

피에스케이홀딩스(031980.KQ)

매수(유지)

실적에 대한 오해와 진실

반도체 담당 박상욱

T.02)2004-9616 / park.sang-wook@shinyoung.com

현재 주가(7/8) 62,000원
목표주가(12M, 상향) 105,000원

Valuation Indicator

(배, %)	23A	24F	25F
PER	13.6	16.3	10.8
PBR	1.7	2.5	2.0
EV/EBITDA	14.6	11.2	6.9
ROE	13.7	21.8	26.6

Key Data

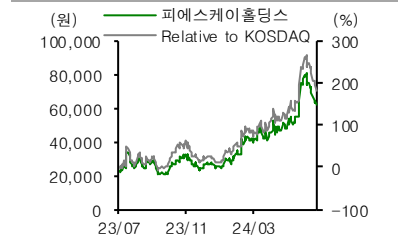
(기준일: 2024. 7. 8)

KOSPI(pt)	2857.76
KOSDAQ(pt)	859.27
액면가(원)	500
시가총액(억원)	13,369
발행주식수(천주)	21,562
평균거래량(3M, 주)	487,449
평균거래대금(3M, 백만원)	28,517
52주 최고/최저	81,200 / 18,900
52주 일간Beta	1.2
배당수익률(24F, %)	1.3
외국인지분율(%)	3.5
주요주주 지분율(%)	
박경수 외 17인	68.2
국민연금공단	5.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-16.9	46.9	144.1	212.5
KOSDAQ대비 상대수익률	-16.2	47.1	149.8	215.4

Company vs KOSDAQ composite



분석의 기본 가정

- HBM 3사를 모두 고객사로 확보
- HBM 증설은 2025년까지 지속될 전망

2Q24 Preview: 분기 실적에 연연하지 말자

- 피에스케이홀딩스의 2024년 2분기 매출액은 351억원(+37.8% yoy, -8.0% qoq), 영업이익은 128억원(+49.0 yoy, -17.3% qoq)일 전망.
- 고객사의 증설 스케줄 지연으로 2분기 인식 예정이었던 일부 매출이 3분기로 이연될 전망. 다만 추가적으로 HBM 장비 수주가 들어오면서 연간 실적 추정치는 상향 조정됨.
- 당사는 올해 피에스케이홀딩스의 매출액과 영업이익을 기존 대비 각각 2.0%, 10.6% 상향 조정한 1,805억원(+90.6% yoy), 730억원(+171% yoy, OPM: 40.5%)으로 전망함. 패키지 공정 미세화 및 강도 높은 HBM 증설에 따라 3분기부터 가파른 실적 개선세를 보여줄 가능성 높다는 판단.

긴 호흡에서 볼 때 변한 것은 없다

- 글로벌 메모리 반도체 업체들은 HBM 생산능력을 2023년 95K에서 2025년까지 470K로 확대할 전망. 최근 주요 고객사가 리플로우 장비 공급처를 이원화하면서 HBM 생산 주요 메모리사들에 피에스케이홀딩스 장비가 납품되고 있음. 해당 고객사들에 리플로우, 디스크립 장비를 공급하고 있는 동사의 수혜가 예상됨.
- 또한 HBM4부터 TSV 구멍이 두배 증가한다는 점에 주목할 필요가 있음. 구멍 개수가 늘어날수록 디스크립 장비의 스루풋은 낮아질 전망. 메모리 반도체 업체들은 병목현상 해결을 위해 2024년 하반기부터 디스크립 장비 수주를 늘릴 가능성이 높다는 판단. 국내에서 유일하게 HBM용으로 디스크립 장비를 공급하는 동사의 수혜가 전망됨.

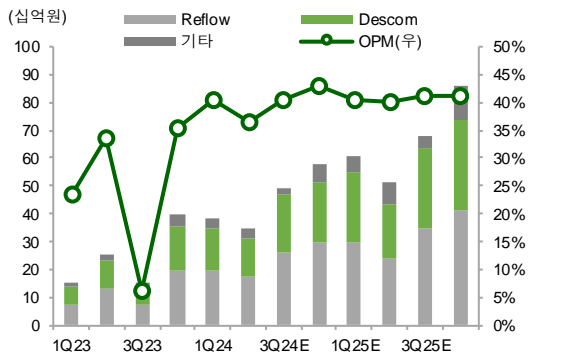
최근 주가 조정은 과도하다는 판단

- 피에스케이홀딩스의 주가는 2분기 실적 부진 우려로 고점 대비 27% 조정 받았음. 2분기 실적이 전분기 대비 하락하는 것은 사실이나 연간 실적이 상향조정 됐다는 점 고려 시 급변 주가 조정은 과도했다고 판단됨.
- 2024년 실적이 전년 대비 80% 이상 성장하는 HBM관련주는 한미반도체, 피에스케이홀딩스, 테크윙 밖에 없음. 2025년 실적 기준 동사 PER은 10.8배로 여전히 저평가 됐다는 판단.

