

제주반도체 (080220.KQ) 리서치센터장 김장열	단기 주가 상승	중장기 주가 상승	단기 주가 하락	목표주가 7,800-8,900원 (신규)
	단기 주가 박스권	High risk / High return	Attention	현재주가 6,200원 (상승여력 +34.7%)

임상 2상 성공과 같은 제품 인증 & 높아지는 실적 전망, 주가는 아직 반영 안 됐다

<2가지 매우 긍정적 전망: 퀄컴/미디어텍의 인증 (더 있다), 21년 전망 (2분기부터 더 뚜렷할 상승세)>

지난 2월 15일 필자는 <Lift off (이륙): IoT 수요+ 퀄컴 중기 모멘텀> 라는 제목으로 메모리 반도체 Fabless (설계전문)업체로 저전력, 저용량 메모리에 집중 메모리 반도체 Fabless (설계 전문 업체, 대부분 DRAM은 자체 설계하고 NAND는 구매해서 MCP등 솔루션 제공) 업체를 소개했다. 2가지 펀더멘탈 측면에 뚜렷하게 전망이 좋아졌다. 주가는 거의 반영되지 못한 상태이다. 첫째, 3월 하순의 퀄컴/미디어텍의 동사 메모리칩 인증 소식이다. 필자는 2월 리포트에서 지난 20년 7월 퀄컴의 제주반도체 제품 첫 인증에 이어 조만간 추가적 인증을 예상했고 그것은 중장기 성장 잠재력과 기술력 위상에 대한 중요한 척도로 보았다. 5G는 speed와 performance가 차원이 다르게 중요하기 때문에 인증되지 않은 메모리는 고객이 사용 불가능한 것이다 (5G 연결 모든 제품에서 퀄컴/미디어텍 칩셋에 메모리칩이 MCP형태로 채용됨). 필자의 예상으로는 조만간 (2분기 내 희망) 추가적인 Advanced 제품의 인증 가능성도 열려 있어 보인다. 그리고 이러한 퀄컴/미디어텍 인증의 (빠른) 성과는 21년 3분기말부터 실적으로 확인될 수 있을 것으로 기대된다. 따라서 동사 반도체 22년 매출 성장의 (YoY +20% 후반대) 성장의 견인차 역할을 할 5G IoT 전망에 대한 기대를 높일 수 있다. 바이오회사와 비교하면, 핵심 파이프라인의 임상 2상 성공 소식과 같은 급으로 동사 중기 전망을 높이는 중요한 이벤트이고 밸류에이션의 Re-rating의 계기가 되어야 타당하다.

Financial Data											
	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	162.1	6.1	-3.3	-4.9	-168	적전	8.3	-24.6	18.5	1.7	-6.6
2020	181.5	5.3	10.2	9.1	247	흑전	8.9	15.2	10.1	1.4	9.7
2021E	204.5	19.7	23.8	19.6	603	144.2	23.8	10.3	8.1	1.9	20.0
2022E	241.4	28.6	33.0	25.9	798	32.4	30.5	7.8	6.2	1.5	21.5

