

디스플레이

하반기 전망

불확실성에도 솟아날 구멍은 있다

디스플레이. 권민규



디스플레이 비중확대(유지)

불확실한 환경 속 단단한 실적 & 이벤트에 주목할 시점

상반기 리뷰: 패널 출하량은 증가,
세트 출하량은 회복 지연

상반기 패널 출하는 무난했으나, 세트 수요 회복은 더뎠다. 1 분기 패널 출하는 YoY 기준 LCD 7%, OLED 9%로 견조한 성장을 보였다. 하지만 세트 출하량은 관세 전 Pull-in 수요 및 중국 이구환신 보조금 정책에도 높은 성장률을 달성하지 못했다. 일부 중국 생산 비중이 높은 어플리케이션(PC 등)은 Pull-in 수요로 인해서 출하 성장이 나타났지만, 이는 하반기 출하량을 앞당긴 것으로 하반기 출하 성장에 대한 의문을 자아낸다. 패널 출하 대비 세트 출하가 약세였으므로 패널 재고는 소폭 상승했다. 대외환경의 불확실성에 따라 신규 패널 발주의 약세가 예상된다. 1분기 이후 4월 중국/대만의 세트 생산량은 YoY 감소 추세이다. 불확실성이 지속되고 있다.

하반기 전망: 불확실성 속 세트
출하량은 보수적인 추정 필요,
이벤트와 실적 우상향 중목 선별

하반기 세트 수요에 대한 보수적인 접근이 필요하다. 아직 미국의 관세 협상이 진행 중이며, 거시 경제 지표는 악화되고 있다. 글로벌 시장조사기관들은 경기 및 관세 불확실성에 따라 세트 출하량 전망치를 점차 하향하고 있다. 글로벌 수요의 핵심 지역인 중국의 상황도 중요하다. 중국은 이구환신 보조금 정책을 통해 수요를 앞당겼다. 일시적인 수요 진작의 효과는 있었지만, 해당 일시적 수요 증가의 여파가 하반기에 나타날 수 있다. 중국의 소비자 소비여력이 증가하지 않은 상황에서의 선제적 수요 증가는 하반기 수요 감소의 우려가 존재한다.

세트 수요 우려와 외부 환경의 불확실성을 버틸 수 있는 기동은 실적과 이벤트 요소다. 하반기 확실하게 예정된 이벤트에 주목할 필요가 있다.

예정된 이벤트는 1) 폴더블 아이폰 밸류체인 확정, 2) 유리기판 주요 업체 시제품 납품, 3) 중국 Visionox 8.6G IT OLED 장비 SCM 구축 확정이 있다. 해당 이벤트에 노출도를 보유한 기업에 주목할 필요가 있다.

관세 불확실성에도 견조하게 하반기 실적이 성장하는 기업에 대한 선별이 필요한 시점이다. 대외환경의 불확실성으로 전체적인 수요의 증가를 가정하기는 어렵다. 따라서 Market Share 가 확대되거나, Capa 증설 및 신규 수주 증가로 외부 환경에 적게 영향을 받는 동시에, 기업의 구조적인 성장이 예상되는 업체의 선별이 중요하다.

하반기 실적 우상향 기업으로 LG 디스플레이, 덕산네오룩스, 토비스, 와이씨켄을 제시한다.

Analyst 권민규

mk.kwon@sks.co.kr / 3773-8578

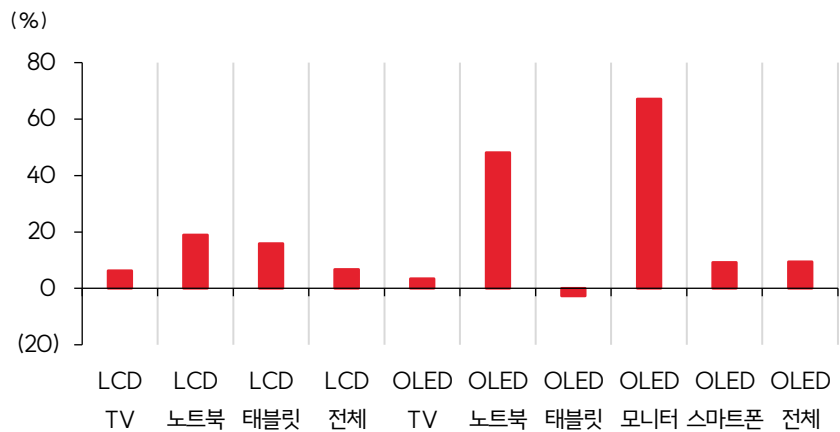
25년 상반기 리뷰: 무난한 패널 출하, 세트 회복은 무소식

패널 출하는 무난했으나 세트 수요 회복은 아직

1분기 패널 출하는 견조했다. 전년대비 LCD 기준 7%, OLED 기준 9% 더 많은 패널을 출하하며 무난하게 성장했다. 어플리케이션별로 OLED 노트북(48%)과 OLED 모니터(67%), OLED 스마트폰(9%)이 큰 폭으로 상승했고, 태블릿 OLED 패널을 제외한 대부분의 어플리케이션에서 증가 흐름이 나타났다.

