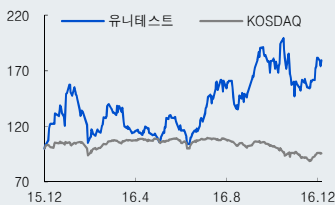


Not Rated

목표주가(원, 12M)	—
현재주가(16/12/21, 원)	12,150
상승여력	—

영업이익(16F, 억원)	121		
Consensus 영업이익(16F, 억원)	187		
EPS 성장률(16F, %)	-63.7		
MKT EPS 성장률(16F, %)	14.5		
P/E(16F, x)	25.1		
MKT P/E(16F, x)	11.2		
KOSDAQ	618.63		
시가총액(억원)	2,568		
발행주식수(백만주)	21		
유동주식비율(%)	73.4		
외국인 보유비중(%)	6.5		
배타(12M) 일간수익률	1.69		
52주 최저가(원)	7,050		
52주 최고가(원)	13,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.7	56.0	66.4
상대주가	14.0	73.6	79.9



[스몰캡비즈니스]

추연환
 02-3774-1788
 yeonhwan.choo@miraeasset.com

유니테스트 (086390)

Tester 국산화의 선구자

반도체 검사장비(Memory Tester) 제조업체

유니테스트는 반도체 패키징 공정에서 사용되는 검사장비 제조업체이다. 2000년 3월 설립되었으며, 메모리 반도체의 성능과 속도 등을 테스트하는 컴포넌트 및 모듈 테스터를 국내 최초로 국산화했다. 주요 매출처는 메모리반도체업체인 SK하이닉스와 Hitech(하이닉스의 후공정 중국 자회사), 난야테크놀로지(대만)이다.

반도체 검사장비는 어드반테스트(일)와 테러다인(미)이 글로벌 시장을 과점하고 있는 제품이다. 장비 수요처는 삼성전자, SK하이닉스, TSMC 등의 반도체 소자업체와 ASE 등 테스트/패키징 전문업체이다. 위에 언급한 두 장비업체가 과점적인 시장지배력을 기반으로 반도체 업체들과의 가격협상력에서 우위를 점하고 있으며, 막대한 이익을 내고 있는 시장이다. **유니테스트는 검사장비 국산화에 대한 반도체소자업체의 필요성에 의해 성장했고, 현재는 기업 성장의 중요한 변곡점에서 있다고 판단된다.**

기존 DRAM 검사장비에 이어 2017년 NAND 검사장비 수주 기대

유니테스트는 2015년 난야의 DDR3 D램 Tester(컴포넌트 Tester) 대량 수주와 Burn-In 및 고온, 저온 Core Test를 동시에 수행하는 DDR4 고속번인 복합 Tester를 개발, SK하이닉스 향으로 납품하면서 큰 폭의 실적 개선을 이루었다.

고속번인 복합Tester는 기존 3가지 공정을 한 장비에서 빠른 속도로 수행해 검사공정의 효율성을 극대화시켜주는 장비이다. 고객사 입장에서 원가절감 기여도가 높아 SK하이닉스의 DDR4 전환투자 Cycle에서 지속적인 수주가 기대된다. 15년 SK하이닉스 납품 이후 D램업황 악화로 수주 공백기를 겪다가 16년 6월부터 수주가 재개되었다. D램업황 호조와 SK하이닉스의 17년 설비투자 증가로 DDR4 복합Tester장비는 안정적인 매출이 발생할 전망이다.

3D NAND 고속번인 복합Tester는 2017년 SK하이닉스 향으로 최초 수주가 기대된다. 17년 1분기 제품Test가 진행될 것으로 보이며 17년 2~3분기 수주가 예상된다.

17년 예상실적 기준 P/E 8.5배, 메모리 설비투자 Cycle 감안 시 저평가

유니테스트의 17년 예상 실적은 매출액 1,825억원(YoY +50%), 영업이익 360억원(YoY +198%), 지배주주순이익 303억원(YoY +196%)이다. **매출 성장 이유는 1) SK하이닉스 향 기존 D램(DDR4용) Tester 수주 지속, 2) SK하이닉스 향 낸드플래시 Tester 신규 수주, 3) 난야의 D램 DDR4 공정전환 투자로 인한 수혜** 등이다. SK하이닉스 향 대비 수익성이 좋은 난야 향 매출이 재개되고, 매출 증가에 따른 장비업체 특유의 영업레버리지 효과가 발생하면서 영업이익률 상승이 기대된다.

