

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주

natelee@sksec.co.kr
3773-9026

Company Data

자본금	9 십억원
발행주식수	1,740 만주
자사주	45 만주
액면가	500 원
시가총액	686 십억원
주요주주	
헬리오스제1호사모	37.73%
투자합자회사(외3)	
자사주	4.21%
외국인지분율	8.16%
배당수익률	1.5%

Stock Data

주가(23/04/17)	39,450 원
KOSDAQ	909.50 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	41,250 원
52주 최저가	29,550 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.0%	-0.0%
6개월	21.0%	-9.3%
12개월	17.9%	19.9%

ISC (095340/KQ | 매수(신규편입) | T.P 55,000 원(신규편입))

Level UP

- 투자 의견 BUY, 목표주가 5.5 만원으로 커버리지를 개시
- 1) 비메모리 비중 70%까지 확대 2) 높은 R&D 소켓 비중 3) DDR5 모멘텀 4) 포고핀 소켓 매출 본격화
- 과거 메모리향 비중에 편중된 구조와 달리 올해부터 체질 개선이 나타난다는 점에서 multiple rerating 이 필요한 시점

투자 의견 BUY, 목표주가 5.5 만원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY, 목표주가 5.5 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2023 년 예상 EPS 2,783 원에 Target multiple 19.7x 를 적용했다. Target multiple 은 국내 소부장 업체 중 비메모리향 비중이 높은 8 개사의 2023 년 평균 PER 이다.

덩치를 키우는 비메모리향 소켓

동사는 반도체 테스트 부품 관련 사업을 영위하는 업체이다. 매출 비중은 Test 소켓 85%, test solution unit 15%이다. 주요 고객사는 북미 팹리스, 북미 IDM, 국내 IDM 등으로 다변화되어 있다. 투자 포인트는 4 가지로 정리된다. 1) 비메모리 매출 증가가 가파르다. 러버형 소켓 중심임에도 비메모리 비중은 올해 70%까지 늘어난다. 2) R&D 용 소켓 비중도 80%에 달한다. 2 년 뒤에 양산 물량으로 이어질 가능성이 높다. 3) 메모리향 러버 소켓도 하반기부터 DDR5 매출 반영이 기대된다. 2014 년 DDR4 전환 당시 소켓 ASP 는 30% 증가한 바 있다. 4) 자회사 프로웰의 포고핀 소켓 매출 확대도 4Q23 부터 본격화될 전망이다. ISC 영업망 활용이 주효하다. 참고로 포고핀 소켓 시장은 러버 대비 4 배 가량 크다.

비메모리 대표 성장주

매출 응용처 다변화, 신규 고객 확보, 자회사 프로웰을 통한 포고형 소켓 경쟁력 강화 등 성장 모멘텀이 상당히 풍부하다. 과거 메모리향 비중에 편중된 구조와 달리 올해부터 체질 개선이 나타난다는 점에서 multiple rerating 이 필요한 시점이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	122	145	179	193	222	261
yoy	%	38.9	18.8	23.6	7.7	15.0	17.7
영업이익	십억원	18	38	56	55	67	82
yoy	%	792.4	107.5	48.9	-1.0	20.8	22.5
EBITDA	십억원	27	47	70	74	80	91
세전이익	십억원	10	37	62	62	75	91
순이익(지배주주)	십억원	6	30	44	48	58	71
영업이익률%	%	14.8	25.9	31.2	28.7	30.1	31.4
EBITDA%	%	22.1	32.8	38.9	38.5	36.0	34.8
EPS(계속사업)	원	445	1,828	2,526	2,783	3,346	4,088
PER	배	60.6	19.3	12.4	14.2	11.8	9.6
PBR	배	2.2	2.4	1.9	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	배	14.2	11.5	6.9	8.4	7.6	6.5
배당수익률	%	0.6	0.6	1.9	1.5	1.5	1.5
ROE	%	3.7	15.3	17.9	16.9	17.6	18.5
순차입금	십억원	1	-39	-68	-89	-103	-121
부채비율	%	38.6	17.6	33.7	32.2	30.9	29.7

1. Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 5.5 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2023 년 예상 EPS 2,783 원에 Target multiple 19.7x 를 적용했다. Target multiple 은 국내 소부장 업체 중 비메모리향 비중이 높은 8 개사의 2023 년 평균 PER 이다. 비교 대상 업체는 리노공업, 엘비세미콘, 두산테스나, 네패스아크, HPSP, 한미반도체, 에스앤에스텍이다. 지난해 동사의 비메모리향 매출 비중은 60% 수준에서 올해는 70%까지 상승할 전망이다. 고객사 저변이 상당히 넓다는 점과 실리콘 리버형 소켓 시장을 leading 하고 있는 점을 감안하면 국내 비메모리 업체 수준의 멀티플 적용은 합당하다고 판단한다.

Valuation Table

구분		비고
2023 년 예상 EPS (원)	2,783	
Target PER (X)	19.7	비메모리향 비중이 높은 국내 소부장 업체 8 개사 평균 PER
적정주가 (원)	54,825	
목표주가 (원)	55,000	
현재주가 (원)	39,400	
Upside Potential	40%	

자료: SK 증권

2. 기업 개요

동사는 반도체 테스트 관련 부품 사업을 영위하는 업체이다. 매출 비중은 IC test 소켓 85%, Test solution unit 15%. IC test 소켓 중에서는 실리콘 러버(rubber) 소켓이 주력 제품 매출 비중 75%이다. Burn-in 소켓과 포고형 소켓도 생산한다. 지난해부터 자회사 프로웰을 통해 포고(pogo) 소켓 사업도 강화 중이다. 고객사는 A 사, Q 사, I 사, 삼성전자 등 400 여개의 고객을 확보하고 있으며 비중이 고르게 분포되어 있다. 메모리와 비메모리 비중은 각각 40%, 60% 수준이며 2023 년은 비메모리 비중이 70%에 달할 것으로 예상된다.

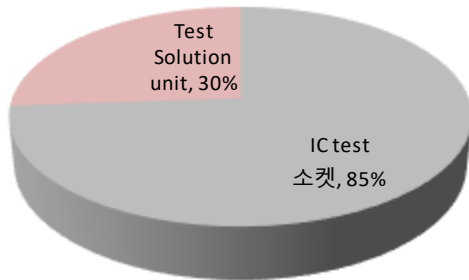
IC test 소켓은 반도체 후공정 파이널 테스트 단계에서 사용되는 핵심 부품이다. 패키징이 끝난 이후 테스트를 위해 패키지 기판에 형성된 솔더볼과 물리적으로 접촉하는 핀, 이를 모듈화한 테스트 소켓이 필요하다. 테스트 소켓은 패키지의 전기적 불량 여부를 확인한다.

테스트 소켓은 제품 형태에 따라 포고(Pogo)형과 러버(Rubber)형으로 구분된다. 포고형은 스프링 기반의 핀 타입으로 30 년 이상 시장에서 사용되었던 전통 방식의 테스트 소켓이다. 높은 접촉률(정확도), 미세화, 수명에 강점이 있고 비메모리에서 많이 사용되는 타입이다. 국내 포고형 테스트 소켓 사업을 영위하는 업체는 리노공업 대표적이며, 동사의 자회사인 프로웰과 티에스이가 일부 생산하고 있다. 러버형은 러버 내부에 전도성 알갱이(구리나 니켈)를 배치해 테스트하는 볼 타입 방식이다. 포고형 대비 신호 전달 거리가 짧아 속도와 주파수 특성에 강점이 있다. 러버형은 동사가 세계 최초로 상용한 제품이다. 현재 메모리 산업에서는 러버형이 주를 이루고 있으며 CPU, GPU, AP 등 비메모리 산업에도 채용이 확대되는 추세이다.

2022 년 4 월에는 포고핀 소켓 전문업체인 프로웰을 인수했다. 테스트 소켓 시장의 80%가 포고핀 소켓으로 동 시장 내 매출과 점유율 확대 목적이다. 최근에는 중화권 팹리스 업체향 신규 고객사를 확보했고 하반기부터 공급이 시작될 예정이다.

