

2023년 1월 10일

월덱스(101160)

업황 침체 시기에 더욱 빛나는 기업

고객사 다변화로 안정적인 실적 성장을 기록 중

월덱스는 실리콘 및 퀴츠 등의 반도체용 소모품 생산 기업이다. 국내 고객사의 매출 비중은 45%로 해외 고객사를 비롯한 200개 이상의 다양한 고객사를 보유하고 있다. 이에 국내 업체들의 메모리 비중이 최소 80% 이상에 달하는 반면 월덱스의 비메모리 비중은 40%로 높아 메모리 업황이 실적에 미치는 영향이 제한적이다. 메모리 대비 시장 규모가 큰 비메모리향 노출도가 높다는 점으로 인해 매출 규모 또한 지속적인 성장하여 2022년은 2,500억원에 가까운 매출액을 달성할 수 있을 것으로 기대된다.

메모리 업황 부진은 월덱스에겐 기회

월덱스는 애프터마켓향 납품 비중이 90% 이상을 차지한다. 이에 메모리 반도체 업황 부진 시기에도 고객사의 원가절감 수요 증가로 인한 애프터마켓 채택률 확대가 제조사의 가동률 감소 영향을 상쇄해왔다. 실제로 메모리 반도체 생산 기업이 가동률 축소를 단행했던 2019년, 월덱스는 실리콘 및 퀴츠 소재의 식각 부품 기업 중 가장 높은 매출액 증가율을 달성하였다. 애프터마켓의 약점 중 하나인 이익 측면에서도 마진 축소 압력으로부터 경쟁사 대비 자유롭다. 특정 고객사에 치우치지 않는 매출 비중과 이로 인해 비롯되는 지속적인 제품 수요 증가로 개별 고객사가 단가 인하를 요구하기 어려운 구조이기 때문이다. 업황 침체에도 지속적인 실적 상승이 기대되는 이유이다.

이미 넘쳐나는 제품 수요, 매출액 증가는 CAPA에 달렸다

2023년은 매출액이 전년 대비 16% 성장한 2,910억원을 달성할 전망이다. 영업이익은 23% 성장한 625억원으로 21%의 양호한 이익률을 기록할 것이라 추정된다. 그러나 2022년 완공된 구미 5공단의 신규 공장 정상 가동 시점에 따라 실적 예상치가 조정될 수 있다. 현재 고객사의 수요가 기존 CAPA를 상회하는 수준임에도 불구하고 신규 공장의 인력 수급 문제로 인해 증설 라인을 온전히 활용하고 있지 못하기 때문이다. 정상 가동의 지연은 고정비 부담으로 이어져 마진 또한 훼손시킬 수 있다. 정상 가동 시점이 2023년 상반기 이후로 지연될 시 연간 생산 가능 규모 축소로 추정치의 하향 조정이 불가피할 것이라 판단된다.

관심종목

Not Rated

| CP(1월9일): 19,800원

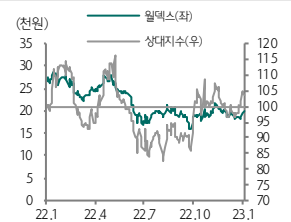
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	701.21
52주 최고/최저(원)	28,800/15,800
시가총액(십억원)	326.9
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	16,511.0
60일 평균 거래량(천주)	83.9
60일 평균 거래대금(십억원)	1.7
22년 배당금(예상, 원)	60
22년 배당수익률(예상, %)	0.32
외국인지분율(%)	1.71
주요주주 지분율(%)	
배종식 외 2인	35.07
주가상승률	1M 6M 12M
절대	4.2 6.7 (26.8)
상대	6.9 16.7 3.9

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	248.5	288.7
영업이익(십억원)	50.3	60.3
순이익(십억원)	40.6	48.4
EPS(원)	2,462	2,931
BPS(원)	11,087	13,945

