

원익IPS(240810)

그래도 촘촘한 그물망

1Q 매출과 영업이익은 하나금융투자 추정치 대비 상회

1Q19 매출과 영업이익은 1,311억원, 64억원으로 컨센서스(매출 1,254억원, 영업이익 94억원) 대비 낮았던 하나금융투자 추정치(매출 1,250억원, 영업이익 5억원) 대비 상회했다. 장비별 매출비중은 반도체 52%, 디스플레이 47%로 추정된다. 1Q19 영업이익률은 5%로 2019년 연간 가이던스(10~12%) 대비 낮다. 마진이 상대적으로 낮은 디스플레이 장비 매출비중이 거의 절반(47%)을 기록했기 때문이다.

1Q 실적이 연중 최저 수준이지만 매출비중이 안정적이라 긍정적

반도체장비 매출 중에서 소모품을 제외한 증착장비 매출에서 양대 고객사(삼성전자, SK하이닉스)의 기여도는 각각 49%, 51%로 고른 수준으로 추정된다. 디스플레이장비 매출은 90% 이상 중국향으로 추정된다. 기존 주요 고객사인 삼성디스플레이의 시설투자가 거의 없었다. 그러나 중국향 디스플레이장비에서 600억원 이상의 매출이 발생한 점은 긍정적이다. 식각장비와 열처리장비의 기술력 덕분이다.

2Q 매출, 영업이익, OPM%은 1,751억원, 216억원, 12.4% 전망

분기 매출 추정이 과거 대비 어려워졌다. 수익 인식 기준이 진행(원익테라세미콘) 기준 및 인도(원익IPS) 기준에서 셋업 기준으로(보수적으로) 바뀌었고, 합병 영향으로 실적 추정에 포함되는 장비 종류가 늘어났기 때문이다. 그래도 2분기 실적은 1분기 대비 성장할 것으로 추정한다. 반도체의 DRAM 미세화 및 3D-NAND 보완 시설투자 영향과 디스플레이장비의 중국향 매출 영향 때문이다.

무역분쟁 재점화가 우려스럽지만 반도체장비주 최선후주 유지

원익IPS 주가는 5일 연속 하락했다. 주가 조정 원인은 무역분쟁 재점화 이슈로 판단된다. 반도체업종이 무역분쟁 리스크에 취약하지만 그래도 장비주 내에서 원익IPS는 가장 안전한 선택지(選好股)라고 판단된다. ① 전방산업에서 DRAM, NAND, 비메모리 시설투자 중 어느 것이 전개되어도 10K당 수백억원 이상의 매출 시현이 가능하고, ② 2020년 P/E가 분할 이후 역사적 평균(FY2 기준, 11.0배) 대비 저평가되었기 때문이다. (본문 그림 2 참고) 투자 의견 매수, 목표주가 32,000원을 유지한다.

Update

BUY

| TP(12M): 32,000원 | CP(5월 9일): 25,550원

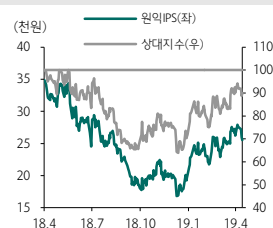
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	724.22
52주 최고/최저(원)	34,400/16,800
시가총액(십억원)	1,254.1
시가총액비중(%)	0.50
발행주식수(천주)	49,083.9
60일 평균 거래량(천주)	482.4
60일 평균 거래대금(십억원)	12.1
19년 배당금(예상, 원)	150
19년 배당수익률(예상, %)	0.59
외국인지분율(%)	23.86
주요주주 지분율(%)	
원익홀딩스 외 2인	32.99
삼성전자 외 1인	7.54
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.6 30.7 (21.9)
상대	5.1 24.0 (8.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	723.5	1,090.2
영업이익(십억원)	91.1	187.8
순이익(십억원)	71.8	146.8
EPS(원)	1,454	2,989
BPS(원)	9,407	12,053

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	630.9	649.3	750.0	1,220.0	1,403.0
영업이익	십억원	122.3	105.9	86.3	239.9	280.5
세전이익	십억원	124.3	109.8	83.8	232.8	272.2
순이익	십억원	95.4	86.9	66.3	184.2	215.3
EPS	원	2,311	2,105	1,369	3,752	4,386
증감률	%	318.7	(8.9)	(35.0)	174.1	16.9
PER	배	14.46	9.55	18.67	6.81	5.83
PBR	배	4.39	2.25	2.94	2.08	1.56
EV/EBITDA	배	9.16	5.97	11.89	4.85	3.77
ROE	%	35.83	25.45	16.66	35.77	30.60
BPS	원	7,600	8,951	8,691	12,293	16,380
DPS	원	200	220	150	300	345



