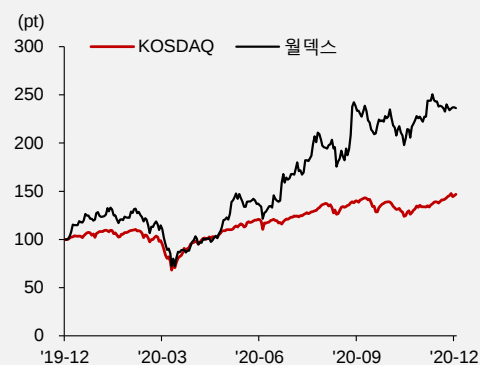


BUY(신규)

목표주가	24,000 원
현재주가	15,700 원
Upside	52.9 %
Key Data	2020 년 12 월 10 일
산업분류	코스닥 IT H/W
KOSDAQ(pt)	921.70
시가총액 (억원)	2,592
발행주식수 (천주)	16,511
외국인 지분율 (%)	5.1
52 주 고가 (원)	16,650
저가 (원)	4,790
60 일 일평균거래대금 (십억원)	6.2
주요주주	(%)
배종식 외 3 인	36.2
주가상승률 (%)	1M 6M 12M
절대주가	5.4 72.5 136.5
상대주가	-3.9 42.0 60.9

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst 신지훈

Jhshin2@leading.co.kr

+822-2009-7063

월덱스(101160)

해외 + 국내 쌍끌이!

일본발 수출금지 + COVID-19 = 국산화 가속화

2019 년 6 월 일본의 소재 수출 금지 이슈가 생긴지 1 년반. 이에 국내 반도체 업체와 정부는 국산화를 위해 많은 노력을 했고, 현재 많은 분야에서 국산화가 이뤄지고 있음. 동사는 반도체 식각 공정상에서 필요한 부품들을(Electrode, Guide ring, Focus ring 등)을 생산. 국내 주요 고객사(삼성전자, SK 하이닉스)들은 외산(Lam Research, TEL, AMAT) 식각 장비들을 주로 사용. 부품은 장비 제조사들이 OEM 으로 생산. 일본의 수출 금지 조치 이후 국내 고객사내 일본산 장비와 부품 비중이 감소하고 동사의 비중이 높아가고 있음. 또, COVID-19 영향으로 미국회사들의 낮아진 가동률로 인해 동사의 물량 증가가 추가로 나타나며 일시적 이슈가 아니라 본격적인 국산화가 진행 중. 이는 국내 매출액 증가로 확인되고 있는데, 올해는 상장 이후 가장 큰 매출액인 461 억, 2021년에는 705 억이 예상됨

DARM 의 미세화와 3D NAND 의 고단화로 부품 소비 증가

DRAM 의 공정 미세화가 진행되면서 더블 패터닝, 쿼터러플 패터닝으로 갈수록 식각공정 스텝수 증가로 이어지고 있음(1x 에서 1y 로 미세화 되면서 스텝수가 20% 증가). 또, 3D NAND 의 적층수가 높아지면서 저단수 대비 고단수의 경우 식각의 강도를 높여야 하고, 싱글 스테킹에서 더블 스테킹으로 공정방식 변화에 따라 스텝수 역시 증가. 이는 부품의 소모량을 늘어나게 하는 요인으로 작용

이제는 Premium 받아야 할 때! 목표주가 24,000 원 신규제시

2020 년 전체 매출은 1,534 억으로 전년대비 +30.7% 증가할 것으로 전망. 높은 성장률의 이유는 국내 매출액이 461 억으로(+75% y-y) 성장한 것에 기인. 일본발 수출금지와 COVID-19 로 국산화가 본격화된 영향인데, 일회성에 그치는 것이 아니라 본격화가 시작되는 원년. 2021년에는 상장 이후 최대 국내 매출액 705 억을 보일 것으로 추정. 그 동안 국내 고객사향 매출이 낮다는 이유로 Valuation Discount 를 받아왔는데, 이제는 Premium 을 받아야 할 때. 경쟁사들의 평균 PER 12x 를 적용해 목표주가 24,000 원(Upside 52%)을 신규로 제시

