

2024.12.30.(월) 증권사리포트

텔레칩스

글로벌 차량용 반도체 기업으로 도약

[출처] NH투자증권 강경근 애널리스트

제품 라인업 확장 및 고객사 다변화

텔레칩스는 차량용 반도체 팹리스 기업. 미래 모빌리티 핵심 반도체로 제품 라인업을 확장. Dolphin 시리즈(IVI+ADAS), AXON(게이트웨이칩), N Dolphin (ADAS), AI 가속기 A2X(NPU), MCU 통합칩을 개발 중 기존 현대기아차 중심에서 고객사 다변화. 올해 하반기부터 폭스바겐향 유의미한 물량 공급 개시. 내년 말부터는 신제품 Dolphin3(기존 제품 대비 단가 2배)를 Tier1 기업인 콘티넨탈을 통해 유럽 Top 10 OEM에 납품할 예정. 유럽 내 프로모션 강화로 추가적인 수주 기대. 동남아 지역 애프터마켓 시장 내 입지 강화 중

우수한 실적 가시성과 안정성을 보유

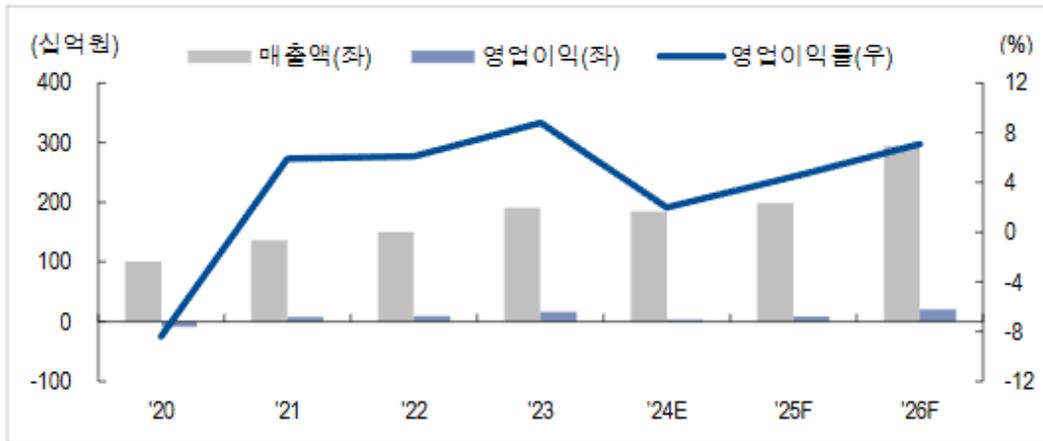
올해 연간 실적은 매출액 1,846억원(-3.4% y-y), 영업이익 36.5억원(-78.2% y-y, 영업이익률 2.0%)으로 부진할 전망. 전방 수요 둔화 영향으로 매출이 감소하는 가운데 신규 칩 개발 관련 연구개발비(2021년 467억원, 2022년 652억원, 2023년 656억원, 2024년 3분기 누적 535억원) 증가한 영향

고객사 확대로 매출 볼륨이 증가하는 가운데 내년 하반기부터 개발이 완료되는 칩이 늘어나며 고정비 감소 구간 진입. 국내 자율주행 관련 중소형주 중 가장 우수한 실적 가시성과 안정성을 보유한 기업으로 판단. 고객사 다변화와 제품 라인업 확장이 이뤄질 2025~2026년 주목 필요

