

2024년 4월 25일 | 기업분석_Initiation

BUY (신규)

목표주가(12M) 46,000원
현재주가(4.24) 33,150원

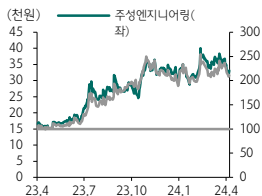
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	862.23
52주 최고/최저(원)	40,000/15,090
시가총액(십억원)	1,599.5
시가총액비중(%)	0.39
발행주식수(천주)	48,249.2
60일 평균 거래량(천주)	1,318.8
60일 평균 거래대금(십억원)	47.0
외국인지분율(%)	10.10
주요주주 지분율(%)	
황철주 외 8 인	28.98
최규옥 외 1 인	9.89

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	411.8	494.5
영업이익(십억원)	102.5	136.7
순이익(십억원)	95.5	119.8
EPS(원)	1,981	2,485
BPS(원)	12,736	15,275

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	437.9	284.7	392.4	517.9
영업이익	123.9	28.9	87.6	151.2
세전이익	135.1	44.7	101.0	168.5
순이익	106.2	34.0	76.7	128.0
EPS	2,200	705	1,590	2,654
증감율	(27.06)	(67.95)	125.53	66.92
PER	4.82	48.51	20.16	12.08
PBR	1.04	3.10	2.55	2.11
EV/EBITDA	3.06	32.81	13.08	7.25
ROE	24.86	6.80	13.90	19.64
BPS	10,199	11,017	12,558	15,163
DPS	193	50	50	50



Analyst 김민경 minkyung.kim@hanafn.com
Analyst 김록호 rok.kim@hanafn.com

주성엔지니어링(036930)

넓어지는 세계관

투자의견 'BUY', 목표주가 46,000원으로 커버리지 개시

주성엔지니어링에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 46,000원으로 커버리지를 개시한다. 투자 포인트는 1) 고객사 선단공정 전환투자에 따른 ALD 장비 공급 확대, 2) 파운드리 시장 진출로 외형확대 및 수익성 개선, 3) 디스플레이 및 태양광 장비 공급에 따른 실적 업사이드이다. 12개월 선행 BPS 기준 PBR은 2.41배로 국내 증착장비 기업 대비 높은 수준이다. 다만 국내 경쟁사 대비 높은 영업이익률을 시현하고 있으며 향후 로직 반도체 시장 진출 가능성에 따른 프리미엄 요인을 확보했다고 판단한다. 2023년 전방 고객사 Capex 축소로 외형 축소의 시간을 보냈으나 2024년 추가적인 메모리 및 로직 반도체 고객사 확보로 중장기 성장 동력을 확보했다고 판단한다.

1Q24 Preview: 1분기 저점으로 계단식 상승 전망

주성엔지니어링은 2024년 1분기 매출액 570억원(YoY -17.0%, QoQ -42.0%), 영업이익 66억원(YoY -43.4%, QoQ -67.0%)을 기록할 전망이다. 매출액 감소 원인은 중국 고객사의 FAB 일정이 지연되면서 장비 입고가 지연되었기 때문이다. 외형 축소에 따른 고정비 부담으로 영업이익률 또한 전년동기대비 감소했다. 2024년 연간 매출은 3,894억원(YoY +36.8%), 영업이익은 883억원(YoY +123.2%, OPM 22.7%)을 기록할 전망이다. 전방 산업별로는 반도체 2,954억원, 디스플레이 940억원을 기록할 것으로 예상된다. 국내외 반도체 고객사 모두 하반기에 집중적으로 전환투자를 집행할 것으로 예상되며 전년대비 투자 규모는 증가할 것으로 예상된다. 디스플레이 부문 또한 IT OLED 전환투자에 따른 매출이 발생하며 추가적인 실적 업사이드가 확보되었다고 판단한다.

파운드리 시장 진출로 입증할 기술 경쟁력

주성엔지니어링은 파운드리 시장 진출로 기술 경쟁력을 입증하고 중장기 성장동력을 확보할 것으로 기대된다. 현재 북미 파운드리 업체에서 인터포저 및 캐패시터 증착 장비에 대한 테스트가 진행중이며 연내 벤더 진입여부가 가시화 될 것으로 예상된다. 이외에도 대만 파운드리 업체, 북미 메모리 업체 등 글로벌 탑티어 반도체 업체에서 다수의 장비 테스트를 진행중이다. 기존 메모리 산업에서 파운드리까지 영역을 확장함으로써 고객사 다변화를 통한 실적 안정성 확보, 외형과 이익의 레벨업 두 마리 토끼를 잡을 수 있는 기회라고 판단한다.

