

네패스

공급망 재편이 여는 기회

국내 유일 WLP(Wafer Level Package) 전문 후공정 업체

네패스는 1990년 설립되어 2000년대 초반 비메모리 후공정에 진입, 국내 WLP 수요 대부분을 담당해왔다. 연결 기준 반도체 비중이 70% 이상이며, 모바일AP, PMIC, 이미지센서, OLED DDI 등에 WLP 서비스를 제공한다. 국내에서 직접 경쟁사가 제한적인 니치 포지션을 확보하고 있다.

첨단 패키징 성장 국면, 기술 경쟁력 유효

전방 수요가 스마트폰에서 AI 서버·자동차 등으로 이동하며 Fan-out 등 첨단 패키징이 부각되고 있다. 와이어·기판 등 일부 부품을 제거해 신호 경로를 짧게 하고 발열을 줄이는 어드밴스드 패키징은 고속 연산이 요구되는 영역에서 채택이 늘고 있다. 동사는 국내에서 WLP를 주력하는 대표적 업체로, 2000년대 초반부터 비메모리 WLP 수요를 담당해온 레퍼런스를 보유하고 있다. 첨단 패키징 성장 국면에서 동사의 기술 경쟁력이 유효하게 작용할 여지가 있다.

지정학적 공급망 재편에 따른 반사이익

BIS 규제와 대만 리스크 분산 수요로 한국이 공급처 다변화 옵션으로 부상하고 있다. 글로벌 반도체 밸류체인에서 지정학적 리스크 헤지 수요가 커지는 가운데, 첨단 패키징 기술력을 보유한 국내 업체들의 전략적 가치가 부각되고 있다. 동사는 Cu pillar 등 난이도 높은 공정에서 기술력을 확보하고 있으며, 국내에서 해당 기술로 사업을 영위하는 업체는 드물다. BIS 규제 이후 중국에서 이동하는 물량 중 일부가 동사로 유입되기 시작했으며, 신규 고객 확보로 이어질 것으로 기대한다.

밸류에이션 및 리스크

현재 PBR 3.4배 수준에서 거래 중이다(과거 3Y 평균 1.9배). 국내 피어(LB세미콘, SFA반도체, 시그네틱스) 평균 PBR 1.7배 대비 프리미엄에 거래 중이다. 흑자전환 초기 구간으로 PER보다 PBR 밸류에이션 해석이 적합하다. 다만 반도체 매출의 상당 부분이 특정 고객사에 연동되어 있어 업황 변동에 따른 실적 민감도가 높다. 신규 고객 매출 본격화 시점이 지연될 경우 밸류에이션 리레이팅이 제한될 수 있다.

** 본 자료는 26년 1월 29일 탐방을 바탕으로 작성되었습니다.

결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023	2024
매출액 (십억원)	344	418	588	469	464
영업이익 (십억원)	-4	-16	-7	10	3
영업이익률 (%)	-1.2	-3.8	-1.2	2.1	0.6
순이익 (십억원)	-49	-40	78	-98	-62
EPS (원)	-2,115	-1,721	3,364	-4,270	-2,699
ROE (%)	-23.3	-20.6	36.5	-49.7	-48.2
P/E (배)	-20.1	-22.3	4.7	-4.6	-2.4
P/B (배)	4.7	5.0	1.4	2.9	1.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 네패스, 미래에셋증권 리서치센터

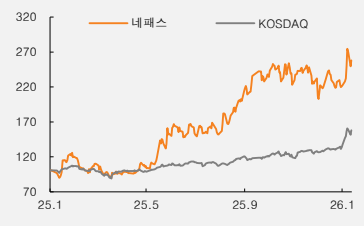
Not Rated
현재주가(26/2/3) 18,310원

영업이익(25F,십억원) -
Consensus 영업이익(25F,십억원) -

EPS 성장률(25F,%) -
MKT EPS 성장률(25F,%) -
P/E(25F,x) -
MKT P/E(25F,x) -
KOSDAQ 1,144.33

시가총액(십억원) 422
발행주식수(백만주) 23
유동주식비율(%) 72.7
외국인 보유비중(%) 10.3
베타(12M) 일간수익률 1.44
52주 최저가(원) 6,370
52주 최고가(원) 19,490

(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.8	67.8	186.5
상대주가	-7.6	13.3	76.2



[반도체]

장다현

dahyun.jang@miraesasset.com

I. 실적 및 밸류에이션

1. 실적

3Q25 매출 1,375억원(+26% YoY, +5% QoQ), 영업이익 108억원(흑전 YoY, +35% QoQ)을 기록했다. 3Q25 누적 영업이익은 224억원으로 전년 대비 101% 증가했다. 원가율 개선, 비가동 장비 및 비핵심 자산 정리 등 비효율성 제거가 실적 개선을 견인했다.

