Small-Cap
Semiconductor

메카로(241770.KQ)



미드스몰캡 팀장 박종선
Tel. 02)368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
미드스몰캡 한상웅
Tel. 02)368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

NR

현재주가(01/18)	39,700원

Key Data	(기준일: 2018.01.18)
KOSPI(pt)	2,515.8
KOSDAQ(pt)	898.2
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	394.3
52주 최고/최저(원)	45,000 / 35,900
52주 일간 Beta	2.62
발행주식수(천주)	9,931
평균거래량(3M,천주)	211
평균거래대금(3M,백만원)	8,585
배당수익률(17F, %)	0.0
외국인 지분율(%)	0.9
주요주주 지분율(%)	
이재정 외 10인	60.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.6	-	-	-
KOSPI 대비상대수익률	-26.1	-	-	-

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017F	2018F
매출액(십억원)	48.1	105.0	131.5
영업이익(십억원)	3.1	37.6	46.5
세전계속사업손익(십억원)	3.0	35.5	43.9
당기순이익(십억원)	2.9	33.1	41.6
EPS(원)	-	4,150	4,188
증감률(%)	-	-	0.9
PER(배)	-	9.6	9.5
ROE(%)	13.1	45.1	29.0
PBR(배)	-	3.2	2.4
EV/EBITDA(배)	1.6	7.8	5.7

자료: 유진투자증권

NDR 후기: 반도체산업 빅사이클의 후반부를 책임지는 반도체 소재업체의 신규 강자로 등극 전망

NDR후기: 전구체 및 히터블록 시장점유율을 기반으로 안정적인 성장 전망

- NDR에서의 주요 관심사는 ① ZM40 전구체의 H사내 독점공급 지속 여부, ② ZM40 전구체의 공급처 다변화 추진 현황, ③ 현재의 높은 영업이익률 유지 가능성, ④ 메탈히트블록의 성장성 지속 여부, ⑤ 신규사업 추진 현황 등이었음
- 1) ZM40 전구체의 H社 독점공급 지속 여부: 동사는 원천특허를 보유하고 있는 ZM40 전구체 개발을 통해 2014년부터 국내 고객사 H社에 독점 공급계약을 시작함. ZM40 전구체는 국내 H社를 중심으로 매출이 급성장했음(2014년 9억원 → 2015년 72억원 → 2016년 254억원 → 2017년 772억원 예상). 현재 고객의 공급처 다원화를 추진하고 있으나, 아직까지 평가를 통과한 기업은 없으며, 예상보다 더디게 진행되고 있으나, 이원화 가능성은 있다고 판단함. 2018년 ZM40 전구체에 대한 동사의 매출액은 이원화를 가정하여 시장점유율 50% 수준을 산정한 것임. 다만 고객사의 남은 공정 전환과 함께 실적성장이 지속될 것으로 예상함. ① ZM40 전구체는 21nm 이하의 선폭 DRAM에 필수 물질로 사용되고, ② 반도체 FAB의 특성상 경기변동에 관계없이 꾸준한 수요가 발생하기 때문이며, ③ 고객사의 남은 50% 공정이 올해 전환될 것으로 예상하기 때문임
- 2) ZM40 전구체의 공급처 다변화 추진현황: 현재의 국내 H社 중심에서 해외 M社, 국내 S社 등으로 매출 다변화를 추진하고 있음. 해외 M社는 현재 성능평가를 마치고 양산 평가를 진행 중이며 상반기 내에 공급여부 결정 가능함. 시장규모는 연간 1,000억원 수준으로 예상되며, 공급사로 선정될 경우 하반기 일부 매출은 물론, 2019년에는 본격적인 매출이 가능할 것으로 예상함. 국내 S社는 아직 구체적으로 진행되고 있는 것은 아니고, 시장상황을 봐가며 내년 정도에 추진할 예정임
- 3) 현재의 높은 영업이익률 지속 가능성: 동사의 높은 영업이익률(2017년 영업이익률 35.8%)는 ZM40 전구체의 높은 수익성에 기인함, 2018년에도 이러한 높은 수익성은 유지될 것으로 보는데, 그 이유는 ZM40 전구체의 2017년 가동률이 56% 수준에서 2018년에는 가동률이 80% 수준에 이를 것으로 예상하고 있어 단가인하를 충분히 반영해도 수익성은 유지될 것으로 예상함.
- 4) 메탈 히터블록 관련 매출 지속성: 동사는 국내 시장점유율 1위를 기반으로 안정적인 실적 성장을 지속할 것으로 전망함. 특히 3D NAND 64단 이상의 디바이스용 히터블록 내 압도적인 기술력을 바탕으로 경쟁력을 확보함. ① 높은 진입장벽의 히터블록 시장에 진출 성공, 매출확대를 통해 점유율을 꾸준히 확대하고 있으며, ② 국내 S社(시장점유율 90% 수준) 및 H社(시장점유율 50% 수준)의 국내외 신규 공장 증설에 따라 매출 확대가 기대됨
- 5) 신규사업 추진 현황: ① GEM Foil(Gas Electron Multiplier, 기체전자증폭기): 2018년 하순경 일부 매출, 2019년 본격적인 매출 발생 전망. ② CIGS(CulnGaSe2) 박막형 태양전지: 2010년부터 연구개발 중으로 2019년 상용화, 2020년 양산 가능함

