

주성엔지니어링 (036930/KQ)

실적으로 우려를 불식

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 43,000 원(신규편입)

현재주가: 28,100 원

상승여력: 53.0%



Analyst
이동주

natelee@sks.co.kr
3773-9026

Company Data

발행주식수 4,727 만주

시가총액 1,328 십억원

주요주주

황철주(외8) 29.58%

최규욱(외1) 10.10%

Stock Data

주가(24/08/23) 28,100 원

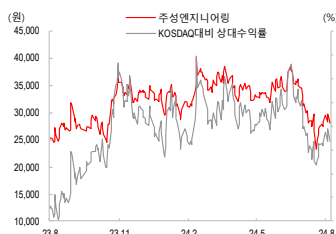
KOSDAQ 773.26 pt

52주 최고가 40,000 원

52주 최저가 23,200 원

60일 평균 거래대금 31 십억원

주가 및 상대수익률



기업 개요

동사는 반도체/디스플레이/태양광 박막 형성에 사용되는 증착 장비 제조 업체로 ALD 기술 기반으로 성장해왔다. 특히 DRAM Cap 공정 영역에서 국내 및 중국 고객사의 의존도가 높다. 참고로 지난해 중국 지역 매출 비중은 68%, 중국 업체향 비중은 50% 내외로 추정되는데 중국향 수주 동향은 올해도 견조하다. 2025년에는 국내 신규 투자 확대와 더불어 비메모리향 ALD 제품 확장이 기대된다.

국내 메모리 투자 사이클 그리고 중국 비즈니스는 여전히 견고

올해 하반기부터 전방 투자의 기조 변화가 점차 생겨나는 것으로 파악된다. 특히 DRAM의 경우 HBM 향 CAPA 할당이 늘어나고 있는데 신규 투자가 부재했기에 범용 DRAM의 공급 부족 우려가 생겨나고 있다. 2025년 삼성전자와 SK 하이닉스의 HBM CAPA 증분이 각각 80K, 50K 임을 고려하면 최소 증설 요구량으로 이보다 클 것으로 보인다. 국내 주요 고객사 수주 동향은 1H24를 기점으로 회복, 하반기부터 매출 인식 본격화, 연말로 가면서 내년 신규 팹향 수주 동향도 확인될 것으로 전망한다. 2025년 국내 고객 매출은 YoY +1,000억원 가까이 늘어날 것으로 추정한다. 중국에 대한 미국 제재 강화로 중국 비즈니스에 대한 우려의 시각도 존재한다. 하지만 아직까지 수출 제재에 해당하는 DRAM 선단 공정에 대한 정리가 모호하여 사업 영역에 큰 영향이 없고 오히려 제재를 의식한 단기 수주 동향은 예상보다 우호적이다. 선제적으로는 경계할 부분이나 펀더멘탈적으로는 하반기도 여전히 견조하다. 현재 중국 주요 고객의 투자 계획은 2025년에서도 올해와 비슷한 규모로 추정된다.

비메모리 확장에 따른 rerating 기대

비메모리 TGV 증착 장비의 북미 고객사향 파일럿 라인 공급이 내년 초로 기대된다. 파일럿 라인인긴 하나 비메모리로의 확장은 High-end로 진입을 의미하기에 multiple 관점에서의 의미도 크다. 목표주가 산정은 ALD Peer multiple 대비 20% 할인하여 도출했다. 투자의견 매수, 목표주가 4.3 만원을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	377	438	285	404	503	610
영업이익	십억원	103	124	29	113	138	165
순이익(지배주주)	십억원	146	106	34	96	113	137
EPS	원	3,016	2,200	705	2,035	2,387	2,902
PER	배	7.0	4.8	48.5	13.8	11.8	9.7
PBR	배	2.7	1.0	3.1	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	8.4	3.1	32.8	9.0	7.0	5.5
ROE	%	48.7	24.9	6.8	17.1	17.0	17.4

