

피에스케이홀딩스 (031980)

시총 1.6조를 향하여

2024년 5월 20일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	71,000 원 (상향)
✓ 상승여력	41.4%	✓ 현재주가 (5월 17일)	50,200 원

[반도체/장비]

남궁현 선임연구원
✉ hyon@shinhan.com

신한생각 HBM 공급망 최대 수혜주

AI 반도체 수요 증가에 HBM 중심의 병목현상이 단기적으로 해소되지 않을 것으로 예상되며, 국내 HBM 공급망 중에서 관련 매출 비중이 가장 높기 때문에 수혜 강도가 강할 수밖에 없는 상황. 공격적인 HBM Capa 증설은 2025년에도 이어질 것으로 보이며 실적 성장세가 지속 가능할 전망

1Q24 Review: 고마진 공정향 공급에 따른 수혜 공유

1Q24 실적은 매출액 381억원(-4% QoQ), 영업이익 154억원(+10% QoQ)을 기록. 국내 매출액은 310억원으로 작년 연간 매출의 약 1/3 수준을 한 개 분기에 달성. 1) 장비 공급 대수 증가에 의한 레버리지 효과, 2) 일반 DRAM 대비 가격이 3~5배 높은 HBM 공정향 공급, 3) 비용 절감을 위한 운영 효율화는 전사 수익성 개선에 기여한 것으로 판단

2024년 실적은 매출액 1,678억원(+77% YoY), 영업이익 614억원(+127% YoY)으로 전망. 메모리 생산업체의 공격적인 HBM Capa 증설(컨센서스 기준 23 → 24년, 삼성전자 95K, SK하이닉스 90K, 마이크론 27K)에 따른 동사의 Descum 및 Reflow 매출 성장세 지속 예상

Valuation

투자의견 '매수', 목표주가 71,000원으로 상향. 목표주가는 SOTP Valuation을 통해 1) 피에스케이홀딩스 12MF EPS 2,692원에 Target PER 20배(HBM 공정 장비 고려), 2) 피에스케이 관계손익 12MF EPS 1,116원에 Target PER 15배(전통적인 전공정 업체 Valuation)를 적용하여 산출

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	72.8	16.9	40.8	3.6	15.3	0.5	3.0	7.3
2023	94.7	27.0	42.7	13.6	13.7	1.7	14.9	2.2
2024F	167.8	61.4	75.9	14.3	20.5	2.7	13.8	1.8
2025F	209.1	77.6	92.5	11.7	21.4	2.3	10.9	2.2
2026F	243.1	92.1	107.4	10.1	21.2	2.0	9.1	2.6

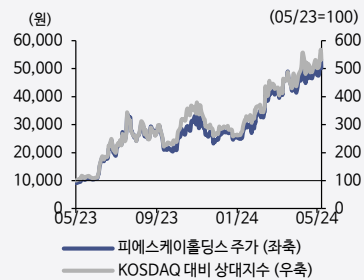
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Revision	
실적추정치	상향
Valuation	유지

시가총액	1,082.4십억원
발행주식수(유동비율)	21.6백만주(30.6%)
52주 최고가/최저가	54,500원/9,540원
일평균 거래액 (60일)	23,338백만원
외국인 지분율	1.2%
주요주주 (%)	
박경수 외 18인	69.3

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	5.9	51.7	426.2	84.2
상대	3.2	52.1	413.4	89.4

주가

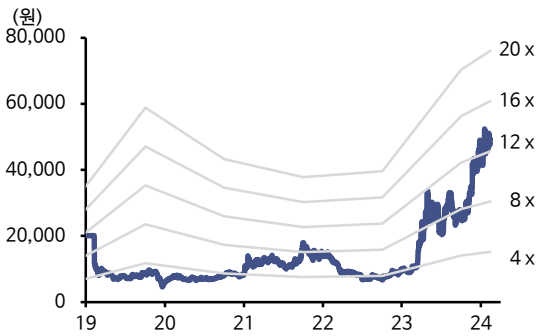


목표주가 산정 요약

(원, 배)	2024F	비고
피에스케이홀딩스		
12MF EPS	2,692	
Target PER	20	HBM 공정 장비를 고려한 Valuation
피에스케이		
12MF EPS	1,116	
Target PER	15	전통적인 전공업 업체 Valuation
주당가치	70,567	
목표주가	71,000	

