



2018년 10월 11일 | Equity Research

# 고영(098460)

## 3Q18 리뷰: 무역분쟁의 안전지대

**잠정매출 640억원, 영업이익 139억원, 추정치와 컨센서스 상회**

3분기 잠정매출과 영업이익은 각각 640억원(-2.1% QoQ, +25.5% YoY), 139억원(+9.3% QoQ, 16.2% YoY)을 기록하며 하나금융투자 추정치(매출 623억원, 영업이익 131억원)를 상회했다. 컨센서스(매출 616억원, 영업이익 136억원)도 상회했다. 3분기는 주요 고객사의 휴가 시즌이다. 매출이 전분기 대비 항상 감소했다. 이번 매출 감소폭은 -2.1% QoQ에 그쳤다. 비수기의 호실적으로 판단된다. 제품별 매출 비중은 SPI 51%, AOI 45%, MOI 4%로 추정된다.

**3분기 매출 견인차는 SPI 장비. AOI 매출도 고속 성장. +40%YoY**

3분기 매출 견인차는 SPI(Solder Paste Inspection: 납 도포 검사) 장비이다. 매출 비중이 가장 높았다. 모바일용, 컴퓨터용, 통신용 시장의 수요가 견고했다. 2분기 매출 견인차였던 AOI(Automated Optical Inspection: 부품 실장 검사) 장비의 매출은 288억원으로 추정된다. AOI 매출의 두 자릿수 성장 흐름(+40% YoY)은 변함 없다. 고객사 숫자는 전분기 대비 45곳 늘어났다. 신규 고객사가 AOI 장비를 선호하기 때문이다.

**4분기는 성수기. 매출 689억원, 영업이익 152억원 전망**

고영의 주요 고객사는 4분기에 가동률을 높인다. 연말 쇼핑 시즌을 앞두고 완제품 출하를 늘리기 때문이다. 마진이 양호한 유럽지역 매출이 증가하며 성수기다운 실적이 기대된다. 매출과 영업이익은 전분기 대비 각각 7.6%, 8.7% 증가한 689억원, 152억원으로 예상된다.

**투자자의견 매수, 목표주가 120,000원 유지. 목표 P/E 32배 적용**

고영에 대한 긍정적 시각을 유지한다. 고영은 2,000곳을 상회하는 고객사를 확보하며 실적 성장의 모범답안을 제시하고 있다. 반도체 업종에 서려 있는 무역분쟁의 그림자를 가뿐히 걷어내고 있다. 목표 P/E 32배는 스웨덴의 검사장비 기업 Hexagon의 P/E를 50% 할인한 값이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 120,000원(유지) | CP(10월 10일): 97,500원

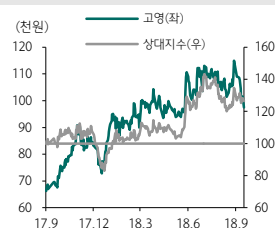
### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	747.50
52주 최고/최저(원)	115,000/67,600
시가총액(십억원)	1,334.6
시가총액비중(%)	0.54
발행주식수(천주)	13,688.0
60일 평균 거래량(천주)	44.4
60일 평균 거래대금(십억원)	4.8
18년 배당금(예상, 원)	725
18년 배당수익률(예상, %)	0.74
외국인지분율(%)	56.78
주요주주 지분율(%)	
고영홀딩스 외 11인	21.04
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(5.2) 0.6 40.1
상대	3.6 18.1 22.7

### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	242.4	293.8
영업이익(십억원)	50.4	64.5
순이익(십억원)	45.4	54.3
EPS(원)	3,317	3,947
BPS(원)	15,871	19,015

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	171.8	203.4	247.3	276.9	315.3
영업이익	십억원	33.2	43.7	51.1	58.7	72.2
세전이익	십억원	35.9	32.8	56.0	64.4	78.6
순이익	십억원	29.7	26.7	45.4	52.1	63.7
EPS	원	2,173	1,950	3,318	3,808	4,651
증감률	%	25.8	(10.3)	70.2	14.8	22.1
PER	배	20.80	42.32	29.39	25.60	20.96
PBR	배	3.67	5.96	5.58	4.75	4.02
EV/EBITDA	배	14.71	22.31	21.85	18.80	14.97
ROE	%	20.61	16.76	22.94	20.40	21.07
BPS	원	12,300	13,850	17,469	20,522	24,282
DPS	원	400	700	725	850	950