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	155.7	190.1	249.8	291.0	331.7
영업이익	십억원	35.8	40.3	50.9	62.5	74.5
세전이익	십억원	26.0	42.6	53.2	63.6	76.6
순이익	십억원	21.8	33.5	42.8	50.9	61.3
EPS	원	1,321	2,026	2,590	3,082	3,714
증감율	%	11.95	53.37	27.84	19.00	20.51
PER	배	13.32	14.14	7.18	6.36	5.28
PBR	배	2.67	3.29	1.59	1.33	1.07
EV/EBITDA	배	6.70	9.80	4.80	4.02	2.96
ROE	%	21.96	26.48	25.44	23.39	22.49
BPS	원	6,600	8,700	11,666	14,688	18,342
DPS	원	70	60	60	60	60



Analyst 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com



Analyst 김록호
02-3771-7523
roko.kim@hanafn.com

1) 메모리 업황 침체 시, 가장 빛날 사업 구조

월텍스 매출의 약 60%가량을 차지하는 실리콘 부품의 시장 규모는 약 1.5조원 정도로 추산된다. 이 중 월텍스가 속한 애프터마켓의 비중은 30-40% 가량으로 비포 대비 작은 시장을 형성하고 있다. 그러나 2023년 메모리 반도체 업황 둔화로 제조사들의 원가 절감 필요성이 커질 것으로 예상됨에 따라 애프터마켓의 채택률 또한 상승할 것으로 기대된다.

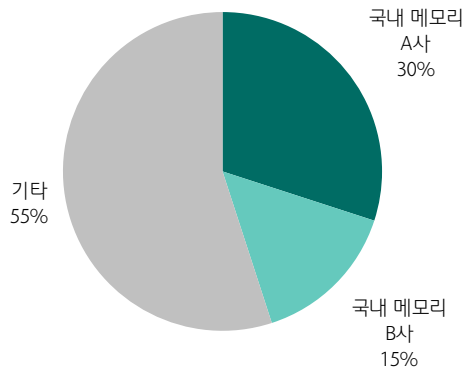
또한 2021년 전방산업의 투자사이클로 인해 반도체 장비 업체와 비포마켓 기업들의 성장성이 두드러졌다면 2023년은 CapEx가 크게 축소되며 기투자된 장비로부터의 애프터마켓 침투율이 높아질 전망이다. 특히 CapEx 감소폭(디램 -18% / 낸드 -30%) 대비 웨이퍼 CAPA는 전년과 비슷한 수준에 그쳐(디램 +1% / 낸드 +1%) 채택 이후 교체수요 둔화 영향 또한 적을 것으로 추정된다.

또한 월텍스는 특정 고객사향 매출 의존도가 높은 것이 아닌 200여개 이상의 기업에게 부품을 납품하고 있어 특정 기업의 실적 악화와는 무관하게 안정적인 매출 성장 흐름을 보여주고 있다. 고객사 다변화는 전방 디바이스 다양성과도 맞닿아 있어 국내 업체 중 비메모리 반도체향 매출 비중이 가장 높은 편이다. 국내 업체들의 메모리 비중은 최소 80% 이상에 달하는 반면 월텍스는 다수의 해외 비메모리 업체들에게도 제품을 납품 중에 있어 비메모리향 매출 비중이 약 40% 정도로 높다. 이는 디램과 낸드 공급 침체로 인한 부품 업체들의 매출 하락에 있어 상대적인 실적 방어가 가능하다는 것을 의미한다.

이에 1) 단가가 저렴한 애프터마켓 채택률 증가, 2) 높은 비메모리 비중에 힘입어 2023년에도 월텍스의 매출액은 2,900억 가량을 달성하며 YoY +16%를 상회하는 성장률을 달성할 전망이다. 특히 이전까지 애프터마켓 채택률이 낮았던 대형 메모리 고객사가 최근 벤더 내 애프터마켓 확대 움직임을 보이고 있어 추후 채택률 상승 시 전체 시장 규모 측면에서 큰 폭의 납품 물량 성장이 가능할 것으로 추정된다.