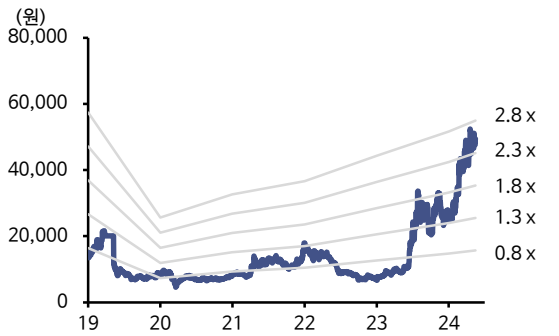
자료: 신한투자증권 추정

피에스케이홀딩스 12MF PER 차트



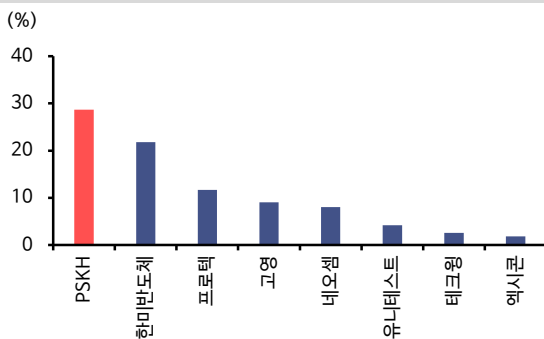
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

피에스케이홀딩스 12MF PBR 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

2023년 주요 반도체 후공정 업체 영업이익률



자료: QuantiWise, 신한투자증권

주요 반도체 후공정 업체 12MF PER 평균



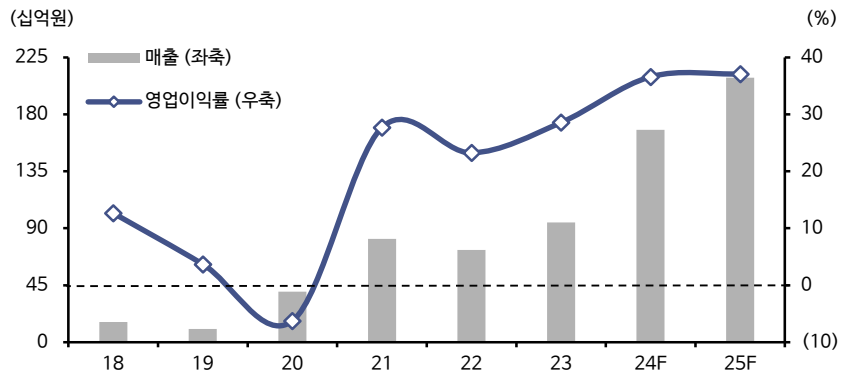
자료: QuantiWise, 신한투자증권

피에스케이홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	14.9	25.4	14.9	39.5	38.1	41.6	42.9	45.1	94.7	167.8	209.1
QoQ	(52.4)	70.6	(41.6)	165.9	(3.6)	9.3	3.1	5.1			
YoY	27.5	69.6	0.8	26.0	155.4	63.7	189.1	14.3	30.1	77.2	24.6
제품	11.7	22.6	11.9	36.2	34.8	38.3	39.9	42.0	82.4	155.1	192.4
기타	3.2	2.8	2.9	3.3	3.3	3.3	3.0	3.2	12.3	12.8	16.7
영업이익	3.5	8.5	0.9	14.1	15.4	17.1	15.8	13.1	27.1	61.4	77.6
QoQ	(64.1)	144.3	(89.1)	1,407.0	9.5	11.0	(7.9)	(17.2)			
YoY	215.0	152.7	(65.3)	44.7	341.1	100.4	1,588.8	(7.2)	60.0	126.9	26.4
OPM	23.4	33.6	6.3	35.6	40.5	41.1	36.7	28.9	28.6	36.6	37.1