자료 : 제주반도체, 컨센서스, K-IFRS 연결기준

<목표주가 7,800~8,900원, 21~22년 평균 실적 전망*PER 15~17배>

최근 IR미팅을 통해 21년 전망과 중장기 목표에 대한 회사측 예상의 가능성에 대해 긍정적 기대감을 높일 수 있었다. 최근 파운드리 반도체 Capa부족으로 웨이퍼 생산 가격이 높아지고 있다. 하지만, 동사 매출의 대부분이 수요가 매우 좋은 IoT (매출 비중 65%,스마트 그리드, Metering/M2M/ POS/Telematics 등), Consumer (GPS, Router, 셋탑박스, IP Camera등), Mobile (10%, 웨어러블 기기용 버퍼 메모리 등), Network (5%, 모뎀, 데이터카드, Dongle 등) 이다. 높아진 웨이퍼 생산가격을 고객에게 전가하고 있다. 물론 가격이 지속 상승하고 있어 일부 물량이 push out될 수 있기에 분기별 매출액은 변동성이 예상된다. 따라서, **1분기는 매출액 성장이 미미할 수도 있다 (그래도 300억대 반도체 매출/ OPM 한자리수). 하지만, 2분기부터 최근 업황이 본격 반영되어 실적 성장성은 크게 높아질 전망이다 (400억 전후/ OPM10% 가능성). 연간 반도체 1500억 매출/OPM 10% 목표는 달성 가능해 보인다.** 여기에 동행복권 (지분 45%)의 실적 (700억 전후/OPM 3~4% 전망) 실제 기여에 따라 실제 전체 영업이익 규모는 100억대 후반 가능해 보인다. 동사 **성장의 핵심 Driver가 5G IoT로 22년 성장성이 두드러질 전망이어서 사실 동사에 대한 적절한 평가는 22년 전망에 될 것이다. 회사측의 22년 반도체 매출 목표는 1900억 (YoY +27%, 5G IoT 5배 성장한 380억 후반 매출로 비중 20% 예상)**이다. 5G와 automatic 용 제품은 높은 단가로 매출 성장률 높이는 역할 기대. 제주반도체 목표주가 산출은 반도체부문 실적만으로 평가한다. 그리고 아직은 22년 실적을 충분히 반영하는 것은 조금은 빠르기때, 21년과 22년 전망의 중간값을 기준으로 한다. 21/22년 평균 매출 전망치 1700억, 영업이익률 12.5%을 기준으로 PER 배수 15~17배를 적용했다. 산출된 목표주가는 7,800~8,900원이다. 스몰캡이다. 성장성 기대가 큰 만큼 품질인증/고객 개척/실적 뒷받침이 연속 차질이 우려 된다면 현주가 수준이 타당할 것이다. 글로벌 매크로 불안/금리 인상 우려 재부각 같은 변수에 주수급측면에 불리하다. 아직은 기관투자자 비중이 미미하다. 그럼에도 불구하고 제대로 잠재력이 알려지지 않은 상태이고 5G 전방산업과 퀄컴 인증, IoT등 특화된 저전력 메모리 솔루션 제공 전략이 매력적이라는 점에서 일단 투자자들의 인식이 바뀌면 주가 상승잠재력은 생각보다 더 클 수 있다.

<Details to follow>

MCP : 제주 반도체 전체 매출의 60% 차지하는 제품. 시장 내 점유율 NAND MCP(D2) 15% 유지, NAND MCP(D4) 40% 목표.

IoT:대기업과 경쟁하지 않는 고부가가치 시장 (7조 원의 시장) , 메모리 요구사항인 저전력 저용량 고신뢰성 충족이 중요

5G Target 응용분야

: FWA (Fixed Wireless Access, 고정무선접속) CPE (Central processing elements) 비중 19.4%, Modules 12.7%, Industrial routers 5.4%, Hotspots 4.6%. 20년 하반기부터 5G관련 기기수 크게 확대 (20년 5월대비 2배 증가된 628개). 주력제품은 4G LPDDR4x (21년 연내 매출)

