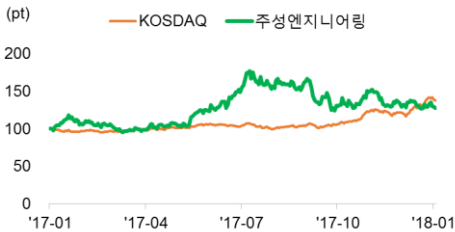


## 대세는 ALD 증착장비

## BUY(Initiate)

목표주가	17,000 원		
현재주가	12,700 원		
목표수익률	33.9 %		
<b>Key Data</b>	<b>2018년 01월 22일</b>		
산업분류	IT H/W		
KOSPI	2,502.11		
시가총액 (억원)	6,128		
발행주식수 (백만주)	48		
외국인 지분율 (%)	7.9		
52 주 고가 (원)	17,650		
저가 (원)	9,530		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	12.9		
주요주주	(%)		
황철주 외 5인	27.8		
Grantham, Mayo, Van Otterloo & Co. LLC (GMO)	3.0		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.58	-27.01	22.12
상대주가	-17.68	-43.44	-12.99

## Relative Performance



## LEADING RESEARCH

## Analyst 서형석

hsseo@leading.co.kr  
+822-2009-7086

## Analyst 정태원

twchung@leading.co.kr  
+822-2009-77087086

## Valuation Forecast

구분	단위	2014	2015	2016	2017F	2018F
매출액	억원	1,420	1,756	2,680	2,784	4,072
영업이익	억원	96	153	377	435	728
세전이익	억원	-197	78	253	469	696
순이익	억원	-211	77	326	442	613
지배순이익	억원	-211	77	326	442	613
PER	배	-	49.34	15.32	14.84	10.04
PBR	배	1.51	3.33	3.38	3.44	2.44
EV/EBITDA	배	14.29	17.31	10.19	12.26	7.37

## 투자의견 및 목표주가 : BUY &amp; 17,000원

동사에 대한 '매수(BUY)' 및 목표주가 17,000 원을 제시하며, 커버리지를 개시. 목표주가 17,000 원은 12M Fwd EPS 1,270 원에 Target PER 13.2 배를 적용. Target Valuation 은 동사의 주요 경쟁사인 Applied Materials 社 의 '18 년 Fwd PER 값.

'18 년 SK 하이닉스 및 LG 디스플레이의 설비투자로 인한 장비공급 증가가 예상. LG 디스플레이 E5 라인이 정상 가동됨에 따른 6 세대 OLED 용 장비공급 레퍼런스를 확보. 이를 기반으로 주요 경쟁사인 Applied Materials 社 가 Sole Vendor 로 공급하고 있는 중국 고객사 內 점유율을 점차 잠식할 가능성이 높다는 판단.

## 실적전망 및 투자포인트

동사의 '18 년 실적은 매출액 4,072 억원(YoY+46.2%), 영업이익 728 억원(YoY+67.5%), 당기순이익 613 억원(YoY+38.6%)을 전망. 이는 SK 하이닉스와 LG 디스플레이의 설비증설 및 ALD 증착 수요 증가에 따른 장비 공급 증가 등에 기인.

- 1) 주요 고객사인 SK 하이닉스 및 LG 디스플레이 內 높은 점유율을 보유하고 있어 고객사 설비투자에 따른 장비공급 증가 전망.
- 2) 반도체 공정 미세화 및 Flexible OLED 시장 성장에 따라 얇고 균일한 증착막을 형성하는 ALD 장비에 강점이 있는 동사의 수혜 전망.
- 3) LG 디스플레이 E5 라인 정상가동에 따른 6 세대 OLED 용 장비공급 레퍼런스를 축적하며 향후 중국 현지 고객사 확대 기대.

**투자포인트 1. 주요 고객사 설비투자에 따른 장비공급 증가 전망**

'18 년 동사의 반도체 및 디스플레이 장비 매출액은 각각 1,446 억원(YoY+35.1%), 2,528 억원(YoY+54.2%)으로 추정된다. SK 하이닉스, LG 디스플레이 등 주요 고객사의 설비투자가 증가함에 따라 동사의 장비공급이 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 동사는 SK하이닉스와 LG 디스플레이 內 높은 점유율을 확보하고 있다.

