

반도체장비

Aug 19, 2014

반도체 장비, 지금이 기회

Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
제우스	Buy	27,000원
테스	Buy	22,000원
원익IPS	Buy	16,000원

4분기부터 내년까지 다수의 대규모 반도체 투자 예상

당사는 현재를 반도체 전공정 장비주 매수 시기로 추천. 올해 4분기부터 내년까지 다수의 대규모 반도체 투자가 진행될 예정이기 때문. 올해 말에서 내년 초까지 삼성전자의 ①중국 시안 3D NAND 2차, ②국내 화성 17라인 DRAM, ③15nm급 2D NAND 투자가 집중될 전망이고, 내년 중 ④SK하이닉스의 국내 이천 M14 DRAM 장비 이전, ⑤삼성전자의 14nm FinFET 관련 비메모리, ⑥SK하이닉스의 3D NAND, ⑦삼성전자 중국 시안 3D NAND 3차 등의 투자도 진행될 것으로 예상.

반도체 투자 모멘텀을 앞둔 현재가 매수 기회

반도체 투자 모멘텀을 앞둔 현재를 반도체 장비주 매수 시기로 추천. 수주 산업 특성상 수주 확정시 실적의 가시성이 매우 높기 때문에, 올해 말부터 반도체 투자가 진행되면서 반도체 장비업체들의 주가는 내년 실적에 대한 전망치를 빠르게 반영할 전망.

Top Picks로 제우스와 테스를, 관심종목으로 원익IPS를 추천

당사는 반도체 장비주 Top Picks로 제우스와 테스를, 관심 종목으로 원익IPS를 추천. Top Picks 선정 기준은 ①3D NAND 특화 여부, ②밸류에이션 매력, ③14년 실적 컨센서스 달성 가시성 등. 반도체 장비업체들의 2분기 실적에서 확인해야 할 점은 상반기 실적과 연간 실적 컨센서스와의 괴리 여부(시장 눈높이 달성 가능성).

국내 반도체 투자 스케줄 (교보 전망)

업체	공장	내용	2013		2014		2015							
			3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
삼성전자	중국 시안	3D NAND 1차												
SK하이닉스	M11, M12	NAND 16nm 전환												
삼성전자	중국 시안	3D NAND 2차												
삼성전자	17라인	DRAM 보완												
삼성전자	12라인, 16라인	NAND 15nm 전환												
SK하이닉스	M14	M10 → M14 DRAM 이전												
삼성전자	S1, S2	비메모리 FinFET 관련												
SK하이닉스	M12	3D NAND												
삼성전자	중국 시안	3D NAND 3차												

자료: 교보증권 리서치센터



반도체 수석연구원 최도연
3771-9707, doyeon@iprovest.com

CON- TENTS

- 3 **1. 반도체 장비주 매수 적기**
1-1. 4분기부터 내년까지 다수의 반도체 투자 집중 예상
1-2. 반도체 산업 흐름 변화는 장비업체에게 긍정적
- 6 **2. Top Picks 선정 방법**
2-1. 3D NAND 특화주가 해당
2-2. 실적 리스크도 고려
- 9 **3. 향후 반도체 투자건은?**
3-1. 삼성전자 중국 시안 3D NAND 2차 투자
3-2. 삼성전자 17라인 DRAM 투자
3-3. 삼성전자 15nm 급 Planar NAND 투자
3-4. SK 하이닉스 M14 DRAM 이전 투자
3-5. 삼성전자 비메모리 FinFET 관련 투자
3-6. SK 하이닉스 3D NAND 투자
- 16 **기업분석**
제우스 079370 / Buy / TP 27,000 원
테스 095610 / Buy / TP 22,000 원
원익 IPS 030530 / Buy / TP 16,000 원



1. 반도체 장비주 매수 적기

1-1.4분기부터 내년까지 다수의 반도체 투자 집중 예상

최근 반도체 장비업체들 주가 정체 중

작년 4분기부터 올해 초까지 삼성전자의 중국 시안 3D NAND 투자, 올해 상반기 SK하이닉스의 16nm Planar NAND 투자가 진행되며 반도체 장비 업체들의 주가 흐름은 매우 양호했다. 13년 초부터 올해 4월까지 16개월 동안 반도체 장비업체들의 주가는 평균적으로 100% 이상 상승했다. 그러나 올해 4월 이후에는 수주 공백기에 진입하면서 관련 장비 업체들의 주가도 소강 상태이다.

[도표 1] 작년부터 국내 반도체 장비업체들 주가 큰 폭 상승. 그러나 최근 주가 소강 상태



자료: 교보증권 리서치센터

반도체 장비주들에 다시 관심을

당사는 현재를 반도체 전공정 장비주들에 대한 관심을 다시 가질 시기로 추천한다. 올해 4분기부터 내년까지 다수의 대규모 반도체 투자가 진행될 예정이기 때문이다. 올해 말에서 내년 초에 ①삼성전자의 중국 시안 3D NAND 2차 투자, ②국내 화성 17라인 DRAM 투자, ③ 15nm급 2D Planar NAND 투자가 예상되며, ④내년 상반기 SK하이닉스의 국내 이천 M14 DRAM 장비 이전 관련 투자가 예상된다. 또한, ⑤삼성전자의 14nm FinFET 관련 비메모리 투자와 ⑥SK하이닉스의 3D NAND 투자, ⑦삼성전자 중국 시안 3D NAND 3차 투자도 내년 안에 집행될 가능성 높다. (도표 참조)

[도표 2] 국내 반도체 장비 투자 스케줄 (교보 전망)

업체	공장	내용	2013		2014				2015			
			3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
삼성전자	중국 시안	3D NAND 1 차										
SK 하이닉스	M11, M12	NAND 16nm 전환										
삼성전자	중국 시안	3D NAND 2 차										
삼성전자	17 라인	DRAM 보완										
삼성전자	12 라인, 16 라인	NAND 15nm 전환										
SK 하이닉스	M14	M10 → M14 DRAM 이전										
삼성전자	S1, S2	비메모리 FinFET 관련										
SK 하이닉스	M12	3D NAND										
삼성전자	중국 시안	3D NAND 3 차										

자료: 교보증권 리서치센터

반도체 장비주들 주가는 내년 실적 예상치를 빠르게 반영할 전망

반도체 장비업체들의 주가가 투자가 집행되는 시기에 반응하는 경향이 뚜렷하기 때문에, 현재는 반도체 장비주를 매수하기 좋은 시기로 판단된다. 수주 산업 특성상 수주 확정시 실적의 가시성이 매우 높기 때문에, 올해 말부터 반도체 투자가 진행되면서 반도체 장비업체들의 주가는 내년 실적에 대한 전망치를 빠르게 반영할 것으로 전망한다. 당사는 반도체 장비주 Top Picks로 제우스와 테스를, 관심 종목으로 원이IPS를 추천한다.

1-2. 반도체 산업 흐름 변화는 장비업체에게 긍정적

반도체 장비주들은 과거 대비 높은 밸류에이션 가능

최근 반도체 산업은 과거와 다른 경향을 보이고 있다. DRAM은 과거의 치킨 게임에서 벗어나 수익성 방어 전략으로 변화했고, NAND는 3D NAND라는 신기술로 경쟁이 심화될 전망이다. 또한 비메모리는 공정기술의 중요도가 높아지면서 FinFET 기술 확보 여부가 파운드리 경쟁력을 결정할 전망이다. 그런데 이러한 변화는 반도체 장비 업체들에게 매우 긍정적이며, 반도체 장비 업체들은 과거 대비 높은 밸류에이션을 받을 수 있다.

큰 그림에서 반도체 장비업체들의 수주 및 실적은 반도체 생산업체들의 총 Step 수에 비례하는데, 총 Step 수는 웨이퍼 개파와 웨이퍼당 Step 수로 결정된다. 아래 표에 정리된 바와 같이 향후 DRAM, NAND, 비메모리 산업의 흐름 변화로 반도체 총 Step 수는 크게 증가할 전망이다. 특히, 3D NAND에 의한 총 Step 수가 급증할 전망이다.

[도표 3] 반도체 산업 변화에 의한 장비 업체 영향 분석

(단위: 십억원)

	DRAM	NAND		비메모리
		2D Planar NAND	3D NAND	
총 Step 수	증가 ↑	증가 ↑	증가 ↑↑↑↑	증가 ↑↑

자료: 교보증권 리서치센터

반도체 산업 변화가 장비업체들에게 긍정적인 이유

반도체 산업의 흐름 변화가 장비 업체들에게 긍정적인 이유는 크게 네 가지로 요약된다. ①먼저, 3D NAND 도입으로 인한 NAND 시장의 대폭 성장은 장비업체들의 수주가 다양해지는 기회이다. 과거 DRAM 시장 규모가 NAND보다 월등했던 시기에는 DRAM 투자 Cycle에 의해 장비 업체들의 실적이 결정되었다. 그러나, 앞으로는 3D NAND 등으로 NAND 투자 경쟁이 심화될 전망이어서 NAND 투자 규모가 매우 중요하다. 특히 삼성전자의 3D NAND에 대한 공격적인 투자는 3D NAND에 특화된 장비 업체들의 실적 개선으로 연결될 전망이다. ②또한, DRAM 산업의 패러다임 변화도 장비 업체에게 긍정적이다. 과거 DRAM 장비 업체들이 큰 폭의 수주 후 장기간의 수주 공백기를 경험했던 것과 다르게, DRAM 산업 변화로 수주 주기가 짧아질 것으로 보인다. 이는 장비 업체들 실적에 안정성을 더할 전망이다. ③비메모리에 취약했던 삼성전자가 최근 비메모리에서도 위상을 높이고 있는데, 이 또한 장비 업체에게 긍정적이다. 엑시노스 경쟁력 확보, 애플의 파운드리 물량 이탈 대응 등의 속제가 존재하기는 하지만, 한번의 성장통은 거치는 것은 당연하다. 내년부터 삼성전자의 비메모리는 FinFET 공정에 대한 빠른 대응으로 큰 폭의 성장이 기대된다. ④마지막으로, TSV 공정 적용은 전공정 장비 업체가 후공정까지 시장을 확대하는 기회이다. 반도체 업체들은 TSV를 통해 제품 차별화를 추진할 전망이며, 향후 업체들간 치열한 기술 경쟁이 예상된다.

국내 반도체 장비업체들에게 과거와 같은 큰 폭의 디스카운트는 불필요

국내 반도체 장비업체들은 해외 반도체 장비 업체들 대비 디스카운트 받고 있다. 매출 규모, 기술력, 영업력 등을 고려했을 때 해외 반도체 장비 업체들이 더 높은 밸류에이션을 받는 것은 당연하다. 그러나 최근 국내 반도체 생산 업체들이 전세계 반도체 투자를 주도하고 있고 국내 장비업체들의 기술력이 과거 대비 격상되었다는 점을 감안하면, 국내 반도체 장비 업체들에게 과거와 같은 큰 폭의 디스카운트는 불필요하다. 특히, 국내 반도체 장비 업체들은 3D NAND와 같은 신기술 투자에서 과거 대비 높은 M/S로 장비 공급에 성공하고 있다.

