월덱스

(101160)

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		신규
목표주가	10,000		신규
Earnings			

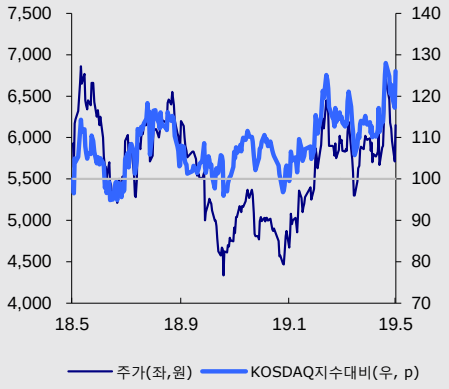
Stock Information

현재가(5/15)	6,430원
예상 주가상승률	63.3%
시가총액	1,062억원
비중(KOSDAQ내)	0.04%
발행주식수	16,511천주
52주 최저가/최고가	4,335 – 6,860원
3개월 일평균거래대금	11억원
외국인 지분율	4.3%
주요주주지분율(%)	
배종식 (외 5인)	37.4
타이거투자자문	10.5

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	4.6	5.8	5.1
PBR(배)	1.3	1.3	1.0
EV/EBITDA(배)	4.2	4.7	4.0
배당수익률(%)	1.0	0.8	0.8

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	7.3	27.6	8.4	31.2
KOSDAQ대비 상대수익률(%)	12.2	20.5	23.9	23.2

Price Trend



ktb 투자증권

Issue & Pitch

16 May. 2019

스몰캡 김재윤 jy.kim@ktb.co.kr

사상 최대 실적이 기대되는 비메모리 소재 업체

▸ Issue

동사는 반도체 전공정 소재(파츠)업체 중 고객다변화에 따른 실적 안정성과 Valuation 매력을 동시에 보유. 신규 커버리지 개시

▸ Pitch

투자의견 BUY, 목표주가 10,000원으로 신규 커버리지 개시. 해외 주요 반도체를 고객사로 확보하고 있어 비메모리 시장 성장 수혜가 가능하며, 고객 다변화에 따른 실적 안정성이 부각

▸ Rationale

– 목표주가 10,000원은 동사의 2019년 예상 EPS 1,108원에 Target PER 9.0배를 적용하여 산출(Target PER은 국내 주요 Peer 평균 9.0배 적용)

– 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

– 동사의 주요 고객사는 비메모리/메모리 반도체 제조업체. 2018년말 기준, 팹공정을 보유한 글로벌 250개 이상 팹업체를 고객으로 확보 중

– 이는 삼성전자 및 SK하이닉스를 최대 고객으로 보유하고 있는 국내 Peer와의 차별점. 특히, 인텔 등 비메모리 중심의 고객사가 국내 메모리 중심의 고객사보다 높은 비중을 차지하고 있어, 실적 안정성이 높음

– 글로벌 비메모리 반도체 수요가 지속적으로 증가하는 가운데, 250개 이상의 팹업체를 고객으로 확보하고 있는 월덱스의 수혜가 전망됨

– 또한 미국소재 자회사 WCQ(West Coast Quartz Corporation)은 미국 내 팹업체(Intel, Micron, Texas Industry)가 주요 고객. 따라서 Peer Group 대비 미중 무역관세 리스크에 노출되지 않음

– 2019년 실적은 매출액 1,150억원(YoY +9.0%), 영업이익 231억(YoY +5.0%) 전망. 2019년 예상 EPS를 적용한 동사의 PER은 5.8배 수준으로 Peer 대비 저평가되어 있음. 해외 고객 다변화로 안정적인 성장이 가능한 동사 BM 고려 시, 저평가 요인은 없다는 판단

