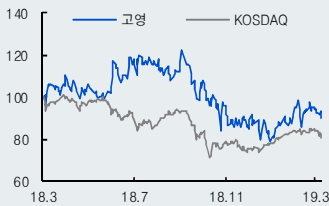


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ 102,000원
현재주가(19/03/28)	84,800원
상승여력	20%

영업이익(19F, 십억원)	50
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	53
EPS 성장률(19F, %)	5.7
MKT EPS 성장률(19F, %)	-22.5
P/E(19F, x)	26.0
MKT P/E(19F, x)	10.9
KOSDAQ	719.72
시가총액(십억원)	1,161
발행주식수(백만주)	14
유동주식비율(%)	77.2
외국인 보유비중(%)	56.2
베타(12M) 일간수익률	0.67
52주 최저가(원)	74,100
52주 최고가(원)	115,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.2	-22.2	-14.3
상대주가	6.9	-11.1	1.4



[첨단의료기기/헬스케어솔루션]

김충현, CFA
02-3774-1740
choonghyun.kim@miraeasset.com

고영 (098460)

다소 아쉬운 실적 예상

1Q19 Preview: 시장 기대치 하회하는 실적 예상

동사의 1Q19 실적은 매출액 511억원(4.4% YoY)으로 시장 기대치를 하회할 것으로 전망된다. AOI는 고성장(30.8% YoY)을 유지할 것으로 보이나, SPI의 부진(-10.0% YoY)이 지속될 것으로 예상된다. 영업이익도 86억원(-7.7% YoY)으로 시장기대치를 하회할 것으로 보인다. 외형둔화로 인한 비용부담으로 영업이익률은 전분기와 유사한 수준을 기록할 것으로 전망된다.

단순한 장비업체가 아닌 이유: 핵심기술의 솔루션화와 플랫폼화

1) 고 밸류에이션의 이유, 강력한 핵심기술: 동사의 핵심 기술은 국내 로보틱스 1세대들에 의해 개발된 강력한 3D 센싱 기술이다. 3D측정기술의 강점은 재현성과 정확도가 높은 데이터 측정가능하다는 것이다. 이로 인해 동사의 핵심기술은 솔루션화와 플랫폼화가 가능하다.

2) 핵심기술의 솔루션화, 견조한 본업: SMT 검사시장의 지배력은 강화될 것으로 보인다. 특히 향후 주요 성장동력인 AOI가 정밀 검사수요 증가에 힘입어 작년 40% 이상 성장하며 시장점유율 30%를 넘어선 것으로 추정된다. 2019년은 시장점유율 확대를 위해 Mid-End까지 제품 포트폴리오를 확대할 것으로 예상된다. AI기술과 3D 측정데이터를 바탕으로 경쟁사가 제공할 수 없는 강력한 부가 기능을 갖춘 스마트 팩토리 솔루션(Auto Programming, PCB제조장비와의 연동 등)도 시간이 지날수록 고도화되며 진입장벽을 더욱 공고히 하고 있다.

3) 핵심기술의 플랫폼화, 신사업: 2019년은 신사업이 가시화되는 원년이 될 것으로 보인다. 특히 MOI는 독일의 Top-Tier 자동차 부품사에 퀵 통과 후 단독사업자로 선정되었다. 동사가 SMT 장비에서 시장선도업체 수주 레퍼런스를 확보한 후 빠르게 시장침투(Bowling-pin Strategy)가 이루어졌다는 점에서 상당한 의미가 있다. 의료로봇도 기대해볼만 하다. 확증임상 마무리, 수가협약 등의 프로세스를 걸쳐 2H19에는 실제 매출이 발생할 가능성이 높다.

투자 의견 매수 유지하며, 목표주가 102,000원으로 하향

동사에 대한 목표주가를 실적추정치 변경을 조정하여 102,000원(기존 110,000원)으로 하향한다. 투자 의견은 상승여력이 20%인 점을 고려하여 매수를 유지한다. 동사의 현주가는 12개월 FWD P/E 기준 24.2x로 글로벌 Peer(Robo Index, 28.1x) 대비 저평가되고 있다.

고객사들의 2019년 설비투자계획이 지연되면서 예년에 비해 단기 실적에 대한 우려는 존재한다. 그러나 검사장비 특성상 고객사의 투자계획은 축소보다는 지연되는 경우가 많다. 또한, 전산업에서 정밀 검사 수요가 높아지고 있는 상황에서 솔루션화와 플랫폼화가 가능한 핵심기술을 보유한 동사의 장기적인 성장스토리는 변함이 없다. 또한, 실적의 변동성을 줄이고 성장성을 높여줄 신사업에 대한 기대감은 이제부터 시작이다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	172	203	238	262	319	379
영업이익 (십억원)	33	44	46	50	64	78
영업이익률 (%)	19.2	21.7	19.3	19.1	20.1	20.6
순이익 (십억원)	30	27	42	45	58	71
EPS (원)	2,173	1,950	3,091	3,267	4,206	5,173
ROE (%)	20.6	16.8	21.9	18.3	20.1	20.7
P/E (배)	20.8	42.3	26.7	26.0	20.2	16.4
P/B (배)	3.7	6.0	4.8	4.3	3.6	3.0
배당수익률 (%)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

