

2 0 2 0 0 9 0 8

비메모리 삼총사

반도체 / IT소재장비



Summary



2020년 코로나 19 발생 이후
반도체 업황과 주가는 혼란스러웠습니다
비대면 IT 수요 증가와 언택트 생활 확대로
데이터센터의 중요도가 부각되며
상반기 메모리 업황은 호조를 이루었으나
하반기 재고 증가에 따른 수요 감소로
메모리 가격은 하락하고 투자는 지연되고 있습니다.

반면 비메모리 부분의 성장은 지속되고 있습니다
5G, AI 등 첨단 기술이 본격 채택되며
단말기 당 필요한 비메모리 칩 수가 증가 하기 때문입니다.
이에 삼성전자는 비메모리 신규 투자를 지속 확대하며
다음번 시장 회복에 적극 대응해 나가고 있습니다.

여전히 코로나 19가 사라지진 않았지만
글로벌 경제 재개가 진행중에 있으므로
2020년 부진했던 IT 수요는 2021년 회복될 것입니다.
또한, 코로나 19로 인한 소비 패턴의 변화
즉, 주문결제, 인터넷 강의, 재택근무, 가정용 Content 시청 등으로
소비패턴이 변하면서 Data Traffic은 지속 증가하고 있습니다.
반도체 나무에 맛있는 열매가 주렁주렁 열릴 것입니다.

달콤한 열매를 딸 수 있는 업체는 현재 어려운 상황 속에서도
적극적으로 미래 시장에 대응하는 업체가 될 것입니다.
미래 투자를 적극적으로 하는 업체라는 뜻입니다.
금번 자료에서 비메모리 관련 업체로
대형주는 삼성전자를
중소형주는 엘비씨미콘을
Top picks로 제시 드립니다.

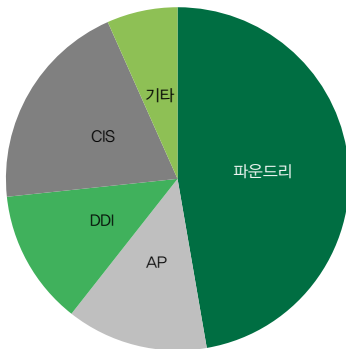
Contents

I. 투자 의견 요약 및 Top Picks.....	4
II. 삼성전자의 비메모리 전략.....	9
메모리 말고는 다 비메모리.....	9
삼성전자의 비메모리.....	10
우선순위는 파운드리.....	12
OS, 결과가 나오고 있다.....	14
AP도 포기할 수 없다.....	16
DDI & PMIC, 구조상 증가한다.....	17
III. 비메모리 OSAT 삼총사.....	18
OSAT(Outsourced Semiconductor Assembly & Test).....	18
IV. Coverage Recommendation.....	22
삼성전자(005930).....	22
엘비세미콘(061970).....	28
네퍼스(033640).....	33
테스나(131970).....	38

I. 투자 의견 요약 및 Top Picks

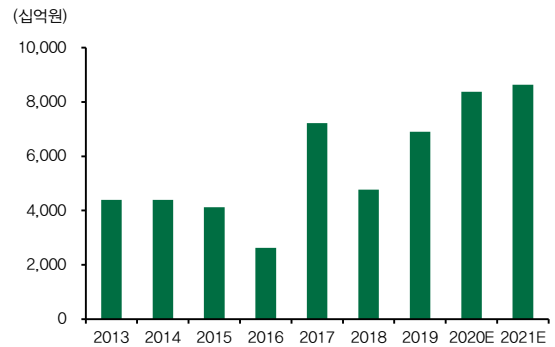
삼성전자는 비메모리 분야에서 파운드리, AP(Application Processor), CIS(CMOS Image Sensor), DDI(Display Driver IC), PMIC(Power Management Integrated Circuit) 등의 사업을 영위하고 있다. 이 중 파운드리 부분은 현재 삼성전자 비메모리 매출의 절반 수준을 차지하고 있고, 최근 삼성전자가 가장 집중해서 투자하고 있는 분야이기도 하다. 남은 절반의 매출은 스마트폰 의존도가 높은 부분으로 CIS와 PMIC는 소니, TI 등 해외 업체 의존도가 높았던 부품을 삼성전자 LSI 사업부로 내재화율을 높이면서 성장율이 높은 상황이다. DDI의 경우는 삼성전자의 글로벌 스마트폰 1위, 중소형 OLED패널 1위라는 경쟁력에 힘입어 사업을 지속 확장해 나가고 있다. 이에 2019년 22만장/월 수준이었던 삼성전자의 비메모리 캐파는 2020년 화성 EUV와 CIS 증설로 27만장/월 수준에 도달하고, 2021년에는 평택 EUV 라인 증설과 CIS가 추가되며 33만장/월 으로 지속 증가할 계획이다. 같은기간 삼성전자의 EUV 생산 캐파는 1만장/월 → 3만장/월 → 6만장/월 으로 급격히 증가할 전망이다.

도표 1. 삼성전자 비메모리 매출 비중



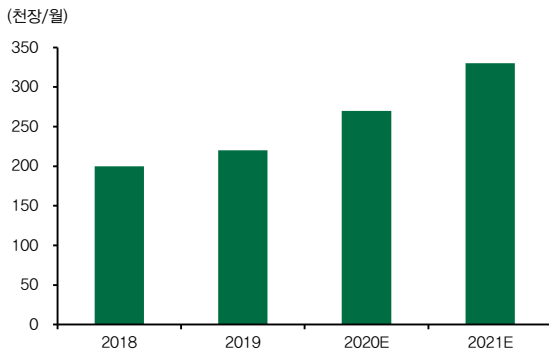
자료: 삼성전자, DB금융투자

도표 2. 삼성전자 비메모리 투자 추이 및 전망



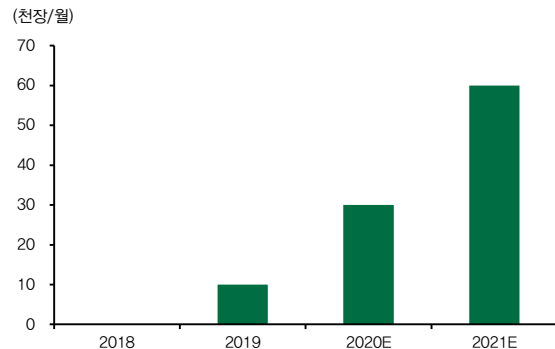
자료: 삼성전자, DB금융투자

도표 3. 삼성전자 12인치 비메모리 캐파 전망



자료: 삼성전자, DB금융투자

도표 4. 삼성전자 EUV라인 캐파 전망



자료: 삼성전자, DB금융투자

이처럼 삼성전자는 최근 메모리 투자를 축소하는 분위기 속에서도 비메모리 투자는 적극적으로 임하고 있다. 그리고 이는 결국 삼성전자 비메모리 제품의 OSAT를 담당하는 업체들의 수혜로 이어질 것이다. 1) CIS의 경우 2019년 테스나가 외주 테스트를 맞은 후 최근 엘비세미콘이 사업을 준비하고 있다. 2) DDI 범핑 공정은 스테코와 네패스 중심에서, 중소형 OLED 판매 증가에 따른 12인치 범핑 수요 급증으로 2018년 하반기부터 엘비세미콘이 외주 벤더로 추가 되었다. 3) PMIC 패키징 및 테스트 대부분을 네패스가 담당하다가 2019년 하반기 엘비세미콘이 벤더로 추가 되었다.

상기와 같은 OSAT 3업체(테스나, 네패스, 엘비세미콘)의 주가와 실적은 삼성전자의 비메모리 전략과 발맞추어 나아갔다. 2018년 하반기 이후 삼성전자 IM사업부가 삼성전자 시스템 LSI 사업부의 부품(DDI, CIS, PMIC 등) 주문을 증가 시키며, 삼성전자의 비메모리 가동율(특히 8인치)이 상승했다. 이에 2019년 이들 3업체의 매출액은 매 분기 전년 동기 대비 25~45% 증가하였고, 2019년 사상 최대 실적을 기록했다. 물론 이들 업체의 주가도 그 기간동안 2~3배 급등하였다. 이게 2019년에 발생한 이들 3업체 주가의 1차 파동이었다.

이후 삼성전자의 12인치 신규 비메모리 라인 증설에 맞춰 3업체도 대규모 투자를 집행했지만 2020년 코로나19 이슈로 스마트폰 판매가 크게 감소하며 3업체의 실적은 부진했고 주가는 횡보 중이다. 결국 향후 코로나 19 이슈 해결 이후 스마트폰 시장 회복에 따른 삼성전자 비메모리 사업 성장이 OSAT 3업체 주가의 2차 파동으로 연결될 전망이다. 최근 메모리 시장 부진 속에서도 삼성전자는 비메모리 투자 금액을 여전히 증가시키고 있다. 또한 OSAT 3업체가 투자한 금액의 상당부분은 테스트에 집중되어 있다. 테스트는 대규모 투자금이 발생한다는 단점이 있지만, 낮은 고정비로 물량만 채워지면 수익성 개선 레버리지가 높다는 장점이 있다. 2021년 이들 3업체들의 2차 파동이 예상되는 이유다.

도표 5. OSAT 3업체 주가 추이 및 전망



대한민국 비메모리에 관심 갖자

2020년 상반기 코로나 19 이슈에 따른 데이터센터 업체들의 서버 재고 확충으로 하반기 현재 메모리 업황은 부진한 상황이다. 반면 비메모리는 5G, AI 등 고성능 기능 추가로 단말기당 필요한 칩 수가 증가하면서 비교적 안정적인 상황이다. 현재 삼성전자는 그 동안 메모리 중심의 사업 구조에서 파운드리 및 CIS 등 비메모리 투자에 집중하는 전략을 유지하고 있다. 부진한 업황 속에서도 삼성전자는 비메모리를 집중 투자함으로써 향후 코로나 이후 세계 경제 회복에 따른 수요 강세 시기가 도달하면 몇몇 비메모리 부분에서 글로벌 1위 자리를 탈환할 계획이다. 이제 대한민국 비메모리에도 관심을 갖자.

대형주 Top picks : 삼성전자

2019년 삼성전자 반도체 사업부 매출에서 비메모리 부분이 차지하는 비중은 20% 전후, 삼성전자 전체 매출에서 차지하는 비중은 6% 전후에 불과하다. 여전히 삼성전자에서 비메모리가 차지하는 비중은 미미하다. 반면, 메모리, 스마트폰, OLED패널, TV 등 다 방면에서 글로벌 1위를 달성하고 있는 삼성전자에게 비메모리 사업의 집중 전략은 기존 사업과의 많은 시너지가 발생할 수 있다. 아직도 파운드리에서는 TSMC, AP에서는 퀄컴, CIS에서는 Sony 등 글로벌 1위 업체와의 격차는 존재하지만, 그 만큼 올라갈 여력도 높다는 뜻이다. 비메모리 대형주 탑픽으로 삼성전자를 제시한다.

중소형주 Top picks : 엘비세미콘

기존 엘비세미콘의 주력 매출은 LG디스플레이(실리콘웍스를 통해)향 DDI 범핑 및 테스트였다. 반면 삼성전자 향으로 2018년 하반기 DDI, 2019년 하반기 PMIC를 성공적으로 진입하면서 현재는 삼성전자가 최대 매출 고객이다. 여기에 2021년 CIS 및 SoC 까지 삼성전자향 사업이 확대될 계획이다. 동사는 이렇게 삼성전자향 비메모리 품목의 지속적인 횡전개로 가파른 실적 성장이 기대되는 상황에서, 최근 LG디스플레이의 대형 OLED 및 중소형 POLED 사업도 긍정적인 상황이다.

비커버 관심종목: 네패스, 테스나

네패스는 삼성전자 PMIC 범핑의 대부분을, 테스나는 삼성전자 CIS 테스트의 대부분을 책임지고 있다. 여기에 이들은 현재 삼성전자 비메모리 투자 전략에 따라 추가적인 테스트 장비 투자를 집행 중이다. 또한 최근 퀄컴, 엔비디아 등 글로벌 비메모리 칩 업체들이 삼성전자의 선단공정 파운드리를 채택하면서 중장기적으로 이들 글로벌 업체들의 선단공정향 OSAT 사업 진출도 가능하다. 이에 중장기적으로 네패스와 테스나에 대해서도 관심이 필요해 보인다.

도표 6. 커버리지 종목 투자 의견 및 Valuation Table

	삼성전자	엘비세미콘	네페스	테스나
투자 의견	BUY	BUY	NR	NR
목표주가(원)	72,000	13,000	—	—
현재가(원)	56,500	9,280	30,550	83,400
상승여력(%)	27.4	40.1		
시가총액(십억원)	337,293	406	705	619
주가상승률(%)				
2018	-24.1	46.2	3.8	37.6
2019	44.2	90.9	145.2	162.9
2020E(YTD)	1.1	21.0	21.2	60.4
EPS상승률(%)				
2019	-49.5	113.2	20.8	30.5
2020E	23.0	-33.4		21.8
2021E	35.3	63.9		63.7
PER(x)				
2019	16.4	10.5	18.1	16.5
2020E	13.5	18.7	-326.0	22.1
2021E	9.9	11.4	26.0	13.5
PBR(x)				
2019	1.5	2.3	2.7	2.5
2020E	1.4	2.4	3.5	3.8
2021E	1.3	2.0	3.2	3.1

자료: DB금융투자

도표 7. 커버리지 종목 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 원 %)

		매출액	영업이익	순이익	EPS	OPM	매출액성장률	영업이익성장률	순이익성장률
삼성전자	2019	229,900	27,773	21,739	3,407	12.1	-4.8	-52.8	-51.0
	2020E	235,341	34,116	26,466	4,190	14.5	2.4	22.8	21.7
	2021E	256,763	46,420	35,389	5,669	18.1	9.1	36.1	33.7
엘비세미콘	2019	390	50	33	744	12.9	41.6	83.7	113.1
	2020E	420	35	22	495	8.4	7.6	-29.7	-33.4
	2021E	474	55	36	811	11.6	12.9	54.7	63.9
네페스	2019	352	60	30	1,327	17.1	30.0	175.8	31.2
	2020E	357	1	-2	-94	0.4	1.4	-97.8	-
	2021E	451	45	27	1,176	9.9	26.3	3,308.7	-
테스나	2019	97	24	21	3,092	25.0	48.4	29.1	31.9
	2020E	140	35	27	3,768	24.9	44.3	43.8	26.0
	2021E	203	54	44	6,169	26.4	45.6	54.2	63.7

