IBK기업은행 금융그룹 IBK투자증권

Company Basic

Analyst 이민희
02) 6915-5682
mhl3467@ibks.com

Not Rated

목표주가	–
현재가 (12/5)	n.a

KOSDAQ (12/5)	617.6pt
시가총액	n.a
발행주식수	3,465,288주
액면가	500원
52주 최고가	n.a
최저가	n.a
60일 일평균거래대금	n.a
외국인 지분율	0.0%
배당수익률 (2019F)	n.a

주주구성
㈜RFHIC 39.35%

이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

메탈라이프 (상장예정)

GaN 트랜지스터 패키지업체

화합물반도체 패키지 전문 제조업체

동사는 화합물반도체 패키지 전문 제조업체로서 2017년 GaN 트랜지스터 생산업체(글로벌 2위) (주)RFHIC에 피인수 되었다. 화합물 반도체가 실장되는 반도체 패키지를 개발 및 생산하고 있으며, 동 제품은 화합물 반도체와의 신호 연결, 전원 공급, 열 방출의 역할을 하며 밀폐된 구조로 되어있다. 특히 동사는 핵심 제조 기술인 적층세라믹 공정을 국산화하였고 히트싱크 소재를 내재화 하였다. 사업부별 매출비중은 통신용 86.7%, 레이저용 6.5%, 군수용 2.8%, 기타 4.1%로 나뉘며, 올해 고객별 비중은 RFHIC 59.4%, CREE 등 17.3%, 기타 23.3%로 구성된다.

내년부터 중국 5G 인프라 본격 투자, 화웨이 성장의 수혜 기업

동사의 패키지 대상이 되는 RF 트랜지스터는 RF 중계기 등에 채용되어 신호를 증폭하는 역할을 하는 데, RF 전력증폭기 소재로 기존에는 실리콘 기반의 LDMOS를 사용해 왔으나 점차 GaN 소재의 사용빈도가 증가하는 추세다. 5G 시대로 가면서 데이터 용량 및 속도 증가, 그리고 고주파수 대역 사용 요구가 커지면서 기존의 LDMOS를 GaN이 빠르게 대체할 것으로 예상되며, 전체 RF 트랜지스터 시장에서 GaN 비중이 현재 25%에서 2024년경에는 절반 정도로 증가할 전망이다. 특히 massive MIMO 네트워크 기술이 적용되는 5G에서는 다수의 송수신 안테나를 요구하여 트랜지스터 탑재량이 4배 이상 증가하는 효과가 있다.

모회사 수주활동에 따라 2H19 실적 바닥으로 내년 고성장 전망

중국 5G 상용서비스 개시에도 화웨이의 2nd Vendor인 모회사 RFHIC의 경우 내년부터 나 본격적인 수주 물량 증가가 기대되는 점과 미중 무역분쟁 장기화 영향으로 동사 실적은 2H19에 저조하며, 내년 큰 폭 성장이 예상된다. 공모 예정가 10,500~13,000원은 2020년 예상 P/E 6.5~8x, P/B 1.3~1.6x(vs.ROE 22.5%)에 해당된다.

(단위:억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	114	193	171	262	314
영업이익	11	46	24	54	69
세전이익	10	43	23	54	69
당기순이익	9	37	22	56	73
EPS(원)	398	1,587	755	1,617	2,096
증가율(%)	n.a	299.3	-52.4	114.1	29.6
영업이익률(%)	10.0	23.9	13.8	20.4	22.1
순이익률(%)	7.8	19.4	12.7	21.4	23.1
ROE(%)	12.9	37.4	12.4	22.5	23.1
PER	NA	NA	NA	NA	NA
PBR	NA	NA	NA	NA	NA
EV/EBITDA	NA	NA	NA	NA	NA

