



한국IR협회의

기업리서치센터  
Stock Research Center

기업분석 2023.02.22



2022년 코스닥 라이징스타

KOSDAQ | 반도체와반도체장비

# 티에스이 (131290) NAND 넘어 DRAM으로

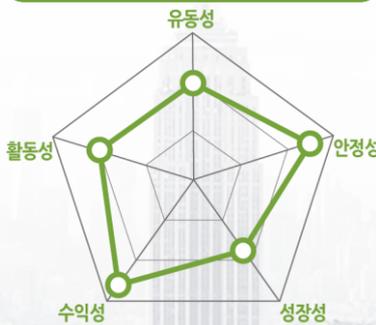
## 체크포인트

- 티에스이는 Probe Card부터 Test Socket까지 전공정 및 후공정 테스트 공정 부품을 모두 공급. Socket 매출액 증가에 따라 비메모리 반도체 비중이 확대되는 추세
- DRAM향 Probe Card 하반기 신규 매출 발생 기대. 더불어 신규 CPU 출시와 DDR5 적용 확대에 따른 Interface Board 및 Test Socket 실적 성장 전망. 동사는 시장 수요에 대응하여 신규 CAPA를 증설 중
- 2023년 티에스이의 연결 매출액 3,510억원(+4.7% YoY), 영업이익 628억원(+7.1% YoY)을 예상. 상반기 생산을 축소했던 반도체 업체들은 하반기 수요 확대에 대응하기 위해 가동률 확대가 이어질 것. 상저하고 실적 전망

## 주가 및 주요이벤트



## 재무지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 등급화

## 밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 3Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

# 티에스이 (131290)

Analyst 박성순 sspark@kirs.or.kr  
RA 김정은 jeongeunkim@kirs.or.kr

## KOSDAQ

### 반도체와반도체장비

### 반도체 Probe Card 및 Test Socket 공급 업체

티에스이는 1995년 설립된 반도체 부품 및 디스플레이 검사 장비 업체. Interface Board를 시작으로 Probe Card와 Test Socket으로 사업 영역 확대. 동사는 타이거일렉, 메가터치 등 8개의 연결중속 기업 보유. Probe Card는 전공정 이후 Wafer Test에 사용되는 핵심 부품이며, Interface Board와 Test Socket는 Packaging 최종 검사에서 사용

### 하반기 신규 CPU와 DDR5 효과 기대

최근 출시된 Sapphire Rapids는 DDR5를 채용. 신규 CPU와 함께 DDR5 시장 확대 기대. 신규 CPU와 DDR5는 Interface Board, Test Socket 수요에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 예상하며 수혜 강도는 DDR5 생산이 확대되는 하반기에 강할 것으로 전망. 동사는 DRAM 고객사 쉘(Qualification, 고객사 인증)을 진행 중이며 쉘 통과시 신규 CAPA와 함께 하반기부터 매출이 발생할 것으로 기대

### 반도체 업황에 따라 상저하고 실적 전망

2023년 티에스이의 연결 매출액 3,510억원(+4.7% YoY), 영업이익 628억원(+7.1 YoY)을 예상. 상반기는 반도체 수요 둔화와 업계의 높은 재고량에 따라 공급 업체들은 강한 감산을 보일 것으로 예상. 동사 제품 물량 증가가 제한적일 것. 보유 재고를 소진하고 있는 IT 고객사의 하반기 수요 회복에 따른 구매 재개 등을 예상. 상반기 생산을 축소했던 반도체 업체들은 하반기 수요 확대에 대응하기 위해 가동률 확대가 이어질 것

#### Forecast earnings & Valuation

|             | 2019  | 2020  | 2021  | 2022F | 2023F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)     | 1,915 | 2,855 | 3,077 | 3,352 | 3,510 |
| YoY(%)      | 3.8   | 49.1  | 7.8   | 9.0   | 4.7   |
| 영업이익(억원)    | 207   | 427   | 546   | 587   | 628   |
| OP 마진(%)    | 10.8  | 15.0  | 17.8  | 17.5  | 17.9  |
| 지배주주순이익(억원) | 162   | 272   | 447   | 560   | 459   |
| EPS(원)      | 1,462 | 2,457 | 4,043 | 5,062 | 4,147 |
| YoY(%)      | 28.6  | 68.1  | 64.5  | 25.2  | -18.1 |
| PER(배)      | 9.4   | 25.5  | 18.2  | 7.3   | 9.6   |
| PSR(배)      | 0.8   | 2.4   | 2.6   | 1.2   | 1.3   |
| EV/EBIDA(배) | 4.7   | 11.5  | 10.6  | 3.7   | 3.5   |
| PBR(배)      | 0.9   | 3.6   | 3.4   | 1.4   | 1.3   |
| ROE(%)      | 10.3  | 15.1  | 20.6  | 21.1  | 14.8  |
| 배당수익률(%)    | 1.4   | 0.4   | 0.7   | 1.4   | 1.3   |

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

#### Company Data

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 현재주가 (2/20)   | 39,700원          |
| 52주 최고가       | 87,500원          |
| 52주 최저가       | 34,000원          |
| KOSDAQ (2/20) | 788.89p          |
| 자본금           | 55억원             |
| 시가총액          | 4,391억원          |
| 액면가           | 500원             |
| 발행주식수         | 11백만주            |
| 일평균 거래량 (60일) | 13만주             |
| 일평균 거래액 (60일) | 51억원             |
| 외국인지분율        | 3.30%            |
| 주요주주          | 권상준 외 46인 62.51% |

#### Price & Relative Performance



#### Stock Data

| 주가수익률(%) | 1개월   | 6개월   | 12개월  |
|----------|-------|-------|-------|
| 절대주가     | -3.2  | -33.1 | -38.0 |
| 상대주가     | -11.9 | -30.9 | -30.7 |

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 'EPS 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶ '코스닥 라이징스타'는 우수한 기술력과 성장가능성을 갖춘 기업을 발굴·육성하기 위해 매년 한국거래소가 선정하고 있는 기업군이지만, 투자종목을 권유하는 것은 아님.

# 기업 개요

## 1 반도체, 디스플레이 부품 및 장비 업체

### 반도체 검사 부품 업체

티에스이는 반도체 검사 장비 및 주변기기 제조 및 판매를 영위할 목적으로 1995년 8월 31일에 설립되었다. 사업 초기 Interface Board를 시작으로 2003년에는 Probe Card 시장에 진출하였고, 2006년에 지엠테스트, 2008년에 메가터치를 계열사로 편입하였다. 2011년 1월 코스닥 시장에 상장하였고, 타이거일렉을 계열사로 편입하였다. 2012년 OLED 검사장비 사업을 시작한 이후 2016년 반도체 Socket 시장에 진출하였다. 2015년 메가센을 인수하며 계열사로 편입하였다.

### 티에스이 주요 연혁

| 1995 ~ 2004  | 2005 ~ 2011   | 2011 ~ 현재  |
|--|---|--|
| <b>Test Interface Board 국산화 성공 및 시장 진입기</b>  | <b>Mems Fab. 준공 &amp; Probe Card 개발 성공 및 성장기</b>  | <b>Mems probe Card 생산 시설 확대 및 코스닥 상장</b>   |
| 1995.08 ㈜티에스이 법인전환<br>2000.10 제1사업장 증축<br>2000.11 500만불 수출탑 수상<br>2002.11 제2사업장 신축<br>2003.01 Probe Card 사업 시작<br>2003.10 엘디티 계열사 편입<br>2004.06 LED 검사장비 사업 시작<br>2004.11 1,000만불 수출탑 수상 | 2005.08 중국 테사전자유한공사 설립<br>2006.03 삼성전자 협성회 가입<br>2006.06 지엠테스트 계열사 편입<br>2007.06 제3사업장(Mems Fab) 신축<br>2008.04 ㈜메가터치 계열사 편입<br>2011.01 ㈜티에스이 코스닥 상장<br>2011.01 ㈜타이거일렉 계열사 편입<br>2012.01 OLED 검사장비 사업 시작 | 2015.05 ㈜메가센 계열사 편입<br>2016.04 TSE Works(미국) 설립<br>2017.04 World Class 300 선정<br>2017.11 TIB 시계일류상품 선정<br>2020.10 TaSi Tech(우한) 설립<br>2021.07 코스닥 라이징스타 선정<br>2021.12 제58회 1억불 수출탑 수상<br>2022.03 천안시 유공납세자 표창 수상<br>2022.08 코스닥 라이징스타 선정 |

자료: 티에스이, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 2 자회사

### 타이거일렉 등

### 8개 연결종속 회사 보유

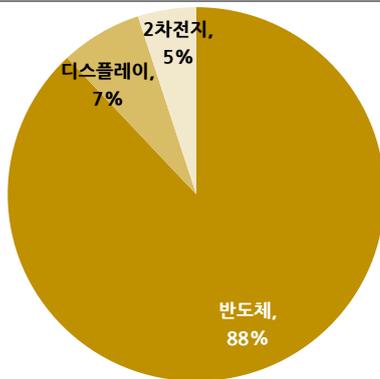
동사는 타이거일렉, 메가터치, 지엠테스트, 메가센 등 8개의 연결종속 기업을 보유하고 있으며 자본법 적용대상 관계기업으로는 엘디티가 있다. 타이거일렉은 반도체 Probe Card, Load Board, Socket-용 PCB, 메가터치는 Pogo Pin을 공급한다. 지엠테스트는 반도체 Test 하우스이며, 메가센은 OLED 디스플레이 테스트 장비를 생산한다. LDT(엘디티)는 디스플레이용 Driver IC를 생산한다.