1. Valuation

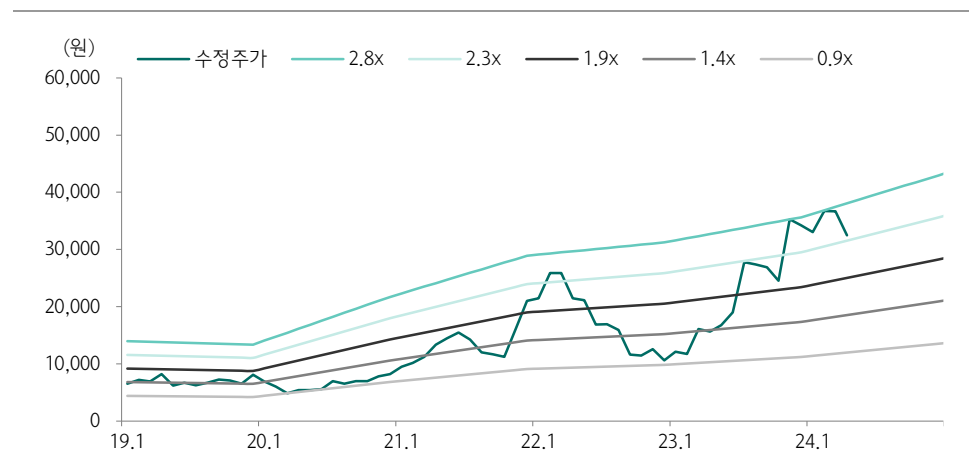
주성엔지니어링에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 46,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 12MF BPS 13,426원, Target PBR 3.40배를 적용해 산출했다. Target PBR은 원익IPS, 유진테크, 테스, ASM International, Kokusai Electric, Applied Materials 총 6개사의 12MF 평균 PBR에 20%의 할인율을 적용했다. Peer group 선정 기준은 반도체 전공정 장비사 중 증착 비중이 큰 기업이다. 20%의 할인율을 적용한 이유는 글로벌 장비사 대비 실적 규모가 작고 메모리 매출 비중이 높기 때문이다. 다만 향후 파운드리 시장 진출 및 추가적인 메모리 고객사 확보 시 밸류에이션 리레이팅 가능성이 상존한다고 판단해 원익IPS 대비 낮은 20%의 할인율을 적용했다.

도표 1. 주성엔지니어링의 Valuation

		비고
BPS (원)	13,426	12개월 선행 BPS
비교 P/B (x)	4.24	원익IPS, 유진테크, 테스, ASMI, Kokusai, AMAT
할인율 (%)	20%	글로벌 장비사 대비 낮은 매출규모, 높은 메모리 매출 비중
Target P/B (x)	3.40	
목표주가 (원)	46,000	
현재주가 (원)	33,150	2024.04.24 기준
상승여력 (%)	39%	

자료: 하나증권

도표 2. 주성엔지니어링 12MF P/B Band



자료: Fnguide, 하나증권

2. 투자포인트

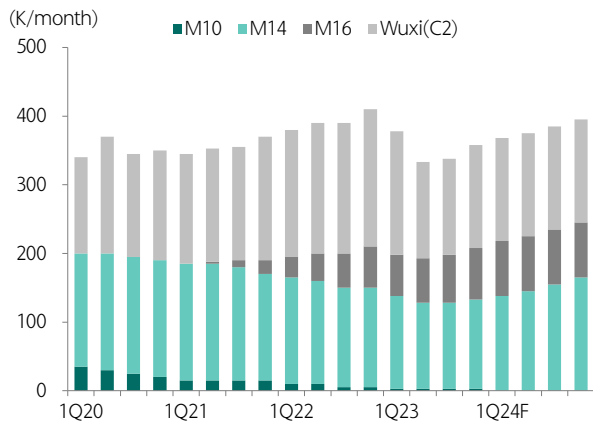
Q: DRAM 1b, 1c 전환투자에 따른 ALD 장비 매출 반등

2024년 국내 메모리 고객사의 DRAM 1b, 1c 전환투자에 따른 수혜가 예상된다. 주성엔지니어링의 국내 메모리 고객사는 3월 말부터 HBM3E 8단을 고객사에 공급하기 시작했으며 하반기에는 HBM3E 12단을 공급할 가능성이 있는 것으로 파악된다. 현재 독보적인 HBM 점유율을 확보하고 있는 고객사의 입장에서 주도권을 지속하기 위해 하반기 선제적인 D1c 양산이 시작될 것으로 예상된다. 하반기로 갈수록 전환투자 규모가 증가할 전망이며 고객사 내 가장 큰 점유율을 확보하고 있는 주성엔지니어링의 수혜가 클 것으로 판단한다.