자료: Company data, IBK투자증권 예상, 공모가 10,500원 가정

화합물반도체 패키지 전문 제조업체

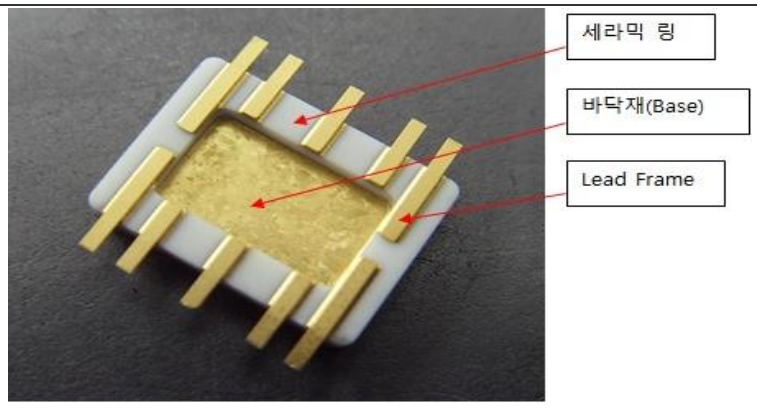
RFHIC 자회사로서 RF 트랜지스터 패키지 주력 생산

동사는 화합물반도체 패키지 전문 제조업체로서 2017년 GaN 트랜지스터 생산업체(글로벌 2위) (주)RFHIC에 피인수 되었다. 주력 제품인 통신용 패키지는 통신 중계기에 주로 사용되는 RF 트랜지스터 패키지와 광 전송망에 사용되는 광 송/수신 및 광 증폭 모듈용 패키지로서, 주요 고객은 RFHIC와 CREE사 등 이다. 그 외 레이저를 발생시키는 모듈에 채용되는 레이저용 반도체 패키지(주요 고객: DILAS, TRUMPF 등), 군수용 적외선 센서 패키지(주요 고객: 아이쓰리시스템, SCD 등)를 제조하고 있다. 사업부별 매출비중(3Q19까지 누적 매출액 기준)은 통신용 86.7%, 레이저용 6.5%, 군수용 2.8%, 기타 4.1%로 나뉜다. 올해 동사 고객별 매출 비중은 RFHIC 59.4%, CREE 등 17.3%, 기타 23.3%로 구성된다.

화합물 반도체는 고출력, 고효율을 요구하는 수요처에 적합

일반적으로 반도체는 실리콘(Si), 게르마늄(Ge) 등 주기율표의 4족에 있는 한 가지 원소로 구성된 원소(Elemental)반도체와, 질화갈륨(GaN), 갈륨비소(GaAs) 처럼 2가지 이상의 화학 원소(3족+5족 또는 2족+6족)로 만들어진 화합물(Compound) 형태의 반도체로 나뉜다. 기존의 Si 단원소 반도체와 비교하여 화합물반도체는 주로 고출력, 고효율, 소형화를 요구하는 응용처에 사용된다. 동사는 화합물 반도체가 실장되는 반도체 패키지를 개발 및 생산하고 있으며, 동 제품은 화합물 반도체와의 신호 연결, 전원 공급, 열 방출의 역할을 하며 밀폐된 구조로 되어있다.

그림 1. RF 통신용 패키지의 구조



자료: 메탈라이프, IBK투자증권

자체 적층 세라믹 공정과 히트싱크 소재기술 보유

동사는 패키지 제조에 필요한 소재 및 일부 부품 가공은 외주 업체를 통해 조달하나, 기술적으로 중요한 적층 세락믹 공정과 단층 세라믹의 금속화 공정은 직접 수행한다. 적층 세라믹 제조 기술은 반도체의 전기적 연결을 위해 사용되는 핵심 기술로 과거에는 일본 교세라, NTK 등으로부터 수입에 의존하였으나, 동사가 일본의 독점 기술인 알루미나(HTCC) 적층 세라믹 제조 기술을 자체 확보하여 국산화한 것이다. 또한 동사는 원자재 중 Base소재로 사용되는 히트싱크(Heat Sink) 소재 기술을 보유하고 있는데, 이는 반도체에서 발생하는 열을 방출할 수 있는 핵심 기술로서, 세계 최초로 GaN트랜지스터용 패키지 CPC 소재를 적용하였고, 400W급 이상의 열전도도 특성을 지닌 Cu-Graphite 신소재 최초 적용을 계획하고 있다.

