



하나금융그룹

2020년 6월 4일 | Equity Research

고영 (098460)

밸류에이션 양극화의 최종 승자

목표주가 상향 조정

검사/정밀측정 자동화 시스템 및 장비를 공급하는 고영의 주가는 하나금융투자 커버리지 개시(2018.10.10) 이후 목표주가에 도달했다. 뇌수술용 보조로봇의 첫 상용화 때문이다. 이에 따라 목표주가를 10만원에서 13만원으로 상향 조정한다. 2022년 EPS 2,942원에 미국 Intuitive Surgical의 2021년 P/E 44.1배를 적용했다. 뇌수술용 보조로봇의 매출은 2021년과 2022년에 각각 100억 원, 200억 원 반영했다. 고영의 동 사업부 매출 규모는 Intuitive Surgical Korea의 2011년 (한국 시장 진출 초기) 매출이 262억 원이었다는 점을 참고했다. 코로나19 발발 이후 양극화(고밸류 종목 P/E의 추가적 상승)가 엔비디아 등의 주가에서 나타나고 있는데 고영도 보조로봇 사업 가시화를 계기로 고밸류가 정당화될 것으로 전망된다.

리노공업의 사례로 보아 의료용 사업은 밸류에이션 할증 요인

제품 포트폴리오가 의료용으로 확장되며 밸류에이션이 할증된 선례가 있다. 바로 리노공업이다. 2008년 의료용 초음파 프로브용 매출은 1억 원 미만으로 시작해 2012년 30억원 대까지 늘어난 이후 2019년 216억 원까지 증가했다. 2008~2019년까지 리노공업의 P/E(FY1) 밸류에이션은 7.5배에서 20.1배까지 상승했다. 동 기간에 리노공업 측에서 의료용 사업 매출을 IR 관점에서 크게 강조하지 않고 관련 매출은 기타 매출로 분류, 발표했다. 눈에 잘 띄지 않던 의료용 사업부의 이익 기여도가 0%로부터 시작해 10% 이상으로 확대되었을 것으로 추정된다.

2분기 실적 개선 요원하나 대외환경은 확실히 개선되는 중

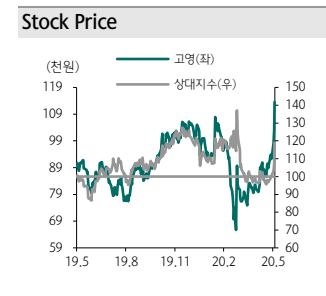
코로나19 영향이 지속되고 있어 2Q20 매출은 1Q20 507억 원 대비 감소한 492억 원으로 추정한다. 대외환경은 점차 나아지고 있다. 동종업종 중에서 대만의 검사장비 공급사 TRI의 최근 3개월(3~5월) 매출은 전년 동기 대비 각각 +81.6%, +29.3%, +48.7% 성장했다. 고영의 전방산업 지표 중에서 중국의 자동차 판매는 2월을 바닥으로 회복되고 있다. (본문 그림 참고) 아울러 고영과 전방산업의 성격이 자동차용, 산업용으로 유사한 흐름을 보이는 아날로그 반도체 공급사 중에서 Microchip이 FQ1(4~6월) 매출 가이던스를 \$1,194B ~ \$1,300B에서 \$1,247B ~ \$1,326B로 3% 이상 상향 조정했다.

Update

BUY

| TP(12M): 130,000원(상향) | CP(6월 3일): 113,600원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	737.66		
52주 최고/최저(원)	113,600/65,700	240.2	271.9
시가총액(십억원)	1,559.8	36.3	44.3
시가총액비중(%)	0.57	31.8	40.0
발행주식수(천주)	13,731.0		
60일 평균 거래량(천주)	106.5		
60일 평균 거래대금(십억원)	9.5		
20년 배당금(예상, 원)	630		
20년 배당수익률(예상, %)	0.55		
외국인지분율(%)	62.26		
주요주주 지분율(%)			
고영홀딩스 외 14 인	20.63		
Allianz Global Investors U.S. LLC 외 2 인	5.01		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	40.1 13.7 29.4		
상대	22.5 (2.9) 22.3		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	238.2	222.1	221.1	261.1	309.2
영업이익	십억원	46.0	33.3	30.4	36.5	44.1
세전이익	십억원	52.8	38.0	43.6	43.0	51.9
순이익	십억원	42.3	29.6	33.9	33.5	40.4
EPS	원	3,091	2,159	2,466	2,441	2,942
증감률	%	58.5	(30.2)	14.2	(1.0)	20.5
PER	배	26.69	48.87	46.07	46.53	38.62
PBR	배	4.77	5.61	5.62	5.15	4.66
EV/EBITDA	배	20.28	30.83	35.71	31.17	26.48
ROE	%	21.86	12.59	13.35	12.15	13.27
BPS	원	17,301	18,804	20,221	22,042	24,369
DPS	원	650	550	630	624	753



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

Semiconductor RA
김주연
kim_juyeon@hanafn.com

하나금융투자

표 1-1. 고영 분기 및 연간 실적 추정(변경 이후)

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020F	2021F	2022F
매출	50.7	49.2	61.3	59.8	59.1	56.9	71.7	73.3	222.1	219.1	261.1	309.2
SPI	21.5	23.2	28.4	26.3	24.1	25.9	31.8	29.5	104.4	99.3	111.2	124.6
AOI	24.4	23.2	27.8	24.0	27.3	25.9	31.1	26.9	100.8	99.3	111.3	124.6
기타	4.8	2.9	4.2	8.5	6.7	4.1	5.9	11.9	17.0	20.4	28.6	40.0
뇌수술용 보조로봇	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0	3.0	5.0	0.0	2.0	10.0	20.0
매출 비중%												
SPI	42.4%	47.0%	46.3%	44.0%	40.7%	45.5%	44.3%	40.2%	47.0%	45.3%	42.6%	40.3%
AOI	48.1%	47.0%	45.3%	40.1%	46.2%	45.5%	43.4%	36.7%	45.4%	45.3%	42.6%	40.3%
기타	9.5%	5.9%	6.8%	14.2%	11.4%	7.2%	8.2%	16.2%	7.7%	9.3%	10.9%	12.9%
뇌수술용 보조로봇	0.0%	0.0%	1.6%	1.7%	1.7%	1.8%	4.2%	6.8%	0.0%	0.9%	3.8%	6.5%
영업이익	5.9	8.4	10.4	5.7	7.0	10.0	12.4	7.2	33.3	30.4	36.5	44.1
영업이익률%	11.6%	17.2%	16.9%	9.6%	11.8%	17.5%	17.3%	9.8%	15.0%	13.8%	14.0%	14.3%

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

표 1-2. 고영 분기 및 연간 실적 추정(변경 이전)