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

표 1. 1Q19 실적 비교표

(십억원, %, %p)

	1Q18	4Q18	1Q19F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	49.0	59.8	51.1	53.3	4.4	-14.6
영업이익	9.3	10.0	8.6	9.8	-7.7	-14.2
영업이익률 (%)	19.0	16.7	16.8	18.4	-2.2	0.1
세전이익	9.9	10.6	10.2	10.9	3.5	-3.5
순이익	8.1	9.1	8.5	0.0	5.3	-6.4

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 수익예상 변경표

(십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	19F	20F	19F	20F	19F	20F	
매출액	273.3	335.0	261.7	319.0	-4.3	-4.8	실적추정치 변경
영업이익	56.0	69.0	50.2	64.3	-10.3	-6.8	
세전이익	57.2	72.4	53.9	69.4	-5.7	-4.2	
순이익	47.4	60.1	44.7	57.6	-5.7	-4.2	
EPS (KRW)	3,466	4,390	3,267	4,206	-5.7	-4.2	

주: K-IFRS 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

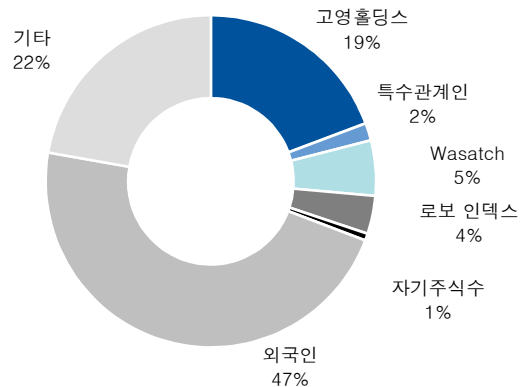
표 3. 분기별 실적 전망표

(십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	49.0	65.4	64.0	59.8	51.1	66.2	70.3	74.1	238.2	261.7	319.0
SPI	23.1	31.3	32.6	25.2	20.8	28.2	31.0	30.3	112.3	110.3	114.3
AOI	20.8	32.4	28.6	31.9	27.3	34.0	33.7	37.9	113.7	132.9	172.8
기타	5.0	1.7	2.8	2.8	3.1	4.0	5.6	5.9	12.3	18.6	31.9
영업이익	9.3	12.7	13.9	10.0	8.6	12.5	13.9	15.2	46.0	50.2	64.3
세전이익	9.9	17.6	14.7	10.6	10.2	13.2	14.6	15.9	52.8	53.9	69.4
순이익	8.1	13.9	11.2	9.1	8.5	11.0	12.1	13.2	42.3	44.7	57.6
영업이익률 (%)	19.0	19.5	21.8	16.7	16.8	18.9	19.8	20.5	19.3	19.2	20.2
세전순이익률 (%)	20.2	26.9	22.9	17.7	20.0	19.9	20.7	21.4	22.2	20.6	21.7
순이익률 (%)	16.5	21.3	17.5	15.2	16.6	16.5	17.2	17.8	17.8	17.1	18.0

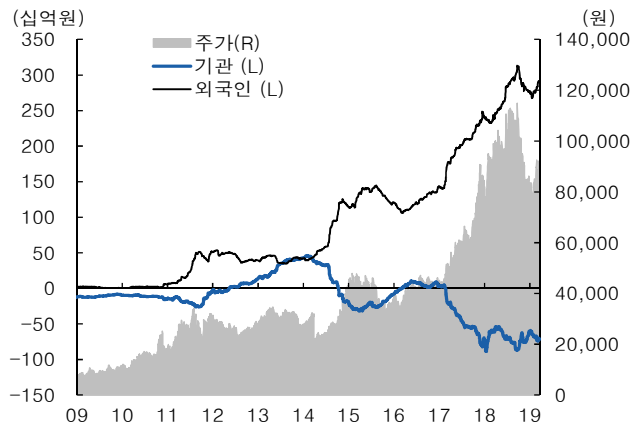
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 지분율



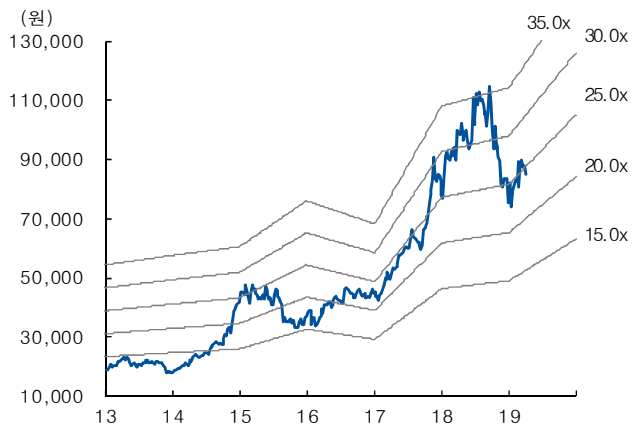
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 기관 및 외국인 순매수량 vs. 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 12개월 선행 PER 밴드 차트



