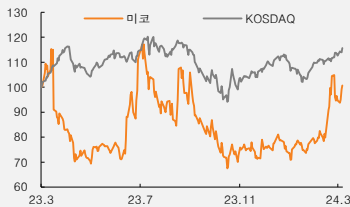


## Not Rated

목표주가	—
현재주가(24/3/21)	11,790원
상승여력	—

영업이익(23F,십억원)	—
Consensus 영업이익(23F,십억원)	—
EPS 성장률(23F,%)	—
MKT EPS 성장률(23F,%)	—
P/E(23F,x)	—
MKT P/E(23F,x)	—
KOSDAQ	904.29
시가총액(십억원)	394
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	72.4
외국인 보유비중(%)	7.8
벤투(12M) 일간수익률	1.22
52주 최저가(원)	7,900
52주 최고가(원)	13,720

(%)	1M	6M	12M
절대주가	26.5	13.6	-8.0
상대주가	20.9	8.1	-18.3



[반도체]

김영건

younggun.kim.a@miraesec.com

059090 · 반도체 부품

# 미코

## HBM 가치사슬임을 환기하자

### HBM향 TC 본더용 펄스히터 준비 중

TC 본더는 열과 압력으로 반도체를 붙이는 장비로 하부에서 가열하는 하부히터와, 다이를 집어 옮기는 상부 기구물로 구성된다. 최근 3차원 적층 패키징 대중화로 상부 기구물의 히터 장착 필요성이 커지고 있다. 상부히터의 경우 칩을 집을 때는 100도, 접착할 때는 400도로 단시간에 변화시켜야 하기 때문에 고도의 기술력을 필요로 한다. 온도의 변화 궤적이 펄스(Pulse) 파형을 나타낸다 하여 펄스히터라 불린다.

HBM3E 8단 적층 구조부터 펄스히터의 필요성이 점차 대두되고 있으며, 향후 12단, 16단 적층 구조로 가며 중요도가 더욱 커질 전망이다. 대표적 제조사인 ASMPT의 TC 본더에는 상부히터가 탑재되는 모델이 있으며, 그 외 국내외 TC 본더 제조사들도 상부히터 탑재를 시도하고 있다.

동사는 세라믹 소재기술과 전공정용 히터 제작기술의 노하우를 바탕으로 TC 본더용 하부히터를 개발해 기 납품 중이며, 펄스히터를 신규 개발 중이다. 장비 제조사인 S社를 통해 삼성전자와, H社를 통해 SK하이닉스와의 퀄테스트가 진행 중이다. 또한, 본더 시장에 진출 확대를 목표로 하는 H그룹사로의 샘플 공급이 진행 중이다. 연중 가시적인 성과가 도출될 것으로 기대한다.

펄스히터는 고/저온의 지속적인 변화의 특성상 소모성이며 주기적으로 교체를 필요로 한다. 현재로서는 신규라인 장비로의 적용이 목표이나, 향후 셋팅되어 있는 라인 의 본더를 대상으로 펄스히터를 교체하는 애프터 마켓으로의 진출 가능성도 열려 있다. 또한, 동사는 HBM향 펄스히터 뿐 아니라 비메모리용 히터를 글로벌 업체에 공급하고 있다. ASMPT, BESI 등 글로벌 탑티어 본더 업체들과 개발 및 납품 중이다.

### 24년, 펄스히터 진출과 본업 개선이 동시에

동사의 적정 NAV는 7,123억원으로 추정한다. Advanced Packaging Parts 사업은 24년부터 본격적인 매출액 구간에 진입해 26년까지 고성장 할 것으로 전망한다. 한편, 소재부문의 경우 자회사 코미코, 미코세라믹스의 업황 정상화 및 외형 성장의 영향으로 두자릿수 매출액 성장을 지속할 것으로 추정한다.

참고로, 동사는 22년 회계감사 과정에서 내부회계와 관련된 수정사항이 지적되어 환기종목으로 지정되었고 전일(21일)부로 감사보고서 적정 및 환기 해제되었다.

