

## 제너셈 (217190/KQ)

다방면에서 폭발적

SK증권 리서치센터

## Not Rated

목표주가: -

현재주가: 13,460 원

상승여력: -

Analyst  
박제민jeminwa@sks.co.kr  
3773-8884Analyst  
나승도nsdoo@sks.co.kr  
3773-8891

## Company Data

발행주식수	877 만주
시가총액	1,180 억원
주요주주	
한복우(외2)	44.36%

## 자사주

## Stock Data

주가(24/01/09)	13,460 원
KOSDAQ	884.64 pt
52주 최고가	17,000 원
52주 최저가	5,270 원
60일 평균 거래대금	6 억원

## 주가 및 상대수익률



## 기업개요

반도체 후공정에 특화된 글로벌 종합 장비사이다. 현재 패키지를 절단하는 Saw singulation 장비와 EMI shield 장비를 주력으로 한다. 작년 반도체 업황 부진으로 성장하던 실적이 주춤했다. 그러나 올해 업황 개선 및 IDM 의 첨단 후공정 투자로 OSAT 에 더 많은 장비 유입이 전망되면서 우호적 산업 변화를 목전에 두고 있다.

## 투자포인트

## 1. EMI Shield: 고객사 확장과 산업 성장

신규 고객사 확보로 매출액 성장이 기대된다. 중국향 스마트폰 수요 증가로 로컬 OSAT 주문 증가가 확인된다. 중국은 5G 확산과 함께 화웨이폰을 중심으로 현재 차폐 수요가 증가하는 추세이다. 메모리향 고객사 확장도 유의미하다. 기존 미미한 수준이었던 국내 IDM 향 메모리 매출이 올해부터 시작될 전망이다. 최종 고객사의 요청으로 현재 장비 10 대(3 개 라인분)의 수주를 받아둔 상황이다.

## 2. Singulation: 경쟁사 구도 변화의 반사 수혜

Saw singulation 장비 성장세가 지속 중이다. 2021년 6월 경쟁사가 시장에서 퇴장하면서 국내 업체가 3 개에서 2 개로 줄었다. 이에 따른 반사 수혜가 기대된다. 기존 경쟁사의 Saw singulation 매출액 규모는 업황에 따라 700 억~1,500 억원 수준이었다. 이번 반도체 Up-Cycle 에서 전방 투자 증가 수혜와 함께 점유율 증가 수혜도 기대해 볼 수 있다. 기판향 고객사 확장도 긍정적이다. 기존 OSAT 업체에 설치된 장비들에 대해서도 신규 수요가 기대 가능하다.

## 3. HBM 관련 장비: 가파른 성장에 올라타는 중

2023 년 12 월 SK 하이닉스향으로 70 억원의 HBM 제조용 장비 수주를 공시했다. Mounter, Remover 장비로 파악되며 향후 진공 Mounter 장비도 준비 중에 있다. 과거 HBM2 향으로 Flip chip Automation 장비를 납품한 이력이 존재한다. HBM 관련 증설 수혜도 기대가 가능할 전망이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원			597	596	562	804
영업이익	억원			56	85	72	123
순이익(지배주주)	억원			52	122	71	135
EPS	원			598	1,395	810	1,538
PER	배			14.6	3.7	16.7	8.8
PBR	배			2.8	1.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	배			13.5	5.7	14.6	8.3
ROE	%			19.0	36.1	16.4	25.4

## 회사 연혁

2000 년 설립되어 현재 50 개국에 글로벌 고객사를 확보 중이다. 한복우 대표이사는 한미반도체 기술 연구소장 출신으로, 장비 업계 내 경력이 40 년에 이른다. 2022 년 연구개발 인력 비중이 33%다. 연구 기술력을 토대로 100 개 이상의 장비 레퍼런스를 보유 중이다.

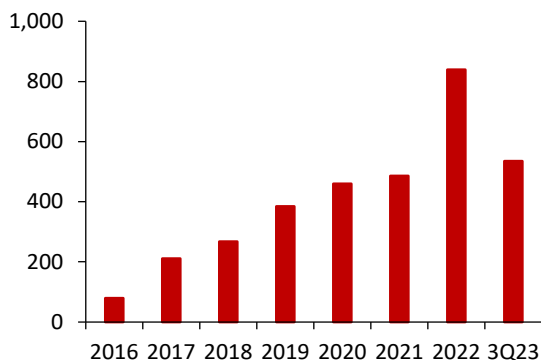
주요 매출을 올리는 장비 변화가 잦다. 설립 직후에는 PCB Laser Marking 장비, 2015년에는 Test Handler 장비, 2016 년 이후부터는 EMI Shield 장비 매출이 중요하다. 2017 년 들어서는 SK 하이닉스와 공동 개발한 Saw Singulation 장비가 주력 장비군으로 떠올랐다. 최근 HBM Mounter 수주 공시가 있었다. 관련 공정 장비 개발에도 주력하고 있다.

