



하나금융그룹

2019년 12월 24일 | Equity Research

# 원익IPS (240810)

## 어라, 비메모리도!

### 목표주가 3만 7천원에서 4만원으로 상향 조정

탐방을 통해 2가지 긍정적 변화를 확인해 목표주가를 상향 조정한다. 목표 P/E를 1.2배에서 1.3배로 상향 조정한다.

### P/E 멀티플 상향 근거: 비메모리 장비 수주 규모, 예상 상회

2013년 이후 원익IPS는 3D-NAND 시설투자 시 최대 수혜주로 꼽혔다. 이후 원익IPS는 2014년에 14nm FinFET 공정용 장비를 공급하며 비메모리 장비 매출을 키워나갔다. 이제 장비 종류가 늘어나 웨이퍼 10,000장 증설 시 수주액은 메모리 반도체 장비 수주액 못지 않은 것으로 추정된다.

### 전방산업 고객사, 비메모리 파운드리 장비 국산화 필요 증가

TSMC의 위상이 여전히 높다. 퀄컴의 스냅드래곤 865가 TSMC 7nm 공정에서 생산될 예정이며, 앤비디아의 7nm GPU도 TSMC에서 대부분 양산될 것으로 추정된다. 게다가 7nm 미만용 EUV 노광장비의 가격은 인상될 가능성이 높다. 선단공정 파운드리 공급사들은 TSMC와의 격차를 줄이며 양산 과정에서의 외부 의존도를 낮춰야 한다. 국산화 진척이 느렸던 분야에서 원익IPS는 2014년부터 장비 공급을 시작했기에 더 많은 기회를 획득할 것으로 기대된다.

### 국내 2대 고객사향으로 장비 국산화 수혜 시그널 뚜렷해져

원익IPS의 주력제품은 일본 Kokusai Electric, Tokyo Electron과 경합한다. Applied Materials의 Kokusai Electric 인수와 일본산 소/부/장 국산화 흐름은 2대 고객사의 국산장비 사용을 촉진하고 있다. 이에 따라 2대 고객사가 2020년에 시설투자를 축소해도 원익IPS는 국산장비 출하에 힘입어 동 고객사향 매출규모를 유지할 것으로 추정된다.

### 4Q19 매출 2,192억원, 영업이익률 5.7% 전망

분기 매출 추정치는 유지하나 OPM%은 8.0%에서 5.7%로 하향 조정했다. 총당금 반영 가능성을 고려했기 때문이다. 만약 4분기 실적 우려 때문에 주가가 하락한다면 적극적인 매수로 대응할 것을 권고한다. 원익IPS의 주가는 ① 분기 실적보다 중장기 성장 로드맵에 더욱 영향을 받으며, ② 비메모리 및 국내 2대 고객사향 장비 국산화 수혜로 2021년에도 실적 성장이 이어질 가능성이 높기 때문이다.

### Update

BUY

| TP(12M): 40,000원(상향) | CP(12월 20일): 33,900원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	649.73		
52주 최고/최저(원)	35,700/16,800	매출액(십억원)	683.1 1,051.8
시가총액(십억원)	1,663.9	영업이익(십억원)	59.8 170.3
시가총액비중(%)	0.71	순이익(십억원)	49.8 135.7
발행주식수(천주)	49,083.9	EPS(원)	1,062 2,766
60일 평균 거래량(천주)	341.1	BPS(원)	10,000 12,497
60일 평균 거래대금(십억원)	10.9		
19년 배당금(예상,원)	150		
19년 배당수익률(예상,%)	0.44		
외국인지분율(%)	31.19		
주요주주 지분율(%)			
원익홀딩스 외 4 인	33.09		
삼성전자 외 1 인	7.54		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	10.1 41.8 71.2		
상대	10.1 58.8 76.1		

Stock Price	
(천원)	원익IPS(좌) 상대지수(우)

### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	630.9	649.3	668.5	1,097.1	1,261.7
영업이익	십억원	122.3	105.9	44.3	186.0	211.1
세전이익	십억원	124.3	109.8	39.9	189.8	215.5
순이익	십억원	95.4	86.9	41.6	150.7	171.1
EPS	원	2,311	2,105	859	3,070	3,485
증감률	%	318.7	(8.9)	(59.2)	257.4	13.5
PER	배	14.46	9.55	39.47	11.04	9.73
PBR	배	4.39	2.25	2.87	2.30	1.91
EV/EBITDA	배	9.16	5.97	21.80	7.81	6.66
ROE	%	35.83	25.45	8.93	23.76	21.95
BPS	원	7,600	8,951	11,798	14,719	17,704
DPS	원	200	220	150	500	600



Semiconductor Analyst

김경민, CFA

dairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA

이진우

jinwlee@hanafn.com

하나금융투자

표 1-1. 원익IPS의 분기 및 연간 실적 추정(변경 이후)

(단위: 십억원, %)

실적 추정	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출</b>	137.7	210.6	196.3	104.8	131.1	200.2	118.1	219.2	630.9	649.3	668.5	1,097.1
반도체장비, 소모품	108.0	181.8	169.0	67.6	68.2	112.0	68.3	101.5	526.3	526.5	350.0	595.0
디스플레이장비	29.0	28.6	27.2	37.1	61.1	88.1	49.5	117.7	104.3	121.8	316.4	500.0
<b>영업이익</b>	22.1	46.0	46.4	-8.6	6.4	34.2	-8.8	12.6	122.3	105.9	44.3	186.0
영업이익률%	16.0%	21.9%	23.6%	-8.2%	4.9%	17.1%	-7.5%	5.7%	19.4%	16.3%	6.6%	17.0%
<b>세전이익</b>	22.6	47.8	47.9	-8.5	6.3	29.9	-9.0	12.8	124.3	109.8	39.9	190.0
세전이익률%	16.4%	22.7%	24.4%	-8.1%	4.8%	14.9%	-7.6%	5.9%	19.7%	16.9%	6.0%	17.3%
<b>순이익</b>	24.6	31.6	37.0	-6.3	4.9	24.9	1.5	10.1	95.4	86.9	41.4	150.3
순이익률%	17.9%	15.0%	18.9%	-6.0%	3.8%	12.4%	1.3%	4.6%	15.1%	13.4%	6.2%	13.7%

자료: 원익IPS, 하나금융투자

표 1-2. 원익IPS의 분기 및 연간 실적 추정(변경 이전)

(단위: 십억원, %)

실적 추정	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출</b>	137.7	210.6	196.3	104.8	131.1	200.2	118.1	219.2	630.9	649.3	668.5	1,117.1
반도체장비, 소모품	108.0	181.8	169.0	67.6	68.2	112.0	68.3	101.5	526.3	526.5	350.0	575.0
디스플레이장비	29.0	28.6	27.2	37.1	61.1	88.1	49.5	117.7	104.3	121.8	316.4	540.0
<b>영업이익</b>	22.1	46.0	46.4	-8.6	6.4	34.2	-8.8	17.5	122.3	105.9	49.3	191.2
영업이익률%	16.0%	21.9%	23.6%	-8.2%	4.9%	17.1%	-7.5%	8.0%	19.4%	16.3%	7.4%	17.1%
<b>세전이익</b>	22.6	47.8	47.9	-8.5	6.3	29.9	-9.0	18.0	124.3	109.8	45.1	196.2
세전이익률%	16.4%	22.7%	24.4%	-8.1%	4.8%	14.9%	-7.6%	8.2%	19.7%	16.9%	6.7%	17.6%
<b>순이익</b>	24.6	31.6	37.0	-6.3	4.9	24.9	1.5	14.2	95.4	86.9	45.5	155.2
순이익률%	17.9%	15.0%	18.9%	-6.0%	3.8%	12.4%	1.3%	6.5%	15.1%	13.4%	6.8%	13.9%