Test solution 사업은 test 장비에 쓰이는 인터페이스보드, 커넥터, 온도조절장치 등이 포함되어 있다.

제품별 매출 비중



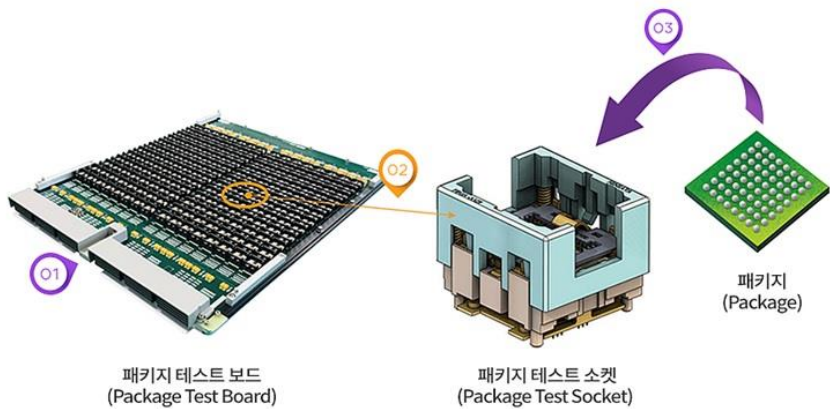
자료 : ISC, SK 증권

글로벌 400 여개 고객사 확보



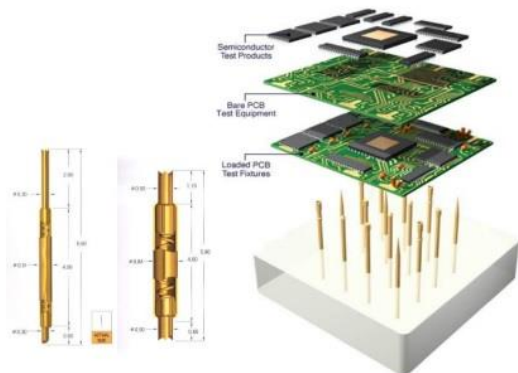
자료 : ISC

파이널 테스트 공정



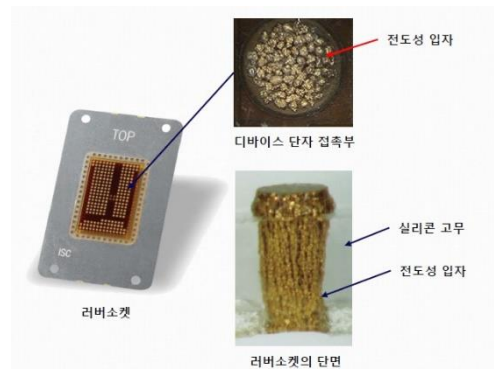
자료: SK 하이닉스

포고형 테스트 소켓



자료: 리노공업

러버형 테스트 소켓



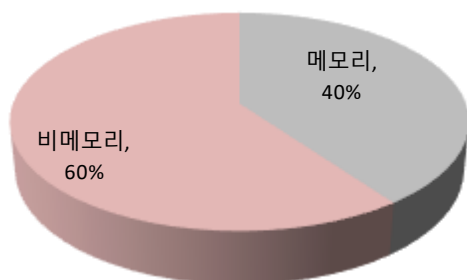
자료: ISC

3. 투자 포인트

(1) 비메모리 시장 점유율 확대

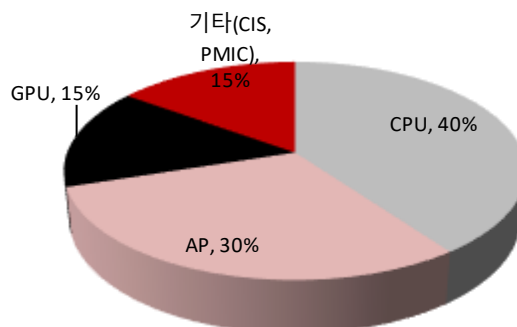
동사의 주력은 IC test 소켓 중에서도 실리콘 러버(Rubber)형으로 메모리 시장에서 주요 테스트 제품으로 사용된다. 그럼에도 동사의 2022 년 전방 비중은 비메모리가 60%로 메모리 대비 높았다. 포고 대비 검사 속도가 빠르고 값이 상대적으로 저렴한 러버형 소켓이 비메모리 범용 성격의 제품향으로 채용이 늘어나고 있다. 또한 고부가 모바일향 칩에서 공정 난이도 상승에 따른 테스트 시간이 늘어남에 따라 2차 솔루션으로 러버형 소켓 채용이 점차 늘어나는 것으로 파악된다. 러버형 소켓 분야에서 동사는 시장을 leading 해가는 업체로 대응 가능한 제품 스펙트럼이 넓다. 