부문별로 반도체는 주요 고객사 회복과 신규 고객 업사이드가 동시에 나타나고 있다. 테스트는 주요 고객사 의존도가 90% 이상이나 원가 절감을 통해 수익성을 개선 중이다. 전자재료는 HBM향 재료 공급이 늘며 3년 만에 분기 200억원 이상으로 실적이 상승 전환했다.

25년 연간 컨센서스 매출 5,265억원, 영업이익 285억원, 26년 매출 5,626억원, 영업이익 396억원이다. 2차전지 탑라인 감소 가능성에 따라 연결 매출 성장은 제한적이나, 반도체 중심 이익 레버리지는 확대되는 상황이다. 코로나 전후 집행한 약 1조원 규모 CapEx 설비의 감가상각이 마무리 단계에 접어들고 있고, 글로벌 GPU 업체향 전력반도체 매출이 본격화되고 있다는 점을 고려할 때 현 컨센서스는 달성 가능한 수준으로 판단한다.

표 1. 네패스 실적 테이블

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2022	2023	2024
매출	109.4	125.3	126.5	107.8	121.3	128.5	108.9	105.7	129.4	130.9	137.5	588.0	469.0	464.3
YoY	-17%	-20%	-20%	-24%	11%	3%	-14%	-2%	7%	2%	26%	41%	-20%	-1%
QoQ	-22%	15%	1%	-15%	13%	6%	-15%	-3%	22%	1%	5%			
반도체	73.5	93.0	90.6	79.9	87.9	93.3	75.5	74.7	92.9	89.8	86.9	451.8	337.0	331.5
전자재료	16.1	15.3	15.5	16.8	17.3	19.0	20.4	21.7	20.8	21.3	24.6	74.0	63.8	78.3
2차전지	19.7	16.8	20.2	10.9	15.9	16.1	12.7	9.0	15.6	19.6	25.8	62.1	67.7	53.8
기타	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.5	0.7
매출원가	106.9	108.3	109.5	76.7	98.6	101.7	97.3	99.0	109.1	104.7	107.2	464.0	401.4	396.6
매출원가율	98%	86%	87%	71%	81%	79%	89%	94%	84%	80%	78%	79%	86%	85%
매출총이익	2.5	17.1	16.9	31.1	22.7	26.8	11.6	6.7	20.3	26.2	30.3	124.0	67.6	67.8
매출총이익률	2%	14%	13%	29%	19%	21%	11%	6%	16%	20%	22%	21%	14%	15%
판관비	31.5	31.4	31.5	-36.9	16.3	16.2	17.4	14.4	16.7	18.2	19.5	130.7	57.5	64.4
영업이익	-29.0	-14.3	-14.6	68.0	6.4	10.6	-5.8	-7.8	3.6	8.0	10.8	-6.7	10.1	3.4
영업이익률	-27%	-11%	-12%	63%	5%	8%	-5%	-7%	3%	6%	8%	-1%	2%	1%
법인세차감전순이익	-33.5	29.0	-19.4	-87.3	-10.4	-38.2	-22.2	-4.5	12.4	1.6	4.6	83.9	-111.2	-75.3
법인세비용	-2.2	-1.6	0.1	1.9	2.0	-2.0	-0.7	4.8	3.9	-6.5	0.4	-10.7	-1.8	4.1
지배주주순이익	-30.4	30.0	-19.2	-78.8	-13.3	-28.3	-18.2	-2.4	8.9	7.0	3.1	77.6	-98.5	-62.2
지배주주순이익률	-28%	24%	-15%	-73%	-11%	-22%	-17%	-2%	7%	5%	2%	13%	-21%	-13%