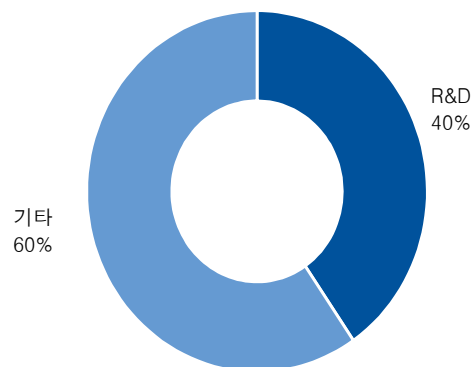
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Global peer valuation: ROBO-index

회사명	시가총액	영업이익률 (%)			PER (배)			PSR (배)			ROE (%)			EV/EBITDA (배)		
		18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F	18	19F	20F
고영	1,200	19.4	20.5	20.6	28.1	25.3	20.0	5.0	4.4	3.6	20.9	19.0	20.5	20.1	19.0	15.5
엔디비아	121,798	32.5	32.9	37.1	29.1	32.9	24.4	9.2	9.5	8.0	49.3	30.3	34.4	22.5	27.6	21.2
키엔스	89,745	55.6	55.0	54.9	38.2	37.4	34.2	14.9	14.6	13.4	16.0	15.6	14.9	17.9	23.7	21.7
퀄컴	79,769	3.3	24.5	26.6	18.4	15.0	12.8	3.8	3.4	3.1	15.7	16.0	16.2	25.2	11.9	10.7
인튜이티브 서지컬	74,412	32.2	38.7	39.1	58.0	46.4	40.8	17.3	15.2	13.2	19.7	18.7	19.4	39.2	37.5	32.8
화낙	39,757	31.6	24.9	22.5	21.1	24.8	31.7	5.4	6.1	6.5	12.3	9.9	8.0	11.3	16.2	18.0
헥사곤	21,049	24.6	25.7	26.5	22.4	20.2	18.6	4.3	4.1	3.8	14.8	14.6	14.4	13.6	13.9	12.9
오므론	11,431	10.0	8.7	8.7	19.8	20.3	20.5	1.3	1.3	1.3	10.7	10.2	9.6	6.7	9.8	9.8
코그넥스	9,767	27.4	28.5	30.8	42.7	37.9	30.6	10.7	9.8	8.6	19.7	19.7	22.8	25.0	28.8	24.1
퀴아젠	10,355	17.8	27.9	28.6	46.4	28.1	24.7	6.2	5.7	5.2	7.4	9.6	10.4	18.1	17.7	16.1
전체 평균		25.4	28.7	29.5	32.4	28.8	25.8	7.8	7.4	6.7	18.6	16.4	17.1	20.0	20.6	18.3

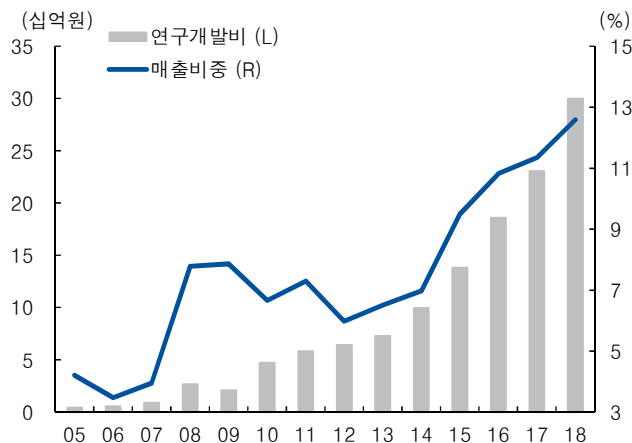
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 인력구조



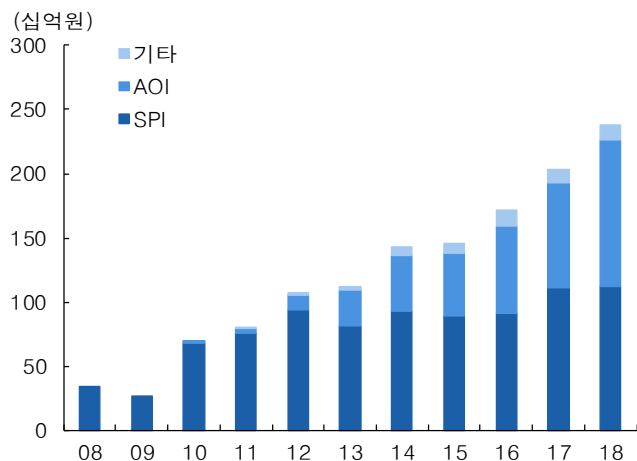
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 연구개발비용 추이