P&Q: 파운드리 시장 진출로 밸류에이션 리레이팅 기대

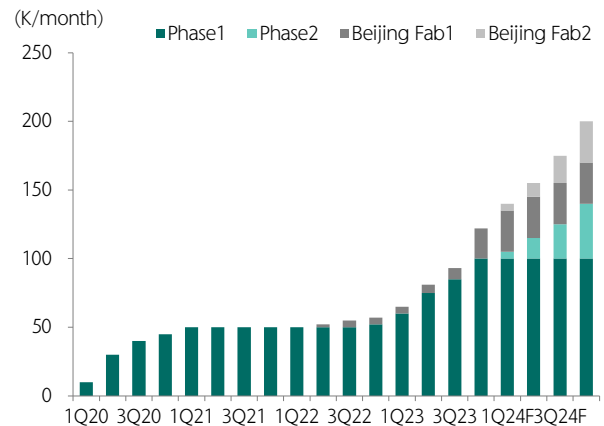
2024년은 주성엔지니어링의 파운드리 시장 진출의 원년이 될 전망이다. 현재 북미와 대만 파운드리향으로 ALD 장비에 대한 테스트를 진행중인 것으로 파악된다. 연내 공급 여부가 확정될 예정이다. 추가적으로 북미 메모리 제조사향 High-K 캐패시터 ALD 장비에 대한 테스트도 진행중이며 연내 결과가 나올 것으로 예상된다. 메모리 반도체 시장의 경계를 넘어 파운드리 시장으로의 진입은 주성엔지니어링의 기술 경쟁력을 입증할 수 있는 절호의 기회이다. 다수의 해외 탑티어 반도체 고객사 확보 시 전방산업이 확대된다는 점에서 고무적이며 실적 측면에서도 매출과 이익 모두 한단계 레벨 업할 수 있는 기회가 될 것으로 판단한다.