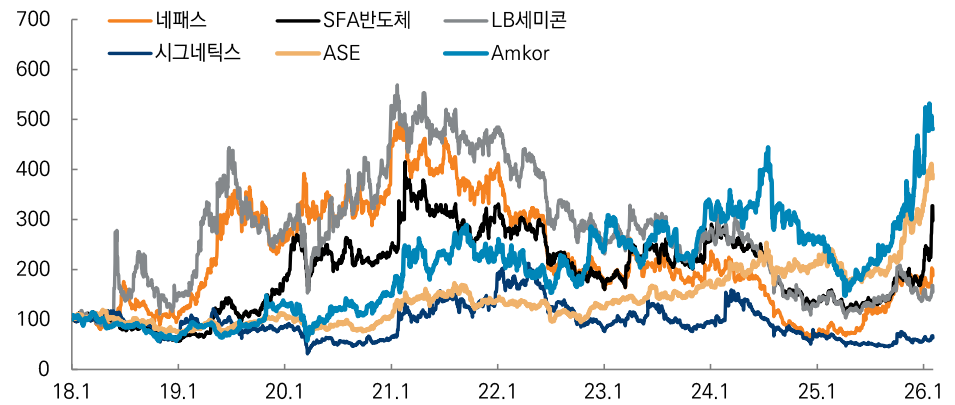
자료: 네패스, 미래에셋증권 리서치센터

2. 밸류에이션

현재 PBR 3.4배 수준에서 거래 중이다(과거 3Y 평균 1.9배). 24년 적자로 PER 해석이 제한적인 만큼 PBR 중심의 밸류에이션 해석이 적합하다. WLP 기반 첨단 패키징을 주력하는 국내 상장 피어가 부재해 후공정 생태계 내 포지션이 유사한 LB세미콘, SFA반도체, 시그네텍스를 피어로 선정했다. 국내 피어 평균 PBR 1.7배 대비 프리미엄에 거래 중이다.

그림 1. 피어 주가 추이 비교

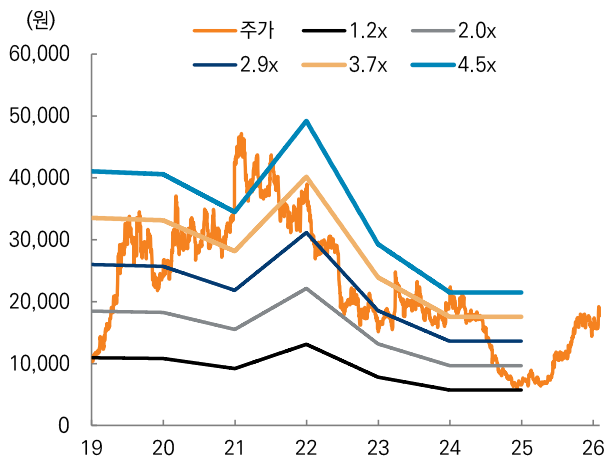
(2018.1.1=100)



주: 26.2.3 종가 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

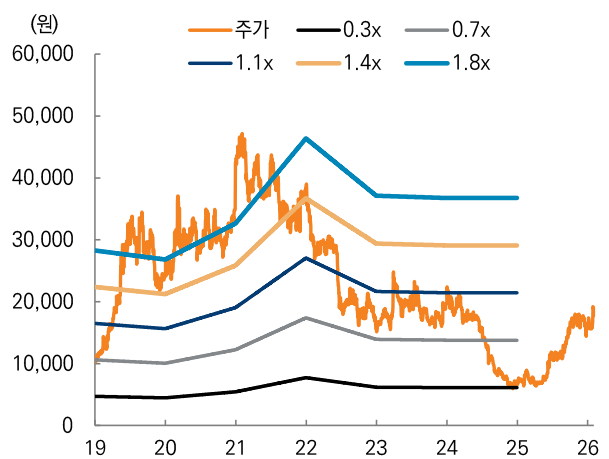
그림 2. 네패스 PBR 밴드 차트



주: 26.2.3 종가 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 네패스 PSR 밴드 차트



주: 26.2.3 종가 기준

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 피어 밸류에이션 테이블

(원, 십억원, %, 배)

국가	기업명	주가	시가총액	매출	영업이익	영업이익률	수익률					PBR	PSR
				2024	2024	2024	5D	1M	3M	6M	12M		
한국	SFA반도체	7,560	1,240	400	0	0.0	17.4	46.4	67.2	141.3	141.3	2.6	3.8
	네패스	18,310	425	464	3	0.7	-0.3	11.8	4.4	67.8	186.5	3.4	0.8
	LB세미콘	4,490	261	451	-19	-4.2	4.4	0.7	-10.4	17.5	19.7	0.8	0.5
	시그네틱스	920	79	118	-26	-21.9	7.0	12.2	14.0	45.1	12.6	1.6	0.8
대만	ASE	302	1,340	25,308	1,665	6.6	-1.5	17.1	26.4	104.7	91.7	4.2	2.1
미국	Amkor	46	11	8,497	615	7.2	-8.9	7.7	22.2	112.6	92.9	2.7	1.8