투자의견 매수, 목표주가 105,000원으로 상향

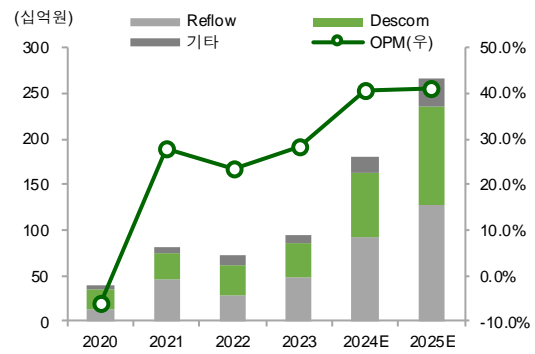
- 피에스케이홀딩스에 대한 투자의견을 매수로 유지하고 목표주가는 종전 대비 15% 상향한 105,000원으로 제시. 목표주가는 SOTP 방식을 적용해 산출함.
- 본업 가치는 2024, 2025년 평균 순이익에 국내 HBM 후공정 업체들의 평균 PER을 적용해 산출함. 2024년 밸류에이션이 80배 이상으로 높아 밴드 상단을 크게 벗어나는 업체들은 피어에서 제외하고 산정. 해당 업체들은 다이이, 테크윙, 한미반도체임. 자회사인 피에스케이의 가치는 60% 할인을 적용해 산출.

도표 1. 피에스케이홀딩스 분기별 매출 추이 및 전망



자료 : 피에스케이홀딩스, 신영증권 리서치센터

도표 2. 피에스케이홀딩스 연도별 매출 추이 및 전망



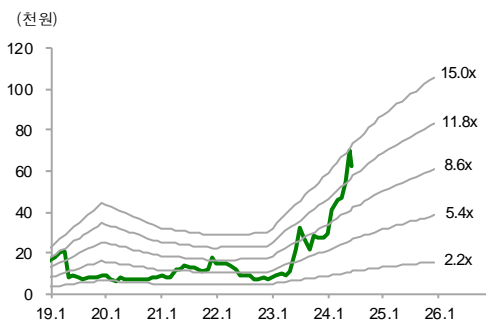
자료 : 피에스케이홀딩스, 신영증권 리서치센터

도표 3. 피에스케이홀딩스 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	(단위: 십억원, %)		
매출액	14.9	25.4	14.9	39.5	38.1	35.1	49.2	58.2	2022	2023	2024E
									72.8	94.7	180.5
QoQ%	-52.4%	70.6%	-41.6%	165.9%	-3.6%	-8.0%	40.4%	18.2%			
YoY%	27.4%	69.7%	0.8%	26.0%	155.4%	37.8%	231.3%	47.3%	-10.8%	30.1%	90.6%
영업이익	3.5	8.5	0.9	14.0	15.4	12.8	19.9	24.9	16.9	27.0	73.0
OPM%	23.4%	33.6%	6.3%	35.4%	40.5%	37.4%	41.7%	43.4%	23.2%	28.5%	40.5%
QoQ%	-64.1%	144.3%	-89.1%	1398.5%	10.2%	-17.3%	56.1%	25.2%			
YoY%	214%	153%	-65%	44%	341.1%	49.4%	2,031.6%	78.1%	-25.3%	59.6%	170.8%
당기순이익	8.7	5.7	7.7	20.6	19.0	15.0	23.4	26.7	40.8	42.7	84.1
NIM%	58.6%	22.3%	51.6%	52.2%	49.8%	42.9%	47.6%	45.8%	56.0%	45.1%	46.6%
QoQ%	-49.6%	-35.1%	35.3%	168.8%	-8.0%	-20.8%	55.8%	13.9%			
YoY%	118.0%	-17.0%	-39.1%	19.0%	117.1%	165.2%	205.3%	29.3%	-12.6%	4.8%	97.0%

