

러셀 (217500)

스몰캡



권명준

02 3770 5587

myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견 **Not Rated (I)**목표주가 **-원 (I)**현재주가 (7/5) **3,365원**상승여력 **-**

시가총액	1,070억원
총발행주식수	31,812,000주
60일 평균 거래대금	28억원
60일 평균 거래량	653,510주
52주 고	5,350원
52주 저	2,990원
외인지분율	0.32%
주요주주	권순욱 외 2 인 38.01%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(24.3)	(30.5)	(33.8)
상대	(10.1)	(11.8)	(7.6)
절대(달러환산)	(27.5)	(35.0)	(42.2)

2022년 하반기가 기대되는 기업

주요 매출처 투자 확대 기대

러셀은 반도체 리퍼비시(Refurbish) 전문 기업으로 반도체 증착장비를 중심으로 사업을 영위하고 있으며, 식각장비로 영역을 확대하고 있다.

동사의 주력 매출처인 SK하이닉스향 매출 성장이 기대된다. 지난 6월 24일, SK하이닉스의 키파운드리 인수관련 중국내 승인이 통과되었다는 뉴스가 보도되었다. 2020년 10월에 SK하이닉스는 미국 인텔사의 낸드 사업부문을 인수했다. 인수한 기업들의 신규 및 전환 투자로 인해 동사의 리퍼비시 장비 수요가 확대될 것으로 전망된다.

자회사 러셀로보틱스

동사는 2020년에 AGV(Automated Guided Vehicle, 무인운반로봇) 등 스마트팩토리 기기를 제조하는 러셀로보틱스를 인수했다. 스마트팩토리 산업 성장세, 풍부한 경험, 글로벌 기업과의 협업 등의 장점을 보유하고 있어 빠른 성장이 기대된다. 2021년 2월에 IPO 주관사 계약을 체결한 상황이며, 이르면 연내 상장할 것으로 기대된다.

풍부한 현금성 자산

현금 및 현금성자산이 꾸준히 증가하고 있다. 2017년에 87.2억원에서 2022년 1분기 356.7억원으로 5년만에 4배 이상 증가하였다. 동사의 재고자산 역시 현금성 자산의 성격을 가지고 있다. 사업의 특성상 판매가 안되는 제품 혹은 납품시기 지연으로 보유하고 있는 재고가 아니라, Refurbish 판매를 하기 위해 구매한 재고이기 때문이다. 현금처럼 활용 가능한 자금이 시가총액의 절반 수준을 상회한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	-	345	578	664
영업이익	-	27	56	83
지배순이익	-	19	62	80
PER	-	35.9	23.2	13.3
PBR	-	1.5	2.6	1.7
EV/EBITDA	-	15.3	17.3	7.7
ROE	-	9.1	13.5	15.0

2022년 하반기가 기대되는 기업

러셀은 반도체 리퍼비시(Refurbish) 전문 기업으로 반도체 증착장비를 중심으로 사업을 영위하고 있으며, 식각장비로 영역을 확대하고 있다. 올해 하반기에 다양한 이슈들이 포진되어 있어 주목해야 되는 시점이라고 판단된다.

투자포인트 1. 주력 매출처의 투자 확대 기대

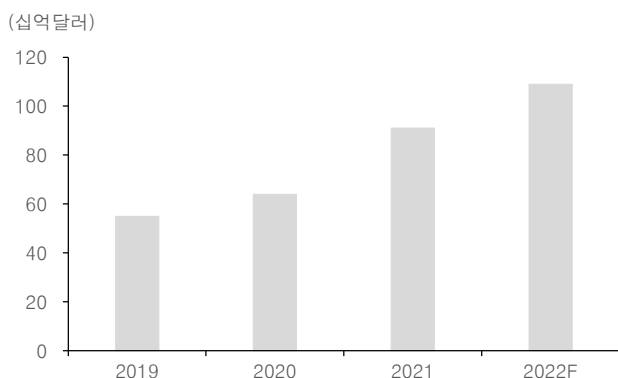
SEMI는 지난 6월 전 세계 반도체 팹 장비 매출액이 올해 20% 성장하여 역대 최고치를 기록할 것이며 한국은 7% 성장할 것으로 전망했다. Fab 투자 확대는 장비 수주의 확대에 이어지며, 장비 공급 부족 현상이 지속되고 있다는 점에서 리퍼비시 산업 성장으로 확산될 수 있다.

