

OLED 산업

Overweight
(Maintain)

2016. 4. 18

거대한 전환

애플의 플렉시블 OLED 도입 움직임이 가능성의 영역에서 현실로 구체화하고 있다. 애플과 삼성 디스플레이 간의 공급계약 체결 소식이 보도됐고, 삼성디스플레이의 6세대 라인 증설투자도 이미 시작됐다. 글로벌 1, 2위 스마트폰 제조사들이 메인 디스플레이로 OLED를 채택함에 따라 중소형 패널시장은 격변기를 맞을 것이다. 연간 330억 달러 규모의 중소형 시장이 OLED를 축으로 재편될 것으로 판단한다.

디스플레이/반도체
Analyst 김병기
02) 3787-5063
bkkim@kiwoom.com

키움증권 

Contents



I. 중소형 디스플레이 시장의 격변 6
> 애플은 왜? 6
> 2020년까지 6세대 15만장, 20조원 설비투자 필요 9
> 애플 Biz. Model 12
> SDC가 앞장서고… 14
> LGD, JDI가 뒤따를 것 18
> 중국도 뛰어든다 20
II. OLED TV 시장의 향방은? 25
> 삼성 OLED TV 전략의 역사 25
> SDC, 17년 상반기부터 OLED TV 전환투자 착수 전망 27
> LGD vs SDC, OLED TV 양산경쟁 본격화 29
III. OLED TV에 뛰어들 수 밖에 없는 이유 31
> LCD 패널시장, 구조적 공급과잉 31
> LCD TV 시장 경쟁구도 변화 34
> OLED TV의 전략적 중요성 부각 36
> 퀸텟닷 TV의 운명은? 37
IV. 투자전략 38
> Top Pick: LG디스플레이 38
> OLED 장비/소재 업종 장기 성장성 부각 39
> OLED 소재업종 투자전략 45
기업분석 51

- 당사는 4월 15일 현재 상기에 언급된 종목들 중 SKC코오롱PI의 발행주식을 1%이상 보유하고 있으며, 나머지 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

OLED 산업: 거대한 전환

>>> 가능성의 현실로

디스플레이 산업의 각각변동이 시작됐다. 애플은 17년부터 아이폰에 플렉시블 OLED를 도입할 전망이다. 이는 모바일용 디스플레이 시장이 OLED 중심으로 재편되는 신호탄이 될 것이다. 애플의 OLED 채택은 루머로만 떠돌던 가능성의 영역이었다. 그러나 삼성디스플레이(이하 SDC)가 2월에 이어 4월에도 대규모 장비발주를 단행하고, 애플과 SDC 간의 공급계약 체결소식이 보도되는 등 현실의 영역으로 구체화하고 있다.

>>> OLED 업종 2차 랠리가 시작될 것

OLED 업종의 주가 상승세는 4Q15부터 시작됐고, SDC의 2월 장비발주 이후 기간조정 양상을 보였으나, 2Q16부터 2차 랠리를 시작할 것으로 판단한다.

첫째, 애플은 17년부터 시작해 20년이면 아이폰 전체 모델에 Flexible OLED를 탑재할 것으로 예상된다. 애플 수요를 감당하기 위해 필요한 설비 Capa는 6세대 기준 월 15만장에 달하는 것으로 추정되며, 이는 20조원에 육박하는 투자비가 필요한 규모다. 디스플레이 산업의 역사상 전례 없는 Big Capex Cycle이라고 할 수 있다.

둘째, 글로벌 1, 2위 스마트폰 업체가 OLED를 메인 디스플레이로 채택하게 되면, 글로벌 중소형 패널 시장이 OLED를 중심으로 급속히 재편될 것이다. 이에 따라 15년 수량기준 12%, 금액기준 33%인 중소형 패널 시장 내 OLED의 비중은 추세적으로 확장될 전망이다. 장기적으로 중소형 디스플레이 시장에서 LCD는 퇴장할 가능성도 배제할 수 없다. 이에 대응하기 위해 한국뿐만 아니라 중화권 패널업체도 16년부터 OLED 설비투자를 본격화 한다. 중장기적 관점에서 볼 때 국내 OLED 업종의 주가 랠리는 이제 시작단계일 가능성이 높다는 판단이다.

>>> LG디스플레이 Top Pick

한편 중소형 시장에 집중된 OLED 모멘텀이 TV 등 대형 패널 시장으로 전이될 가능성도 여전히 열려 있다. 공급 과잉이 고착화하고 있는 대형 LCD 시장상황을 감안할 때 SDC의 OLED TV 투자가 17년부터 본격화할 가능성이 높다. 당사 리서치센터는 LG디스플레이를 업종 Top Pick으로 추천한다. 아울러 AP시스템, 덕산네오룩스, 비아트론, 에스에프에이, SKC코오롱PI, 아이컴포넌트 등 장비/소재업종에 대한 비중확대 전략을 권고한다.

SUMMARY

아이폰의 Flexible OLED 탑재가 현실로

SDC는 1~2월에 총 5,600억원 규모의 OLED 설비발주를 단행했다. 그 한달 후인 3월말~4월초 다시 장비투자에 나섰다. 일부 업체는 수주금액과 계약 상대방에 대한 공시를 유보했지만, 연초와 유사한 규모인 것으로 추정된다. 이와 같은 대규모 장비발주를 한 달 간격으로 낸다는 것 자체가 이례적이다. 일련의 투자는 애플의 Flexible OLED 도입 움직임과 직접적으로 연관된 것이라는 판단이다. 그 동안 루머로 떠돌던 아이폰의 Flexible OLED 탑재설이 가능성의 영역에서 현실로 구체화하고 있다.

6세대 월 15만장, 20조원 설비투자 필요

당사 리서치센터는 애플이 17년부터 아이폰 일부 하이엔드 모델에(아이폰 7S Pro(?)) Flexible OLED를 탑재하기 시작해 20년이면 아이폰 전체 물량에 적용할 것으로 예상한다. 목적은 디자인 차별화이고, 방향은 1)홈버튼 제거, 2)베젤 최소화, 3)배터리 용량 확대 등인 것으로 추정한다. 애플이 20년에 아이폰 전량에 Flexible OLED를 탑재하려면, 6세대 설비가 최소 월 15만장이 필요하고, 이를 위해 투입돼야 할 Capex는 20조원에 이를 것으로 예상한다.

중소형 패널시장 지각변동 시작

당사 리서치센터가 특히 주목하는 부분은 애플의 OLED 도입이 몰고 올 후폭풍이다. 삼성전자에 이어 애플이 스마트폰 메인 디스플레이로 OLED를 채택하게 되면, 글로벌 중소형 패널시장의 주도권은 LCD에서 OLED로 급속히 넘어갈 것이다. 이에 대응하기 위해 BOE, Tianma 등 중국권 업체들도 16년부터 일제히 OLED 설비투자에 나선다. LCD와 달리 OLED는 태생이 대한민국이다. 패널뿐만 아니라 장비, 소재 등 서플라이 체인 전반이 한국 업체들을 중심으로 구축돼있다. OLED 패널/장비/소재업체들에 대한 지속적인 비중확대 전략이 유효한 이유다.

OLED TV 시장의 변화 가능성에도 주목

중소형 시장에 집중된 OLED 업종의 모멘텀이 TV 등 대형패널 시장으로 전이될 가능성도 여전히 열려 있다. OLED TV는 LG전자, LG디스플레이를 중심으로 대중화 초기단계에 들어섰다. 현재까지 관망적 태도를 견지하고 있는 삼성 진영의 진입시점이 언제인지가 관심사다. 우리는 공급과잉이 고착화하고 있는 대형 LCD 시장상황을 감안할 때, SDC의 OLED TV 투자는 17년부터 본격화할 가능성이 높다고 판단한다.

OLED 업종, 2차 랠리가 시작된다

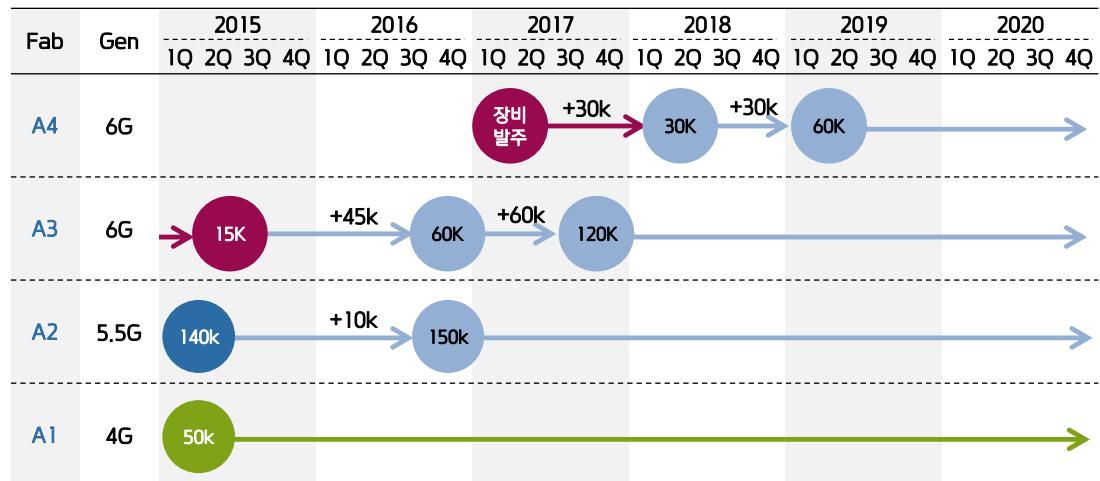
당사 리서치센터는 2분기부터 OLED 업종의 2차 랠리가 시작될 것으로 판단하며, OLED TV 시장의 리더인 LG디스플레이를 업종 Top Pick으로 제시한다.

아울러 OLED 장비/소재 업종에 대한 지속적인 비중확대 전략을 권고한다. 장비업종은 AP시스템, 비아트론, 에스애프레이, 원익IPS를, 소재업종에서는 덕산네오룩스, 원익머트리얼, SKC코오롱PI, 아이컴포넌트 등을 업종 Top Picks로 추천한다.

한편 OLED 산업 성장국면의 수혜를 볼 수 있는 업체인 동아엘텍, HB테크놀로지, 예스티, 이녹스, 신화인터텍, 엘티씨, 베셀, 엘오티배콤, 영우디에스피, 디이엔티, 기가레인 등에 대한 관심도 유효하다고 판단한다.

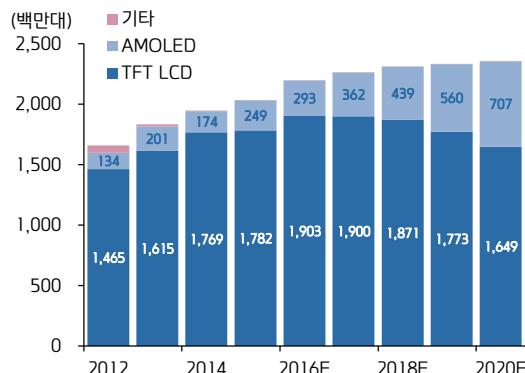
>>> Key Charts

삼성디스플레이 중소형 OLED Capa 전망



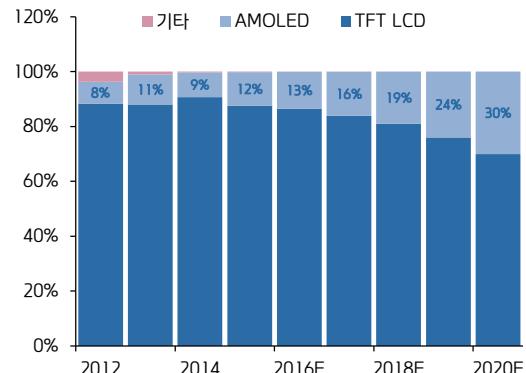
자료: 키움증권 추정

기술별 모바일용 패널 출하량 전망



자료: 키움증권 추정

기술별 모바일용 패널 출하량 비중 전망



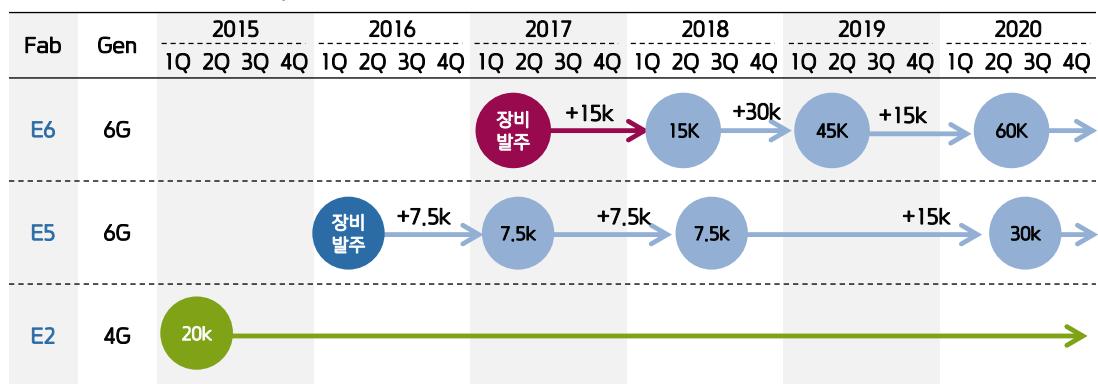
자료: 키움증권 추정

2020년 OLED Fab 수요 전망

① 6 세대 라인 당 유리 원판 Throughput	월 15,000 장
② 6 세대 유리 원판의 5.5" 패널 면적수	200 장
③ 평균 수율	70%
④ 평균 가동률	90%
⑤ 6 세대 라인(15k/월) 당 연간 5.5" 패널 생산량 (= ① x ② x ③ x ④ x 12)	22,680,000 장
⑥ 연간 7 억대 생산에 필요한 6 세대 라인 (월 Capa) (= 7 억대 / ⑤)	30 개 (450k)

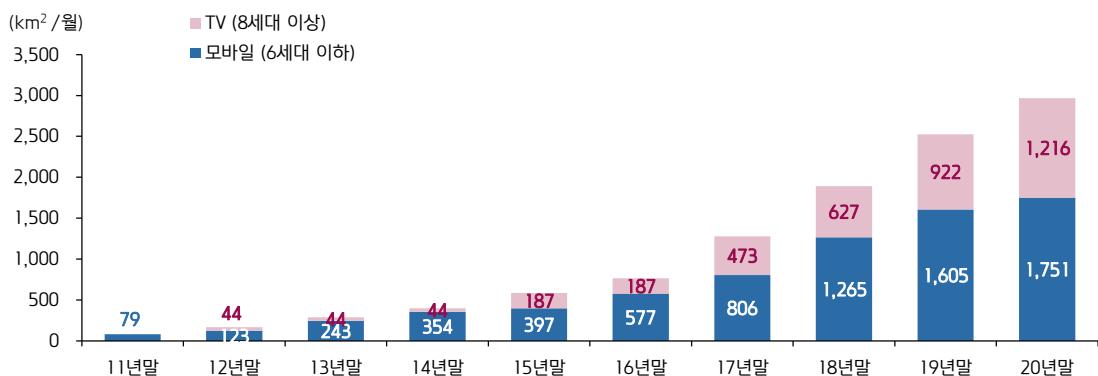
자료: 키움증권 추정

LG디스플레이 OLED TV Capacity 전망



자료: 기움증권 추정

글로벌 OLED 생산 Capa 전망



자료: 기움증권 추정

국내 OLED 업종 시가총액 추이



자료: 기움증권

주: 국내 상장 OLED 장비/소재 업체 15개사 시가총액 합산. (에스에프에이, 원익IPS, AP시스템, 테라세미콘, 비아트론, 주성엔지니어링, 아바코, LIG인베니아, 탑엔지니어링, 토텍, 동아엘텍, 에스엔유, HB테크놀로지, 덕산네오록스, 원익마트리얼)

I. 중소형 디스플레이 시장의 격변

>>> 애플은 왜?

아이폰에 Flexible OLED 탑재 예상

애플이 아이폰용 디스플레이로 LTPS LCD 대신 Flexible OLED를 장착할 전망이다. 이르면 17년부터 일부 모델에 적용을 시작하고, 18년부터는 신제품 전체에 탑재할 것으로 예상된다. 이를 위한 서플라이 체인 구축작업이 이미 시작됐다.

애플은 왜?

애플의 제품 라이프 사이클이 2년이라는 점을 감안하면 17년 아이폰7S부터 메인 디스플레이를 변경하는 것은 이례적이다. 또 17년에 Flexible OLED를 공급해 줄 수 있는 업체는 현재로선 SDC가 유일하다. 적어도 17년~18년에는 단독 벤더에 의존해야 하는 상황이다. 애플이 이와 같은 리스크를 무릅쓰고 Flexible OLED로 갈아 타려는 이유는 뭘까?

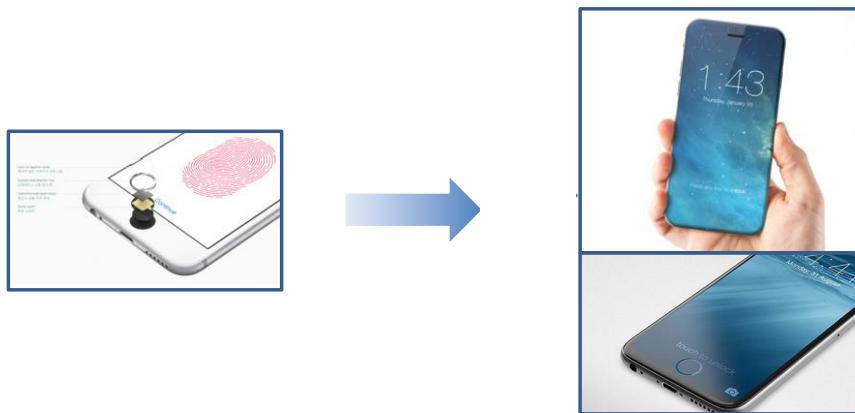
목적은 디자인 차별화

아이폰이 07년에 처음 출시된 이후 9년이 지났지만, 둑근 홈버튼과 풀터치 디스플레이를 기본으로 하는 전면부 디자인은 변화가 거의 없다. 애플은 아이폰5S에서 6로 넘어가면서 화면 사이즈를 키워 대규모 교체수요를 이끌어내는 데 성공했다. 그러나 16년 아이폰7은 전작 대비 디자인 변화가 거의 없는 것으로 추정된다. 다만 듀얼 카메라를 장착한 아이폰7 Pro(가칭) 모델을 새로운 하이엔드 라인업으로 추가하는 정도의 변화가 예상되고 있다. 하지만 이 같은 제품 전략으로는 지속적인 성장을 이끌어내기 어려워 보인다. 이 때문에 애플은 이례적으로 17년(아이폰7S)부터 제품 디자인을 바꾸는 ‘실험’을 준비하고 있는 것으로 판단된다.

방향은 ‘홈버튼 제거’와 ‘제로 베젤’

애플은 17년부터 아래 오른쪽 그림과 같은 디자인의 아이폰을 출시할 것으로 추정한다. 물리적 홈버튼을 없애고 아이폰의 밑 부분까지 전체를 디스플레이로 활용하는 것이 가장 큰 변화가 될 것이다. 지문 인식 센서를 패널의 뒤에 배치해 화면에 통합된 가상 홈버튼을 구현할 것으로 보인다. 또한 좌우, 상하단의 베젤 간격을 최소화해 사용자의 몰입감을 극대화하는 디자인을 채택할 것으로 예상된다.

17년 아이폰 디자인 변화 예상

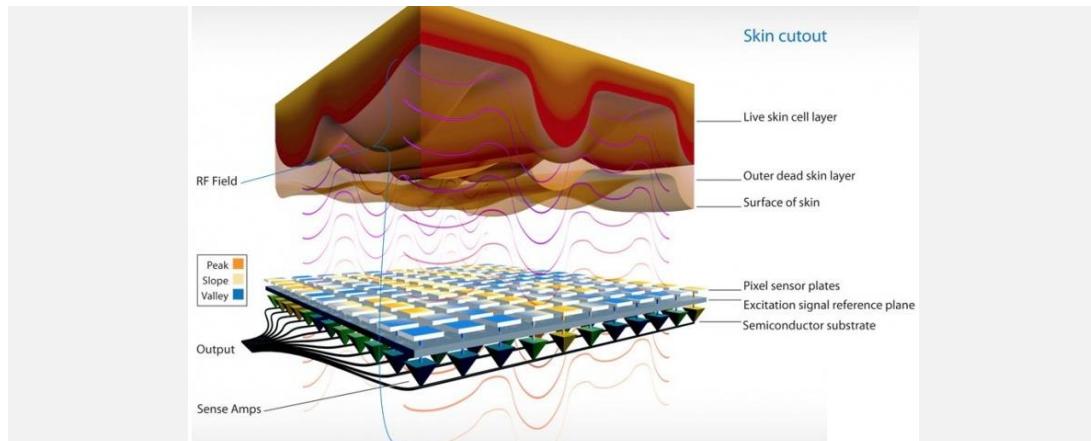


자료: 인터넷, 키움증권 추정

Flexible OLED가 최적의 솔루션

물리적 홈버튼을 없애고 지문인식 센서를 디스플레이의 뒤편에 배치하려면 Flexible OLED를 쓸 수밖에 없다. 지문인식은 손가락의 피부와 골 사이의 정전용량 차이를 감지하는 원리를 이용한다. 즉, 지문을 센싱할 수 있을 만큼 감지 전극을 충분히 작게 만들어 두고, 살과 골의 거리에 따른 정전용량의 차 이를 인식하는 것이 기본 원리다. 애플에 피인수된 오센텍은 이 같은 정전용량 방식에 RF 기술을 접목해 표피 아래의 진피 층의 지문까지 감지하는 기술을 보유하고 있다. 지문인식을 위해서는 단순히 손가락의 좌표를 인식하는 터치 패널보다 훨씬 더 민감한 센서가 필요하다.

오센텍의 지문인식 센서 개념도

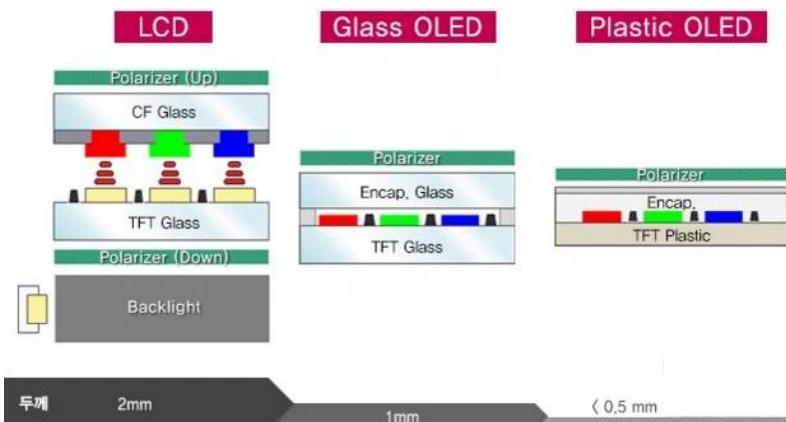


자료: Authentec

LCD 모듈의 복잡한 구조로는 패널 뒤에서 지문 인식 불가능

LCD를 사용할 경우 지문인식 센서를 디스플레이의 뒤로 배치하는 것이 불가능하다. LCD는 모듈의 구조상 두 장의 Glass, 두 장의 편광필름이 상/하판에 배치되고 그 사이에 액정이 들어간다. 여기에 광원과 광학필름 등으로 구성된 백라이트 유닛도 필요하다. 이 같은 복잡한 구조의 LCD 패널 밑에 지문인식 센서를 배치할 경우 정밀한 센싱이 어려워진다. 반면 Flexible OLED는 패널에 Glass가 들어가지 않고, 편광필름도 한 장으로 줄어들며, 액정 및 백라이트 유닛은 필요 없다. 즉, 모듈 구조가 단순해 지문인식 센서를 화면 뒤에 두더라도 정확한 센싱이 가능하다.

LCD, Glass OLED, Plastic OLED 모듈구조 비교



자료: LG디스플레이 공식 기업 블로그

Narrow Bezel 구현에도 Flexible OLED가 유리

아울러 화면 테두리의 베젤을 3mm 이하로 최소화하는 데도 Flexible OLED가 필요하다. LCD에서는 픽셀을 구동하기 위한 Driver-IC가 COG(Chip on Glass) 형태로 장착된다. COG는 패널의 Glass 위에 D-IC를 배치하기 위한 별도의 공간을 확보해야 한다.

Driver-IC를 패널 뒤로 접어 넘길 수 있어

이에 반해 Flexible OLED는 기판이 PI 계열의 플라스틱 소재이기 때문에 D-IC를 COF(Chip on Film) 형태로 탑재할 수 있다. 이 경우 D-IC를 화면의 뒤편으로 접어 넘길 수 있어 베젤 공간을 최소화하기 용이하다. 현존하는 디바이스 중에서 애플 워치가 가장 완벽한 Narrow Bezel을 구현하고 있는데, 여기에 적용한 디스플레이가 Flexible OLED다.

D-IC를 패널 뒤로 접어 완벽한 Narrow Bezel을 구현한 애플 워치



자료: iFixit

배터리 용량 확대

Flexible OLED를 장착함으로써 얻을 수 있는 부수적 효과도 상당하다. LCD 패널보다 가볍고 얇기 때문에 기능적 측면에서 이점이 많다. Flexible OLED는 LCD 패널 대비 두께가 최소 1.2mm 얇다. 이처럼 줄어드는 두께와 무게를 배터리 용량 확대에 활용할 수 있다.

경쟁제품 대비 약점 극복

배터리 용량은 아이폰 유저들의 오래된 불만거리다. 아이폰6S 플러스는 5.5" 화면에 무게는 192g에 달하지만 배터리 용량은 2,750mAh에 그친다. 이에 비해 Flexible OLED를 탑재하고 있는 갤럭시S6 엣지 플러스는 화면 크기 5.7"로 아이폰보다 크고, 무게는 153g으로 가벼움에도 불구하고 배터리 용량은 3,000mAh에 이른다. 즉, 갤럭시가 아이폰보다 화면이 크고 무게도 가볍지만 배터리 용량은 오히려 9% 가량 크다. Flexible OLED를 도입할 경우 애플은 이러한 측면에서의 약점을 극복할 수 있을 것이다.

>>> 2020년까지 6세대 15만장, 20조원 설비투자 필요

애플의 플렉시블 OLED 도입은 중소형 디스플레이 산업의 지각변동을 불러일으킬 것이다.

첫째, 아이폰용 패널 수요를 감당하기 위한 설비투자가 대규모로 진행될 전망이다. 이는 Flexible OLED 관련 장비, 소재업종에 대형 모멘텀이 될 것이다.

둘째, 중소형 디스플레이 산업의 주도권이 LCD에서 OLED 진영으로 급속히 이동할 전망이다. 글로벌 1위 스마트폰 업체인 삼성전자에 이어 2위인 애플까지 OLED 진영에 가세한다면, OLED가 중소형 시장의 사실상 표준 기술로 자리잡을 가능성이 크다.

셋째, OLED 선발업체와 후발업체 간 격차가 확대되는 양극화 현상이 나타날 것이다. OLED는 LCD와 달리 한국 업체들이 기술은 물론이고 후방산업의 생태계 전반을 장악하고 있다. 일본, 대만, 중국 등 해외 기업들이 쉽게 따라오기 어려운 환경이기 때문에 상당기간 절대적인 시장지배력을 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

현재 애플 Vendor들의 Capa 현황

현재 애플에 아이폰용 패널을 공급하는 업체는 LGD, 재팬디스플레이(이하 JDI), 샤프 등 3개사다. 애플이 향후 Flexible OLED 생산설비를 얼마나 필요로 하는지를 전망하기 앞서 이들 세 업체의 LTPS LCD 생산 Capa를 점검해보자.

1) **LGD**: 4.5세대 1개, 6세대 1개 라인에서 아이폰용 패널을 생산하고 있다. 다만 4.5세대 AP2 라인은 16년부터 아이폰 패널 생산에서 배제될 전망이다.

2) **JDI**: 4.5세대 라인 2개, 5.5세대 라인 1개, 6세대 라인 1개에서 아이폰용 디스플레이를 만들고 있다. 이 중에서 4.5세대 V3는 16년 하반기부터는 생산을 중단할 전망이다. 신규로 6세대 D3 라인을 증설하고 있으며 4Q16부터 양산가동을 시작할 것으로 예상된다. JDI는 LPTS 설비 대부분을 애플 전용 라인으로 운용하고 있다. 즉, 애플 입장에서 가장 충성도가 높은 벤더는 JDI라고 볼 수 있다.

3) **Sharp**: 6세대 라인 1개에서 아이폰용 패널을 공급한다. 3사 가운데 가장 빠른 12년에 애플향 6세대 LPTS LCD 설비를 구축했으나, 이후 추가 증설이 없어 지금은 점유율이 가장 낮다.

결론적으로 16년 말을 기준으로 아이폰용 패널을 생산하는 LTPS LCD Capa는 6세대 80k/월, 5.5세대 24k/월, 4.5세대 40k/월 등이다. 이를 면적으로 환산하면 월 294km² 규모다. 물론 이 Capa가 전량 아이폰용 패널에만 할당된 것은 아니다. 그러나 Peak Season 기준으로는 이들 설비 전체가 아이폰용 패널을 생산한다고 보는 것이 타당하다.

글로벌 디스플레이 업체들의 아이폰용 패널 생산 Capa

Vendor	Line	Gen	MG Size (mm)		Capa (MG Sheet, 천장/월)	Capa (면적, km ² /월)	비고
			X	Y			
LGD	AP2	4 세대	730	920	45	30	16년부터 아이폰용 패널 생산 배제 애플, 타사 제품 혼용 생산
	AP3	6 세대	1500	1850	40	111	
	V3	4 세대	730	920	25	17	16년부터 Fade-out
	D1	4 세대	730	920	40	27	애플 전용 라인
JDI	D2	5.5 세대	1300	1500	24	47	애플 전용 라인
	J1	6 세대	1500	1850	20	56	애플, 타사 제품 혼용 생산
	D3	6 세대	1500	1850	25	69	증설 진행 중, 17년 25k/월, 18년 50k/월
Sharp	카메야마 1	6 세대	1500	1800	20	54	애플 전용 라인
합계					294		Peak Season 기준 풀가동 Capa

자료: 키움증권 추정

애플이 필요로 하는 Flexibile OLED Capa는 얼마나 될까?

애플은 17년 아이폰7S에 메인스트림 모델에는 LCD를 탑재하되, 일부 하이엔드 라인업에(아이폰 7S Pro 예상) Flexible OLED를 장착할 것으로 예상된다. 18년 아이폰8부터는 신제품 전체에 OLED 패널을 장착할 전망이다. 애플이 통상 구형 모델을 3~4년간 지속 생산한다는 점을 감안하면 2020년 이후부터 아이폰 전량이 Flexible OLED를 탑재할 것으로 추정된다. 그렇다면 2020년에 애플이 필요로 하는 Flexible OLED 생산 Capa는 얼마나 될까?

2020년 6세대 월 15만장의 Flexible OLED 생산설비 마련돼야

앞서 살펴본 것처럼 16년에 아이폰용 패널을 생산하는 LTPS LCD Capa는 6세대 80k/월, 5.5세대 24k/월, 4.5세대 40k/월이며, 이를 면적으로 환산하면 월 294km² 규모다. 이를 다시 6세대 기준으로 바꾸면 106k/월에 해당한다.

여기에서 1)16년 이후 아이폰의 Unit Growth를 연평균 5%로 가정하고, 2)LCD 대비 OLED의 양산수율이 평균 15%포인트 낮다고 가정한다면 2020년에 아이폰용 패널 생산에 필요한 Flexible OLED Capa는 6세대 월 150k로 추정된다.

아이폰용 패널 월 2,800만대 생산 가능

1500 x 1850 mm 크기의 6세대 유리 원판 한 장에서는 5.0" 패널을 280장, 5.5" 패널은 200장을 생산할 수 있다. 유리 원판 당 면취수에 Capa를 곱하면, 6세대 15만장의 Capa에서 5.0"은 최대 월 4,200만대, 5.5"의 경우 최대 월 3,000만대를 뽑아낼 수 있다. 여기에 평균 수율을 80%라고 가정하면 현실적으로 5.0"은 월 3,360만대, 5.5"는 월 2,400만대를 만들 수 있다. 아이폰 일반 모델과 대화면 모델의 믹스를 편의상 50 대 50으로 가정한다면, 6세대 150k/월의 생산 Capa로 생산할 수 있는 아이폰용 패널은 월 2,880만대로 추정할 수 있다.

애플은 15년 4분기에 아이폰을 7,152만대 팔았다. 이는 15년 피크 시즌 기준으로 최소 월 2,300만대의 패널을 공급받았다는 점을 시사한다. 5년 뒤인 2020년에는 그 규모가 한층 커질 것이다. 결론적으로 애플이 2020년에 필요로 하는 Flexible OLED 생산설비는 유리 원판 투입 기준 월 15만장으로 보는 것이 합리적이라고 판단한다.

SDC, A3 P1 15k 증설에 총 2조원 투자

애플은 2020년에 월 15만장 규모의 6세대 Flexible OLED 설비를 필요로 한다면, 이를 위한 투자 금액은 얼마나 될까?

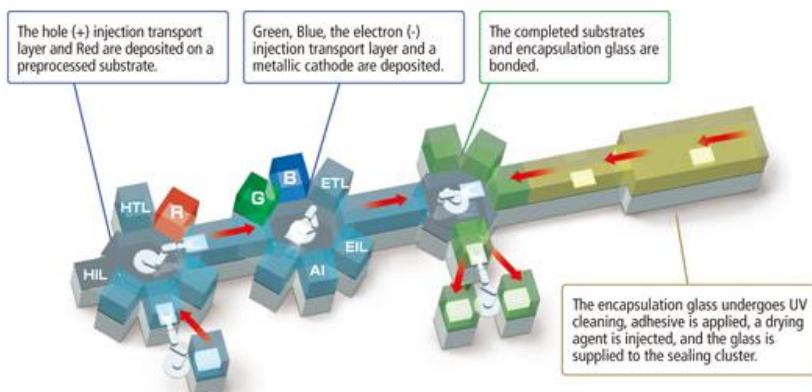
현재 양산가동되고 있는 Flexible OLED 설비 중 가장 첨단 라인은 SDC의 A3 Phase1이다. A3 P1은 6세대 월 15k의 Capa를 갖추고 있다. SDC가 A3 P1을 구축하는 데 투자한 금액은 2조원으로 추정된다. 이 중 1.5조원이 공정용 장비에 투입됐고, 0.5조원이 유틸리티 설비를 포함한 Fab 인프라에 투자된 것으로 파악된다.

16~19년간 총 20조원의 Capex 투입될 전망

통상 OLED 라인은 핵심인 발광층 유기물질의 증착공정 Throughput을 기준으로 꾸며진다. 현존하는 증착장비 중 가장 생산성이 뛰어난 것이 6세대 2분할(1500 x 925 mm) 사이즈로, 한 시스템 당 처리량은 월 30,000장이다. 2분할이기 때문에 6세대 유리 원판 처리량으로 환산하면 월 15,000장이다. 즉, SDC의 A3 P1은 증착기 1대 라인 규모이며, 여기에 총 2조원의 투자비가 들어갔다.

이를 근거로 추정하자면, 2020년 아이폰용 패널 수요를 감당하기 위해서는 15k/월 규모의 6세대 Flexible OLED 라인 10개가 준비돼야 하고, 투자비는 총 20조원이 필요할 것이다.

FMM 증착시스템 개념도



자료: Cannon

>>> 애플 Biz. Model

애플만의 독특한 디스플레이 벤더 정책

향후 애플의 Flexible OLED 서플라이 체인이 어떻게 구성될지 전망하기에 앞서 애플만의 독특한 벤더 정책을 이해할 필요가 있다. 애플은 아이폰의 핵심 부품인 디스플레이 패널에 대해 설계 단계에서부터 생산, 출하에 이르기까지의 전 과정을 직접 통제한다. 디스플레이 업체를 반도체 파운드리 기업과 유사한 방식으로 활용하고 있다. 이는 패널의 광학적 사양과 공급량, 납기 정도만 제시하는 여타 스마트폰 세트 업체와는 판이하게 다른 비즈니스 모델이다.

생산라인에도 직접 투자

이를 위해 애플은 디스플레이 생산 설비에 대한 직접 투자도 마다하지 않는다. 12년에는 샤프의 6세대 LTPS LCD Fab 설비에 투자했었고, JDI 및 LGD에도 선수금 형태로 투자의 리스크를 분담한 바 있다. 투자금은 Fab 가동단계에서 제품으로 돌려 받는 방식이다. 대신 벤더들은 애플이 설계한 패널을, 애플이 제시한 공정으로, 애플이 요구하는 물량과 납기에 맞춰 생산해야 한다. 선수금 상환이 끝날 때까지 해당 Fab은 애플 제품 전용으로 운용되는 것이 일반적이다.

‘충성 경쟁’

이와 같은 Biz. Model은 패널 업체로서는 굴욕적이라고 할 만하다. SDC가 지금까지 아이폰용 패널을 생산하지 않았던 것은 LTPS LCD Capa가 없었기 때문이기도 하지만 애플과의 거래조건이 까다로웠던 탓도 있다. 또 LGD의 아이폰용 패널 점유율이 흔들리고 있는 것도 이러한 상황과 무관치 않다.

그러나 JDI는 중소형 패널 외에는 다른 사업이 없기 때문에 최대 고객사인 애플에 대한 ‘충성도’가 상대적으로 높다. 예컨대 16년부터 LGD의 4세대 AP2 라인은 아이폰용 패널 생산에서 배제될 전망이다. 이에 반해 JDI는 16년에 6세대 LTPS LCD fab을 25k/월 규모로 증설하는데, 이 라인이 가동을 시작하는 4Q16부터는 애플 내에서의 점유율이 크게 확대될 것으로 예상한다.

Flexible OLED에도 통할까

애플이 LTPS LCD에서와 같은 비즈니스 모델을 Flexible OLED에서도 그대로 적용할 수 있을지는 의문이다. 기술이 표준화되어 있고 공급 가능한 업체가 많은 LTPS LCD와 달리 Flexible OLED는 양산체제를 갖춘 업체가 사실상 SDC 밖에 없기 때문이다. SDC는 설계, 공정, 장비, 소재 등에 관한 노하우를 독점하고 있는 데다 후방산업 생태계까지 장악하고 있다. SDC는 애플과의 비즈니스에 있어 LTPS LCD에서와 같은 거래조건을 수용하지 않아도 되는 입장이다.

적정 수준에서 타협점을 찾아 공급계약 체결

하지만 SDC도 자신의 비즈니스 모델을 끝까지 고수할 수는 없다. 핵심 부품을 단독 벤더에 의존해야 하는 상황에서는 애플도 Flexible OLED 도입을 재검토할 수밖에 없기 때문이다. 시장의 파이를 키우려면 2'nd 벤더, 3'rd 벤더가 반드시 등장해야 한다. 이를 위해 SDC는 양산 노하우가 애플을 통해 경쟁사로 흘러가는 것을 어느 정도 용인하고, 애플과의 거래조건도 적정 수준에서 타협점을 찾은 것으로 판단된다. 언론보도 등에 따르면 애플과 SDC는 플렉시블 OLED 공급계약을 맺고, 17년부터 납품을 시작할 것으로 알려졌다.

초기에 SDC가 중심이 될 것

현재 Flexible OLED를 양산하고 있는 업체는 SDC와 LGD다. SDC는 갤럭시 엣지 시리즈에 Flexible OLED 패널을 공급하고 있고, 16년부터는 비보(Vivo) 등 중화권 스마트폰 업체로도 판매를 시작한다. LGD는 애플 위치용 디스플레이를 Flexible OLED 형태로 공급 중이다. 하지만 LGD가 양산 중인 애플 위치용 Flexible OLED 패널은 사이즈가 1.7”급으로 소형이고, 해상도는 326ppi로 낮은 편이다. 5” 이상의 모바일용 Flexible OLED 디스플레이에서는 양산 경험이 뒤쳐진다. 현재로서는 SDC가 생산 Capa, 공정 기술력, 양산 경험 등의 측면에서 독보적 위치에 있기 때문에 초기에는 SDC가 공급 주도권을 갖게 될 것으로 판단된다.

타이완 R&D 센터의 역할

그러나 시차를 두고 2차 벤더, 3차 벤더가 등장할 것으로 예상한다. 여기서 주목해야 할 부분이 애플이 타이완에 설립한 R&D 센터다. 애플은 15년에 웰컴이 Mirasol 디스플레이를 양산하기 위해 타이완 롱탄에 설립한 4세대 라인을 인수해 디스플레이 패널의 R&D 중심기지로 키우고 있다.

이는 자사 제품에 탑재할 디스플레이에 대한 개발 및 검증작업을 진행하기 위한 것이다. ▶패널 설계 ▶장비 검증 ▶재료 평가 ▶신규 공정 테스트 등 패널 제조의 A부터 Z까지 전체 과정을 직접 개발하겠다는 의도다.

애플의 벤더 다원화 정책 전개될 전망

SDC가 애플에 Flexible OLED 공급을 시작한다면, SDC의 공정 노하우는 점진적으로 애플의 대만 R&D 센터로 넘어갈 가능성이 높다. 애플은 SDC로부터 흡수한 Flexible OLED 양산기술을 대만에서 최적화시킨 후 이를 제2, 제3의 공급업체로 이식하는 전략을 구사할 것으로 판단한다.

이를 위한 ‘학습’의 시간을 벌기 위해서라도 SDC가 아이폰용 Flexible OLED 패널 양산을 빨리 시작해야 할 필요성이 있다. 시장에서는 애플의 신제품 사이클 주기상 Flexible OLED를 17년부터 아이폰에 탑재하는 것이 이르다는 시각도 적지 않다. 그러나 18년 이후 Flexible OLED 전면적으로 도입하기 위해서는 패널 서플라이 체인을 두텁게 할 필요가 있다. 이를 위해 17년부터 SDC를 끌어들여 양산 노하우를 흡수하는 작업을 진행할 가능성이 높다고 판단한다.

>>> SDC가 앞장서고…

당사 리서치센터는 애플의 Flexible OLED 패널 서플라이 체인에서 SDC가 중심적 역할을 하게 될 것으로 판단한다. 이후 18~19년부터 LGD 및 JDI 등이 공급을 시작하게 될 것으로 전망한다. 우선 SDC의 Capex 전략부터 살펴보자.

SDC, OLED 증설투자 시작

에스에프에이, AP시스템, 테라세미콘 등 국내 주요 장비업체들은 1~2월에 총 5,600억원에 육박하는 규모의 장비 수주공시를 일제히 발표했다. 그 한달 뒤인 3월말~4월초에 다시 수주공시가 러시를 이루고 있다. 일부 업체는 5월말까지 수주금액과 계약 상대방에 대한 공시를 유보했지만, 규모는 연초와 유사할 것으로 추정한다.

일련의 장비발주는 아이폰용 Flexible OLED를 생산하기 위한 Capa 증설 용인 것으로 추정한다. 그리고 이는 큰 틀에서 향후 전개될 Capex 상승 Cycle의 시발점이라고 해석하는 것이 타당하다.

SDC는 향후 중소형 OLED 라인 증설과 관련해 크게 세가지 프로젝트를 진행할 것으로 예상된다. 이는 1) 애플 수요 대응을 위한 Flexible OLED Capa 증설, 2) 삼성전자 등 애플 외 고객사 수요를 충족하기 위한 Flexible OLED Capa 확대, 3) Rigid OLED 설비 소규모 증설 등이다.

주요 업체들의 삼성디스플레이 관련 수주공시 내역

공시일	업체	주력장비	수주금액(억원)	납기일	계약상대방	공급내용
4월 7일	AP시스템	결정화	공시 유보	17년 3월15일	공시 유보	장비 공급계약
4월 6일	HB테크놀로지	검사	공시 유보	16년 12월21일	공시 유보	장비 공급계약
3월 31일	에스에프에이	물류	1,039	16년 12월31일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
3월 31일	케이맥	검사	55	16년 9월30일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
3월 31일	로체시스템스	후공정	53	16년 12월31일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
3월 2일	삼성엔지니어링	-	7,150	16년 12월31일	삼성디스플레이	당정 공장 인프라 조성공사
2월 29일	에스에프에이	물류, 후공정	1,535	16년 8월28일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
2월 29일	테라세미콘	열처리	620	16년 10월5일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
2월 29일	아이씨디	식각	550	16년 8월28일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
2월 29일	AP시스템	결정화	481	16년 12월30일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
2월 29일	톱텍	물류	209	16년 12월31일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
2월 29일	로체시스템스	후공정	208	16년 12월31일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
2월 29일	HB테크놀로지	검사	207	16년 8월30일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
2월 29일	케이맥	검사	78	16년 7월30일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
1월 12일	AP시스템	결정화	1,304	16년 8월15일	삼성디스플레이	디스플레이 제조장비
1월 12일	HB테크놀로지	검사	394	16년 7월30일	삼성디스플레이	장비 공급계약

자료: 전자공시

(1) 애플 향 Flexible OLED Capa 증설 – A3 6세대 105k

첫째, 아이폰용 Flexible OLED 패널을 공급하기 위한 6세대 라인 증설이 시작될 전망이다. 증설 규모는 ①16년 45k/월, ②17년 60k/월 등 총 105k/월로 판단한다.

17년 하반기부터 양산모델에 탑재하기 위해서는 16년말~17년초에 샘플 검증용 제품 나와야 한다. 또 늦어도 17년 상반기 안에 양산설비 구축이 마무리돼야 한다. 이에 따라 16년에 증설 해야 할 Capa는 최소 월 45k가 필요할 것으로 예상된다. 근거는 다음과 같다.

애플은 15년 4분기에 월 평균 2,300만대의 아이폰을 판매했다. 보수적으로 1)17년 4분기에도 이 정도 규모의 판매량이 유지되고, 2)Flexible OLED 탑재 모델의 판매비중을 35%로 가정하면, 월 800만대의 수요가 예상된다.