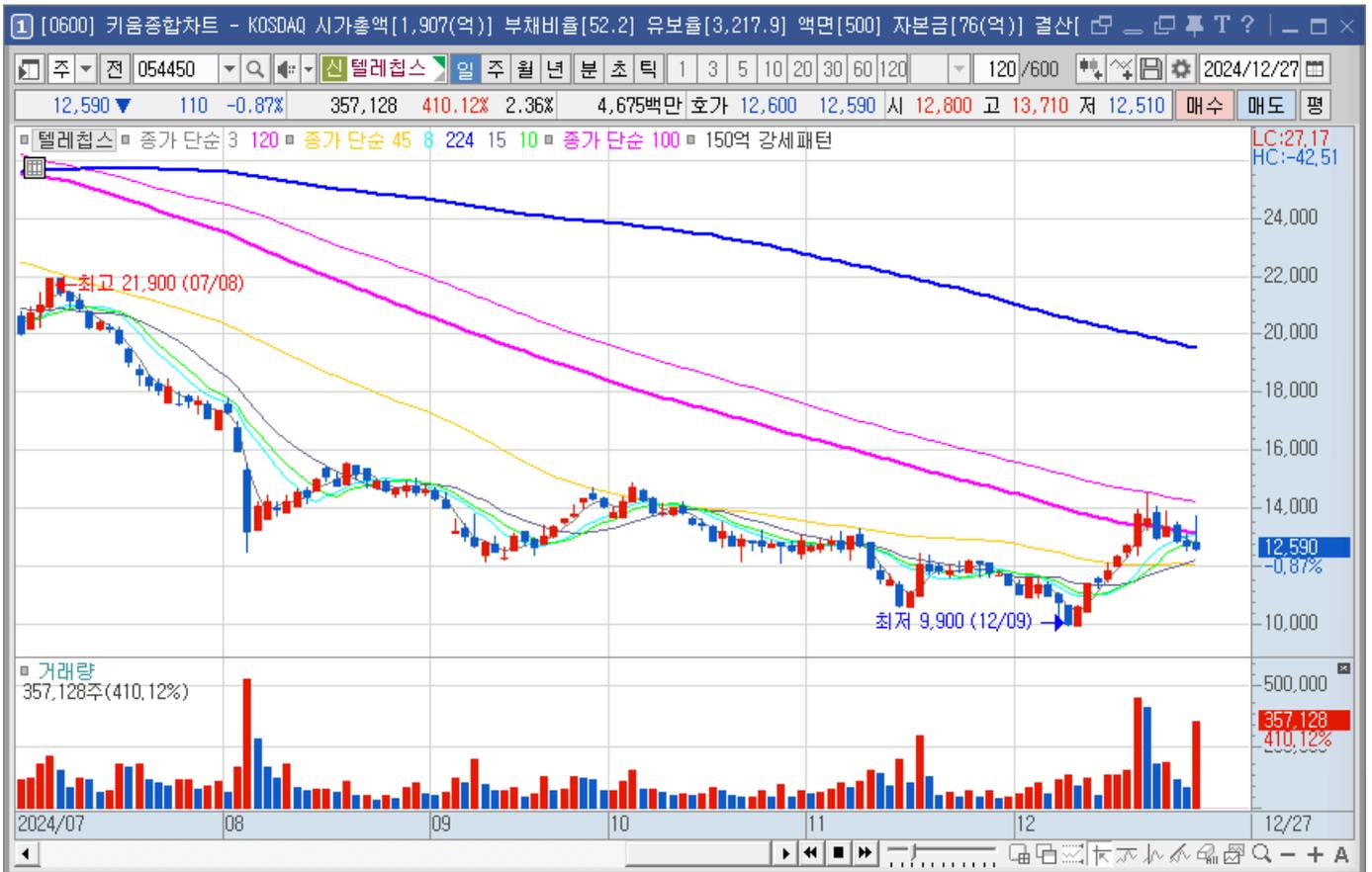
	2023	2024E	2025F	2026F
매출액	191.1	184.7	198.3	294.0
증감률	27.1	-3.4	7.4	48.3
영업이익	16.8	3.7	8.8	20.8
증감률	82.8	-78.2	141.8	135.4
영업이익률	8.8	2.0	4.5	7.1
(지배지분)순이익	62.6	-31.2	6.1	17.4
EPS	4,297	-2,059	405	1,147
증감률	28.3	적전	흑전	183.1
PER	7.7	N/A	31.3	11.1
PBR	2.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	18.6	12.3	9.0	6.0
ROE	30.1	-13.6	2.9	7.8
부채비율	52.2	66.7	68.7	66.7
순차입금	33.3	56.6	55.8	55.3

단위: 십억원, %, 원, 배

실적 추이 및 전망



자료: 텔레칩스, NH투자증권 리서치본부 전망



DL이앤씨

4분기 양호한 실적, 기대 이하의 착공 추정

[출처] 하나증권 김승준 애널리스트

4Q24 추정치: 매출액 2.3조원, 영업이익 1,075억원(OPM 4.7%)

DL이앤씨 연결 4Q24 매출액 2.3조원(-1.6%yoy), 영업이익 1,075억원(+21.0%yoy)으로 추정한다. 매출액에서 주택이 부진할 것으로 추정한 가운데, 플랜트 부문의 매출액은 지속적으로 증가할 것으로 봤다. 주택 GPM 9%, 토목 GPM 10%, 플랜트 GPM 16%로 추정했으며, DL건설은 GPM 7.6%로 추정했다. 영업외로 자회사 DL건설의 거제에서의 채무 686억원 인수(공시)하면서 영업외비용으로 반영될 예정이다. 4분기 수주는 3.2조원, 수주잔고는 30.1조원으로 추정한다. 4분기 착공세대수는 DL이앤씨는 약 2천세대, DL건설은 667세대다. 2024년 DL이앤씨는 8,000세대, DL건설은 3,900세대로 착공이 마무리될 것으로 전망한다.

2025년 추정치: 매출액 8.0조원, 영업이익 3,422억원(OPM 4.3%)

2025년 DL이앤씨 연결 매출액 8.0조원(-2.6%yoy), 영업이익 3,422억원(+20.4%yoy)으로 추정한다. 주택 매출액이 2024년 대비 감소(-9.5%yoy)할 것으로 보이며, DL건설 매출액도 감소(-3.5%yoy)할 것으로 판단했다. 왜냐하면 2024년 착공세대수의 부진 때문이다. DL이앤씨의 2024년 착공세대수가 8천세대에 그쳤다. 2021년 1.4만세대, 2022년 1.0만세대, 2023년 0.4만세대 착공이었기에, 2025년 주택 매출액 감소 가능성이 높다. DL건설도 마찬가지로 22년 12,529세대, 2023년 2,100세대, 2024년 3,900세대로 연초 기대치(7,100세대)에 크게 못 미쳤다. 다만, 주택 원가율은 올해보다 2025년이 개선될 것으로 보인다. 공사비가 올라 마진 스프레드가 크게 축소되었던 2021~2022년 착공 현장이 준공되어, 마진 믹스에서 제외될 수 있기 때문이다.

