

2020년은 어쩔수 없는 보릿고개

Trading Buy
(유지)목표가: 96,800원 ▲
상승여력: 10.0%

김충현, CFA choonghyun.kim@miraeasset.com

3Q20 Review

매출액 기준 시장기대치 크게 하회

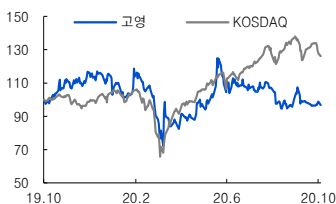
- 매출액 -35% YoY, 영업이익 -67% YoY(OPM 8.5%)
- 품목별 매출: SPI -42% YoY, AOI -41% YoY, 기타 47% YoY
- 산업별 매출: 자동차 -41% YoY, 스마트 제품 -56% YoY, 서버 -26% YoY, IoT -16% YoY, 기타 69% YoY
- 지역별 매출: 국내 28% YoY, 미국 8% YoY, 유럽 -59% YoY, 중국 -61% YoY, 일본 53% YoY, 아시아 -51% YoY

밸류에이션 및 투자전략

목표주가 96,800원으로 상향하나, 투자의견 Trading Buy 유지

- 동사의 실적추정치는 하향 조정하였으나, 최근 포스트 팬데믹 이후 자동화나 스마트 팩토리에 대한 기대감이 높아짐
- 이에 따라 목표 주가배수를 상향하여 목표주가를 96,800원(기존 82,500원)으로 상향하나, 상승여력이 10%인점을 고려하여 투자의견은 Trading Buy유지.
- 현재 주가 12개월 FWD P/E 기준 37배로 Peer(43.8배) 대비 저평가 중
- 기대를 모으고 있는 수술로봇 1호 제품은 고객사 설치가 완료되었으며, 매출인식은 4Q20에 될 것으로 예상
- 동사의 펀더멘탈과는 별개로 미중무역분쟁부터 코로나19까지 지난 2년간은 유례가 없을 정도의 보릿고개. 외국인 지분율이 지속적으로 상승하고 있는 점은 주목할 만 함.
- 현재 2년간 전방산업의 CAPEX가 지속적으로 둔화되었다는 점을 고려할 때 2021년에는 충분한 이연수요를 기대해볼 수 있는 상황. 다만, 대부분 전방산업의 연간 CAPEX가 확정되는 시점은 연초(1Q21)가 된다는 점과 여전히 코로나19가 기승을 부리고 있는 점에서 장기적인 관점의 접근이 유효함

Key data



현재주가(20/10/19, 원)	88,000	시가총액(십억원)	1,208
영업이익(20F, 십억원)	16	발행주식수(백만주)	14
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	19	유동주식비율(%)	77.6
EPS 성장률(20F, %)	-37.5	외국인 보유비중(%)	63.9
P/E(20F, x)	65.2	베타(12M) 일간수익률	0.74
MKT P/E(20F, x)	16.0	52주 최저가(원)	65,700
KOSDAQ	822.25	52주 최고가(원)	113,600

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.8	5.8	-0.7
상대주가	-2.5	-18.3	-21.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	203	238	222	178	244	271
영업이익 (십억원)	44	46	33	16	42	50
영업이익률 (%)	21.7	19.3	14.9	9.0	17.2	18.5
순이익 (십억원)	27	42	30	19	37	44
EPS (원)	1,950	3,091	2,159	1,349	2,701	3,203
ROE (%)	16.8	21.9	12.6	7.4	13.7	14.5
P/E (배)	42.3	26.7	48.9	65.2	32.6	27.5
P/B (배)	6.0	4.8	5.6	4.5	4.0	3.6
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 3Q20 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	3Q19	2Q20	3Q20P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	62.9	38.9	41.1	65.1	49.9	-34.8	5.7
영업이익	10.8	2.0	3.5	11.4	6.7	-67.4	73.8
영업이익률 (%)	17.1	5.2	8.5	17.5	13.5	-8.5	3.3
세전이익	15.4	-0.1	-	11.7	9.6	-	-
순이익	12.2	0.4	-	9.7	7.5	-	-

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	20F	21F	20F	21F	20F	21F	
매출액	231.2	258.6	177.5	243.8	-23.2	-5.7	3Q20 실적 반영
영업이익	36.1	47.8	16.1	41.8	-55.4	-12.5	
세전이익	34.6	49.4	22.7	42.9	-34.2	-13.2	
순이익	28.7	42.7	18.5	37.1	-35.4	-13.2	
EPS (KRW)	2,089	3,110	1,349	2,701	-35.4	-13.2	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

