

한미반도체 탐방보고서

'성장성 있는 고배당주'

발로 뛰는 가치투자 연구소 김종혁

2010년 11월 07일 -> 주가: 8,270원, 시가총액: 2,103억
(2010년 예상 매출액 1,700억, 영업이익 333억, 순이익 405억)
목표주가: 10,000원, 현재 20% 괴리율



<회사 현황>

당사는 1980년에 설립이후 반도체 금형을 시작으로 30년간 반도체 장비제조에 영업을 해왔고 현재 고객들은 전세계 200여곳이나 된다.

반도체 장비는 회로설계 -> 실리콘 웨이퍼 제조 -> 웨이퍼 가공후 칩생산 -> 조립검사의 단계를 거친다. 당사의 경우 후공정으로 조립검사단계에 쓰인다고 보면 된다.

(당사가 하는 일을 '패키징'한다고 하는데.. 패키징이란? 반도체 웨이퍼에서 작은 조각들인 반도체 소자들이 나오면 이 소자들을 절단해서 각각의 플라스틱이나 금형에 집어 넣는 것을 말한다.)

이해를 돕기 위해서 아주 쉽게 말해 보겠다...

우리가 어릴 때 설탕과 소다를 넣고 뽑기를 했을 것이다. 동그랗고 노란 설탕가루에 별모양과 세모모양등 다양한 모양을 깨뜨리지 않고 잘 잘라서 아저씨에게 가져다 주면 아저씨가 하나 더 주었던 것을 기억할 것이다.

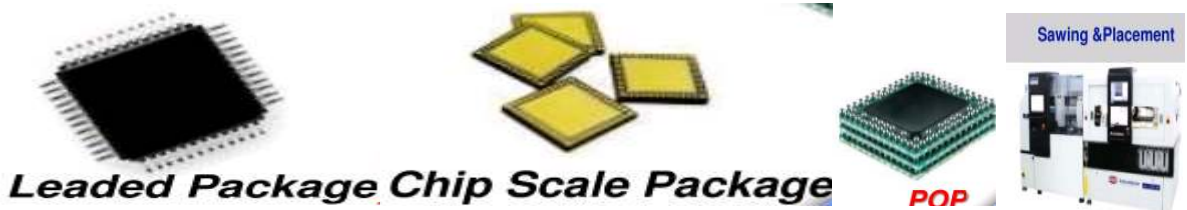
이 회사의 장비는 뽑기로 비유하면 그 별모양과 세모모양들을 잘 잘라주는 역할을 한다. 즉, 메모리 카드들을 Sawing & Placement장비 안에 넣으면 하나의 개별화된 패키지로 절단을 하고 이를 건조, 비전검사, 선별, 분류, 적재하는 장비를 판다.

당사의 반도체 장비개발이력을 보면 ..

1990대에는 Leaded Package라고 해서 아래 그림처럼 크기가 조금은 크고 사다리모양이 반도체 옆에 쪽~~깔려있다.

2000년 초반에 Chip Scale Package라고 해서 반도체 크기가 점차 작아지고 다리가 사라지는 패키징을 하게된다.(현재 이게 대세임)

이후 2000년 중반에 가까워지면서 POP단계에 이르게 되는데 기존 반도체를 적층하는 구조의 패키징이 가능하게 된다.(쉽게 Chip Scale Package들을 쌓아 올린다고 보면 된다.)



당사의 경우 S&P(Sawing & Placement)(위에 그림 제일 오른쪽에 장비)의 매출규모가 전체 매출의 66%를 차지하고 있다. 그리고, 비공식적인 답변으로는 Sawing & Placement 장비쪽의 당사의 시장 점유율은 80%정도가 된다고 답변을 받았다. 게다가, 생각보다 진입장벽이 높다고 한다. 참고로 경쟁회사는 지금 적자상태이다.

Cam Press Trim & Form이란 장비가 있는데 리드 패키징을 절단, 검사, 분류, 불순물제거등을 하게 된다. 이 장비의 매출액이 10년 3분기 기준으로 3%정도를 차지한다.(과거 3년전에는 전체 매출의 9%비중) 또한, PCB Sawing Sorter 장비의 매출액이 8%대로 전체 매출비중에 2번째로 높다.

그런데, 최근 수주잔고에 변화가 생겼다. 10년 3분기 기준 수주잔고 1,064억에서 태양광에 들어가는 장비가 148억을 차지하고, 신규 반도체장비는 191억을 차지하고 있다. 이 부분에서 회사의 성장동력을 추가로 발생시키게 될 것이라 생각한다.

