

# 고영 (098460)

## 상처받지 않았던 것처럼

### 목표주가 상향 조정. P/E 리레이팅 예상

목표주가를 11만원에서 12만원으로 상향 조정한다. 목표 P/E는 43배이다. 2017~18년 분기별로 당시 신제품(AOI, Automated Optical Inspection) 매출이 유의미하게 늘어날 때 P/E(FY1) 및 P/E(FY2) 밸류에이션이 각각 17.7배, 14.1배에서 25.1배, 21.8배까지 리레이팅되었던 것을 근거로 제시한다. 이번에는 신제품(MOI, Machining Optical Inspection)의 고객사가 3개사에서 9개사까지, 주로 자동차용 시장에서 늘어났고, 2019년 4분기에 MOI가 포함된 기타 매출이 60억원을 기록해 1분기~3분기 평균 매출 36억원을 상회한 것이 유의미하다고 판단하기 때문이다.

### 4Q19 실적 부진 원인은, 지역별로 중국, 제품별로 모바일

4Q19 잠정매출과 영업이익은 각각 506억 원, 52억 원을 기록해 컨센서스(매출 578억 원, 영업이익 95억 원) 대비 하회했다. 중국시장의 스마트폰 시장용 검사장비 수주가 4Q19에서 1Q20으로 밀린 것이 주요 원인이다.

### 2020년 기대 요인 ① 반도체용 수요, ② 5G용 모바일 수요

고영의 주가는 2019년 9월부터 현재까지 추세적으로 상승했다. 2019년 3분기 및 4분기의 실적 부진이 답답하나, 동 기간에 외국인지분율이 61%까지 늘어났다. 외국인투자자들도 실적 부진을 모르지 않았을 터인데 주가의 상승 견인차를 되새겨보면 무역분쟁 완화 분위기가 고영의 전방산업에 유리하기 때문인 것으로 판단된다. 대만의 검사장비 공급사 TRI의 월별 매출을 살펴보면 2019년 5월부터 YoY% 기준 점진적으로 개선되고 있어 외국인투자자들의 기대가 어느 정도 근거를 지녔다는 점을 확인할 수 있다. 최근 CES 2020 행사를 참관해보니, AI 및 5G용 비메모리 파운드리(전공정) 및 후공정 수요가 예상을 상회할 것으로 전망된다. 새롭게 도래하는 수요이므로 명확하게 quantify(계량화)하기 어렵지만 업종별로 Global Top Tier 고객사에 장비를 공급했던 고영에게 유리한 상황이 전개될 것으로 판단된다. 2019년 하반기의 실적 부진에도 불구하고 2020년 실적과 주가에 대해 긍정적 전망을 유지한다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 120,000원(상향) | CP(1월 14일): 102,600원

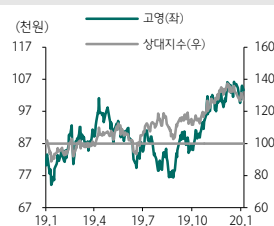
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	679.22
52주 최고/최저(원)	106,200/74,100
시가총액(십억원)	1,421.2
시가총액비중(%)	0.58
발행주식수(천주)	13,718.0
60일 평균 거래량(천주)	44.9
60일 평균 거래대금(십억원)	4.5
19년 배당금(예상, 원)	534
19년 배당수익률(예상, %)	0.51
외국인지분율(%)	61.41
주요주주 지분율(%)	고영홀딩스 외 12인 20.96
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.4) 14.5 26.0
상대	(7.5) 14.8 27.4

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	235.2	265.4
영업이익(십억원)	39.9	50.6
순이익(십억원)	38.7	44.4
EPS(원)	2,829	3,234
BPS(원)	18,360	20,885

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	203.4	238.2	222.2	256.6	294.1
영업이익	십억원	43.7	46.0	33.6	39.6	46.2
세전이익	십억원	32.8	52.8	43.8	47.0	54.7
순이익	십억원	26.7	42.3	34.8	38.1	44.3
EPS	원	1,950	3,091	2,538	2,780	3,234
증감률	%	(10.3)	58.5	(17.9)	9.5	16.3
PER	배	42.32	26.69	41.56	37.27	32.03
PBR	배	5.96	4.77	5.51	4.84	4.30
EV/EBITDA	배	22.31	20.28	30.36	26.33	22.84
ROE	%	16.76	21.86	14.66	14.44	14.90
BPS	원	13,850	17,301	19,163	21,418	24,076
DPS	원	700	650	534	585	681