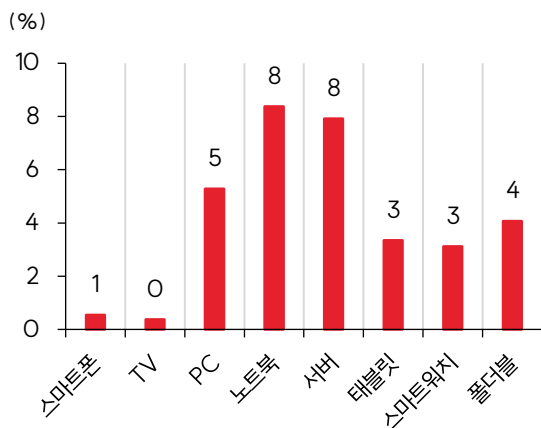
다만, 세트 출하량 및 판매량은 크게 상승하지 못했다. 중국의 이구환신 보조금으로 인한 일시적 수요 증가 및 관세 전 Pull-in 수요를 감안해도 낮은 성장률을 보인다. 일부 부품군 및 패널에서 트럼프 관세 영향에 대한 Pull-in 수요가 일시적으로 존재했으나, 관세 정책의 불확실성에 지속되지 못한 것으로 파악된다.

1Q25 어플리케이션별 패널 출하량 (YoY)



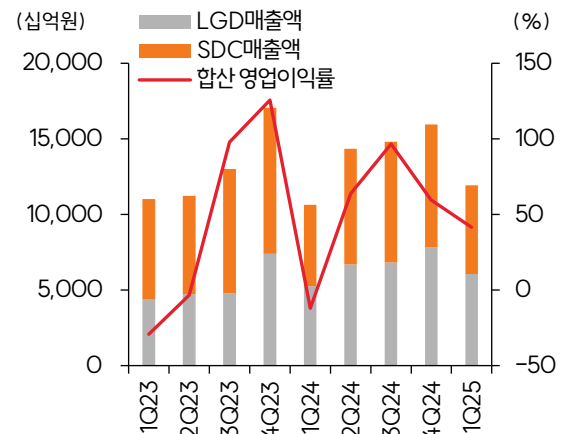
자료: 산업자료, SK 증권

1Q25 세트별 출하량 성장률(YoY)



자료: Techinsights, SK 증권

삼성디스플레이, LG 디스플레이 합산 실적 추이

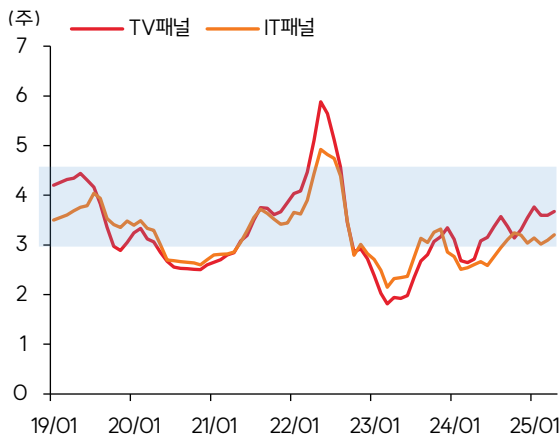


자료: SK 증권

패널 재고 수준은 소폭 상승했다. 패널 출하가 증가했지만 세트 수요가 증가하지 못해 재고로 남았기 때문이다. 기존 패널 재고가 낮은 상황이었기 때문에 여전히 정상 재고 범주이긴 하지만, 대외환경의 불확실성 지속되며 세트 업체들의 신규 패널 발주가 일부 제한될 우려가 존재한다.

