

주성엔지니어링
(036930)

김경민, CFA
dairekm.kim@daishin.com

이수빈
subin.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

12,000

하향

현재주가

10,250

(18.04.30)

반도체업종

비 온 뒤에 땅이 굳어질 것

투자의견 매수 유지. 6개월 목표주가 13,000원에서 12,000원으로 7.6% 하향 조정

- 투자의견을 매수로 유지하는 이유는 전년 대비 디스플레이(중소형 OLED)장비 수주 기대감이 둔화되었으나 중국향 반도체 장비 수주 기대감이 새롭게 부각되고 있기 때문
- 목표주가를 소폭 하향 조정하는 이유는 1분기 매출과 영업이익이 당사 추정치에 부합했지만 2분기 실적이 1분기 보다 둔화될 것을 감안했기 때문

2018년 1분기 매출 702억원 달성. 당사 예상(720억원)부합

- 제품별 매출비중은 반도체 장비 68%, 디스플레이 장비 31%, 기타 1%로 추정. 지역별 매출비중은 국내 91%, 중화권(대만, 중국) 8%, 기타 1%로 추정

2018년 1분기 영업이익 127억원 달성. 당사 예상(120억원)부합

- 마진이 양호한 반도체 장비 매출 비중이 높아 영업이익률 18%를 무난하게 달성

타사와 달리 진행기준으로 매출 인식. 분기 실적 변동성 제한적

- 일부 장비 공급사가 2018년부터 매출 인식 방법을 '진행 기준'에서 '인도(Shipping-base) 기준' 또는 '인도(Installed-base) 기준'으로 변경하고 있지만 주성엔지니어링은 진행 기준의 매출인식 방법을 그대로 유지. 따라서 분기 실적 변동성은 제한적일 것으로 판단

2분기가 연내 가장 비수기, 매출 590억원, 영업이익 94억원 전망

- 반도체 장비 매출이 1분기와 하반기에 집중되어 2분기 매출은 대부분 디스플레이 장비에서 발생할 것으로 추정. 파주향 Oxide Layer 증착장비, 광주우향 Oxide Layer 증착장비의 매출 발생 가시성 높음.

중국향 반도체 장비 공급 기대감 점진적 증가. 레퍼런스 만들기 위해 부단히 노력 중

- 연말 이후 주가 하락 원인은 4분기 인센티브 비용 반영과 디스플레이(중소형 OLED)수요 불확실성. 2분기 이후 동사의 실적과 증가는 반도체 장비가 견인할 것으로 판단

(단위: 십억원, %)

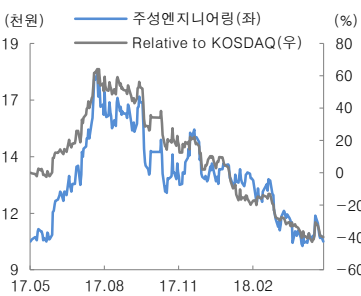
구분	1Q17	4Q17	1Q18				2Q18			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	76	58	72	70	-7.8	20.4	75	59	-22.8	-15.9
영업이익	13	7	12	13	0.7	71.6	13	9	-27.9	-26.2

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	268	273	287	414	414
영업이익	38	42	47	69	69
세전순이익	25	44	49	71	71
총당기순이익	33	42	46	57	64
지배지분순이익	33	42	46	57	64
EPS	676	871	957	1,178	1,319
PER	15.3	15.6	10.7	8.7	7.8
BPS	3,062	3,905	4,761	5,839	7,036
PBR	3.4	3.5	2.2	1.8	1.5
ROE	24.9	25.0	22.1	22.2	20.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 주성엔지니어링, 대신증권 Research&Strategy본부

KOSDAQ	875.95
시가총액	495십억원
시가총액비중	0.17%
자본금(보통주)	24십억원
52주 최고/최저	17,650원 / 10,050원
120일 평균거래대금	90억원
외국인지분율	7.91%
주요주주	황철주 외 4인 27.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.7	-21.5	-21.2	-0.5
상대수익률	-5.2	-17.4	-37.9	-28.6



실적 추정(변경 이후)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F
매출	76.1	76.4	61.9	58.3	70.2	59.0	77.0	80.5	268.0	272.7	286.7	414.2
매출원가	45.4	43.3	37.0	31.7	39.5	33.7	44.0	46.0	158.1	157.4	163.2	235.8
판매관리비	18.1	20.1	16.1	19.2	18.0	15.9	20.8	21.7	72.3	73.6	76.4	109.9
영업이익	12.6	13.0	8.7	7.4	12.7	9.4	12.2	12.8	37.7	41.7	47.0	68.5