내년부터 중국 5G 인프라 본격 투자, 화웨이 성장의 수혜 기업

통신용 트랜지스터 시장에서 GaN의 시장 잠식 가속화 전망

소재 변화: Si 기반 LDMOS에서 GaN 채용 확산 추세, 특히 5G 무선통신에서 고주파 전력증폭기 소재로 필수

동사의 주요 패키지 대상이 되는 RF 트랜지스터는 RF 중계기 등에 채용되어 신호를 증폭하는 역할을 하는 민수용과 레이더 등에 채용되어 미세한 신호를 증폭하는 역할을 하는 군수용으로 이용되고 있다. RF 전력증폭기 소재로 기존에는 주로 실리콘(Si) 기반의 LDMOS(Laterally Diffused Metal Oxide Semiconductor)를 사용하였으나, 점차 GaN(질화갈륨) 소재의 사용 빈도가 증가하는 추세다. GaN이 LDMOS보다 효율은 10% 높고, 크기는 절반, 전력사용량은 20% 낮고, 열전도도는 5배 높다. 과거에는 높은 가격 때문에 군사용으로 한정되다가 대량생산으로 가격이 내려오면서 통신용으로 적용이 확산되고 있다. 특히 5G 무선통신의 경우, 3.5GHz는 둘 다 사용이 가능하지만 28GHz 고주파에서는 GaN 소재가 필수다.

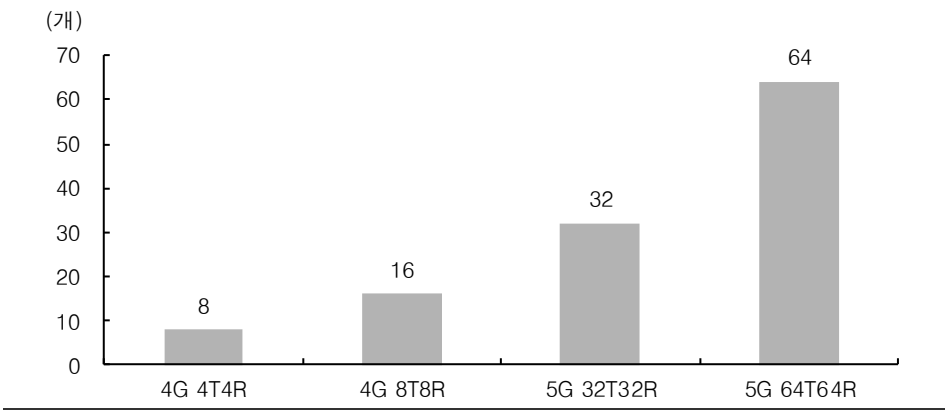
기존 LDMOS 대체하며 GaN 트랜지스터 시장 고성장 전망

전세계 RF 트랜지스터 시장은 약12억불로 추정되며 이중에 LDMOS가 75%, GaN이 25%를 차지하고 있는 것으로 파악된다. 업계에서는 2024년경에는 시장규모가 22억불로 커 질 것이며 GaN이 차지하는 비중이 50%로 확대될 것으로 전망하고 있다. 5G 시대로 가면서 데이터 용량 및 속도 증가, 그리고 고주파수 대역 사용 요구가 커지면서 기존의 LDMOS를 GaN이 빠르게 대체할 것으로 예상하기 때문이다.