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출	47.8	60.8	63.0	50.6	50.7	49.2	60.3	58.8	238.2	222.1	219.1	251.1
SPI	23.0	28.6	29.6	23.3	21.5	23.2	28.4	26.3	114.9	104.4	99.3	111.2
AOI	22.0	28.6	28.9	21.3	24.4	23.2	27.8	24.0	115.6	100.8	99.3	111.3
기타	2.9	3.6	4.4	6.1	4.8	2.9	4.2	8.5	8.4	17.0	20.4	28.6
매출 비중%												
SPI	48.0%	47.0%	46.9%	46.0%	42.4%	47.0%	47.0%	44.7%	48.2%	47.0%	45.3%	44.3%
AOI	46.0%	47.0%	46.0%	42.0%	48.1%	47.0%	46.0%	40.8%	48.5%	45.4%	45.3%	44.3%
기타	6.0%	6.0%	7.0%	12.0%	9.5%	5.9%	6.9%	14.5%	3.5%	7.7%	9.3%	11.4%
영업이익	6.7	11.0	10.8	4.9	5.6	8.4	10.2	5.6	46.0	33.3	29.9	34.9
영업이익률%	14.0%	18.1%	17.1%	9.7%	11.1%	17.2%	16.9%	9.6%	19.3%	15.0%	13.6%	13.9%

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

표 1-3. 고영과 의료기기 관련주 비교

(단위: 원, 달러, 십억 원, 배)

기업	종가	시총	매출액			영업이익			당기순이익			P/E		P/B	
			2019	2020F	2021F	2019	2020F	2021F	2019	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
고영	113,600	1,559.8	222.1	240.2	271.9	33.3	36.3	44.3	29.6	31.8	40.0	49.0	39.0	5.7	5.1
리노공업	101,800	1,551.7	170.3	198.4	221.1	64.1	74.0	82.0	52.8	62.4	68.6	24.9	22.6	4.5	3.9
Intuitive Surgical	\$579.81	82,163.0	5,218.9	4,869.5	6,111.6	1,601.7	1,440.8	2,200.8	1,610.3	NA	NA	65.7	44.1	8.2	7.2
오스템임플란트	32,850	469.3	565.0	598.0	690.9	42.9	41.4	60.5	-22.0	21.5	37.6	18.6	12.0	3.6	2.7
덴티움	41,400	458.3	252.6	257.7	323.6	44.7	47.5	64.8	13.7	33.8	44.3	13.4	10.1	1.5	1.2
디오	28,250	438.5	127.2	141.1	172.8	34.8	38.0	50.8	25.6	27.1	36.3	17.0	12.8	2.5	2.0
뷰웍스	35,200	352.1	136.0	155.7	162.1	26.4	33.4	34.8	24.3	29.0	29.1	12.2	12.2	1.8	1.6
레이언스	11,950	198.3	126.2	127.8	139.2	22.8	22.5	25.4	13.8	17.5	19.5	11.2	10.0	0.9	0.8
휴비츠	7,540	89.6	88.0	90.8	103.4	11.7	13.3	16.0	8.3	10.5	12.7	9.1	7.5	NA	NA
인터로조	24,550	286.7	92.6	113.8	132.6	22.6	29.2	35.3	17.6	21.8	26.7	13.0	10.8	1.8	1.6

주: 실적과 벌류에이션은 컨센서스 기준이며 컨센서스가 없는 경우 실적과 벌류에이션을 N/A로 표시

자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 1-1. 고영이 포함된 ROBO index(2003년~2020년 현재)



그림 1-2. 고영이 포함된 ROBO index(2018년~2020년 현재)

