Morning Meeting Notes

2023-11-07

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
심텍(BUY/43,000) 차근차근 올라오는 중
가온칩스(BUY/56,000) 초격차 디자인하우스
[크레딧] 2024 크레딧 전망: Flight to Quality

New Issue
뉴욕증시, 지난주 급등 이후 투자자들의 관망세 속에 소폭 상승...나스닥 0.30%↑
뉴욕채권, 금리인상 사이클 종료 기대 반영하며 나타났던 채권 랠리 되돌려지며 국채가 하락
국제유가, 사우디·러시아 공급 축소 연장 재확인에 상승...WTI 0.51%↑

New Publication
[크레딧] 2024 크레딧 전망: Flight to Quality(2023-11-07)
[인터넷/통신] UAM 하늘을 나는 자동차(2023-11-06)
[중국주식] 2024년 연간전망: 중국전략 - New Balance(2023-10-20)
[2차전지] 결국 승부는 미국이다(2023-10-17)
[퀀트/글로벌ETF] 2024년 연간전망-Uncertainty(2023-10-12)
[투자전략] 2024년 연간전망-기회는 '위기의 탈'을 쓰고온다(2023-10-10)
[반도체] HBM: AI 반도체의 알파이자 오메가(2023-10-11)

Rating, Target Price Changes

심텍	BUY	48,000 원 ▷	BUY	43,000 원	(2023-11-07)
가온칩스	BUY	42,000 원 ▷	BUY	56,000 원	(2023-11-07)
세아베스틸지주	BUY	37,000 원 ▷	BUY	32,000 원	(2023-11-03)
케이카	BUY	18,000 원 ▷	BUY	14,000 원	(2023-11-03)
한국타이어앤테크놀로지	BUY	55,000 원 ▷	BUY	65,000 원	(2023-11-02)
에스티팜	BUY	130,000 원 ▷	BUY	110,000 원	(2023-11-01)
삼성엔지니어링	BUY	46,000 원 ▷	BUY	40,000 원	(2023-10-31)
LG헬로비전	BUY	6,000 원 ▷	BUY	4,500 원	(2023-10-31)
대덕전자	M.PERFORM	36,000 원 ▷	M.PERFORM	25,000 원	(2023-10-27)
천보	BUY	240,000 원 ▷	BUY	150,000 원	(2023-10-27)
현대제철	BUY	54,000 원 ▷	BUY	45,400 원	(2023-10-26)
LG에너지솔루션	BUY	760,000 원 ▷	BUY	620,000 원	(2023-10-26)
POSCO홀딩스	BUY	745,000 원 ▷	BUY	664,000 원	(2023-10-25)
GKL	BUY	24,500 원 ▷	BUY	22,000 원	(2023-10-23)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
SK하이닉스	229,589
LG에너지솔루션	147,164
에코프로비엠	73,023
에코프로	64,946
포스코DX	55,638

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
KODEX 코스닥150레버리지	213,847
삼성전자	198,724
KODEX 레버리지	193,947
카카오	65,235
SK이노베이션	46,581

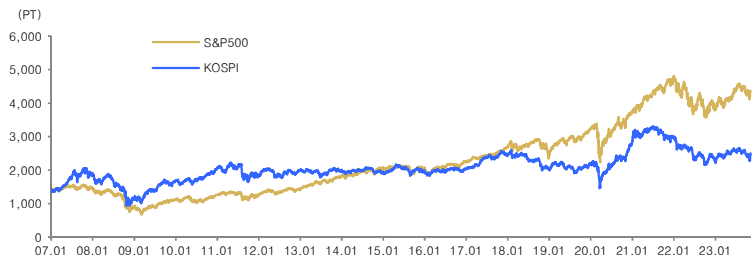
외국인 순매도

순매도	금액(백만)
POSCO홀딩스	-113,678
포스코퓨처엠	-40,663
포스코인터내셔널	-36,305
LG화학	-24,934
기아	-16,532

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
POSCO홀딩스	-126,290
KODEX 코스닥150선물인버스	-56,409
NAVER	-40,399
호텔신라	-39,704
KODEX 200선물인버스2X	-37,233

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,502.37	+5.66	+3.89
대형주	2,503.16	+6.21	+4.49
중형주	2,687.17	+3.68	+1.20
소형주	2,231.94	+1.06	+0.60
KOSDAQ	839.45	+7.34	+2.82

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-9,360	7,115	2,222
누적순매수(D-20)	-12,390	-10,645	20,571

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	263,980	146,836	170,017

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	71.55	+2.54	+3.65
금융	369.00	+4.18	+2.65
운수장비	2,015.90	+3.55	-3.30
유통	357.85	+5.37	+2.29
음식료	3,708.48	+2.41	+3.07
의약품	12,734.30	+4.84	+1.75
전기전자	26,712.26	+6.56	+7.24
철강금속	6,204.46	+12.63	+1.19
화학	4,996.40	+8.16	+7.29
유틸리티	574.19	+3.38	-0.94
통신	373.98	+0.52	+2.19

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,365.98	+0.18	+0.70
NASDAQ	13,518.78	+0.30	+0.26
일본	32,708.48	+2.37	+5.53
중국	3,058.41	+0.91	-1.24
독일	15,135.97	-0.35	+0.05

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.88	-7.20	-13.80
국고채 (10년)	4.06	-4.90	-18.40
은행채AAA (3년)	4.42	-6.50	-10.70
미국국채 (2년)	4.93	+6.67	-14.29
미국국채 (10년)	4.65	+13.05	-15.47

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,297.30	-1.90	-3.90
원/백 엔	864.88	-2.31	-4.83
원/위안	178.46	-1.48	-3.61
달러/유로	1.07	-0.11	+1.45
위안/달러	7.27	-0.42	-0.30
엔/달러	150.00	+0.42	+0.98
Dollar Index	105.26	+0.19	-0.77

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	80.92	+0.51	-6.32
금 (usd/oz)	1,993.30	-0.30	+6.92
BDI	1,462.00	+5.56	-24.21
천연가스(NYMEX)	3.27	-6.88	-3.05

본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2023. 11. 07

심텍 (222800)