Semiconductor Analyst  
김경민, CFA  
dairekm.kim@hanafn.com

표 1. 고영 분기 및 연간 실적 추정

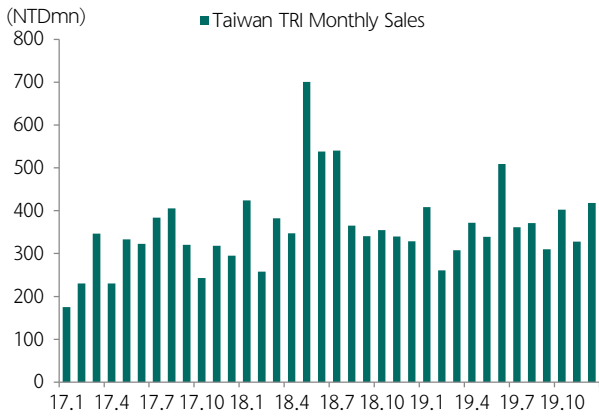
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출</b>	47.8	60.8	63.0	50.6	55.7	70.8	71.7	58.4	203.4	238.9	222.1	256.6
SPI	23.0	28.6	29.6	23.3	26.4	32.9	33.1	26.1	111.6	114.9	104.4	118.4
AOI	22.0	28.6	28.9	21.3	25.3	32.9	32.4	23.8	81.1	115.6	100.8	114.4
기타	2.9	3.6	4.4	6.1	4.0	5.1	6.2	8.5	10.7	8.4	17.0	23.8
<b>매출 비중%</b>												
SPI	48.0%	47.0%	46.9%	46.0%	47.4%	46.4%	46.2%	44.7%	54.9%	48.1%	47.0%	46.2%
AOI	46.0%	47.0%	46.0%	42.0%	45.4%	46.4%	45.2%	40.8%	39.9%	48.4%	45.4%	44.6%
기타	6.0%	6.0%	7.0%	12.0%	7.2%	7.2%	8.6%	14.6%	5.3%	3.5%	7.6%	9.3%
<b>영업이익</b>	6.7	11.0	10.8	5.2	8.0	13.0	12.5	6.1	43.8	46.0	33.6	39.6
영업이익률%	14.0%	18.1%	17.1%	10.2%	14.3%	18.4%	17.4%	10.4%	21.5%	19.3%	15.1%	15.4%

주: 기타 매출에는 MOI(Machining Optical Inspection) 장비 포함 / 자료: 고영, 하나금융투자

그림 1. 고영의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019년)

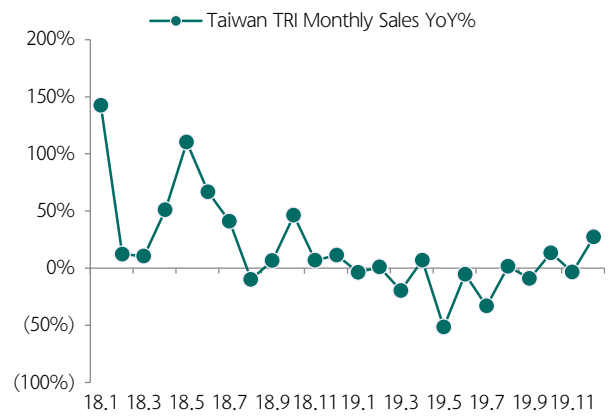


그림 2-1. 대만의 검사장비 공급사 TRI의 매출: 바닥에서 회복(1)



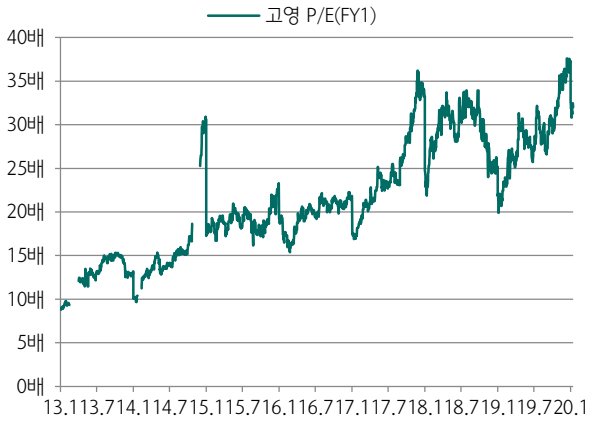
자료: TRI, 하나금융투자

그림 2-2. 대만의 검사장비 공급사 TRI의 매출: 바닥에서 회복(2)



