

# 리노공업 (058470)

## 누가 인텔과 손잡든, 변화는 긍정적

### 목표주가 17만 원으로 상향 조정. ASML Holding P/E 참고

TP 산출 시 2021년 EPS 4,979원에 P/E 34배를 적용했다. 34배는 의료기기 관련주(Intuitive Surgical 52.2배, Medtronic 17.2배)와 ASML Holding(32.6배)의 평균 P/E이다. 의료기기 종목을 참고한 이유는 2019년 216억 원이었던 리노공업의 의료부품 매출이 코로나19 영향을 벗어난 후에는 3배 수준까지 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 아울러 ASML Holding을 참고한 이유는 (1) Global Top Tier 파운드리 기업들이 공통의 고객사라는 점, (2) 업스트림 밸류체인 내재화가 원가경쟁력의 근본이라는 점 때문이다. 리노공업은 소켓과 PIN의 스프링을 내재화했고 부산 현지 인력을 적극 활용해 리드타임을 단축하고 재고 부담을 낮췄다. ASML은 네덜란드와 독일에서 노광장비 부품사들의 에코시스템을 형성했으며, 광원 공급사와 전자빔 검사장비를 인수했다. 최근에는 세라믹부품 공급사 Berlin Glas를 인수했다.

### 2Q20 매출, 전분기 대비 6.0% 성장한 550억 원 전망

5G 전환을 앞두고 있어, 주문 축소가 거의 없었다. 매출 성장 동력은 테스트용 소켓이다. 기업 측에서 보수적으로 IR을 전개해 애널리스트의 실적 추정이 어렵지만, 2분기 테스트용 소켓 매출은 1분기 275억 원을 상회한 303억 원으로 전망된다. 리노공업이 소속된 지자체의 특수 Electrical Parts 수출이 전분기 대비 10% 이상 늘어나 실적 추정을 뒷받침한다.

### 투자 포인트 (1) 테스트 소켓 매출비중의 절대적 확대

2018년까지 테스트 핀과 소켓의 매출비중은 거의 동일했다. 2019년부터 소켓 매출비중이 50%를 상회했다. (본문 그림 참조) 예전에는 소켓 매출 발생 후에 핀 교체수요가 도래했다. 이제는 소켓 매출이 빠른 속도로 늘어나고 있다. 소켓에 꽂히는 핀의 개수가 수 백개 단위에서 수 천개 단위까지 늘어나 촘촘하게 자리잡고 있기 때문에 이와 같은 fine pitch 가속화 영향으로 <핀을 별도로 교체하는 수요>보다 <소켓을 재구매하는 경우>가 늘어났기 때문이다. 소켓의 이익 기여가 높으므로, Earnings quality 측면에서 긍정적이다.

### 투자 포인트 (2) High Performance Computing향 비중 증가

HPC(High Performance Computing)향 매출비중은 아직 low single%에 불과하다. 모바일향 매출비중이 60% 내외로 아직 높기 때문이다. 인텔의 외부 파운드리 위탁 가능성 언급 이후 인텔이 대만과 한국의 파운드리 공급사 중에 과연 누구와 손을 잡게 될까? 결론이 무엇이든 리노공업은 양수 겸장의 가능성을 품고 있다. 프로세서 시장의 R&D 기회 확대와 이종 칩들의 입체 구조 후공정은 리노공업이 HPC 매출비중을 늘릴 수 있는 발판이다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 170,000원(상향) | CP(7월 27일): 141,700원

