

반도체/전기전자

문지예

02)6742-3696

jhmoon@heungkuksec.co.kr

(007810)

코리아써킷

BUY (신규)

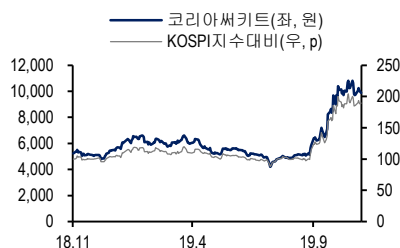
SLP 없이도 내년 실적 문제없어

목표주가	15,000원
현재주가(11/29)	9,870원
상승여력	52.0%
시가총액	233십억원
발행주식수	23,621천주
52주 최고가 / 최저가	10,800 / 4,205원
3개월 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	6.3%
주요주주	
영풍 (외 10인)	58.0%
코리아써킷우리사주 (외 1인)	0.1%
임철홍 (외 1인)	0.0%
주가수익률(%)	1개월 3개월 6개월 12개월
절대수익률	1.8 103.7 88.4 86.9
상대수익률(KOSPI)	2.0 95.7 85.2 88.2

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2017	2018	2019E	2020E
매출액	592	536	547	605
영업이익	11	-18	15	29
EBITDA	46	12	40	56
지배주주순이익	30	-28	25	57
EPS	991	-1,513	991	2,395
순차입금	-30	-53	-110	-155
PER	13.3	-3.4	10.0	4.1
PBR	1.0	0.4	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.6	6.6	3.5	1.7
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	6.5	-10.2	6.8	14.8
컨센서스 영업이익	11	-18	13	0
컨센서스 EPS	1,254	-1,180	454	n/a

주가추이



SLP 채택 감소해도 실적은 계속 좋아지는 중

주요 고객사의 SLP 채택 감소로 동사 메인 기판 사업부문에 대한 실적 감소 우려가 높으나, SLP 수요 감소분은 SLP 대신 채택되는 HDI 제품과 인터포저 기판의 채용 면적 확대에 의한 전체 가동률 상승으로 실적은 개선될 것으로 전망한다. 동사의 사업구조상 수익성 유지에는 제품 MIX 만크이나 높은 수준의 가동률 유지 또한 기여도가 높아, 향후 고판가 제품인 SLP 매출은 감소하더라도 물량 증대로 인한 가동률 상승으로 영업레버리지 효과 증가되며, 영업이익을 추가 상승을 기대할 수 있는 상황이다.

메모리 모듈/패키지 기판 수요 증가 지속

‘19년 2분기를 기점으로 전방 산업의 약세 속에서도 메모리향 패키지 기판 중심의 수요 회복이 있었다. 이에 동사 또한 패키지 기판의 실적이 개선되며 흑자 전환에 성공하였다. 메모리 출하량 증가는 ‘19년 하반기와 ‘20년 연중 지속될 것으로 전망되어 동사 패키지 기판의 수요 또한 견조하게 유지될 것으로 예상된다. 또한, SSD의 출하 증가로 인한 메모리 모듈 기판 수요 증가와 DDR5향 신규 모듈 제품 출시로 인한 판가 인상 또한 동사 실적에 긍정적 요소로 작용할 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 15,000원 제시

동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 15,000원을 제시한다. 2020년 예상 BPS에 청산가치 BPS 1배를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 동사는 ‘19년 2분기 흑자 전환에 성공, ‘20년 EPS는 전년대비 140%, BPS는 전년대비 16% 이상 상승할 것으로 예상되나 현재 PBR 1배 이하에서 거래되고 있다.