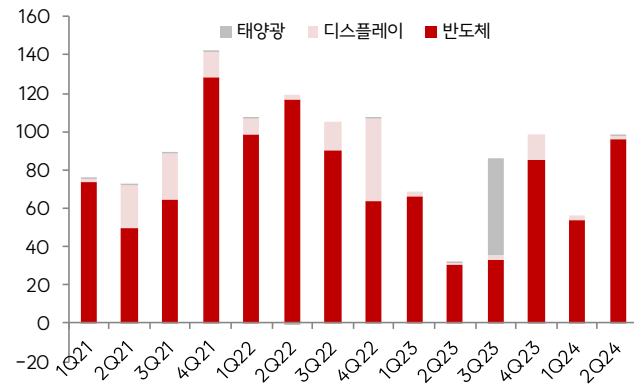
1. 실적 전망

반도체 매출은 2023년 2,148억원에서 2024년 3,917억원으로 크게 증가할 전망이다. 2023년 국내 고객사의 신규 투자는 부재, 전환 투자 위주로 전개되면서 매출액이 -35%로 급감했다. 반면 중국의 경우 수출 제재를 의식한 레거시향 수주가 상대적으로 견조하며 선방한 모습을 보였다. 2024년 상반기까지 비슷한 실적 흐름이 이어졌으나 수주 흐름은 조금 달라졌다. M16 신규 투자, M14 및 우시 Fab 전환 투자로 수주 회복세가 나타나면서 하반기부터 본격적인 실적 반등은 가능할 것으로 예상된다. 중국 지역에 편중되어 있던 매출도 하반기부터 해소될 것으로 보이며 2025년에는 M15X를 기반으로 국내 고객사향 매출 비중이 우위를 점할 것으로 예상된다. 또한 비메모리향 제품 확대에 대한 성과도 내년부터 가시적이다. 북미 고객사향 TGV 증착 장비와 대만 파운드리 고객사향 TSV 증착 장비 공급이 내년 초로 기대되는데, 파일럿 라인으로 실적적인 의미보다는 비메모리 확장에 따른 multiple rerating이 가능할 것으로 보인다.

주성엔지니어링 실적 추정												
(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2022	2023	2024E	2025E
매출액	69	32	86	98	57	97	132	118	438	285	404	503
QoQ	-36%	-54%	172%	14%	-42%	72%	36%	-10%				
YoY	-36%	-73%	-18%	-8%	-18%	207%	53%	20%	16%	-35%	42%	25%
반도체	66	30	33	85	54	96	128	114	369	215	392	466
디스플레이	3	1	3	13	3	2	4	4	69	20	12	17
태양광	0	0	50	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	12	(9)	6	20	7	36	41	29	124	29	113	138
QoQ	-59%	적전	목전	222%	-65%	413%	14%	-30%				
YoY	-62%	적전	-80%	-29%	-39%	목전	566%	44%	21%	-77%	290%	23%
영업이익률	17%	-28%	7%	20%	12%	37%	31%	24%	28%	10%	28%	28%

