

# 에스티아이 (039440)

## 수주잔고 2,493억에서 얻을 힌트

2024년 11월 15일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	24,000 원 (하향)
✓ 상승여력	54.9%	✓ 현재주가 (11월 14일)	15,670 원

### 신한생각 P/E 밴드 하단을 하회하는 밸류에이션. 매수 기회 근접

삼성전자 인프라 투자 지연 및 메모리 업체의 HBM Capa(생산능력) 증설 강도에 대한 우려가 확산되며 주가는 부진한 상황. 다만 4분기부터 일부 투자 집행에 따른 성장 전환 기대. 또한 25~26년 메모리 반도체 중심의 국내외 Fab 건설을 위한 인프라 투자(대형 프로젝트 중심)가 본격화될 것으로 예상. 실제로 3분기 기준 수주잔고는 2,493억원으로 크게 확대

2024년 영업이익률 하락 배경은 CCSS(중앙약품공급시스템) 제품믹스 악화. 고부가제품 매출 인식에 따른 수익성 기여(25~30% 수준 예상)는 여전히 유효. 2025년 1) Reflow(후공정) 장비 해외 고객사 다변화, 2) 포트폴리오 확대(반도체 전공정향) 영향으로 제품믹스 개선에 따른 수익성 증가 기대. 역사적 저점을 하회하는 12개월 선행 P/E(주가수익비율) 4.6배는 과도한 저평가 상태. 체질 개선 성장 스토리를 고려하면 밸류에이션 매력 ↑

### 3Q24 Review: 인프라 투자 지연은 아쉬우나 Reflow는 계획대로

3분기 실적은 매출액 616억원(-18.2%, 이하 전분기대비), 영업이익 24억원(-48.3%)로 추정치(14억) 상회. 운영 효율화 및 제품믹스 개선(HBM향 매출은 고마진)으로 영업이익률 3.8%를 기록한 것으로 판단

4분기 실적은 매출액 1,190억원(+93.3%), 영업이익 95억원(+301.4%) 전망. 삼성전자를 포함해 고객사들의 인프라 투자 집행 및 Reflow 장비의 매출 증가로 영업이익 개선(기여도는 10% 내외로 예상) 기대

### Valuation & Risk: 시장의 우려는 과도한 상태

실적추정치는 및 밸류에이션 각각 5%, 24% 하향으로 투자 의견 유지하나 목표주가 24,000원으로 하향. 12개월 선행 EPS(주당순이익) 3,413원에 7.1배(17~23년 12개월 선행 P/E 하단 평균) 적용

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	422.4	34.8	29.8	6.3	14.4	0.9	3.5	2.1
2023	319.5	23.9	24.1	19.4	10.5	2.0	14.0	0.7
2024F	321.4	18.4	21.2	11.7	8.6	1.0	7.8	1.9
2025F	490.8	54.9	58.9	4.2	21.1	0.8	2.9	3.8
2026F	556.6	74.4	78.1	3.2	23.1	0.7	1.9	4.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [반도체/소부장]

남궁현 선임연구원

✉ hyon@shinhan.com

송혜수 연구원

✉ hyesus@shinhan.com

#### Revision

실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	248.1 십억원
발행주식수(유동비율)	15.8 백만주 (66.0%)
52주 최고가/최저가	42,000 원/15,670 원
일평균 거래액 (60일)	6,386 백만원
외국인 지분율	7.3%

#### 주요주주 (%)

성도이엔지 외 3인	27.1
미래에셋자산운용 외 2인	6.6

수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(29.6)	(37.8)	(55.9)	(47.4)
상대	(20.4)	(29.1)	(48.6)	(32.2)

### 주가



— 에스티아이 주가 (좌축)  
— KOSDAQ 대비 상대지수 (우축)

## 목표주가 산정 요약

(원, 배)	2024F	비고
EPS	3,413	17~23년 12MFP/E 하단 평균
목표 PER	7.1	
주당가치	24,233	
목표주가	24,000	