### 관계사 지분 및 사업



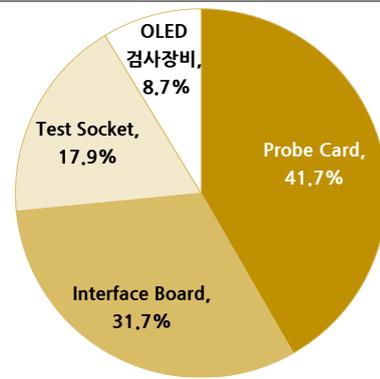
자료: Dart, 한국IR협의회 기업리서치센터

부문별 매출액 비중 (2021년 연결)



자료: 티에스이, 한국IR협회의 기업리서치센터

티에스이 별도 매출액 비중 (2021년)



자료: 티에스이, 한국IR협회의 기업리서치센터

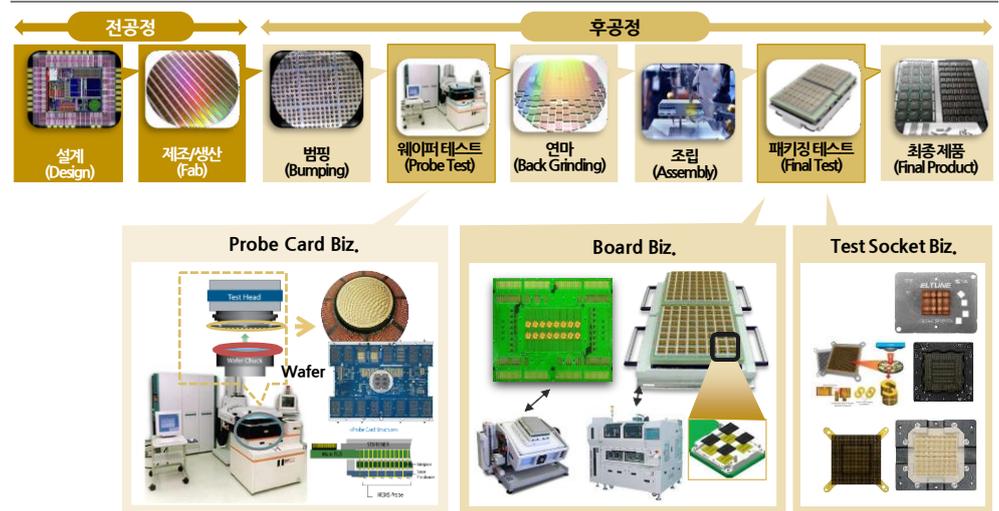
### 3 주요 사업 및 매출 구성

#### 연결 기준

#### 반도체 매출 비중 88%

동사의 사업은 크게 반도체, 디스플레이와 2차전지로 구분되며, 티에스이 본사 기준 반도체는 크게 Probe Card, Interface Board, Test Socket으로, 디스플레이 사업은 디스플레이 검사 장비로 나눌 수 있다. 2021년 기준 연결 매출 비중은 반도체 88%, 디스플레이 7%, 2차전지 5%이다. 티에스이 별도 기준으로는 Probe Card 41.7%, Interface Board 31.7%, Test Socket 17.9%, OLED 검사장비 8.7%의 매출 비중을 보인다. 동사의 수출 비중은 약 63% 수준이며 비메모리향 매출의 대부분을 차지한다. Probe Card는 전공정 이후 웨이퍼(Wafer) 상태의 Test에 사용되는 핵심 부품이며, Interface Board와 Test Socket는 후공정 Packaging 이후 최종 검사단계에서 사용된다.

#### 티에스이 반도체 사업 영역



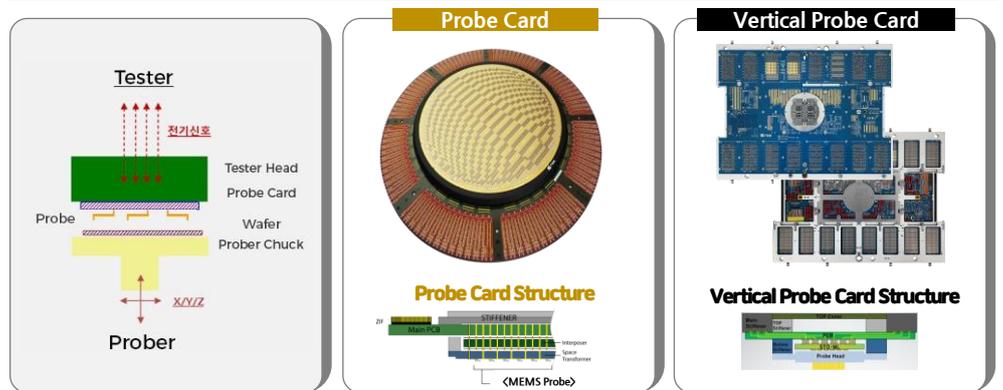
자료: 티에스이, 한국IR협회의 기업리서치센터

**Wafer Test에 사용되는  
Probe Card**

**1. Probe Card**

Probe Card는 반도체 전공정 이후 웨이퍼 검사에 사용되는 검사 부품으로 테스트 장비와 웨이퍼를 전기적으로 연결하여 테스트한다. Probe Card는 Wafer burn in test와 Die sort test에 사용된다. Probe Card는 웨이퍼의 패드(Pad)와 물리적으로 접촉할 수 있도록 많은 탐침이 카드 위에 형성되어 있고, 탐침이 테스트 장비와 연결될 수 있는 배선이 카드 내에 만들어져 있다. Probe Card는 테스트 장비인 Prober의 Head 부분에 장착되어 Probe Card의 탐침이 아래를 향하게 된다. 이렇게 웨이퍼와 Probe Card가 접촉하며 Probe Card를 통해 전류와 신호를 인가하고 테스트 결과를 얻는다.

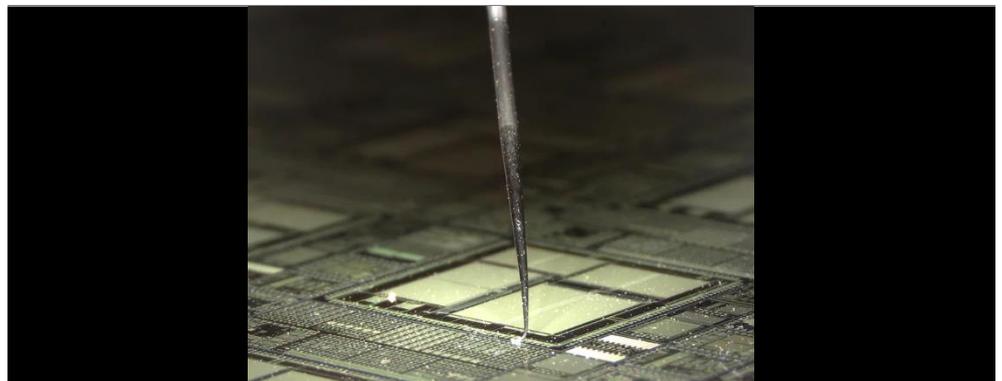
**Prober 구조 및 Probe Card 종류**



자료: 티에스이, 한국IR협회의 기업리서치센터

Probe Card는 탐침의 모양에 따라 Needle(Cantilever) Probe Card와 Vertical Probe Card로 나뉜다. Needle형은 탐침이 꺾여 있고 Vertical은 탐침이 수직으로 만들어져 있다. Probe Card가 한 번 접촉으로 모든 웨이퍼의 칩들을 테스트할 수는 없다. 탐침이 차지하는 공간으로 인해 물리적으로 모든 칩을 한 번에 접촉하진 못하기 때문이다. 따라서 웨이퍼에 2~3번의 접촉으로 모든 칩들을 테스트할 수 있게 구성한다. Probe Card는 반도체 칩 개발 모델에 따라 각기 새로운 형태의 Probe Card를 사용해야 하는 주문형 부품이자 소모성 부품이다.

**프로브 핀 접촉 순간**



자료: Keyence, 한국IR협회의 기업리서치센터

티에스이 Probe Card 매출의 약 95%는 메모리 반도체 향이며, 이 중 NAND향 제품이 100%이다. 동사의 글로벌 시장 점유율은 6위를 차지하고 있고, NAND 시장 내 점유율은 2위이다. 경쟁사로는 미국의 FormFactor, 일본의 MJP, JEM, 국내 Korea Instrument, 마이크로프랜드 등이 있다. DRAM향 Probe Card의 경우 외산 업체들이 대부분 공급하고 있는 상황이며 동사는 DRAM향 Probe Card의 고객사 쉐(Qualification, 고객사 인증)를 진행 중이다.

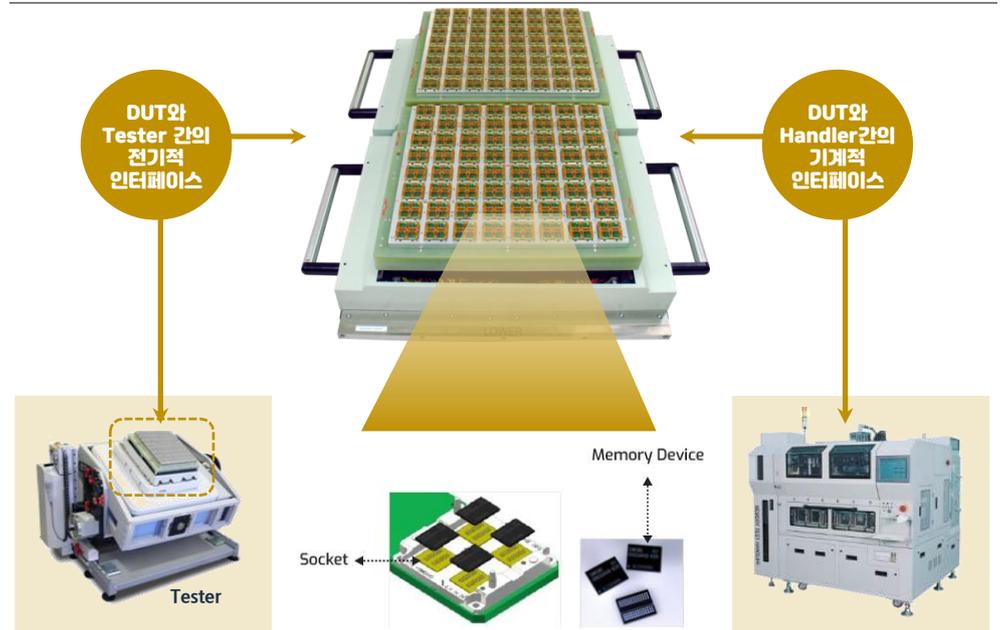
## 2. Interface Board

### Interface Board는 패키지 테스트에 사용

Interface Board(인터페이스 보드)는 패키지 테스트 단계에서 사용되는 테스터와 DUT(Device Under Unit, 피측정 소자)를 전기적으로, 핸들러와는 기계적으로 연결하는 부품이다. 패키징된 칩을 테스트 소켓에 넣어 소켓에 있는 핀들과 물리적으로 접촉하게 한다. 그리고 패키지 테스트 소켓을 패키지 테스트 보드에 장착하여 보드를 통해 테스트 장비에서 패키지 테스트를 진행한다.