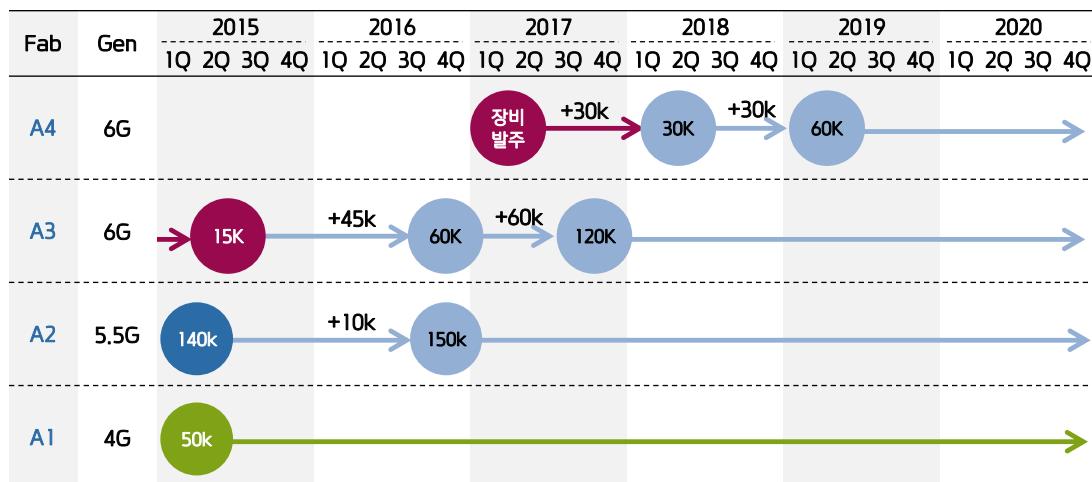
한편 6세대 45k/월의 Capa에서 생산할 수 있는 5.5” 패널은 최대 월 900만대다. 양산 수율을 감안하면 생산량은 더 낮아진다. 이를 감안하면 6세대 45k/월의 Capa로 1~2개월 정도의 선행생산을 진행해야 17년 4분기의 아이폰 수요를 감당할 수 있을 것이다.

17년까지 A3 라인 Capa 120k로 확장할 전망

SDC는 17년에 60k를 추가 증설해 18년 초가 되면 A3 라인의 생산능력은 총 120k/월이 될 것으로 예상한다. 이는 A3 건물에 투입될 수 있는 최대 Capa다.

우리는 앞서 애플이 2020년에 150k/월의 6세대 Flexible OLED 생산설비가 필요할 것이라고 예상했다. SDC의 A3 라인 생산능력 120k/월 중에서 105k/월이 아이폰용 패널 생산에 할당될 것으로 판단한다. 이로써 SDC는 애플 Flexible OLED 수요의 최소 70% 이상을 공급하는 Main Vendor로 자리잡을 것으로 전망한다.

SDC 중소형 OLED Capa 전망



(2) 비 애플 향 Flexible OLED Capa 증설 – A4 6세대 60k

둘째, 애플 외 고객사향 수요에 대응하기 위한 설비증설도 병행될 것으로 판단된다. 삼성전자뿐만 아니라 중화권, 북미 스마트폰 제조사들의 Flexible OLED 수요가 대폭 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 이에 따라 A4(가칭) 라인의 필요성이 대두될 것이다.

A3 공장은 애플 향 생산설비로 채워질 전망이어서 새로운 Fab이 필요하다. SDC의 OLED 양산라인은 모두 탕정에 집중돼 있다는 점을 감안하면 탕정 설비의 일부를 전환해 6세대 Flexible OLED 용으로 개조하는 방안이 가장 유력해 보인다.

당사 리서치센터는 SDC가 7세대 라인의 일부를 개조할 가능성이 높다고 판단한다. 현재 SDC 7라인의 일부는 모니터 등 IT용 패널 생산에 활용되고 있으나, 공급과잉으로 인해 수익성이 저조한 것으로 파악된다. 이를 중소형 Flexible OLED로 전환할 경우 투자비를 최소화 할 수 있을 뿐만 아니라 Fab의 수익성도 극대화할 수 있는 일석이조의 카드가 될 것이다.

A4 라인의 장비 발주시기는 17년 상반기, 양산시기는 18년 상반기가 될 것으로 예상한다. 생산능력은 18년초 30k/월, 19년초 30k/월로 총 60k/월이 될 것으로 판단한다.

SDC 탕정공장 항공 사진



자료: 구글어스, 키움증권

16년부터 Flexible OLED 외판 시작

SDC는 16년부터 삼성전자 외의 고객사에도 Flexible OLED 패널 판매를 시작했다. 블랙베리는 자사 최초의 안드로이드 스마트폰인 Priv에 듀얼 커브드 Flexible OLED 패널을 탑재해 1월말부터 시판하고 있다. 중국 vivo 또한 같은 품펙터의 스마트폰 Xplay5를 공개하고 예약판매를 시작했다. 중화권 여타 업체들도 16년 신모델 라인업에 엣지 디스플레이 채택률을 확대할 전망이다.

삼성전자 역시 엣지 모델의 판매량을 전년대비 늘려갈 것으로 예상한다. 또 제품 차별화를 위해 이르면 16년 하반기부터 폴더블 OLED를 도입할 것으로 보인다. 폴더블 스마트폰은 접을 수 있는 특성상 7인치~10인치대로 화면 사이즈가 커지기 때문에 Capa 잠식률이 높다. 이에 따라 애플향 라인 외에도 6세대 60k/월 규모의 추가 Capa가 필요할 것으로 판단한다.

듀얼 커브드 스마트폰 – 블랙베리 Priv



자료: GSMArena

듀얼 커브드 스마트폰 – 비보 Xplay5



자료: GSMArena

(3) Rigid OLED 생산능력 소규모 증설 – A2 5.5세대 10k

셋째, Shortage 현상이 빚어지고 있는 Rigid OLED 설비에 대한 소규모 증설이다.

Rigid OLED는 15년 하반기부터 삼성전자의 종전 스마트폰에 탑재가 본격화됐고, 중화권 스마트폰 업체들로도 판매가 시작됐다. 경쟁 제품인 LTPS LCD와의 가격 차가 줄어들면서 수요가 급증하는 추세다. 이 때문에 SDC의 Rigid OLED 라인은 작년 하반기부터 풀가동 상태를 이어가고 있으며, 올 하반기 이후의 수요를 감당하기 위해 설비 증설이 불가피하다.

SDC는 15년 상반기에 Rigid 설비의 가동률이 떨어지자 A2 라인의 일부를 Flexible-Rigid 하이브리드 라인으로 전환하는 투자를 진행한 바 있다. 결과적으로 볼 때 이 투자는 지나치게 근시안적인 전략적 실수였다. 라인 전환을 하는 기간 동안 Rigid OLED의 수요가 대폭 증가하며 쇼티지 현상까지 빚어졌다. 현재 이 하이브리드 라인의 대부분은 Rigid OLED 양산에 활용되고 있으며, 이마저도 부족해 16년에 A2 Rigid 라인의 증설을 추진 중이다. 당사 리서치센터는 SDC가 5.5세대 A2 생산능력을 현재 140k/월에서 하반기에 150k/월까지 확대할 것으로 예상한다.

>>> LGD, JDI가 뒤따를 것

LGD, 2'nd Vendor로 진입할 것

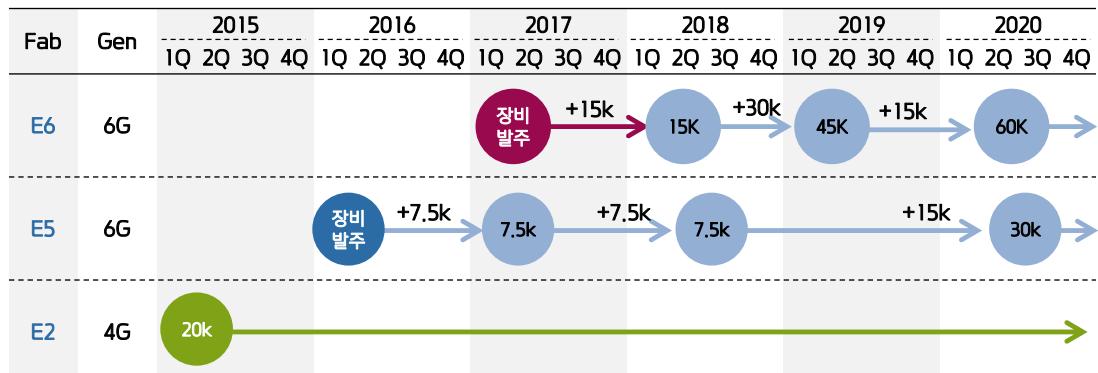
SDC를 제외하고 애플의 Flexible OLED 서플라이 체인에 포함될 수 있는 후보군은 LGD, JDI, 샤프, AUO 등이다. 이들 업체 가운데 LGD가 OLED 관련 기술기반을 가장 잘 갖추고 있다. 4세대 20k/월의 Flexible OLED Capa를 보유하고 있으며, 애플워치, LG전자 G Flex 시리즈 등에 대한 양산 경험도 있다. 우리는 SDC에 이어 LGD가 2'nd 벤더 역할을 할 가능성이 높다고 판단한다.

E5: 차량용 Flexible OLED 양산

LGD가 보유하고 있는 중소형 Flexible OLED 설비는 4세대 E2가 유일하다. 여기에 구미 P6 설비의 일부를 전환해 6세대 Flexible OLED 라인 E5를 구축하는 투자를 진행하고 있다.

E5는 모바일이 아닌 차량용 디스플레이를 주력으로 생산할 전망이다. 16년 초부터 장비발주를 시작했고 2Q17에 양산가동을 시작할 전망이다. LGD는 차량용 디스플레이 시장을 전략적으로 공략하고 있는데, 이를 위해 E5 설비에서 17년 하반기부터 양산을 시작해 18년 신차에 본격적으로 탑재하는 것을 목표로 하고 있다. E5 라인은 18년에 15k/월, 20년에 30k/월까지 생산능력이 확장될 것으로 추정한다.

LGD 중소형 OLED Capa 전망



자료: 키움증권 출점

E6: 애플 향 Flexible OLED 생산

LGD는 아이폰 수요에 대응하기 위해 6세대 Flexible OLED 생산설비(E6)를 별도로 구축할 것으로 판단한다. 장비 발주는 17년 상반기부터 본격화할 전망이며, Capa는 18년 15k/월, 19년말 45k/월, 20년말 60k/월로 증설할 것으로 추정한다.

기다림의 미학

이는 SDC보다 2년 정도 늦은 스케줄이다. 그러나 LGD 입장에선 서두를 이유가 없다. 공급업체 다양화가 필요한 것은 애플이다. Flexible OLED 부문에서 SDC를 제외하고 제일 앞서 있는 업체가 LGD다. 어차피 기회는 온다. 준비만 되어 있으면 애플이 먼저 손을 내밀 것이다. 시장 진입을 서두르다 과잉경쟁 양상을 초래하는 것은 득보다 실이 크다. 무리해서 SDC와 같은 시점에 양산체제를 구축한다고 해도 수년간 노하우를 축적하고 있는 경쟁사와 원가 경쟁에서 이기기는 어렵다.

JDI, 3'rd Vendor로 자리잡을 전망

JDI는 세계 최대 LTPS LCD 생산능력을 보유한 업체다. 애플에 대한 충성도가 가장 높은 메인 벤더이기도 하다. 이 때문에 애플이 Flexible OLED로 갈아 탄다 하더라도 JDI를 배제할 것이라고 예상하기는 어렵다. 당시 리서치센터는 SDC, LGD에 이어 JDI가 3'rd Vendor 역할을 하게 될 것이라고 판단한다.

LTPS LCD → Flexible OLED 라인전환 용이

주지하듯 고해상도 LCD와 Flexible OLED는 공통적으로 LTPS TFT를 백플레이인으로 쓴다. 이 때문에 두 기술 간의 라인 전환이 용이한 편이다. 즉, LTPS LCD 라인에서 컬러필터, 셀 공정을 들어내고 유기물 증착, 봉지공정을 배치하면 OLED 패널을 생산할 수 있다. 여기에 Flexible 공정인 PIC(Polyimide Curing), LLO(Laser Lift Off), TFE(Thin Film Encap) 설비만 추가하면 Flexible OLED를 양산하는 게 가능하다.

18년부터 중소형 OLED 패널 대량양산 계획

JDI의 R&D 센터 수장인 Akio Takimoto는 연초 외신과의 인터뷰에서 JDI가 18년부터 OLED 패널 대량양산을 시작할 것이라고 밝힌 바 있다. 이는 6세대 LTPS LCD Fab 가운데 일부를 Flexible OLED 양산용으로 전환할 계획이라는 점을 시사한다.

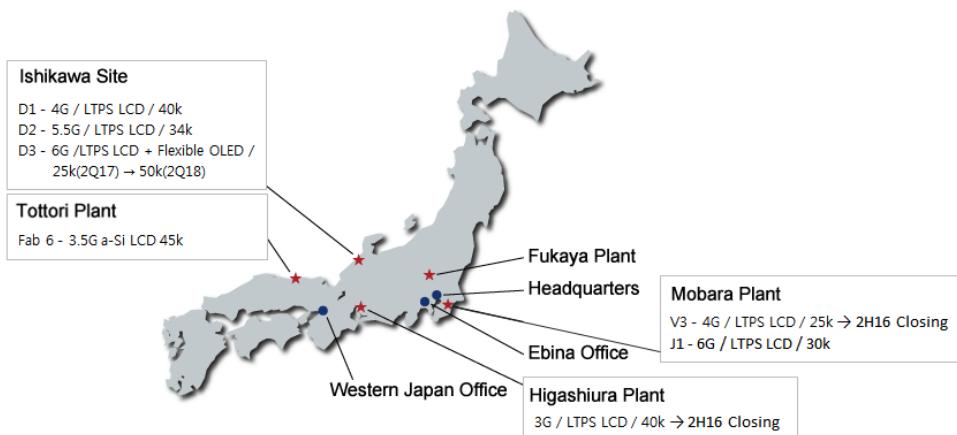
이시카와 D3 라인이 유력

유력한 후보는 현재 증설 중인 이시카와의 D3 라인이다. D3는 총 1,700억엔을 투자해 6세대 25k/월 규모의 LTPS LCD 설비를 구축하는 프로젝트다. D3 Phase1(25k) 가동은 2Q17부터 시작될 것으로 보이며, 이후 Phase2 증설을 통해 2Q18에 50k/월까지 생산능력이 확대될 것으로 추정된다.

기존 6G LTPS LCD 라인의 전환투자 예상

당사 리서치센터는 JDI의 D3 P2 라인이 Flexible OLED 양산용으로 꾸며질 가능성이 높다고 판단한다. 이로써 JDI는 18년부터 아이폰 수요에 대응하기 위한 생산기반을 확보하게 될 전망이다. 추후 J1 또는 D3 P1 등 기존 LTPS LCD 양산설비도 Flexible OLED 용으로 전환하는 투자가 이루어질 것으로 추정한다.

JDI LTPS Fab 현황



자료: JDI, 키움증권

>>> 중국도 뛰어든다

OLED 패널 점유율 추세적 확대 예상

애플의 가세로 글로벌 1, 2위 스마트폰 업체가 메인 디스플레이로 OLED 패널을 사용하게 된다. 이에 따라 15년 기준 12.5%에 불과했던 OLED의 모바일용 패널 시장 점유율이 추세적으로 확대될 가능성성이 열렸다.

3위권 이하 스마트폰 업체들도 OLED 도입 늘릴 것

15년 삼성전자는 3억2,000만대, 애플은 2억2,500만대의 스마트폰을 판매했다. 양사의 판매량만 합쳐도 5.5억대, 글로벌 시장점유율은 38%에 이른다. 두 업체는 장기적으로 자사의 스마트폰 전체에 OLED를 탑재할 가능성이 높다. 시장의 리더들이 이 방향으로 움직인다면 3위권 이하 업체들 또한 적어도 하이엔드 라인업에는 OLED 패널을 도입할 것으로 예상한다.

모바일용 OLED 패널시장, 2020년까지 연평균 23% 성장할 전망

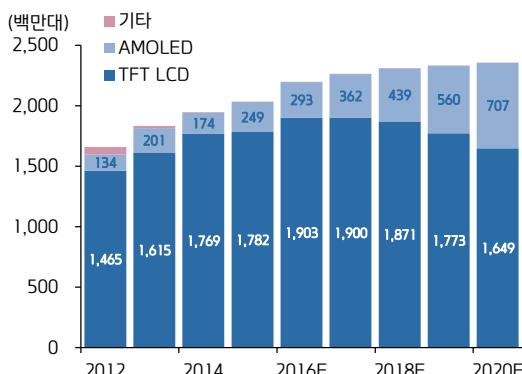
당사 리서치센터는 스마트폰용 OLED 패널의 글로벌 출하량이 15년 2.5억대에서 20년 7.1억대로, 향후 5년간 연평균 23% 성장할 것으로 추정한다. 전체 휴대폰용 디스플레이에서 OLED 패널이 차지하는 비중은 15년 12%에서 20년 30%까지 확대될 전망이다.

Cost Parity에 이어 Price Parity까지 현실화한다면…

시간이 지날수록 OLED 패널의 점유율은 확대될 것이다. 16년부터 Rigid OLED 패널의 제조원가가 LTPS LCD보다 낮아진다. 이는 1)Capa 확대와 가동률 상승에 의한 규모의 경제 효과, 2)주력 생산라인의 감가상각 기간 종료에 따른 고정비 절감, 3)소재, 부품 등 Material Cost 하락 등에 기인한다. 이에 따라 OLED가 상업양산 시대에 진입한 지 10년만에 역사적인 Cost Parity가 일어나는 것이다.

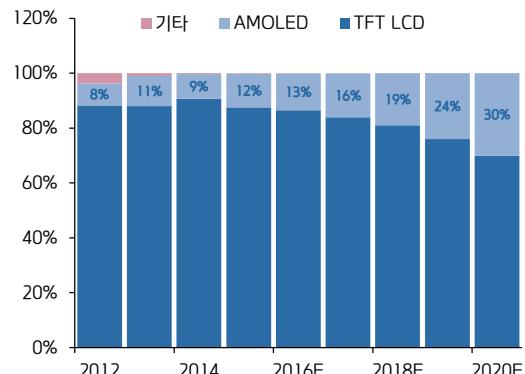
아직까지 OLED 패널은 LTPS LCD 대비 가격 프리미엄을 누리고 있다. 그러나 향후 3~5년 안에 Price Parity까지 나타날 것으로 판단한다. 원가에 이어 판가까지 역전된다면 모바일 시장에서 TFT-LCD는 사장될 가능성도 배제할 수 없다.

기술별 모바일용 패널 출하량 전망



자료: 키움증권 추정

기술별 모바일용 패널 출하량 비중 전망



자료: 키움증권 추정

2020년, 6G 450k/월 필요할 전망

향후 5년 후 글로벌 OLED 패널 수요가 7억대까지 성장한다면, 이를 생산하기 위해서는 최소 450k/월의 6세대 OLED Fab이 필요할 것으로 추정한다. 앞서 살펴본 바와 같이 2020년에 SDC, JDI, LGD가 보유하게 될 OLED Capa는 6세대 환산 기준 총 350k/월 수준으로 예상한다. 나머지는 중화권 패널업체들의 몫이 될 것이다.

2020년 OLED Fab 수요 전망

① 6 세대 라인 당 유리 원판 Throughput	월 15,000 장
② 6 세대 유리 원판의 5.5" 패널 면취수	200 장
③ 평균 수율	70%
④ 평균 가동률	90%
⑤ 6 세대 라인(15k/월) 당 연간 5.5" 패널 생산량 (= ① x ② x ③ x ④ x 12)	22,680,000 장
⑥ 연간 7 억대 생산에 필요한 6 세대 라인 (월 Capa) (= 7 억대 / ⑤)	30 개 (450k)

자료: 기움증권 추정

BOE, B7(45k) 투자 시작

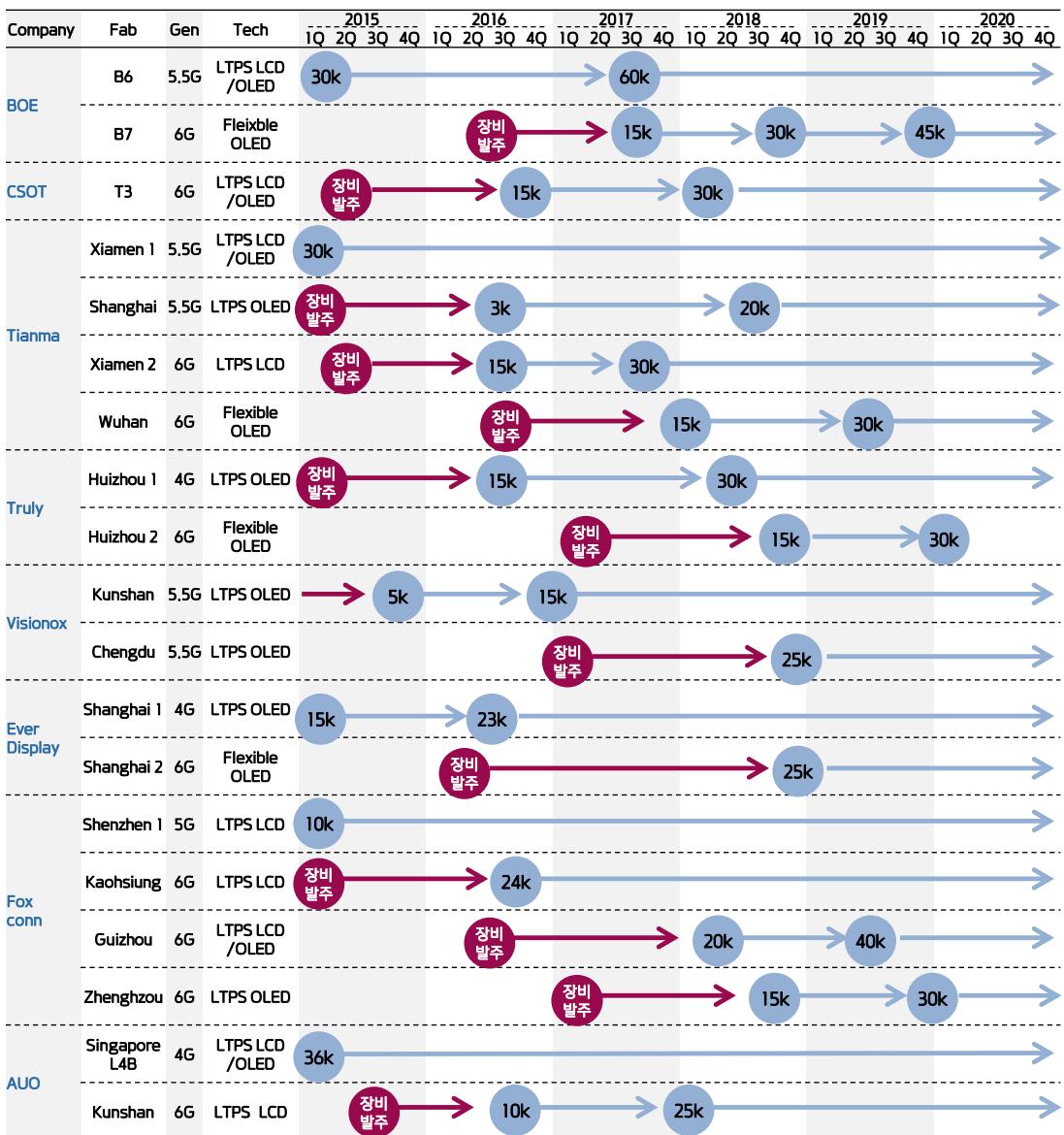
중화권 업체 가운데서는 BOE가 가장 공격적으로 움직이고 있다. BOE는 청두 지역에 설립할 B7 라인의 컨셉을 Flexible OLED로 최종 확정했다. B7에는 총 220억 위안(약 4조원)을 투자해 6세대 45k/월 규모의 생산능력을 확보할 전망이다. Phase 1 15k에 대한 장비발주가 2Q16부터 본격화할 것으로 보이며, 17년 및 18년에 1개씩 라인을 증설해 19년에 총 45k의 설비구축을 완료할 것으로 예상한다.

한편 아직은 미정이지만 B11 공장에도 6세대 Flexible OLED 생산설비를 투입하는 방안도 검토 중이다. 중부 쓰촨성 멘양 지역에 들어설 B11 라인은 당초 8세대 LCD가 유력할 것으로 예상됐으나, 최근 OLED로 방향이 전환될 가능성이 대두되고 있다.

CSOT, T3 라인의 운명은?

CSOT는 선전에 2개(T1, T2)의 8세대 LCD 라인을 운영하고 있다. 이런 가운데 15년에는 자사 최초의 중소형 라인 T3에 투자했다. T3는 6세대 LTPS LCD 라인으로 P1 15k Capa가 4Q16부터 가동에 돌입 할 예정이다. T3 P2(15k)는 당초 4Q15에 장비발주가 진행될 예정이었으나, 설비의 컨셉이 LTPS LCD에서 Flexible OLED로 바뀌면서 일정이 다소 지연되고 있다. 당사 리서치센터는 16년 하반기 중에 T3 P2 장비발주가 본격화할 것으로 예상하며, 18년 상반기에 셋업이 완료될 것으로 추정한다. 이로써 CSOT는 18년에 6세대 LTPS LCD 15k/월, Flexible OLED 15k/월의 생산능력을 확보할 것으로 예상 한다.

중화권 패널업체 LTIPS Fab 증설 전망 (4G 이상)



자료: 키움증권 추정

Tianma, 공격적 투자 계획

Tianma의 증설계획 또한 공격적이다. 이 회사는 15년 샤먼 지역에 6세대 LTPS LCD 라인을 신설했고, 후속 투자의 부지를 우한으로 결정했다. 우한에는 당초 6세대 LTPS LCD 설비를 지을 것으로 전망됐으나, 중소형 패널 시장환경이 급변함에 따라 Flexible OLED로 바뀔 가능성이 높아 보인다. 이와 별도로 상하이에 5.5세대 OLED R&D 라인을 보유하고 있는데, 이 설비 또한 양산용으로 전환한 것으로 예상 한다. 우한 6세대 및 상하이 5.5세대 OLED 라인에 대한 설비 발주는 16년 하반기부터 순차적으로 본격화할 전망이다.

Truly, 4세대 Flexible OLED 라인 증설

Truly는 14년에 SDC로부터 4세대(730×920) LCD 설비를 매입했고, 이를 기반으로 15년에 15k/월 규모의 Rigid OLED 설비를 마련했다. 16년에도 후속투자가 진행될 전망이다. 우선 지난해 투자한 Phase 1 Capa를 Flexible OLED용으로 전환할 것으로 예상된다. 이와 함께 2단계로 Flexible OLED 양산 설비 15k를 추가할 전망이다. 이로써 18년에 Truly의 4세대 Flexible OLED 생산능력은 30k/월로 확장될 것으로 판단한다. 한편 경쟁사들의 중소형 라인 투자가 6세대급 OLED를 중심으로 진행되고 있는 만큼 Truly도 17년부터는 6세대 라인 증설에 착수할 전망이다.

Visionox, 5.5세대 OLED 라인 상업양산 시대 진입

2001년 칭화대 등의 출자로 설립된 Visionox는 초기부터 OLED 디스플레이 R&D 및 양산에 초점을 맞춰왔다. 15년에 자사 최초의 5.5세대(1300×1500) OLED 양산라인 셋업을 완료하고, 1Q16부터 1.5" 스마트워치용 및 5.5" 스마트폰용 OLED 패널 등의 상업양산을 시작했다. 샘플 수준이긴 하지만 600ppi급의 고해상도 OLED 패널, 곡률반경 3mm 수준의 Rollable OLED 패널 등을 선보이는 등 중화권 업체 중에서 가장 앞선 기술력을 보유하고 있다고 평가된다.

Visionox는 청두 지역에 두번째 5.5세대 OLED 라인 증설을 검토 중이다. 5.5세대 4분할 FMM 방식으로 추진되고 있는 것으로 보인다. Capa는 25k/월, 장비발주는 1Q17, 양산가동은 1Q18부터 본격화 할 전망이다.

MWC 2016에서 전시된 Tianma의 Flexible OLED



자료: 인터넷

Visionox의 Rollable OLED 시제품



자료: Visionox

EverDisplay, 4세대 Flexible OLED 라인 증설

에버디스플레이는 Visionx와 함께 중국의 OLED 산업 선구자 격에 속한다. 12년에 설립됐고, 14년 하반기부터 상하이에 중국 최초의 OLED Fab(4세대 15k/월)을 가동하기 시작했다. 지금은 HD급 해상도의 5" OLED 패널을 주력으로 생산하고 있다. 하지만 주요 전시회에서 5.6" WQHD(2560 x 1440, 525ppi) 패널, 5.6" 투명 OLED(투과도 30%), 6.0" 4K OLED(734ppi) 패널을 공개하는 등 기술력을 과시하고 있다. 에버디스플레이은 16년 6세대 Flexible OLED 라인 증설계획(25k/월)을 갖고 있다. 3Q16에 장비발주가 시작될 것이며, 3Q18부터 양산체제에 돌입할 것으로 추정한다.

Foxconn, 6세대 LTPS 프로젝트 2건 진행

Foxconn은 중국에 2개의 6세대 LTPS LCD Fab 건설 프로젝트를 진행 중이다. 1) 구이저우성, 화웨이 등과 합작해 6세대 LTPS LCD/OLED 라인 40k/월 구축. 2) 폭스콘의 아이폰 조립 공장이 있는 정저우 시에 280억 위안(약 5.1조원)을 투자해 6세대 LTPS LCD/OLED 라인 30k/월 건설.

정저우 프로젝트는 폭스콘의 자회사 Ying Hui와 정저우 지방정부 간의 투자협약식이 15년 11월에 열렸다. 4Q17부터 시생산을 시작해 18년에 양산체제에 진입한다는 목표로 진행되고 있다. 정저우에는 폭스콘이 아이폰을 주력으로 생산하는 공장이 자리잡고 있다. 따라서 이 Fab의 타겟은 물론 애플이다. 그러나 1) 현재 아이폰용 LCD 패널을 공급하고 있는 샤프를 폭스콘이 인수할 가능성이 높고, 2) 애플은 17년부터 LTPS LCD 대신 Flexible OLED를 도입하기 시작한다. 두 가지 변수로 인해 정저우 Fab의 증설 스케줄 및 라인의 컨셉은 추후 조정이 이루어질 가능성이 높다고 판단한다.

한편 구이저우 프로젝트는 2단계로 나눠 진행할 전망이며, P1 장비 투자는 3Q16부터 시작해 4Q18부터 양산가동에 돌입할 전망이고, P2는 4Q17 발주 ◊ 1Q19 양산이 목표다. Capa는 각각 20k씩으로, 19년에 총 40k/월의 6세대 LTPS LCD/OLED 생산능력을 갖추게 된다. 총 투자비는 300억위안(약 5.5조원)이며, 폭스콘이 250억 위안, 화웨이가 50억위안을 분담할 것으로 알려져 있다. 고객사와 공동으로 투자하기 때문에 가동률에 대한 리스크를 낮출 수 있을 것이다.

에버디스플레이 상하이 Fab 전경



자료: EverDisplay

폭스콘 정저우 공장 투자 협약식



자료: 인터넷

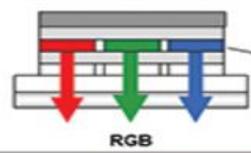
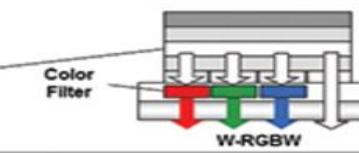
II. OLED TV 시장의 향방은?

>> 삼성 OLED TV 전략의 역사

Phase 1: 2011~2013년

SDC는 11년에 8세대 OLED 패널 파일럿 라인 V1 투자를 단행한다. 같은 시기 LGD도 파일럿 개념의 M1(현재 E3) 설비를 구축했다. 12년 1월 CES에서 양사는 나란히 55인치 OLED TV를 공개했다. 삼성이 출품한 55인치 슈퍼 OLED TV는 초현실에 가까운 정확한 색 재현력으로 비디오 디스플레이 부문 CES 최고 혁신상을 수상하기도 했다. 13년 1월 CES에서도 곡면 OLED TV를 내놓으며 사업의지를 재확인했고, 13년 하반기에 시판모델을 출시했다. SDC는 LTPS TFT + RGB 방식의 기술적 우위를 강조했고, LGD는 초기부터 Oxide TFT + WOLED 기술에 집중했다.

삼성디스플레이 RGB / LG디스플레이 WOLED 비교

	RGB (SMS) : Samsung Display	WOLED : LG Display
Pixel Structure		
Process Method		
Merits	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Low Power & Long Lifetime ▪ Relatively Good Viewing Angle 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Easy Process with > Gen. 8 Glass ▪ High Resolution
Demerits	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Relatively Difficult Process ▪ Color Mixing Issue ▪ Thickness Uniformity 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ High Power Consumption ▪ Viewing Angle Issue ▪ Short Lifetime

자료: SID

Phase 2: 2014~2017년

그러나 삼성전자가 13년 8월에 출시한 커브드 OLED TV는 반년도 못돼 시장에서 사라졌다. 14년 CES에서부터 삼성전자는 OLED TV를 배제하기 시작한다. 대신 커브드 LCD를 마케팅 포인트로 삼았다. 이듬해인 15년에는 퀸텀닷 TV를 들고 나왔다. 백라이트에 QD 필름을 덧대 색재현력을 강화한 SUHD TV를 전면에 내세웠다. 퀸텀닷 중심의 프리미엄 TV 전략은 16년까지도 이어지고 있다. 삼성 진영이 14년부터 OLED TV 시장에 대해 유보적 입장으로 바뀐 이유는 다음과 같다고 추정한다.

첫째, 소재 수명, RGB 패터닝의 기술적 난점 등으로 제조원가를 LCD 수준으로 낮추기가 어렵다고 판단한 것으로 보인다.

OLED TV는 LCD TV와 비교해 품펙터 측면에서 차별화 요인이 부족하다. 화질이 뛰어나다고 하지만 육안으로 차이가 확연할 정도는 아니다. 소비자들은 CRT TV를 LCD로 바꾸는 데 기꺼이 지갑을 열었다. 하지만 LCD가 이미 충분히 얇고, 크고, 화질도 좋다. 이 때문에 OLED TV 시장이 활성화되려면 LCD 대비 가격 경쟁력이 뒷받침돼야 한다. 그러나 LTPS + RGB 기술로는 장기적으로 보더라도 LCD TV와 경쟁할 수 있을 만큼 원가를 떨어뜨릴 수 있다는 자신이 없었던 것으로 추정된다.

둘째, SDC의 최대 고객사인 삼성전자(VD 사업부)가 OLED TV에 대한 사업화 의지가 약했다. 삼성전자는 TV 세트 시장의 절대적 강자로, 검증되지 않았고 원가도 비싼 신기술에 리스크를 부담할 이유가 없다. 또한 OLED TV 시장이 열리면 패널업체에 대한 기술 종속도가 다시 높아지고, 그간 확보해 온 산업 생태계에 대한 지배력이 약화되는 결과가 초래될 수 있다. 이 때문에 삼성전자는 OLED TV에 대해선 관망적 태도를 견지해왔다.

이 점이 LG 진영과의 결정적 차이다. LG전자가 만년 2위에서 1위로 올라서려면 TV 시장의 기존 질서를 뒤흔들고 새 판을 짜야 한다. OLED TV 사업에서 초기에 손실이 나더라도, 이를 감내하고 승부수를 던질 만한 충분한 유인이 있었다.

삼성전자 및 LG전자 OLED TV 최초출시 모델

모델명	KN55S9C	55EM9700
		
해상도/사이즈	Full HD(1920 x 1080) / 55"	Full HD(1920 x 1080) / 55"
적용 기술	RGB OLED, LTPS TFT, 3D, Curved	White OLED, Oxide TFT, 3D
출시일	2013년 8월	2013년 1월
출시가격(초기)	8,999\$	8,900\$

자료: 인터넷

Phase 3: 2018년~

TV 시장환경이 급변하고 있다. 시장 수요가 성숙기에 진입한 가운데 중국 업체들의 추격 속도가 빠르다. 차별화 요인이 필요한데 LCD 기반의 퀸텟닷 TV로는 부족하다. 실제로 15년 삼성전자의 퀸텟닷 TV 판매는 초기 목표 400만대에 크게 미달한 150만대에 그친 것으로 파악된다.

이 상황에서 LG전자의 OLED TV 판매량이 4Q15부터 빠르게 올라오고 있다. LGD의 OLED TV 패널 출하량은 15년 40만대로 추정되는데, 이 가운데 30만대가 4Q15에 판매된 것으로 보인다. 즉, LCD에서는 중국 업체들의 추격이 눈 앞에 있고, OLED에서는 LG 진영이 본격적인 양산단계로 진입했다.

당사 리서치센터는 삼성전자가 18년부터 OLED TV를 하이엔드 제품 라인업에 편입할 것으로 판단한다. 이 시점이 중국의 추격권에서 벗어나고 LG를 따라잡을 수 있는 마지막 타이밍이기 때문이다.

>>> SDC, 17년 상반기부터 OLED TV 전환투자 착수 전망

삼성디스플레이 OLED TV 양산라인 투자는 언제?

18년에 OLED TV 세트를 출시하기 위해서는 17년 상반기부터 양산라인에 대한 투자가 시작돼야 한다. 늦어도 17년 말까지는 18년 신모델에 대한 샘플 검증이 이뤄져야 하기 때문이다. 당사 리서치센터는 SDC가 OLED TV 양산라인 투자를 다음과 같은 방향으로 진행할 가능성이 높다고 판단한다.

투자 방식은 Capex를 최소화할 수 있는 LCD 라인 전환

투자의 방식은 기존 8세대 LCD 설비에 대한 전환투자를 택하게 될 것이다. 신설이 아닌 전환이기 때문에 설비구축에 필요한 시간과 투자비를 최소화할 수 있다. 감가상각 기간이 만료된 초기 8세대 라인(탕정 8-1-1)을 전환할 것으로 예상된다.

Capa는 8세대 27k/월이 유력

OLED 생산 Capa는 핵심공정인 유기물질 증착장비(Evaporator)의 Glass 처리 능력을 기준으로 결정되는데, 현존하는 WOLED 증착기 시스템 당 생산 능력은 월 27,000장이다. 즉 SDC의 첫 OLED TV 양산라인 투자는 증착기 1개 라인 규모로 시작할 것이다.

투자비는 1.5조원 내외로 추정

LGD는 과거 E4-1 라인(옛 M2)을 구축할 때 총 1조5,700억원을 투자한 바 있다. 16년에 증설하고 있는 E4-2 라인은 TFT 전환에 4,600억원, OLED 증착설비에 3,900억원 등 총 8,500억원이 투입될 전망이다. LGD는 지난 5년간 투자비를 효율화할 수 있는 노하우가 쌓였지만, SDC는 이번이 WOLED 양산라인 투자가 처음이기 때문에 초기 LGD의 투자비와 유사한 1.5조원 규모의 Capex가 필요할 것으로 예상된다.

OLED TV 양산기술은 Oxide TFT + White OLED

SDC는 이미 15년 초에 OLED TV 양산기술로 Oxide TFT + White OLED를 채택한 것으로 파악된다. 이어 V1 라인을 개조해 WOLED 기술에 대한 R&D 역량을 높여가고 있다. 투자의 효율성과 중장기적 원가경쟁력 측면에서 WOLED는 불가피한 선택이다. LTPS TFT + RGB 기술은 TV가 아닌 상업용 디스플레이(투명 디스플레이, 사이니지 등등) 용도로 활용할 전망이다.

Oxide TFT는 기존 a-Si LCD 라인을 전환하는 데 들어가는 비용이 LTPS TFT 보다 크게 낮아 경제성이 뛰어나다. 또 삼성이 수년간 매달렸던 RGB 방식은 유기물질 패터닝 공정이 까다로워 높아 생산성이 뒤처지지만, WOLED는 유기물질을 오픈 마스크 방식으로 수직 적층하기 때문에 양산공정의 난이도가 상대적으로 낮다.

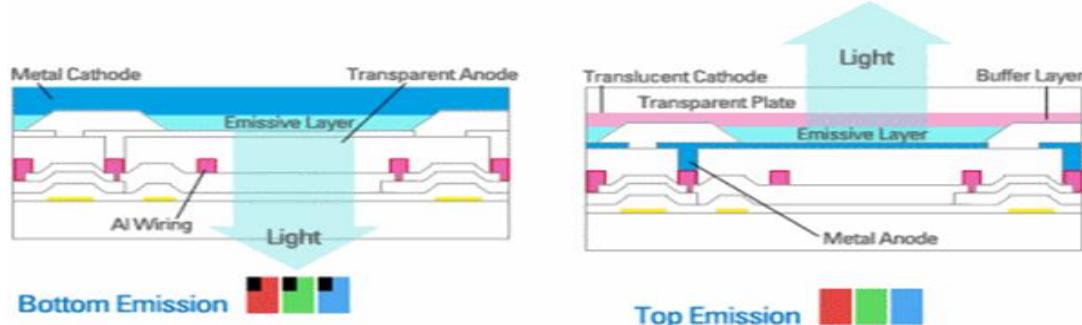
예컨대 SDC의 V1 라인에서는 8세대 TFT 기판을 6장으로 분할해 유기물질을 증착하는 방식을 적용했다. 현존하는 RGB 증착장비 중 가장 생산성이 뛰어난 것이 6세대 2분할(1500 x 925 mm) 사이즈에 그친다. 반면 LGD는 8세대 원판을 분할하지 않고 그대로 증착하는 기술을 쓴다.

결론적으로 SDC는 기존 LCD 인프라의 전환비용이 싸고, 증착공정의 난이도가 낮다는 점에서 Oxide TFT + WOLED 기술을 채택할 것으로 판단된다.

Top Emission 기술로 차별화 시도

SDC가 과거 OLED TV 주력기술로 내세웠던 RGB 방식 대신 WOLED를 선택하면서 LGD를 뒤따라가는 모양새가 된다. 기술 리더십이 측면에서 자존심에 상처를 입게 되는 셈이다. 다만 WOLED 발광방식에서 전통적인 Bottom Emission이 아닌 Top Emission을 채택함으로써 차별화를 시도할 것으로 예상된다.

Bottom Emission / Top Emission 비교



자료: Sony

Bottom Emission: 휘도 저하, 수명 감소

전통적인 대형 OLED는 Bottom Emission(배면 발광) 방식을 적용하고 있다. 이는 OLED 발광층의 빛이 TFT 기판을 통과해 외부로 나가는 구조다. TFT가 차지하는 면적만큼은 빛이 차단되기 때문에 개구율이 떨어진다. 개구율 감소는 휘도 저하와 직결된다. 이를 보상하기 위해 OLED 발광층에 많은 전류를 흘려줘야 하고, 이 때문에 발광층 수명은 줄어들고 소비전력은 높아진다.

Top Emission: 기술적으로 우수하나, 양산성 확보가 관건

배면 발광 방식의 이와 같은 단점을 극복할 수 있는 것이 Top Emission(전면 발광) 기술이다. 전면발광은 빛이 TFT 기판의 반대 방향, 즉 봉지(Encapsulation) 층 방향으로 나가는 구조다. 빛이 나가는 방향에 TFT Array 등과 같은 차단 요소가 없기 때문에 휘도, 소비전력, 해상도 등의 측면에서 유리하다. 그러나 전면발광 방식은 양산성 측면에서 아직 검증 받지 못했다.

독자적 설계기술로 양산 솔루션 확보

전면발광 구조에서는 빛이 통과하는 방향 위치한 음극(Cathode)과 봉지(Encapsulation) 레이어가 투명해야 한다. 이 가운데 투명한 음극(Cathode)을 형성하는 것이 전면발광 구조의 최대 난제다. OLED 패널에서는 픽셀 별로 빛을 낼 만큼 전압을 공급해주면 패널의 공통전극(음극)으로 전류가 빠져나가야 발광이 이루어진다. 이 때 전류가 빠져나가는 방향에 위치한 음극은 저항 값이 낮아야 하고, 전기적 특성이 균일해야 한다. 그렇지 않을 경우 동일한 전류를 공급하고 싶어도 위치에 따라 편차가 생긴다.

하지만 투명도와 저항값은 반비례 관계다. 음극을 투명하게 하려면 구성물질을 얇게 형성해야 하는데, 얇을수록 저항은 높아질 수 밖에 없다. 이에 반해 배면 발광구조는 공통전극이 투명할 필요가 없다. 저항이 낮은 메탈 계열의 소재를 적용함으로써 화면의 균일도를 구현하기가 용이하다. 이 때문에 현재 양산 중인 대형 OLED 패널은 모두 배면발광 방식을 적용하고 있다. 소니가 13년 CES에서 전면발광 구조의 OLED TV를 전시한 바 있으나, 상업양산에는 이르지 못했다.

SDC는 독자적 설계기술로 전면발광 방식의 대형 OLED 패널 양산 솔루션을 확보한 것으로 파악되며, 이를 기반으로 선발업체와의 차별화를 꾀할 것으로 예상된다.

>>> LGD vs SDC, OLED TV 양산경쟁 본격화

LGD의 시장리더십 유지

SDC가 OLED TV용 패널 양산설비 투자를 본격화함에 따라 SDC와 LGD간의 OLED TV 양산경쟁이 불붙을 전망이다. 선발주자인 LGD가 시장 리더십을 유지하는 가운데 SDC의 추격전 양상이 전개될 것이다. 양산경험과 노하우 측면에서는 LGD가 앞서 있다. 이미 13년부터 상업 판매를 시작했고, 3년간의 양산경험을 통해 수율도 안정화 단계에 진입했다.

