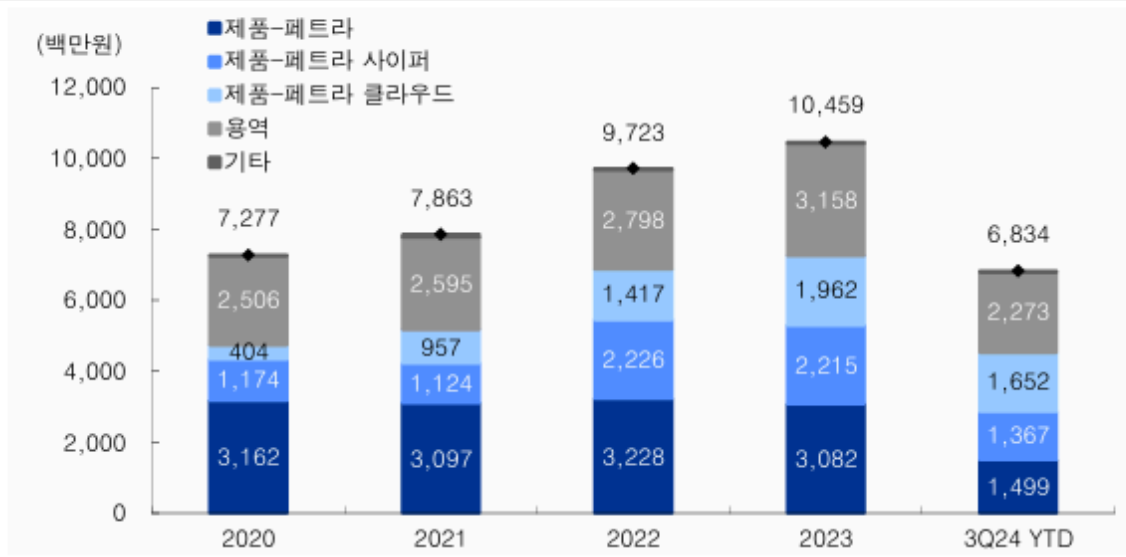
향후 클라우드와 용역 부문의 성장 전망

2025년에도 외형 성장을 전망한다. 고수익성의 클라우드와 용역 매출의 꾸준한 증가가 예상되며, 2024년 9월 개정된 개인정보보호법에 대한 일부 수혜도 예상한다. 또한 2024년 정보보호 강화 예산이 2024년 58억원으로 2023년 105억원 대비 약 45% 감소했는데, 내년에 올해 감소분에 대한 추가반영이 예상된다.

(단위:억원,배)	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	68	73	79	97	105
영업이익	0	8	11	21	15
세전이익	0	8	10	20	-1
당기순이익	3	9	10	18	0
EPS(원)	72	237	279	496	-5
증가율(%)	-52.1	227.9	17.4	78.1	-101.1
영업이익률(%)	0.0	11.0	13.9	21.6	14.3
순이익률(%)	4.4	12.3	12.7	18.6	0.0
ROE(%)	3.2	9.6	10.4	16.3	-0.1
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	-2,209.1
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2
EV/EBITDA	-0.5	-0.5	-2.0	-1.9	16.7

