

# Daishin Small Cap

## 탐방일지

[리서치센터 스몰캡팀]

Analyst 박장욱 jangwook.park@daishin.com

Analyst 한승협 songhyeop.han@daishin.com

### 조광페인트

(004910)

#### 소재기업으로 발돋움

- 건축 및 공업용 도료 제조사업 영위 중
- 2차전지 방열소재 등 고마진 소재부문 진출에 따른 실적 개선 기대
- 24년 매출액과 영업이익은 전년과 비슷한 수준 기록 예상

### 아이씨티케이

(456010)

#### 양자컴퓨팅 시대, 보안 딥테크 선도

- 반도체 공정 편차 활용 PUF 기술로 해킹 저항성 높은 보안칩 개발
- 25년 이후 해외 매출 본격화를 통한 성장 기반을 마련하고 있음
- 미래 양자보안 표준 선도, 딥테크 기업 도약 추진

# 조광페인트 (004910)

박장욱 Jangwook.Park@dashin.com

투자이견 **N.R**

6개월 목표주가 **N.R**

현재주가 (24.12.12) **5,330**

스몰캡 업종

## 소재기업으로 발돋움

- 건축 및 공업용 도료 제조사업 영위 중
- 2차전지 방열소재 등 고마진 소재부문 진출에 따른 실적 개선 기대
- 24년 매출액과 영업이익은 전년과 비슷한 수준 기록 예상

### 도료 및 소재 제조업체

건축 및 공업용 등에 사용되는 도료 제조를 주요 사업으로 영위 중. 조선용 페인트를 생산하는 요턴사와의 JV로 설립된 조광요턴 (지분율 50%)의 지분법 손익 개선에 따른 지배주주순이익 증가 중. 23년 별도 매출액 기준 도료솔루션 67%, 소재솔루션 21%, 기타 11%로 구성

### 소재 업체로 디딤발을 내딛기 시작하는 동사

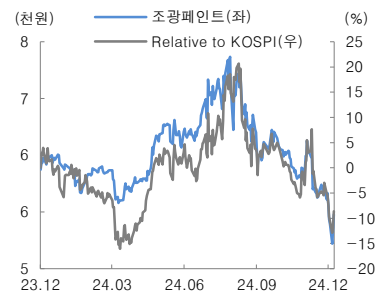
기존 도료 사업을 넘어, 2차전지 방열 소재, 디스플레이 편광판용 UV 접착제, 반도체 분산제, 자동차 AG 페이스트 등 다양한 분야에서 활용 가능한 소재로의 진출을 준비 중. 소재솔루션 부문은 기존 도료솔루션보다 높은 마진율을 기대할 수 있어, 전사 실적 개선에 크게 기여할 것으로 전망됨

### 24년 매출액 2,486억원(YoY -1.7%), 영업이익 38억원 (YoY +2.4%)

국내 제조업 경기 부진 등에 따라 24년 매출액과 영업이익은 전년과 비슷한 수준을 기록할 것으로 예상됨. 25년은 일반 도료부문 뿐 아니라 2차전지 방열소재 및 전지전자 등 소재부문의 실적 개선에 따른 매출 성장 및 마진율 개선이 나타날 것으로 기대됨. 소재부문의 마진율은 함에 따라 전사 마진율의 개선도 나타날 것으로 예상됨

KOSPI	2442.51
시가총액	682억원
시가총액비중	0.00%
자본금(보통주)	64억원
52주 최고/최저	7,960원 / 4,995원
120일 평균거래대금	3억원
외국인지분율	0.90%
주요주주	양성아 외 13 인 37.78%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-14.8	-14.2	-18.9	-12.6
상대수익률	-11.7	-11.7	-10.1	-9.7



### 영업실적 및 주요 투자지표

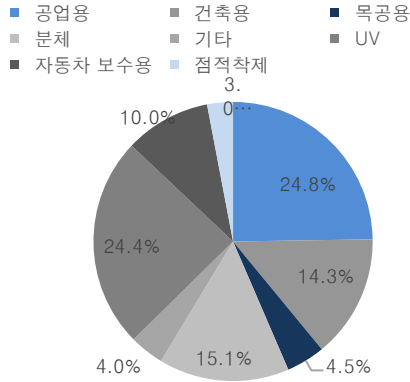
(단위: 억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	2,013	2,385	2,605	2,528	2,486
영업이익	-48	-88	-16	37	38
세전순이익	41	-311	-102	49	197
총당기순이익	45	-244	-73	48	153
지배지분순이익	45	-244	-73	48	153
EPS	349	-1,906	-566	372	1,198
PER	19.4	NA	NA	16.9	4.6
BPS	15,814	13,634	13,253	13,671	14,826
PBR	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	2.4	-12.9	-4.2	2.8	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

