

## 주성엔지니어링(036930). 투자의견 Buy. 목표주가 19,000원

## 주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>	43	48	47	52	58	65	73	82	92	103
2018년: 주요 고객사 (SK하이닉스)의 DRAM 시설투자 효과로 동사의 순이익은 전년 대비 +12% 전망 2019년: 법인세율 감면 효과가 2018년까지만 이어지고 2019년부터 유효법인세율이 20%로 늘어나므로 동사의 순이익은 전년 대비 -4% 전망 2020년 이후: 국내 주요 고객사와 중국 메모리 반도체 기업의 장비 수요가 늘어나며 동사의 순이익은 연평균 +12% 성장 전망										
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	191	235	277	325	379	440	509	587	675	773
추정ROE	25.6	22.7	18.2	16.0	15.4	14.9	14.4	14.0	13.6	13.3
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	6.0									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	2.0									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
베타	1.00									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	19.6	16.7	12.2	10.0	9.4	8.9	8.4	8.0	7.6	7.3
V 필요수익	9	11	14	17	20	23	26	31	35	40
VI 잔여이익(I-V)	34	37	32	36	39	43	47	52	57	62
현가계수	1.00	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.70	0.67	0.63	0.59
잔여이익의 현가	34	35	29	30	31	32	33	34	36	37
VII 잔여이익의 합계	331									
VIII 추정기간 이후 잔여이익의 현가	616									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	148									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,095									
총주식수(천주)	47,604									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	<b>23,000</b>									
현재가치(원)	13,050									
Potential (%)	76.2%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	176	268	274	305	340
매출원가	98	158	160	177	197
매출총이익	77	110	114	128	143
판매비와관리비	62	72	70	78	87
영업이익	15	38	43	50	56
영업이익률	8.7	14.1	15.9	16.4	16.6
EBITDA	26	50	52	58	64
영업외손익	-7	-12	0	1	2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	0	0	0
외환관련이익	7	4	4	4	4
금융비용	-11	-15	-2	-1	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	3	2	2	2	2
법인세비용차감전순이익	8	25	43	51	58
법인세비용	0	7	0	-3	-12
계속사업순이익	8	33	43	48	47
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	33	43	48	47
당기순이익률	4.4	12.2	15.8	15.9	13.7
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	8	33	43	48	47
매도가능금융자산변화	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	7	34	44	50	48
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	7	34	44	49	48

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS	160	676	898	1,004	965
PER	49.3	15.3	14.5	13.0	13.5
BPS	2,365	3,062	3,960	4,874	5,750
PBR	3.3	3.4	3.3	2.7	2.3
EBITDAPS	533	1,031	1,084	1,204	1,317
EV/EBITDA	17.2	10.2	11.2	9.3	7.8
SPS	3,640	5,555	5,681	6,321	7,051
PSR	2.2	1.9	2.4	2.0	1.8
CFPS	915	1,241	1,559	1,679	1,792
DPS	0	0	90	90	90

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
성장성					
매출액 증가율	23.7	52.6	2.3	11.3	11.5
영업이익 증가율	59.5	146.7	15.3	15.4	12.4
순이익 증가율	흑전	323.3	33.0	11.8	-3.9
수익성					
ROC	8.2	27.6	25.3	28.1	26.7
ROA	5.0	11.9	12.4	12.6	12.6
ROE	7.0	24.9	25.6	22.7	18.2
안정성					
부채비율	169.4	121.7	94.8	80.0	70.6
순차입금비율	55.2	5.1	-23.6	-39.2	-48.7
이자보상배율	2.2	15.4	21.7	50.2	48.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	133	164	219	276	331
현금및현금성자산	30	31	84	131	174
매출채권 및 기타채권	46	81	83	88	94
재고자산	52	46	47	53	59
기타유동자산	6	5	5	5	5
비유동자산	174	164	154	147	142
유형자산	133	129	126	123	121
관계기업투자금	1	2	2	2	2
기타비유동자산	41	33	26	22	20
자산총계	308	328	372	423	473
유동부채	145	114	115	122	130
매입채무 및 기타채무	51	72	73	80	88
차입금	74	39	39	39	39
유동성채무	18	0	0	0	0
기타유동부채	2	3	3	3	3
비유동부채	49	66	66	66	66
차입금	2	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	47	66	66	66	66
부채총계	193	180	181	188	196
자배지분	114	148	191	235	277
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	146	147	147	147	147
이익잉여금	-68	-36	8	52	94
기타자본변동	12	13	13	13	13
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	114	148	191	235	277
순차입금	63	8	-45	-92	-135

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	30	45	67	69	65
당기순이익	8	33	43	48	47
비현금항목의 가감	36	27	32	33	40
감가상각비	10	12	9	8	7
외환손익	-3	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	29	16	23	25	33
자산부채의 증감	-8	-12	-6	-9	-9
기타현금흐름	-6	-3	-2	-4	-12
투자활동 현금흐름	-5	-4	1	-1	-2
투자자산	-1	0	5	2	1
유형자산	-1	-3	-3	-3	-3
기타	-4	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-10	-38	17	13	13
단기차입금	-45	-35	0	0	0
사채	0	-12	0	0	0
장기차입금	-6	-2	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	-4	-4
기타	40	11	17	17	17
현금의 증감	15	2	53	47	43
기초 현금	15	30	31	84	131
기말 현금	30	31	84	131	174
NOPLAT	15	49	43	48	45
FCF	19	55	48	51	48

자료: 주성엔지니어링, 대신증권 Research&Strategy 본부