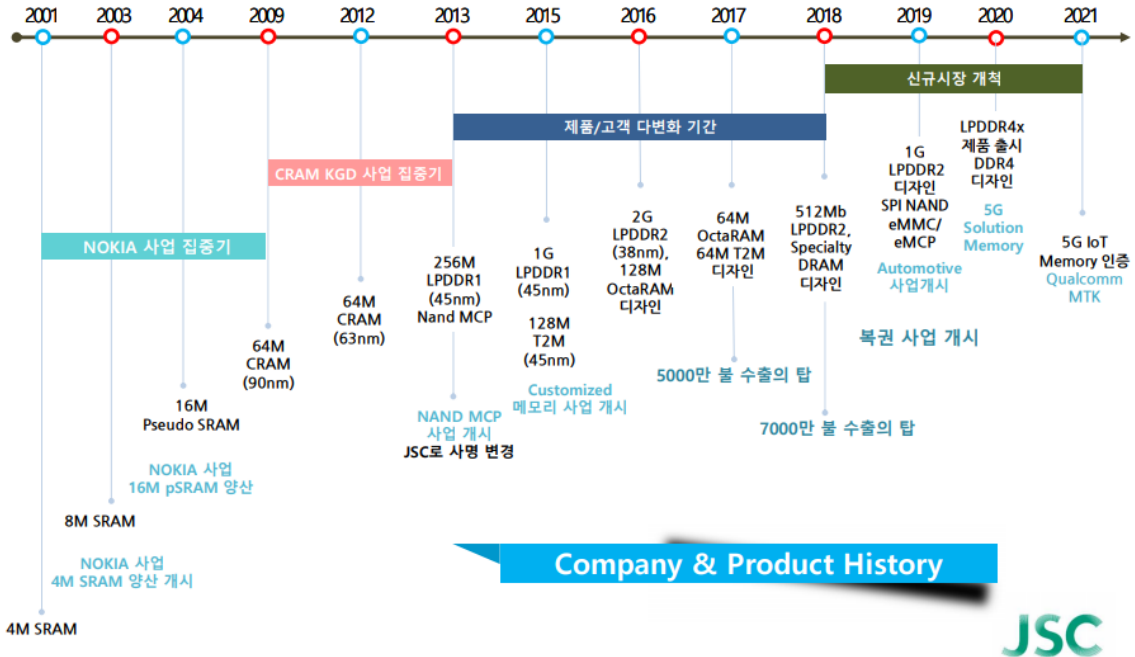
Automotive 시장의 e-Call

유럽, 자동차 시스템 e-Call 장착 의무화, 고신뢰성, 저용량 메모리 필요한 상황. 자동차용 부품은 한번 선정되면 함부로 바꾸기 어려움. 진입이 어렵지만 안착하면 향후 10년간 매출은 안정적임. LG나 탈레스, 현대모비스에 공급하면 최종적으로 GM, 현대, 기아로 이어지는 구조

<제주반도체 기본 요약>

동사 반도체 매출의 65%는 IoT (Smart Grid / Metering, M2M/ POS/Automotive Telematics), 20%는 Consumer (셋톱박스, 프린터, Camera, GPS, Router등), 10%는 Mobile (Wearable device, Mobile display 등), 5%는 Network (모뎀, Data card 등). Top 3고객은 Thales, Talet, SIMcom인데 모두 유럽소재 IoT (통신모듈)업체이고 이들의 비중이 36% 수준이다. Top 10 고객비중은 70% 수준이다. 제주반도체는 대부분 저전력/저용량 DRAM은 직접 설계하고 일부는 삼성으로부터 공급받는다. NAND는 SK하이닉스로부터 공급받고 MCP솔루션을 제공한다. 동사는 차량의 Connectivity (e-Call, 응급용 외부통신 기능)향 품질인증 (AEC-Q100인증)을 받았고 유럽/한국에서 평가 완료되어 시장 공략 성과가 기대된다. 18년부터 3년이상 준비해온 목표시장은 일단 채용되기 시작하면 ~5년은 안정적 시장확보하는 의미있는 수요처확대이다. Customized memory 수요에도 대응준비 중이다. 스마트폰 디스플레이용 T2M (Timing Controller to Memory, Controller와 Memory간 고속 Serial Interface 방식으로 통신하는 Customized 메모리로 High Speed(20Gbps 이상)와 소형화로 원가 경쟁력 확보), Ultra low power, high bandwidth, high performance U2RAM, Wearable 시장 공략을 위한 초소형 메모리 패키징을 준비 중이다. 동사는 중기적으로 CAGR 30% 성장으로 2024년 반도체 매출 3000억 달성으로 메모리 Fabless업체로 3위 등극을 목표로 하고 있다 (18년 현재 Top 4는 1위 미국의 ISSI, 대만의 ESMT, 중국의 기가 디바이스, 일본의 AP메모리).

연혁



애플리케이션별 분포

IoT (65%)



Smart Grid / Metering
M2M/ POS
Automotive Telematics



JSC MCP 제품 45M 출하로 약 16% M/S

Network (5%)



Modem / Data card
Mifi / Dongle



중화권등 신흥 지역 주요 매출처

Mobile (10%)



Wearable Device
Mobile Display
Mobile phone



Feature Phone, Smart Watch등 Wearable Display용 Buffer 메모리

Consumer (20%)



Printer, Phone,
GPS, Router,
STB, IP Camera, xPON



저용량 사용하는 국내외 STB,DTV 공급 진행

전체 메모리시장의 약 5%에 달하는 시장으로 대기업이 하기에는 규모의 경제에 도달할 수 없는 시장에 집중.