SK하이닉스는 M15 공장 증설에 2조 2천억원, '25년까지 추가 설비에 13조 3천억원을 투입할 계획이다. M15 공장은 당초 '19년 6월 완공 예정이었으나 '18년 하반기로 앞당겨졌다. 중국 우시공장 DRAM 투자도 '18년 하반기 마무리되며 생산규모가 30~50K 증가 할 것으로 예상된다. 이에 '18년 하반기부터 M15 및 중국 우시공장 向 장비공급이 전망된다.

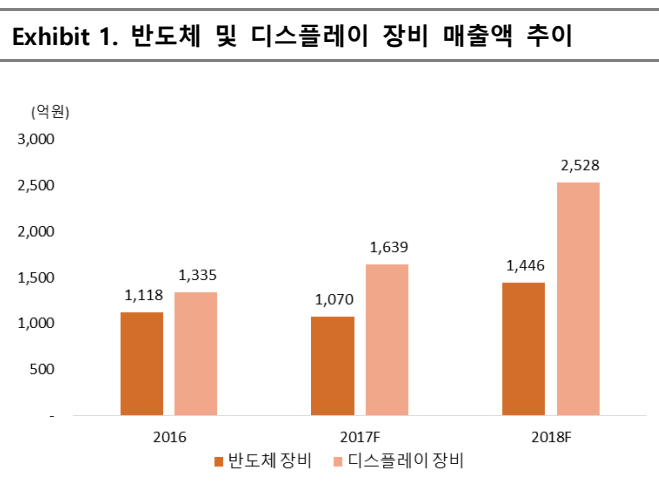
LG 디스플레이는 '20년까지 구미와 파주 OLED 신규 생산라인 구축에 15 조원을 투입할 계획이다. 파주 P10 공장에 10.5 세대 초대형 OLED, 6 세대 POLED 라인을 구축할 예정이다. 광저우 합작법인에서는 8.5 세대 OLED TV 용 패널을 생산하고 규모는 60K 수준으로 예상된다. LG 디스플레이 向 OLED 장비 공급이 증가할 것으로 전망되는 이유이다.

● **높은 점유율로 핵심장비 공급**

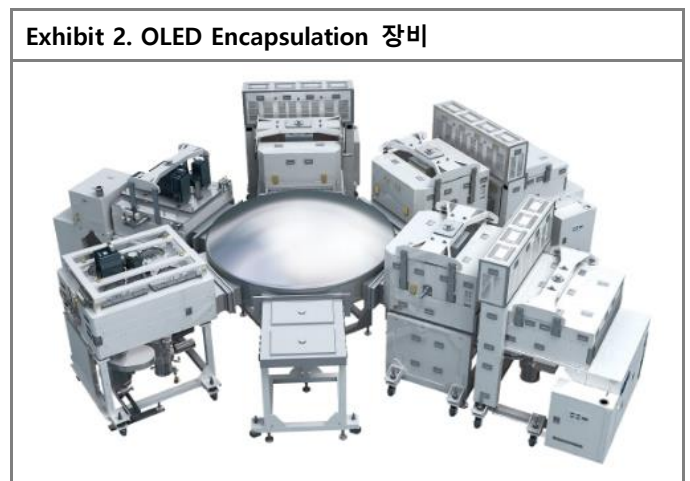
SK 하이닉스에 공급하는 High-K 장비는 독점공급 중이며 TiN 장비 점유율은 약 30% 이다. LG 디스플레이 內 점유율은 TFT(Thin Film Transistor) 증착장비 50%, 대형 디스플레이 Encapsulation 증착장비 100%, 중소형 디스플레이 Encapsulation 증착장비 60% 이다.

TFT(Thin Film Transistor, 박막트랜지스터) 는 OLED 디스플레이의 전기적 신호를 제어하는 일종의 반도체이다. Encapsulation 은 OLED 패널에 사용되는 유기물의 외부 접촉을 차단하기 위한 공정이다. 유기물이 산소 또는 수분에 노출되면 수명이 급격히 단축되기 때문에 필수적인 공정이다.

High-K 는 반도체의 Gate 나 소자를 만들 때 사용하는 물질이다. 반도체 소자가 미세화되면서 절연체의 박막화로 누설전류가 증가하게 되었는데, 이를 해결한 물질이 High-K 이다. High-K 전구체를 활용한 DRAM 증착은 필수 공정이다. 동사는 반도체 및 디스플레이 제조공정에 필수적인 장비를 공급하고 있어 전방시장 성장에 따른 수혜가 전망된다.



