

KOSDAQ | 반도체와반도체장비

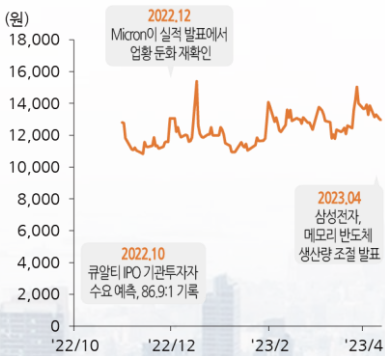
# 큐알티 (405100)

## 미약하게 시작해서 높은 계단 위에 서다

### 체크포인트

- 반도체 상장기업 중 국내에서 유일하게 신뢰성 테스트 및 종합분석 서비스 제공. 40년 전 SK하이닉스의 내부 품질 관리 부서였다가 기업 분할 및 독립 법인 출범 이후 2014년부터 큐알티라는 이름으로 서비스 시작. 2022년 코스닥 시장에 상장. 창업 초기 100%에 가깝던 SK하이닉스의 매출 비중은 2022년 기준 50~55% 수준까지 감소. 반도체 팹리스, 디자인 하우스, 파운드리, 후공정, 전자부품 분야로 고객사 다변화
- 신규 칩의 연구, 개발 수요가 늘어날수록 큐알티의 중요성 증가. 대만에서 유사한 사업을 영위하는 기업 2곳의 매출은 지난 5년 동안 꾸준히 증가. 신규 업체의 진입이 거의 불가능하고, 큐알티가 고객사의 신제품 개발에 필수적인 역할을 담당하고 있어 장기 실적 성장 가능성 확보
- 2022년 매출과 영업이익은 메모리 반도체 업황의 영향을 받아 전년 대비 감소했지만 2023년 실적 회복 기대. 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 3%, 9% 증가한 614억원, 112억원 전망. 메모리 업황과 장비 신사업 (소프트 에러 검사, 5G RF 수명 평가)이 실적 회복 속도의 관건

### 주가 및 주요이벤트



### 재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 등급화

### 벨류에이션 지표



주: PSR, PBR, PER은 2022 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

# 큐알티 (405100)

Analyst 김경민 [clairemkim@kirs.or.kr](mailto:clairemkim@kirs.or.kr)  
RA 이나연 [lny1008@kirs.or.kr](mailto:lny1008@kirs.or.kr)

KOSDAQ

반도체와반도체장비

## SK하이닉스의 내부 품질 관리 부서에서 사업 시작

큐알티는 국내에서 보기 드물게 반도체 신뢰성 테스트 및 종합분석 서비스 제공. 40년 전 SK하이닉스의 내부 품질 관리 부서였다가 기업 분할 및 독립 법인 출범 이후 2014년부터 큐알티라는 이름으로 서비스 시작. 2022년 코스닥 시장에 상장. 창업 초기 100%에 가깝던 SK하이닉스의 매출 비중은 2022년 기준 50~55% 수준까지 감소. 반도체 패키징, 디자인 하우스, 파운드리, 후공정, 전장부품 분야로 고객사 다변화

## 대만의 유사 기업은 연간 1,500억원 이상 매출 기록 중

신규 칩의 연구, 개발 수요가 늘어날수록 큐알티의 중요성 증가. 대만에서 유사한 사업을 영위하는 기업 2곳의 매출은 지난 5년 동안 꾸준히 증가해 원화 기준 연간 1,500억원 상회. 신규 업체의 진입이 거의 불가능하고, 큐알티가 고객사의 신제품 개발에 필수적인 역할을 담당하고 있어 장기 실적 성장 가능성 확보

## 2022년 실적 바닥 확인 후 2023년 턴어라운드 전망

2022년 매출과 영업이익은 메모리 반도체 업황의 영향을 받아 전년 대비 감소했지만 2023년 실적 회복 기대. 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 3%, 9% 증가한 614억원, 112억원 전망. 메모리 업황과 장비 신사업 (소프트 에러 검사, 5G RF 수명 평가)이 실적 회복 속도의 관건

### Forecast earnings & Valuation

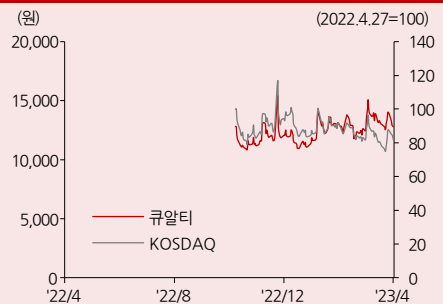
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액 (억원)	547	719	596	614	706
YoY (%)	14.9	31.6	-17.1	3.0	15.0
영업이익 (억원)	91	165	103	112	149
OP 마진 (%)	16.6	23.0	17.2	18.2	21.1
지배주주순이익 (억원)	57	125	64	82	110
EPS (원)	592	1,569	720	687	919
YoY (%)	32.9	164.8	-54.1	-4.6	33.7
PER (배)	0.0	0.0	16.7	18.7	14.0
PSR (배)	0.0	0.0	1.8	2.5	2.2
EV/EBITDA (배)	N/A	N/A	N/A	4.2	3.4
PBR (배)	0.0	0.0	1.4	1.4	1.4
ROE (%)	24.6	44.1	9.2	7.8	10.1
배당수익률 (%)	N/A	N/A	4.0	3.7	3.7

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (4/27)	12,770원
52주 최고가	15,400원
52주 최저가	10,832원
KOSDAQ (4/27)	850.21p
자본금	60억원
시가총액	1,526억원
액면가	500원
발행주식수	12백만주
일평균 거래량 (60일)	30만주
일평균 거래액 (60일)	41억원
외국인지분율	1.55%
주요주주	김영부 61.27%
	엠규그로스파트너 13.30%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.6		
상대주가	-0.1		

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.  
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



## 기업 개요

### 1 반도체 상장기업 중 국내 유일의 반도체 신뢰성 테스트 및 종합분석 기업

반도체 상장기업 중  
국내에서 유일하게  
반도체 신뢰성 테스트 및  
종합분석 서비스 제공

큐알티는 반도체 상장기업 중 국내에서 유일하게 반도체 신뢰성 테스트 및 종합분석 서비스를 제공하는 기업이다. 큐알티의 사명은 Quality Reliability Technology를 의미한다. 이를 축약한 QRT는 제품이나 서비스의 품질과 신뢰성을 향상시키기 위해 사용되는 기술을 통칭한다. QRT라는 용어는 반도체 업종뿐만 아니라 일반 제조 업체, 서비스 제공 업체 등에서 많이 사용되던 용어이다. 제품 생산 과정에서는 제품 품질을 향상시키기 위해 품질 관리 체계를 도입하고, 제품의 신뢰성을 향상시키기 위해 기술을 적용하는 것, 서비스 제공 업체에서 서비스 품질을 향상시키기 위해 고객 만족도 조사를 실시하고, 서비스 프로세스를 개선하는 것까지 포괄적으로 아우르는 개념이다.

상장기업 큐알티 (QRT)는 40년 이상의 경험과 기술 개발을 바탕으로 한국뿐만 아니라 글로벌 고객사에게 반도체 신뢰성 평가 및 결함 분석과 관련된 우수한 서비스를 제공하고 있다. 고객 만족을 위한 노력으로 반도체 및 전자제품 신뢰성과 관련된 전문 기술을 지속적으로 개선하고 축적하여 다양한 반도체 신뢰성 문제를 해결해 왔다. 글로벌 기업으로 도약하기 위해 중국 우시와 미국 실리콘밸리에 법인을 설립하여 글로벌 영업망과 현지 사업을 확대했다.

큐알티는 극한 환경에서의  
신뢰성 테스트에 주력

반도체 업종의 상장사 중에 큐알티 외에도 반도체 테스트 서비스를 제공하는 기업이 존재한다. 대표적인 사례로는 테스나, 엘비세미콘, 네페스아크 등이 있다. 이들 기업이 수행하는 반도체 테스트와 큐알티의 반도체 테스트 서비스의 성격이 다르다. 큐알티는 극한 환경에서의 신뢰성 테스트에 초점을 맞추고 있기 때문에, 큐알티가 IPO를 하던 당시에는 '짚질방식 극한 테스트 기업'이라고 알려지기도 했다. 극한 환경에서의 신뢰성 테스트는 원래 삼성전자나 SK하이닉스와 같은 반도체 제조사가 자체적으로 내부 부서에서 실시하던 테스트였다. 이런 테스트에 대한 수요가 커지고 있다. 반도체 미세화 때문에 원인을 알 수 없는 반도체 불량률이 늘어나고 있기 때문이다. 아울러 고온의 데이터센터, 고압의 자율주행차 등 반도체의 오작동으로 시스템 가동이 멈추었을 때 치명적인 사건이 발생하는 등 반도체의 오류와 관련해 더욱 민감한 환경이 점점 확산되고 있어 극한 환경에서의 신뢰성 테스트에 대한 수요가 늘어나고 있다. 그렇다면 내부 부서에서 실시할 수 있는 극한 테스트를 굳이 외부에 맡기는 이유는 무엇일까? 반도체 수요처이든 반도체 공급사이든, 누구에게나 충분한 시간이 주어진다면 극한 환경 테스트를 할 수 있겠지만, 반도체가 작동을 멈출 때까지 오랜 시간 동안 기다리거나 살펴보기가 현실적으로 어렵다 보니 이렇게 외부에 전문적으로 신뢰성 테스트 서비스를 맡기는 수요가 늘어났다. 이와 같은 환경의 변화는 큐알티에 우호적이다.

## 큐알티는 다양한 신뢰성 테스트 항목을 제공

큐알티의 신뢰성 테스트 항목은 다양하다. 신뢰성 테스트에서는 반도체 및 전자부품을 고온, 고압, 고습 등의 극한 환경이나 물리적 충격과 같은 극한 조건에 노출시킨다. 사용자 환경을 고려한 동작 및 환경 가속 시험을 통해 수명 예측 및 내구성 검증 테스트를 실시하는데, IEC, ISO 등의 국제 표준, JEDEC, AEC, MIL-STD 등의 제품 표준에 부합하게 테스트를 실시한다. 응용처가 완성차인 경우, GM 등의 자동차 OEM 고객의 요구사항에 맞추어 테스트를 실시한다. 신뢰성 시험은 수명 시험과 환경 관련 시험으로 구분할 수 있다. 수명 시험은 초기 수명 불량률 시험 (ELFR), 고온/저온 동작수명시험 (HTOL/LTOL), 고온 (고습)동작 게이트/역방향 전압시험 등으로 구분된다. 환경 관련 시험에는 고온/저온 저장시험, 온도 사이클 및 열 충격 시험, 초가속 스트레스 시험, 고온/고습/고압 시험, LED 광속 측정 (Luminous flux) 등이 포함된다.

## 5G RF (고주파) 반도체 수명 평가 시스템을 개발

큐알티는 2022년 하반기에 상장하기 전부터 이동통신 분야에서 수명 평가 시스템을 개발하고 있었다. 5세대 이동통신 반도체 시장에서는 무선통신 부품의 신뢰성 검증이 중요한 분야로 주목받고 있다. 5G 기술은 더 높은 주파수 대역과 대역폭, 강한 신호 세기를 사용하여 반도체 부품에 더 많은 부하가 걸리며, 기지국 수와 단말기 수요의 증가로 인해 측정해야 하는 부품 수도 늘어난다. 따라서, 고사양 부품을 대규모로 시험하는데 고성능 고효율 시험 솔루션이 필수적이며, 큐알티는 이러한 요구를 충족하는 5G RF (고주파) 반도체 수명 평가 시스템을 개발해왔다.

5G RF 분야에서 반도체 수명 평가가 필요한 이유는 무엇일까? 초고주파 RF 부품은 스마트폰뿐만 아니라 커넥티드 카와 산업용 사물인터넷 (IIoT), 항공우주방위 등 높은 신뢰성이 필요한 분야에서도 사용되고 있으며, 이에 대한 요구 성능이 증가하고 있다. 이러한 환경에서 RF 부품 시험 및 평가 기술은 한계에 직면하고 있으며, 기존의 테스트 장비로는 최신 반도체 부품의 성능을 측정할 수 없어 새로운 고성능 부품 평가 솔루션을 모색하고 있다.