Capa 확대, 고객사 다각화

LGD의 8세대 OLED 패널 생산능력은 기존 8k/월에서 4Q15부터 34k/월로 확장됐고, 고객기반도 다변화했다. LG전자로만 판매하던 OLED TV용 패널을 4Q15부터 파나소닉, 스카이워스, 창홍, 콩카 등 해외 TV 제조사에게도 공급하기 시작했다. 예컨대 스카이워스는 CES 2016에서 UHD OLED TV를 전시했고, 16년 OLED TV 판매목표를 20만대라고 밝힌 바 있다.

LGD는 E4 라인이 양산가동에 들어가자 마자 추가 증설투자를 결정했다. 규모는 8세대 25k/월로, 2Q17부터 가동을 시작할 전망이다. 투자의 방식은 기존 8세대 LCD 라인의 전환이고, 총 투자비는 8,500억원으로 공시했다. 이에 따라 LGD의 8세대 OLED TV 패널 생산능력은 17년 하반기부터 60k/월로 확대될 것으로 추정된다.

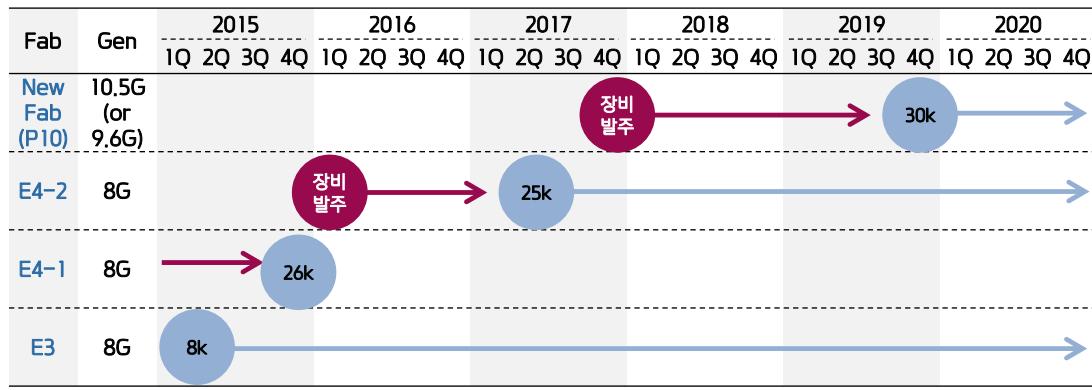
중국 업체들의 10.5세대 이상 LCD 증설에 대비해…

LGD는 17년까지 8세대급 설비에서 대형 OLED 패널을 생산할 것으로 보이지만, 그 다음 단계는 10.5세대가 될 것으로 판단한다. 중국 BOE가 증설을 추진하고 있는 10.5세대 B9 라인이 이르면 17년말, 늦어도 18년 2분기부터 양산체제에 돌입한다. 한편 CSOT는 11세대 LCD 설비증설을 준비하고 있는 것으로 알려져 있다. 언론에 보도된 착공시점이 16년 6월이라는 점을 감안하면, 늦어도 18년 하반기부터는 양산이 가능할 것으로 추정된다.

LGD, 17년 이후부터 10.5세대급 OLED 설비투자 본격화 예상

OLED는 TV 시장에서 프리미엄 LCD 제품과 경쟁해야 하는데, LCD fab이 10세대 이상으로 대형화한다면 지금의 8세대 OLED 생산설비로는 경쟁력이 뒤처질 수밖에 없다. 따라서 LGD의 8세대 OLED 전환투자는 16년이 마지막일 것으로 판단한다. 17년 이후부터는 10.5세대 이상급의 초대형 OLED TV 양산라인 투자에 나설 가능성이 높다. 당사 리서치센터는 LGD가 17년 하반기부터 10.5세대 OLED 설비 투자에 착수해 19년 말에 30k/월 규모의 Capa를 확보하게 될 것으로 전망한다.

LGD OLED TV Capacity 전망



자료: 기움증권 추정

SDC의 추격이 시작된다면…

SDC가 OLED TV용 패널 양산경쟁에 뛰어든다면 최대한 빠른 시간 안에 규모의 경제를 확보하는 전략을 취할 것이다. 원가를 떨어뜨릴 수 있는 가장 효과적인 방법이기 때문이다. 17~18년간 ‘학습 기간’을 거친 뒤 19년부터 공격적인 Capa 확장에 나설 가능성이 크다. 이를 위해서는 17년부터 설비투자에 착수해야 한다. 우리는 SDC가 17년에 8세대 27k/월 규모의 OLED 전환투자를 시작하고, 18년에 같은 규모로 증설을 단행할 것으로 예상한다. 이에 따라 19년 말에 8세대 54k/월 수준의 OLED TV 생산능력을 갖추게 될 것이다.

SDC, 19년에 LGD 비교가능한 수준의 Capa 확보할 전망

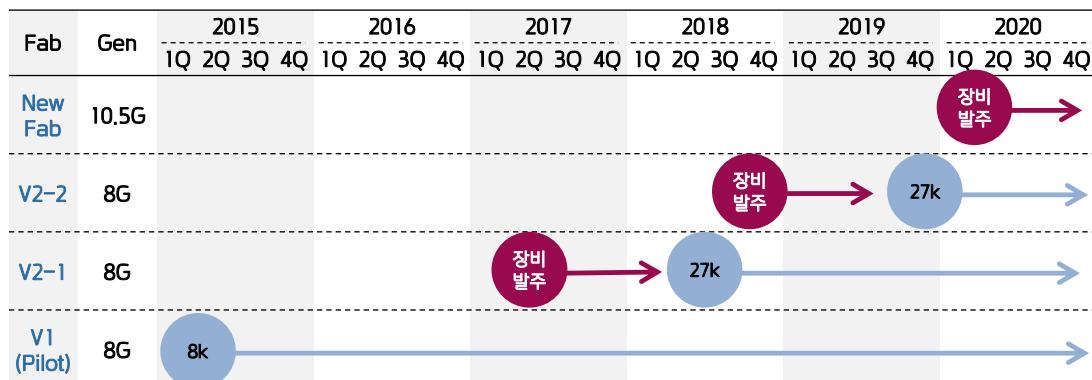
LGD는 19년 말 OLED 생산능력이 8세대 60k/월, 10.5세대 30k/월에 이를 것으로 예상한다. 즉, 19년 말 기준 SDC의 OLED TV 패널 생산 Capa는 LGD 대비 48% 수준에(면적기준) 그칠 전망이다. SDC의 20년 이후의 step은 역시 10.5세대다. 지금으로서는 예상하기 이르긴 하지만, SDC는 20년부터 10.5세대급 OLED Fab에 대한 투자에 나설 가능성이 높아 보인다. 물론 18~19년에 8세대 Fab에서 양산경험을 축적하면서 공정 최적화와 수율 확보에 성공한다는 것이 전제조건이다.

거대한 Captive Market이 강점

현 시점에서 SDC와 LGD의 격차는 상당하다. WOLED TV에서는 기술 리더십을 LGD가 갖고 있고, 선발업체로서의 시장 인지도도 확보하고 있다. Capa 측면에서도 SDC가 LGD와 비교 가능한 수준에 올라서는 것은 빨라야 3년 뒤인 19년이다.

다만 SDC의 강점이 있다면 거대한 Captive Market이다. 모회사이자 최대 고객사인 삼성전자(VD사업부)는 글로벌 TV 시장에서 부동의 1위업체다. 특히 2,000\$ 이상 하이엔드 TV 영역에서는 시장지배력이 압도적이다. 삼성전자의 글로벌 마케팅 역량이 결집된다면 SDC의 대형 OLED 패널 사업이 예상보다 빠르게 규모의 경제를 확보하면서 정상궤도에 올라설 가능성이 있다고 판단된다.

SDC OLED TV Capacity 전망



자료: 키움증권 출점

III. OLED TV에 뛰어들 수 밖에 없는 이유

>> LCD 패널시장, 구조적 공급과잉

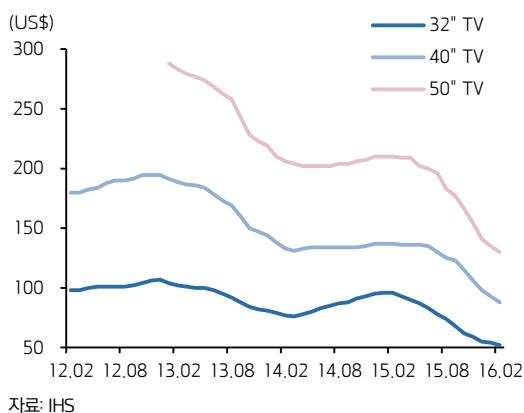
공급과잉 고착화

SDC가 대형 OLED 패널 양산체제 구축에 나서는 것은 시장환경 변화에 대한 대응 차원이라고 보는 것이 타당하다. LCD 패널 산업은 수요가 성숙기에 진입한 반면 중국 업체들의 가세로 공급이 늘면서 공급과잉이 고착화하고 있다.

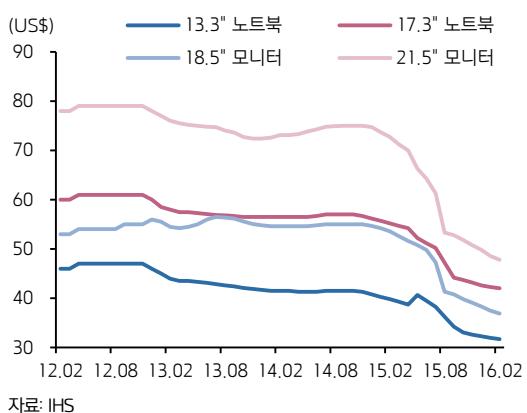
주요 패널업체, 1Q16부터 적자전환 불가피

수급이 악화되면서 LCD 패널가격은 15년 3월을 시작으로 12개월 연속 하락세가 이어지고 있다. 이에 따라 주요 패널업체들의 수익성은 1Q16부터 적자전환이 불가피한 상황이다. 가동률 조정 등 자발적 공급축소 움직임이 나타나지 않는 한 수급개선을 기대하기 어려워 보인다.

LCD 패널 가격추이: TV용 패널



LCD 패널 가격추이: IT용 패널



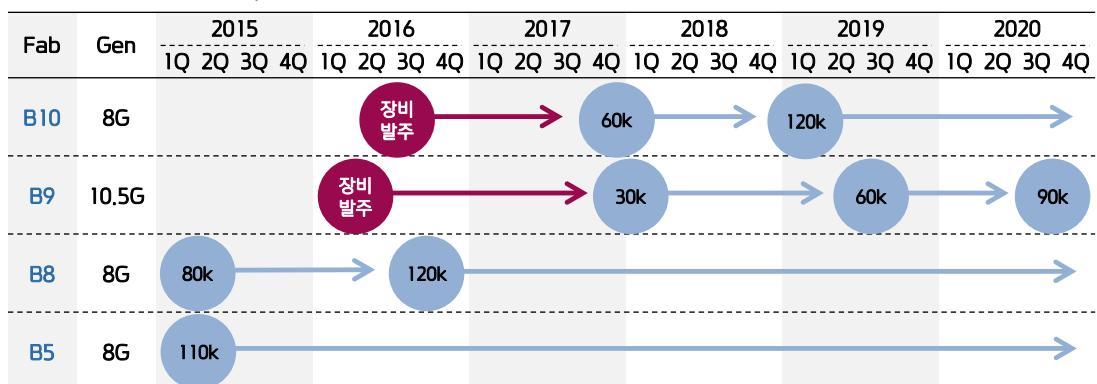
중국 패널업체, 공격적 증설 지속

수급상황이 최악으로 치닫고 있지만, 중국 패널업체들의 증설은 지속되고 있다. BOE는 15년에 충칭 지역에 8세대 LCD 설비인 B8 라인의 양산가동을 시작했다. 이어 16년에는 허페이에 10.5세대 라인 B9에 대한 투자에 착수해 18년부터 생산을 시작할 것으로 예상된다. 이와 함께 푸칭 지역에 8세대 B10 라인 증설도 16년 중에 시작할 전망이다.

BOE, CSOT, CEC판다에 이어 HKC까지

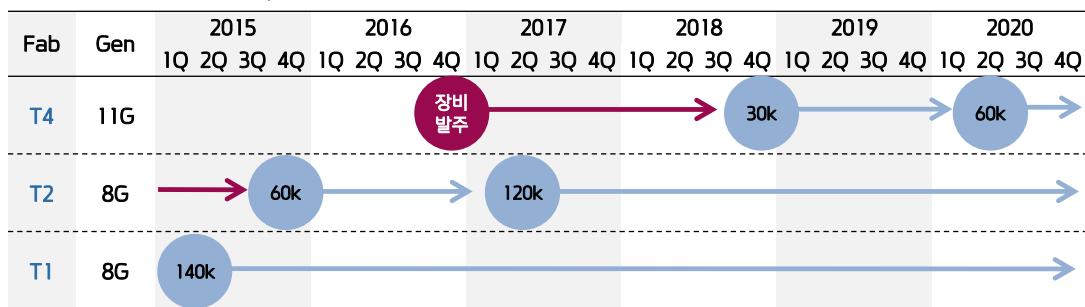
차이나스타는 선전 T2 라인(8세대 LCD)을 15년부터 램프업하고 있고, 추가로 11세대급 LCD 설비에 대한 증설을 계획 중이다. CEC 판다도 중부지역 센양에 8.6세대(2250 x 2600) LCD 생산설비 증설계획을 확정하고, 건설공사에 돌입했다. HKC는 LCD 패널시장의 신규 진입자로, 충칭에 8세대 fab을 짓기로 하고 최근 장비발주를 시작했다.

BOE 8세대 이상 LCD Capacity 전망



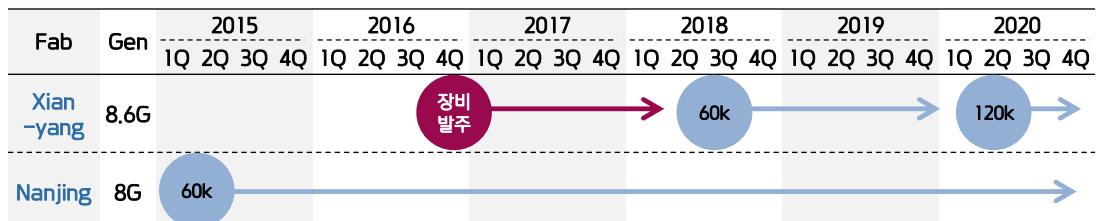
자료: 키움증권 추정

CSOT 8세대 이상 LCD Capacity 전망



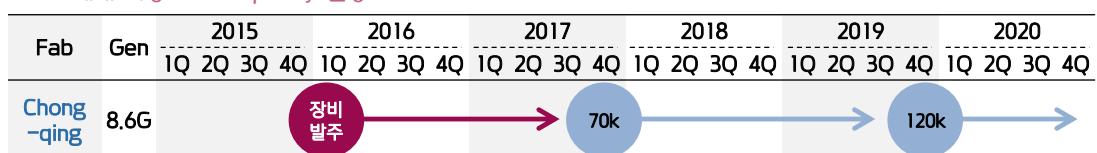
자료: 키움증권 추정

CEC-Panda 8세대 이상 LCD Capacity 전망



자료: 키움증권 출정

HKC 8세대 이상 LCD Capacity 전망



자료: 키움증권 추정

한국 패널업계에 실질적 위협

중국 패널업체들의 이 같은 움직임은 한국 패널업체들에 상당한 위협이 될 전망이다. 65” 이상급 초대형 패널 시장에서 10.5세대 이상급 fab이 갖는 경쟁우리는 물론이고, 40~43” 대에서도 파괴력이 크다.

시장의 주력인 40~43” 급에서도 경쟁력 극대화

주지하듯 LCD TV의 메인 사이즈는 32”에서 40~43”로 migration하고 있다. 8세대 fab은 32”, 48~49”, 50” 패널을 생산할 때 효율이 가장 높다. 주력으로 부상하고 있는 40~43” 패널은 오히려 7세대 fab이 생산효율이 더 높고, 따라서 제조원가가 낮다. 이 때문에 그간 8세대급 fab 증설에 주력해온 중국 업체들은 가장 큰 세그먼트로 부상한 40~43” 패널 시장을 놓치고 있었다. 하지만 10.5세대 이상급 fab을 가동하는 순간 이 같은 상황의 반전이 가능하다. 10.5세대 원판 글라스에서 43” 패널은 18장을 만들 수 있으며, 글라스 효율은 98%에 달한다.

한국 패널업계 시장입지 위축될 전망

BOE와 CSOT의 10.5~11세대 라인이 정상가동되면, LCD TV 패널시장에서 한국 업체의 입지는 크게 위축될 가능성이 높다. 65” 이상 초대형 패널 및 시장의 주력 사이즈인 40~43”급 제품에 대한 생산성 경쟁에서 우위를 잃게 되기 때문이다. SDC나 LGD 입장에서는 큰 딜레마가 아닐 수 없다.

따라가면 시장이 망가지고, 그렇지 않으면 시장을 뺏기고

한국 패널업체들이 10.5세대 이상급 LCD 라인 증설경쟁에 동참할 경우 시장의 공급과잉이 심화할 것이다. 하지만 18년 이후 10.5세대급 공장이 없다면 메인스트림 시장을 빼앗기게 된다.

OLED가 가장 합리적 대안

기존 메이저 패널업체 입장에서는 탈출구가 필요한데, 현재로서는 가장 합리적인 대안이 OLED다. 즉, 레드오션이 되어버린 LCD 비즈니스는 서서히 중국 업계에 넘겨주고, OLED 기술을 기반으로 하이엔드급 TV 패널 시장에서 지배력을 강화하는 것이다. LG디스플레이가 이미 이 방향으로 움직여왔고, SDC도 중국적으로 이 흐름에 동참할 것으로 판단된다.

>>> LCD TV 시장 경쟁구도 변화

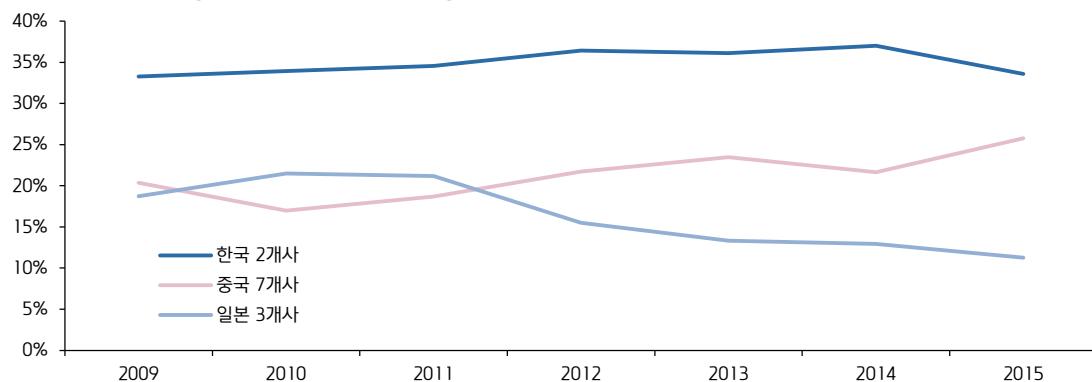
중국 TV 제조사들의 점유율 상승세

LCD 패널 시장과 마찬가지로 LCD TV 세트 시장에서도 중국업체들의 점유율을 확대 추세가 확연하다. 2010년과 2015년을 비교해보자. 2010년 글로벌 TV 시장 점유율은 한국 2개사(삼성전자, LG전자)가 33.9%, 중국 7개사(하이센스, TCL, 스카이워스, 창홍, 하이얼, 콩카, 동팡)가 17.0%, 일본 3개사(소니, 파나소닉, 샤프)가 21.5%를 기록했다. 5년 뒤인 2015년에는 한국이 33.6%로 소폭 하락했고, 일본은 11.3%로 급락한 반면, 중국은 25.8%로 올라섰다. 즉, 지난 5년간 중국 업체들이 일본 TV 제조사들의 점유율을 잠식해가는 양상이 진행됐다.

글로벌 TV 산업 패권을 두고 한국과 중국간 경쟁구도 격화될 것

지금부터는 한국과 중국 TV 제조사 간에 글로벌 TV 산업의 패권을 두고 치열한 경쟁이 펼쳐질 것으로 예상된다. 15년 기준 한국 2사의 글로벌 TV 판매량은 7,600만대로 전년비 13% 역성장했다. 반면 중국 7개사는 15년에 5,800만대를 판매해 14년 대비 15% 성장했다. 15년 글로벌 TV 시장 성장률이 -3.7% 수준이었다는 점을 감안하면 괄목할 실적이며, 중국 시장 성장을 8.9%도 크게 웃도는 것이다

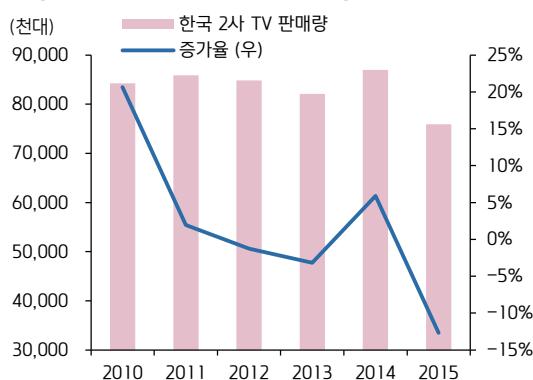
글로벌 LCD TV 시장 점유율 추이 (세트 출하량 기준)



자료: 키움증권 추정

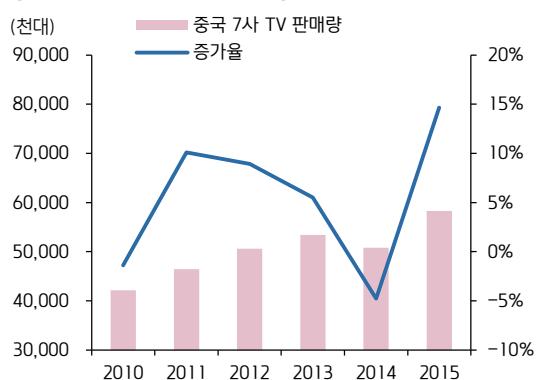
주: 한국 2개사=삼성전자, LG전자, 중국 7개사=하이센스, TCL, 스카이워스, 창홍, 하이얼, 콩카, 동팡, 일본 3개사=소니, 파나소닉, 샤프

삼성전자+LG전자 글로벌 TV 판매량 추이



자료: 키움증권 추정

중국 7개사 글로벌 TV 판매량 추이



자료: 키움증권 추정

아직은 중국 외 지역에서 존재감 미미

아직까지 중국 TV 메이커들은 중국 외 지역에서는 존재감이 미미하다. 예컨대 TCL은 15년에 TV 판매량 1,260만대를 판매하며 소니를 제치고 점유율 3위에 올랐는데, 중국 내 판매량이 870만대로 69%에 이른다. 스카이워스는 15년 전체 판매량 1,040만대 중 990만대(95%)를 중국에서 팔아치웠다.

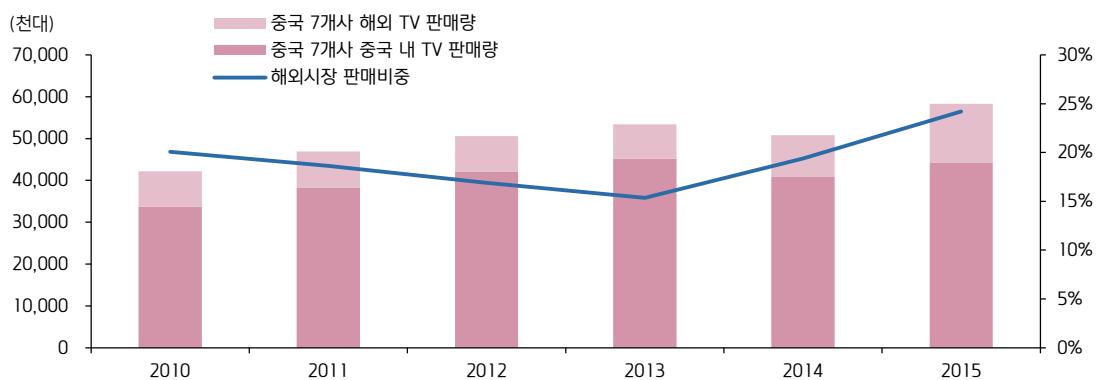
해외 판매비중 확연한 증가세

하지만 추세를 보자면 중국 TV 업체들의 해외판매 비중은 확대되고 있다. 중국 7대 TV 제조사들의 전체 판매량 가운데 해외 수출이 차지하는 비중은 13년 15%에 불과했으나, 14년 19%, 15년 24%까지 올라섰다.

중국만으로는 고성장세 지속 어려워

중국 TV 업계는 이미 중국 내수시장의 75%를 장악하고 있기 때문에 점유율을 더 확대할 수 있는 여지가 제한적이다. 이런 가운데 중국 TV 시장도 성장률이 한자리 수 대로 떨어지는 성숙기에 진입했다. 이는 중국 내수시장만으로는 두자리수 이상의 고성장을 이끌어내기 어렵다는 의미다.

중국 7대 TV 제조사 중국 및 해외 판매량 및 비중 추이



자료: 기움증권 추정

주: 중국 7개사=하야센스, TCL, 스카이워스, 창홍, 하이얼, 콩카, 동팡

글로벌 시장 침공이 시작된다

그러나 중국 TV 업체 입장에서 해외 시장은 미개척지가 많은 블루오션이다. 4Q15 기준 중국 TV 시장 점유율 17.8%로 1위를 달리고 있는 스카이워스는 북미 지역 점유율이 제로에 가깝다. TCL은 중국시장에서 15.3%를 점유하고 있으나, 북미에선 1.6%에 그친다.

내수시장을 점령한 중국 TV 세트업체들은 해외시장에 눈을 돌릴 것이다. TV의 핵심부품인 LCD 패널은 기술적으로 선진업체들의 턱 밑까지 따라왔다. 부족한 것은 브랜드 인지도, 글로벌 마케팅 역량 등이다. 약점보완에 성공한다면, 2000년대 초중반 글로벌 TV 시장에서 한국이 일본을 추월한 것처럼 중국 기업들이 한국을 앞지를 가능성도 배제할 수 없다.

중국 패널업체 공격적 증설의 배경

중국 패널 메이커들이 최악의 수급상황에도 증설을 지속하는 이유도 여기에 있다. 로컬 세트 업체들이 중국을 넘어 글로벌 시장까지 장악할 수 있다는 자신감이 공격적 증설의 배경 중 하나다.

>>> OLED TV의 전략적 중요성 부각

LCD 패널은 물론이고 LCD TV 시장에서도 중국 기업들의 성장세가 가파르다. 이를 뿐만 아니라 카드로 OLED TV가 갖는 전략적 중요성이 부각되고 있다.

진입장벽이 낮은 LCD 산업

LCD는 1) 제조기술과 생산공정이 표준화되어 있고, 2) 장비-부품-소재 등 후방산업 생태계가 활성화되어 있으며, 3) 기술인력 등의 인프라도 풍부하다. 이 때문에 자본력만 뒷받침된다면 시장에 뛰어드는데 걸림돌은 거의 없는 편이다. LCD 패널 생산경험이 전무한 중국 HKC가 충청시의 자본 지원을 받아 8세대 LCD fab 건설을 시작한 것이 한 예다. HKC는 장비 발주를 1Q16부터 시작했으며, 17년 하반기부터 양산가동에 돌입할 전망이다.

'High Risk – Low Return'의 레드오션으로 변모

LCD 산업의 수요는 정체상태인데, 플레이어의 수는 갈수록 늘어난다. 시장의 성격이 'High Risk – Low Return'의 레드오션으로 바뀌는 상황이다. 즉, Fab이 대형화할수록 투자비는 기하급수적으로 증가하는 반면에 기대 수익률은 낮아지고 있는 것이다.

Fab 대형화 경쟁에서 중국과의 경쟁은 무의미

TV의 대형화는 거스를 수 없는 대세다. 이에 대응하기 위해서는 10세대 이상급 대형 LCD Fab이 필요하다. 하지만 국가적 차원의 지원을 등에 업고 있는 중국 패널업체들과의 경쟁은 무의미하다고 할 만큼 패색이 짙다. 장기적으로 LCD 패널 산업의 패권은 중국으로 넘어갈 가능성이 높다.

OLED가 유일한 탈출구

이 같은 상황에서 한국 패널업체들의 선택지는 두가지다. 1) TV용 디스플레이 시장에서 철수하는 것과 2) OLED 등 차세대 기술로 격차를 벌여 나가는 것. LG는 이미 11년부터 후자의 전략을 택했다. 11년에 파일럿 개념의 E3 라인 투자에 착수해 13년 초부터 상업양산을 시작했다. 15년에는 양산라인 E4-1 가동을 시작했고, 16년에 E4-2 증설에 착수하며 본격적인 볼륨확대에 나선다.

삼성, OLED TV 전략 불투명했으나…

반면 삼성은 갈자자 행보를 보여왔다. LGD와 같은 시기에 8세대 OLED 파일럿 라인 V1을 투자했으나, 제품 출시는 13년 하반기에 이뤄졌고 그나마도 6개월만에 단종시켰다. OLED TV 양산기술을 두고 RGB와 WOLED를 저울질하는데 3년 여의 시간을 허비했다. 하지만 BOE의 10.5세대 LCD 증설 결정, 폭스콘의 샤프 인수 등의 시장 환경변화는 OLED TV에 대한 준비를 서두를 수 밖에 없는 요인이 되고 있다.

17년부터 양산설비 구축에 착수하며 TV 시장 재편에 나설 것

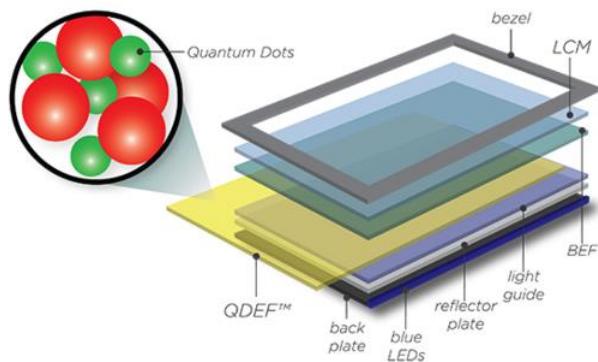
결국 SDC는 15년 초에 WOLED로 방향을 정했고, 17년부터 양산설비 구축에 착수할 전망이다. OLED는 중국과 한국과의 기술격차가 상당하다. 핵심 장비와 소재 등의 서플라이 체인도 한국 패널업체가 장악하고 있다. OLED TV가 하이엔드 TV 시장의 세그먼트로 안착한다면 기술적 우위를 유지한 채 시장지배력을 강화할 수 있다. 결론적으로 LG와 삼성은 LCD 산업의 리더십을 서서히 중국에 넘겨주고 OLED 기술을 성숙시킴으로써 TV 시장을 재편하는 전략을 취할 것으로 판단한다.

>>> 퀸텀닷 TV의 운명은?

중국에서 추격이 가능한 제품

삼성전자는 15년부터 퀸텀닷(QD) 소재를 적용한 SUHD TV를 프리미엄 제품군으로 내세우고 있다. 이는 LCD 백라이트에 퀸텀닷 소재가 들어간 필름을 덧대 디스플레이의 색재현성을 높인 제품이다. 기술의 베이스는 LCD이지만 색재현성 측면에서는 OLED를 능가한다. 삼성은 이를 마케팅 포인트로 내세워 OLED 진영과 대립각을 세우고 있다. 하지만 퀸텀닷 TV는 중국 업체들이 금세 따라할 수 있는 제품이다. 하이센스와 TCL, 창홍 등이 CES 2016에 퀸텀닷 TV를 전시했고, 올해부터 상업판매에도 나설 것으로 보인다.

퀀텀닷 TV 모듈 구조



자료: 인터넷

증가 TV 시장 및 중국에서 수요기반 확대 가능

QD TV로는 프리미엄 시장에서의 차별성을 확보하기 어렵다. OLED TV를 빨리 상업화해야 하는 이유 중 하나다. 그러나 QD TV가 사라질 것이라고 보는 것은 무리다. 삼성은 OLED TV를 프리미엄 제품으로 내세우고, QD TV를 그 아래 급의 증가격대 볼륨 모델로 포지셔닝 하는 전략을 가져갈 가능성이 높다.

또한 OLED 패널을 조달하기 어려운 중국 TV 업체들은 QD TV 외에는 차별화를 위한 대안이 없다는 점에도 주목해야 한다. 이 때문에 QD TV는 OLED의 등장으로 사장될 기술이 아니다. 반대로 증가격대 TV 시장과 중국 등에서 수요가 크게 증가하며 저변이 확대될 가능성이 높다고 판단한다.

IV. 투자전략

>>> Top Pick: LG디스플레이

거대한 전환

1) 애플이 17년부터 Flexible OLED를 아이폰의 메인 디스플레이로 채용할 것이고, 2)삼성은 18년부터 OLED TV 시장에 뛰어들 것으로 예상한다. 이로써 OLED 산업은 중대 전기를 맞게 될 것이다. OLED가 하이엔드 세그먼트의 일부에서 메인 스트림으로 확장되는 ‘거대한 전환’이 시작됐다. CRT, PDP, LCD에 이어 OLED가 차세대 주력 디스플레이 기술로 자리잡을 가능성이 높아지고 있다.

LG디스플레이: OLED TV 산업의 리더

LGD와 SDC가 디스플레이 산업 대전환기의 주역이 될 것이다.

LGD는 OLED TV 산업의 리더다. 생산 경험, 양산 Capa, 수율 등 모든 측면에서 경쟁사 대비 2~3년 앞서 있다고 판단한다. 15년까지가 학습기간이었다면 16년이 명실상부한 양산의 원년이다. 8세대 OLED Capa가 기존 8k/월에서 34k/월로 4배 이상 늘었고, 거래선도 LG전자 단일 고객에서 중국, 일본 TV 업체로 대폭 확장됐다.

당분간은 OLED TV 사업이 전사 수익성에 부정적 영향을 미치겠지만, 이는 ‘수업료’로 이해하는 것이 타당하다. 규모의 경제를 확보하고 생산성 혁신에 성공한다면 선발주자의 특권을 충분히 누릴 수 있을 것이다.

삼성디스플레이: 중소형 패널 시장의 패권자

SDC는 스마트폰용 중소형 패널의 패권자다. 애플의 Flexible OLED 도입이 현실화하면 글로벌 1, 2위 스마트폰 업체의 디스플레이 메인 공급업체가 된다. 중소형 OLED 산업에서는 2위권 업체들과의 비교가 무의미할 정도의 초격차 1위 기업이다. Rigid OLED는 LTPS LCD와의 원가경쟁에서 승리를 일구었고, Flexible OLED는 시장의 개척자 역할을 하고 있다.

한편 뒤늦은 감이 있지만 SDC도 OLED TV 시장진입을 위한 준비에 착수할 것으로 판단한다. 17년부터 OLED TV 패널 양산라인에 대한 전환투자를 시작할 전망이다. LCD 시장이 레드오션화하고 있는 데 대한 전략적 대응인데, 삼성전자라는 거대한 Captive Market을 배경으로 하고 있어 시장에 미치는 임팩트가 상당할 것으로 판단한다.

Top Pick: LG디스플레이

당사 리서치센터는 LGD를 OLED 산업 Top Pick으로 제시한다.

LGD는 OLED TV 산업을 선도하는 가운데 Flexible OLED 부문에서도 16년부터 추격을 시작한다. 차량용 디스플레이 시장을 타겟으로 6세대 Flexible OLED 라인(E5) 증설에 나선다. 아울러 스마트폰용 Flexible OLED 양산라인 투자도 연내에 시작할 것으로 보인다. 대형 OLED는 16년에 8세대 25k/월 추가 증설을 계획하고 있는데, 이는 17년 이후 후발주자와의 격차를 한층 벌이는 기반이 될 것이다.

SDC는 삼성전자의 연결 자회사이긴 하지만 비상장 기업이고, 삼성전자 전사 실적에 대한 기여도가 낮다. 삼성전자 전사 영업이익에서 SDC가 차지하는 비중은 최근 3년간 평균 7%에 그쳤다. 이러한 사정으로 인해 주식시장에서 LGD가 OLED 산업의 Proxy 역할을 하게 될 것으로 판단한다.

>>> OLED 장비/소재 업종 장기 성장성 부각

산업 대전환기, 대규모 설비투자가 선행될 것

디스플레이 산업의 대전환기에 OLED 장비, 소재 등 후방산업도 Big Cycle을 맞게 될 것이다. 앞서 살펴보았듯이 애플 아이폰 수요를 감당하기 위한 Flexible OLED 양산설비 투자에만 총 20조원이 필요할 것으로 예상된다. 아울러 LGD와 SDC 사이의 OLED TV 양산경쟁이 불붙게 되면 8세대 LCD 라인의 대부분이 OLED 생산 용도로 개조될 가능성이 높다. 전형적인 장치산업의 특성상 생산에 앞서 제조 설비에 대한 대규모 투자가 선행할 수 밖에 없다.

장비 투자 이후 소재 수요 증가

장비 투자 이후 가동단계에 접어들면 소재 수요가 대폭 확대될 것이다. 소재는 라인이 셋업된 이후에도 지속적인 수요가 발생하기 때문에 장기 성장성 측면에서 매력도가 높다. LCD 산업에서는 Glass, 액정, 배향막 등 일부 핵심소재는 아직까지도 해외 기업에 대한 의존도가 절대적이다. 그러나 OLED는 서플라이 체인이 형성된 초기단계에서부터 국내 기업이 뛰어들었다. 이에 따라 OLED 산업의 성장에 연동해 고속성장이 가능한 업체가 다수 존재한다.

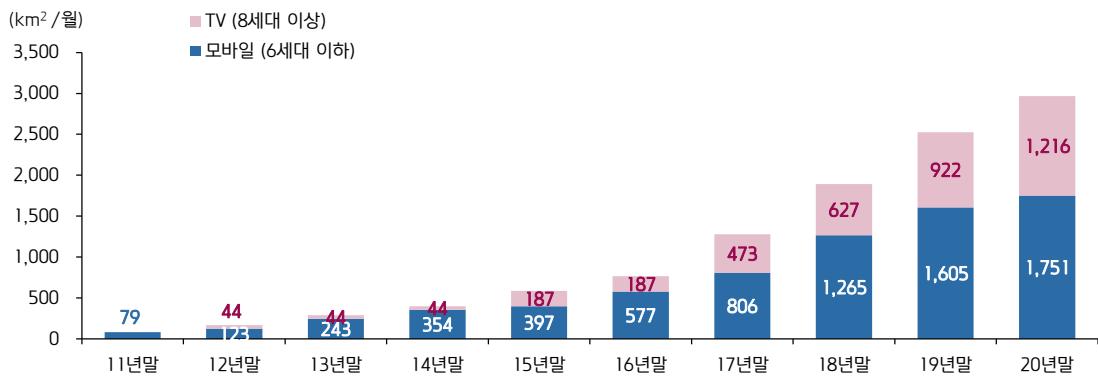
OLED 장비/소재업종 비중확대 전략 권고

우리는 OLED 장비/소재업종에 대한 적극적인 비중확대 전략을 권고한다. 한국에서 SDC와 LGD가 대규모 설비투자를 진행할 전망이고, 중국 디스플레이 업체들도 이 흐름에 동참할 것으로 예상된다. 이는 국내 장비/소재 업종에 중대한 성장기반을 제공할 것이다.

전례 없는 Big Cycle

과거 장비업종 투자의 패턴은 수주 기대감에 사고, 수주가 현실화하면 파는 것이 정형이었다. 그러나 이번 사이클은 전례 없는 Big Cycle이라는 점을 염두에 둘 필요가 있다. 글로벌 OLED 생산 Capa는 15년 말 월 584km²에서 20년말 월 2,842km²로 향후 5년간 4.9배 증가할 것으로 추정된다. 이는 설비 증설의 규모와 빈도가 과거 어느 때보다 크고 잦을 것이라는 의미다.

글로벌 OLED 생산 Capa 전망

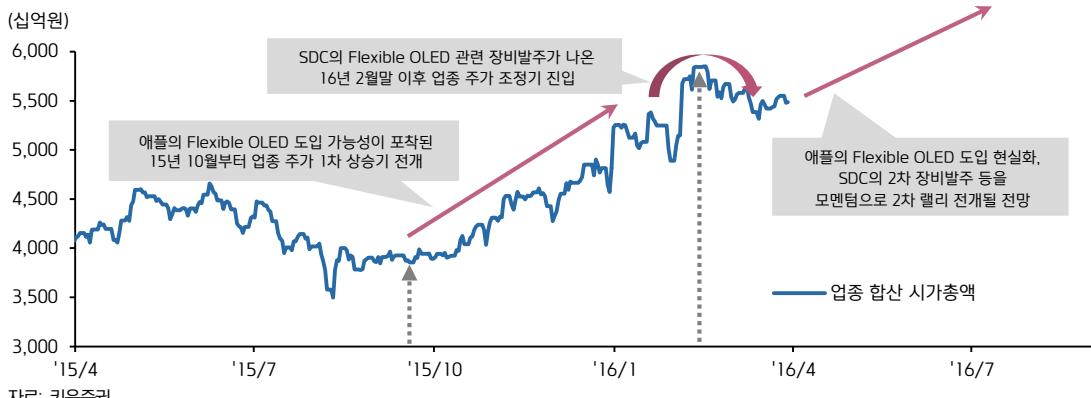


자료: 기움증권 추정

주가 조정은 비중확대 기회

장비업종 주가는 2월말 SDC의 Flexible OLED 장비 발주 이후 조정기를 겪고 있다. 그러나 우리는 지금의 조정기를 비중확대의 기회로 활용하는 전략이 유효할 것이라고 판단한다. SDC만 보더라도 이번 발주가 끝이 아니다. 또 LGD, BOE, Tianma, CSOT, EDO, Visionox 등이 모두 16년에 OLED 관련 증설투자를 계획하고 있다. 수주 모멘텀이 재점화되면 업종 주가의 2차 랠리가 시작될 전망이다.

국내 OLED 업종 시가총액 추이



자료: 카이스트증권

주: 국내 상장 OLED 장비/소재업체 15개사 시가총액 합산. (에스에프에이, 원익IPS, AP시스템, 테라세미콘, 비아트론, 주성엔지니어링, 아바코, LIG인베니아, 탑엔지니어링, 톤텍, 동아엘텍, 에스엔유, HB테크놀로지, 덕산네오룩스, 원익마트리얼)

1개월 간격의 대규모 장비 발주 단행

SDC는 2월말 1차 발주 이후 한 달만인 3월말부터 2차 발주에 나섰다. 6세대 Flexible OLED 증설투자인 것으로 추정되며, 애플 아이폰용 패널 생산에 활용될 것으로 예상한다. 앞서 논의한 바와 같이 SDC는 향후 3년간 6세대 120k/월 규모의 Capa 증설에 나설 것이다. 투자의 시점을 정확하게 예측하기 어렵겠지만 방향성은 명확해 보인다.

2차 랠리가 시작될 것

SDC의 애플 관련 증설과 더불어 2위권 이하 업체들의 OLED 투자도 러시를 이룰 것이다. LGD는 물론이고 BOE, Tianma, CSOT 등 중국권 업체들도 하반기에 설비투자를 본격화할 것으로 판단한다. 또한 아직은 수면 아래에 있지만, 17년에는 삼성 진영의 OLED TV 투자가 가시화될 가능성이 있다. 이를 감안하면 OLED 업종 주가는 기간조정을 뒤로 하고 2차 랠리에 돌입할 가능성이

>>> OLED 장비업종 투자전략

큰 파도는 배를 한 척만 올리지 않는다

큰 파도는 배를 한 척만 밀어 올리지 않는 법이다. 디스플레이 산업이 LCD에서 OLED로 재편되는 과정을 파도에 빗댄다면, 전후방 산업에 포진한 업체 모두가 큰 파도를 타고 기업가치의 상승국면을 맞게 될 것이다. 아래의 표는 OLED 패널의 주요 제조공정과 장비 및 주요 공급업체를 요약한 것이다. 주요 서플라이 체인에 위치한 업체들은 모두 향후 2~3년간 수주/실적 상승 사이클에 진입할 것으로 판단한다.

종목 바스켓 투자전략 권고

따라서 OLED 장비업종은 종목 바스켓 투자전략을 취하는 것이 효과적이라고 판단한다. 물론 1) 해당 영역에서의 독점성, 2) 장비의 중요도, 3) 수주 규모 등에 따라 주도주와 비주도주가 나뉠 수 있을 것이다. 하지만 주도주의 상승 이후 밸류에이션 부담이 발생하면, 상대적으로 저평가된 비주도주의 캡 메우기 과정이 뒤따를 것으로 판단한다.

OLED 장비 서플라이 체인

공정	장비		주요 업체		
	제작	설비	제작	설비	제작
세정	Wet/Dry Cleaner	세메스(비)	케이씨텍(029460)	DMS(068790)	STI(039440)
이온 주입	Ion Implanter	Nissin(외)	ULVAC(외)		
p-Si 결정화	ELA	AP 시스템(054620)	JSW(외)		
증착	PECVD	AMAT(외)	주성엔지니어링(036930)	원익 IPS(030530)	
	Sputter	AMAT(외)	Ulvac(외)	아바코(083930)	이루자(비)
TFT 노광	Scanner	니콘(외)	캐논(외)		
	Coater	DNS(외)	카시아마(외)	케이씨텍(029460)	
백플레이인	Dry Etcher	TEL(외)	원익 IPS(030530)	ICD(040910)	인베니아(079950)
	Asher	ICD(040910)	원익 IPS(030530)	YAC(외)	CTS(비)
	Wet Etcher	세메스(비)	DMS(068790)	케이씨텍(029460)	
	Stripper	세메스(비)	DMS(068790)	케이씨텍(029460)	
열처리	Annealing	테라세미콘(123100)	비아트론(141000)		
	Oven	예스티(122640)	오성엘에스티(052420)		
세정	Wet/Dry Cleaner	세메스(비)	케이씨텍(029460)	DMS(068790)	인베니아(079950)
증착	Evaporator	Tokki(외)	야스(비)	선익시스템(비)	
OLED 중착 봉지	Glass Encap	원익 IPS(030530)	에스에프에이(056190)	에스엔유(080000)	
	Metal Sheet Encap	AP 시스템(054620)	주성엔지니어링(036930)	아바코(083930)	
	Thin Film Encap	AMAT(외)	카티바(외)	주성엔지니어링(036930)	인베니아(079950)
플렉시블	LLO	AP 시스템(054621)	이오테크닉스(039030)		
	PI Curing	테라세미콘(123100)	비아트론(141000)		
검사	Tester	오보텍(외)	HB 테크놀로지(078510)	인베니아(079950)	
		기가레인(049080)	솔브레인아엔지(039230)	양전자(비)	
		케이맥(043290)	영우디에스피(143540)	디이엔티(079810)	참엔지니어링(009310)
후공정 기타	Scriber	SFA(056190)	로체시스템(071280)	미즈보시(외)	
	모듈	Edge Grinder	SFA(056190)	탑엔지니어링(065130)	미래컴퍼니(049950)
		Pol. Attacher	SFA(056190)	탑엔지니어링(065130)	
		Bonder	SFA(056190)	인베니아(079950)	탑엔지니어링(065130)
진공펌프	Dry Pump	에드워드(외)	카이야마(외)	엘오티베콤(083310)	
물류/FA	Logistics	SFA(056190)	톱텍(108230)	제우스(079370)	배셀(177350)

자료: 기움증권

주: (외) = 해외기업, (비) = 비상장 기업

장비업종 Top Picks

위의 세가지 기준, 즉 ①독점성 ②중요도 ③수주규모의 측면에서 OLED 장비업종 주도주 역할을 할 것으로 판단되는 업체는 AP시스템, 비아트론, 테라세미콘, 에스에프에이, 원익IPS 등이다.

