

## SK INDUSTRY ANALYSIS

# 원익그룹

## 원익을 보면 3D NAND와 Flexible OLED의 미래가 보인다

IT총괄/반도체/디스플레이. 김영우 | 3773-9244, hermes@sk.com  
통신/지주/인터넷/게임. 최관순 | 3773-8812, ks1.choi@sk.com  
휴대폰/전기전자/통신장비. 박형우 | 3773-8889, hyungwou@sk.com  
스물캡. 이지훈 | 3773-8880, sa75you@sk.com  
R.A. 나승두 | 3773-8891, nsdoo@sk.com  
R.A. 홍승일 | 3773-8889, seungil@sk.com

WONIK  
Semiconductor

WONIK HOLDINGS

WONIK IPS

WONIK MATERIALS

WONIK QnC  
Quartz & Ceramics

# SK INDUSTRY Analysis



## Analyst

**김영우**  
(반도체/디스플레이)

hermes@sk.com  
02-3773-9244

## Analyst

**최관순**  
(통신/지주/인터넷)

ks1.choi@sk.com  
02-3773-8812

## Analyst

**박형우**  
(휴대폰/전기전자)

hyungwou@sk.com  
02-3773-8889

## Analyst

**이지훈**  
(스몰캡/기계)

sa75you@sk.com  
02-3773-8880

## 나승두

(스몰캡/RA)

nsdoo@sk.com  
02-3773-8891

## 홍승일

(IT/RA)

seungil@sk.com  
02-3773-8889

## IT

### 원익을 보면 3D NAND와 Flexible OLED의 미래가 보인다

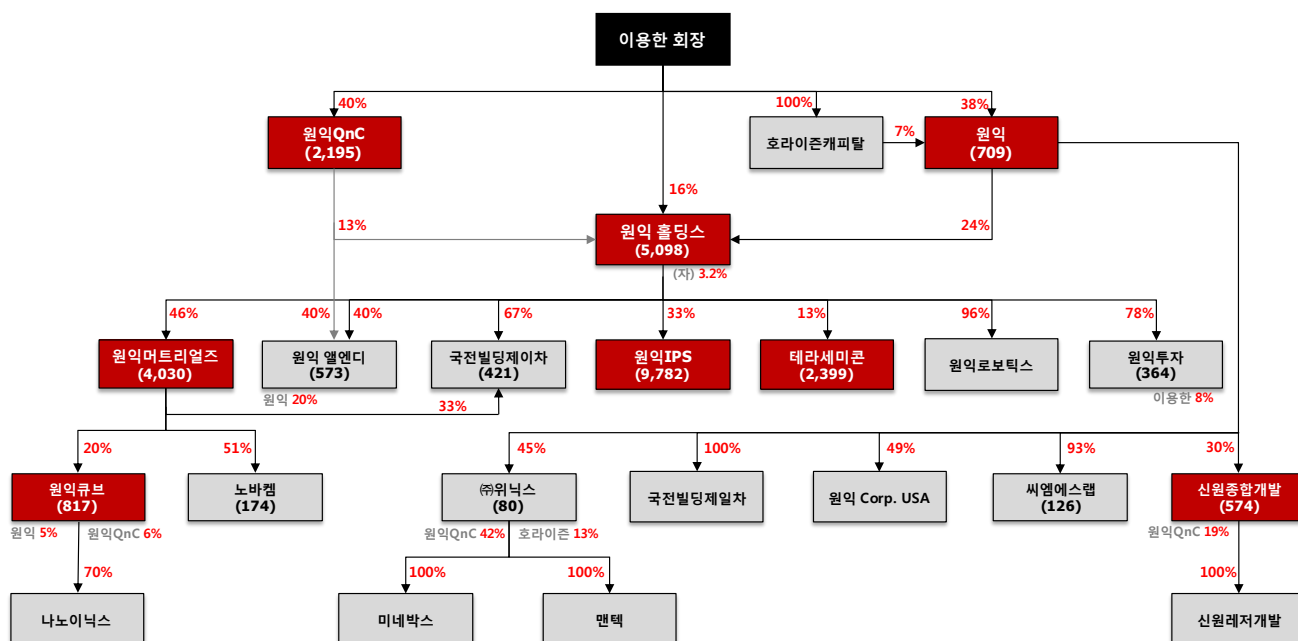
글로벌 IT 산업은 3D NAND와 Flexible OLED의 Super Cycle에 돌입했다고 판단합니다. 따라서 국내 반도체/디스플레이 산업에서 가장 큰 장비사와 핵심 소재사를 보유 중인 원익그룹을 조명해 보았습니다. 원익그룹은 전자계열사를 중심으로 지속적으로 성장 중이고, 최근에는 원익홀딩스의 지주회사 전환이 이루어지고 있습니다. 지주회사 전환 이후에는 안정적인 경영권을 바탕으로 계열사간 시너지 발생을 전망합니다.

### 32개 관계회사(상장사 8개)로 이루어진 원익그룹

원익그룹은 반도체와 디스플레이, 태양전지에 사용되는 장비/소재 제조업을 비롯하여 건설, 무역, 헬스케어, 금융업 등을 영위하고 있고, 각 분야에서 지속적으로 성장 중이다. 최근에는 원익홀딩스를 중심으로 지주회사 전환이 이루어지고 있다. 지주회사 전환 이후 안정적인 경영권을 바탕으로 계열사간 시너지 발생이 기대된다.

### 3D NAND와 Flexible OLED의 Super Cycle은 원익그룹에 강력한 호재

삼성전자는 DRAM 시장에서 압도적인 기술적 우위를 바탕으로, 가장 부가가치가 높은 Mobile DRAM 시장에서 시장점유율 60%를 돌파했다. 경쟁사와의 기술격차는 2년 이상으로 벌어졌고, 영업이익률은 비교할 대상이 없다. 이러한 삼성의 독주 체제는 NAND 산업에서도 과감한 3D NAND 투자를 앞세워 다시 한 번 재현될 전망이다. 또한 삼성전자는 Flexible OLED 산업에서도 대규모 증설을 진행 중이다. 이미 2017년 Apple iPhone의 Flexible OLED 채택은 지난해에 확정되었고, 올해부터 삼성디스플레이는 계약된 물량을 공급하기 위한 6세대 Flexible OLED 투자를 진행 중이다. Apple의 신제품 출시 스케줄과 약속한 물량을 반드시 충족시켜야만 하기 때문에, 시장의 우려와 달리 투자계획 및 장비반입 일정에 대한 변화는 없어 보인다. 이러한 삼성전자의 공격적인 투자 일정에 따라 3D NAND와 Flexible OLED 생산 장비와 소재 핵심 벤더들을 다수 보유하고 있는 원익 그룹의 수혜를 전망한다.



# Contents

1. 32 개 관계회사(상장사 8 개)로 이루어진 원익그룹	3
2. 3D NAND 와 Flexible OLED 의 Super Cycle	5
3. 개별기업	11
- 원익홀딩스	
- 원익 IPS	
- 원익머트리얼즈	
- 원익 QnC	

## Compliance Notice

• 작성자(김영우, 최관순, 이지훈, 박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

• 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

• 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

• 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

• 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

• 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 22 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 32 개 관계회사(상장사 8 개)로 이루어진 원익그룹

원익그룹은 반도체, 디스플레이, 건설, 무역, 헬스케어, 전자부품 분야에서 성장 중

원익그룹은 반도체와 디스플레이, 태양전지에 사용되는 핵심장비 및 특수가스 제조를 비롯하여 건설, 무역, 헬스케어, 금융업 등을 영위하고 있다. 반도체와 디스플레이 분야(원익 IPS, 원익 QnC, 원익머트리얼즈, 테라세미콘, 원익홀딩스)에서는 국내 최고수준의 기술력을 기반으로 제품 및 고객사 다변화가 진행되고 있다. 그 밖에 건설(신원종합개발, 신원레저개발, 원익엘앤디), 무역(원익, 원익큐브), 헬스케어(원익, CMS 랩), 금융(원익투자파트너스), 전자부품(위닉스, 원익로보틱스) 등 다양한 분야에서 지속적인 성장을 이룩하고 있다. 최근 원익홀딩스를 중심으로 지주회사 전환을 앞두고 있는데 지주회사 전환 이후 안정적인 경영권을 바탕으로 계열사간 시너지 발생이 기대된다.

원익그룹의 주요 고객사인 삼성전자는 반도체와 디스플레이 시장에서 대규모 투자를 단행할 것으로 전망한다. 그리고 삼성전자의 공격적인 투자 일정에 따라 3D NAND와 Flexible OLED 생산 장비/소재 핵심 벤더들을 다수 보유하고 있는 원익 그룹의 수혜를 전망한다.

### 원익그룹 주요 계열사 사업영역

주요 계열사	사업영역
원익 홀딩스	반도체 / Display / Solar cell에 사용되는 가스 공급 장치 생산 (GAS Supply System, Gas Purifier Unit, Precursor Supply System)
원익 IPS	반도체 / Display / 태양전지에 사용되는 전 공정 핵심 장비 생산 (2016.04.01 원익홀딩스에서 분할)
테라세미콘	반도체 / Display / 태양전지 제조에 사용되는 장비, 재료 부품 제조
원익머트리얼즈	반도체 / Display / AMOLED 및 일반산업용 가스의 충전, 제조, 정제 및 판매
원익 투자파트너스 (비상장)	벤처투자펀드 및 PEF를 결성/운영하는 창업투자회사
원익 로보틱스 (비상장)	로봇 H/W(견마 로봇, 로봇 이동체, 로봇 손) 및 로봇 S/W를 제작하는 업체
원익 QnC	반도체 제조용 석영제품 및 반도체, Display 등의 세라믹제품을 전문 생산
원익	헬스케어부문으로 내시경, 레이저, 초음파진단기 등 첨단 의료장비 수입 및 판매, 통상부문으로는 반도체 원재료와 조명기기 수입 및 판매

자료: DART, SK 증권

원익 그룹 주요계열사 손익 현황

(단위: 억원)

구분	2014	2015	1H16
<b>원익 홀딩스</b>			
매출액	893	1,017	
<b>원익 IPS</b>			
매출액			525
포괄손익			28
<b>테라세미콘</b>			
매출액	716	1,067	412
포괄손익	31	25	18
<b>원익머트리얼즈</b>			
매출액	1,452	1,925	890
포괄손익	191	224	115
<b>원익 투자파트너스 (비상장)</b>			
매출액	64	58	20
포괄손익	-16	26	-45
<b>원익 로보틱스 (비상장)</b>			
매출액	8	5	2
포괄손익	-	-17	-4
<b>원익 QnC</b>			
매출액	885	1,062	512
포괄손익	76	137	75
<b>원익</b>			
매출액	407	331	187
포괄손익	-82	-107	-1

자료: DART, SK 증권

주: 별도기준. 원익홀딩스는 TGS 부문의 실적만 해당

## 2. 3D NAND 와 Flexible OLED 의 Super Cycle 이란?

### (1) 3D NAND 투자는 공격적으로 진행될 수 밖에 없다

삼성전자는 48 단 3D NAND 를  
양산하는 유일한 업체, 절대적  
공급부족 타개 위해 공격적 투자

삼성전자는 압도적인 기술적 우위를 바탕으로, DRAM 중 가장 부가가치가 높은 Mobile DRAM 시장에서 시장점유율 60%를 돌파하였다. SK Hynix 와 Micron 등 경쟁사들이 2z nm 에 안착하지 못하고 있는데 반해, 삼성전자는 2017 년에 1y nm DRAM 을 양산할 준비도 하고 있다. 경쟁사와의 기술격차는 2 년 이상으로, 영업이익률은 비교할 대상이 없다. 이러한 삼성의 독주체제는 3D NAND 에서 다시 한 번 재현될 수 있을 전망이다. 경쟁사들이 로드맵과 시제품만 반복적으로 보여주고 있는데 반해, 삼성전자만이 48 단 3D NAND 를 대단히 성공적으로 양산하고 있는 것이다. 3D NAND 는 압도적인 원가 절감이 가능하기 때문에, 시장에서의 수요가 그야말로 폭발하고 있다. 따라서, 삼성전자는 공급부족 타개를 위한 공격적 투자를 진행하고 있다.

48 단 3D NAND 영업이익률은  
이미 40%를 초과하고 있으며,  
2017 년 64 단 3D NAND 시대  
주도하려는 선제적 투자 이어질 것

경쟁사들은 만들어내지도 못하는 48 단 3D NAND 에서, 삼성전자는 이미 40%가 넘는 영업이익률을 달성하고 있다. 이러한 양산경험을 바탕으로, 삼성전자는 2017 년 64 단 TLC/QLC 3D NAND 를 양산할 준비를 하고 있다. 64 단 3D NAND 의 수율이 높아지게 되면, 1GB 당 가격은 1 Cent 로 하락하게 된다. 이는 하드디스크(HDD) 시대의 종언을 의미한다. 경쟁사가 단기에 진입할 수 없는 황금 시장을 독점할 수 있는 절호의 기회가 삼성전자 앞에 펼쳐져 있다. 2017 년에는 64 단 3D NAND 의 황금기가 도래하게 될 것이며, 삼성전자는 선제적이고 과감한 투자를 하지 않을 이유가 없다.

삼성전자는 3D NAND에서의 압도적인 기술 경쟁력과 수율을 바탕으로 2017 년 공격적 투자 전망

### Samsung 3D Nand Capa: 2016.4Q 195K → 2017.4Q 320K

Factory	Country	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	투자방향
Fab12	Korea	120	120	120	120	120	120	120	120	· 12/16 Line 2D Nand 1y에서 1z로 전환중
Fab 16	Korea	190	190	190	190	180	170	160	150	· 2016년말까지 80K 3D Nand로 전환 · 2017년 2Q 64단 양산
XiAn	China	105	115	115	115	115	115	115	115	· XiAn 115K는 100% 3D Nand로 구성
Fab17	Korea	-	-	-	20	20	40	40	60	· 2017년 하반기 64단 TLC/QLC 양산 · 2017년말 96단 샘플링 가능
Pyeongtaek	Korea	-	-	-	5	15	20	40	65	· 복층구조로 증당 100K 수준 · 64단 수율, 시황에 따른 변경 가능
Total		415	425	425	430	445	455	475	485	* 2016년 3D Capa : 80 (16L) + 115 (XiAn) = 195K + 17L과 평택 소량투입 = 220K * 2017년 신규 3D Capa : 40 (17L) + 60 (평택) = 100K

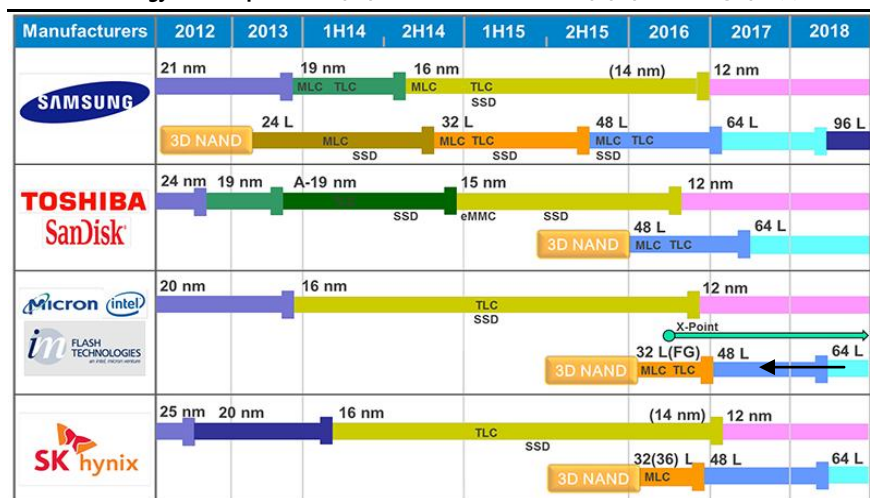
자료 : 삼성전자, SK 증권

**글로벌 경쟁업체들도 64 단 3D NAND 양산 위한 공격적 투자 불가피하나, 낮은 수율로 인해 양산성 및 수익성 모두 확보 어려움**

지난 7 월말, 일본의 Toshiba 는 BiCS (Bit Cost Scalable) 방식의 64 단 3D NAND 샘플을 출하하였다. 양산은 2017 년 2 분기를 타겟으로 하고 있다. 그러나 Toshiba 는 32 단과 48 단에서도 샘플 출하 후 양산성 확보에 실패한 바 있다. 따라서 32 단과 48 단에서 아직 양산제품을 제대로 보여주지 못하고 있는 Toshiba 가, 64 단에서 갑자기 성공할 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 3D NAND 경쟁의 핵심은 적층수가 높은 것도 중요하겠지만, 그보다는 높은 수율이 훨씬 더 중요하다. 64 단 제품을 양산한다고 해도, 수율이 낮은 수준에 머물러 있다면 원가는 떨어지지 않기 때문이다. Toshiba 가 초조할 수 밖에 없는 이유이다. 3D NAND 는 하드디스크(HDD)만 대체하는 것이 아니고, 궁극적으로는 2D NAND 도 대체하게 된다. 따라서 2D NAND 의 강자였지만 3D NAND 에서 존재감을 보여주지 못하고 있는 Toshiba 의 입장에서는, 양산성과 수익성 확보가 어려움에도 불구하고 투자는 어쩔 수 없이 대규모로 진행해야만 할 것이다.