투자의견 Buy, 목표주가 39,000원 유지

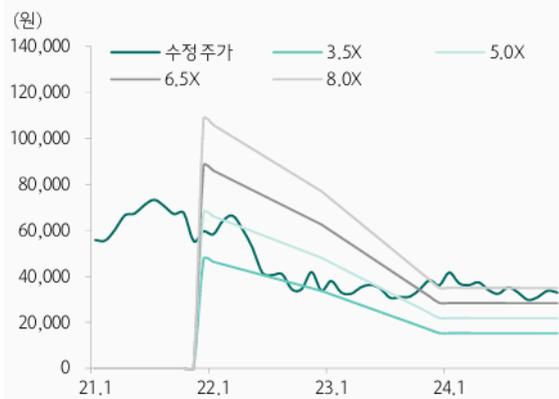
DL이앤씨 투자의견을 Buy, 목표주가는 39,000원을 유지한다. 목표주가는 2025년 EPS 추정치에 Target P/E 6.0배를 적용했다. 순현금흐름 1조원 이상으로 재무상태가 매우 양호하여, 내년 어려운 업황 속에서도 무탈할 수 있는 체력을 갖추고 있다. 다만, 회사가 분양 시장을 바라보는 관점이 보수적이어서, 내년 바닥 이후 턴어라운드 시점에서 치고 나갈 수 있을지 여부는 미지수다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

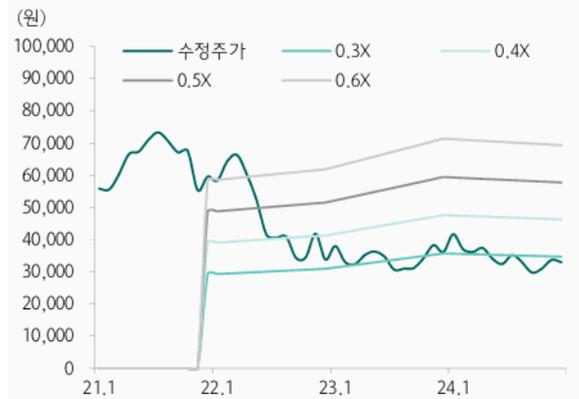
투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	7,496.8	7,991.1	8,177.7	7,961.3
영업이익	497.0	330.7	284.3	342.2
세전이익	595.5	279.8	219.8	378.5
순이익	413.2	187.9	156.9	275.2
EPS	9,627	4,377	3,660	6,412
증감율	(28.98)	(54.53)	(16.38)	75.19
PER	3.51	8.24	9.00	5.14
PBR	0.33	0.32	0.29	0.28
EV/EBITDA	1.06	1.10	1.02	(0.23)
ROE	9.70	4.12	3.26	5.51
BPS	102,095	113,560	113,636	119,602
DPS	1,000	500	500	500