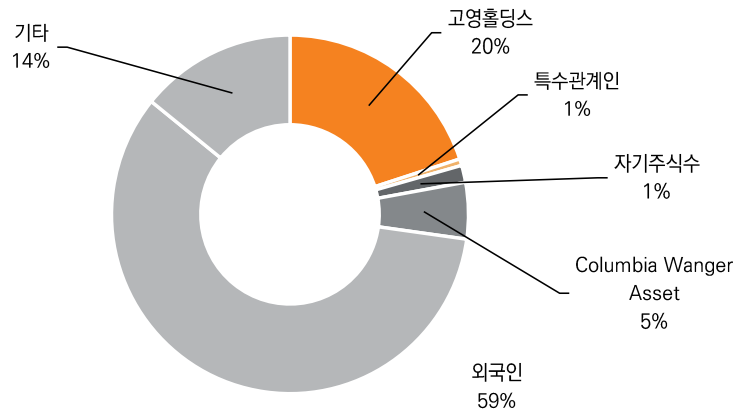
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	47.8	60.8	62.9	50.5	50.7	38.9	41.1	46.9	222.1	177.5	243.8
SPI	22.3	28.6	29.4	23.3	21.5	15.2	17.2	20.9	103.6	74.8	102.9
AOI	20.8	28.5	29.0	21.0	24.4	18.4	17.2	18.9	99.2	78.9	107.3
기타	4.7	3.7	4.5	6.2	4.9	5.3	6.6	7.0	19.2	23.9	33.6
영업이익	6.7	11.0	10.8	4.9	5.9	2.0	3.5	4.7	33.3	16.1	41.8
세전이익	9.0	13.6	15.4	-0.1	14.1	-0.1	3.8	5.0	38.0	22.7	42.9
순이익	7.1	10.7	12.2	-0.5	10.8	0.4	3.1	4.2	29.6	18.5	37.1
영업이익률 (%)	14.1	18.0	17.1	9.7	11.6	5.2	8.5	10.1	15.0	9.1	17.2
세전순이익률 (%)	18.8	22.4	24.5	-0.1	27.7	-0.3	9.2	10.7	17.1	12.8	17.6
순이익률 (%)	14.9	17.6	19.4	-1.0	21.3	1.1	7.6	8.9	13.3	10.4	15.2

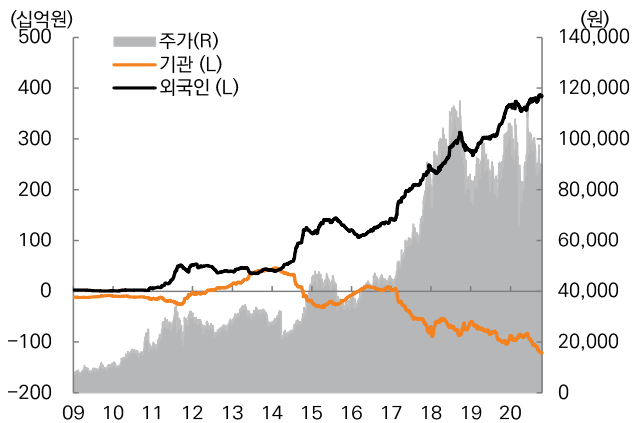
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 지분율



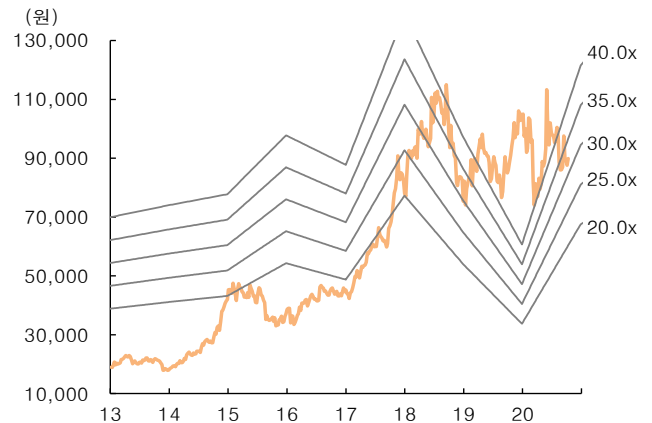
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



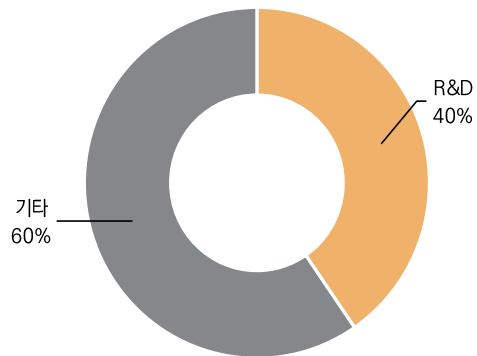
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Global peer valuation: ROBO-index

