

네패스(033640)

투자는 성장의 필수 조건

Analyst 이승우_02)368-6121_swlee6591@eugenefn.com

2021.03.26

Company Update

투자의견: **BUY** (유지)목표주가: **46,000**원(상향)

현재주가: 38,250원(3/25)

시가총액: 882(십억원)

막대한 투자 부담과 매출 정체로 2020년 영업손실 기록

플립칩 범핑(Bumping)과 WLP(웨이퍼 레벨 패키징) 등 프리미엄 End-FAB 사업을 주력하는 국내 대표 OSAT(반도체 후공정) 업체다. 사업부별 매출 비중은 End-FAB 사업(범핑, WLP) 82%, 전자재료 15%, 2 차전자/기타 4% 수준이다.

2019년 매출 3,516억원, 영업이익 600억원을 기록하며 시장의 주목을 받기 시작했다. 그러나, 2020년에는 3,000억원(라웨이 1,500억원, 아크 1,000억원 등)에 육박하는 막대한 투자 부담과 매출 정체(3,435억원) 영향으로 34억원의 영업손실을 기록하고 말았다.

올해 상반기 중 FO-PLP 매출 시작될 예정

대규모 투자 부담은 2021년에도 계속 될 예정이다. 네패스 아크의 올해 투자 규모만도 600억~1,200억 수준에 이를 전망이다. 그러나, PMIC FO-PLP 사업은 미래 성장을 위해 반드시 진행해야 할 포석인 것이다.

그 첫 단계로 올해 상반기 중 라웨이 청안 캠퍼스에서 FO-PLP 패키징이, 아크에서 테스트가 시작될 예정이다. 라웨이와 아크의 합산 매출은 지난해 1,147억원에서 올해는 2,000억원대로 증가하고, 내년에는 3,300억원에 달할 것으로 전망한다.

2025년 매출 1조원으로 성장할 잠재력

신규 사업이 궤도에 오르게 되면서, 지난해와는 달리 올해부터는 매출 성장과 함께 이익 개선도 본격화할 전망이다. 2021년 실적은 매출 4,935억원(+44% yoy), 영업이익 614억원(OPM 12.4%)을 기록하며 턴어라운드 성공할 것으로 보인다.

미래 전략 산업이 될 파운드리 산업의 한 축인 OSAT 분야에서의 한국 대표 주라는 점과 FO-PLP 사업의 성장 잠재력을 감안하면, 2025년경에는 연결 매출액 1조원을 넘볼 수 있는 업체로 성장할 것으로 기대해 볼만 하다. 단기적 접근보다는 장기적 관점에서 회사를 바라 볼 필요가 있는 것이다. 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가를 46,000원(22년 EPS 기준 Target P/E 20배)으로 소폭 상향한다.

결산기(12월)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	271	352	344	494	644
영업이익(십억원)	22	60	-3	61	88
세전계속사업손익(십억원)	36	43	-61	47	75
당기순이익(십억원)	23	30	-63	41	61
EPS(원)	1,101	1,328	-2,114	1,611	2,347
증감률(%)	263.3	20.6	적전	흑전	45.7
PER(배)	8.9	18.1	-	24.2	16.6
ROE(%)	17.0	16.5	-23.4	16.2	19.4
PBR(배)	1.4	2.7	4.3	3.6	2.9
EV/EBITDA(배)	4.4	6.5	15.7	7.5	6.0

자료: 유진투자증권

발행주식수	23,059천주
52주 최고가	48,850원
최저가	26,700원
52주 일간 Beta	0.58
60일 일평균거래대금	430.4억원
외국인 지분율	7.2%
배당수익률(2021F)	0.3%

