



# GST (083450)

반도체 환경장비제조

한 우물만 제대로 파도 잘할 수 있다!

**BUY**

Valuation

Target Price: 9,487.7

Price: 8,620

안전마진: 10.07%

MktCap.(100mn): 324

ROE: 93.19 %

Op.Magin: 16.07 %

PER: 6.42

PBR: 2.17

Dividend Yield: 1.2%

Major Sh.Holder:

김덕준 (20.22%)

Foreign Shr.: 2.02%

52weeks Beta: 1.24

52weeks High/Low:

9,290 / 3,585

기업분석 1팀

이정욱, 심민규, 부은영,

김성진, 우승민

Key Point :

- 확실한 기술경쟁력과 시장지배력
- 삼성전자와 하이닉스의 공격적인 반도체 설비투자의 직접적 수혜
- 메이저 경쟁사인 유니셈 대비 저평가

들어가며 - GST의 놀라운 성장세

GST는 2001년 설립된 이후로 놀라울 만큼 빠른 외형 성장과 수익의 내실화를 이루어 왔다. 기업 활동의 한 해 성과를 숫자로 보여주는 다양한 재무 수치들이 이를 뒷받침해 주고 있다. 우선, 06년도 말의 감사보고서를 참조하면 자산총계는 03년도에 비하여 15배, 매출액은 12배의 증가가 이루어졌다.

(단위: 천원)

	2003/12	2004/12	2005/12	2006/12
자산총계	1,368,250	6,415,121	9,312,520	21,123,661
매출액	2,517,963	14,413,997	16,352,673	30,824,954

외형적인 성장 이외에도 이익 지표들은 해를 거듭하여 급속한 속도로 증가하고 있다.

	2003/12	2004/12	2005/12	2006/12
영업이익	4,518	1,767,053	2,176,876	4,952,980
당기순이익	32,874	1,286,674	1,908,453	4,773,404
영업현금흐름	-50,958	1,234,537	2,484,237	4,708,736
매출총이익률	17.74%	24.06%	32.30%	40.68%

이익 지표뿐만 아니라 2006년의 ROA 53.19%, ROE는 93.19%라는 경이적인 자본생산성을 나타내고 있다. 숫자로만 봤을 때 이렇게 좋은 기

업이 실제로 어떤 사업을 하고 있을까? 이 기업은 미래에도 과거의 성장세를 유지할 수 있을까?

## 1. 제품

### 1) 가스 스크러버 (Gas Scrubber)

GST 매출의 93%를 차지하고 있는 가스 스크러버는 반도체 및 LCD 생산 과정에서 배출되는 독성 가스를 분해하여 배출하는 장비이다.

가스 스크러버가 반도체 산업에 등장하게 된 계기는 역시 환경에 대한 관심의 증대에서 찾을 수 있다. 교토 의정서가 발효되면서 온실효과 절감의 필요성이 대두되는 가운데, 반도체 공정에서 발생하는 PFC는 교토 의정서의 감축대상 가스로 분류되었으며, 특히 최근에는 전세계 반도체제조업체들이 2006년 4월 세계반도체협의회(WSC)에서의 의결에 따라 PFC 방출량 10% 감소에 본격적으로 나서면서 장비 도입이 급물살을 타기 시작하였다.

반도체 공장에 이러한 가스 스크러버의 도입은 필수적이며, 기존 반도체 공장 중 가스 스크러버를 설치하지 않은 곳이나, 새로운 반도체 공장이 들어서는 곳 어디에나 가스 스크러버에 대한 수요는 지속적으로 생겨날 것으로 기대된다.

보통 반도체 공장의 1개 라인당 70~100개의 가스 스크러버가 필요하다. 가스 스크러버는 현재 기존의 Burn, Wet, Dry scrubber 에서 Burn-wet scrubber으로 전환되었거나 교체되고 있으며, 앞으로도 Burn-wet scrubber가 시장 내 주도적인 점유율을 차지할 것이라 기대된다.

