

## 반도체 후공정

## Overweight



이관수 (반도체/디스플레이)  
780-9192  
klee@heungkuksec.co.kr

### 장비와 부품 업체에 주목해보자

#### ■ 시장 성장속에 사업 영역별로 다른 실적 흐름

반도체 후공정 산업이 성장하는 가운데 최근 관련된 국내 업체들의 실적은 사업 영역별로 다르게 나타나고 있다. 장비 업체들은 투자 주기에 따라 실적 변동성이 다소 나타나기는 하지만 일정 수준 이익률은 유지했다. 검사용 소켓을 만드는 업체들은 우호적인 산업 환경에 따라서 외형 성장과 높은 수준의 이익률을 지속하고 있다. 반면 패키지와 검사를 하는 업체들의 경우에는 매출액이 역성장하고 이익률이 급격히 감소하는 모습을 보여주었다. 패키지와 검사 업체들은 아직 국내 고객사에 대한 의존도가 높아서 이들의 생산 및 외주 정책에 따른 영향을 크게 받을 수 밖에 없다. 반면 장비와 부품 업체들은 각자 시장을 선도하는 제품을 보유하고 있으며 이를 바탕으로 국내뿐만 아니라 해외로도 고객사가 다변화되어 있다. 따라서 시장 성장에 따른 수혜가 지속될 것으로 예상된다.

#### ■ 고객 다각화, 시장 지배적 제품 보유 업체에 주목

장비 업체중에는 한미반도체(042700)에 대해 목표주가 21,000원, 부품 업체 중에는 ISC(095370)에 대해서 목표주가 38,000원으로 모두 투자의견 BUY를 제시한다. 이 두 업체는 공통적으로 고객 다변화를 이루어 국내 특정 업체에 대한 의존도가 낮은 편이다. 그리고 주력 제품에서 시장 지배적인 위치를 확보하고 있는 것으로 파악된다. 또한 향후 반도체 패키지의 발전 방향에 부합하는 제품을 보유하고 있으며, 꾸준한 배당으로 배당 수익도 기대된다.

## 우호적인 환경속에 사업영역별로 다른 실적 흐름

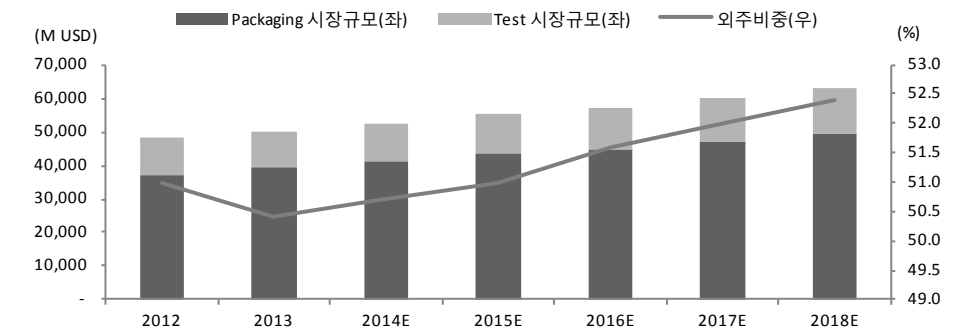
### 전세계 반도체 후공정관련 시장 규모는 성장 전망

2013년에 481억달러 수준이었던 전세계 반도체 후공정 시장 규모는 올해 5.8% 증가하고 2018년까지 연평균 4.8%의 성장을 지속할 것으로 예상된다. 그리고 반도체 후공정 장비에 대한 투자 금액은 2011년에 93억달러로 정점을 이룬 뒤 2년 연속 감소했었는데, 올해는 7.4% 성장률을 기록한 후 전반적인 상승 추세 진입이 전망된다.

### 국내의 경우 사업 영역별로 다른 실적 흐름 기록

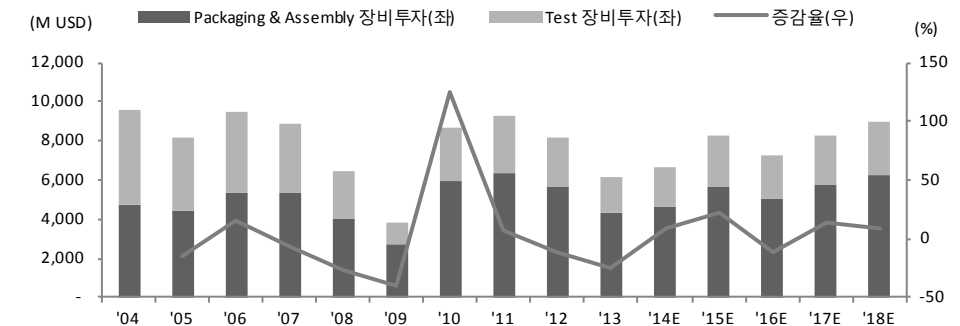
반도체 후공정과 관련된 국내 업체들을 살펴보면 최근 실적은 사업 영역별로 다르게 나타나고 있다. 장비와 부품 관련 사업은 양호한 반면에, 패키지와 검사 업체들은 최근에 들어 어려움을 겪거나 기대만큼 성장하지 못하고 있다. 국내 장비, 부품 업체들이 양호한 실적을 보여주는 까닭은 국내뿐만 아니라 해외로도 고객 다변화를 이루고 있어 시장 성장의 수혜를 고르게 누릴 수 있기 때문이다. 반면에 패키지와 검사 업체들은 고객사가 국내에 집중되어 있다. 따라서 메모리 반도체에 치우쳐 있는 국내 반도체 산업의 특성상 반도체 unit 성장이 둔화되고 있어 전세계 시장의 성장에도 불구하고 실적은 기대에 미치지 못하고 있다.

도표 1. 반도체 후공정 시장 규모 및 아웃소싱 비중



자료: Gartner, 흥국증권 리서치센터

도표 2. 반도체 후공정 장비 투자 추이



자료: Gartner, 흥국증권 리서치센터

도표 3. 국내 반도체 후공정 관련 업체 실적 및 Valuation

(단위: 억원, %, 배)

			매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
패키지	하나마이크론	2013	2,781	-55	-193	-	1.0	10.5	-15.8
		2014E	3,009	275	201	9.2	1.3	6.8	14.8
		2015E	3,356	355	307	6.0	1.1	5.2	19.0
	STS반도체	2013	5,408	-132	-769	-	1.0	10.9	-29.9
		2014E							
		2015E							
	시그네틱스	2013	2,742	112	90	20.1	1.0	4.5	4.9
		2014E							
		2015E							
장비	한미반도체	2013	1,915	135	112	25.5	1.5	14.3	6.2
		2014E	2,956	467	372	9.9	1.7	5.8	19.4
		2015E	3,557	606	479	7.7	1.5	5.1	21.9
	이오테크닉스	2013	2,322	431	345	14.8	2.2	9.8	15.6
		2014E	3,415	831	698	12.5	2.9	9.1	25.0
		2015E	4,142	1,048	870	10.0	2.2	7.2	23.4
	고려반도체	2013	339	-77	-106	-	3.4	-	-56.6
		2014E							
		2015E							
검사	테스나	2013	678	160	109	5.5	1.1	2.3	22.3
		2014E							
		2015E							
	에이티세미콘	2013	789	-16	-134	-	1.0	7.9	-17.3
		2014E							
		2015E							
테스트소켓	리노공업	2013	806	288	262	13.6	2.5	8.7	20.1
		2014E	970	353	305	17.8	3.4	11.2	20.2
		2015E	1,091	400	342	15.8	2.9	9.7	19.6
	ISC	2013	568	203	105	12.1	1.4	4.8	13.0
		2014E	713	262	184	12.6	2.2	6.9	19.5
		2015E	952	350	260	8.9	1.8	4.7	22.7
	마이크로컨텍솔	2013	312	59	54	8.0	1.4	5.1	18.4
		2014E	384	75	67				19.1
		2015E	420	83	74				18.0

## 장비 및 부품 업체들은 양호한 성장성 보유

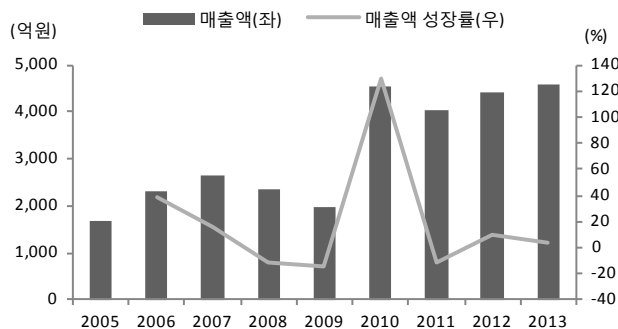
### 장비 업체들은 투자 상승세 전환에 따른 수혜 기대

국내 반도체 후공정 장비 업체들의 매출액 성장률은 다소 변동 폭이 크게 나타나고 있는데 이는 고객사의 증설 투자 주기에 따른 것으로 대부분의 장비 산업에서 나타나는 고유한 특징이다. 수익성 면에서는 매출이 감소하는 시기에는 한자릿수 후반에서 10% 초반, 매출액이 증가하는 시기에는 10% 후반대의 이익률을 기록하고 있다. 그런데 2014년부터 후공정에 대한 투자가 상승세로 돌아설 것으로 예상되어 전반적으로 긍정적인 업황이 예상된다.

