

Initiation

ISC
(095340)

신석환 seokhwan.shin@dashin.com

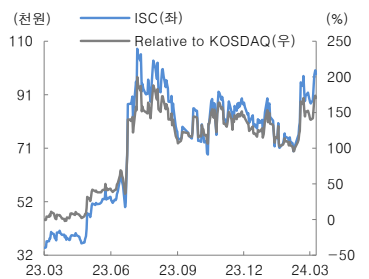
투자 의견 **BUY**
매수, 신규

6개월 목표주가 **125,000** / 신규

현재주가 **98,000**
(24.03.29) 반도체 업종

KOSPI	905.5
시가총액	2,077십억원
시가총액비중	0.51%
지분급(보통주)	9십억원
52주 최고/최저	107,300원 / 36,300원
120일 평균거래대금	284억원
외국인지분율	10.43%
주요주주	SKC 외 1인 45.15%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	36.3	22.0	24.4	157.6
상대수익률	29.9	16.8	15.5	140.0



24년부터 시작되는 성장 로드맵

- AI 서버/데이터센터향, 차량용 공급 확대가 24년 실적 견인
- 메모리반도체향 단가 인하 압박 존재하나, 비메모리 매출이 높아 제한적임
- AI GPU/HBM용 테스트 소켓 공급 기대

투자 의견 매수, 목표주가 125,000원으로 커버리지 개선

목표주가 125,000원은 12MF EPS에 Target P/E는 41x(과거 3개년 PER 평균에서 10% 할증)를 적용하여 산출. 올해부터 AI 개화에 따른 AI 반도체 테스트 소켓 매출이 확대되기 시작하며, 추가적인 M&A로 외형성장 기대. 24년을 기점으로 신규 성장에 대한 기대감이 점차 가시화되는 과정에 있음

24년 비메모리 집중 포트폴리오 구축 완성

1Q24 실적은 466억원(QoQ + 86.7%), 영업이익 140억원(QoQ +468%)로 본격 성장 구간에 진입한 것으로 판단. AI 서버/데이터센터와 차량용 공급 확대가 24년 실적을 견인. 실리콘 러버는 메모리 반도체 업체들의 단가인하 및 생산량 감소 영향이 일부 존재하나, 프리미엄이 존재하는 비메모리 비중(80%)이 높아 제한적임

SKC가 반도체 사업 포트폴리오 확장 목적으로 인수 이후, 본격적인 체질 개선과 신사업 확보 진행중. 비용절감을 위해 하반기부터 베트남으로 대부분의 라인 이전 계획을 보유, 매출원가 절감으로 이익률 개선 효과 발생. 또한 고용량 반도체(LPDDR5, DDR5, HBM)향 테스트 소켓의 공급 확대로 24년 영업이익률은 28%(yoy +20.5%p)로 증가 추정

24년, 탑라인 성장과 이익률 개선 동시에 증명하는 시간

24년 매출액 2,481억원(+77% yoy), 영업이익 698억원(+550% yoy)으로 예상. 매출 성장은 1) AI 서버/데이터센터향 매출 익스포져 확대, 2) 고부가 제품 중심 매출 성장에 따른 이익률 개선, 3) SKC 합병 이후 시너지 효과 및 신사업/M&A에 따른 중장기적 성장 방향성 확보에 기인

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 억원 원 %)

	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	145	179	140	248	319
영업이익	38	56	11	70	99
세전순이익	37	62	18	75	106
총당기순이익	30	44	14	59	83
지배지분순이익	30	44	13	59	83
EPS	1,857	2,532	720	2,762	3,898
PER	19.0	12.4	111.5	31.6	22.4
BPS	13,669	15,443	25,829	24,854	28,573
PBR	2.6	2.0	3.8	3.9	3.4
ROE	15.3	17.9	3.6	11.7	14.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: ISC, 대신증권 Research Center

1. 투자포인트

AI 서버/데이터센터 + 차량용, SoC + 웨어러블 + 메모리 회복

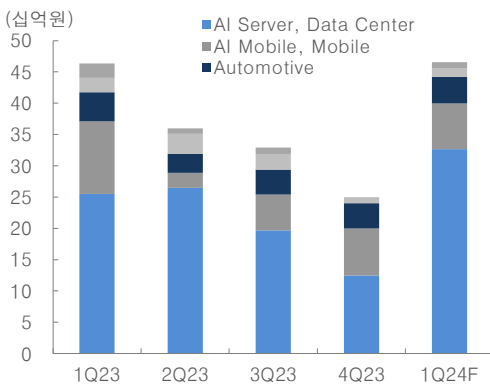
AI서버/데이터센터, 차량용이 중요

투자포인트는 1) AI 서버/데이터 센터의 매출 확대, 2) 하반기부터 메모리 반도체 업황 회복 사이클에 따라 고용량/고부가(HBM, LPDDR5, DDR5)향 후공정 테스트 소켓 공급 증가, 3) 글로벌 PC/노트북 수요 회복 및 온디바이스 AI 수요 증가, 4) SKC 합병 이후 시너지 효과(체질 개선 및 신사업 확대)로 판단한다.

