

# 반도체 장비

상저하고 (上低下高)의 주가를 기대하며



성장기업분석팀

Analyst **한동희**

02) 3787-5292

[donghee.han@kiwoom.com](mailto:donghee.han@kiwoom.com)

반도체

Analyst **박유악**

02) 3787-5063

[yuak.pak@kiwoom.com](mailto:yuak.pak@kiwoom.com)

## 반도체 장비

# 상저하고 (上低下高)의 주가를 기대하며

- ◎ IFRS1115 적용에 따른 매출인식 기준 변화의 영향 제한적
- ◎ 업황 호조에도 피크아웃 우려의 발생, 주가에 미친 영향
- ◎ 반도체 투자사이클의 지속여부 점검
- ◎ 국내 반도체 신규 Fab의 전공정 장비투자 시작 예상 시점과 공간확보 이유
- ◎ 2019년 업체간 차별화를 이끌 요소 3가지
- ◎ 상저하고의 주가 전망
- ◎ 반도체 장비 투자전략(SK하이닉스 3D NAND, 삼성전자 Logic, 3D NAND)
- ◎ 반도체 장비, 장치 기업분석

원익IPS, 테스, 피에스케이, 유진테크, 유니테스트, 에스티아이, 한양이엔지, 싸이맥스



## Summary

### >>> 공정 난이도 증가는 투자사이클 지속을 견인

- DRAM: 공정 전환 효율 급감+CIS 로의 노후장비 이전->신규 장비 투자로 부족한 Capa 충당
- 3D NAND: 수익성 개선과 경쟁력 확보를 통한 시장 확대 위해 적층단수 증가 필연적. 중장기 트렌드
- Logic: EUV 도입을 통한 신공정 적용에 따른 투자 본격화
- 수요 역시 서버, 모바일 고기능화 (컨텐츠, 연산속도 등), AI (인공지능), 전장 등 전방시장의 중장기 방향성 명확
- 투자 증가에도 불구하고 DRAM의 Tight한 수급 지속 전망
- NAND는 SSD를 중심으로 한 수요의 고성장세 지속되며, 2H18 수급 개선 예상

### >>> SK하이닉스 3D NAND, 삼성전자 Logic, 3D NAND 투자 수혜주에 주목

- 2019년 SK하이닉스 3D NAND, 삼성전자 Logic, 3D NAND에 대한 투자는 2018년 대비 증가 가시성 높다고 판단
- SK하이닉스 3D NAND: 72단 3D NAND 기반의 Enterprise형 SSD 시장 진입에 따른 2019년 청주라인 투자 본격화 가시성 증가
- 삼성전자 Logic: EUV 도입을 통한 2019년 화성 18라인 Logic 투자 본격화 전망
- 삼성전자 3D NAND: 2018년 64단 비중 확대 및 90단대 이상에 대한 초기투자, 2019년 90단대 이상에 대한 비중확대 예상

### >>> 2018년 상저하고의 주가 패턴 전망

- 반도체 장비주의 주가를 결정짓는 핵심 요소는 분기 실적보다는 향후 투자에 대한 전망 (센티먼트)
- 2019년 시안 2차, 화성 18라인, 청주, 우시 2차 등 신규 Fab 투자 본격화 시작 예상되는 가운데, 해당 투자에 대한 규모, 시기의 윤곽은 2018년 하반기에 드러날 것임을 고려해보면, 2019년 반도체 장비주 수주 절벽에 대한 우려는 하반기에 불식될 가능성 높음
- 최근 6개월 간의 주가 하락으로 반도체 장비주의 2018년 Valuation이 7~9X 수준에 형성되어 있는 상황. 2018년 대비 투자 증가 가시성이 높은 SK하이닉스 3D NAND, 삼성전자 Logic, 3D NAND 수혜주에 대한 관심 권고
- 전공정 (원익IPS, 피에스케이, 유진테크, 테스), 후공정 (유니테스트, 테크윙) 선호

## ① IFRS1115 적용에 따른 매출인식 기준 변화의 영향 제한적

## ◎ 반도체 장비주에 대한 IFRS1115 적용에 따른 매출인식 기준 변화의 영향 제한적

- 2018년 IFRS1115 적용에 따라 반도체 장비주들의 매출인식 기준 보수적 변화 (진행률→인도, 인도→셋업 등)
- 매출인식 기준 보수적 변화에도 불구하고, 기존 연간 전망치에 대한 하향 조정 이슈 제한적
- 반도체 전공정 장비업체들의 Lead-time은 2~3개월 수준이며, 순수 제작기간은 1~2개월 수준에 불과하고,
- 4Q17 매출액 이월분의 1Q18 실적 합산 이슈와 당초 국내 반도체 투자의 4Q18 매출인식 수준에 대한 기대치 낮았기 때문  
=> 매출인식 기준 변화 영향은 연간 전망치 하향조정이 아닌 당초 상고하자 실적 편차의 완화로 이어질 것

## ◎ 반도체 장비주의 주가 방향성을 결정짓는 것은 분기 실적보다는 투자사이클의 지속여부와 그 규모

- 반도체 장비주의 주가 방향성을 결정짓는 요인은 분기별 실적보다는 ① 업황 호조가 수반되는 전방 고객사 투자사이클의 지속여부와 그 규모, ② 개별 업체의 신규장비 런칭, 고객사 다변화 등에 달려있다고 판단

반도체 장비주, IFRS1115 적용에 따른 매출인식 기준 변화 여부

|       | Lead-time | 기존 매출인식 방법 | 변경 후           |
|-------|-----------|------------|----------------|
| 테스    | 2~3개월     | 진행률        | 인도             |
| 원익IPS | 2~3개월     | 인도         | 인도 후 셋업        |
| 유진테크  | 2~3개월     | 진행률        | 인도             |
| 피에스케이 | 1.5~2개월   | 인도 후 셋업    | 인도 후 셋업 (변화없음) |
| 싸이맥스  | 1~1.5개월   | 진행률        | 인도             |

자료: 키움증권 추정

## ② 업황 호조에도 피크아웃 우려의 발생, 주가에 미친 영향

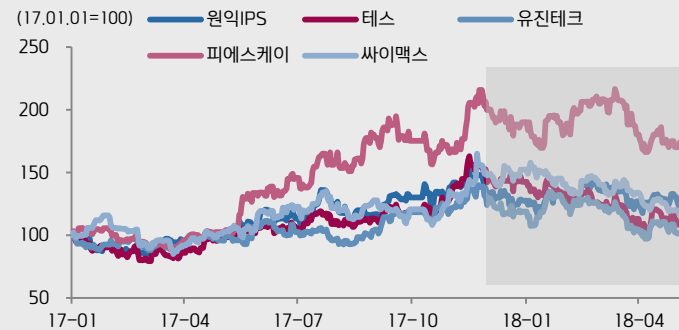
### ◎ 반도체 호황에도 불구하고 반도체 장비주들의 주가는 2017년 12월 이후 하락세 지속

- 유래없는 반도체 호황에도 불구하고, 반도체 장비주들의 주가는 약 6개월 째 하락세
- 주가가 업황호조를 반영하지 못하고 있는 이유는 ① 과거 경험대비 길어지는 업사이클이 야기하는 심리적 피크아웃 우려의 선반영, ② 과거 반도체 수요를 견인했던 모바일에 대한 기대치 하락, ③ 2년 이상 이어지고 있는 대규모 Capex의 지속 여부에 대한 의구심, ④ Capex 증가→반도체 공급증가→반도체 가격 급락이라는 과거 경험에 대한 믿음 때문

### ◎ 업황 피크아웃에 대한 우려는 전공정 대비 장치, 후공정 업체들에 대한 상대적 매력도를 높임

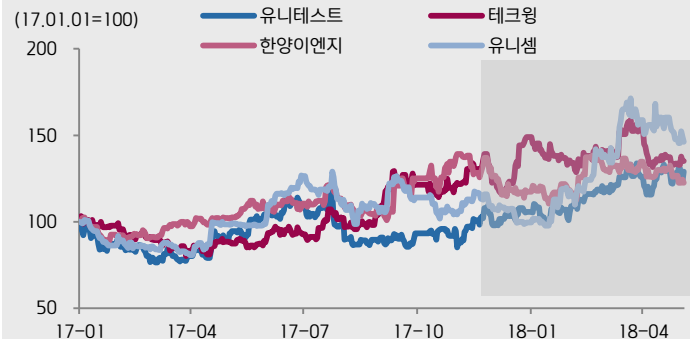
- 업황 피크아웃에 대한 우려는 전공정 장비주 대비 저평가 받아온 장치, 후공정 업체들에 대한 상대적 매력도를 높임
- 삼성전자 평택 2층, 화성, 시안 2차, SK하이닉스 청주, 우시 2차 등 반도체 신규 Fab 투자가 예정되어 있는 상황에서, 전공정 장비대비 투자사이클 수혜를 선행하는 장치주의 실적 성장에 대한 가시성이 더 높게 인식되고, 전공정 투자에 후행하는 후공정 업체의 2019년 가시성이 더 높아 보일 수 있다는 점 때문
- 또한 장치, 후공정 업체들이 전공정 업체들 대비 저평가 받아왔다는 점도 상대적 매력도를 높인 원인이었다고 판단

2017년 이후 반도체 전공정 대표 업체들의 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권

2017년 이후 반도체 장치 및 후공정 대표 업체들의 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권

### ③ 반도체 투자사이클의 지속여부 점검

#### ◎ 공정 난이도 증가로 지속될 수 밖에 없는 반도체 투자사이클

- 2년 이상 지속된 반도체 투자 업사이클은 당분간 지속될 수 밖에 없는 구조
- DRAM: 공정 전환 효율 급감+CIS 로의 노후장비 이전->신규 장비 투자로 부족한 Capa 충당
- 3D NAND의 경우 수익성 개선과 경쟁력 확보를 통한 시장 확대 위해 적층 단위 증가에 대한 투자 필연적. 이는 중장기 트렌드
- Logic은 EUV 도입을 통한 신공정 적용에 따른 투자 본격화 예상

#### ◎ 모바일 수요 둔화에도 반도체 수요 증가 예상

- 모바일 수요 둔화에도 중장기 반도체 수요 증가에 대한 방향성은 명확
- 서버 수요 증가와 향후 모바일 고기능화 (컨텐츠, 연산속도 등)에 따른 메모리 탑재량 증가, AI (인공지능), 전장 등 반도체 수요를 견인할 전방시장의 성장성에 대한 방향은 명확하다고 판단하기 때문. IT 수요의 패러다임이 변화하는 과정에 진입
- 메모리 컴퓨팅은 서버 당 탑재 DRAM 용량의 큰 증가를 이끌 수 밖에 없다는 점에서 최신 공정의 DRAM 수요 증가 요인

#### ◎ 대규모 투자에도 수급 균형이 깨지기 쉽지 않은 구조

- 반도체 업체들의 투자 성격은 대규모 투자를 통한 M/S 확대가 아닌 M/S 유지를 위한 수동적 투자라고 판단
- 향후 반도체 수요를 최신공정의 고성능 칩이 이끌 것이라는 점을 고려하면, 공정 난이도 급증에도 투자 지속되어야 하는 구조
- 이는 IDM 모두가 직면해 있는 상황이라는 점 고려하면, M/S 상승을 목적으로 하는 공격적 투자에 대한 유인도 제한적
- 국내 반도체 양사의 2018년 DRAM, NAND Bit growth 전망은 모두 시장성장 수준이라는 점도 이를 반증
- => 투자에 따른 Bit growth 상승 폭은 시장 우려대비 제한적. 건강한 투자의 지속 전망

## ④ 국내 반도체 신규 Fab의 전공정 장비투자 시작 예상 시점과 공간확보 이유

## ◎ 2018~2019년 유래없이 집중되는 신규 Fab 투자 사이클

- 2018~2019년 삼성전자 평택 2층, 시안 2차, 화성 18라인, SK하이닉스 M14 2층 잔여, 청주, 우시 2차에 대한 투자 시작 예상
- 유래없이 신규 Fab 투자사이클이 집중되는 이유는 향후 반도체 수요 증가에 대한 높은 가시성에도 공정 난이도 증가에 따른 제한적일 수 밖에 없는 Bit growth, 반복 공정 및 신공정 증가에 따른 장비 수요량 증가 (단위 capa 당 요구공간 증가), EUV 도입에 따른 Logic 공정 적용 시작 때문
- 메모리 중심으로 투자되는 2018년 대비 2019년에도 견조한 capex 성장 가시성 높음 (장비기준)

국내 반도체 업체들의 전공정 장비투자 시작 예상 시점

| 업체명    | Fab       | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18F | 3Q18F | 4Q18F | 1H19F |
|--------|-----------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 삼성전자   | 평택 2층 서편  | 시작   |      |       |       |       |       |
|        | 평택 2층 동편  |      | 시작   |       |       |       |       |
|        | 시안 2차     |      |      |       |       |       | 시작    |
|        | S3 (18라인) |      |      |       |       |       | 시작    |
| SK하이닉스 | 청주 신규라인   |      |      |       |       | 시작    |       |
|        | M14 2층 잔여 |      | 시작   |       |       |       |       |
|        | 우시 2차     |      |      |       |       |       | 시작    |

자료: 키움증권 추정

## ⑤ 2019년 업체간 차별화를 이끌 요소 3가지

### ◎ 삼성전자 화성 18라인 Logic 투자 (EUV)

- 2019년 삼성전자의 화성 18라인의 Logic 투자는 반도체 장비 업체의 2019년 성장성을 결정지를 중요한 요소 중 하나가 될 전망
- 과거 수년간 메모리 중심의 투자가 진행되면서 Logic 투자에 대한 기대감 높지 않았고, 전공정 내 수혜주 역시 제한적이기 때문
- EUV를 이용한 7nm 신규공정에 대한 투자가 예상. 7nm 공정은 10nm 대비 칩 면적의 40% 감소, 전력효율 35% 개선, 성능 10% 상승이 가능하다는 장점
- 주요 전공정 수혜주: 원익IPS (PECVD), 피에스케이 (Asher)
- 주요 인프라/장치: 한양이엔지 (클린룸, C.C.S.S), 에스티아이 (C.C.S.S), 유니셈 (칠러, 스크러버) 등

### ◎ SK하이닉스 청주 신규라인 72단 3D NAND 투자

- SK하이닉스의 청주 신규라인 Open에 따른 2019년 72단 3D NAND 투자 본격화 예상
- 72단 3D NAND의 Enterprise SSD 시장 진입이 가시화. Enterprise 시장 진입으로 2019년 청주 신규라인에 대한 72단 3D NAND 투자 본격화 가시성 높아졌다고 판단
- 주요 전공정 수혜주: 테스 (PECVD), 피에스케이 (Asher), 원익IPS (PECVD), 유진테크 (ALD: 평가 진행 중) 등
- 주요 인프라/장치: 한양이엔지 (클린룸, C.C.S.S), 에스티아이 (C.C.S.S.), 유니셈 (칠러, 스크러버) 등
- 주요 후공정 수혜주: 유니테스트 (SSD, 고속번인 테스터), 테크윙 (핸들러) 등

### ◎ 삼성전자 90단 이상급 3D NAND 투자 시작

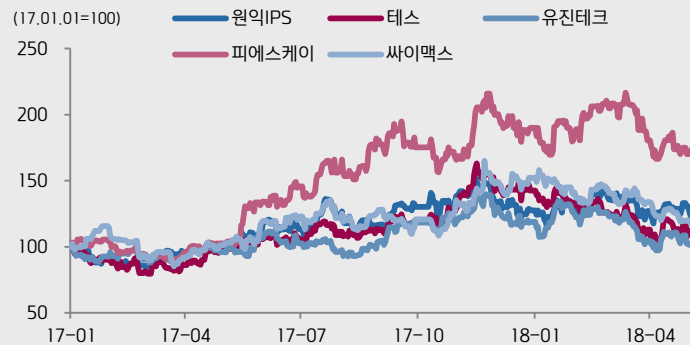
- 2019년 시안 2차 Fab 오픈 예정. 현재 평택 2층에도 잔여공간 남아있어 90단 이상급 3D NAND 투자 Fab 위치 특정 불명확
- 다만 현재 64단 중심의 3D NAND에서 90단대 이상급에 대한 투자 가시성 높다고 판단
- 2018년 64단 비중 확대 진행되는 동시에 90단대 이상급에 대한 초기 투자, 2019년 90단대 이상급에 대한 비중 확대 전망
- 주요 전공정 수혜주: 원익IPS (PECVD), 테스 (PECVD), 유진테크 (Eugenius: PECVD), 피에스케이 (Asher)
- 주요 인프라/장치: 한양이엔지 (클린룸, C.C.S.S), 에스티아이 (C.C.S.S.), 유니셈 (칠러, 스크러버) 등

## ⑥ 2018년 상저하고의 주가 전망

## ◎ 2018년 반도체 장비주의 주가는 상저하고의 패턴 전망

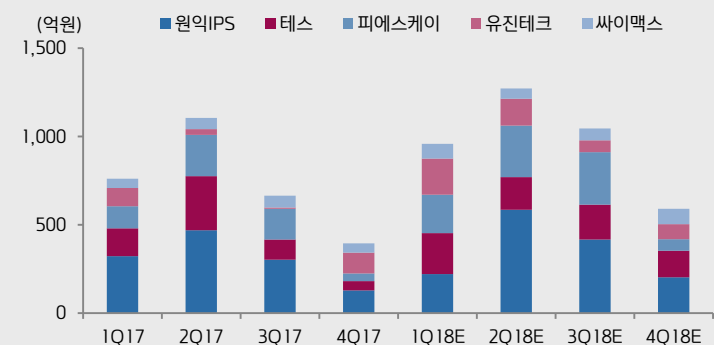
- 2017년 반도체 전공정 장비주의 실적은 상고하자, 주가는 상저하고의 패턴을 보임
- 실적과 주가가 연동되지 않은 이유는 반도체 장비주의 주가를 결정짓는 핵심 요소는 향후 투자에 대한 전망 (センチメント)이기 때문
- 더욱이 투자사이클이 유래없이 길어지고 있는 구간에서는 향후 투자 전망에 대한 의구심이 증가하는 심리적 요인도 작용
- 2019년은 삼성전자 시안 2차, 화성 18라인, SK하이닉스 청주, 우시 2차에 대한 투자 본격화 시작 예상되는 가운데, 통상 반도체 업체들의 다음 해에 대한 투자 윤곽이 나오는 시기가 하반기라는 점을 고려하면 2019년 반도체 장비주 수주 절벽에 대한 우려는 하반기에 불식될 가능성 높음
- 2018년 역시 상고하저의 실적 예상되지만, 2019년 예상 투자 중 2018년 대비 투자증가 가시성이 상대적으로 높은 SK하이닉스 3D NAND, 삼성전자 Logic, 3D NAND 수혜주의 경우 상저하고의 주가 패턴을 보일 가능성 높다고 판단

2017년 이후 반도체 전공정 대표 업체들의 주가 추이



자료: FnGuide, 키움증권

반도체 전공정 업체들의 영업이익 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## ⑦ 반도체 장비 투자전략

## ◎ SK하이닉스 3D NAND, 삼성전자 Logic, 3D NAND에 집중할 것을 권고

- 국내 반도체 투자의 성격은 2017년 3D NAND, 2018년 DRAM, 2019년 DRAM, NAND, Logic으로 변화 예상
- 2018년 대비 투자 증가에 대한 가시성이 높은 SK하이닉스 3D NAND, 삼성전자 Logic, 3D NAND에 집중할 것을 권고
- 전공정 (원익IPS, 피에스케이, 테스, 유진테크), 후공정 (유니테스트, 테크윙), 인프라/장치 (한양이엔지, 에스티아이, 유니셀)
- 그 중 해외 반도체 투자 증가의 시기에는 피에스케이, 테크윙, 에스티아이, 유니셀에 대한 기대감 높아질 수 있음

## ◎ 신규장비 평가 중 업체에도 주목

- 장비주의 신규장비 런칭 이슈는 수혜 폭 확대로 이어지는 중요한 요소
- 유진테크 (72단 3D NAND향 Mini-batch ALD 평가 중), 유니테스트 (국내 NAND Wafer 테스터, 해외 NAND 번인테스터 평가 중), 테크윙 (해외 번인소터, 국내 프로브스테이션 평가 중) 등

국내 반도체 전공정 업체들의 장비 적용처

|       | A    |      |       | B    |      | Oversea |      |       |
|-------|------|------|-------|------|------|---------|------|-------|
|       | DRAM | NAND | Logic | DRAM | NAND | DRAM    | NAND | Logic |
| 원익IPS | O    | O    | O     | O    | O    | X       | X    | X     |
| 테스    | O    | O    | @     | O    | O    | X       | X    | X     |
| 피에스케이 | O    | O    | O     | O    | O    | O       | O    | O     |
| 유진테크  | O    | O    | X     | O    | @    | X       | X    | X     |
| 유니테스트 | X    | X    | X     | O    | @    | X       | @    | X     |
| 테크윙   | X    | X    | X     | O    | O    | O       | O    | X     |