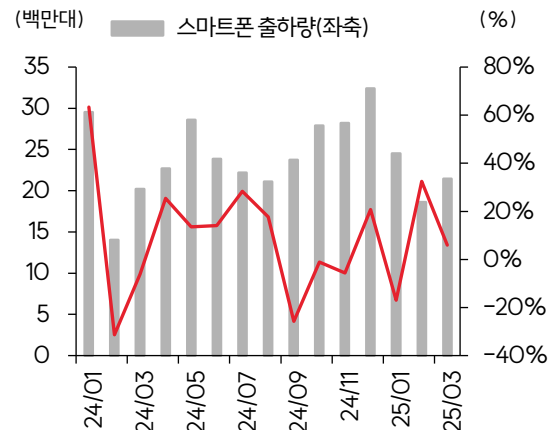
글로벌 노트북 출하량의 약 70~80%를 차지하는 대만 OEM 업체들의 1분기 노트북 출하량은 전년 대비 3% 상승했으나, 4월 출하량은 전년 대비 2% 감소했다. 관세 Pull-in 수요의 종료와 함께 수요 우려로 출하량이 소폭 감소한 모습이다. 중국 내 노트북, 스마트폰 생산량은 4월 연간기준 급감했다. 중국 내 이구환신 보조금 정책의 지속에서 생산량의 급감은 수요 회복의 지연을 의미한다.

패널 재고 수준 추이



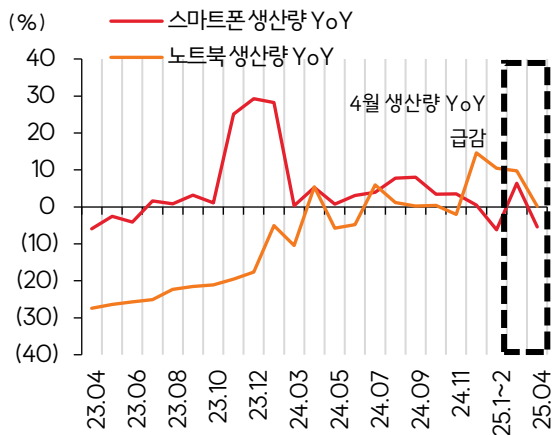
자료: Techsights, SK 증권

중국 스마트폰 출하량: 이구환신 정책 효과 축소



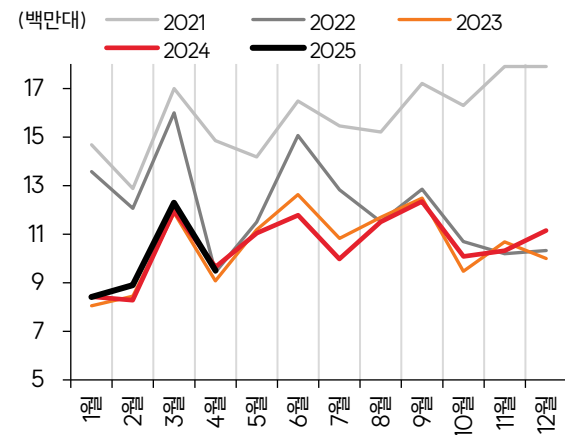
자료: CAICT, SK 증권

중국 내 노트북, 스마트폰 생산량: 이구환신 정책 효과 축소



자료: 중국 국가통계청, SK 증권 / 주: 1,2월은 합계 수치

대만 OEM 업체들의 노트북 출하량



자료: 산업 자료, SK 증권 / 주: 주요 생산업체 5개 합산

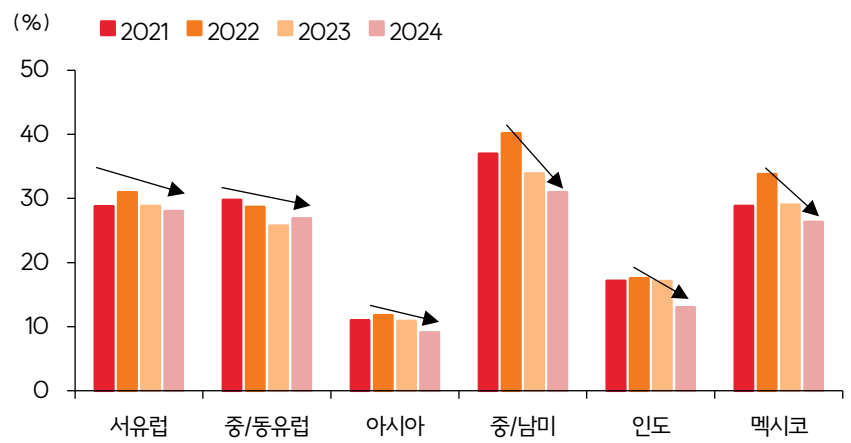
삼성디스플레이 밸류체인: 2Q 부터 실적 회복 예상되나 중저가 점유율 우려

1Q25 는 삼성디스플레이 밸류체인(비에이치, 덕산네오룩스, 세경하이테크, 캠프트로닉스 등)의 실적 약세가 지속되었다. 주요 요인은 ①주요 캡티브 고객인 삼성전자의 중저가 스마트폰 라인업 부진, ②4Q24 선제적 재고 축적으로 1Q25 에 발주 감소, ③중국 패널업체들의 공급과잉으로 삼성디스플레이의 Rigid OLED 패널 가격 경쟁력 감소, ④애플 내 M/S 소폭 하락 및 믹스 악화였다.