▸ Earnings Forecasts

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	68	69	89	106	115	124	134
영업이익	2	4	11	22	23	26	30
EBITDA	8	10	17	27	28	32	36
순이익	(4)	0	7	18	18	21	24
자산총계	115	115	110	132	150	167	189
자본총계	40	46	53	71	88	109	132
순차입금	53	45	31	30	26	21	13
매출액증가율	4.8	2.7	27.8	18.9	9.0	7.8	8.5
영업이익률	2.5	5.4	12.8	20.8	20.1	21.1	22.3
순이익률	(5.2)	0.7	7.8	16.6	15.9	16.9	18.0
EPS증가율	적지	흑전	1,022.7	148.7	4.2	14.7	15.4
ROE	(8.4)	1.1	13.9	28.2	22.9	21.2	20.1

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: KTB투자증권

I. Valuaton

신규 해외 고객사 확보로
2018년 최대실적 달성
시장 성장 수혜 전망

월덱스에 대해 목표주가 10,000원 및 투자의견 BUY로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가 10,000원은 동사의 2019년 예상 EPS 1,108원에 Target PER 9.0배를 적용하여 산출하였다. Target PER은 국내 반도체 파츠 업체 평균치을 사용하였다. 대부분의 국내 업체들과 비교 시, 월덱스는 비메모리향 매출 비중이 약 60%이며 해외 팹 비중이 약 75%로 높은 부분을 차지하고 있다. 특히, 국내외 250개 이상의 고객사를 확보하고 있어 안정적인 실적 흐름이 예상되는 만큼, Peer 대비 저평가 요인은 없다는 판단이다.

2011년 이후, 2015년까지 지속된 매출 하락은 삼성/하이닉스 물량이 경쟁사 (하나머티리얼, SKC솔믹스)로 옮겨감에 따른 것이었으나, 동사는 해외 팹업체를 신규 고객으로 확보하며 2018년 사상 최대 실적을 기록하였다. 2019년 또한 비메모리 시장 성장에 따른 실적 성장이 전망되며, 실적 성장에 따른 주가 우상향이 기대된다.

Fig. 01: 월덱스 목표주가 산출

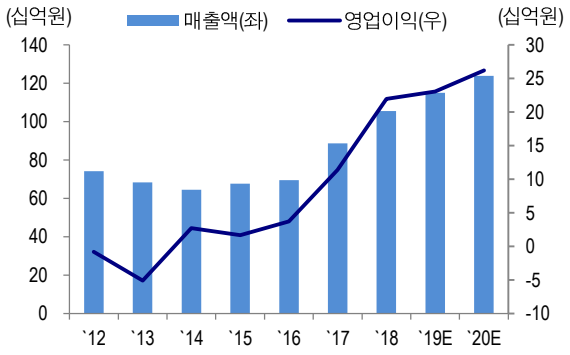
구분	내용
2019년 예상 EPS	1,108
Target PER	9.0
Peer Group 평균	9.0
목표주가	10,000
현재주가	6,430
Upside	55.5