자료: 키움증권 추정

주: @ 표시는 평가 중 장비를 의미



## 기업분석

원익IPS  
(240810) BUY(Maintain)/목표주가 45,000원  
극강의 펀더멘털

테스  
(095610) BUY(Maintain)/목표주가 45,000원  
DRAM, NAND 무엇이든

피에스케이  
(031980) BUY(Maintain)/목표주가 40,000원  
압도적 Asher의 경쟁력

유진테크  
(084370) BUY(Maintain)/목표주가 29,000원  
높은 실적 성장과 신규장비 모멘텀 기대

유니테스트  
(086390) Not Rated  
예상을 상회하는 수익성

에스티아이  
(039440) BUY(Maintain)/목표주가 28,000원  
성장을 위한 일보후퇴

한양이엔지  
(045100) Not Rated  
올해는 시작부터 다르다

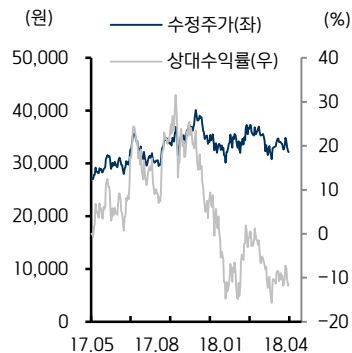
싸이맥스  
(160980) BUY(Maintain)/목표주가 19,000원  
눈높이를 낮춰도 저평가

## 원익IPS (240810): 극강의 펀더멘털 I BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(5/4): 32,100원/TP: 45,000원

|               |          |         |
|---------------|----------|---------|
| KOSDAQ(5/4)   | 856.34pt |         |
| 시가총액          | 13,249억원 |         |
| 52주 주가동향      | 최고가      | 최저가     |
|               | 40,150원  | 27,050원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -20.05%  | 18.67%  |
| 상대수익률         | 절대       | 상대      |
|               | 1M       | 4.2%    |
|               | 6M       | -13.8%  |
|               | 12M      | 19.3%   |
| 발행주식수         | 41,273천주 |         |
| 일평균거래량(3M)    | 253천주    |         |
| 외국인 지분율       | 29.73%   |         |
| 배당수익률(18.E)   | 0.75%    |         |
| BPS(18.E)     | 10,321원  |         |



## ◎ 매출인식 기준 변화 (인도→셋업)에 따른 1Q18 일시적 부진

- 1Q18 잠정 실적은 매출액 1,377억원 (+0% YoY), 영업이익 221억원 (-32% YoY) 기록
- 일시적 실적 부진 배경은 펀더멘털이나 전방 투자사이클 변화가 아닌, IFRS 1115 적용에 따른 매출인식 기준 변화 영향
- 1Q18 실적 부진은 2Q18 시장 기대치를 상회하는 실적으로 반영될 가능성 높음

## ◎ 2Q18 영업이익 585억원 (+25% YoY)의 분기 사상 최대실적 예상

- 2Q18 매출액 2,417억원 (+18% YoY), 영업이익 585억원 (+25% YoY) 예상
- 1Q18 납품 장비의 셋업 진행에 따른 매출 인식 시작 및 국내 반도체 투자 매출인식의 본격화 예상

## ◎ 점점 강화되는 펀더멘털

- 2018년 매출액 7,269억원 (+15% YoY), 영업이익 1,426억원 (+17% YoY) 예상
- 매출인식 기준 변화에 따라 연간 매출액 전망치를 5%, 영업이익 7% 하향하지만, 펀더멘털과는 무관
- 2019년 역시 반도체 투자 지속 예상. 시안 2차, 화성, 우시 2차, 청주 신규라인 투자 본격화에 따라 2019년 수주 절벽가 능성 제한적. 미세공정 난이도 증가에 따른 capex loss와 시장 우려대비 견조한 수요 감안하면 투자 지속 전망
- 디스플레이 역시 국내투자 감소에도 불구하고, 중화권 투자 수혜로 성장 지속 전망
- 반도체 주력 고객사 투자 수혜 지속되는 가운데, 반도체 신규 고객사향 매출 비중 증가 (17년 9%→18년 17%)가 예상된다는 점, 국내 증착장비 업체 중 Logic 수혜를 받는 유일한 업체라는 점, 90nm 이상 3D NAND 전용장비의 점유율 증가 기대 등 펀더멘털 지속 강화 중. 18E PER 11X 수준의 현 주가는 저평가. 투자의견 BUY, 목표주가 45,000원 유지

| 투자지표, IFRS연결 | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 2,441 | 6,309 | 7,269 | 8,869 |
| 영업이익(억원)     | 287   | 1,223 | 1,426 | 1,740 |
| EBITDA(억원)   | 399   | 1,393 | 1,598 | 1,923 |
| 세전이익(억원)     | 279   | 1,243 | 1,439 | 1,742 |
| 순이익(억원)      | 225   | 954   | 1,119 | 1,337 |
| 지분법반영순이익(억원) | 225   | 954   | 1,119 | 1,337 |
| EPS(원)       | 546   | 2,311 | 2,726 | 3,238 |
| 증감율(%YoY)    | N/A   | 323.5 | 18.0  | 18.8  |
| PER(배)       | 48.0  | 14.5  | 12.3  | 10.3  |
| PBR(배)       | 4.9   | 4.4   | 3.2   | 2.5   |
| EV/EBITDA(배) | 26.4  | 9.2   | 7.2   | 5.3   |
| 영업이익률(%)     | 11.8  | 19.4  | 19.6  | 19.6  |
| ROE(%)       | 20.6  | 35.8  | 30.4  | 27.1  |
| 순부채비율(%)     | -12.3 | -32.1 | -53.4 | -62.6 |

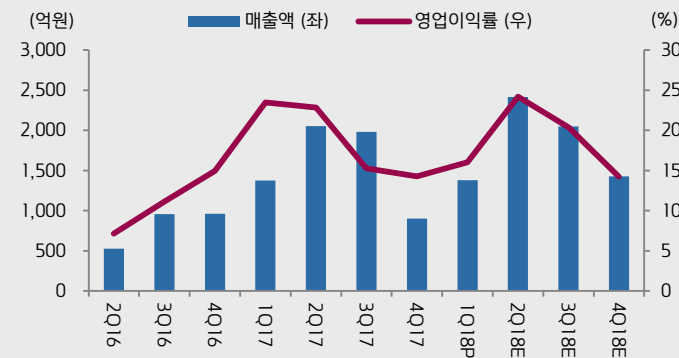
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

|              | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17 | 1Q18P | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2016  | 2017  | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>   | 1,375 | 2,053 | 1,982 | 899  | 1,377 | 2,417 | 2,048 | 1,427 | 2,441 | 6,309 | 7,269 |
| 증감율 (% YoY)  | n/a   | 291%  | 107%  | -6%  | 0%    | 18%   | 3%    | 59%   | n/a   | 158%  | 15%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 43%   | 49%   | -3%   | -55% | 53%   | 75%   | -15%  | -30%  |       |       |       |
| <b>영업이익</b>  | 323   | 469   | 302   | 129  | 221   | 585   | 417   | 203   | 287   | 1,223 | 1,426 |
| 증감율 (% YoY)  | n/a   | 1153% | 184%  | -10% | -32%  | 25%   | 38%   | 58%   | n/a   | 326%  | 17%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 125%  | 45%   | -35%  | -57% | 72%   | 165%  | -29%  | -51%  |       |       |       |
| <b>지배순이익</b> | 249   | 367   | 217   | 121  | 246   | 454   | 307   | 130   | 225   | 954   | 1,119 |
| 영업이익률 (%)    | 23%   | 23%   | 15%   | 14%  | 16%   | 24%   | 20%   | 14%   | 12%   | 19%   | 20%   |
| 지배순이익률 (%)   | 18%   | 18%   | 11%   | 13%  | 18%   | 19%   | 15%   | 9%    | 9%    | 15%   | 15%   |

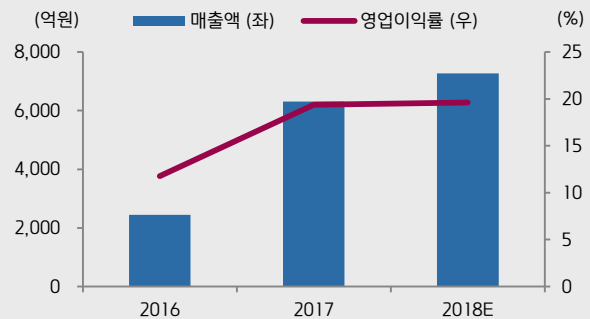
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



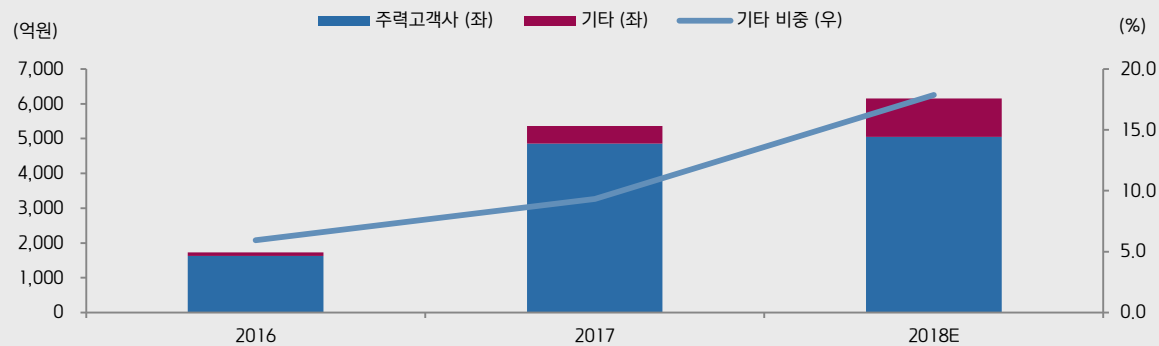
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



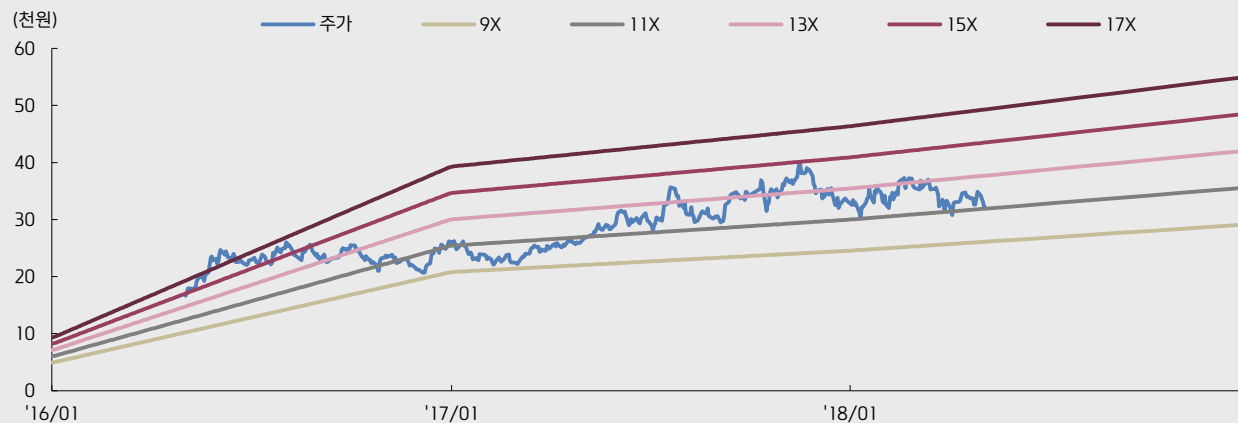
자료: 전자공시, 키움증권 추정

반도체 매출 중 신규고객사 매출 비중 지속 증가 전망



자료: FnGuide, 키움증권 추정

원익IPS 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 재무제표

| 포괄손익계산서              | (단위: 억원) |       |       |       |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016     | 2017  | 2018E | 2019E |
| 매출액                  | 2,441    | 6,309 | 7,269 | 8,869 |
| 매출원가                 | 1,510    | 3,796 | 4,279 | 5,220 |
| 매출총이익                | 930      | 2,512 | 2,990 | 3,648 |
| 판매비및일반관리비            | 643      | 1,290 | 1,564 | 1,908 |
| 영업이익(보고)             | 287      | 1,223 | 1,426 | 1,740 |
| 영업이익(핵심)             | 287      | 1,223 | 1,426 | 1,740 |
| 영업외손익                | -8       | 20    | 13    | 2     |
| 이자수익                 | 3        | 14    | 3     | 4     |
| 배당금수익                | 0        | 0     | 0     | 0     |
| 외환이익                 | 7        | 10    | 11    | 13    |
| 이자비용                 | 1        | 2     | 2     | 2     |
| 외환손실                 | 7        | 16    | 16    | 19    |
| 관계기업지분법손익            | 0        | 0     | 0     | 0     |
| 투자및기타자산자분손익          | -3       | -7    | -11   | -12   |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0        | 0     | 0     | -2    |
| 기타                   | -7       | 21    | 28    | 20    |
| 법인세자감전이익             | 279      | 1,243 | 1,439 | 1,742 |
| 법인세비용                | 54       | 289   | 314   | 405   |
| 유효법인세율 (%)           | 19.3%    | 23.3% | 21.8% | 23.3% |
| 당기순이익                | 225      | 954   | 1,125 | 1,337 |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 225      | 954   | 1,125 | 1,337 |
| EBITDA               | 399      | 1,393 | 1,598 | 1,923 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 337      | 1,124 | 1,297 | 1,520 |
| 수정당기순이익              | 227      | 959   | 1,134 | 1,348 |
| 증감율(% YoY)           |          |       |       |       |
| 매출액                  | N/A      | 158.5 | 15.2  | 22.0  |
| 영업이익(보고)             | N/A      | 325.7 | 16.7  | 22.0  |
| 영업이익(핵심)             | N/A      | 325.7 | 16.7  | 22.0  |
| EBITDA               | N/A      | 249.0 | 14.7  | 20.4  |
| 지배주주지분 당기순이익         | N/A      | 323.5 | 18.0  | 18.8  |
| EPS                  | N/A      | 323.5 | 18.0  | 18.8  |
| 수정순이익                | N/A      | 321.7 | 18.3  | 18.8  |

| 현금흐름표             | (단위: 억원) |       |       |       |
|-------------------|----------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016     | 2017  | 2018E | 2019E |
| 영업활동현금흐름          | 190      | 933   | 1,541 | 1,538 |
| 당기순이익             | 225      | 954   | 1,125 | 1,337 |
| 감가상각비             | 96       | 144   | 146   | 154   |
| 무형자산상각비           | 16       | 26    | 26    | 29    |
| 외환손익              | -1       | 6     | 5     | 6     |
| 자산자분손익            | 3        | 7     | 11    | 12    |
| 지분법손익             | 0        | 0     | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -231     | -187  | 177   | -57   |
| 기타                | 83       | -17   | 51    | 57    |
| 투자활동현금흐름          | -150     | -255  | -255  | -241  |
| 투자자산의 처분          | -8       | -19   | -25   | -15   |
| 유형자산의 처분          | 0        | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -126     | -181  | -208  | -214  |
| 무형자산의 처분          | -13      | -12   | -11   | 0     |
| 기타                | -3       | -43   | -11   | -12   |
| 재무활동현금흐름          | 77       | 57    | -21   | -65   |
| 단기차입금의 증가         | 80       | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 0        | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0        | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | 0        | 0     | -83   | -103  |
| 기타                | -3       | 57    | 61    | 39    |
| 현금및현금성자산의순증가      | 117      | 736   | 1,264 | 1,232 |
| 기초현금및현금성자산        | 272      | 389   | 1,125 | 2,389 |
| 기말현금및현금성자산        | 389      | 1,125 | 2,389 | 3,621 |
| Gross Cash Flow   | 421      | 1,120 | 1,363 | 1,594 |
| Op Free Cash Flow | -26      | 729   | 1,224 | 1,248 |

| 재무상태표           | (단위: 억원) |        |        |        |
|-----------------|----------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016     | 2017   | 2018E  | 2019E  |
| 유동자산            | 1,589    | 2,801  | 3,962  | 5,361  |
| 현금및현금성자산        | 389      | 1,125  | 2,389  | 3,621  |
| 유동금융자산          | 0        | 2      | 4      | 5      |
| 매출채권및유동채권       | 395      | 575    | 563    | 636    |
| 재고자산            | 805      | 1,098  | 1,005  | 1,099  |
| 기타유동금융자산        | 0        | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산           | 1,217    | 1,295  | 1,413  | 1,510  |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 33       | 33     | 52     | 64     |
| 투자자산            | 23       | 40     | 63     | 77     |
| 유형자산            | 1,048    | 1,082  | 1,145  | 1,204  |
| 무형자산            | 113      | 104    | 116    | 129    |
| 기타비유동자산         | 0        | 37     | 37     | 37     |
| 자산총계            | 2,807    | 4,096  | 5,375  | 6,871  |
| 유동부채            | 530      | 815    | 901    | 1,019  |
| 매입채무및기타유동채무     | 410      | 510    | 487    | 540    |
| 단기차입금           | 120      | 120    | 120    | 120    |
| 유동성장기차입금        | 0        | 0      | 0      | 0      |
| 기타유동부채          | 0        | 185    | 294    | 359    |
| 비유동부채           | 88       | 146    | 213    | 256    |
| 장기매입채무및비유동채무    | 10       | 11     | 17     | 21     |
| 사채및장기차입금        | 0        | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채         | 78       | 135    | 197    | 235    |
| 부채총계            | 617      | 961    | 1,115  | 1,275  |
| 자본금             | 206      | 206    | 206    | 206    |
| 주식발행초과금         | 1,753    | 1,753  | 1,753  | 1,753  |
| 이익잉여금           | 232      | 1,179  | 2,304  | 3,640  |
| 기타자본            | -2       | -3     | -3     | -3     |
| 지배주주지분자본총계      | 2,189    | 3,135  | 4,260  | 5,597  |
| 비지배주주지분자본총계     | 0        | 0      | 0      | 0      |
| 자본총계            | 2,189    | 3,135  | 4,260  | 5,597  |
| 순차입금            | -270     | -1,007 | -2,273 | -3,506 |
| 총차입금            | 120      | 120    | 120    | 120    |

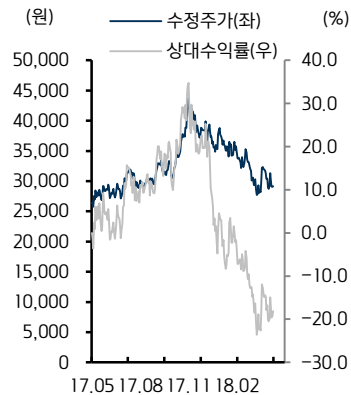
| 투자지표            | (단위: 원, 배, %) |       |        |        |
|-----------------|---------------|-------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016          | 2017  | 2018E  | 2019E  |
| 주당지표(원)         |               |       |        |        |
| BPS             | 5,304         | 7,595 | 10,321 | 13,560 |
| 주당EBITDA        | 967           | 3,375 | 3,871  | 4,660  |
| CFPS            | 817           | 2,724 | 3,142  | 3,682  |
| DPS             | 0             | 200   | 250    | 300    |
| 주가배수(배)         |               |       |        |        |
| PER             | 48.0          | 14.5  | 12.3   | 10.3   |
| PBR             | 4.9           | 4.4   | 3.2    | 2.5    |
| EV/EBITDA       | 26.4          | 9.2   | 7.2    | 5.3    |
| PCFR            | 32.1          | 12.3  | 10.6   | 9.1    |
| 수익성(%)          |               |       |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 11.8          | 19.4  | 19.6   | 19.6   |
| 영업이익률(핵심)       | 11.8          | 19.4  | 19.6   | 19.6   |
| EBITDA margin   | 16.4          | 22.1  | 22.0   | 21.7   |
| 순이익률            | 9.2           | 15.1  | 15.5   | 15.1   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 20.6          | 35.8  | 30.4   | 27.1   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 23.5          | 45.1  | 51.3   | 62.2   |
| 안정성(%)          |               |       |        |        |
| 부채비율            | 28.2          | 30.7  | 26.2   | 22.8   |
| 순차입금비율          | -12.3         | -32.1 | -53.4  | -62.6  |
| 이자보상배율(배)       | 333.5         | 682.6 | 768.4  | 823.9  |
| 활동성(배)          |               |       |        |        |
| 매출채권회전율         | 12.4          | 13.0  | 12.8   | 14.8   |
| 재고자산회전율         | 6.1           | 6.6   | 6.9    | 8.4    |
| 매입채무회전율         | 11.9          | 13.7  | 14.6   | 17.3   |

## 테스 (095610): DRAM, NAND 무엇이든 I BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(5/4):29,150원/TP: 45,000원

|               |                                  |
|---------------|----------------------------------|
| KOSDAQ(5/4)   | 856.34pt                         |
| 시가총액          | 5,762억원                          |
| 52주 주가동향      | 최고가<br>43,700원<br>최저가<br>25,750원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -33.30%<br>13.20%                |
| 상대수익률         | 절대<br>상대                         |
| 1M            | 5.0%<br>5.8%                     |
| 6M            | -21.7%<br>-35.9%                 |
| 12M           | 10.4%<br>-18.1%                  |
| 발행주식수         | 19,768천주                         |
| 일평균거래량(3M)    | 258천주                            |
| 외국인 지분율       | 22.86%                           |
| 배당수익률(18.E)   | 1.72%                            |
| BPS(18.E)     | 12,819원                          |



## ◎ 1Q18 영업이익 233억원 (+48% YoY) 기록

- 1Q18 잠정실적 매출액 1,004억원 (+57% YoY), 영업이익 233억원 (+48% YoY) 기록
- IFRS 1115 적용에 따른 매출인식 기준 변경 (진행률-)인도
- 매출액 호조에도 불구하고 영업이익률의 시장기대치 소폭 하회 배경은 Demo 장비 매출 반영 및 보수적 회계처리영향
- 금융수익 증가로 세전이익, 순이익은 시장기대치 대비 각각 15%, 11% 상회

