

에스티아이

| Bloomberg Code (039440 KS) | Reuters Code (039440.KQ)

2024년 2월 15일

[반도체/장비]

남궁현 선임연구원
☎ 02-3772-2662
✉ hyon@shinhan.com

사업부 개선 가시화



매수
(유지)



현재주가 (2월 14일)
33,800 원



목표주가
45,000 원 (유지)



상승여력
33.1%

- ◆ 4Q23 영업이익 119억원으로 컨센서스(67억원) 상회
- ◆ 2024년 영업이익률은 11.7%로 역대 최고 수익성 기대
- ◆ 신규 장비 본격화에 따른 Valuation Re-Rating 시점

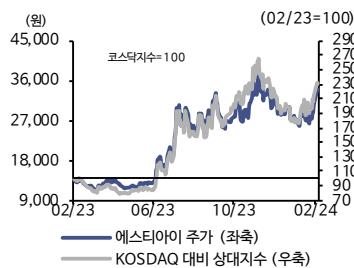


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	535.1 십억원
발행주식수	15.8 백만주
유동주식수	10.5 백만주 (66.0%)
52 주 최고가/최저가	36,900 원/10,700 원
일평균 거래량 (60 일)	451,261 주
일평균 거래액 (60 일)	13,728 백만원
외국인 지분율	7.39%
주요주주	
성도이엔지 외 3 인	27.06%

절대수익률	
3 개월	-4.9%
6 개월	37.7%
12 개월	155.7%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3 개월	-11.5%
6 개월	45.5%
12 개월	133.6%

주가



4Q23 영업이익 119억원으로 컨센서스(67억원) 상회

4Q23 실적은 매출액 901억원(+34.9%, 이하 QoQ), 영업이익 119억원(+749.4%)으로 컨센서스(67억원)를 상회했다. Reflow향 주요 고객사의 HBM Capa 증설은 여전히 진행되고 있다. 예상 대비 이른 시점인 4Q23에 Reflow 매출을 인식하기 시작하며 실적 개선을 이끌었다. 수익성이 높은 제품의(Reflow 장비 OPM은 25% 안팎) 매출 인식 및 부가가치가 높은 프로젝트 중심의 영업활동 영향으로, 상승 Cycle이었던 4Q21 이후 처음으로 두 자릿수 영업이익률을 기록했다.

1Q24 영업이익 76억원(-36.3% QoQ)으로 전망

1Q24 실적은 매출액 813억원(-9.8%), 영업이익 76억원(-36.3%)으로 컨센서스(90억원)를 하회할 전망이다. HBM Capa는 수요 대비 여전히 부족한 상황으로 1Q24에 Reflow향 매출이 본격적으로 발생하기 시작할 것으로 예상된다. 다만 1Q24에 인식 예정이었던 Reflow향 매출이 4Q23에 일부 발생했기 때문에 추정치를 소폭 하회했다. 기존 제품인 CCSS 장비는 지연 없이 계획대로 진행되고 있다. 2024년 2월 8일 Dart(전자공시시스템)에 공시된 내용에 따르면, 삼성전자와 약 769억원의 공급계약을 체결했다.

2024년 영업이익률은 11.7%로 역대급 수익성 기대

2024년 실적은 매출액 4,619억원(+44.5%, 이하 YoY), 영업이익 542억원(+126.3%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 2024년 반도체 업황 회복에 따른 인프라 투자가 다시 시작되며 CCSS향 매출 성장이 기대된다. 또한 HBM 생산업체는 2024년에도 2배 이상의 공격적인 Capa 증설을 지속할 것으로 예상된다. 이에 Reflow향 매출은 286억원을 기록하며 전사 수익성은 11.7%로 크게 개선될 전망이다.

신규 장비 본격화에 따른 Valuation Re-Rating 시점

투자 의견 '매수', 목표주가 45,000원을 유지한다. 12MF EPS 3,050원에 PER 15배를 적용했다. 현재 주가는 12MF PER 11배 수준으로 여전히 리레이팅 받지 못하고 있다. 하지만 신규 장비(OPM ↑)에 대한 성과가 4Q23에 가시화되기 시작했고 2024년에도 본격적인 성장이 기대된다. 밸류에이션 리레이팅에 대한 정당성은 충분히 갖췄다고 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	319.5	25.6	23.2	1,466	12,328	14.5	11.3	1.7	12.6	2.5
2022	422.4	34.8	29.8	1,885	13,852	6.3	3.5	0.9	14.4	(24.2)
2023F	319.6	23.9	23.6	1,492	15,159	19.8	14.7	1.9	10.3	(21.8)
2024F	461.9	54.2	46.3	2,923	17,849	11.6	8.1	1.9	17.7	(22.4)
2025F	561.4	74.4	63.3	4,000	21,616	8.4	6.0	1.6	20.3	(20.0)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