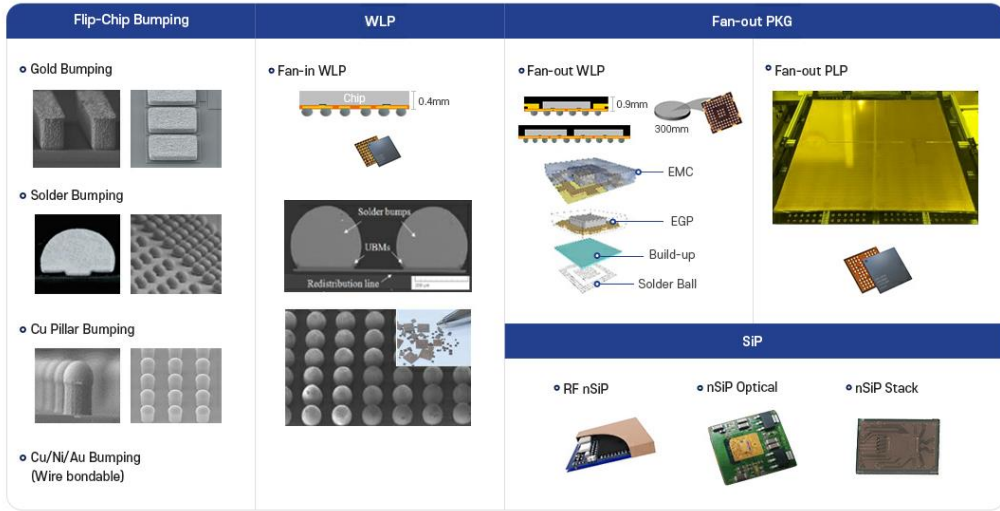
주주구성		
이병구(외 7인)		25.9%
국민연금공단		6.1%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-6.4	27.1	41.1
절대기준	-7.4	14.9	-72.1

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	46,000	43,000	-
영업이익(20)	-3	4	▼
영업이익(21)	61	60	▲



도표 1. 네페스 사업 영역: 전통적 패키징이 아닌 웨이퍼 레벨 이상의 첨단 패키징에 집중



자료: 네페스

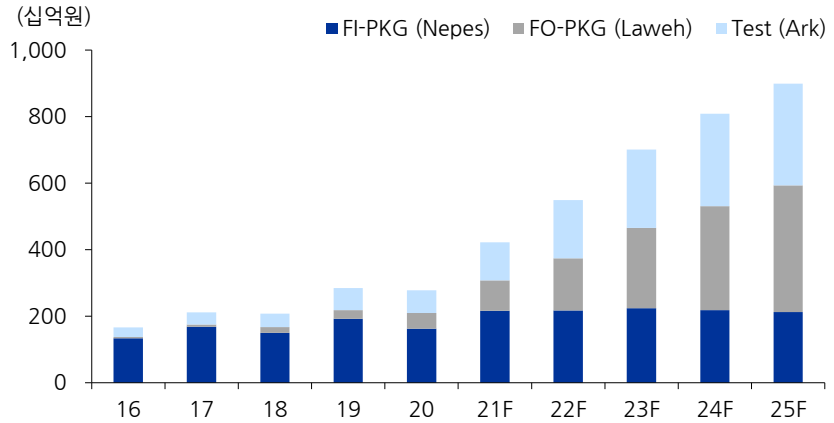
도표 2. 네페스 실적 추정 요약

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	285.0	270.6	351.6	343.5	493.5	643.6	805.6
반도체 (End-FAB)	213.2	210.1	289.2	280.8	428.4	556.0	708.8
FI-PKG (Nepes)	168.0	149.9	192.0	162.7	216.0	217.3	223.6
FO-PKG (Laweh)	6.7	17.2	25.9	46.9	91.1	156.9	241.2
Test (Ark)	36.5	40.7	66.1	67.8	115.0	174.8	236.0
전자재료	65.2	54.1	51.4	50.7	57.0	58.1	60.5
2차전지/기타	6.6	6.4	11.0	12.1	8.1	29.5	36.3
매출증가율	12%	-5%	30%	-2%	44%	30%	25%
반도체	27%	-1%	38%	-3%	53%	30%	27%
전자재료	-11%	-17%	-5%	-1%	13%	2%	4%
2차전지/기타	-48%	-3%	71%	10%	-33%	264%	23%
매출비중							
반도체	75%	78%	82%	82%	87%	86%	88%
전자재료	23%	20%	15%	15%	12%	9%	8%
2차전지/기타	2%	2%	3%	4%	2%	5%	5%
영업이익	19.3	21.8	60.0	-3.4	61.4	87.6	123.5
반도체	22.9	21.4	57.5	-6.0	54.8	80.0	115.5
전자재료	-0.1	1.0	1.8	1.1	3.7	3.5	3.0
2차전지/기타	-3.5	-0.6	0.6	1.5	3.0	4.2	5.0
영업이익률	6.8%	8.0%	17.1%	-1.0%	12.4%	13.6%	15.3%
반도체	10.7%	10.2%	19.9%	-2.1%	12.8%	14.4%	16.3%
전자재료	-0.2%	1.8%	3.6%	2.1%	6.5%	6.0%	5.0%
2차전지/기타	-52.6%	-10.1%	5.6%	12.4%	36.5%	14.2%	13.9%
영업외손익	-9.8	14.5	-17.5	-57.2	-14.6	-12.8	-8.4
세전이익	9.5	36.3	42.5	-60.7	46.8	74.8	115.1
순이익	3.9	22.7	29.8	-62.7	41.4	61.4	92.8
순이익률	1.4%	8.4%	8.5%	-18.2%	8.4%	9.5%	11.5%
지배주주이익	6.6	24.9	30.6	-48.8	37.2	54.2	79.6