3D NAND 시대가 열리면 오히려 Micron 이 Toshiba 를 제칠 가능성도 있다. 3D NAND 에 적극적인 진입을 노리고 있는 Intel 이 Micron 과의 기술협력을 절실히 원하고 있기 때문이다. Intel 은 중국 칭화유니그룹의 3 대주주이며 (지분율 20%), 칭화유니그룹은 XMC 를 인수했다. 기술력은 없지만 중국내 판매처를 강력하게 확보할 수 있는 칭화유니그룹과 Intel-Micron 진영이 손을 잡게 된다면, NAND 시장에서 새로운 판도가 펼쳐지게 될 가능성도 제기된다. 이미 Micron 은 48 단 양산능력 확보보다는, 2017 년 64 단 3D NAND 양산을 위한 투자를 준비하고 있다. 삼성전자 외에는 아무도 양산성을 확보하지 못했음에도 불구하고, Toshiba 와 Micron 은 2017 년 64 단 3D NAND 양산을 위한 준비를 하지 않을 수 없는 상황으로 몰리고 있는 것이다.

**NAND Technology Roadmap : 삼성전자 약진으로 Toshiba, Micron 의 투자일정도 앞당겨질 것**



자료 : techinsights



### 클라우드 구현 및 빅데이터 분석시 HDD 대비 3D NAND 성능은 비교 불가한 수준



자료 : 삼성전자, SK 증권

### 글로벌 3D NAND 경쟁은 더욱 격화될 전망이며, Tech에 뒤처지는 업체들은 수익성 확보 불가

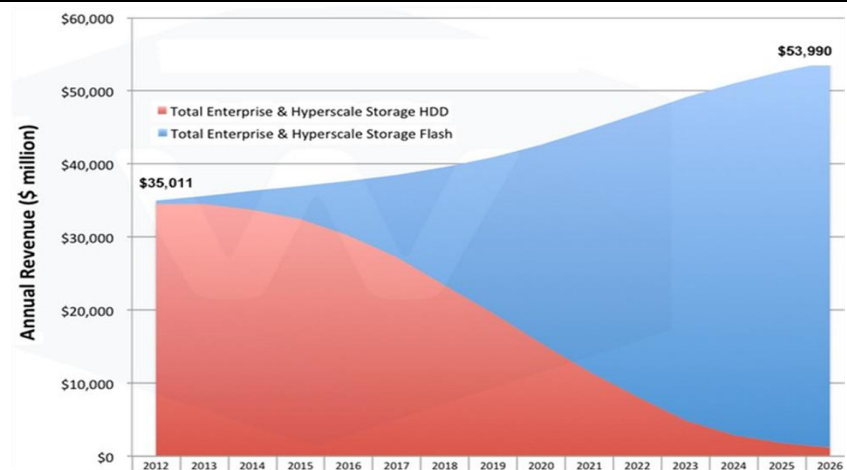
#### NAND Production roadmap (2015~2018 격변기)

3D NAND 집중과 ReRAM 등장  
 - 3D NAND을 위한 높은 Capex 필요  
 - 3D NAND에 128 Layer까지 개발 예정  
 - 64 Layer 3D NAND부터 활용까지 예정  
 - ReRAM은 수직적용 가능 (Vertical ReRAM)  
 (메모리공급업체 ReRAM에 개발이 매우 중요)

2009	35	
2010	28	
2011	22	
2012	19 X 22	
2013	19	
2014	16	5 X 3D <sup>24</sup> lyrs
2015	16	5 X 3D <sup>32</sup> lyrs
2016	14 nm	5 X 3D <sup>48</sup> lyrs
2017	14 nm	5 X 3D <sup>64</sup> lyrs
2018	12 nm	5 X 3D <sup>96</sup> lyrs
2019	16 ReRAM <sup>8</sup> lrs	5 X 3D <sup>128</sup> lyrs
2020	12 ReRAM <sup>8</sup> lrs	5 X 3D <sup>128</sup> lyrs

자료 : ASML, SK 증권

### 3D NAND의 Storage 시장 석권을 위한 공격적 투자는 완전한 초기 국면, 2017년 공격적 투자 경쟁



자료 : 업계자료, SK 증권



## (2) 글로벌 Flexible OLED 투자의 Super Cycle

Apple의 Flexible OLED 채택  
결정으로 삼성의 대규모 투자  
진행중, High-end 스마트폰 시장은  
2018년 OLED 채택비중 100%

2017년 Apple의 Flexible OLED 채택은 이미 지난해에 확정되었고, 올해부터 삼성디스플레이는 계약된 물량을 공급하기 위한 6세대 Flexible OLED 투자를 진행하고 있다. Apple의 신제품 출시 스케줄과 약속한 물량을 반드시 충족시켜야만 하기 때문에, 시장의 우려와 달리 투자계획 및 장비반입 일정에 대한 변화는 전혀 없다. 2018년에는 iPhone의 모든 기종이 Flexible OLED를 채택하게 된다. 따라서 High-end 스마트폰 시장을 양분하는 삼성전자의 Galaxy S/노트 시리즈와 Apple iPhone의 OLED 채택율이 100%가 되는 상징적인 변화가 눈앞에 펼쳐지게 될 것이다.

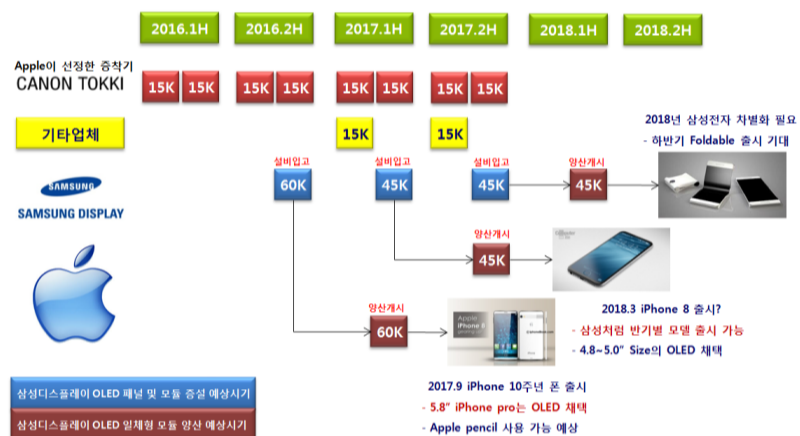
삼성디스플레이의 Tokki 증착장비  
독점으로 경쟁업체들의 High-end  
OLED 시장 진입은 단기 불가능,  
2018년 대규모 투자 불가피

글로벌 디스플레이 패널 업체 가운데, Flexible OLED를 양산하는 기업은 삼성디스플레이가 유일하다. 그리고 이미 Apple의 신제품 라인업에 대해서도 독점적인 공급이 예정되어 있다. 따라서 Apple이 Supply Chain을 다변화하려면, 삼성디스플레이가 양산하는 Flexible OLED 수준에 필적해야만 한다는 중요한 품질 이슈가 발생한다. 이에 대한 최소한의 필요충분조건이, 삼성디스플레이가 양산라인에 채용하고 있는 일본 Tokki의 증착기를 사용해야만 한다는 것이다. 그런데 삼성디스플레이는 이미 Tokki가 2017년까지 생산 가능한 증착기의 83.3% (150K/180K)를 확보해 놓았다. 경쟁업체들이 투자를 하고 싶어도, 본격적인 투자는 2018년에나 가능한 것이다. 따라서 삼성디스플레이는 2019년까지 Apple에 대해서 독점에 가까운 수혜를 누릴 수 있을 것이며, 경쟁사들의 High-end OLED 시장 진입은 사실상 단기에는 불가능하다.

### 삼성그룹은 3세대 Flexible OLED 상용화를 위한 제품 개발에 박차를 가하게 될 것

#### 삼성전자는 2018년 Foldable Phone 출시 전망

2017년까지는 공급능력 절대 부족으로 2018년 하반기 본격 출시될 것



자료 : SK 증권

### Foldable OLED 적용을 통한 Tablet, NotePC의 편의성 강화 및 High-end 시장의 변화도 불가피

Apple 이 Flexible OLED 를 채택하게 되면, 삼성전자의 High-end 스마트폰은 경쟁사와의 차별화 포인트가 사라질 수 있다. 이에 대한 삼성전자의 대책은 2018 년 하반기에 출시를 목표로 하는 Foldable 디바이스 전략이다. 삼성전자는 2-fold, 3-fold 등의 다양한 Foldable OLED 를 적용하여 Tablet 및 Notebook PC 기능의 통합을 추구하게 될 것으로 전망된다. 그리고 이러한 디바이스 구현은 정제된 Tablet 및 Notebook PC 산업에도 새로운 활력소가 되어줄 수 있을 것으로 기대된다. 사실 Apple 도 iPad 와 MacBook 의 성장성 정제로 고민하고 있다. 따라서 High-end 시장에 집중하고 있는 Apple 은 Foldable OLED 에도 관심을 가질 수 밖에 없는 것이다. 아울러 Microsoft 도 중장기적으로 Surface phone 과 Surface book 의 융합을 통해, 스마트 디바이스 시장을 강하게 공략할 수 있는 새로운 Hybrid 디바이스를 만들게 될 것이다.

### 중국은 대형 8K LCD, 중소형은 Flexible OLED 로 적극적인 투자 전략. 단기 장비수급 문제로 2018 년부터 공격적 투자 본격화

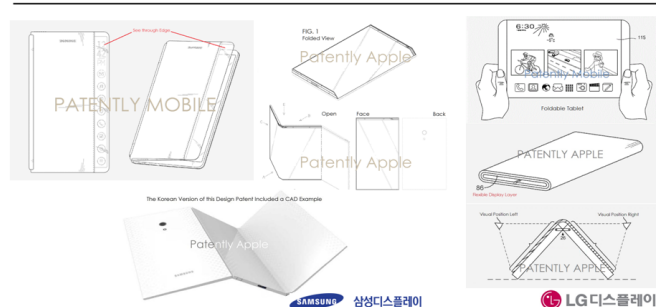
중국은 대형 LCD 에서 지방정부와의 JV 라는 강력한 우회 지원 카드를 통해, 업체들의 투자 부담을 줄이면서 대형 LCD 시장에 안착한 바 있다. 중국은 대형 디스플레이에서는 여전히 10.5G 초대형 LCD Fab 을 통해 65/75 인치 8K TV 등을 드라이브할 것으로 전망되지만, 중소형 디스플레이는 적극적인 Flexible OLED 육성 정책을 펼치게 될 것이다. 특히 중국을 대표하는 BOE 는 향후 중소형 디스플레이는 OLED 에만 투자하겠다고 천명한 바 있다. BOE 는 중국 중소형 패널업체들의 투자여력 및 OLED 기술력이 절대적으로 부족하다고 판단하고 있으며, 적극적인 투자를 통해 중국의 중소형 OLED 시장을 석권하고 Apple 에게도 Flexible OLED 를 공급하겠다는 뚜렷한 목표도 가지고 있다. 따라서, ELA 및 증착기 수급 문제가 해결되는 2018 년부터는 전세계에서 가장 공격적인 OLED 투자가 중국에서 벌어지게 될 것이다.

### 삼성디스플레이와 LG 디스플레이 모두 Foldable OLED 부문에서 치열한 경쟁 예고

#### Apple iPhone과 iPad에서 Foldable OLED 채택 불가피

삼성전자 Foldable 출시후, Apple의 스마트폰과 태블릿 전략은 수정될 것

- 삼성전자는 2018년 Foldable을 새로운 Segment로 들고 나올 가능성 매우 높음 → 스마트폰과 태블릿 PC 시장 격변 예상
- 매년 2.3억대 수준의 iPhone과 5천만대 수준의 iPad를 판매하는 Apple은 Foldable Display에 대한 니즈가 폭발하게 될 것
- 2018년말까지 Foldable Display를 대량 공급할 수 있는 업체는 한국의 삼성디스플레이(SDC)와 LG디스플레이 외에는 없음
- 삼성디스플레이의 공급능력에 Apple의 Foldable 채택에 대한 추가적인 수요 미고려  
+ LG디스플레이 6G Plastic OLED 공급능력 절대 부족 → Apple의 Foldable 제품을 선점하기 위한 공격적 투자 재개 예상



자료 : Patently Apple, Patently Mobile, 삼성디스플레이, LG 디스플레이

OLED 장점 극대화 및 대량 보급 시대를 여는 LG vs. QD 방식의 가성비 높은 삼성의 TV 전쟁

## 중국 : 대형은 초대형 8K LCD, 중소형은 Flexible OLED 적극 투자

2015	CEC Panda : Oxide TFT LCD 8.5G Fab 양산 개시 BOE : 10.5G TFT LCD Fab 투자 발표, 8.5G 추가 증설 CSOT : 8.5G TFT LCD Fab 양산 및 추가 투자	
2016	중국이 LCD TV 최대 소비시장으로 등극 노트북, 모니터, 스마트폰 등 최대 소비시장 등극 CSOT : 10.5G TFT LCD Fab 투자 발표, 삼성 지분 투자	
2017	중국이 대만을 제치고 전세계 2위의 생산설비 확보 6G LTPS LCD/OLED Fab 양산 라인 준공 모바일 분야에서 한국에 대한 맹주격 예상	
2018	BOE : 세계 최초의 10.5G TFT LCD Fab 가동 CSOT : 세계 두번째 10.5G TFT LCD Fab 건물 준공 중국의 6G Flexible OLED 생산 증가	

자료 : BOE, CSOT, CEC Panda, SK 증권

OLED 장점 극대화 및 대량 보급 시대를 여는 LG vs. QD 방식의 가성비 높은 삼성의 TV 전쟁

## BOE : 65" 이상 초대형 8K LCD, 중소형 Flexible OLED 집중

Factory	Location	Gen	Tech	2014.1H	2014.2H	2015.1H	2015.2H	2016.1H	2016.2H	2017.1H	2017.2H	2018.1H	2018.2H	Main Application
B1	Beijing	5	a-Si	86	76	71	71	71	71	71	71	71	71	S&M
B3	Hefei	6	a-Si/Oxide	95	90	90	90	90	90	90	90	90	90	S&M
B4	Beijing	8.5	a-Si	135	135	140	140	140	140	140	140	140	140	TV, IT
B5	Hefei	8.5	a-Si/Oxide	20	98	113	115	115	115	115	115	115	115	TV, IT
B6	Ordos	5.5	LTPS	8	25	27	27	27	27	37	57	60	60	S&M (LCD/AMOLED)
B7	Chengdu	6	LTPS							10	15	25	25	S&M (AMOLED)
B8	Chongqing	8.5	a-Si/Oxide			16	75	110	120	120	120	120	120	TV, IT
B9	Hefei	10.5	a-Si							10	60			TV
B10	Fuzhou	8.5	a-Si							25	60	80	120	TV
B11	Mianyang	8.5	a-Si									20		TV

Factory	Location	Gen	Tech	2014.1H	2014.2H	2015.1H	2015.2H	2016.1H	2016.2H	2017.1H	2017.2H	2018.1H	2018.2H	Main Application
B1	Beijing	5	a-Si	123.0	108.7	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	101.5	S&M
B3	Hefei	6	a-Si/Oxide	256.5	243.0	243.0	243.0	243.0	243.0	243.0	243.0	243.0	243.0	S&M
B4	Beijing	8.5	a-Si	742.5	742.5	770.0	770.0	770.0	770.0	770.0	770.0	770.0	770.0	TV, IT
B5	Hefei	8.5	a-Si/Oxide	110.0	539.0	621.5	632.5	632.5	632.5	632.5	632.5	632.5	632.5	TV, IT
B6	Ordos	5.5	LTPS	0.0	15.6	48.8	52.7	52.7	52.7	72.2	111.2	117.0	117.0	S&M (LCD/AMOLED)
B7	Chengdu	6	LTPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	27.0	40.5	67.5	S&M (AMOLED)
B8	Chongqing	8.5	a-Si/Oxide	0.0	0.0	88.0	412.5	605.0	660.0	660.0	660.0	660.0	660.0	TV, IT
B9	Hefei	10.5	a-Si	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	99.1	594.5	TV
B10	Fuzhou	8.5	a-Si	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	137.5	330.0	440.0	660.0	TV
B11	Mianyang	8.5	a-Si	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	110.0	TV
TOTAL				1232.0	1648.8	1872.8	2212.2	2404.7	2459.7	2616.7	2875.2	3103.6	3956.0	
a-Si				70.3%	51.6%	46.5%	39.4%	36.2%	35.4%	38.6%	41.8%	45.5%	56.5%	
a-Si/Oxide				29.7%	47.4%	50.9%	58.2%	61.6%	62.4%	58.7%	53.4%	49.5%	38.8%	
LTPS				0.0%	0.9%	2.6%	2.4%	2.2%	2.1%	2.8%	4.8%	5.1%	4.7%	
TOTAL				100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	

자료 : IHS, BOE, SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

최관순

ks1.choi@sk.com

02-3773-8812

## Company Data

자본금	196 억원
발행주식수	7,724 만주
자사주	501 만주
액면가	500 원
시가총액	5,098 억원
주요주주	
(주)원익(외13)	26.88%
원익IPS 자사주	12.77%
외국인지분률	11.70%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/09/21)	6,600 원
KOSDAQ	666.64 pt
52주 Beta	1.58
52주 최고가	16,224 원
52주 최저가	6,030 원
60일 평균 거래대금	102 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-15.1%	-11.3%
6개월	-52.4%	-50.4%
12개월	-46.5%	-44.7%

원익홀딩스 (030530/KQ | 매수(신규편입) | T.P 9,600 원(신규편입))

## 자체사업 호조와 지주회사 전환 이후의 그룹 시너지 확대

원익홀딩스는 TGS(Total Gas Solution) 사업을 영위하는 원익그룹의 지주회사이다. 자체사업은 고객사 확대 및 삼성전자 평택공장 매출로 하반기 본격적인 실적개선이 가능할 전망이다. 원익홀딩스는 지주회사 전환 요건을 충족하고 있어 조만간 공식적으로 지주회사로 지정될 예정인데, 지주회사 전환 시 계열사 간 시너지 확대가 예상되며 계열사의 배당금이 개시될 경우 추가적인 기업가치가 상승할 것으로 예상된다.