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F
고영	1,203	15.0	10.9	17.3	51.5	48.7	31.0	5.8	6.3	4.8	9.6	9.7	14.2	36.0	35.5	20.4
엔비디아	389,339	26.1	39.2	40.3	89.9	60.7	49.9	25.9	21.6	18.2	27.9	50.4	40.9	56.7	53.5	43.4
키엔스	130,227	50.3	49.5	51.6	63.7	64.7	50.9	22.7	23.3	19.3	11.1	10.2	12.0	36.2	41.3	32.5
퀄컴	166,242	31.6	26.3	32.0	42.9	33.0	19.9	7.4	6.8	5.2	62.6	16.0	16.2	20.7	21.0	14.2
인튜이티브 서지컬	100,608	30.7	32.5	36.7	84.2	79.0	56.5	20.0	20.6	17.5	14.2	13.1	15.3	45.1	54.3	41.6
화낙	45,110	17.4	14.3	20.1	66.9	68.5	40.9	8.2	8.8	7.4	4.4	4.5	7.3	-	31.5	21.1
헥사곤	32,590	23.0	23.9	26.5	40.1	32.6	28.0	6.4	6.5	6.0	10.3	11.1	12.8	18.3	20.7	18.0
오므론	17,344	8.1	8.3	9.8	38.6	41.7	32.0	2.4	2.6	2.4	14.4	7.0	8.9	15.4	17.8	14.9
코그넥스	13,614	19.7	19.4	25.8	114.0	88.0	62.3	17.2	16.2	14.2	11.0	7.9	12.5	71.4	62.8	47.4
아스카와 전기	11,806	5.9	6.3	8.7	70.4	60.8	38.8	2.8	2.9	2.6	6.6	7.7	11.8	25.7	27.7	20.1
전체 평균		22.8	23.1	26.9	66.2	57.8	41.0	11.9	11.6	9.8	17.2	13.8	15.2	36.2	36.6	27.4

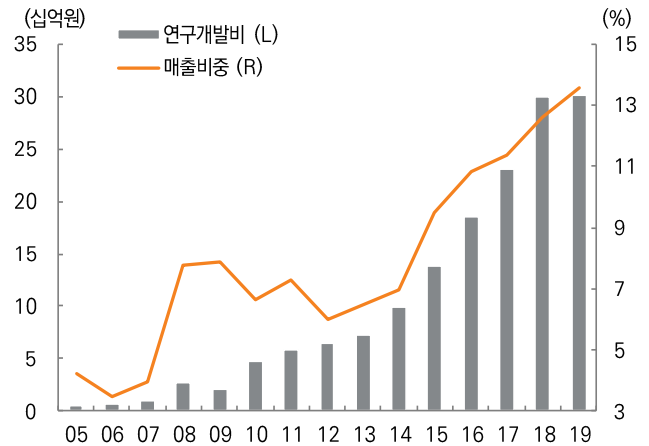
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 인력구조



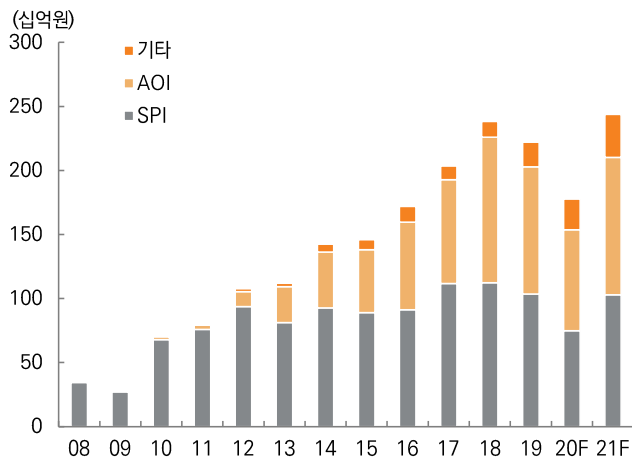
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 연구개발비용 추이



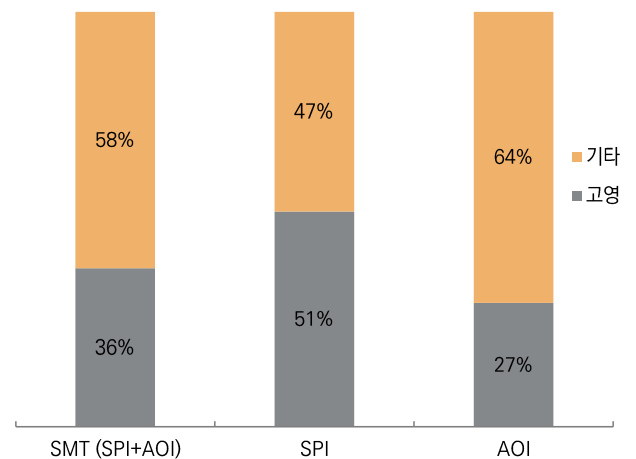
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 동사 품목별 매출 추이