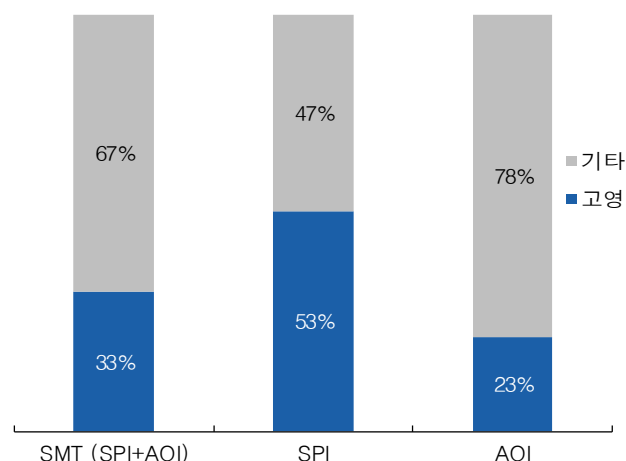
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 동사 품목별 매출 추이



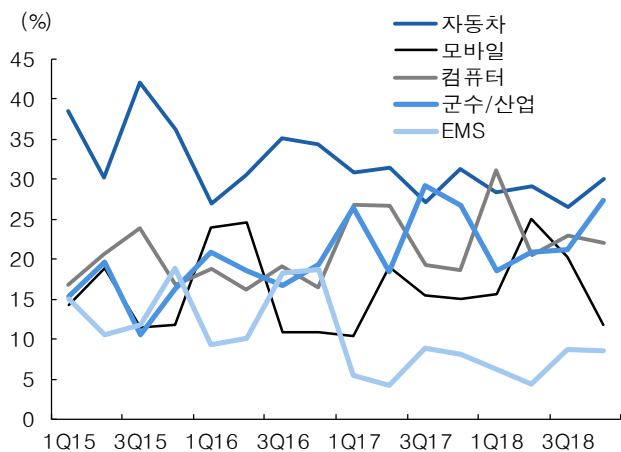
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. SMT 시장 점유율(2017년 기준)



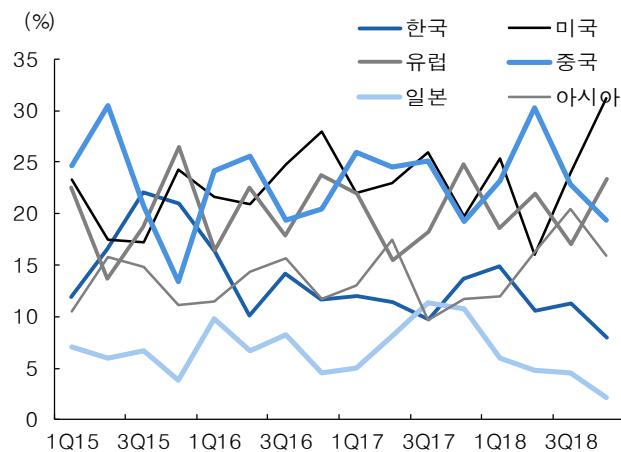
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 산업별 매출 비중 추이



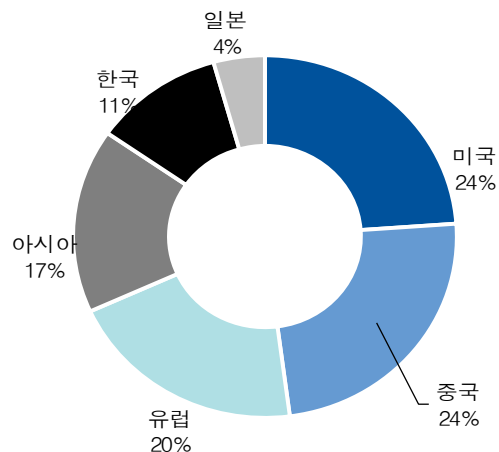
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 지역별 매출 비중 추이



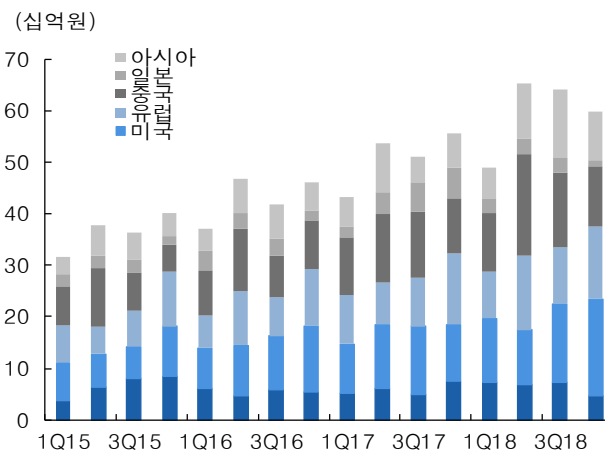
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 지역별 매출 비중 (2018년 기준)