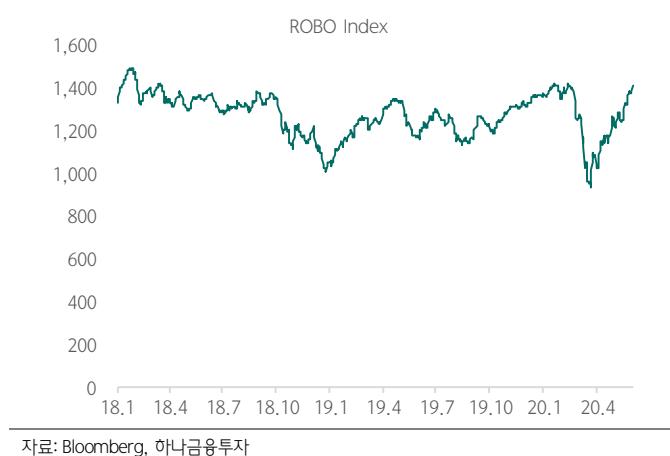


그림 1-3. 고영이 포함된 ROBO index의 P/E 38.70



그림 1-4. 고영이 포함된 ROBO index의 P/S 2.4배



그림 2-1. ROBO index 편입종목의 매출

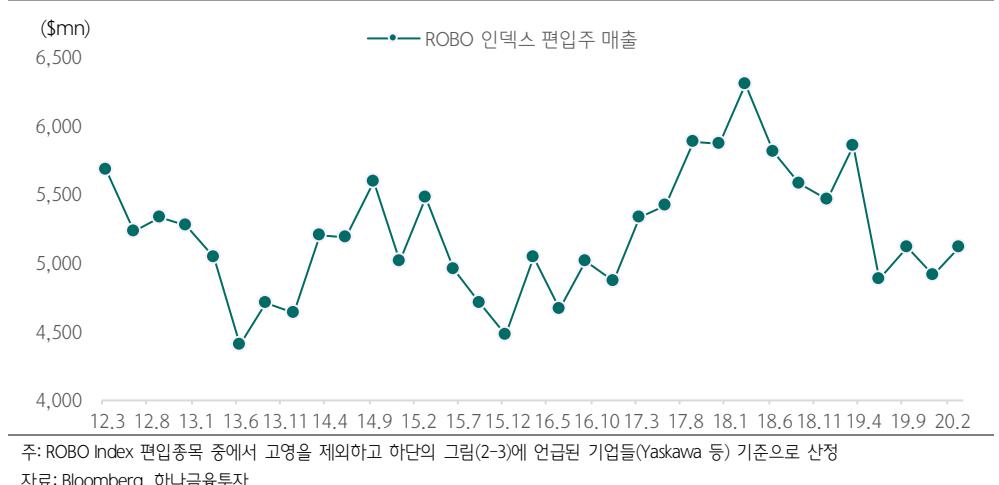


그림 2-2. 고영의 분기 매출 흐름

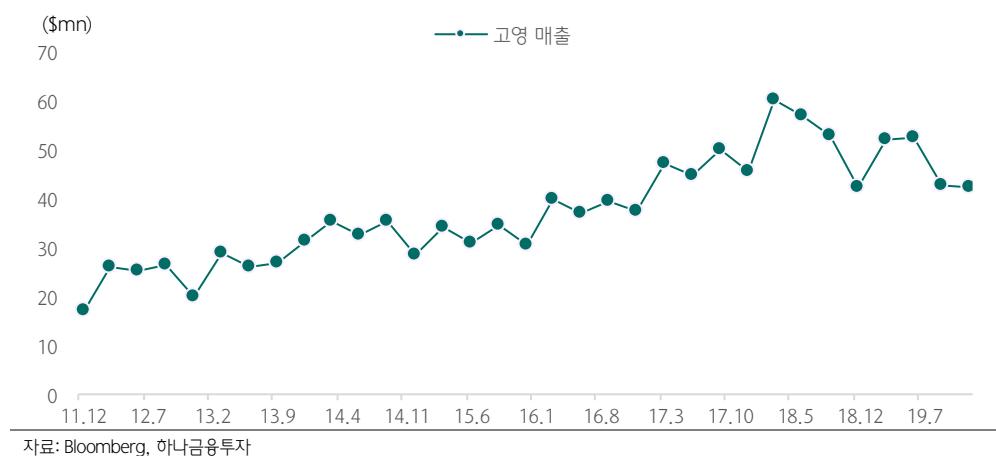


그림 2-3. ROBO index 편입종목의 매출총이익률

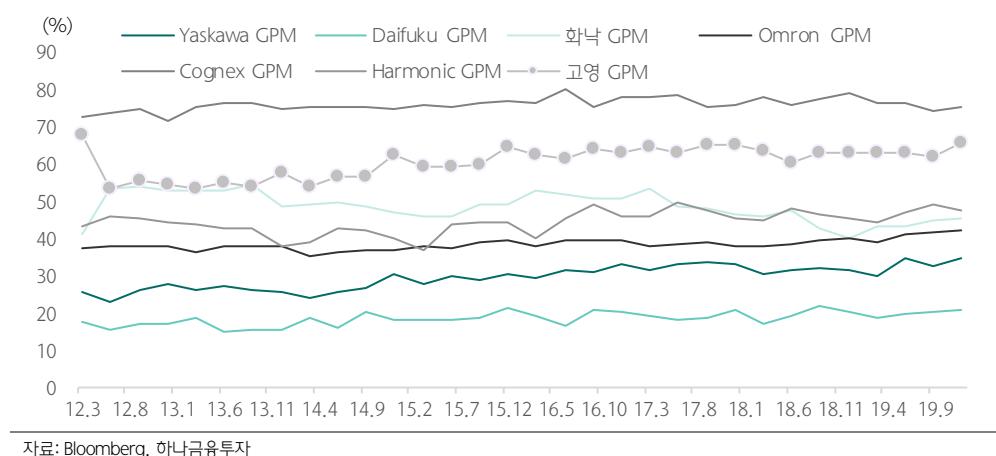
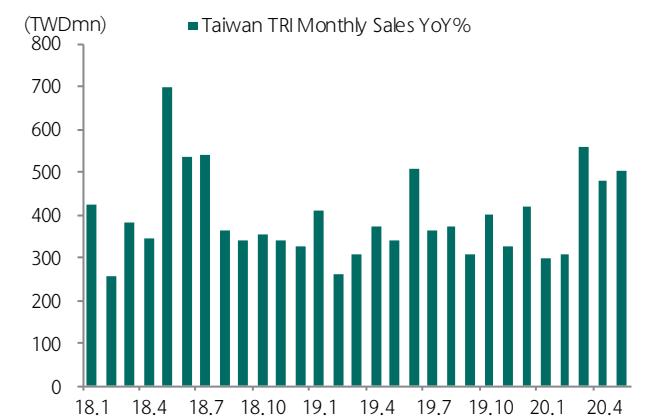
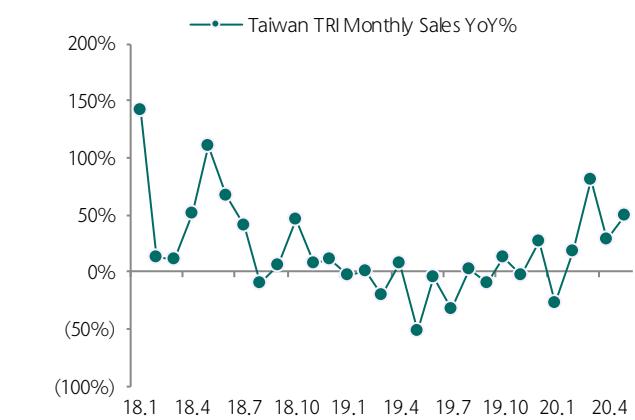


그림 3-1. 대만의 검사장비 공급사 TRI의 매출(1)



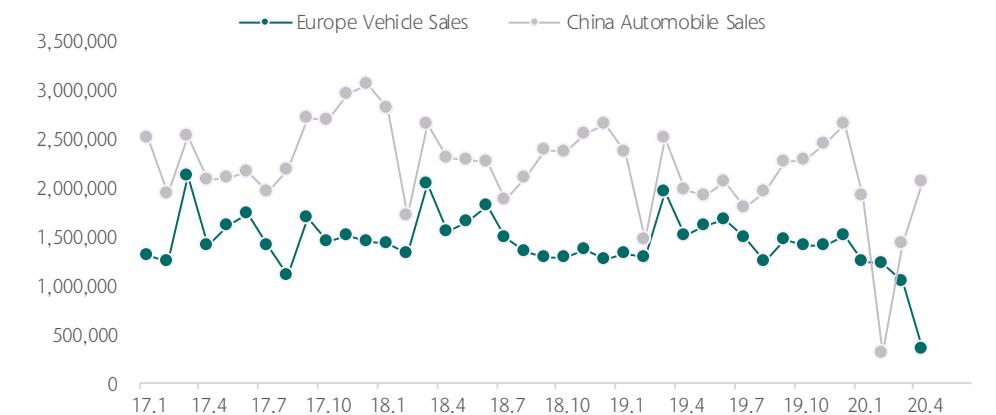
자료: TRI, 하나금융투자

그림 3-2. 대만의 검사장비 공급사 TRI의 매출(2)