자료: 원익IPS, 하나금융투자

그림 1. 원익IPS의 시가총액 추이와 주요 이벤트(2019년)

(조원)



1월	• 글로벌 장비사(ASML, 램리서치 등), 깜짝 실적 기록. 합병 이후 QD-OLED 장비 수주 증가 기대감 확산
2월	• 4Q18 실적 공시. 영업손실 기록, 컨센서스 하회. 주가 상승, 2020년 P/E 저평가에 대한 기대감
3월	• 2월 28일, TT International 지분율 공시. 7.62%에서 5.58%로 하락 • 삼성전자가 시안 2차, 평택 2차 1층에 NAND 신규증설을 전개할 것이라는 기대감 확산
4월	• 삼성전자의 비메모리 시설투자 기대감으로 몇 안 되는 수혜주인 원익IPS 주가도 상승
5월	• 5월 중순 화웨이 제재조치 영향으로 반도체업종 주가 부진
6월	• NAND 업황 개선 기대감 확산 더불어 2020년 수혜주로서 부각
7월	• 일본 화이트리스트 품목 관련 장비 국산화 수혜주로 부각. 2Q19 잠정실적 공시. 컨센서스 상회
8월	• NAND 업황 기대감 확산 지속
9월	• 9/3, 중국 Hefei Visionox Technology로부터 OLED 공정장비 수주 • 미국 반도체 장비주 주가 선제적 상승. 북미 Semi Billings, 5개월째 역성장폭 완화
10월	• 2020년 실적 텐어라운드 기대감 작용. 미국 반도체 장비 공급사(램리서치)의 긍정적 가이던스 제시
11월	• 3Q19 영업손실 기록. 컨센서스 하회
12월	• DRAM 및 NAND 가격 상승 가시성 뚜렷해지며 업계 전반적으로 텐어라운드 시그널 강화

자료: Quantwise, 하나금융투자

## 과거 발간 자료(가장 최근 3건)

### [2019/11/6] 급행열차 탑승 기회

- 3Q 영업손실 기록했지만 긍정적 시각과 목표주가 변경 없음. 3Q 매출, 영업손실, 순이익은 각각 1,181 억원(-41.01% QoQ, -39.83% YoY), -88 억원(QoQ 및 YoY 기준 적자전환), 15 억원(-94.01% QoQ, -95.98% YoY)을 기록했다. 디스플레이장비 매출이 300 억원 이상 4Q로 이연되어, 3Q 매출이 손익분기점 수준을 하회한 것으로 추정된다. 지난 9/26 프리뷰자료('목표주가 3 만 7 천원으로 상향')에서 3Q 매출을 보수적으로 추정했었는데 영업손실 가능성까지 고려하지 않은 것은 커버리지 담당으로서 반성해야 할 실수였다. 돌아보면 1Q19 매출과 영업이익이 각각 1,311 억원, 64 억원을 기록하며 손익분기점을 소폭 상회했으므로 분기매출이 1,200~1,300 억원 수준이라면 3Q 영업실적 부진을 예상할 수 있었는데, 2020년 전방산업(반도체, 디스플레이) 텐어라운드 가시성에 집중하다보니 하반기 실적 추정에 소홀했다.
- 주가 하락하더라도 -10% 내외에 그칠 전망. 4Q 매출, 영업이익, 영업이익률은 각각 2,192 억원, 175 억원, 8.0%로 전망된다. 영업마진이 10%를 하회하는 이유는 앞서 언급한 디스플레이장비 이연 매출 때문이다. 디스플레이장비 마진이 반도체장비 마진보다 전통적으로 낮다는 점을 실적추정에 반영했다. 원익 IPS의 회계상 수익인식기준이 장비 셋업 기준으로 보수적이라는 점을 다시 감안해 2020년 매출과 영업이익 추정치는 각각 1.15 조원, 2,316 억원에서(OPM 20.1%)에서 1.12 조원, 1,912 억원(OPM 17.1%)으로 하향 조정한다. 입이 열 개라도 할 말이 없지만, 반도체장비와 디스플레이장비에서 각각 5,000 억원 이상의 매출을 달성할 것이라는 시각은 변함 없다. 주가의 숨 고르기 기간은 짧을 것으로 판단된다. 돌아보면 시가총액이 올해(2019년) 1월~4월에 8,300 억원▶1.3 조원까지 추세적으로 상승했고, 9월~10월에 1.2 조원▶1.6 조원까지 상승했다. 삼성전자/삼성디스플레이가 DRAM, NAND, LSI, QD, 중소형 OLED 등 어느 분야에 시설투자를 전개하거나 국산화를 진행하더라도 원익 IPS는 12 첨반상을 내을 수 있는 기업이기 때문이다. 주가가 하락해도 오히려 수급이 쏠릴 가능성을 감안한다면 3Q 실적발표 이후 주가가 하락하더라도 -10% 내외에 그칠 것으로 전망된다.