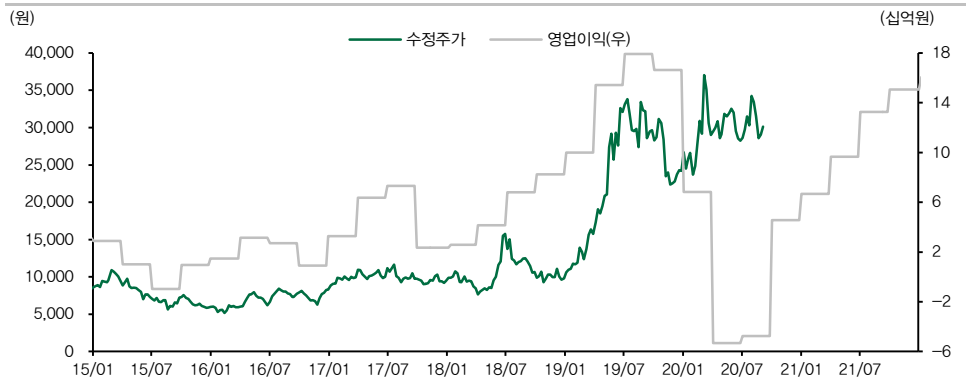
자료: DB금융투자

도표 8. 엘비세미콘 실적 vs 주가



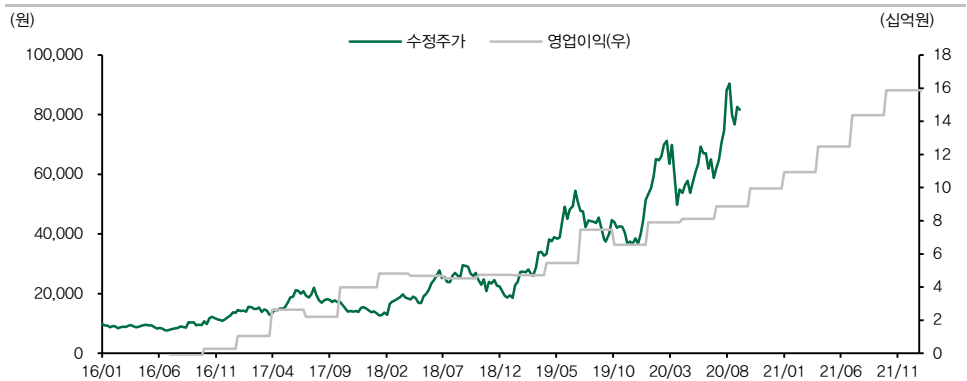
자료: DB금융투자

도표 9. 네패스 실적 vs 주가



자료: DB금융투자

도표 10. 테스나 실적 vs 주가



자료: DB금융투자

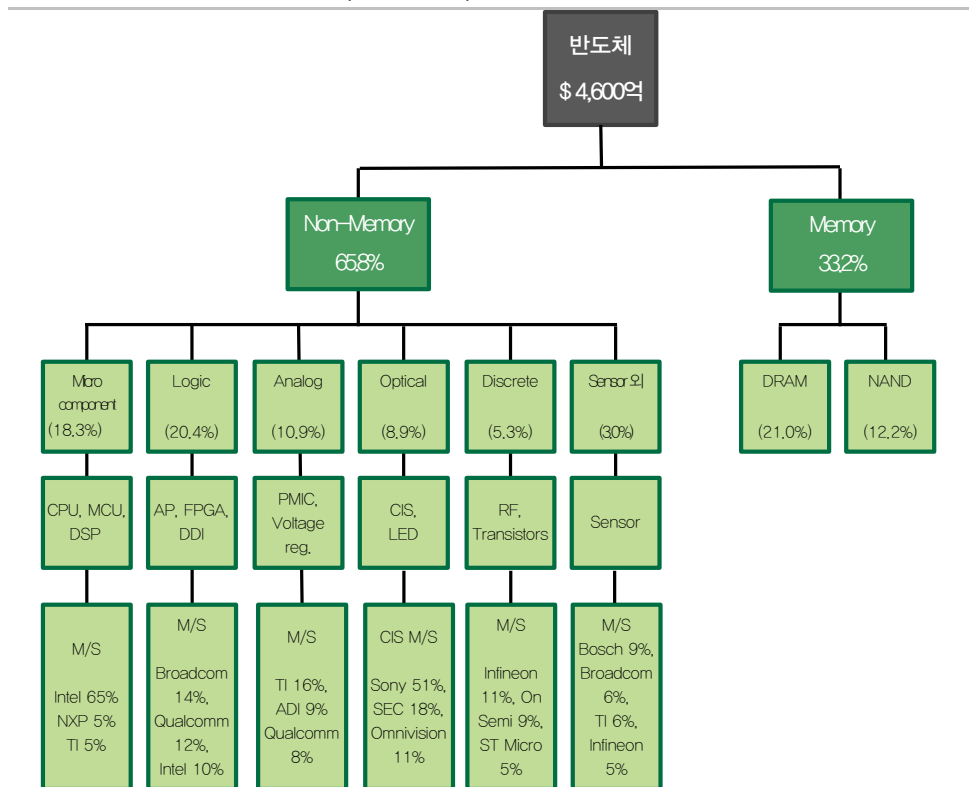
II. 삼성전자의 비메모리 전략

메모리 말고는 다 비메모리

2020년 글로벌 반도체 시장 규모는 약 4,600억\$ 로 예상되고 이 중 메모리 비중은 33% 수준이다. 그리고 남은 67%가 모두 비메모리 영역이다. 삼성전자와 SK하이닉스가 글로벌 Top tier 위치에 있는 메모리 시장은 우리에게 익숙한데 반해 비메모리 영역에서는 국내 업체들의 점유율이 부진한 상황이다. 메모리는 소품종 대량생산으로 수요 상황에 따른 대규모 투자가 필요해서 수요 감소시 수급 불균형이 자주 발생하는 반면, 비메모리는 다품종 소량생산으로 상대적으로 개별 제품당 판매 부진에 따른 수급 불균형으로부터 비교적 자유롭다. 국내 반도체 업체들이 메모리에 치중된 사업 구조에서 벗어나 비교적 안정적인 비메모리로 사업을 확장하여 미래의 안정적인 성장을 추구할 계획이다.

삼성전자는 2019년 4월 '반도체 비전 2030'을 통해 시스템 반도체 중장기 사업 육성 방안을 발표했다. 2030년까지 총 133조원(R&D 73조원, 생산시설 60조원)을 투자하여 메모리와 마찬가지로 파운드리 시장에서도 글로벌 1위를 차지 하겠다는 계획이다. 이에 삼성전자의 비메모리 사업군과 각각의 투자 전략에 대해 살펴보면서 투자 아이디어를 얻고자 한다.

도표 11. 글로벌 반도체 제품별 구분(2020년 예상)



삼성전자의 비메모리

삼성전자는 비메모리 분야에서 파운드리, AP(Application Processor), CIS(CMOS Image Sensor), DDI(Display Driver IC), PMIC(Power Management Integrated Circuit) 등의 사업을 영위하고 있다. 이 중 파운드리 부분은 현재 삼성전자 비메모리 매출의 절반 수준을 차지하고 있고, 최근 삼성전자가 가장 집중해서 투자하고 있는 분야이기도 하다. 남은 절반의 매출은 스마트폰 의존도가 높은 부분으로 CIS와 PMIC는 소니, TI 등 해외 업체 의존도가 높았던 부품을 삼성전자 LSI 사업부로 내재화율을 높이면서 성장율이 높은 상황이다. DDI의 경우는 삼성전자의 글로벌 스마트폰 1위, 중소형 OLED패널 1위라는 경쟁력에 힘입어 사업을 지속 확장해 나가고 있다. 이에 2019년 이후 업황 부진에 따른 메모리 실적이 급락하는 상황에서도 비메모리 부분의 매출은 지속 성장하고 있는 상황이다. 삼성전자가 원했던 메모리 업황 부진에 따른 실적 흔들림을 비메모리의 성장으로 일정 수준 안정화 시킬수 있다는 점이 입증된 것이다.

도표 12. 삼성전자 비메모리 매출 추이 및 전망

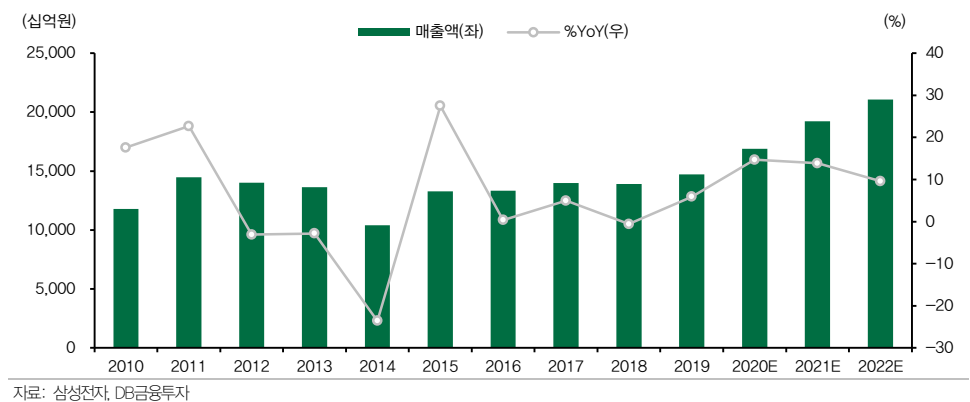


도표 13. 삼성전자 비메모리 매출 비중

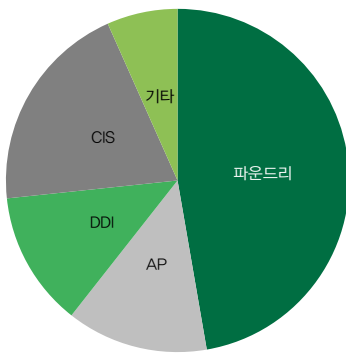
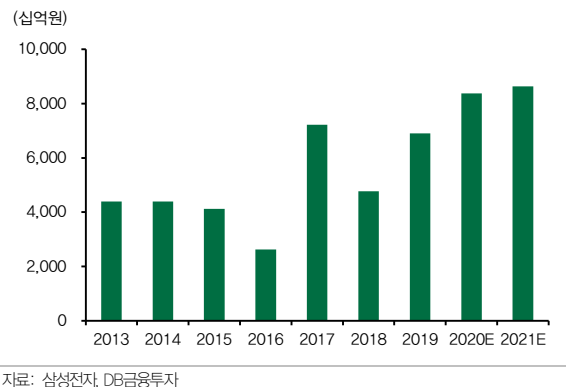


도표 14. 삼성전자 비메모리 투자 추이 및 전망



이에 삼성전자는 2019년 메모리 신규 투자를 급격히 감소시키면서도 비메모리 투자는 큰 폭으로 증가시키면서 비메모리 집중 투자 전략을 지속했다. 그리고 이런 투자는 선단 파운드리 라인 확보에 집중되었다. 2020년 5월, 삼성전자는 평택 2기 신규라인에 EUV용 파운드리 생산라인 투자를 발표했다. 2019년에 화성에 지어진 V1 EUV라인에 이은 2번째 EUV 전용 라인으로 총 3만장/월 수준의 EUV 전용 생산라인이 추가될 전망이다. 삼성전자의 파운드리 EUV 생산라인은 기존 S3와 화성 V1 라인에 3만장 수준이 있었으므로 2021년 연말에는 총 6만장의 EUV 생산라인을 보유하게 될 것이다.

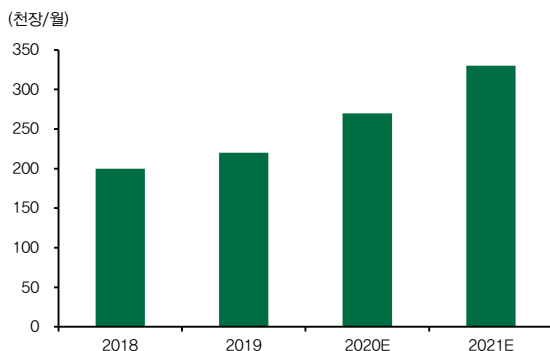
여기에 삼성전자는 현재 기존 13라인의 DRAM 3만장을 CIS 2만장으로 추가 전환하고 있다. 참고로 줄어드는 DRAM 캐파를 보완하는 수준에서 하반기 추가 평택 2기 라인에 DRAM 증설이 이루어질 전망이다. 그러면 2020년 삼성전자의 비메모리 캐파는 화성 EUV와 CIS 증설로 27만장/월 수준에 도달할 것이다. 그리고 2021년에는 평택 EUV 라인 증설과 CIS가 추가되며 33만장/월 으로 캐파가 증가할 전망이다. 한편 8인치 비메모리 캐파는 27만장/월 수준이고 추가 증설 보다는 가동율 상향으로 수요 증가에 대응할 것이다. 8인치 팹에서는 주로 PMIC, TV용 DDI, SSD Controller 등을 생산하고 있고, PMIC의 비중이 크게 증가하는 추세이다.

도표 15. 삼성전자 평택라인



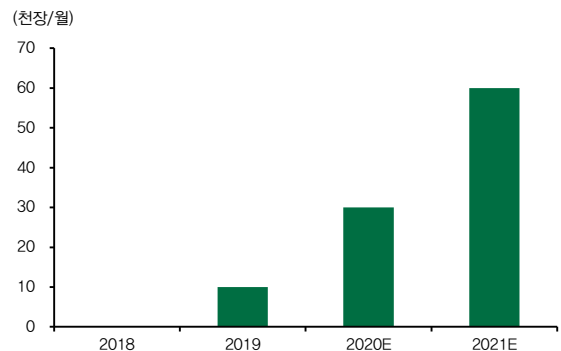
자료: 언론자료, DB금융투자

도표 16. 삼성전자 12인치 비메모리 캐파 전망



자료: 삼성전자, DB금융투자

도표 17. 삼성전자 EUV라인 캐파 전망



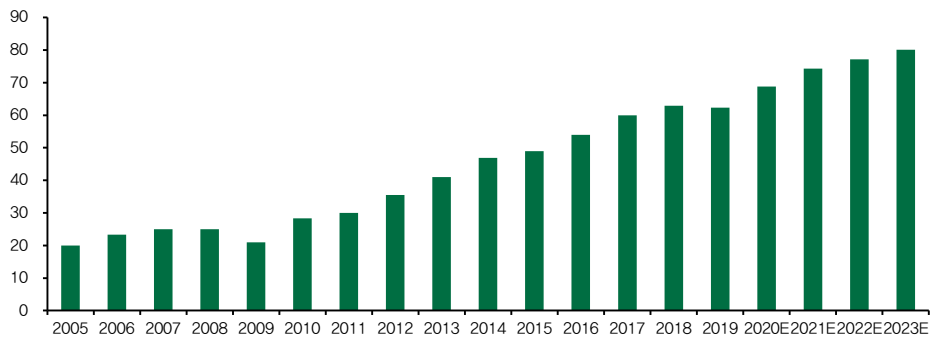
자료: 삼성전자, DB금융투자

우선순위는 파운드리

삼성전자의 파운드리 사업은 2010년대 초~중반까지 아이폰의 AP 제조를 TSMC와 양분하면서 성장하다가 아이폰과 갤럭시S와의 경쟁 관계 및 엑시노스 AP 사업 집중 등의 이유로 2016년 이후 TSMC가 독점하였고, 이후 글로벌 1위 TSMC와의 급격한 시장 점유율 격차가 벌어졌다. 반면 파운드리 시장은 다양한 수요처와 칩의 대면적화, 그리고 EUV 도입 등으로 승자독식 체제에 돌입하고 있다. EUV를 투자할 수 있는 업체는 삼성전자와 TSMC 밖에 없는데 반해 글로벌 Fabless 업체들의 CPU 및 GPU 설계에 있어서 선단공정의 수요는 지속 증가하고 있기 때문이다. 아직 삼성전자의 파운드리 사업에서 시스템 LSI 사업부하 내부 매출이 절반을 차지하고 있다. 2019년 내재화 비중이 60~70%으로 절대적이었던 반면, 7nm 이하 EUV 선단공정의 발빠른 투자로 퀄컴, 엔비디아 등의 고객을 지속적으로 확보한 영향이다. 삼성전자 파운드리 사업의 내재화 비중은 점진적으로 줄어들어 2021년에는 40% 수준에 도달할 전망이다.

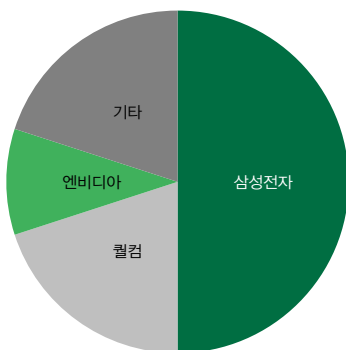
도표 18. 파운드리 시장 추이 및 전망

(십억달러)



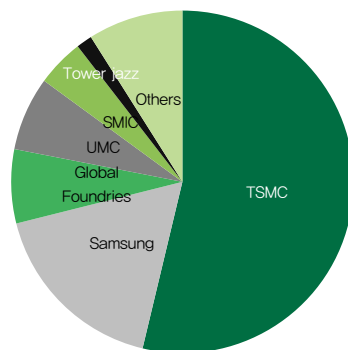
자료: DB금융투자

도표 19. 삼성전자 파운드리 매출 고객별 비중



자료: 삼성전자, DB금융투자

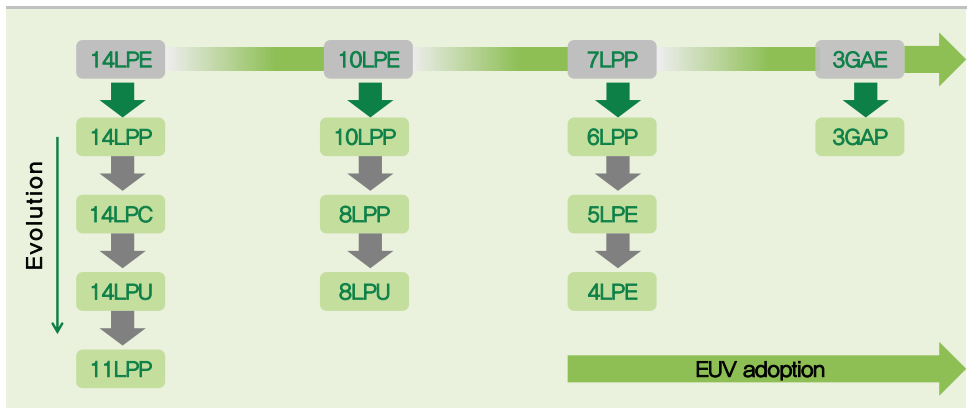
도표 20. 글로벌 파운드리 시장 점유율



자료: 삼성전자, DB금융투자

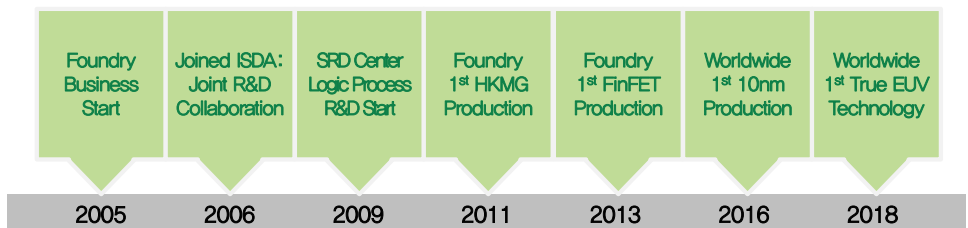
삼성전자의 DDI와 CIS는 삼성디스플레이 및 삼성전자 스마트폰과 함께 글로벌 수준에 도달했다. 그러므로 삼성전자는 이제 파운드리 부분에서 TSMC와의 격차 좁히기에 총력을 다하고 있다. 이에 삼성전자는 EUV라인의 공격적인 증설과 차세대 공정인 5nm LPE(Low Power Early), 4nm LPE, 3nm GAE(Gate All Around Early) 까지 TSMC 보다 빠른 기술개발로 파운드리 사업을 공격적으로 확대하고 있다. 이의 결과로 올해 삼성전자는 퀄컴의 5G 모뎀칩 X60, IBM의 서버용 CPU ‘파워10’을 연달아 수주했고, 최근에는 엔비디아 신규 GPU 지포스 RTX30 시리즈를 8nm 공정으로 수주했다. 8nm 공정은 EUV를 도입하지 않은 10nm 기술에서 파생된 기술로 가격 경쟁력이 장점이다. 선단공정인 EUV가 아닌 공정에서도 TSMC와 경쟁하여 엔비디아라는 굵직한 고객을 확보했다는 의미가 있다. 이에 향후 AMD 및 Intel 향 파운드리 공정 수주도 기대된다. 선단공정에서는 현재 삼성전자와 TSMC의 기술력 차이는 거의 좁혀졌다고 판단된다. 다만, Legacy 공정에서 아직 TSMC의 대량 수주가 이루어 지므로, 아직은 둘 사이의 점유율 차이가 좁혀지진 않았다. 이는 7nm 이하 선단공정이 채택되는 비중이 증가함에 따라 점진적으로 좁혀질 것이다. 삼성전자가 2030년 파운드리 글로벌 1위를 자신하는 이유다.

