

Company Update

Analyst 이민희

02) 6915-5682

mhl3467@ibks.com

Not Rated

목표주가

현재가 (7/24)

8,650원

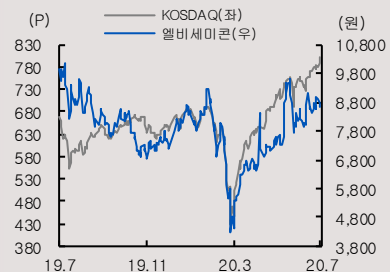
KOSDAQ (7/24)	794.80pt
시가총액	379십억원
발행주식수	43,785천주
액면가	500원
52주 최고가	10,150원
최저가	4,280원
60일 일평균거래대금	50십억원
외국인 지분율	1.7%
배당수익률 (2020F)	0.6%

주주구성	
구분전 외 13 인	38.75%

	1M	6M	12M
주가상승			
상대기준	-2%	-11%	-27%
절대기준	4%	4%	-13%

	현재	직전	변동
투자의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(20)	499	-	-
EPS(21)	789	-	-

엘비세미콘 주가추이



이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

본 조사는 분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

엘비세미콘 (061970)

바닥은 지났고, 내년 신사업 본궤도 진입 여부 주시

디스플레이 향 반도체 주력의 후공정업체

동사는 디스플레이 Driver IC(DDI), CMOS Image Sensor(CIS), PMIC 등의 반도체 후공정 사업을 영위하고 있으며, 공정 별 매출(본사) 비중은 Bumping 50%, Probe Test 35%, Backend 15%로 나뉜다. 최종 응용제품 기준으로는 DDI 70%, PMIC 15%, CIS 등 15%로 구성된다. 주력 제품인 DDI의 주요 고객은 삼성전자, 실리콘웍스, 매그나칩 순이며, 이들 3개사가 58%를 차지한다. 수익성은 테스트, 범핑, Backend 순이며, 특히 테스트 공정의 레버리지 효과가 크다. 2H18부터 신규 고객 삼성전자 향 OLED DDI 후공정 사업이 본궤도에 진입하면서 실적이 급성장 하였다.

CIS 증설 경쟁의 수혜 기대

스마트폰 및 자동차 대량 카메라 탑재량이 지속 증가하면서 글로벌 CIS 시장은 지난 10년간 4배 성장하였으며, 올해는 COVID-19 영향으로 소폭 역성장이 예상되나 내년에는 2백억불을 넘어갈(+15%YoY) 전망이다. 삼성전자와 소니의 점유율 경쟁으로 양사는 공격적인 증설 계획을 세우고 있는데, 올해 상반기 동사는 국내 고객의 CIS 테스트 2nd Vendor로 선정되었다. 동사는 안성 임차 공장을 통해 초기 생산능력을 확보한 상태이며, 쉼 진행이 순조롭다면 내년초 양산 계획이다. 기존 SK하이닉스(8" wafer)에 이어 신규 대형 고객 유치로 성장 기회가 예상된다.

기존 사업은 점차 회복 중, 내년 테스트 사업 본궤도 진입 여부 주시

COVID-19 영향으로 상반기 실적이 부진하나, 하반기 들어 모바일 및 디스플레이 수요 개선에 힘입어 실적도 바닥을 벗어나는 모습이다. 현재 동사 주가는 Mid-cycle Valuation 수준에 있으며, 기존 사업만 본다면 상승 여력이 크지 않으나, 내년 부터 추가될 신규 테스트 매출의 기대치(내년 초기 매출은 2백억원 수준이나 추가 증설 가능성 높음)에 따라 Valuation 상승이 예상된다.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	276	390	409	482	603
영업이익	27	50	37	55	82
세전이익	25	46	31	48	75
지배주주순이익	15	33	22	35	53
EPS(원)	349	744	499	789	1,220
증가율(%)	0.0	113.2	-33.0	58.1	54.7
영업이익률(%)	9.8	12.8	9.0	11.4	13.6
순이익률(%)	6.9	9.5	6.1	8.1	10.0
ROE(%)	13.1	24.5	13.7	18.6	23.5
PER	11.7	10.5	17.3	11.0	7.1
PBR	1.5	2.3	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	5.3	5.2	5.9	4.7	3.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

