

SK COMPANY Analysis



Analyst
윤혁진

hjyoon2019@sksec.co.kr
02-3773-9025

Company Data

자본금	31 억원
발행주식수	1,110 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,790 억원
주요주주	
네패스	61.65%
하나금융투자(외1)	9.71%
외국인지분률	0.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(21/01/19)	53,700 원
KOSDAQ	957.75 pt
52주 Beta	0.21
52주 최고가	55,900 원
52주 최저가	35,750 원
60일 평균 거래대금	420 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	31.8%	30.3%
6개월	%	%
12개월	%	%

네패스아크 (330860/KQ | Not Rated)

파운드리 수요 증가의 낙수 효과 기대

- 비메모리반도체 테스트 업체로 전력반도체, 드라이버 IC, AP 등의 테스트 담당
- 파운드리 산업 초호황에 따른 수혜여부: 장기적으로 대만 후공정 가격 상승에 따른 한국 후공정 생태계 매력 증가
- 그룹 차원에서 글로벌 Q 사의 전력반도체 후공정 수주 시 글로벌 OSAT 로 도약 기대
- '20년 3분기를 저점으로 실적 개선 중이며, '21년 가동률 상승하며 큰 폭의 실적 증가 예상

파운드리 시장 호황의 명과 암

시스템반도체 테스트 전문기업인 네패스아크의 NDR 을 3 일간 진행했다. 동사의 제품 별 테스트 매출 비중은 2020 년 기준으로 PMIC(전력반도체) 65%, DDIC(디스플레이 드라이버 IC) 17%, AP 9% 등이 차지하고 있다. 2021년에는 DDIC와 AP 테스트 물량이 크게 증가하면서 PMIC 40%초반, DDIC 30%, AP 20%의 비중으로 변할 것으로 전망되며, CIS 테스트는 연말쯤에 추가될 것으로 기대된다.

파운드리 시장 호황이 지속되고 있으며 TSMC 를 포함한 파운드리 업체들의 가격인상, 패키지 가격인상, 자동차반도체 쇼티지 등 관련 기사가 이어지고 있어, 비메모리반도체 테스트 업체들의 수혜를 기대하는 시선이 많다. 하지만, 단기적으로는 주요 고객사의 생산 Capa 할당 부족으로 동사가 처리해야 하는 웨이퍼 테스트 물량이 소폭 감소하면서 지난 4분기 실적 개선이 다소 미진했던 것으로 판단된다. 반면에, 장기적으로 대만 후공정 업체들의 가격 인상은 한국 파운드리 후공정의 가격 매력을 높여 줄 것으로 예상하며, 궁극적으로 후공정 테스트 업체들의 가동률 상승으로 회귀될 것으로 예상된다.

네패스 그룹은 대규모의 FO PLP(Fan Out Panel Level Package) 공장을 설립하고, 북미 통신칩 Q 사의 PMIC FO 패키지 쉘 통과 및 양산을 준비하고 있다. 양산 첫해인 2021년에는 물량이 크지 않겠지만, 글로벌 기업의 FO 패키지를 담당한다는 것에 큰 의미가 있다고 판단한다. 2020년 실적은 고객사 모바일폰 판매 부진에 따른 테스트 물량 감소로 컨센서스를 하회한 것으로 추정되지만, 2021년에는 테스트 장비 증가와 AP 와 DDIC 테스트 물량 증가에 따른 가동률 상승으로 매출액 1,200 억원(+77%YoY), 영업이익 300 억원(+253%)의 큰 폭의 실적 개선이 기대된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	억원						547
yoy	%						
영업이익	억원						182
yoy	%						
EBITDA	억원						336
세전이익	억원						65
순이익(지배주주)	억원						47
영업이익률%	%						33.3
EBITDA%	%						61.5
순이익률	%						8.5
EPS	원						676
PER	배						
PBR	배						
EV/EBITDA	배						2.2
ROE	%						
순차입금	억원						752
부채비율	%						402.1

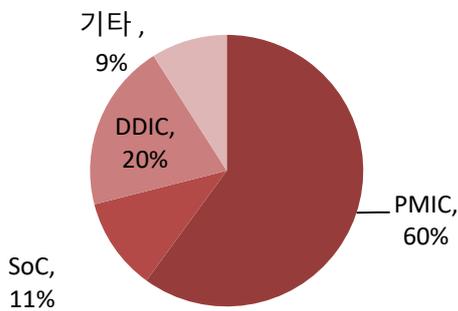
시스템반도체 시장 성장과 네페스 그룹의 테스트 담당으로 고속 성장

네페스 그룹은 시스템반도체 후공정 작업에 특화돼 있는데, 네페스아크가 Wafer Test 및 Package Test 로 반도체 테스트를 담당하고, 네페스가 WLP(Wafer Level Package) 및 Back-ended Assembly, 네페스라웨가 PLP 패키징 등을 담당하고 있다. 네페스아크는 2019년 4월 네페스에서 물적분할해 설립된 시스템반도체 테스트 전문기업이다.