## ◎ 2018년 영업이익 765억원 (+21% YoY) 예상

- 2018년 매출액 3,333억원 (+21% YoY), 영업이익 765억원 (+19% YoY) 예상
- 매출액 전망치는 유지하지만, 영업이익은 기존 845억원에서 765억원으로 9% 하향조정. 이는 기수주한 중화권 봉지장비 납품에 따른 일시적 믹스 악화를 반영했기 때문. 이는 전방 다양화를 위해 필요한 과정일 뿐 펀더멘털의 악화는 아님
- 국내 반도체 양사의 DRAM, NAND 투자에 대해 안정적으로 수혜를 받는 사업구조를 감안하면 2018~2019년 평택 2층, 시안 2차, 청주, 우시 2차 투자사이클에서의 고른 수혜 지속과 고객사 내 Gas etching 장비의 적용처 다변화 지속 전망
- 매출인식 기준 변화에 따라 기존 대비 상대적으로 분기별 실적 편차 안정화 된 상황. 현 주가는 18E PER 9.2 수준에 불과. 투자자의견 BUY와 목표주가 45,000원 유지

| 투자지표, IFRS연결 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 1,003 | 1,789 | 2,758 | 3,333 | 3,967 |
| 영업이익(억원)     | 95    | 364   | 633   | 765   | 910   |
| EBITDA(억원)   | 132   | 408   | 673   | 812   | 965   |
| 세전이익(억원)     | 139   | 370   | 695   | 824   | 935   |
| 순이익(억원)      | 125   | 313   | 543   | 635   | 711   |
| 지분법반영순이익(억원) | 126   | 313   | 543   | 636   | 712   |
| EPS(원)       | 781   | 1,754 | 2,772 | 3,217 | 3,599 |
| 증감율(%YoY)    | -18.1 | 124.5 | 58.1  | 16.0  | 11.9  |
| PER(배)       | 13.0  | 15.3  | 13.8  | 9.1   | 8.1   |
| PBR(배)       | 1.7   | 3.5   | 3.8   | 2.3   | 1.8   |
| EV/EBITDA(배) | 10.1  | 11.3  | 9.9   | 5.5   | 4.2   |
| 영업이익률(%)     | 9.4   | 20.3  | 23.0  | 22.9  | 22.9  |
| ROE(%)       | 14.0  | 25.8  | 31.3  | 28.1  | 25.0  |
| 순부채비율(%)     | -32.0 | -38.8 | -45.4 | -49.8 | -53.1 |

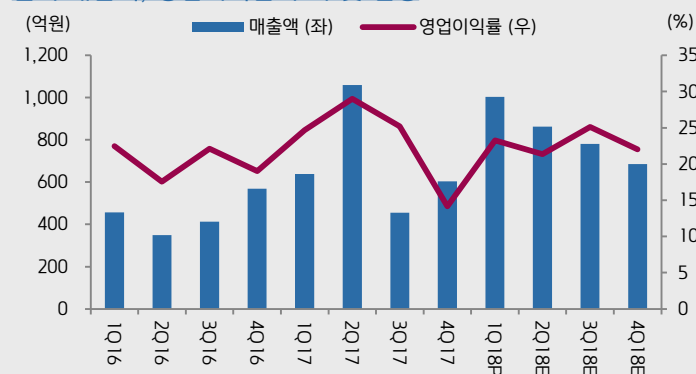
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

|              | 1Q17 | 2Q17  | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18P | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2016  | 2017  | 2018E |
|--------------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>   | 638  | 1,060 | 456  | 604  | 1,004 | 863   | 781   | 685   | 1,789 | 2,758 | 3,333 |
| 증감율 (% YoY)  | 40%  | 203%  | 10%  | 6%   | 57%   | -19%  | 71%   | 13%   | 78%   | 54%   | 21%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 12%  | 66%   | -57% | 33%  | 66%   | -14%  | -9%   | -12%  |       |       |       |
| <b>영업이익</b>  | 158  | 308   | 115  | 85   | 233   | 184   | 196   | 151   | 364   | 633   | 765   |
| 증감율 (% YoY)  | 53%  | 400%  | 26%  | -21% | 48%   | -40%  | 71%   | 76%   | 284%  | 74%   | 21%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 46%  | 95%   | -63% | -26% | 173%  | -21%  | 7%    | -23%  |       |       |       |
| <b>지배순이익</b> | 158  | 215   | 88   | 82   | 199   | 150   | 161   | 125   | 313   | 543   | 636   |
| 영업이익률 (%)    | 25%  | 29%   | 25%  | 14%  | 23%   | 21%   | 25%   | 22%   | 20%   | 23%   | 23%   |
| 지배순이익률 (%)   | 25%  | 20%   | 19%  | 14%  | 20%   | 17%   | 21%   | 18%   | 18%   | 20%   | 19%   |

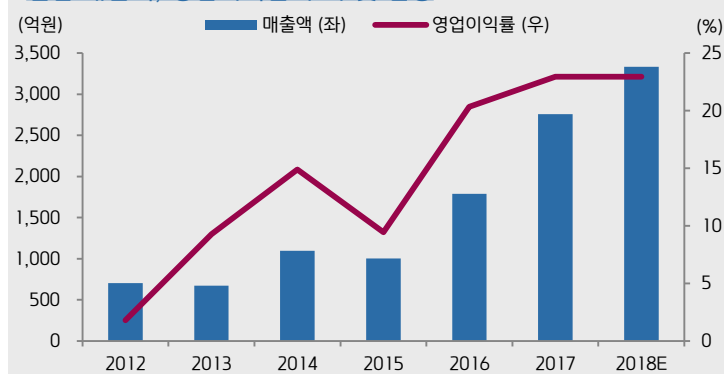
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

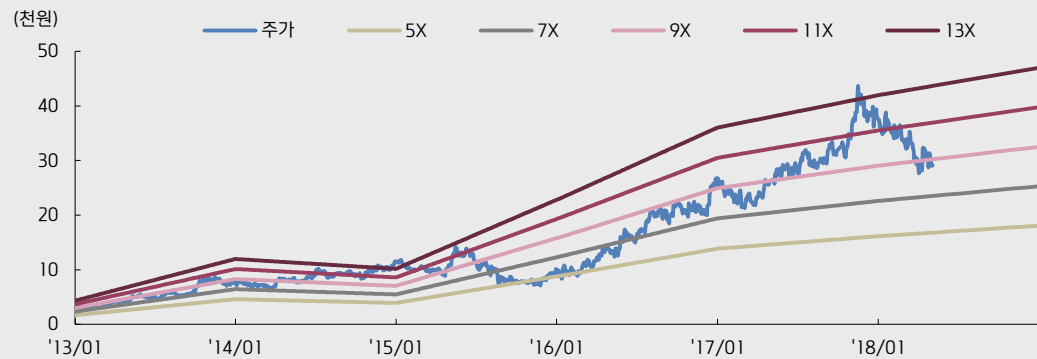
연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 12M Fwd PER Band Chart

테스 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 재무제표

| 포괄손익계산서              | (단위: 억원) |       |       |       |       |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2015     | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
| 매출액                  | 1,003    | 1,789 | 2,758 | 3,333 | 3,967 |
| 매출원가                 | 795      | 1,308 | 1,984 | 2,347 | 2,793 |
| 매출총이익                | 208      | 481   | 774   | 986   | 1,173 |
| 판매비와일반관리비            | 114      | 117   | 141   | 221   | 263   |
| 영업이익(보고)             | 95       | 364   | 633   | 765   | 910   |
| 영업이익(핵심)             | 95       | 364   | 633   | 765   | 910   |
| 영업외손익                | 44       | 6     | 62    | 59    | 25    |
| 이자수익                 | 8        | 4     | 13    | 10    | 9     |
| 배당금수익                | 0        | 1     | 2     | 1     | 1     |
| 외환이익                 | 3        | 6     | 7     | 4     | 5     |
| 이자비용                 | 6        | 2     | 1     | 1     | 1     |
| 외환손실                 | 2        | 5     | 6     | 4     | 4     |
| 관계기업지분법손익            | 0        | 1     | -13   | -19   | -16   |
| 투자및기타자산자본손익          | 36       | 5     | 38    | 29    | 26    |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 2        | 1     | 30    | 28    | 3     |
| 기타                   | 2        | -3    | -8    | 10    | 2     |
| 법인세자감전이익             | 139      | 370   | 695   | 824   | 935   |
| 법인세비용                | 15       | 57    | 152   | 188   | 224   |
| 유효법인세율 (%)           | 10.5%    | 15.5% | 21.9% | 22.9% | 24.0% |
| 당기순이익                | 125      | 313   | 543   | 635   | 711   |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 126      | 313   | 543   | 636   | 712   |
| EBITDA               | 132      | 408   | 673   | 812   | 965   |
| 연금순이익(Cash Earnings) | 162      | 357   | 582   | 682   | 765   |
| 수정당기순이익              | 91       | 307   | 458   | 582   | 684   |
| 증감율(% YoY)           |          |       |       |       |       |
| 매출액                  | -8.5     | 78.3  | 54.2  | 20.9  | 19.0  |
| 영업이익(보고)             | -42.0    | 283.7 | 74.1  | 20.8  | 19.0  |
| 영업이익(핵심)             | -42.0    | 283.7 | 74.1  | 20.8  | 19.0  |
| EBITDA               | -35.8    | 208.1 | 65.0  | 20.7  | 18.9  |
| 지배주주지분 당기순이익         | -14.8    | 149.4 | 73.5  | 17.1  | 11.9  |
| EPS                  | -18.1    | 124.5 | 58.1  | 16.0  | 11.9  |
| 수정순이익                | -38.2    | 239.2 | 49.2  | 27.0  | 17.6  |

| 현금흐름표             | (단위: 억원) |      |      |       |       |
|-------------------|----------|------|------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2015     | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
| 영업활동현금흐름          | -30      | 225  | 512  | 586   | 668   |
| 당기순이익             | 125      | 313  | 543  | 635   | 711   |
| 감가상각비             | 23       | 27   | 25   | 33    | 41    |
| 무형자산상각비           | 14       | 17   | 14   | 14    | 14    |
| 외환손익              | 0        | 0    | -1   | 0     | -1    |
| 자산자본손익            | 3        | 2    | -38  | -29   | -26   |
| 지분법손익             | 0        | 0    | 13   | 19    | 16    |
| 영업활동자산부채 증감       | -144     | -212 | -50  | -80   | -86   |
| 기타                | -51      | 77   | 7    | -6    | 0     |
| 투자활동현금흐름          | -26      | -222 | -168 | -159  | -166  |
| 투자자산의 처분          | 32       | -68  | -41  | -5    | 0     |
| 유형자산의 처분          | 0        | 1    | 0    | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -24      | -110 | -130 | -142  | -151  |
| 무형자산의 처분          | -33      | -44  | -10  | -12   | -11   |
| 기타                | -1       | 0    | 13   | 1     | -4    |
| 재무활동현금흐름          | 34       | 168  | -41  | -77   | -96   |
| 단기차입금의 증가         | 110      | -64  | 0    | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | -90      | -5   | 0    | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 16       | 250  | 0    | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -16      | -22  | -43  | -78   | -97   |
| 기타                | 15       | 9    | 1    | 1     | 2     |
| 현금및현금성자산의순증가      | -22      | 171  | 303  | 351   | 406   |
| 기초현금및현금성자산        | 134      | 112  | 283  | 586   | 936   |
| 기말현금및현금성자산        | 112      | 283  | 586  | 936   | 1,343 |
| Gross Cash Flow   | 114      | 436  | 562  | 666   | 754   |
| Op Free Cash Flow | -79      | -15  | 636  | 531   | 621   |

| 재무상태표           | (단위: 억원) |       |       |        |        |
|-----------------|----------|-------|-------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015     | 2016  | 2017  | 2018E  | 2019E  |
| 유동자산            | 795      | 1,271 | 1,802 | 2,345  | 2,951  |
| 현금및현금성자산        | 112      | 283   | 582   | 936    | 1,343  |
| 유동금융자산          | 309      | 343   | 370   | 380    | 384    |
| 매출채권및유동채권       | 160      | 403   | 478   | 578    | 688    |
| 재고자산            | 215      | 242   | 373   | 451    | 537    |
| 기타유동금융자산        | 0        | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 비유동자산           | 411      | 578   | 708   | 824    | 945    |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 6        | 7     | 10    | 13     | 15     |
| 투자자산            | 53       | 94    | 121   | 127    | 137    |
| 유형자산            | 223      | 335   | 440   | 549    | 658    |
| 무형자산            | 87       | 100   | 95    | 94     | 91     |
| 기타비유동자산         | 42       | 42    | 42    | 43     | 43     |
| 자산총계            | 1,206    | 1,848 | 2,511 | 3,169  | 3,896  |
| 유동부채            | 240      | 351   | 509   | 608    | 718    |
| 매입채무및기타유동채무     | 107      | 220   | 338   | 409    | 487    |
| 단기차입금           | 110      | 46    | 46    | 46     | 46     |
| 유동상장기차입금        | 0        | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 기타유동부채          | 23       | 86    | 125   | 153    | 185    |
| 비유동부채           | 24       | 15    | 18    | 21     | 24     |
| 장기매입채무및비유동채무    | 9        | 3     | 5     | 6      | 8      |
| 사채및장기차입금        | 10       | 5     | 5     | 5      | 5      |
| 기타비유동부채         | 6        | 7     | 8     | 9      | 11     |
| 부채총계            | 265      | 367   | 527   | 629    | 742    |
| 자본금             | 51       | 97    | 99    | 99     | 99     |
| 주식발행초과금         | 333      | 545   | 545   | 545    | 545    |
| 이익잉여금           | 535      | 826   | 1,326 | 1,884  | 2,498  |
| 기타자본            | 21       | 13    | 13    | 13     | 13     |
| 지배주주지분자본총계      | 941      | 1,481 | 1,984 | 2,542  | 3,156  |
| 비지배주주지분자본총계     | 1        | 0     | 0     | -1     | -2     |
| 자본총계            | 942      | 1,482 | 1,984 | 2,541  | 3,154  |
| 순차입금            | -301     | -575  | -900  | -1,265 | -1,676 |
| 총차입금            | 120      | 51    | 51    | 51     | 51     |

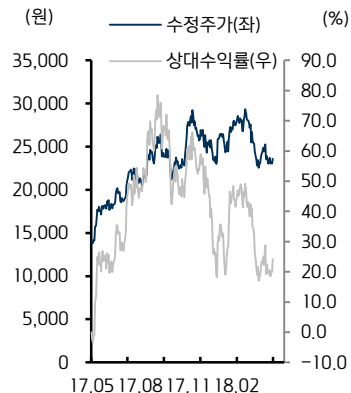
| 투자지표            | (단위: 원, 배, %) |       |        |        |        |
|-----------------|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015          | 2016  | 2017   | 2018E  | 2019E  |
| 주당지표(원)         |               |       |        |        |        |
| BPS             | 781           | 1,754 | 2,772  | 3,217  | 3,599  |
| 주당EBITDA        | 5,850         | 7,634 | 10,035 | 12,858 | 15,964 |
| CFPS            | 824           | 2,284 | 3,433  | 4,106  | 4,881  |
| DPS             | 1,009         | 1,998 | 2,972  | 3,450  | 3,872  |
| 주가배수(배)         | 210           | 220   | 400    | 500    | 550    |
| PER             | 13.0          | 15.3  | 13.8   | 9.1    | 8.1    |
| PBR             | 1.7           | 3.5   | 3.8    | 2.3    | 1.8    |
| EV/EBITDA       | 10.1          | 11.3  | 9.9    | 5.5    | 4.2    |
| PCFR            | 10.0          | 13.4  | 12.9   | 8.4    | 7.5    |
| 수익성(%)          |               |       |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 9.4           | 20.3  | 23.0   | 22.9   | 22.9   |
| 영업이익률(핵심)       | 9.4           | 20.3  | 23.0   | 22.9   | 22.9   |
| EBITDA margin   | 13.2          | 22.8  | 24.4   | 24.4   | 24.3   |
| 순이익률            | 12.4          | 17.5  | 19.7   | 19.1   | 17.9   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 14.0          | 25.8  | 31.3   | 28.1   | 25.0   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 17.9          | 46.2  | 92.3   | 70.3   | 67.2   |
| 안정성(%)          |               |       |        |        |        |
| 부채비율            | 28.1          | 24.8  | 26.6   | 24.7   | 23.5   |
| 순차입금비율          | -32.0         | -38.8 | -45.4  | -49.8  | -53.1  |
| 이자보상배율(배)       | 15.6          | 146.0 | 574.5  | 941.3  | 901.7  |
| 활동성(배)          |               |       |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 7.3           | 6.4   | 6.3    | 6.3    | 6.3    |
| 재고자산회전율         | 5.7           | 7.8   | 9.0    | 8.1    | 8.0    |
| 매입채무회전율         | 8.5           | 11.0  | 9.9    | 8.9    | 8.9    |

## 피에스케이 (031980): 압도적 Asher의 경쟁력 I BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(5/4):23,600원/TP: 40,000원

|               |                       |
|---------------|-----------------------|
| KOSDAQ(5/4)   | 856.34pt              |
| 시가총액          | 4,798억원               |
| 52주 주가동향      | 최고가<br>최저가            |
|               | 29,350원<br>13,800원    |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -19.59%<br>71.01%     |
| 상대수익률         | 절대<br>상대              |
|               | 1M<br>3.5%<br>4.3%    |
|               | 6M<br>4.7%<br>-14.3%  |
|               | 12M<br>67.4%<br>24.1% |
| 발행주식수         | 20,332천주              |
| 일평균거래량(3M)    | 226천주                 |
| 외국인 지분율       | 31.78%                |
| 배당수익률(18.E)   | 1.91%                 |
| BPS(18.E)     | 14,420원               |



### ◎ 2017년 글로벌 Asher 점유율 53% (+16%p YoY)

- 가트너에 따르면 피에스케이는 2017년 글로벌 Asher 점유율 53% (+16%p YoY) 기록하며 높은 경쟁력 입증
- 기존 2위였던 Lam research와의 격차는 2016년 9%p에서 2017년 34%p까지 확대
- 점유율 확대의 배경은 메모리 중심의 글로벌 투자에 따른 우호적 수주환경과 높은 레퍼런스를 통한 고객사 확대
- 글로벌 Asher의 압도적 1위 레퍼런스는 향후 신규시장 침투에 대한 기대감 증가 요인

### ◎ 1Q18 영업이익 217억원 (+73% YoY)으로 본격 증익구간 진입 시작 예상

- 1Q18 매출액 819억원, 영업이익 217억원 (+73% YoY)의 호실적 예상
- IFRS 1115 적용에 따른 매출인식 기준 변화 없음 (기존부터 셋업 기준의 보수적 회계처리 지속)
- 국내/외 반도체 전, 후공정 투자사이클 고려하면 3Q18까지 분기별 증익 흐름 지속 가능성 높음

### ◎ 글로벌 DRAM, NAND, Logic, Pkg. 투자 모두 수혜→ 성장성 차별화

- 2018년 매출액 3,469억원 (+26% YoY), 영업이익 873억원 (+51% YoY) 예상
- 팅택 2층 및 M14 2층 잔여투자, 청주, 해외 메모리/비메모리 투자에 따른 수혜 본격화 전망
- 2019년 역시 청주 본격화 및 시안 2차, 우시 2차, 화성 등 신규 Fab 발주와 해외 투자 고려하면 성장성 차별화 전망
- Asher가 DRAM, NAND, Logic, Pkg. (Descum)에 모두 쓰인다는 점과 압도적 글로벌 1위의 지위, DRAM 미세화 및 3D NAND 적층단수 증가에 따른 장비 수요증가 예상. 현 주가는 12M Fwd PER 7.0X 수준에 불과
- 글로벌 1위에 걸맞는 시장의 재평가 필요. 투자의견 BUY와 목표주가 40,000원 유지

| 투자지표, IFRS연결 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 1,384 | 1,631 | 2,754 | 3,469 | 4,128 |
| 영업이익(억원)     | 167   | 253   | 577   | 873   | 1,050 |
| EBITDA(억원)   | 203   | 303   | 638   | 942   | 1,108 |
| 세전이익(억원)     | 178   | 271   | 530   | 871   | 1,033 |
| 순이익(억원)      | 136   | 196   | 394   | 649   | 770   |
| 지분법반영순이익(억원) | 136   | 196   | 394   | 649   | 770   |
| EPS(원)       | 670   | 966   | 1,940 | 3,190 | 3,785 |
| 증감율(%YoY)    | 26.1  | 44.2  | 100.9 | 64.5  | 18.7  |
| PER(배)       | 13.7  | 14.0  | 13.3  | 7.4   | 6.2   |
| PBR(배)       | 1.0   | 1.4   | 2.3   | 1.6   | 1.3   |
| EV/EBITDA(배) | 5.0   | 5.3   | 5.8   | 3.2   | 2.1   |
| 영업이익률(%)     | 12.1  | 15.5  | 20.9  | 25.2  | 25.4  |
| ROE(%)       | 7.7   | 10.3  | 18.5  | 24.9  | 23.2  |
| 순부채비율(%)     | -46.5 | -58.3 | -66.8 | -61.7 | -66.9 |

