

주성엔지니어링

| Bloomberg Code (036930 KS) | Reuters Code (036930.KQ)

2022년 4월 25일

[IT장비/반도체]

고영민 연구원

☎ 02-3772-1595

✉ ym.ko@shinhan.com

최도연 이사 연구위원

☎ 02-3772-1558

✉ doyeon@shinhan.com

과도한 우려가 만들어준 또 한번의 기회



매수
(유지)



현재주가 (4월 22일)

23,150 원



목표주가

33,500 원 (유지)



상승여력

44.7%

- ◆ 1분기 전망: 수주잔고 지속 증가 중
- ◆ 22년 전망: 기대를 뛰어넘는 반도체 부문의 가파른 성장세
- ◆ 우려 속에 빛나는 차별적인 경쟁력, IT장비 최선호주 유지



신한 리서치 투자정보
www.shinhaninvest.com



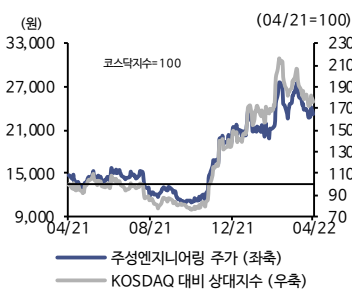
신한금융투자 기업분석부

투자판단	매수 (유지)
목표주가	33,500 원 (유지)
상승여력	44.7%

KOSPI	2,704.71p
KOSDAQ	922.78p
시가총액	1,117.0십억원
액면가	500 원
발행주식수	48.2백만주
유동주식수	34.1백만주(70.6%)
52 주 최고가/최저가	27,550 원/10,750 원
일평균 거래량 (60 일)	1,273,723 주
일평균 거래액 (60 일)	29,990백만원
외국인 지분율	13.24%
주요주주	
항철주 외 7 인	28.97%

절대수익률	
3개월	11.3%
6개월	110.5%
12개월	59.1%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	13.7%
6개월	126.9%
12개월	76.9%

주가차트



1분기 전망: 수주잔고 지속 증가 중

매출액 1,070억원(+42%, 이하 YoY), 영업이익 282억원(+76%)을 전망한다. M16 신규투자자와 M14, 우시 등 보완투자항 장비 공급이 진행된 것으로 파악된다. 원자재 조달에 대한 선제적 대응으로 1분기 국내외 고객사향 공급 차질 및 매출 지연은 없었던 것으로 확인된다. 국내외 고객사향 수주는 지속적으로 활발히 진행 중이다. 1분기 수주잔고는 또 한번 전분기말 대비 증가세를 보일 것으로 예상된다.

22년 전망: 기대를 뛰어넘는 반도체 부문의 가파른 성장세

22년 매출액 4,706억원(+25%), 영업이익 1,322억원(+29%)을 전망한다. 21년에 이어 22년에도 높은 실적 성장세가 예상되는 가운데, 동시에 수주잔고의 성장세도 하반기 이어질 것으로 전망된다.

- 반도체: DRAM 공정 미세화의 핵심인 High-K 캐패시터 공정에서 독보적 경쟁력을 갖추고 있다. 이는 1) SK하이닉스 내 M/S증가, 2) 중화권 및 해외 고객사향 수주 증가로 연결되고 있다. 더불어 해외 비메모리 고객사향 장비 공급 역시 예정대로 순조롭게 진행 중이다.

- 디스플레이: 대형 OLED용 ALD 장비 공급 이력은 글로벌 기준 주성엔지니어링만이 가지고 있다. 8세대 기준, TFT 외에 Encap 공정까지 ALD 장비 공급이 가능한 유일한 장비사다. 하반기 고객사의 투자 여부에 따라 추정치 상향도 가능하다.

- 태양광: 러시아 고객사향 22년 매출은 23년으로 인식될 가능성이 높으나, 추가 고객사 확보는 22년 중 지속될 전망이다. 빠르면 2~3분기 중 확인될 가능성이 높으며, 이 경우 23년 태양광 매출액은 최소 1,000억원, 많게는 2,000억원도 가능하다. 추정치 상향 요인이다.

