



Summary

2021년 동사의 두 사업 부문이 모두 준수한 실적을 냈음에도 불구하고, 대표이사의 횡령/배임 이슈로 주가에 반영되지 못했다. 본 보고서는 거버넌스 이슈의 해소와 함께 각 사업부 모두의 더 높은 성장을 전망하며 16,450원을 목표주가로 제시한다.

투자포인트 1: 정밀 가공 - 역대급 실적? 더 기대해도 좋다!

반도체 제조사들의 역대급 CAPEX 투자에 힘입어 동사의 최대 고객사인 AMAT의 매출액과 수주잔고는 연일 증가세다. 동사의 AMAT향 매출은 2021년에 정체되는 듯한 모습을 보였으나 이는 공급망 병목 등으로부터 기인한 일시적인 현상에 불과하다. AMAT이 공급망 정상화를 위해 최선을 다하고 있는 만큼, 지연 매출이 실현되며 점진적으로 동사 매출에 반영될 전망이다. 동사는 AMAT 내에서도 성장률이 특히 가파른 식각 장비항으로 납품하고 있다는 점에서 추가적인 상방 역시 기대해 볼 만 하다. 올해부터는 더 좋아질 일만 남았다.

투자포인트 2: 정밀 세정/코팅 - 증설 효과가 반영되기 시작한다.

반도체 산업의 성장과 공정 미세화에 따라 세정/코팅 수요는 점점 증가하고 있다. 동사는 밀려드는 수요에 응답하기 위해 지난 3년간 가동률 100%로 돌아가던 세정/코팅 부문 설비를 1.8배로 증설한다. 삼성전자 P3공장 가동과 반도체 첨단 공정 침투율을 감안할 때, 증설 물량이 안정적으로 소화되며 매출 상승 효과를 톡톡히 볼 수 있을 것으로 기대한다.

<추정 손익계산서>

| 추정 손익계산서 (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22E | 2022E | 2023E |
|------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 122,297 | 146,325 | 163,773 | 37,719 | 40,279 | 42,346 | 43,429 | 40,496 | 48,540 | 184,699 | 211,913 |
| YoY(%) | - | 19.6% | 11.9% | - | - | - | - | 7.4% | 20.5% | 12.8% | 14.7% |
| 매출원가 | 97,972 | 120,078 | 107,645 | 25,546 | 26,378 | 28,686 | 27,036 | 27,417 | 29,990 | 117,028 | 127,918 |
| 매출원가율(%) | 80.1% | 82.1% | 65.7% | 67.7% | 65.5% | 67.7% | 62.3% | 67.7% | 61.8% | 63.4% | 60.4% |
| 매출총이익 | 24,325 | 26,247 | 56,127 | 12,174 | 13,901 | 13,660 | 16,393 | 13,079 | 18,550 | 67,670 | 83,995 |
| GPM(%) | 19.9% | 17.9% | 34.3% | 32.3% | 34.5% | 32.3% | 37.7% | 32.3% | 38.2% | 36.6% | 39.6% |
| 판매비와관리비 | 26,463 | 16,724 | 19,576 | 5,516 | 5,556 | 4,398 | 4,105 | 4,415 | 4,651 | 17,860 | 18,589 |
| 영업이익 | (2,137) | 9,523 | 36,551 | 6,657 | 8,345 | 9,261 | 12,287 | 8,664 | 13,899 | 49,810 | 65,407 |
| OPM(%) | -1.7% | 6.5% | 22.3% | 17.6% | 20.7% | 21.9% | 28.3% | 21.4% | 28.6% | 27.0% | 30.9% |
| 기타손익 | (4,361) | (6,256) | 2,212 | 842 | 908 | (605) | 1,067 | 881 | 881 | 3,526 | 3,452 |
| 금융손익 | (3,356) | (2,294) | (718) | (357) | (276) | (128) | 44 | (321) | (321) | (1,286) | (1,286) |
| 법인세비용차감전순이익 | (9,854) | 974 | 38,045 | 7,143 | 8,976 | 8,528 | 13,398 | 9,224 | 14,459 | 52,050 | 67,573 |
| 법인세비용 | (3,662) | 1,249 | 10,135 | 1,571 | 2,058 | 0 | 6,506 | 2,132 | 2,796 | 10,538 | 13,969 |
| 당기순이익 | (6,192) | (276) | 27,910 | 5,571 | 6,918 | 8,528 | 6,893 | 7,092 | 11,663 | 41,512 | 53,604 |
| NPM(%) | -5.1% | -0.2% | 17.0% | 14.8% | 17.2% | 20.1% | 15.9% | 17.5% | 24.0% | 22.5% | 25.3% |

Rating

Buy

목표주가: 16,450 원
현재주가: 9,650 원
상승여력: 70.5%

12M 추가추이

시가총액 2,832 억원



Balance sheet data ('21)

순자산 1,305 억원
PBR 1.93x
ROE 23.66%

Earning data ('21)

PER 9.64x
EPS 1,094 원
당기순이익 279 억원

주요 주주

한솔테크닉스 34.47%
자기주식 4.64%

SMIC1 팀

팀장 44 기 이성규
팀원 44 기 최정주
45 기 박영민
45 기 이동연
45 기 정지원

CONTENTS

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 산업 분석 | 03 |
| 2. 기업 분석 | 06 |
| 3. 투자포인트 1. 정밀가공 - 역대급 실적? 더 기대해도 좋다! | 09 |
| 4. 투자포인트 2: 정밀세정/코팅 - 증설 효과가 시작된다. | 19 |
| 5. Potential: ASML & 아이코닉 | 22 |
| 6. 매출 추정 | 24 |
| 7. Valuation: PER Method | 25 |
| 8. Appendix | 29 |

1. 산업 분석

1.1. 반도체 장비 부품 산업

반도체 산업은 기본적으로 반도체 제조업과 그 주변 산업으로 구분된다. 이 중 반도체 주변 산업은 반도체 장비 산업, 주변 장치 산업, 소재를 공급하는 재료 산업 등으로 구분된다.

반도체 재료 산업 :
업황에 상대적으로
낮은 민감도

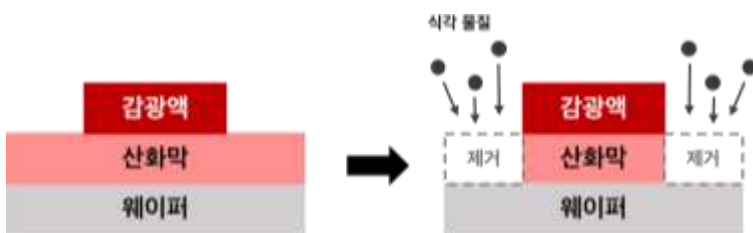
반도체 산업의 분류 방법에서 공정용 부품을 제작하는 산업에 대한 개념이 명확히 구분되어 있지는 않다. 일반적으로 반도체 소자를 생산하는 과정에서 소요되는 공정용 소모품으로 반도체 재료 산업에 포함된 개념으로 설명된다. 이와 같은 반도체 재료 산업은 장비 산업과 비교하여 반도체 산업의 업황에 대한 민감도가 상대적으로 낮은 편이다. 장비 산업은 소자 업체들의 설비 투자에 크게 영향을 받지만, 재료 산업은 소모품이라는 점에서 꾸준한 수요가 발생하기 때문이다.

1.2. 반도체 식각 공정 부품 산업

1.2.1. 반도체 식각 공정

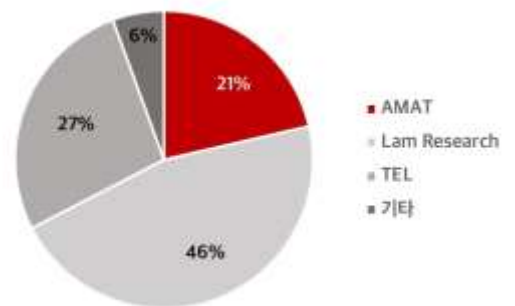
식각 공정(Etching Process)이란 포토 공정에서 형성된 회로 패턴을 제외한 나머지 부분을 제거하는 공정을 말한다. 식각 공정의 성능 지수에는 식각 속도와 선택비 2가지가 있는데, 각각 (식각된 두께/식각 시간), (물질 A의 식각 속도/물질 B의 식각 속도)를 나타낸다. 일반적으로 식각 속도가 높고 선택비가 클수록 공정이 잘 이루어진 것으로 평가한다.

그림 1-1. 반도체 식각 공정



출처: SMIC 1팀

그림 1-2. 식각 장비 시장 점유율



출처: AMAT, TEL, 유진투자증권, SMIC 1팀

미세공정에서 건식
식각이 선호됨

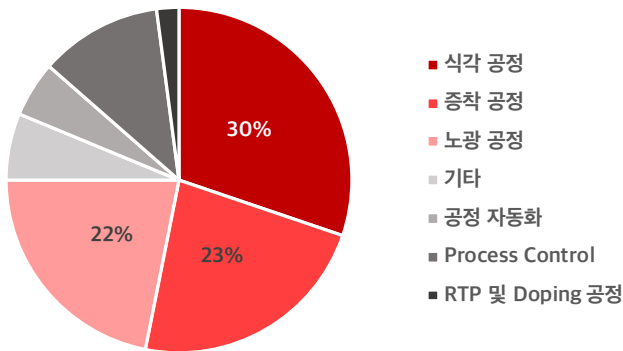
식각 물질의 종류에 따라 건식 식각(Dry Etching)과 습식 식각(Wet Etching)으로 나뉜다. 건식 식각은 반응성 기체, 이온 등을 사용하고 습식 식각은 화학 용액을 이용한다. 건식은 습식에 비해 비용이 많이 드는 편이지만 정확도가 높아 최근의 미세 공정에서 선호되고 있다. 건식 식각 장비 시장은 Lam Research, Tokyo Electron, Applied Materials 3사가 90% 이상의 점유율을 차지하고 있다.

1.2.2. 반도체 식각 공정 부품 산업

식각 공정의 부품
산업에 주목!

반도체 제조 공정 중에서는 식각 공정이 가장 큰 시장 규모를 형성하고 있다. 특히 식각 공정 횟수가 반도체 기술 발전의 가장 큰 흐름인 미세화/고단화에 따라 증가하고 있다는 점에서 식각 공정에 들어가는 소모성 부품 산업의 매력도가 더욱 주목받고 있다. 고출력 플라즈마 활용 등 공정 강도 및 난이도가 점차 상승하며 부품의 교체 주기가 점점 더 빠르게 도래하기 때문이다.

그림 1-3. 반도체 전공정 시장 비중



출처: Gartner, 삼성증권, SMIC 1팀

그림 1-4. 비포/애프터 마켓 Key Player



출처: SMIC 1팀

1.2.3. 식각 공정 부품의 종류

식각 공정 부품은 주로 실리콘, 알루미늄, 실리콘 카바이드, 쿼츠 4가지 소재로 만들어진다. 실리콘은 일렉트로드, 상/하부 포커스 링 등에 주로 사용되며 알루미늄은 부수적인 링, 핀, 파이프 등에 사용되는 경향이 있다. 실리콘 카바이드는 하부 포커스 링 제작에 사용된다. 쿼츠는 비교적 그 용도가 다양한 편이다.

1.3. 비포 마켓과 애프터 마켓

식각 공정 부품 시장은 크게 비포 마켓과 애프터 마켓으로 구분할 수 있다.