다음은 현재 가스 스크러버 시장을 구성하고 있는 세 가지 가스 스크러버에 관한 개괄적인 설명이다.

#### Dry Scrubber

##### 장점

- 처리 과정에서 물을 사용하지 않는다.
- 배출 가스의 분해에 필요한 전력이나, 가스가 다른 scrubber에 비해 거의 없다.

##### 단점

- 배출 가스의 분해를 위해 촉매를 사용하기 때문에, 촉매 카트리지를 교환하는 데 드는 유지 비용이 있다. 대용량을 처리하는데 부적합하다.

#### Heat-Wet scrubber.

**장점**

- 처리효율이 높다.
- 수용성 가스와 비수용성 가스 모두를 제거할 수 있다.

**단점**

- PFC 가스를 처리하지 못한다.

**Burn-Wet scrubber**-현재 가장 널리 보급된 scrubber이며, GST의 주력 제품이다.

**장점**

- Burn scrubber와 Wet scrubber의 장점을 모두 갖춘 장비로서, 수용성 기체와 비수용성 기체를 모두 제거할 수 있다.
- 다른 scrubber에 비해 매우 효율적이다.
- 대용량의 가스를 처리하는 데 적합하다.

## 2) 칠러 (Chiller)

반도체공정 중 주로 Etching(식각)공정에서 Process Chamber 내의 온도조건을 안정적으로 제어하는 온도조절장비로, GST 매출 비중은 10% 미만이다.

**2. Business Model**

GST의 매출은 ‘발주 - 입찰 - 수주’ 과정을 통해 발생한다. 수요예측에 따라 제품을 생산하지 않고, 고객의 주문에 의해 생산된다.

GST의 주력제품인 Burn-wet 방식의 스크러버의 경우 국내에서 그 기술적 진입 장벽을 가지고 있어, 향후 추가적인 경쟁 과열을 방지하고 있다.

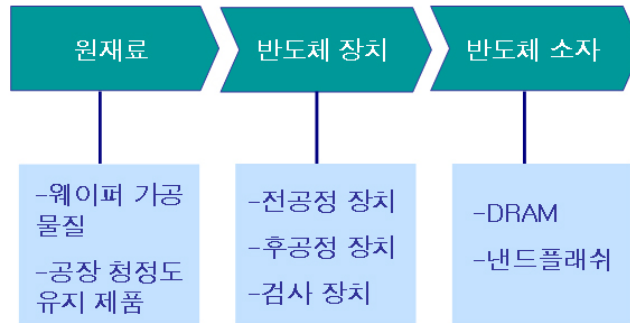
GST 매출의 약 90%는 삼성전자와 하이닉스로의 제품 판매를 통해 이루어지고 있으며, 가스 스크러버는 설비의 증설 혹은 스크러버의 교체 시에 매출이 일어나기 때문에 향후 삼성전자 및 하이닉스의 설비 투자 및 스크러버의 교체 시기가 GST의 매출에 결정적인 영향을 미치게 된다.

칠러 제품은 GST는 2004년 THC(온도, 습도 제어장치) 시장의 40%를 점유하고 있던 INS 사를 인수해 시장에 진입했으나 매출 비중은 미미하다.

**3. 반도체 산업 및 경쟁사**

## 1) 반도체 산업

<반도체 산업 Value Chain>



반도체 산업은 크게 소자산업, 장치산업, 원재료산업으로 구분할 수 있다.

소자산업은 PC에 사용되는 마이크로프로세서와 DRAM, 낸드플래쉬 메모리 등을 생산하며 핸드폰 단말기, 디지털 카메라, 오디오 등 광범위한 전자 제품에 탑재된다. 장치산업은 전공정장치, 후공정장치 및 검사장치로 분류할 수 있으며, **GST가 생산하는 장비들은 전공정 장비에 해당된다.**

<반도체 정공정 장비>

1) Main 장비	CVD, Asher, 식각장비, Track 장비 등
2) 주변장비	세정장비, 개스캐비닛, <b>Chiller, Scrubber</b> , 반도체 배관설비 등

전공정 장치는 첨단기술 집약 산업으로 투자비중이 반도체 장비 전체의 54%를 차지하며 미국, 일본이 중심이 되어 세계시장을 주도해 왔다. 장비 산업이 고부가가치 산업임에도 불구하고 핵심공정 기술력과 부품 및 소프트웨어 등 기반기술의 부족과 높은 기술개발비의 부담으로 인해 거의 수입에 의존해왔다. 따라서 반도체 산업은 수출 주도산업인 동시에 수십 억불 규모의 외국산 장비 및 재료를 수입하는 수입주도산업이기도 하다.