우려 속에 빛나는 차별적인 경쟁력, IT장비 최선후주 유지

실적변수 다각화를 통해 메모리 Cycle 의존도가 높은 여타 경쟁사 대비 차별화된 성장성이 부각된다. 그럼에도 최근 업종 전반의 불확실성에 따른 주가 조정으로, 현 주가는 22F P/E 10.2배에 불과하다. 현 추정치가 보수적인 가정임을 감안할 때 과도한 우려가 만들어 준 매수 기회라고 판단된다. 목표주가 33,500원(Target P/E 14.9배)을 유지하며, IT장비 업종 내 당사 최선후주로 지속 제시한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2020	118.5	(25.0)	(4.1)	(8.2)	(170)	적전	4,713	(48.2)	(48.4)	1.7	(3.5)	43.6
2021	377.3	102.6	174.3	145.5	3,016	흑전	7,661	7.0	8.4	2.7	48.7	(7.4)
2022F	470.6	132.2	138.1	109.5	2,269	(24.8)	9,731	10.2	7.2	2.4	26.1	(8.8)
2023F	577.3	164.5	178.2	132.8	2,752	21.3	12,234	8.4	5.3	1.9	25.1	(24.7)
2024F	663.4	198.1	214.1	147.9	3,064	11.3	15,010	7.6	3.9	1.5	22.5	(36.1)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

각 사업 부문별 핵심 경쟁력 & 수혜 포인트 요약

1) 반도체

고객사 내 High-K 캐패시터 공정을 100% 담당하고 있다. 종횡비가 한계에 다다르면서 유전율을 높여주는 방법이 현재로서 유일하다. 유전율은 지르코늄, 하프늄, 알루미늄 등 여러 절연/메탈 물질의 최적의 배합을 통해 높일 수 있다.

동사는 High-K 관련 물질 모두 증착이 가능하다. 배합 물질이 다양해질수록 동사의 장비 공급대수(Q)가 확대되는 수혜가 확인된다.

2) 디스플레이

대형 OLED용 CVD 장비 공급 이력은 글로벌 기준 AMAT과 주성엔지니어링, ALD 장비 공급 이력은 주성엔지니어링만이 보유 중이다. 또한 8세대 기준 동사는 TFT 외에 Encap 공정까지 ALD 장비 공급을 시작했기 때문에, 과거 대비 대형 투자에 대한 큰 폭의 수혜(K당 매출 증가)가 가능하다.

3) 태양광

기존 PERC 대비 효율 높은 HJT 방식용 증착 장비를 보유 중이다. 현재 글로벌 3개사(주성엔지니어링, AMAT, Maxwell) 만이 가능하며, 동사가 레퍼런스 측면에서 가장 앞서있는 것으로 파악된다.

태양전지 고객사들은 HJT 방식 이후 차세대 구조인 Tendon(이종구조) 방식으로의 전환을 계획 중이다. HJT(아래)를 기반으로 Perovskite(위)를 증착시키는 방식이 가장 효율적인 Tendon 구조다. Perovskite는 반도체 공정처럼 진공 상태에서 증착이 중요하며, 동사가 보유한 반도체 ALD/CVD 기술력이 강점으로 발휘될 수 있다. 현재 관련 차세대 장비는 23년 출시를 목표로 준비 중이다.

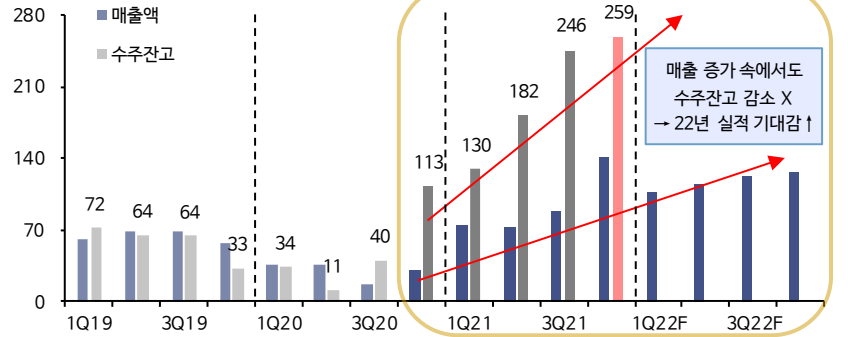
주성엔지니어링 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	75.3	72.3	88.4	141.3	107.0	114.4	122.9	126.4	377.3	470.6	577.3
YoY(%)	113.3	102.9	401.5	371.4	42.0	58.2	39.1	(10.6)	218.3	24.7	22.7
반도체	73.5	49.3	64.7	128.4	97.2	100.0	96.4	104.7	315.8	398.3	436.6
디스플레이	1.7	22.9	23.6	12.9	9.6	14.4	26.4	21.6	61.2	72.0	86.4
Solar cell	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.3	0.3	54.3
매출 비중											
반도체	97.6	68.2	73.2	90.8	90.9	87.4	78.5	82.8	83.7	84.6	75.6
디스플레이	2.3	31.7	26.7	9.2	9.0	12.6	21.5	17.1	16.2	15.3	15.0
Solar cell	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	9.4
영업이익	16.1	12.1	23.8	50.7	28.2	31.4	35.5	37.1	102.6	132.2	164.5
OPM(%)	21.3	16.7	26.9	35.9	26.4	27.5	28.9	29.3	27.2	28.1	28.5
YoY(%)	흑전	1,241.9	흑전	흑전	75.8	160.2	49.4	(26.9)	흑전	28.8	24.4