BUY
TP 43,000원

차근차근 올라오는 중

Analyst 박준영
02-3787-2365 1300900@hmsec.com

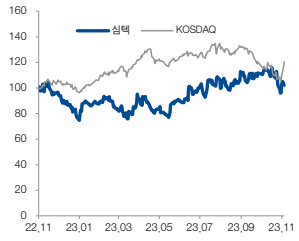
현재주가 (11/6)	35,050원
상승여력	22.7%
시가총액	1,116십억원
발행주식수	31,854천주
자본금/액면가	17십억원/500원
52주 최고가/최저가	39,800원/25,600원
일평균 거래대금 (60일)	21십억원
외국인지분율	4.87%
주요주주	심텍홀딩스 외 8 인 33.27%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-10.2	-1.4	26.8
상대주가(%p)	-12.7	7.9	27.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	-933	3,843	48,000
After	-1,343	3,448	43,000
Consensus	-1,177	2,896	44,917
Cons. 차이	14.1%	19.1%	-4.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사 3분기 매출액은 2,872억원(QoQ +13%, YoY -39.4%), 영업이익은 -56억원(QoQ 적자지속, YoY 적자전환)으로 기대하고 있던 흑자전환에 실패
- 흑자전환 실패의 주된 이유는 매출액은 증가했으나 SSD 컨트롤러향 FC-CSP와 같은 고부가 제품의 회복 부진으로 마진 측면에서 부정적인 영향이 있었기 때문으로 보임
- 다만 동사의 실적 반등 기조는 계속될 것으로 보이며, 특히 DDR5용 BoC(QoQ +81%), 서버 DDR5용 모듈 PCB(QoQ +58%), GDDR6용 패키지 기판(QoQ +31%) 등은 지속적인 매출 증가가 이루어지고 있음
- 이에 따라 `23년 4분기에는 흑자전환에 성공할 것으로 예상되며 매출액은 3,062억원(QoQ +7%), 영업이익은 52억원(QoQ 흑자전환)으로 예상

주요이슈 및 실적전망

- 예상을 밑도는 실적은 기판 고객사들의 Restocking은 이루어지고 있으나 그 속도가 기대했던 것보다 느리기 때문인 것으로 파악됨
- 이에 따라 동사 수주액도 7~8월경까지 상승하는 모습을 보이다 상승폭이 소폭 둔화되는 모습을 보였음
- 가동률 또한 지속적으로 상승중이지만 하반기 상승폭이 소폭 둔화되는 모습을 보이고 있음
- 다만 동사의 경우 금년 4분기에는 흑자전환에 성공할 것으로 보이며, 이후로는 QoQ로 실적 반등 기조가 지속될 것으로 예상
- 현재 메모리 업황이 반등하는 시점에서 메모리용 기판 비중이 큰 동사의 실적 반등이 비메모리 노출도가 큰 기판 업체 대비 기대됨
- 또한 동사가 글로벌 70%의 점유율을 차지하고 있는 GDDR6용 패키지 기판의 경우 AI-GPU로 응용처 확대가 예상됨에 따라 향후 장기적 성장에 도움을 줄 수 있을 것으로 기대하고 있음
- 다만 2024년 메모리 업황 반등의 폭에 대해 의심이 있는 만큼 동사에 대해 Trading 관점에서 접근하는 것이 유효할 것으로 판단

주가전망 및 Valuation

- 향후 메모리 업황 반등에 따른 실적 반등이 기대되는 심텍에 대해 목표주가 43,000원(24F 지배주주 순이익 3,448원과 2021년 메모리 업황 반등 시기 동사 P/E 12.4의 곱)으로 Buy & Trading 의견 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	1,366	174	117	253	3,679	88.5	12.4	3.8	6.3	35.1	1.1
2022	1,697	352	246	434	7,717	109.8	3.4	1.4	1.8	49.7	1.9
2023F	1,051	-54	-43	25	-1,343	적전	NA	2.1	45.5	NA	1.4
2024F	1,353	141	110	216	3,448	흑전	10.5	1.8	4.5	18.4	1.4
2025F	1,617	241	197	310	6,199	79.8	5.8	1.4	2.3	26.9	1.4

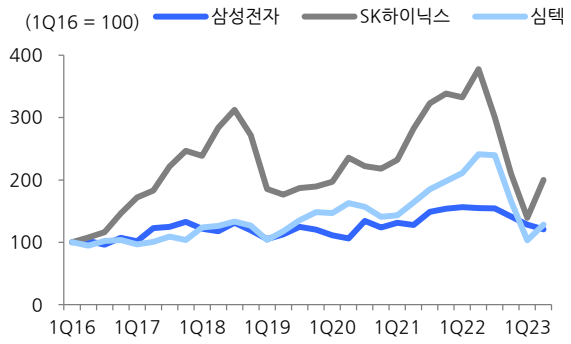
** K-IFRS 연결 기준*

〈표 1〉 분기별 매출추정 (십억원)

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	**203.9**	**253.7**	**287.2**	**306.2**	**305.3**	**336.1**	**351.0**	**360.1**	1697.4	**1051.0**	**1352.6**
Module PCB	51.2	53.7	61.8	70.0	71.2	73.8	77.5	80.2	361.2	236.7	302.6
PC	10.7	12.9	18.5	19.6	19.1	19.2	20.3	20.3	78.4	61.7	79.0
Server	27.8	24.1	27.3	31.5	32.6	34.3	37.4	40.9	190.1	110.7	145.3
SSD	12.6	16.6	15.9	18.7	19.3	20.0	19.4	18.9	91.6	63.8	77.6
Other	0.0	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.3	0.2	1.1	0.3	0.7
Substrate	150.7	195.2	225.4	236.2	234.2	262.4	273.5	279.9	1320.9	807.5	1050.0
MCP	96.2	112.5	129.0	135.2	120.8	125.6	121.9	130.0	752.6	472.9	498.4
FC-CSP	20.2	22.1	25.5	24.8	28.3	30.9	31.5	32.0	173.2	92.6	122.7
Sip	6.1	12.3	17.2	16.3	14.3	28.7	31.2	17.9	83.8	51.9	92.2
BOC	9.3	14.2	7.5	8.9	13.0	13.6	14.9	16.2	116.5	39.9	57.7
GDDR6	18.1	33.5	43.8	48.6	52.6	56.5	64.8	74.4	187.7	144.0	248.4
Other	2.9	5.4	2.2	2.2	2.6	4.3	3.3	2.8	22.5	12.7	13.0
매출총이익	-1	9	19	24	44	61	72	79	481	51	256
GPM	*-0.5%*	*3.5%*	*6.7%*	*7.9%*	*14.4%*	*18.2%*	*20.5%*	*21.9%*	*28.3%*	*4.9%*	*18.9%*
영업이익	-32	-22	-6	5	17	34	43	47	352	-54	141
OPM	*-15.8%*	*-8.5%*	*-1.9%*	*1.7%*	*5.6%*	*10.1%*	*12.3%*	*13.0%*	*20.8%*	*-5.2%*	*10.4%*
당기순이익	-22	-18	-6	3	14	27	33	36	246	-43	110
당기순이익률	*-10.9%*	*-7.0%*	*-2.1%*	*1.1%*	*4.7%*	*7.9%*	*9.5%*	*10.0%*	*14.5%*	*-4.1%*	*8.1%*
지배주주순이익	-22	-18	-6	3	14	26	33	36	246	-43	110
지배주주순이익률	*-10.8%*	*-7.0%*	*-2.1%*	*1.1%*	*4.7%*	*7.9%*	*9.5%*	*9.9%*	*14.5%*	*-4.1%*	*8.1%*