## 3 분기부터 본격적인 자체사업 턴어라운드

원익홀딩스는 3 분기부터 본격적인 자체사업 턴어라운드를 예상한다. SK 하이닉스향 매출이 본격화되고 삼성전자 평택공장으로 매출이 확대될 것으로 예상하기 때문이다. 특히 삼성에 대한 높은 매출의존도가 SK 하이닉스 매출 확대를 통해 완화될 것으로 예상하는데 신규 고객처 확보는 향후 실적의 안정성을 확대시켜 주는 요인이라 판단한다. 2H16 별도기준 매출액은 668 억원으로 상반기 대비 207.0% 증가할 전망이다.

## 지주회사 전환으로 기업가치 레벨업 전망

원익홀딩스는 원익그룹의 지주회사로 지정될 전망이다. 지주회사로 지정되고 향후 자회사 배당이 개시된다면 배당수익의 익금불산입 규정에 따라 추가적인 기업가치 상승이 예상된다. 또한 고객사 공동대응 및 계열사간 시너지 확대가 가능할 것으로 예상된다. 현재 자산규모, 지주비율, 부채비율 등 지주회사 전환요건은 충족된 것으로 판단한다. 원익 IPS 와 테라세미콘의 합병이 확정될 경우 테라세미콘도 계열회사로 편입될 예정이다.

## 투자의견 매수, 목표주가 9,600 원(신규편입)

원익홀딩스에 대한 투자의견 매수를 제시한다. 자체사업부분이 3 분기부터 호전되면서 하반기 실적 개선에 대한 기대감이 확대되고, 지주회사 전환 이후 계열사간 시너지 확대 및 안정적인 지배구조를 유지할 수 있기 때문이다. 현 주가의 NAV 대비 할인율은 40% 수준으로 밸류에이션 매력도 충분하다고 판단한다. 목표주가는 사업가치와 지분가치를 합산하여 사정하 9,600 원에 제시한다

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,230	5,572	6,474	2,829	3,670	3,899
yoy	%	21.3	31.7	16.2	-56.3	29.7	6.2
영업이익	억원	551	919	993	409	604	635
yoy	%	108.3	66.7	8.0	-58.8	47.9	5.0
EBITDA	억원	722	1,134	1,239	571	722	737
세전이익	억원	524	768	961	447	667	712
순이익(지배주주)	억원	274	468	618	1,942	433	468
영업이익률%	%	13.0	16.5	15.3	14.4	16.5	16.3
EBITDA%	%	17.1	20.4	19.2	20.2	19.7	18.9
순이익률	%	8.8	10.3	11.3	71.9	14.2	14.2
EPS	원	341	581	768	396	654	708
PER	배	29.6	28.2	17.4	16.7	10.1	9.3
PBR	배	2.5	3.7	2.6	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	9.1	10.3	7.9	10.2	7.8	7.3
ROE	%	9.3	13.8	15.9	54.9	14.1	13.3
순차입금	억원	-614	-671	-650	-586	-854	-1,145
부채비율	%	46.2	44.6	21.9	19.6	17.0	15.2

## 1. Valuation

목표주가 9,600 원 제시  
SOTP 방식으로 산정

원익홀딩스에 대한 목표주가를 9,600 원으로 제시한다. 목표주가는 사업가치(2,195 억 원)와 지분가치(4,907 억원)를 합산한 Sum of The Parts 방식으로 산정하였다. 현 주가 대비 40% 이상의 상승여력이 있다고 판단한다.

원익홀딩스 목표주가 산정

(단위: 억원 원)

구분	내용
사업가치	2,195
지분가치	4,907
투자부동산	263
목표 시가총액	7,365
발행주식수	77,237,981
<b>목표주가</b>	<b>9,535</b>

자료: SK 증권

사업가치: 2,195 억원  
(Target Multiple 14.0 배 적용)

원익홀딩스 사업가치는 분할, 유상증자 등의 지배구조 이슈가 마무리되어 사업 정상화가 예상되는 2017 년 세후 영업이익에 14.0 배를 적용하여 산정하였다. 멀티플 14.0 배는 국내 시가총액 3,000 억원 이상 소재 업체의 2016 년 평균 PER 이다.

원익홀딩스 사업가치

(단위: 억원)

구분	내용
2017년 예상 영업이익	206
세후 영업이익	156
멀티플	14.0
<b>사업가치</b>	<b>2,195</b>

자료: SK 증권

주: 적용 멀티플 14.0 배는 시가총액 3,000 억원 이상 소재업체(솔브레인, 동진썬미켈, 원익머트리얼즈, SK 머티리얼즈, 한솔케미칼, 리노공업) 2016 년 평균 PER

주요 IT 소재업체 Peer Group

(단위: 억원 배)

	시가총액	2015	2016	2017
솔브레인	9,938	8.3	10.1	8.6
동진썬미켈	3,908	12.9	12.4	8.0
원익머트리얼즈	4,068	18.7	16.6	12.7
SK 머티리얼즈	15,663	18.6	14.0	11.6
한솔케미칼	9,262	20.5	14.0	11.4
리노공업	6,585	21.9	17.2	15.6
평균		16.8	14.0	11.3

자료: Quantwise

**지분가치: 4,907 억원**  
(할인율 20% 적용)

원익홀딩스 지분가치는 상장사의 경우 시가총액, 비상장사의 경우 장부가치를 반영했으며 할인율은 20%를 적용하였다. 원익IPS, 테라세미콘의 합병이 성공할 경우 반도체 장비와 디스플레이 장비 부문의 경영효율성 증대, 효율적 고객사 대응 등 시너지 발생 가능성이 높은 점을 고려하였다.

**원익홀딩스 지분가치**

(단위: 억원)

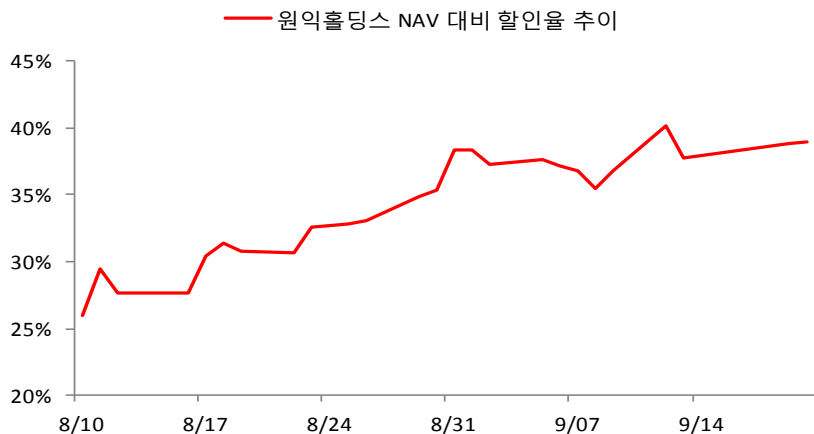
구분	기업명	시가총액	지분율	장부가치	NAV
상장사	원익IPS	9,637	32.8%		3,166
	테라세미콘	2,384	13.0%		309
	원익머트리얼즈	4,068	46.5%		1,892
	자사주	5,098	3.2%		162
비상장사	원익투자파트너스		78.4%	304	304
	원익엘앤디		40.0%	83	83
	국자전자센터제이차(유)		66.7%	180	180
	페타룩스		27.8%	5	5
	원익로보틱스		95.7%	32	32
합계					6,133
할인율					20%
지분가치					<b>4,907</b>

자료: SK 증권

**NAV 대비 40% 할인거래로**  
**밸류에이션 매력 보유**

원익홀딩스 현 주가는 NAV 대비 할인율이 40% 수준까지 확대되었다. 자체 TGS 사업의 호조에도 불구하고 자회사 대비 주가 하락폭이 확대되어 현 주가는 밸류에이션 매력을 보유하고 있다는 판단이다

**원익홀딩스 NAV 대비 할인율은 40% 수준으로 저평가 영역**

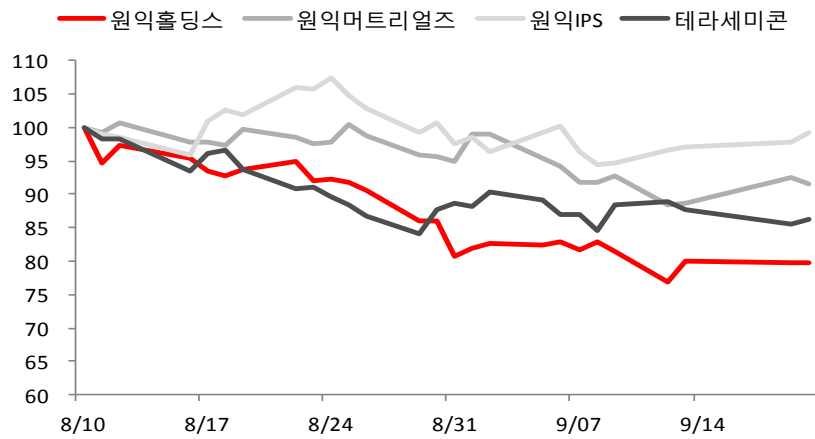


자료: 원익홀딩스

주: 8월 10일 원익홀딩스 신주상장 이후



원익홀딩스 주가 하락은 자회사 주가 하락 대비 과도한 수준임



자료 : SK 증권

주: 8월 10일 원익홀딩스 신주상장 이후 상대주가 추이

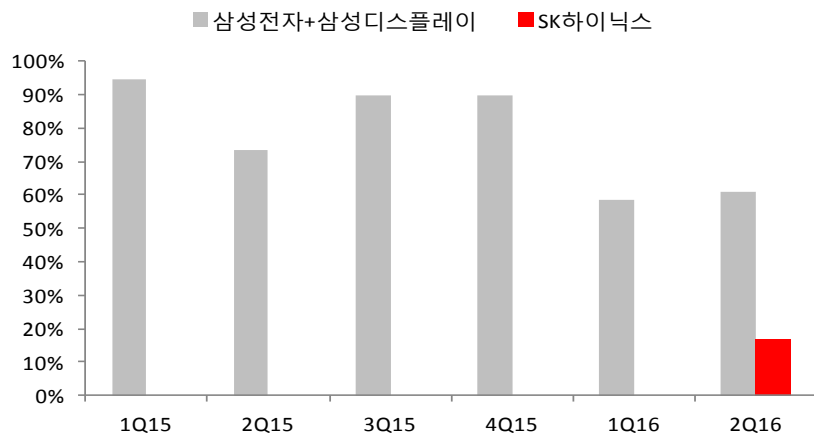
## 2. 실적전망

별도기준 실적은 하반기부터  
뚜렷한 개선세 전망

- 1) 고객사 다변화
- 2) 삼성전자 평택공장 매출 발생

원익홀딩스 하반기 및 2017 년 실적 개선을 예상한다. 2 분기부터 발생한 SK 하이닉스  
향 매출이 3 분기부터 본격화 될 전망이며 4 분기에는 삼성전자 평택공장에 본격적으로  
매출이 발생할 것으로 예상하기 때문이다. 특히 미미했던 SK 하이닉스 매출이 확대되  
에 따른 매출처 다변화는 향후 안정적인 실적을 기대하게 하는 요인이다. 2017 년 원익  
홀딩스의 연결 매출과 영업이익은 각각 3,670 억원, 604 억원으로 예상되어 올해 대비  
29.7%, 47.9% 증가하며 높은 성장성과 수익성을 확인할 수 있을 전망이다(2017 년 원  
익 IPS 와 테라세미콘 합병에도 불구하고 연결매출이 아닌 지분법 이익으로 인식될 전  
망임). 2016 년 하반기 별도기준 매출액과 영업이익도 상반기 대비 각각 207.0%, 흑자  
전환이 예상되어 본격적인 자체사업 턴어라운드가 확인될 것으로 예상한다

### 2Q16 부터 SK 하이닉스 의미있는 매출 발생. 하반기 본격 확대 전망



자료: 원익홀딩스

주: 분기별 별도기준 매출 비중 10% 이상 매출처의 전체 매출 대비 비중임

원익홀딩스 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16F	4Q16F	2015A	2016F	2017F
연결기준											
매출액	599	579	2,256	3,039	586	540	730	973	6,474	2,829	3,670
매출원가	447	401	1,493	1,942	431	382	525	701	4,282	2,039	2,625
매출총이익	152	179	764	1,097	156	157	205	271	2,191	790	1,045
판관비	76	91	329	703	88	102	89	102	1,199	381	440
영업이익	76	88	435	394	68	55	116	170	993	409	604
매출총이익률	25.3%	30.8%	33.8%	36.1%	26.6%	29.1%	28.1%	27.9%	33.9%	27.9%	28.5%
영업이익률	12.7%	15.2%	19.3%	13.0%	11.5%	10.2%	15.9%	17.5%	15.3%	14.4%	16.5%
별도기준											
매출액	216	152	1,739	2,439	120	97	229	439	4,547	886	1,402
매출원가	176	115	1,137	1,485	93	75	176	340	2,914	684	1,079
매출총이익	40	37	602	954	27	23	53	99	1,633	202	323
판관비	23	39	262	639	23	31	18	22	962	93	117
영업이익	18	-2	340	315	4	-8	35	78	671	109	206
매출총이익률	18.6%	24.2%	34.6%	39.1%	22.4%	23.4%	23.2%	22.6%	35.9%	22.8%	23.0%
영업이익률	8.2%	-1.2%	19.5%	12.9%	3.2%	-8.0%	15.4%	17.7%	14.8%	12.3%	14.7%

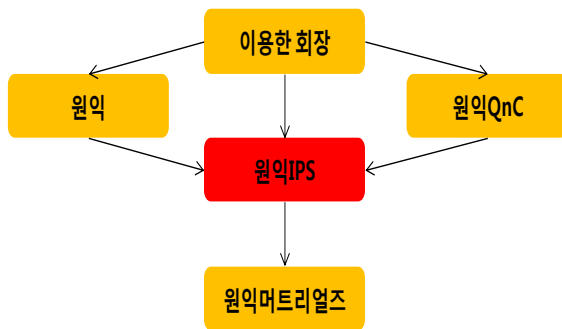
자료: SK 증권 원익홀딩스

### 3. 원익홀딩스 지주회사 전환 히스토리 및 향후 전망

#### 원익홀딩스를 중심으로 지주회사체제 전환

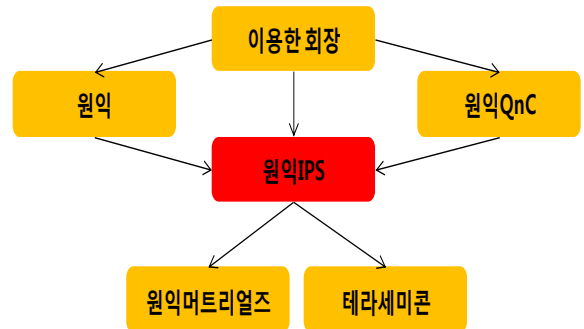
원익그룹은 디스플레이 장비를 주력으로 생산하는 테라세미콘의 지분을 신규 취득한 이후 원익 IPS의 인적분할, 유상증자, 현물출자를 거쳐 사실상 지주회사 요건을 충족하였다. 테라세미콘의 계열회사 편입을 위해 2017년 초 원익 IPS와의 합병이 완료되면 테라세미콘을 포함하여 원익홀딩스를 중심으로 한 지주회사 전환이 완성될 전망이다.