최근에 반도체 장치 산업에도 국내업체들이 후발주자로 참여해 기술 개발을 진행 중이며 가스스크러버는 1995년 유니셈이 국산화에 성공한 이후로 80%의 점유율을 차지했으나 2003년 GST의 진입으로 두 회사가 시장을 양분하고 있다.

본래 후방산업은 전방산업에 비해 교섭력이 약한 것이 일반적이지만 반도체 산업의 경우 대규모 납품 능력과 메인 생산라인의 수율<sup>1</sup>을 최대화하기 위해 긴 테스트 기간이 요구 때문

<sup>1</sup> 수율(Yield= output/input)은 한마디로 "불량율의 반대" 이다. 반도체산업은 수율을 높이기 위한 전쟁이라고 할 수 있는데 이는 제조공정에서 발생하는 실수가 제품에 치명적인 영향을 미치기 때문이다. 자동차는 최종 검사시 라디오에 결함이 있다고 해서 차체를 통째로 바꾸지 않지만 반도체는 어느 한 부분이라도 결함이 있으면 반도체 전체를 버려야 한다. (<http://www.ksia.or.kr>. 한국반도체산업협회)

에 장비 생산 업체들의 교섭력은 타 산업보다 비교적 높은 편이다.

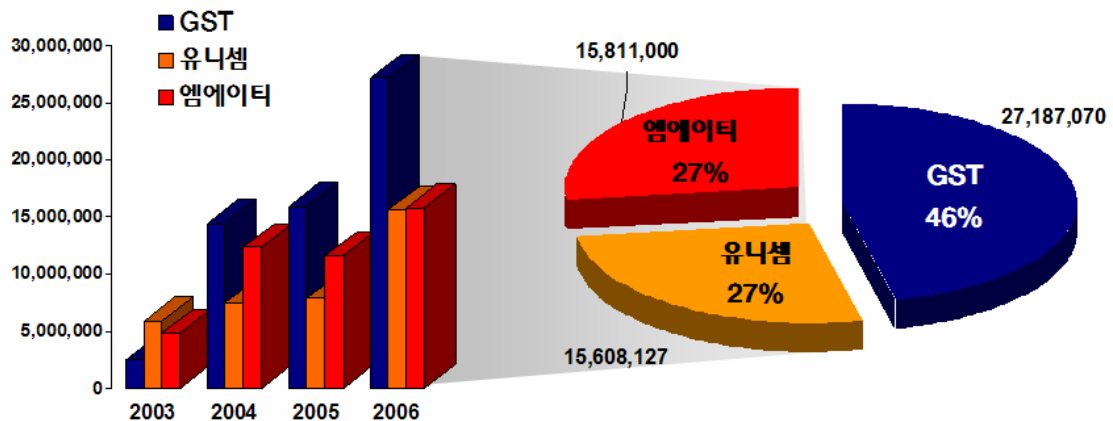
반도체 산업은 4-5년마다 호황과 불황이 교차하는 실리콘 사이클이 존재하는 위험산업으로 분류되었다. 이러한 소자산업 주기에 따라 장비산업과 원재료 산업에 속하는 기업들의 실적도 큰 변동성을 보여왔다. 그러나 최근에 실리콘 사이클이 사라지고 있는데, 그 원인은 다음과 같다. <sup>2</sup>