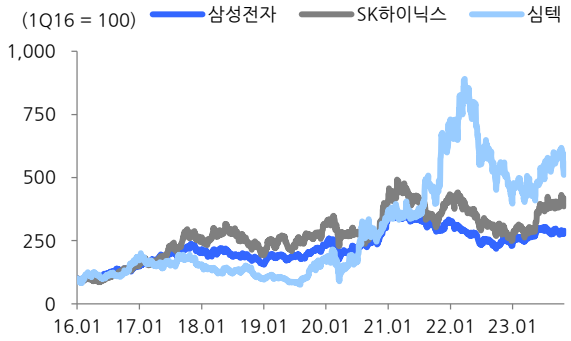
자료: 현대차증권

<그림1> 메모리 IDM과 심텍 매출 추이



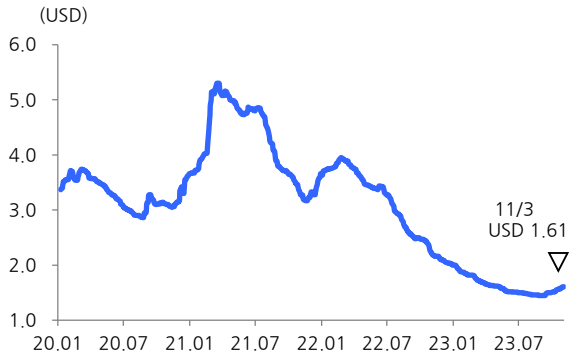
자료: 현대차증권

<그림2> 메모리 IDM과 심텍 주가 추이



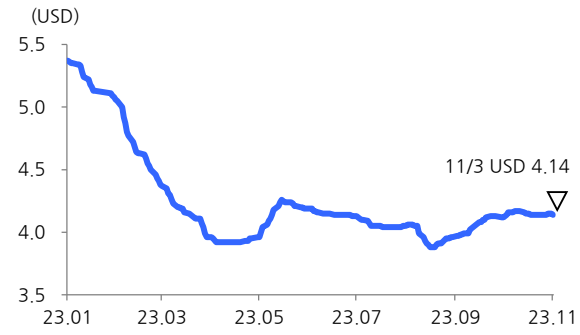
자료: 현대차증권

<그림3> DDR4 8G (1G*8) 가격 추이



자료: DrameXchange, 현대차증권

<그림4> DDR5 16G(2G*8) 가격 추이



자료: DrameXchange, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,366	1,697	1,051	1,353	1,617
증가율 (%)	13.7	24.2	-38.1	28.7	19.5
매출원가	1,082	1,216	1,000	1,097	1,263
매출원가율 (%)	79.2	71.7	95.1	81.1	78.1
매출총이익	284	481	51	256	354
매출이익률 (%)	20.8	28.3	4.9	18.9	21.9
증가율 (%)	44.9	69.4	-89.4	402.0	38.3
판매관리비	110	129	105	115	113
판관비율(%)	8.1	7.6	10.0	8.5	7.0
EBITDA	253	434	25	216	310
EBITDA 이익률 (%)	18.5	25.6	2.4	16.0	19.2
증가율 (%)	53.3	71.5	-94.2	764.0	43.5
영업이익	174	352	-54	141	241
영업이익률 (%)	12.7	20.7	-5.1	10.4	14.9
증가율 (%)	93.3	102.3	적전	흑전	70.9
영업외손익	-21	-6	0	6	23
금융수익	34	69	41	17	34
금융비용	52	75	40	11	11
기타영업외손익	-3	-0	-1	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	154	346	-53	147	264
세전계속사업이익률	11.3	20.4	-5.0	10.9	16.3
증가율 (%)	105.3	124.7	적전	흑전	79.6
법인세비용	36	100	-10	37	66
계속사업이익	118	246	-43	110	198
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	118	246	-43	110	198
당기순이익률 (%)	8.6	14.5	-4.1	8.1	12.2
증가율 (%)	110.7	108.5	적전	흑전	80.0
지배주주지분 순이익	117	246	-43	110	197
비지배주주지분 순이익	1	0	-0	0	0
기타포괄이익	7	1	-2	0	0
총포괄이익	126	247	-45	110	198

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	245	505	518	736	1,070
현금성자산	17	120	135	285	525
단기투자자산	2	73	68	80	97
매출채권	60	102	128	151	182
재고자산	144	145	135	159	192
기타유동자산	21	56	52	61	74
비유동자산	612	762	737	696	662
유형자산	501	587	570	523	483
무형자산	23	26	26	26	25
투자자산	36	33	31	37	44
기타비유동자산	52	116	110	110	110
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	857	1,266	1,255	1,431	1,732
유동부채	342	474	506	585	702
단기차입금	21	19	49	39	29
매입채무	46	87	81	95	115
유동성장기부채	8	7	67	87	117
기타유동부채	267	361	309	364	441
비유동부채	134	179	197	200	202
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	49	38	65	45	15
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	85	141	132	155	187
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	476	654	703	785	904
지배주주지분	379	611	550	644	826
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	110	110	110	110	110
자본조정 등	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	7	4	2	2	2
이익잉여금	244	479	421	515	696
비지배주주지분	2	2	2	2	2
자본총계	381	613	552	646	828

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	115	435	35	218	313
당기순이익	118	246	-43	110	198
유형자산 상각비	78	81	79	75	69
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
외환손익	2	5	-0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-122	36	62	32	45
기타	38	66	-64	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-80	-269	-90	-45	-52
투자자산의 감소(증가)	-31	2	2	-5	-8
유형자산의 감소	32	5	4	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-77	-159	-83	-28	-28
기타	-4	-117	-13	-12	-16
재무활동으로인한현금흐름	-35	-63	70	-22	-20
차입금의 증가(감소)	11	-11	27	-20	-30
사채의증가(감소)	20	-16	-29	0	0
자본의 증가	-8	-0	0	0	0
배당금	-10	-16	-16	-16	-16
기타	-48	-20	88	14	26
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의증가(감소)	-0	103	15	151	240
기초현금	17	17	120	135	285
기말현금	17	120	135	285	525