Massive MIMO 기술 적용되는 5G에서는 트랜지스터 탑재량 4배 이상 증가

한편 5G 무선통신에서는 많은 양의 데이터를 송수신하기 위해 massive MIMO(Multi Input Multi Output) 네트워크 기술을 요구한다. 이는 다수의 송수신 안테나를 사용하여 단말기와 기지국간 신호 간섭은 줄이고 속도와 용량은 더 향상시키는 기술이다. 과거 4G LTE 안테나에는 4T4R(4송신x4수신)이나 8T8R(8송신x8수신) MIMO 기술이 적용되었으나, 5G에서는 32T32R이나 64T64R massive MIMO 기술이 적용된다. 4G에서는 채널당 트랜지스터가 2개 탑재되었으나 5G에서는 1개가 탑재되는 대신에 채널수가 4배 이상 증가하기 때문에 전체 사용량이 크게 증가한다. 예를 들어 MMR(Massive MIMO Radio) 4T4R 기지국 장비에는 트랜지스터가 8개 탑재되나, 화웨이(모회사 RFHIC의 주 고객)가 중국 5G 상용서비스에 출시하는 MMR 32T32R에는 32개가 탑재된다.

그림 2. 기지국 MMR 장비 대당 트랜지스터 탑재량



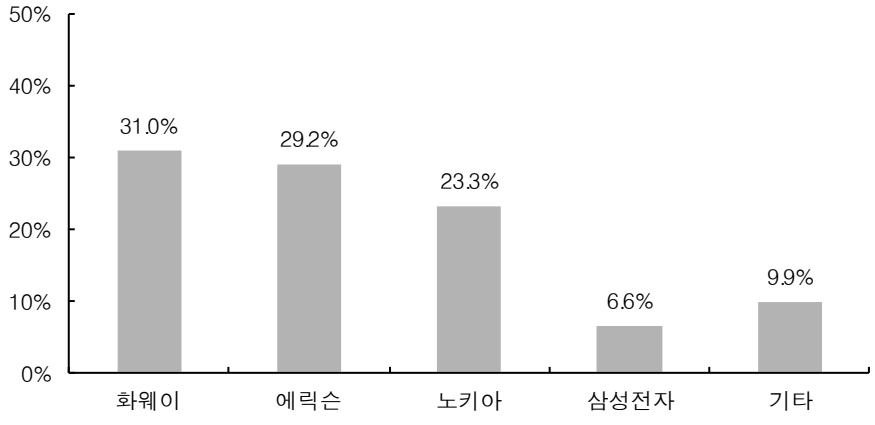
자료: RFHIC, IBK투자증권

내년부터 GaN 트랜지스터 수요 증가, 화웨이와 삼성전자 통해 성장 기대

중국 11월부터 5G 상용서비스, 그러나 RFHIC의 수주물량은 내년부터 본격 증가할 듯

중국 통신사들은 11월부터 5G 상용서비스를 시작하였으며 올해 약 13만개의 기지국을 구축할 것으로 예상된다. 최근 차이나모바일(CM)은 내년까지 5G 가입자 7천만명과 단말기 1억대 보급을 목표한다고 밝힌 바 있어, 내년부터 기지국 투자 속도가 더욱 빨라질 전망이다. 중국은 기존에 LTE 기지국이 1백만개가 넘을 정도로 거대한 시장인데 화웨이, ZTE가 6~70%를 점유하고 있다. 5G에서는 화웨이가 절반 가량을 점유할 것으로 예상된다. 한편 중국 상용서비스 개시에도 불구하고 동사 모회사인 RFHIC는 화웨이의 GaN 트랜지스터 2nd Vendor라서 올해는 물량 증가 수혜가 제한적이며, 내년부터 본격적으로 수주가 증가할 전망이다. 한편 국내 삼성전자의 경우는 기존에 LDMOS를 사용해 왔는데 5G부터는 GaN을 채택할 것으로 예상된다. 다만 올해는 미국 신규 진입업체가 우선적으로 GaN 트랜지스터를 납품할 것으로 보이며 2nd Vendor인 RFHIC는 내년부터 수주 증가가 기대된다.

