유진투자증권

IPO 예정 | 반도체 장비 부품 | 2023.11.06

그린리소스
(402490. KQ)

반도체 식각장비용
코팅 소재 및 코팅 전문업체

상장 예정일
2023.11.22

기관 수요예측
2023.11.03 ~ 11.09

공모희망가 밴드
11,000 ~ 14,000 원

예상 시가총액
90.0 ~ 114.6(십억원)

허준서_02)368-6175_ pos03066@ 박종선_02)368-6076_ jongsun.park6@

- 건식 식각장비용 코팅 및 코팅소재 제작업체
- 반도체 공정 미세화로 인해 회사가 선도하고 있는 기술인 **초고밀도(PVD)코팅 가치 부각**
- 신사업인 초전도선재 IBAD증착장비와 OLED소재 전망도 긍정적
- 164만주의 신주 모집으로 **177억원 조달**(밴드 하단 기준). 사용 목적상 채무상환자금이 108억원이지만 전액 생산설비 건축자금 조달에 사용된 차입금의 상환으로 자금의 용도는 **사실상 전액 시설자금**
- 3nm이하 공정이 보편화 되는 **2025년 예상실적(매출액 598억원, 영업이익 202억원) 기준 PER 4.6 ~ 5.8배**
- 식각공정 소모품 SiC링 제조업체인 **티씨케이와 하나머티리얼즈의 PER은 각각 10.0배, 9.4배**(2025년 실적 기준)
- **유통가능물량비중 34%로 2023년 상장기업 평균 수준.**

액면가	500원
자본금(십억원)	
공모/ 공모후	3.7 / 4.1
공모후 주식수	8,183,944주
유통가능주식수	2,804,510주

보호예수기간

최대주주등	1 ~ 3년
기존주주	1 ~ 3개월
우리사주	1년
의무인수	3개월

주관증권사	NH투자증권

공모후 주요주주(%)

최대주주등	43.0
기존주주	3.9
우리사주	32.8
의무인수	4.1
공모주주	16.3

12 월 결산(십억원)	2022A	2023E	2024E	2025E
매출액	25.1	22.3	43.3	59.8
영업이익	3.7	4.6	11.9	20.2
세전손익	4.1	4.0	11.7	20.1
당기순이익	3.5	3.3	11.4	19.7
EPS(원)	-	409.1	1,399.9	2,424.9
증감률(%)	-	-	242.2%	73.2%
PER(배, 하단)	-	27.0	7.9	4.6
PER(배, 상단)	-	34.4	10.1	5.8

자료: 유진투자증권

동사의 주요 제품 매출처

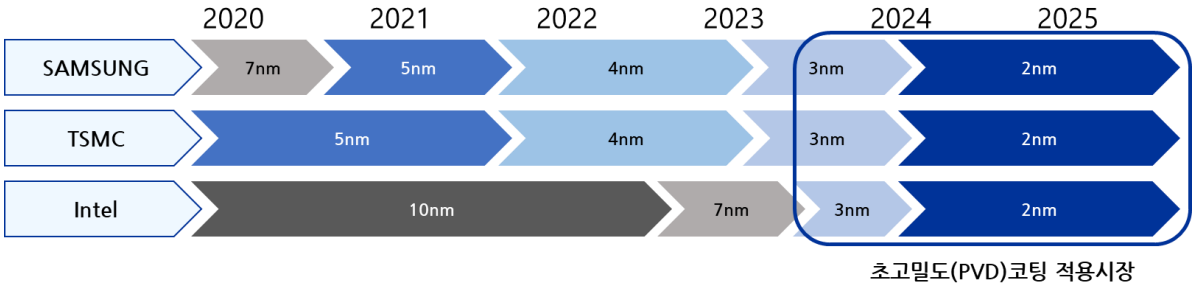


2025 년 예상 매출액 598 억원, 영업이익 202 억원 예상

그린리소스는 건식식각장비에 사용되는 코팅소재 판매와 코팅을 전문적으로 하는 **식각장비 코팅솔루션 업체다**. 회사의 경쟁력은 초고밀도(PVD)코팅에 있는데 전세계에서 관련 양산기술을 보유하고 있는 유일한 회사다.

초고밀도 코팅은 3nm 이하의 초미세 공정을 타겟으로 한다. 주요 파운드리 업체들의 3nm 상용화와 2nm 진입 및 양산이 본격화 되는 2025 년 예상실적을 기준으로 회사의 가치를 평가해보는 것이 필요하다.