(1) 비포 마켓 : 비포 마켓은 기본적으로 정품 시장으로 1-2년 정도의 보증 기간이 존재한다. 부품업체가 장비사로 직접 납품하는 구조이다. Lam Research, Applied Materials, Tokyo Electron 등이 주요 고객이다. 해당 장비사와 반도체 고객사 모두에게 까다로운 인증 절차를 거쳐야 하는 만큼 애프터 마켓 대비 20% 가량의 가격 프리미엄을 수취할 수 있다.

(2) 애프터 마켓 : 애프터 마켓은 일종의 교체품 시장으로 복제품/가품 위주의 시장이다. 장비사가 아닌 반도체 업체에 납품하는 구조이다. TSMC, 삼성전자, Intel, SK하이닉스, Micron 등이 주요 고객이다. 반도체 고객사의 인증만 받으면 납품할 수 있고, 비포 마켓 대비 20% 가량 할인된 가격에 납품한다.

비포마켓의 성장성이
더 높다!

기술 전환의 난이도가 점차 높아져 감에 따라 반도체 고객사들에게 원가 절감보다도 수율 및 품질 향상에 더 집중할 유인이 강하게 작용하고 있다. 이에 따라 반도체 고객사들의 정품 수요가 증가하며 **일반적으로 비포 마켓의 성장성이 더 높은 것으로 전망된다.** 공정상의 문제가 발생했을 때 책임 소재가 명확하고, 보증 기간의 존재로 유지보수가 유리하기 때문이다.

2. 기업 분석

2.1. 기업 개요

동사는 2005년 설립된 반도체 부품 기업이다. 반도체 부품의 초정밀 가공 및 세정, 디스플레이 장비의 부품 제조 등을 영위하고 있다. 주요 고객사는 AMAT(Applied Materials), 삼성전자로 2021년 기준 각 고객사향 매출 비중은 45.9%, 22.5% 수준이다.

2015년 AMAT으로부터 3자배정 유상증자를 통해 약 100억원의 투자를 유치하며 AMAT 장비에 필요한 초정밀 부품을 생산하기 시작했다. 장비의 최종 수요처인 반도체 생산업체가 한국과 중국에 대거 포진하고 있는 만큼 아시아 부품 벤더의 필요성이 대두되어 동사와 전략적인 관계를 구축했던 것으로 파악된다.

당시 AMAT의 부품은 협력 업체의 가공 이후 일본 업체의 코팅을 거쳐 공급되는 구조였는데, 동사는 가공부터 세정/코팅까지 한번에 제공할 수 있다는 점에서 AMAT의 물류 비용 및 생산 시간 감축에 기여하였다.

2.2. 매출 구성

사업 부문: 정밀 가공,
정밀 세정/코팅

동사 매출은 크게 정밀 가공 부문과 정밀 세정/코팅 부문으로 구분할 수 있다. 2021년 기준으로 정밀 가공 부문에서 매출의 76.3%, 정밀 세정/코팅 부문에서 23.7%가 발생한다. 정밀 가공 부문은 수출 중심(69.5%), 정밀 세정/코팅 부문은 내수 중심(98.8%)이다.

그림 2-1. 동사 매출 부문별 비중

(백만 원)

| 매출 유형 | 매출액 (백만 원) | 비중 |
|-------|------------|-------|
| 정밀 가공 | 125,036 | 76.3% |
| 정밀 세정 | 38,747 | 23.7% |
| 계 | 163,773 | 100% |

그림 2-2. 동사 반도체 부품 포트폴리오 (일부)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

출처: 동사 홈페이지, SMIC 1팀

(1) 정밀 가공 부문

정밀 가공 부문
최대 고객사는 AMAT!

정밀 가공 부문에서는 반도체, 디스플레이 전공정 장비에 사용되는 정밀 부품을 제작한다. AMAT향 매출이 부문의 60% 이상을 차지하는데, 동사는 AMAT의 반도체 식각 장비에 들어가는 네 가지 소모성 부품을 하나의 키트 형태로 납품하고 있다.

(2) 정밀 세정/코팅 부문

정밀 세정/코팅은
삼성전자향이 대부분!

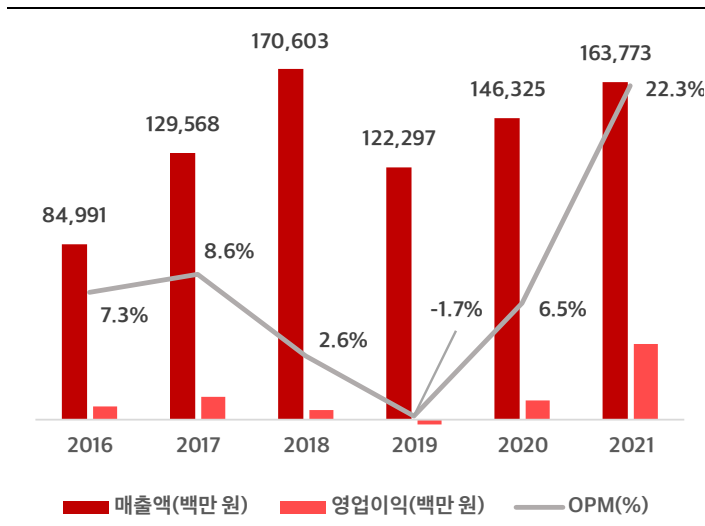
정밀 세정/코팅 부문에서는 웨이퍼 생산 과정에서 발생하는 미세 오염을 제거한다. 부품 특성 조건을 만족시켜 수명을 연장하고, 공정 효율과 생산 수율까지도 증가시키는 것을 목적으로 하고 있다. 세정뿐만 아니라 부품에 대한 특수 코팅 역시 제공하고 있다. **삼성전자향 매출이 세정 부문 매출의 95% 이상을 차지한다.**

2.3. 재무 현황

동사의 매출액은 최대 고객사인 AMAT의 부품 수요에 연동되는 경향이 있다. 2016년부터 AMAT향 매출이 발생하기 시작하며 2018년까지 꾸준한 매출 증가세를 나타냈지만, 2018년 3분기부터 2019년 4분기까지 이어진 반도체 산업 불황과 미중 무역분쟁으로 인한 AMAT의 중국 매출 감소로 AMAT향 매출이 감소하며 타격을 입었다. 당시 정밀가공 사업부의 가동률이 30%대로 추락하며 영업 적자로 돌아서기도 했다.

그림 2-3. '16-'21 주요 재무 지표 추이

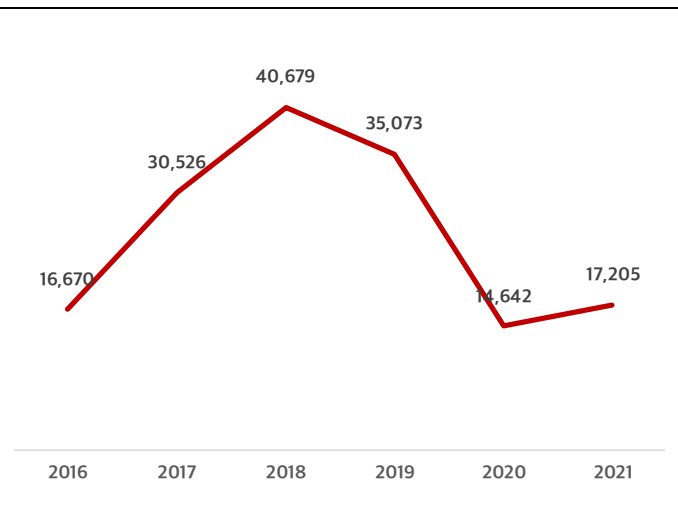
(백만 원, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 2-4. '16-'21 재고자산 추이

(백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

한편 동사의 영업이익률은 2020년부터 급격한 반등세를 보였다. 정밀 가공 사업부와 정밀 세정/코팅 사업부의 실적이 함께 개선되며 나타난 결과다.

정밀 가공 사업부는 수율 및 가동률이 상승하였으며, 수율 안정화 이전 원가율이 높았던 재고가 마침내 소진되기도 했다. 그 외에도 실적이 좋지 않았던 중국향 디스플레이 사업 부문과 불필요 인력을 과감히 정리했으며, 2018년부터 재고관리 방침을 수정하는 등 효율화/최적화를 위한 동사의 노력은 계속되고 있다.

정밀 세정/코팅 사업부의 부가가치 역시 증가했다. 고객사들이 세정에서 치치지 않고 코팅 공정을 함께 요구하는 부품이 증가했기 때문이다. 이와 관련한 자세한 배경은 투자포인트 2에서 후술하겠다.

2.4. 주가 추이

그림 2-5. 동사 주가 추이



출처: Quantiwise, SMIC 1팀

(1) ~ 15.05. : 2014년에 AMAT의 벤더사로 등록되었다. 여기에 2015년에 AMAT으로부터 3차 배정 유상증자를 통한 100억 원 규모의 투자를 유치하며 관련 기대감에 폭발적으로 주가가 상승하였다.

(2) 15.06 ~ 18.06. : 각각 2016년, 2017년에 AMAT향으로 첫번째, 두번째 부품 납품에 성공했으나 15년 당시 시장의 기대와는 달리 너무나 느린 진행 상황에 주가가 꾸준히 하락했다.

(3) 18.07. ~ 19.12. : 었친 데 덮친 격으로 2018년 3분기부터 2019년 4분기까지 반도체 업황이 좋지 않았으며, 미중 무역 갈등으로 인해 AMAT의 중국 매출에 타격이 있었다. AMAT의 장비 수주가 줄어들며 동사의 부품 매출도 적게 발생했고, AMAT 전용 생산 라인의 가동률이 30%대까지 하락하며 최악의 실적을 기록했다.

(4) 20.01. ~ 20.12. : 반도체 업황 회복과 함께 동사 주가 역시 회복되었다. 또한 2020년 말에 100% 무상증자 실시를 발표하며 주가가 상승했다.

(5) 21.02 ~ 21.12. : 21년 7월 대표이사의 횡령/배임이 공시되며 다시 한 번 주가가 하락했다.

(6) 21.12. ~ : 실적 턴어라운드를 위한 각고의 노력으로 3분기 연속 최대 실적을 갱신하며 주가가 상승했다. 12월 3일 최대 주주가 한솔테크닉스로 변경된다는 공시로 52주 최고가를 달성했으나, 경영권 프리미엄을 크게 인정받지 못했다는 평가로 다시 하락하여 횡보하고 있다.

3. 투자포인트 1: 정밀 가공 - 역대급 실적? 더 기대해도 좋다!

2021년 매출도
놀린 매출이다!

동사는 2021년, 3개 분기 연속 사상 최대 영업이익을 경신했으며 매출 역시 전년 대비 11.9% 무난히 성장하였다. 그러나 동사 실적에서 가장 큰 부분을 차지해 온 AMAT향 매출은 오히려 감소하였음을 발견했다. 본 보고서는 이를 설명하면서 동사의 2021년 매출도 내재된 성장성을 충분히 반영하지 못했다는 근거를 제시하고, 앞으로 훨씬 더 큰 폭으로 성장할 수 있다고 주장하고자 한다.

3.1. 최대 고객사인 AMAT, 이렇게 좋을 수가?

동사의 투자포인트를 설명하기에 앞서 AMAT에 대한 설명이 필요하다. 동사에게 AMAT은 매우 핵심적인 고객사이고, 동사의 성장성을 가늠할 열쇠가 되기 때문이다. AMAT의 BM과 지난 3년 간의 실적, 향후 성장 전망을 살펴보면서 동사가 누릴 수혜를 확인해 보자.