Source: KTB투자증권

Fig. 02: 월덱스 주가 추이

Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 03: 월덱스 실적 전망 추이



Source: KTB투자증권

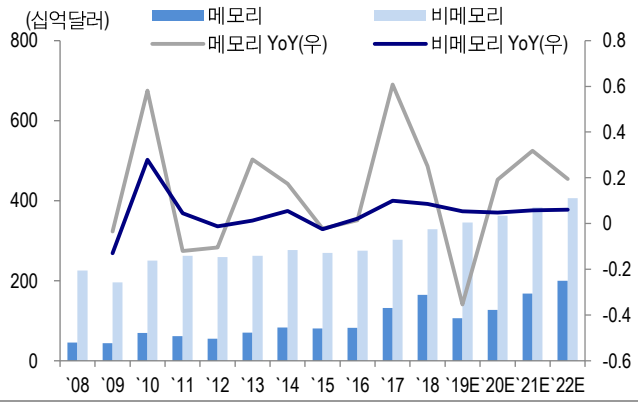
II. 투자포인트

II-1. 글로벌 비메모리 반도체 성장 수혜

반도체 전공정 파츠 소재 업체
글로벌 250개 이상의
팹업체를 고객사로 확보하여
실적 안정성이 높음

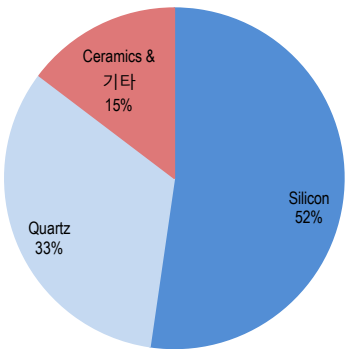
월덱스는 반도체 전공정 중 에칭(Etching)공정에 사용되는 Silicon-Parts (Cathode/Ring), Quartz-Parts(Ring, Bell jar 등), Ceramics(SiC, Al2O3 등) 소재를 전문적으로 생산하는 반도체 소재 전문 기업이다. 파츠별 매출비중은 Silicon 52.3%, Quartz 33.0%, Ceramics 및 기타 14.7%로 구성되어 있으며 동사의 주요 고객사는 비메모리/메모리 반도체 제조업체이다. 2018년말 기준 팹공정을 보유한 글로벌 250개 이상 팹업체를 고객으로 확보 중이며, 이는 삼성전자 및 SK하이닉스를 최대 고객으로 보유하고 있는 국내 Peer와의 차별점이다. 특히, 인텔 등 비메모리 중심의 고객사가 국내 메모리 중심의 고객사 보다 높은 비중을 차지하고 있어, 분기별 실적 안정성이 높다. 따라서 글로벌 비메모리 반도체 수요가 지속적으로 증가하는 가운데, 250개 이상의 팹업체를 고객으로 확보하고 있는 월덱스의 수혜를 전망한다.

Fig. 04: 반도체 시장 전망



Source: KTB투자증권

Fig. 05: 월덱스 제품별 매출 비중



Source: 월덱스, KTB투자증권

Fig. 06: 월덱스 Silicon Ring

Source: 월덱스, KTB투자증권

II-2. 미-중 무역분쟁 이상 무

높은 비메모리향 및
해외매출비중에 따라
미-중 무역분쟁 이상무

최근 미-중 무역분쟁에 따른 관세부과 이슈는 국내 반도체 관련 업체들의 새로운 리스크 요인으로 떠오르고 있다. 중국 IT 제품의 대미수출이 타격을 받을 경우, 이는 국내 메모리 반도체 업체들의 피해로 이어질 가능성이 있기 때문이다. 그러나 월덱스는 본사 및 미국 자회사 WQC의 매출 약 75%가 해외 고객사로 구성되어있다. 특히, 비메모리향 매출 비중이 약 60%로 높아 미-중 무역분쟁 안전지대에 놓여있다는 판단이다.

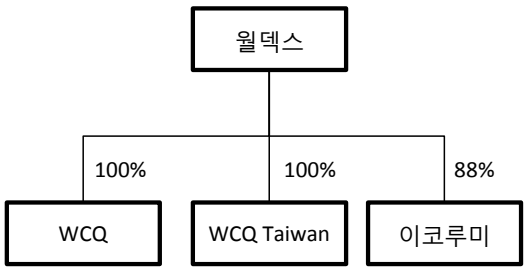
급등하고 있는 원달러 환율 또한 동사 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 동사는 해외 주요 고객사에 대해 달러결제를 진행하고 있어, 2019년은 환율 효과에 의한 실적 개선 효과도 기대된다. 이는 1Q19 실적에 반영되며 매출액 282억원(YoY +18.3%), 영업이익 58억원(YoY +75.3%)의 호실적에 일부 기여한 것으로 파악된다.