1) 글로벌 AI 서버 시장 규모는 2022년 24.1억 달러 → 2024년 35.8억 달러로 빠르게 증가할 것으로 판단한다. 23년 동사의 AI 서버/데이터센터향 매출 비중이 60%에 달한만큼 전반산업의 폭발적인 성장에 따른 이익 기여도가 매우 높다고 판단한다(23년 AI 서버 15% → 24년 20% 이상 추정). 데이터센터/AI서버향 테스트 소켓 'ISC-WiDER(와이더)'는 대면적 CPU/GPU 테스터 리버로서 단가가 높으며 서버용/차량용/2.5D 및 3D 패키징까지 가능한 제품이다. 향후 AI 서버용 테스트 소켓 매출이 증가할수록 동사 외형성장 및 이익률 개선이 기대된다.

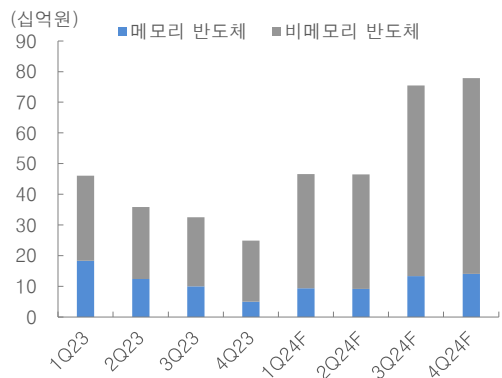
2) 고용량/고부가용 메모리 반도체(LPDDR5, DDR5, HBM)의 중심의 출하량 회복이 지속되고 있으며, 전반적인 메모리 반도체 업황의 회복은 2H24부터로 전망한다. HBM용 테스트 소켓은 이르면 3분기 말부터 양산이 시작될 전망이다. 여전히 HBM의 수출이 60~70% 수준임을 감안하면 해당 테스트 소켓의 니즈는 필연적이다. SK하이닉스의 HBM 캐파는 23년 말 45K/월 → 24년 말 120K로 두배 이상 성장할 예정이며, HBM 공급량이 늘어남과 함께 테스트 소켓의 성장이 이루어질 전망이다.

그림 123. 제품 수요처별 매출 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 124. 메모리/비메모리 매출 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 125. ISC 러버 테스트 소켓 제품군



자료: ISC, 대신증권 Research Center

그림 126. 주요 생산 시설 현황



자료: ISC, 대신증권 Research Center

그림 127. 제품별 시장 M/S

Rank	Overall	Test Socket	B/I Socket	Rubber Socket ¹⁾
1	Yamaichi(9.9%)	Cohu(9.7%)	Yamaich(17.9%)	ISC(75%)
2	Cohu(6.9%)	Yokowo(9.6%)	Sensata(17.9%)	TSE(10%)
3	ISC(6.9%)	Leeno(9.4%)	Enplas(14.6%)	JMT(10%)
4	Yokowo(6.9%)	ISC(8.7%)	MCS(6.3%)	Others(5%)
5	Leeno(6.9%)	Winway(7.1%)	Plastronics(4.7%)	
6	Enplas(6.8%)	Yamaichi(6.8%)	Okins(4.3%)	
7	Winway(6.2%)	Advantest(6.0%)	Loranger(3.8%)	
8	Sensata(5.7%)	Smith(5.4%)	3M(2.8%)	
9	Advantest(5.1%)	Enplas(5.3%)	ISC(2.4%)	
10	Smith(4.3%)	TSE(2.9%)	KZT(2.3%)	
	Others(34.5%)	Others(29.1%)	Others(23.0%)	
Market Size	US\$1,873M (2.3조원 YoY 6.2%)	US\$1,342M (1.6조원 YoY 6.7%)	US\$531M (6,372억원 YoY 5.0%)	US\$180M (2,160억원 YoY 6.7%)

자료: ISC, 대신증권 Research Center

II. 실적추정 및 밸류에이션

24년 1분기부터 출발이 좋다

24년 매출액 2,481억원(+77% yoy), 영업이익 698억원(+550.5%, OPM 28%)로 전년 대비 큰 폭의 성장세를 기록할 전망이다. 1Q24 매출액 466억원(+86.7%, QoQ), 영업이익 140억원(+467% QoQ, OPM 30%)를 기록하며 영업이익률 개선이 이어질 전망이다.