[도표 4] 반도체 장비 업체 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, %)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		ROE	
	(십억원)	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
원익 IPS	1,058.6	543.3	664.4	97.5	128.4	64.6	87.4	16.4	12.1	2.5	2.1	18.1	19.9
유진테크	371.5	155.4	199.4	44.1	61.0	41.2	54.6	9.0	6.8	1.9	1.5	23.1	24.4
피에스케이	268.0	196.1	266.6	39.4	59.2	32.3	51.8	8.3	5.2	1.4	1.1	19.0	24.5
테스	150.2	120.2	152.0	19.6	29.0	18.1	24.0	8.0	6.3	-	-	-	-
국제엘렉트릭	231.5	169.5	-	25.9	-	21.5	-	10.8	-	-	-	-	-
제우스	159.1	269.3	314.0	31.1	39.0	25.0	29.0	6.5	5.6	1.1	1.0	19.4	18.7
	(백만달러)	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
AMAT	27,367	9,090.0	10,158.7	1,783.3	2,267.7	1,257.1	1,647.4	21.2	16.7	3.5	3.1	15.6	17.2
ASML	41,018	7,828.2	9,115.4	1,569.7	2,052.8	1,465.2	1,958.0	26.8	19.9	4.0	3.4	15.4	14.8
KLA-TENCOR	12,249	2,935.2	3,079.8	807.3	806.5	604.8	627.8	20.5	19.3	3.4	3.2	16.7	17.2
LAM Research	11,308	4,599.9	5,005.1	834.6	962.1	733.5	823.3	15.8	14.8	2.3	2.2	14.3	13.4

자료: Quantwise, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

2. Top Picks 선정 방법

2-1. 3D NAND 특화주가 해답

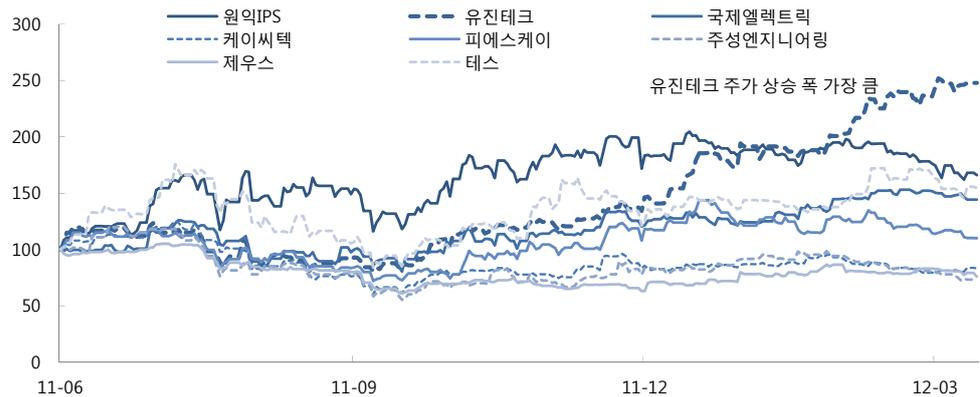
반도체 장비주 Top Picks로 제우스, 테스 추천

당사는 반도체 장비주 Top Picks로 3D NAND 관련주이면서도 밸류에이션 매력이 부각되는 제우스와 테스를 추천한다. 또한 관심 종목으로 3D NAND 특화주이면서 장비 대장주인 원익IPS를 추천한다. 당사가 3D NAND 관련주를 지속 추천하는 이유는 3D NAND 도입 방향성이 확실하고, 3D NAND 기술 도입이 이제 초입 단계에 불과하기 때문이다. NAND 기술 변화에 따른 3D NAND 특화 업체들의 수혜는 이제 시작이다.

반도체 산업 흐름에 수혜를 받는 업체에 주목

과거 반도체 투자가 집행되는 시기에서 반도체 장비주들의 주가 흐름을 보면, 반도체 산업 흐름 변화에 수혜를 받는 업체들의 주가가 더 높은 상승률을 보였다. 이는 당연히 실적 증가 동반된 주가 상승이었다. 최근 예를 들면, 2011년 6월에서 2012년 4월까지의 반도체 업체들의 주가 상승 시기에서 단연 돋보이는 수익률을 보인 업체는 유진테크이다. 공정기술 난이도가 증가하면서 선풍 미세화에 유리한 LPCVD, ALD 공정 수요가 급증했고, 관련 장비를 제작하는 유진테크의 실적이 대폭 개선되면서 주가도 크게 상승했다. 실적 개선에 대한 기대감이 형성되며 반도체 장비주 주가가 상승했던 2013년 상반기에도 유진테크가 더 높은 상승률을 보였는데, 그만큼 주도주에 대한 시장의 기대감이 높았던 것으로 보인다.

[도표 5] 반도체 장비주들의 차별화된 주가 흐름 (11년6월 ~ 12년4월)



자료: 교보증권 리서치센터

반도체 장비

반도체 장비, 지금이 기회

[도표 6] 반도체 장비주들의 차별화된 주가/실적 상승 폭 (11년6월 ~ 12년4월) (단위: 십억원)

업체명	주력장비	시가총액			영업이익				
		11/06/20	12/04/02	상승률	2010	2011	2012	2011 y-y	2012 y-y
원익 IPS	PECVD	358.8	595.9	66.1	19.0	29.0	26.5	52.6	-8.6
유진테크	LPCVD	207.0	512.9	147.8	19.7	37.8	52.8	91.9	39.7
국제엘렉트릭	ALD, 열처리	137.9	199.0	44.3	20.6	31.6	13.5	53.4	-57.3
케이씨텍	CMP	208.8	173.6	-16.8	22.9	13.0	8.9	-43.2	-31.5
피에스케이	Asher	95.8	105.2	9.9	9.5	4.1	8.7	-56.8	112.2
주성엔지니어링	ALD, CVD	457.3	340.9	-25.5	48.9	-3.7	-83.8	적전	적지
제우스	Wet	55.6	42.2	-24.0	12.1	13.2	2.9	9.1	-78.0
테스	PECVD	54.1	83.7	54.7	7.1	5.9	1.3	-16.9	-78.0

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

향후 반도체 투자의 핵심은 3D NAND

향후 반도체 투자에서 단연 부각될 기술은 3D NAND이다. 3D NAND 관련 장비주들인 원익 IPS, 테스, 피에스케이, 제우스 등은 이미 작년 하반기부터 차별화된 주가 흐름을 보이고 있다. NAND 기술에서 대체로 자리잡을 3D NAND 관련 투자가 이제 초입 단계라는 점을 감안하면, 앞으로도 3D NAND 관련 업체들의 주가는 더 높은 수익률을 보여줄 전망이다.

3D NAND 특화주들은 실적 개선과 밸류에이션 상승 이중 수혜 전망

반도체 업체들의 총 생산 Step 수 방향성을 보면, 3D NAND 관련주에 대해 더욱 확신을 가질 수 있다. 큰 그림에서 반도체 장비업체들과 소재업체들의 수주 및 실적은 반도체 생산업체들의 총 Step 수에 비례하는데, 총 Step 수는 웨이퍼 캐파와 웨이퍼당 Step 수로 결정된다. 향후 3D NAND 관련 반도체 총 생산 Step 수는 기하급수적으로 급증할 전망이다.

향후 삼성전자는 3D NAND를 통해 후발업체들과의 원가 격차를 벌릴 수 있는 기회를 잡았다. 따라서 삼성전자는 3D NAND 캐파 증설에 대한 인센티브가 있으며, 3D NAND 캐파 증설을 공격적으로 진행할 전망이다. (웨이퍼당 캐파 증가) 또한, 3D NAND에서는 기존 2D NAND 대비 웨이퍼당 Step수가 크게 증가한다. (웨이퍼당 Step수 증가)

[도표 7] 반도체 산업 변화에 의한 장비 업체 영향 분석 (과거 대비) (단위: 십억원)

	DRAM	NAND		비메모리
		2D Planar NAND	3D NAND	
산업 특징	안정적 수익 장기 지속	3D NAND 로 기술 경쟁 연장		FinFET 공정 도입
웨이퍼 캐파	유지	유지 또는 감소	증가 ↑↑	증가 ↑
웨이퍼당 Step 수	증가 ↑	증가 ↑	증가 ↑↑	증가 ↑
총 Step 수	증가 ↑	증가 ↑	증가 ↑↑↑↑	증가 ↑↑
변화 주도			삼성전자	삼성전자, TSMC 등
관련 장비 업체 영향	소폭 수혜	1H14~1H15 단기적 수혜	대폭 수혜	FinFET 우위 업체의 Supply Chain 내 업체들 대폭 수혜

자료: 교보증권 리서치센터

내년에는 3D NAND에 대한 확신이 시장에 형성될 것

지금은 3D NAND 기술이 도입되는 초입 국면이고, 3D NAND에 대한 확신과 불신이 공존하는 시기다. 삼성전자의 3D NAND 투자는 갈수록 증가할 것이고, 단수 증가에 대한 보완투자는 아직 시작도 하지 않았다. 또한, 삼성전자에 이어 후발업체들도 내년부터 3D NAND 투자를 본격 개시할 전망이다. 결국, 3D NAND는 2D NAND 기술을 전면 대체할 기술이기 때문에, 시간이 지나면서 시장에는 3D NAND에 대한 확신이 형성될 것이다. 향후 3D NAND 관련 특화주들은 실적 개선과 밸류에이션 멀티플 상승의 이중 수혜를 받을 전망이다.

2-2. 실적 리스크도 고려

Top Pick 선정시 기회와 위험 요소를 동시에 고려

당사가 반도체 장비주 Top Picks 선정에 고려한 점은 ①3D NAND 특화 여부, ②밸류에이션 매력, ③14년 실적 컨센서스 달성 가시성 등이다. 향후 반도체 투자에서 가장 부각될 기술은 3D NAND이기 때문에, 캐파 투자뿐만 아니라 적층 단수 증가에 대한 수혜 여부를 고려하였다. 또한 밸류에이션 매력도는 주가 상승 여력을 판단할 때 당연히 고려해야 할 변수이다. 마지막으로 14년 실적 컨센서스 달성 여부에 대한 리스크를 고려하였는데, 삼성전자와 SK하이닉스의 반도체 장비 발주 공백으로 대부분의 장비업체들의 2분기~3분기 실적이 쉬어갈 수 있기 때문이다. 반도체 장비업체들의 2분기 실적 발표에서 확인해야 할 점은 절대적인 영업이익 수치보다는 연간 영업이익에 대한 시장의 눈높이 달성 가능성이다. 올해 대부분의 반도체 업체들의 분기 실적 흐름은 1Q > 4Q > 2Q, 3Q 일 가능성이 높다.

결론은 제우스와 테스

결론적으로 당사가 Top Picks로 선정한 종목은 제우스와 테스이다. 제우스는 밸류에이션 매력이 단연 돋보이며, 테스는 3D NAND 특화 업체로서 올해 실적이 컨센서스에 미치지 못 할 리스크가 적다. 관심 종목인 원익IPS의 경우 3D NAND에 대한 수혜 폭이 크며 반도체 장비주들 중 대장주 역할을 지속 유지할 것으로 보인다.

