

2024.05.13

ISC (095340)

곧 본격 성장 개시

매수 투자 의견과 91,000원의 목표주가로 커버리지 개시

ISC에 대해 목표주가 91,000원을 제시하며 매수 투자 의견으로 커버리지를 개시한다. 동사에 대한 신규 목표주가 91,000원은 올해 예상 BPS에 지난 3년 간의 연간 고점 P/B 배수들의 평균인 3.5배를 적용하여 도출한 것이다. 동 목표주가는 올해 예상 SPS 대비 8.6배에 해당하며 이는 지난해 최고 P/S 배수 15.3배를 하회하는 것이다.

동사 1Q24 실적은 시장 예상치에는 하회했으나 전분기 대비 큰 폭으로 개선되었고 2Q24부터는 동사 분기 이익의 본격적인 증가가 예상된다. 동사 올해 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 60%, 524% 증가하는 2,237억원과 670억원을 기록할 것으로 전망된다. 만약 3Q24부터 SK엠펬스와의 통합으로 인한 추가 매출이 반영된다면 동사 FY24 실적은 당사 예상치를 크게 상회할 수 있다. 다만 동 통합건의 불확실성을 감안해 당사의 실적 추정에는 이를 반영하지 않았다.

AI 등 비메모리향 매출 증가가 견인한 1Q24 실적

동사 1Q24 매출에서 비메모리향 AI향 매출이 차지한 비중은 각각 85%와 25%로 이는 전분기의 80%와 22%에서 추가 상승하고, FY23의 연간 비중인 67%, 9%에 비해서는 대폭 개선된 것이다. 1Q24에는 북미 고객인 I사의 생성형 AI GPU, A사의 CPU 및 GPU에 대한 수주가 증가했고, 노트북 고객사인 A사의 AI PC향 테스트용 소켓 주문도 발생했다.

1Q24 실적이 시장 기대치에 미치지 못한 것은 일부 북미 고객사들에 대한 프로젝트 매출이 동사 베트남 라인의 적체 현상으로 납품이 다소 지연된 점과, 1Q24말 수주액 중 일부가 2Q24 매출로 이연된 점이 원인이다. 또한 고객사 과실에 의한 영업이익 감소도 나타났다. 그러나 이러한 점들은 반대로 2Q24에 동사 매출 및 이익 규모가 더 크게 증가하는 원인으로 작용할 전망이다.

2Q24부터 실적 개선 본격화 예상

동사 2Q24 매출과 영업이익은 전분기 대비 각각 54%, 100% 증가하는 539억원과 171억원까지 개선될 것으로 추정된다. 2Q24 매출에는 전분기로부터의 이월분과 함께 I사, A사 발 GPU, CPU 수주 증가분이 본격 반영될 것으로 예상된다. 또한 그간 부진했던 메모리 부문 매출도 고객사들의 DRAM 감산 원복이 조금씩 긍정적인 영향을 미치기 시작할 전망이다. 만약 2Q24 후반에 스마트폰 고객 A사의 신제품 AP향 발주가 개시될 경우, 동사 2Q24 실적은 당사 예상치를 상회할 가능성이 존재한다. 또한 2Q24에는 TIU (Test Interface Unit) 사업 부문 매각에 따른 차익이 영업외손익에 반영될 전망이다.

지속적 성장 기회

3Q24 이후에는 메모리 고객사들의 NAND 감산 원복 효과도 시작될 전망이다. 이미 실리콘 소켓을 사용 중인 DRAM과는 달리 NAND 부문에서는 여전히 Pogo 소켓을 사용하고 있다. 동사는 메모리 고객들과 함께 NAND용 실리콘 소켓을 개발 중으로 이는 향후 동사 메모리 부문 매출에 성장 기회를 부여할 것으로 판단된다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