단위: 십억원, % / 자료: 주성엔지니어링, 대신증권 Research&Strategy본부

실적 추정(변경 이전)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017F	2018F	2019F
매출	76.1	76.4	61.9	58.3	72.0	75.0	71.0	82.7	268.0	272.7	300.7	400.2
매출원가	45.4	43.3	37.0	31.7	40.5	42.9	40.6	47.3	158.1	157.4	171.2	227.9
판매관리비	18.1	20.1	16.1	19.2	19.4	20.2	19.2	22.3	72.3	73.6	81.1	107.5
영업이익	12.6	13.0	8.7	7.4	12.0	11.9	11.3	13.1	37.7	41.7	48.3	64.9

단위: 십억원, % / 자료: 주성엔지니어링, 대신증권 Research&Strategy본부

주당 내재가치

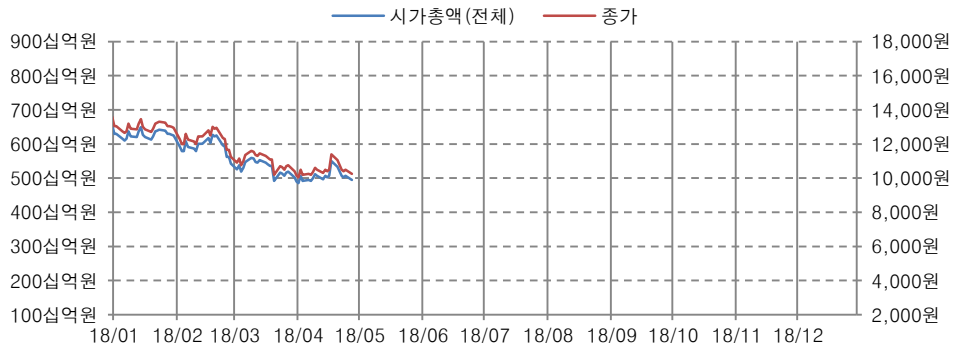
RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원, %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	46	57	64	71	80	89	100	112	126	141
<ul style="list-style-type: none"> ● 2019년까지 순이익의 증가 원인은 LG디스플레이의 OLED 시설투자 효과 ● 2020년 이후 LG디스플레이의 OLED 시설투자 효과는 제한적이라고 가정 										
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	230	282	339	405	479	562	656	763	882	1,017
추정ROE	22.1	22.2	20.5	17.6	16.7	15.9	15.3	14.7	14.2	13.8
III 필요수익률 ^(주3)	7.3									
무위험이자율 ^(주4)	2.4									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	1.23									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	14.8	14.9	13.2	10.3	9.4	8.6	7.9	7.4	6.9	6.5
V 필요수익	14	17	21	25	30	35	41	48	56	65
VI 잔여이익(I-V)	32	40	43	46	50	54	59	64	70	76
현가계수	0.95	0.89	0.83	0.77	0.72	0.67	0.62	0.58	0.54	0.50
잔여이익의 현가	31	36	36	36	36	36	37	37	38	38
VII 잔여이익의 합계	360									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	523									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	188									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,072									
총주식수(천주)	46,602									
XI 적정주당가치(원)	23,000									
현재가치(원)	10,250									
Potential (%)	124.4%									

주: RIM (Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간 (10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익 (R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가. 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영. 필요수익률은 자기자본비용 (Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM (Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄. 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영. 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이, 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영. 영구성장률 (g)은 추정기간 (10년) 이후 0%로 반영

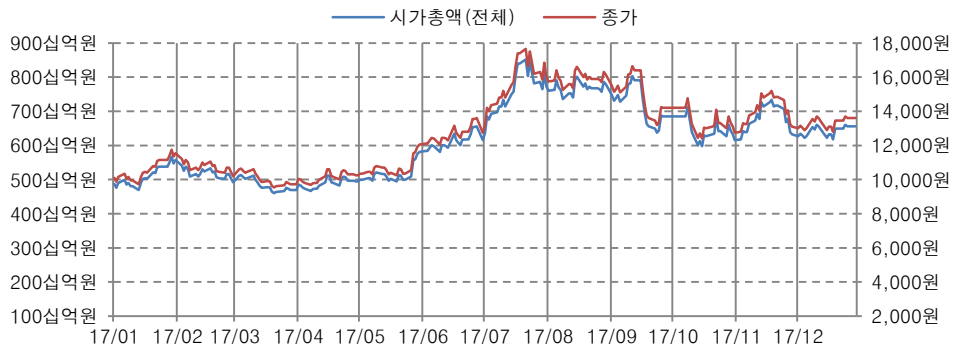
2018년 시총 및 주가와 주요 이슈



2018년 1월	월초까지 코스닥 바이오주가 투자자 관심을 끌었으나 중순 이후 IT주 중소형주 주가 반등
2월	2017년 4분기 실적 공시, 인센티브 비용이 4분기에 일회성으로 반영되어 영업이익은 컨센서스 대비 소폭 하회
3월	감사보고서 제출 및 정기주총 마무리. 2017년 연결실적은 매출 2,727억원, 영업이익 417억원, 당기순이익 420억원 기록
4월	애플의 마이크로 LED 채택 가시성 높아지고 하반기 OLED 스마트폰 출하량에 대한 기대감이 축소되며 OLED 장비 공급사 주가 동반 하락
5월	1Q18 매출과 영업이익, 낮아진 예상치에 부합

