

SK COMPANY Analysis



Analyst
이동주

natelee@sksc.co.kr
3773-9026

Company Data

자본금	8 십억원
발행주식수	1,524 만주
자사주	36 만주
액면가	500 원
시가총액	2,067 십억원
주요주주	
이채윤	34.66%
Wasatch Advisors, Inc.	7.02%
외국인지분율	42.83%
배당수익률	2.2%

Stock Data

주가(23/04/17)	135,600 원
KOSDAQ	909.50 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	184,500 원
52주 최저가	122,000 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.9%	-15.7%
6개월	-3.1%	-27.3%
12개월	-23.3%	-22.0%

리노공업 (058470/KQ | 매수(신규편입) | T.P 200,000 원(신규편입))

단기 부진은 짧고 장기 성장은 길다

- 투자 의견 BUY, 목표주가 20 만원으로 커버리지를 개시
- 1) 업황 개선 속도: 비메모리 > 메모리 2) 높은 R&D 소켓 비중 3) XR 을 포함한 전방 산업의 구조적 성장
- 2026 년 생산 캐파 2 배 이상 확대. 성장에 대한 자신감
- 커버리지 중 Top-pick 의견 제시

투자 의견 BUY, 목표주가 20 만원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY, 목표주가 20 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2023 년 예상 EPS 7,214 원에 Target multiple 27.5x 를 적용했다. Target multiple 은 최근 3 개년 평균 PER 에 10% 할증한 수치이다.

실적 부진은 길어야 2 개 분기

동사는 반도체 테스트 부품 관련 사업을 영위하는 업체이다. 매출 비중은 Test 소켓 60%, 리노 핀 30%, 의료용 부품 10%이다. 주요 고객사는 Qualcomm, Apple, TSMC, 삼성전자로 비메모리향 비즈니스다. 투자 포인트는 3 가지로 정리된다. 1) 비메모리 업황 개선은 메모리 대비 빠르다. 2 분기부터 가동률 개선이 예상된다. 2) R&D 용 소켓 비중 이 높다. 단기적으로는 높은 ASP로 실적 기여가 있고 중기적으로는 양산용 물량 확보를 의미한다. 3) 중소형 디바이스 성장과 캐를 함께 한다. 스마트폰 성장률 둔화에도 칩 성능의 고도화는 지속되며 XR 을 포함한 신규 디바이스 출현은 동사의 구조적 성장을 밝혀주는 요소이다.

빠지면 사는데 맞다

반도체 사이클 영향은 있지만 골이 깊지 않은 안정적인 업체이다. 원재료 개발부터 공정 시스템을 일괄 내재화해 원가 경쟁력도 상당히 높다. 2026 년 생산 캐파는 현재 대비 2 배 이상 증가한다. 성장에 대한 자신감이다. 최근 상대적 주가 레벨도 부담이 적다. 커버리지 중 Top-pick 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	201	280	322	340	400	484
yoy	%	18.2	39.2	15.1	5.5	17.6	21.0
영업이익	십억원	78	117	137	140	170	216
yoy	%	21.4	50.4	16.7	2.8	20.9	27.3
EBITDA	십억원	88	129	151	153	181	226
세전이익	십억원	74	139	154	159	192	243
순이익(지배주주)	십억원	55	104	114	110	131	166
영업이익률%	%	38.7	41.8	42.4	41.3	42.4	44.7
EBITDA%	%	43.7	46.2	46.7	45.1	45.2	46.7
EPS(계속사업)	원	3,633	6,810	7,503	7,214	8,595	10,864
PER	배	37.2	29.1	20.7	18.8	15.8	12.5
PBR	배	6.1	7.2	4.8	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	배	21.0	21.2	13.6	11.5	9.4	7.1
배당수익률	%	1.1	1.3	1.9	2.2	2.2	2.2
ROE	%	17.4	27.5	25.1	20.9	21.8	23.6
순차입금	십억원	-211	-283	-317	-350	-411	-500
부채비율	%	7.2	11.7	7.8	7.3	6.7	6.2

1. Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 20 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2023 년 예상 EPS 7,214 원에 Target multiple 27.5x 를 적용했다. Target multiple 은 최근 3 개년 평균 PER 에 10% 할증한 수치이다. 스마트폰 내 칩 성능 고도화와 XR, 차량용 반도체, IoT, AI 관련 디바이스 등 전방 산업 분야의 구조적 성장과 동사의 포고핀 분야 글로벌 1 위 지위를 감안했다.