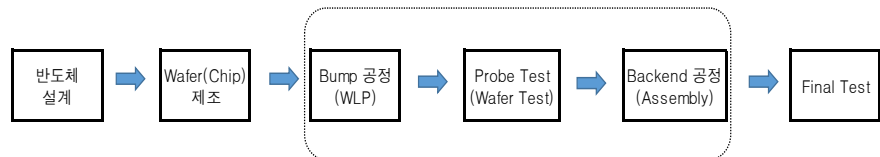
디스플레이 향 반도체 주력의 후공정업체

본사 매출비중: Bump
50%, Probe Test 35%,
Backend 15%

주요 고객은 삼성전자,
실리콘웍스, 매그나칩 순

동사는 2000년 설립, 디스플레이 Driver IC(DDI), CMOS Image Sensor(CIS), PMIC 등의 반도체 후공정(Bumping, Probe Test, Backend) 사업을 영위하고 있다. 2019년 기준으로 공정 별 매출(본사) 비중은 Bumping 50%, Probe Test 35%, Backend 15%로 나뉜다. 최종 응용제품을 기준으로 분류하면 DDI 및 System LSI 70%, PMIC 15%, CIS 및 메모리 15%로 구성된다. 주력 제품인 DDI의 주요 고객은 삼성전자, 실리콘웍스, 매그나칩 순이며, 이들 3개사가 58%를 차지한다. 그 외 DB하이텍, 노바텍 등이 있다. 이들 Fabless 및 IDM 업체를 통해 최종 디스플레이 패널 제조업체에 제품을 공급하는데, 최종 고객 기준으로 매출 비중은 삼성디스플레이 43%, LG디스플레이 38%, 중국업체들 14%, 기타 5%로 구분된다.