메모리뿐 만 아니라 CPU, GPU, AP, CIS, PMIC 등이 대응 가능하다. 주요 팹리스 업체향 레퍼런스도 상당히 풍부하다. 비메모리 산업 내의 러버 소켓 채용 점증은 동사에 직접적인 수혜로 나타날 것이다. 포고형 소켓 시장 점유율 확대에도 뛰어들고 있다. 포고형 소켓은 비메모리 시장에서 쓰이는 주요 소켓으로 당연히 시장 규모는 러버형 대비 훨씬 크다. 2022 년 포고 사업을 하는 프로웰 인수로 포고형 소켓도 매출 확대에 발판을 마련했다. 프로웰은 포고핀 기술 역량과 공정 자동화에 강점이 있는 회사다. ISC 의 영업망이 더해지면 올해 하반기부터 실적 기여도 가능할 전망이다.

메모리/비메모리 비중 (2022 년)



자료 : ISC, SK 증권

비메모리 제품별 비중 (2022 년)



자료 : ISC, SK 증권

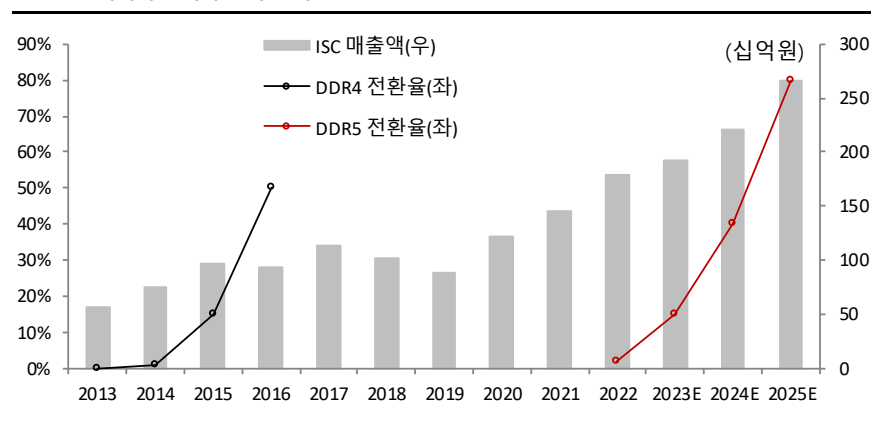
(2) R&D 용 소켓 비중 증가세. 2Q23 실적도 YoY 개선

테스트 소켓은 R&D 용과 양산용으로 구분할 수 있는데 동사의 경우 R&D 용 비중이 좀더 높다. 하지만 메모리향 제품이 양산용이 많다는 것을 감안하면 비메모리 내에서 R&D 용 소켓 비중은 80%에 달하는 것으로 파악된다. R&D 용 소켓은 팹리스 업체가 차세대 신제품 출시를 위해서 쓰는 용도인데 R&D 용에서의 소켓이 곧 양산용으로 이어지는 경우가 대부분이다. R&D 용 비중이 높다는 의미는 단기 업황 영향을 크게 받지 않으면서도 2년 후의 양산 물량 확보로 해석이 가능하다. 업황 부진에도 최근 R&D 용 물동은 건조한 편이다.