17년 예상 실적 기준 P/E는 8.5배로 국내 반도체 전공정 장비업체들의 17년 예상 P/E 10~12배와 글로벌 검사장비업체인 어드반테스트의 03/17(3월) 결산, 16년 4월~17년 3월) 및 03/18 예상실적 기준 P/E 30배, 27배와 비교해 저평가되어 있다.

결산기 (12월)	12/12	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F
매출액 (억원)	435	163	625	1,335	1,218	1,825
영업이익 (억원)	46	-77	82	301	121	360
영업이익률 (%)	10.6	-47.2	13.1	22.5	9.9	19.7
순이익 (억원)	24	-84	65	259	102	303
EPS (원)	148	-526	351	1,334	484	1,433
ROE (%)	6.6	-26.4	19.7	49.9	15.0	35.6
P/E (배)	18.3	-	27.4	6.7	25.1	8.5
P/B (배)	1.1	1.0	4.3	2.5	3.5	2.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 유니테스트, 미래에셋대우 투자정보지원부

반도체 Tester 제조업체

유니테스트는 반도체 패키징 공정에서 사용되는 검사장비 제조업체이다. 2000년 3월 설립되었으며, 메모리 반도체의 성능과 속도 등을 테스트하는 컴포넌트 및 모듈 테스터를 국내 최초로 국산화해서 제조하고 있다. 주요 매출처는 메모리반도체업체인 SK하이닉스와 Hitech(하이닉스의 후공정 중국 자회사), 난야테크놀로지(대만)이다.

반도체 검사장비는 어드반테스트(일)와 테러다인(미)이 글로벌 시장을 과점하고 있는 제품이다. 장비 수요처는 삼성전자, SK하이닉스, TSMC 등의 반도체 소자업체와 ASE 등 테스트/패키징 전문업체이다. 위에 언급한 두 장비업체가 과점적인 시장지배력을 기반으로 반도체업체들과의 가격협상력에서 우위를 점하고 있으며, 막대한 이익을 내고 있는 시장이다. 유니테스트는 검사장비 국산화에 대한 반도체 소자업체의 필요성에 의해 성장했고, 현재는 기업 성장의 중요한 변곡점에 서 있다고 판단된다.

반도체 업황이 회복되면서 2017년 반도체 설비투자는 다시 증가할 전망이다. 국제 반도체장비재료협회(SEMI)에 따르면 글로벌 반도체 장비시장 규모는 2015년 360억 US\$에서 2016년 375억US\$(YoY +4.1%), 2017년 414억 US\$(YoY +10.6%)로 확대될 것으로 예상된다. 2015년 81억US\$에서 2016년 68억 US\$ 규모로 감소했던 한국시장이 2017년 91억 US\$로 증가하면서 반도체 장비 시장 회복을 견인할 전망이다.

투자를 주도하는 제품은 여전히 3D 낸드플래시일 것으로 판단되며 1)스마트폰 메모리용량 증가와 2)서버컴퓨터에서의 저전력 D램 수요 증가로 LPDDR4 D램 설비투자도 증가할 것으로 보인다.