## SK하이닉스 사내 부서에서 분할된 후, 2014년에 큐알티라는 사명으로 설립

## 큐알티의 전신은 현대전자 (현 SK하이닉스)

큐알티의 업력은 길지만 개별 기업으로서의 역사는 상대적으로 짧다. 큐알티는 반도체 신뢰성 시험과 분석을 수행하고 있는 종합분석 전문기업으로 지난 2014년 설립됐다. 큐알티의 전신은 현대전자 (현 SK하이닉스)이다. 큐알티의 본사가 경기도 이천시라는 것만 보더라도 큐알티의 모태기업이 SK하이닉스라는 것을 쉽사리 짐작할 수 있다. 큐알티는 현대전자의 사내 부서였던 시절부터 40년 이상의 신뢰성 평가 기술을 축적했고, 세계 최고 수준의 분석 장비, 전문 기술 인력 등을 보유하고 있으며, 전 세계 1,500여 곳의 고객을 확보했다. 40년에 가까운 시간 동안 쌓아온 신뢰성 평가 기술력을 통해 반도체 단품부터 모듈, 완성품까지 전주기에 대한 기술 노하우를 보유하고 있다. 전주기 (全周期)는 반도체 제품 개발 단계에서 시작해서 생산, 판매, 사용, 폐기까지의 전 과정을 의미한다. 따라서 전주기에 대한 기술 노하우를 보유한다는 것은 제품 개발부터 폐기까지의 모든 단계에서 신뢰성 평가 기술과 경험을 보유하고 있다는 것을 뜻한다.

## 독립 법인으로서는 큐알티는 최초에 SRC라는 이름으로 설립

큐알티가 독립 법인으로 출범한 시기는 2001년이다. SK하이닉스(구 현대반도체) 산하에서 SRC라는 기업명으로 설립됐다. 큐알티처럼 SK하이닉스의 사내 간접 부문에서 독립, 분사한 기업은 현대휴먼플러스(Humanplus), 휴먼토피아(Humantopia), 현대베스텍(Bestech), 에스알시(SRC, Semiconductor Reliability Center)로 각각 경영지원, 교육 및 연수, 생산, 품질 보증(QA) 관련 전문 서비스 업무를 전담하게 되었는데, 그중에서 SRC(에스알시)가 큐알티의 전신이다. 에스알시는 반도체 품질 보증(QA)과 관련한 신뢰성 시험과 불량 분석을 전문적으로 담당했다.

## 2014년에 주식회사 큐알티 설립

큐알티는 2003년에 ISO 9001 인증을 획득하고, 2004년에는 국내 최초로 KOLAS 공인 반도체 시험기관 인증을 받았다. 이후 2005년에 SK하이닉스의 반도체 계열사로 편입되었으며, 2009년에는 자동차용 반도체 KOLAS 공인 시험기관으로부터 인증을 받았다. 2010년에는 기업 부설 연구소를 설립하였고, 2011년에는 DNV 인증원과 MOU를 체결하였으며, 한양대학교 신뢰성 분석 연구 센터와도 MOU를 체결하였다. 2012년에 SK하이이엔지로 통합 출범한 이후, 2014년에는 기존 SK하이이엔지 QRT사업부를 분할하여 마침내 주식회사 큐알티가 설립됐다.

## 2014년 큐알티 설립 이후 중국과 미국에 법인 설립

2014년 큐알티의 설립 이후 큐알티의 행보는 더욱 활발해졌다. 큐알티는 2015년 한국나노기술원과 상호업무협약을 체결하고, 2016년 벤처기업 인증을 받았다. 또한 2016년 중국 우시 법인을 설립하였고, 2017년 SSD 평가시스템을 구축했다. 2017년에는 이노비즈(INNOBIZ) 중소혁신기업 인증을 받았다. 2019년에는 Smart Lab IoT 인프라 구축을 하였으며, 미국 실리콘밸리에 Outermost-QRT 합작 법인을 설립하였다.

## 국제 인증을 확장하며 글로벌 기업으로 도약하는 발판 마련

해외(중국, 미국) 법인 설립 이후, 큐알티는 서비스 항목을 다양화하고 응용처를 확장하는 데 힘썼다. 2019년 TUV NORD로부터 ISO26262 FSCAE 자동차 기능 안전 전문가 인증을 받았으며, 2020년과 2021년에는 국책 과제 주관 기업으로 선정되어 중성자에 의한 반도체 소프트 에러 검출 상용화 장비 및 초고속 5G용 시스템 반도체 수명 평가 장비를 개발했다. 또한, 2021년과 2022년에는 차세대 지능형 반도체 사업단의 국책 우수과제로 소프트 에러 검출 장비개발과 5G용 수명 평가 장비 개발 담당기업으로 선정됐다. 2022년에는 Global 2대 가속센터(TRIUMF, LANSCE)의 빔프로파일용 표준 데이터베이스 구축을 위한 SPP를 체결했다. SPP는 Strategic Partnership Program를 의미하며, 미국과 캐나다에 위치한 두 개의 대형 가속기 시설인 TRIUMF와 LANSCE에서 협력하는 글로벌 프로젝트로, 빔 프로파일 표준 데이터베이스(DB)를 구축하는 것을 목표로 한다.

## **3** 주력 매출은 신뢰성 평가를 통해 시험, 종합분석도 매출에 기여

## 큐알티의 매출에서는 전술했던 신뢰성 평가가 대부분을 차지

큐알티의 매출에서는 전술했던 바와 같이, 신뢰성 평가가 대부분을 차지한다. 2022년(제9기) 매출은 596억원이었으며, 신뢰성 평가 매출은 73.6%에 해당하는 438억원, 종합분석 매출은 19.6%에 해당하는 116억원을 기록했다. 나머지 6.8%에 해당하는 40억원은 상품 매출이었다.

큐알티의 매출에 가장 크게 기여하는 신뢰성 평가 서비스는 반도체 및 전자부품의 품질과 신뢰도를 평가하는 과정이다. 멀쩡하게 작동하는 반도체를 고온, 전압, 습도, 물리적 충격과 같은 극한 조건에 노출시켜 장기간 사용 가능 여부를 모의 실험을 통해 확인하고 결함이나 취약점을 평가하는 기술 서비스이다. 반도체 신뢰성 평가 결과를 통해 고객사(반도체 제조사)의 제품이 업계 표준을 충족하고 예상되는 수명에 해당하는 기간 동안 안정적으로 성능을 발휘할 수 있도록 보장할 수 있다.

그렇다면, 큐알티에게 신뢰성 평가를 의뢰하는 고객사들이 신뢰성 평가를 내부에서도 자체적으로 진행할 수 있는데 왜 굳이 큐알티와 같은 기업에 아웃소싱으로 서비스를 맡기는 것일까? 공신력 있는 정보를 확보하고 이를 자료로 증빙하기 위해 큐알티와 같은 제3기관에 의뢰하는 경우가 발생한다. 아울러 클라우드 서비스용 데이터 센터, 인공지능 등의 응용처를 위해 만들어지는 반도체에 적용되는 기술력이 고도화되면서 반도체 생산과 관련한 공정들도 더욱 미세하고 복잡해지고 있다. 이로 인해 고객사의 요구 사항 또한 다변화되고 있어 큐알티와 같은 반도체 제품 신뢰성 시험 및 종합분석 서비스 기업의 적극적인 대처가 요구된다.

한편, 큐알티의 주요 사업 중에서 종합분석은, 말 그대로 종합적인 분석을 의미한다. 특정한 대상을 점검한다는 측면에서 종합분석과 신뢰성 평가가 비슷해 보이지만 개별 서비스 공정의 투입 (input) 품목이 다르다. 신뢰성 평가의 경우, 고객사로부터 제공받은 멀쩡한 반도체가 가혹한 환경에서 얼마나 견딜 수 있는지, 어떤 이벤트가 발생했을 때 작동을 멈추는지 테스트한다. 이와 달리 종합분석에서의 투입 (input) 품목은 멀쩡한 반도체가 아니라 불량품이다. 불량품에서 어떤 종류의 불량이 발생했는지 알아내기 위한 분석 서비스가 바로 종합분석 서비스이다. 그런 점에서 종합분석 서비스는 마치 종합병원에 몸이 아픈 환자가 입원한 이후에 환자가 왜 아프게 되었는지 하나씩 차근차근 알아보는 (검사하는) 서비스와 비슷하다.

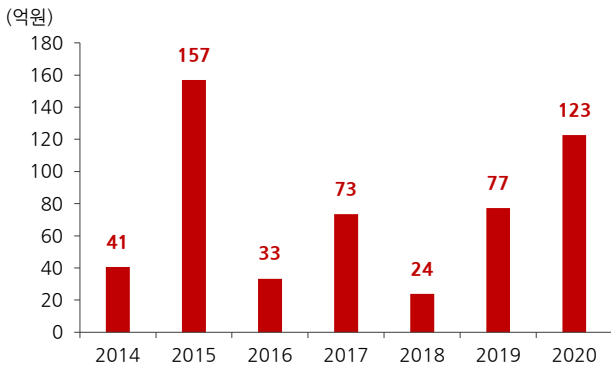
큐알티는 종합분석 서비스에 대해 '경험과 노하우가 집약된 큐알티만의 전문 기술로서, 정확한 분석 데이터를 제공한다'고 소개하고 있다. 종합분석 서비스의 범위는 비파괴 분석 (Non-destructive Analysis), 전기 분석 (Electrical Analysis), 시료 준비 (Sample Preparation), 구조 분석 (Structural Analysis), 표면 분석 (Surface Analysis), 물성 분석 (Physical Property Analysis), 화학 분석 (Chemical Analysis)을 아우른다.

**다양한 검사 장비를 구비해  
유형자산의 비중이 높고  
비용 중에 감가상각비가  
중요한 편. 대규모 설비 투자  
하더라도 결국 머지 않아  
매출로 시현**

큐알티가 영위하는 반도체 신뢰성 평가 및 종합분석 서비스 산업은 유형자산의 비중이 높다는 특징을 지닌다. 그런 점에서는 큐알티는 테스트 장비 구입 부담이 큰 반도체 테스트 서비스 기업 (테스나, 엘비세미콘, 네페스아크)과 유사하다. 고객사의 요구 수준에 대응하기 위한 신뢰성 시험 및 종합분석 설비를 개발하는데 지속적으로 투자를 집행해야 하는 상황이다. 2022년 기준 큐알티의 유형자산은 363억원으로, 전체 자산 (1,492억원)의 24%를 차지한다. 이는 감가상각비를 통해 간접적으로 확인할 수 있다. 2020년부터 2022년까지 영업 활동으로 인한 현금흐름 중에서 감가상각비 항목은 각각 93억원, 83억원, 81억원을 기록했으며 매출 대비 감가상각비 비중은 각각 17%, 12%, 14%를 기록했다. 자체적으로 생산 라인을 보유한 일반적인 제조업체처럼 감가상각비 비

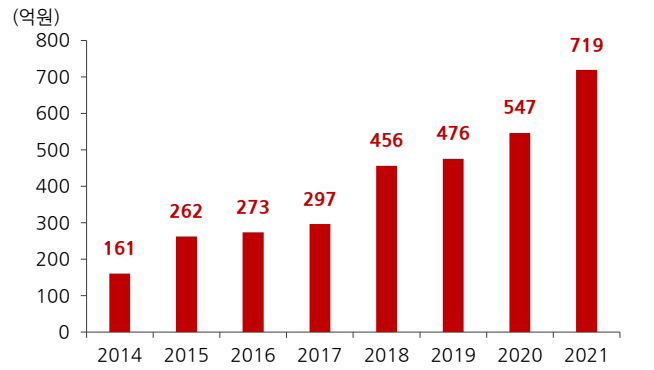
중이 아주 높은 것은 아니지만, 큐알티가 신뢰성 테스트 및 종합분석을 위해 150종의 다양한 검사 장비를 보유하고 있으며 신규 고객 확보나 신규 아이템 테스트/분석을 위해 검사 장비 구입이 필요하다는 점을 감안하면, 큐알티의 재무제표 항목 중에 유형자산이나 감가상각비 항목을 주의 깊게 살펴보아야 할 것으로 판단된다. 고객사의 요청에 따라 대규모 설비 투자가 발생하는 시기에는 설비 투자 (CapEx) 금액이 갑작스럽게 크게 증가하기도 한다. 예를 들어, 큐알티가 상장하기 전에 주요 고객사가 메모리 반도체 제품 중에 SSD (Solid State Drives) 테스트를 실시하기 시작하면서 큐알티가 대규모로 장비를 구입한 적이 있는데, 이와 같은 일은 2016년에 발생했다. 연평균 수십억원 수준이던 설비 투자 금액이 2016년에 100억원을 상회하며 156억원을 기록했다. 이와 같은 설비 투자는 머지 않아 결국 매출로 보상을 받았다. 2017년까지 연간 200억원대 수준이던 매출은 2018년에 사상 처음으로 400억원대에 진입해 456억원을 기록했고, 2019년에는 475억원을 기록한 바 있다.