자료: Dart, 신한금융투자 추정

매출액 및 수주잔고 추이 및 전망

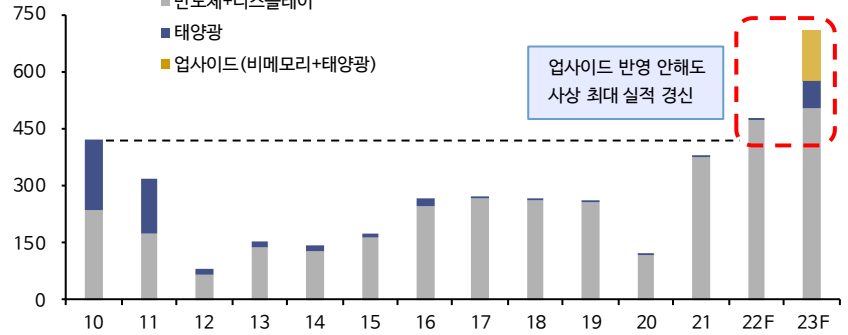
(십억원)



자료: Dart, 신한금융투자 추정

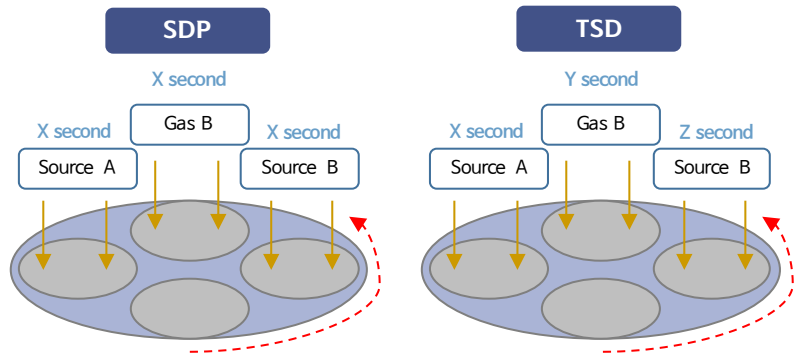
업사이드 요인(태양광 & 해외 비메모리) 반영 시나리오 매출액 추정

(십억원)



자료: Dart, 신한금융투자 추정

주성엔지니어링의 ALD 기술 경쟁력: (SDP vs TSD)



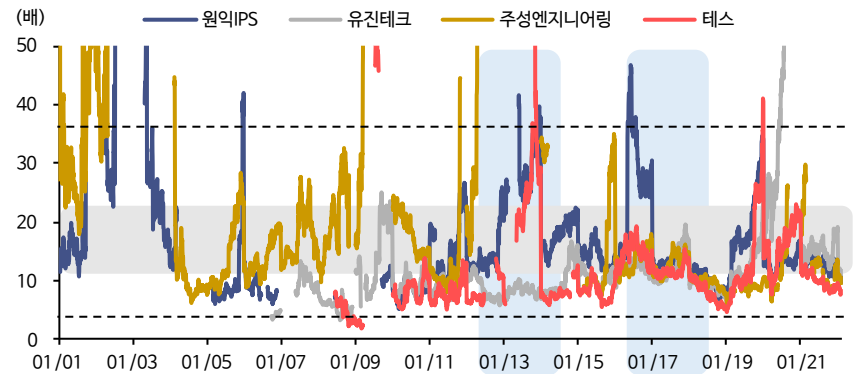
자료: 신한금융투자

주성엔지니어링 목표주가 밸류에이션 분석

(원, 배)	2022F	비고
목표주가	33,500	
EPS	2,269	2022FEPS
목표 PER	14.9	과거 반도체 부문 실적 성장 기대감이 컸던 2017년 평균 P/E
주당가치	33,811	