Source: Company Data, Leading Research Center



Source: Company Data, Leading Research Center

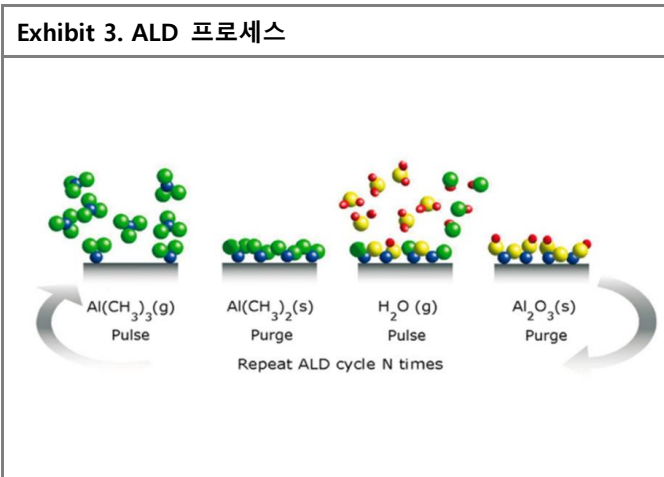
**투자포인트 2. 반도체 공정 미세화 및 Flexible OLED 시장 성장 수혜**

반도체 및 디스플레이 업체들의 ALD 증착장비 수요가 증가할 것으로 전망된다. 기존에는 CVD(Chemical Vapor Deposition) 증착을 주로 사용하였으나 ALD(Atomic Layer Deposition) 증착을 사용하는 경우가 증가하고 있기 때문이다. 동사는 경쟁사 대비 높은 ALD 장비 기술력을 보유하고 있으며 세계 최초로 SK하이닉스에 ALD 장비를 공급하였다.

CVD 는 증착 과정에서 화학반응을 이용한 방법이다. ALD 역시 화학반응을 이용한다는 점은 CVD 와 동일하나 원자 수준의 두께의 얇은 막을 형성하는 방법으로 기술적 난이도가 CVD 보다 높다.

ALD 증착을 사용하면 기판의 모양에 상관없이 얇고 균일한 박막형성이 가능하다. 이는 ALD 의 자기포화반응(Self-Saturated Reaction) 때문이다. 자기포화반응은 원자가 화학적 반응을 통해 기판 표면에 붙을 때 충분한 반응이 완료되면 더 이상 증착이 되지 않는 것을 말한다.

동사는 LSP(Local Space Plasma) 기술을 활용하여 SDP-CVD/ALD 장비를 개발하여 판매 중이다. 기존의 ALD 공정은 700° 이상 고온의 환경이 필요했다. 동사의 SDP-CVD/ALD 장비를 활용하면 400° 이하 저온에서 증착이 가능하다. 고온에서 증착을 하는 경우 발생하는 반도체 손상 문제를 극복함으로써 10nm 반도체공정까지 대응이 가능해졌다.



Source: Company Data, Leading Research Center



Source: FORGE NANO, Leading Research Center

반도체 공정의 미세화 추세에 따라 얇고 균일한 박막을 형성하는 것이 중요해지고 있다. DRAM 의 경우 18nm(1nm 는 10 억분의 1m), 3D NAND 는 72 단을 기준으로 공정 내 ALD 증착 수요가 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. SK하이닉스는 DRAM 공정의 18nm 전환으로 미세화를 진행 중이며 72 단 3D NAND 를 양산 중이다.

Flexible OLED 제조공정에도 ALD 증착 수요가 증가할 것으로 전망된다. Flexible OLED 의 Encapsulation 공정에서는 유기물과 무기물을 증착한 복합막(Multi-layer) 을 통해 Flexible 한 층을 구성하거나 ALD 공정을 통해 박막을 형성해야 한다. 유기물과 무기물을 사용하여 증착하는 방법은 산소나 수분이 기판까지 도달하는 시간을 연장시키는 기술인 반면 ALD 공정은 산소와 수분을 완전히 차단한다. 또한 ALD 공정은 상대적으로 짧은 시간이 소요되는 장점이 있다.