큐알티 상장 이전, 2015년에 고객사 요청으로 설비투자 100억 원 상회



자료: 큐알티, 한국IR협의회 기업리서치센터

2015년 설비투자의 결실은 2018년부터 매출에 반영



자료: 큐알티, 한국IR협의회 기업리서치센터

**즉시 의뢰 접수를 받아  
서비스 제공, 매출 발생**

큐알티의 매출을 추정할 때 수주 잔고는 유의미하지 않다. 일반적인 소재, 부품, 장비사처럼 제조 과정을 통해 만들어진 제품을 공급하지 않고 신뢰성 평가와 종합분석 등의 서비스를 제공하기 때문이다. 큐알티는 고객사의 수요가 발생하는 즉시 의뢰 접수 시스템을 통해 시험 및 분석 서비스를 제공하는 구조를 갖추고 있기 때문에, 전방 산업에서 신뢰성 평가 수요의 방향성과 종합분석 수요의 방향성이 큐알티의 매출에 지대한 영향을 끼친다. 큐알티의 매출에 크게 기여하는 수요처는 반도체를 설계하는 기업 (팹리스, Fabless) 또는 반도체의 후공정 (반도체 제조 업체가 생산한 반도체 칩을 제품으로 조립하고 테스트하는 서비스를 제공하는 회사)을 담당하는 기업 (OSAT: Outsourced Semiconductor Assembly and Test)이다.

큐알티의 주요 고객사 중에 반도체를 설계하는 팹리스 기업이 신규 칩 (제품)을 연구하고 개발하는 과정에서 큐알티로 신뢰성 테스트나 종합분석을 의뢰하는 것은 필수적인 절차처럼 보인다. 그러나, 반도체 후공정 기업 중에 테스트 서비스를 담당하는 기업 (OSAT)이 큐알티에 신뢰성 테스트를 맡기는 것은 이중으로 테스트를 진행하며 무엇인가 중복된 일을 하는 것처럼 느껴질 수 있는데, 실상은 그렇지 않다. 일반적으로 OSAT 기업이 반도체를 테스트할 때 담당하는 업무는 양품/불량 여부의 판정이다. 예를 들어, 한국의 반도체 업종에서 OSAT을 대표하

는 테스나의 사업보고서를 살펴보면, 칩을 개별 품목으로 조각조각 잘라내기 전에 웨이퍼 상태에서 테스트를 실시하여 양품/불량을 판정하는 서비스를 제공하거나, 패키징이 완료된 개별 칩에 대해 테스트를 실시하여 양품/불량을 판정하는 서비스를 제공하고 있다. 기본적으로 테스트 단가는 [장비별 시간당 단가에 웨이퍼 1매당 또는 패키징 (Chip)당 테스트하는 데 걸리는 시간]으로 산정되므로 테스트 서비스는 결국 '테스트 시간'에 의해 단가가 결정된다. 이와 달리 큐알티는 멀쩡한 반도체를 가혹한 환경 (찜질방)에 노출시켜 얼마나, 어느 정도 버틸 수 있는지 극한 테스트를 실시하거나, 이미 불량품으로 판정된 반도체를 종합분석 과정을 통해 불량 원인을 발견하는 서비스를 담당하고 있다. 즉, 테스나와 큐알티는 테스트 서비스를 수행한다는 측면에서 유사한 기업처럼 보이지만 테스트 서비스의 대상, 환경, 목적이 현저하게 다르다고 할 수 있다.

## 4 본업에서 더 나아가 신규 사업 추진

### 큐알티의 최대주주는 IPO 전에 에이치큐솔루션에서 김영부 대표이사로 변경

큐알티의 최대주주는 김영부 대표이사이다. 김영부 대표이사는 1979년에 광운대학교 응용전자공학과를 졸업한 이후, 1982~1983년까지 대덕전자와 삼성전자에 각각 근무했다. 이후 1983년부터 SK하이닉스에서 품질 보증 실 업무를 담당했다. 2009년 1월부터 2012년 3월까지 큐알티반도체 (구 SRC) 대표이사를 맡았으며, 이후 에이치시티와 에이치큐솔루션의 경영자문 및 대표이사로 재직하다가 2014년 10월부터 현재까지 큐알티 대표이사를 맡고 있다.

큐알티의 최대주주는 원래 에이치큐솔루션이었다. 현재 최대 주주인 김영부 대표이사는 원래 에이치큐솔루션 지분을 100% 보유한 최대주주로서, 2022년 7월 22일자로 큐알티가 에이치큐솔루션을 흡수합병 (합병비율 1:12.8491)하면서 합병대가로 신주 318,249주 및 피합병법인 에이치큐솔루션이 보유하고 있던 합병법인 큐알티 주식 2,123,080주를 재교부받았다. 상기의 합병 거래로 인해 큐알티의 최대주주는 에이치큐솔루션에서 김영부 대표이사로 변경되었다. 김영부 대표이사 외의 주요 주주는 엠큐그로쓰파트너 유한회사로, 지분율은 13.3%이다.

### 지배 구조는 비교적 단순한 편이므로 본업의 실적이 가장 중요

큐알티의 지배 구조는 비교적 단순한 편이다. SK하이닉스로부터 인수된 이후 본업에만 충실하다 보니 타법인 출자사는 해외 법인 3곳뿐이다. QRT USA, inc., QRT Hongkong Limited, QRT Inc. (China)가 출자사인데 그중에서 QRT Inc. (China)는 QRT Hongkong Limited의 종속기업에 해당된다. 큐알티의 연결 실적은 대부분 본업 (신뢰성 평가, 종합분석)에서 발생한다.

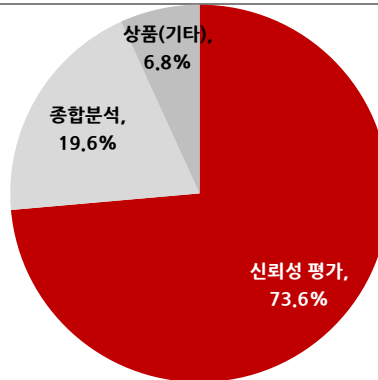
### 응용처 확장을 위해 노력 중

큐알티는 반도체 신뢰성 평가와 분석 서비스 전문기업으로서 증성자에 의한 소프트 에러 검출장비 및 5G용 초고주파 시스템 반도체 수명 평가 장비를 개발하여 사업 영역 다변화에 성공을 이끌어 왔듯이, 첨단 반도체 신뢰성 평가 장비 제조 및 판매 기업으로 지속 성장하려는 로드맵을 갖추고 있다. 또한, 반도체 산업에 그치지 않고 이차전지 양극재 및 음극재와 디스플레이 소재 분석으로도 분석 영역을 확장하면서 새로운 분야에서의 분석 서비스 확대가 기대되는 상황이다. 2023년부터는 소프트 에러 테스트용 장비 또는 5G 시스템 반도체 장비의 영



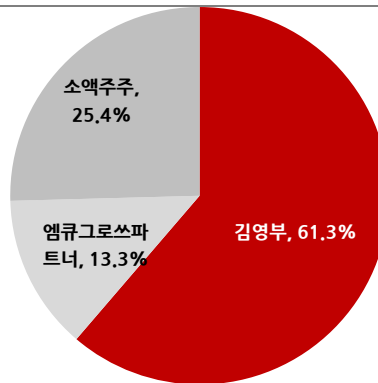
업이 활발하게 전개되고 있어, 전년 대비 실적 회복세를 보여줄 가능성이 크다.

사업부별 매출 비중



자료: 큐알티, 한국IR협회의 기업리서치센터

주요 주주 지분율



자료: 큐알티, 한국IR협회의 기업리서치센터

신규 장비 - 반도체 SEE (Single Event Effect) 평가 장비



자료: 큐알티, 한국IR협회의 기업리서치센터

신규 장비 - 5G RF 분석 시스템 Q-LTS-RF



자료: 큐알티, 한국IR협회의 기업리서치센터



큐알티가 속한 반도체 업종은 전통적으로 변동성이 큰 업종. 특히 메모리 반도체 업종은 삼성전자의 감산 여부가 업황에 지대한 영향을 끼치는 편

## 1 반도체 업종 내에서 업황 변동성의 영향을 덜 받는 기업 점차 증가

반도체 업종은 전통적인 제조업의 성격을 가진 듯하면서도 일반적인 제조업과는 또다른 특징을 지닌다. 즉, 업황의 변동성이 심하고, 반도체 업종에 속한 기업이 이러한 변동의 영향을 매우 크게 받는다. 이렇다 보니 개별 반도체 기업의 주가 변동성이 크고, 이러한 모습을 주가 지수 대비 베타 ( $\beta$ )가 크다고 표현하기도 한다. 그러다 보니 반도체 관련주에 투자하는 투자자들은 반도체 업종의 고베타 특성을 대부분 잘 이해하고 있고, 때로는 고베타를 통한 투자 수익을 더욱 선호하기도 한다. 예를 들어, 반도체 ETF 중에 Direxion Daily Semiconductor Bull 3X Shares라고 불리는 ETF는 필라델피아 반도체 지수에 레버리지로 투자하는 ETF인데, 베타 (5년의 기간 동안 월간 변동성 기준)가 무려 3.96이다. 주식 시장과 거의 유사하게 등락을 보이는 종목의 베타가 1이라는 점을 감안하면 3.96이라는 베타는 아주 높은 수준이라고 할 수 있다.

그럼 이와 같이 반도체 업종의 주가 등락을 유발하는, 반도체 업황의 변동성은 왜 발생할까? 일단, 메모리 반도체 업종의 변동성은 수요와 공급의 불일치 때문에 발생한다. DRAM이나 NAND Flash와 같은 주요 메모리 반도체 제품은 전 세계적으로 수요와 공급의 변화에 민감하게 반응한다. 예를 들어, 글로벌 경제 침체가 발생하면 수요가 감소하여 반도체 시장 전체적인 실적에 부정적인 영향을 미친다. 반대로, 수요가 급증하는 경우에는 제조사들이 생산을 늘리기 위해 시장 진입을 시도하여 경쟁이 치열해지며 업황 변동성이 높아진다.

이렇다 보니 메모리 반도체 공급사 중 최대 공급사인 삼성전자의 행보가 메모리 반도체의 수급에 끼치는 영향이 크며, 삼성전자의 감산 소식은 마치 석유업종에서 사우디아라비아의 Aramco가 감산한다는 것과 동급으로 받아들여진다. Aramco가 감산한다는 것은 전 세계 석유 시장의 공급량이 줄어들 것이며, 이는 시장 가격에 영향을 미칠 수 있다. 사우디아라비아와 같은 원유 생산국이 생산량을 조절하는 것은 협상의 결과일 수도 있고 정치적인 목적일 수도 있다. Aramco의 감산이 빅뉴스와 같이 받아들여지는 것처럼, 메모리 반도체 업종에서도 삼성전자의 감산은 외신 또는 국내 언론에서 대서특필할 정도로 큰 사건으로 받아들여지며 경쟁사 (SK하이닉스, 마이크론) 주가 상승을 단기적으로 촉진하기도 한다. 삼성전자는 지난 4월 초에 잠정 실적을 발표할 때 메모리 반도체의 감산을 공식적으로 언급했다. 당장 삼성전자 실적은 크게 악화됐지만, 감산을 계기로 메모리 반도체 수급이 균형을 이뤄 2023년 하반기에 업황이 개선될 것이라는 기대감이 높아지고 있다.