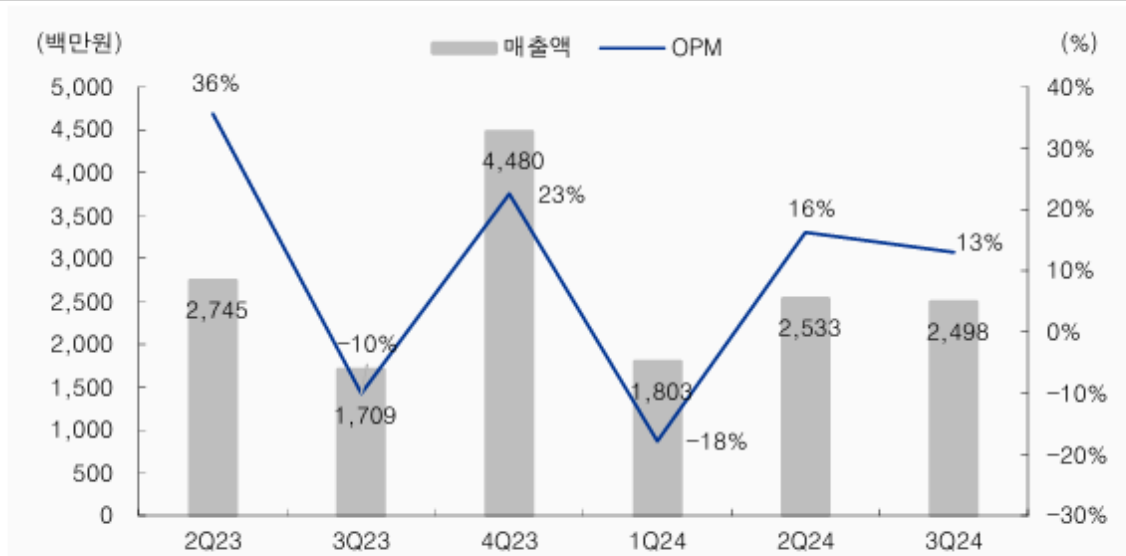
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 신시웨이 부문별 매출액 추이



자료:

그림 2. 신시웨이 분기별 실적 추이



자료:



씨앤씨인터내셔널
 고객사 풀(Pool) 확대에 초점
 [출처] NH투자증권 정지윤 애널리스트
 해외 매출 비중 상승 전망

중장기적으로 해외 고객사 다변화 전략에 초점을 맞출 전망. 2024년 동사 실적은 상고하저의 흐름을 기록. 이는 업황 둔화의 영향 보다는 대형사 대비 고객사 수가 적어 매출 비중이 높은 고객사의 의존도가 높기 때문. 즉, 상위 고객사 수주 물량, 신제품 입찰 건수 및 경쟁 강도, 유통사의 직매입 물량 소화 시차 등에 따라 전사 매출과 이익 변동이 상대적으로 클 수밖에 없는 구조. 따라서 ODM 비즈니스 모델이 아직 충분히 침투하지 못한 미국, 중동 등 인디/셀럽 브랜드 위주의 프로젝트를 다수 진행 중이며, 2025년부터 소기의 성과가 나타날 전망

이제 '25년 1분기 출하량에 집중

2025년 연결기준 매출액 3,540억원(+19% y-y), 영업이익 480억원(+29% y-y)을 추정. 2025년 CAPA는 총 4억개(국내 3.5억개+중국 5억개)로 매출 확대 여력은 충분. 그간 국내외 브랜드와의 협업과 신규 프로젝트 성과가 실제 1분기 출하량 및 매출 증가로 반영된다면 주가는 빠르게 회복을 이어갈 것

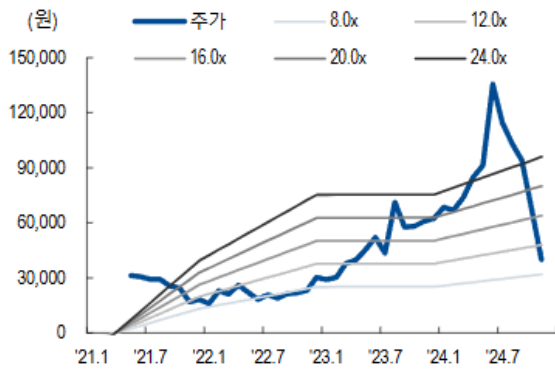
4Q24 Review: 컨센서스 부합 예상

4분기 연결기준 매출액 708억원(+12% y-y), 영업이익 84억원(-8% y-y)으로 낮아진 컨센서스 부합하는 실적 전망. 국내 상위 고객사 발주 감소로 국내 매출은 q-q 감소 불가피. 다만, 북미+중동+유럽 고객사향 매출이 비중이 3분기(37%)와 유사하게 견조한 만큼 지역/고객사 다변화 방향성에 초점