선제적 재고 축적이나 Rigid OLED 패널 가격 경쟁력 감소는 과거 흐름과 유사하게 점차 회복될 것으로 전망된다. 그러나 삼성전자의 스마트폰 중저가 라인업(A, M)의 점유율 약화는 전반적인 밸류체인의 연간 실적 눈높이 하향의 우려를 야기시킨다.

삼성전자 스마트폰의 OLED 패널은 삼성디스플레이를 통해 조달되므로 실적 영향은 불가피할 것으로 보인다. 주로 보급형 중저가 모델 출하가 이뤄지는 중국, 인도, 베트남 등에서 삼성전자 갤럭시의 점유율 하락이 지속되고 있다. 또한 삼성전자는 미국 내 스마트폰 점유율 25%를 차지해 관세 우려가 존재하는 한편, 중국 스마트폰 업체들은 미국 내 점유율 매우 낮은 수준이다. 중국 스마트폰 업체들의 가격 경쟁력 기반 점유율 공세를 타개할 만한 대책이 필요한 시점이다.

삼성전자 갤럭시 주요 국가별 점유율 추이



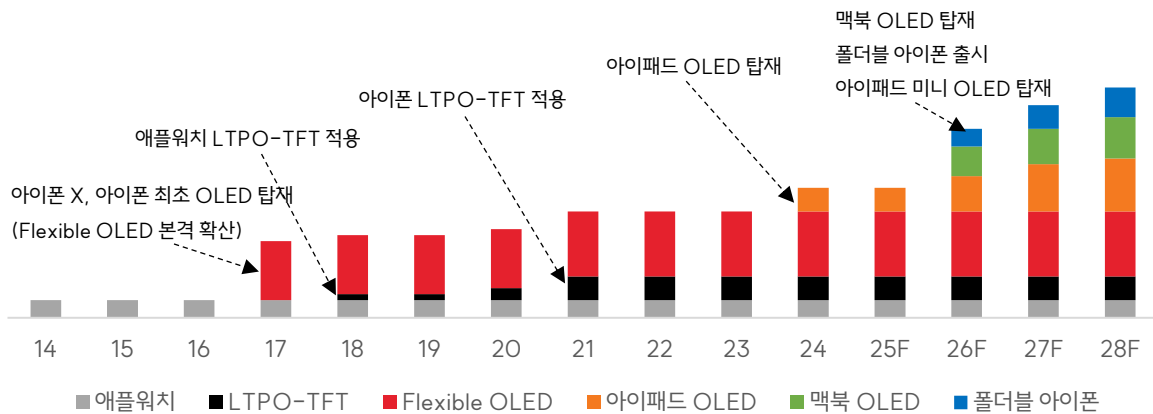
자료: Techinsights, SK 증권

2 분기부터는 아이폰 신모델향 출하 및 신규 폴더블 제품 출시, 재고소진 이후 재고 축적, 북미 고객사향 물량 증가로 밸류체인 업체들의 1 분기 대비 실적 성장이 전망된다. 하지만 삼성전자의 보급형 점유율 감소로 밸류체인 업체들의 전반적인 연간 실적에 대한 눈높이는 하향된 상황이다.

다만, 신규 아이폰(17 시리즈)부터 전모델에 LTPO 패널이 탑재되면서 중국 BOE의 패널 공급이 불투명해졌다. 따라서 아이폰 패널 점유율은 전년과 동일하게 유지 및 모델 믹스도 개선될 것으로 보인다. 관세 및 대외환경의 불확실성이 존재하지만, 밸류체인의 하반기 실적에 대한 우려는 제한적이다.

'26 년의 삼성디스플레이 전망은 밝다. 내년부터 전개될 애플의 OLED 전환(맥북 프로 OLED, 아이패드 미니 OLED), 신규 제품(폴더블 아이폰), QD-OLED 모니터 출하 증가, 8.6 세대 팹 가동으로 IT OLED 패널 신규 출하가 기대된다. 해당 신규 아이템의 노출도 및 '26 년 실적의 큰 폭의 성장이 예상되는 기업의 선별이 필요한 시점이라 판단된다.