그림 1. Memory Tester



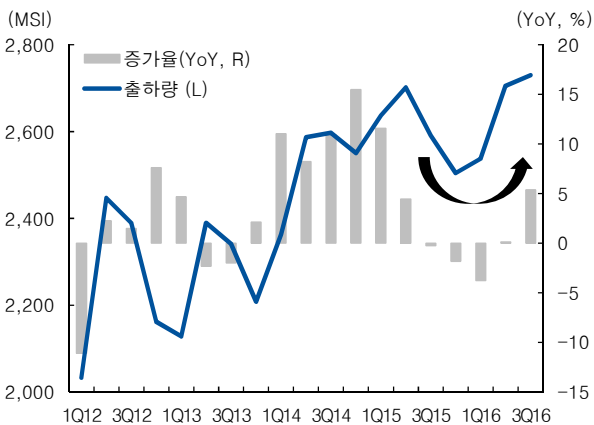
자료: 유니테스트, 미래에셋대우 투자정보지원부

그림 2. 유니테스트 사업 영역



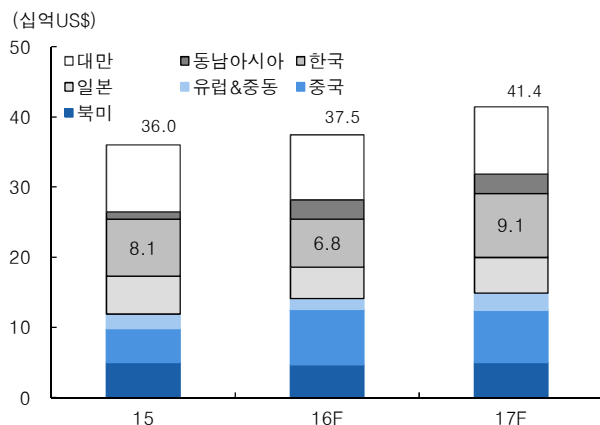
자료: 유니테스트, 미래에셋대우 투자정보지원부

그림 3. 분기별 반도체 웨이퍼 출하량 추이(면적 기준)



자료: SEMI Silicon Manufacturers Group, 미래에셋대우 투자정보지원부
주: MSI(Million of Square Inches)

그림 4. 글로벌 반도체장비 시장 전망



자료: World Fab Forecast report(SEMI August 2016), 미래에셋대우 투자정보지원부

주요 고객사 설비투자 증가로 인한 수혜 기대

주요 고객사인 SK하이닉스와 난야의 설비투자는 16년 상반기 D램업황 악화로 둔화되었으나, 메모리 반도체 업황 호전으로 17년에는 증가할 전망이다. SK하이닉스는 18나노 신공정이 적용된 DDR4 D램과 3D 낸드플래시(72단 투자가 유력) 라인 투자를 진행할 것으로 예상된다. 15년 DDR3 D램 라인 투자를 대규모로 진행했던 난야는 17년 DDR4 공정전환 투자가 예상되며, 동사의 수주가 기대된다.

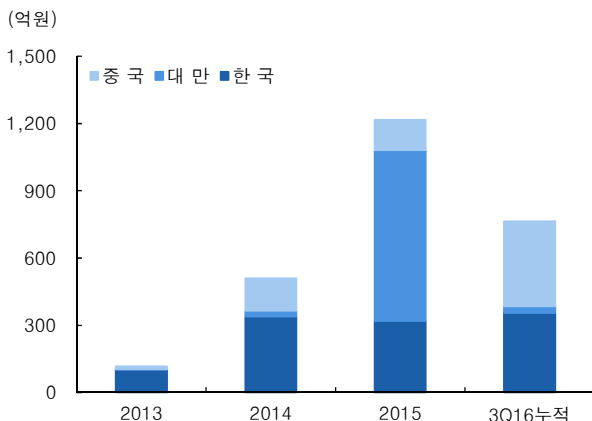
표 1. 유니테스트 수주공시 현황

(단위: 억원)