(3) 메모리 DDR5 향 소켓 ASP +30% 내외

비메모리 확대가 동사의 주요 포인트이지만 메모리 내 DDR5 침투율 확대도 실적 기여가 기대되는 부분 중 하나이다. DRAM 아키텍처가 변할 때 테스트 소켓의 크기도 커지며 볼 개수도 증가한다. DDR4 당시 소켓 가격은 30% 가량 올랐던 것으로 파악되며 DDR4 침투가 본격화되면 2014년과 2015년 매출 성장이 나타났었다. DDR5 사이클에서도 ASP 단에서 변화가 감지된다. DDR4 대비 메모리 모듈의 크기와 구조는 더욱 복잡해진다. 30% 내외의 ASP 인상이 예상된다. R&D 용은 지난해 공급이 시작된 것으로 파악된다. 상반기 중 양산 제품 관련 출하는 아직 확인되고 있지는 않지만 DDR5 침투율이 가파르게 올라가는 올해 4Q23을 시작으로 2024년 실적에 온기가 나타날 것으로 전망한다..

DRAM 아키텍처 변화와 동사 실적 추이



자료: ISC, SK 증권

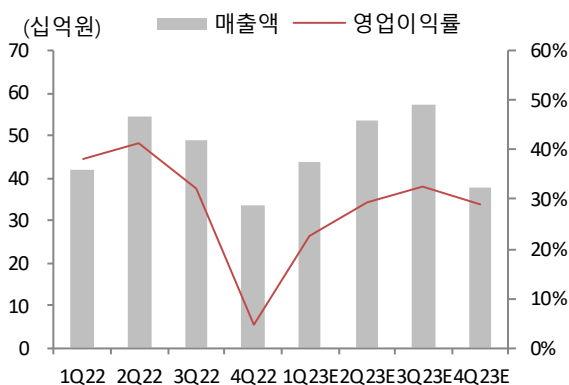
4. 실적 추정

ISC 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	42	55	49	33	44	54	57	38	122	145	179	193	222
<i>QoQ</i>	19%	31%	-10%	-32%	32%	22%	7%	-34%					
<i>YoY</i>	14%	59%	26%	-4%	5%	-2%	17%	13%	39%	19%	24%	8%	15%
Test 소켓	35	45	48	29	41	53	56	34		109	142	157	184
Test solution	6	7	7	7	7	7	7	7		32	25	29	28
기타 연결 조정	5	2	1	2	2	2	3	2		4	12	7	10
영업이익	16	23	16	2	10	16	19	11	18	38	56	55	67
<i>QoQ</i>	88%	42%	-30%	-90%	549%	61%	17%	-41%					
<i>YoY</i>	143%	69%	73%	-82%	-38%	-30%	18%	621%	791%	108%	49%	-1%	21%
영업이익률	38%	41%	32%	5%	22%	30%	32%	29%	15%	26%	31%	29%	30%