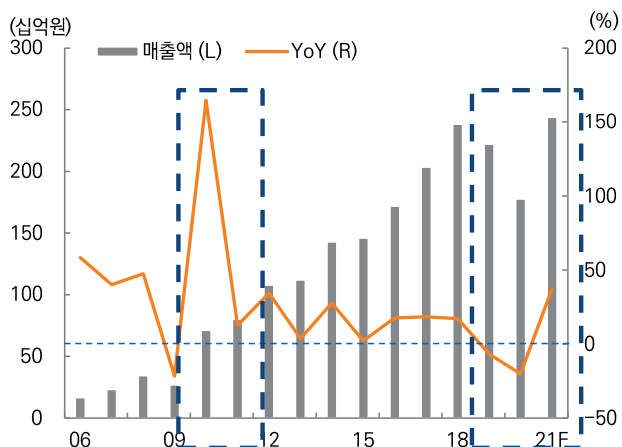
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. SMT 시장 점유율(2019년 기준)



자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 연간 매출 추이



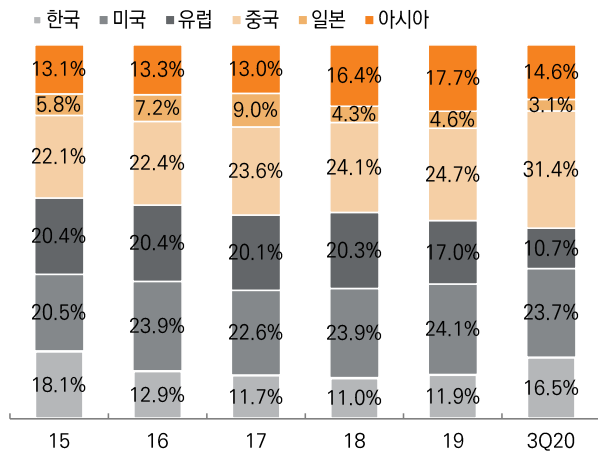
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 외국인 지분율 vs. 주가



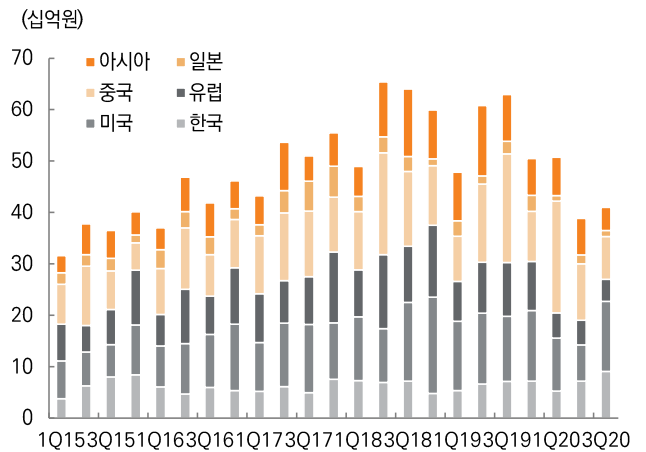
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 지역별 매출 비중



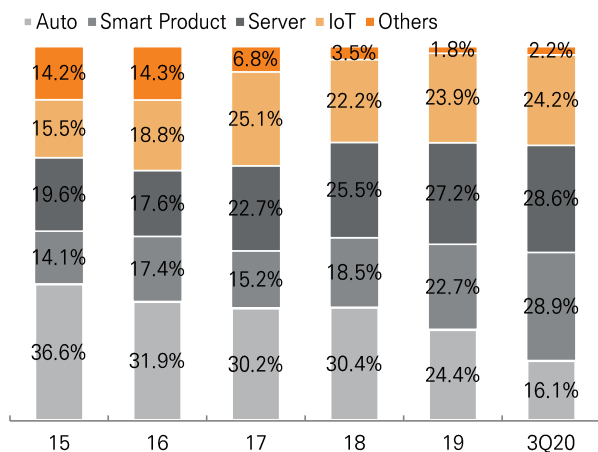
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 지역별 매출 추이



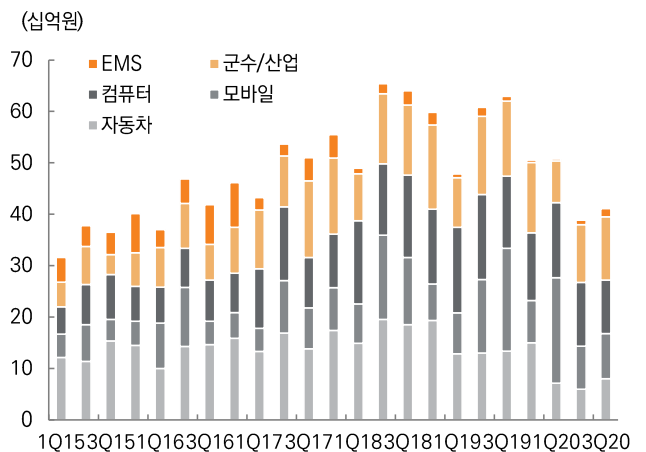
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 산업별 매출 비중