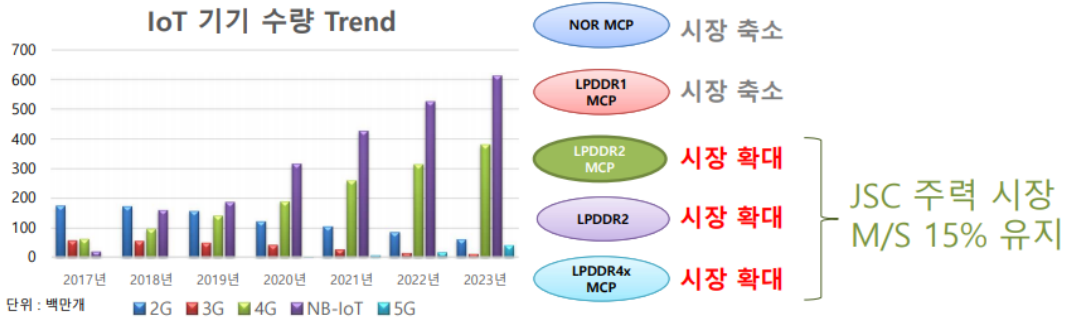
IoT분야의 차별화된 가치 제안

IoT 기기 예상 수량

Network Tech.	메모리 적용	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년
2G망	pSRAM급	175.7	173.5	157.7	122.9	105.8	86.3	62.7
3G망	LPDDR1급	58.4	56.6	50.4	43.6	28	16.2	12.4
4G망	LPDDR2급	62.8	97.3	141.6	189.7	260	314.2	381.4
4G(NB-IoT)망	pSRAM, LPDDR2급	21.2	160.9	187.8	316.5	427.2	526.6	613.2
5G망	LPDDR4x급	0	0	0	3	7.9	18.3	42.8

참고 : Statista 2020

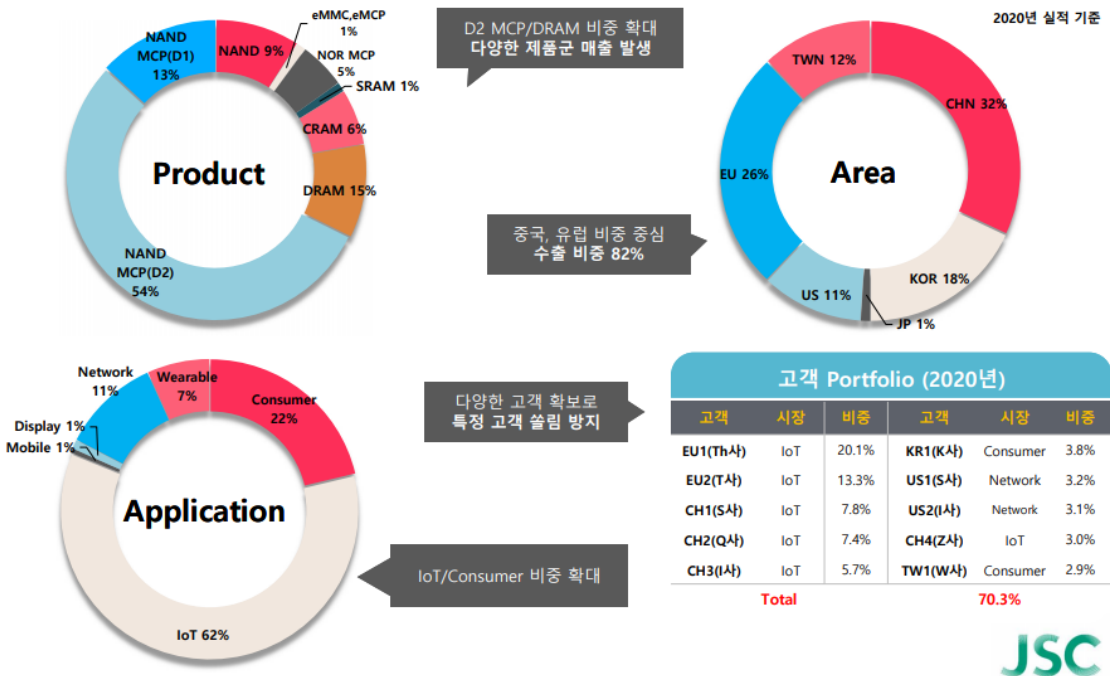
단위 : 백만개



IoT 분야는 지속 성장 예측되며, 당사 주요 공략 시장이므로 성장가능성 높음



20년 판매 분포 (제품/고객 등)