구분	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액 (억원)	888	1,055	1,174	1,534	1,861
영업이익 (억원)	114	220	234	337	438
영업이익률 (%)	12.8	20.8	19.9	22.0	23.5
지배순이익 (억원)	69	176	195	271	329
PER (배)	15.1	4.6	7.0	9.5	7.8
PBR (배)	2.0	1.1	1.5	2.2	1.7
ROE (%)	13.9	28.2	24.2	26.4	25.0
EPS (원)	421	1,064	1,180	1,643	1,991

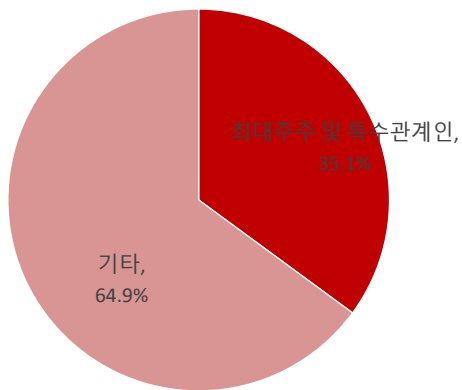
자료: 리딩투자증권, K-IFRS 연결기준

반도체 부품 제조 기업

기업개요

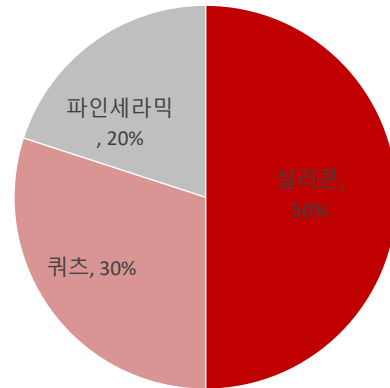
동사는 반도체 생산 공정에서 사용되는 전극(Electrode), 가이드링(Guide ring), 포커스링(Focus ring) 등의 부품을 제조하는 기업이다. 실리콘, 쿼츠, 파인 세라믹을 주 소재로 생산하고 있고, 매출 비중은 50%, 30%, 20% 순서이다. 2009 년 실리콘잉곳을 생산하는 미국의 WCQ 를 인수하여 일관생산체제를 구축하였고, WCQ 의 글로벌 네트워크를 활용해 해외 고객사 확대 등 큰 시너지를 내고 있다.

그림 1. 지분구조



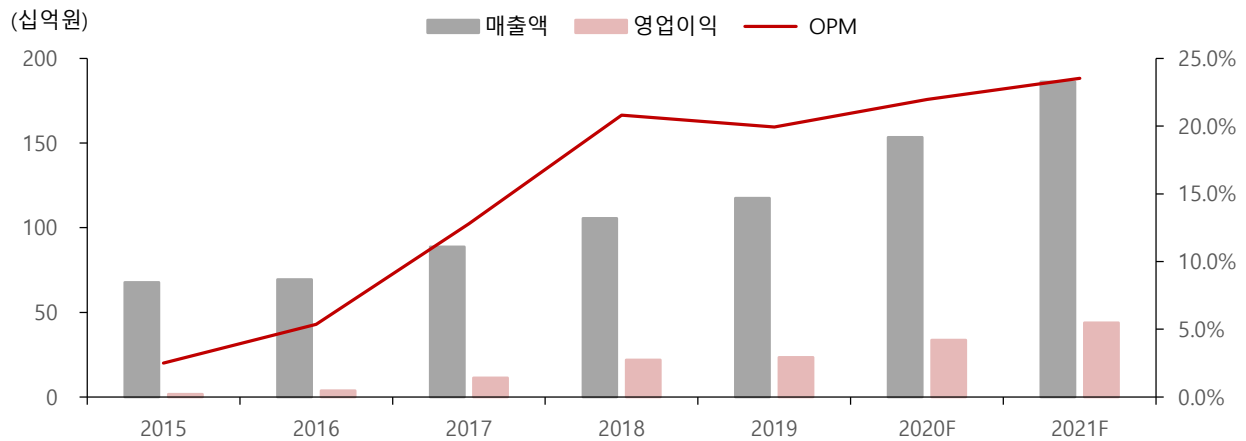
자료: 월덱스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 2. 매출 비중