애플의 OLED 도입 및 기술변화에 따른 국내 디스플레이 산업 수혜 전망



자료: SK 증권

25년 하반기 전망: 보수적인 접근 필요, 이벤트와 실적 주목

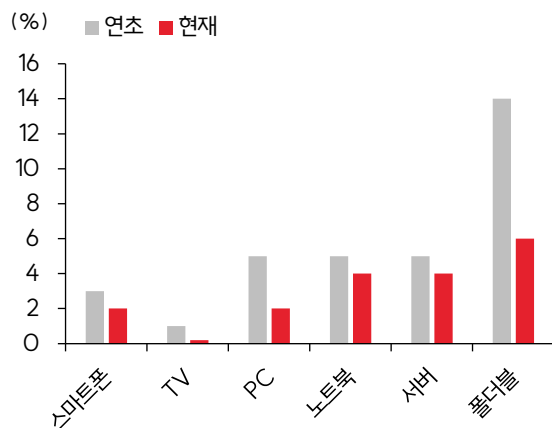
세트 수요에 대한 보수적인 접근 필요

하반기 전망에 대한 주요 키워드는 '불확실성'이다. 아직 미국의 관세 협상이 진행중이며, 거시 경제 지표는 악화되고 있다. 글로벌 시장조사기관들은 경기 및 관세 불확실성에 따라 세트 출하량 전망치를 점차 하향하고 있다. 현재 발표되는 경제 지표는 관세의 영향이 본격적으로 미치기 전 시점의 지표로, 본격적인 관세 영향권(5 월)부터의 지표는 예상하기 힘든 시점이다. 세트 수요에 대한 보수적인 접근이 필요하다.

글로벌 수요의 핵심 지역인 중국의 상황도 중요하다. 중국은 이구환신 보조금 정책을 통해 수요를 앞당겼다. 일시적인 수요 진작의 효과는 있었지만, 해당 일시적 수요 증가의 여파가 하반기에 나타날 수 있다. 중국의 소비자 소비여력이 증가하지 않은 상황에서의 선제적 수요 증가는 하반기 수요 감소의 우려가 존재한다.

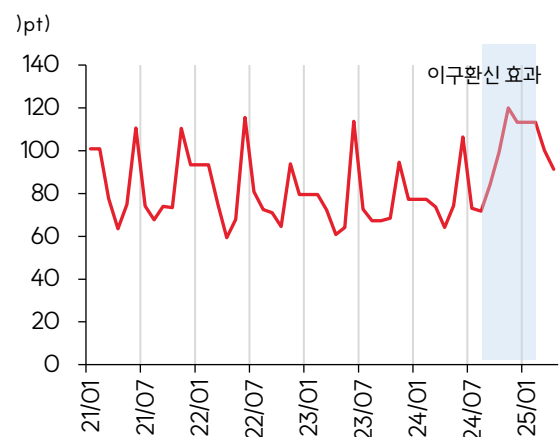
PC(데스크탑, 노트북)의 경우 윈도우 10 종료, 교체주기 도래 등으로 올해 높은 출하량 성장을 예상했었다. 하지만 노트북의 90% 이상이 중국, 대만에서 생산되고, 미국은 글로벌 PC 수요의 약 15%를 차지하는 만큼, 관세 우려로 인한 1Q25 Pull-in 수요가 컸다. 선제적 수요다. 이에 따라 하반기의 PC 출하량 성장은 정체될 가능성이 높다고 판단된다.

어플리케이션별 25F 연간 출하량 성장률 전망 (연초 vs 현재)



자료: Techinsights, SK 증권

중국 소매판매 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

하반기 이벤트 요소에 주목!

세트 수요 우려와 외부 환경의 불확실성을 버틸 수 있는 기동은 실적과 이벤트 요소다. 하반기 확실하게 예정된 이벤트에 주목할 필요가 있다. 예정된 이벤트는 1) 폴더블 아이폰 밸류체인 확정, 2) 유리기판 주요 업체 시제품 납품, 3) 중국 Visionox 8.6G IT OLED 장비 SCM 구축 확정이 있다.