자료: TRI, 하나금융투자

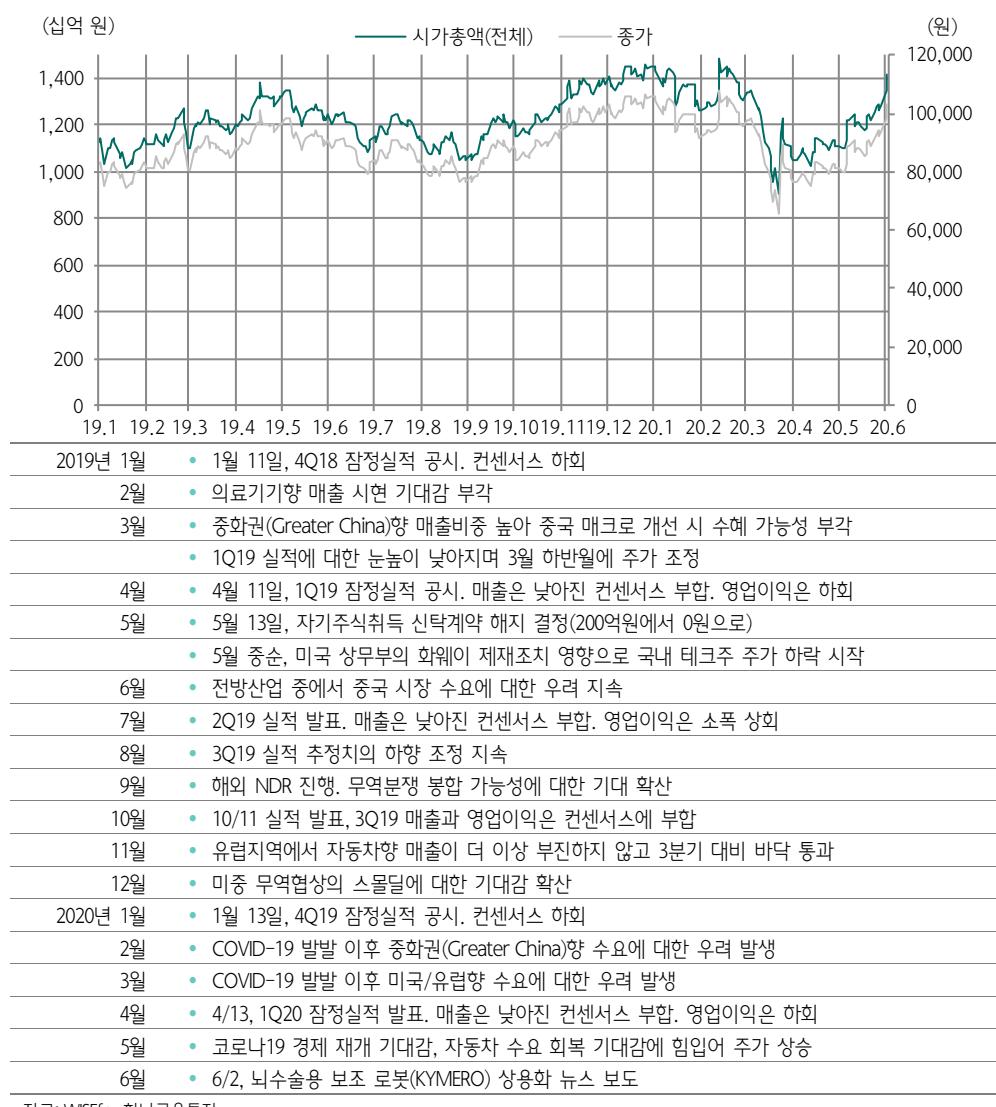
그림 3-3. COVID-19 이후 중국과 유럽의 월별 차량 판매



주: 중국의 경우 등록된 차량 기준

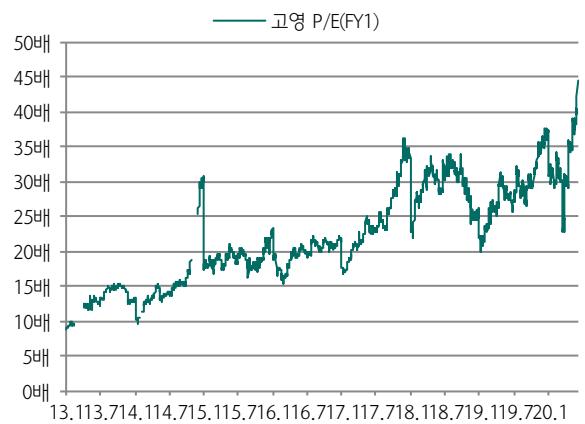
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 4. 고영의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019~20년)



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 5-1. 고영 P/E(FY1), 컨센서스 기준 밸류에이션 44.4배



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 5-2. 고영 P/E(FY0), 밸류에이션 47.7배



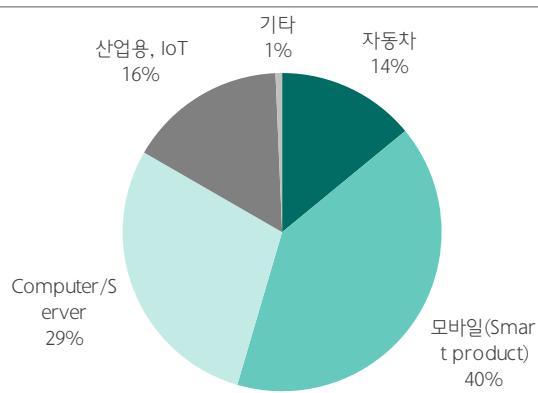
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 5-3. 리노공업 P/E 밸류에이션: 초음파 프로브용 매출은 2008년 1억 원 미만. 2019년 216억 원



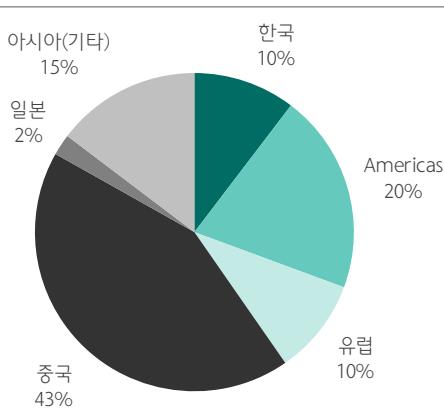
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 6-1. 고영의 제품별 매출



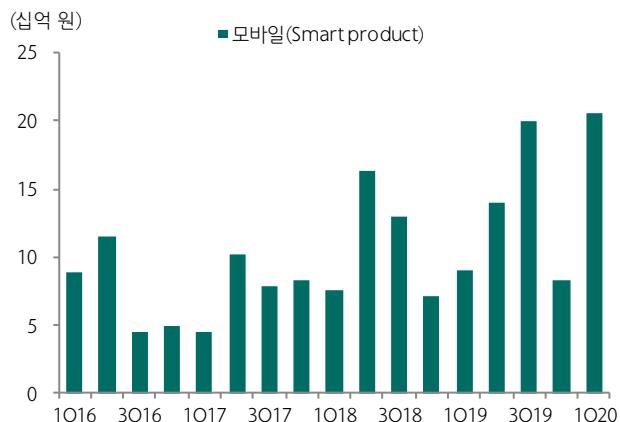
자료: 고영, 하나금융투자

그림 6-2. 고영의 지역별 매출



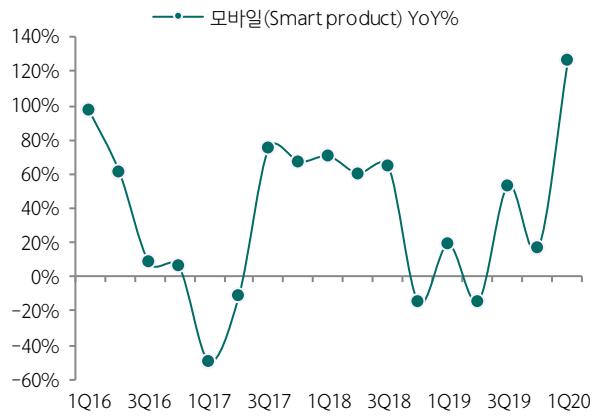
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-1. 제품별 매출(모바일: Smart product)