도표 1. **회사의 경쟁력인 PVD 코팅시장은 3nm 이하 공정에 적용**



자료: 그린리소스, 유진투자증권

회사의 **2025 년 예상 매출액은 598 억원, 영업이익은 202 억원**이다. 기술특례 상장이기 때문에 2025 년까지의 실적추정치는 회사와 주관사가 제공했다. 현재 논의 중인 고객사와 잠재 고객사를 대상으로 한 수주에 기반해 용사코팅(APS, SPS), 초고밀도 코팅 등 제품별 추정치에 기반했다.

올해 20.6%의 영업이익률은 2024 년 27.4%로 크게 증가한다. 이는 초고밀도 코팅의 매출비중 확대와 초전도선재 IBAD 장비의 납품이 원인이다. 초전도선재 IBAD 장비는 하이앤드 제품인 만큼 대당 판매가격이 40~50 억원 수준이고 초고밀도 코팅 또한 높은 기술력이 요구되는 만큼 이익률이 일반 용사코팅에 비해 매우 높다. 두 제품의 매출비중이 더 확대되는 2025 년에는 33.7%의 영업이익률을 전망한다.

도표 2. **그린리소스 연간 실적 추정치**

(십억원)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	11.1	13.7	25.1	22.3	43.3	59.8
YoY(%)	-	22.9	83.6	(11.2)	94.3	38.2
용사코팅 및 코팅소재	7.4	6.6	8.7	9.2	12.6	16.9
초고밀도(SD) 코팅	1.1	3.6	4.5	6.1	13.4	19.2
정밀세정 등	2.0	2.8	3.7	5.5	7.4	8.2
초전도선재 IBAD 장비	-	-	2.7	1.3	7.0	7.7
OELD 소재	-	-	-	0.2	2.9	7.8
기타	0.6	0.7	5.6	-	-	-
매출원가	7.6	7.8	17.0	13.6	24.3	31.0
매출총이익	3.5	5.8	8.1	8.7	18.9	28.8
매출총이익률(%)	*31.2*	*42.7*	*32.1*	*39.0*	*43.8*	*48.1*
판관비	1.7	2.7	4.3	4.1	7.1	8.6
판관비율	*15.4*	*20.0*	*17.2*	*18.4*	*16.4*	*14.4*
영업이익	1.8	3.1	3.7	4.6	11.9	20.2
YoY(%)	-	77.2	20.0	23.0	158.7	69.8
영업이익률(%)	*15.8*	*22.8*	*14.9*	*20.6*	*27.4*	*33.7*
영업외손익	(0.1)	1.7	(0.3)	(0.5)	(0.2)	(0.1)
세전이익	1.9	1.4	4.1	4.0	11.7	20.1
법인세	(0.0)	0.2	0.6	0.7	0.3	0.3
당기순이익	1.9	1.2	3.5	3.3	11.4	19.7

자료: 그린리소스, 증권신고서, 유진투자증권

식각공정 밸류체인내 유사업체 대비 매력적인 밸류에이션

2025 년 예상실적 기준 공모가 밴드 PER 은 4.6 ~ 5.8 배다. 식각공정에 사용되는 소모품인 SiC 링 제조업체인 **티씨케이와 하나머티리얼즈의 2025 년 예상실적 기준 PER 이 각각 10.1 배와 9.1 배다.** 이를 고려하면 공모가 밴드는 Peer 대비 매력적인 가격으로 산정됐다고 볼 수 있다.

회사의 사업내용은 세정코팅업체인 코미코와 매우 유사하지만 코미코의 2025 년 컨센서스 부재로 직접적인 비교는 어렵다. 하지만, 애초에 식각장비 관련 코팅솔루션과 소모품은 '식각장비의 가동률 상승'이 회사의 실적을 견인하는 요소라는 근본적인 공통점이 있다. **2022 년 실적을 기준**으로한 **티씨케이, 하나머티리얼즈, 코미코의 PER 이 각각 11.7 배, 8.1 배, 10.3 배**인 점을 고려 했을 때 식각공정용 소모품업체와 코팅솔루션 업체간의 밸류에이션 유사성이 존재한다고 판단한다.