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

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

표 1-1. 원익IPS의 분기 및 연간 실적 추정 (수정 이후)

(단위: 십억원, %)

실적 추정	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출	137.7	210.6	196.3	104.8	131.1	175.1	214.1	229.8	630.9	649.3	750.0	1,220.0
반도체장비, 소모품	108.0	181.8	169.0	67.6	68.2	85.2	130.4	146.3	526.3	526.5	430.0	870.0
디스플레이장비	29.0	28.6	27.2	37.1	61.1	88.8	82.8	83.7	104.3	121.8	316.4	346.4
영업이익	22.1	46.0	46.4	-8.6	6.4	21.6	29.0	29.3	122.3	105.9	86.3	239.9
영업이익률%	16.0%	21.9%	23.6%	-8.2%	4.9%	12.4%	13.5%	12.8%	19.4%	16.3%	11.5%	19.7%
세전이익	22.6	47.8	47.9	-8.5	6.2	21.0	28.1	28.4	124.3	109.8	83.8	232.8
세전이익률%	16.4%	22.7%	24.4%	-8.1%	4.7%	12.0%	13.1%	12.4%	19.7%	16.9%	11.2%	19.1%
순이익	24.6	31.6	37.0	-6.3	4.9	16.6	22.3	22.5	95.4	86.9	66.3	184.2
순이익률%	17.9%	15.0%	18.9%	-6.0%	3.7%	9.5%	10.4%	9.8%	15.1%	13.4%	8.8%	15.1%

자료: 원익IPS, 하나금융투자

표 1-2. 원익IPS의 분기 및 연간 실적 추정 (수정 이전)

(단위: 십억원, %)

실적 추정	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출	137.7	210.6	196.3	104.8	125.0	203.2	214.1	207.7	630.9	649.3	750.0	1,220.0
반도체장비, 소모품	108.0	181.8	169.0	67.6	66.3	113.4	130.4	120.0	526.3	526.5	430.0	870.0
디스플레이장비	29.0	28.6	27.2	37.1	58.7	89.8	83.7	87.7	104.3	121.8	320.0	350.0
영업이익	22.1	46.0	46.4	-8.6	0.5	31.5	36.2	17.7	122.3	105.9	86.0	247.9
영업이익률%	16.0%	21.9%	23.6%	-8.2%	0.4%	15.5%	16.9%	8.5%	19.4%	16.3%	11.5%	20.3%
세전이익	22.6	47.8	47.9	-8.5	0.5	31.2	35.9	17.5	124.3	109.8	85.1	245.4
세전이익률%	16.4%	22.7%	24.4%	-8.1%	0.4%	15.4%	16.8%	8.4%	19.7%	16.9%	11.4%	20.1%
순이익	24.6	31.6	37.0	-6.3	0.4	24.4	28.0	13.7	95.4	86.9	66.4	191.4
순이익률%	17.9%	15.0%	18.9%	-6.0%	0.3%	12.0%	13.1%	6.6%	15.1%	13.4%	8.9%	15.7%

자료: 원익IPS, 하나금융투자

표 2. 반도체장비주

(단위: 원, 십억원, 배)