동사의 주력 매출처는 SK하이닉스이다. SK하이닉스 투자와 관련된 매출 성장이 기대된다.

첫째, 지난 6월 24일에 키파운드리 인수와 관련하여 중국에서 승인이 통과되었다는 뉴스가 보도되었다. 1) 파운드리 산업 내 공급 부족 현상이 이어지고 있으며, 2) 키파운드리의 주력이 12인치(300mm)가 아닌 8인치(200mm) 파운드리라는 점에서 신규 및 전환 투자 진행 시 신규 장비보다 리퍼비시 장비를 선택할 가능성이 높다고 판단된다.

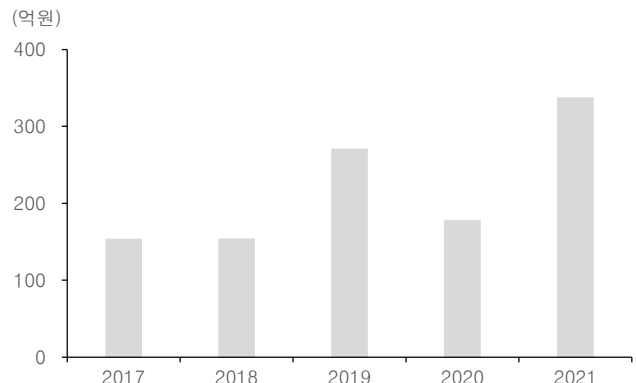
둘째, 2020년 10월에 SK하이닉스는 미국 인텔사의 낸드 사업부문을 인수한다고 발표했다. 인수 이후 코로나19로 투자 과정들이 원활하지 못했을 것으로 추정된다. 동사는 중국 법인을 설립한 상황으로 인텔 중국 낸드 공장과 관련된 투자 발생 시 중국 현지에서 실시간 대응이 가능할 것으로 기대된다.

전세계 반도체 팹 장비 투자 추이 및 전망



자료: SEMI, 유안타증권 리서치센터 추정

8인치(200mm) 장비 매출 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

투자포인트 2. 러셀로보틱스

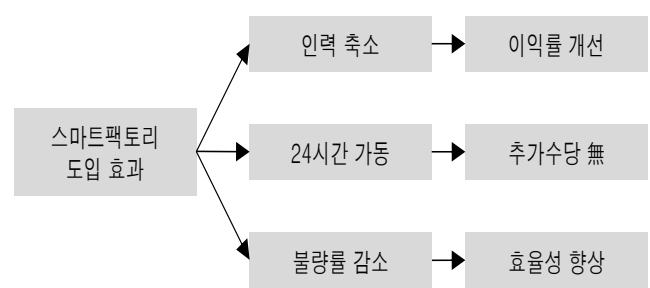
동사는 2020년에 AGV(Automated Guided Vehicle, 무인운반로봇) 등 스마트팩토리 기기 사업을 하는 러셀로보틱스를 인수했다. 스마트팩토리 산업의 고성장 추이, 다수의 경험, 글로벌 기업과의 협업을 통해서 빠른 성장이 기대된다. 작년 2월에 IPO 주관사 계약을 체결한 상황으로 이르면 연내 상장할 것으로 기대된다.

제조를 기반으로 하는 기업들은 스마트팩토리의 비중을 지속적으로 확대할 것으로 예상된다. 이렇게 판단하는 이유는 다음과 같다. 첫째, 스마트팩토리는 인력의 최소화를 추진한다. 이는 인건비 상승에 따른 이익률 둔화, 노조 파업으로 인한 생산 차질 등의 우려감을 축소시킨다. 둘째, 스마트팩토리는 추가적인 비용 없이 24시간 가동이 가능하며, 불량률을 낮출 수 있다. 급작스럽게 업무량이 늘어날 경우 근로자들에게 야간수당이나 주말수당 등 추가적인 비용을 지불해야 한다. 반면, 스마트팩토리는 시간대와 무관하게 동일한 비용만 투입된다. 또한 사람의 실수로 인한 불량 우려감을 줄일 수 있다. 최근 AI를 활용한 최적의 생산방법, 효율성 향상 방안들이 모색되고 있다는 점도 긍정적이다. 셋째, 직원 채용에 따른 교육을 할 필요가 없으며, 퇴사에 따른 업무 차질 이슈에서도 벗어나 있다.

