

네패스
(033640. KQ)

센터장 김장열
jay.kim1007@gmail.com

투자의견: BUY (Maintain)

목표주가: 20,700원 (상향) / 현재주가: 15,100원 (상승여력 +37.1%)

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

시총 5000억을 향하여, 고객사 비메모리 투자 commit에 힘을 얻어

기존 사업 2000억 시총 가치, 그리고 분할/신설되는 테스트 하우스

최대 고객사의 공격적인 비메모리 (PMIC, 전력관리 반도체)투자 전망에 힘입어 네패스는 기존 wafer level packaging 서비스 사업에 테스트 공정 서비스를 본격 강화한다. 2월초 공시 발표한 2019년 4월 1일자로 네패스의 사업부문의 물적 분할이 그 일환이다. 19년말까지 250억원 테스트 생산 설비 투자 공시는 이러한 큰 변화의 첫 발걸음이 될 것이다 (PMIC에 이어 DDI도 이전 Bumping단계에서 테스트까지 확대). 우리는 네패스의 2019년 기존 사업 매출 3000억, 영업이익 350억/순이익 280억을 예상한다. 여기에서 (WLP) 테스트 사업 매출 450억/ 영업이익 90억 추정을 제외한 순이익 200억에 PER 10배를 적용한 2000억을 기본 시가총액으로 산정했다. 테스트부문을 그대로 유지한 상태의 적정 시총은 3000억 수준이 되어 (기존 사업 PER 10배+테스트 부문 PER 15배) 현 시총 3597억 (BW 포함)은 향후 테스트사업 가치 (분리 및 전망 반영)를 일부분을 반영하기 시작했다고 볼 수 있다. 그러면 앞으로 얼마까지 더 가능할까?

최대 고객의 투자 commit → 테스트 사업 증기 1000억 초중반 매출

우리는 4월 1일자로 분리될 테스트 사업이 향후 2~3년 안에 1200~1600억 매출 규모까지 성장할 가능성이 있다고 본다. 그 핵심 배경은 최대 고객의 PMIC에 대한 중장기 투자 Commit이다. 최대고객사의 최신 스마트폰의 판매 호조 가능성은 보너스이고 평작을 유지한다고 해도 captive PMIC수요 증가와 중가폰 스펙 상향 추세, 5G폰 출시 등 전반적인 칩 증가 (안테나칩/RF칩 등)에 따른 PMIC수요 증가에 따라 고객사의 capa 증가 계획은 solid해 보인다. 아울러 테스트까지 일괄적으로 네패스를 통하여 받을 경우의 생산효율성을 감안, 네패스는 DDI 테스트까지 포함 테스트 전문 회사를 독립시키기로 결정한 것으로 해석된다. 기존 비메모리 테스트 전문회사의 고마진을 감안, 20% 중반의 이익률을 가정할 수 있다.

테스트 사업 3000억 시총 가치 플러스

25% 영업이익률과 PER 15배를 적용하면 3600~4800억 시총 잠재력이 산출된다. 아직 분할 설립될 테스트자회사의 자금조달/지분구조/중기 투자 roadmap 등 확인해 가면서 변수를 감안, 30% 할인하면 2520~3360억 범위를 얻을 수 있다. 이것을 기존사업 2000억 가치와 합산하면 4520~5360억이 된다. 이는 목표주가 범위로 19,000원~22,500원이 되고 우리는 새로운 목표주가를 그 평균치인 20,700원을 (Vs 기존 12,500원) 제시한다.

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	254.5	8.2	22.1	18.0	845	흑전	45.4	9.8	5.8	1.4	15.2
2017	285.0	19.3	9.5	3.9	303	-64.1	56.9	31.2	4.8	1.6	5.0
2018P	270.6	21.8	34.0	22.7	1,052	247.2	59.2	14.4	6.6	2.2	16.5
2019E	309.0	28.5	22.8	22.0	997	-5.3	69.7	15.2	5.6	1.9	13.3

자료 : 네패스, 컨센서스, K-IFRS 연결 기준

계산적으로는 할인을 적용이 필요 없다면 중장기 적으로는 3만원을 넘을 가능성 (현주가 2배)도 있다. 하지만, 독립 테스트 사업이 초기 자본 유치 및 지분 구성 또는 차입 등 아직 변수가 많다는 점에서 현 시점에서 일정 할인을 적용이 타당하다고 본다. 그럼에도 주가 상승여력은 충분하다는 판단이다. 그리고 최대고객사가 M&A또는 기타 전략적 투자로 전방수요처를 더 확대할 가능성도 예의주시할 필요가 있다. 현실화될 경우, 네패스에게는 절대 놓칠 수 없는 커다란 기회가 발생하는 것이기 때문이다.

<기존 사업도 꾸준한 성장세+Fan-Out WLP/lead tab 등 성장도>

기존 사업부의 핵심인 WLP 1600~1700억 (테스트 제외 시 1300 전후 추정) 중 차량용 Fan-out WLP도 18년 대비 2개가까이 증가한 300억 수준 매출에 흑자 기여를 하면서 전체 이익을 높이는 역할을 할 것이다. DDI (Display Driver IC) 범핑 패키징도 18년 대비 100억 이상 증가한 700~800억 매출 수준이 가능할 전망이다. 신사업 중 배터리용 Lead tab 도 고객 확대와 ESS이외 용도 확장 가능성 (연말)을 감안하면 19년에는 60억이상 20년에는 빠르게 매출 신장에 예상되며 흑자전환 가능성이 높아진다. 시장 잠재력도 현재 ~500억 수준에서 중장기적으로 ~2000억 수준으로 예상되는 만큼 향후 지금은 미미하지만 동사의 또 하나의 중장기 잠재 기대 아이템이다.

Stock Data

KOSDAQ(3/12)	754.8pt
시가총액	3,482억원
발행주식수	23,059천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	16,650/7,580원
90일 일평균거래대금	83억원
외국인 지분율	7.4%
배당수익률(18.12E)	0.7%
BPS(18.12E)	7,006원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	19.4%	19.4%	30.2%	58.9%
상대수익률	18.5%	16.1%	38.8%	73.6%

주주구성 (17년 기준)

이병구 (외 3 인)	24.8%
네패스 자사주	2.5%
김원수	0.5%

Stock Price





Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:김장열)

연락처: 02-3779-3543 / Email: jay.kim1007@gmail.com

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	51.3%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~ +15%	0.9%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	47.8%	
		합계		100.0%	