AP시스템: 결정화 장비 절대강자

AP시스템은 LTPS 결정화 장비(ELA, Excimer Laser Annealing)의 절대 강자다. ELA는 TFT의 Active 소자 역할을 하는 Poly Silicon을 형성하는 역할을 한다. 유리기판 위에 증착된 a-Si 층을 고에너지의 레이저를 조사해 p-Si로 결정화하는 장비로, LTPS TFT 제조과정에서 가장 중요도가 높은 공정이다. AP시스템은 SDC의 ELA 장비를 독점하는 가운데 중국 시장에서도 지배력을 높여가고 있다. LTPS LCD용 ELA는 일본의 JSW가 강력한 경쟁자이나, LTPS OLED 영역에서는 AP시스템이 독보적인 양산 경험을 갖추고 있다. 이에 따라 향후 전개될 Flexible OLED 증설 사이클에서 전략적 중요성이 가장 높은 업체 가운데 하나라고 판단한다.

비아트론 / 테라세미콘: 열처리 장비 리더

비아트론과 테라세미콘은 열처리 장비 시장의 리더다. LCD와는 달리 OLED에서는 고온 열처리 (Annealing) 공정이 필요하다. 특히 Flexible OLED는 폴리이미드 소재의 플라스틱 기판을 형성하기 위한 PIC(Polyimide Curing) 공정이 추가된다. 두 업체는 이 같은 OLED 열처리 장비 시장에서 글로벌 선두권의 기술력과 양산경험을 확보하고 있다. 테라세미콘이 SDC 내에서의 점유율이 높고, 비아트론은 LGD 및 중화권 시장에서 지배력이 높다는 점이 차이다.

에스에프에이: 증착장비 시장 안착가능성 고조

에스에프에이는 공정내 물류, 후공정 장비가 주력이다. OLED 증착/봉지 공정은 진공 환경에서 진행해야 하기 때문에 물류 시스템도 진공 기술이 필요하다. 동사는 SDC의 진공 물류시스템을 사실상 과점하고 있으며, 수주 규모 측면에서는 단연 최대업체다. 한편 에스에프에이는 15년에 OLED 발광층 증착 장비(Evaporator) 시장진입에 성공했다. Truly에 4세대 원장 사이즈의 FMM 증착기를 공급했으며, 16년부터 중국 여타 패널업체로 고객사 확대를 시도할 전망이다. 중국 OLED 증착장비 시장에 안착한다면, 캐논도키에 이어 글로벌 Evaporator 시장 2위 업체로 등극할 가능성이 높다고 판단한다.

원익IPS: OLED 핵심장비 라인업 구축

원익IPS는 드라이 애처, 메탈 증착기 등을 공급하고 있다. 드라이 애처 시장은 경쟁자가 많은 레드오피션이다. 그러나 메탈(Cathode) 증착기는 동사가 리더 역할을 하고 있다. 특히 OLED TV용 패널은 중장기적으로 Top Emission이 가야 할 방향인데, 이를 위해선 음극을 투명하게 형성하는 기술이 핵심이다. 이 지점에서 원익IPS의 전략적 가치가 부각될 수 있을 것이다. 아울러 6세대 이하 중소형 OLED는 증착기술로 FMM 방식을 쓰지만, 8세대 이상 WOLED는 오픈마스크 증착 기술이 적용된다. 동사는 2010년부터 WOLED 증착기를 개발해 오고 있다. 축적된 R&D 역량이 가시적 성과로 이어질 수 있는 환경이 조성되고 있다는 점도 긍정적이다.

OLED 증착장비 업체, 성장의 기회가 열린다

- 에스에프에이, 선익시스템, 에스엔유

OLED 발광층 유기물질 증착장비 업체들은 향후 영업환경이 개선될 수 있을 것으로 판단한다. 글로벌 선두 업체가 공격적인 증설 모드에 들어가면서 핵심장비인 증착기를 ‘싹쓸이’ 하는 상황이 빚어질 가능성이 높다. OLED Evaporator 시장은 일본의 캐논도키의 지배력이 절대적이다. 그러나 애플의 아이폰 용 Flexible OLED 수요를 감당하기에도 장비 제작 Capa가 부족한 것으로 파악된다. 이 때문에 캐논도키의 기술력, 양산 레퍼런스 등에 밀려 고객사를 찾지 못하고 있던 국내 Evaporator 업체들에게 절호의 시장진입 기회가 열리고 있다.

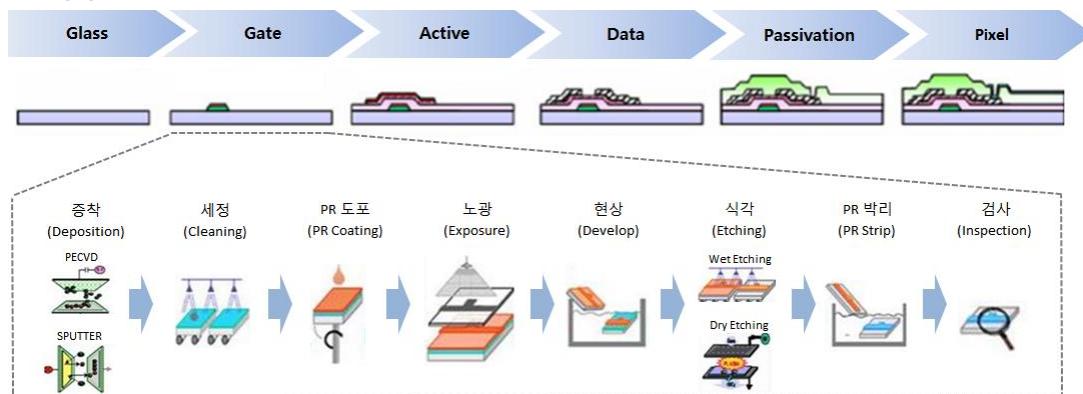
대표적인 예가 선익시스템이다. 이 회사는 최근 국내 디스플레이 업체로부터 6세대급 Flexible OLED 증착시스템을 수주한 것으로 파악되며, 이를 기반으로 중국 진출을 시도할 것으로 보인다. 에스에프에이는 15년에 Truly에 양산용 장비를 공급한 바 있다. 에스엔유도 중화권 패널 업체에 Evaporator를 납품할 가능성이 고조되고 있다. Visionox, EverDisplay, Tianma 등 중화권 업체들은 캐논도키의 증착 장비를 구매하기 어려운 상황에서 한국 업체들로 눈을 돌릴 가능성이 크기 때문이다.

Mask 공정 증가에 따른 수혜업체

- 주성엔지니어링, 아바코, 인베니아, 아이씨디, 케이시텍, DMS

OLED는 TFT 소자 기술로 전자 이동도가 높은 LTPS 또는 Metal Oxide를 사용한다. a-Si TFT는 마스크 공정의 수가 4~5회인데 비해 Oxide TFT는 6~9회, LTPS TFT는 8~14회로 높아진다. 이는 증착-PR코팅-노광-현상-식각-박리-세정 등으로 이어지는 반복공정의 횟수가 늘어남을 뜻한다. 이에 따라 PECVD, Sputter, Coater, Scanner, Developer, Etcher, Stripper, Cleaner 등의 장비 수요가 증가 할 수 밖에 없다. 이러한 맥락에서 주성엔지니어링, 아바코, 인베니아, 아이씨디, 케이시텍, DMS 등에 대한 관심이 유효할 것으로 판단한다.

TFT 공정 개략도 (4 Mask a-Si TFT)



자료: 기움증권

검사장비 수요 확대 예상

- HB테크놀로지, 기가레인, 영우디에스피, 디이엔티, 케이맥

OLED는 아직 공정이 표준화되지 않았고, 불량률을 관리해야 할 포인트가 많기 때문에 검사장비의 수요가 LCD에 비해 커질 전망이다. 광학검사기(AOI) 제조업체인 HB테크놀로지는 역대 최대 규모의 수주를 1월, 2월, 4월에 연이어 공시했다.

한편 OLED 패널의 고해상도화에 따라 미세 피치의 패턴 검사기 수요가 증가할 것으로 보이는데, 이러한 트랜드의 수혜가 가능한 업체가 기가레인이다. 기가레인은 미세 피치 프로브유닛(Probe Unit) 분야에서 독보적인 경쟁력을 갖추고 있다고 판단한다.

시가총액은 작지만 중소형 OLED 비전(Vision) 검사기 점유율이 높은 영우디에스피, 대형 디스플레이의 비전 검사 장비 전문업체인 디이엔티, 막질 두께 및 파티클 측정기를 주력으로 하는 케이맥 등도 주목해야 할 기업이다.

>>> OLED 소재업종 투자전략

OLED 패널의 핵심소재: 발광층 유기물질

OLED는 자체 발광하는 유기물질을 이용한 디스플레이 기술다. 휘도, 명암비, 시야각, 색재현성, 주사율(Refresh Rate) 등 거의 모든 광학적 특성이 유기물질에 의해 좌우된다. 따라서 발광층 유기물질은 OLED 패널에서 가장 핵심이 되는 소재다. OLED는 전자(Electron)과 정공(Hole)이 결합할 때 발생하는 에너지를 유기물질 고유의 색깔으로 발광하는 원리를 이용한다. 양극(Anode)에 전압을 걸어 음극(Cathode)으로 전류가 빠져나갈 때, 발광효율을 높여주기 위해 다층 구조의 발광층을 형성한다.

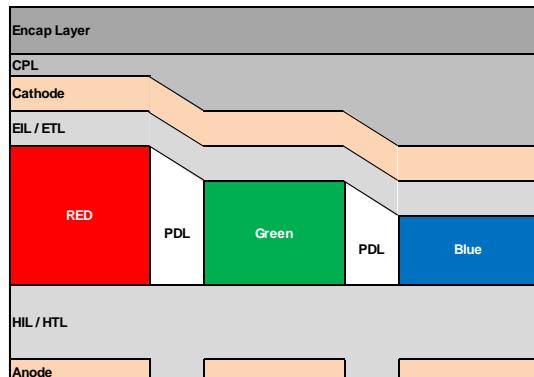
RGB OLED의 발광층 구조

중소형 OLED에서 표준화된 RGB 기술의 경우, 양극에서 음극 방향으로 정공주입/수송층(HIL/HTL), 발광층(Emission Layer: Red, Green, Blue), 전자수송/주입층(ETL/EIL)을 순차적으로 배치한다. 아울러 발광층의 간섭을 막아주기 위한 격벽 역할을 하는 PDL(Pixel Defining Lay)이 RGB 사이에 형성된다. 또한 유기물질을 보호하고, 막을 평탄화하는 CPL(Capping Layer)도 핵심 소재 가운데 하나다.

White OLED의 발광층 구조

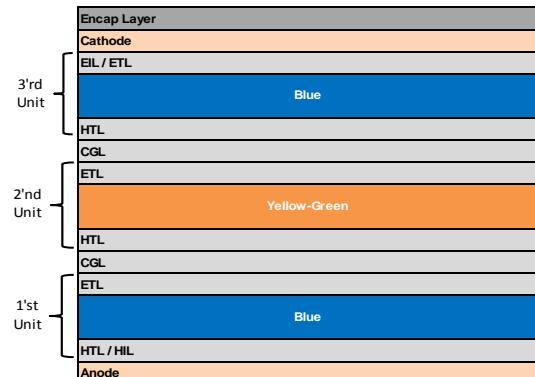
White OLED는 Blue와 Yellow-Green을 2~3 단계로 수직 적층(Tandem)하는 구조가 상용화되어 있다. RGB 방식과 가장 큰 차이점은 FMM(Fine Metal Mask) 공정을 이용한 수평적 패터닝이 필요없고, 오픈 마스크 공정으로 수직으로 쌓아 올리기만 하면 된다는 점이다. 발광 효율을 높여주기 위해 각 발광층 사이에 CGL(Charge Generation Layer)를 배치한다. 이 구조에서 전류를 흘려주면 흰색 빛이 나오며, 빛의 진행 방향에 RGB(W) 칼라 필터를 배치함으로써 색상을 구현한다. 즉, WOLED는 OLED 소자를 각각의 서브 픽셀 별로 능동구동하는 백라이트로 활용하는 것이 기본 컨셉이다.

RGB OLED 발광층 구조



자료: 기움증권

3 Stack WOLED 발광층 구조



자료: 기움증권

OLED 소재업종 Top Pick

위에서 언급한 OLED의 발광층 유기물질의 소재별 주요 공급업체는 아래 표와 같다. OLED는 태생적으로 한국에서 가장 먼저 상용화됐기 때문에 LG화학, 삼성SDI, 두산, 덕산네오룩스 등 국내 업체 다수가 포진해 있다. 당시 리서치센터는 이 가운데 덕산네오룩스를 OLED 소재업종 Top Pick으로 추천한다.

덕산네오룩스: OLED 소재업종 대표주

덕산네오룩스는 매출액의 100%가 OLED 소재로 구성되어 있어 업종을 대표하는 성격이 강하다. HTL은 동사가 지배적 시장점유율을 유지하고 있기 때문에 Capex 상승 사이클의 직접적인 수혜가 가능하다. 향후 WOLED TV 시장이 활성화된다면 HTL의 수요는 기하 급수적으로 확대될 가능성이 있다. WOLED는 Tandem 구조의 특성상 HTL, ETL 등 공통층의 사용량이 대폭 증가하기 때문이다. HTL 외에도 Red Host, CPL 등 다수의 소재 라인업을 갖추고 있어 국내뿐만 아니라 해외 시장에서도 성장 잠재력이 크다고 판단한다.

OLED 소재 서플라이 체인

소재		주요 업체		
EIL / ETL	Host	LG 화학(051910)	삼성 SDI(006400)	토소(외)
	Dopant	다우케미칼(외)	희성금속(비)	두산(000150)
RED	Host	덕산네오룩스(213420)	다우케미칼(외)	LG 화학(051910)
	Dopant	UDC(외)		
GREEN	Host	NSSC(외)	삼성 SDI(006400)	이데미츠(외)
	Dopant	UDC(외)	다우케미칼(외)	LG 화학(051910) 이데미츠(외)
BLUE	Host	이데미츠(외)	다우케미칼(외)	SFC(비)
	Dopant	이데미츠(외)	치소(외)	
YG	Host	머크(외)	UDC(외)	
	Dopant	UDC(외)		
CGL		LG 화학(051910)	도레이(외)	이데미츠(외)
HIL / HTL		덕산네오룩스(213420)	두산(000150)	이데미츠(외)
		덕산네오룩스(213420)	두산(000150)	머크(외)
CPL		도레이(외)	삼성 SDI(006400)	LG 화학(051910)
PDL				엘티씨(170920)

자료: 키움증권

필름 업체들의 성장 가능성에 주목

Flexible OLED가 대량 양산시대에 진입하는 과정에서 주목해야 할 분야가 필름이다. TFT 기판, 보호, 봉지, 커버 윈도우 등에 Glass를 대신해 필름 소재가 들어가야 하기 때문이다. 대표적인 소재가 폴리이미드다.

폴리이미드 소재 – SKC코오롱PI, 코오롱인더스트리

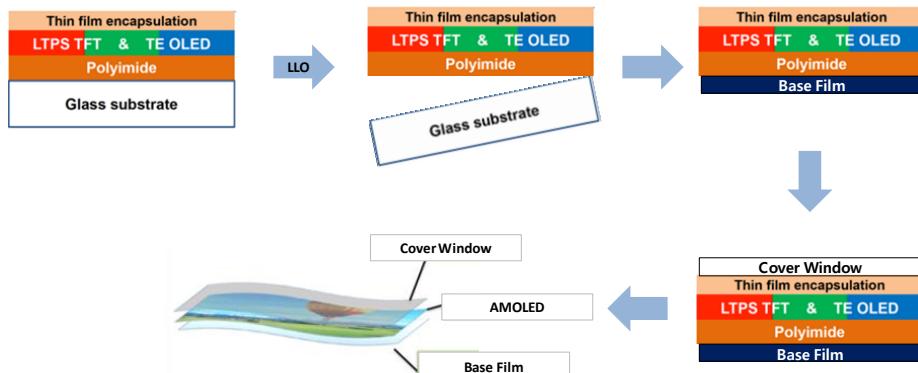
폴리이미드는 플라스틱 소재 가운데 내열성, 유연성 및 강도가 가장 뛰어나다. 이 때문에 Flexible OLED 패널에서 TFT 기판 소재로 Glass 대신 폴리이미드가 적용되고 있다.

아울러 공정 중에 캐리어 역할을 한 Glass를 LLO(Laser Lift Off) 공정으로 떼낸 뒤에 보호용으로 붙이는 베이스 필름도 폴리이미드가 적용될 가능성이 높다. Flat, Curved 등 고정된 폼팩터에서는 원자가 낮은 PET 계열의 필름을 써도 무방하지만, 폴더블/롤러블 등 움직이는 형태에서는 TFT 기판의 폴리이미드와 열팽창 계수 등 물리적 특성이 동일한 필름이 필요하기 때문이다.

한편 모듈 맨 위에 붙는 커버윈도우도 강화유리를 대체할 수 있는 유연한 소재가 필요하다. 투명하고, 스크래치에 강하면서도 휘어지는 소재가 있어야 하는데, 여기에도 역시 폴리이미드 계열인 CPI(Colorless Polyimide) 필름이 적용될 것으로 전망한다.

결론적으로 폴더블 OLED에는 ▶TFT 기판 ▶커버 윈도우 ▶베이스 필름 등 총 3가지 레이어에 폴리이미드 소재가 적용될 것으로 보인다. 이와 같은 트랜드에서 수혜가 가능한 업체는 SKC코오롱PI, 코오롱인더스트리 등이라고 판단한다.

Flexible OLED 제조공정 개략도



자료: 기움증권

봉지(Encap)용 필름 – 이녹스, 아이컴포넌트

OLED 발광층 소재는 유기물질의 특성상 수분, 산소 등에 노출되면 안된다. 이 때문에 봉지(Encapsulation) 공정의 중요도가 높다. Rigid OLED에서는 Glass를 봉지용 소재로 쓰면 된다. 그러나 Flexible 및 대형 OLED에서는 유연성, 발열, 원가 등의 문제로 인해 필름 소재의 쓰임새가 늘어날 것으로 예상한다. 이 같은 관점에서 WOLED TV 및 Flexible OLED 패널에 들어가는 봉지용 필름을 공급하고 있는 이녹스, 아이컴포넌트 등에 대한 관심이 유효할 것으로 판단한다.

공정용 케미칼

- 솔브레인, 원익머트리얼, SK머트리얼, 이엔에프테크놀로지, 엘티씨, 동진쎄미켐

Mask 공정의 횟수가 증가함에 따른 수혜업체도 있다. OLED에서는 증착-PR코팅-노광-현상-식각-박리-세정 등으로 이어지는 반복공정의 횟수가 LCD에 비해 늘어난다. 이에 따라 식각액, 현상액, 박리액, 세정액 등 공정용 케미칼과 특수ガ스 업체들의 성장성이 부각될 것이다. 대표적으로 솔브레인, 원익머트리얼, SK머트리얼, 이엔에프테크놀로지, 엘티씨, 동진쎄미켐 등이 이에 해당한다.



기업분석 (시가총액순)

- | | |
|--------------------|-----------------------------|
| > 삼성전자(005930) | Buy(Maintain)/TP 1,560,000원 |
| > LG디스플레이(034220) | Buy(Maintain)/TP 35,000원 |
| > 에스에프에이(056190) | Buy(Maintain)/TP 74,000원 |
| > 원익IPS(030530) | Buy(Maintain)/TP 15,000원 |
| > 솔브레인(036830) | Buy(Maintain)/TP 60,000원 |
| > AP시스템(054620) | Buy(Maintain)/TP 30,000원 |
| > 덕산네오룩스(213420) | Buy(Initiate)/TP 40,000원 |
| > 원익마트리얼(104830) | Buy(Maintain)/TP 88,000원 |
| > 비아트론(141000) | Buy(Maintain)/TP 36,000원 |
| > SKC코오롱PI(178920) | Buy(Reinitiate)/TP 18,000원 |
| > 원익QnC(074600) | Buy(Initiate)/TP 25,000원 |
| > 아이컴포넌트(059100) | Buy(Maintain)/TP 30,000원 |
| > 엘티씨(170920) | Buy(Maintain)/TP 18,000원 |

삼성전자(005930)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 1,300,000원**목표주가 1,560,000원**

TV, 스마트폰 등 세트 사업은 선전하고 있으나, LCD, 반도체 등 부품에서 수익성 둔화 추세가 뚜렷하다. 하지만 OLED 사업은 수익성 고공행진이 지속되고 있다. 외부 고객사 향 판매가 확대되고, 원가경쟁력이 강화한 데 기인 한다. 16년부터 Flexible OLED 설비증설을 공격적으로 진행하면서 시장 지배력을 한층 강화할 것으로 예상한다.

Stock Data

KOSPI (4/15)	2,014.71pt
시가총액	2,078,524억원
52주 주가동향	최고가 1,479,000원 최저가 1,067,000원
최고/최저가 대비 등락	-13.79% 19.49%
주가수익률	절대 상대 IM 2.1% 6M 1.2% 1Y -14.4%
	1.6% 3.2% -9.8%

Company Data

발행주식수	166,663천주
일평균 거래량(3M)	212천주
외국인 지분율	53.14%
배당수익률(16.E)	2.46%
BPS(16.E)	1,182,570원
주요 주주	국민연금 8.19%

Price Trend



Flexible OLED 시대의 주인공

>>> Flexible OLED 시대의 주인공

삼성전자(삼성디스플레이)는 중소형 디스플레이 산업의 'Game Changer'로, 글로벌 시장을 리드하고 있다. Rigid OLED는 LTPS LCD와의 원가경쟁에서 우위를 점했다. Flexible OLED는 고객사 다변화 효과로 시장점유율이 획기적으로 높아질 것으로 예상한다. 2위권 이하 업체들과의 초격차 경쟁우위를 상당기간 이어갈 수 있을 것으로 판단한다.

>>> 스마트폰 수익성 방어 노력 성과

OLED를 제외한 나머지 사업부문은 실적 모멘텀 공백기에 들어섰다. 특히 LCD 사업은 적자 폭이 확대되는 추세고, 메모리반도체도 수익성 악화 국면이 이어지고 있다. 매출 비중이 가장 높은 휴대폰 사업은 시장수요 자체가 정체국면에 진입하면서 외형성장을 이끌어내기 어려운 상황이지만, 수익성 방어 노력은 성과를 거두고 있다. TV 및 가전사업이 부품가격 하락, 브랜드 파워 강화 등에 힘입어 역대 최고 수준의 영업이익률을 기록하고 있다는 점은 위안거리다.

>>> 목표주가 156만원 유지

현 주력사업의 핵심 경쟁력은 유지되고 있으나, 매크로 요인에 의한 시장수요 둔화흐름을 벗어나기 힘겨워 보인다. 다만 16년 예상실적 기준 PBR 1.1배 수준인 현 주가는 밸류에이션 매력이 높다고 판단하여 투자의견 'Buy', 목표주가 '156만원'을 유지한다.

투자지표(IFRS 연결기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	2,062,060	2,006,535	2,023,330	2,070,161	2,102,553
매출총이익(억원)	779,272	771,714	837,879	871,290	876,893
영업이익(억원)	250,251	264,134	266,909	267,537	282,616
EBITDA(억원)	430,785	473,443	447,296	447,008	459,459
세전이익(억원)	278,750	259,610	290,581	285,022	303,845
순이익(억원)	233,944	190,601	220,842	229,443	244,595
자배주주지분순이익(억원)	230,825	186,946	216,021	224,854	239,703
EPS(원)	135,673	109,883	131,126	136,745	145,776
증감율(%YoY)	-22.6	-19.0	19.3	4.3	6.6
PER(배)	9.8	11.5	9.6	9.2	8.6
PBR(배)	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	4.0	3.3	3.1	2.8	2.4
매출총이익률(%)	37.8	38.5	41.4	42.1	41.7
영업이익률(%)	12.1	13.2	13.2	12.9	13.4
ROE(%)	14.7	11.0	11.6	10.9	10.7
순부채비율(%)	-30.1	-32.7	-39.0	-40.8	-43.0

삼성전자 전사 실적전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액	47,118	48,538	51,680	53,318	49,039	50,500	50,920	51,874	228,693	206,206	200,653	202,333
YoY	-12%	-7%	9%	1%	4%	4%	-1%	-3%	14%	-10%	-3%	1%
QoQ	-11%	3%	6%	3%	-8%	3%	1%	2%				
IT & Mobile	25,887	26,055	26,611	25,001	26,093	26,160	25,800	24,983	138,817	111,765	103,554	103,035
휴대폰	24,990	25,500	25,940	24,044	25,214	25,616	25,142	24,170	134,100	107,410	100,474	100,142
네트워크 및 기타	897	555	671	957	879	544	658	813	4,717	4,354	3,080	2,893
Consumer Electronics	10,257	11,203	11,585	13,850	10,660	11,783	13,301	50,332	50,183	46,895	47,574	
TV	6,068	6,660	6,970	9,370	6,543	6,922	7,077	8,641	33,120	32,499	29,069	29,183
생활가전 및 기타	4,189	4,543	4,615	4,480	4,118	4,861	4,754	4,659	17,212	17,684	17,827	18,391
반도체	10,267	11,293	12,818	13,209	11,621	11,880	12,549	12,700	37,437	39,730	47,587	48,750
Memory	8,320	8,490	9,140	8,340	8,293	8,110	8,544	8,629	23,710	29,320	34,290	33,576
Sys. LSI 및 기타	1,947	2,803	3,678	4,869	3,328	3,770	4,005	4,071	13,727	10,410	13,297	15,175
디스플레이	6,851	6,620	7,491	6,526	6,082	6,362	6,813	6,774	29,837	25,731	27,488	26,030
LCD	4,016	3,840	3,959	3,376	2,480	2,825	3,164	3,331	16,819	15,546	15,191	11,800
OLED	2,835	2,780	3,532	3,150	3,601	3,537	3,649	3,443	13,018	10,184	12,297	14,230
영업이익	5,979	6,898	7,390	6,146	6,596	6,700	6,434	6,961	36,785	25,025	26,413	26,691
YoY	-30%	-4%	82%	16%	10%	-3%	-13%	13%	27%	-32%	6%	1%
QoQ	13%	15%	7%	-17%	7%	2%	-4%	8%				
IT & Mobile	2,743	2,761	2,404	2,233	3,518	3,312	3,039	3,030	24,958	14,563	10,142	12,899
휴대폰	3,104	3,559	2,854	2,201	3,505	3,328	3,052	3,014	24,463	15,076	11,719	12,899
네트워크 및 기타	-361	-798	-450	33	13	-16	-13	16	495	-513	-1,577	0
Consumer Electronics	-136	212	362	816	617	662	283	678	1,673	1,184	1,254	2,240
TV	-144	155	257	752	596	623	274	562	1,291	944	1,020	2,054
생활가전 및 기타	8	58	105	64	21	39	10	116	382	240	234	185
반도체	2,933	3,400	3,658	2,797	2,617	2,560	2,709	2,790	6,888	8,844	12,787	10,676
Memory	3,067	3,337	3,492	2,641	2,505	2,428	2,541	2,638	6,443	9,909	12,538	10,112
Sys. LSI 및 기타	-134	62	166	155	113	131	168	152	445	-1,064	250	563
디스플레이	525	529	923	332	-157	167	402	464	2,981	660	2,309	876
LCD	419	466	393	-64	-532	-229	0	90	77	243	1,212	-671
OLED	106	64	530	396	376	395	402	374	2,904	417	1,096	1,548
OP margin	12.7%	14.2%	14.3%	11.5%	13.4%	13.3%	12.6%	13.4%	16.1%	12.1%	13.2%	13.2%
휴대폰	12.4%	14.0%	11.0%	9.2%	13.9%	13.0%	12.1%	12.5%	18.2%	14.0%	11.7%	12.9%
TV	-2.4%	2.3%	3.7%	8.0%	9.1%	9.0%	3.9%	6.5%	3.9%	2.9%	3.5%	7.0%
Memory	36.9%	39.3%	38.2%	31.7%	30.2%	29.9%	29.7%	30.6%	27.2%	33.8%	36.6%	30.1%
Sys. LSI	-6.9%	2.2%	4.5%	3.2%	3.4%	3.5%	4.2%	3.7%	3.2%	-10.2%	1.9%	3.7%
LCD	10.4%	12.1%	9.9%	-1.9%	-21.5%	-8.1%	0.0%	2.7%	0.5%	1.6%	8.0%	-5.7%
OLED	3.7%	2.3%	15.0%	12.6%	10.4%	11.2%	11.0%	10.9%	22.3%	4.1%	8.9%	10.9%

자료: 기움증권 추정

삼성전자 IM 부문 실적전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액	25,887	26,055	26,611	25,000	26,093	26,160	25,800	24,983	138,817	111,765	103,553	103,035
YoY	-20%	-8%	8%	-5%	1%	0%	-3%	0%	31%	-19%	-7%	-1%
QoQ	-2%	1%	2%	-6%	4%	0%	-1%	-3%				
무선	24,990	25,500	25,940	24,044	25,214	25,616	25,142	24,170	134,100	107,410	100,474	100,142
QoQ	0%	2%	2%	-7%	5%	2%	-2%	-4%	44%	-20%	-6%	0%
네트워크 및 기타	897	555	671	956	879	544	658	813	4,717	4,354	3,079	2,893
QoQ	-30%	-38%	21%	42%	-8%	-38%	21%	24%	-64%	-8%	-29%	-6%
영업이익률	2,743	2,761	2,404	2,233	3,518	3,312	3,039	3,030	24,958	14,563	10,142	12,899
YoY	-57%	-38%	37%	14%	28%	20%	26%	36%	29%	-42%	-30%	27%
QoQ	40%	1%	-13%	-7%	58%	-6%	-8%	0%				
무선	3,104	3,559	2,854	2,201	3,505	3,328	3,052	3,014	24,463	15,076	11,719	12,899
네트워크 및 기타	-361	-798	-450	33	13	-16	-13	16	495	-513	-1,577	0
영업이익률	11%	11%	9%	9%	13%	13%	12%	12%	18%	13%	10%	13%
무선	12%	14%	11%	9%	14%	13%	12%	12%	18%	14%	12%	13%
네트워크 및 기타	-40%	-144%	-67%	3%	2%	-3%	-2%	2%	10%	-12%	-51%	0%
주요 가정												
평균화물	1,101	1,097	1,170	1,158	1,210	1,195	1,180	1,150	1,095	1,052	1,131	1,184
QoQ	1%	0%	7%	-1%	4%	-1%	-1%	-3%	-3%	-4%	8%	5%
휴대폰 출하량(백만대)	99.0	89.0	105.0	97.0	90.4	90.5	93.1	97.8	444.5	404.3	390.0	371.9
QoQ	4%	-10%	18%	-8%	-7%	0%	3%	5%	16%	-9%	-4%	-5%
스마트폰 출하량(백만대)	83.2	73.0	88.2	82.5	79.4	80.4	83.1	87.6	299.8	313.0	326.8	330.5
QoQ	10%	-12%	21%	-7%	-4%	1%	3%	5%	46%	4%	4%	1%
태블릿 출하량(백만대)	9.0	8.0	8.0	9.0	6.3	7.2	7.9	8.8	44.8	42.2	34.0	30.2
QoQ	-18%	-11%	0%	13%	-30%	15%	10%	11%	173%	-6%	-19%	-11%
휴대폰 ASP(US\$)	200	224	184	186	209	213	203	188	239	218	198	203
QoQ	-1%	12%	-18%	1%	12%	2%	-5%	-8%	21%	-9%	-10%	3%
스마트폰 ASP(US\$)	229	264	211	211	232	234	223	205	331	269	228	223
QoQ	-5%	15%	-20%	0%	10%	1%	-5%	-8%	5%	-19%	-15%	-2%
태블릿 ASP(US\$)	220	231	220	218	211	209	205	197	297	238	222	205
QoQ	-2%	5%	-5%	-1%	-3%	-1%	-2%	-4%	-19%	-20%	-7%	-8%

자료: 기움증권 추정

삼성전자 반도체 부문 실적전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액	10,270	11,290	12,820	13,211	11,621	11,880	12,549	12,700	37,437	39,728	47,591	48,750
YoY	9%	15%	30%	24%	13%	5%	-2%	-4%	7%	6%	20%	2%
QoQ	-4%	10%	14%	3%	-12%	2%	6%	1%				
DRAM	5,498	5,521	6,015	5,081	4,890	4,759	5,192	5,013	13,767	19,667	22,115	19,853
QoQ	-5%	0%	9%	-16%	-4%	-3%	9%	-3%	13%	43%	12%	-10%
NAND	2,822	2,969	3,125	3,259	3,403	3,351	3,353	3,615	9,943	9,653	12,175	13,722
QoQ	17%	5%	5%	4%	4%	-2%	0%	8%	14%	-3%	26%	13%
Sys, LSI, 기타	1,950	2,800	3,680	4,871	3,328	3,770	4,005	4,071	13,727	10,408	13,301	15,175
QoQ	-21%	44%	31%	32%	-32%	13%	6%	2%	-2%	-24%	28%	14%
영업이익	2,933	3,400	3,658	2,803	2,617	2,560	2,709	2,790	6,888	8,844	12,793	10,676
YoY	50%	83%	57%	4%	-11%	-25%	-26%	0%	65%	28%	45%	-17%
QoQ	9%	16%	8%	-23%	-7%	-2%	6%	3%				
DRAM	2,446	2,553	2,695	2,022	1,858	1,808	1,921	2,005	4,169	7,983	9,717	7,593
NAND	621	784	797	619	647	620	620	633	2,274	1,926	2,821	2,519
Sys, LSI	-134	62	166	161	113	131	168	152	445	-1,064	256	563
영업이익률	29%	30%	29%	21%	23%	22%	22%	22%	18%	22%	27%	22%
DRAM	45%	46%	45%	40%	38%	38%	37%	40%	30%	41%	44%	38%
NAND	22%	26%	26%	19%	19%	19%	19%	18%	23%	20%	23%	18%
Sys, LSI	-7%	2%	5%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	-10%	2%	4%
EBITDA	5,962	6,689	7,070	6,194	5,694	5,395	5,383	5,350	16,479	19,754	25,915	21,822
EBITDA margin	58%	59%	55%	47%	49%	45%	43%	42%	42%	44%	50%	45%
Capex	4,362	3,204	3,654	3,504	2,990	3,120	3,380	3,510	12,599	14,316	14,723	13,000
주요 가정												
평균환율	1,101	1,097	1,170	1,158	1,210	1,195	1,180	1,150	1,095	1,052	1,131	1,184
QoQ	1%	0%	7%	-1%	4%	-1%	-1%	-3%	-3%	-4%	8%	5%
DRAM Shipment (M 1Gt)	5,746	6,042	6,952	6,766	7,053	7,556	8,518	9,075	12,989	19,920	25,506	32,202
QoQ	3%	5%	15%	-3%	4%	7%	13%	7%	20%	53%	28%	26%
DRAM ASP (US\$/1Gb.)	0.87	0.83	0.74	0.67	0.57	0.53	0.52	0.48	0.97	0.94	0.77	0.52
QoQ	-8%	-4%	-11%	-9%	-15%	-8%	-2%	-7%	-3%	-3%	-18%	-32%
NAND Shipment (M 8Gt)	6,519	7,265	8,131	9,310	10,038	10,537	11,479	13,806	14,530	21,025	31,225	45,860
QoQ	10%	11%	12%	14%	8%	5%	9%	20%	58%	45%	49%	47%
NAND ASP (US\$/8Gb.)	0.42	0.41	0.36	0.32	0.28	0.27	0.25	0.23	0.63	0.44	0.34	0.25
QoQ	-5%	-2%	-11%	-13%	-11%	-5%	-7%	-8%	-26%	-30%	-21%	-27%

자료: 키움증권 추정

삼성전자 디스플레이 부문 실적전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액	6,851	6,620	7,491	6,526	6,082	6,362	6,813	6,774	29,837	25,731	27,488	26,030
YoY	12%	5%	20%	-7%	-11%	-4%	-9%	4%	-10%	-14%	7%	-5%
QoQ	-3%	-3%	13%	-13%	-7%	5%	7%	-1%				
LCD	4,016	3,840	3,959	3,376	2,480	2,825	3,164	3,331	16,819	15,546	15,191	11,800
QoQ	-7%	-4%	3%	-15%	-27%	14%	12%	5%	-24%	-8%	-2%	-22%
OLED	2,835	2,780	3,532	3,150	3,601	3,537	3,649	3,443	13,018	10,184	12,297	14,230
QoQ	4%	-2%	27%	-11%	14%	-2%	3%	-6%	21%	-22%	21%	16%
영업이익	525	529	923	520	-157	167	402	464	2,981	660	2,497	876
YoY	-728%	145%	1574%	10%	-130%	-69%	-56%	-11%	-7%	-78%	278%	-65%
QoQ	11%	1%	74%	-44%	-130%	-206%	141%	15%				
LCD	419	466	393	-64	-532	-229	0	90	77	243	1,212	-671
OLED	106	64	530	584	376	395	402	374	2,904	417	1,284	1,548
영업이익률	8%	8%	12%	8%	-3%	3%	6%	7%	10%	3%	9%	3%
LCD	10%	12%	10%	-2%	-21%	-8%	0%	3%	0%	2%	8%	-6%
OLED	4%	2%	15%	19%	10%	11%	11%	11%	22%	4%	10%	11%
EBITDA	1,705	1,702	2,101	1,534	1,036	1,352	1,585	1,646	7,597	5,411	7,042	5,620
EBITDA margin	25%	26%	28%	24%	17%	21%	23%	24%	25%	21%	26%	22%
Capex	523	1,065	1,354	1,788	1,035	1,080	1,170	1,215	5,507	3,985	4,729	4,500
주요 가정												
평균환율	1,101	1,097	1,170	1,158	1,210	1,195	1,180	1,150	1,095	1,052	1,131	1,184
QoQ	1%	0%	7%	-1%	4%	-1%	-1%	-3%	-3%	-4%	8%	5%
LCD 출하면적 (km ²)	8,412	7,445	8,324	7,792	6,183	7,511	8,953	10,539	29,082	34,072	31,973	33,186
QoQ	-8%	-11%	12%	-6%	-21%	21%	19%	18%	-6%	17%	-6%	4%
OLED 출하면적 (km ²)	510	511	624	589	672	716	797	820	1,876	1,688	2,234	3,005
QoQ	-1%	0%	22%	-6%	14%	7%	11%	3%	46%	-10%	32%	34%
LCD ASP (US\$/m ²)	434	456	406	374	331	315	299	275	553	448	417	301
QoQ	0%	5%	-11%	-8%	-11%	-5%	-5%	-8%	-23%	-19%	-7%	-28%
OLED ASP (US\$/m ²)	5,047	4,966	4,835	4,617	4,429	4,132	3,880	3,651	5,939	5,528	4,856	4,000
QoQ	-1%	-2%	-3%	-4%	-4%	-7%	-6%	-6%	-4%	-7%	-12%	-18%

자료: 키움증권 추정

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,062,060	2,006,535	2,023,330	2,070,161	2,102,553
매출원가	1,282,788	1,234,821	1,185,450	1,198,871	1,225,660
매출총이익	779,272	771,714	837,879	871,290	876,893
판매비및일반관리비	529,021	507,579	570,970	603,753	594,277
영업이익(보고)	250,251	264,134	266,909	267,537	282,616
영업이익(핵심)	250,251	264,134	266,909	267,537	282,616
영업외손익	28,500	-4,524	23,672	17,485	21,228
이자수익	18,334	17,612	17,897	23,243	26,786
배당금수익	14,362	1,837	12,510	2,425	2,794
외환이익	57,666	77,658	49,115	51,004	51,586
이자비용	5,929	7,765	3,765	4,783	4,292
외환손실	60,167	82,756	52,435	52,854	53,346
관계기업지분법손익	3,425	11,019	3,400	3,500	2,800
투자및기타자산처분손익	-5,661	4,439	-2,500	-2,800	-3,000
금융상품평가및기타	-245	82	-1,250	0	0
기타	6,714	-26,651	700	-2,250	-2,100
법인세차감전이익	278,750	259,610	290,581	285,022	303,845
법인세비용	44,807	69,009	69,739	55,579	59,250
우호법인세율 (%)	16.1%	26.6%	24.0%	19.5%	19.5%
당기순이익	233,944	190,601	220,842	229,443	244,595
지배주주지분순이익(억원)	230,825	186,946	216,021	224,854	239,703
EBITDA	430,785	473,443	447,296	447,008	459,459
현금순이익(Cash Earnings)	414,478	399,910	401,228	408,913	421,438
수정당기순이익	238,900	187,282	223,684	231,697	247,010
증감율(%), YoY					
매출액	-9.8	-2.7	0.8	2.3	1.6
영업이익(보고)	-32.0	5.5	1.1	0.2	5.6
영업이익(핵심)	-32.0	5.5	1.1	0.2	5.6
EBITDA	-19.1	9.9	-5.5	-0.1	2.8
지배주주 당기순이익	-22.6	-19.0	15.6	4.1	6.6
EPS	-22.6	-19.0	19.3	4.3	6.6
수정순이익	-20.0	-21.6	19.4	3.6	6.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	369,754	400,618	578,870	453,959	463,162
당기순이익	233,944	190,601	220,842	229,443	244,595
감가상각비	169,100	196,625	169,172	168,960	166,835
무형자산상각비	11,434	12,683	11,214	10,511	10,008
외환손익	0	0	3,320	1,850	1,760
자산처분손익	4,512	2,971	2,500	2,800	3,000
지분법손익	-3,425	-11,019	-3,400	-3,500	-2,800
영업활동자산부채 증감	-38,371	-46,820	48,021	-13,678	-15,372
기타	-7,439	55,577	127,201	57,574	55,136
투자활동현금흐름	-328,064	-271,678	-329,065	-341,091	-352,247
투자자산의 처분	-96,931	-1,537	-88,053	-104,120	-121,040
유형자산의 취득	3,856	3,572	0	0	0
유형자산의 처분	-220,429	-258,802	-226,423	-223,346	-217,611
무형자산의 처분	-12,926	-15,008	-8,400	-8,500	-9,000
기타	-1,634	98	-6,189	-5,124	-4,596
재무활동현금흐름	-30,571	-65,735	-86,032	-50,177	-59,298
단기차입금의 증가	18,334	32,024	-5,900	-6,700	-8,400
장기차입금의 증가	-15,590	-16,090	-4,140	-1,508	-1,369
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-22,339	-31,295	-30,575	-43,628	-50,664
기타	-10,976	-50,374	-45,418	1,660	1,135
현금및현금성자산의순증가	5,560	57,960	163,773	62,691	51,616
기초현금및현금성자산	162,848	168,408	226,367	390,140	452,831
기말현금및현금성자산	168,408	226,367	390,140	452,831	504,448
Gross Cash Flow	408,125	447,438	530,850	467,637	478,534
Op Free Cash Flow	118,833	82,601	195,902	149,314	162,366

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,151,460	1,248,147	1,394,871	1,513,846	1,651,458
현금및현금성자산	168,408	226,367	330,280	336,637	345,613
유동금융자산	449,766	488,563	571,619	668,794	782,489
매출채권및유동채권	335,705	333,973	306,565	313,661	323,470
재고자산	173,175	188,118	173,629	181,593	186,667
기타유동비금융자산	24,406	11,125	12,778	13,161	13,819
비유동자산	1,152,769	1,173,648	1,228,585	1,291,691	1,339,672
장기매출채권및기타	49,021	45,038	45,415	46,467	47,194
투자자산	179,000	136,088	132,523	139,878	135,768
유형자산	808,730	864,771	922,022	976,408	1,027,185
무형자산	47,855	53,963	51,149	49,138	48,130
기타비유동자산	68,165	73,787	77,476	79,801	81,397
자산총계	2,304,230	2,421,795	2,623,456	2,805,537	2,991,130
유동부채	520,139	505,029	518,576	514,380	505,359
매입채무및기타유동채무	336,988	290,166	326,343	331,226	333,739
단기차입금	80,293	111,554	105,654	98,954	90,554
유동성장기차입금	17,787	2,215	3,325	3,482	2,889
기타유동부채	85,072	101,094	83,252	80,718	78,177
비유동부채	103,209	126,168	94,753	95,216	95,898
장기매입채무및비유동채무	25,623	30,417	20,233	20,702	21,026
사채및장기차입금	14,576	14,970	9,720	8,055	7,279
기타비유동부채	63,010	80,781	64,800	66,459	67,594
부채총계	623,348	631,197	613,328	609,596	601,257
자본금	8,975	8,975	8,802	8,802	8,802
주식발행초과금	44,039	44,039	44,039	44,039	44,039
이익잉여금	1,695,296	1,851,320	2,037,711	2,220,360	2,410,985
기타자본	-126,493	-175,567	-146,019	-146,019	-146,019
지배주주지분자본총계	1,621,817	1,728,768	1,944,532	2,127,181	2,317,807
비자배주주지분자본총계	59,065	61,830	65,595	68,760	72,066
자본총계	1,680,882	1,790,598	2,010,127	2,195,942	2,389,873
순차입금	-505,518	-586,191	-783,199	-894,940	-1,027,380
총차입금	112,655	128,740	118,700	110,492	100,723

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	135,673	109,883	131,126	136,745	145,776
BPS	953,266	1,016,129	1,182,570	1,293,648	1,409,577
주당EBITDA	253,205	278,279	271,512	271,848	279,421
CFPS	243,620	235,058	243,548	248,681	256,298
DPS	20,000	21,000	31,000	36,000	39,000
주가배수(배)					
PER	9.8	11.5	9.6	9.2	8.6
PBR	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.0	3.3	3.1	2.8	2.4
PCFR	5.4	5.4	5.2	5.1	4.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.1	13.2	13.2	12.9	13.4
영업이익률(핵심)	12.1	13.2	13.2	12.9	13.4
EBITDA margin	20.9	23.6	22.1	21.6	21.9
순이익률	11.3	9.5	10.9	11.1	11.6
자기자본이익률(ROE)	14.7	11.0	11.6	10.9	10.7
투하자본이익률(ROIC)	21.7	18.9	18.9	19.5	19.4
안정성(%)					
부채비율	37.1	35.3	30.5	27.8	25.2
순차입금비율	-30.1	-32.7	-39.0	-40.8	-43.0
이자보상배율(배)	42.2	34.0	70.9	55.9	65.8
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.0	6.3	6.7	6.6
재고자산회전율	11.3	11.1	11.2	11.7	11.4
매입채무회전율	6.3	6.4	6.6	6.3	6.3

LG디스플레이(034220)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 25,050원**목표주가 35,000원**

삼성디스플레이가 중소형 OLED Cost Parity의 주역이라면 LG디스플레이는 OLED TV에서 그 주인공이 될 가능성이 높다. 15년까지가 일종의 학습기간이었다면 16년부터는 본격적인 원가혁신이 진행될 전망이다. 이를 기반으로 17~18년에는 LCD TV 대비 경쟁력 있는 수준의 원가경쟁력을 갖추게 될 것으로 판단된다. 후발업체들의 준비상황을 감안할 때 동사의 시장선점 효과는 상당기간 지속될 가능성이 높아 보인다.

