Industry & Analysis

IT 장비/소재

# 반도체 소부장의 공식: 전방 CAPEX + α




이동주, 3773-9026
최도연, 3773-9294

SK INDUSTRY Analysis

SK securities

2023-04-18

# IT 장비/소재

## 반도체 소부장의 공식: 전방 CAPEX + @

- CAPEX 당 생산 bit growth 는 지속 감소. 소부장 업체의 @ 창출의 기회
- 제조사 CAPEX의 방향성도 결국엔 우상향. 소부장 업체의 실적 방향성은 이보다 더욱 가파를 것
- 4 가지 관점에서 투자 전략 수립. 최선호주로 리노공업, ISC, 케이엔제이 제시



*Analyst*
**이동주**
natelee@sks.co.kr
3773-9026

### 기하급수적으로 늘어나는 공정 기술 난이도

DRAM 은 Capacitor 의 A/R 때문에 미세화가 더뎌지고 있으며 NAND 도 200 단 내외 공정 개발에 오랜 시간이 소요되고 있다. 공정 기술 난이도 상승은 단위 CAPEX 당 생산 bit growth 를 감소시킨다. 투자 대비 효율이 계속 떨어지면서 제조사 비용 부담은 커지고 있다. 그렇다고 투자를 쉽게 축소할 수도 없는 노릇이다. 원가 경쟁인 반도체 시장에서 투자 축소는 곧 경쟁력 상실을 의미하기 때문이다.

### 제조사의 비용 증가 = 소부장 업체의 @ 창출 기회

국내 소부장 업체에게는 우호적인 전개 방향이다. 올해 전방 분위기는 CAPEX 축소이지만 길게 보면 방향성은 결국 우상향이다. 공정 난이도 상승에 따른 전방의 커지는 비용 부담도 소부장 업체 입장에서는 공정 기술 투자에 대한 부가가치 창출이다. 이미 과거 9 년의 실적 사이클을 통해 증명된 바 있다. 제조사의 공정 기술에 대한 투자가 줄지 않는 한 소부장의 실적 사이클은 추세적 흐름이다.

### 투자전략

당사는 4 가지 관점에서 투자 전략을 제시한다.

1) Advanced Packaging 투자 확대. 비용 효율화를 위한 메모리 및 범용 로직칩의 외주화 물량 증가. OSAT 및 관련 패키지 기판 업체 수혜
2) 2024 년 투자 기조 변화시, 하반기 삼성전자 관련 실적 leverage 큰 업체 수혜
3) 업황 회복 속도: 비메모리 〉 메모리. 비메모리향 비중 높은 업체 수혜
4) EUV, High-K, 고출력 플라즈마 식각 등 선단 공정 적용 수혜

단기적인 관점에서 비메모리 업황 회복에 초점을 둔다. 실적의 하방도 가장 단단하다. 이와 관련해 리노공업과 ISC 를 최선호주로 제시한다. 선단 공정 관련 업체 중에서는 케이엔제이를 가장 선호한다. 에스앤에스텍과 레이크머티리얼즈도 실적의 퀀텀 점프가 나타날 수 있다는 점에서 관심 업체이다. 중장기 관점에서는 업황 회복에 따른 수혜가 큰 유니셈, 원익머트리얼즈, 대덕전자를 선호한다.

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

# *Contents*


**1. Summary** 3

**2. 전방 투자 대비 떨어지는 생산 효율** 5

**3. 소부장 업체의 구조적 성장은 확정적** 9

**4. 반도체 공정 Flow 및 주요 Supply chain** 16

**5. 투자 Theme** 18

**6. 기업 분석** 31

리노공업(BUY, 20 만원)

ISC(BUY, 5.5 만원)

유니셈(BUY, 1.2 만원)

대덕전자(BUY, 3.4 만원)

에스앤에스텍(NR)

레이크머티리얼즈(NR)

원익머트리얼즈(NR)

케이엔제이(NR)



**Compliance Notice**

작성자(관리자)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 04 월 18 일 기준)**

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

# 1. Summary

반도체 공정 기술의 난이도 상승으로 생산 bit growth 대비 투자 효율은 갈수록 떨어지고 있다. DRAM 과 NAND 에서의 A/R 요구는 계속 커지고 Logic 에서는 Transistor 의 구조 변화로 공정 기술 난이도는 훨씬 높아지고 있다. 반도체 생산 업체의 단위 비용은 지속 증가할 수 밖에 없다. 그런데 소부장 업체 입장에서는 +@의 창출을 의미한다. 과거 9 년을 되돌아 보면 2017 년과 2019 년을 제외한 7 개년 동안 소부장 업체가 전방 CAPEX 성장 이상의 성과를 냈다. 공정 기술에 대한 투자가 지속되는 한 국내 소부장 업체의 구조적 성장에는 변함이 없다.

물론, 국내 소부장 업체의 실적 트렌드는 전방 CAPEX 투자 규모와 밀접하다. 특히 CAPEX 가 대폭 축소되는 올해는 다수 업체 실적의 역성장이 전망된다. 하지만 공정 기술에 따른 효과보다 capa 증설에 의한 공급 기여분은 커지고 있기 때문에 CAPEX 도 구조적으로 증가한다. 2024 년 CAPEX 전략에는 변화가 생길 가능성이 크다.

당사는 이런 업황 환경 속에서 4 가지 투자 컨셉과 관련 선호 업체를 제시한다.

**1) Advance Packaging 투자 강화에 따른 메모리 및 범용 로직칩의 외주화 물량 확대**

→ 하나마이크론, 대덕전자, 심텍

**2) 2024 년 삼성전자 투자기조 변화**

→ 원익 IPS, 유니셈, 원익머트리얼즈, 솔브레인, 하나마이크론

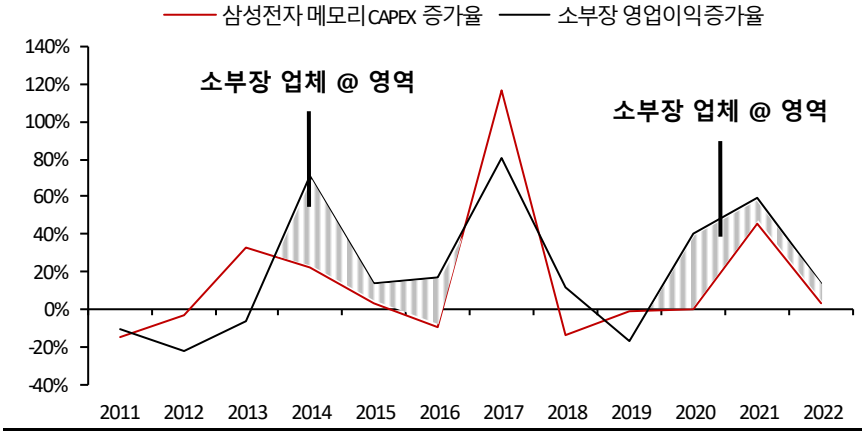
**3) 업황 회복: 비메모리 〉 메모리**

→ 리노공업, ISC, 한미반도체, HPSP

**4) 선단 공정 수혜**

→ 에스앤에스텍, 케이엔제이, 레이크머티리얼즈, HPSP, 하나머티리얼즈, 파크시스템스

**반도체 소부장 이익 증가율은 전방 CAPEX 성장률을 상회**

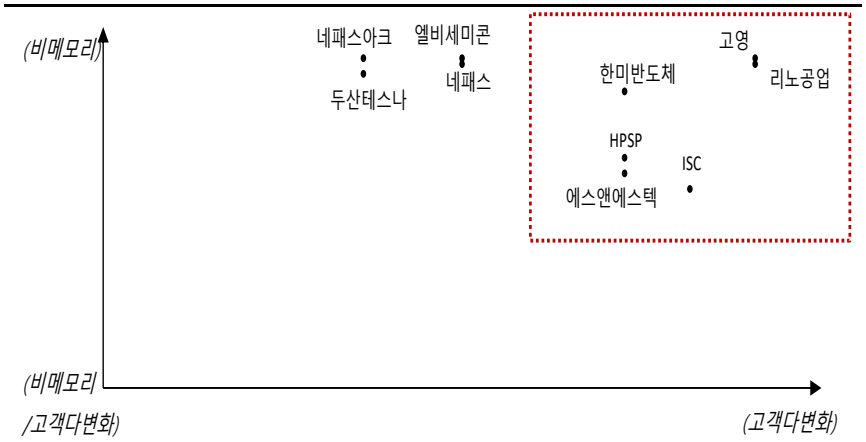



자료 : SK 증권

주: 소부장은 당사 유니버스 기준 국내 50 개 업체

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**국내 주요 소부장 업체 비메모리/고객다변화 비중별 분포**




자료 : SK 증권
주 : 제품은 반도체 사업 내 기준, 고객사는 전사 직납 기준

**선단 공정 도입에 따른 수혜 업체 및 수혜 강도**

| 업체 | 선단 공정 | 주요 제품 | 반도체 사업 비중 | 실적 수혜 강도 | 이외 비교 우위 |
|---|---|---|---|---|---|
| 에스앤에스텍 | EUV | EUV Pellicle, EUV Blankmask | 30% | ★★★★★ | EUV Pellicle 고객사 확보 단계 |
| 동진쎄미켐 | EUV | EUV PR | 50% | ★★★★ | EUV 용 PR 첫 국산화 성공 |
| 에프에스티 | EUV | EUV Pellicle | 80% | ★★★ | 삼성전자 지분 7% 보유 |
| 파크시스템스 | EUV | EUV Photomask 리페어 장비 | 50% | ★★★ | TSMC 중심 주요 고객사 확보 / 반도체외 시장 확대 |
| 레이크머티리얼즈 | High-K | Zr, Hf | 60% | ★★★★ | Solar 시장 성장과 석유화학 촉매 장기 성장 기대감 |
| 디엔에프 | High-K | Zr | 71% | ★★★ | 삼성전자 Captive 공급사 |
| HPSP | High-K | 고압 수소 어닐링 장비 | 100% | ★★★★★ | 고압 수소 어닐링 장비 전세계 Sole vendor |
| 티씨케이 | 고출력 플라즈마 식각 | SiC Ring | 100% | ★★★★ | 비포 마켓 SiC Ring 독점적 |
| 하나머티리얼즈 | 고출력 플라즈마 식각 | Si Ring, SiC Ring | 100% | ★★★★ | TEL 향 SiC 물량 점진적 확대 |
| 케이엔제이 | 고출력 플라즈마 식각 | SiC Ring | 50% | ★★★★ | 에프터 마켓 SiC Ring 시장 확대(삼성 전략 변화) |
| 비씨엔씨 | Particle 이슈 | 합성 Quartz | 100% | ★★★ | 신규 시장 개척 |

자료: SK 증권

## 2. 전방 투자 대비 떨어지는 생산 효율

반도체 산업에서 절대 참인 명제는 '공정기술 난이도 지속 상승' 이다. 이는 장기적으로 확정적이다. 공정기술이 반도체 산업에서 성능과 원가 등 본원적 핵심 전략을 결정한다는 점에서 매우 중요한 문제다. 공정기술 난이도 상승은 공정기술로 인한 공급 기여분이 낮아진다는 의미다. 결과적으로 캐파 증설 요구량이 증가한다. 생산업체들 입장에서는 비용 부담이 커진다. 그런데 소부장 업체들 입장에서는 매출이 증가한다.

### (1) 공정기술 난이도 상승은 지속된다

전공정 기술 개선이 어려워지고, 앞으로 더 어려워질 전망이다. 인텔이 주장해 온 무어의 법칙은 이미 2010 년 초반부터 깨졌다.

DRAM 은 Capacitor 의 A/R(Aspect Ratio, 종횡비) 때문에 첨단 공정 도입에 따른 원가 개선율이 확연하게 둔화되었다. Capacitor 의 종횡비 문제는 EUV 로 해결할 수 없다. 종횡비가 높아질수록 Capacitor 의 형성이 어려워지고, 형성 이후에도 쓰러질 확률이 높아진다. Capacitor 의 종횡비는 기하급수적으로 상승하고 있으며, DRAM 공정난이도는 Capacitor 의 종횡비에 비례한다. 실제로 DRAM 업체들은 1anm 전환 과정과 1bnm 개발 과정에서 큰 어려움을 겪고 있다.

NAND 도 2D NAND 의 한계를 피해 3D NAND 전환에 성공했으나, 3D NAND 에서도 적층 단수가 증가함에 따라 DRAM 과 마찬가지로 A/R 문제에 노출될 수 밖에 없다. 실제로 NAND 업체들은 200 단 내외 공정 개발에 오랜 시간을 소요하고 있다.

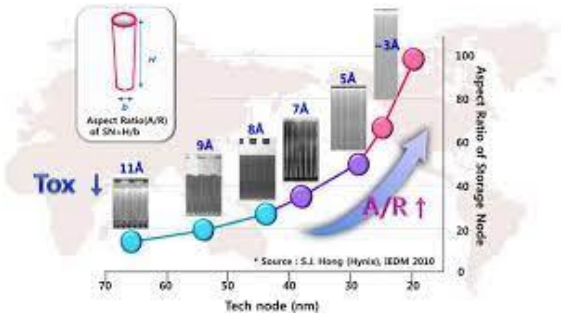
**DRAM, NAND 공정 개발 현황**

| DRAM | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 삼성전자 | 20nm | | 20nm/1xnm | 1xnm | 1xnm/1ynm | 1ynm/1znm | 1znm | 1anm | |
| SK 하이닉스 | | | 21nm | 21nm/1xnm | 1xnm/1ynm | 1ynm | 1ynm/1znm | 1anm | |
| 마이크론 | | 20nm | | 1xnm | 1xnm/1ynm | 1ynm/1znm | 1znm | 1anm | |
| NAND | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 삼성전자 | 32L | | 48L | 48L/64L | 64L/9XL | 9XL/128L | 128L | 1XXL | 1XXL/2XXL |
| 도시바/WD | | | 48L | 48L/64L | 64L/96L | 96L | 128L | 192L | 192L/2XXL |
| 마이크론/인텔 | | | 32T | 32T/64T | 64T | 96T | 128T | 128T/192T | 192T |
| SK 하이닉스 | | 36L | | 48L | 72L | 96L | 96L/128L | 128L | 192L |
| YTMC | | | | | | 32L | 64L | 64L/128L | 128L/192L |

자료: 업계 자료, SK 증권

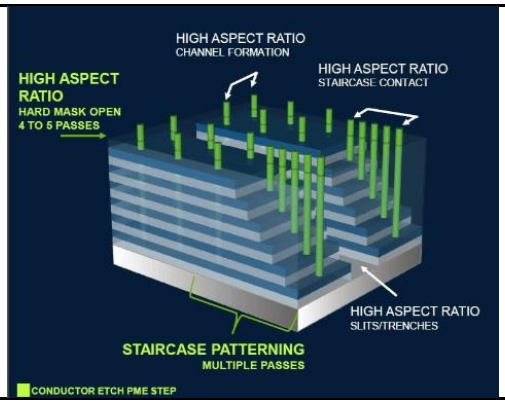
*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**DRAM Aspect Ratio 문제**




자료 : SK 하이닉스

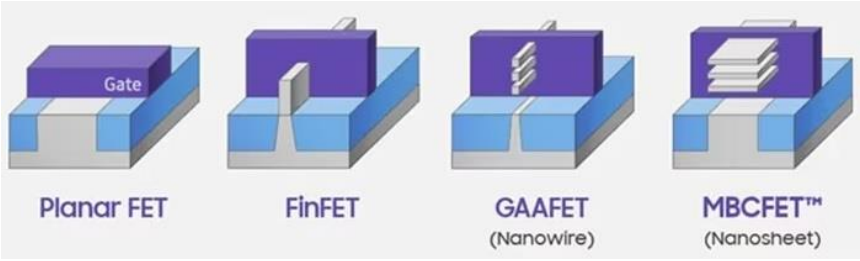
**NAND Aspect Ratio 문제**




자료 : Applied Materials

그리고 비메모리 Foundry 는 기존 FinFET(Fin Field Effect Transistor)을 GAAFET (Gate All Around FET) 공정으로 전환하는 과정에서 기술 난이도가 대폭 상승하고 있다. Transistor 의 선폭이 좁아지면, 누설전류(Leakage Current)가 발생하여 Short Channel Effect 가 발생한다. 14nm 선폭부터 적용되어 온 FinFET 공정이 4nm 미만 선폭에서는 한계를 보일 것으로 판단된다. 그래서 Foundry 업체들은 4nm 미만 선폭에서 GAA(Gate All Around) 공정을 적용할 계획이다. 삼성전자는 3nm 선폭부터, TSMC 는 2nm 부터 GAA 공정을 적용할 계획이다. GAA 는 Transistor 구조를 전면적으로 변경하는 것이기 때문에, 공정기술상 많은 어려움이 등장할 것으로 전망된다. 구조 변화로 인해 Vth(Threshold Voltage) 등 Transistor Engineering 이 매우 어려워진다. 최적의 Transistor 조건을 찾기 위해 상당한 연구개발 기간이 필요하다.

**Transistor 기술 진화**

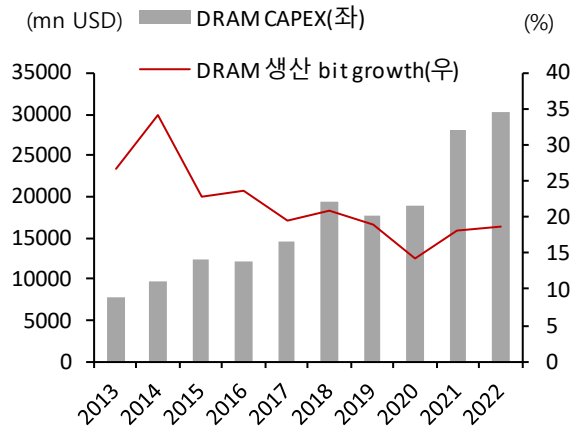



자료 : 삼성전자

## (2) 생산 Bit Growth 대비 CAPEX 가 증가한다

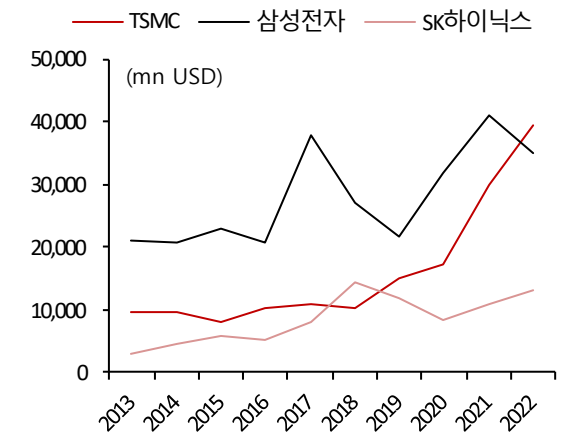
공정기술 난이도 상승은 캐파 증설 요구량 증가 또는 단위 공급당 CAPEX 증가를 의미한다. 반도체 공급은 공정기술과 캐파 증설 두 가지로 증가시킬 수 있다. 공정기술 난이도가 상승한다는 점은 캐파 증설 요구량이 증가한다는 의미다. 수요 증가율이 일정하다면, 캐파 증설에 의한 공급 기여분이 커지고 있다는 것이다. 실제로 TSMC, 삼성전자, SK 하이닉스의 CAPEX 금액이 지속적으로 증가하고 있다.

**DRAM CAPEX 대비 생산 bit growth**




자료 : SK 증권

**TSMC, 삼성전자, SK 하이닉스 CAPEX 추이**



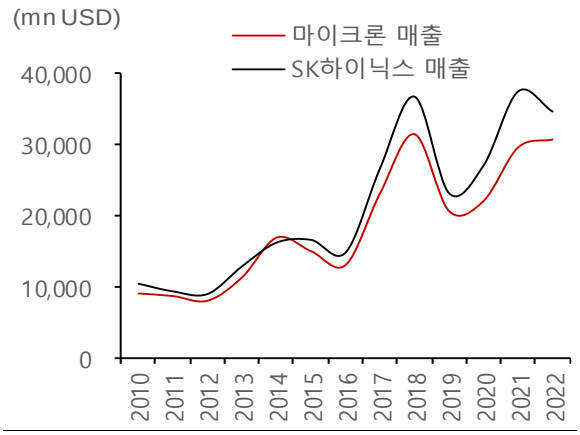

자료 : SK 증권

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

## (3) 제조사의 비용 증가 = 소부장의 매출 증가

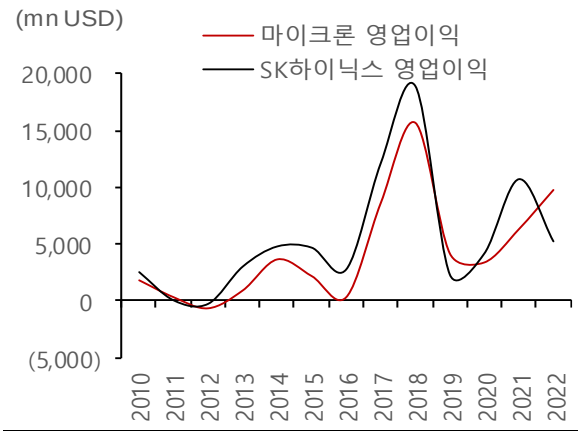
생산업체들의 매출 규모가 동일하다면, 이익 규모는 작아질 것이다. 공정기술 난이도 상승으로 캐파 증설 요구량이 상승하면, 동일 매출에서 비용 부담이 커지기 때문이다. 메모리 업체들은 2017-18 년에 사상 최대 실적을 기록했다. 그리고 이후 독과점 하에 수익성 추구 전략으로 매출 기준 Big Cycle 을 재현해냈다. 2Q22 매출은 직전 고점인 3Q18 을 경신했다. 그러나 캐파 증설 요구량이 증가해 CAPEX 증가로 감가상각비가 대폭 증가했다. 이에 2Q22 DRAM OPM 은 3Q18 대비 약 20%p 하락했다.

**SK 하이닉스, 마이크론 매출 추이**




자료 : Bloomberg, SK 증권

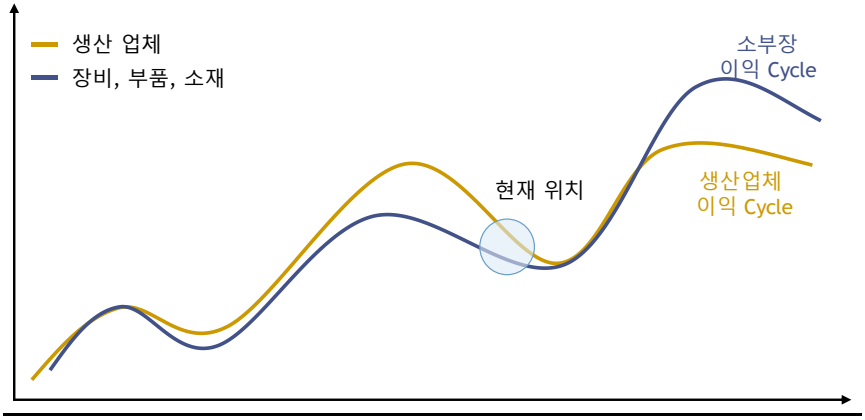
**SK 하이닉스, 마이크론 영업이익 추이**




자료 : Bloomberg, SK 증권

그런데 캐파증설 요구량 증가가 생산업체들에게는 비용 증가를 의미하지만, 소부장 업체들에게는 매출 증가를 의미한다. 실제로 소부장 업체들의 실적 및 주가는 삼성전자와 SK 하이닉스를 압도하고 있다. 반도체 공정기술 난이도 상승이라는 명제가 지속되는 한 이 구조는 장기적으로 확정적이다.

**메모리 이익 Cycle 대비 소부장 밸류체인 실적 확장**

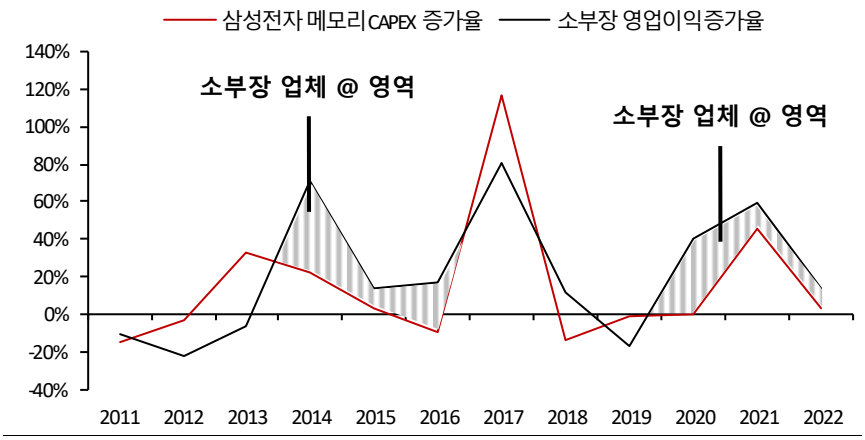



자료 : SK 증권

## 3. 소부장 업체의 구조적 성장은 확정적

2023 년 메모리 제조사들은 전례 없는 높은 재고 수준을 경험하고 있다. 이미 4Q22 말 삼성전자와 SK 하이닉스의 DRAM 재고는 10 주를 상회하기 시작했고 1Q23 말에는 20 주에 가까워질 수도 있다는 우려가 제기되고 있다. 부진한 수요 상황이 지속되면서 CAPEX CUT 과 감산이 동시에 진행되고 있다. Micron 과 SK 하이닉스는 CAPEX 를 전년 대비 50% 수준까지 줄이기로 했다. 반면, 삼성전자는 4Q22 컨퍼런스콜에서 2023 년에도 전년 수준의 CAPEX 를 언급했고 현재도 입장을 고수하고 있다. 그 사이 더욱 악화된 시황 탓에 1Q23 실적 발표에서 입장 변화(CAPEX CUT)가 나타날 수도 있지만 마이그레이션과 선단 공정에 대한 투자는 최소한 유지될 가능성이 크다. 공정기술 대한 투자는 원가 경쟁력과 경쟁사와의 기술 격차를 의미하기에 투자 축소 고려의 최후방에 있다. 다만 공정 기술 난이도가 상당히 올라가면서 전방 투자 대비 효율은 지속 감소하고 있다. 반도체 제조사 입장에서는 비용에 대한 부담은 갈수록 커질 수 밖에 없지만 관련 Supply chain 입장에서는 기존 비즈니스에 +@를 창출할 수 있는 기회이다. 메모리 극호황 국면을 바탕으로 대규모 투자를 감행했던 2017 년과 미중 무역 분쟁이 발발한 2019 년을 제외하면 최근 9 년간 반도체 소부장의 영업이익 증가율은 전방 메모리 CAPEX 를 상회했다.

**반도체 소부장 이익 증가율은 전방 CAPEX 성장률을 상회**




자료 : SK 증권

주: 소부장은 당사 유니버스 기준 국내 50 개 업체

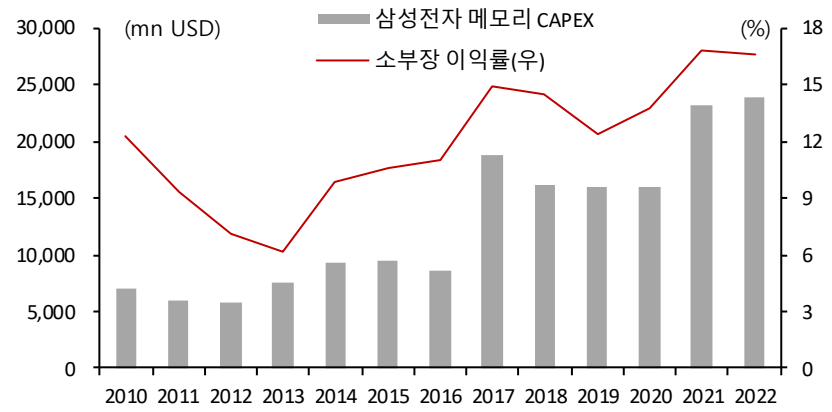
*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

## (1) 소부장 이익률 level 은 추세 상승 - 선단 공정 도입

메모리 업황에 따라 삼성전자와 SK 하이닉스의 이익률은 부침이 심했던 것과 달리 국내 소부장 업체의 이익률은 추세 상승을 보였다. 당사 유니버스에 해당하는 국내 소부장 50 개 업체의 2010 년 영업이익률은 12%에서 2022 년 17%까지 상승했다. 삼성전자 메모리 투자와 비교를 해보면 소부장의 실적도 철저히 전방 CAPEX 와 연동되지만 한 가지 더 찾을 수 있는 implication 은 전방 CAPEX 증가율을 넘어서는 +@가 소부장 업체들에게서 나타나고 있다는 점이다.

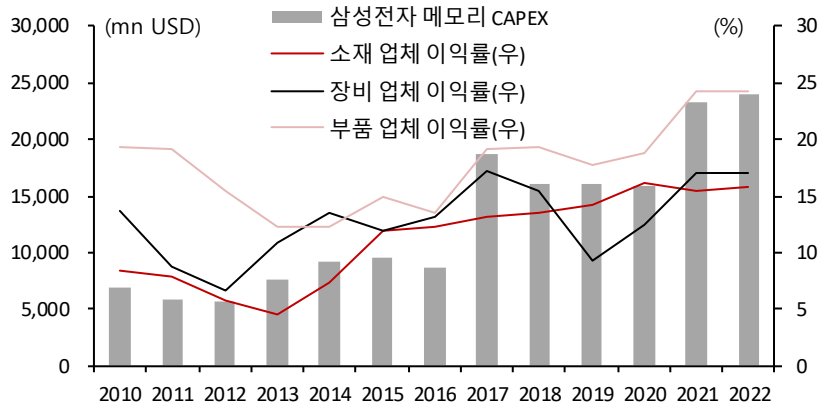
여러 이유가 있을 것이다. 국내 소부장 supply chain 이 과거 메모리와 삼성전자에 편중되어 있는 매출 구성이었지만 최근에는 비메모리 쪽 확장과 고객 다변화가 나타나고 있다. 그리고 다른 하나는 전방 제조사의 공정 기술 투자에서 찾을 수 있다. 공정 미세화가 한계에 부딪히면서 공정 난이도 상승에 따라 단위 비용은 계속 증가한다. 이러한 비용은 곧 관련 소부장 업체의 매출 혹은 이익 증가로 귀결되는 구조이다.

**삼성전자 메모리 CAPEX 와 국내 반도체 소부장 이익률 추이**



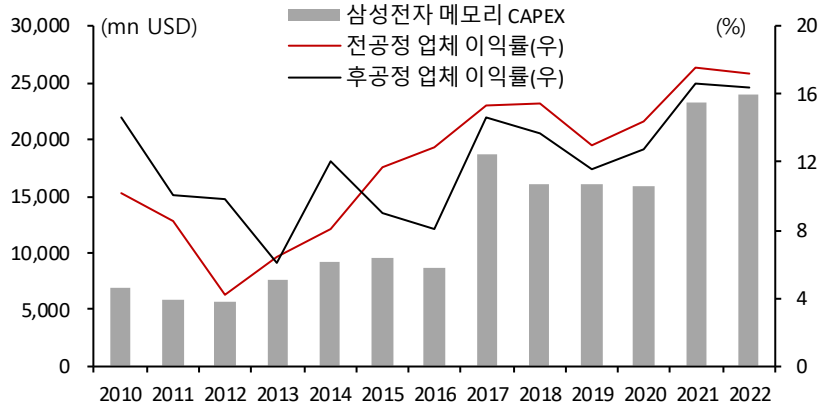

자료 : DRAMeXchange, Fnguide, SK 증권

**삼성전자 메모리 CAPEX와 국내 반도체 소부장 이익률 추이**




자료 : DRAMeXchange, Fnguide, SK 증권

**삼성전자 메모리 CAPEX와 국내 반도체 소부장 이익률 추이**




자료 : DRAMeXchange, Fnguide, SK 증권

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

칩 내 집적도 향상을 위해 메모리에도 새로운 선단 공정이 도입되고 있다. 파운드리에만 적용되던 EUV 공정이 DRAM 에 채택되는 레이어수가 점차 증가하고 있다. 삼성전자와 SK 하이닉스는 DRAM 10 나노 중반부터 1-5 개 레이어에 EUV 를 적용하고 있는 것으로 알려졌다. EUV 장비를 독점하고 있는 ASML 의 연간 생산 캐파는 60 대 정도이지만 이미 full-booking 으로 주문 이후 장비 인도까지 2 년 가까이 시간이 소요된다. 파운드리향 뿐만 아니라 DRAM 향 booking 이 다수 포함되어 있기 때문이다. 노광 장비 bottleneck 으로 침투율이 단기적으로 급격하게 상승하지는 않겠지만 마이그레이션 및 선단 공정에 대한 지속적인 투자는 선택이 아닌 필수이기에 시장은 점진적으로 커질 수 밖에 없다. 유전율이 높은 High-K 물질을 게이트 옥사이드나 DRAM 커패시터에 적용하는 것 역시 미세 공정 효율을 높이기 위한 선단 공정 투자의 일부분이다. 200 단 이상의 낸드 적층도 마찬가지다. 반도체 소부장 업체 중에서도 이러한 선단 공정 투자에 중추적인 역할을 할 수 있는 업체가 결국 업황 상승 사이클에서도 outperform 할 수 있으며 중장기적으로 안정적인 실적을 이끌어 낼 업체라 판단한다.