#### 기존 원익그룹 지배구조



자료 : SK 증권

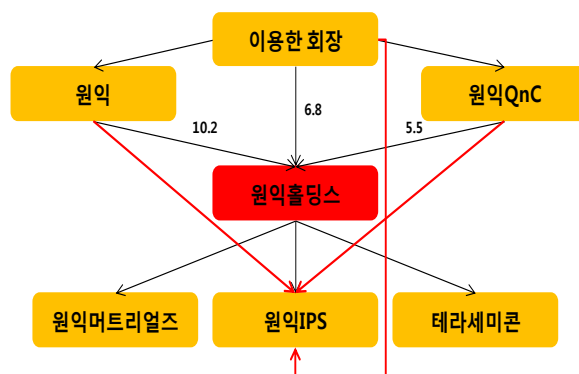
#### 1. 테라세미콘 지분 신규취득



자료 : SK 증권

#### 2. 원익 IPS 인적분할

(단위 : %)

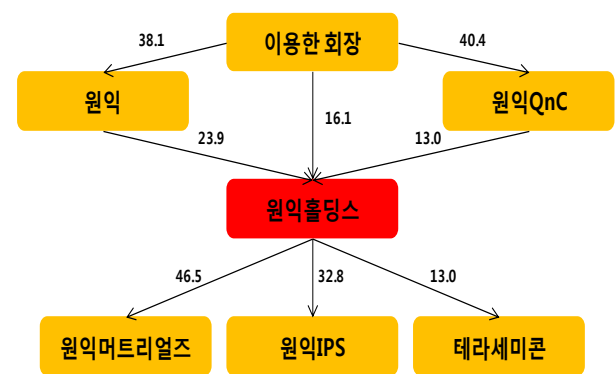


자료 : SK 증권

주: 붉은색 지분을 원익홀딩스에 현물출자

#### 3. 이용한, 원익, 원익 QnC는 신설법인인 원익 IPS 지분을 원익홀딩스에 현물출자함에 따라 원익홀딩스 지분을 상승

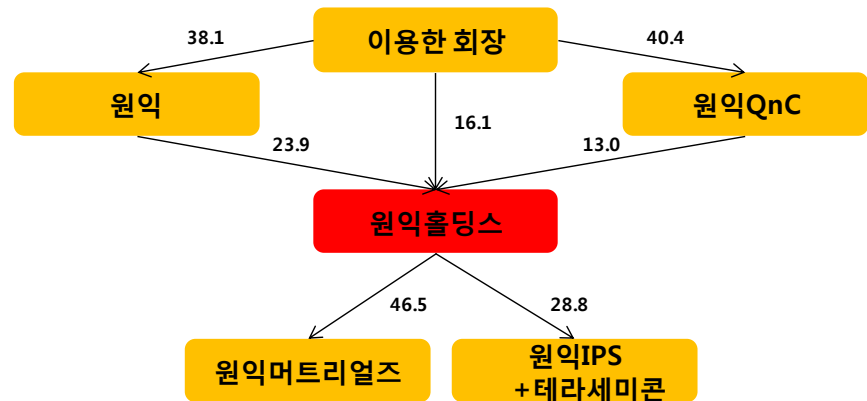
(단위 : %)



자료 : SK 증권

4. 테라세미콘의 계열사 편입(계열사 지분요건 20% 이상)을 위해  
원익 IPS와의 합병 결정(테라세미콘 지분율: 13.0% → 28.8%)

(단위 : %)



자료 : SK 증권

지주회사 전환 시,

- 1) 지배구조 안정화
- 2) 의사결정의 일괄성
- 3) 계열사간 사업적 시너지 확대
- 4) 배당금의 익금불산입

등 기업가치에 긍정적 요인

원익홀딩스는 현재 지주회사 전환 요건을 충족하고 있는 것으로 판단한다. 지주회사 전환을 위한 자산 기준인 1,000 억원(향후 5,000 억원으로 상향 가능성 높음)과 지주비율은 7 월 원익 IPS 주식의 현물출자가 완료됨에 따라 충족(원익홀딩스 자산규모는 5,000 억원 이상인 것으로 추정됨)된 것으로 판단된다. 원익 IPS 와 테라세미콘 합병이 성사된다면 테라세미콘을 포함한 원익홀딩스 체제가 공식적으로 출범할 전망이다. 원익홀딩스의 지주회사 전환으로 ①지배구조가 안정화되고 ②의사결정의 일괄성이 강화되며 ③계열사간 사업 시너지 효과도 기대할 수 있을 전망이다. 또한 ④지주회사는 배당금에 대해 익금불산입이 가능한데 원익 IPS 와 테라세미콘 합병 이후 실적 개선 가능성이 높아 배당금 수입 발생 가능성도 있어 원익홀딩스 기업가치에는 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

원익홀딩스 지주회사 전환요건

구분	내용	원익홀딩스
자산기준	1,000억원 이상	2Q16 말 기준 자산 2,522억원으로 충족
지주비율	자회사 주식이액 합계 > 자산의 50%	7월 유상증자 이후 요건 충족한 것으로 추정
부채비율	200% 이하	2Q16 말 기준 22.7%로 이미 부합
자회사 지분요건	상장사 20%, 비상장사 40%	원익IPS와 테라세미콘 합병으로 충족
손자회사 지분요건	상장사 20%, 비상장사 40%	원익머트리얼즈는 원익큐브 지분 추가취득으로 20.1% 확보
증손회사 지분요건	100% 보유	원익큐브(손자회사)의 나노이닉스(증손회사) 지분율 70%이나 지주사 전환 이후 유예기간 2년 발생

자료: SK 증권

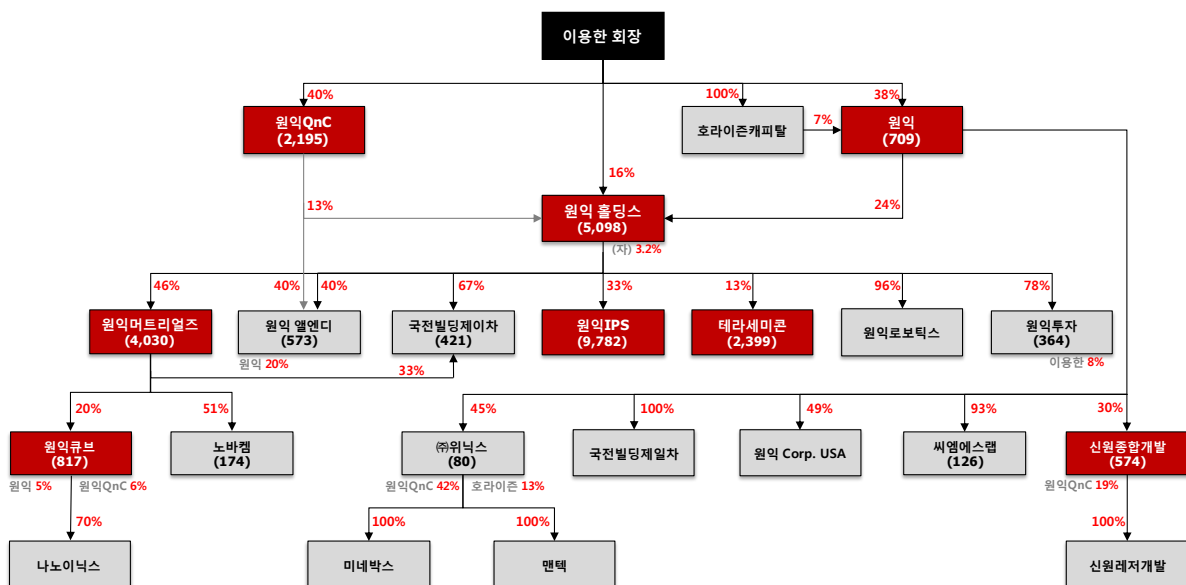
주: 자산기준은 5,000 억원으로 상향된 공정거래법 시행령 개정안 입법예고 되었으나 원익홀딩스 자산은 7 월 유상증자 이후 5,000 억원 이상 증가한 것으로 추정됨

지주회사 전환 이후  
추가적인 지배구조 개편보다는  
계열사 시너지에 주목할 시점

원익홀딩스의 지주회사 전환 이후 최대주주(이용한)의 원익홀딩스 지분율은 16.1%로 높은 편은 아니지만 원익과 원익 QnC 를 통해 충분한 지배력을 확보하고 있다. 지배구조 효율화를 위해 장기적으로는 지분스왑을 통한 옥상옥 구조를 탈피할 수 있겠으나 옥상옥 구조는 지주회사 체제 유지와는 전혀 별개사항이므로 단기간에 옥상옥 구조를 타파할 필요도 없다. 또한 손자회사의 증손회사 100% 보유 규정에 따라 원익큐브는 나노이닉스 지분을 100% 취득해야 하지만 2 년의 유예가 주어질 전망이다. 결론적으로 원익그룹의 지주회사 체제는 완성형이며 단기간 추가적인 지배구조 개편 가능성은 낮다고 판단한다. 지주회사 체제 완성 이후 그룹 계열사 간 시너지에 주목할 시점이다.

## 원익그룹 지배구조

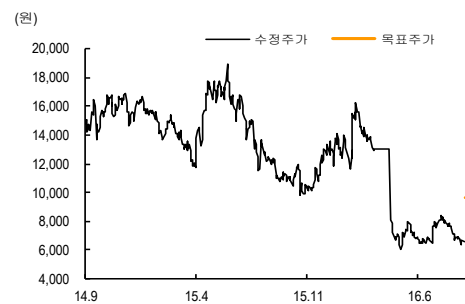
(괄호) 안의 숫자 : 상장사는 시가총액 (16.09.20) / 비상장사는 총자산 (15.12.31)  
총자산 50억원 미만의 비상장사는 미기재  
(자) : 자사주  
단위 : 억 원



자료: SK 증권

## 투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.09.22	매수	9,600원



## Compliance Notice

- 작성자(최관순)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 22 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	2,934	2,390	1,485	1,768	2,089
현금및현금성자산	1,021	823	952	1,221	1,511
매출채권및기타채권	849	545	174	180	191
재고자산	774	759	243	250	266
<b>비유동자산</b>	3,656	4,195	3,470	3,685	3,919
장기금융자산	390	353	415	415	415
유형자산	1,759	2,141	1,238	1,130	1,038
무형자산	321	279	203	208	213
<b>자산총계</b>	6,589	6,585	4,956	5,453	6,008
<b>유동부채</b>	1,617	888	620	626	639
단기금융부채	357	237	412	412	412
매입채무 및 기타채무	969	389	125	128	136
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	415	293	194	166	151
장기금융부채	166	20	13	13	13
장기매입채무 및 기타채무	46	36	14	2	3
장기충당부채	83	74	24	24	26
<b>부채총계</b>	2,032	1,181	814	791	791
<b>지배주주지분</b>	3,569	4,210	2,862	3,289	3,752
자본금	403	403	196	196	196
자본잉여금	1,698	1,741	1,064	1,064	1,064
기타자본구성요소	-183	-206	-2,587	-2,587	-2,587
자기주식	-219	-213	-105	-105	-105
이익잉여금	1,640	2,253	4,178	4,610	5,079
비지배주주지분	987	1,194	1,280	1,373	1,465
<b>자본총계</b>	4,557	5,404	4,142	4,662	5,217
<b>부채외자본총계</b>	6,589	6,585	4,956	5,453	6,008

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	891	732	564	559	553
당기순이익(손실)	571	730	2,034	520	555
비현금성항목등	630	562	-1,211	202	182
유형자산감가상각비	191	219	150	108	92
무형자산감가상각비	23	28	13	10	10
기타	151	106	-1,478	-14	-14
운전자본감소(증가)	-189	-326	-40	-44	-55
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-316	360	-21	-5	-11
재고자산감소(증가)	153	14	-29	-7	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	67	-588	-52	4	8
기타	-93	-112	62	-35	-37
법인세납부	-122	-235	-220	-119	-129
<b>투자활동현금흐름</b>	-720	-642	-346	-267	-252
금융자산감소(증가)	-18	89	34	0	0
유형자산감소(증가)	-310	-601	-210	0	0
무형자산감소(증가)	-20	-19	-15	-15	-15
기타	-373	-111	-154	-252	-237
<b>재무활동현금흐름</b>	-95	-286	187	-24	-10
단기금융부채증가(감소)	-59	-168	212	0	0
장기금융부채증가(감소)	-1	-120	0	0	0
자본의증가(감소)	0	10	-1	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-35	-8	-23	-24	-10
<b>현금의 증가(감소)</b>	80	-198	129	269	291
기초현금	941	1,021	823	952	1,221
기말현금	1,021	823	952	1,221	1,511
FCF	693	-235	966	565	562

자료 : 원익홀딩스, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	5,572	6,474	2,829	3,670	3,899
<b>매출원가</b>	3,605	4,282	2,039	2,625	2,788
<b>매출총이익</b>	1,968	2,191	790	1,045	1,111
매출총이익률 (%)	35.3	33.9	27.9	28.5	28.5
<b>판매비와관리비</b>	1,049	1,199	381	440	477
영업이익	919	993	409	604	635
영업이익률 (%)	16.5	15.3	14.4	16.5	16.3
비영업손익	-151	-32	39	62	77
<b>순금융비용</b>	-17	-24	-23	-47	-62
외환관련손익	17	8	5	5	5
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-89	-7	-3	-3	-3
세전계속사업이익	768	961	447	667	712
세전계속사업이익률 (%)	13.8	14.8	15.8	18.2	18.3
계속사업법인세	197	231	93	147	157
<b>계속사업이익</b>	571	730	354	520	555
중단사업이익	0	0	1,680	0	0
*법인세효과	0	0	42	0	0
당기순이익	571	730	2,034	520	555
<b>순이익률 (%)</b>	10.3	11.3	71.9	14.2	14.2
<b>지배주주</b>	468	618	1,942	433	468
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.4	9.54	68.66	11.79	12.01
<b>비지배주주</b>	103	112	92	87	87
<b>총포괄이익</b>	544	741	2,012	520	555
<b>지배주주</b>	444	622	1,915	428	463
<b>비지배주주</b>	100	120	97	92	92
EBITDA	1,134	1,239	571	722	737

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	31.7	16.2	-56.3	29.7	6.2
영업이익	66.7	8.0	-58.8	47.9	5.0
세전계속사업이익	46.5	25.1	-53.5	49.0	6.8
EBITDA	57.0	9.3	-53.9	26.5	2.1
EPS(계속사업)	70.4	32.0	-48.4	65.2	8.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	13.8	15.9	54.9	14.1	13.3
ROA	9.2	11.1	35.3	10.0	9.7
EBITDA마진	20.4	19.2	20.2	19.7	18.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	181.4	269.3	239.6	282.4	326.8
부채비율	44.6	21.9	19.6	17.0	15.2
순차입금/자기자본	-14.7	-12.0	-14.1	-18.3	-22.0
EBITDA/이자비용(배)	66.2	88.4	54.0	63.5	64.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	581	768	396	654	708
BPS	4,434	5,230	3,705	4,258	4,858
CFPS	848	1,074	3,183	833	864
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	29.1	24.7	41.0	24.8	22.9
PER(최저)	15.9	12.8	15.2	9.2	8.5
PBR(최고)	3.8	3.6	4.4	3.8	3.3
PBR(최저)	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2
PCR	19.3	12.4	2.1	7.9	7.6
EV/EBITDA(최고)	10.6	11.0	20.7	16.1	15.5
EV/EBITDA(최저)	5.8	5.9	5.4	4.0	3.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst

박형우

hyungwou@sk.com

02-3773-8889

## Company Data

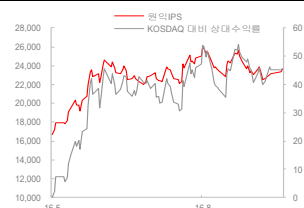
자본금	206 억원
발행주식수	4,127 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	9,782 억원
주요주주	
원익홀딩스	32.85%

외국인지분률	21.90%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/09/21)	23,700 원
KOSDAQ	674.51 pt
52주 Beta	0.45
52주 최고가	26,000 원
52주 최저가	16,650 원
60일 평균 거래대금	96 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.5%	0.7%
6개월	%	%
12개월	%	%

원익 IPS (240810/KQ | 매수(신규편입) | T.P 32,000 원(신규편입))

## 3D NAND 의 Super Cycle 은 원익 IPS 의 Super Cycle

원익 IPS 는 3D NAND 와 Flexible OLED Super Cycle 의 최대 수혜 장비업체로 판단된다. 삼성전자의 3D NAND 투자 시, 국내 장비사 중 가장 많은 수주를 받기 때문이다. 또한 DRAM, 시스템반도체, Flexible OLED 공정용 장비도 지속적으로 공급되는 가운데 고객사 다변화의 모습도 나타나고 있다. 원익 IPS 에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 32,000 원으로 커버리지를 개시한다.