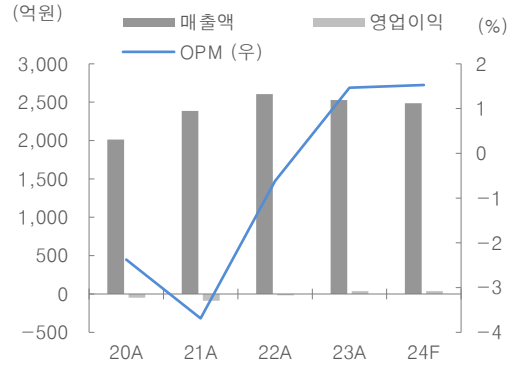
자료: 조광페인트, 대신증권 Research Center

그림 1. 매출액 비중



자료: 조광페인트, 대신증권 Research Center  
주: 3Q24 기준

그림 2. 매출액 및 영업이익 추이



자료: 조광페인트, 대신증권 Research Center

표 1. 조광페인트 연간 및 분기 실적추이 및 추정

(단위: 억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	23A	24F
<b>매출액</b>	<b>610</b>	<b>659</b>	<b>649</b>	<b>610</b>	<b>586</b>	<b>687</b>	<b>602</b>	<b>611</b>	<b>2,528</b>	<b>2,486</b>
yoy	-3.0%	-7.9%	6.8%	-6.6%	-3.9%	4.3%	-7.2%	0.1%	-2.9%	-1.7%
공업용	144	126	131	192	135	156	149	144	593	584
건축용	40	54	38	223	66	104	86	91	355	347
목공용	16	17	14	56	24	31	27	34	103	116
분체	45	28	30	281	95	98	91	90	384	374
기타	365	433	436	-165	21	23	24	22	1,069	90
UV	-	-	-	-	176	203	147	144	-	670
자보	-	-	-	-	57	58	60	67	-	242
점적착제	-	-	-	-	12	14	18	19	-	63
<b>매출총이익</b>	<b>95</b>	<b>120</b>	<b>130</b>	<b>116</b>	<b>104</b>	<b>142</b>	<b>116</b>	<b>118</b>	<b>461</b>	<b>480</b>
yoy	-5.5%	9.9%	115.6%	27.2%	9.1%	18.0%	-10.5%	1.8%	27.5%	4.1%
매출총이익률	15.7%	18.2%	20.0%	19.0%	17.8%	20.6%	19.3%	19.3%	18.2%	19.3%
<b>영업이익</b>	<b>-8</b>	<b>10</b>	<b>23</b>	<b>13</b>	<b>-6</b>	<b>31</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>37</b>	<b>38</b>
yoy	적자전환	흑자전환	흑자전환	-356.9%	적자지속	198.3%	-71.1%	-47.1%	흑자전환	2.4%
영업이익률	-1.4%	1.6%	3.5%	2.0%	-1.0%	4.5%	1.1%	1.1%	1.5%	1.5%
<b>세전이익</b>	<b>-18</b>	<b>5</b>	<b>33</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>46</b>	<b>19</b>	<b>178</b>	<b>49</b>	<b>197</b>
yoy	흑자전환	흑자전환	흑자전환	-131.6%	-303.5%	916.6%	-41.0%	495.4%	흑자전환	303.0%
세전이익률	-3.0%	0.7%	5.0%	4.9%	6.4%	6.7%	3.2%	29.2%	1.9%	7.9%
<b>당기순이익</b>	<b>-19</b>	<b>2</b>	<b>26</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>18</b>	<b>178</b>	<b>48</b>	<b>153</b>
yoy	적자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	흑자전환	1970.9%	-32.4%	366.0%	흑자전환	222.2%
당기순이익률	-3.0%	0.3%	4.0%	6.3%	6.7%	5.8%	2.9%	29.1%	1.9%	6.2%

자료: 조광페인트, 대신증권 Research Center 추정

그림 3. 조광페인트 사업영역



자료: 조광페인트, 대신증권 Research Center

그림 4. 조광페인트 소재 솔루션 (1) - 디스플레이

디스플레이 소재 솔루션 개요

**제품 소개**

- 편광판용 코팅 소재**: 편광판에 적용되는 다양한 접착 솔루션
- 고기능성 코팅 소재**: Glass 및 필름에 고경도, 내오염 등의 기능성을 부여하는 코팅 소재
- 플렉시블 디스플레이용 코팅소재**: 플라스틱 소재의 내충격성을 보완하는 고경도 코팅 소재
- 마이크로 LED용 접착제**: 마이크로 LED 모듈 결합 공정에 핵심적인 접착 솔루션 제공