I. 투자요인

1. HDI 가동률 상승, 지속 유지 가능할 것으로 예상

동사는 스마트폰 메인기판과 메모리 모듈 기판으로 활용되는 HDI기판을 공급하고 있다. 국내 HDI 산업은 시장 참여자가 많고, 대규모의 물량을 구매하는 고객사는 편중되어 있어 판가가 계속 악화되고 있는 추세였다. 그러나 배터리 용량 증가로 스마트폰 내 기판이 차지할 수 있는 공간이 현격하게 작아져 박판 메인기판의 필요성이 대두되며 메인기판 제조에 패키지 기판 제조 공법을 적용한 SLP(Substrate-Like PCB) 기판이 '17년부터 일부 플래그십 스마트폰을 중심으로 채택되기 시작했다. 이 제품은 기존 HDI 제품 대비 판가가 2배 이상으로, 기판 업체는 SLP 공급이 집중되는 1/3분기에 수익성이 개선되는 효과를 보았다. 다만, 일부 고객사를 중심으로 SLP가 아닌 HDI와 인터포저를 혼용하는 형태의 기판기술을 '20년 상반기 플래그십 제품부터 채택할 것으로 확인되고 있다.

SLP 대신 HDI+인터포저
수주, 가동률 상승

고판가 제품인 SLP 채택 감소로 제품 믹스는 다소 악화될 수밖에 없다. 그러나 동사의 경우, SLP 수주량과 비슷한 수준의 HDI수주와 함께 FC-CSP 형태의 인터포저 기판 수주량이 증가하게 되어 '18년 4분기부터 전체 가동률은 점진적으로 증가될 것으로 예상된다. 또한 소량이지만 기존 SLP 제품의 CS 물량 등의 수주도 지속될 것으로 판단한다. 동사 사업 구조상 HDI 부분의 수익성 제고가 실적 개선에 미치는 영향이 크다. 이때 제품 mix 구조만큼이나 생산라인의 가동률 유지가 중요하다. 동사가 보유한 생산능력에 일정 수준 이상의 수주량이 확보되면 영업레버리지 효과가 나타나게 되는데, 현재 수주 물량 수준을 유지할 수 있다면 SLP 물량이 없더라도 적자에서 탈피해 수익을 낼 수 있는 구조를 유지할 수 있다는 판단이다. 또한, 동사의 경우 SLP 전용 생산라인을 구축한 것이 아니라, 기존 HDI에 SLP 필요 공정을 추가하는 형태의 투자를 집행했고 현재 SLP와 유사한 하이브리드 제품의 수요가 견조하기 때문에 SLP 투자 설비의 활용이 충분히 가능한 상황이다.

메모리향 HDI 기판도
지속 증가 추세

메모리 모듈 및 SSD 기판의 수요도 지속 증가 추세다. '19년 2분기부터 메모리향 HDI 기판 물량은 회복하기 시작, SSD 제품을 중심으로 수요가 계속 증가하고 있다. SSD 제품의 경우 과거 대비 사양이 빠르게 높아지면서 이익 기여에 큰 역할을 하고 있다. 또한, '19년 연말부터 DDR5 신제품의 초기 양산이 시작되는데, DDR5를 채용하는 서버 모듈의 경우 채널 수 증가와 PMIC 신규 채택으로 모듈 기판의 디자인과 사양이 변하게 된다. 이에 신규 제품 출시로 인한 판가 상승을 기대할 수 있다.

2. 패키지 기판 수주 증가 지속

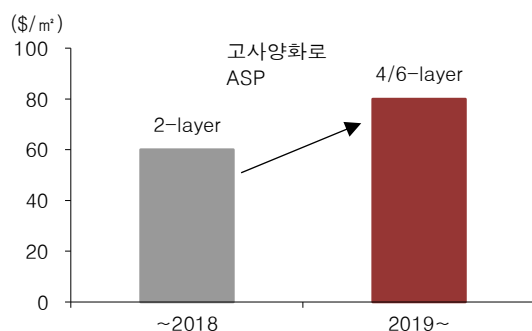
메모리 패키지기판의 경우 전방 산업의 침체에도 불구하고 '19년 2분기부터 수요가 회복되며 흑자 전환되었고, 이후에도 실적이 지속적으로 성장하고 있다. 전방 메모리 산업은 판가는 계속 하락하고 있으나 물량은 '19년 하반기를 기점으로 빠르게 회복되고 있다.