Analyst 김경민, CFA  
02-3771-3398  
clairekm.kim@hanafn.com

RA 이진우  
02-3771-7775  
jinwlee@hanafn.com

표 1. 고영 분기 및 연간 실적 추정(변경 이후)

	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출</b>	<b>49.0</b>	<b>65.4</b>	<b>64.0</b>	<b>68.9</b>	<b>54.6</b>	<b>73.6</b>	<b>71.6</b>	<b>77.1</b>	<b>171.8</b>	<b>203.4</b>	<b>247.3</b>	<b>276.9</b>
SPI	23.1	31.3	32.7	34.3	24.2	32.9	34.3	36.0	91.1	111.6	121.4	127.4
AOI	20.8	32.4	28.8	31.6	25.0	38.9	34.6	37.9	68.4	81.1	113.7	136.4
기타	5.0	1.7	2.6	3.0	5.4	1.8	2.7	3.2	12.3	10.7	12.2	13.1
<b>매출 비중%</b>												
SPI	47.1%	47.9%	51.0%	49.8%	44.3%	44.7%	47.9%	46.7%	53.0%	54.9%	49.1%	46.0%
AOI	42.6%	49.5%	45.0%	45.9%	45.8%	52.9%	48.3%	49.2%	39.8%	39.9%	46.0%	49.2%
기타	10.3%	2.5%	4.0%	4.3%	9.9%	2.4%	3.8%	4.1%	7.2%	5.3%	5.0%	4.7%
<b>영업이익</b>	<b>9.3</b>	<b>12.8</b>	<b>13.9</b>	<b>15.2</b>	<b>10.6</b>	<b>14.7</b>	<b>16.0</b>	<b>17.4</b>	<b>33.2</b>	<b>43.8</b>	<b>51.1</b>	<b>58.7</b>
영업이익률%	19.0%	19.5%	21.8%	22.0%	19.5%	20.0%	22.3%	22.6%	19.3%	21.5%	20.7%	21.2%

주: 기타 매출에는 MOI(Machining Optical Inspection) 장비 포함

자료: 고영, 하나금융투자

표 2. 고영 분기 및 연간 실적 추정(변경 이전)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출</b>	<b>49.0</b>	<b>65.4</b>	<b>62.3</b>	<b>67.3</b>	<b>54.6</b>	<b>73.6</b>	<b>70.3</b>	<b>76.1</b>	<b>171.8</b>	<b>203.4</b>	<b>243.9</b>	<b>274.6</b>
SPI	23.1	31.3	26.5	27.9	24.2	32.9	27.8	29.3	91.1	111.6	108.8	114.2
AOI	20.8	32.4	32.5	35.6	25.0	38.9	39.0	42.8	68.4	81.1	121.4	145.7
기타	5.0	1.7	3.3	3.8	5.4	1.8	3.5	4.0	12.3	10.7	13.7	14.7
<b>매출 비중%</b>												
SPI	47.1%	47.9%	42.6%	41.4%	44.3%	44.7%	39.6%	38.5%	53.0%	54.9%	44.6%	41.6%
AOI	42.6%	49.5%	52.2%	53.0%	45.8%	52.9%	55.5%	56.2%	39.8%	39.9%	49.8%	53.0%
기타	10.3%	2.5%	5.2%	5.6%	9.9%	2.4%	4.9%	5.3%	7.2%	5.3%	5.6%	5.4%
<b>영업이익</b>	<b>9.3</b>	<b>12.8</b>	<b>13.1</b>	<b>14.8</b>	<b>10.6</b>	<b>14.7</b>	<b>15.1</b>	<b>17.2</b>	<b>33.2</b>	<b>43.8</b>	<b>49.9</b>	<b>57.6</b>
영업이익률%	19.0%	19.5%	21.0%	22.0%	19.5%	20.0%	21.5%	22.6%	19.3%	21.5%	20.5%	21.0%