보통 이런 장비들의 경우 빠르면 2~3년.. 일반적으로 3~4년에 장비교체가 있고, 당사의 경우 공급자 파워가 있다고 보여지며, 장비가격은 꾸준히 조금씩 올라가는 정도라고 했다.

특히 하이닉스등 반도체 전문업체들이 후공정에 대해서 외주를 많이 주는 편이다. 이를 통해서 대만에 패키징업체들이 많이 있고, 반도체가 있는한 패키징 업체들은 계속해서 살아 있을 것이라고 보여지며 당사의 경우도 이를 통해서 꾸준히 매출이 나올 것으로 기대한다.

지역별로 매출비중을 보면.. 국내가 07년 34%의 비중에서 2010년 3분기 기준 15%정도로 낮아졌으며 상대적으로 대만업체와 중국업체가 늘어났는데 그중에서도 대만업체의 비중이 07년 19%에서 현재 39%로 전체의 매출중에서 대만이 이제 1등 매출기여도를 보여주고 있다. (패키징에 외주물량이 늘어나면 늘어날수록 당사의 경우 유리한 부분이라고 생각한다.)

올 4분기에 약 400억이상의 매출이 예상되고 있고, 향후 하이닉스의 비메모리에 투자규모가 증대 되면 후공정이 아웃소싱이 되면서 당사의 장비수요도 추가로 증가할 것으로 보고 있다. 아마도 내년 3월이후 그런 수요가 증가될 것으로 기대하고 있다.

2011년도 예상 실적 비중에서 반도체 신규장비에서 15%, 태양광 15%, LED 7%, PCB 10%정도로 새로운 부분의 매출이 상당부분 올라오는 모습을 그리고 있다.

내년 예상 매출액 2,040억에 OP마진 408억을 예상하고 있고, 340억정도의 순이익이 난다고 가정하면 시가총액 2,100억정도면 싸보이는 주가수준이라고 보여진다. (2011년 PER 7배수준)

내년기준으로 PER 9배정도를 본다면 주가는 현재 20%정도 업사이드가 가능 할 것으로 보인다.

당사의 또 다른 특징들은 무차입경영을 하고 있다는 것과 자회사중에서 해외자동차 판매와 관련된 한미오토모티브등을 보유하고 있다는 것과 단기투자로 프로텍의 지분의 5%정도를 보유하고 있다는 점이다.

무차입경영을 한다는 것은 회사를 보수적으로 운영한다는 것을 말하고 경기가 나쁠 때 방어력은 좋지만 호황일 때 레버리지 효과는 작아진다는 것이다.

자회사중에서 해외자동차 판매와 관련된 회사가 있다는 것은 남자의 로망인 자동차관련 비즈니스에 관심이 있다는 것과 동시에 사업의 에너지의 집중도를 떨어뜨리는 게 아닐까 라는 개인적인 생각이 들기도 하다.

또한, 루멘스에 이어서 프로텍의 지분투자도 돈을 벌게 될 것 같다는 느낌이 들었다.

루멘스의 사례도 보았지만 당사가 주식투자를 잘 한다고 생각이 드는데, 업종에 몸담고 있으면서 괜찮은 회사를 발굴하는 것은 일반 투자자보다 훨씬 용이하고, 업황과 트렌드를 찾는 관점에서도 좋다고 보여진다. 프로텍 또한 참고로 관찰해 볼만한 기업이라고 판단된다. (참고로 실제 포르텍의 실적이 빠른 속도로 좋아지고 있다.)

당사의 배당성향 또한 꾸준히 유지를 할 것으로 기대되며 **올해기준 400원의 배당을 예상한다면 시가배당율만 5%정도된다.** 향후에도 배당성향은 꾸준히 유지 될 것이라는 점을 고려한다면 배당 투자로도 괜찮은 방법이 될 것이라 생각된다.

현재 직원은 550명이고 최근 50명을 추가했다고 하며.. 이정도 직원이면 총매출 2400억정도까지는 문제가 없다고 판단하고 있다. 올해 예상매출액이 1700억 정도라면 현재보다 41%의 매출이 늘어나도 문제가 없다고 한다. 즉, 매출이 40~50%정도 점프해도 고정비인 인건비는 그대로라면 이부분 만큼 추가 이익이 더 생긴다고도 볼 수 있다.

또한 R&D인력이 전체의 30%정도이며, 연구개발비에 연간 80억대정도씩 사용하고 있다.