유통 관련 기업들 역시 스마트팩토리, 특히 러셀로보틱스의 주력사업인 무인운반로봇(AGV)의 도입 확대가 예상된다. 국내외 유통기업들은 배송 속도를 중시하고 있기 때문이다. 배송 시간 단축을 위해 이동거리를 줄여야 하는데 부동산 가격 상승으로 동일한 부지내 공간활용도를 높이는 방법이 주목받는다. 즉, 동일 공간 내 적재의 효율성이 높은 AGV를 주목하는 이유이다.

기업 및 산업별로 스마트팩토리를 위한 요구사항이 다양하다. 생산제품 및 공장의 크기 등이 각기 다르다. 동사는 효율적인 장비 납품을 하기 위해 표준화 작업들을 진행하였다. AGF (Automated Guided Forklift) 1.5톤과 2.5톤을 메인 모델로 개발, 국내 시장 표준화 기준을 제시했다. 또한 효율성을 높이기 위해 국내 최초 무인 3방향 AGF와 High Reach AGF를 양산하고 있다. 3방향 기술 도입을 통해 기존 Reach Truck 대비 280% 용적이 가능해졌다.

스마트팩토리 도입 효과



자료: 유안타증권 리서치센터

국내 AGF(Automated Guided Forklift) 시장에서 표준화 기준 제시

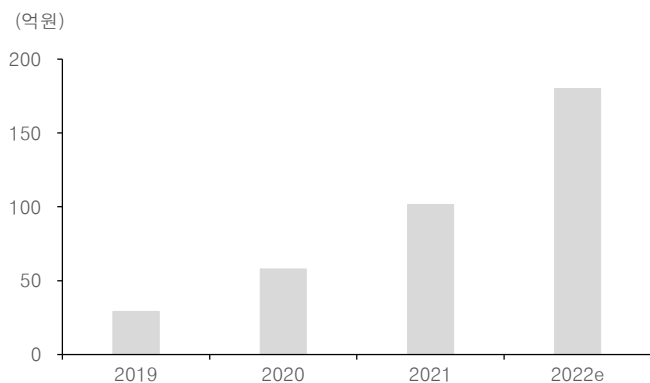


자료: 러셀, 유안타증권 리서치센터

다양한 경험을 보유하고 있다는 점도 경쟁력 요인이다. 반도체(SK하이닉스) 뿐만 아니라 자동차(현대차), 방산(한국항공우주), 음식료(오뚜기) 등 다양한 업종 및 산업에 스마트팩토리 솔루션 및 장비를 납품한 경험을 보유하고 있다. 최대 50대의 AGV를 동시에 Control 할 수 있는 기술력도 보유하고 있다. 즉, 대규모 프로젝트가 수행 가능하다. 해외 프로젝트 진출을 현재 준비 중이며 수주에 성공한다면 매출 성장 속도가 상향될 수 있다.

글로벌 기업과의 협업도 이어지고 있다. 지멘스와 2020년 9월에 MOU를 체결했으며, 2022년 1월에는 클라크(CLARK)과도 MOU를 진행했다. 이를 통해 S/W 개발과 해외 프로젝트 등의 진출을 모색하고 있다.

러셀로보틱스 매출 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

글로벌 기업과의 협업 확대



자료: 언론보도, 유안타증권 리서치센터

투자포인트 3. 반도체 장비 수급 차질은 오히려 기회

트렌드포스에 따르면 코로나19 이전에는 반도체장비를 확보하기 위해서 약 3~6개월이 소요되었지만, 최근에는 30개월이 걸릴 수 있다고 분석했다. WSJ 역시 반도체 기업들은 생산장비 확보가 어려워짐에 따라 장비 확보에 추가적인 시간이 필요하다고 언급했다. 코로나19 위기에는 벗어나고 있지만, 지정학적 위기, 공급망 차질 등의 우려감이 여전히 산재해 있는 상황이다.