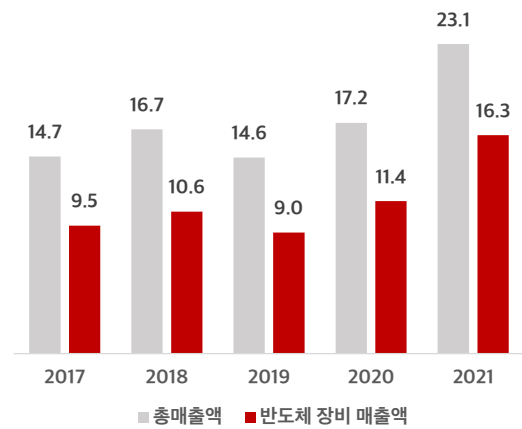
AMAT은 반도체 및 디스플레이 제조에 필요한 장비, 서비스, 소프트웨어를 공급하는 기업이다. 장비 부문에는 에피, 이온 주입, 산화, 증착, 식각, CMP, 검사/계측 솔루션 등이 포함되어 있다. 전공정, 후공정을 가리지 않는 다양한 장비 포트폴리오를 보유하고 있다.

그림 3-1. AMAT 식각 장비 Centris SYM3 Etching



출처: AMAT 홈페이지

그림 3-2. AMAT 매출액 추이 (십억 달러)



출처: AMAT 사업보고서, SMIC 1팀

AMAT의 가파른
매출 성장세

AMAT의 총매출액은 2021년 4분기 결산 기준 230.6억 달러이다. 2019년부터 2021년까지 전사 매출은 연평균 25.6% 성장했고, 그 중에서도 장비 부문 매출은 연평균 36.5% 증가하며 이와 같은 실적 성장을 견인했다. 2021년에 프로세스 제어, 증착, CMP 부문 장비 판매액이 신기록을 경신했고 검사 및 계측 장비 판매액은 68% 증가하는 등 반도체 장비 제품군의 고른 성장이 나타났다.

2022년 1분기 실적도 준수하다. 매출액은 62.7억 달러로 전년 동기 대비 21.5% 상승했으며 컨센서스를 1.7% 상회했다. 영업이익률은 24.9%에서 31.5%로 높아졌다.

AMAT 뿐만 아니라 글로벌 장비사들은 대부분 2020, 2021년에 유례없는 호황을 맞이했다. 매출액이 급증했고, 수주 잔고는 쌓여갔다. 그렇다면 장비사들의 동시다발적인 급성장은 왜 나타났을까? 팬데믹을 거치며 예상치 못하게 급증한 IT제품 수요에 더해 ICAPS향 반도체의 구조적 성장이 예견되며 반도체 제조 기업들의 역대급 CAPEX 투자가 이어졌기 때문이다.

3.2. 장비 업계 전방의 역대급 호황

3.2.1. 반도체 제조업체들의 유례없는 CAPEX 투자

역대급인 반도체
제조사 CAPEX 규모

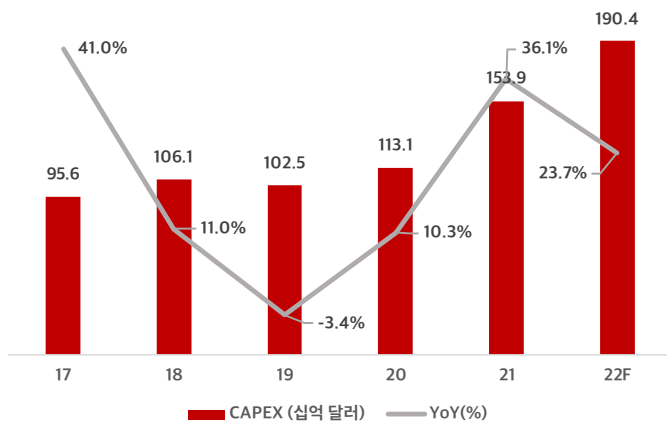
IC인사이드에 따르면 올해 전세계 반도체 산업의 설비투자(이하 CAPEX) 규모는 총 1,904억 달러에 달할 것으로 예상된다. 전년 대비 24% 증가한 수치이다. [그림 3-3]을 통해 CAPEX가 3년 연속 최고기록을 경신 중이라는 것을 확인할 수 있다. 전세계적인 반도체 공급 부족을 해소하기 위해 업계 전반에 투자 붐이 일어나고 있다.

특히 TSMC는 놀랍도록 공격적인 CAPEX 투자를 지속해 오고 있다. 21년 초에는 향후 3년간 1,000억 달러를 투자하겠다는 포부를 밝혔으며 올해 1월 13일 컨퍼런스 콜에서는 올해 설비투자 가이드선으로 400-440억 달러를 제시했다. 삼성전자도 오는 2030년까지 170조 원을 투자하여 생산시설을 확대하겠다는 방침이다.

→ 장비업체 수혜로 연결

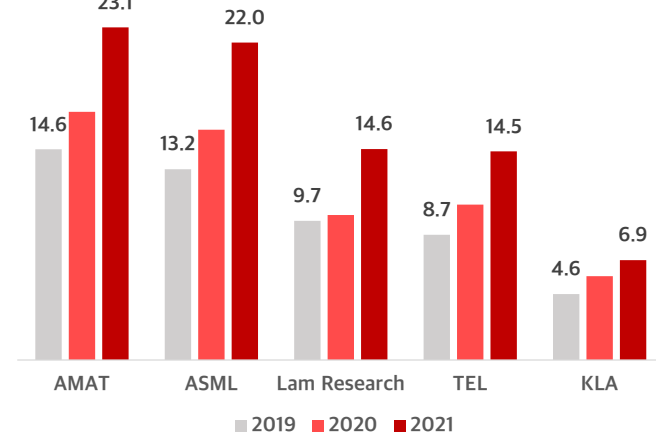
반도체 제조 기업들의 설비투자는 필연적으로 장비 업체의 수혜로 이어진다. 2020, 2021년 장비 업계는 이유 있는 성장을 보여준 것이다.

그림 3-3. 전세계 반도체 산업 CAPEX 규모 (십억 달러, %)



출처: IC Insights, SMIC 1팀

그림 3-4. '19-'21 상위 5개 장비기업 매출 추이 (십억 달러)



출처: Quantiwise, SMIC 1팀

3.2.2. 장비 업계, 매출과 수주 잔고의 동시 증가

수주 잔고에 주목하라

장비 업계의 축제 분위기는 매출액으로 증명된다. [그림 3-4]에서 확인할 수 있듯이, 전체 장비 시장의 60% 이상을 점유하고 있는 AMAT, ASML, TEL, LAM Research, KLA 5개 장비 업체의 매출은 가파른 상승 곡선을 그리고 있다. 2021년 상위 5개 기업의 평균 연간 매출 증가율이 35.6%에 이른다. 그러나 아직 만족하기에는 이른다. 우리는 장비 제조사들의 늘어가는

수주 잔고에 주목해야 한다.

AMAT은 반도체 장비 부문 1분기 수주 잔고가 역대 최고치인 80억 달러에 달한다고 발표했다. 이는 21년 4분기의 수주 잔고인 66.7억 달러에 비해 약 13억 달러나 높은 수준이다. AMAT 뿐만이 아니다. [그림 3-5]를 보면 식각 장비 제조업체인 KLA, 노광 장비 생산 업체인 ASML도 예년 대비 매우 높은 수준의 수주 잔고를 유지하고 있다.

기업 입장에서는 최대한 빠르게 제품을 만들어 팔고 매출로 인식하는 것이 좋다. 수주 잔고가 쌓이고 리드 타임이 길어지는 상황이 달가울 리 없다. 그렇다면 왜 이런 문제가 발생하는지 확인할 필요가 있다.

그림 3-5. AMAT, ASML, KLA 수주 잔고

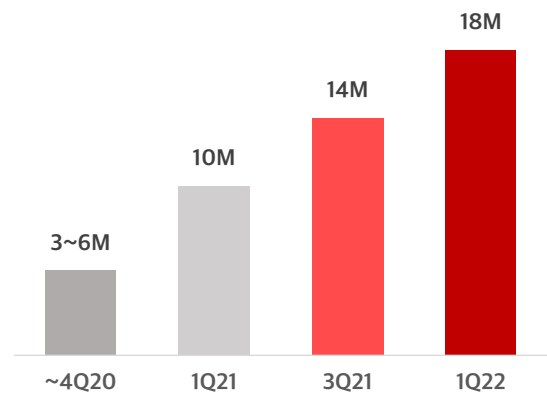
(십억 달러)



출처: 각 사 사업보고서, ASML, SMIC 1팀

그림 3-6. 주요 장비 업체 평균 리드타임

(단위: 월)



출처: Shunlongwei, SMIC 1팀

매출과 수주 잔고가 동시에 증가한다는 건 장비 기업들의 고객사의 주문에 충분히 대응하지 못한다는 의미이다. 장비 업계의 이러한 상황에 대해서는 두 가지 설명이 가능하다.

1. 생산능력 < 장비수요

첫 번째는 생산능력이 도저히 수요를 따라잡지 못할 만큼 급속한 성장이 이어지고 있다는 것이다. 이런 상황에서 수주 잔고 증가분을 매출로 변화시키기 위해서는 생산설비의 증설이 필요하다. AMAT 역시 텍사스 오스틴에 증설을 예고했다. 그러나 증설은 자금과 시간을 필요로 하고, 장비사들은 수요 열기 약화 우려로 증설 결정에 매우 신중한 태도를 취하고 있다.

2. 공급망 병목

두 번째로 공급망 병목 현상을 꼽을 수 있다. 고객 주문에 대응할 생산 능력을 보유했지만, 서플라이 체인에 속한 부품의 공급난으로 생산에 차질이 생기는 것이다. 이 경우, 병목 현상이 해결되면 보다 신속하게 생산 공정이 정상화되나, 단기적인 실적의 부진은 면할 수 없다.

현재 장비 업계는 위 두 가지 어려움을 동시에 겪고 있다. 다시 말해, 2021년 장비 업체들의 실적은 이보다 더 좋을 수 있었다.

지금부터 시작이다!

이제 우리가 바라봐야 하는 건 과거의 호실적이 아니다. 증설로 늘어날 생산능력과 공급망 병목 해소가 동시에 작용하며 나타날 장비 업계의 성장에 주목해야 한다. 그리고 그 수혜가 동사에게 쏟아질 시점을 차분히 기다려볼 시간이다.

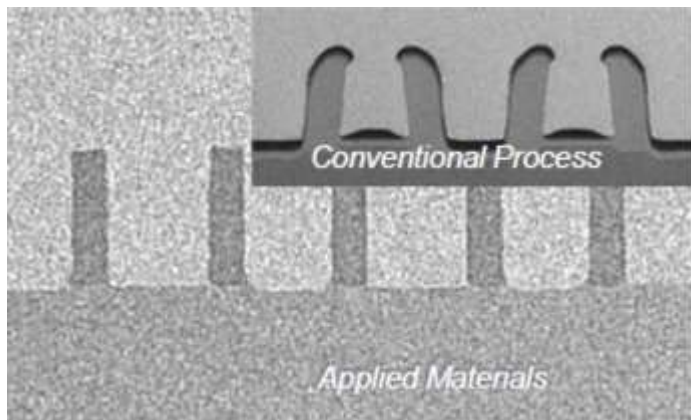
3.2.3. 식각 장비의 성장은 더욱 가파르다

앞서 언급하였듯 동사는 AMAT의 반도체 식각 장비에 들어가는 부품을 납품하고 있다. 따라서 동사의 실적 성장을 정확히 가늠하기 위해서는 AMAT의 식각 장비 부문에 대해 추가적으로 분석할 필요가 있다.

AMAT은 세계 3위 식각 장비 제조 기업이다. 시장 내 점유율은 2019년 18.1%에서 2020년 21.4%으로 상승했고, 현재도 20% 초반대의 점유율을 지닐 것으로 예상된다.

