

# 네패스

(033640.KQ)

Tech Media Telecom  
**T·M·T**

2020. 03. 10



Semiconductor/Display 이승우  
02)368-6121  
swlee6591@eugenefn.com

## 도약을 꿈꾸는 비메모리 기대주



### BUY (신규)

목표주가(12M, 신규) **48,000원**  
현재주가(3/9) 36,000원

#### Key Data (기준일: 2020.3.9)

KOSPI(pt)	1,955
KOSDAQ(pt)	615
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	830
52 주 최고/최저(원)	38,300 / 13,200
52 주 일간 Beta	0.75
발행주식수(천주)	23,059
평균거래량(3M, 천주)	1,387
평균거래대금(3M, 백만원)	39,860
배당수익률(20F, %)	0.3
외국인 지분율(%)	8.1
주요주주 지분율(%)	
이병구 외 9인	25.9

#### Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	44.9	62.5	14.5	161.8
KOSPI 대비 상대 수익률	53.5	64.6	16.3	178.3

#### Company vs KOSDAQ composite



#### ■ 목표주가 48,000 원, 투자이견 'BUY'로 커버리지 개시

파운드리-패키징-테스트로 이어지는 생태계 구축은 시스템반도체 산업의 경쟁력 강화를 위한 필수 스텝이라 할 수 있다. 네패스는 기존 패키징 사업(WLP, OLED DDI)과 별도로 테스트와 팬아웃 패키징 사업을 각각 네패스 아크(Ark)와 네패스 라웨(Laweh)로 물적분할하고, 대규모 투자를 진행 중에 있다. 초기 상당한 투자 부담이 예상되지만, 두 신설 자회사의 성장을 바탕으로 향후 3~4 년 뒤 회사의 외형과 손익은 현재의 두 배 이상으로 도약할 것으로 기대된다.

네패스에 대한 기업분석을 시작하며, 투자이견 'BUY'와 목표주가 48,000 원을 제시한다. 코로나 사태의 확산이라는 체계적 위험의 증가로 단기적으로는 주가의 변동성이 커질 수 있다. 그러나, 중장기적 관점, 그리고 바텀업 관점에서 보면 네패스의 이러한 과감한 도전은 기대감을 갖고 볼 필요가 있다고 판단한다.

#### ■ 2020 년 준비기간을 거쳐 2021 년부터는 큰 폭의 이익 성장

지난해 네패스는 매출 3,516 억원(+30%), 영업이익 600 억원(+176%)의 뛰어난 성과를 달성했다. 올해도 매출은 20% 이상 성장할 것으로 예상된다. 그러나, 초기 투자 부담으로 인해 네패스 라웨가 영업적자를 벗어나기 어려울 것으로 보여, 손익은 전년비 감소할 것으로 예상된다. 2020 년 실적을 매출 4,360 억원, 영업이익 490 억원으로 추정한다.

그러나, 2021 년 하반기부터는 네패스 라웨가 흑자전환으로 돌아설 것으로 보여, 2021 년 영업이익은 800 억원대, 2022 년 영업이익은 1,200 억원대까지 큰 폭으로 증가할 것으로 전망된다. 반도체의 성능 고도화와 저전력 특성의 중요도가 점점 높아짐에 따라, 테스트와 FO 패키징 수요는 꾸준히 증가하게 되면서, 중장기 추세적인 실적 개선도 가능할 것으로 기대된다.

#### Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	271	352	436	566	701
영업이익(십억원)	22	60	49	84	122
세전계속사업손익(십억원)	36	50	39	72	111
당기순이익(십억원)	23	38	31	57	87
EPS(원)	1,101	1,695	1,310	2,249	3,289
증감률(%)	263.3	54.0	-22.7	71.6	46.2
PER(배)	8.9	21.2	27.5	16.0	10.9
ROE(%)	17.0	20.4	13.2	19.2	22.3
PBR(배)	1.4	3.9	3.4	2.8	2.2
EV/EBITDA(배)	4.4	8.0	7.3	5.2	3.9

자료: 유진투자증권

### 네패스 기업 소개

1990년 설립된 네패스는 국내의 반도체 업체들에게 패키징과 범핑, 그리고 테스트 서비스를 제공하는 업체로 1999년 코스닥에 상장되었다. 그러나, 다른 OSAT(Outsourced Semiconductor Assembly & Test) 업체들과 달리 레저서 패키징 사업은 하고 있지 않으며, 오직 WLP(Wafer Level Packaging)와 FOWLP/PLP 등 하이레벨 패키징 사업에만 집중하고 있다. 이 밖에 현상액(Developer)와 패키징용 PR(Photoresist) 등을 생산하는 전자재료 사업과 네패스 디스플레이(지분율 99.01%)를 통해 2차전지 부품인 리드탭 사업을 영위하고 있다. 지난해 기준 매출 비중은 반도체 83%, 전자재료 14%, 2차전지 등 기타 3% 등이다.

한편, 반도체 사업 중 기존의 WLP 및 OLED 패키징과 별도로 테스트 사업과 FO(Fan-out) 패키징 부문을 각각 네패스 아크(Ark)와 네패스 라웨(Laweh)로 물적분할 했다. 이들 자회사에 대해 외부 투자자들을 끌어들이 자금을 확보하고 막대한 설비투자를 진행 중이다. 외부 투자로 인해 아크와 라웨에 대한 네패스의 지분율은 각각 76.4%, 71.4%로 조정된다.

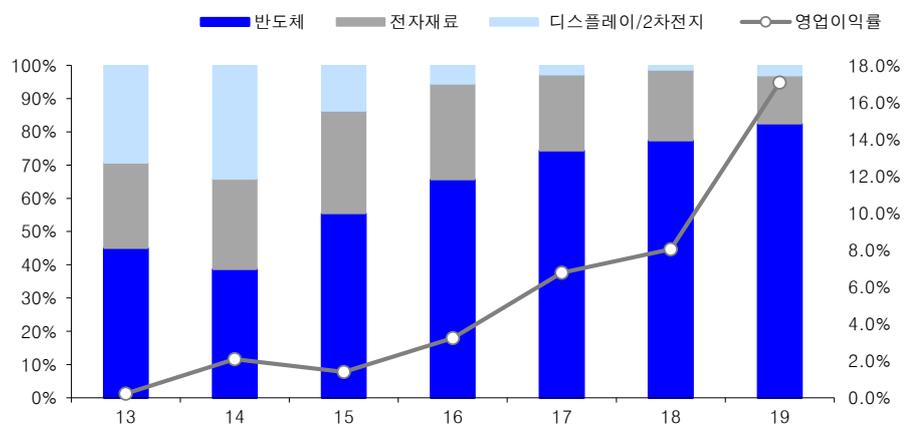
도표 1 네패스 주요 사업 소개 및 전망

전사	사업부	주요 제품/서비스	'19년 매출 (십억원)	향후 사업 전망
네패스	반도체	WLP, OLED DDI PKG	196.9	기존 사업 유지, 추가 성장은 제한적
		테스트 (네패스 아크) 지분율 76.4%	63.3	2020년 매출 1,000억원대 상회 예상
		FO 패키징 (네패스 라웨) 지분율 71.4%	26.5	초기 투자부담으로 2020년 적자 예상되나, 향후 FO 패키징 시장 급성장 기대
	전자재료	현상액, CF 현상액, 패키징용 PR	50.7	과거 '13년 매출 929억원까지 달성한 바 있으며, 향후 매출 성장 기대감도 높지 않음
2차전지	리드탭 (네패스 디스플레이) 지분율 99.01%	7.3	일본에 거의 전량 의존하는 리드탭의 국산화 수혜 기대로 향후 급성장 예상	

