



매커스

| Bloomberg Code (093520 KS) | Reuters Code (093520.KQ)

2022년 11월 11일

[혁신성장]

정민구 책임연구원
☎ 02-3772-1544
✉ mingujjeong@shinhan.com

백지우 연구원
☎ 02-3772-2671
✉ jiwoo100@shinhan.com

업황도 이겨내는 PER 3.7배 반도체 기업



Not Rated

-



현재주가 (11월 10일)

7,410 원



목표주가

-



상승여력

-

- ◆ '아무나' 할 수 없는 시스템반도체 솔루션 전문 기업
- ◆ 커져가는 FPGA반도체 시장에서, 글로벌 1위 자일링스와 동행
- ◆ 떡잎부터 달랐던 매커스, 매년 최대 영업이익률 갱신 전망

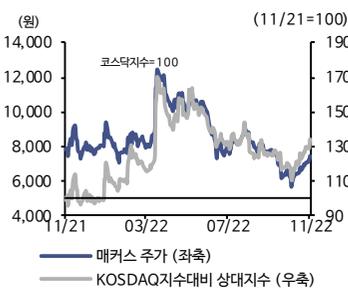


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

투자판단	Not Rated
목표주가	-
상승여력	-

KOSPI	2,402.23p
KOSDAQ	707.78p
시가총액	119.8십억원
액면가	500원
발행주식수	16.2백만주
유동주식수	9.2백만주(57.1%)
52주 최고가/최저가	12,400원/5,620원
일평균 거래량 (60일)	140,622주
일평균 거래액 (60일)	1,013백만원
외국인 지분율	13.43%
주요주주	
신동철 외 6인	15.93%
FIDELITY MANAGEMENT 외 7인	9.91%
절대수익률	
3개월	-15.5%
6개월	-25.2%
12개월	-5.4%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	-2.1%
6개월	-9.6%
12개월	32.1%

주가차트



시스템반도체 솔루션 전문 기업

2006년 설립된 비메모리 반도체 솔루션 전문기업이다. 비메모리반도체 영업은 특성상 고객의 니즈에 맞는 반도체종류 선정부터 회로설계까지 지원하는 기술영업이 필요하며, 인적 진입장벽이 존재하는 사업이다. 매커스는 FPGA반도체 전문인력을 다수 보유하고 있으며, 근속년수도 길다. 매출액 비중 80%는 자일링스사(M/S 1위)제품이다.

최근 FPGA반도체 적용분야가 확장되고 있고, 국내 전방시장 호황에 따라 2022년에도 꾸준한 실적 성장이 예상된다. 단순 유통사는 증익이 어렵다는 시장의 견해와 달리, 영업레버리지효과를 반증하는 3분기 호실적을 시현하였다. 밸류에이션 재평가가 예상되는 이유이다.

FPGA 반도체시장 글로벌 MS 1위 자일링스와 동행

FPGA(Field-Programmable Gate Arrey)반도체는 특징적인 설계유연성과 우수한 가성비로 적용분야를 넓혀가며 2021년 8,000억원에서 2026년 1.2조원으로 고성장 할 전망이다. FPGA반도체 시장은 AMD(자일링스 인수)와 인텔(알테라 인수)가 과점하고 있다. 매커스는 점유율 1위업체인 자일링스와 동반 성장해 왔으며, 국내 FPGA 적용분야 확장에 따른 수혜가 지속될 전망이다.

2023년에도 자일링스는 강력한 수요에 따른 성장을 예상하였다. 2022년 3분기 실적발표에서 항공우주, 국방, 전장향 수주 증가와 데이터센터 부문 수익 증가로 호실적을 달성하였다. 자일링스 제품에 대한 강한 수요는 4분기에도 계속될 것이라 전망하고 있다. 또한 무디스 보고서에서도 FPGA반도체의 리드타임은 여전히 50주가 넘어 2023년에도 강한 수요가 계속될 것을 전망하였다. 최근 반도체 업황이 어렵지만 2023년에도 매커스의 꾸준한 외형성장이 기대되는 시점이다.