기업	종가	시총	매출액			영업이익			당기순이익			P/E		P/B	
			2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2018	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
에스에프에이	39,200	1,407.6	1,560.1	1,627.7	1,838.5	234.4	226.5	256.9	169.7	178.7	202.8	8.3	7.3	1.4	1.2
원익IPS	25,550	1,254.1	649.3	723.5	1,090.2	105.9	91.1	187.8	86.9	71.8	146.8	17.6	8.6	2.7	2.1
고영	91,400	1,251.1	238.2	258.0	299.4	46.0	49.6	61.4	42.3	43.8	54.0	28.6	23.2	4.9	4.2
이오테크닉스	65,800	808.1	294.1	367.2	444.0	17.9	48.3	71.0	21.9	39.2	55.0	20.8	14.7	2.0	1.7
한미반도체	8,200	469.2	217.1	NA	NA	56.8	NA	NA	49.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA
주성엔지니어링	7,620	367.7	264.0	NA	NA	41.4	NA	NA	43.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA
원익홀딩스	4,550	351.4	500.2	NA	NA	78.5	NA	NA	96.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA
케이씨텍	17,600	349.2	357.3	279.6	415.7	67.0	45.4	78.7	54.4	36.7	63.6	9.5	5.5	1.2	1.0
AP시스템	24,000	338.4	714.2	619.8	928.8	45.8	39.6	74.2	25.2	27.6	54.4	13.3	6.7	2.6	1.9
피에스케이	16,400	333.4	328.7	297.0	351.4	67.6	56.6	74.6	53.5	45.8	58.9	3.3	1.6	0.3	0.2
테스	16,200	320.3	287.1	241.6	335.4	57.8	44.4	70.2	42.4	35.4	57.3	9.0	5.6	1.2	1.0
유진테크	13,450	308.2	220.2	210.3	266.2	40.8	38.4	56.8	20.7	27.3	40.0	11.1	7.3	1.2	1.0
유니테스트	13,550	286.4	282.3	298.9	407.1	71.5	79.3	114.7	52.5	59.4	89.3	4.9	3.3	1.4	1.0
한양이엔지	14,200	255.6	788.8	NA	NA	97.0	NA	NA	76.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA
테크윙	13,300	255.0	193.7	219.2	272.5	25.1	29.7	44.8	18.6	20.0	34.6	11.5	7.2	1.4	1.2
케이씨	15,150	205.3	526.1	NA	NA	76.1	NA	NA	210.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA
에스티아이	12,900	204.2	286.6	NA	NA	22.1	NA	NA	19.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA
유니셈	4,910	150.6	214.3	189.2	249.4	26.1	21.8	35.0	20.6	17.6	27.8	8.5	5.4	1.2	1.0
유니셈	4,910	150.6	214.3	189.2	249.4	26.1	21.8	35.0	20.6	17.6	27.8	8.5	5.4	1.2	1.0
제우스	14,200	147.5	453.6	390.0	NA	40.1	39.0	NA	31.0	NA	NA	4.9	NA	NA	NA
서플러스글로벌	3,450	127.6	146.1	NA	NA	27.2	NA	NA	20.4	NA	NA	NA	NA	NA	NA
엘오티베콤	9,450	125.3	169.3	NA	NA	19.0	NA	NA	16.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA
싸이맥스	9,800	103.7	133.5	126.5	159.0	15.7	11.9	22.3	13.3	18.3	NA	10.4	6.2	0.7	NA

주: 컨센서스가 없는 경우는 NA로 표시. 종착장비 공급사는 4개사 (원익IPS, 주성엔지니어링, 테스, 유진테크)

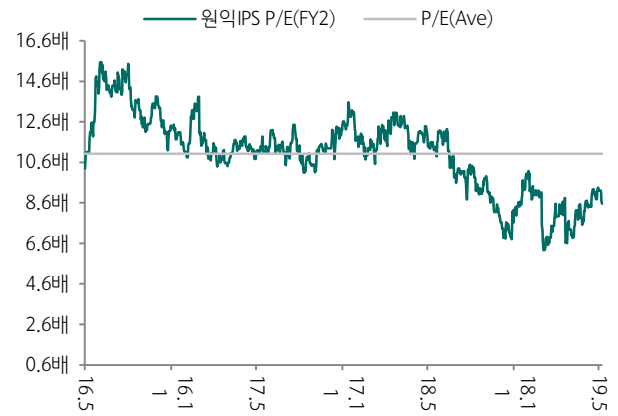
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 1. FY1년 기준 원익IPS의 P/E: 비싸다



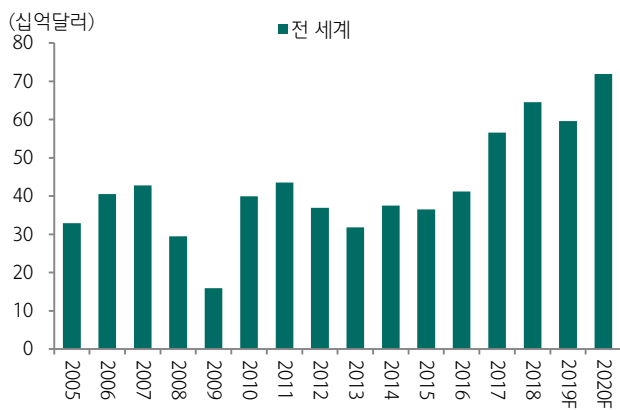
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. FY2년 기준 원익IPS의 P/E: 여전히 저평가이다



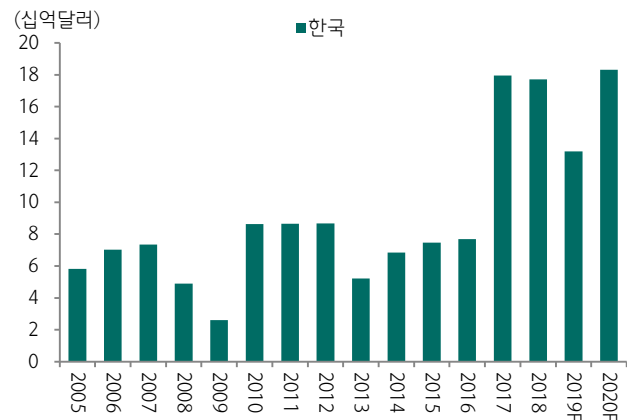
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3. WW 반도체장비 공급사 매출 전망: 2019년 둔화, 2020년 성장