자료: 유진투자증권

과거 수익성 나뉘었던 디스플레이와 일부 전자재료 사업을 정리하고, 하이레벨 반도체 OSAT 중심으로 사업구조를 재편해가고 있다

도표 2 네패스 사업부문별 매출 비중과 영업이익률 변화



자료: 유진투자증권

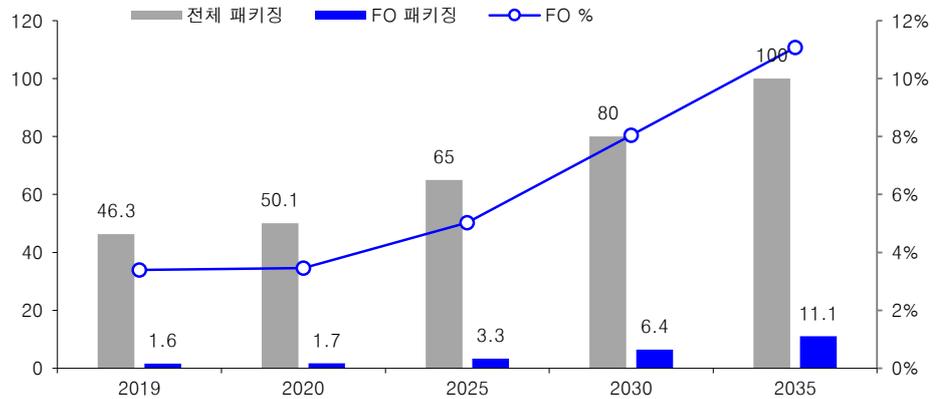
### Fan-Out 패키징 산업 전망

반도체 OSAT 시장은 지난해 약 463 억달러 규모에서 2025년에는 650 억달러, 2035년에는 약 1,000 억 달러 시장으로 성장할 것으로 전망되고 있다. 반도체 선평의 미세화가 진행되고 있는 가운데, 패키징에서도 반도체의 전기적/물리적 특성을 극대화하기 위한 기술 개발이 진행되면서, 고부가가치 패키징 시장이 확대될 것으로 예상되기 때문이다.

특히, 칩의 I/O 증가와 저전력 특성에 가장 적합한 기술로 평가되는 FO(Fan-out) 패키징에 대한 수요가 계속 증가할 것으로 전망이다. 시장조사기관과 업계에 따르면 FOWLP/PLP 패키징 시장 규모는 2019년 16 억달러에서 2025년 33 억달러, 2035년에는 111 억달러까지 성장할 것으로 예상된다.

2020년 매출 성장은 주로 기타 부문(모바일 OLED, 오토디스플레이 등)에서 나올 것으로 전망

도표 3 반도체 전체 패키징 및 Fan-Out 패키징 시장 전망



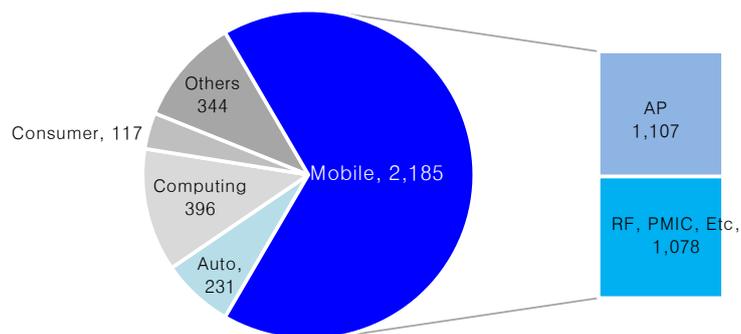
자료: Yole, 업계자료, 유진투자증권

2025년 팬아웃 패키징 시장 예상 규모 33 억달러 중 역시 모바일이 약 22 억달러를 차지할 것으로 예상되는 가운데, 현재 팬아웃 패키징을 적용하고 있는 AP 이외에도 PMIC, RF 등의 시장도 점점 확대되어, 2025년에는 이들 패키징 시장규모가 AP와 비슷한 수준까지 확대될 것으로 전망된다.

2025년 Fan-Out 패키징 시장규모는 22 억달러에 이를 것으로 예상되며, AP와 기(RF, PMIC 등) 각각 11 억달러 규모로 성장할 것으로 전망

도표 4 2025년 Fan-Out 패키징 시장 구조 예상

(단위: 백만달러)



자료: Yole, 업계자료, 유진투자증권

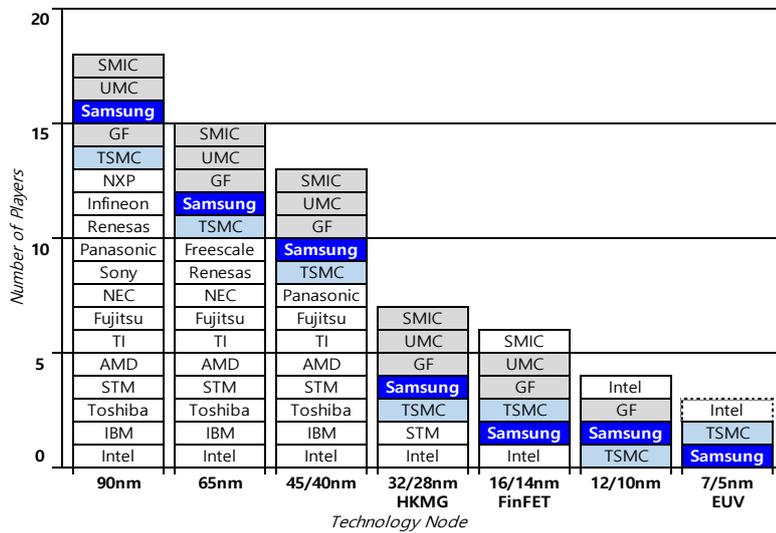
### 팹리스 업체들의 파운드리-OSAT 전략 기류 변화

파운드리 업계에서 TSMC의 영향력은 지배적이다. 특히, 7나노 이하의 첨단 미세공정에서는 더욱 그러하다. 미세공정이 심화되면서 막대한 설비투자와 기술 개발에 대한 부담이 가중되면서, 리딩엣지 테크놀로지를 제공할 수 있는 반도체 업체들의 숫자가 계속 줄어들고 있기 때문이다.

거기에도, 최첨단 패키징 기술인 FOWLP 기술에 있어서도 TSMC가 독보적 위치에 이르게 되면서, 파운드리-후공정으로 이어지는 핵심 밸류체인이 모두 TSMC에 종속되는 상황이 벌어지고 있다. 이에 따라, 첨단 공정으로 제조해야 하는 칩을 제작하는 팹리스 업체(특히 모바일 관련)들은 TSMC의 영향력에 휘둘릴 리스크를 감안하지 않을 수 없는 상황이 되었다.