목표주가 산정 요약

(십억원, 배)	2024F	비고
EPS	3,050	
목표 PER	15.0	과거 평균 PER 13.5배에 10% 프리미엄 적용
주당가치	45,750	
목표주가	45,000	

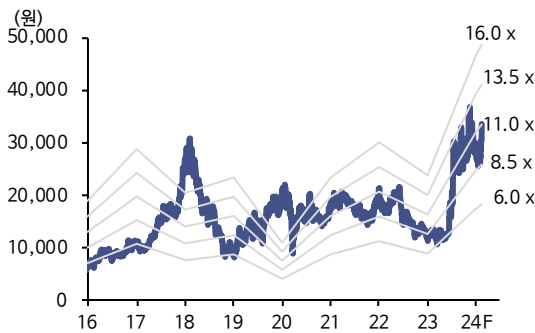
자료: 신한투자증권 추정

Valuation Multiple 추이

(원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022	18~22 평균
PER (Avg.)	13.5	9.9	24.0	12.3	8.7	13.5
PER (High)	25.8	14.1	32.1	14.7	11.6	19.4
PER (Low)	6.2	5.5	12.8	9.6	6.2	8.0
PER (End)	7.1	14.1	26.3	14.5	6.3	13.4

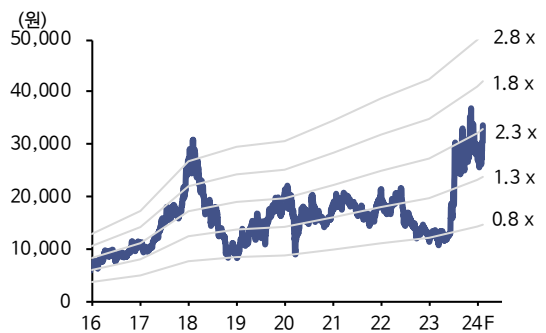
자료: QuantiWise, 신한투자증권

에스티아이 12MF PER 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권

에스티아이 12MF PBR 차트



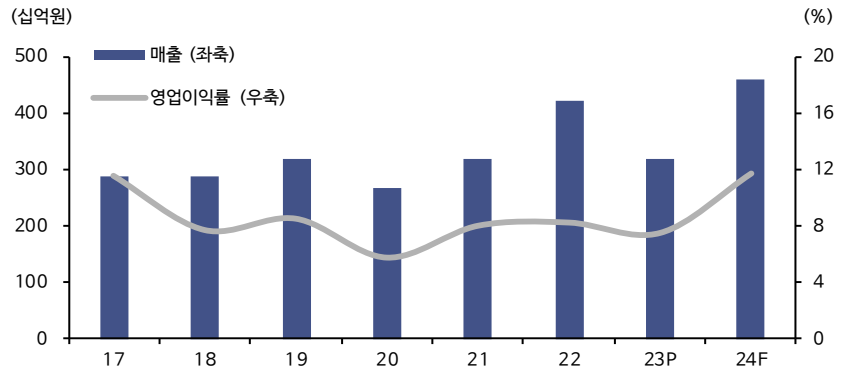
자료: QuantiWise, 신한투자증권

에스티아이 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	2025F
매출	85.3	77.4	66.8	90.1	81.3	115.8	108.0	156.9	319.6	461.9	561.4
CCSS	79.8	69.9	58.1	55.3	60.5	98.8	88.0	138.0	263.1	385.3	425.4
Wet System	3.2	5.3	6.2	16.5	18.3	14.5	17.3	16.1	31.1	66.2	125.8
기타	2.4	2.2	2.5	1.5	2.5	2.5	2.7	2.8	8.5	10.4	10.2
영업이익	6.6	4.1	1.4	11.9	7.6	14.3	11.6	20.7	23.9	54.2	74.4
OPM	7.7	5.2	2.1	13.2	9.3	12.4	10.7	13.2	7.5	11.7	13.3
매출											
QoQ	(18.0)	(9.3)	(13.6)	34.9	(9.8)	42.4	(6.7)	45.3			
YoY	7.0	(34.5)	(44.6)	(13.4)	(4.7)	49.7	61.6	74.1	(24.3)	44.5	21.5
영업이익											
QoQ	(13.4)	(38.3)	(65.5)	749.4	(36.3)	89.2	(19.4)	79.2			
YoY	40.6	(30.5)	(36.3)	(24.8)	4.8	14.4	9.4	81.1	(31.1)	126.3	37.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