도표 21. 삼성전자 파운드리 제품 개발 현황



자료: 삼성전자, DB금융투자

도표 22. 삼성전자 파운드리 역사



자료: 삼성전자, DB금융투자

CIS, 결과가 나오고 있다

최근 삼성전자의 비메모리 부분에서 가장 가파른 성장은 CIS에서 발생하고 있다. CIS는 피사체의 정보를 읽어 전기적 신호로 변환해 주는 반도체로서 스마트폰 멀티카메라 채택 증가와 고화소 적용으로 수요가 지속 증가하고 있다. 또한 최근 차량용 카메라 장착 보편화로 전장용 CIS 수요도 꾸준한 상황이다. 이에 CIS 시장은 2020년을 제외하고(코로나로 인한 수요 둔화) 매년 10% 이상 꾸준히 성장할 전망이다. 이런 환경 속에서 일본의 Sony가 여전히 CIS 글로벌 점유율 40% 이상을 차지하고 있다. 글로벌 스마트폰 판매 1위의 삼성전자 스마트폰에서 여전히 Sony의 CIS를 일부 채택하고 있는 것이다. 이에 삼성전자는 오래된 DRAM라인을 CIS로 전환하여 12인치 CIS 라인 증설을 적극적으로 진행 중이다.

도표 23. 글로벌 CIS 시장 추이 및 전망

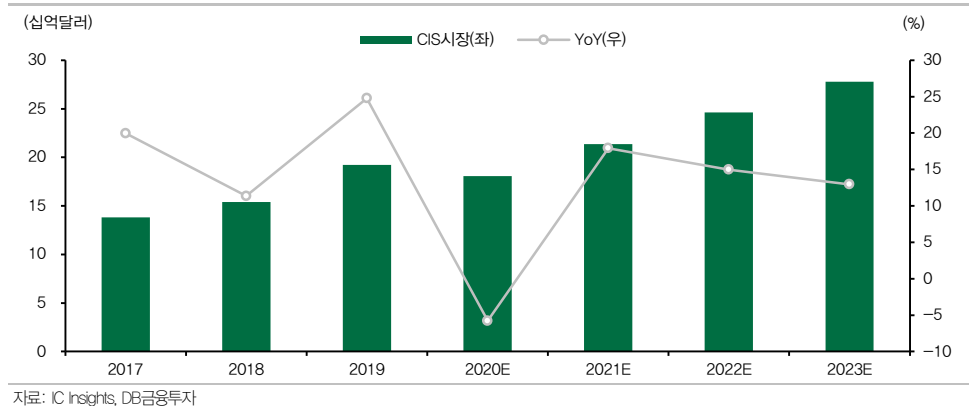


도표 24. 스마트폰 대당 이미지 센서 탑재량

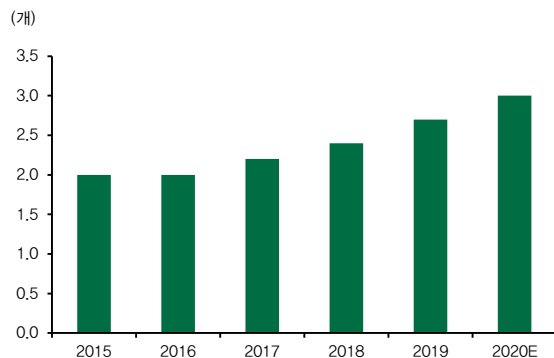
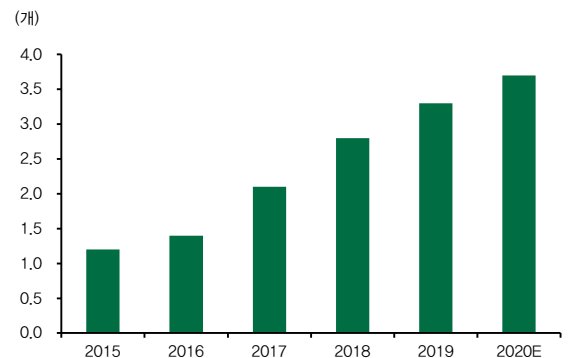
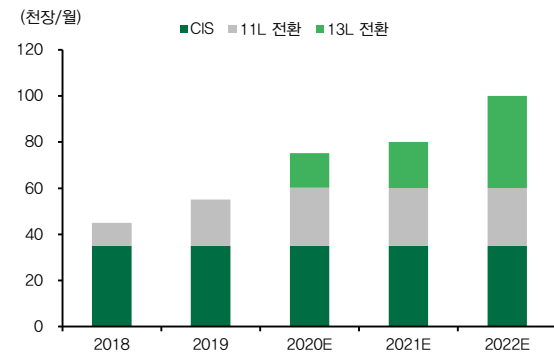


도표 25. 자동차 대당 이미지 센서 탑재량



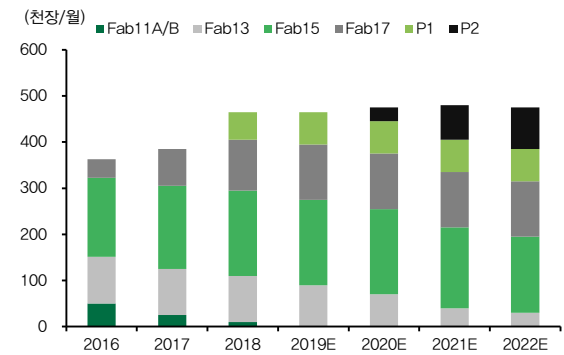
삼성전자는 2019년까지 노후화된 12인치 DRAM 공정인 11라인을 CIS로 전환하였다. 여기에 이어서 올해 기존 13라인의 DRAM 3만장을 CIS 2만장으로 추가 전환하고 있다. 최근 자동차, 네트워크용 및 Consumer 부분에서 Legacy DRAM에 대한 수요 증가로 계획 대비 전환 시기가 다소 지연되었지만, 조만간 전환이 이루어질 전망이다. 또한 2021년에도 유사한 규모의 전환이 이루어져 2021년 말에는 13라인 DRAM 6만장이 줄어들어 CIS 4만장이 확보될 전망이다. 이에 삼성전자의 CIS 매출은 2019년 이후 20% 이후 연간 성장세가 유지되며 비메모리 매출 성장에 크게 기여할 전망이다.

도표 26. 삼성전자 CIS 라인 현황



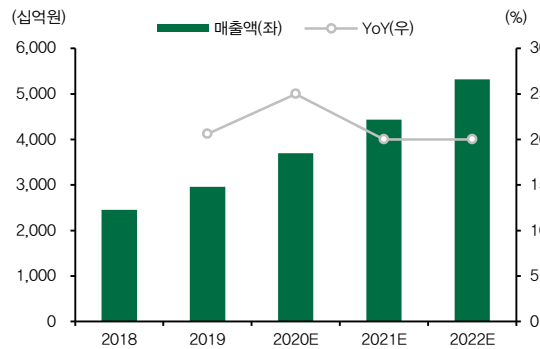
자료: 삼성전자, DB금융투자

도표 27. 삼성전자 DRAM 라인 현황



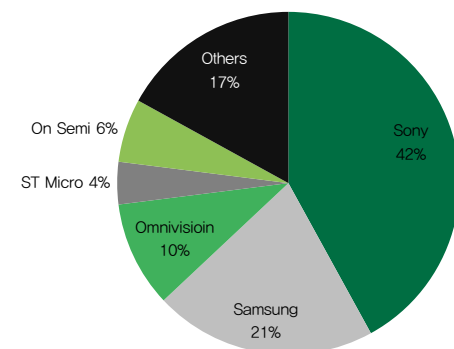
자료: 삼성전자, DB금융투자

도표 28. 삼성전자 CIS 매출 추이 및 전망



자료: 삼성전자, DB금융투자

도표 29. 글로벌 CIS 시장 점유율



자료: IC Insights, DB금융투자

AP도 포기할 수 없다

삼성전자 비메모리 사업 전략에서 현재 가장 부진한 부분이 AP 사업이다. 코로나19 유행으로 스마트폰 판매가 부진하며 2020년 글로벌 AP 시장의 역성장이 예상되는 외부적인 요인 외에도, 7nm LPP 공정이 적용된 삼성전자의 엑시노스 990 성능이 기대치에 미달하는 등의 내부적인 요인도 겹쳐졌다. 반면 AP 시장은 2021년 스마트폰 판매 증가와 5G 및 AI 기능 채택으로 본격적인 반동이 예상된다. 이에 삼성전자는 2021년 엑시노스 1000 시리즈에 5nm 선단 공정 도입 및 ARM의 레퍼런스 IP를 활용한 CPU 채택 등으로 경쟁력을 확보할 계획이다. 이에 최근 역성장했던 삼성전자의 AP 매출도 2021년 10.0% 수준 반동에 성공할 전망이다.

도표 30. 글로벌 AP 시장 추이 및 전망

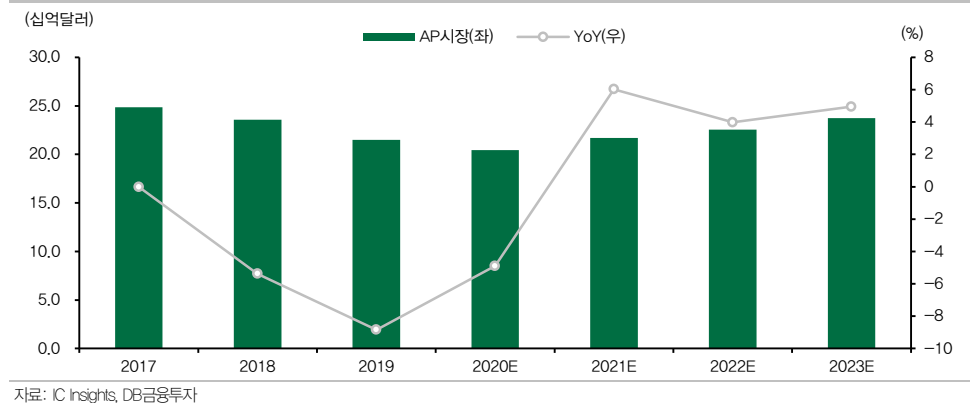


도표 31. 삼성전자 SoC 매출 추이 및 전망

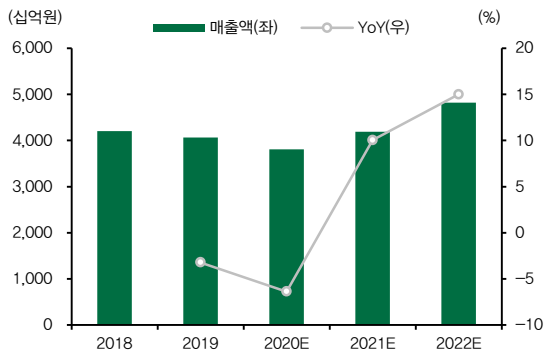
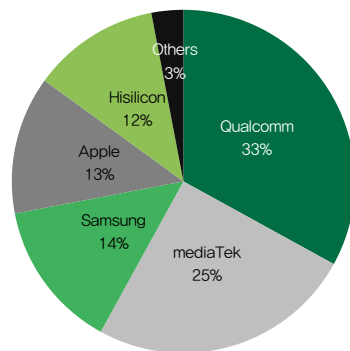


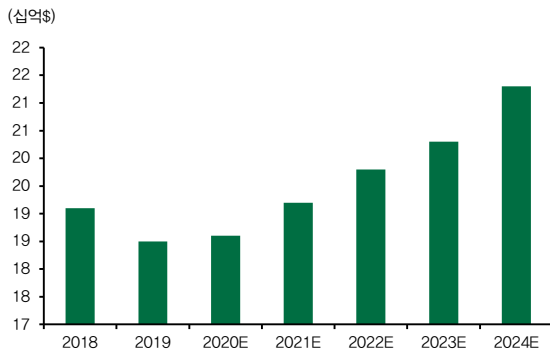
도표 32. 글로벌 AP시장 점유율



DDI & PMIC, 구조상 증가한다

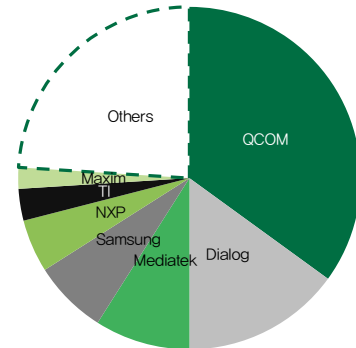
CIS와 마찬가지로 삼성전자 시스템LSI 부분의 DDI와 PMIC도 글로벌 1위인 스마트폰 및 중소형 OLED 패널과 함께 성장하고 있다. 디스플레이 패널의 구동을 담당하는 DDI는 디스플레이의 고해상도 채택과 삼성디스플레이의 OLED패널 판매 확대로 안정적인 성장세가 유지되고 있다. 전력 반도체인 PMIC의 경우 스마트폰 배터리 용량 증가와 함께 수요가 증가하고 있으며, 전기차 보급 확대, 5G 통신장비 보급 등의 영향으로 시장이 지속 성장하고 있다. 또한 PMIC는 과거 삼성전자가 TI, Maxim 등 해외 업체에 의존하던 물량을 내재화 하면서 그 성장 속도가 가파른 상황이다. 이런 구조상 성장 추세는 중장기적으로 지속되어 삼성전자 비메모리 부분의 성장에 지속 기여할 전망이다.

도표 33. 글로벌 PMIC 시장 추이 및 전망



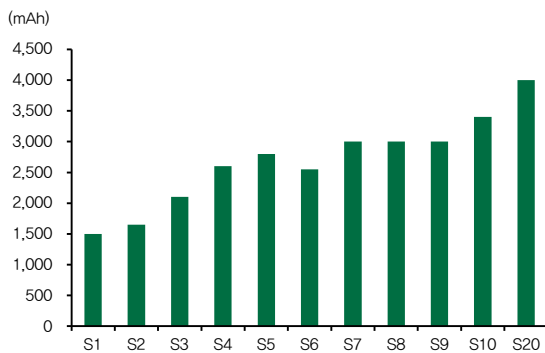
자료: Yole, DB금융투자

도표 34. 글로벌 PMIC 시장 점유율



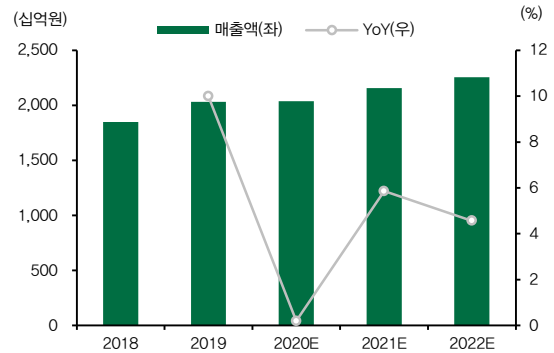
자료: Yole, DB금융투자

도표 35. 갤럭시S 시리즈 배터리 용량 변화



자료: DB금융투자

도표 36. 삼성전자 DDI & PMIC 매출 추이 및 전망



자료: 삼성전자, DB금융투자

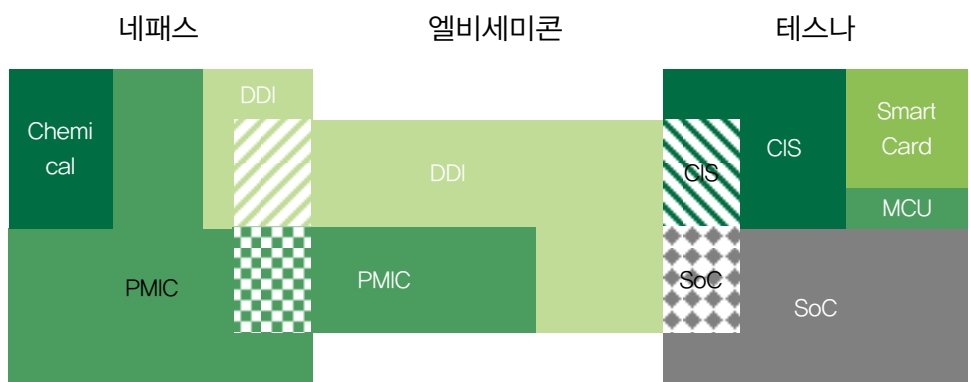
III. 비메모리 OSAT 삼총사

OSAT(Outsourced Semiconductor Assembly & Test)

앞서 살펴본 바와 같이 현재 삼성전자 비메모리 전략의 핵심은 파운드리 역량 강화와 스마트폰 및 OLED패널과 같은 글로벌 1위 사업군을 바탕으로 한 CIS, DDI, PMIC 등의 성장이다. 이에 삼성전자는 최근 메모리 투자를 축소하는 분위기 속에서도 비메모리 투자는 적극적으로 임하고 있다. 그리고 이는 결국 삼성전자 비메모리 제품의 OSAT를 담당하는 업체들의 수혜로 이어질 것이다.