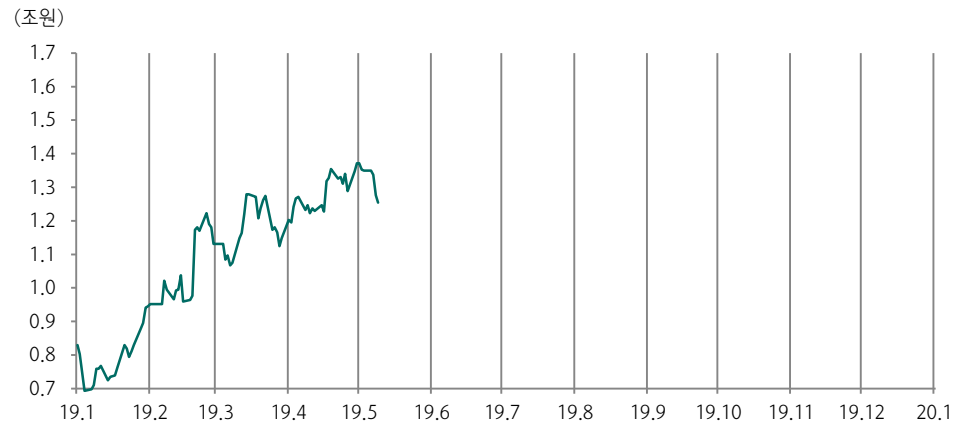
자료: SEMI, 하나금융투자

그림 4. 한국 반도체장비 공급사 매출 전망: 2019년 둔화, 2020년 성장



자료: SEMI, 하나금융투자

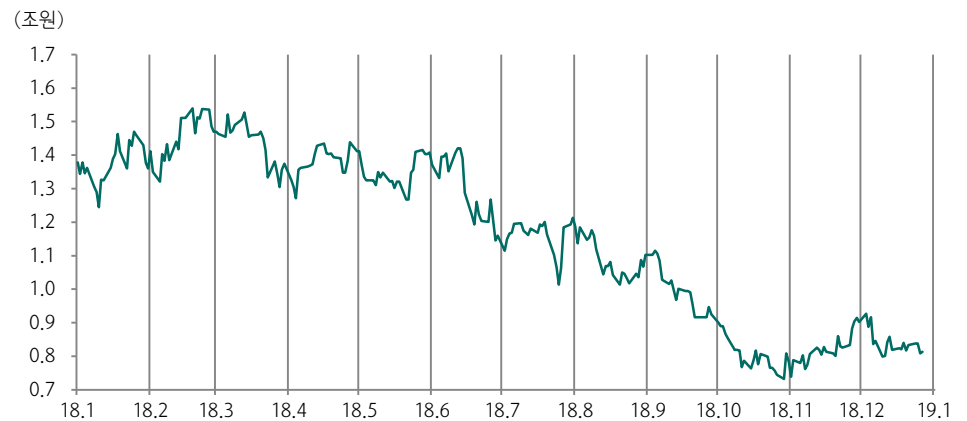
그림 5. 원익IPS의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019년)



1월	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 장비 공급사(ASML, 램리서치, 테라다인, KLA-텐코) 분기 실적 서프라이즈 기록 합병 이후 QD-OLED 장비 수주 증가 기대감 확산
2월	<ul style="list-style-type: none"> 4Q18 실적 공시. 영업손실 기록, 컨센서스 하회 P/E 밸류에이션이 2020년 실적 기준으로 저평가되었다는 공감대 확산되며 주가 상승
3월	<ul style="list-style-type: none"> 2월 28일, TT International 지분율 공시. 7.62%에서 5.58%로 하락 삼성전자가 시안 2차, 평택 2차 1층에 NAND 신규증설을 전개할 것이라는 기대감 때문에 장비주에 대한 관심 급증
4월	<ul style="list-style-type: none"> 삼성전자의 비메모리 시설투자 기대감으로 얼마 안 되는 수혜주인 원익IPS가 긍정적으로 부각됨
5월	<ul style="list-style-type: none"> 연결재무제표기준영업(잠정)실적(공정공시)

자료: Quantivise, 하나금융투자

그림 6. 원익IPS의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2018년)