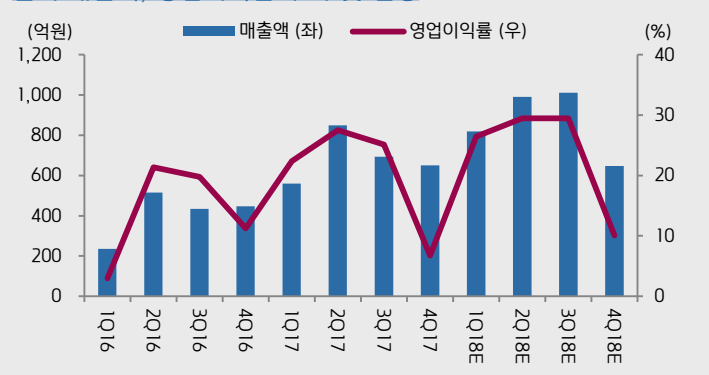
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

|              | 1Q17  | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2016  | 2017  | 2018E |
|--------------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>   | 560   | 849  | 694  | 651  | 819   | 991   | 1,011 | 648   | 1,631 | 2,754 | 3,469 |
| 증감율 (% YoY)  | 138%  | 65%  | 60%  | 46%  | 46%   | 17%   | 46%   | 0%    | 18%   | 69%   | 26%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 25%   | 52%  | -18% | -6%  | 26%   | 21%   | 2%    | -36%  |       |       |       |
| <b>영업이익</b>  | 125   | 233  | 174  | 44   | 217   | 292   | 298   | 65    | 253   | 577   | 873   |
| 증감율 (% YoY)  | 1677% | 112% | 103% | -13% | 73%   | 25%   | 71%   | 49%   | 52%   | 128%  | 51%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 149%  | 86%  | -25% | -75% | 396%  | 35%   | 2%    | -78%  |       |       |       |
| <b>지배순이익</b> | 86    | 141  | 143  | 24   | 161   | 215   | 224   | 48    | 196   | 394   | 649   |
| 영업이익률 (%)    | 22%   | 27%  | 25%  | 7%   | 26%   | 29%   | 30%   | 10%   | 16%   | 21%   | 25%   |
| 지배순이익률 (%)   | 15%   | 17%  | 21%  | 4%   | 20%   | 22%   | 22%   | 7%    | 12%   | 14%   | 19%   |

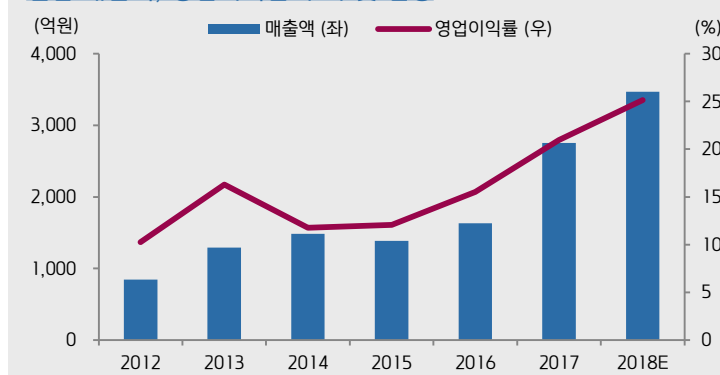
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



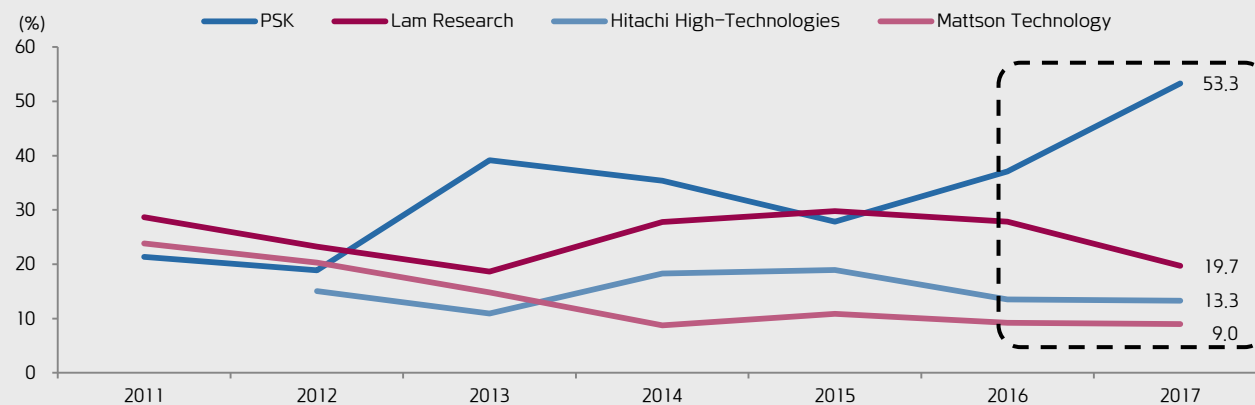
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



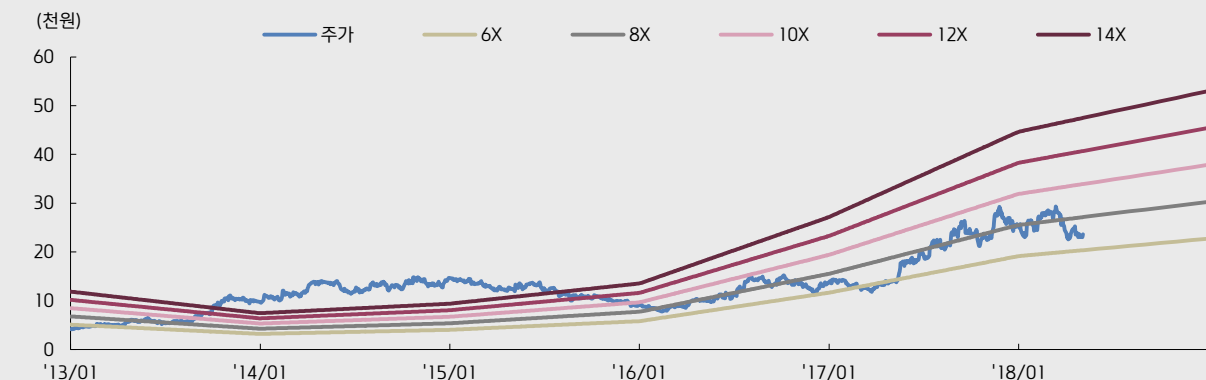
자료: 전자공시, 키움증권 추정

글로벌 Asher 업체별 점유율 추이



자료: FnGuide, 키움증권 추정

피에스케이 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 재무제표

| 포괄손익계산서              | (단위: 억원) |       |       |       |       |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2015     | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
| 매출액                  | 1,384    | 1,631 | 2,754 | 3,469 | 4,128 |
| 매출원가                 | 800      | 910   | 1,563 | 1,826 | 2,161 |
| 매출총이익                | 583      | 721   | 1,191 | 1,643 | 1,967 |
| 판매비와일반관리비            | 417      | 467   | 614   | 771   | 917   |
| 영업이익(보고)             | 167      | 253   | 577   | 873   | 1,050 |
| 영업이익(핵심)             | 167      | 253   | 577   | 873   | 1,050 |
| 영업외손익                | 11       | 18    | -47   | -2    | -17   |
| 이자수익                 | 14       | 10    | 16    | 21    | 24    |
| 배당금수익                | 0        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 외환이익                 | 15       | 42    | 20    | 28    | 24    |
| 이자비용                 | 0        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 외환손실                 | 5        | 23    | 70    | 12    | 26    |
| 관계기업지분법손익            | -5       | -10   | 0     | -2    | -2    |
| 투자및기타자산자분손익          | 6        | 28    | 8     | -54   | -41   |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -6       | 0     | 14    | 4     | 10    |
| 기타                   | -8       | -29   | -35   | 13    | -7    |
| 법인세자감천이익             | 178      | 271   | 530   | 871   | 1,033 |
| 법인세비용                | 42       | 75    | 135   | 222   | 264   |
| 당기법인세율 (%)           | 23.6%    | 27.7% | 25.5% | 25.5% | 25.5% |
| 당기순이익                | 136      | 196   | 394   | 649   | 770   |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 136      | 196   | 394   | 649   | 770   |
| EBITDA               | 203      | 303   | 638   | 942   | 1,108 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 172      | 246   | 456   | 719   | 828   |
| 수정당기순이익              | 136      | 177   | 378   | 686   | 793   |
| 증감율(% YoY)           |          |       |       |       |       |
| 매출액                  | -6.9     | 17.9  | 68.9  | 26.0  | 19.0  |
| 영업이익(보고)             | -4.7     | 51.8  | 127.8 | 51.3  | 20.3  |
| 영업이익(핵심)             | -4.7     | 51.8  | 127.8 | 51.3  | 20.3  |
| EBITDA               | 0.7      | 49.2  | 110.6 | 47.6  | 17.6  |
| 지배주주지분 당기순이익         | 26.3     | 44.2  | 100.9 | 64.5  | 18.7  |
| EPS                  | 26.1     | 44.2  | 100.9 | 64.5  | 18.7  |
| 수정순이익                | 21.4     | 29.6  | 114.1 | 81.5  | 15.6  |

| 현금흐름표             | (단위: 억원) |      |      |       |       |
|-------------------|----------|------|------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2015     | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
| 영업활동현금흐름          | 174      | 375  | 265  | 747   | 868   |
| 당기순이익             | 136      | 196  | 394  | 649   | 770   |
| 감가상각비             | 23       | 34   | 44   | 53    | 43    |
| 무형자산상각비           | 13       | 16   | 18   | 17    | 15    |
| 외환손익              | -3       | -17  | 50   | -16   | 2     |
| 자산자분손익            | 20       | 44   | -8   | 54    | 41    |
| 지분법손익             | 5        | 2    | 0    | 2     | 2     |
| 영업활동자산부채 증감       | -52      | 7    | -257 | -75   | -105  |
| 기타                | 32       | 92   | 24   | 63    | 100   |
| 투자활동현금흐름          | -84      | -161 | -80  | -77   | -246  |
| 투자자산의 처분          | 11       | -151 | -4   | 20    | -142  |
| 유형자산의 처분          | 0        | 40   | 0    | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -70      | -22  | -65  | 0     | 0     |
| 무형자산의 처분          | -12      | -23  | -10  | -12   | -11   |
| 기타                | -13      | -4   | -1   | -84   | -93   |
| 재무활동현금흐름          | -41      | -41  | -78  | -82   | -77   |
| 단기차입금의 증가         | 0        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 0        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -41      | -41  | -51  | -81   | -91   |
| 기타                | 0        | 0    | -27  | -1    | 14    |
| 현금및현금성자산의순증가      | 52       | 174  | 107  | 588   | 544   |
| 기초현금및현금성자산        | 239      | 291  | 465  | 573   | 1,161 |
| 기말현금및현금성자산        | 291      | 465  | 573  | 1,161 | 1,705 |
| Gross Cash Flow   | 226      | 368  | 522  | 822   | 973   |
| Op Free Cash Flow | 29       | 195  | 170  | 645   | 745   |

| 재무상태표           | (단위: 억원) |        |        |        |        |
|-----------------|----------|--------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015     | 2016   | 2017   | 2018E  | 2019E  |
| 유동자산            | 1,291    | 1,620  | 2,386  | 2,666  | 3,495  |
| 현금및현금성자산        | 291      | 465    | 874    | 1,161  | 1,705  |
| 유동금융자산          | 559      | 694    | 651    | 647    | 770    |
| 매출채권및유동채권       | 178      | 151    | 367    | 366    | 435    |
| 재고자산            | 263      | 310    | 494    | 492    | 585    |
| 기타유동비금융자산       | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산           | 775      | 734    | 728    | 670    | 686    |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 22       | 23     | 25     | 25     | 29     |
| 투자자산            | 121      | 137    | 195    | 192    | 228    |
| 유형자산            | 292      | 258    | 280    | 227    | 184    |
| 무형자산            | 327      | 304    | 217    | 201    | 185    |
| 기타비유동자산         | 14       | 13     | 11     | 26     | 60     |
| 자산총계            | 2,066    | 2,355  | 3,114  | 3,336  | 4,182  |
| 유동부채            | 128      | 262    | 407    | 328    | 390    |
| 매입채무및기타유동채무     | 115      | 207    | 302    | 223    | 266    |
| 단기차입금           | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 유동성장기차입금        | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타유동부채          | 13       | 55     | 105    | 105    | 125    |
| 비유동부채           | 109      | 103    | 76     | 76     | 90     |
| 장기매입채무및비유동채무    | 1        | 1      | 1      | 1      | 2      |
| 사채및장기차입금        | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채         | 108      | 102    | 75     | 74     | 88     |
| 부채총계            | 237      | 365    | 484    | 404    | 480    |
| 자본금             | 102      | 102    | 102    | 102    | 102    |
| 주식발행초과금         | 267      | 267    | 267    | 267    | 267    |
| 이익잉여금           | 1,373    | 1,530  | 1,863  | 2,512  | 3,282  |
| 기타자본            | 87       | 91     | 51     | 51     | 51     |
| 지배주주지분자본총계      | 1,828    | 1,989  | 2,283  | 2,932  | 3,701  |
| 비지배주주지분자본총계     | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 자본총계            | 1,828    | 1,989  | 2,283  | 2,932  | 3,701  |
| 순차입금            | -850     | -1,159 | -1,525 | -1,808 | -2,475 |
| 총차입금            | 0        | 0      | 0      | 0      | 0      |

| 투자지표            | (단위: 원, 배, %) |       |        |        |        |
|-----------------|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015          | 2016  | 2017   | 2018E  | 2019E  |
| 주당지표(원)         |               |       |        |        |        |
| BPS             | 8,992         | 9,783 | 11,230 | 14,420 | 18,205 |
| 주당EBITDA        | 999           | 1,491 | 3,140  | 4,635  | 5,451  |
| CFPS            | 848           | 1,211 | 2,243  | 3,534  | 4,072  |
| DPS             | 200           | 250   | 400    | 450    | 500    |
| 주가배수(배)         |               |       |        |        |        |
| PER             | 13.7          | 14.0  | 13.3   | 7.4    | 6.2    |
| PBR             | 1.0           | 1.4   | 2.3    | 1.6    | 1.3    |
| EV/EBITDA       | 5.0           | 5.3   | 5.8    | 3.2    | 2.1    |
| PCFR            | 10.8          | 11.2  | 11.5   | 6.7    | 5.8    |
| 수익성(%)          |               |       |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 12.1          | 15.5  | 20.9   | 25.2   | 25.4   |
| 영업이익률(핵심)       | 12.1          | 15.5  | 20.9   | 25.2   | 25.4   |
| EBITDA margin   | 14.7          | 18.6  | 23.2   | 27.2   | 26.8   |
| 순이익률            | 9.8           | 12.0  | 14.3   | 18.7   | 18.6   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 7.7           | 10.3  | 18.5   | 24.9   | 23.2   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 16.2          | 24.5  | 54.7   | 71.1   | 83.8   |
| 안정성(%)          |               |       |        |        |        |
| 부채비율            | 13.0          | 18.4  | 21.2   | 13.8   | 13.0   |
| 순차입금비율          | -46.5         | -58.3 | -66.8  | -61.7  | -66.9  |
| 이자보상배율(배)       | 1,879.7       | N/A   | N/A    | N/A    | N/A    |
| 활동성(배)          |               |       |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 6.0           | 9.9   | 10.6   | 9.5    | 10.3   |
| 재고자산회전율         | 6.1           | 5.7   | 6.8    | 7.0    | 7.7    |
| 매입채무회전율         | 11.3          | 10.1  | 10.8   | 13.2   | 16.9   |

## 유진테크 (084370): 높은 실적 성장과 신규장비 모멘텀 기대 I BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(5/4): 17,950원/TP: 29,000원

|               |                                  |
|---------------|----------------------------------|
| KOSDAQ(5/4)   | 856.34pt                         |
| 시가총액          | 4,113억원                          |
| 52주 주가동향      | 최고가<br>24,850원<br>최저가<br>16,450원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -27.77%<br>9.12%                 |
| 상대수익률         | 절대<br>상대                         |
| 1M            | 2.0%<br>2.7%                     |
| 6M            | -17.3%<br>-32.3%                 |
| 12M           | 1.7%<br>-24.6%                   |
| 발행주식수         | 22,916천주                         |
| 일평균거래량(3M)    | 169천주                            |
| 외국인 지분율       | 19.10%                           |
| 배당수익률(18.E)   | 1.67%                            |
| BPS(18.E)     | 11,928원                          |



## ◎ 1Q18 영업이익 203억원 (+100% YoY) 예상

- 1Q18 매출액 755억원 (+108% YoY), 영업이익 203억원 (+100% YoY)으로 컨센서스 영업이익 16% 상회 예상
- 국내 반도체 양사의 전환 및 신규투자자 Eugenius 연결 효과 본격화 시작에 따른 실적 호조 전망
- 매출인식 기준 변경 (진행률→인도) 예상되지만, 17년 이월분 매출 인식에 따라 연간 실적 변동성 제한적

## ◎ 2018년 영업이익 507억원 (+97% YoY) 예상, 72단 3D NAND향 Mini-batch ALD 평가 결과 주목

- 2018년 매출액 2,296억원 (+76% YoY), 영업이익 507억원 (+97% YoY) 예상
- 기존 예상대비 1Q18 실적 호조 예상되어 매출액, 영업이익 각각 5%, 7% 상향
- 전년대비 고객사의 DRAM 미세화, 신규 투자의 증가로 LPCVD의 수혜 증가 예상되는 가운데, Eugenius 연결 운기 반영 전망
- 상반기 내 평가완료 예상되는 72단 3D NAND 향 Mini-batch ALD 결과는 추가 모멘텀이 될 전망
- 기존 DRAM 투자 수혜주에서 Eugenius 인수를 통한 DRAM, NAND 투자 수혜 강도 강화된 가운데, 유진테크 자체 ALD 런칭에 대한 가능성은 고객사, 장비군 다양화를 통한 펀더멘털 강화의 의미로 2019년에 대한 기대감 높이는 요소
- 2018년 높은 성장성 (영업이익 +97% YoY)에도 불구하고, 현 주가는 12M Fwd PER 8.9X 수준으로 2014년 이후 Band 최하단 위치
- 투자이견 BUY, 목표주가 29,000원 유지

| 투자지표, IFRS연결 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 947   | 1,411 | 1,302 | 2,296 | 2,640 |
| 보고영업이익(억원)   | 186   | 365   | 257   | 507   | 617   |
| 영업이익(억원)     | 186   | 365   | 257   | 507   | 617   |
| EBITDA(억원)   | 223   | 402   | 289   | 552   | 663   |
| 세전이익(억원)     | 209   | 405   | 297   | 546   | 646   |
| 순이익(억원)      | 201   | 320   | 274   | 426   | 504   |
| 지분법반영순이익(억원) | 204   | 324   | 276   | 433   | 512   |
| EPS(원)       | 892   | 1,412 | 1,204 | 1,890 | 2,234 |
| 증감율(%YoY)    | 31.6  | 58.3  | -14.7 | 57.0  | 18.2  |
| PER(배)       | 14.6  | 12.6  | 17.5  | 9.5   | 8.0   |
| PBR(배)       | 1.6   | 1.9   | 2.1   | 1.5   | 1.3   |
| EV/EBITDA(배) | 6.9   | 5.8   | 13.7  | 4.4   | 2.8   |
| 보고영업이익률(%)   | 19.6  | 25.8  | 19.8  | 22.1  | 23.4  |
| 영업이익률(%)     | 19.6  | 25.8  | 19.8  | 22.1  | 23.4  |
| ROE(%)       | 11.3  | 16.2  | 12.4  | 16.9  | 16.9  |
| 순부채비율(%)     | -75.3 | -79.3 | -36.2 | -59.4 | -68.6 |

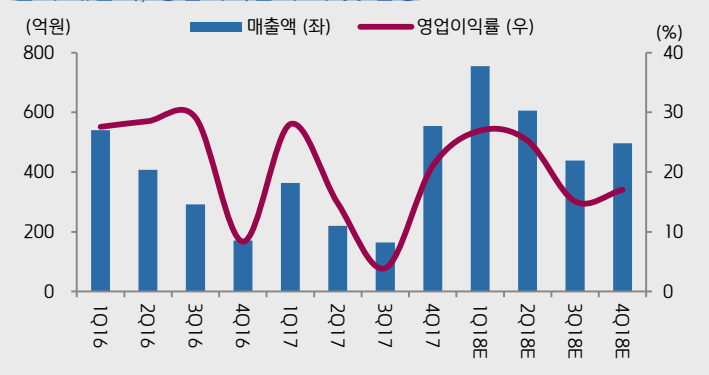
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

|              | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17  | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2016  | 2017  | 2018E |
|--------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>   | 363  | 220  | 164  | 554   | 755   | 606   | 438   | 497   | 1,411 | 1,302 | 2,296 |
| 증감율 (% YoY)  | -33% | -46% | -44% | 225%  | 108%  | 175%  | 168%  | -10%  | 49%   | -8%   | 76%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 113% | -39% | -26% | 239%  | 36%   | -20%  | -28%  | 13%   |       |       |       |
| <b>영업이익</b>  | 102  | 32   | 6    | 117   | 203   | 153   | 66    | 85    | 365   | 257   | 507   |
| 증감율 (% YoY)  | -32% | -72% | -92% | 718%  | 100%  | 371%  | 934%  | -27%  | 96%   | -29%  | 97%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 615% | -68% | -80% | 1722% | 75%   | -25%  | -57%  | 28%   |       |       |       |
| <b>지배순이익</b> | 89   | 49   | 6    | 133   | 169   | 130   | 60    | 75    | 324   | 276   | 433   |
| 영업이익률 (%)    | 28%  | 15%  | 4%   | 21%   | 27%   | 25%   | 15%   | 17%   | 26%   | 20%   | 22%   |
| 지배순이익률 (%)   | 25%  | 22%  | 3%   | 24%   | 22%   | 21%   | 14%   | 15%   | 23%   | 21%   | 19%   |