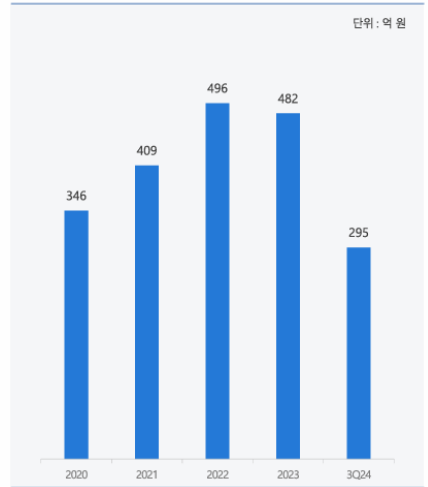
**타깃 시장**

- LED 37%
- LCD 63%
- 중국 61%
- 전세계 디스플레이 시장 점유율
- 국가별 LCD 점유율

**주요 고객**

- 중국 LCD 제조 기업에 LCD 편광판용 접착제 직수출
- 20년 LG화학 변광판 사업부 인수
- 杉金光电

디스플레이 소재 매출







자료: 조광페인트, 대신증권 Research Center

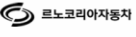



그림 5. 조광페인트 소재 솔루션 (2) - 모빌리티

모빌리티 소재 솔루션 개요

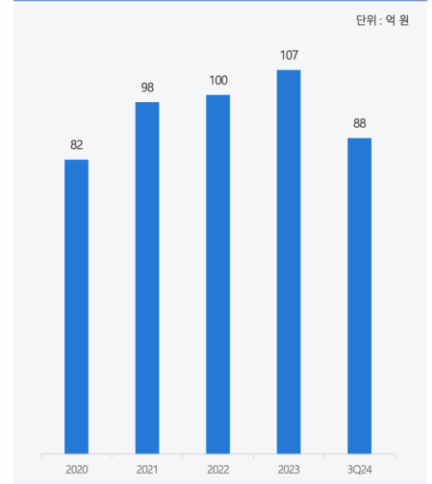
**제품 소개**

<p><b>시트용 수성 처리제</b></p>  <p>유성처리제의 기능을 구현하고 독성은 최소화한 수성처리제</p>	<p><b>내장재 플라스틱 코팅 소재</b></p>  <p>우수한 내후성과 미려한 고광택 외관 구현이 가능한 코팅 소재</p>
<p><b>친환경 바이오 코팅제</b></p>  <p>바이오 메스 원료 기반 자동차 인테리어 부품 신뢰성 규제 만족하는 코팅 소재</p>	<p><b>전자파 차폐 소재</b></p>  <p>전자장비에 필수적인 전자파 차폐 소재</p>

**주요 고객**

모빌리티 소재 매출



자료: 조광페인트, 대신증권 Research Center

그림 6. 조광페인트 소재 솔루션 (3) - 친환경 소재

친환경 소재 솔루션 개요

**제품 소개**

<p><b>수성 기반 코팅 소재</b></p>  <p>내마모성 광택도 등 다양한 물성을 보유한 친환경 코팅제</p>	<p><b>바이오메스 기반 코팅 소재</b></p>  <p>자동차, 전기전자 등 다양한 산업에 쓰이는 친환경 코팅 소재</p>
<p><b>바이오메스 원천 소재</b></p>  <p>캐슈넛 껍질 추출물인 카디놀을 이용한 친환경 원천 소재</p>	<p><b>나노셀룰로스 기반 소재</b></p>  <p>기존 유해한 유기 비인더를 대체하는 소재 제공</p>

**친환경 소재 솔루션 매출**

2025년 매출 예정

신재생 에너지 소재 솔루션 개요

**제품 소개**

태양광 백시트용 소재 (접착제 및 코팅제)

내마모성, 내오염성, 표면 질감 등의 특성 구현이 가능한 수성 처리제

**타깃 산업**

태양광 백시트 시장 규모  
단위: 십 억 달러

2.2 (2023) 약 2.4배 5.2 (2030(E))

**신재생 에너지 소재 솔루션 매출** (단위: 억 원)

연도	매출 (억 원)
2021	47
2022	66
2023	57
3Q24	43

자료: 조광페인트, 대신증권 Research Center

### 주요 사항 업데이트 및 Q&A

전년과 유사한 수준의 매출액과 영업이익 전 마

2024년 매출액은 2,486억 원(YoY -1.7%), 영업이익은 38억 원(YoY +2.4%)으로, 국내 제조업 경기 부진의 영향으로 전년과 유사한 수준을 기록할 것으로 예상된다. 25년에는 2차전지 방열소재를 포함한 신규 소재 사업 부문의 매출 성장으로, 매출액과 영업이익의 개선이 기대된다.

유가와 가격 연동성이 높은 도료부문의 제품 가격

Q. 페인트(도료 부문)의 경우, 주요 가격이 형성되는 과정이 어떻게 되는가?

A. 유가 상승 시 원재료 비용 증가에 따라 제품 가격이 인상되며, 반대로 유가 하락 시에는 가격이 조정되는 사이클 구조를 가지고 있다. 그러나 유가 하락에 따른 제품 가격 조정은 비교적 완만하게 이루어진다. 현재는 코로나 기간 동안 에폭시 원재료 가격이 2~3배 급등한 영향이 제품 판매가에 반영된 상태다.