[도표 8] 반도체 중소형주 매력도 판단 (교보증권 Top Picks - 3D NAND 특화주 접근)

(단위: 십억원 배)

	시총	3D NAND 특화여부		밸류에이션 매력		14년 실적 가시성			교보 Top Picks	
		주요 제품	특화성	14년 PER	매력도	1Q14 영업이익	14F 영업이익	가시성	종합 매력도	Top Picks 여부
원익IPS	1,058.6	PECVD 장비	◎	164		28.6	97.5	○	○	관심 종목
유진테크	371.5	LPCVD 장비		9.0	○	11.6	44.1			
피에스케이	268.0	Asher 장비	◎	8.3	○	6.9	39.4		○	
국제엘렉트릭	231.5	ALD 열처리 장비	○	10.8	○	5.9	25.9			
제우스	159.1	Wet Station	○	6.5	◎	12.6	33.0	○	◎	Top Picks
테스	150.2	PECVD 장비	◎	8.0	○	11.7	19.6	◎	◎	Top Picks

자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

3. 향후 반도체 투자 건은?

3-1. 삼성전자 중국 시안 3D NAND 2차 투자

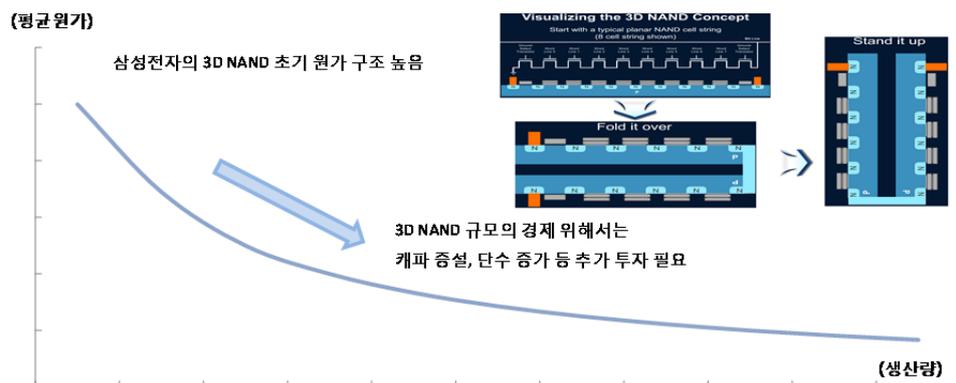
4Q14~1Q14에 삼성 시안 3D NAND 2차 투자 예상

4분기부터 삼성전자 3D NAND 투자에 대한 모멘텀이 형성될 것으로 기대된다. 시안 공장 2차 투자분이 올해 말에서 내년 초에 진행될 것으로 보인다. 그 정확한 시기에 대해서는 불확실성이 존재하나, 이르면 올해 4분기, 늦어도 내년 초에는 2차 투자가 재개될 전망이다. 삼성전자는 V-NAND 투자를 늦출 이유가 전혀 없다. 최대한 빨리 규모의 경제를 구현해야 하기 때문이다. 2차 투자의 캐파는 1차 투자와 유사한 40K/월, 단수는 1차 투자보다 증가한 48단 내외로 예상되어 장비 업체들이 받을 수 있는 총 수주 규모는 1차 투자 때보다 증가할 전망이다. 참고로, 작년 하반기부터 올해 초까지 삼성전자는 중국 시안에 32단 기준 40K/월 규모의 1차 3D NAND 장비 투자를 진행한 것으로 파악된다.

삼성전자 3D NAND에 필요한 것은 최대한 빨리 규모의 경제를 구현하는 것

언론에 의하면, 삼성전자는 중국 시안 공장에 100억 달러 이상의 투자를 단행할 예정인데, 초기 투자금액만 50억 달러가 넘어선 것으로 파악된다. 초기 투자 금액이 매우 부담스러운 상황에서 30~40K/월 규모의 캐파만으로는 삼성전자가 생산원가를 감당하기 어려울 것이다. 삼성전자가 3D NAND에서 원가를 낮추는 방법은 생산 캐파를 빨리 올리고 단수를 증가시켜서 규모의 경제를 구현하는 것이다.

[도표 9] 삼성전자, 규모의 경제 구현 위해 3D NAND 추가 투자 빠르게 진행할 전망

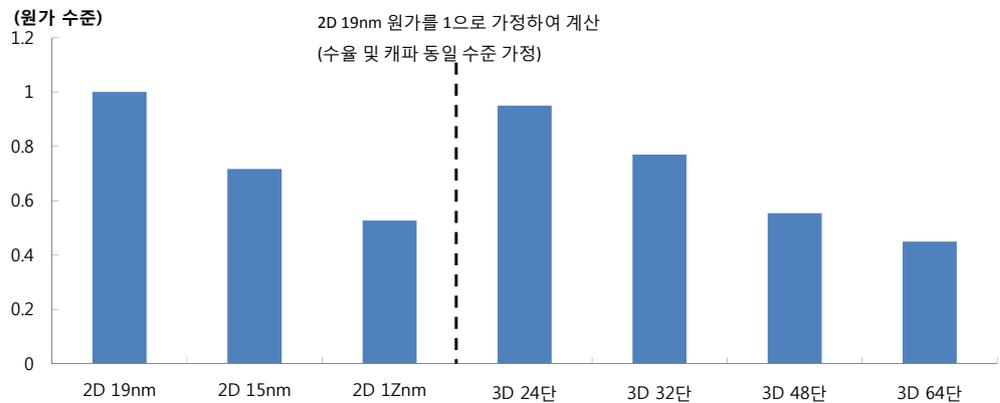


자료: 교보증권 리서치센터

내년부터는 3D NAND 원가가 2D NAND에 우위에 설 전망

결론적으로, 향후 3D NAND가 기존 2D NAND 시장을 잠식해 나갈 것이다. 원가 개선 속도에서 3D NAND가 월등할 것이기 때문이다. 24단으로 양산이 시작된 올해에는 3D NAND 원가가 2D NAND 대비 열위에 있겠지만, 48단급 V-NAND가 양산될 내년에는 3D NAND 원가가 우위에 설 것으로 보인다. 참고로 당사 추정에 의하면, 수율과 생산 규모가 정상화되었을 경우 24단 3D NAND는 19nm 2D NAND와, 32단 NAND는 15nm 2D NAND와 원가가 유사할 것으로 보인다.

[도표 10] 2D NAND와 3D NAND 원가 비교 (교보 추정)



자료: 교보증권 리서치센터

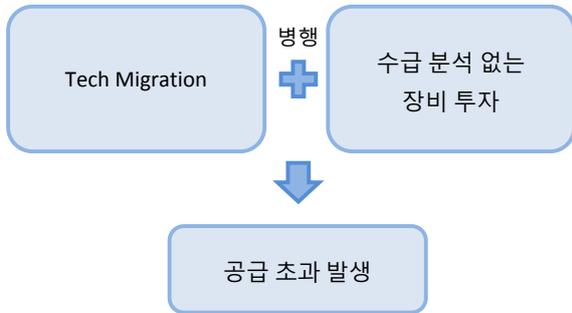
3-2. 삼성전자 17라인 DRAM 투자

4Q14~1Q15 삼성 17라인 DRAM 보완 투자 예상

4분기부터 삼성전자의 17라인 DRAM 투자도 진행될 전망이다. 당초 비메모리용으로 기획되었던 삼성전자의 S3 라인(또는 17라인)이 DRAM 용도로 전환될 예정이다. 17라인의 1차 투자분은 DRAM 공급 부족을 해소시키는 정도인 40K~50K/월 수준으로 결정될 전망이다. PC 수요 회복 등으로 최근 DRAM 공급 부족이 심각하게 발생하고 있다는 점은 DRAM 관련 장비업체들에게는 긍정적이다.

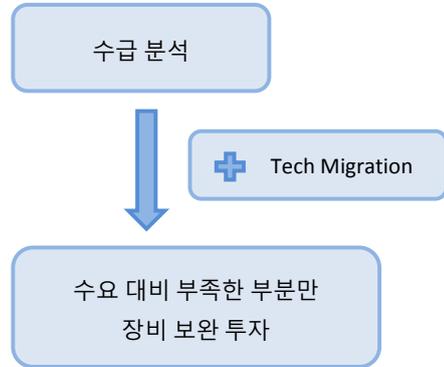
앞으로 삼성전자의 DRAM 투자는 수급 분석 및 전망 후 부족한 공급량에 대해 보완하는 성격으로 진행될 것이다. 장비 보완 투자가 없다면, 당분간 DRAM 공급 증가율이 수요 증가율을 상회하기 어렵기 때문이다.

[도표 11] 비합리적인 DRAM 투자 결정



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 12] 합리적인 DRAM 투자 결정

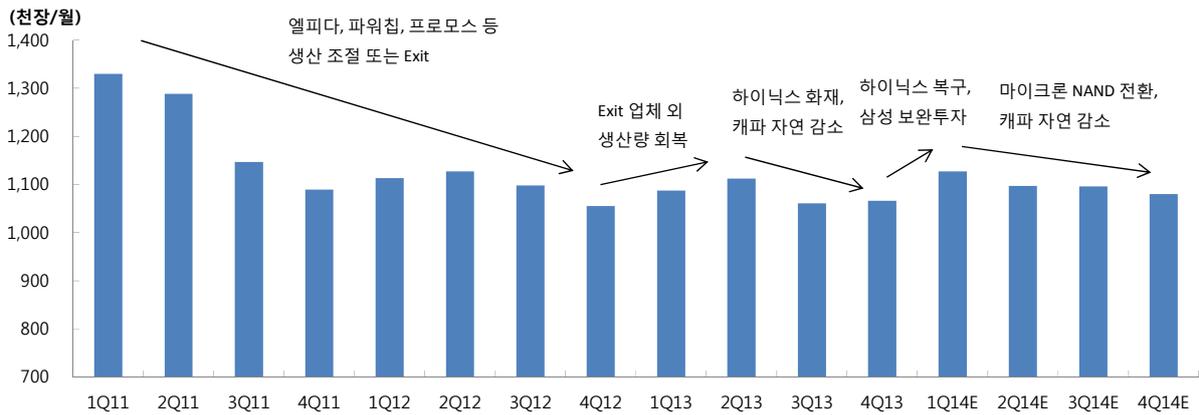


자료: 교보증권 리서치센터

공급 부족 해소 위해 연간 40K/월 내외의 DRAM 보완 투자 필요

공정 난이도 증가로 연간 10% 내외의 캐파 자연 감소분이 발생하고 있다는 점을 감안하면, 삼성전자는 연간 350K/월 내외의 DRAM 캐파를 유지하기 위해서 연간 30K~40K/월 내외의 장비 투자가 필요하다. 13년 말에 30K/월 수준의 DRAM 장비 투자가 진행된 것으로 파악되며, 올해는 14년 말에 40K/월 수준의 DRAM 장비 투자를 진행할 것으로 예상된다. 이는 DRAM 시장 공급 부족에 대한 대응으로 해석하면 된다.