**선단 공정 도입에 따른 영향**

| 구분 | 선단 공정 도입 | 변화 | 제조사 동향 | 수혜 제품 영역 |
|---|---|---|---|---|
| DRAM/Logic | EUV | 채택 레이어수 증가 | 삼성전자, 14nm DRAM 5 개 레이어 EUV 적용<br>SK 하이닉스, 1anm DRAM 1 개 레이어 EUV 적용 | EUV PR<br>EUV Pellicle<br>EUV Blankmask<br>EUV Photomask Repair 장비 |
| DRAM/Logic | High-K | Capacitor, HKMG | 삼성전자, HKMG 기반 DDR5 상용화<br>SK 하이닉스, HKMG 기반 LPDDR5 개발 완료 | 프리커서(Zr, Hf)<br>고압수소 어닐링 |
| NAND | 적층 | 200 단 이상 | 삼성전자, 236 단 양산. 2030 년까지 1000 단 개발 목표<br>SK 하이닉스, 238 단 양산 준비<br>KIOXIA, 218 단 샘플 출하<br>마이크론, 232 단 양산 | 불산계, 인산계 식각액<br>프리커서(HCDS)<br>제논가스(Xe)<br>적층 검사 장비 |

자료: 업계 자료 종합, SK 증권

제품별 Capa 당 EUV system 소요량

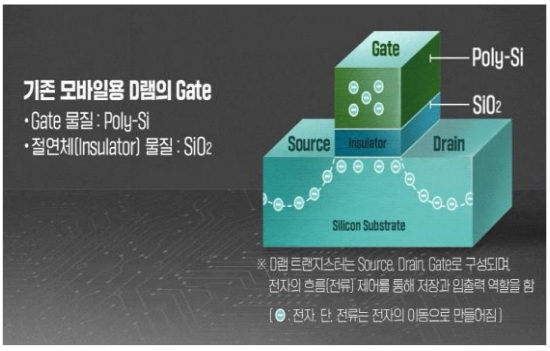
| Market | Fab Capacity (kwspm²) | EUV layers | EUV systems/fab |
|---|---|---|---|
| Logic (7nm – 5nm) | 45 | 10 – 20 | 10 – 20 |
| DRAM (16nm -1Anm) | 100 | 1 - 6 | 2 - 10 |

**Logic EUV capacity:**
1 EUV layer requires 1 EUV system for every 45k wafer starts per month

**DRAM EUV capacity:**
1 EUV layer requires 1.5 to 2 EUV systems for every 100k wafer starts per month

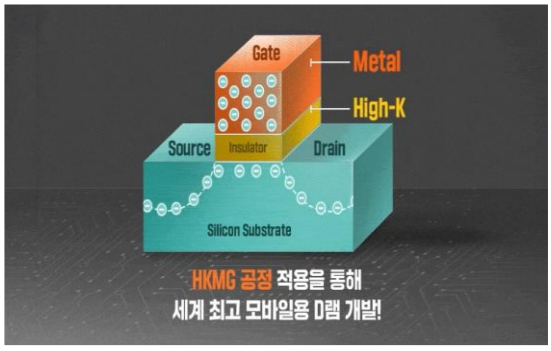
자료 : ASML

DRAM SiO2 기반 트랜지스터




자료 : SK 하이닉스

DRAM HKMG 기반 트랜지스터



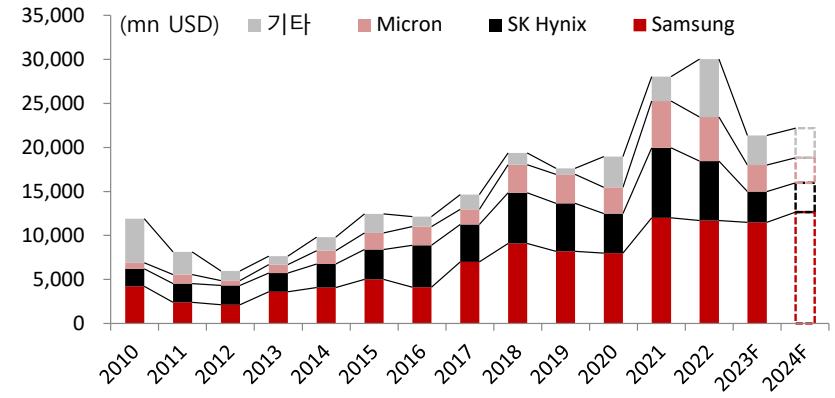

자료 : SK 하이닉스

Analyst 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

### (3) 기본 전제 조건은 2024 년 CAPEX 증가

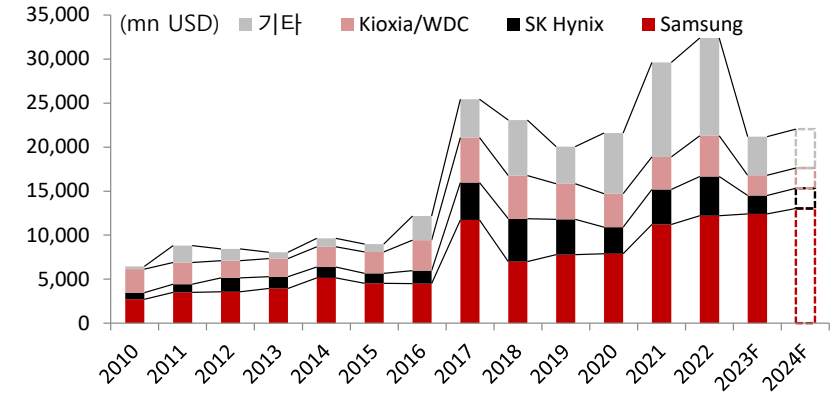
앞서 언급한 요소들은 불황에도 소부장 업체가 하방이 상대적으로 견고할 수 있고 호황에서 +@를 찾을 수 있는 근거를 제시한 것이다. 다만 전방 CAPEX 증가 없이는 국내 반도체 소부장 업체도 실적 부진을 피하기는 쉽지 않다. 올해는 대부분의 제조사가 CAPEX 를 상당 부분 줄이기로 했다. SK 하이닉스와 Micron 은 50% 이상, 삼성전자도 CAPEX Cut 에 나설 것이라는 의견이 시장에 솔솔 나오고 있다. 그러나 올해의 CAPEX 투자가 보수적이면 보수적일수록 내년 CAPEX 상향에 대한 부담은 줄어든다. 적어도 삼성전자만큼은 2024 년 CAPEX 를 재차 증가시킬 것으로 예상한다. Commodity 성격이 짙은 메모리 제품의 특성상 CAPEX 투자 축소는 곧 원가 경쟁력 하락 → 점유율 하락 → 시장에서의 도태를 의미한다. SK 하이닉스와 Micron 의 감산에도 인위적 감산 없이 업황과 재고를 버텨냈던 삼성전자는 4Q22 기준 DRAM 점유율 45%까지 끌어올렸다. 이제는 재고 축소와 수익성 추구 전략을 위해 인위적 감산에 동참하고 있지만 하반기 중 재고 수준이 낮아지고 수요가 살아난다면 2024 년부터는 재차 점유율 초격차 전략에 나설 가능성이 크다. 이 경우 국내 전공정 장비를 시작으로 소재, 부품, OSAT 업체까지 추세적 상승을 이끌 수 있는 모멘텀이 하반기 중에는 마련될 것으로 기대한다.

**DRAM CAPEX 추이 및 전망**



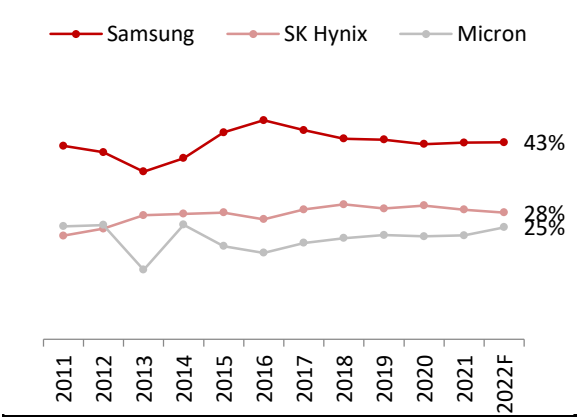

자료 : DRAMeXchange, SK 증권

**NAND CAPEX 추이 및 전망**



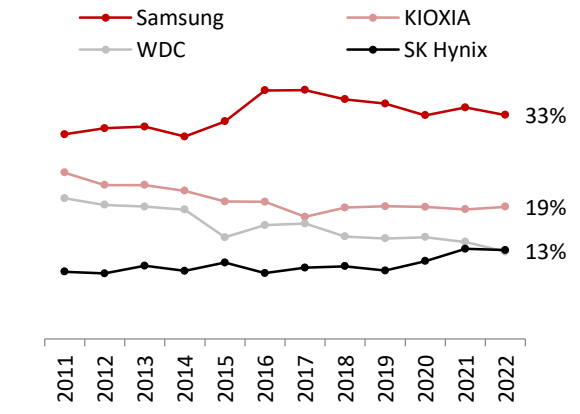

자료 : DRAMeXchange, SK 증권

**DRAM 시장 점유율 추이**




자료 : DRAMeXchange, SK 증권

**NAND 시장 점유율 추이**




자료 : DRAMeXchange, SK 증권

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

# 4. 반도체 공정 Flow 및 주요 Supply chain

## 전공정

### 1. Wafer 제조

| 국내 | 해외 |
|---|---|
| SK실트론 | Shin-Etsu, Sumco, Global wafers, Siltronic |

### 2. Deposition (산화, 증착)

### 3. Lithography (노광)

| | 국내 | 해외 |
|---|---|---|
| 장비 | | ASML, Canon, Nikon |
| 소재 | 동진쎄미켐, 이엔에프테크놀로지, 동우화인켐(Sumitomo Chem.), 에스앤에스텍, 에프에스티 | Shin-Etsu, JSR, TOK, Merck, Hoya, Mitsui Chem., Ulcoat |

### 4. Etching (식각)

| | 국내 | 해외 |
|---|---|---|
| 장비 | 에이피티씨, 세메스 | Lam, TEL, AMAT |
| 가스 | 후성, 원익머트리얼즈, SK머티리얼즈 | Air products, Linde, Air Liquid, Kanto Denka |
| 에천트 | 솔브레인, 이엔에프테크놀로지, 동진쎄미켐, 동우화인켐 | Basf, Mitsubishi Chem |
| 부품 | 하나머티리얼즈, 티씨케이, 케이엔제이, 월덱스, 원익QnC, 비씨엔씨, 디에스테크노, 영신쿼츠(Shin-etsu, Heroeus), 금강쿼츠 | Tosoh |

### 5. Ashing (에싱)

| | 국내 | 해외 |
|---|---|---|
| 장비 | 피에스케이 | Mattson Tech., Lam, Ulvac, Hitachi |

### 6. Cleaning (세정)

| | 국내 | 해외 |
|---|---|---|
| 장비 | 피에스케이, 세메스, 테스, 제우스 | Lam, TEL |
| 소재 | 한솔케미칼, SK머티리얼즈, 원익머트리얼즈, OCI | |
| 부품 | 코미코, 원익QnC, 아이원스, 뉴파워프라즈마, 싸이노스 | |

### 7. Ion implantation (이온 주입)

| | 국내 | 해외 |
|---|---|---|
| 장비 | HPSP, 이오테크닉스 | |

### 8. Deposition (증착)

| | 국내 | 해외 |
|---|---|---|
| 장비 | 원익IPS, 테스, 유진테크, 주성엔지니어링 | AMAT, Lam, TEL |
| 가스 | 후성, 원익머트리얼즈, SK머티리얼즈 | Air products, Linde, Air Liquid, Kanto Denka |
| 전구체 | 한솔케미칼, 레이크머티리얼즈, 디엔에프, SK트리켐, 솔브레인, 오션브릿지, 덕산테코피아, 영창케미칼 | Adeka, Merck |

### 9. CMP (평탄화)

| | 국내 | 해외 |
|---|---|---|
| 장비 | 케이씨텍 | AMAT, Ebara |
| 소재 | 케이씨텍, 동진쎄미켐, 솔브레인 | Cabot, Hitachi Chem., Asahi Chem |
| 부품 | SK엔펄스 | Dupont |

### 10. 금속배선

* 기타 장비

| | | | |
|---|---|---|---|
| 칠러 | 에프에스티, GST, 유니셈, 테키스트 | 펌프 | 엘오티베큠 |
| 스크러버 | 유니셈, GST, CSK, 영진아이엔디, 지앤비에스엔지니어링 | 계측장비 | 파크시스템스, 넥스틴 |

## 후공정

**1. Wafer Test(EDS)**

| | | |
|---|---|---|
| 장비 | 국내 | 해외 |
| | 와이아이케이, 디아이 | Advantest, Teradyne |
| 프로브카드 | 국내 | 해외 |
| | 코리아인스트루먼트, 티에스이, 마이크로프렌드, 마이크로투나노, 에이엠에스티 | Formfactor, MJC, JEM |
| 프로브카드용 부품 | 국내 | 해외 |
| | 샘씨엔에스, 화인세라텍 | Formfacotr, MJC, Technoprobe |
| OSAT | 국내 | 해외 |
| | 두산테스나, 엘비세미콘, 네패스아크 | |

**2. Packaging & Assembly**

| | | |
|---|---|---|
| OSAT | 국내 | 해외 |
| | 하나마이크론, SFA반도체, 네패스, 두산테스나, 엘비세미콘 | ASE(SPIL), Amkor, JCET(Stats ChipPAC), PTI |
| 기판 | 국내 | 해외 |
| | 삼성전기, LG이노텍, 대덕전자, 심텍, 코리아써키트, 해성디에스 | Ibiden, Shinko, Nanya PCB, Unimicron, Kinsus, AT&S |
| 재료 | 국내 | 해외 |
| | 덕산하이메탈, 엠케이전자 | |
| 장비 | 국내 | 해외 |
| | 한미반도체, 이오테크닉스 | Disco, Besi |

**3. Package Test(Final Test)**

| | | |
|---|---|---|
| OSAT | 국내 | 해외 |
| | 하나마이크론, SFA반도체, 네패스 | ASE(SPIL), Amkor, JCET(Stats ChipPAC), PTI |
| 장비 | 국내 | 해외 |
| | 엑시콘, 디아이, 네오셈, 유니테스트, 테크윙, 고영 | Advantest, Teradyne |
| 소켓 | 국내 | 해외 |
| | 리노공업, ISC, 티에스이, 티에프이, 오킨스전자, 마이크로컨텍솔 | Yamaichi Elec, Yokowo |

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

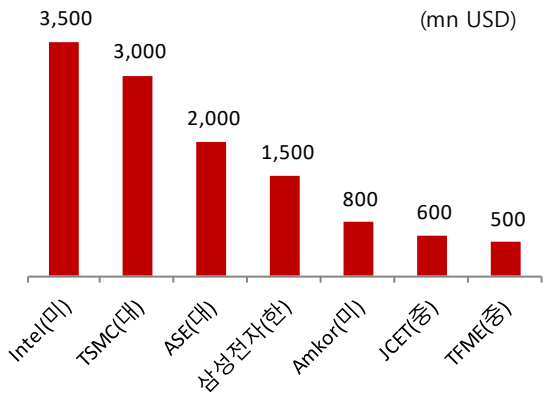
## 5. 투자 Theme

### (1) 미세화의 축 이동: 전공정 → 후공정

후공정에 대한 투자는 전체 반도체 CAPEX 중 10% 수준에 불과하다. 수조원 단위의 팹 건설 비용과 수천억에 달하는 노광 장비, 미세화 한계에 따른 R&D 비용 증가 등 전공정에 천문학적인 자금이 투입되는 반면, 후공정은 단순 패키징과 테스트 정도로 여겨지며 평가절하가 되었던 것이 사실이다. 하지만 전공정 단계에서의 집적화가 한계에 부딪히고 20 나노 이하에서 단위당 비용 부담이 급격히 커지면서 후공정 기술이 조명받기 시작했다. TSMC 가 FOWLP 기술을 확보하며 아이폰 7 부터 AP 위탁생산을 전량 맡게 되었던 사례도 후공정의 중요성을 실감케한다. 후공정 산업 육성은 기술적(성능)으로 경제적(비용)으로나 유리해졌으며 차세대 반도체 주도권은 패키징 기술이 좌우할 것이다.

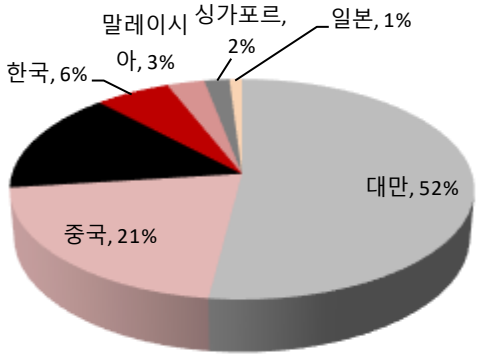
과거 후공정 산업은 기술보다는 노동집약적 성격이 강해 인건비가 저렴한 중화권 위주로 산업이 발달해왔다. 최근 언론 보도를 통해 회자되는 Advanced Packaging 에 대한 기술도 TSMC 를 포함한 주요 해외 OSAT 업체가 가장 높은 수준이다.

**2021 년 제조사별 반도체 후공정 투자액**




자료 : Yole, SK 증권

**2021 년 후공정 기업 국가별 점유율**




자료 : Yole, SK 증권

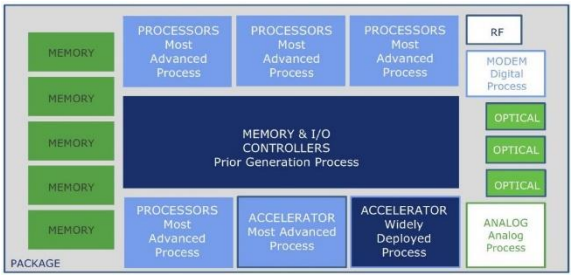
삼성전자 역시 최근 Advanced Packaging 투자에 박차를 가하고 있다. 2018 년말에는 패키지 제조 및 연구조직을 통합했으며 2022 년에는 DS 부문 내 AVP(Advanced Package)팀을 신설하며 TSMC 출신의 전문가를 해당 팀의 부사장으로 영입했다. Advanced Packaging 영역에서는 이종 칩의 결합, 이를 하나의 통합 시스템에 담아 성능과 수율을 높이는 것이 핵심이다. FO, TSV, SiP, 3D stacking, bumping, interposer 등 여러 기반 기술에 대한 노하우와 투자가 필요한 고부가 영역에 진입하고 있다. 삼성전자도 2.5D 패키징, 3D 적층 패키징에서 성과를 보이고 있다.

하지만 후발 업체와 선두 업체인 TSMC, Intel, 주요 OSAT 3 사와 Advanced Packaging 영역에서의 격차는 상당한 것으로 알려져 있다. 향후 반도체 산업의 주도권이 후공정 단에서 좌우될 것이기에 투자를 줄이거나 늦출 가능성은 희박하다. 삼성전자 역시 후공정, 특히 Advanced Packaging 에 대한 투자가 집중될 것이다. 물론 메모리 업황이 꺾인 상황에서 공격적인 투자에 대한 이야기를 꺼내기는 쉽지 않다. 그렇지만 이런 시기일수록 효율적인 투자에 대한 명분은 커지기 마련이다. **그 첫번째 타겟은 후공정 외주화 정책일 것으로 생각한다.** In-house 에서는 고부가 후공정에 대한 필요성이 커지게 되는 동시에, 범용 후공정에 대한 외주화는 더욱 적극적으로 나타나며 효율적인 비용 집행에 중점을 둘 것으로 예상한다. 삼성전자 기준 메모리의 외주화는 이미 시작되었고 CIS, AP, DDI, RF 등 외주 비중도 점차 늘어날 것으로 보이며, SK 하이닉스 역시 최근 하나마이크론과의 계약 건을 비춰봤을 때 메모리 외주화에 대한 속도가 점차 높아질 것으로 생각 한다. 국내 OSAT 관련 업체의 물량 확대에 대한 기대가 커질 수 있으며 하나마이크론, SFA 반도체, 엘비세미콘, 두산테스나, 네패스 수혜가 중장기적으로 기대된다.

과거 CAPEX 상승 사이클에서는 전공정 장비, 파츠 → 소재 → 메모리 OSAT 순으로 모멘텀이 발생했으나 이번 사이클의 경우, 수요에 대한 불확실성이 크고 완제품 재고뿐만 아니라 재공 재고도 상당하다는 점에서 역순이 될 가능성이 크다. 이와 관련하여 **당사 하우스에서는 OSAT 업체 중 하나마이크론, 반도체 패키지기판 업체 중 대덕전자와 심텍을 선호한다.**

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

### Chiplet 구조



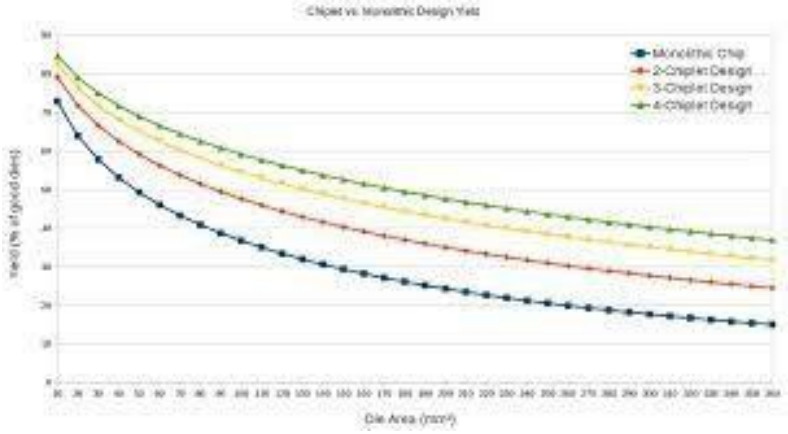

자료 : UCIe

### Chiplet 기반의 사파이어 래피즈



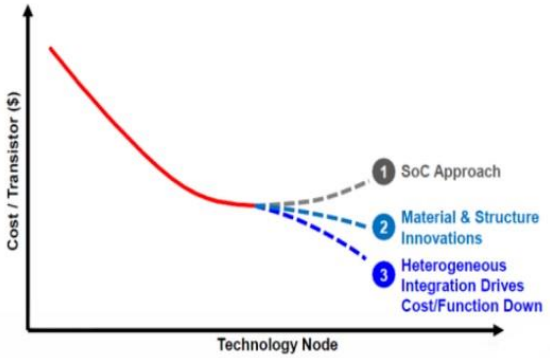

자료 : Intel

### Chiplet과 monolithic chip 수율 차이




자료 : Unimicron

### 반도체 미세화를 위한 고부가 후공정 역할 증가




자료 : TSMC, SK 증권

### 후공정 외주화 정책의 명분




자료 : SK 증권

### (2) 2024 년 초격차, 결국 삼성향 메모리 chain

2022 년 하반기 SK 하이닉스와 Micron 의 CAPEX Cut 과 감산 이후 2023 년 4 월 삼성전자는 자연 감산 외 의미있는 생산량 축소를 언급했다. 사실상 인위적 감산에 동참한 것으로 해석된다. CAPEX 전략 변화에 대한 추가적인 언급은 없었다. 하지만 올해 부진한 메모리 사업부 실적을 감안했을 때 2023 년 CAPEX Cut 에 이야기가 향후 나올 가능성은 농후하다. 반면, 2024 년 CAPEX 에 대해서는 아직까지 조심스럽지만 올해의 투자를 최소한으로 가져간다면 내년 투자 늘리는 데에 부담은 줄어든다. 경쟁사 대비 늦은 감산으로 상대적으로 높은 재고를 안고 가지만 점유율을 45%까지 높이는 성과를 냈다. 올해 하반기가 감산을 통해 재고가 줄고 수요가 살아나는 시그널이 확인된다면 2024 년 CAPEX 에 대해서 다시 한번 초격차 전략을 제고하며 투자 스탠스에 변화를 줄 것으로 보인다. 또한 2024 년의 CAPEX 는 곧 2025 년의 공급을 의미한다. 올해 메모리 반도체의 감산 규모와 수요 회복 시점에 따라 업황 반등이 2024 년으로 미뤄질 수도 있지만 2025 년 업황 회복과 수요 반등을 이야기하기는 상대적으로 편하다. HPC, 차량용 반도체, XR 등 고성능•고용량 반도체에 대한 시장 수요도 점차 커지고 있다. 삼성전자는 메모리 시장에서의 초격차 전략과 2025 년 수요 반등을 감안한 CAPEX 상향에 대한 고민이 깊어질 것으로 판단한다.

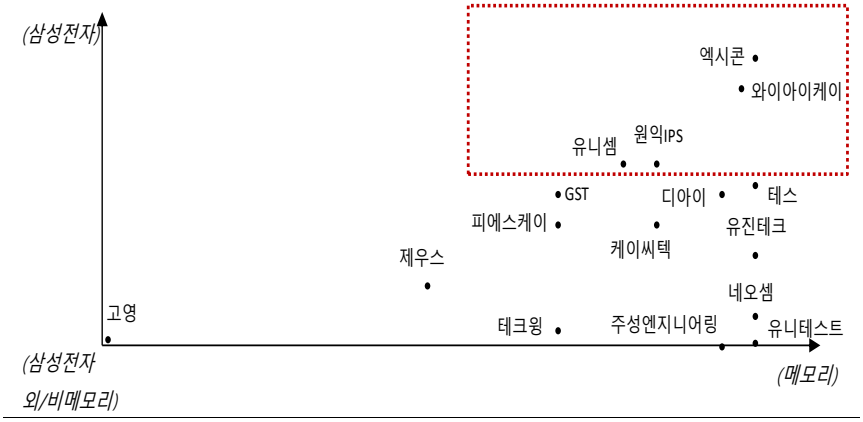
국내 대다수의 반도체 소부장 업체는 국내 산업 특성상 삼성전자향 메모리 비중이 크다. 다운사이클에서는 물론 이것이 약점이지만 상승사이클에서는 leverage 가 반대로 높아진다. 삼성전자향 메모리 관련 비중이 높은 업체가 전방 투자 회복 사이클에서 센티먼트와 실적이 가장 먼저 반응할 것이다.

장비 업체 중에서는 원익 IPS, 엑시콘, 와이아이케이, 유니셈
소재 업체 중에서는 원익머트리얼즈, 디엔에프, 에프에스티, 솔브레인
부품 업체(OSAT 포함) 중에서는 SFA 반도체, 하나마이크론

**이 중 당사 하우스에서는 원익 IPS, 유니셈, 원익머트리얼즈, 솔브레인, 하나마이크론을 선호한다.**

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**국내 장비 업체 삼성전자/메모리 비중별 분포**



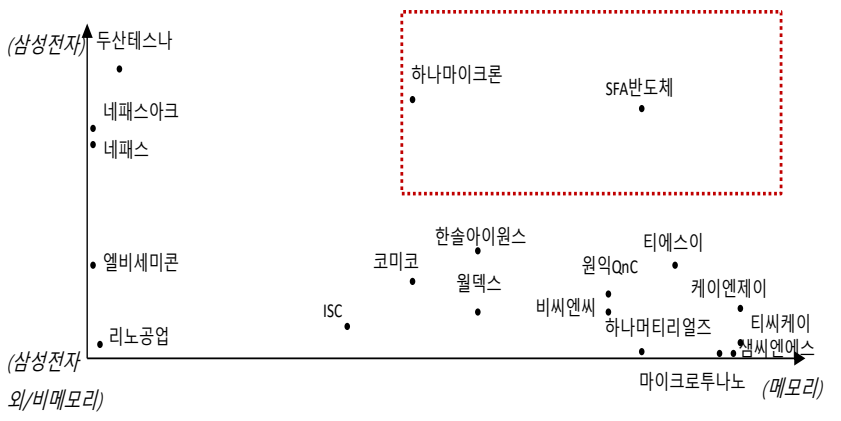

자료 : SK 증권
주 : 제품은 반도체 사업 내 기준, 고객사는 전사 직납 기준

**국내 소재 업체 삼성전자/메모리 비중별 분포**




자료 : SK 증권
주 : 제품은 반도체 사업 내 기준, 고객사는 전사 직납 기준

**국내 부품 업체(OSAT 포함) 삼성전자/메모리 비중별 분포**

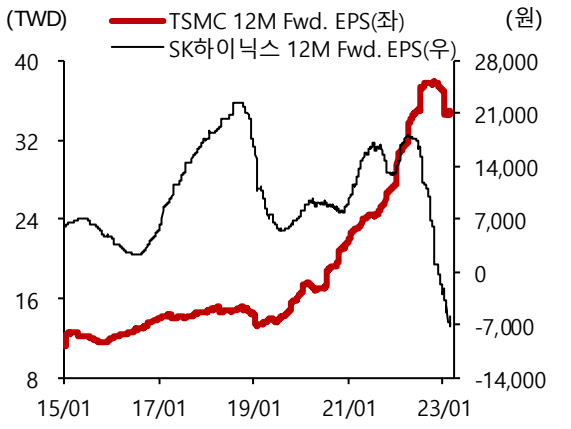



자료 : SK 증권
주 : 제품은 반도체 사업 내 기준, 고객사는 전사 직납 기준

### (3) 업황 회복 속도: 비메모리 > 메모리

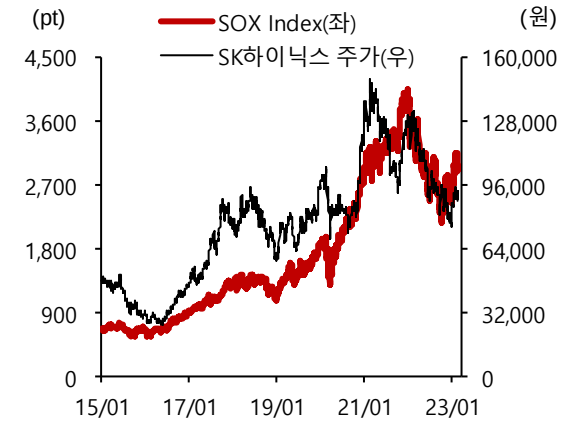
메모리 업체들의 12MF EPS 컨센서스 추이도 여전히 하향 추세다. 그런데 최근 TSMC 등 비메모리 업체들의 실적 흐름은 최근 바닥을 잡는 모습이다. 추세적일지는 더 확인이 필요하겠지만, 긍정적인 현상은 분명하다. 과거 사례를 확인하면, TSMC 의 실적 컨센서스 안정화 및 상향 추세 전환이 메모리 업황 반전의 시그널 역할을 했기 때문이다. TSMC 를 향한 주문은 더블부킹이 거의 없다. 독점적 지위를 보유한 스페셜티 제품이기 때문에 재고 소진이 가장 빠르다. 출하량 증가가 메모리보다 빠르다. 그리고 실적의 핵심 변수가 가격이 아닌 물량이기 때문에, 주문량이 회복되면 실적이 더 먼저 개선된다. TSMC 의 분기 실적은 가동률 회복으로 3Q23 부터 개선될 것으로 기대된다. 이 가정 하에 TSMC 의 12MF EPS 컨센서스는 그 전에 상승 반전이 가능하다. 2016 년에도, 2019 년에도 TSMC 의 12MF EPS 컨센서스 상승 전환한 이후 메모리도 1-2 분기 뒤에 상승 전환했다. ChatGPT 등 생성 AI 에 의한 반도체 수요 증가도 비메모리가 우선일 것이다. 메모리도 관련 수요가 데이터센터에 의해 후행적으로 발생할 전망이다. *〈# 비메모리에서 찾는 긍정적 시그널. SK 증권 최도연 센터장 자료 내용 발췌〉*

**TSMC 와 SK 하이닉스 12MF EPS 컨센서스**




자료 : Bloomberg, SK 증권

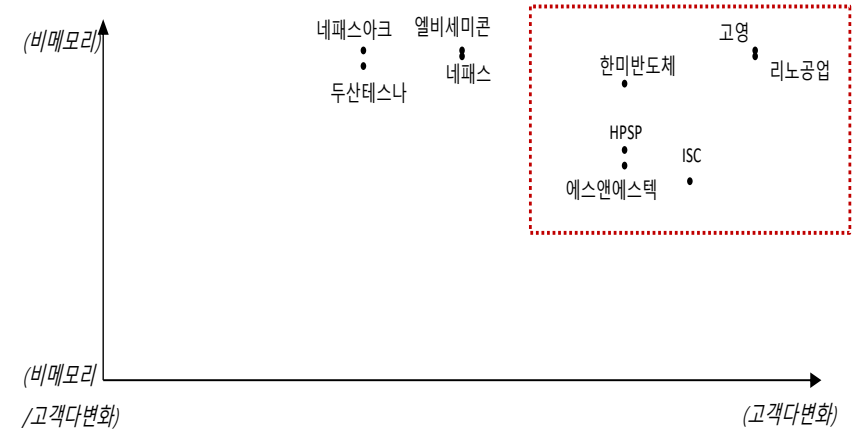
**필라델피아 반도체 지수와 SK 하이닉스 12MF EPS 컨센서스**




자료 : Bloomberg, SK 증권

Analyst 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**국내 주요 소부장 업체 비메모리/고객다변화 비중별 분포**




자료 : SK증권
주 : 제품은 반도체 사업 내 기준, 고객사는 전사 직납 기준

국내 소부장 업체에서도 비메모리향 비중이 높거나 비중을 높여가는 업체들이 늘어나고 있다. 주요 비메모리 고객사로는 Intel, Qualcomm, Apple, Nvidia, TSMC 등 굵직한 업체가 많아 메모리 대비 고객다변화에도 수월하다. 앞서 언급한대로 비메모리 관련 업체의 실적은 바닥을 잡아가는 모습이며, 재고 부담이 없는 TSMC 가동률 개선을 기점으로 비메모리 업체의 센티먼트 개선이 시작될 것이다. 국내 소부장 업체 중에서 비메모리향 비중이 높고 해외향으로 고객이 잘 뿌려진 업체 위주로 낙수 효과가 기대된다. 리노공업, ISC, 한미반도체, HPSP, 에스앤에스텍, 고영이 해당 업체이다. 다만, 고영의 경우 반도체향 사업 비중은 5% 내외에 불과해 위와 같은 투자 theme 으로 접근하기보다 개별 모멘텀으로 접근이 필요하다. 에스앤에스텍도 개별 성장 모멘텀은 풍부하지만 반도체 사업 비중은 30% 수준이다. **비메모리/고객다변화 컨셉 하에서 당사 하우스에서는 리노공업, ISC, 한미반도체, HPSP 를 선호한다.**

### (4) 개별 모멘텀 관점에서의 접근: 선단 공정

앞서 언급한대로 기술 초격차에 있어서 공정 기술 대한 투자는 선택이 아닌 필수다. 보수적인 CAPEX 사이클에서도 공정 기술에 대한 투자 축소는 가장 후순위로 고려된다. 이와 관련하여 EUV, High-K 프리커서, 고출력 플라즈마 식각에 대한 노출도가 있는 업체가 실적이나 주가 측면에서 상단이 열려 있는 업체라 판단한다.