가장 급박한 증설이 이루어지고 있는 1) CIS의 경우, 기존에는 CIS 테스트를 삼성전자 온양 사업장에서 자체적으로 진행하다가 2019년부터 테스나와 ASE 코리아에 외주 테스트를 맡겼다. 이후 테스나의 12인치 CIS 테스트 장비 투자가 지속 집행되었고, 높은 투자금 부담으로 최근 엘비세미콘이 CIS 테스트 사업을 준비하고 있다. 2) 삼성전자의 DDI 범핑 공정은 스테코와 네패스 중심으로 진행하다가, 중소형 OLED 판매 증가에 따른 12인치 범핑 수요 급증으로 2018년 하반기부터 엘비세미콘이 외주 벤더로 추가되었다. 3) 삼성전자는 PMIC의 대부분을 외주 패키징 및 테스트 진행한다. 그리고 이 물량의 대부분을 네패스가 책임지고 있다. 여기에 늘어나는 PMIC 물량 대응을 위해 2019년 하반기 엘비세미콘이 삼성전자의 추가적인 PMIC 물량을 책임지게 되었다. 4) SoC의 경우 삼성전자의 RF 통신칩의 대부분을 테스나가 테스트 하고 있다. 여기에 AP의 경우 과거 외주 테스트를 진행하다가 삼성전자의 아이폰 파운드리 사업 중단 및 엑시노스 물량 감소 등의 이유로 온양사업장으로 대부분 내재화되었다. 하지만 최근 삼성전자는 AP 물량에 대한 외주 테스트를 추진하고 있으며, 이를 테스나, 엘비세미콘 등이 준비하고 있다.

도표 37. OSAT 3업체 사업부분 구분



자료: DB금융투자

상기와 같은 OSAT 3업체(테스나, 네패스, 엘비세미콘)의 주가와 실적은 삼성전자의 비메모리 전략과 발맞추어 나아갔다. 2018년 하반기 이후 삼성전자 IM사업부가 삼성전자 시스템 LSI 사업부의 부품(DDI, CIS, PMIC 등) 주문을 증가 시키며, 삼성전자의 비메모리 가동율(특히 8인치)이 상승했다. 즉, 삼성전자 무선사업부에서 Sony, TI, Maxim 등 해외업체에 주문하던 비메모리 제품을 삼성전자 반도체 사업부로 내재화 하면서 기존 삼성전자 비메모리 라인의 가동율이 상승했고 결국 이를 외주 범핑 및 테스트 하는 OSAT 3업체의 물량도 증가한 것이다. 이에 2019년 이들 3업체의 매출액은 매 분기 전년 동기 대비 25~45% 증가하였고, 2019년 사상 최대 실적을 기록했다. 물론 이들 업체의 주가도 그 기간동안 2~3배 급등하였다. 이게 2019년에 발생한 이들 3업체 주가의 1차 파동이었다.

이후 기존라인의 가동율이 상당 부분 채워진 삼성전자는 12인치 신규 비메모리 라인 증설(혹은 전환 투자)에 집중하였고, 이에 OSAT 3업체도 2019년 이후 삼성전자 투자에 맞춰 대규모 투자를 집행하고 있다. 하지만 2020년 코로나19 이슈로 글로벌 스마트폰 수요가 둔화되며 삼성전자의 스마트폰 판매는 큰 폭으로 감소하였고, 이는 OSAT 3업체의 물량 감소로 인한 매출 감소와 감가상각비 부담에 따른 수익성 부진을 유발하였다. 결국 이들 3업체의 최근 주가는 횡보 중이다.

결국 향후 코로나 19 이슈 해결 이후 스마트폰 시장 회복에 따른 삼성전자 비메모리 사업 성장이 OSAT 3업체 주가의 2차 파동으로 연결될 전망이다. 여전히 메모리 시장 부진 속에서도 삼성전자는 비메모리 투자 금액을 증가시키고 있다. 시기의 지연이 있었을 뿐 13라인의 CIS 전환은 지속되고 있고, 파운드리 투자는 가속화 되고 있다. 여기에 OSAT 3업체가 투자한 금액의 상당부분은 테스트에 집중되어 있다. 테스트는 대규모 투자금이 발생한다는 단점이 존재하지만, 낮은 고정비로 물량만 채워지면 수익성 개선 레버리지가 높다. 2021년 이들 업체들의 2차 파동이 예상되는 이유다.

도표 38. OSAT 3업체 주가 추이 및 전망



2017년 200~500억 수준 Capex를 집행하던 3업체는 삼성전자의 증가하는 비메모리 출하량에 대응하여 2019년 기존대비 3~4배의 투자금을 집행하였다. 물론 2019년 연초부터 이들 업체의 사업은 긍정적이었고, 실적도 모두 역대 최대 매출액과 영업이익을 달성했다. 반면 2020년 들어 코로나 19 이슈에 따른 스마트폰 판매 감소로 이들의 매출액 증가는 주춤한 상태이고, 대규모 투자에 따른 비용 발생 등으로 수익성은 더욱 부진한 상태이다. 다만, 코로나 19 이후 스마트폰 시장 회복과 5G, AI 등 스펙 강화에 따른 고 성능 비메모리 수요 증가로 2021년 3업체의 실적 회복은 가파를 전망이다.

테스트 매출이 대부분을 차지하고 있는 테스나의 경우 최근 전방산업 부진에도 견조한 매출과 영업이익을 달성하고 있다. 이는 높은 투자비 대비 고정비가 낮은 장점이 있는 테스트 산업의 특성을 잘 표현해 준다. 이들 3업체가 대규모 투자의 대부분을 이런 테스트 부문에 할당하고 있다는 점도 향후 업황 회복에 따른 물량 증가 시점에 수익성에 추가적으로 긍정적인 영향을 끼칠 전망이다.

도표 39. OSAT 3업체 Capex 추이 및 전망

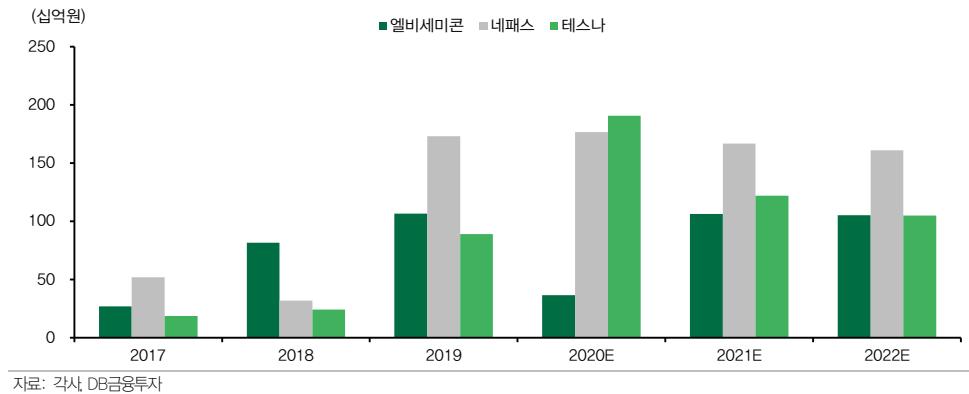


도표 40. OSAT 3업체 연간 매출액 추이 및 전망

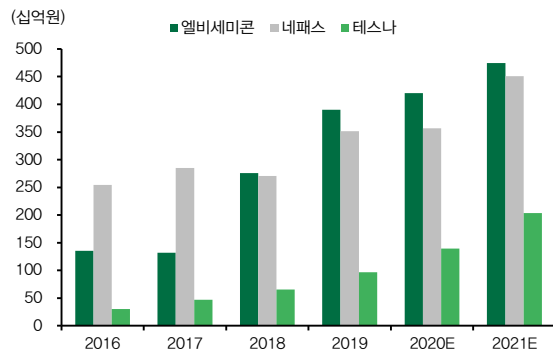


도표 41. OSAT 3업체 연간 영업이익 추이 및 전망

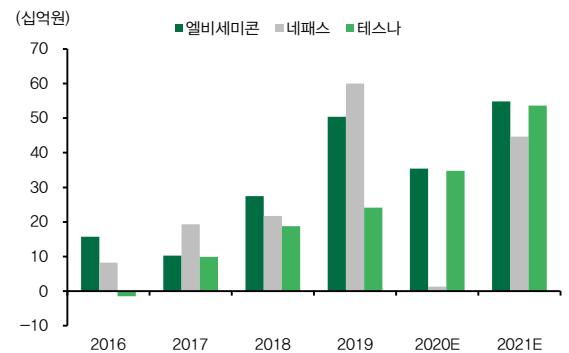
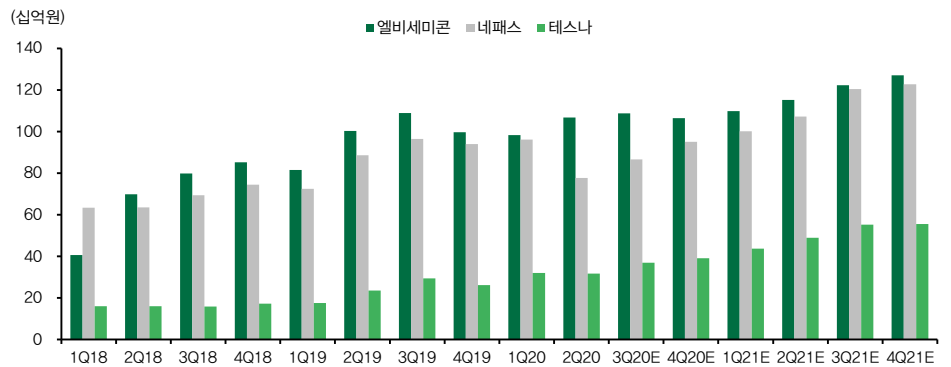
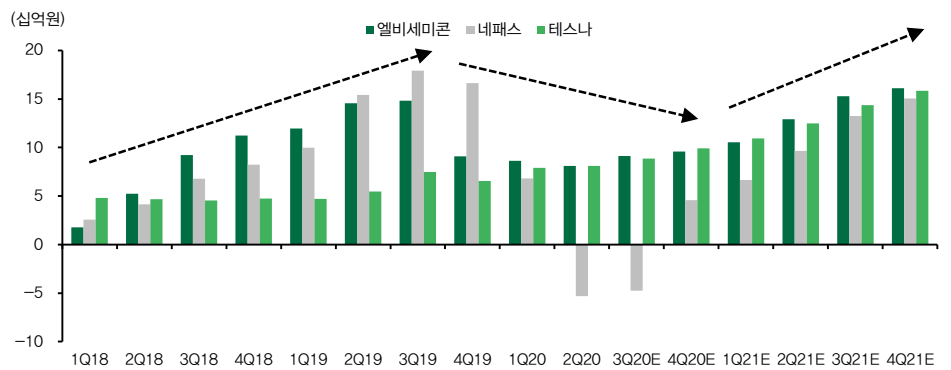


도표 42. OSAT 3업체 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 각사, DB금융투자

도표 43. OSAT 3업체 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 각사, DB금융투자

Buy

삼성전자

005930

목표주가(유지) 72,000원 현재주가(09/07) 56,500원 Up/Downside +27.4% 투자 의견(유지) Buy

2020. 09. 08

10조 나오겠는데요?

3분기 영업이익 10조원 전망: 삼성전자의 2020년 3분기 실적은 매출액 62.9조원(+1.5%, YoY/+18.8%, QoQ), 영업이익 10.0조원(+23.5%, YoY/+22.5%, QoQ)으로 시장기대치(9.2조원)를 상회할 전망이다. 하반기 경제 재개에 따른 (중저가) 스마트폰(7,900만대) 및 TV, 가전의 판매 호조로 IM과 CE 사업부의 영업이익이 3.2조원, 1.0조원 으로 기대치를 뛰어넘는 가운데 서버 수요 둔화에 따른 우려했던 반도체 부분 실적도 화웨이향 재고 축적 수요 증가 등의 영향으로 선방할 것으로 판단하기 때문이다.

단계적 실적 회복: 3분기 세트업체의 판매 호조는 4분기 수요를 일정 부분 선 반영한 결과로 4분기 동사의 영업이익은 9.5조원을 기록할 전망이다. 이에 동사의 2020년 연간 영업이익은 34.1조원 (+22.8%)으로 전년비 충분히 개선될 전망이다. 반면 분기 실적은 단기적으로 세트 부분의 호조로 실적 방어에 성공한 이후 메모리 가격 반등이 발생하는 시점에서 급등할 가능성이 높다. 이는 서버 업체들 재고 축소와 코로나발 글로벌 수요 둔화가 완화되는 2021년 2~3분기 사이가 될 것으로 판단한다. 그리고 주가는 이를 선행해서 반영할 것으로 보인다.

투자 의견 매수, 목표주가 72,000원 유지: 코로나19로 인한 언택트 생활 습관화로 비대면 IT로의 추세 변화는 일시적이지 않고 지속적인 것이다. 이에 현재 단기적으로 부진한 동사의 반도체 사업부 실적도 2021년 상반기를 기점으로 장기적으로 개선 될 전망이다. 삼성전자에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 72,000원을 유지한다.

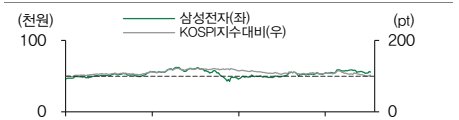
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	243,771	230,401	235,341	256,763	270,945
(증가율)	1.8	-5.5	2.1	9.1	5.5
영업이익	58,887	27,769	34,116	46,420	54,750
(증가율)	9.8	-52.8	22.9	36.1	17.9
지배주주순이익	43,891	21,505	26,181	35,008	41,350
EPS	6,689	3,407	4,190	5,669	6,731
PER (H/L)	8.1/5.7	16.8/10.8	13.3	9.8	8.3
PBR (H/L)	1.5/1.1	1.5/1.0	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA (H/L)	3.5/2.1	5.1/2.9	4.1	3.2	2.6
영업이익률	24.2	12.1	14.5	18.1	20.2
ROE	19.6	8.7	9.9	12.3	13.2

Stock Data

52주 최저/최고	42,500/62,400원
KOSDAQ /KOSPI	866/2,368pt
시가총액	3,319,199억원
60일-평균거래량	19,993,905
외국인지분율	55.8%
60일-외국인지분율변동추이	+0.7%p
주요주주	이건희 외 14 인 21.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-3.0	1.8	26.1
상대기준	-6.6	-7.5	5.9

도표 44. 삼성전자 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	229,900	235,341	256,763	55,325	52,966	62,904	64,146	62,166	58,489	68,751	67,358
%YoY	-4.8	2.4	9.1	6.6	-5.6	1.5	7.1	12.4	10.4	9.3	5.0
%QoQ				-7.6	-4.3	18.8	2.0	-3.1	-5.9	17.5	-2.0
DS	96,019	104,136	117,645	24,189	24,957	27,382	27,609	24,962	27,113	32,928	32,642
반도체	64,951	72,638	86,921	17,598	18,241	18,087	18,712	18,785	20,031	23,322	24,783
디스플레이	31,068	31,498	30,724	6,590	6,716	9,294	8,898	6,177	7,082	9,606	7,859
IM	107,269	105,705	115,769	25,994	20,747	29,298	29,666	31,711	25,620	29,807	28,631
CE	44,669	43,017	40,724	10,300	10,162	11,353	11,203	9,916	9,419	10,775	10,614
기타	-18,057	-17,518	-17,375	-5,158	-2,899	-5,129	-4,332	-4,424	-3,662	-4,759	-4,530
영업이익	27,773	34,116	46,420	6,447	8,146	9,977	9,546	9,324	9,742	13,772	13,582
%YoY	-52.8	22.8	36.1	3.4	23.5	28.2	33.3	44.6	19.6	38.0	42.3
%QoQ				-10.0	26.4	22.5	-4.3	-2.3	4.5	41.4	-1.4
DS	15,601	21,269	32,655	3,696	5,737	5,661	6,175	5,545	6,725	9,883	10,502
반도체	14,022	19,148	28,406	3,990	5,437	4,931	4,790	5,169	5,814	8,244	9,178
디스플레이	1,579	2,121	4,249	-294	300	731	1,385	375	911	1,639	1,323
IM	9,269	10,388	10,591	2,650	1,953	3,227	2,558	3,110	2,182	2,938	2,360
CE	2,920	3,081	3,174	450	730	1,088	813	669	834	951	720
기타											
영업이익률(%)	12.1	14.5	18.1	11.7	15.4	15.9	14.9	15.0	16.7	20.0	20.2
DS	16.2	20.4	27.8	15.3	23.0	20.7	22.4	22.2	24.8	30.0	32.2
반도체	21.6	26.4	32.7	22.7	29.8	27.3	25.6	27.5	29.0	35.3	37.0
디스플레이	5.1	6.7	13.8	-4.5	4.5	7.9	15.6	6.1	12.9	17.1	16.8
IM	8.6	9.8	9.1	10.2	9.4	11.0	8.6	9.8	8.5	9.9	8.2
CE	6.5	7.2	7.8	4.4	7.2	9.6	7.3	6.7	8.9	8.8	6.8
영업외손익	2,659	2,137	2,518	310	-377	913	1,291	475	-348	1,011	1,380
세전이익	30,432	36,253	48,938	6,757	7,770	10,889	10,837	9,799	9,394	14,782	14,962
순이익	21,739	26,466	35,389	4,885	5,555	7,942	8,084	7,084	6,717	10,782	10,807
EPS(원)	3,407	4,190	5,669								
PER	16.4	13.5	9.9								
BPS(원)	37,528	39,966	43,704								
PBR	1.5	1.4	1.3								