[도표 13] 전세계 DRAM 웨이퍼 캐파 추이 및 전망



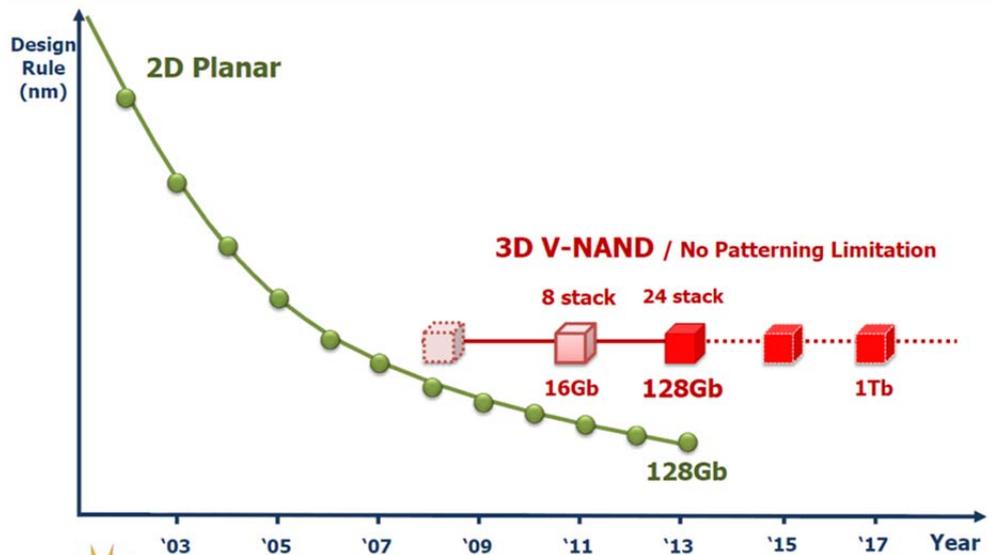
자료: 교보증권 리서치센터

3-3. 삼성전자 15nm급 Planar NAND 투자

4Q14~1Q15 삼성 15nm 2D NAND Tech Migration 관련 투자 예상

삼성전자의 15nm급 NAND 관련 Tech Migration 투자도 곧 진행될 전망이다. 3D NAND 공정개발에 치중하던 삼성전자가 최근 15nm NAND 공정 개발을 병행하고 있다. 참고로 SK하이닉스는 올해 상반기에 16nm NAND 관련 Tech Migration 투자를 진행했다. 삼성전자가 3D NAND 기술을 강조하면서도 2D NAND 투자를 병행하는 이유는 아직까지는 2D NAND 원가가 더 우위에 있기 때문이다. 3D NAND 원가가 2D NAND보다 저렴해지기 전까지는 3D NAND와 2D NAND 기술이 공존할 전망이다.

[도표 14] 3D NAND는 선폭 감소 없이, 집적도 향상(원가 개선) 가능



자료: 삼성전자, 교보증권 리서치센터

2D NAND는 15nm급이 마지막 세대가 될 가능성 농후

단, 2D NAND는 15nm급이 마지막 세대가 될 가능성이 높다. 2D NAND가 예년의 공정 개발 속도를 회복할 수 없기 때문이다. 근본적으로 문제가 되고 있는 Floating Gate 내 전하 밀도 감소, Gate to Gate 커플링, IPD Layer Gap-fill 이슈 등은 선폭을 미세화시킨 후에 발생하는 문제들이다. 2D NAND 공정 문제점들이 임계치에 가까워져 있는 상황에서 근본적으로 이를 해결할 방법은 보이지 않는다. 2D NAND에서 Tech Migration이 계속될 수는 있다. 그러나 그 속도는 현저히 급감할 것이고, 2D NAND 기술이 시장에 유지되기 위해서는 3D NAND 대비 원가가 우위에 있을 경우에만 한정될 것이다. 향후 2D NAND의 원가 개선 속도는 3D NAND 대비 훨씬 느릴 것이다. 3D NAND 원가가 현재는 2D NAND 대비 열위에 있지만, 단 기간에 따라 잡을 전망이며 그 이후에는 격차를 크게 벌릴 전망이다.

EUV만으로는 2D NAND 공정 문제 해소 어려움

시장 일부에서는 2D NAND의 공정 개발 이슈를 막연하게 Patterning 문제로 국한하는 경향이 있다. EUV가 2D NAND 공정개발 이슈의 구세주가 될 것처럼 말이다. 그러나, 앞서 언급한 2D NAND 구조의 문제점들은 미세화시킨 이후에 문제가 심화되는 것들이다. Patterning을 미세하게 할 수 있다고 하더라도 2D NAND에서는 공정 문제가 여전히 지속될 것이다. 달리 이야기하면, EUV가 적용된다고 하더라도, 그리고 DPT/QPT 기술이 진화된다고 하더라도 2D NAND 공정 미세화 속도가 회복될 수 없다. EUV로 NAND 공정을 10nm 초반 또는 10nm 이하로 Patterning할 수 있다고 해도 Floating Gate 내 전하 밀도는 급격히 감소할 것이며, Gate간 커플링은 크게 심화될 것이고, IPD layer를 채워 넣는 공정 난이도는 크게 증가할 것이다.

3-4. SK하이닉스 M14 DRAM 이전 투자

15년 상반기부터 SK하이닉스 M14 DRAM 이전 투자 예상

내년 SK하이닉스는 M14 DRAM 이전 관련 장비 발주를 진행할 전망이다. 현재 SK하이닉스는 이천 부지에 신규 라인인 M14을 준공 중인데, 내년 하반기부터 DRAM 캐파를 M10에서 M14으로 이전할 계획이다. M14 완공 시점은 내년 7월로 예정되어 있다. 이 때 DRAM 캐파를 이전하는 과정에서 생산 차질을 최소화하기 위해 일부 장비 투자가 필요하다.

이천 공장은 20년 전에 8인치 웨이퍼 생산용으로 지어진 라인을 12인치 웨이퍼 생산용으로 개조한 팹이어서 상당히 낙후된 상태이다. 기존 팹에서는 자동화 및 효율성에서 불리하고 반도체 장비의 대형화 추세에 대응하지 못하고 있는 실정인 것으로 파악된다. M14의 클린룸이 완공되는 7월부터 M10의 장비를 신규 팹인 M14으로 순차적으로 이전할 계획이며, 2016년 상반기에 마무리될 전망이다.

[도표 15] SK 하이닉스 이천 M14 준공 현장



자료: 매경 이코노미, 교보증권 리서치센터

[도표 16] SK 하이닉스 이천공장 전경



자료: 언론자료, 교보증권 리서치센터

3-5. 삼성전자 비메모리 FinFET 관련 투자

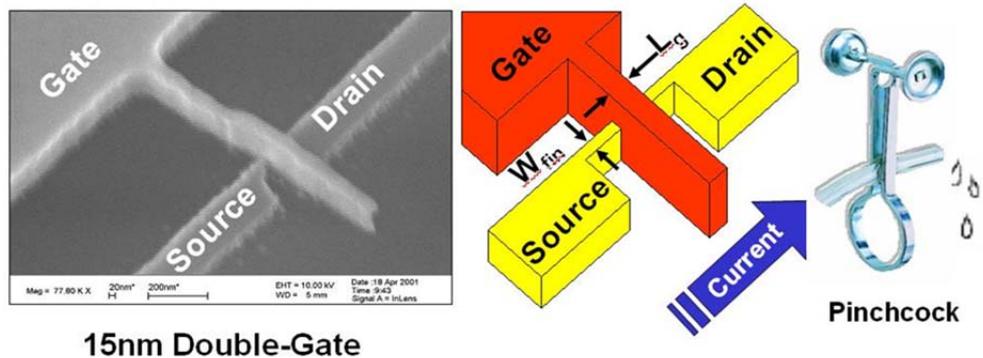
15년 중 삼성전자 비메모리 FinFET 관련 투자 예상

삼성전자는 내년 FinFET 공정 관련 비메모리 장비 투자를 진행할 전망이다. 엑시노스 성장 둔화, TSMC로의 애플 A8 이탈 등으로 최근 삼성전자 비메모리 사업부의 위기론이 대두되고 있지만, FinFET 공정이 본격 적용될 내년부터 삼성전자 비메모리 사업부의 위상은 지금보다 몇 단계 더 진화할 것으로 보인다. 언론에 의하면, 삼성전자는 FinFET 공정을 적용하여 퀄컴의 주력 AP인 스냅드래곤, 애플의 차세대 AP인 A9 등을 대량 양산할 것으로 파악된다. FinFET 공정을 통해 수주 물량이 증가할 경우, 내년부터 삼성전자는 FinFET 관련 공정 투자를 본격 진행할 전망이다.

14년에는 20nm, 15년에는 14nm급 경쟁. 20nm보다는 14nm급이 매우 중요

해외 언론에 의하면 선두 업체인 TSMC가 최근 20nm 생산을 시작했으며, A7까지 삼성전자가 공급하던 애플의 AP 생산을 A8부터 TSMC가 20nm 공정으로 대응할 것으로 파악된다. 그런데 문제는 20nm 이후 공정이다. FinFET 공정이 반드시 신규 적용되어야 하는 14nm급(또는 16nm) 공정에서 업체들간 기술 격차가 크게 발생할 것으로 보인다. 향후 비메모리 업체들간의 경쟁은 결국 FinFET 기술을 얼마나 빨리 확보하느냐의 싸움이다.

[도표 17] FinFET의 이론적 모형



자료: KAIST, 교보증권 리서치센터

FinFET 공정 구현에 많은 어려움 존재. 업체들간 기술격차 발생할 것

FinFET은 Transistor의 구조를 전면적으로 변경하는 것이기 때문에, 공정 기술상 많은 어려움이 존재한다. 일단 구조 변화로 인해 V_{th} (Threshold Voltage) 조절 등 Transistor Engineering이 매우 어려워진다. 최적의 Transistor 조건을 찾기 위해서 기존 Planar 구조 대비 많은 연구 개발 기간이 필요하다. 또한 Fin 영역, 소스 및 드레인 영역에 pit 및 hole이 발생할 확률이 높고, Dry Etch시 PR(Photo Resist)이 마스크 역할을 제대로 수행하기 어려워 Patterning하기 어렵다는 단점이 있다. 달리 이야기하면, FinFET이 적용되어야 하는 14nm급 공정에서는 비메모리 업체들간 기술 격차가 크게 벌어질 수 밖에 없다.

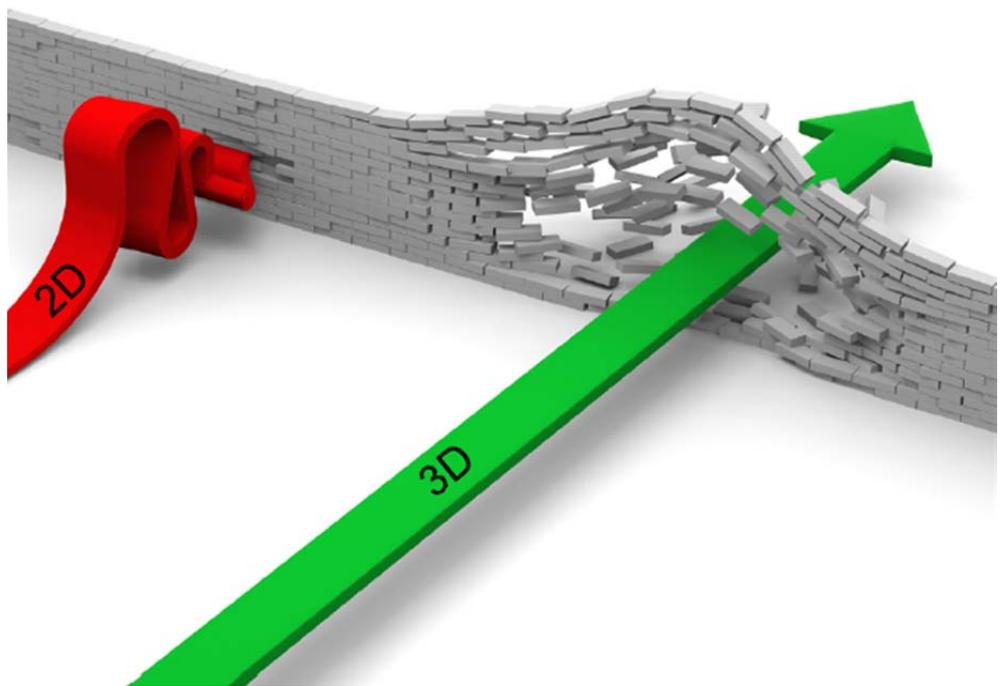
당사는 14nm 공정이 적용될 2015년부터는 삼성전자 비메모리 사업부의 위상이 급격히 상승할 것으로 전망한다. 고객 입장에서 미세한 선폭이 적용된 비메모리 반도체는 더 빠른 speed를 구현하는데 유리하기 때문에, 더 우수한 칩을 생산할 수 있는 업체를 선택하는 것은 당연하다. 따라서 올해까지는 삼성전자 비메모리 사업부의 실적 성장이 둔화된 채로 유지되었지만, 내년부터는 고속 성장이 재개될 것으로 보인다.