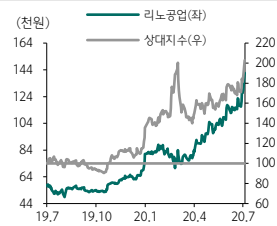
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	801.23
52주 최고/최저(원)	141,700/48,850
시가총액(십억원)	2,159.8
시가총액비중(%)	0.73
발행주식수(천주)	15,242.4
60일 평균 거래량(천주)	75.3
60일 평균 거래대금(십억원)	8.2
20년 배당금(예상, 원)	1,600
20년 배당수익률(예상, %)	1.13
외국인지분율(%)	42.85
주요주주 지분율(%)	
이재운	34.66
베어링자산운용 외 3인	7.95
주가상승률	1M 6M 12M
절대	21.1 74.9 143.5
상대	13.5 49.7 95.9

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	204.1	231.5
영업이익(십억원)	77.1	87.3
순이익(십억원)	65.4	73.3
EPS(원)	4,288	4,809
BPS(원)	22,850	26,328

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	150.4	170.3	215.8	233.3	245.9
영업이익	십억원	57.5	64.1	82.5	89.4	94.4
세전이익	십억원	63.1	71.0	91.2	97.3	102.2
순이익	십억원	48.6	52.8	70.7	75.9	79.7
EPS	원	3,191	3,463	4,640	4,979	5,229
증감률	%	20.5	8.5	34.0	7.3	5.0
PER	배	14.74	18.57	30.54	28.46	27.10
PBR	배	2.69	3.24	6.43	5.57	4.89
EV/EBITDA	배	8.44	11.20	21.43	19.36	17.85
ROE	%	19.82	18.75	22.31	21.11	19.33
BPS	원	17,486	19,848	22,051	25,437	28,973
DPS	원	1,100	1,200	1,600	1,700	1,800



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

Semiconductor RA  
김주연  
kim\_juyeon@hanafn.com

표 1. 실적 추정

(단위: 십억 원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>전사 매출</b>	51.9	55.0	55.3	53.7	56.3	59.4	59.7	57.9	141.5	150.4	170.3	215.9	233.3
제품 리노핀	17.1	18.1	17.9	17.7	17.6	17.4	17.2	17.0	71.4	70.3	63.0	70.9	69.2
제품 테스트 소켓	27.5	30.3	30.6	29.1	31.8	35.0	35.3	33.6	62.2	66.0	85.2	117.5	135.7
상품 리노핀&소켓	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.4	0.4	0.5
제품 의료기기용 부품	6.2	5.6	5.7	5.8	5.9	5.9	6.1	6.2	7.9	14.1	18.8	23.4	24.1
기타(의료기기용)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	0.0	0.0	2.8	3.7	3.8
<b>매출비중%</b>	<b>1Q20</b>	<b>2Q20F</b>	<b>3Q20F</b>	<b>4Q20F</b>	<b>1Q21F</b>	<b>2Q21F</b>	<b>3Q21F</b>	<b>4Q21F</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
제품 리노핀	32.9%	32.9%	32.4%	33.1%	31.2%	29.3%	28.8%	29.4%	50.4%	46.7%	37.0%	32.8%	29.7%
제품 테스트 소켓	53.0%	55.1%	55.4%	54.2%	56.5%	58.9%	59.2%	58.0%	44.0%	43.9%	50.0%	54.4%	58.2%
상품 리노핀&소켓	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%
제품 의료기기용 부품	12.0%	10.2%	10.3%	10.9%	10.5%	10.0%	10.2%	10.7%	5.6%	9.4%	11.0%	10.8%	10.3%
기타(의료기기용)	1.9%	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.7%	0.0%	0.0%	1.7%	1.7%	1.6%
<b>이익</b>	<b>1Q20</b>	<b>2Q20F</b>	<b>3Q20F</b>	<b>4Q20F</b>	<b>1Q21F</b>	<b>2Q21F</b>	<b>3Q21F</b>	<b>4Q21F</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
영업이익	19.9	21.0	20.8	20.9	21.7	22.7	22.5	22.5	49.2	57.5	64.1	82.5	89.4
영업이익률%	38.4%	38.1%	37.6%	38.8%	38.5%	38.2%	37.6%	38.9%	34.7%	38.3%	37.7%	38.2%	38.3%
순이익	17.6	17.9	17.7	17.6	18.6	19.2	19.0	19.1	40.4	48.6	52.8	70.7	75.9
순이익률%	33.8%	32.6%	32.0%	32.7%	33.0%	32.3%	31.9%	33.0%	28.5%	32.4%	31.0%	32.8%	32.5%