### [2019/9/26] 목표주가 37,000원으로 상향

- 2019년 매출 전망 7,000억원 유지. 하반기 매출은 3,689 억원으로 전망된다. 3분기와 4분기를 비교 시, 4분기 매출은 2,239 억원으로 추정된다. 3분기 대비 높게 추정한 이유는 회계처리상 수익인식기준이 여타 장비사 대비 가장 보수적인 것을 감안했다.
- 2020년 매출 전망 1 조원에서 1.15 조원으로 상향 조정. 매출 성장의 기본 가정은 '삼성전자가 2020년에 시안 2 기와 평택 2기에 메모리 시설투자를 전개한다'는 것이다. 현실적으로 삼성전자의 시설투자 계획이 구체화되지 않은 상황에서, 장비 공급사 원익 IPS가 2020년 실적 가이던스를 제시하기는 불가능하다. 그러나 과거의 시설투자 흐름을 통해 추정해보면 삼성전자의 메모리 시설투자가 재개될 가능성이 높다고 판단된다. ① NAND 업황이 개선되고 있으며, ② DRAM 미세화와 이에 따른 생산능력의 자연 감소로 보완투자가 필요하기 때문이다. 2분기 실적 컨콜에서 미국 반도체장비 공급사(KLA, AMAT)도 2020년 메모리 시설투자 개선에 대해 언급했다. 메모리부문의 최대 고객사를 염두에 둔 언급이라고 판단된다. 아울러 삼성디스플레이의 시설투자 규모 개선, 최근 공시된 중국향 디스플레이장비의 수주도 2020년 매출 전망치를 상향 조정하는 근거이다. 실적 상향 조정(+15%)에 따라 목표주가도 32,000원에서 37,000원으로 상향 조정한다.
- 북미 반도체장비(Semi Billings)의 역성장폭 완화되어 긍정적. 북미 반도체장비 출하는 지난 1년 이상 부진한 국면을 벗어나지 못해 투자자들의 관심 밖으로 사라졌다가, 최근 역성장폭을 줄여나가고 있다. YoY% 기준, 4월 -28.5%, 5월 -23.6%, 6월 -18.4%, 7월 -14.6%, 8월 -10.5%를 기록했다. 2017년 사이클 고점에서 북미 반도체장비 출하는 원익 IPS의 월별 시총 대비 7개월 선행했다. 북미 반도체장비 출하는 최근 5개월간 역성장폭을 줄여나가고 있다. 동 지표의 선행성을 감안하면, 원익 IPS의 시총 상승이 지속적으로 이어질 가능성에 대해 기대감을 가져도 좋을 것으로 판단된다.