Stock Data

KOSPI (4/15)	2,014.71pt
시가총액	89,633억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	32,000원 20,600원
최고/최저가 대비 등락	-14.53% 32.77%
주가수익률	절대 상대
1M	9.4% 8.9%
6M	18.1% 20.5%
1Y	-10.8% -6.0%

Company Data

발행주식수	357,816천주
일평균 거래량(3M)	1,606천주
외국인 지분율	31.82%
배당수익률(16.E)	0.20%
BPS(16.E)	35,362원
주요 주주	LG전자 37.90%

Price Trend



다운사이클에서 진가를 증명하다

>>> 차별화된 수익성 창출능력

LCD 업황이 최악의 공급과잉 국면에 들어섰다. 글로벌 패널업체들의 경쟁력은 다운사이클에서 극명하게 드러나기 마련이다. LG디스플레이는 업계 최고의 원가경쟁력을 무기로 국내외 경쟁사 대비 차별화된 수익성을 달성할 것으로 판단한다. 1분기 적자전환은 불가피하겠지만 적자의 규모는 상대적으로 작을 전망이며, 가장 먼저 적자 기조에서 탈출하는 기업도 LGD가 될 것으로 판단한다.

>>> OLED TV 시대의 주역

LCD 사업에서 업계 최고 수준의 경쟁력을 갖춘 가운데 OLED에서도 두각을 나타내고 있다. 대형 OLED 패널 부문은 동사가 글로벌 리더다. 8세대 OLED 양산라인을 돌리고 있는 유일한 기업이며, 16년부터 본격적인 양적 확장기에 접어든다. 아울러 중소형 Flexible OLED에 대한 선제적 투자에도 나서고 있다. OLED Total 라인업을 확보함으로써 차세대 디스플레이 시장에서도 시장 지배력을 유지할 수 있을 것으로 판단한다.

>>> LCD 사이클 변곡점 임박

LCD 업황은 더 이상 나빠질 수 없는 저점이 임박했다. 지금부터는 사이클의 바닥 탈출 가능성에 무게를 둔 비중확대 전략이 유효할 것이다. 패널가격은 역대 최저 수준이고, 세트업체들의 마케팅 여력은 충분하다. 2Q16 중반부터 대형 스포츠 이벤트 등을 타겟으로 한 재고확충 수요가 본격화할 가능성이 높아 보인다. 동사에 대한 투자의견 'Buy' 및 목표주가 '35,000원'을 유지한다.

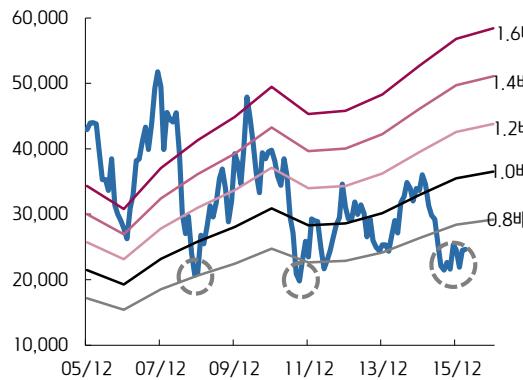
투자지표(IFRS 연결기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	264,555	283,839	273,658	252,256	258,527
매출총이익(억원)	37,884	43,143	25,398	28,626	31,400
영업이익(억원)	13,573	16,256	3,444	8,419	10,699
EBITDA(억원)	48,496	50,016	37,333	40,122	41,975
세전이익(억원)	12,420	14,340	2,573	7,816	9,817
순이익(억원)	9,174	10,235	2,040	6,096	8,050
자체주주지분순이익(억원)	9,043	9,666	2,393	7,149	8,034
EPS(원)	2,527	2,701	669	1,998	2,245
증감율(%YoY)	112.2	6.9	-75.2	198.8	12.4
PER(배)	13.3	9.1	37.4	12.5	11.2
PBR(배)	1.0	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	2.9	2.0	2.3	2.0	2.2
매출총이익률(%)	14.3	15.2	9.3	11.3	12.1
영업이익률(%)	5.1	5.7	1.3	3.3	4.1
ROE(%)	8.1	8.4	1.6	4.7	5.9
순부채비율(%)	15.5	5.0	8.3	5.1	2.4

LG디스플레이 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액(십억원)	7,022	6,708	7,158	7,496	6,461	6,671	6,854	7,380	27,033	26,456	28,384	27,366
QoQ	-15.8%	-4.5%	6.7%	4.7%	-13.8%	3.3%	2.7%	7.7%	-8.1%	-2.1%	7.3%	-3.6%
TV	2,895	2,673	2,786	2,549	2,527	2,551	2,573	2,529	11,791	10,415	10,902	10,180
모니터	1,203	1,061	1,146	1,124	1,001	1,142	1,121	1,147	5,328	4,660	4,535	4,410
노트북/태블릿	1,194	1,055	1,338	1,424	1,023	1,174	1,195	1,307	6,324	6,210	5,011	4,699
중소형 및 기타	1,731	1,918	1,889	2,399	1,911	1,803	1,965	2,397	3,590	5,170	7,936	8,077
매출총이익	1,361	1,140	1,047	766	387	545	735	873	3,508	3,788	4,313	2,540
영업이익	744	488	333	61	-138	15	187	281	1,163	1,357	1,626	344
QoQ	18.8%	-34.4%	-31.8%	-81.8%	-328.1%	-110.5%	1182.0%	50.3%	27.5%	16.7%	19.8%	-78.8%
세전이익	624	507	273	31	-163	-8	166	262	830	1,242	1,434	257
순이익	476	363	199	-14	-124	-6	130	204	419	917	1,023	204
Capex	-321	-620	-820	-725	-850	-1,050	-1,000	-1,250	-3,517	-3,226	-2,486	-4,150
Shipment('000 m ²)	9,801	9,782	9,835	10,273	9,248	9,878	10,243	10,656	35,439	37,399	39,691	40,025
QoQ	-2.6%	-0.2%	0.5%	4.5%	-10.0%	6.8%	3.7%	4.0%	-1.2%	5.5%	6.1%	0.8%
ASP/m ² (US\$)	652	620	622	632	577	565	567	602	699	671	632	578
QoQ	-15.7%	-4.9%	0.3%	1.6%	-8.7%	-2.1%	0.3%	6.2%	-4.3%	-4.0%	-6.0%	-8.4%
평균환율	1,101	1,097	1,170	1,158	1,210	1,195	1,180	1,150	1,095	1,052	1,131	1,184
QoQ	1.2%	-0.3%	6.6%	-1.0%	4.5%	-1.3%	-1.3%	-2.5%	-2.9%	-3.9%	7.5%	4.6%
수익성												
매출총이익률	19.4%	17.0%	14.6%	10.2%	6.0%	8.2%	10.7%	11.8%	13.0%	14.3%	15.2%	9.3%
영업이익률	10.6%	7.3%	4.7%	0.8%	-2.1%	0.2%	2.7%	3.8%	4.3%	5.1%	5.7%	1.3%
세전이익률	8.9%	7.6%	3.8%	0.4%	-2.5%	-0.1%	2.4%	3.5%	3.1%	4.7%	5.1%	0.9%
순이익률	6.8%	5.4%	2.8%	-0.2%	-1.9%	-0.1%	1.9%	2.8%	1.5%	3.5%	3.6%	0.7%
EBITDA margin									18.5%	18.3%	19.1%	21.1%
제품별 매출비중												
TV	41%	40%	39%	34%	39%	38%	38%	34%	44%	39%	38%	37%
모니터	17%	16%	16%	15%	15%	17%	16%	16%	20%	18%	16%	16%
노트북/태블릿	17%	16%	19%	19%	16%	18%	17%	18%	23%	23%	18%	17%
중소형 및 기타	25%	29%	26%	32%	30%	27%	29%	32%	13%	20%	28%	30%

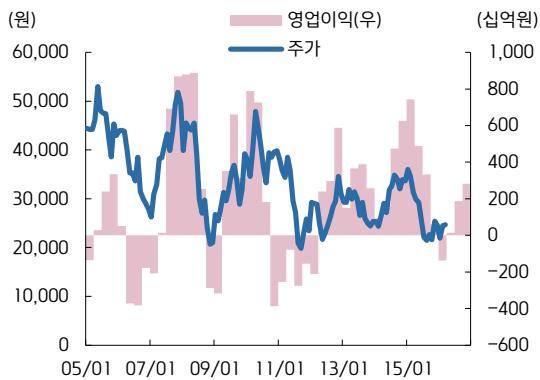
자료: 기움증권 추정

LG디스플레이 PBR Band 추이



자료: 기움증권

LG디스플레이 영업이익 및 주가 추이



자료: 기움증권

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	264,555	283,839	273,658	252,256	258,527
매출원가	226,671	240,696	248,260	223,629	227,128
매출총이익	37,884	43,143	25,398	28,626	31,400
판매비및일반관리비	24,311	26,887	21,954	20,207	20,701
영업이익(보고)	13,573	16,256	3,444	8,419	10,699
영업이익(핵심)	13,573	16,256	3,444	8,419	10,699
영업외손익	-1,153	-1,916	-871	-603	-882
이자수익	491	571	418	435	336
배당금수익	3	0	0	0	0
외환이익	10,434	12,989	2,007	2,439	2,650
이자비용	1,098	1,276	790	699	768
외환손실	10,473	13,334	2,006	2,438	2,700
관계기업지분법손익	139	416	0	0	0
투자및기타자산처분손익	76	141	100	260	0
금융상품평가및기타	65	-255	0	0	0
기타	-789	-1,169	-600	-600	-400
법인세차감전이익	12,420	14,340	2,573	7,816	9,817
법인세비용	3,246	4,105	533	1,719	1,767
우회법인세율 (%)	26.1%	28.6%	20.7%	22.0%	18.0%
당기순이익	9,174	10,235	2,040	6,096	8,050
지배주주지분순이익(억원)	9,043	9,666	2,393	7,149	8,034
EBITDA	48,496	50,016	37,333	40,122	41,975
현금순이익(CashEarnings)	44,097	43,995	35,929	37,799	39,326
수정당기순이익	9,070	10,336	1,960	5,883	8,050
증감율(%), YoY					
매출액	-2.1	7.3	-3.6	-7.8	2.5
영업이익(보고)	16.7	19.8	-78.8	144.4	27.1
영업이익(핵심)	16.7	19.8	-78.8	144.4	27.1
EBITDA	-3.0	3.1	-25.4	7.5	4.6
지배주주 당기순이익	112.2	6.9	-75.2	198.8	12.4
EPS	112.2	6.9	-75.2	198.8	12.4
수정순이익	119.2	14.0	-81.0	200.1	36.8

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	92,406	96,395	78,869	73,611	74,305
현금및현금성자산	8,898	20,405	9,535	10,263	9,948
유동금융자산	15,291	11,354	13,683	12,613	12,926
매출채권및유동채권	40,676	40,548	36,981	33,634	34,017
재고자산	27,541	23,520	18,123	16,596	16,897
기타유동비금융자산	0	568	547	505	517
비유동자산	137,264	131,132	142,232	144,761	147,979
장기매출채권및기타	2,845	2,271	2,189	2,018	2,068
투자자산	4,229	5,312	5,304	5,276	5,307
유형자산	114,029	107,939	117,605	122,055	125,305
무형자산	5,767	4,256	3,451	2,799	2,372
기타비유동자산	10,394	11,354	13,683	12,613	12,926
자산총계	229,670	227,527	221,101	218,371	222,283
유동부채	75,496	68,445	67,944	63,309	64,720
매입채무및기타유동채무	61,600	56,768	54,732	50,451	50,692
단기차입금	2,236	2,086	1,506	1,144	709
유동성장기차입금	7,443	6,943	9,243	9,443	10,993
기타유동부채	4,216	2,648	2,463	2,270	2,327
비유동부채	36,341	32,678	26,627	22,614	18,138
장기매입채무및비유동채무	221	238	274	252	259
사채및장기차입금	32,795	29,095	22,995	18,995	14,495
기타비유동부채	3,324	3,346	3,358	3,367	3,385
부채총계	111,836	101,123	94,570	85,923	82,859
자본금	17,891	17,891	17,891	17,891	17,891
주식발행초과금	22,511	22,511	22,511	22,511	22,511
이익잉여금	74,551	82,481	83,141	90,117	97,098
기타자본	-638	-638	-638	-638	-638
지배주주지분자본총계	114,314	122,244	122,905	129,880	136,861
비지배주주지분자본총계	3,520	4,036	3,626	2,568	2,563
자본총계	117,834	126,280	126,531	132,448	139,425
순차입금	18,285	6,365	10,526	6,706	3,323
총차입금	42,474	38,124	33,744	29,582	26,197

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	28,645	42,317	42,202	38,479	38,698
당기순이익	9,174	10,235	2,040	6,096	8,050
감가상각비	32,221	30,950	31,834	30,050	29,950
무형자산상각비	2,702	2,810	2,055	1,653	1,326
외환손익	258	344	-1	-1	50
자산처분손익	112	-141	-100	-260	0
지분법손익	-180	-416	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-21,935	-22,229	6,881	594	-444
기타	6,292	764	-508	347	-234
투자활동현금흐름	-34,513	-23,706	-47,300	-33,072	-34,758
투자자산의 처분	-2,058	3,272	-2,321	1,098	-344
유형자산의 처분	396	0	0	0	0
유형자산의 취득	-29,825	-24,860	-41,500	-34,500	-33,200
무형자산의 처분	-3,533	-1,300	-1,250	-1,000	-900
기타	508	-818	-2,229	1,330	-314
재무활동현금흐름	4,047	-6,118	-6,157	-4,332	-4,441
단기차입금의 증가	-6,822	-150	-580	-362	-435
장기차입금의 증가	9,407	-4,200	-3,800	-3,800	-2,950
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-1,789	-1,789	-179	-1,073
기타	1,462	21	12	9	18
현금및현금성자산의순증가	-1,320	12,493	-11,255	1,075	-500
기초현금및현금성자산	10,219	8,898	21,392	10,137	11,211
기말현금및현금성자산	8,898	21,392	10,137	11,211	10,711
Gross Cash Flow	50,580	44,546	35,321	37,885	39,142
Op Free Cash Flow	-10,344	20,002	776	3,700	5,506

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,527	2,701	669	1,998	2,245
BPS	32,932	35,292	35,362	37,016	38,965
주당EBITDA	13,553	13,978	10,434	11,213	11,731
CFPS	12,324	12,295	10,041	10,564	10,991
DPS	500	500	50	300	500
주가배수(배)					
PER	13.3	9.1	37.4	12.5	11.2
PBR	1.0	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	2.9	2.0	2.3	2.0	2.2
PCFR	2.7	2.0	2.4	2.3	2.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.1	5.7	1.3	3.3	4.1
영업이익률(핵심)	5.1	5.7	1.3	3.3	4.1
EBITDA margin	18.3	17.6	13.6	15.9	16.2
순이익률	3.5	3.6	0.7	2.4	3.1
자기자본이익률(ROE)	8.1	8.4	1.6	4.7	5.9
투하자본이익률(ROIC)	8.5	12.0	2.3	5.6	7.0
안정성(%)					
부채비율	94.9	80.1	74.7	64.9	59.4
순차입금비율	15.5	5.0	8.3	5.1	2.4
이자보상배율(배)	12.4	12.7	4.4	12.0	13.9
활동성(배)					
매출채권회전율	7.0	7.0	7.1	7.1	7.6
재고자산회전율	11.3	11.1	13.1	14.5	15.4
매입채무회전율	4.5	4.8	4.9	4.8	5.1



에스에프에이(056190)

**Buy(Maintain)**

주가(4/15) 55,400원

목표주가 74,000원

에스에프에이는 OLED 제조공정용 물류 및 후공정 장비 부문에서 독보적인 시장입지를 확보하고 있다. 이를 기반으로 증착기 등 전 공정 핵심장비 시장에 진입하기 위한 노력을 꾸준히 전개해왔으며, 15년부터 그 성과가 나타나기 시작했다. 향후 중국 패널업체들의 OLED 설비투자 확대 추세가 펼쳐질 전망인데, 이에 따라 증착장비 수요기반은 대폭 확대될 것이다. 한편 국내에서는 주력 고객사의 6세대 Flexible 라인 증설에 따른 OLED 진공물류, 모듈, 후공정 장비 등의 수혜가 집중될 것으로 예상한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/15)	695.62pt
시가총액	9,947억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	63,700원 40,200원
최고/최저가 대비 등락	-10.52% 41.79%
주가수익률	절대 상대
1M	-6.3% -6.6%
6M	25.3% 20.8%
1Y	10.9% 9.5%

Company Data

발행주식수	17,954천주
일평균 거래량(3M)	149천주
외국인 지분율	18.81%
배당수익률(16.E)	2.33%
BPS (16.E)	30,695원
주요 주주	디와이홀딩스
	36.70%

Price Trend**OLED 핵심장비 업체로 부상****>>> OLED 증착기 시장진입 성공**

에스에프에이는 물류, 후공정 중심의 OLED 장비 포트폴리오를 전공정 핵심장비 영역으로 확장하는데 성공했다. 15년에 중국 트롤리에 유기물질 증착장비를 공급한 데 이어 올해는 중국에서 고객기반을 확대할 것으로 예상한다. 애플의 플렉시블 OLED 도입 움직임으로 인해 글로벌 증착장비 과정업체인 캐논도키가 기존 주력 고객사 외의 수주를 소화하기 어려운 상황이다. 이는 동사의 OLED 증착장비 영업환경에 큰 호재로 작용할 것으로 판단한다.

>>> SDC A3 라인 증설의 수혜

국내에서는 SDC의 Flexible OLED 증설에 따른 수혜가 예상된다. 2월에 1,535억원, 3월에도 1,039억원 규모의 수주를 확보했고, SDC의 증설 규모와 일정을 추론해볼 때, 연내에 추가 수주가 가능할 것으로 예상한다. SDC는 16년에 6세대 Flexible OLED 생산능력을 45k/월 규모로 추가할 전망인데, 동사의 2월~3월 수주는 이 가운데 일부인 것으로 추정된다.

>>> 수주모멘텀 본격화

16년 신규수주 6,804억원(+45%YoY), 매출액은 5,927억원(+13%YoY), 영업이익 713억원(+23%YoY)을 기록할 것으로 추정한다. 수주 모멘텀은 연중 지속될 것이다. SDC 뿐만 아니라 BOE 등 중화권 패널업체들이 대규모 설비증설에 나설 것으로 예상되기 때문이다. 다가올 수주 모멘텀과 전공정 핵심장비 시장진출에 주목한 비중확대 전략을 권고한다.

투자지표(IFRS 연결기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	4,151	5,261	5,927	7,291	7,687
매출총이익(억원)	825	1,076	1,254	1,573	1,710
영업이익(억원)	457	580	713	1,009	1,120
EBITDA(억원)	556	690	1,084	1,357	1,448
세전이익(억원)	524	505	773	1,022	1,135
순이익(억원)	413	308	603	775	860
지배주주지분순이익(억원)	413	308	603	775	860
EPS(원)	2,301	1,717	3,359	4,314	4,791
증감율(%YoY)	-34.5	-25.3	95.6	28.4	11.1
PER(배)	21.6	28.8	14.7	11.5	10.3
PBR(배)	1.9	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	9.6	13.4	7.3	5.2	4.3
매출총이익률(%)	19.9	20.5	21.2	21.6	22.2
영업이익률(%)	11.0	11.0	12.0	13.8	14.6
ROE(%)	8.8	5.6	9.2	10.9	11.2
순부채비율(%)	-75.5	5.4	-14.4	-24.3	-33.4

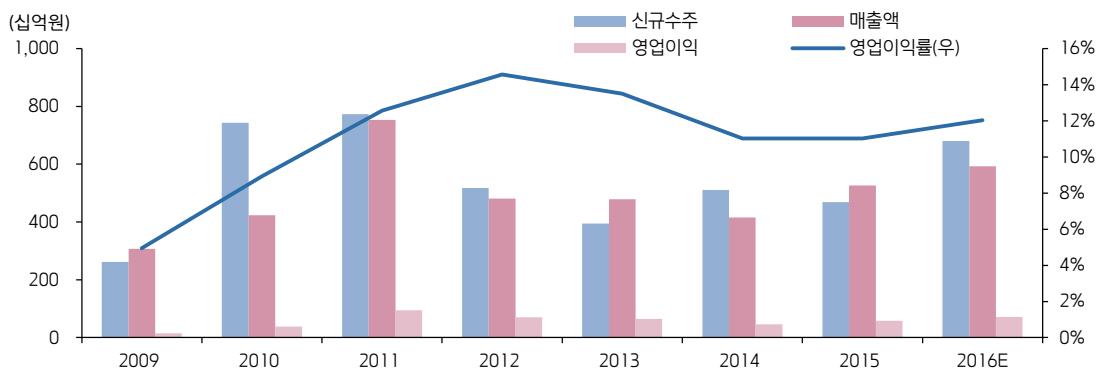
에스에프에이 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액	87.0	143.4	142.9	152.7	132.7	146.9	153.3	159.8	478.5	415.1	526.1	592.7
물류시스템	63.0	92.1	115.4	121.4	94.7	105.6	118.5	130.4	327.8	331.6	391.8	449.1
공정장비	24.0	51.4	27.5	31.3	37.9	41.3	34.9	29.5	150.7	83.5	134.2	143.6
영업이익	2.5	17.6	17.6	20.3	13.7	16.0	18.7	22.9	64.6	45.7	58.0	71.3
세전이익	4.2	15.6	10.9	19.8	15.2	17.5	20.2	24.4	79.9	52.3	50.5	77.3
순이익	3.2	4.8	8.5	14.3	11.8	13.6	15.8	19.1	63.1	41.3	30.8	60.3
수익성												
영업이익률	2.9%	12.3%	12.3%	13.3%	10.3%	10.9%	12.2%	14.3%	13.5%	11.0%	11.0%	12.0%
세전이익률	4.9%	10.9%	7.6%	13.0%	11.4%	11.9%	13.2%	15.3%	16.7%	12.6%	9.6%	13.0%
순이익률	3.7%	3.4%	5.9%	9.4%	8.9%	9.3%	10.3%	11.9%	13.2%	10.0%	5.9%	10.2%
제품별 비중												
물류시스템	72.4%	64.2%	80.8%	79.5%	71.4%	71.9%	77.3%	81.6%	68.5%	79.9%	74.5%	75.8%
공정장비	27.6%	35.8%	19.2%	20.5%	28.6%	28.1%	22.7%	18.4%	31.5%	20.1%	25.5%	24.2%
수주동향												
신규수주	91.6	153.6	121.5	101.8	172.4	168.2	159.9	179.9	394.9	510.7	468.5	680.4
수주잔고	303.7	334.1	309.3	258.4	298.1	319.4	325.9	346.0	185.5	302.6	258.4	346.0
BB ratio	1.05	1.07	0.85	0.67	1.30	1.14	1.04	1.13	0.83	1.23	0.89	1.15

자료: 기움증권 추정

주: ST5반도체를 제외한 에스에프에이 장비사업 부문의 연결 실적

에스에프에이 연간 실적추이 및 전망



자료: 기움증권 추정

손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,151	5,261	5,927	7,291	7,687
매출원가	3,326	4,184	4,673	5,717	5,977
매출총이익	825	1,076	1,254	1,573	1,710
판매비및일반관리비	368	496	541	565	590
영업이익(보고)	457	580	713	1,009	1,120
영업이익(핵심)	457	580	713	1,009	1,120
영업외손익	66	-75	60	13	15
이자수익	80	64	80	36	38
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	32	38	40	0	0
이자비용	1	3	0	3	3
외환손실	26	25	40	0	0
관계기업지분법손익	0	-19	0	0	0
투자및기타자산처분손익	3	0	0	0	0
금융상품평가및기타	105	147	0	0	0
기타	-127	-276	-20	-20	-20
법인세차감전이익	524	505	773	1,022	1,135
법인세비용	111	197	170	247	275
우회법인세율 (%)	21.1%	39.0%	22.0%	24.2%	24.2%
당기순이익	413	308	603	775	860
지배주주지분순이익(억원)	413	308	603	775	860
EBITDA	556	690	1,084	1,357	1,448
현금순이익(Cash Earnings)	511	419	974	1,123	1,188
수정당기순이익	328	218	603	775	860
증감율(%), YoY					
매출액	-13.2	26.7	12.7	23.0	5.4
영업이익(보고)	-29.2	26.8	22.9	2.8	0.0
영업이익(핵심)	-29.2	26.8	22.9	41.5	11.0
EBITDA	-24.0	24.2	57.1	25.2	6.7
지배주주 당기순이익	-34.5	-25.3	95.6	28.4	11.1
EPS	-34.5	-25.3	95.6	28.4	11.1
수정순이익	-39.2	-33.4	176.2	28.4	11.1

대차대조표

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,819	5,204	5,682	6,814	7,779
현금및현금성자산	3,425	2,471	1,452	1,611	2,293
유동금융자산	264	506	2,845	3,500	3,690
매출채권및유동채권	1,075	1,933	1,289	1,585	1,671
재고자산	55	294	96	118	124
기타유동비금융자산	0	1	1	1	2
비유동자산	1,313	6,690	6,508	6,398	6,190
장기매출채권및기타비유동	23	218	245	302	318
투자자산	30	42	89	109	115
유형자산	1,035	4,948	4,649	4,372	4,116
무형자산	223	1,138	1,138	1,138	1,138
기타비유동자산	1	343	387	476	501
자산총계	6,132	11,894	12,191	13,212	13,969
유동부채	1,209	2,594	2,689	3,084	3,199
매입채무및기타유동채무	966	1,390	1,482	1,823	1,922
단기차입금	82	910	910	910	910
유동성장기차입금	0	60	60	60	60
기타유동부채	161	234	237	292	307
비유동부채	148	3,022	2,691	2,743	2,770
장기매입채무및비유동채무	2	10	0	0	0
사채및장기차입금	0	2,344	2,344	2,344	2,344
기타비유동부채	146	668	347	398	425
부채총계	1,357	5,616	5,380	5,827	5,968
자본금	90	90	90	90	90
주식발행초과금	123	123	123	123	123
이익잉여금	4,636	4,825	5,372	5,985	6,642
기타자본	-74	-74	-74	-74	-74
지배주주지분자본총계	4,775	4,964	5,511	6,123	6,781
비자배주주지분자본총계	0	1,315	1,300	1,262	1,220
자본총계	4,775	6,278	6,811	7,385	8,001
순차입금	-3,606	338	-983	-1,796	-2,669
총차입금	82	3,314	3,314	3,314	3,314

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	203	194	1,874	1,144	1,194
당기순이익	413	308	603	775	860
감가상각비	98	110	371	349	328
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	3	-6	0	0	0
자산처분손익	40	75	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-347	-412	900	20	6
기타	-4	118	0	0	0
투자활동현금흐름	2,384	-1,006	-2,502	-836	-294
투자자산의 처분	2,407	-323	-2,386	-675	-196
유형자산의 처분	1	0	0	0	0
유형자산의 취득	-29	-22	-72	-72	-72
무형자산의 처분	-29	-4	0	0	0
기타	34	-657	-43	-89	-26
재무활동현금흐름	-189	-143	-391	-149	-217
단기차입금의 증가	79	-29	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-179	-114	-70	-201	-244
기타	-89	0	-321	52	27
현금및현금성자산의순증가	2,396	-954	-1,019	159	683
기초현금및현금성자산	1,028	3,425	2,471	1,452	1,611
기말현금및현금성자산	3,425	2,471	1,452	1,611	2,293
Gross Cash Flow	550	606	974	1,123	1,188
Op Free Cash Flow	55	26	1,739	1,062	1,111

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,301	1,717	3,359	4,314	4,791
BPS	26,594	27,645	30,695	34,105	37,768
주당EBITDA	3,095	3,845	6,039	7,560	8,063
CFPS	2,847	2,331	5,426	6,256	6,618
DPS	652	402	1,150	1,400	1,500
주가배수(배)					
PER	21.6	28.8	14.7	11.5	10.3
PBR	1.87	1.79	1.61	1.45	1.31
EV/EBITDA	9.6	13.4	7.3	5.2	4.3
PCFR	17.4	21.2	9.1	7.9	7.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.0	11.0	12.0	10.1	9.5
영업이익률(핵심)	11.0	11.0	12.0	13.8	14.6
EBITDA margin	13.4	13.1	18.3	18.6	18.8
순이익률	9.9	5.9	10.2	10.6	11.2
자기자본이익률(ROE)	8.8	5.6	9.2	10.9	11.2
투하자본이익률(ROIC)	30.8	9.1	9.1	14.8	17.4
안정성(%)					
부채비율	28.4	89.4	79.0	78.9	74.6
순차입금비율	-75.5	5.4	-14.4	-24.3	-33.4
이자보상배율(배)	534.6	189.3	N/A	329.2	365.4
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	3.5	3.7	5.1	4.7
재고자산회전율	72.2	30.1	30.4	68.4	63.6
매입채무회전율	4.3	4.5	4.1	4.4	4.1



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

원익IPS(030530)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 11,100원

목표주가 15,000원

원익IPS는 반도체 장비를 주력으로 하고 있어 OLED 장비업종 주가 랠리에서는 상대적으로 소외됐다. 하지만 동사는 건식 식각장비 (Dry Etcher), 메탈 증착기, 봉지 장비, 유기 물질 증착기 등 핵심장비를 양산 또는 개발하고 있기 때문에 OLED 증설 국면에서도 수혜의 폭이 큰 기업이다.

16년말부터 반도체 Capex Cycle도 상승국면으로 반전될 전망이기 때문에 17년부터는 본격적인 실적 개선세가 나타날 것으로 판단한다. 이를 염두에 둔 선제적인 비중확대 전략을 권고한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/15)	695.62pt
시가총액	8,936억원
52주 주가동향	최고가 최저가 16,150원 8,340원
최고/최저가 대비 등락	-31.27% 33.09%
주가수익률	절대 상대 1M -6.7% -7.0% 6M 19.0% 14.8% 1Y 7.2% 5.9%

Company Data

발행주식수	39,227천주
일평균 거래량(3M)	2,200천주
외국인 지분율	17.47%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS(16.E)	9,558원
주요 주주	원익 11.18%

Price Trend



반도체와 OLED, 두 날개로 비상

>>> 반도체/디스플레이 종합 장비업체

원익IPS는 국내에선 보기 드물게 반도체와 디스플레이를 아우르는 종합 장비업체 성격을 띠고 있다. 16년에는 반도체 Capex가 다운사이클이지만, OLED는 강한 수주 모멘텀이 예상된다. 동사는 OLED에서 건식 식각장비 (Dry Etcher), 메탈 증착기, 봉지 장비, 유기물질 증착기 등을 양산 또는 개발하고 있다.

>>> OLED 증설 모멘텀의 수혜

SDC는 현재 15k/월 규모인 6세대 Flexible OLED 생산능력을 19년말까지 135k/월로 확장할 것으로 추정한다. 아울러 16년 중에 8세대 WOLED 양산라인에 대한 투자에도 착수할 것으로 예상한다. 동사는 이러한 트렌드의 최대 수혜업체 중 하나라고 판단한다.

한편 삼성전자의 평택 단지 투자가 16년말부터 본격화 할 것으로 예상됨에 따라 반도체 장비 사업도 뚜렷한 회복국면에 진입할 전망이다. 결론적으로 16년 하반기부터 전략적 고객사의 OLED 및 반도체 증설 투자의 모멘텀이 증첩되면서 본격적인 실적 상승국면이 전개될 것이며, 이를 감안한 선제적인 비중확대 전략이 유효하다고 판단한다.

>>> 분할은 기업가치에 긍정적

원익 그룹은 지배구조 재편작업의 일환으로 원익IPS를 인적분할하기로 결정했다. 중장기적 관점에서 이는 1)지배구조 투명성 확보, 2)경영 효율화, 3)사업 자회사의 배당성향 제고 등의 측면에서 기업가치에 호재라고 판단한다.

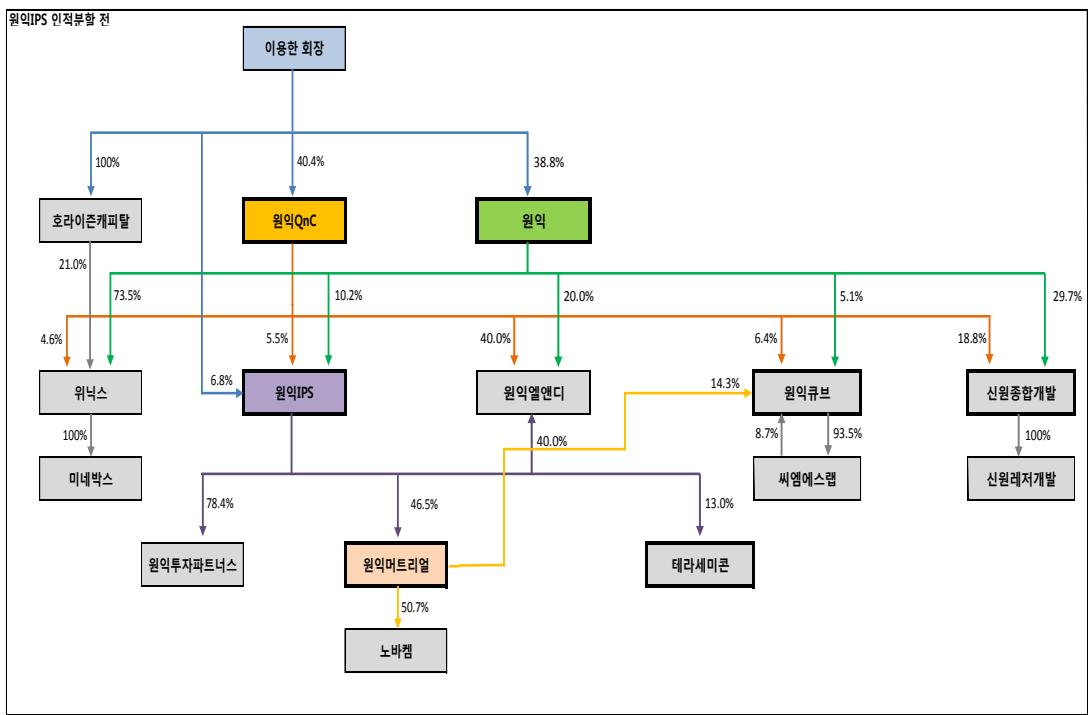
투자자표(IFRS 별도기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	4,133	4,547	4,463	5,908	5,847
매출총이익(억원)	1,538	1,633	1,758	2,449	2,241
영업이익(억원)	644	671	565	997	760
EBITDA(억원)	770	807	698	1,128	888
세전이익(억원)	499	648	537	967	800
순이익(억원)	389	505	419	754	607
지배주주지분순이익(억원)	468	618	457	754	607
EPS(원)	581	768	920	1,923	1,546
증감율(%YoY)	70.4	32.0	19.9	109.0	-19.6
PER(배)	24.0	14.8	12.3	5.9	7.3
PBR(배)	3.7	2.6	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	14.2	10.9	13.0	7.7	8.7
매출총이익률(%)	37.2	35.9	39.4	41.5	38.3
영업이익률(%)	15.6	14.8	12.7	16.9	13.0
ROE(%)	13.6	15.4	11.5	18.3	12.6
순부채비율(%)	-10.9	-9.2	-2.1	-8.9	-27.1

원익IPS 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
[별도기준]												
매출액	117.1	66.7	173.9	96.9	98.9	103.9	105.6	137.8	413.1	454.7	446.3	590.8
반도체	94.9	49.0	112.2	27.2	54.2	49.5	44.5	62.9	267.0	283.3	211.1	320.5
FPD	0.5	2.5	26.8	37.4	18.8	32.4	35.0	36.2	54.4	67.3	122.4	154.2
태양광	0.1	0.0	2.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	2.4	0.0	0.0
TGS 및 기타	21.6	15.2	32.6	32.3	25.9	22.0	26.1	38.7	89.3	101.7	112.8	116.1
매출총이익	46.3	23.7	60.2	33.1	35.6	39.8	45.3	55.1	168.2	163.3	175.8	244.9
영업이익	23.2	3.8	34.0	6.1	9.7	14.6	15.0	17.1	64.4	67.1	56.5	99.7
세전이익	23.8	4.5	35.1	1.4	10.2	15.1	15.5	12.9	49.9	64.8	53.7	96.7
당기순이익	18.2	4.2	27.9	0.1	8.0	11.7	12.1	10.1	38.9	50.5	41.9	75.4
수익성												
매출총이익률	40%	35%	35%	34%	36%	38%	43%	40%	41%	36%	39%	41%
영업이익률	20%	6%	20%	6%	10%	14%	14%	12%	16%	15%	13%	17%
세전이익률	20%	7%	20%	1%	10%	14%	15%	9%	12%	14%	12%	16%
당기순이익률	16%	6%	16%	0%	8%	11%	11%	7%	9%	11%	9%	13%
부문별 매출비중												
반도체	81%	73%	65%	28%	55%	48%	42%	46%	65%	62%	47%	54%
FPD	0%	4%	15%	39%	19%	31%	33%	26%	13%	15%	27%	26%
태양광	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%
TGS 및 기타	18%	23%	19%	33%	26%	21%	25%	28%	22%	22%	25%	20%

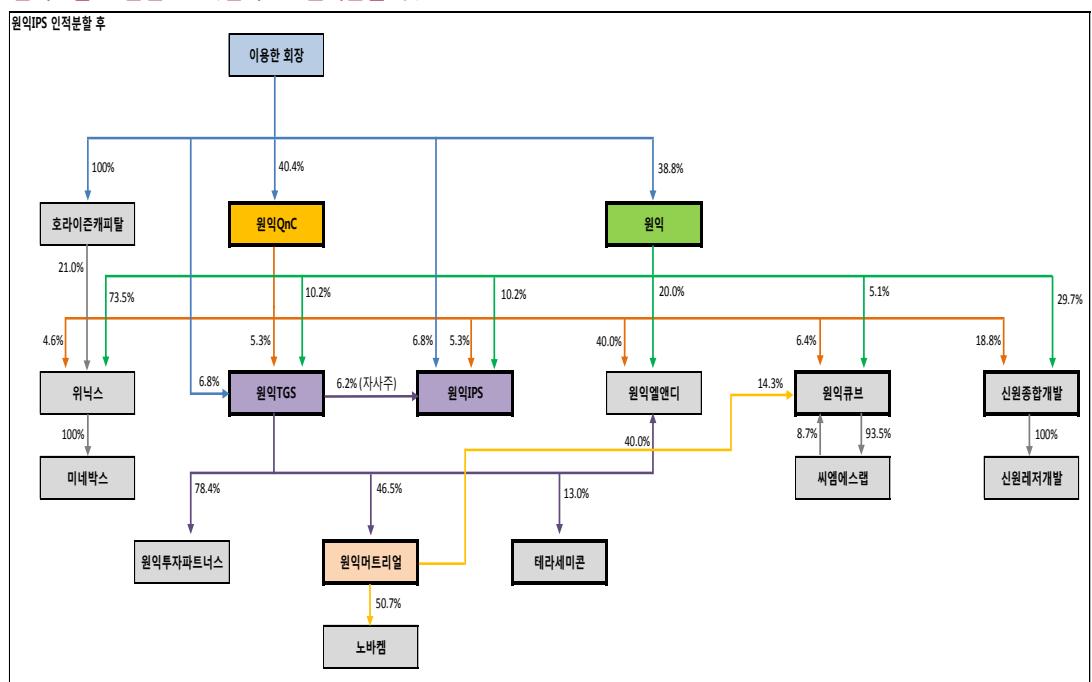
자료: 키움증권 추정

원익그룹 지분관계도 (원익IPS 인적분할 전)



자료: 전자공시, 키움증권 정리

원익그룹 지분관계도 (원익IPS 인적분할 후)



자료: 전자공시, 키움증권 정리

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,133	4,547	4,463	5,908	5,847
매출원가	2,595	2,914	2,705	3,459	3,606
매출총이익	1,538	1,633	1,758	2,449	2,241
판매비및일반관리비	894	962	1,193	1,452	1,481
영업이익(보고)	644	671	565	997	760
영업이익(핵심)	644	671	565	997	760
영업외손익	-145	-23	-28	-30	40
이자수익	21	23	8	2	36
배당금수익	1	1	0	0	1
외환이익	21	28	16	16	0
이자비용	13	9	13	12	9
외환손실	8	20	0	0	0
관계기업지분법손익	-61	-35	-15	-12	0
투자및기타자산처분손익	-42	1	0	0	0
금융상품평가및기타	8	31	0	0	0
기타	-71	-43	-24	-24	12
법인세차감전이익	499	648	537	967	800
법인세비용	110	143	118	213	194
우회법인세율 (%)	22.0%	22.1%	22.0%	22.0%	24.2%
당기순이익	389	505	419	754	607
지배주주지분순이익(억원)	468	618	457	754	607
EBITDA	770	807	698	1,128	888
현금순이익(CashEarnings)	515	641	552	885	735
수정당기순이익	415	480	419	754	607
증감율(%), YoY					
매출액	40.9	10.0	-1.8	32.4	-1.0
영업이익(보고)	118.7	4.2	-15.8	76.6	-23.8
영업이익(핵심)	118.7	4.2	-15.8	76.6	-23.8
EBITDA	93.0	4.9	-13.5	61.6	-21.3
지배주주 당기순이익	134.5	29.6	-17.1	80.3	-19.6
EPS	70.4	32.0	19.9	109.0	-19.6
수정순이익	158.7	15.4	-12.7	80.3	-19.6

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	612	486	-13	583	765
당기순이익	389	505	419	754	607
감가상각비	105	114	114	114	114
무형자산상각비	21	22	19	16	14
외환손익	-3	-3	-16	-16	0
자산처분손익	43	2	0	0	0
지분법손익	0	0	15	12	0
영업활동자산부채 증감	-149	-184	-373	-314	13
기타	205	31	-191	16	17
투자활동현금흐름	-540	-341	-304	-353	-260
투자자산의 처분	-362	-89	-41	-82	3
유형자산의 처분	1	9	0	0	0
유형자산의 취득	-173	-263	-263	-263	-263
무형자산의 처분	-15	-11	0	0	0
기타	9	14	0	-8	0
재무활동현금흐름	-85	-254	22	79	111
단기차입금의 증가	-52	-135	0	0	0
장기차입금의 증가	0	-120	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-33	0	22	79	111
현금및현금성자산의순증가	-13	-108	-295	308	616
기초현금및현금성자산	631	618	511	216	524
기말현금및현금성자산	618	511	216	524	1,141
Gross Cash Flow	761	670	360	897	752
Op Free Cash Flow	291	200	-23	309	454

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,186	1,520	1,773	2,586	3,550
현금및현금성자산	618	511	216	524	1,510
유동금융자산	140	0	45	59	58
매출채권및유동채권	782	490	638	844	835
재고자산	646	519	875	1,158	1,146
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,469	2,765	2,875	3,083	3,214
장기매출채권및기타	32	34	33	44	43
투자자산	1,219	1,408	1,390	1,446	1,443
유형자산	1,035	1,167	1,316	1,465	1,615
무형자산	133	130	111	94	81
기타비유동자산	50	26	25	34	33
자산총계	4,655	4,284	4,649	5,669	6,765
유동부채	1,344	612	743	924	916
매입채무및기타유동채무	916	332	470	622	615
단기차입금	161	184	184	184	184
유동성장기차입금	126	0	0	0	0
기타유동부채	141	96	89	118	117
비유동부채	292	135	157	241	351
장기매입채무및비유동채무	27	17	17	22	22
사채및장기차입금	143	0	0	0	0
기타비유동부채	122	118	140	219	329
부채총계	1,637	747	899	1,165	1,268
자본금	403	403	196	196	196
주식발행초과금	1,536	1,536	1,536	1,536	1,536
이익잉여금	1,258	1,758	2,177	2,931	3,538
기타자본	-178	-160	-160	-160	-160
지배주주지분자본총계	3,018	3,537	3,749	4,504	5,110
비자매주주지분자본총계	3,018	3,537	3,749	4,504	5,110
순차입금	-328	-327	-77	-400	-1,385
총차입금	430	184	184	184	184

솔브레인(036830)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 44,750원**목표주가 60,000원**

솔브레인은 TG 사업부가 부진의 높에 빠진 4Q13부터 실적 침체기를 겪었으나, 15년에 완벽한 회복에 성공했다. 과거 3년간은 특정 아이템에 대한 의존도가 높을 경우에 나타날 수 있는 리스크와 그 극복과정을 여실히 보여줬던 기간이었다. 16년부터는 전 사업부의 고른 성장세가 예상된다. 반도체, 디스플레이, 이차전지 소재 등을 모두 아우르는 이상적인 사업 포트폴리오가 매력이다.