	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	220.3	297.4	354.0	421.2
증감률	68.7	35.0	19.0	19.0
영업이익	32.1	37.3	48.0	56.9
증감률	83.9	16.3	28.6	18.6
영업이익률	14.6	12.5	13.6	13.5
(지배지분)순이익	31.4	31.4	40.2	47.1
EPS	3,137	3,141	4,011	4,706
증감률	90.9	0.1	27.7	17.3
PER	19.9	15.0	11.8	10.0
PBR	3.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	14.9	9.4	7.3	6.0
ROE	20.5	16.4	17.4	17.2
부채비율	48.3	45.7	42.0	38.9
순차입금	-39.6	-41.1	-49.2	-79.6

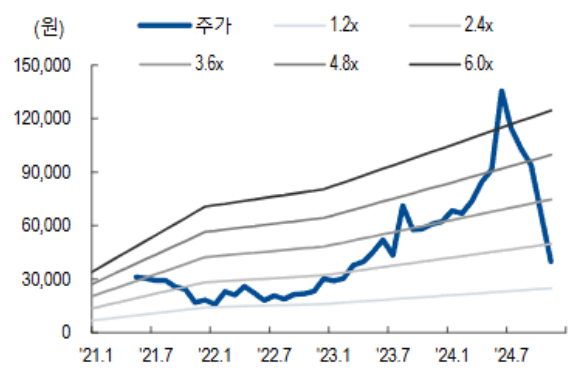
단위: 십억원, %, 원, 배

그림1. 씨앤씨인터내셔널 12M Fwd PER Band



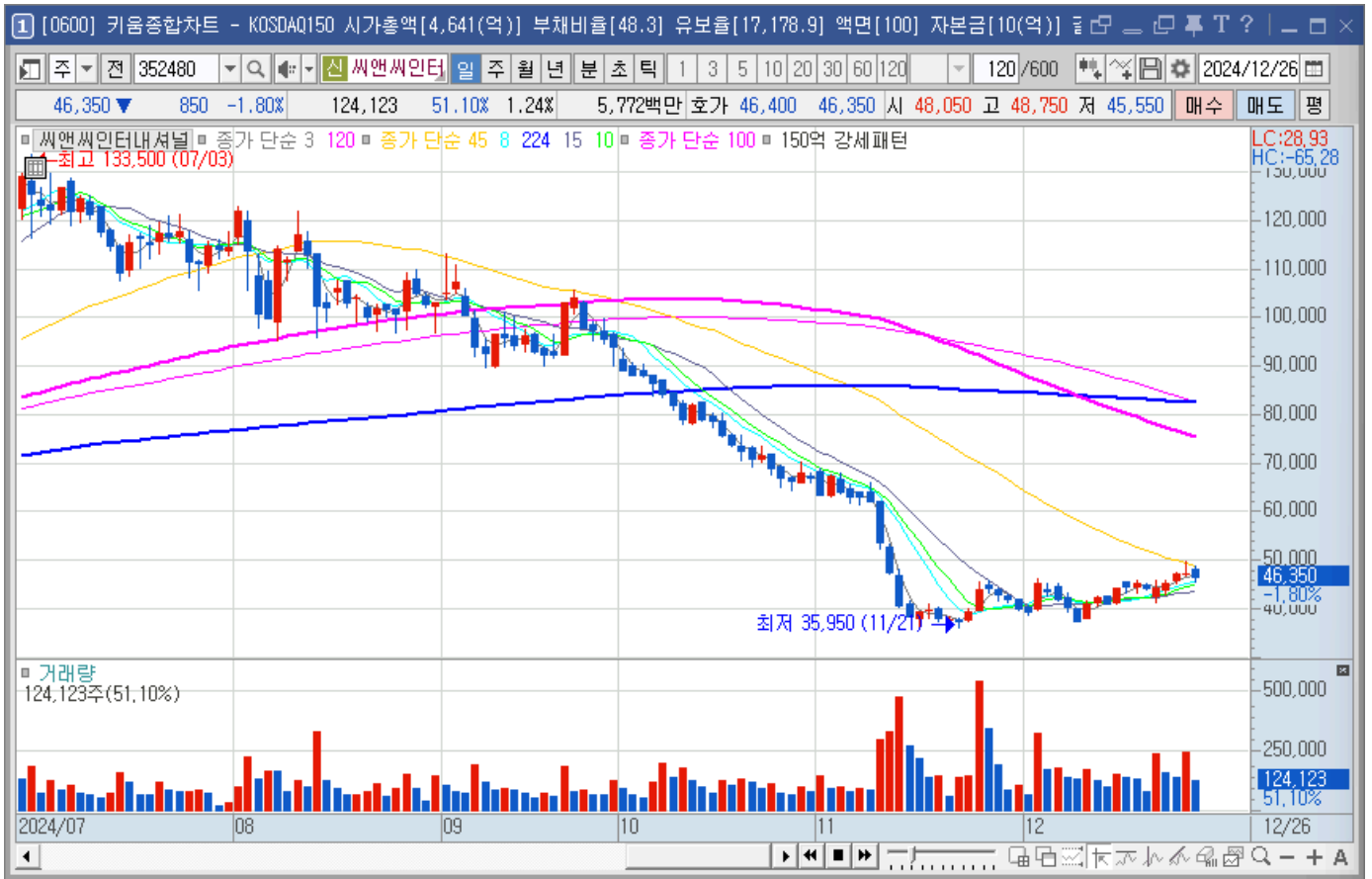
자료: NH투자증권 리서치본부

그림2. 씨앤씨인터내셔널 12M Trailing PBR Band



자료: NH투자증권 리서치본부





이노시물레이션

시뮬레이터 및 XR 솔루션 전문 기업

[출처] 하나증권 최재호 애널리스트

시뮬레이터 및 XR 솔루션 사업 지속 확장 중