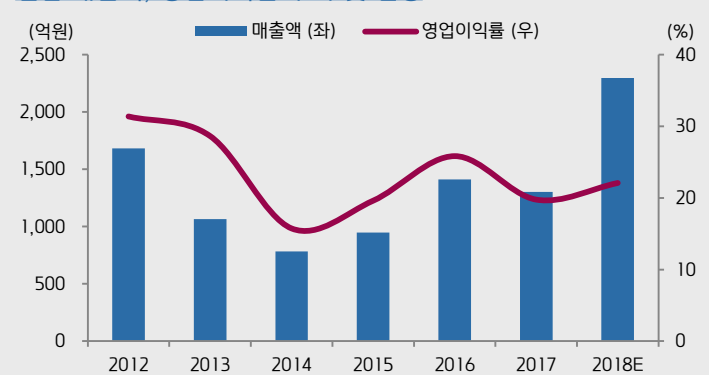
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



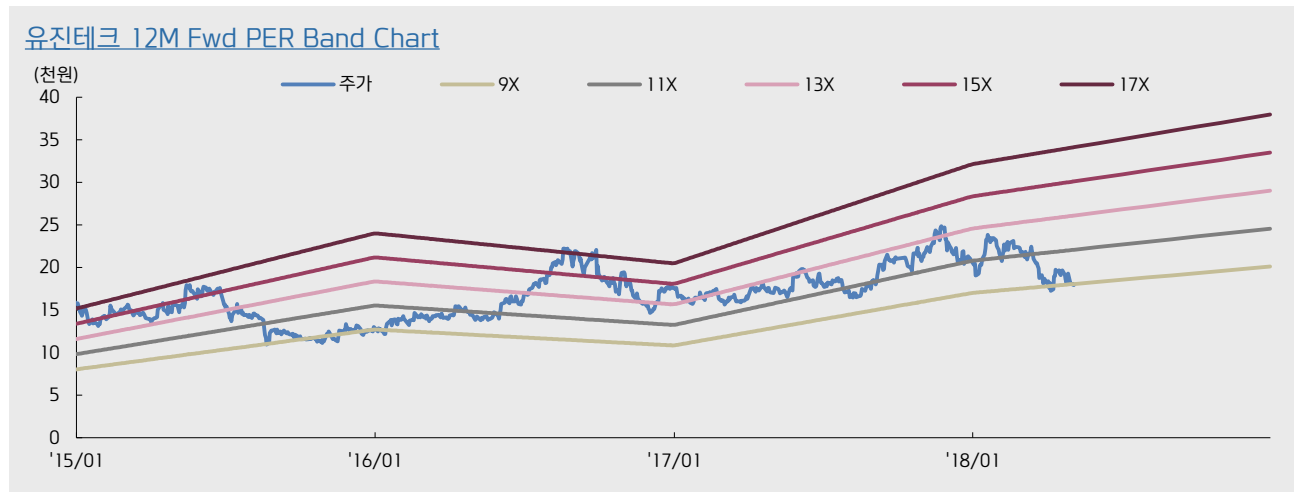
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 재무제표

| 포괄손익계산서              | (단위: 억원) |       |       |       |       |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2015     | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
| 매출액                  | 947      | 1,411 | 1,302 | 2,296 | 2,640 |
| 매출원가                 | 503      | 746   | 665   | 1,116 | 1,224 |
| 매출총이익                | 444      | 665   | 637   | 1,180 | 1,416 |
| 판매비와일반관리비            | 258      | 300   | 380   | 673   | 799   |
| 영업이익(보고)             | 186      | 365   | 257   | 507   | 617   |
| 영업이익(핵심)             | 186      | 365   | 257   | 507   | 617   |
| 영업외손익                | 23       | 40    | 40    | 39    | 29    |
| 이자수익                 | 22       | 19    | 17    | 8     | 10    |
| 배당금수익                | 0        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 외환이익                 | 4        | 4     | 3     | 3     | 3     |
| 이자비용                 | 0        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 외환손실                 | 4        | 4     | 6     | 5     | 5     |
| 관계기업지분법손익            | 0        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 투자및기타자산자본손익          | 0        | 3     | 2     | 2     | 2     |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0        | 0     | 0     | 1     | 1     |
| 기타                   | 1        | 18    | 24    | 29    | 19    |
| 법인세자감전이익             | 209      | 405   | 297   | 546   | 646   |
| 법인세비용                | 8        | 85    | 24    | 120   | 142   |
| 유효법인세율 (%)           | 3.7%     | 21.0% | 7.9%  | 22.0% | 22.0% |
| 당기순이익                | 201      | 320   | 274   | 426   | 504   |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 204      | 324   | 276   | 433   | 512   |
| EBITDA               | 223      | 402   | 289   | 552   | 663   |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 238      | 357   | 305   | 471   | 550   |
| 수정당기순이익              | 201      | 317   | 271   | 423   | 501   |
| 증감율(% YoY)           |          |       |       |       |       |
| 매출액                  | 20.8     | 49.0  | -7.7  | 76.4  | 15.0  |
| 영업이익(보고)             | 50.6     | 96.3  | -29.4 | 97.1  | 21.8  |
| 영업이익(핵심)             | 50.6     | 96.3  | -29.4 | 97.1  | 21.8  |
| EBITDA               | 56.1     | 80.6  | -28.2 | 91.4  | 20.1  |
| 지배주주지분 당기순이익         | 31.6     | 58.3  | -14.7 | 57.0  | 18.2  |
| EPS                  | 31.6     | 58.3  | -14.7 | 57.0  | 18.2  |
| 수정순이익                | 34.4     | 58.0  | -14.5 | 55.7  | 18.6  |

| 현금흐름표             | (단위: 억원) |      |      |       |       |
|-------------------|----------|------|------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2015     | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
| 영업활동 현금흐름         | 356      | 436  | -249 | 443   | 729   |
| 당기순이익             | 201      | 320  | 274  | 426   | 504   |
| 감가상각비             | 19       | 22   | 24   | 29    | 30    |
| 무형자산상각비           | 18       | 15   | 7    | 16    | 16    |
| 외환손익              | 0        | 0    | 3    | 2     | 2     |
| 자산자본손익            | 0        | 0    | -2   | -2    | -2    |
| 지분법손익             | 0        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | 64       | -70  | -558 | 381   | 104   |
| 기타                | 53       | 149  | 3    | -408  | 76    |
| 투자활동 현금흐름         | -153     | -320 | 537  | 1     | -135  |
| 투자자산의 처분          | -70      | -225 | 641  | 62    | -74   |
| 유형자산의 처분          | 0        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -29      | -24  | -87  | -46   | -46   |
| 무형자산의 처분          | -53      | -66  | -10  | -12   | -11   |
| 기타                | -1       | -6   | -7   | -3    | -4    |
| 재무활동 현금흐름         | -97      | -42  | -39  | -53   | -68   |
| 단기차입금의 증가         | -3       | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 0        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 5        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -32      | -43  | -51  | -51   | -67   |
| 기타                | -66      | 2    | 12   | -1    | -1    |
| 현금및현금성자산의순증가      | 106      | 74   | 249  | 392   | 526   |
| 기초 현금및현금성자산       | 321      | 427  | 501  | 750   | 1,141 |
| 기말 현금및현금성자산       | 427      | 501  | 750  | 1,141 | 1,667 |
| Gross Cash Flow   | 292      | 506  | 309  | 63    | 626   |
| Op Free Cash Flow | 198      | 165  | -367 | 875   | 709   |

| 재무상태표           | (단위: 억원) |        |       |        |        |
|-----------------|----------|--------|-------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015     | 2016   | 2017  | 2018E  | 2019E  |
| 유동자산            | 1,496    | 1,816  | 1,587 | 1,982  | 2,540  |
| 현금및현금성자산        | 427      | 501    | 296   | 1,141  | 1,667  |
| 유동금융자산          | 959      | 1,177  | 541   | 485    | 557    |
| 매출채권및유동채권       | 30       | 78     | 554   | 215    | 180    |
| 재고자산            | 81       | 60     | 195   | 142    | 135    |
| 기타유동금융자산        | 0        | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 비유동자산           | 520      | 580    | 1,088 | 1,087  | 1,097  |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 8        | 8      | 10    | 9      | 11     |
| 투자자산            | 24       | 32     | 30    | 27     | 31     |
| 유형자산            | 368      | 370    | 432   | 449    | 466    |
| 무형자산            | 104      | 145    | 584   | 567    | 552    |
| 기타비유동자산         | 16       | 24     | 32    | 35     | 38     |
| 자산총계            | 2,016    | 2,397  | 2,674 | 3,070  | 3,637  |
| 유동부채            | 156      | 252    | 308   | 295    | 358    |
| 매입채무및기타유동채무     | 116      | 107    | 231   | 188    | 188    |
| 단기차입금           | 0        | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 유동성장기차입금        | 0        | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 기타유동부채          | 40       | 145    | 77    | 107    | 170    |
| 비유동부채           | 21       | 28     | 39    | 37     | 36     |
| 장기매입채무및비유동채무    | 4        | 6      | 4     | 4      | 4      |
| 사채및장기차입금        | 0        | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 기타비유동부채         | 17       | 22     | 34    | 33     | 32     |
| 부채총계            | 177      | 279    | 347   | 332    | 395    |
| 자본금             | 112      | 115    | 115   | 115    | 115    |
| 주식발행초과금         | 3        | 0      | 0     | 0      | 0      |
| 이익잉여금           | 1,761    | 2,042  | 2,266 | 2,699  | 3,211  |
| 기타자본            | -49      | -48    | -80   | -80    | -80    |
| 지배주주지분자본총계      | 1,826    | 2,109  | 2,300 | 2,733  | 3,245  |
| 비지배주주지분자본총계     | 13       | 8      | 12    | 4      | -3     |
| 자본총계            | 1,839    | 2,117  | 2,312 | 2,738  | 3,242  |
| 순차입금            | -1,385   | -1,678 | -837  | -1,626 | -2,224 |
| 총차입금            | 0        | 0      | 0     | 0      | 0      |

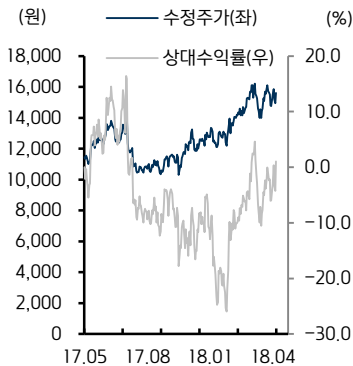
| 투자지표            | (단위: 원, 배, %) |       |        |        |        |
|-----------------|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015          | 2016  | 2017   | 2018E  | 2019E  |
| 주당 지표(원)        |               |       |        |        |        |
| EPS             | 892           | 1,412 | 1,204  | 1,890  | 2,234  |
| BPS             | 7,970         | 9,203 | 10,038 | 11,928 | 14,161 |
| 주당 EBITDA       | 971           | 1,754 | 1,259  | 2,410  | 2,894  |
| CFPS            | 1,038         | 1,558 | 1,332  | 2,055  | 2,400  |
| DPS             | 200           | 230   | 230    | 300    | 330    |
| 주가배수(배)         |               |       |        |        |        |
| PER             | 14.6          | 12.6  | 17.5   | 9.5    | 8.0    |
| PBR             | 1.6           | 1.9   | 2.1    | 1.5    | 1.3    |
| EV/EBITDA       | 6.9           | 5.8   | 13.7   | 4.4    | 2.8    |
| PCFR            | 12.5          | 11.4  | 15.8   | 8.7    | 7.5    |
| 수익성(%)          |               |       |        |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 19.6          | 25.8  | 19.8   | 22.1   | 23.4   |
| 영업이익률(핵심)       | 19.6          | 25.8  | 19.8   | 22.1   | 23.4   |
| EBITDA margin   | 23.5          | 28.5  | 22.2   | 24.1   | 25.1   |
| 순이익률            | 21.2          | 22.7  | 21.0   | 18.5   | 19.1   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 11.3          | 16.2  | 12.4   | 16.9   | 16.9   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 38.6          | 69.2  | 30.2   | 45.7   | 71.2   |
| 안정성(%)          |               |       |        |        |        |
| 부채비율            | 9.6           | 13.2  | 15.0   | 12.1   | 12.2   |
| 순차입금비율          | -75.3         | -79.3 | -36.2  | -59.4  | -68.6  |
| 이자보상배율(배)       | 32.751.3      | N/A   | N/A    | N/A    | N/A    |
| 활동성(배)          |               |       |        |        |        |
| 매출채권회전율         | 11.4          | 26.3  | 4.1    | 6.0    | 13.4   |
| 재고자산회전율         | 12.7          | 19.9  | 10.2   | 13.6   | 19.1   |
| 매입채무회전율         | 8.6           | 12.7  | 7.7    | 11.0   | 14.0   |

## 유니테스트 (086390): 예상을 상회하는 수익성 I Not Rated

Analyst 한동희

주가(5/4): 15,600원

|               |                                  |
|---------------|----------------------------------|
| KOSDAQ(5/4)   | 856.34pt                         |
| 시가총액          | 3,297억원                          |
| 52주 주가동향      | 최고가<br>16,200원<br>최저가<br>10,300원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -3.70%<br>51.46%                 |
| 상대수익률         | 절대<br>상대                         |
| 1M            | 11.4%<br>12.2%                   |
| 6M            | 46.5%<br>19.9%                   |
| 12M           | 36.2%<br>1.0%                    |
| 발행주식수         | 21,134천주                         |
| 일평균거래량(3M)    | 479천주                            |
| 외국인 지분율       | 18.26%                           |
| 배당수익률(18.E)   | 1.92%                            |
| BPS(18.E)     | 6,817원                           |



## ◎ 1Q18 영업이익 268억원 (+129% YoY)의 어닝서프라이즈 기록

- 유니테스트의 1Q18 실적은 매출액 803억원 (+61% YoY), 영업이익 268억원 (+129% YoY)의 어닝서프라이즈 기록
- 호실적의 배경은 국내, 외 고객사의 DRAM 고속변인, DDR4 스피드테스터 뿐 아니라 SSD 테스터의 출하 증가 때문
- 또한 해외 고객사향 보드매출 증가로 당초 시장 예상대비 높은 수익성 (33%) 시현

## ◎ 2Q18에도 호실적 지속 전망

- 2Q18 매출액 781억원 (+49% YoY), 영업이익 195억원 (+174% YoY) 예상
- 유니테스트의 2018년 납품기준 수주공시액 합계는 1,600억원을 상회한다는 점에서 2Q18에도 호실적 가시성 높음
- 가변적인 보드매출을 감안해 이익률을 보수적으로 산정. 보드매출 수준에 따라 이익률 업사이드 존재

## ◎ 하반기 NAND 번인, 웨이퍼 테스터의 평가 결과에 주목

- 2018년 매출액 2,539억원 (+51% YoY), 영업이익 645억원 (+98% YoY)의 사상 최대실적 예상
- 국내 외 주력 고객사의 DRAM 미세화, 신규 투자에 따른 DRAM 고속변인 및 스피드테스터 수혜 전망
- 또한 국내 고객사의 72단 3D NAND SSD 출하 본격화에 따라 유니테스트의 SSD 테스터 역시 수혜 본격화 시작될 것
- 국내 외 주요 고객사 투자사이클 고려하면 실적은 상대적으로 상반기에 집중될 가능성 높지만, 하반기 역시 전년대비 긍정적
- 2019년 청주 72단 NAND, 우시 2차 DRAM 투자는 유니테스트의 DRAM 번인, 스피드테스터, NAND 번인, SSD 테스터의 중장기 수혜를 견인할 가능성이 높고, 올해 해외 고객사향 NAND 번인, 국내향 NAND 웨이퍼테스터 평가 결과에 따라 새로운 모멘텀이 될 것. 호실적과 성장성, 기대 모멘텀 요소 존재에도 불구하고 현 주가는 2018E PER 6.4X에 불과

| 투자지표, IFRS연결 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E |
|--------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 625  | 1,335 | 1,168 | 1,686 | 2,539 |
| 영업이익(억원)     | 82   | 301   | 116   | 326   | 645   |
| EBITDA(억원)   | 122  | 357   | 168   | 360   | 732   |
| 세전이익(억원)     | 68   | 293   | 116   | 287   | 643   |
| 순이익(억원)      | 65   | 259   | 82    | 240   | 512   |
| 지분법반영순이익(억원) | 65   | 259   | 84    | 242   | 514   |
| EPS(원)       | 376  | 1,394 | 412   | 1,143 | 2,431 |
| 증감율(%YoY)    | N/A  | 270.6 | -70.5 | 177.8 | 112.6 |
| PER(배)       | 25.5 | 6.4   | 29.4  | 11.2  | 6.4   |
| PBR(배)       | 4.6  | 2.7   | 3.5   | 2.9   | 2.3   |
| EV/EBITDA(배) | 15.6 | 4.6   | 14.9  | 6.9   | 3.4   |
| 영업이익률(%)     | 13.2 | 22.5  | 9.9   | 19.3  | 25.4  |
| ROE(%)       | 19.7 | 50.1  | 12.0  | 29.3  | 43.4  |
| 순부채비율(%)     | 34.8 | -13.7 | -2.9  | -24.4 | -53.0 |

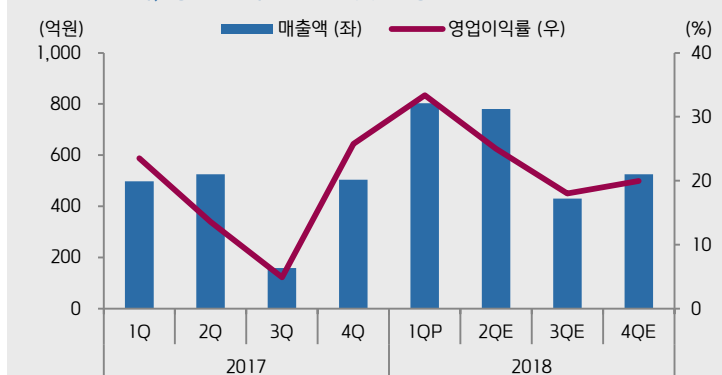
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

|              | 1Q17 | 2Q17  | 3Q17 | 4Q17  | 1Q18P | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2016  | 2017  | 2018E |
|--------------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>   | 498  | 525   | 159  | 504   | 803   | 781   | 430   | 525   | 1,168 | 1,686 | 2,539 |
| 증감율 (% YoY)  | 257% | 275%  | -69% | 36%   | 61%   | 49%   | 171%  | 4%    | -13%  | 44%   | 51%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 34%  | 6%    | -70% | 217%  | 59%   | -3%   | -45%  | 22%   |       |       |       |
| <b>영업이익</b>  | 117  | 71    | 8    | 130   | 268   | 195   | 77    | 105   | 116   | 326   | 645   |
| 증감율 (% YoY)  | 흑전   | 1416% | -91% | 123%  | 129%  | 174%  | 894%  | -19%  | -61%  | 181%  | 98%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 101% | -39%  | -89% | 1566% | 107%  | -27%  | -60%  | 35%   |       |       |       |
| <b>지배순이익</b> | 82   | 72    | 16   | 72    | 210   | 156   | 62    | 85    | 84    | 240   | 514   |
| 영업이익률 (%)    | 23%  | 14%   | 5%   | 26%   | 33%   | 25%   | 18%   | 20%   | 10%   | 19%   | 25%   |
| 지배순이익률 (%)   | 16%  | 14%   | 10%  | 14%   | 26%   | 20%   | 14%   | 16%   | 7%    | 14%   | 20%   |

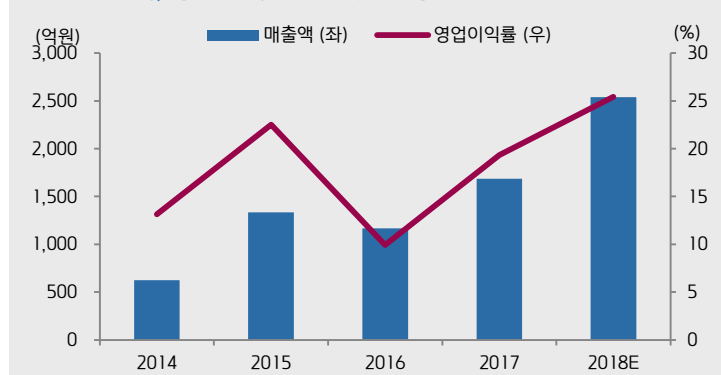
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