2023년 최대 영업이익률 갱신 전망

경쟁사 대비 고부가가치 제품을 취급하여 수익성이 높다. 2019년 부터 매출액 규모가 꾸준히 증가하며 최근 고정비 상쇄효과도 나타나고 있다. 이러한 효과는 방산, 항공우주 등 고마진 제품 매출 비중이 증가하고 영업레버리지 효과가 심화되는 2023년 더욱 극적으로 나타날 것으로 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2020	86.9	9.5	10.3	8.0	493	66.5	3,497	10.2	6.6	1.4	14.6	(29.9)
2021	140.7	26.0	30.9	25.0	1,545	213.4	4,929	5.2	3.2	1.6	36.7	(57.1)
2022F	190.7	33.0	28.8	22.7	1,405	(9.0)	6,247	5.3	1.9	1.2	25.1	(57.3)
2023F	225.1	42.3	40.2	32.0	1,980	40.9	8,139	3.7	0.9	0.9	27.5	(62.5)
2024F	245.9	48.0	46.1	36.7	2,272	14.7	10,324	3.3	0.1	0.7	24.6	(68.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

커져가는 FPGA 반도체시장에서, 글로벌 1위 자일링스와 동행

ASSP: Application Specific Standard Product

ASIC: Application Specific Integrated Circuit

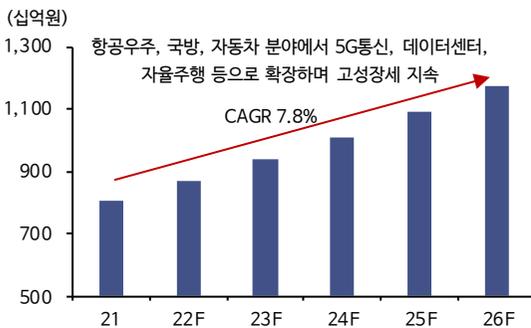
FPGA: Field Programmable Gate Array

FPGA(Field-Programmable Gate Arrey)반도체는 특징적인 설계유연성과 우수한 가성비로 적용 산업분야를 넓혀가며 빠르게 성장 중이다. 비메모리반도체 종류는 ASSP, ASIC, FPGA로 나뉜다. 그중 FPGA는 ASSP대비 회로설계가 유연하고, ASIC대비 가격경쟁력은 뛰어나다.

FPGA반도체는 기존 특수한 목적에 특화된 방산, 항공우주 등에 사용 되어왔다. 재프로그래밍이 가능하단 장점이 있어 급격한 기술의 변화가 일어나는 AI, 자율주행, 등 첨단분야에서의 수요가 증가 중이다. 최근에는 발열 및 전력소모 효율성이 중요한 데이터센터용으로도 확장 되고 있다. FPGA 시장규모는 2021년 8,000억원에서 2026년 1.2조원으로 고성장 할 전망이다.

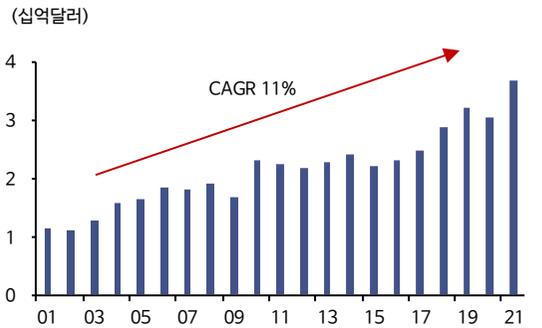
FPGA반도체 시장은 AMD(자일링스 인수)와 인텔(알테라 인수)이 과점하고 있으며 한국에서도 마찬가지이다. AMD의 2022년 3분기 실적발표에 따르면 자일링스 FPGA사업부는 항공우주, 국방, 전장향 수주와 데이터센터 부문 수익 증가로 기록적 매출 달성하였으며, 강한 수요가 4분기에도 계속될 것이라 발표하였다. 또한 무디스 애널리틱스가 발표한 보고서에서도 FPGA반도체의 리드타임은 여전히 50주가 넘으며, 다양한 산업군에서 기술변화에 따라 2023년에도 FPGA반도체에 대한 강한 수요가 계속될 것을 전망하였다. 2023년에도 자일링스 반도체 매출비중이 80%인 매커스의 꾸준한 외형성장이 기대되는 이유이다.