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

2017년 시총 및 주가와 주요 이슈



2017년 1월	주요 고객사인 LG디스플레이, 이익 개선에 힘입어 시설투자 여력 확대
2월	LG디스플레이의 10세대 OLED 시설투자 및 E5 양산 가능성에 대한 우려 확대
3월	주성엔지니어링을 비롯해 반도체 장비 공급사 주가 전반적 조정 지속
4월	다른 장비 공급사의 상고하자 실적 흐름과 달리 주성엔지니어링은 2017년 분기별 실적 흐름 안정적 전망
5월	LG디스플레이의 P10 시설투자 뉴스로 관련주 주가 상승
6월	SK하이닉스에 3D-NAND용 증착장비 첫 공급
7월	LG디스플레이 시설투자 의사결정에 대한 기대감 확산
8월	7월말부터 8월초까지 IT 대형주 실적발표 이후 장비주 포함, 중소형주 주가 조정
9월	9월 19일, 산업부 장관의 Reshoring(한국 내 생산라인 시설투자) 강조 이후 주가 급락
10월	주가 조정 후 저가 매수세 유입, 3Q17 영업이익, 보수적이었던 당사 추정치 상회, 컨센서스 하회
11월	11월 20일, SK하이닉스 DRAM 반도체 제조장비 수주(210억원) 공시
12월	12월 26일, LG디스플레이 5조원 중국투자에 대해 한국 정부 '조건부 승인'

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

Appendix. 기업 소개 및 2016년 성과

주성엔지니어링, 반도체 및 디스플레이 증착장비 공급사

주성엔지니어링은 반도체 및 디스플레이 공정의 핵심장비에 해당되는 증착장비를 공급하는 기업임. 반도체 증착장비 및 디스플레이 증착장비 매출 비중은 2016년 기준으로 각각 42%, 50%임. 주성엔지니어링이 공급하는 증착장비는 플라즈마(Plasma) 또는 열에너지를 근거로 작동하는 증착장비임. 화학 기상 증착장비(CVD: Chemical Vapor Deposition) 및 원자층 증착장비(ALD: Atomic Layer Deposition) 등이 이에 해당됨

2016년, 장비 수주 꾸준하며 실적 턴어라운드, 태양광 관련 손실 전액 반영

2016년, 주성엔지니어링 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 53%, 146% 증가한 2,680억원, 377억원을 기록했음. 당기순이익도 전년 대비 323% 개선된 326억원을 기록했음. DRAM 반도체 공정용 증착장비 수주가 꾸준히 이루어졌고, OLED 봉지층 증착장비 수주가 국내, 대만, 중국향으로 발생했음. 태양광 관련 손실(영업원가에 해당되는 대손상각, 영업외손실에 해당되는 매도가능증권 손상차손)은 2016년 4분기까지 전액 반영됨. 따라서, 2017년에는 매출이 전년과 동일하다 하더라도, 100억원 이상 규모의 이익 개선이 예상됨

2016년, 괄목할만한 성과 1. 중국향 장비 공급

2016년 12월, 주성엔지니어링은 중국향 디스플레이 제조장비 공급 계약을 공시했음. 계약금액은 180억원, 계약 상대방은 중국 중소형 디스플레이 기업 GoVisionox였음. 장비종류는 OLED 봉지층 증착장비로 추정됨. 기존 국내 고객사향 6세대 및 8세대 OLED 생산라인에서 동사의 장비가 높은 신뢰성을 확보했기 때문임. 2017년에도 중국향 장비 수주가 이어질 것으로 전망됨. GoVisionox가 2016년 5.5세대 시설투자를 집행하고, 2017년 6세대 시설투자를 전개할 가능성이 높기 때문임. 향후 중국향 봉지장비 공급 실적은 꾸준히 증가할 것으로 전망됨. 동사가 경쟁사(미국 Applied Materials) 대비 가격 경쟁력 및 서비스 경쟁력 부문에서 우위를 점하고 있기 때문임

2016년, 괄목할만한 성과 2. TFT 형성용 증착장비 국산화

주성엔지니어링은 반도체 증착장비 기술을 응용하여 OLED 디스플레이 봉지층 증착장비를 공급했고, 2016년에는 한 걸음 더 나아가 OLED 디스플레이 구조의 미세 전기 스위치(TFT: Thin Film Transistor)용 증착장비를 국산화했음. TFT는 OLED 디스플레이 화면을 구성하는 화소(畫素, 픽셀, Pixel)를 개별적으로 조절하는 스위치임. OLED 디스플레이용 TFT를 형성하는 증착장비는 그 동안 미국, 일본 장비업체가 독점 공급했음. 국산화가 어려운 분야였기 때문임. 그러나 주성엔지니어링은 Oxide(산화물) TFT 및 LTPS(저온 폴리실리콘: Low Temperature Poly-Silicon) TFT 공정에 적용되는 증착장비를 개발했음