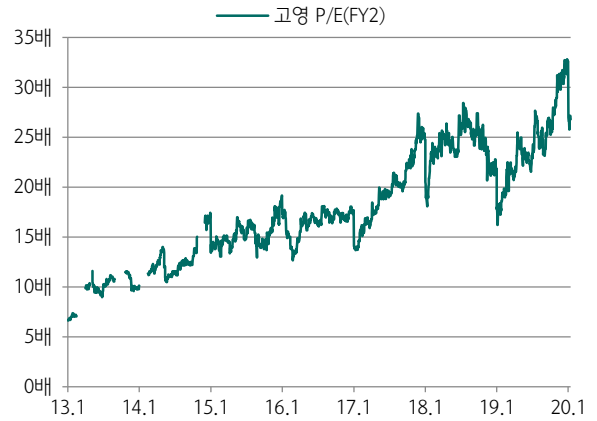
자료: TRI, 하나금융투자

그림 3-1. 고영 P/E(FY1): 2017~18년 AOI 매출 확대 시기, 상승



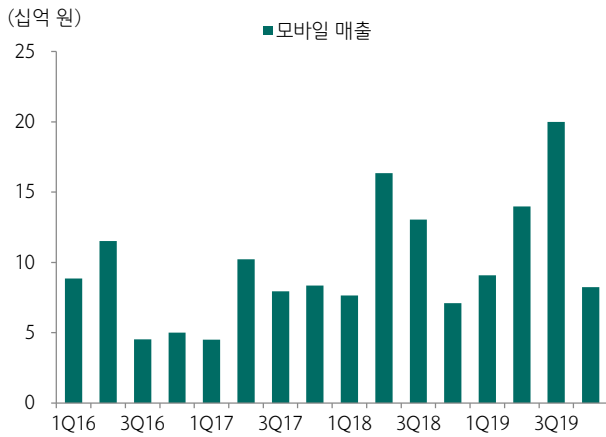
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3-2. 고영 P/E(FY2): 2017~18년 AOI 매출 확대 시기, 상승



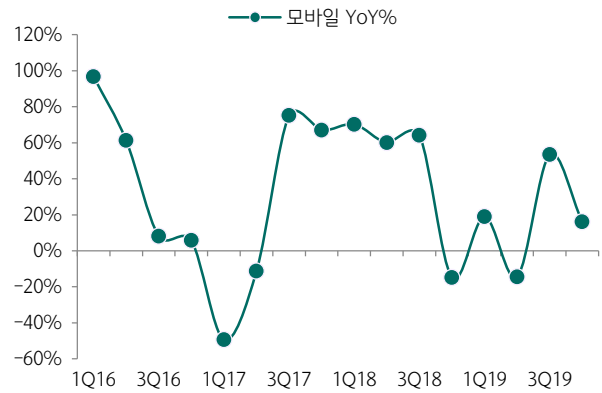
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 4-1. 제품별 매출(모바일)



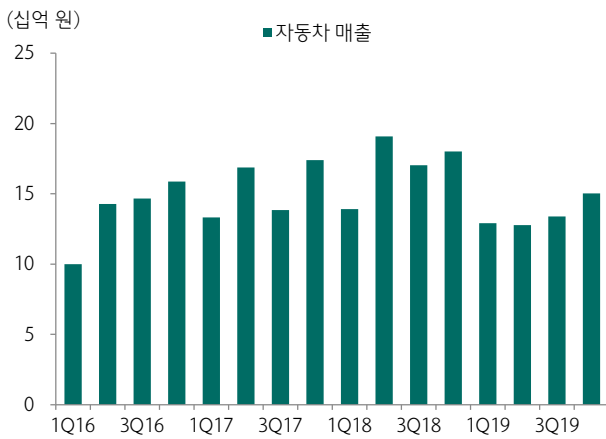
자료: 고영, 하나금융투자

그림 4-2. 제품별 매출(모바일)