티에스이는 메모리 반도체향 제품인 인터페이스 보드의 비중이 약 70%, 비메모리 반도체향 제품인 로드 보드의 비중이 약 30%이다. 국내 메모리 반도체 업체 내 점유율 1위를 보이고 있으며, 글로벌 시장에서는 3위의 시장 점유율을 보인다. Probe Card 대비 해외 고객사의 매출 비중이 더 높다. 경쟁사로는 미국의 R&D Altanova, Harbor Electronics 등이 있다.

### Interface Board



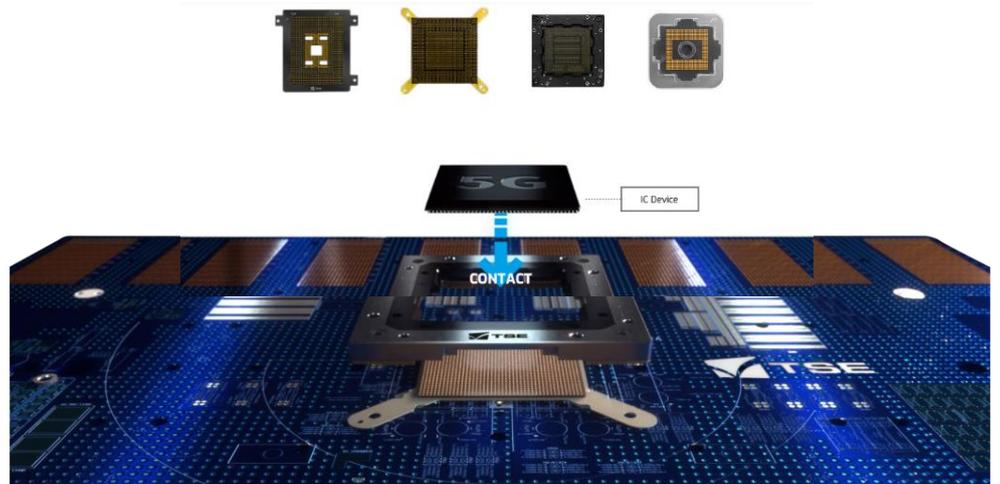
자료: 티에스이, 한국IR협회의 기업리서치센터

### Test Socket으로 칩과 Interface Board를 연결

#### 3. Test Socket

Test Socket은 패키지 테스트 공정에서 칩과 Interface Board를 연결하는 부품이다. 소켓은 크게 Pogo(포고) 타입과 Rubber(러버) 타입이 있다. 러버 타입은 메모리 반도체에 주로 적용되며 포고 타입은 비메모리 반도체 비중이 높다. 경쟁사는 포고 타입에서는 리노공업, 러버 타입에서는 ISC가 대표적이다. 동사는 AP 전용 러버 타입 소켓 열튬을 개발하여 삼성전자와 Qualcomm에 공급하고 있다. 타입별 매출 비중은 러버 타입 65%, 포고 타입 35%로 추정되며 연간 비메모리 제품 비중은 약 50% 수준이다.

#### 반도체 소켓 구조



자료: 티에스이, 한국IR협회의 기업리서치센터

### OLED 검사 장비 공급

#### 4. 디스플레이 장비

동사는 OLED Array Tester, OLED Touch Sensor Tester를 생산하며 삼성디스플레이와 중국의 BOE, CSOT 등 패널 업체에 공급한다. Array Tester는 대형 및 중소형 패널용이며 Touch Sensor Tester는 중소형 전용 장비이다.

티에스이 디스플레이 장비

|   |  |
|---|--|
| <b>Electrical Array Tester</b>  | <b>Electrical Touch Sensor Test System</b>   |
|    |    |
| <p><b>AMOLED TFT Tester</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ AMOLED Cell Circuit Test Tester</li> <li>▪ Array Tester Using Electrical Characteristic Measurement</li> <li>▪ Contact Check Function</li> <li>▪ High-Speed Interface</li> </ul> | <p><b>OLED Touch Panel Open/Short System</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ AMOLED Open / Short Tester</li> <li>▪ AMOLED Probe System</li> <li>▪ Contact Check Function</li> <li>▪ High-Speed Interface</li> </ul> |

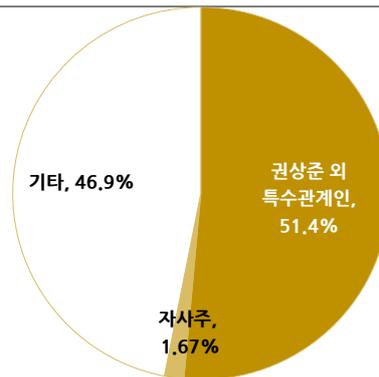
자료: 티에스이, 한국IR협회의 기업리서치센터

#### 4 최대 주주

**최대주주 지분을 21.23%**

티에스이의 최대주주는 설립자인 권상준 회장으로 지분 21.23%를 보유 중이며 특수관계인 포함 지분은 51.44%이다. 권상준 회장은 삼성전자 반도체 출신으로 삼성전자에서 5년 재직 이후 Schlumberger (SLB), Advantest 등의 검사 장비 회사에서 경험을 쌓았으며, 이를 바탕으로 1995년 티에스이를 설립하였다. 1999년 국내 최초로 테스트 소켓을 국산화하였고, Interface Board는 국내 두 번째로 국산화에 성공하였다.

티에스이 주주 구성



자료: 티에스이, 한국IR협회의 기업리서치센터

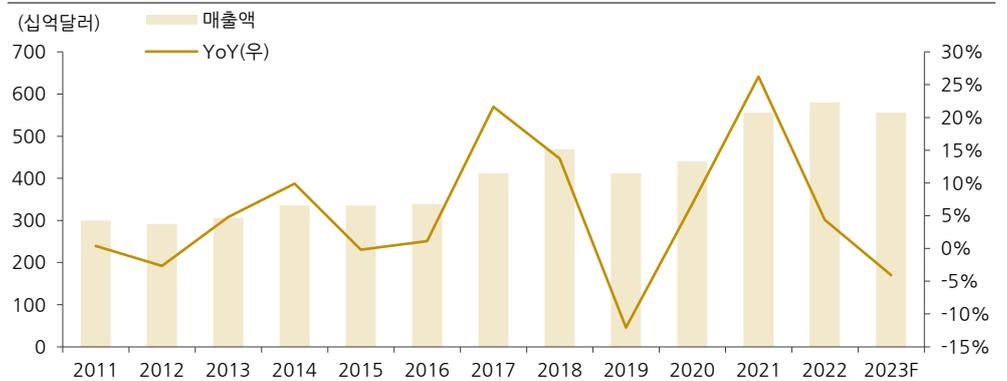
**산업 현황**

**1 Down Cycle 진행 중인 반도체 산업**

**2023년 반도체 시장은  
역성장 예상**

2022년 글로벌 반도체 시장 규모는 5,801억달러로 +4.4% YoY 성장한 것으로 추정되며, 이 중 메모리 반도체 시장은 1,344억달러, 비메모리 반도체 시장은 4,457억달러 규모로 추정된다. 2023년 글로벌 반도체 시장은 5,566억달러로 -4.1% YoY 감소할 것으로 전망된다. DRAM 시장은 508.7억달러(-36.5% YoY), NAND 시장은 493.6억달러(-18.7% YoY) 감소하여 메모리 시장 전체는 -28.8% YoY 감소할 것으로 예상된다. 비메모리 시장은 +3.9% YoY 성장할 것으로 전망한다.

**반도체 시장 규모**



자료: WSTS, 한국IR협회의 기업리서치센터

2020년부터 시작된 COVID-19으로 인한 IT 수요 증가는 공급망 이슈를 우려한 IT Set 업체들의 안전 재고 확보, 반도체 공급 부족을 타개하기 위한 반도체 업체들의 CAPA 확대로 이어졌다. 하지만 비대면 상황이 완화됨과 함께 PC를 시작으로 IT 수요가 크게 감소하였다. 중국에서는 제로 코로나 정책으로 인한 봉쇄가 빈번하게 발생하였고 이는 모바일 시장의 위축을 불러 일으켰다. IT 중 가장 견조하게 수요세가 지속되던 서버도 반도체 과잉 재고로 인한 구매 의지가 크게 감소된 상황이다. 이에 더해 2022년 연초부터 시작된 미국 FED의 금리 인상으로 인해 소비자 구매력 감소 및 IDC 업체들의 실적 부진은 Data Center 투자 규모 축소로 이어졌다.

반면 반도체 업체들은 반도체 공급 부족을 타개하기 위해 CAPA를 지속적으로 확대하여 왔기 때문에 이는 고스란히 공급 과잉으로 이어졌다. 즉 반도체 업체들의 가동률 조정이 불가피해졌다. 다만 Foundry인 UMC의 경우 3Q22까지 100%로 이어지던 가동률이 4Q22 90%로 하락하였고, 1Q23은 70%까지 하락할 것으로 예상하는 가이던스를 제시하였다. 가동률 70%는 10년 내 최저 가동률이다. 삼성전자 Foundry 역시 12인치 가동률은 70% 초반까지 하락한 것으로 보이고 TSMC도 75% 수준으로 추정된다.