평가상승에 따른 자회사 조광요턴의 실적 개선 나타나는 중

Q. 조선의 경우, 도크 증가가 없는 상황인데, 자회사인 조광요턴의 실적이 개선되는 이유가 무엇인가?

A. 평가상승에 따른 영향이다.

기존 도료사업에서의 혼합물 제조 경쟁력을 바탕으로 소재사업에 신규 진출

Q. 기존의 영위하던 도료사업과 소재사업과의 연관성이 있는가?

A. 기존 도료 사업자들은 화합물을 혼합하는 과정에서의 기술력과 경쟁력을 주요 강점으로 삼아 왔다. 이러한 노하우를 바탕으로 신규 소재 부문으로 사업을 확장하게 되었다.

사업 환경 변화로 IR 활동을 시작하게 된 동사

Q. 소재 사업의 경우, 다양한 전방산업 중 기대되는 분야는 ?

A. 2차전지 방열소재 및 디스플레이향 물량 증가가 매출액 기여가 가장 클 것으로 기대된다.

Q. 그동안 IR에 적극적이지 않았던 것으로 알고 있는데, 최근 IR을 시작하게 된 이유는 무엇인가?

A. 1) 소재 사업 진출로 인한 시장 내 재평가 2) 향후 자금 조달 필요성에 대비한 IR 활동 추진 3) 3세 경영 체제로의 전환에 따른 경영 스타일 변화가 있다.

Q. 회사에서 목표로 하고 있는 주주환원정책이 있는가?

A. 현재 명시하고 있는 주주환원정책은 없다.

재무제표

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	2,013	2,385	2,605	2,528	2,486
매출원가	1,720	2,126	2,243	2,067	2,006
매출총이익	293	260	362	461	480
판매비와관리비	340	348	378	424	442
영업이익	-48	-88	-16	37	38
영업이익률	-2.4	-3.7	-0.6	1.5	1.5
EBITDA	13	-21	44	100	102
영업외손익	89	-223	-86	12	159
관계기업손익	131	-53	-2	86	143
금융수익	7	15	7	35	34
외환관련이익	7	12	27	16	15
금융비용	-20	-23	-100	-113	-21
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-29	-163	9	3	3
법인세비용차감전순손익	41	-311	-102	49	197
법인세비용	3	67	30	-1	-43
계속사업순손익	45	-244	-73	48	153
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	45	-244	-73	48	153
당기순이익률	2.2	-10.2	-2.8	1.9	6.2
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	45	-244	-73	48	153
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	293	-19	4	16	17
포괄순이익	338	-263	-68	64	170
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	338	-263	-68	64	170

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
EPS	349	-1,906	-566	372	1,198
PER	19.4	NA	NA	16.9	4.6
BPS	15,814	13,634	13,253	13,671	14,826
PBR	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
EBITDA/PS	101	-167	347	779	796
EV/EBITDA	131.0	NA	47.9	21.4	21.5
SPS	15,727	18,637	20,349	19,751	19,423
PSR	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
CFPS	547	275	656	1,050	986
DPS	200	100	100	200	200

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
성장성					
매출액 증가율	-1.0	18.5	9.2	-2.9	-1.7
영업이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	2.7
순이익 증가율	흑전	적전	적지	흑전	222.2
수익성					
ROC	-2.3	-2.8	-0.4	1.3	1.1
ROA	-1.4	-2.5	-0.4	1.0	1.0
ROE	2.4	-12.9	-4.2	2.8	8.4
안정성					
부채비율	72.9	98.9	127.5	118.4	119.4
순차입금비율	41.1	61.6	84.3	81.9	78.2
이보상비율	-2.5	-4.8	-0.3	0.4	0.0

자료: 조광포인트, 대신증권 Research Center

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
유동자산	935	1,089	1,300	1,085	1,226
현금및현금성자산	46	43	201	140	287
매출채권 및 기타채권	439	488	496	466	462
채고자산	437	532	579	471	463
기타유동자산	13	26	24	18	14
비유동자산	2,564	2,381	2,562	2,733	2,946
유형자산	1,816	1,789	2,005	2,071	2,128
관계기업투자금	383	270	268	354	497
기타비유동자산	366	322	288	308	320
자산총계	3,500	3,470	3,861	3,828	4,171
유동부채	966	915	1,255	1,067	1,037
매입채무 및 기타채무	388	463	425	393	388
차입금	442	362	248	287	327
유동성채무	123	80	340	53	0
기타유동부채	12	10	243	333	322
비유동부채	509	810	908	1,008	1,233
차입금	305	672	790	880	1,110
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	204	138	118	128	123
부채총계	1,476	1,725	2,164	2,075	2,270
지배지분	2,024	1,745	1,696	1,750	1,898
자본금	64	64	64	64	64
자본잉여금	130	130	145	145	145
이익잉여금	1,662	1,392	1,343	1,382	1,515
기타자본변동	168	158	145	159	174
비지배지분	0	0	1	3	3
자본총계	2,024	1,745	1,697	1,753	1,901
순차입금	831	1,075	1,430	1,436	1,486