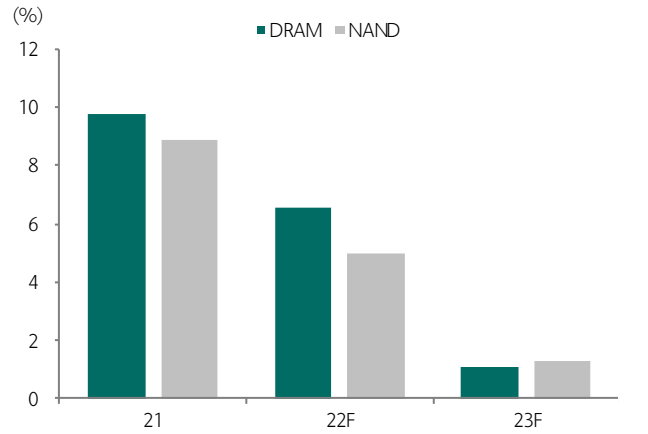
메모리 대비 양호한 업황으로 인해 비메모리의 CapEx 감소폭(-4%)은 가장 낮을 것으로 예상되며 상대적으로 견조한 출하량 추이를 보임에 따라 월텍스의 매출 성장세는 지속될 전망이다. 메모리 대비 시장규모가 월등히 크에도 불구하고 비메모리 노출도가 높은 국내 부품 기업은 극소수에 불과하다. 이에 비메모리 시장의 성장 수혜를 누릴 수 있다는 점이 중장기적으로는 타 부품 업체들과의 차별성을 불러올 수 있다. 더이상 매출 규모 측면에서 비포마켓 업체 대비 열위에 속한 기업이라 단순하게 판단하기 어려운 이유이다.