메모리 반도체의 경우 공급 업체들의 재고 수준은 역대 최고 수준이며 DRAM 가격은 4Q22에 이어 1Q23에도 20% 이상 하락할 것으로 보인다. 공급 업체들은 이미 신규 CAPA 투자를 최소화하고 있다. SK하이닉스의 경우 2023년 장비 CAPEX가 전년대비 50% 이상 감소할 것으로 보이며 Micron, SK하이닉스 모두 Wafer Input 조절에 들어가는 등 감산에 진입하였다. 삼성전자는 인위적 감산은 없다고 하나 유지보수, 장비 재배치 등을 감안하면 자연적 감산의 정도는 평년대비 강할 것으로 보인다. 사실상 감산이라 판단한다.

수요는 인플레이션 완화와 고객사의 재고 소진 정도에 달렸을 것으로 보인다. 2023년은 FED의 금리인상 마무리와 구매를 지연하며 보유 재고를 소진하고 있는 IT 고객사의 하반기 IT 계절적 수요 회복에 따른 구매 재개 등이 기대된다. 상반기 반도체 공급사들은 최대한 CAPEX를 축소하고 가동률 조절에 들어가며 수요 회복을 기다린다. 하반기에는 수요 확대에 대응하기 위한 가동률 확대가 이어질 것으로 보인다. 이에 따라 2023년 반도체 시장은 상저하고(上低下高)의 흐름을 보일 것으로 전망한다.

## 2 웨이퍼 테스트 & 패키지 테스트

테스트는 전공정과 후공정 각각  
마지막에 진행

동사가 공급하는 Probe Card, Interface Board, Test Socket은 반도체 공정 중 웨이퍼 테스트(Probe Card)와 패키지 테스트(Interface Board, Test Socket)에 적용된다.

웨이퍼 테스트는 보통 EPM(Electrical Parameter Monitoring) → 웨이퍼 번인(Wafer Burn In) → 테스트 → 리페어(Repair) → 테스트 순으로 진행된다. EPM는 불량률 줄여주는 것보다 제품의 단위 소자의 전기적 특성을 평가 분석하여 웨이퍼 제작 공정에 피드백하는 것이 목적이다. 웨이퍼 번인은 온도와 전압을 인가하여 웨이퍼에 스트레스를 줌으로써 초기 불량 기간에 나타날 수 있는 불량들이 발생하게 만든다. 웨이퍼 번인에서 스트레스를 받은 웨이퍼는 Probe Card를 사용하여 웨이퍼 테스트를 실시한다. 웨이퍼 테스트에서 불량을 선별하면 불량 셀(Cell)을 여분 셀로 대체하는 리페어 공정을 거친다. 대체된 셀을 확인하기 위해 다시 한번 웨이퍼 테스트를 진행하게 된다. 웨이퍼 테스트는 사실상 전공정 가장 마지막 부분에 해당한다고 봐도 무방하다.

### 웨이퍼 테스트 시스템



자료: SK하이닉스, 한국IR협의회 기업리서치센터

반면 패키지 테스트는 후공정의 마지막 부분에 해당된다. 웨이퍼 공정을 통과한 칩들은 패키지 공정을 거치고, 완성된 패키지는 다시 한번 패키지 테스트를 하게 된다. 패키지 테스트는 TDBI(Test During Burn In) → 테스트 → 외관 검사 순으로 진행된다. TDBI는 칩에 전압과 온도로 스트레스를 가하는 번인 테스트를 뜻한다. 이후 테스트 공정에서 온도 코너 테스트를 실시하여 칩의 AC/DC 인자 약점 및 Cell과 Peri 영역에서 고객이 요구하는 동작이 스펙을 만족하는지 검증한다. 마킹 과정을 거친 이후 외관 검사를 통해 외관 불량도를 선별한다.

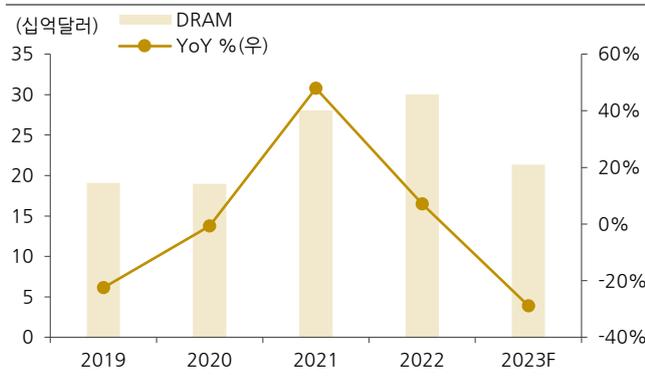
### 3 2023년 메모리 반도체 업체 CAPA 투자는 제한적

#### 테스트 부품 물량은 반도체 업체 CAPA 투자가 중요

웨이퍼 테스트와 패키지 테스트 모두 반도체 업체의 생산량과 CAPA 확대 여부에 따라 물량이 결정된다. 특히 웨이퍼 테스트의 경우 Wafer CAPA 투자, 패키지 테스트는 전공정 CAPA와 더불어 수율, 칩의 종류에 따라 투자 규모가 결정된다.

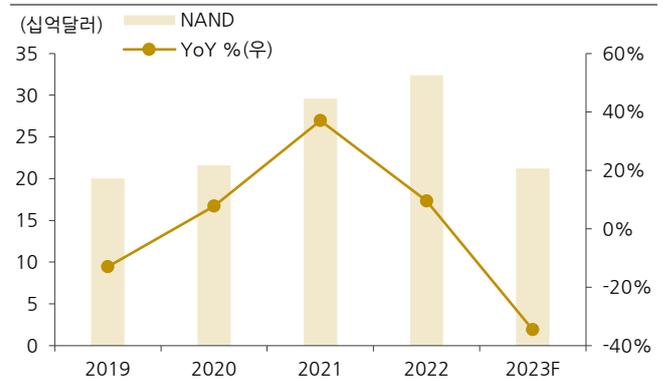
동사의 매출 비중이 높은 메모리 반도체 업계 CAPA의 경우 삼성전자, SK하이닉스, Micron 모두 2023년 CAPA 투자는 매우 제한될 것으로 보인다. SK하이닉스와 Micron의 CAPEX는 -50% YoY 이상 감소할 것으로 전망되며, 삼성전자의 경우 CAPEX 감소폭이 크지 않을 것으로 보이나 이는 P4 등 인프라 투자, EUV 적용 확대 등에 따른 단위당 CAPEX 증가에 기인한다. 2023년 글로벌 DRAM CAPEX는 -28.9% YoY, NAND CAPEX는 -34.6% YoY 축소될 것으로 전망된다. CAPA 기준으로 보면 사실상 2023년의 신규 CAPA 투자는 전무할 것으로 예상된다.

글로벌 DRAM CAPEX 추이



자료: TrendForce, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 NAND CAPEX 추이



자료: TrendForce, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 투자포인트

### 1 상저하고 반도체 업황

#### 하반기 수요 개선으로

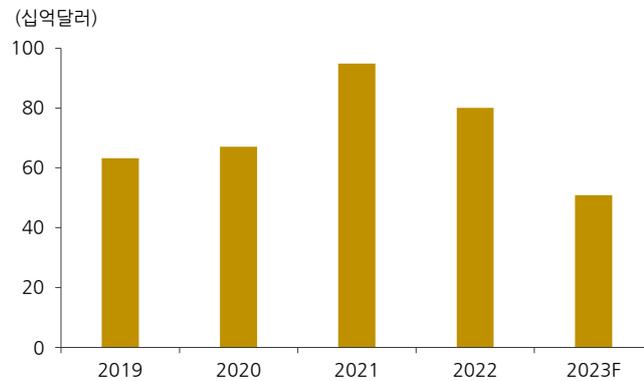
#### 하반기 반도체 업황 회복 기대

동사와 같은 부품 업체에 있어 반도체 업체 CAPA 증설의 부재는 부품 물량 증가가 제한적이게 됨으로 매출액 정체 요소이고, 감산은 통상적인 재고 조정으로 이어져 매출액 감소 요소이다. 2023년 상반기는 반도체 수요 둔화와 업계의 높은 재고 수준에 따라 공급 업체들은 강한 감산을 보일 것으로 예상된다. CAPA 투자도 제한적일 것이다. 다만 업계 내 메모리 반도체 재고는 1Q23에 Peak를 기록한 이후 점진적으로 낮아질 것으로 예상되고, 하반기 수요 개선과 함께 업황도 반등할 것으로 전망한다.

상반기에 생산을 축소하였던 반도체 업체들은 하반기에 수요 확대에 대응하기 위해 가동률 확대가 이어질 것으로 전망한다. 모바일은 COVID-19 이후 중화권 중심의 수요 개선이 기대되고, 서버는 Cloud의 장기적인 성장 추세가 이어지는 가운데 AI 서버의 수요 역시 큰 성장이 기대된다.

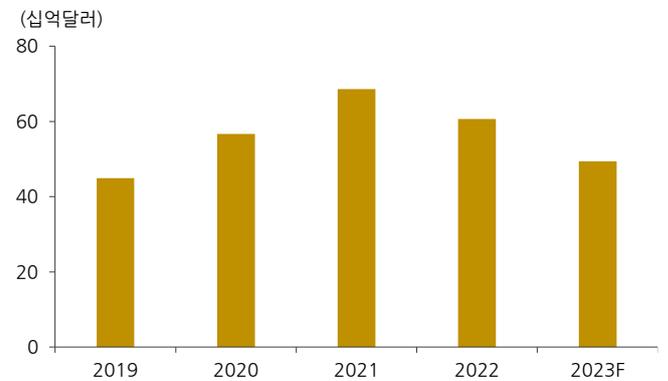
반도체 소재와 부품 업체들의 실적 역시 반도체 업체들의 가동률과 투자 재개에 따라 움직이기 때문에 하반기 실적이 상반기 대비 좋을 것으로 예상된다.