1월	<ul style="list-style-type: none"> 1월 3일과 1월 18일, 삼성전자향 장비 수주 공시. 각각 423.5억원, 276억원으로 의무공시 대상
2월	<ul style="list-style-type: none"> 4Q17 영업이익, 컨센서스 부합. 2월 14일, 삼성전자로부터 대규모 수주 공시(478억원)
3월	<ul style="list-style-type: none"> 메모리 반도체 업황의 고점 논란 지속
4월	<ul style="list-style-type: none"> 월초 발표된 삼성전자의 잠정 영업이익이 컨센서스 상회하며 메모리 반도체 업황에 대한 불안감 완화
5월	<ul style="list-style-type: none"> 1Q18 매출, 컨센서스 하회. 매출 인식 방법이 인도 기준에서 셋업 기준으로 변경되었기 때문
6월	<ul style="list-style-type: none"> 6월 14일, TT International, 5% 이상 지분 신고(5.04%)
7월	<ul style="list-style-type: none"> 삼성전자가 반도체 시설투자를 탄력적으로 전개한다고 밝힌 이후 장비주 투심 둔화
8월	<ul style="list-style-type: none"> 2Q18 실적, 컨센서스 하회. 전년 대비 인원 증가에 따른 비용 부담. 디스플레이용 장비 마진 영향 때문
9월	<ul style="list-style-type: none"> 미국 장비 공급사(AMAT, LRCX) 주가 하락. 원익IPS 주가 동반 하락. 전방산업 시설투자 둔화 우려 때문
10월	<ul style="list-style-type: none"> 3Q18 매출과 영업이익, 컨센서스 상회
11월	<ul style="list-style-type: none"> 원익테라세미콘과의 흡수합병 가시성 높다는 기대감 확산 글로벌 반도체장비 공급사(ASML, 램리서치 등), 분기 실적 서프라이즈 기록. 장비주 투자심리 개선
12월	<ul style="list-style-type: none"> 임시주총에서 흡수합병 가결

자료: Quantivise, 하나금융투자

Appendix: 과거 발간자료**[2018.11.22] 커버리지 개시: 대장주가 장비주의 정답**전방산업 시설투자 둔화되어도 실적 성장의 열쇠 보유

2019년 삼성전자와 SK하이닉스의 반도체 시설투자는 전년 대비 축소될 것으로 전망된다. 이에 따라 2019년 해외 장비사(AMAT: Applied Materials, LRCX: Lam Research)의 EPS는 전년 대비 감소할 것으로 추정된다, 반면에 원익IPS의 EPS는 2019년에 이어 2020년까지 평균 10% 증가할 것으로 전망된다. SK하이닉스향 반도체장비의 출하 증가와 주요 고객사향 디스플레이장비의 포트폴리오 확대 때문이다.

SK하이닉스향 반도체장비 출하, 매년 500억원 이상 증가

2017년을 기점으로 SK하이닉스향 반도체장비 출하는 매년 500억원 이상 증가하여 2018년에 1,000억원을 상회할 것으로 전망된다. DRAM 제조용 증착장비의 매출비중이 아직까지 높지만 SK하이닉스의 청주 신규공장 클린룸 완성 이후 3D-NAND 제조용 증착장비의 매출도 점차 늘어날 것으로 기대된다. 원익테라세미콘과의 흡수합병이 성사된다면, 3D-NAND 제조용 장비의 범위는 열처리장비까지 확대될 수 있다.

주요 고객사향 OLED 디스플레이장비의 포트폴리오 확대

주요 고객사의 A3 시설투자 시기에 원익IPS는 디스플레이장비의 매출을 드라마틱하게 늘리지 못했다. 그러나 OLED 디스플레이 분야에서 추후 폼 팩터(Form Factor)나 발광물질이 기존 방식과 달리 크게 바뀌는 경우 원익IPS의 증착장비가 적용되는 분야가 확대될 것으로 기대된다. 아울러 전통적 Cash Cow였던 식각장비에서도 수주가 기대된다.

목표주가 27,000원 제시, 2019년 EPS에 P/E 10배 적용

목표주가 산정 시 적용한 P/E 10배는 글로벌 증착장비 및 식각장비 공급사(Applied Materials, Lam Research, Tokyo Electron)의 2019년 평균 P/E를 10% 할증한 값이다. 할증한 이유는 원익IPS의 EPS 성장률이 2년 연속 10%를 달성한 것으로 기대되기 때문이다. 시설투자가 둔화된 환경에서도 성장 가능한 체력을 갖췄다는 점에서 매수를 추천한다.