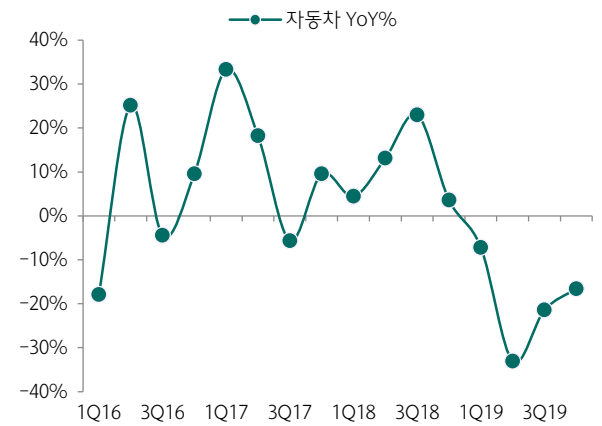
자료: 고영, 하나금융투자

그림 5-1. 제품별 매출(자동차)



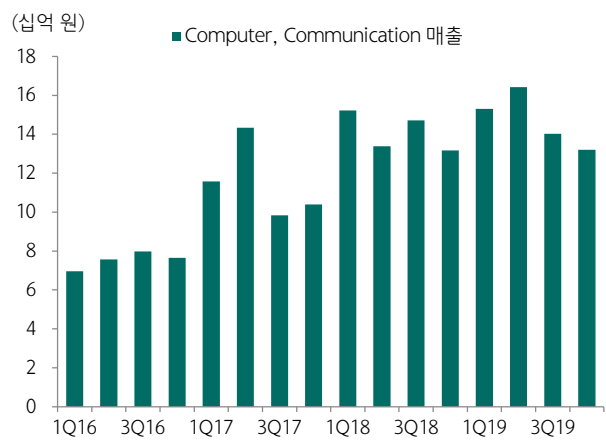
자료: 고영, 하나금융투자

그림 5-2. 제품별 매출(자동차)



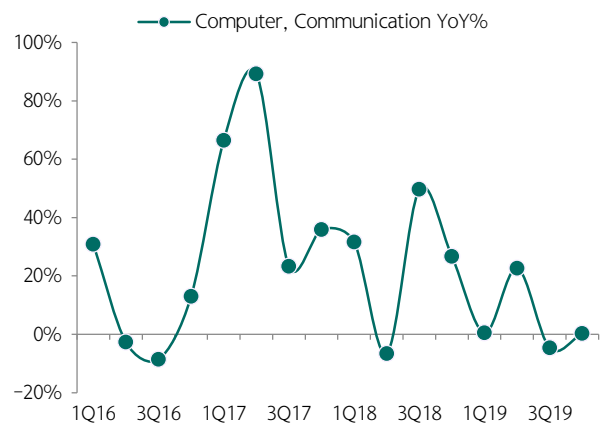
자료: 고영, 하나금융투자

그림 6-1. 제품별 매출(Computer, Communication)



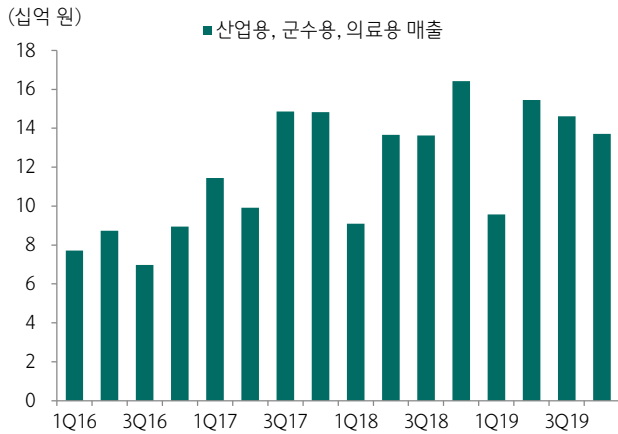
자료: 고영, 하나금융투자

그림 6-2. 제품별 매출(Computer, Communication)



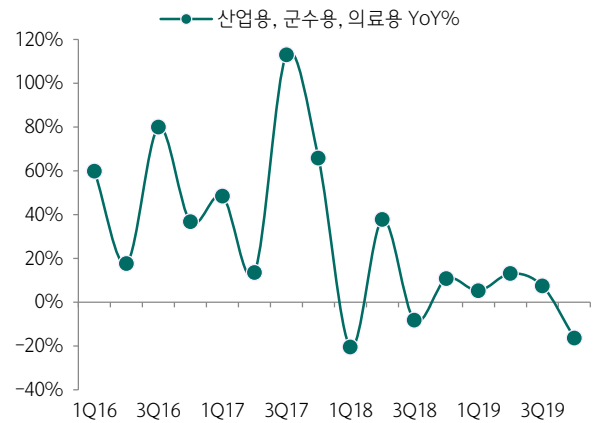
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-1. 제품별 매출(산업용, 군수용, 의료용)