(1) 폴더블 아이폰 밸류체인 확정

2~3 분기 폴더블 아이폰 밸류체인 확정이 예상된다. 폴더블 스마트폰은 올해 연간 출하량 정체가 예상되며 시장 기대감이 낮아진 상황이다. 하지만 폴더블 아이폰의 경우, 밸류체인 입장에서 높은 수준의 단가와 신규 물량을 형성할 수 있는 좋은 기회임은 분명하다. 폴더블 아이폰의 부품은 일반적인 바(Bar)형 스마트폰 부품의 2~3 배 수준의 단가, 혹은 물량이 예상되기 때문이다. 1,000 만대 출하 시 일반형 스마트폰 2,000~3,000만대의 출하 효과를 기대할 수 있다. '26년에는 폴더블 아이폰 출시와 함께 폴더블 시장의 성장 재개가 예상된다. 여전히 밸류체인 업체 선정 기대감은 유효하다고 판단된다.

밸류체인 중 Black PDL 및 OLED 소재를 납품하는 덕산네오룩스, 기존 갤럭시 폴드형 패널에도 패턴드 필름을 납품했던 이녹스첨단소재, RF-PCB 를 공급하는 비에이치, UTG 를 공급하는 유티아이, 폴더블 UTG 용 보호필름(PL)을 공급하는 세경하이테크의 수혜가 예상된다.

폴더블 아이폰 수혜 예상 기업		
기업명	담당 부품, 소재	비고
덕산네오룩스	Black PDL	삼성전자 갤럭시 ZFold 시리즈 탑재 픽셀 폴드 및 중화권 폴더블 제품에 탑재
이녹스첨단소재	패턴드 필름	삼성전자 갤럭시 ZFold 시리즈 탑재
비에이치	FPCB	폴더블 메인디스플레이용 RF-PCB 납품
도우인시스*	UTG 후공정	UTG 후공정
세경하이테크	폴더블용 보호 필름(UTG 보호 필름)	폴더블용 보호 필름
파인애플	외장힌지 / 메탈플레이트	삼성디스플레이 메탈플레이트 Chain 삼성전자 외장힌지 백업 Chain
유티아이	UTG(Ultra Thin Glass) 후공정	삼성전자 UTG 후공정 Chain

주 1: 파란색 음영은 삼성디스플레이 Chain / 주 2: 도우인시스는 비상장(상장예정)

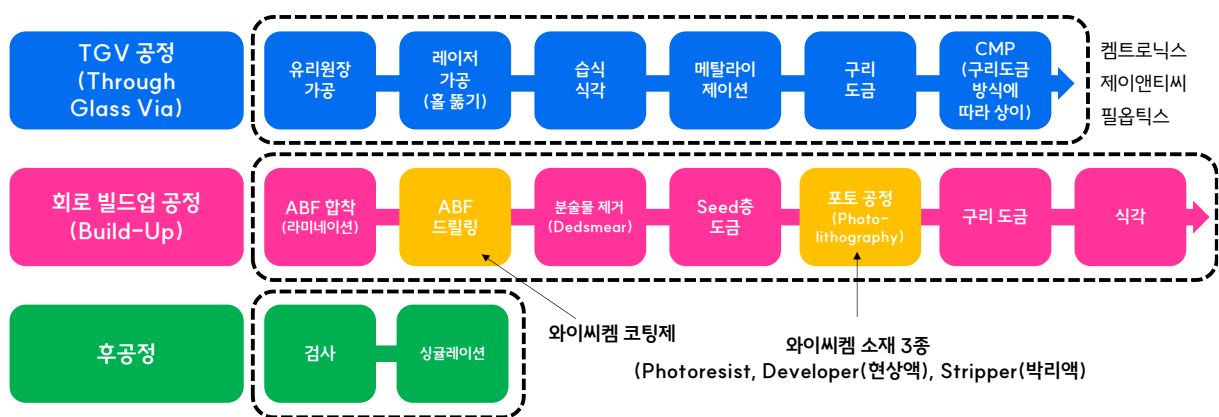
출처: SK 증권

(2) 유리기판: 2H25 부터 움직임 본격화

하반기에는 주요 유리기판 업체들의 본격적인 움직임이 예정되어 있다. SK 애플릭스의 경우 3 분기(8~9 월)에 고객사로의 시제품 공급을 목표로 하고 있으며, 삼성전기는 4 분기에 시제품 공급을 목표로 하고 있다. 유리기판의 펀더멘탈이 형성되는 구간으로 기대감의 집중이 예상된다.

최근 SK 애플릭스의 미국 정부 보조금(7,500 만 달러 중 4,500 만 달러)이 지급되면서 유리기판 업체들의 주가 상승이 있었다. 유리기판 관련 이슈가 부각될 때마다 유리기판 밸류체인들의 주가 변동성이 존재하는 만큼, 하반기 지속적인 강세를 예상한다. 유리기판용 포토 소재 및 코팅제를 공급하는 와이씨켄, TGV 공정을 담당하는 캄트로닉스, 제이앤티씨의 수혜를 예상한다.