Appendix. 과거 실적 리뷰

[2016.05.04] 1Q16 매출은 당사 추정치 상회, 영업이익은 당사 추정치 하회

1Q16 매출은 534억원을 기록하며 당사 추정치를 상회했음. 국내 반도체 고객사향 증착 장비 수주가 예상을 상회했기 때문임. 전체 매출 중 반도체 장비 기여도는 70% 이상으로 추정됨. 시장에서 기대를 모으던 OLED 디스플레이 봉지층 증착장비 수주는 1분기 이후로 지연됨. 한편 영업이익은 80억원을 기록하며 당사 추정치와 컨센서스를 하회했음. 연구개발비가 평소 대비 10억원 정도 추가적으로 발생했고, 중국향 태양광 장비의 대손상각비용이 판매관리비에 반영되었기 때문임

[2016.08.05] 2Q16 매출과 영업이익, 당사 추정치 상회

2Q16 매출과 영업이익은 각각 696억원, 93억원을 기록하며 당사 예상을 상회했음. OLED 디스플레이 장비 수주가 견조했음. 당사는 주력 장비인 봉지층 증착장비를 국내 고객사 및 대만 고객사향으로 공급했음. 아울러 TFT를 형성하는 증착장비를 국내 고객사향으로 공급했음

[2016.11.04] 3Q16 매출과 영업이익, 당사 추정치 부합

3Q16 매출과 영업이익은 각각 629억원, 83억원을 기록하며 당사 추정치에 부합했음. 전분기 대비 각각 -9.7%, -10.4%를 기록했지만 전년 동기 대비 개선되는 흐름을 나타냈다. 매출에 가장 크게 기여했던 장비는 국내 고객사향 디스플레이 장비임. 중화권(대만향) 디스플레이 장비도 3분기 매출에 일부 기여한 것으로 추정됨

4Q16 매출과 영업이익, 연내 최고 수준 기록

4Q16 매출과 영업이익은 각각 811억원, 121억원으로 2016년 분기 실적 중 최고 수준을 기록했음. 매출에 크게 기여한 제품은 광저우향 LCD 증착장비로 추정됨. 아울러 SK하이닉스향 DRAM용 증착장비와 LG전자향 태양광 장비도 매출에 기여했음

[2017.04.28] 1Q17 매출과 영업이익, 컨센서스 소폭 상회, 당사 추정치 부합

1Q17 매출은 761억원(+40% YoY, -6% QoQ). 영업이익은 126억원(+58% YoY, +4% QoQ) 기록했음. 이번 실적은 컨센서스 대비 소폭 상회한 수준이며, 당사 추정치에 대체적으로 부합한 것으로 판단됨. 매출은 전년 동기 대비 크게 증가했음. 이천 DRAM 반도체 장비, 광저우 LCD 장비, 구미 OLED 디스플레이 장비 수주가 매출로 계상되었기 때문임. 영업이익은 매출보다 빠르게 호전됨. 태양광 장비 대손상각 반영 완료된 이후 추가 손실이 없고, DRAM 20나노미터 미만 미세공정 증착장비의 실적 기여 때문임. 순이익은 140억원을 기록하며 영업이익 126억원보다 높은 수준을 달성했음. 영업외수익에서 일회성 매도가능증권처분이익 20억원이 발생한 것으로 추정됨

[2017.07.14] 목표주가 상향 조정

투자의견 매수 유지. 목표주가 15,000원에서 18,000원으로 20% 상향 조정

- 목표주가 18,000원으로 종전 대비 20% 상향 조정. 2018년 EPS를 7.6% 상향 조정했고, 목표 P/E를 15배에서 16배로 상향 조정했기 때문
- 장기적 실적을 근거로 산정한 잔여이익모델(Residual Income Model) 기준 주당 내재 가치 22,000원 제시