그림 1. 고객사별 매출 비중



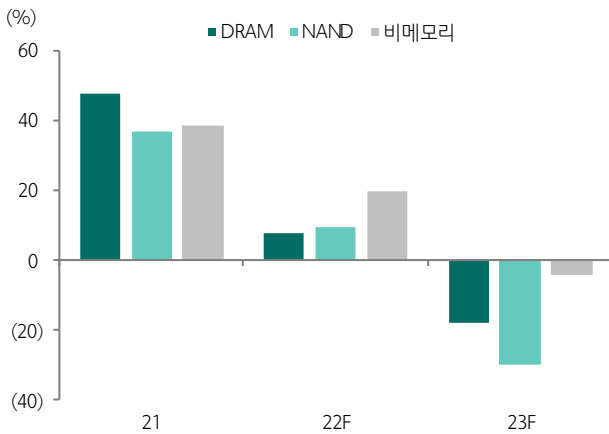
자료: 월덱스, 하나증권

그림 2. 글로벌 메모리 반도체 CAPA 증감율



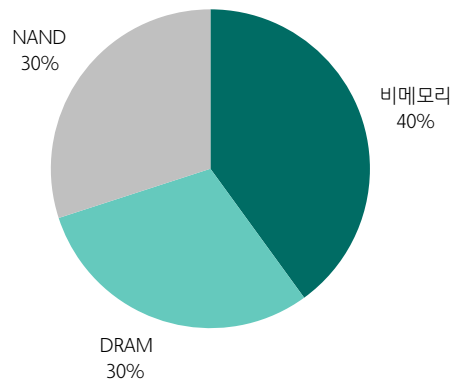
자료: Trendforce, 하나증권

그림 3. 디바이스별 CapEx 증감율



자료: Trendforce, Gartner, 하나증권

그림 4. 월덱스 매출 비중



자료: 월덱스, 하나증권

2) 실적 성장의 키는 신규공장 정상 가동 시점

2022년 월텍스는 2,500억원 가량의 매출액을 달성하며 전년 대비 +30% 이상의 성장률을 보일 것으로 추정된다. 매출 성장을 견인한 것은 고객사의 견조한 수요이다. 고객사의 요구 물량 확대로 가동률이 높아짐에 따라 월텍스는 지속적으로 CAPA 증설을 단행해왔다. CAPA 규모 증가율은 18년 25%, 21년 33%로 비포 업체 대비 낮으나 완공 이후 가동률이 빠르게 상승하는 모습을 보인다. 특히 18년 해외 대형 고객사 확보 이후 고객사의 물량 확대 폭이 커지며 CAPA 증가율이 높아지고 있음에도 증설이 요구되는 시기는 점차 앞당겨지는 모습을 보이고 있다.

2021년 월텍스는 고객사의 추가 수요에 대응하기 위해 구미 5공단에 4개동 신축이 가능한 7,500평 규모의 토지를 취득하였다. 이 중 2개 동의 설비 투자가 진행 중이며 완공 시 합산 디자인 CAPA는 기존 구미 4공단의 CAPA에서 50%가 확대된 3,000억원에 달할 것으로 추정된다. 현재는 증설 라인 중 일부가 양산라인으로 가동되고 있으나 인력 수급 차질로 인해 기존 증설 목표였던 1,000억원에는 못 미치는 물량이 생산되고 있다. 실리콘 및 퀴즈 부품은 생산라인의 자동화 비율이 낮아 매출원가 내 인건비가 차지하는 비중이 20%에 달할 만큼 생산에서의 인력 확충이 중요하다. 고객사 수요에 따른 월텍스의 2023년 예상 매출액은 3,000억원 이상으로 이를 달성하기 위해서는 추가 CAPA가 확보되어야 하는 상황이다. 이에 근로자 수의 추이는 예상 매출액의 달성 가능성과도 직결된다. 향후에도 종업원 수의 증감을 통한 양산 라인 확대 규모 점검이 필요할 것으로 판단된다.

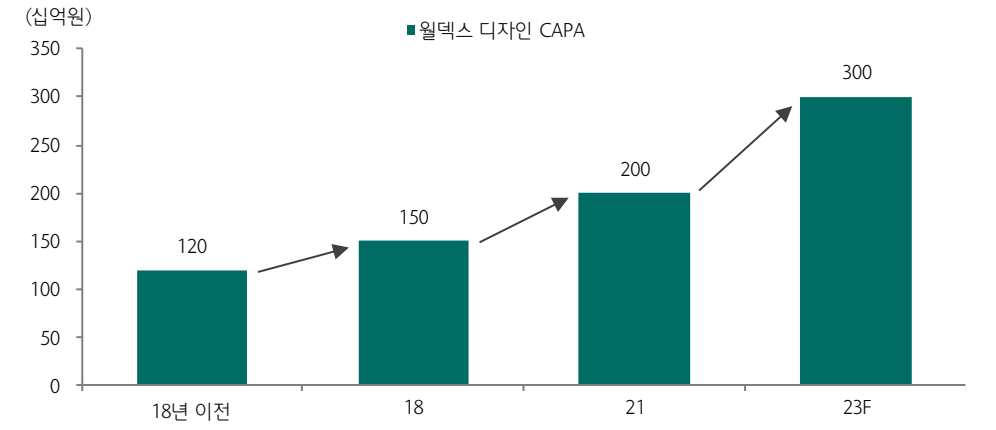
현재는 증설라인이 온전하게 가동되지 못하는 상황이기에 고정비 부담이 크나 설비투자과 인력 충원이 마무리될 시 영업 레버리지로 인한 이익 개선이 기대된다. 또한 기존 매입한 토지를 바탕으로 2개 동의 추가 증설이 가능한 상황이기에 향후 CAPA 규모 확대 시에는 더 적은 비용이 투입될 전망이다. 전방 산업 성장 시 이익 증가 폭은 더욱 커질 것으로 예상되는 이유이다.

