

네패스 (033640)

반도체/장비



이재윤

02 3770 5727
jaeyun.lee@yuantakorea.com

RA 백길현

02 3770 5635
gilhyun.baik@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	46,000원 (M)
현재주가 (5/11)	31,100원
상승여력	48%

시가총액	7,171억원
총발행주식수	23,072,541주
60일 평균 거래대금	699억원
60일 평균 거래량	2,239,709주
52주 고	37,050원
52주 저	21,050원
외인지분율	7.81%
주요주주	이병구 외 6 인 25.91%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.7	23.4	47.7
상대	(7.5)	22.9	55.8
절대(달러환산)	2.7	19.5	42.5

1Q20 Review

1분기 영업이익 67억원으로 예상치 대폭 하회

동사의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 961억원(YoY 33%, QoQ 2%), 67억원(YoY -33%, QoQ -60%, OPM 8%)으로 영업이익이 당사추정치를 대폭 하회했다.

COVID19 영향으로 주력 고객사의 PMIC 가동률이 3월부터 일부 하락하기 시작해 매출액은 상대적으로 견조했지만, 고정비 부담 확대로 저조한 수익성을 기록했다.

올해 1분기부터는, 1) 2019년 대비 분기 감가상각 비용이 약 40억원 늘어나는 것으로 추산되고, 2) 신규사업인 Fan Out PLP 비용(약 30억 수준)도 반영되기 시작한 것으로 파악된다. 또한 3) 작년 하반기 인수한 필리핀 Fan Out WLP 공장(데카)의 적자가 40억원으로 기존 예상 대비 10억정도 늘어난 것으로 추정된다.

2분기 영업이익 -28억원으로 적자전환 불가피

올 2분기 동사의 매출액과 영업이익은 각각 682억원(YoY -23%, QoQ -29%), -28억원(YoY 적전, QoQ 적전, OPM -4%)으로 부진할 것으로 전망된다. 주력 고객사의 PMIC 가동률이 4월부터 급감하기 시작한 것으로 파악되기 때문이다.

2021년 사상최대 실적 전망 유지

올해는 신규사업 진출에 따른 비용 상승으로 실적 성장이 힘든 한해로 전망됐다. 설상가상으로 COVID19 영향까지 받으면서 올해 실적 역성장 폭은 확대될 전망이다. 하지만, 2021년부터 신규 고객사 대상 Fan out 공급이 본격화되면서 사상최대 실적 갱신이 무난할 것으로 예상된다. 점에는 변함이 없다.

COVID19가 장기화되지만 않는다면 올해 분기 실적은 2분기를 저점으로 회복될 것이다. 2분기 실적 부진에 따른 주가 조정은 매수기회로 활용할 것을 권고한다.

동사에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 46,000원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	961	32.7	2.2	925	3.8
영업이익	67	-32.6	-59.5	118	-43.0
세전계속사업이익	43	-51.5	-40.8	67	-36.4
지배순이익	25	-60.1	-48.5	45	-44.9
영업이익률 (%)	7.0	-6.8 %pt	-10.7 %pt	12.8	-5.8 %pt
지배순이익률 (%)	2.6	-6.0 %pt	-2.5 %pt	4.9	-2.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	2,706	3,516	3,549	5,796
영업이익	218	600	110	883
지배순이익	249	306	-35	620
PER	9.6	17.7	-207.2	11.6
PBR	1.5	2.6	3.7	3.4
EV/EBITDA	4.3	6.2	11.6	5.6
ROE	17.0	16.5	-1.7	30.6