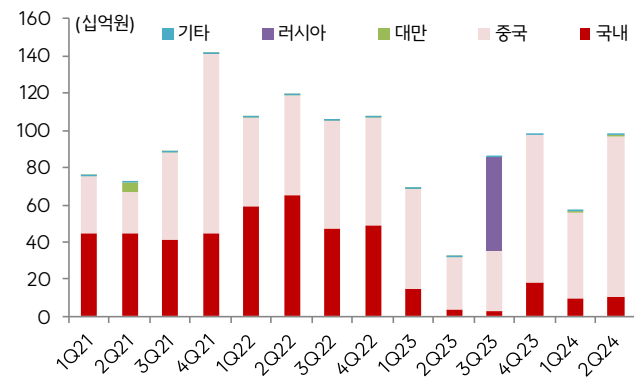
자료: 주성엔지니어링, SK 증권

사업부문별 매출 추이



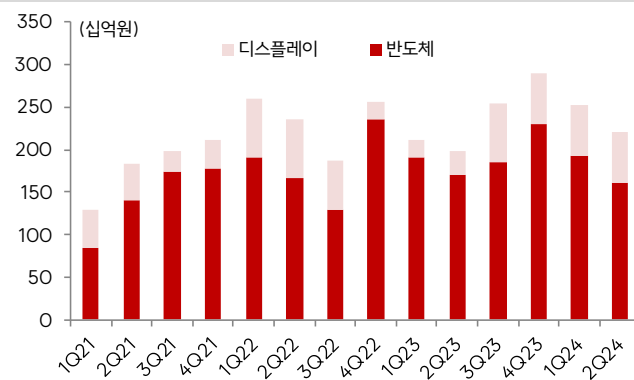
자료: 주성엔지니어링, SK 증권

지역별 매출 추이



자료: 주성엔지니어링, SK 증권

반도체/디스플레이 수주잔고



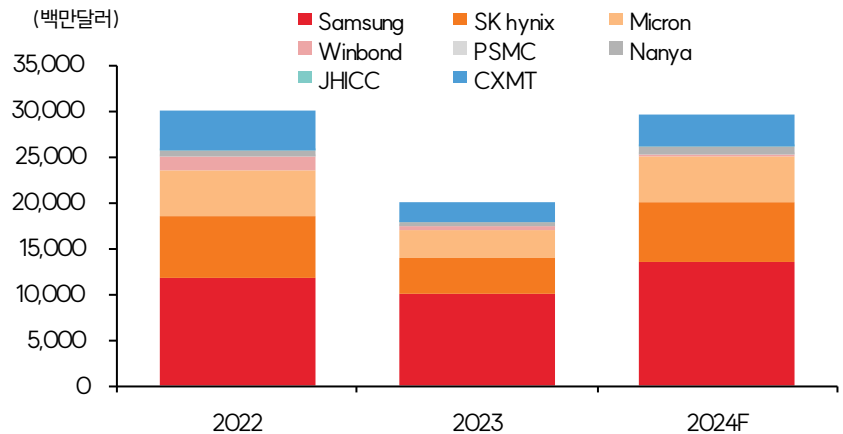
자료: 주성엔지니어링, SK 증권

2. 산업 동향

(1) 전방 투자

DRAM 은 지난해부터 1a, 1b 위주의 전환 투자 위주로 나타나고 있다. 삼성전자는 화성 15 라인과 평택 P2 & P3, SK 하이닉스는 M14 와 중국 우시 위주로 선단 공정 전환을 진행 중에 있다. 그렇다고 올해 신규 투자가 아예 부재한 것은 아니다. 2024 년 DRAM 기준 삼성전자와 SK 하이닉스가 각각 15-30K/m, 40-50K/m 그리고 2025 년은 각각 100K/m 이상, 70-80K/m 로 늘어날 것으로 예상된다. 삼성전자는 P3 & P4, SK 하이닉스는 M16 & M15X 가 2025 년 주요 설비 투자의 메인 팍이다. 특히 삼성전자의 경우 내년 HBM TSV 증설 계획이 공격적인 만큼 범용형 신규 투자에 대한 상향 여지도 열려있다. 통상 클린룸 구축에 1.5 년 이상이 소요되는데 삼성전자는 2023 년 쉘퍼스트 전략을 통해 공간적인 여유를 확보해 놓았기 때문이다. P4 도 우 최근 1층 일부 파운드리 설계 구조를 DRAM으로 변경해 내년 상반기 부터 장비 PO 사이클이 본격화될 것으로 보인다. SK 하이닉스의 경우, 상대적으로 공간적인 여유가 부족하다. 다만 최대 규모 반도체 공장인 용인 클러스터를 계획 중에 있다. 용인 클러스터는 120 조원 규모를 투자해 총 4 개의 팍을 건설할 계획이며 1기 팍은 2025 년 착공, 2027 년 준공 예정이다.