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	3,714	7,726	-1,347	3,451	6,204
EPS(지배순이익 기준)	3,679	7,717	-1,343	3,448	6,199
BPS(자본총계 기준)	11,969	19,231	17,327	20,278	25,982
BPS(지배지분 기준)	11,907	19,166	17,266	20,215	25,913
DPS	500	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	12.3	3.4	-26.8	10.4	5.8
P/E(지배순이익 기준)	12.4	3.4	-26.9	10.5	5.8
P/B(자본총계 기준)	3.8	1.4	2.1	1.8	1.4
P/B(지배지분 기준)	3.8	1.4	2.1	1.8	1.4
EV/EBITDA(Reported)	6.3	1.8	45.5	4.5	2.3
배당수익률	1.1	1.9	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	90.6	108.0	적전	흑전	79.8
EPS(지배순이익 기준)	88.5	109.8	적전	흑전	79.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	35.3	49.5	-7.4	18.4	26.8
ROE(지배순이익 기준)	35.1	49.7	-7.4	18.4	26.9
ROA	14.5	23.2	-3.4	8.2	12.5
안정성 (%)					
부채비율	124.9	106.7	127.4	121.6	109.3
순차입금비율	37.1	순현금	0.3	순현금	순현금
이자보상배율	18.3	43.6	NA	12.3	21.8

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2023. 11. 07

가온칩스 (399720)

BUY
TP 56,000원

초격차 디자인하우스

Analyst 곽민정
02-3787-2160 jessica.kwag@hmsec.com

RA 김유진
02-3787-2658 gimyujin216@hmsec.com

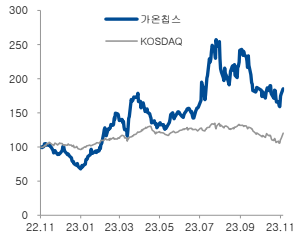
현재주가 (11/6)	36,800원
상승여력	52.2%
시가총액	423십억원
발행주식수	11,488천주
자본금/액면가	6십억원/500원
52주 최고가/최저가	51,100원/13,500원
일평균 거래대금 (60일)	19십억원
외국인지분율	1.09%
주요주주	정규동 외 9 인 56.91%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	2.5	-11.6	39.9
상대주가(%p)	-0.3	-3.3	40.9

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	575	856	42,000
After	674	1,049	56,000
Consensus	N/A	N/A	N/A
Cons. 차이	N/A	N/A	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사의 투자 포인트는 1) 파운드리 디자인 솔루션 + SoC 디자인 + 패키지, 테스트, Q/A 풀 턴키 수주 가능한 선단 노드에 대한 이해도가 높은 핵심 엔지니어 확보를 통한 기술 경쟁력 확보, 2) 삼성 파운드리 DSP가 ARM 공인 디자인파트너(ADP)로서 하이엔드 공정 프로젝트 누적 175건, 개발 중인 프로젝트 11건 등으로 하이엔드 위주의 프로젝트 수주 지속으로 2023년 선단 노드매출비중 80%에 달하여 높은 매출 성장 기대, 3) 서버 투자를 통한 기술 초격차 확보가 기대된다는 점에서 중장기 성장요인으로 작용할 것으로 기대

주요이슈 및 실적전망

- 디자인하우스의 매출 구조는 DSP 매출과 용역 매출로 나뉘어지는데, 동사는 주로 DSP 위주의 프로젝트 선별 수주를 통한 향후 높은 실적 성장이 기대됨.
- 최근 반도체 칩 무결점, Random Jitter simulation 테스트, Arm IP Hardening 등에서 국내 디자인하우스 중 가장 우수한 성과를 보이는 점도 동사의 기술 경쟁력으로 차별화된 포인트.
- 국내 팹리스 업체들이 삼성전자 파운드리에 반도체 위탁생산을 맡기기 위해선 layout 검증 등 설계를 거쳐야 하므로 동사의 DSP 매출 증가 기대. 4nm는 GAA 구조가 적용된 3nm 공정 제외시 삼성전자 파운드리의 가장 최신 공정임.
- 궁극적으로 디자인하우스도 팹리스에 아키텍처를 제공하는 것을 넘어 S/W 솔루션 지원으로 발전할 것으로 기대됨. 이는 NPU와 같이 AI 학습 및 추론이 중요시되는 현재의 AI 반도체에 있어 디자인하우스의 역할이 확장되고 있기 때문임.
- 최근 개발:양산 매출 비중은 7:3으로 개발비가 높은 점은 향후 양산 매출로 이어지며 성장세를 가속화할 것.
- 동사는 지속적인 서버 투자를 통한 기술 초격차 확보가 이루어질 것으로 기대되어 중장기적으로도 높은 성장세를 유지할 것으로 전망됨.

주가전망 및 Valuation

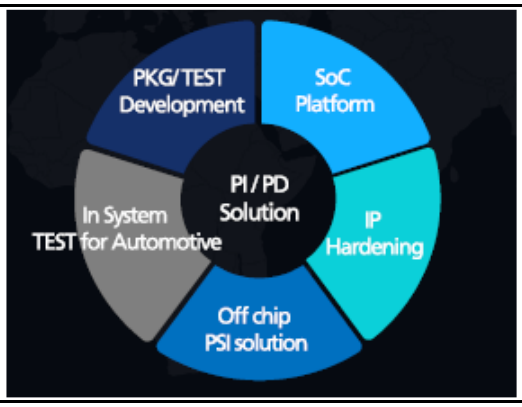
- 현재 개발 매출이 양산화 되는 2025년부터는 드라마틱한 실적 성장이 일어날 것으로 기대.
- 국내 DSP 중 가장 하이엔드 공정에 최적화되어 있으며, 높은 기술경쟁력을 확보하고 있다는 점에서 에이직랜드와 동일한 수준의 P/E 부여 타당하다고 판단.
- 동사의 목표주가를 56,000원으로 상향, 목표주가는 2024년 EPS 1,049원에 P/E 53.7x 적용.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	32	6	6	7	677	N/A	0.0	0.0	NA	28.3	N/A
2022	43	4	4	6	412	-39.2	34.5	3.0	20.8	11.6	0.0
2023F	62	5	8	10	674	63.6	54.6	6.8	40.3	13.3	0.0
2024F	101	10	12	14	1,049	55.7	35.1	5.7	26.8	17.7	0.0
2025F	168	16	17	21	1,492	42.2	24.7	4.6	18.1	20.7	0.0