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
영업활동 현금흐름	143	-43	-63	148	71
당기순이익	45	-244	-73	48	153
비현금항목의 가감	25	279	157	87	-27
감가상각비	61	67	61	63	64
외환손익	2	-1	0	4	-6
지분법평가손익	-131	53	2	-86	-143
기타	93	161	94	106	58
자산부채의 증감	4	-119	-110	77	-13
기타현금흐름	69	41	-37	-64	-43
투자활동 현금흐름	-105	-181	-253	-124	-260
투자자산	-7	20	25	4	-143
유형자산	-106	-205	-274	-118	-118
기타	9	4	-4	-10	1
재무활동 현금흐름	-71	220	471	-84	193
단기차입금	13	-80	-111	40	40
사채	0	0	500	0	0
장기차입금	24	364	71	230	230
유상증자	0	0	12	0	0
현금배당	-21	-20	-10	-10	-20
기타	-87	-43	9	-343	-56
현금의 증감	-33	-3	157	-61	148
기초 현금	80	46	43	201	140
기말 현금	46	43	201	140	287
NOPLAT	-52	-69	-11	36	30
FCF	-110	-208	-231	-30	-24

# 아이씨티케이 (456010)

한승협 songhyeop.han@dashin.com

투자 의견 N.R

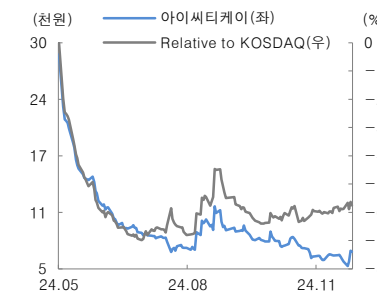
6개월 목표주가 N.R

현재주가 6,430

(24.12.12) 스몰캡 업종

KOSDAQ	683.35
시가총액	850억원
시가총액비중	0.02%
자본금(보통주)	30억원
52주 최고/최저	28,700원 / 4,810원
120일 평균거래대금	125억원
외국인지분율	0.49%
주요주주	이정원 외 17 인 29.42%
	유티씨인베스트먼트 외 5 인 9.14%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.4	-31.2	-51.6	0.0
상대수익률	6.5	-26.4	-38.3	0.0



\*PUF (Physically Unclonable Function): 반도체 제조 공정의 미세한 편차를 이용해 각 칩에 고유하고 복제 불가능한 디지털 지문(ID)을 부여하는 기술

\*제로 트러스트(Zero Trust): 네트워크 내외부를 막론하고 모든 사용자와 기기, 접근 요청을 끊임없이 검증하고 모니터링하여, 사전에 부여된 신뢰 없이 보안을 유지하는 모델

\*양자내성암호(PQC): 양자컴퓨터의 강력한 연산 능력에도 뚫리지 않는 암호 알고리즘으로, 기존 암호체계 외 양자 시대 대응을 위해 개발된 차세대 보안 기술

## Company Visit Report

# 양자컴퓨팅 시대, 보안 딥테크 선도

- 반도체 공정 편차 활용 PUF 기술로 해킹 저항성 높은 보안칩 개발
- 25년 이후 해외 매출 본격화를 통한 성장 기반을 마련하고 있음
- 미래 양자보안 표준 선도, 딥테크 기업 도약 추진

### VIA PUF 기반 차세대 보안칩 개발

2017년 설립, 2024년 5월 코스닥 상장. 반도체 공정 편차를 이용한 PUF\* 기술로 복제 불가능한 고유 ID를 반도체 칩 내부에 구현하는 팹리스 기업. 동사 특유의 VIA PUF 기반 보안칩(RoT)은 기존 소프트웨어 키 주입 방식 대비 해킹 저항성이 극도로 높고, IoT 기기, 스마트미터(AMI), eSIM/USIM, 정품 인증 등 다양한 응용처에 적용 가능

현재 글로벌 대형 IT 기업과의 협업을 준비 중이며 제로 트러스트\*, 배터리 여권제도, 정품인증 확대 등 차세대 보안 수요 증가에 따른 장기 성장 모멘텀 확보

### 재무 안정성 확보 속 선행투자 부담, 25년 이후 외형 확대 기대

2024년 3분기 누적 매출 43억원(YoY+5%), 영업손실 59억원(적지) 기록. 누적 영업손실 확대는 코스닥 상장 준비 일회성 비용 및 상장 이후 인력 충원에 따른 고정비 부담에 기인

지난 4월 공모자금을 통한 재무 안정성 확보로 중장기 수익성 개선 기반 확보. 내년부터는 해외 매출 본격화로 본격적인 외형 성장 기대

### 양자컴퓨팅 시대 대비 딥테크 기업으로의 도약 준비

최근 구글이 기존 슈퍼컴퓨터로 약 10자년(10^24년)이 걸리는 문제를 단 5분 만에 해결하는 양자컴퓨터 개발 소식을 발표하면서 양자컴퓨팅에 대한 관심이 폭발적으로 증가. 이에 기존 암호(RSA, ECC) 무력화 우려가 증대, 양자내성암호(PQC)\*적용 필요성 증대