도표 3. SK하이닉스 DRAM Capa 추이



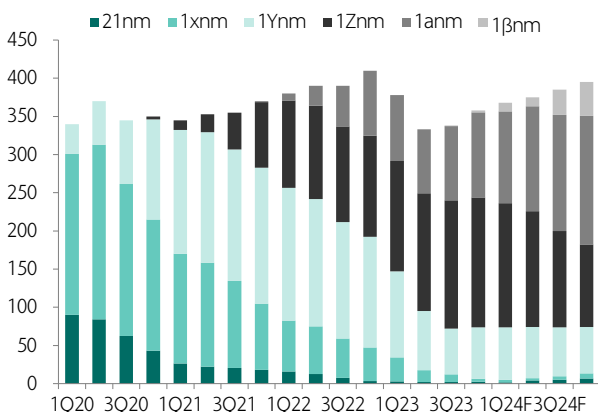
자료: Trendforce, 하나증권

도표 4. CXMT DRAM FAB별 Capa 추이



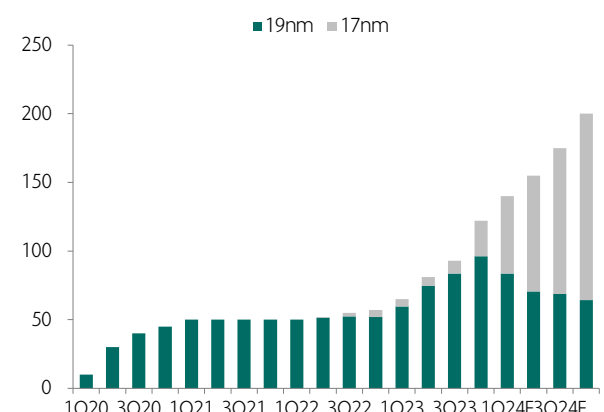
자료: Trendforce, 하나증권

도표 5. SK하이닉스 노드별 DRAM Capa 추이



자료: Trendforce, 하나증권

도표 6. CXMT 노드별 DRAM Capa 추이



자료: Trendforce, 하나증권

3. 실적 전망

2024년, 신규 성장동력 확보의 해

1Q24 Preview:
일부 장비 출하 지연으로
예상대비 저조한 실적 전망

2024년 1분기 매출액 570억원(YoY -17.0%, QoQ -42.0%), 영업이익 66억원(YoY -43.4%, QoQ -67.0%)을 기록할 전망이다. 반도체 매출 비중이 100%일 것으로 예상된다. 국내 고객사향 장비 출하는 순조롭게 이루어지고 있으나 중국 고객사의 FAB 일정 지연으로 인해 일부 장비 출하가 지연된 것으로 파악된다. 다만 연간 전체 실적에 대한 영향은 제한적이며 2분기부터 본격적인 실적 회복이 예상된다.

2024 Preview:
파운드리 시장 진출의 원년

2024년 연간으로는 매출 3,924억(YoY +37.8%), 영업이익 876억(YoY +203.4%, OPM 22.3%)을 기록할 것으로 전망한다. 메모리, 파운드리, 디스플레이 매출이 각각 3,144억, 250억, 530억원 발생할 것으로 추정했다. 2023년 메모리 반도체 업황 둔화에 따른 투자 감소로 매출이 감소했으나 올해는 DRAM 선단공정 전환 투자가 확대될 것으로 예상된다. 디스플레이 또한 올해 8세대 IT OLED 전환투자가 집행되면서 530억 규모 매출이 발생할 것으로 추정했다.

올해 국내 메모리 고객사향으로 1,075억원 규모 매출 발생이 예상된다. 2분기부터 HBM3E 8단 생산이 본격화되며 하반기부터는 HBM3E 12단 양산이 시작될 것으로 예상된다. 이에 따라 하반기로 갈수록 전환투자 규모가 증가할 것으로 예상되어 고객사 내 높은 점유율을 확보하고 있는 주성엔지니어링의 수혜가 기대된다. 중국 메모리 고객사향 매출은 2,069억 원 발생할 것으로 예상된다. 중국 메모리 고객사는 올해 초부터 안후이성과 베이징에 신규 FAB을 가동하기 시작했다. 이에 해당 FAB의 Capa 확장을 위해 올해 지속적인 설비투자를 집행할 것으로 예상된다. 다만 FAB 일정이 소폭 지연되면서 중국향 매출 또한 2분기부터 본격적으로 반영될 것으로 보인다. 디스플레이향으로는 530억원 규모의 매출이 발생할 전망이다. 올해 8세대 IT OLED 투자가 진행되면서 TFT 장비, 인캡슐레이션 장비 출하가 예정되어 있어 전년대비 큰 폭의 매출 성장이 기대된다.

도표 7. 주성엔지니어링 분기별 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	68.7	31.6	86.1	98.3	57.0	104.2	104.6	126.6	284.7	392.4	517.9
Y/Y	-35.7%	-73.4%	-18.2%	-8.0%	-17.0%	229.7%	21.5%	28.8%	-35.0%	37.8%	32.0%
Q/Q	-35.7%	-54.0%	172.5%	14.2%	-42.0%	82.8%	0.4%	21.0%			
메모리	66.1	30.2	33.1	85.4	57.0	62.2	90.6	104.6	214.8	314.4	342.9
파운드리					0.0	7.0	0.0	18.0		25.0	45.0
디스플레이	2.6	1.4	2.7	12.9	0.0	35.0	14.0	4.0	19.6	53.0	40.0
태양광	0.0	0.0	50.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	50.3	0.0	90.0
매출비중											
메모리	96%	96%	38%	87%	100%	60%	87%	83%	75%	80%	66%
파운드리					0%	7%	0%	14%			9%
디스플레이	4%	4%	3%	13%	0%	34%	13%	3%	7%	14%	8%
태양광	0%	0%	58%	0%	0%	0%	0%	0%	18%	0%	17%
매출원가	25.3	13.5	47.7	48.2	21.1	47.9	49.0	56.6	134.7	174.7	221.2
Sales%	36.8%	42.8%	55.4%	49.0%	37.0%	46.0%	46.9%	44.7%	47.3%	44.5%	42.7%
판관비	31.8	26.9	32.2	30.2	29.4	33.3	36.4	31.0	121.2	130.1	145.5
Sales%	46.3%	85.1%	37.4%	30.7%	51.5%	32.0%	34.8%	24.5%	42.6%	33.2%	28.1%
영업이익	11.6	-8.8	6.2	19.9	6.6	22.9	19.2	39.0	28.9	87.6	81.1
OPM	16.9%	-27.8%	7.2%	20.2%	11.5%	22.0%	18.3%	30.8%	10.1%	22.3%	15.7%
Y/Y	-40.9%	-196.0%	-75.3%	-22.8%	-31.8%	-179.0%	154.4%	52.1%	-76.6%	203.4%	-7.5%
Q/Q	-35.7%	-265.2%	-125.9%	180.6%	-43.2%	91.2%	-16.6%	67.7%			