이노시물레이션은 2000년 설립되었으며, 스마트 모빌리티 시뮬레이터, XR 가상훈련, XR 디바이스 및 XR 실감 콘텐츠 사업 등을 영위한다. 2003년 국내 최초 자동차 시뮬레이터 개발 및 공급(현대자동차), 2006년 운전 면허 시험용 시뮬레이터 수출(인도네시아), 2007년 차량 시뮬레이터 플랫폼 수출(일본, 프랑스, 독일), 2009년 운전자 교육 훈련용 시뮬레이터 개발 및 상용화를 거치며 기술 검증 레퍼런스를 축적했다. 이후 2010년 철도차량 시뮬레이터 수출, 2014년 항공기 시뮬레이터 영상 시현 장치 개발 및 납품(한국항공우주), 2018년 도로주행 시뮬레이터 개발 등을 통해 기술 및 제품 고도화를 입증했고, 2023년 상장 이후 자율주행 자동차 시뮬레이터 시장도 진출했다. 3Q24 기준 매출 비중은 스마트 모빌리티 26.4%, XR 가상훈련 65.5%, XR 디바이스 8.1%다.

XR 가상훈련 시스템 성장 기대

이노시물레이션의 강점이자 주요 성장 동력은 XR 가상훈련 시스템이다. XR 가상훈련 시스템은 자동차, 철도, 중장비, 선박, 항공 등 다양한 전방 산업 고객사를 확보하고 있으며 국방 훈련 체계, 중장비 원격 무인조작 개발 및 납품을 중심으로 성장하고 있다. 최근 러시아-우크라이나, 이스라엘-하마스 등의 전쟁으로 국제 방산 시장에서 두드러진 성장을 보이고 있는 K-방산 업체들을 고객사로 보유하고 있기 때문에, 동사의 가상훈련 시스템 매출 성장에 점진적으로 기여할 것으로 기대된다. Zion Market Research에 따르면 글로벌 가상훈련 시스템 시장은 2018년 1,937억달러에서 → 2030년 9,734억달러로 성장할 것으로 전망된다(CAGR 14.4%). 따라서 글로벌 시뮬레이터 시장과 동반 성장이 기대된다.