FPGA반도체 글로벌 시장규모 추이



자료: 마켓리서치, 신한투자증권

자일링스 매출액 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

떡잎부터 달랐던 매커스, 매년 최대 영업이익률 갱신 전망

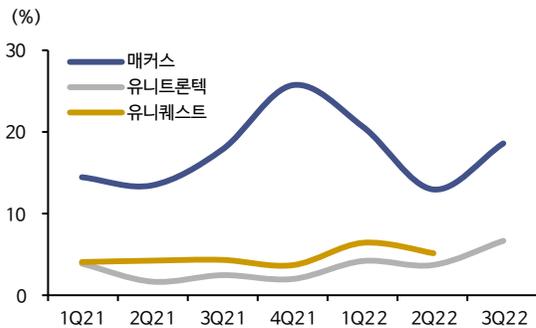
증익은 고마진 제품 매출 비중이 증가하고 영업레버리지 효과가 추가되는 2023년 더욱 극적으로 나타날 것

경쟁사 대비 고부가가치 제품을 취급하여 영업이익률이 비교적 높다. 2019년 부터는 전사적 매출액 규모가 꾸준히 증가하며 고정비 상쇄효과가 나타나고 있다. 이러한 효과는 고마진 제품 매출 비중이 증가하고 영업레버리지 효과가 추가되는 2023년 더욱 극적으로 나타날 것으로 보인다.

3분기 고정비 상쇄효과를 반증하는 실적을 시현하였다, 매출액 506억원(+60.7%, YoY), 영업이익 95억원(+66.9%, YoY). 방산, 우주항공 등 고부가가치 상품에 대한 수요가 증가하며 외형성장과 수익성 개선이 동시에 이루어졌다. 4분기에는 고객사 재고조정에따라 매출액이 소폭 하락할 것으로 보이나, 2023년 상반기 이전 수요로 나타날 것으로 판단한다.

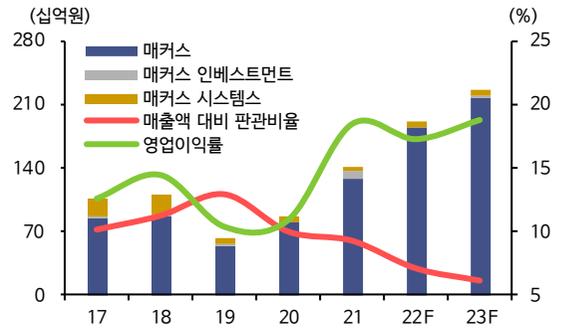
2022년 매출액 1,907억원(+35.5% YoY), 영업이익 330억원(+26.8%, YoY)으로 추정한다. 매출액 증가는 1) 방산, 항공분야에서의 수주 증가 2) 반도체장비 고객사의 견조한 수요 3) 의료기기장비 적용 증가에 따른 신규고객사 증가가 이끌었다. 2023년에도 전 산업군에서 꾸준한 수요증가가 나타날 것으로 판단한다. 견조한 탑라인 성장에 따라 영업이익률도 매년 최대치로 갱신해 나갈 전망이다.