자료: 원익PS, 하나증권

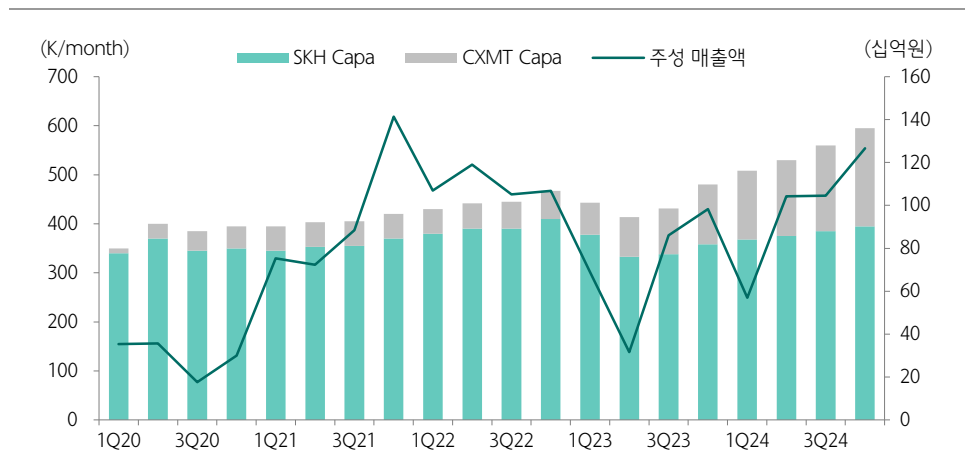
도표 8. SK하이닉스 및 CXMT DRAM Capa 추이

(단위: K/month)

Company	Fab	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F
SK hynix	M14	155	150	145	145	135	125	125	130	138	145	155	165
	M16	30	40	50	60	60	65	70	75	80	80	80	80
	Wuxi	185	190	190	200	180	140	140	150	150	150	150	150
	TTL	380	390	390	410	378	333	338	358	368	375	385	395
CXMT	Phase1	50	50	50	52	60	75	85	100	100	100	100	100
	Phase2									5	15	25	40
	Beijing Fab1		2	5	5	5	6	8	22	30	30	30	30
	Beijing Fab2									5	10	20	30
	TTL	50	52	55	57	65	81	93	122	140	155	175	200

자료: Trendforce, 하나증권

도표 9. 주성엔지니어링 매출 vs DRAM 고객사 Capa 추이



자료: Trendforce, 주성엔지니어링, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	437.9	284.7	392.4	517.9	549.7
매출원가	190.4	134.6	174.7	221.2	224.8
매출총이익	247.5	150.1	217.7	296.7	324.9
판매비	123.7	121.2	130.1	145.5	161.6
영업이익	123.9	28.9	87.6	151.2	163.3
금융손익	(2.7)	(2.3)	1.1	5.2	10.1
중속/관계기업손익	(0.1)	0.3	12.2	12.0	9.1
기타영업외손익	13.9	17.9	0.0	0.0	0.0
세전이익	135.1	44.7	101.0	168.5	182.5
법인세	28.9	10.7	24.2	40.4	43.8
계속사업이익	106.2	34.0	76.7	128.0	138.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	106.2	34.0	76.7	128.0	138.7
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	106.2	34.0	76.7	128.0	138.7
지배주주지분포괄이익	130.0	48.7	76.7	128.0	138.7
NOPAT	97.4	22.0	66.6	114.9	124.1
EBITDA	141.2	48.5	108.0	171.7	183.9
성장성(%)					
매출액증가율	16.06	(34.99)	37.83	31.98	6.14
NOPAT증가율	13.65	(77.41)	202.73	72.52	8.01
EBITDA증가율	19.76	(65.65)	122.68	58.98	7.11
영업이익증가율	20.76	(76.67)	203.11	72.60	8.00
(지배주주)순이익증가율	(27.01)	(67.98)	125.59	66.88	8.36
EPS증가율	(27.06)	(67.95)	125.53	66.92	8.29
수익성(%)					
매출총이익률	56.52	52.72	55.48	57.29	59.10
EBITDA이익률	32.24	17.04	27.52	33.15	33.45
영업이익률	28.29	10.15	22.32	29.19	29.71
계속사업이익률	24.25	11.94	19.55	24.72	25.23

