

# 월덱스

(101160)

## Not Rated

### Company visit note

9 May, 2019

스몰캡 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr

## 저평가 이유가 없는 Per 5.6배 비메모리 소재주

#### ▶ Issue

월덱스 탐방 노트

#### ▶ Pitch

비메모리 반도체 수요 증가 수혜 및 Valuation 매력 부각

#### ▶ Rationale

- 월덱스는 반도체 전공정 중 에칭(Etching)공정에 사용되는 Silicon-Parts (Cathode/Ring), Quartz-Parts(Ring, Bell jar 등), Ceramics(SiC, Al2O3 등) 소재를 전문적으로 생산하는 반도체 소재 전문 기업
- 파츠별 매출비중은 Silicon 52.3%, Quartz 33.0%, Ceramics 및 기타 14.7%
- 동사의 주요 고객사는 비메모리/메모리 반도체 제조업체. 2018년말 기준, 팹공정을 보유한 글로벌 250개 이상 팹업체를 고객으로 확보중
- 이는 삼성전자 및 SK하이닉스를 최대 고객으로 보유하고 있는 국내 Peer와의 차별점. 특히, 인텔 등 비메모리 중심의 고객사가 국내 메모리 중심의 고객사 보다 높은 비중을 차지하고 있어, 실적 안정성이 높음
- 2011년 이후, 2015년까지 지속된 매출 하락은 삼성/하이닉스 물량이 경쟁사(하나머티리얼, SKC솔믹스)로 옮겨감에 따른 것. 하지만 동사는 해외 팹업체를 신규 고객으로 확보하며 2018년 사상 최대 실적을 기록
- 해외 고객이 확보됨에 따라 비메모리 향 매출 비중이 확대되며, 전사 매출의 약 60%가 비메모리향인 것으로 파악
- 따라서 글로벌 비메모리 반도체 수요가 지속적으로 증가하는 가운데, 250개 이상의 팹업체를 고객으로 확보하고 있는 월덱스의 수혜가 전망됨
- 2019년 실적은 매출액 1,150억원(YoY +9.0%), 영업이익 227억(YoY +3.4%) 전망. 2019년 예상 EPS를 적용한 동사의 PER은 5.6배 수준으로 Peer 대비 저평가되어 있음. 해외 고객 다변화로 안정적인 성장이 가능한 동사 BM 고려 시, 저평가 요인은 없다는 판단

#### ▶ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	68	65	68	69	89	106	115
영업이익	(5)	3	2	4	11	22	23
EBITDA	3	10	8	10	17	27	28
순이익	(8)	(5)	(4)	0	7	18	18
자산총계	131	125	115	115	110	132	147
자본총계	41	43	40	46	53	71	88
순차입금	70	58	53	45	31	30	13
매출액증가율	(7.9)	(5.6)	4.8	2.7	27.8	18.9	9.0
영업이익률	(7.5)	4.2	2.5	5.4	12.8	20.8	19.7
순이익률	(12.3)	(7.4)	(5.2)	0.7	7.8	16.6	15.9
EPS증가율	적전	적지	적지	흑전	1,022.7	148.7	4.2
ROE	(18.4)	(11.3)	(8.4)	1.1	13.9	28.2	22.9

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

	현재	직전	변동
투자 의견	<b>Not Rated</b>		
목표주가			
Earnings			

#### Stock Information

현재가(5/8)	6,180원
예상 주가상승률	n/a
시가총액	1,020억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	16,511천주
52주 최저가/최고가	4,335 - 6,860원
3개월 일평균거래대금	9억원
외국인 지분율	5.0%
주요주주지분율(%)	
배종식 (외 5인)	37.4
타이거투자자문	10.5

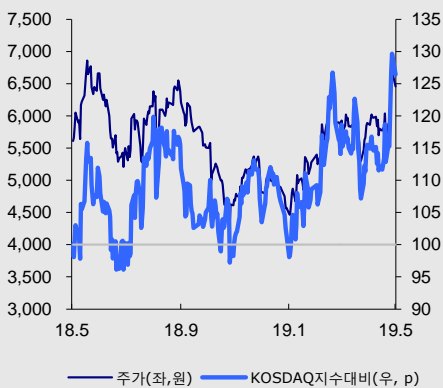
#### Valuation wide

	2012	2018	2019E
PER(배)	14.9	4.6	5.6
PBR(배)	2.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	7.8	4.2	4.1
배당수익률(%)	0.6	1.0	0.8