자료: 네페스, 유진투자증권

2021년부터 FO-PKG
 매출 서서히 확대될
 것으로 예상됨

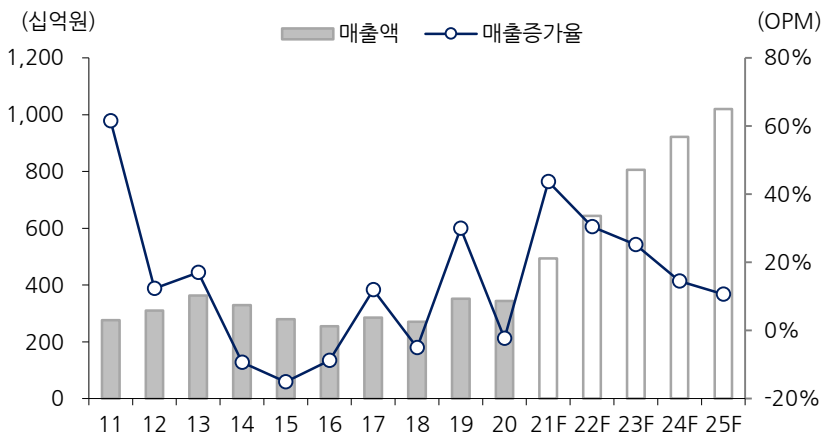
도표3. 반도체 부문 매출 추이 전망



자료: 유진투자증권

2025년 연결 매출
 1조원 바라볼 수 있을
 것으로 기대

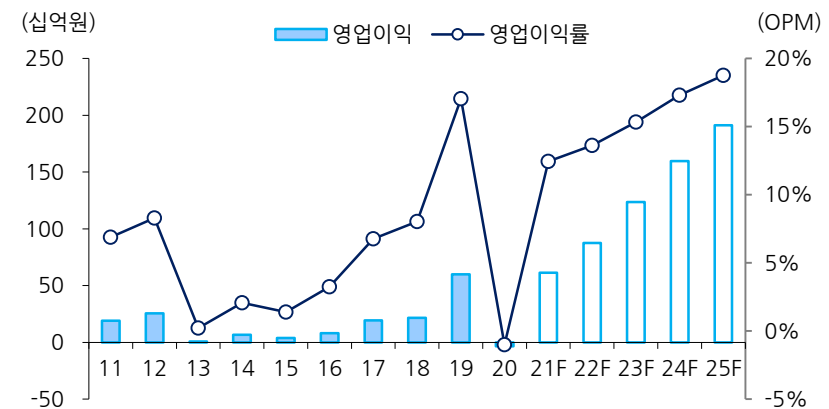
도표4. 네패스 연결 매출 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

투자 부담과 코로나로
 인한 신규 매출 지연으
 로 2020년은 수익성이
 비정상적 수준으로
 악화됐지만, 이후에는
 점차 정상 궤도에 진입
 하게 될 전망