DRAM CAPEX 추이 및 전망



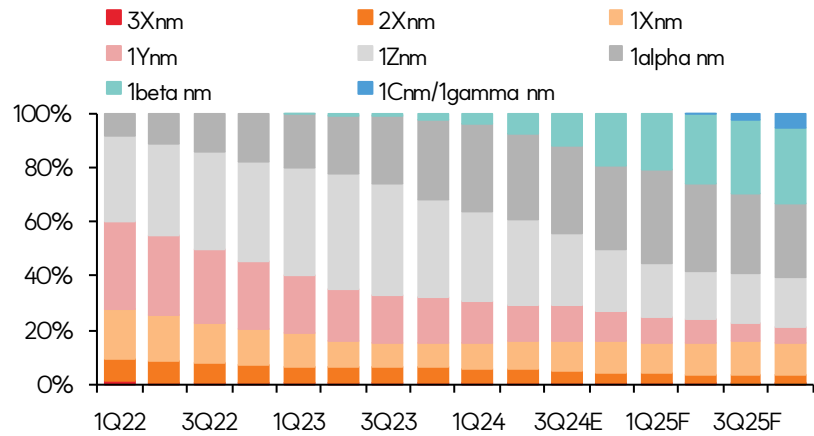
자료: Trendforce, SK 증권

DRAM/NAND/Foundry 로드맵

기업	22Y	23Y	24F	25F	26F
삼성전자	SF4 / SF3E	SF3E / SF4P	SF3 (GAA)	SF3P / SF2	SF2P
TSMC	N4	N3	N3E	N2 (GAA)	N2P
인텔	7/4nm	4/3nm	3nm / 20A	20 / 18A	18A
삼성전자 DRAM	D1a (14nm)	D1b (1.2nm)		D1C (11.2nm)	D1d
SK하이닉스 DRAM	T1a	T1b		T1c	T1d
마이크론 DRAM	1a	1b		1c	1d
삼성전자 NAND	V7 (176)	V8 (236)		V9 (286)	V10 (430)
SK하이닉스 NAND	176L	286L		321L	384L
마이크론 NAND	176L	232L		276L	380L

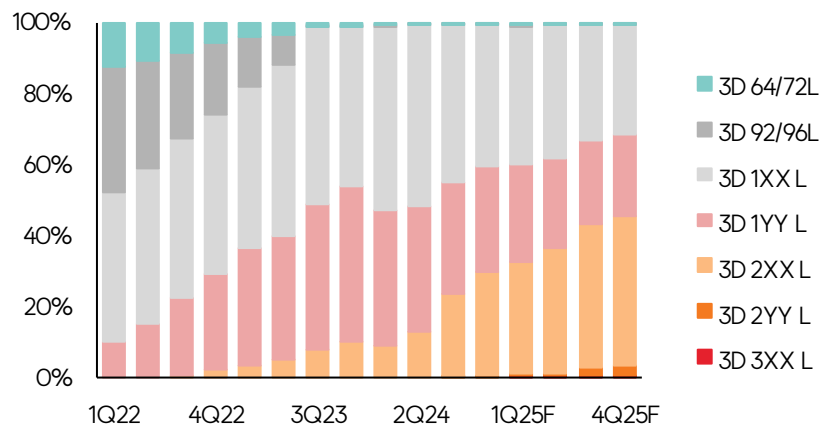
자료: Yole, SK 증권

DRAM 테크노드별 비중 추이 및 전망



자료: Trendforce, SK 증권

NAND 단수별 비중 추이 및 전망



자료: Trendforce, SK 증권

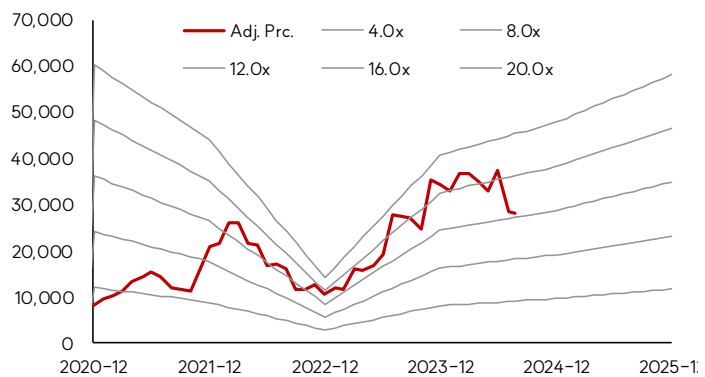
3. Valuation

목표주가 산정

구분	비고	
2025년 예상 EPS (원)	2,387	
Target PER (X)	18.0	글로벌 ALD 3사 대비 20% 할인
적정주가 (원)	42,966	
목표주가 (원)	43,000	
현재주가 (원)	28,100	
Upside Potential	53%	

자료: SK 증권

주성엔지니어링 12MFWD P/E Band



자료: 주성엔지니어링, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	290	239	347	483	590
현금및현금성자산	121	111	213	308	401
매출채권 및 기타채권	35	21	26	33	36
재고자산	99	81	98	127	138
비유동자산	543	566	581	607	653
장기금융자산	10	16	17	19	20
유형자산	283	290	299	324	370
무형자산	6	7	7	5	5
자산총계	833	805	928	1,090	1,244
유동부채	127	62	72	93	100
단기금융부채	1	1	1	1	1
매입채무 및 기타채무	37	27	33	43	47
단기충당부채	4	3	3	4	5
비유동부채	221	229	247	278	290
장기금융부채	51	50	50	50	50
장기매입채무 및 기타채무	87	93	94	94	94
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	348	291	319	371	390
지배주주지분	485	515	609	719	854
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	109	109	109	109	109
기타자본구성요소	-7	-17	-17	-17	-17
자기주식	-7	-17	-17	-17	-17
이익잉여금	311	335	429	539	674
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	485	515	609	719	854
부채외자본총계	833	805	928	1,090	1,244