시스템반도체는 메모리와 달리 다품종 소량생산, 수요 공급 불일치가 적고, 기술 난이도가 높아 분업화 된 생태계가 필요하다. 따라서 주요 고객사의 테스트 외주화의 수혜가 예상된다. 매출액 기준으로 웨이퍼 단에서 테스트를 하는 Wafer test 가 87.6%, 칩 패키징 완료 후 테스트하는 PKG Test 가 4.2%, 기타 8.2%이며, 제품별로는 PMIC Test 가 80%를 차지하고 있고, AP, 5G modem 순으로 확대되고 있으며, 2021년 하반기부터는 CIS 테스트도 추가될 것으로 예상된다. 추가적으로 네페스 그룹차원에서 북미 업체의 통신용 칩 수주를 기다리고 있으며, 동사는 해당칩의 FO-PLP(Fan-out Panel Level Package)의 테스트 물량을 확보하면서 실적 레벨업이 예상된다.

2020년 테스트 품목별 매출액 비중 추정

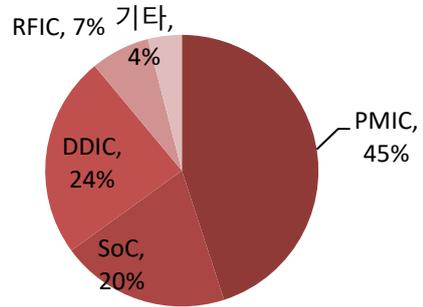
(단위: %)



자료 : 네페스아크, SK 증권

2021년 테스트 품목별 매출액 비중 추정

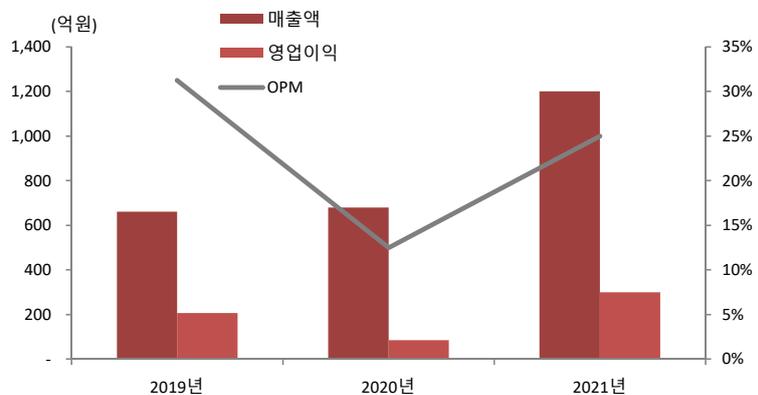
(단위: %)



자료 : 네페스아크, SK 증권

네페스아크 매출액 및 영업이익의 추이 및 전망

(단위: 억원, %)



자료 : 네페스아크, SK 증권

Test 하우스는 칩의 전기적 동작 여부를 검사하여 양품 및 불량품을 선별하며 이 과정에서 확보된 데이터를 기반으로 수율과 불량 원인을 분석해 팹리스와 파운드리 업체에 전달하는 역할을 한다. 일반적으로 반도체 테스트 단가는 테스트에 사용되는 장비의 가격과 Test Time 에 의해 단가가 결정되는 구조를 띄고 있다. 5G 용 SoC, 고화소 카메라 이미지 센서 등이 종전보다 더 긴 테스트시간을 필요로 하면서, 웨이퍼당 테스트 매출액이 증가하고 있다.

반도체별 테스트 시장 특징 비교

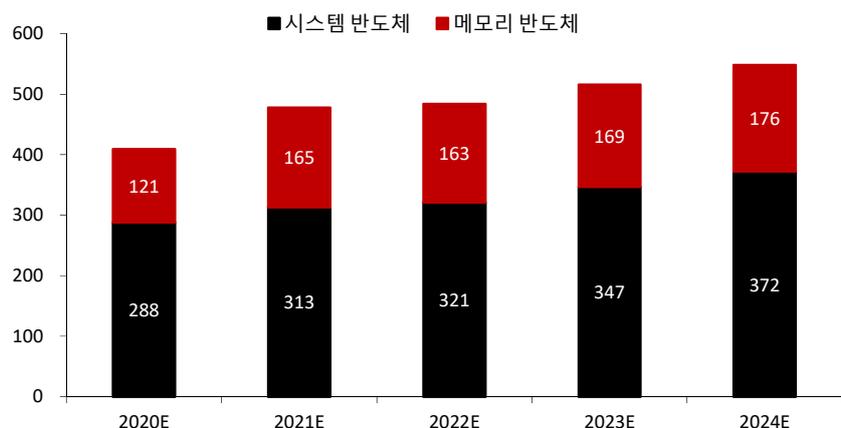
구분	메모리 반도체	시스템 반도체
테스트 방법	고정되고 일정한 패턴에 의한 Cell 의 Read/Write 로 기능 확인	개별 제품 고유의 기능을 설계에 반영하여 제작된 칩에 대하여 별개 테스트 방법으로 기능 확인
테스트 종류	PKG 테스트만 외주 운용	Wafer 및 PKG 테스트 모두 외주 운용
투자	테스터 대당 가격 최소 10억~50억원	테스터 대당 가격 최소 3억~30억원
운용	소품종 대량 생산	다품종 소량 생산
고객	소수 / IDM 위주	다수 / IDM 및 팹리스 혼재