EUV 관련 업체: 에스앤에스텍, 동진쎄미켐, 에프에스티, 파크시스템스
High-K 관련 업체: 레이크머티리얼즈, 디엔에프, HPSP
고출력 플라즈마 식각 관련 업체: 티씨케이, 하나머티리얼즈, 케이엔제이, 비씨엔씨

이 중에서 당사 하우스는 선단 공정 도입에 따른 실적 수혜 강도가 크고 반도체 사업 외에서도 성장성이 돋보이는 업체를 선호한다. **EUV 관련 업체 중에서는 에스앤에스텍, 파크시스템스, High-K 관련 업체 중에서는 레이크머티리얼즈와 HPSP, 고출력 플라즈마 식각 관련 업체 중에서는 하나머티리얼즈, 케이엔제이를 선호한다.**

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

### 제품별 Capa 당 EUV system 소요량

| Market | Fab Capacity (kwspm²) | EUV layers | EUV systems/fab |
|---|---|---|---|
| Logic (7nm – 5nm) | 45 | 10 – 20 | 10 – 20 |
| DRAM (16nm -1Anm) | 100 | 1 - 6 | 2 - 10 |

**Logic EUV capacity:**
1 EUV layer requires 1 EUV system for every 45k wafer starts per month

**DRAM EUV capacity:**
1 EUV layer requires 1.5 to 2 EUV systems for every 100k wafer starts per month

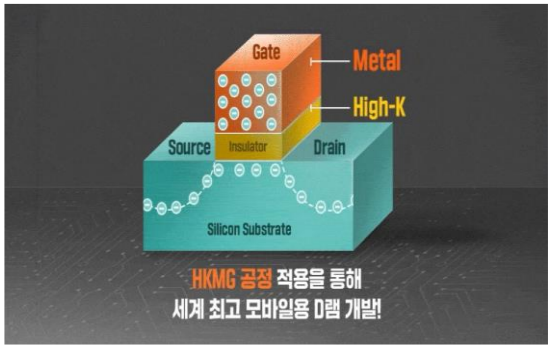
자료 : ASML

### DRAM SiO2 기반 트랜지스터



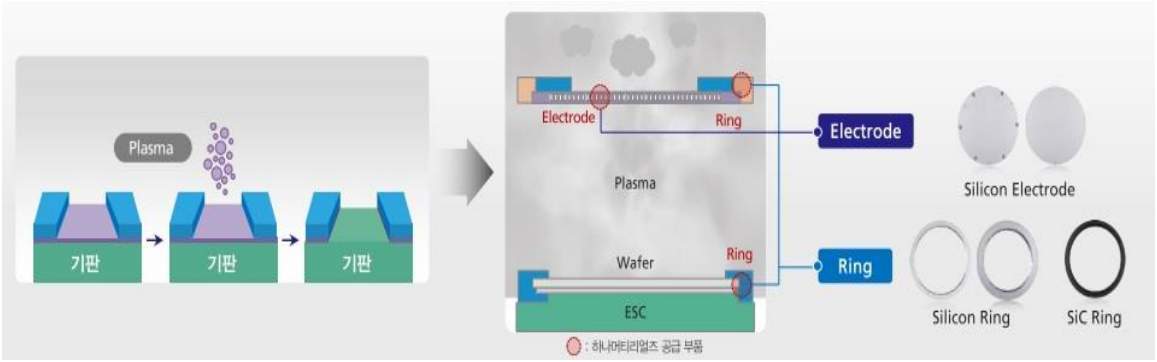

자료 : SK 하이닉스

### DRAM HKMG 기반 트랜지스터




자료 : SK 하이닉스

### 건식 식각 공정 – 미세화/적층구조화로 고출력 플라즈마 사용량 확대




자료 : 하나머티리얼즈

**선단 공정 도입에 따른 영향**

| 구분 | 선단 공정 도입 | 변화 | 제조사 동향 | 수혜 제품 영역 |
|---|---|---|---|---|
| DRAM/Logic | EUV | 채택 레이어수 증가 | 삼성전자, 14nm DRAM 5 개 레이어 EUV 적용<br>SK 하이닉스, 1anm DRAM 1 개 레이어 EUV 적용 | EUV PR<br>EUV Pellicle<br>EUV Blankmask<br>EUV Photomask Repair 장비 |
| DRAM/Logic | High-K | Capacitor, HKMG | 삼성전자, HKMG 기반 DDR5 상용화<br>SK 하이닉스, HKMG 기반 LPDDR5 개발 완료 | 프리커서(Zr, Hf)<br>고압수소 어닐링 |
| NAND | 적층 | 200 단 이상 | 삼성전자, 236 단 양산. 2030 년까지 1000 단 개발 목표<br>SK 하이닉스, 238 단 양산 준비<br>KIOXIA, 218 단 샘플 출하<br>마이크론, 232 단 양산 | 불산계, 인삭계 식각액<br>프리커서(HCDS)<br>제논가스(Xe)<br>적층 검사 장비 |

자료: 업계 자료 종합, SK 증권

**선단 공정 도입에 따른 수혜 업체 및 수혜 강도**

| 업체 | 선단 공정 | 주요 제품 | 반도체 사업 비중 | 실적 수혜 강도 | 이외 비교 우위 |
|---|---|---|---|---|---|
| 에스앤에스텍 | EUV | EUV Pellicle, EUV Blankmask | 30% | ★★★★★ | EUV Pellicle 고객사 확보 단계 |
| 동진쎄미켐 | EUV | EUV PR | 50% | ★★★★ | EUV 용 PR 첫 국산화 성공 |
| 에프에스티 | EUV | EUV Pellicle | 80% | ★★★ | 삼성전자 지분 7% 보유 |
| 파크시스템스 | EUV | EUV Photomask 리페어 장비 | 50% | ★★★ | TSMC 중심 주요 고객사 확보 / 반도체외 시장 확대 |
| 레이크머티리얼즈 | High-K | Zr, Hf | 60% | ★★★★ | Solar 시장 성장과 석유화학 촉매 장기 성장 기대감 |
| 디엔에프 | High-K | Zr | 71% | ★★★ | 삼성전자 Captive 공급사 |
| HPSP | High-K | 고압 수소 어닐링 장비 | 100% | ★★★★★ | 고압 수소 어닐링 장비 전세계 Sole vendor |
| 티씨케이 | 고출력 플라즈마 식각 | SiC Ring | 100% | ★★★★ | 비포 마켓 SiC Ring 독점적 |
| 하나머티리얼즈 | 고출력 플라즈마 식각 | Si Ring, SiC Ring | 100% | ★★★★ | TEL 향 SiC 물량 점진적 확대 |
| 케이엔제이 | 고출력 플라즈마 식각 | SiC Ring | 50% | ★★★★ | 에프터 마켓 SiC Ring 시장 확대(삼성 전략 변화) |
| 비씨엔씨 | Particle 이슈 | 합성 Quartz | 100% | ★★★ | 신규 시장 개척 |

자료: SK 증권

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

# 6. Valuation Table

**국내외 소재 업체 Valuation Table**

| | | PER(x) | | PBR(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | **2023E** | **2024E** | **2023E** | **2024E** | **2023E** | **2024E** | **2023E** | **2024E** |
| 국내 | 동진쎄미켐 | 19.9 | 17.6 | 2.1 | 1.9 | 9.1 | 7.9 | 11.0 | 11.0 |
| | 에스앤에스텍 | 20.9 | 8.5 | 3.8 | 2.6 | | | 20.0 | 37.0 |
| | 에프에스티 | | | | | | | | |
| | 후성 | 20.1 | 15.0 | | | 9.6 | 7.4 | 19.0 | 22.0 |
| | 원익머트리얼즈 | 6.2 | 5.5 | 0.7 | 0.6 | 3.6 | 3.0 | 12.0 | 12.0 |
| | 솔브레인 | 10.9 | 9.6 | 1.9 | 1.6 | 5.7 | 4.6 | 20.0 | 19.0 |
| | 한솔케미칼 | 19.0 | 15.7 | 3.0 | 2.5 | 11.5 | 9.7 | 17.0 | 17.0 |
| | 레이크머티리얼즈 | 16.2 | 12.7 | 4.9 | 3.5 | 11.9 | 9.3 | 33.0 | 32.0 |
| | 디엔에프 | | | | | | | | |
| | 오션브릿지 | | | | | | | | |
| | 덕산테코피아 | 32.3 | 21.5 | 2.2 | 2.0 | 18.1 | 13.8 | 6.0 | 9.0 |
| | 케이씨텍 | | | | | | | | |
| | **Average** | **18.2** | **13.2** | **2.7** | **2.1** | **9.9** | **8.0** | **17.3** | **19.9** |
| 해외 | Shin-estu | 15.2 | 15.5 | 2.2 | 2.0 | 6.1 | 5.9 | 16.7 | 15.5 |
| | JSR | 19.7 | 14.1 | 1.6 | 1.5 | 10.2 | 8.6 | 9.0 | 10.6 |
| | TOK | 14.6 | 12.7 | 1.6 | 1.5 | 7.2 | 6.4 | 11.1 | 12.0 |
| | Merck | 16.3 | 13.3 | 5.4 | 4.7 | 12.6 | 10.5 | 34.5 | 36.9 |
| | Hoya | 27.6 | 22.5 | 6.0 | 5.5 | 16.9 | 13.9 | 22.2 | 24.2 |
| | Mitsui chemical | 6.4 | 6.8 | 0.8 | 0.7 | 5.5 | 5.3 | 11.6 | 11.3 |
| | Ulcoat | 10.9 | 7.7 | 1.3 | 1.2 | 4.8 | 3.7 | 11.8 | 13.4 |
| | Air products | 24.1 | 22.2 | 4.2 | 3.9 | 14.4 | 13.3 | 18.0 | 18.4 |
| | Linde | 27.0 | 24.7 | 4.6 | 4.3 | 16.7 | 15.6 | 15.8 | 16.7 |
| | Air liquid | 24.3 | 22.3 | 3.2 | 3.0 | 12.3 | 11.5 | 13.8 | 13.0 |
| | Kanto denka | 6.2 | 5.6 | 0.8 | 0.7 | 3.2 | 2.7 | | |
| | Basf | 10.8 | 9.3 | 1.1 | 1.0 | 6.9 | 6.2 | 9.4 | 10.1 |
| | Mitsubshi chemical | 5.0 | 8.6 | 0.7 | 0.7 | 7.1 | 6.7 | 7.9 | 8.2 |
| | ADEKA | 10.3 | 9.0 | 0.8 | 0.8 | 4.7 | 4.3 | 8.1 | 8.8 |
| | Cabot | 11.2 | 10.4 | 3.2 | 2.7 | 6.9 | 6.6 | 34.8 | 32.2 |
| | Hitachi chemical | 49.4 | 10.0 | 0.7 | 0.7 | 9.6 | 7.0 | 0.7 | 9.1 |
| | Asahi chemical | 287.1 | 10.8 | 0.7 | 0.7 | 7.2 | 6.5 | 5.2 | 7.0 |
| | **Average** | **33.3** | **13.3** | **2.3** | **2.1** | **9.0** | **7.9** | **14.4** | **15.5** |

자료: Bloomberg, SK 증권

**국내외 장비 업체 Valuation Table**

| | | PER(x) | | PBR(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | **2023E** | **2024E** | **2023E** | **2024E** | **2023E** | **2024E** | **2023E** | **2024E** |
| 국내 | 피에스케이 | 8.3 | 6.8 | 1.5 | 1.2 | 4.0 | 2.9 | 19.0 | 20.0 |
| | 테스 | 24.1 | 10.3 | 1.2 | 1.1 | 10.4 | 5.4 | 6.0 | 13.0 |
| | 제우스 | | | | | | | | |
| | 원익 IPS | 54.3 | 15.8 | 1.8 | 1.6 | 20.1 | 8.0 | 3.0 | 12.0 |
| | 유진테크 | 18.8 | 13.1 | 1.9 | 1.6 | 8.0 | 5.8 | 11.0 | 14.0 |
| | 주성엔지니어링 | | | | | | | | |
| | 케이씨텍 | | | | | | | | |
| | 유니셈 | 10.6 | 7.5 | | | 5.5 | 3.5 | 12.0 | 16.0 |
| | GST | 5.3 | | | | | | | |
| | 와이아이케이 | | | | | | | | |
| | 디아이 | | | | | | | | |
| | 엑시콘 | | | | | | | | |
| | 네오셈 | | | | | | | | |
| | 유니테스트 | | | | | | | | |
| | 테크윙 | | | | | | | | |
| | 고영 | 22.1 | 17.5 | 3.0 | 2.6 | 13.9 | 11.1 | 15.0 | 16.0 |
| | **Average** | **20.5** | **11.8** | **1.9** | **1.6** | **10.3** | **6.1** | **11.0** | **15.2** |
| 해외 | ASML | 32.6 | 26.4 | 23.2 | 18.5 | 26.2 | 21.6 | 76.5 | 74.4 |
| | Lam research | 20.9 | 17.0 | 8.4 | 7.9 | 16.5 | 14.2 | 51.6 | 46.0 |
| | Tokyo Electron | 27.2 | 17.6 | 4.6 | 4.1 | 15.4 | 10.8 | 22.4 | 22.6 |
| | Applied Materials | 17.5 | 17.0 | 6.7 | 6.1 | 14.5 | 14.9 | 43.2 | 39.0 |
| | Canon | 11.6 | 11.4 | 0.9 | 0.9 | 7.1 | 7.1 | 8.2 | 7.9 |
| | Nikon | 12.6 | 10.4 | 0.7 | 0.7 | 3.3 | 3.2 | 6.1 | 6.9 |
| | Mattson tech | | | | | | | | |
| | Ulvac | 10.9 | 7.7 | 1.3 | 1.2 | 4.8 | 3.7 | 11.8 | 13.4 |
| | Hitachi | 9.4 | 10.4 | 1.4 | 1.3 | 6.7 | 6.9 | 11.7 | 11.2 |
| | Ebara | 10.5 | 9.5 | 1.4 | 1.3 | 5.7 | 5.3 | 13.8 | 13.5 |
| | Advantest | 19.4 | 19.0 | 5.3 | 4.5 | 12.6 | 11.4 | 31.2 | 28.7 |
| | Teradyne | 33.2 | 20.0 | 6.4 | 5.7 | 20.3 | 14.2 | 20.5 | 31.3 |
| | **Average** | **18.7** | **15.1** | **5.5** | **4.8** | **12.1** | **10.3** | **27.0** | **26.8** |

자료: Bloomberg, SK 증권

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**국내외 부품 업체 Valuation Table**

| | | 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

**국내외 OSAT 업체 Valuation Table**

| | | PER(x) | | PBR(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 국내 | 하나마이크론 | 13.8 | 10.7 | 2.6 | 2.1 | 5.8 | 4.9 | 13.0 | 15.0 |
| | SFA 반도체 | 29.3 | 17.8 | 2.0 | 1.8 | 10.0 | 7.3 | 6.0 | 10.0 |
| | 네패스 | | | | | | | | |
| | 엘비세미콘 | 10.9 | 5.1 | 1.2 | 1.0 | 3.8 | 2.8 | 6.0 | 12.0 |
| | 두산테스나 | 12.3 | 9.5 | 1.9 | 1.6 | 3.5 | 2.6 | 17.0 | 18.0 |
| | 네패스아크 | 24.8 | 9.9 | 1.2 | 1.1 | 4.1 | 3.0 | 5.0 | 12.0 |
| | **Average** | **18.2** | **10.6** | **1.8** | **1.5** | **5.4** | **4.1** | **9.4** | **13.4** |
| 해외 | ASE | 10.7 | 8.9 | 1.5 | 1.4 | 5.4 | 4.8 | 14.1 | 16.2 |
| | Amkor | 12.2 | 9.1 | 1.5 | 1.3 | 4.7 | 4.0 | 11.3 | 13.0 |
| | JCET | 19.9 | 16.9 | 2.3 | 2.1 | 8.9 | 7.8 | 11.9 | 12.7 |
| | PTI | 11.8 | 8.9 | 1.3 | 1.2 | 3.8 | 3.5 | 11.0 | 13.8 |
| | **Average** | **13.7** | **10.9** | **1.6** | **1.5** | **5.7** | **5.0** | **12.1** | **13.9** |

자료: Bloomberg, SK 증권

# Company Analysis

Happiness Partner SK securities

SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-04-18

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

## 단기 부진은 짧고 장기 성장은 길다

- 투자의견 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

### 투자의견 BUY, 목표주가 20 만원으로 커버리지 개시

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.

### 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 북미 팹리스, 글로벌 파운드리 업체 등으로 비메모리향 비즈니스다. 투자 포인트는 3 가지로 정리된다. 1) 비메모리 업황 개선은 메모리 대비 빠르다. 2 분기부터 가동률 개선이 예상된다. 2) R&D 용 소켓 비중이 높다. 단기적으로는 높은 ASP 로 실적 기여가 있고 중기적으로는 양산용 물량 확보를 의미한다. 3) 중소형 디바이스 성장과 궤를 함께 한다. 스마트폰 성장률 둔화에도 칩 성능의 고도화는 지속되며 XR 을 포함한 신규 디바이스 출현은 동사의 구조적 성장을 밝혀주는 요소이다.

### 빠지면 사는게 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 2배 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 |

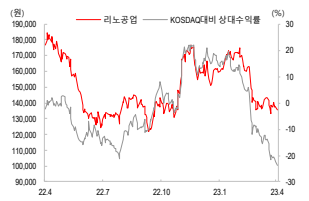


*Analyst*
**이동주**
natelee@sks.co.kr
3773-9026

| 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% |

# 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 Pontential | 45% | |

자료: SK 증권

Analyst 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

## 2. 기업 개요

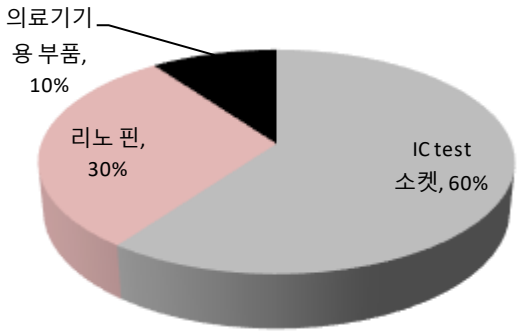
동사는 반도체 테스트 관련 부품 사업을 영위하는 업체이다. 매출 비중은 IC test 소켓(프로브카드 포함) 60%, 리노 핀(테스트 핀) 30%, 의료기기용 부품 10%로 구분된다. 고객사는 북미 팹리스, 글로벌 파운드리 업체 등으로 1,000 여개의 고객을 확보하고 있으며 고르게 분포되어 있다. 메모리와 비메모리 비중은 각각 2%, 98% 수준으로 글로벌 비메모리향 대표 부품 업체 중 하나이다.

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 컨택하는 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)을 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



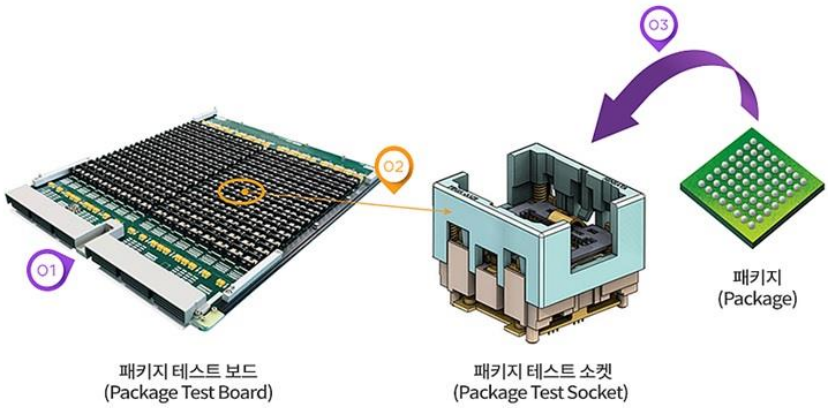

자료 : 리노공업, SK 증권

### 주요 고객사 현황



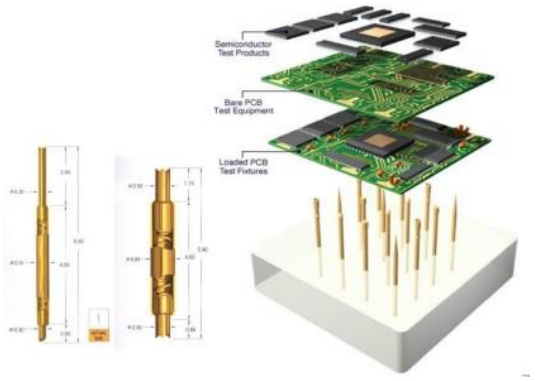

자료 : 리노공업

### 파이널 테스트 공정



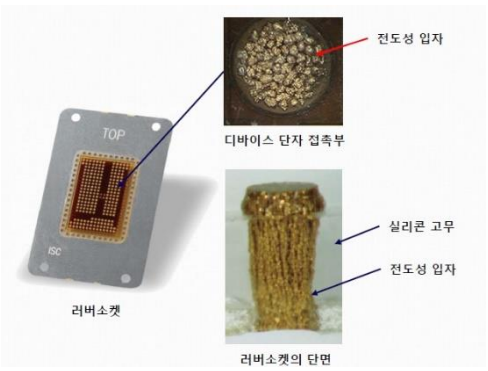

자료: SK 하이닉스

### 포고형 테스트 소켓




자료 : 리노공업

### 러버형 테스트 소켓




자료 : ISC

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

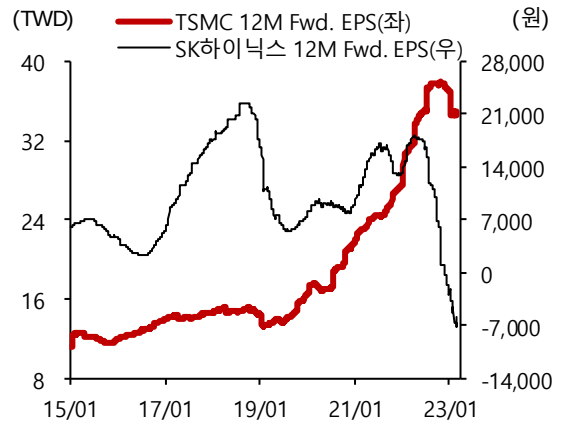
## 3. 투자 포인트

### (1) 업황 우려 대비 실적은 견고하다

북미 팹리스 업체는 동사의 주요 상위 고객사이다. 고객사의 사업 구조상 동사의 최전방 제품도 스마트폰 비중이 가장 크다. 스마트폰 수요는 현재까지도 회복 가시성이 묘연하다. 2022 년 YoY -11% 역성장에 이어 2023 년에도 역성장 기조가 이어질 것으로 보인다. 하지만 주요 고객사의 상황은 업황보다는 견조하다. 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.

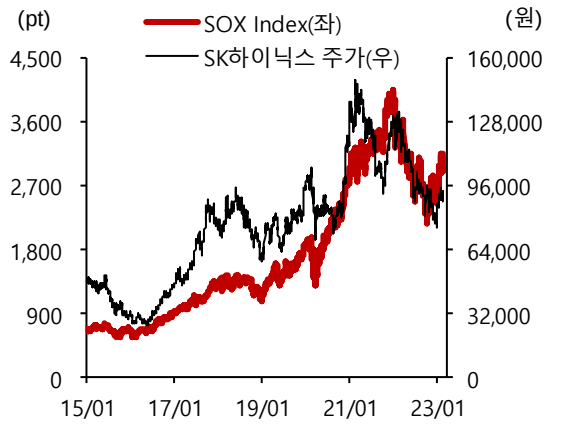
2023 년 매출액 3,402 억원(+5.5% YoY), 영업이익 1,405 억원(+2.8% YoY)를 전망한다. 대다수의 Tech 업체가 올해 감익이 예상되는 것과 대조적이다. 1Q23 까지 고객사 재고 조정 영향은 불가피하다. 다만 2Q23 부터는 가동률이 점차 회복되고 2H23 정상화될 것으로 예상한다.

**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 헷지하면서 2 년 후의 양산 물량 확보로 해석이 가능하다.

### (3) 구조적 성장이 정해진 업체

테스트 소켓 시장의 중장기 미래도 밝다. 특히 동사가 영위하는 하이엔드향 포고형의 경우 디바이스 크기가 작고 고성능 칩을 요구하는 스마트폰, 웨어러블, XR, IoT 등의 시장 성장과 궤를 함께 한다. 칩의 전기적 특성을 높이기 위한 패키징의 솔더블은 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 침투 속도는 점차 둔화되지만 기존 디바이스의 성능 경쟁은 지속되고 XR 과 같은 신규 디바이스 시장은 향후 폭발적인 성장세를 보일 것이다. 하반기에는 오큘러스 퀘스트3 출시와 함께 Apple 의 XR 출시로 XR 시장 성장은 속도를 더해 갈 것으로 보인다. 신규 시장에서도 주도 업체는 동사의 주요 고객사인 북미 팹리스, 글로벌 파운드리 업체 등이다. 동사는 포고핀 부문 글로벌 시장 압도적 1위이다. 단기 부침은 있을지라도 포고형 소켓 산업의 구조적 성장이 예상되는 근거이다.

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

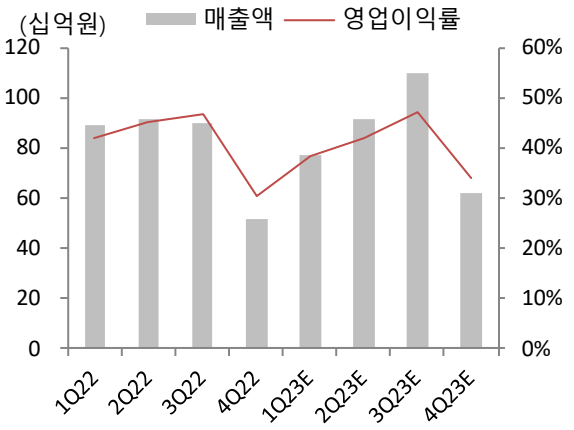
# 4. 실적 추정

**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** |
| | *QoQ* | *59%* | *2%* | *-1%* | *-43%* | *49%* | *19%* | *20%* | *-43%* | | | | | |
| | *YoY* | *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 |
| | 의료기기 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** |
| | *QoQ* | *65%* | *10%* | *2%* | *-63%* | *88%* | *30%* | *34%* | *-59%* | | | | | |
| | *YoY* | *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%** |

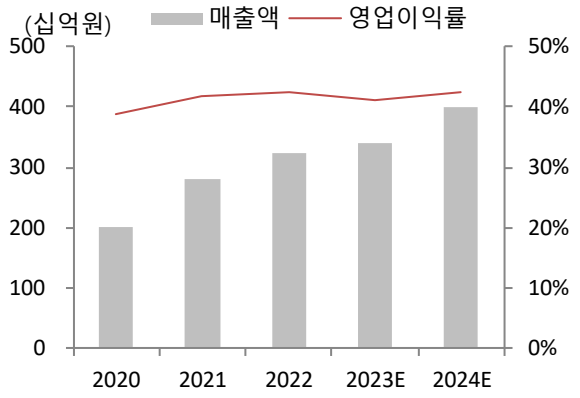
**자료: SK 증권**

**분기 실적 추이**



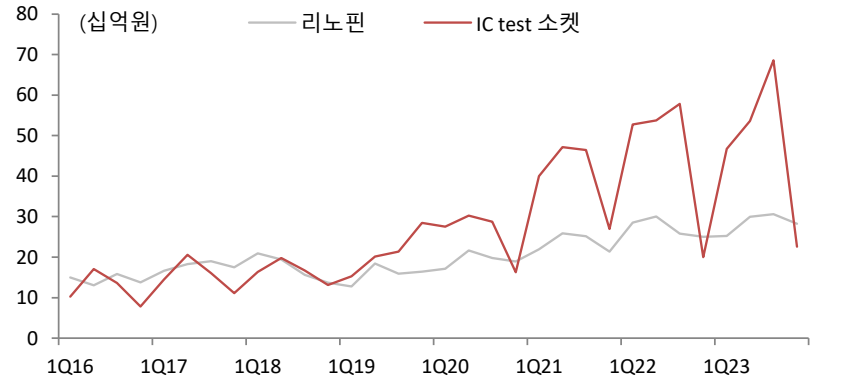

자료 : SK 증권

**연간 실적 추이**



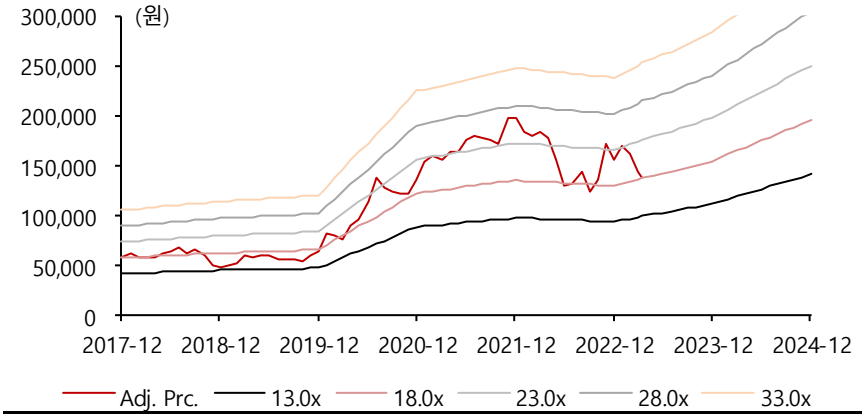

자료 : SK 증권

**테스트 소켓, 리노핀 매출액 추이**



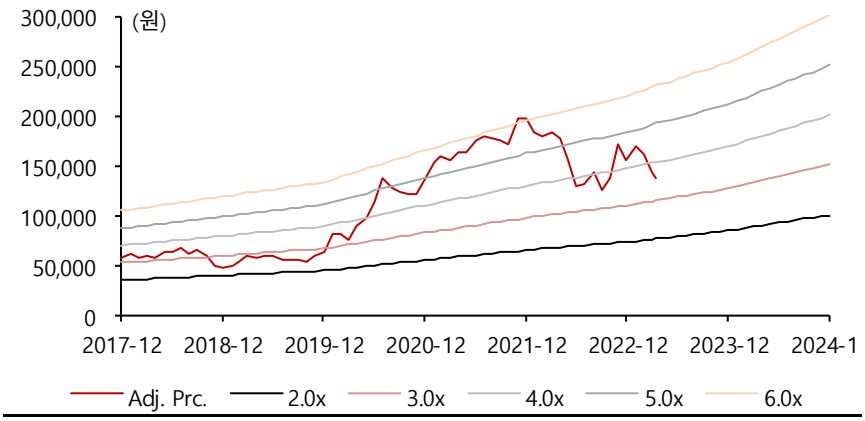

자료: SK증권

**12MF PER Band**




자료: SK증권

**12MF PBR Band**




자료: SK증권

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

# 5. Peer Valuation

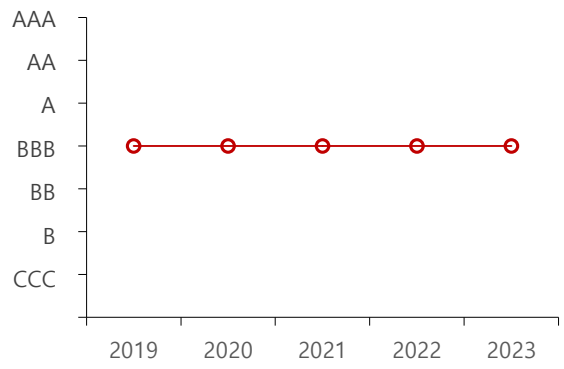
**국내외 부품 업체 Valuation**

| | | 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.

ESG 에 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

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

### 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 |
| **부채와자본총계** | 466 | 531 | 599 | 686 | 810 |

### 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 |

### 현금흐름표

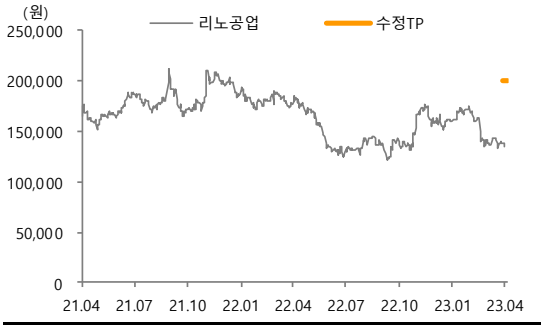
| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 129 | 104 | 114 | 134 | 162 |
| 당기순이익(손실) | 104 | 114 | 110 | 131 | 166 |
| 비현금성항목등 | 42 | 53 | 51 | 59 | 71 |
| 유형자산감가상각비 | 12 | 14 | 13 | 11 | 10 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 29 | 39 | 38 | 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 |

### 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 | 730.0 | 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 |

자료 : 리노공업, SK증권 추정

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 04 월 18 일 기준)**

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

SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-04-18

# ISC (095340/KQ | 매수(신규편입) | T.P 55,000 원(신규편입))

## Level UP

- 투자의견 BUY, 목표주가 5.5 만원으로 커버리지를 개시
- 1) 비메모리 비중 70%까지 확대 2) 높은 R&D 소켓 비중 3) DDR5 모멘텀 4) 포고핀 소켓 매출 본격화
- 과거 메모리향 비중에 편중된 구조와 달리 올해부터 체질 개선이 나타난다는 점에서 multiple rerating 이 필요한 시점

## 투자의견 BUY, 목표주가 5.5 만원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 5.5 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2023 년 예상 EPS 2,783 원에 Target multiple 19.7x 를 적용했다. Target multiple 은 국내 소부장 업체 중 비메모리향 비중이 높은 8 개사의 2023 년 평균 PER 이다.