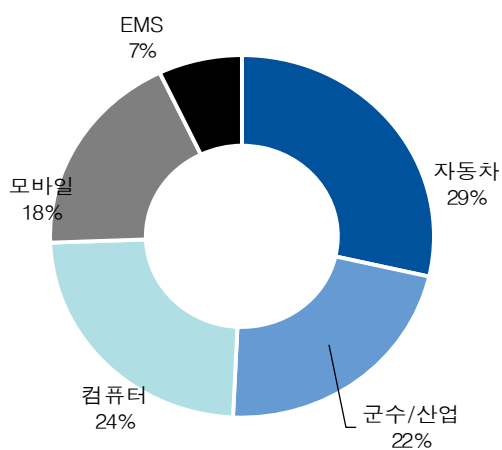
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 지역별 매출 추이



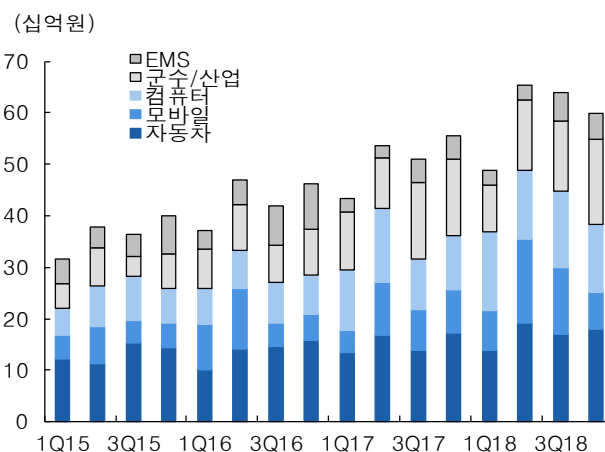
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 산업별 매출 비중(2018년 기준)



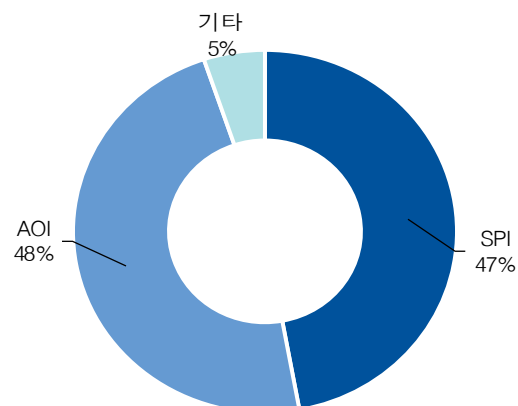
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 산업별 매출 추이



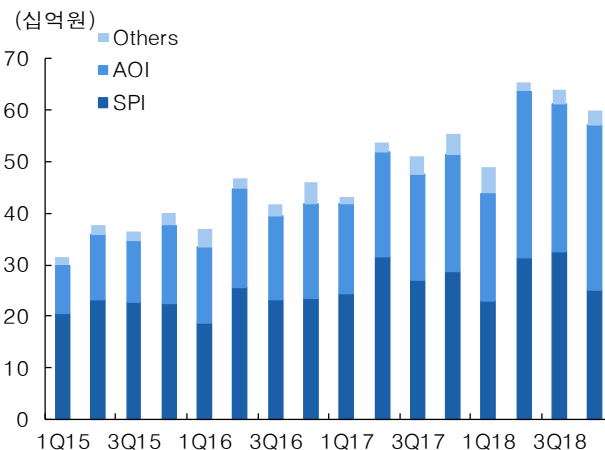
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 품목별 매출 비중(2018년 기준)



자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 품목별 매출 추이



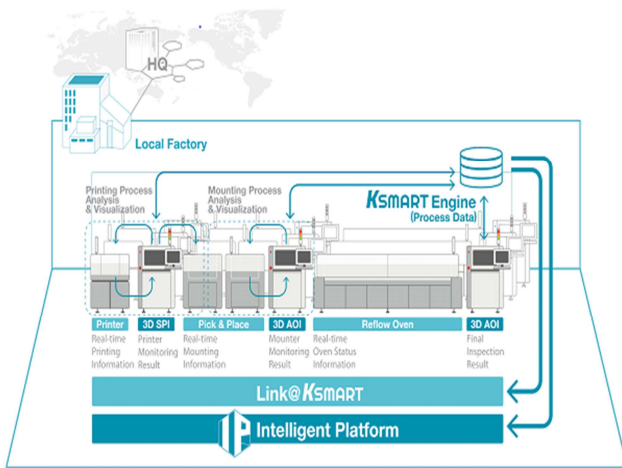
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

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 중단없이 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)