자료: DB금융투자

도표 45. 반도체 부분 출하 / 가격 추이 및 전망

	2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
DRAM											
출하량 (mil, 1Gb eq)	57,325	65,918	78,650	15,972	16,246	16,258	17,443	17,493	18,818	20,536	21,803
%Q/Q, %Y/Y	21.5	15.0	19.3	-5.6	1.7	0.1	7.3	0.3	7.6	9.1	6.2
ASP (\$/1Gb)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
%Q/Q, %Y/Y	-48.9	-16.6	1.2	1.0	10.3	-7.0	-6.1	0.0	4.0	6.5	2.0
NAND											
출하량 (mil, 16Gb eq)	66,961	83,802	113,149	19,350	19,200	21,328	23,925	24,213	26,250	30,656	32,030
%Q/Q, %Y/Y	46.9	25.2	35.0	-1.9	-0.8	11.1	12.2	1.2	8.4	16.8	4.5
ASP (\$/16Gb)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
%Q/Q, %Y/Y	-47.4	4.9	-0.9	4.9	5.5	-6.2	-3.0	0.0	3.0	6.0	-1.0

자료: DB금융투자

도표 46. 스마트폰 부분 출하 / 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	107,269	105,705	115,769	25,994	20,747	29,298	29,666	31,711	25,620	29,807	28,631
무선	102,309	101,473	110,848	24,944	19,797	28,173	28,559	30,548	24,425	28,544	27,331
기타	4,960	4,232	4,921	1,050	950	1,125	1,107	1,164	1,195	1,262	1,300
영업이익	9,269	10,388	10,591	2,650	1,953	3,227	2,558	3,110	2,182	2,938	2,360
%Q/Q, %Y/Y	-8.7	12.1	2.0	5.1	-26.3	65.2	-20.7	21.6	-29.8	34.6	-19.7
출하량(백만)	341.8	310.7	331.1	69.0	64.0	90.8	86.9	85.8	78.4	82.9	84.0
스마트폰	294.5	265.5	284.0	58.9	54.2	79.5	72.9	74.6	67.4	71.8	70.2
%Q/Q, %Y/Y	1.6	-9.8	7.0	-15.5	-7.9	46.7	-8.4	2.4	-9.7	6.6	-2.3
피쳐폰	25.3	14.2	11.6	5.1	2.8	3.2	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8
태블릿	22.0	30.9	35.6	5.0	7.0	8.1	10.9	8.2	8.1	8.2	11.1

자료: DB금융투자

도표 47. 삼성전자 추정치 변화

(단위: 십억원)

	3Q20E			4Q20E			2020E			2021E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	62,904	60,228	4.4	64,146	65,738	-2.4	235,341	234,257	0.5	256,763	251,753	2.0
반도체	18,087	18,762	-3.6	18,712	20,494	-8.7	72,638	75,094	-3.3	86,921	87,387	-0.5
DP	9,294	9,513	-2.3	8,898	9,199	-3.3	31,498	32,019	-1.6	30,724	31,217	-1.6
IM	29,298	25,498	14.9	29,666	29,110	1.9	105,705	101,349	4.3	115,769	110,426	4.8
CE	11,353	11,256	0.9	11,203	11,340	-1.2	43,017	43,058	-0.1	40,724	39,532	3.0
영업이익	9,977	9,074	9.9	9,546	10,705	-10.8	34,116	34,373	-0.7	46,420	46,080	0.7
반도체	4,931	5,460	-9.7	4,790	6,159	-22.2	19,148	21,045	-9.0	28,406	29,186	-2.7
DP	731	629	16.2	1,385	1,277	8.5	2,121	1,911	11.0	4,249	4,036	5.3
IM	3,227	2,063	56.4	2,558	2,484	3.0	10,388	9,150	13.5	10,591	9,489	11.6
CE	1,088	923	18.0	813	785	3.5	3,081	2,888	6.7	3,174	3,368	-5.8
순이익	7,942	7,285	9.0	8,084	8,983	-10.0	26,466	26,718	-0.9	35,389	35,217	0.5
주요가정												
DRAM(1Gb eq)												
Bit growth(%)	0.1	0.1	0.0	7.3	12.7	-5.4	15.0	16.5	-1.5	19.3	17.8	1.6
ASP growth(%)	-7.0	-4.2	-2.8	-6.1	-2.5	-3.6	-16.6	-14.6	-2.0	1.2	3.1	-1.9
NAND(16Gb eq)												
Bit growth(%)	11.1	11.1	0.0	12.2	12.2	0.0	25.2	25.2	0.0	35.0	35.0	0.0
ASP growth(%)	-6.2	-4.0	-2.2	-3.0	-3.0	0.0	4.9	7.8	-2.9	-0.9	-6.9	5.9

자료: DB금융투자

도표 48. 컨센서스 괴리율

(단위: 십억원)

	3Q20E			4Q20E			2020E			2021E		
	DB추정치	컨센서스	%차이	DB추정치	컨센서스	%차이	DB추정치	컨센서스	%차이	DB추정치	컨센서스	%차이
매출액	62,904	62,604	0.5	64,146	62,568	2.5	235,341	233,464	0.8	256,763	261,863	-1.9
영업이익	9,977	9,295	7.3	9,546	8,820	8.2	34,116	32,721	4.3	46,420	45,769	1.4
순이익	7,942	7,839	1.3	8,084	7,463	8.3	26,466	25,296	4.6	35,389	35,404	0.0

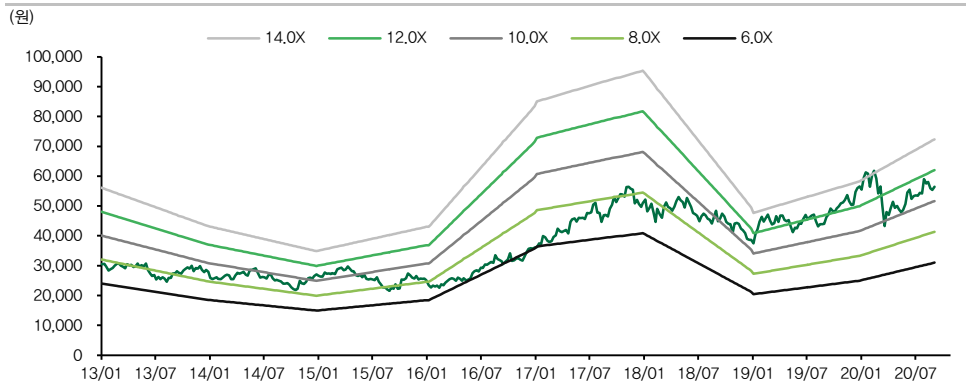
자료: DB금융투자

도표 49. 삼성전자 영업이익 vs 주가 추이 및 전망



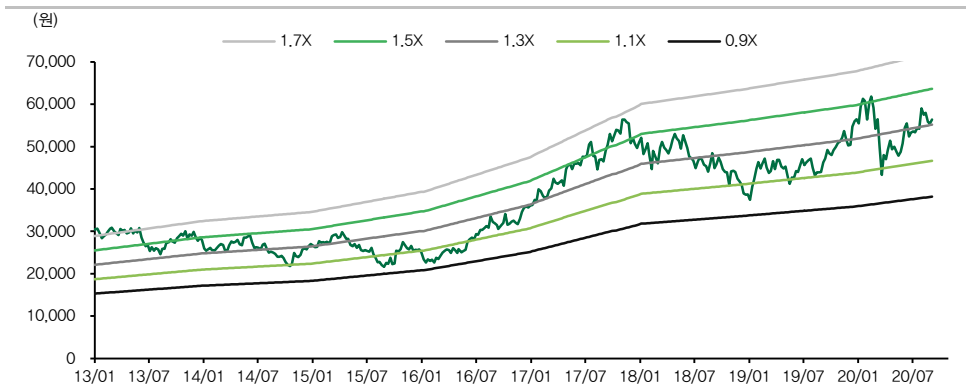
자료: DB금융투자

도표 50. 삼성전자 PER 밴드 차트



자료: DB금융투자

도표 51. 삼성전자 PBR 밴드 차트



자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	174,697	181,385	196,211	226,953	265,057
현금및현금성자산	30,341	26,886	31,174	33,190	47,488
매출채권및기타채권	36,948	39,310	34,204	39,039	42,422
재고자산	28,985	26,766	24,899	28,795	30,518
비유동자산	164,660	171,179	169,671	167,961	164,918
유형자산	115,417	119,825	121,341	122,022	120,871
무형자산	14,892	20,704	17,680	15,288	13,398
투자자산	15,628	17,561	17,561	17,561	17,561
자산총계	339,357	352,564	372,411	401,443	436,504
유동부채	69,082	63,783	66,782	70,044	72,926
매입채무및기타채무	40,482	40,978	43,977	47,239	50,121
단기차입금및단기차입금	13,587	14,393	14,393	14,393	14,393
유동성장기부채	33	846	846	846	846
비유동부채	22,523	25,901	25,901	25,901	25,901
차입금및차입금	997	3,172	3,172	3,172	3,172
부채총계	91,604	89,684	92,683	95,946	98,827
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
이익잉여금	242,699	254,583	271,145	296,534	328,265
비지배주주지분	7,684	7,965	8,250	8,630	9,080
자본총계	247,753	262,880	279,727	305,497	337,677

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	67,032	45,383	65,560	58,191	68,693
당기순이익	44,345	21,739	26,466	35,389	41,799
현금유출이없는비용및수익	43,605	37,443	41,938	46,925	48,938
유형및무형자산상각비	26,482	29,598	33,924	35,531	35,623
영업관련자산부채변동	-9,924	-2,546	6,943	-10,575	-5,990
매출채권및기타채권의감소	4,514	1,829	5,106	-4,835	-3,383
재고자산의감소	-5,979	2,135	1,868	-3,896	-1,724
매입채무및기타채무의증가	-2,415	-1,305	2,999	3,262	2,882
투자활동현금흐름	-52,240	-39,948	-38,719	-45,792	-44,012
CAPEX	-29,556	-25,368	-32,416	-33,820	-32,581
투자자산의손중	-427	-1,520	0	0	0
재무활동현금흐름	-15,090	-9,485	-10,383	-10,383	-10,383
사채및차입금의 증가	-4,147	3,745	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-10,194	-9,639	-9,619	-9,619	-9,619
기타현금흐름	94	595	-12,170	0	0
현금의증가	-205	-3,455	4,288	2,016	14,298
기초현금	30,545	30,341	26,886	31,174	33,190
기말현금	30,341	26,886	31,174	33,190	47,488

자료: 삼성전자 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	243,771	230,401	235,341	256,763	270,945
매출원가	132,394	147,240	142,290	147,490	151,978
매출총이익	111,377	83,161	93,051	109,274	118,967
판매비	52,490	55,933	58,935	62,854	64,217
영업이익	58,887	27,769	34,116	46,420	54,750
EBITDA	85,369	57,366	68,040	81,950	90,373
영업외손익	2,273	2,664	2,137	2,518	3,103
금융손익	1,390	1,887	1,773	2,154	2,739
투자손익	540	413	0	0	0
기타영업외손익	343	364	364	364	364
세전이익	61,160	30,432	36,253	48,938	57,853
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	44,345	21,739	26,466	35,389	41,799
지배주주지분순이익	43,891	21,505	26,181	35,008	41,350
비지배주주지분순이익	454	234	285	381	450
총포괄이익	44,333	24,755	26,466	35,389	41,799
증감률(%YoY)					
매출액	1.8	-5.5	2.1	9.1	5.5
영업이익	9.8	-52.8	22.9	36.1	17.9
EPS	9.8	-49.1	23.0	35.3	18.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	6,689	3,407	4,190	5,669	6,731
BPS	35,342	37,528	39,966	43,704	48,375
DPS	1,416	1,416	1,416	1,416	1,416
Multiple(배)					
P/E	5.8	16.4	13.3	9.8	8.3
P/B	1.1	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	2.1	5.0	4.1	3.2	2.6
수익성(%)					
영업이익률	24.2	12.1	14.5	18.1	20.2
EBITDA마진	35.0	24.9	28.9	31.9	33.4
순이익률	18.2	9.4	11.2	13.8	15.4
ROE	19.6	8.7	9.9	12.3	13.2
ROA	13.8	6.3	7.3	9.1	10.0
ROIC	27.2	11.5	14.3	19.2	21.9
안정성및기타					
부채비율(%)	37.0	34.1	33.1	31.4	29.3
이자보상배율(배)	87.3	40.5	44.7	60.8	71.7
배당성향(배)	19.1	38.9	31.9	23.9	20.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

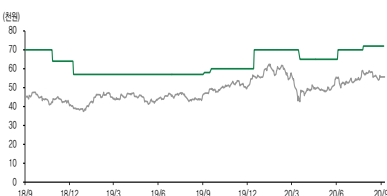
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

삼성전자 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
18/05/04	Buy	70,000	-33.3 -24.7	20/06/09	Buy	70,000	-23.2 -15.7
18/11/01	Buy	64,000	-33.2 -29.4	20/07/31	Buy	72,000	-
18/12/14	Buy	57,000	-22.4 -16.7				
19/09/09	Buy	58,000	-17.7 -15.2				
19/09/23	Buy	60,000	-14.6 -5.5				
19/12/20	Buy	70,000	-18.8 -10.9				
20/03/23	Buy	65,000	-23.9 -14.6				

BUY(신규)

엘비세미콘

061970

목표주가(신규) 13,000원 현재주가(09/07) 9,280원 Up/Downside +40.1% 투자 의견(신규) Buy

2020. 09. 08

비티에스 말고 비메모리요

비메모리 OSAT 전문업체: 엘비세미콘은 국내 비메모리 OSAT 전문업체로 제품별 매출 비중은 DDI 70~75%, PMIC 15~20%, CIS 및 메모리 10~15% 수준이다. 2012년 아이패드 판매호조로 실리콘웍스와 함께 매출이 급증 하면서 LG디스플레이향 DDI 범핑이 주력사업으로 자리매김 하였고, 2018년 COF패키징 전문업체 루셈을 인수하면서 큰 폭의 외형 성장을 기록했다. 실리콘웍스, 매그너칩반도체, DB하이텍, SK하이닉스 등 다양한 고객을 바탕으로 안정적인 실적을 구현하다 2018년 이후 삼성전자향 매출이 확대되며 외형 성장이 지속되고 있다.

눈부신 황전개: 동사는 삼성전자 비메모리향으로 2018년 하반기 DDI, 2019년 하반기 PMIC의 범핑과 테스트를 성공적으로 진입하면서 현재는 삼성전자가 최대 매출 고객이다. 여기에 현재 CIS 테스트 장비를 셋업 중이고, 2021년 SoC 까지 삼성전자향 사업이 확대될 계획이다. 각각의 사업에서 스테코, 네패스, 테스나 등 기존 주력 업체들의 이원화에 성공하며 향후 삼성전자 비메모리 라인 증설과 함께 안정적인 실적 성장이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시: 엘비세미콘에 대해 글로벌 OSAT업체 (Amkor, ASE) 평균 PER 15.6배(최근 4년)를 적용하여 목표주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 삼성전자향 비메모리 품목의 지속적인 황전개로 가파른 실적 성장이 기대되는 상황에서, 최근 LG디스플레이의 대형 OLED 및 중소형 POLED패널 판매 호조에 따른 DDI 실적도 개선되는 상황이다. 코로나 19 이후 스마트폰 시장 회복과 5G, AI 등 스펙 강화에 따른 고 성능 비메모리 수요 증가로 2021년 가파른 실적 회복이 기대된다.