주: 기타 매출에는 MOI(Machining Optical Inspection) 장비 포함

자료: 고영, 하나금융투자

**2018년 매출과 영업이익은 각각 2,473억원, 511억원 전망**

2018년 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 22%, 17% 성장한 2,473억원과 511억원으로 전망한다. 고영의 검사장비는 정보기술(IT), 전장부품 생산공정의 마지막 단계에 필요한 장비이다. 디바이스 제조사간의 경쟁이 심화되는 상황이 고영에게는 성장의 기회가 되었다. 기대치가 높은 AOI 장비의 매출 비중은 46%로 전망된다.

**2019년 매출과 영업이익은 각각 2,769억원, 587억원 전망**

2019년 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 12%, 15% 성장한 2,769억원과 587억원을 기록할 것으로 예상된다. 매출 증가율은 2018년 대비 보수적으로 추정했다. MOI의 매출 비중을 10% 미만으로 전망하기 때문이다. 기존 고객사가 MOI의 잠재 수요층이고, CNC(Computerized Numerical Control) 절삭으로 만들어진 부품 검사 시 MOI 장비가 검사과정을 효율화할 수 있으므로, MOI 침투율 100%, 고영 점유율을 20%로 가정한다면, 고영은 장기적으로 누적 매출 1,000억원을 빠르게 달성할 것으로 기대된다.

표 3. 광학검사장비 공급사의 시총과 실적 비교

(단위: 십억원, %)

기업	시총	매출액		영업이익		순이익		영업이익률%		순이익률%	
		2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
고영	1,335	242	294	50	64	45	54	21%	22%	19%	18%
Hexagon	22,446	4,830	5,180	1,196	1,325	939	1,041	25%	26%	19%	20%
Horiba	2,466	2,120	2,218	311	332	213	225	15%	15%	10%	10%
Omron	10,486	8,805	8,997	871	911	630	663	10%	10%	7%	7%
CKD	968	1,251	1,330	137	159	97	112	11%	12%	8%	8%
Hiwin	2,447	1,112	1,136	267	235	220	195	24%	21%	20%	17%

주: 컨센서스 기준

자료: FactSet, Quantwise, 하나금융투자

표 4. 광학검사장비 공급사의 주가와 밸류에이션 비교

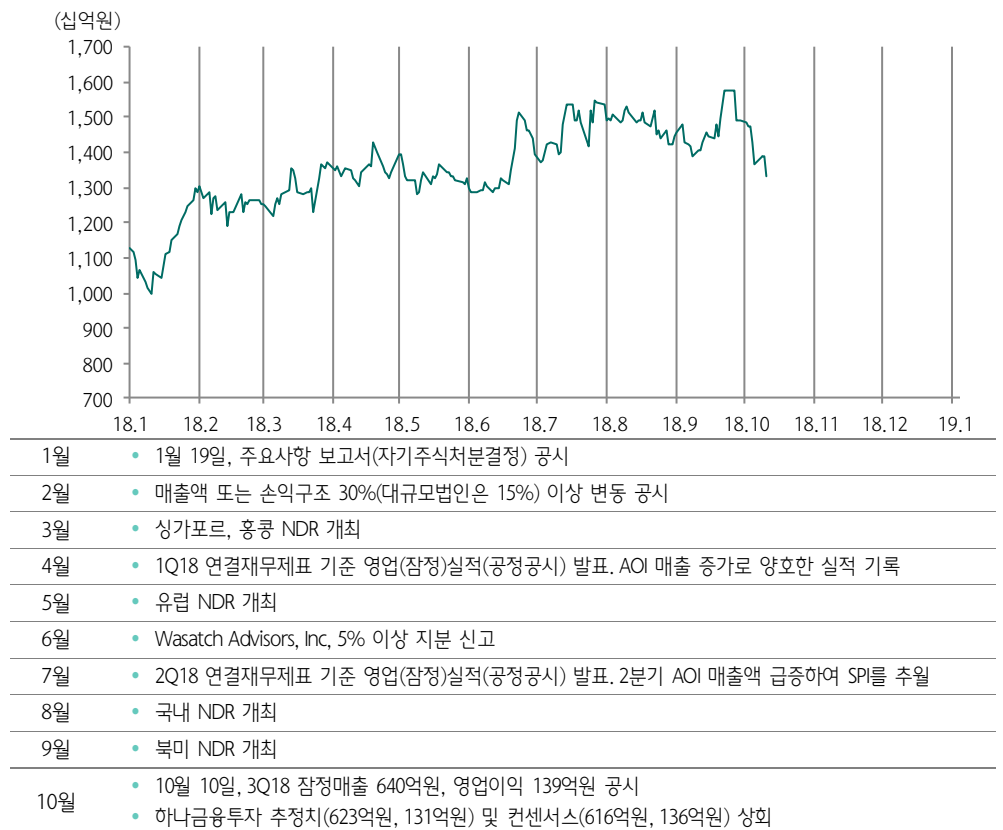
(단위: 원, 엔, 크로나, 대만달러, %, 배)