유리기판 공정 및 수혜 예상 기업



자료: SK 증권

(3) Visionox 8.6G IT OLED 장비 발주

2~3 분기 중 중국 Visionox 의 8.6G IT OLED 장비의 발주가 예상된다. 5 월 증착 방식(FMM vs ViP) 선정 이후 6~7 월에 주요 장비에 대한 발주가 이어질 가능성이 높다. 발주 규모는 '24 년에 진행되었던 BOE 의 발주 대비 작을 것으로 전망되나, 추후 중국 패널 업체들의 IT OLED 증설 레퍼런스가 되는 만큼 선정 시 중장기적인 수혜를 예상한다. FMM 증착기를 공급하는 선익시스템, 증착기 물류장비를 공급하는 아바코, 레이저(ELA, LLO)장비를 공급하는 AP 시스템의 수혜가 예상된다.

하반기 구조적인 실적 우상향 기업을 찾아라!

관세 불확성에도 견조하게 하반기 실적이 성장하는 기업에 대한 선별이 필요한 시점이다. 대외환경의 불확실성으로 전체적인 수요의 증가를 가정하기는 어렵다. 따라서 Market Share 가 확대되거나, Capa 증설 및 신규 수주 증가로 외부 환경에 적게 영향을 받는 동시에, 기업의 구조적인 성장이 예상되는 업체의 선별이 중요하다. 커비기업 내 하반기 실적 우상향이 예상되는 업체는 다음과 같다.

LG 디스플레이

하반기 북미 고객사 내 M/S 확대에 따른 물량 확대가 예상된다. 또한 WOLED 60K 의 감가상각 종료(연간 8,000 억원 규모)가 예정되어 있다. 감가상각 종료와 가동률 상승에 따른 이익률 증가를 전망한다.

덕산네오룩스

하반기 북미 고객사 LTPO 전환에 따른 P, Q 증가, Black PDL 탑재모델 확대에 따른 이익 우상향이 예상된다. 2 분기부터 현대중공업터보기계의 연결편입으로 원전, LNG 운반성의 성장성도 반영할 수 있을 것으로 보인다. 신소재(블루) 연구개발 및 8.6 세대향 개발·양산 매출도 지속적으로 발생할 예정이다. 본업의 높은 이익률 지속과 피인수회사 기대감 반영을 전망한다.

토비스

전장용 디스플레이 Capa 증설(연간 매출 1,000 억원 규모)이 6 월 마무리되고, 7 월부터 본격 양산에 돌입한다. 기존 고객사의 긍정적인 수주 지속과 4 분기 신규 고객사(컨티넨탈)향 양산이 시작됨에 따라 Capa 증설에도 높은 수준의 가동률을 예상한다. 수주잔고 대부분이 내연기관차로 구성되어 전기차 캐즘에 대한 우려도 제한적이다. 상반기와 차별화된 하반기의 강력한 실적을 전망한다.

와이씨캠

글로벌 반도체 업체향 신규 제품 매출 본격화(EUV 린스, Poly-si 슬러리)와 주요 유리기판 고객사향 제품 매출 본격화(PR, Developer, Stripper)가 예상된다. 2분기 BEP 수준 달성 이후, 하반기부터 고부가 제품 매출 확대에 따른 수익성 개선이 본격적으로 진행된다. 선단 공정으로의 진입으로 기술력 기대감을 반영하고, 유리기판 향 매출 본격화로 포트폴리오 다각화 수혜를 전망한다.

Top Picks: 덕산네오룩스

본업 성장 구간 + 갑자기 분위기 원전

1분기 이후 본업 성장 구간에 돌입했다. 2분기부터 주요 고객사의 물량 증가와 함께 고부가 샘플 매출 확대, 북미 고객사 신규 스마트폰용 소재 공급이 시작된다. 하반기 성수기 돌입과 함께 향상된 이익 레벨로 상저하의 실적이 예상된다.

주요 고객사의 26년 신규 예상 아이템(북미 고객사 신규 태블릿, 노트북, 폴더블 제품) 감안 시 중장기 성장성도 확실하게 확보하고 있다. 2분기부터 연결 편입되는 현대중공업터보기계도 미국향 전력수요 증가로 인한 터빈 수요 증가, 원자력 수요 확대로 자사 핵심 제품인 펌프, 압축기의 수요가 상승하고 있다.