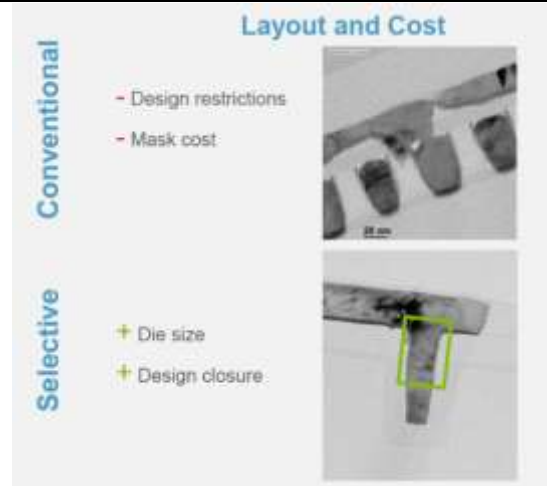
AMAT의 식각 장비 부문은 앞으로도 지속적인 성장을 이어갈 것으로 보인다. 선단 공정을 수행하는 파운드리/로직 업체들에게 식각 솔루션을 제공하고 있으며, 주력 분야인 증착 공정과 식각 공정을 공동 최적화하여 식각 장비 판매 확대에도 적극적인 노력을 기울이고 있기 때문이다.

그림 3-7. 정사각형 스페이서 공정



출처: AMAT 홈페이지

그림 3-8. 선택적 처리 식각 공정



출처: AMAT 홈페이지

AMAT의 첨단 식각 솔루션

AMAT은 증착, 식각, 계측, 결함 제어 프로세스를 공동 최적화하여 세 가지 첨단 식각 솔루션을 제공한다. 솔루션 종류로는 정사각형 스페이서, 측면 식각, 선택적 처리 식각 등이 있다.

(1) 정사각형 스페이서 : 자체 정렬 사중 패터닝(SAQP)에 사용된다. AMAT의 솔루션은 스페이서 재료를 최적화하여 식각 공정을 효율화한다. 해당 솔루션으로 칩 제조업체는 패턴 충실도를 유지하면서 SAQP 단계를 15에서 11로 줄일 수 있고, 비용과 시간을 절약할 수 있다.

(2) 측면 식각 : 기존에 직각 하향식으로 수행되던 식각 공정을 개선해 45도 식각을 가능하게 하는 AMAT의 솔루션이다. 측면 식각을 통해 설계자는 공정 단계를 줄이고 면적 밀도를 높여 EUV 마스크 수를 50% 이상 감소시킬 수 있다.

(3) 선택적 처리 식각 : 기존 증착과 달리 EPE를 제거하는 공정이다. 이 솔루션을 통해 고객사는 수율을 높일 수 있고 칩의 전력 소모가 낮아져 웨이퍼당 수익도 증가한다.

전사 성장률
< 식각 장비 성장률

AMAT의 전략은 전방의 개선과 함께 탁월한 효과를 보였다. AMAT의 식각 장비 부문 매출은 2020년에 2019년 대비 32% 상승했다. 이는 반도체 시스템 부문 전체 성장률인 26%보다 높은 수치이다. 2021년 1분기의 식각 부문 매출액은 분기 신기록을 달성했다.

AMAT은 자사 식각 장비의 미래 전망에 대해서도 긍정적인 의견을 내고 있다. 증착과 식각 공정을 공동 최적화한 드레이크 솔루션은 메모리 산업의 선두 업체 중 하나에 판매되었고, 2022년에는 약 6억 달러의 매출로 이익에 기여할 것이라 예상된다. 또한 증착과 식각 부문은 합산 75억 달러 정도의 매출을 내고 있었는데, 장기적으로 두 배 이상의 성장이 전망된다.

식각 장비로 납품하는
동사 수혜 ↑

상술한 모든 정황으로 미루어 보아 AMAT 식각 장비 부문은 전체 반도체 부문보다 빠르게 성장할 가능성이 높다. 그러나 AMAT의 성장으로 동사가 입을 수혜를 더 이상 의심할 필요가 없다.

3.3. 그렇다면 동사의 AMAT향 매출 성장은 왜 정체되었나?

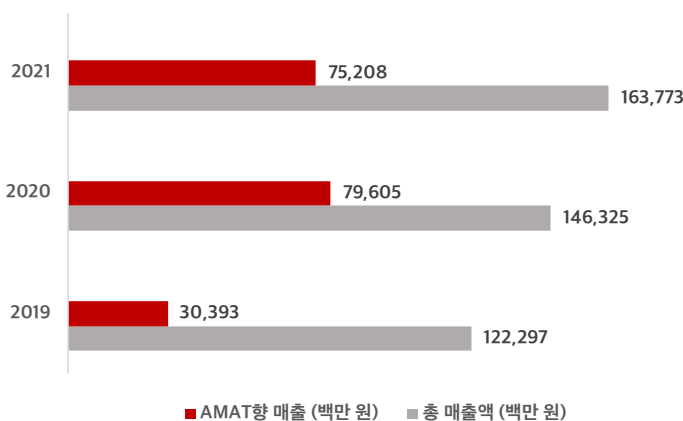
동사의 매출액은 AMAT의 반도체 장비 매출액과 큰 연관성을 갖는다. AMAT이 동사의 최대 고객사라는 점에서 어느 정도 당연하다. 그러나 2021년 들어 동사의 AMAT향 매출액 등락과 AMAT 장비 매출의 등락에 괴리가 발생하기 시작했다.

본 보고서에서는 이 괴리의 원인으로 반도체 업황의 흐름과 공급망 병목을 제시한다. 각각의 요인이 AMAT와 동사의 매출에 미친 영향을 분석하고, 그에 따라 동사의 2022-2023년 매출을 더욱 기대해 보아야 하는 이유를 규명하고자 한다.

3.3.1. 실적 연동의 원인

(1) 우선 동사 매출의 큰 부분이 AMAT에서 발생한다. 동사 매출 중 AMAT향 매출의 비중을 확인해 보면 2020년과 2021년에 각각 54.4%, 45.9%를 차지하고 있다. 정밀 가공 부문 기준으로는 각각 68.94%, 60.15%에 육박한다.

그림 3-9. 동사 전체 매출 대비 AMAT향 매출 비중 (백만 원)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 3-10. 동사 AMAT향 매출과 AMAT 장비 매출의 등락



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 1팀

이렇게 높은 비중을 차지하는 AMAT향 매출액이 AMAT의 전체 반도체 장비 매출과 거의 유사한 등락 양상을 나타낸다. AMAT의 부품 발주량과 동사의 매출액의 연관성이 높기 때문이다.

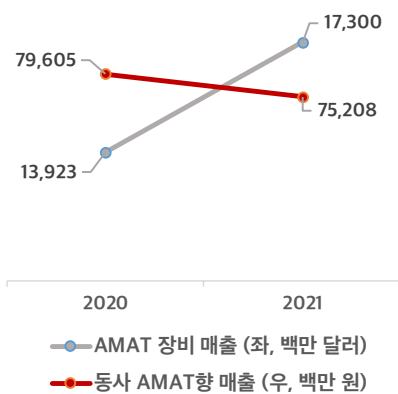
(2) 동사는 또한 상당한 규모의 AMAT 전용 생산 라인까지 보유하고 있다. 이 생산 라인은 Full Capa로 돌아갈 경우 연간 1,700억 원의 매출을 창출할 수 있는 규모다. 감가상각비가 연간 100억 원 수준이기 때문에, 동사의 실적에 해당 라인의 가동률이 상당히 큰 영향을 미치게 되는 것이다.

3.3.2. 2021년, 양사 매출 등락의 괴리 발생

AMAT 매출 ↑
동사 AMAT 향 매출 ↓

이처럼 동사의 매출이 AMAT 매출에 연동되어 있는 것은 대단히 자연스러운 일이다. 그러나 2021년부터는 양사의 매출 등락에 괴리가 발생하기 시작한다. 2020년 대비 2021년에 AMAT은 매출이 증가했으나 동사는 매출이 감소한 것이다.

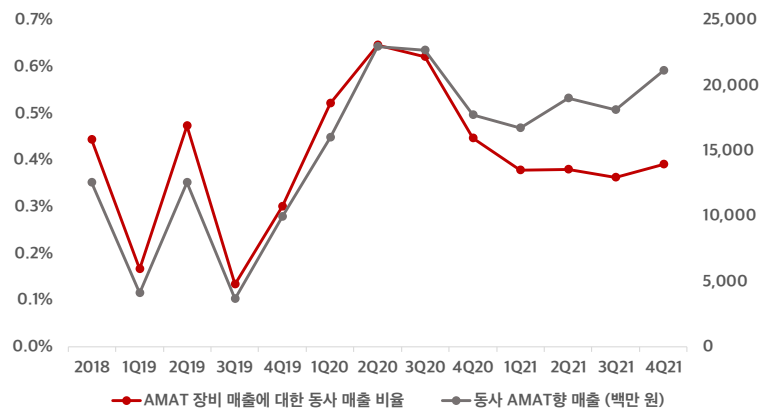
그림 3-11. 양사 매출 증감 (백만 달러/원)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 3-12. '21 동사 매출액 비중의 괴리

(%, 백만 원)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 1팀

[그림 3-12]를 보자. 빨간색 꺾은선은 (동사의 AMAT향 매출/AMAT 반도체 장비 매출) 비율을 나타내고, 회색 꺾은선은 (동사의 AMAT향 매출/1) 자체를 표시하고 있다. 2021년 들어 빨간색 선이 우하향하며 회색 선과 멀어지는 모습이 드러난다. 기본적으로 분자가 동일하기 때문에 분모의 움직임이 바로 괴리를 발생시키는 원인이 될 것이다. 이는 AMAT 장비 매출의 증가세가 기존에는 동사 매출의 증가세와 유사했으나 2021년에는 그보다 더 빠르다는 것을 시사한다.

이는 앞서 언급한 매출 의존도와 전용 생산라인의 존재 등을 고려할 때 직관적으로 납득되지 않는 움직임이다. 동사의 AMAT 전용 생산 라인 가동률에 여유가 있음을 고려하면 동사 생산 능력의 문제는 아닐 것이다.

3.3.3. 왜 그러한 괴리가 발생했을까?

그렇다면 이러한 괴리가 발생하기 시작한 원인은 무엇일까? 본 보고서는 이 괴리 발생의 원

인을 두 가지로 제시한다.

원인 1: 전방 호조를
기대한 부품 발주 증가

(1) 첫번째는 AMAT이 다가오는 전방 호조를 감지하고 2020년에 부품 발주를 평소보다 많이 넣었다는 것이다. 동사의 2020년 매출이 유독 좋았던 이유와 관련된다.

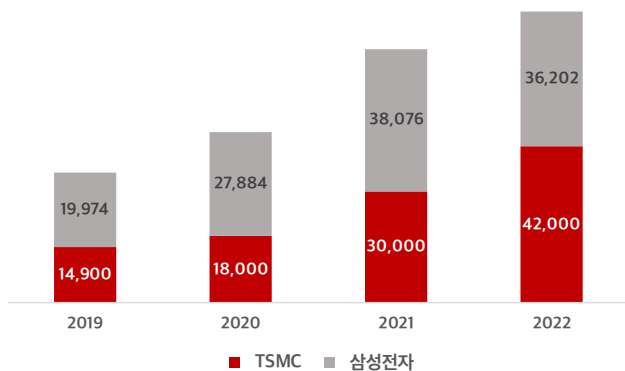
2020년 당시는 반도체 제조사들의 CAPEX 투자의 증가세가 두드러지기 시작하던 해였다. TSMC는 전년 대비 20.8% 증가한 180억 달러, 삼성전자는 전년 대비 39.6% 증가한 200억 달러 규모의 설비 투자를 단행하였다. AMAT은 이러한 전방 수요에 대응하기 위해 19년보다 부품 발주량을 증가시켰을 것이고, 이러한 움직임이 동사 매출에도 반영되었던 것으로 보인다.