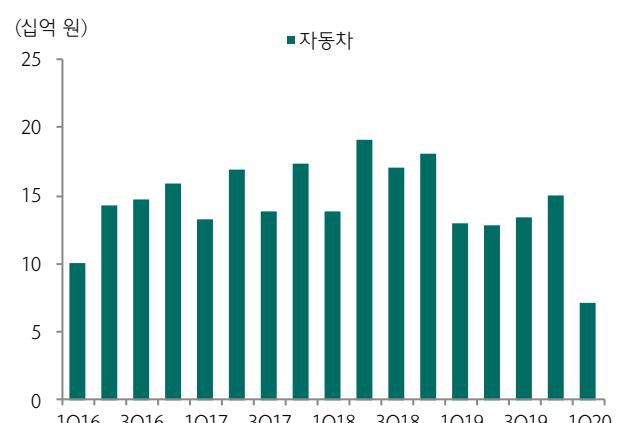
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-2. 제품별 매출(모바일: Smart product)



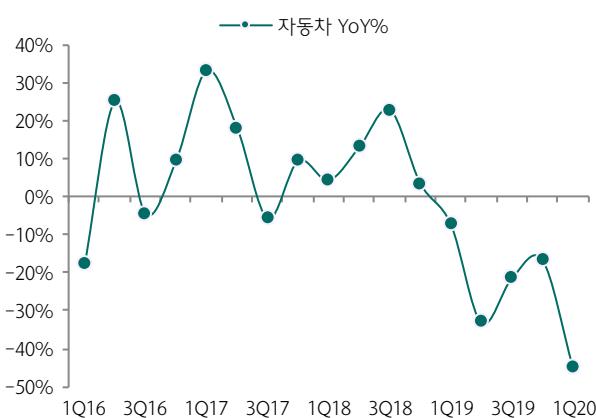
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-3. 제품별 매출(자동차)



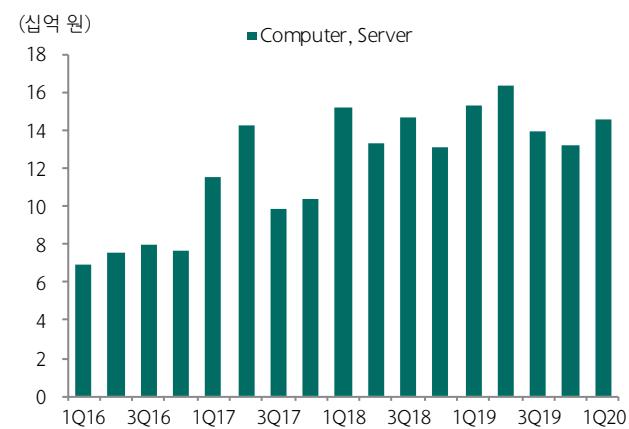
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-4. 제품별 매출(자동차)



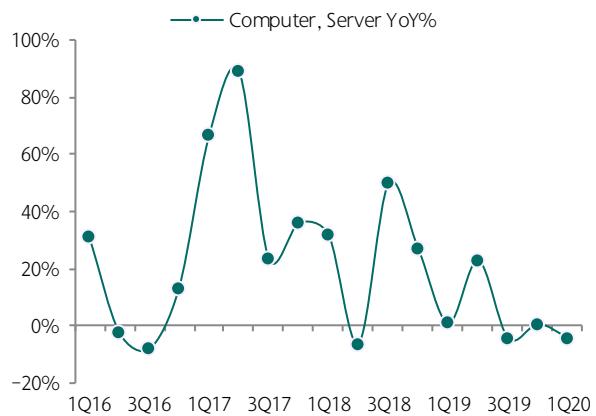
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-5. 제품별 매출(Computer, Server)



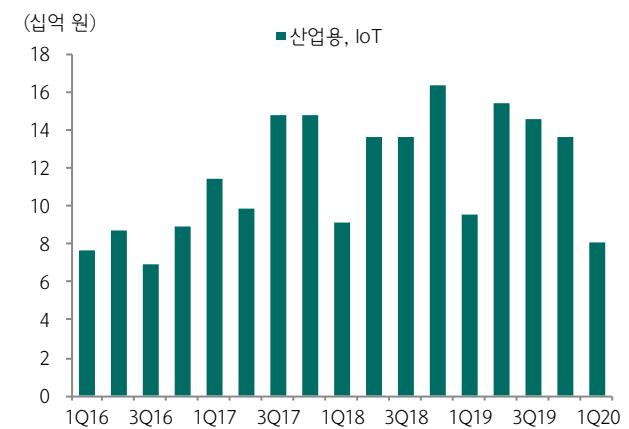
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-6. 제품별 매출(Computer, Server)



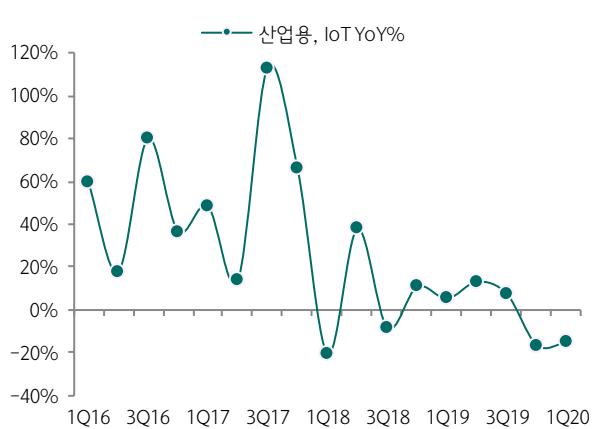
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-7. 제품별 매출(산업용, IoT)