2Q17 실적은 컨센서스 대비 소폭 하회 예상. OLED 증착장비 매출 이연 때문

- 2Q17 매출과 영업이익은 컨센서스(794억원, 137억원) 및 당사 기존 추정(790억원, 131억원)을 소폭 하회한 745억원, 127억원 예상. 파주에 공급되는 6세대 OLED 디스플레이용 증착장비 매출이 1개월 이연되어 3분기에 대부분 시현될 것으로 추정되기 때문. 우려할 필요는 없다고 판단. 주요 고객사가 조만간 OLED 디스플레이 시설투자 계획을 구체화하고 규모를 확대할 가능성이 더욱 높기 때문
- 2Q17부터 3D-NAND 반도체용 증착장비 매출이 시작된 것으로 추정. 연간 기준 매출 기여도는 10% 미만으로 미미하지만 창사 이래 3D-NAND 분야에서 첫 발자국을 남겼다는 점에서 유의미하다고 판단
- 2Q17 영업이익률 17.0%로 1Q17 16.6% 대비 개선될 것으로 전망됨. 디스플레이 부문에서 OLED 장비 매출 비중이 확대되어 마진 개선에 기여하고, 1Q17 시기에 발생했던 임직원 인센티브 비용이 2Q17에 발생하지 않을 것으로 추정되기 때문

2017년 실적 추정, 거의 변화 없지만 2018년 EPS, 7.6% 상향 조정

- 2Q17 장비 매출이 일부 3Q17로 이연된다는 점을 고려하여 2017년 연간 실적 추정은 제한적으로 조정하지만 2018년 EPS를 종전 대비 7.6% 상향 조정함. 주요 고객사가 OLED 시설투자를 확대하려는 의지가 확고하기 때문. 당사 추정에 의하면 향후 2년간에 걸쳐 광저우 지역의 TV용 OLED 생산라인과 국내의 모바일용 OLED 생산라인 시설투자 가능성이 높은 것으로 판단됨

[2017.08.08] 2Q17 실적 리뷰: 매출과 영업이익, 당사 추정 부합

투자의견 매수 유지. 6개월 목표주가 18,000원 유지

- 동사의 법인세율을 보수적으로(15%에서 22%로) 반영하여 2018년 및 19년 EPS를 각각 -6.7%, -6.7% 조정했지만 투자의견과 6개월 목표주가를 종전대로 유지. 잔여이익모델 기준 주당 내재가치 20,000원 제시

2Q17 매출과 영업이익, 당사 추정치 부합. 당기순이익은 당사 추정치 상회

- 2Q17 매출과 영업이익은 각각 764억원(+0.4% QoQ, +9.8% YoY), 130억원(+3.0% QoQ, +39.4% YoY)으로 당사 추정치(매출 745억원, 영업이익 127억원)에 대체로 부합. OLED 디스플레이 장비 및 3D-NAND 반도체 장비 등 전 부문에서 고객사로부터 수주가 이어짐. 당기순이익은 134억원(-3.6% QoQ, +98.8% YoY)으로 당사 추정치 상회. 외환관련이익 및 소규모의 지분법이익 영향 때문인 것으로 추정

3Q17 매출과 영업이익, 825억원(+8.0% QoQ), 135억원(+4.2% QoQ) 전망

- 3Q17 매출과 영업이익은 전분기 대비 증가세가 지속될 것으로 추정됨. 장비 공급사 특성상 비수기와 성수기 구분은 없지만 OLED 디스플레이 장비 및 3D-NAND 반도체 장비 수주가 계속될 것으로 전망되기 때문. 동사는 8월 7일, 디스플레이 장비 303억원 수주계약을 발표. 3Q17 시기에 시장의 기대치에 부합하는 외형 및 이익 성장을 달성할 것으로 예상

법인세율 전망치 15%에서 22%로 보수적 반영하지만 우려할 필요 없음

- 세법개정안 내용을 반영하여 법인세율 전망치를 15%에서 22%로 변경하고, 2018~19년 EPS를 각각 -6.7%, -6.7% 조정하지만 우려할 필요가 없다고 판단됨. 매출액 대비 경상연구개발비 비중이 최근 2년간 15% 내외로 높아 세액공제를 추가적으로 받으면 법인세율이 22%보다 낮아질 수 있고, 법인세 증가에 따른 EPS 감소를 상쇄할 수 있을 정도로 EPS가 빠르게 상향 조정될 수 있기 때문. 주요 고객사가 2018~19년에 파주/광저우 및 청주/우시 지역에 증설 및 장비 입고를 전개하여, 주성엔지니어링의 외형 및 이익 성장이 시장 예상보다 빨라질 가능성이 높음

[2017.10.16] 3Q17 반도체/중소형주 실적 프리뷰

주성엔지니어링 투자의견 매수 유지. 6개월 목표주가 18,000원 유지

- 당사 커버리지 7개 기업 중 테라세미콘 목표주가 16% 하향 조정. 삼성디스플레이의 시설투자 규모 축소 가능성 고려. 주성엔지니어링 목표주가 종전대로 유지

반도체/디스플레이 중소형주 3Q17 실적 추정치 하향. 컨센서스 하회 전망

- 7개 중 6개 기업의 3Q 실적 추정치 하향 조정. 실적 부진의 주된 요인은 추석 연휴로 영업일 축소와 제품 믹스가 불리하다는 점. 주성엔지니어링 3Q17 매출과 영업이익은 직전 추정(825억원, 135억원)을 하회할 것으로 전망. 각각 620억원, 70억원으로 하향 조정