Valuation Table

구분	비고	
2023 년 예상 EPS (원)	7,214	
Target PER (X)	27.5	최근 3 개년 평균 PER 25x 대비 10% 할증 적용
적정주가 (원)	198,385	
목표주가 (원)	200,000	
현재주가 (원)	137,600	
Upside Potential	45%	

자료: SK 증권

2. 기업 개요

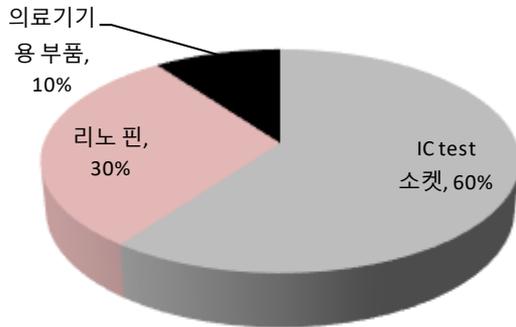
동사는 반도체 테스트 관련 부품 사업을 영위하는 업체이다. 매출 비중은 IC test 소켓 (프로브카드 포함) 60%, 리노 핀(테스트 핀) 30%, 의료기기용 부품 10%로 구분된다. 고객사는 Qualcomm, Apple, TSMC, 삼성전자 등 1,000 여개의 고객을 확보하고 있으며 고르게 분포되어 있다. 메모리와 비메모리 비중은 각각 2%, 98% 수준으로 글로벌 비메모리향 대표 부품 업체 중 하나이다.

IC test 소켓과 리노 핀(테스트 핀)은 반도체 후공정 파이널 테스트 단계에서 사용되는 핵심 부품이다. 패키징이 끝난 이후 테스트를 위해 패키지 기판에 형성된 솔더볼과 물리적으로 접촉하는 테스트 핀이 필요하다. 테스트 핀은 패키지의 전기적 불량 여부를 확인하기 위한 소모품이다. 이것을 소켓 형태로 모듈화한 것이 IC test 소켓이다.

테스트 소켓은 제품 형태에 따라 포고(Pogo)형과 러버(Rubber)형으로 구분된다. 포고형은 스프링 기반의 핀 타입으로 30 년 이상 시장에서 사용되었던 전통 방식의 테스트 소켓이다. 높은 접촉률(정확도), 미세화, 수명에 강점이 있고 비메모리에서 많이 사용되는 타입이다. 국내 포고형 테스트 소켓 사업을 영위하는 업체는 리노공업 대표적이며, ISC 의 자회사인 프로웰과 티에스이가 일부 생산하고 있다. 러버형은 러버 내부에 전도성 알갱이(구리나 니켈)를 배치해 테스트하는 볼 타입 방식이다. 포고형 대비 신호 전달 거리가 짧아 속도와 주파수 특성에 강점이 있다. 메모리 산업에서는 러버형이 많이 사용되고 있으며 비메모리에서도 비중이 점차 늘어나고 있는 것으로 파악된다.

매출 비중의 10%를 차지하는 의료기기용 부품은 초음파 영상진단 장비에 사용되는 프로브 부품 관련 사업이다. 초음파 진단 장치에서 인체와 직접적으로 접촉하여 초음파의 발생과 검출 기능을 가지는 부품이다.