#### Performance

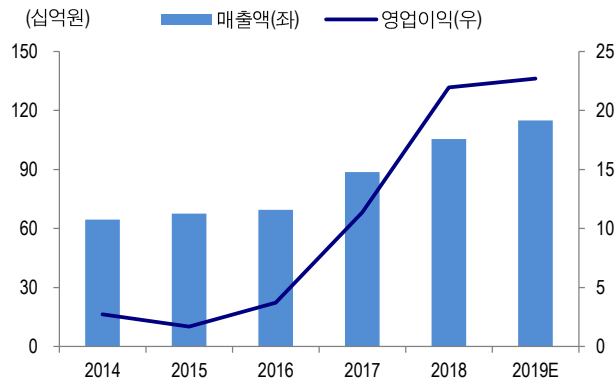
	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	5.5	29.0	10.2	26.1
KOSPI대비 상대수익률(%)	6.3	21.6	20.1	15.8

#### Price Trend



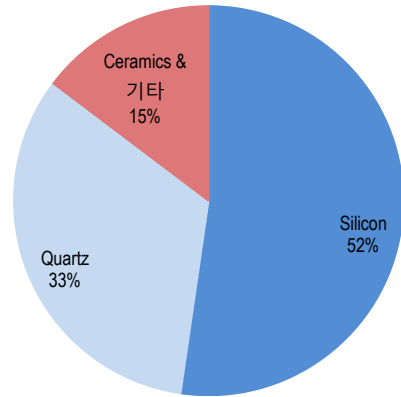
ktb 투자증권

Fig. 01: 월덱스 매출액 및 영업이익 추이



Source: 월덱스, KTB투자증권

Fig. 02: 월덱스 제품별 매출 비중



Source: 월덱스, KTB투자증권

Fig. 03: 월덱스 Silicon Electrode



Source: 월덱스, KTB투자증권

Fig. 04: 월덱스 Silicon Ring



Source: 월덱스, KTB투자증권

## 재무제표 (K-IFRS 연결)

### 대차대조표

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	45.1	50.0	52.3	70.8	86.1
현금성자산	11.9	12.3	13.4	17.2	31.0
매출채권	9.0	11.7	13.4	24.1	25.1
재고자산	22.5	24.7	24.3	28.1	28.5
비유동자산	69.6	64.8	57.6	61.0	61.3
투자자산	4.0	4.7	4.7	4.4	4.8
유형자산	54.1	48.8	44.1	48.3	48.7
무형자산	11.6	11.4	8.8	8.3	7.8
<b>자산총계</b>	<b>114.7</b>	<b>114.8</b>	<b>109.8</b>	<b>131.8</b>	<b>147.4</b>
유동부채	55.7	63.7	50.7	46.5	44.9
매입채무	6.0	7.1	7.0	6.5	7.4
유동성이자부채	49.2	55.6	41.5	36.4	34.0
비유동부채	18.7	4.7	5.9	14.3	14.0
비유동이자부채	15.7	1.4	3.0	10.8	10.3
<b>부채총계</b>	<b>74.4</b>	<b>68.5</b>	<b>56.6</b>	<b>60.8</b>	<b>58.9</b>
자본금	6.8	7.9	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	27.0	31.1	32.4	32.4	32.4
이익잉여금	8.5	9.0	16.0	32.9	50.4
자본조정	(2.0)	(1.7)	(3.3)	(2.4)	(2.4)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>40.2</b>	<b>46.4</b>	<b>53.2</b>	<b>71.0</b>	<b>88.5</b>
투하자본	93.2	91.1	84.3	100.3	101.0
순차입금	53.0	44.8	31.1	30.0	13.3
ROA	(2.9)	0.4	6.1	14.5	13.1
ROE	(8.4)	1.1	13.9	28.2	22.9
ROIC	1.3	3.5	10.7	20.0	18.7

### 현금흐름표

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
영업현금	7.1	6.1	13.4	12.2	22.4
당기순이익	(3.8)	0.6	8.4	20.9	18.3
자산상각비	6.4	6.6	6.1	4.6	5.3
운전자본증감	1.2	(3.4)	(3.4)	(12.8)	(0.6)
매출채권감소(증가)	1.5	(3.4)	(3.7)	(9.9)	(1.0)
재고자산감소(증가)	2.2	(1.6)	(1.3)	(2.6)	(0.5)
매입채무증가(감소)	(1.8)	1.5	2.1	0.9	0.8
<b>투자현금</b>	<b>(0.5)</b>	<b>(1.3)</b>	<b>(0.3)</b>	<b>(3.9)</b>	<b>(5.3)</b>
단기투자자산감소	(0.0)	0.2	3.0	2.6	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)
설비투자	(1.0)	(1.0)	(3.4)	(6.3)	(5.2)
유무형자산감소	(0.3)	(0.3)	0.2	0.0	(0.0)
<b>재무현금</b>	<b>(8.4)</b>	<b>(4.3)</b>	<b>(8.6)</b>	<b>(2.3)</b>	<b>(3.2)</b>
차입금증가	(8.4)	(4.3)	(8.6)	(1.7)	(2.4)
자본증가	0.0	0.0	0.0	(0.7)	(0.8)
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.7	0.8
현금 증감	(1.8)	0.6	4.1	6.1	13.9
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	<b>8.5</b>	<b>11.5</b>	<b>19.2</b>	<b>28.1</b>	<b>23.0</b>
(-) 운전자본증가(감소)	(0.5)	3.0	0.0	13.9	0.6
(-) 설비투자	1.0	1.0	3.4	6.3	5.2
(+) 자산매각	(0.3)	(0.3)	0.2	0.0	(0.0)
Free Cash Flow	9.1	6.8	15.6	11.5	17.1
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
잉여현금	9.1	6.8	15.6	11.5	17.0