3-6. SK하이닉스 3D NAND 투자

15년 중 SK하이닉스 3D NAND 투자 예상

3D NAND 초입기에서 투자를 진행하고 있는 업체는 삼성전자 유일하다. 그러나 내년부터는 후발 업체인 SK하이닉스도 3D NAND 장비투자를 개시할 것으로 보인다. 삼성전자 대비 기술이 뒤져 있는 SK하이닉스가 3D NAND 투자를 공격적으로 진행할 이유는 없다. 삼성전자가 시장을 개척하는 초입기에서 SK하이닉스는 공정 개발에만 집중하면 된다. 후발 업체인 SK하이닉스는 삼성전자가 3D NAND 시장을 본격 개화하는 시기에 투자를 개시해도 늦지 않기 때문이다. 그러나 내년에는 삼성전자 기준 3D NAND 생산 원가가 2D NAND와 유사한 수준에 이를 것으로 보이며, 3D NAND가 기존 시장에 본격 침투될 전망이다. 따라서 내년부터는 SK하이닉스의 3D NAND 투자 개시가 예상된다.

[도표 18] 3D NAND 는 NAND 기술의 미래



자료: Micron, 교보증권 리서치센터

제우스 079370

Aug 19, 2014

아직도 가장 싼 반도체 장비주

Buy 유지
TP 27,000 원 상향

Company Data

현재가(08/18)	16,850 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	17,850 원
52 주 최저가(보통주)	4,510 원
KOSPI (08/18)	2,053.13p
KOSDAQ (08/18)	561.10p
자본금	47 억원
시가총액	1,534 억원
발행주식수(보통주)	944 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	14.4 만주
평균거래대금(60 일)	24 억원
외국인지분(보통주)	15.26%
주요주주	
이종우 외 2인	44.01%

Price & Relative Performance



주식수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.2%	71.1%	272.8%
상대주가	-3.3%	60.2%	264.6%

목표주가 27,000원으로 23% 상향

제우스에 대한 목표주가를 기존 대비 23% 상향한 27,000원 제시. 목표주가 상향 이유는 실적 적용 기준을 14년에서 15년으로 변경하였으며, 반도체/디스플레이 장비 등 고부가가치 제품 확대로 Target P/E를 기존 8.0배에서 9.0배로 상향하였기 때문. 여전히 타 반도체 장비주들 대비 상대적 저평가 매력 부각 중이어서, 신규 목표주가 전혀 부담스럽지 않다는 판단.

2분기 실적이 저점

주요 고객사들의 투자 공백으로 2분기 실적은 매출액 500억원(-37.6% q-q), 영업이익 26억원(-79.0% q-q)에 그칠 것으로 추정되나, 3분기는 매출액 575억원(+15.0% q-q), 영업이익 46억원(+72.5% q-q)으로 크게 개선될 전망. 2분기 말 수주 잔고가 680억원에 이르는 것으로 추정되어 3분기 실적 가시성 매우 높음. 최근 반도체용 고온 황산 세정 장비를 개발 완료하여, 대형 고객사에 양산용 장비 신규 공급 예정. 반도체 공정에서 PR Strip용으로 사용되는 장비로, 기존 장비 대비 생산성 향상, 케미컬 소모량 감소 효과 보유. 향후 기존 라인에 추가 확대될 경우 큰 폭의 실적 업사이드 가능.

아직도 가장 싼 반도체 장비주

현재 주가는 15년 실적 추정치 기준 PER 5.6배, 15년 말 기준 PBR 1.0배 (ROE 18.7%)에 불과. 수주 확정시 장비 업체들의 주가가 실적 예상치를 빠르게 반영한다는 점을 감안하면, 올해 4분기부터 반도체 장비 수주 진행시 동사 주가도 내년 실적 기대치를 빠르게 반영할 전망. 대형 반도체 투자 모멘텀, 고온 황산 세정 장비 신규 공급 등을 고려할 때, 주가 상승 추세 이어질 전망.



반도체 수석연구원 최도연

3771-9707, doyeon@iprovest.com

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E	2016.12E
매출액(십억원)	156	205	269	314	352
YoY(%)	-40.5	31.6	31.4	16.8	12.0
영업이익(십억원)	3	23	31	39	46
OP 마진(%)	1.9	11.2	11.5	12.4	13.1
순이익(십억원)	3	18	25	29	34
EPS(원)	273	1,835	2,596	3,034	3,587
YoY(%)	-76.9	571.9	41.5	16.9	18.2
PER(배)	12.5	4.3	6.5	5.6	4.7
PCR(배)	2.9	3.1	4.5	3.7	3.2
PBR(배)	0.3	0.7	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA(배)	4.5	2.6	4.4	3.3	2.4
ROE(%)	2.6	16.3	19.4	18.7	18.6

여전히 과도하게 저평가된 주가

[도표 19] 제우스 목표주가 27,000 원

(단위: 원, 배, %)

	EPS	PER	Target P/E	목표주가 (12m)	Upside (8/18)
2014E	2,596	6.5			
2015E	3,034	5.6	9.0	27,000	60.2%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 20] 제우스 과거 PER 추이

(단위: 원, 배)

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	AVG
EPS	408	1,213	1,181	273	1,835	
PER (End)	9.1	4.3	3.5	12.5	4.3	6.7
PER (High)	10.4	6.1	5.5	23.4	4.6	10.0
PER (Low)	5.9	2.6	3.0	11.1	1.7	4.8
PER (Avg)	8.0	3.9	4.3	16.4	2.5	7.0

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 21] 반도체 장비 업체 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, %)

	시가총액		매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		ROE	
	(십억원)	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	
원익 IPS	1,058.6	543.3	664.4	97.5	128.4	64.6	87.4	16.4	12.1	2.5	2.1	18.1	19.9	
유진테크	371.5	155.4	199.4	44.1	61.0	41.2	54.6	9.0	6.8	1.9	1.5	23.1	24.4	
피에스케이	268.0	196.1	266.6	39.4	59.2	32.3	51.8	8.3	5.2	1.4	1.1	19.0	24.5	
테스	150.2	120.2	152.0	19.6	29.0	18.1	24.0	8.0	6.3	-	-	-	-	
국제엘렉트릭	231.5	169.5	-	25.9	-	21.5	-	10.8	-	-	-	-	-	
제우스	159.1	269.3	314.0	31.1	39.0	25.0	29.0	6.5	5.6	1.1	1.0	19.4	18.7	
	(백만달러)	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	
AMAT	27,367	9,090.0	10,158.7	1,783.3	2,267.7	1,257.1	1,647.4	21.2	16.7	3.5	3.1	15.6	17.2	
ASML	41,018	7,828.2	9,115.4	1,569.7	2,052.8	1,465.2	1,958.0	26.8	19.9	4.0	3.4	15.4	14.8	
KLA-TENCOR	12,249	2,935.2	3,079.8	807.3	806.5	604.8	627.8	20.5	19.3	3.4	3.2	16.7	17.2	
LAM Research	11,308	4,599.9	5,005.1	834.6	962.1	733.5	823.3	15.8	14.8	2.3	2.2	14.3	13.4	

자료: Quantwise, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

반도체 장비

반도체 장비, 지금이 기회

[도표 22] 제우스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E
매출액	37.7	50.6	45.8	70.9	80.1	50.0	57.5	81.7	204.9	269.3
LCD/솔라	3.1	18.3	13.0	5.6	20.8	6.1	13.9	14.7	38.5	55.5
반도체	11.1	8.0	4.1	57.0	30.0	24.2	18.1	48.5	80.2	120.8
플러그밸브	6.3	6.0	1.8	5.3	4.7	6.7	7.3	9.3	19.5	28.0
상품 및 기타	17.2	18.2	26.8	2.8	24.6	13.0	18.2	9.2	65.1	65.0
영업이익	1.6	6.0	3.7	11.3	12.6	2.6	4.6	11.3	22.6	31.1
영업이익률	4.3%	11.8%	8.1%	16.0%	15.7%	5.3%	7.9%	13.8%	11.0%	11.5%

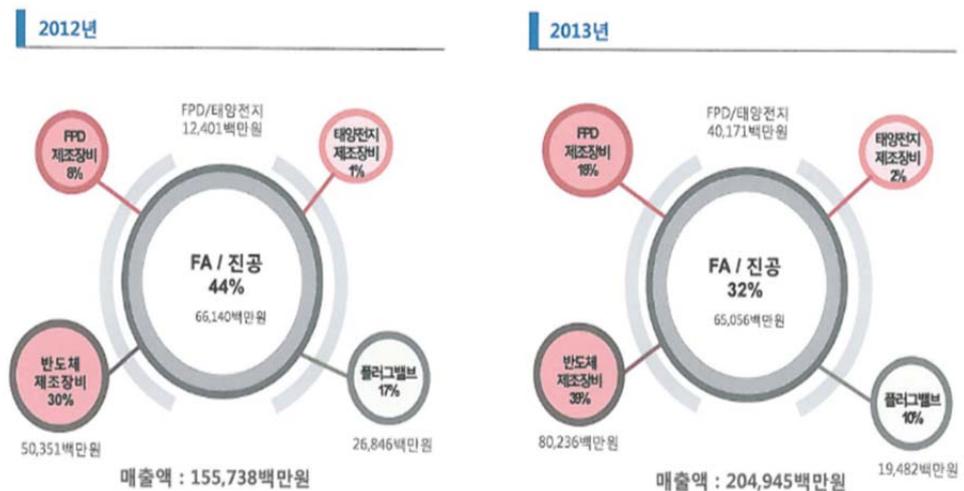
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 23] 제우스 - 제품 다각화를 통해 시장 변화에 대응



자료: 제우스, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 제우스 - 최근 고부가가치인 반도체/디스플레이 장비 매출 확대



자료: 제우스, 교보증권 리서치센터

반도체 장비

반도체 장비, 자금이 기회

[제우스 079370]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	156	205	269	314	352
매출원가	114	140	198	227	252
매출총이익	42	65	71	88	101
매출총이익률 (%)	27.1	31.8	26.4	27.9	28.5
판매비와관리비	39	43	40	49	55
영업이익	3	23	31	39	46
영업이익률 (%)	1.9	11.0	11.5	12.3	12.9
EBITDA	6	27	35	43	50
EBITDA Margin (%)	3.9	13.0	13.0	13.7	14.2
영업외손익	1	-1	1	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	4	3	3	4
금융비용	-3	-6	-3	-3	-3
기타	0	1	1	0	0
법인세비용차감전순손익	4	22	32	39	46
법인세비용	1	4	7	10	11
계속사업순손익	3	18	25	29	34
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	18	25	29	34
당기순이익률 (%)	2.0	8.5	9.2	9.2	9.7
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	3	17	25	29	34
지배순이익률 (%)	1.7	8.5	9.1	9.1	9.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	1	14	21	26	31
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	0	14	21	25	30