도표 3. **식각공정 Peer 밸류에이션(2025 년 예상실적 기준)**

(배, 십억원)	그린리소스	티씨케이	하나머티리얼즈
PER	4.6 ~ 5.8	10.0	9.4
PBR	-	1.6	2.0
시가총액	114.6	988.9	991.6
매출액	59.8	328.8	411.0
영업이익	20.2	124.3	127.0
당기순이익	19.7	99.2	105.0

자료: QuantiWise, 유진투자증권
* 시가총액은 11/3 종가기준, 그린리소스는 공모가 상단 기준

투자포인트

1) 반도체 공정 미세화로 인한 초고밀도(PVD)코팅 경쟁력 부각

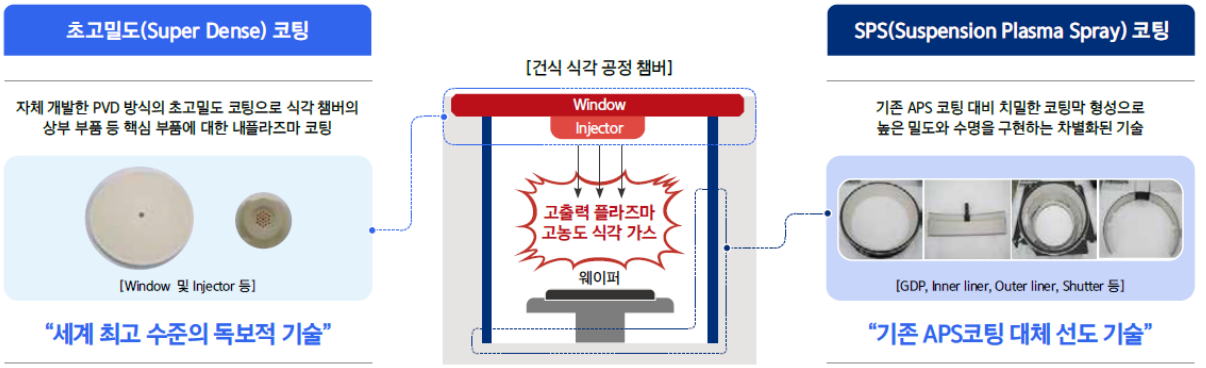
반도체 공정이 미세화 될수록 식각공정의 플라즈마 강도와 식각가스의 농도가 높아진다. 고출력 플라즈마와 고농도의 식각가스는 식각장비와 장비에 사용되는 부품의 수명에 영향을 미친다. 이는 내구성의 손상과 파티클의 생성 두가지 측면에서 반도체 공정의 효율과 수율을 저하시킨다. **회사의 코팅솔루션은 장비의 내구성을 향상시키고 파티클을 제어하는데 효과적**이다.

회사의 경쟁력은 초고밀도(PVD)코팅에 있다. PVD 코팅은 기존의 코팅 방식인 APS 와 그보다 발전된 SPS 코팅 방식에 비해 코팅면의 균일도와 강도가 높다. 주요 파운드리 업체들의 미세공정이 3nm 이하로 돌입하게 되면서 식각공정 내 플라즈마 강도, 식각가스의 농도 모두 높아지고 있다. 장비와 장비내 부품의 모든 부분에 PVD 코팅을 할 수는 없지만 **가스가 직접 분사되는 Injector 와 분사된 가스를 대면하는 Window 에는 초고밀도 코팅이 필수적**이다.

현재 **PVD 코팅과 관련된 양산기술을 가지고 있는 업체는 회사가 유일**하다. 경쟁업체인 K 사가 PVD 방식의 코팅방식을 적용하기위해 연구개발중에 있으나 아직 초기단계 수준으로 파악된다.

회사는 PVD 코팅의 경쟁력을 바탕으로 기존에 진행중인 용사코팅(APS, SPS)코팅 고객사도 확대할 계획이다. 동일 라인 내에서 장비별 부품별 코팅업체가 다를 경우 파티클 발생 시 책임소재가 불분명 할 수 있다. 높은 기술적우위를 바탕으로 Injector 와 Window 에 PVD 코팅을 납품하고 해당 장비의 내벽과 그외 부품들에도 기존 방식인 SPS 코팅을 확대 적용할 수 있다.

도표 4. **초고밀도(PVD)코팅과 기존 APS 방식을 대체하는 SPS 코팅**



자료: 그린리소스, 유진투자증권

2) 초전도선재 IBAD 증착장비와 OLED 증착소재 등 신사업

초전도 선재는 특정 온도이하에서 전기저항이 0 이되는 성질을 가진 고효율 전기에너지 소재다. 회사의 IBAD 장비는 이 초전도 선재를 증착할 수 있는 증착기다. 회사는 최종 수요처를 핵융합 발전으로 목표하고 있다. 회사가 개발한 증착기는 이미 초전도소재를 양산할 수 있는 수준이며 이미 관련 매출이 2022 년에 인식된 바 있다. 장비 대수와 관련 매출액을 고려한 대당 가격은 40 억원 수준으로 이미 수주된 물량을 기반으로 한 2025 년 관련 에상 매출액은 77 억원이다.