### 검사용 소켓은 꾸준한 수요와 단가 상승으로 성장 지속 전망

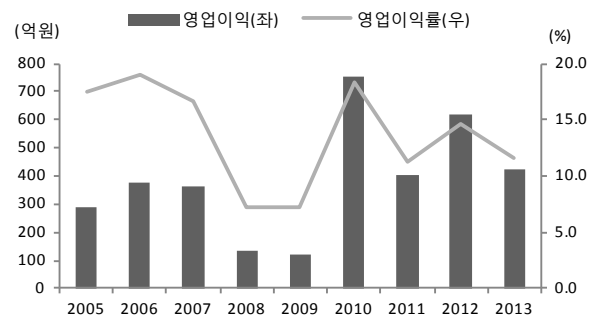
검사용 소켓을 만드는 업체들의 경우는 우호적인 업황이 지속되고 있다. 일단 소모품 성격의 부품이기 때문에 장비와 다르게 수요가 꾸준하다. 그리고 반도체 미세화와 같은 사양 변화에 따라 검사용 부품 제조의 난이도도 상승하기 때문에 단가 인상요인도 발생하고 있다. 따라서 지금까지와 같이 높은 수준의 마진을 지속하며 안정적인 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

도표 4. 장비 업체 합산 매출액 및 성장률



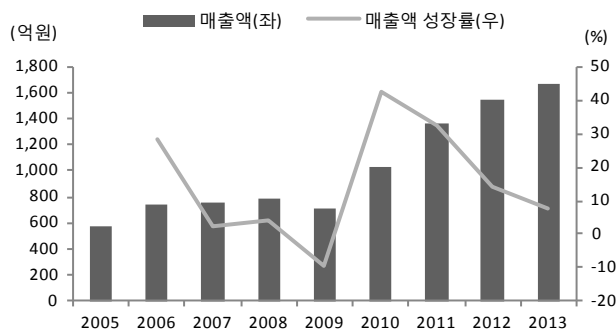
자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

도표 5. 장비 업체 합산 영업이익 및 영업이익률



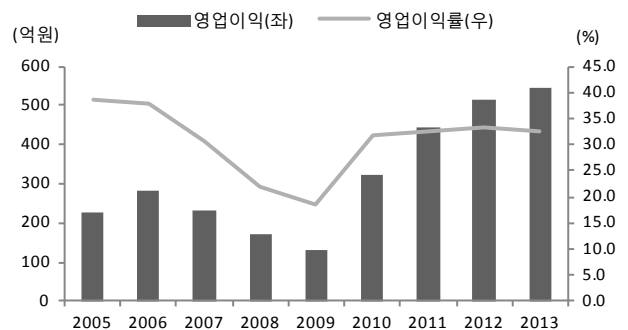
자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

도표 6. 검사용 소켓 업체 합산 매출액 및 성장률



자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

도표 7. 검사용 소켓 업체 합산 영업이익 및 영업이익률



자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

## 패키지 및 검사 업체들은 아직 기대에 못미치는 상황

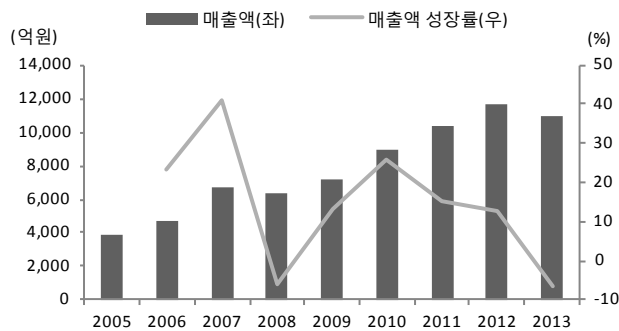
### 지난해 매출액 역성장 기록

패키지와 검사관련 업체들의 최근 실적은 기대에 미치지 못하고 있다. 패키지 업체들의 합산 매출액은 지난해에 역성장을 기록했으며 수익성은 2010년 이후로 지속적으로 악화되어 왔다. 검사 업체들의 수익성은 패키지 업체들보다 나은 상황이지만 매출 규모는 패키지와 마찬가지로 지난해 역성장을 기록했다.

### 메모리 반도체 웨이퍼 투입량 기준 생산능력 감소로 비우호적인 업황 조성

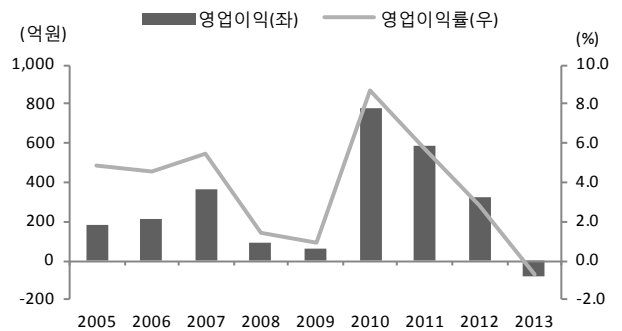
패키지와 검사는 모두 외주 산업이다. 당초 반도체 제조 업체들이 전공정에 집중하면서 후공정은 외주 비중을 늘리고 이에 따른 성장이 기대되었다. 그런데 국내의 경우 반도체 산업이 메모리 반도체 분야에 편중되어 있는데 최근 제한적인 증설에 따라 반도체의 웨이퍼 투입량 기준 생산 능력은 증가하지 못했다. 이러한 점이 후공정 외주 업체들에게 부정적으로 작용하고 있는 것으로 파악된다. 따라서 국내 고객사에 대한 의존도가 높은 국내 패키지, 검사 업체들의 경우 장비와 부품에 비해서는 업황이 우호적이지 않은 것으로 판단된다.

도표 8. 패키지 업체 합산 매출액 및 성장률



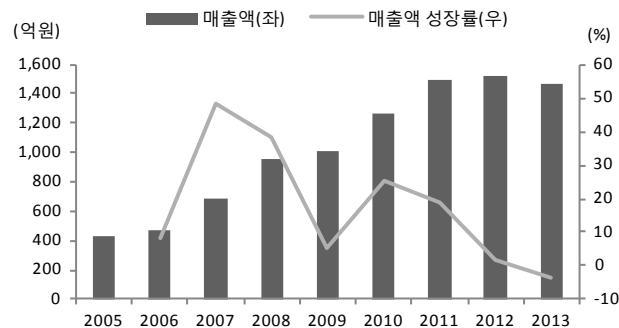
자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

도표 9. 패키지 업체 합산 영업이익 및 영업이익률



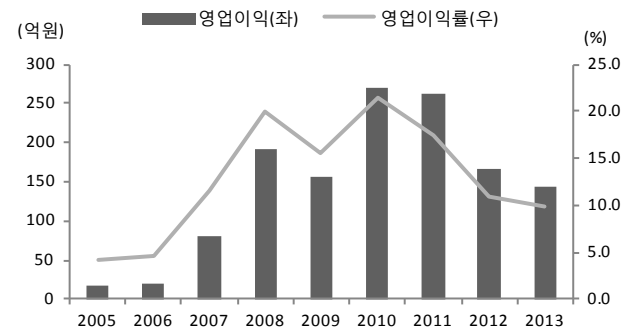
자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

도표 10. 검사 업체 합산 매출액 및 성장률



자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

도표 11. 검사 업체 합산 영업이익 및 영업이익률



자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

## 장비와 부품 업체에 주목

패키지, 검사, 장비, 부품 등으로 구분되는 반도체 후공정 시장에서 우선 장비와 부품관련 업체에 주목할 필요가 있다고 생각된다. 그 중에서 장비에서는 한미반도체, 부품에서는 ISC에 대한 투자의견 BUY를 제시한다.

**고객 다각화, 시장 지배적  
제품을 보유하고 있는  
업체에 주목**

이 두 업체 모두 고객 다변화를 이루어 국내 특정 업체에 대한 의존도가 낮다. 그리고 주력 제품에서 시장 지배적인 위치에 있으며, 반도체 패키지의 발전 방향에 부합하는 제품을 보유하고 있다. 또한 꾸준한 배당으로 배당 수익이 기대된다.

**한미반도체 목표주가  
21,000원, 투자의견 BUY**

한미반도체의 2014년 연간 실적은 매출액 2,956억원(+54.3% YoY), 영업이익 467억원(+246.7% YoY)을 기록할 것으로 보인다. 반도체 후공 장비 투자가 상승세로 전환되면서 주력 장비인 Vision Placement 중심으로 매출 확대가 예상된다. 그리고 Flip Chip Package가 모바일용 반도체, DDR4 DRAM 등으로 적용범위가 확대되면서 Flip Chip Bonder가 중장기 성장 동력이 될 전망이다. 그리고 35~40%의 높은 배당성향을 유지하고 있는데, 올해 예상 당기 순이익 372억원에 배당성향 37.5%를 적용하면 주당 600원의 배당금이 예상된다. 따라서 현재 주가 수준에서 4.5%의 배당 수익률이 기대된다.

**ISC, 목표주가 38,000원  
투자의견 BUY**

ISC의 연간 실적은 매출액 713억원(+25.5% YoY), 영업이익 262억원(+29.1% YoY)을 기록할 것으로 전망된다. 동사의 주력 제품인 Silicone Rubber 소켓은 Spring Pin 대비 미세 피치에서 생산성 및 디자인 자유도가 높다. 따라서 0.4mm 피치 이하에서 Silicone Rubber에 대한 수요가 증가하고 있는 상황이다. 따라서 전반적인 반도체 소켓 산업의 업황이 우호적인 가운데에서도 Silicone Rubber 소켓의 성장성이 더 높게 평가되며, 이 시장을 선도하고 있는 동사의 수혜가 예상된다. 그리고 최근 3년간 평균 24.1%의 배당성향을 보여주고 있는데 이를 적용할 경우 올해 주당배당금은 600원으로 현재 주가대비 2.0%의 배당수익이 기대된다.

도표 12. 주요 반도체 후공정 업체 투자의견 및 Valuation

코드	종목명	투자의견	목표주가 (원)	종가 (원)	시가총액 (억원)	PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
						13	14F	13	14F	13	14F	13	14F
042700	한미반도체	BUY	21,000	14,450	3,675	25.5	9.9	1.5	1.7	6.2	19.4	14.3	6.8
095340	ISC	BUY	38,000	29,900	2,321	12.1	12.6	1.4	2.2	13.0	19.5	4.8	6.9

자료: 흥국증권 리서치센터

# 한미반도체(042700)

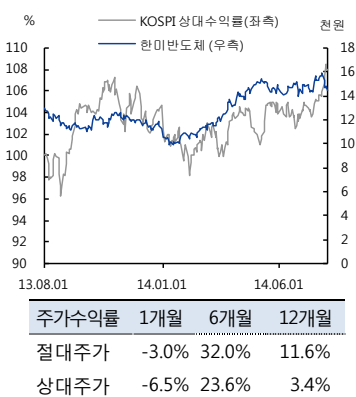
**BUY(신규)**
**이관수(반도체/디스플레이)**
**780-9192**
**klee@heungkuksec.co.kr**
**목표주가** 21,000원(신규)  
**현재주가(08/01)** 14,450원  
**액면가** 500원

52주 최고가(보통주) 15,850원  
52주 최저가(보통주) 9,900원  
KOSPI(08/01) 2,073.1p  
KOSDAQ(08/01) 541.1p

자본금 127억원  
시가총액 3,675억원  
발행주식수(보통주) 2,543만주  
(우선주) 0만주  
60D 일평균 거래량 15만주  
60D 일평균 거래대금 22억원

유동주식비율(보통주) 39.6%  
외국인 보유비중(보통주) 11.8%  
주요주주 : 광동신 외 10인 50.0%  
한미반도체 자사주 펀드 8.3%  
한국투자밸류자산운용 6.2%

## KOSPI대비 상대수익률 (1년)



## 반도체 후공정 투자 확대에 따른 성장 기대

### ■ 상반기는 실적 개선의 시작

한미반도체의 2분기 별도기준 실적은 매출액 525억원(+44.6% QoQ, +19.2% YoY), 영업이익 138억원(+32.8% QoQ, +38.7% YoY)을 기록했다. 상반기에만 241억원의 영업이익으로 지난해 연간 영업이익인 137억원을 상회하는 실적을 기록했다. 연결회사인 신호모터를 포함한 연결 기준 2분기 실적은 매출액 667억원(+54.8% QoQ, +58.0% YoY), 영업이익 138억원(+35.1% QoQ, +45.7% YoY)이 예상된다.