2024년 3분기 매출액 26.3억원, 영업이익 -5.4억원 기록

2024년 3분기 실적은 매출액 26.3억원(-7.6%, YoY), 영업이익 -5.4억원(적자지속, YoY)을 기록했다. 향후 자율주행 및 방산 무인화 수요 증대에 따라 XR 시뮬레이터 성장이 이어질 것으로 기대된다. 상용화를 목표 중인 LEVEL 4 자율주행은 약 6억km 주행 테스트가 필요하기 때문에 비용 및 물리적 한계로 가상 현실 테스트 방식인 XR 시뮬레이터 활용도가 높아질 전망이다. 이노시뮬레이션은 XR 시뮬레이터 하드웨어 및 솔루션 기술들을 내재화하고 있으며 공급 레퍼런스를 확보하고 있다. 따라서 자율주행 기술 고도화에 따라 고차원적 안정성 및 신뢰성 평가가 필요할수록 동사의 기술들은 차별화 포인트가 될 수 있을 것으로 기대된다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	15	14	17	19
영업이익	(5)	(0)	(2)	(0)
세전이익	(5)	(1)	(4)	(1)
순이익	(5)	(3)	(5)	(0)
EPS	(895)	(511)	(703)	(34)
증감율	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	(65.7)	(37.0)	(31.3)	(0.9)
BPS	1,362	1,333	2,166	3,647
DPS	0	0	0	0





팜텍

반도체 장비 매출 비중 확대 기대

[출처] 하나증권 최재호 애널리스트

CCM 검사 장비 제조 업체

팜텍은 2005년 설립된 기업으로 카메라 모듈 제조 및 검사 자동화 장비, 반도체 연구소용 자동화 장비, 스마트팩토리 장비 연구 개발 및 제조 사업 등을 영위하고 있다. 1) 카메라 모듈 자동화 장비는 주요 기술인 카메라 모듈 Handling 기술 고도화를 바탕으로 CCM(Compact Camera Module) 검사 및 제조 공정에 납품 중이다. 신규 모델 출시(스펙 변경 포함)나 전방 수요 증가가 실적을 견인하며, 주요 매출은 교체(스마트폰 스펙 상향)와 개조로부터 발생한다. 교체 매출은 스펙이 크게 변경되는 주기인 약 4~5년마다 발생하며, 고객사의 장비 개조 매출은 매년 발생하기 때문에 동사의 핵심 캐시카우 역할을 담당한다. 즉, 카메라 모듈 장비는 3Q24 기준 매출 비중 66.1%를 차지하는 주요 매출원이다. 2) 반도체 연구소용 자동화 장비는 반도체 소자 제조 과정 중 R&D 특성에 맞춘 특화 장비를 개발하여 공급하고 있다. 주요 제품은 Test Handler, Burn-In Sorter, SEM Sample Preparation System 장비 등이 있다. 반도체 연구소용 자동화 장비의 3Q24 기준 매출 비중은 9.0%이며, 3년 내 전사 매출의 15% 이상을 목표로 하고있다.

현대모비스향 차량용 카메라 검사 시장 확대 수혜

현대모비스는 올해 CAPEX 추진 목표 금액을 3조 1,822억원으로 책정했으며, 이는 지난해와 비교해 69.1% 증가한 수준이다. 소프트웨어 중심 차량(SDV)과 같은 미래 모빌리티 대응이 가능한 통합형 제어기 고도화 등 R&D 투자에 집중하는 중이다. 팜텍은 현대모비스향 차량용 ADAS(첨단 운전자 보조 시스템) 장비를 올해 12월부터 납품 시작할 계획이다. 동사의 ADAS 부품 제조 인라인 장비는 자율주행 관련 부품의 조립 공정부터 마지막 검사 공정까지 한번에 작업이 가능한 장비다. 향후 수요처는 ADAS 이후 IVI(차량용 인포테인먼트), 레이더 부분까지 확장 논의 중인 것으로 파악된다. CCM 장비 위주의 제품 포트폴리오에서 전장용 장비 다각화로 특정 전방 산업의 실적 의존도가 낮아질 전망이다.