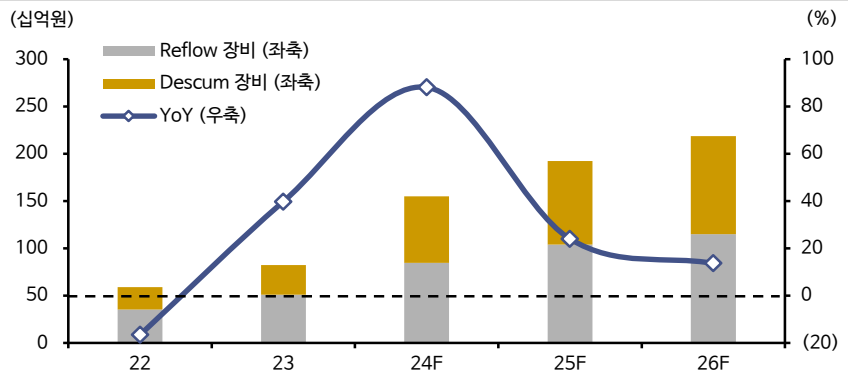
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

피에스케이홀딩스 매출 및 영업이익률 추이 및 전망



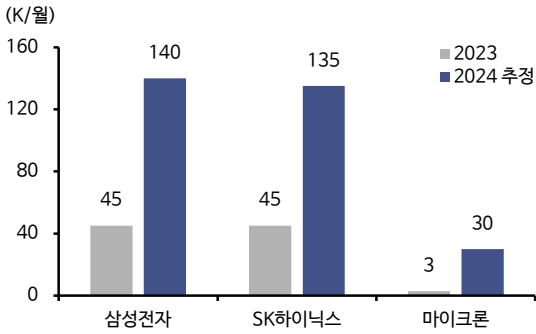
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

Reflow 및 Descum 매출 추이 및 전망



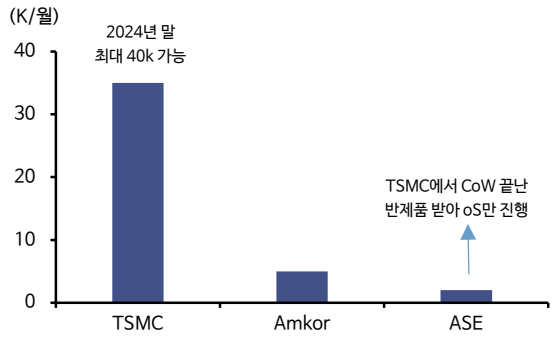
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