## 삼성전자가 주도하는 3D NAND Cycle 의 최대 수혜 장비업체

2017 년 삼성전자의 대규모 3D NAND 투자가 임박했기에 원익 IPS 의 수혜를 재조명한다. 고객사인 삼성전자는 2016 년 말까지 기존 2D NAND 를 3D NAND 로 전환하는 데 집중하고, 2017 년에는 3D NAND 생산능력(Capa.)을 100K 증설하며 시장에서의 경쟁력 격차를 확대시킬 전망이다. 원익 IPS 는 삼성전자의 3D NAND 투자 시, 국내 장비 업체들 중 수주 예상금액이 가장 큰 업체로 파악된다. 2017 년 3D NAND 공정 장비 매출액은 YoY +50% 증가하며, 전사 매출 증가를 견인할 것이다.

## 제품 다변화, 고객사 다각화가 진행 중인 대한민국 대표 장비사

원익 IPS 는 2017 년 삼성전자 향 3D NAND 장비 매출액이 크게 증가함에도, 전사 매출 내 비중은 오히려 감소할 전망이다. 이는 DRAM 및 시스템반도체 생산공정 장비와 OLED 용 장비 매출이 이어지는 가운데, 고객사 다변화 가능성이 높기 때문이다. 3D NAND 와 OLED Capa. 증설은 삼성전자 뿐 아니라 삼성의 경쟁사들도 마를 수 없는 방향이기에 원익 IPS 의 장비 수요는 지속적인 증가가 전망된다.

## 테라세미콘 인수로 사업 경쟁력 격상 기대

원익 IPS 는 12 월 21 일 테라세미콘을 흡수합병 예정이다. 두 회사의 합병이 완료되는 경우, ① CVD/ALD 장비와 열처리장비 강자들의 만남이라는 점에서 증착 공정 관련 시너지가 기대되고, ② 원익 IPS 에게는 디스플레이 장비 라인업이 강화되고 해외 고객사 추가 확보가 용이해지며, ③ 원익그룹은 지주사 요건을 충족 시키게 된다. 원익 IPS 의 테라세미콘 인수는 동사뿐 아니라 원익그룹에게도 반도체와 OLED 시장 내 위치를 또 한번 격상시키는 계기가 될 것으로 판단된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	-	3,551	5,503	6,262
yoy	%	-	0.0	55.0	13.8
영업이익	억원	-	562	1,059	1,324
yoy	%	-	0.0	88.3	25.1
EBITDA	억원	-	717	1,243	1,523
세전이익	억원	-	575	1,071	1,339
순이익(지배주주)	억원	-	450	835	1,031
영업이익률%	%	-	15.8	19.2	21.1
EBITDA%	%	-	20.2	22.6	24.3
순이익률	%	-	12.7	15.2	16.5
EPS	원	-	1,089	2,023	2,498
PER	배	-	21.8	11.7	9.5
PBR	배	-	4.4	3.2	2.4
EV/EBITDA	배	-	13.3	7.1	5.4
ROE	%	-	20.0	31.3	28.6
순차입금	억원	-	-342	-987	-1,718
부채비율	%	-	37.7	31.1	26.9

## 1. 삼성전자 주도 3D NAND Cycle 의 최대 수혜 장비업체

삼성전자는 2017 년에 3D NAND  
Capa.를 100K 증설하며 경쟁사들과의  
생산성 격차 확대 전망

2017 년 삼성전자의 대규모 투자가 임박했기에 원익IPS 의 3D NAND 장비 수혜를 재조명한다. 메모리 경쟁사들이 샘플수준의 NAND 제품을 공개하고 있는데 반해, 삼성전자는 이미 48 단 3D NAND 양산에 성공했다. 삼성전자는 2016 년 말까지 기존 2D NAND 를 3D NAND 로 전환하는 데 집중할 것이고, 2017 년에는 3D NAND 생산 능력(Capa.)을 100K 증설하며 시장에서의 경쟁력 격차를 확대시킬 전망이다. 또한 3D NAND Layer 가 기존 32 단 중심에서 앞으로는 48 단과 64 단의 비중이 증가하는 것도 원익IPS 의 ALD 와 CVD 장비들의 수요 증가에 긍정적이다. 삼성전자 3D NAND Layer Capa. 비중은 4Q16 을 기점으로 48 단이 32 단을 역전하고, 2017 년부터는 64 단 3D NAND 양산도 확대될 것으로 전망한다.

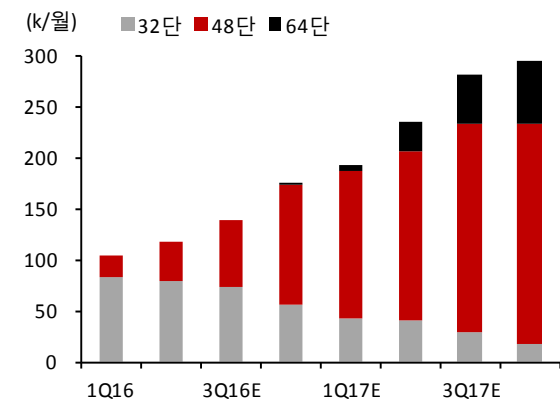
삼성전자 3D NAND 생산능력(Capacity) : 2016 년 말, 195K → 2017 년말, 320K 로 증가 전망

(단위: k/월)

Factory	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	투자방향
화성 Fab 12	120	120	120	120	120	120	120	120	• 12/16 Line 2D Nand 1y에서 1z로 전환 중
화성 Fab 16	190	190	190	190	180	170	160	150	• 2016년말까지 80K를 3D Nand로 전환 • 2017년 2Q 64단 양산 시작
중국 XiAn	105	115	115	115	115	115	115	115	• Xian 115K 는 100% 3D Nand로 구성
화성 Fab 17 (캐파증설)	-	-	-	20	20	40	40	60	• 2017년 하반기 64단 TLC/QLC 양산 • 2017년말 96단 샘플링 가능
평택 (캐파증설)	-	-	-	5	15	20	40	65	• 복층구조로 층당 100K 수준 • 64단 수율, 시황에 따른 변경 가능
전체	415	425	425	430	445	455	475	485	* 2016년 3D Capa : 80 (16L) + 115 (XiAn) = 195K + 17L과 평택 소량투입 = 220K * 2017년 신규 3D Capa : 40 (17L) + 60 (평택) = 100K

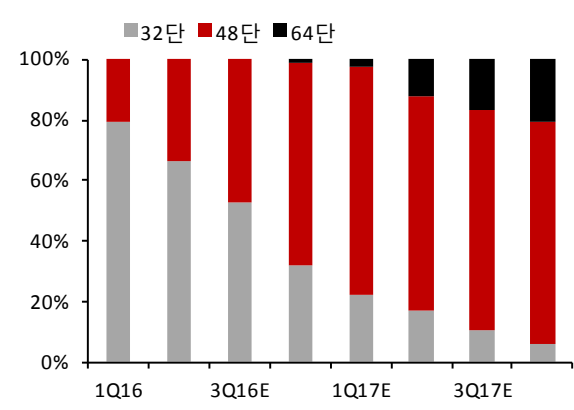
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

20'17 년 말 3D NAND Capa. 300k 가정 시, Layer 별 생산 Capa



자료: SK 증권

20'17 년 말 3D NAND Capa. 300k 가정 시, Layer 별 생산 비중

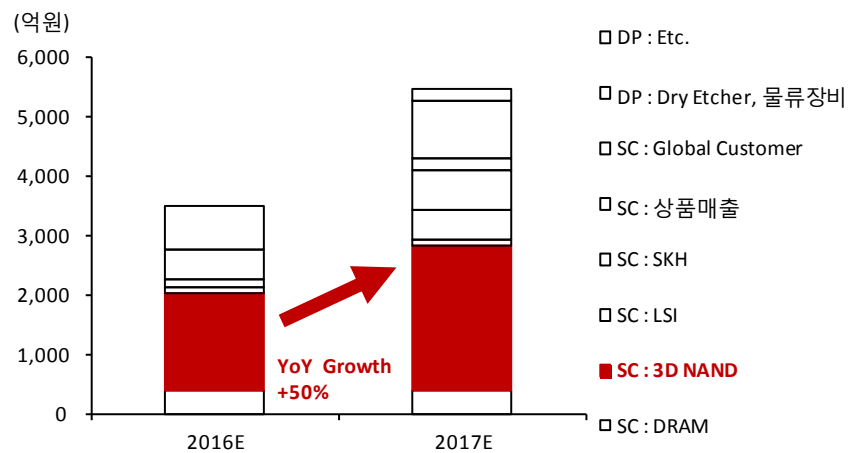


자료: SK 증권

원익 IPS는 삼성전자의 3D NAND 투자 시, 국내 장비 업체들 중 가장 수주 금액이 큰 장비 벤더

2017년 원익 IPS의 실적개선 원동력은 3D NAND 장비다. 원익 IPS는 삼성전자의 3D NAND 투자 시, 국내 장비 업체들 중 가장 수주 금액이 큰 업체로 파악된다. 따라서 단연 삼성전자의 핵심 장비사라 판단한다. 3D NAND 공정 장비 매출액은 2017년에 YoY +50% 증가하며, 전사 매출 증가를 견인할 것이다. 2017년에는 SK하이닉스로도 3D NAND 용 장비 공급이 확대될 전망이다.

#### 원익 IPS 장비매출 성장의 주축은 3D NAND 장비



자료 : SK증권 추정

#### 원익 IPS의 반도체 증착 공정 장비

PECVD	ALD / CVD		ALD
MAHA	AKRA	Bluetain	DB
			
<p>▶ High Performance CVD</p> <p>▶ Application : TEOS, SiON, SiN, DSiN</p>	<p>▶ Excellent Reliability Metal ALD/CVD</p> <p>▶ Application : Ti/TiN, CoSix, Ti, TiN, WN</p>	<p>▶ High Efficiency Twin ALD/CVD</p> <p>▶ Application : W, WN, Poly-Si, LT-SiN/SiO<sub>2</sub></p>	<p>▶ High Throughput ALD Process System</p> <p>▶ Application : HfO<sub>2</sub>, ZrO<sub>2</sub>, Al<sub>2</sub>O<sub>3</sub>, ALD Ox, ALD SiN</p>

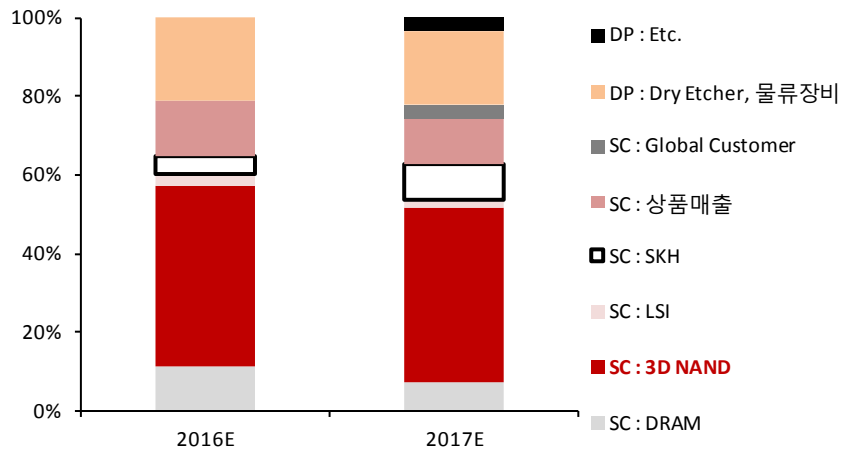
자료 : 원익IPS, SK증권

## 2. 제품 포트폴리오 강화와 고객사 다변화

제품 포트폴리오 다변화 긍정적.  
또한, 삼성전자 외에도, SK하이닉스  
및 글로벌 고객사 향 매출 확대 전망

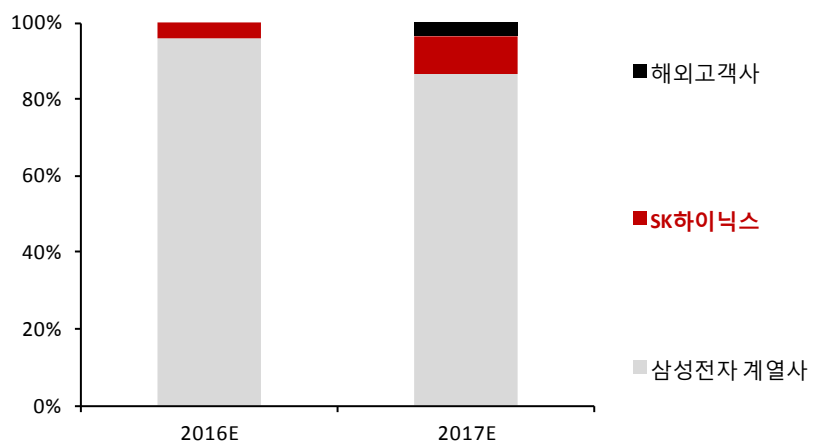
원익 IPS 의 제품 포트폴리오 다변화와 고객사 다각화에도 주목한다. 원익 IPS 의 2017 년 삼성전자 향 3D NAND 장비 매출액은 YoY +50% 증가함에도, 전사 매출액 내 비중은 오히려 2016 년 46% → 2017 년 44%로 감소할 것으로 전망된다. 이는 DRAM 및 시스템반도체 생산공정 장비와 OLED 용 Dry Etcher 매출이 이어지는 가운데, SK하이닉스 및 글로벌 고객사 향 장비 공급 가능성이 존재하기 때문이다. 중소형 패널 시장에서의 OLED 와 스토리지 시장에서의 3D NAND Cap. 증설은 삼성전자에 이어 경쟁사들도 미룰 수 없는 방향이기에 원익 IPS 장비 수요는 지속적인 증가가 전망된다.

원익 IPS 장비 어플리케이션별 매출 비중 전망 : 제품 다변화



자료 : SK 증권 추정

원익 IPS 고객사별 매출 비중 전망 : 고객사 다각화



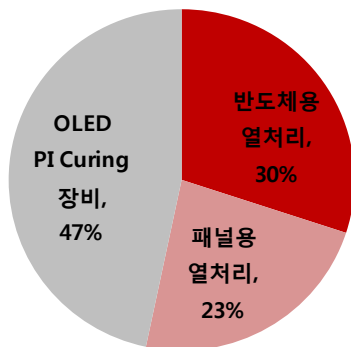
자료 : SK 증권 추정

### 3. 원익 IPS, 테라세미콘 인수로 업그레이드

원익 IPS 에게 테라세미콘 인수는  
반도체와 OLED 시장 내 위치를 또  
한번 격상시키는 계기가 될 것

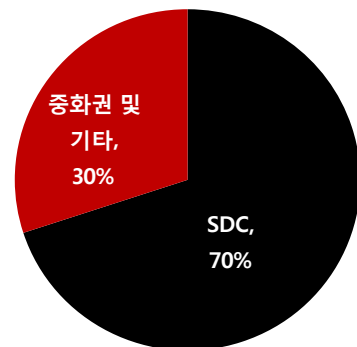
원익 IPS 는 지난 9 월 9 일 테라세미콘을 흡수합병한다는 공시를 발표했다. 합병기일은 12 월 21 일이고, 신주 상장예정일은 2017 년 1 월 5 일 이다. 두 회사의 합병이 완료될 경우, ① CVD/ALD 장비와 열처리장비 강자들의 만남이라는 점에서 증착 공정 관련 시너지가 기대되고, ② 원익 IPS 에게는 디스플레이 장비 라인업 강화 및 해외 고객사 매출 확대가 용이해질 것이며, ③ 원익그룹은 테라세미콘에 대해 (자산총액 1 천억 원 이상, 상장자회사의 경우) 20% 이상의 지분을 확보해야 하는 지주사 요건을 충족 시키게 된다. 원익 IPS 에게 테라세미콘 인수는 반도체와 OLED 시장 내 위치를 또 한번 격상시키는 계기가 될 것으로 판단된다.