반도체 업종에서도 전통적인 업황과 무관하게 성장하는 기업이 하나씩 등장

그러나, 삼성전자의 대대적인 감산과 같이 공급에 큰 영향을 끼치는 이벤트가 발생하지 않는다면, 반도체 업황에 가장 크게 영향을 끼치는 것은 전방 산업의 수요이다. 반도체라는 것이 결국 반도체 물질 (도체도 아니고 부도체도 아닌 반도체 소재)로 만들어진 전자부품이므로, 전방 산업의 IT 수요가 부진할 때는 메모리, 비메모리 (시스템)

반도체 구분 없이 부정적 영향을 받는다. 반도체는 전기적으로 제어 가능한 전도성을 가지는 물질로, 컴퓨터, 휴대전화, 디지털 카메라, 가전제품 등 다양한 전자제품에서 중요한 역할을 하고 있기 때문에, 이처럼 글로벌 경기의 영향으로부터 완전히 자유로울 수 없다.

그런데, 2차대전 이후부터 본격적으로 성장하기 시작한 반도체 업종이 수십 년의 시간 동안 성숙하는 과정을 거치면서 반도체 업종 내에서도 전통적인 반도체 업황의 흐름과 무관하게 성장하는 기업들이 등장하기 시작했다. 이런 기업들은 눈으로 볼 수 있고 손으로 만질 수 있는 물리적인 제품을 생산하는 곳이 아니라 일종의 무형자산과 관련된 기업, 비제조 기업, 혹은 서비스 기업이라고 할 수 있다. 즉, 전통적인 반도체의 수요 및 공급과 무관하게 자신만의 사업을 통해 능력을 펼치는 기업이라고 할 수 있다.

이런 기업들은 반도체 산업의 모태 국가라고 할 수 있는 미국에서 먼저 등장했다. 초기에는 이런 기업들도 반도체 업황의 변동성에 노출되기도 했는데 2018년 무역분쟁 이후에는 반도체 업황과 다소 무관한 모습을 보이며 매출 증가를 기록하고 있다. 이런 모습을 보여주는 기업은 미국의 Rambus, Cadence, Synopsys, 중국의 VeriSilicon 등이다. 미국의 반도체 기업 중 대표주로 꼽히는 Micron이나 엔비디아와 달리 대중적으로 덜 알려졌다. 수십조원의 대규모 매출을 기록하는 Micron이나 엔비디아와 달리 이들 기업의 매출은, 어떻게 보면 보잘것없다고 느껴질 정도로 매우 작은 수준이기 때문이다. 그러나 이들 기업은 업황의 부침에 덜 영향을 받으며 꾸준한 실적 성장을 기록하고 있다. 이들 기업이 어떤 특징을 지니고 있는지 알아보자.

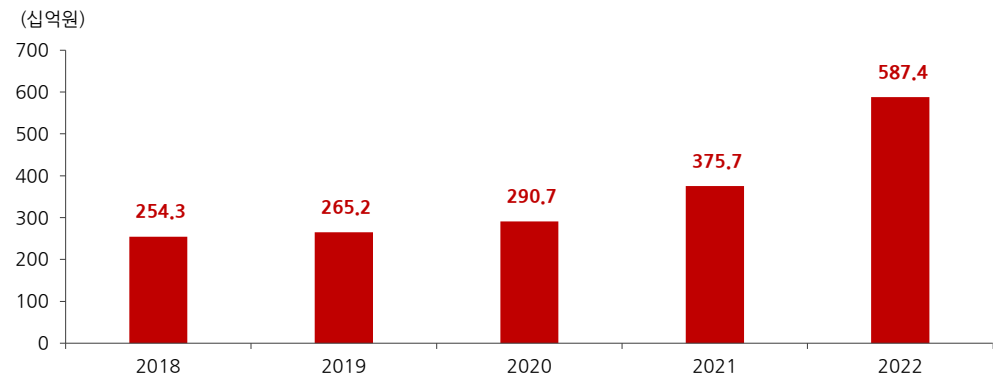
Rambus, Cadence, Synopsys와 같은 기업은 각자가 속한 업종의 주요 품목은 다르지만, 다음과 같은 공통점을 지니고 있다. (1) 매출이 반도체 대형주처럼 몇백조원, 몇십조원 수준이 아니지만 꾸준히 증가한다. (2) 고객사가 편중되지 않고 다양하다. (3) 빅테크 기업이 뛰어든 정도로 큰 시장이 아니지만 반도체 밸류 체인에서 반드시 필요한 사업을 영위한다. 이런 특징을 보이는 대표적인 기업은 조만간 상장할 것으로 기대되는 영국의 반도체 기업 ARM Holdings이다. ARM Holdings는 원래 상장기업이었지만 2016년에 소프트뱅크 그룹에 인수되면서 비상장기업이 되었다. 따라서 2016년 이후 실적에 관한 정보가 거의 알려져 있지 않다. ARM Holdings와 유사한 사업을 영위하는 기업들은 앞서 언급했던 미국의 Rambus, Cadence, Synopsys, 중국의 VeriSilicon 등인데, 이들 기업이 개별적으로 어떤 특징을 지녔는지 살펴보자.

### Rambus는 한때 한국에서 특히 괴물로 알려지기도 했던 기업

Rambus: 미국 캘리포니아 주에 본사를 둔 반도체 기술 회사로, 주로 컴퓨터 메모리와 관련된 기술 분야의 특허를 보유하고 있다. 메모리 반도체 공급사인 SK하이닉스와 Rambus 간에는 DRAM (Dynamic Random Access Memory) 기술 관련하여 소송이 수 년간 이어진 적이 있다. 이 때문에 한국 증시에서 Rambus는 한때 "특히 괴물"로 알려지기도 했다. SK하이닉스는 Rambus의 특허가 무효화되어 있으며, 따라서 사용해도 무방하다고 반박했다. Rambus는 미국에서 Nvidia와 소송을 전개한 적도 있다. 2008년 Nvidia는 Rambus에 대해 메모리 반도체 특허 침해 소송을 제기했고, 2010년 8월 양사는 특허 라이선스 계약에 합의하고 소송을 종결했다.

Rambus는 다양한 분야에서 특허를 보유하고 있기 때문에, 기술 분야에서의 경쟁력을 유지하고 새로운 수익원을 창출하기 위해 연구 개발에 많은 투자를 하고 있다.

#### 한때 특허 과물로 알려졌던 Rambus의 연간 매출 추이

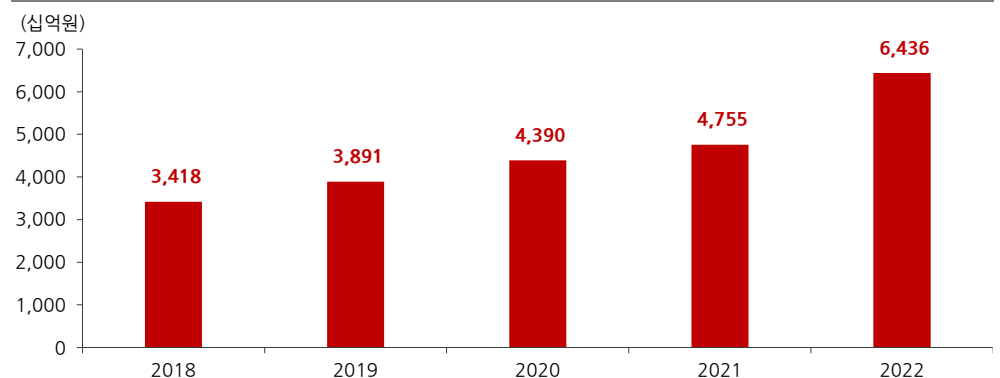


자료: FnGuide, 한국IR협회의 기업리서치센터

#### Synopsys는 반도체용 IP 시장에서 ARM Holdings에 이어 점유율 2위 기업

Synopsys: 반도체 설계/검증용 소프트웨어를 공급하는 EDA (Electronic Design Automation) 기업이며, IP 제공 사업을 동시에 영위하기도 한다. 반도체용 IP 분야에서는 ARM Holdings에 이어 시장 점유율 2위를 차지하는 것으로 추정된다. Synopsys (시놉시스)는 2009년에 아날로그 반도체 관련 IP 기업을 인수했고, 2020년에는 Virage Logic이라는 기업을 인수하며 프로세서 (정보 처리)용 IP 및 메모리 반도체용 IP 기술을 확보했다. ARM Holdings와 달리 IP 사업과 EDA 사업을 동시에 영위하기 때문에, Synopsys의 연간 매출 규모는 ARM Holdings보다 조금 더 큰 것으로 추정된다. ARM Holdings의 상장이 완료된 이후에는 Synopsys와 ARM Holdings의 매출을 좀 더 투명하고 확실하게 비교 가능할 것으로 기대된다.

#### ARM Holdings에 이어 반도체 IP 분야의 선두권 기업인 Synopsys의 연간 매출 추이



자료: FnGuide, 한국IR협회의 기업리서치센터

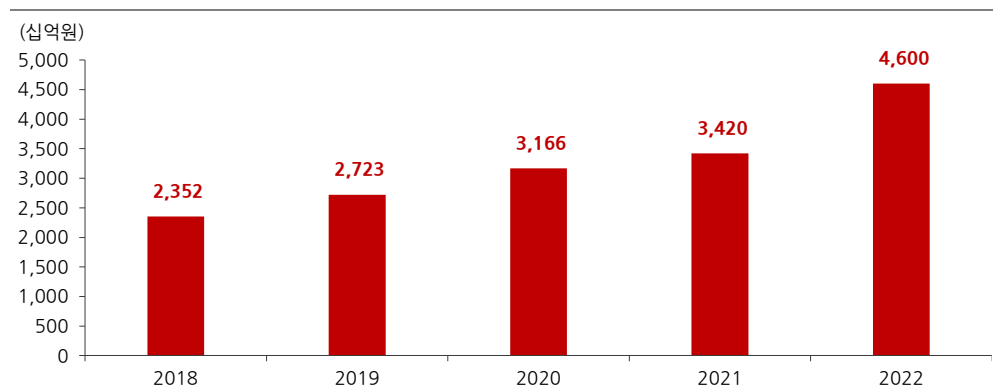
#### Cadence는 반도체용 IP 시장에서 점유율

Cadence: Synopsys와 유사한 기업이다. 반도체 설계/검증용 소프트웨어를 공급하는 EDA (Electronic Design Automation) 기업이며, IP 제공 사업을 동시에 영위하기도 한다. 글로벌 반도체용 IP 시장에서 Cadence의 시장

**3위로 추정되며 사업 구조는  
Synopsys와 유사한 편**

점유율 순위는 3위로 추정된다. 한편, EDA 시장에서의 점유율은 Cadence이든 Synopsys이든, 서로 크게 다르지 않을 것으로 추정된다. EDA 시장에서 그동안 다양한 M&A가 전개되었기 때문에 신규 기업이 EDA 시장에서 유의미한 점유율을 차지하기가 어렵기 때문이다. Cadence는 경쟁사 Synopsys와 달리 EDA 사업 매출과 IP 사업 매출을 구체적으로 구분해서 시장에 전달하지 않다가 최근에는 실적 발표 콘퍼런스 콜을 통해 반도체 IP 사업 매출을 공개하기 시작했다.