제품별 매출 비중



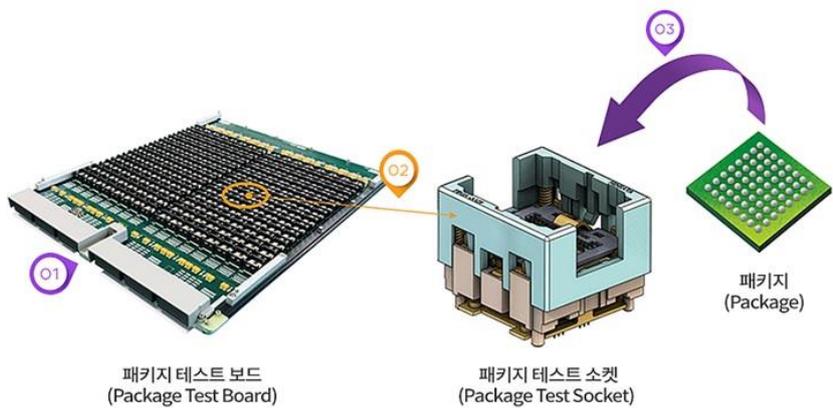
자료 : 리노공업, SK 증권

주요 고객사 현황



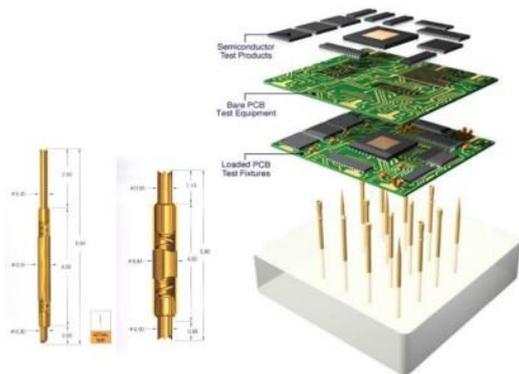
자료 : 리노공업

파이널 테스트 공정



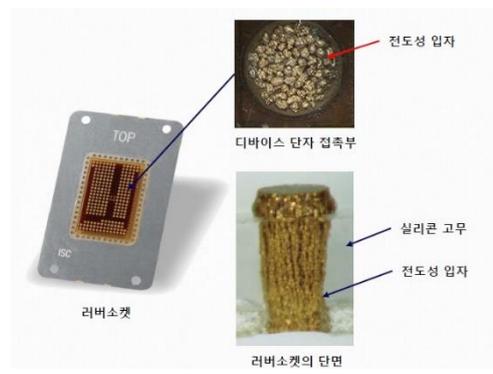
자료: SK 하이닉스

포고형 테스트 소켓



자료 : 리노공업

러버형 테스트 소켓



자료 : ISC

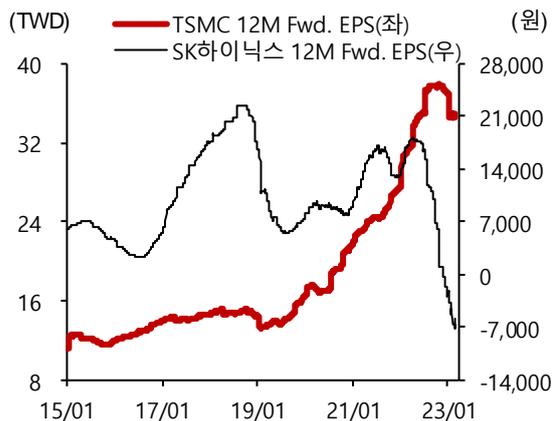
3. 투자 포인트

(1) 업황 우려 대비 실적은 견고하다

Qualcomm 과 Apple 은 동사의 주요 상위 고객사이다. 고객사의 사업 구조상 동사의 최전방 제품도 스마트폰 비중이 가장 크다. 스마트폰 수요는 현재까지도 회복 가시성이 묘연하다. 2022 년 YoY -11% 역성장예 이어 2023 년에도 역성장 기조가 이어질 것으로 보인다. 하지만 주요 고객사의 상황은 업황보다는 견조하다. Qualcomm 은 삼성전자 갤럭시 S23 시리즈향 AP 를 전량 수주한 것으로 파악된다. Apple 은 상반기가 비수기이나 하반기 아이폰 15 에 대한 기대감이 고조되고 있다. 동사의 스마트폰향 비중도 60% 까지 감소하여 현재 시장에서 가지는 우려 대비 실적은 견조할 것으로 보인다. 또한 비메모리 업황 개선 속도는 메모리 대비 빠르다. 비메모리 업체들의 실적 흐름도 최근 바닥을 잡아가는 모습이다. 전방 수요 개선 곧 가동률 회복으로 이어질 수 있다.

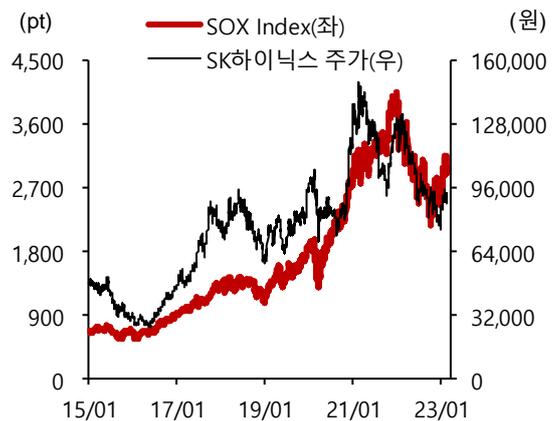
2023 년 매출액 3,402 억원(+5.5% YoY), 영업이익 1,405 억원(+2.8% YoY)를 전망한다. 대다수의 Tech 업체가 올해 감익이 예상되는 것과 대조적이다. 1Q23 까지 고객사 재고 조정 영향은 불가피하다. 다만 2Q23 부터는 가동률이 점차 회복되고 2H23 정상화될 것으로 예상된다.

TSMC 와 SK 하이닉스 12MF EPS 컨센서스 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