자료: 하나금융투자

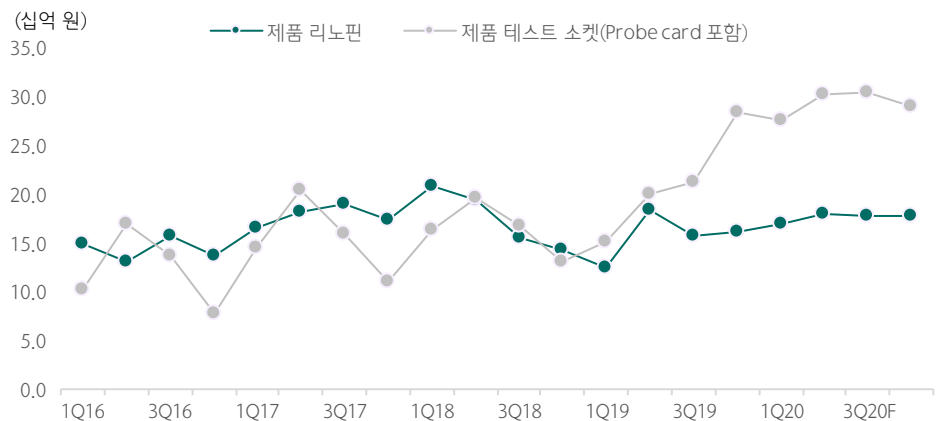
표 2. 의료기기 Peer 및 ASML Holding과 비교. 리노공업의 목표 P/E는 34배(52.2배, 17.2배, 32.6배의 평균) 적용

기업	종가(W, \$)	시총(십억 원)	매출(십억 원)		영업이익(십억 원)		순이익(십억 원)		P/E	
			2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
리노공업	141,700	2,159.8	204.1	231.5	77.1	87.3	65.4	73.3	33.1	29.5
Intuitive Surgical	675	94,940.1	4,990.0	5,948.5	1,545.1	2,196.1	NA	NA	77.1	52.2
Medtronic	96	155,249.0	33,418.0	37,886.7	7,023.7	10,675.2	NA	NA	26.6	17.2
ASML Holding ADR	368	191,223.8	17,833.2	20,886.8	4,706.0	6,577.9	NA	NA	47.0	32.6
오스템임플란트	37,000	528.6	596.8	691.8	39.4	65.0	15.4	36.2	26.7	11.3
덴티움	43,900	485.9	260.5	323.7	47.6	65.9	32.6	44.5	14.2	10.7
디오	27,300	423.8	131.2	163.6	33.3	46.9	25.2	34.8	19.4	13.6
뷰릭스	35,500	355.1	151.9	162.1	32.1	34.8	28.1	29.1	12.7	12.3
레이언스	12,250	203.2	127.8	139.2	22.5	25.4	17.5	19.5	11.5	10.2
레이	48,950	325.7	100.6	173.3	21.2	44.1	19.2	36.0	17.0	9.0