주1: 26.2.3 종가 기준

주2: 글로벌 OSAT(ASE, Amkor)는 규모 및 사업 포트폴리오 차이로 참고용으로 기재

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

II. 기업 분석

1. 기업 개요

1990년 전자재료 사업으로 설립되어 현재는 전자재료, 반도체 후공정, 2차전지 3개 축으로 사업을 전개하고 있다. 전자재료는 1990년대 반도체·디스플레이 제조사가 전량 수입에 의존하던 일부 재료를 국산화하며 시작했고, 30년 이상 전사 캐시카우 역할을 해왔다. 24년 연결 매출 기준 반도체 비중이 70% 이상이며, 나머지를 전자재료와 2차전지가 분담한다.

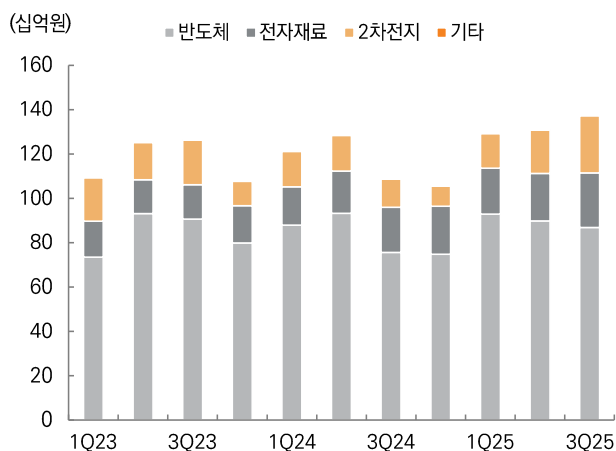
2. 사업부 구성

반도체 후공정: 2000년대 초반 비메모리 영역에 진입했다. 당시 국내에는 WLP 수요와 공급 인프라가 부재했는데, 동사는 와이어 본딩이나 기판에 의존하지 않는 첨단 패키징에서 출발해 국내 비메모리 WLP 수요 대부분을 담당해왔다. 국내 대형 IDM 시스템LSI와 연동이 크며, 주요 제품군은 모바일AP, PMIC, 이미지센서, OLED DDI 등의 WLP 서비스다. 기존 고객 외 신규 고객의 기여가 실적 성장을 견인할 전망이다.

전자재료: 레거시 사업이지만 HBM향 재료 공급이 늘며 3년 만에 실적이 상향 전환했다. 분기 200억원 이상의 매출을 기록하고 있고, HBM 수혜가 직접적으로 나타나는 영역이다.

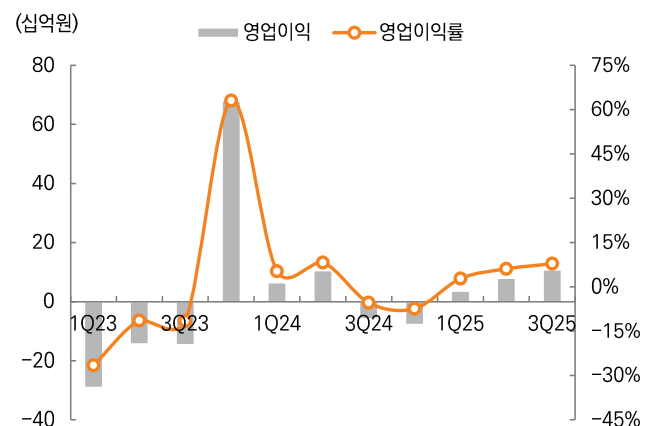
2차전지: 반도체 중심 포트폴리오의 헤지 목적으로 2010년대 중반 시작했다. 셀 업체 대상 리드탭 공급 사업을 전개하고 있으며, 파우치형 업체 중심이라 변동성이 있는 사업부다.