** K-IFRS 연결 기준*

<그림1> 풀 턴키 솔루션 제공

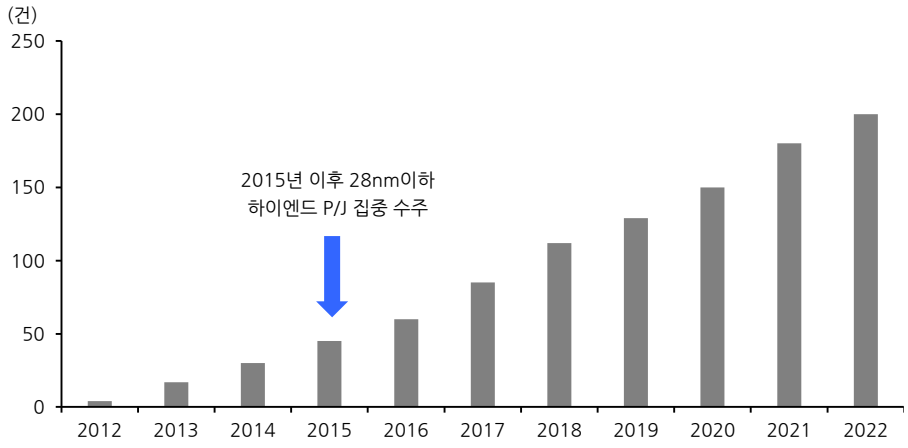


자료 : 가온칩스, 현대차증권

<그림2> SAFE DSP이자 ARM ADP

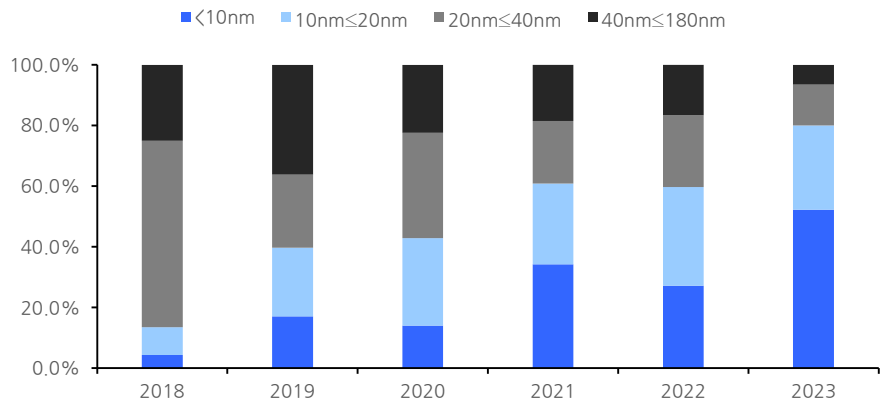
자료 : 가온칩스, 현대차증권

<그림3> 하이엔드 프로젝트 위주의 수주



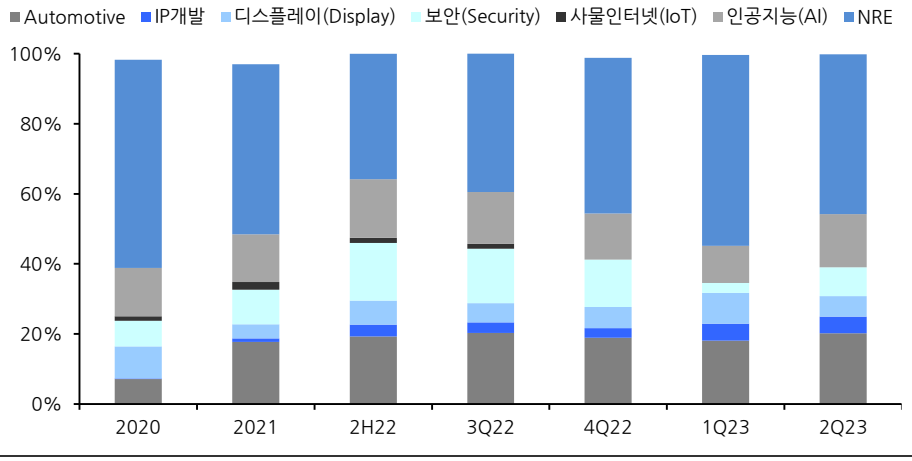
자료 : 가온칩스, 현대차증권

<그림4> 가온칩스의 기술노드별 매출 비중



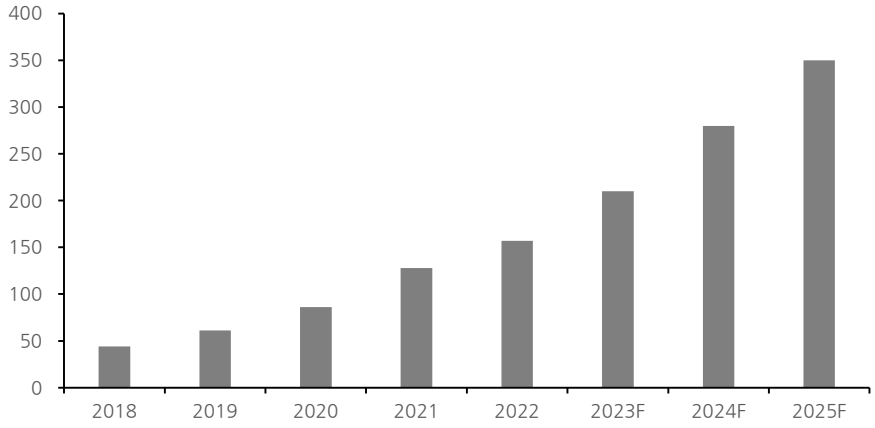
자료 : 가온칩스, 현대차증권

<그림5> 가온칩스의 전방산업별 매출 비중



자료 : 가온칩스, 현대차증권

<그림6> 기술 및 선단 공정 이해도가 높은 핵심 엔지니어 지속 증가



자료 : 가온칩스, 현대차증권

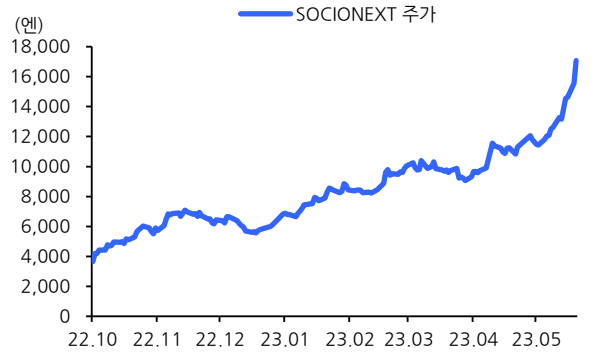
<그림7> 지속적인 인프라 투자

자료 : 가온칩스, 현대차증권

<그림8> SW & MW 지원

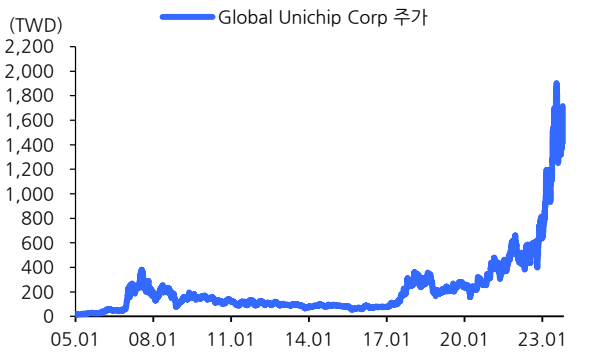
자료 : 가온칩스, 현대차증권

<그림9> 일본 SOCIONEXT 주가 추이



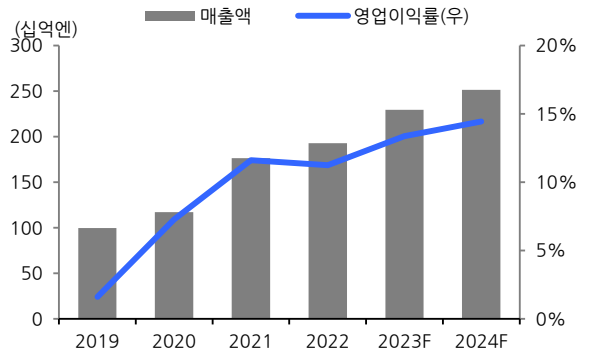
자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림10> 대만 GUC 주가 추이



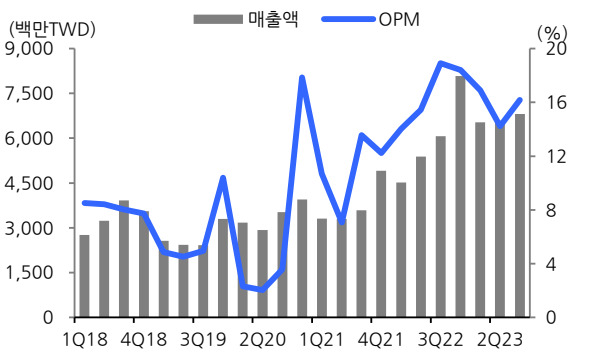
자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림11> 일본 SOCIONEXT 실적 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, 현대차증권

<그림12> 대만 GUC 실적 추이 및 전망



자료 : Bloomberg, 현대차증권

<표1> 가온칩스 실적 추이 및 전망

(단위:십억원,%)

	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	17.0	32.2	43.3	61.7	101.4
영업이익	2.0	6.2	3.9	5.4	9.7
OPM	11.6%	19.2%	9.0%	8.7%	9.5%
순이익	1.9	6.2	4.4	7.7	12.1
NPM	10.9%	19.2%	10.2%	12.6%	11.9%

자료 : 가온칩스, 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**32**	**43**	**62**	**101**	**168**
증가율 (%)	N/A	34.4	42.3	64.5	65.2
매출원가	**22**	**32**	**47**	**72**	**116**
매출원가율 (%)	66.8	73.2	76.8	70.8	69.4
매출총이익	**11**	**12**	**14**	**30**	**51**
매출이익률 (%)	33.2	26.8	23.2	29.2	30.6
증가율 (%)	N/A	8.8	23.2	106.4	73.1
판매관리비	**4**	**8**	**9**	**20**	**35**
판관비율(%)	13.9	17.8	14.5	19.6	20.8
EBITDA	**7**	**6**	**10**	**14**	**21**
EBITDA 이익률 (%)	23.1	14.2	15.6	14.1	12.3
증가율 (%)	N/A	-17.5	57.2	48.3	44.1
영업이익	**6**	**4**	**5**	**10**	**16**
영업이익률 (%)	19.2	9.0	8.7	9.5	9.7
증가율 (%)	N/A	-37.1	38.3	79.1	68.9
영업외손익	**0**	**0**	**1**	**2**	**2**
금융수익	1	1	2	2	2
금융비용	0	1	1	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**7**	**4**	**7**	**11**	**18**
세전계속사업이익률	20.4	9.8	10.9	11.2	10.9
증가율 (%)	N/A	-35.4	57.9	68.4	61.0
법인세비용	0	0	-1	-1	1
계속사업이익	6	4	8	12	17
