

주성엔지니어링 (036930)

본업 성장 + 글로벌 확장 + 태양광 별도 가치

메모리 투자 회복에 따른 반도체 본업 성장

SK하이닉스와 CXMT의 메모리 투자 확대에 따라 2026년 하반기부터 반도체 장비 매출의 본격적인 회복이 예상된다. SK하이닉스 M15X를 중심으로 한 선단 DRAM 투자와 향후 신규 Fab 증설, CXMT의 생산능력 확대가 이어지는 가운데 공정 미세화에 따른 High-k ALD 장비 투자 강도 상승도 추가 성장 요인이다. 기존 고객사의 CAPA 확대와 공정 전환이 동시에 진행된다는 점에서 반도체 본업의 성장 가시성은 과거보다 높아질 전망이다.

글로벌 고객 확대가 만드는 새로운 성장 구간

기존 SK하이닉스와 CXMT 중심의 고객 구조가 글로벌 메모리 고객으로 확대될 가능성에 주목한다. 해외 신규 고객향 차세대 DRAM 장비가 양산으로 전환될 경우 단순 매출 증가를 넘어 고객 집중도 완화와 글로벌 기술 레퍼런스 확보로 이어질 수 있다. 여기에 DTC 등 신규 반도체 Application까지 추가되면서 향후 성장축은 기존 메모리 CAPEX에서 글로벌 고객 및 신규 공정으로 점차 다변화될 전망이다.

높은 R&D 부담을 넘어서는 이익 레버리지

연간 1,000억원 수준까지 확대된 연구개발비는 당분간 높은 수준을 유지할 가능성이 있으나, 반도체 매출 회복과 신규 고객 매출 확대에 따라 매출액 대비 부담은 빠르게 낮아질 전망이다. 특히 주요 개발 과제가 양산 매출로 전환되기 시작하면 R&D 절대금액 증가보다 매출 증가 속도가 빨라지면서 영업레버리지가 본격화될 가능성이 높다. 이에 따라 향후 실적 개선은 단순 탑라인 회복을 넘어 수익성 정상화로 이어질 것으로 예상된다.

커버리지 개시: 태양광 가치를 제외해도 저평가

당사는 HJT/Tandem 중심의 태양광 사업가치를 약 4.2조원으로 별도 평가한다. 현재 기업가치에서 해당 가치를 제외한 반도체/디스플레이 사업만 보더라도 선단 DRAM 성장과 글로벌 고객 확대 가능성을 감안하면 밸류에이션 부담은 낮은 수준으로 판단한다. 특히 글로벌 고객 진입이 현실화될 경우 국내 전공정 장비 Peer와의 단순 비교를 넘어 본업 자체의 밸류에이션 재평가 여력도 충분하다고 본다.

Financial Data

	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
(십억원)					(원)	(%)		(배)	(배)	(배)	(%)
2024	409.4	97.2	127.5	106.8	2,338	225.0	115.7	12.6	10.3	2.5	19.8
2025	310.7	31.3	41.2	35.7	781	-66.6	50.4	35.5	23.7	2.2	6.2
2026E	364.4	40.8	43.6	41.8	914	17.0	59.9	181.6	125.2	11.5	6.6
2027E	497.0	140.1	142.9	117.2	2,565	180.7	159.2	64.7	46.3	9.9	15.9
2028E	788.9	316.4	319.3	251.1	5,495	114.2	335.6	30.2	21.2	7.5	27.4

자료: 주성엔지니어링, LS증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2026. 8. 25

반도체

Analyst 정우성
wsjung@ls-sec.co.kr

Buy (신규)목표주가 (신규) **220,000 원**현재주가 **166,000 원**상승여력 **32.5 %**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ(8/24)	813.33 pt
시가총액	77,160 억원
발행주식수	46,481 천주
52 주 최고가/최저가	250,500 / 26,300 원
90 일 일평균거래대금	4,832.04 억원
외국인 지분율	7.9%
배당수익률(26.12E)	0.0%
BPS(26.12E)	14,379 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -6.8%
	6개월 232.7%
	12개월 522.0%
주주구성	황철주 (외 9인) 31.3%
	최규옥 (외 3인) 10.2%
	미래에셋자산 (외 1인) 6.9%