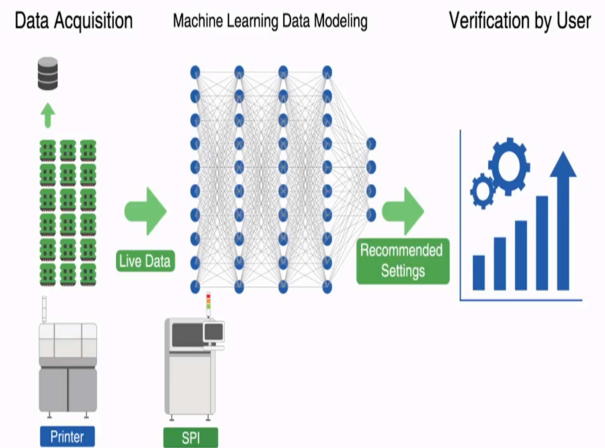
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 고영의 스마트 팩토리 솔루션인 KSMART



자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. KPO 솔루션: Advanced Process Control Feedback



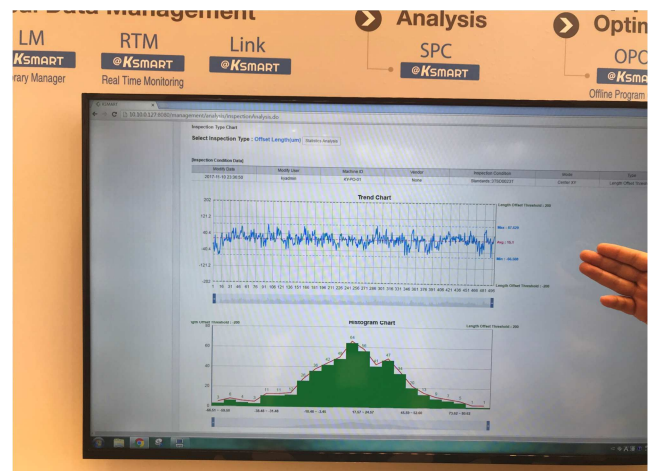
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. KSMART의 통계 분석도구 (1)



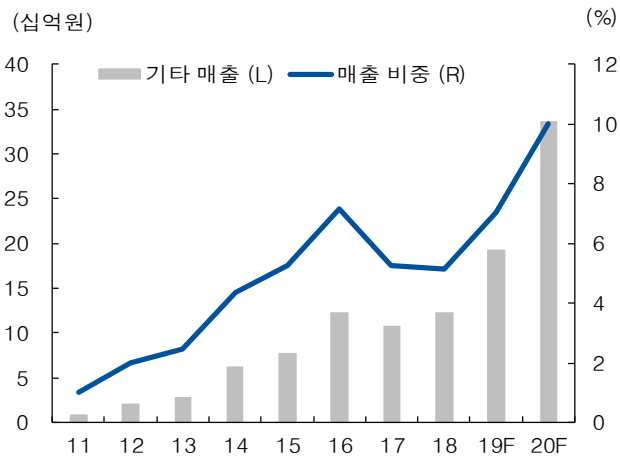
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. KSMART의 통계 분석도구 (2)



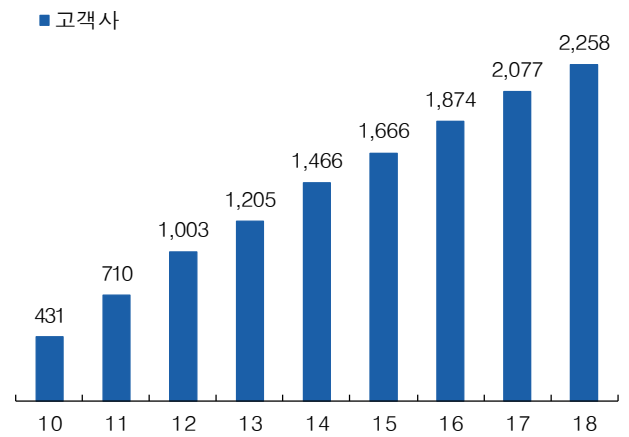
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

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



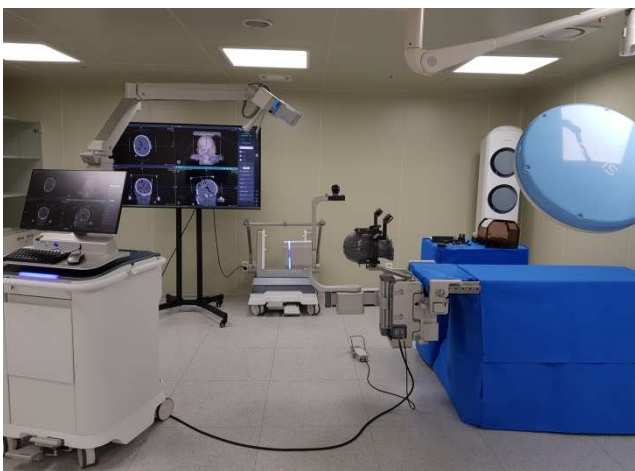
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 신사업 (1): MOI



