

SK COMPANY Analysis



Analyst
박형우

hyungwou@sk.com
02-3773-8889

Company Data

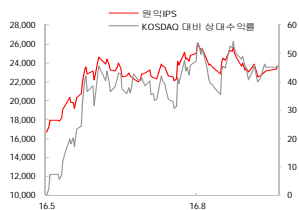
자본금	206 억원
발행주식수	4,127 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	9,782 억원
주요주주	
원익홀딩스	32.85%

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 투자이전 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 미룰 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 재 조명한다. 메모리 경쟁사들이 샘플수준의 NAND 제품을 공개하고 있는데 반해, 삼성 전자는 이미 48 단 3D NAND 양산에 성공했다. 삼성전자는 2016 년 말까지 기존 2D NAND 를 3D NAND 로 전환하는 데 집중할 것이고, 2017년에는 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 것 도 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.

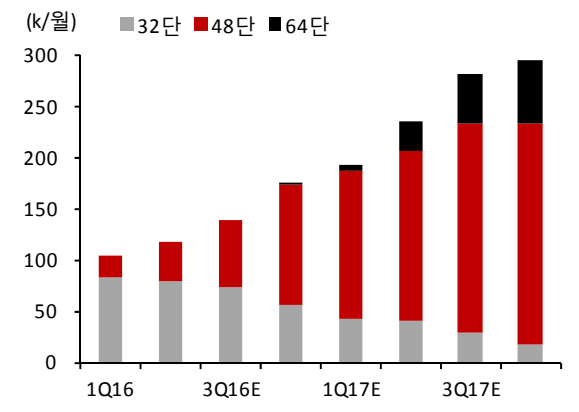
삼성전자 3D NAND 생산능력(Capacity) : 2016 년 말, 195K → 2017 년말, 320K 로 증가 전망

(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

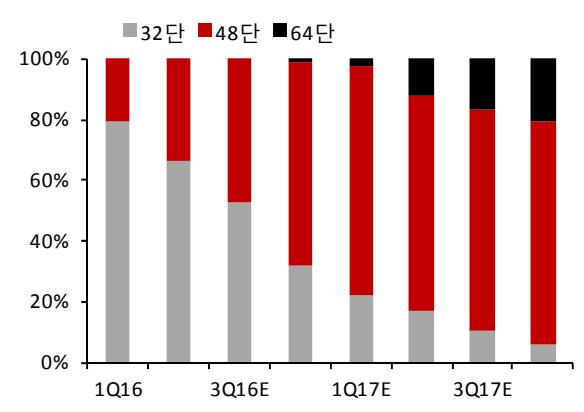
자료: 삼성전자, SK 증권 추정

2017 년 말 3D NAND Capa. 300k 가정 시, Layer 별 생산 Capa



자료: SK 증권

2017 년 말 3D NAND Capa. 300k 가정 시, Layer 별 생산 비중

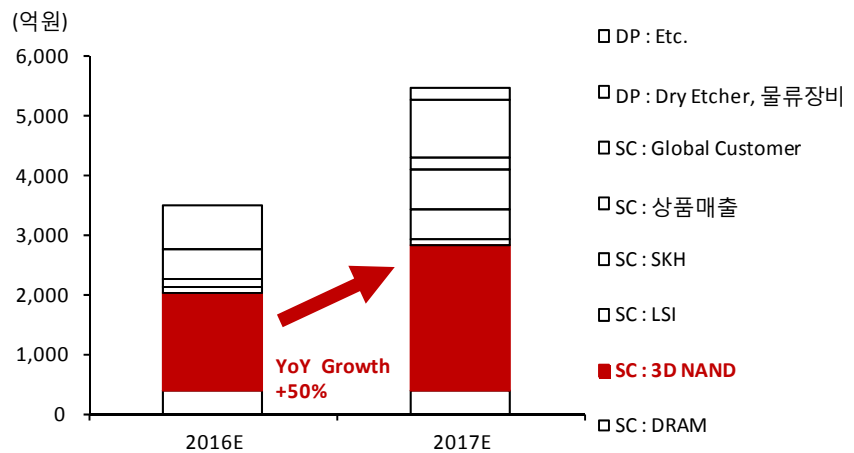


자료: SK 증권

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

2017 년 원익 IPS 의 실적개선 원동력은 3D NAND 장비다. 원익 IPS 는 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 2017 년에 YoY +50% 증가하며, 전사 매출 증가를 견인할 것이다. 2017 년에는 SK 하이닉스로도 3D NAND 용 장비 공급이 확대될 전망이다.