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액 (십억원)	227	236	281	365	415
영업이익 (십억원)	45	38	44	70	64
영업이익률 (%)	19.8	16.1	15.7	19.2	15.4
순이익 (십억원)	14	8	13	-18	-55
EPS (원)	444	254	414	-555	-1,653
ROE (%)	18.7	9.0	12.4	-11.6	-33.2
P/E (배)	10.5	22.7	36.5	-26.0	-4.4
P/B (배)	1.7	1.9	3.8	2.4	1.5
배당수익률 (%)	0.9	0.7	0.0	0.5	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익  
자료: 미코, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 미코 수익 추정(별도 기준)

(십억원, %)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>43.4</b>	<b>49.6</b>	<b>34.2</b>	<b>57.9</b>	<b>86.2</b>	<b>96.9</b>
소재부문	24.3	34.7	27.7	37.5	40.5	48.6
하부전극	19.2	14.8	6.2	13.0	13.7	15.8
Advanced Packaging Parts	0.0	0.0	0.3	7.4	18.1	32.6
<b>YoY</b>	<b>-6.9</b>	<b>14.1</b>	<b>-30.9</b>	<b>69.1</b>	<b>48.9</b>	<b>12.5</b>
소재부문	-	43.0	-20.2	35.4	8.0	20.0
하부전극	-	-22.5	-57.9	108.2	5.4	15.0
Advanced Packaging Parts	-	-	-	2,366.7	144.2	80.3
<b>영업이익</b>	<b>3.1</b>	<b>3.1</b>	<b>-10.0</b>	<b>4.5</b>	<b>7.6</b>	<b>13.0</b>
소재 및 하부전극 Biz	3.1	3.1	-10.0	3.8	4.9	5.8
Advanced Packaging Parts	0.0	0.0	0.0	0.7	2.7	7.2
<b>YoY</b>	<b>TTB</b>	<b>2.3</b>	<b>TTR</b>	<b>TTB</b>	<b>67.6</b>	<b>70.8</b>
소재 및 하부전극 Biz	TTB	2.3	TTR	TTB	28.8	18.7
Advanced Packaging Parts	-	-	-	-	266.4	164.4
<b>영업이익률</b>	<b>7.1</b>	<b>6.3</b>	<b>-29.3</b>	<b>7.8</b>	<b>8.8</b>	<b>13.4</b>
소재 및 하부전극 Biz	12.7	9.1	-36.2	7.5	9.0	9.0
Advanced Packaging Parts	-	-	-	10.0	15.0	22.0

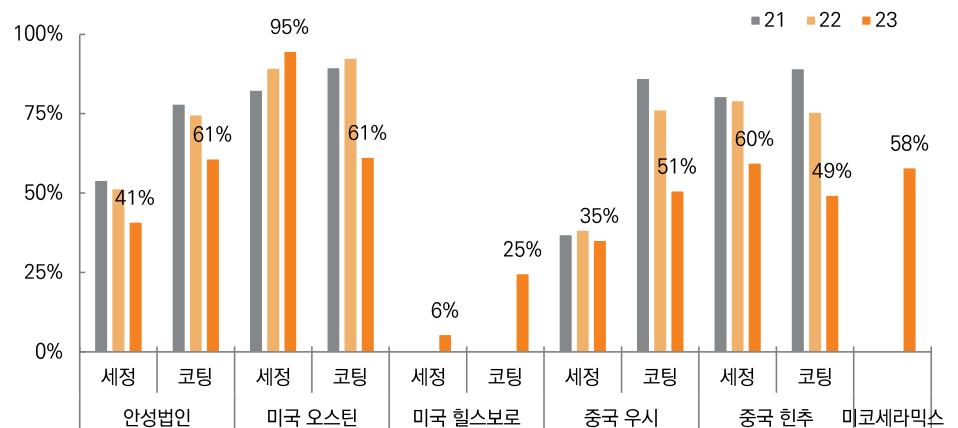
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 미코 NAV 추정

구 분	세부사항	금 액(십억원)	비 고
<b>영업가치</b>		<b>309.2</b>	<b>(A)</b>
- 소재 및 하부전극 Biz	24F 영업이익 x P/E 15	51.1	
- Advanced Packaging Parts	26F 영업이익 x P/E 40	258.0	
<b>지분가치</b>		<b>476.8</b>	<b>(B)</b>
- 코미코	현 시가총액 x 지분율	316.1	지분율 41.4%
- 미코바이오메드	현 시가총액 x 지분율	18.1	지분율 24.3%
- 미코파워	지분가치 50% 할인	123.0	지분율 82.2%
- 기타 비상장 출자	장부가액 70% 할인	19.6	
<b>기업가치</b>		<b>786.0</b>	<b>(C) = (A) + (B)</b>
순차입금		73.7	<b>(D)</b>
<b>NAV</b>		<b>712.3</b>	<b>(C) - (D)</b>
현재시가총액		394.0	
<b>과리율</b>		<b>81%</b>	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 코미코 및 미코세라믹스 가동률 추이