그림 3. 글로벌 통신장비 시장점유율(2018년)



자료: 시장조사기관 델오로

모회사 수주활동에 따라 2H19 실적 바닥으로 내년 고성장 전망

모회사 RFHIC 수주 부진, 내년부터 본격 증가 -> 동사 실적도 3Q19 바닥으로 점차 개선

동사 주요 고객은 모회사인 RFHIC(글로벌 GaN 트랜지스터 생산 2위 업체)이고, RFHIC의 최대 고객이 중국 화웨이이기 때문에 동사 실적도 같은 연장선 상에 있다. 미중 무역분쟁 영향과 중국 5G 상용서비스 개시에도 화웨이의 2nd Vendor인 RFHIC의 경우 내년부터 나 본격적인 수주 물량 증가가 기대되기 때문에 동사 2H19 실적은 저조하다. 3Q19, 4Q19 전년동기대비 각각 20%, 30% 매출 감소가 예상되며, 영업이익률도 1H19 18.8%에서 3Q19 2%, 4Q19 12.4%가 예상된다. 그러나 내년에는 모회사 RFHIC의 대폭적인 수주 물량 증가(화웨이와 삼성전자 향) 덕분에 동사 패키지 수요도 급증하여 매출액 262억원(53%YoY)와 영업이익 54억원(126%YoY)이 예상된다.

공모 예정가 10,500~13,000원은 2020년 예상 P/E 6.5~8x

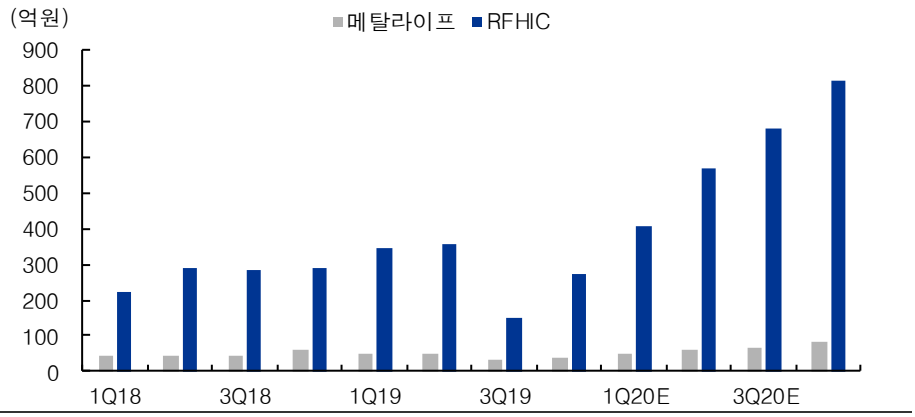
동사는 소부장 특례상장 1호 기업으로 24일 조기 상장 예정이다. 공모 예정가 10,500 ~ 13,000원은 2020년 예상 P/E 6.5~8x, P/B 1.3~1.6x(vs. ROE 22.5%)에 해당된다.

표 1. 메탈라이프 실적 추정 (단위: 억원)

	1H19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	96	35	41	114	193	171	262
QoQ	n.a	n.a	18%				
YoY	6%	-20%	-30%	n.a	69%	-11%	53%
영업이익	18	1	5	11	46	24	54
영업이익률	18.8%	2.0%	12.4%	10.0%	23.9%	13.8%	20.4%
세전이익	17	1	5	10	43	23	54
당기순이익	15	1	5	9	37	22	56

자료: IBK투자증권

그림 4. 메탈라이프와 RFHIC 매출액 추이



자료: IBK투자증권

표 2. 메탈라이프 공모 개요

공모 개요		공모 일정	
공모 주식수㈜	700,000	수요 예측일	2019. 12. 9~10
공모 예정가(원)	10,500~13,000원	청약 예정일	2019. 12. 12~13
액면가(원)	500	상장 예정일	2019. 12. 24
총 공모예정금액(억원)	73.5~91.0		
상장예정주식수㈜	3,465,288		

자료: IBK투자증권

메탈라이프 (IPO예정)