자료: 월덱스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 3. 실적 추이



자료: 리딩투자증권 리서치센터

식각공정 내 사용되는 부품을 생산

주요 생산 부품

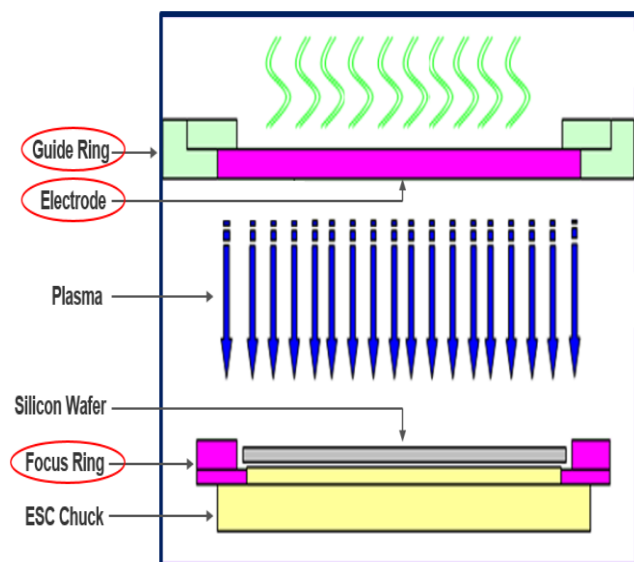
동사는 식각 공정 내에서 사용되는 전극(Electrode), 가이드링(Guide ring), 포커스링(Focus Ring)을 실리콘(Si), 쿼츠(Quartz), 실리콘카바이드(SiC) 등의 소재로 생산하고 있다. 전극은 가스를 통과시켜 웨이퍼 표면에 플라스마를 일정하게 분사시켜 주는 역할, 가이드링은 전극을 웨이퍼에 평행하게 고정시켜주는 역할, 포커스링은 플라스마가 정확한 위치로 모이도록 하고, 하부의 ESC Chuck 을 보호하는 역할을 한다. 과거 SK 하이닉스의 Before market 으로 주력 납품하였으나 관계사인 SKC 솔믹스로 물량 밀어주기가 진행되면서 Before market 시장에서의 매출이 급감했다. 이에 돌파구를 해외 After Market 으로 정하고 집중한 결과 현재는 전체 매출의 90% 이상이 After market 에서 발생하고 있는 성과를 거두었다

일본발 수출금지 + COVID-19 = 국산화 가속화

국산화 가속화

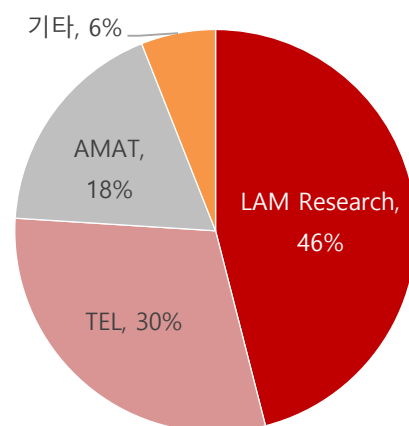
2019 년 6 월 일본의 소재 수출 금지 이슈가 생긴지 1 년반이라는 시간이 흘렀다. 이에 국내 반도체 업체와 정부는 국산화를 위해 많은 노력을 했고, 현재 많은 분야에서 국산화가 이뤄지고 있다. 동사는 반도체 식각 공정상에서 필요한 부품들을(Electrode, Guide ring, Focus ring 등)을 생산하고 있다. 국내 주요 고객사(삼성전자, SK 하이닉스)들은 외산(Lam Research, TEL, AMAT) 식각장비들을 주로 사용하고 있다. 부품은 장비 제조사들이 OEM 으로 생산해 고객사에 납품하는 구조가 대부분이다. 일본의 수출 금지 조치 이후 국내 고객사내 일본산 장비와 부품 비중이 감소하고 동사의 비중이 높아가고 있다. 또, COVID-19 영향으로 미국회사들의 낮아진 가동률로 인해 동사의 물량 증가가 추가로 나타나며 일시적 이슈가 아니라 본격적인 국산화가 진행 중이다. 이는 국내 매출액 증가로 확인되고 있는데, 올해는 상장 이후 가장 큰 매출액인 461 억, 2021 년에는 705 억이 예상된다.