특히 메모리 기판 패키지 기판의 경우 신규 패키지 방식 적용 및 패키지 기판의 적층수 증가로 인한 판가 상승이 계속될 것으로 판단한다. 주요 고객의 메모리 패키징 사양 변화로 플립칩(flipchip) 형태의 패키징 비중이 '18년 하반기부터 지속적으로 증가하고 있다. 이와 같은 플립칩 기판으로의 변화는 양산 신제품 수주로 판가가 상승할 뿐 아니라 기존 와이어본딩(wirebonding) 대비 금 사용 공정의 비중이 감소되는 등 원가절감의 측면에서도 효율이 높다. 이에 동사의 매출과 영업이익 모두 개선되는 효과가 있을 것으로 판단한다.

또한, 동사의 경우 13년부터 박판 패키지 라인 증설 투자를 지속적으로 수행해왔다. 이때 BOC, CSP, PBGA와 같은 범용 메모리 패키지 기판 제조 라인을 증설하기보다는 차세대 메모리 패키지 기판이나 비메모리 패키지 기판에 필요한 생산라인을 확보하는데 중점을 두었다. 5G 상용화서비스가 본격 개시되며 전용 스마트폰이 대거 출시되는 '20년부터 비메모리 패키지 기판의 수요는 급증할 것으로 예상하며, 동사 또한 주요 칩셋 메이커와 중국 OSAT 고객사를 보유하고 있어 수주량 증가와 사양 상승으로 인한 판가 인상의 수혜를 받을 수 있을 것으로 보인다.

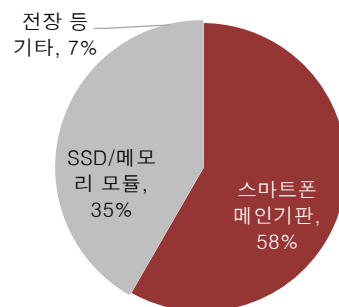
동사는 메모리향 패키지 제품군의 재고조정이 있었던 '19년 1분기에 유희 설비 정리 및 레이어아웃 변경 등의 제조라인 효율화 작업을 수행해 원가를 일부 절감할 수 있었다. 이를 통해 패키지 부문의 손익분기점을 낮춰, 구조적인 수익성 개선을 이룬 것으로 파악된다. 여기에 지속적으로 패키지 기판의 물량은 증가할 것으로 예상되어 최근 몇 년간 볼 수 없었던 높은 수준의 영업이익률을 달성할 가능성도 높은 상황이다.

그림 1 패키지기판 고사양화로 인한 평균판매가격 상승



자료: 코리아씨키트, 흥국증권 리서치센터 추정

그림 2 코리아씨키트 HDI/SLP 매출구조



자료: 코리아씨키트, 흥국증권 리서치센터

II. 이익전망

2Q19 흑자전환 이후
지속 실적 상승 기조,
'20년에도 유지 예상

동사는 '19년 3분기 매출액 1,153억원, 영업이익 55억원을 기록하며 직전분기 흑자전환에 이어 수익성 개선에 성공하였다. 산업 수요가 좋은 패키지 기판 부문뿐만 아니라 HDI/SLP 사업에서도 주요 고객사 플레그십向 제품을 적기 공급하며 매출액 증가를 달성하였다. 이를 통한 가동률 증가와 지난 1분기부터 실행된 원가 절감 활동의 효과로 영업이익은 직전분기 대비 +3.5%p 증가한 4.7%를 기록하였다.