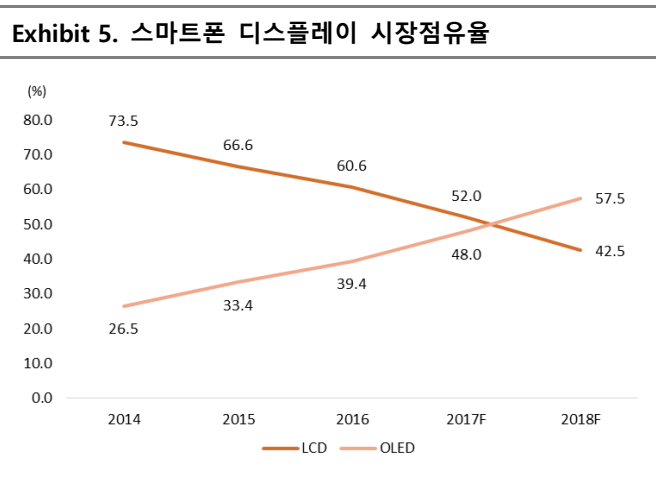
### 투자포인트 3. 중국 현지 고객사 확대 기대

'18년에는 중국 디스플레이 기업에 대한 장비공급 가능성이 높아지고 있다는 판단이다. 동사의 중국 向 장비매출이 없는 이유는 중국 기업들이 주력으로 투자하고 있는 6세대 중소형 OLED 장비 공급 레퍼런스가 부재했기 때문이다.

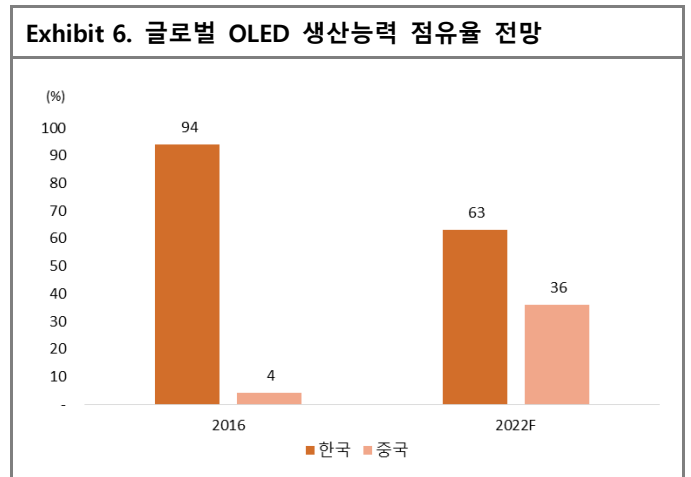
동사는 LG 디스플레이 E5 라인에 증착장비를 공급하여 6세대 중소형 OLED 양산에 따른 레퍼런스 확보가 기대되었다. '17년 상반기 양산 예정이었으나 지연되어 10월부터 E5 라인 양산에 돌입하였다. '17년에는 레퍼런스 부재로 신규 고객사를 확보하지 못하였으나 '18년에는 중국 內 신규 고객사를 확보할 수 있을 것으로 기대된다.

동사의 중소형 OLED 증착장비 경쟁사는 Applied Materials 社가 유일하다. 현재 Applied Materials 社가 중국 고객사들의 Sole Vendor로서 독점공급 중이다. 동사의 중소형 OLED 증착장비 공급 레퍼런스가 축적되면, 디스플레이 업체들의 Vendor 이원화 가능성이 높다는 판단이다.

중국 OLED 시장은 초기단계이다. 그러나 중국 정부의 적극적인 지원 및 중국 스마트폰 업체들의 OLED 패널 채용 증가에 힘입어 고성장 할 것으로 전망된다. 중국 스마트폰용 OLED 패널 출하량은 '16년 3억 5,300만장에서 '20년 7억 100만장으로 성장할 것으로 전망된다. '16년 4%에 불과하던 중국의 글로벌 OLED 생산능력 점유율은 '22년 36%까지 증가할 것으로 전망된다.