그림 5. 월텍스 가동률 추이



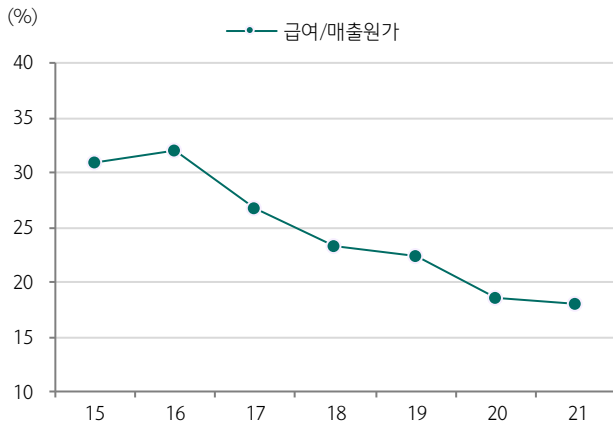
자료: 월텍스, 하나증권

그림 6. 월텍스 CAPA 증설 추이



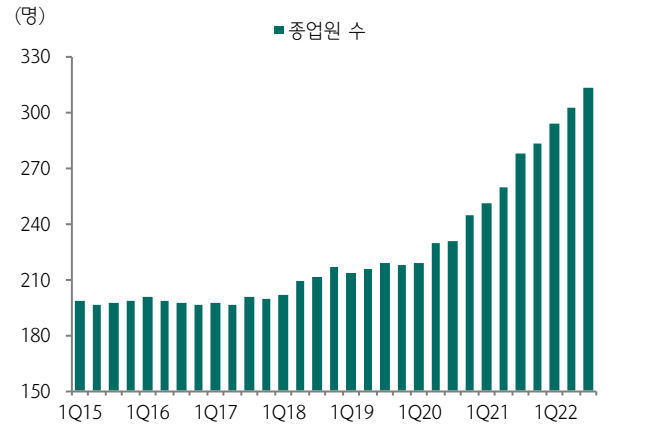
자료: 월텍스, 하나증권

그림 7. 월텍스 급여/매출원가 비중



자료: 월텍스, 하나증권

그림 8. 월텍스 채용 인력 추이



자료: 월텍스, 하나증권

3) 실적전망

2022년 월텍스의 실적은 매출액 2,498억원(+31.4% YoY), 영업이익 509억원(+26.2% YoY)을 예상한다. 4분기 고객사의 견조한 수요가 지속되며 매출액은 전분기 대비 +10% 증가할 것으로 기대되나 이익률은 하락할 것으로 판단된다. 이익률 하락의 주된 이유는 신규 공장의 정상 가동 지연이다. 2022년 10월 신규 공장의 증설이 완료되었으나 인력 수급 문제로 인해 일부 라인만이 양산 라인으로 가동되고 있다. 이에 고정비 발생으로 원가 부담이 높아졌으며 2020년부터 외주가공비가 꾸준히 증가하고 있다는 점도 이익에 부정적인 영향을 미치고 있다.

2023년 매출액은 2,910억원(+16.5% YoY), 영업이익은 625억원(+22.9% YoY)으로 전망한다. 애프터마켓의 특성 상 제품 별 매출액은 주요 거래선의 메모리 반도체 출하량을 기준으로 가정하였다. 다만 원가 절감을 위한 애프터마켓 채택 확대에 힘입어 고객사의 출하량 증가율 대비 더 높은 매출 증가세를 보여줄 가능성 또한 충분할 것으로 기대된다.