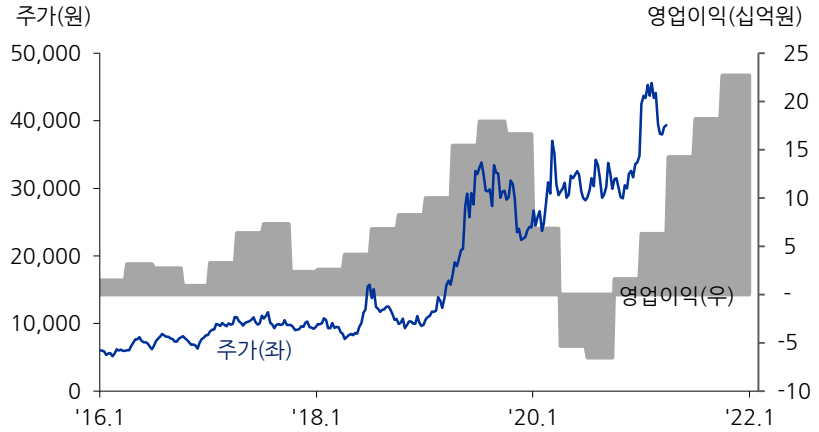
도표5. 네패스 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

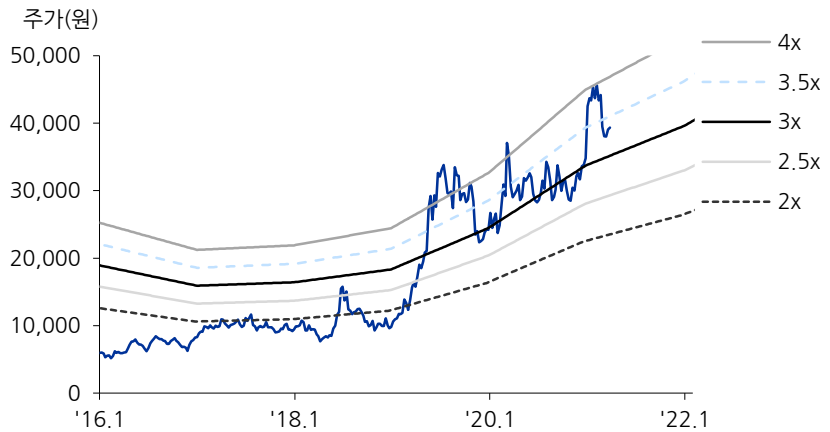
2020년 하반기 적자 이후 실적 본격 개선될 것으로 예상

도표6. 네패스 연결 영업이익 추이 및 전망



자료: 유진투자증권

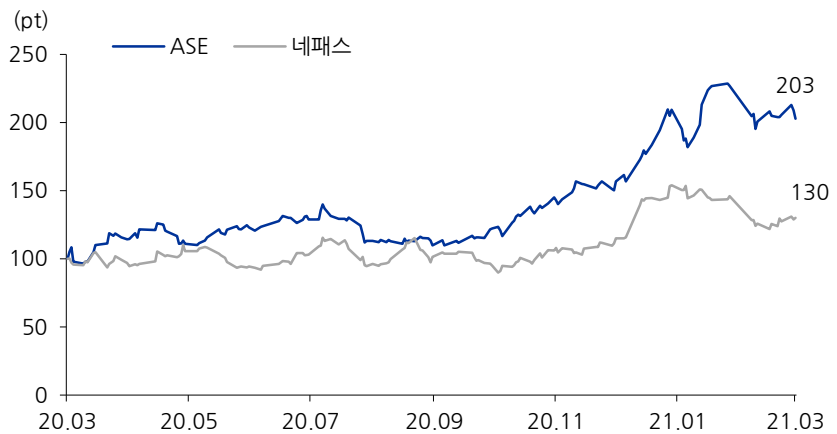
도표7. 네패스 P/B 밴드 차트



자료: 유진투자증권

OSAT 1위 업체인 ASE 대비 부진한 주가: 실적 회복되면 주가 상승률 갭이 상당 폭 줄어들 것으로 기대

도표8. 1년간 주가 비교: 네패스 vs. ASE



자료: 유진투자증권

네패스(033640.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	282	520	802	871	908
유동자산	96	192	238	194	187
현금성자산	45	118	147	89	62
매출채권	38	50	38	52	62
재고자산	10	21	22	32	40
비유동자산	186	328	564	677	721
투자자산	35	38	51	56	55
유형자산	147	275	496	604	650
기타	4	15	17	17	16
부채총계	141	331	541	564	535
유동부채	111	139	133	139	143
매입채무	31	58	20	26	33
유동성이자부채	58	60	55	70	60
기타	22	21	58	44	50
비유동부채	30	192	408	425	393
비유동이자부채	20	182	268	284	250
기타	10	10	140	141	143
자본총계	141	189	261	306	372
자배자본	161	209	208	250	309
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	90	103	159	159	159
이익잉여금	67	94	40	79	138
기타	(7)	(0)	(3)	(0)	(0)
비자배자본	(20)	(20)	53	56	63
자본총계	141	189	261	306	372
총차입금	78	242	323	354	310
순차입금	33	123	176	265	248