메모리 3사 HBM 예상 Capa



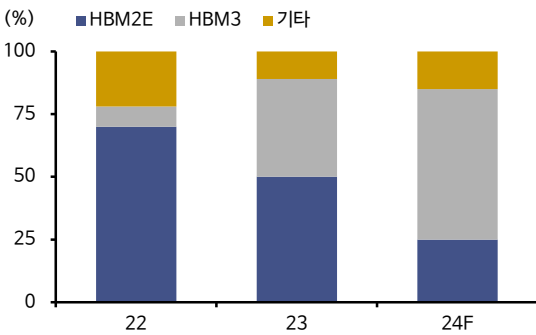
자료: Trendforce, 신한투자증권

주요 업체별 2024년 CoWos Capa 전망



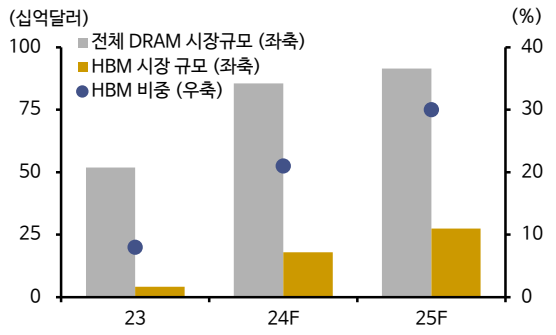
자료: 언론 종합, 신한투자증권 전망

HBM 제품별 비중 추이 및 전망



자료: Trendforce, 신한투자증권

전체 DRAM 시장 내 HBM 비중 추이 및 전망



자료: Trendforce, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	328.4	401.4	457.2	536.1	602.3
유동자산	128.4	165.2	164.5	163.2	175.8
현금및현금성자산	46.3	87.6	65.4	68.5	71.0
매출채권	9.5	13.9	19.4	21.4	24.8
재고자산	15.7	17.7	26.6	26.6	30.9
비유동자산	200.0	236.2	292.6	372.9	426.5
유형자산	32.0	48.9	55.6	57.4	59.2
무형자산	13.4	11.2	13.3	15.0	16.9
투자자산	132.7	154.4	193.2	226.7	259.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	46.3	60.1	59.4	69.6	56.4
유동부채	22.2	35.1	27.5	38.3	26.6
단기차입금	5.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	2.3	6.1	10.7	13.4	15.6
유동성장기부채	0.0	6.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	24.1	25.0	31.9	31.3	29.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	12.8	13.7	11.7	6.2	0.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	282.2	341.3	397.8	466.5	545.9
자본금	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	48.9	65.1	65.1	65.1	65.1
기타자본	(26.2)	(15.2)	(15.2)	(15.2)	(15.2)
기타포괄이익누계액	6.9	7.3	7.3	7.3	7.3
이익잉여금	241.8	273.4	329.9	398.6	478.0
지배주주지분	282.2	341.3	397.8	466.5	545.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	18.1	19.8	12.0	6.5	1.0
*순차입금(순현금)	(82.3)	(110.7)	(97.3)	(107.8)	(117.9)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	19.1	32.5	64.6	121.3	100.1
당기순이익	40.8	42.7	75.9	92.5	107.4
유형자산상각비	1.8	1.7	4.1	4.6	5.2
무형자산상각비	2.8	2.9	5.8	7.6	8.6
외환환산손실(이익)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(25.8)	(17.0)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(4.2)	(5.2)	(20.0)	17.8	(20.0)
(법인세납부)	(4.5)	(2.0)	(17.9)	(22.7)	(26.4)
기타	8.0	9.3	16.7	21.5	25.3
투자활동으로인한현금흐름	(17.4)	(15.0)	(66.0)	(93.4)	(68.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(10.9)	(17.8)	(10.7)	(6.4)	(7.1)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.1)	(0.5)	(7.9)	(9.3)	(10.5)
투자자산의감소(증가)	(6.3)	3.3	(38.8)	(33.5)	(32.7)
기타	(0.1)	0.0	(8.6)	(44.2)	(18.0)
FCF	9.5	15.7	26.2	85.0	60.7
재무활동으로인한현금흐름	(10.1)	23.5	(20.8)	(24.9)	(29.2)
차입금의 증가(감소)	1.9	2.0	(7.8)	(5.5)	(5.5)
자기주식의처분(취득)	3.6	32.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(8.3)	(10.2)	(12.9)	(19.4)	(23.7)
기타	(7.3)	(0.3)	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.4	0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(7.1)	41.3	(22.2)	3.0	2.6
기초현금	53.4	46.3	87.6	65.4	68.5
기말현금	46.3	87.6	65.4	68.5	71.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