그림 4. 주요 생산 부품



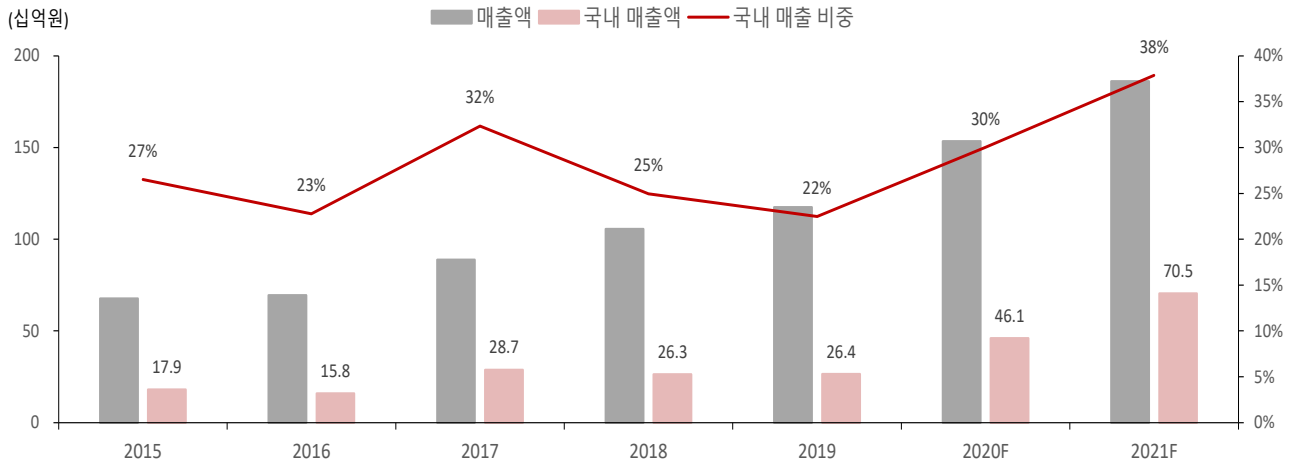
자료: 월덱스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 식각 장비 제조사별 M/S



자료: 디인포메이션네트웍, 리딩투자증권 리서치센터

그림 6. 국내 매출액 추이 및 비중



자료: 월덱스, 리딩투자증권 리서치센터

DARM의 미세화와 3D NAND의 고단화로 부품 소비 증가

반도체 공정변화 수혜

DRAM의 공정 미세화가 진행되면서 더블 패터닝, 쿼터러플 패터닝으로 갈수록 식각공정 스텝수 증가로 이어지고 있다(1x에서 1y로 미세화 되면서 스텝수가 20% 증가). 또, 3D NAND의 적층수가 높아지면서 저단수 대비 고단수의 경우 식각의 강도를 높여야 하고, 싱글 스테킹에서 더블 스테킹으로 공정방식 변화에 따라 스텝수 역시 증가하게 된다. 이는 부품의 소모량을 늘어나게 하는 요인으로 작용하고 있다

After Market을 통해 원가개선 중인 고객사

After Market에 주력

일본과 COVID-19 이슈 외에도 고객사가 국산화를 원하는 이유는 원가개선이다. Before market(장비 제조사들이 공급하는 부품) 제품은 After market(장비 제조사가 아닌 외부에서 조달한 부품) 제품 대비 가격이 3배 이상 비싸다. 같은 기능을 하되 효율이 더 좋은 제품을 저렴하게 사용하는 것이 원가개선 측면에서 유리하기 때문에 After market을 선호하는 것이다. 과거에는 신규 장비 반입 후 약 2년이 지난 시점부터 After market 제품을 찾던 고객들이 최근에는 빠르면 6개월, 길어도 1년되는 시점부터 After market 제품을 찾고 있다. 당사는 경쟁사와 달리 Before market인 장비회사에 종속되지 않고, 전체 매출의 90%가 고객사와 직접 컨택하는 After market인 점이 기회 요인으로 작용하고 있다.