영업이익률은 신규 공장의 양산 라인이 확대되며 점진적으로 상승할 것이라 추정된다. 고객사의 단가 인하 압력으로 인한 이익 훼손 우려가 존재하나 애프터마켓과 비포마켓의 단가 차이를 고려했을 때 인하 폭은 크지 않을 것으로 예상된다. 고객사 입장에서는 애프터마켓 비중을 높임으로써 큰 단가인하 없이도 원가 절감이 가능하기 때문이다. 최근 고객사들로부터의 월텍스 제품 수요와 고객사 별 매출 비중을 고려했을 때 특정 고객사가 높은 폭의 단가 인하를 요구할 가능성은 더욱 낮다고 판단된다.

애프터마켓 제품은 구형장비로 납품되기에 고객사 측에서 애프터마켓 제품 채택을 결정하면 이후 비포마켓 제품으로 전환되는 경우는 거의 없다. 원가절감 필요성이 사라진 이후에도 마찬가지이다. 선제적인 CAPA 증설에 업황 반등으로 인한 반도체 출하량 증가가 더해질 시, 경쟁사 대비 빠른 매출 규모 확대가 가능하다는 점으로 인해 가파른 매출 증가세를 보여줄 것으로 기대된다.

표 1. 월텍스 실적 추이 및 전망

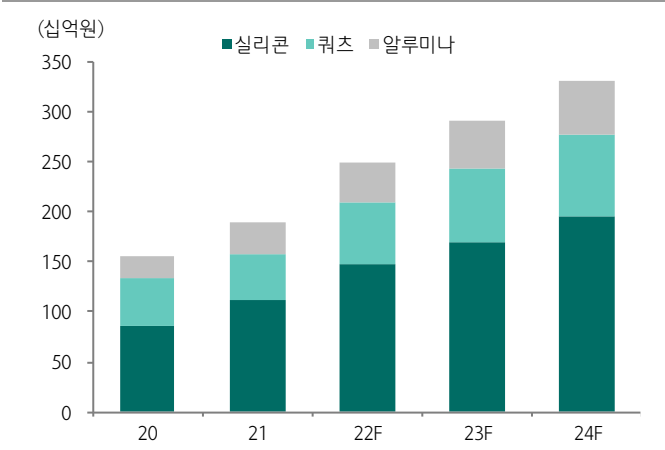
(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	20	21	22F	23F	24F
매출액	55.2	60.4	63.9	70.3	70.7	72.4	73.4	74.5	155.7	190.1	249.8	291.0	331.7
YoY	28.1%	35.8%	30.8%	30.9%	28.1%	19.7%	14.9%	6.0%	32.6%	22.1%	31.4%	16.5%	14.0%
QoQ	2.7%	9.6%	5.7%	10.1%	0.5%	2.4%	1.5%	1.5%					
실리콘	32.7	35.7	37.5	41.2	41.3	42.1	42.9	43.5	86.3	111.0	147.1	169.7	194.9
쿼츠	13.7	15.6	16.3	17.5	17.9	18.3	18.4	18.9	46.7	46.3	63.0	73.5	82.3
알루미나	8.8	9.1	10.1	11.6	11.5	11.9	12.1	12.1	22.6	32.8	39.6	47.7	54.5
영업이익	11.1	12.6	13.8	13.4	14.5	15.9	16.4	15.8	35.8	40.3	50.9	62.5	74.5
YoY	9.3%	34.8%	23.7%	38.7%	31.3%	26.0%	18.8%	17.3%	52.9%	12.6%	26.2%	22.9%	19.2%
QoQ	14.4%	13.7%	9.5%	(2.6%)	8.3%	9.1%	3.3%	(3.9%)					
(지배)순이익	8.9	10.3	13.5	10.1	12.2	12.5	14.1	12.1	21.8	33.4	42.7	50.9	61.3
마진 (%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	20	21	22F	23F	24F
GPM	27.7%	28.2%	29.2%	26.5%	27.9%	28.9%	29.9%	28.3%	32.9%	30.3%	27.9%	28.8%	29.3%
OPM	20.1%	20.8%	21.6%	19.1%	20.6%	21.9%	22.3%	21.1%	23.0%	21.2%	20.4%	21.5%	22.5%
NPM	16.1%	17.1%	21.1%	14.4%	17.2%	17.3%	19.3%	16.2%	14.0%	17.6%	17.1%	17.5%	18.5%
비용 (%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	20	21	22F	23F	24F
매출원가율	72.3%	71.8%	70.8%	73.5%	72.1%	71.1%	70.1%	71.7%	67.1%	69.7%	72.1%	71.2%	70.7%
판관비율	7.6%	7.4%	7.6%	7.4%	7.3%	7.0%	7.6%	7.2%	9.9%	9.1%	7.5%	7.3%	6.8%