자료: 네패스아크, SK 증권

고객사의 시스템반도체 투자 확대와 외주화 확대에 발 맞춰 2019 년부터 공격적인 설비투자를 지속하고 있어, 동사의 Capex 는 2018 년 88 억, 2019 년 1,098 억원을 기록했고, 2020 년 1,400 억원, 2021 년 600 억원 이상(기존 전망치는 1,200 억원이었으나 기존 공장의 여부 부지 확보로 신공장 건설은 2022 년으로 순연)이 예상된다. 반도체 테스트 산업은 투자에 따른 현금 회수가 3~4 년 정도로 ROIC 가 높은 산업으로 전방 산업의 호황과 맞물려 실적 성장으로 돌아올 것으로 예상된다.

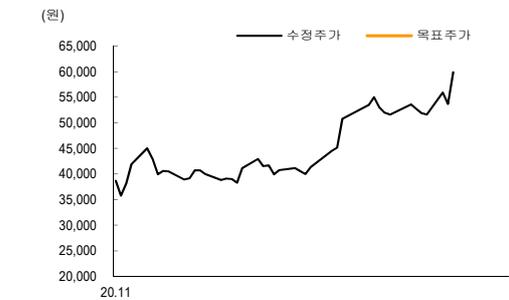
시스템반도체와 메모리반도체 시장 규모 및 전망

(단위: 십억달러)



자료: HIS, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			목표가격 대상시점	평균주가대비 최고(최저) 주가대비
2021.01.19	Not Rated			
2020.12.07	Not Rated			



Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 1 월 19 일 기준)

매수	89.84%	중립	10.16%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산					379
현금및현금성자산					228
매출채권및기타채권					76
재고자산					14
비유동자산					1,209
장기금융자산					
유형자산					1,125
무형자산					3
자산총계					1,589
유동부채					362
단기금융부채					124
매입채무 및 기타채무					211
단기충당부채					
비유동부채					910
장기금융부채					905
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					0
부채총계					1,272
지배주주지분					316
자본금					31
자본잉여금					238
기타자본구성요소					
자기주식					
이익잉여금					46
비지배주주지분					
자본총계					316
부채외자본총계					1,589

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동현금흐름					279
당기순이익(손실)					47
비현금성항목등					312
유형자산감가상각비					154
무형자산상각비					0
기타					158
운전자본감소(증가)					-66
매출채권및기타채권의 감소(증가)					-76
재고자산감소(증가)					-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)					0
기타					-136
법인세납부					-10
투자활동현금흐름					-915
금융자산감소(증가)					-50
유형자산감소(증가)					-860
무형자산감소(증가)					-4
기타					2
재무활동현금흐름					765
단기금융부채증가(감소)					24
장기금융부채증가(감소)					722
자본의증가(감소)					20
배당금의 지급					
기타					
현금의 증가(감소)					228
기초현금					
기말현금					228
FCF					-928

자료 : 네패스아크, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액					547
매출원가					303
매출총이익					244
매출총이익률 (%)					44.7
판매비와관리비					62
영업이익					182
영업이익률 (%)					33.3
비영업손익					-117
순금융비용					18
외환관련손익					-15
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익					65
세전계속사업이익률 (%)					11.8
계속사업법인세					18
계속사업이익					47
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익					47
순이익률 (%)					8.5
지배주주					47
지배주주귀속 순이익률(%)					8.5
비지배주주					
총포괄이익					46
지배주주					46
비지배주주					
EBITDA					336

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
성장성 (%)					
매출액					
영업이익					
세전계속사업이익					
EBITDA					
EPS(계속사업)					
수익성 (%)					
ROE					
ROA					
EBITDA마진					61.5
안정성 (%)					
유동비율					104.7
부채비율					402.1
순차입금/자기자본					237.5
EBITDA/이자비용(배)					16.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)					676
BPS					3,876
CFPS					2,917
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					
PER(최저)					
PBR(최고)					
PBR(최저)					
PCR					
EV/EBITDA(최고)					23
EV/EBITDA(최저)					23