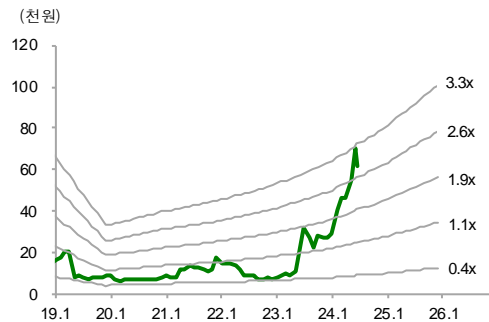
자료 : 피에스케이홀딩스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 피에스케이홀딩스 12MF PER 밴드



자료 : Valuwis, 신영증권 리서치센터

도표 5. 피에스케이홀딩스 12MF PBR 밴드



자료 : Valuwis, 신영증권 리서치센터

도표 6. 피에스케이홀딩스 목표주가 산출 방법

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	비고
영업이익(십억원)	-2.5	22.6	16.9	27.0	73.0	108.9	관계회사 제외 순이익 기준
순이익(십억원)	40.2	26.4	7.0	25.5	61.8	92.4	
EPS(원)	1,864	1,224	327	1,184	2,865	4,287	
고점 P/E(배)	3.4	8.6	9.6	18.1	14.2		최근 3년간 평균: 13.9
저점 P/E(배)	1.4	3.5	3.5	3.3	6.3		최근 3년간 평균: 4.3
평균 P/E(배)	2.5	5.2	5.7	9.2	10.2		최근 3년간 평균: 8.4
ROE(%)	38.0%	20.8%	15.3%	13.7%	21.8%	26.6%	
적용 순이익(십억원, A)	77.1						24, 25년 평균 순이익 적용
타겟 P/E(배, B)	27.7						HBM 후공정 장비 업체 24,25년 평균PER 적용 (한미반도체, 테크윙, 디아이 제외)
적정 시가총액(십억원, C)	2,136						(A)x(B)
관계회사 시가총액(십억원, D)	1,067						
지분율(% , E)	32%						
할인율(% , F)	60%						
관계회사 적정 시가총액(십억원, G)	138						(D)x(E)x(F)
목표 시가총액(십억원)	2,274						(C)+(G)
적정 주가(원)	105,449						
목표 주가(원)	105,000						
전일 증가(원)	62,000						
상승 여력(%)	69.4%						

자료 : 신영증권 리서치센터

도표 7. 피어 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, 배)

	시가총액	P/E			매출액			영업이익		
		2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
한미반도체	15,761.5	59.2	64.7	49.4	159.0	574.2	885.2	34.6	228.2	382.5
테크윙	2,510.2	-269.6	82.3	19.2	133.6	281.0	616.5	3.2	61.5	165.5
이오테크닉스	2,494.7	68.1	39.4	23.0	316.4	394.1	527.5	28.3	67.0	122.2
와이씨	1,396.4	103.2	43.6	21.5	255.2	286.0	389.0	8.6	38.0	76.0
디아이	641.0	203.3	80.1	12.7	214.5	250.0	474.1	6.1	9.9	61.9
에스티아이	577.8	24.0	12.6	8.8	319.5	450.3	591.9	24.0	49.9	76.4
오로스테크놀로지	247.8	73.3	55.1	18.4	45.5	54.8	81.0	2.4	5.3	17.5