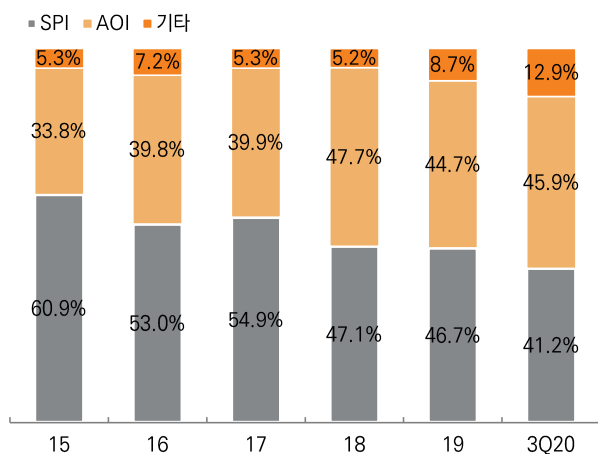
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 산업별 매출 추이



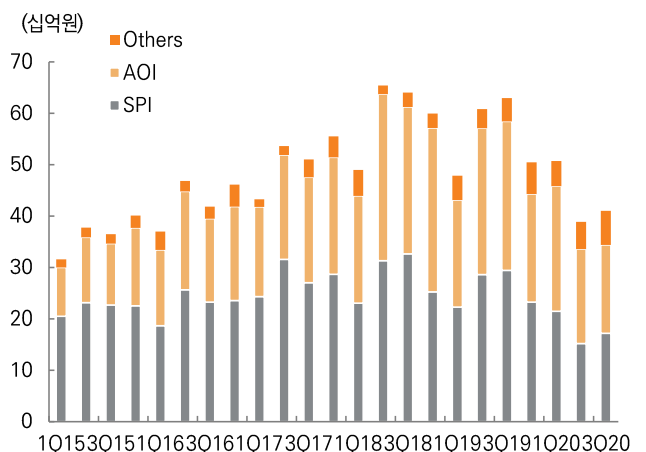
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 품목별 매출 비중



자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 품목별 매출 추이



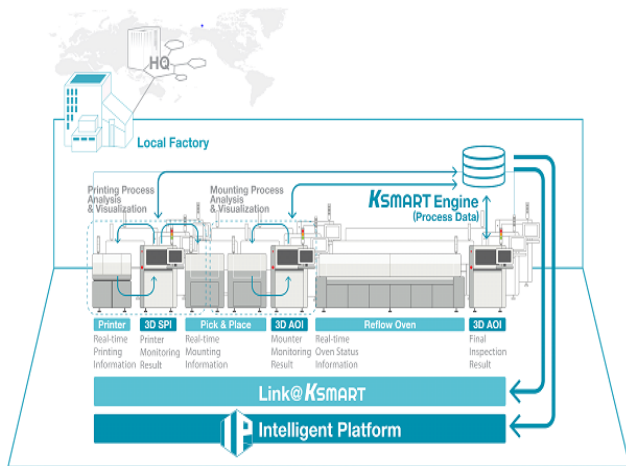
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. KSMART 주요 모듈 소개

기능	모듈	내용	세부 내용
Real Data management	RTM@KSMART	Real time monitoring	장비별 성능의 실시간 모니터링
	LM@KSMART	Library manager	Job파일과 검사조건을 통합 관리하여 다수의 장비를 체계적으로 관리 가능
	Link@KSMART	Communication solution	모든 SPI와 AOI의 검사결과를 통합하여 개별 프로세스와 오류의 상관관계 도출
Analysis	SPC@KSMART	Statistical process control	통계 분석 도구 제공 및 tolerance 조정 가능
Optimization	OPO@KSMART	Offline program optimizer	생산라인의 중단 없이 공정의 미세조정 지원(AOI만 가능)
	RMS@KSMART	Remote monitoring system	스마트폰이나 외부에서도 공정 최적화 컨트롤이 가능함
	KPO@KSMART	KSMART Process Optimizer	차세대 Closed-loop 시스템(SPI와 프린터를 연계하여 실시간 피드백과 최적화 수행)