Stock Price

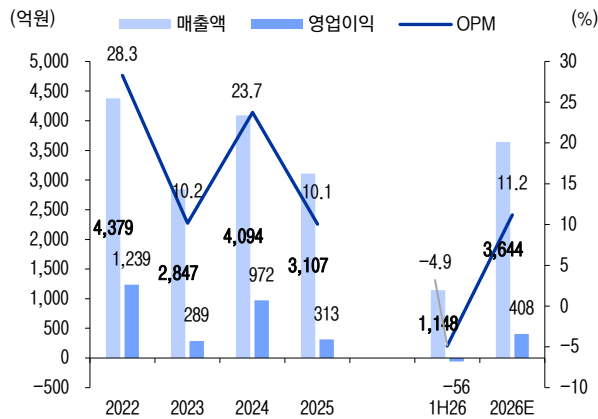


표61 주성엔지니어링 연간 실적 추정

(단위: 억원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	4,379	2,847	4,094	3,107	3,644	4,970	7,889
yoy	16.1%	-35.0%	43.8%	-24.1%	17.3%	36.4%	58.7%
수주잔고	3,036	2,887	2,311	978	(2Q26)2,336	-	-
반도체	3,694	2,148	3,497	3,037	3,606	3,620	6,377
국내	2,294	748	1,397	1,437	2,068	1,853	2,650
해외	1,400	1,400	2,100	1,600	1,538	1,768	3,727
태양광	0	503	0	0	0	750	900
디스플레이	685	196	597	70	38	600	612
yoy							
반도체	17.0%	-41.8%	62.8%	-13.1%	18.7%	0.4%	76.1%
국내	23.4%	-67.4%	86.7%	2.9%	43.9%	-10.4%	43.0%
해외	7.7%	0.0%	50.0%	-23.8%	-3.9%	14.9%	110.8%
태양광	-	흑전	-	-	-	-	20.0%
디스플레이	12.0%	-71.4%	204.9%	-88.4%	-45.3%	1478.9%	2.0%
영업이익	1,239	289	972	313	408	1,401	3,164
yoy	20.7%	-76.6%	235.9%	-67.8%	30.4%	243.6%	125.9%
OPM (%)	28.3	10.2	23.7	10.1	11.2	28.2	40.1