경쟁사 영업이익률 비교



자료: QuantiWise, 신한투자증권

연도별 매출액, 판관비율, 영업이익률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

매커스 분기별 영업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21F	2Q21	3Q21F	4Q21F	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22F	20	21	22F	23F
매출액	35.0	32.5	31.5	41.8	44.1	50.3	50.6	45.7	86.9	140.7	190.7	225.1
(%YoY)	82.0	27.3	45.4	103.7	25.8	55.0	60.7	9.4	51.2	61.9	35.5	18.0
매커스	34.3	31.6	29.4	33.2	41.3	48.0	49.8	44.9	80.2	128.5	184.0	217.6
매커스 인베스트먼트	0.5	0.6	0.3	7.7	0.3	0.8	0.2	0.2	1.0	9.1	1.5	1.7
매커스 시스템스	0.3	0.2	1.7	0.9	2.5	1.6	0.5	0.6	5.7	3.2	5.2	5.7
영업이익	5.1	4.4	5.7	10.8	9.2	6.6	9.5	7.7	9.5	26.0	33.0	42.3
영업이익률	14.6	13.6	18.0	25.9	20.8	13.1	18.8	16.9	10.9	18.5	17.3	18.8
당기순이익	4.6	10.8	-1.0	10.7	6.5	4.1	6.5	5.7	8.1	25.0	22.8	32.1
순이익률	13.0	33.3	-3.3	25.6	14.8	8.2	12.8	12.4	9.3	17.8	11.9	14.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	95.5	145.0	189.6	236.2	281.3
유동자산	83.9	135.9	180.4	227.0	272.0
현금및현금성자산	9.4	25.0	37.2	61.5	93.1
매출채권	11.5	16.6	22.4	26.5	28.9
재고자산	11.7	17.5	23.7	28.0	30.6
비유동자산	11.6	9.0	9.2	9.2	9.2
유형자산	4.3	4.1	3.9	3.8	3.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산	3.9	1.9	2.3	2.5	2.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	39.3	65.5	88.8	104.8	114.5
유동부채	38.5	64.6	87.5	103.3	112.8
단기차입금	1.5	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	34.1	53.6	72.7	85.8	93.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.7	1.0	1.3	1.5	1.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	56.2	79.4	100.8	131.4	166.8
자본금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
기타자본	(12.3)	(12.3)	(12.3)	(12.3)	(12.3)
기타포괄이익누계액	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
이익잉여금	53.0	76.1	97.4	128.0	163.3
지배주주지분	56.5	79.6	101.0	131.5	166.9
비지배주주지분	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
*총차입금	1.7	0.1	0.1	0.1	0.1
*순차입금(순현금)	(16.8)	(45.4)	(57.7)	(82.2)	(113.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	(0.8)	14.2	14.2	26.2	33.3
당기순이익	8.1	25.0	22.8	32.1	36.8
유형자산상각비	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환산손실(이익)	1.5	0.1	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(11.9)	(1.5)	(8.9)	(6.1)	(3.7)
(법인세납부)	(1.2)	(2.8)	(6.1)	(8.1)	(9.3)
기타	2.0	(6.8)	6.2	8.1	9.4
투자활동으로인한현금흐름	(3.7)	4.3	(0.6)	(0.4)	(0.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
유형자산의감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의증가(증가)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(3.4)	3.8	(0.3)	(0.2)	(0.1)
기타	(0.3)	0.5	(0.3)	(0.2)	(0.2)
FCF	(3.2)	23.9	17.0	27.6	34.6
재무활동으로인한현금흐름	(4.2)	(2.9)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
차입금의증가(감소)	(0.0)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(1.3)	(1.2)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
기타	(5.6)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(8.7)	15.6	12.1	24.3	31.6
기초현금	18.1	9.4	25.0	37.2	61.5
기말현금	9.4	25.0	37.2	61.5	93.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