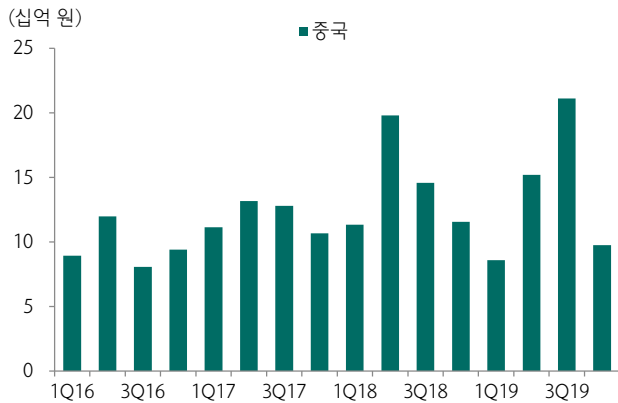
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-2. 제품별 매출(산업용, 군수용, 의료용)



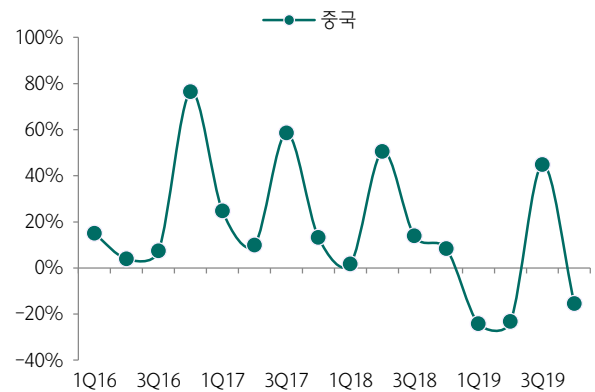
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-1. 지역별 매출(중국)



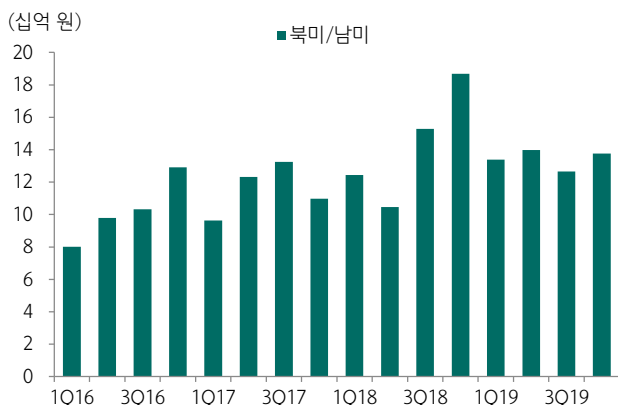
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-2. 지역별 매출(중국)



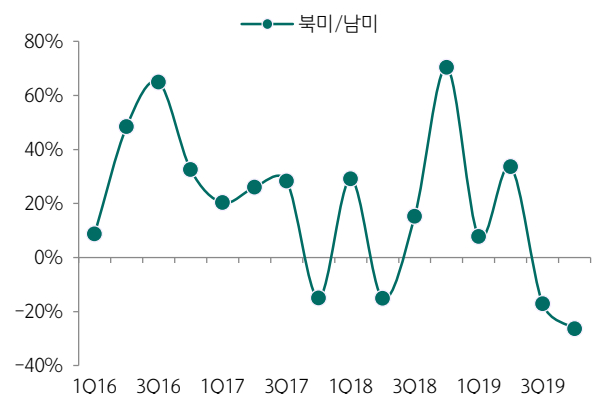
자료: 고영, 하나금융투자

그림 9-1. 지역별 매출(북미/남미)



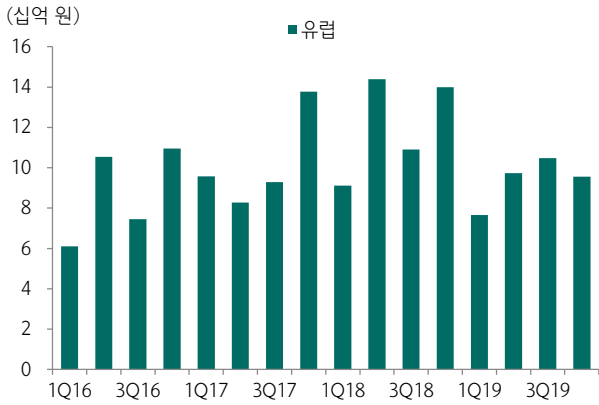
자료: 고영, 하나금융투자

그림 9-2. 지역별 매출(북미/남미)