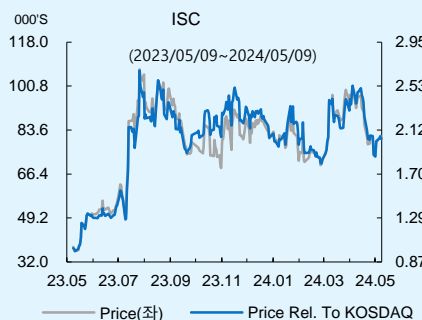
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	91,000원(신규)
증가(2024.05.10)	77,000원
상승여력	17.3 %

Stock Indicator	
자본금	11십억원
발행주식수	2,120만주
시가총액	1,698십억원
외국인지분율	9.5%
52주 주가	36,300~107,300원
60일평균거래량	438,009주
60일평균거래대금	38.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.1	12.7	-8.4	115.3
상대수익률	-14.4	7.4	-18.6	110.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	140	224	268	295
영업이익(십억원)	11	67	86	95
순이익(십억원)	13	76	75	83
EPS(원)	720	3,604	3,520	3,922
BPS(원)	22,330	25,839	29,264	33,090
PER(배)	111.5	22.2	22.8	20.4
PBR(배)	3.6	3.1	2.7	2.4
ROE(%)	3.6	15.0	12.8	12.6
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	73.3	17.6	13.6	11.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[반도체]

송명섭 2122-9207 mssong@hi-ib.com

동사는 곧 일부 R&D 및 국내 고객향 단기 대응을 위한 설비를 제외한 대부분의 설비를 베트남으로 이전 완료할 계획이다. 유리한 원가 구조를 보유한 베트남 설비의 안정화가 발생 중이므로 이는 동사 이익률 상승에 기여할 것으로 기대된다.

동사는 모회사의 중심 반도체 부품사로서 여러 인수, 합병 계획을 검토 중인 것으로 보인다. 당초 3Q24에 완료가 예상되었던 SK엠펙스 인수 건이 아직 성사가 불투명한 상황이나, 동사는 올해 말, 내년 초경 HBM 테스트 솔루션 업체 인수를 검토 중이다. 또한 내년에는 상대적으로 취약한 Pogo 소켓 관련해서도 인수, 합병을 통해 경쟁력을 강화할 계획이다.

동사는 국내 주요 자동차 관련 업체들 및 비메모리 고객과의 개발 협력을 통해 Automotive SoC용 테스트 소켓 시장에 진출 중이다. 현재 R&D용 소켓 매출 발생 단계에서 4Q24부터 양산용 매출 발생으로 전환되고, 올해 연간 Automotive용 매출은 100억원 수준에 근접할 수 있을 것으로 판단된다.

또한 동사는 1Q25부터 양산 예정인 유리기판 용 패키지 테스트 솔루션을 관계사인 애플릭스와 함께 개발 중이다. 3D 패키지에 유리한 유리기판의 도입 속도가 예상보다 빠를 전망이므로 동사 테스트 솔루션이 향후 성장 동력의 하나로 작용할 가능성이 있다.

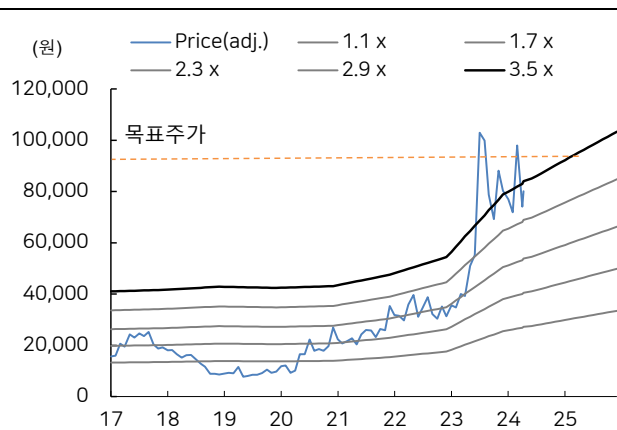
동사 성장에 있어서 한가지 아쉬운 점은 HBM에 대한 동사 소켓의 적용이 당초 기대보다 다소 지연될 수 있다는 것이다. HBM용 테스트 소켓의 가격이 워낙 고가이므로 고객사들은 당분간 전수 검사보다 샘플 검사 방식을 적용할 것으로 보인다. 물론 고객사들이 동사와의 공동 개발을 통해 HBM용 테스트 소켓의 효율성을 높이고 가격대를 낮추는 노력을 기울이고 있으므로, 내년부터는 동제품의 매출도 본격 증가할 수 있을 전망이다.