테라세미콘 장비별 매출 비중 (2016 년 기준)



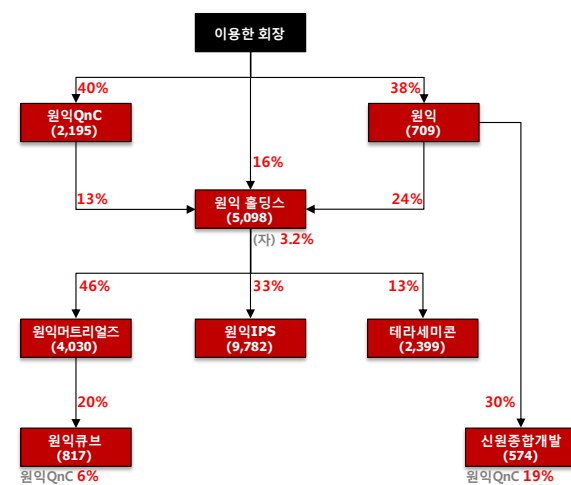
자료 : SK 증권

테라세미콘 고객사별 매출 비중 (2016 년 기준)



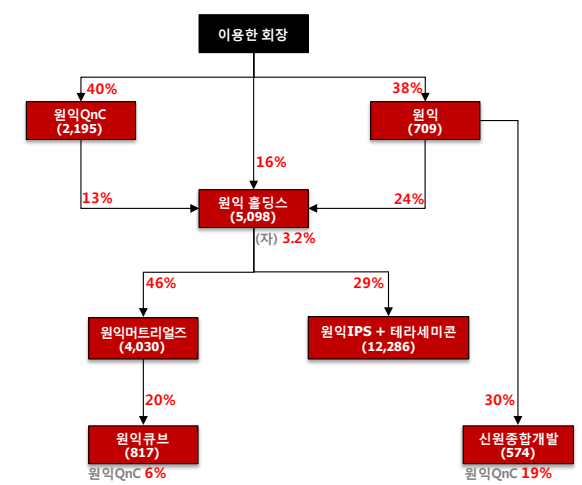
자료 : SK 증권

원익 IPS 지배구조 : 테라세미콘 합병 전



자료 : DART, SK 증권

원익 IPS 지배구조 : 테라세미콘 합병 후



자료 : DART, SK 증권

## 4. 밸류에이션 및 실적전망

투자이견 매수, 목표주가  
32,000 원으로 신규커버리지를 개시

투자이견 매수, 목표주가 32,000 원으로 신규커버리지를 개시한다. 목표주가 산정에는 RIM(잔여이익모델) 가치평가법을 사용했다. 베타 0.45, 시장위험프리미엄 5.5%, 무위험수익률 3.5%를 대입한 자기자본비용(COE, Cost of Equity) 6.0%를 적용했다.

목표주가 32,000 원은  
2016 년 PER 29.4 배  
2017 년 PER 15.8 배

목표주가 32,000 원은 2016 년 연말 EPS 기준 PER 29.4 배 수준이지만, 2017 년 기준은 PER 15.8 배다. 국내 장비사 평균 멀티플 14.9 배와 비교 시 높은 수준이다. 그러나 원익 IPS 는 국내 1 위 장비사로 향후 전방고객사의 투자에 따라 국내 장비사 중 최대 수혜가 기대되는 점을 감안하면, 이는 정당하다고 판단한다.

원익 IPS Valuation Model : RIM 모형

(단위: 억원 배)

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
당기순이익	450	835	1,031	1,134	1,247	1,310	1,375	1,444	1,516	1,592	1,672	1,722
자기자본	2,251	3,086	4,117	5,251	6,498	7,808	9,183	10,627	12,144	13,736	15,407	17,129
자기자본이익률 (ROE)	20%	27%	25%	22%	19%	17%	15%	14%	12%	12%	11%	10%
Cost of Equity (COE)	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
ROE-COE	14.0%	21.1%	19.0%	15.6%	13.2%	10.8%	9.0%	7.6%	6.5%	5.6%	4.9%	4.1%
잔여이익 (RI, Residual Income)		474	588	642	693	701	701	697	690	680	667	625
잔존가치 (CV, Continuing Value)											10,437	
현가계수	1.0000	0.9842	0.9285	0.8760	0.8265	0.7798	0.7357	0.6941	0.6549	0.6178	0.5829	0.5500
잔여이익의 현재가치 (PV of RI)		467	546	563	573	546	516	484	452	420	389	344
Cost of Equity (COE)	6.0%											
베타	0.45											
시장기대수익률 (Rm)	5.5%											
무위험수익률 (Rf)	3.5%											
초기 자기자본	2,251											
잔여이익의 현재가치 합계 (NPV of RI)	4,956											
잔존가치의 현재가치 합계 (NPV of CV)	6,084											
기업가치	13,291											
상장주식수 (백만주)	41											
목표가	32,202											
현재가	23,900											
상승여력	35%											

자료: Dataguide, SK 증권



## 원익 IPS 실적전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E
매출액	922	525	941	1,163	1,178	1,471	1,488	1,366	3,552	5,503
QoQ % of Change	-	-43%	79%	24%	1%	25%	1%	-8%	-	-
YoY % of Change	-	-	-	-	28%	180%	58%	17%	1%	55%
반도체	870	359	702	839	800	1,194	1,210	1,087	2,770	4,291
디스플레이	51	140	235	321	375	275	275	275	747	1,200
태양광	1	27	4	3	3	2	3	4	35	12
기타 & 조정	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
영업이익	193	37	152	180	209	304	298	247	562	1,059
opm	20.9%	7.1%	16.2%	15.5%	17.8%	20.7%	20.0%	18.1%	15.8%	19.2%
QoQ	-	-81%	306%	18%	16%	45%	-2%	-17%	-	-
YoY	-	-	-	-	8%	714%	96%	37%	6%	88%
당기순이익(지배주주)	154	28	125	143	166	240	235	195	450	835
npm	16.7%	5.4%	13.3%	12.3%	14.1%	16.3%	15.8%	14.3%	12.7%	15.2%

자료: DART, SK 증권 추정

## 투자자의견변경

일시

투자자의견

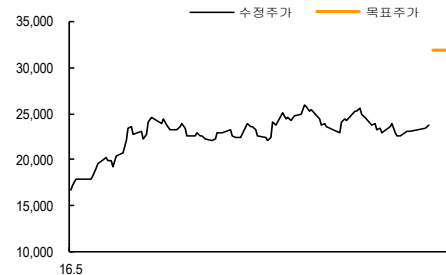
목표주가

2016.09.22

매수

32,000원

(원)



## Compliance Notice

- 작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 22일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,715	2,522	3,527
현금및현금성자산	412	1,047	1,768
매출채권및기타채권	465	546	652
재고자산	744	820	977
<b>비유동자산</b>	1,384	1,524	1,698
장기금융자산	19	19	19
유형자산	1,083	1,139	1,219
무형자산	125	132	140
<b>자산총계</b>	3,099	4,046	5,225
<b>유동부채</b>	628	716	832
단기금융부채	70	60	50
매입채무 및 기타채무	326	382	456
단기충당부채	0	0	0
<b>비유동부채</b>	220	244	276
장기금융부채	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	9	9	9
장기충당부채	140	164	195
<b>부채총계</b>	848	960	1,107
<b>지배주주지분</b>	2,251	3,086	4,117
자본금	206	206	206
자본잉여금	1,753	1,753	1,753
기타자본구성요소	-2	-2	-2
자기주식	-2	-2	-2
이익잉여금	293	1,128	2,159
비지배주주지분	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,251	3,086	4,117
<b>부채와자본총계</b>	3,099	4,046	5,225

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	304	894	1,021
당기순이익(손실)	300	835	1,031
비현금성항목등	201	408	492
유형자산감가상각비	119	184	199
무형자산상각비	5	0	0
기타	7	-14	-18
운전자본감소(증가)	-125	-69	-149
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-141	-81	-105
재고자산감소(증가)	-200	-75	-158
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	126	57	74
기타	90	31	40
법인세납부	-71	-280	-353
<b>투자활동현금흐름</b>	-192	-247	-287
금융자산감소(증가)	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-165	-240	-280
무형자산감소(증가)	-7	-7	-7
기타	-18	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	28	-12	-13
단기금융부채증가(감소)	30	-10	-10
장기금융부채증가(감소)	0	0	0
자본의증가(감소)	-2	0	0
배당금의 지급	0	0	0
기타	0	-2	-3
<b>현금의 증가(감소)</b>	280	635	721
기초현금	0	280	914
기말현금	280	914	1,635
FCF	416	694	782

자료 : 원액PS, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	3,551	5,503	6,262
<b>매출원가</b>	2,162	3,369	3,757
<b>매출총이익</b>	1,389	2,134	2,506
매출총이익률 (%)	39.1	38.8	40.0
<b>판매비와관리비</b>	827	1,076	1,182
영업이익	562	1,059	1,324
영업이익률 (%)	15.8	19.2	21.1
비영업손익	13	12	15
<b>순금융비용</b>	0	2	3
외환관련손익	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0
세전계속사업이익	575	1,071	1,339
세전계속사업이익률 (%)	16.2	19.5	21.4
계속사업법인세	126	236	308
<b>계속사업이익</b>	450	835	1,031
중단사업이익	0	0	0
*법인세효과	0	0	0
당기순이익	450	835	1,031
<b>순이익률 (%)</b>	12.7	15.2	16.5
지배주주	450	835	1,031
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	12.66	15.18	16.46
<b>비지배주주</b>	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	450	835	1,031
<b>지배주주</b>	450	835	1,031
<b>비지배주주</b>	0	0	0
EBITDA	717	1,243	1,523

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>			
매출액	0.0	55.0	13.8
영업이익	0.0	88.3	25.1
세전계속사업이익	0.0	86.2	25.1
EBITDA	0.0	73.5	22.6
EPS(계속사업)	0.0	85.8	23.5
<b>수익성 (%)</b>			
ROE	20.0	31.3	28.6
ROA	14.5	23.4	22.2
EBITDA마진	20.2	22.6	24.3
<b>안정성 (%)</b>			
유동비율	273.0	352.4	424.0
부채비율	37.7	31.1	26.9
순차입금/자기자본	-15.2	-32.0	-41.7
EBITDA/이자비용(배)	5,746.8	561.5	479.3
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS(계속사업)	1,089	2,023	2,498
BPS	5,454	7,478	9,975
CFPS	1,463	2,470	2,981
주당 현금배당금	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>			
PER(최고)	23.9	12.9	10.4
PER(최저)	15.3	8.2	6.7
PBR(최고)	4.8	3.5	2.6
PBR(최저)	3.1	2.2	1.7
PCR	16.2	9.6	8.0
EV/EBITDA(최고)	14.6	7.9	6.0
EV/EBITDA(최저)	9.2	4.8	3.4

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이지훈/나승두(RA)**  
sa75you@sk.com  
02-3773-8880

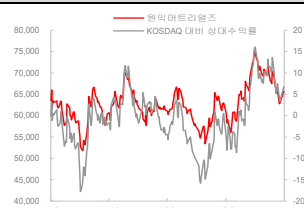
## Company Data

자본금	31 억원
발행주식수	619 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	4,068 억원
주요주주	
원익홀딩스	46.52%
국민연금공단	12.77%
외국인지분률	6.00%
배당수익률	

## Stock Data

주가(16/09/21)	65,100 원
KOSDAQ	678.28 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	75,000 원
52주 최저가	51,900 원
60일 평균 거래대금	25 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.3%	-3.2%
6개월	7.2%	11.7%
12개월	-0.3%	3.2%

원익머트리얼즈 (104830/KQ | Not Rated)

## 전방산업 투자 확대에 따른 특수가스 수요 증가

원익머트리얼즈는 반도체/디스플레이 제조 공정에서 사용되는 고순도 특수가스 제조 및 판매 사업을 영위하고 있다. 글로벌 메이저 기업들의 3D NAND와 Flexible OLED 투자 확대에 따른 특수가스 수요 증가, HCDS 전구체 등 제품 Mix 개선 등을 바탕으로 올해도 실적 성장세를 이어갈 수 있을 것으로 예상된다.

## 올해도 실적 성장세 이어질 것

반도체/디스플레이 제조 공정에서 사용되는 고순도 특수가스 제조 및 판매 사업을 영위하고 있다. N<sub>2</sub>O(아산화질소), GeH<sub>4</sub>(사수소화게르마늄), Si<sub>2</sub>H<sub>6</sub>(디실란) 등 약 100 여종의 다양한 제품 라인업을 보유하고 있다. 삼성전자, 삼성디스플레이, SK 하이닉스 등 글로벌 메이저 업체들을 고객사로 보유 중이다. 지난해 매출 YoY 32.6%, 영업이익 YoY 21.9% 상승했던 동사는 전방산업의 투자 확대에 따른 수요 증가, 제품 Mix 개선 등을 바탕으로 올해도 실적 성장세를 이어갈 수 있을 것으로 판단한다.

## 투자포인트

삼성전자를 비롯한 글로벌 반도체 업체들이 3D NAND에 대한 투자를 확대하고 있다. 올 하반기부터 글로벌 업체들의 3D NAND 양산이 시작될 경우 특수가스 수요도 함께 늘어날 것으로 예상된다. 디스플레이 시장 또한 애플의 Flexible OLED 도입 소식과 함께 글로벌 디스플레이 업체들의 투자가 이어지고 있다. 동사는 OLED 증착공정에 쓰이는 N<sub>2</sub>O(아산화질소)를 중심으로 소공정에 필요한 특수가스 대부분의 제품 라인업을 갖추고 있어 꾸준한 매출 상승이 기대된다. 지난해 8월, 신규 시설 투자를 결정한 오창 3 공장에서는 이르면 연내 HCDS(헥사클로로디실란) 전구체(Precursor) 생산이 가능할 것으로 보인다. 물성이 안정적이고 변동성이 적은 것으로 알려진 HCDS는 반도체의 3D/미세화로 인한 수율 개선 측면에서 Si<sub>2</sub>H<sub>6</sub>(디실란)의 대체 및 보완 역할을 할 것으로 보인다. 동사의 중장기 성장 토대가 마련됐다는 판단이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015
매출액	억원	1,300	1,452	1,925
yoy	%	18.1	11.6	32.6
영업이익	억원	257	273	333
yoy	%	9.3	6.5	21.9
EBITDA	억원	324	364	442
세전이익	억원	246	272	281
순이익(지배주주)	억원	193	207	218
영업이익률%	%	19.7	18.8	17.3
EBITDA%	%	25.0	25.1	23.0
순이익률	%	14.7	13.8	11.0
EPS	원	3,149	3,365	3,523
PER	배	13.1	13.6	18.7
PBR	배	1.7	1.6	2.1
EV/EBITDA	배	7.0	7.1	9.0
ROE	%	13.7	12.8	11.8
순차입금	억원	-337	-325	-206
부채비율	%	16.8	18.4	15.6

## 회사소개

반도체/디스플레이 제조 공정에서  
사용되는  $N_2O$ ,  $GeH_4$ ,  $Si_2H_6$  등의  
고순도 특수가스 제조

반도체, LCD, LED, 태양전지 등의 제조 공정에서 사용되는 고순도 특수가스 제조 및 판매 사업을 영위하고 있다. 주요 제품으로는 산화막을 증착하여 실리콘 표면을 보호하는데 필요한  $N_2O$ (아산화질소), 전기전도도 및 불순물 방지에 뛰어난 실리콘게르마늄 증착에 필요한  $GeH_4$ (사수소화게르마늄), 미세 공정 실리콘 증착에 필요한  $Si_2H_6$ (디실란) 등이 있다.