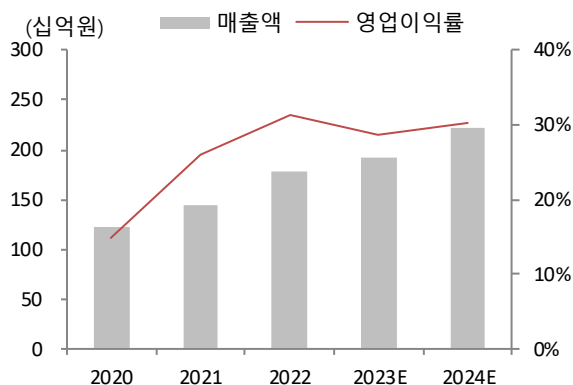
자료: ISC, SK 증권

분기 실적 추이



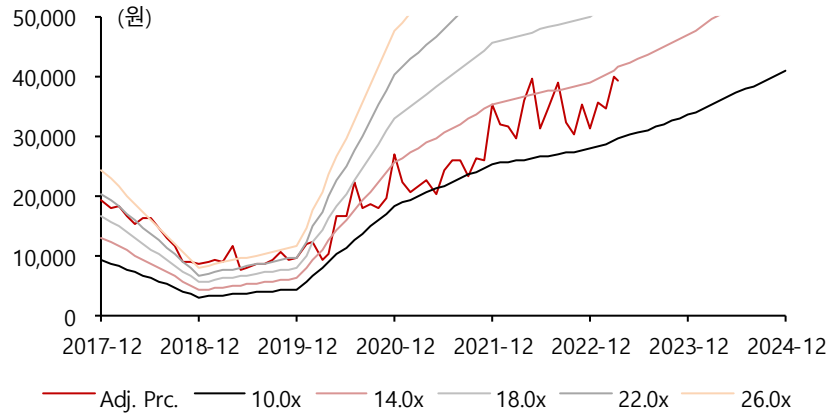
자료: ISC, SK 증권

연간 실적 추이



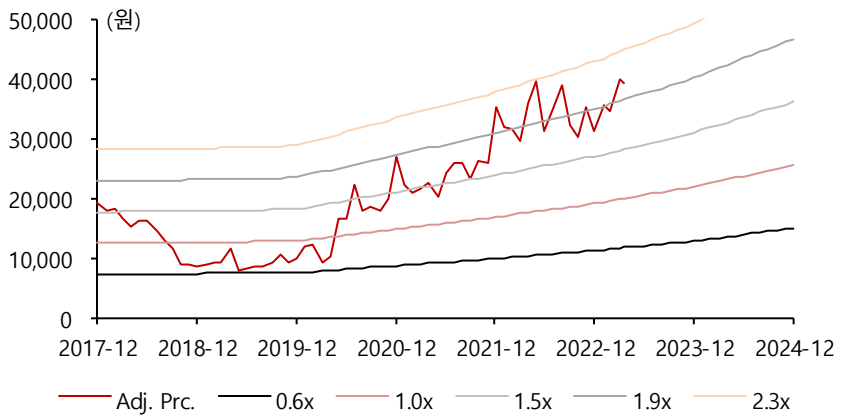
자료: ISC, SK 증권

12MF PER Band



자료: SK 증권

12MF PBR Band



자료: SK 증권

4. Peer Valuation

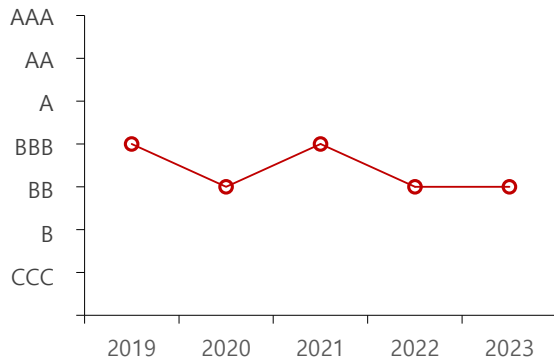
국내외 부품 업체 Valuation

		PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
국내	하나머티리얼즈	12.7	9.8	2.5	2.0	7.6	5.7	22.0	23.0
	티씨케이	13.5	10.2	2.4	2.0	6.8	5.0	19.0	21.0
	케이엔제이	11.3	8.6	2.2	1.7	26.2	14.5	21.0	22.0
	월덱스	7.8	6.3	1.6	1.3	5.2	3.8	23.0	23.0
	원익 QnC	8.6	7.1	1.5	1.2	4.8	3.9	18.0	18.0
	비씨엔씨	18.4							
	코미코								
	한솔아이원스								
	리노공업	19.3	16.7	3.7	3.3	11.5	9.8	21.0	21.0
	ISC	12.6	10.5	2.1	1.8	7.2	5.8	19.0	19.0
	티에스이	8.2	6.5	1.3	1.1	3.1	2.3	17.0	19.0
	티에프이								
	오킨스전자								
	마이크로컨텍솔								
샘씨엔에스									
	Average	12.5	9.5	2.2	1.8	9.1	6.3	20.0	20.8
해외	Tosoh	8.2	6.9	0.7	0.7	4.8	4.2	9.3	10.1
	Dupont	18.5	16.0	1.2	1.2	11.3	10.4	6.6	7.3
	Formfactor	39.7	22.0			23.6	13.3	7.4	10.7
	MJC	14.2	8.6	1.3	1.2	4.5	3.2	9.1	12.5
	JEM		5.7						
	Technoprobe	35.1	25.6	4.6	4.0	19.1	14.5	12.2	16.3
	Ibiden	23.0	14.5	1.7	1.5	6.2	5.1	10.5	11.2
	Shinko	13.4	11.1	1.9	1.6	5.0	4.5	17.6	15.9
	Nan ya PCB	12.2	10.1	3.1	2.6	7.0	6.1	25.1	26.7
	Unimicron	9.6	7.7	2.2	1.8	4.6	3.8	25.0	25.8
	Kinsus	9.9	7.8	1.4	1.3	4.0	3.3	13.9	15.5
	AT&S	1.2	5.5	0.7	0.6	6.1	3.2	6.5	12.8
	Yamaichi Elec	6.7	6.4	1.0	0.9	3.0	2.8		
	Yokowo	9.4	8.2	0.9	0.8	3.7	3.3	11.8	12.4
	Average	15.5	11.1	1.7	1.5	7.9	6.0	12.9	14.8

자료: Bloomberg, SK 증권

ESG 하이라이트

ISC의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
ISC 종합 등급	BB		
환경(Environment)	11.3		
사회(Social)	44.2		
지배구조(Governance)	44.7		
<비교업체 종합 등급>			
리노공업	BBB		38.5