2018년 실적 전망: 반도체 전방산업의 호황과 함께 전구체의 본격적인 성장 전망

- 2018년 예상실적은 매출액 1,315억원, 영업이익 465억원으로 전년대비 각각 +25.2%, +23.6%증가하며 안정적인 성장을 이어갈 것으로 전망. 이는 보수적인 추정으로 ① ZM40 전구체의 H사 공급처의 이원화, ② 해외 M사의 공급가능성을 반영하지 않은 것임

2018년 기준 PER 9.5배로 동종업계대비 저평가

- 현재주가는 2018년 예상실적 기준(EPS 4,188원) PER 9.5배로 국내 동종업계(한솔케미칼, 솔브레인, 디엔에프, 동진쎄미켐 등) 평균 PER 12.6배 대비 저평가

실적 전망 및 Valuation

도표 1 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원,%)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	**15.1**	**18.0**	**21.4**	**22.0**	**23.5**	**35.2**	**48.1**	**105.0**	**131.5**
YoY(%)	-	*19.1*	*19.4*	*2.8*	*6.6*	*49.8*	*36.8*	*118.1*	*25.2*
제품별 매출액									
ZM40	-	-	-	-	0.9	7.2	25.4	77.2	100.4
CpZr	-	-	-	-	4.7	7.7	3.0	4.3	4.7
Pedestal 12"	-	-	-	-	3.2	3.6	4.0	5.3	5.8
기타	-	-	-	-	14.8	16.6	15.7	18.1	20.5
제품별 비중(%)									
ZM40	-	-	-	-	3.7	20.5	52.9	73.6	76.4
CpZr	-	-	-	-	19.9	21.9	6.1	4.1	3.6
Pedestal 12"	-	-	-	-	13.5	10.3	8.4	5.0	4.4
기타	-	-	-	-	62.9	47.2	32.6	17.3	15.6
수익									
영업이익	**2.4**	**2.2**	**1.9**	**1.0**	**0.6**	**5.6**	**3.1**	**37.6**	**46.5**
세전이익	**2.2**	**1.9**	**1.4**	**0.7**	**0.2**	**5.1**	**3.0**	**35.5**	**43.9**
당기순이익	**2.1**	**1.6**	**1.1**	**0.7**	**0.3**	**4.1**	**2.9**	**33.1**	**41.6**
이익률(%)									
영업이익률	15.6	12.0	8.7	4.6	2.6	15.9	6.4	35.8	35.4
세전이익률	14.7	10.8	6.7	3.1	1.0	14.4	6.3	33.8	33.4
당기순이익률	13.7	8.7	5.3	3.0	1.5	11.7	6.1	31.5	31.6