도표 2. PER Band

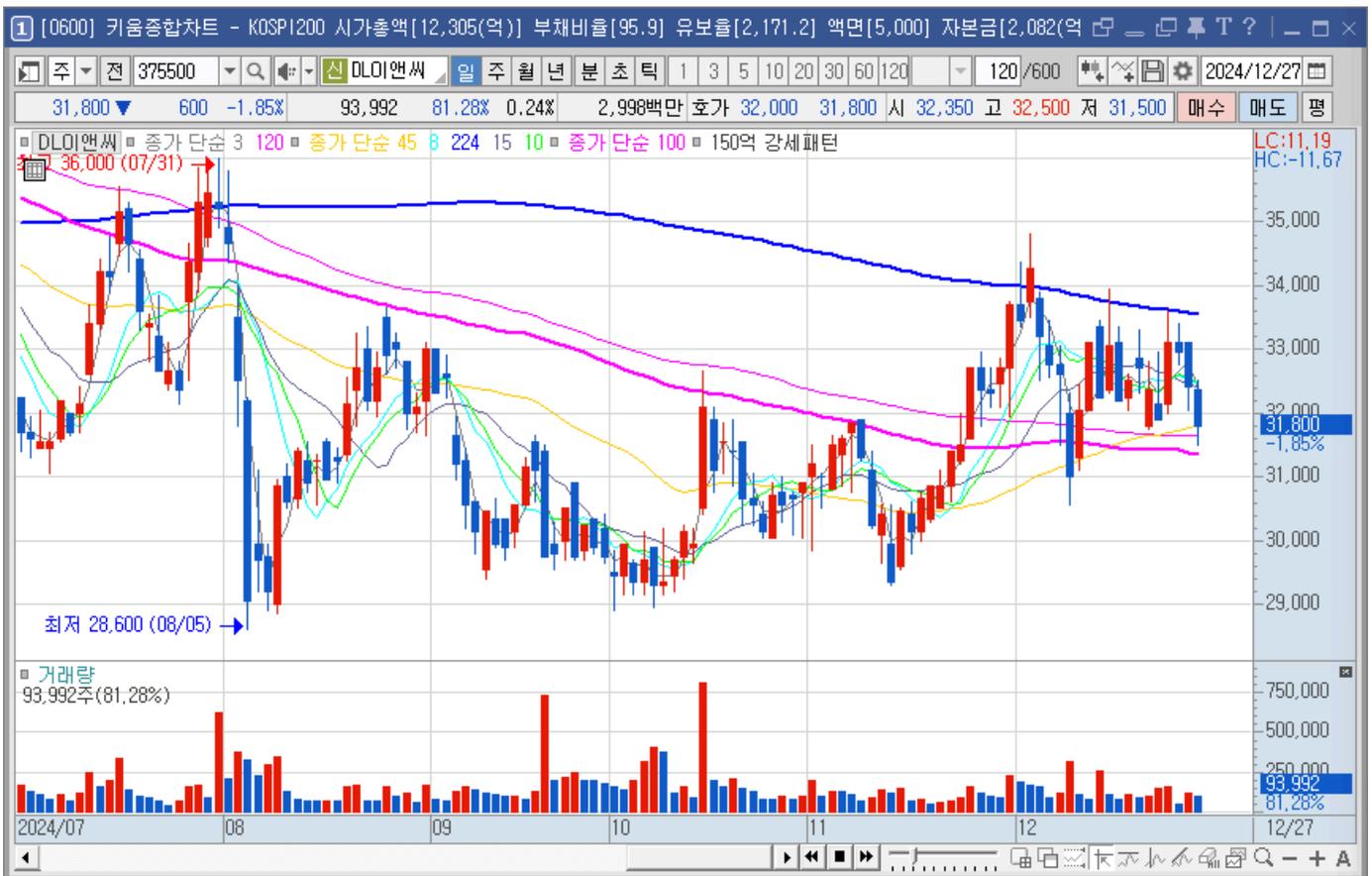


자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. PBR Band



자료: Quantwise, 하나증권



핑거스토리

콘텐츠 다각화 원년

[출처] 유안타증권 이환욱 애널리스트

종합 스토리 비즈니스 플랫폼 운영

핑거스토리는 웹툰 및 웹소설 등 콘텐츠 유통 사업을 영위하는 '종합 스토리 비즈니스' 업체로 지난 2022년 12월 코스닥 시장에 상장. 무협(정통+퓨전)/액션 장르에 특화된 남성향 플랫폼 '무툰'과 로맨스/순정 판타지 중심 여성향 플랫폼 '큐툰' 등을 운영 중에 있음. 웹툰 이외 웹소설과 경제/경영 관련 디지털 도서 사업까지 다각화된 콘텐츠 제공을 통해 플랫폼 경쟁력을 강화하고 있음.

플랫폼 콘텐츠 다각화에 집중

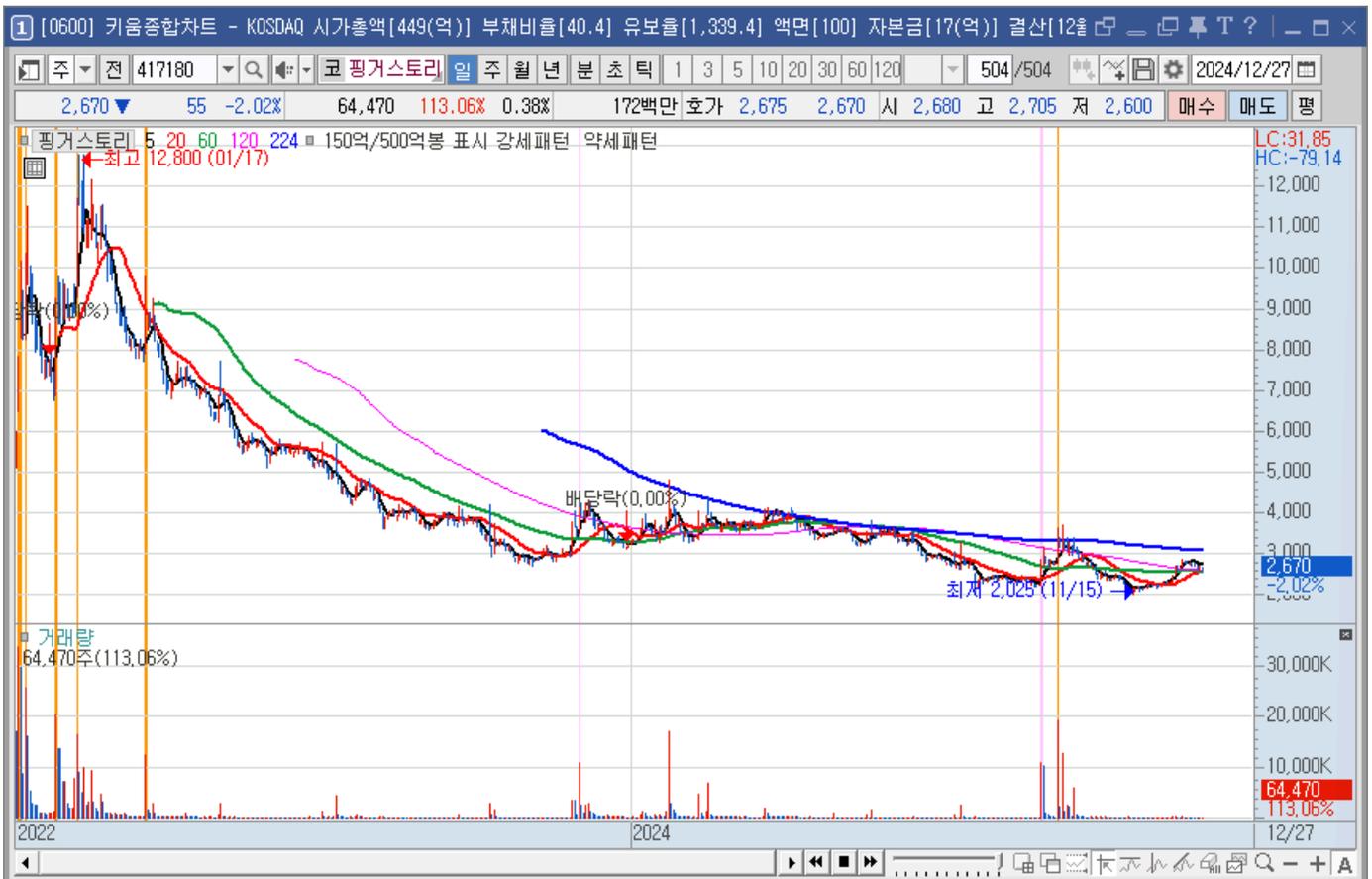
동사의 올해 연간 예상 매출액은 185억원, 영업이익은 16억원 수준으로 역대 최대 실적을 기록할 전망이며, 하이 싱글 수준의 안정적인 마진률을 달성할 것. 주력 플랫폼 '무툰'의 가입자 수 증가에 기인한 실적 성장으로 해석되며, 해비 유저 비율 상승에 따른 이익 개선세가 지속될 것으로 예상됨.