필라델피아 반도체 지수와 SK 하이닉스 12MF EPS 컨센서스 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

(2) R&D 용 소켓 60% > 양산용 소켓 40%

비메모리향 테스트 소켓은 R&D 용과 양산용으로 구분할 수 있는데 동사의 경우 R&D 용 비중이 통상 높은 편이다. 테스트 소켓 관련 제조는 일본에도 경쟁 업체가 있지만 핵심 부품인 포고핀에 대한 기술 우위는 동사에 있기 때문이다. R&D 용 소켓은 팹리스 업체가 차세대 신제품 출시를 위해서 쓰는 용도인데 R&D 용에서의 소켓이 곧 양산용으로 이어지는 경우가 대부분이다. 팹리스 업체 입장에서도 연구소에서 사용하던 테스트 소켓의 기반으로 전기적 특성에 대한 백데이터가 쌓이기 때문에 대량 양산에 있어서도 기존 테스트 제품을 사용하는 것이 안정적이다. R&D 용 비중이 높다는 의미는 단기 업황 영향을 헛지하면서 2년 후의 양산 물량 확보로 해석이 가능하다.

(3) 구조적 성장이 정해진 업체

테스트 소켓 시장의 중장기 미래도 밝다. 특히 동사가 영위하는 하이엔드형 포고형의 경우 디바이스 크기가 작고 고성능 칩을 요구하는 스마트폰, 웨어러블, XR, IoT 등의 시장 성장과 궤를 함께 한다. 칩의 전기적 특성을 높이기 위한 패키징의 솔더볼은 작아지고 대당 개수는 증가한다. 솔더볼에 대응하는 테스트핀 수요는 늘어나게 되면서 테스트 소켓의 판가도 상승하게 된다. 5G 스마트폰 상용화가 이 효과를 극대화시킨 대표적인 사례이다. 5G 스마트폰 칩투 속도는 점차 둔화되지만 기존 디바이스의 성능 경쟁은 지속되고 XR 과 같은 신규 디바이스 시장은 향후 폭발적인 성장세를 보일 것이다. 하반기에는 오쿨러스 퀘스트3 출시와 함께 Apple의 XR 출시로 XR 시장 성장은 속도를 더해 갈 것으로 보인다. 신규 시장에서도 주도 업체는 동사의 주요 고객사인 Qualcomm, Apple, 삼성전자, TSMC 이다. 동사는 포고핀 부문 글로벌 시장 압도적 1위이다. 단기 부침은 있을지라도 포고형 소켓 산업의 구조적 성장이 예상되는 근거이다.