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	101	1	123	145	160
당기순이익(손실)	106	34	96	113	137
비현금성항목등	56	25	35	51	55
유형자산감가상각비	16	18	17	15	14
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	38	6	17	35	40
운전자본감소(증가)	-37	-34	12	12	5
매출채권및기타채권의감소(증가)	-3	12	-2	-8	-3
재고자산의감소(증가)	-40	16	-17	-30	-11
매입채무및기타채무의증가(감소)	9	-7	3	10	4
기타	-40	-40	-41	-59	-70
법인세납부	-16	-16	-20	-28	-34
투자활동현금흐름	-48	-1	-36	-46	-65
금융자산의감소(증가)	-10	11	-0	-0	-0
유형자산의감소(증가)	-37	-13	-26	-40	-60
무형자산의감소(증가)	-1	-0	-1	0	0
기타	-0	1	-9	-6	-5
재무활동현금흐름	-48	-10	-0	-2	-2
단기금융부채의증가(감소)	-40	0	0	0	0
장기금융부채의증가(감소)	-1	-1	-0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	-2	-2
기타	-7	-9	0	0	0
현금의 증가(감소)	2	-10	102	96	93
기초현금	119	121	111	213	308
기말현금	121	111	213	308	401
FCF	64	-13	97	105	100

자료 : 주성엔지니어링, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	438	285	404	503	610
매출원가	190	135	163	227	276
매출총이익	248	150	241	276	333
매출총이익률(%)	56.5	52.7	59.6	54.9	54.7
판매비와 관리비	124	121	128	138	168
영업이익	124	29	113	138	165
영업이익률(%)	28.3	10.2	28.0	27.5	27.1
비영업손익	11	16	1	3	6
순금융손익	-3	-2	-3	-2	-2
외환관련손익	-1	-3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	0	0	0	0
세전계속사업이익	135	45	114	141	171
세전계속사업이익률(%)	30.8	15.7	28.2	28.0	28.1
계속사업법인세	29	11	18	28	34
계속사업이익	106	34	96	113	137
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	106	34	96	113	137
순이익률(%)	24.2	11.9	23.8	22.4	22.5
지배주주	106	34	96	113	137
지배주주귀속 순이익률(%)	24.2	11.9	23.8	22.4	22.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	130	49	96	113	137
지배주주	130	49	96	113	137
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	141	48	131	155	179

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	16.1	-35.0	41.9	24.5	21.1
영업이익	20.7	-76.6	290.4	22.6	19.2
세전계속사업이익	-22.5	-66.9	154.6	23.9	21.6
EBITDA	19.7	-65.7	170.2	18.0	16.1
EPS	-27.0	-68.0	188.7	17.3	21.6
수익성 (%)					
ROA	13.7	4.2	11.1	11.2	11.8
ROE	24.9	6.8	17.1	17.0	17.4
EBITDA마진	32.2	17.0	32.4	30.7	29.4
안정성 (%)					
유동비율	228.1	388.4	479.6	521.3	589.3
부채비율	71.9	56.4	52.5	51.6	45.7
순차입금/자기자본	-16.5	-11.6	-26.7	-35.8	-41.0
EBITDA/이자비용(배)	40.1	13.1	35.5	41.8	48.2
배당성향	8.7	7.0	2.5	2.1	1.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,200	705	2,035	2,387	2,902
BPS	10,199	11,017	13,229	15,566	18,418
CFPS	2,559	1,109	2,415	2,727	3,207
주당 현금배당금	193	50	50	50	50
Valuation지표 (배)					
PER	4.8	48.5	13.8	11.8	9.7
PBR	1.0	3.1	2.1	1.8	1.5
PCR	4.1	30.8	11.6	10.3	8.8
EV/EBITDA	3.1	32.8	9.0	7.0	5.5
배당수익률	1.8	0.1	0.2	0.2	0.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.08.27	매수	43,000원	6개월		
2023.12.15	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(이동주)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 08월 27일 기준)

매수	97.44%	중립	2.56%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------