수주일자	판매/공급계약 내용	계약상대방	시작일	종료일	계약금액
2015-01-21	반도체 검사장비	Nanya Technology	2015-01-21	2015-06-30	294
2015-01-26	반도체 검사장비	Nanya Technology	2015-01-26	2015-06-30	109
2015-02-11	반도체 검사장비	SK하이닉스	2015-02-11	2015-03-31	27
2015-03-05	반도체 검사장비	Hitech Semiconductor(중국)	2015-03-05	2015-04-15	11
2015-01-30	반도체 검사장비	SK하이닉스	2015-01-30	2015-04-30	63
2015-04-20	반도체 검사장비	Nanya Technology	2015-04-20	2015-05-29	44
2015-04-29	반도체 검사장비	Nanya Technology	2015-04-29	2015-08-30	50
2015-05-13	반도체 검사장비	SK하이닉스	2015-05-13	2015-07-01	17
2015-06-12	반도체 검사장비	Nanya Technology	2015-06-12	2015-08-03	52
2015-10-22	반도체 검사장비	SK하이닉스	2015-10-22	2015-11-03	51
2015-12-08	반도체 검사장비	SK하이닉스	2015-12-08	2015-12-15	9
2015-12-28	반도체 검사장비	SK하이닉스	2015-12-28	2016-01-15	14
2016-03-29	반도체 검사장비	SK하이닉스	2016-03-29	2016-07-01	93
2016-03-30	반도체 검사장비	SK하이닉스	2016-03-30	2016-05-10	14
2016-06-07	반도체 검사장비	Hitech Semiconductor(중국)	2016-06-07	2016-08-31	360
2016-06-08	반도체 검사장비	Hitech Semiconductor(중국)	2016-06-08	2016-08-31	7
2016-06-15	반도체 검사장비	SK하이닉스	2016-06-15	2016-09-20	149
2016-08-04	반도체 검사장비	SK하이닉스	2016-08-04	2016-08-31	22
2016-08-17	반도체 검사장비	SK하이닉스	2016-08-17	2016-10-01	14
2016-09-01	반도체 검사장비	Hitech Semiconductor(중국)	2016-09-01	2016-11-30	180
2016-09-30	반도체 검사장비	SK하이닉스	2016-09-30	2016-11-04	13
2016-09-27	태양광발전소 건설공사	와이엔솔라쥬, 춘천	2016-09-27	2017-01-31	30
2016-09-30	태양광발전소 건설공사	(주)엠아이씨전기, 청주	2016-09-30	2017-02-25	17
2016-10-12	태양광발전소 건설공사	(주)미래, 춘천	2016-10-12	2017-01-31	45
2016-10-12	태양광발전소 건설공사	(주)을문솔라테크, 춘천	2016-10-12	2017-01-31	30
2016-10-12	태양광발전소 건설공사	(주)춘천솔라테크, 춘천	2016-10-12	2017-01-31	45
2016-10-14	태양광발전소 건설공사	장수갈산태양광발전소(주), 영주시	2016-10-14	2017-03-31	28
2016-10-18	반도체 검사장비	SK하이닉스	2016-10-18	2016-12-30	19
2016-11-14	반도체 검사장비	Hitech Semiconductor(중국)	2016-11-14	2016-12-22	11
2016-11-21	반도체 검사장비	SK하이닉스	2016-11-21	2016-12-30	78

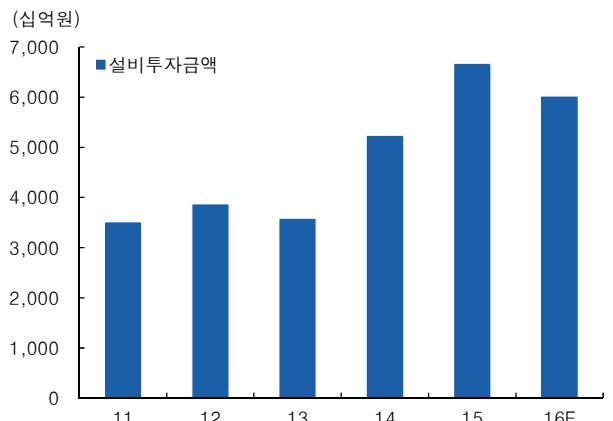
자료: 유니테스트, 미래에셋대우 투자정보지원부

그림 5. 유니테스트 반도체 검사장비 지역별 매출 추이



자료: 유니테스트, 미래에셋대우 투자정보지원부

그림 6. SK하이닉스 설비투자 금액 추이



자료: SK하이닉스, 미래에셋대우 투자정보지원부

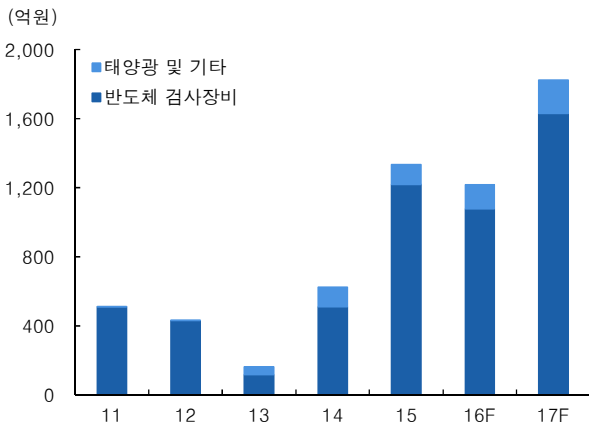
메모리반도체 설비투자 Cycle 감안 시 밸류에이션 저평가

유니테스트의 17년 예상 실적은 매출액 1,825억원(YoY +50%), 영업이익 360억원(YoY +198%), 지배주주순이익 303억원(YoY +196%)이다. 매출 성장 이유는 1) SK하이닉스 향 기존 D램(DDR4용) Tester 수주 지속, 2) SK하이닉스 향 낸드플래시 Tester 신규 수주, 3) 난야의 D램 DDR4 공정전환 투자로 인한 수혜 등이다.