원인 2: 부품 공급난

(2) 두번째는 2021년 반도체 부품 공급망의 병목으로 인해서 생산량에 제약이 있었고, 동사 부품 역시 적게 필요했다는 것이다. 동사의 2021년 매출이 줄어든 이유와 관련된다.

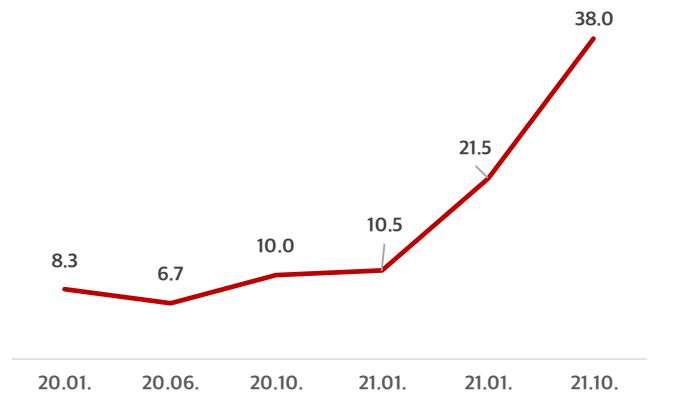
반도체 제조사들의 CAPEX 증가세는 2021년에도 마찬가지로 나타났다. 오히려 증가세는 더욱 가팔랐다. TSMC와 삼성은 2021년에도 각각 전년 대비 66.7%, 36.6% 증가한 설비 투자를 한 것이다. 그러나 이러한 전방의 적극적인 투자가 동사의 매출까지 낙수 효과로 반영되지 못한 것은 AMAT의 부품 공급망에서 발생한 병목으로부터 기인한다.

그림 3-13. '19-'22 TSMC/삼성전자의 CAPEX 추이 (백만 달러)



출처: 각 사 IR, SMIC 1팀

그림 3-14. 폴리실리콘 단가 추이 (달러/kg)



출처: PVInsights, SMIC 1팀

AMAT의 병목은
실리콘 부품

AMAT은 2021년부터 Earnings Call에서 꾸준히 실리콘 부품의 부족을 언급했다. 실리콘 부품 부족의 원인에는 기존 Capa를 넘어서는 수요뿐만 아니라 중국 발 규소 공급 문제도 있었다. 중국에서 석탄 가격이 급등하면서 현지 화력발전소들이 전력 생산을 줄였고, 전력난이 심각해지며 규소 생산량도 줄어든 것이다. 앞친 데 덮친 격으로 베이징 동계올림픽을 앞둔 중국 정부의 화석연료 발전을 규제하며 전력난이 심화되었고 규소 생산 공장들이 가동을 멈추었다.

AMAT은 2021년 4분기에도 1분기 내에 해결은 불가능하다고 내다보았으나 2022년 1분기에도 마찬가지로 상황인 것으로 보인다. 예상보다 공급망 병목이 오래 지속되고 있는 것이다. 병목이 아닌 동사의 부품은 상대적으로 적게 필요했을 것이다.

2021년 매출 감소는 일시적 현상!

즉 동사의 AMAT향 매출이 2021년 소폭 감소한 것은 성장 동력의 상실이 아닌 일시적 현상이었다. 그러므로 이제 우려는 내려놓고, 병목 해소 시점에 동사가 얼마나 눈부신 성장을 이룰 수 있을지를 알아보자.

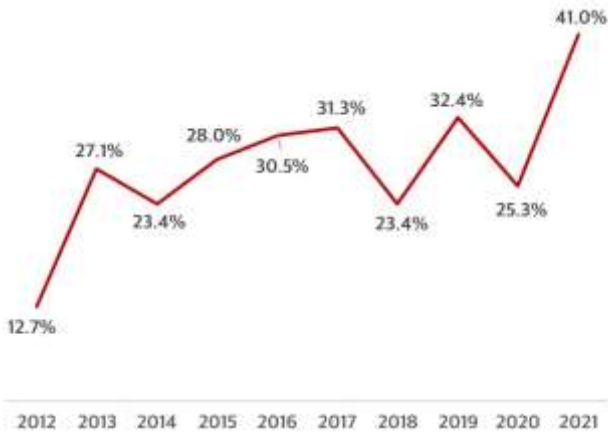
3.4. 앞으로 얼마나 더 성장할 수 있을까?

공급망의 정상화 시점은 다양한 변수의 영향을 받기에 예측이 불가능하지만, 영원히 지속되지 않으리라는 것만은 확실하다. 필요 이상으로 높아진 수주 잔고는 차차 매출로 반영될 수밖에 없다.

매출액 대비 수주 잔고 비율 상승

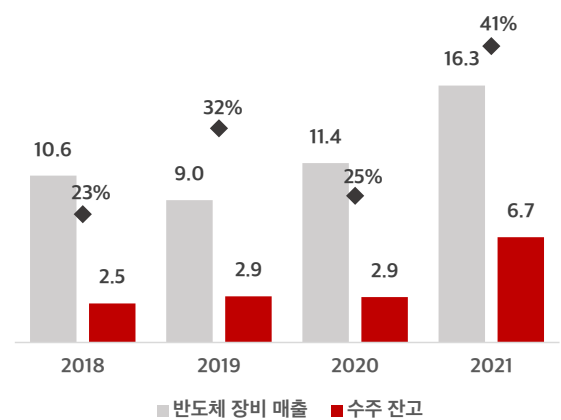
그렇다면 AMAT이 2021년에 놓친 매출의 규모를 대략 가늠해보자. 매출로 실현되지 못한 주문은 수주 잔고에 반영된다. [그림 3-15]를 보면 2021년의 수주 잔고가 예년보다 훨씬 높은 수준임을 확인할 수 있다. 매출액 대비 수주 잔고 비율은 2021년 이전 9개년동안 평균 27.5% 수준을 유지했는데, 2021년 수주 잔고는 66.7억 달러로 매출의 41%에 달한다. 22년 1분기에는 상황이 더 심각해져 수주 잔고가 80억 달러에 육박한다.

그림 3-15. '12-'21 AMAT 매출 대비 수주 잔고 비중 추이



출처: AMAT 사업보고서, SMIC 1팀

그림 3-16. AMAT 매출 대비 수주 잔고 규모 (십억 달러, %)



출처: AMAT 사업보고서, SMIC 1팀

AMAT의 평균적인 수주 잔고율을 고려하면, 단순 계산하더라도 최소 15%의 장비 부문 매출을 놓친 셈이다.

앞으로 좋아질 일만 남았다!

AMAT이 공급망 정상화를 위해 최선을 다하고 있는 만큼, 지연 매출이 실현되며 점진적으로 동사 매출에 반영될 전망이다. 특히 동사는 AMAT 내에서 성장률이 특히 가파른 식각 장비 방향으로 납품하고 있다는 점에서 추가적인 상방 역시 기대해 볼 만하다. 2021년에도 준수한 수준의 매출을 냈지만, 올해부터는 더 좋아질 일만 남았다는 것이다.

3.5. 매출 추정

3.5.1. 정밀가공반도체부문 - AMAT 향

매출은 보고서의 논리에 따라 'AMAT의 매출'에 연동하여 추정하였다. 보다 구체적으로는

‘AMAT의 반도체 부문 매출’에 ‘동사 매출 대비 AMAT 매출 비율’을 곱하여 추정하였다. 이는 공급망 병목 해소에 따른 이연 매출은 반영하지 않은 보수적인 추정치로, 공급난 완화 시점을 확인할 수는 없기 때문에 추정 시 제외하였다. 이는 병목 해소 이후 반영될 추가적인 상승여력이다.

우선 ‘AMAT의 반도체 부문 매출’은 AMAT의 전방인 삼성전자 및 TSMC의 CAPEX 규모에 연동하여 추정하였다. 지난 3년 동안 ‘AMAT 매출 대비 CAPEX 규모’는 20% 중반의 비율을 보이며 상당히 일정하게 유지되어 왔기 때문에 이를 추정에 활용하는데 무리가 없다고 판단했다.

이후 과거 3개년 ‘동사 매출 대비 AMAT 매출 비율’의 average 값을 이용하여 최종적으로 동사의 AMAT향 매출을 추정하였다. ‘동사 매출 대비 AMAT 매출 비율’은 지난 3년 동안 0.27%, 0.56%, 0.38%의 추이를 보였다. 2019년에 상대적으로 낮은 이유는 반도체 업황 둔화로 인해 AMAT에 비해 하청업체인 동사의 매출 변동성이 더욱 컸기 때문이며, 2020년에 상대적으로 높은 이유는 2020년 반도체 업황이 개선됨에 따라 생산 호조에 대비하여 AMAT이 원재료 재고를 늘렸기 때문이다. 이 시기들과는 다르게 거시적 차원의 급격한 변동이 없었던 2021년의 비율을 이용하여 매출을 추정하는 것이 가장 합리적이라고 판단하였다. 앞 장에서 서술하였듯 2021년 동사의 매출액은 실리콘 공급난으로 인해 다소 눌러 있는 수 치라는 점에서 보수적인 추정이기도 하다.

추정 결과는 다음과 같다.

| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| 매출액 (A) | 30,393 | 79,605 | 75,208 | 95,320 | 116,223 |
| yoy(%) | | 161.9% | -5.5% | 26.7% | 21.9% |
| AMAT의 반도체 부문 매출액 (B) | 11,167,000 | 14,283,869 | 19,809,711 | 25,107,110 | 30,612,900 |
| 전방 CAPEX 규모 (C) | 40,680,999 | 54,138,200 | 77,952,100 | 95,046,380 | 115,889,301 |
| AMAT 매출액 / CAPEX (B/C) | 27.5% | 26.4% | 25.4% | 26.4% | 26.4% |
| 동사 매출액 / AMAT 매출액 (A/B) | 0.27% | 0.56% | 0.38% | 0.38% | 0.38% |

3.5.2. 정밀가공반도체부문 - 비AMAT 향

비AMAT향 매출 추이를 보면, 2020년의 하락은 AMAT향 공급 증가에 따른 trade-off이며, 이후 2021년에는 비AMAT 고객사의 수요에도 적극적으로 대응하기 위해 설비투자를 진행하며 매출은 회복세에 접어들었다.

비AMAT향 매출의 경우 반도체 시장 성장률에 연동하여 추정하였다. 그 이유는 매출 비중이 미미한 50개가 넘는 업체에 부품을 조달하고 있기 때문에 특정 고객사의 상황을 반영한 추정이 불가하며, AMAT향과는 다르게 식각 뿐만 아니라 다른 공정용 부품을 생산하고 있기 때문에 특정 공정의 성격에 의거한 추정 역시 불가하기 때문이다. 따라서 반도체시장조사기관 SEMI에서 발표한 2021년, 2022년, 2023년 반도체 시장의 성장률인 11%, 12%, 12%을 매출액 성장률에 연동하여 매출을 추정하였다.

추정 결과는 다음과 같다.

| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 18,950 | 11,267 | 13,518 | 16,464 | 20,051 |
| yoy(%) | | -40.5% | 20.0% | 21.8% | 21.8% |

4. 투자포인트 2: 정밀 세정/코팅 - 증설 효과가 시작된다!