#### 연간 DRAM 시장 추이



자료: TrendForce, 한국R협의회 기업리서치센터

#### 연간 NAND 시장 추이



자료: TrendForce, 한국R협의회 기업리서치센터

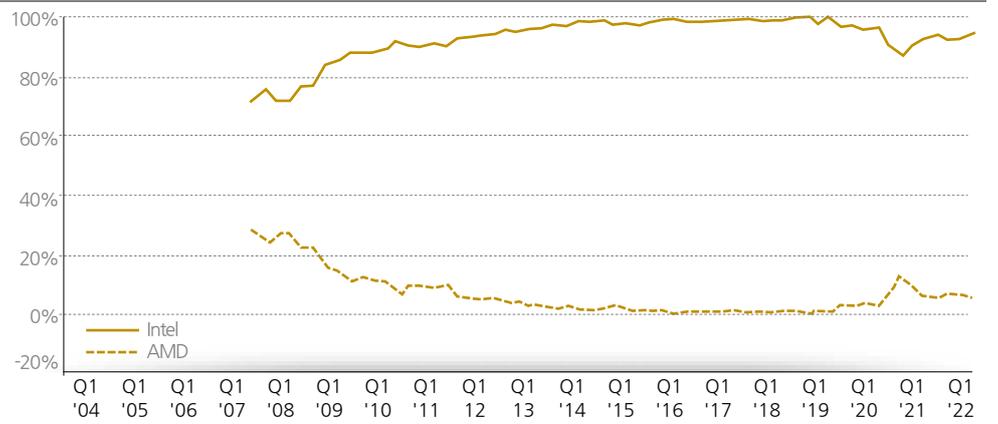
### 2 신규 CPU Sapphire Rapids 출시 효과

#### 신규 CPU는 소켓과

#### 보드 수요에 긍정적

Intel의 서버 CPU인 Sapphire Rapids가 2023년 1월 10일에 출시되었다. 당초 출시 예정은 2021년 4분기였으나 지속적으로 출시가 지연되며 1년 이상 늦게 출시되었다. Intel의 CPU 경쟁력이 과거 대비 많이 약화되었다고는 하나 여전히 서버 시장에서의 CPU 점유율은 94% 수준으로 절대적이다. 1년 넘게 출시가 지연된 만큼 신규 CPU에 대한 대기 수요도 충분히 축적되었을 것으로 예상된다.

서버 CPU 시장 점유율



자료: PassMark, 한국IR협의회 기업리서치센터

신규 CPU와 DDR5는 Interface Board, Test Socket 수요에 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 예상하며, 수혜 강도는 DDR5 생산이 확대되는 하반기에 강할 것으로 전망한다.

Intel CPU 로드맵

|                  | Sapphire Rapids    | Emeralds Rapids    | Granite Rapids        | Diamond Rapids        |
|------------------|--------------------|--------------------|-----------------------|-----------------------|
| Series           | 4th Gen Xeon       | 5th Gen Xeon       | 6th Gen Xeon          | 7th Gen Xeon          |
| Socket           | Socket E           | Socket E           | TBC                   | TBC                   |
| Release Year     | 2023               | 2023               | 2024                  | 2025+                 |
| Platform         | Eagle Stream       | Eagle Stream       | Birch Stream          | TBC                   |
| Core $\mu$ Arch  | Golden Cove        | Redwood Cove       | Next Performance-Core | Next Performance-Core |
| Fabrication Node | Intel 7            | Intel 7            | Intel 3               | TBC                   |
| Max Cores        | 56                 | ~64                | TBC                   | TBC                   |
| Max TDP          | 350W               | ~370W              | TBC                   | TBC                   |
| Max L3 Cache     | 112MB              | 120MB              | TBC                   | TBC                   |
| Memory Support   | 8x DDR5~4800       | 8x DDR5~5600       | 8x DDR5               | 8x DDR5               |
| HBM Support      | up to 64GB HBM2e   | Yes                | Yes                   | Yes                   |
| PCI Express      | PCIe 5/4, 80 lanes | PCIe 5.0, 80 lanes | PCIe 5.0              | PCIe 6.0              |
| CXL Support      | Gen1               | Gen1               | Gen2                  | Gen3                  |

자료: ViderCardz, 한국IR협의회 기업리서치센터

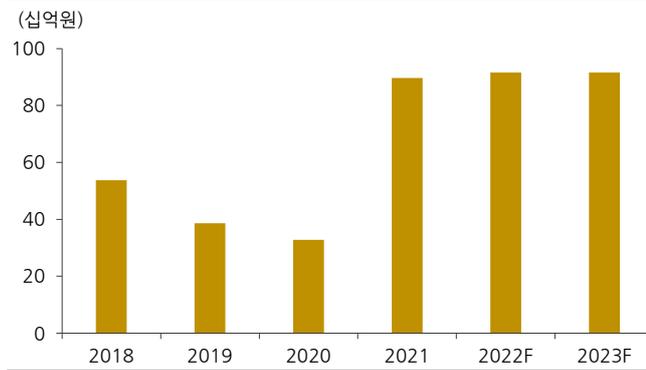
3 DRAM Probe Card와 신규 CAPA 투자

신규 CAPA 투자로  
신규 수요 대응

동사의 Probe Card는 대부분 NAND형 제품이다. DRAM형 Probe Card는 외산 업체들이 대부분 공급하고 있는 상황이다. DRAM의 경우 NAND 대비 핀의 피치가 더 좁다. NAND Probe Card는 약 5만개의 핀이 필요하나 DRAM 제품은 약 8만개의 핀이 필요하다. 이렇듯 높은 개발 난이도로 인해 국내 업체들의 진출이 제한적이었다. 동사는 DRAM 고객사 쉘(Qualification, 고객사 인증)을 진행 중이며 쉘 통과시 하반기부터 매출이 발생할 것으로 기대된다.

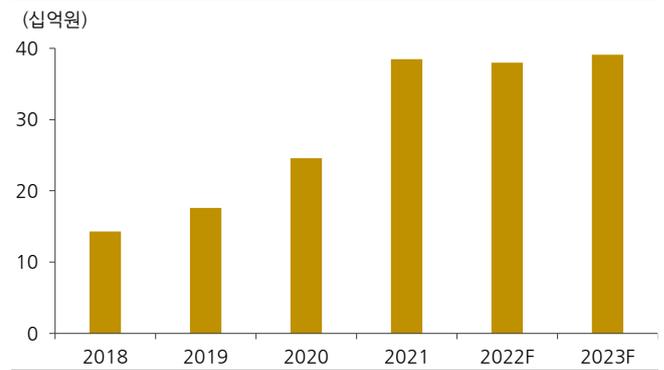
동사는 2021년 말부터 신규 CAPA를 투자 중이다. Socket과 Probe Card CAPA를 확대 중이며 Probe Card 라인에서는 DRAM향 제품을 양산할 것으로 보인다. Socket과 Probe Card 신규 CAPA 증설분은 연간 매출액 기준으로 각각 약 200억원 수준으로 파악된다. 하반기에는 증설 효과가 나타날 것으로 예상된다.

프로브 카드 연간 매출액 추이



자료: 티에스이, 한국IR협의회 기업리서치센터

소켓 연간 매출액 추이



자료: 티에스이, 한국IR협의회 기업리서치센터

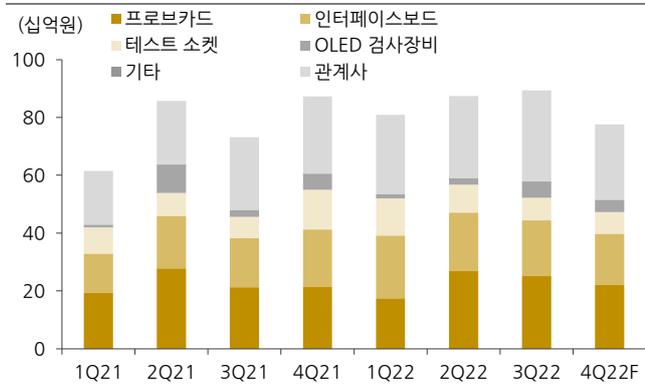
## 실적 추이 및 전망

### 1 감산 영향 시작된 4Q22

#### 4Q22 반도체 업황 둔화로 재고조정 발생

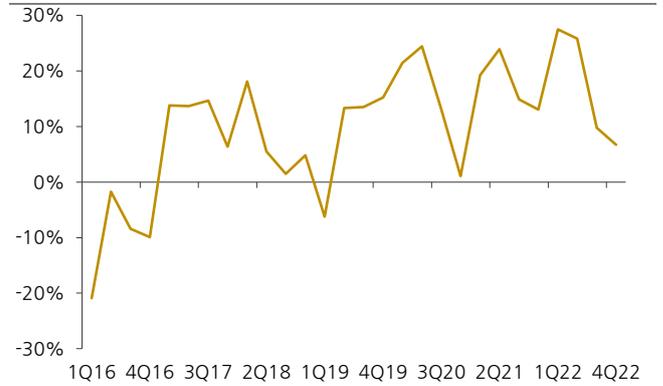
동사의 2022년 연결 실적은 매출액 3,352억원(+9.0% YoY), 영업이익 58.7억원(+7.4% YoY)으로 예상된다. 반도체 업황 둔화의 영향으로 4Q22부터 실적 감소세를 보인 것으로 파악된다. 메모리 반도체 업체들은 감산에 진입하였고, 이는 동사의 Probe Card 물량에 영향을 끼쳤다. 주요 고객사인 SK하이닉스의 감산 속도가 빨랐으며 중국 반도체 고객사는 미-중 반도체 제재에 따른 투자 지연으로 물량이 급감하였다. 따라서 4Q22F 매출액 776억원(-11.2% YoY, -13.3% QoQ), 영업이익 52억원(-54.5% YoY, -40.5% QoQ)을 전망한다.