전체 매출에서 비메모리 비중이 큰 폭으로 확대, 4Q23 기준 비메모리 반도체향 80%, 메모리 반도체향 20%이다. 메모리 반도체 가동률이 본격적으로 상승할 것으로 기대되는 하반기부터 메모리 반도체향 공급으로 탑라인 성장을 보여줄 것이다.

투자 의견 매수, 목표주가 125,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E는 41x(과거 3개년 PER 평균에서 10% 할증)를 적용하여 산출하였다. AI 서버와 HBM용 테스트 소켓이 본격적으로 공급되기 시작하기 때문에 추가 업사이드도 존재한다. 또한 Peer Group인 리노공업의 24년 P/E가 31배 수준으로 유사하다.

24년 하반기부터 HBM향 테스트 소켓 공급 시작, HBM 테스트 소켓은 일반 소켓 대비 가격이 높고 기술 난이도가 존재한다. HBM 테스트 소켓 공급은 25년에 본격화될 예정이다.

표 19. ISC 실적추정 Table

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	46.4	36.0	32.9	24.9	46.6	46.9	76.3	78.3	140.2	248.1	319.0
메모리 반도체	18.3	12.4	10.0	5.0	9.3	9.2	13.3	14.0	45.7	45.8	39.6
비메모리 반도체	27.7	23.4	22.5	20.0	37.3	37.3	62.2	63.8	93.6	200.6	279.4
영업이익	9.8	6.5	-8.0	2.5	14.0	14.5	21.9	19.4	10.7	69.8	98.8
영업이익률	21.1%	18.0%	-24.3%	9.9%	30.0%	31.0%	28.7%	24.8%	7.7%	28.1%	31.0%
당기순이익	11.0	4.9	-4.8	2.1	12.7	12.5	19.4	14.0	13.2	58.6	82.6
매출비중(%)											
메모리 반도체	39%	35%	30%	20%	20%	20%	18%	18%	33%	18%	12%
비메모리 반도체	60%	65%	68%	80%	80%	80%	82%	82%	67%	81%	88%
증감률(% YoY)											
매출액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	30.5	131.7	214.0	-3.1	77.0	28.6
영업이익	0.0	0.0	적전	0.0	42.9	124.4	흑전	688.4	-71.4	550.5	41.5
당기순이익	0.0	0.0	적전	0.0	14.8	157.2	흑전	573.3	-56.4	343.5	41.1
증감률(% QoQ)											
매출액	85.9	-22.4	-8.5	-24.2	86.7	0.8	62.5	2.7			
영업이익	296.8	-33.8	적전	흑전	467.1	4.0	50.6	-11.2			
당기순이익	흑전	-55.9	적전	흑전	510.5	-1.2	54.8	-27.9			

주: 당기순이익은 지배기준
 자료: 대신증권 Research Center

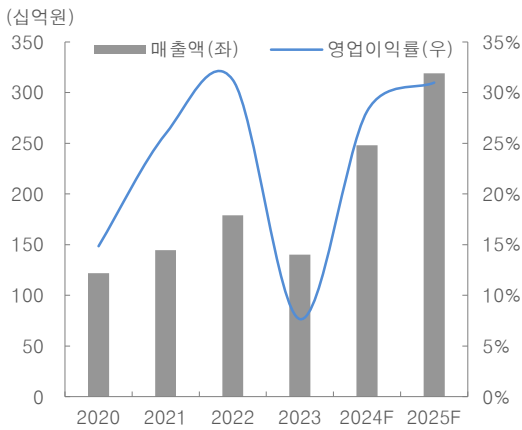
표 20. ISC Valuation Table

(단위: 원, 배, 십억원)

	12MF	2025F
당기순이익(십억원)	64.3	82.6
주식수(천주)	21,197	21,197
EPS(원)	3,031	3,898
Target P/E	41.4	41.4
적정 시가총액(십억원)	2,657.7	2,417.3
현재 시가총액(십억원)	2,077.3	2,077.3
적정주가(원)	125,379	
목표주가(원)	125,000	
현재주가(원) (2024.03.29)	98,000	
현재 P/E	32.3	
Upside Potential	28%	