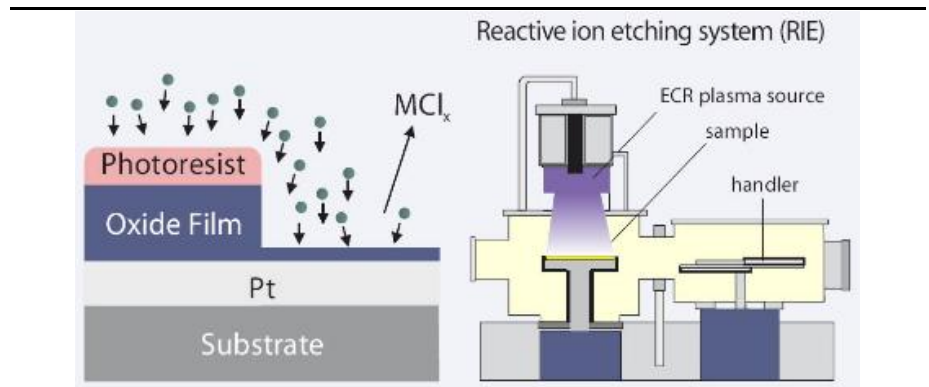
동사는 과거 수입에 의존하던 반도체/디스플레이 공정용 특수가스를 독자적인 기술개발을 통해 국산화에 성공하였으며, 현재는 약 100 여종의 다양한 제품 라인업을 보유 중이다. 2003 년 삼성전자 向  $PH_3$ (수소화인) 혼합가스 공급을 시작으로 SK 하이닉스, 삼성디스플레이, LG 이노텍 등에 고순도 특수가스를 납품하고 있다.

### 주요 제품 현황 및 용도

<b><math>NH_3</math></b> (암모니아)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 반도체, LED 등의 제조공정 중 증착공정에 사용되는 가스</li> <li>- 반도체는 실리콘나이트라이드(<math>Si_3N_4</math>) 절연막 증착에 사용</li> <li>- LED는 질화갈륨(GaN)막질 증착에 사용</li> </ul>
<b><math>N_2O</math></b> (아산화질소)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 반도체, LCD 등의 제조공정 중 증착공정에 사용되는 가스</li> <li>- 실리콘옥사이드(<math>SiO_2</math>)의 산화막 증착에 사용</li> <li>- 저순도 <math>N_2O</math>의 경우 의료용 마취제로도 활용 됨</li> </ul>
<b><math>GeH_4</math></b> (사수소화게르마늄)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 반도체, LCD 등의 실리콘게르마늄(SiGe)막 형성용 가스</li> <li>- 전기전도도 및 불순물 확산 방지</li> </ul>
<b><math>Si_2H_6</math></b> (디실란)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 반도체 제조공정 중 확산(Diffusion)공정에 사용되는 가스</li> <li>- 미세공정 증가로 인해 기존 모노실란(<math>SiH_4</math>)의 대체제 역할</li> </ul>
<b><math>Si_2Cl_6</math></b> (헥사클로로디실란)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 반도체 제조공정 중 증착공정에 사용되는 전구체, HCDS</li> <li>- 박막 증착 공정 중 디실란의 저온 대안 물질로 대두</li> <li>- 지난해 HCDS 합성 공장 신규 투자</li> </ul>

자료: 원익머트리얼즈, SK 증권

### 반도체/디스플레이 공정 내 특수가스의 활용



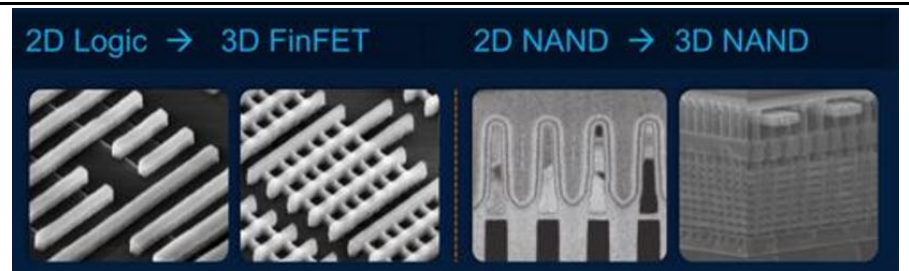
자료: Electronic Materials Research Laboratory, SK 증권

## 투자포인트

글로벌 반도체 업체들의 3D NAND  
투자 확대는 특수가스 수요 증가로  
이어질 것

삼성전자는 올 하반기 3D NAND 64 단 양산이 기대되는 가운데, 시안 공장을 중심으로 생산 Capa를 확대하고 있다. 지난해 기준 동사의 삼성전자 向 매출 비중은 약 68%로 삼성전자의 가동률 증가와 함께 동사의 동반 매출 증가가 기대된다. SK 하이닉스를 비롯한 여타 글로벌 반도체 업체들도 속속 3D NAND에 대한 투자를 늘리고 있다. 올 하반기부터 글로벌 업체들의 3D NAND 양산이 시작될 경우 특수가스 수요도 함께 늘어날 것으로 예상된다. 삼성전자와 SK 하이닉스 등 메이저 반도체 업체를 주요 고객사로 보유한 동사의 매출 성장이 기대된다.

### 2D와 3D NAND flash 구조 차이



자료 : EE Times, SK 증권

삼성전자는 3D Nand에서의 압도적인 기술 경쟁력과 수율을 바탕으로 2017년 공격적 투자 전망

### Samsung 3D Nand Capa: 2016.4Q 195K → 2017.4Q 320K

Factory	Country	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	투자방향
Fab12	Korea	120	120	120	120	120	120	120	120	• 12/16 Line 2D Nand 1y에서 1z로 전환중
Fab 16	Korea	190	190	190	190	180	170	160	150	• 2016년말까지 80K 3D Nand로 전환 • 2017년 2Q 64단 양산
XiAn	China	105	115	115	115	115	115	115	115	• XiAn 115K는 100% 3D Nand로 구성
Fab17	Korea	-	-	-	20	20	40	40	60	• 2017년 하반기 64단 TLC/QLC 양산 • 2017년말 96단 샘플링 가능
Pyeongtaek	Korea	-	-	-	5	15	20	40	65	• 복층구조로 증단 100K 수준 • 64단 수율, 시황에 따른 변경 가능
Total		415	425	425	430	445	455	475	485	* 2016년 3D Capa : 80 (16L) + 115 (XiAn) = 195K + 17L과 평택 소량투입 = 220K * 2017년 신규 3D Capa : 40 (17L) + 60 (평택) = 100K

자료 : 삼성전자, SK 증권

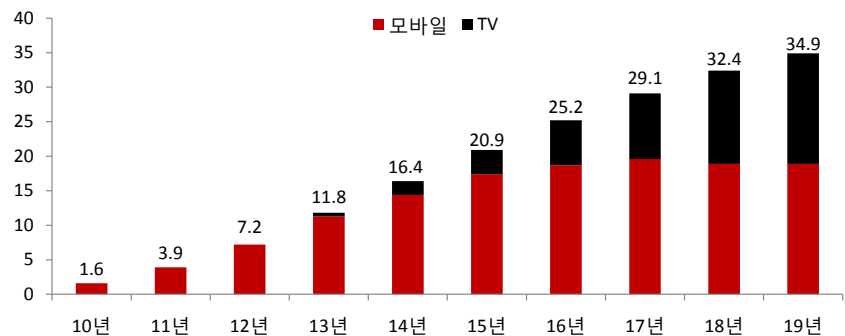
### 애플의 Flexible OLED 도입 소식은 OLED Big Cycle 도래를 알리는 서막

OLED에 대한 글로벌 디스플레이 업체들의 투자가 시작되었다. 특히 LCD를 고집했던 애플의 Flexible OLED 도입 소식은 모바일 디스플레이를 중심으로 한 OLED 산업의 Big Cycle 도래를 알리는 서막으로 받아들여지고 있다. 삼성디스플레이는 올 하반기 Flexible OLED에 대한 본격적인 투자에 나설 것으로 예상된다. 정확한 투자규모는 알려지지 않았지만 약 10~15조원 수준으로 추정된다. LG 디스플레이도 지난 7월 약 2조원 규모의 중소형 플라스틱 OLED 투자 계획을 발표했다. 중국 디스플레이 업체인 BOE, CSOT, GVO 등도 OLED 설비 투자를 진행 중이다.

국내외 디스플레이 업체들의 OLED 신규 라인에 대한 공격적인 투자가 늘어나면서 주요 장비/소재 기업들의 수혜가 기대된다. 동사는 OLED 증착공정에 쓰이는  $N_2O$ (아산화질소)를 중심으로全流程에 필요한 특수가스 대부분의 제품 라인업을 갖추고 있어 꾸준한 매출 상승이 기대된다.

글로벌 OLED 시장 전망

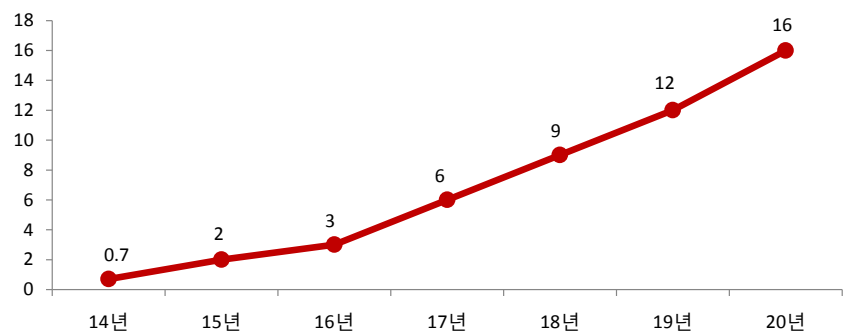
(단위 : 십억달러)



자료 : Display Search, SK 증권

Flexible OLED 시장 전망

(단위 : 십억달러)



자료 : IDTechEx, SK 증권

### HCDS 전구체는 이르면 연내, 늦어도 내년 상반기 중 제품화되어 출시될 것으로 전망

지난해 8 월, 약 279 억원 규모의 신규 시설 투자(오창 3 공장 건축)를 단행했다. 오창 3 공장에서는 HCDS(헥사클로로디실란) 전구체(Precursor)를 생산할 예정이다. HCDS 는 실리콘 박막을 증착시키는데 사용되는 전구체로 물성이 안정적이고 변동성이 적은 것으로 알려져 있다. 반도체의 3D/미세화로 인한 수율 개선 측면에서  $\text{Si}_2\text{H}_6$ (디실란)의 대체 및 보완 역할을 할 것으로 보인다. 이르면 연내, 늦어도 내년 상반기 중 제품화되어 출시될 것으로 예상된다.

#### 투자의견변경

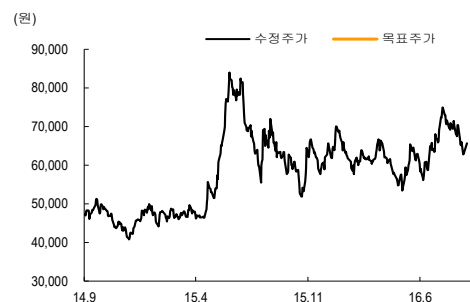
일시

투자의견

목표주가

2016.09.22

Not Rated



#### Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

#### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 22 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015
<b>유동자산</b>	668	723	698
현금및현금성자산	296	345	243
매출채권및기타채권	146	142	122
재고자산	111	128	241
<b>비유동자산</b>	1,138	1,394	1,643
장기금융자산	160	157	187
유형자산	666	728	976
무형자산	28	189	128
<b>자산총계</b>	1,805	2,117	2,342
<b>유동부채</b>	161	268	257
단기금융부채		71	40
매입채무 및 기타채무	116	134	161
단기충당부채		0	0
<b>비유동부채</b>	99	61	59
장기금융부채	59	17	13
장기매입채무 및 기타채무	34	28	23
장기충당부채		0	0
<b>부채총계</b>	260	329	317
<b>지배주주지분</b>	1,520	1,720	1,962
자본금	31	31	31
자본잉여금	591	595	614
기타자본구성요소	20	22	16
자기주식		0	0
이익잉여금	873	1,075	1,290
비지배주주지분	25	68	63
<b>자본총계</b>	1,546	1,787	2,025
<b>부채외자본총계</b>	1,805	2,117	2,342

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015
<b>영업활동현금흐름</b>	239	280	261
당기순이익(손실)	191	200	212
비현금성항목등	154	184	255
유형자산감가상각비	66	88	103
무형자산감각비	1	3	6
기타	86	8	87
운전자본감소(증가)	-36	-39	-135
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-45	7	21
재고자산감소(증가)	-11	-15	-113
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	22	1	26
기타	-92	-31	-69
법인세납부	-70	-66	-71
<b>투자활동현금흐름</b>	-272	-225	-332
금융자산감소(증가)	209	29	21
유형자산감소(증가)	-276	-132	-346
무형자산감소(증가)	-13	-5	-7
기타	20	-118	0
<b>재무활동현금흐름</b>	100	-10	-35
단기금융부채증가(감소)		-7	-37
장기금융부채증가(감소)	60	-1	0
자본의증가(감소)	14	2	13
배당금의 지급		0	0
기타	28	-3	-11
<b>현금의 증가(감소)</b>	66	48	-102
기초현금	230	296	345
기말현금	296	345	243
FCF	-20	247	-129

자료 : 원익머트리얼즈, SK증권

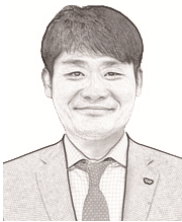
## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015
<b>매출액</b>	1,300	1,452	1,925
<b>매출원가</b>	915	1,008	1,348
<b>매출총이익</b>	385	444	576
매출총이익률 (%)	29.6	30.6	30.0
<b>판매비와관리비</b>	129	170	243
영업이익	257	273	333
영업이익률 (%)	19.7	18.8	17.3
비영업손익	-10	-2	-52
<b>순금융비용</b>	-15	-9	-4
외환관련손익	-4	5	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-5	-24	-70
세전계속사업이익	246	272	281
세전계속사업이익률 (%)	18.9	18.7	14.6
계속사업법인세	55	71	69
<b>계속사업이익</b>	191	200	212
중단사업이익		0	0
*법인세효과		0	0
당기순이익	191	200	212
<b>순이익률 (%)</b>	14.7	13.8	11.0
지배주주	193	207	218
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	14.82	14.26	11.31
비지배주주	-2	-7	-5
<b>총포괄이익</b>	196	191	224
<b>지배주주</b>	199	194	229
<b>비지배주주</b>	-2	-3	-5
EBITDA	324	364	442

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015
<b>성장성 (%)</b>			
매출액	18.1	11.6	32.6
영업이익	9.3	6.5	21.9
세전계속사업이익	-3.9	10.3	3.6
EBITDA	13.1	12.2	21.4
EPS(계속사업)	-7.1	6.9	4.7
<b>수익성 (%)</b>			
ROE	13.7	12.8	11.8
ROA	11.5	10.2	9.5
EBITDA마진	25.0	25.1	23.0
<b>안정성 (%)</b>			
유동비율	414.6	269.5	271.5
부채비율	16.8	18.4	15.6
순차입금/자기자본	-21.8	-18.2	-10.2
EBITDA/이자비용(배)	254.1	95.7	58.7
<b>주당지표 (원)</b>			
EPS(계속사업)	3,149	3,365	3,523
BPS	24,754	27,914	31,689
CFPS	4,256	4,839	5,281
주당 현금배당금		0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>			
PER(최고)	13.4	15.2	23.9
PER(최저)	10.1	11.2	12.5
PBR(최고)	1.7	1.8	2.7
PBR(최저)	1.3	1.4	1.4
PCR	9.7	9.4	12.4
EV/EBITDA(최고)	7.1	8.1	11.5
EV/EBITDA(최저)	5.2	5.8	5.9

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com

02-3773-8880

## Company Data

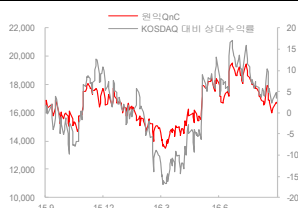
자본금	66 억원
발행주식수	1,314 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	2,195 억원
주요주주	
이용한	40.35%

외국인지분률	4.40%
배당수익률	2.02%

## Stock Data

주가(16/09/21)	16,900 원
KOSDAQ	678.28 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	19,550 원
52주 최저가	13,500 원
60일 평균 거래대금	11 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	-2.6%
6개월	11.7%	15.1%
12개월	-1.8%	0.5%

원익 QnC (074600/KQ | Not Rated)

## 전방산업 투자확대 확대 + 신제품 출시 효과

원익 QnC는 반도체와 디스플레이에 사용되는 쿼츠, 세라믹스, 세정장비 및 램프를 제작하는 업체이다. 금년의 일시적인 성장 정체를 극복하고 2017년에는 또 한번의 실적도약이 가능할 전망이다. 3D NAND 신규 투자, 해외 고객사 확대, 신규제품의 매출발생이 기대되기 때문이다. 2017년 매출액 1,566 억원, 영업이익 245 억원으로 금년대비 각각 12.6%, 19.5% 증가가 예상된다.