자료: 유진투자증권

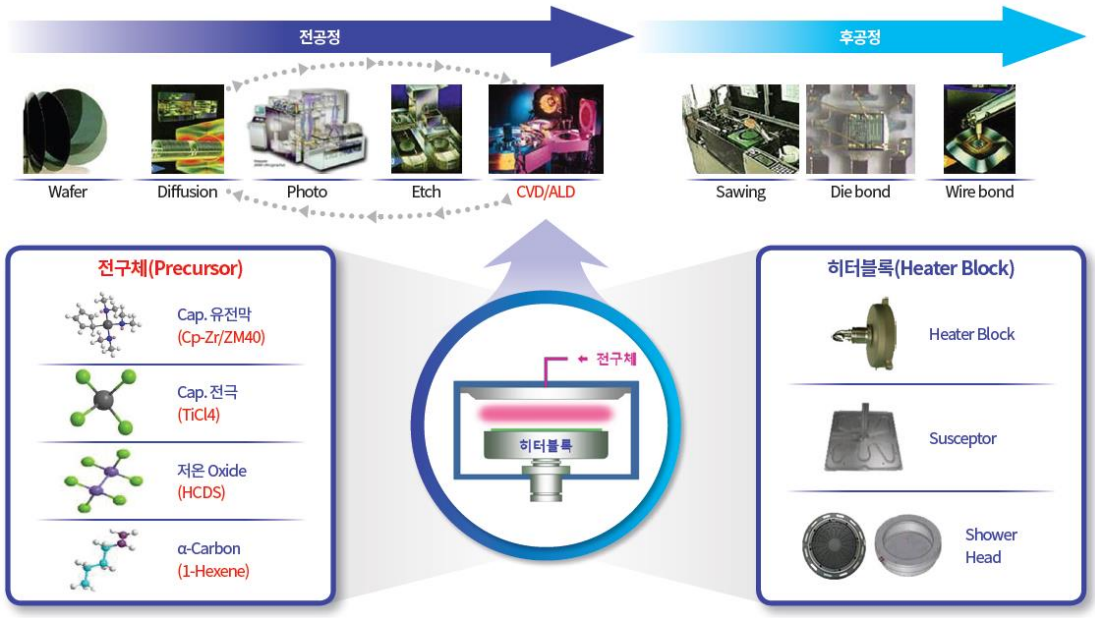
도표 2 국내 유사기업 Valuation 비교

	메카로 241770	평균	한솔케미칼 014680	솔브레인 036830	디엔에프 092070	동진쎄미켐 005290
주력분야 (2016년 기준)	ZM40 69.8%, CpZr 5.1%. Pedestal 12" 6.9%, 기타 18.2%		정밀화학 45.31%, 제지약품 20.66%, 전자소재 20.5%, 환경약품 5.93%, 상품 4.94%, 제품기타 2.6%, 용역 0.04%	반도체재료 53.63%, 디스플레이재료 38.69%, 기타 7.68%	반도체 전극 배선재료, 하드마스크재료 98.69%, 기타 1.31%	국내전자재료 72.46%, 해외전자재료 27.16%, 국내정제유 0.38%
매출액(십억원)	131.5	578.2	597.3	866.2	84.4	765.0
영업이익(십억원)	46.5	73.5	101.0	129.6	18.0	45.4
영업이익률(%)	**35.4**	**17.7**	**16.9**	**15.0**	**21.3**	**5.9**
순이익(십억원)	41.6	53.4	76.1	96.5	14.6	26.4
순이익률(%)	31.6	13.7	12.7	11.1	17.3	3.5
PER(배)	**9.5**	**12.6**	**10.4**	**11.9**	**9.9**	**18.4**
시가총액(십억원)	394.3		735.3	1,137.8	145.3	915.2