올해의 관전 포인트는 중국 LCD 식각액 시장 진출 효과, TG 사업의 흑자기조 안착, 반도체 식각액 수요의 꾸준한 성장세, 이차전지 전해액 사업의 확장성 등이 될 것이다.

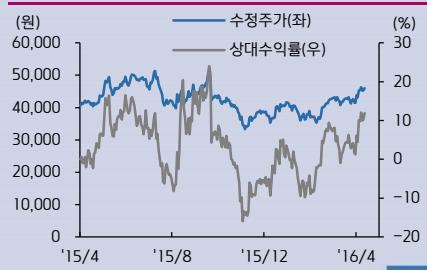
Stock Data

KOSDAQ (4/15)	695.62pt
시가총액	7,412억원
52주 주가동향	최고가 51,300원 최저가 33,350원
최고/최저가 대비 등락	-10.33% 37.93%
주가수익률	절대 상대 1M 9.5% 9.1% 6M 9.9% 6.0% 1Y 13.3% 11.9%

Company Data

발행주식수	16,563천주
일평균 거래량(3M)	60천주
외국인 지분율	25.87%
배당수익률(15.E)	1.23%
BPS (15.E)	35.133원
주요 주주	정지완 33.56%

Price Trend



실적 안정성과 저평가 매력 겸비

>>> 16년 성장세 가속화

14년의 부진을 씻고 15년 완벽한 실적 회복에 성공했다. 원동력은 1)반도체 소재 사업의 이익 기여도 상승, 2)Thin Glass 사업부의 텐어라운드, 3)비용통제 효과 등이라고 판단한다. 16년에도 이 같은 기조가 이어지는 가운데 디스플레이 소재 사업의 성장성이 재부각될 것으로 보인다. TG 사업은 고객사의 Rigid OLED 설비 가동률 호조세의 수혜가 예상되고, 식각액은 중국 진출 효과가 본격화할 것으로 전망된다.

>>> TG 사업부 회복은 지속가능

SDC의 Rigid OLED 설비 가동률은 15년 하반기부터 전성기 수준으로 회복했다. 이는 LTPS LCD 대비 원가경쟁력이 강화하면서 해외 판매물량이 대폭 증가했고, 중저가 스마트폰으로의 침투가 본격화했기 때문이다. 우리는 향후 스마트폰용 디스플레이 시장이 고가폰은 Flexible, 중저가폰은 Rigid OLED로 재편될 것으로 전망한다. 이에 따라 동사의 TG 사업의 회복세는 일시적인 것이 아니라 지속가능한 것이라고 판단한다.

>>> 이상적 사업 포트폴리오 확보

반도체 소재 사업은 전방업체들의 3D NAND 양산 본격화 등으로 꾸준한 성장이 예상된다. 또 이차전지 소재 사업도 전기차 시장 확대 등의 수혜가 가능할 것으로 보인다. 반도체, 디스플레이, 이차전지 등 이상적인 소재 사업 포트폴리오를 확보하고 있다는 점과 16년 예상실적 기준 PER 7.8배로 저평가 매력이 높다는 점 등이 투자 포인트다.

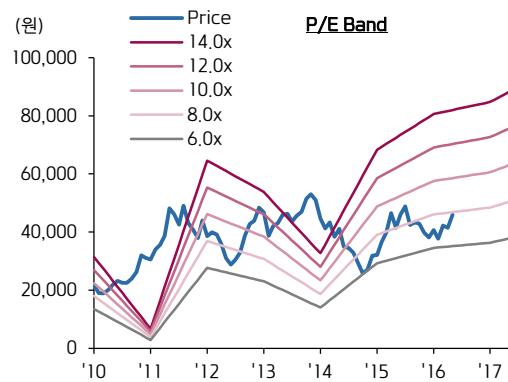
투자지표(IFRS 연결기준)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	5,386	6,279	7,034	7,645	8,562
매출총이익(억원)	978	1,558	1,800	1,922	2,210
영업이익(억원)	480	1,011	1,218	1,287	1,488
EBITDA(억원)	873	1,434	1,529	1,586	1,777
세전이익(억원)	532	1,102	1,216	1,279	1,482
순이익(억원)	364	806	943	991	1,123
지배주주지분순이익(억원)	381	807	954	1,003	1,125
EPS(원)	2,336	4,878	5,757	6,055	6,791
증감율(%YoY)	-39.2	108.8	18.0	5.2	12.2
PER(배)	13.8	8.3	7.8	7.4	6.6
PBR(배)	1.2	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	5.9	5.1	4.6	4.0	3.2
매출총이익률(%)	18.2	24.8	25.6	25.1	25.8
영업이익률(%)	8.9	16.1	17.3	16.8	17.4
ROE(%)	9.0	17.6	17.6	15.9	15.6
순부채비율(%)	2.9	13.1	6.8	-3.7	-14.0

솔브레이인 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	141.2	145.2	166.6	174.9	158.4	171.0	187.2	186.7	538.6	627.9	703.4	764.5
YoY %	9%	9%	26%	23%	12%	18%	12%	7%	-15%	17%	12%	9%
000	-1%	3%	15%	5%	-9%	8%	9%	0%				
팹플레이 소재	57.2	53.3	69.6	76.9	67.2	73.6	80.2	82.7	228.8	257.1	303.7	324.3
Echant	10.7	10.4	12.5	12.9	12.2	12.2	14.3	15.0	55.0	46.5	53.8	64.1
Thin Glass	28.6	23.6	35.7	41.9	33.0	38.3	41.5	43.0	113.0	129.7	155.9	160.8
O.M.	17.9	19.3	21.5	22.1	21.9	23.0	24.4	24.6	60.9	80.8	94.0	99.4
반도체 소재	68.3	75.9	80.2	81.6	73.6	79.9	89.2	85.9	242.7	306.1	328.6	361.6
CVD	6.2	6.6	6.6	6.3	6.4	7.8	7.5	7.1	25.6	25.8	28.8	31.1**
Wet Etch	52.7	59.5	63.2	64.4	57.2	60.7	69.2	66.8	184.0	239.8	253.9	277.8
Slurry	9.4	9.8	10.4	10.9	10.1	11.4	12.5	12.0	33.2	40.6	46.0	52.7
2차전지 소재	8.8	9.7	10.7	10.5	10.9	11.2	11.8	12.3	35.1	39.6	46.2	53.9
기타	6.9	6.3	6.0	5.8	6.7	6.3	6.0	5.8	31.9	25.1	24.9	24.7
영업이익	21.4	22.7	27.0	29.9	26.6	29.6	32.2	33.5	48.0	101.0	121.8	128.7
YoY %	109%	236%	112%	64%	25%	30%	19%	12%	-47%	110%	21%	6%
000	17%	8%	19%	11%	-11%	11%	9%	4%				
세전이익	21.9	27.0	28.9	32.5	28.5	30.1	32.4	30.3	55.5	110.2	121.2	127.6
순이익률	16.1	20.9	20.5	23.1	22.1	23.3	25.1	23.5	38.8	80.6	93.9	98.9
주식정												
영업이익률	15%	16%	16%	17%	17%	17%	17%	18%	9%	16%	17%	17%
세전이익률	15%	19%	17%	19%	18%	18%	17%	16%	10%	18%	17%	17%
순이익률	11%	14%	12%	13%	14%	14%	13%	13%	7%	13%	13%	13%
제품별 비중												
Echant	8%	7%	7%	7%	8%	7%	8%	8%	10%	7%	8%	8%
Thin Glass	20%	16%	21%	24%	21%	22%	22%	23%	21%	21%	22%	21%
O.M.	13%	13%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	11%	13%	13%	13%
CVD	4%	5%	4%	4%	4%	5%	4%	4%	5%	4%	4%	4%
Wet Etch	37%	41%	38%	37%	36%	36%	37%	36%	34%	38%	36%	36%
Slurry	7%	7%	6%	6%	6%	7%	7%	6%	6%	6%	7%	7%
전해액	5%	4%	4%	3%	4%	4%	3%	3%	6%	4%	4%	3%
기타	5%	4%	4%	3%	4%	4%	3%	3%	6%	4%	4%	3%

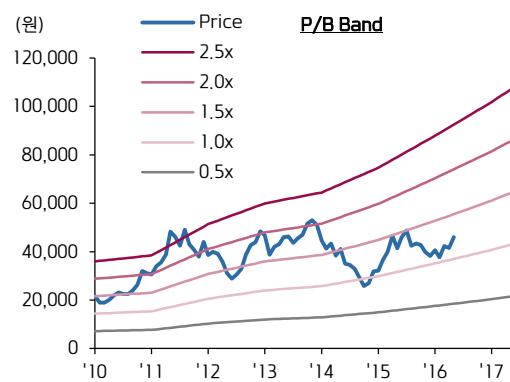
자료: 기움증권 추정

솔브레이인 PER Band 추이



자료: 기움증권

솔브레이인 P/B Band 추이



자료: 기움증권

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	5,386	6,279	7,034	7,645	8,562
매출원가	4,408	4,721	5,234	5,723	6,352
매출총이익	978	1,558	1,800	1,922	2,210
판매비및일반관리비	497	548	582	636	722
영업이익(보고)	480	1,011	1,218	1,287	1,218
영업이익(핵심)	480	1,011	1,218	1,287	1,488
영업외손익	52	91	-2	-7	-7
이자수익	24	27	0	0	3
배당금수익	2	0	3	2	0
외환이익	46	99	0	0	0
이자비용	35	36	33	33	69
외환손실	34	66	0	0	0
관계기업지분법손익	76	31	56	52	0
투자및기타자산처분손익	1	-13	0	0	0
금융상품평가및기타	-3	-10	-8	-8	0
기타	-25	59	-20	-20	59
법인세차감전이익	532	1,102	1,216	1,279	1,482
법인세비용	168	296	274	288	359
우회법인세율 (%)	31.5%	26.9%	22.5%	22.5%	24.2%
당기순이익	364	806	943	991	1,123
지배주주지분순이익(억원)	381	807	954	1,003	1,125
EBITDA	873	1,434	1,529	1,586	1,777
현금순이익(CashEarnings)	757	1,229	1,253	1,291	1,412
수정당기순이익	365	823	948	997	1,123
증감율(%), YoY					
매출액	-15.2	16.6	12.0	8.7	12.0
영업이익(보고)	-45.7	110.4	20.6	5.6	-5.3
영업이익(핵심)	-45.7	110.4	20.6	5.6	15.7
EBITDA	-28.4	64.3	6.6	3.7	12.0
지배주주 당기순이익	-38.8	111.8	18.1	5.2	12.2
EPS	-39.2	108.8	18.0	5.2	12.2
수정순이익	-43.2	125.1	15.3	5.2	12.6

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,743	2,094	2,682	3,356	4,271
현금및현금성자산	864	861	1,131	1,710	2,468
유동금융자산	24	103	0	0	0
매출채권및유동채권	618	809	740	805	901
재고자산	237	320	740	765	815
기타유동비금융자산	0	0	70	76	86
비유동자산	4,000	5,224	5,463	5,665	5,772
장기매출채권및기타	20	14	28	31	34
투자자산	803	1,830	1,822	1,818	1,756
유형자산	3,003	3,210	3,460	3,670	3,840
무형자산	128	127	117	108	99
기타비유동자산	46	43	35	38	43
자산총계	5,743	7,317	8,145	9,021	10,043
유동부채	1,440	2,232	2,096	2,048	2,017
매입채무및기타유동채무	357	509	541	546	571
단기차입금	723	1,472	1,419	1,374	1,324
유동성장기차입금	254	26	-4	-24	-49
기타유동부채	105	226	141	153	171
비유동부채	83	158	261	273	293
장기매입채무및비유동채무	1	3	7	8	9
사채및장기차입금	34	113	113	113	113
기타비유동부채	48	43	141	153	171
부채총계	1,523	2,390	2,357	2,322	2,309
자본금	82	83	83	83	83
주식발행초과금	751	788	788	788	788
이익잉여금	3,425	4,159	5,032	5,953	6,989
기타자본	-19	-83	-83	-83	-83
지배주주지분자본총계	4,240	4,947	5,819	6,741	7,776
비자배주주지분자본총계	-19	-20	-31	-42	-43
자본총계	4,220	4,927	5,789	6,699	7,734
순차입금	124	646	396	-248	-1,081
총차입금	1,012	1,610	1,527	1,462	1,387

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	707	1,204	712	1,157	1,294
당기순이익	532	1,102	943	991	1,123
감가상각비	377	410	300	290	280
무형자산상각비	16	14	10	9	9
외환손익	-4	-5	0	0	0
자산처분손익	34	52	0	0	0
지분법손익	-76	-31	-56	-52	0
영업활동자산부채 증감	-2	-213	-485	-79	-116
기타	-170	-125	0	-3	-2
투자활동현금흐름	-304	-1,707	-377	-444	-390
투자자산의 처분	32	-1,082	166	59	64
유형자산의 처분	3	16	0	0	0
유형자산의 취득	-331	-608	-550	-500	-450
무형자산의 처분	0	-13	0	0	0
기타	-9	-19	8	-3	-5
재무활동현금흐름	-159	485	-65	-133	-145
단기차입금의 증가	0	0	-53	-45	-50
장기차입금의 증가	-128	582	-30	-20	-25
자본의 증가	70	30	0	0	0
배당금지급	-72	-73	-81	-81	-89
기타	-29	-54	98	12	18
현금및현금성자산의순증가	248	-3	270	579	758
기초현금및현금성자산	616	864	861	1,131	1,710
기말현금및현금성자산	864	861	1,131	1,710	2,468
Gross Cash Flow	709	1,416	1,197	1,236	1,410
Op Free Cash Flow	388	328	133	695	850

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	2,336	4,878	5,757	6,055	6,791
BPS	25,769	29,865	35,133	40,698	46,950
주당EBITDA	5,352	8,667	9,229	9,575	10,729
CFPS	4,641	7,430	7,564	7,793	8,523
DPS	450	500	500	550	550
주가배수(배)					
PER	13.8	8.3	7.8	7.4	6.6
PBR	1.2	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.9	5.1	4.6	4.0	3.2
PCFR	6.9	5.5	5.4	5.2	4.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.9	16.1	17.3	16.8	14.2
영업이익률(핵심)	8.9	16.1	17.3	16.8	17.4
EBITDA margin	16.2	22.8	21.7	20.7	20.8
순이익률	6.8	12.8	13.4	13.0	13.1
자기자본이익률(ROE)	9.0	17.6	17.6	15.9	15.6
투하자본이익률(ROIC)	9.2	20.3	20.9	21.2	23.1
안정성(%)					
부채비율	36.1	48.5	40.7	34.7	29.9
순차입금비율	2.9	13.1	6.8	-3.7	-14.0
이자보상배율(배)	13.9	28.0	36.9	39.0	21.5
활동성(배)					
매출채권회전율	9.1	8.8	9.1	9.9	10.0
재고자산회전율	21.4	22.5	13.3	10.2	10.8
매입채무회전율	12.7	14.5	13.4	14.1	15.3



AP시스템 (054620)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 19,000원**목표주가 30,000원**

AP시스템은 ELA, LLO 등 OLED 공정용 핵심장비를 주력으로 하고 있다. 14년 실적 공백기를 뒤로 하고 15년부터 수주 및 매출의 가파른 성장세가 전개되고 있다.

우리는 중소형 패널시장의 중심축이 LCD에서 OLED로 이동할 것으로 예상하는데, 동사는 이 트랜드에 있어 최대 수혜업체라고 판단한다. OLED 백플레이인 공정에서 가장 핵심인 ELA 장비 시장을 장악하고 있기 때문이다. OLED 산업 생태계 내에서 동사가 차지하는 전략적 중요성을 감안하면, 업종 주도주 역할을 앞으로도 계속할 것으로 판단한다.

Stock Data

KOSDAQ(4/15)	695.62pt
시가총액	4,866억원
52주 주가동향	최고가 21,050원 최저가 6,470원
최고/최저가 대비 등락	-7.84% 199.85%
주가수익률	절대 상대 1M 10.2% 9.9% 6M 158.7% 149.5% 1Y 113.2% 110.6%

Company Data

발행주식수	25,610천주
일평균 거래량(3M)	1,738천주
외국인 지분율	4.49%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS(16.E)	6,265원
주요 주주	정기로 9.86%

Price Trend



OLED용 ELA, 글로벌 No. 1

>>> OLED 증설투자의 최대 수혜업체

우리는 스마트폰용 디스플레이 시장의 중심이 LTPS LCD에서 OLED로 재편될 것으로 예상한다. 삼성전자에 이어 애플이 Flexible OLED를 채택할 가능성이 높고, Rigid OLED는 원가경쟁력이 강화하면서 종저가폰으로 적용범위를 넓히고 있다. 이에 대응하기 위해 글로벌 디스플레이 업체들이 OLED 양산설비 증설투자에 적극 나서고 있다.

>>> OLED 양산기술의 길목 장악

OLED는 TFT 백플레이인으로 LTPS 기술을 사용한다. 동사의 ELA 장비는 a-Si 박막을 p-Si으로 결정화하는 역할을 하는데, 이는 OLED TFT 전체 공정에서 가장 핵심이다. 전류로 구동하는 OLED는 LTPS LCD보다 훨씬 높은 균일도의 ELA 공정이 필요하다. LTPS LCD용 ELA 장비는 해외업체와 경쟁구도가 형성돼 있으나, LTPS OLED는 독보적인 기술력과 양산경험을 기반으로 시장을 과점하고 있다. 즉, OLED 패널 양산기술의 길목을 장악하고 있는 기업이 AP시스템이다.

>>> OLED 산업 생태계 내 중요도에 주목

OLED 증설을 추진하고 있는 업체는 SDC, LGD, BOE, Tianma, Visionox, Everdisplay, Foxconn 등 다수다. 이들 업체가 OLED Capa를 증설하기 위해서 반드시 거쳐야 할 기업이 AP시스템이다. 우리는 동사가 OLED 산업의 생태계에서 차지하는 중요도, 중장기적 실적 성장 등을 감안해 목표주가를 기존 '20,000원'에서 '30,000원'으로 상향하고, 투자의견 'Buy'를 유지한다.

투자지표(IFRS 연결기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	1,754	2,932	3,961	5,079	5,354
매출총이익(억원)	263	399	763	1,044	1,145
영업이익(억원)	37	121	307	450	511
EBITDA(억원)	101	188	406	557	623
세전이익(억원)	10	104	318	467	481
순이익(억원)	10	78	254	374	364
자체주주지분순이익(억원)	13	86	259	381	402
EPS(원)	55	368	1,012	1,489	1,571
증감율(%YoY)	-91.9	570.8	175.0	47.1	5.5
PER(배)	111.1	35.3	12.8	8.7	8.3
PBR(배)	1.5	2.9	2.5	1.9	1.6
EV/EBITDA(배)	15.6	21.1	9.7	7.0	5.5
매출총이익률(%)	15.0	13.6	19.3	20.6	21.4
영업이익률(%)	2.1	4.1	7.7	8.9	9.5
ROE(%)	1.0	7.5	20.7	24.1	19.0
순부채비율(%)	42.8	109.8	70.9	52.2	32.1

AP시스템 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액(십억원)	79.7	62.8	90.8	59.8	57.5	91.4	117.9	129.3	175.4	293.2	396.1	507.9
AMOLED 장비	73.8	53.9	77.2	49.3	51.9	84.3	108.9	119.1	155.7	254.1	364.2	466.5
LCD 장비	1.7	1.1	1.0	0.5	1.6	1.0	1.0	0.5	8.3	4.3	4.1	3.9
반도체 장비	1.1	5.0	10.4	7.8	1.0	3.7	5.8	7.5	4.1	24.4	17.9	27.2
기타	3.2	2.8	2.2	2.2	3.0	2.4	2.3	2.2	7.3	10.3	9.9	10.3
영업이익	5.3	2.1	4.6	0.1	-1.4	6.1	10.8	15.2	3.7	12.1	30.7	45.0
세전이익	4.4	1.6	3.2	1.3	-1.1	6.4	11.0	15.5	1.0	10.4	31.8	46.7
당기순이익	3.3	1.3	2.6	0.6	-0.9	5.1	8.8	12.4	1.0	7.8	25.4	37.4
<hr/>												
수익성												
영업이익률	6.7%	3.4%	5.1%	0.1%	-2.4%	6.7%	9.1%	11.7%	2.1%	4.1%	7.7%	8.9%
세전이익률	5.5%	2.5%	3.5%	2.1%	-1.9%	7.0%	9.4%	11.9%	0.6%	3.6%	8.0%	9.2%
순이익률	4.1%	2.0%	2.9%	1.0%	-1.5%	5.6%	7.5%	9.6%	0.6%	2.7%	6.4%	7.4%
<hr/>												
매출비중												
AMOLED 장비	92.5%	85.9%	85.0%	82.3%	90.3%	92.2%	92.4%	92.1%	88.8%	86.7%	91.9%	91.8%
LCD 장비	2.2%	1.8%	1.1%	0.8%	2.9%	1.1%	0.8%	0.4%	4.7%	1.5%	1.0%	0.8%
반도체 장비	1.4%	8.0%	11.5%	13.1%	1.7%	4.0%	4.9%	5.8%	2.4%	8.3%	4.5%	5.4%
기타	4.0%	4.4%	2.4%	3.6%	5.2%	2.6%	1.9%	1.7%	4.2%	3.5%	2.5%	2.0%

자료: 키움증권 추정

AP시스템 최근 3년간 수주공시 내역

공시일	계약상대방	수주금액 (백만원)	계약기간		공급내용
			시작일	종료일	
2016.04.07	공시 유보	공시 유보	2016.04.05	2017.03.15	제조장비 공급계약
2016.02.29	삼성디스플레이	48,110	2016.02.26	2016.12.30	디스플레이용 제조장비
2016.01.12	삼성디스플레이	130,400	2016.01.11	2016.08.15	디스플레이용 제조장비
2015.07.16	삼성전자	1,809	2015.07.15	2015.11.06	반도체 제조장비
2015.07.15	삼성전자	3,000	2015.07.14	2015.09.21	반도체 제조장비
2015.06.30	에버디스플레이(상하이)	2,029	2015.06.29	2015.11.16	디스플레이용 제조장비
2015.06.30	에버디스플레이(상하이)	3,791	2015.06.29	2015.09.13	디스플레이용 제조장비
2015.06.29	삼성디스플레이	29,000	2015.06.29	2016.09.30	AMOLED 용 제조장비
2015.06.19	티안마(샤먼)	2,056	2015.06.18	2015.08.25	디스플레이용 제조장비
2015.06.10	삼성전자(시안)	5,199	2015.06.09	2015.09.30	반도체 제조장비
2015.06.08	삼성디스플레이	9,600	2015.06.05	2015.09.30	AMOLED 제조장비
2015.05.28	티안마(샤먼)	40,421	2015.05.27	2016.06.27	LPTS LCD 제조장비
2015.05.19	삼성디스플레이	13,100	2015.05.19	2015.10.31	AMOLED 제조장비
2015.01.09	트롤리	18,035	2015.01.08	2015.11.05	AMOLED 제조장비
2014.12.24	에버디스플레이(상하이)	12,015	2014.12.23	2015.03.05	AMOLED 제조장비
2014.11.07	티안마(상하이)	4,121	2014.11.06	2015.05.18	AMOLED 제조장비
2014.09.30	비저녹스(쿤산)	4,465	2014.09.30	2015.04.20	AMOLED 제조장비
2014.06.09	삼성디스플레이	59,800	2014.06.05	2015.02.14	AMOLED 제조장비
2014.05.02	삼성디스플레이	2,800	2014.04.30	2014.09.30	AMOLED 제조장비
2014.04.01	삼성디스플레이	6,300	2014.03.31	2014.09.30	AMOLED 제조장비
2014.03.20	비저녹스(쿤산)	4,497	2014.03.20	2014.09.03	AMOLED 제조장비

자료: 전자공시

손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,754	2,932	3,961	5,079	5,354
매출원가	1,491	2,533	3,198	4,035	4,209
매출총이익	263	399	763	1,044	1,145
판매비밀일반관리비	226	277	456	595	634
영업이익(보고)	37	121	307	450	287
영업이익(핵심)	37	121	307	450	511
영업외손익	-26	-17	11	18	-31
이자수익	8	4	8	8	7
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	18	41	2	2	0
이자비용	25	31	13	12	31
외환손실	20	28	0	0	0
관계기업지분법손익	0	-5	8	8	0
투자및미타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타	8	9	0	0	0
기타	-15	-7	6	12	-7
법인세차감전이익	10	104	318	467	481
법인세비용	0	26	64	93	116
유효법인세율 (%)	-1.0%	25.0%	20.0%	20.0%	24.2%
당기순이익	10	78	254	374	364
지배주주지분순이익(억원)	13	86	259	381	402
EBITDA	101	188	406	557	623
현금순이익(Cash Earnings)	75	144	354	481	476
수정당기순이익	3	71	254	374	364
증감율(% YoY)					
매출액	-31.0	67.2	35.1	28.2	5.4
영업이익(보고)	-77.1	230.5	152.9	46.6	-36.2
영업이익(핵심)	-77.1	230.5	152.9	46.6	13.7
EBITDA	-51.1	85.8	116.5	37.1	11.8
지배주주 당기순이익	-91.5	570.8	200.8	47.1	5.5
EPS	-91.9	570.8	175.0	47.1	5.5
수정순이익	-98.1	2,458.5	256.2	47.1	-2.6

대차대조표

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,100	1,520	1,621	2,012	2,314
현금 및 현금성자산	183	75	270	280	489
유동금융자산	26	26	35	44	47
매출채권 및 유동채권	435	1,032	792	1,016	1,071
재고자산	456	388	524	672	708
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,056	1,470	1,609	1,724	1,837
장기매출채권 및 기타	12	18	25	32	34
투자자산	207	160	185	211	216
유형자산	649	989	1,080	1,133	1,191
무형자산	149	245	235	225	215
기타비유동자산	39	58	85	124	182
자산총계	2,156	2,990	3,229	3,737	4,152
유동부채	602	1,578	1,559	1,681	1,736
매입채무 및 기타유동채무	444	471	440	564	595
단기차입금	135	692	667	637	617
유동성장기차입금	0	369	389	399	439
기타비유동부채	23	46	63	80	85
비유동부채	556	315	309	321	317
장기매입채무 및 비유동채무	1	6	8	10	10
사채 및 장기차입금	501	243	213	193	153
기타비유동부채	54	67	88	118	153
부채총계	1,158	1,893	1,868	2,001	2,052
자본금	117	117	128	128	128
주식발행초과금	650	650	650	650	650
이익잉여금	398	489	748	1,130	1,532
기타자본	-185	-192	-192	-192	-192
지배주주지분자본총계	980	1,065	1,335	1,716	2,118
비지배주주지분자본총계	18	32	27	19	19
자본총계	998	1,096	1,361	1,735	2,100
순자입금	427	1,204	965	905	674
총차입금	637	1,304	1,269	1,229	1,209

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-85	-308	441	238	418
당기순이익	10	78	254	374	364
감가상각비	55	55	89	97	102
무형자산상각비	9	11	10	10	9
외환손익	6	-24	-2	-2	0
자산처분손익	1	0	0	0	0
지분법손익	0	5	-8	-8	0
영업활동자산부채 증감	-211	-510	84	-235	-58
기타	44	75	13	2	0
투자활동현금흐름	-168	-206	-233	-218	-225
투자자산의 처분	-100	-2	-26	-28	-7
유형자산의 처분	10	1	0	0	0
유형자산의 취득	-29	-161	-180	-150	-160
무형자산의 처분	-63	-54	0	0	0
기타	13	11	-27	-39	-58
재무활동현금흐름	108	406	-13	-11	15
단기차입금의 증가	130	428	-25	-30	-20
장기차입금의 증가	0	-15	-10	-10	0
자본의 증가	15	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-38	-8	22	29	35
현금및현금성자산의순증가	-146	-108	195	10	209
기초현금및현금성자산	329	183	75	270	280
기말현금및현금성자산	183	75	270	280	489
Gross Cash Flow	126	202	357	473	476
Op Free Cash Flow	-202	-568	236	63	281

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	55	368	1,012	1,489	1,571
BPS	4,185	4,548	5,212	6,701	8,272
주당EBITDA	432	802	1,586	2,174	2,431
CFPS	319	617	1,381	1,878	1,857
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	111.1	35.3	12.8	8.7	8.3
PBR	1.5	2.9	2.5	1.9	1.6
EV/EBITDA	15.6	21.1	9.7	7.0	5.5
PCFR	19.1	21.1	9.4	6.9	7.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.1	4.1	7.7	8.9	5.4
영업이익률(핵심)	2.1	4.1	7.7	8.9	9.5
EBITDA margin	5.8	6.4	10.3	11.0	11.6
순이익률	0.6	2.7	6.4	7.4	6.8
자기자본이익률(ROE)	1.0	7.5	20.7	24.1	19.0
투하자본이익률(ROIC)	3.3	5.5	11.1	15.3	16.0
안정성(%)					
부채비율	116.0	172.7	137.2	115.3	97.7
순차입금비율	42.8	109.8	70.9	52.2	32.1
이자보상배율(배)	1.5	4.0	23.5	36.3	16.6
활동성(배)					
매출채권회전율	4.6	4.0	4.3	5.6	5.1
재고자산회전율	5.2	6.9	8.7	8.5	7.8
매입채무회전율	5.1	6.4	8.7	10.1	9.2



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

덕산네오룩스(213420)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 28,800원**목표주가 40,000원**

덕산네오룩스는 다우케미칼, UDC, 이데미츠, 삼성SDI, 두산 등 쟁쟁한 대기업들과 OLED 소재시장에서 경쟁하고 있다. 이 가운데서도 점유율을 꾸준히 확대하면서 확고한 시장입지를 구축했다. 연구개발 및 양산능력이 겸종된 소재업체다. 중소형 디스플레이 시장이 OLED를 중심으로 재편되는 과정에서 큰 폭의 실적 성장이 예상된다. 아울러 OLED TV 시장이 개화하게 되면 기업가치의 폭발적 성장국면이 나타날 가능성이 높다. 밸류에이션 부담이 없지 않지만, 성장가도의 질주 초입 국면에 있기 때문에 추가적 상승여력이 충분하다고 판단한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/15)	695.62pt
시가총액	3,458억원
52주 주가동향	최고가 35,500원 최저가 14,000원
최고/최저가 대비 등락	-16.90% 110.71%
주가수익률	절대 1M -11.1% 6M 47.9% 1Y 23.7%
	상대 -11.4% 42.6% 22.2%

Company Data

발행주식수	12,008천주
일평균 거래량(3M)	112천주
외국인 지분율	16.71%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS (16.E)	9,379원
주요 주주	덕산하이메탈
	33.3%

Price Trend



성장가도 질주

>>> OLED 유기소재 글로벌 강자

덕산네오룩스는 OLED 발광층 유기소재 분야의 글로벌 강자다. 핵심 공통층 가운데 하나인 정공수송층(HTL)에서 과정적 지위를 보유하고 있으며, RGB 발광층 소재의 시장진입 가능성도 높다. 동사는 09~12년 사이에 고속 성장기를 구가했으나, 전방산업의 증설 모멘텀이 둔화하고, 지속적인 판가인하 압력에 노출되면서 13~15년간은 실적 부진을 겪었다. 하지만 16년부터 새로운 성장가도가 열리고, 동사의 질주가 시작될 것으로 판단한다.

>>> 가동률 상승과 사업아이템 다각화

주력 고객사의 가동률 상승효과로 인해 분기 실적은 3Q15부터 상승세를 탔다. 16년 하반기부터는 신규 아이템인 Red Host 소재의 매출이 본격적으로 확대될 전망이다. 또한 국내외 디스플레이 업체들이 16년에 Flexible OLED 증설투자에 일제히 나서고 있으며, 이라인이 양산가동을 시작하는 17년부터는 가파른 성장곡선을 그려나갈 것으로 예상한다.

>>> 목표주가 ‘40,000원’ 유지

OLED TV 시장이 열릴 경우 동사의 성장 잠재력은 폭발적으로 분출될 가능성이 높다. 현재 상용화된 WOLED 기술은 HTL, ETL 등 공통층 소재의 수요가 동일 면적의 RGB OLED에 비해 최소 3배 이상 증가하기 때문이다. 동사는 이러한 산업발전 추세의 최대 수혜업체가 될 것으로 판단된다. 덕산네오룩스에 대해 목표주가 ‘40,000원’과 투자의견 ‘Buy’를 유지한다.

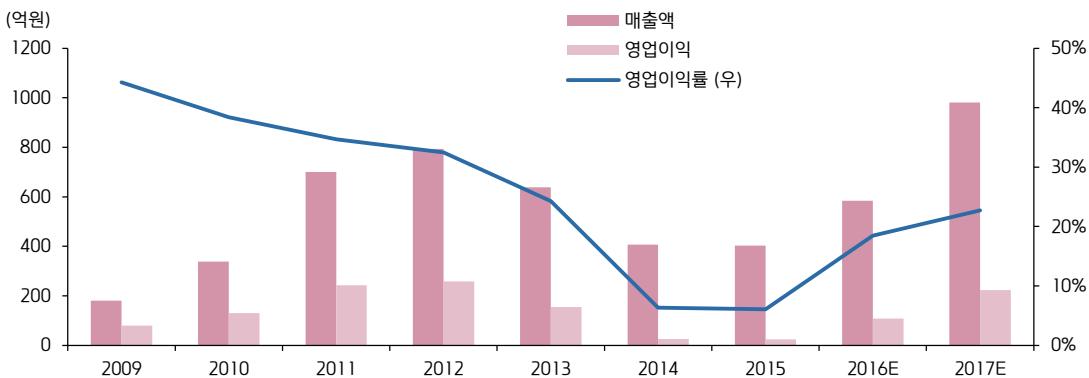
투자지표(IFRS 별도기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	N/A	403	584	982	1,427
매출총이익(억원)	N/A	82	179	337	502
영업이익(억원)	N/A	24	108	223	336
EBITDA(억원)	N/A	57	138	253	366
세전이익(억원)	N/A	27	102	217	344
순이익(억원)	N/A	22	84	178	275
자배주주지분순이익(억원)	N/A	22	84	178	275
EPS(원)	N/A	181	696	1,482	2,292
증감률(%YoY)	N/A	N/A	285.4	113.1	54.7
PER(배)	N/A	156.8	41.3	19.4	12.6
PBR(배)	N/A	3.3	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA(배)	N/A	53.4	22.1	11.5	7.5
매출총이익률(%)	N/A	20.2	30.7	34.3	35.2
영업이익률(%)	N/A	6.0	18.5	22.7	23.5
ROE(%)	0.0	2.1	7.7	14.6	19.1
순부채비율(%)	-0.1	-31.5	-30.9	-36.2	-42.1

덕산네오룩스 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2015	2016E	2017E
매출액	8.8	7.0	12.1	12.5	11.6	13.0	15.2	18.4	40.3	58.4	98.2
YoY					33%	87%	26%	47%		45%	68%
QoQ	-20%	73%	4%	-7%	12%	17%	21%				
HTL	8.3	6.8	12.0	12.1	11.1	12.1	13.1	13.5	39.3	49.8	56.8
RED 및 기타	0.4	0.2	0.0	0.4	0.6	0.9	2.1	4.9	1.0	8.5	41.3
매출총이익	1.8	0.9	2.3	3.3	2.8	3.5	5.1	6.5	8.2	17.9	33.7
영업이익	0.5	-0.4	0.9	1.5	1.2	1.8	3.3	4.4	2.4	10.8	22.3
YoY					155%	흑전	285%	199%		342%	107%
QoQ	적전	흑전	71%	-17%	44%	89%	33%				
세전이익	0.6	-0.3	1.1	1.3	1.1	1.6	3.2	4.3	2.7	10.2	21.7
순이익률	0.5	-0.2	0.9	0.9	0.9	1.3	2.6	3.5	2.2	8.4	17.8
수익성											
매출총이익률	20%	12%	19%	26%	24%	27%	34%	36%	20%	31%	34%
영업이익률	6%	-6%	7%	12%	11%	14%	22%	24%	6%	18%	23%
세전이익률	7%	-4%	9%	11%	9%	12%	21%	23%	7%	17%	22%
순이익률	6%	-3%	8%	7%	8%	10%	17%	19%	5%	14%	18%
매출비중											
HTL	95%	98%	100%	97%	95%	93%	86%	73%	97%	85%	58%
RED 및 기타	5%	2%	0%	3%	5%	7%	14%	27%	3%	15%	42%

자료: 기움증권 추정

덕산네오룩스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 기움증권 추정

주: 14년 이전 자료는 덕산하이메탈 EL소재 사업부 실적 추정치임

손익계산서						대차대조표					
12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E	12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	N/A	403	584	982	1,427	유동자산	N/A	465	517	741	1,032
매출원가	N/A	322	404	644	925	현금 및 현금성자산	N/A	228	203	226	307
매출총이익	N/A	82	179	337	502	유동금융자산	N/A	101	146	245	357
판매비및일반관리비	N/A	57	72	114	166	매출채권 및 유동채권	N/A	46	32	54	78
영업이익(보고)	N/A	24	108	223	336	재고자산	N/A	91	83	136	190
영업이익(핵심)	N/A	24	108	223	336	기타유동비금융자산	N/A	0	53	79	100
영업외손익	N/A	3	-6	-6	8	비유동자산	N/A	677	686	687	719
이자수익	N/A	5	1	2	3	장기매출채권 및 기타	N/A	2	6	10	14
배당금수익	N/A	0	0	0	0	투자자산	N/A	3	0	0	0
외환이익	N/A	1	5	5	7	유형자산	N/A	380	380	370	391
이자비용	N/A	0	0	0	0	무형자산	N/A	291	292	292	293
외환손실	N/A	1	6	6	8	기타비유동자산	N/A	0	9	15	21
관계기업지분법손익	N/A	0	0	0	0	자산총계	N/A	1,142	1,203	1,428	1,752
투자및기타자산처분손익	N/A	0	0	0	0	유동부채	N/A	60	25	45	70
금융상품평가 및 기타	N/A	0	0	0	0	매입채무 및 기타유동채무	N/A	49	18	33	51
기타	N/A	-3	-3	6	6	단기차입금	N/A	0	0	0	0
법인세차감전이익	N/A	27	102	217	344	유동성장기차입금	N/A	0	0	0	0
법인세비용	N/A	6	18	39	69	기타유동부채	N/A	11	8	13	19
우회법인세율 (%)	N/A	20.4%	18.0%	18.0%	20.0%	비유동부채	N/A	40	52	78	103
당기순이익	N/A	22	84	178	275	장기매입채무 및 비유동채무	N/A	6	6	10	14
지배주주지분순이익(억원)	N/A	22	84	178	275	사채 및 장기차입금	N/A	0	0	0	0
EBITDA	N/A	57	138	253	366	기타비유동부채	N/A	34	46	68	88
현금순이익(Cash Earnings)	N/A	55	114	209	305	부채총계	N/A	100	77	123	172
수정당기순이익	N/A	22	84	178	275	자본금	N/A	24	24	24	24
증감율(%), YoY						주식발행초과금	N/A	962	962	962	962
매출액	N/A	N/A	44.7	68.2	45.4	이익잉여금	N/A	17	100	278	553
영업이익(보고)	N/A	N/A	342.2	106.9	50.8	기타자본	N/A	40	40	40	40
영업이익(핵심)	N/A	N/A	342.2	106.9	50.8	자본총계	N/A	1,043	1,126	1,304	1,579
EBITDA	N/A	N/A	140.5	83.4	44.4	지분법적용자본총계	N/A	1,043	1,126	1,304	1,579
지배주주 당기순이익	N/A	N/A	285.4	113.1	54.7	순차입금	N/A	-329	-348	-472	-664
EPS	N/A	N/A	285.4	113.1	54.7	총차입금	N/A	0	0	0	0
수정순이익	N/A	N/A	285.4	113.1	54.7						

현금흐름표						투자지표					
12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E	12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	N/A	54	43	116	205	주당지표(원)					
당기순이익	N/A	22	84	178	275	EPS	N/A	181	696	1,482	2,292
감가상각비	N/A	33	30	30	29	BPS	N/A	8,683	9,379	10,861	13,153
무형자산상각비	N/A	1	0	1	1	주당EBITDA	N/A	479	1,151	2,111	3,047
외환손익	N/A	0	1	1	1	CFPS	N/A	456	950	1,737	2,541
자산처분손익	N/A	0	0	0	0	DPS	N/A	N/A	0	0	0
지분법손익	N/A	0	0	0	0	주가배수(배)					
영업활동자산부채 증감	N/A	-15	-70	-81	-75	PER	N/A	156.8	41.3	19.4	12.6
기타	N/A	14	-2	-13	-26	PBR	N/A	3.3	3.0	2.6	2.2
투자활동현금흐름	N/A	-131	-82	-126	-169	EV/EBITDA	N/A	53.4	22.1	11.5	7.5
투자자산의 처분	N/A	-97	-42	-99	-111	PCFR	N/A	62.0	29.8	16.3	11.1
유형자산의 처분	N/A	0	0	0	0	수익성(%)					
유형자산의 취득	N/A	-28	-30	-20	-50	영업이익률(보고)	N/A	6.0	18.5	22.7	23.5
무형자산의 처분	N/A	-3	-1	-1	-1	영업이익률(핵심)	N/A	6.0	18.5	22.7	23.5
기타	N/A	-3	-9	-6	-7	EBITDA margin	N/A	14.3	23.7	25.8	25.6
재무활동현금흐름	N/A	305	12	22	20	순이익률	N/A	5.4	14.3	18.1	19.3
단기차입금의 증가	N/A	3	0	0	0	자기자본이익률(ROE)	0.0	2.1	7.7	14.6	19.1
장기차입금의 증가	N/A	0	0	0	0	투하자본이익률(ROIC)	N/A	3.2	16.5	31.6	41.5
자본의 증가	N/A	0	0	0	0	안정성(%)					
배당금지급	N/A	0	0	0	0	부채비율	N/A	9.5	6.8	9.5	10.9
기타	N/A	302	12	22	20	순차입금비율	-0.1	-31.5	-30.9	-36.2	-42.1
현금및현금성자산의순증가	N/A	228	-27	12	56	이자보상배율(배)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
기초현금및현금성자산	N/A	0	228	201	213	활동성(배)					
기말현금및현금성자산	N/A	228	201	213	269	매출채권회전율	0.0	2.1	14.9	22.7	21.6
Gross Cash Flow	N/A	69	113	196	280	재고자산회전율	0.0	5.2	6.7	8.9	8.7
Op Free Cash Flow	N/A	7	11	107	173	매입채무회전율	0.0	10.0	17.5	39.0	34.1



원익마트리얼(104830)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 62,000원

목표주가 88,000원

반도체/디스플레이 제조공정용 특수ガ스 제조업체인 동사는 창사 아래 한번도 매출액이 역성장하지 않았을 만큼 안정적 성장성이 매력이다. 진입장벽이 높고 폐쇄적인 산업의 특성상 꾸준한 성장기조가 훼손될 가능성은 제한적이라고 판단된다.

전방산업의 증설, 가동률 상승, 공정변화 등이 실적의 주된 입사이드 요인이다. 15년까지 반도체 부문이 성장을 이끌었다면, 16년부터는 OLED 부문이 외형성장의 견인차 역할을 할 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSDOQA (4/15)	695.62pt
시가총액	3,839억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	84,000원 46,200원
최고/최저가 대비 등락	-24.29% 37.66%
주가수익률	절대 상대
1M	2.9% 2.6%
6M	9.5% 5.6%
1Y	32.5% 30.9%

Company Data

발행주식수	6,191천주
일평균 거래량(3M)	21천주
외국인 지분율	4.50%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS (16.E)	37,744원
주요 주주	원익IPS 46.50%

Price Trend



꾸준한 강자

>>> OLED 공정용 특수ガス 시장 강자

원익마트리얼은 OLED 공정용 특수ガ스 시장의 강자다. 특수ガ스는 TFT 제조과정에서 증착, 식각, 세정 등의 용도로 쓰이는 고순도 산업용 가스다. 동사는 글로벌 최대 OLED 제조업체의 특수ガ스 수요 70%를 공급하고 있는 과정업체다. 반도체 및 LCD용 특수ガ스는 후발주자로서 아직 점유율이 낮은 편이지만, OLED 부문은 초기단계부터 진입에 성공해 압도적 시장지배력을 확보하고 있다.

>>> 안정적 성장추세 지속

OLED용 특수ガ스는 이미 점유율이 높기 때문에 실적은 전방업체의 가동률 및 설비증설과 직접적으로 연동한다. 전략적 고객사가 16년부터 공격적으로 6세대 Flexible OLED 설비증설을 추진 중이고, 이 추세가 적어도 18년까지는 이어질 것이라고 판단한다. 이에 따라 15년 17%에 불과했던 OLED용 특수ガ스의 매출비중은 꾸준히 높아질 것으로 예상된다.