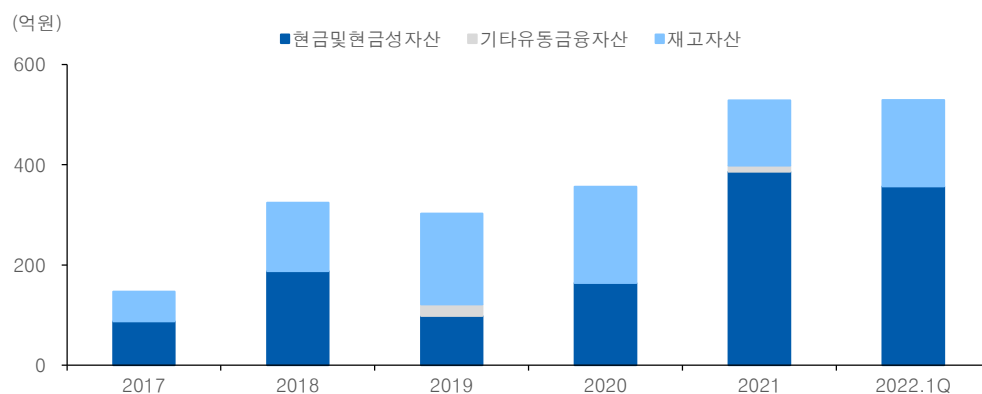
기업의 입장에서는 신규 장비 도입에 차질이 발생할 경우 투자를 지연하거나, Refurbish 장비를 활용하는 방법 등이 대안으로 제시될 수 있다. 글로벌 반도체 기업인 삼성전자, 인텔, TSMC 등은 투자 규모를 확대하는 추세이다. Refurbish 장비를 도입할 가능성이 높다.

동사는 단순한 중고 장비의 중개를 하는 것이 아니라, 고객사 요구에 맞게 개조 및 점검을 하며, 장비의 기능 복원과 성능 테스트를 포함한 포괄적인 작업을 한다는 점에서 경쟁력을 보유하고 있다. 부품/소모품의 경우 국산화로 대체함에 따라 가격경쟁력을 확보했다. 특히 주력 제품인 증착장비의 경우 반도체 라인 구성에 필수적인 공정이라는 점에서 매력적이다. 또한, 증착공정은 전 공정 내 가장 많은 변화가 있는 공정 중 하나라는 점에서 신규 및 교체 장비에 대한 시장 성장성이 높다.

투자포인트 4. 풍부한 현금성자산

현금 및 현금성자산이 꾸준히 증가하고 있다. 2017년에 87.2억원에서 2022년 1분기 356.7억원으로 증가했다. 불과 5년 만에 4배 이상 증가하였다. 동사의 경우 재고자산 역시 현금성 자산의 성격을 가지고 있다. 사업의 특성상 판매가 안되는 장비의 재고가 아닌, Refurbish를 위해 구매하여 보유하고 있는 재고이다. 현금성자산으로 판단해야 하는 이유이다. 현금 및 현금성자산과 기타유동금융자산, 재고자산의 합을 추이는 아래 그림과 같다. 2022년 1분기 기준으로 529.5억원으로 시가총액의 절반 수준을 차지하고 있다.

시가총액의 50%에 해당하는 현금성 자산



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

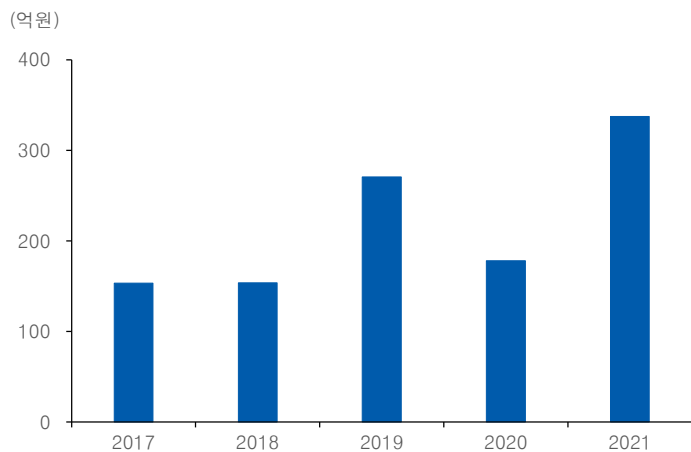
하반기 실적 개선 모멘텀 집중

2022년 실적은 매출액 664억원, 영업이익 83억원으로 전년대비 각각 15.0%, 46.6% 성장할 것으로 예상된다. 특히 2022년 하반기는 수주 확대, 자회사 상장, 해외 진출 본격화 등의 실적 개선 모멘텀들이 집중될 것으로 예상된다는 점에서 주목이 필요하다.