미세공정이 심화됨에 따라, 리딩엣지 기술로 제조가능한 반도체 업체의 숫자가 계속 줄어들고 있다

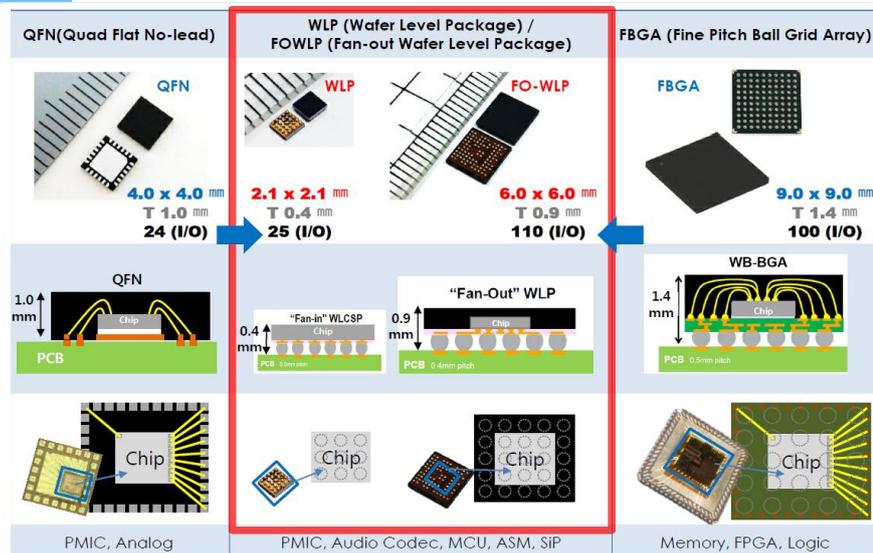
도표 5 반도체 미세공정별 제조 가능 업체 수 변화



자료: 업계자료, 유진투자증권

칩의 IO 복잡도가 증가하면서 패키지 크기만 작게하는 것보다는 칩의 전기적/물리적 특성을 극대화할 수 있는 FOWLP와 원가를 더 낮출 수 있는 FOPLP 기술의 적용이 확대될 전망이다

도표 6 패키징 기술의 트렌드: 팬아웃 패키징 수요 점증



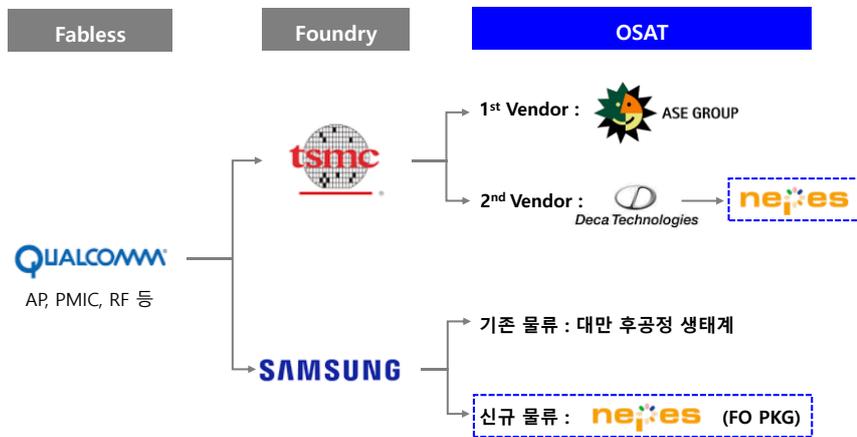
자료: 네패스, 유진투자증권

실제로 모바일 반도체 분야의 강자인 퀄컴이 새로운 전략을 모색하고 있는 것으로 파악된다. 지금까지 퀄컴은 TSMC - ASE 로 이어지는 밸류체인에 의존해왔다고 해도 과언이 아니다. 그러나, 네패스가 퀄컴 팬아웃 패키징의 2차 벤더이자 메인 기술 보유 업체인 데카 테크놀로지의 자산과 특허를 인수하면서, 향후 ASE에 집중되어 있는 팬아웃 패키징 의존도가 낮아질 것으로 전망되고 있다.

또한, TSMC 의존도를 낮추기 위해 장기적으로 삼성전자 파운드리를 활용 비중을 높일 가능성도 높아지고 있다. 한편, 한국 파운드리 산업의 가장 큰 약점 중 하나가, 파운드리 - OSAT 으로 이어지는 생태계가 취약하다는 점인데, 여기서 하이엔드 패키징과 테스트 사업에 집중하고 있는 네패스가 앞으로 할 일들이 상당히 많아질 가능성이 클 것으로 기대된다.

2025년 Fan-Out 패키징 시장규모는 22억달러에 이를 것으로 예상되며, AP와 기(RF, PMIC 등) 각각 11억달러 규모로 성장할 것으로 전망

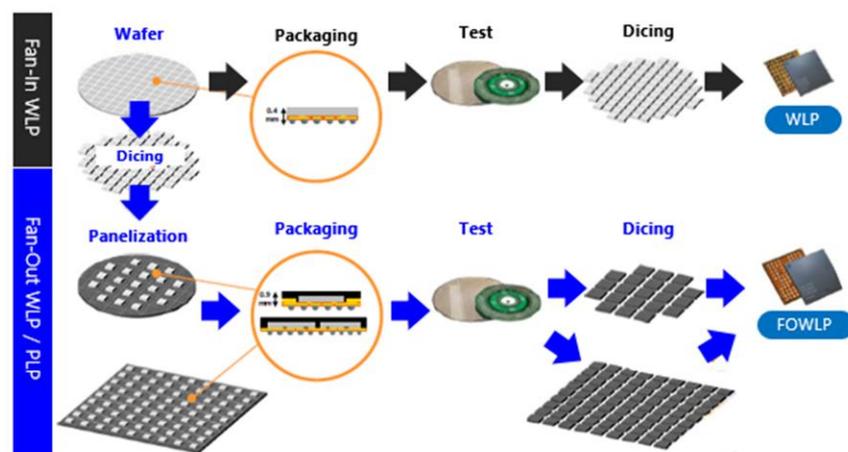
도표 7 퀄컴의 파운드리-OSAT 물류 변화 예상과 네패스의 성장 기회



자료: 업계자료, 유진투자증권

Fan-Out 패키징은 기존 Fan-In 과 달리 웨이퍼 다이싱 → 다이 전사 → RDL 구축 → 패키징 → 테스트 → 패키지 다이싱이라는 훨씬 복잡한 프로세스를 거치게 된다.

도표 8 팬인과 팬아웃 패키징의 제조 공정 비교

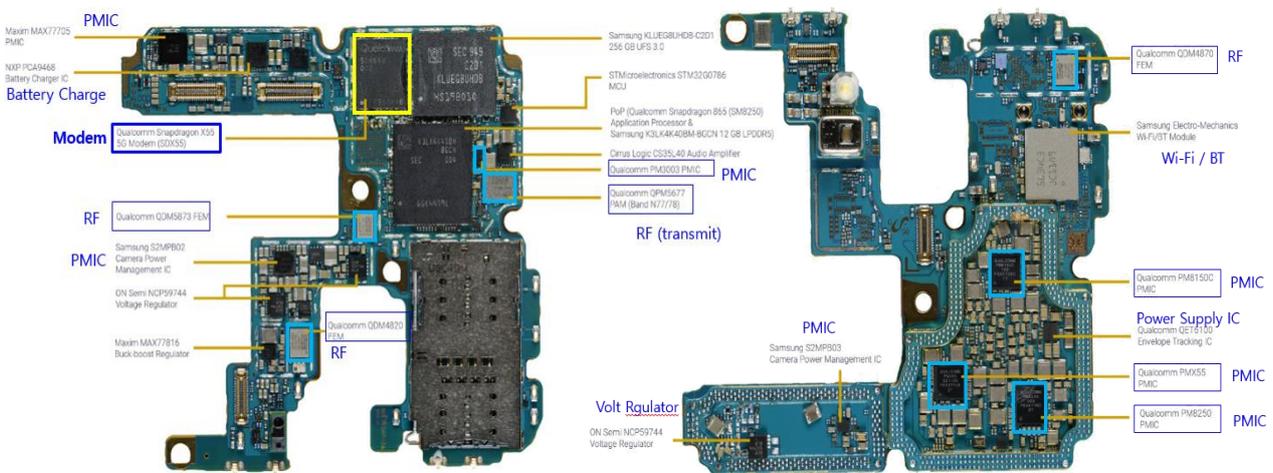


자료: 네패스, 유진투자증권

### 스마트폰의 PMIC, RF 등 FO 패키징 수요는?

최신 스마트폰인 삼성전자의 갤럭시 S20 울트라 모델의 경우 퀄컴의 스냅드래곤 X55 5G 모뎀칩과 함께 8개(PMIC 4개 + RF 4개)의 퀄컴 모바일 칩들이 함께 장착되어 있다. 퀄컴 이외에 삼성전자, 맥심, 온세미 등 다른 업체의 PMIC 및 RF, MCU 등은 제외하고 말이다.