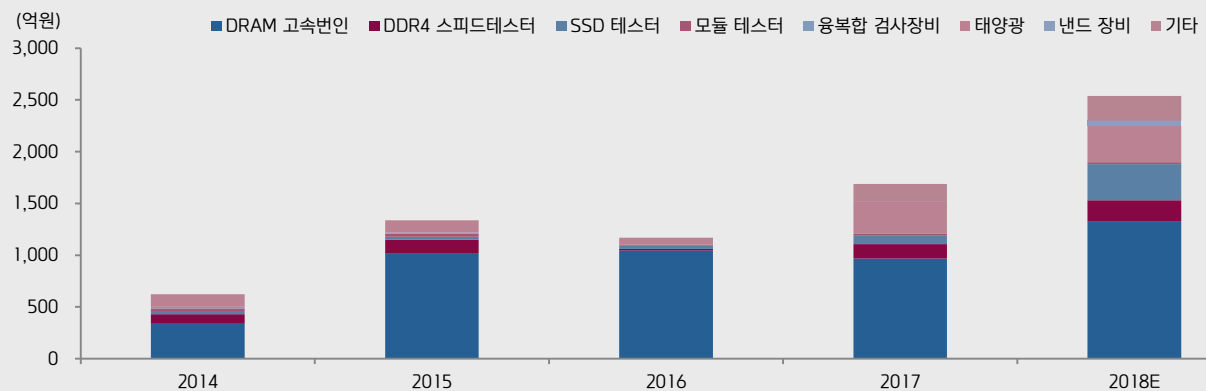
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



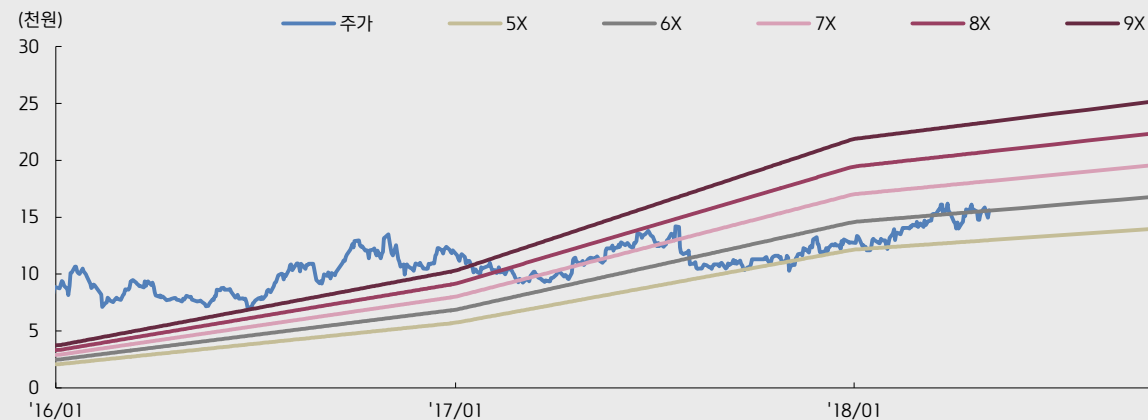
자료: 전자공시, 키움증권 추정

유니테스트 장비별 매출액 추이 및 전망



자료: FnGuide, 키움증권 추정

유니테스트 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

유니테스트 수주공시 정리 (2018년 종료 기준)

| 수주         | 시작         | 종료         | 규모(억원) | 업체                   | 분야  |
|------------|------------|------------|--------|----------------------|-----|
| 2018-03-21 | 2018-03-21 | 2018-06-29 | 114    | SK하이닉스               | 반도체 |
| 2018-03-20 | 2018-03-20 | 2018-06-30 | 25     | (주) 올문솔라테크           | 태양광 |
| 2018-03-20 | 2018-03-20 | 2018-06-30 | 37     | (주) 춘천솔라테크           | 태양광 |
| 2018-03-20 | 2018-03-20 | 2018-06-30 | 37     | (주) 미래               | 태양광 |
| 2018-03-19 | 2018-03-19 | 2018-06-15 | 183    | SK하이닉스               | 반도체 |
| 2018-02-23 | 2018-02-23 | 2018-06-07 | 61     | SK하이닉스               | 반도체 |
| 2018-02-22 | 2018-02-22 | 2018-06-30 | 19     | (주) 다니엘              | 태양광 |
| 2018-02-22 | 2018-02-22 | 2018-06-30 | 19     | (주) 고흥솔라             | 태양광 |
| 2018-02-22 | 2018-02-22 | 2018-04-30 | 50     | Nanya Technology     | 반도체 |
| 2018-02-06 | 2018-02-06 | 2018-05-16 | 234    | 하이셈                  | 반도체 |
| 2018-01-31 | 2018-01-31 | 2018-04-10 | 275    | Hitech Semiconductor | 반도체 |
| 2018-01-25 | 2018-01-25 | 2018-04-27 | 75     | SK하이닉스               | 반도체 |
| 2018-01-22 | 2018-01-22 | 2018-02-01 | 15     | Nanya Technology     | 반도체 |
| 2017-12-29 | 2017-12-29 | 2018-03-28 | 59     | SK하이닉스               | 반도체 |
| 2017-12-29 | 2017-12-29 | 2018-03-31 | 41     | 유니햇빛에너지 (주)          | 태양광 |
| 2017-12-22 | 2017-12-22 | 2018-03-31 | 26     | 와이엔솔라 (주)            | 태양광 |
| 2017-12-22 | 2017-12-22 | 2018-03-31 | 37     | 준규솔라 (주)             | 태양광 |
| 2017-12-04 | 2017-12-04 | 2018-05-05 | 219    | Nanya Technology     | 반도체 |
| 2017-11-22 | 2017-11-22 | 2018-03-31 | 94     | Hitech Semiconductor | 반도체 |

자료: 전자공시, 키움증권

## 에스티아이 (039440): 성장을 위한 일보후퇴 I BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(5/4): 17,950원/TP: 28,000원

|               |          |                    |
|---------------|----------|--------------------|
| KOSDAQ(5/4)   | 856.34pt |                    |
| 시가총액          | 2,841억원  |                    |
| 52주 주가동향      | 최고가      | 최저가                |
|               | 30,900원  | 12,087원            |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -41.91%  | 48.51%             |
| 상대수익률         | 절대       | 상대                 |
|               | 1M       | -13.5%      -12.9% |
|               | 6M       | 2.3%        -16.2% |
|               | 12M      | 47.9%       9.7%   |
| 발행주식수         | 15,830천주 |                    |
| 일평균거래량(3M)    | 193천주    |                    |
| 외국인 지분율       | 12.04%   |                    |
| 배당수익률(18.E)   | 1.67%    |                    |
| BPS(18.E)     | 7,958원   |                    |



## ◎ 1Q18 영업이익 66억원 (-17% YoY)의 일시적 부진 예상

- 에스티아이의 1Q18 실적은 매출액 785억원 (+27% YoY), 영업이익 66억원 (-17% YoY)의 일시적 부진 예상
- 해외 신규 고객사 확보를 위한 공격적 수주 물량이 4Q17에 이어 1Q18까지 이어질 것으로 예상되기 때문
- 일시적 부진은 아쉽지만, 해외 레퍼런스 강화는 향후 성장성 차별화로 이어질 것으로 기대

## ◎ 2Q18부터 수익성 정상화 구간 진입 전망

- 2Q18부터 국내 물량 비중 증가에 따른 수익성 정상화 구간 진입 전망
- 평택 2층, 청주, 시안 2차, 우시 2차, 화성 라인에 대한 C.C.S.S 투자 사이클 시작으로 연중 분기별 증익 가시성 높음
- 2Q18 매출액 889억원 (+32% YoY), 영업이익 129억원 (+36% YoY) 예상

## ◎ 2018년 영업이익 496억원 (+49% YoY) 전망. 현 주가는 2018E PER 7.1X 수준

- 2018년 매출액 3,698억원 (+29% YoY), 영업이익 496억원 (+49% YoY)의 사상 최대실적 예상
- 신규공장의 매출액 기여 시기를 18년 하반기에서 19년 상반기로 변경해 매출액 전망치를 기존 대비 11%, 공격적 수주물량에 따른 1Q18 이익률 부진을 반영해 영업이익을 16% 하향 조정
- 전망치 변경을 반영해 목표주가를 28,000원으로 하향 조정하지만, 투자이견 BUY를 유지
- 투자이견 유지의 근거는 전망치 하향 조정의 원인인 신규공장 완공 시기의 지연은 펀더멘털과 무관한 이슈이며, 해외 반도체, 디스플레이항 C.C.S.S의 레퍼런스는 지속적으로 강화되고 있어 향후 성장성의 차별화로 이어질 것으로 예상되고, 2019년 신규장비의 매출기여 가능성 역시 배제하기 어렵다고 판단하기 때문

| 투자지표, IFRS연결 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 1,255 | 1,804 | 2,870 | 3,698 | 4,651 |
| 영업이익(억원)     | 120   | 221   | 332   | 496   | 684   |
| EBITDA(억원)   | 142   | 243   | 358   | 524   | 719   |
| 세전이익(억원)     | 121   | 215   | 331   | 514   | 710   |
| 순이익(억원)      | 102   | 171   | 252   | 400   | 554   |
| 지분법반영순이익(억원) | 100   | 166   | 251   | 400   | 554   |
| EPS(원)       | 814   | 1,311 | 1,973 | 2,529 | 3,499 |
| 증감율(%YoY)    | 87.6  | 61.0  | 50.6  | 28.2  | 38.3  |
| PER(배)       | 8.3   | 8.3   | 13.6  | 7.1   | 5.1   |
| PBR(배)       | 1.7   | 2.1   | 4.0   | 2.3   | 1.6   |
| EV/EBITDA(배) | 4.5   | 5.2   | 8.6   | 4.7   | 2.7   |
| 영업이익률(%)     | 9.6   | 12.3  | 11.6  | 13.4  | 14.7  |
| ROE(%)       | 22.6  | 29.5  | 33.0  | 37.4  | 35.8  |
| 순부채비율(%)     | -55.4 | -41.1 | -68.8 | -29.7 | -50.5 |

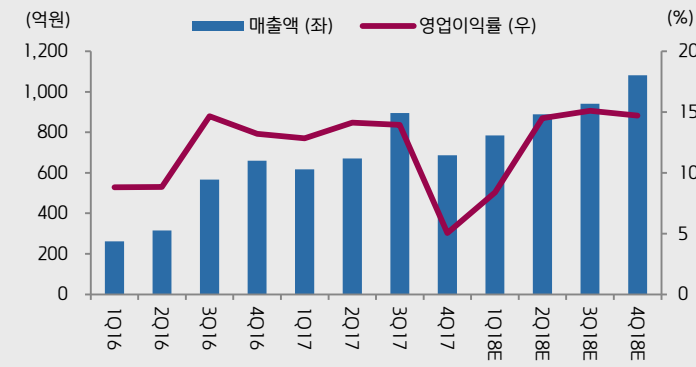
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

|              | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2016  | 2017  | 2018E |
|--------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>   | 617  | 671  | 895  | 687  | 785   | 889   | 942   | 1,082 | 1,804 | 2,870 | 3,698 |
| 증감율 (% YoY)  | 135% | 113% | 58%  | 4%   | 27%   | 32%   | 5%    | 57%   | 44%   | 59%   | 29%   |
| 증감율 (% QoQ)  | -7%  | 9%   | 33%  | -23% | 14%   | 13%   | 6%    | 15%   |       |       |       |
| <b>영업이익</b>  | 79   | 95   | 125  | 33   | 66    | 129   | 142   | 159   | 221   | 332   | 496   |
| 증감율 (% YoY)  | 243% | 241% | 50%  | -62% | -17%  | 36%   | 14%   | 386%  | 84%   | 50%   | 50%   |
| 증감율 (% QoQ)  | -9%  | 20%  | 32%  | -74% | 102%  | 95%   | 10%   | 12%   |       |       |       |
| <b>지배순이익</b> | 48   | 84   | 97   | 22   | 55    | 103   | 119   | 131   | 166   | 251   | 400   |
| 영업이익률 (%)    | 13%  | 14%  | 14%  | 5%   | 8%    | 14%   | 15%   | 15%   | 12%   | 12%   | 13%   |
| 지배순이익률 (%)   | 8%   | 12%  | 11%  | 3%   | 7%    | 12%   | 13%   | 12%   | 9%    | 9%    | 11%   |

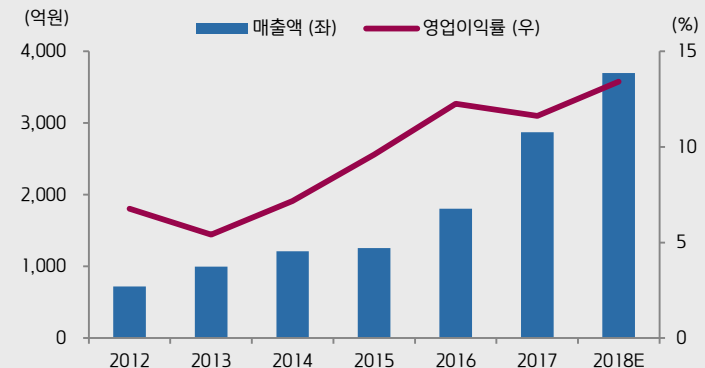
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

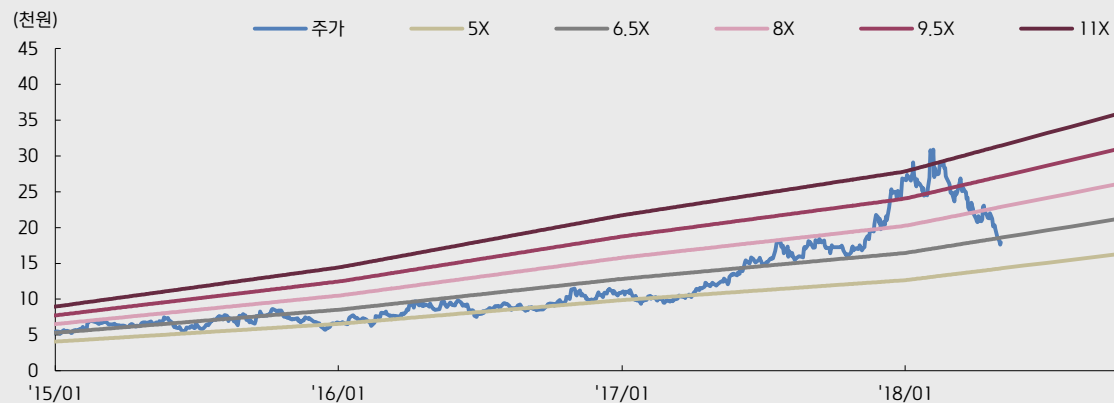
연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 12M Fwd PER Band Chart

에스티아이 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 재무제표

| 포괄손익계산서              | (단위: 억원) |       |       |       |       |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2015     | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
| 매출액                  | 1,255    | 1,804 | 2,870 | 3,698 | 4,651 |
| 매출원가                 | 1,018    | 1,429 | 2,319 | 2,890 | 3,558 |
| 매출총이익                | 238      | 375   | 551   | 808   | 1,093 |
| 판매비및일반관리비            | 117      | 154   | 219   | 312   | 409   |
| 영업이익(보고)             | 120      | 221   | 332   | 496   | 684   |
| 영업이익(핵심)             | 120      | 221   | 332   | 496   | 684   |
| 영업외손익                | 1        | -6    | -1    | 18    | 26    |
| 이자수익                 | 1        | 2     | 3     | 0     | 0     |
| 배당금수익                | 0        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 외환이익                 | 12       | 20    | 8     | 4     | 8     |
| 이자비용                 | 2        | 3     | 2     | 2     | 2     |
| 외환손실                 | 7        | 13    | 49    | 8     | 12    |
| 관계기업지분법손익            | 0        | -7    | 0     | -4    | -4    |
| 투자및기타자산자본손익          | 0        | 0     | 3     | -1    | -1    |
| 금융상품평가및기타금융이익        | -6       | -5    | 34    | 11    | 21    |
| 기타                   | 3        | -1    | 2     | 17    | 16    |
| 법인세자감천이익             | 121      | 215   | 331   | 514   | 710   |
| 법인세비용                | 20       | 43    | 78    | 113   | 156   |
| 유효법인세율(%)            | 16.2%    | 20.2% | 23.7% | 22.1% | 22.0% |
| 당기순이익                | 102      | 171   | 252   | 400   | 554   |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 100      | 166   | 251   | 400   | 554   |
| EBITDA               | 142      | 243   | 358   | 524   | 719   |
| 연간순이익(Cash Earnings) | 123      | 193   | 279   | 428   | 589   |
| 수정당기순이익              | 107      | 175   | 217   | 392   | 537   |
| 증감율(% YoY)           |          |       |       |       |       |
| 매출액                  | 3.6      | 43.7  | 59.1  | 28.8  | 25.8  |
| 영업이익(보고)             | 38.7     | 83.6  | 50.0  | 49.5  | 37.8  |
| 영업이익(핵심)             | 38.7     | 83.6  | 50.0  | 49.5  | 37.8  |
| EBITDA               | 36.1     | 70.9  | 47.6  | 46.4  | 37.1  |
| 지배주주지분 당기순이익         | 92.3     | 64.9  | 51.5  | 59.6  | 38.3  |
| EPS                  | 87.6     | 61.0  | 50.6  | 28.2  | 38.3  |
| 수정순이익                | 61.2     | 64.3  | 23.7  | 81.1  | 37.0  |

| 현금흐름표             | (단위: 억원) |      |      |       |       |
|-------------------|----------|------|------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2015     | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
| 영업활동현금흐름          | 136      | 76   | 62   | 467   | 594   |
| 당기순이익             | 102      | 171  | 252  | 400   | 554   |
| 감가상각비             | 9        | 10   | 14   | 20    | 28    |
| 무형자산상각비           | 12       | 12   | 13   | 8     | 7     |
| 외환손익              | -4       | -10  | 41   | 4     | 4     |
| 자산자본손익            | 0        | 0    | -3   | 1     | 1     |
| 지분법손익             | 0        | 0    | 0    | 4     | 4     |
| 영업활동자산부채 증감       | -16      | -157 | -216 | 2     | -58   |
| 기타                | 33       | 50   | -39  | 28    | 54    |
| 투자활동현금흐름          | 119      | -79  | -71  | -274  | -14   |
| 투자자산의 처분          | 134      | 3    | -2   | -3    | -2    |
| 유형자산의 처분          | 0        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -9       | -74  | -62  | -258  | 0     |
| 무형자산의 처분          | -10      | -8   | -10  | -12   | -11   |
| 기타                | 4        | 0    | 3    | -1    | -1    |
| 재무활동현금흐름          | 41       | -30  | -55  | -34   | -37   |
| 단기차입금의 증가         | 35       | -20  | -5   | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | -2       | -4   | 0    | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 배당금지급             | -8       | -12  | -19  | -31   | -47   |
| 기타                | 16       | 7    | -32  | -3    | 9     |
| 현금및현금성자산의순증가      | 295      | -31  | -65  | 159   | 542   |
| 기초현금및현금성자산        | 54       | 350  | 319  | 254   | 413   |
| 기말현금및현금성자산        | 350      | 319  | 254  | 413   | 955   |
| Gross Cash Flow   | 152      | 233  | 278  | 466   | 651   |
| Op Free Cash Flow | 87       | -41  | 57   | 148   | 540   |

| 재무상태표           | (단위: 억원) |       |       |       |       |
|-----------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015     | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
| 유동자산            | 732      | 1,104 | 1,667 | 1,607 | 2,298 |
| 현금및현금성자산        | 350      | 319   | 636   | 413   | 955   |
| 유동금융자산          | 1        | 0     | 3     | 5     | 6     |
| 매출채권및유동채권       | 360      | 749   | 953   | 1,103 | 1,238 |
| 재고자산            | 22       | 36    | 74    | 87    | 99    |
| 기타유동비금융자산       | 0        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비유동자산           | 285      | 339   | 374   | 609   | 576   |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 27       | 27    | 13    | 21    | 26    |
| 투자자산            | 14       | 3     | 2     | 0     | -3    |
| 유형자산            | 151      | 215   | 263   | 500   | 472   |
| 무형자산            | 66       | 62    | 62    | 55    | 48    |
| 기타비유동자산         | 28       | 33    | 33    | 33    | 33    |
| 자산총계            | 1,017    | 1,444 | 2,040 | 2,215 | 2,874 |
| 유동부채            | 497      | 761   | 766   | 937   | 1,032 |
| 매입채무및기타유동채무     | 410      | 668   | 677   | 820   | 895   |
| 단기차입금           | 63       | 43    | 38    | 38    | 38    |
| 유동상장기차입금        | 4        | 4     | 2     | 2     | 2     |
| 기타유동부채          | 19       | 47    | 49    | 77    | 96    |
| 비유동부채           | 19       | 24    | 10    | 8     | 18    |
| 장기매입채무및비유동채무    | 0        | 0     | 1     | 2     | 2     |
| 사채및장기차입금        | 6        | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채         | 13       | 21    | 9     | 6     | 16    |
| 부채총계            | 516      | 785   | 776   | 944   | 1,050 |
| 자본금             | 63       | 63    | 64    | 64    | 64    |
| 주식발행초과금         | 198      | 205   | 209   | 209   | 209   |
| 이익잉여금           | 210      | 365   | 592   | 992   | 1,546 |
| 기타자본            | 19       | 15    | -5    | -5    | -5    |
| 지배주주지분자본총계      | 490      | 639   | 859   | 1,260 | 1,814 |
| 비지배주주지분자본총계     | 11       | 20    | 11    | 11    | 11    |
| 자본총계            | 501      | 659   | 871   | 1,271 | 1,825 |
| 순차입금            | -278     | -271  | -599  | -378  | -921  |
| 총차입금            | 73       | 49    | 40    | 40    | 40    |