내년도 역시 안정적인 실적 시현이 지속될 것이라 판단되는데, 1) 주력 '무툰' 플랫폼 가입자 수 증가 지속되고, 2) 긍정적인 회차별 재결제

비율 추이 등이 주요 요인으로 작용할 것. 올해 11월 누적 기준 '무툰' 가입자 수(20년 80만, 21년 94만, 22년 108만, 23년 123만)는 약 134만명 수준으로 연초 대비 9.0% 증가 추이를 기록하고 있으며, 21회 이상 재결제자(해비유저) 비율이 22년 말 13.3%에서 23년 말 15.1%, 24년 11월 누적으로는 16.2%로 지속 상승하고 있어 안정적인 실적 시현을 견인할 것이라 예상됨. 신규 및 재결제 건수 합계 추이 역시 15만 3천건을 돌파해 우상향 트렌드를 이어가고 있음.

웹소설 콘텐츠 및 E북 사업확대

25년 웹소설 IP의 독점 콘텐츠 작품 수가 지속 강화될 전망이며, 20~30대를 주력 타겟으로하는 경제/경영 관련 E북 사업이 본격화될 것이라 예상됨. 콘텐츠 다각화를 통한 가입자 수 증가 및 2차 판권 수익 비즈니스 확대가 장기적인 성장 동력이 될 전망.



레이언스

현금 부자, X-ray 디텍터 전문기업

[출처] 한국IR협의회 박선영 애널리스트

의료용, 치과용, 동물용, 산업용 X-ray 디텍터 풀 라인업 보유

레이언스는 X-ray 영상획득 장치인 디텍터를 주력으로 하는 디지털 X-ray 이미징 솔루션 기업. 국내 유일 TFT 디텍터와 CMOS 디텍터 기술 모두를 보유한 X-ray 디텍터 전문기업으로, 관계사인 치과영상진단 전문기업 바텍에 디텍터를 납품함에 따라 치과용에 강점이 있음. 동사는 의료용, 치과용, 동물용 및 산업용 X-ray 디텍터 풀 라인업을 보유하고 있으며, 검증된 기술력 및 제품력을 바탕으로 고객사 다변화를 위해 노력하고 있음

동물용(VET) 영상진단은 새로운 성장 동력

동사는 의료용, 치과용 X-ray 시스템 개발 노하우를 바탕으로 반려동물 시장 성장에 집중. 동물용 매출액은 2019년 123억원에서 2023년 241억원으로 CAGR 18.2% 성장, 3Q24기준으로도 YoY + 17.4% 성장하며 매출비중이 20.7%까지 확대됨. 반려동물과 특수동물에 특화된 전용 이미징 제품 및 관련 SW를 통해 동물용 영상진단에서 경쟁력을 확보하고 있으며, 병원경영 솔루션 PMS, 동물용 의약품 유통 등 동물용 의료 토탈솔루션을 제공하는 VET 전문기업으로 성장 기대

자산가치 대비 주가 저평가

2024년 연결기준 매출액 1,322억원(YoY -7.5%), 영업이익 98억원(YoY -50.3%), 지배주주순이익 114억원(YoY -41.8%)을 전망. 2024년 예상실적 기준 밸류에이션은 PER 9.1배, PBR 0.4배 수준이며 최근 실적부진으로 인해 주가가 많이 하락하였으나, 최근일 기준 동사의 시가총액(약 1,029억원)은 현금성 자산가치(약 1,420억원) 대비해서도 크게 낮은 편으로 자산가치 대비 크게 저평가 국면으로 판단됨