표 1. ISC 부문별, 분기별, 연도별 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	FY22	FY23	FY24E
총매출	46.4	36.0	32.9	24.9	35.1	53.9	72.3	62.4	178.9	140.2	223.7
Memory	18.6	12.6	9.9	5.0	5.3	5.9	9.5	12.1	62.6	46.0	32.7
Non Memory	27.8	23.4	23.0	20.0	29.8	48.0	62.9	50.3	116.3	94.2	191.0
AI항	1.8	2.5	3.0	5.5	8.8	14.0	20.3	18.7	0.0	12.8	61.8
매출원가	27.3	21.2	20.4	16.1	20.1	27.0	38.3	34.3	94.5	85.1	119.7
매출총이익	19.1	14.8	12.5	8.8	14.9	26.9	34.0	28.1	84.4	55.2	104.0
매출총이익률	41.1%	41.1%	37.9%	35.4%	42.6%	49.9%	47.0%	45.1%	47.2%	39.3%	46.5%
판관비	9.3	8.3	20.5	6.4	6.4	9.8	10.9	10.0	28.5	44.4	37.0
영업이익	9.8	6.5	-8.0	2.5	8.6	17.1	23.2	18.2	55.9	10.7	67.0
영업이익률	21.1%	18.0%	-24.3%	9.9%	24.4%	31.7%	32.0%	29.1%	31.2%	7.7%	29.9%
세전이익	13.6	7.2	-5.3	2.1	20.2	24.8	30.8	25.8	62.1	17.6	101.6
순이익	11.1	5.0	-4.4	1.9	15.8	18.6	24.6	19.6	43.9	13.6	78.6
순이익률	23.9%	13.8%	-13.4%	7.8%	45.1%	34.4%	34.0%	31.4%	24.6%	9.7%	35.1%

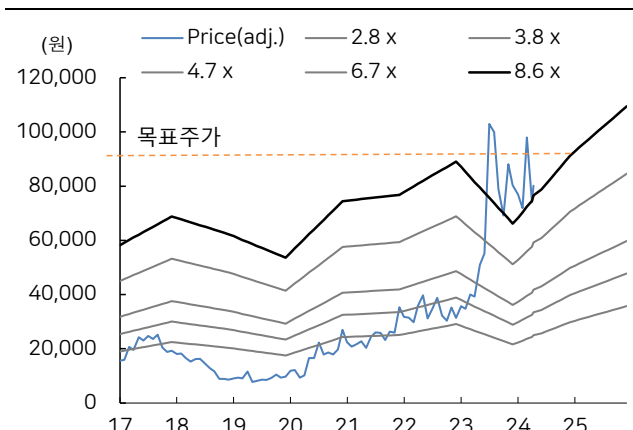
자료: ISC, 하이투자증권 리서치본부

그림1. P/B Valuation을 이용한 ISC 목표주가 도출



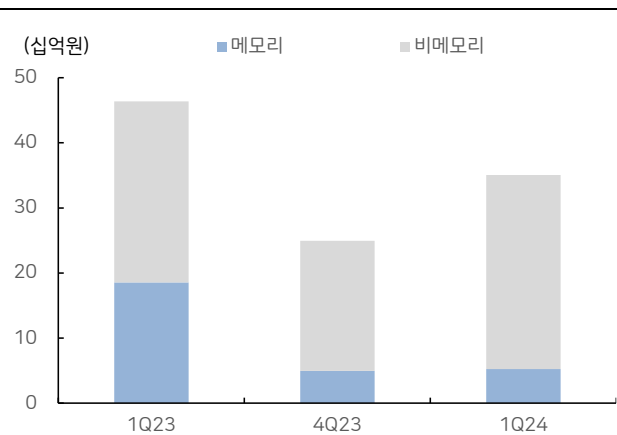
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림2. P/S Valuation을 이용한 ISC 목표주가 도출