Fig. 07: 분기 실적전망 테이블

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	23.8	24.7	28.0	29.1	28.2	27.6	31.7	27.5	30.4	29.7	34.2	29.7
실리콘	12.0	12.5	15.4	17.8	15.6	14.4	17.9	16.6	17.1	15.9	19.7	18.2
쿼츠	7.8	8.8	8.7	9.4	9.3	9.6	9.8	8.9	9.7	10.1	10.3	9.4
기타(AiO2, SiC 등)	4.0	3.4	3.9	1.9	3.3	3.5	4.1	2.0	3.5	3.7	4.3	2.1
영업이익	3.3	5.8	6.8	6.0	5.8	5.5	7.6	4.1	6.5	6.1	8.4	5.2
OPM(%)	13.9	23.5	24.4	20.7	20.6	20.0	24.0	15.0	21.3	20.5	24.5	17.6

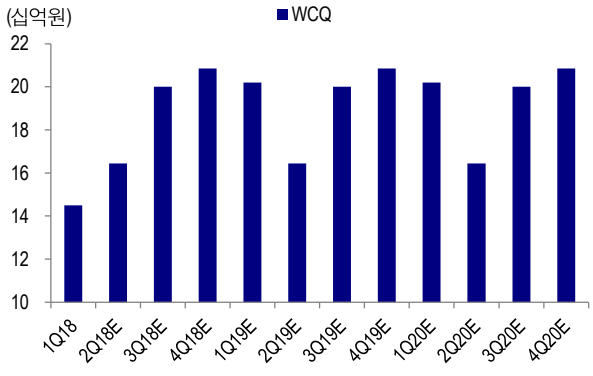
Source: KTB투자증권

Fig. 08: 월덱스 지분구조



Source: 월덱스, KTB투자증권

Fig. 09: WQC 매출액 추이



Source: 월덱스, KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	52.3	70.8	83.8	96.8	114.1
현금성자산	13.4	17.2	20.0	21.5	27.9
매출채권	13.4	24.1	30.2	37.0	43.2
재고자산	24.3	28.1	32.1	36.8	41.5
비유동자산	57.6	61.0	66.1	70.2	75.4
투자자산	4.7	4.4	4.6	4.8	5.0
유형자산	44.1	48.3	53.7	58.1	63.5
무형자산	8.8	8.3	7.8	7.3	6.9
자산총계	109.8	131.8	149.9	167.0	189.5
유동부채	50.7	46.5	46.5	43.8	43.4
매입채무	7.0	6.5	8.0	8.6	9.4
유동성이자부채	41.5	36.4	34.9	31.5	30.4
비유동부채	5.9	14.3	14.9	14.6	14.0
비유동이자부채	3.0	10.8	11.3	10.8	10.1
부채총계	56.6	60.8	61.4	58.3	57.5
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	32.4	32.4	32.4	32.4	32.4
이익잉여금	16.0	32.9	50.4	70.5	93.9
자본조정	(3.3)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	53.2	71.0	88.5	108.6	132.0
투하자본	84.3	100.3	113.9	128.7	143.8
순차입금	31.1	30.0	26.2	20.8	12.6
ROA	6.1	14.5	13.0	13.2	13.6
ROE	13.9	28.2	22.9	21.2	20.1
ROIC	10.7	20.0	18.1	18.1	18.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	88.8	105.5	115.0	124.0	134.5
증가율 (Y-Y,%)	27.8	18.9	9.0	7.8	8.5
영업이익	11.4	22.0	23.1	26.2	29.9
증가율 (Y-Y,%)	205.2	93.3	5.0	13.6	14.3
EBITDA	17.4	26.6	28.4	31.9	36.1
영업외손익	(3.0)	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(1.1)
순이자수익	(1.8)	(1.5)	(1.4)	(1.3)	(1.2)
외화관련손익	0.1	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	8.4	20.9	21.8	25.0	28.8
당기순이익	6.9	17.5	18.3	20.9	24.2
지배기업당기순이익	6.9	17.6	18.3	21.0	24.2
증가율 (Y-Y,%)	1,294.9	153.7	4.2	14.7	15.4
NOPLAT	9.4	18.4	19.3	22.0	25.1
(+) Dep	6.1	4.6	5.3	5.7	6.2
(-) 운전자본투자	0.0	13.9	8.7	10.8	10.2
(-) Capex	3.4	6.3	10.2	9.6	11.1
OpFCF	12.0	2.8	5.8	7.2	10.0
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	11.2	16.0	18.3	11.8	8.4
영업이익증가율(3Yr)	60.8	135.3	83.7	32.1	10.9
EBITDA증가율(3Yr)	19.1	48.7	40.3	22.4	10.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	232.8	44.8	11.3
영업이익률(%)	12.8	20.8	20.1	21.1	22.3
EBITDA마진(%)	19.6	25.2	24.7	25.7	26.8
순이익률 (%)	7.8	16.6	15.9	16.9	18.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	13.4	12.2	15.1	16.0	20.4
당기순이익	8.4	20.9	18.3	20.9	24.2
자산상각비	6.1	4.6	5.3	5.7	6.2
운전자본증감	(3.4)	(12.8)	(8.7)	(10.8)	(10.2)
매출채권감소(증가)	(3.7)	(9.9)	(6.1)	(6.8)	(6.2)
재고자산감소(증가)	(1.3)	(2.6)	(4.0)	(4.7)	(4.7)
매입채무증가(감소)	2.1	0.9	1.5	0.6	0.7
투자현금	(0.3)	(3.9)	(10.5)	(10.3)	(11.5)
단기투자자산감소	3.0	2.6	(0.1)	(0.5)	(0.1)
장기투자증권감소	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(3.4)	(6.3)	(10.2)	(9.6)	(11.1)
유무형자산감소	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
재무현금	(8.6)	(2.3)	(1.8)	(4.7)	(2.6)
차입금증가	(8.6)	(1.7)	(1.0)	(3.9)	(1.8)
자본증가	0.0	(0.7)	(0.8)	(0.8)	(0.8)
배당금지급	0.0	0.7	0.8	0.8	0.8
현금 증감	4.1	6.1	2.7	0.9	6.3
총현금흐름(Gross CF)	19.2	28.1	23.8	26.8	30.5
(-) 운전자본증가(감소)	0.0	13.9	8.7	10.8	10.2
(-) 설비투자	3.4	6.3	10.2	9.6	11.1
(+) 자산매각	0.2	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
Free Cash Flow	15.6	11.5	4.6	5.7	8.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	15.6	11.5	4.5	5.6	8.9