기업	주가	주가수익률(%)				P/E(배)		P/B(배)		ROE(지배)	
		1주	1개월	3개월	6개월	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
고영	97,500	-9%	-5%	-5%	1%	29.4	24.7	6.1	5.1	24%	23%
Hexagon	501	-5%	-5%	5%	3%	23.8	21.4	3.4	3.1	15%	15%
Horiba	5,790	-4%	-16%	-23%	-28%	11.5	11.1	1.5	1.3	13%	13%
Omron	4,895	2%	2%	0%	-18%	16.4	15.5	1.9	1.8	12%	12%
CKD	1,403	-4%	-9%	-15%	-38%	9.0	7.8	1.0	0.9	12%	13%
Hiwin	225	-16%	-14%	-31%	-49%	11.5	12.8	2.9	2.6	32%	23%

주: 컨센서스 기준

자료: FactSet, Quantwise, 하나금융투자

그림 3. 고영의 시가총액 추이와 주요 이벤트



자료: 하나금융투자

## Appendix(과거 발간 자료)

투자의견 BUY.목표주가 120,000원으로커버리지 개시**[2018.10.10] 고영 커버리지 개시: EV용 매출 시작되면 게임 끝판왕 등극****투자포인트 ① GPU 탑재된 AOI 매출 성장, ② MOI 실적 기여**

고영은 육안검사를 대체하는 광학검사장비를 공급한다. 2018년 매출 비중은 SPI(Solder Paste: 납 도포 검사장비) 45%, AOI(Automated Optical: 부품 실장 검사 장비) 50%로 예상된다. 경쟁사는 미르텍, Omron, Viscom이다. 주요 고객사는 반도체, 전자부품 분야의 1~2위 기업이다. 고영의 AOI는 CPU(중앙처리장치)를 탑재한 경쟁사 장비와 달리 GPU(그래픽처리장치)를 적용했다. 전례가 없었기에 매출 성장이 지연되다가 오히려 진입장벽이 구축됐다. 덕분에 AOI 점유율이 18%까지 상승했다. 부품 외관을 검사하는 MOI(Machining Optical Inspection) 장비가 매년 100억원 이상 매출에 기여할 것으로 기대된다. 매출 시현 초기 단계라 매출을 보수적으로 추정했다. 기존 고객사가 MOI를 이용하면 검사과정을 효율화할 수 있으므로, MOI 침투율 100%, 고영 점유율 20%로 가정한다면 고영은 누적 매출 1,000억원을 빠르게 달성할 것으로 기대된다.