도표 9 갤럭시 S20 울트라 메인보드: 퀄컴의 모뎀칩과 함께 8개의 퀄컴 PMIC 및 RF 칩이 장착되어 있다



자료: ifixit.com, 유진투자증권

퀄컴의 대표 제품인 MSM 칩은 연간 약 8억개가 생산 및 공급되고 있는 것으로 파악되고 있다. 그런데, 통상적으로 퀄컴은 MSM 칩과 함께 약 3~8 개에 달하는 PMIC, RF, Code 칩 등을 공급하는 것으로 알려져 있다. 평균적으로 4~5 개 가량의 칩이 함께 공급된다면, 퀄컴이 필요로 하는 PMIC, RF 등의 수요는 연간 약 30 억개를 상회한다는 것이다.

PMIC 패키지의 사이즈 평균이 대략 5 x 5mm<sup>2</sup> 정도 이므로 길이 300mm 사이즈의 캐리어(웨이퍼 or 패널)가 연간 약 100 만장 이상 필요할 것으로 추정된다. 즉, 300mm 기준으로 월 약 80~90K의 퀄컴용 패키징 캐패가 필요하다는 얘기다. 여기서 과연 얼마만큼의 비중이 과연 FO 패키징을 필요로 할 것인가에 따라, F 패키징 업체들의 투자규모가 결정되는 셈이다. 참고로 현재 네패스의 FO 패키징 캐패는 기존 오창에 FOWLP 월 3~4K, 테카로부터 인수한 필리핀 공장에 FOWLP 3~5K이며, 충북 청안 사업장에 1 차로 약 10K 규모의 FOPLP 라인을 셋업 중에 있다.

한편, 5G 기술의 채택으로 고주파 처리를 위해서는 전기적/물리적 특성을 최적화하는 방향으로 기술이 발전하게 될 수 밖에 없다. 자동차 반도체 중에서도 장거리 레이더 센서에 가장 먼저 FO 패키징 기술이 적용된 것도 이 때문이다. 따라서, 장기적으로 보면 모바일에 적용되는 칩의 상당 비중이 결국은 FO 패키징을 채택하게 될 것이다. 특히, FOWLP의 원가를 낮추기 위해서는 WLP 보다 원가가 약 45% 가량 낮은 PLP 기술이 점차 확대될 것으로 전망된다.

네패스 실적 전망

도표 10 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>363.0</b>	<b>328.8</b>	<b>279.2</b>	<b>254.5</b>	<b>285.0</b>	<b>270.6</b>	<b>351.6</b>	<b>436.0</b>	<b>565.8</b>	<b>701.5</b>
반도체	163.6	127.2	155.0	167.1	211.9	209.4	290.1	370.4	487.8	612.6
전자재료	92.9	89.5	86.2	73.3	65.2	57.5	50.7	49.6	54.3	56.6
디스플레이/2차전지	106.5	112.1	38.1	14.1	7.9	3.7	10.8	16.1	23.7	32.3
<b>매출비중</b>										
반도체	45%	39%	56%	66%	74%	77%	83%	85%	86%	87%
전자재료	26%	27%	31%	29%	23%	21%	14%	11%	10%	8%
디스플레이/2차전지	29%	34%	14%	6%	3%	1%	3%	4%	4%	5%
<b>영업이익</b>	<b>0.8</b>	<b>6.9</b>	<b>3.9</b>	<b>8.2</b>	<b>19.3</b>	<b>21.8</b>	<b>60.0</b>	<b>49.0</b>	<b>84.4</b>	<b>122.0</b>
반도체	-0.4	-4.4	5.4	10.1	22.9	21.4	57.3	45.4	79.3	115.7
전자재료	8.0	7.2	6.7	-1.0	-0.1	1.0	1.8	1.6	2.0	2.3
디스플레이/2차전지	-6.9	4.0	-8.2	-0.9	-3.5	-0.6	0.9	2.0	3.1	4.1
<b>영업이익률</b>	<b>0.2%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>6.8%</b>	<b>8.0%</b>	<b>17.1%</b>	<b>11.2%</b>	<b>14.9%</b>	<b>17.4%</b>
반도체	-0.2%	-3.5%	3.5%	6.0%	10.8%	10.2%	19.7%	12.3%	16.3%	18.9%
전자재료	8.6%	8.1%	7.7%	-1.4%	-0.2%	1.7%	3.6%	3.3%	3.7%	4.0%
디스플레이/2차전지	-6.5%	3.6%	-21.6%	-6.0%	-44.0%	-17.5%	8.7%	12.2%	12.9%	12.7%
영업외손익	-25.1	-14.0	-15.0	13.9	-9.8	14.5	-10.0	-10.2	-12.2	-11.5
<b>세전이익</b>	<b>-24.3</b>	<b>-7.1</b>	<b>-11.2</b>	<b>22.1</b>	<b>9.5</b>	<b>36.3</b>	<b>50.0</b>	<b>38.8</b>	<b>72.2</b>	<b>110.5</b>
<b>순이익</b>	<b>-45.8</b>	<b>-11.6</b>	<b>-16.3</b>	<b>18.0</b>	<b>3.9</b>	<b>22.7</b>	<b>37.8</b>	<b>31.3</b>	<b>57.2</b>	<b>86.6</b>
순이익률	-12.6%	-3.5%	-5.8%	7.1%	1.4%	8.4%	10.8%	7.2%	10.1%	12.4%
<b>지배주주이익</b>	<b>-33.4</b>	<b>-8.3</b>	<b>-8.7</b>	<b>18.4</b>	<b>6.6</b>	<b>24.9</b>	<b>38.4</b>	<b>30.3</b>	<b>51.9</b>	<b>75.9</b>

자료: 유진투자증권

2019년 성적표는 인상적이다. 매출은 30% 증가한 3,516 억원, 영업이익은 176% 증가한 600 억원을 기록했다. 전자 영업이익은 전년비 382 억원 증가했는데, 반도체에서만 359 억원 증가했다는 점에 눈길이 가지 않을 수 없다. 기존 WLP 이외에도 NXP 레이더센서 FOWLP와 본격화된 테스트 사업이 궤도에 오르면 상당히 양호한 수익성을 기록한 것으로 추정된다.

2020년 매출은 4,300 억원 대로 20% 이상 증가할 것으로 예상된다. 데카 테크놀로지 사업 인수로 필리핀 FI/FO WLP 사업이 추가될 것이고, 테스트 사업도 큰 폭 성장할 전망이다. 매출 비중이 큰 것은 아니지만, 2차전지 리드랩 매출도 크게 증가할 것으로 기대를 모으고 있다.

그러나, 필리핀 패키징 사업 정상화 과정에서 비용이 발생할 것으로 보이고, 초기의 낮은 가동률과 감가상각비 증가에 따른 부담이 겹쳐 2020년 네패스 라웨는 큰 폭의 적자가 불가피해 보인다. 이에 따라 전자 영업이익도 전년비 18% 감소한 490 억원에 그칠 것으로 추정된다. 날로 확산되고 있는 코로나-19의 임팩트로 올해 실적 전망을 불안하게 하는 요인이 될 수 있다.