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	20	7	6	21	30
당기순이익	3	18	25	29	34
비현금항목의 가감	8	7	11	15	16
감가상각비	3	4	4	4	4
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	3	7	11	12
자산부채의 증감	11	-16	-22	-12	-9
기타현금흐름	-3	-1	-7	-10	-11
투자활동 현금흐름	-15	-10	-14	-12	-11
투자자산	-11	-7	0	0	0
유형자산	-4	-13	-11	-9	-9
기타	0	10	-3	-3	-2
재무활동 현금흐름	-10	19	12	-1	-1
단기차입금	-10	15	5	-2	-2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2	5	2	1	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-1	0	-2	-2	-3
기타	0	-1	7	2	2
현금의 증감	-6	17	4	9	19
기초 현금	27	21	37	41	50
기말 현금	21	37	41	50	69
NOPLAT	2	18	24	29	34
FCF	13	-7	-5	12	21

자료: 제우스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	106	156	190	217	254
현금및현금성자산	21	37	41	50	69
매출채권 및 기타채권	36	42	56	65	72
채고자산	30	54	66	73	81
기타유동자산	18	23	26	29	32
비유동자산	56	59	68	74	79
유형자산	45	43	51	56	61
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	2	6	6	7	7
기타비유동자산	9	10	10	11	11
자산총계	162	215	258	291	333
유동부채	52	85	98	104	113
매입채무 및 기타채무	22	41	48	55	65
차입금	19	33	38	36	34
유동성채무	4	4	4	4	4
기타유동부채	7	7	8	8	9
비유동부채	10	16	18	20	21
차입금	5	12	14	16	17
사채	4	2	2	2	2
기타비유동부채	1	2	2	2	2
부채총계	62	101	116	123	134
자본지분	99	113	140	166	197
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	37	37	37	37	37
이익잉여금	62	79	102	128	159
기타자본변동	-4	-4	0	0	0
비지배자분	1	1	1	1	1
자본총계	100	114	141	168	199
총차입금	32	51	58	58	58

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	273	1,835	2,596	3,034	3,587
PER	12.5	4.3	6.5	5.6	4.7
BPS	10,495	11,974	14,843	17,627	20,914
PBR	0.3	0.7	1.1	1.0	0.8
EBITDAPS	637	2,826	3,715	4,560	5,312
EV/EBITDA	4.5	2.6	4.4	3.3	2.4
SPS	16,498	21,710	28,522	33,310	37,307
PSR	0.2	0.4	0.6	0.5	0.4
CFPS	1,347	-701	-521	1,270	2,221
DPS	0	200	250	300	300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증가율	-40.5	31.6	31.4	16.8	12.0
영업이익 증가율	-78.0	679.4	37.3	24.4	17.9
순이익 증가율	-73.6	471.9	41.5	16.9	18.2
수익성					
ROIC	2.2	19.7	21.8	22.1	23.8
ROA	1.5	9.2	10.4	10.4	10.9
ROE	2.6	16.3	19.4	18.7	18.6
안정성					
부채비율	62.1	88.6	82.6	73.6	67.4
순차입금비율	19.9	23.6	22.6	20.0	17.4
이자보상배율	3.2	26.4	31.5	39.4	46.4

테스 095610

Aug 19, 2014

3D NAND는 아직 초입 단계

Buy 신규
TP 22,000 원 신규

Company Data

현재가(08/18)	14,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	16,100 원
52 주 최저가(보통주)	8,010 원
KOSPI (08/18)	2,053.13p
KOSDAQ (08/18)	561.10p
자본금	48 억원
시가총액	1,502 억원
발행주식수(보통주)	1,022 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	16.9 만주
평균거래대금(60 일)	24 억원
외국인지분(보통주)	16.92%
주요주주	
주승일 외 11인	39.55%

Price & Relative Performance



주구수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.2%	29.5%	67.0%
상대주가	-4.4%	21.3%	63.4%

목표주가 22,000원으로 커버리지 개시

테스에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 22,000원 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 15년 추정 EPS에 Target P/E를 10.0배 적용하여 산출. 4분기부터 대형 고객사의 반도체 투자 모멘텀 본격 재개될 전망이어서, 주가는 내년 실적 예상치를 빠르게 반영할 전망. 3D NAND 투자가 초입 국면이라는 점을 감안하면 3D NAND 특화업체에 대한 Target P/E 10.0배는 부담 없는 수준.

대표적인 3D NAND 특화 업체

동사는 대표적인 3D NAND 수혜업체. 3D NAND 방향성에 대한 확신을 가질 것을 권고. 향후 3D NAND가 2D NAND를 잠식해 나갈 것으로 전망. 원가 개선 속도에서 3D NAND가 월등할 것이기 때문. 따라서 NAND 선두업체 입장에서 3D NAND는 후발 업체들과의 원가 격차를 크게 벌릴 수 있는 기회여서, 향후 캐파 투자를 공격적으로 진행할 전망. 3D NAND에서 원가를 낮추는 방법은 캐파를 올리고 단수를 증가시켜 규모의 경제를 구현하는 것.

4분기부터 진행될 수주 모멘텀에 집중

2분기 매출액 214억원(-60.1% q-q), 영업이익 22억원(-80.8% q-q) 추정되며, 3분기도 매출 감소 예상되어 단기 실적 모멘텀은 부재. 그러나 반도체 장비주들은 실적보다 수주 모멘텀이 훨씬 더 중요. 4분기부터 3D NAND 등 대형 고객사의 반도체 투자가 본격 재개될 전망이어서, BW 전환 등 수급 요인으로 주가 하락한 현재 시점을 매수 기회로 추천. 3D NAND는 시장 초입 단계에 불과하여 연간 장비 투자가 추세적으로 증가할 것이고, 3D NAND 시장이 확대될수록 동사 주가는 높은 밸류에이션 멀티플 부여가 정당화될 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E	2016.12E
매출액 (십억원)	70	67	117	139	161
YoY(%)	-1.1	-4.7	74.7	18.2	16.0
영업이익 (십억원)	1	6	19	25	31
OP 마진(%)	1.4	9.0	16.2	18.0	19.3
순이익 (십억원)	2	5	19	25	30
EPS(원)	167	522	1,884	2,159	2,633
YoY(%)	-71.1	212.2	260.5	14.6	21.9
PER(배)	32.8	23.5	7.8	6.8	5.6
PCR(배)	13.3	9.5	5.7	5.3	4.4
PBR(배)	0.9	1.8	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA(배)	8.0	11.1	5.1	3.3	2.0
ROE(%)	2.8	8.3	23.4	22.5	22.1



반도체 수석연구원 최도연

3771-9707, doyeon@iprovest.com

목표주가 22,000원으로 커버리지 개시

[도표 25] 테스 목표주가 22,000 원 (단위: 원, 배, %)

	EPS	PER	Target P/E	목표주가 (12m)	Upside (8/18)
2014E	1,884	7.8			
2015E	2,159	6.8	100	22,000	50.0%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 26] 테스 과거 PER 추이 (단위: 원, 배)

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	AVG
EPS	-1,631	1,370	579	167	522	
PER (End)	N/A	13.4	13.4	32.8	23.5	20.8
PER (High)	N/A	18.1	44.3	60.4	26.4	37.3
PER (Low)	N/A	7.4	8.2	31.1	8.7	13.9
PER (Avg)	N/A	10.6	24.0	44.7	16.1	23.9

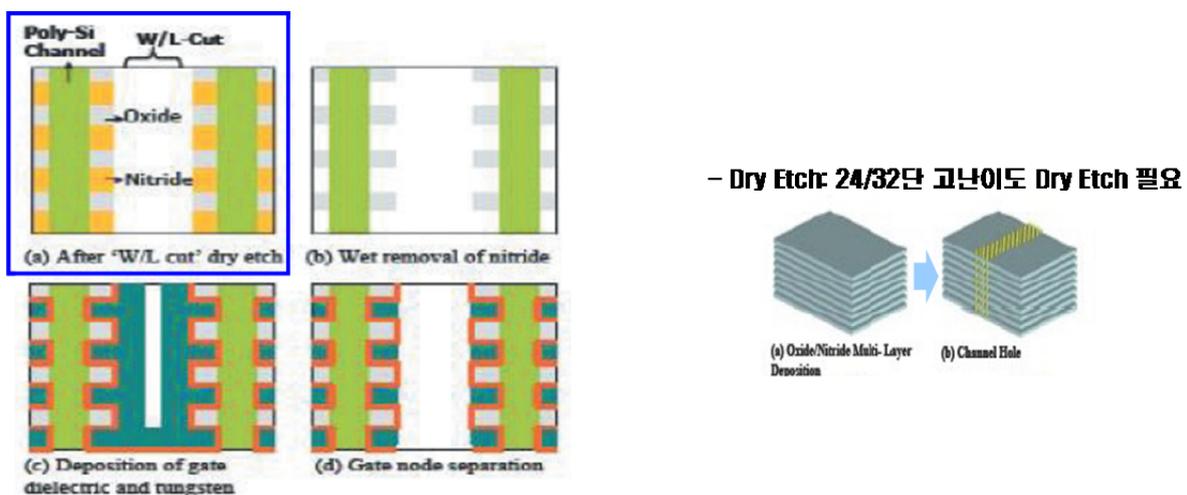
자료: 교보증권 리서치센터

증장기 성장성 매력적

동사는 대표적인 3D NAND 수혜업체

3D NAND에서 건식식각(Dry Etch)의 공정 난이도가 크게 증가한다. 높은 단수의 질화막과 절연막을 한번에 식각해야 하기 때문이다. 이 때 ACL 등 하드마스크 물질의 소요량이 급증하게 되는데, 동사는 ACL 증착 장비를 제조하고 있다. 동사는 대표적인 3D NAND 수혜업체이기 때문에, 향후 동사 주가는 3D NAND 방향성과 연동될 것으로 보인다. 향후 3D NAND는 지속 확대될 것이므로, 동사 연간 실적도 지속 개선될 전망이다.