참고: 2018.01.18 종가기준, 2018년 예상 실적 기준, 단, 동진쎄미켐는 2016년 실적 기준
자료: 유진투자증권

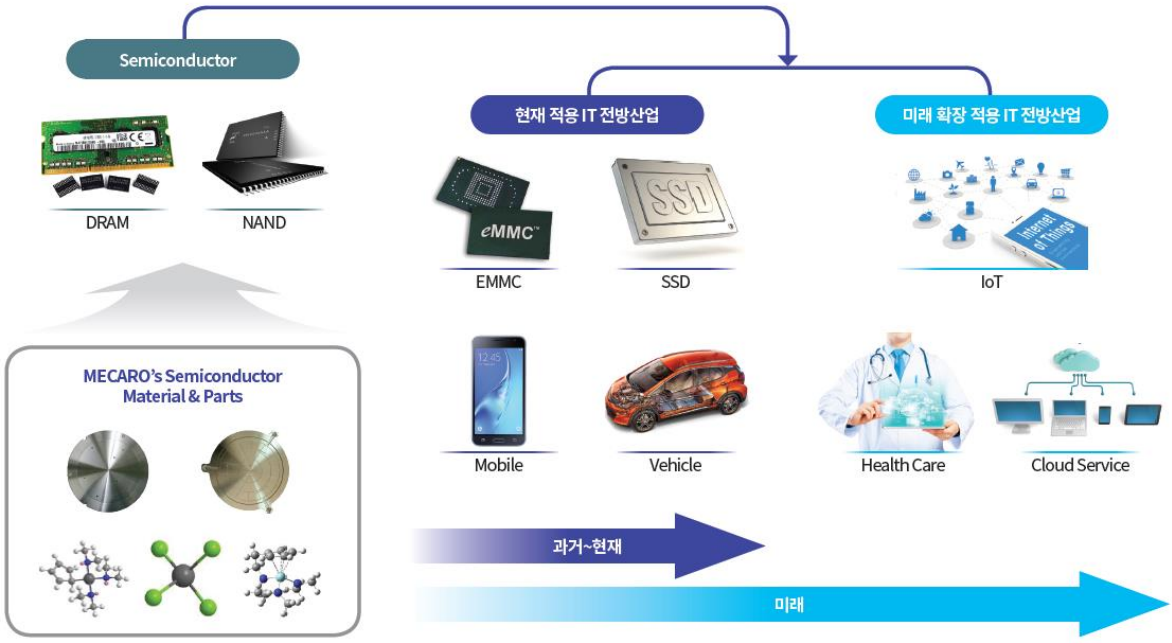
반도체 제조 공정 내 전구체 및 히터블록 생산

도표 3 사업 영역: 반도체 제조 공정에 사용되는 전구체 및 기판의 열에너지를 공급하는 히터블록 생산



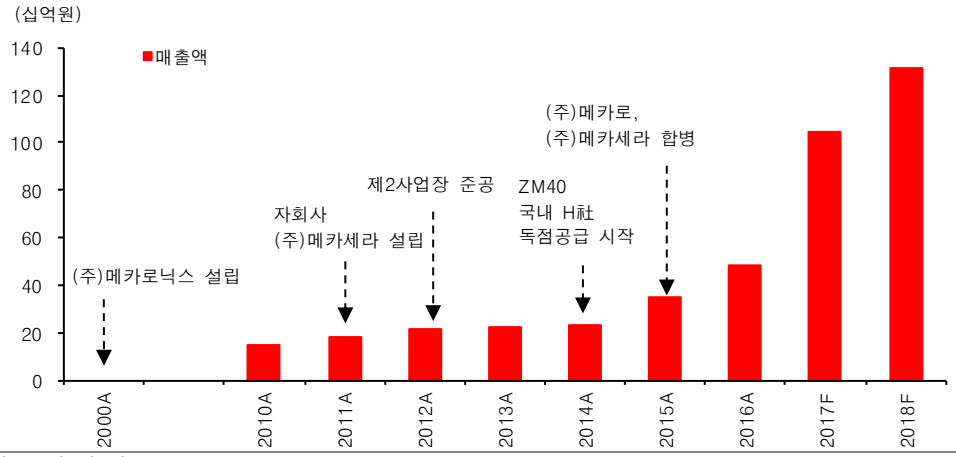
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 4 반도체 응용제품의 스마트화 및 응용범위 확대로 동사 제품 수요 증가



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 5 반도체 수요 확대에 따른 동사 매출 성장 지속



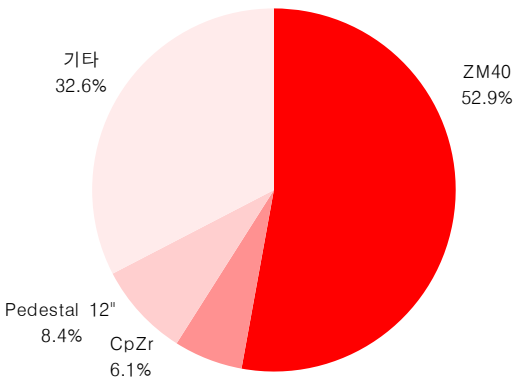
자료: 유진투자증권

도표 6 주요 연혁

연도	내용
2000.11	㈜메카로닉스 법인 설립
2000.12	㈜하이닉스반도체 협력업체 등록
2005.10	㈜솔믹스 계열회사로 편입
2006.12	삼성전자㈜ 협력업체 등록
2009.05	SK㈜ 계열회사 제외 및 최대주주 변경 (㈜솔믹스 → 이재정 대표이사)
2011.03	자회사 설립: ㈜메카세라
2012.09	제2사업잔 준공(충북 음성군 원남면)
2015.01	상호변경 ㈜메카로닉스 → ㈜메카로
2015.11	㈜메카로, ㈜메카세라 합병(존속법인 ㈜메카로)
2017.12	코스닥 상장 예정(12/6)

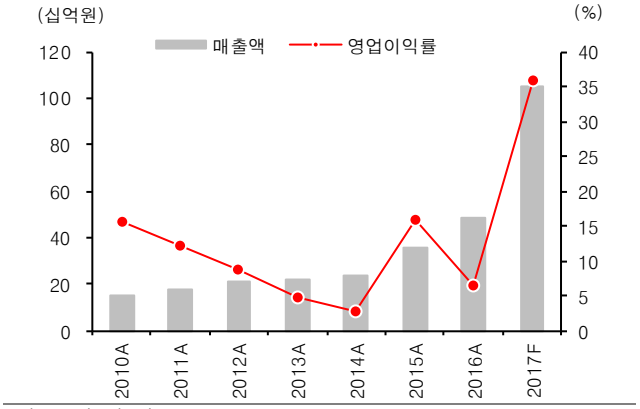
자료: 유진투자증권

도표 7 품목별 매출 비중(2016년 기준)