그림 4. 사업부별 매출액 추이



자료: 네패스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 사업부별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 네패스, 미래에셋증권 리서치센터

WLP (Wafer Level Package)
웨이퍼 상태에서 범프 형성,
재배선 등 패키징 공정을 완료한
후 다이싱하는 기술

PLP (Panel Level Package)
원형 웨이퍼 대신 대면적 사각
패널(600mm x 600mm 등)을
기판으로 사용하는 패키징 기술

3. 제품 및 기술 포트폴리오

동사의 핵심 기술은 WLP(Wafer Level Package)다. 칩 자체에 범프를 형성해 플립칩 방식으로 부착하며, 와이어가 불필요하고 신호 경로가 짧아 발열이 감소한다. 기존 컨벤셔널 패키지 대비 두께를 1/3 수준(1.4mm→0.4mm)으로 줄일 수 있다. 동사는 8인치와 12인치 WLP 라인을 모두 보유하고 있으며, 국내 비메모리 WLP 수요를 초기부터 담당해왔다.

Fan-out WLP/PLP: 칩 외곽으로 영역을 확장해 단자·배선을 늘리는 기술이다. 전공정 투자 효율을 유지하면서 패키지 성능을 높이는 방향으로, 이중 칩 연결 및 칩 적층으로 기술이 확장 중이다. 동사는 2021년 9월 600mm x 600mm 대면적 Fan-Out PLP 양산을 시작했다으며, nPLP™ 브랜드로 상용화하고 있다.

Cu pillar: 기존 솔더 범프 방식의 미세피치 한계로 적용이 확대되고 있다. 생산성·균일도 측면에서 난이도가 높아 기술 진입장벽이 존재한다. 동사는 Cu pillar 및 CNA bumping 공정을 보유하고 있으며, 범핑부터 테스트까지 일괄 수주하는 턴키 서비스를 제공한다.

SiP/2.5D: AP, PMIC, Flash Memory 등 이중 칩을 하나의 패키지에 집적하는 Multi-Chip Packaging 기술을 보유하고 있다. 2017~2018년 PC(태블릿)용 2.5D SiP 양산 경험이 있다. PoP는 현재 로드맵 단계다.

그림 6. 네패스 제품 라인업 및 기술 포지셔닝



자료: 네패스, 미래에셋증권 리서치센터

III. 리스크 요인

1. 매출처 편중 리스크

반도체 부문 매출의 상당 부분이 국내 주요 파운드리 고객사에 연동되어 있다. 주요 제품군인 모바일 프로세서, PMIC, 이미지센서, OLED DDI 중 웨이퍼 레벨 서비스를 수행하는 영역은 동사가 상당 부분 담당하고 있어, 동 고객사의 비메모리 업황과 실적 연동성이 높다. 테스트 부문은 특정 고객 의존도가 90% 이상으로 더욱 집중되어 있다.

현재 주요 고객사의 모바일 프로세서는 개선 흐름이 있으나 분기 기준 드라마틱한 성장보다는 점진적 회복 수준으로, 주요 고객향 매출만으로는 실적 레벨업에 한계가 있다. 동사도 이를 인지해 전력반도체와 데이터센터 방향으로 사업 포커스를 전환하고 신규 고객을 확보 중이나, 현 시점에서는 여전히 특정 고객 비중이 절대적이다. 주요 고객사의 파운드리 경쟁력 약화나 모바일 시장 추가 둔화 시 동사 실적에 직접적인 영향이 불가피하다.

2. 신규 고객 매출 본격화 시점 불확실성

동사의 중기 성장 스토리는 글로벌 GPU 업체향 전력반도체, 파워 IC 관련 신규 고객, 주요 고객사 후공정 아웃소싱 물량 등에 기반하고 있다. 그러나 신규 고객의 개발→양산 안정화까지 통상 3년 이상이 소요되며, 현재 타진 중인 해외 패키징 업체들도 매출 기여까지 시간이 필요하다.

글로벌 GPU 업체향 전력반도체는 약 4년간 개발을 거쳐 전년부터 매출이 인식되기 시작했고 올해 신규 장비 가동률 본격 반영을 기대하고 있으나, 전방 수요 변동에 따라 램프업 속도가 예상을 하회할 가능성이 있다. 주요 고객사 후공정 아웃소싱 물량 역시 양산 준비는 완료되었으나 유입 시점이 확정되지 않았다. 신규 고객 매출 본격화가 지연될 경우 특정 고객 의존 구조가 장기화되며 밸류에이션 리레이팅이 제한될 수 있다.