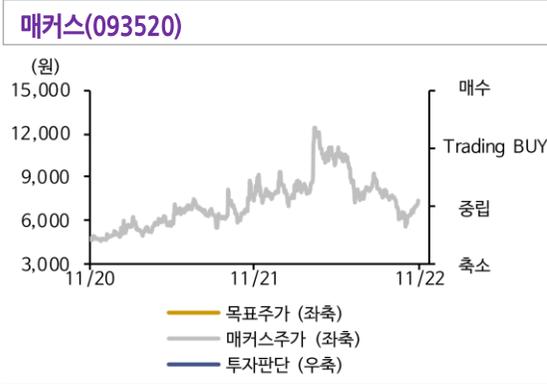
12월 결산 (십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	86.9	140.7	190.7	225.1	245.9
증감률 (%)	51.2	61.9	35.5	18.0	9.2
매출원가	68.8	101.7	144.3	169.0	182.9
매출총이익	18.1	39.0	46.4	56.0	62.9
매출총이익률 (%)	20.8	27.7	24.3	24.9	25.6
판매관리비	8.6	13.0	13.5	13.7	15.0
영업이익	9.5	26.0	33.0	42.3	48.0
증감률 (%)	59.1	175.0	26.8	28.4	13.3
영업이익률 (%)	10.9	18.5	17.3	18.8	19.5
영업외손익	0.9	4.9	(4.2)	(2.2)	(1.9)
금융손익	1.3	4.9	(4.2)	(2.2)	(1.9)
(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	10.3	30.9	28.8	40.2	46.1
법인세비용	2.3	5.9	6.1	8.1	9.3
계속사업이익	8.1	25.0	22.8	32.1	36.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.1	25.0	22.8	32.1	36.8
증감률 (%)	68.4	209.3	(9.0)	40.9	14.7
순이익률 (%)	9.3	17.8	11.9	14.2	15.0
(지배주주)당기순이익	8.0	25.0	22.7	32.0	36.7
(비지배주주)당기순이익	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
총포괄이익	7.8	24.4	22.8	32.1	36.8
(지배주주)총포괄이익	7.7	24.4	22.7	32.0	36.7
(비지배주주)총포괄이익	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
EBITDA	9.7	26.3	33.2	42.5	48.1
증감률 (%)	56.0	170.0	26.4	28.0	13.1
EBITDA 이익률 (%)	11.2	18.7	17.4	18.9	19.6

주요 투자지표

12월 결산	2020	2021	2022F	2023F	2024F
EPS (당기순이익, 원)	500	1,547	1,408	1,984	2,276
EPS (지배순이익, 원)	493	1,545	1,405	1,980	2,272
BPS (자본총계, 원)	3,479	4,914	6,235	8,131	10,319
BPS (지배지분, 원)	3,497	4,929	6,247	8,139	10,324
DPS (원)	100	120	120	120	120
PER (당기순이익, 배)	10.0	5.2	5.3	3.7	3.3
PER (지배순이익, 배)	10.2	5.2	5.3	3.7	3.3
PBR (자본총계, 배)	1.4	1.6	1.2	0.9	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.4	1.6	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA (배)	6.6	3.2	1.9	0.9	0.1
배당성향 (%)	15.1	5.8	6.2	4.4	3.9
배당수익률 (%)	2.0	1.5	1.6	1.6	1.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.2	18.7	17.4	18.9	19.6
영업이익률 (%)	10.9	18.5	17.3	18.8	19.5
순이익률 (%)	9.3	17.8	11.9	14.2	15.0
ROA (%)	8.2	20.8	13.6	15.1	14.2
ROE (지배순이익, %)	14.6	36.7	25.1	27.5	24.6
ROIC (%)	26.5	70.2	75.8	80.4	81.3
안정성					
부채비율 (%)	69.8	82.5	88.1	79.8	68.6
순차입금비율 (%)	(29.9)	(57.1)	(57.3)	(62.5)	(68.2)
현금비율 (%)	24.4	38.8	42.5	59.6	82.5
이자보상배율 (배)	59.3	158.6	2,729.8	2,793.8	2,794.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.8	5.2	6.2	5.9	5.7
재고자산회수기간 (일)	51.3	37.8	39.5	42.0	43.5
매출채권회수기간 (일)	38.1	36.4	37.3	39.7	41.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정민구, 백지우)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	섹터	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
	◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%		◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
	◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
	◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 09일 기준)

매수 (매수)	96.35%	Trading BUY (중립)	1.46%	중립 (중립)	2.19%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------