자료: KTB투자증권

### 손익계산서

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019E
<b>매출액</b>	<b>67.6</b>	<b>69.5</b>	<b>88.8</b>	<b>105.5</b>	<b>115.0</b>
증가율 (Y-Y,%)	(2.7)	2.7	27.8	18.9	9.0
<b>영업이익</b>	<b>1.7</b>	<b>3.7</b>	<b>11.4</b>	<b>22.0</b>	<b>22.7</b>
증가율 (Y-Y,%)	(54.7)	120.8	205.2	93.3	3.4
EBITDA	8.1	10.3	17.4	26.6	28.0
<b>영업외손익</b>	<b>(5.5)</b>	<b>(3.1)</b>	<b>(3.0)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(0.7)</b>
순이자수익	(2.6)	(2.2)	(1.8)	(1.5)	(1.3)
외화관련손익	(0.4)	(0.1)	0.1	0.4	0.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	<b>(3.8)</b>	<b>0.6</b>	<b>8.4</b>	<b>20.9</b>	<b>22.0</b>
<b>당기순이익</b>	<b>(3.5)</b>	<b>0.5</b>	<b>6.9</b>	<b>17.5</b>	<b>18.3</b>
지배기업당기순이익	(3.5)	0.5	6.9	17.6	18.3
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	1,294.9	153.7	4.2
<b>NOPLAT</b>	<b>1.2</b>	<b>3.2</b>	<b>9.4</b>	<b>18.4</b>	<b>18.8</b>
(+) Dep	6.4	6.6	6.1	4.6	5.3
(-) 운전자본투자	(0.5)	3.0	0.0	13.9	0.6
(-) Capex	1.0	1.0	3.4	6.3	5.2
OpFCF	7.1	5.8	12.0	2.8	18.3
<b>3 Yr CAGR &amp;</b>					
매출액증가율(3Yr)	(3.0)	0.6	11.2	16.0	18.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	60.8	135.3	82.7
EBITDA증가율(3Yr)	9.5	48.9	19.1	48.7	39.6
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	232.9
영업이익률(%)	2.5	5.4	12.8	20.8	19.7
EBITDA마진(%)	12.0	14.8	19.6	25.2	24.3
순이익률(%)	(5.2)	0.7	7.8	16.6	15.9

### 주요투자지표

(단위: 원, 배)	2015	2016	2017	2018	2019E
<b>Per share Data</b>					
EPS	(257)	38	428	1,064	1,109
BPS	2,125	2,326	2,697	3,808	4,898
DPS	0	0	40	50	50
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	n/a	74.8	14.9	4.6	5.6
PBR	1.0	1.2	2.4	1.3	1.3
EV/ EBITDA	10.0	8.5	7.8	4.2	4.1
배당수익률	0.0	0.0	0.6	1.0	0.8
PCR	3.2	3.5	5.4	2.9	4.4
PSR	0.4	0.6	1.2	0.8	0.9
<b>재무건전성 (%)</b>					
부채비율	185.0	147.7	106.4	85.6	66.6
Net debt/Equity	131.7	96.6	58.4	42.3	15.0
Net debt/EBITDA	655.6	435.2	178.5	113.0	47.4
유동비율	80.9	78.4	103.1	152.3	191.7
이자보상배율	0.7	1.7	6.2	14.2	17.8
이자비용/매출액	4.0	3.3	2.2	1.6	1.2
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	85.5	84.3	82.3	82.3	73.8
현금+투자자산(%)	14.5	15.7	17.7	17.7	26.2
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	61.7	55.2	45.6	39.9	33.4
자기자본(%)	38.3	44.8	54.4	60.1	66.6

### ▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

### ▶ 투자등급 비율

**BUY :** 85.7%      **HOLD :** 13.7%      **SELL :** 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

### ▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음  
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

# ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 [www.ktb.co.kr](http://www.ktb.co.kr)

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대륭서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.