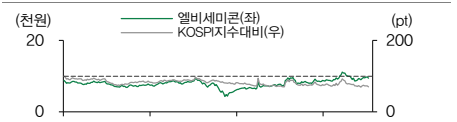
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	276	390	420	474	553
(증가율)	NA	41.6	7.6	12.9	16.7
영업이익	27	50	35	55	77
(증가율)	NA	83.7	-29.7	54.7	40.8
지배주주순이익	15	33	22	36	52
EPS	349	744	495	811	1,186
PER (H/L)	23.5/6.5	17.5/5.4	19.1	11.6	8.0
PBR (H/L)	3.1/0.8	3.8/1.2	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA (H/L)	7.8/4.2	7.2/3.7	5.3	3.7	2.6
영업이익률	10.0	12.9	8.4	11.6	14.0
ROE	13.1	24.5	13.6	19.1	22.8

52주 최저/최고	4,280/11,150원
KOSDAQ /KOSPI	866/2,368pt
시가총액	4,133억원
60일-평균거래량	4,101,376
외국인지분율	2.1%
60일-외국인지분율변동추이	-0.2%p
주요주주	구본천 외 13 인 38.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-8.8	-0.4	4.4
상대기준	-12.0	-14.6	-24.1

도표 52. 엘비세미콘 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	390.4	420.3	474.4	98.4	106.7	108.7	106.5	109.8	115.3	122.2	127.1
%QoQ				-1.4	8.5	1.9	-2.0	3.1	5.0	6.0	3.9
%YoY	41.6	7.6	12.9	20.5	6.4	-0.1	6.8	11.6	8.0	12.4	19.3
매출원가	315.8	357.8	389.7	83.0	91.4	93.1	90.3	92.0	95.4	99.6	102.7
% of Sales	80.9	85.1	82.2	84.4	85.6	85.6	84.8	83.8	82.8	81.5	80.8
매출총이익	74.7	62.5	84.6	15.3	15.3	15.7	16.2	17.8	19.8	22.6	24.4
% of Sales	19.1	14.9	17.8	15.6	14.4	14.4	15.2	16.2	17.2	18.5	19.2
판관비	24.2	27.1	29.8	6.7	7.2	6.5	6.6	7.2	6.9	7.3	8.3
% of Sales	6.2	6.4	6.3	6.8	6.8	6.0	6.2	6.6	6.0	6.0	6.5
영업이익	50.4	35.4	54.8	8.6	8.1	9.1	9.6	10.5	12.9	15.3	16.1
%QoQ				-5.1	-6.0	12.6	4.8	10.1	22.5	18.3	5.5
%YoY	83.7	-29.7	54.7	-27.9	-44.3	-38.3	5.3	22.1	59.2	67.3	68.3
영업이익률	12.9	8.4	11.6	8.8	7.6	8.4	9.0	9.6	11.2	12.5	12.7
세전이익	45.9	31.3	51.2	7.5	6.8	8.2	8.8	10.3	11.7	14.4	14.8
법인세	9.4	6.9	11.4	1.3	2.1	1.6	1.9	2.3	2.6	3.3	3.2
순이익(지배)	32.6	21.7	35.5	5.2	3.5	5.8	7.1	7.2	8.1	9.9	10.3
EPS(원)	744	495	811								
PER	10.5	18.7	11.4								
BPS(원)	3,419	3,864	4,626								
PBR	2.3	2.4	2.0								

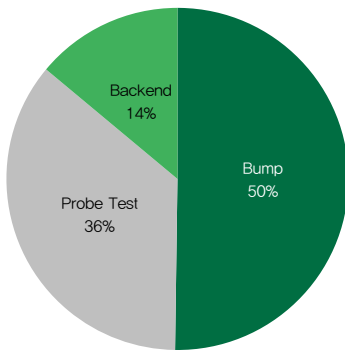
자료: DB금융투자

도표 53. 엘비세미콘 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
EPS(원)	811	2021년 Forward EPS
적용 PER(배)	15.6	글로벌 OSAT 업체 평균 PER
프리미엄(%)		
적정가치	12,663	
목표주가	13,000	
현주가	9,280	9월 7일 종가 기준
상승여력(%)	40.1	

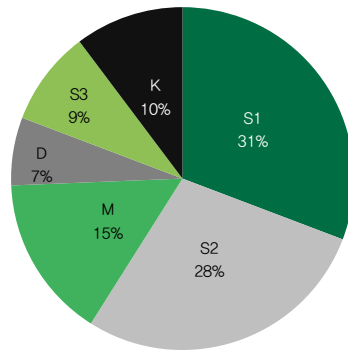
자료: DB금융투자

도표 54. 제품별 매출 비중



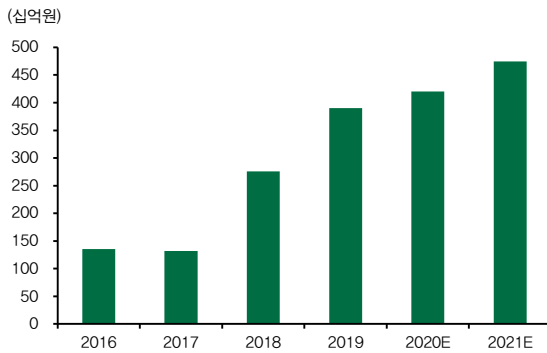
자료: 엘비세미콘, DB금융투자

도표 55. 고객별 매출 비중



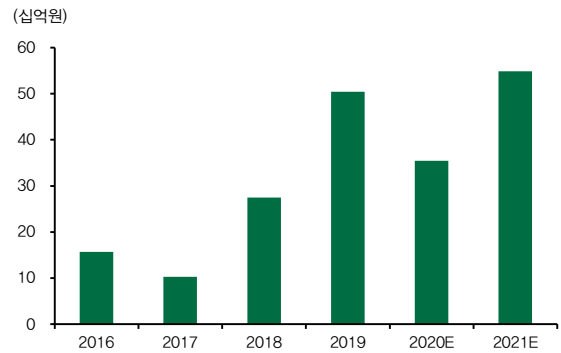
자료: 엘비세미콘, DB금융투자

도표 56. 연간 매출액 추이 및 전망



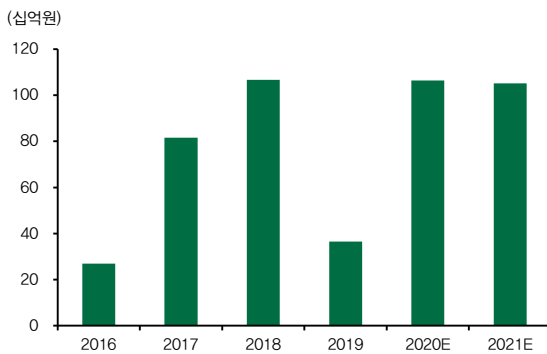
자료: 엘비세미콘, DB금융투자

도표 57. 연간 영업이익 추이 및 전망



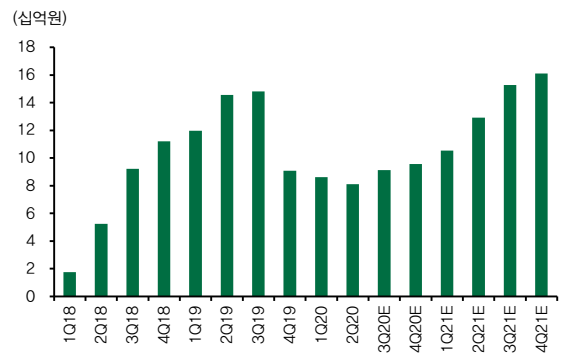
자료: 엘비세미콘, DB금융투자

도표 58. 연간 Capex 추이 및 전망



자료: 엘비세미콘, DB금융투자

도표 59. 연간 영업이익 추이 및 전망



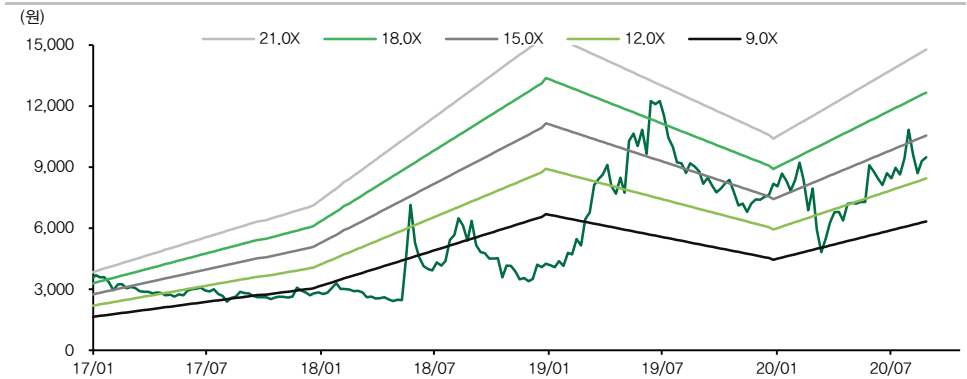
자료: 엘비세미콘, DB금융투자

도표 60. 엘비세미콘 실적 vs 주가



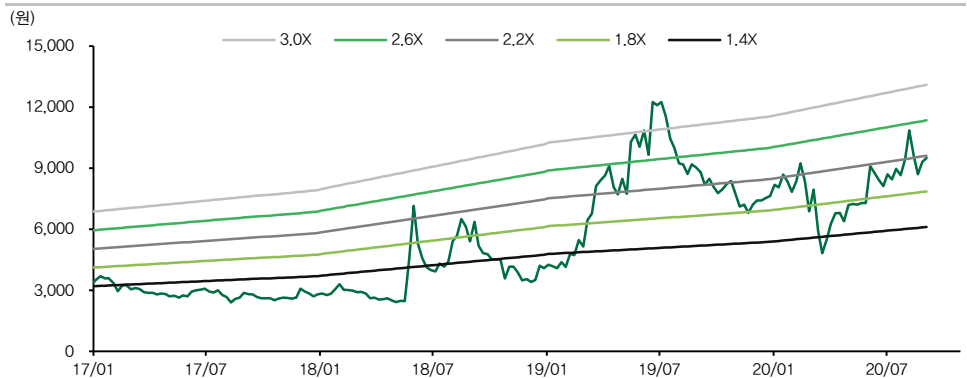
자료: DB금융투자

도표 61. 엘비세미콘 PER 밴드 차트



자료: DB금융투자

도표 62. 엘비세미콘 PBR 밴드 차트



자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	101	123	198	265	377
현금및현금성자산	12	28	83	163	245
매출채권및기타채권	62	65	86	77	104
재고자산	12	15	17	14	19
비유동자산	278	356	322	351	376
유형자산	253	316	284	316	343
무형자산	17	15	12	10	8
투자자산	2	1	1	1	1
자산총계	379	479	528	625	762
유동부채	147	188	215	274	355
매입채무및기타채무	55	78	106	165	246
단기차입금및단기차대	55	69	69	69	69
유동상장기부채	26	27	27	27	27
비유동부채	80	102	102	102	102
사채및장기차입금	70	85	85	85	85
부채총계	227	289	317	376	457
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	36	36	36	36	36
이익잉여금	59	92	111	144	194
비지배주주지분	36	40	42	47	53
자본총계	152	189	211	249	305

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	69	96	109	195	195
당기순이익	19	37	24	40	58
현금유출이없는비용및수익	53	74	85	95	103
유형및무형자산상각비	39	54	71	77	80
영업관련자산부채변동	6	-4	6	72	50
매출채권및기타채권의감소	3	-2	-21	9	-27
재고자산의감소	1	-4	-1	3	-5
매입채무및기타채무의증가	-11	3	28	59	81
투자활동현금흐름	-127	-99	-36	-106	-104
CAPEX	-82	-107	-37	-106	-105
투자자산의순증	-2	0	0	0	0
재무활동현금흐름	47	19	9	-9	-9
사채및차입금의 증가	161	36	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	58	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-2	-2	-2
기타현금흐름	0	0	-9	0	0
현금의증가	-12	16	55	80	82
기초현금	24	12	28	83	163
기말현금	12	28	83	163	245

자료: 엘비세미콘 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	276	390	420	474	553
매출원가	229	316	358	390	442
매출총이익	46	75	62	85	111
판매비	19	24	27	30	34
영업이익	27	50	35	55	77
EBITDA	67	104	106	132	158
영업외손익	-3	-5	-4	-4	-3
금융손익	-6	-8	-7	-7	-6
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	3	3	3	3	3
세전이익	25	46	31	51	74
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	37	24	40	58
지배주주지분순이익	15	33	22	36	52
비지배주주지분순이익	3	4	3	4	6
총포괄이익	20	37	24	40	58
증감률(%YoY)					
매출액	NA	41.6	7.6	12.9	16.7
영업이익	NA	83.7	-29.7	54.7	40.8
EPS	NA	113.2	-33.4	63.9	46.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	349	744	495	811	1,186
BPS	2,663	3,419	3,864	4,626	5,762
DPS	0	50	50	50	50
Multiple(배)					
P/E	11.7	10.5	19.1	11.6	8.0
P/B	1.5	2.3	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	5.4	5.2	5.3	3.7	2.6
수익성(%)					
영업이익률	10.0	12.9	8.4	11.6	14.0
EBITDA마진	24.2	26.7	25.3	27.7	28.5
순이익률	6.8	9.4	5.8	8.4	10.5
ROE	13.1	24.5	13.6	19.1	22.8
ROA	5.0	8.5	4.8	6.9	8.4
ROC	7.1	12.4	8.3	14.6	23.4
안정성및기타					
부채비율(%)	149.3	152.8	149.8	150.9	149.7
이자보상배율(배)	4.9	7.8	5.0	7.7	10.9
배당성향(배)	0.0	6.0	9.0	5.5	3.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자 의견 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자 의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자 의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

엘비세미콘 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
20/09/08	Buy	13,000	-	-			

네패스

033640

목표주가 - 현재주가(09/07) 30,550원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2020. 09. 08

네패스, 실적 부진 PASS

PMIC 전문업체: 네패스는 삼성전자 비메모리향 패키징, 범핑 및 테스트를 담당하는 OSAT 전문 업체로 사업부별 매출 비중은 반도체 81.3%, 전자재료 14.6%, 2차전지 3.1% 수준이다. 반도체 사업부는 현재 대부분 PMIC를 담당하고 있으며, WLP(Water Level Packaging)과 Fan-Out WLP 및 PLP 등 고부가가치 사업에 집중하고 있다. 여기에 삼성디스플레이향 OLED DDI 패키징 및 디스플레이용 현상액 사업을 꾸준히 유지하고 있으며, 최근 2차전지용 리드탭 사업도 가파른 성장을 기록하고 있다.

테스트와 팬아웃에 집중: 동사는 2019년 2월, 4월 네패스 라웨이와 네패스 아크를 각각 물적 분할하여 테스트와 Fan-Out 사업에 집중하고 있다. 테스트 사업은 기존 PMIC 패키징 공정 후 외주 테스트 진행하던 물량을 네패스가 내재화 하면서 안정적인 실적 성장이 기대된다. 팬아웃 사업은 기존 오창에 5K/월, 데카로부터 인수한 필리핀 공장에 5K/월 캐파를 보유하고 있으며, 천안 사업장에 약 5K/월 규모의 PLP라인을 증설하고 있다. 코로나 19로 인한 스마트폰 판매 부진으로 아직은 가동률이 낮고 대규모 투자도 필요하지만 현재 AP 중심으로 적용되고 있는 팬아웃 패키징이 향후 PMIC, RF 등으로도 시장이 확대되며 큰 폭의 외형 성장이 기대된다.