Synopsys와 비슷한 사업 구조를 지닌 Cadence의 연간 매출 추이

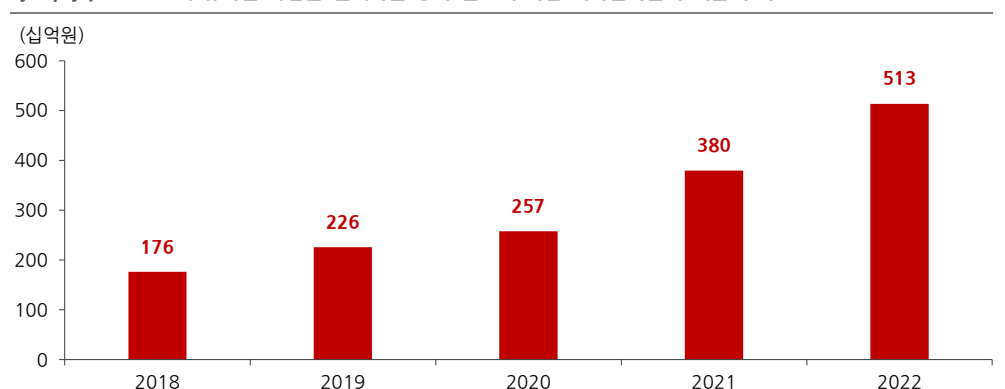


자료: FnGuide, 한국IR협회의 기업리서치센터

**베리실리콘, 머지 않아  
매출 1조원 상회 가능**

중국 반도체 업종에서도 이와 비슷한 기업을 찾아볼 수 있다. 베리실리콘 (VeriSilicon)이라는 기업이다. 베리실리콘도 전술했던 기업들처럼 다음과 같은 특징을 지니고 있다. (1) 매출이 반도체 대형주처럼 몇백조원, 몇십조원 수준이 아니지만 꾸준히 증가한다. (2) 고객사가 편중되지 않고 다양하다. (3) 반도체 관련 무형자산을 공급하거나 서비스하는 사업을 영위한다. 베리실리콘의 본업은 Synopsys 또는 Cadence와 유사하며, 한국의 반도체 기업 중에서는 가온칩스, 칩스앤미디어, 오픈엠티테크놀로지를 합쳐 놓은 듯한 사업을 영위하고 있다. 베리실리콘의 연간 매출은 아직 1조원 미만이지만 2018년부터 매년 매출이 성장하는 추이를 살펴보면, 머지 않아 연간 매출이 1조원을 상회할 수 있을 것이라는 점을 짐작할 수 있다.

Synopsys, Cadence와 유사한 사업을 전개하는 중국 반도체 기업 베리실리콘의 매출 추이



자료: FnGuide, 한국IR협회의 기업리서치센터

**반도체 업황 부침에 따른  
영향을 덜 받는 기업들이  
한국 상장사 중에서도 존재**

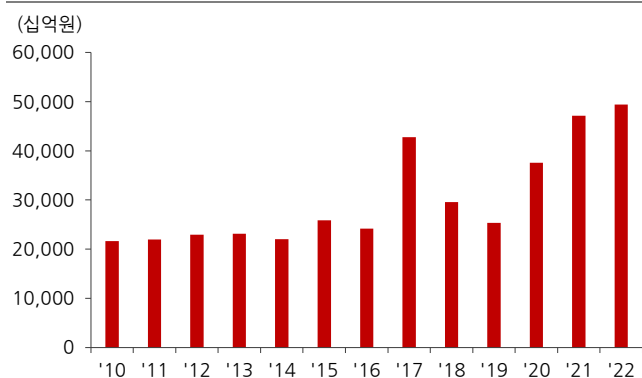
**2 한국에서도 삼성전자와 SK하이닉스의 설비 투자 영향을 덜 받는 기업 증가**

앞서 소개했던 Rambus, Cadence, Synopsys, 베리실리콘 (VeriSilicon)과 같은 기업이 각각 미국이나 중국에서 활약하고 있는 것처럼, 한국에서도 유사한 특징을 지닌 반도체 상장기업들이 점차적으로 주목받고 있다. 이런 특징을 지닌 한국의 토종 기업은 앞서 소개했던 기업들과 100% 동일한 특성을 지녔다고 말하기는 어렵지만, 다음과 같은 공통점을 지니고 있다. (1) 매출이 대규모 수준이 아니지만 꾸준히 증가한다. (2) 고객사가 편중되지 않고 다양하다. (3) 삼성전자 또는 SK하이닉스와 같은 국내 고객사의 매출 비중이 높지 않거나 제한적이며, 해외의 반도체 고객사 위주의 포트폴리오를 보유하고거나 확장하고 있다. 결론적으로, 이들 기업은 삼성전자와 SK하이닉스의 반도체 설비 투자의 변동성에 따른 영향을 덜 받는 기업들이라고 할 수 있다.

**한국의 토종 기업 중에  
삼성전자와 SK하이닉스의  
설비 투자로부터 영향을 덜  
받는 곳을 대표하는 기업은  
리노공업**

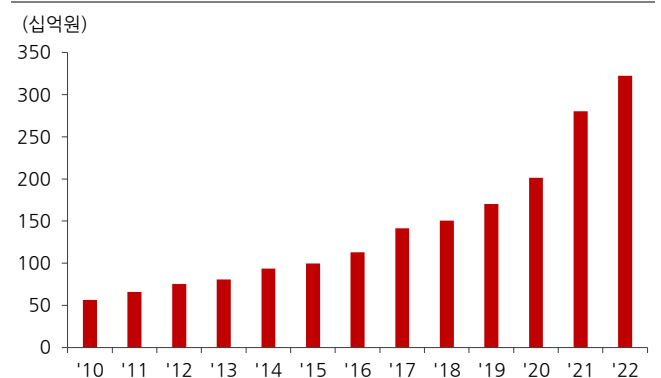
삼성전자와 SK하이닉스의 반도체 설비 투자의 변동성에 따른 영향을 덜 받는 기업 중 원조 기업이라고 할 수 있는 기업은 단연코 리노공업이다. 리노공업은 전량 수입에 의존하던 검사용 프로브 (Spring Contact Probe: Leeno Pin)와 반도체 검사용 소켓 (IC Test Socket)을 자체 브랜드로 개발하여 제조 및 판매하는 사업과 초음파 진단기 등에 적용되는 의료기기 부품을 제조 및 판매하는 사업 등을 영위하고 있다. 리노공업은 해외 반도체 고객사 매출 비중이 매우 높으며, 이름만 대면 주식시장의 참여자들 모두가 알 만한 고객사로 매출이 발생한다고 알려져 있지만 창업 초기에는 삼성전자 매출 비중이 적지 않았고, 디바이스 중에 메모리 반도체 관련 부품 매출 비중이 꽤 발생했다. 이제는 해외고객사 매출 비중이 훨씬 높으며, 2022년 매출 (3,224억원) 중에서 해외 영업팀 및 대리점에 의한 직접 수출 비중이 무려 75.6%에 이른다. 리노공업은 주문 제작에 의한 다품종 (30,000여종) 생산으로 기존 양산 제품은 발주서 접수 후 10일 내에 납품이 가능하며, 특별 주문 제품은 발주서 접수 후 2~4주 이내에 납품이 가능하다. 2010년 이후 리노공업의 매출을 살펴보면 삼성전자의 설비 투자 흐름 또는 삼성전자의 매출 흐름과 무관하게 꾸준히 성장했다는 것을 알 수 있다.

삼성전자의 설비 투자는 항상 증가하지 않고 변동성 존재



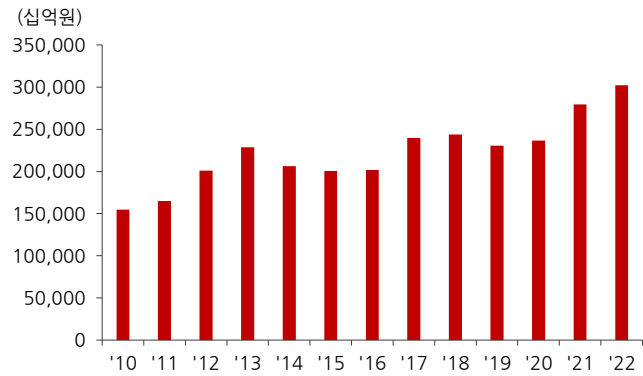
자료: FnGuide, 한국IR협회의 기업리서치센터

리노공업의 매출은 삼성전자의 설비 투자와 무관하게 꾸준히 증가



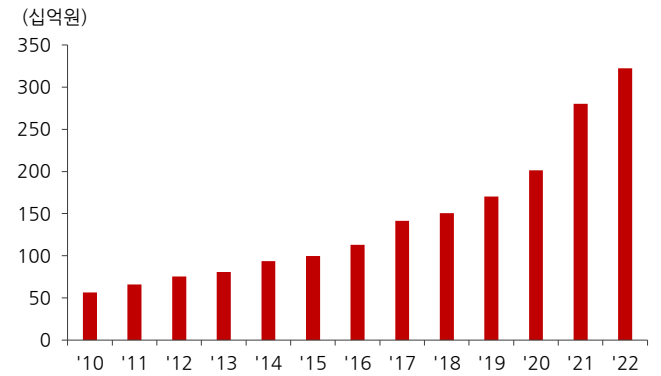
자료: FnGuide, 한국IR협회의 기업리서치센터

삼성전자의 매출은 몇 년에 1번씩 부침이 존재



자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터

리노공업의 매출은 삼성전자의 매출과 무관하게 꾸준히 증가

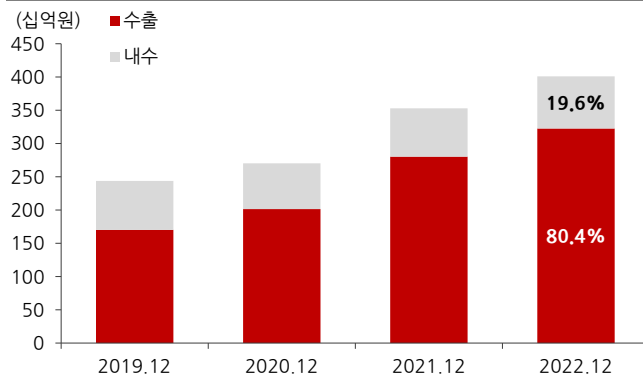


자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터

**칩스앤미디어의 매출도  
전방산업의 설비 투자와  
무관하게 꾸준히 성장하는 중**

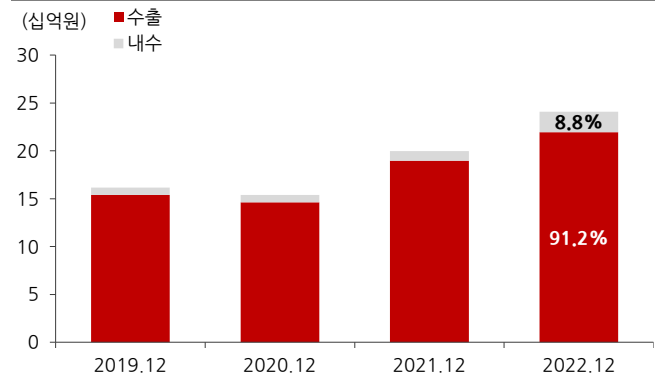
리노공업이 2001년에 성장한 이후, 비교적 최근에 성장한 기업 중에서도 리노공업처럼 매출이 반도체 설비 투자와 다소 무관하게 꾸준히 성장하는 기업을 찾아볼 수 있다. 바로 칩스앤미디어다. 칩스앤미디어는 2015년에 성장했는데, 성장 당시 매출을 100억원 내외였다. 칩스앤미디어가 성장할 당시에는 매출 규모가 전통적인 메모리 반도체 관련 소재/부품/장비사 대비 제한적인 규모였지만, 해마다 매출이 꾸준히 상승했다. 칩스앤미디어는 반도체 용 IP를 공급하는 기업이다. 그래서 전통적인 제조업체와는 결이 다르고 서비스 기업이라고 볼 수 있다. 칩스앤미디어와 리노공업에서 다음과 같이 공통점을 찾을 수 있다. (1) 삼성전자와 SK하이닉스 같은 한국 메모리 반도체 공급사향 매출 의존도가 낮다는 점, (2) 고객사가 반도체 신제품을 연구, 개발할 때 리노공업이나 칩스앤미디어의 도움을 필요로 한다는 점, (3) 해외 수출을 활발하게 전개한다는 점이다. 2022년 매출 241억 원 중에 200억원 이상이 수출을 통해 발생했으며, 주요 고객사는 유럽 지역의 전장용 및 산업용 반도체 기업이다. 칩스앤미디어의 실적 성장을 이끄는 동력은 반도체 설계 시장의 성장이다. 전통적으로 반도체 설계 시장의 주요 플레이어는 팹리스 (Fabless) 기업이었었는데, 이제는 반도체의 수요처에 해당하던 기업들이 자체적으로 필요한 핵심 반도체를 직접 설계하려고 한다. 그런 기업들이 반도체를 설계할 때 필요한 IP를 칩스앤미디어와 같은 기업으로부터 공급받다 보니 반도체용 IP에 대한 수요는 꾸준히 늘어나고 있다.