LPDDR4x MCP for '5G IoT'

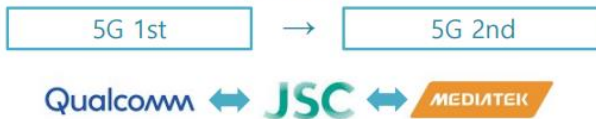


이데일리

제주반도체,美퀄컴미디어텍 동시 메모리 인증 4+4D4x MCP(완료) → 8+8D4x MCP(완료) → 4GB+8GbD4x eMCP

기사입력 2021.03.25 오전 8:33 | 최종수정 2021.03.25 오전 8:47 | 기사내용 : 스포츠 | 분류 : 증권

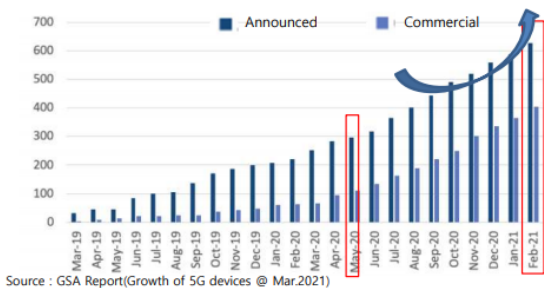
5G IoT 반도체 칩셋에 들어가는 메모리 솔루션 'MCP'
미국 퀄컴·대만 미디어텍으로부터 동시에 인증받아
5G IoT 칩셋, 스마트시티·자율차 전장 등 수요 확대
'퀄컴 미디어텍과 협력 강화, 경쟁사와 기술격차 확대'



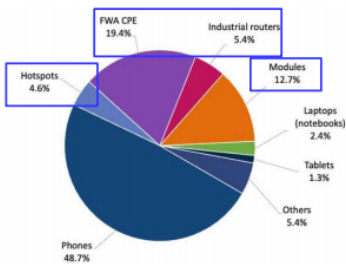
5G 시장 열리는 것에 맞춰 LPDDR4x MCP 제품 출시하여
5G IoT 시장 선점 및 연관 시장으로 확장하여 이익극대화를 추진할 계획입니다. JSC

5G 통신인 이끈다

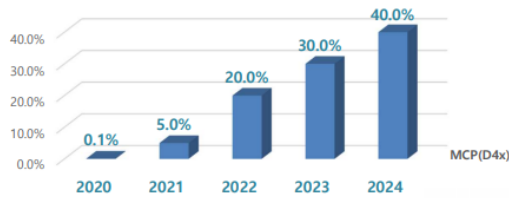
JSC Target Application (CPE, Hotspots, Routers, Module)



Y20 하반기 부터 '5G 관련 기기 수' 증가 폭 확대
Y20 5월 대비 2배 증가(296 → 628)
5G IoT향 제품 조기 성장 가능성



5G IoT 향 제품 매출 비중 추이 예상



중장기 제품 로드맵

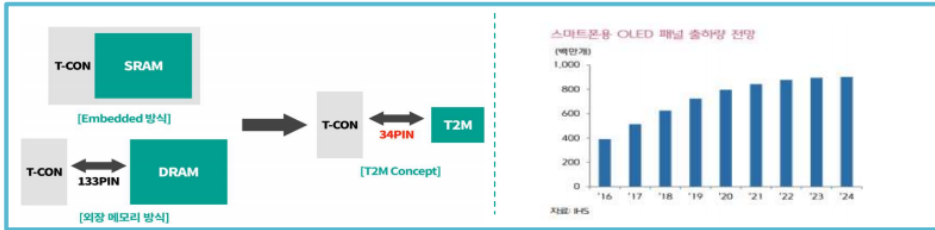
Case1. 스마트폰 디스플레이향 메모리 시장을 공략

T2M 이란?
Conventional 제품
Market

T2M : Timing(Display) Controller to Memory
 Controller와 Memory간 고속 Serial Interface 방식으로 통신하는 Customized 메모리
 High Speed(20Gbps 이상)와 소형화로 원가 경쟁력 확보