Appendix: 과거 발간자료**[2018.12.14] 원익테라세미콘과의 합병 승인은 주가에 긍정적**

- 원익테라세미콘 주주들의 반대로 2년 전에 부결되었던 양사(원익IPS, 원익테라세미콘) 합병이 임시주총에서 승인됨
- 임시주총 승인이 원만하게 마무리된 이유는 (1) 2년 전과 달리 원익홀딩스가 지주사 요건을 충족하며 원익테라세미콘에 대한 우호지분을 30% 이상까지 늘렸고, (2) 각 사의 자생적 성장보다 합병을 통한 성장이 결국 양사 실적과 주가에 도움이 될 것이라는 컨센서스가 폭넓게 형성되었기 때문
- 합병 성공에 따른 실적 성장 견인차 중 양사 연구개발 및 고객관계로부터 시너지가 기대되는 제품은 (1) SK하이닉스향 반도체용 증착장비 및 열처리장비, (2) 유/무기재료를 동시에 이용한 대면적 디스플레이용 열처리장비, 식각장비, 증착장비 등
- ‘소문에 사서 뉴스에 팔자’는 논리에 따르면 양사 합병 승인 발표는 단기 모멘텀 소멸처럼 보이지만, 합병 승인 이후 양사 주가는 오히려 강세를 보일 것으로 전망. 가장 큰 이유는 11월 9일 회사합병결정 공시 이후 원익IPS와 원익테라세미콘의 주가상승률이 각각 6.4%, 1.7%에 불과해 합병 기대감이 주가에 유의미하게 반영되지 못했기 때문. 삼성전자와 SK하이닉스의 시설투자 둔화는 이미 기정사실화(既定事實化)되었으므로 더 이상 악재로서 작용하기 힘들 것으로 판단되고 고객사 저변 확대, 연구개발 시너지, 신제품 라인업이 지속적으로 주목받을 것으로 전망
- 양사 합산 시총이 정점을 기록했을 때는 2017년 11월 15일 1,986십억원(원익IPS 1,657십억원, 원익테라세미콘 329억원)이며 당시 주가 상승 견인차는 반도체 업황 호황과 시설투자 확대 기대감이었음. 현재 양사 합산 시총은 당시의 절반 수준인 1,025십억원에 불과하여 실적 가시성이 절반으로 떨어질 것을 가정하고 있음. 반도체 업황 부진과 시설투자 축소 우려가 반영되었기 때문. 이와 같은 2가지 악재가 추가적으로 주가에 영향을 줄 가능성이 낮은 상황에서 양사 합병 승인은 주가 상승에 힘을 보태줄 것으로 전망

Appendix: 과거 발간자료

[2019.2.15] 실망, 역발상, 용기

4Q18 영업손실 86억원, 합병 앞두고 해묵은 비용 전부 반영

- 2016년 기업분할 이후 분기 영업손실을 처음으로 기록했다. 원익IPS와 원익테라세미콘의 합병을 앞두고 인센티브, 충당금, 채고비용 등을 100억원 이상 일시에 반영한 것으로 추정된다. 지나간 일을 탓할 필요는 없다고 판단된다. 제품개발능력이나 영업능력의 근본적인 훼손이 아니기 때문이다.

합병 이후 Big picture가 뚜렷한데 지나간 일을 왜 탓할까

- 2019년 매출, 영업이익, 순이익은 양사(원익IPS, 원익테라세미콘) 합산 기준, 7,500억원, 861억원, 672억원으로 전망된다. 주요 고객사가 DRAM 및 NAND 신규 증설을 전개하지 않는다고 가정했다. 보수적 시설투자 환경에서 원익IPS의 반도체장비(증착, 열처리, 소모품) 매출은 4,300억원, 디스플레이장비 매출은 3,200억원으로 전망된다.

반도체 공장 완공 이후 2020년 매출 1.2조, 순이익 1,935억 전망

- 평택 2라인, 시안 2공장 완공 이후 각각 DRAM 및 NAND 시설투자가 전개될 것으로 예상된다. 국산 장비 공급사(상장사) 중에서 10K당 수주 금액이 가장 큰 기업은 뭐니뭐니해도 원익IPS이므로 신규 생산라인향으로 4,400억원의 매출이 발생한다고 가정하면 2020년 매출 1.2조원을 무난하게 달성할 전망이다. 탑라인 성장에 따른 규모의 경제 달성 효과로 순이익은 1,935억원으로 전망된다.

목표주가 32,000원으로 상향. 예나 지금이나 바이오흐드 추천

- 2020년 실적 성장 가시성이 뚜렷하다는 점에서 목표주가를 32,000원으로 상향한다. 2019~20년 EPS 평균 3,158원에 10배를 적용했다. 분기 실적에 연연하지 말고 바이오흐드 전략 대응이 필요하다.