- 1) 과잉공급으로 인한 가격하락이 시장을 확대시키는 효과
- 2) 수요의 다변화. PC의존도를 벗어나 다양한 애플리케이션에 활용됨
- 3) 웨이퍼의 대구경화, 미세화로 팹 투자비용이 급속히 증가함에 따라 메모리 생산업체 수가 제한됨

2) 경쟁사

GST의 주력제품인 가스 스크러버의 경우 반도체, LCD, 기타 여러 산업 등에서의 집계가 함께 이루어지지 못하고 있어 정확한 시장 점유율을 알기 힘들지만, 국내에서 가스 스크러버 산업을 영위하고 있는 유니셈, 엠에이티 등의 기업들의 매출액과의 비교를 통해 대략적인 점유율을 알아볼 수 있다. <sup>3</sup>

<GST 및 경쟁사의 국내 매출액 및 시장 지배력 비교>



차트에서 보듯이 GST는 가스 스크러버 시장으로의 진입을 시작한 다음해인 2004년부터 기존 존재하던 경쟁사들을 제치고 높은 매출을 기록하며 가스 스크러버 시장의 선두주자로서 자리매김 했다.

<sup>2</sup> 전자신문, <반도체 실리콘사이클 사라진다>, 2007년 4월 9일자

<sup>3</sup> 이 외에도 CSK등의 기업들이 가스 스크러버 사업을 영위하고 있으나, 매출 등의 구체적인 자료를 알기 힘들어 제외하였음.

이러한 시장지배력의 상승은 GST의 주고객인 삼성전자의 Burn-wet 스크러버 점유율의 변화에 의해서도 파악할 수 있다. GST는 2004년 46%를 차지하고 있던 삼성전자 내 Burn-wet 스크러버 부분에서 그 점유율을 2005년 55%로 상승시키며 경쟁사인 유니셈(2005년 20%), A사(2005년 25%)에 비해서 그 시장 지배력을 꾸준히 확대하고 있다.

이 같은 GST의 가시적인 시장지배력의 확대는 확고한 기술경쟁력을 바탕으로 한다.

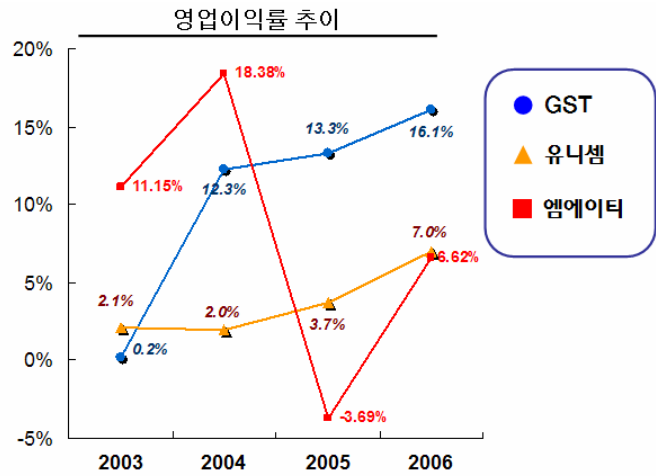
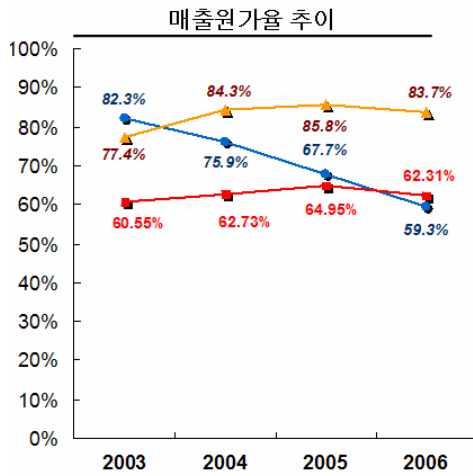
유니셈, CSK, 엠에이티 등 현재 국내에서 가스 스크러버 사업을 영위하고 있는 기업들간의 기술 격차는 크지 않을 수 있지만 가스 스크러버 진화 추이에 따른 우위가 존재한다. 기존 주축을 이루었던 Dry 및 Wet 스크러버의 경우 기술 경쟁력 자체에 있어서의 우위 및 열위를 가늠하기 힘들지만, 최근 각광받고 있는 Burn-wet 스크러버나 현재 개발중인 Plasma 스크러버는 그 기술력의 보유 여부 및 활용도가 각 기업의 경쟁력으로 이어지게 된다.