[2017.10.30] 3Q17 실적 리뷰: 동굴의 절반을 지나는 중

주성엔지니어링 투자의견 매수 유지. 6개월 목표주가 18,000원 유지

- 6개월 목표주가를 종전대로 유지. 18,000원은 2018년 P/E 21배 해당
- 잔여이익모델(RIM) 기준 장기적 관점의 주당 내재가치 21,000원 제시

3Q17 영업이익, 보수적이었던 당사 추정치 상회. 컨센서스 하회

- 3분기 영업이익은 87억원을 기록, 컨센서스(112억원)보다 낮았으나 컨센서스 대비 보수적이었던 당사 추정치(70억원) 대비 높았음. 당사 추정치가 보수적이었던 이유는 3분기에 상대적으로 마진이 상대적으로 낮은 디스플레이 장비 출하비중이 70% 이상일 것으로 추정되어 영업이익률이 전분기 대비 하락할 것으로 가정했기 때문. 3분기 영업이익률은 14.1% 기록하며 2분기 17.0% 대비 하락했지만 당사 우려만큼 부진하지 않았던 것으로 판단됨. 3분기 매출은 대면적 및 중소형 OLED 증착장비와 DRAM 반도체 증착 장비에서 발생한 것으로 추정. 태양광 장비 및 NAND 반도체 장비 수주는 미미했던 것으로 추정

4Q17 영업이익, 전분기와 유사하거나 소폭 증익 가능할 전망

- 4분기 영업이익은 3분기 87억원 대비 소폭 증가한 89억원으로 전망. 대면적 및 중소형 OLED 증착장비 수주가 3분기에 이어 4분기에도 매출 시현에 기여할 것으로 예상. 이에 따라 4분기 매출은 전분기 대비 소폭 증가한 629억원으로 추정. 4분기 실적이 3분기 대비 소폭 개선되는 이유는 마진이 상대적으로 높은 반도체 장비 출하비중이 늘어나기 때문

약재(법인세 증가, OLED 시설투자 지연) 반영 마무리되어 추가 점진적 회복 예상

- 8월 2일 세법개정안 발표내용과 9월 중순 산업부 장관의 국내 시설투자 권고 등이 최근 3개월간 주성엔지니어링 주가의 상승을 저해하는 요인이었다고 판단됨. 약재가 반영되는 동안 하반기 실적 컨센서스가 현실화되어 낮아졌고, 하향 조정된 추정치 기준으로 4분기 실적이 3분기와 유사하거나 소폭 상승할 것으로 전망되어, 동사 주가는 점진적으로 상승하는 국면에 진입할 것으로 예상

[2017.11.20] Issue & News: 반도체 장비 수주로 악재여 이만 안녕!

투자여견 매수 유지. 6개월 목표주가 18,000원에서 20,000원으로 상향 조정

- 6개월 목표주가 20,000원은 2018년 P/E 22배, 목표시총 9,650억원, 업사이드 34%
- 잔여이익모델(RIM) 기준 장기적 관점의 주당 내재가치 23,000원 제시

목표주가 상향 조정. LG디스플레이 시설투자 불확실성 완화. SK하이닉로부터 대규모 수주

- 2017년 9월 중순부터 주성엔지니어링 주가의 발목을 잡던 LG디스플레이 광저우 시설투자에 대한 한국정부의 승인 불확실성이 연말을 앞두고 완화되었고, 대규모 반도체 장비 수주 공시 발표를 통해 SK하이닉스향 매출이 2018년에도 견조할 것이라는 점을 재확인

SK하이닉스향 수주는 최근 3년간 동사의 반도체 제조장비 수주 공시 중 최대 금액. 210억원

- 수주 금액 210억원은 2015년부터 현재까지 3년간 발표된 반도체 제조장비 수주 공시 중 최대 금액(176억원)을 상회하는 최고 수준

SK하이닉스향 수주는 상반기에 집중. 이번 수주는 비수기에 발생했다는 점에서 호재

- 과거 3년간, 하반기에는 100억원 이상 수준의 대규모 반도체 장비 수주 공시가 없었음. SK하이닉스의 DRAM 시설투자 집행이 상반기에 집중되었기 때문. 이번에 주성엔지니어링이 수주한 장비는 SK하이닉스에 전통적으로 공급하던 DRAM 미세화 공정용 증착장비로 추정. 전 세계적으로 DRAM 미세화 속도가 느려졌지만 SK하이닉스는 2017년에 25% 수준의 DRAM 빗그로스를 달성하고 2018년에도 20%대 빗그로스 달성 전망

실적 서프라이즈 기대하기 이르지만 이번 수주는 주가에 긍정적. 악재는 이만 안녕!