동사는 VIA PUF 기반 보안칩에 PQC를 결합해 양자컴퓨팅 시대에도 해킹을 사실상 불가능하게 만드는 고유 ID 구현에 성공, 이를 통해 단순 시장 대응을 넘어 미래 양자보안 표준과 글로벌 인증 체계 변화를 주도하는 딥테크 기업으로 도약 추진

### 영업실적 및 주요 투자지표

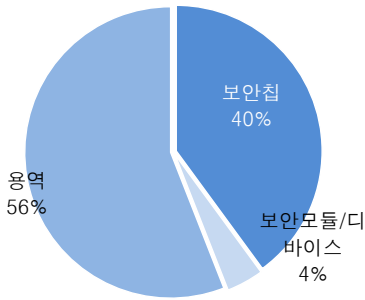
(단위: 억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024F
매출액	8	20	26	62	75
영업이익	-51	-31	-33	-24	-69
세전순이익	-53	-53	-108	-90	-63
총당기순이익	-53	-53	-108	-90	-63
지배지분순이익	-53	-53	-108	-90	-63
EPS	-790	-652	-1,233	-902	-479
PER	NA	NA	NA	NA	-13.4
BPS	-2,988	-2,602	-3,563	940	3,154
PEB	0.0	-2.5	-1.8	6.8	2.0
ROE	72.5	25.7	41.4	83.2	-10.7

주: 개별 기준 / 자료: 아이씨티케이, 대신증권 Research Center

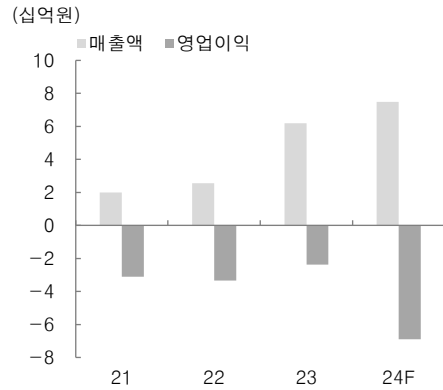


그림 1. 사업부별 매출 비중



주: 2024년 3분기 누적 기준  
 자료: 아이씨티케이, 대신증권 Research Center

그림 2. 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



주: 개별 기준  
 자료: 아이씨티케이, 대신증권 Research Center

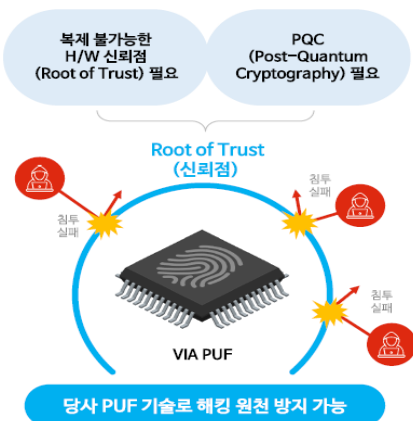
표 1. 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	14	12	15	21	5	16	21	32	26	62	75
YoY (%)	na	na	389%	133%	-63%	38%	42%	15%	28%	141%	21.1%
보안칩	na	na	na	na	5	10	2	11	8	28	0
보안모듈/디바이스	na	na	na	na	0	1	0	1	2	9	0
용역	na	na	na	na	0	5	19	20	16	26	0
매출총이익	13	4	11	4	3	9	8	18	10	34	38
YoY (%)	50%	na	흑전	-12%	-80%	143%	-26%	303%	-7%	228%	13%
매출총이익률 (%)	90%	32%	75%	21%	49%	56%	39%	56%	40%	54%	51%
영업이익	0	-14	-5	-5	-15	-24	-20	-10	-33	-24	-69
YoY (%)	적지	na	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률 (%)	-1%	-122%	-34%	-26%	-285%	-148%	-94%	-30%	-130%	-38%	-92%
세전이익	-7	-82	-4	0	-15	-20	-18	-11	-108	-90	-63
YoY (%)	적지	na	적지	적지	적지	적지	적지	0%	적지	적지	적지
세전이익률	-48%	-688%	-29%	-2%	-283%	-120%	-85%	0%	-420%	-146%	-85%
당기순이익	-4	-82	-4	0	-15	-20	-18	-11	-108	-90	-63
YoY (%)	적지	na	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
당기순이익률 (%)	-28%	-688%	-29%	-2%	-283%	-120%	-85%	-33%	-420%	-146%	-85%

자료: 아이씨티케이, 대신증권 Research Center

그림 3. 양자보안시대의 ICTK



자료: 아이씨티케이, 대신증권 Research Center

그림 4. 글로벌 기업 대비 ICTK VIA PUF 기술 경쟁우위

Category	SRAM PUF (Intrinsic ID)	Neo PUF (eMemory)	VIA PUF
소재 종류	능동소재	능동소재	수동소재
환경성 (PV: Process, Voltage, Temperature)	Sensitive	Less sensitive	Robust (행위된 VIA는 절대 변하지 않음)
무작위성 (NIST 인증 통과 여부)	통과	통과	통과
유일성 (Hamming distance, 이상치 50%)	47%	50%	50%
비트 세러율 (이상치 50%)	5.5%	0.0%	0.0%
오류 경쟁 코드 필요성 (오류 경쟁 코드 적용)	필요함	필요함	필요 없음 (PV Variation 없음)
추가 회로 필요성 (Prejeter Data, Anti-spoofing, 오류 정정 코드)	필요함	필요함	필요 없음 (High Voltage PUF, Charge-Pump)
보안키 길이 신축성 (현재 48비트 한정)	중간	중간	높음
물리적 공격 대비 강건성 (타입 공격 방지)	중간 (IP Block 노출)	중간 (IP Block 노출)	높음 (Counterfeit 방지)