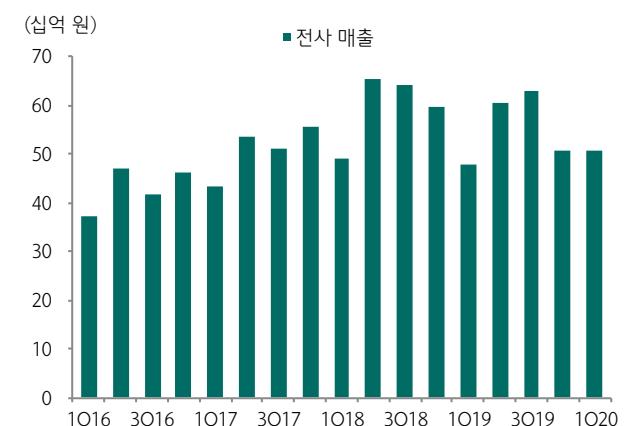
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-8. 제품별 매출(산업용, IoT)



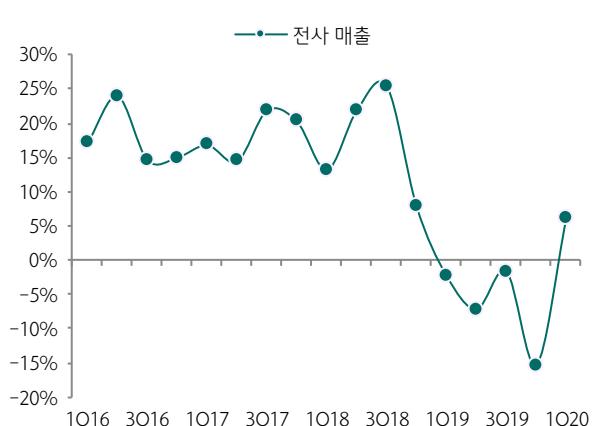
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-9. 전사 매출



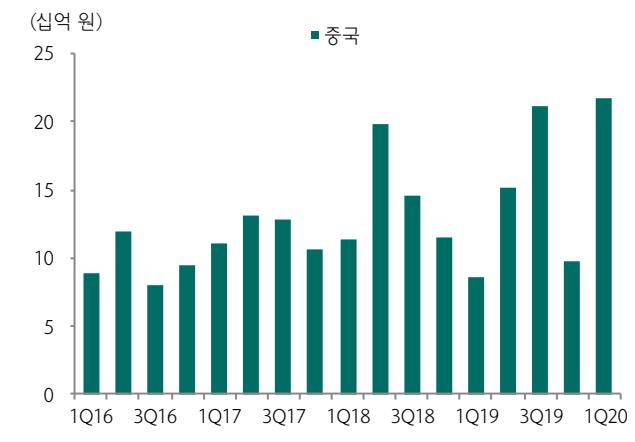
자료: 고영, 하나금융투자

그림 7-10. 전사 매출



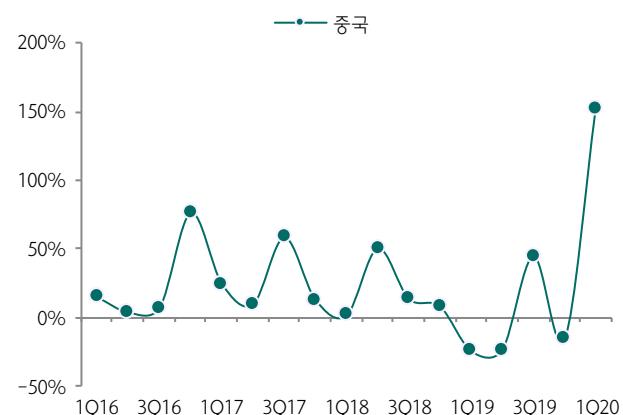
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-1. 지역별 매출(중국)



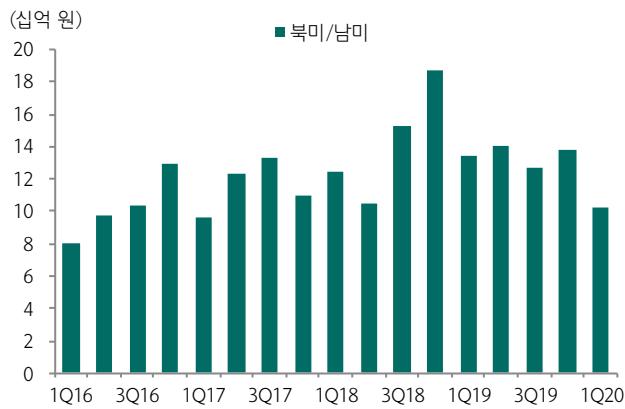
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-2. 지역별 매출(중국)



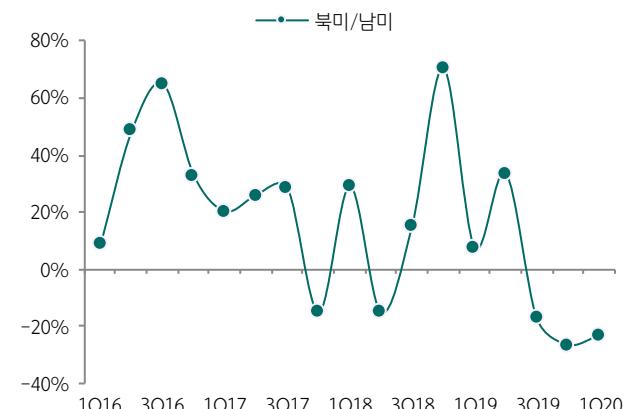
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-3. 지역별 매출(북미/남미)



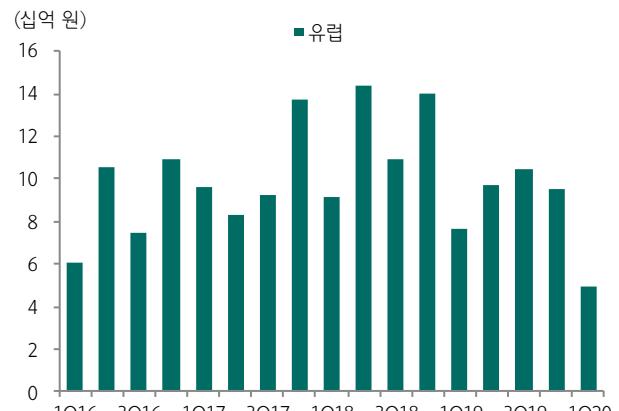
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-4. 지역별 매출(북미/남미)