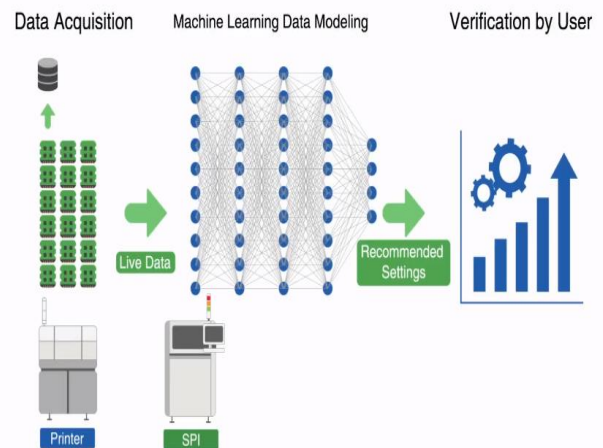
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 고영의 스마트 팩토리 솔루션인 KSMART



자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. KPO 솔루션: Advanced Process Control Feedback



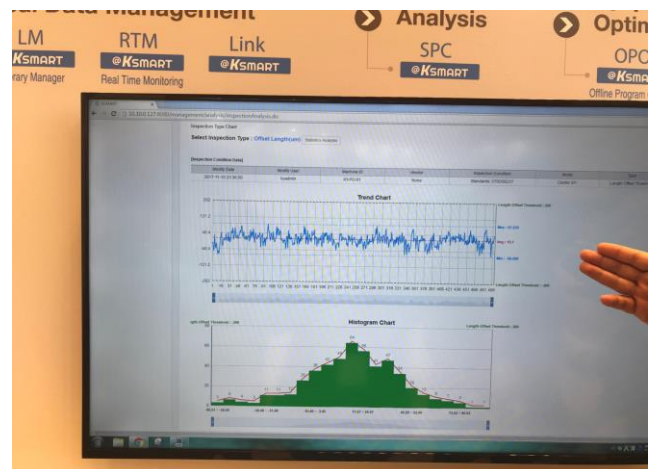
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. KSMART의 통계 분석도구 (1)



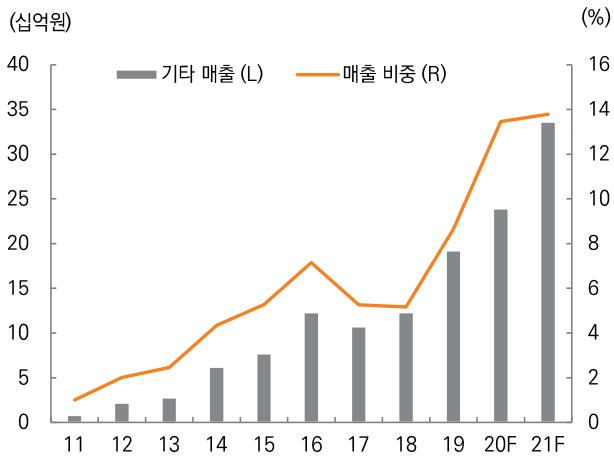
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. KSMART의 통계 분석도구 (2)



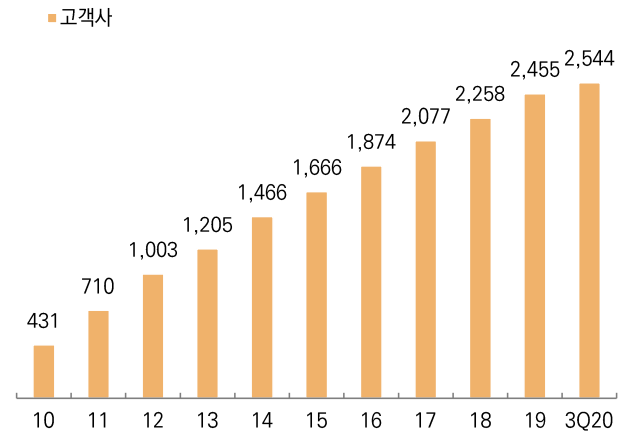
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 신사업의 매출 및 전체 매출대비 비중 추이



자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 고영의 고객 베이스 증가 추이



자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 신사업 (1): MOI



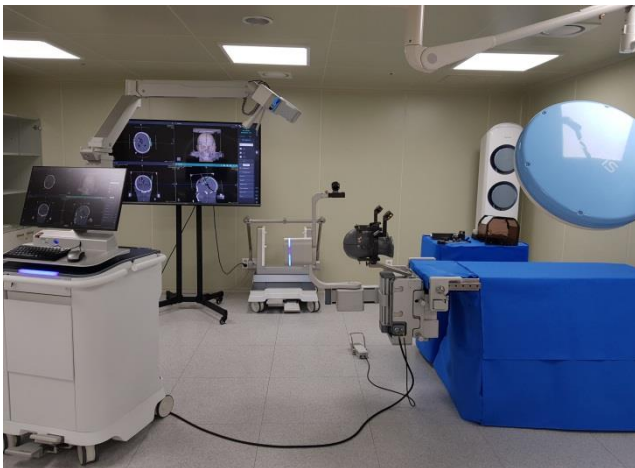
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 신사업 (1): MOI