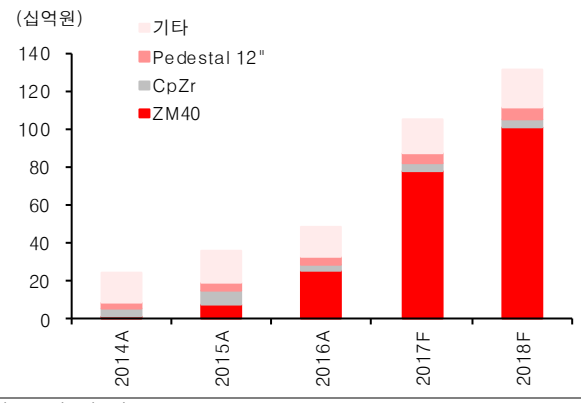
자료: 유진투자증권

도표 8 매출액 성장에 따른 영업이익률 개선



자료: 유진투자증권

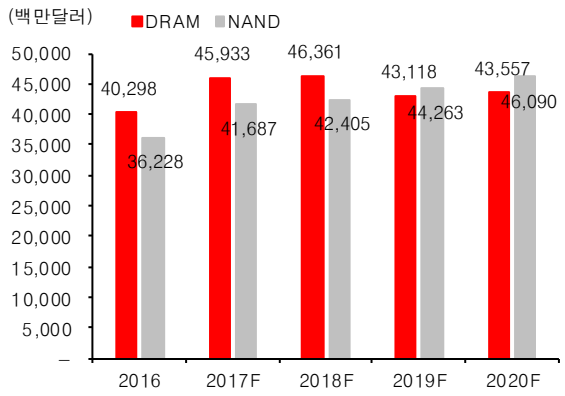
도표 9 제품별 매출 비중 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

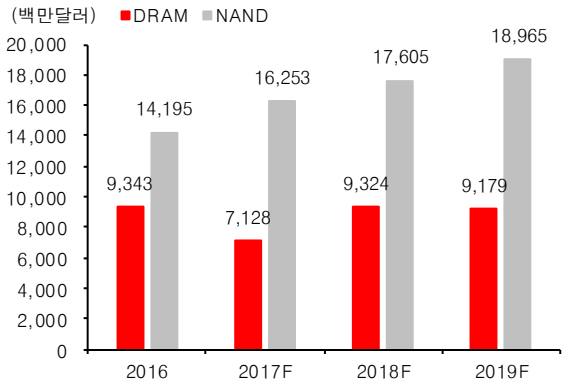
우호적인 반도체 시장 확대에 따른 실적 성장 기대

도표 10 메모리 반도체 시장규모 및 전망



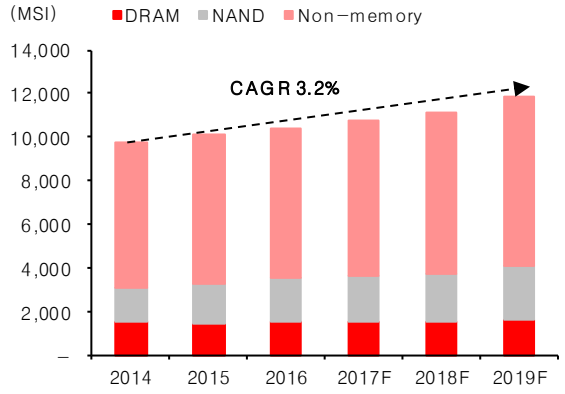
자료: HIS(2017), 유진투자증권

도표 11 메모리 반도체 설비투자 규모 및 전망



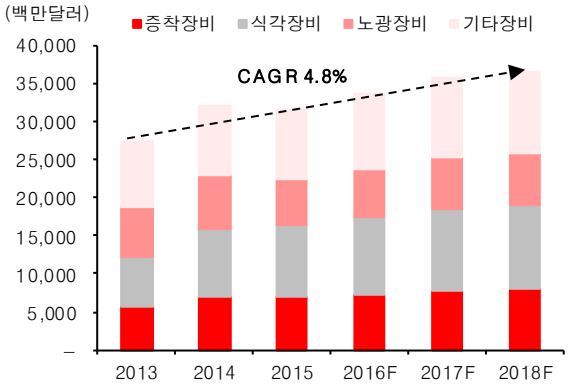
자료: Gartner, 유진투자증권

도표 12 전세계 Wafer Capa 전망



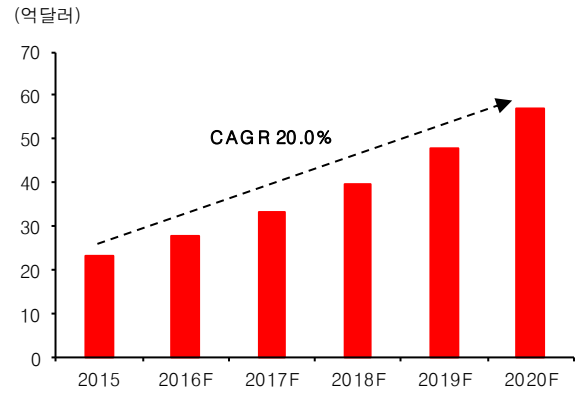
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 13 세계 반도체 장비 시장 규모 추이 및 전망