자료: 신한금융투자 추정

과거 국내 증착 장비사들의 Multiple(FY1 P/E) 추이

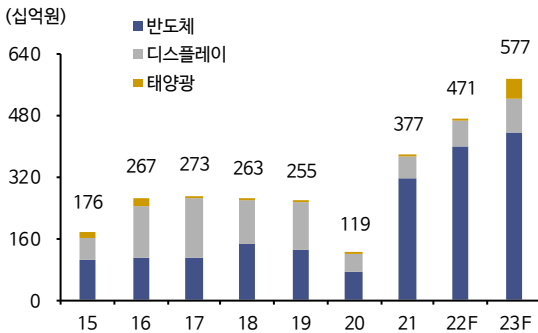


자료: QuantiWise, 신한금융투자

주1: FY1 = 결산예정기준

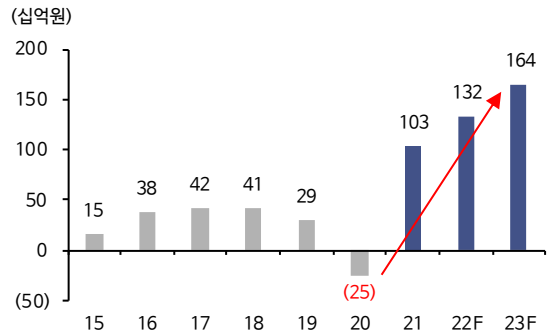
주2: 연초/연말 실적 기준 변경시점에 따른 Multiple 단기 급등/급락 등의 노이즈 데이터는 제거

연간 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: Dart, 신한금융투자 추정

연간 영업이익 추이 및 전망



자료: Dart, 신한금융투자 추정

제품군 요약 및 정리

분류	제품명	제품군 설명	고객사	매출 비중
반도체	SDP System	- CVD, ALD 방식 둘 다 지원 - 세미 배치 타입(싱글대비 속도 ↑ → 양산화 컨셉) - 현재 메모리향 공급 중	SK하이닉스, 중화권 및 해외 반도체 업체	83.7%
	TSD System	- CVD, ALD 방식 둘 다 지원 - 싱글/배치 2개 타입 - 싱글처럼 정교한 작업이 가능하고 throughput(생산성)도 개선시킨 배치 타입, 글로벌 최초 개발 (다품종 소량생산 가능 → 비메모리향 공급 기대)	국내외 고객사 쉘 테스트 진행 중	
디스플레이	TSD (CCP)	- PECVD 장비 - 플라즈마를 수직으로 쓰는 형태	LG디스플레이 및 중화권 디스플레이사	16.2%
	TSD (LSP)	- Oxide TFT 용 TSD 장비 - 글로벌 최초 개발 - 플라즈마를 수평으로 쓰는 형태		
태양광	HJT	- 결정형 방식 장비 - 박막형 대비 효율률 구현 가능	국내외 고객사 논의 중	0.1%