### [2019/9/4] 중국발 OLED 수주의 시사점

- 9/3 단일판매 공급계약 체결 공시. 중국 OLED 향. 649 억원. 원익테라세미콘(원익 IPS에 흡수합병)이 2017년 10월 17일 Yungu(Gu'an) Technology 향으로 디스플레이 장비(811억원) 공급계약을 공시한 이후 2년만에 원익 IPS가 Hefei Visionox Technology 향 디스플레이 제품(649억원) 공급계약을 공시했다. 계약종료일은 2020년 3월 20일이다. 수익 인식 기준 감안 시 매출 기여시점은 2020년 2분기부터일 것으로 추정된다. 양사(원익 IPS, 원익테라세미콘)는 합병 이후 중국향으로 공동 영업을 진행하기도 하는데, 이번 수주 제품은 (구)원익테라세미콘의 열처리장비로 추정된다.
- 원익테라세미콘 흡수 합병 이후 2020년 매출 1조원 가시성 재확인. 2019년 실적은 연간 매출 7,000억원, 영업이익률 10~11% 내외로 추정된다. 국내 주요고객사 중에서 SK 하이닉스가 7/25 실적컨콜에서 신규 생산라인(M15) 시설투자를 보수적으로 집행한다고 발표한 것을 반영했다. 전방산업(SK 하이닉스 신규 생산라인, 삼성전자 DRAM, 삼성디스플레이 OLED)에서 시설투자가 보수적으로 전개되는 환경에서 2019년에 매출 7,000억원을 달성한다면, 2020년 매출은 1조원을 달성할 가시성이 높다. 하나금융투자 발간자료(8/23 Applied Materials 실적 리뷰, 8/16 케이씨티)에서 기 언급한 바와 같이 중국향 디스플레이 및 국내 NAND 시설투자 가시성이 바닥을 통과해 뚜렷해지고 있기 때문이다. 불확실성이 남아 있다는 점을 감안해 2020년 매출 추정치를 아직 상향 조정하지 않았지만, 이번 수주 공시는 원익 IPS에 대해 긍정적 시각을 강화시킬 계기라고 판단된다.
- 원익 IPS의 아이덴티티(identity)는 결국 바이앤팔드 주식. 합병 이후 반도체장비와 디스플레이장비의 매출기여도는 균형을 이루고 있다. 2019년 매출 추정치(7,000억원)에서는 반도체장비 3,800억원, 디스플레이 3,164억원으로 전망된다. 2020년 매출 추정치(1조원)에는 반도체장비 매출 기여도를 60% 이상으로 예상했는데, 이번 공시 반영 시 반도체장비와 디스플레이장비 매출비중은 50:50에 근접할 것으로 전망된다. 매출의 구조적 성장과 투자자를 배려하는 IR 커뮤니케이션 감안 시 원익 IPS는 '언제나 그랬던 것처럼' 바이앤팔드 주식으로 손색없다.