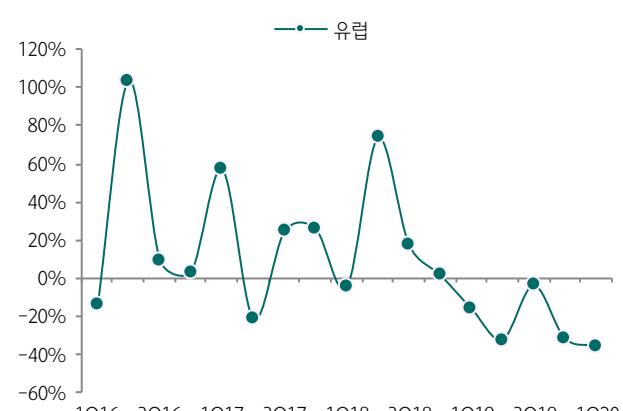
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-5. 지역별 매출(유럽)



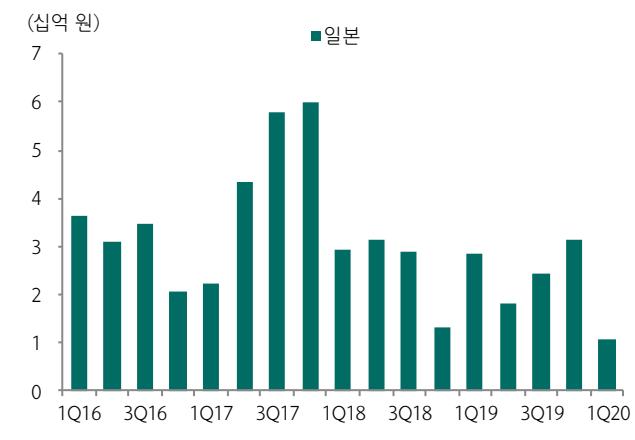
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-6. 지역별 매출(유럽)



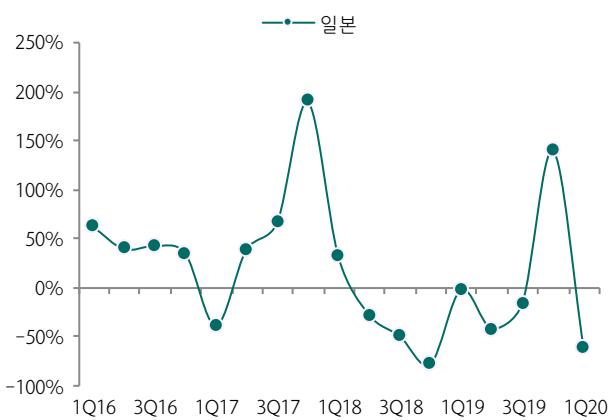
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-7. 지역별 매출(일본)



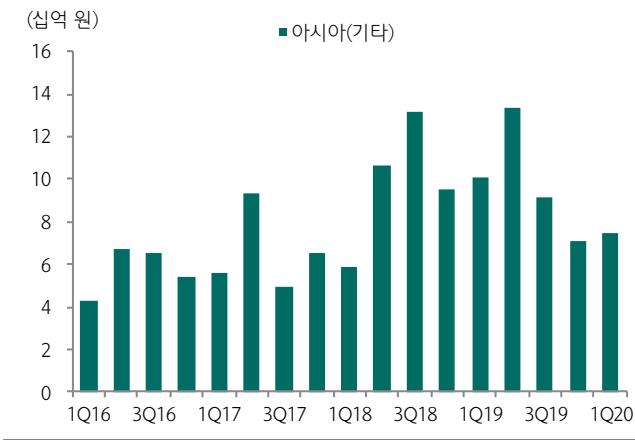
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-8. 지역별 매출(일본)



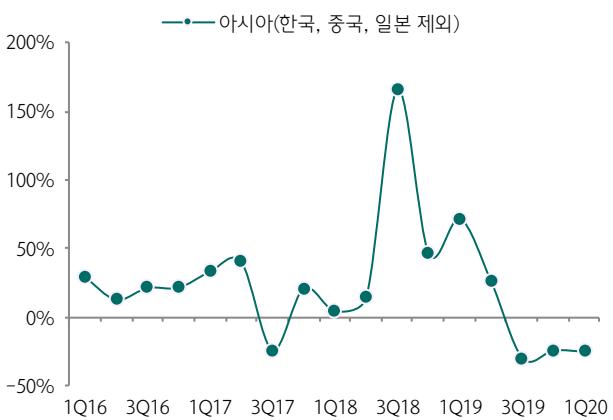
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-9. 지역별 매출(아시아 기타)



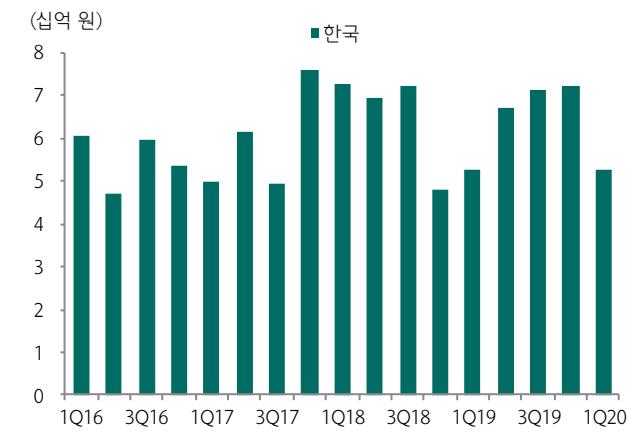
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-10. 지역별 매출(아시아 기타)



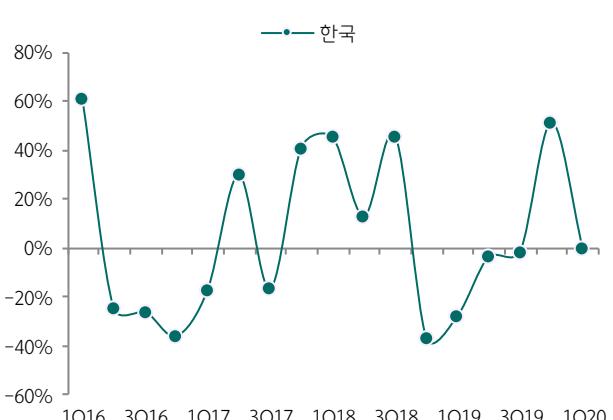
자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-11. 지역별 매출(한국)



자료: 고영, 하나금융투자

그림 8-12. 지역별 매출(한국)