Appendix: 과거 발간자료

[2019.3.20] 소소한 업데이트

연간 가이던스 유지, 매출 7,500억원, 영업이익률 11~13% 내외

- 기업측의 가이던스는 변함 없다. 기본 전제는 DRAM 및 NAND 생산라인의 신규 증설이 없거나 일부 제한적으로 전개된다는 것이다. 연간 매출은 가이던스 수준(7,500억원)으로 추정된다. 반도체장비 매출은 4,300억원(증착장비, 열처리장비, 교체용 소모품 포함), 디스플레이장비 매출은 3,200억원(중국향 80% 이상)으로 예상된다. 영업이익률은 10% 초반으로 전망된다. 매출 대비 10% 내외를 차지하던 연구개발비가 2019년에 13%까지 늘어난다. QD OLED용 신규장비와 반도체용 증착장비 개발 때문이다.

2019년 실적은 1분기에 바닥 전망. 2~4분기는 상대적으로 안정적

- 1Q19 매출은 1,250억원, 영업이익은 손익분기점 수준인 5억원으로 추정한다. 반도체장비보다 상대적으로 마진이 낮은 디스플레이장비 매출비중이 늘어나기 때문이다. 1분기 실적이 바닥을 기록한 후, 2분기부터 4분기까지 매출은 2,000억원 내외를 달성할 것으로 예상된다.

올해를 보면 숏셀링, 내년을 보면 바이오흔드, 결론은 바이오흔드

- 최근 반도체장비 공급사의 주가는 중장기 방향성에 크게 좌우되는 모습이다. 2019년에는 메모리 반도체 공급사의 시설투자가 축소된다. 그러나 3D-NAND의 적층수 확대 관련 시설투자는 현재진행형이다. 아울러 NAND 업황이 DRAM 업황보다 조금 더 빠르게 개선된다면 NAND 공급사들이 '생산라인 증설'이라는 카드를 만지작거릴 가능성이 높다. 뭉니뭉니해도 NAND는 가격탄력성을 갖춘 제품이기 때문이다. 제품가격이 매력적인 수준일 때 수요가 증가할 가능성이 높으므로, 공급사 입장에서 이런 기회를 놓치지 않고 생산을 늘리려 할 것이다. 그런 관점에서 원익IPS를 바라보면 2019년 실적 기준으로 P/E 밸류에이션이 15.3배로 비싸게 느껴지지만 실적 저점인 1분기가 지나고 하반기로 갈수록, 그리고 2020년이 다가올수록 P/E 밸류에이션이 매력적으로 바뀔 것이다. (그림 1, 2 참고) 하나금융투자 추정치 기준, 2020년 P/E는 5.3배이다. 결론은 숏셀링이 아니라 바이오흔드이다. 투자의견 매수, 목표주가 32,000원을 유지한다.