## 매출 구성 및 동인

3Q23 누적 기준 다양한 장비들이 매출 비중을 차지한다. 주력 장비인 EMI Shield, Saw singulation 비중이 50%이다. EMI Shield 의 경우 향후 5G 확산, 6G 도입, 저궤도 위성 통신의 도입 등으로 고주파수 환경이 도래할수록 성장하는 산업이다. 적용 디바이스 확산과 적용 칩 확산 수혜가 모두 기대 가능하다. 제너셀은 관련 장비 국내 매출액 1 위 기업이며 특히 대면적 FC-BGA 패키지에 한해서 특허로 진입 장벽이 존재한다. 그 외 다른 장비의 경우 직접 고객사의 증설, OSAT 의 후공정 역할 증가, PCB 기업들의 후공정 도입 등 긍정적 산업 변화가 예상된다. 첨단 패키징의 부상으로 IDM사들의 외주 비중이 커지며 산업 상황은 우호적이다.

국내 OSAT Capex 추이

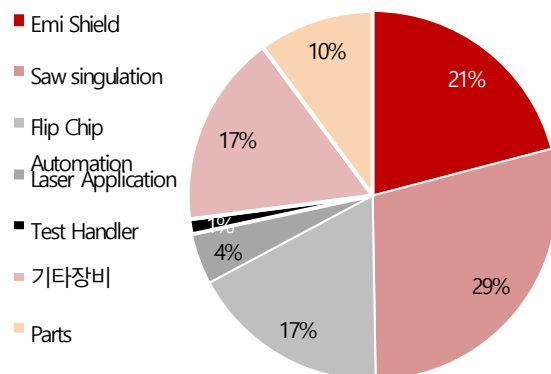
(십억원)



자료: Quantwise, SK 증권

주: SFA 반도체, 두산테스나, LB 세미콘, 하나마이크론, 에이엘티 기업 합산

제너셀 매출 구성 (3Q23 기준)



자료: SK 증권

## PQC 분석

P: 장비 ASP 는 종류 별로 4~6 억원 사이에 있다. Saw singulation 장비의 경우 일본 D사에서 받는 엔진 가격이 판가에 포함된다.

Q: 전방 시장이 우호적인 것이 중요하다. 매출액 단위가 작은 기업인만큼 경쟁사를 밀어내고 점유율이 증가하는 부분도 크게 다가올 것으로 보인다.

C: 판관비 중 연구개발비 비중이 높다. 중국향 매출에 매출원가 성격의 판매 수수료가 포함된다. 양산형 공급이 증가하며 AS 판매보증비는 감소 추세이다.

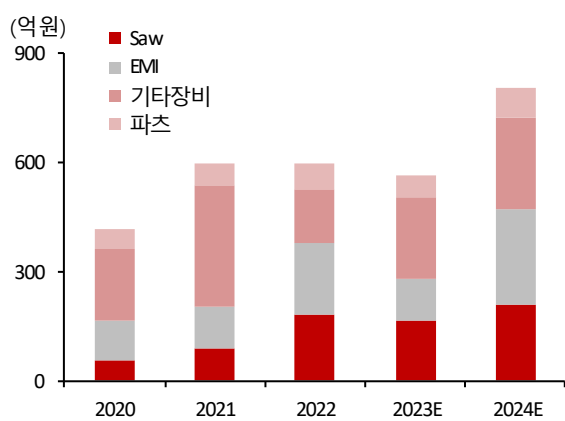
현재 판관비 수준에서 BEP 매출액이 400 억원 수준으로 추정된다. 이후 공헌이익률은 30% 수준으로 추정되어 영업 레버리지 효과가 큰 기업으로 판단된다.

## 매출추정 및 밸류에이션 고민

2024 년 매출액 804 억원, 영업이익 122 억원을 전망한다. 현재 주요 장비의 고객사 확장 및 Up-cycle 성장성을 고려했다. 고객사 확장이 가시적이지 않은 기타 장비 부문의 경우 OSAT 의 Capex 성장률을 감안하여 계산하였다. HBM 향 공정 장비의 공급이 증가한다면 매출 업사이드가 훨씬 커질 전망이다.