티에스이	BB		

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 ISC ESG 평가

ESG 중 환경 분야에 상당히 관심과 노력을 기울이고 있다.

온실가스 배출량을 관리하고 장기적인 저감 목표를 설정해서 사업을 운영 중이다.

에너지 사용량과 온실가스 배출량은 각각 2019년 995 toe, 1,775 tCO₂에서 2021년 614 toe, 1,232 tCO₂까지 줄였다.

자료: SK 증권

ISC의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)

자료: KRX, SK 증권

ISC의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	98	162	185	212	247
현금및현금성자산	51	54	75	89	107
매출채권 및 기타채권	24	22	25	29	34
재고자산	14	23	25	29	34
비유동자산	163	197	220	252	292
장기금융자산	13	16	16	17	17
유형자산	111	134	156	188	229
무형자산	9	23	22	21	20
자산총계	262	358	405	464	539
유동부채	35	81	90	100	114
단기금융부채	15	33	38	43	50
매입채무 및 기타채무	5	19	34	39	45
단기충당부채	2	1	1	1	1
비유동부채	4	9	9	9	9
장기금융부채	1	6	6	6	6
장기매입채무 및 기타채무	3	3	3	3	3
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	39	90	99	110	124
지배주주지분	223	268	307	355	416
자본금	8	9	9	9	9
자본잉여금	111	118	118	118	118
기타자본구성요소	-27	-27	-27	-27	-27
자기주식	-18	-18	-18	-18	-18
이익잉여금	131	171	209	258	319
비지배주주지분	-0	-0	-0	-0	-0
자본총계	223	268	306	355	416
부채외자본총계	262	358	405	464	539

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	40	67	65	69	77
당기순이익(손실)	30	44	48	58	71
비현금성항목등	25	36	29	25	24
유형자산감가상각비	9	12	18	12	8
무형자산상각비	1	2	1	1	1
기타	15	22	10	12	15
운전자본감소(증가)	-8	-7	-2	-2	-3
매출채권및기타채권의감소(증가)	0	6	-3	-4	-5
재고자산의감소(증가)	-3	-8	-3	-4	-5
매입채무및기타채무의증가(감소)	-2	3	4	5	6
기타	-4	-8	0	0	0
법인세납부	-7	-6	-14	-16	-20
투자활동현금흐름	-3	-75	-46	-50	-56
금융자산의감소(증가)	4	-50	-4	-5	-7
유형자산의감소(증가)	-13	-19	-40	-44	-48
무형자산의감소(증가)	4	-1	0	0	0
기타	3	-6	-2	-0	-1
재무활동현금흐름	-9	12	-6	-4	-3
단기금융부채의증가(감소)	-1	-6	4	6	7
장기금융부채의증가(감소)	-5	24	0	0	0
자본의증가(감소)	40	7	0	0	0
배당금지급	-2	-3	-10	-10	-10
기타	-41	-9	0	0	-0
현금의 증가(감소)	14	3	21	14	18
기초현금	37	51	54	75	89
기말현금	51	54	75	89	107
FCF	27	48	25	25	29