한편 매출비중이 77%에 이르는 반도체용 특수ガ스는 3D NAND의 양산시대가 본격화함에 따라 지속적인 성장이 가능할 전망이다. 여기에 고객사 다변화 효과가 가시화하면서 실적의 안정성까지 확보했다고 판단한다.

>>> 목표주가 '88,000원' 유지

꾸준한 성장성이 매력인 기업이다. 16년 매출액은 2,173억원(+13%YoY), 영업이익 421억원(+26%YoY)로 9년 연속 사상최대 실적행진을 이어갈 전망이다. 동사에 대한 목표주가 '88,000원'과 투자의견 'Buy'를 유지한다.

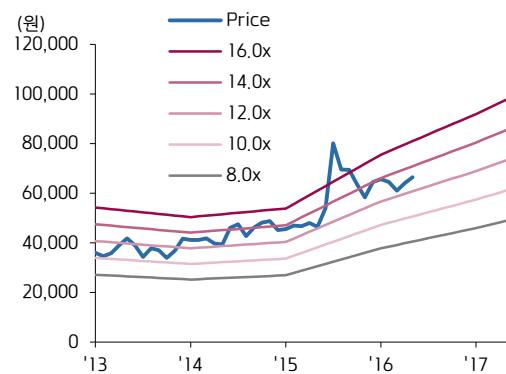
투자지표(IFRS 연결기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	1,452	1,925	2,173	2,465	2,847
매출총이익(억원)	444	576	641	745	875
영업이익(억원)	273	333	421	494	588
EBITDA(억원)	364	442	551	634	740
세전이익(억원)	272	281	455	537	636
순이익(억원)	200	212	366	430	509
자배주주지분순이익(억원)	207	218	375	441	521
EPS(원)	3,365	3,523	6,055	7,119	8,423
증감률(%YoY)	6.9	4.7	71.9	17.6	18.3
PER(배)	13.6	18.7	10.2	8.7	7.4
PBR(배)	1.6	2.1	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA(배)	6.6	8.5	6.2	4.9	3.6
매출총이익률(%)	30.6	29.9	29.5	30.2	30.7
영업이익률(%)	18.8	17.3	19.4	20.0	20.7
ROE(%)	12.0	11.1	16.6	16.5	16.5
순부채비율(%)	-18.2	-10.2	-23.1	-31.1	-39.3

원익마터리얼 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액	38.6	43.2	50.4	60.2	46.5	50.4	58.8	61.5	130.0	145.2	192.5	217.3
YoY	22%	17%	39%	50%	20%	17%	17%	2%	18%	12%	33%	13%
QoQ	-4%	12%	17%	19%	-23%	8%	17%	5%				
반도체	31.7	33.4	38.3	45.0	34.1	36.4	41.6	42.6	94.9	110.7	148.4	154.7
디스플레이	6.2	7.6	9.3	11.7	10.1	11.2	13.7	14.9	26.0	25.0	34.8	50.0
LED	0.4	1.1	1.4	1.7	1.3	1.5	1.9	2.2	5.3	3.9	4.6	6.9
기타	0.4	1.1	1.4	1.8	0.9	1.3	1.6	1.8	3.8	5.6	4.7	5.7
영업이익	5.9	9.0	9.3	9.2	8.8	9.9	11.6	11.8	25.7	27.3	33.3	42.1
YoY	10%	6%	33%	41%	49%	11%	25%	28%	9%	7%	22%	26%
QoQ	-9%	52%	4%	-1%	-4%	13%	17%	1%				
세전이익	6.6	9.5	9.7	2.3	9.6	10.8	12.5	12.6	24.6	27.2	28.1	45.5
당기순이익	4.8	7.7	8.0	0.7	7.8	8.7	10.0	10.1	19.1	20.0	21.2	36.6
수익성												
영업이익률	15%	21%	18%	15%	19%	20%	20%	19%	20%	19%	17%	19%
세전이익률	17%	22%	19%	4%	21%	21%	21%	21%	19%	19%	15%	21%
순이익률	12%	18%	16%	1%	17%	17%	17%	16%	15%	14%	11%	17%
부문별 매출비중												
반도체	82%	77%	76%	75%	73%	72%	71%	69%	73%	76%	77%	71%
디스플레이	16%	18%	19%	20%	22%	22%	23%	24%	20%	17%	18%	23%
LED	1%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	2%	3%
기타	1%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	4%	2%	3%

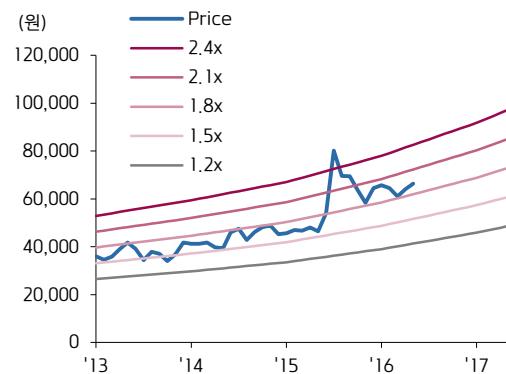
자료: 키움증권 추정

원익마터리얼 PER Band



자료: 키움증권 추정

원익마터리얼 PBR Band



자료: 키움증권 추정

손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,452	1,925	2,173	2,465	2,847
매출원가	1,008	1,348	1,532	1,721	1,972
매출총이익	444	576	641	745	875
판매비및일반관리비	170	243	220	251	287
영업이익(보고)	273	333	421	494	588
영업이익(핵심)	273	333	421	494	588
영업외손익	-2	-52	34	43	48
이자수익	13	12	23	35	38
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	14	0	0	0
이자비용	4	8	13	5	4
외환손실	5	15	0	0	0
관계기업지분법손익	-24	-70	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	0	0	0	0
금융상품평가및기타	-2	0	0	0	0
기타	12	14	24	14	14
법인세차감전이익	272	281	455	537	636
법인세비용	71	69	89	107	127
우회법인세율 (%)	26.3%	24.6%	19.6%	20.0%	20.0%
당기순이익	200	212	366	430	509
지배주주지분순이익(억원)	207	218	375	441	521
EBITDA	364	442	551	634	740
현금순이익(Cash Earnings)	291	321	496	570	660
수정당기순이익	202	212	366	430	509
증감율(%), YoY					
매출액	11.6	32.6	12.9	13.5	15.5
영업이익(보고)	6.5	21.9	26.4	17.2	19.1
영업이익(핵심)	6.5	21.9	26.4	17.2	19.1
EBITDA	12.2	21.4	24.7	15.0	16.7
지배주주 당기순이익	7.5	5.1	72.3	17.6	18.3
EPS	6.9	4.7	71.9	17.6	18.3
수정순이익	2.9	4.8	72.5	17.5	18.3

대차대조표

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	723	698	1,022	1,392	1,884
현금및현금성자산	344	243	487	541	912
유동금융자산	68	17	109	370	427
매출채권및유동채권	182	197	239	265	300
재고자산	128	241	187	216	245
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,394	1,643	1,773	1,869	1,945
장기매출채권및기타	3	26	4	5	6
투자자산	468	499	529	533	539
유형자산	728	976	1,099	1,191	1,262
무형자산	189	128	126	123	120
기타비유동자산	7	15	16	17	18
자산총계	2,117	2,342	2,795	3,261	3,829
유동부채	268	257	315	354	397
매입채무및기타유동채무	152	171	219	244	279
단기차입금	0	31	31	31	31
유동성장기차입금	71	10	0	5	2
기타유동부채	45	45	65	74	85
비유동부채	61	59	89	86	103
장기매입채무및비유동채무	28	23	41	44	51
사채및장기차입금	17	13	13	-2	-3
기타비유동부채	16	23	34	43	54
부채총계	329	317	404	440	500
자본금	31	31	31	31	31
주식발행초과금	594	614	614	614	614
이익잉여금	1,075	1,290	1,665	2,105	2,627
기타자본	20	28	28	28	28
지배주주지분자본총계	1,720	1,962	2,337	2,778	3,299
비자배주주지분자본총계	68	63	54	43	30
자본총계	1,787	2,025	2,391	2,821	3,329
순차입금	-325	-206	-552	-876	-1,309
총차입금	88	54	44	34	30

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	280	261	607	544	640
당기순이익	200	212	366	430	509
감가상각비	88	103	127	137	149
무형자산상각비	3	6	3	3	3
외환손익	-1	0	0	0	0
자산처분손익	3	1	0	0	0
지분법손익	24	-2	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-39	-135	120	-19	-11
기타	2	77	-8	-7	-9
투자활동현금흐름	-225	-332	-372	-497	-284
투자자산의 처분	-90	21	-121	-266	-63
유형자산의 처분	1	6	0	0	0
유형자산의 취득	-133	-352	-250	-230	-220
무형자산의 처분	-5	-7	0	0	0
기타	1	0	-1	-1	-1
재무활동현금흐름	-10	-35	1	-1	7
단기차입금의 증가	-7	-37	0	0	0
장기차입금의 증가	-1	0	-10	-10	-4
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-2	2	11	9	11
현금및현금성자산의순증가	48	-102	237	46	363
기초현금및현금성자산	296	344	243	479	526
기말현금및현금성자산	344	243	479	526	888
Gross Cash Flow	319	396	488	563	651
Op Free Cash Flow	115	-135	319	286	391

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	3,365	3,523	6,055	7,119	8,423
BPS	27,914	31,689	37,744	44,863	53,286
주당EBITDA	5,918	7,154	8,902	10,239	11,945
CFPS	4,730	5,194	8,006	9,206	10,662
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	13.6	18.7	10.2	8.7	7.4
PBR	1.6	2.1	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	6.6	8.5	6.2	4.9	3.6
PCFR	9.6	12.6	8.2	7.1	6.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	18.8	17.3	19.4	20.0	20.7
영업이익률(핵심)	18.8	17.3	19.4	20.0	20.7
EBITDA margin	25.1	23.0	25.4	25.7	26.0
순이익률	13.8	11.0	16.8	17.4	17.9
자기자본이익률(ROE)	12.0	11.1	16.6	16.5	16.5
투자자본이익률(ROIC)	24.3	23.5	25.3	30.0	33.3
안정성(%)					
부채비율	18.4	15.6	16.9	15.6	15.0
순차입금비율	-18.2	-10.2	-23.1	-31.1	-39.3
이자보상배율(배)	71.9	44.2	31.7	103.6	139.8
활동성(배)					
매출채권회전율	8.5	10.2	10.0	9.8	10.1
재고자산회전율	12.1	10.4	10.2	12.2	12.3
매입채무회전율	10.5	11.9	11.1	10.6	10.9



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다

비아트론(141000)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 27,750원

목표주가 36,000원

비아트론의 열처리 장비 수주 사이클이 거칠 없는 상승세를 타고 있다. 한국 및 중국 패널업체들이 LTPS LCD, Flexible OLED, Oxide LCD 등 첨단 공정에 대한 투자를 확대하고 있기 때문이다. 이에 따라 동사는 4Q14~1Q15 사이의 극심한 부진을 뒤로하고 2Q15부터 가파른 실적 성장세를 보이고 있으며, 이 추세는 16년까지 지속될 것으로 판단한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/15)	695.62pt
시가총액	3,172억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	28,250원 9,300원
최고/최저가 대비 등락	0.00% 203.76%
주가수익률	절대 상대
1M	13.5% 13.1%
6M	107.0% 99.6%
1Y	164.0% 160.8%

Company Data

발행주식수	11,429천주
일평균 거래량(3M)	376천주
외국인 지분율	34.51%
배당수익률(16.E)	0.45%
BPS(16.E)	8,297원
주요 주주	김형준 16.5%

Price Trend



Flexible OLED 시대의 총아

>>> 열처리 장비 글로벌 강소기업

비아트론은 디스플레이 열처리 장비 글로벌 강소기업이다. SDC 내에서는 경쟁사에 비해 상대적으로 점유율이 낮지만, LGD를 비롯해 BOE, CSOT, Tianma, Truly, Century 등 여타 고객사의 열처리 장비 발주를 사실상 '싹쓸이'하고 있다.

16년 영업환경은 과거 어느 때보다 우호적이다. 국내외 패널업체들이 투자의 방향을 Flexible OLED로 잡고 있기 때문이다. Flexible OLED는 플라스틱 기판 경화공정(PIC)이 필수적으로 추가됨에 따라 LTPS LCD나 Rigid OLED에 비해 열처리 장비 수요가 대폭 증가한다.

>>> 수주가 몰려온다

중국 BOE는 최근 B6(LTPS LCD) 및 B7(Flexible OLED) 라인에 대한 투자계획을 최종 확정하고 장비발주를 시작했다. LGD는 8세대 E4-2(WOLED), 6세대 E5(Flexible OLED) 등을 연내에 증설할 계획이다. 이 밖에 Tianma, Visionox, Truly 등이 중소형 OLED 라인에 투자할 것으로 예상한다.

>>> 16년 사상최대 실적 전망

이에 따라 16년부터 폭발적인 실적 성장세가 나타날 것으로 판단한다. 16년 매출액 1,130억원(+150%YoY), 영업이익 318억원(+282%YoY)으로 창사이래 최대 실적을 기록할 전망이다. 동사에 대한 목표주가를 기존 '28,000 원'에서 '36,000원'(16년 EPS 기준 P/E 16x)으로 상향하고, 투자의견 'Buy'를 유지한다.

투자지표(IFRS 별도기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	328	451	1,130	1,334	1,407
매출총이익(억원)	86	167	560	684	726
영업이익(억원)	8	83	318	403	422
EBITDA(억원)	27	102	326	412	432
세전이익(억원)	20	86	322	414	432
순이익(억원)	20	70	257	331	346
자배주주지분순이익(억원)	20	70	257	331	346
EPS(원)	184	643	2,253	2,900	3,027
증감율(%YoY)	-50.8	249.1	250.7	28.7	4.4
PER(배)	NA	34.5	12.3	9.6	9.2
PBR(배)	NA	3.6	2.7	2.0	1.6
EV/EBITDA(배)	30.3	21.2	6.1	4.2	3.3
매출총이익률(%)	26.2	36.9	49.6	51.2	51.6
영업이익률(%)	2.5	18.5	28.1	30.2	30.0
ROE(%)	3.4	10.9	31.1	29.8	24.1
순부채비율(%)	-47.4	-48.7	-53.9	-61.5	-68.1

비아트론 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2013	2014	2015	2016E
매출액	1.2	18.9	12.1	12.9	15.6	23.8	33.4	40.3	32.7	32.8	45.1	113.0
YoY	-88%	61%	19%	1458%	1161%	26%	177%	211%	-39%	0%	38%	150%
QoQ	49%	1427%	-36%	7%	21%	52%	40%	21%				
LTPS OLED	0.0	0.0	1.2	2.4	4.4	8.8	12.0	14.8	13.6	3.8	3.6	40.0
LTPS LCD	0.0	13.6	8.4	6.0	4.4	6.4	6.0	1.2	9.6	20.8	27.9	18.0
Oxide TFT	1.1	5.1	2.3	3.2	1.1	0.0	2.8	7.7	4.0	5.3	11.6	11.6
Flexible Display	0.0	0.0	0.0	1.2	5.6	8.4	12.4	16.4	4.6	2.2	1.2	42.8
기타	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.6	0.7	0.6
매출총이익	-0.5	7.2	3.8	6.2	7.7	12.4	16.8	19.2	12.3	8.6	16.7	56.0
영업이익	-2.6	5.3	1.9	3.7	3.9	6.7	9.6	11.6	4.0	0.8	8.3	31.8
YoY	-472%	137%	155%	-229%	-250%	26%	400%	216%	-62%	-79%	900%	282%
QoQ	-10%	-306%	-64%	92%	6%	73%	43%	21%				
세전이익	-2.4	5.4	2.0	3.6	4.0	6.8	9.7	11.7	4.1	1.5	8.6	32.2
순이익률	-1.9	4.5	1.3	3.1	3.2	5.4	7.7	9.4	3.9	1.5	7.0	25.7
[수익성]												
매출총이익률	-39%	38%	32%	48%	49%	52%	50%	48%	38%	26%	37%	50%
영업이익률	-192%	29%	16%	28%	26%	29%	29%	29%	13%	5%	19%	28%
순이익률	-150%	24%	11%	24%	20%	23%	23%	23%	12%	5%	16%	23%
[제품별 매출비중]												
LTPS OLED	0%	0%	10%	19%	28%	37%	36%	37%	41%	12%	8%	35%
LTPS LCD	0%	72%	69%	46%	28%	27%	18%	3%	29%	64%	62%	16%
Oxide TFT	85%	27%	19%	24%	7%	0%	8%	19%	12%	16%	26%	10%
Flexible Display	0%	0%	0%	9%	36%	35%	37%	41%	14%	7%	3%	38%

자료: 기움증권 추정

비아트론 최근 3년간 수주공시 내역 (단위: 백만원)

	공시일	계약금액	계약내역	계약상대방	계약기간
2016년	04월 07일	5,825	디스플레이용 제조장비	BOE(Ordos)	16/04/07 ~ 16/06/20
	01월 29일	5,500	디스플레이용 제조장비	LGD	16/01/29 ~ 16/06/15
	01월 19일	6,161	디스플레이용 제조장비	BOE(Ordos)	16/01/19 ~ 16/06/13
2015년	09월 01일	4,259	디스플레이용 제조장비	Tianma(Xiamen)	15/09/01 ~ 16/06/25
	08월 19일	3,554	디스플레이용 제조장비	AUO	15/08/19 ~ 16/04/28
	05월 27일	3,360	디스플레이용 제조장비	LGD	15/05/27 ~ 15/08/15
	05월 26일	4,581	디스플레이용 제조장비	Hon Hai Precision	15/05/26 ~ 15/09/15
	05월 07일	7,891	디스플레이용 제조장비	Tianma(Xiamen)	15/05/07 ~ 16/01/05
	04월 16일	13,059	디스플레이용 제조장비	CSOT(Wuhan)	15/04/16 ~ 15/10/02
	04월 07일	1,738	디스플레이용 제조장비	Truly	15/04/07 ~ 16/02/28
	03월 30일	5,630	디스플레이용 제조장비	LGD	15/03/27 ~ 15/07/13
2014년	01월 23일	10,700	디스플레이용 제조장비	LGD	14/01/22 ~ 14/08/31
	04월 03일	5,657	디스플레이용 제조장비	BOE(Ordos)	14/04/03 ~ 14/09/10
	06월 23일	4,129	디스플레이용 제조장비	Century(Shenzhen)	14/06/23 ~ 14/10/10
	07월 02일	4,491	디스플레이용 제조장비	SDC	14/07/02 ~ 14/11/26
	08월 13일	2,860	디스플레이용 제조장비	LGD	14/08/12 ~ 14/08/29

자료: 전자공시

손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	328	451	1,130	1,334	1,407
매출원가	242	285	569	650	681
매출총이익	86	167	560	684	726
판매비및일반관리비	78	83	243	280	304
영업이익(보고)	8	83	318	403	422
영업이익(핵심)	8	83	318	403	422
영업외수익	11	3	4	11	10
이자수익	11	4	4	13	13
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	11	6	0	0
이자비용	12	1	2	2	2
외환손실	1	4	4	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타	1	-7	0	0	0
기타	3	0	0	0	0
법인세차감전이익	20	86	322	414	432
법인세비용	0	16	64	83	86
우회법인세율 (%)	-0.3%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
당기순이익	20	70	257	331	346
지배주주지분순이익(억원)	20	70	257	331	346
EBITDA	27	102	326	412	432
현금순이익(CashEarnings)	38	89	265	340	355
수정당기순이익	19	75	257	331	346
증감율(%), YoY					
매출액	0.3	37.5	150.3	18.1	5.5
영업이익(보고)	-79.1	900.2	281.5	27.0	4.6
영업이익(핵심)	-79.1	900.2	281.5	27.0	4.6
EBITDA	-50.8	283.7	218.9	26.7	4.7
지배주주 당기순이익	-49.5	254.5	267.8	28.8	4.4
EPS	-50.8	249.1	250.7	28.7	4.4
수정순이익	-58.2	298.0	241.0	28.8	4.4

대차대조표

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	557	563	881	1,217	1,552
현금및현금성자산	249	243	174	408	742
유동금융자산	213	100	339	374	352
매출채권및유동채권	94	219	290	342	361
재고자산	1	2	45	53	56
기타유동비금융자산	0	0	34	40	42
비유동자산	246	249	321	349	365
장기매출채권및기타	11	9	51	60	63
투자자산	15	33	34	40	42
유형자산	196	190	208	221	231
무형자산	22	11	20	19	18
기타비유동자산	4	6	8	9	11
자산총계	803	813	1,202	1,566	1,918
유동부채	211	96	218	257	271
매입채무및기타유동채무	15	60	161	191	201
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	186	0	0	0	0
기타유동부채	9	37	56	67	70
비유동부채	12	13	33	38	41
장기매입채무및비유동채무	2	3	11	13	14
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	10	22	25	26
부채총계	223	109	251	295	312
자본금	54	56	57	57	57
주식발행초과금	251	305	305	305	305
이익잉여금	296	366	612	933	1,268
기타자본	-20	-24	-24	-24	-24
자본총계	580	703	951	1,271	1,606
지분법적용자본총계	580	703	951	1,271	1,606
순차입금	-275	-343	-513	-782	-1,093
총차입금	186	0	0	0	0

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	96	32	206	306	343
당기순이익	20	70	257	331	346
감가상각비	7	8	7	8	8
무형자산상각비	11	11	1	1	1
외환손익	-4	-5	-2	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	34	-94	-60	-34	-12
기타	28	42	3	0	0
	111	94	-276	-63	0
	114	96	-240	-41	20
	0	0	0	0	0
	-3	-3	-25	-21	-18
	-1	0	-10	0	0
	1	0	-1	-2	-2
	-40	-133	1	-8	-9
	-23	0	0	0	0
	-13	-187	0	0	0
	0	52	0	0	0
	0	0	-11	-11	-11
	-3	1	12	3	2
	167	-6	-69	234	334
	81	249	243	174	408
	249	243	174	408	742
	62	126	266	340	355
	57	-11	183	276	317
	현금및현금성자산의순증가				
	기초현금및현금성자산				
	기말현금및현금성자산				
Gross Cash Flow					
Op Free Cash Flow					

투자지표

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	184	643	2,253	2,900	3,027
BPS	5,362	6,226	8,317	11,120	14,050
주당EBITDA	248	937	2,850	3,609	3,777
CFPS	355	815	2,322	2,979	3,110
DPS	0	100	100	100	100
주가배수(배)					
PER	54.3	34.5	12.3	9.6	9.2
PBR	1.9	3.6	3.3	2.5	2.0
EV/EBITDA	30.3	21.2	6.1	4.2	3.3
PCFR	28.2	27.2	9.6	7.5	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.5	18.5	28.1	30.2	30.0
영업이익률(핵심)	2.5	18.5	28.1	30.2	30.0
EBITDA margin	8.1	22.6	28.8	30.9	30.7
순이익률	6.0	15.5	22.8	24.8	24.6
자기자본이익률(ROE)	3.4	10.9	31.1	29.8	24.1
투자자본이익률(ROIC)	2.5	21.5	72.0	73.0	71.0
안정성(%)					
부채비율	38.4	15.5	26.4	23.2	19.4
순차입금비율	-47.4	-48.7	-53.9	-61.5	-68.1
이자보상배율(배)	0.7	139.7	158.9	201.7	211.1
활동성(배)					
매출채권회전율	2.4	2.9	4.4	4.2	4.0
재고자산회전율	246.0	322.4	48.4	27.1	25.7
매입채무회전율	9.0	12.0	10.2	7.6	7.2



SKC코오롱PI(178920)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 10,300원**목표주가 18,000원**

SKC코오롱PI는 국내 유일의 폴리아미드 필름 제조업체로, 전방산업이 FPCB, 방열시트에 이어 Foldable OLED로 확장되면서 추세적 기업가치 상승국면이 나타날 가능성이 높은 기업이다. 증설효과가 본격화되는 3Q16부터는 성장성에 한층 탄력이 붙을 전망이다. 원가경쟁력, 특히 기술, 기본적 진입장벽 등의 측면에서 동사의 업계 1위로서의 지위가 흔들릴 가능성은 제한적이다. 전방산업 다각화의 효과는 이르면 2H16부터 나타날 수 있다고 보기 때문에 선제적 비중확대 전략이 유효하다고 판단한다.

Stock Data

KOSDAQ (4/15)	695.62pt
시가총액	3,025억원
52주 주가동향	최고가 14,700원 최저가 9,300원
최고/최저가 대비 등락	-30.95% 9.14%
주가수익률	절대 1M -0.5% 6M -12.5% 1Y -18.1%
	상대 -0.8% -15.6% -19.1%

Company Data

발행주식수	29,366천주
일평균 거래량(3M)	114천주
외국인 지분율	3.07%
배당수익률(16.E)	1.44%
BPS(16.E)	7,173원
주요 주주	SKC 27.03% 코오롱인더스트리 27.03%

Price Trend



Foldable OLED 시대의 기대주

>>> PI 필름 글로벌 1위 업체

SKC코오롱PI는 FPCB를 주요 전방산업으로 성장해 오다 14년부터 방열시트로 영역을 확장했고, 앞으로는 Flexible OLED가 새로운 수요처로 부상할 것으로 예상한다. Flat 혹은 Curved 형태의 Flexible OLED에는 PI 계열의 소재가 ▶TFT 기판 1개 층에만 쓰인다. 그러나 Foldable OLED에는 ▶전면 보호용 Cover Window ▶뒷면 보호용 Base Film 등 2개 레이어가 추가된다.

>>> Foldable OLED 시대의 최대 수혜주

우리는 Flexible OLED가 Flat/Curved 형태에서 Foldable/Rollable로 발전하는 과정에서 동사가 최대 수혜업체가 될 것이라고 판단한다. PI는 인장강도, 열적 안정성, 곡률 등의 측면에서 Flexible OLED에 적용할 수 있는 최적의 소재다. 동사는 PI 필름 시장에서 글로벌 선두권 원가경쟁력과 양산경험을 보유하고 있기 때문에 Foldable OLED 시장 개화의 수혜를 오롯이 누릴 수 있을 것이다. 관건은 언제 Foldable OLED가 상업화하느냐인데, 당사 리서치센터는 16년 하반기부터일 가능성이 높다고 판단한다.

>>> 목표주가 ‘18,000원’ 유지

현 주력 아이템인 FPCB, 방열시트용 PI 사업은 주요 고객사들의 신제품 출시효과, 원재료 가격 안정화 등에 힘입어 1Q16부터 견조한 실적성장이 가능할 전망이다. 기존 생산능력의 30% 규모의 증설 Capa가 3Q16부터 양산가동에 들어간다는 점도 주목할 포인트다.

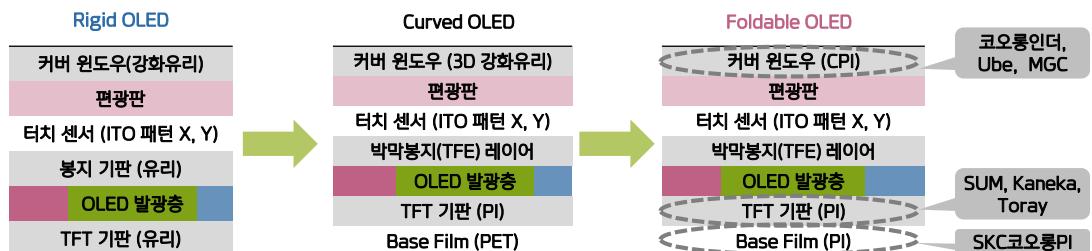
투자지표(IFRS 별도기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	1,371	1,363	1,598	1,849	2,151
매출총이익(억원)	488	419	522	661	780
영업이익(억원)	374	289	371	495	587
EBITDA(억원)	489	408	510	658	748
세전이익(억원)	275	213	355	492	574
순이익(억원)	216	170	284	394	459
자본주주지분순이익(억원)	216	170	284	394	459
EPS(원)	660	578	966	1,340	1,563
증감율(%YoY)	-5.6	-12.4	67.1	38.7	16.6
PER(배)	11.6	18.0	10.8	7.8	6.7
PBR(배)	1.2	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	4.6	8.2	6.1	4.1	2.9
매출총이익률(%)	35.6	30.8	32.6	35.8	36.2
영업이익률(%)	27.3	21.2	23.2	26.8	27.3
ROE(%)	10.7	8.4	12.7	15.7	16.0
순부채비율(%)	-1.1	14.4	3.4	-12.5	-27.7

SKC코오롱PI 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	39.9	25.8	41.0	29.5	36.9	34.8	46.4	41.8	137.1	136.2	159.8	184.9
YoY	11%	-12%	10%	-14%	-7%	35%	13%	42%	3%	-1%	17%	16%
QoQ	16%	-35%	59%	-28%	25%	-6%	33%	-10%				
FPCB용	25.0	14.8	22.5	16.3	20.7	19.9	25.9	22.8	84.0	78.6	89.3	93.8
방열시트용	9.7	5.0	11.4	7.4	8.3	7.5	10.8	10.0	27.7	33.5	36.6	40.7
일반산업용	5.1	6.0	7.1	5.7	7.9	7.4	9.6	9.0	25.3	23.9	33.9	50.3
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1
매출총이익	14.2	7.3	12.3	8.1	11.3	9.8	17.1	14.0	48.6	41.9	52.2	66.1
영업이익	10.7	4.1	9.4	4.7	7.7	6.2	13.2	10.0	37.2	28.9	37.1	49.5
YoY	6%	-59%	-3%	-36%	-28%	52%	40%	110%	-6%	-22%	28%	33%
QoQ	43%	-62%	131%	-50%	63%	-20%	112%	-24%				
세전이익	9.9	3.6	8.8	-1.1	6.5	6.1	13.0	9.8	27.3	21.3	35.5	49.2
순이익	7.6	3.1	7.1	-0.8	5.2	4.9	10.4	7.9	22.4	17.0	28.4	39.4
수익성												
매출총이익률	36%	28%	30%	27%	31%	28%	37%	33%	35%	31%	33%	36%
영업이익률	27%	16%	23%	16%	21%	18%	28%	24%	27%	21%	23%	27%
세전이익률	25%	14%	22%	-4%	18%	17%	28%	24%	20%	16%	22%	27%
순이익률	19%	12%	17%	-3%	14%	14%	22%	19%	16%	12%	18%	21%
매출비중												
FPCB용	63%	57%	55%	55%	56%	57%	56%	55%	61%	58%	56%	51%
방열시트용	24%	19%	28%	25%	23%	22%	23%	24%	20%	25%	23%	22%
일반산업용	13%	23%	17%	19%	21%	21%	21%	21%	18%	18%	21%	27%
기타	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

자료: 기움증권

Rigid vs. Curved vs. Foldable OLED 모듈 구조 비교



자료: 기움증권

손익계산서

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,337	1,371	1,363	1,598	1,849
매출원가	834	883	944	1,077	1,188
매출총이익	503	488	419	522	661
판매비및일반관리비	108	114	130	151	166
영업이익(보고)	395	374	289	371	495
영업이익(핵심)	395	374	289	371	495
영업외손익	-65	-99	-76	-16	-3
이자수익	8	6	2	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	13	7	4	4
이자비용	16	13	6	6	6
외환손실	8	15	10	8	8
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및리타자산처분손익	0	-3	0	0	0
금융상품평가및기타	-1	0	0	0	0
기타	-57	-86	-70	-7	6
법인세차감전이익	330	275	213	355	492
법인세비용	73	59	43	71	98
유효법인세율 (%)	22.1%	21.5%	20.3%	20.0%	20.0%
당기순이익	257	216	170	284	394
지배주주지분순이익(억원)	257	216	170	284	394
EBITDA	519	489	408	510	658
현금순이익(Cash Earnings)	381	331	288	423	557
수정당기순이익	258	219	169	284	394
증감률(%, YoY)					
매출액	15.3	2.5	-0.6	17.3	15.7
영업이익(보고)	44.4	-5.2	-22.7	28.2	33.4
영업이익(핵심)	44.4	-5.2	-22.7	28.2	33.4
EBITDA	28.2	-5.8	-16.6	25.1	29.0
지배주주 당기순이익	56.4	-15.8	-21.5	67.1	38.7
EPS	56.4	-5.6	-12.4	67.1	38.7
수정순이익	56.9	-15.2	-22.5	67.4	38.7

현금흐름표

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	452	241	169	395	528
당기순이익	257	216	170	284	394
감가상각비	114	115	118	139	163
무형자산상각비	10	0	1	1	1
외환손익	-2	2	3	4	4
자산처분손익	0	3	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	20	-106	-117	-28	-30
기타	53	11	-5	-4	-4
투자활동현금흐름	-16	-39	-508	-150	-80
투자자산의 처분	-1	0	0	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-19	-27	-508	-150	-80
무형자산의 처분	0	-10	0	0	0
기타	4	-2	-1	0	0
재무활동현금흐름	-321	-452	229	-110	-42
단기차입금의 증가	-100	-62	-20	-30	-5
장기차입금의 증가	0	0	236	-60	-2
자본의 증가	0	-147	0	0	0
배당금지급	-220	-242	0	-44	-59
기타	0	0	13	24	24
현금및현금성자산의순증가	114	-248	-110	135	405
기초현금및현금성자산	370	484	236	125	260
기말현금및현금성자산	484	236	125	260	665
Gross Cash Flow	432	347	286	423	557
Op Free Cash Flow	433	266	-275	258	449

대차대조표

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	839	667	648	835	1,300
현금 및 현금성자산	480	234	125	259	668
유동금융자산	0	0	0	0	0
매출채권 및 유동채권	156	210	207	242	276
재고자산	202	223	248	254	264
기타유동비금융자산	0	0	68	80	92
비유동자산	1,800	1,748	2,138	2,150	2,068
장기매출채권 및 기타	4	4	4	4	5
투자자산	80	79	79	79	80
유형자산	1,707	1,646	2,036	2,047	1,965
무형자산	9	18	18	17	17
기타비유동자산	0	0	1	2	2
자산총계	2,639	2,415	2,786	2,985	3,368
유동부채	326	346	250	180	296
매입채무 및 기타유동채무	135	132	105	123	142
단기차입금	34	85	65	35	30
유동성장기차입금	111	114	64	4	102
기타유동부채	46	16	16	19	22
비유동부채	192	132	430	459	389
장기매입채무 및 비유동채무	10	31	30	35	41
사채 및 장기차입금	125	14	300	300	200
기타비유동부채	57	86	99	124	148
부채총계	518	478	679	640	684
자본금	184	147	147	147	147
주식발행초과금	1,638	1,875	1,875	1,875	1,875
이익잉여금	733	696	866	1,105	1,440
기타자본	-434	-781	-781	-781	-781
자본총계	2,121	1,937	2,107	2,346	2,681
지분법 적용자본총계	2,121	1,937	2,107	2,346	2,681
순차입금	-211	-21	303	80	-336
총차입금	270	213	429	339	332

투자지표

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	699	660	578	966	1,340
BPS	5,774	6,595	7,173	7,989	9,130
주당EBITDA	1,413	1,493	1,389	1,737	2,241
CFPS	1,038	1,011	982	1,440	1,896
DPS	0	0	150	200	250
주가배수(배)					
PER	0.0	11.6	18.0	10.8	7.8
PBR	0.0	1.2	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	-0.4	4.6	8.2	6.1	4.1
PCFR	0.0	7.6	10.6	7.2	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	29.5	27.3	21.2	23.2	26.8
영업이익률(핵심)	29.5	27.3	21.2	23.2	26.8
EBITDA margin	38.8	35.7	29.9	31.9	35.6
순이익률	19.2	15.8	12.5	17.8	21.3
자기자본이익률(ROE)	12.2	10.7	8.4	12.7	15.7
투하자본이익률(ROIC)	15.5	15.4	10.6	12.1	16.2
안정성(%)					
부채비율	24.4	24.7	32.2	27.3	25.5
순차입금비율	-9.9	-1.1	14.4	3.4	-12.5
이자보상배율(배)	25.4	28.3	45.4	62.7	89.9
활동성(배)					
매출채권회전율	8.4	7.5	6.6	7.1	7.1
재고자산회전율	6.6	6.4	5.8	6.4	7.1
매입채무회전율	11.4	10.3	11.5	14.0	13.9



원익QnC(074600)

**Buy(Maintain)**

주가(4/15) 14,950원

목표주가 25,000원

원익QnC는 최근 3년간 매출액이 1,200억원 대에 머물렀으나 15년부터 외형상장이 본격화하고 있다. 반도체, LCD, OLED 등 전방산업의 증설효과와 가동률 상승 등에 힘입어 주요 사업 아이템들의 실적이 동반 상승세다. 여기에 고객사 다변화와 신규사업 모멘텀이 가세하고 있다. 실적에 발목을 잡았던 해외법인들도 대부분 흑자기조에 안착함으로써 실적의 안정성이 한층 배가됐다.

Stock Data

KOSDAQ (4/15)	695.62pt
시가총액	1,965억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	21,450원 -29.60%
최고/최저가 대비 등락	13,450원 12.27%
주가수익률	절대 상대
1M	0.0% -0.3%
6M	-1.0% -4.5%
1Y	11.0% 9.7%

Company Data

발행주식수	13,144천주
일평균 거래량(3M)	39천주
외국인 지분율	5.50%
배당수익률(16.E)	0.00%
BPS(16.E)	9,343원
주요 주주	이용한 40.5%

Price Trend**안정성에 신규사업 성장성 추가****>>> OLED 가동률 회복의 수혜**

원익QnC는 반도체 및 디스플레이 제조공정용 퀼츠, 세정, 세라믹부품 등이 주력사업이다. 전략적 고객사의 OLED 라인 가동률 회복에 힘입어 세라믹 사업부의 실적이 호조세다. 동사는 디스플레이 종착, 애칭 공정에 소모성 부품으로 쓰이는 구조 세라믹을 주력으로 하고 있다. 15년 하반기부터 BOE 등 중국 패널업체 향으로도 세라믹 부품 매출이 시작됐다는 점도 긍정적이다.

>>> 신제품 사업화 기대

10년간 개발해 온 LCD/OLED 공정용 세정램프가 16년부터 양산에 돌입할 것으로 보인다. 일본 업체가 글로벌 시장을 과점하고 있는 아이템인데, 독자적 특허기술을 확보함으로써 시장진입이 임박한 것으로 예상한다. 세정용 램프는 국내 디스플레이용 수요만 연간 700억원 규모인 것으로 추정되며, 국산화에 성공할 경우 빠른 속도로 점유율 확대가 이루어질 것으로 전망된다.

>>> 17년부터 성장성 가속화 예상

16년 매출액은 1,442억원(+3%YoY), 영업이익은 204억원(+1%YoY)을 기록할 것으로 추정한다. OLED 관련 아이템의 성장세 지속, 신규사업의 실적기여 본격화 등이 주요 성장동력이다. 17년에는 삼성전자 반도체 평택단지에 대한 투자가 시작될 것으로 보여 성장세에 탄력이 불을 전망이다. 한편 원익 그룹의 지배구조 재편과정에서의 수혜도 예상된다. 원익QnC에 대해 목표주가 '25,000원'과 투자의견 'Buy'를 유지한다.

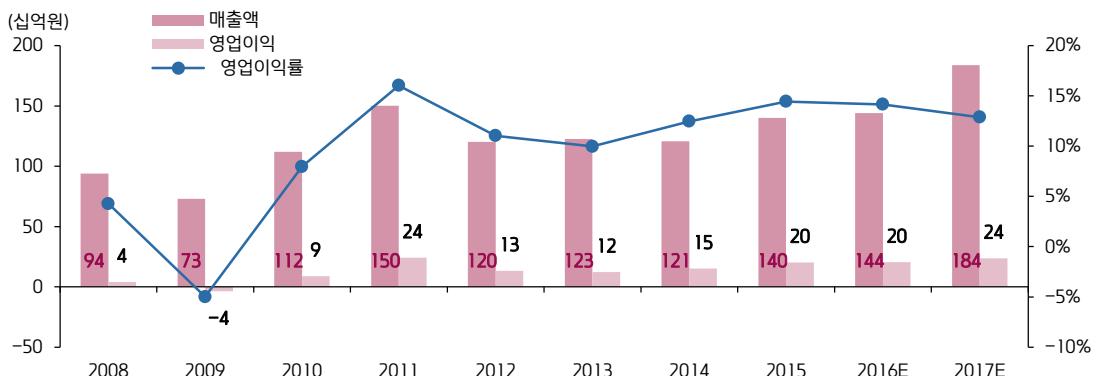
투자지표(IFRS 연결기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	1,208	1,402	1,442	1,839	2,066
매출총이익(억원)	151	203	204	237	275
영업이익(억원)	151	203	204	237	275
EBITDA(억원)	208	264	257	295	348
세전이익(억원)	116	208	246	275	297
순이익(억원)	89	159	197	220	225
자배주주지분순이익(억원)	81	153	193	209	218
EPS(원)	627	1,169	1,470	1,588	1,659
증감률(%YoY)	19.7	86.4	25.7	8.1	4.4
PER(배)	18.6	14.8	10.2	9.4	9.0
PBR(배)	1.7	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	9.8	9.9	9.7	8.8	6.8
매출총이익률(%)	12.5	14.4	14.2	12.9	13.3
영업이익률(%)	12.5	14.4	14.2	12.9	13.3
ROE(%)	9.6	15.2	16.1	15.4	13.6
순부채비율(%)	37.8	23.7	14.2	13.6	1.8

원익QnC 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	34.6	34.2	37.6	33.9	32.2	35.7	39.4	36.9	120.8	140.2	144.2	183.9
YoY	6%	17%	31%	11%	-7%	5%	5%	9%	-2%	16%	3%	28%
QoQ	14%	-1%	10%	-10%	-5%	11%	10%	-6%				
퀴즈	26.7	26.2	28.3	25.8	23.2	25.7	28.0	25.3	91.4	107.0	102.2	113.5
서라믹스	3.1	3.1	4.4	3.7	3.7	3.9	4.5	5.0	12.0	14.3	17.1	21.5
세정	4.6	4.7	4.8	4.2	5.1	5.6	6.1	5.8	16.4	18.3	22.6	28.8
램프 및 기타	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.8	0.8	1.0	0.6	2.3	20.1
매출총이익	10.8	11.5	11.7	8.2	9.5	11.0	13.2	9.8	35.7	42.3	43.5	53.1
영업이익	5.7	6.3	6.6	1.7	4.2	5.4	7.1	3.6	15.1	20.3	20.4	23.7
YoY	19%	54%	110%	-44%	-26%	-14%	9%	117%	23%	34%	1%	16%
QoQ	89%	9%	5%	-74%	152%	27%	33%	-49%				
세전이익	6.1	6.7	7.5	0.5	5.5	6.3	8.1	4.7	11.6	20.8	24.6	27.5
순이익	5.0	5.2	6.4	-0.7	4.4	5.1	6.5	3.8	8.9	15.9	19.7	22.0
수익성												
매출총이익률	31%	34%	31%	24%	29%	31%	33%	27%	30%	30%	30%	29%
영업이익률	17%	18%	18%	5%	13%	15%	18%	10%	12%	14%	14%	13%
세전이익률	18%	20%	20%	1%	17%	18%	21%	13%	10%	15%	17%	15%
순이익률	14%	15%	17%	-2%	14%	14%	16%	10%	7%	11%	14%	12%
제품별 매출비중												
퀴즈	77%	77%	75%	76%	72%	72%	71%	69%	76%	76%	71%	62%
서라믹스	9%	9%	12%	11%	12%	11%	12%	13%	10%	10%	12%	12%
세정	13%	14%	13%	12%	16%	16%	16%	16%	14%	13%	16%	16%
램프 및 기타	0%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	0%	2%	11%

자료: 키움증권 추정

원익QnC 연간 실적추이 및 전망



자료: 키움증권 추정

손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,208	1,402	1,442	1,839	2,066
매출원가	850	979	1,007	1,307	1,458
매출총이익	357	423	435	531	608
판매비및일반관리비	207	220	231	294	332
영업이익(보고)	151	203	204	237	275
영업이익(핵심)	151	203	204	237	275
영업외손익	-35	5	42	38	21
이자수익	0	0	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	10	10	8	8	0
이자비용	16	10	8	6	5
외환손실	10	13	10	10	10
관계기업지분법손익	-26	14	41	32	35
투자및기타자산처분손익	9	2	0	0	0
금융상품평가및기타	0	0	0	0	0
기타	-2	1	11	14	1
법인세차감전이익	116	208	246	275	297
법인세비용	27	49	49	55	72
우회법인세율 (%)	22.9%	23.4%	20.0%	20.0%	24.2%
당기순이익	89	159	197	220	225
지배주주지분순이익(억원)	81	153	193	209	218
EBITDA	208	264	257	295	348
현금순이익(Cash Earnings)	147	220	250	278	297
수정당기순이익	82	158	197	220	225
증감율(%), YoY					
매출액	-1.5	16.1	2.8	27.5	12.4
영업이익(보고)	23.2	34.4	0.7	16.1	16.2
영업이익(핵심)	23.2	34.4	0.7	16.1	16.2
EBITDA	17.8	26.9	-2.4	14.7	17.8
지배주주 당기순이익	22.0	88.2	26.0	8.1	4.4
EPS	19.7	86.4	25.7	8.1	4.4
수정순이익	6.9	91.4	24.9	11.5	2.3

(단위: 억원)

대차대조표

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	524	555	601	662	880
현금및현금성자산	105	110	121	49	191
유동금융자산	0	0	0	0	0
매출채권및유동채권	163	161	192	245	275
재고자산	256	285	288	368	413
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,104	1,171	1,291	1,477	1,503
장기매출채권및기타	5	6	6	7	8
투자자산	369	456	496	536	575
유형자산	672	649	728	873	858
무형자산	49	52	51	51	50
기타비유동자산	8	8	9	11	12
자산총계	1,627	1,726	1,892	2,139	2,384
유동부채	579	436	394	392	382
매입채무및기타유동채무	120	129	152	194	215
단기차입금	400	269	181	121	71
유동성장기차입금	40	10	40	50	65
기타유동부채	20	28	22	28	31
비유동부채	82	167	176	206	236
장기매입채무및비유동채무	1	0	0	0	0
사채및장기차입금	30	98	88	88	88
기타비유동부채	52	69	89	118	148
부채총계	661	602	570	598	617
자본금	65	66	66	66	66
주식발행초과금	188	195	195	195	195
이익잉여금	642	780	973	1,182	1,400
기타자본	-12	-6	-6	-6	-6
지배주주지분자본총계	884	1,035	1,228	1,437	1,655
비지배주주지분자본총계	82	90	94	105	111
자본총계	966	1,124	1,322	1,541	1,766
순차입금	365	266	187	209	32
총차입금	470	376	308	258	223

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	215	202	191	160	211
당기순이익	116	208	197	220	225
감가상각비	55	58	51	56	70
무형자산상각비	2	3	3	3	3
외환손익	1	3	2	2	10
자산처분손익	9	0	0	0	0
지분법손익	0	0	-41	-32	-35
영업활동자산부채 증감	37	-38	-18	-86	-52
기타	-5	-32	-2	-2	-10
투자활동현금흐름	-60	-106	-132	-211	-63
투자자산의 처분	4	-64	1	-8	-5
유형자산의 처분	13	0	0	0	0
유형자산의 취득	-74	-33	-130	-200	-55
무형자산의 처분	-1	-9	-2	-2	-2
기타	-2	-1	-2	-1	-1
재무활동현금흐름	-135	-93	-48	-20	-5
단기차입금의 증가	0	0	-88	-60	-50
장기차입금의 증가	-125	-98	20	10	15
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-16	0	0	0	0
기타	6	4	20	30	30
현금및현금성자산의순증가	17	5	11	-72	142
기초현금및현금성자산	87	105	110	121	49
기말현금및현금성자산	105	110	121	49	191
Gross Cash Flow	178	240	210	246	262
Op Free Cash Flow	135	136	58	-50	173

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	627	1,169	1,470	1,588	1,659
BPS	6,779	7,890	9,343	10,931	12,590
주당EBITDA	1,600	2,011	1,958	2,246	2,645
CFPS	1,129	1,679	1,906	2,115	2,261
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	18.6	14.8	10.2	9.4	9.0
PBR	1.7	2.2	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	9.8	9.9	9.7	8.8	6.8
PCFR	10.3	10.3	9.1	8.2	7.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.5	14.4	14.2	12.9	13.3
영업이익률(핵심)	12.5	14.4	14.2	12.9	13.3
EBITDA margin	17.2	18.8	17.8	16.1	16.8
순이익률	7.4	11.3	13.7	12.0	10.9
자기자본이익률(ROE)	9.6	15.2	16.1	15.4	13.6
투자자본이익률(ROIC)	11.8	16.0	15.2	15.2	15.9
안정성(%)					
부채비율	68.5	53.6	43.2	38.8	35.0
순차입금비율	37.8	23.7	14.2	13.6	1.8
이자보상배율(배)	9.5	20.9	26.5	37.7	55.1
활동성(배)					
매출채권회전율	7.1	8.7	8.2	8.4	7.9
재고자산회전율	4.6	5.2	5.0	5.6	5.3
매입채무회전율	10.1	11.3	10.3	10.6	10.1



아이컴포넌트(059100)



Buy(Initiate)

주가(4/15) 19,950원

목표주가 30,000원

엘티씨는 주력인 박리액의 지속적인 판가인 하와 고객사 다변화 및 신규사업 련칭 지역 등으로 실적 부진을 겪고 있다. 하지만 성장 잠재력 자체가 훼손된 것은 아니다. 16년부터는 전방산업이 LCD 중심에서 OLED와 반도체로 다변화될 것으로 예상된다. 고부가 신규 소재 시장에 진출함으로써 외형 및 수익성의 추세적 성장국면이 나타날 전망이다. 이에 따라 중장기적 관점에서 현재의 실적 부진 기간을 비중확대의 기회로 활용하는 전략이 유효할 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSDAQ (4/15)	695.62pt
시가총액	1,348억원
52주 주가동향	최고가 23,550원 최저가 11,450원
최고/최저가 대비 등락	-14.23% 76.42%
주가수익률	절대 상대
1M	3.9% 3.5%
6M	54.8% 49.3%
1Y	-12.4% -13.4%

Company Data

발행주식수	6,755천주
일평균 거래량(3M)	95천주
외국인 지분율	6.40%
배당수익률(16.E)	1.10%
BPS(16.E)	6,418원
주요 주주	김양국 24.2%

Price Trend



패널에서 유리가 사라진다면…

>>> 흡습차단 베리어 필름 전문업체

아이컴포넌트는 압출 및 코팅 기술 기반의 광학필름 전문업체다. 디스플레이 패널에서 흡습차단 기능을 하는 고기능 베리어(Barrier) 필름과 압출 도광판 등을 주력으로 하고 있다. 15년부터 퀸텀닷 TV와 Flexible OLED 시장이 열리면서 동사의 베리어 필름 수요가 확대되는 추세다. 이에 힘입어 3년간의 적자행진을 뒤로 하고 15년 흑자전환에 성공했으며, 16년부터 본격적인 성장기에 진입할 것으로 판단한다.