주: 컨센서스 기준

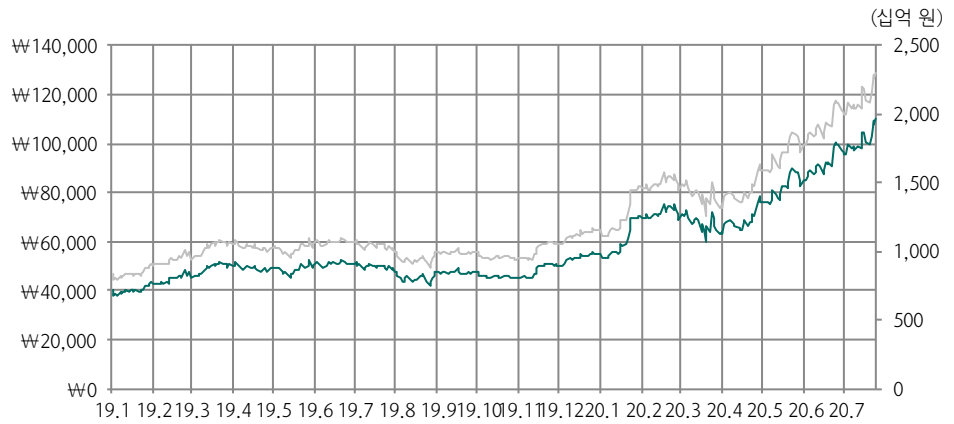
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 1. 테스트용 소켓의 Fine Pitch 전환 영향으로 핀 교체매출보다 소켓 신규매출 비중 점점 확대



자료: 하나금융투자

그림 2. 주가 및 시가총액과 월별 이벤트



- 2019년 1월 미중 무역분쟁 완화 기대감으로 반도체업종 주가 전반적 반등
- 2월 MWC 전후 5G 기대감 확산. 글로벌 관련주 중에서 대만 미디어텍 주가가 선제적 상승
- 3월 전방산업의 주요 고객사(TSMC 등)의 실적 컨센서스 하향 조정 마무리  
3월 18일, 감사보고서 공시. 2018년 매출과 영업이익, 하나금융투자 추정치 대비 소폭 상회
- 4월 주식 등의 대량보유상황보고서 공시. 국민연금 지분, 8.43%에서 7.41%로 하락
- 5월 미중 무역분쟁 갈등 재부각. 5월 14일, 1Q19 실적 발표. 영업이익 기준, 하나금융투자 추정치 부합
- 6월 2Q19 실적이 1Q19 대비 증가한다는 기대감 지속
- 7월 일본 소재 수출 규제 관련주에 관심 쏠리면서 리노공업은 상대적으로 소외됨
- 8월 8월 중순까지 외국인 순매도 영향으로 주가 조정. 2Q19 실적, 사상 최대 수준 달성
- 9월 미중 무역분쟁 완화 기조에 힘입어 9월 주가는 8월 바닥권 탈피
- 10월 3Q19 실적 눈높이 하향 조정
- 11월 11/14, 3Q19 분기보고서 공시로 실적 발표. 낮아진 예상치 부합
- 12월 미국과 대만 반도체업종에서 5G 수혜주(미디어텍, Skyworks) 주가 상승
- 2020년 1월 CES 전시회와 TSMC 실적발표 이후 5G 수요 기대감 확산
- 2월 4Q19 실적이 예상을 상회할 것이라는 기대감 확산. 2월 중순 이후 코로나 바이러스 우려로 주가 조정
- 3월 3/11, 재무제표 요약본 공시. 4Q19 실적, 컨센서스 크게 상회
- 4월 코로나19 영향으로 3월 하락했던 주가는 1Q20 실적 기대감 힘입어 반등
- 5월 분기보고서 통해 1Q20 실적 발표, 컨센서스 상회
- 6월 2Q20 매출이 사상 최대 수준이 될 것이라는 기대감에 주가 상승
- 7월 TSMC의 3Q 실적 가이드언스가 견조하고, 인텔이 외부 파운드리 이용 가능성 제시하자 리노공업 주가 상승