[도표 27] 3D NAND에서 건식식각 난이도 증가 → ACL 소요량 급증 (테스 수혜)

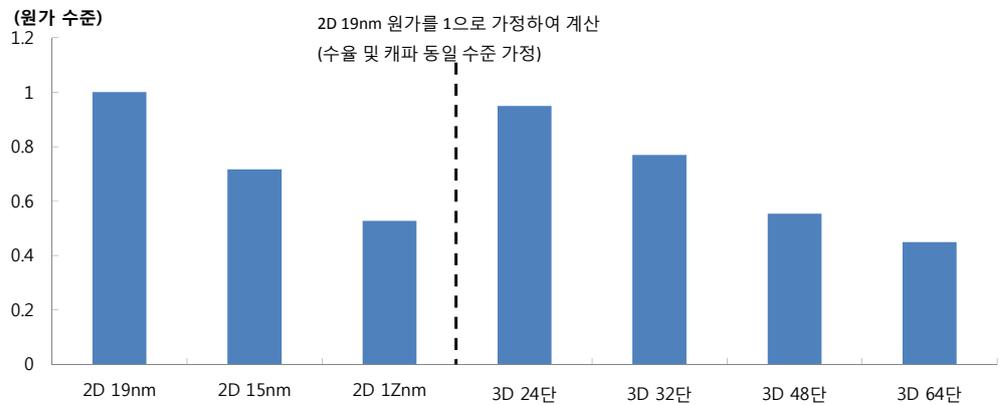


자료: 서울대학교, SK하이닉스, 교보증권 리서치센터

원가 개선 속도 - 3D NAND >> 2D NAND

원가 개선 속도에서 3D NAND가 월등할 것이기 때문에, 향후 3D NAND가 기존 2D NAND 시장을 잠식해 나갈 것이다. 24단으로 양산이 시작된 올해에는 3D NAND 원가가 2D NAND 대비 열위에 있겠지만, 48단급 V-NAND가 양산될 내년에는 3D NAND 원가가 우위에 설 것으로 보인다. 참고로 당사 추정에 의하면, 수율과 생산 규모가 정상화되었을 경우 24단 3D NAND는 19nm 2D NAND와, 32단 NAND는 15nm 2D NAND와 원가가 유사할 것으로 보인다.

[도표 28] 2D NAND 와 3D NAND 원가 비교 (교보 추정)



자료: 교보증권 리서치센터

선두업체의 공격적인 3D NAND 증설 전망 - 동사에게 유리한 환경

삼성전자 등 NAND 업체들이 3D NAND 개발을 지연시킬 이유는 없다. 2D NAND보다 3D NAND 단수 증가가 원가에 유리하다면 3D NAND에 집중하는 것은 당연하다. 삼성전자는 16nm급 planar NAND에서 한계를 경험할 후발업체들 대비 기술 및 생산원가 격차를 다시 크게 벌릴 수 있다. 기술력 격차가 확대된다면, 선발업체에게 캐파 증설에 대한 인센티브는 증가한다. 따라서 삼성전자는 3D NAND 캐파 투자를 지연 없이 공격적으로 진행할 것으로 전망한다. 삼성전자가 3D NAND 원가를 빨리 낮추는 방법은 생산 캐파를 올리고 단수를 증가시켜서 규모의 경제를 구현하는 것이다.

반도체 장비

반도체 장비, 자금이 기회

[테스 095610]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	70	67	117	139	161
매출원가	60	53	89	103	118
매출총이익	11	15	28	35	43
매출총이익률 (%)	15.2	21.7	23.9	25.4	26.7
판매비	9	8	9	10	12
영업이익	1	6	19	25	31
영업이익률 (%)	1.8	9.4	16.1	18.0	19.5
EBITDA	5	10	22	28	34
EBITDA Margin (%)	7.0	14.9	18.6	20.0	21.3
영업외손익	1	-2	1	2	2
관계기업손익	0	-1	0	0	0
금융수익	3	2	3	3	4
금융비용	-1	-1	-2	-2	-2
기타	-1	-2	0	0	0
법인세비용차감전순손익	2	4	20	27	34
법인세비용	0	-1	1	2	4
계속사업순손익	2	5	19	25	30
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	5	19	25	30
당기순이익률 (%)	2.3	7.5	16.2	17.7	18.6
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	2	5	19	25	30
지배자분순이익률 (%)	2.3	7.5	16.2	17.7	18.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	2	6	20	25	31
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	2	6	20	25	31

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	17	-7	13	17	22
당기순이익	2	5	19	25	30
비현금항목의 가감	2	7	7	7	9
감가상각비	2	2	2	2	2
외환손익	-1	0	0	0	0
자분법평가손익	0	1	0	0	0
기타	2	5	6	6	7
자산부채의 증감	13	-20	-12	-14	-14
기타현금흐름	0	0	-1	-1	-2
투자활동 현금흐름	-10	-5	-5	-6	-7
투자자산	-2	2	-1	-1	-1
유형자산	-3	-1	-1	-3	-4
기타	-6	-6	-2	-2	-2
재무활동 현금흐름	4	6	21	4	3
단기차입금	4	-11	0	0	0
사채	0	15	4	3	2
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	15	0	0
현금배당	-1	0	-1	-1	-1
기타	0	2	2	2	2
현금의 증감	11	-6	35	23	25
기초 현금	10	21	14	49	71
기말 현금	21	14	49	71	96
NOPLAT	1	8	18	23	28
FCF	15	-9	7	9	12

자료: 테스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	53	51	98	128	161
현금및현금성자산	20	14	49	71	96
매출채권 및 기타채권	3	13	19	22	26
채고자산	13	16	21	24	27
기타유동자산	17	7	9	11	12
비유동자산	47	41	40	42	44
유형자산	21	20	20	21	24
관계기업투자금	1	1	2	3	4
기타금융자산	10	6	6	7	7
기타비유동자산	16	13	12	11	10
자산총계	100	92	139	170	206
유동부채	40	12	22	26	31
매입채무 및 기타채무	5	11	19	22	25
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	11	0	0	0	0
기타유동부채	24	1	3	5	6
비유동부채	2	15	19	22	24
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	13	18	21	23
기타비유동부채	2	2	1	1	1
부채총계	42	27	41	49	55
자본지분	57	64	97	121	150
자본금	5	5	6	6	6
자본잉여금	28	30	44	44	44
이익잉여금	25	30	48	72	101
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	57	64	97	121	150
총차입금	11	13	18	21	23

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	167	522	1,884	2,159	2,633
PER	32.8	23.5	7.8	6.8	5.6
BPS	5,953	6,696	8,566	10,645	13,198
PBR	0.9	1.8	1.7	1.4	1.1
EBITDAPS	511	1,038	2,166	2,437	3,012
EV/EBITDA	8.0	11.1	5.1	3.3	2.0
SPS	7,328	6,985	11,642	12,173	14,121
PSR	0.7	1.8	1.3	1.2	1.0
CFPS	1,574	-979	711	811	1,057
DPS	0	80	80	80	80

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증가율	-1.1	-4.7	74.7	18.2	16.0
영업이익 증가율	-78.4	396.1	199.5	32.2	26.0
순이익 증가율	-70.5	212.2	277.9	29.6	21.9
수익성					
ROIC	2.8	19.6	37.0	46.6	53.2
ROA	1.8	5.2	16.5	15.9	16.0
ROE	2.8	8.3	23.4	22.5	22.1
안정성					
부채비율	74.3	42.5	42.2	40.2	37.0
순차입금비율	11.4	14.6	12.8	12.3	11.2
이자보상배율	4.7	7.6	17.3	20.3	24.2

원익IPS 030530

Aug 19, 2014

프리미엄 대장주

Buy 신규
TP 16,000 원 신규

Company Data

현재가(08/18)	13,150 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	13,150 원
52 주 최저가(보통주)	6,320 원
KOSPI (08/18)	2,053.13p
KOSDAQ (08/18)	561.10p
자본금	403 억원
시가총액	10,586 억원
발행주식수(보통주)	8,050 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래대금(60 일)	77.1 만주
평균거래대금(60 일)	94 억원
외국인지분(보통주)	34.34%
주요주주	
원익 외 12인	23.63%

Price & Relative Performance



주기수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.8%	45.6%	84.4%
상대주가	7.6%	36.4%	80.4%



반도체 수석연구원 최도연

3771-9707, doyeon@iprovest.com

목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

원익IPS에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 16,000원 제시하며 커버리지 개시. 목표주가는 15년 추정 EPS에 Target P/E를 14.0배 적용하여 산출. ①3D NAND 수혜, ②국내 장비업체 대장주, ③해외 대형 거래선 확보 등을 고려했을 때, 동사 밸류에이션은 국내 타 장비업체들 대비 프리미엄 및 해외 장비업체들과 유사 수준 부여 정당. 참고로 해외 장비업체들의 주가는 14년 기준 PER 21배, 15년 기준 PER 17배 내외에서 형성.

2분기를 저점으로 실적 개선 전망

별도 기준 2분기 실적은 매출액 547억원(-50.5% q-q), 영업이익 27억원(-88.4% q-q)으로 추정. 그러나 3분기에는 매출액 1,014억원(+85.4% q-q), 영업이익 142억원(+428.0% q-q)으로 대폭 개선 전망. 별도 기준 올해 실적은 매출액 3,976억원(+35.5%), 영업이익 634억원(+115.9%)으로 전년 대비 대폭 개선될 전망. 또한, 내년에도 3D NAND 투자 확대, 비메모리 투자 재개, DRAM 보완투자 등으로 실적 개선세 유지될 전망.

중장기적으로 안정적인 실적 개선 추세 전망

3D NAND 캐파 증설 및 단수 증가 지속, 삼성전자 반도체 향 대장 업체 위상 유지, 글로벌과운드리 등 해외 거래선 매출 증가 등을 고려했을 때, 동사 실적은 중장기적으로 안정적인 개선 추세 지속될 전망. 또한 대형 고객사들의 반도체 투자가 올해 4분기부터 내년까지 본격 재개될 전망이어서, 동사에 대한 높은 밸류에이션 멀티플도 유지될 전망. 4분기부터 반도체 투자가 재개되면서, 동사 주가는 내년 실적 예상치를 빠르게 반영할 전망.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2012.12	2013.12	2014.12E	2015.12E	2016.12E
매출액(십억원)	349	423	546	682	818
YoY(%)	2.5	21.3	29.0	24.9	20.0
영업이익(십억원)	26	55	94	136	176
OP 마진(%)	7.4	13.0	17.2	19.9	21.5
순이익(십억원)	18	37	72	105	137
EPS(원)	108	373	757	1,119	1,467
YoY(%)	-58.2	246.5	102.9	47.8	31.1
PER(배)	43.3	23.0	17.4	11.7	9.0
PCR(배)	8.5	9.0	9.4	6.9	5.5
PBR(배)	1.3	2.2	2.8	2.2	1.8
EV/EBITDA(배)	9.3	9.0	9.7	6.9	5.4
ROE(%)	3.0	9.3	17.4	21.1	22.3

목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

[도표 29] 원익 IPS 목표주가 16,000 원 (단위: 원, 배, %)

	EPS	PER	Target P/E	목표주가 (12m)	Upside (8/18)
2014E	757	17.2			
2015E	1,119	11.7	14.0	16,000	21.7%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 30] 원익 IPS 과거 PER 추이 (단위: 원, 배)

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	AVG
EPS	364	786	258	108	373	
PER (End)	11.6	11.0	37.3	43.3	23.0	26.2
PER (High)	12.9	12.0	45.4	95.6	24.8	26.5
PER (Low)	3.5	4.8	19.7	37.9	11.8	20.7
PER (Avg)	7.4	8.3	32.7	62.8	18.2	25.9

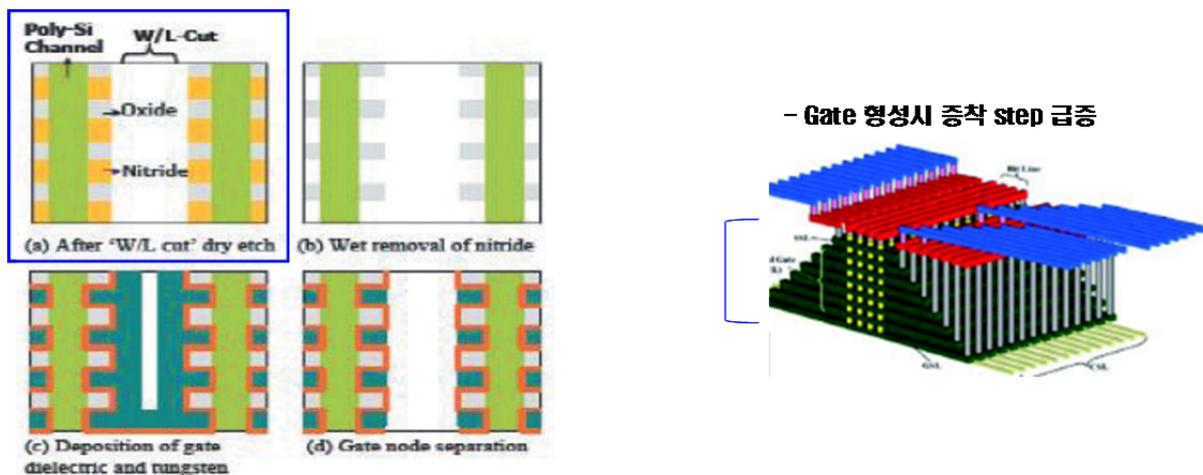
자료: 교보증권 리서치센터

다양한 투자 매력을 보유한 반도체 장비 대장주

3D NAND 수혜업체

3D NAND에서는 증착 Step 수가 크게 증가한다. 3D NAND에서는 단순만큼 증착 공정이 배수로 증가한다. 만약 32단으로 V-NAND 공정을 진행한다면, Transistor 관련된 최소 증착 공정 수는 64개이다. 이에 원익IPS는 3D NAND에서 PECVD 공정수 증가에 의한 수혜가 예상된다.