네패스 (033640)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
매출액	418	588	469	464
매출원가	326	464	401	397
매출총이익	92	124	68	67
판매비와관리비	109	131	57	64
조정영업이익	-16	-7	10	3
영업이익	-16	-7	10	3
비영업손익	-10	91	-18	-14
금융손익	-8	-12	-20	-17
관계기업등 투자손익	-3	-4	2	0
세전계속사업손익	-26	84	-8	-11
계속사업법인세비용	3	-11	-2	4
계속사업이익	-29	95	-7	-15
중단사업이익	0	0	-103	-65
당기순이익	-29	95	-109	-79
지배주주	-40	78	-98	-62
비지배주주	11	17	-11	-17
총포괄이익	-24	99	-109	-66
지배주주	-35	82	-98	-48
비지배주주	11	17	-11	-18
EBITDA	84	141	173	154
FCF	-214	-148	16	78
EBITDA 마진율 (%)	20.1	24.0	36.9	33.2
영업이익률 (%)	-3.8	-1.2	2.1	0.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-9.6	13.3	-20.9	-13.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
유동자산	340	255	267	151
현금 및 현금성자산	247	136	95	64
매출채권 및 기타채권	57	66	56	49
재고자산	18	28	23	23
기타유동자산	18	25	93	15
비유동자산	765	877	696	559
관계기업투자등	15	12	11	12
유형자산	691	790	609	492
무형자산	19	19	12	9
자산총계	1,105	1,132	963	710
유동부채	299	351	437	306
매입채무 및 기타채무	134	66	40	42
단기금융부채	148	256	382	242
기타유동부채	17	29	15	22
비유동부채	539	389	243	197
장기금융부채	526	374	225	168
기타비유동부채	13	15	18	29
부채총계	838	740	680	503
지배주주지분	177	248	148	110
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	176	103	103	106
이익잉여금	-13	67	-35	-101
비지배주주지분	90	144	135	97
자본총계	267	392	283	207

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022	2023	2024
영업활동으로 인한 현금흐름	76	98	80	109
당기순이익	-29	95	-109	-79
비현금수익비용가감	121	63	219	204
유형자산감가상각비	98	144	159	147
무형자산상각비	3	4	4	3
기타	20	-85	56	54
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-6	-40	-2	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	-10	8	8
재고자산 감소(증가)	-5	-15	1	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	16	-4	-9	2
법인세납부	-2	-8	-8	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	-252	-301	-154	56
유형자산처분(취득)	-289	-236	-64	-21
무형자산감소(증가)	-2	-3	-1	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	6	-81	80
기타투자활동	46	-68	-8	-3
재무활동으로 인한 현금흐름	251	93	33	-196
장단기금융부채의 증가(감소)	223	-43	-126	-130
자본의 증가(감소)	17	-73	0	3
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	11	209	159	-69
현금의 증가	76	-110	-41	-31
기초현금	171	247	136	95
기말현금	247	136	95	64

자료: 네패스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022	2023	2024
P/E (x)	-22.3	4.7	-4.6	-2.4
P/CF (x)	9.6	2.3	4.2	1.2
P/B (x)	5.0	1.4	2.9	1.4
EV/EBITDA (x)	16.6	7.1	5.9	3.8
EPS (원)	-1,721	3,364	-4,270	-2,699
CFPS (원)	3,975	6,830	4,734	5,393
BPS (원)	7,667	11,174	6,811	4,777
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	21.8	40.6	-20.2	-1.0
EBITDA증가율 (%)	23.6	66.8	22.8	-11.0
조정영업이익증가율 (%)	적지	적지	흑전	-66.2
EPS증가율 (%)	적지	흑전	적전	적지
매출채권 회전율 (회)	9.2	10.6	8.3	9.3
재고자산 회전율 (회)	26.0	25.5	18.5	20.6
매입채무 회전율 (회)	16.1	17.5	15.6	17.2
ROA (%)	-3.1	8.5	-10.4	-9.5
ROE (%)	-20.6	36.5	-49.7	-48.2
ROIC (%)	-3.1	-1.0	1.0	0.8
부채비율 (%)	314.1	188.5	240.1	242.7
유동비율 (%)	113.4	72.6	61.2	49.6
순차입금/자기자본 (%)	158.9	125.5	152.3	165.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-1.7	-0.5	0.4	0.2

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.