그림 1. Flip-chip 제조 공정에서 엘비세미콘의 사업 영역



자료: IBK투자증권

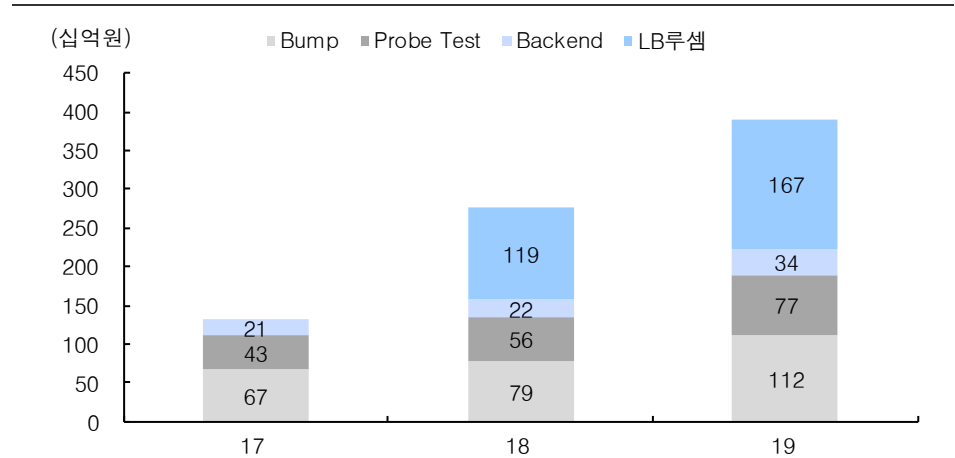
수익성면에서는 Test,
Bumping, Backend 순

동사가 영위하는 Wafer Level Package(WLCSP)는 웨이퍼 가공 후 하나씩 칩을 잘라 내 패키징 하던 기존 방식과는 달리, 웨이퍼 상태에서 한번에 패키지 공정 및 테스트를 진행한 후 칩을 절단하여 완제품을 만드는 기술로 가장 작은 크기를 구현할 수 있는 칩 크기의 패키지 방법이다. 삼성전자 범핑 작업의 대부분은 자회사 스테코가 수행하는 것으로 알려져 있는데, 12" 웨이퍼는 네패스와 동사가 외주가공하는 것으로 파악된다. 한편 Driver IC 칩의 패키징 방식으로는 COG(Chip On Glass)와 COF(Chip On Film) 두가지가 있는데, 전자는 스마트폰과 태블릿 등 모바일기기에 적용되며 Backend 과정이 필요 없어 동사가 칩 절단 후 납품하며, 후자는 주로 TV 및 모니터 등 대화면에 적용되며 자회사 LB루셈을 통해 패키징(Film 형태로 PCB에 장착) 후에 납품한다. 제조공정 별 수익성은 테스트, 범핑, Backend 순이며, 특히 테스트 공정은 레버리지 효과가 크기 때문에 작년처럼 매출액이 크게 증가하면 수익성 개선 효과가 크다.

2H18부터 신규 고객
삼성전자에 본격 공급,
실적 급성장

과거 동사는 Fabless업체 실리콘웍스를 통해 LG디스플레이 위주의 영업을 하였으나, 2017년부터 삼성전자와 사업 협력 관계가 형성된 후, 2H18부터 삼성디스플레이 향 OLED Driver IC 후공정 사업이 본격 궤도에 진입하였다. 현재 삼성 향 매출 비중은 1H19 대비 3배 가량 증가할 정도로 고객 다변화에 성공하였다. LCD 대비 OLED는 DDI가 2배 가량 더 탑재되고, 매년 고화소 비중이 증가하면서 전체 작업시간 또한 늘어나기 때문에 단가가 올라가는 효과가 있다. 또한 TV에 비해 스마트폰은 DDI 탑재량이 적더라도 전체 세트 수가 훨씬 크기 때문에 동사 외형성장에 기여가 크다.

그림 2. 엘비세미콘 사업부별 연결 매출액 추이



자료: IBK투자증권

CIS 신규 고객 유치,
내년부터 본격 매출

동사 CIS(CMOS Image Sensor) 테스트 사업은 기존에 SK하이닉스 향으로 소규모 매출 규모 였으나, 올해 상반기 CIS 글로벌 2위업체의 2nd Vendor로 동사가 선정되었다. 하반기 신규 고객의 쉐를 받고 나면 내년초부터 양산을 계획하고 있다. 동사는 안성에 공장을 임차하여 연 매출 250억원 규모의 생산능력을 갖추었다. 내년 매출 규모는 크지 않으나 고객의 공격적인 CIS 증설 계획을 고려하건 데 향후 매출성장 기회가 클 것으로 예상된다.

CIS 종실 경쟁의 수혜 기대

CIS는 영상정보(아날로그 신호)를 디지털 신호로 전환하는 장치

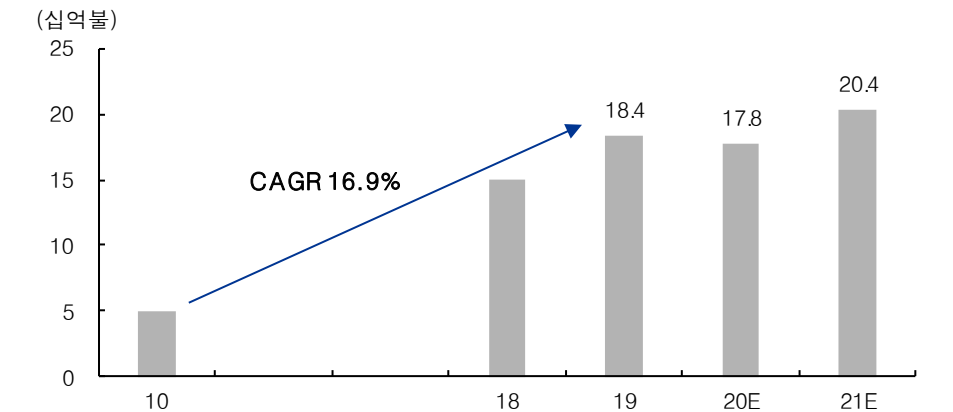
CMOS Image Sensor(CIS)는 카메라 렌즈를 통해 들어 온 영상 정보를 감지하고 이를 디지털 신호로 변환시켜주는 장치로서, 사람 눈으로 말하면 망막과 유사하다. 스마트폰으로 사진을 찍으면 3차원의 피사체가 렌즈를 통과하면서 2차원 평면의 이미지로 변환(아날로그 신호) 된 후, 다시 CIS를 거쳐 디지털 신호로 변환된다. 디지털 신호화된 이미지는 CIS 내부의 Image Sensor Processor를 통해 색상이 입혀짐으로써, 우리가 볼 수 있는 최종 컬러 이미지로 변환이 되는 것이다.