- 반도체 제조장비 수주로 4Q17 주성엔지니어링의 실적 서프라이즈 가능성을 기대해 볼 수 있으나 종전 실적 추정치 유지. LG디스플레이의 광저우 시설투자가 몇 개월 지연된다는 점을 고려해 2017년에 기대되던 LG디스플레이향 장비 매출이 2018년으로 이연될 수 있음을 감안했고, 2018년 회계기준 변경 시 장비 매출 인식방법이 '진행기준'에서 '인도기준'으로 바뀌게 되면 그에 따라 추정치 조정이 추가적으로 필요하기 때문. 이번 대규모 수주만으로 실적 상향 조정이 어렵지만 오늘의 공시는 주성엔지니어링의 주가 흐름에 긍정적이라고 평가. 투자심리 관점에서 주성엔지니어링이 악재의 동굴에서 탈출하는데 기여하기 때문

[2018.03.26] Earnings Revision: OLED 기대감 낮추고 반도체 소재로 압축

OLED 관련주의 목표주가를 하향 조정. 2018년 하반기 아이폰향 모바일 기대감 둔화 반영

- 당사가 커버하는 OLED 종목 중 실리콘웍스(57,000원에서 50,000원으로 하향), 주성엔지니어링(17,000원에서 15,000원으로 하향), 테라세미콘(33,000원에서 30,000원으로 하향)의 목표주가를 조정함. 각 사의 OLED 관련 실적 추정 유지. 연초부터 보수적 추정치로 반영했기 때문. 각 사의 투자의견도 매수로 유지. 실리콘웍스의 경우, TV용 OLED 실적이 예상을 상회할 것으로 전망되고, 주성엔지니어링의 경우, SK하이닉스향 반도체용 장비 공급 실적이 예상을 상회할 가능성이 있고, 테라세미콘의 경우, 반도체용 장비 공급 실적이 예상을 상회할 가능성이 있기 때문. 아울러 3사 모두 고객사 내에서 50% 이상의 점유율을 유지하고 있으며 이와 같은 위상이 중장기적으로 훼손되지 않을 것으로 전망. 상기 3사 외에 테스(50,000원에서 47,000원으로 하향)와 원익머트리얼즈(86,000원에서 80,000원으로 하향)의 목표주기도 조정. 테스와 원익머트리얼즈는 OLED향 매출 비중을 점진적으로 늘리고 있었는데, 단기적으로 OLED향 매출은 추정치대로 달성 가능할 것으로 전망되지만 중장기적으로 OLED향 매출이 늘어날 모멘텀이 약화되었기 때문

디스플레이(OLED) 매출 비중 높은 SK머트리얼즈는 조정 없음. 반도체용 대체 매출 가
늘

- SK머트리얼즈의 목표주가는 종전대로 20만원 유지, 주요 고객사 중에서 2위 및 3위 고객이 디스플레이(OLED) 제조사인 것으로 추정되는데, OLED용 특수가스(삼불화질소)와 반도체용 특수가스가 순도 차이 없이 동일한 제품이고 해외 반도체 고객사향으로 특수가스 수주를 추가적으로 확보해 이를 통해 OLED 수요처를 대체할 수 있을 것으로 판단. 반도체 산업용 시장에서의 공급 부족에 힘입어 삼불화질소 가격은 2분기부터 상승할 것으로 예상되어 긍정적. 다만 중국에서의 환경 규제로 삼불화질소의 원재료 가격도 동시에 상승하고 있어 마진이 현재 추정치 대비 개선되기 어려움. 따라서 SK머트리얼즈의 연간 실적을 상향 조정하기에는 시기상조라고 판단

주가 조정 국면에 추천종목은 반도체 고체소재 공급사. 하나머트리얼즈, 원익큐엔씨

- 반도체 고체소재는 소모품으로서 반도체 밸류체인의 가장 끝에 자리잡은 제품이지만 반도체 장비가 한 번 설치되고 나면 최소 2년간 순정부품의 교체 수요가 발생하고 있으며, 전방산업의 반도체 시설투자가 지속되면 신규 수요까지 추가되는 특징을 지니고 있음. 실리콘 소재 소모품을 공급하는 하나머트리얼즈와 수정(쿼츠) 소재 소모품을 공급하는 원익큐엔씨를 지속적으로 추천

재무제표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	268	273	287	414	414
매출원가	158	157	163	236	236
매출총이익	110	115	123	178	178
판매비와관리비	72	74	76	110	110
영업이익	38	42	47	69	69
영업이익률	14.1	15.3	16.4	16.5	16.5
EBITDA	50	52	58	80	80
영업외손익	-12	2	2	3	3
관계기업손익	1	1	1	1	1
금융수익	0	3	3	3	3
외환관련이익	4	2	2	2	2
금융비용	-15	0	-1	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	1	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	25	44	49	71	71
법인세비용	7	-2	-2	-14	-14
계속사업순이익	33	42	46	57	57
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	33	42	46	57	64
당기순이익률	12.2	15.4	16.1	13.7	15.4
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	33	42	46	57	64
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	34	41	45	56	62
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	34	41	45	55	62