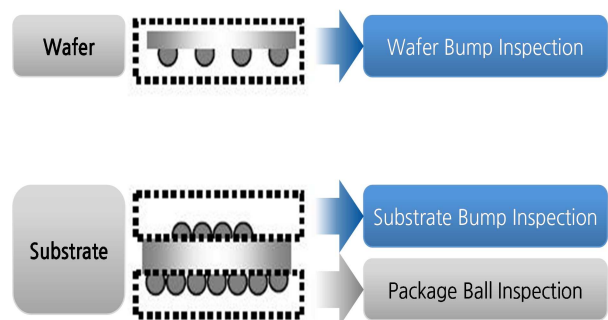
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 신사업 (2): 연구개발과 제조허가가 진행중인 의료로봇



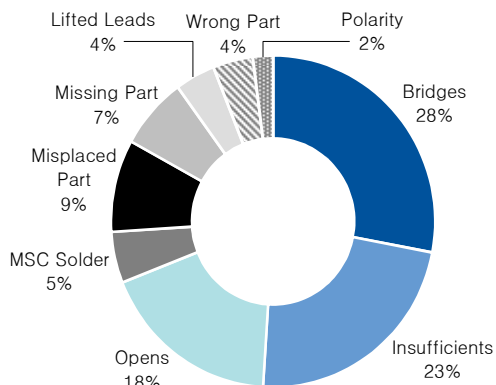
자료: Diehl, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 신사업 (3): 반도체 기판 및 웨이퍼 뱀프 검사 기술



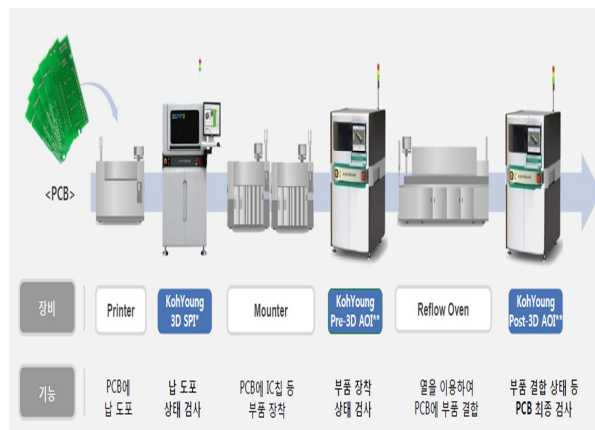
자료: 미래에셋대우 리서치센터

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



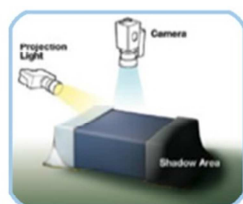
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. SMT 공정 개요



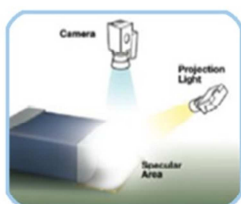
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 2D 기술의 문제점을 해결하며 업계 1위로 부상