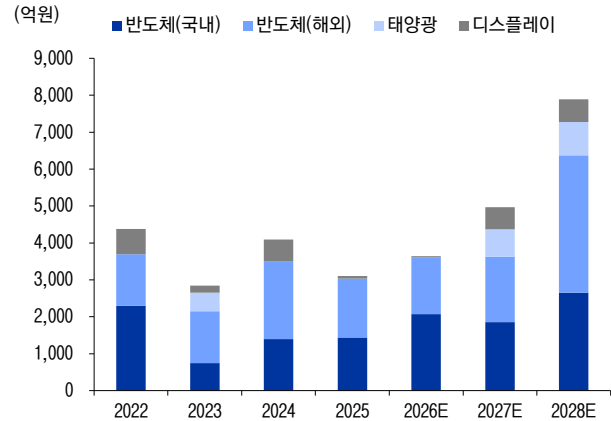
자료: Dart, LS증권 리서치센터

그림18 과거 실적 및 당사 추정치 비교



자료: DataGuide, LS증권 리서치센터

그림19 부문별 매출액 추정



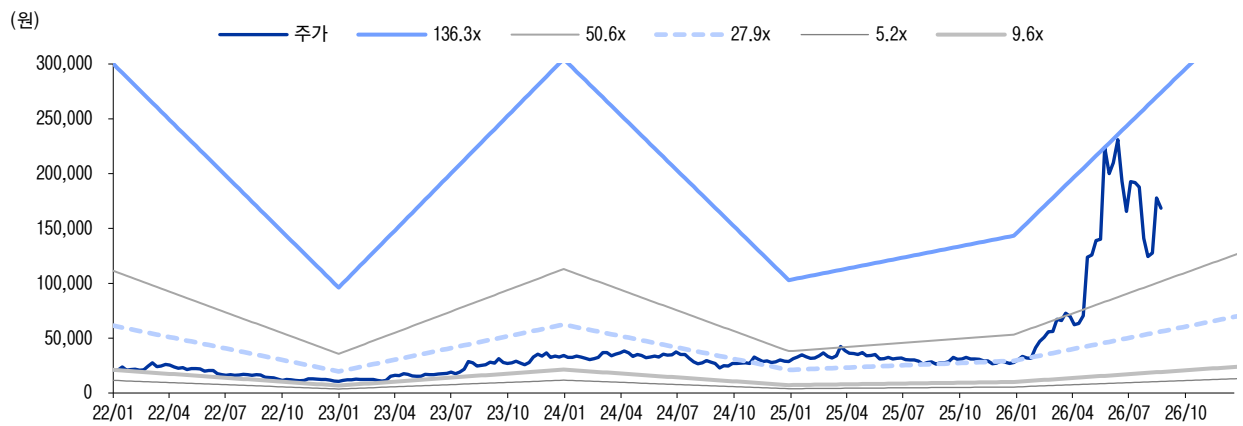
자료: LS증권 리서치센터

표62 SOTP Valuation Table

항목 (단위: 억원)	2023	2024	2025	2026E	2027F	2028F
반/디 Target PER(x)						30
반/디 지배주주순이익	114	1,068	357	418	698	1,938
반/디 내재가치						58,137
태양광 사업가치						42,075
추정 시가총액						100,212
발행주식수(천주)						46,481
목표주가(원)						215,597
현재주가(원)						166,600
상승여력						29.4%