### ■ 성장성과 수익성을 겸비

최근 감소세를 보이던 반도체 후공정 장비에 대한 투자는 올해와 내년 에 각각 전년대비 7.4%, 21.5% 증가하며 상승세로 전환할 것으로 보인다. 이에 따라 주력 장비인 Vision Placement 중심으로 매출 확대가 예상된다. 그리고 모바일용 반도체, DDR4 DRAM 등으로 Flip Chip Package의 적용 확대에 따라서 Flip Chip Bonder가 증장기 성장 동력이 될 전망이다. 따라서 장비 사업만을 고려한 올해 별도기준 연간 실적은 매출액 1,792억원(+58.3% YoY), 영업이익 457억원(+232.1% YoY)이 예상된다.

그리고 동사가 35~40%의 높은 배당성향을 유지하고 있다는 점도 투자 매력으로 부각된다. 올해 예상 당기 순이익 372억원에 배당성향 37.5%를 적용하면 주당 600원의 배당금이 예상된다. 따라서 현재 주가 수준에서 4.5%의 배당 수익률이 기대된다.

### ■ 목표주가 21,000원, 투자의견 BUY 제시

동사에 대해 목표주가 21,000원과 투자의견 BUY를 제시한다. 목표주가 산정에는 2014년 예상 EPS 1,463원에 전세계 주요 후공정 업체들의 평균 PER 14.8배를 적용했다.

**도표 1. 한미반도체- 영업실적 및 투자지표 요약**

결산월	매출액 (십억원)	증가율 (%)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	P/E (배)	P/CF (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2012.12	173	-1.4	21	12.2	24	977	47.0	6.9	5.8	0.9	5.1	14.2
2013.12	192	10.5	13	7.0	11	439	-55.1	25.5	17.5	1.5	14.3	6.2
2014.12(E)	296	54.3	47	15.8	37	1,463	233.4	9.9	8.4	1.7	6.8	19.4
2015.12(E)	356	20.3	61	17.0	48	1,884	28.7	7.7	6.7	1.5	5.1	21.9
2016.12(E)	378	6.3	64	16.9	51	2,000	6.2	7.2	6.4	1.3	4.5	20.1

자료: 한미반도체, 홍콩증권 리서치센터 추정

- 당사는 보고서 작성일 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 이관수)

## Valuation

목표주가 21,000원,  
투자의견 Buy 제시

반도체 후공정 장비 투자  
확대에 따른 수혜 및 높은  
배당수익 매력 보유

한미반도체에 대한 목표 주가 21,000원과 투자 의견 BUY를 제시한다. 목표 주가 21,000원은 2014년 연간 예상 EPS 1,463원에 PER 14.8배를 적용하여 산출했다. PER 14.8배는 전세계 주요 반도체 후공정 장비 업체들의 평균치이다. 목표주가는 현재 주가 14,450원 대비 45.3%의 상승여력을 보유하고 있다.

동사는 ▲주력 제품인 Vision Placement 장비 사업에서 선도적 시장 지위 구축하고 있고 ▲다양한 후공정 장비 라인업을 보유중인 가운데 Flip Chip Bonder로 중장기 성장동력 확보하고 있으며 ▲안정적인 재무구조와 높은 배당 성향을 지속하고 있다는 점이 투자 매력으로 부각된다.

반도체 후공정 장비 투자는 모바일 반도체 수요 증가 등에 힘입어 다시 상승세로 돌아설 것으로 예상된다. 따라서 Vision Placement를 비롯한 장비 매출의 증가가 전망된다. 그리고 모바일 반도체를 중심으로 수요가 증가하고 있는 Flip Chip 패키지는 향후 DDR4 DRAM의 패키지로 채택이 되면서 수요가 가파르게 상승할 것으로 예상된다. 따라서 동사가 보유하고 있는 장비들 중에 Flip Chip Bonder가 새로운 중장기 성장 동력이 될 것으로 보인다.

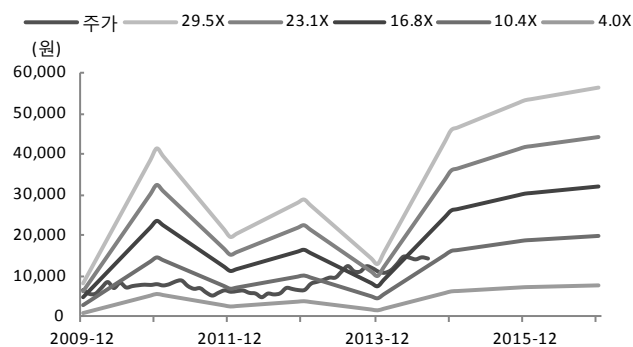
도표 2. 한미반도체 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

구분	내용	비고
EPS	1,463	2014년 연간 EPS
PER	14.8	동종업체 PER
주당가치	21,652	
목표주가	21,000	100원단위 절사
현재주가	14,450	8월 1일 종가
상승여력	45.3	투자의견 BUY

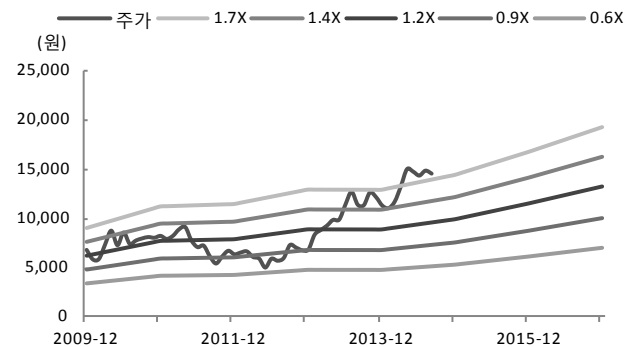
자료: 흥국증권 리서치센터

도표 3. PER Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

도표 4. PBR Band



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터



도표 5. Peer Group 실적 및 Valuation

(단위: USD, M USD, 배)

		한미반도체	이오테크닉스	BESI	Disco	Shinkawa	ASMPT	K&S
주가		13.99	68.55	17.16	65.5	4.64	10.51	13.85
	시가총액	356	837	687	2,227	93	4,211	1,062
매출액	2013	175	212	339	1,134	137	1,398	535
	2014E	285	368	451	1,048	75	1,751	549
	2015E	343	486	485	1,117	137	1,943	592
영업이익	2013	12	39	25	140	-31	103	66
	2014E	45	94	67	173	-41	246	76
	2015E	59	130	73	205	-7	285	83
순이익	2013	10	31	21	90	-26	72	59
	2014E	36	80	59	121	-43	207	69
	2015E	46	108	64	143	-6	248	77
PER	2013	25.5	14.8	19.1	24.0	-	46.4	14.5
	2014E	9.9	10.3	10.6	18.0	-	20.7	14.7
	2015E	7.7	7.7	9.8	16.0	-	17.4	13.3
PBR	2013	1.5	2.2	1.2	1.6	0.3	3.7	1.2
	2014E	1.7	2.7	1.5	1.8	0.4	4.2	1.3
	2015E	1.5	2.0	1.4	1.8	-	3.8	1.2
EV/EBITDA	2013	14.3	9.8	8.5	9.6	-	20.5	4.1
	2014E	6.8	7.9	6.6	8.8	-	12.8	4.8
	2015E	5.1	6.0	5.9	7.9	-	11.0	4.4

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

## Vision Placement로 Cash Cow 보유

### Vision Placement 장비로 Cash Cow 보유

동사의 주력 장비는 Vision Placement 장비인데, 이 분야에서 전세계 시장의 약 80%를 점유하고 있으며, 이러한 시장 지배적인 위치를 바탕으로 Cash Cow가 되고 있다. Vision Placement는 기존에 Sawing & Placement라는 명칭으로 불렸으나 동사 제품의 핵심 차별화 요소인 Vision Inspection 기능을 강조할 수 있는 명칭으로 최근에 변경되었다. Vision Placement는 반도체 패키징 과정의 마지막 부분에서 반도체 패키지를 하나씩 개별화시키고 이에 대한 검사를 수행하는 장비이다.

### 모든 유형의 반도체 패키지에서 꾸준히 수요 발생

이러한 패키지 개별화 장비는 새로운 기술적인 추세에 의해서 수요가 급격하게 증가하는 장비는 아니다. 그런데 어떠한 패키지 유형에서라도 공정 마지막 부분에서는 반드시 사용될 수 밖에 없는 장비이다. 예를 들어 Wire Bonder는 Flip Chip에서 사용되지 않는 것처럼 특정 유형에서만 사용되는 장비들이 있다. 반면에 Vision Placement는 어느 유형의 패키지가 사용되든지 공정의 마지막 부분에서 사용되기 때문에 수요가 꾸준하다는 특징을 가지고 있다.

### 반도체 후공정 장비 투자는 상승세로 전환

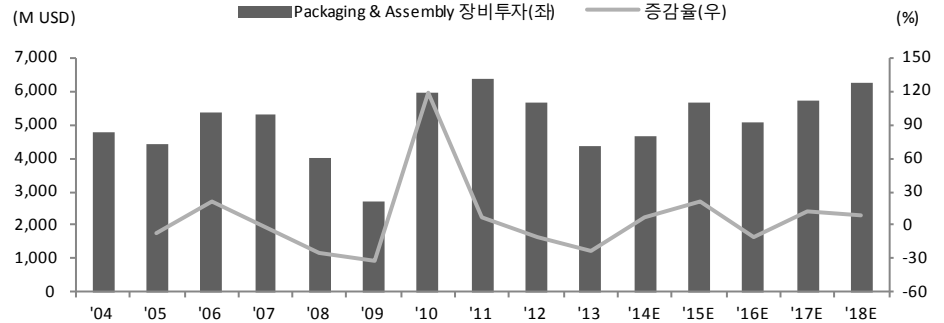
전세계 반도체 패키지에 대한 투자는 지난 2011년에 정점을 이룬 후에 2년간 감소를 지속했다. 그러나 올해부터는 주요 패키지 업체들이 모바일용 반도체 수요 증가 및 기술적인 변화에 대응하기 위해서 올해와 내년에 각각 7.4%, 21.5% 투자를 늘리며 후공정 장비 업황은 상승세로 전환될 것으로 예상된다. 이에 호응하여 동사의 Vision Placement 장비의 매출도 증가하며 전체 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다.