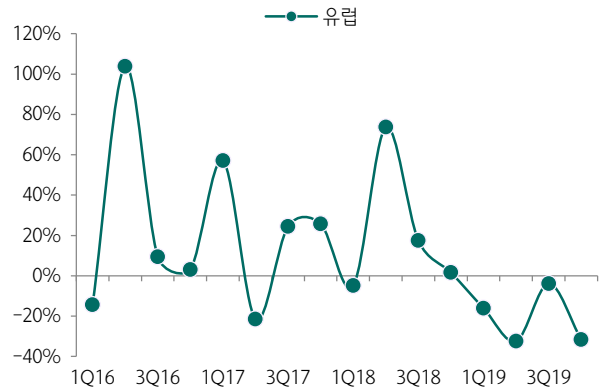
자료: 고영, 하나금융투자

그림 10-1. 지역별 매출(유럽)



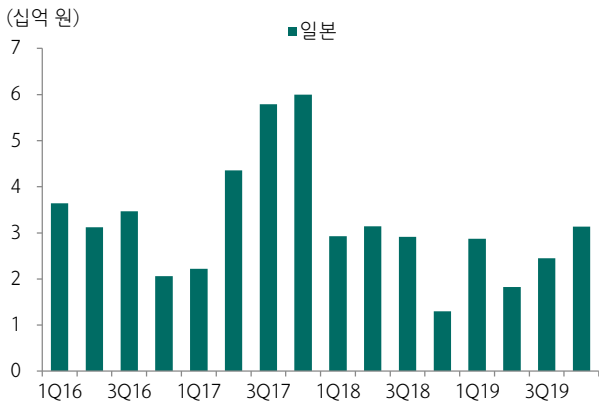
자료: 고영, 하나금융투자

그림 10-2. 지역별 매출(유럽)



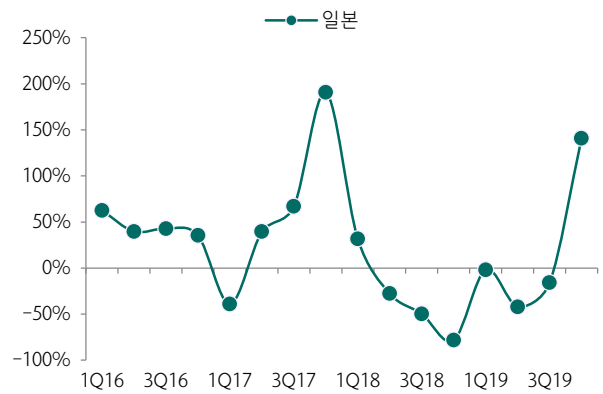
자료: 고영, 하나금융투자

그림 11-1. 지역별 매출(일본)



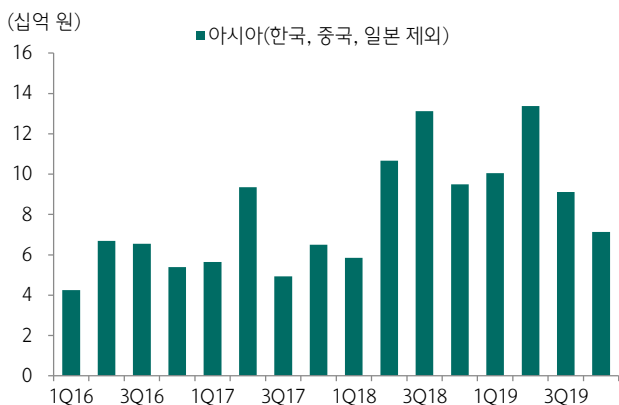
자료: 고영, 하나금융투자

그림 11-2. 지역별 매출(일본)



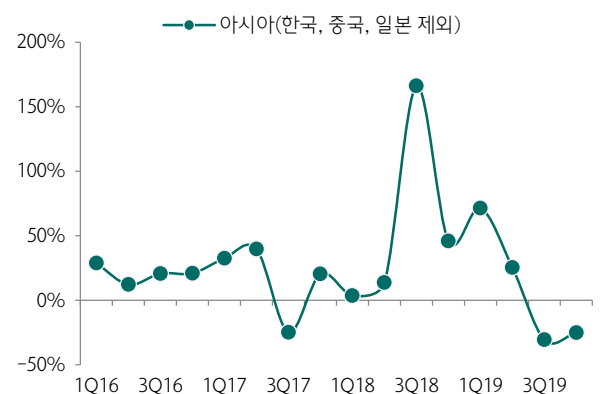
자료: 고영, 하나금융투자

그림 12-1. 지역별 매출(아시아)