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

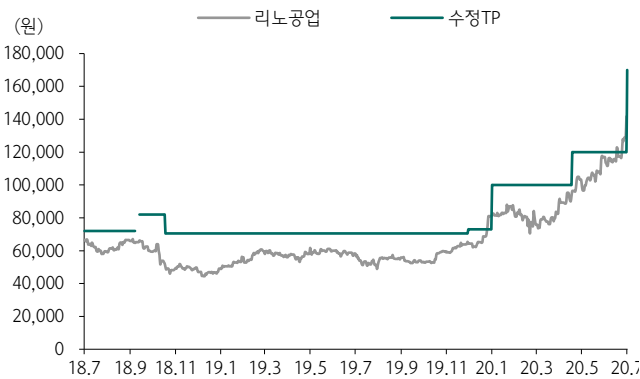
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>150.4</b>	<b>170.3</b>	<b>215.8</b>	<b>233.3</b>	<b>245.9</b>
매출원가	82.4	96.2	121.6	131.4	138.3
매출총이익	68.0	74.1	94.2	101.9	107.6
판매비	10.5	10.0	11.7	12.6	13.3
<b>영업이익</b>	<b>57.5</b>	<b>64.1</b>	<b>82.5</b>	<b>89.4</b>	<b>94.4</b>
금융손익	1.8	2.8	2.8	3.3	4.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.8	4.0	5.9	4.7	3.9
<b>세전이익</b>	<b>63.1</b>	<b>71.0</b>	<b>91.2</b>	<b>97.3</b>	<b>102.2</b>
법인세	14.5	18.2	20.5	21.4	22.5
계속사업이익	48.6	52.8	70.7	75.9	79.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>48.6</b>	<b>52.8</b>	<b>70.7</b>	<b>75.9</b>	<b>79.7</b>
비배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>48.6</b>	<b>52.8</b>	<b>70.7</b>	<b>75.9</b>	<b>79.7</b>
지배주주지분포괄이익	48.3	52.1	70.0	75.9	79.7
NOPAT	44.3	47.7	64.0	69.7	73.6
EBITDA	66.1	72.5	92.2	100.0	106.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	6.3	13.2	26.7	8.1	5.4
NOPAT증가율	16.0	7.7	34.2	8.9	5.6
EBITDA증가율	16.8	9.7	27.2	8.5	6.0
영업이익증가율	16.9	11.5	28.7	8.4	5.6
(지배주주)순이익증가율	20.3	8.6	33.9	7.4	5.0
EPS증가율	20.5	8.5	34.0	7.3	5.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	45.2	43.5	43.7	43.7	43.8
EBITDA이익률	43.9	42.6	42.7	42.9	43.1
영업이익률	38.2	37.6	38.2	38.3	38.4
계속사업이익률	32.3	31.0	32.8	32.5	32.4
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,191	3,463	4,640	4,979	5,229
BPS	17,486	19,848	22,051	25,437	28,973
CFPS	4,867	5,363	6,319	6,865	7,212
EBITDAPS	4,335	4,759	6,048	6,559	6,958
SPS	9,864	11,173	14,161	15,306	16,133
DPS	1,100	1,200	1,600	1,700	1,800
<b>주가지표(배)</b>					
PER	14.7	18.6	30.5	28.5	27.1
PBR	2.7	3.2	6.4	5.6	4.9
PCFR	9.7	12.0	22.4	20.6	19.6
EV/EBITDA	8.4	11.2	21.4	19.4	17.9
PSR	4.8	5.8	10.0	9.3	8.8
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	19.8	18.8	22.3	21.1	19.3
ROA	18.4	17.4	20.6	19.5	18.0
ROIC	44.2	39.6	44.6	43.7	42.9
부채비율	7.5	8.5	8.5	7.7	6.9
순부채비율	(60.7)	(55.7)	(55.3)	(58.2)	(60.6)
이자보상배율(배)	0.0	8,094.6	11,091.1	11,387.1	11,663.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>197.3</b>	<b>225.5</b>	<b>245.7</b>	<b>290.3</b>	<b>336.1</b>
금융자산	159.5	167.5	184.8	224.4	266.7
현금성자산	44.2	31.9	40.4	69.4	104.1
매출채권 등	27.6	46.5	48.8	52.8	55.6
재고자산	9.4	11.1	11.7	12.6	13.3
기타유동자산	0.8	0.4	0.4	0.5	0.5
<b>비유동자산</b>	<b>85.3</b>	<b>100.2</b>	<b>116.4</b>	<b>124.6</b>	<b>133.6</b>
투자자산	6.2	13.3	10.1	10.2	10.2
금융자산	2.2	0.7	0.7	0.8	0.8
유형자산	77.2	84.6	102.3	110.6	119.7
무형자산	1.7	1.7	1.6	1.4	1.3
기타비유동자산	0.2	0.6	2.4	2.4	2.4
<b>자산총계</b>	<b>282.6</b>	<b>325.7</b>	<b>362.1</b>	<b>414.9</b>	<b>469.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>18.8</b>	<b>23.0</b>	<b>25.7</b>	<b>26.6</b>	<b>27.3</b>