도표 6. 반도체 후공정 흐름도 및 한미반도체 보유 장비



자료: 한미반도체, 흥국증권 리서치센터

도표 7. 전세계 반도체 패키징 관련 장비 투자 추이



자료: Gartner, 홍콩증권 리서치센터

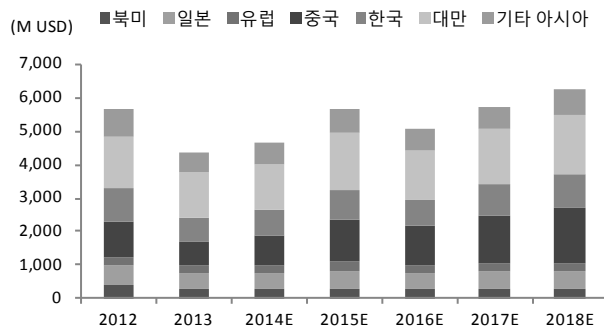
도표 8. 유형별 투자 금액

(단위: M USD)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>제조 업체 유형별</b>	<b>58,742</b>	<b>57,784</b>	<b>60,934</b>	<b>67,037</b>	<b>64,836</b>	<b>70,332</b>	<b>75,952</b>
- IDM	37,858	35,786	38,383	43,056	40,505	43,762	48,514
- Foundry	16,785	17,886	18,490	19,335	20,321	21,871	22,371
- SATS	4,099	4,111	4,061	4,646	4,010	4,699	5,067
<b>기기 유형별</b>	<b>58,742</b>	<b>57,784</b>	<b>60,934</b>	<b>67,037</b>	<b>64,836</b>	<b>70,332</b>	<b>75,952</b>
- Logic (Mixed Signal 포함)	40,547	38,013	37,505	38,970	39,813	42,986	43,716
- Memory	13,043	15,367	18,768	22,898	19,503	21,302	25,634
DRAM	4,854	5,633	7,258	9,066	7,495	5,739	6,767
NAND	7,806	9,382	10,896	13,171	11,331	14,849	18,115
기타 메모리	383	352	614	662	676	715	752
- 기타 (Opto, Power Discrete, Compound)	5,152	4,404	4,661	5,170	5,520	6,044	6,602

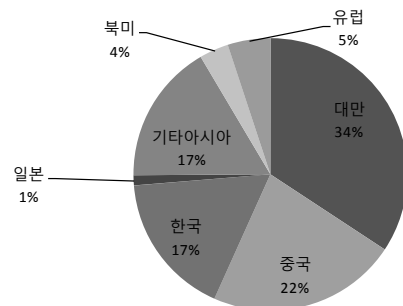
자료: Gartner, 홍콩증권 리서치센터

도표 9. 지역별 반도체 후공정 투자



자료: Gartner, 홍콩증권 리서치센터

도표 10. 2013년 기준 지역별 매출 현황



자료: 한미반도체, 홍콩증권 리서치센터

## Flip Chip Bonder는 증장기 성장 동력

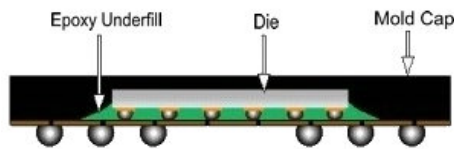
**Flip Chip은 반도체의  
소형화, 고속의 데이터  
전송에서 우수한 특성 보유**

Flip Chip Bonding은 반도체와 패키지 기판 사이에 Bump를 이용하는 방식으로 Wire Bonding과 대체 관계에 있다. Bump를 사용하면 Wire 보다 신호 이동거리가 짧기 때문에 높은 속도에 보다 유리한 점을 가지고 있다. 그리고 이러한 Bump가 반도체의 바로 밑에 있기 때문에 반도체 옆으로 Wire가 형성되는 것보다 면적을 작게 만들 수 있는 장점을 가지고 있다. 이와 같이 최근 반도체의 경박단소화와 높은 속도에 대해서 Flip Chip이 더 우수한 특성을 가지고 있기 때문에 관련 장비의 성장성이 높게 평가된다.

**모바일 반도체, DRAM  
등으로 수요 확대 전망**

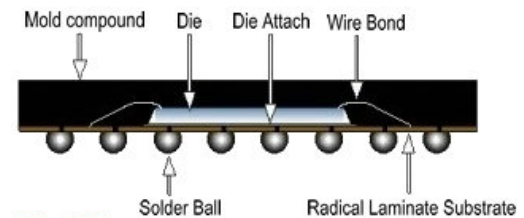
Flip Chip Bonder가 속한 Interconnect Bonder 시장은 동사의 주력인 Package Singulation 시장보다 전체 후공정 장비 시장에서 차지하는 비중이 5배 가량 높다. 이 시장에서 Flip Chip의 우수한 특성 때문에 Flip Chip Bonder가 차지하는 비중이 지속적으로 증가할 것으로 보인다. 그리고 이 속도는 DDR4 DRAM이 Flip Chip Package를 채택할 경우 더욱 가속화 될 것으로 예상된다.

도표 11. Flip Chip Bonding



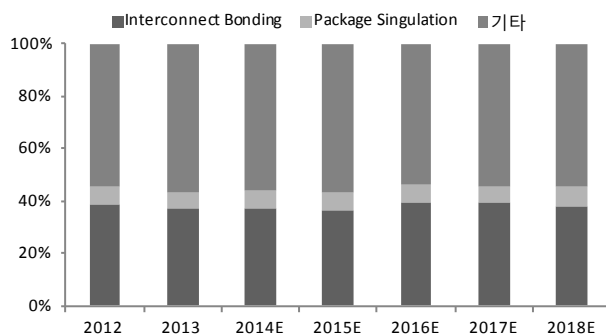
자료: 홍콩증권 리서치센터

도표 12. Wire Bonding



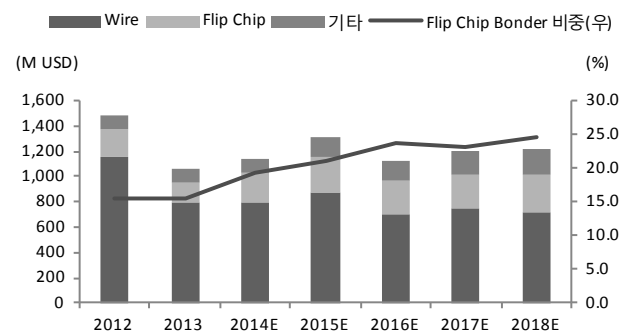
자료: 홍콩증권 리서치센터

도표 13. 유형별 후공정 장비 투자



자료: 홍콩증권 리서치센터

도표 14. 유형별 Interconnect Bonder 투자



자료: 홍콩증권 리서치센터

## 꾸준한 배당 성향 지속

**올해 DPS 600원, 현재  
주가기준 배당수익률 4.5%  
기대**

동사의 최근 5년간 평균 배당 성향은 47.4%이다. 2013년에 실적 부진에도 불구하고 2012년 수준의 배당금을 지급하면서 일시적으로 배당 성향이 100% 이상을 기록했던 것을 감안하면 일반적으로 35~40% 수준의 배당 성향을 보여주고 있다. 올해 예상 당기 순이익 372억원에 배당성향 37.5%를 적용하면 주당 600원의 배당금이 예상된다. 따라서 현재 주가 수준에서 4.5%의 배당 수익률이 기대된다.

도표 15. 배당금 지급 추이

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
당기순이익	273	74	66	355	165	244	112	372
배당금	36	24	24	127	25	118	118	160
배당성향	13.3	32.9	33.5	35.6	14.7	47.4	105.5	37.5
주당배당금	150	100	100	500	100	500	500	600
배당률	30.0	20.0	20.0	100.0	20.0	100.0	100.0	120.7
배당수익률	1.7	3.5	1.5	6.1	1.6	7.4	4.5	4.2

자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

## 상반기, 실적 개선의 시작

동사의 2분기 별도 기준 실적은 매출액 525억원(+ 44.6% QoQ, + 19.2% YoY), 영업이익 138억원(+ 32.8% QoQ, + 38.7% YoY)을 기록했다. 이로써 상반기 장비 매출은 888억원으로 전년 동기대비 25.5% 증가했다.

### Mold Press, 고객 다각화 기대

상반기 실적에서 두드러진 특징은 Mold Press와 Flip Chip Bonder에서 나타난다. Mold Press는 지문 인식칩 제조용으로 납품된 것으로 파악된다. 고객사의 모바일 기기 중에서 하이엔드급에 채택이 된 지문 인식칩은 향후 적용 범위의 확대가 예상된다. 그리고 한동안 매출 실적이 미미하던 고객사로 공급이 재개되면서 향후 추가적인 장비 매출 확대도 가능할 것으로 보인다.

### Flip Chip Bonder 매출 본격화

Flip Chip Bonder는 상반기 매출액에서 6%로 Vision Placement와 Mold 장비를 뒤이어 세번째로 높은 비중을 차지하고 있다. Flip Chip 패키지에 대한 수요가 증가로 Flip Chip 장비에 대한 투자 또한 지속적으로 늘어날 것으로 예상된다. 따라서 주력 장비인 Vision Placement 장비 다음의 신규 성장 동력으로서의 역할이 기대된다.

도표 16. 분기별 실적

(단위: 억원, %)

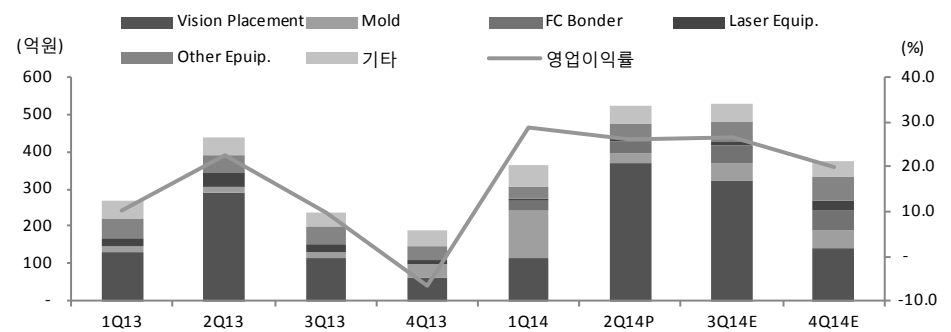
	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14P	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
매출액	422	620	442	431	667	833	842	693	1,734	1,915	2,956
QoQ	-11.0	46.9	-28.7	-2.6	54.8	24.9	1.1	-17.7			
YoY	56.1	27.4	-11.9	-9.2	58.0	34.3	90.4	60.9	-1.4	10.5	54.3
장비 매출	267	440	235	189	363	525	530	374	1,428	1,132	1,792
-Vision Placement(S&P)	129	289	113	63	117	371	320	142	818	594	950
-Campress T/F/S	3	15	18	11	12	12	13	12	46	47	49
-Pick & Place	18	10	5	0	8	10	11	13	48	33	42
-Laser응용 장비	22	37	24	8	6	11	12	26	58	90	56
-Mold	17	16	17	37	126	25	51	46	95	86	248
-Flip-Chip Bonder	0	0	0	0	24	29	45	54	0	0	152
-기타 반도체 장비	30	26	21	19	13	11	18	25	153	96	67
-태양광, LED 장비	5	0	0	7	3	3	10	15	40	12	31
-Etc	44	48	37	45	55	52	50	41	169	174	198
연결자회사 매출	155	180	207	242	304	308	312	319	306	784	1,164
영업이익	25	95	22	-7	102	138	145	81	212	135	467
-영업이익률	5.9	15.3	5.0	-1.7	15.3	16.6	17.2	11.7	12.2	7.0	15.8

자료: 한미반도체, 한국증권 리서치센터

### 연간 영업이익 전년대비 247% 성장 전망

하반기도 상반기와 마찬가지로 중화권을 중심으로 모바일 반도체 수요 증가에 따른 후공정 장비 투자 확대에 따라 전반적인 실적 개선세가 이어질 것으로 보인다. 주력 장비인 Vision Placement 장비뿐만 아니라 매출이 본격화 되고 있는 Flip Chip Bonder와 Molding 장비의 매출 증가가 지속될 전망이다. 따라서 별도기준의 장비 사업의 실적은 매출액 1,792억원(+ 58.3% YoY), 영업이익 457억원(+ 232.1% YoY)이 예상된다. 그리고 연결대상인 신호모터스를 포함한 연결기준 실적은 매출액 2,956억원(+ 54.3% YoY), 영업이익 467억원(+ 246.7% YoY)를 기록할 것으로 보인다.