회사는 신사업중 하나로 OELD 소재 사업도 진행중이다. 2023 년 3 분기 기준 고객사에 테스트물량을 초도 납품 했고 하반기 내 퀄테스트가 완료될 예정이다. 해당 고객사 향 수주 가능성을 50%로 가정한 2025 년 예상 매출액은 52 억원이다.

이외에도 회사는 식각장비용 코팅기술을 활용해 MLCC 계측기 부품가공 및 코팅 등의 신사업을 활발히 추진중이며 종합 첨단소재 솔루션 기업을 목표로 하고 있다.

회사소개 및 공모개요

그린리소스는 식각공정장비용 코팅솔루션 업체다. 코팅에 사용되는 코팅소재를 판매하기도 하고 직접 장비의 코팅을 하기도 하기 때문이다. 식각공정에서 증착층을 깎아내기위해 사용되는 고출력 플라즈마와 고농도의 식각가스는 식각장비의 내구성을 저하시킨다. 회사의 코팅 솔루션은 이를 보완할 수 있다. 또한 코팅층의 균일도와 강도는 식각공정중 발생하는 파티클을 제어하는데도 효과적이다.

고객사는 코팅 솔루션을 통해 식각장비의 내구성 향상과 파티클 제어를 통한 수율향상, 정비주기 증대를 통한 생산성 향상을 얻을 수 있다.

회사는 이번 공모를 통해 총 164 만주를 신주로 모집한다. 기관수요예측일은 11 월 3 일부터 11 월 9 일까지, 일반공모는 11 월 13 일부터 11 월 14 일까지 진행한다. 희망 공모가 밴드는 11,000 원 ~ 14,000 원으로 모집 총액은 180 억원 ~ 230 억원이다. 상단 기준 **예상 시가총액은 약 1,146 억원**이다.

유통제한물량은 약 538 만주로 **전체 물량의 65.7%**다. 상장 직후 **유통가능물량 비중은 34.3%로 2023 년 평균 유통가능물량비중과 유사하다.** 보호예수 물량은 상장일로부터 1 개월(기존주주, 재무적투자자)부터 시작해 3 개월까지 순차적으로 풀릴 예정이다. 최대주주의 보호예수 기간은 1 ~ 3 년이다.

도표 5. **공모 후 주주 구성**

공모후 주주구성	주식수(주)	비중(%)
최대주주등	4,162,600	43.0
기존주주	2,172,144	3.9
우리사주	180,000	32.8
의무인수	49,200	4.1
공모주주	1,620,000	16.3
합	**8,183,944**	**100.0**

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 6. **유통제한물량과 보호예수기간**

유통제한물량	주식수(주)	비중(%)	보호예수기간
최대주주등	4,162,600	50.9	1 ~ 3 년
기존주주	1,147,634	14.0	1 ~ 3 개월
우리사주	20,000	0.2	1 년
의무인수	49,200	0.6	3 개월
합	5,379,434	65.7	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 7. **유통가능물량**

유통가능물량	주식수	비중(%)
기존주주	1,184,510	14.5
공모주주	1,620,000	19.8
합	2,804,510	34.3

자료: 증권신고서, 유진투자증권

회사는 이번 공모를 통해 약 177 억을 조달할 계획이다. 이중 69 억은 시설자금, 108 억은 채무상환자금으로 집행하기로 돼있다. 겉보기에 채무상환 자금의 비중이 높아 보인다. 하지만 차입금 상환계획을 보면 생산설비의 건축자금 조달에 사용된 차입금의 상환이다. 사실상 전액 시설자금으로 봐도 무방하다.

도표 8. **공모금액 5,195 억(밴드 하단 기준)중 3,895 억 시설자금 투자**

(백만원)	시설자금	영업양수 자금	운영자금	채무상환 자금	합
금액	6,934	-	-	10,799	17,734

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 9. **차입금 상환 세부계획, 공모자금중 채무상환자금 전액 건축자금 차입금 상환에 사용**

구분		2023 년 4 분기	2024 년	2025 년	2026 년 이후	합계
건축자금 차입금	공모자금	3,300	7,499	-	-	10,799
	자기자금	-	1	1,500	5,917	7,417
	소계	3,300	7,500	1,500	5,917	18,217
운영자금 차입금	공모자금	-	-	-	-	-
	자기자금	45	5,639	100	359	6,143
	소계	45	5,639	100	359	6,143
차입금 상환액 합계		3,345	13,139	1,600	6,276	24,360

자료: 증권신고서, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (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	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.09.30 기준)