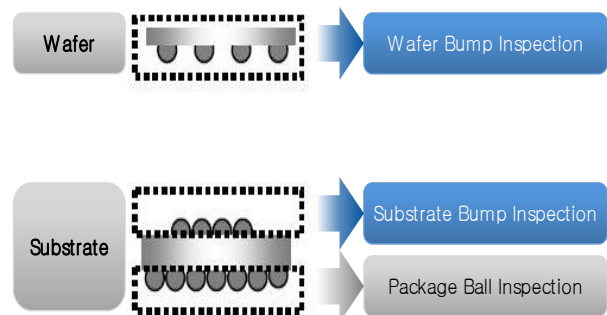
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 신사업 (2): 연구개발과 제조허가가 진행중인 의료로봇



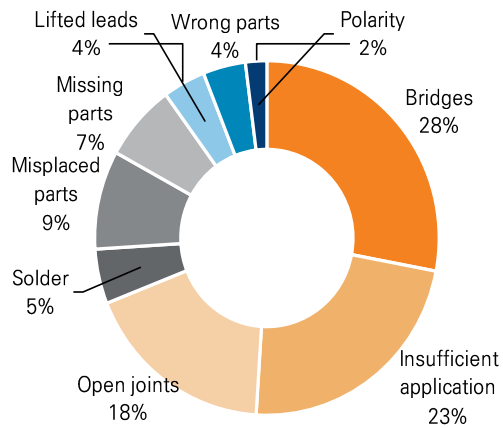
자료: Diehl, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 신사업 (3): 반도체 기판 및 웨이퍼 뱀프 검사 기술



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 불량률의 70%원인인 프린팅(Bridges, Insufficients, Opens)



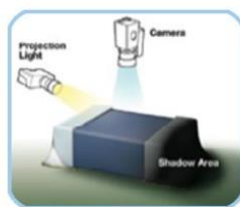
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. SMT 공정 개요



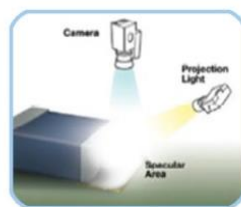
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 2D 기술의 문제점을 해결하며 업계 1위로 부상



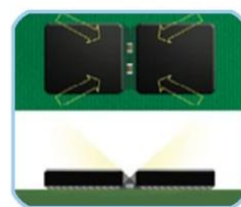
그림자 문제

Single Projection의 경우, 빛이 닿지 않는 영역에 그림자가 생겨 정확한 데이터



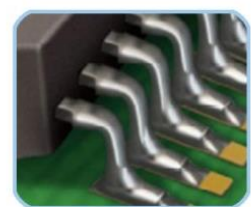
반사광 문제

반짝임이 심한 솔더 결합의 경우, 반사광이 발생하여 센서가 정확하게 감지하기 어려움



Projection 장애물 문제

높은 컴포넌트의 경우, 인접한 컴포넌트에 그림자가 생겨서 정확한 데이터 측정 불가

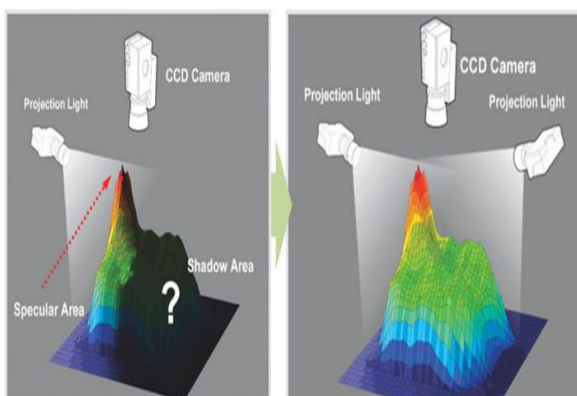


측정범위문제

높은 Z-해상도와 넓은 측정 범위가 동시에 보장되지 않을 경우, 정확한 데이터 측정 불가

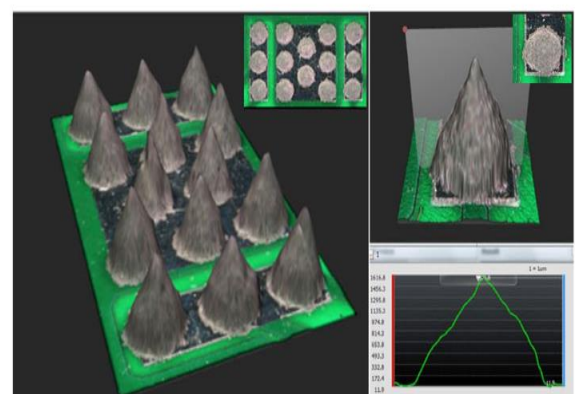
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 2-way, 4-way Projection 기술: 그림자와 난반사 문제 해결