HBM 수출 개선 수요 증가에 따른 반도체 장비 성장 기대

팜텍의 반도체 장비 역시 수요가 증가하고 있어 향후 성장 모멘텀으로 작용할 전망이다. 동사는 Test Handler, Burn-In Sorter, SEM Sample Preparation System 장비 등의 레퍼런스를 보유하고 있으며, 국내 대표 반도체 기업향 양산 라인에도 공급한 것으로 파악된다. HBM 고단화에 따라 수출의 중요성이 올라가고 있어, 동사의 Test Handler 장비 등 반도체 매출 비중이 확대될 것으로 기대한다.

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	0	0	102	96
영업이익	0	0	25	11
세전이익	0	0	22	8
순이익	0	0	17	8
EPS	0	0	648	261
증감율	N/A	N/A	N/A	(59.7)
PER	0.0	0.0	0.0	14.6
PBR	0.0	0.0	0.0	1.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	6.5
ROE	0.0	0.0	37.6	11.0
BPS	0	0	1,562	2,383
DPS	0	0	0	30





에스티아이

해외 고객사, 장비 다각화, 수주잔고

[출처] 신한투자증권 남궁현 애널리스트

성장 스토리와 밸류에이션 고려 시 매수 시점

메모리 생산업체의 투자는 Migration(공정미세화) 및 후공정에 집중 → 반도체 산업 내 신규 투자에 따른 큰 폭의 장비 공급 대수 증가는 다소 제한적인 상황. 다만 25~26년 메모리 반도체 중심의 국내외 Fab 건설을 위한 인프라 투자(대형 프로젝트 중심) 본격화에 따른 수혜 기대. 이에 2025년 반도체 장비 업체 중 실적 성장이 크게 두드러질 것으로 전망. 3Q24 수주잔고(2,493억원)는 2020년 이후 최대 수준으로 2025년 실적 가시성 ↑

2024년 Reflow 장비의 경우 국내 고객사 레퍼런스를 기반으로 해외 고객사 확보를 위해 노력 중이며 일부 유의미한 성과가 나타난 것으로 판단. 또한 반도체 후공정을 넘어 전공정 장비 다각화도 점진적 순항 중. 현재 주가는 12개월 선행 P/E(주가수익비율) 5배로 저평가. 포트폴리오 다변화(신규 고객사 및 공정 장비) 및 CCSS(중앙약품공급시스템) 중심의 2025년 실적 성장을 고려하면 밸류에이션 리레이팅을 기대할 만한 구간에 진입

2025년 실적 성장에 주목해야 하는 업체 중 하나

2025년 실적은 매출액 4,835억원(+50.6%, 이하 전년대비), 영업이익 574억원(+175.2%) 전망. 실적 성장의 주된 배경은 메모리 3사의 인프라 투자 집행 및 공정장비 출하 대수 증가. 또한 HBM 및 후공정 Capa 증설에 따라 Wet 장비 매출 396억원(+41.2%) 추정. 신규 Capa 증설에 대한 불확실성이 존재하기 때문에 CCSS는 보수적으로 추정. 다만 삼성전자의 P5 및 SK하이닉스의 용인클러스터 투자 집행 시 추정치 상향 가능성 존재

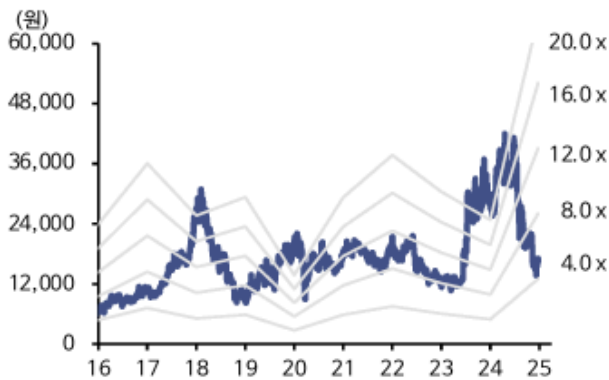
Valuation & Risk: 현재 주가는 P/E 밴드 차트 하단으로 저평가