## 덩치를 키우는 비메모리향 소켓

동사는 반도체 테스트 부품 관련 사업을 영위하는 업체이다. 매출 비중은 Test 소켓 85%, test solution unit 15%이다. 주요 고객사는 북미 팹리스, 북미 IDM, 국내 IDM 등으로 다변화되어 있다. 투자 포인트는 4 가지로 정리된다. 1) 비메모리 매출 증가가 가파르다. 러버형 소켓 중심임에도 비메모리 비중은 올해 70%까지 늘어난다. 2) R&D 용 소켓 비중도 80%에 달한다. 2 년 뒤에 양산 물량으로 이어질 가능성이 높다. 3) 메모리향 러버 소켓도 하반기부터 DDR5 매출 반영이 기대된다. 2014 년 DDR4 전환 당시 소켓 ASP 는 30% 증가한 바 있다. 4) 자회사 프로웰의 포고핀 소켓 매출 확대도 4Q23 부터 본격화될 전망이다. ISC 영업망 활용이 주효하다. 참고로 포고핀 소켓 시장은 러버 대비 4 배 가량 크다.

## 비메모리 대표 성장주

매출 응용처 다변화, 신규 고객 확보, 자회사 프로웰을 통한 포고형 소켓 경쟁력 강화 등 성장 모멘텀이 상당히 풍부하다. 과거 메모리향 비중에 편중된 구조와 달리 올해부터 체질 개선이 나타난다는 점에서 multiple rerating 이 필요한 시점이다.

**영업실적 및 투자지표**

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 122 | 145 | 179 | 193 | 222 | 261 |
| yoy | % | 38.9 | 18.8 | 23.6 | 7.7 | 15.0 | 17.7 |
| 영업이익 | 십억원 | 18 | 38 | 56 | 55 | 67 | 82 |
| yoy | % | 792.4 | 107.5 | 48.9 | -1.0 | 20.8 | 22.5 |
| EBITDA | 십억원 | 27 | 47 | 70 | 74 | 80 | 91 |
| 세전이익 | 십억원 | 10 | 37 | 62 | 62 | 75 | 91 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 6 | 30 | 44 | 48 | 58 | 71 |
| 영업이익률% | % | 14.8 | 25.9 | 31.2 | 28.7 | 30.1 | 31.4 |
| EBITDA% | % | 22.1 | 32.8 | 38.9 | 38.5 | 36.0 | 34.8 |
| EPS(계속사업) | 원 | 445 | 1,828 | 2,526 | 2,783 | 3,346 | 4,088 |
| PER | 배 | 60.6 | 19.3 | 12.4 | 14.2 | 11.8 | 9.6 |
| PBR | 배 | 2.2 | 2.4 | 1.9 | 2.1 | 1.8 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 배 | 14.2 | 11.5 | 6.9 | 8.4 | 7.6 | 6.5 |
| 배당수익률 | % | 0.6 | 0.6 | 1.9 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| ROE | % | 3.7 | 15.3 | 17.9 | 16.9 | 17.6 | 18.5 |
| 순차입금 | 십억원 | 1 | -39 | -68 | -89 | -103 | -121 |
| 부채비율 | % | 38.6 | 17.6 | 33.7 | 32.2 | 30.9 | 29.7 |

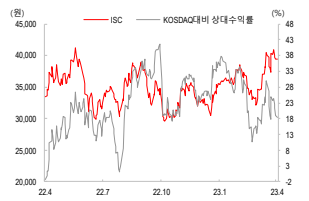


*Analyst*
**이동주**
natelee@sks.co.kr
3773-9026

| Company Data | |
|---|---|
| 자본금 | 9 십억원 |
| 발행주식수 | 1,740 만주 |
| 자사주 | 45 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 686 십억원 |
| 주요주주 | |
| 헬리오스제1호사모투자합자회사(외3) | 37.73% |
| 자사주 | 4.21% |
| 외국인지분율 | 8.16% |
| 배당수익률 | 1.5% |

| Stock Data | |
|---|---|
| 주가(23/04/17) | 39,450 원 |
| KOSDAQ | 909.50 pt |
| 52주 Beta | 0.87 |
| 52주 최고가 | 41,250 원 |
| 52주 최저가 | 29,550 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 8 십억원 |

**주가 및 상대수익률**




| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 14.0% | -0.0% |
| 6개월 | 21.0% | -9.3% |
| 12개월 | 17.9% | 19.9% |

# 1. Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 5.5 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2023 년 예상 EPS 2,783 원에 Target multiple 19.7x 를 적용했다. Target multiple 은 국내 소부장 업체 중 비메모리향 비중이 높은 8 개사의 2023 년 평균 PER 이다. 비교 대상 업체는 리노공업, 엘비세미콘, 두산테스나, 네패스아크, HPSP, 한미반도체, 에스앤에스텍이다. 지난해 동사의 비메모리향 매출 비중은 60% 수준에서 올해는 70%까지 상승할 전망이다. 고객사 저변이 상당히 넓다는 점과 실리콘 러버형 소켓 시장을 leading 하고 있는 점을 감안하면 국내 비메모리 업체 수준의 멀티플 적용은 합당하다고 판단한다.

**Valuation Table**

| 구분 | | 비고 |
|---|---|---|
| 2023 년 예상 EPS (원) | 2,783 | |
| Target PER (X) | 19.7 | 비메모리향 비중이 높은 국내 소부장 업체 8 개사 평균 PER |
| 적정주가 (원) | 54,825 | |
| 목표주가 (원) | 55,000 | |
| 현재주가 (원) | 39,400 | |
| Upside Pontential | 40% | |

자료: SK 증권

Analyst 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

## 2. 기업 개요

동사는 반도체 테스트 관련 부품 사업을 영위하는 업체이다. 매출 비중은 IC test 소켓 85%, Test solution unit 15%. IC test 소켓 중에서는 실리콘 러버(rubber) 소켓이 주력 제품 매출 비중 75%이다. Burn-in 소켓과 포고형 소켓도 생산한다. 지난해부터 자회사 프로웰을 통해 포고(pogo) 소켓 사업도 강화 중이다. 고객사는 A 사, Q 사, I 사, 삼성전자 등 400 여개의 고객을 확보하고 있으며 비중이 고르게 분포되어 있다. 메모리와 비메모리 비중은 각각 40%, 60% 수준이며 2023 년은 비메모리 비중이 70%에 달할 것으로 예상된다.

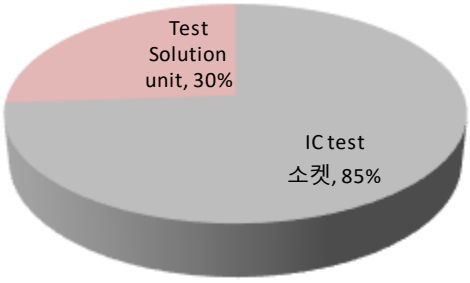
IC test 소켓은 반도체 후공정 파이널 테스트 단계에서 사용되는 핵심 부품이다. 패키징이 끝난 이후 테스트를 위해 패키지 기판에 형성된 솔더볼과 물리적으로 컨택하는 핀, 이를 모듈화한 테스트 소켓이 필요하다. 테스트 소켓은 패키지의 전기적 불량 여부를 확인한다.

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, 동사의 자회사인 프로웰과 티에스이가 일부 생산하고 있다. 러버형은 러버 내부에 전도성 알갱이(구리나 니켈)을 배치해 테스트하는 볼 타입 방식이다. 포고형 대비 신호 전달 거리가 짧아 속도와 주파수 특성에 강점이 있다. 러버형은 동사가 세계 최초로 상용한 제품이다. 현재 메모리 산업에서는 러버형이 주를 이루고 있으며 CPU, GPU, AP 등 비메모리 산업에도 채용이 확대되는 추세이다.

2022 년 4 월에는 포고핀 소켓 전문업체인 프로웰을 인수했다. 테스트 소켓 시장의 80%가 포고핀 소켓으로 동 시장 내 매출과 점유율 확대 목적이다. 최근에는 중화권 팹리스 업체향 신규 고객사를 확보했고 하반기부터 공급이 시작될 예정이다.

Test solution 사업은 test 장비에 쓰이는 인터페이스보드, 커넥터, 온도조절장치 등이 포함되어 있다.

### 제품별 매출 비중



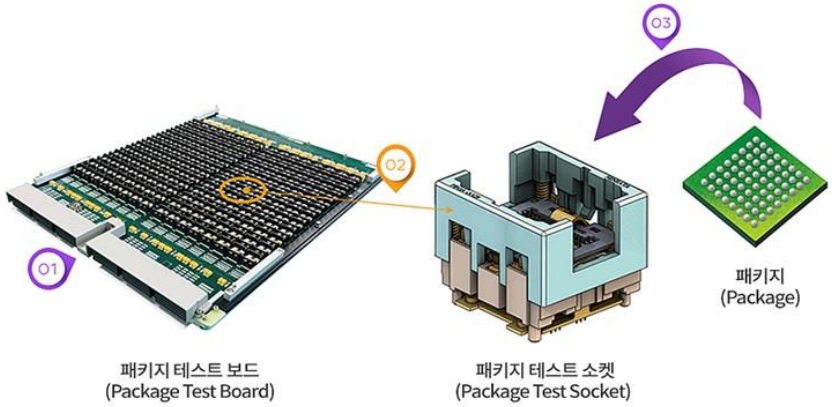

자료 : ISC, SK 증권

### 글로벌 400 여개 고객사 확보



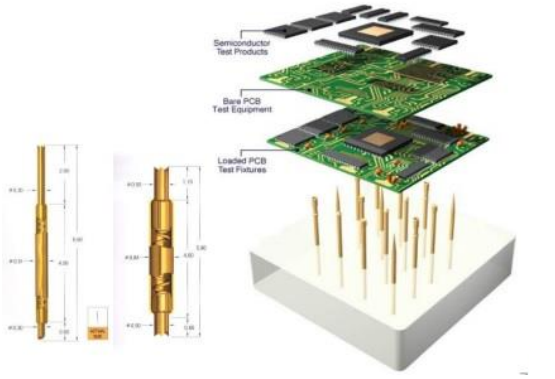

자료 : ISC

### 파이널 테스트 공정



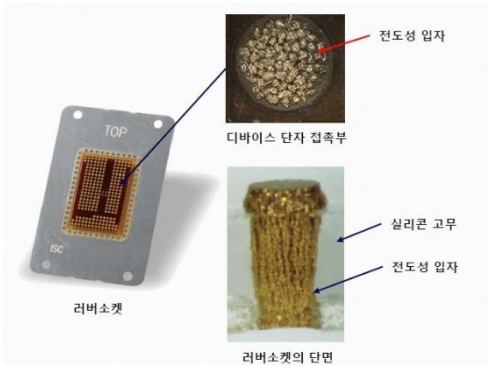

자료: SK 하이닉스

### 포고형 테스트 소켓




자료: 리노공업

### 러버형 테스트 소켓




자료: ISC

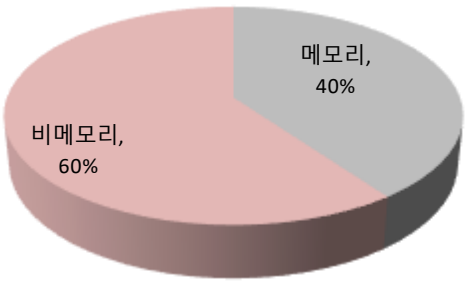
*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

# 3. 투자 포인트

## (1) 비메모리 시장 점유율 확대

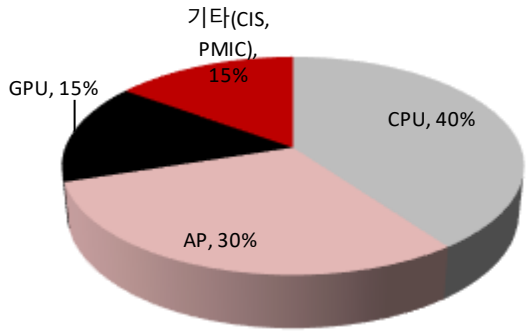
동사의 주력은 IC test 소켓 중에서도 실리콘 러버(Rubber)형으로 메모리 시장에서 주요 테스트 제품으로 사용된다. 그럼에도 동사의 2022 년 전방 비중은 비메모리가 60%로 메모리 대비 높았다. 포고 대비 검사 속도가 빠르고 값이 상대적으로 저렴한 러버형 소켓이 비메모리 범용 성격의 제품향으로 채용이 늘어나고 있다. 또한 고부가 모바일향 칩에서 공정 난이도 상승에 따른 테스트 시간이 늘어남에 따라 2 차 솔루션으로 러버형 소켓 채용이 점차 늘어나는 것으로 파악된다. 러버형 소켓 분야에서 동사는 시장을 leading 해가는 업체로 대응 가능한 제품 스펙트럼이 넓다. 메모리뿐 만 아니라 CPU, GPU, AP, CIS, PMIC 등이 대응 가능하다. 주요 팹리스 업체향 레퍼런스도 상당히 풍부하다. 비메모리 산업 내의 러버 소켓 채용 점증은 동사에 직접적인 수혜로 나타날 것이다. 포고형 소켓 시장 점유율 확대에도 뛰어들고 있다. 포고형 소켓은 비메모리 시장에서 쓰이는 주요 소켓으로 당연히 시장 규모는 러버형 대비 훨씬 크다. 2022 년 포고 사업을 하는 프로웰 인수로 포고형 소켓도 매출 확대에 발판을 마련했다. 프로웰은 포고핀 기술 역량과 공정 자동화에 강점이 있는 회사다. ISC 의 영업망이 더해지면 올해 하반기부터 실적 기여도 가능할 전망이다.

**메모리/비메모리 비중 (2022 년)**




자료 : ISC, SK 증권

**비메모리 제품별 비중 (2022 년)**




자료 : ISC, SK 증권

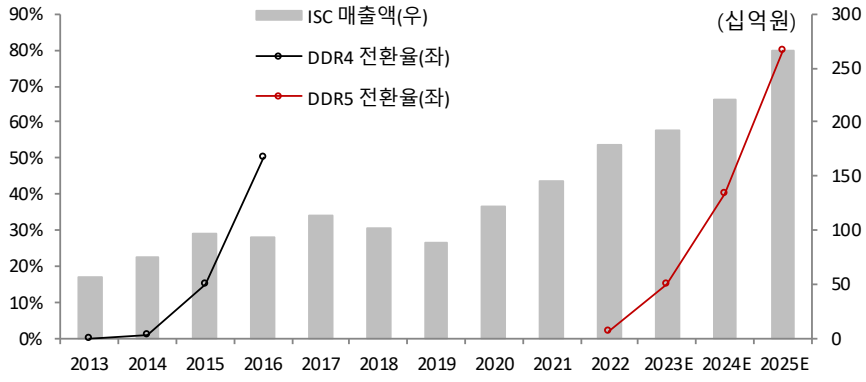
## (2) R&D 용 소켓 비중 증가세. 2Q23 실적도 YoY 개선

테스트 소켓은 R&D 용과 양산용으로 구분할 수 있는데 동사의 경우 R&D 용 비중이 좀더 높다. 하지만 메모리향 제품이 양산용이 많다는 것을 감안하면 비메모리 내에서 R&D 용 소켓 비중은 80%에 달하는 것으로 파악된다. R&D 용 소켓은 팹리스 업체가 차세대 신제품 출시를 위해서 쓰는 용도인데 R&D 용에서의 소켓이 곧 양산용으로 이어지는 경우가 대부분이다. R&D 용 비중이 높다는 의미는 단기 업황 영향을 크게 받지 않으면서도 2 년 후의 양산 물량 확보로 해석이 가능하다. 업황 부진에도 최근 R&D 용 물동은 견조한 편이다.

## (3) 메모리 DDR5 향 소켓 ASP +30% 내외

비메모리 확대가 동사의 주요 포인트이지만 메모리 내 DDR5 침투율 확대도 실적 기여가 기대되는 부분 중 하나이다. DRAM 아키텍쳐가 변할 때 테스트 소켓의 크기도 커지며 볼 개수도 증가한다. DDR4 당시 소켓 가격은 30% 가량 올랐던 것으로 파악되며 DDR4 침투가 본격화되면 2014 년과 2015 년 매출 성장이 나타났었다. DDR5 사이클에서도 ASP 단에서 변화가 감지된다. DDR4 대비 메모리 모듈의 크기와 구조는 더욱 복잡해진다. 30% 내외의 ASP 인상이 예상된다. R&D 용은 지난해 공급이 시작된 것으로 파악된다. 상반기 중 양산 제품 관련 출하는 아직 확인되고 있지는 않지만 DDR5 침투율이 가파르게 올라가는 올해 4Q23 을 시작으로 2024 년 실적에 온기가 나타날 것으로 전망한다. .

**DRAM 아키텍쳐 변화와 동사 실적 추이**




자료: ISC, SK 증권

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

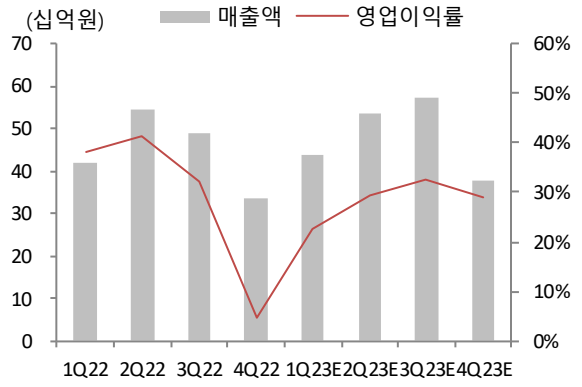
# 4. 실적 추정

**ISC 실적 추정**

| (십억원) | | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | | **42** | **55** | **49** | **33** | **44** | **54** | **57** | **38** | **122** | **145** | **179** | **193** | **222** |
| | *QoQ* | *19%* | *31%* | *-10%* | *-32%* | *32%* | *22%* | *7%* | *-34%* | | | | | |
| | *YoY* | *14%* | *59%* | *26%* | *-4%* | *5%* | *-2%* | *17%* | *13%* | *39%* | *19%* | *24%* | *8%* | *15%* |
| | Test 소켓 | 35 | 45 | 48 | 29 | 41 | 53 | 56 | 34 | | 109 | 142 | 157 | 184 |
| | Test solution | 6 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | | 32 | 25 | 29 | 28 |
| | 기타 연결 조정 | 5 | 2 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 | 2 | | 4 | 12 | 7 | 10 |
| **영업이익** | | **16** | **23** | **16** | **2** | **10** | **16** | **19** | **11** | **18** | **38** | **56** | **55** | **67** |
| | *QoQ* | *88%* | *42%* | *-30%* | *-90%* | *549%* | *61%* | *17%* | *-41%* | | | | | |
| | *YoY* | *143%* | *69%* | *73%* | *-82%* | *-38%* | *-30%* | *18%* | *621%* | *791%* | *108%* | *49%* | *-1%* | *21%* |
| **영업이익률** | | **38%** | **41%** | **32%** | **5%** | **22%** | **30%** | **32%** | **29%** | **15%** | **26%** | **31%** | **29%** | **30%** |

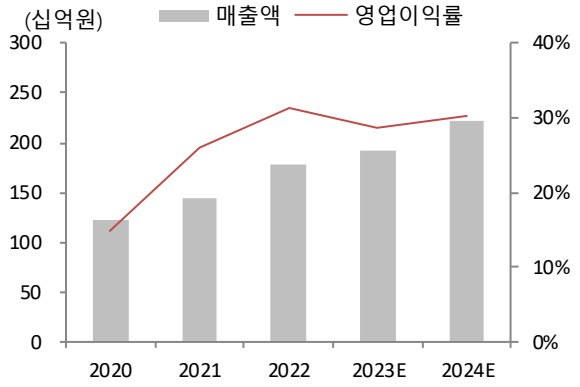
자료: ISC, SK 증권

**분기 실적 추이**



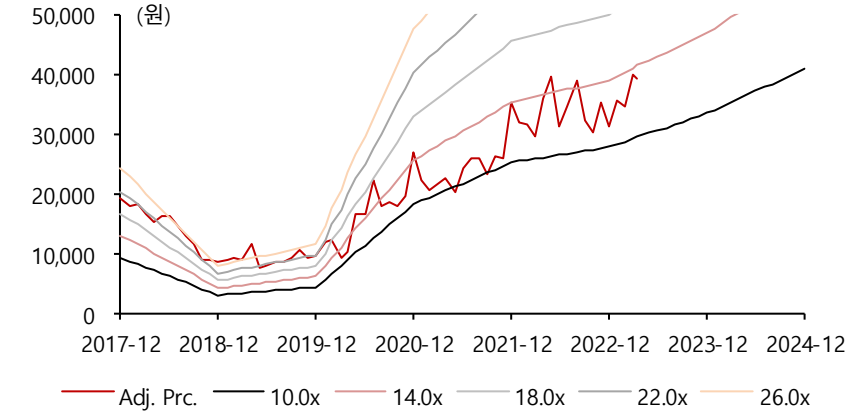

자료 : ISC, SK 증권

**연간 실적 추이**



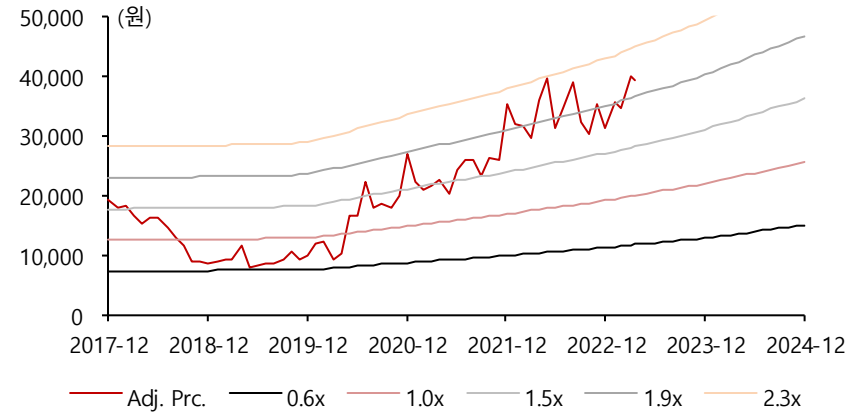

자료 : ISC, SK 증권

**12MF PER Band**




자료: SK증권

**12MF PBR Band**




자료: SK증권

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

# 4. Peer Valuation

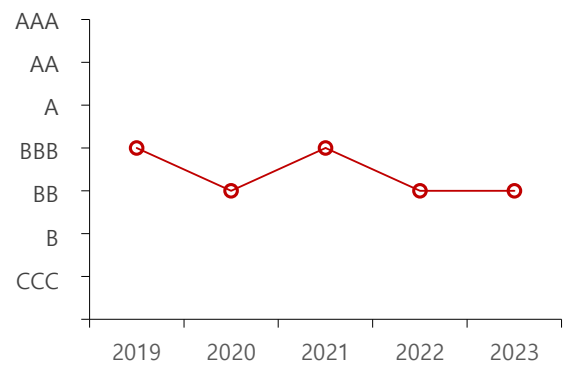
**국내외 부품 업체 Valuation**

| | | 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

**ISC 의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이**




자료: 지속가능발전소, SK 증권

**Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교**

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---|---|---|---|
| **ISC 종합 등급** | BB | | |
| 환경(Environment) | 11.3 | | |
| 사회(Social) | 44.2 | | |
| 지배구조(Governance) | 44.7 | | |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 리노공업 | BBB | | 38.5 |
| 티에스이 | BB | | |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

**SK 증권 리서치의 ISC ESG 평가**

ESG 중 환경 분야에 상당히 관심과 노력을 기울이고 있다..

온실가스 배출량을 관리하고 장기적인 저감 목표를 설정해서 사업을 운영 중이다.

에너지 사용량과 온실가스 배출량은 각각 2019 년 995 toe, 1,775 tC02 에서 2021 년 614 toe, 1,232 tCO2 까지 줄였다.

자료: SK 증권

**ISC 의 ESG 채권 발행 내역**

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|---|---|---|---|

자료: KRX, SK 증권

**ISC 의 ESG 관련 뉴스 Flow**

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|---|---|---|

자료: 주요 언론사, SK 증권

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**재무상태표**

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 98 | 162 | 185 | 212 | 247 |
| 현금및현금성자산 | 51 | 54 | 75 | 89 | 107 |
| 매출채권 및 기타채권 | 24 | 22 | 25 | 29 | 34 |
| 재고자산 | 14 | 23 | 25 | 29 | 34 |
| **비유동자산** | 163 | 197 | 220 | 252 | 292 |
| 장기금융자산 | 13 | 16 | 16 | 17 | 17 |
| 유형자산 | 111 | 134 | 156 | 188 | 229 |
| 무형자산 | 9 | 23 | 22 | 21 | 20 |
| **자산총계** | 262 | 358 | 405 | 464 | 539 |
| **유동부채** | 35 | 81 | 90 | 100 | 114 |
| 단기금융부채 | 15 | 33 | 38 | 43 | 50 |
| 매입채무 및 기타채무 | 5 | 19 | 34 | 39 | 45 |
| 단기충당부채 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **비유동부채** | 4 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 장기금융부채 | 1 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 39 | 90 | 99 | 110 | 124 |
| **지배주주지분** | 223 | 268 | 307 | 355 | 416 |
| 자본금 | 8 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 111 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| 기타자본구성요소 | -27 | -27 | -27 | -27 | -27 |
| 자기주식 | -18 | -18 | -18 | -18 | -18 |
| 이익잉여금 | 131 | 171 | 209 | 258 | 319 |
| 비지배주주지분 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| **자본총계** | 223 | 268 | 306 | 355 | 416 |
| **부채와자본총계** | 262 | 358 | 405 | 464 | 539 |

**포괄손익계산서**

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 145 | 179 | 193 | 222 | 261 |
| **매출원가** | 82 | 94 | 104 | 117 | 134 |
| **매출총이익** | 63 | 84 | 89 | 104 | 127 |
| 매출총이익률(%) | 43.4 | 47.2 | 46.1 | 47.1 | 48.6 |
| **판매비와 관리비** | 25 | 29 | 33 | 38 | 45 |
| **영업이익** | 38 | 56 | 55 | 67 | 82 |
| 영업이익률(%) | 25.9 | 31.2 | 28.7 | 30.1 | 31.4 |
| **비영업손익** | -0 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 순금융손익 | 0 | 1 | 3 | 4 | 5 |
| 외환관련손익 | 4 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | -0 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | 37 | 62 | 62 | 75 | 91 |
| 세전계속사업이익률(%) | 25.8 | 34.7 | 32.2 | 33.6 | 34.9 |
| **계속사업법인세** | 7 | 18 | 14 | 16 | 20 |
| **계속사업이익** | 30 | 44 | 48 | 58 | 71 |
| **중단사업이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ***법인세효과** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 30 | 44 | 48 | 58 | 71 |
| 순이익률(%) | 20.8 | 24.6 | 25.1 | 26.2 | 27.2 |
| 지배주주 | 30 | 44 | 48 | 58 | 71 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 20.9 | 24.6 | 25.1 | 26.3 | 27.3 |
| 비지배주주 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 총포괄이익 | 25 | 42 | 48 | 58 | 71 |
| 지배주주 | 26 | 42 | 48 | 58 | 71 |
| 비지배주주 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| **EBITDA** | 47 | 70 | 74 | 80 | 91 |

**현금흐름표**

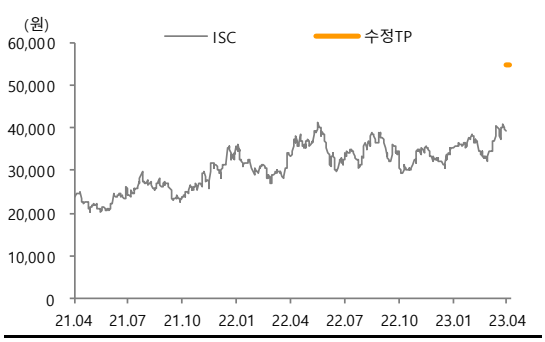
| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 40 | 67 | 65 | 69 | 77 |
| 당기순이익(손실) | 30 | 44 | 48 | 58 | 71 |
| 비현금성항목등 | 25 | 36 | 29 | 25 | 24 |
| 유형자산감가상각비 | 9 | 12 | 18 | 12 | 8 |
| 무형자산상각비 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 기타 | 15 | 22 | 10 | 12 | 15 |
| 운전자본감소(증가) | -8 | -7 | -2 | -2 | -3 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 0 | 6 | -3 | -4 | -5 |
| 재고자산의감소(증가) | -3 | -8 | -3 | -4 | -5 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 기타 | -4 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 법인세납부 | -7 | -6 | -14 | -16 | -20 |
| **투자활동현금흐름** | -3 | -75 | -46 | -50 | -56 |
| 금융자산의감소(증가) | 4 | -50 | -4 | -5 | -7 |
| 유형자산의감소(증가) | -13 | -19 | -40 | -44 | -48 |
| 무형자산의감소(증가) | 4 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 3 | -6 | -2 | -0 | -1 |
| **재무활동현금흐름** | -9 | 12 | -6 | -4 | -3 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -1 | -6 | 4 | 6 | 7 |
| 장기금융부채의증가(감소) | -5 | 24 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 40 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -2 | -3 | -10 | -10 | -10 |
| 기타 | -41 | -9 | 0 | 0 | -0 |
| 현금의 증가(감소) | 14 | 3 | 21 | 14 | 18 |
| 기초현금 | 37 | 51 | 54 | 75 | 89 |
| 기말현금 | 51 | 54 | 75 | 89 | 107 |
| FCF | 27 | 48 | 25 | 25 | 29 |

**주요투자지표**

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 18.8 | 23.6 | 7.7 | 15.0 | 17.7 |
| 영업이익 | 107.5 | 48.9 | -1.0 | 20.8 | 22.5 |
| 세전계속사업이익 | 269.2 | 66.2 | -0.2 | 20.2 | 22.2 |
| EBITDA | 76.1 | 46.9 | 6.5 | 7.6 | 13.8 |
| EPS | 310.4 | 38.2 | 10.2 | 20.2 | 22.2 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROA | 12.0 | 14.2 | 12.7 | 13.4 | 14.2 |
| ROE | 15.3 | 17.9 | 16.9 | 17.6 | 18.5 |
| EBITDA마진 | 32.8 | 38.9 | 38.5 | 36.0 | 34.8 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 282.2 | 198.7 | 206.3 | 211.6 | 216.3 |
| 부채비율 | 17.6 | 33.7 | 32.2 | 30.9 | 29.7 |
| 순차입금/자기자본 | -17.3 | -25.5 | -29.1 | -29.1 | -29.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 115.8 | 720.3 | 192.4 | 183.4 | 181.1 |
| 배당성향 | 10.5 | 22.8 | 20.6 | 17.2 | 14.1 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,828 | 2,526 | 2,783 | 3,346 | 4,088 |
| BPS | 14,540 | 16,435 | 18,644 | 21,415 | 24,929 |
| CFPS | 2,425 | 3,314 | 3,865 | 4,089 | 4,601 |
| **주당 현금배당금** | 200 | 600 | 600 | 600 | 600 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 19.3 | 12.4 | 14.2 | 11.8 | 9.6 |
| PBR | 2.4 | 1.9 | 2.1 | 1.8 | 1.6 |
| PCR | 14.6 | 9.5 | 10.2 | 9.6 | 8.6 |
| EV/EBITDA | 11.5 | 6.9 | 8.4 | 7.6 | 6.5 |
| 배당수익률 | 0.6 | 1.9 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |

자료 : ISC, SK증권 추정

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.04.18 | 매수 | 55,000원 | 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 04 월 18 일 기준)**

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

SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-04-18

# 유니셈 (036200/KQ | 매수(신규편입) | T.P 12,000 원(신규편입))

## 전방 투자의 바로미터

- 투자의견 BUY, 목표주가 1.2 만원으로 커버리지를 개시
- 1) 전방 CAPEX 투자의 최전선 2) 친환경 이슈에 따른 단위 CAPEX 당 매출 증가 3) SDC 8.6 세대 투자 효과 기대
- 업황 회복을 고려한다면 주가 조정시 비중 확대 전략 유효

### 투자의견 BUY, 목표주가 1.2 만원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 1.2 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2023 년 예상 EPS 813 원에 Target multiple 15x 를 적용했다. Target multiple 은 국내 반도체 장비 업체 평균(원익 IPS 54.3x 제외)이다.

### 전공정 대표 장비 업체

동사는 반도체/디스플레이 서브 장비를 생산 및 판매하는 업체이다. 매출 비중은 Gas Scrubber 35%, Chiller unit 31%, 유지보수 31%로 구분된다. 주요 고객사는 삼성전자이며 SK 하이닉스 외 주요 디스플레이 업체도 거래선이다. 투자 포인트는 3 가지로 정리된다. 1) 전방 CAPEX 투자의 바로미터로 투자 재개시 온기 반영이 가장 빠르다. 2) 친환경 경영 도입에 따라 공정 내 스크러버 적용이 확대되고 있다. 전방 단위 CAPEX 당 매출 증가 효과가 기대된다. 3) 삼성디스플레이 8.6 세대 IT 용 OLED 투자에 따른 칠러 공급이 하반기부터 시작될 전망이다. 올해 반도체 장비 수주 감소에 따른 영향을 일부 상쇄할 수 있다.

### 업황 회복에 대비한다면

전방 CAPEX 투자 재개 사이클을 논하기에는 이른 감이 크다. 올해는 추가 하향 조정도 예상된다. 하지만 메모리 재고가 축소되는 하반기부터 2024 년 투자 재개에 대한 논의가 시작될 수 있다. 동사는 전방 투자의 최전선에 있다. 업황 회복에 대비한다면 주가 조정시 비중 확대 전략이 유효하다.