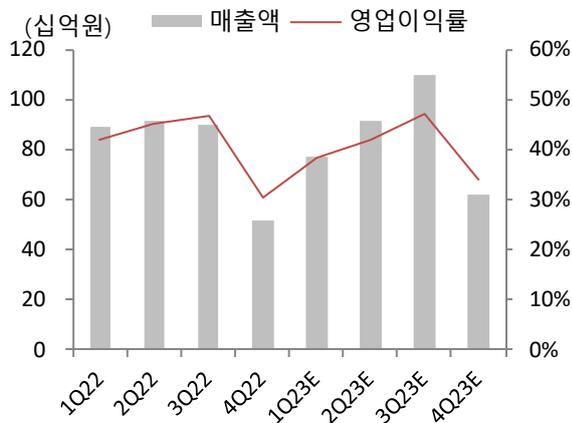
4. 실적 추정

리노공업 실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	89	91	90	52	77	91	110	62	201	280	322	340	400
<i>QoQ</i>	59%	2%	-1%	-43%	49%	19%	20%	-43%					
<i>YoY</i>	31%	16%	17%	-8%	-14%	0%	22%	20%	18%	39%	15%	6%	18%
리노핀	29	30	26	25	24	30	32	30	77	94	109	116	137
IC test													
소켓	53	54	58	20	44	53	71	24	103	160	184	193	229
의료기													
기 부품	8	8	6	7	9	8	7	7	21	25	29	32	35
영업이익	38	41	42	16	30	38	52	21	78	117	137	140	170
<i>QoQ</i>	65%	10%	2%	-63%	88%	30%	34%	-59%					
<i>YoY</i>	35%	20%	31%	-31%	-21%	-7%	23%	33%	21%	50%	17%	3%	21%
영업이익률	42%	45%	47%	31%	38%	42%	47%	34%	39%	42%	42%	41%	42%