하지만, 네패스 아크의 테스트 사업이 꾸준히 성장할 것으로 보이는 가운데, 2021년 3분기부터는 네패스 라웨도 흑자전환할 것으로 예상된다. 따라서, 2021년 전자 영업이익 800 억원대로 큰 폭 증가하고, 2022년에는 1,200 억원대에 달하는 영업이익을 달성할 것으로 기대한다.

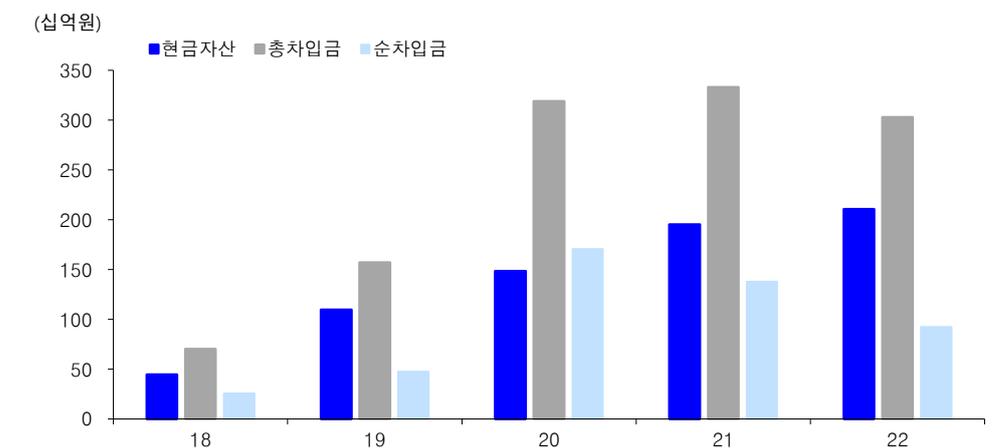
한편, 신규 사업에 대한 대규모 투자로 향후 3년간 캐팩스는 4,000 억원대에 달할 전망이다. 특히, 2020년에는 2,000 억원에 달하는 설비투자가 진행될 것으로 예상된다. 신규 사업을 물적분할한 것은 결국 이 같은 막대한 투자에 따른 부담과 지분율 변화 등을 두루 고려한 전략이라고 볼 수 있다.

네페스 아크와 라웨는 원래 100% 자회사로 물적분할 되었지만, 외부 투자를 끌어들이어 결국 지분율이 각각 76.4%와 71.4%로 조정된다. 지분투자 이외에도 추가적인 은행차입이 필요해 보인다. 2018년말 702 억원이었던 차입금 규모는 2019년 1,570 억원으로 증가한 가운데, 2020년부터는 총 차입금 규모가 3,000 억원대까지 늘어날 것으로 추정된다.

순차입금 기준으로는 2018년 256 억원, 2019년 639 억원에서 향후 1,500~1,600 억원까지 증가할 것을 각오해야 할 것이다. 성장 기회가 크지만, 그에 따른 리스크도 고려하지 않을 수 없다. 특히, **코로나-19** 라는 돌발 변수가 등장함에 따라, 올해 실적 추정에 있어서는 최대한 보수적인 시각이 필요해 보인다.