도표 17. 부문별 매출액 및 영업이익률



자료: 한미반도체, 흥국증권 리서치센터

도표 18. 한미반도체- 재무상태표		(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
유동자산	127.6	124.4	159.8	200.4	235.8	
현금 및 현금성자산	14.7	45.9	38.7	54.7	80.9	
매출채권 및 기타채권	44.1	33.2	51.2	61.6	65.5	
재고자산	33.9	43.4	66.9	80.5	85.6	
기타유동자산	2.3	1.9	3.0	3.6	3.8	
비유동자산	103.4	116.3	119.0	121.6	124.5	
관계기업투자등	10.0	8.8	8.6	8.3	8.0	
유형자산	58.3	77.2	78.1	78.8	80.2	
무형자산	3.0	3.1	3.2	3.3	3.3	
자산총계	231.0	240.7	278.8	322.0	360.2	
유동부채	40.3	31.0	47.5	55.8	58.9	
매입채무 및 기타채무	15.9	15.0	23.1	27.8	29.6	
단기금융부채	6.2	4.6	6.7	6.7	6.7	
기타유동부채	18.2	11.5	17.7	21.3	22.6	
비유동부채	7.7	27.0	28.0	28.7	28.9	
장기금융부채	0.1	19.7	19.8	19.8	19.8	
기타비유동부채	4.5	4.6	5.5	6.2	6.4	
부채총계	48.0	58.0	75.5	84.5	87.8	
지배주주지분	181.4	181.1	201.7	235.9	270.8	
자본금	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	
자본잉여금	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6	
이익잉여금	158.5	158.2	183.6	217.9	252.8	
비지배주주지분(연결)	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	
자본총계	183.0	182.7	203.3	237.5	272.4	

도표 19. 한미반도체- 포괄손익계산서			(단위: 십억원)		
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	173.4	191.5	295.6	355.7	378.1
매출원가	118.3	139.2	208.8	251.8	268.8
매출총이익	55.1	52.3	86.8	103.9	109.3
매출총이익률(%)	31.8	27.3	29.4	29.2	28.9
판매비와관리비	33.9	38.9	40.1	43.3	45.3
조정영업이익	21.2	13.5	46.7	60.6	64.0
조정영업이익률(%)	12.2	7.0	15.8	17.0	16.9
발표영업이익	21.2	13.5	46.7	60.6	64.0
비영업손익	10.4	0.2	1.1	0.8	1.2
순금융손익	0.4	0.4	0.0	-0.3	0.1
외환관련손익	-0.6	1.1	1.0	1.0	1.0
관계기업등 투자손익	-0.3	-1.1	-0.3	-0.3	-0.3
세전계속사업이익	31.5	13.7	47.8	61.4	65.2
세전계속사업이익률(%)	18.2	7.2	16.2	17.3	17.3
계속사업법인세	-7.1	-2.5	-10.6	-13.5	-14.3
계속사업이익	24.4	11.2	37.2	47.9	50.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.4	11.2	37.2	47.9	50.9
순이익률(%)	14.1	5.8	12.6	13.5	13.5
지배주주	24.8	11.2	37.2	47.9	50.9
비지배주주	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	23.7	11.5	37.2	47.9	50.9
지배주주	24.1	11.5	37.2	47.9	50.9
비지배주주	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0

도표 20. 한미반도체- 현금흐름표		(단위: 십억원)				
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	
영업활동으로 인한 현금흐름	35.0	14.4	2.3	37.3	50.4	
당기순이익(손실)	24.4	11.2	37.2	47.9	50.9	
비현금수익비용가감	5.5	16.9	18.0	19.3	20.0	
유형자산감가상각비	4.4	4.8	6.2	6.4	6.6	
무형자산상각비	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	
기타	5.8	-8.7	-1.7	0.4	0.4	
영업활동으로 인한 변동	7.2	-4.1	-44.7	-16.4	-6.1	
매출채권 및 기타채권	-0.2	13.2	-19.0	-10.4	-3.9	
재고자산	4.1	-10.5	-24.5	-13.6	-5.1	
매입채무 및 기타채무	1.8	-0.7	8.4	4.7	1.8	
법인세납부	-2.2	-9.5	-8.2	-13.5	-14.3	
투자활동으로 인한 현금흐름	-30.0	12.1	-5.7	-6.4	-7.0	
유형자산처분(취득)	-7.9	-18.5	-6.8	-7.0	-8.0	
무형자산감소(증가)	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	
장단기금융자산	-38.3	30.5	1.1	0.0	0.0	
기타투자활동	16.7	0.5	0.4	1.0	1.4	
FCF	34.8	-6.8	7.3	30.1	42.3	
재무활동으로 인한 현금흐름	-9.9	5.4	-3.5	-14.9	-17.2	
장단기금융부채감소(증가)	0.8	17.6	2.3	0.0	0.0	
자본의 증가(감소)	-8.0	0.0	-4.9	0.0	0.0	
배당금지급	-2.5	-11.8	-11.8	-13.7	-16.0	
기타재무활동	-0.2	-0.4	-1.0	-1.3	-1.3	
현금의 증가	0.3	31.2	-7.2	16.0	26.2	
기초현금	14.4	14.7	45.9	38.7	54.7	
기말현금	14.7	45.9	38.7	54.7	80.9	

도표 21. 한미반도체- 주요투자지표					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
성장성(%)					
매출액	-1.4	10.5	54.3	20.3	6.3
조정영업이익	24.4	-36.4	246.6	29.8	5.6
세전계속사업이익	54.7	-56.6	249.1	28.5	6.2
EBITDA	21.2	-28.6	186.6	26.5	5.4
EPS	47.0	-55.1	233.4	28.7	6.2
수익성(%)					
ROA(%)	11.2	4.7	14.3	15.9	14.9
ROE(%)	14.2	6.2	19.4	21.9	20.1
EBITDA마진(%)	15.0	9.7	18.0	18.9	18.7
안전성(%)					
유동비율(%)	316.9	401.4	336.2	359.0	400.2
부채비율(%)	26.2	31.8	37.2	35.6	32.3
순차입금/자기자본(%)	-22.5	-11.9	-6.0	-11.9	-20.0
EBITDA/이자비용(X)	105.3	25.8	46.4	53.6	56.5
주당지표					
EPS(원)	977	439	1,463	1,884	2,000
BPS(원)	7,565	7,554	8,554	9,900	11,273
CFPS(원)	1,165	639	1,718	2,146	2,272
DPS(원)	500	500	600	700	800
Valuation지표(배)					
P/E(x)	6.9	25.5	9.9	7.7	7.2
PBR(x)	0.9	1.5	1.7	1.5	1.3
P/CF(x)	5.8	17.5	8.4	6.7	6.4
EV/EBITDA(x)	5.1	14.3	6.8	5.1	4.5



## 한미반도체- 주가 및 당사 목표주가 변경



## 최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
2014/08/04	BUY	21,000원			

## 기업 투자의견 (향후 12개월 기준)

- Strong Buy (적극매수): Buy 등급 중 High Conviction 종목
- Buy (매수): 20% 초과
- Trading Buy (매수): 10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우
- HOLD (중립):  $\pm 10\%$  등락
- Reduce (매도): -10% 미만

## 산업 투자의견 (향후 6개월 기준)

- Overweight (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- Neutral (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준( $\pm 5\%$ ) 예상
- Underweight (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 이관수)

# ISC(095340)

## BUY(신규)

이관수(반도체/디스플레이)

780-9192

klee@heungkuksec.co.kr

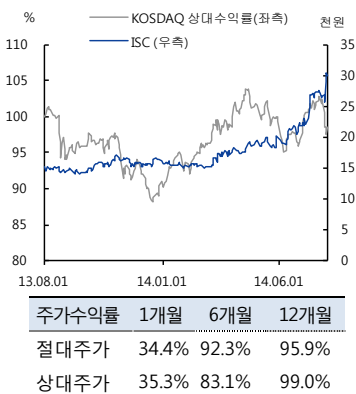
**목표주가** 38,000원(신규)  
**현재주가(08/01)** 29,900원  
**액면가** 500원

52주 최고가(보통주) 30,400원  
 최저가(보통주) 14,250원  
 KOSPI(08/01) 2,073.1p  
 KOSDAQ(08/01) 541.1p

자본금 39억원  
 시가총액 2,321억원  
 발행주식수(보통주) 776만주  
 (우선주) 0만주  
 60D 일평균 거래량 9만주  
 60D 일평균 거래대금 21억원

유동주식비율(보통주) 50.0%  
 외국인 보유비중(보통주) 9.8%  
 주요주주 : 정영배 외 6인 44.2%  
 Grandeur Peak 6.4%  
 ISC 자사주 펀드 5.8%

### KOSDAQ대비 상대수익률 (1년)



## Silicone Rubber, 비중확대!

### ■ 고부가가치 제품 확대로 성장 지속 전망

ISC의 2분기 실적은 매출액 194억원(+25.4% QoQ, +23.7 YoY), 영업이익 77억원(+44.3% QoQ, +18.3% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 해외 고객 사항 고부가가치 제품 매출 증가에 따라 실적 개선이 지속될 것으로 보인다. 따라서 연간 실적은 매출액 713억원(+25.5% YoY), 영업이익 262억원(+29.1% YoY)을 기록할 것으로 전망된다.