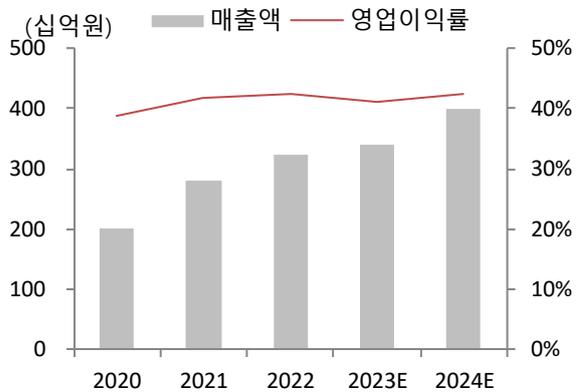
자료: SK 증권

분기 실적 추이



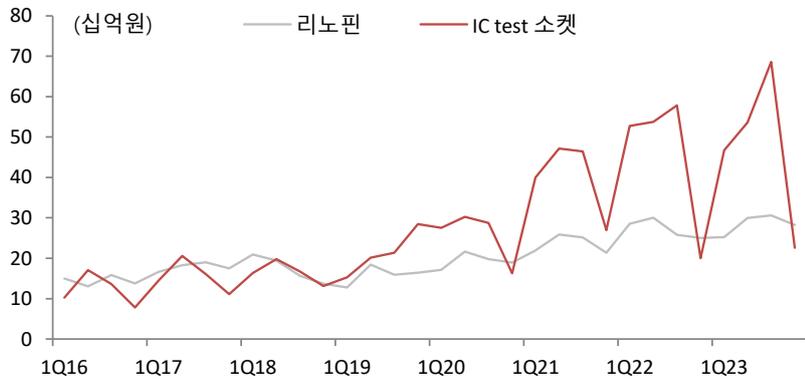
자료: SK 증권

연간 실적 추이



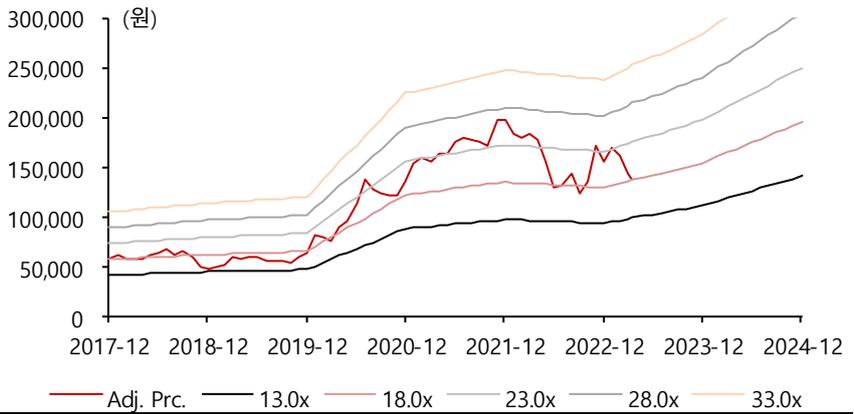
자료: SK 증권

테스트 소켓, 리노핀 매출액 추이



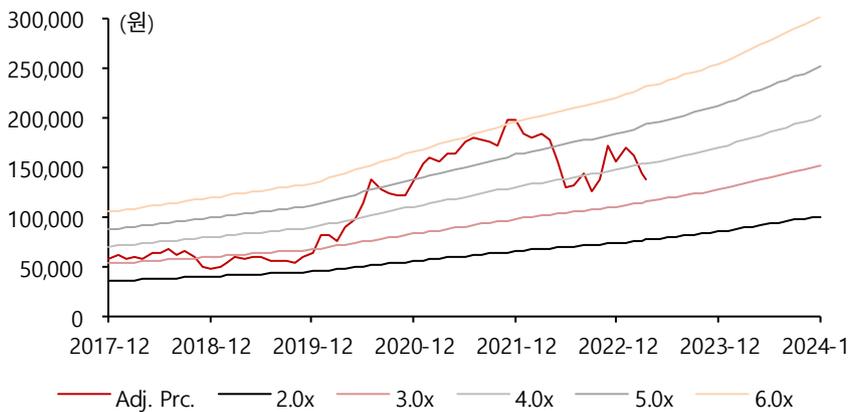
자료: SK 증권

12MF PER Band



자료: SK 증권

12MF PBR Band



자료: SK 증권

5. Peer Valuation

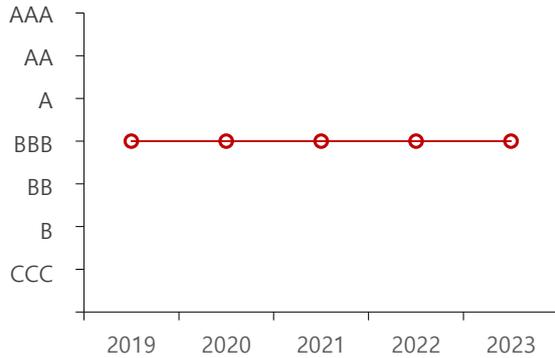
국내외 부품 업체 Valuation

		PER(x)		PBR(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
		2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
국내	하나머티리얼즈	12.7	9.8	2.5	2.0	7.6	5.7	22.0	23.0
	티씨케이	13.5	10.2	2.4	2.0	6.8	5.0	19.0	21.0
	케이엔제이	11.3	8.6	2.2	1.7	26.2	14.5	21.0	22.0
	월덱스	7.8	6.3	1.6	1.3	5.2	3.8	23.0	23.0
	원익 QnC	8.6	7.1	1.5	1.2	4.8	3.9	18.0	18.0
	비씨엔씨	18.4							
	코미코								
	한솔아이원스								
	리노공업	19.3	16.7	3.7	3.3	11.5	9.8	21.0	21.0
	ISC	12.6	10.5	2.1	1.8	7.2	5.8	19.0	19.0
	티에스이	8.2	6.5	1.3	1.1	3.1	2.3	17.0	19.0
	티에프이								
	오킨스전자								
	마이크로컨텍솔								
샘씨엔에스									
	Average	12.5	9.5	2.2	1.8	9.1	6.3	20.0	20.8
해외	Tosoh	8.2	6.9	0.7	0.7	4.8	4.2	9.3	10.1
	Dupont	18.5	16.0	1.2	1.2	11.3	10.4	6.6	7.3
	Formfactor	39.7	22.0			23.6	13.3	7.4	10.7
	MJC	14.2	8.6	1.3	1.2	4.5	3.2	9.1	12.5
	JEM		5.7						
	Technoprobe	35.1	25.6	4.6	4.0	19.1	14.5	12.2	16.3
	Ibiden	23.0	14.5	1.7	1.5	6.2	5.1	10.5	11.2
	Shinko	13.4	11.1	1.9	1.6	5.0	4.5	17.6	15.9
	Nan ya PCB	12.2	10.1	3.1	2.6	7.0	6.1	25.1	26.7
	Unimicron	9.6	7.7	2.2	1.8	4.6	3.8	25.0	25.8
	Kinsus	9.9	7.8	1.4	1.3	4.0	3.3	13.9	15.5