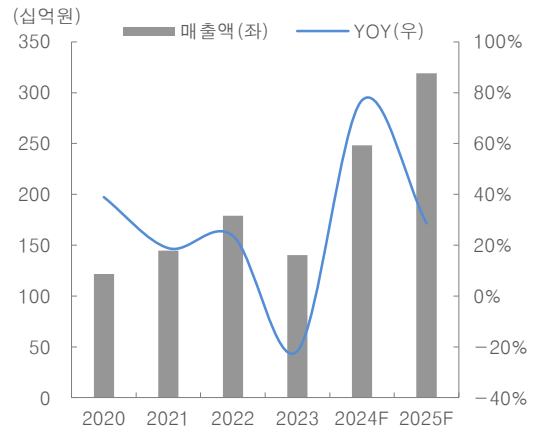
주1: 2024년 목표 P/E는 41x는 과거 3개년 평균 P/E에서 10% 할증
 자료: 대신증권 Research Center

그림 128. 매출액, 영업이익률 추이



자료: 대신증권 Research Center

그림 129. 매출액, 매출 성장률 추이



자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

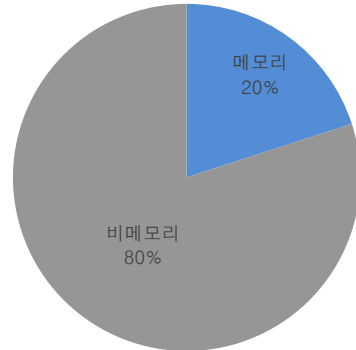
- 2001년 설립, 2007년 10월 코스닥 상장
- 실리콘러버 소켓, 포고소켓/핀 등 반도체 테스트 소켓 전문업체
- 주요 사업부별 매출 비중: 비메모리80%, 메모리 20% 구성(4Q23 기준)
- 자산 5,481억원, 부채 683억원, 자본 4,734억원
(발행주식수: 21,197,058, 4Q23 기준)

주가 변동요인

- 고객사향 테스트 소켓 매출 증가
- 비메모리향 매출 증가 및 AI GPU/HBM 테스트 소켓 공급

자료: ISC, 대신증권 Research Center

매출 비중(4Q23 기준)