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>630.9</b>	<b>649.3</b>	<b>668.5</b>	<b>1,097.1</b>	<b>1,261.7</b>
매출원가	379.6	391.4	382.5	548.1	630.3
매출총이익	251.3	257.9	286.0	549.0	631.4
판관비	129.0	152.0	241.6	363.0	420.3
<b>영업이익</b>	<b>122.3</b>	<b>105.9</b>	<b>44.3</b>	<b>186.0</b>	<b>211.1</b>
금융순익	1.2	2.5	1.5	0.3	2.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	1.4	(5.8)	3.5	2.2
<b>세전이익</b>	<b>124.3</b>	<b>109.8</b>	<b>39.9</b>	<b>189.8</b>	<b>215.5</b>
법인세	28.9	23.0	(1.5)	39.7	45.0
계속사업이익	95.4	86.9	41.4	150.2	170.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>95.4</b>	<b>86.9</b>	<b>41.4</b>	<b>150.2</b>	<b>170.4</b>
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	(0.2)	(0.6)	(0.6)
<b>지배주주순이익</b>	<b>95.4</b>	<b>86.9</b>	<b>41.6</b>	<b>150.7</b>	<b>171.1</b>
지배주주지분포괄이익	94.5	86.0	38.8	150.8	171.2
NOPAT	93.8	83.8	46.0	147.1	167.0
EBITDA	139.3	124.3	78.0	220.1	246.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	158.5	2.9	3.0	64.1	15.0
NOPAT증가율	304.3	(10.7)	(45.1)	219.8	13.5
EBITDA증가율	249.1	(10.8)	(37.2)	182.2	11.8
영업이익증가율	326.1	(13.4)	(58.2)	319.9	13.5
(지배주주)순익증가율	324.0	(8.9)	(52.1)	262.3	13.5
EPS증가율	318.7	(8.9)	(59.2)	257.4	13.5
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	39.8	39.7	42.8	50.0	50.0
EBITDA이익률	22.1	19.1	11.7	20.1	19.5
영업이익률	19.4	16.3	6.6	17.0	16.7
계속사업이익률	15.1	13.4	6.2	13.7	13.5

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,311	2,105	859	3,070	3,485
BPS	7,600	8,951	11,798	14,719	17,704
CFPS	4,060	3,582	1,867	4,787	5,216
EBITDAPS	3,375	3,013	1,612	4,484	5,012
SPS	15,285	15,732	13,809	22,352	25,704
DPS	200	220	150	500	600
<b>주가지표(배)</b>					
PER	14.5	9.6	39.5	11.0	9.7
PBR	4.4	2.2	2.9	2.3	1.9
PCFR	8.2	5.6	18.2	7.1	6.5
EV/EBITDA	9.2	6.0	21.8	7.8	6.7
PSR	2.2	1.3	2.5	1.5	1.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	35.8	25.4	8.9	23.8	22.0
ROA	27.6	18.8	6.1	14.6	12.9
ROIC	43.9	32.4	10.7	22.2	21.2
부채비율	30.7	38.8	52.7	71.7	70.1
순부채비율	(32.9)	(23.6)	6.7	7.8	(3.0)
이자보상배율(배)	682.6	613.4	212.0	346.9	253.9