리노공업의 매출은 대부분 수출에서 발생



자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터

칩스앤미디어의 매출은 대부분 수출에서 발생

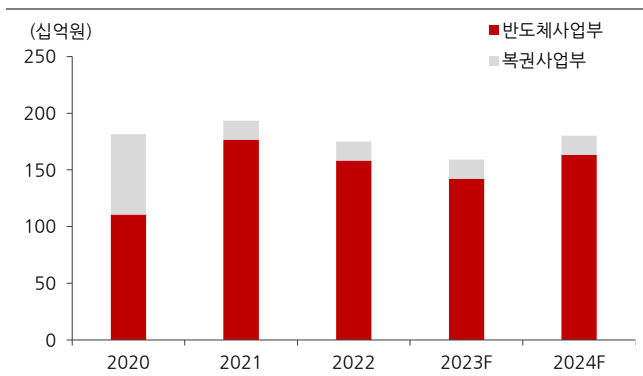


자료: FnGuide, 한국IR협의회 기업리서치센터

**해외 수출 위주로 성장하는  
기업이 많지 않았으나  
무역분쟁과 코로나19  
발발 계기로 각자도생 분위기  
형성에 힘입어 점점 늘어날 것.  
오히려 실적 변동성 줄이는  
기회가 되기 때문**

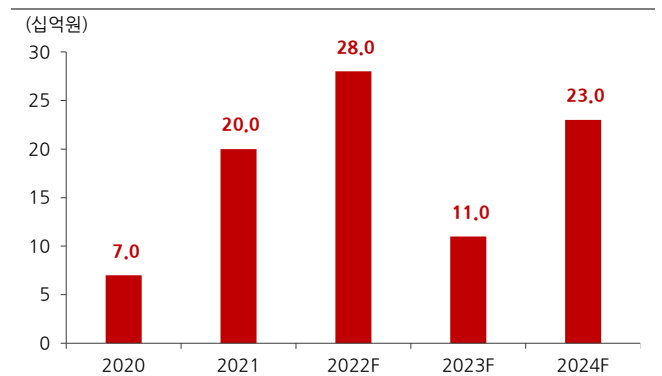
한국에서 설립되고 한국 증시에 상장한 반도체 기업이라면 기업 설립 초기 단계에서 삼성전자나 SK하이닉스의 제품이나 서비스를 공급하지 않고 독자생존하기는 현실적으로 어려운 것이다. 그래서 수 년 전까지만 하더라도 반도체 기업이 IPO를 할 때는 삼성전자향 매출 비중, SK하이닉스향 매출 비중이 기업 가치에 크게 영향을 끼쳤다. 특정 국내 반도체 고객사향으로 매출 비중이 높은 경우에는, 해당 고객사가 평택, 화성, 이천, 청주에 대규모 설비 투자를 전개할 때 수혜를 입을 수 있다는 점이 부각되어 투자자들의 주목을 받았다. 그러나, 미중 무역분쟁과 코로나19 발발 이후 각국의 반도체 관련 설비 투자가 늘어나고 각자도생 분위기가 형성되면서 국내의 반도체 강소기업 중에 해외 수출 비중이 높거나 반도체 업종의 사이클에 따른 영향을 덜 받는 기업이 점점 늘어나고 있다. 이들 기업은 다양한 해외 고객사를 확보하고 있다는 점, 창업 초기에는 매출 규모가 미미했으나 업황 변동과 무관하게 매년 꾸준히 매출 성장을 기록했다는 점을 공통점으로 지니고 있다. 물론, 다양한 해외 고객사를 확보하고 있다고 해서 반도체 업황이 부진할 때 혹독한 겨울의 칼날을 무조건 피해가는 것은 아니다. 예를 들어 제주반도체의 경우 사물인터넷 또는 엣지 디바이스향 해외 고객사를 다수 확보하고 있지만 주력 업종이 메모리 반도체에 해당하므로 2022년에 이미 매출의 역성장을 경험했고, 2023년 매출도 전년 대비 9~10% 내외 수준으로 감소할 것으로 전망된다. 그러나 전통적인 2023년에 메모리 반도체 고객사 (SK하이닉스 마이크론)의 매출 감소를 전망치가 전년 대비 40~50% 내외 수준이라는 것과 비교하면 제주반도체의 매출 감소세는 상대적으로 매우 양호한 흐름이라고 할 수 있다. 사물인터넷 시장 및 엣지 디바이스 시장의 저전력 메모리 반도체 수요는 전통적인 메모리 반도체 제품보다 안정적이므로 제주반도체의 매출 감소율은 SK하이닉스나 마이크론 대비 제한적일 것으로 전망된다. 삼성전자의 메모리 반도체 생산량 조절을 계기로 2024년에 메모리 반도체 업황이 턴어라운드한다면 제주반도체의 실적 (매출, 영업이익) 지표는 2023년에 바닥을 확인한 후 2024년에 턴어라운드할 것으로 전망된다.

제주반도체의 매출액 (사업부별) 추이 및 전망



자료: 제주반도체, 한국IR협의회 기업리서치센터

제주반도체의 영업이익 추이 및 전망



자료: 제주반도체, 한국IR협의회 기업리서치센터

**고객사 다변화와 수출 증가가  
필연적으로 요구되는 시대이며  
큐알티는 그러한 변화에 맞게**

결론적으로 반도체 강소기업으로서 업황 부침의 영향을 덜 받으려면 다양한 고객사를 해외에서 확보하는 것이 필수적이라고 할 수 있다. 앞서 언급했던 리노공업, 칩스앤미디어, 제주반도체는 그런 점에서 주력 품목과 사업의 성격이 완전히 다르지만 고객사 다변화 측면에서 뚜렷한 공통점을 지녔다고 할 수 있다. 리노공업의 고객사는



## 변신하는 중

1,000곳 이상으로 추정되며, 칩스앤미디어는 유럽과 북미에 다수의 고객사를 확보하고 있다. 제주반도체는 특정 고객사에 대한 매출 기여도가 제한적이고, 그나마 주요 고객사라고 할 만한 곳은 유럽 지역 (프랑스, 이탈리아)의 보안 시스템 관련 기업과 사물인터넷 관련 기업이다. 이들 기업을 살펴본 후 큐알티를 살펴보면, 큐알티가 비록 SK하이닉스 내에서 사내 벤처와 유사한 형태로 독립했으나 이제는 SK하이닉스 위주의 매출에서 점점 탈피하는 모습이 실적 성장 측면에서 긍정적이라고 할 수 있다. 큐알티의 2022년 매출 중에 SK하이닉스의 기여도는 50~55% 정도이다. SK하이닉스가 여전히 최대 고객사라는 점이 부담스럽게 느껴질 수 있으나, 큐알티는 신뢰성 평가와 종합분석 서비스를 강화하면서 반도체를 연구하고 개발하는 다수의 고객사를 확보했다. 이에 따라 펌프, 리스, 디자인 하우스, 파운드리, 패키징, 전장부품, PCB, OEM 등의 분야에서 다양한 고객사를 보유하고 있다. 큐알티의 매출 중에 수출은 2022년 기준 48억원 수준으로 아직 높은 편은 아니지만 2020년부터 2022년까지 살펴보면 각각 25억원, 36억원, 47억원으로 점점 늘어나고 있다. 이러한 모습을 감안하면 중장기적으로 큐알티도 고객사 다변화 및 수출 증가를 통해 꾸준한 실적 성장을 보여줄 수 있는 잠재력을 지녔다고 판단된다.



## 투자포인트

국내뿐만 아니라  
북미, 유럽, 아시아 지역에서  
다수의 반도체 고객사를 확보

### 1 SK하이닉스 중심의 매출 구조 탈피해 글로벌 리딩 고객사로 포트폴리오 확대

큐알티는 국내 유일의 반도체 연구, 개발용 칩의 신뢰성 평가 분석 상장기업으로 전방 시장의 연구개발 수요 확대에 따른 수혜가 예상되는 가운데 PC, 모바일 (4G, 5G), 사물인터넷, AI, 데이터센터, 완성차 OEM 등 다양한 분야에서 고객사를 확보했다. 큐알티의 사업이 반도체 전공정, 후공정 등 반도체 산업 전분야와 밀접하게 연관된 산업으로서, 큐알티는 반도체 산업 내의 다양한 밸류 체인으로부터 신뢰성 시험 및 분석을 의뢰받는 사업 구조를 가지고 있다. SK하이닉스의 사내 부서에 불과했던 큐알티가 안정적인 사업 구조를 갖게 된 근본적인 이유는 반도체 기술 발전 및 전문화가 가속되면서 반도체 연구 및 개발 시 필요한 전공정을 일개의 회사가 모두 담당하기에는 비용 및 시간 측면에서 큰 부담이 존재하기 때문이다. 이미 시스템 반도체 분야는 공정별로 팹리스, 파운드리, 패키징 등으로 분화된 생태계가 존재했지만, 신규 칩의 연구, 개발 수요 때문에 연구, 개발 활동에 필요한 무형자산과 서비스에 관련된 분야는 더욱 전문화 및 분화되고 있다. 이런 분야는 일반적인 제조업과 달리 고객사 입장에서 내재화에 따른 실익이 매우 적다. 특히, 관련 전문 분야의 인력을 확보하기 어렵다. 상황이 이러다 보니 큐알티가 고객사 다변화를 할 수 있는 기회가 늘어났다. 큐알티의 설립 초기에는 SK하이닉스향 매출 비중이 거의 100%였을 것으로 짐작되나, 2022년 기준 SK하이닉스향 매출 비중은 50~55% 수준까지 감소했다. 큐알티는 국내뿐만 아니라 북미, 유럽, 아시아 지역에서 다수의 반도체 고객사를 확보하고 있다. 고객사별 매출 기여도를 감안하면 SK하이닉스의 실적 부진이나 설비 투자 추이에서 큐알티가 100% 자유롭다고 볼 수 없지만, SK하이닉스향 매출 비중이 50~55% 수준까지 감소하게 된 것은 SK하이닉스향 매출이 절대적으로 감소해서 그런 것이 아니라 그만큼 새로운 고객사로의 매출이 늘어났기 때문이다. 고객사 다변화는 큐알티의 기업가치에 긍정적으로 긍정적이라고 판단된다.

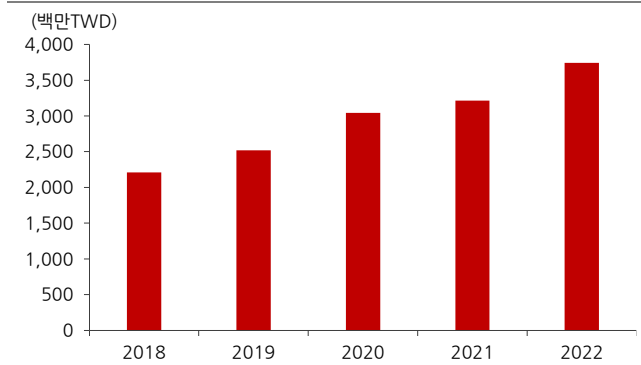
대만의 Integrated Service  
Technology 및 Material  
Analysis Technology는  
중화권에서 주로 활약

### 2 국내 유일의 상장기업으로 대만 경쟁사와의 경쟁 강도는 제한적인 편

큐알티는 2004년 4월에 반도체 분야에서 국내 최초로 산업자원부 (現 지식경제부) 기술표준원이 지정하는 KOLAS (한국인정기구)인정 국제공인시험기관 자격을 획득하였으며, 2009년 7월에 자동차용 반도체 시험규격인 AEC-Q100 인증을 획득했다. 국내에서 큐알티처럼 동일한 신뢰성 시험 및 분석 사업을 영위하는 국내 상장법인은 존재하지 않으며, 비상장법인 혹은 기관 중에서도 동사 수준의 규모를 갖춘 곳은 없다. 아시아 시장에서의 큐알티와 유사한 기업으로 대만의 Integrated Service Technology 및 Material Analysis Technology가 있다. Material Analysis Technology는 2002년 설립됐고, 대만 내에서 Integrated Service Technology 대비 업력이 짧은 편이나 신뢰성 불량 분석 사업을 집중적으로 영위하고 있다. 동사의 매출 중 중화권 매출 비중은 90% 이상으로 추정되어 큐알티와 직접적인 경쟁을 한다고 보기는 어렵다. 대만의 Integrated Service Technology는 1994년에 설립되어 Material Analysis Technology 대비 긴 업력을 자랑하고 있다. 대만의 신

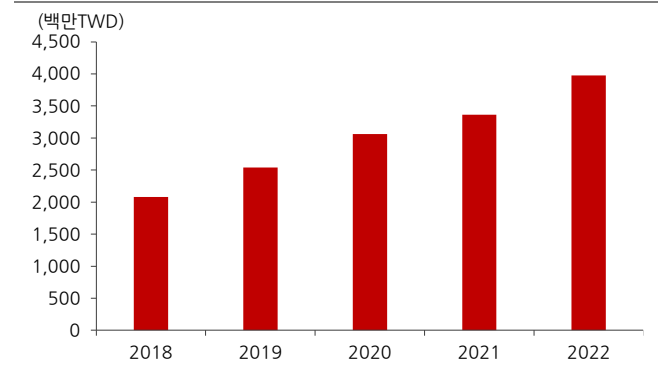
뢰성 시험 및 분석 사업을 영위하는 기업들은 주로 TSMC향 소재 분석, 고장 분석, 신뢰성 테스트 등에 대한 수요를 충족시키기 위하여 TSMC와 협력하고 있다. 따라서 큐알티와 직접적으로 경쟁한다고 볼 수 없다. 비록 직접적인 경쟁 관계는 아니지만, 대만의 Integrated Service Technology 및 Material Analysis Technology의 연간 매출을 살펴보면 최근 5년 동안 꾸준히 성장한다는 것을 확인할 수 있다. 이들 기업의 매출은 연간 기준 35억 대만달러를 상회하는데, 이를 원화로 환산하면 연간 기준 1,500억원을 웃도는 수준이다.