Source: IHS, Leading Research Center



Source: DSCC(Display Supply Chain Consultants), Leading Research Center

**Exhibit 7. 중국 정부의 OLED 산업지원 정책**

발표시기 및 부처	정책명칭	주요 내용
2014년 국가발개위	수입기술과 상품 장려목록(2014년)	TFT-LCD, OLED, 3D 디스플레이 등 신형 패널 생산전용설비 디자인 및 제조를 발전독려산업'으로 지정
2014년 국가발개위	2014~2016년 신형 디스플레이산업 혁신발전액션플랜	2016년 원자재, 설비의 규모화 실현, 생산캐파 확대 첨단기술 보유 기업에 대한 세금우대정책, 국내 기업 간 합병, 국내외 기업 간 협력 유도 등을 적극 유도
2016년 국무원	13.5 계획	OLED 산업을 핵심 지원 산업으로 지정 OLED 생산업체에 용자, 세수우대 등 지원을 제공

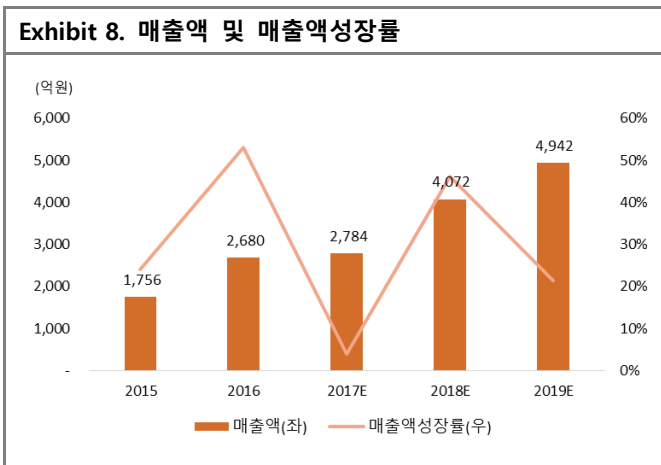
Source: KOTRA, Leading Research Center

실적전망 및 투자의견

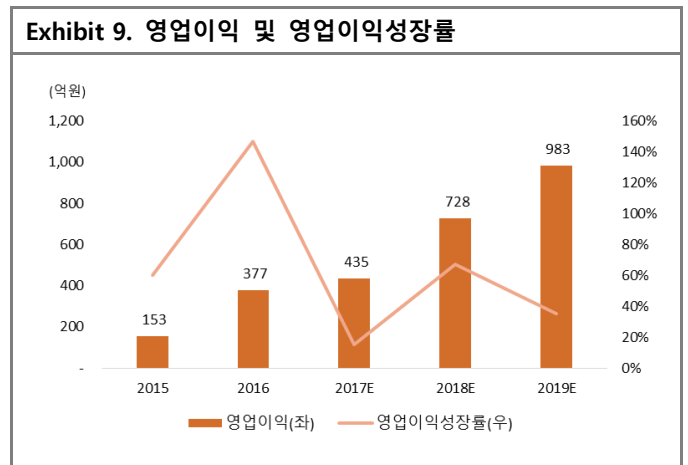
동사의 '18년 실적은 매출액 4,072억원(YoY+46.2%), 영업이익 728억원(YoY+67.5%), 당기순이익 613억원(YoY+38.6%)을 전망한다. 이는 SK 하이닉스와 LG 디스플레이의 설비증설 및 ALD 증착 수요 증가에 따른 장비 공급 증가 등에 기인한다.

동사에 대한 '매수(BUY)' 및 목표주가 17,000 원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가 17,000 원은 12M Fwd EPS 1,270 원에 Target PER 13.2 배를 적용했다. Target Valuation 은 동사의 주요 경쟁사인 Applied Materials 社 의 '18년 Fwd PER 값이다.

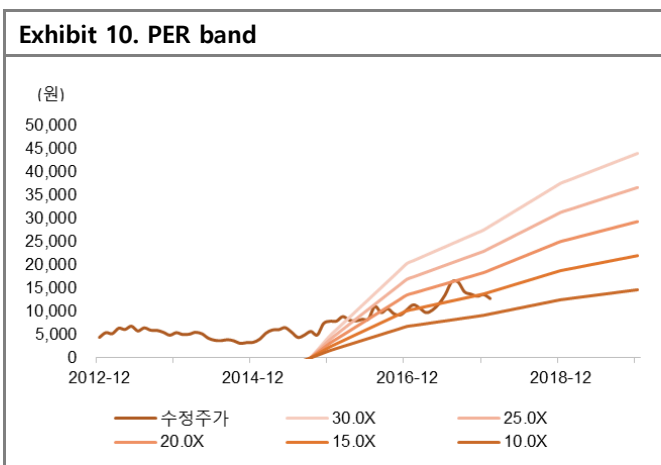
동사는 SK 하이닉스, LG 디스플레이 등 주요 고객사 內 높은 점유율로 증착장비를 공급하고 있다. '18년 SK 하이닉스 및 LG 디스플레이의 설비투자로 인한 장비공급 증가가 예상된다. LG 디스플레이 E5 라인이 정상 가동됨에 따라 6세대 OLED 용 장비공급 레퍼런스를 확보하고 있다. 이를 기반으로 주요 경쟁사인 Applied Materials 社 가 Sole Vendor 로 공급하고 있는 중국 고객사 內 점유율을 잠식할 가능성이 높다는 판단이다.