스마트폰 및 자동차 대당 카메라 탑재량 증가 추세

스마트폰 대당 탑재되는 카메라 렌즈 수가 최근에는 3~4개까지 증가하고, 자동차 업체들의 ADAS 기술 도입이 증가하면서 카메라 탑재량이 지속 늘어나고 있다. 테슬라의 모델3에는 카메라 8개, 이미지센서 12개가 탑재되어 있는데, 앞으로 자율 주행차 보급 시기가 가까워 질수록 CIS 수요는 기하급수적으로 증가할 전망이다. 조사기관 IC Insights에 따르면 지난 해 CIS 시장은 184억불 규모로 지난 10년간 4배가 성장하였다. 올해는 COVID-19 영향으로 스마트폰 시장이 역성장 예상됨에 따라 CIS시장도 4% 감소가 예상되나, 내년에는 2백억불을 넘어갈 것으로 전망한다.

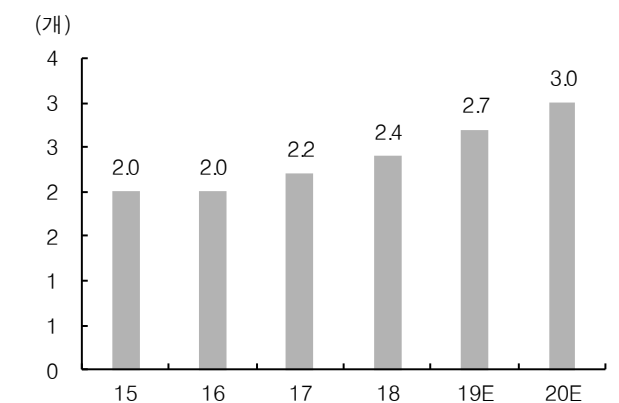
COVID-19 영향으로 올해 시장은 일시적 위축 후, 내년 15% 성장 전망