자료: 유안타증권

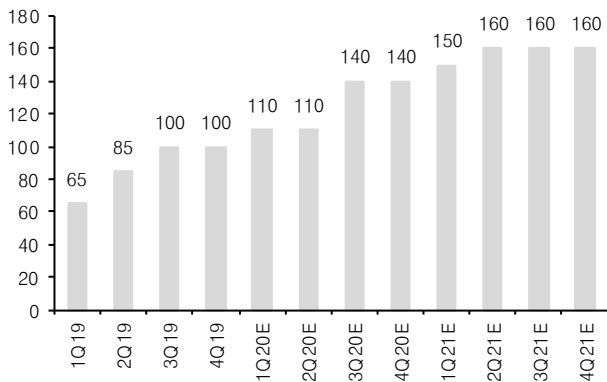
[표 01] 네패스(033640) 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
Sales	63	63	69	74	72	89	97	94	96	68	91	99	352	355	580
YoY(%)	-7%	-13%	-5%	5%	14%	40%	39%	26%	33%	-23%	-5%	6%	30%	1%	63%
QoQ(%)	-10%	0%	9%	7%	-3%	22%	9%	-3%	2%	-29%	34%	8%			
Fan In WLP	38	38	40	41	40	51	54	55	53	33	44	48	200	178	252
네패스아크(Test)	9	9	8	9	11	15	18	17	15	7	11	12	61	45	100
네패스라웨(Fanout)	2	3	6	7	6	7	7	8	12	10	17	19	28	58	139
Chemical	16	13	14	14	13	13	13	9	11	12	14	13	48	50	57
Others	-1	1	2	3	2	3	5	4	5	6	6	7	15	24	31
OP	3	4	7	8	10	15	18	17	7	-3	3	4	60	11	88
YoY(%)	-21%	-35%	-7%	250%	286%	273%	164%	102%	-33%	-118%	-83%	-76%	176%	-82%	702%
QoQ(%)	10%	60%	64%	21%	21%	55%	16%	-7%	-60%	-141%	-209%	35%			
OPM(%)	4%	7%	10%	11%	14%	17%	19%	18%	7%	-4%	3%	4%	17%	3%	15%
Fan In WLP	5	4	5	7	6	10	11	10	8	2	7	8	37	25	49
네패스아크(Test)	2	2	2	2	3	4	6	5	3	1	2	3	19	9	31
네패스라웨(Fanout)	-4	-1	-0	-2	0	0	0	0	-6	-7	-7	-8	1	-27	5
Chemical	0	0	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	2	2	2
Others	-0	-0	-0	0	-0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2

자료: 유안타증권 리서치센터

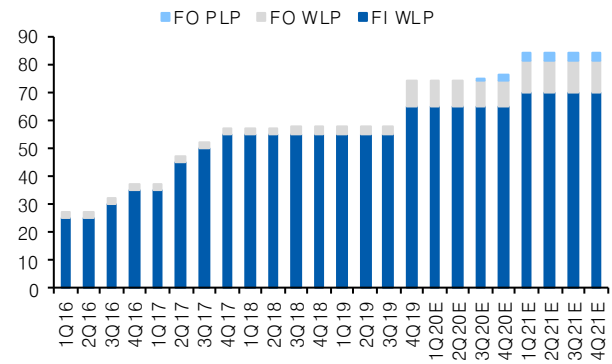
[차트 01] 네패스 Test 장비 대수 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트 02] 네패스 WLP Capa 추정

(단위: K/Month)



자료: 유안타증권 리서치센터

네패스 (033640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	2,706	3,516	3,549	5,796	6,084
매출원가	2,077	2,395	2,837	4,070	4,233
매출총이익	629	1,121	712	1,727	1,851
판매비	412	521	601	843	913
영업이익	218	600	110	883	938
EBITDA	583	1,039	823	1,700	1,639
영업외손익	145	-175	-101	-55	-13
외환관련손익	-1	-17	-8	12	-8
이자손익	-33	-33	-13	-27	35
관계기업관련손익	111	-95	-40	-40	-40
기타	69	-30	-40	0	0
법인세비용차감전순손익	363	425	9	829	925
법인세비용	116	115	11	199	222
계속사업순손익	246	310	-2	630	703
중단사업순손익	-19	-12	-32	-32	-32
당기순이익	227	298	-34	598	671
지배지분순이익	249	306	-35	620	696
포괄순이익	218	288	-82	549	622
지배지분포괄이익	239	296	-86	576	652

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	417	899	798	1,219	1,466
당기순이익	246	310	-34	598	671
감가상각비	357	429	698	803	689
외환손익	0	-10	8	-12	8
중속, 관계기업관련손익	59	95	0	0	0
자산부채의 증감	-102	-18	-46	-349	-80
기타현금흐름	-143	93	172	178	178
투자활동 현금흐름	-123	-1,751	-1,963	-561	38
투자자산	219	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-320	-1,730	-2,000	-600	0
유형자산 감소	6	8	0	0	0
기타현금흐름	-29	-29	37	39	38
재무활동 현금흐름	-411	1,671	3,075	3,083	3,082
단기차입금	-75	95	176	176	176
사채 및 장기차입금	-274	1,069	2,551	2,551	2,551
자본	1	20	0	0	0
현금배당	-22	-22	-62	-62	-62
기타현금흐름	-42	510	410	418	418
연결범위변동 등 기타	-39	-9	-590	-913	-632
현금의 증감	-157	811	1,320	2,827	3,954
기초 현금	480	323	1,134	2,454	5,281
기말 현금	323	1,134	2,454	5,281	9,235
NOPLAT	218	600	110	883	938
FCF	91	-871	-1,355	540	1,334