자료: 코미코, 미래에셋증권 리서치센터

## 미코 (059090)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
매출액	236	281	365	415
매출원가	127	153	194	219
매출총이익	109	128	171	196
판매비와관리비	71	84	102	132
조정영업이익	38	44	70	64
영업이익	38	44	70	64
비영업손익	-9	-5	-9	-84
금융손익	-5	-6	-5	-6
관계기업등 투자손익	-3	13	-7	-53
세전계속사업손익	29	39	61	-20
계속사업법인세비용	7	11	47	11
계속사업이익	22	28	15	-31
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	22	28	15	-31
지배주주	8	13	-18	-55
비지배주주	14	15	33	24
총포괄이익	24	25	24	-24
지배주주	9	12	-13	-51
비지배주주	15	13	37	27
EBITDA	58	70	99	105
FCF	-20	6	-38	29
EBITDA 마진율 (%)	24.6	24.9	27.1	25.3
영업이익률 (%)	16.1	15.7	19.2	15.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.4	4.6	-4.9	-13.3

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
유동자산	168	241	288	302
현금 및 현금성자산	85	150	181	132
매출채권 및 기타채권	34	33	48	56
재고자산	19	28	31	45
기타유동자산	30	30	28	69
비유동자산	237	278	431	429
관계기업투자등	9	22	66	24
유형자산	210	231	310	326
무형자산	8	7	9	12
자산총계	405	519	718	731
유동부채	107	136	188	189
매입채무 및 기타채무	16	20	22	30
단기금융부채	80	70	128	130
기타유동부채	11	46	38	29
비유동부채	129	148	158	166
장기금융부채	109	122	102	100
기타비유동부채	20	26	56	66
부채총계	236	284	346	355
지배주주지분	93	116	190	142
자본금	16	16	17	17
자본잉여금	74	93	191	198
이익잉여금	27	39	19	-37
비지배주주지분	76	119	182	234
자본총계	169	235	372	376

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021	2022
영업활동으로 인한 현금흐름	45	53	80	80
당기순이익	22	28	0	0
비현금수익비용가감	39	48	50	143
유형자산감가상각비	19	27	29	40
무형자산상각비	1	0	1	1
기타	19	21	20	102
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	-11	-13	-22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-4	-13	-5
재고자산 감소(증가)	-2	-10	2	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	5	-2	0
법인세납부	-7	-9	-17	-17
투자활동으로 인한 현금흐름	-91	-59	-183	-129
유형자산처분(취득)	-65	-47	-112	-51
무형자산감소(증가)	-3	-2	-3	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-23	-7	9	-29
기타투자활동	0	-3	-77	-49
재무활동으로 인한 현금흐름	32	75	127	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	20	28	39	1
자본의 증가(감소)	0	19	99	7
배당금의 지급	-3	-3	-2	-6
기타재무활동	15	31	-9	-4
현금의 증가	-13	65	30	-49
기초현금	98	85	150	181
기말현금	85	150	181	132

자료: 미코, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021	2022
P/E (x)	22.7	36.5	-26.0	-4.4
P/CF (x)	3.0	6.2	7.1	2.2
P/B (x)	1.9	3.8	2.4	1.5
EV/EBITDA (x)	5.8	8.6	7.0	5.0
EPS (원)	254	414	-555	-1,653
CFPS (원)	1,952	2,419	2,028	3,360
BPS (원)	2,987	3,931	6,126	4,784
DPS (원)	40	0	70	0
배당성향 (%)	5.6	0.0	14.9	0.0
배당수익률 (%)	0.7	0.0	0.5	0.0
매출액증가율 (%)	3.8	18.9	30.1	13.5
EBITDA증가율 (%)	0.5	21.6	40.7	5.9
조정영업이익증가율 (%)	-15.7	14.7	58.8	-7.7
EPS증가율 (%)	-42.7	62.8	-	-
매출채권 회전율 (회)	7.9	8.9	9.4	8.8
재고자산 회전율 (회)	13.4	12.1	12.5	11.0
매입채무 회전율 (회)	18.3	16.1	16.2	18.1
ROA (%)	6.0	6.1	2.4	-4.3
ROE (%)	9.0	12.4	-11.6	-33.2
ROIC (%)	13.3	12.9	5.7	25.9
부채비율 (%)	139.9	120.8	92.8	94.3
유동비율 (%)	156.5	177.0	153.2	159.8
순차입금/자기자본 (%)	45.3	6.7	7.0	12.5
조정영업이익/금융비용 (x)	5.6	6.0	10.9	6.5

**Compliance Notice**

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.