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	428	1,064	1,108	1,271	1,467
BPS	2,697	3,808	4,895	6,144	7,587
DPS	40	50	50	50	50
Multiples(x,%)					
PER	14.9	4.6	5.8	5.1	4.4
PBR	2.4	1.3	1.3	1.0	0.8
EV/ EBITDA	7.8	4.2	4.7	4.0	3.3
배당수익율	0.6	1.0	0.8	0.8	0.8
PCR	5.4	2.9	4.5	4.0	3.5
PSR	1.2	0.8	0.9	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	106.4	85.6	69.4	53.7	43.5
Net debt/Equity	58.4	42.3	29.6	19.2	9.5
Net debt/EBITDA	178.5	113.0	92.2	65.3	34.9
유동비율	103.1	152.3	180.3	221.1	262.7
이자보상배율	6.2	14.2	16.7	20.1	25.1
이자비용/매출액	2.2	1.6	1.3	1.2	1.0
자산구조					
투하자본(%)	82.3	82.3	82.2	83.1	81.4
현금+투자자산(%)	17.7	17.7	17.8	16.9	18.6
자본구조					
차입금(%)	45.6	39.9	34.3	28.0	23.5
자기자본(%)	54.4	60.1	65.7	72.0	76.5

자료: KTB투자증권

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 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 주간사로 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%

▶ 투자등급 관련사항

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

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -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

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.

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

월덱스 (101160)

일자	커버리지	2019.5.16
투자의견	개시	BUY
목표주가		10,000원

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2019.5.16	10,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 5월 15일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 **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.