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**6**	**4**	**8**	**12**	**17**
당기순이익률 (%)	19.2	10.2	12.6	11.9	10.2
증가율 (%)	N/A	-28.5	75.2	55.7	42.2
지배주주지분 순이익	6	4	8	12	17
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	6	4	8	12	17

(단위: 십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**30**	**55**	**64**	**84**	**120**
현금성자산	6	11	10	14	18
단기투자자산	9	28	28	31	36
매출채권	2	7	7	10	17
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	14	9	18	29	49
비유동자산	**7**	**18**	**23**	**24**	**25**
유형자산	5	11	15	17	19
무형자산	1	6	5	3	2
투자자산	0	1	1	1	2
기타비유동자산	1	1	2	2	2
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**37**	**73**	**87**	**108**	**145**
유동부채	**14**	**14**	**19**	**28**	**46**
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	6	2	5	5	9
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	8	13	14	22	37
비유동부채	**1**	**4**	**5**	**6**	**8**
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	3	4	4	4
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	1	2	2	4
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**15**	**19**	**24**	**34**	**54**
지배주주지분	22	54	62	74	91
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	1	28	28	28	28
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	16	21	29	41	58
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**22**	**54**	**62**	**74**	**91**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	**3**	**6**	**8**	**11**	**15**
당기순이익	6	4	8	12	17
유형자산 상각비	1	1	2	3	3
무형자산 상각비	0	1	2	2	1
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-4	-1	-3	-5	-7
기타	0	1	-1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-8**	**-32**	**-9**	**-8**	**-11**
투자자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	-1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-6	-8	-5	-5
기타	-6	-25	-1	-3	-6
재무활동으로인한현금흐름	**1**	**31**	**0**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	1	2	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	5	28	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-6	1	-1	0	0
기타현금흐름	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-4**	**5**	**-1**	**4**	**4**
기초현금	9	6	11	10	14
기말현금	6	11	10	14	18