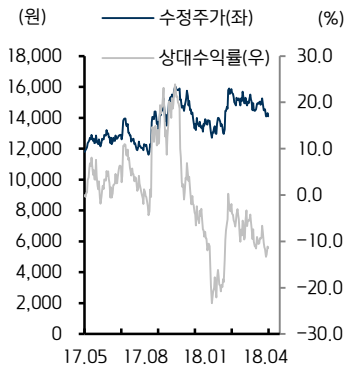
| 투자지표            | (단위: 원, 배, %) |       |       |       |        |
|-----------------|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015          | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E  |
| 주당지표(원)         |               |       |       |       |        |
| EPS             | 814           | 1,311 | 1,973 | 2,529 | 3,499  |
| BPS             | 3,902         | 5,039 | 6,742 | 7,958 | 11,457 |
| 주당EBITDA        | 1,151         | 1,920 | 2,816 | 3,498 | 4,541  |
| CFPS            | 997           | 1,525 | 2,192 | 2,859 | 3,720  |
| DPS             | 100           | 150   | 250   | 300   | 350    |
| 주가배수(배)         |               |       |       |       |        |
| PER             | 8.3           | 8.3   | 13.6  | 7.1   | 5.1    |
| PBR             | 1.7           | 2.1   | 4.0   | 2.3   | 1.6    |
| EV/EBITDA       | 4.5           | 5.2   | 8.6   | 4.7   | 2.7    |
| PCFR            | 6.8           | 7.1   | 12.3  | 6.3   | 4.8    |
| 수익성(%)          |               |       |       |       |        |
| 영업이익률(보고)       | 9.6           | 12.3  | 11.6  | 13.4  | 14.7   |
| 영업이익률(핵심)       | 9.6           | 12.3  | 11.6  | 13.4  | 14.7   |
| EBITDA margin   | 11.3          | 13.4  | 12.5  | 14.2  | 15.5   |
| 순이익률            | 8.1           | 9.5   | 8.8   | 10.8  | 11.9   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 22.6          | 29.5  | 33.0  | 37.4  | 35.8   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 48.9          | 62.0  | 62.9  | 51.6  | 65.3   |
| 안정성(%)          |               |       |       |       |        |
| 부채비율            | 102.9         | 119.1 | 89.2  | 74.3  | 57.5   |
| 순차입금비율          | -55.4         | -41.1 | -68.8 | -29.7 | -50.5  |
| 이자보상배율(배)       | 68.5          | 85.4  | 192.2 | 304.8 | 452.9  |
| 활동성(배)          |               |       |       |       |        |
| 매출채권회전율         | 4.0           | 3.3   | 3.4   | 3.6   | 4.0    |
| 재고자산회전율         | 70.4          | 62.9  | 52.2  | 46.0  | 50.1   |
| 매입채무회전율         | 3.5           | 3.3   | 4.3   | 4.9   | 5.4    |

## 한양이엔지 (045100): 올해는 시작부터 다르다 I Not Rated

Analyst 한동희

주가(5/4): 14,100원

|               |                                  |
|---------------|----------------------------------|
| KOSDAQ(5/4)   | 856.34pt                         |
| 시가총액          | 2,538억원                          |
| 52주 주가동향      | 최고가<br>16,000원<br>최저가<br>11,600원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -11.88%<br>21.55%                |
| 상대수익률         | 절대<br>상대                         |
| 1M            | -2.8%<br>-2.1%                   |
| 6M            | -11.9%<br>-27.8%                 |
| 12M           | 19.5%<br>-11.4%                  |
| 발행주식수         | 18,000천주                         |
| 일평균거래량(3M)    | 179천주                            |
| 외국인 지분율       | 2.57%                            |
| 배당수익률(18.E)   | 2.84%                            |
| BPS(18.E)     | 16,410원                          |



## ◎ 산업용 클린룸 건설 및 고순도 배관 시스템 전문업체

- 한양이엔지는 클린룸 시스템 전문업체로 건설, 배관시스템, C.C.S.S (중양화학약품 공급장치) 주력
- 클린룸은 반도체, 디스플레이, 제약/바이오 등의 생산라인 건설 시 필수적 기초 설비
- 클린룸과 C.C.S.S는 토목 등 기초공사 제외하면 산업 투자사이클에서 가장 먼저 수혜 받는 구조

## ◎ 1Q18 영업이익 176억원 (+228% YoY)으로 분기 사상 최대실적 예상

- 한양이엔지의 1Q18 실적은 매출액 1,954억원 (+14% YoY), 영업이익 176억원 (+228% YoY)의 분기사상 최대실적 예상
- 국내 반도체 신규 Fab 클린룸 및 배관 투자사이클 본격화 시작에 따른 호실적 전망

## ◎ 2018년 영업이익 657억원 (+81% YoY) 전망. 반도체 인프라투자 빅사이클 최대 수혜주

- 2018년 매출액 8,140억원 (+14% YoY), 영업이익 657억원 (+81% YoY)의 사상 최대실적 경신 전망
- 2018~2019년 국내 평택 2층, 청주, 시안 2차, 우시 2차, 화성 18라인 등 반도체 신규 Fab 투자 집중에 따른 수혜 예상
- 신규 Fab에 대한 메인공사 (프로젝트 성격의 경쟁입찰, 1회성) 이후 기존 Fab에 대한 후속 (유지보수 성격, 지속적) 매출 증가로 이어질 가능성 높다는 점도 주목해야 할 부분
- 반도체향 투자 집중으로 반도체향 클린룸, C.C.S.S 매출 비중 증가에 따른 수익성 제고 기대 (2017년 5%→2018년 8%)
- 클린룸 시스템과 C.C.S.S가 반도체 Fab 투자사이클 수혜의 앞단에 있다는 점과 이에 따른 매출액, 수익성의 동반 상승에 대한 높은 가시성, 현재 시가총액의 41%를 설명하는 현금, 지속되고 있는 2% 내외의 배당수익률을 고려하면 2018E PER 4.4X 수준의 현 주가는 재평가가 필요한 영역이라고 판단

| 투자지표, IFRS연결 | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 4,492 | 5,171 | 5,369 | 7,140 | 8,140 |
| 영업이익(억원)     | 249   | 259   | 151   | 362   | 657   |
| EBITDA(억원)   | 282   | 314   | 209   | 412   | 712   |
| 세전이익(억원)     | 287   | 541   | 738   | 423   | 704   |
| 순이익(억원)      | 182   | 430   | 527   | 345   | 573   |
| 지분법반영순이익(억원) | 186   | 432   | 523   | 345   | 573   |
| EPS(원)       | 1,031 | 2,399 | 2,907 | 1,916 | 3,185 |
| 증감율(%)YoY    | 25.7  | 132.8 | 21.2  | -34.1 | 66.3  |
| PER(배)       | 7.1   | 4.4   | 4.0   | 7.0   | 4.4   |
| PBR(배)       | 1.0   | 1.1   | 1.0   | 1.0   | 0.9   |
| EV/EBITDA(배) | 4.2   | 4.5   | 3.9   | 3.5   | 1.2   |
| 영업이익률(%)     | 5.5   | 5.0   | 2.8   | 5.1   | 8.1   |
| ROE(%)       | 14.6  | 27.2  | 26.4  | 15.2  | 21.5  |
| 순부채비율(%)     | -8.5  | -26.1 | -59.2 | -41.1 | -56.1 |

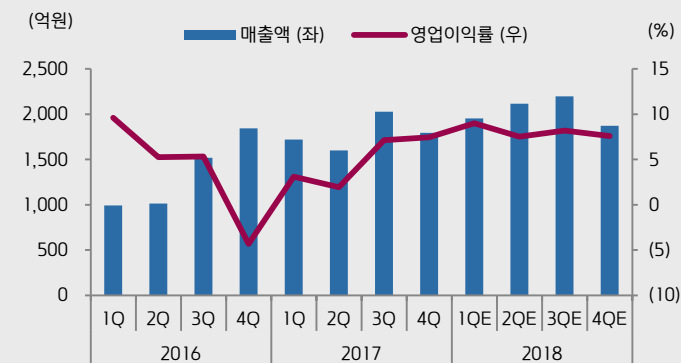
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

|              | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17  | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2016  | 2017  | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>   | 1,721 | 1,600 | 2,027 | 1,793 | 1,954 | 2,116 | 2,198 | 1,872 | 5,369 | 7,140 | 8,140 |
| 증감율 (% YoY)  | 73%   | 58%   | 33%   | -3%   | 14%   | 32%   | 8%    | 4%    | 4%    | 33%   | 14%   |
| 증감율 (% QoQ)  | -7%   | -7%   | 27%   | -12%  | 9%    | 8%    | 4%    | -15%  |       |       |       |
| <b>영업이익</b>  | 54    | 31    | 145   | 133   | 176   | 159   | 180   | 142   | 151   | 362   | 657   |
| 증감율 (% YoY)  | 흑전    | -42%  | 78%   | -268% | 228%  | 416%  | 25%   | 7%    | -42%  | 141%  | 81%   |
| 증감율 (% QoQ)  | -168% | -43%  | 370%  | -8%   | 32%   | -10%  | 14%   | -21%  |       |       |       |
| <b>지배순이익</b> | 87    | 27    | 122   | 110   | 150   | 137   | 158   | 129   | 523   | 345   | 573   |
| 영업이익률 (%)    | 3%    | 2%    | 7%    | 7%    | 9%    | 7%    | 8%    | 8%    | 3%    | 5%    | 8%    |
| 지배순이익률 (%)   | 5%    | 2%    | 6%    | 6%    | 8%    | 6%    | 7%    | 7%    | 10%   | 5%    | 7%    |

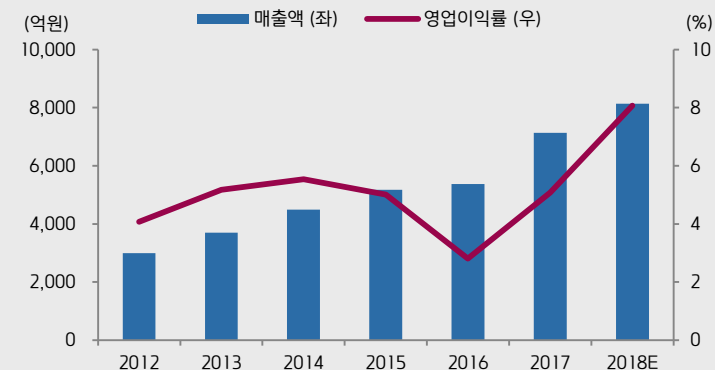
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



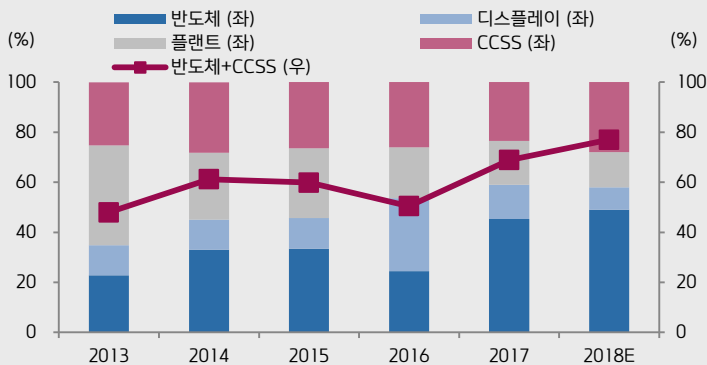
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



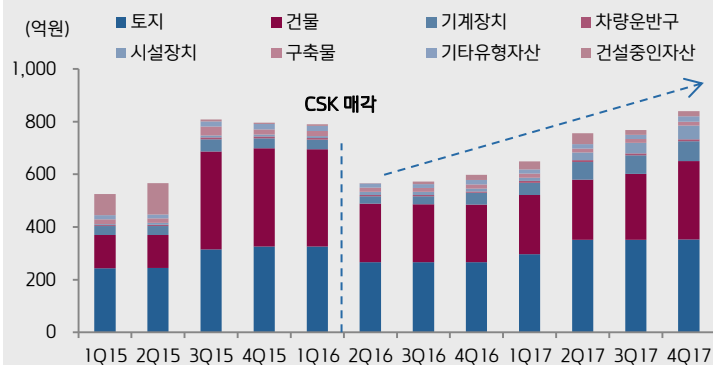
자료: 전자공시, 키움증권 추정

### 산업별 매출액 비중 추이 및 전망 (별도기준)



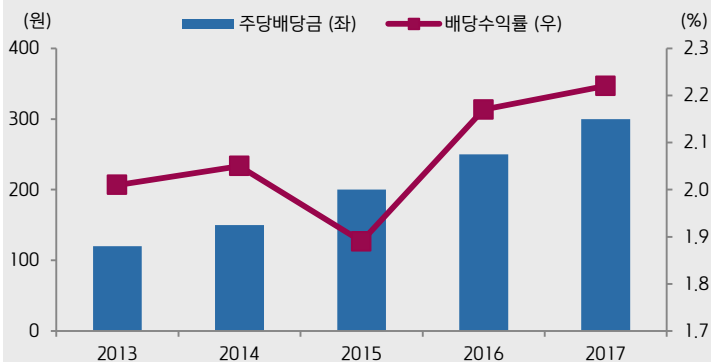
자료: 전자공시, 키움증권 추정

### 분기별 유형자산 추이



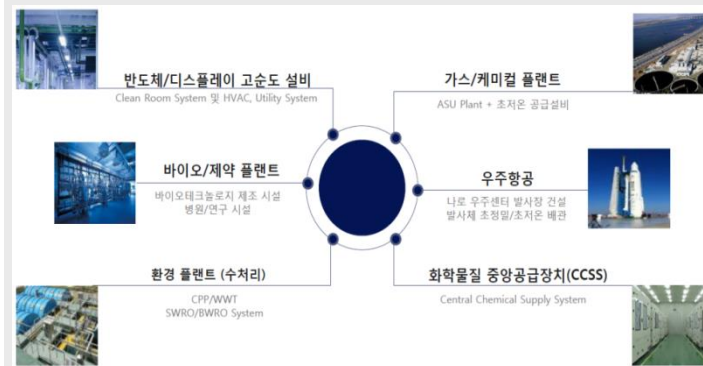
자료: 전자공시, 키움증권

### 주당배당금 및 배당수익률 추이



자료: 전자공시, 키움증권

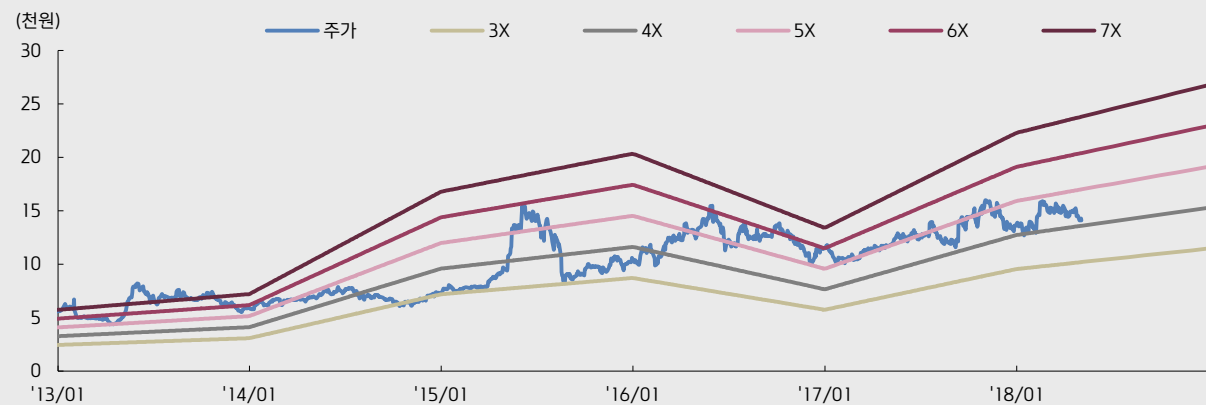
### 한양이엔지 사업영역



자료: 한양이엔지, 키움증권

## 12M Fwd PER Band Chart

한양이엔지 12M Fwd PER Band Chart



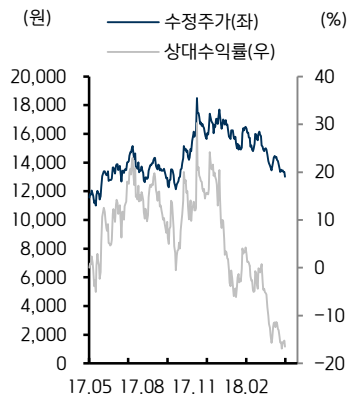
자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 싸이맥스 (031980): 눈높이를 낮춰도 저평가 I BUY (Maintain)

Analyst 한동희

주가(5/4): 13,000원/TP: 19,000원

|               |                                  |
|---------------|----------------------------------|
| KOSDAQ(5/4)   | 856.34pt                         |
| 시가총액          | 1,375억원                          |
| 52주 주가동향      | 최고가<br>18,500원<br>최저가<br>11,014원 |
| 최고/최저가 대비 등락율 | -29.73%<br>18.03%                |
| 상대수익률         | 절대<br>상대                         |
| 1M            | -7.8%<br>-7.1%                   |
| 6M            | -11.9%<br>-27.8%                 |
| 12M           | 12.6%<br>-16.5%                  |
| 발행주식수         | 10,576천주                         |
| 일평균거래량(3M)    | 86천주                             |
| 외국인 지분율       | 3.47%                            |
| 배당수익률(18.E)   | 1.69%                            |
| BPS(18.E)     | 11,380원                          |



## ◎ 1Q18 영업이익 83억원 (+56% YoY)으로 예상치 부합

- 싸이맥스의 1Q18 잠정실적은 매출액 509억원 (+36% YoY), 영업이익 83억원 (+56% YoY)으로 예상치 부합
- 삼성전자 평택 2층 및 SK하이닉스 M14 2층 잔여분 투자 사이클에 따른 호실적 및 신도이엔씨 연결반영 본격화
- 신도이엔씨 (환경 오염방지시설 및 유틸리티)는 40억원 수준의 매출액을 기록한 것으로 추정

## ◎ 매출인식 기준 변경에 따른 연간 전망치 하향 조정 불가피

- IFRS 1115 적용에 따라 매출인식 기준 변화 (진행률-)인도에 대한 부정적 영향 존재
- 당초 4Q18 국내 고객사향 Pkg. 투자 본격화에 따른 모멘텀을 예상했기 때문. 인도기준 매출인식에 따라 해당 매출은 2019년으로 이월될 가능성 높다고 판단

## ◎ 2018년 영업이익 295억원 (+24% YoY) 예상. 2018E PER 6.2X 수준의 현 주가

- 2018년 매출액 1,885억원 (+15% YoY), 영업이익 295억원 (+24% YoY) 예상
- 기존 전망치 대비 매출액 16%, 영업이익 12% 하향 조정. 매출인식 기준 변화에 따른 4Q18 후공정 투자에 대한 매출 인식이 2019년으로 이월될 것을 예상하기 때문
- 전망치 조정에 따라 목표주가를 기존 21,000원에서 19,000원으로 하향조정. 다만 국내 반도체 투자 사이클은 2018년 평택 2차, 청주 라인을 비롯해 2019년 시안 2차, 우시 2차 등 신규 Fab Open에 따라 지속될 것으로 예상되고, SK하이닉스 TSV 장비용 EFEM 등 적용처 다변화 지속 진행되고 있다는 점을 감안하면 향후 성장 가시성 높음
- 현 주가는 2018E PER 6.2X 수준. 투자 의견 BUY 유지

| 투자지표, IFRS연결 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 554   | 732   | 1,641 | 1,885 | 2,375 |
| 영업이익(억원)     | 40    | 74    | 238   | 295   | 371   |
| EBITDA(억원)   | 47    | 85    | 260   | 320   | 392   |
| 세전이익(억원)     | 16    | 79    | 230   | 300   | 368   |
| 순이익(억원)      | 16    | 63    | 176   | 229   | 281   |
| 지분법반영순이익(억원) | 16    | 63    | 177   | 221   | 271   |
| EPS(원)       | 225   | 782   | 2,060 | 2,090 | 2,564 |
| 증감율(%YoY)    | -79.1 | 248.2 | 163.3 | 1.5   | 22.7  |
| PER(배)       | 29.1  | 14.3  | 8.3   | 6.2   | 5.1   |
| PBR(배)       | 1.0   | 1.6   | 1.8   | 1.1   | 0.9   |
| EV/EBITDA(배) | 8.2   | 11.3  | 6.7   | 3.8   | 2.6   |
| 영업이익률(%)     | 7.2   | 10.1  | 14.5  | 15.6  | 15.6  |
| ROE(%)       | 4.1   | 11.9  | 22.3  | 20.2  | 20.3  |
| 순부채비율(%)     | -34.3 | -1.0  | -5.1  | -17.8 | -27.6 |