고객사 다변화로 실적 안정성 확보

글로벌 고객사

2012년 동사 매출액의 60%가 국내 고객사에서 발생할 정도로 국내 비중이 컸다. 하지만 경쟁사들에게 물량을 빼앗기기 시작해 2013 ~ 2018년에는 국내보다는 해외 고객 확대에 집중했다. 그 결과 마이크론, 키옥시아, 히타치, 인텔 등 다수의 메이저 해외 고객 확보와 동시에 고객사 다변화를 통해 안정적인 실적을 확보했다. 그리고 올해부터 국내 고객사의 국산화 트렌드에 힘입어 신규 진입 물량 증가로 그 동안 아쉬웠던 국내 매출 성장이 본격화되고 있다.

WCQ 인수로 해외 네트워크 확보와 일관생산체제 구축

WCQ 인수 효과

2011년 9월 실리콘 잉곳과 퀴츠를 주로 생산하는 WCQ를 인수했다. WCQ는 미국, 일본, 대만, 싱가포르 법인을 통해 글로벌 고객 네트워크를 확보하고 있었고, 이를 활용해 동사는 해외 판매를 본격적으로 시작했다. 그 결과 현재의 글로벌 메이저 고객사들을 확보할 수 있었다. 또, WCQ에서 생산되는 실리콘 잉곳의 95%를 동사가 공급받음으로써 원재료 조달의 안정성 확보와 일관생산체제를 견고하게 구축하였다.

그림 7. 글로벌 고객사



자료: 월덱스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 8. WCQ의 글로벌 네트워크



자료: 월덱스, 리딩투자증권 리서치센터

그림 9. WCQ를 통해 일관생산체제 구축



자료: 월덱스, 리딩투자증권 리서치센터

2021년 3월 Capa up 완료

수요 증가로 Capa up

생산은 구미공장 1~4 동에서 하고 있다. 2008년 IPO 자금으로 공장을 크게 지어 유휴시설이 많은 상황에서, 최근 고객사의 수요 증가와 가동률 증가로 5동에 신규 장비들을 셋팅하고 있다. 2021년 3월이면 셋팅이 마무리되어 가동이 시작될 것이다. 5동까지 가동되면 Capa는 매출액 환산 기준 1,800억 수준인데, 수요증가 폭이 커 외주생산을 위해 공장 옆 부지 매입까지 완료한 상태이다. 즉, Capa는 더욱 커질 것이고, 장비 셋팅 외 추가 자금은 필요하지 않을 것이다.

표 1. 실적 테이블

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	33.7	39.6	39.6	40.5	88.8	105.5	117.4	153.4	186.1
국내	8.2	10.9	13.8	13.2	28.7	26.3	26.4	46.1	70.5
해외	25.5	28.8	25.8	24.1	60.0	79.2	91.1	104.2	115.6
영업이익	6.9	9.5	9.8	7.5	11.4	22.0	23.4	33.7	43.8
<i>OPM</i>	<i>20.6%</i>	<i>23.9%</i>	<i>24.7%</i>	<i>18.5%</i>	<i>12.8%</i>	<i>20.8%</i>	<i>19.9%</i>	<i>22.0%</i>	<i>23.5%</i>
지배주주순이익	7.1	8.7	6.5	4.9	6.9	17.6	19.5	27.2	32.9
<i>NIM</i>	<i>21.0%</i>	<i>21.9%</i>	<i>16.3%</i>	<i>12.1%</i>	<i>7.8%</i>	<i>16.6%</i>	<i>16.6%</i>	<i>17.7%</i>	<i>17.7%</i>
y-y									
매출액	19.6%	37.9%	36.8%	28.3%	27.8%	18.9%	11.3%	30.7%	21.3%
국내	33.6%	74.7%	113.7%	74.1%	81.5%	-8.3%	0.2%	74.5%	53.0%
해외	15.8%	27.7%	14.7%	0.5%	11.9%	31.9%	14.9%	14.4%	11.0%
영업이익	19.8%	46.4%	97.5%	21.2%	205.2%	93.3%	6.6%	44.0%	30.0%
지배순이익	41.6%	55.5%	21.3%	37.5%	1207.0%	152.7%	10.9%	39.7%	21.0%