정밀 세정/코팅은 반도체 산업의 성장과 함께 수요가 증가할 수밖에 없는 사업이다. 동사의 세정/코팅 부문 역시 지난 3년간 Full Capa로 돌아가고 있었기 때문에 추가적인 실적을 기대하기 위해서는 증설이 절실한 상황이었다. 동사는 올해 4월 마침내 증설을 발표했는데, 이와 관련된 향후 매출의 성장세가 기대된다.

4.1. 반도체 기술 트렌드에 완벽히 탑승

4.1.1. 공정 미세화가 진척될수록 증가하는 코팅 수요

미세화 트렌드에 따라 코팅 수요 늘어난다!

공정 미세화는 반도체 기술 발전의 가장 큰 흐름이다. 반도체 제조사들은 회로 선폭을 1nm 줄이기 위해 천문학적 규모의 투자를 아끼지 않는다. 미세화가 이토록 중요한 역할을 하는 이유는 대략 세 가지로 정리해 볼 수 있는데, 우선 같은 크기의 웨이퍼에 더 많은 칩을 그릴 수 있어 규모의 경제 효과가 발생하게 된다. 뿐만 아니라 딜레이를 감소시켜 칩 성능이 향상되고, 저전력으로도 반도체를 구동할 수 있게 한다.

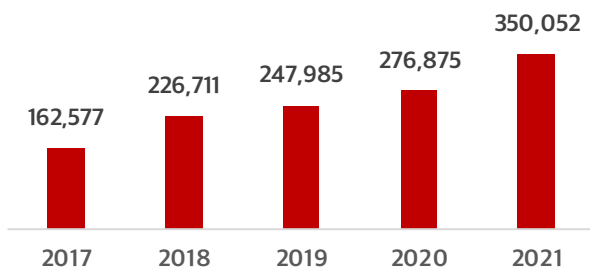
원인 1:
부품 수명 연장

앞서 언급했듯 이러한 미세 공정에서는 정확도가 높은 건식 식각 방식이 선호된다. 그런데 공정의 미세화 수준이 높아질수록 식각에서 사용되는 플라즈마의 강도도 높아져야 하고, 강한 플라즈마에 노출되는 부품의 수명은 매우 빨리 줄어든다. 이에 급격하게 짧아지는 부품 교체 주기를 가능한 유예하여 원가를 절감하기 위한 반도체 제조사들의 코팅 수요가 증가하는 추세다.

원인 2:
생산 수율 향상

부품 수명 연장 외에도 생산 수율을 향상시키기 위한 목적 역시 존재한다. 부품 표면에 특수 코팅을 적용하면 미세 불순물 발생과 부품 표면 손상 등을 최소화시킬 수 있는데, 이를 통해 공정을 보다 안정화시키고자 하는 것이다.

그림 4-1. 주요 세정/코팅 업체의 매출 총액 성장 (백만 원)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 4-2. 동사 특수 코팅 결과



출처: 동사 홈페이지

4.1.2. 전방과 함께 성장하는 세정 수요

앞서 언급한 식각 공정뿐만이 아니라 각종 주요 공정들에서도 오염 물질이 발생한다. 예를

들어 증착 공정에 해당하는 PECVD 공정에서는 플라즈마에 의해 기판에 손상과 오염이 발생한다. 또한 점차 침투율이 높아지고 있는 ALD 증착 공정은 반응성이 높은 기체를 주입하고 그 부산물을 제거하는 과정을 반복하기 때문에 오염이 많이 발생하게 된다.

세정 산업도
전방과 동반 성장!

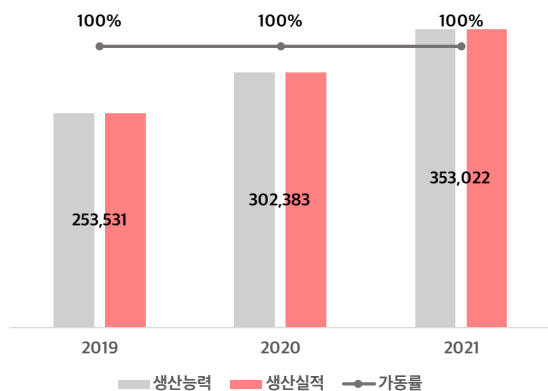
결국 수율 유지 및 개선을 위해서는 반드시 세정을 거쳐야 하는데, 효율이 생명인 Fab 내부에 자체 설비를 마련할 수는 없다. 이에 삼성전자를 포함한 거의 대부분의 반도체 제조업체들이 장비의 소모성 부품 세정 공정을 외주를 통해 해결하고 있다. 세정 산업이 반도체 산업과 동반 성장할 수밖에 없다는 것이다.

4.2. 마침내 한다, 증설!

3년째 풀가동 중

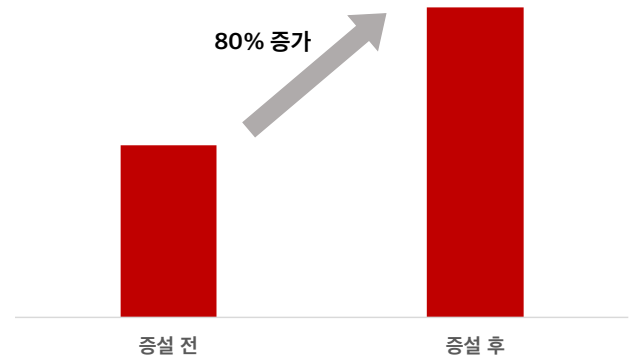
동사의 세정/코팅 부문은 지난 3년간 가동률 100%를 유지했다. 이 부문은 설비 당 일정한 수의 제품을 생산하는 것이 아니라 정해진 공정을 거쳐 세정을 완료하는 것이므로, 다시 말해 365일 설비가 가동되고 있었다는 의미이다. 세정 이후 코팅을 함께 요구하는 수요가 증가하며 부문 매출이 어느 정도 상승하고는 있었으나, 유의미한 매출 증분을 기대하기 위해서는 증설이 반드시 필요했다.

그림 4-3. 동사 세정/코팅 부문 생산 능력 및 실적 (개, %)



출처: 동사 사업보고서, SMIC 1팀

그림 4-4. 증설 이후 동사의 Capa 증가



출처: 동사 IR, SMIC 1팀

마침내 증설!

그러던 중 동사는 지난 4월 14일 마침내 증설을 공시했다. 동사에 따르면 이번 증설로 세정/코팅 부문 Capa가 기존의 1.8배로 증가한다. 공시에 따르면 증설의 목적은 '세정/코팅 고객 수요 증대에 대응하기 위해 생산능력을 확충하기 위함'이다. 이 신공장은 삼성전자 평택 공장과 SK하이닉스 이천 공장과의 접근성을 고려해 본사와 가까운 안성 부지에 자리할 예정이다.

범삼성가로부터
증설 자금 조달

증설에 필요한 돈은 범삼성가에 해당하는 한솔그룹 한솔테크닉스의 주머니에서 나왔다. 1월 14일 3자 배정 유상증자에 참여하여, 34.47%의 지분 취득과 함께 최대주주로 등극한 것이다. 이 유상 증자를 통해 조달한 자금이 이번 세정/코팅 설비 증설에 투입되었다.

4.3. 증설 물량이 제대로 소화될까?

삼성전자가 증설
물량을 소화할 것!

증설이 반드시 실적 성장을 담보하는 것은 아니다. 증설 이후 Capa 증가분이 제대로 소화되

지 않는다면 감가상각비만 증가시키는 자충수가 될 수도 있다. 하지만 동사는 다르다. 세정/코팅 부문 매출의 95% 이상을 차지하고 있는 삼성전자가 이번에도 든든한 수요처가 되어 줄 것이다.

(1) 최대 고객사의 신공장 설립 : 앞서 여러 번 언급했듯이 반도체 업체들의 CAPEX는 나날이 경쟁적으로 증가하고 있고, 삼성전자도 마찬가지다. 특히 2023년 하반기에 완공될 P3 공장은 EUV 공정을 적용한 10nm D램과 176단 이상 7세대 V낸드, 3nm 초미세 공정 파운드리 등 최신 기술이 적용된다. 해당 공장에서 동사의 매출이 될 새로운 수요가 발생할 것이다. 동사는 애초에 P3 공장의 위치를 고려해서 증설 입지를 선정하기도 했다.

(2) 안정적인 동사 점유율 : 삼성전자의 반도체 부품 세정 분야에서 동사는 약 30% 정도의 점유율을 차지하고 있다. 이미 공정의 품질에 대한 신뢰를 바탕으로 유의미한 입지를 확보하고 있다는 것이다. 새로 발생할 세정 수요 중에서도 동사의 충분한 물량 확보가 가능할 것으로 예상된다.

(3) 약간의 심증 : 증설에 필요했던 자금을 대 준 것이 누구인지도 염두에 둘 필요가 있다.

따라서 증설에 따른 동사 Capa 증분은 큰 무리 없이 점진적으로 소화될 것으로 보인다. 또한 동사는 SK하이닉스로부터 추가적인 세정 물량을 수주하기 위해 노력 중이기도 하다. 공사 완료 시점이 2023년 3월 31일로 예정되어 있는 만큼 2023년 2분기부터 관련 매출이 인식될 것을 기대해 볼 수 있겠다.

4.4. 매출 추정

동사의 정밀 세정/코팅부문 매출에 영향을 미치는 주요 변수는 1) 최대 고객사인 삼성전자의 국내 반도체 공장 CAPA 및 가동률과 2) 첨단공정의 침투율이다. CAPA와 가동률, 및 첨단공정의 침투율이 높아질수록 동사의 매출액은 성장하게 된다. 이에, CAPA와 가동률이 동시에 반영되는 지표인 '웨이퍼 생산량'과 '첨단공정의 침투율'을 고려하여 매출을 추정하였다.

삼성전자의 국내 반도체 공장이 현재 100% 가동되고 있다는 점을 고려하여 2022년 생산량은 전년과 동일하게 유지하였으며, P3 공장이 신규 가동되기 시작하는 2023년의 생산량은 P2 공장의 초기 가동 규모였던 3만 장을 추가하였다. 동사의 공장 또한 현재 100% 가동되고 있기 때문에 증설 효과가 반영되는 2023년 이후에야 추가적인 물량 소화가 가능하다.

구체적인 결과는 다음과 같다. 이에 따르면 2020년과 2021년의 매출액 성장률은 각각 10.0%, 21.1%로 추정되는데, 이는 해당 년도 실제 매출액 성장률이었던 9.7%, 25.5%와 상당히 유사하다는 점에서 추정 결과의 타당성이 확인된다.

| (단위: 천 장/월, 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 삼성전자 국내 주요 공장의 웨이퍼 생산량 | 630 | 685 | 810 | 810 | 840 |
| 삼성전자 첨단공정(12nm+1nm) 침투율 추이 | 0% | 12% | 36% | 60% | 80% |
| 첨단화 반영한 월단위 웨이퍼 생산량 보정치 | 630 | 693 | 839 | 859 | 907 |
| yoy (%) (= 매출액 성장률 추정치) | | 10.0% | 21.1% | 2.3% | 5.7% |
| 매출액 | 28,116 | 30,864 | 38,746 | 39,644 | 41,888 |

5. Potential : ASML & 아이코닉

5.1. ASML, 고객사 되나?

최근 동사는 ASML의 벤더사로 등록하고 근시일내로 경영진 미팅이 이루어질 것이라고 밝혔다. 구체적인 제품, 심지어는 납품 여부조차도 확정된 바 없으나, 본 보고서에서는 다음과 같은 이유로 ASML향으로 실제 공급 계약을 체결하게 될 개연성이 있다고 본다.