### ■ 우호적인 업황과 Silicone Rubber의 성장성에 주목

동사의 주력 제품인 Silicone Rubber 소켓은 Spring Pin 대비 미세 피치에서 생산성 및 디자인 자유도 등에서 우수한 특성을 가지고 있다. 0.4mm 피치 이하에서 Silicone Rubber에 대한 수요가 증가하고 있는 상황이다. 따라서 전반적인 반도체 소켓 산업의 업황이 우호적인 가운데에서도 Silicone Rubber 소켓의 성장성이 더 높게 평가되며 이 시장을 선도하고 있는 동사의 수혜가 예상된다.

꾸준한 배당 성향을 유지하고 있는 것도 동사에 대한 투자 매력으로 부각된다. 최근 3년간 배당성향은 24.1%인데 이를 적용할 경우 올해 주당 배당금은 600원으로 현재 주가대비 2.0%의 배당수익이 기대된다.

### ■ 목표주가 38,000원 투자의견 BUY 제시

동사에 대한 목표 주가 38,000원과 투자의견 BUY를 신규로 제시한다. 목표 주가는 희석효과를 감안한 2014년 연간 예상 EPS 2,202원에 PER 17.3배를 적용하여 산출했다. PER 17.3배는 동종 업체가 적용받고 있는 수치이다. Silicone Rubber 소켓에 대한 수요 확대와 고부가가치 제품 매출 증가로 높은 성장성과 수익성이 지속될 것으로 보여 동종업체와 동일한 주가 배수를 적용하는 것은 무리 없을 것으로 판단된다.

도표 1. 영업실적 및 투자지표 요약

결산월	매출액 (억원)	증가율 (%)	영업이익 (억원)	영업이익률 (%)	순이익 (억원)	EPS (원)	증가율 (%)	P/E (배)	P/CF (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2012.12	53	21.0	18	34.7	10	1,329	-16.9	7.8	6.2	1.0	3.0	14.5
2013.12	57	7.1	20	35.7	11	1,345	1.2	12.1	9.9	1.4	4.8	13.0
2014.12(E)	71	25.5	26	36.8	18	2,371	76.3	12.6	10.9	2.2	6.9	19.5
2015.12(E)	95	33.5	35	36.8	26	3,343	41.0	8.9	7.8	1.8	4.7	22.8
2016.12(E)	113	18.7	42	37.3	33	4,192	25.4	7.1	6.4	1.5	3.4	23.6

자료: ISC, 흥국증권 리서치센터 추정

## Valuation

목표주가 38,000원,  
투자의견 Buy 신규 제시

성장성과 수익성을 모두  
갖추어 높은 주가 상승  
여력 보유

ISC에 대한 목표 주가 38,000원과 투자 의견 BUY를 제시하며 기업 분석을 시작한다. 목표주가는 회석효과를 감안한 2014년 연간 예상 EPS 2,202원에 PER 17.3배를 적용하여 산출했다. PER 17.3배는 동종 업체가 적용받고 있는 수치이다. 목표주가는 현재 주가 대비 27.1%의 상승 여력을 보유하고 있다.

반도체 검사용 소켓 산업의 전반적으로 우호적인 업황이 예상된다. 소모성 부품이기 때문에 지속적으로 수요가 발생하며, 반도체의 미세화가 대응하여 소켓의 제조 난이도가 상승하기 때문에 가격의 유지 및 상승 요인이 발생되고 있다. 따라서 최근 기록하고 있는 30% 중반대의 높은 수익성이 지속될 수 있을 것으로 보인다. 그리고 동사의 주력 사업인 Silicone Rubber 소켓의 경우는 반도체의 미세화 특성에 부합하는 장점을 보유하고 있기 때문에 소켓 산업 내에서도 상대적으로 더 주목을 받으며 높은 성장세를 보일 것으로 예상된다. 이러한 점들을 고려하면 현재 주가가 PER Band 상단에 위치하고 있지만 추가적인 상승 여력은 충분하다고 판단되며 동종 업체와 같은 수준의 valuation을 적용하는 무리 없을 것으로 판단된다.

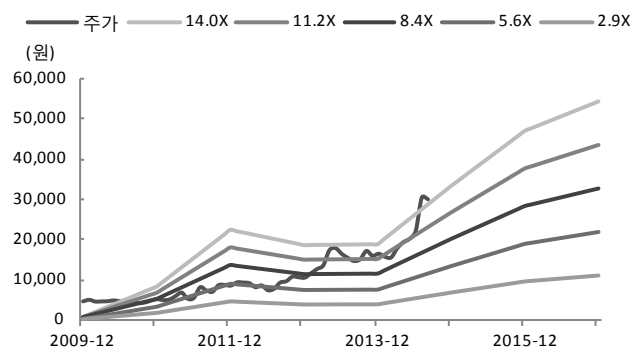
도표 2. ISC 목표주가 산정

(단위: 원, 배, %)

구분	내용	비고
EPS	2,202	2014년 연간 EPS(회석 감안)
PER	17.3	동종업체 PER
주당가치	38,142	
목표주가	38,000	100원단위 절사
현재주가	29,900	8월 1일 종가
상승여력	27.1	투자의견 BUY

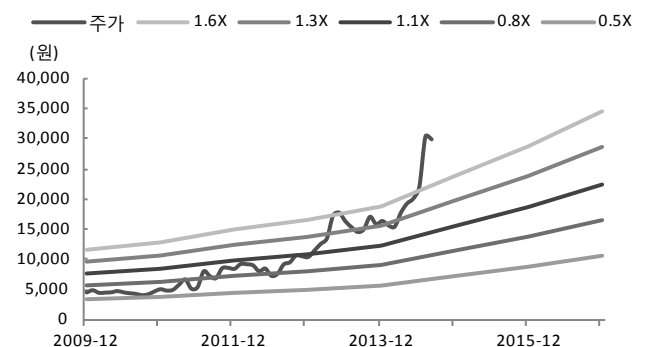
자료: 홍콩증권 리서치센터

도표 3. PER Band



자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

도표 4. PBR Band



자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

도표 5. 동종 업체 실적 및 Valuation 지표

(단위: 원, 억원, %, 배)

	ISC	리노공업	마이크로컨텍솔
주가(8/1)	29,900	35,550	7,810
시가총액(8/1)	2,321	5,419	649
매출액			
2013	568	806	312
2014E	713	970	384
2015E	952	1,091	420
매출액			
2013	7.1	7.2	10.9
성장률			
2014E	25.5	20.3	23.1
2015E	33.5	12.5	9.4
영업이익			
2013	203	288	59
2014E	262	353	75
2015E	350	400	83
영업이익률			
2013	35.7	35.8	19.0
2014E	36.8	36.4	19.5
2015E	36.8	36.7	19.8
순이익			
2013	105	262	54
2014E	184	305	67
2015E	260	342	74
PER			
2013	12.1	13.6	8.0
2014E	11.3	17.3-	
2015E	8.0	15.4-	
PBR			
2013	1.4	2.5	1.4
2014E	1.9	3.3-	
2015E	1.6	2.8-	
EV/EBITDA			
2013	4.8	8.7	5.1
2014E	6.0	10.8	0.0
2015E	4.1	9.4	0.0
ROE			
2013	13.0	20.1	18.4
2014E	19.5	20.2	19.1
2015E	22.7	19.6	18.0

자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

## Silicone Rubber 소켓의 성장성에 주목

### Test 소켓 시장은 안정적인 성장 지속 전망

반도체 소켓 시장 규모에 대한 정확한 데이터는 없지만 관련 업계에서는 현재 시장 규모가 약 10억달러에 이르고 있는 것으로 추산하고 있다. 소모성 부품이기 때문에 수요가 꾸준하게 발생하고 있으며 미세 피치 대응 등으로 인해 제품 가격 상승 및 유지 요인이 지속적으로 발생하고 있다. 따라서 평균적으로 연간 8~12%의 시장 규모 성장이 일어나면서 안정적인 성장을 지속할 것으로 예상된다.

### 산업내에서 Silicone Rubber 소켓이 상대적으로 높은 성장성 보유

Test용 Socket은 Spring Pin 위주로 형성되어 있었는데 Silicone Rubber가 뒤이어 시장에 진입했다. ISC의 주력 사업인 Silicone Rubber 소켓은 반도체의 발전 방향과 부합하는 특성이 많기 때문에 반도체 검사 시장에서 수요 확대가 예상된다. Silicone Rubber가 Spring Pin과 비교해서 가지고 있는 장점은 보다 미세해지는 반도체 규격에 대응하기가 용이하고 양산성이 높다는 점이다. 현재 Test용 Socket 시장에서 Silicone Rubber형이 차지하고 있는 비중은 20~30% 수준인 것으로 추정되는데 반도체의 미세화가 지속되면서 비중 증가가 이루어질 것으로 보인다. 또한 소재의 특성상 휘어질 수 있기 때문에 플렉서블 기기 대응이 가능하여 관련된 웨어러블 시장이 본격화될 경우 시장 비중 및 규모 확대가 가속화 될 것으로 예상된다.

### Test 소켓 시장에서 안정적인 기반 구축

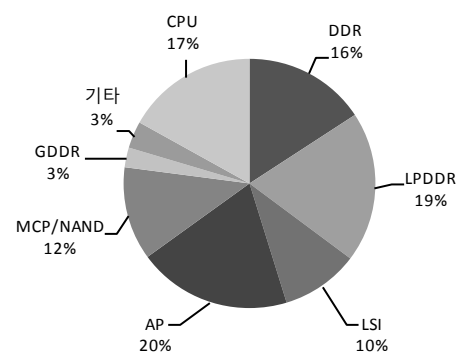
동사는 Silicone Rubber 소켓 시장 내에서는 가장 높은 점유율을 보유하고 있으며 Spring Pin을 포함한 전체 Test 소켓 시장에서의 점유율은 3~4위권 수준인 것으로 파악된다. Silicone Rubber Socket의 기술적인 특성을 고려했을 때 기존의 Pin 형태 Socket을 제조하던 업체가 새롭게 진입하기는 쉽지 않을 것으로 예상된다. 그리고 동사는 Silicone Rubber Socket에 대한 원천 특허를 보유하고 있는 일본의 JMT를 인수하면서 경쟁 업체들과의 기술 격차를 확보했다.