자료: 월텍스, 하나증권

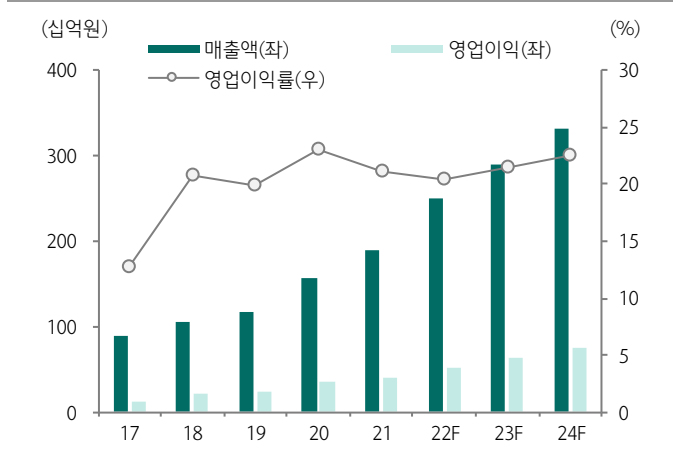
하나증권

그림 9. 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 월덱스, 하나증권

그림 10. 실적 추이 및 전망



자료: 월덱스, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	155.7	190.1	249.8	291.0	331.7
매출원가	104.5	132.4	180.2	207.3	234.6
매출총이익	51.2	57.7	69.6	83.7	97.1
판매비	15.4	17.3	18.7	21.2	22.5
영업이익	35.8	40.3	50.9	62.5	74.5
금융손익	(3.5)	1.5	(0.1)	(0.5)	0.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(6.3)	0.8	2.5	1.5	1.9
세전이익	26.0	42.6	53.2	63.6	76.6
법인세	4.2	9.2	10.5	12.7	15.3
계속사업이익	21.8	33.4	42.8	50.9	61.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	21.8	33.4	42.8	50.9	61.3
비배주주지분 손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	21.8	33.5	42.8	50.9	61.3
지배주주지분포괄이익	20.1	35.8	50.0	50.9	61.3
NOPAT	30.0	31.6	40.9	50.0	59.6
EBITDA	42.7	47.9	61.8	75.2	89.1
성장성(%)					
매출액증가율	32.62	22.09	31.40	16.49	13.99
NOPAT증가율	54.64	5.33	29.43	22.25	19.20
EBITDA증가율	44.26	12.18	29.02	21.68	18.48
영업이익증가율	52.99	12.57	26.30	22.79	19.20
(지배주주)순이익증가율	11.79	53.67	27.76	18.93	20.43
EPS증가율	11.95	53.37	27.84	19.00	20.51
수익성(%)					
매출총이익률	32.88	30.35	27.86	28.76	29.27
EBITDA이익률	27.42	25.20	24.74	25.84	26.86
영업이익률	22.99	21.20	20.38	21.48	22.46
계속사업이익률	14.00	17.57	17.13	17.49	18.48