첫째로, ASML은 현재 극심한 부품 수급난을 해결하기 위해 다방면으로 부품사를 알아보고 있는 상황이다. 실제로 ASML의 22년 1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 -19%, -50% 감소하였는데, 이와 같은 매출의 YoY 감소는 부품난이 본격화된 2021년 이래로 최초이다. 그 어느때보다도 적절한 부품사를 찾아 실적을 회복하고자 하는 니즈가 강하다는 것이다.

둘째로, 동사는 이미 AMAT이라는 거대한 레퍼런스를 보유하고 있어 ASML의 제품 스펙 및 양산능력 차원의 요구사항을 충분히 충족시킬 능력이 있다. 동사는 2016년 AMAT에 첫 부품을 납품한 이래로, 2019년 반도체 업황이 급격히 꺾였던 해를 제외하고 매년 공급 물량을 늘려 왔다. 이는 동사 제품의 기술력과 신뢰도에 대한 반증이기 때문에 부품사 확보가 하루라도 급한 ASML의 입장에서는 동사를 벤더사로 고려할 만 하다.

ASML 향으로부터 향후 발생할 수 있는 매출액의 규모 또한 상당하다. ASML은 압도적인 글로벌 노광 장비 1위 업체로, 첨단공정에 반드시 투입되는 EUV를 독점 생산하고 있어 업계에서 슈퍼엘로 불리운다. ASML의 노광 장비 부품을 공급할 수만 있다면 현재 발생하고 있는 AMAT향보다 훨씬 큰 규모의 매출을 충분히 달성하고도 남는다.

아직까지 구체적으로 정해진 바는 없지만, 향후 ASML과의 협의 진척 과정에 주의를 기울일 필요가 있다.

5.2. 신소재 아이코닉, 또 다른 기회!

작년 12월, 동사는 신규로 개발한 퀴츠 대체 소재인 '아이코닉'에 대한 글로벌 장비 3사 중 한 곳의 1차 테스트를 완료하였으며 올해 상반기까지 최종테스트 결과가 발표될 예정이라고 밝혔다.

동사가 신규 진출하고자 하는 퀴츠 대체 시장은 전 세계 1.2조 원, 국내 5천억 원 규모로, 동사가 글로벌 점유율의 1%만 차지하더라도 8%의 매출 신장이 가능하다. 글로벌 장비사 향으로 양산에 성공한다면 해당 레퍼런스를 기반으로 빠르게 점유율을 확대해 나갈 수 있을 것으로 기대된다. 동사는 테스트 작업이 완료되는 시점에 국내 전체 시장의 20% 이상을 차지할 수 있으리라 예상하며 높은 자신감을 드러내기도 하였다.

아이코닉의 제품 경쟁력 또한 상당하다. 동사가 한국세라믹기술원과 3년 간의 연구를 통해

개발한 아이코닉은 식각 공정 장비의 소모품인 포커스링의 소재로 사용될 수 있다. 이는 규산(SiO_2)을 원료로 한 기존의 소재보다 내구성이 높기 때문에 대체하여 사용할 경우 포커스링의 교체 주기는 4배 정도 늘어나게 된다. 자연히 장비 업체들은 원가 절감은 물론, 교체 과정에서 발생하는 생산 중단 문제 또한 완화할 수 있기 때문에 적합성 및 안전성에만 문제가 없다면 동사의 소재를 채택할 유인이 충분하다.

6. 매출 추정

최종적인 매출은 다음과 같다.

| 매출 추정 | | | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|
| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 1Q22E | 2Q22E | 2022E | 2023E |
| 매출액 | 122,297 | 146,325 | 163,773 | 40,496 | 48,540 | 184,699 | 211,913 |
| yoy(%) | | 19.6% | 11.9% | | | 12.8% | 14.7% |
| 정밀가공부문 | 94,182 | 115,462 | 125,027 | 31,352 | 38,508 | 145,055 | 170,025 |
| 반도체 | 49,343 | 90,872 | 88,726 | 21,142 | 32,599 | 111,783 | 136,274 |
| 디스플레이 | 33,275 | 10,420 | 15,141 | 5,882 | 4,587 | 15,607 | 16,087 |
| 기타 | 11,564 | 14,170 | 21,160 | 4,328 | 1,322 | 17,665 | 17,665 |
| 정밀세정코팅부문 | 28,116 | 30,864 | 38,746 | 9,144 | 10,032 | 39,644 | 41,888 |

다음은 사업부문 별 매출추정이다. 정밀가공 반도체부문 및 정밀세정/코팅부문의 경우 앞서 투자포인트에서 추정하였으므로 생략한다. 남은 사업 부문인 정밀가공디스플레이와 정밀가공 기타 부문의 매출 추정 내역은 아래와 같다.

6.1. 정밀가공 디스플레이부문 매출 추정

동사는 2020년 이익률이 낮은 정밀가공디스플레이 사업 규모를 축소하여 수익성 개선을 이루었다. 이에 2020년 매출액은 전년 대비 급감하고 일시적인 변동성으로 2021년에 일부 회복하였다. 매출은 최대 고객사인 LG디스플레이의 출하면적 추이를 반영하여 추정하였다. 추정된 매출액은 다음과 같다.

| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 33,275 | 10,420 | 15,141 | 15,607 | 16,087 |
| LG 디스플레이 출하 면적 (천 m ²) | | 30,474 | 35,054 | 36,132 | 37,243 |
| yoy(%) | | | 15.0% | 3.1% | 3.1% |

6.2. 정밀가공 기타부문 매출 추정

동 사업부문이 취급하는 부품의 경우 종류가 천 가지가 넘을 정도로 다양하며 매출 비중이 미미한 수많은 고객사에 납품된다. 이로 인해 매년 매출액은 등락을 반복하고 있으며, 동사 IR 또한 이와 같은 변동성을 인정하였다. 따라서 합리적인 매출 추정이 어렵다고 판단하여 최근 2개년 매출액의 average 값으로 추정하였다.

| (단위: 백만 원) | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 26,819 | 37,647 | 11,564 | 14,170 | 21,160 | 17,665 | 17,665 |

7. Valuation: PER Method

7.1. Valuation Method 선정 논리

본 보고서는 동사의 기업가치 및 목표주가 산출을 위해 PER Method를 사용했다. 앞선 보고서 논리에 의거, 동사 실적은 반도체 기업들의 유례없는 CAPEX 투자 사이클과 맞물리게 될 것이다. 이에 따른 폭발적인 이익의 성장을 가장 잘 반영하는 PER Method가 적절하다고 판단하였다.

7.2. 매출원가

사용된 원/부재료와 소모품비, 종업원급여는 매출에 연동 및 원재료 가격 상승을 반영하여 추정하였다. 감가상각비는 유형자산 취득가액에 평균상각률을 적용해주었다. 외주가공비는 2019년 이후 디스플레이 매출 추정치와 연동하였다. 그 외 합리적 추정이 어려운 계정과목은 average flat 처리하였다.

7.2.1. 매출원가 추정 - 정밀가공 부문

| 매출원가 추정 - 정밀가공 | | | | | | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22E | 2022E | 2023E |
| 매출원가 - 정밀가공 | 77,762 | 97,086 | 82,547 | 20,267 | 20,349 | 21,715 | 20,172 | 21,651 | 23,683 | 92,416 | 101,015 |
| 재고자산의 변동 | 1,328 | 17,318 | 1,798 | (5,427) | 7,278 | 795 | (969) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사용된 원/부재료 | 16,139 | 18,514 | 19,219 | 3,260 | 5,500 | 4,785 | 5,598 | 4,972 | 6,107 | 23,005 | 26,966 |
| 소모품비 | 5,208 | 7,029 | 6,558 | 1,591 | 1,503 | 1,630 | 1,824 | 1,727 | 2,122 | 7,992 | 9,368 |
| 종업원급여 | 13,512 | 15,698 | 18,747 | 4,447 | 5,196 | 4,907 | 4,197 | 3,472 | 4,265 | 16,064 | 18,829 |
| 감가상각비 | 7,162 | 6,196 | 6,532 | 1,454 | 1,451 | 1,507 | 2,103 | 1,756 | 1,756 | 6,754 | 6,813 |
| 지급수수료 | 2,501 | 3,169 | 2,135 | 646 | 498 | 454 | 541 | 648 | 648 | 2,594 | 2,629 |
| 외주가공비 | 26,102 | 16,699 | 21,626 | 4,515 | 5,338 | 6,110 | 5,610 | 5,568 | 5,568 | 22,271 | 22,271 |
| 기타 | 5,811 | 12,463 | 5,931 | 9,781 | (6,415) | 1,527 | 1,267 | 3,508 | 3,218 | 13,736 | 14,140 |

7.2.2. 매출원가 추정 - 정밀세정 부문

| 매출원가 추정 - 정밀세정 | | | | | | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22E | 2022E | 2023E |
| 매출원가 - 정밀세정 | 20,210 | 22,993 | 25,099 | 5,278 | 6,030 | 6,971 | 6,864 | 5,766 | 6,307 | 24,612 | 26,902 |
| 재고자산의 변동 | 345 | 4,101 | 547 | (1,414) | 2,157 | 255 | (330) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사용된 원/부재료 | 4,195 | 4,385 | 5,844 | 849 | 1,630 | 1,536 | 1,905 | 1,450 | 1,591 | 6,287 | 6,643 |
| 소모품비 | 1,354 | 1,665 | 1,994 | 414 | 445 | 523 | 621 | 504 | 553 | 2,184 | 2,308 |
| 종업원급여 | 3,598 | 4,181 | 4,993 | 1,184 | 1,384 | 1,307 | 1,118 | 925 | 1,442 | 5,721 | 6,389 |
| 감가상각비 | 2,203 | 2,153 | 2,110 | 510 | 514 | 525 | 554 | 599 | 599 | 2,296 | 3,112 |
| 지급수수료 | 650 | 750 | 649 | 168 | 147 | 146 | 184 | 173 | 173 | 691 | 700 |
| 외주가공비 | 6,784 | 3,955 | 6,576 | 1,176 | 1,582 | 1,961 | 1,909 | 1,483 | 1,483 | 5,931 | 5,931 |
| 기타 | 1,082 | 1,803 | 2,387 | 2,390 | (1,829) | 717 | 903 | 633 | 467 | 1,502 | 1,819 |

7.3. 판매비와관리비

종업원급여는 임금상승률 및 인원 총원에 따른 급여지출 증가를 고려하여 추정하였다. 무형자산상각비는 신규 취득이 없다는 가정 하, 내용연수에 기반하여 추정하였다. 지급수수료, 경상연구개발비, 대손상각비 등은 합리적 추정이 어려워 average flat 처리하였다.