금융부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
매입채무 등	9.1	10.9	11.4	12.4	13.0
기타유동부채	9.7	12.0	14.2	14.1	14.2
<b>비유동부채</b>	<b>1.0</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>
금융부채	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
기타비유동부채	1.0	2.4	2.6	2.8	2.9
<b>부채총계</b>	<b>19.8</b>	<b>25.5</b>	<b>28.4</b>	<b>29.5</b>	<b>30.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>262.8</b>	<b>300.2</b>	<b>333.8</b>	<b>385.4</b>	<b>439.3</b>
자본금	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
자본잉여금	5.0	5.6	5.6	5.6	5.6
자본조정	(3.7)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)
이익잉여금	253.9	289.3	323.6	375.2	429.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>262.8</b>	<b>300.2</b>	<b>333.8</b>	<b>385.4</b>	<b>439.3</b>
순금융부채	(159.5)	(167.2)	(184.5)	(224.1)	(266.4)
<b>현금흐름표</b>					
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>57.7</b>	<b>45.4</b>	<b>60.0</b>	<b>82.7</b>	<b>88.7</b>
당기순이익	48.6	52.8	70.7	75.9	79.7
조정	14.8	15.0	8.5	10.6	11.7
감가상각비	8.5	8.4	9.7	10.6	11.7
외환거래손익	0.0	0.7	(2.0)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.3	5.9	0.8	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(5.7)	(22.4)	(19.2)	(3.8)	(2.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(58.4)</b>	<b>(40.7)</b>	<b>(35.2)</b>	<b>(29.5)</b>	<b>(28.3)</b>
투자자산감소(증가)	1.2	(7.1)	3.2	(0.1)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(17.2)	(15.5)	(27.2)	(18.8)	(20.6)
기타	(42.4)	(18.1)	(11.2)	(10.6)	(7.7)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(15.1)</b>	<b>(16.8)</b>	<b>(18.3)</b>	<b>(24.3)</b>	<b>(25.8)</b>
금융부채증가(감소)	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.4)	(1.0)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(15.1)	(16.7)	(18.2)	(24.3)	(25.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>(15.8)</b>	<b>(12.3)</b>	<b>8.6</b>	<b>29.0</b>	<b>34.6</b>
Unlevered CFO	74.2	81.7	96.3	104.6	109.9
Free Cash Flow	40.4	29.8	32.9	63.9	68.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

리노공업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.28	BUY	170,000	-	-
20.5.15	BUY	120,000	-7.83%	18.08%
20.1.28	BUY	100,000	-17.78%	-4.80%
19.12.27	BUY	73,000	-8.26%	10.96%
18.11.14	BUY	70,500	-21.87%	-7.23%
18.10.10	BUY	82,000	-27.63%	-19.51%
18.10.5	담당자변경	-	-	-
18.5.24	BUY	72,000	-12.33%	-6.81%

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	91.0%	9.0%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 07월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)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 07월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민, CFA)는 2020년 07월 28일 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 증명자료로 사용될 수 없습니다.