자료: ISC, 대신증권 Research Center

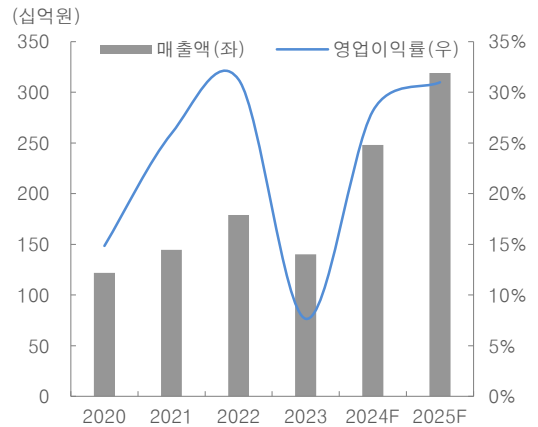
Earnings Driver

ISC 테스트 소켓 제품군



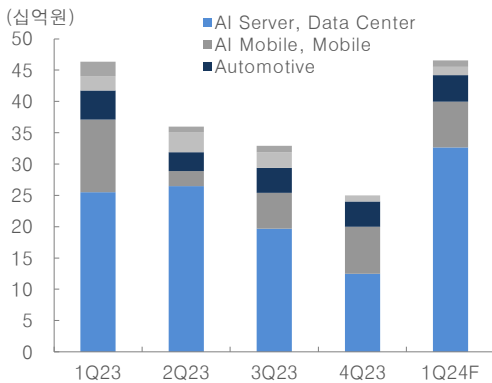
자료: ISC, 대신증권 Research Center

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



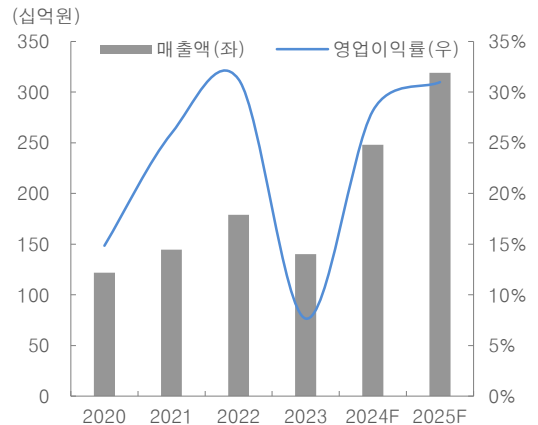
자료: 대신증권 Research Center

제품군별 비중



자료: 대신증권 Research Center

지역별 매출 비중



자료: 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	145	179	140	248	319
매출원가	82	94	85	128	156
매출총이익	63	84	55	121	163
판매비요관련비	25	29	44	51	65
영업이익	38	56	11	70	99
영업외수익	25.9	31.2	7.7	28.1	31.0
EBITDA	47	70	19	79	108
영업외손익	0	6	7	5	7
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	1	6	2	3
외환관련이익	5	10	5	4	4
금융비용	-1	0	-2	-1	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	5	3	4	5
법인세비용차감전순이익	37	62	18	75	106
법인세비용	-7	-18	-4	-17	-23
계속사업순이익	30	44	14	59	83
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	44	14	59	83
당기순이익	208	246	97	236	259
비재분순이익	0	0	0	0	0
재분순이익	30	44	13	59	83
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	25	42	16	61	85
비재분포괄이익	0	0	0	0	0
재분포괄이익	26	42	15	61	85

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,857	2,532	720	2,762	3,898
PER	190	124	111.5	31.6	22.4
BPS	13,669	15,443	25,829	24,854	28,573
PBR	26	2.0	3.8	3.9	3.4
EBITDAPS	2,909	4,009	1,060	3,713	5,093
EV/EBITDA	11.5	6.9	92.6	22.5	15.8
SPS	8,880	10,304	7,652	11,706	15,048
PSR	40	30	12.8	8.4	6.5
CFPS	3,363	4,616	2,118	4,621	6,094
DPS	200	600	200	200	200

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	188	236	-21.6	77.0	286
영업이익 증가율	107.5	48.9	-80.8	550.5	41.5
순이익 증가율	446.5	46.0	-69.1	331.1	41.1
수익성					
ROC	23.3	23.5	5.0	33.9	41.3
ROA	15.0	18.0	2.4	12.2	15.1
ROE	15.3	17.9	3.6	11.7	14.6
안정성					
부채비율	17.6	33.7	14.4	14.8	16.0
순차입금비율	-17.3	-25.5	-58.5	-58.3	-62.2
이자보상배율	91.7	578.4	5.0	101.8	131.4

자료: IC, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	98	162	362	424	518
현금및현금성자산	51	54	268	302	377
매출채권 및 기타채권	24	22	23	41	54
재고자산	14	23	15	27	35
기타유동자산	9	63	55	53	52
비유동자산	163	197	180	181	185
유형자산	111	134	93	98	104
관계기업투자금	3	0	0	0	0
기타비유동자산	49	63	87	83	81
자산총계	262	358	542	605	703
유동부채	35	81	58	62	68
매입채무 및 기타채무	10	30	15	19	21
차입금	10	13	18	22	27
유동상채무	1	0	2	0	0
기타유동부채	13	38	23	21	20
비유동부채	4	9	10	17	29
차입금	1	5	3	3	3
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	7	13	26
부채총계	39	90	68	78	97
자본비율	223	268	473	527	606
자본금	8	9	11	11	11
자본잉여금	111	118	316	316	316
이익잉여금	131	171	173	228	306
기타자본변동	-28	-29	-26	-27	-27
비자본비율	0	0	0	0	0
자본총계	223	268	473	527	606
순차입금	-39	-68	-277	-307	-377

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	39	65	22	56	89
당기순이익	30	44	14	59	83
비현금항목의 가감	25	36	25	39	47
감가상각비	10	14	9	9	9
외환손익	-2	3	1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	16	19	16	32	39
자산부채의 증감	-8	-7	0	-26	-17
기타현금흐름	-7	-8	-17	-16	-23
투자활동 현금흐름	-4	-76	-2	-12	-12
투자자산	4	-25	10	0	0
유형자산	-13	-19	-13	-13	-13
기타	5	-31	2	2	1
재무활동 현금흐름	-21	14	194	-2	0
단기차입금	0	-3	4	4	4
사채	-4	24	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	22	26	200	0	0
현금배당	-2	-3	-10	-4	-4
기타	-37	-29	0	-2	0
현금의 증감	14	3	214	34	75
기초 현금	37	51	54	268	302
기말 현금	51	54	268	302	377
NOPLAT	30	40	8	54	77
FCF	30	33	3	49	72