자료: 고영, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	238.2	222.1	221.1	261.1	309.2
매출원가	89.3	80.9	80.0	93.5	109.7
매출총이익	148.9	141.2	141.1	167.6	199.5
판관비	102.9	107.9	110.6	131.1	155.4
영업이익	46.0	33.3	30.4	36.5	44.1
금융순익	1.1	1.3	1.3	1.4	1.5
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	5.7	3.4	11.9	5.1	6.3
세전이익	52.8	38.0	43.6	43.0	51.9
법인세	10.5	8.4	9.8	9.5	11.5
계속사업이익	42.3	29.6	33.9	33.5	40.4
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	42.3	29.6	33.9	33.5	40.4
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	42.3	29.6	33.9	33.5	40.4
지배주주지분포괄이익	42.3	29.5	34.3	33.5	40.4
NOPAT	36.9	25.9	23.6	28.5	34.3
EBITDA	50.3	44.0	41.0	46.7	54.5
성장성(%)					
매출액증가율	17.1	(6.8)	(0.5)	18.1	18.4
NOPAT증가율	3.7	(29.8)	(8.9)	20.8	20.4
EBITDA증가율	5.7	(12.5)	(6.8)	13.9	16.7
영업이익증가율	5.3	(27.6)	(8.7)	20.1	20.8
(지배주주)순익증가율	58.4	(30.0)	14.5	(1.2)	20.6
EPS증가율	58.5	(30.2)	14.2	(1.0)	20.5
수익성(%)					
매출총이익률	62.5	63.6	63.8	64.2	64.5
EBITDA이익률	21.1	19.8	18.5	17.9	17.6
영업이익률	19.3	15.0	13.7	14.0	14.3
계속사업이익률	17.8	13.3	15.3	12.8	13.1

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,091	2,159	2,466	2,441	2,942
BPS	17,301	18,804	20,221	22,042	24,369
CFPS	4,148	3,806	3,478	3,033	4,430
EBITDAPS	3,678	3,216	2,984	3,398	3,971
SPS	17,403	16,216	16,103	19,012	22,517
DPS	650	550	630	624	753
주가지표(배)					
PER	26.7	48.9	46.1	46.5	38.6
PBR	4.8	5.6	5.6	5.2	4.7
PCFR	19.9	27.7	32.7	37.4	25.6
EV/EBITDA	20.3	30.8	35.7	31.2	26.5
PSR	4.7	6.5	7.1	6.0	5.0
재무비율(%)					
ROE	21.9	12.6	13.4	12.2	13.3
ROA	17.5	10.1	10.6	9.5	10.3
ROIC	32.5	18.2	14.5	15.8	17.0
부채비율	23.6	25.4	26.9	28.2	29.3
순부채비율	(47.9)	(36.9)	(36.6)	(36.6)	(36.3)
이자보상배율(배)	5,839.9	113.0	111.7	127.8	140.8

자료: 하나금융투자

대차대조표

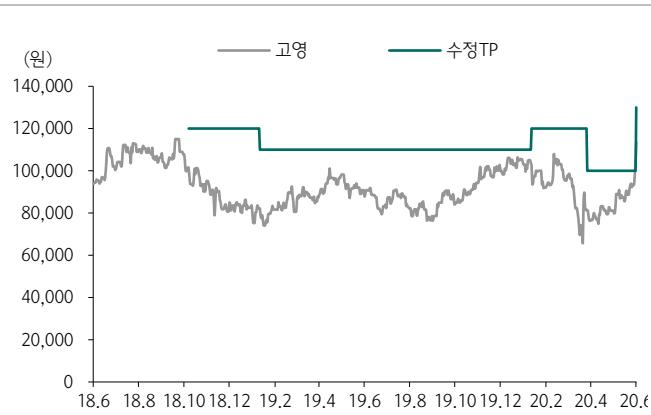
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	227.6	225.8	254.6	290.7	334.2
금융자산	108.3	102.7	109.4	119.6	132.0
현금성자산	23.2	27.2	19.9	14.0	6.8
매출채권 등	86.0	84.2	99.8	117.8	139.6
재고자산	31.4	36.3	43.1	50.8	60.2
기타유동자산	1.9	2.6	2.3	2.5	2.4
비유동자산	51.5	79.7	79.5	78.9	80.0
투자자산	3.9	7.9	8.6	9.7	11.0
금융자산	1.5	5.0	5.9	7.0	8.3
유형자산	33.1	37.3	37.4	36.9	37.8
무형자산	4.5	9.4	9.6	8.4	7.4
기타비유동자산	10.0	25.1	23.9	23.9	23.8
자산총계	279.1	305.5	334.1	369.7	414.2
유동부채	40.5	38.4	45.4	52.5	61.0
금융부채	0.0	5.6	6.6	7.8	9.3
매입채무 등	26.8	25.3	30.0	35.4	41.9
기타유동부채	13.7	7.5	8.8	9.3	9.8
비유동부채	12.7	23.4	25.4	28.8	33.0
금융부채	0.0	7.3	6.3	6.3	6.3
기타비유동부채	12.7	16.1	19.1	22.5	26.7
부채총계	53.2	61.8	70.8	81.3	94.0
지배주주지분	225.9	243.7	263.4	288.4	320.3
자본금	6.8	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	40.4	41.4	41.8	41.8	41.8
자본조정	(10.4)	(14.2)	(14.4)	(14.4)	(14.4)
기타포괄이익누계액	(0.6)	(0.3)	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	189.6	209.9	228.9	253.9	285.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	225.9	243.7	263.4	288.4	320.3
순금융부채	(108.3)	(89.8)	(96.5)	(105.5)	(116.4)

현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	21.8	29.2	22.0	17.0	30.9
당기순이익	42.3	29.6	33.9	33.5	40.4
조정	7.0	5.9	6.1	0.1	10.4
감가상각비	4.4	10.7	10.6	10.2	10.4
외환거래손익	(0.5)	1.5	(6.4)	(8.0)	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	3.1	(6.3)	1.9	(2.1)	0.0
영업활동 변동		(27.5)	(6.3)	(18.0)	(19.9)
투자활동 현금흐름	(72.5)	(7.9)	(22.3)	(17.7)	(31.0)
투자자산감소(증가)	1.0	(4.0)	(0.8)	(1.1)	(1.3)
유형자산감소(증가)	(8.4)	(7.4)	(7.6)	(8.5)	(10.2)
기타	(65.1)	3.5	(13.9)	(8.1)	(19.5)
재무활동 현금흐름	26.9	(17.4)	(7.6)	(7.3)	(7.0)
금융부채증가(감소)	0.0	12.9	0.0	1.2	1.4
자본증가(감소)	14.2	1.0	0.4	0.0	0.0
기타재무활동	21.7	(22.6)	(0.6)	0.0	0.0
배당지급	(9.0)	(8.7)	(7.4)	(8.5)	(8.4)
현금의 증감	(22.8)	4.0	(7.3)	(5.9)	(7.2)
Unlevered CFO	56.8	52.1	47.8	41.7	60.8
Free Cash Flow	5.0	21.7	14.3	8.5	20.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

고영



날짜	투자의견	목표주가	파리울	
			평균	최고/최저
20.6.4	BUY	130,000	-	-
20.3.30	BUY	100,000	-15.35%	3.00%
20.1.15	BUY	120,000	-22.49%	-10.08%
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

- 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	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 06월 04일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 06월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 06월 04일 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.