**영업실적 및 투자지표**

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 215 | 296 | 253 | 256 | 330 | 387 |
| yoy | % | 20.2 | 37.6 | -14.5 | 1.3 | 28.7 | 17.2 |
| 영업이익 | 십억원 | 32 | 44 | 29 | 30 | 44 | 55 |
| yoy | % | 34.4 | 35.6 | -33.5 | 2.0 | 49.9 | 24.5 |
| EBITDA | 십억원 | 34 | 45 | 31 | 31 | 46 | 57 |
| 세전이익 | 십억원 | 29 | 47 | 24 | 32 | 47 | 58 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 21 | 38 | 20 | 25 | 36 | 45 |
| 영업이익률% | % | 15.0 | 14.8 | 11.5 | 11.6 | 13.5 | 14.3 |
| EBITDA% | % | 15.7 | 15.3 | 12.2 | 12.2 | 13.9 | 14.7 |
| EPS(계속사업) | 원 | 686 | 1,244 | 639 | 813 | 1,189 | 1,473 |
| PER | 배 | 12.5 | 11.7 | 8.8 | 10.3 | 7.0 | 5.7 |
| PBR | 배 | 1.7 | 2.4 | 0.8 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 배 | 6.1 | 7.9 | 2.6 | 5.5 | 3.4 | 2.3 |
| 배당수익률 | % | 0.9 | 0.8 | 1.8 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| ROE | % | 15.3 | 23.1 | 10.2 | 11.9 | 15.3 | 16.4 |
| 순차입금 | 십억원 | -58 | -88 | -91 | -88 | -104 | -129 |
| 부채비율 | % | 34.0 | 27.3 | 17.7 | 21.1 | 21.2 | 20.6 |



*Analyst*
**이동주**
natelee@sks.co.kr
3773-9026

| Company Data | |
|---|---|
| 자본금 | 15 십억원 |
| 발행주식수 | 3,066 만주 |
| 자사주 | 88 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 257 십억원 |
| 주요주주 | |
| 김형균(외3) | 29.03% |
| 자사주 | 2.54% |
| 외국인지분율 | 4.75% |
| 배당수익률 | 1.2% |

| Stock Data | |
|---|---|
| 주가(23/04/17) | 8,370 원 |
| KOSDAQ | 909.50 pt |
| 52주 Beta | 1.55 |
| 52주 최고가 | 11,900 원 |
| 52주 최저가 | 5,500 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 4 십억원 |

**주가 및 상대수익률**




| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 22.2% | 7.1% |
| 6개월 | 35.0% | 1.2% |
| 12개월 | -25.9% | -24.7% |

# 1. Valuation

투자의견 BUY, 목표주가 1.2 만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 2023 년 예상 EPS 813 원에 Target multiple 15x 를 적용했다. Target multiple 은 원익 IPS 를 제외(54.3x)한 국내 반도체 장비 업체 평균이다. 동사는 주요 고객사 내 M/S Srubber 1 위, Chiller 2-3 위 수준이다. 반도체뿐 만 아니라 디스플레이 팹 공정에도 필수적인 장비이다. 고객사 내 Captive 한 점유율, 장비의 범용성, 친환경 이슈에 따른 신규 장비 니즈 확대 등을 감안하면 국내 반도체 장비 업체 수준의 멀티플 적용은 합당하다고 판단한다.

**Vauation Table**

| 구분 | | 비고 |
|---|---|---|
| 2023 년 예상 EPS (원) | 813 | |
| Target PER (X) | 15.0 | 국내 반도체 장비 업체 2023 년 평균 PER 15x 적용 (원익 IPS 제외) |
| 적정주가 (원) | 12,195 | |
| 목표주가 (원) | 12,000 | |
| 현재주가 (원) | 8,680 | |
| Upside Pontential | 38% | |

자료: SK 증권

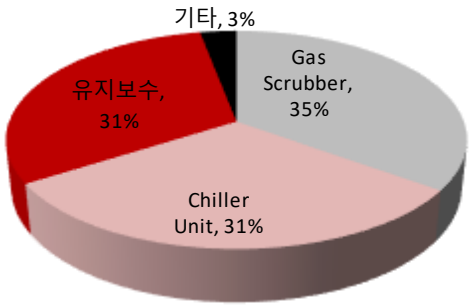
Analyst 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

## 2. 기업 개요

동사는 반도체/디스플레이 서브 장비를 생산 및 판매하는 업체이다. 매출 비중은 Gas Scrubber 35%, Chiller unit 31%, 유지보수 31%, 기타 3%로 구분된다. 주요 고객사는 삼성전자로 매출 비중의 50% 가량을 차지한다. SK 하이닉스, Micron, Kioxia, CSOT, Tianma 등도 거래선이다.

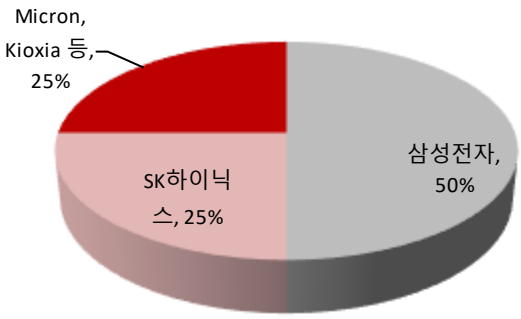
동사가 영위하는 서브 장비는 전공정 메인 장비를 보조해주는 역할이다. 보조라는 어감상 중요도가 떨어지는 장비라 생각할 수 있는데 불량률을 낮추고 환경 오염을 방지하는 데에 핵심적인 역할을 하는 장비들이다. 배치는 공정 내에서 1층에 Scrubber, 2층에 Chiller, 3층에 메인 장비가 셋업되는 구조이다.
매출 비중의 35%를 차지하는 Gas Scrubber는 제조 공정상 발생하는 유해가스를 정화시켜 주는 장치이다. 통상 2 번의 스크러버를 거치면서 유해가스는 정화가 되는데 동사는 1차 스크러버 쪽이다. 메인 장비 아래 별도의 층에 위치해 정화 공정을 진행하게 되며 이후 팹 상단에 플랜트 형태로 설치된 2 차 스크러버가 잔여 분진을 정화 처리하게 된다. 공정 미세화에 따른 가스 및 에천트 소모량 증가로 스크러버 수요도 점증했으며 최근에서는 기업별 탄소 배출 저감 정책에 따라 적용 공정이 확대되고 있다. 동사의 국내 스크러버 시장 점유율은 50% 수준으로 파악된다.
Chiller는 공정 중 발생하는 열에 의해 상승하는 Chamber 및 Wafer 주변 온도를 안정적으로 조절해주는 온도 조절 장치이다. 메인 장비 내부에서 내부 온도랑 Wafer 표면의 온도가 다르면 불량률이 높아지기 때문에 수율과 밀접한 관련이 있는 장비이다. 메인 장비와 근접 거리에 위치해 통상 Chamber 대수에 비례해 채용된다. 국내 점유율은 30% 내외로 파악된다.
유지보수는 셋업된 스크러버와 칠러에 대한 수시 보수 및 용역 관련 사업이다. 누적으로 셋업된 장비는 늘어나기 때문에 유지보수 관련 매출은 매년 증가세를 보인다.

**제품별 매출 비중**



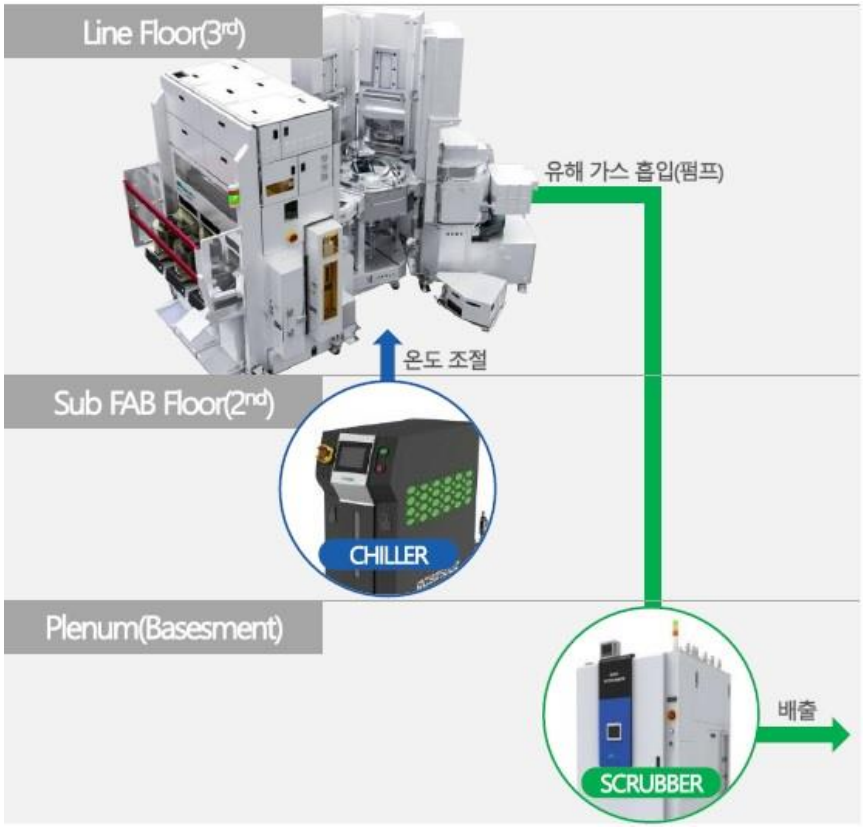

자료 : 유니셈, SK증권

**주요 고객사 현황**




자료 : 유니셈, SK증권

**공정 내 스크러버 및 칠러 배치도**




자료: 유니셈

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

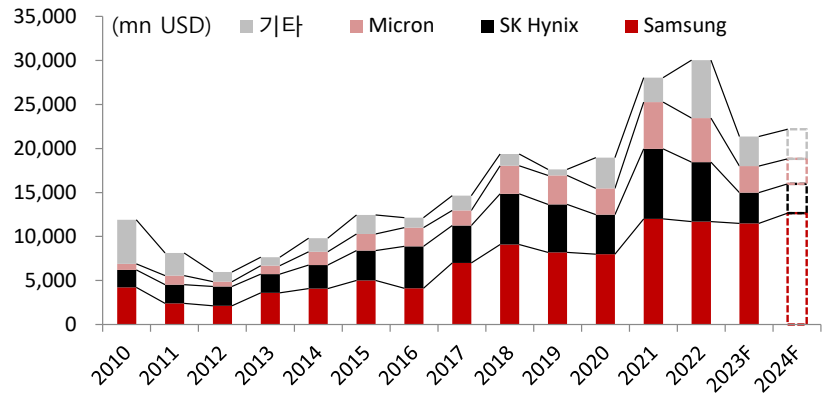
# 3. 투자 포인트

## (1) 전방 CAPEX 투자의 바로미터

2023 년 전방 고객사 CAPEX 투자는 상당 부분 감소한다. SK 하이닉스와 Micron 은 50% 이상 줄이기로 했다. 삼성전자는 아직까지 CAPEX 가이던스 Flat 수준에서 톤의 변화는 없다. 하지만 올해 메모리 적자를 감안하면 조만간 CAPEX 축소로 톤 변경 여지는 충분하다. 그러한 관점에서 올해 반도체 소부장 관련 실적도 크게 꺾일 가능성이 크다. 하지만 2024 년 CAPEX 규모에 따라 소부장 센티먼트는 올해 하반기부터 나아질 가능성이 크다. 당사는 2024 년 삼성전자를 중심으로 CAPEX 의 기조 변화가 예상된다. 〈관련 내용은 산업 자료 참고〉

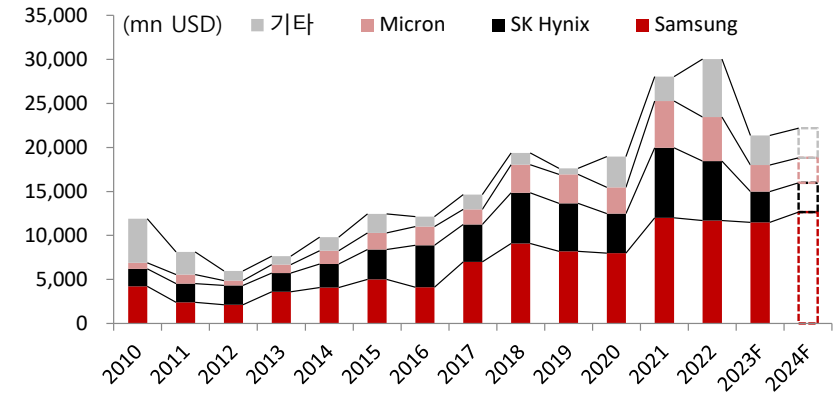
CAPEX 증가 사이클에서는 전공정 장비 업체의 주가가 가장 선행한다. 그 중에서도 삼성전자향 메모리 비중이 큰 업체가 다음 사이클에서 중심이 될 가능성이 크다. 유니셈 역시 그 중 하나이다. 특히 서브 장비의 경우 신규 팹 건설 단계에서 전공정 메인 장비보다 발주 스케쥴이 빨라 제조사 장비 투자의 가장 앞단이다. 또한 서브 장비를 통해 메인 장비의 공급 스케쥴과 규모를 가늠할 수 있기 때문에 바로미터의 역할이 되기도 한다. 실적 인식 기준도 셋업이 아닌 인도 기준으로 실적 반영도 가장 빠르다. 삼성전자 내 스크러버 점유율은 1 위, 칠러는 2-3 위이다. 전방 CAPEX 사이클 아래 수혜는 명확하다.

**DRAM CAPEX 추이 및 전망**



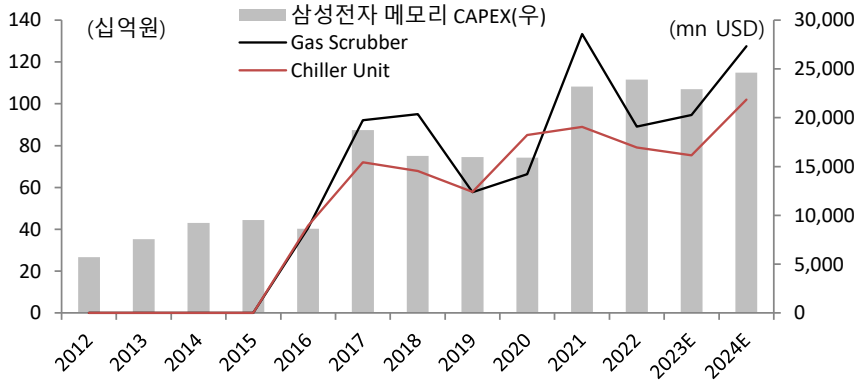

자료 : DRAMeXchange, SK 증권

**DRAM CAPEX 추이 및 전망**




자료 : DRAMeXchange, SK 증권

**삼성전자 메모리 CAPEX와 스크러버, 칠러 매출 추이**




자료 : DRAMeXchange, 유니셈, SK 증권

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

## (2) 환경 이슈 대두 → 스크러버 적용 공정 확대

ESG 에 대한 경각심이 공유되면서 대기업도 친환경 시스템 도입에 박차를 가하고 있다. 공정 단에서도 유해물질 배출을 최소화하는 목표 아래 스크러버의 적용 공정이 확대되고 있다. 1 차 스크러버는 기존에는 산화와 증착 공정에서 주로 사용되었다. 하지만 3D NAND 고단화에 따라 식각에도 가스 사용량이 점차 많아지면서 식각 공정에도 1 차 스크러버 도입이 시작되었다. 또한 기존 burn 타입 스크러버가 LNG 를 연소할 때에도 탄소가 배출되다 보니 비연소 방식의 Heat-wet 과 Resin 타입 채용도 고려되고 있다. 용량이 중요한 기준이긴 하나 신제품의 경우 통상 기존 장비 대비 판가가 높다. 향후 전방 단위 CAPEX 당 장비 매출(장비 대수와 대당 판가↑) 증가 효과가 기대된다.

**반도체 공정 내 스크러버 적용 확대**




자료: 유니셈

### (3) 삼성디스플레이 8.6 세대 투자로 올해 실적 방어 가능

동사의 디스플레이 매출 비중은 10% 내외로 추정된다. 국내 디스플레이 업체 투자가 보수적으로 이루어져 그 동안 매출 비중의 상당 부분은 중국향에서 발생했다. 하지만 최근 삼성디스플레이가 8.6 세대 IT 용 OLED 에 4.1 조원 투자를 계획하면서 국내 비중이 늘어날 것으로 보인다. A3 투자 당시에도 칠러 장비 공급 이력이 있는 만큼 이번 8.6 세대 투자에서도 칠러 장비 공급이 예상된다. 올해 디스플레이 관련 매출은 330 억원 수준으로 추정되며 스크러버 공급 여부가 +@ 요소이다.

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

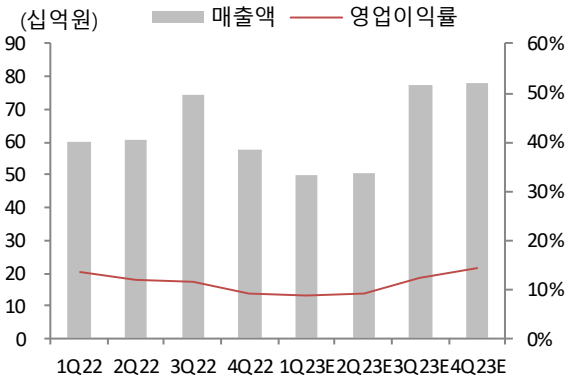
# 4. 실적 추정

**유니셈 실적 추정**

| (십억원) | | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | | **60** | **61** | **75** | **58** | **50** | **50** | **78** | **78** | **215** | **296** | **253** | **256** | **330** |
| | *QoQ* | *-5%* | *2%* | *22%* | *-23%* | *-13%* | *1%* | *54%* | *1%* | | | | | |
| | *YoY* | *-23%* | *-29%* | *8%* | *-9%* | *-16%* | *-17%* | *4%* | *36%* | *20%* | *38%* | *-14%* | *1%* | *29%* |
| | Gas Scrubber | 20 | 21 | 26 | 21 | 18 | 18 | 28 | 31 | 66 | 133 | 89 | 95 | 128 |
| | Chiller Unit | 20 | 18 | 25 | 16 | 12 | 12 | 27 | 24 | 85 | 89 | 79 | 75 | 102 |
| | 유지보수 | 19 | 20 | 22 | 19 | 19 | 19 | 21 | 22 | 60 | 70 | 79 | 80 | 94 |
| **영업이익** | | **8** | **7** | **9** | **5** | **4** | **5** | **10** | **11** | **32** | **44** | **29** | **30** | **44** |
| | *QoQ* | *85%* | *-12%* | *19%* | *-39%* | *-15%* | *5%* | *107%* | *16%* | | | | | |
| | *YoY* | *-40%* | *-51%* | *-22%* | *18%* | *-46%* | *-36%* | *12%* | *114%* | *34%* | *36%* | *-34%* | *2%* | *50%* |
| **영업이익률** | | **14%** | **12%** | **11%** | **9%** | **9%** | **9%** | **12%** | **14%** | **15%** | **15%** | **11%** | **12%** | **13%** |

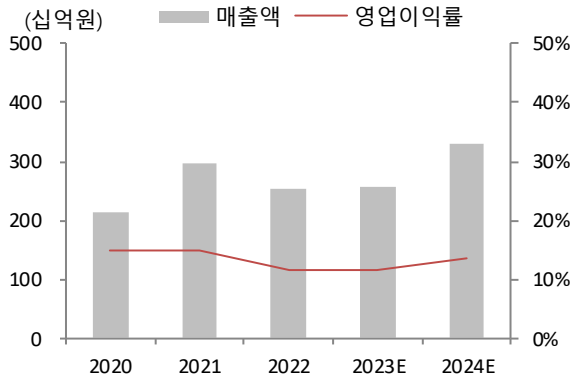
자료: 유니셈, SK 증권

**분기 실적 추이**



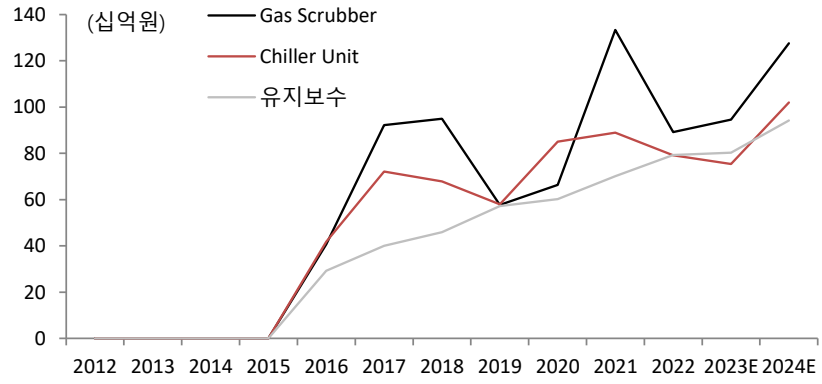

자료 : 유니셈, SK 증권

**연간 실적 추이**



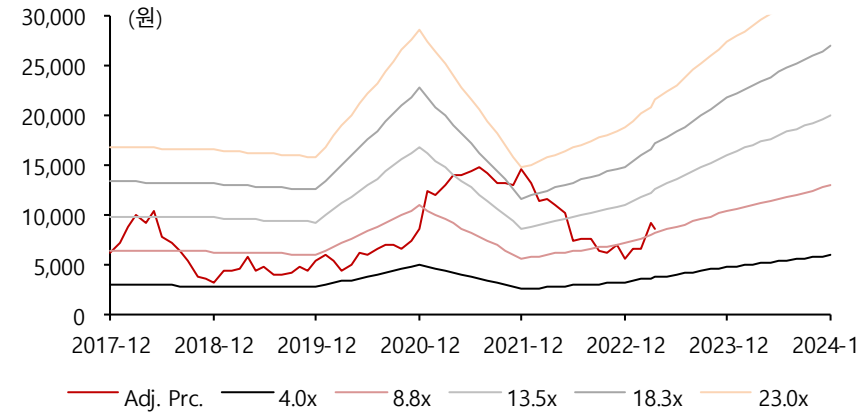

자료 : 유니셈, SK 증권

**스크러버, 칠러와 유지보수 매출 추이**



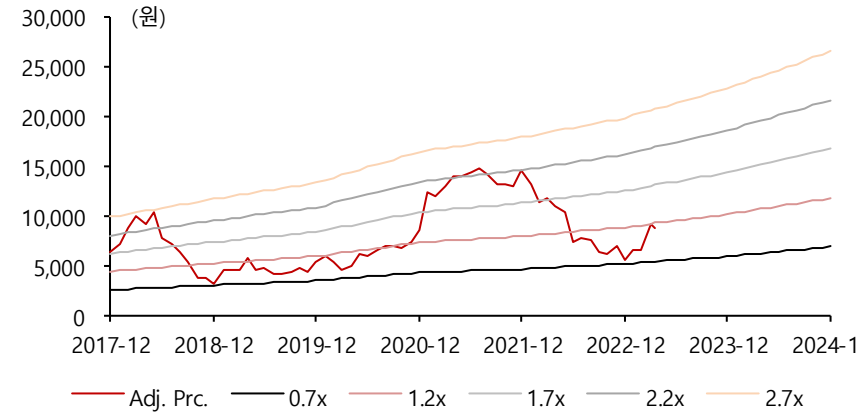

자료: 유니셈, SK증권

**PER Band Chart**




자료: 유니셈, SK증권

**PBR Band Chart**




자료: 유니셈, SK증권

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

# 5. Peer Valuation

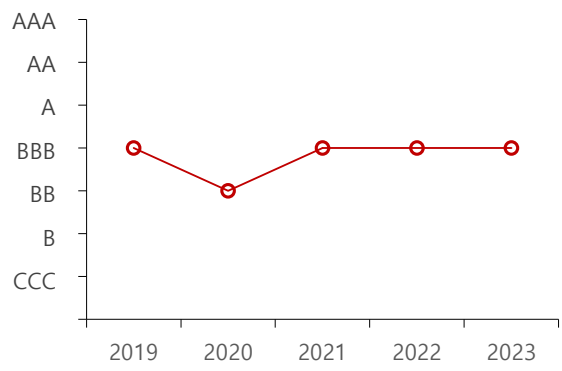
**국내외 장비 업체 Valuation**

| | | PER(x) | | PBR(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | **2023E** | **2024E** | **2023E** | **2024E** | **2023E** | **2024E** | **2023E** | **2024E** |
| 국내 | 피에스케이 | 8.3 | 6.8 | 1.5 | 1.2 | 4.0 | 2.9 | 19.0 | 20.0 |
| | 테스 | 24.1 | 10.3 | 1.2 | 1.1 | 10.4 | 5.4 | 6.0 | 13.0 |
| | 제우스 | | | | | | | | |
| | 원익 IPS | 54.3 | 15.8 | 1.8 | 1.6 | 20.1 | 8.0 | 3.0 | 12.0 |
| | 유진테크 | 18.8 | 13.1 | 1.9 | 1.6 | 8.0 | 5.8 | 11.0 | 14.0 |
| | 주성엔지니어링 | | | | | | | | |
| | 케이씨텍 | | | | | | | | |
| | 유니셈 | 10.6 | 7.5 | | | 5.5 | 3.5 | 12.0 | 16.0 |
| | GST | 5.3 | | | | | | | |
| | 와이아이케이 | | | | | | | | |
| | 디아이 | | | | | | | | |
| | 엑시콘 | | | | | | | | |
| | 네오셈 | | | | | | | | |
| | 유니테스트 | | | | | | | | |
| | 테크윙 | | | | | | | | |
| | 고영 | 22.1 | 17.5 | 3.0 | 2.6 | 13.9 | 11.1 | 15.0 | 16.0 |
| | **Average** | **20.5** | **11.8** | **1.9** | **1.6** | **10.3** | **6.1** | **11.0** | **15.2** |
| 해외 | ASML | 32.6 | 26.4 | 23.2 | 18.5 | 26.2 | 21.6 | 76.5 | 74.4 |
| | Lam research | 20.9 | 17.0 | 8.4 | 7.9 | 16.5 | 14.2 | 51.6 | 46.0 |
| | Tokyo Electron | 27.2 | 17.6 | 4.6 | 4.1 | 15.4 | 10.8 | 22.4 | 22.6 |
| | Applied Materials | 17.5 | 17.0 | 6.7 | 6.1 | 14.5 | 14.9 | 43.2 | 39.0 |
| | Canon | 11.6 | 11.4 | 0.9 | 0.9 | 7.1 | 7.1 | 8.2 | 7.9 |
| | Nikon | 12.6 | 10.4 | 0.7 | 0.7 | 3.3 | 3.2 | 6.1 | 6.9 |
| | Mattson tech | | | | | | | | |
| | Ulvac | 10.9 | 7.7 | 1.3 | 1.2 | 4.8 | 3.7 | 11.8 | 13.4 |
| | Hitachi | 9.4 | 10.4 | 1.4 | 1.3 | 6.7 | 6.9 | 11.7 | 11.2 |
| | Ebara | 10.5 | 9.5 | 1.4 | 1.3 | 5.7 | 5.3 | 13.8 | 13.5 |
| | Advantest | 19.4 | 19.0 | 5.3 | 4.5 | 12.6 | 11.4 | 31.2 | 28.7 |
| | Teradyne | 33.2 | 20.0 | 6.4 | 5.7 | 20.3 | 14.2 | 20.5 | 31.3 |
| | **Average** | **18.7** | **15.1** | **5.5** | **4.8** | **12.1** | **10.3** | **27.0** | **26.8** |

자료: Bloomberg, SK 증권

# ESG 하이라이트

### 유니셈의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이




자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---|---|---|---|
| **유니셈 종합 등급** | BBB | | |
| 환경(Environment) | 13.8 | | |
| 사회(Social) | 44.8 | | |
| 지배구조(Governance) | 55.8 | | |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 에프에스티 | BB | | |
| GST | | | |
| 엘오티베큠 | | | |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 유니셈 ESG 평가

ESG 중심의 기업 경영 변화 속에서 친환경 취지에 가장 발맞춰 나갈 수 있는 장비를 생산하고 있다.

스크러버 장비는 공정 중 발생하는 유해 물질를 정화시키는 장비이다. 유해 물질을 더욱 줄일 수 있는 신규 장비에 대한 고객사 니즈는 계속 커지고 있다.

자료: SK 증권

### 유니셈의 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|---|---|---|---|

자료: KRX, SK 증권

### 유니셈의 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|---|---|---|

자료: 주요 언론사, SK 증권

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**재무상태표**

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 178 | 176 | 203 | 238 | 281 |
| 현금및현금성자산 | 78 | 37 | 19 | 24 | 40 |
| 매출채권 및 기타채권 | 56 | 47 | 63 | 74 | 85 |
| 재고자산 | 19 | 30 | 41 | 48 | 54 |
| **비유동자산** | 55 | 59 | 65 | 71 | 77 |
| 장기금융자산 | 1 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 유형자산 | 47 | 48 | 52 | 57 | 63 |
| 무형자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| **자산총계** | 233 | 235 | 268 | 309 | 358 |
| **유동부채** | 48 | 33 | 45 | 52 | 59 |
| 단기금융부채 | 12 | 6 | 8 | 9 | 11 |
| 매입채무 및 기타채무 | 14 | 13 | 30 | 35 | 40 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **비유동부채** | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 장기금융부채 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 50 | 35 | 47 | 54 | 61 |
| **지배주주지분** | 183 | 199 | 221 | 255 | 297 |
| 자본금 | 15 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 자본잉여금 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 기타자본구성요소 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 자기주식 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 이익잉여금 | 153 | 169 | 191 | 225 | 267 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | 183 | 199 | 221 | 255 | 297 |
| **부채와자본총계** | 233 | 235 | 268 | 309 | 358 |

**포괄손익계산서**

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 296 | 253 | 256 | 330 | 387 |
| **매출원가** | 230 | 204 | 214 | 265 | 310 |
| **매출총이익** | 66 | 50 | 43 | 65 | 77 |
| 매출총이익률(%) | 22.4 | 19.6 | 16.7 | 19.7 | 20.0 |
| **판매비와 관리비** | 23 | 21 | 13 | 21 | 22 |
| **영업이익** | 44 | 29 | 30 | 44 | 55 |
| 영업이익률(%) | 14.8 | 11.5 | 11.6 | 13.5 | 14.3 |
| **비영업손익** | 3 | -5 | 2 | 2 | 3 |
| 순금융손익 | -0 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 외환관련손익 | 5 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | -0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | 47 | 24 | 32 | 47 | 58 |
| 세전계속사업이익률(%) | 15.8 | 9.5 | 12.5 | 14.2 | 15.0 |
| **계속사업법인세** | 9 | 5 | 7 | 10 | 13 |
| **계속사업이익** | 38 | 20 | 25 | 36 | 45 |
| **중단사업이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ***법인세효과** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 38 | 20 | 25 | 36 | 45 |
| 순이익률(%) | 12.9 | 7.7 | 9.7 | 11.1 | 11.7 |
| 지배주주 | 38 | 20 | 25 | 36 | 45 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 12.9 | 7.7 | 9.7 | 11.1 | 11.7 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 38 | 20 | 25 | 36 | 45 |
| 지배주주 | 38 | 20 | 25 | 36 | 45 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **EBITDA** | 45 | 31 | 31 | 46 | 57 |

**현금흐름표**

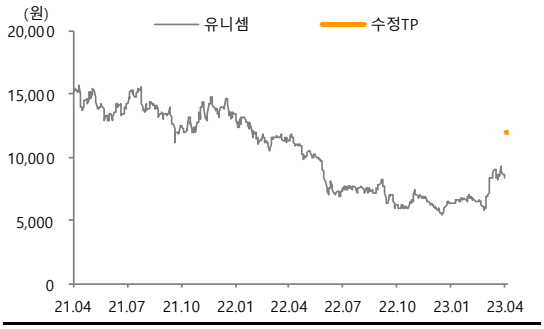
| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 45 | 16 | 9 | 26 | 35 |
| 당기순이익(손실) | 38 | 20 | 25 | 36 | 45 |
| 비현금성항목등 | 8 | 13 | 7 | 11 | 13 |
| 유형자산감가상각비 | 2 | 2 | 2 | 2 | 1 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 7 | 11 | 6 | 9 | 11 |
| 운전자본감소(증가) | 4 | -6 | -18 | -12 | -11 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -7 | 6 | -17 | -11 | -10 |
| 재고자산의감소(증가) | 3 | -11 | -11 | -7 | -7 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | -3 | -1 | 8 | 5 | 5 |
| 기타 | 10 | -1 | 1 | 1 | 1 |
| 법인세납부 | -5 | -10 | -7 | -10 | -13 |
| **투자활동현금흐름** | -14 | -43 | -26 | -19 | -18 |
| 금융자산의감소(증가) | -4 | -41 | -18 | -11 | -11 |
| 유형자산의감소(증가) | -9 | -2 | -5 | -7 | -7 |
| 무형자산의감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1 | -0 | -3 | -1 | -0 |
| **재무활동현금흐름** | -8 | -10 | -1 | -2 | -2 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -5 | -5 | 2 | 1 | 1 |
| 장기금융부채의증가(감소) | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -2 | -4 | -3 | -3 | -3 |
| 기타 | -0 | -0 | 0 | -0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 22 | -41 | -18 | 6 | 15 |
| 기초현금 | 56 | 78 | 37 | 19 | 24 |
| 기말현금 | 78 | 37 | 19 | 24 | 40 |
| FCF | 36 | 14 | 4 | 19 | 28 |

**주요투자지표**

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 37.6 | -14.5 | 1.3 | 28.7 | 17.2 |
| 영업이익 | 35.6 | -33.5 | 2.0 | 49.9 | 24.5 |
| 세전계속사업이익 | 60.6 | -48.4 | 32.5 | 46.2 | 23.9 |
| EBITDA | 33.9 | -32.1 | 1.9 | 46.6 | 23.3 |
| EPS | 81.4 | -48.7 | 27.3 | 46.2 | 23.9 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROA | 17.7 | 8.4 | 9.9 | 12.6 | 13.5 |
| ROE | 23.1 | 10.2 | 11.9 | 15.3 | 16.4 |
| EBITDA마진 | 15.3 | 12.2 | 12.2 | 13.9 | 14.7 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 370.0 | 529.9 | 455.5 | 457.9 | 476.4 |
| 부채비율 | 27.3 | 17.7 | 21.1 | 21.2 | 20.6 |
| 순차입금/자기자본 | -48.1 | -45.7 | -40.0 | -40.9 | -43.5 |
| EBITDA/이자비용(배) | 101.8 | 67.8 | 53.0 | 60.4 | 64.3 |
| 배당성향 | 9.3 | 15.0 | 11.8 | 8.1 | 6.5 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,244 | 639 | 813 | 1,189 | 1,473 |
| BPS | 6,088 | 6,623 | 7,340 | 8,434 | 9,811 |
| CFPS | 1,299 | 696 | 871 | 1,241 | 1,519 |
| **주당 현금배당금** | 120 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 11.7 | 8.8 | 10.3 | 7.0 | 5.7 |
| PBR | 2.4 | 0.8 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| PCR | 11.2 | 8.1 | 9.6 | 6.7 | 5.5 |
| EV/EBITDA | 7.9 | 2.6 | 5.5 | 3.4 | 2.3 |
| 배당수익률 | 0.8 | 1.8 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |

자료 : 유니셈, SK증권 추정

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.04.18 | 매수 | 12,000원 | 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 04 월 18 일 기준)**

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

SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-04-18

# 대덕전자 (353200/KS | 매수(유지) | T.P 34,000 원(유지))

## 메모리 재고 조정은 강하지만 비메모리는 2Q23 부터 회복

- 1Q23 은 메모리와 비메모리향 패키지 기판 모두 전방 고객사의 강한 재고 조정 영향 불가피. 실적은 1Q23 이 저점
- 비메모리 업황 개선은 메모리 대비 빠름. FC-BGA 중심의 비메모리 기판이 올해 감익을 최소화. 2H23 부터는 PC 및 서버향 FC-BGA 공급 타진
- 메모리 업황 회복 사이클에서 주가는 다른 기판 대비 outperform 가능

### 1Q23 Preview

매출액 2,243 억원(-24.3% QoQ, -26.5% YoY), 영업이익 115 억원(-71% QoQ, -78.4% YoY) 추정한다. 1Q23 은 메모리와 비메모리향 패키지 기판 모두 전방 고객사의 강한 재고 조정 영향 불가피이다. 메모리기판 단가 인하 영향도 있었던 것으로 파악된다. 다만 실적은 1Q23 이 저점일 가능성이 높다.