티에스이 부문별 분기 매출액 추이



자료: 티에스이, 한국IR협의회 기업리서치센터

티에스이 분기 OPM 추이



자료: 티에스이, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 2 어려운 업황 속에도 CAPA 증설 효과 기대

#### 반도체 업체 가동률 하락으로 부품 수요 둔화

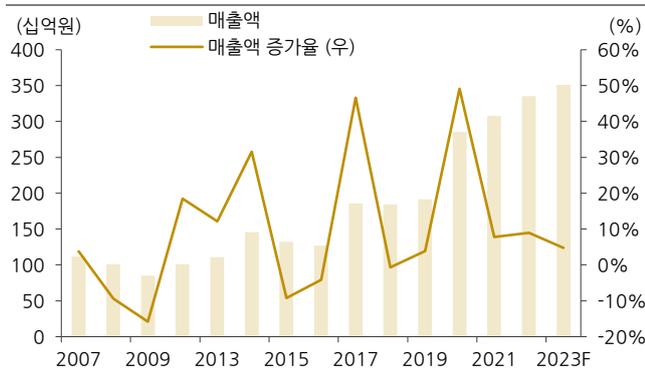
2023년 티에스이의 연결 매출액 3,510억원(+4.7% YoY), 영업이익 628억원(+7.1 YoY)을 예상된다. 동사와 같은 부품 업체에 있어 반도체 업체 CAPA 증설의 부재는 물량 증가의 제한을 의미하여 매출액의 정체 요소이고, 감산은 통상적인 재고 조정으로 이어져 매출액의 감소 요소이다. 즉 2023년 상반기는 반도체 수요 둔화와 업계의 높은 재고 수준에 따라 공급 업체들은 강한 감산을 보일 것으로 예상된다. CAPA 투자도 제한적일 것이다. 여기에 더해 공급 업체들은 미세화 속도 조절에도 들어갔다. 스펙 변화와 함께하는 Probe Card 특성상 교체 주기가 길어질 것으로 보인다. 따라서 상반기 동사 실적의 큰 반전을 기대하기는 어렵다.

#### 하반기 수요 개선에 따른 고객사 주문 확대 기대

다만 업계 메모리 재고는 1Q23에 Peak를 기록한 이후 점진적으로 낮아질 것으로 예상되고 하반기 수요 개선과 함께 업황도 반등할 것으로 전망한다. FED의 금리인상 마무리와 구매를 지연하며 보유 재고를 소진하고 있는 IT 고객사의 하반기 IT 계절적 수요 회복에 따른 구매 재개 등을 예상된다. 특히 중국 모바일 시장은 COVID-19 집단 면역 이후 소비 회복이 기대된다. 상반기 생산을 축소했던 반도체 업체들은 하반기에 수요 확대에 대응하기 위한 가동률 확대가 이어질 것이다.

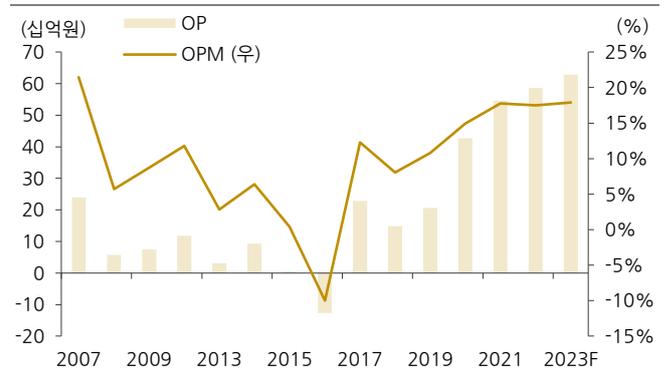
부문별로 보면 Probe Card는 상반기 NAND 감소 영향을 받았으나, 하반기에는 DRAM향 Probe Card 신규 매출 발생이 기대된다. Interface Board와 Test Socket은 Intel의 Sapphire Rapids향 매출 및 신규 CPU 확대에 따른 DDR5향 수요 증가가 예상된다. CAPA 측면에서도 Probe Card와 Test Socket과 함께 자회사들의 증설 효과를 기대한다. 2021년에는 타이거일렉의 설비 증설이 있었고 2022년 수출 안정 및 고객사 확대를 통해 2023년 매출 확대를 전망한다. 또한 자회사 메가터치의 포고 핀 및 2차전지 핀 신규 생산 설비 확대 및 지엠테스트 Test 설비에 약 200억원을 투자하였다. 메가터치의 경우 내부 거래 비중은 약 15%에 불과해 CAPA 증설과 함께 매출 증가가 예상된다.

티에스이 매출액 및 매출액 증가율 추이



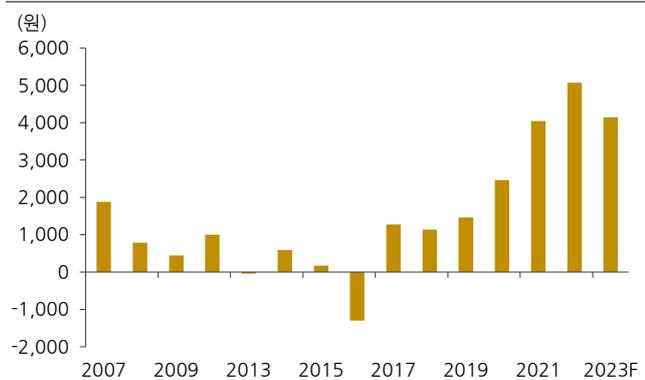
자료: WseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

티에스이 영업이익 및 영업이익률 추이



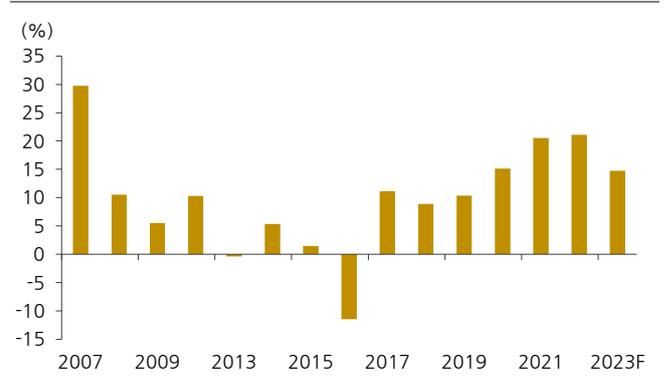
자료: WseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

티에스이 EPS 추이



자료: WseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

티에스이 ROE 추이



자료: WseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

티에스이 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|                | 1Q21    | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21    | 1Q22  | 2Q22  | 3Q22  | 4Q22F | 2021  | 2022F | 2023F |
|----------------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액            | 61.5    | 85.7  | 73.1  | 87.3    | 80.9  | 87.3  | 89.4  | 77.6  | 307.7 | 335.2 | 351.0 |
| 프로브카드          | 19.3    | 27.8  | 21.2  | 21.4    | 17.4  | 26.9  | 25.1  | 22.1  | 89.7  | 91.5  | 91.5  |
| 인터페이스보드        | 13.5    | 18.0  | 17.0  | 19.8    | 21.7  | 20.1  | 19.3  | 17.5  | 68.3  | 78.6  | 82.0  |
| 테스트 소켓         | 9.2     | 8.1   | 7.4   | 13.8    | 12.9  | 9.7   | 7.8   | 7.6   | 38.5  | 38.0  | 39.1  |
| 디스플레이 장비       | 0.9     | 9.8   | 2.3   | 5.5     | 1.4   | 2.2   | 5.7   | 4.3   | 18.5  | 13.6  | 14.6  |
| 기타             | 0.1     | 0.1   | 0.1   | 0.1     | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 자회사            | 18.5    | 21.9  | 25.2  | 26.7    | 27.4  | 28.4  | 31.4  | 26.0  | 92.3  | 113.2 | 123.5 |
| 영업이익           | 11.9    | 20.5  | 10.9  | 11.4    | 22.2  | 22.5  | 8.7   | 5.2   | 54.6  | 58.7  | 62.8  |
| 당기순이익          | 10.7    | 16.7  | 11.9  | 5.4     | 18.0  | 20.7  | 13.2  | 4.2   | 44.7  | 56.0  | 65.2  |
| Margin (%)     |         |       |       |         |       |       |       |       |       |       |       |
| OPM            | 19.3    | 23.9  | 14.9  | 13.1    | 27.5  | 25.8  | 9.8   | 6.7   | 17.8  | 17.5  | 17.9  |
| NPM            | 17.4    | 19.5  | 16.3  | 6.2     | 22.2  | 23.7  | 14.7  | 5.4   | 14.5  | 16.7  | 18.6  |
| YoY Growth (%) |         |       |       |         |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액            | 7.5     | 20.9  | -23.0 | 39.9    | 31.5  | 1.9   | 22.3  | -11.2 | 7.8   | 9.0   | 4.7   |
| 프로브카드          | 67.8    | 39.0  | 17.8  | 59.7    | -9.8  | -3.2  | 18.4  | 3.4   | 42.8  | 2.0   | -     |
| 인터페이스보드        | 3.8     | 21.6  | 29.8  | 41.4    | 60.7  | 11.7  | 13.5  | -11.6 | 24.4  | 15.1  | 4.3   |
| 테스트 소켓         | 84.0    | 58.8  | 34.5  | 53.3    | 40.2  | 19.8  | 5.4   | -45.2 | 56.5  | -1.4  | 2.9   |
| 디스플레이 장비       | -87.8   | 27.3  | -89.8 | 292.9   | 55.6  | -77.6 | 147.8 | -22.3 | -52.7 | -26.6 | 7.4   |
| 기타             | 0.0     | 0.0   | 0.0   | 0.0     | -     | -     | -     | -     | 100.0 | -     | -     |
| 자회사            | -8.9    | -5.2  | -29.6 | 8.5     | 48.1  | 29.7  | 24.6  | -2.7  | -11.1 | 22.6  | 9.1   |
| 영업이익           | -3.4    | 18.2  | -12.3 | 1,563.2 | 87.5  | 9.9   | -19.8 | -54.5 | 27.9  | 7.4   | 7.1   |
| 당기순이익          | 4.9     | 38.1  | 49.5  | 흑전      | 67.8  | 23.7  | 10.7  | -22.5 | 64.5  | 25.2  | 16.5  |
| QoQ Growth (%) |         |       |       |         |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액            | -1.4    | 39.2  | -14.7 | 19.5    | -7.3  | 7.9   | 2.4   | -13.3 |       |       |       |
| 프로브카드          | 44.0    | 44.0  | -23.7 | 0.9     | -18.7 | 54.6  | -6.7  | -11.8 |       |       |       |
| 인터페이스보드        | -3.6    | 33.3  | -5.6  | 16.5    | 9.6   | -7.4  | -4.0  | -9.3  |       |       |       |
| 테스트 소켓         | 2.2     | -12.0 | -8.6  | 86.5    | -6.5  | -24.8 | -19.6 | -3.0  |       |       |       |
| 디스플레이 장비       | -35.7   | 988.9 | -76.5 | 139.1   | -74.5 | 57.1  | 159.1 | -25.0 |       |       |       |
| 기타             | -       | -     | -     | -       | -     | -     | -     | -     |       |       |       |
| 자회사            | -24.8   | 18.4  | 15.1  | 6.0     | 2.6   | 3.6   | 10.6  | -17.3 |       |       |       |
| 영업이익           | 1,627.7 | 72.8  | -46.8 | 4.8     | 94.8  | 1.3   | -61.2 | -40.5 |       |       |       |
| 당기순이익          | 흑전      | 56.0  | -28.8 | -54.3   | 230.9 | 15.0  | -36.3 | -68.1 |       |       |       |