Forecast earnings & Valuation

	2020	2021	2022	2023	2024F
매출액(억원)	1,015	1,346	1,472	1,430	1,322
YoY(%)	-19.5	32.5	9.4	-2.8	-7.5
영업이익(억원)	84	241	254	197	98
OP 마진(%)	8.3	17.9	17.2	13.8	7.4
지배주주순이익(억원)	-19	145	220	196	114
EPS(원)	-115	871	1,329	1,181	684
YoY(%)	적전	흑전	52.5	-11.1	-42.1
PER(배)	N/A	14.1	8.3	7.9	9.1
PSR(배)	1.8	1.5	1.2	1.1	0.8
EV/EBITDA(배)	5.9	3.3	2.2	1.0	N/A
PBR(배)	1.0	1.0	0.8	0.6	0.4
ROE(%)	-1.0	7.4	10.4	8.4	4.6
배당수익률(%)	0.9	0.8	2.7	1.1	1.6

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터



오픈놀
 현대아이티 인수 통한 AI 교과서 시장 진입
 [출처] [하나증권 김성호 애널리스트](#)
 3세대 hr 플랫폼 선도기업

오픈놀은 구직자를 선별하여 기업에 맞는 인재를 추천 및 매칭해주는 3세대 HR 플랫폼으로, 주요 사업으로는 미니인턴, 채용관, M클래스 등 서비스를 제공하고 있다. 동사의 주요 매출이 발생하는 1) 미니인턴은 프로젝트만 수행하는 '교육형'과, 프로젝트 수행 후 채용까지 연계되는 '채용형'으로 나뉜다. 프로젝트 수행을 통해 구인 기업에 대한 높은 이해도를 갖추고 직무역량을 갖춘 인재 양산이 가능하다는 점에서 기업들로부터 좋은 반응을 얻고 있다. 2) 채용관은 기존 미니인턴 프로젝트를 수행한 인원 중 실무/직무 역량이 검증된 구직자를 매칭하는 서비스이다. 마지막으로 3) M클래스/교육컨설팅을 통해 구직자 대상 진로 진단 및 이직 교육 등 커리어 전반의 교육 콘텐츠를 제공하고 있다. 3Q24 기준 매출액 비중은 미니인턴 41.2%, 교육컨설팅 31.0%, 기타 서비스 매출 7.9%, 응용 소프트웨어 개발 및 공급 19.9%이다.

현대아이티 인수 통한 디지털 사이니지 및 AI 교과서 시장 진입 시너지 기대

오픈놀은 지난 11월 현대아이티의 지분 58.5%를 150억원에 인수하며 디지털 사이니지(PC가 내장된 디스플레이)시장에 진입했다. 현대아이티는 현대BT의 스마트보드 사업부가 분사해 2013년 설립된 기업으로 디지털 사이니지(Digital Signage)와 전자철판 사업을 주로 영위하고 있다. 현대아이티는 작년 기준 매출액 449억원, 영업이익 29억원을 시현했으며, 국내 전자철판 조달시장 2위 업체이다. 양사의 시너지 효과가 기대된다. 오픈놀은 자체 레퍼런스(정부 및 공공기관 대상 교육 사업 등 SW 역량)와 현대아이티의 디지털 사이니지 및 전자철판 사업 역량(학교 납품 이력 보유)을 융합해 디지털 교과서 및 교육 콘텐츠 시장 진출 계획하고 있기 때문이다. 특히, 2024년 교육부는 AI 교과서 관련 예산 1.2조원 중 인프라 구축 예산을 8천 367억원으로 편성했는데, 동사는 해당 시장에 진입을 목표로 하고있는 것으로 파악된다. 보수적으로 AI 교과서 시장진입이 늦어지더라도, 내년부터 현대아이티의 실적이 연결 매출액 500억원 이상, 영업이익 30억원 이상이 인식될 전망이다.

채용 트렌드 변화에 따른 구조적 성장의 초입

채용 트렌드 변화(수시채용 및 이직)와 함께 구인/구직 3세대 플랫폼 수요가 지속 증가할 전망이다. 최근 국내 대기업은 공채를 축소하거나 폐지하고 있으며, 이직이 일반화된 시대가 도래하면서 구직자의 직무역량이 더욱 중요해지고 있기 때문이다. 실제로 1) 수시 및 상시 채용의 경우, 삼성, 신세계, 포스코를 제외한 10대 대기업 그룹은 대규모 공개채용을 폐지하고 필요한 인재를 곧바로 채용하는 수시채용 방식으로 빠르게 전환하고 있다. 한국노동연구원에 따르면 전체 채용에서 신입공채 비율은 2019년 47%에서 2023년 40%로 감소했다. 2) 올해 6월 한국 경영자총협회 발표에 따르면, 20~40대 직장인의 69.5%가 이직을 고려 중이며, 동 나이대 67.8%는 이직 경험(평균 2.8회)이 있다고 보고됐다. 오픈놀은 구직 시장에서 나이(청소년, 청년, 시니어)와 경력(신입, 이직, 창업)을 불문하고 모두에게 서비스를 제공하는 3세대 플랫폼이다. 구직자에게는 직무 경험을, 구인 기업에는 적은 비용으로 필요한 인재를 채용할 기회를 제공하며 수요가 지속 증가할 것으로 예상된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	7	11	16	25
영업이익	0	0	1	1
세전이익	0	0	(1)	1
순이익	0	0	(1)	1
EPS	41	5	(66)	153
증감율	N/A	(87.8)	적전	N/A
PER	0.0	0.0	0.0	73.2
PBR	0.0	0.0	0.0	2.9
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	47.7
ROE	15.1	0.9	(2.7)	3.8
BPS	272	517	2,520	3,828
DPS	0	0	0	0