자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 매출 비중은 2021년 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	549.2	711.9	736.1	845.5	963.7
유동자산	129.6	230.2	238.7	321.0	408.8
현금및현금성자산	18.5	119.2	133.3	214.9	308.2
매출채권	25.2	24.0	25.5	26.6	24.1
재고자산	55.5	58.6	54.7	52.1	47.6
비유동자산	419.6	481.7	497.4	524.5	554.9
유형자산	232.8	235.1	252.1	279.9	310.8
무형자산	5.4	5.4	4.3	3.4	2.7
투자자산	10.0	6.6	6.3	6.5	6.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	321.8	342.3	266.6	255.3	239.5
유동부채	150.0	134.9	132.2	127.1	118.5
단기차입금	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	22.9	16.5	22.1	21.4	18.8
유동성장기부채	57.2	40.0	40.0	30.0	20.0
비유동부채	171.8	207.4	134.5	128.2	121.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	40.4	51.3	51.3	38.3	26.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	227.4	369.6	469.5	590.3	724.2
자본금	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1
자본잉여금	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	23.2	21.6	21.6	21.6	21.6
이익잉여금	71.0	214.9	314.7	435.5	569.4
지배주주지분	227.4	369.6	469.5	590.3	724.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	117.6	92.0	91.9	69.0	47.0
*순차입금(순현금)	99.1	(27.2)	(41.3)	(145.9)	(261.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	1.6	110.7	54.5	160.4	179.4
당기순이익	(8.2)	145.5	109.5	132.8	147.9
유형자산상각비	13.5	14.1	16.1	18.2	21.1
무형자산상각비	1.3	1.2	1.1	0.9	0.7
외환환산손실(이익)	0.3	(1.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.7)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.4)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
운전차분변동	12.5	(17.9)	(72.2)	8.6	9.8
(법인세납부)	(1.5)	(2.2)	(28.6)	(45.4)	(66.2)
기타	(15.2)	(26.5)	28.6	45.3	66.1
투자활동으로인한현금흐름	(84.6)	6.9	(32.8)	(46.2)	(52.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(53.9)	(23.3)	(33.1)	(46.0)	(52.0)
유형자산의감소	11.9	8.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.0)	(0.7)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.0	(0.0)	0.2	(0.2)	(0.1)
기타	(42.6)	22.9	0.1	(0.0)	(0.0)
FCF	(74.8)	96.9	92.3	99.6	113.3
재무활동으로인한현금흐름	87.6	(18.0)	(7.5)	(32.6)	(34.0)
차입금의 증가(감소)	17.2	(32.2)	(0.1)	(23.0)	(22.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	(7.5)	(9.6)	(12.0)
기타	70.4	14.2	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	0.2	1.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	4.8	100.7	14.1	81.7	93.3
기초현금	13.7	18.5	119.2	133.3	215.0
기말현금	18.5	119.2	133.3	215.0	308.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	118.5	377.3	470.6	577.3	663.4
증감률 (%)	(53.4)	218.3	24.7	22.7	14.9
매출원가	67.2	183.6	228.3	282.1	312.2
매출총이익	51.4	193.7	242.4	295.2	351.1
매출총이익률 (%)	43.3	51.3	51.5	51.1	52.9
판매관리비	76.4	91.1	110.1	130.7	153.0
영업이익	(25.0)	102.6	132.2	164.5	198.1
증감률 (%)	적전	흑전	28.9	24.4	20.5
영업이익률 (%)	(21.1)	27.2	28.1	28.5	29.9
영업외손익	20.9	71.6	5.9	13.8	15.9
금융손익	(4.5)	(5.6)	(9.1)	(7.7)	(6.2)
기타영업외손익	25.0	77.1	14.6	21.1	21.8
중속 및 관계기업관련손익	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3
세전계속사업이익	(4.1)	174.3	138.1	178.2	214.1
법인세비용	4.1	28.7	28.6	45.4	66.2
계속사업이익	(8.2)	145.5	109.5	132.8	147.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(8.2)	145.5	109.5	132.8	147.9
증감률 (%)	적전	흑전	(24.8)	21.3	11.3
순이익률 (%)	(6.9)	38.6	23.3	23.0	22.3
(지배주주)당기순이익	(8.2)	145.5	109.5	132.8	147.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	(8.2)	142.2	109.5	132.8	147.9
(지배주주)총포괄이익	(8.2)	142.2	109.5	132.8	147.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	(10.2)	117.9	149.4	183.5	219.9
증감률 (%)	적전	흑전	26.7	22.9	19.8
EBITDA 이익률 (%)	(8.6)	31.2	31.7	31.8	33.1

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	(170)	3,016	2,269	2,752	3,064
EPS (지배순이익, 원)	(170)	3,016	2,269	2,752	3,064
BPS (자본총계, 원)	4,713	7,661	9,731	12,234	15,010
BPS (지배지분, 원)	4,713	7,661	9,731	12,234	15,010
DPS (원)	0	155	200	250	290
PER (당기순이익, 배)	(48.2)	7.0	10.2	8.4	7.6
PER (지배순이익, 배)	(48.2)	7.0	10.2	8.4	7.6
PBR (자본총계, 배)	1.7	2.7	2.4	1.9	1.5
PBR (지배지분, 배)	1.7	2.7	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA (배)	(48.4)	8.4	7.2	5.3	3.9
배당성향 (%)	0.0	5.1	8.8	9.0	9.4
배당수익률 (%)	0.0	0.7	0.9	1.1	1.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	(8.6)	31.2	31.7	31.8	33.1
영업이익률 (%)	(21.1)	27.2	28.1	28.5	29.9
순이익률 (%)	(6.9)	38.6	23.3	23.0	22.3
ROA (%)	(1.7)	23.1	15.1	16.8	16.3
ROE (지배순이익, %)	(3.5)	48.7	26.1	25.1	22.5
ROIC (%)	(16.7)	39.3	38.7	43.2	44.5
안정성					
부채비율 (%)	141.5	92.6	56.8	43.3	33.1
순차입금비율 (%)	43.6	(7.4)	(8.8)	(24.7)	(36.1)
현금비율 (%)	12.4	88.4	100.8	169.1	260.1
이자보상배율 (배)	(5.6)	19.7	30.0	47.5	81.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	2.5	12.3	24.4	36.8	64.1
재고자산회수기간 (일)	165.9	55.2	43.9	33.7	27.4
매출채권회수기간 (일)	50.0	23.8	19.2	16.5	14.0

자료: 회사 자료, 신한금융투자