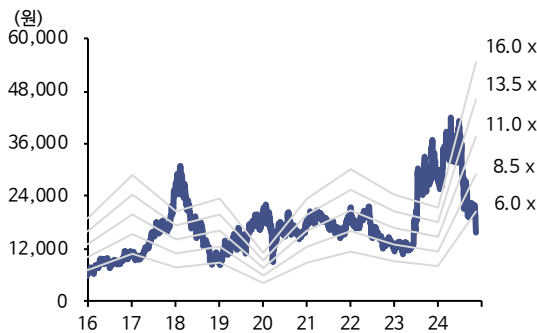
자료: 신한투자증권 추정

## Historical PER 추이

	2019	2020	2021	2022	2023	19~23 평균
P/E(Avg)	9.9	24.0	12.3	8.7	13.6	13.7
P/E(High)	14.1	32.1	14.7	11.6	24.7	19.4
P/E(Low)	5.5	12.8	9.6	6.2	7.0	8.2
P/E(FY End)	14.1	26.3	14.5	6.3	19.4	16.1

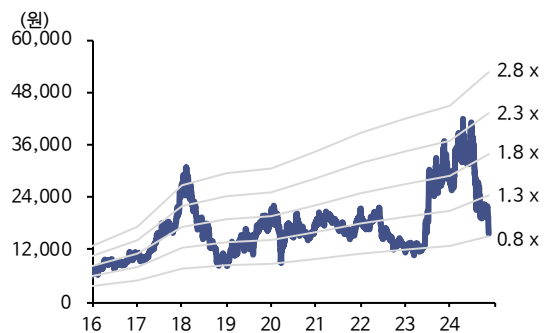
자료: QuantiWise, 신한투자증권

## 에스티아이 12MF PER 차트



자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

## 에스티아이 12MF PBR 차트



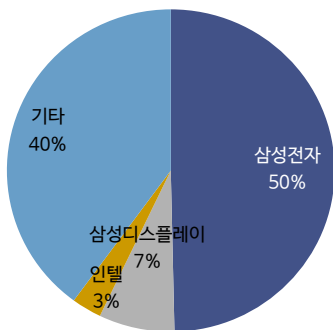
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

## 에스티아이 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출	85.3	77.4	66.8	90.0	65.5	75.3	61.6	119.0	319.5	321.4	490.8
QoQ	(18.0)	(9.3)	(13.6)	34.6	(27.2)	14.9	(18.2)	93.3			
YoY	7.0	(34.5)	(44.6)	(13.5)	(23.2)	(2.7)	(7.9)	32.3	(24.4)	0.6	52.7
CCSS	79.8	69.9	58.1	70.9	51.3	62.2	53.6	108.0	278.7	275.1	410.3
Wet System	3.2	5.3	6.2	13.2	9.5	7.8	3.7	7.0	27.8	28.0	63.6
기타	2.4	2.2	2.5	5.9	4.7	5.2	4.3	4.1	12.9	18.3	16.9
영업이익	6.6	4.1	1.4	11.9	2.0	4.6	2.4	9.5	24.0	18.4	54.9
QoQ	(13.4)	(38.3)	(65.5)	753.1	(83.4)	130.8	(48.3)	301.4			
YoY	27.8	(64.3)	(86.8)	57.2	(69.8)	12.9	69.2	(20.4)	(31.0)	(23.1)	197.7
영업이익률	7.7	5.2	2.1	13.3	3.0	6.1	3.8	8.0	7.5	5.7	11.2

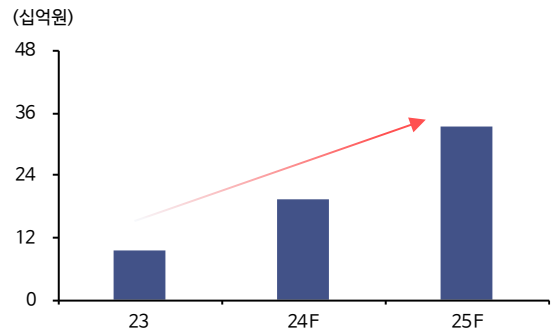
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 에스티아이 고객사별 매출 비중 (3Q24 누적 기준)