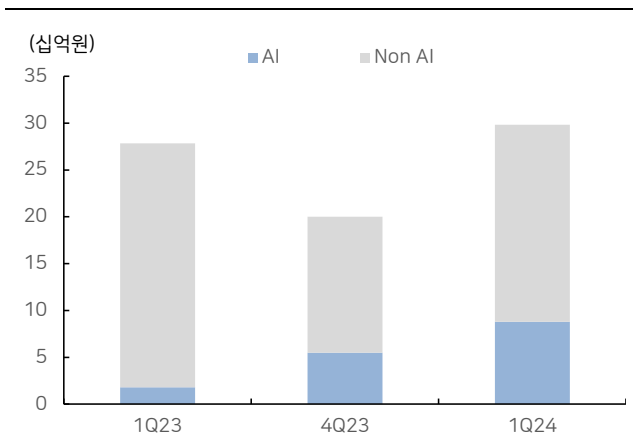
자료: 하이투자증권 리서치본부

그림3. ISC 매출 중 메모리와 비메모리 분류



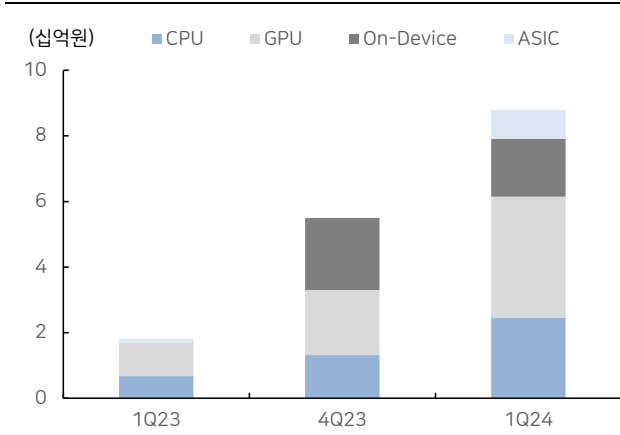
자료: ISC

그림4. ISC 비메모리 매출 중 AI와 Non AI 분류



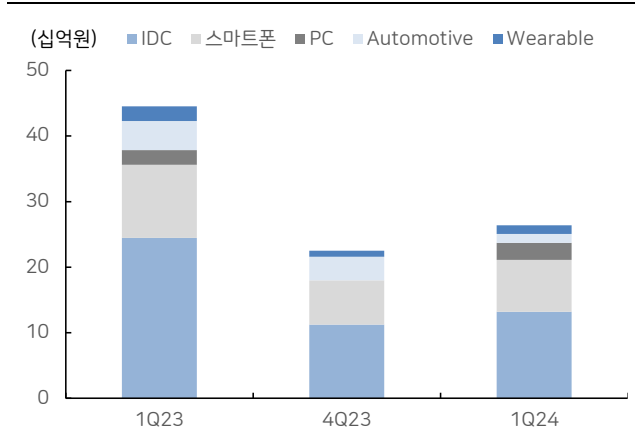
자료: ISC

그림5. ISC AI 매출 중 세부 분류



자료: ISC

그림6. ISC 전체 Non AI 매출 중 세부 분류



자료: ISC

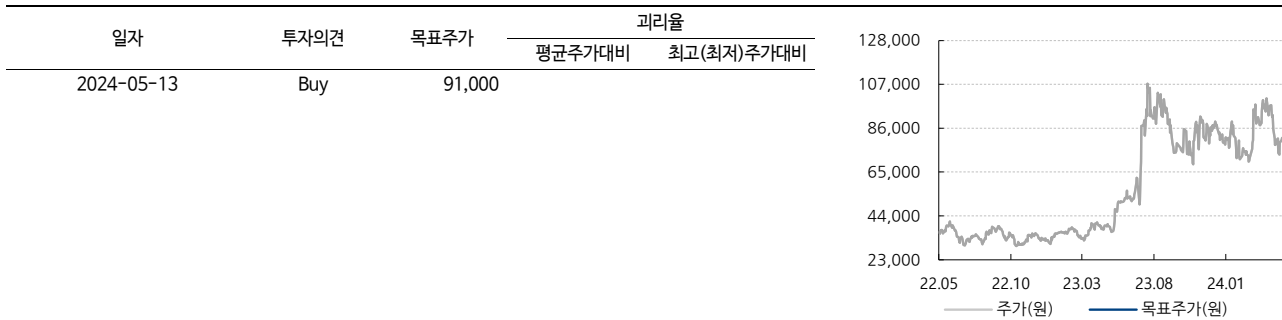
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	362	429	493	567	매출액	140	224	268	295
현금 및 현금성자산	268	315	368	435	증가율(%)	-21.6	59.5	20.0	10.0
단기금융자산	53	52	51	50	매출원가	85	120	140	154
매출채권	23	37	45	49	매출총이익	55	104	129	142
재고자산	15	25	30	33	판매비와관리비	44	37	43	47
비유동자산	180	187	196	206	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	93	91	91	92	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	21	20	19	18	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	542	616	690	773	영업이익	11	67	86	95
유동부채	58	56	55	54	증가율(%)	-80.8	523.7	28.0	10.9
매입채무	5	8	9	10	영업이익률(%)	7.7	29.9	31.9	32.2
단기차입금	38	38	38	38	이자수익	6	26	13	15
유동성장기부채	2	2	2	2	이자비용	2	2	2	2
비유동부채	10	10	10	10	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	3	11	3	3
장기차입금	4	4	4	4	세전계속사업이익	18	102	99	111
부채총계	68	66	65	64	법인세비용	4	23	22	25
자배주지분	473	548	620	701	세전계속이익률(%)	12.5	45.4	37.0	37.4
자본금	11	11	11	11	당기순이익	14	79	77	86
자본잉여금	316	316	316	316	순이익률(%)	9.7	35.1	28.6	29.0