동운아나텍

스마트폰 슬림화의 선봉장

[출처] 메리츠증권 양승수 애널리스트

갤럭시 슬림의 핵심 변화는 'ALoP' → 동운아나텍 수혜 기대

내년에 출시될 갤럭시 S25 슬림모델에는 'ALoP'이라는 새로운 카메라모듈 기술이 적용되며, 동운아나텍의 수혜가 기대된다. ALoP 기술은 기존 잠만경 구조와 다른 프리즘과 렌즈의 배치(그림1,2)를 통해 카메라 모듈의 높이를 유지하면서도 렌즈 직경을 늘려 더욱 밝고 선명한 이미지를 구현하는 기술이다. 이를 통해 카메라 범프의 높이와 폭을 대폭 줄여 스마트폰 후면의 카메라 모듈 돌출 문제를 해결, 초슬림 스마트폰 구현에 기여한다.

ALoP 기술은 기존 잠망경 방식에서 사용되던 OIS가 아닌 eOIS 기술을 활용한다. 이에 따라 eOIS 기술력을 보유한 동운아나텍이 이번 슬림모델은 단독 공급하는 것으로 파악된다. 내년 갤럭시 S25 슬림 생산물량은 300만대 전후로 파악되어 단기적인 수혜는 제한적일 수 있다. 다만 삼성, 애플, 중국 스마트폰 제조사들을 중심으로 초슬림 스마트폰 출시가 확대되는 흐름과 함께 ALoP 기술의 중장기적인 성장 가능성이 크다는 점에 주목할 필요가 있다.

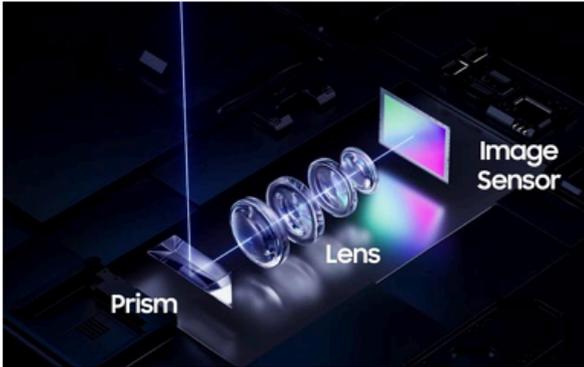
본업에서도 긍정적 흐름 지속 전망

기존 잠만경 형태의 폴디드줌용 Ois 밸류체인 내에서도 변화가 감지된다. 국내 고객사향 폴디드줌용 OIS를 전량 공급해왔던 일본 경쟁사의 올해 말 기준 사업 스마트폰용 OIS 사업 철수가 확정되었기 때문이다. 출시가 임박한 S25의 경우 일본 경쟁사가 대응하나, 경쟁사 내 OIS 연구진이 동사에 합류하기로 결정됨에 따라 향후 모델부터는 동사의 폴디드줌용 Ois 매출 확대가 예상된다.

화웨이를 포함한 중국향 물량도 지속 확대되고 있다. 올해에 이어 내년에도 본업의 우상향 흐름이 예상되며, 2025년 매출액과 영업이익은 각각 1,695억원(+23% YoY), 288억원(+41% YoY)을 전망한다. 본업의 안정적인 성장성과 스마트폰 슬림화라는 새로운 트렌드의 중심에 있다는 점에서 중장기 투자 매력도가 높다고 판단된다.

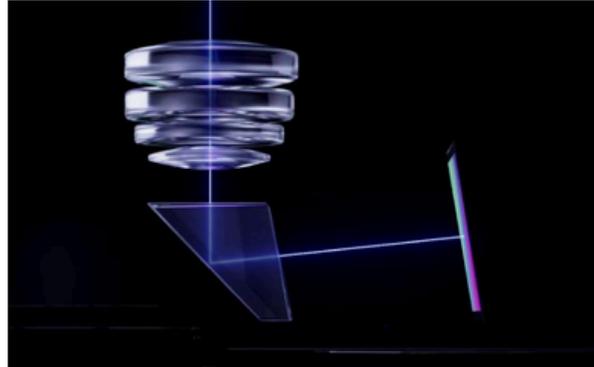
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	54.8	-2.2	6.6	437	0.0	1,505	15.8	4.6	305.4	29.1	118.6
2020	70.7	2.3	0.8	47	-89.3	1,744	266.1	7.1	52.9	2.9	135.0
2021	50.7	-15.8	-14.9	-849	적전	1,161	-10.4	7.6	-12.8	-59.1	209.6
2022	50.1	-6.3	-8.4	-473	적지	1,168	-20.9	8.5	-52.2	-40.5	198.0
2023	111.5	25.1	26.2	1,419	흑전	3,203	14.8	6.6	13.8	64.1	42.3

그림1 기존 접이식 망원 카메라 모듈 구조



자료: 삼성전자

그림2 ALoP 망원 카메라 모듈 구조



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 현재 폴디드줌 vs ALoP 비교(1)