>>> 16년 사상최대 실적 달성할 전망

15년에 매출액 573억원(+103%YoY), 영업이익 73억원(YoY 흑자전환)으로 사상최대 실적을 기록했다. 이어 16년에는 매출액 847억원(+48%YoY), 영업이익 137억원(+88%YoY)로 고속성장 기조를 이어갈 전망이다. 퀸텀닷 TV, Flexible OLED, Curved LCD 등 디스플레이 기술의 진화방향에서 베리어 필름 수요가 크게 확대될 것으로 판단한다. 디스플레이 기판소재가 Glass에서 Plastic으로 대체되는 과정이 여러 경로에서 나타나고 있으며, 동사는 이러한 트렌드의 최대 수혜업체다.

>>> 목표주가 30,000원. 커버리지 개시

아이컴포넌트에 대해 목표주가 30,000원, 투자의견 Buy를 제시하며 당사 커버리지에 편입한다. 투자포인트는 1)퀸텀닷 TV용 베리어 필름의 고속성장, 2)Flexible OLED 봉지용 베리어 필름시장 개화기 진입, 3)초박막 압출 도광판의 수요기반 확장 등이다.

투자지표(IFRS 연결기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	283	573	847	1,063	1,322
매출총이익(억원)	29	118	210	302	382
영업이익(억원)	-8	73	137	213	275
EBITDA(억원)	37	129	189	262	322
세전이익(억원)	-23	59	129	203	247
순이익(억원)	-23	59	111	165	193
지배주주지분순이익(억원)	-23	59	111	165	193
EPS(원)	-369	879	1,647	2,450	2,851
증감율(%YoY)	N/A	N/A	87.3	48.7	16.4
P/E(배)	-44.6	15.5	12.1	8.1	7.0
P/B(배)	4.1	2.8	3.1	2.3	1.8
EV/EBITDA(배)	34.2	8.2	5.3	3.3	2.3
매출총이익률(%)	10.4	20.7	24.8	28.4	28.9
영업이익률(%)	-3.0	12.7	16.1	20.0	20.8
ROE(%)	-9.4	19.9	29.2	32.4	28.4
순부채비율(%)	66.7	41.5	18.5	-7.1	-22.2

주력제품: Barrier Film

베리어 필름은 PET 등 플라스틱 필름 기판 위에 유기막과 무기막을 적층해 수분과 산소의 침투를 차단하는 기능을 하게 만든 광학필름이다. OLED의 발광층 유기물질이나 퀸텀닷 소재는 수분 등에 노출될 경우 광학적 특성이 변하기 때문에 이를 막아주는 베리어 층이 반드시 필요하다. 동사는 독보적인 Wet Coating 기술을 기반으로 흡습차단율이 탁월한 베리어 필름 상용화에 성공했다. 현재 삼성전자 퀸텀닷 TV용 Encap Film과 LG디스플레이의 Flexible OLED용 Encap Film 등을 독점적으로 공급하고 있는 것으로 파악된다.

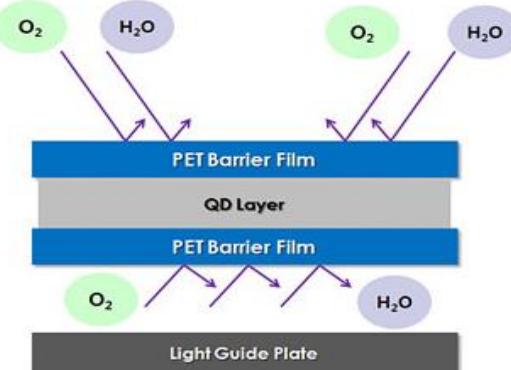
퀀텀닷 TV용 베리어 필름 고속성장

퀀텀닷 TV는 LCD TV의 백라이트 유닛에 퀸텀닷 필름을 덧대 패널의 색재현성을 강화한 제품이다. 삼성전자가 15년부터 프리미엄 TV 라인업인 SUHD TV에 퀸텀닷 기술을 적용하면서 시장규모가 커지고 있다. 삼성전자 SUHD TV 판매량은 15년 150만대에서 16년 320만대로 113%YoY 확대될 것으로 추정한다. 주목할 부분은 삼성전자의 15년 SUHD TV는 전량이 퀸텀닷 TV가 아니었다는 점이다. 하반기에는 원가절감을 위해 퀸텀닷 필름보다 저렴한 색보정필름(CGEF)을 적용한 것으로 알려져 있다. 그러나 CGEF는 휘도 저하 및 발열 이슈 등으로 인해 16년에는 배제된 것으로 보인다. 이를 감안하면 순수한 퀸텀닷 TV 수요는 15년 100만대에서 16년 320만대로 220%YoY 증가할 전망이다.

퀀텀닷 TV 수요의 성장세는 지속가능

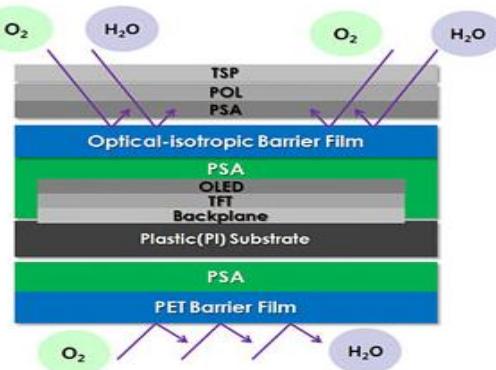
OLED TV 시장이 확대되면 퀸텀닷 TV는 사장될 것이라는 우려가 있다. 하지만 우리는 그 반대의 현상이 나타날 수 있다고 판단한다. 즉, 하이엔드 TV 시장에서 OLED의 존재감이 높아질수록, 퀸텀닷 TV는 중가격대의 볼륨 모델로 영역이 확장될 것으로 예상한다. 한편 중국 TV 세트업체들은 OLED 패널을 쉽게 조달할 수 있는 상황이 아니기 때문에 퀸텀닷 TV로 차별화를 꾀할 가능성이 높다. 결론적으로 퀸텀닷 TV 수요는 Mid to High 세그먼트와 중국시장 등을 기반으로 고속성장세가 지속될 가능성이 높다. 아이컴포넌트는 퀸텀닷 시트의 핵심소재인 베리어 필름 영역에서 독보적인 원가경쟁력과 양산 레퍼런스를 갖고 있다. 이에 따라 동사는 하이엔드 TV 시장의 기술 진화방향에서 최대 수혜업체가 될 것이라고 판단한다.

퀀텀닷 베리어 필름 구조도



자료: 아이컴포넌트

Flexible OLED용 베리어 필름 구조도



자료: 아이컴포넌트

Flexible OLED 시대의 수혜

Flexible OLED 역시 베리어 필름업체 입장에서 매력적인 시장이다. 패널에서 Glass가 사라지면, Glass 만큼 투명하면서도 수분과 산소를 차단해 줄 수 있는 플라스틱 기반의 베리어 필름이 필요하기 때문이다. 현재 동사는 LGD가 양산하고 있는 애플워치용 Flexible OLED에 베리어 필름을 공급하고 있다. SDC의 경우 필름을 쓰지 않고 박막을 적층하는 Encap 방식을 쓴다. SDC가 글로벌 Flexible OLED 시장을 주도하고 있는 것은 사실이지만, LGD 역시 추격전에 나서고 있다. LGD는 차량용 디스플레이를 타겟으로 Flexible OLED 라인을 증설 중이며, 중장기적으로 스마트폰 시장에도 진출할 가능성이 높다. 이는 아이컴포넌트의 중대한 성장기반이 될 것으로 판단한다.

목표주가 '30,000원', 투자의견 'Buy' 제시

동사에 대해 목표주가 '30,000원', 투자의견 'Buy'를 제시하며 커버리지를 시작한다. 목표주가는 16년 및 17년 EPS의 평균에 15년 평균 PER 15.0배를 적용한 것이다. 동사 제품의 주 수요처인 퀸텀닷 TV와 Flexible OLED는 모두 시장개화의 초기단계다. 핵심 소재인 베리어 필름은 중장기 성장 잠재력이 높으며, 이는 밸류에이션 프리미엄 요인이 될 것으로 판단한다.

실적은 3년간의 적자구간을 벗어나 15년 역대 최대 규모를 기록했다. 16년부터는 성장세에 한층 탄력이 불을 것으로 판단한다. 16년 매출액은 847억원(+48%YoY), 영업이익은 137억원(+88%YoY)를 기록할 것으로 추정한다.

아이컴포넌트 분기별 실적추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	13.1	18.9	14.4	10.9	14.4	19.5	23.0	27.7	28.3	57.3	84.6	106.0
_{YoY}	104%	130%	104%	65%	10%	3%	60%	153%	2%	103%	48%	25%
_{QoQ}	98%	44%	-24%	-24%	32%	35%	18%	20%				
배리어 코팅 필름	9.1	12.8	6.8	3.6	8.3	13.1	15.2	18.9	12.3	32.3	55.5	70.0
도광판	2.8	4.9	6.2	6.5	4.9	5.2	6.3	7.8	8.5	20.2	24.2	31.0
기타 기능성 필름	1.3	1.2	1.4	0.9	1.3	1.2	1.4	0.9	7.5	4.7	4.9	5.1
매출총이익	3.1	3.6	2.7	2.4	3.3	4.6	5.6	7.4	2.9	11.8	20.9	29.8
영업이익	2.0	2.6	1.6	1.0	2.1	3.0	3.6	4.8	-0.8	7.3	13.5	20.9
_{YoY}	흑전 5623%	흑전	4%	14%	122%	388%	적자지속	흑자전환		86%	54%	
_{QoQ}	흑전 28%	-38%	-39%	116%	39%	21%	34%					
세전이익	1.7	2.2	1.8	0.2	1.9	2.8	3.4	4.6	-2.3	5.9	12.7	19.9
당기순이익	1.4	2.7	1.7	0.1	1.7	2.4	2.9	3.9	-2.3	5.9	11.0	16.2
수익성												
매출총이익률	24%	19%	19%	22%	23%	23%	25%	27%	10%	21%	25%	28%
영업이익률	16%	14%	11%	9%	15%	15%	16%	17%	-3%	13%	16%	20%
세전이익률	13%	12%	12%	1%	13%	14%	15%	17%	-8%	10%	15%	19%
순이익률	11%	14%	12%	1%	12%	13%	13%	14%	-8%	10%	13%	15%
부문별 매출비중												
배리어 코팅 필름	69%	68%	48%	33%	57%	67%	66%	68%	43%	56%	66%	66%
도광판	21%	26%	43%	59%	34%	27%	28%	28%	30%	35%	29%	29%
기타 기능성 필름	10%	6%	10%	8%	9%	6%	6%	3%	27%	8%	6%	5%

자료: 키움증권 추정

아이컴포넌트 연간 실적추이 및 전망



자료: 키움증권 추정

손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	283	573	847	1,063	1,322
매출원가	253	454	637	761	940
매출총이익	29	118	210	302	382
판매비및일반관리비	38	45	73	89	107
영업이익(보고)	-8	73	137	213	275
영업이익(핵심)	-8	73	137	213	275
영업외손익	-14	-14	-8	-10	-28
이자수익	1	0	0	1	1
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	1	10	0	0	0
이자비용	13	14	13	13	13
외환손실	0	4	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타	-1	0	0	0	0
기타	-1	-7	5	2	-16
법인세차감전이익	-23	59	129	203	247
법인세비용	1	0	17	38	54
우회법인세율 (%)	-2.4%	-0.2%	13.6%	18.5%	22.0%
당기순이익	-23	59	111	165	193
지배주주지분순이익(억원)	-23	59	111	165	193
EBITDA	37	129	189	262	322
현금순이익(CashEarnings)	22	115	164	215	240
수정당기순이익	-22	59	111	165	193
증감율(%), YoY					
매출액	1.6	102.5	48.0	25.4	24.4
영업이익(보고)	N/A	N/A	87.7	55.8	29.2
영업이익(핵심)	N/A	N/A	87.7	55.8	29.2
EBITDA	42.7	245.6	47.3	38.4	22.9
지배주주 당기순이익	N/A	N/A	88.0	48.7	16.4
EPS	N/A	N/A	87.3	48.7	16.4
수정순이익	N/A	N/A	88.6	48.7	16.4

대차대조표

12월 결산, IFRS별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	171	228	328	496	696
현금및현금성자산	52	81	115	235	371
유동금융자산	0	6	9	11	14
매출채권및유동채권	47	70	106	133	165
재고자산	72	71	91	106	132
기타유동비금융자산	0	0	8	11	13
비유동자산	364	375	370	369	375
장기매출채권및기타	3	2	8	11	13
투자자산	0	1	2	3	3
유형자산	308	325	325	329	337
무형자산	50	43	31	22	17
기타비유동자산	3	4	4	4	4
자산총계	536	604	698	864	1,071
유동부채	199	251	236	244	267
매입채무및기타유동채무	18	30	34	41	53
단기차입금	108	109	60	40	28
유동성장기차입금	73	112	142	162	185
기타유동부채	0	0	1	1	1
비유동부채	71	24	29	32	37
장기매입채무및비유동채무	10	11	17	21	26
사채및장기차입금	48	2	2	2	2
기타비유동부채	13	11	9	8	8
부채총계	270	275	265	276	303
자본금	33	34	34	34	34
주식발행초과금	199	213	213	213	213
이익잉여금	8	65	170	325	504
기타자본	25	16	16	16	16
자본총계	266	329	434	589	768
지분법적용자본총계	266	329	434	589	768
순차입금	177	136	80	-42	-171
총차입금	229	223	204	204	215

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	23	110	100	166	187
당기순이익	-23	59	111	165	193
감가상각비	27	35	40	40	42
무형자산상각비	18	21	12	9	5
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-8	-24	-59	-36	-46
기타	9	18	-6	-12	-7
투자활동현금흐름	-17	-73	-44	-48	-54
투자자산의 처분	4	-4	-4	-3	-3
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-9	-51	-40	-45	-50
무형자산의 처분	-21	-22	0	0	0
기타	8	4	0	0	0
재무활동현금흐름	7	-7	-27	-11	-3
단기차입금의 증가	-33	-11	-49	-20	-12
장기차입금의 증가	-13	0	30	20	23
자본의 증가	51	3	0	0	0
배당금지급	0	0	-7	-10	-13
기타	2	1	-1	-1	-1
현금및현금성자산의순증가	13	29	29	107	130
기초현금및현금성자산	39	52	81	109	217
기말현금및현금성자산	52	81	109	217	347
Gross Cash Flow	31	133	158	202	233
Op Free Cash Flow	0	32	58	130	166

투자지표

12월 결산, IFRS별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-369	879	1,647	2,450	2,851
BPS	3,986	4,870	6,418	8,719	11,371
주당EBITDA	587	1,910	2,803	3,880	4,769
CFPS	353	1,708	2,426	3,177	3,547
DPS	0	100	150	200	300
주가배수(배)					
PER	-44.6	15.5	12.1	8.1	7.0
PBR	4.1	2.8	3.1	2.3	1.8
EV/EBITDA	34.2	8.2	5.3	3.3	2.3
PCFR	46.7	8.0	5.6	4.3	3.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	-3.0	12.7	16.1	20.0	20.8
영업이익률(핵심)	-3.0	12.7	16.1	20.0	20.8
EBITDA margin	13.2	22.5	22.3	24.7	24.4
순이익률	-8.3	10.3	13.1	15.6	14.6
자기자본이익률(ROE)	-9.4	19.9	29.2	32.4	28.4
투하자본이익률(ROIC)	-1.9	15.8	21.0	30.3	37.4
안정성(%)					
부채비율	101.7	83.5	61.1	46.8	39.5
순차입금비율	66.7	41.5	18.5	-7.1	-22.2
이자보상배율(배)	N/A	5.3	10.4	16.8	20.9
활동성(배)					
매출채권회전율	5.6	9.8	9.6	8.9	8.9
재고자산회전율	4.3	8.0	10.4	10.8	11.1
매입채무회전율	19.0	23.5	26.4	28.4	28.2

엘티씨(170920)



Buy(Maintain)

주가(4/15) 11,600원**목표주가 18,000원**

엘티씨는 주력인 박리액의 지속적인 판가인 하와 중국시장 진출 지연 등으로 실적 부진을 겪고 있다. 하지만 신제품 개발역량을 지속적으로 높여가고 있어 성장잠재력 자체가 훼손된 것은 아니다. 16년부터 전방산업이 LCD 중심에서 OLED와 반도체로 다변화될 것으로 예상된다. 고부가 신규소재 시장에 진출함으로써 실적은 회복국면에 진입할 수 있을 것으로 판단한다. 이에 따라 중장기적 관점에서 현재의 실적 부진 기간을 비중확대의 기회로 활용하는 전략이 유효할 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSDAQ (4/15)	695.62pt
시가총액	792억원
52주 주가동향	최고가 최저가 17,650원 10,000원
최고/최저가 대비 등락	-34.56% 15.50%
주가수익률	절대 상대 1M 6.5% 6M -14.8% 1Y -29.6%
	6.1% -17.8% -30.4%

Company Data

발행주식수	6,830천주
일평균 거래량(3M)	11천주
외국인 지분율	1.04%
배당수익률(16.E)	0.92%
BPS(16.E)	13,202원
주요 주주	최호성 39.2%

Price Trend



신제품 사업화 여부가 관건

>>> 전방산업 다각화 시도

엘티씨의 주력 아이템인 디스플레이 공정용 박리액은 고객사 내 점유율이 80%에 달해 추가적인 MS 상승을 기대하기 어렵다. 이 때문에 사업 아이템 다각화 또는 고객기반 확대가 지속가능한 성장을 위한 전략적 과제다. 엘티씨는 지난 3년간 이를 위한 노력을 기울여왔고, 과도기에 실적 부진을 겪었다. 그러나 16년부터는 성과가 나타날 것으로 예상한다.

>>> 신규사업 16년부터 실적기여 본격화

전방산업이 LCD 중심에서 OLED 및 반도체로 확대될 전망이다. 15년 상반기에 인수한 LTCAM을 통해 반도체 용 슬러리 및 세정액 시장에 진출했고, 16년부터는 본격적인 점유율 확대가 이루어질 것으로 예상한다. 또한 3년여간 개발해 온 OLED용 신규 소재 개발이 마무리 단계인 것으로 파악되며, 16년 하반기부터 실적기여가 본격화할 전망이다.

>>> 성장잠재력 큰 소재기업

실적은 16년 하반기부터 개선추세에 들어서고, 17년에는 본격적인 성장기에 진입할 것으로 판단한다. 신규 아이템은 수입의존도가 높은 소재의 국산화를 컨셉으로 하고 있다. 원가절감 및 밀착형 개발대응이 가능하기 때문에 시장진입에 성공할 경우 빠른 점유율 확대가 가능할 것으로 예상한다. 동사에 대한 목표주가 '18,000원'과 투자의견 'Buy'를 유지한다.

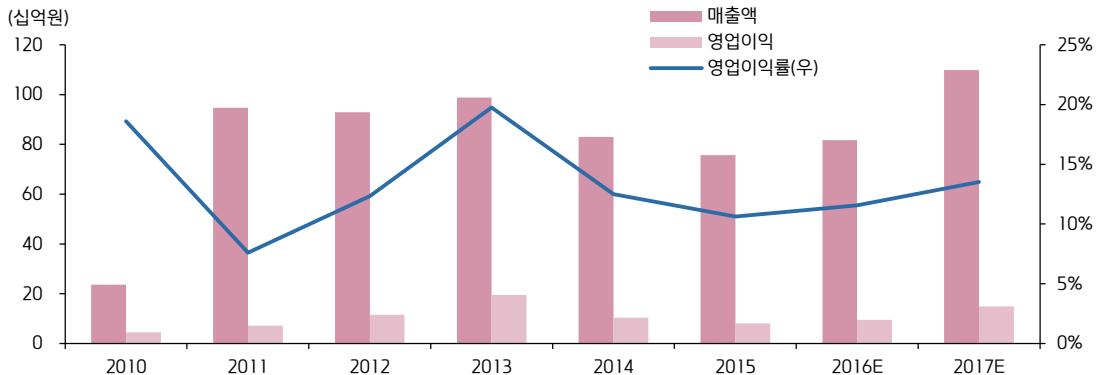
투자지표(IFRS 연결기준)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	831	764	818	1,098	1,267
매출총이익(억원)	213	226	194	279	387
영업이익(억원)	104	80	95	148	247
EBITDA(억원)	132	126	137	195	297
세전이익(억원)	118	81	91	144	252
순이익(억원)	96	65	72	116	252
자배주주지분순이익(억원)	96	76	72	104	252
EPS(원)	1,449	1,116	1,061	1,523	3,695
증감율(%YoY)	-52.9	-23.0	-4.9	43.6	142.6
PER(배)	10.0	11.7	10.9	7.6	3.1
PBR(배)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA(배)	4.4	5.9	7.0	4.9	2.3
매출총이익률(%)	25.6	29.6	23.7	25.4	30.6
영업이익률(%)	12.5	10.5	11.6	13.5	19.5
ROE(%)	12.6	7.9	8.2	11.9	22.0
순부채비율(%)	-50.7	-1.4	-1.9	-3.3	-16.0

엘티씨 분기별 실적전망 (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	17.2	18.6	21.7	18.2	17.2	21.1	22.5	21.1	83.1	75.7	81.8	109.8
박리액	14.9	14.0	18.6	15.4	14.2	15.6	17.0	15.2	72.6	62.9	62.0	60.3
나노세라믹 소재		0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		0.2	0.8	1.9
기타	2.3	4.5	3.1	2.6	2.8	5.3	5.3	5.7	10.5	12.6	19.0	47.6
매출총이익	4.7	5.3	7.8	4.8	2.7	4.2	6.3	6.1	21.0	22.6	19.4	27.9
영업이익	1.7	1.7	4.1	0.6	0.5	1.5	3.7	3.8	10.4	8.0	9.5	14.8
세전이익	1.9	1.6	5.1	-0.6	0.4	1.4	3.6	3.7	11.8	8.1	9.1	14.4
순이익	1.6	1.3	3.9	-0.2	0.3	1.1	2.9	2.9	9.6	6.5	7.2	11.6
수익성												
매출총이익률	27.1%	28.4%	36.1%	26.5%	15.8%	20.0%	27.9%	29.2%	25.3%	29.9%	23.7%	25.4%
영업이익률	9.9%	9.0%	18.7%	3.4%	2.6%	7.3%	16.5%	17.9%	12.5%	10.6%	11.6%	13.5%
순이익률	11.1%	8.9%	23.5%	-3.2%	2.1%	6.8%	16.0%	17.4%	14.2%	10.7%	11.1%	13.2%
제품별 매출비중												
박리액	86.6%	75.6%	85.6%	84.6%	83.0%	74.1%	75.6%	72.0%	87.4%	83.1%	75.8%	54.9%
나노세라믹 소재	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	0.0%	0.2%	1.0%	1.7%
기타	13.4%	24.4%	14.4%	14.5%	16.2%	25.0%	23.4%	26.9%	12.6%	16.7%	23.2%	43.4%

자료: 기움증권 추정

엘티씨 연간 실적추이 및 전망



자료: 기움증권 추정

손익계산서

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	831	764	818	1,098	1,267
매출원가	618	538	624	820	880
매출총이익	213	226	194	279	387
판매비및일반관리비	109	146	99	130	140
영업이익(보고)	104	80	95	148	247
영업이익(핵심)	104	80	95	148	247
영업외손익	14	0	-4	-4	5
이자수익	8	3	4	4	10
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	13	15	8	8	0
이자비용	0	7	0	0	0
외환손실	9	5	20	20	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타	0	-1	0	0	0
기타	1	-4	4	4	-5
법인세차감전이익	118	81	91	144	252
법인세비용	22	16	18	29	57
우회법인세율 (%)	18.7%	19.8%	20.0%	20.0%	22.5%
당기순이익	96	65	72	116	252
지배주주지분순이익(억원)	96	76	72	104	252
EBITDA	132	126	137	195	297
현금순이익(Cash Earnings)	124	110	115	162	302
수정당기순이익	96	66	72	116	252
증감율(%), YoY					
매출액	-15.9	-8.0	7.0	34.3	15.3
영업이익(보고)	-46.8	-22.5	17.5	57.0	66.7
영업이익(핵심)	-46.8	-22.5	17.5	57.0	66.7
EBITDA	-40.3	-4.8	8.8	42.0	52.3
지배주주 당기순이익	-44.2	-20.4	-4.9	43.6	142.6
EPS	-52.9	-23.0	-4.9	43.6	142.6
수정순이익	-44.2	-31.5	10.5	59.5	118.4

현금흐름표

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	71	103	116	128	281
당기순이익	96	65	72	116	252
감가상각비	27	38	35	40	43
무형자산상각비	2	8	7	7	6
외환손익	-2	-3	12	12	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-53	-21	-6	-34	-20
기타	2	16	-5	-12	0
투자활동현금흐름	-109	-90	-109	-136	-122
투자자산의 처분	-10	105	-8	-44	-26
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-97	-183	-100	-91	-95
무형자산의 처분	-2	-11	0	0	0
기타	0	-1	0	-2	-1
재무활동현금흐름	-1	52	-7	-2	-6
단기차입금의 증가	23	105	0	0	0
장기차입금의 증가	0	-45	0	0	0
자본의 증가	6	0	0	0	0
배당금지급	-10	-10	-10	-8	-10
기타	-20	1	3	6	4
현금및현금성자산의 순증가	-34	72	1	-10	153
기초현금및현금성자산	185	151	223	224	214
기말현금및현금성자산	151	223	224	214	368
Gross Cash Flow	124	124	122	162	302
Op Free Cash Flow	-40	-105	12	37	126

대차대조표

	(단위: 억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	564	452	469	543	747
현금및현금성자산	151	223	224	214	368
유동금융자산	282	71	76	102	117
매출채권및유동채권	96	111	119	160	185
재고자산	34	47	50	67	77
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	329	783	845	916	978
장기매출채권및기타	9	19	21	28	32
투자자산	27	48	52	69	80
유형자산	258	545	610	662	714
무형자산	32	165	158	151	144
기타비유동자산	3	5	5	7	8
자산총계	893	1,235	1,314	1,459	1,724
유동부채	88	287	293	324	342
매입채무및기타유동채무	48	75	81	108	125
단기차입금	28	203	203	203	203
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	11	9	9	12	14
비유동부채	7	102	105	112	117
장기매입채무및비유동채무	1	1	2	2	2
사채및장기차입금	0	80	80	80	80
기타비유동부채	7	21	24	30	34
부채총계	95	389	398	436	459
자본금	34	34	34	34	34
주식발행초과금	352	352	352	352	352
이익잉여금	427	492	555	651	894
기타자본	-15	-39	-39	-39	-39
지배주주지분자본총계	798	839	902	998	1,241
비자매주주지분자본총계	0	7	14	26	25
자본총계	798	846	916	1,023	1,266
순차입금	-405	-11	-17	-33	-202
총차입금	28	283	283	283	283

투자지표

	(단위: 원, 배, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,449	1,116	1,061	1,523	3,695
BPS	11,685	12,286	13,202	14,610	18,162
주당EBITDA	2,004	1,846	2,009	2,853	4,346
CFPS	1,882	1,616	1,686	2,372	4,417
DPS	150	150	120	150	180
주가배수(배)					
PER	10.0	11.7	10.9	7.6	3.1
PBR	1.2	1.1	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA	4.4	5.9	7.0	4.9	2.3
PCFR	7.7	8.1	7.8	5.5	3.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.5	10.5	11.6	13.5	19.5
영업이익률(핵심)	12.5	10.5	11.6	13.5	19.5
EBITDA margin	15.9	16.5	16.8	17.7	23.4
순이익률	11.5	8.5	8.9	10.5	19.9
자기자본이익률(ROE)	12.6	7.9	8.2	11.9	22.0
투자자본이익률(ROIC)	27.2	11.5	9.6	13.4	20.6
안정성(%)					
부채비율	11.9	45.9	43.5	42.6	36.2
순차입금비율	-50.7	-1.4	-1.9	-3.3	-16.0
이자보상배율(배)	527.1	11.5	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	10.4	7.4	7.1	7.9	7.4
재고자산회전율	25.7	18.9	17.0	18.8	17.6
매입채무회전율	16.0	12.3	10.5	11.6	10.9

투자의견 변동내역 (2개년)

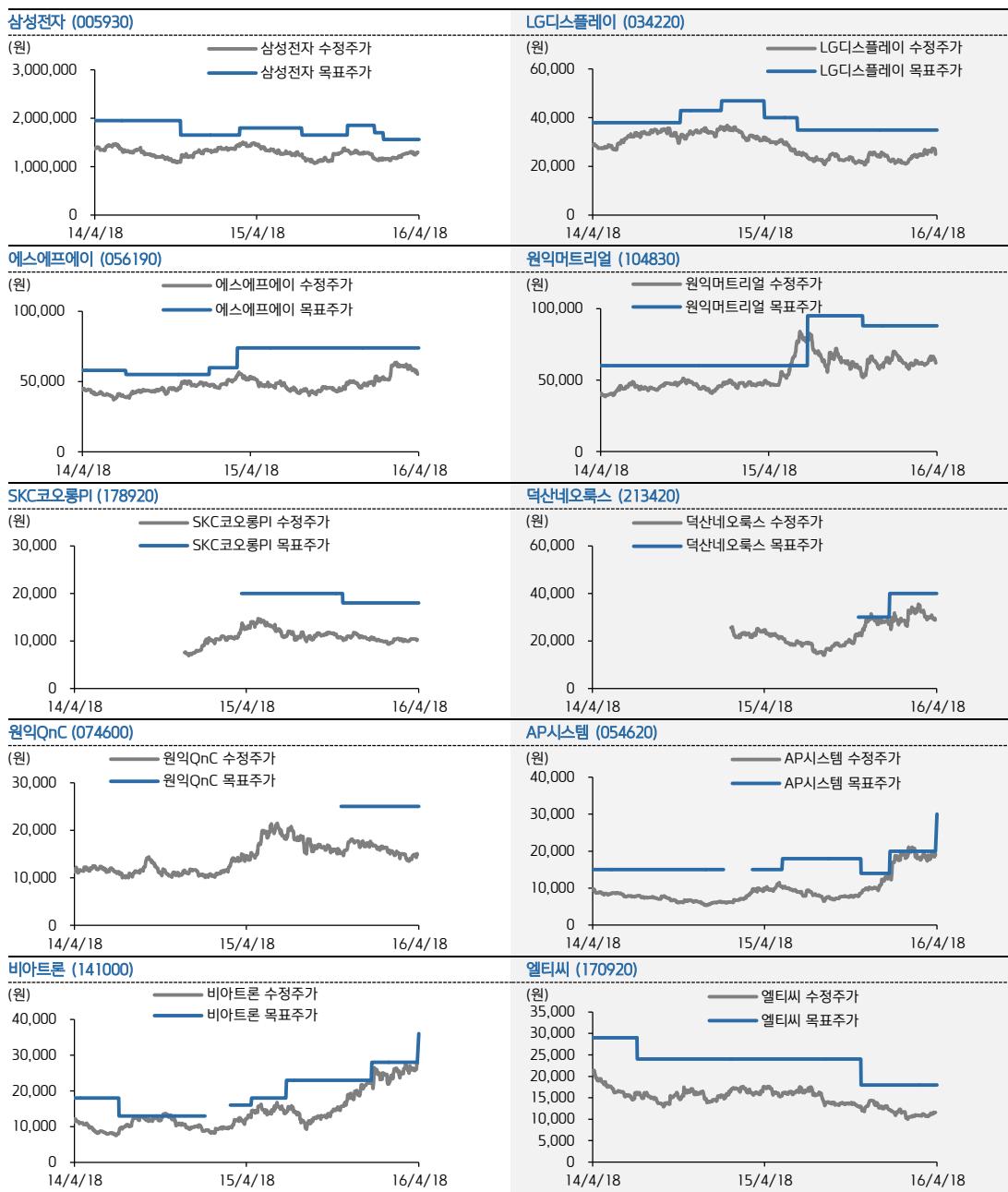
종목명	일자	투자의견	목표주가	종목명	일자	투자의견	목표주가
삼성전자 (005930)	2014/01/02	BUY(Maintain)	1,950,000원	LG디스플레이 (034220)	2014/04/07	BUY(Maintain)	38,000원
	2014/10/31	BUY(Reinitiate)	1,650,000원		2014/04/24	BUY(Maintain)	38,000원
	2015/01/19	BUY(Maintain)	1,650,000원		2014/06/16	BUY(Maintain)	38,000원
	2015/01/31	BUY(Maintain)	1,650,000원		2014/06/23	BUY(Maintain)	38,000원
	2015/03/11	BUY(Maintain)	1,800,000원		2014/07/22	Outperform(Downgrade)	38,000원
	2015/04/20	BUY(Maintain)	1,800,000원		2014/07/24	Outperform(Maintain)	38,000원
	2015/04/30	BUY(Maintain)	1,800,000원		2014/10/10	BUY(Upgrade)	43,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	1,800,000원		2014/10/23	BUY(Maintain)	43,000원
	2015/07/14	BUY(Maintain)	1,800,000원		2014/12/17	BUY(Maintain)	43,000원
	2015/07/31	BUY(Maintain)	1,650,000원		2015/01/19	BUY(Maintain)	47,000원
	2015/09/08	BUY(Maintain)	1,650,000원		2015/01/29	BUY(Maintain)	47,000원
	2015/10/30	BUY(Maintain)	1,650,000원		2015/04/20	BUY(Maintain)	40,000원
	2015/11/11	BUY(Maintain)	1,850,000원		2015/04/23	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	1,700,000원		2015/06/29	BUY(Maintain)	35,000원
	2016/01/29	BUY(Maintain)	1,560,000원		2015/07/06	BUY(Maintain)	35,000원
	2016/03/08	BUY(Maintain)	1,560,000원		2015/07/14	BUY(Maintain)	35,000원
	2016/04/18	BUY(Maintain)	1,560,000원		2015/07/24	BUY(Maintain)	35,000원
에스에프에이 (056190)	2013/04/08	BUY(Maintain)	80,000원		2015/08/26	BUY(Maintain)	35,000원
	2013/08/22	BUY(Maintain)	80,000원		2015/10/23	BUY(Maintain)	35,000원
	2013/11/18	BUY(Maintain)	65,000원		2015/11/11	BUY(Maintain)	35,000원
	2014/02/14	BUY(Maintain)	58,000원		2015/12/10	BUY(Maintain)	35,000원
	2014/07/22	BUY(Maintain)	55,000원		2016/01/28	BUY(Maintain)	35,000원
	2015/01/22	BUY(Maintain)	60,000원		2016/04/18	BUY(Maintain)	35,000원
	2015/02/13	BUY(Maintain)	60,000원	원익IPS (030530)	2014/01/27	BUY(Maintain)	12,000원
	2015/03/23	BUY(Maintain)	74,000원		2014/03/31	BUY(Maintain)	12,000원
	2015/04/20	BUY(Maintain)	74,000원		2014/07/22	BUY(Maintain)	15,000원
	2015/07/14	BUY(Maintain)	74,000원		2015/04/20	BUY(Maintain)	15,000원
	2015/07/20	BUY(Maintain)	74,000원		2015/07/14	Marketperform(Downgrade)	15,000원
	2015/11/11	BUY(Maintain)	74,000원		2016/01/11	Buy(Upgrade)	15,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	74,000원		2016/04/18	Buy(Maintain)	15,000원
	2016/14/18	BUY(Maintain)	74,000원				
솔브레인 (036830)	2013/07/02	BUY(Maintain)	62,000원				
	2013/08/29	BUY(Maintain)	62,000원				
	2013/11/15	BUY(Maintain)	65,000원				
	2014/01/27	BUY(Maintain)	65,000원				
	2014/03/18	BUY(Maintain)	65,000원				
	2014/07/22	BUY(Maintain)	48,000원				
	2015/01/21	BUY(Maintain)	48,000원				
	2015/04/20	BUY(Maintain)	55,000원				
	2015/07/14	BUY(Maintain)	60,000원				
	2016/01/11	BUY(Maintain)	60,000원				
	2016/04/18	BUY(Maintain)	60,000원				
원익머트리얼 (104830)	2013/06/20	BUY(Maintain)	60,000원				
	2013/11/08	BUY(Maintain)	60,000원				
	2014/01/02	BUY(Maintain)	60,000원				
	2014/01/27	BUY(Maintain)	60,000원				
	2014/06/02	BUY(Maintain)	60,000원				
	2014/07/22	BUY(Maintain)	60,000원				
	2014/09/02	BUY(Maintain)	60,000원				
	2014/12/16	BUY(Maintain)	60,000원				
	2015/04/20	BUY(Maintain)	60,000원				
	2015/05/08	BUY(Maintain)	60,000원				
	2015/07/14	BUY(Maintain)	95,000원				
	2015/11/11	BUY(Maintain)	88,000원				
	2016/01/11	BUY(Maintain)	88,000원				
	2016/04/18	BUY(Maintain)	88,000원				
SKC코오롱PI (178920)	2014/04/08	BUY(Initiate)	20,000원	비아트론 (141000)	2013/04/08	BUY(Initiate)	28,000원
	2014/04/28	BUY(Maintain)	20,000원		2013/07/15	BUY(Maintain)	28,000원
	2015/11/11	BUY(Maintain)	18,000원		2013/11/18	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	18,000원		2014/07/22	BUY(Maintain)	13,000원
당당자변경	2015/11/11	BUY(Maintain)	18,000원		2015/03/23	BUY(Reinitiate)	16,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	18,000원		2015/04/20	BUY(Maintain)	16,000원
	2016/01/26	BUY(Maintain)	18,000원		2015/04/29	BUY(Maintain)	15,000원
	2016/04/18	BUY(Maintain)	18,000원		2015/05/29	BUY(Maintain)	18,000원
					2015/07/14	BUY(Maintain)	18,000원
덕산네오픽스 (213420)	2015/11/11	BUY(Initiate)	30,000원		2015/07/14	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	40,000원		2016/01/11	BUY(Maintain)	28,000원
	2016/04/18	BUY(Maintain)	40,000원		2016/04/18	BUY(Maintain)	36,000원
원익QnC (074600)	2015/11/11	BUY(Initiate)	25,000원	원익IPS (030530)	2015/11/11	BUY(Initiate)	30,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	25,000원		2016/01/11	BUY(Maintain)	40,000원
	2016/04/18	BUY(Maintain)	25,000원		2016/04/18	BUY(Maintain)	25,000원

투자의견 변동내역 (2개년)

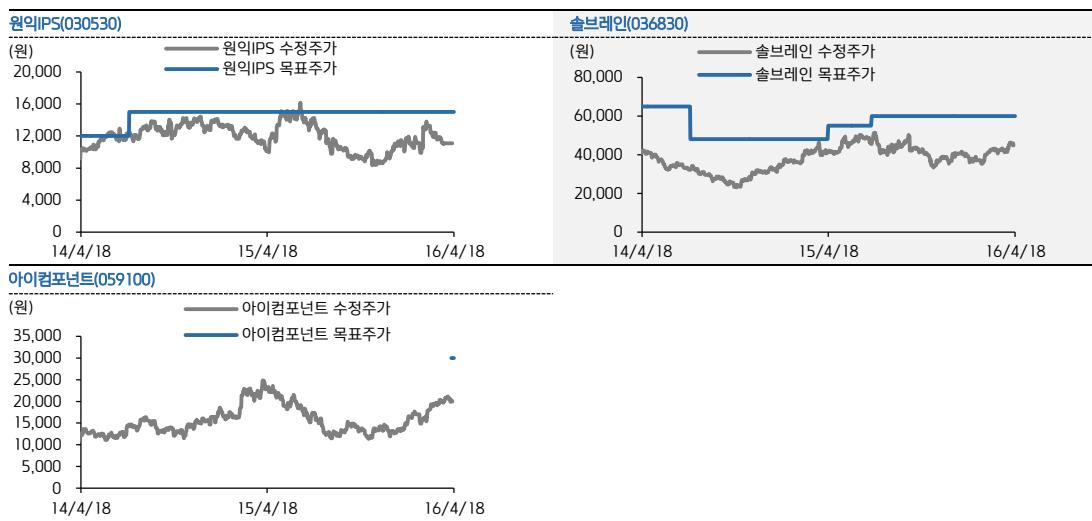
종목명	일자	투자의견	목표주가
아이컴포넌트 (059100)	2016/04/18	BUY(Initiate)	30,000원

종목명	일자	투자의견	목표주가
엘티씨 (170920)	2014/01/27	BUY(Maintain)	29,000원
	2014/07/22	BUY(Maintain)	24,000원
	2014/09/30	BUY(Maintain)	24,000원
	2014/10/27	BUY(Maintain)	24,000원
	2015/03/17	BUY(Maintain)	24,000원
	2015/04/20	BUY(Maintain)	24,000원
	2015/07/14	BUY(Maintain)	24,000원
	2015/11/11	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/01/11	BUY(Maintain)	18,000원
	2016/04/18	BUY(Maintain)	18,000원

목표주가 추이 (2개년)



목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%