막대한 투자로 인한 차입금  
증가 등 캐시플로우 관리가  
매우 중요해질 것

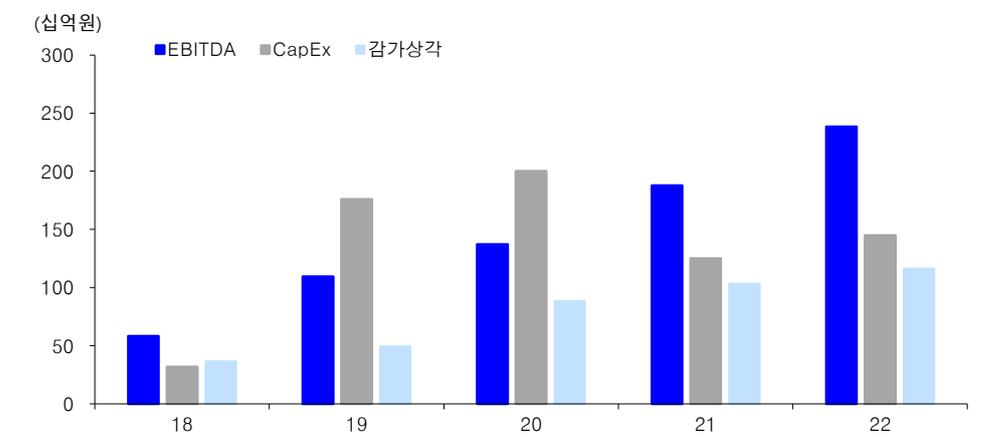
도표 11 연결기준 현금성자산, 총입금, 순차입금



자료: 유진투자증권

투자 부담이 상당하지만,  
2021년부터는 EBITDA가  
캐팩스를 상회할 것으로 전  
망된다

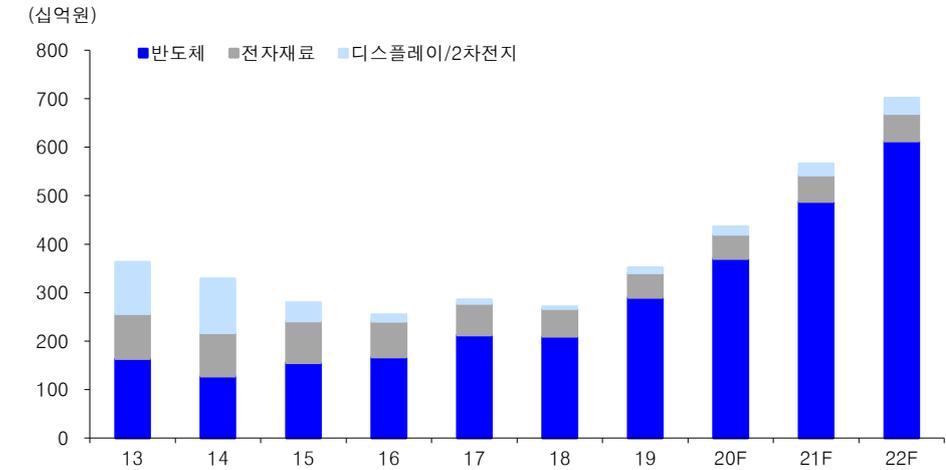
도표 12 연결기준 EBITDA vs. 캐팩스 vs. 감가상각 전망



자료: 유진투자증권

반도체에 더욱 집중하는 사업모델로 진화할 전망

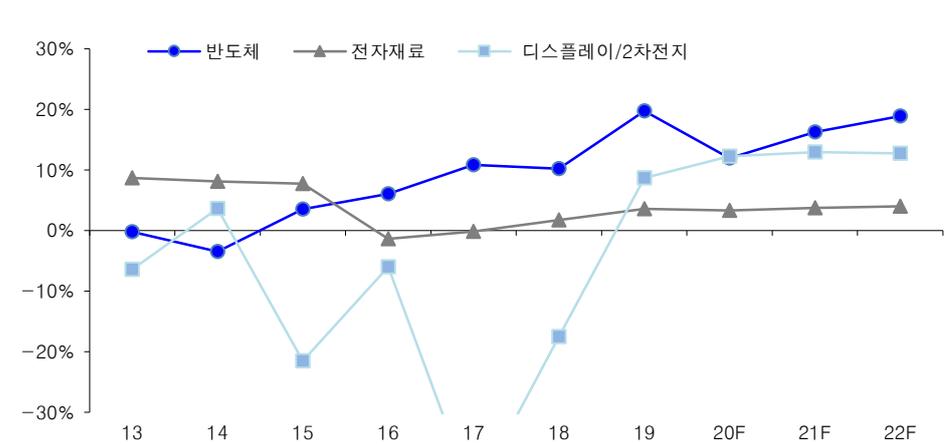
도표 13 사업부문별 매출 추이 및 전망



자료: 네패스, 유진투자증권

적자사업부 정리로 향후 수익성 안정화 기대

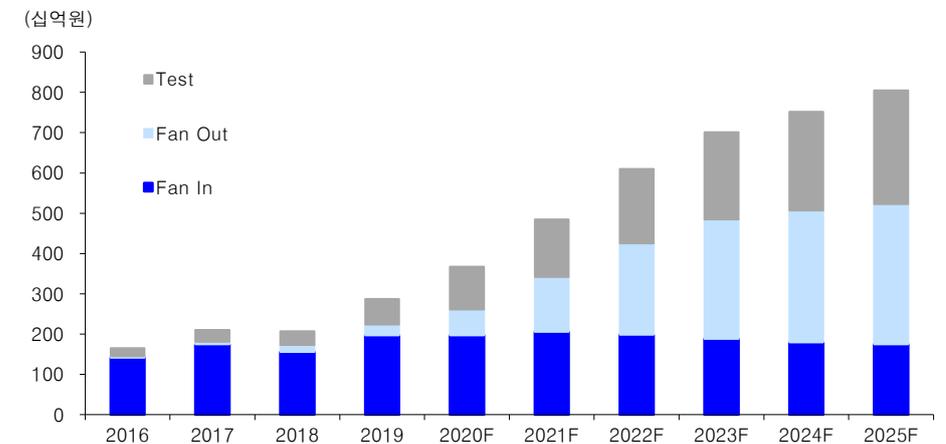
도표 14 사업부문별 영업이익률 추이



자료: 네패스, 유진투자증권

반도체 사업부 매출은 2019년 2,900 억원에서 2025년에는 8,000 억원의 매출이 가능할 것으로 기대한다.

도표 15 네패스 반도체 사업부 매출 전망 (~25년)



자료: 네패스, 유진투자증권

### 밸류에이션

PER이나 EV/EBITDA 관점에서 보면 네패스의 밸류에이션은 상대적으로 낮아 보이지는 않는다. 회사의 사업구조와 향후 이익 전망이 변곡점에 있기 때문이다. 따라서, 단순한 수치를 비교 평가하는 상대 밸류에이션 보다는 잔여가치합산 모델(RIM)이나 현금흐름할인 모형이 그나마 중장기적인 회사의 변화를 반영하는 틀이라 판단한다.

이에 따라, 비록 가정에 가정이 더해진 방법이지만 하나, RIM 을 네패스의 가치 평가에 적용하여 주당 적정가치로 61,160 원을 산출했고, 이를 20% 할인하여 목표주가로 48,000 원을 제시한다. 이는 2021 년 기준 P/E 21.4 배, 2022 년 기준 P/E 14.7 배 수준이다.

실적 추정기간은 2025 년까지, RI 추정은 2030 년까지이며, CV 기간의 계속성장률은 1%, 조정베타는 1.20(역사적 베타를 대비 40% 가중), 무위험이자율 1.25%(기준금리 적용), 리스크프리미엄 5.0%를 가정하여 산출했다.

도표 16 RIM (잔여가치모델) 밸류에이션

	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10	Y11	CV
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Period
지배주주자본(기말)	215	243	298	383	492	618	762	919	1,090	1,249	1,406	1,556	
YoY	32.9%	13.4%	22.5%	28.3%	28.5%	25.6%	23.3%	20.7%	18.6%	14.6%	12.6%	10.7%	
지배주주자본(평균)	188	229	271	340	437	555	690	841	1,005	1,170	1,328	1,481	
YoY	28.5%	21.8%	18.2%	25.7%	28.4%	26.9%	24.3%	21.9%	19.5%	16.4%	13.5%	11.6%	
지배주주 순이익	38	30	52	76	97	110	125	152	169	186	191	198	
FROE	20.4%	13.2%	19.2%	22.3%	22.2%	19.8%	18.2%	18.1%	16.8%	15.9%	14.4%	13.4%	
Rf (기준금리)	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
Rp	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Beta (기업리스크)	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
COE (Cost of Equity)	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
FROE-COE	13.2%	6.0%	11.9%	15.1%	15.0%	12.6%	10.9%	10.8%	9.6%	8.7%	7.2%	6.1%	
잔여가치 (십억원)	25	14	32	51	65	70	76	91	96	102	95	91	96
YoY	73.3%	-44.7%	136.2%	58.7%	27.4%	6.9%	8.0%	20.5%	5.8%	6.5%	-5.4%	-4.2%	3.2%
계속가치 (십억원)													1,633
PV Factor	1.000	0.933	0.870	0.811	0.756	0.705	0.658	0.613	0.572	0.533	0.497	0.464	0.433
현재가치 (십억원)	25	13	28	42	49	49	50	56	55	54	47	42	707

계속성장률 : 1.00%  
 Historical Beta : 0.854  
 Adjusted Beta : 1.20  
 Rf : 1.25%  
 Rp : 5.00%  
 PV Factor : 0.933

초기 주주가치 (십억원) 215  
 RI의 현재가치 합계 (십억원) 485  
 CV의 현재가치 (십억원) + 707  
**주주가치 합계 추정치 (십억원) 1,407**  
 발행주식수 (백만주) (/) 23.0  
**추정 주당가치 (원) 61,163**  
 할인율 20%  
**목표주가 (원) 48,000**

자료: 유진투자증권

### 투자의견 요약

밸류에이션에 논란의 여지가 있다는 점도 사실이고, 올해 실적이 감익(減益)일수 있다는 점도 부담이다. 무엇보다 단기적으로 주가가 비교적 큰 폭으로 올랐다는 점도 부담이다. 올해 세계 경제의 최대 변수로 떠오르고 있는 코로나-19 리스크도 언제든 블랙스완이나 그레이리노(Grey Rhino)로 변할 수 있다. 언제나 그렇지만, 특히 올해는 이 같은 체계적 위험 변수에 따라 탑다운 시각에서의 글로벌 경제와 주식 시장이 크게 흔들리게 될 것이다.

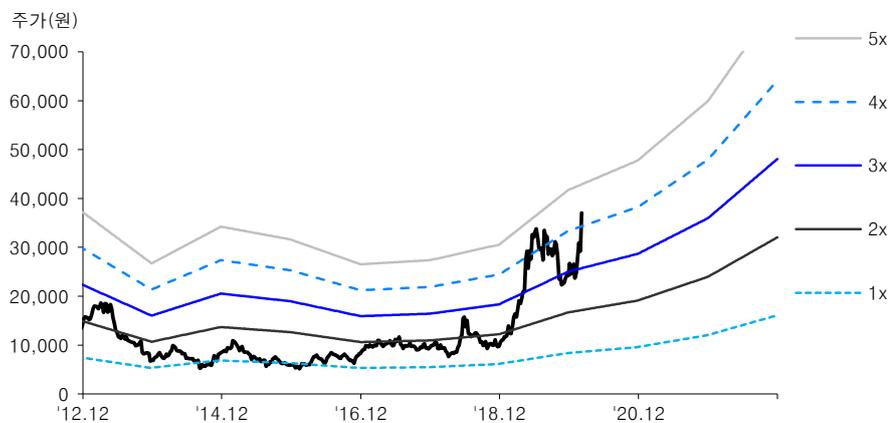
그러나, 요즘 같은 성장의 희소성 시대에 반도체 산업의 기술적 변화에 대응하는 네팩스의 과감한 도전은 긍정적인 기대감을 갖게 한다. 파운드리-패키징-테스트로 이어지는 시스템반도체 산업의 국가적 육성전략도 긍정적인 요인이라 할 수 있다. 중장기적 관점, 그리고 바텀업 관점에서 네팩스에 대한 긍정적인 시각을 제시하며, 투자의견 'BUY', 목표주가 48,000 원으로 커버리지를 시작한다.