주: ALoP 적용 시 모듈 길이 축소
자료: 삼성전자

그림4 현재 폴디드줌 vs ALoP 비교(2)



주: 망원카메라도 원형 모양으로 통일 및 카메라 범프 크기와 높이 감소
자료: 삼성전자



컨택

소형 위성 발사 증가 수혜주

[출처] 한국IR협의회 이나연 애널리스트

AP위성 인수로 우주 밸류체인 다변화

컨텍은 한국을 대표하는 우주 기업. Downstream의 지상국 서비스 사업을 영위하고 있으며, 2024년 6월, Upstream의 위성 제조 및 위성 통신 단말기 사업을 영위하는 AP위성을 인수하여 우주 산업 내 밸류체인 다변화에 성공. 향후 우주 산업 내 시장 지배력 확장 기대. 3Q24 기준 연결 매출액의 사업부별 비중은 지상국시스템 54%, 위성영상시스템 5%, 위성통신단말기 30%, 인공위성 및 부분품 개발 11%로 구성

New Space 시대 소형 위성 산업 성장과 동반할 것

글로벌 위성 발사 수는 소형 위성을 중심으로 급증. 2023년 위성 발사 수는 2,900여 기로 소형 위성 비중이 약 97%를 차지했으며, 2031년까지 1만 7,000여기 발사 전망. 소형 위성 시장의 성장은 1) 로켓 발사 비용 감소로 민간 기업들의 우주 진출 가속화, 2) 초소형 위성 감시체계 구축 등 정부 주도의 소형 위성 발사 수요 증가가 원인. 소형 위성 발사 수의 증가는 위성 정보를 송수신 받을 수 있는 지상국에 대한 수요로 이어질 전망. 현재 글로벌 지상국 사업자는 북미, 유럽 지역에 치중. 아시아 유일의 글로벌 지상국 네트워크를 구축한 민간 상용 지상국 사업자로 컨텍의 전략적 중요도 부각될 것으로 기대

2025년 흑자 전환 기대

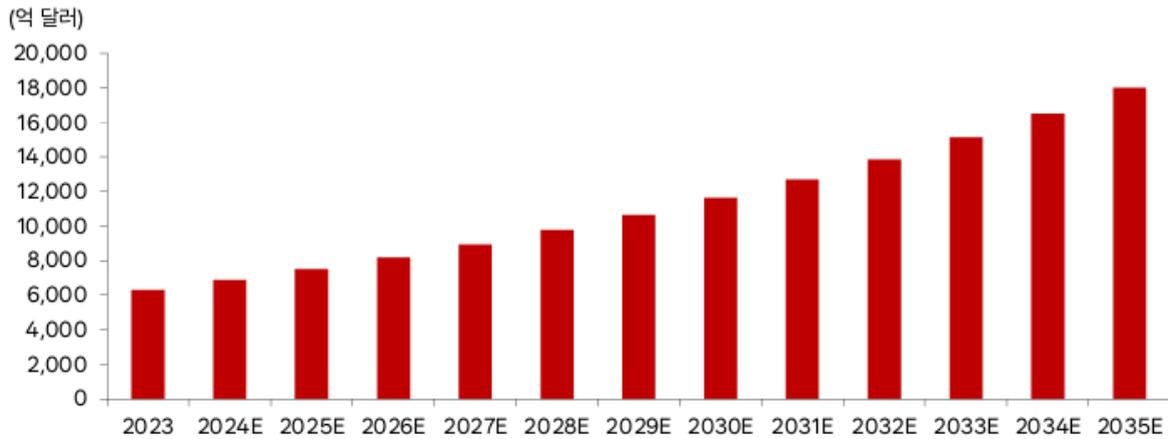
2025년 연결 매출액은 959억 원(YoY +67.3%), 영업이익 34억 원(YoY 흑자전환) 전망. 컨텍 2025년 별도 매출액 456억 원(YoY+57%), 영업손실 66억 원 전망. 4Q24말 수주잔고는 400억 원을 상회할 것으로 전망되어 외형 성장 기대. 다만, GSaaS 가동률 저조로 적자 지속 전망되나, 안테나 등 원재료 수급 개선으로 적자폭 축소 전망. AP위성 2025년 연간 실적은 500억 원을 상회하는 매출액과 20% 초반대의 영업이익률 추정. TURAYA향 신제품 위성통신단말기 납품 및 위성 제조 사업부문 매출 성장이 견인할 전망

Forecast earnings & Valuation

	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액(억원)	58	128	158	573	959
YoY(%)	N/A	120.5	23.9	262.3	67.3
영업이익(억원)	-18	-19	-100	-67	34
OP 마진(%)	-31.1	-14.6	-63.1	-11.6	3.5
지배주주순이익(억원)	-124	-207	-649	-80	21
EPS(원)	-2,055	-3,153	-6,212	-538	139
YoY(%)	N/A	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	72.2
PSR(배)	0.0	0.0	10.1	2.6	1.6
EV/EBITDA(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	24.5
PBR(배)	N/A	N/A	2.0	1.4	1.4
ROE(%)	111.6	98.4	-164.8	-7.3	1.9
배당수익률(%)	N/A	N/A	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

글로벌 우주 산업 규모 전망



자료: McKinsey&Company, 한국IR협회의 기업리서치센터