주정 재무제표

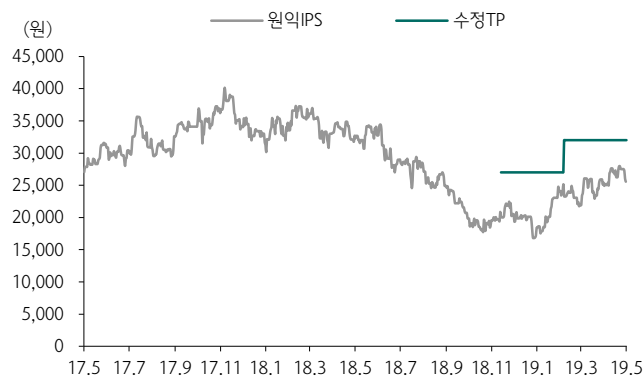
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	630.9	649.3	750.0	1,220.0	1,403.0
매출원가	379.6	391.4	453.4	656.3	754.8
매출총이익	251.3	257.9	296.6	563.7	648.2
판매비	129.0	152.0	210.3	323.7	367.7
영업이익	122.3	105.9	86.3	239.9	280.5
금융손익	1.2	2.5	5.0	2.6	6.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	1.4	(7.5)	(9.8)	(14.9)
세전이익	124.3	109.8	83.8	232.8	272.2
법인세	28.9	23.0	17.5	48.7	56.9
계속사업이익	95.4	86.9	66.3	184.2	215.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	95.4	86.9	66.3	184.2	215.3
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	95.4	86.9	66.3	184.2	215.3
지배주주지분포괄이익	94.5	86.0	66.3	184.2	215.3
NOPAT	93.8	83.8	68.3	189.8	221.9
EBITDA	139.3	124.3	106.1	261.8	304.6
성장성(%)					
매출액증가율	158.5	2.9	15.5	62.7	15.0
NOPAT증가율	304.3	(10.7)	(18.5)	177.9	16.9
EBITDA증가율	249.1	(10.8)	(14.6)	146.7	16.3
영업이익증가율	326.1	(13.4)	(18.5)	178.0	16.9
(지배주주)순이익증가율	324.0	(8.9)	(23.7)	177.8	16.9
EPS증가율	318.7	(8.9)	(35.0)	174.1	16.9
수익성(%)					
매출총이익률	39.8	39.7	39.5	46.2	46.2
EBITDA이익률	22.1	19.1	14.1	21.5	21.7
영업이익률	19.4	16.3	11.5	19.7	20.0
계속사업이익률	15.1	13.4	8.8	15.1	15.3
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,311	2,105	1,369	3,752	4,386
BPS	7,600	8,951	8,691	12,293	16,380
CFPS	4,060	3,582	2,081	5,169	5,937
EBITDAPS	3,375	3,013	2,191	5,333	6,206
SPS	15,285	15,732	15,492	24,855	28,584
DPS	200	220	150	300	345
주가지표(배)					
PER	14.5	9.6	18.7	6.8	5.8
PBR	4.4	2.2	2.9	2.1	1.6
PCFR	8.2	5.6	12.3	4.9	4.3
EV/EBITDA	9.2	6.0	11.9	4.8	3.8
PSR	2.2	1.3	1.6	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	35.8	25.4	16.7	35.8	30.6
ROA	27.6	18.8	10.7	20.5	17.7
ROIC	43.9	32.4	18.3	33.9	31.5
부채비율	30.7	38.8	69.1	78.2	69.1
순부채비율	(32.9)	(23.6)	1.7	2.4	(13.0)
이자보상배율(배)	682.6	613.4	531.4	801.4	567.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	280.1	331.7	528.3	858.9	1,124.1
금융자산	115.2	96.0	11.6	18.3	157.5
현금성자산	112.5	90.9	0.3	0.0	136.4
매출채권 등	51.2	36.0	78.9	128.3	147.5
재고자산	109.8	184.5	404.5	657.9	756.6
기타유동자산	3.9	15.2	33.3	54.4	62.5
비유동자산	129.5	180.6	192.9	215.9	234.7
투자자산	7.2	14.8	14.1	22.9	26.3
금융자산	7.2	6.4	14.1	22.9	26.3
유형자산	108.2	137.9	152.9	168.7	185.4
무형자산	10.4	10.5	8.5	6.9	5.6
기타비유동자산	3.7	17.4	17.4	17.4	17.4
자산총계	409.6	512.3	721.2	1,074.7	1,358.8
유동부채	81.5	124.0	252.7	403.2	476.5
금융부채	12.0	9.0	19.0	32.6	52.6
매입채무 등	49.8	47.2	103.4	168.2	193.4
기타유동부채	19.7	67.8	130.3	202.4	230.5
비유동부채	14.6	19.2	42.0	68.3	78.6
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	14.6	19.2	42.0	68.3	78.6
부채총계	96.1	143.1	294.8	471.5	555.1
지배주주지분	313.5	369.2	426.4	603.2	803.8
자본금	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
자본잉여금	175.3	175.3	175.3	175.3	175.3
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	117.9	173.7	230.9	407.7	608.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	313.5	369.2	426.4	603.2	803.8
순금융부채	(103.2)	(87.0)	7.4	14.3	(104.9)
현금흐름표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	96.4	46.6	(56.2)	44.4	172.0
당기순이익	95.4	86.9	66.3	184.2	215.3
조정	58.2	28.7	16.9	20.8	19.2
감가상각비	17.0	18.5	19.7	21.8	24.1
외환거래손익	0.5	(0.0)	0.0	(0.5)	(0.5)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	40.7	10.2	(2.8)	(0.5)	(4.4)
영업활동 자산부채 변동	(57.2)	(69.0)	(139.4)	(160.6)	(62.5)
투자활동 현금흐름	(22.3)	(56.7)	(34.9)	(50.4)	(40.0)
투자자산감소(증가)	(1.6)	(7.7)	0.8	(8.8)	(3.4)
유형자산감소(증가)	(17.4)	(46.7)	(32.7)	(36.0)	(39.5)
기타	(3.3)	(2.3)	(3.0)	(5.6)	2.9
재무활동 현금흐름	(0.2)	(11.4)	0.8	5.9	4.8
금융부채증가(감소)	0.0	(3.0)	10.0	13.6	20.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.5)
배당지급	0.0	(8.3)	(9.1)	(7.4)	(14.7)
현금의 증감	73.6	(21.6)	(90.6)	(0.2)	136.4
Unlevered CFO	167.6	147.8	100.7	253.7	291.4
Free Cash Flow	78.3	(0.1)	(88.9)	8.4	132.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

원익IPS



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.2.15	BUY	32,000		
18.11.22	BUY	27,000	-24.30%	-6.85%
18.10.29				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 5월 10일

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 2019년 05월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 05월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.