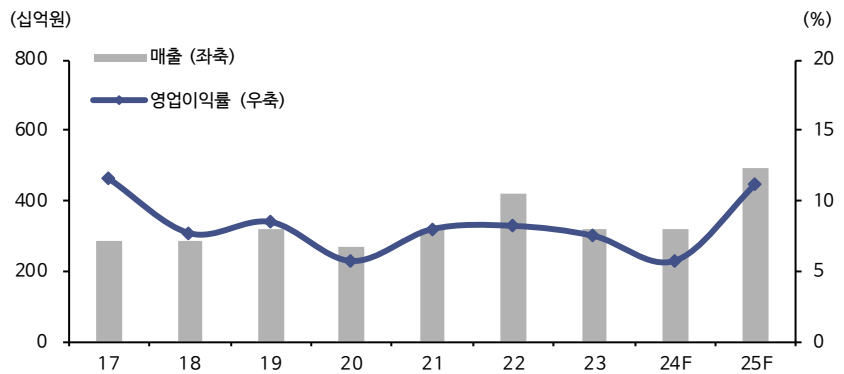
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 에스티아이 Reflow 장비 매출 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## 에스티아이 매출 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

## HBM 단수별 표준 높이

HBM 단수	4단	6단	8단	12단	16단
높이	480um	600um	720um	720um	775um

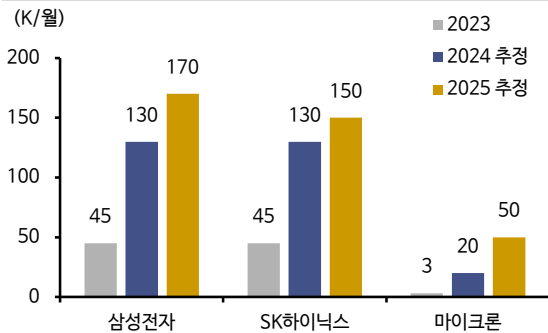
자료: 신한투자증권

## 메모리 3사 HBM 양산 Roadmap

	2023	2024	2025	2026
HBM3	SAMSUNG SK hynix			
HBM3E		SAMSUNG SK hynix Micron		
HBM4			SAMSUNG SK hynix Micron	

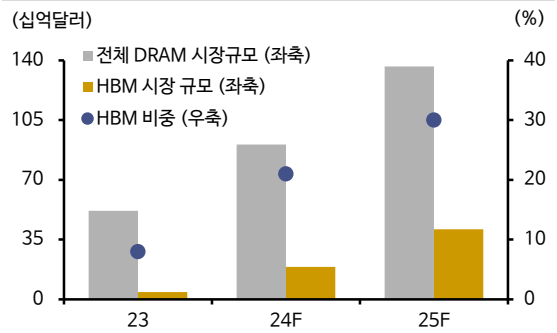
자료: 언론 종합, 신한투자증권

## 메모리 3사 HBM 생산능력(Capa) 전망



자료: 신한투자증권 추정

## DRAM 및 HBM 시장 규모 전망



자료: Trendforce, 신한투자증권 추정

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>328.9</b>	<b>316.2</b>	<b>368.5</b>	<b>425.4</b>	<b>477.4</b>
유동자산	225.5	217.0	263.9	311.3	338.1
현금및현금성자산	18.6	20.2	13.1	15.3	39.5
매출채권	97.4	38.7	43.9	53.4	59.7
재고자산	20.7	22.9	33.2	36.1	30.5
비유동자산	103.3	99.2	104.6	114.0	139.3
유형자산	83.0	82.7	84.4	86.1	88.4
무형자산	2.1	2.8	3.0	3.5	3.0
투자자산	3.9	2.5	2.5	3.7	8.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>109.6</b>	<b>78.5</b>	<b>114.1</b>	<b>121.1</b>	<b>104.8</b>
유동부채	108.9	77.9	113.6	120.9	104.8
단기차입금	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	38.0	33.2	48.1	58.8	49.7
유동성장기부채	0.4	0.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.7	0.6	0.5	0.2	0.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.7	0.6	0.5	0.2	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>219.3</b>	<b>237.7</b>	<b>254.4</b>	<b>304.3</b>	<b>372.6</b>
자본금	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
자본잉여금	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2
기타자본	(13.4)	(14.8)	(14.8)	(14.8)	(14.8)
기타포괄이익누계액	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	147.7	167.6	184.3	234.4	302.9
<b>지배주주지분</b>	<b>219.3</b>	<b>237.7</b>	<b>254.4</b>	<b>304.5</b>	<b>373.1</b>
비지배주주지분	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.5)
*총차입금	2.2	1.2	0.5	0.2	0.0
*순차입금(순현금)	(53.1)	(76.1)	(69.7)	(72.3)	(96.7)