**2019년 매출 2,746억원(+13%), 영업이익 576억원(+15%)**

스마트폰 시장의 경쟁 심화는 AOI 장비의 성장 기회이다. 스마트폰 제조사들은 수율 향상과 원가 관리를 위해 AOI(부품 실장 검사장비)를 더욱 많이 구입하고 있다. 2019년 고영의 제품별 매출 성장률을 SPI +5%, AOI +20%, MOI +7%로 전망한다. MOI의 침투 속도가 빨라질 경우 2019년 실적이 예상을 상회할 가능성이 높다.

**목표주가 120,000원 제시, 2019년 EPS에 목표 P/E 32배 적용**

목표주가 산정 시 2019년 EPS에 목표 P/E 32배를 적용했다. 32배는 스웨덴 Hexagon의 P/E를 50% 할증한 값이다. Hexagon 매출의 50% 이상이 전통적 전자부품용 검사 장비에서 발생하고 있는 반면, 고영의 전방산업 수요는 다변화되어 있다. 전자부품용/모바일용/산업용 매출 기여가 각각 29%, 25%, 21%이다. 전자부품용 시장에서 고영 검사장비의 적용 분야가 EV향으로 확대되면, 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄은 더욱 높아질 것으로 전망된다.

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	171.8	203.4	247.3	276.9	315.3
매출원가	63.9	71.9	90.5	99.9	108.4
매출총이익	107.9	131.5	156.8	177.0	206.9
판관비	74.8	87.7	105.7	118.3	134.7
영업이익	33.2	43.7	51.1	58.7	72.2
금융손익	0.4	(1.2)	1.2	0.5	1.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.1)	8.0	4.6
기타영업외손익	2.3	(9.7)	3.8	(2.9)	0.5
세전이익	35.9	32.8	56.0	64.4	78.6
법인세	6.2	6.1	10.6	12.2	14.9
계속사업이익	29.7	26.7	45.4	52.1	63.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.7	26.7	45.4	52.1	63.7
비배주주지분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
순이익	29.7	26.7	45.4	52.1	63.7
지배주주순이익	29.1	26.5	44.6	51.6	63.0
NOPAT	27.5	35.6	41.4	47.6	58.5
EBITDA	36.8	47.6	55.1	62.3	75.5
성장성(%)					
매출액증가율	17.8	18.4	21.6	12.0	13.9
NOPAT증가율	23.9	29.5	16.3	15.0	22.9
EBITDA증가율	37.3	29.3	15.8	13.1	21.2
영업이익증가율	41.9	31.6	16.9	14.9	23.0
(지배주주)순이익증가율	26.9	(10.1)	70.0	14.8	22.3
EPS증가율	25.8	(10.3)	70.2	14.8	22.1
수익성(%)					
매출총이익률	62.8	64.7	63.4	63.9	65.6
EBITDA이익률	21.4	23.4	22.3	22.5	23.9
영업이익률	19.3	21.5	20.7	21.2	22.9
계속사업이익률	17.3	13.1	18.4	18.8	20.2

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,173	1,950	3,318	3,808	4,651
BPS	12,300	13,850	17,469	20,522	24,282
CFPS	2,975	3,480	4,181	5,113	5,838
EBITDAPS	2,691	3,480	4,027	4,550	5,517
SPS	12,576	14,873	18,065	20,232	23,033
DPS	400	700	725	850	950
주가지표(배)					
PER	20.8	42.3	29.4	25.6	21.0
PBR	3.7	6.0	5.6	4.8	4.0
PCFR	15.2	23.7	23.3	19.1	16.7
EV/EBITDA	14.7	22.3	21.9	18.8	15.0
PSR	3.6	5.5	5.4	4.8	4.2
재무비율(%)					
ROE	20.6	16.8	22.9	20.4	21.1
ROA	16.8	13.3	18.2	16.3	17.1
ROIC	34.1	38.9	39.1	39.7	44.8
부채비율	24.1	27.2	25.8	24.1	22.6
순부채비율	(49.3)	(41.7)	(55.4)	(59.2)	(62.3)
이자보상배율(배)	2,002.0	6,141.1	16,541.0	0.0	0.0