키파운드리와 관련된 수주가 올해 하반기부터 구체화될 것으로 기대된다. 인수와 관련하여 한국과 중국의 승인 절차가 마무리되었다. 8인치 파운드리 시장은 현재 공급부족 상황이다. 조기에 투자 집행이 이행될 가능성이 높다고 판단된다. 신규 장비 공급 부족 현상이 진행 중으로 동사의 Refurbish 장비의 필요성이 더욱 중요해졌다. 코로나19에 대한 중국의 통제가 완화된다면 SK하이닉스가 인수한 인텔 중국 낸드 공장에 대한 투자 역시 가시화될 것이다. 자회사인 러셀로보틱스는 이르면 하반기에 상장될 것으로 기대된다. 기업들이 인건비 상승 등의 요인으로 스마트팩토리에 대한 관심 확대되고 있기 때문이다.

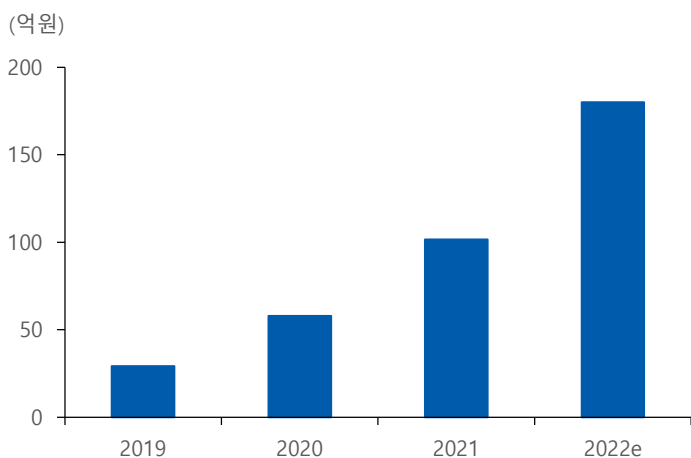
Key Chart

8인치(200mm) 장비 매출 추이



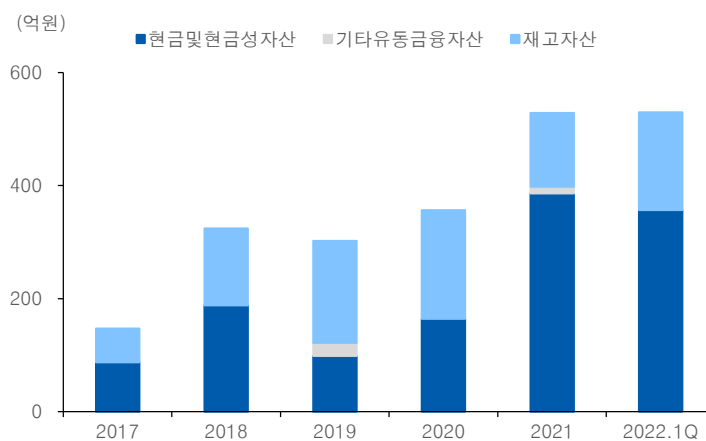
자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

러셀로보틱스 매출 성장 추이



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터 추정

풍부한 현금성 자산



자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

러셀 (217500) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	-	-	345	578	664
매출원가	-	-	275	478	531
매출총이익	-	-	69	99	133
판매비	-	-	42	43	50
영업이익	-	-	27	56	83
EBITDA	-	-	34	64	90
영업외손익	-	-	-7	20	17
외환관련손익	-	-	-10	10	11
이자손익	-	-	1	-5	-3
관계기업관련손익	-	-	0	0	0
기타	-	-	3	15	9
법인세비용차감전순이익	-	-	20	76	99
법인세비용	-	-	4	15	20
계속사업순이익	-	-	17	61	79
중단사업순이익	-	-	0	0	0
당기순이익	-	-	17	61	79
지배지분순이익	-	-	19	62	80
포괄순이익	-	-	16	63	81
지배지분포괄이익	-	-	19	62	81

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
영업활동 현금흐름	-	-	56	120	38
당기순이익	-	-	17	61	79
감가상각비	-	-	6	7	6
외환손익	-	-	6	-2	-11
종속, 관계기업관련손익	-	-	0	0	0
자산부채의 증감	-	-	36	42	-30
기타현금흐름	-	-	-8	13	-7
투자활동 현금흐름	-	-	14	-3	0
투자자산	-	-	26	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-	-	-3	-3	0
유형자산 감소	-	-	0	0	0
기타현금흐름	-	-	-9	0	0
재무활동 현금흐름	-	-	1	102	101
단기차입금	-	-	-13	0	0
사채 및 장기차입금	-	-	0	100	100
자본	-	-	0	0	0
현금배당	-	-	-7	-7	-9
기타현금흐름	-	-	21	10	10
연결범위변동 등 기타	-	-	-6	2	18
현금의 증감	-	-	66	222	157
기초 현금	-	-	98	164	386
기말 현금	-	-	164	386	543
NOPLAT	-	-	27	56	83
FCF	-	-	53	117	38