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

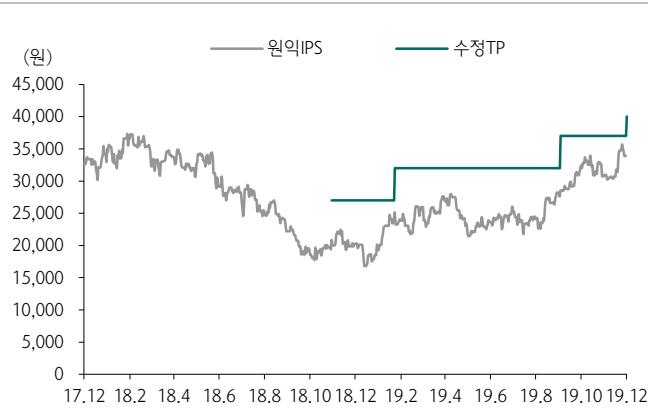
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>280.1</b>	<b>331.7</b>	<b>511.8</b>	<b>853.3</b>	<b>1,082.5</b>
금융자산	115.2	96.0	9.9	42.4	153.0
현금성자산	112.5	90.9	(0.9)	24.8	132.7
매출채권 등	51.2	36.0	75.2	123.4	141.9
재고자산	109.8	184.5	385.8	633.1	728.1
기타유동자산	3.9	15.2	40.9	54.4	59.5
<b>비유동자산</b>	<b>129.5</b>	<b>180.6</b>	<b>346.7</b>	<b>357.2</b>	<b>365.1</b>
투자자산	7.2	14.8	27.5	36.1	39.4
금융자산	7.2	6.4	13.4	22.0	25.3
유형자산	108.2	137.9	240.8	248.0	257.1
무형자산	10.4	10.5	57.0	51.7	47.2
기타비유동자산	3.7	17.4	21.4	21.4	21.4
<b>자산총계</b>	<b>409.6</b>	<b>512.3</b>	<b>858.5</b>	<b>1,210.6</b>	<b>1,447.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>81.5</b>	<b>124.0</b>	<b>253.4</b>	<b>436.9</b>	<b>518.2</b>
금융부채	12.0	9.0	45.0	95.0	125.0
매입채무 등	49.8	47.2	98.6	161.9	186.1
기타유동부채	19.7	67.8	109.8	180.0	207.1
<b>비유동부채</b>	<b>14.6</b>	<b>19.2</b>	<b>42.8</b>	<b>68.5</b>	<b>78.3</b>
금융부채	0.0	0.0	2.7	2.7	2.7
기타비유동부채	14.6	19.2	40.1	65.8	75.6
<b>부채총계</b>	<b>96.1</b>	<b>143.1</b>	<b>296.2</b>	<b>505.4</b>	<b>596.5</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>313.5</b>	<b>369.2</b>	<b>562.6</b>	<b>705.9</b>	<b>852.5</b>
자본금	20.6	20.6	24.5	24.5	24.5
자본잉여금	175.3	175.3	351.4	351.4	351.4
자본조정	(0.2)	(0.2)	(16.5)	(16.5)	(16.5)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.2)	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	117.9	173.7	203.1	346.5	493.0
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(1.4)</b>
<b>자본총계</b>	<b>313.5</b>	<b>369.2</b>	<b>562.4</b>	<b>705.2</b>	<b>851.1</b>
<b>순금융부채</b>	<b>(103.2)</b>	<b>(87.0)</b>	<b>37.8</b>	<b>55.3</b>	<b>(25.3)</b>

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>96.4</b>	<b>46.6</b>	<b>(65.1)</b>	<b>45.5</b>	<b>153.5</b>
당기순이익	95.4	86.9	41.4	150.2	170.4
조정	58.2	28.7	29.2	45.0	40.6
감가상각비	17.0	18.5	33.7	34.1	34.9
외환거래손익	0.5	(0.0)	(0.2)	11.3	7.8
지분법손익	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
기타	40.7	10.2	(4.4)	(0.4)	(2.1)
영업활동 자산부채 변동	(57.2)	(69.0)	(135.7)	(149.7)	(57.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(22.3)</b>	<b>(56.7)</b>	<b>(35.9)</b>	<b>(62.0)</b>	<b>(50.2)</b>
투자자산감소(증가)	(1.6)	(7.7)	(12.5)	(8.6)	(3.3)
유형자산감소(증가)	(17.4)	(46.7)	(52.0)	(36.0)	(39.5)
기타	(3.3)	(2.3)	28.6	(17.4)	(7.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(0.2)</b>	<b>(11.4)</b>	<b>8.9</b>	<b>42.1</b>	<b>4.6</b>
금융부채증가(감소)	0.0	(3.0)	38.7	50.0	30.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	180.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.2)	(0.1)	(200.7)	(0.5)	(0.9)
배당지급	0.0	(8.3)	(9.1)	(7.4)	(24.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>73.6</b>	<b>(21.6)</b>	<b>(91.7)</b>	<b>25.7</b>	<b>107.9</b>
Unlevered CFO	167.6	147.8	90.4	235.0	256.0
Free Cash Flow	78.3	(0.1)	(117.2)	9.5	114.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 원익IPS



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.12.24	BUY	40,000		
19.9.26	BUY	37,000	-14.70%	-3.51%
19.2.15	BUY	32,000	-23.53%	-11.88%
18.11.22	BUY	27,000	-24.64%	-8.33%
18.10.29				-

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.7%	10.3%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 12월 23일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 12월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민)는 2019년 12월 24일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.