(단위: 원,배,%)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	677	412	674	1,049	1,492
EPS(지배순이익 기준)	677	412	674	1,049	1,492
BPS(자본총계 기준)	2,319	4,734	5,416	6,465	7,957
BPS(지배지분 기준)	2,319	4,734	5,416	6,465	7,957
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	0.0	34.5	54.6	35.1	24.7
P/E(지배순이익 기준)	0.0	34.5	54.6	35.1	24.7
P/B(자본총계 기준)	0.0	3.0	6.8	5.7	4.6
P/B(지배지분 기준)	0.0	3.0	6.8	5.7	4.6
EV/EBITDA(Reported)	-1.7	20.8	40.3	26.8	18.1
배당수익률	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	-39.2	63.6	55.7	42.2
EPS(지배순이익 기준)	N/A	-39.2	63.6	55.7	42.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	28.3	11.6	13.3	17.7	20.7
ROE(지배순이익 기준)	28.3	11.6	13.3	17.7	20.7
ROA	16.7	8.0	9.7	12.4	13.5
안정성 (%)					
부채비율	69.2	34.6	39.1	45.6	59.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	66.9	73.9	17.3	24.6	39.1

** K-IFRS 연결기준*

HYUNDAI
MOTOR GROUP

2023.11.03

2024 크레딧 전망

Flight to Quality

Credit 이화진
02-3787-2343
hlee@hmsec.com

RA 우기정
02-3787-2261
marketrsch@hmsec.com

내일의 차이
현대차증권

2024 전망 요약

I. 크레딧 시장 전망

중동 전쟁으로 안정된 유가가 다시 상승하면서 2024년 한전채 공급 부담은 지속될 것으로 예상됨. 은행은 LCR 정상화, 가계대출 증가, 발행한도 완화로 은행채 발행이 늘어나면서 크레딧 스프레드에 부담 요인이 됐음. 내년에는 은행채 만기도래 금액 감소, 대출규제, MBS 발행 감소 등으로 **공급 부담은 완화될 것**으로 전망함.

수요측면에서 중장기적 **금리 하향안정화와 고금리 메리트로 채권 자금유입**은 지속될 것으로 예상됨. 9월 이후 급격히 확대된 시장 변동성으로 투자심리가 크게 위축되었고, 연말 퇴직연금 머니무브에 대한 긴장감도 남아있지만, **금리인상 마무리 국면에서 선 반영으로 크레딧 스프레드는 내년 상반기 축소**가 시작될 것으로 전망되며, 신용 경계감으로 하락 폭은 제한될 것으로 예상됨.

신용등급은 내년 경기 침체 가능성과 기업 실적 회복 지연, 저축은행의 PF대출 부실화, 캐피탈사 요주의 분류 기준 강화와 수익성 저하, 조달금리 상승에 따른 한계기업 증가로 **상/하향 배율 감소세**가 이어질 것으로 예상됨. 과중한 GDP 대비 가계부채와 빠른 증가 속도, 취약 차주의 가계부채 건전성 저하, 지정학적 리스크는 정부 신용등급에 부정적 요인임.

II. 크레딧 리스크 : 美경기호조 & 고금리 장기화 ➔부동산 PF 부담 가중 & 신용 경계감 지속으로 'Flight to Quality' 안전자산 선호

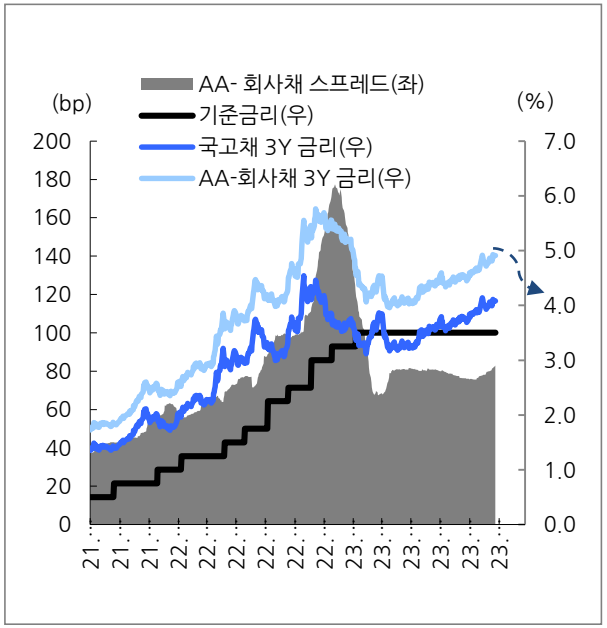
2022년 11월 말 AA-등급 회사채/여전채 178bp/255bp까지 급등했던 스프레드가 2023년 1~2월 회사채/여전채 -110bp/-162bp 급락하면서 67bp/93bp 수준까지 단숨에 내려옴. 고통스러운 상승과 하락 직후, 3월 10일 채권 대규모 손실과 스마트폰 뱅크런으로 미국 SVB 및 중소 은행의 디폴트가 이어짐. 금리 급등과 공실 확대로 12년 만에 미국 상업용부동산 시장이 둔화되기 시작했고, 가장 많은 대출을 해준 미국 중소 은행의 대규모 신용등급 하향 조정으로 신용 경계감이 지속되고 있음. 한편, 약한 고리로 지목된 스위스의 167년 역사의 CS은행은 3월 19일 UBS에 인수됐고, CS 은행 코코본드가 전액 상각되는 사태가 벌어짐. 글로벌 신용위기 경계감 확산으로 국내 크레딧 스프레드는 초강세에서 횡보세로 전환됨.