그림 3. Image Sensor 시장 성장 추이



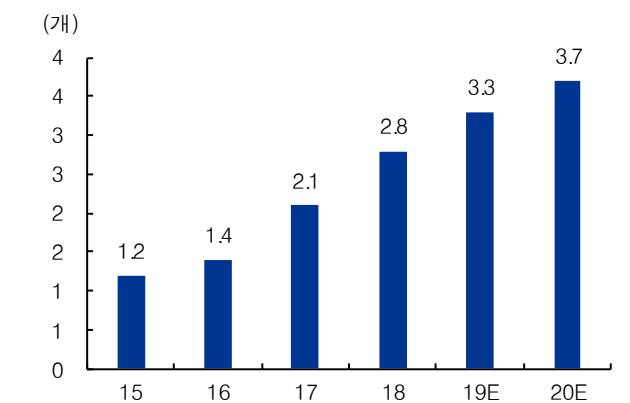
자료: IC Insights, IBK투자증권

그림 4. 스마트폰 대당 Image Sensor 탑재량



자료: Sony, IBK투자증권

그림 5. 자동차 대당 Image Sensor 탑재량

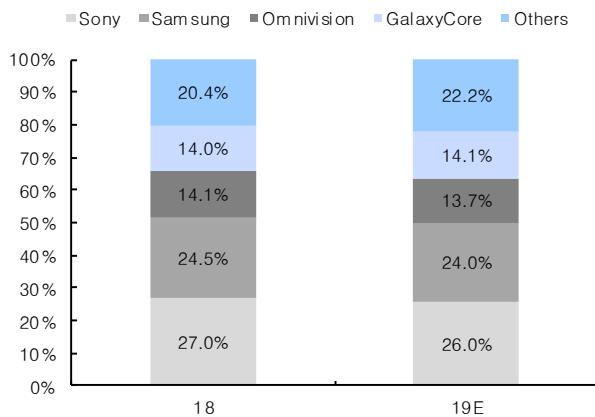


자료: Sony, IBK투자증권

삼성전자와 소니의 점유율 경쟁, 공격적인 증설 계획

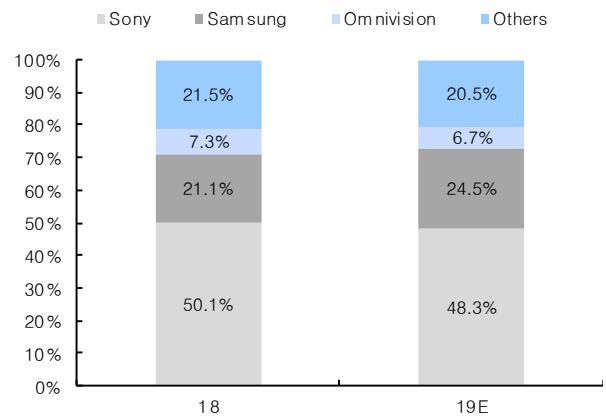
고성장이 예상되는 시장 전망에 따라, 2위업체 삼성전자는 비메모리 육성 정책과 더불어 공격적인 증설 계획을 세우고 있다. 올해 DRAM 13라인을 CIS로 전환할 예정이며 향후 평택 신공장에 추가 생산라인을 증설할 가능성도 있다. 1위업체 소니의 경우도 최근 IR에서 시장점유율을 2025년까지 60%로 끌어올리기 위해 2021년 3월까지 생산 능력을 138k/m로 증설하기로 발표한 바 있다. 삼성전자의 CIS 사업 육성은 이미 오래전부터 진행되어 왔으며, 이미 물량면에서는 소니와의 점유율 격차가 2~3%pt 밖에 나지 않는다. 그러나 매출금액면에서는 양사의 점유율이 2배 가량 차이가 난다. 여전히 고화소 High-end 시장에서 소니의 점유율이 확고하기 때문이다. 삼성전자는 언론에서 2030년 이전에 매출 규모 면에서 소니와 역전을 목표한다고 밝힌 바 있다. 상위 업체들의 증설 경쟁이 동사에게 새로운 사업 성장 기회를 주고 있음은 분명해 보인다.

그림 6. CMOS Image Sensor 시장점유율(수량기준)



자료: 더일렉, IBK투자증권

그림 7. CMOS Image Sensor 시장점유율(금액기준)



자료: 더일렉, IBK투자증권

올해 일시적 실적 둔화 후, 내년 다시 고성장 기대

삼성전자 스마트폰 판매 실적 변화에 따라, 동사 올해 실적도 상저하고 흐름 예상

신규 고객인 삼성전자 향 모바일 OLED DDI 후공정 사업이 본궤도에 오르면서 동사는 작년에 42%YoY 매출 성장을 기록했다. 규모의 경제 효과로 영업이익률도 12.9%(+2.9%pt)로 상승하였다. 그러나 올해는 COVID-19 영향으로 삼성전자 스마트폰 판매가 크게 역성장하면서, 반도체 후공정 물량도 감소하였다. 특히 AP 판매실적과 연동되는 PMIC 물량 감소 효과가 컸다. 다행인 것은 상반기 최악의 국면을 지나면서 하반기 삼성전자 스마트폰 판매가 개선되는 추세이고, 실리콘웍스로부터 수요가 증가하면서 상저하고의 실적 흐름이 예상된다.

내년 기존 사업 회복과 Test 사업 본궤도 진입 기대

올해 연간 매출액은 5%YoY 성장이 예상되어 성장세가 일시적으로 둔화되어 보이나, 내년에는 기저효과와 삼성전자 내 동사 점유율 상승 지속으로 기존 주력사업인 DDI, PMIC 물량 증가가 예상되어 18% 매출 성장을 전망한다. 특히 신규 고객 향 CIS 테스트 매출액이 내년 초기에는 2백억원 이내 수준에 그치나, 고객의 공격적인 사업 목표를 고려할 때 동사 생산능력도 내년 이후 빠르게 증가할 가능성이 높다. 내년부터 기존 사업의 실적 회복과 신규 고객 향 CIS 테스트 사업의 매출 성장 기대치에 따라 Valuation 상승 가능성이 있다고 판단한다.