12개월 선행 EPS(주당순이익) 3,255원에 7.4배(18~23년 12개월 선행 P/E 하단 평균) 적용하여 목표주가 및 투자의견 유지

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	422.4	34.8	29.8	6.3	14.4	0.9	3.5	2.1
2023	319.5	23.9	24.1	19.4	10.5	2.0	14.0	0.7
2024F	321.1	20.8	19.6	13.8	8.0	1.1	8.0	1.8
2025F	483.5	57.4	52.2	5.2	19.0	0.9	3.2	3.5
2026F	557.9	78.0	67.7	4.0	20.8	0.8	2.3	3.8

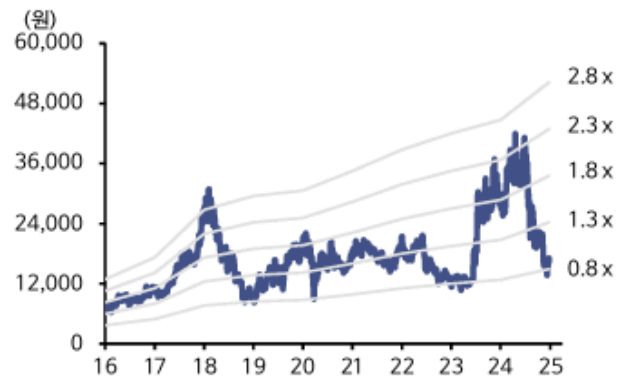
자료: 회사 자료, 신한투자증권

에스티아이 12MF PER 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

에스티아이 12MF PBR 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정



바디텍메드
 조금만 더 지켜봐주세요
 [출처] 신한투자증권 백지우 애널리스트

달라진 건 없다, 견고한 중장기 성장 모멘텀

미국 업체향 동물진단 제품 납품에 대한 논의가 길어지며 4분기 주가 변동성 확대. 자체 판매망 활용 대신 기존 방식이었던 OEM 납품 방식으로 결정, 계약 마무리 단계 진입. 동물진단 시장 진출은 여전히 유효한 중장기적 성장 모멘텀, 2025년 매출 가시화 시점에 주목

3Q24 Review: 의심의 여지없는 본업 + 계획대로 진행중인 신사업

3Q24 매출액 376억원(+7.8% YoY), 영업이익 88억원(+0.6% YoY) 기록, 중동 및 북아프리카 매출 100억 원을 상회하며 역대 최고치 기록. 이라크, 이집트 지역 위주의 가파른 현장진단 매출 성장세 시현. 최근 진단기기 14종, 진단키트 142종에 대해 유럽 CE 인증 획득, 분자진단, 마약진단 제품도 CE 승인 준비중. 현재 유럽향 매출 비중은 20% 이상으로 이번 인증을 통해 유럽 매출 확대 기대

본업인 현장진단은 전분야에 걸쳐 꾸준히 성장, 2025년 헤모크로마와 비타민D 제품을 중심으로 전반적인 POCT 제품 매출 상승 기대. 25년 상반기 1) 중국 내 만성질환 모니터링 진단제품 공급 본격화, 2) 동물 진단 시장 진입이 가장 큰 신성장 동력. 실질적인 매출 기여도에 주목

Valuation & Risk: 이제 남은건 '매출 가시화' 뿐

투자의견 매수, 목표주가 23,000원으로 유지. 25년 예상 주당순이익 1,738원에 P/E 13배(과거 4개년 평균 P/E 10% 할증) 적용. 1) 브라질과 유럽 약국 진단 기기 시장 진출, 2) 중국 매출 확대, 3) 동물 진단 시장 진출로 수익성 강화 등 P/E 13배는 무리가 없다는 판단. 본업 영업 레버리지 효과에 더해 동물용 진단 제품 공급이 본격화되면 주가 재평가 가능

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	118.1	24.7	24.2	10.0	15.4	1.5	6.2	1.5
2023	134.2	28.5	25.9	18.6	14.8	2.6	11.6	1.0
2024F	149.3	33.5	28.4	13.1	14.3	1.8	6.7	1.3
2025F	177.2	42.9	40.8	9.1	17.9	1.5	5.2	1.3
2026F	201.4	50.6	46.3	8.0	17.3	1.3	4.0	1.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