### FC-BGA 중심 가동률 회복 예상

2Q23 부터 QoQ 실적 개선은 가시적이다. 동사의 주요 고객사 중 해외 OSAT 업체도 QoQ 출하 증가를 언급하고 있으며 비메모리 업황의 선행 지표격인 TSMC 의 일부 선단 공정 가동률도 4 월부터 회복세이다. 메모리 재고 조정은 지속되나 비메모리 업황은 상대적으로 견조하다. 동사의 비메모리향 주요 기판인 FC-BGA 의 전방도 전장이 메인으로 IT 향 제품 대비 수요는 견조한 편이다. 메모리 기판의 골은 조금 더 깊어질 수 있겠으나 수익성이 상대적으로 높은 FC-BGA 중심의 비메모리 기판이 올해 감익을 최소화시킬 수 있을 것으로 판단한다. 2H23 부터는 PC 및 서버향 FC-BGA 공급도 타진 중에 있다. 멀티플 rerating 과 중장기 이익 레벨의 업사이드 요소이다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 3.4 만원으로 유지

2022 년 기준 기판 내 메모리, 비메모리 비중은 각각 58%, 42%이다. 여전히 메모리 업황과 밀접하다. 메모리 업황 회복시 주가도 탄력적인 추세 상승 기반을 마련할 것으로 예상한다.

**영업실적 및 투자지표**

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 611 | 1,001 | 1,316 | 1,108 | 1,280 | 1,457 |
| yoy | % | 0.0 | 63.8 | 31.5 | -15.8 | 15.6 | 13.8 |
| 영업이익 | 십억원 | 9 | 72 | 233 | 153 | 247 | 334 |
| yoy | % | 0.0 | 721.5 | 220.9 | -34.3 | 61.8 | 35.1 |
| EBITDA | 십억원 | 66 | 174 | 337 | 247 | 324 | 397 |
| 세전이익 | 십억원 | -3 | 80 | 245 | 157 | 253 | 340 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | -9 | 63 | 184 | 126 | 202 | 272 |
| 영업이익률% | % | 1.4 | 7.2 | 17.7 | 13.8 | 19.3 | 22.9 |
| EBITDA% | % | 10.7 | 17.3 | 25.6 | 22.3 | 25.3 | 27.3 |
| EPS(계속사업) | 원 | -41 | 1,309 | 3,570 | 2,446 | 3,929 | 5,288 |
| PER | 배 | -305.4 | 19.0 | 5.3 | 9.8 | 6.1 | 4.5 |
| PBR | 배 | 1.0 | 1.9 | 1.1 | 1.3 | 1.1 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 배 | 9.6 | 6.8 | 2.4 | 4.4 | 3.2 | 2.5 |
| 배당수익률 | % | 2.4 | 1.2 | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| ROE | % | -1.4 | 9.6 | 23.9 | 13.9 | 19.2 | 21.5 |
| 순차입금 | 십억원 | -9 | -77 | -145 | -127 | -173 | -233 |
| 부채비율 | % | 26.9 | 38.0 | 39.4 | 36.4 | 33.9 | 30.9 |




*Analyst*
**이동주**
natelee@sks.co.kr
3773-9026

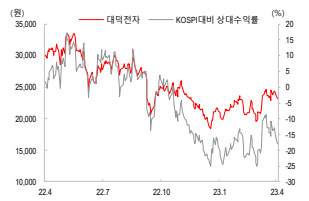

**Company Data**

| | |
|---|---|
| 자본금 | 26 십억원 |
| 발행주식수 | 4,942 만주 |
| 자사주 | 2 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 1,149 십억원 |
| 주요주주 | |
| 대덕(외7) | 32.83% |
| 국민연금공단 | 8.26% |
| 외국인지분율 | 14.07% |
| 배당수익률 | 1.7% |

**Stock Data**

| | |
|---|---|
| 주가(23/04/17) | 23,250 원 |
| KOSPI | 2,575.91 pt |
| 52주 Beta | 1.26 |
| 52주 최고가 | 33,500 원 |
| 52주 최저가 | 18,350 원 |

**주가 및 상대수익률**



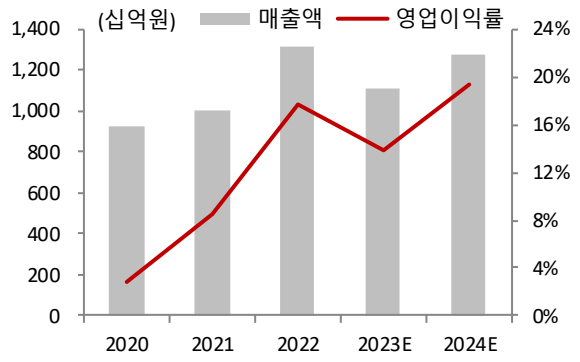

| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 10.5% | 2.7% |
| 6개월 | -6.1% | -19.1% |
| 12개월 | -22.8% | -19.2% |

**대덕전자 실적 추정**

| (십억원) | | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | | **305** | **343** | **371** | **296** | **224** | **268** | **305** | **310** | **921** | **1,001** | **1,316** | **1,108** | **1,280** |
| | *QoQ* | *9%* | *12%* | *8%* | *-20%* | *-24%* | *19%* | *14%* | *2%* | | | | | |
| | *YoY* | *30%* | *49%* | *45%* | *6%* | *-27%* | *-22%* | *-18%* | *5%* | *-13%* | *9%* | *31%* | *-16%* | *16%* |
| | PKG | 274 | 308 | 335 | 255 | 192 | 231 | 268 | 268 | 535 | 864 | 1172 | 959 | 1124 |
| | MLB | 30 | 35 | 35 | 40 | 32 | 37 | 37 | 42 | 129 | 135 | 139 | 149 | 156 |
| | 기타 | | | | | | | | | 257 | | | | |
| **영업이익** | | **53** | **62** | **78** | **40** | **12** | **35** | **61** | **45** | **26** | **85** | **233** | **153** | **247** |
| | *QoQ* | *56%* | *16%* | *25%* | *-49%* | *-71%* | *199%* | *77%* | *-26%* | | | | | |
| | *YoY* | *877%* | *223%* | *202%* | *16%* | *-78%* | *-44%* | *-21%* | *14%* | *-49%* | *223%* | *175%* | *-34%* | *62%* |
| **영업이익률** | | **17%** | **18%** | **21%** | **13%** | **5%** | **13%** | **20%** | **15%** | **3%** | **8%** | **18%** | **14%** | **19%** |

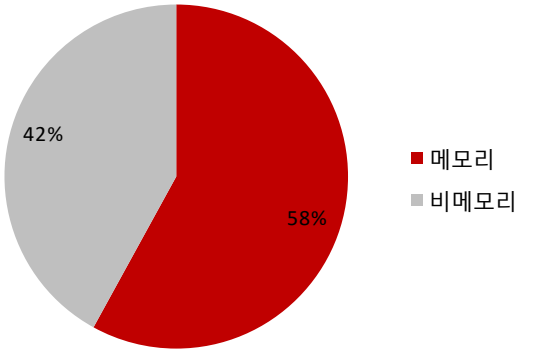
자료: 대덕전자, SK 증권

**연간 실적 추이**




자료 : 대덕전자, SK 증권

**제품별 매출 비중**




자료 : 대덕전자, SK 증권

**Peer Valuation**

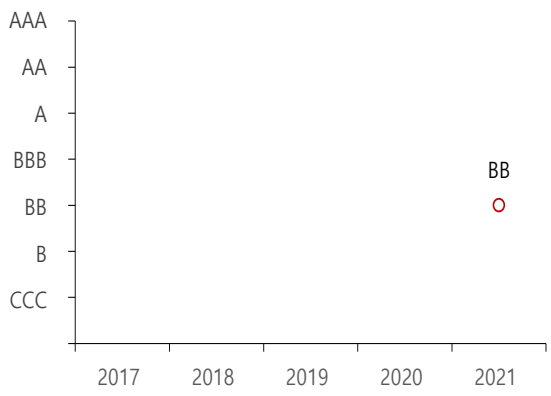
| | 2023E(일본 03/23E) | | | 2024E(일본 03/24E) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **업체명** | **PER(x)** | **PBR(x)** | **ROE(%)** | **PER(x)** | **PBR(x)** | **ROE(%)** |
| Ibiden | 14.9 | 1.8 | 12.4 | 15.2 | 1.6 | 9.8 |
| Shinko | 9.7 | 2.2 | 24.9 | 12.4 | 1.8 | 15.1 |
| Nan Ya PCB | 12.3 | 3.0 | 24.6 | 10.1 | 2.6 | 26.9 |
| Unimicron | 9.5 | 2.2 | 25.0 | 7.7 | 1.8 | 25.8 |
| Kinsus | 10.1 | 1.4 | 13.9 | 7.9 | 1.3 | 15.5 |
| 삼성전기 | 16.6 | 1.5 | 9.2 | 12.0 | 1.3 | 11.5 |
| LG 이노텍 | 6.6 | 1.2 | 19.1 | 5.7 | 1.0 | 19.1 |
| 대덕전자 | 6.9 | 1.2 | 19.2 | 5.5 | 1.0 | 20.1 |
| 코리아써키트 | 3.7 | 0.7 | 18.5 | 3.2 | 0.6 | 17.9 |
| 심텍 | 5.8 | 1.3 | 23.1 | 4.5 | 1.0 | 24.6 |

자료: Bloomberg, SK 증권

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

# ESG 하이라이트

### 대덕전자의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이




자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---|---|---|---|
| **대덕전자 종합 등급** | **BB** | **N.A** | **N.A** |
| 환경(Environment) | 21.2 | N.A | N.A |
| 사회(Social) | 46.1 | N.A | N.A |
| 지배구조(Governmnance) | 44.7 | N.A | N.A |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 삼성전기 | AA | A- | 64.0 |
| 심텍 | #N/A | N.A | N.A |
| 비에이치 | BBB | N.A | N.A |
| 이수페타시스 | A | N.A | N.A |
| 코리아써키트 | A | N.A | N.A |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 대덕전자 ESG 평가

전반적으로 ESG 에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있음

환경 측면에서는 안전보건 경영인증 및 환경경영 인증을 보유하고 있으며 임직원대상 환경 관련 교육을 실시하고 있다.

사회 측면에서는 장애시설 후원과 협력사 지원 프로그램((정보교육, 거래윤리 등)을 실시하고 있다.

지배구조 측면에서는 ESG 협의체를 운영하고 있으며 일관된 배당 정책을 유지하고 있다.

자료: SK 증권

### 대덕전자의 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|---|---|---|---|
| N.A | N.A | N.A | N.A |

자료: KRX, SK 증권

### 대덕전자의 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|---|---|---|
| N.A | N.A | N.A |

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 373 | 498 | 510 | 605 | 722 |
| 현금및현금성자산 | 77 | 122 | 102 | 142 | 195 |
| 매출채권 및 기타채권 | 183 | 204 | 214 | 243 | 276 |
| 재고자산 | 111 | 120 | 126 | 143 | 163 |
| **비유동자산** | 568 | 694 | 800 | 926 | 1,105 |
| 장기금융자산 | 0 | 26 | 26 | 29 | 32 |
| 유형자산 | 539 | 641 | 731 | 857 | 1,035 |
| 무형자산 | 13 | 12 | 8 | 6 | 4 |
| **자산총계** | 941 | 1,192 | 1,310 | 1,531 | 1,827 |
| **유동부채** | 182 | 265 | 275 | 306 | 341 |
| 단기금융부채 | 1 | 8 | 8 | 10 | 11 |
| 매입채무 및 기타채무 | 90 | 68 | 173 | 197 | 224 |
| 단기충당부채 | 4 | 7 | 8 | 9 | 10 |
| **비유동부채** | 77 | 72 | 74 | 82 | 90 |
| 장기금융부채 | 0 | 19 | 19 | 19 | 19 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 259 | 337 | 349 | 388 | 432 |
| **지배주주지분** | 682 | 855 | 960 | 1,143 | 1,396 |
| 자본금 | 26 | 26 | 26 | 26 | 26 |
| 자본잉여금 | 545 | 545 | 545 | 545 | 545 |
| 기타자본구성요소 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 111 | 283 | 389 | 571 | 824 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | 682 | 855 | 960 | 1,143 | 1,396 |
| **부채와자본총계** | 941 | 1,192 | 1,310 | 1,531 | 1,827 |

## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 1,001 | 1,316 | 1,108 | 1,280 | 1,457 |
| **매출원가** | 883 | 1,019 | 889 | 952 | 1,031 |
| **매출총이익** | 118 | 297 | 219 | 328 | 425 |
| 매출총이익률(%) | 11.8 | 22.6 | 19.8 | 25.6 | 29.2 |
| **판매비와 관리비** | 45 | 64 | 66 | 81 | 91 |
| **영업이익** | 72 | 233 | 153 | 247 | 334 |
| 영업이익률(%) | 7.2 | 17.7 | 13.8 | 19.3 | 22.9 |
| **비영업손익** | 7 | 12 | 5 | 6 | 7 |
| 순금융손익 | -0 | 2 | 4 | 5 | 6 |
| 외환관련손익 | 8 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | 80 | 245 | 157 | 253 | 340 |
| 세전계속사업이익률(%) | 8.0 | 18.6 | 14.2 | 19.8 | 23.4 |
| **계속사업법인세** | 12 | 61 | 31 | 51 | 68 |
| **계속사업이익** | 67 | 184 | 126 | 202 | 272 |
| **중단사업이익** | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ***법인세효과** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 63 | 184 | 126 | 202 | 272 |
| 순이익률(%) | 6.3 | 14.0 | 11.4 | 15.8 | 18.7 |
| 지배주주 | 63 | 184 | 126 | 202 | 272 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 6.3 | 14.0 | 11.4 | 15.8 | 18.7 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 59 | 189 | 126 | 202 | 272 |
| 지배주주 | 59 | 189 | 126 | 202 | 272 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **EBITDA** | 174 | 337 | 247 | 324 | 397 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 204 | 292 | 217 | 270 | 326 |
| 당기순이익(손실) | 63 | 184 | 126 | 202 | 272 |
| 비현금성항목등 | 149 | 202 | 122 | 123 | 125 |
| 유형자산감가상각비 | 97 | 100 | 90 | 75 | 62 |
| 무형자산상각비 | 4 | 4 | 4 | 3 | 2 |
| 기타 | 47 | 97 | 28 | 46 | 62 |
| 운전자본감소(증가) | -6 | -63 | -3 | -9 | -10 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -31 | -31 | -10 | -29 | -33 |
| 재고자산의감소(증가) | -30 | -21 | -6 | -17 | -20 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 9 | -29 | 8 | 24 | 27 |
| 기타 | 46 | 17 | 4 | 13 | 15 |
| 법인세납부 | -1 | -31 | -31 | -51 | -68 |
| **투자활동현금흐름** | -133 | -257 | -203 | -210 | -251 |
| 금융자산의감소(증가) | 0 | -6 | -2 | -7 | -8 |
| 유형자산의감소(증가) | -129 | -201 | -180 | -200 | -240 |
| 무형자산의감소(증가) | -2 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -2 | -47 | -20 | -3 | -3 |
| **재무활동현금흐름** | -17 | 12 | -20 | -19 | -18 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| 장기금융부채의증가(감소) | -1 | 28 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -15 | -15 | -21 | -20 | -20 |
| 기타 | -1 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 54 | 46 | -21 | 40 | 53 |
| 기초현금 | 23 | 77 | 122 | 102 | 142 |
| 기말현금 | 77 | 122 | 102 | 142 | 195 |
| FCF | 75 | 91 | 37 | 70 | 86 |

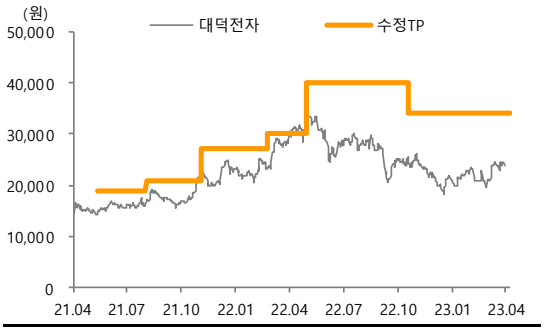
## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 63.8 | 31.5 | -15.8 | 15.6 | 13.8 |
| 영업이익 | 721.5 | 220.9 | -34.3 | 61.8 | 35.1 |
| 세전계속사업이익 | 흑전 | 206.2 | -35.6 | 60.6 | 34.6 |
| EBITDA | 164.4 | 94.4 | -26.9 | 31.5 | 22.5 |
| EPS | 흑전 | 172.7 | -31.5 | 60.6 | 34.6 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROA | 7.2 | 17.2 | 10.1 | 14.3 | 16.2 |
| ROE | 9.6 | 23.9 | 13.9 | 19.2 | 21.5 |
| EBITDA마진 | 17.3 | 25.6 | 22.3 | 25.3 | 27.3 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 204.4 | 187.9 | 185.2 | 197.7 | 211.5 |
| 부채비율 | 38.0 | 39.4 | 36.4 | 33.9 | 30.9 |
| 순차입금/자기자본 | -11.3 | -17.0 | -13.2 | -15.1 | -16.7 |
| EBITDA/이자비용(배) | 303.6 | 526.3 | 116.5 | 149.6 | 178.2 |
| 배당성향 | 24.5 | 11.2 | 15.7 | 9.8 | 7.3 |
| **주당지표 (원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 1,309 | 3,570 | 2,446 | 3,929 | 5,288 |
| BPS | 13,237 | 16,598 | 18,643 | 22,189 | 27,093 |
| CFPS | 3,185 | 5,605 | 4,268 | 5,428 | 6,523 |
| **주당 현금배당금** | 300 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 19.0 | 5.3 | 9.8 | 6.1 | 4.5 |
| PBR | 1.9 | 1.1 | 1.3 | 1.1 | 0.9 |
| PCR | 7.8 | 3.4 | 5.6 | 4.4 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 6.8 | 2.4 | 4.4 | 3.2 | 2.5 |
| 배당수익률 | 1.2 | 2.1 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |

자료 : 대덕전자, SK증권 추정

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2022.11.04 | 매수 | 34,000원 | 6개월 | | |
| 2022.05.16 | 매수 | 40,000원 | 6개월 | -30.99% | -16.25% |
| 2022.03.10 | 매수 | 30,000원 | 6개월 | -4.07% | 6.00% |
| 2021.11.19 | 매수 | 27,000원 | 6개월 | -17.78% | -7.22% |
| 2021.08.18 | 매수 | 21,000원 | 6개월 | -15.23% | 6.19% |
| 2021.05.28 | 매수 | 19,000원 | 6개월 | -16.10% | -8.42% |
| 2021.02.25 | Not Rated | | | | |




## 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 04 월 18일 기준)**

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

SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-04-18

# 에스앤에스텍 (101490/KQ | Not Rated)

## 준비가 가장 잘된 국내 EUV 소재 업체

- 1) EUV 용 펠리클은 시장의 최소 요구 조건이 400W 와 92% 이상의 투과율을 확보. 2025 년 시장 규모 7,200 억원 전망
- 2) EUV 용 블랭크 마스크는 시장 진입까지는 시간이 필요. 하지만 2025 년 1.4 조원 규모로 급성장. 국산화시 동사 실적은 퀀텀 점프
- 2023 년 펀더멘탈도 견고. EUV 공급 관련 로드맵 구체화시 재평가 필요

### 노광 공정의 필수 소재

반도체/디스플레이 노광 공정의 핵심 재료인 포토마스크 원재료, 블랭크마스크를 제조 및 판매하는 업체이다. 매출 비중은 디스플레이 60%, 반도체 40%이며 점유율은 디스플레이 부문 글로벌 1 위, 반도체 부문 글로벌 3 위로 파악된다.

### EUV 펠리클에서 EUV 블랭크 마스크까지

단연 가장 기대감이 높은 아이템은 EUV 관련 소재이다. 1) EUV 용 펠리클은 시장의 요구 조건을 충족하는 400W 와 92% 이상의 투과율을 확보했다. EUV 용 펠리클 시장은 TSMC 에서만 한정적으로 사용되고 있는 미개척지다. 2022 년 400 억원 규모에 불과했지만 2025 년 7,200 억원까지 성장할 전망이다. EUV 용 포토마스크의 가격이 1 억원 수준임을 감안하면 조건이 충족된 펠리클의 도입도 빨라질 수 밖에 없다. 2) EUV 용 블랭크 마스크는 일본 주요 소재 수출 규제 이후 R&D 가 본격화되었다. 기존 블랭크 마스크와는 쓰이는 소재와 구조가 완전히 다르다. 시장 진입까지는 시간이 필요하다. 하지만 시장 규모는 EUV 용 펠리클 대비 훨씬 크다. 2022 년 2,400 억원 시장 규모에서 2025 년 1.4 조원까지 늘어날 전망이다. 국산화시 동사 실적은 퀀텀 점프가 가능하다.

### 2023 년 펀더멘탈도 탄탄

2023 년 매출액 1,433 억원(+16% YoY), 영업이익 229 억원(+43% YoY)를 추정한다. 올해 펀더멘탈도 탄탄하다. 향후 국내 EUV 관련 수혜 폭도 가장 클 업체이다. EUV 공급 관련 로드맵 구체화시 재평가가 필요하다.




*Analyst*
**이동주**
natelee@sks.co.kr
3773-9026


| Company Data | |
|---|---|
| 자본금 | 11 십억원 |
| 발행주식수 | 2,145 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 1,034 십억원 |
| 주요주주 | |
| 정수홍(외3) | 21.68% |
| 삼성전자 | 8.00% |
| 외국인지분율 | 6.00% |
| 배당수익률 | 0.2% |

| Stock Data | |
|---|---|
| 주가(23/04/17) | 48,200 원 |
| KOSDAQ | 909.50 pt |
| 52주 Beta | 1.51 |
| 52주 최고가 | 48,200 원 |
| 52주 최저가 | 18,550 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 21 십억원 |

**주가 및 상대수익률**



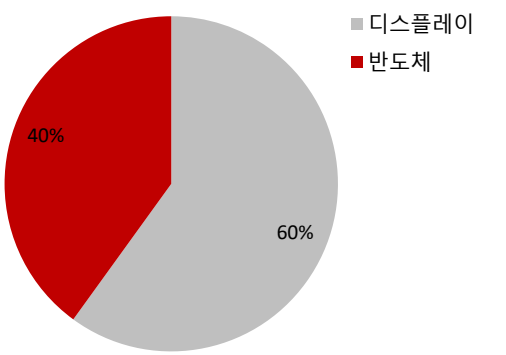

| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 34.1% | 17.5% |
| 6개월 | 107.3% | 55.5% |
| 12개월 | 70.3% | 73.1% |

**영업실적 및 투자지표**

| 구분 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 54 | 61 | 84 | 87 | 98 | 122 |
| yoy | % | -0.2 | 13.2 | 38.4 | 3.4 | 12.7 | 24.1 |
| 영업이익 | 십억원 | 2 | 5 | 11 | 11 | 13 | 18 |
| yoy | % | -66.6 | 112.3 | 114.0 | 1.8 | 13.5 | 41.7 |
| EBITDA | 십억원 | 10 | 14 | 20 | 20 | 22 | 28 |
| 세전이익 | 십억원 | 3 | 4 | 10 | 11 | 12 | 17 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 3 | 5 | 10 | 11 | 11 | 18 |
| 영업이익률% | % | 4.5 | 8.5 | 13.1 | 12.9 | 13.0 | 14.9 |
| EBITDA% | % | 18.1 | 22.5 | 23.5 | 22.8 | 22.2 | 22.7 |
| EPS(계속사업) | 원 | 159 | 234 | 512 | 545 | 536 | 817 |
| PER | 배 | 27.2 | 16.1 | 23.8 | 79.8 | 68.6 | 32.2 |
| PBR | 배 | 1.8 | 1.6 | 5.1 | 8.3 | 7.0 | 5.0 |
| EV/EBITDA | 배 | 5.4 | 3.6 | 3.0 | 1.0 | 1.0 | 1.8 |
| 배당수익률 | % | 1.2 | 1.3 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.6 |
| ROE | % | 4.1 | 5.9 | 12.0 | 8.8 | 6.8 | 9.6 |
| 순차입금 | 십억원 | 17 | 11 | 12 | -40 | -47 | -35 |
| 부채비율 | % | 54.4 | 55.4 | 53.0 | 13.0 | 13.0 | 18.4 |

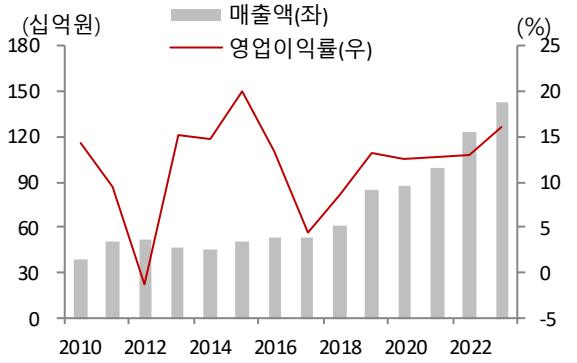
*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

### 산업별 매출 비중




자료: 에스앤에스텍, SK 증권

### 연간 실적 추이



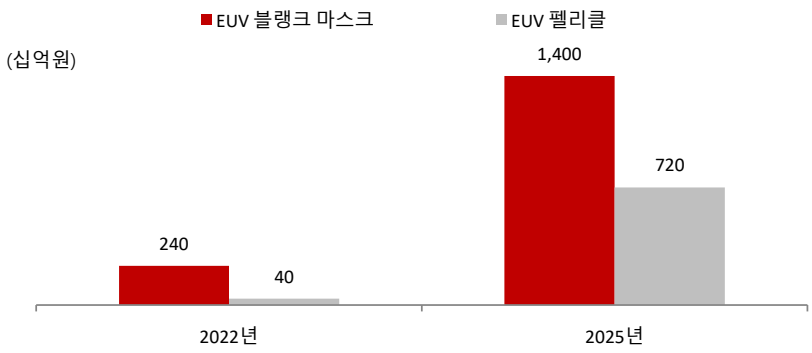

자료: 에스앤에스텍, SK 증권

### 노광 공정 내 소재



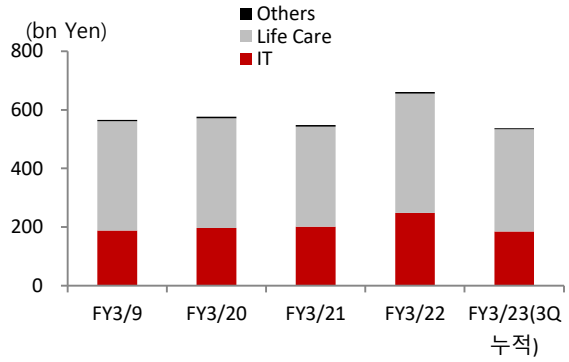

자료: NEDO, KOTRA

**EUV 관련 소재 시장 추정**



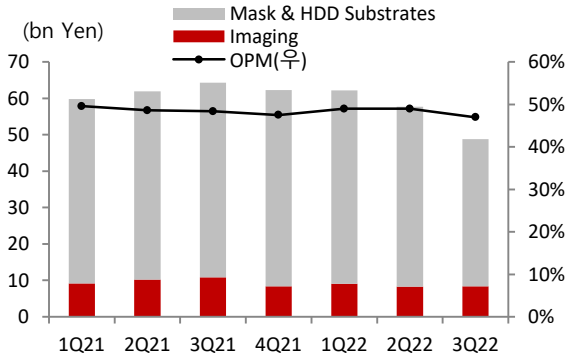

자료: SK 증권

**Hoya 연간 실적 추이**



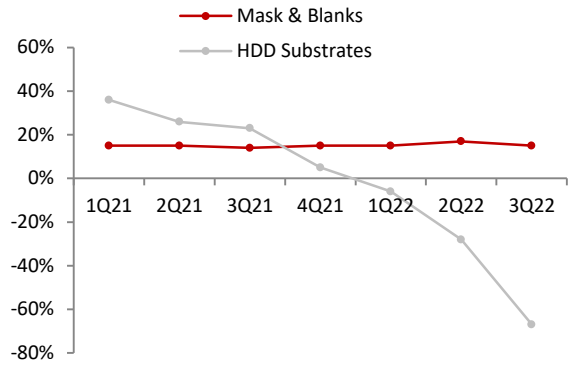

자료: Hoya, SK 증권

**Hoya IT 사업부 실적 추이**



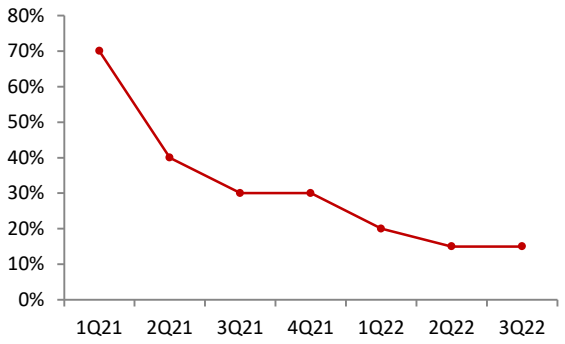

자료: Hoya, SK 증권

**Hoya IT 사업부 내 제품별 실적 추이**




자료: Hoya, SK 증권

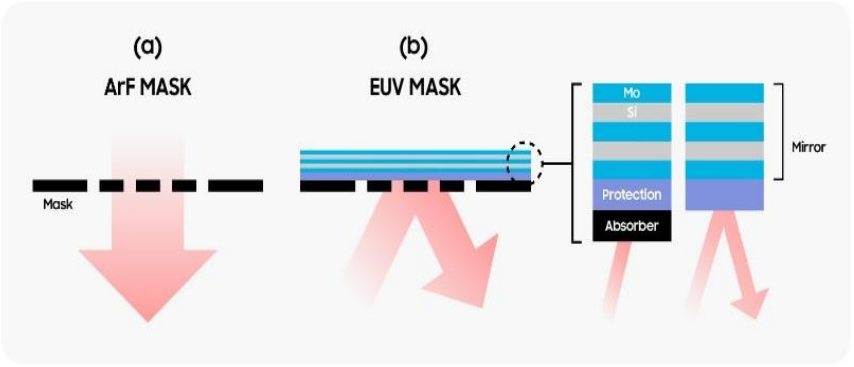
**Hoya EUV 블랭크 마스크 매출 성장률 추이**




자료: Hoya, SK 증권

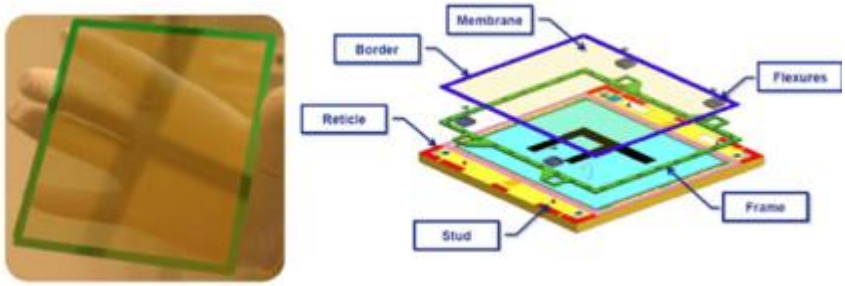
*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**ArF vs EUV 블랭크마스크 구조**