자료: WiseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

## Valuation

### 1 2023F PER 9.6x 수준

**업황 둔화 반영하고 있는  
Valuation 수준**

동사의 현재가는 2023F 실적 기준 PER 9.6x 수준이다. 이는 동사의 Historical PER Band 중하단 수준에 위치한다. 국내 Peer의 평균 2023F PER은 14.8x 수준이다. 국내 Peer의 경우 Test Socket 업체인 리노공업과 ISC를 선정하였다. Probe Card의 대표적인 경쟁사인 KI(Korea Instrument)는 비상장 업체라 비교가 어렵기 때문이다. 동사는 Peer 대비 상대적으로 낮은 Valuation을 받고 있다. 이는 매출 성장성과 수익성이 높은 소켓의 매출 비중이 경쟁사 대비 낮기 때문이라고 판단된다. 리노공업의 경우 소켓 및 핀 매출액 비중은 91.9%, ISC는 86.3%이며 티에스이는 11.3%이다. 다만 현수준의 Valuation은 반도체 업황 둔화를 충분히 반영하고 있는 수준으로 판단한다.

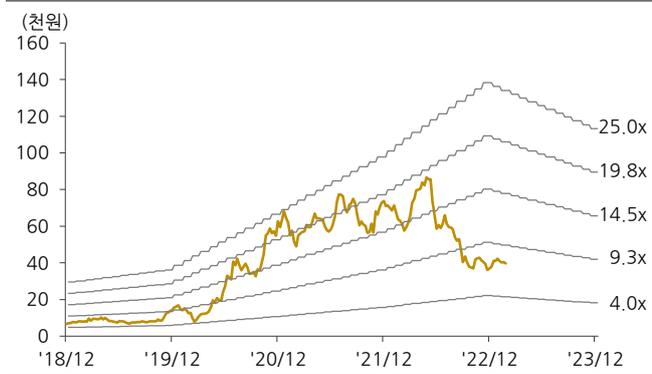
**동종 업종 밸류에이션**

(단위: 원, 십억원, 배)

| 기업명         | 증가            | 시가총액       | 매출액        |            |            | PER         |            |            | PBR        |            |            |
|-------------|---------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|             |               |            | 2021       | 2022F      | 2023F      | 2021        | 2022F      | 2023F      | 2021       | 2022F      | 2023F      |
| 코스피         | 2,455         | 1,880,620  | 2,924,624  | 2,737,168  | 2,843,673  | -           | 11.7       | 13.6       | -          | 1.0        | 0.9        |
| 코스닥         | 789           | 370,713    | 274,267    | 115,921    | 138,617    | -           | 20.9       | 16.2       | -          | 2.4        | 2.1        |
| <b>티에스이</b> | <b>39,700</b> | <b>439</b> | <b>308</b> | <b>335</b> | <b>351</b> | <b>18.2</b> | <b>7.3</b> | <b>9.6</b> | <b>3.4</b> | <b>1.4</b> | <b>1.3</b> |
| 리노공업        | 170,000       | 2,591      | 280        | 334        | 379        | 29.1        | 21.2       | 19.2       | 7.2        | 5.2        | 4.4        |
| ISC         | 37,650        | 655        | 145        | 186        | 221        | 19.0        | 11.7       | 10.4       | 2.5        | 2.3        | 1.9        |

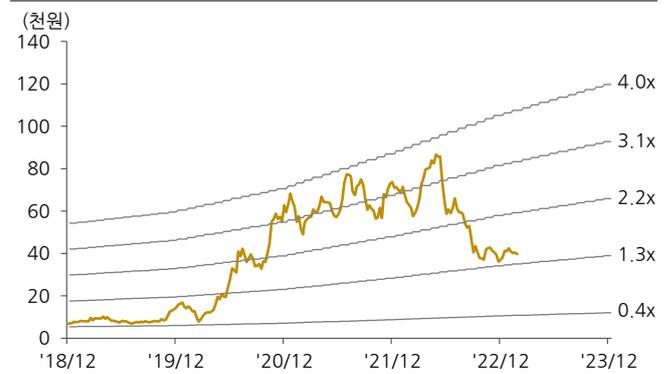
주: 2023년 2월 20일 종가기준, 2022년, 2023년 비교 기업의 실적 추정은 컨센서스 기준, 자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협의회 기업리서치센터

**PER Band**



자료: WseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

**PBR Band**



자료: WseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 리스크 요인

### 1 삼성전자 스마트폰 출하량 정체

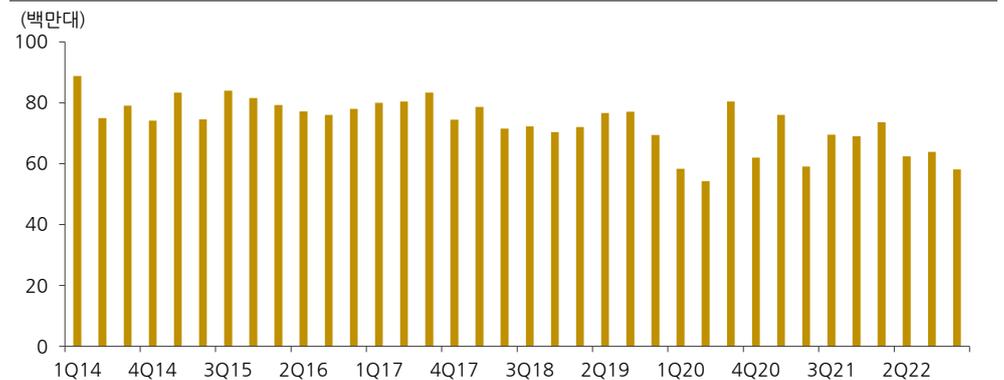
#### 삼성전자 스마트폰 출하 정체로 엘튠 물량 증가도 제한적

동사 Test Socket 제품 중 Eltune(엘튠)은 AP용 리버 소켓이다. 동사의 제품은 1Q20 개발 완료 후 4Q20부터 Qualcomm과 삼성전자의 AP에 탑재되며 동사 소켓 매출 성장을 견인하였다. 동사의 제품이 하이엔드 엑시노스 와 스냅드래곤에 탑재되는 만큼 갤럭시S23의 출하량도 중요한 지표 중 하나이다.

삼성전자의 엑시노스2200는 갤럭시S22에서 Qualcomm의 스냅드래곤과 국가별 교차 탑재되었고, 갤럭시S23에는 탑재되지 못하였다. 엑시노스2200이 저조한 성능을 보였고 엑시노스2300은 결국 출시되지 못한 것이 원인이다. 하지만 동사의 제품이 스냅드래곤에도 적용되기 때문에 엑시노스의 물량 감소분은 충분히 상쇄되었다. 다만 삼성전자의 스마트폰 출하량은 2021년 2.72억대에서 2022년 2.59억대로 -4.8% YoY 감소하여 연간 엘튠의 성장성도 정체된 것으로 파악된다.

2023년에도 소비 부진과 Set 업체들의 마케팅 활동 위축, 높은 재고 수준으로 인해 상반기까지 위축된 수요가 지속될 것으로 보인다. 하반기 수요 반등을 예상하더라도 상반기 부진한 글로벌 스마트폰 시장 상황을 반영하면 2023년 삼성전자의 스마트폰 출하량은 전년 수준을 기록할 것으로 예상된다. 따라서 엘튠의 2023년 매출액 성장도 2022년 수준을 보일 것으로 전망한다.