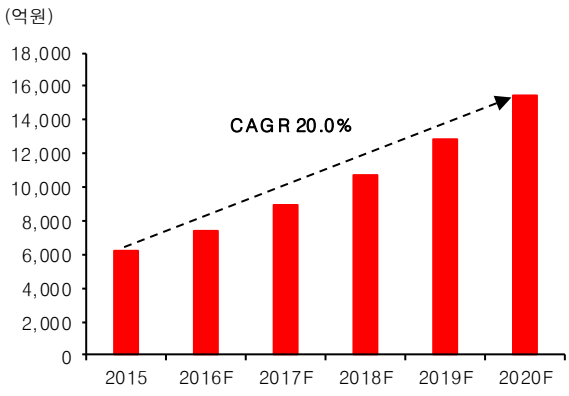
자료: Gartner, 유진투자증권

도표 14 반도체용 전구체 세계 시장규모 및 전망



자료: Techcet CA LLC, 유진투자증권

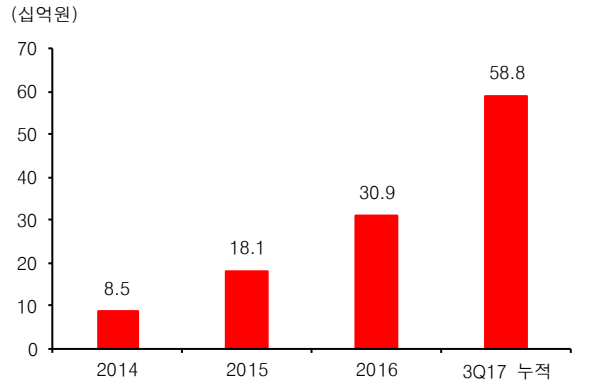
도표 15 반도체용 전구체 국내 시장규모 및 전망



자료: Techcet CA LLC, 유진투자증권

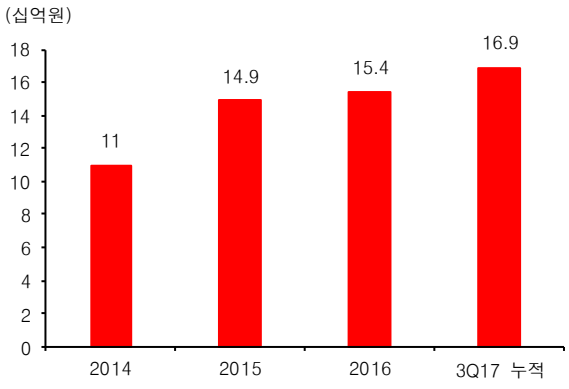
기술경쟁력 및 높은 시장점유율 확보

도표 16 전구체 매출액 추이



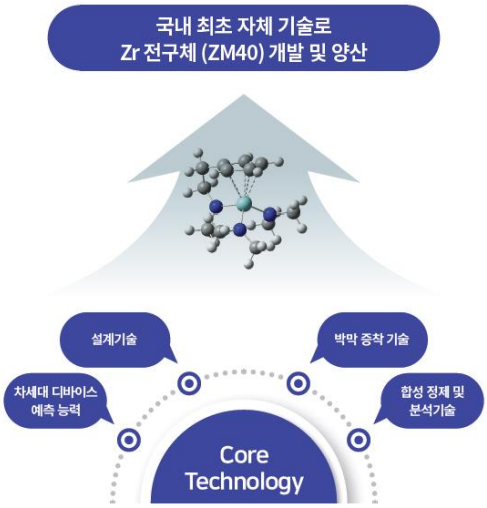
자료: IR Book, 유진투자증권
주: 3Q17은 회계감사를 받지 않은 실적(가결산) 기준