도표 6. Test Socket, Burn in Socket 시장 규모



자료: ISC, 홍콩증권 리서치센터

도표 7. Application별 매출



자료: 홍콩증권 리서치센터

### Rubber가 반도체 발전 방향에 부합하는 특성 보유

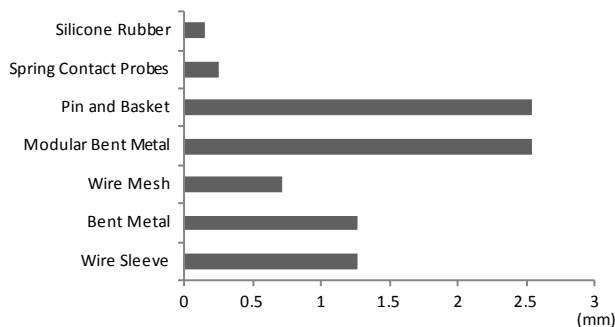
Package Test용 소켓 시장에서 Silicone Rubber와 Spring Pin은 상호 보완적인 특징을 가지고 있지만 경쟁 관계이기도 하다. 전기적 특성만을 놓고 보면 Spring Pin이 장점을 많이 보유하고 있다. 그럼에도 불구하고 Silicone Rubber 소켓에 대한 성장 잠재력을 보다 높게 평가하는 이유는 미세 피치 대응력이 높고 반도체 입출력 단자에 손상을 주지 않는 특성을 가지고 있기 때문이다.

도표 8. Silicone Rubber Socket과 Spring Pin 특징 비교

구분	Silicone Rubber Socket	Spring Pin
기술	이방 전도성 Silicone Rubber 사용	Spring과 Pin을 결합 조립
품질	주파수 특성이 우수하여 High Speed, 극소 Pitch 대응 가능 반도체 단자에 손상을 주지 않음 Missing Ball 검출	금속 Pin과 Spring으로 구성되어 기계적으로 강도와 복원성에 한계 존재 (2.5mm 이하로 제작시 제품수명 감소 및 단가 상승) →1.5GHz High Speed 대응이 어려움
가격	구조가 간단하며 원자재에 대한 손실이 적음 높은 생산성으로 규모의 경제에 따른 낮은 비용 발생	복잡한 구조와 많은 공정으로 생산원가 높음 High Speed 제품일수록 공정별 불량율이 높아 고비용 발생
납기	대량 금형 생산체제 구비에 따른 단납기 가능	자동선반으로 Pin을 가공, 제작하여 단납기 대응 어려움

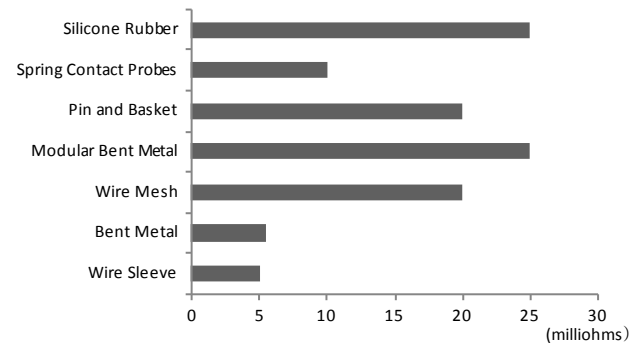
자료: ISC, 홍콩증권 리서치센터

도표 9. 최소 가능 Pitch



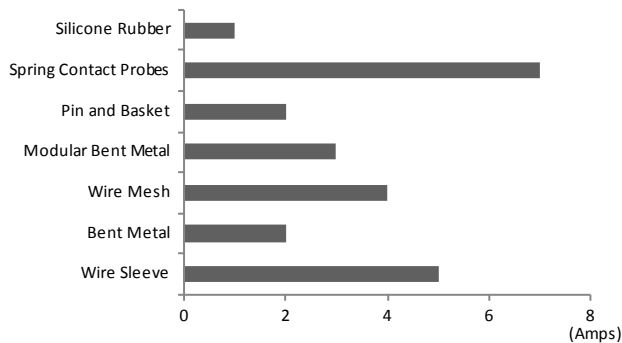
자료: 홍콩증권 리서치센터

도표 10. 저항 비교



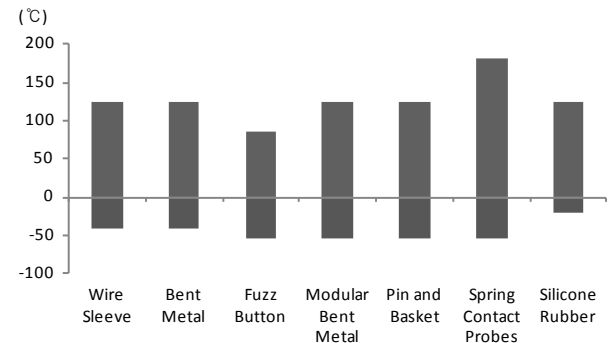
자료: 홍콩증권 리서치센터

도표 11. 허용 전류



자료: 홍콩증권 리서치센터

도표 12. 적용 가능 온도



자료: 홍콩증권 리서치센터

### 0.4mm 이하 미세 Pitch에서 Silicone Rubber에 대한 수요 증가

실제로 0.4mm pitch 이하로 내려가면서부터 Spring Pin에서 Silicone Rubber로의 전환 수요가 빠르게 증가하는 것으로 파악된다. 최근 모바일용 AP, LPDDR 검사에 사용되는 소켓의 경우는 0.35mm pitch가 요구된다. 이론적으로는 Spring Pin도 미세 간격에 대응 가능한 기술 수준을 확보하고 있다. 그러나 이론적인 부분외에 실제 생산된 제품의 특성과 생산성을 고려하면 미세 피치에서 Silicone Rubber의 우위가 두드러진다.

### High Speed에 대한 우수한 대응력 보유

일단 Spring Pin은 미세하게 만들수록 장점이었던 강도와 내구성이 감소할 수 밖에 없으며, 오히려 Silicone Rubber가 더 높은 내구성을 가지게 될 때도 있다. 그리고 Spring Pin은 금속 Pin과 Spring으로 이루어져 있어 제품 제작에 물리적인 한계가 있다. 일반적으로 핀의 높이는 3.1mm~4.7mm로 제작이 되는데, 1.5GHz 이상의 높은 속도에 대응하기 위해서 2.5mm이하로 제작시에는 단가가 높게 상승하고 제품 수명도 낮아지는 것으로 파악된다. 반면 0.3mm~1.2mm 높이로 제조되는 Silicone Rubber는 이러한 점에서 보다 자유롭게 대응이 가능하다.

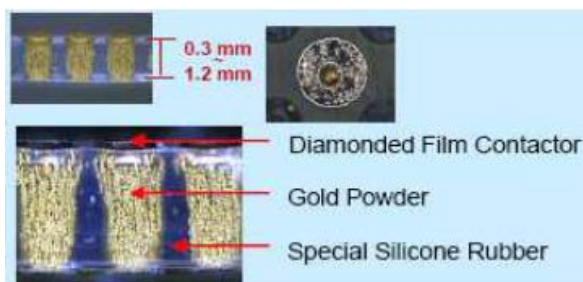
### 생산성 고려시 Silicone Rubber의 장점 더욱 부각

그리고 Silicone Rubber가 생산성이 더 높은 편이다. 일반적으로 하나의 Spring Pin은 4개의 부품으로 구성되는데 이를 생산하기 위해서는 봉형의 재료를 절삭 가공하여 각각의 부품을 만들고 이들을 수작업 내지는 반자동으로 조립을 해야한다. 반면에 Silicone Rubber 소켓 제조에는 Gold Powder가 혼합된 액상 고무를 플라스틱 사출과 유사한 방식으로 금형을 사용하여 성형하는 방법이 사용된다. 따라서 반도체 단자의 간격이 감소할 수록 Pin 가격은 급격하게 상승할 수 밖에 없는데 반해 Silicone Rubber는 생산성이 높아 규모의 경제에 따른 낮은 비용 발생이 가능하다.

### 반도체 입출력 단자에 손상 여부도 관련

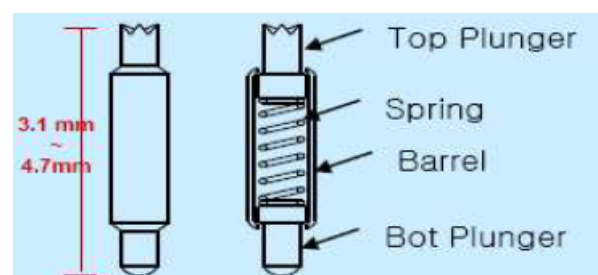
또한 단자에 손상을 주지 않는다는 점도 Silicone Rubber의 장점이다. 반도체의 단자를 형성하는 Solder Ball에 전기를 흘려주면 Ball 표면에 오염, 산화막이 형성된다. 이를 통과하기 위해서는 단자와 접촉하는 소켓이 이 막을 관통할 수 있도록 만들어 주면서 동시에 테스트시 발생하는 압력이 분산될 수 있도록 많은 접점을 만들어 주는 것이 필요하다. Spring Pin의 경우는 많은 접점을 물리적으로 가공하다보면 생산원가가 높아지는 문제가 발생하고, 생산원가를 고려하여 접점 수를 줄일 경우 단자에 손상을 주어 전체 반도체 성능에 부정적인 영향을 준다. 반면에 Silicone Rubber는 미세하게 50개 이상의 접점을 형성하는 것이 가능하기 때문에 압력을 분산시켜 단자에 손상을 주지 않는다.

도표 13. Silicone Rubber Socket 구조



자료: ISC, 홍콩증권 리서치센터

도표 14. Spring Pin 구조



자료: ISC, 홍콩증권 리서치센터

## 꾸준한 배당 성향 유지

현재 주가 수준에서  
2.0%의 배당 수익률 기대

동사는 2007년 이후로 매년 꾸준히 배당금을 지급하고 있다. 최근 3년간 평균 배당성향은 24.1%이다. 올해 예상 당기순이익인 184억원에 배당성향 24.1%를 적용하면 주당 600원의 배당금이 예상된다. 따라서 현재의 주가 수준에서 2.0%의 배당 수익률이 기대된다.

도표 15. 배당금 지급 추이

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E
당기순이익	38	29	4	46	124	103	105	184
배당금	9	8	5	22	29	29	22	44
배당성향	23.3	28.4	132.2	47.1	23.3	28.1	20.8	24.1
주당배당금	150	115	75	300	400	400	300	600
배당률	30.0	23.0	15.0	60.0	80.0	80.0	60.0	120.0
배당수익률	2.0	4.1	1.7	6.0	4.8	3.9	1.8	2.0

자료: DataGuide, 홍콩증권 리서치센터

## 희석 요인 13.4% 존재

CB, BW 각각 5.0%,  
8.4%의 희석 요인 존재

동사는 JMT 인수와 설비 투자 자금 마련을 위해 전환 사채와 신주인수권부 사채를 발행한 바 있다. 신주인수권부 사채 100억원의 신주인수권 행사 가능 기간은 7월 31일부로 시작되었다. 행사가액이 15,266원이기 때문에 현재의 주가 수준을 고려하면 연내 모두 행사될 가능성이 높아 보인다. 전환 사채와 신주인수권부 사채로 인한 희석 효과는 13.4%이다.