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>71.5</b>	<b>29.2</b>	<b>4.0</b>	<b>18.6</b>	<b>61.2</b>
당기순이익	29.8	24.1	21.2	58.7	77.9
유형자산상각비	4.0	3.8	4.1	4.2	4.4
무형자산상각비	0.6	0.2	0.4	0.5	0.4
외화환산손실(이익)	1.9	(0.2)	0.3	0.4	0.9
자산처분손실(이익)	0.0	0.1	0.0	(0.1)	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	32.0	4.3	(19.5)	(42.5)	(19.9)
(법인세납부)	(6.4)	(8.5)	0.0	0.0	0.0
기타	9.6	5.4	(2.5)	(2.6)	(2.5)
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(41.0)</b>	<b>(20.6)</b>	<b>(7.1)</b>	<b>(11.3)</b>	<b>(27.5)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(1.3)	(3.1)	(5.8)	(6.0)	(6.7)
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.2)	(0.8)	(0.6)	(0.9)	0.0
투자자산의감소(증가)	(35.3)	(17.8)	(0.0)	(1.1)	(5.1)
기타	(4.2)	1.1	(0.7)	(3.3)	(15.7)
<b>FCF</b>	<b>66.7</b>	<b>21.8</b>	<b>(0.5)</b>	<b>15.7</b>	<b>53.9</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>(40.3)</b>	<b>(6.9)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>(4.7)</b>	<b>(9.0)</b>
차입금의 증가(감소)	(33.5)	(1.1)	(0.7)	(0.3)	(0.2)
자기주식의처분(취득)	3.1	1.4	0.0	0.0	0.0
배당금	(3.0)	(3.7)	(2.9)	(4.4)	(8.8)
기타	(6.9)	(3.5)	(0.1)	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	(1.5)	(0.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(11.2)</b>	<b>1.6</b>	<b>(7.1)</b>	<b>2.2</b>	<b>24.2</b>
기초현금	29.8	18.6	20.2	13.1	15.3
기말현금	18.6	20.2	13.1	15.3	39.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>422.4</b>	<b>319.5</b>	<b>321.4</b>	<b>490.8</b>	<b>556.6</b>
증감률 (%)	32.2	(24.4)	0.6	52.7	13.4
<b>매출원가</b>	<b>344.8</b>	<b>254.4</b>	<b>257.5</b>	<b>388.6</b>	<b>432.6</b>
<b>매출총이익</b>	<b>77.6</b>	<b>65.0</b>	<b>63.9</b>	<b>102.2</b>	<b>123.9</b>
매출총이익률 (%)	18.4	20.4	19.9	20.8	22.3
<b>판매관리비</b>	<b>42.9</b>	<b>41.1</b>	<b>45.4</b>	<b>47.3</b>	<b>49.5</b>
<b>영업이익</b>	<b>34.8</b>	<b>23.9</b>	<b>18.4</b>	<b>54.9</b>	<b>74.4</b>
증감률 (%)	36.0	(31.1)	(23.0)	197.7	35.6
영업이익률 (%)	8.2	7.5	5.7	11.2	13.4
영업외손익	1.8	4.3	2.7	3.8	3.4
금융손익	(0.6)	2.5	1.7	3.5	1.4
기타영업외손익	2.4	1.8	1.1	0.3	2.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>36.5</b>	<b>28.3</b>	<b>21.2</b>	<b>58.7</b>	<b>77.9</b>
법인세비용	6.7	4.2	0.0	0.0	0.0
계속사업이익	29.8	24.1	21.2	58.7	77.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>29.8</b>	<b>24.1</b>	<b>21.2</b>	<b>58.7</b>	<b>77.9</b>
증감률 (%)	28.7	(19.3)	(12.1)	177.3	32.8
순이익률 (%)	7.1	7.5	6.6	12.0	14.0
(지배주주)당기순이익	29.8	24.1	21.2	58.9	78.1
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.2)	(0.3)
총포괄이익	30.3	23.5	21.2	58.7	77.9
(지배주주)총포괄이익	30.3	23.5	21.2	58.7	77.9
(비지배주주)총포괄이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
<b>EBITDA</b>	<b>39.4</b>	<b>28.0</b>	<b>22.9</b>	<b>59.6</b>	<b>79.2</b>
증감률 (%)	30.5	(28.8)	(18.2)	159.8	33.0
EBITDA 이익률 (%)	9.3	8.8	7.1	12.1	14.2