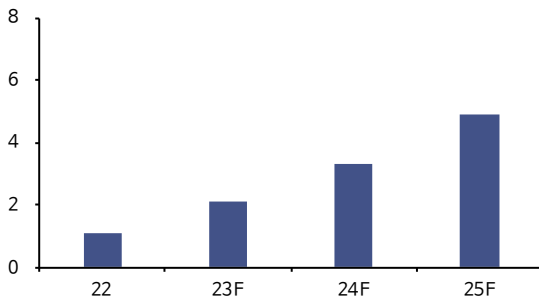
에스티아이 매출 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

HBM 시장규모 추이 및 전망

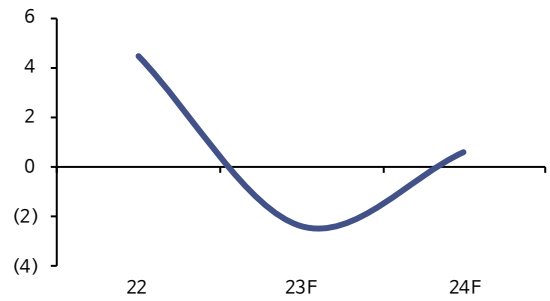
(십억달러)



자료: Trendforce, 신한투자증권

HBM 수급 추이 및 전망

(%)



자료: Trendforce, 신한투자증권

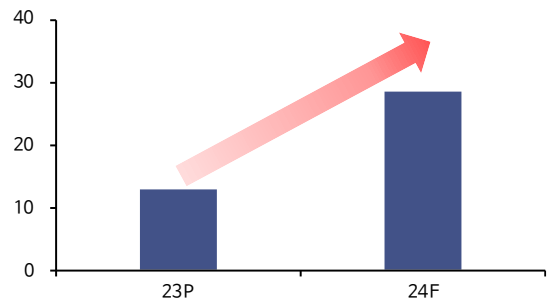
에스티아이 리플로우 장비



자료: 에스티아이, 신한투자증권

에스티아이 리플로우 매출액 추이 및 전망

(십억원)



자료: 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	336.8	328.9	314.6	390.7	434.9
유동자산	233.6	225.5	209.9	289.3	322.2
현금및현금성자산	29.8	18.6	17.3	27.6	32.1
매출채권	109.1	97.4	75.9	106.6	112.3
재고자산	12.5	20.7	23.5	34.1	35.6
비유동자산	103.2	103.3	104.7	101.4	112.7
유형자산	85.7	83.0	81.1	79.0	77.7
무형자산	2.5	2.1	1.6	1.2	0.9
투자자산	0.1	3.9	3.0	4.2	5.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	141.7	109.6	74.6	108.1	92.7
유동부채	139.6	108.9	73.9	107.6	92.7
단기차입금	34.6	1.1	0.9	0.5	0.4
매입채무	58.4	38.0	34.9	50.7	61.6
유동성장기부채	0.5	0.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	2.1	0.7	0.7	0.5	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	1.0	0.7	0.7	0.5	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	195.2	219.3	240.0	282.5	342.2
자본금	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
자본잉여금	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2
기타자본	(10.3)	(13.4)	(13.4)	(13.4)	(13.4)
기타포괄이익누계액	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	120.3	147.7	168.4	211.0	270.6
지배주주지분	195.2	219.3	240.0	282.5	342.2
비지배주주지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
*총차입금	36.3	2.2	1.6	1.0	0.4
*순차입금(순현금)	4.8	(53.1)	(52.4)	(63.3)	(68.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(59.7)	71.5	9.6	14.1	22.8
당기순이익	23.2	29.8	23.6	46.3	63.3
유형자산상각비	4.0	4.0	3.8	3.7	3.6
무형자산상각비	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
외환환손실(이익)	(2.8)	1.9	1.3	(0.1)	(0.8)
자산처분손실(이익)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(94.9)	32.0	(19.3)	(35.7)	(43.2)
(법인세납부)	(1.4)	(6.4)	(4.7)	(11.0)	(15.4)
기타	11.5	9.6	4.4	10.5	15.0
투자활동으로인한현금흐름	44.7	(41.0)	(6.6)	(0.3)	(14.0)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.8)	(1.3)	(1.9)	(1.6)	(2.3)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	43.7	(35.3)	0.8	(1.2)	(0.8)
기타	1.8	(4.2)	(5.5)	2.5	(10.9)
FCF	(68.1)	66.7	2.4	11.2	18.2
재무활동으로인한현금흐름	15.0	(40.3)	(4.3)	(3.5)	(4.3)
차입금의 증가(감소)	17.8	(33.5)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
자기주식의처분(취득)	0.0	3.1	0.0	0.0	0.0
배당금	(2.3)	(3.0)	(3.7)	(2.9)	(3.7)
기타	(0.5)	(6.9)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.2	(1.5)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	0.1	(11.2)	(1.3)	10.3	4.5
기초현금	29.7	29.8	18.6	17.3	27.6
기말현금	29.8	18.6	17.3	27.6	32.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	319.5	422.4	319.6	461.9	561.4
증감률 (%)	18.7	32.2	(24.3)	44.5	21.5
매출원가	260.2	344.8	256.2	363.7	443.7
매출총이익	59.3	77.6	63.4	98.3	117.7
매출총이익률 (%)	18.6	18.4	19.8	21.3	21.0
판매관리비	33.8	42.9	39.5	44.1	43.2
영업이익	25.6	34.8	23.9	54.2	74.4
증감률 (%)	65.9	36.0	(31.3)	126.6	37.5
영업이익률 (%)	8.0	8.2	7.5	11.7	13.3
영업외손익	4.7	1.8	4.4	3.1	4.3
금융손익	0.2	(0.6)	1.0	1.2	1.1
기타영업외손익	4.5	2.4	3.4	2.0	3.2
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	30.2	36.5	28.3	57.3	78.7
법인세비용	7.0	6.7	4.7	11.0	15.4
계속사업이익	23.2	29.8	23.6	46.3	63.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.2	29.8	23.6	46.3	63.3
증감률 (%)	115.9	28.7	(20.8)	95.8	36.9
순이익률 (%)	7.3	7.1	7.4	10.0	11.3
(지배주주)당기순이익	23.2	29.8	23.6	46.3	63.3
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
총포괄이익	24.9	30.3	23.6	46.3	63.3
(지배주주)총포괄이익	24.9	30.3	23.6	46.3	63.3
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
EBITDA	30.2	39.4	28.2	58.2	78.3
증감률 (%)	50.5	30.5	(28.2)	106.1	34.5
EBITDA 이익률 (%)	9.4	9.3	8.8	12.6	13.9

