

**SFA반도체**  
(036540.KQ)

센터장 김장열  
(02-3779-3531)

투자의견 : N/R

목표주가 : - / 현재주가 : 3,630원

PM Grade

Increase

Trading Up

Short-term Reduce

## 20년 7500~8000억 매출/ 8~9% OPM 여부가 대세 상승의 기준점

### <모든 것이 (기술적/ 분기 실적 전망/ 산업환경) 주가 상승세를 가리키는데...>

모든 것이 좋아 보인다. 특히 기술적 주가 움직임도 4분기에도 이어질 실적 전망도 그리고 최근 삼성의 '반도체 후(後)공정' 독립 법인 설립을 추진 기사도 모두 동사 주가 전망을 밝게 한다. 필자가 지난 4월 2일 리포트 (확실히 나아지고 있다) 이후 주가는 2.3배 올랐다. 그동안 분기 실적도 1분기 매출 1170억/ 영업이익 51억 (OPM 4.4%), 2분기 매출 1479억/ 영업이익 84억 (OPM 5.7%), 3분기 매출 1606억/ 영업이익 122억 (OPM 7.6%)으로 지속 증가하면서 주가 상승세가 타당하게 한다. **4분기도 실적 상승세가 이어질 전망이다**이며 2019년 매출은 6000억 전후에 OPM ~7% 수준으로 예상되어 현재주가는 영업이익 기준 PER 14배 수준으로 (CB/BW 희석물량 15.6% 포함) 보인다. 모든 여건/상황이 추가 상승 가능성을 가리키지만 19년 실적까지 만으로는 주가는 다 왔다고 볼 수 있다. 동사는 단순화해서 이해하기 쉽게 말하자면 동종업계 "하나마이크론+ 네패스+ 테스나"의 합으로 볼 수 있다. 그런데 이들의 밸류에이션 (13~14배, 하나마이크론은 제외)과 비교하면 싸다고 할 수 없다.

### <삼성 서버 DRAM 수요 회복은 20년 매출 업사이드 보너스>

하지만, 동종업체보다 다른 긍정적 요인이 확인/부각될 수 있고 2020년 매출이 최소 7000억은 넘을 것이고 마진 또한 적어도 7%대는 가능할 것으로 보인다는 점에서 추가 상승세 가능성이 여전히 남아 있다고 판단한다. 동사의 네패스/테스나와 다른 점은 메모리도 수행한다는 점이다. **특히 삼성 서버 DRAM의 유일한 후공정 아웃소싱 파트너라는 점이다.** 서버 DRAM/ PC DRAM/ DIMM모듈 등을 SSP 1 공장에서 (싱가폴 공장) 삼성 메모리 전용 후공정으로 생산하고 있다. SSP 1공장 매출이4000억 (19년 전체 매출 6000억의 2/3차지)으로 가장 큰 비중을 차지한다. 19년 상반기 내내 지속된 가격 하락세가 다소 완화된 3분기에 이어 4분기에는 뚜렷한 회복 가능성을 보이고 있다. **그동안 가격 하락이 수요를 본격 촉진할 가능성, 그리고 통신망 4G=>5G 전환에 따른 메모리 제품 또한 고사향 제품 수요 증가가 보다 가시화되면** 20년 SFA반도체의 메모리 후공정 수요 증가 가능성 (SSP 1공장 생산량 증가)을 기대할 수 있는 것이다. 이 점은 네패스/ 테스나가 비메모리만 담당하는 것과는 다른 효과/기대의 반영이 가능한 것이다.한편 SSK 1공장에서는 모바일DRAM, NAND 제품 후공정 생산하고 있고 주 고객은 삼성, 하이닉스, 마이크론, 텔레칩스 등이며 19년 매출은 약 1200억 수준이다. SSK 1공장에서의 20년 업사이드는 전반적 메모리 업황 회복과 상관관계가 높을 것이다.

#### Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
<b>2017</b>	449.6	25.5	11.1	9.9	68	33.4	81.2	34.8	6.4	1.3	3.8
<b>2018</b>	457.9	33.7	19.3	13.3	89	31.9	77.8	15.3	4.9	0.7	4.9