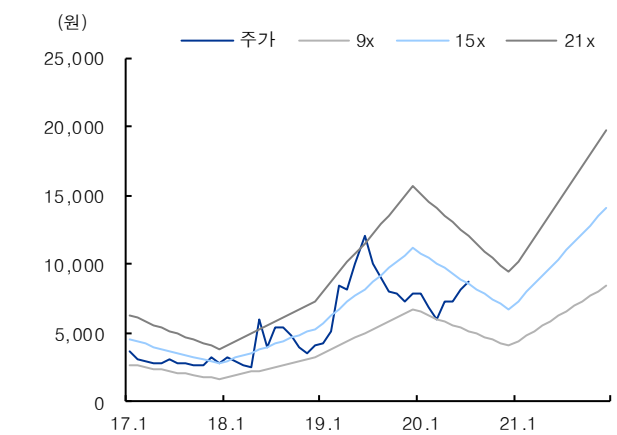
표 1. 엘비세미콘 실적 추정(K-IFRS 연결)

(단위:십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	81.6	100.2	108.9	99.7	98.4	98.3	105.2	107.3	275.7	390.4	409.2	482.4
QoQ	-4%	23%	9%	-8%	-1%	0%	7%	2%				
YoY	101%	43%	36%	17%	21%	-2%	-3%	8%	n.a	42%	5%	18%
매출총이익	16.8	20.8	20.7	16.4	15.3	15.0	16.7	16.7	46.2	74.7	63.8	84.4
판관비	4.8	6.2	5.9	7.3	6.7	6.4	6.8	7.0	18.7	24.2	26.9	29.1
영업이익	12.0	14.6	14.8	9.1	8.6	8.6	9.9	9.8	27.4	50.4	36.9	55.3
영업이익률	14.7%	14.5%	13.6%	9.1%	8.8%	8.8%	9.4%	9.1%	10.0%	12.9%	9.0%	11.5%
세전이익	11.1	12.7	12.5	9.6	7.5	6.9	8.2	8.0	24.7	45.9	30.5	48.3
지배주주순이익	7.7	8.4	8.9	7.5	5.2	4.6	5.8	6.3	15.3	32.6	21.8	34.5