	AT&S	1.2	5.5	0.7	0.6	6.1	3.2	6.5	12.8
	Yamaichi Elec	6.7	6.4	1.0	0.9	3.0	2.8		
	Yokowo	9.4	8.2	0.9	0.8	3.7	3.3	11.8	12.4
	Average	15.5	11.1	1.7	1.5	7.9	6.0	12.9	14.8

자료: Bloomberg, SK 증권

ESG 하이라이트

리노공업의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
리노공업 종합 등급	BBB		38.5
환경(Environment)	14.7		27.9
사회(Social)	51.0		29.6
지배구조(Governance)	56.0		57.8
<비교업체 종합 등급>			
ISC	BB		
티에스이	BB		
티에프이			

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 리노공업 ESG 평가

노동인권, 안전보건, 환경, 윤리, 정보 분야의 방침을 제정하고 이를 준수 및 개선하기 위한 노력을 기울이고 있다.

ESG에 대한 관심이 크며 관련된 여러 가지 사회적 활동에도 임하고 있다

자료: SK 증권

리노공업의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)

자료: KRX, SK 증권

리노공업의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	336	377	430	503	610
현금및현금성자산	77	30	6	15	24
매출채권 및 기타채권	41	46	55	64	77
재고자산	12	13	16	18	22
비유동자산	131	154	169	183	200
장기금융자산	3	23	24	24	25
유형자산	124	128	141	155	170
무형자산	2	2	2	1	1
자산총계	466	531	599	686	810
유동부채	46	36	39	41	44
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	5	5	14	16	19
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	2	2	3	3
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	49	38	41	43	47
지배주주지분	418	493	558	643	763
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	6	6	6	6	6
기타자본구성요소	-2	-2	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	407	482	547	632	752
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	418	493	558	643	763
부채외자본총계	466	531	599	686	810