#### 삼성전자 스마트폰 출하량 추이



자료: 삼성전자, 한국IR협의회 기업리서치센터

**포괄손익계산서**

| (억원)            | 2019         | 2020         | 2021         | 2022F        | 2023F        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>1,915</b> | <b>2,855</b> | <b>3,077</b> | <b>3,352</b> | <b>3,510</b> |
| 증가율(%)          | 3.8          | 49.1         | 7.8          | 9.0          | 4.7          |
| <b>매출원가</b>     | <b>1,394</b> | <b>2,033</b> | <b>2,098</b> | <b>2,286</b> | <b>2,394</b> |
| 매출원가율(%)        | 72.8         | 71.2         | 68.2         | 68.2         | 68.2         |
| <b>매출총이익</b>    | <b>521</b>   | <b>822</b>   | <b>978</b>   | <b>1,066</b> | <b>1,116</b> |
| 매출이익률(%)        | 27.2         | 28.8         | 31.8         | 31.8         | 31.8         |
| <b>판매관리비</b>    | <b>315</b>   | <b>395</b>   | <b>432</b>   | <b>479</b>   | <b>488</b>   |
| 판매비율(%)         | 16.4         | 13.8         | 14.0         | 14.3         | 13.9         |
| <b>EBITDA</b>   | <b>371</b>   | <b>603</b>   | <b>760</b>   | <b>981</b>   | <b>979</b>   |
| EBITDA 이익률(%)   | 19.4         | 21.1         | 24.7         | 29.3         | 27.9         |
| 증가율(%)          | 23.5         | 62.5         | 26.1         | 29.1         | -0.2         |
| <b>영업이익</b>     | <b>207</b>   | <b>427</b>   | <b>546</b>   | <b>587</b>   | <b>628</b>   |
| 영업이익률(%)        | 10.8         | 15.0         | 17.8         | 17.5         | 17.9         |
| 증가율(%)          | 39.3         | 106.7        | 27.9         | 7.4          | 7.1          |
| <b>영업외손익</b>    | <b>12</b>    | <b>-63</b>   | <b>88</b>    | <b>212</b>   | <b>25</b>    |
| 금융수익            | 97           | 296          | 126          | 228          | 41           |
| 금융비용            | 77           | 333          | 25           | 18           | 18           |
| 기타영업외손익         | -8           | -26          | -13          | 1            | 1            |
| 총속/관계기업관련손익     | -5           | 9            | 7            | 7            | 7            |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>213</b>   | <b>374</b>   | <b>641</b>   | <b>805</b>   | <b>660</b>   |
| 증가율(%)          | 29.1         | 75.3         | 71.5         | 25.6         | -18.1        |
| 법인세비용           | 53           | 80           | 209          | 193          | 158          |
| 계속사업이익          | 160          | 294          | 432          | 612          | 501          |
| 중단사업이익          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>당기순이익</b>    | <b>160</b>   | <b>294</b>   | <b>432</b>   | <b>612</b>   | <b>501</b>   |
| 당기순이익률(%)       | 8.4          | 10.3         | 14.1         | 18.3         | 14.3         |
| 증가율(%)          | 24.9         | 84.0         | 46.9         | 41.5         | -18.1        |
| 지배주주지분 순이익      | 162          | 272          | 447          | 560          | 459          |

**현금흐름표**

| (억원)                | 2019        | 2020        | 2021        | 2022F       | 2023F       |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>영업활동으로인한현금흐름</b> | <b>102</b>  | <b>600</b>  | <b>462</b>  | <b>986</b>  | <b>806</b>  |
| 당기순이익               | 160         | 294         | 432         | 612         | 501         |
| 유형자산 상각비            | 152         | 161         | 197         | 375         | 336         |
| 무형자산 상각비            | 12          | 15          | 16          | 20          | 15          |
| 외환손익                | 5           | 30          | 2           | 0           | 0           |
| 운전자본의감소(증가)         | -288        | -31         | -324        | -12         | -38         |
| 기타                  | 61          | 131         | 139         | -9          | -8          |
| <b>투자활동으로인한현금흐름</b> | <b>-123</b> | <b>-601</b> | <b>-635</b> | <b>-627</b> | <b>-224</b> |
| 투자자산의 감소(증가)        | 6           | -23         | 5           | 1           | 3           |
| 유형자산의 감소            | 1           | 25          | 32          | 0           | 0           |
| 유형자산의 증가(CAPEX)     | -238        | -389        | -361        | -580        | -200        |
| 기타                  | 108         | -214        | -311        | -48         | -27         |
| <b>재무활동으로인한현금흐름</b> | <b>67</b>   | <b>74</b>   | <b>99</b>   | <b>-53</b>  | <b>-64</b>  |
| 차입금의 증가(감소)         | 85          | 29          | 39          | 0           | -10         |
| 사채의증가(감소)           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 자본의 증가              | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 배당금                 | -20         | -20         | -27         | -53         | -54         |
| 기타                  | 2           | 65          | 87          | 0           | 0           |
| <b>기타현금흐름</b>       | <b>1</b>    | <b>-2</b>   | <b>33</b>   | <b>20</b>   | <b>20</b>   |
| <b>현금의증가(감소)</b>    | <b>47</b>   | <b>71</b>   | <b>-41</b>  | <b>326</b>  | <b>538</b>  |
| 기초현금                | 218         | 265         | 336         | 295         | 621         |
| 기말현금                | 265         | 336         | 295         | 621         | 1,159       |

**재무상태표**

| (억원)          | 2019         | 2020         | 2021         | 2022F        | 2023F        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>   | <b>1,330</b> | <b>1,474</b> | <b>1,922</b> | <b>2,323</b> | <b>2,935</b> |
| 현금성자산         | 265          | 336          | 295          | 621          | 1,159        |
| 단기투자자산        | 118          | 282          | 537          | 585          | 612          |
| 매출채권          | 600          | 442          | 609          | 573          | 600          |
| 재고자산          | 275          | 328          | 367          | 419          | 433          |
| 기타유동자산        | 72           | 85           | 114          | 125          | 131          |
| <b>비유동자산</b>  | <b>1,306</b> | <b>1,537</b> | <b>1,796</b> | <b>1,987</b> | <b>1,839</b> |
| 유형자산          | 944          | 1,160        | 1,288        | 1,493        | 1,357        |
| 무형자산          | 131          | 145          | 158          | 138          | 123          |
| 투자자산          | 143          | 146          | 214          | 220          | 223          |
| 기타비유동자산       | 88           | 86           | 136          | 136          | 136          |
| <b>자산총계</b>   | <b>2,636</b> | <b>3,011</b> | <b>3,718</b> | <b>4,309</b> | <b>4,775</b> |
| <b>유동부채</b>   | <b>562</b>   | <b>604</b>   | <b>756</b>   | <b>781</b>   | <b>804</b>   |
| 단기차입금         | 226          | 227          | 242          | 242          | 242          |
| 매입채무          | 93           | 104          | 134          | 130          | 136          |
| 기타유동부채        | 243          | 273          | 380          | 409          | 426          |
| <b>비유동부채</b>  | <b>126</b>   | <b>158</b>   | <b>260</b>   | <b>269</b>   | <b>264</b>   |
| 사채            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 장기차입금         | 44           | 65           | 132          | 132          | 122          |
| 기타비유동부채       | 82           | 93           | 128          | 137          | 142          |
| <b>부채총계</b>   | <b>688</b>   | <b>762</b>   | <b>1,016</b> | <b>1,050</b> | <b>1,068</b> |
| <b>지배주주지분</b> | <b>1,644</b> | <b>1,951</b> | <b>2,401</b> | <b>2,906</b> | <b>3,311</b> |
| 자본금           | 55           | 55           | 55           | 55           | 55           |
| 자본잉여금         | 263          | 268          | 281          | 281          | 281          |
| 자본조정 등        | -114         | -74          | -87          | -87          | -87          |
| 기타포괄이익누계액     | 35           | 52           | 78           | 78           | 78           |
| 이익잉여금         | 1,405        | 1,650        | 2,073        | 2,579        | 2,984        |
| <b>자본총계</b>   | <b>1,948</b> | <b>2,249</b> | <b>2,702</b> | <b>3,259</b> | <b>3,707</b> |

**주요투자지표**

|               | 2019   | 2020   | 2021   | 2022F  | 2023F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E(배)        | 9.4    | 25.5   | 18.2   | 7.3    | 9.6    |
| P/B(배)        | 0.9    | 3.6    | 3.4    | 1.4    | 1.3    |
| P/S(배)        | 0.8    | 2.4    | 2.6    | 1.2    | 1.3    |
| EV/EBITDA(배)  | 4.7    | 11.5   | 10.6   | 3.7    | 3.5    |
| 배당수익률(%)      | 1.4    | 0.4    | 0.7    | 1.4    | 1.3    |
| EPS(원)        | 1,462  | 2,457  | 4,043  | 5,062  | 4,147  |
| BPS(원)        | 14,862 | 17,638 | 21,702 | 26,273 | 29,931 |
| SPS(원)        | 17,312 | 25,811 | 27,814 | 30,306 | 31,735 |
| DPS(원)        | 200    | 250    | 500    | 500    | 500    |
| <b>수익성(%)</b> |        |        |        |        |        |
| ROE           | 10.3   | 15.1   | 20.6   | 21.1   | 14.8   |
| ROA           | 6.5    | 10.4   | 12.9   | 15.2   | 11.0   |
| ROIC          | 10.5   | 19.3   | 20.0   | 20.4   | 21.4   |
| <b>안정성(%)</b> |        |        |        |        |        |
| 유동비율          | 236.7  | 244.1  | 254.2  | 297.3  | 364.9  |
| 부채비율          | 35.3   | 33.9   | 37.6   | 32.2   | 28.8   |
| 순차입금비율        | -3.9   | -12.8  | -16.0  | -24.7  | -37.3  |
| 이자보상배율        | 34.7   | 132.8  | 82.9   | 76.6   | 82.9   |
| <b>활동성(%)</b> |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율        | 0.8    | 1.0    | 0.9    | 0.8    | 0.8    |
| 매출채권회전율       | 3.9    | 5.5    | 5.9    | 5.7    | 6.0    |
| 재고자산회전율       | 8.1    | 9.5    | 8.9    | 8.5    | 8.2    |

## Compliance notice

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

- 당사 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 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 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 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.