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	112.9	134.5	175.1	208.7	254.9
금융자산	48.9	50.2	64.8	74.3	107.1
현금성자산	48.8	50.2	64.6	74.1	106.9
매출채권	27.7	27.2	35.6	37.7	45.9
재고자산	34.7	55.3	72.4	94.1	98.8
기타유동자산	1.6	1.8	2.3	2.6	3.1
비유동자산	57.3	77.4	99.1	116.7	129.4
투자자산	1.7	1.9	2.0	2.0	2.2
금융자산	1.7	1.9	2.0	2.0	2.2
유형자산	51.7	71.8	91.7	109.1	121.6
무형자산	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
기타비유동자산	3.7	3.5	5.2	5.3	5.3
자산총계	170.3	211.9	274.2	325.3	384.3
유동부채	45.2	51.8	49.0	50.2	53.7
금융부채	29.4	30.3	22.1	22.1	20.9
매입채무	7.6	8.6	11.3	12.0	14.6
기타유동부채	8.2	12.9	15.6	16.1	18.2
비유동부채	16.3	16.7	32.8	32.8	28.0
금융부채	15.5	16.3	32.3	32.3	27.3
기타비유동부채	0.8	0.4	0.5	0.5	0.7
부채총계	61.5	68.5	81.8	83.1	81.7
지배주주지분	109.0	143.6	192.6	242.6	302.9
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	32.4	32.4	32.4	32.4	32.4
자본조정	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)
기타포괄이익누계액	(3.2)	(0.2)	7.3	7.3	7.3
이익잉여금	72.4	104.1	145.5	195.4	255.8
비배주주지분	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)
자본총계	108.8	143.4	192.4	242.3	302.6
순금융부채	(4.0)	(3.6)	(10.4)	(20.0)	(59.0)

투자지표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,321	2,026	2,590	3,082	3,714
BPS	6,600	8,700	11,666	14,688	18,342
CFPS	2,515	2,521	3,382	4,667	5,550
EBITDAPS	2,587	2,900	3,741	4,555	5,395
SPS	9,429	11,511	15,127	17,622	20,089
DPS	70	60	60	60	60
주가지표(배)					
PER	13.32	14.14	7.18	6.36	5.28
PBR	2.67	3.29	1.59	1.33	1.07
PCFR	7.00	11.36	5.50	4.20	3.53
EV/EBITDA	6.70	9.80	4.80	4.02	2.96
PSR	1.87	2.49	1.23	1.11	0.98
재무비율(%)					
ROE	21.96	26.48	25.44	23.39	22.49
ROA	13.64	17.51	17.60	16.98	17.28
ROIC	35.16	30.69	29.14	28.15	29.09
부채비율	56.54	47.74	42.54	34.30	27.00
순부채비율	(3.68)	(2.51)	(5.40)	(8.24)	(19.48)
이자보상배율(배)	26.36	34.89	36.92	40.81	52.91

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	24.6	26.2	44.9	42.3	72.8
당기순이익	21.8	33.4	42.8	50.9	61.3
조정	18.8	9.8	10.4	12.7	14.5
감가상각비	6.9	7.6	10.9	12.7	14.6
외환거래손익	3.4	(1.7)	(2.2)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	8.5	3.9	1.7	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(16.0)	(17.0)	(8.3)	(21.3)	(3.0)
투자활동 현금흐름	(4.2)	(24.2)	(26.2)	(30.3)	(27.3)
투자자산감소(증가)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
자본증가(감소)	(4.8)	(24.1)	(25.1)	(30.0)	(27.0)
기타	0.6	0.1	(1.0)	(0.2)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(1.6)	(2.8)	3.0	(1.0)	(7.2)
금융부채증가(감소)	(1.2)	1.7	7.7	0.0	(6.2)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.4	(3.3)	(3.7)	0.0	0.0
배당지급	(0.8)	(1.2)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
현금의 증감	16.0	1.4	12.6	9.6	32.8
Unlevered CFO	41.5	41.6	55.8	77.1	91.6
Free Cash Flow	19.7	2.1	19.6	12.3	45.8

자료: 하나증권