모멘텀 요소도 하나씩 실현 중이다. ① 북미 고객사향 폴더블 소재 공급, ② 신소재(블루인광) 개발과제 시작, ③ 중국 패널 업체향 소재 공급 일부 승인, ④ Black PDL 모델 확대가 하나씩 실현되고 있다.

2분기부터 현대중공업터보기계의 연결편입이 예정되어 있다. ①미국 전력 수요 상승에 따른 터빈 수요 증가. 터보기계는 터빈의 핵심 부품인 ECAC(공기압축기)를 글로벌 1위 업체향으로 단독 공급, ②한국수력원자력 및 글로벌 원전 업체들에 펌프 공급. 26년부터 매출 본격화, ③LNG 플랜트/선박용 극저온 펌프 양산 임박 등 성장 포인트가 확실하다. 기존에는 본업과 무관한 사업으로 연결 멀티플 하향의 우려가 존재했다. 그러나 원전 및 LNG, 미국 내 전력 등 성장성이 높은 산업 내 경쟁력이 부각되며 오히려 주가 상승을 견인할 것으로 예상된다.

기존 덕산네오룩스의 저평가 요인이었던 저성장 및 ROE 하락을 타개할 수 있는 시점이다. 중장기적 성장동력을 확보했고, 모멘텀 요소도 풍부하다. 업종 내 Top Pick으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표							
구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	191	177	164	212	321	425
영업이익	십억원	51	45	33	52	84	114
순이익(지배주주)	십억원	47	39	36	46	72	93
EPS	원	1,886	1,567	1,442	1,873	2,885	3,749
PER	배	29.8	24.9	30.9	14.8	12.8	9.8
PBR	배	4.9	3.0	3.0	1.7	1.9	1.6
EV/EBITDA	배	22.3	16.0	25.8	9.9	6.7	5.0
ROE	%	16.3	12.8	10.6	12.4	16.5	18.0

Top Picks: 와이씨켄

턴어라운드 + 유리기판 + 신규 아이템(EUV 린스 등)

1분기 실적 저점 이후 2분기 턴어라운드, 하반기부터 신규 제품 매출 본격화에 따른 우상향을 전망한다. 상저하고 흐름이다. 고부가 신규 아이템 및 유리기판 제품으로 포트폴리오 다각화에 따라 기존 적자구조를 탈피하여 26년까지 중장기적 이익률 우상향이 예상된다. 예상 이익률은 25년 6% > 26년 15%이다.

유리기판에서의 본격적인 매출이 시작된다. 유리기판 주요 고객사는 8~9 월 시제품 공급을 목표로 하고 있다. 따라서 와이씨켄의 유리기판 소재 3 종(PR, Developer, Stripper) 매출은 2 분기를 기점으로 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 유리기판 산업의 주요 이벤트(시제품 공급 등)가 하반기에 예정되어 있는 만큼, 유리기판향 펀더멘탈을 보유한 와이씨켄의 수혜가 예상된다.

최근 글로벌 반도체 고객사향 EUV 린스 공급 확정됐다. EUV 린스 공급은 두가지의 의미가 있다. ① 기존 해외 경쟁사(Merck)의 독점을 깨고 국산화 성공, ② EUV 도입 확대, EUV Layer 증가에 따른 중장기적 소재 사용량 증가다. 양산 평가에서 경쟁사 대비 높은 점수를 받으며 1b 공정에 일부 진입한 만큼, 빠르게 점유율을 확대해 나갈 것으로 예상된다. 타 글로벌 반도체 업체 모두 경쟁사의 제품을 활용하고 있어 이번 레퍼런스 기반 고객사 확장의 기회도 존재한다. 또한 1b → 1c → 1d로 공정이 진보할수록 EUV Layer 증가 추세에 따라 매출 규모도 확대될 수 있다.

하반기 유리기판 매출 확대, EUV 린스 및 Poly-Si 슬러리 매출 증가 영향으로 매출 규모 및 이익률이 빠르게 개선될 것으로 보인다. 하반기 실적 증가 및 모멘텀 요소 다수 확보로 업종 내 Top Pick 으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	66	82	62	70	99	125
영업이익	십억원	2	5	-8	-8	6	18
순이익(지배주주)	십억원	-1	4	-6	-16	4	16
EPS	원	-100	412	-599	-1,581	436	1,580
PER	배	-	27.8	-19.1	-8.3	51.8	14.3
PBR	배	-	1.7	1.9	3.0	4.7	3.5
EV/EBITDA	배	6.6	12.9	-49.0	-57.1	22.6	10.4
ROE	%	-3.0	8.7	-9.5	-30.5	9.4	28.1

Compliance Notice

작성자는 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 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도