추가 회로가 필요하지 않아 높은 **회로 경쟁력 확보**

자료: 아이씨티케이 대신증권 Research Center

## 핵심 포인트 및 QnA

### 핵심 포인트

#### 딥테크(Deep Tech) 보안칩으로 미래 패러다임 선점

1) 독보적 VIA PUF 기술 기반의 보안칩 경쟁력: VIA PUF는 기존 PUF 기술 대비 PVT 변화(공정, 전압, 온도)에 민감하지 않고, 추가 보정 없이도 안정적인 키 값을 생성하며 초미세 공정에서도 손쉽게 적용 가능. 이러한 기술 우위는 비용 효율성, 신뢰성, 확장성에서 강점을 발휘하며 이를 통해 다양한 응용처에 맞춤형 보안솔루션을 제공, 반도체·IoT 산업의 신뢰점(Root of Trust) 역할을 수행

2) 양자컴퓨팅(Post-Quantum) 시대 대비로 미래 지배력 강화: 또 다른 성장 동력은 '양자내성암호(PQC)'를 통한 미래 보안환경 대응 역량. 양자컴퓨팅 발달로 기존 암호체계 안전성이 위협받는 상황에서 PQC는 차세대 암호체계로 주목받고 있음. 당사는 VIA PUF 기반 기술에 PQC 알고리즘을 접목하고 국제 표준화 기구, 주요 반도체 연합 활동, 글로벌 IP 기업 협업 등을 통해 초연결·양자보안 시대에 필요한 기술적 인프라를 구축 중

3) 폭넓은 응용 분야 및 글로벌 고객사 확보로 인한 매출 확대 기대: 당사의 보안칩은 IoT 기기, 전력 인프라, 이동통신, 노트북/PC, 정품인증, 국방/공공기관, 금융 등 다양한 산업 분야에 적용 가능. 글로벌 테크 업체 및 해외 팹리스 기업과의 협업, 대형 고객사 납품 개시 등의 이벤트가 있는 2025년 이후 본격적인 외형 확대가 기대

### 주요 QnA

**Q. PUF 기술의 개념과 VIA PUF 기술의 차별점은?** PUF(Physically Unclonable Function)는 반도체 제조공정의 미세한 편차를 활용해 각 칩에 복제 불가능한 고유 ID를 부여하는 기술. 일반적인 PUF는 온도·습도·노화 등 환경변화에 민감해 추가 보정(ECC)이 필요하지만, ICTK의 VIA PUF는 비아홀(Through via)을 활용해 초미세 공정에서도 환경변화에 둔감하고 안정적인 고유 ID 확보가 가능. 이를 통해 추가 보정 불필요, 해킹 난이도 상승, 면적 및 비용 효율성 제고 등의 강점 확보

**Q. 당사와 양자컴퓨팅과의 연관성?** 양자컴퓨터 등장으로 기존 암호(RSA 등) 무력화 가능성이 커지면서 PQC(양자내성암호) 적용이 필수화될 것으로 전망. ICTK는 VIA PUF 기반 보안칩에 PQC를 접목함으로써 양자컴퓨팅 시대에도 안전한 보안환경을 제공할 수 있는 핵심 IP를 확보, 차세대 보안 표준을 선도할 수 있는 기반을 마련

**Q. 경쟁 업체와의 비교는?** Intrinsic ID, eMemory 등 경쟁사도 PUF 기술을 갖추고 있으나, ECC 필요성, 환경민감도, 해킹 취약성 등의 문제. ICTK의 VIA PUF는 안정성, 확장성에서 우월하며, 램버스(Rambus)와의 MOU를 통해 기술력을 대외적으로도 인정받음

**Q. 상장 이후 추가/오버행 이슈는?** 현재 주가는 공모가(2만원) 대비 하회 중이며 일부 오버행 이슈도 존재. 그러나 파두 사태 이후 상장 심사 강화 상황에서 재무건전성과 사업성이 단기간 내 인정되어 승인된 점을 주목할 필요. 향후 실적 가시화 시 재평가 가능

**Q. 수익 구조와 성장 전망은?** 현재는 소규모 국내 매출에 그치나, 향후 해외 글로벌 IT 기업 등 대형 고객사 납품 본격화 시 매출 확대가 기대. 보안칩 특성상 한 번 채택 시 장기간(10년 이상) 공급 가능하며, 2026년 이후 큰 폭의 성장 모멘텀 확보가 가능할 전망