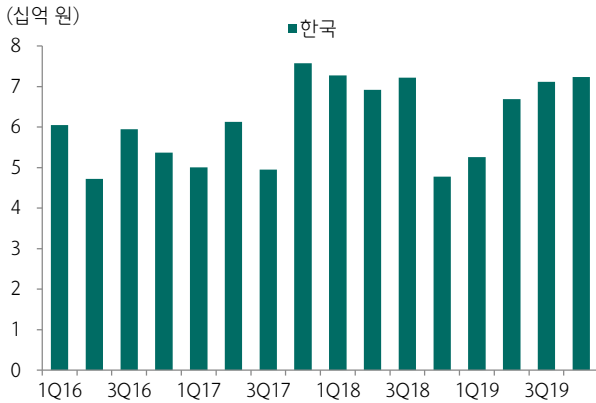
자료: 고영, 하나금융투자

그림 12-2. 지역별 매출(아시아)



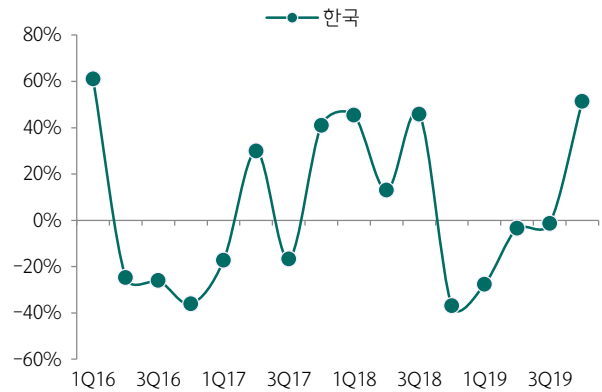
자료: 고영, 하나금융투자

그림 13-1. 지역별 매출(한국)



자료: 고영, 하나금융투자

그림 13-2. 지역별 매출(한국)



자료: 고영, 하나금융투자

**과거 발간 자료 [2019.11.08] 탐방노트**

- 자동차향 매출 중에서 유럽지역은 3 분기 바닥 통과:** 지난번 자료 발간(10/15, NXP 처럼 자동차 회복이 관건) 이후 시총은 1.213 조 원에서 1.316 조 원까지 8.5% 상승했다. 탐방 결과 유럽지역의 자동차향 매출은 4 분기에 3 분기 대비 개선된다는 점을 확인했다. 전방산업의 수요처에서 연말을 앞두고 연간 예산을 집행해야 하므로 주문이 점차 회복되고 있다. 실수요라고 정의를 내리기 어렵지만 유의미하다고 판단된다. 반도체산업의 턴어라운드 역사를 돌아보면 경험적으로 전방산업 수요가 회복될 때 가수요 또는 놀려 있던 수요가 개선되는 것이 나팔수의 역할을 했기 때문이다.
- 4Q19 실적 전망. 매출 658 억 원, 영업이익 117 억 원 유지:** 단기 실적 전망치(4 분기)는 종전대로 유지한다. 2 가지 이유 때문이다. 중국시장에서 자동차향 매출이 회복되는 시그널이 뚜렷하지 않다. 3 분기 기준 중국시장에서 애플리케이션별 매출비중은 자동차 10%, 스마트폰 70% 이상, 서버 10% 초반, 사물인터넷 5% 이하로 추정되는데 향후 중국 내 자동차향 매출비중이 15% 이상 수준으로 회복되어야 유의미할 것으로 판단된다. 아울러 뇌수술용 가이드로봇의 매출이 2019 년 내에 시현되기 어렵다는 점을 감안해 4 분기 실적 추정치를 종전대로 유지한다.
- 시총과 주가, 2018 년 고점(1,574 조 원, 115,000 원)까지 상승 가능:** 실적 추정치는 그대로지만 시총과 주가는 2018 년 고점(1,574 조 원, 115,000 원)까지 상승할 수 있을 것으로 판단된다. ① 대만의 경쟁사 TRI(Test Research Inc.)의 10 월 매출이 +13.4% YoY 를 기록해 회복 흐름을 보이고 있는데 업계 전반적으로 실적이 바닥을 통과하는 시그널로서 긍정적이며, ② 무역갈등의 봉합흐름과 2020 년 실적회복 가시성이 긍정적 영향을 끼칠 것으로 예상되기 때문이다. 애플리케이션 부문별로 3 분기 실적에서 주목받았던 모바일(5G 포함)향 매출이 2020 년에도 고영의 실적회복에 기여할 것으로 전망된다. 비중이 낮아 기타매출로 분류되던 반도체향 매출은 2020 년에 성장할 것으로 기대된다. 진입장벽이 높았던 고객사향으로 주주 가시성이 늘어나고 있으며 업계 내에서 유의미한 레퍼런스로 기대되기 때문이다.

