

원익QnC
(074600)

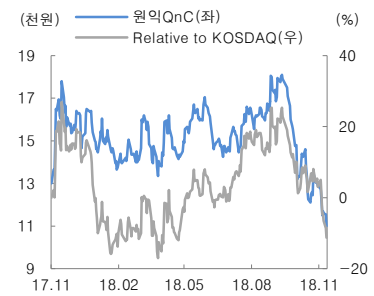
이수빈 subin.lee@daisin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규
6개월 목표주가 17,000
신규
현재주가 11,000
(18.11.20)
반도체업종

4차 산업혁명/안전등급 Sky Blue

KOSDAQ	690.81
시가총액	289십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	18,100원 / 11,000원
120일 평균거래대금	25억원
외국인지분율	5.22%
주요주주	원익홀딩스 외 2 인 40.54% 삼성액티브자산운용 5.16%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-22.8	-32.3	-30.8	-35.1
상대수익률	-17.3	-24.6	-12.9	-26.2



미세공정전환으로
소모품 수요 밝음

투자 의견 매수(Buy), 목표주가 17,000원 신규 제시

- 목표주가 17,000원은 12개월 Forward EPS에 Target PER 9.5배 적용. 글로벌 반도체 소모품 Peer Multiple 10% 할인하여 적용
- RIM으로 산출한 적정주당 가치는 23,977원
- 원익QnC의 투자포인트는
 - 1) 10월 램리서치 전용 공장 본격 가동 개시하며 식각 공정용 글로벌 장비사향 매출 2019년 유의미한 수준으로 증가 예상
 - 2) 반도체 시설투자 비중 축소에도 불구하고 공정전환에 따른 식각 장비 투자가 지속되고 있어 소모품 출하량 이어질 전망
 - 3) 지난 3월 인수한 나노원 세정사업 적응 완료. 실적 개선을 위해 디스플레이 세정사업 정리하고 반도체 세정사업에 집중할 예정
 - 4) 미국 실리콘 및 쿼츠 원재료 소재 기업 모멘티브 인수 컨소시엄에 참여. 안정적인 원재료 확보와 더불어 원가 절감 등 추가 시너지 효과 기대

2019년 매출 3,000억원(+14% yoy), 영업이익 514억원(+20% yoy) 전망

- 2018년 연 매출 2,430억원(+33% yoy), 영업이익 430억원(+36% yoy)
- 쿼츠 사업부와 세정 사업부(자회사 나노원 합산)가 2018년 기준 연결 매출액 각각 73%, 19% 차지. 2018년 영업이익 비중은 연결조정 전 각각 84%, 28%로 당사 실적은 이 두 사업부 실적에 좌우됨
- 지난 10월 화재 발생 사건이 있었음에도 불구하고 월 매출 역대 최고치 기록. 기존 쿼츠 부문 월 매출 40억 중반에서 60억 중반까지 상승. 신규 공장 가동에 따른 물량 증가가 기인
- 전 사업부 중 세정 사업부문 영업이익률 가장 높음. 2018년 별도 세정 사업부문과 자회사 나노원의 영업이익률은 각각 28%, 23%. 2019년 세정 사업부문 매출 성장으로 연결 영업이익률 개선 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	139	197	263	300	330
영업이익	18	30	43	51	58
세전순이익	64	37	53	61	68
총당기순이익	44	29	39	46	51
지배지분순이익	44	29	41	47	52
EPS	3,317	1,100	1,548	1,796	1,995
PER	5.4	15.0	7.5	6.5	5.8
BPS	11,297	6,503	8,048	9,842	11,834
PBR	1.6	2.5	1.4	1.2	1.0
ROE	34.6	18.1	21.3	20.1	18.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 원익QnC, 대신증권 Research&Strategy본부