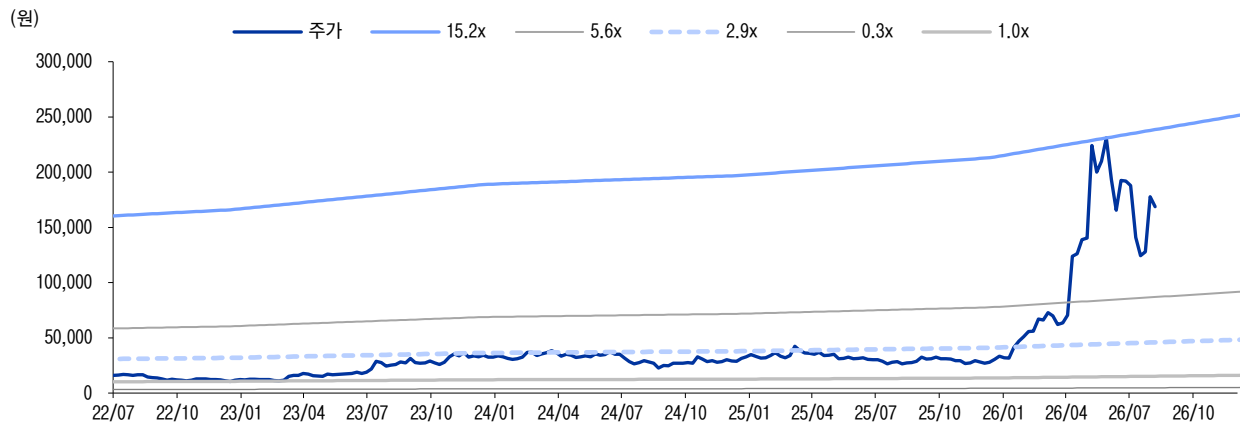
자료: LS증권 리서치센터 추정

그림20 주성엔지니어링 12M Forward PER Band



자료: Dart, LS증권 리서치센터

그림21 주성엔지니어링 12M Forward PBR Band



자료: Dart, LS증권 리서치센터

태양광 사업 DCF: Narrative 반영

표63 DCF 패러미터

구분	가정 / 산식	값
Tesla 장기 생산능력	장기 목표 CAPA	100GW
GW 당 수주금액	HJT Turn-key 기준	750 억원/GW
누적 잠재 매출	100GW × 750 억원	7.5 조원
GPM	가정	45%
EBIT Margin	판관비 15%p 반영	30.0%
법인세	EBIT의 24.2% 반영	7.3%
운전자본	매출액의 2%p 반영	2.0%
FCF Margin		20.7%
구축 기간	2027~2033E	7년
장비 교체주기	정상화 replacement 수요 기준	6년
WACC	DCF 할인율	10%
Terminal Growth	장기 성장률	3%

자료: LS증권 리서치센터 추정

표64 연간 실적 가정

항목	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	계
Tesla 항 신규 CAPA (GW)	0	3	10	20	25	25	17	100
주성 M/S 가정	0%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	
주성 공급 GW	0	3.0	10.0	20.0	25.0	25.0	17.0	100
Non-Tesla TAM (GW)	10	15	20	30	40	50	60	225
주성 M/S 가정	10%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	
주성 공급 GW	1.0	3.0	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0	44
연간 공급 CAPA (GW)	1.0	6.0	14.0	26.0	33.0	35.0	29.0	144.0
GW 당 매출	750 억원							
태양광 매출액	0.08	0.45	1.05	1.95	2.48	2.63	2.18	10.80
FCF Margin	20.7%							
FCF (조원)	0.02	0.09	0.22	0.40	0.51	0.54	0.45	2.24
FCF 현재가치 (조원)	0.01	0.08	0.16	0.28	0.32	0.31	0.23	1.39

자료: LS증권 리서치센터 추정

표65 Terminal Value

구분	산식	값
정상화 교체수요	144.0GW ÷ 6년	24.0 GW
정상화 매출	24GW × 750 억원	1.8 조원
정상화 FCF	1.8조 × 20.7%	0.37 조원
Terminal Value	FCF × (1+g) ÷ (WACC-g)	5.49 조원
Terminal Value 현재가치	2033 연말 가치 할인	2.82 조원

자료: LS증권 리서치센터 추정

표66 주요 제품군 설명

구분	대표 제품	설명
반도체	SDP / Guidance / GA(ALG)	ALD 플랫폼: 기존 SDP에서 차세대 Guidance, GA/ALG 로 확장
디스플레이	TFT 증착 / OLED Encapsulati	TFT 박막 증착 및 OLED 봉지공정 장비
태양광	HJT PECVD	비중국 HJT 시장에 공급하는 장비
차세대 태양광	Perovskite & Tandem 증착장비	HJT 이후 차세대 고효율 태양전지용 장비. 파일럿 단계에서 양산 전환 추진 중