다행히 회계상으로 개발비에 포함된 연구개발비가 없어서 회계를 보수적으로 하고 있다는 점과 담당자의 말로도 회계적으로 재고나 R&D가지고 문제가 될 것은 전혀 없다고 강하게 말한 것을 보더라도 회계적인 문제점은 찾기 힘들다.

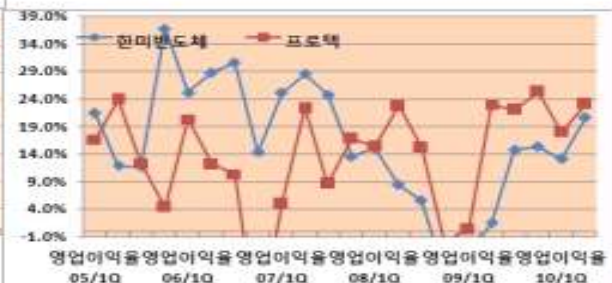
단지 매출채권이 올 2분기에 600억대로 최근 3년평균 280억대정도에서 많이 늘어난 부분에 대해서는 작년보다 매출액이 2배정도 증가하는 모습이 나온 것이고 그것으로 매출채권이 늘었다고 보여진다고 하며, 당사에서도 매출채권관리를 좀더 타이트 하게 할 것이라고 했다.

<참고자료>

*실질영업이익: 영업이익 -이자비용+지분법손익+감가상각 (회사가 실질적으로 벌은 돈의 합)

기업명	한미반도체	프로텍
	진출처분의 순지	유출처분의 순지

상관계수	분기 매출액	분기 영업이익	분기 순이익	시가총액
	54.4%	17.0%	37.8%	39.7%



NAme	시가총액	ROE	영업이익율	PER
한미반도체	2,103	20.9	16.9	6.4
		매출액증가율	영업증가율	순이익증가율
최근분기 VS 전년동기		411	6695	19059
직전분기 VS 전년동기		195	1138	196
	2007.12	2008.12	2009.12	2010.03
매출채권회수기간(주간)	13.7	13.9	24.1	37.4
재고자산보유기간(주간)	11.2	21.8	22.4	22.2
영익대비 감가상각비중	12.1%	78.0%	35.8%	11.2%
부채비율	27%	21%	40%	38%
ROE	12.9%	3.5%	3.3%	12.9%
실질 영업 ROE	15.7%	4.9%	4.6%	7.9%
영업이익율	24%	7%	11%	18%
실질 영업이익율(영-이+지+감)	29%	14%	13%	20%
당기순이익율	24%	10%	9%	32%
(EBITDA - CAPEX)/자기자본	8%	-6%	4%	9%
PSR	1.8	2.9	2.8	0.6
PER	7.7	28.8	30.0	1.9
실질 영업이익 PER	6.4	20.4	21.9	3.1
PBR	1.8	1.8	1.7	1.3
PRR(주가연구비용)		26	24	11
매출액증가율		-38.3%	5.3%	347.3%
실질영업이익증가율		-68.8%	-6.8%	595.8%
Tip		0	0	0
입력할 부분은 빨간색!!	개발비 비중	0%	0%	0%
가장 중요한 것은 기업의 해자, 즉 경쟁력과 기술력이다!!				
* 재고자산의 증가=> 매출증가대응하기위해 VS 물건 안팔려서				

과목	2007년12월	2008년12월	2009년12월	2010년06월
매출액	1,157	714	752	841
매출원가	687	463	488	567
판매비와 일반관리비	197	201	183	122
영업이익	273	50	81	152
순금융비용	-22	-16	-4	1
지분법손익	2	-2	-18	-1
당기순이익	272	73	70	272
실질 영업이익(영-이+지+감)	330	103	96	167
매출채권	305	191	348	605
재고자산	148	194	210	242
매입채무	102	96	186	336
자본총계	1192	1,155	1,248	1,579
부채총계	327	244	503	602
연구개발비		81	86	47
영업활동현금흐름	214	103	-1	52
당기순이익(손실)	272	73	70	272
유무형자산감가상각비	33	39	29	17
매출채권증가	-39	121	-163	-241
재고자산증가	-40	-48	-17	-32
매입채무증가	6	-30	97	130
투자활동현금흐름	-176	51	-133	339
재무활동현금흐름	-60	-93	113	-28
기말현금	43	103	82	445
EBITDA (영익+감상)	306	89	110	169
CAPEX (설비투자)	-205	-161	-66	-28
EBITDA - CAPEX	101	-72	44	141