이익잉여금	173	246	316	395	자배주주귀속 순이익	13	76	75	83
기타자본항목	-26	-24	-22	-20	기타포괄이익	2	2	2	2
비자배주지분	0	2	4	7	총포괄이익	16	81	79	88
자본총계	473	550	625	708	자배주주귀속총포괄이익	15	78	77	85

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	22	70	79	93	주당지표 (원)				
당기순이익	14	79	77	86	EPS	720	3,604	3,520	3,922
유형자산감가상각비	7	10	10	10	BPS	22,330	25,839	29,264	33,090
무형자산상각비	2	1	1	1	CFPS	1,195	4,122	4,048	4,446
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	200	200	200	200
투자활동 현금흐름	-2	-10	-14	-14	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-13	-8	-11	-11	PER	111.5	22.2	22.8	20.4
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PBR	3.6	3.1	2.7	2.4
금융상품의 증감	1	1	1	1	PCR	67.2	19.4	19.8	18.0
재무활동 현금흐름	194	-5	-5	-5	EV/EBITDA	73.3	17.6	13.6	11.8
단기금융부채의증감	4	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	3.6	15.0	12.8	12.6
자본의증감	200	-	-	-	EBITDA0이익률	13.9	34.8	36.1	36.0
배당금지급	-10	-4	-4	-4	부채비율	14.4	12.0	10.4	9.1
현금및현금성자산의증감	214	47	53	67	순부채비율	-58.6	-58.8	-60.1	-62.3
기초현금및현금성자산	54	268	315	368	매출채권회전율(x)	6.1	7.4	6.5	6.3
기말현금및현금성자산	268	315	368	435	재고자산회전율(x)	7.4	11.2	9.9	9.5

자료 : ISC, 하이투자증권 리서치본부

ISC 투자 의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자 의견]

종목추천 투자등급

종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-