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 억원)				
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	1	8	20	26	62
매출원가	5	8	9	15	28
매출총이익	-4	1	11	10	34
판매비와관리비	18	52	42	44	57
영업이익	-22	-51	-31	-33	-24
영업이익률	-1,576.9	-599.5	-155.3	-129.9	-38.2
EBITDA	-18	-46	-26	-30	-18
영업외손익	-1	-2	-21	-74	-67
관계기업손익	0	-2	0	0	1
금융수익	0	19	6	2	2
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	-19	-22	-77	-69
외환관련손실	0	1	0	0	0
기타	0	1	-5	0	-1
법인세비용차감전순이익	-23	-53	-53	-108	-90
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업순이익	-23	-53	-53	-108	-90
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-23	-53	-53	-108	-90
당기순이익률	-1,680.1	-619.6	-262.7	-419.7	-146.0
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	-23	-53	-53	-108	-90
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	0	-53	-52	-107	-91
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	0	-53	-52	-107	-91

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	-347	-790	-652	-1,233	-902
PER	NA	NA	NA	NA	NA
BPS	806	-2,988	-2,602	-3,563	940
PBR	0.0	0.0	-2.5	-1.8	6.8
EBITDAPS	-272	-692	-323	-339	-179
EV/EBITDA	0.3	NA	NA	NA	NA
SPS	21	128	248	294	618
PSR	0.0	0.0	25.9	21.9	10.4
CAPS	-267	-663	-306	-263	-94
DPS	0	0	0	0	0

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
성장성					
매출액 증가율	-61.2	517.0	136.0	28.3	141.1
영업이익 증가율	적지	적지	적지	적지	적지
순이익 증가율	적전	적지	적지	적지	적지
수익성					
ROC	-45.5	-146.7	-129.7	-89.7	-45.9
ROA	-20.3	-51.2	-46.3	-38.9	-23.3
ROE	-99.5	72.5	25.7	41.4	83.2
안정성					
부채비율	156.1	-131.0	-134.8	-131.6	10.7
순차입금비율	-11.0	-111.5	-112.9	-115.7	-43.8
이자보상배율	-15.4	-3.0	-1.6	-1.3	-1.5

자료: 아이씨티케이, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 억원)				
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	92	41	54	80	80
현금및현금성자산	4	8	13	27	15
매출채권 및 기타채권	2	2	3	4	10
재고자산	6	5	8	18	14
기타유동자산	80	27	30	30	40
비유동자산	45	20	19	19	24
유형자산	2	7	2	3	7
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	43	13	17	16	17
자산총계	137	61	73	98	104
유동부채	79	254	279	407	8
매입채무 및 기타채무	3	3	5	8	6
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	75	0	0	0	0
기타유동부채	1	250	274	399	2
비유동부채	5	6	3	2	2
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	5	6	3	2	2
부채총계	84	260	283	410	10
지배자분	54	-198	-210	-311	94
자본금	6	4	30	30	56
자본잉여금	139	9	24	24	486
이익잉여금	-48	-73	-125	-233	-324
기타지분변동	-44	-139	-138	-132	-124
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	54	-198	-210	-311	94
순차입금	-6	221	237	360	-41

현금흐름표	(단위: 억원)				
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	-18	-41	-31	-45	-12
당기순이익	-23	-53	-53	-108	-90
비현금항목의 가감	5	8	28	85	81
감가상각비	4	5	5	4	6
외환손익	0	0	-1	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	-1
기타	2	3	23	81	76
자산부채의 증감	-1	-3	-6	-22	-2
기타현금흐름	0	6	-1	0	0
투자활동 현금흐름	-66	47	-13	11	-21
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	0	-5	-1	-1	-3
기타	-66	52	-12	12	-18
재무활동 현금흐름	0	-1	48	48	21
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	130	-132	41	0	488
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-130	131	7	48	-467
현금의 증감	-85	4	5	14	-12
기초 현금	0	0	0	0	0
기말 현금	-85	4	5	14	-12
NOPLAT	-22	-51	-31	-33	-24
ACA	-19	-53	-32	-32	-22

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:박장욱, 한승협)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.0%	7.0%	0.0%

(기준일자: 20241213)

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

비나텍(126340) 투자의견 및 목표주가 변경 내용		아이씨티케이(456010) 투자의견 및 목표주가 변경 내용	
제시일자	241213	제시일자	241213
투자의견	NR	투자의견	NR
목표주가		목표주가	
과리율(평균.%)		과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)		과리율(최대/최소.%)	
제시일자		제시일자	
투자의견		투자의견	
목표주가		목표주가	
과리율(평균.%)		과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)		과리율(최대/최소.%)	
제시일자		제시일자	
투자의견		투자의견	
목표주가		목표주가	
과리율(평균.%)		과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)		과리율(최대/최소.%)	
제시일자		제시일자	
투자의견		투자의견	
목표주가		목표주가	
과리율(평균.%)		과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)		과리율(최대/최소.%)	