GST는 Burn-wet 스크러버의 선두주자인 독일의 DAS와 사업초기부터 기술협력을 통해 Burn-wet 스크러버의 핵심경쟁력을 보유함을 통해 국내 Burn-wet 스크러버 시장에서 경쟁우위를 확보함은 물론 시장의 선두를 달리고 있다. 또한 차세대 스크러버로 각광받고 있는 Plasma 스크러버의 개발을 추진함을 통해 향후 경쟁력의 강화를 위한 노력을 지속적으로 기울이고 있다.

GST는 DAS와의 기술협력 및 자체 개발을 통한 축적된 기술 Know-how와 지속적인 원가 절감 노력을 통해 타 경쟁사에 비해 2006년 낮은 매출원가율과 높은 영업이익률을 기록하며 기술 경쟁력과 함께 원가 및 수익성 부분에 있어서도 타 경쟁사에 비해 좋은 실적을 기록하고 있다.<sup>4</sup> 매출원가율은 2003년부터 지속적으로 감소하고 있고, 영업이익률 역시 그 성장률은 다소 둔화되었으나 지속적으로 증가되는 추이를 나타내고 있다.

<GST 및 경쟁사의 매출원가율 및 영업이익률 추이>

<sup>4</sup> 유니셈의 경우 가스 스크러버 이외에 카메라 모듈 사업을 영위하고 있으나, 스크러버의 매출과 분리하기 어려워 기업자체의 수치를 사용하였으므로 스크러버의 원가율 및 이익률은 다소 차이가 있을 수 있음.



#### 4. 전망과 투자포인트 및 리스크

##### 1) 반도체 산업 전망

2006년 호황을 누렸던 반도체 기업들은 올해 초 낸드 플래쉬 및 D램가격이 급락하면서 이익율이 크게 하락했다. 삼성전자 반도체 총괄의 경우 지난해 1분기 영업이익률이 26%에 달했는데 올해 1분기에는 12%에 지나지 않았다. 평균 20~30%대에 이르던 삼성전자 반도체 총괄의 영업이익률이 큰 폭으로 하락한것은 연초부터 지속된 반도체 가격급락에 따른 것이다.

앞으로 반도체 산업이 어떻게 될지 의견이 분분하다. 최근의 반도체 가격 반등이 일시적이라는 견해와 상승추세로 전환했다는 견해가 맞서고 있어, 성장을 예측도 1.8%에서 6.3%까지 그 범위가 큰 편이다.

그러나 예상대로라면 2005년이나 2006년에 에 급락의 골을 형성해야 했던 실리콘 사이클이 나타나지 않았고 2007년에도 월별 시황 그래프는 예년과 비슷한 곡선을 그리고 있어 급격한 등락이 없는 선형 성장 패턴은 당분간 지속될 것으로 기대된다.

장기적으로는 반도체 사용 영역의 확대로 장기적으로 반도체 수요는 증가할 것이며, 2006년 45나노 공정의 개발로 반도체 공정 세대 교체가 이루어지면서 2007년부터 1-2년 내에 세계적으로 대규모 설비 투자가 진행될 예정이다.

##### 2) 삼성전자와 하이닉스의 설비 투자 규모

전방 산업의 전체적인 전망을 조심스럽게 예측해보았지만 GST의 실적은 매출의 90%를 차지하는 두 고객사인 삼성전자와 하이닉스의 설비 투자와 직결된다.