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	676	871	957	1,178	1,319
PER	15.3	15.6	10.7	8.7	7.8
BPS	3,062	3,905	4,761	5,839	7,036
PBR	3.4	3.5	2.2	1.8	1.5
EBITDAPS	1,031	1,086	1,201	1,650	1,653
EV/EBITDA	10.2	11.9	7.3	4.8	4.1
SPS	5,555	5,652	5,942	8,585	8,585
PSR	1.9	2.4	1.7	1.2	1.2
CFPS	1,241	1,219	1,363	1,812	1,956
DPS	0	100	100	123	123

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	52.6	1.7	5.1	44.5	0.0
영업이익 증가율	146.7	10.6	12.8	45.6	0.0
순이익 증가율	323.3	28.9	9.9	23.1	12.0
수익성					
ROIC	27.6	22.5	24.5	28.6	27.6
ROA	11.9	13.0	14.0	17.5	15.1
ROE	24.9	25.0	22.1	22.2	20.5
안정성					
부채비율	121.7	67.3	55.9	50.7	42.1
순차입금비율	5.1	-18.3	-31.4	-40.0	-50.1
이자보상배율	15.4	97.4	47.0	0.0	0.0

자료: 주성엔지니어링, 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	164	142	183	249	307
현금및현금성자산	31	49	87	127	185
매출채권 및 기타채권	81	45	46	53	53
재고자산	46	41	43	63	63
기타유동자산	5	7	7	7	7
비유동자산	164	173	175	175	176
유형자산	129	143	149	152	154
관계기업투자금	2	3	3	3	3
기타비유동자산	33	27	23	21	19
자산총계	328	315	358	425	482
유동부채	114	64	66	80	80
매입채무 및 기타채무	72	45	46	61	61
차입금	39	15	15	15	15
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	3	4	4	4	4
비유동부채	66	63	63	63	63
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	66	63	63	63	63
부채총계	180	127	128	143	143
자배지분	148	188	230	282	339
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	147	109	109	109	109
이익잉여금	-36	44	85	137	195
기타지분변동	13	11	11	11	11
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	148	188	230	282	339
순차입금	8	-34	-72	-113	-170

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	45	57	57	57	76
당기순이익	33	42	46	57	64
비현금항목의 가감	27	17	20	31	31
감가상각비	12	11	11	11	11
외환손익	0	0	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	16	6	7	18	18
자산부채의 증감	-12	-1	-6	-16	-4
기타현금흐름	-3	-1	-3	-14	-14
투자활동 현금흐름	-4	-15	-14	-12	-13
투자자산	0	5	2	1	1
유형자산	-3	-19	-15	-12	-12
기타	-1	-1	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-38	-24	-5	-5	-6
단기차입금	-35	-24	0	0	0
사채	-12	0	0	0	0
장기차입금	-2	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-5	-5	-6
기타	11	0	0	0	0
현금의 증감	2	18	38	40	57
기초 현금	30	31	49	87	127
기말 현금	31	49	87	127	185
NOPLAT	49	40	45	55	55
FCF	55	31	40	54	54

[Compliance Notice]

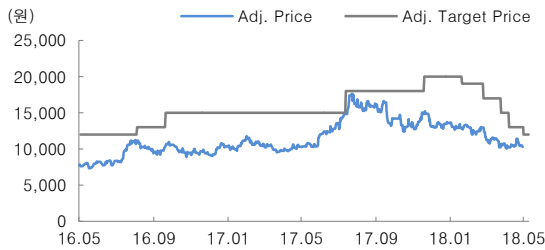
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:김경민, CFA)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

주성엔지니어링(036930) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	18.05.02	18.04.08	18.03.26	18.02.25	18.01.21	17.11.20
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	12,000	13,000	15,000	17,000	19,000	20,000
과리율(평균.%)		(18.99)	(30.44)	(33.66)	(33.05)	(32.88)
과리율(최대/최소.%)		(12.31)	(28.33)	(27.35)	(30.00)	(24.00)
제시일자	17.07.14	17.06.02	17.05.31	17.03.21	16.09.21	16.08.05
투자의견	Buy	Buy	기타	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	18,000	15,000	15,000	15,000	15,000	13,000
과리율(평균.%)	(16.88)	(12.14)	(20.67)	(31.78)	(32.44)	(23.17)
과리율(최대/최소.%)	(1.94)	1.33	(20.67)	(22.67)	(21.67)	(16.54)
제시일자	16.05.04					
투자의견	Buy					
목표주가	12,000					
과리율(평균.%)	(27.59)					
과리율(최대/최소.%)	(6.25)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20180428)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	82.7%	15.8%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상