도표 16. 미상환 전환 사채 및 신주인수권부 사채 현황

구분	발행일	만기일	권면총액	전환 및 행사 가능기간	전환 및 행사가액	전환 및 행사가능 주식수	희석효과
CB	2014.03.14	2017.09.14	70	2015.3.14~2017.9.8	18,114	385,802	5.0
BW	2013.07.31	2018.07.31	100	2014.7.31~2018.6.30	15,266	655,050	8.4
					합계	1,040,852	13.4

자료: ISC, 홍콩증권 리서치센터



## 고부가가치제품 증가로 실적 성장 지속

해외 고객사향 고부가가치  
제품 매출 증가로 실적  
성장 지속

동사의 2분기 실적은 매출액 194억원(+ 25.4% QoQ, + 23.7 YoY), 영업이익 77억원(+ 44.3% QoQ, + 18.3% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 국내 고객사의 경우 예년에 비해서 실적이 감소함에 따라서 동사의 관련 물량도 감소하고 있다. 그러나 해외 고객사의 신규 AP에 대한 테스트 소켓 매출이 증가하면서 전사 실적 성장이 지속될 것으로 보인다. 기존 제품 대비 고부가가치의 제품이 납품되고 있어 수익성 개선도 이루어질 것으로 보인다. 현재 진행되고 있는 해외 고객사의 AP 테스트 소켓의 경우 신규 제품 출시 일정에 따라서 하반기에도 성장세가 이어질 수 있을 것으로 예상된다. 따라서 연간 실적은 매출액 713억원(+ 25.5% YoY), 영업이익 262억원(+ 29.1% YoY)을 기록할 것으로 전망된다.

도표 17. 분기별 실적

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2012	2013	2014E
매출액	125	157	149	137	155	194	199	165	531	568	713
Test Socket	119	152	144	131	142	174	175	142	511	546	633
Burn-in					0	2	3	4			9
Spring Pin	0	0	0	0	3	7	9	8	0	1	27
기타	5	5	5	6	10	11	12	11	6	21	44
매출액(QoQ)	2.6	26.2	-5.1	-8.0	13.0	25.4	2.5	-17.5			
Test Socket	12.0	27.0	-5.0	-9.1	8.7	22.2	0.6	-18.9			
Burn-in							37.5	6.1			
Spring Pin	66.7	200.0	-66.7	200.0	783.3	164.2	28.6	-11.1			
기타	247.9	3.4	-5.4	20.2	69.8	10.0	9.1	-8.3			
매출액(YoY)	46.6	-2.2	-8.7	13.0	24.4	23.7	33.6	19.9	21.1	7.1	25.5
Test Socket	43.9	-4.7	-10.9	22.9	19.2	14.7	21.4	8.4	22.5	7.0	15.9
Burn-in											
Spring Pin	25.0	200.0	0.0	400.0	2,550.0	2,233.3	8,900.0	2,566.7		135.3	3,231.3
기타	245.5	267.4	237.9	309.0	99.6	112.4	144.9	86.8	-72.6	264.9	109.7
영업이익	43	65	49	45	53	77	74	63	184	203	262
영업이익률	34.5	41.4	33.0	33.0	35.5	39.5	36.4	35.5	34.7	35.7	36.5

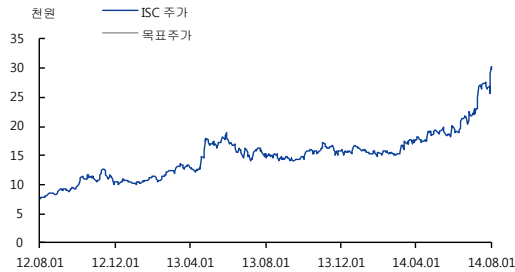
자료: ISC, 홍콩증권 리서치센터

도표 18. ISC- 재무상태표 (단위: 십억원)						도표 19. ISC- 포괄손익계산서 (단위: 십억원)					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	31.6	40.8	66.8	91.4	119.7	매출액	53.1	56.8	71.3	95.2	113.0
현금 및 현금성자산	15.0	22.6	40.3	59.2	83.4	매출원가	23.4	24.4	30.2	40.1	47.7
매출채권 및 기타채권	7.0	8.3	10.4	13.8	16.4	매출총이익	29.7	32.4	41.1	55.1	65.3
재고자산	2.1	3.2	4.0	5.3	6.3	매출총이익률(%)	56.0	57.1	57.7	57.9	57.8
기타유동자산	0.9	1.9	2.4	3.2	3.9	판매비와관리비	11.3	12.2	14.9	20.1	23.2
비유동자산	57.5	64.6	66.7	67.7	69.1	조정영업이익	18.4	20.3	26.2	35.0	42.1
관계기업투자등	18.9	21.1	17.4	14.4	12.4	조정영업이익률(%)	34.7	35.7	36.8	36.8	37.3
유형자산	20.7	21.2	25.0	27.1	28.7	발표영업이익	18.4	20.3	26.2	35.0	42.1
무형자산	2.9	2.7	3.2	3.4	3.5	비영업손익	-4.3	-5.5	-2.5	-1.7	-0.3
자산총계	89.1	105.4	133.4	159.1	188.9	순금융손익	0.4	0.1	0.1	0.1	0.5
유동부채	12.1	10.5	14.9	18.7	21.5	외환관련손익	-1.0	-0.1	0.1	0.1	0.1
매입채무 및 기타채무	1.6	3.2	4.0	5.3	6.3	관계기업등 투자손익	-4.0	-5.0	-3.7	-3.0	-2.0
단기금융부채	5.0	1.6	3.7	3.7	3.7	세전계속사업이익	14.1	14.8	23.8	33.3	41.8
기타유동부채	5.5	5.8	7.3	9.7	11.5	세전계속사업이익률(%)	26.6	26.0	33.4	35.0	37.0
비유동부채	2.1	9.3	15.1	15.4	15.7	계속사업법인세	-3.8	-4.3	-5.3	-7.3	-9.2
장기금융부채	0.2	7.3	12.9	12.9	12.9	계속사업이익	10.3	10.5	18.4	26.0	32.6
기타비유동부채	0.7	0.7	0.9	1.2	1.4	중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	14.2	19.8	30.1	34.1	37.2	당기순이익	10.3	10.5	18.4	26.0	32.6
지배주주지분	74.9	85.5	103.2	124.8	151.5	순이익률(%)	19.5	18.5	25.9	27.3	28.8
자본금	3.8	3.8	3.9	3.9	3.9	지배주주	10.3	10.4	18.4	26.0	32.5
자본잉여금	31.7	34.8	36.2	36.2	36.2	비지배주주	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	44.2	51.9	68.1	89.6	116.3	총포괄이익	10.5	10.6	18.4	26.0	32.6
비지배주주지분(연결)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	지배주주	10.5	10.5	18.4	26.0	32.5
자본총계	74.9	85.6	103.3	125.0	151.7	비지배주주	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0

도표 20. ISC- 현금흐름표 (단위: 십억원)						도표 21. ISC- 주요투자지표					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
영업활동으로 인한 현금흐름	14.9	16.9	23.4	29.2	35.3	성장성(%)					
당기순이익(손실)	10.3	10.5	18.4	26.0	32.6	매출액	21.0	7.1	25.5	33.5	18.7
비현금수익비용가감	11.0	13.1	8.1	12.7	13.5	조정영업이익	22.0	10.1	29.5	33.5	20.3
유형자산감가상각비	2.3	2.1	2.7	3.4	3.7	세전계속사업이익	-19.7	4.6	61.1	40.1	25.3
무형자산상각비	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	EBITDA	24.2	7.6	29.1	32.5	19.2
기타	-0.4	-1.4	1.6	1.1	1.1	EPS	-16.9	1.2	76.3	41.0	25.4
영업활동으로 인한 변동	-1.8	-2.3	1.7	-2.2	-1.6	수익성(%)					
매출채권 및 기타채권	-0.5	-0.7	1.2	-3.5	-2.6	ROA(%)	11.9	10.8	15.5	17.8	18.7
재고자산	-0.9	-1.3	1.5	-1.3	-1.0	ROE(%)	14.5	13.0	19.5	22.8	23.6
매입채무 및 기타채무	0.0	1.3	-0.2	1.3	1.0	EBITDA마진(%)	39.7	39.8	41.0	40.6	40.8
법인세납부	-4.6	-4.4	-4.9	-7.3	-9.2	안전성(%)					
투자활동으로 인한 현금흐름	-7.7	-12.6	-12.4	-5.0	-4.5	유동비율(%)	260.1	387.9	446.7	488.2	556.4
유형자산처분(취득)	-4.7	-6.7	-5.5	-5.5	-5.3	부채비율(%)	19.0	23.2	29.1	27.3	24.5
무형자산감소(증가)	-0.6	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	순차입금/자기자본(%)	-21.8	-21.8	-32.3	-41.9	-50.5
장단기금융자산	-1.7	1.9	-1.1	0.0	0.0	EBITDA/이자비용(X)	90.7	67.6	69.4	48.9	58.3
기타투자활동	-0.8	-7.3	-5.4	0.9	1.3	주당지표					
FCF	13.5	14.0	16.2	22.9	29.5	EPS(원)	1,329	1,345	2,371	3,343	4,192
재무활동으로 인한 현금흐름	-4.9	3.5	6.6	-5.2	-6.6	BPS(원)	10,280	11,651	13,934	16,711	20,149
장단기금융부채감소(증가)	-1.8	6.5	7.0	0.0	0.0	CFPS(원)	1,668	1,649	2,754	3,816	4,706
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	DPS(원)	400	300	600	800	1,000
배당금지급	-2.9	-2.9	-2.2	-4.4	-5.9	Valuation지표(배)					
기타재무활동	-0.2	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	P/E(x)	7.8	12.1	12.6	8.9	7.1
현금의 증가	1.9	7.6	17.7	19.0	24.2	PBR(x)	1.0	1.4	2.2	1.8	1.5
기초현금	13.1	15.0	22.6	40.3	59.2	P/CF(x)	6.2	9.9	10.9	7.8	6.4
기말현금	15.0	22.6	40.3	59.2	83.4	EV/EBITDA(x)	3.0	4.8	6.9	4.7	3.4

## ISC- 주가 및 당사 목표주가 변경



## 최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	목표주가	날짜	투자의견	목표주가
2014/08/04	BUY	38,000원			

## 기업 투자의견 (향후 12개월 기준)

- Strong Buy (적극매수): Buy 등급 중 High Conviction 종목
- Buy (매수): 20% 초과
- Trading Buy (매수): 10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우
- HOLD (중립):  $\pm 10\%$  등락
- Reduce (매도): -10% 미만

## 산업 투자의견 (향후 6개월 기준)

- Overweight (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- Neutral (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준( $\pm 5\%$ ) 예상
- Underweight (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

## Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 이관수)