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	42	90	10	123	172
당기순이익	25	31	(63)	41	61
자산상각비	37	44	72	93	105
기타비현금성손익	0	0	(9)	3	11
운전자본증감	(10)	(2)	10	(15)	(6)
매출채권감소(증가)	(6)	(12)	0	(18)	(15)
재고자산감소(증가)	(2)	(11)	(2)	(11)	(9)
매입채무증가(감소)	2	28	16	19	24
기타	(3)	(6)	(5)	(6)	(7)
투자현금	(12)	(175)	(314)	(200)	(144)
단기투자자산감소	(2)	6	(17)	(0)	7
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	32	173	297	200	150
유형자산처분	1	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(9)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(41)	167	278	(176)	10
차입금증가	(40)	149	146	30	(44)
자본증가	(2)	17	(2)	(2)	(2)
배당금지급	2	2	2	2	2
현금 증감	(16)	81	12	(58)	(20)
기초현금	48	32	113	125	66
기말현금	32	113	125	66	46
Gross Cash flow	59	107	18	145	191
Gross Investment	21	183	288	215	156
Free Cash Flow	38	(76)	(270)	(71)	34

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	271	352	344	494	644
증가율(%)	(5.1)	29.9	(2.3)	43.7	30.4
매출원가	208	239	287	368	474
매출총이익	63	112	57	126	169
판매 및 일반관리비	41	52	60	64	82
기타영업손익	(4)	27	16	6	28
영업이익	22	60	(3)	61	88
증가율(%)	12.7	175.7	적전	흑전	42.7
EBITDA	58	104	68	154	192
증가율(%)	2.4	78.2	(34.2)	125.9	24.6
영업외손익	15	(17)	(57)	(15)	(13)
이자수익	1	2	2	19	5
이자비용	5	5	9	25	13
지분법손익	11	(9)	(3)	(2)	0
기타영업외손익	7	(5)	(47)	(7)	(4)
세전순이익	36	43	(61)	47	75
증가율(%)	283.0	17.2	적전	흑전	59.8
법인세비용	12	12	2	5	13
당기순이익	23	30	(63)	41	61
증가율(%)	476.7	31.2	적전	흑전	48.3
지배주주지분	25	31	(49)	37	54
증가율(%)	276.1	23.0	적전	흑전	45.7
비지배지분	(2,143)	(768)	(13,836)	5,874	7,169
EPS(원)	1,101	1,328	(2,114)	1,611	2,347
증가율(%)	263.3	20.6	적전	흑전	45.7
수정EPS(원)	1,101	1,328	(2,114)	1,611	2,347
증가율(%)	263.3	20.6	적전	흑전	45.7

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,101	1,328	(2,114)	1,611	2,347
BPS	6,999	9,053	8,973	10,780	13,324
DPS	100	1,000	100	100	100
밸류에이션(배, %)					
PER	8.9	18.1	n/a	24.2	16.6
PBR	1.4	2.7	4.3	3.6	2.9
EV/EBITDA	4.4	6.5	15.7	7.5	6.0
배당수익률	1.0	4.2	0.3	0.3	0.3
PCR	3.8	5.2	50.5	6.2	4.7
수익성(%)					
영업이익률	8.0	17.1	(1.0)	12.4	13.6
EBITDA이익률	21.5	29.6	19.9	31.3	29.9
순이익률	8.4	8.5	(18.2)	8.4	9.5
ROE	17.0	16.5	(23.4)	16.2	19.4
ROIC	9.2	19.5	(0.7)	11.5	12.8
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	23.8	65.2	67.7	86.5	66.5
유동비율	86.2	138.1	178.5	139.3	131.0
이자보상배율	4.7	11.3	(0.4)	2.4	6.6
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.9	0.5	0.6	0.7
매출채권회전율	7.4	8.0	7.9	11.0	11.3
재고자산회전율	28.6	22.9	16.2	18.5	18.0
매입채무회전율	8.8	7.9	8.8	21.4	21.6

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 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작용로서 모든 저작권은 당사에게 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 고객의 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	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	7%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2021.12.31 기준)