대만의 유사 기업 Integrated Service Technology 매출



자료: Integrated Service Technology, 한국IR협의회 기업리서치센터

대만의 유사 기업 Material Analysis Technology 매출



자료: Material Analysis Technology, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 실적 추이 및 전망

### 1 2022년 실적에서 아쉬운 점 존재

SK하이닉스의 영향권에서 벗어나고 있지만 그래도 최대 고객사이다 보니 매출 측면에서 아쉬운 모습 기록

큐알티의 2022년 매출은 전년 대비 123억원 (17.7%) 감소한 596억원을 기록했다. 전술했던 것처럼 고객사 다변화는 어느 정도 소기의 성과를 보였지만, 그럼에도 불구하고 SK하이닉스향 매출이 여전히 50% 이상의 비중을 차지하고 있기 때문에 2022년 하반기 메모리 반도체 업황 둔화와 SK하이닉스 실적 부진에 따른 영향을 받았다. 영업이익은 전년 대비 37.7% 감소한 103억원을 기록했다. 이처럼, 영업이익의 감소율은 매출액의 감소율보다 크다. 매출 감소가 영업이익 감소에 영향을 끼치긴 했지만, 중장기 성장을 위한 첨단 반도체 신뢰성 평가 장비 투자 확대로 비용이 발생했기 때문이다. 2022년 연구개발비는 58억원으로 2021년 51억원 대비 크게 증가하지 않은 것처럼 보이지만, 매출 대비 연구개발비용 비중은 2021년 7.3%에서 2022년 10.1%로 2.8%p 늘어났다. 매출 감소에도 불구하고 연구개발을 확대했기 때문이다. 큐알티는 기존의 반도체 신뢰성 기술 평가 및 분석 서비스 사업의 고도화는 물론, 데이터센터, 우주항공, 자율주행차에 적용되는 반도체를 대상으로 증성자에 의한 반도체 소프트 에러 (Single Event Effect) 검출 상용화 장비 개발 업무를 담당하는 제1기술연구소를 운영하는 한편, 5G용 시스템 반도체 신뢰성 테스트의 고객 수요 대응과 열화분석 및 수명예측 기능이 탑재된 평가 장비를 개발하는 제2기술연구소 조직을 신설하여 운영하고 있다. 한편, 2022년의 영업이익 규모가 100억원 이상임에도 불구하고 28억원의 당기순손실을 기록한 것은 아쉽다. 연결 기준 실적에 부정적인 영향을 끼친 것은 해외 (미국, 중국) 법인이다. 그러나 해외 고객사의 확대를 위해 해외 법인의 존재가 필수적인 경우가 많으므로, 손실 발생 측면보다는 영업의 교두보 역할이라는 측면을 주목해야 할 것으로 판단된다.

#### 연구개발 관련 비용

(단위: 백만원)

구분	2022년	2021년	2020년
인건비	4,466	4,073	2,147
감가상각비	462	655	517
위탁용역비	38	104	51
기타경비	2,731	1,695	720
정부보조금	-1,923	-1,404	-959
<b>소계</b>	<b>5,774</b>	<b>5,123</b>	<b>2,476</b>
매출액 대비 연구개발비 비중	10.10%	7.30%	4.60%

주: 매출액 대비 연구개발비 비중은 해외 법인 제외하고 본사 (별도) 기준 매출을 기준으로 환산, 자료: 큐알티, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 2 2023년 실적 회복 기대

2023년 매출과 영업이익은 전년 대비 회복할 것으로 기대

2023년 매출과 영업이익은 전년 대비 회복세를 보이며 각각 614억원, 112억원을 기록할 것으로 전망된다. 실적 턴어라운드를 기대하는 이유는 2가지이다. 삼성전자가 최근 실적 발표를 통해 메모리 반도체 생산량 조절 의사를 내비친 이후 메모리 반도체 현물 가격이 안정 국면에 들어가는 등 메모리 반도체 업황의 턴어라운드 가시성이 높아졌다는 점이 가장 큰 이유이다. 큐알티의 실적 턴어라운드를 예상하는 2번째 이유는 신제품 (장비)의 매출 기대

감이다. 큐알티는 반도체 신뢰성 평가와 분석 서비스 전문기업으로서 증성자에 의한 소프트 에러 검출장비 및 5G용 초고주파 시스템 반도체 수명평가 장비를 개발했다. 반도체 작동 오류로 인한 치명적인 이벤트를 예방하고 자 동 장비에 대한 잠재 수요처의 관심이 늘어나고 있다. 이들 장비가 단순한 테스트 장비가 아니라 큐알티처럼 수십 년의 업력을 보유한 기업만이 공급할 수 있다는 점을 감안하면, 신규 장비 사업이 매출에 기여할 가능성이 크다고 판단된다. 큐알티는 이와 더불어 이차전지 양극재 및 음극재와 디스플레이 소재 분석으로도 분석 영역을 확장하면서 새로운 산업 분야에서의 분석 서비스 확대도 기대하고 있다.

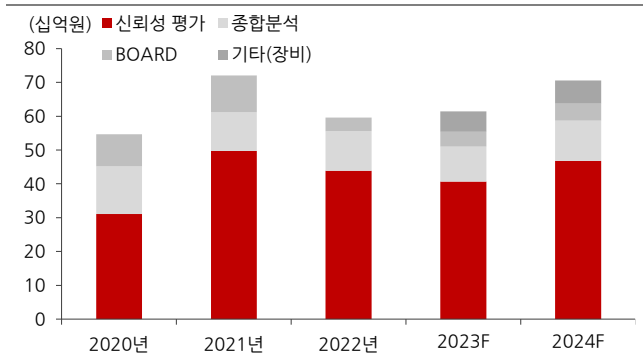
실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %, 원)

구분	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	55	72	60	61	71
신뢰성 평가	31	49	43	41	47
종합분석	14	11	11	10	12
BOARD	9	10	4	4	5
기타 (장비)				6	7
영업이익	9	17	10	11	15
YoY (%)	35.6	81.9	-37.7	8.5	33.6
OP 마진 (%)	16.6	23.0	17.2	18.2	21.1
순이익	6	12	6	8	11
EPS (원)	592	1,569	720	687	919
YoY (%)	32.9	164.8	-54.1	-4.6	33.7
ROE (%)	24.6	44.1	9.2	7.8	10.1
자본총계	22	35	104	107	112
BPS	2,702	4,411	8,704	8,911	9,350
YoY (%)	13.0	N/A	N/A	2.4	4.9
부채비율	103.1	79.7	43.4	42.9	43.3

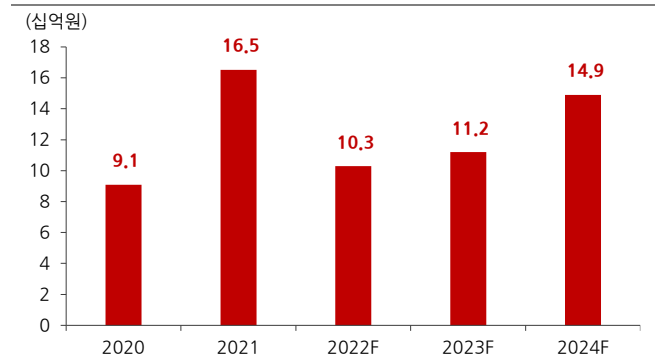
자료: 큐알티, 한국IR협의회 기업리서치센터

매출액 (사업부별) 추이 및 전망



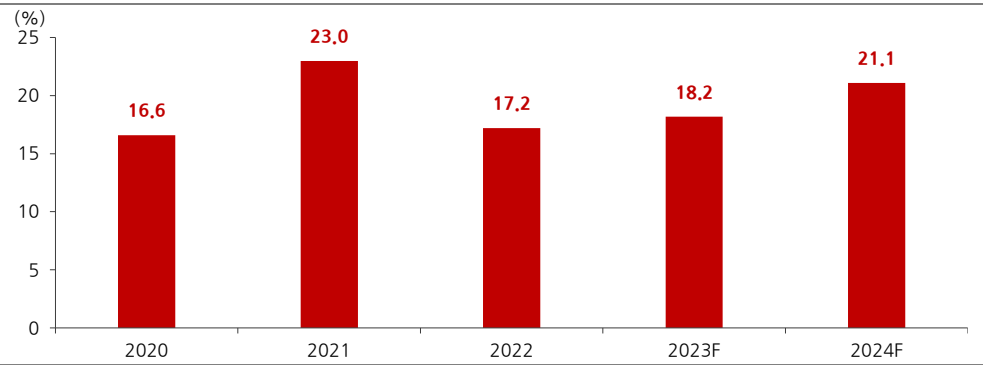
자료: 큐알티, 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 추이 및 전망



자료: 큐알티, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 영업이익률 추이 및 전망



자료: 큐알티, 한국IR협회의 기업리서치센터

## Valuation

### 코스닥 지수 대비 높아 보이는 PER 밸류에이션이지만 부담이 완화될 가능성 기대

PER 밸류에이션의 부담을  
완화시킬 수 있는 관건 2가지는  
(1) 메모리 반도체 업황의 턴어  
라운드 속도, (2) 신사업 (장비)  
매출의 시현 시기

큐알티의 밸류에이션 지표 중에 큐알티를 가장 잘 드러낼 수 있는 지표는 PER 밸류에이션이라고 판단된다. 국내에서 동급의 경쟁사가 등장하기 어렵고, 전 세계적으로 반도체 업계의 각자도생 분위기 속에서 신규 칩에 대한 연구, 개발이 활발해지지만 큐알티의 매출이 계속 성장하는 가운데 특별히 부정적인 이벤트가 없는 한, 연간 기준으로 꾸준히 흑자가 발생할 수 있기 때문이다. 큐알티의 2023년 PER 밸류에이션은 18.7배이다. 코스닥 지수의 PER 밸류에이션 (20.1배)와 비교하면, 낮은 수준이지만 그렇다고 해서 매우 저평가되었다고 보기는 어렵다. PER 밸류에이션이 저평가되었다고 말하기 어려운 이유는 신사업 (장비 사업) 효과 및 메모리 반도체 업황의 바닥 통과에 힘입어 실적이 턴어라운드할 것으로 기대되지만, 이러한 턴어라운드가 2023년 1분기부터 바로 시작되는 것이 아니라 하반기에 가시화될 것으로 전망되기 때문이다. 그럼에도 불구하고, 메모리 반도체 업황의 턴어라운드가 빨라지거나, 신사업 (장비 사업)의 매출 기여가 빨라진다면 연간 실적은 보수적인 추정치를 상회할 수 있다. 그러한 경우에 2023년 기준 PER 밸류에이션에 대한 부담은 완화될 것으로 기대된다.