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	2,200	705	1,590	2,654	2,874
BPS	10,199	11,017	12,558	15,163	17,988
CFPS	3,356	1,230	2,492	3,808	3,999
EBITDAPS	2,926	1,004	2,239	3,559	3,811
SPS	9,077	5,902	8,133	10,734	11,392
DPS	193	50	50	50	50
주기지표(배)					
PER	4.82	48.51	20.16	12.08	11.15
PBR	1.04	3.10	2.55	2.11	1.78
PCFR	3.16	27.80	12.86	8.42	8.01
EV/EBITDA	3.06	32.81	13.08	7.25	5.97
PSR	1.17	5.79	3.94	2.99	2.81
재무비율(%)					
ROE	24.86	6.80	13.90	19.64	17.71
ROA	13.74	4.15	8.76	12.10	11.10
ROIC	32.22	6.09	16.49	26.34	27.15
부채비율	71.90	56.44	60.78	63.61	56.30
순부채비율	(16.46)	(11.64)	(26.25)	(45.23)	(55.19)
이자보상배율(배)	35.18	7.85	23.24	39.94	42.97

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	290.3	239.0	370.8	592.5	752.4
금융자산	131.3	110.9	205.8	374.7	521.2
현금성자산	121.0	110.6	205.5	374.3	520.7
매출채권	31.3	17.0	21.9	29.0	30.7
재고자산	99.2	81.3	104.8	138.3	146.7
기타유동자산	28.5	29.8	38.3	50.5	53.8
비유동자산	542.7	566.2	576.3	577.0	577.9
투자자산	5.6	10.6	10.7	10.8	10.8
금융자산	3.6	10.5	10.6	10.6	10.6
유형자산	283.0	289.7	299.6	299.9	300.5
무형자산	6.2	6.5	6.7	6.8	7.1
기타비유동자산	247.9	259.4	259.3	259.5	259.5
자산총계	833.1	805.3	947.2	1,169.5	1,330.2
유동부채	127.3	61.5	77.7	100.7	106.5
금융부채	0.7	0.6	0.8	1.1	1.2
매입채무	12.1	19.0	24.4	32.2	34.2
기타유동부채	114.5	41.9	52.5	67.4	71.1
비유동부채	221.2	229.0	280.4	354.0	372.6
금융부채	50.8	50.3	50.3	50.3	50.3
기타비유동부채	170.4	178.7	230.1	303.7	322.3
부채총계	348.5	290.5	358.0	454.7	479.1
지배주주지분	484.6	514.7	589.1	714.8	851.1
자본금	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1
자본잉여금	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0
자본조정	(7.5)	(16.8)	(16.8)	(16.8)	(16.8)
기타포괄이익누계액	47.7	63.2	63.2	63.2	63.2
이익잉여금	311.3	335.2	409.6	535.2	671.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	484.6	514.7	589.1	714.8	851.1
순금융부채	(79.8)	(59.9)	(154.6)	(323.3)	(469.7)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	101.0	0.9	127.0	191.3	170.1
당기순이익	106.2	34.0	76.7	128.0	138.7
조정	31.8	1.0	20.4	20.5	20.6
감가상각비	17.3	19.5	20.4	20.5	20.6
외환거래손익	3.4	(1.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	11.0	(16.9)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(37.0)	(34.1)	29.9	42.8	10.8
투자활동 현금흐름	(48.4)	(1.2)	(30.6)	(21.2)	(21.5)
투자자산감소(증가)	7.7	6.9	(0.1)	(0.1)	(0.0)
자본증가(감소)	(36.7)	(14.4)	(29.0)	(19.5)	(19.8)
기타	(19.4)	6.3	(1.5)	(1.6)	(1.7)
재무활동 현금흐름	(48.4)	(9.8)	(2.2)	(2.1)	(2.3)
금융부채증가(감소)	(40.5)	(0.5)	0.2	0.3	0.1
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.9)	(9.3)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(2.4)	(2.4)	(2.4)
현금의 증감	1.8	(10.1)	93.3	168.9	146.5
Unlevered CFO	161.9	59.3	120.2	183.7	193.0
Free Cash Flow	64.3	(13.5)	98.0	171.8	150.3