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

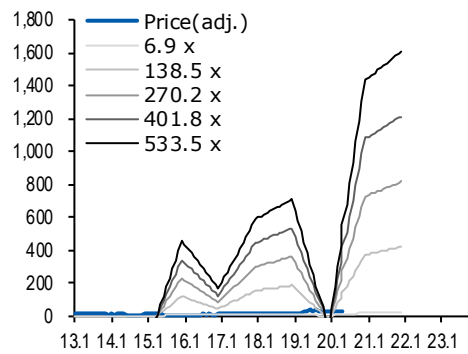
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
유동자산	957	1,916	3,250	6,409	10,362	
현금및현금성자산	323	1,134	2,454	5,281	9,235	
매출채권 및 기타채권	385	499	529	766	766	
재고자산	99	207	188	283	283	
비유동자산	1,860	3,281	4,569	4,352	3,651	
유형자산	1,466	2,749	4,051	3,848	3,159	
관계기업등 지분관련자산	241	151	151	151	151	
기타투자자산	6	74	74	74	74	
자산총계	2,817	5,198	7,818	10,761	14,013	
유동부채	1,110	1,387	1,604	1,843	2,019	
매입채무 및 기타채무	361	621	662	726	725	
단기차입금	316	400	575	751	927	
유동성장기부채	205	152	152	152	152	
비유동부채	297	1,919	4,470	7,021	9,573	
장기차입금	123	1,001	3,553	6,104	8,656	
사채	0	170	170	170	170	
부채총계	1,407	3,306	6,074	8,865	11,592	
지배지분	1,615	2,090	1,945	2,116	2,702	
자본금	116	116	116	116	116	
자본잉여금	899	1,032	1,032	1,032	1,032	
이익잉여금	668	945	848	1,068	1,702	
비지배지분	-205	-199	-200	-219	-280	
자본총계	1,410	1,892	1,745	1,897	2,422	
순차입금	321	1,187	2,594	2,494	1,267	
총차입금	767	2,371	5,098	7,825	10,552	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
EPS	1,099	1,327	-150	2,690	3,019	
BPS	7,177	9,059	8,429	9,173	11,710	
EBITDAPS	2,564	4,504	3,566	7,369	7,105	
SPS	11,902	15,238	15,382	25,123	26,369	
DPS	100	270	270	270	270	
PER	9.6	17.7	-207.2	11.6	10.3	
PBR	1.5	2.6	3.7	3.4	2.7	
EV/EBITDA	4.3	6.2	11.6	5.6	5.0	
PSR	0.9	1.5	2.0	1.2	1.2	

재무비율				(단위: 배, %)	
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-5.1	29.9	0.9	63.3	5.0
영업이익 증가율 (%)	12.7	175.7	-81.6	702.3	6.2
지배순이익 증가율 (%)	276.1	23.0	적전	흑전	12.2
매출총이익률 (%)	23.3	31.9	20.0	29.8	30.4
영업이익률 (%)	8.0	17.1	3.1	15.2	15.4
지배순이익률 (%)	9.2	8.7	-1.0	10.7	11.4
EBITDA 마진 (%)	21.5	29.6	23.2	29.3	26.9
ROIC	9.3	20.2	-0.6	16.3	18.7
ROA	8.4	7.6	-0.5	6.7	5.6
ROE	17.0	16.5	-1.7	30.6	28.9
부채비율 (%)	99.8	174.8	348.2	467.3	478.7
순차입금/자기자본 (%)	19.9	56.8	133.4	117.8	46.9
영업이익/금융비용 (배)	4.7	11.3	1.2	4.5	3.3

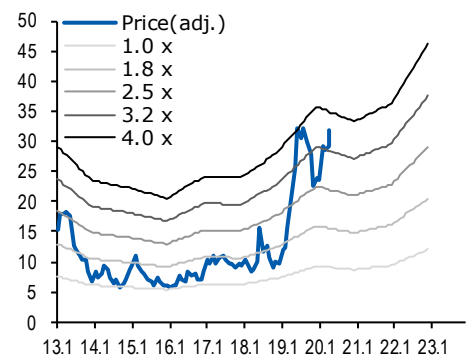
P/E band chart

(천원)



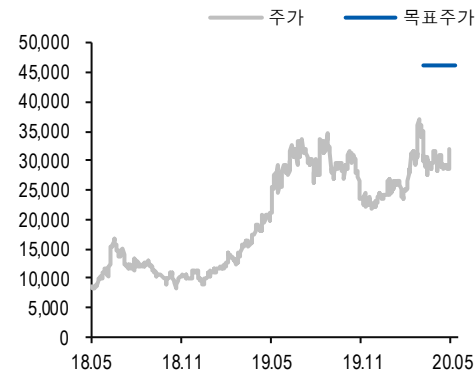
P/B band chart

(천원)



네패스 (033640) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비 최고(최저) 주가 대비	
2020-05-11	BUY	46,000	1년		
2020-03-16	BUY	46,000	1년		
2019-05-22	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	87.7
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-05-09

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재운)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.