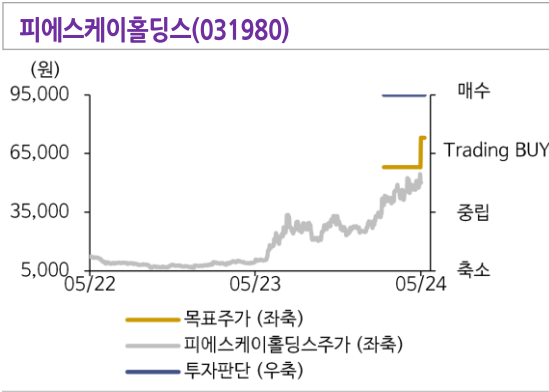
12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	72.8	94.7	167.8	209.1	243.1
증감률 (%)	(10.8)	30.1	77.2	24.6	16.2
매출원가	30.3	36.9	71.1	89.0	99.4
매출총이익	42.5	57.9	96.7	120.1	143.7
매출총이익률 (%)	58.4	61.1	57.6	57.4	59.1
판매관리비	25.6	30.9	35.3	42.5	51.7
영업이익	16.9	27.0	61.4	77.6	92.1
증감률 (%)	(25.3)	59.6	127.6	26.4	18.6
영업이익률 (%)	23.2	28.5	36.6	37.1	37.9
영업외손익	17.0	22.0	32.4	37.5	41.7
금융손익	(8.8)	4.7	(1.2)	0.0	(1.3)
기타영업외손익	0.7	0.2	6.5	3.2	3.5
종속 및 관계기업관련손익	25.1	17.0	27.1	34.4	39.6
세전계속사업이익	33.9	48.9	93.8	115.1	133.8
법인세비용	(6.9)	6.2	17.9	22.7	26.4
계속사업이익	40.8	42.7	75.9	92.5	107.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	40.8	42.7	75.9	92.5	107.4
증감률 (%)	(12.6)	4.8	77.7	21.9	16.2
순이익률 (%)	56.0	45.1	45.2	44.2	44.2
(지배주주)당기순이익	40.8	42.7	75.9	92.5	107.4
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	42.3	42.2	75.9	92.5	107.4
(지배주주)총포괄이익	42.3	42.2	75.9	92.5	107.4
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	21.6	31.6	71.3	89.8	105.8
증감률 (%)	(20.9)	46.6	125.4	26.1	17.8
EBITDA 이익률 (%)	29.6	33.4	42.5	43.0	43.5

주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,890	1,980	3,519	4,288	4,982
EPS (지배순이익, 원)	1,890	1,980	3,519	4,288	4,982
BPS (자본총계, 원)	13,087	15,829	18,448	21,635	25,318
BPS (지배지분, 원)	13,087	15,829	18,448	21,635	25,318
DPS (원)	500	600	900	1,100	1,300
PER (당기순이익, 배)	3.6	13.6	14.3	11.7	10.1
PER (지배순이익, 배)	3.6	13.6	14.3	11.7	10.1
PBR (자본총계, 배)	0.5	1.7	2.7	2.3	2.0
PBR (지배지분, 배)	0.5	1.7	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA (배)	3.0	14.9	13.8	10.9	9.1
배당성향 (%)	25.0	30.3	25.6	25.7	26.1
배당수익률 (%)	7.3	2.2	1.8	2.2	2.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	29.6	33.4	42.5	43.0	43.5
영업이익률 (%)	23.2	28.5	36.6	37.1	37.9
순이익률 (%)	56.0	45.1	45.2	44.2	44.2
ROA (%)	12.9	11.7	17.7	18.6	18.9
ROE (지배순이익, %)	15.3	13.7	20.5	21.4	21.2
ROIC (%)	22.1	38.4	69.8	73.2	80.6
안정성					
부채비율 (%)	16.4	17.6	14.9	14.9	10.3
순차입금비율 (%)	(29.2)	(32.4)	(24.5)	(23.1)	(21.6)
현금비율 (%)	208.7	249.5	237.6	178.8	267.5
이자보상배율 (배)	128.2	1,010.0	2,740.3	5,954.6	17,284.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	7.9	10.7	9.6	10.3	11.1
재고자산회수기간 (일)	62.4	64.4	48.1	46.4	43.1
매출채권회수기간 (일)	57.6	44.9	36.2	35.6	34.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2024년 02월 26일	매수	58,000	(21.4)	(6.0)
2024년 05월 20일	매수	71,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 남궁현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 05월 16일 기준)

매수 (매수)	94.24%	Trading BUY (중립)	3.70%	중립 (중립)	2.06%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------