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	129	104	114	134	162
당기순이익(손실)	104	114	110	131	166
비현금성항목등	42	53	51	59	71
유형자산감가상각비	12	14	13	11	10
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	29	39	38	48	62
운전자본감소(증가)	2	-21	-9	-8	-13
매출채권및기타채권의감소(증가)	-8	-7	-9	-8	-13
재고자산의감소(증가)	0	-2	-3	-2	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	0	-0	2	2	3
기타	9	-13	0	0	0
법인세납부	-18	-43	-49	-61	-77
투자활동현금흐름	-130	-112	-85	-78	-106
금융자산의감소(증가)	-95	-80	-58	-52	-80
유형자산의감소(증가)	-35	-18	-25	-25	-25
무형자산의감소(증가)	-0	-0	0	0	0
기타	-0	-14	-2	-1	-1
재무활동현금흐름	-23	-38	-46	-46	-46
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-0	-0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-23	-38	-46	-46	-46
기타	-0	-0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-22	-47	-25	10	9
기초현금	99	77	30	6	15
기말현금	77	30	6	15	24
FCF	95	86	89	109	137

자료 : 리노공업, SK증권 추정

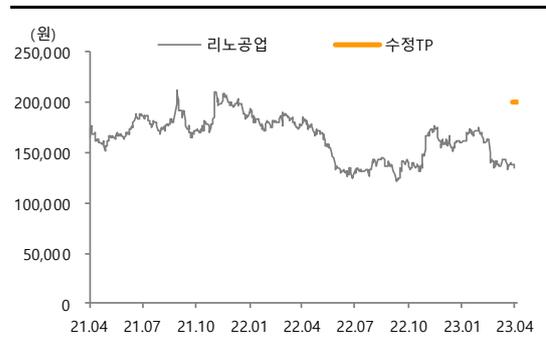
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	280	322	340	400	484
매출원가	149	168	181	208	241
매출총이익	131	155	159	192	243
매출총이익률(%)	46.8	48.0	46.7	47.9	50.1
판매비와 관리비	14	18	18	22	26
영업이익	117	137	140	170	216
영업이익률(%)	41.8	42.4	41.3	42.4	44.7
비영업손익	22	17	19	22	27
순금융손익	2	6	11	13	16
외환관련손익	11	7	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	139	154	159	192	243
세전계속사업이익률(%)	49.6	47.8	46.8	47.9	50.2
계속사업법인세	35	40	49	61	77
계속사업이익	104	114	110	131	166
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	104	114	110	131	166
순이익률(%)	37.1	35.5	32.3	32.7	34.2
지배주주	104	114	110	131	166
지배주주귀속 순이익률(%)	37.1	35.5	32.3	32.7	34.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	103	113	110	131	166
지배주주	103	113	110	131	166
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	129	151	153	181	226

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	39.2	15.1	5.5	17.6	21.0
영업이익	50.4	16.7	2.8	20.9	27.3
세전계속사업이익	88.8	10.9	3.2	20.5	26.6
EBITDA	47.0	16.4	1.8	18.0	24.8
EPS	87.4	10.2	-3.9	19.1	26.4
수익성 (%)					
ROA	25.1	22.9	19.5	20.4	22.1
ROE	27.5	25.1	20.9	21.8	23.6
EBITDA마진	46.2	46.7	45.1	45.2	46.7
안정성 (%)					
유동비율	7300	1,036.3	1,111.5	1,234.1	1,386.9
부채비율	11.7	7.8	7.3	6.7	6.2
순차입금/자기자본	-67.7	-64.3	-62.8	-64.0	-65.6
EBITDA/이자비용(배)	19,647.8	20,876.2	19,156.9	20,938.5	23,795.1
배당성향	36.6	39.8	41.4	34.8	27.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,810	7,503	7,214	8,595	10,864
BPS	27,558	32,511	36,737	42,345	50,221
CFPS	7,620	8,425	8,057	9,326	11,497
주당 현금배당금	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
Valuation지표 (배)					
PER	29.1	20.7	18.8	15.8	12.5
PBR	7.2	4.8	3.7	3.2	2.7
PCR	26.0	18.5	16.8	14.5	11.8
EV/EBITDA	21.2	13.6	11.5	9.4	7.1
배당수익률	1.3	1.9	2.2	2.2	2.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.04.14	매수	200,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 04월 14일 기준)

매수	91.61%	중립	8.39%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------