단기 실적 부진은 PASS: 네패스는 2019년부터 미래 성장동력인 테스트와 팬아웃에 대규모 투자를 집행 했으나 2020년 코로나 19 유행에 따른 스마트폰 판매 부진으로 단기 실적은 부진하다. 반면 동사가 준비하는 테스트와 팬아웃은 중장기적으로 PMIC 영역을 벗어나 AP, RF 등 사업 확장이 용이하다. 코로나 19 이후 스마트폰 시장 회복과 5G, AI 등 스펙 강화에 따른 고 성능 비메모리 수요 증가로 동사의 2021년 가파른 실적 회복이 기대된다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Dec	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	279	255	285	271	352
(증가율)	-15.2	-8.6	11.8	-4.9	29.9
영업이익	4	8	19	22	60
(증가율)	-42.9	100.0	137.5	15.8	172.7
자배주주순이익	-9	18	7	25	31
EPS	-398	845	303	1,099	1,327
PER (H/L)	NA / NA	10.2/6.0	41.6/26.8	15.9/6.8	27.2/7.4
PBR (H/L)	2.2/1.1	1.4/0.8	2.1/1.4	2.5/1.1	4.0/1.1
EV/EBITDA (H/L)	9.8/6.8	5.6/4.0	5.6/4.2	6.6/3.1	8.7/3.3
영업이익률	1.4	3.2	6.8	8.0	17.1
ROE	-7.5	15.2	5.0	17.0	16.5

52주 최저/최고	21,800/37,050원
KOSDAQ /KOSPI	866/2,368pt
시가총액	6,952억원
60일-평균거래량	756,354
외국인지분율	7.4%
60일-외국인지분율변동추이	-0.3%p
주요주주	이병구 외 6 인 25.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-12.4	-8.1	-11.1
상대기준	-15.5	-21.2	-35.4

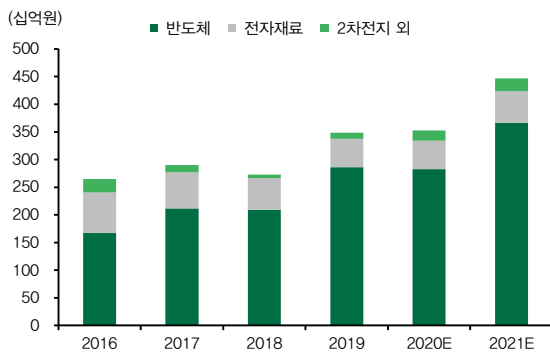
도표 63. 네패스 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	351.7	356.8	450.6	96.1	77.7	86.6	95.1	100.2	107.2	120.5	122.7
%QoQ				2.2	-19.2	11.5	9.8	5.3	7.0	12.4	1.8
%YoY	30.0	1.4	26.3	32.7	-12.4	-10.2	1.1	4.2	38.0	39.1	29.0
반도체	286.0	282.8	366.3	77.1	61.7	68.0	76.1	80.2	86.4	98.5	101.2
전자재료	51.4	51.3	57.1	13.8	11.7	12.8	13.0	13.8	14.0	14.8	14.5
2차전지 외	11.0	18.7	23.2	4.1	4.7	4.8	5.0	5.2	5.8	6.2	6.0
매출원가	239	294	333	73.9	69.2	77.1	74.2	77.0	80.4	88.0	87.7
% of Sales	68.1	82.5	73.9	76.9	89.1	89.0	78.0	76.8	75.0	73.0	71.5
매출총이익	112	62	117	22.2	8.5	9.5	20.9	23.2	26.8	32.5	35.0
% of Sales	31.9	17.5	26.1	23.1	10.9	11.0	22.0	23.2	25.0	27.0	28.5
판관비	52	60	73	15.4	13.8	14.3	16.4	16.5	17.2	19.3	19.9
% of Sales	14.8	16.8	16.2	16.0	17.7	16.5	17.2	16.5	16.0	16.0	16.2
영업이익	60.0	1.3	44.6	6.8	-5.3	-4.8	4.6	6.7	9.6	13.3	15.1
영업이익률	17.1	0.4	9.9	7.1	-6.9	-5.5	4.8	6.7	9.0	11.0	12.3
세전이익	43	-3	37	1.7	-11.3	-4.4	10.5	4.9	7.9	11.3	12.6
법인세	12	-1	10	1.2	-2.5	0.0	0.1	1.2	2.2	3.2	3.7
순이익(지배)	30	-2	27	0.5	-8.7	-4.4	10.6	3.8	5.8	8.4	9.1
EPS(원)	1,327	-94	1,176								
PER	18.1	-326.0	26.0								
BPS(원)	9,059	8,696	9,601								
PBR	2.7	3.5	3.2								

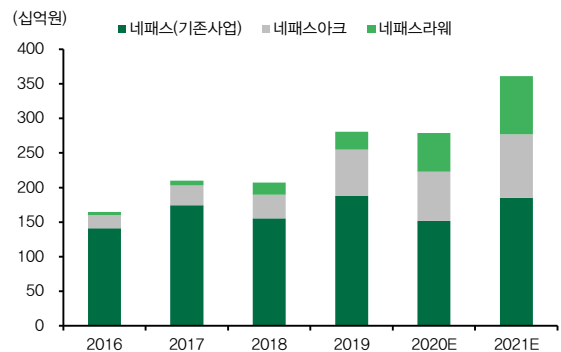
자료: DB금융투자

도표 64. 네패스 제품군별 매출 추이 및 전망



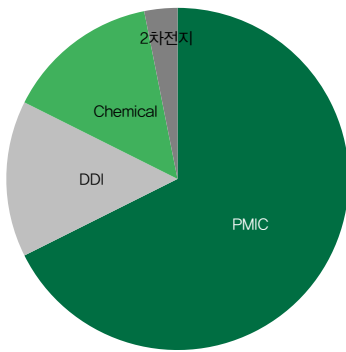
자료: 네패스, DB금융투자

도표 65. 네패스 반도체 사업부 매출 추이 및 전망



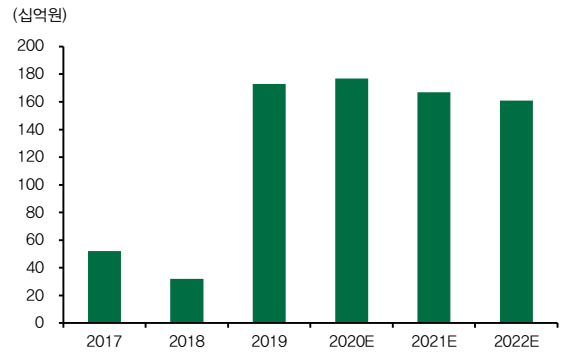
자료: 네패스, DB금융투자

도표 66. 네패스 제품별 매출 비중



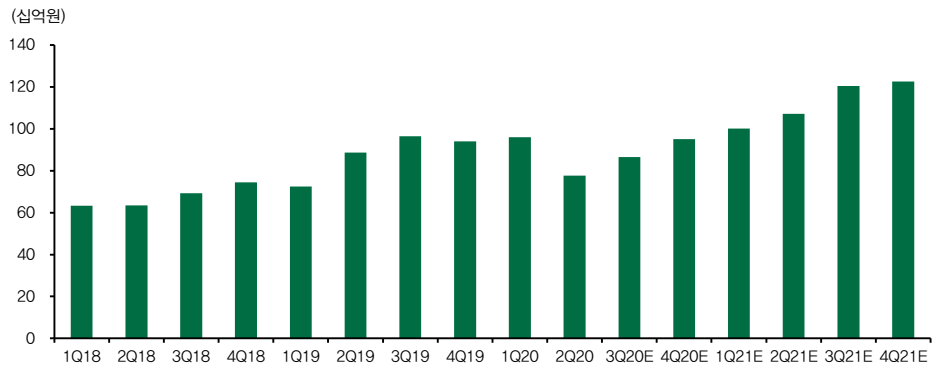
자료: 네패스, DB금융투자

도표 67. 네패스 Capex 추이 및 전망



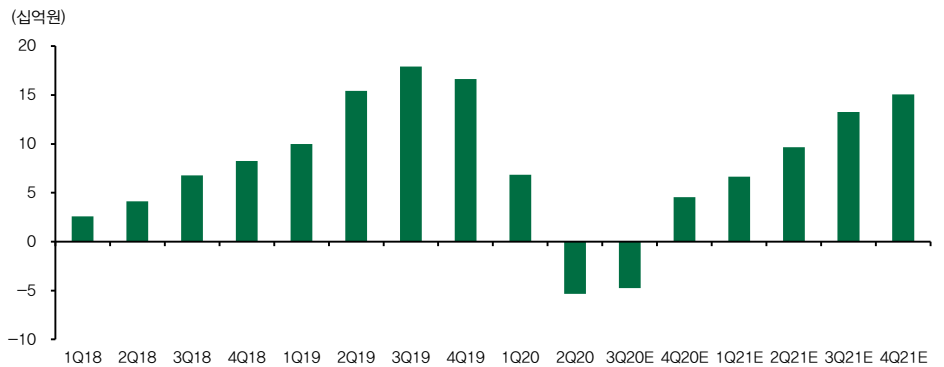
자료: 네패스, DB금융투자

도표 68. 네패스 분기 매출액 추이 및 전망



자료: 네패스, DB금융투자

도표 69. 네패스 분기 영업이익 추이 및 전망



자료: 네패스, DB금융투자

도표 70. 네패스 실적 vs 주가

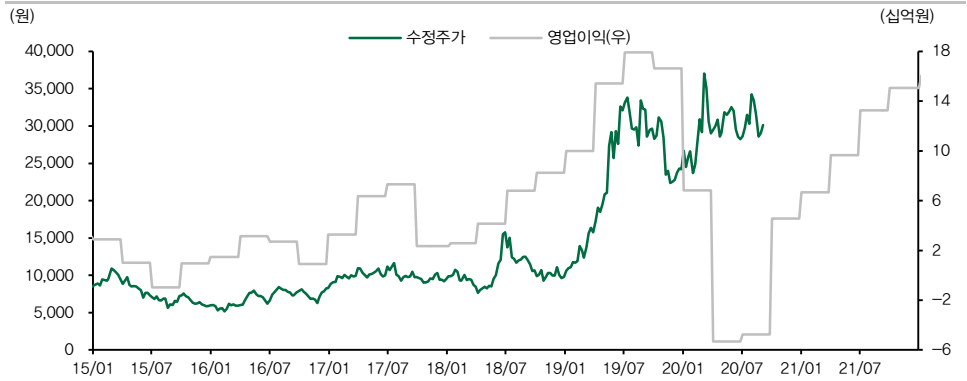


도표 71. 네패스 PER 밴드 차트

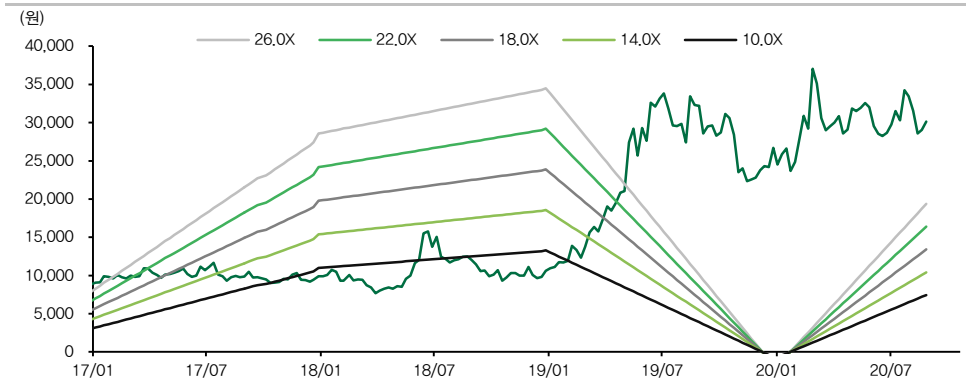
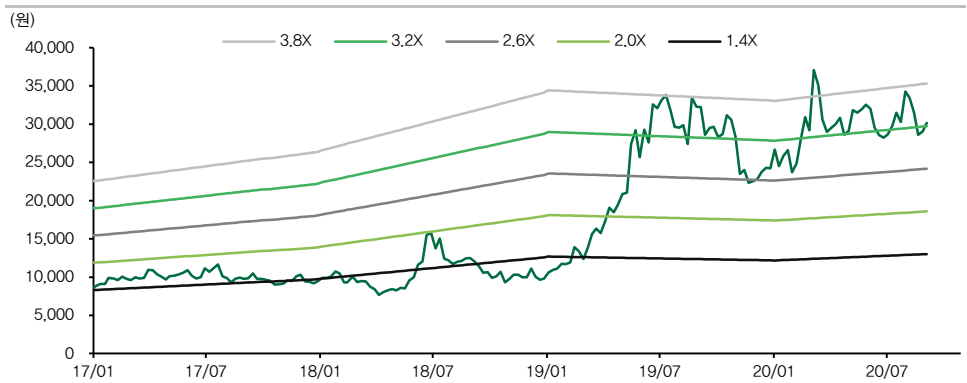


도표 72. 네패스 PBR 밴드 차트



대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	106	100	104	96	192
현금및현금성자산	47	49	48	32	113
매출채권및기타채권	42	36	35	39	50
재고자산	15	9	9	10	21
비유동자산	250	198	204	186	328
유형자산	209	148	162	147	275
무형자산	12	5	5	4	15
투자자산	11	30	23	25	23
자산총계	356	299	308	282	520
유동부채	116	127	106	111	139
매입채무및기타채무	26	28	35	36	62
단기차입금및단기차입금	26	46	40	36	40
유동상장기부채	58	45	21	20	15
비유동부채	102	56	81	30	192
사채및장기차입금	72	32	45	12	117
부채총계	218	183	187	141	331
자본금	11	11	11	12	12
자본잉여금	85	86	82	90	103
이익잉여금	22	38	45	67	94
비지배주주지분	27	-15	-10	-20	-20
자본총계	138	116	121	141	189

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	37	44	60	42	90
당기순이익	-16	19	4	25	31
현금유출이없는비용및수익	83	83	66	94	101
유형및무형자산상각비	37	37	38	37	44
영업관련자산부채변동	-8	1	2	-10	-2
매출채권및기타채권의감소	-6	7	1	-6	-12
재고자산의감소	-2	2	0	-2	-11
매입채무및기타채무의증가	0	-3	5	2	28
투자활동현금흐름	-56	-28	-58	-12	-175
CAPEX	59	24	52	32	173
투자자산의손익	0	-19	7	-1	2
재무활동현금흐름	-10	-8	-3	-41	167
사채및차입금의 증가	-9	-40	-5	-52	164
자본금및자본잉여금의증가	0	0	-5	7	11
배당금지급	0	-1	0	-2	-2
기타현금흐름	1	-7	0	-4	-1
현금의증가	-29	2	-1	-16	81
기초현금	76	47	49	48	32
기말현금	47	49	48	32	113

자료: 네패스, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	279	255	285	271	352
매출원가	226	207	223	208	239
매출총이익	54	47	62	63	112
판매비	37	27	30	29	38
영업이익	4	8	19	22	60
EBITDA	41	45	57	58	104
영업외손익	-15	15	-9	15	-17
금융손익	-8	-5	-5	-3	-9
투자손익	0	4	-6	11	-9
기타영업외손익	-7	16	2	7	1
세전이익	-11	22	9	36	43
중단사업이익	-1	-1	0	-2	-1
당기순이익	-16	18	4	23	30
지배주주지분순이익	-9	18	7	25	31
비지배주주지분순이익	-8	0	-3	-2	-1
총포괄이익	-16	19	4	22	29
증감률(%YoY)					
매출액	-15.1	-8.8	12.0	-5.1	29.9
영업이익	-43.4	112.6	134.2	12.7	175.7
EPS	적지	흑전	-64.2	262.9	20.8

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	-398	845	303	1,099	1,327
BPS	5,111	5,994	5,943	6,999	9,059
DPS	50	0	100	100	270
Multiple(배)					
P/E	NA	9.8	31.2	8.9	18.1
P/B	1.2	1.4	1.6	1.4	2.7
EV/EBITDA	6.9	5.5	4.7	4.1	6.3
수익성(%)					
영업이익률	1.4	3.2	6.8	8.0	17.1
EBITDA마진	14.7	17.8	20.0	21.5	29.6
순이익률	-5.8	7.1	1.4	8.4	8.5
ROE	-11.4	14.2	3.3	17.4	18.1
ROA	-4.4	5.5	1.3	7.7	7.4
ROC	1.9	2.8	4.2	7.0	15.2
안정성및기타					
부채비율(%)	157.7	157.8	154.9	99.8	174.8
이자보상배율(배)	0.4	1.4	3.3	4.7	11.3
배당성향(배)	-6.6	0.0	54.7	9.9	20.9

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

네패스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
----	------	------	--------------------	----	------	------	--------------------

20/09/08 NR - - -

테스나

131970

목표주가 - 현재주가(09/07) 83,400원 Up/Downside - 투자 의견 NR

2020. 09. 08

테스트는 역시 테스나

테스트 전문업체: 테스나는 삼성전자 비메모리항 웨이퍼 및 패키징 테스트 전문업체로 제품군별 매출 비중은 SoC(System On Chip) 46.4%, CIS(CMOS Image Sensor) 26.3%, Smart Card IC 19.1%, MCU(Micro Controller Unit) 8.2% 등 이다. 2012년 이후 삼성전자의 RF 통신칩 및 AP를 포함한 SoC 테스트로 외형 성장을 기록하다가, 2015년 이후 삼성전자 AP 외주 테스트 물량 급감의 위기 상황에서 Smart Card 및 MCU로 안정적인 매출을 확보하였고, 2019년 삼성전자 CIS 외주 테스트 업체로 선정되며 본격적인 실적 성장을 기록하고 있다.

CIS 와 SoC의 하모니: 동사는 2019년 초반 삼성전자의 CIS 외주 테스트 사업 진출에 성공하면서 큰 폭으로 실적이 개선되었다. 현재 삼성전자 8인치 CIS 테스트 대부분을 담당하고 있으며, DRAM 13라인의 CIS 전환으로 증가하는 12인치 CIS 물량에 따라 12인치 테스트 장비도 계획대로 지속 투자하고 있다. 또한 최근 삼성전자는 내재화에 의존하던 AP의 테스트도 다시 외주로 배치하려고 하고 있다. 이에 따른 테스나의 SoC 사업 매출 상승도 기대된다.

테스트의 안정적인 수익성: 2020년 코로나 19 유행에 따른 스마트폰 판매 부진으로 대부분의 삼성전자향 OSAT 업체들의 단기 실적이 부진한 상황 속에서도 상반기 동사의 영업이익률은 25% 전후를 유지하며 안정적인 수익성을 유지하고 있다. 이는 대규모 투자 이후에는 고정비가 낮아 가동에 따른 수익성 기여도가 높은 테스트 산업의 특성 때문이다. 이에 코로나 19 이후 스마트폰 시장 회복에 따른 CIS 물량 증가와 5G, AI 등 스펙 강화에 따른 고 성능 SoC 수요 증가 등의 영향으로 동사의 2021년 실적은 가파른 성장이 기대된다.