도표 17 히터블록 매출액 추이



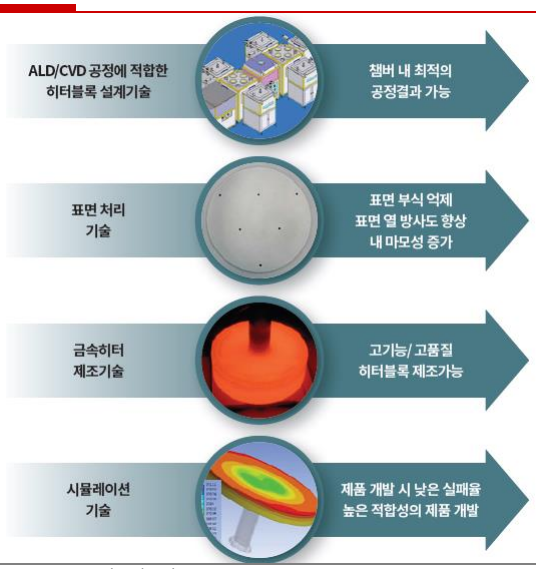
자료: IR Book, 유진투자증권
주: 3Q17은 회계감사를 받지 않은 실적(가결산) 기준

도표 18 전구체 기술 경쟁우위



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 19 히터블록 기술 경쟁우위



자료: IR Book, 유진투자증권

도표 20 전구체 경쟁력

전구체 시장 내 경쟁력

- 높은 기술력과 품질관리를 바탕으로 한 고객과의 신뢰관계 구축
- 차별화된 개발, 제조 및 품질보증 능력 인정 받음
- ZM40은 당사의 특허물질로서 21나노 이하 다바이스에 적용

자료: IR Book, 유진투자증권

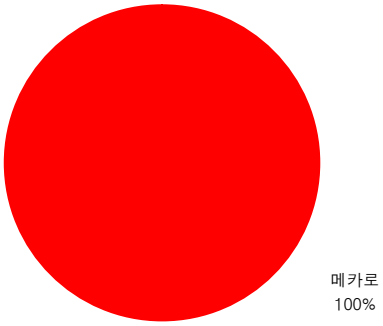
도표 21 히터블록 경쟁력

히터블록 시장 내 경쟁력

- 히터블록 시장은 높은 진입장벽이 있으나 진입 후 안정적 시장 유지 가능
- 당사는 기술력 및 신뢰관계를 바탕으로 한 충분한 Reference 확보
- 메탈 히터블록에서 국내 1위 시장점유율 유지
- 64단 이상의 3D 낸드에서 독보적인 기술로 시장 독점

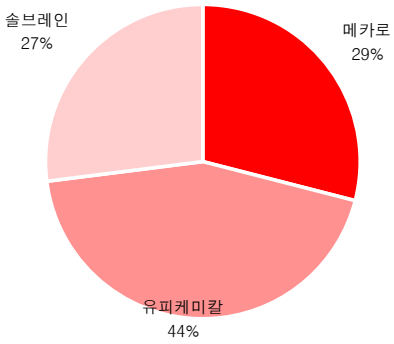
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 22 ZM40 전구체 시장점유율



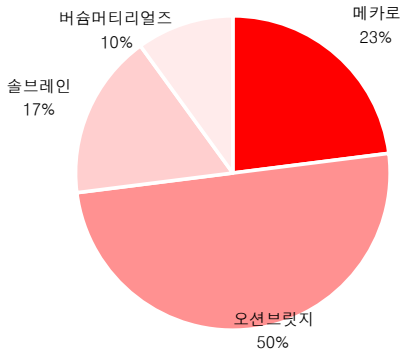
자료: 투자설명서, 유진투자증권
주: SK하이닉스 향 전구체 공급량 기준(2016년 기준)

도표 23 CpZr 전구체 시장점유율



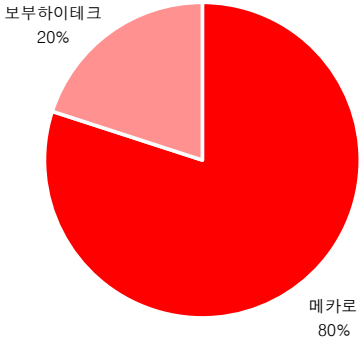
자료: 투자설명서, 유진투자증권
주: SK하이닉스 향 전구체 공급량 기준(2016년 기준)

도표 24 TiCl4 전구체 시장점유율



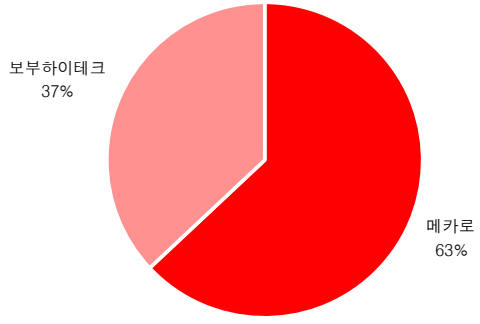
자료: 투자설명서, 유진투자증권
주: SK하이닉스 향 전구체 공급량 기준(2016년 기준)

도표 25 Pedestal 12" 히터블럭 시장 점유율



자료: 투자설명서, 유진투자증권
주: 삼성전자 및 SK하이닉스 히터블럭 공급량 기준(2016년 기준)