4분기에도 수주 증대는 지속되며 HDI/SLP와 패키지 기판 모두에서 수주 증가가 예상되며, 매출액은 증가될 것으로 예상하며, 가동률 증가로 영업이익률은 큰 폭으로 상승할 것으로 판단한다. 4분기 추정 영업이익은 8.8%로, 패키지기판 영업이익은 10%에 육박할 것으로 예상하며, HDI 부문의 경우 영업이익률은 패키지기판 대비 다소 낮을 것으로 보이나 매출액 비중이 높아 영업이익 기여도는 훨씬 높을 것으로 판단한다. 위와 같은 실적 상승 기조는 '20년에도 동일하게 유지될 것으로 전망한다.

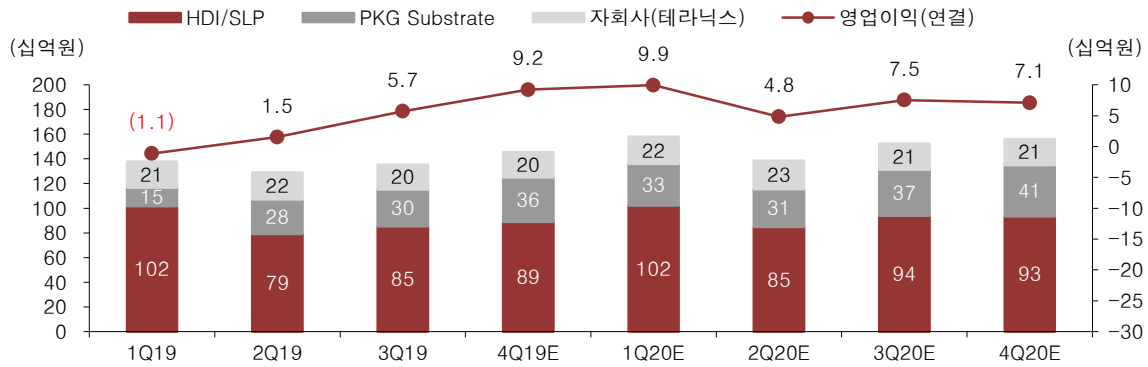
표 8 코리아씨키트 매출액 및 영업이익 현황 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019E	2020E
(별도)												
매출액	116.8	107.0	115.3	125.0	135.8	115.4	131.3	134.9	520.4	470.3	464.2	517.4
HDI/SLP	101.6	79.2	85.3	89.0	102.4	84.8	93.9	93.5	379.9	359.6	355.2	374.4
%QoQ	15%	-22%	8%	4%	15%	-17%	11%	0%				
%YoY	0%	1%	7%	10%	5%	4%	2%	3%	18%	-5%	-1%	5%
PKG Substrate	15.2	27.8	30.0	36.0	33.5	30.6	37.5	41.4	140.6	110.7	109.0	143.0
%QoQ	-36%	83%	8%	20%	-7%	-9%	22%	10%				
%YoY	-48%	2%	-2%	53%	120%	10%	25%	15%	-7%	-21%	-2%	31%
영업이익	(2.3)	0.2	5.5	8.8	8.7	3.8	7.1	6.7	7.5	(19.9)	12.2	26.3
%QoQ	적지	흑전	2182%	62%	-1%	-56%	87%	-6%				
%YoY	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	1492%	30%	-24%	-29%	적전	흑전	727%
영업이익률	-2.0%	0.2%	4.7%	7.1%	6.4%	3.3%	5.4%	5.0%	1.4%	-4.2%	2.6%	5.1%
(연결)												
매출액	137.8	129.0	135.2	145.2	157.9	138.5	152.2	156.0	591.6	535.8	547.2	604.6
%QoQ	5%	-6%	5%	7%	9%	-12%	10%	3%				
%YoY	0%	0%	-2%	11%	15%	7%	13%	7%	8.5%	-9.4%	2.1%	10.5%
영업이익	(1.1)	1.5	5.7	9.2	9.9	4.8	7.5	7.1	11.1	(17.9)	15.4	29.4
%QoQ	적지	흑전	270%	61%	8%	-51%	55%	-6%				
%YoY	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	213%	32%	-23%	-31.0%	적전	흑전	91.6%
영업이익률	-0.8%	1.2%	4.2%	6.3%	6.3%	3.5%	4.9%	4.6%	1.9%	-3.3%	2.8%	4.9%