[도표 31] 3D NAND에서 증착 공정수 크게 증가



자료: 서울대학교, SK하이닉스, 교보증권 리서치센터

비메모리 고객 확대 기회

동사의 매출은 대부분 DRAM, NAND 등 메모리항이 대부분이었으나, 동사는 올해 상반기 해외 비메모리 대형 업체인 글로벌파운드리에 장비 공급에 성공하였다. 또한 동사의 주요 고객사인 삼성전자가 글로벌파운드리와 FinFET 기술을 공유하기로 한 것으로 파악된다. 기술 제휴를 통해 삼성전자는 기술사용료와 로열티를 받고, 글로벌파운드리의 파운드리 노하우와 다양한 고객선을 공유 받을 것으로 보인다. 삼성전자와 글로벌파운드리의 연합 구도는 현재 파운드리 시장의 최강자인 TSMC에 큰 위협이 될 전망이며, 향후 두 업체를 모두 고객으로 확보한 동사에게 큰 기회로 작용할 전망이다.

국내 반도체 장비 대장주 위상

국내 반도체 장비업체들은 해외 반도체 장비 업체들 대비 디스카운트 받고 있다. 매출 규모, 기술력, 영업력 등을 고려했을 때 해외 반도체 장비 업체들이 더 높은 밸류에이션을 받는 것은 당연하다. 그러나 최근 국내 반도체 업체들이 전세계 반도체 투자를 주도하고 있고, 국내 장비 업체들의 기술력이 과거 대비 격상되었다는 점을 감안하면, 국내 반도체 장비 업체들에 과거와 같은 큰 폭의 디스카운트는 불필요하다는 판단이다. 특히, 국내 반도체 장비 업체들은 3D NAND와 같은 신기술 투자에서 과거 대비 높은 M/S로 장비 공급에 성공한 것으로 파악된다.

[도표 32] 반도체 장비 업체 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, %)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PBR		ROE	
	(십억원)	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
원익 IPS	1,058.6	543.3	664.4	97.5	128.4	64.6	87.4	16.4	12.1	2.5	2.1	18.1	19.9
유진테크	371.5	155.4	199.4	44.1	61.0	41.2	54.6	9.0	6.8	1.9	1.5	23.1	24.4
피에스케이	268.0	196.1	266.6	39.4	59.2	32.3	51.8	8.3	5.2	1.4	1.1	19.0	24.5
테스	150.2	120.2	152.0	19.6	29.0	18.1	24.0	8.0	6.3	-	-	-	-
국제엘렉트릭	231.5	169.5	-	25.9	-	21.5	-	10.8	-	-	-	-	-
제우스	159.1	269.3	314.0	31.1	39.0	25.0	29.0	6.5	5.6	1.1	1.0	19.4	18.7
	(백만달러)	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
AMAT	27,367	9,090.0	10,158.7	1,783.3	2,267.7	1,257.1	1,647.4	21.2	16.7	3.5	3.1	15.6	17.2
ASML	41,018	7,828.2	9,115.4	1,569.7	2,052.8	1,465.2	1,958.0	26.8	19.9	4.0	3.4	15.4	14.8
KLA-TENCOR	12,249	2,935.2	3,079.8	807.3	806.5	604.8	627.8	20.5	19.3	3.4	3.2	16.7	17.2
LAM Research	11,308	4,599.9	5,005.1	834.6	962.1	733.5	823.3	15.8	14.8	2.3	2.2	14.3	13.4

자료: Quantwise, Bloomberg, 교보증권 리서치센터

반도체 장비

반도체 장비, 자금이 기회

[원익IPS 030530]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	349	423	546	682	818
매출원가	239	285	355	439	525
매출총이익	110	138	191	242	293
매출총이익률 (%)	31.5	32.7	35.0	35.6	35.8
판매비와관리비	83	83	97	107	118
영업이익	26	55	94	136	176
영업이익률 (%)	7.6	13.0	17.2	19.9	21.5
EBITDA	39	72	113	157	200
EBITDA Margin (%)	11.2	17.1	20.7	23.1	24.5
영업외손익	-4	-3	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	6	9	4	4	5
금융비용	-9	-7	-4	-4	-4
기타	0	-5	1	1	1
법인세비용차감전순손익	23	52	95	137	177
법인세비용	5	15	23	31	40
계속사업순손익	18	37	72	105	137
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	18	37	72	105	137
당기순이익률 (%)	5.1	8.8	13.2	15.5	16.8
비지배자분순이익	10	10	11	15	19
지배자분순이익	8	27	61	90	118
지배순이익률 (%)	2.3	6.5	11.2	13.2	14.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	1	1	1	1
포괄순이익	17	38	73	106	138
비지배자분포괄이익	10	10	11	15	19
지배자분포괄이익	7	28	62	91	119

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	44	64	69	117	148
당기순이익	18	37	72	105	137
비현금항목의 가감	32	42	52	63	74
감가상각비	11	15	17	20	23
외환손익	0	0	0	1	1
지분법평가손익	4	-2	0	0	0
기타	16	29	34	42	50
자산부채의 증감	6	-8	-32	-21	-25
기타현금흐름	-12	-8	-23	-31	-38
투자활동 현금흐름	-62	-45	-64	-65	-70
투자자산	-8	-2	-21	-21	-21
유형자산	-47	-52	-38	-43	-48
기타	-7	8	-5	-1	0
재무활동 현금흐름	3	7	-25	-17	-32
단기차입금	-6	3	1	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	8	6	4	4	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	1	-2	-30	-22	-36
현금의 증감	-15	26	-20	35	47
기초 현금	83	68	94	74	109
기말 현금	68	94	74	109	156
NOPLAT	21	39	71	105	136
FCF	-8	-3	21	63	88

자료: 원익 IPS, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	217	276	295	383	515
현금및현금성자산	68	94	74	109	156
매출채권 및 기타채권	22	59	74	95	149
채고자산	67	93	110	140	169
기타유동자산	60	29	36	39	41
비유동자산	261	314	354	396	441
유형자산	151	167	187	209	235
관계기업투자금	30	51	71	90	110
기타금융자산	16	32	33	34	36
기타비유동자산	65	66	64	62	60
자산총계	478	590	649	779	956
유동부채	87	131	110	124	149
매입채무 및 기타채무	41	86	77	89	113
차입금	4	7	8	9	9
유동성채무	32	14	0	0	0
기타유동부채	9	24	25	26	26
비유동부채	56	55	58	61	63
차입금	37	33	37	40	43
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	19	22	21	21	20
부채총계	143	186	168	185	213
지배지분	268	320	381	471	589
자본금	37	40	40	40	40
자본잉여금	150	170	170	170	170
이익잉여금	91	119	180	270	388
기타자본변동	-11	-10	-10	-10	-10
비지배지분	67	84	100	123	154
자본총계	335	404	481	594	743
총차입금	76	56	46	50	53

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	108	373	757	1,119	1,467
PER	43.3	23.0	17.4	11.7	9.0
BPS	3,666	3,976	4,733	5,853	7,320
PBR	1.3	2.2	2.8	2.2	1.8
EBITDAPS	534	983	1,405	1,954	2,488
EV/EBITDA	9.3	9.0	9.7	6.9	5.4
SPS	4,784	5,757	6,779	8,469	10,162
PSR	1.0	1.5	1.9	1.6	1.3
CFPS	-106	-46	258	779	1,091
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

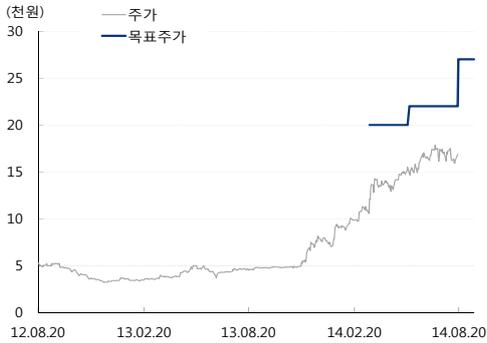
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
성장성					
매출액 증가율	2.5	21.3	29.0	24.9	20.0
영업이익 증가율	-8.8	108.3	70.3	44.4	29.5
순이익 증가율	-2.8	109.0	93.3	46.0	30.3
수익성					
ROIC	9.7	17.0	26.5	31.9	34.2
ROA	1.6	5.1	9.8	12.6	13.6
ROE	3.0	9.3	17.4	21.1	22.3
안정성					
부채비율	42.5	46.2	35.0	31.1	28.6
순차입금비율	15.9	9.5	7.1	6.4	5.6
이자보상배율	7.3	14.6	30.6	41.7	52.5

반도체 장비

반도체 장비, 지금이 기회

제우스 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2014.03.18	매수	20,000			
2014.05.08	매수	20,000			
2014.05.26	매수	22,000			
2014.07.23	매수	22,000			
2014.08.19	매수	27,000			

테스 최근 2년간 목표주가 변동추이

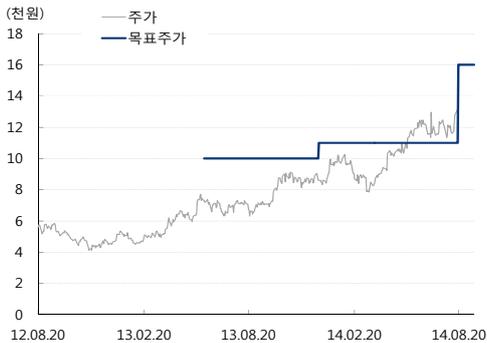


자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2014.08.19	매수	22,000			

원익PS 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2013.06.04	매수	10,000			
2013.08.07	매수	10,000			
2013.08.27	매수	10,000			
2013.11.13	매수	10,000			
2013.12.20	매수	11,000			
2014.08.19	매수	16,000			

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
 적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
 Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
 매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
 보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%