자료 : ISC, SK증권 추정

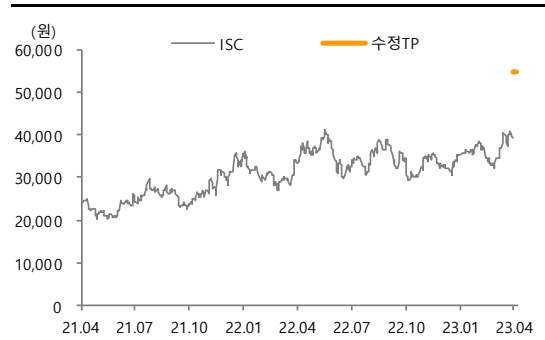
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	145	179	193	222	261
매출원가	82	94	104	117	134
매출총이익	63	84	89	104	127
매출총이익률(%)	43.4	47.2	46.1	47.1	48.6
판매비와 관리비	25	29	33	38	45
영업이익	38	56	55	67	82
영업이익률(%)	25.9	31.2	28.7	30.1	31.4
비영업손익	-0	6	7	8	9
순금융손익	0	1	3	4	5
외환관련손익	4	3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-0	0	0	0
세전계속사업이익	37	62	62	75	91
세전계속사업이익률(%)	25.8	34.7	32.2	33.6	34.9
계속사업법인세	7	18	14	16	20
계속사업이익	30	44	48	58	71
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	30	44	48	58	71
순이익률(%)	20.8	24.6	25.1	26.2	27.2
지배주주	30	44	48	58	71
지배주주귀속 순이익률(%)	20.9	24.6	25.1	26.3	27.3
비지배주주	-0	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	25	42	48	58	71
지배주주	26	42	48	58	71
비지배주주	-0	-0	-0	-0	-0
EBITDA	47	70	74	80	91

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	188	236	7.7	15.0	17.7
영업이익	107.5	48.9	-1.0	20.8	22.5
세전계속사업이익	269.2	66.2	-0.2	20.2	22.2
EBITDA	76.1	46.9	6.5	7.6	13.8
EPS	310.4	38.2	10.2	20.2	22.2
수익성 (%)					
ROA	12.0	14.2	12.7	13.4	14.2
ROE	15.3	17.9	16.9	17.6	18.5
EBITDA마진	32.8	38.9	38.5	36.0	34.8
안정성 (%)					
유동비율	282.2	198.7	206.3	211.6	216.3
부채비율	17.6	33.7	32.2	30.9	29.7
순차입금/자기자본	-17.3	-25.5	-29.1	-29.1	-29.1
EBITDA/이자비용(배)	115.8	720.3	192.4	183.4	181.1
배당성향	10.5	22.8	20.6	17.2	14.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,828	2,526	2,783	3,346	4,088
BPS	14,540	16,435	18,644	21,415	24,929
CFPS	2,425	3,314	3,865	4,089	4,601
주당 현금배당금	200	600	600	600	600
Valuation지표 (배)					
PER	19.3	12.4	14.2	11.8	9.6
PBR	2.4	1.9	2.1	1.8	1.6
PCR	14.6	9.5	10.2	9.6	8.6
EV/EBITDA	11.5	6.9	8.4	7.6	6.5
배당수익률	0.6	1.9	1.5	1.5	1.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.04.18	매수	55,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 04월 18일 기준)

매수	91.61%	중립	8.39%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------