자료: 삼성전자

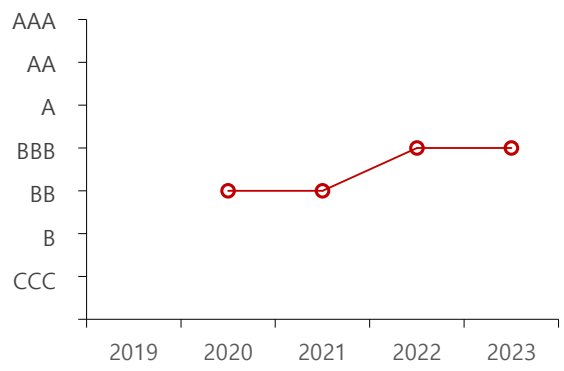
**EUV 펠리클 구조**




자료: ASML

# ESG 하이라이트

### 에스앤에스텍의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이




자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---|---|---|---|
| **에스앤에스텍 종합 등급** | BBB | | |
| 환경(Environment) | 13.3 | | |
| 사회(Social) | 42.2 | | |
| 지배구조(Governance) | 55.4 | | |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 에프에스티 | BB | | |
| 동진쎄미켐 | A | | |
| 파크시스템스 | BBB | | |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 에스앤에스텍 ESG 평가

자료: SK 증권

### 에스앤에스텍의 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|---|---|---|---|

자료: KRX, SK 증권

### 에스앤에스텍의 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|---|---|---|

자료: 주요 언론사, SK 증권

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

### 재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 42 | 53 | 84 | 91 | 90 |
| 현금및현금성자산 | 17 | 18 | 21 | 51 | 44 |
| 매출채권 및 기타채권 | 10 | 20 | 14 | 22 | 26 |
| 재고자산 | 10 | 14 | 21 | 17 | 19 |
| **비유동자산** | 82 | 82 | 102 | 106 | 135 |
| 장기금융자산 | 1 | 3 | 4 | 3 | 2 |
| 유형자산 | 69 | 66 | 76 | 82 | 106 |
| 무형자산 | 6 | 5 | 4 | 3 | 2 |
| **자산총계** | 124 | 136 | 186 | 197 | 225 |
| **유동부채** | 28 | 36 | 15 | 17 | 29 |
| 단기금융부채 | 20 | 24 | 8 | 4 | 10 |
| 매입채무 및 기타채무 | 7 | 10 | 5 | 10 | 17 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **비유동부채** | 16 | 11 | 6 | 6 | 6 |
| 장기금융부채 | 12 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 44 | 47 | 21 | 23 | 35 |
| **지배주주지분** | 45 | 45 | 111 | 111 | 111 |
| 자본금 | 10 | 10 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 37 | 37 | 102 | 102 | 102 |
| 기타자본구성요소 | -2 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 자기주식 | -2 | -2 | -2 | -2 | 2 |
| 이익잉여금 | 35 | 44 | 54 | 64 | 79 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | 80 | 89 | 164 | 174 | 190 |
| **부채와자본총계** | 124 | 136 | 186 | 197 | 225 |

### 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 61 | 84 | 87 | 98 | 122 |
| **매출원가** | 47 | 62 | 64 | 73 | 88 |
| **매출총이익** | 14 | 22 | 23 | 26 | 34 |
| 매출총이익률(%) | 23.7 | 26.5 | 26.4 | 26.1 | 28.1 |
| **판매비와 관리비** | 9 | 11 | 12 | 13 | 16 |
| **영업이익** | 5 | 11 | 11 | 13 | 18 |
| 영업이익률(%) | 8.5 | 13.1 | 12.9 | 13.0 | 14.9 |
| **비영업손익** | -1 | -1 | -0 | -1 | -2 |
| 순금융손익 | -1 | -1 | -0 | 0 | 1 |
| 외환관련손익 | -0 | -0 | -0 | 0 | 0 |
| 관계기업등 투자손익 | -0 | -0 | -0 | -0 | -2 |
| **세전계속사업이익** | 4 | 10 | 11 | 12 | 17 |
| 세전계속사업이익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **계속사업법인세** | -1 | -0 | 0 | 0 | -1 |
| **계속사업이익** | 5 | 10 | 11 | 11 | 18 |
| **중단사업이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ***법인세효과** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 5 | 10 | 11 | 11 | 18 |
| 순이익률(%) | 7.6 | 12.0 | 12.7 | 11.7 | 14.3 |
| 지배주주 | 5 | 10 | 11 | 11 | 18 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 7.6 | 12.0 | 12.7 | 11.7 | 14.3 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 5 | 10 | 11 | 11 | 18 |
| 지배주주 | 5 | 10 | 11 | 11 | 18 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **EBITDA** | 14 | 20 | 20 | 22 | 28 |

### 현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 13 | 9 | 7 | 23 | 24 |
| 당기순이익(손실) | 5 | 10 | 11 | 11 | 18 |
| 비현금성항목등 | 10 | 10 | 10 | 12 | 12 |
| 유형자산감가상각비 | 8 | 8 | 8 | 8 | 9 |
| 무형자산상각비 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 기타 | 1 | 2 | 1 | 3 | 3 |
| 운전자본감소(증가) | -2 | -11 | -14 | 0 | -5 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -1 | -10 | 5 | -9 | -4 |
| 재고자산의감소(증가) | -2 | -4 | -7 | 4 | -2 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 2 | 4 | -5 | 5 | 2 |
| 기타 | -1 | -1 | -6 | -1 | -1 |
| 법인세납부 | -0 | -0 | -0 | -1 | -1 |
| **투자활동현금흐름** | -6 | -5 | -54 | 12 | -35 |
| 금융자산의감소(증가) | -2 | 4 | -26 | 26 | 0 |
| 유형자산의감소(증가) | -1 | -5 | -18 | -14 | -30 |
| 무형자산의감소(증가) | -2 | -0 | 0 | -0 | -0 |
| 기타 | -1 | -4 | -10 | 0 | -5 |
| **재무활동현금흐름** | -3 | -3 | -18 | -5 | 3 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -1 | -1 | -17 | -4 | 6 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 0 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 자본의증가(감소) | -0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -1 | -1 | -1 | -2 | -2 |
| 기타 | -1 | -1 | -1 | -0 | -0 |
| 현금의 증가(감소) | 2 | 1 | 3 | 31 | -7 |
| 기초현금 | 14 | 17 | 18 | 21 | 51 |
| 기말현금 | 17 | 18 | 21 | 51 | 44 |
| FCF | 12 | 5 | -11 | 9 | -5 |

### 주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 13.2 | 38.4 | 3.4 | 12.7 | 24.1 |
| 영업이익 | 112.3 | 114.0 | 1.8 | 13.5 | 41.7 |
| 세전계속사업이익 | 적지 | 적지 | 흑전 | 126,995.4 | 적전 |
| EBITDA | 40.6 | 45.1 | 0.3 | 9.4 | 27.4 |
| EPS | 47.6 | 118.5 | 6.5 | -1.6 | 52.4 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROA | 3.8 | 7.8 | 6.9 | 6.0 | 8.3 |
| ROE | 5.9 | 12.0 | 8.8 | 6.8 | 9.6 |
| EBITDA마진 | 22.5 | 23.5 | 22.8 | 22.2 | 22.7 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 146.2 | 149.7 | 545.6 | 533.1 | 306.8 |
| 부채비율 | 55.4 | 53.0 | 13.0 | 13.0 | 18.4 |
| 순차입금/자기자본 | 14.2 | 13.9 | -24.0 | -27.0 | -18.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 17.7 | 26.2 | 53.8 | 483.4 | 522.7 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 234 | 512 | 545 | 536 | 817 |
| BPS | 2,388 | 2,387 | 5,264 | 5,264 | 5,261 |
| CFPS | 666 | 957 | 969 | 955 | 1,266 |
| **주당 현금배당금** | 50 | 50 | 80 | 100 | 150 |
| Valuation지표(배) | | | | | |
| PER | 16.1 | 23.8 | 79.8 | 68.6 | 32.2 |
| PBR | 1.6 | 5.1 | 8.3 | 7.0 | 5.0 |
| PCR | 5.7 | 12.7 | 44.9 | 38.5 | 20.8 |
| EV/EBITDA | 3.6 | 3.0 | 1.0 | 1.0 | 1.8 |
| 배당수익률 | 1.3 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.6 |

자료 : 에스앤에스텍, SK증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.04.18 | Not Rated | | | | |




## 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 04 월 18 일 기준)**

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

SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-04-14

# 레이크머티리얼즈 (281740/KQ | Not Rated)

## 소재 설계와 제조 기술이란 이런 것

- 유기금속 화합물(전구체, 촉매) 분야 글로벌 넘버원. TMA 제조 기술과 화합물의 설계 역량이 핵심 경쟁력
- 반도체향 High-K 전구체 수요 점증과 고효율 태양광 셀 시장 확대가 단기 실적을 견인하게 되며 내년부터는 석유화학 촉매 실적이 의미 있게 더해질 것으로 예상
- 2023 년 매출액 1,544 억원(+17% YoY), 영업이익 432 억원(+22% YoY) 전망




*Analyst*
**이동주**
natelee@sks.co.kr
3773-9026


| Company Data | |
|---|---|
| 자본금 | 7 십억원 |
| 발행주식수 | 6,573 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 100 원 |
| 시가총액 | 847 십억원 |
| 주요주주 | |
| 김진동(외17) | 43.84% |
| 엔에이치엔인베스트먼트파트너스 | 5.57% |
| 외국인지분율 | 4.41% |
| 배당수익률 | 0.0% |

| Stock Data | |
|---|---|
| 주가(23/04/17) | 12,880 원 |
| KOSDAQ | 909.50 pt |
| 52주 Beta | 1.01 |
| 52주 최고가 | 12,880 원 |
| 52주 최저가 | 4,090 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 52 십억원 |

**주가 및 상대수익률**




| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 57.8% | 38.4% |
| 6개월 | 137.2% | 77.9% |
| 12개월 | 177.9% | 182.5% |

## 유기금속 화합물 분야 글로벌 넘버원

동사의 전방 산업은 크게 4 가지로 구분된다. 반도체 62%, 태양광 21%, LED 11%, 석유화학 6%이다. 전방 산업별 공정용 소재를 생산하는 업체이며 주요 소재의 근간이 되는 물질인 TMA(Trimethyl Aluminium) 제조기술과 화합물의 설계 역량이 핵심 경쟁력이다. TMA 생산이 가능한 업체는 동사 외 3 곳에 불과하며 화합물 배합과 제조가 가장 까다로운 Tech 영역은 동사만 영위하고 있다.

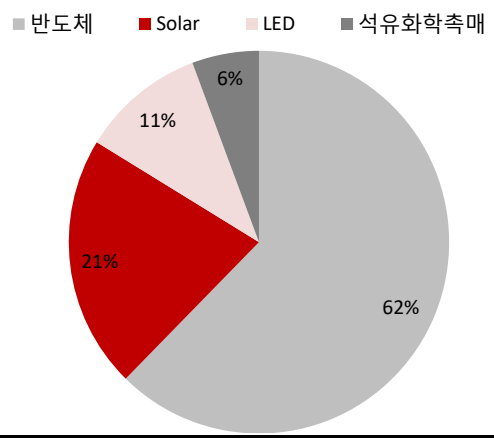
## 이상적인 비즈니스 모델

핵심 소재 기술을 바탕으로 산업별 다변화, 제품별 다변화, 고객 다변화까지 비즈니스 모델이 상당히 안정적이다. 1) 반도체 커패시터 유전체 박막에 쓰이는 Al2O3 의 전구체가 TMA 이다. 이외에도 Zr 계열과 Hf 계열 등 High-K 전구체 라인업을 모두 갖추고 있다. 공정 미세화에 따른 High-K 수요는 점증한다. 올해 매출액은 +5% 증가할 전망이다. 2) 태양광에서는 PERC 공정이 적용된 고효율 태양광 셀의 알루미늄 산화막 형성에 쓰이는 전구체가 TMA 이다. 고효율 셀 전환과 신재생 에너지 수요 증가가 모멘텀이다. 올해 매출액은 +43% 증가할 전망이다. 3) LED 에서는 빛이 생성되는 Epi 층 형성에 쓰이는 전구체이다. Epi 성장 단계에서 쓰이는 전구체는 5 가지로 표준화되어 있는데 그 중 가장 많이 쓰이는 TMG 전구체의 원재료 비중의 80%를 차지하는 것이 TMA 이다. 4) 석유화학에서는 메탈로센 촉매의 주요 소재인 MAO(TMA), 담지촉매(MAO), 컴파운드를 모두 제조한다. 메탈로센 침투율은 아직 10%에 불과하다. MAO 제조 역량을 가진 업체에게 중장기적으로 상당히 열린 시장이다.

**영업실적 및 투자지표**

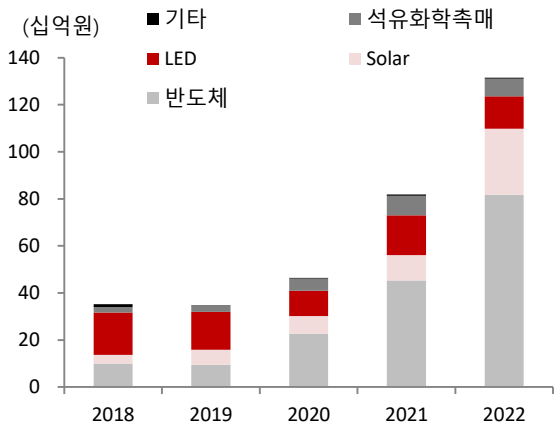
| 구분 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 38 | 35 | 35 | 46 | 82 | 132 |
| yoy | % | 54.2 | -5.9 | -1.2 | 33.4 | 76.1 | 60.7 |
| 영업이익 | 십억원 | 7 | 4 | 3 | 5 | 21 | 35 |
| yoy | % | 221.4 | -49.7 | -28.8 | 82.4 | 344.5 | 71.1 |
| EBITDA | 십억원 | 10 | 7 | 6 | 9 | 26 | 43 |
| 세전이익 | 십억원 | 5 | 2 | 2 | 2 | 20 | 30 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 9 | 2 | 2 | 2 | 18 | 27 |
| 영업이익률% | % | 19.0 | 10.1 | 7.3 | 10.0 | 25.3 | 26.9 |
| EBITDA% | % | 25.8 | 19.0 | 18.5 | 19.8 | 31.8 | 32.6 |
| EPS(계속사업) | 원 | 132 | 33 | 27 | 30 | 275 | 411 |
| PER | 배 | 14.8 | 61.3 | 74.6 | 91.2 | 19.9 | 10.6 |
| PBR | 배 | 5.0 | 5.3 | 5.2 | 5.0 | 9.9 | 7.8 |
| EV/EBITDA | 배 | 2.4 | 5.0 | 6.6 | 4.3 | 3.1 | 3.2 |
| 배당수익률 | % | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROE | % | 43.4 | 8.6 | 6.5 | 5.8 | 36.6 | 37.5 |
| 순차입금 | 십억원 | 23 | 31 | 38 | 32 | 55 | 82 |
| 부채비율 | % | 136.4 | 150.0 | 170.7 | 121.1 | 156.1 | 146.0 |

**산업별 매출 비중**



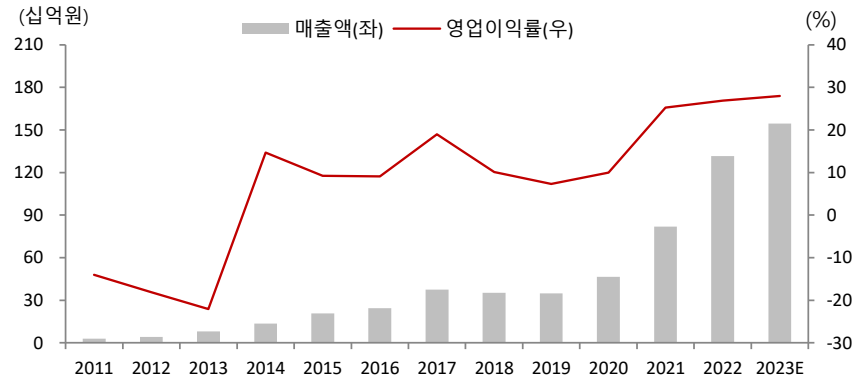

자료: 레이크머티리얼즈, SK 증권

**산업별 매출 추이**




자료: 레이크머티리얼즈, SK 증권

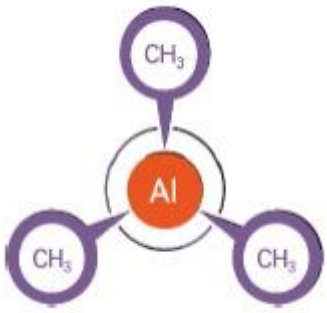
**연간 실적 추이**




자료: 레이크머티리얼즈, SK 증권

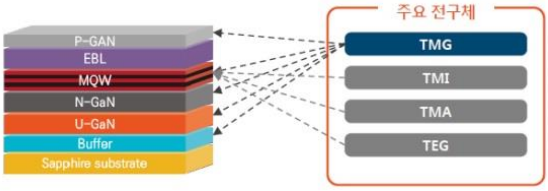
*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**TMA 구조식: 메탈기 분자 3 개 + 알루미늄 분자 1 개**



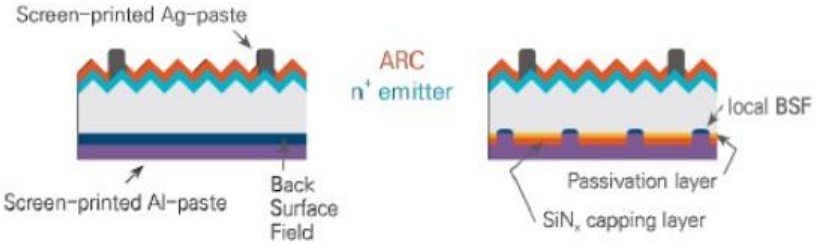

자료: 레이크머티리얼즈

**LED Epi 층 박막 증착에 쓰이는 주요 전구체**




자료: 레이크머티리얼즈

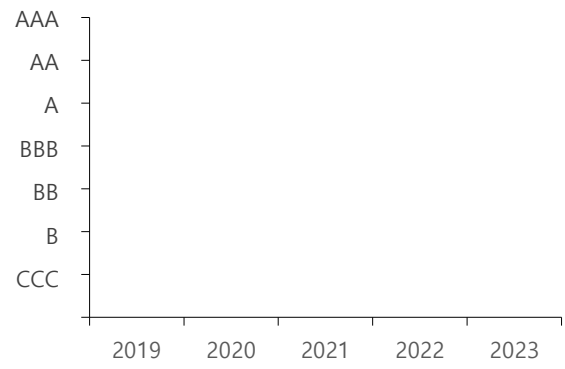
**표준 솔라 셀 VS PERC 공적 적용 솔라 셀**




자료: 레이크머티리얼즈

# ESG 하이라이트

### 레이크머티리얼즈의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이




자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---|---|---|---|
| **레이크머티리얼즈 종합 등급** | | | |
| 환경(Environment) | | | |
| 사회(Social) | | | |
| 지배구조(Governance) | | | |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 솔브레인 | BB | D+ | 45.2 |
| 디엔에프 | | | |
| 한솔케미칼 | | | |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 레이크머티리얼즈 ESG 평가

자료: SK 증권

### 레이크머티리얼즈의 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|---|---|---|---|

자료: KRX, SK 증권

### 레이크머티리얼즈의 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|---|---|---|

자료: 주요 언론사, SK 증권

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

### 재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 21 | 27 | 37 | 59 | 86 |
| 현금및현금성자산 | 1 | 2 | 9 | 15 | 24 |
| 매출채권 및 기타채권 | 7 | 11 | 10 | 13 | 22 |
| 재고자산 | 11 | 13 | 18 | 28 | 37 |
| **비유동자산** | 45 | 49 | 53 | 92 | 127 |
| 장기금융자산 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 유형자산 | 41 | 44 | 49 | 87 | 122 |
| 무형자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자산총계** | 66 | 76 | 90 | 150 | 214 |
| **유동부채** | 22 | 30 | 35 | 52 | 77 |
| 단기금융부채 | 16 | 24 | 29 | 34 | 61 |
| 매입채무 및 기타채무 | 5 | 5 | 5 | 14 | 10 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **비유동부채** | 18 | 18 | 15 | 40 | 50 |
| 장기금융부채 | 16 | 16 | 12 | 36 | 46 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 39 | 48 | 49 | 92 | 127 |
| **지배주주지분** | 25 | 25 | 36 | 36 | 37 |
| 자본금 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 자본잉여금 | 19 | 19 | 29 | 29 | 29 |
| 기타자본구성요소 | 0 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 자기주식 | 0 | 0 | -0 | -0 | 0 |
| 이익잉여금 | 1 | 3 | 4 | 22 | 50 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| **자본총계** | 26 | 28 | 41 | 59 | 87 |
| **부채와자본총계** | 66 | 76 | 90 | 150 | 214 |

### 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 35 | 35 | 46 | 82 | 132 |
| **매출원가** | 27 | 27 | 36 | 55 | 87 |
| **매출총이익** | 8 | 8 | 10 | 27 | 45 |
| 매출총이익률(%) | 24.0 | 23.1 | 22.3 | 32.7 | 34.1 |
| **판매비와 관리비** | 5 | 6 | 6 | 6 | 9 |
| **영업이익** | 4 | 3 | 5 | 21 | 35 |
| 영업이익률(%) | 10.1 | 7.3 | 10.0 | 25.3 | 26.9 |
| **비영업손익** | -1 | -1 | -3 | -1 | -5 |
| 순금융손익 | -1 | -1 | -1 | -1 | -3 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | -0 | 1 | -0 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **세전계속사업이익** | 2 | 2 | 2 | 20 | 30 |
| 세전계속사업이익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **계속사업법인세** | -0 | -0 | -0 | 2 | 3 |
| **계속사업이익** | 2 | 2 | 2 | 18 | 27 |
| **중단사업이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ***법인세효과** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 2 | 2 | 2 | 18 | 27 |
| 순이익률(%) | 6.1 | 5.0 | 4.3 | 22.1 | 20.7 |
| 지배주주 | 2 | 2 | 2 | 18 | 27 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 6.1 | 5.0 | 4.3 | 22.1 | 20.5 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | -0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 2 | 2 | 2 | 18 | 28 |
| 지배주주 | 2 | 2 | 2 | 18 | 28 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | -0 | 0 | 0 |
| **EBITDA** | 7 | 6 | 9 | 26 | 43 |

### 현금흐름표

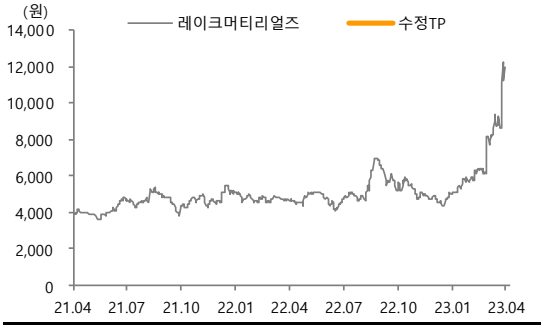
| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 3 | 1 | 6 | 20 | 20 |
| 당기순이익(손실) | 2 | 2 | 2 | 18 | 27 |
| 비현금성항목등 | 6 | 7 | 9 | 10 | 19 |
| 유형자산감가상각비 | 3 | 4 | 4 | 5 | 7 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 3 | 3 | 4 | 4 | 11 |
| 운전자본감소(증가) | -5 | -7 | -5 | -8 | -25 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | 1 | -4 | 1 | -3 | -9 |
| 재고자산의감소(증가) | -5 | -2 | -6 | -10 | -12 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 1 | -1 | 0 | 6 | -4 |
| 기타 | -1 | -1 | -0 | -1 | -1 |
| 법인세납부 | 0 | -0 | -0 | -0 | -1 |
| **투자활동현금흐름** | -10 | -6 | 1 | -41 | -45 |
| 금융자산의감소(증가) | -0 | -0 | 0 | -0 | -1 |
| 유형자산의감소(증가) | -10 | -5 | -8 | -40 | -43 |
| 무형자산의감소(증가) | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 기타 | 0 | 0 | 9 | -0 | 0 |
| **재무활동현금흐름** | 5 | 6 | -1 | 27 | 34 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -1 | 1 | -2 | 0 | 21 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 7 | 6 | 2 | 28 | 16 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1 | -1 | -1 | -1 | -3 |
| 현금의 증가(감소) | -2 | 1 | 7 | 7 | 8 |
| 기초현금 | 3 | 1 | 2 | 9 | 15 |
| 기말현금 | 1 | 2 | 9 | 15 | 24 |
| FCF | -7 | -5 | -3 | -20 | -24 |

### 주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | -5.9 | -1.2 | 33.4 | 76.1 | 60.7 |
| 영업이익 | -49.7 | -28.8 | 82.4 | 344.5 | 71.1 |
| 세전계속사업이익 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 64.0 |
| EBITDA | -30.9 | -3.7 | 42.7 | 183.4 | 64.5 |
| EPS | -74.8 | -18.9 | 11.8 | 807.0 | 49.6 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROA | 3.5 | 2.5 | 2.4 | 15.0 | 14.9 |
| ROE | 8.6 | 6.5 | 5.8 | 36.6 | 37.5 |
| EBITDA마진 | 19.0 | 18.5 | 19.8 | 31.8 | 32.6 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 93.6 | 89.7 | 107.1 | 113.2 | 112.3 |
| 부채비율 | 150.0 | 170.7 | 121.1 | 156.1 | 146.0 |
| 순차입금/자기자본 | 118.2 | 135.0 | 77.9 | 93.3 | 94.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 6.8 | 5.4 | 8.5 | 19.3 | 14.9 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 33 | 27 | 30 | 275 | 411 |
| BPS | 387 | 387 | 553 | 554 | 557 |
| CFPS | 81 | 87 | 100 | 356 | 525 |
| **주당 현금배당금** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표(배) | | | | | |
| PER | 61.3 | 74.6 | 91.2 | 19.9 | 10.6 |
| PBR | 5.3 | 5.2 | 5.0 | 9.9 | 7.8 |
| PCR | 25.1 | 23.2 | 27.7 | 15.3 | 8.3 |
| EV/EBITDA | 5.0 | 6.6 | 4.3 | 3.1 | 3.2 |
| 배당수익률 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료 : 레이크머티리얼즈, SK증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.04.18 | Not Rated | | | | |




## 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 04 월 18일 기준)**

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

SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-04-18

# 원익머트리얼즈 (104830/KQ | Not Rated)

## 다운턴 그 이후, 적극적 비중 확대

- 공정 수율과 직결되는 핵심 재료인 특수가스 전문 업체
- 전방 감산 영향으로 동사를 포함한 소재 업체 상반기 실적 부진의 늪은 깊어질 듯
- 선단 공정 투자에 따른 구조적 성장. 하반기 P3 중심의 가동률 회복을 기대
- 소재 업종 내 멀티플 최하단 수준. 전방 업황 다운턴 그 이후를 대비할 필요

### 공정 수율과 직결되는 핵심 재료

반도체/디스플레이 세정, 증착, 식각 공정의 사용되는 특수가스 전문 업체이다. 매출 비중은 반도체 90%, 디스플레이 10%이며 삼성전자향 비중이 높다. 주요 제품에는 N2O, NH3, Xe 등이 있고 주요 상품으로는 Si2H6, CO2, CH2F2 등이 있다.

### 단기 생산 조정이 문제일 뿐, 선단 공정 투자와 함께 나타나는 구조적 성장

최대 고객사가 자연 감산 이후 인위적 감산에 나서고 있다. 동사를 포함한 주요 소재 업체 가동률에도 직접적인 영향이 있을 수 밖에 없다. 상반기 실적 부진은 다소 깊을 수 있다. 물량과 가격 모두 우호적이지 못한 환경이다. 하지만 디램 미세화, 낸드 고단화/더블 스태킹 등 선단 공정에 투자는 특수가스 수요를 증가시킨다. 특수가스는 소수 업체가 과점하고 있는 시장으로 경쟁 강도도 낮은 편이다. 통사 판가 협상에서 유연하다는 의미이다. 결국 기다릴 건 전방 가동률 회복이다. 3Q23 부터는 P3 중심으로 가동률이 점차 회복될 전망이다. 특히 동사는 최대 고객사의 반도체향 노출도가 70% 이상으로 업황 회복기에서는 실적 레버리지가 높아진다.

### 업종 내 멀티플 최하단

2023 년 매출액 5,057 억원(-13% YoY), 영업이익 607 억원(-32% YoY)를 예상한다. 2023 년 PER 컨센서스 기준 6x 에 불과하다. 컨센서스 하향 조정이 있을 수 있으나 이를 감안해도 국내 소재 업종 대비 최하단 수준이다. 전방 업황 회복 시그널 확인시 적극적인 비중 확대 전략이 필요하다



*Analyst*
**이동주**
natelee@sks.co.kr
3773-9026

| Company Data | |
|---|---|
| 자본금 | 6 십억원 |
| 발행주식수 | 1,261 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 352 십억원 |
| 주요주주 | |
| 원익홀딩스(외1) | 45.71% |
| FIL LIMITED(외6) | 8.68% |
| 외국인지분율 | 18.99% |
| 배당수익률 | 0.6% |

| Stock Data | |
|---|---|
| 주가(23/04/17) | 27,900 원 |
| KOSDAQ | 909.50 pt |
| 52주 Beta | 0.77 |
| 52주 최고가 | 41,050 원 |
| 52주 최저가 | 24,550 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 2 십억원 |

**주가 및 상대수익률**

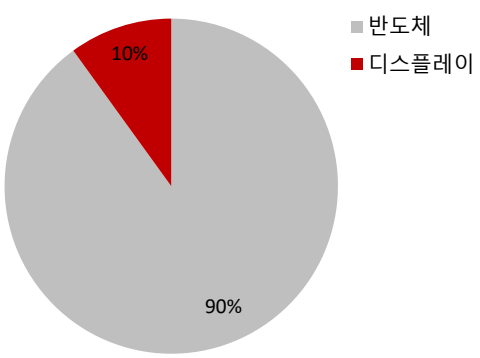



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 2.8% | -9.9% |
| 6개월 | 6.7% | -20.0% |
| 12개월 | -23.5% | -22.2% |

**영업실적 및 투자지표**

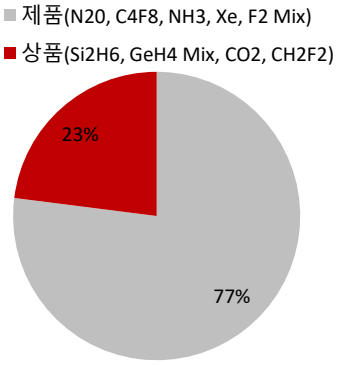
| 구분 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 203 | 233 | 221 | 277 | 311 | 581 |
| yoy | % | 16.0 | 15.0 | -5.4 | 25.3 | 12.3 | 87.1 |
| 영업이익 | 십억원 | 33 | 42 | 36 | 46 | 51 | 89 |
| yoy | % | 40.5 | 28.2 | -14.5 | 27.4 | 10.0 | 75.8 |
| EBITDA | 십억원 | 48 | 61 | 57 | 69 | 75 | 118 |
| 세전이익 | 십억원 | 24 | 51 | 36 | 42 | 65 | 77 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 20 | 42 | 28 | 33 | 53 | 58 |
| 영업이익률% | % | 16.2 | 18.1 | 16.3 | 16.6 | 16.3 | 15.3 |
| EBITDA% | % | 23.8 | 26.3 | 25.6 | 25.0 | 24.1 | 20.3 |
| EPS(계속사업) | 원 | 1,627 | 3,336 | 2,229 | 2,628 | 4,188 | 4,579 |
| PER | 배 | 21.4 | 6.5 | 13.6 | 13.3 | 8.5 | 6.2 |
| PBR | 배 | 5.6 | 3.8 | 5.2 | 6.0 | 5.8 | 4.7 |
| EV/EBITDA | 배 | 2.9 | 3.0 | 4.0 | 3.5 | 3.8 | 3.3 |
| 배당수익률 | % | 0.0 | 0.9 | 0.5 | 0.6 | 1.1 | 2.8 |
| ROE | % | 9.1 | 16.3 | 9.6 | 10.3 | 14.4 | 13.8 |
| 순차입금 | 십억원 | -28 | -29 | -8 | -27 | -34 | 24 |
| 부채비율 | % | 15.6 | 12.1 | 16.7 | 18.2 | 18.0 | 30.9 |

**산업별 매출 비중**




자료: 원익머트리얼즈, SK 증권

**제품 및 상품 비중**




자료: 원익머트리얼즈, SK 증권

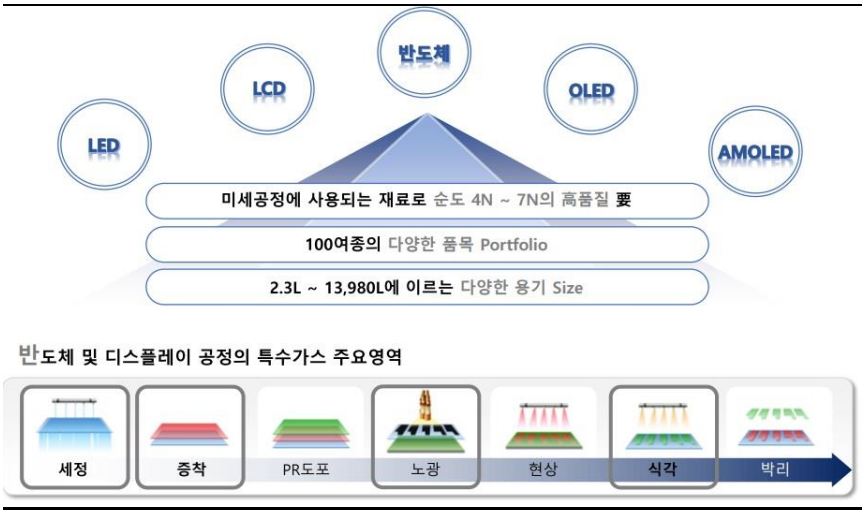
**원익머트리얼즈 주요 품목**

| | 제품 | 상품 |
|---|---|---|
| 세정 | **F2 MIX**<br>· Device 미세화에 따라 Dry Cleaning 공정 채택률 증가 | **CO2(저순도)**<br>· Device 미세화에 따른 공정개선 목적으로 Wafer Cleaning에 사용되며, Photo Immersion공정에도 사용 |
| 증착 | **N2O**<br>· 반도체, LCD 공정에서 SiH4와 결합하여 Sio2의 산화막을 증착시키는데 사용<br>**NH3**<br>· 반도체, LCD 공정에서 SiH4와 결합하여 Si3N4 절연막을 증착시 사용. LED 공정에서는 TMGa와 결합 | **Si2H6**<br>· Device의 미세화로 인해 기존 SiH4로 구현 불가능한 공정에 실리콘 증착으로 사용되는 소재로 SiH4대비 탁월한 성능의 가스<br>**GeH4 MIX**<br>· SiH4와 결합하여 SiGe 형태로 증착되는 가스 |
| 식각 | **C4F8**<br>· 산화막 식각공정에 사용되는 가스<br>**Xe**<br>· 반도체 식각공정에서 높은 선택비를 하기 위해 쓰임 | **CH2F2**<br>· 질화막 식각공정에 사용되는 가스 |