자료 : Quantwise, 신영증권 리서치센터

피에스케이홀딩스(031980.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	728	947	1,805	2,664	3,322
증가율(%)	-10.8	30.1	90.6	47.6	24.7
매출원가	303	369	705	1,025	1,285
원가율(%)	41.6	39.0	39.1	38.5	38.7
매출총이익	425	579	1,100	1,639	2,037
매출총이익률(%)	58.4	61.1	60.9	61.5	61.3
판매비와 관리비 등	256	309	370	550	686
판매비율(%)	35.2	32.6	20.5	20.6	20.7
영업이익	169	270	730	1,089	1,351
증가율(%)	-25.2	59.8	170.4	49.2	24.1
영업이익률(%)	23.2	28.5	40.4	40.9	40.7
EBITDA	216	316	773	1,124	1,380
EBITDA 마진(%)	29.7	33.4	42.8	42.2	41.5
순금융손익	-88	47	40	65	90
이자손익	16	35	38	63	88
외화관련손익	5	0	1	1	1
기타영업외손익	7	2	2	2	2
종속및관계기업 관련손익	251	170	200	300	350
법인세차감전계속사업이익	339	489	972	1,456	1,793
계속사업손익법인세비용	-69	62	154	218	269
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	408	427	818	1,237	1,524
증가율(%)	-12.4	4.7	91.6	51.2	23.2
순이익률(%)	56.0	45.1	45.3	46.4	45.9
지배주주지분 당기순이익	408	427	818	1,237	1,524
증가율(%)	-12.4	4.7	91.6	51.2	23.2
기타포괄이익	15	-5	-5	-5	-5
총포괄이익	423	422	813	1,232	1,519

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,284	1,652	2,388	3,551	4,990
현금및현금성자산	463	876	1,312	2,187	3,363
매출채권 및 기타채권	104	154	267	366	467
재고자산	157	177	314	466	579
비유동자산	2,000	2,362	2,330	2,305	2,286
유형자산	320	489	483	479	476
무형자산	134	112	86	65	49
투자자산	1,327	1,544	1,544	1,544	1,544
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,284	4,014	4,718	5,856	7,276
유동부채	222	351	381	426	466
단기차입금	50	0	0	0	0
매입채무및기타채무	77	136	165	211	251
유동성장기부채	0	60	60	60	60
비유동부채	241	250	240	230	220
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	120	130	120	110	100
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	463	601	621	656	687
지배주주지분	2,822	3,413	4,097	5,200	6,589
자본금	108	108	108	108	108
자본잉여금	489	651	651	651	651
기타포괄이익누계액	69	73	68	63	58
이익잉여금	2,418	2,734	3,423	4,531	5,925
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,822	3,413	4,097	5,200	6,589
총차입금	181	198	188	178	168
순차입금	-804	-1,190	-1,602	-2,522	-3,756

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	191	325	639	1,064	1,377
당기순이익	408	427	818	1,237	1,524
현금유출이없는비용및수익	-168	-98	158	189	209
유형자산감가상각비	18	17	16	14	13
무형자산상각비	28	29	26	21	16
영업활동관련자산부채변동	-42	-52	-221	-208	-175
매출채권의감소(증가)	39	-47	-113	-99	-101
재고자산의감소(증가)	-69	-21	-137	-153	-113
매입채무의증가(감소)	-27	57	30	45	40
투자활동으로인한현금흐름	-174	-150	171	167	163
투자자산의 감소(증가)	-128	-217	0	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
CAPEX	-109	-178	-10	-10	-10
단기금융자산의감소(증가)	-300	21	-37	-41	-45
재무활동으로인한현금흐름	-101	235	-142	-142	-142
장기차입금의증가(감소)	19	20	-10	-10	-10
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	14	3	-231	-214	-222
현금의 증가	-71	413	436	875	1,176
기초현금	534	463	876	1,312	2,187
기말현금	463	876	1,312	2,187	3,363

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Per Share (원)					
EPS	1,890	1,980	3,793	5,738	7,069
BPS	13,597	15,829	18,999	24,114	30,560
DPS	500	600	600	600	600
Multiples (배)					
PER	3.6	13.6	16.3	10.8	8.8
PBR	0.5	1.7	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	3.1	14.6	11.2	6.9	4.7

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-12.6%	4.8%	91.6%	51.3%	23.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	-20.9%	46.3%	144.6%	45.4%	22.8%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	15.3%	13.7%	21.8%	26.6%	25.9%
ROE(지배순이익 기준)	15.3%	13.7%	21.8%	26.6%	25.9%
ROIC	15.1%	37.8%	79.9%	97.0%	102.2%
WACC	8.4%	9.0%	9.2%	9.2%	9.2%
안전성(%)					
부채비율	16.4%	17.6%	15.2%	12.6%	10.4%
순차입금비율	-28.5%	-34.9%	-39.1%	-48.5%	-57.0%
이자보상배율	128.2	1,010.0	2,880.1	4,534.4	5,962.9

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우

중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우

매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소제에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20240630)	매수 : 90.58%	중립 : 7.97%	매도 : 1.45%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
피에스케이홀딩스	ELW	주식 주식선물 주식옵션	-	-	-	-