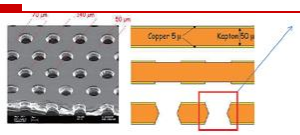
도표 26 Vector 12" 히터블럭 시장 점유율



자료: 투자설명서, 유진투자증권
주: 삼성전자 및 SK하이닉스 히터블럭 공급량 기준(2016년 기준)

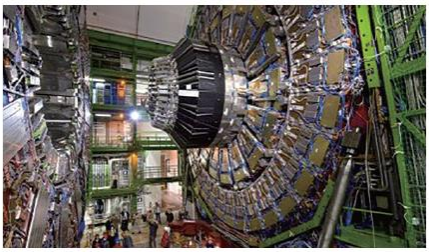
신사업 추진 및 고객사 다변화로 성장잠재력 확보

도표 27 GEM 기술 경쟁력



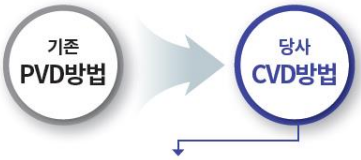
장구형 미세홀
내부에 전기장이
형성되면서
전자사태를
발생시키는 원리

- 초대형 입자가속기 미립자 검출을 위한 GEM호일 한장(500x1000mm)에 수십만개의 장구형 미세홀을 가공하는 최첨단 반도체 기술 응용
- 유럽 경쟁사 대비 검출능력 2배, 공정 단순화로 가격경쟁력 확보



참고: GEM(Gas Electron Multiplier, 기체전자증폭기)
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 28 CIGS(CuInGaSe2) 박막 태양전지

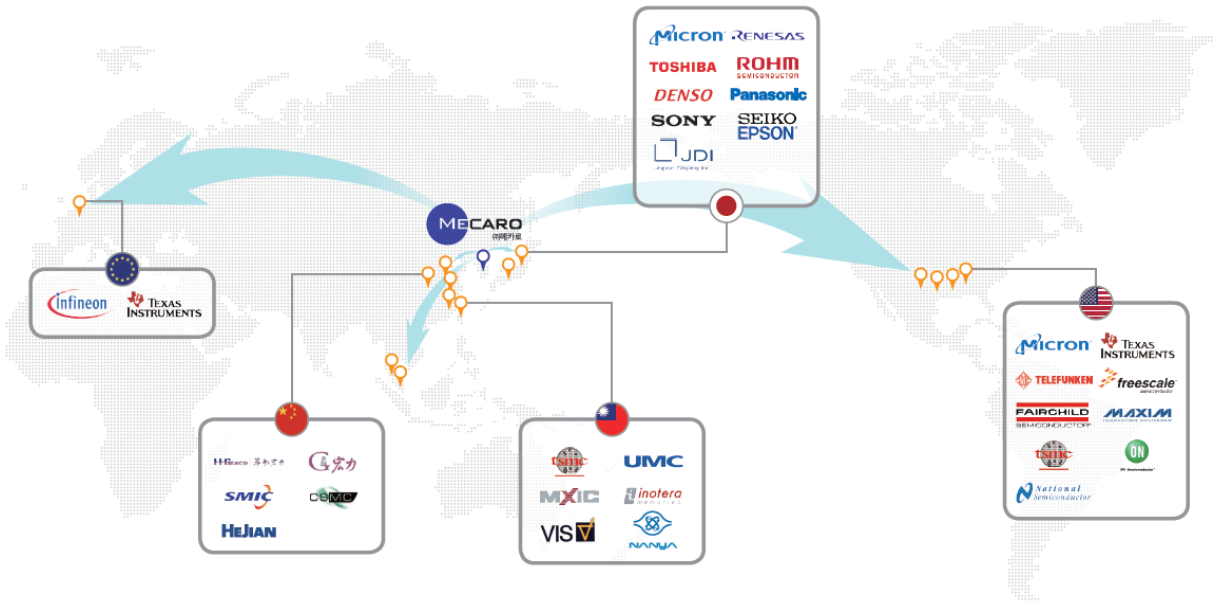


- 기존 PVD 방법에 비해 원재료 소모가 적고, 대형화 용이
- 시스템 구축비용이 PVD의 1/3 ~ 1/5에 불과
- 상대적 저온 공정기술 개발로 Flexible CIGS 양산에 적합
- 당사의 전구체 합성기술과 히터블록 제조기술의 결과물



참고: PVD(Physical Vapor Deposition, 물리적 기상 증착법)
CVD(Chemical Vapor Deposition, 화학 기상 증착법)
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 29 글로벌 고객 다변화 추진



자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2017.12.31 기준)