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

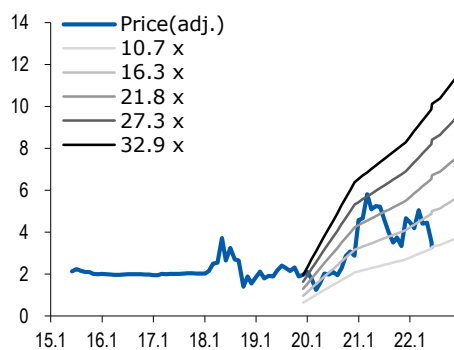
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
유동자산	-	-	410	603	785
현금및현금성자산	-	-	164	386	543
매출채권 및 기타채권	-	-	47	61	66
재고자산	-	-	192	131	150
비유동자산	-	-	125	123	117
유형자산	-	-	86	87	81
관계기업 등 지분관련자산	-	-	0	0	0
기타투자자산	-	-	3	3	3
자산총계	-	-	535	726	902
유동부채	-	-	116	208	210
매입채무 및 기타채무	-	-	20	28	30
단기차입금	-	-	2	2	2
유동성장기부채	-	-	0	0	0
비유동부채	-	-	7	15	115
장기차입금	-	-	0	0	0
사채	-	-	0	0	100
부채총계	-	-	123	223	325
지배지분	-	-	416	499	572
자본금	-	-	32	32	32
자본잉여금	-	-	160	188	188
이익잉여금	-	-	235	290	362
비지배지분	-	-	-3	5	5
자본총계	-	-	412	503	577
순차입금	-	-	-161	-333	-390
총차입금	-	-	3	65	165

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
EPS	-	-	60	194	252
BPS	-	-	1,434	1,719	1,970
EBITDAPS	-	-	106	202	282
SPS	-	-	1,083	1,816	2,088
DPS	-	-	25	30	30
PER	-	-	35.9	23.2	13.3
PBR	-	-	1.5	2.6	1.7
EV/EBITDA	-	-	15.3	17.3	7.7
PSR	-	-	2.0	2.5	1.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액 증가율 (%)	-	-	0.0	67.6	15.0
영업이익 증가율 (%)	-	-	na	108.2	46.6
지배순이익 증가율 (%)	-	-	na	224.9	29.9
매출총이익률 (%)	-	-	20.1	17.2	20.0
영업이익률 (%)	-	-	7.9	9.8	12.5
지배순이익률 (%)	-	-	5.5	10.7	12.1
EBITDA 마진 (%)	-	-	9.8	11.1	13.5
ROIC	-	-	17.2	19.8	32.1
ROA	-	-	7.1	9.8	9.9
ROE	-	-	9.1	13.5	15.0
부채비율 (%)	-	-	29.8	44.3	56.3
순차입금/자기자본 (%)	-	-	-38.7	-66.7	-68.2
영업이익/금융비용 (배)	-	-	64.7	9.6	16.6

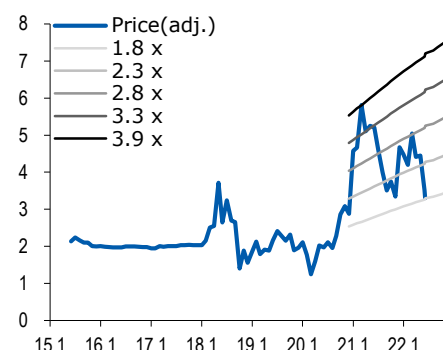
P/E band chart

(천원)



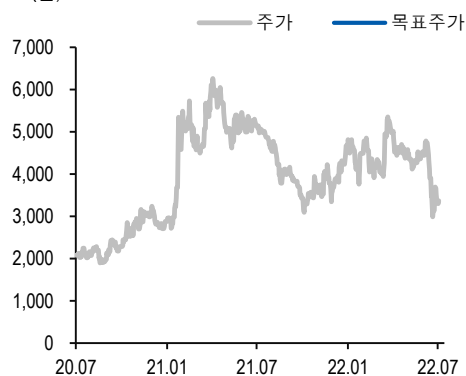
P/B band chart

(천원)



러셀 (217500) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-07-06	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.8
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-07-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.