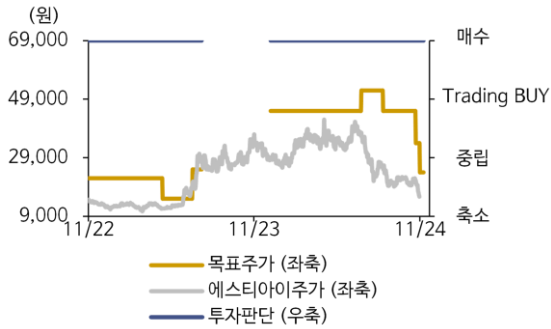
## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	1,885	1,521	1,337	3,707	4,921
EPS (지배순이익, 원)	1,885	1,521	1,337	3,720	4,937
BPS (자본총계, 원)	13,852	15,015	16,072	19,220	23,536
BPS (지배지분, 원)	13,852	15,015	16,072	19,233	23,565
DPS (원)	250	200	300	600	650
PER (당기순이익, 배)	6.3	19.4	11.7	4.2	3.2
PER (지배순이익, 배)	6.3	19.4	11.7	4.2	3.2
PBR (자본총계, 배)	0.9	2.0	1.0	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	0.9	2.0	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (배)	3.5	14.0	7.8	2.9	1.9
배당성향 (%)	12.4	12.2	20.9	15.0	12.3
배당수익률 (%)	2.1	0.7	1.9	3.8	4.1
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	9.3	8.8	7.1	12.1	14.2
영업이익률 (%)	8.2	7.5	5.7	11.2	13.4
순이익률 (%)	7.1	7.5	6.6	12.0	14.0
ROA (%)	9.0	7.5	6.2	14.8	17.3
ROE (지배순이익, %)	14.4	10.5	8.6	21.1	23.1
ROIC (%)	17.3	13.4	11.7	29.3	34.2
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	50.0	33.0	44.8	39.8	28.1
순차입금비율 (%)	(24.2)	(32.0)	(27.4)	(23.8)	(26.0)
현금비율 (%)	17.1	25.9	11.6	12.7	37.7
이자보상배율 (배)	44.7	240.4	378.4	2,662.7	12,635.6
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	5.3	5.1	4.5	5.0	4.4
재고자산회수기간 (일)	14.3	24.9	31.8	25.8	21.9
매출채권회수기간 (일)	89.2	77.7	46.9	36.2	37.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자 의견 및 목표주가 추이

### 에스티아이(039440)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
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	(26.3)	(6.7)
2024년 06월 23일		6개월경과	(14.2)	(8.4)
2024년 07월 09일	매수	52,000	(46.3)	(30.6)
2024년 08월 26일	매수	45,000	(52.6)	(41.4)
2024년 11월 06일	매수	34,000	(47.7)	(40.3)
2024년 11월 15일	매수	24,000	-	-

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, 송혜수)
- ◆ 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 11월 13일 기준)

매수 (매수)	91.57%	Trading BUY (중립)	6.51%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------