**과거 발간 자료 [2019.10.15] NXP처럼 자동차 회복이 관건(關鍵)**

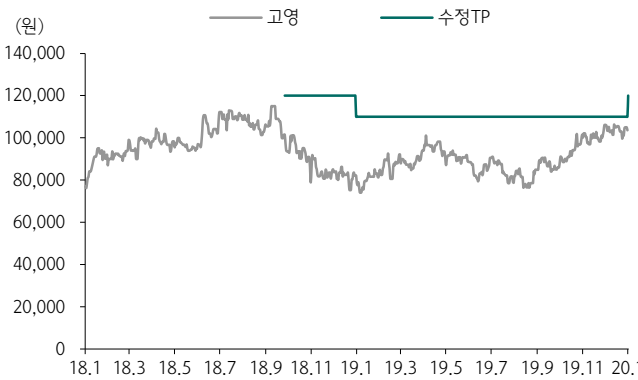
- 3Q19 리뷰: 제품별로 모바일(5G), 지역별로 중국 매출 개선:** 3Q19 잠정실적은 매출 629 억 원(+3.4%QoQ), 영업이익 108 억 원(-2.0%QoQ)을 기록했다. ① 컨센서스와 하나금융투자 추정치(매출 614 억 원, 영업이익 114 억 원)에 부합했다. ② 전분기 대비 나빠지지 않았다. 제품별로 모바일 매출이 +54%YoY 를 기록했다. 휴대폰과 EMS(electronics manufacturing services) 고객사의 5G 향 수요가 견조했다. 지역별로 중국향 매출이 +47%YoY 를 기록했다. 고영측이 mid-end 급 검사장비를 중국시장에서 적극적으로 판매한 것이 효과적이었다. 지급수수료 부담이 높더라도 무역갈등 시기에 중국시장을 선점하는 것은 옳은 전략이라고 판단된다.
- 경상연구개발비 제외한 영업이익률은 30%에 근접해 긍정적:** 매출 대비 경상연구개발비 비중이 13~14%이다. 상반기 경상연구개발비는 150 억 원대였다. 3 분기 경상연구개발비는 80 억 원 이상으로 추정된다. 개발비가 자산화되지 않고 대부분 비용으로 처리되어 영업마진에 부담이 되지만 긍정적인 모습이라고 판단된다. 이를 감안하면 실제 영업이익률은 2019 년 2 분기와 3 분기에 30% 이상이다.
- 4Q19 전망. QoQ 바닥 통과. 매출 658 억 원, 영업이익 117 억 원:** 분기 실적은 바닥을 통과한 것으로 판단된다. 대만의 검사장비 공급사 TRI(Test Research Inc.)의 월별 매출도 2019 년 5 월에 바닥을 통과해 올라오고 있다.
- 유럽 매출은 YoY% 역성장폭 완화. 자동차가 결국 관건:** 무역갈등의 완화는 주가에 긍정적이다. 고객사가 2,000 곳 이상이고 분포도 다양하기 때문이다. 유럽향 매출은 YoY% 기준 2Q19 -32%, 3Q19 -2%를 기록하며 역성장폭이 완화되었다. 이제 개선을 기다리는 분야는 3Q19 -22%YoY 를 기록했던 자동차향 매출이다. 반도체업종 내에서 자동차향 매출 비중이 높은 NXP 에서 '실적이 더 이상 나빠지지 않는 않는다'는 시그널이 발생하면 NXP 뿐만 아니라 고영의 주가에 긍정적일 것으로 사료된다.





투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

고영



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.15	BUY	120,000		
19.1.14	BUY	110,000	-18.37%	-3.45%
18.10.10	BUY	120,000	-27.35%	-15.67%
18.10.5				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자등급의 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	89.4%	10.6%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 1월 14일

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 2020년 01월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2020년 01월 15일 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.