자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. Moire 기술: 높낮이 측정 가능



자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

고영 (098460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	222	178	244	271
매출원가	81	67	90	103
매출총이익	141	111	154	168
판매비와관리비	108	95	112	118
조정영업이익	33	16	42	50
영업이익	33	16	42	50
비영업손익	5	7	1	1
금융손익	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	38	23	43	51
계속사업법인세비용	8	4	6	7
계속사업이익	30	19	37	44
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	30	19	37	44
지배주주	30	19	37	44
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	30	19	37	44
지배주주	30	19	37	44
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	44	27	50	56
FCF	22	31	6	33
EBITDA 마진율 (%)	19.8	15.2	20.5	20.7
영업이익률 (%)	14.9	9.0	17.2	18.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	13.5	10.7	15.2	16.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	226	235	294	343
현금 및 현금성자산	27	45	42	67
매출채권 및 기타채권	84	77	118	133
재고자산	36	34	52	58
기타유동자산	79	79	82	85
비유동자산	80	75	72	68
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	37	33	29	26
무형자산	9	11	10	9
자산총계	305	310	366	412
유동부채	38	34	52	58
매입채무 및 기타채무	21	18	27	30
단기금융부채	6	5	8	9
기타유동부채	11	11	17	19
비유동부채	23	21	29	32
장기금융부채	7	6	6	6
기타비유동부채	16	15	23	26
부채총계	62	55	81	90
지배주주지분	244	255	285	322
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	41	42	42	42
이익잉여금	210	221	251	287
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	244	255	285	322

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	29	33	8	35
당기순이익	30	19	37	44
비현금수익비용가감	23	13	13	12
유형자산감가상각비	9	9	7	5
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	13	3	5	6
영업활동으로 인한 자산및부채의변동	-6	7	-37	-15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	11	-40	-15
재고자산 감소(증가)	-4	4	-18	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	-6	6	2
법인세납부	-18	-7	-6	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-8	-5	-6	-5
유형자산처분(취득)	-7	-2	-2	-2
무형자산감소(증가)	-6	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	6	-1	-4	-3
기타투자활동	-1	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-17	-10	-5	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	13	-1	3	1
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-9	-8	-7	-7
기타재무활동	-22	-1	-1	0
현금의 증가	4	18	-3	24
기초현금	23	27	45	42
기말현금	27	45	42	67

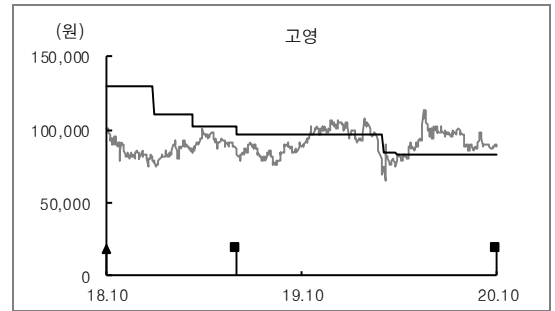
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	48.9	65.2	32.6	27.5
P/CF (x)	27.7	38.0	24.3	21.7
P/B (x)	5.6	4.5	4.0	3.6
EV/EBITDA (x)	30.8	40.9	22.1	19.4
EPS (원)	2,159	1,349	2,701	3,203
CFPS (원)	3,806	2,313	3,628	4,048
BPS (원)	18,804	19,642	21,802	24,463
DPS (원)	550	550	550	550
배당성향 (%)	25.1	40.2	20.0	16.9
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	-6.7	-19.8	37.1	11.1
EBITDA증가율 (%)	-12.0	-38.6	85.2	12.0
조정영업이익증가율 (%)	-28.3	-51.5	162.5	19.0
EPS증가율 (%)	-30.2	-37.5	100.2	18.6
매출채권 회전율 (회)	2.7	2.3	2.6	2.2
재고자산 회전율 (회)	6.6	5.1	5.7	4.9
매입채무 회전율 (회)	5.5	5.3	6.1	5.5
ROA (%)	10.1	6.0	11.0	11.3
ROE (%)	12.6	7.4	13.7	14.5
ROIC (%)	19.3	9.1	22.5	22.8
부채비율 (%)	25.4	21.6	28.4	28.1
유동비율 (%)	587.8	699.4	570.8	592.9
순차입금/자기자본 (%)	-36.9	-43.2	-37.4	-40.9
조정영업이익/금융비용 (x)	113.0	61.1	145.0	159.9

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
고영 (098460)				
2020.04.14	Trading Buy	82,500	-	-
2020.03.20	Trading Buy	85,000	-7.37	5.53
2019.06.19	Trading Buy	97,000	-5.34	11.24
2019.03.28	매수	102,000	-9.77	-0.88
2019.01.15	매수	110,000	-22.88	-15.82
2018.10.05	매수	130,000	-26.69	-11.54



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

* 2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.