7.3.1. 판매비와관리비 추정 - 정밀가공 부문

| 판매비와관리비 추정 - 정밀가공 | | | | | | | | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22E | 2022E | 2023E |
| 판매비와관리비 - 정밀가공 | 21,004 | 13,522 | 15,012 | 4,377 | 4,286 | 3,330 | 3,063 | 3,486 | 3,673 | 14,104 | 14,679 |
| 소모품비 | 422 | 453 | 125 | 117 | (69) | 48 | 31 | 83 | 83 | 330 | 300 |
| 종업원급여 | 8,000 | 6,065 | 6,267 | 1,601 | 1,778 | 1,542 | 1,345 | 1,685 | 1,871 | 6,594 | 6,938 |
| 감가상각비 | 1,655 | 1,048 | 742 | 214 | 202 | 178 | 127 | 111 | 111 | 733 | 674 |
| 무형자산상각비 | 228 | 137 | 95 | 40 | 10 | 23 | 22 | 31 | 31 | 123 | 25 |
| 지급수수료 | 5,314 | 2,922 | 3,107 | 674 | 838 | 619 | 968 | 757 | 757 | 3,027 | 3,113 |
| 복리후생비 | 2,422 | 920 | 782 | 238 | 213 | 147 | 186 | 201 | 201 | 805 | 805 |
| 경상연구개발비 | 859 | 499 | 281 | 97 | 118 | 152 | (82) | 97 | 97 | 388 | 339 |
| 대손상각비 | (833) | (727) | 1,944 | 984 | 720 | 175 | 96 | 39 | 39 | 154 | 482 |
| 기타 | 2,937 | 2,204 | 1,671 | 412 | 475 | 444 | 371 | 483 | 483 | 1,950 | 2,003 |

7.3.2. 판매비와관리비 추정 - 정밀세정 부문

| 판매비와관리비 추정 - 정밀세정 | | | | | | | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22E | 2022E | 2023E |
| 판매비와관리비 - 정밀세정 | 5,459 | 3,202 | 4,564 | 1,140 | 1,270 | 1,069 | 1,042 | 928 | 978 | 3,756 | 3,909 |
| 소모품비 | 110 | 107 | 38 | 31 | (21) | 15 | 11 | 22 | 22 | 88 | 80 |
| 종업원급여 | 2,131 | 1,615 | 1,669 | 426 | 474 | 411 | 358 | 449 | 498 | 1,756 | 1,848 |
| 감가상각비 | 509 | 364 | 240 | 75 | 72 | 62 | 33 | 38 | 38 | 249 | 308 |
| 무형자산상각비 | 59 | 32 | 29 | 11 | 3 | 8 | 7 | 8 | 8 | 33 | 7 |
| 지급수수료 | 1,381 | 692 | 945 | 176 | 248 | 199 | 329 | 202 | 202 | 806 | 829 |
| 복리후생비 | 629 | 218 | 238 | 62 | 63 | 47 | 63 | 54 | 54 | 214 | 214 |
| 경상연구개발비 | 223 | 118 | 85 | 25 | 35 | 49 | (28) | 26 | 26 | 103 | 90 |
| 대손상각비 | (217) | (172) | 591 | 256 | 213 | 56 | 33 | 10 | 10 | 41 | 128 |
| 기타 | 633 | 227 | 731 | 79 | 182 | 222 | 235 | 120 | 120 | 465 | 405 |

7.4. 영업외손익

투자부동산 임대수익은 flat, 기타 잡이익 및 잡손실, 대손상각비는 3y average flat 처리하였다. 외환손익, 금융자산 평가손익, 처분손익 등은 합리적 추정이 어려워 0 flat 처리하였다.

금융손익은 예금 및 현금성자산에서 발생하는 이자수익과 사채 및 차입금 등에서 발생하는 이자비용으로 구성된다. 과거 3년 평균 이자율을 금리인상분을 고려하여 할증 적용해주었고, 추가 차입 및 상환은 없다고 가정하였다.

| 영업외손익 추정 | | | | | | | | | | | |
|------------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22E | 2022E | 2023E |
| 기타손익 | (4,361) | (6,256) | 2,212 | 842 | 908 | (605) | 1,067 | 881 | 881 | 3,526 | 3,452 |
| 기타이익 | 2,314 | 3,472 | 4,909 | 1,661 | 713 | 2,172 | 363 | 1,062 | 1,062 | 4,247 | 4,247 |
| 기타비용 | 6,675 | 9,728 | 2,696 | 819 | (195) | 2,776 | (704) | 180 | 180 | 721 | 794 |
| 금융손익 | (3,356) | (2,294) | (718) | (357) | (276) | (128) | 44 | (321) | (321) | (1,286) | (1,286) |
| 금융수익 | 141 | 157 | 291 | 108 | 44 | 67 | 73 | 62 | 62 | 247 | 247 |
| 금융원가 | 3,497 | 2,450 | 1,009 | 464 | 320 | 196 | 29 | 383 | 383 | 1,533 | 1,533 |

7.5. 법인세비용

| 법인세비용 추정 | | | | | | | | | | | |
|------------|---------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22E | 2022E | 2023E |
| 법인세차감전순이익 | (9,854) | 974 | 38,045 | 7,143 | 8,976 | 8,528 | 13,398 | 9,224 | 14,459 | 52,050 | 67,573 |
| 법인세비용 | (3,662) | 1,249 | 10,135 | 1,571 | 2,058 | 0 | 6,506 | 2,132 | 2,796 | 10,538 | 13,969 |
| 유효법인세율 | 37.2% | 128.3% | 26.6% | 22.0% | 22.9% | 0.0% | 48.6% | 23.1% | 20.1% | 21.2% | 21.4% |

법인세비용은 과거 유효법인세율이 영업적자 및 이연법인세 효과로 인해 유의미하지 않다고 판단하였다. 따라서 과세표준소득에 대한 적용세율 기준에 근거하여 추정하였다.

7.6. Target Multiple 선정 및 Valuation

Target Multiple 선정을 위해 Peer Fwd PER을 적용하였다. 국내 반도체 소재/부품사들은 업황에 따라 주가 흐름을 공유한다는 점에서 Multiple range를 공유하고 있기 때문이다.

(8. Appendix 참조)

| Name | P/E(Fwd.12M) |
|-----------------|--------------|
| 월덱스 | 9.63x |
| 하나머티리얼즈 | 12.94x |
| 원익QnC | 10.63x |
| 티씨케이 | 15.97x |
| 평균 | 12.29x |
| discount factor | -30.0% |
| 높은 고정비 부담 | -10.0% |
| 기술적 해자 | -10.0% |
| 전방 민감도 | -10.0% |
| Target PER | 8.60x |

Peer와 비교할 때 동사는 다음과 같은 특징을 가진다.

① 생산능력 대비 생산실적이 높지 않다. 유휴설비에서 발생하는 높은 고정비 부담이 존재한다. 현금성 지출은 아니지만 업황과 무관한 고정비성 영업비용 부담이라는 점에서 할인 요소가 존재한다.

② AMAT향 비포마켓 식각 장비에 사용되는 부품 비중이 높다. 즉, 타 Peer 대비 전방에 대한 높은 민감도로 이익의 안정성에 대한 할인 요소가 존재한다.

③ 타 Peer 대비 강한 기술적 해자를 가지고 있는가에 대한 의문이 존재한다. 다만 이는 최근에서야 대두된 것이 아니므로 이것으로 인한 Multiple 할인은 제한적일 것으로 판단하였다.

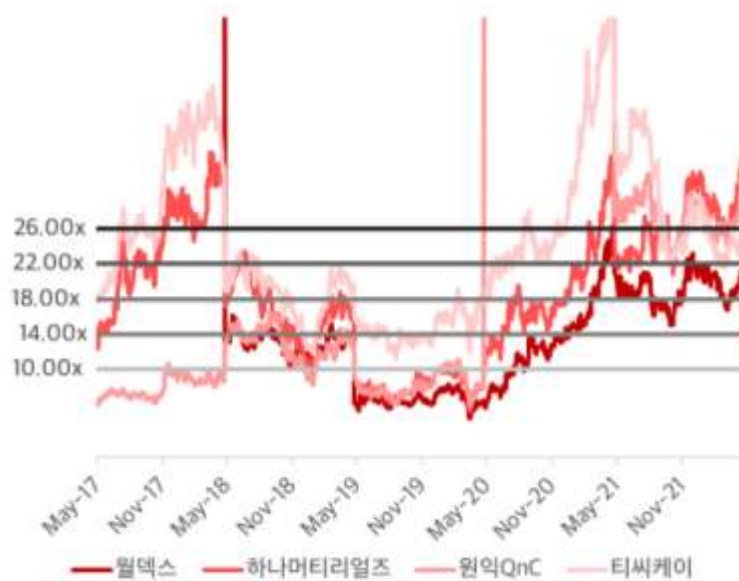
따라서, Peer Group의 12M Fwd PER Multiple의 평균인 12.29x를 30% 할인한 8.60x를 Target Multiple로 선정하였다.

| Valuation - PER Method (2023E) | |
|--------------------------------|---------------|
| 2023E 당기순이익 | 53,604 |
| 유통가능주식수 (단위: 주) | 27,989,510 |
| 2023E EPS (단위: 원) | 1,915 |
| Target PER | 8.60x |
| 목표주가 (단위: 원) | 16,450 |
| 현재주가 (단위: 원) | 9,650 |
| 상승여력 | 70.5% |

지금까지의 논의를 종합해 목표주가 17,700원, 현재주가 9,650원 대비 상승여력 70.5%로
투자의견 Buy를 제시한다.

8. Appendix

8.1. Peer Group Trailing PER Band



8.2. 추정 손익계산서

| 추정 손익계산서 (단위: 백만 원) | 2019 | 2020 | 2021 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21 | 1Q22 | 2Q22E | 2022E | 2023E |
|------------------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 122,297 | 146,325 | 163,773 | 37,719 | 40,279 | 42,346 | 43,429 | 40,496 | 48,540 | 184,699 | 211,913 |
| YoY(%) | - | 19.6% | 11.9% | | | | | 7.4% | 20.5% | 12.8% | 14.7% |
| 매출원가 | 97,972 | 120,078 | 107,645 | 25,546 | 26,378 | 28,686 | 27,036 | 27,417 | 29,990 | 117,028 | 127,918 |
| 매출원가율(%) | 80.1% | 82.1% | 65.7% | 67.7% | 65.5% | 67.7% | 62.3% | 67.7% | 61.8% | 63.4% | 60.4% |
| 매출총이익 | 24,325 | 26,247 | 56,127 | 12,174 | 13,901 | 13,660 | 16,393 | 13,079 | 18,550 | 67,670 | 83,995 |
| GPM(%) | 19.9% | 17.9% | 34.3% | 32.3% | 34.5% | 32.3% | 37.7% | 32.3% | 38.2% | 36.6% | 39.6% |
| 판매비와관리비 | 26,463 | 16,724 | 19,576 | 5,516 | 5,556 | 4,398 | 4,105 | 4,415 | 4,651 | 17,860 | 18,589 |
| 영업이익 | (2,137) | 9,523 | 36,551 | 6,657 | 8,345 | 9,261 | 12,287 | 8,664 | 13,899 | 49,810 | 65,407 |
| OPM(%) | -1.7% | 6.5% | 22.3% | 17.6% | 20.7% | 21.9% | 28.3% | 21.4% | 28.6% | 27.0% | 30.9% |
| 기타손익 | (4,361) | (6,256) | 2,212 | 842 | 908 | (605) | 1,067 | 881 | 881 | 3,526 | 3,452 |
| 금융손익 | (3,356) | (2,294) | (718) | (357) | (276) | (128) | 44 | (321) | (321) | (1,286) | (1,286) |
| 법인세비용차감전순이익 | (9,854) | 974 | 38,045 | 7,143 | 8,976 | 8,528 | 13,398 | 9,224 | 14,459 | 52,050 | 67,573 |
| 법인세비용 | (3,662) | 1,249 | 10,135 | 1,571 | 2,058 | 0 | 6,506 | 2,132 | 2,796 | 10,538 | 13,969 |
| 당기순이익 | (6,192) | (276) | 27,910 | 5,571 | 6,918 | 8,528 | 6,893 | 7,092 | 11,663 | 41,512 | 53,604 |
| NPM(%) | -5.1% | -0.2% | 17.0% | 14.8% | 17.2% | 20.1% | 15.9% | 17.5% | 24.0% | 22.5% | 25.3% |

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.