포괄손익계산서

(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	114	193	171	262	314
증가율(%)	na	68.6	-11.0	52.6	20.0
매출원가	90	126	121	178	210
매출총이익	25	67	50	84	104
매출총이익률 (%)	21.5	34.8	29.1	32.1	33.1
판관비	13	21	26	31	35
판관비율(%)	11.4	11.0	15.3	11.7	11.0
영업이익	11	46	24	54	69
증가율(%)	na	301.5	-48.5	125.6	29.6
영업이익률(%)	10.0	23.9	13.8	20.4	22.1
순금융손익	-1	-1	0	0	0
이자손익	-1	-1	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	0	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	10	43	23	54	69
법인세	1	6	2	-3	-3
법인세율	12.2	12.9	6.9	-4.7	-4.7
계속사업이익	9	37	22	56	73
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	37	22	56	73
증가율(%)	na	317.7	-41.6	156.4	29.6
당기순이익률 (%)	7.8	19.4	12.7	21.4	23.1
지배주주당기순이익	9	37	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	9	37	22	56	73
EBITDA	15	50	28	58	75
증가율(%)	na	228.4	-44.5	110.2	29.3
EBITDA마진율(%)	13.3	26.0	16.2	22.3	24.0

재무상태표

(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	58	108	167	208	267
현금및현금성자산	21	46	118	128	170
유가증권	0	0	21	40	48
매출채권	13	32	0	0	0
재고자산	23	30	29	40	48
비유동자산	59	70	80	95	109
유형자산	59	69	79	94	108
무형자산	0	1	1	1	1
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	117	178	247	303	375
유동부채	47	20	0	0	0
매입채무및기타채무	5	5	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	26	0	0	0	0
비유동부채	1	27	25	25	25
사채	0	25	25	25	25
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	48	47	25	25	25
지배주주지분	69	131	221	277	350
자본금	2	12	17	17	17
자본잉여금	0	14	77	77	77
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	67	105	127	183	255
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	69	131	221	277	350
비이자부채	21	21	0	0	0
총차입금	26	25	25	25	25
순차입금	5	-20	-113	-143	-193

투자지표

(12월 결산)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	398	1,587	755	1,617	2,096
BPS	3,071	5,373	6,391	8,008	10,104
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
PBR	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
EV/EBITDA	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	68.6	-11.0	52.6	20.0
EPS증가율	0.0	299.3	-52.4	114.1	29.6
수익성지표(%)					
배당수익률	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
ROE	12.9	37.4	12.4	22.5	23.1
ROA	7.7	25.4	10.3	20.4	21.4
ROIC	11.9	39.9	19.8	46.1	49.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	69.0	35.7	11.4	9.1	7.2
순차입금 비율(%)	7.7	-15.5	-51.1	-51.4	-55.2
이자보상배율(배)	16.5	25.8	n.a	n.a	n.a
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	8.5	10.6	n.a	n.a
재고자산회전율	0.0	7.3	5.8	7.6	7.1
총자산회전율	0.0	1.3	0.8	1.0	0.9

현금흐름표

(십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	17	17	55	49	71
당기순이익	9	37	22	56	73
비현금성 비용 및 수익	4	16	4	5	6
유형자산감가상각비	4	4	4	5	6
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	6	-32	29	-11	-8
매출채권등의 감소	9	-19	32	0	0
재고자산의 감소	-4	-10	1	-11	-8
매입채무등의 증가	-4	0	-5	0	0
기타 영업현금흐름	-3	-3	0	0	0
투자활동 현금흐름	-4	-17	-34	-40	-28
유형자산의 증가(CAPEX)	-4	-16	-14	-20	-20
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	-20	-20	-8
재무활동 현금흐름	-4	24	51	0	0
차입금의 증가(감소)	-2	0	0	0	0
자본의 증가	0	15	69	0	0
기타	-2	9	-17	0	0
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	9	25	72	10	43
기초현금	12	21	46	118	128
기말현금	21	46	118	128	170

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준, 공모가 10,500원 가정

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
바중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2018.10.01~2019.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	133	87.5
중립	19	12.5
매도	0	0.0