자료: 리딩투자증권 리서치센터

국내 매출 증가로 이제는 Premium 받아야 할 때! 목표주가 24,000 원 신규제시

이제 시작 이다

2020 년 전체 매출은 1,534 억으로 전년대비 +30.7% 증가할 것으로 전망된다. 높은 성장률의 이유는 국내 매출액이 461 억으로(+75% y-y) 성장한 것에 기인한다. 일본발 수출금지와 COVID-19 로 국산화가 본격화된 영향인데, 일회성에 그치는 것이 아니라 본격화가 시작되는 원년이다. 2021 년에는 상장 이후 최대 국내 매출액 705 억을 보일 것으로 추정된다. 그 동안 국내 고객사향 매출이 낮다는 이유로 Valuation Discount 를 받아왔는데, 이제는 Premium 을 받아야 할 때가 왔다. 경쟁사들의 평균 PER 12x 를 적용해 목표주가 24,000 원(Upside 52%)을 신규로 제시한다.

재무제표

재무상태표

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
자산총계	1,098	1,318	1,497	1,828	2,233
유동자산	523	708	833	1,132	1,383
현금및현금성자산	100	161	327	488	596
단기금융자산	35	11	9	1	1
매출채권및기타채권	134	241	217	275	336
재고자산	243	281	267	355	434
비유동자산	576	610	665	696	850
장기금융자산	18	17	17	19	23
관계기업등투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	441	483	544	552	674
무형자산	88	83	78	78	95
부채총계	566	608	602	673	760
유동부채	507	465	402	444	543
단기차입부채	415	326	294	292	356
기타단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	70	65	47	96	117
비유동부채	59	143	200	229	217
장기차입부채	30	108	168	193	235
기타장기금융부채	0	0	0	0	0
자본총계*	532	710	895	1,155	1,473
지배주주지분*	533	711	897	1,157	1,475
비지배주주지분	-1	-1	-2	-2	-2

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 자본총계임

현금흐름표

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	134	122	280	245	247
당기순이익	84	209	234	309	328
현금유입(유출)이없는수익	108	72	98	117	197
자산상각비	61	46	62	70	86
영업자산부채변동	-34	-128	6	-123	-173
매출채권및기타채권	-38	-99	21	-55	-61
재고자산감소(증가)	-13	-26	19	-84	-79
매입채무및기타채무	21	9	-27	5	21
투자활동현금흐름	-3	-39	-64	-67	-230
투자활동현금유입액	125	63	39	27	0
유형자산	2	0	0	0	0
무형자산	0	0	0	0	0
투자활동현금유출액	128	101	103	94	230
유형자산	34	63	65	69	201
무형자산	0	0	0	4	24
재무활동현금흐름	-86	-23	-46	1	97
재무활동현금유입액	385	535	628	310	107
단기차입부채	362	430	601	260	65
장기차입부채	22	106	27	51	43
재무활동현금유출액	471	552	666	301	2
단기차입부채	471	548	647	287	0
장기차입부채	0	4	19	6	0
기타현금흐름	0	0	-0	-10	-6
연결범위변동효과	0	0	0	0	0
환율변동효과	-4	1	-3	-7	0
현금변동	41	61	167	161	108
기초현금	59	100	161	327	488
기말현금	100	161	327	488	596

포괄손익계산서

(단위: 억 원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	888	1,055	1,174	1,534	1,861
매출원가	640	702	793	1,022	1,210
매출총이익	247	354	381	513	651
판매비와관리비	134	134	147	176	213
영업이익	114	220	234	337	438
EBITDA	174	266	296	407	524
비영업손익	-30	-11	0	-14	-17
이자수익	1	1	2	4	4
이자비용	20	17	18	14	17
배당수익	0	0	0	0	0
외환손익	1	4	9	-5	-6
관계기업등관련손익	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-13	1	7	1	1
세전계속사업이익	84	209	234	323	421
법인세비용	14	34	40	52	93
연결실체변동관련손익	0	0	0	0	0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익*	69	175	194	271	328
지배주주순이익*	69	176	195	271	329
비지배주주순이익	-0	-0	-1	-0	-0
기타포괄손익	-17	9	-1	-3	-3
총포괄손익	52	185	194	268	326