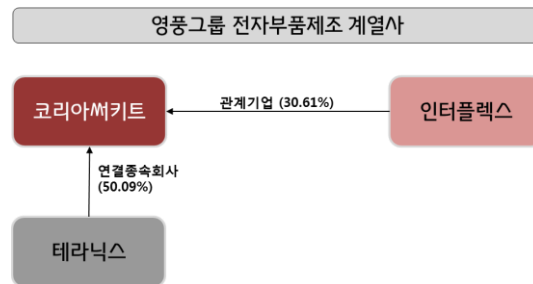
자료: 코리아씨키트, 홍콩증권 리서치센터 추정

그림 3 코리아씨키트 매출액/영업이익 현황 및 전망



자료: 코리아씨키트, 홍콩증권 리서치센터 추정

그림 4 코리아씨키트 지배구조 현황



자료: 코리아씨키트, 홍콩증권 리서치센터

III. 밸류에이션

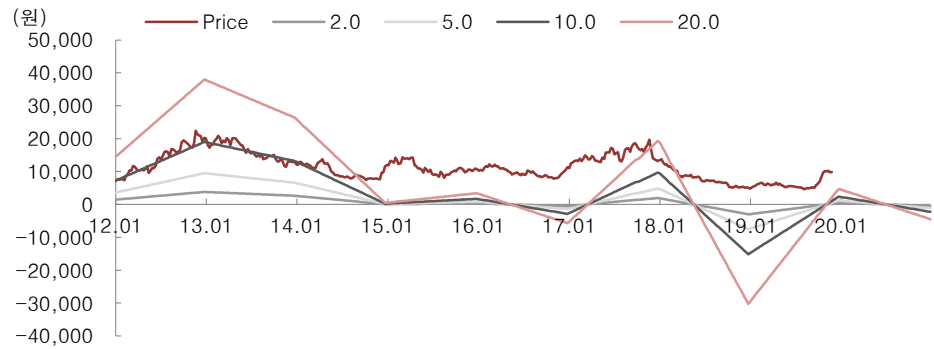
목표주가 1.5만원 제시 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 15,000원을 제시한다. 2020년 예상 BPS에 청산가치 BPS 1배를 적용하여 목표주가를 산출하였다. 동사는 '19년 2분기 흑자 전환에 성공, 전년대비 '20년 EPS는 140%, BPS는 16% 이상 상승할 것으로 예상되나 현재 PBR 1배 이하에서 거래되고 있다.

표 9 코리아씨키트 목표주가 산정

PBR Valuation		내용
2020E BPS	15,039원	청산가치
2020년 목표 PBR	x1	
목표주가	15,000원	11/30 종가
현재주가	9,870원	
상승여력	52%	

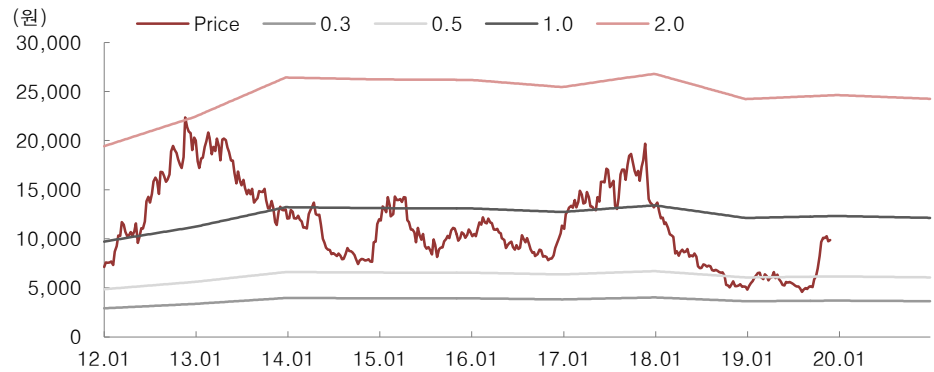
자료: 홍콩증권 리서치센터

그림 5 코리아씨킵트 PER 추이 (2012~현재)



