

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 (4/13)	40,900원
상승여력	12%

시가총액	9,431억원
총발행주식수	23,059,202주
60일 평균 거래대금	233억원
60일 평균 거래량	539,066주
52주 고	47,150원
52주 저	26,700원
외인지분율	7.25%
주요주주	이병구 외 6인 25.91%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.6	(8.3)	44.5
상대	(1.4)	(11.1)	(14.6)
절대(달러환산)	8.4	(10.8)	56.3

단기 실적 부진과 장기 방향성

1Q21 영업이익 19억원에 그칠 전망

1분기 매출액과 영업이익은 각각 953억원(YoY -2%, QoQ 9%), 19억원(YoY -72%, QoQ -1%, OPM 2%)에 그칠 전망이다. 삼성전자 오스틴 가동 중단에 따라 가동률 회복이 기존 예상보다 더딘 데다가 인건비 상승으로 BEP 매출액도 높아졌기 때문이다. 더불어 FOWLP 고객사인 NXP도 오스틴 정전 영향을 받으면서 동사 Fan Out 실적도 부진한 상태다.

한편 연결자회사 네패스아크는 상대적으로 양호한 실적 개선세를 보일 전망이다. 기존 PMIC 중심에서 AP Modem 등으로 제품이 다변화되고 있기 때문이다.

1분기 사업별 영업이익은, FIWLP: 48억원, FOWLP/PLP: -85억원, Test(네패스아크): 49억원, Chemical 및 기타: 8억원으로 추정한다.

2Q21 완만한 실적 개선 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,107억원(YoY 40%, QoQ 16%), 53억원(YoY 흑전, QoQ 175%, OPM 5%)을 기록하며 실적 반등에 성공할 전망이다. 4월들어 삼성오스틴, NXP 오스틴 공장 가동이 정상화되기 시작했기 때문이다.

2분기 사업별 영업이익은, FIWLP: 56억원, FOWLP/PLP: -75억원, Test(네패스아크): 62억원, Chemical 및 기타: 10억원으로 추정한다.

실적 정상화 시점 지연

동사에 대한 영업이익 전망치를 708억원에서 354억원으로 대폭 하향 조정한다.

1) 올해 미국 오스틴 전력난에 따른 동사 주력 고객사인 삼성전자와 NXP의 생산 차질이 동사의 가동률 개선 저해 요인으로 작용하고 있다. 2) 또한 FOPLP 사업의 고객사 승인이 기존 예상보다 늦어지고 있다. 3) 전반적인 인건비 상승으로 인한 고정비 부담 확대로 BEP 매출액이 높아졌다는 점도 반영했다.

다만, 삼성전자 비메모리사업의 장기 확장성과 그에 따른 수혜가 동사와 같은 OSAT 업종에 집중된다는 점, FOPLP 사업에 대한 잠재력을 감안해 투자의견 BUY를 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	953	-0.8	8.0	1,200	-20.6
영업이익	19	-72.1	29.6	111	-82.8
세전계속사업이익	52	204.1	흑전		
지배순이익	33	877.7	흑전	60	-44.7
영업이익률 (%)	2.0	-5.1 %pt	+0.3 %pt	9.3	-7.3 %pt
지배순이익률 (%)	3.5	+3.1 %pt	흑전	5.0	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	2,733	3,563	3,436	4,787
영업이익	220	616	-36	354
지배순이익	251	319	-488	304
PER	9.5	17.0	-14.3	31.1
PBR	1.5	2.6	3.4	4.7
EV/EBITDA	4.3	6.1	15.1	10.0
ROE	17.1	17.1	-23.3	14.8