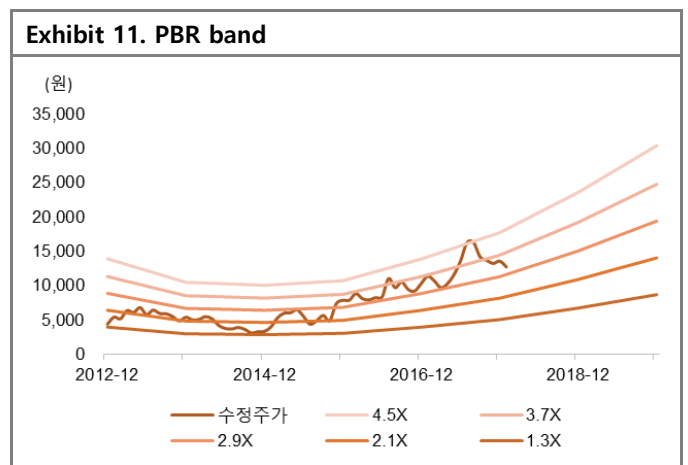
Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

재무상태표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>자산총계</b>	3,077	3,275	3,324	4,119	5,103
유동자산	1,334	1,639	1,550	1,920	2,379
현금및현금성자산	296	315	344	426	528
단기금융자산	16	0	0	0	0
매출채권및기타채권	464	815	645	799	990
재고자산	518	462	492	609	755
비유동자산	1,743	1,637	1,774	2,198	2,724
장기금융자산	188	89	53	65	81
관계기업등투자자산	9	19	31	39	48
유형자산	1,328	1,285	1,304	1,616	2,002
무형자산	147	122	118	146	181
<b>부채총계</b>	1,935	1,798	1,419	1,600	1,767
유동부채	1,447	1,139	973	1,206	1,494
단기차입부채	922	390	396	490	608
기타단기금융부채	0	5	0	0	0
매입채무및기타채무	506	715	548	678	841
비유동부채	488	658	445	394	273
장기차입부채	21	0	0	0	0
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
<b>자본총계*</b>	1,142	1,477	1,906	2,519	3,337
지배주주지분*	1,141	1,477	1,906	2,519	3,337
비지배주주지분	1	0	0	0	0

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 자본총계임

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>매출액</b>	1,756	2,680	2,784	4,072	4,942
매출원가	984	1,581	1,634	2,277	2,718
<b>매출총이익</b>	773	1,099	1,150	1,795	2,224
판매비와관리비	620	723	715	1,067	1,240
<b>영업이익</b>	153	377	435	728	983
EBITDA	257	498	540	843	1,126
비영업손익	-75	-124	34	-32	-29
이자수익	3	4	2	2	2
이자비용	70	24	9	9	9
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	27	8	1	1	1
관계기업등관련손익	0	0	3	0	1
기타비영업손익	-35	-112	37	-26	-23
<b>세전계속사업이익</b>	78	253	469	696	955
법인세비용	1	-73	27	84	138
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익*</b>	77	326	442	613	817
지배주주순이익*	77	326	442	613	817
비지배주주순이익	-0	0	0	0	0
기타포괄손익	-6	10	-14	0	0
<b>총포괄손익</b>	71	336	428	613	818