Embedded 방식 : Embedded SRAM 사용에 따른 size 제한 및 T-CON 원가상승
 외장 메모리 방식 : Commodity DRAM 사용에 따른 Pin수 증가 및 기본 메모리 용량이 큼

OLED 스마트폰 디스플레이향으로 국내 Tier1 T-Con, Display 업체와 사업 협력 프로젝트



Case2. Ultra Low Power, High bandwidth, High performance U2RAM 개발

Case3. Wearable 시장 공략으로 위해 초소형 Package 개발



중장기목표

세계 메모리반도체 Top 20위 기업

- 상위 5개 업체가 메모리 반도체 세계 시장 92% 차지하며 과점중
- 제주반도체는 독자적인 경쟁력으로 대만, 미국, 중국의 메모리 팹리스 업체와 경쟁 진행 중

단위 : \$M

	Company	H.Q	2017 Revenue	2018 Revenue	YoY (%)	Share (%)
1	Samsung Electronics	Korea	53,622	65,461	22%	40.0%
2	SK Hynix	Korea	26,266	35,951	37%	21.9%
3	Micron Technology	U.S	22,843	29,655	30%	18.1%
4	Toshiba Memory Corp.	Japan	0	10,588	NA	6.5%
5	Western Digital Corporation	U.S	8,221	8,403	2%	5.1%
6	Intel	U.S	3,520	4,307	22%	2.6%
7	Nanya Technology	Taiwan	1,787	2,788	56%	1.7%
8	Winbond Electronics	Taiwan	1,248	1,351	8%	0.8%
9	Macronix International	Taiwan	1,051	1,144	9%	0.7%
10	Cypress Semiconductor	U.S	904	994	10%	0.6%
11	Integrated Silicon Solution (ISSI)	U.S	357	394	10%	0.2%
12	Elite Semiconductor Memory Technology (ESMT)	Taiwan	343	383	12%	0.2%
13	GigaDevice Semiconductor	China	255	286	12%	0.2%
14	STMicroelectronics	Europe	263	266	1%	0.2%
15	ROHM Semiconductor	Japan	193	236	22%	0.1%
16	Microchip Technology	U.S	195	220	13%	0.1%
17	AP Memory	Japan	140	157	12%	0.1%
18	Jeju-semi	Korea	106	138	30%	0.1%
19	Etron Technology	Taiwan	176	136	-23%	0.1%
20	Renesas Electronics Corporation	U.S	100	104	4%	0.1%

Source: IHS 2019

참고 : 한국 반도체 협회(2019년 반도체 통계)

저용량 메모리 부품 분야에서 해외 업체와 경쟁하며 자체 경쟁력 확보



Stock Data

KOSDAQ(4/1)	965.8pt
시가총액	2,121 억원
발행주식수	34,203 천주
액면가	500 원
52 주 최고가 / 최저가	6,940/2,660 원
90 일 일평균거래대금	672 억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	3,318 원

주가수익률 (%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	2.310	-2.973	75.637	129.205
상대수익률	-0.318	-5.444	43.011	46.027

주주구성

박성식 (외 6 인)	12.2%
자사주 (외 1 인)	3.2%
박선하 (외 1 인)	0.3%

Stock Price



제주반도체 목표주가 추이	투자의견 변동내역					
	일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율	
					평균주가대비	최고(최저)주가대비
	2021. 04. 02	중단기 주가 상승	7,800-8,900원	1년	-	-

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)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 6 단계	단기 주가 상승		0.0%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		중장기 주가 상승		0.0%	
		단기 주가 하락		0.0%	
		단기 주가 박스권		0.0%	
		High risk/High return		0.0%	
		Attention		0.0%	
		합계		0.0%	