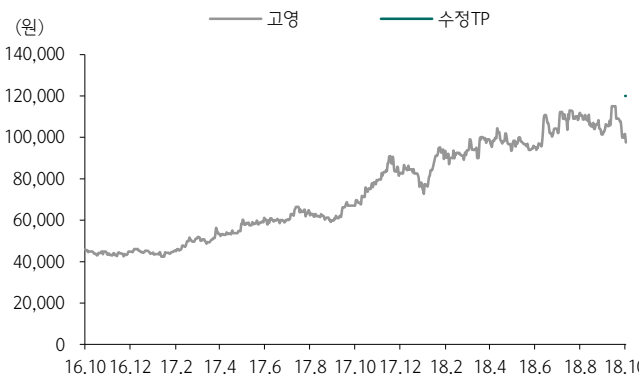
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	154.9	161.4	246.8	294.5	353.1
금융자산	77.7	67.3	130.0	163.7	204.3
현금성자산	46.3	46.0	103.6	134.1	170.6
매출채권 등	56.8	70.8	87.9	98.4	112.1
재고자산	19.6	22.3	27.7	31.0	35.3
기타유동자산	0.8	1.0	1.2	1.4	1.4
비유동자산	40.2	43.9	48.4	48.3	49.0
투자자산	3.1	4.9	6.1	6.9	7.8
금융자산	3.1	4.9	6.1	6.9	7.8
유형자산	23.8	25.3	28.4	28.8	29.2
무형자산	6.4	5.0	3.9	2.7	1.9
기타비유동자산	6.9	8.7	10.0	9.9	10.1
자산총계	195.1	205.2	295.2	342.8	402.1
유동부채	27.5	32.3	46.1	50.4	55.9
금융부채	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	21.2	26.3	32.7	36.6	41.7
기타유동부채	6.2	6.0	13.4	13.8	14.2
비유동부채	10.4	11.6	14.4	16.1	18.4
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	10.4	11.6	14.4	16.1	18.4
부채총계	37.9	43.9	60.5	66.5	74.2
지배주주지분	156.9	161.3	234.6	276.4	327.9
자본금	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
자본잉여금	25.7	26.2	40.4	40.4	40.4
자본조정	(10.4)	(27.7)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
기타포괄이익누계액	(0.3)	(0.8)	(0.8)	(1.3)	(1.9)
이익잉여금	135.0	156.7	192.1	234.4	286.5
비지배주주지분	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	157.3	161.3	234.6	276.4	327.9
순금융부채	(77.6)	(67.3)	(130.0)	(163.7)	(204.3)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	29.2	19.9	34.1	50.8	55.9
당기순이익	29.7	26.7	45.4	52.1	63.7
조정	6.3	12.5	3.2	6.7	2.6
감가상각비	3.6	3.8	4.0	3.6	3.3
외환거래손익	(2.7)	5.6	(4.3)	3.2	(0.4)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.4	3.1	3.5	(0.1)	(0.3)
영업활동 자산부채 변동	(6.8)	(19.3)	(14.5)	(8.0)	(10.4)
투자활동 현금흐름	(7.0)	5.2	(11.9)	(10.3)	(8.2)
투자자산감소(증가)	1.9	(1.7)	(1.2)	(0.7)	(0.9)
유형자산감소(증가)	(4.9)	(2.0)	(4.7)	(2.8)	(3.0)
기타	(4.0)	8.9	(6.0)	(6.8)	(4.3)
재무활동 현금흐름	(3.6)	(22.6)	33.4	(24.7)	(22.1)
금융부채증가(감소)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	1.0	0.6	14.2	0.0	0.0
기타재무활동	(0.4)	(17.8)	28.2	(14.8)	(10.5)
배당지급	(4.0)	(5.3)	(9.0)	(9.9)	(11.6)
현금의 증감	19.7	(0.3)	57.6	30.5	36.5
Unlevered CFO	40.6	47.6	57.2	70.0	79.9
Free Cash Flow	23.8	17.9	20.0	48.0	52.9

## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 고영



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.10	BUY	120,000		
18.10.5	담당자 변경			-

## 투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.6%	6.5%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 10월 11일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 10월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2018년 10월 11일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.