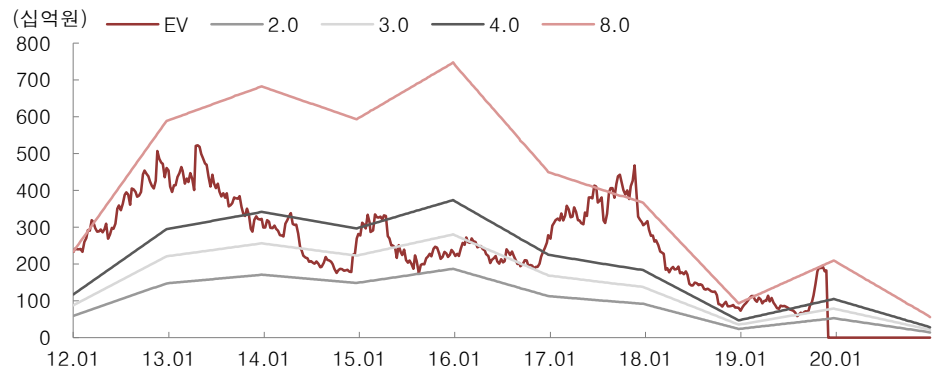
자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

그림 6 코리아씨킵트 PBR 추이 (2012~현재)



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

그림 7 코리아씨킵트 EV/EBITDA 추이 (2012~현재)



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	591.6	535.8	547.2	604.6	632.2
증가율 (Y-Y,%)	8.5	(9.4)	2.1	10.5	4.6
영업이익	11.1	(17.9)	15.4	29.3	32.1
증가율 (Y-Y,%)	(31.0)	적전	흑전	89.8	9.6
EBITDA	45.5	11.6	39.9	55.9	58.5
영업외손익	26.8	(10.1)	12.3	27.4	27.5
순이자수익	(0.5)	(0.3)	3.0	5.1	5.2
외화관련손익	(1.9)	0.5	3.4	0.0	0.0
지분법손익	26.0	(14.3)	3.0	10.3	10.3
세전계속사업손익	37.8	(27.9)	27.8	56.7	59.6
당기순이익	29.6	(27.9)	25.2	56.6	59.5
지배기업당기순이익	23.4	(35.7)	23.4	56.6	59.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	적전	흑전	141.5	5.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	2.3	(1.7)	0.1	0.7	5.7
영업이익증가율(3Yr)	(30.2)	n/a	(1.3)	38.3	n/a
EBITDA증가율(3Yr)	(15.0)	(50.0)	(10.8)	7.1	71.3
순이익증가율(3Yr)	85.4	n/a	n/a	24.1	n/a
영업이익률(%)	1.9	(3.3)	2.8	4.8	5.1
EBITDA마진(%)	7.7	2.2	7.3	9.2	9.3
순이익률 (%)	5.0	(5.2)	4.6	9.4	9.4
NOPLAT	8.7	(13.0)	14.0	29.2	32.0
(+) Dep	34.4	29.5	24.5	26.6	26.4
(-) 운전자본투자	0.6	5.4	(15.7)	5.8	4.0
(-) Capex	36.2	14.9	8.0	30.0	20.0
OpFCF	6.3	(3.7)	46.2	20.0	34.5