도표 17 2019년 이후 주가와 외인 지분을 추이



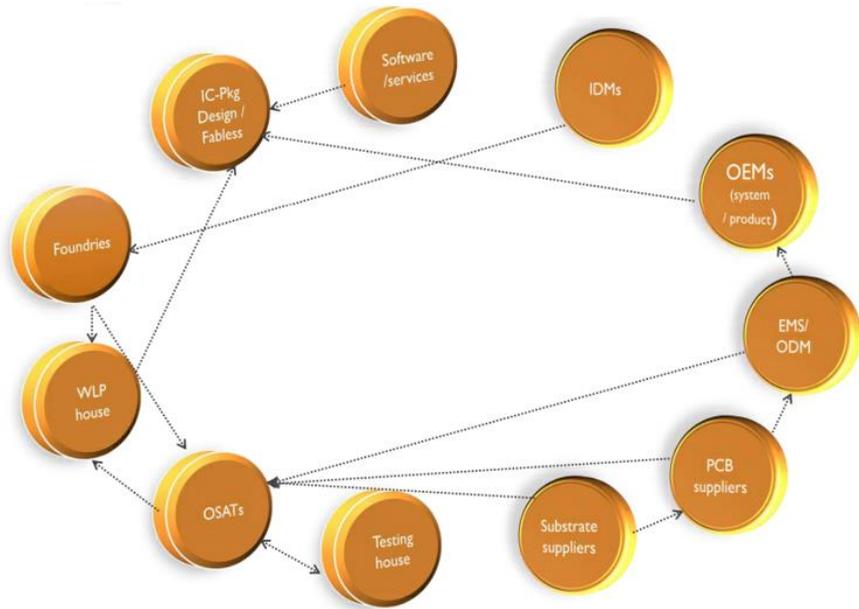
자료: 유진투자증권

도표 18 P/B 밴드 차트



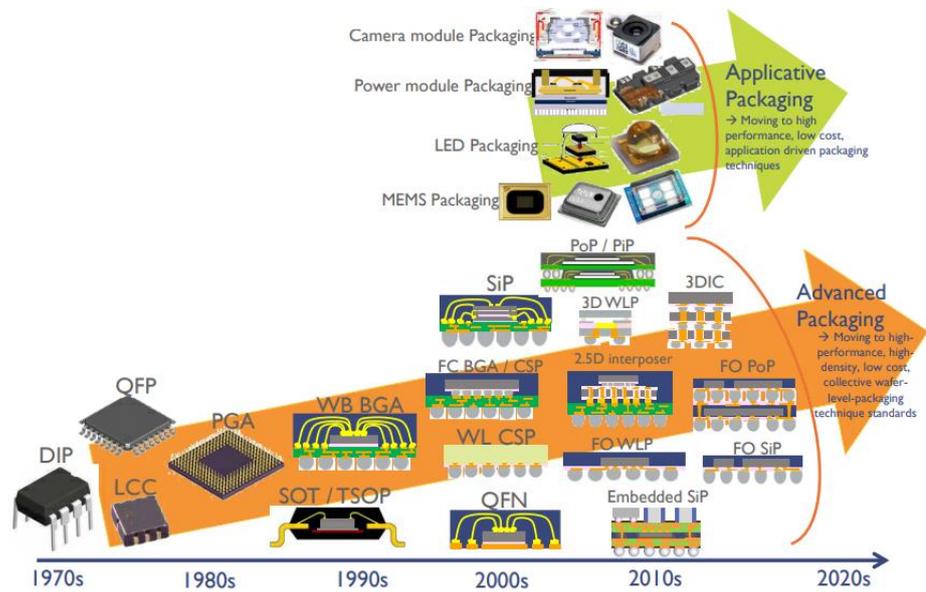
자료: 유진투자증권

도표 19 참고: 복잡해지고 있는 반도체 산업 서플라이 체인



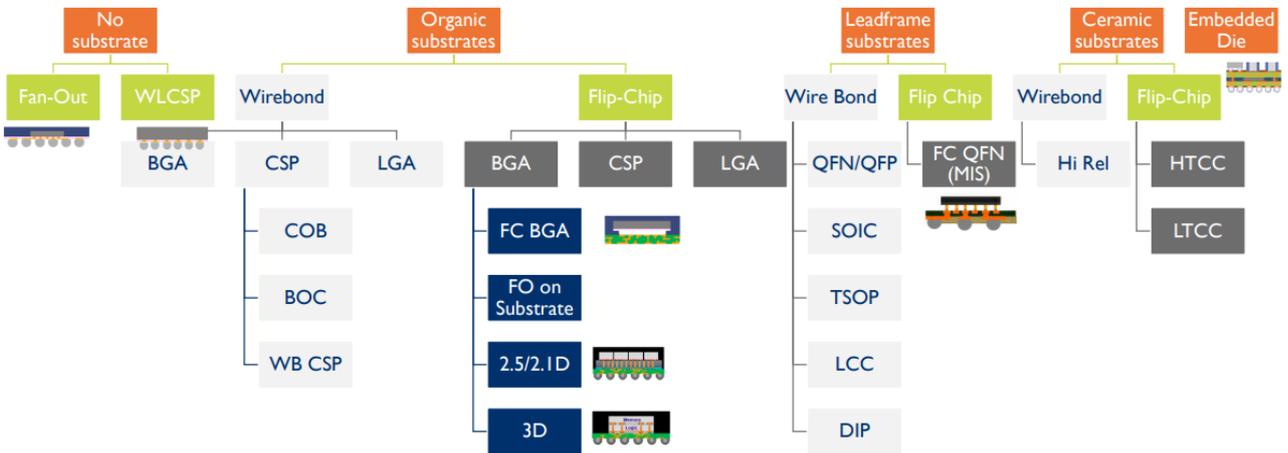
자료: Yole

도표 20 참고: 첨단 패키징 로드맵



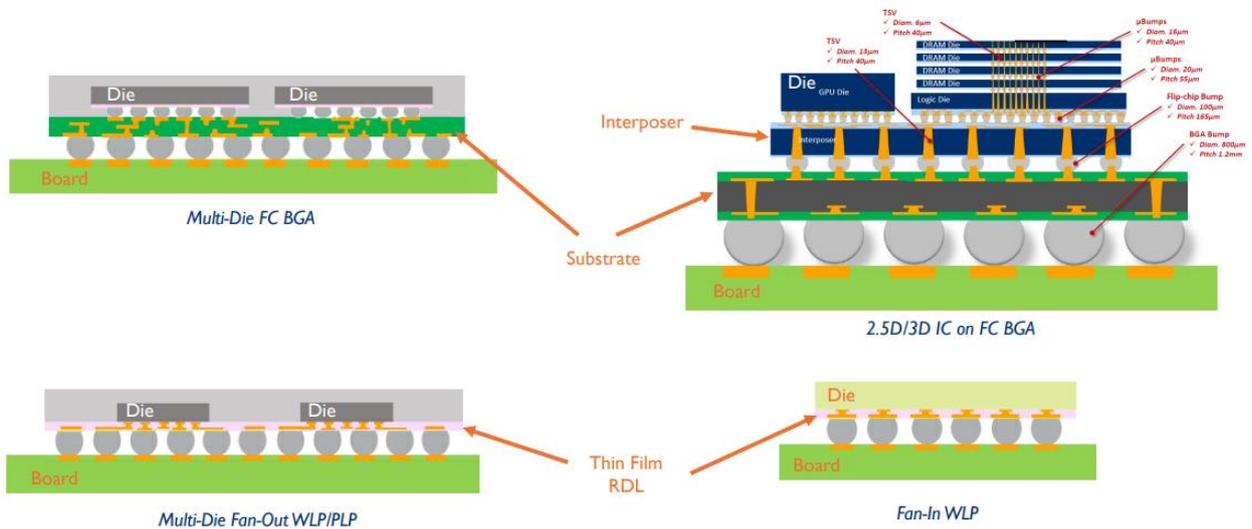
자료: Yole

도표 21 패키징 플랫폼 분류



자료: Yole

도표 22 플립칩 BGA 패키징 vs. WLP 패키징 기술 비교



자료: 유진투자증권

## 네패스(033640.KQ) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>자산총계</b>	<b>308</b>	<b>282</b>	<b>514</b>	<b>708</b>	<b>789</b>
유동자산	104	96	194	267	323
현금성자산	58	45	110	148	195
매출채권	35	38	50	58	74
재고자산	9	10	20	26	34
비유동자산	204	186	320	440	466
투자자산	37	35	42	49	53
유형자산	162	147	273	385	407
기타	5	4	5	5	5
<b>부채총계</b>	<b>187</b>	<b>141</b>	<b>321</b>	<b>485</b>	<b>509</b>
유동부채	106	111	142	175	226
매입채무	30	31	18	22	29
유동성이자부채	61	58	50	82	124
기타	15	22	74	71	74
비유동부채	81	30	179	310	282
비유동이자부채	69	20	107	237	209
기타	12	10	72	73	73
<b>자본총계</b>	<b>121</b>	<b>141</b>	<b>194</b>	<b>223</b>	<b>280</b>
지배지분	131	161	215	243	298
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	82	90	100	100	100
이익잉여금	45	67	102	131	186
기타	(6)	(7)	1	0	0
비지배지분	(10)	(20)	(21)	(20)	(18)
<b>자본총계</b>	<b>121</b>	<b>141</b>	<b>194</b>	<b>223</b>	<b>280</b>
총차입금	130	78	157	319	333
순차입금	72	33	47	171	138

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>영업현금</b>	<b>60</b>	<b>42</b>	<b>66</b>	<b>106</b>	<b>145</b>
당기순이익	4	25	38	31	57
자산상각비	38	37	49	88	103
기타비(현금성손익)	0	0	4	(1)	6
운전자본증감	2	(10)	(25)	(13)	(22)
매출채권감소(증가)	1	(6)	(16)	(8)	(17)
재고자산감소(증가)	0	(2)	(12)	(7)	(9)
매입채무증가(감소)	5	2	7	7	9
기타	(3)	(3)	(5)	(5)	(5)
<b>투자현금</b>	<b>(58)</b>	<b>(12)</b>	<b>(180)</b>	<b>(206)</b>	<b>(152)</b>
단기투자자산감소	(2)	(2)	(4)	(6)	(27)
장기투자증권감소	(5)	0	0	0	0
설비투자	52	32	176	200	125
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>재무현금</b>	<b>(3)</b>	<b>(41)</b>	<b>92</b>	<b>169</b>	<b>16</b>
차입금증가	(5)	(40)	87	162	14
자본증가	0	(2)	(2)	(2)	(2)
배당금지급	0	2	2	2	2
<b>현금 증감</b>	<b>(1)</b>	<b>(16)</b>	<b>61</b>	<b>33</b>	<b>20</b>
기초현금	49	48	32	93	126
기말현금	48	32	93	126	146
Gross Cash flow	61	59	99	127	171
Gross Investment	54	21	202	213	147
<b>Free Cash Flow</b>	<b>7</b>	<b>38</b>	<b>(103)</b>	<b>(86)</b>	<b>24</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>285</b>	<b>271</b>	<b>352</b>	<b>436</b>	<b>566</b>