유니테스트의 3Q16 실적은 매출액 517억원, 영업이익 86억원이었다. 영업이익률이 16.6%를 기록하며 3분기 실적이 기대에 미치지 못했던 이유는 1) 3분기 원화 강세로 인한 매출원가율 상승과, 2) 판매보증비 증가로 인한 판관비 상승 때문이다. 4Q16 실적은 매출액 421억원, 영업이익 63억원을 기록할 전망이다. 반도체 검사장비 매출이 314억원, 태양광사업부의 발전소 설치공사 매출이 107억원 예상된다. 9월 이후 SK하이닉스와 Hitech에서 수주받은 검사장비가 공시한 금액으로만 300억원을 상회하고, 태양광발전소 공사 수주액도 200억원이기 때문에 매출액 추정은 보수적이라고 판단된다. 4분기는 3분기와 달리 원화 약세 국면이기 때문에 환율 수혜가 예상되고, 판매보증비도 감소할 것으로 보이지만 상대적으로 원가율이 높은 태양광사업부 매출비중이 높아져 영업이익률은 15% 수준이 예상된다.

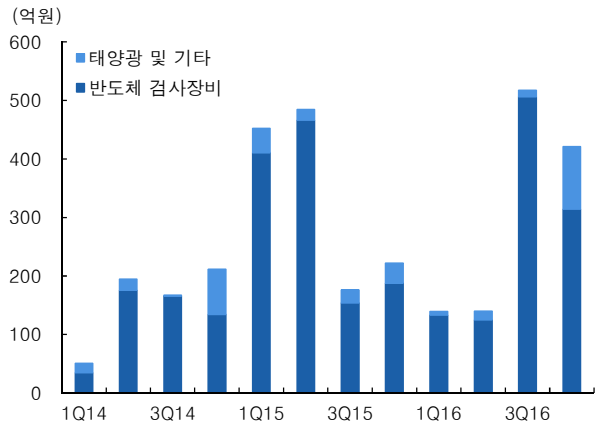
17년 예상 실적 기준 P/E 8.5배로 국내 반도체 전공정 장비업체들의 17년 예상 P/E 10~12배와 글로벌 검사장비 업체인 어드반테스트의 03/17(3월 결산, 16년 4월~17년 3월) 및 03/18 예상실적 기준 P/E 30배, 27배와 비교해 저평가되어 있다. 후공정 장비업체들이 전공정 장비업체들과 비교해 기업가치를 할인 받는 것이 일반적이지만 후공정 장비 중 기술적 진입장벽이 가장 높고 글로벌 장비업체들이 과점하고 있는 Tester 장비 국산화를 이뤄내고, 기존 D램용 장비에서 NAND용 장비로 매출 확장성이 가시화되고 있다는 점에서 동사 가치가 할인 받을 이유는 없다고 판단된다.

그림 7. 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



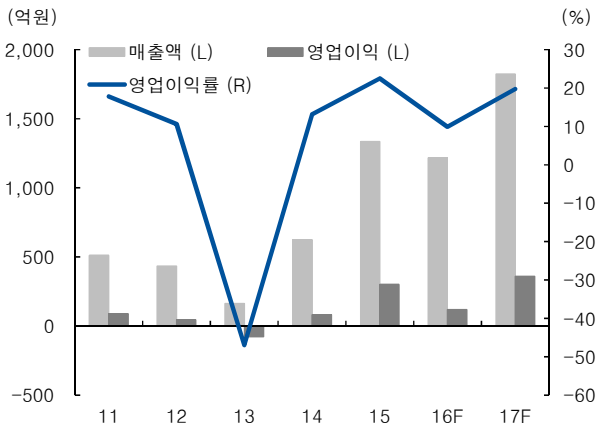
자료: 유니테스트, 미래에셋대우 투자정보지원부

그림 8. 사업부별 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 유니테스트, 미래에셋대우 투자정보지원부