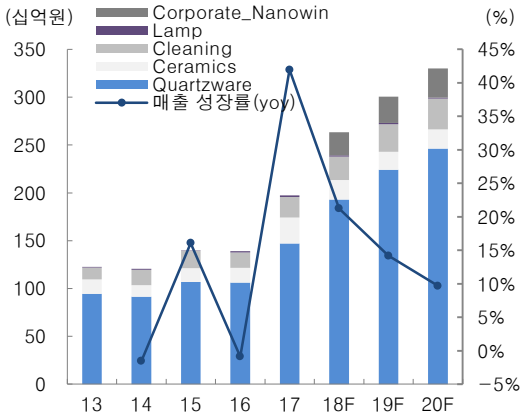
표 5. 사업부문별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018F	2019F	2020F
매출	59.3	67.2	67.8	68.9	69.6	75.5	77.7	77.6	263.3	300.5	329.9
원익큐엔씨	54.0	61.2	61.2	62.8	63.7	68.8	70.1	70.5	239.1	273.1	299.5
쿼츠	41.8	49.6	49.7	51.9	51.3	56.6	57.8	58.4	193.0	224.2	246.2
세라믹	6.3	5.4	4.2	4.6	5.3	4.9	3.9	4.8	20.5	18.9	20.3
세정	5.5	5.8	6.9	6.1	6.7	6.9	8.1	7.1	24.3	28.8	32.1
램프	0.4	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.2	1.4	1.2	1.0
나노윈		6.0	6.7	6.2	5.9	6.7	7.6	7.1	24.1	27.4	30.4
매출원가	41.8	46.8	48.3	48.9	49.5	54.0	55.0	55.0	185.7	213.5	234.5
판매관리비	6.9	7.5	8.1	12.0	8.8	7.6	7.4	11.7	34.5	35.5	37.3
영업이익	10.6	12.9	11.4	8.0	11.3	14.0	15.3	10.9	43.0	51.4	58.2
영업이익률(%)	17.9%	19.2%	16.8%	11.7%	16.2%	18.5%	19.6%	14.1%	16.3%	17.1%	17.6%

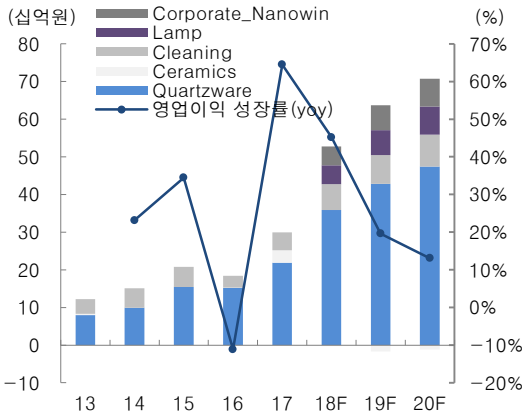
자료: 원익QnC, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 59. 제품별 매출 비중과 매출 성장률 추이



자료: 원익QnC, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 60. 제품별 영업이익 비중과 영업이익 성장률 추이



자료: 원익QnC, 대신증권 Research&Strategy 본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)										(단위: 십억원, 원, %)
	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) ^(주2)	41	47	52	58	62	63	63	64	65	65
II 자기자본(지배지분) ^(주2)	212	259	311	369	430	497	570	648	732	823
추정ROE	21.3	20.1	18.4	16.9	15.5	13.5	11.9	10.5	9.4	8.4
III 필요수익률 ^(주3)	6.0									
무위험이자율 ^(주4)	2.2									
시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
베타	1.0									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	15.2	14.0	12.4	10.9	9.5	7.5	5.8	4.5	3.3	2.3
V 필요수익	10	13	16	19	22	26	30	34	39	44
VI 잔여이익(I-V)	30	34	37	39	40	37	33	29	25	21
현가계수	0.99	0.94	0.88	0.83	0.79	0.74	0.70	0.66	0.62	0.59
잔여이익의 현가	30	32	33	32	31	27	23	19	16	12
VII 잔여이익의 합계	256									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	203									
영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX 기초자기자본	171									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	630									
총주식수(천주)	26,288									
XI 적정주당가치(원)	23,977									
현재가치(원)	11,000									
Potential (%)	118.0%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	139	197	263	300	330
매출원가	99	140	186	214	234
매출총이익	40	57	78	87	95
판매비와관리비	22	27	35	35	37
영업이익	18	30	43	51	58
영업이익률	13.0	15.0	16.3	17.1	17.6
EBITDA	24	36	50	58	65
영업외손익	46	7	10	10	10
관계기업손익	49	9	9	9	9
금융수익	1	1	0	0	0
외환관련이익	1	1	1	1	1
금융비용	-1	-1	0	0	0
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	-3	-2	0	0	0
법인세비용차감전순이익	64	37	53	61	68
법인세비용	19	7	13	15	17
계속사업순이익	44	29	39	46	51
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	29	39	46	51
당기순이익률	31.8	14.9	15.0	15.2	15.4
비재배분순이익	1	0	-1	-1	-2
지배지분순이익	44	29	41	47	52
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	46	26	38	45	51
비재배분포괄이익	1	0	-1	-1	-2
지배지분포괄이익	45	26	39	47	52