증가율(%)	12.0	(5.1)	29.9	24.0	29.8
매출원가	223	208	243	334	408
<b>매출총이익</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>109</b>	<b>102</b>	<b>158</b>
판매 및 일반본대비	43	41	49	53	74
기타영업손익	10	(4)	19	9	39
<b>영업이익</b>	<b>19</b>	<b>22</b>	<b>60</b>	<b>49</b>	<b>84</b>
증가율(%)	134.2	12.7	175.9	(18.4)	72.4
<b>EBITDA</b>	<b>57</b>	<b>58</b>	<b>109</b>	<b>137</b>	<b>188</b>
증가율(%)	25.3	2.4	87.8	25.4	36.7
<b>영업외손익</b>	<b>(10)</b>	<b>15</b>	<b>(7)</b>	<b>(10)</b>	<b>(12)</b>
이자수익	1	1	0	0	0
이자비용	6	5	0	0	0
지분법손익	(6)	11	0	0	0
기타영업외손익	2	7	(7)	(10)	(12)
<b>세전순이익</b>	<b>9</b>	<b>36</b>	<b>50</b>	<b>39</b>	<b>72</b>
증가율(%)	(57.2)	283.0	37.8	(22.5)	86.3
법인세비용	5	12	12	7	15
<b>당기순이익</b>	<b>4</b>	<b>23</b>	<b>38</b>	<b>31</b>	<b>57</b>
증가율(%)	(78.1)	476.7	66.3	(17.1)	82.5
지배주주지분	7	25	38	30	52
증가율(%)	(64.1)	276.1	54.3	(21.2)	71.6
비지배지분	(3)	(2)	(1)	1	5
<b>EPS(원)</b>	<b>303</b>	<b>1,101</b>	<b>1,695</b>	<b>1,310</b>	<b>2,249</b>
증가율(%)	(64.1)	263.3	54.0	(22.7)	71.6
수정EPS(원)	303	1,101	1,695	1,310	2,249
증가율(%)	(64.1)	263.3	53.9	(22.7)	71.6

### 주요투자지표

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	303	1,101	1,695	1,310	2,249
BPS	5,985	6,999	9,302	10,493	12,859
DPS	100	1,000	100	100	100
<b>밸류에이션(배,%)</b>					
PER	31.2	8.9	21.2	27.5	16.0
PBR	1.6	1.4	3.9	3.4	2.8
EV/ EBITDA	4.9	4.4	8.0	7.3	5.2
배당수익률	1.1	10.2	0.3	0.3	0.3
PCR	3.4	3.8	8.3	6.6	4.9
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	6.8	8.0	17.1	11.2	14.9
EBITDA이익률	20.0	21.5	31.1	31.5	33.2
순이익률	1.4	8.4	10.8	7.2	10.1
ROE	5.0	17.0	20.4	13.2	19.2
ROIC	5.2	9.2	25.0	13.6	17.7
<b>안정성 (배,%)</b>					
순차입금/자기자본	59.6	23.8	24.5	76.5	49.1
유동비율	98.1	86.2	136.6	152.9	142.6
이자보상배율	3.3	4.7	n/a	n/a	n/a
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	0.7	0.8
매출채권회전율	8.7	7.4	7.9	8.1	8.6
재고자산회전율	31.1	28.6	23.4	18.8	18.8
매입채무회전율	10.1	8.8	14.4	22.3	22.5

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조분석석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조분석석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제3자로부터 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객  
 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.12.31 기준)