## 2017년 실적 성장세 뚜렷할 것

반도체와 디스플레이에 사용되는 쿼츠, 세라믹스, 세정장비 및 램프를 제작하는 업체이다. 2015년 실적 기준 제품별 매출비중은 쿼츠 77%, 세정 13%, 세라믹스 10%이다. 금년에는 주요 고객사의 투자 감소로 일시적인 실적 정체가 예상된다. 그러나 2017년에는 또 한번의 실적도약이 가능할 전망이다. 3D NAND 신규 투자, 해외 고객사 확대, 신규제품의 매출발생이 기대되기 때문이다. 2017년 매출액 1,566 억원, 영업이익 245 억원으로 금년대비 각각 12.6%, 19.5% 증가가 예상된다.

## 투자포인트

쿼츠부문은 주요 고객사의 3D NAND 투자 확대와 가동률 증가, 해외 고객사 확충에 힘입어 실적호조가 지속되고 있다. 내년에는 삼성전자의 팹릭공장 3D NAND 신규투자, 대만 및 북미지역 고객사의 물량 확대에 사상최고치의 실적이 예상된다. 수요 증가를 대비해 국내 및 해외자회사의 생산능력 확대도 준비하고 있다. 총 투자규모는 300 억원에 달할 것으로 전망된다. 세라믹스는 무난한 실적이 이어지고 있다. 상고하저의 효과가 있지만 연간으로 전년 대비 성장에는 무리가 없다. 글로벌 OLED 증설에 따른 중장기적인 수혜가 예상된다. 차세대 성장동력은 저저항 실리콘카바이드(SiC)이다. 금년말 최종 제품 테스트 완료, 내년부터는 가시적인 매출이 발생할 것으로 예상된다. 세정부문은 수익성이 가장 높은 부문으로 외형에 비해 이익기여도가 크다. 반도체 제조업체들의 공정 외주화, 수명 연장 노력의 일환으로 안정적인 성장이 유지될 전망이다. 국산화를 추진하고 있는 신규제품인 디스플레이 패널 세정용 램프도 기대가 큰 품목이다. 현재 일본 업체로부터 전량 수입하고 있는데 수입대체 효과는 200 억원을 상회할 것으로 전망된다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	억원	1,502	1,201	1,227	1,208	1,402
yoy	%	N/A(IFRS)	-20.0	2.2	-1.6	16.1
영업이익	억원	241	133	122	151	203
yoy	%	N/A(IFRS)	-44.9	-7.7	23.2	34.4
EBITDA	억원	274	179	176	208	264
세전이익	억원	215	80	98	116	208
순이익(지배주주)	억원	135	45	67	81	153
영업이익률%	%	16.0	11.0	10.0	12.5	14.5
EBITDA%	%	18.2	14.9	14.4	17.2	18.8
순이익률	%	10.4	4.0	6.0	7.4	11.3
EPS	원	1,069	355	524	627	1,169
PER	배	6.6	17.1	15.8	18.6	14.8
PBR	배	1.3	1.1	1.3	1.7	2.2
EV/EBITDA	배	5.4	7.5	9.3	9.5	10.0
ROE	%	N/A(IFRS)	6.3	8.7	9.6	16.0
순차입금	억원	495	485	483	365	266
부채비율	%	102.8	88.3	83.5	68.5	53.6

## 회사소개

### 쿼츠, 세라믹스, 세정장비 및 램프 제작업체, 고객사 다변화가 장점

반도체와 디스플레이에 사용되는 쿼츠, 세라믹스, 세정장비 및 램프를 제작하는 업체이다. 2015 년 실적 기준 제품별 매출비중은 쿼츠 77%, 세정 13%, 세라믹스 10%이다. 수출비중은 31%, 내수비중은 69%이다. 쿼츠부문은 미국, 대만, 독일에 자회사를 보유하고 있으며 고객사는 국내외 반도체 및 디스플레이 제조, 장비업체이다. 고객사가 다변화되어 매출의 변동성이 작다는 강점을 지니고 있다.

쿼츠는 석영유리로 반도체 제조공정 중 산화, 식각, 이온주입, 화학증착 공정에서 웨이퍼를 불순물로부터 보호, 이송하는 용기로 사용된다. 반도체 제조 공정별로 다르지만 평균 교체주기는 2~3 개월이다. 세라믹은 비금속 무기재료를 원료로 사용하고 반도체/디스플레이 생산에 사용되는 세라믹 부품으로 이용된다. 제품수명이 6 개월 이상인 소모품이다. 세정사업부는 반도체 Diffusion/LPCVD 공정에 사용되는 쿼츠웨어 및 SiC를 정밀 세정한다.

#### 쿼츠 제품



자료 : 원익 QnC

#### 세정 제품



자료 : 원익 QnC

#### 세라믹스 제품



##### Semicon Parts

Focus Ring  
Shield Top Lid  
Gas Ring



##### LCD Parts

Shield Lower  
Side Plate  
Golf Tee



##### Shaft



##### Silicon Parts

Focus Ring  
Insert Ring

자료 : 원익 QnC

## 투자포인트

**쿼츠부문: 3D NAND 투자확대,  
가동률 증가, 해외 고객사 확충으로  
2017년 사상최고치 실적 가능,  
생산능력 확대도 준비중**

쿼츠부문은 주요 고객사의 3D NAND 투자확대와 가동률 증가, 해외 고객사 확충에 힘입어 실적호조가 지속되고 있다. 3D NAND 관련 수혜는 이미 지난해에 시작되었다. 삼성전자의 17 라인 투자본격화, 시안 신규라인 가동으로 2015년 매출액은 전년대비 16.5% 증가한 1,163억원을 기록했다. 2016년에는 일시적인 투자감소로 큰 폭의 외형 축소가 우려되었으나 해외장비업체 위주로 거래선 확대에 성공하면서 매출감소율은 3.5%에 그칠 것으로 전망된다. 내년에는 또 한번의 성장이 가능할 것이다. 삼성전자의 평택공장 3D NAND 신규투자, 대만 및 북미지역 주요 고객사의 물량 확대가 가능하기 때문이다. 이와 같은 수요 증가를 대비해 국내 및 해외자회사의 생산능력 확대도 준비 중에 있다. 총 투자규모는 300억원에 달할 것으로 전망된다. 2017년 매출액은 금년대비 8.7% 증가한 1,220억원으로 사상최고치의 실적 경신이 가능할 것으로 예상된다.

**세라믹스: 글로벌 OLED 설비증설에  
따른 중장기적인 수혜, SiC의  
신규매출 가능성도 주목**

세라믹스는 무난한 실적이 이어지고 있다. 국내와 해외고객사의 고른 매출에 변함이 없다. 상고하저의 효과가 있지만 연간으로 전년대비 성장에는 무리가 없어 보인다. 글로벌 OLED 증설에 따른 중장기적인 수혜가 예상된다. 차세대 성장동력은 저저항 실리콘 카바이드(SiC)이다. 기존 Si에 비해 높은 경도, 내마모성으로 인해 수명연장 효과가 뛰어난 제품이다. 현재 티씨케이가 주도하고 있으며 국내 시장규모만 해도 1천억원을 상회할 것으로 전망되는, 성장이 유망한 품목이다. 금년말 최종 제품 테스트 완료, 내년부터는 가시적인 매출이 발생할 것으로 예상된다.

**세정부문: 가동률 증가에 따른  
안정적인 매출, 국산화 추진중인  
디스플레이 패널 세정용 램프  
내년부터 매출 본격화 예상**

세정부문은 국내 주요 고객사의 가동률 증가에 따른 양호한 실적이 예상된다. 수익성이 가장 높은 부문으로 외형에 비해 이익기여도가 크다. 주요 고객사의 물량 독점을 통한 안정적 수요 기반을 확보하고 있다. 반도체 제조 업체들의 공정 외주화, 수명 연장 노력의 일환으로 안정적인 성장이 유지될 전망이다. 2016년 매출액은 201억원으로 전년대비 6.3% 증가가 예상된다. 국산화를 추진하고 있는 신규제품인 디스플레이 패널 세정용 램프도 기대가 큰 품목이다. TFT 기판 세척과 PR 박리, Resist 도포 전, CVD 공정 전 유기물을 제공하는 용도이다. 현재 일본 업체로부터 전량 수입하고 있는데 수입대체 효과는 200억원을 상회할 것으로 전망된다. 금년말까지 제품 승인을 목표로 하고 있으며 내년 상반기부터 매출 발생이 가능할 전망이다.

## 실적추이

2017 년은 또 한번의 성장 가능,  
매출액 및 영업이익 증가율 각각  
13%, 20% 예상, 주요 거래처의  
투자확대, 거래선 다변화, 수출비중  
증가, 신제품 출시 효과 기대

2016 년 매출액은 1,390 억원, 영업이익은 205 억원으로 일시적인 성장 정체가 예상된 다. 이는 역기저 효과 및 주요 고객사의 투자 감소 영향이다. 그러나 2017 년에는 또 한번의 실적 도약이 가능할 전망이다. 3D NAND 신규 투자, 해외 고객사 확대, 신규 제품의 매출발생이 기대되기 때문이다. 2017 년 매출액 1,566 억원, 영업이익 245 억원 으로 금년대비 각각 12.6%, 19.5% 증가가 예상된다. 주요 업체들의 투자확대, 거래선 다변화, 수출비중 증가로 중장기적인 성장 추세는 지속될 전망이다. 장비업체향 매출비 중 확대, 가동률 증가에 따른 생산성 개선으로 수익성도 높아질 것이다. 2017 년 실적 기준으로 PER 은 11.2 배이다. 동종업체의 평균 PER 13.2 배를 감안할 때 밸류에이션 매력에 충분하다는 판단이다.

### 실적추이

(단위: 억원)

	2013	2014	2015	2016E	2017E
윌츠	1,016	998	1,163	1,122	1,220
세라믹스	150	120	143	152	195
세정	130	174	189	201	252
매출합	1,296	1,292	1,495	1,475	1,667
내부매출	70	85	94	85	101
순매출	1,226	1,207	1,401	1,390	1,566
영업이익	122	151	203	205	245
영업이익률	10.0%	12.5%	14.5%	14.7%	15.6%

자료: 원익 QnC, SK 증권 추정

### 해외자회사 현황

(단위: 억원)

해외자회사	지분율	주요제품	매출액	순이익
WITQ(대만)	60%	반도체용 석영유리	232	15
WIQE(독일)	100%	반도체용 석영유리	84	-14
WIQI(미국)	98%	태양광용 석영유리	119	4

자료: 원익 QnC

주: 실적은 2015 년 기준

## 투자의견변경

일시

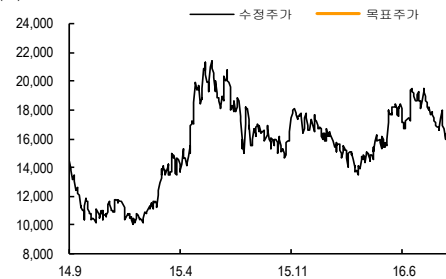
투자의견

목표주가

2016.09.22

Not Rated

(원)



## Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 9 월 22 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>유동자산</b>	633	526	529	524	556
현금및현금성자산	82	71	87	105	110
매출채권및기타채권	203	150	161	150	152
재고자산	332	295	265	256	285
<b>비유동자산</b>	957	1,023	1,126	1,104	1,171
장기금융자산	38	10	29	27	30
유형자산	573	654	669	672	649
무형자산	44	51	50	49	52
<b>자산총계</b>	1,590	1,549	1,655	1,627	1,726
<b>유동부채</b>	606	531	591	579	436
단기금융부채	424	402	458	440	279
매입채무 및 기타채무	109	84	89	96	96
단기충당부채					
<b>비유동부채</b>	199	196	162	82	167
장기금융부채	164	154	113	30	98
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채	2	2	2	3	3
<b>부채총계</b>	806	727	753	661	602
<b>지배주주지분</b>	695	734	810	884	1,035
자본금	63	63	65	65	66
자본잉여금	158	158	177	185	191
기타자본구성요소	7	15	11	8	6
자기주식					
이익잉여금	451	493	556	642	780
비지배주주지분	89	89	92	82	90
<b>자본총계</b>	784	823	902	966	1,124
<b>부채외자본총계</b>	1,590	1,549	1,655	1,627	1,726

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>영업활동현금흐름</b>	192	176	154	215	202
당기순이익(손실)	215	80	98	116	208
비현금성항목등	75	121	93	105	73
유형자산감가상각비	32	45	52	55	58
무형자산감가상각비	1	1	2	2	3
기타	42	75	39	48	12
운전자본감소(증가)	-35	53	9	37	-38
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4	53	-5	52	-2
재고자산감소(증가)	-15	29	32	5	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	-7	-4	1	0
기타	-13	83	-24	83	-13
법인세납부	-38	-54	-25	-26	-30
<b>투자활동현금흐름</b>	-246	-145	-155	-60	-106
금융자산감소(증가)	5	5	-9	4	0
유형자산감소(증가)	-226	-141	-75	-61	-32
무형자산감소(증가)	-7	-8	-1	-1	-9
기타	2	2	19	2	1
<b>재무활동현금흐름</b>	69	-38	19	-135	-93
단기금융부채증가(감소)					
장기금융부채증가(감소)	69	-38	5	-125	-98
자본의증가(감소)			14	6	4
배당금의 지급				16	
기타					
<b>현금의 증가(감소)</b>	13	-11	16	17	5
기초현금	69	82	71	87	105
기말현금	82	71	87	105	110
FCF	N/A(IFRS)	25	111	145	162

자료 : 원익QnC, SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>매출액</b>	1,502	1,201	1,227	1,208	1,402
<b>매출원가</b>	1,074	882	901	850	979
<b>매출총이익</b>	427	318	325	358	423
매출총이익률 (%)	28.5	26.5	26.5	29.6	30.2
<b>판매비와관리비</b>	187	186	203	207	220
영업이익	241	133	122	151	203
영업이익률 (%)	16.0	11.0	10.0	12.5	14.5
비영업손익	-25	-53	-25	-35	5
<b>순금융비용</b>	22	23	21	16	10
외환관련손익	2	-2	1	0	-2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-4	-26	0	-26	14
세전계속사업이익	215	80	98	116	208
세전계속사업이익률 (%)	14.3	6.6	8.0	9.6	14.8
계속사업법인세	60	32	24	27	49
<b>계속사업이익</b>	156	48	73	89	159
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	156	48	73	89	159
<b>순이익률 (%)</b>	10.4	4.0	6.0	7.4	11.3
지배주주	135	45	67	81	153
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	9.02	3.75	5.44	6.74	10.93
비지배주주	20	3	6	8	6
<b>총포괄이익</b>	160	30	63	62	154
<b>지배주주</b>	141	30	61	56	147
<b>비지배주주</b>	19	0	2	6	7
EBITDA	274	179	176	208	264

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	N/A(IFRS)	-20.0	2.2	-1.6	16.1
영업이익	N/A(IFRS)	-44.9	-7.7	23.2	34.4
세전계속사업이익	N/A(IFRS)	-63.1	22.6	18.9	79.0
EBITDA	N/A(IFRS)	-34.8	-1.2	17.8	26.9
EPS(계속사업)	N/A(IFRS)	-66.8	47.6	19.7	86.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	N/A(IFRS)	6.3	8.7	9.6	16.0
ROA	N/A(IFRS)	3.0	4.6	5.5	9.5
EBITDA마진	18.2	14.9	14.4	17.2	18.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	104.4	99.0	89.5	90.4	127.6
부채비율	102.8	88.3	83.5	68.5	53.6
순차입금/자기자본	63.2	59.0	53.6	37.8	23.7
EBITDA/이자비용(배)	10.1	6.8	8.3	13.0	27.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,069	355	524	627	1,169
BPS	5,483	5,791	6,271	6,779	7,890
CFPS	1,329	718	949	1,067	1,635
주당 현금배당금					
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	7.2	23.9	18.6	23.0	18.4
PER(최저)	4.0	16.8	11.1	12.2	8.6
PBR(최고)	1.4	1.5	1.6	2.1	2.7
PBR(최저)	0.8	1.0	0.9	1.1	1.3
PCR	5.3	8.5	8.7	10.9	10.6
EV/EBITDA(최고)	5.8	9.3	10.4	11.3	12.2
EV/EBITDA(최저)	4.2	7.5	7.6	7.0	6.5

**memo**

---