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익임

현금흐름표

(단위: 억원)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	303	447	81	461	571
당기순이익	77	326	442	613	817
현금유입(유출)이없는수익(비용)	365	273	118	204	285
자산상각비	104	121	105	115	143
영업자산부채변동	-78	-119	-457	-265	-387
매출채권및기타채권감소(증가)	-97	-367	169	-154	-191
재고자산감소(증가)	-26	56	-30	-118	-146
매입채무및기타채무증가(감소)	104	251	-192	131	162
<b>투자활동현금흐름</b>	-54	-45	-76	-475	-588
투자활동현금유입액	20	10	275	0	0
유형자산	8	10	42	0	0
무형자산	8	0	0	0	0
투자활동현금유출액	74	55	350	475	588
유형자산	14	45	151	397	491
무형자산	50	9	13	58	72
<b>재무활동현금흐름</b>	-104	-381	6	95	118
재무활동현금유입액	456	180	246	305	378
단기차입부채	48	0	246	305	377
장기차입부채	0	0	0	0	0
재무활동현금유출액	560	561	240	210	260
단기차입부채	494	414	240	210	260
장기차입부채	60	139	0	0	0
기타현금흐름	0	0	18	1	1
연결범위변동효과	4	-1	0	0	0
환율변동효과	1	-1	1	0	0
<b>현금변동</b>	149	19	29	82	102
기초현금	147	296	315	344	426
<b>기말현금</b>	296	315	344	426	528

투자지표

(단위: 원,배,%)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
<b>주당지표 및 추가배수</b>					
EPS*	160	676	916	1,270	1,694
BPS*	2,365	3,062	3,950	5,221	6,916
CFPS	627	927	167	956	1,184
SPS	3,640	5,555	5,770	8,439	10,243
EBITDAPS	533	1,031	1,118	1,748	2,334
DPS (보통,현금)	0	0	0	0	0
배당수익률 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향 (보통,현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PER*	49.3	15.3	14.8	10.0	7.5
PBR*	3.3	3.4	3.4	2.4	1.8
PCFR	12.6	11.2	81.2	13.3	10.8
PSR	2.2	1.9	2.4	1.5	1.2
EV/EBITDA	17.3	10.2	12.3	7.4	5.5
<b>재무비율</b>					
매출액증가율	23.7	52.6	3.9	46.2	21.4
영업이익증가율	59.5	146.7	15.4	67.5	35.1
지배주주순이익증가율*	흑전	323.3	35.6	38.6	33.4
매출총이익률	44.0	41.0	41.3	44.1	45.0
영업이익률	8.7	14.1	15.6	17.9	19.9
EBITDA이익률	14.6	18.6	19.4	20.7	22.8
지배주주순이익률*	4.4	12.2	15.9	15.0	16.5
ROA	5.0	11.9	13.2	19.6	21.3
ROE	7.0	24.9	26.1	27.7	27.9
ROIC	8.2	32.2	23.7	27.5	27.4
부채비율	169.4	121.7	74.4	63.5	52.9
차입금비율	82.5	26.4	20.8	19.5	18.2
순차입금비율	56.7	5.1	2.7	2.5	2.4

(주1) 회계실체가 별도인 경우, \* 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

Source: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

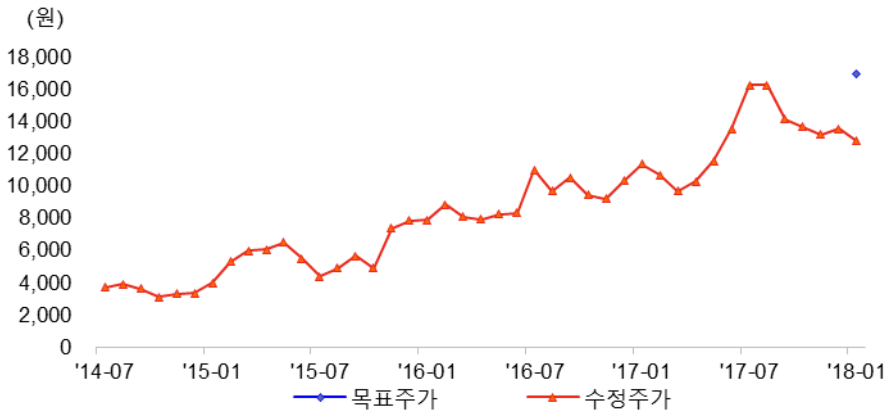
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

주성엔지니어링(036930)	
일자	2018-01-23
투자의견	BUY(신규)
목표주가	17,000 원
과리율(%)	
평균주가대비	-
최고(최저)주가대비	-

\* 과리율 산정: 목표주가 대상시점은 1 년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2017.12.31)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%