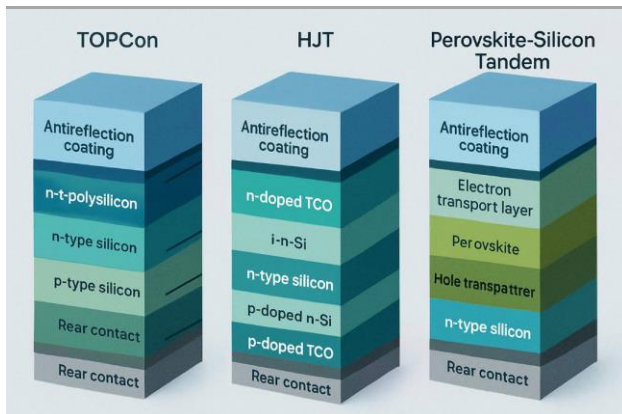
자료: 주성엔지니어링, LS증권 리서치센터

표67 CVD vs ALD

구분	CVD	ALD
증착 방식	여러 반응가스를 동시에 주입해 연속적으로 박막 형성	전구체를 순차적으로 주입해 원자층 단위로 반복 증착
두께 제어	상대적으로 빠르지만 초미세 두께 제어 한계	0.1nm 단위의 정밀한 두께 제어 가능
균일도	평면 구조에 유리	고종횡비·3D 구조에서 높은 균일도
증착 속도	빠름	상대적으로 느림
공정 난이도	상대적으로 낮음	높음
주요 적용	절연막/배선막 등 범용 증착	DRAM High-k, Gate, 3D 구조 등 선단공정

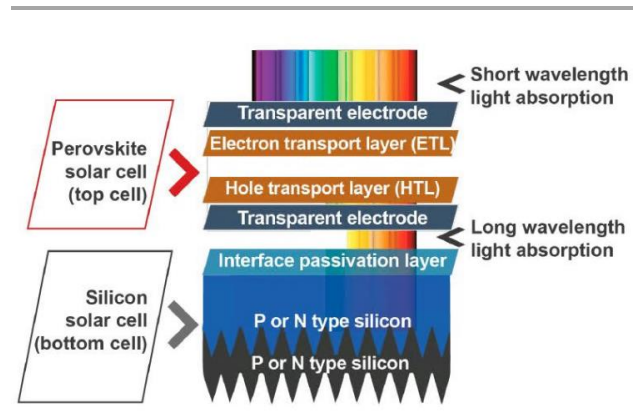
자료: LS증권 리서치센터

그림22 태양전지 구조 비교



자료: Anern, LS증권 리서치센터

그림23 Perovskite-HJT Tandem 단면 구조



자료: gopv, LS증권 리서치센터

주성엔지니어링 (036930)

재무상태표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	398.1	246.0	364.8	504.9	790.2
현금 및 현금성자산	250.7	164.4	264.3	388.5	646.1
매출채권 및 기타채권	30.9	12.7	25.5	34.8	55.3
재고자산	100.6	59.9	65.9	72.5	79.8
기타유동자산	15.9	9.0	9.0	9.0	9.0
비유동자산	588.7	641.9	628.9	616.0	603.3
관계기업투자등	9.7	31.1	31.7	32.3	33.0
유형자산	305.7	325.9	308.1	290.3	272.6
무형자산	7.8	8.1	6.7	5.3	3.9
자산총계	986.8	887.9	993.7	1,120.9	1,393.5
유동부채	191.7	68.0	83.9	95.4	120.6
매입채무 및 기타채무	38.1	15.6	31.5	43.0	68.2
단기금융부채	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
기타유동부채	153.0	51.8	51.8	51.8	51.8
비유동부채	228.5	229.4	230.2	231.0	231.8
장기금융부채	49.8	49.2	49.2	49.2	49.2
기타비유동부채	178.8	180.2	181.0	181.8	182.6
부채총계	420.2	297.4	314.1	326.4	352.4
지배주주지분	566.6	590.5	679.6	794.6	1,041.1
자본금	24.1	24.1	24.1	24.1	24.1
자본잉여금	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0
이익잉여금	421.8	444.6	483.9	598.8	845.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	566.6	590.5	679.6	794.6	1,041.1