그림 9. 유니테스트 실적 추이 및 전망



자료: 유니테스트, 미래에셋대우 투자정보지원부

그림 10. 반도체 검사장비업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 투자정보지원부

유니테스트 (086390)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
매출액	625	1,335	1,218	1,825
매출원가	378	813	846	1,180
매출총이익	247	522	372	645
판매비와관리비	165	222	251	285
조정영업이익	82	301	121	360
영업이익	82	301	121	360
비영업손익	-14	-8	-6	-4
금융손익	-9	-6	-3	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	68	293	115	356
계속사업법인세비용	4	34	14	53
계속사업이익	65	259	101	303
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	65	259	101	303
지배주주	65	259	102	303
비지배주주	0	1	-1	0
총포괄이익	62	262	101	303
지배주주	62	261	101	302
비지배주주	0	1	0	1
EBITDA	122	357	168	393
FCF	37	255	34	184
EBITDA 마진율 (%)	19.5	26.7	13.8	21.5
영업이익률 (%)	13.1	22.5	9.9	19.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.4	19.4	8.4	16.6

예상 재무상태표 (요약)

(억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
유동자산	462	616	728	1,045
현금 및 현금성자산	66	246	272	399
매출채권 및 기타채권	146	183	223	315
재고자산	200	142	180	270
기타유동자산	50	45	53	61
비유동자산	350	392	392	379
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	221	277	265	251
무형자산	79	48	33	34
자산총계	812	1,009	1,120	1,424
유동부채	350	266	313	354
매입채무 및 기타채무	149	56	72	97
단기금융부채	168	135	215	217
기타유동부채	33	75	26	40
비유동부채	75	93	93	84
장기금융부채	37	37	26	14
기타비유동부채	38	56	67	70
부채총계	425	359	407	438
지배주주지분	388	649	715	987
자본금	93	97	97	97
자본잉여금	240	252	252	252
이익잉여금	86	333	398	670
비지배주주지분	-1	0	-1	-1
자본총계	387	649	714	986

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/14	12/15	12/16F	12/17F
영업활동으로 인한 현금흐름	41	263	44	194
당기순이익	65	259	101	303
비현금수익비용가감	77	121	67	90
유형자산감가상각비	16	19	22	24
무형자산상각비	24	37	25	9
기타	37	65	20	57
영업활동으로인한자산및부채의변동	-97	-143	-108	-142
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-68	-115	-40	-90
재고자산 감소(증가)	-95	36	-38	-90
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	110	-69	16	23
법인세납부	0	-2	-14	-53
투자활동으로 인한 현금흐름	-40	-75	-49	-27
유형자산처분(취득)	-3	-8	-10	-10
무형자산감소(증가)	-32	-20	-10	-10
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	-30	-26	-7
기타투자활동	-2	-17	-3	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	-8	32	-40
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	55	17	0	0
배당금의 지급	0	-14	-37	-30
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	-5	180	27	127
기초현금	71	66	246	272
기말현금	66	246	272	399

자료: 유니테스트, 미래에셋대우 투자정보지원부

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/14	12/15	12/16F	12/17F
P/E (x)	27.4	6.7	25.1	8.5
P/CF (x)	12.5	4.5	15.3	6.5
P/B (x)	4.3	2.5	3.5	2.5
EV/EBITDA (x)	15.6	4.6	15.0	6.1
EPS (원)	351	1,334	484	1,433
CFPS (원)	764	1,960	795	1,860
BPS (원)	2,240	3,496	3,517	4,807
DPS (원)	80	200	150	200
배당성향 (%)	21.9	14.4	30.0	13.4
배당수익률 (%)	0.8	2.2	1.2	1.6
매출액증가율 (%)	283.4	113.6	-8.8	49.8
EBITDA증가율 (%)	-	192.6	-52.9	133.9
조정영업이익증가율 (%)	-	267.1	-59.8	197.5
EPS증가율 (%)	-	280.1	-63.7	196.1
매출채권 회전을 (회)	6.7	8.2	6.1	6.9
재고자산 회전을 (회)	4.1	7.8	7.6	8.1
매입채무 회전을 (회)	4.6	8.3	14.4	15.0
ROA (%)	9.3	28.5	9.5	23.8
ROE (%)	19.7	49.9	15.0	35.6
ROIC (%)	15.9	47.6	17.1	41.6
부채비율 (%)	110.1	55.3	57.0	44.4
유동비율 (%)	131.9	231.8	232.3	295.3
순차입금/자기자본 (%)	34.8	-13.7	-6.3	-19.1
조정영업이익/금융비용 (x)	8.1	43.8	40.3	90.0

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.27%	17.07%	13.66%	0.00%

* 2016년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

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 당사가 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.