24E 기준 PER 10배 수준이다. 전방을 공유하는 OSAT 기업들 대비 Valuation이 낮은 수준이다. 최근 시장은 첨단 패키징에 관여하는 장비사들이 가장 높은 밸류에이션을, 낙수 효과 위주의 성장이 기대되는 OSAT 가 그 다음 수준의 밸류에이션을 받는 중이다. HBM 향으로 아직 유의미한 장비 개발이 부재한 상황에서 첨단 패키징의 밸류에이션을 주기에는 무리가 있더라도 성장성을 고려할 때 OSAT 대비 할인되어 거래되는 구간은 저평가 구간으로 판단된다.

제너셀 매출액 추이 및 추정



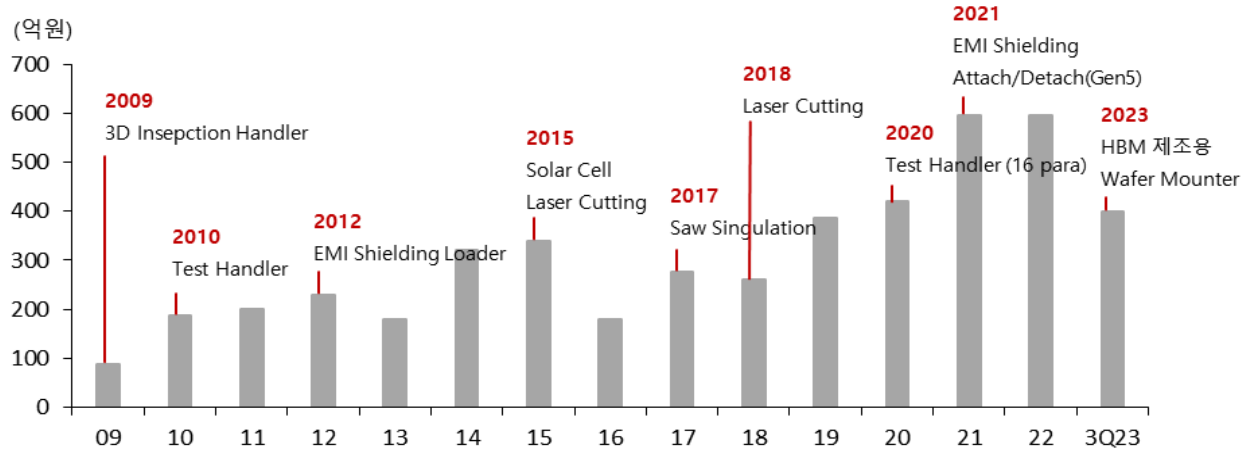
자료: SK증권 추정

제너셀 Peer 밸류에이션 비교

기업명	24E PER
제너셀	10.0
하나마이크론	12.4
두산테스나	15.9
SFA 반도체	59.4
한미반도체	52.0

자료: SK증권

### 제너셈 장비 양산 추이



자료: 회사 자료, SK 증권

### 제너셈 매출 추정

(단위: 십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	419.4	597.2	596.0	562.1	804.2
Saw	55.4	86.7	179.6	162.0	210.0
EMI	108.1	118.4	200.9	117.6	260.0
기타 장비	198.0	334.3	147.0	225.7	256.1
파츠	57.9	57.8	68.6	56.8	78.1
매출원가	301.8	390.9	355.0	337.3	466.5
매출원가율(%)	72%	65%	60%	60%	58%
판관비	128.0	150.0	155.1	153.2	215.0
판관비율(%)	31%	25%	26%	27%	27%
영업이익	-10.4	56.3	85.2	71.6	122.8
영업이익률(%)	-2.5	9.4	14.3	12.7	15.3

자료: SK 증권

## 재무상태표

12월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>		293	380	440	691
현금및현금성자산		52	105	179	318
매출채권 및 기타채권		115	111	104	149
재고자산		116	145	137	196
<b>비유동자산</b>		386	412	400	394
장기금융자산		8	11	10	15
유형자산		361	374	364	354
무형자산		16	16	15	14
<b>자산총계</b>		679	792	840	1,085
<b>유동부채</b>		187	275	259	370
단기금융부채		52	121	114	163
매입채무 및 기타채무		73	71	67	95
단기충당부채		12	13	12	17
<b>비유동부채</b>		216	115	114	120
장기금융부채		165	100	100	100
장기매입채무 및 기타채무		0	0	0	0
장기충당부채		0	0	0	0
<b>부채총계</b>		403	390	373	491
<b>지배주주지분</b>		276	402	467	595
자본금		44	44	44	44
자본잉여금		107	107	107	107
기타자본구성요소		0	0	0	0
자기주식		0	0	0	0
이익잉여금		7	134	199	327
비지배주주지분		0	-0	-1	-1
<b>자본총계</b>		276	402	466	594
<b>부채와자본총계</b>		679	792	840	1,085