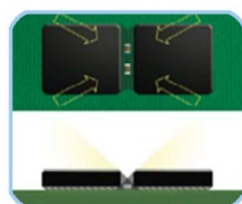
그림자문제

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

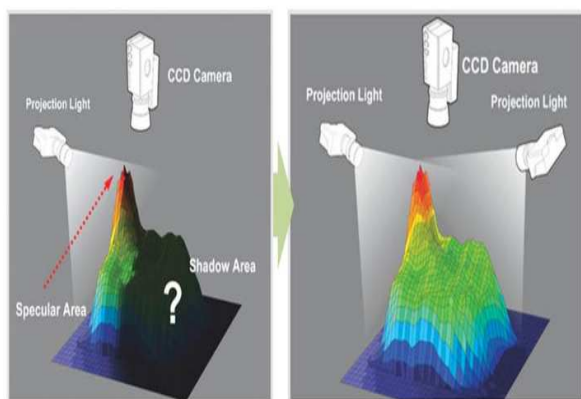


측정범위문제

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

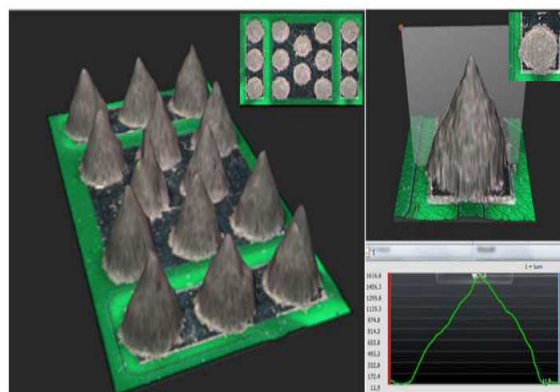
자료: 미래에셋대우 리서치센터

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

다소 아쉬운 실적 예상

고영 (098460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	238	262	319	379
매출원가	89	96	118	140
매출총이익	149	166	201	239
판매비와관리비	103	115	137	162
조정영업이익	46	50	64	78
영업이익	46	50	64	78
비영업손익	7	4	5	4
금융손익	1	3	3	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	53	54	69	82
계속사업법인세비용	10	9	12	11
계속사업이익	42	45	58	71
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	42	45	58	71
지배주주	42	45	58	71
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	42	45	58	71
지배주주	42	45	58	71
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	50	54	67	80
FCF	5	33	42	55
EBITDA 마진율 (%)	21.0	20.6	21.0	21.1
영업이익률 (%)	19.3	19.1	20.1	20.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.6	17.2	18.2	18.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	228	282	348	427
현금 및 현금성자산	23	29	38	60
매출채권 및 기타채권	86	106	130	154
재고자산	31	39	48	56
기타유동자산	88	108	132	157
비유동자산	51	46	43	41
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	33	31	29	27
무형자산	5	3	2	2
자산총계	279	328	391	468
유동부채	40	50	61	73
매입채무 및 기타채무	23	29	35	42
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	17	21	26	31
비유동부채	13	16	19	23
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	13	16	19	23
부채총계	53	66	81	96
지배주주지분	226	262	311	373
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	40	40	40	40
이익잉여금	190	226	274	336
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	226	262	311	373

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	22	33	42	55
당기순이익	42	45	58	71
비현금수익비용가감	14	10	12	9
유형자산감가상각비	3	2	2	2
무형자산상각비	2	1	1	1
기타	9	7	9	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-28	-16	-18	-18
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-14	-20	-23	-23
재고자산 감소(증가)	-8	-7	-9	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	4	4	4
법인세납부	-8	-9	-12	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-72	-21	-24	-24
유형자산처분(취득)	-8	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-60	-21	-24	-24
기타투자활동	-3	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	27	-9	-9	-9
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	14	0	0	0
배당금의 지급	-9	-9	-9	-9
기타재무활동	22	0	0	0
현금의 증가	-23	6	9	22
기초현금	46	23	29	38
기말현금	23	29	38	60

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	26.7	26.0	20.2	16.4
P/CF (x)	19.9	21.1	16.8	14.5
P/B (x)	4.8	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA (x)	20.3	19.0	14.8	11.8
EPS (원)	3,091	3,267	4,206	5,173
CFPS (원)	4,148	4,023	5,049	5,855
BPS (원)	17,301	19,926	23,492	28,024
DPS (원)	650	650	650	650
배당성향 (%)	20.8	19.6	15.2	12.4
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	17.2	10.1	21.8	18.8
EBITDA증가율 (%)	4.2	8.0	24.1	19.4
조정영업이익증가율 (%)	4.5	8.7	28.0	21.9
EPS증가율 (%)	58.5	5.7	28.7	23.0
매출채권 회전을 (회)	3.2	2.8	2.8	2.8
재고자산 회전을 (회)	8.9	7.4	7.4	7.3
매입채무 회전을 (회)	5.6	5.5	5.4	5.4
ROA (%)	17.5	14.7	16.0	16.5
ROE (%)	21.9	18.3	20.1	20.7
ROIC (%)	34.9	33.2	37.4	41.4
부채비율 (%)	23.6	25.2	26.0	25.6
유동비율 (%)	562.3	562.8	567.5	587.8
순차입금/자기자본 (%)	-47.9	-51.3	-53.9	-57.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5,839.9	0.0	0.0	0.0

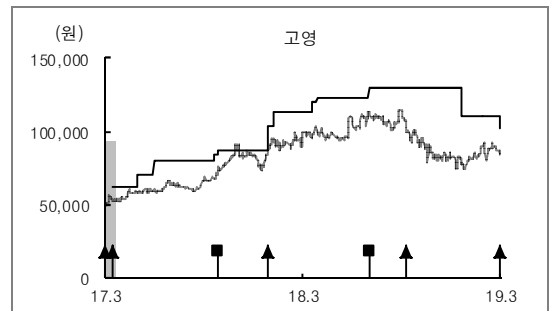
자료: 고영, 미래에셋대우 리서치센터

고영

다소 아쉬운 실적 예상

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
고영(098460)				
2019.03.28	매수	102,000	-	-
2019.01.15	매수	110,000	-22.88	-15.82
2018.10.05	매수	130,000	-26.69	-11.54
2018.07.27	Trading Buy	130,000	-17.36	-11.54
2018.04.23	매수	123,000	-17.93	-8.13
2018.04.13	매수	120,000	-15.72	-13.08
2018.02.02	매수	113,000	-16.51	-11.33
2018.01.21	매수	103,000	-11.75	-7.67
2017.10.23	Trading Buy	87,000	-6.49	4.37
2017.10.16	매수	84,000	-16.13	-14.64
2017.06.25	매수	80,000	-21.52	-13.00
2017.05.25	매수	71,000	-16.46	-13.94
2017.04.11	매수	62,000	-9.95	-2.90
2016.08.22	분석 대상 제외		-	-



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 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.