6월 롯데그룹, 부동산 PF관련 저축은행과 캐피탈사의 등급 및 전망 하향이 이뤄졌고, 7월 6일 새마을금고 예금 이탈과 보유채권 매각으로 부동산 PF에 대한 리스크가 재 부각되면서, 여전채 중심으로 크레딧 스프레드가 확대됨. 이에 한은은 대출제도 개선방안 발표와 정부 지원 의지 표명으로 고비를 넘김. 5월 대주단 협약 가동(8월말 기준 187개 사업장 참여), 9.26 부동산 대책 중 PF정상화 펀드 확대(금융지주 1조원 조성), 10월 저축은행과 캐피탈사 배드뱅크(5천억원) 가동 등 정책지원이 중소건설사, 저축은행 및 캐피탈사 유동성 리스크 완화와 시스템 리스크 확산을 막는 안전판 역할을 함. 부동산 PF 연착륙을 위해서는 금리 인하와 부동산 가격 회복이 전제되어야 하는데, 미국 경기호조에 따른 긴축 장기화, 중동 불안에 따른 유가 상승으로 금리 인상 시점이 지연될 것으로 예상됨. 고금리가 지속되면서 이자가 유예된 사업장의 비용 상승과 사업성 저하로 본PF 전환이 더욱 어려워질 수 있어, 부동산 PF 관련 잠재적 리스크의 상존할 것임. 미국 상업용부동산 & 해외대체투자손실 등 잠재적 리스크에 대한 모니터링이 필요함. 크레딧 리스크는 금리인하시점 지연으로 높아지고 있으나, 정책적 지원이 이어진다면 일부 비우량 기업에 국한 될 것으로 판단됨. 2024년은 'Flight to Quality' 안전자산 선호와 펀더멘탈이 양호한 기업별 차별화가 지속될 것으로 전망됨.

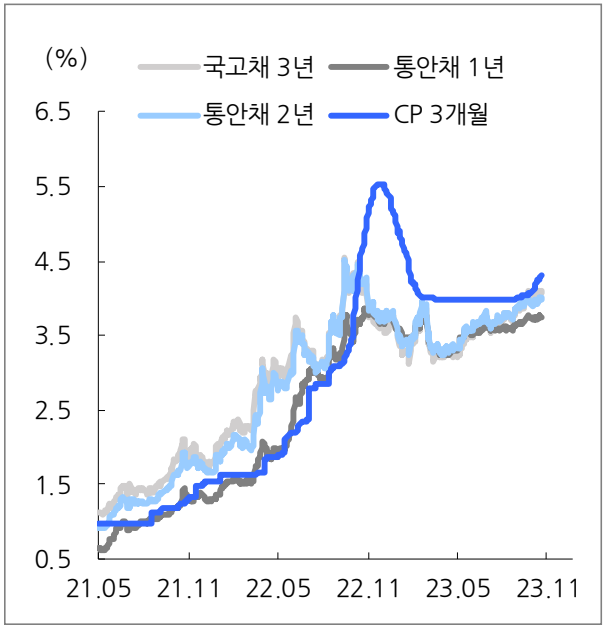
Flight to Quality

- 2024년 부동산 PF, 해외 대체투자 손실, 금융사 건전성 관련 잠재적 리스크 상존으로 스프레드 축소를 제한
- 정책적 지원이 안전판 역할을 함으로써 크레딧 이벤트는 일부 비우량 기업에 국한 될 것으로 판단
- 경기침체우려와 기업실적 회복 지연으로 신용등급 하향 기조 지속되며 크레딧 우량등급 선호와 펀더멘탈이 양호한 기업별 차별화 전망
- 금리인상마무리 국면 금리 상단 불확실성 해소와 선 반영으로 크레딧 캐리 수요. 전반적인 크레딧 채권 수급 우호적일 것으로 예상

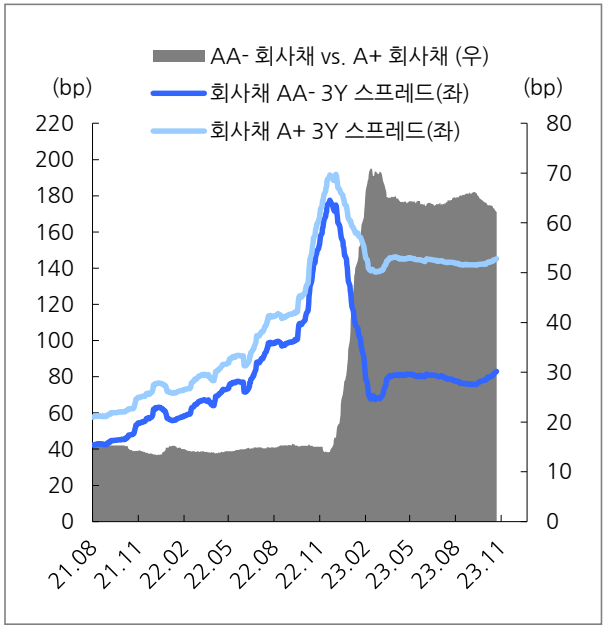
금리 인상 종료와 크레딧 스프레드



CP 금리



우량등급과 비우량 등급 스프레드

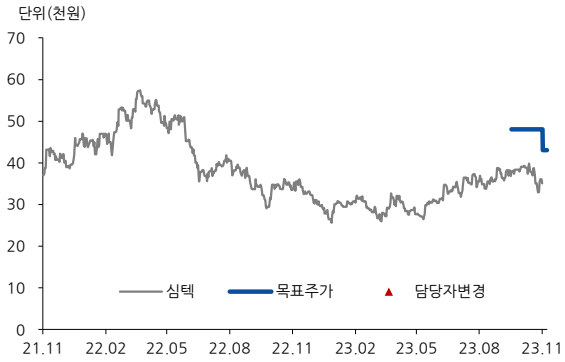


자료: Infomax, 현대차증권

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.09.22	BUY	48,000	-22.25	-17.08
2023.11.07	BUY	43,000		

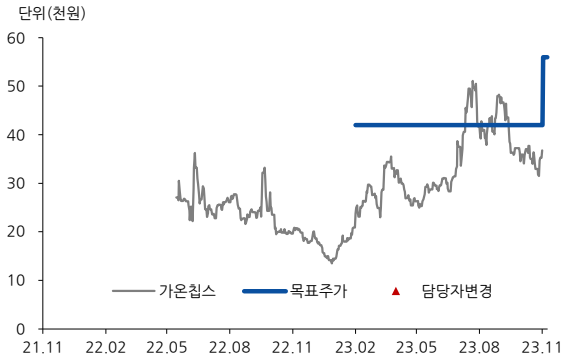
▶ 최근 2년간 심텍 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.06	BUY	42,000	-24.81	21.67
2023.08.06	AFTER 6M	42,000	-6.18	14.88
2023.11.07	BUY	56,000		

▶ 최근 2년간 가온칩스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.10.01~2023.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	147건	89.1%
보유	18건	10.9%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.