현금흐름표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	224.7	-30.7	53.2	127.1	262.8
당기순이익(손실)	106.8	35.7	41.8	117.2	251.1
비현금수익비용가감	44.7	25.9	14.4	14.3	14.2
유형자산감가상각비	17.2	17.8	17.8	17.8	17.8
무형자산상각비	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
기타현금수익비용	26.2	6.8	-4.7	-4.8	-4.9
영업활동 자산부채변동	75.4	-58.6	-3.0	-4.4	-2.5
매출채권 감소(증가)	-7.5	18.4	-12.9	-9.3	-20.5
재고자산 감소(증가)	-18.9	32.9	-6.0	-6.6	-7.3
매입채무 증가(감소)	9.7	-19.9	15.9	11.5	25.2
기타자산, 부채변동	92.0	-90.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-40.3	-53.9	-0.6	-0.6	-0.6
유형자산처분(취득)	-26.9	-36.1	0.0	0.0	0.0
무형자산 감소(증가)	-1.9	0.9	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-7.1	-14.9	-0.6	-0.6	-0.6
기타투자활동	-4.4	-3.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-50.7	-0.8	47.4	-2.3	-4.6
차입금의 증가(감소)	-0.8	-0.7	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-49.9	0.0	47.4	-2.3	-4.6
배당금의 지급	0.0	0.0	-2.4	-2.3	-4.6
기타재무활동	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	140.1	-86.3	100.0	124.2	257.6
기초현금	110.6	250.7	164.4	264.3	388.5
기말현금	250.7	164.4	264.3	388.5	646.1

자료: 주성엔지니어링, LS 증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	409.4	310.7	364.4	497.0	788.9
매출원가	160.4	133.4	171.6	200.6	311.6
매출총이익	249.0	177.3	192.8	296.4	477.3
판매비 및 관리비	151.8	146.1	152.0	156.4	160.9
영업이익	97.2	31.3	40.8	140.1	316.4
(EBITDA)	115.7	50.4	59.9	159.2	335.6
금융손익	16.4	-3.9	2.8	2.8	2.8
이자비용	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9
관계기업등 투자손익	-0.6	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	14.5	14.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	127.5	41.2	43.6	142.9	319.3
계속사업법인세비용	20.6	5.5	1.8	25.7	68.2
계속사업이익	106.8	35.7	41.8	117.2	251.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	106.8	35.7	41.8	117.2	251.1
지배주주	106.8	35.7	41.8	117.2	251.1
총포괄이익	105.2	36.7	41.8	117.2	251.1
매출총이익률 (%)	60.8	57.1	52.9	59.6	60.5
영업이익률 (%)	23.7	10.1	11.2	28.2	40.1
EBITDA 마진률 (%)	28.3	16.2	16.4	32.0	42.5
당기순이익률 (%)	26.1	11.5	11.5	23.6	31.8
ROA (%)	11.9	3.8	4.4	11.1	20.0
ROE (%)	19.8	6.2	6.6	15.9	27.4
ROIC (%)	20.5	6.8	8.9	26.8	59.6

주요 투자지표

(십억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
투자지표 (x)					
P/E	12.6	35.5	181.6	64.7	30.2
P/B	2.5	2.2	11.5	9.9	7.5
EV/EBITDA	10.3	23.7	125.2	46.3	21.2
P/CF	9.2	21.2	139.7	59.7	29.6
배당수익률 (%)	1.0	0.2	0.0	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	43.8	-24.1	17.3	36.4	58.7
영업이익	235.9	-67.8	30.4	243.6	125.9
세전이익	185.1	-67.7	5.7	227.8	123.4
당기순이익	214.2	-66.6	17.0	180.7	114.2
EPS	225.0	-66.6	17.0	180.7	114.2
안정성 (%)					
부채비율	74.2	50.4	46.2	41.1	33.9
유동비율	207.7	361.5	434.8	529.4	655.2
순차입금/자기자본(x)	-36.3	-19.4	-31.6	-42.6	-57.3
영업이익/금융비용(x)	26.7	8.0	10.5	36.0	81.4
총차입금 (십억원)	50.3	49.8	49.8	49.8	49.8
순차입금 (십억원)	-205.5	-114.5	-214.5	-338.7	-596.2
주당지표(원)					
EPS	2,338	781	914	2,565	5,495
BPS	11,987	12,492	14,379	16,810	22,025
CFPS	3,205	1,304	1,188	2,782	5,612
DPS	287	53	50	100	150