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	228.8	232.8	241.7	296.3	362.5
현금성자산	72.0	84.9	110.2	155.1	214.5
매출채권	85.1	80.6	88.8	95.4	99.9
재고자산	71.0	65.7	41.3	44.4	46.5
비유동자산	327.7	267.7	254.1	261.1	258.3
투자자산	125.2	83.9	87.0	90.5	94.2
유형자산	201.6	182.9	166.3	169.7	163.3
무형자산	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
자산총계	556.5	500.5	495.8	557.4	620.8
유동부채	111.7	87.2	55.1	59.0	61.8
매입채무	64.6	51.5	49.8	53.5	56.1
유동성이자부채	41.7	31.5	0.3	0.3	0.3
비유동부채	29.5	25.5	27.7	28.8	30.0
비유동이자부채	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3
부채총계	141.1	112.7	82.8	87.8	91.8
자본금	13.7	13.7	13.7	13.7	13.7
자본잉여금	97.5	97.5	97.5	97.5	97.5
이익잉여금	257.2	221.4	244.8	301.4	360.8
자본조정	(1.4)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(1.0)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	415.4	387.8	413.0	469.5	529.0
투자지분	261.9	252.4	218.6	226.9	223.4
순차입금	(30.2)	(53.3)	(109.7)	(154.6)	(214.0)
ROA	4.3	(6.8)	4.7	10.7	10.1
ROE	6.5	(10.2)	6.8	14.8	13.5
ROIC	3.3	(5.0)	6.0	13.1	14.2

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	991	-1,513	991	2,395	2,517
BPS	13,413	12,117	12,973	15,039	17,212
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	13.3	(3.4)	10.0	4.1	3.9
PBR	1.0	0.4	0.8	0.7	0.6
EV/ EBITDA	6.6	6.6	3.5	1.7	0.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	7.7	8.8	5.4	3.7	3.5
PSR	0.6	0.3	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	34.0	29.1	20.1	18.7	17.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	204.9	267.0	438.4	501.8	586.2
이자보상배율	22.7	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.2	0.3	0.1	n/a	n/a
자산구조					
투자지분(%)	57.1	59.9	52.6	48.0	42.0
현금+투자자산(%)	42.9	40.1	47.4	52.0	58.0
자본구조					
차입금(%)	9.1	7.5	0.1	0.1	0.1
자기자본(%)	90.9	92.5	99.9	99.9	99.9

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금					
당기순이익	29.6	(27.9)	25.2	56.6	59.5
자산상각비	34.4	29.5	24.5	26.6	26.4
운전자본증감	(9.4)	(1.2)	14.0	(5.8)	(4.0)
매출채권감소(증가)	12.0	4.4	(8.0)	(6.6)	(4.6)
재고자산감소(증가)	(14.7)	5.3	24.4	(3.1)	(2.1)
매입채무증가(감소)	(4.1)	(8.9)	(1.4)	3.7	2.6
투자현금	(50.8)	(3.1)	(17.3)	(26.0)	(16.2)
단기투자자산감소	(36.1)	(16.1)	(11.2)	(2.8)	(2.9)
장기투자증권감소	26.3	0.0	1.7	6.9	6.7
설비투자	(36.2)	(14.9)	(8.0)	(30.0)	(20.0)
유무형자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재무현금	0.6	(10.2)	(31.8)	0.0	0.0
차입금증가	3.3	(10.2)	(31.7)	0.0	0.0
자본증가	(2.8)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	2.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(15.5)	(3.2)	14.2	42.1	56.5
총현금흐름(Gross CF)					
(-) 운전자본증가(감소)	0.6	5.4	(15.7)	5.8	4.0
(-) 설비투자	36.2	14.9	8.0	30.0	20.0
(+) 자산매각	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	10.0	(4.3)	57.4	38.1	52.8
(-) 기타투자	(26.3)	0.0	(1.7)	(6.9)	(6.7)
잉여현금	36.4	(4.3)	59.2	45.0	59.5