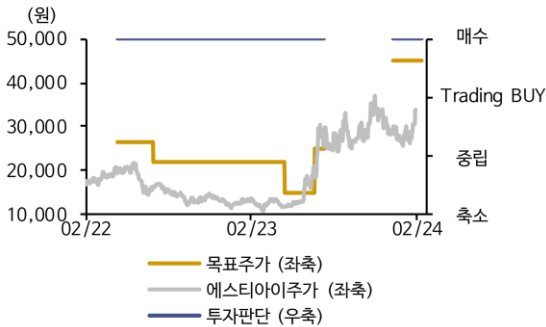
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,465	1,885	1,492	2,923	4,000
EPS (지배순이익, 원)	1,466	1,885	1,492	2,923	4,000
BPS (자본총계, 원)	12,328	13,852	15,158	17,849	21,616
BPS (지배지분, 원)	12,328	13,852	15,158	17,849	21,616
DPS (원)	200	250	200	250	250
PER (당기순이익, 배)	14.5	6.3	19.8	11.6	8.4
PER (지배순이익, 배)	14.5	6.3	19.8	11.6	8.4
PBR (자본총계, 배)	1.7	0.9	1.9	1.9	1.6
PBR (지배지분, 배)	1.7	0.9	1.9	1.9	1.6
EV/EBITDA (배)	11.3	3.5	14.7	8.1	6.0
배당성향 (%)	12.9	12.4	12.5	8.0	5.8
배당수익률 (%)	0.9	2.1	0.7	0.7	0.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.4	9.3	8.8	12.6	13.9
영업이익률 (%)	8.0	8.2	7.5	11.7	13.3
순이익률 (%)	7.3	7.1	7.4	10.0	11.3
ROA (%)	8.0	9.0	7.3	13.1	15.3
ROE (지배순이익, %)	12.6	14.4	10.3	17.7	20.3
ROIC (%)	14.1	17.3	12.7	24.1	27.4
안정성					
부채비율 (%)	72.6	50.0	31.1	38.3	27.1
순차입금비율 (%)	2.5	(24.2)	(21.8)	(22.4)	(20.0)
현금비율 (%)	21.4	17.1	23.3	25.6	34.6
이자보상배율 (배)	72.7	44.7	310.4	1,033.5	2,609.9
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.1	5.3	4.4	4.6	4.0
재고자산회수기간 (일)	11.9	14.3	25.2	22.8	22.7
매출채권회수기간 (일)	80.9	89.2	99.0	72.1	71.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

에스티아이(039440)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 25일	매수	26,500	(30.3)	(18.3)
2022년 07월 13일	매수	22,000	(36.6)	(23.0)
2023년 01월 14일	6개월경과		(43.0)	(38.2)
2023년 04월 28일	매수	15,000	(6.8)	24.7
2023년 07월 03일	매수	25,000	(2.3)	21.4
2023년 07월 24일	커버리지제외		-	-
2023년 12월 22일	매수	45,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 남궁현)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 13일 기준)

매수 (매수)	92.28%	Trading BUY (중립)	5.69%	중립 (중립)	2.03%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------