## 현금흐름표

12월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>		49	90	87	106
당기순이익(손실)		52	122	71	134
비현금성항목등		39	0	12	-1
유형자산감가상각비		11	11	10	10
무형자산상각비		1	1	1	1
기타		27	-12	1	-12
운전자본감소(증가)		-42	-32	5	-39
매출채권및기타채권의감소(증가)		-11	5	6	-45
재고자산의감소(증가)		-10	-30	8	-59
매입채무및기타채무의증가(감소)		-14	-6	-4	29
기타		-8	-0	-5	36
법인세납부		-0	-0	9	22
<b>투자활동현금흐름</b>		-14	-33	1	-9
금융자산의감소(증가)		-7	-2	1	-4
유형자산의감소(증가)		-8	-22	0	0
무형자산의감소(증가)		-1	-1	0	0
기타		3	-8	1	-4
<b>재무활동현금흐름</b>		-11	-4	-13	42
단기금융부채의증가(감소)		-33	-8	-7	49
장기금융부채의증가(감소)		28	10	0	0
자본의증가(감소)		150	0	0	0
배당금지급		0	0	-7	-7
기타		-156	-7	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>		19	53	74	139
기초현금		33	52	105	179
기말현금		52	105	179	318
FCF		41	68	87	106

자료 : 제너셀, SK증권 추정

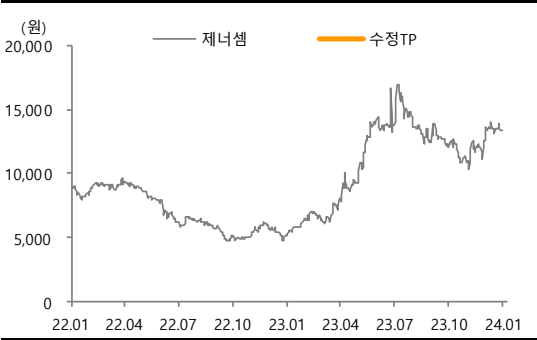
## 포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>		597	596	562	804
<b>매출원가</b>		391	356	337	467
<b>매출총이익</b>		206	240	225	338
매출총이익률(%)		34.5	40.3	40.0	42.0
<b>판매비와 관리비</b>		150	155	153	215
<b>영업이익</b>		56	85	72	123
영업이익률(%)		9.4	14.3	12.7	15.3
<b>비영업손익</b>		-3	-1	-10	-10
순금융손익		-5	-5	-10	-10
외환관련손익		3	5	0	0
관계기업등 투자손익		0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>		53	84	62	113
세전계속사업이익률(%)		8.9	14.1	11.0	14.0
<b>계속사업법인세</b>		1	-38	-9	-22
<b>계속사업이익</b>		52	122	71	134
<b>중단사업이익</b>		0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>		0	0	0	0
<b>당기순이익</b>		52	122	71	134
순이익률(%)		8.8	20.5	12.6	16.7
<b>지배주주</b>		52	122	71	135
지배주주귀속 순이익률(%)		8.8	20.5	12.6	16.8
<b>비지배주주</b>		-0	-0	-0	-0
총포괄이익		115	126	71	134
지배주주		115	127	71	135
비지배주주		-0	-0	-0	-0
<b>EBITDA</b>		68	97	83	133

## 주요투자지표

12월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		N/A	-0.2	-5.7	43.0
영업이익		N/A	51.2	-15.9	71.3
세전계속사업이익		N/A	57.2	-26.3	82.0
EBITDA		N/A	42.3	-14.7	60.8
EPS		N/A	133.3	-41.9	89.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROA		7.7	16.6	8.7	14.0
ROE		19.0	36.1	16.4	25.4
EBITDA마진		11.4	16.3	14.7	16.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율		156.6	138.4	169.7	186.6
부채비율		146.2	97.0	80.1	82.6
순차입금/자기자본		57.4	26.2	5.3	-11.7
EBITDA/이자비용(배)		12.6	14.6	7.7	11.2
배당성향		0.0	5.4	9.3	4.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)		598	1,395	810	1,538
BPS		3,143	4,588	5,323	6,786
CFPS		734	1,531	938	1,657
주당 현금배당금		0	75	75	75
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER		14.6	3.7	16.7	8.8
PBR		2.8	1.1	2.5	2.0
PCR		11.9	3.3	14.5	8.1
EV/EBITDA		13.5	5.7	14.6	8.3
배당수익률		0.0	1.5	0.6	0.6

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.10	Not Rated				



Compliance Notice

작성자(박제민)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 10일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------