## &lt;투자 계획&gt;

삼성전자	2007년 9.7조원 (세계최대규모) 반도체 부문 투자
하이닉스	6-7조원 정도 규모의 청주공장 착공 2010년까지 비슷한 규모의 공장 2개 건설 예정

삼성전자와 하이닉스의 공격적인 설비 투자 계획에 따라 반도체 공장에 필수적으로 동반 설치되는 가스스크러버의 수요가 증가할 것으로 기대되며, 55%의 시장점유율을 가진 GST의 매출도 1-2년간은 현재의 매출 수준을 최소한 유지 혹은 증가하리라 예상된다.

## 3) 리스크

회사 설립 후 현재까지 우량한 실적을 보이며 성장해온 GST의 리스크는

1. 단일제품
2. 매출처의 한정

이라 할 수 있다.

GST도 매출이 하나의 제품에 의존하는 연약한 수익구조를 탈피하기 위해 2004년부터 칠러 제품의 생산을 시작했고 가스 스크러버도 반도체에서 LCD로 확장하고자 기술 개발을 완료한 상태이다.

먼저 칠러의 경우 현재 매출 비중이 10% 미만으로 아주 미미하고 회사 측에서도 서서히 그 비중을 늘려가고 있으며 한 시점에서 급격한 매출 신장이 일어날 것이라고는 기대하지 않고 있다.

LCD 가스스크러버 또한 2006년 패널가격의 급락으로 LCD 산업이 침체되면서 6천 만원에 이르는 환경장비를 마케팅하기 힘든 상황이었다. 그러나 2006년에 워낙 어려웠던 탓에 기업들의 실적이 발표된 후 시장의 예상치는 넘어섰다는 판단 하에 2분기부터 턱어라운드 할 것이라는 예상이 지배적이다. 그러나 LCD는 반도체보다 배출되는 유해 가스의 처리 과정이 덜 까다롭기 때문에 현재로서는 언제 가시적인 매출이 발생할지 불확실한 상태다.

## 5. Valuation – PM

\* Assumptions



[향후 3년간 반도체 Scrubber 시장 규모 전망]

(단위 : 백만달러)

구분	04년(E)	05년(E)	06년(E)	07년(E)
국내	53.60	60.57	52.69	84.31
대만	58.96	71.34	64.21	192.62
미국	75.04	91.55	87.89	109.86
일본	107.20	115.78	106.51	133.14
유럽	53.60	61.64	55.48	72.12
기타	53.60	71.82	69.67	87.09
계	402.00	472.70	436.45	679.14

\* 자료 : 반도체 협회 자료(2004. 06. 01 "2004 WSTS 춘계전망 보도자료")

04- 06년 연평균 시장성장률 = 16.3%

06년 GST 매출액 = ₩30,824,954,000

07년 예상매출액 = ₩30,824,954,000 \*(1.163) = ₩ 35,849,422,000

유통주식수 = 3,760,000 주

예상 EPS = ₩1,477.83

성장률	11.3%	16.3%	21.3%
예상 EPS	₩1,414.3	₩1,477.8	₩1,541.4
적정주가	₩9,079.8	₩9,487.7	₩9,895.6
안전마진	5.33%	10.07%	14.80%

한국 반도체 협회의 가스 스크러버 시장 규모 자료를 바탕으로 지난 3년간 연평균 성장률을 구한 후 +/-5% 범위로 매출액을 추정하고 2006년도 순이익률인 15.5%를 적용해 예상 주당순이익을 구한 후 현재 PER인 6.42를 가정해 적정 주가를 산출하였다. 그러나 시장 성장률보다 더 큰 폭으로 성장해온 과거 사실을 감안할 때 16.3%의 성장률은 매우 보수적인 가정이며, 반도체 장비 업체들의 평균 PER가 7이므로 현재 PER보다 낮은 PER를 적용받을 가능성은 낮아 보인다. 특히 가스스크러버의 메이저 경쟁사인 유니셀의 영업이익률이 7%에 불구하고 PER가 8.44인 점을 상기할 때 단일제품 리스크를 감안하더라도 GST는 저평가되었다고 보아도 무리가 없다고 판단된다. 극히 보수적인 가정 아래 적정주가는 9079.8원 - 9085.6원으로 5.3%-14.8%의 안전마진이 확보되므로 GST 매수를 권장한다.