#### 동종 업종 밸류에이션

(단위: 원, 십억원, 배)

기업명	종가	시가총액	매출액		영업이익		PER		PBR	
			2023년F	2024년F	2023년F	2024년F	2023년F	2024년F	2023년F	2024년F
코스피	2,485	1,901,032	2,820,992	2,997,367	173,295	255,133	15.2	9.8	0.9	0.9
코스닥	830	394,041	124,262	140,544	13,710	17,540	20.1	14.9	2.5	2.2
<b>큐알티</b>	<b>12,850</b>	<b>154</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>11</b>	<b>15</b>	<b>18.7</b>	<b>14.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>
칩스앤미디어	21,900	211	29	34	9.3	11.3	19.0	15.5	4.6	3.7
두산테스나	35,600	525	316	363	74.6	90.4	10.5	8.5	1.7	1.4
네패스아크	23,850	291	139	171	12.8	29.5	23.3	9.3	1.1	1.0
LB세미콘	7,870	345	497	542	41.5	72.1	10.0	4.7	1.1	0.9

자료: FnGuide, 한국IR협회의 기업리서치센터

#### 큐알티와 조금이라도 유사성 (고객사 포트폴리오 다변화 또는 테스트 서비스 수행)을 지닌 Peer 기업의 특징

구분	업종	주요 고객사
<b>큐알티</b>	<b>신뢰성 테스트 및 종합분석</b>	<b>SK하이닉스</b>
칩스앤미디어	IP	유럽의 산업용/차량용 반도체 공급사
두산테스나	양품/불량품 테스트	삼성전자
네패스아크	양품/불량품 테스트	삼성전자
LB세미콘	양품/불량품 테스트 및 패키징	삼성전자, LX세미콘

자료: FnGuide, 한국IR협회의 기업리서치센터

## ! 리스크 요인

### 수요 증가에 대응하기 위한 비용 부담 상존

#### 1 전방 산업의 수요 성장에 대응하려면 큐알티도 연구, 개발 및 투자 부담 지속

반도체는 PC와 가전제품, 스마트폰, 자동차 등 소비재뿐만 아니라 공작용 기계, 국방용 무기, 항공우주 장비 등 다양한 분야에서 이용하고 있으며 사용범위가 점차 확대되고 있다. 다만, 급격한 기술 변화로 인해 반도체가 다른 소재로 대체되거나, 글로벌 소비 수요가 감소하고 수급 불균형이 발생할 경우 반도체 시장이 구조적으로 둔화 또는 침체될 수 있다. 그래도, 큐알티처럼 신규 칩을 연구, 개발하는 데 기여하는 기업의 실적은 상대적으로 안정적이거나 성장세를 기록했다. 코로나19 사태가 심화되어 수요가 부진했음에도 불구하고 고사양 IT 제품과 클라우드, 서버용 반도체 수요가 증가하면서 신규 반도체 연구, 개발 관련 수요는 견조했기 때문이다. 반도체 산업이 2023년에도 지속적으로 성장해 2030년에 글로벌 기준 1,000조원의 시장 규모까지 성장한다면, 큐알티의 신뢰성 테스트 및 종합분석 서비스에 대한 수요 증가는 필수적으로 이어질 것으로 기대된다. 다만, 큐알티의 입장에서는 이로 인해 지속적인 연구개발과 검사 장비 구입 등 주기적으로 부담해야 하는 다양한 비용이 발생할 수 있다.

### 고객사의 요구에 제대로 대응하지 못한 채, 투자 부담만 크다면 수익성이 둔화될 수 있음

#### 2 테스트 서비스 기업으로서 유형자산 비중 높아 감가상각비 컨트롤 필요

신뢰성 테스트 기업은 제3자 시험기관으로써 고도의 기술력과 높은 자금력이 수반되어야 하며, 새로운 신뢰성 테스트 수요에 대비하기 위한 신뢰성 테스트 생산능력을 지속적으로 확충해야 한다. 큐알티는 고객사의 요구 수준에 대응하기 위하여 지속적으로 투자를 집행하고 있어 유형자산의 비중이 높아 감가상각비가 매우 높은 것이 특징이다. 큐알티의 설비 투자 및 품질 향상을 위한 노력에도 불구하고 고객사가 요구하는 품질 수준에 도달하지 못하거나 적절한 규모의 설비를 확충하지 못해 납기를 준수하는 데 실패하는 경우, 주요 고객사와의 관계 악화로 테스트 물량이 감소할 수 있다. 또한, 새로운 신뢰성 평가 공정을 요구하는 반도체 신제품이 출시될 경우 이와 관련된 대응을 위해 신규 설비 증설 및 인력 채용 관련해 투자가 집행될 수 있으나, 이러한 투자가 적절한 시점에 매출 발생을 통해 회수되지 못할 경우 큐알티의 수익성 및 재무안정성이 둔화될 수 있다.

다만, 큐알티가 과거에 고객사 요구에 대응했던 모습을 살펴보면, 대규모 설비 투자를 집행한 이후 적절한 수요 대응에 따라 신규 테스트 매출 발생으로 수혜를 본 적이 있다. 예를 들어, 큐알티가 상장하기 전에 주요 고객사가 메모리 반도체 제품 중에 SSD (Solid State Drives) 테스트를 실시하기 시작하면서 큐알티가 대규모로 장비를 구입한 적이 있는데, 이와 같은 설비 투자 영향으로 연평균 수십억원 수준이던 설비 투자 금액이 2016년에 100억원을 상회하며 156억원을 기록했다. 이와 같은 설비 투자는 머지 않아 결국 매출로 보상을 받았다. 2017년까지 연간 200억원대 수준이던 매출은 2018년에 사상 처음으로 400억원대에 진입해 456억원을 기록했고, 2019년에는 475억원을 기록한 바 있다. 결론적으로, 설비 투자 관련 리스크가 존재하고 비용 컨트롤이 필요하지만, 큐알티가 고객사의 요구에 제대로 대응한다면 그로 인한 매출 수혜 규모는 클 것으로 전망된다.



포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>547</b>	<b>719</b>	<b>596</b>	<b>614</b>	<b>706</b>
증가율 (%)	14.9	31.6	-17.1	3.0	15.0
<b>매출원가</b>	<b>312</b>	<b>363</b>	<b>302</b>	<b>305</b>	<b>330</b>
매출원가율 (%)	57.0	50.5	50.7	49.7	46.7
<b>매출총이익</b>	<b>235</b>	<b>356</b>	<b>295</b>	<b>309</b>	<b>376</b>
매출이익률 (%)	43.0	49.6	49.4	50.3	53.3
<b>판매관리비</b>	<b>144</b>	<b>191</b>	<b>192</b>	<b>197</b>	<b>227</b>
판매비율 (%)	26.3	26.6	32.2	32.1	32.2
<b>EBITDA</b>	<b>183</b>	<b>248</b>	<b>184</b>	<b>200</b>	<b>224</b>
EBITDA 이익률 (%)	33.5	34.5	30.8	32.5	31.7
증가율 (%)	20.9	35.5	-25.9	8.6	12.1
<b>영업이익</b>	<b>91</b>	<b>165</b>	<b>103</b>	<b>112</b>	<b>149</b>
영업이익률 (%)	16.6	23.0	17.2	18.2	21.1
증가율 (%)	35.6	81.9	-37.7	8.5	33.6
<b>영업외손익</b>	<b>-8</b>	<b>-3</b>	<b>-16</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
금융수익	0	2	8	10	11
금융비용	9	5	13	6	7
기타영업외손익	0	-0	-11	-11	-11
종속/관계기업관련손익	-2	-1	-3	-3	-3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>81</b>	<b>161</b>	<b>84</b>	<b>101</b>	<b>139</b>
증가율 (%)	39.4	99.8	-47.9	20.3	37.7
법인세비용	24	36	20	19	29
계속사업이익	57	125	64	82	110
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>57</b>	<b>125</b>	<b>64</b>	<b>82</b>	<b>110</b>
당기순이익률 (%)	10.3	17.4	10.8	13.4	15.6
증가율 (%)	24.5	120.9	-48.5	27.7	33.7
지배주주지분 순이익	57	125	64	82	110

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>170</b>	<b>169</b>	<b>191</b>	<b>171</b>	<b>188</b>
당기순이익	57	125	64	82	110
유형자산 상각비	89	78	76	84	71
무형자산 상각비	4	5	5	4	4
외환손익	1	0	8	0	0
운전자본의감소 (증가)	-8	-76	22	1	3
기타	27	37	16	0	0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>-48</b>	<b>-131</b>	<b>-590</b>	<b>-68</b>	<b>-148</b>
투자자산의 감소 (증가)	0	0	0	-0	-1
유형자산의 감소	0	0	1	0	0
유형자산의 증가 (CAPEX)	-77	-123	-134	-49	-52
기타	29	-8	-457	-19	-95
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>-70</b>	<b>14</b>	<b>580</b>	<b>-57</b>	<b>-55</b>
차입금의 증가 (감소)	-5	29	169	0	2
사채의증가 (감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	427	0	0
배당금	-20	0	0	-57	-57
기타	-45	-15	-16	0	0
<b>기타현금흐름</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>현금의증가 (감소)</b>	<b>49</b>	<b>49</b>	<b>182</b>	<b>47</b>	<b>-15</b>
기초현금	34	83	132	315	361
기말현금	83	132	315	361	347

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	<b>175</b>	<b>312</b>	<b>1,071</b>	<b>1,139</b>	<b>1,242</b>
현금성자산	83	132	315	361	347
단기투자자산	6	0	615	633	728
매출채권	69	64	83	86	99
재고자산	14	6	7	7	9
기타유동자산	4	109	50	52	60
<b>비유동자산</b>	<b>261</b>	<b>319</b>	<b>421</b>	<b>383</b>	<b>360</b>
유형자산	201	246	363	328	309
무형자산	33	36	31	27	23
투자자산	21	23	6	6	7
기타비유동자산	6	14	21	22	21
<b>자산총계</b>	<b>437</b>	<b>631</b>	<b>1,492</b>	<b>1,522</b>	<b>1,602</b>
<b>유동부채</b>	<b>144</b>	<b>181</b>	<b>264</b>	<b>268</b>	<b>286</b>
단기차입금	30	30	0	0	0
매입채무	18	4	4	4	5
기타유동부채	96	147	260	264	281
<b>비유동부채</b>	<b>78</b>	<b>99</b>	<b>188</b>	<b>189</b>	<b>198</b>
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	29	127	127	127
기타비유동부채	78	70	61	62	71
<b>부채총계</b>	<b>222</b>	<b>280</b>	<b>452</b>	<b>457</b>	<b>484</b>
지배주주지분	215	351	1,041	1,065	1,118
자본금	13	13	60	60	60
자본잉여금	41	41	608	608	608
자본조정 등	0	4	9	9	9
기타포괄이익누계액	-2	4	8	8	8
이익잉여금	162	288	355	380	432
<b>자본총계</b>	<b>215</b>	<b>351</b>	<b>1,041</b>	<b>1,065</b>	<b>1,118</b>

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E (배)	0.0	0.0	16.7	18.7	14.0
P/B (배)	0.0	0.0	1.4	1.4	1.4
P/S (배)	0.0	0.0	1.8	2.5	2.2
EV/EBITDA (배)	N/A	N/A	N/A	4.2	3.4
배당수익률 (%)	N/A	N/A	4.0	3.7	3.7
EPS (원)	592	1,569	720	687	919
BPS (원)	2,702	4,411	8,704	8,911	9,350
SPS (원)	5,727	9,034	6,673	5,136	5,906
DPS (원)	0	0	480	480	480
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	24.6	44.1	9.2	7.8	10.1
ROA	11.8	23.4	6.1	5.4	7.0
ROIC	22.7	47.1	22.8	22.3	31.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	121.8	172.3	405.4	425.7	433.5
부채비율	103.1	79.7	43.4	42.9	43.3
순차입금비율	-10.9	-13.2	-61.7	-66.3	-70.2
이자보상배율	15.0	36.8	27.6	19.4	25.8
<b>활동성 (%)</b>					
총자산회전율	1.1	1.3	0.6	0.4	0.5
매출채권회전율	7.6	10.8	8.1	7.3	7.7
재고자산회전율	40.6	70.8	87.6	83.7	88.2

## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 큐알티 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 큐알티 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 큐알티에 있으므로, 큐알티의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.