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	3,317	1,100	1,548	1,796	1,995
PER	5.4	15.0	7.5	6.5	5.8
BPS	11,297	6,503	8,048	9,842	11,834
PBR	1.6	2.5	1.4	1.2	1.0
EBITDAPS	1,861	1,388	1,899	2,217	2,470
EV/EBITDA	10.7	12.4	5.5	3.5	2.0
SPS	10,573	7,504	10,015	11,430	12,549
PSR	1.7	2.2	1.2	1.0	0.9
CFPS	2,025	1,479	2,025	2,342	2,595
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	-0.9	42.0	33.5	14.1	9.8
영업이익 증가율	-11.1	64.5	45.2	19.6	13.1
순이익 증가율	178.2	-33.6	34.2	16.1	11.1
수익성					
ROIC	11.6	18.5	20.8	22.5	24.4
ROA	9.1	12.3	15.3	15.9	15.8
ROE	34.6	18.1	21.3	20.1	18.4
안정성					
부채비율	40.5	41.9	36.1	25.1	20.3
순차입금비율	10.0	4.2	-19.0	-41.5	-58.4
이자보상배율	25.4	56.8	0.0	0.0	0.0

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	66	83	162	231	315
현금및현금성자산	9	19	77	134	209
매출채권 및 기타채권	21	22	28	32	36
재고자산	33	41	54	62	68
기타유동자산	4	2	2	2	2
비유동자산	156	174	143	112	81
유형자산	67	99	98	98	97
관계기업투자금	82	63	33	3	-27
기타비유동자산	7	12	12	11	11
자산총계	223	257	305	343	396
유동부채	42	48	55	47	47
매입채무 및 기타채무	14	21	24	26	27
차입금	22	11	11	11	11
유동상채무	1	3	13	4	2
기타유동부채	5	14	7	7	7
비유동부채	22	27	26	21	20
차입금	2	13	12	6	5
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	21	14	15	15	15
부채총계	64	76	81	69	67
자배지분	148	171	212	259	311
자본금	7	13	13	13	13
자본잉여금	19	10	10	10	10
이익잉여금	121	149	190	237	290
기타지분변동	1	-1	-1	-1	-1
비지배지분	10	10	12	15	18
자본총계	158	181	224	274	329
순차입금	16	8	-43	-114	-192

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	12	19	20	34	41
당기순이익	44	29	39	46	51
비현금항목의 가감	-18	9	14	16	17
감가상각비	6	7	7	7	7
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-24	3	7	9	11
자산부채의 증감	-9	-12	-20	-13	-11
기타현금흐름	-5	-8	-13	-15	-17
투자활동 현금흐름	-2	-11	24	24	24
투자자산	7	29	30	30	30
유형자산					-8
기타	0	-2	0	0	0
재무활동 현금흐름	-13	3	8	-14	-4
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-13	3	-1	-5	-2
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	10	-9	-2
현금의 증감	-2	10	58	57	75
기초 현금	11	9	19	77	134
기말 현금	9	19	77	134	209
NOPLAT	13	24	32	39	44
FCF	10	-9	33	39	44

자료: 원익 QnC, 대신증권 Research&Strategy 본부