자료: 원익머트리얼즈

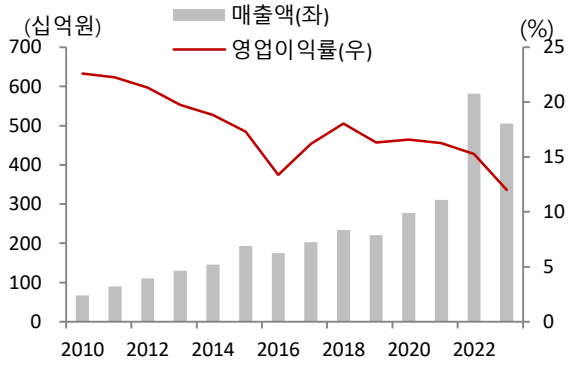
*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**원익머트리얼즈 특수가스 사용 공정**



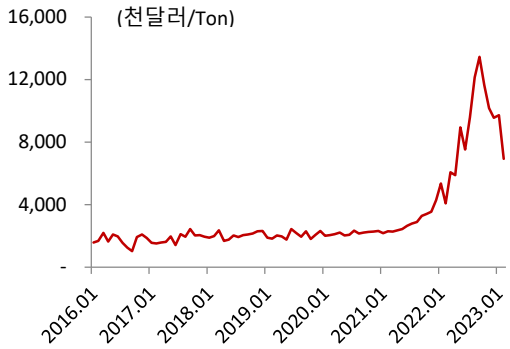

자료: 원익머트리얼즈, SK 증권

**원익머트리얼즈 연간 실적 추이**



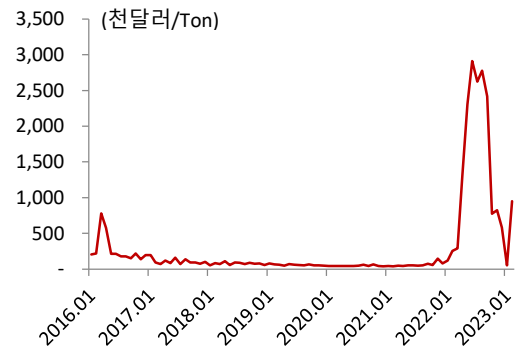

자료: 원익머트리얼즈, SK 증권

**Xe 가격 추이**



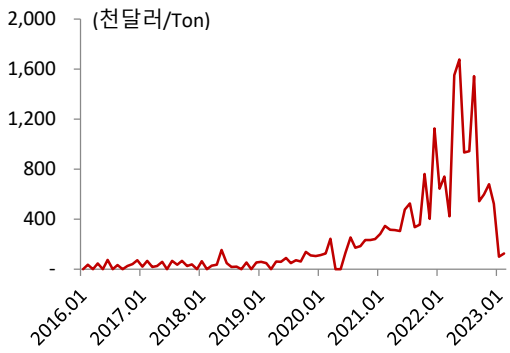

자료: 관세청, SK 증권

**Ne 가격 추이**




자료: 관세청, SK 증권

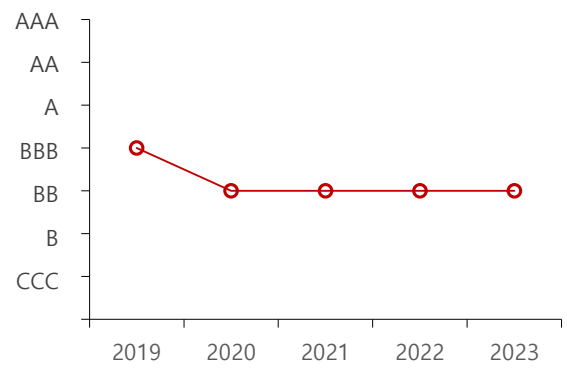
**Kr 가격 추이**




자료: 관세청, SK 증권

# ESG 하이라이트

### 원익머트리얼즈의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이




자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---|---|---|---|
| **원익머트리얼즈 종합 등급** | BB | | |
| 환경(Environment) | 11.4 | | |
| 사회(Social) | 44.8 | | |
| 지배구조(Governance) | 55.1 | | |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 후성 | A | | 35.3 |
| 솔브레인 | BB | D+ | 45.2 |
| 한솔케미칼 | A | | 56.9 |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 원익머트리얼즈 ESG 평가

자료: SK 증권

### 원익머트리얼즈의 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|---|---|---|---|

자료: KRX, SK 증권

### 원익머트리얼즈의 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|---|---|---|

자료: 주요 언론사, SK 증권

*Analyst* **이동주** natelee@sks.co.kr / 3773-9026

### 재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 83 | 94 | 114 | 137 | 247 |
| 현금및현금성자산 | 30 | 27 | 50 | 45 | 55 |
| 매출채권 및 기타채권 | 27 | 24 | 22 | 31 | 61 |
| 재고자산 | 20 | 31 | 34 | 39 | 122 |
| **비유동자산** | 232 | 264 | 286 | 326 | 336 |
| 장기금융자산 | 12 | 11 | 12 | 14 | 16 |
| 유형자산 | 177 | 215 | 238 | 261 | 277 |
| 무형자산 | 4 | 3 | 4 | 4 | 5 |
| **자산총계** | 315 | 359 | 400 | 463 | 583 |
| **유동부채** | 32 | 49 | 59 | 69 | 136 |
| 단기금융부채 | 0 | 24 | 28 | 26 | 81 |
| 매입채무 및 기타채무 | 24 | 23 | 24 | 31 | 32 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **비유동부채** | 2 | 2 | 3 | 2 | 1 |
| 장기금융부채 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 34 | 51 | 61 | 71 | 138 |
| **지배주주지분** | 70 | 72 | 72 | 75 | 75 |
| 자본금 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 자본잉여금 | 66 | 66 | 66 | 66 | 66 |
| 기타자본구성요소 | -1 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 이익잉여금 | 211 | 235 | 266 | 317 | 370 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | 281 | 307 | 339 | 392 | 445 |
| **부채와자본총계** | 315 | 359 | 400 | 463 | 583 |

### 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 233 | 221 | 277 | 311 | 581 |
| **매출원가** | 151 | 148 | 190 | 216 | 435 |
| **매출총이익** | 82 | 73 | 87 | 95 | 146 |
| 매출총이익률(%) | 35.3 | 33.0 | 31.3 | 30.5 | 25.1 |
| **판매비와 관리비** | 40 | 37 | 41 | 44 | 57 |
| **영업이익** | 42 | 36 | 46 | 51 | 89 |
| 영업이익률(%) | 18.1 | 16.3 | 16.6 | 16.3 | 15.3 |
| **비영업손익** | 8 | -0 | -4 | 15 | -12 |
| 순금융손익 | 0 | -0 | -0 | 0 | -0 |
| 외환관련손익 | 0 | -0 | 1 | 5 | -1 |
| 관계기업등 투자손익 | 4 | -3 | -5 | 14 | -11 |
| **세전계속사업이익** | 51 | 36 | 42 | 65 | 77 |
| 세전계속사업이익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **계속사업법인세** | 9 | 8 | 8 | 12 | 19 |
| **계속사업이익** | 41 | 28 | 33 | 53 | 58 |
| **중단사업이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ***법인세효과** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 41 | 28 | 33 | 53 | 58 |
| 순이익률(%) | 17.7 | 12.7 | 12.0 | 17.0 | 9.9 |
| 지배주주 | 42 | 28 | 33 | 53 | 58 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 18.0 | 12.7 | 12.0 | 17.0 | 9.9 |
| 비지배주주 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 41 | 29 | 33 | 56 | 58 |
| 지배주주 | 42 | 29 | 33 | 56 | 58 |
| 비지배주주 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **EBITDA** | 61 | 57 | 69 | 75 | 118 |

### 현금흐름표

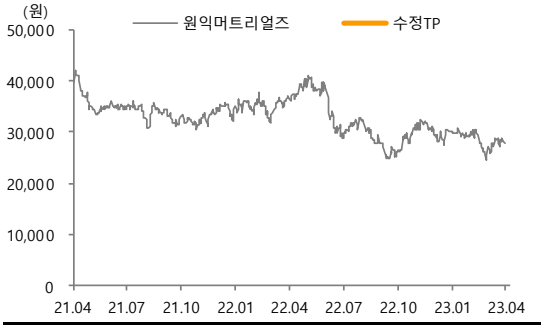
| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | 41 | 38 | 69 | 59 | -10 |
| 당기순이익(손실) | 41 | 28 | 33 | 53 | 58 |
| 비현금성항목등 | 23 | 31 | 40 | 25 | 84 |
| 유형자산감가상각비 | 19 | 20 | 23 | 24 | 29 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 3 | 10 | 17 | 1 | 55 |
| 운전자본감소(증가) | -15 | -9 | 1 | -9 | -138 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -11 | 2 | 2 | -8 | -32 |
| 재고자산의감소(증가) | -2 | -10 | -2 | -5 | -104 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 6 | 1 | -0 | 11 | -2 |
| 기타 | -7 | -2 | 2 | -6 | -1 |
| 법인세납부 | -8 | -12 | -5 | -10 | -13 |
| **투자활동현금흐름** | -46 | -62 | -47 | -56 | -26 |
| 금융자산의감소(증가) | 2 | -3 | -2 | -9 | 13 |
| 유형자산의감소(증가) | -50 | -58 | -46 | -49 | -46 |
| 무형자산의감소(증가) | -2 | -1 | -0 | -0 | 1 |
| 기타 | 4 | -0 | 1 | 1 | 6 |
| **재무활동현금흐름** | 2 | 21 | 2 | -8 | 47 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 2 | 24 | 5 | -5 | 53 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 0 | -0 | -0 | -0 | -1 |
| 자본의증가(감소) | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | -3 | -2 | -3 | -5 |
| 기타 | -3 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| 현금의 증가(감소) | -3 | -3 | 23 | -5 | 10 |
| 기초현금 | 33 | 30 | 27 | 50 | 45 |
| 기말현금 | 30 | 27 | 50 | 45 | 55 |
| FCF | -9 | -19 | 23 | 10 | -55 |

### 주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 15.0 | -5.4 | 25.3 | 12.3 | 87.1 |
| 영업이익 | 28.2 | -14.5 | 27.4 | 10.0 | 75.8 |
| 세전계속사업이익 | 59.3 | -19.9 | 12.6 | 46.3 | 53.1 |
| EBITDA | 27.0 | -7.9 | 22.3 | 8.0 | 57.8 |
| EPS | 105.0 | -33.2 | 17.9 | 59.3 | 9.3 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROA | 13.9 | 8.3 | 8.7 | 12.2 | 11.0 |
| ROE | 16.3 | 9.6 | 10.3 | 14.4 | 13.8 |
| EBITDA마진 | 26.3 | 25.6 | 25.0 | 24.1 | 20.3 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 261.0 | 190.8 | 193.5 | 199.8 | 181.1 |
| 부채비율 | 12.1 | 16.7 | 18.2 | 18.0 | 30.9 |
| 순차입금/자기자본 | -10.4 | -2.7 | -7.9 | -8.6 | 5.4 |
| EBITDA/이자비용(배) | 332.9 | 134.8 | 93.6 | 131.7 | 104.9 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 3,336 | 2,229 | 2,628 | 4,188 | 4,579 |
| BPS | 5,654 | 5,815 | 5,821 | 6,053 | 6,025 |
| CFPS | 4,864 | 3,859 | 4,473 | 6,110 | 6,895 |
| **주당 현금배당금** | 200 | 150 | 200 | 400 | 800 |
| Valuation지표(배) | | | | | |
| PER | 6.5 | 13.6 | 13.3 | 8.5 | 6.2 |
| PBR | 3.8 | 5.2 | 6.0 | 5.8 | 4.7 |
| PCR | 4.5 | 7.9 | 7.8 | 5.8 | 4.1 |
| EV/EBITDA | 3.0 | 4.0 | 3.5 | 3.8 | 3.3 |
| 배당수익률 | 0.9 | 0.5 | 0.6 | 1.1 | 2.8 |

자료 : 원익머트리얼즈, SK증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 평균주가대비 | 괴리율 최고(최저) 주가대비 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2023.04.18 | Not Rated | | | | |




## 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 04 월 18일 기준)**

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

SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-04-18

# 케이엔제이 (272110/KQ | Not Rated)

## 사뭇 다른 분위기

- SiC Ring 에프터 마켓 대표 업체. 업황 분위기와는 사뭇 다른 영업 환경 전개
- 1) 전방 고객사 비용 절감 움직임에 따른 점유율 상승을 기대 2) 마이그레이션 및 선단 공정 투자에 따른 구조적 성장 3) 온전한 가동률, 기대감 높은 2023 년 실적
- 2023 년 매출 700 억원(+12% YoY), 영업이익 160 억원(+20% YoY)를 전망

### 에프터 마켓 식각용 부품

동사는 챔버 내 웨이퍼를 고정시켜주는 부품인 SiC 소재의 Focus ring 을 제조하는 업체이다. SiC Ring 매출 비중은 51% 수준이다. 나머지 49%는 디스플레이 가공 장비로 중국에 생산 법인을 둔 중국 패널 업체향 사업이다. 국내와 중국 업체향 메모리 업체 중심으로 에프터 마켓 부품 사업을 전개 중이다.

### 온전한 가동률, 올해도 좋은 실적이 기대된다

업황 분위기와는 사뭇 다른 영업 환경이 전개되고 있는 것으로 보인다. 1) 전방 고객사의 실적 악화로 공정 내 비용 절감 움직임이 나타나고 있다. 후공정 외주화가 대표적이며 전공정까지 확대되면 에프터 마켓 부품 채용이 점차 확대될 것이다. 2) 디램 미세화에 따른 DPT, QPT 적용과 낸드 고단화는 식각 공정 STEP 수를 증가시키고 고온 및 고출력 플라즈마 환경을 요구하게 된다. 식각용 부품 산업의 구조적 성장과 그 중에서도 SiC Ring 의 침투율 확대에 주목한다. 3) 현재 가동률도 여전히 높은 수준을 유지하고 있는 것으로 파악된다. 2023 년 실적 기대감이 높아질 수 있다. 2023 년 매출 700 억원(+12% YoY), 영업이익 160 억원(+20% YoY)를 전망한다.

### 낮은 시장 점유율, 높일 수 있는 기회

SiC Ring 시장 규모는 3,500 억원 수준으로 파악되며 동사의 점유율은 9%에 불과하다. 업황 분위기는 전방 고객사들의 비용 효율화를 요구한다. 점유율을 높여갈 수 있는 기회라 판단한다.

**영업실적 및 투자지표**

| 구분 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 십억원 | 48 | 51 | 56 | 43 | 47 | 62 |
| yoy | % | N/A | 5.6 | 10.2 | -24.4 | 9.2 | 34.0 |
| 영업이익 | 십억원 | 3 | 1 | 4 | 3 | 4 | 13 |
| yoy | % | N/A | -71.1 | 319.2 | -32.2 | 69.2 | 202.5 |
| EBITDA | 십억원 | 5 | 2 | 6 | 5 | 7 | 17 |
| 세전이익 | 십억원 | 1 | 1 | 4 | -6 | 5 | 12 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 1 | 2 | 4 | -5 | 6 | 10 |
| 영업이익률% | % | 6.5 | 1.8 | 6.8 | 6.1 | 9.4 | 21.3 |
| EBITDA% | % | 9.5 | 3.9 | 9.9 | 11.2 | 14.0 | 26.7 |
| EPS(계속사업) | 원 | 287 | 346 | 854 | -787 | 771 | 1,255 |
| PER | 배 | 0.0 | 0.0 | 13.8 | N/A | 22.2 | 10.2 |
| PBR | 배 | 0.0 | 0.0 | 3.0 | 3.6 | 3.3 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 배 | 3.1 | 13.4 | 3.4 | 6.6 | 5.6 | 2.8 |
| 배당수익률 | % | N/A | N/A | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| ROE | % | 50.5 | 28.1 | 26.2 | -20.4 | 16.8 | 20.4 |
| 순차입금 | 십억원 | 16 | 26 | 13 | 31 | 30 | 31 |
| 부채비율 | % | 534.2 | 650.6 | 118.4 | 231.9 | 114.3 | 101.0 |



*Analyst*
**이동주**
natelee@sks.co.kr
3773-9026

| Company Data | |
|---|---|
| 자본금 | 3 십억원 |
| 발행주식수 | 795 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 146 십억원 |
| 주요주주 | |
| 심호섭(외5) | 27.98% |
| 자사주 | |
| 외국인지분율 | 1.29% |
| 배당수익률 | 0.0% |

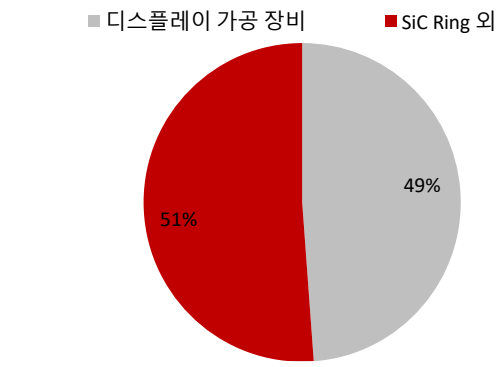
| Stock Data | |
|---|---|
| 주가(23/04/17) | 18,420 원 |
| KOSDAQ | 909.50 pt |
| 52주 Beta | 0.96 |
| 52주 최고가 | 20,200 원 |
| 52주 최저가 | 10,300 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 3 십억원 |

**주가 및 상대수익률**



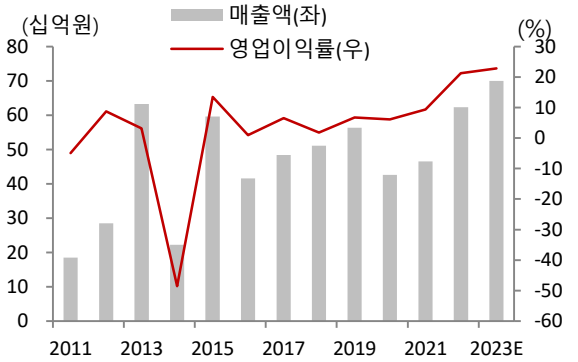

| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | -1.8% | -13.9% |
| 6개월 | 67.5% | 25.6% |
| 12개월 | 37.5% | 39.7% |

**제품별 매출 비중**



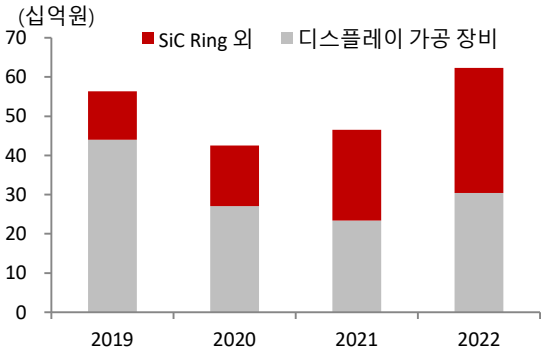

자료: 케이엔제이, SK 증권

**연간 실적 추이**



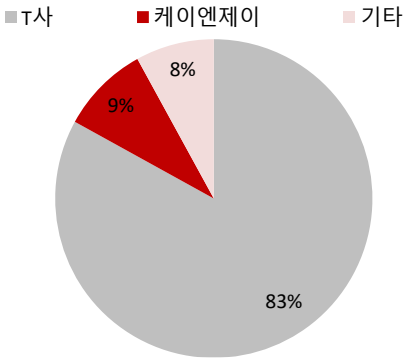

자료: 케이엔제이, SK 증권

**제품별 매출 추이**




자료: 케이엔제이, SK 증권

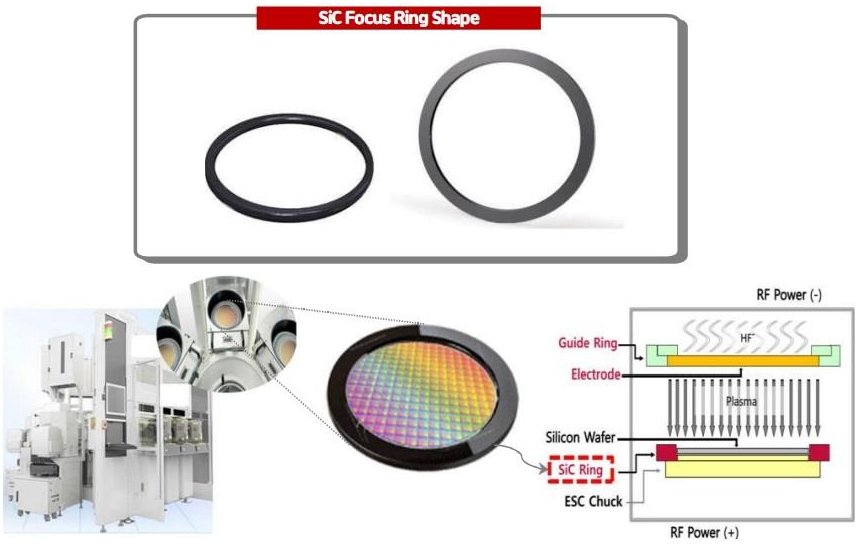
**SiC Ring 점유율**




자료: SK 증권

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

**SiC Focus Ring**



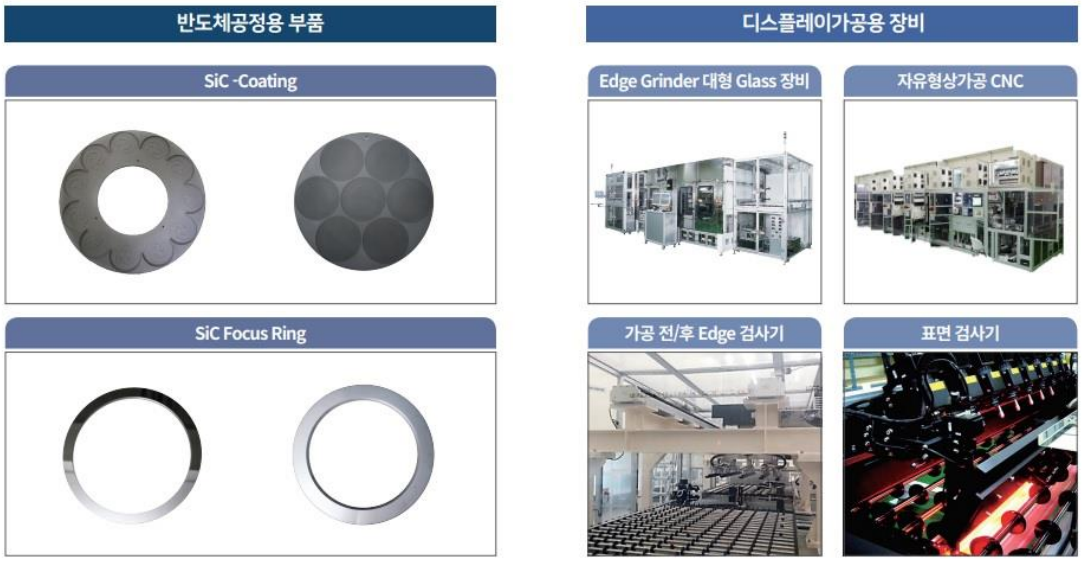

자료: 케이엔제이

**주요 소재별 식각 부품 비교**

| | SiC | Si | 천연쿼츠 | 합성쿼츠 |
|---|---|---|---|---|
| 교체주기 | 15-20 일 | 10-12 일 | 30-40 일(확산용은 0.5 년-3 년) | 60 일 |
| ASP | 250-350 만원 | 80-100 만원 | 100-200 만원 | 300 만원 |
| 주요 탑재 영역 | Focus Ring, Susceptor, Dummy Wafer, Electrode | Focus Ring, Electrode | Focus Ring, Tube, boat 류 | Focus Ring |
| 관련 업체 | 티씨케이, 케이엔제이, 하나머티리얼즈, 디에스테크노 | 하나머티리얼즈, 월덱스 | 원익 QnC, 월덱스, 영신쿼츠, 금강쿼츠 | 비씨엔씨, 영신쿼츠 |

자료: 각 사, SK 증권

**케이엔제이 사업 포트폴리오**

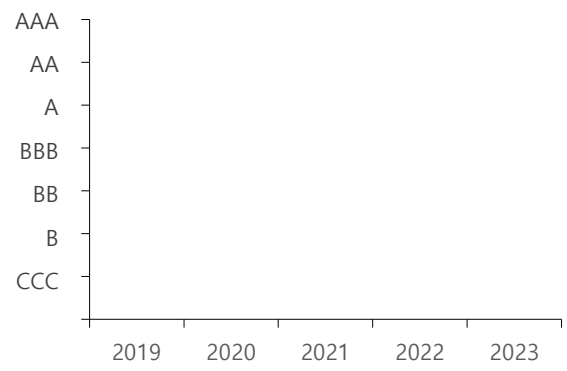



자료: 케이엔제이

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

# ESG 하이라이트

### 케이엔제이의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이




자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

| | 지속가능발전소 | Refinitiv | Bloomberg |
|---|---|---|---|
| **케이엔제이 종합 등급** | | | |
| 환경(Environment) | | | |
| 사회(Social) | | | |
| 지배구조(Governance) | | | |
| <비교업체 종합 등급> | | | |
| 원익 QnC | BB | | |

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 케이엔제이 ESG 평가

자료: SK 증권

### 케이엔제이의 ESG 채권 발행 내역

| 발행일 | 세부 섹터 | 발행규모 (백만원) | 표면금리 (%) |
|---|---|---|---|

자료: KRX, SK 증권

### 케이엔제이의 ESG 관련 뉴스 Flow

| 일자 | 세부 섹터 | 내용 |
|---|---|---|

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 28 | 29 | 30 | 27 | 37 |
| 현금및현금성자산 | 1 | 5 | 8 | 9 | 13 |
| 매출채권 및 기타채권 | 8 | 9 | 8 | 5 | 6 |
| 재고자산 | 18 | 11 | 11 | 9 | 16 |
| **비유동자산** | 25 | 30 | 42 | 66 | 71 |
| 장기금융자산 | 0 | 1 | 2 | 4 | 4 |
| 유형자산 | 15 | 18 | 23 | 47 | 53 |
| 무형자산 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 |
| **자산총계** | 53 | 59 | 73 | 94 | 108 |
| **유동부채** | 39 | 23 | 36 | 16 | 21 |
| 단기금융부채 | 24 | 16 | 31 | 12 | 16 |
| 매입채무 및 기타채무 | 10 | 5 | 4 | 4 | 2 |
| 단기충당부채 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| **비유동부채** | 7 | 9 | 15 | 34 | 33 |
| 장기금융부채 | 4 | 6 | 12 | 30 | 30 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **부채총계** | 46 | 32 | 51 | 50 | 54 |
| **지배주주지분** | 9 | 24 | 24 | 41 | 41 |
| 자본금 | 2 | 3 | 3 | 4 | 4 |
| 자본잉여금 | 7 | 22 | 22 | 37 | 37 |
| 기타자본구성요소 | -0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 이익잉여금 | -1 | 3 | -2 | 3 | 13 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **자본총계** | 7 | 27 | 22 | 44 | 54 |
| **부채와자본총계** | 53 | 59 | 73 | 94 | 108 |

## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 51 | 56 | 43 | 47 | 62 |
| **매출원가** | 42 | 45 | 32 | 34 | 38 |
| **매출총이익** | 9 | 11 | 10 | 13 | 24 |
| 매출총이익률(%) | 18.1 | 19.7 | 23.8 | 27.9 | 38.3 |
| **판매비와 관리비** | 8 | 7 | 8 | 9 | 11 |
| **영업이익** | 1 | 4 | 3 | 4 | 13 |
| 영업이익률(%) | 1.8 | 6.8 | 6.1 | 9.4 | 21.3 |
| **비영업손익** | 0 | 0 | -9 | 1 | -1 |
| 순금융손익 | -1 | -1 | -0 | -0 | -1 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | -1 | 1 | 1 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | -2 | -1 |
| **세전계속사업이익** | 1 | 4 | -6 | 5 | 12 |
| 세전계속사업이익률(%) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **계속사업법인세** | -1 | -0 | -1 | -0 | 2 |
| **계속사업이익** | 2 | 4 | -5 | 6 | 10 |
| **중단사업이익** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ***법인세효과** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **당기순이익** | 2 | 4 | -5 | 6 | 10 |
| 순이익률(%) | 3.3 | 7.9 | -11.7 | 11.9 | 16.0 |
| 지배주주 | 2 | 4 | -5 | 6 | 10 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 3.3 | 7.9 | -11.7 | 11.9 | 16.0 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 2 | 4 | -5 | 6 | 10 |
| 지배주주 | 2 | 4 | -5 | 6 | 10 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **EBITDA** | 2 | 6 | 5 | 7 | 17 |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | -7 | 4 | 5 | 11 | 10 |
| 당기순이익(손실) | 2 | 4 | -5 | 6 | 10 |
| 비현금성항목등 | 3 | 3 | 11 | 3 | 10 |
| 유형자산감가상각비 | 1 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 2 | 1 | 9 | 1 | 7 |
| 운전자본감소(증가) | -12 | -3 | -1 | 2 | -10 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -5 | 0 | 3 | 1 | 2 |
| 재고자산의감소(증가) | -13 | 7 | 0 | 1 | -7 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 5 | -6 | -1 | -0 | -1 |
| 기타 | 0 | -4 | -3 | -0 | -4 |
| 법인세납부 | -0 | -0 | -1 | 0 | -0 |
| **투자활동현금흐름** | -3 | -7 | -14 | -27 | -9 |
| 금융자산의감소(증가) | 0 | -2 | -2 | -1 | 0 |
| 유형자산의감소(증가) | -3 | -4 | -4 | -26 | -9 |
| 무형자산의감소(증가) | 0 | -0 | -0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1 | 0 | -7 | -0 | -0 |
| **재무활동현금흐름** | 8 | -4 | 12 | 15 | 4 |
| 단기금융부채의증가(감소) | 5 | -6 | 3 | -3 | -2 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 4 | 3 | 9 | 19 | 5 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1 | -1 | -0 | -1 | -0 |
| 현금의 증가(감소) | -0 | 4 | 3 | 0 | 4 |
| 기초현금 | 1 | 1 | 5 | 8 | 9 |
| 기말현금 | 1 | 5 | 8 | 9 | 13 |
| FCF | -10 | 0 | 0 | -14 | 1 |

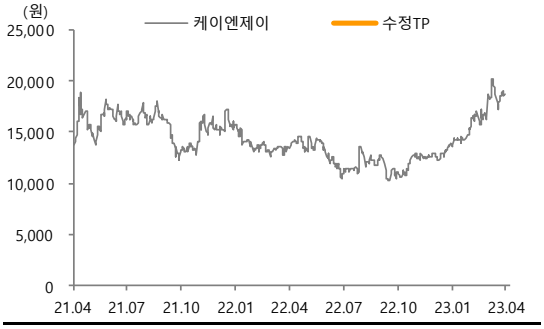
## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **성장성 (%)** | | | | | |
| 매출액 | 5.6 | 10.2 | -24.4 | 9.2 | 34.0 |
| 영업이익 | -71.1 | 319.2 | -32.2 | 69.2 | 202.5 |
| 세전계속사업이익 | 적전 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 |
| EBITDA | -56.4 | 177.7 | -14.9 | 37.2 | 154.9 |
| EPS | 20.6 | 146.5 | 적전 | 흑전 | 62.7 |
| **수익성 (%)** | | | | | |
| ROA | 4.0 | 8.0 | -7.6 | 6.6 | 9.9 |
| ROE | 28.1 | 26.2 | -20.4 | 16.8 | 20.4 |
| EBITDA마진 | 3.9 | 9.9 | 11.2 | 14.0 | 26.7 |
| **안정성 (%)** | | | | | |
| 유동비율 | 72.0 | 125.0 | 85.4 | 165.6 | 173.8 |
| 부채비율 | 650.6 | 118.4 | 231.9 | 114.3 | 101.0 |
| 순차입금/자기자본 | 373.6 | 48.9 | 141.1 | 69.3 | 57.5 |
| EBITDA/이자비용(배) | 1.6 | 3.9 | 4.1 | 10.2 | 12.3 |
| 배당성향 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **주당지표(원)** | | | | | |
| EPS(계속사업) | 346 | 854 | -787 | 771 | 1,255 |
| BPS | 1,814 | 3,927 | 3,924 | 5,200 | 5,187 |
| CFPS | 570 | 1,191 | -445 | 1,069 | 1,676 |
| **주당 현금배당금** | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표(배) | | | | | |
| PER | 0.0 | 13.8 | N/A | 22.2 | 10.2 |
| PBR | 0.0 | 3.0 | 3.6 | 3.3 | 2.5 |
| PCR | 0.0 | 9.9 | -31.7 | 16.0 | 7.7 |
| EV/EBITDA | 13.4 | 3.4 | 6.6 | 5.6 | 2.8 |
| 배당수익률 | N/A | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료 : 케이엔제이, SK증권 추정

*Analyst* 이동주 natelee@sks.co.kr / 3773-9026

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 괴리율 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2023.04.18 | Not Rated | | | | |




## 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 04 월 18 일 기준)**

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