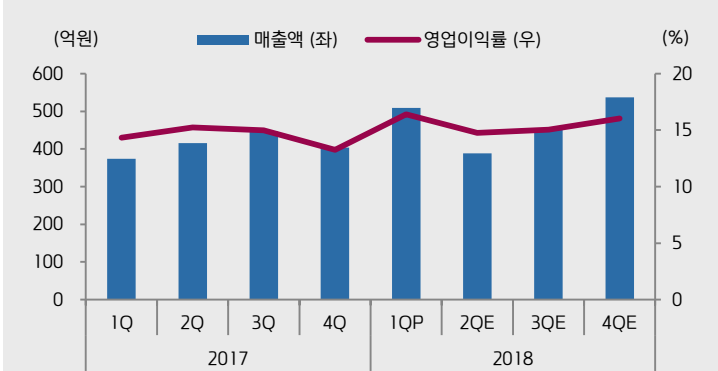
## 실적 추이 및 전망

분기 및 연간 실적 추이 및 전망

|              | 1Q17 | 2Q17   | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18E | 2Q18E | 3Q18E | 4Q18E | 2016 | 2017  | 2018E |
|--------------|------|--------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|
| <b>매출액</b>   | 374  | 416    | 447  | 404  | 509   | 388   | 451   | 537   | 732  | 1,641 | 1,885 |
| 증감율 (% YoY)  | 310% | 382%   | 141% | 10%  | 36%   | -7%   | 1%    | 33%   | 32%  | 124%  | 15%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 1%   | 11%    | 7%   | -10% | 26%   | -24%  | 16%   | 19%   |      |       |       |
| <b>영업이익</b>  | 54   | 63     | 67   | 54   | 83.5  | 57    | 68    | 86    | 74   | 238   | 295   |
| 증감율 (% YoY)  | 775% | 14994% | 218% | 17%  | 56%   | -10%  | 1%    | 61%   | 85%  | 223%  | 24%   |
| 증감율 (% QoQ)  | 17%  | 18%    | 6%   | -20% | 56%   | -31%  | 18%   | 27%   |      |       |       |
| <b>지배순이익</b> | 43   | 51     | 51   | 31   | 68    | 44    | 51    | 58    | 63   | 177   | 221   |
| 영업이익률 (%)    | 14%  | 15%    | 15%  | 13%  | 16%   | 15%   | 15%   | 16%   | 10%  | 14%   | 16%   |
| 지배순이익률 (%)   | 11%  | 12%    | 11%  | 8%   | 13%   | 12%   | 12%   | 11%   | 9%   | 11%   | 12%   |

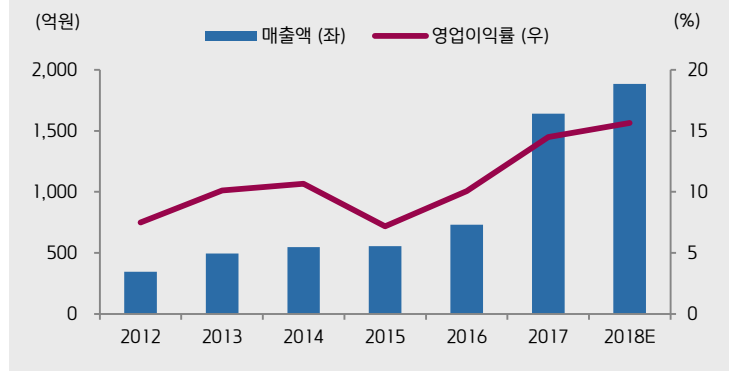
자료: 전자공시, 키움증권 추정

분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



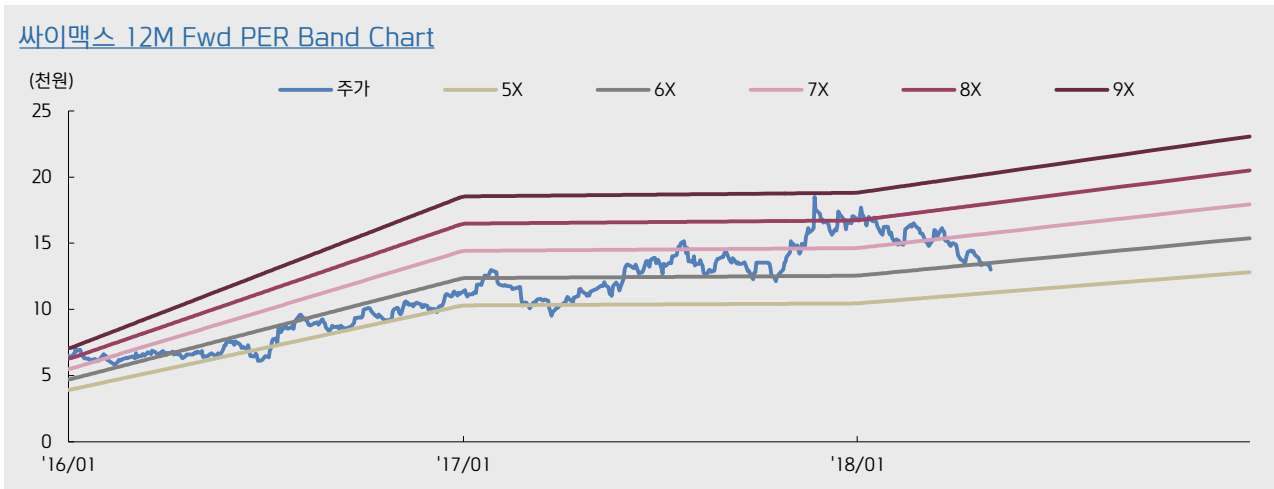
자료: 전자공시, 키움증권 추정

연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 재무제표

| 포괄손익계산서              | (단위: 억원) |       |       |       |       |
|----------------------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결      | 2015     | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E |
| 매출액                  | 554      | 732   | 1,641 | 1,885 | 2,375 |
| 매출원가                 | 464      | 600   | 1,309 | 1,486 | 1,872 |
| 매출총이익                | 90       | 131   | 332   | 399   | 503   |
| 판매비및일반관리비            | 50       | 58    | 94    | 105   | 132   |
| 영업이익(보고)             | 40       | 74    | 238   | 295   | 371   |
| 영업이익(핵심)             | 40       | 74    | 238   | 295   | 371   |
| 영업외손익                | -24      | 6     | -8    | 5     | -3    |
| 이자수익                 | 4        | 9     | 9     | 9     | 11    |
| 배당금수익                | 0        | 0     | 1     | 0     | 0     |
| 외환이익                 | 2        | 3     | 2     | 0     | 0     |
| 이자비용                 | 1        | 3     | 4     | 2     | 3     |
| 외환손실                 | 1        | 2     | 7     | 3     | 5     |
| 관계기업지분법손익            | 0        | 0     | 0     | 2     | 2     |
| 투자및기타자산자분손익          | 0        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0        | -1    | -7    | -6    | -10   |
| 기타                   | -27      | 0     | -1    | 6     | 1     |
| 법인세차감전이익             | 16       | 79    | 230   | 300   | 368   |
| 법인세비용                | 0        | 16    | 54    | 71    | 87    |
| 당기순이익                | 16       | 63    | 176   | 229   | 281   |
| 당기순이익(핵심)            | 16       | 63    | 176   | 229   | 281   |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 16       | 63    | 176   | 229   | 281   |
| EBITDA               | 47       | 85    | 260   | 320   | 392   |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 23       | 75    | 198   | 255   | 302   |
| 수정당기순이익              | 16       | 64    | 182   | 235   | 291   |
| 증감율(% YoY)           |          |       |       |       |       |
| 매출액                  | 1.3      | 32.0  | 124.2 | 14.9  | 26.0  |
| 영업이익(보고)             | -31.7    | 84.8  | 222.8 | 24.0  | 26.0  |
| 영업이익(핵심)             | -31.7    | 84.8  | 222.8 | 24.0  | 26.0  |
| EBITDA               | -28.6    | 80.4  | 205.5 | 24.4  | 22.3  |
| 지배주주지분 당기순이익         | -73.8    | 304.0 | 178.4 | 25.1  | 22.7  |
| EPS                  | -79.1    | 248.2 | 163.3 | 1.5   | 22.7  |
| 수정순이익                | -73.8    | 310.9 | 183.2 | 29.0  | 23.8  |

| 현금흐름표             | (단위: 억원) |      |      |       |       |
|-------------------|----------|------|------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결   | 2015     | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
| 영업활동현금흐름          | 100      | -9   | 132  | 521   | 306   |
| 당기순이익             | 16       | 63   | 176  | 229   | 281   |
| 감가상각비             | 3        | 7    | 15   | 19    | 18    |
| 무형자산상각비           | 5        | 4    | 7    | 7     | 2     |
| 외환손익              | 0        | -1   | 6    | 3     | 5     |
| 자산자분손익            | 0        | 0    | 0    | 0     | 0     |
| 지분법손익             | 0        | 0    | 0    | -2    | -2    |
| 영업활동자산부채 증감       | 76       | -112 | -112 | 33    | -27   |
| 기타                | 1        | 29   | 41   | 232   | 29    |
| 투자활동현금흐름          | -491     | 1    | -291 | -152  | -173  |
| 투자자산의 처분          | -322     | 148  | -166 | -122  | -128  |
| 유형자산의 처분          | 0        | 1    | 0    | 0     | 0     |
| 유형자산의 취득          | -169     | -148 | -97  | 0     | 0     |
| 무형자산의 처분          | 0        | 0    | -10  | -12   | -11   |
| 기타                | 0        | 0    | -17  | -19   | -35   |
| 재무활동현금흐름          | 361      | 14   | 22   | 4     | 22    |
| 단기차입금의 증가         | 25       | -15  | 25   | 0     | 0     |
| 장기차입금의 증가         | 103      | 47   | 0    | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 262      | 1    | 0    | 0     | 0     |
| 배당금지급             | 0        | -10  | -13  | -21   | -23   |
| 기타                | -28      | -9   | 9    | 25    | 44    |
| 현금및현금성자산의순증가      | -29      | 6    | -137 | 373   | 155   |
| 기초현금및현금성자산        | 57       | 28   | 34   | -103  | 270   |
| 기말현금및현금성자산        | 28       | 34   | -103 | 270   | 424   |
| Gross Cash Flow   | 24       | 103  | 244  | 488   | 333   |
| Op Free Cash Flow | -47      | -190 | 22   | 332   | 344   |

| 재무상태표           | (단위: 억원) |      |       |       |       |
|-----------------|----------|------|-------|-------|-------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015     | 2016 | 2017  | 2018E | 2019E |
| 유동자산            | 429      | 498  | 755   | 916   | 1,178 |
| 현금및현금성자산        | 28       | 34   | 144   | 270   | 424   |
| 유동금융자산          | 275      | 131  | 133   | 176   | 222   |
| 매출채권및유동채권       | 74       | 201  | 283   | 277   | 311   |
| 재고자산            | 52       | 131  | 195   | 193   | 220   |
| 기타유동비금융자산       | 0        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 비유동자산           | 283      | 408  | 767   | 842   | 941   |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 7        | 0    | 2     | 2     | 3     |
| 투자자산            | 82       | 82   | 259   | 340   | 424   |
| 유형자산            | 176      | 313  | 440   | 421   | 403   |
| 무형자산            | 12       | 8    | 45    | 38    | 36    |
| 기타비유동자산         | 5        | 5    | 22    | 41    | 75    |
| 자산총계            | 712      | 906  | 1,522 | 1,757 | 2,119 |
| 유동부채            | 91       | 191  | 406   | 430   | 466   |
| 매입채무및기타유동채무     | 59       | 161  | 131   | 134   | 146   |
| 단기차입금           | 25       | 10   | 35    | 35    | 35    |
| 유동성장기차입금        | 0        | 0    | 154   | 154   | 154   |
| 기타유동부채          | 7        | 20   | 85    | 107   | 130   |
| 비유동부채           | 109      | 161  | 55    | 80    | 124   |
| 장기매입채무및비유동채무    | 0        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 사채및장기차입금        | 103      | 150  | 35    | 35    | 35    |
| 기타비유동부채         | 6        | 11   | 20    | 45    | 89    |
| 부채총계            | 200      | 352  | 461   | 510   | 590   |
| 자본금             | 27       | 27   | 53    | 53    | 53    |
| 주식발행초과금         | 270      | 271  | 480   | 480   | 480   |
| 이익잉여금           | 244      | 299  | 462   | 683   | 954   |
| 기타자본            | -29      | -43  | -13   | -13   | -13   |
| 지배주주지분자본총계      | 512      | 554  | 983   | 1,204 | 1,475 |
| 비지배주주지분자본총계     | 0        | 0    | 36    | 44    | 54    |
| 자본총계            | 512      | 554  | 1,018 | 1,247 | 1,529 |
| 순차입금            | -175     | -5   | -52   | -222  | -422  |
| 총차입금            | 128      | 160  | 225   | 225   | 225   |

| 투자지표            | (단위: 원, 배, %) |       |       |        |        |
|-----------------|---------------|-------|-------|--------|--------|
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2015          | 2016  | 2017  | 2018E  | 2019E  |
| 주당지표(원)         |               |       |       |        |        |
| EPS             | 225           | 782   | 2,060 | 2,090  | 2,564  |
| BPS             | 6,318         | 6,805 | 9,290 | 11,380 | 13,945 |
| 주당EBITDA        | 674           | 1,047 | 3,026 | 3,029  | 3,702  |
| CFPS            | 329           | 923   | 2,304 | 2,410  | 2,851  |
| DPS             | 200           | 250   | 200   | 220    | 250    |
| 주가배수(배)         |               |       |       |        |        |
| PER             | 29.1          | 14.3  | 8.3   | 6.2    | 5.1    |
| PBR             | 1.0           | 1.6   | 1.8   | 1.1    | 0.9    |
| EV/EBITDA       | 8.2           | 11.3  | 6.7   | 3.8    | 2.6    |
| PCFR            | 19.9          | 12.1  | 7.4   | 5.4    | 4.6    |
| 수익성(%)          |               |       |       |        |        |
| 영업이익률(보고)       | 7.2           | 10.1  | 14.5  | 15.6   | 15.6   |
| 영업이익률(핵심)       | 7.2           | 10.1  | 14.5  | 15.6   | 15.6   |
| EBITDA margin   | 8.5           | 11.6  | 15.8  | 17.0   | 16.5   |
| 순이익률            | 2.8           | 8.7   | 10.7  | 12.2   | 11.8   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 4.1           | 11.9  | 22.3  | 20.2   | 20.3   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 17.9          | 16.2  | 36.9  | 41.6   | 54.9   |
| 안정성(%)          |               |       |       |        |        |
| 부채비율            | 39.0          | 63.5  | 45.2  | 40.9   | 38.6   |
| 순차입금비율          | -34.3         | -1.0  | -5.1  | -17.8  | -27.6  |
| 이자보상배율(배)       | 34.8          | 22.0  | 56.8  | 145.7  | 111.0  |
| 활동성(배)          |               |       |       |        |        |
| 매출채권회전율         | 3.9           | 5.3   | 6.8   | 6.7    | 8.1    |
| 재고자산회전율         | 10.4          | 8.0   | 10.0  | 9.7    | 11.5   |
| 매입채무회전율         | 6.5           | 6.7   | 11.3  | 14.3   | 17.0   |

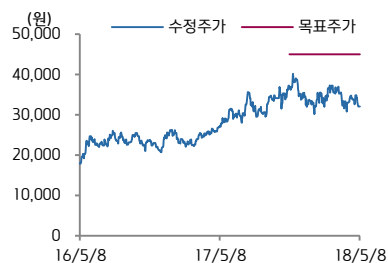
## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

| 종목명               | 일자         | 투자의견          | 목표주가    | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|-------------------|------------|---------------|---------|----------------------|------------|------------|
|                   |            |               |         |                      | 평균<br>추가대비 | 최고<br>추가대비 |
| 원익IPS<br>(240810) | 2017/11/06 | BUY(Initiate) | 45,000원 | 6개월                  | -22.51     | -10.78     |
|                   | 2018/01/22 | BUY(Maintain) | 45,000원 | 6개월                  | -22.96     | -10.78     |
|                   | 2018/02/12 | BUY(Maintain) | 45,000원 | 6개월                  | -23.05     | -10.78     |
|                   | 2018/05/08 | BUY(Maintain) | 45,000원 | 6개월                  |            |            |
| 테스<br>(095610)    | 2017/10/24 | BUY(Initiate) | 45,000원 | 6개월                  | -22.09     | -17.22     |
|                   | 2017/11/06 | BUY(Maintain) | 45,000원 | 6개월                  | -15.47     | -2.89      |
|                   | 2018/01/22 | BUY(Maintain) | 45,000원 | 6개월                  | -16.77     | -2.89      |
|                   | 2018/02/19 | BUY(Maintain) | 45,000원 | 6개월                  | -21.17     | -2.89      |
| 유진테크<br>(084370)  | 2018/05/08 | BUY(Maintain) | 45,000원 | 6개월                  |            |            |
|                   | 2017/11/06 | BUY(Maintain) | 29,000원 | 6개월                  | -22.78     | -20.86     |
|                   | 2017/11/15 | BUY(Maintain) | 29,000원 | 6개월                  | -24.12     | -14.31     |
|                   | 2018/01/22 | BUY(Maintain) | 29,000원 | 6개월                  | -23.88     | -14.31     |
|                   | 2018/03/19 | BUY(Maintain) | 29,000원 | 6개월                  | -26.81     | -14.31     |
|                   | 2018/05/08 | BUY(Maintain) | 29,000원 | 6개월                  |            |            |

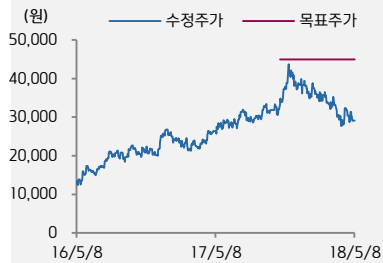
| 종목명               | 일자         | 투자의견          | 목표주가    | 목표<br>가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|-------------------|------------|---------------|---------|----------------------|------------|------------|
|                   |            |               |         |                      | 평균<br>추가대비 | 최고<br>추가대비 |
| 피에스케이<br>(031980) | 2017/11/15 | BUY(Initiate) | 36,000원 | 6개월                  | -27.61     | -18.75     |
|                   | 2018/01/22 | BUY(Maintain) | 36,000원 | 6개월                  | -26.72     | -18.75     |
|                   | 2018/03/05 | BUY(Maintain) | 40,000원 | 6개월                  | -35.40     | -26.63     |
|                   | 2018/04/16 | BUY(Maintain) | 40,000원 | 6개월                  | -37.03     | -26.63     |
|                   | 2018/05/08 | BUY(Maintain) | 40,000원 | 6개월                  |            |            |
| 싸이맥스<br>(160980)  | 2017/11/06 | BUY(Initiate) | 21,000원 | 6개월                  | -21.64     | -11.90     |
|                   | 2018/01/22 | BUY(Maintain) | 21,000원 | 6개월                  | -22.09     | -11.90     |
|                   | 2018/02/05 | BUY(Maintain) | 21,000원 | 6개월                  | -25.50     | -11.90     |
|                   | 2018/05/08 | BUY(Maintain) | 19,000원 | 6개월                  |            |            |
| 에스티아이<br>(039440) | 2017/12/11 | BUY(Initiate) | 34,000원 | 6개월                  | -17.23     | -2.63      |
|                   | 2018/02/08 | BUY(Maintain) | 34,000원 | 6개월                  | -27.13     | -9.12      |
|                   | 2018/05/08 | BUY(Maintain) | 28,000원 | 6개월                  |            |            |

## 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

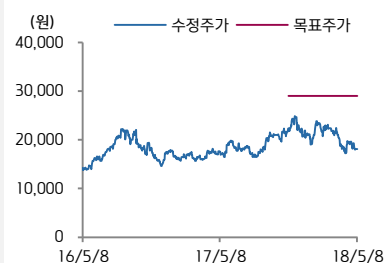
원익IPS(240810)



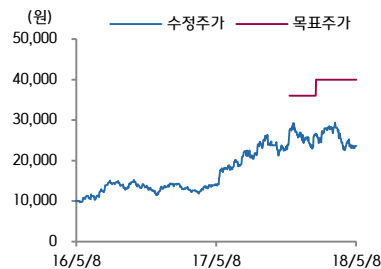
테스(095610)



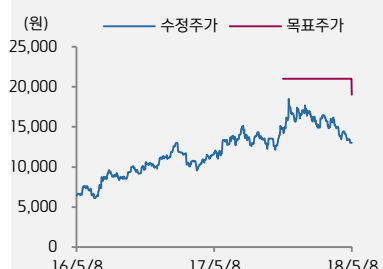
유진테크(084370)



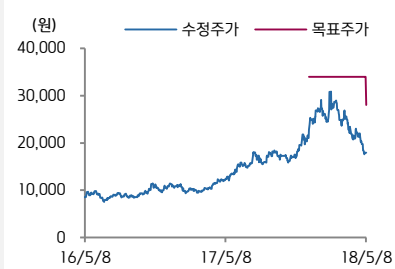
피에스케이(031980)



사이맥스(160980)



에스티아이(039440)



# 투자의견 변동내역 및 목표주가 그래프

- > 당사는 5월 4일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## ◎ 투자의견 적용기준

| 기업                     | 적용기준(6개월)               | 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|------------------------|-------------------------|--------------------|----------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상   | Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상  | Neutral (중립)       | 시장대비 +10~10% 변동 예상   |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~10% 추가 변동 예상   | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~ -20% 추가 하락 예상 |                    |                      |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상   |                    |                      |

## ◎ 투자등급 비율 통계 (2017/4/1~2018/3/31)

| 투자등급 | 건수  | 비율(%)  |
|------|-----|--------|
| 매수   | 158 | 95.18% |
| 중립   | 7   | 4.22%  |
| 매도   | 1   | 0.60%  |