자료: 유안타증권

네패스 실적 추이 및 전망

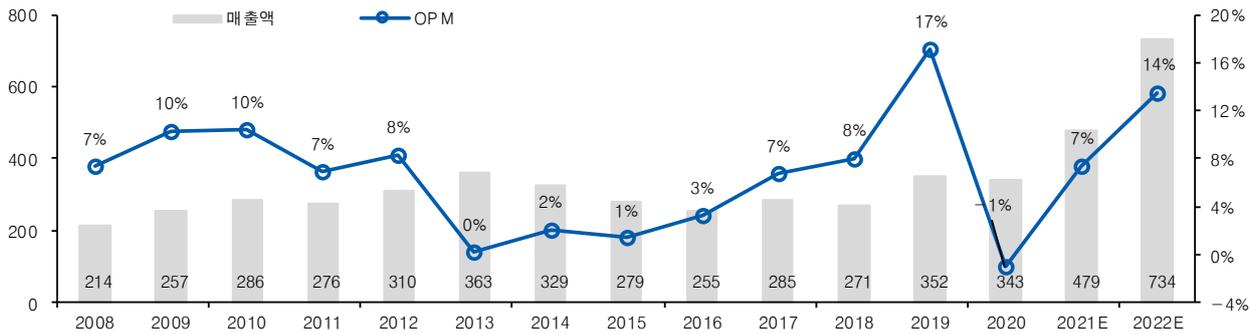
(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2017	2018	2019	2020	2021E
Sales	72.4	88.7	96.5	94.0	97.5	78.9	79.6	87.3	95.3	110.7	132.8	139.9	285.0	270.6	351.6	343.2	478.7
YoY(%)	14%	40%	39%	26%	35%	-11%	-18%	-7%	-2%	40%	67%	60%	12%	-5%	30%	-2%	39%
QoQ(%)	-3%	23%	9%	-3%	4%	-19%	1%	10%	9%	16%	20%	5%	-	-	-	-	-
Fan-In WLP	39.6	48.6	50.7	50.0	49.0	33.5	37.3	39.7	39.8	43.2	46.6	50.0	174.5	155.6	188.9	159.5	179.6
네패스아크(Test)	11.3	15.3	19.6	19.8	20.4	15.8	12.7	18.8	24.6	28.0	33.7	37.1	28.7	34.3	66.0	67.8	123.4
네패스라웨(Fanout)	6.1	6.4	6.7	6.7	12.0	12.1	13.2	14.8	14.0	18.0	29.5	30.8	6.7	17.2	25.9	52.1	92.3
Chemical	13.0	12.6	13.1	12.7	11.0	12.0	12.0	10.0	10.0	14.0	15.0	14.0	65.2	57.5	51.4	45.0	53.0
Others	1.6	2.5	3.7	3.2	4.0	4.6	3.6	3.0	6.0	6.5	7.0	7.0	13.3	5.9	11.0	15.2	26.5
OP	10.0	14.7	17.9	16.4	6.8	(7.0)	(5.3)	1.9	1.9	5.3	12.9	15.4	19.1	21.7	59.7	(3.6)	35.4
YoY(%)	285%	235%	184%	100%	-32%	-145%	-130%	-88%	-72%	-175%	-341%	700%	133%	14%	175%	-106%	-1081%
QoQ(%)	22%	54%	16%	-8%	-59%	-203%	-24%	-136%	-1%	175%	145%	19%	-	-	-	-	-
OPM(%)	14%	17%	19%	17%	7%	-9%	-7%	2%	2%	5%	10%	11%	7%	8%	17%	-1%	7%
Fan-In WLP	6.3	9.2	10.1	9.4	7.7	2.1	2.6	4.8	4.8	5.6	6.5	8.0	31.4	20.7	35.1	17.1	24.9
네패스아크(Test)	3.2	4.4	6.8	5.9	4.5	1.6	1.0	4.1	4.9	6.2	7.8	8.9	8.2	8.6	20.3	11.2	27.7
네패스라웨(Fanout)	0.2	0.3	0.3	0.3	(6.1)	(10.8)	(9.4)	(7.7)	(8.5)	(7.5)	(2.5)	(2.4)	(16.7)	(8.0)	1.2	(33.9)	(20.9)
Chemical	0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	(0.4)	0.0	0.3	0.3	0.4	0.5	0.4	(0.1)	1.0	1.8	0.3	1.6
Others	(0.1)	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7	0.5	(3.5)	(1.8)	0.7	1.6	2.1

자료: 유안타증권 리서치센터

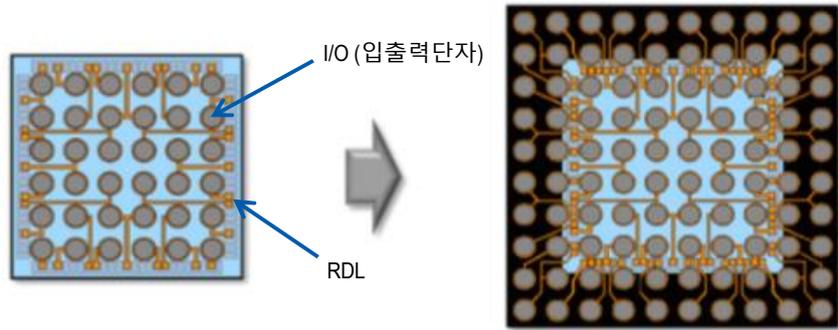
네패스 연간 실적 추이 및 전망 (2008년 ~ 2022년)

(단위: 십억원)