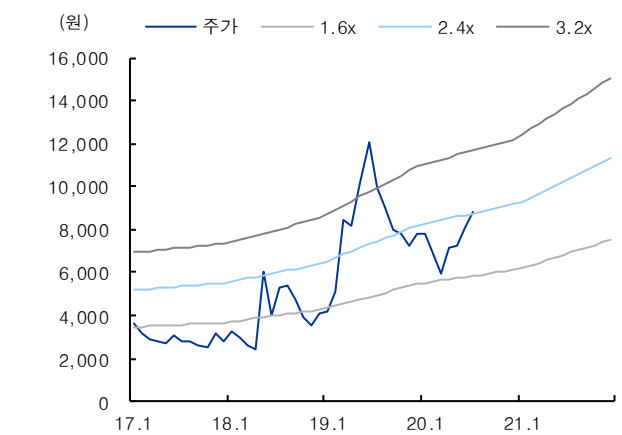
자료: IBK투자증권

그림 8. 엘비세미콘 주가와 rolling avg P/E 밴드



자료: IBK투자증권

그림 9. 엘비세미콘 주가와 rolling avg P/B 밴드



자료: IBK투자증권

엘비세미콘 (061970)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	276	390	409	482	603
증가율(%)	na	41.6	4.8	17.9	25.0
매출원가	229	316	345	398	485
매출총이익	46	75	64	84	118
매출총이익률 (%)	16.7	19.2	15.6	17.4	19.6
판매비	19	24	27	29	36
판매비율(%)	6.9	6.2	6.6	6.0	6.0
영업이익	27	50	37	55	82
증가율(%)	na	83.7	-26.8	49.8	48.4
영업이익률(%)	9.8	12.8	9.0	11.4	13.6
순금융손익	-6	-8	-8	-7	-7
이자손익	-5	-6	-7	-7	-7
기타	-1	-2	-1	0	0
기타영업외손익	3	3	1	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	25	46	31	48	75
법인세	6	9	6	9	14
법인세율	24.0	19.6	19.4	18.8	18.7
계속사업이익	19	37	25	39	60
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	37	25	39	60
증가율(%)	na	94.6	-32.2	57.7	54.7
당기순이익률 (%)	6.9	9.5	6.1	8.1	10.0
지배주주당기순이익	15	33	22	35	53
기타포괄이익	1	1	0	0	0
총포괄이익	20	37	25	39	60
EBITDA	67	104	93	115	142
증가율(%)	na	56.2	-10.7	22.9	23.5
EBITDA마진율(%)	24.3	26.7	22.7	23.9	23.5

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	349	744	499	789	1,220
BPS	2,663	3,419	3,867	4,606	5,776
DPS	0	50	50	50	50
밸류에이션(배)					
PER	11.7	10.5	17.3	11.0	7.1
PBR	1.5	2.3	2.2	1.9	1.5
EV/EBITDA	5.3	5.2	5.9	4.7	3.8
성장성지표(%)					
매출증가율	na	41.6	4.8	17.9	25.0
EPS증가율	na	113.2	-33.0	58.1	54.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	13.1	24.5	13.7	18.6	23.5
ROA	5.0	8.5	5.1	7.3	9.8
ROIC	6.5	11.9	7.6	11.8	16.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	149.3	152.8	136.7	127.6	119.3
순차입금 비율(%)	91.4	84.1	62.3	45.4	32.2
이자보상배율(배)	4.9	7.8	5.2	7.4	10.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	na	6.3	6.1	6.3	6.5
재고자산회전율	na	28.8	21.7	20.0	20.6
총자산회전율	na	0.9	0.8	0.9	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	101	123	179	229	298
현금및현금성자산	12	28	65	96	132
유가증권	3	4	5	6	8
매출채권	61	63	71	82	103
재고자산	12	15	22	26	32
비유동자산	278	356	322	337	375
유형자산	253	316	280	293	326
무형자산	17	15	15	13	11
투자자산	2	1	2	2	2
자산총계	379	479	502	566	673
유동부채	147	188	186	213	259
매입채무및기타채무	19	22	32	38	47
단기차입금	55	69	80	93	116
유동성장기부채	26	27	26	26	26
비유동부채	80	102	104	105	107
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	70	85	87	87	87
부채총계	227	289	290	317	366
지배주주지분	117	150	169	202	253
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	36	36	36	36	36
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	59	92	111	144	195
비지배주주지분	36	40	43	47	54
자본총계	152	189	212	249	307
비이자부채	73	98	88	102	128
총차입금	154	191	202	215	238
순차입금	139	159	132	113	99

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	69	96	71	90	104
당기순이익	19	37	25	39	60
비현금성 비용 및 수익	53	74	67	66	67
유형자산감가상각비	37	51	53	57	58
무형자산상각비	2	3	3	2	2
운전자본변동	6	-4	-10	-9	-16
매출채권등의 감소	3	-2	-8	-12	-21
재고자산의 감소	1	-4	-7	-4	-6
매입채무등의 증가	-11	3	10	5	9
기타 영업현금흐름	-9	-11	-11	-6	-7
투자활동 현금흐름	-127	-99	-48	-78	-104
유형자산의 증가(CAPEX)	-82	-107	-42	-70	-90
유형자산의 감소	2	7	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-1	0	0
기타	-46	2	-4	-8	-14
재무활동 현금흐름	47	19	14	19	35
차입금의 증가(감소)	66	42	8	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-19	-23	6	19	35
기타 및 조정	-1	0	0	0	1
현금의 증가	-12	16	37	31	36
기초현금	24	12	28	65	96
기말현금	12	28	65	96	132

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2019.07.01~2020.06.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	86.9
중립	20	13.1
매도	0	0