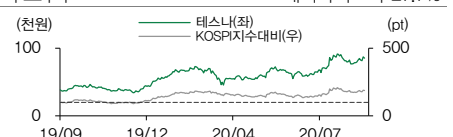
Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017	2018	2019
FYE Dec					
매출액	34	30	47	65	97
(증가율)	-29.2	-11.8	56.7	38.3	49.2
영업이익	-3	-1	10	19	24
(증가율)	적전	적지	흑전	90.0	26.3
지배주주순이익	-4	1	9	16	21
EPS	-612	108	1,313	2,370	3,092
PER (H/L)	NA / NA	135.2/66.7	17.3/9.4	13.5/5.0	18.2/5.7
PBR (H/L)	3.2/1.0	1.7/0.8	2.3/1.3	2.7/1.0	2.8/0.9
EV/EBITDA (H/L)	13.1/4.2	7.5/3.7	6.1/3.3	6.1/2.3	7.5/2.6
영업이익률	-9.8	-4.7	20.9	28.7	25.0
ROE	-6.9	1.3	14.3	21.9	17.5

Stock Data

52주 최저/최고	34,150/91,500원
KOSDAQ /KOSPI	866/2,368pt
시가총액	6,355억원
60일-평균거래량	317,789
외국인지분율	3.1%
60일-외국인지분율변동주이	-1.5%p
주요주주	에이아이트리 27.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.4	27.4	122.9
상대기준	-9.8	9.2	62.0

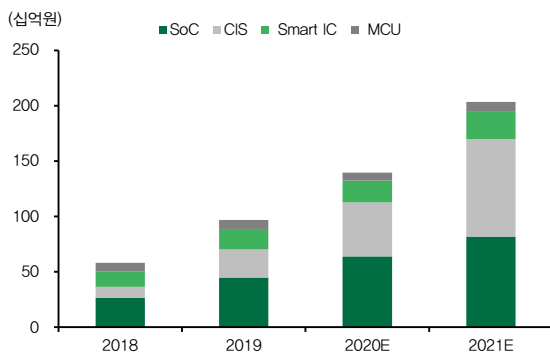
도표 73. 테스나 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	2019	2020E	2021E	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	96.8	139.7	203.4	32.0	31.7	36.9	39.1	43.8	48.9	55.2	55.5
%QoQ				21.8	-0.9	16.6	6.0	11.8	11.9	12.9	0.5
%YoY	48.4	44.3	45.6	81.5	34.0	25.9	49.2	36.9	54.5	49.5	41.8
매출원가	66	98	139	23.2	22.7	25.5	26.2	30.2	33.5	37.6	37.8
% of Sales	68.6	69.9	68.4	72.5	71.8	69.0	67.0	69.0	68.5	68.0	68.1
매출총이익	30	42	64	8.8	8.9	11.5	12.9	13.6	15.4	17.7	17.7
% of Sales	31.4%	30.1%	31.6%	27.5	28.2	31.0	33.0	31.0	31.5	32.0	31.9
판매비	6	7	11	0.9	0.8	2.6	3.0	2.6	2.9	3.3	1.9
% of Sales	6.5%	5.2%	5.3%	2.8	2.6	7.0	7.7	6.0	6.0	6.0	3.3
영업이익	24.2	34.8	53.6	7.9	8.1	8.9	9.9	10.9	12.5	14.4	15.9
%QoQ				20.4	2.7	9.3	11.8	10.4	14.1	15.1	10.4
%YoY	29.1	43.8	54.2	67.4	48.8	18.8	51.1	38.5	53.9	62.0	60.0
영업이익률	25.0	24.9	26.4	24.7	25.6	24.0	25.3	25.0	25.5	26.0	28.6
세전이익	22.6	30.0	48.9	3.6	7.0	6.6	12.8	10.1	11.5	12.1	15.2
법인세	1.2	3.1	4.7	-0.5	1.2	0.8	1.6	-1.5	1.9	1.4	2.9
순이익(지배)	21.4	27.0	44.2	4.2	5.8	5.9	11.2	11.6	9.5	10.7	12.3
EPS(원)	3,092	3,768	6,169								
PER	16.5	22.1	13.5								
BPS(원)	20,388	22,031	27,008								
PBR	2.5	3.8	3.1								

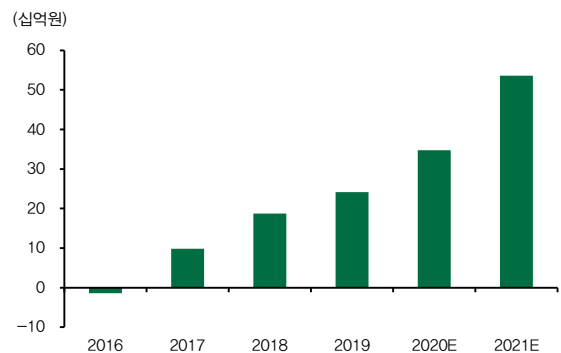
자료: DB금융투자

도표 74. 테스나 연간 제품군별 매출액 추이 및 전망



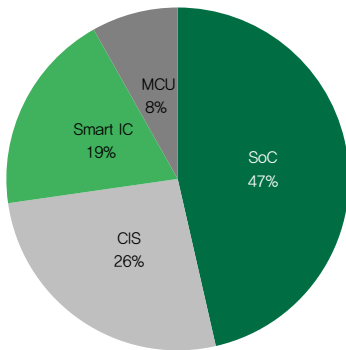
자료: 테스나, DB금융투자

도표 75. 테스나 연간 영업이익 추이 및 전망



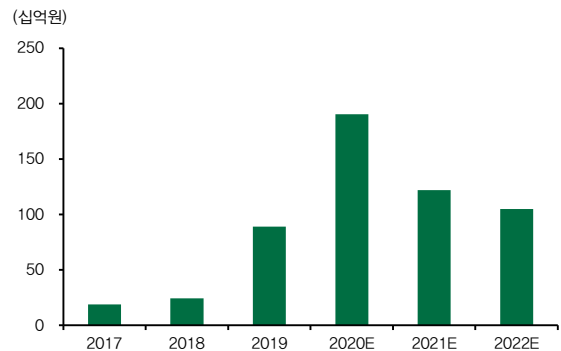
자료: 테스나, DB금융투자

도표 76. 테스나 제품군별 매출액 비중



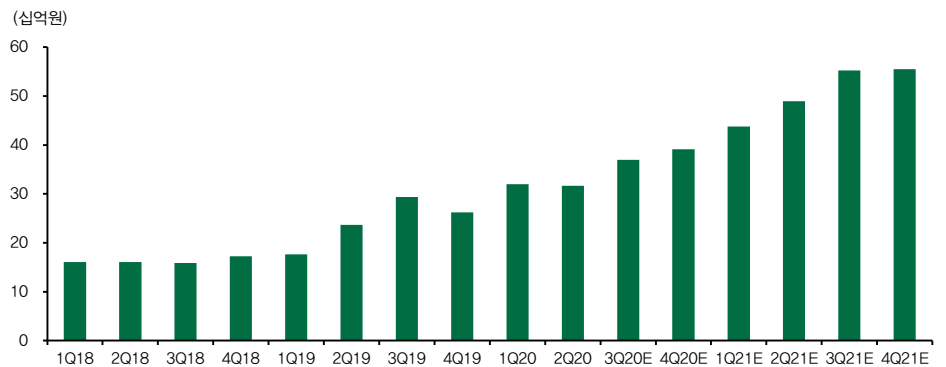
자료: 테스나, DB금융투자

도표 77. 테스나 Capex 추이 및 전망



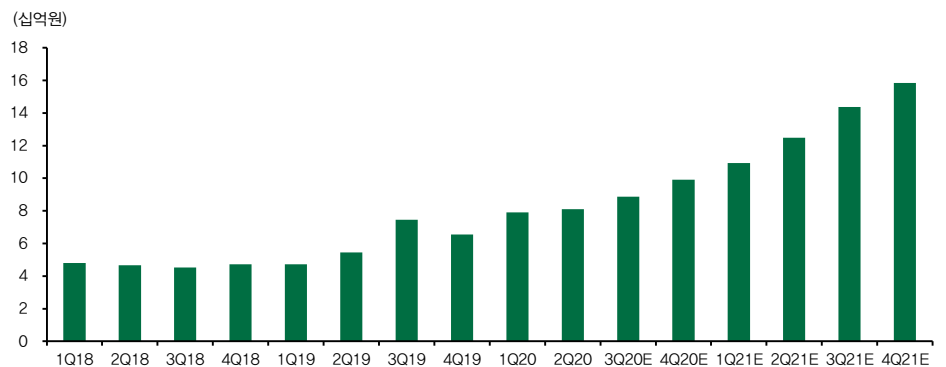
자료: 테스나, DB금융투자

도표 78. 테스나 분기 매출액 추이 및 전망



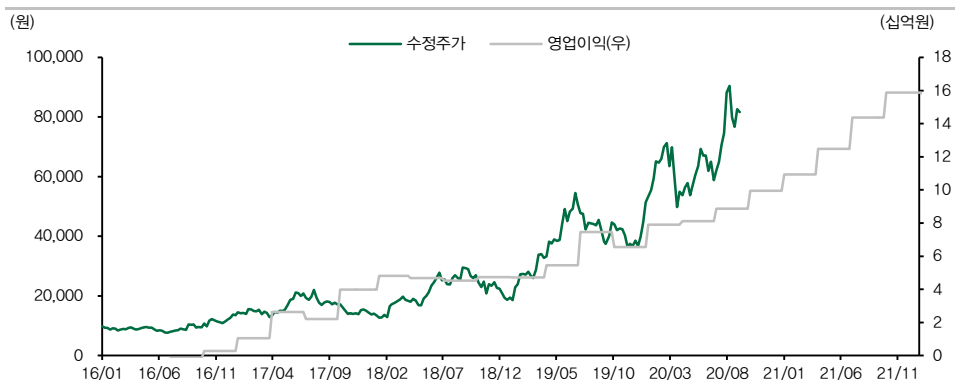
자료: 테스나, DB금융투자

도표 79. 테스나 분기 영업이익 추이 및 전망



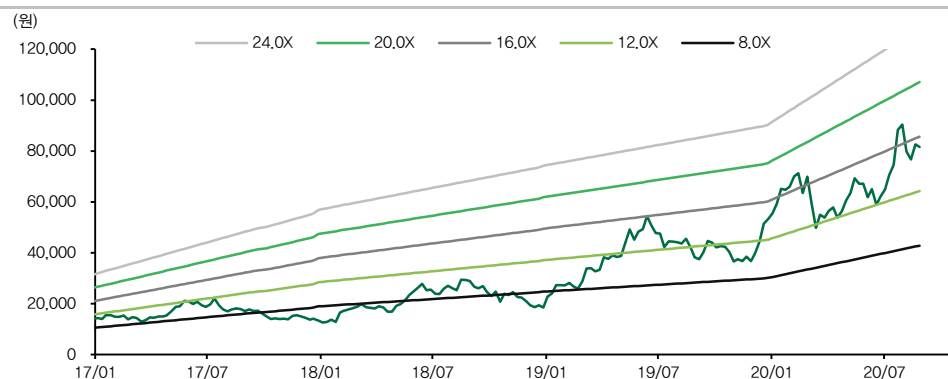
자료: 테스나, DB금융투자

도표 80. 테스나 실적 vs 주가



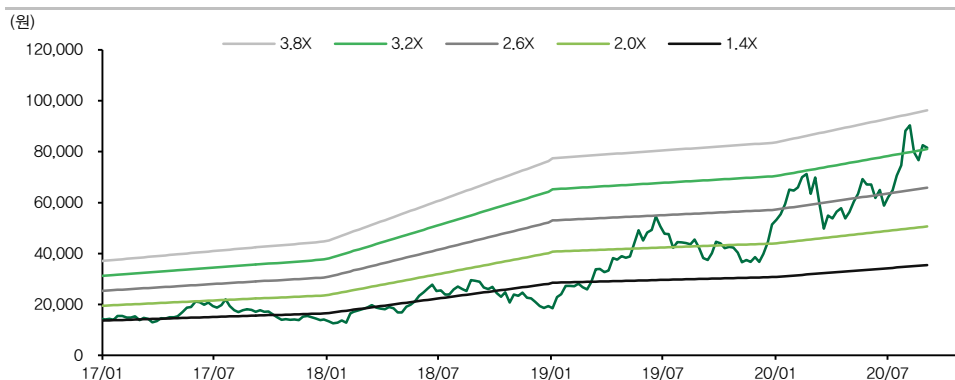
자료: DB금융투자

도표 81. 테스나 PER 밴드 차트



자료: DB금융투자

도표 82. 테스나 PBR 밴드 차트



자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	22	23	31	36	151
현금및현금성자산	14	15	20	22	103
매출채권및기타채권	3	3	6	7	14
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	61	55	65	75	192
유형자산	52	46	56	64	164
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	6	6	6	10	28
자산총계	83	78	96	112	343
유동부채	18	15	23	20	68
매입채무및기타채무	4	5	12	6	36
단기차입금및단기차대	8	6	8	8	22
유동상장지부채	4	3	2	3	3
비유동부채	7	5	7	10	112
사채및장기차입금	4	1	5	5	98
부채총계	25	20	29	30	179
자본금	3	3	3	3	4
자본잉여금	14	14	14	14	71
이익잉여금	41	42	51	66	88
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	58	58	67	81	163

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름	13	13	22	32	44
당기순이익	-4	1	9	16	21
현금유출이없는비용및수익	22	19	17	18	36
유형및무형자산상각비	17	14	13	14	26
영업관련자산부채변동	-1	0	-2	0	-8
매출채권및기타채권의감소	0	0	-2	-1	-4
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	0	0	0	0	0
투자활동현금흐름	-9	-3	-20	-30	-125
CAPEX	8	6	19	24	89
투자자산의순증	3	0	0	-4	-17
재무활동현금흐름	-9	-9	3	0	162
사채및차입금의 증가	-9	-6	3	4	114
자본금및자본잉여금의증가	-1	0	0	-1	57
배당금지급	-1	0	0	0	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-5	1	5	2	81
기초현금	19	14	15	20	22
기말현금	14	15	20	22	103

자료: 테스나, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	34	30	47	65	97
매출원가	35	30	36	44	66
매출총이익	-2	0	12	21	30
판관비	2	1	2	2	6
영업이익	-3	-1	10	19	24
EBITDA	14	13	23	32	50
영업외손익	-3	2	0	0	-1
금융손익	-1	0	0	0	-1
투자손익	-2	0	0	0	-1
기타영업외손익	0	2	0	0	1
세전이익	-5	0	10	19	23
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4	1	9	16	21
지배주주지분순이익	-4	1	9	16	21
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	-4	1	9	15	24
증감률(%YoY)					
매출액	-29.3	-10.5	55.8	38.3	48.4
영업이익	적전	적지	흑전	90.1	29.0
EPS	적전	흑전	1,115.4	80.5	30.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산 원 % 배	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	-612	108	1,313	2,370	3,092
BPS	8,476	8,537	9,781	11,891	20,388
DPS	0	0	150	170	200
Multiple(배)					
P/E	NA	134.2	10.7	8.2	16.5
P/B	1.2	1.7	1.4	1.6	2.5
EV/EBITDA	4.9	7.5	3.8	3.8	7.0
수익성(%)					
영업이익률	-9.8	-4.7	20.9	28.7	25.0
EBITDA마진	41.2	41.4	49.4	49.4	51.8
순이익률	-12.4	2.4	19.1	24.9	22.1
ROE	-6.9	1.3	14.3	21.9	17.5
ROA	-4.6	0.9	10.3	15.6	9.4
ROC	-4.4	-6.1	15.7	24.5	18.0
안정성및기타					
부채비율(%)	42.9	33.8	43.6	37.0	109.8
이자보상배율(배)	-3.7	-2.4	22.9	41.1	12.1
배당성향(배)	0.0	0.0	11.1	7.0	6.3

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2020-06-30 기준) - 매수(84.5%) 중립(15.5%) 매도(0.0%)

기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

테스나 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
20/09/08	NR	-	-				



Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com



자산전략팀

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략	문홍철 파트장	3436	m304050
경제	박성우 연구위원	3441	p3swo
연구원	박경민 연구원	3446	gmpark

주식전략파트

주식전략	강현기 파트장	3479	hygkang
중국전략	김선영 연구위원	3438	tjs00dud
퀀트/해외주식	설태현 수석연구위원	3709	thseol
연구원	강대승 연구원	3437	bigwin92



산업분석1팀

금융 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

조선/기계/철강	김홍균 수석연구위원	3102	usckim10
건설/건자재/부동산	조윤호 수석연구위원	3367	uhno
에너지/케미칼	한승재 수석연구위원	3921	sjhan
뷰티/패션/생활용품	박현진 수석연구위원	3477	hjpark
연구원	정재현 연구원	3429	kevinj
연구원	정광명 연구원	3746	Kmc92

크로스융합파트

스몰캡	유경하 파트장	3353	last88
비상장기업	남기윤 연구위원	3387	kqnam



산업분석2팀

IT총괄/전기전자 권성률 팀장 3724 srkwon

음식료/유통	차재현 수석연구위원	3378	imcjh
반도체/IT소재장비	여규진 연구위원	3713	kjsyndrome
제약/바이오	구자용 연구위원	3425	jaykoo
자동차/운송	김평모 연구위원	3053	pmkim
인터넷/게임/엔터	황현준 수석연구위원	3385	realjun20
헬스케어/신성장산업	유현재 선임연구위원	3369	Jay.yoo
미디어/통신서비스	신은정 선임연구위원	3458	ej.shin
연구원	권세라 연구원	3352	serakwon9494



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 홍산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.