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익임

투자지표

(단위: 원,배,%)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
주당지표 및 추가배수					
EPS*	421	1,064	1,180	1,643	1,991
BPS*	3,228	4,308	5,433	7,010	8,935
CFPS	813	738	1,699	1,483	1,496
SPS	5,376	6,392	7,113	9,293	11,271
EBITDAPS	1,055	1,611	1,791	2,467	3,174
DPS (보통,현금)	40	50	50	50	50
배당수익률 (보통,현금)	0.6	1.0	0.6	0.3	0.3
배당성향 (보통,현금)	9.5	4.7	4.2	3.0	2.5
PER*	15.1	4.6	7.0	9.5	7.8
PBR*	2.0	1.1	1.5	2.2	1.7
PCFR	7.8	6.6	4.9	10.5	10.4
PSR	1.2	0.8	1.2	1.7	1.4
EV/EBITDA	8.0	4.1	5.1	6.3	4.9
재무비율					
매출액증가율	27.8	18.9	11.3	30.7	21.3
영업이익증가율	205.2	93.3	6.6	44.0	30.0
지배주주순이익증가율*	1,294.9	153.7	10.8	39.5	21.2
매출총이익률	27.9	33.5	32.4	33.4	35.0
영업이익률	12.8	20.8	19.9	22.0	23.5
EBITDA이익률	19.6	25.2	25.2	26.5	28.2
지배주주순이익률*	7.8	16.6	16.5	17.7	17.6
ROA	10.1	18.2	16.6	20.3	21.6
ROE	13.9	28.2	24.2	26.4	25.0
ROIC	10.9	20.3	19.2	26.1	26.5
부채비율	106.4	85.6	67.3	58.3	51.6
차입금비율	83.7	61.2	51.6	41.9	40.2
순차입금비율	64.9	38.6	15.0	-0.3	-0.3

(주1) 회계실체가 별도인 경우, * 항목은 당기순이익 및 자본총계 기준임

자료: Company Data, Leading Research Center

▶ Compliance Notice

본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.

본 자료는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.

당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.

본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.

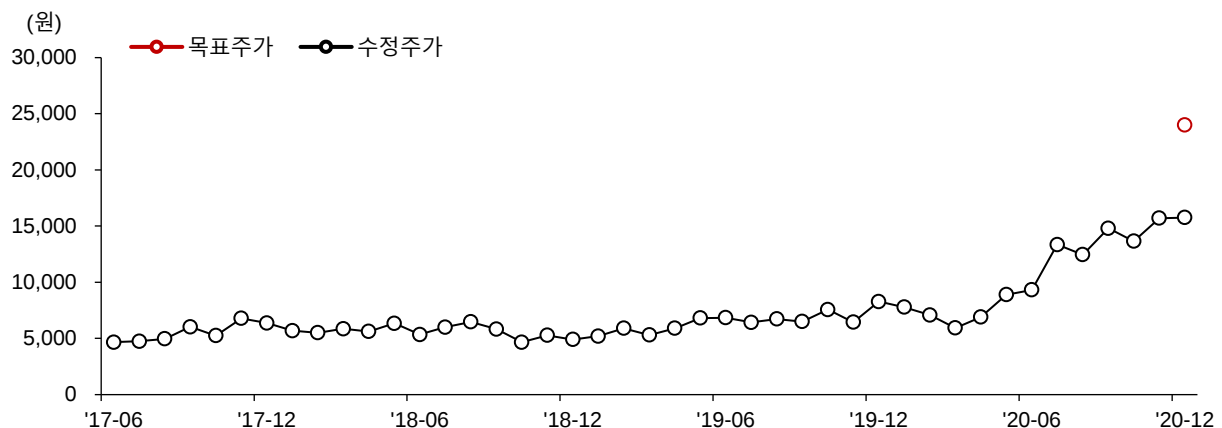
▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

월덱스(101160)

일자	2020-12-11
투자의견	BUY(신규)
목표주가	24,000 원
괴리율(%)	
평균주가대비	
최고(최저)주가대비	

* 괴리율 산정: 목표주가 대상시점은 1년이며 수정주가를 적용

▶ 최근 2년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 ± 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 현재 주가 대비 절대 수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

▶ 조사분석자료 투자등급 비율 (기준일 : 2020.09.30)

BUY (매수)	100.0%
HOLD (보유/중립)	0.0%
SELL (매도)	0.0%
합계	100.0%