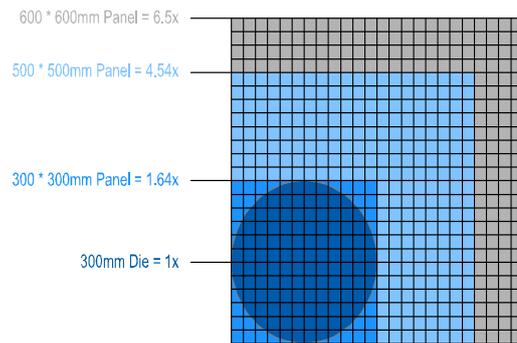
자료: 유안타증권 리서치센터

Fan-Out vs. Fan-In Package



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

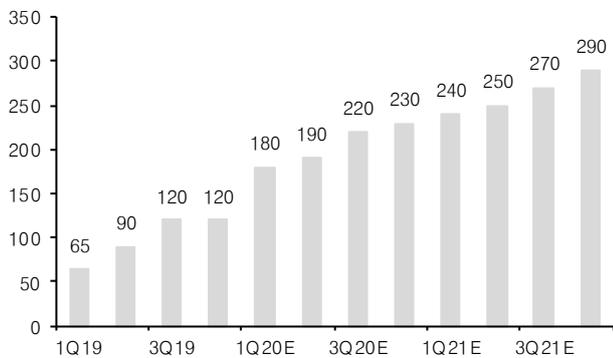
300mm Wafer 와 Panel 에서 생산 가능한 Die(칩) 개수 비교



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

네퍼스 Test 장비 대수 추정

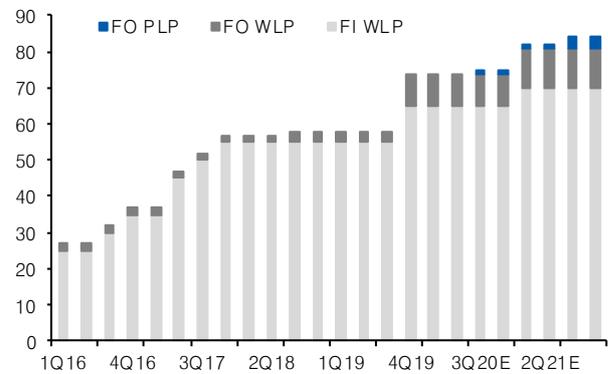
(단위: 대)



자료: 유안타증권 리서치센터

네퍼스 WLP Capa 추정

(단위: K/Month)



자료: 유안타증권 리서치센터

네패스 (033640) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
매출액	2,733	3,563	3,436	4,787	7,342	
매출원가	2,101	2,426	2,833	3,885	5,507	
매출충이익	632	1,137	602	903	1,835	
판매비	412	521	638	549	843	
영업이익	220	616	-36	354	992	
EBITDA	586	1,055	683	1,311	2,109	
영업외손익	145	-175	-571	126	98	
외환관련손익	-1	-17	22	117	97	
이자손익	-33	-33	-76	-112	-120	
관계기업관련손익	111	-95	-26	-12	-12	
기타	69	-30	-491	132	132	
법인세비용차감전순손익	366	441	-607	480	1,090	
법인세비용	117	119	16	115	262	
계속사업순손익	249	323	-623	365	829	
중단사업순손익	-19	-12	-4	0	0	
당기순이익	229	311	-627	365	829	
지배지분순이익	251	319	-488	304	691	
포괄순이익	220	301	-657	160	624	
지배지분포괄이익	242	308	-519	138	544	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	417	899	463	1,912	2,427	
당기순이익	249	326	-623	365	829	
감가상각비	357	429	693	936	1,097	
외환손익	0	-10	-20	-117	-97	
중속, 관계기업관련손익	59	95	26	0	0	
자산부채의 증감	-105	-34	-124	22	-142	
기타현금흐름	-143	93	512	706	740	
투자활동 현금흐름	-123	-1,751	-2,818	-1,111	-918	
투자자산	219	0	-195	-505	-505	
유형자산 증가 (CAPEX)	-320	-1,730	-2,970	-800	-600	
유형자산 감소	6	8	11	0	0	
기타현금흐름	-29	-29	336	194	187	
재무활동 현금흐름	-411	1,671	2,927	801	166	
단기차입금	-75	95	-126	0	0	
사채 및 장기차입금	-274	1,069	2,146	653	53	
자본	1	20	603	0	0	
현금배당	-22	-22	-62	0	0	
기타현금흐름	-42	510	367	148	113	
연결범위변동 등 기타	-39	-9	3	-1,702	-1,319	
현금의 증감	-157	811	575	-101	356	
기초 현금	480	323	1,134	1,709	1,608	
기말 현금	323	1,134	1,709	1,608	1,964	
NOPLAT	220	616	-37	354	992	
FCF	97	-831	-2,507	1,112	1,827	