자료 : SFA반도체, K-IFRS 연결기준

**<20년 비메모리 범핑과 중저가 비메모리 수주에서 yoy 1000억 가능>**

SFA반도체의 비메모리 후공정은 2곳에서 진행 중이다. SSK (한국 공장) 2공장에서 12인치 범핑/테스트로 RFIC/PMIC 등을 생산한다. 고객은 삼성전자 주력으로, IDT, Cyrus Logic등이 있다. SSK 2공장의 19년 매출이 700~800억으로 예상되는데 20년에는 200~300억 추가는 문제없을 듯하다 (18년말 월 1.8만장 웨이퍼=> 19년말 2.8만장 예정). 최근 삼성의 '반도체 후(後)공정' 독립 법인 설립을 추진도 SFA반도체/네패스/테스나 모두에 긍정적인 방향을 확인해 준 것으로 해석된다. 예를 들어 삼성 화성 S-5 (EUV전용) 생산라인을 본격 가동하면 (20년 상반기) 삼성은 자체 in-house 패키징 물량의 조정이 필요하게 될 것이다. 고부가제품은 스스로 하고 상대적으로 중저가 Level 비메모리 제품의 아웃소싱은 증가할 수밖에 없을 것이다. 따라서, 20년 SSK 2공장의 업사이드는 실제 주문 증가여부에 따라 추가 가능성이 열려 있다. 또 다른 매출 확대의 변수는 SSP 2 공장이다. 여기서는 SD/Micro SD카드등과 함께 비메모리 패키징도 가능하다. 고객 또한 삼성으로 제한되지 않고 비삼성으로 다각화 가능하다. 19년 2분기말~3분기초 양산 전환되어 19년에는 200~300억 매출에 그칠 전망이다. 하지만, 20년에는 실제 고객발굴/ 주문 확보에 (중저가 비메모리) 따른 변수가 많이 있지만 ~1000억 수준까지는 목표로 할 수 있어 보인다. 따라서, 비메모리 범핑과 (SSK 2공장) 중저가 비메모리에서 (SSP 공장) 19년 대비 1000억 매출 증가는 무난해 보인다.

**<20년 도달가능 가격 시나리오: 4390원이하 (매출 7500억이하/OPM 8%이하/PER 12배)~4790원~5590원>**

19년 대비 20년에 매출 증가를 SSK 1공장 (모바일DRAM/NAND 후공정)에서는 없다고 가정해도 SSK 2공장 (RFIC/RMIC등 12인치 범핑,테스트)의 업사이드와 SSP 2 공장 (SD/Micro SD카드등 기타 비메모리 패키징)의 증가 속도에 따르는 업사이드만으로도 20년 전체 매출은 7000억 초반까지는 어렵지 않게 가능성이 보인다. 단, 매출 증가가 바로 이익률 상승으로 이어질지는 조금 더 확인해 보고 싶다. 현재로서는 7% 초반은 무난해 보인다. 만약, 20년 매출 7500억/ 영업이익률 9% 또는 매출 8000억/ 영업이익률 8% 수준이 가능하다면 평균 658억 영업이익 가능하게 된다. 이 경우라면, PER 12~14배까지 적용이 투자자에게 받아들여질 것으로 판단된다. 즉 현주가 대비 32~54% 업사이드가 추산될 것이다 (목표주가 4790원~5590원). 한마디로 지금 주가에서도 충분히 여유있는 상승여력으로 무조건 GO! 인 것이다. 하지만, 만약, 7500억 이하/ 영업이익률 8%이하이면 영업이익 600억이하이고 이 경우 적용 배수는 12배이하일 가능성이 높아질 것이다. 이 경우 업사이드는 21% 수준이하 (목표주가 4390원). 한 두 분기 추가적으로 실적 추이 체크가 보수적 투자자에게는 적절할 수 있는 것이다. 결론은 주가가 (지난 4월초 대비) 2배이상 치솟았지만 여전히 상승탄력은 남아있다.

Stock Data

KOSDAQ(11/29)	633.0pt
시가총액	5,165 억원
발행주식수	142,292 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	3,775/1,330 원
90 일 일평균거래대금	124 억원
외국인 지분율	9.9%
배당수익률(19.12E)	0.0%
BPS(19.12E)	2,104 원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	1.3	10.3	14.8	147.7
상대수익률	1.5	14.2	23.3	156.8

주주구성

에스에프에이 (외 5 인)	48.0%
자사주 (외 1 인)	0.5%
한규호 (외 1 인)	0.0%

Stock Price



SFA반도체 목표주가 추이		투자 의견 변동내역																				
		<table border="1"> <thead> <tr> <th rowspan="2">일시</th> <th rowspan="2">투자 의견</th> <th rowspan="2">목표가격</th> <th rowspan="2">목표가격 대상 시 시점</th> <th colspan="2">괴리율</th> </tr> <tr> <th>평균주가대비</th> <th>최고(최저)주가대비</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2016. 04. 02</td> <td>N/R</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> <tr> <td>2019. 12. 01</td> <td>N/R</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> <td>-</td> </tr> </tbody> </table>	일시	투자 의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율		평균주가대비	최고(최저)주가대비	2016. 04. 02	N/R	-	-	-	-	2019. 12. 01	N/R	-	-	-	-
일시	투자 의견	목표가격					목표가격 대상 시 시점	괴리율														
			평균주가대비	최고(최저)주가대비																		
2016. 04. 02	N/R	-	-	-	-																	
2019. 12. 01	N/R	-	-	-	-																	

**Compliance Notice**

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

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 당사에게 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)	투자 의견 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	52.4%	투자 의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자 의견 없음)	등급보류	45.8%	
		합계		100.0%	