자료: 유안타증권

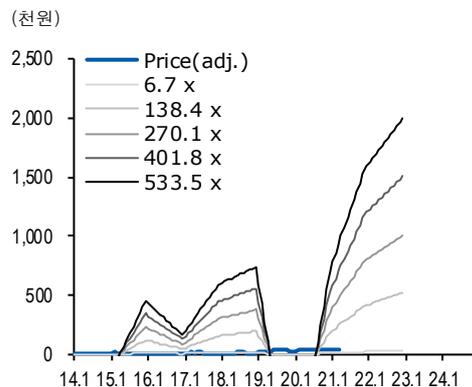
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
유동자산	960	1,935	2,379	2,322	2,920	
현금및현금성자산	323	1,134	1,709	1,608	1,964	
매출채권 및 기타채권	385	499	435	424	585	
재고자산	75	152	143	233	314	
비유동자산	1,860	3,281	5,638	5,986	5,976	
유형자산	1,466	2,749	4,957	4,821	4,324	
관계기업등 지분관련자산	241	151	184	690	1,195	
기타투자자산	6	74	53	53	53	
자산총계	2,820	5,216	8,017	8,309	8,896	
유동부채	1,111	1,391	1,333	1,431	1,508	
매입채무 및 기타채무	361	621	735	833	911	
단기차입금	316	400	274	274	274	
유동성장기부채	205	152	234	234	234	
비유동부채	297	1,919	4,078	4,731	4,783	
장기차입금	123	1,001	2,182	2,582	2,382	
사채	0	170	1,112	1,365	1,617	
부채총계	1,408	3,310	5,411	6,161	6,292	
지배지분	1,617	2,105	2,081	2,022	2,508	
자본금	116	116	116	116	116	
자본잉여금	899	1,032	1,589	1,589	1,589	
이익잉여금	670	960	404	549	1,240	
비지배지분	-205	-199	525	125	97	
자본총계	1,412	1,906	2,606	2,147	2,605	
순차입금	321	1,187	2,755	3,509	3,206	
총차입금	767	2,371	4,465	5,118	5,170	

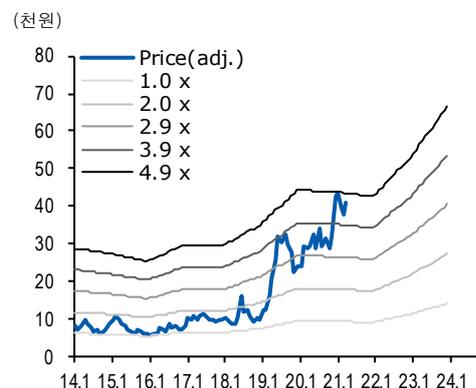
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
EPS	1,108	1,382	-2,117	1,316	2,996	
BPS	7,187	9,117	9,023	8,768	10,878	
EBITDAPS	2,577	4,571	2,958	5,687	9,144	
SPS	12,021	15,434	14,884	20,762	31,839	
DPS	100	270	0	0	0	
PER	9.5	17.0	-14.3	31.1	13.7	
PBR	1.5	2.6	3.4	4.7	3.8	
EV/EBITDA	4.3	6.1	15.1	10.0	6.0	
PSR	0.9	1.5	2.0	2.0	1.3	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F	
매출액 증가율 (%)	-4.1	30.4	-3.6	39.3	53.4	
영업이익 증가율 (%)	14.1	179.6	적전	흑전	180.2	
지배순이익 증가율 (%)	279.4	27.0	적전	흑전	127.6	
매출총이익률 (%)	23.1	31.9	17.5	18.9	25.0	
영업이익률 (%)	8.1	17.3	-1.0	7.4	13.5	
지배순이익률 (%)	9.2	8.9	-14.2	6.3	9.4	
EBITDA 마진 (%)	21.4	29.6	19.9	27.4	28.7	
ROIC	9.6	21.2	-0.9	5.5	16.3	
ROA	8.5	7.9	-7.4	3.7	8.0	
ROE	17.1	17.1	-23.3	14.8	30.5	
부채비율 (%)	99.7	173.6	207.6	286.9	241.5	
순차입금/자기자본 (%)	19.9	56.4	132.4	173.6	127.8	
영업이익/금융비용 (배)	4.8	11.7	-0.4	2.7	6.8	

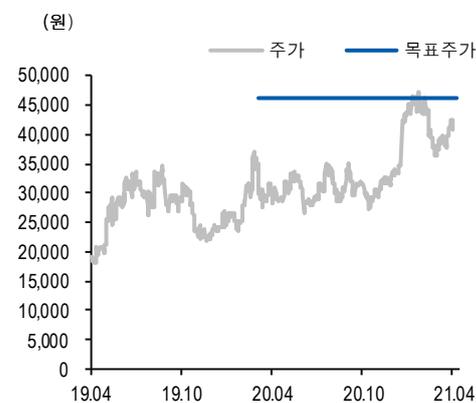
P/E band chart



P/B band chart



네패스 (033640) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-14	BUY	46,000	1년		
2021-03-16	1년 경과 이후		1년	-13.56	-7.83
2020-03-16	BUY	46,000	1년	-26.68	2.50
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)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-11

※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 투자사결정은 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.