원익 IPS 장비매출 성장의 주축은 3D NAND 장비



자료 : SK 증권 추정

원익 IPS 의 반도체 증착 공정 장비

PECVD	ALD / CVD		ALD
MAHA	AKRA	Bluetain	DB
<ul style="list-style-type: none"> ▶ High Performance CVD ▶ Application : TEOS, SiON, SiN, DSiN 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Excellent Reliability Metal ALD/CVD ▶ Application : Ti/TiN, CoSix, Ti, TiN, WN 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ High Efficiency Twin ALD/CVD ▶ Application : W, WN, Poly-Si, LT-SiN/SiO₂ 	<ul style="list-style-type: none"> ▶ High Throughput ALD Process System ▶ Application : Hfo₂, Zro₂, Al₂O₃, ALD Ox, ALD SiN

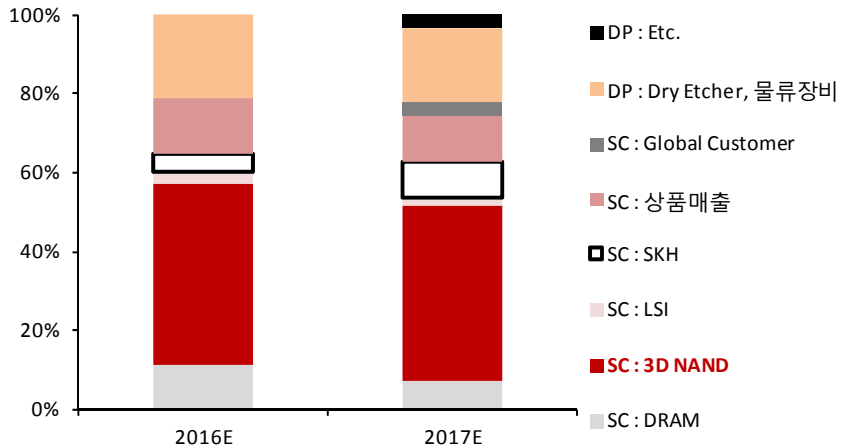
자료 : 원익 IPS, SK 증권

2. 제품 포트폴리오 강화와 고객사 다변화

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

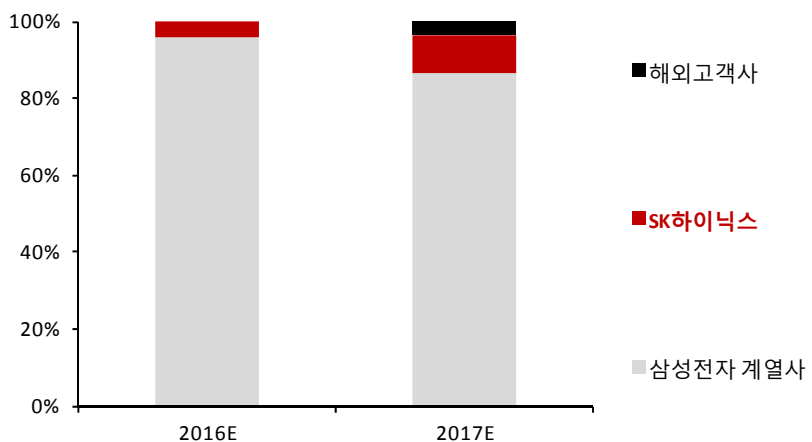
원익 IPS 의 제품 포트폴리오 다변화와 고객사 다각화에도 주목한다. 원익 IPS 의 2017년 삼성전자 향 3D NAND 장비 매출액은 YoY +50% 증가함에도, 전자 매출액 내 비중은 오히려 2016년 46% → 2017년 44%로 감소할 것으로 전망된다. 이는 DRAM 및 시스템반도체 생산공정 장비와 OLED 용 Dry Etcher 매출이 이어지는 가운데, SK 하이닉스 및 글로벌 고객사 향 장비 공급 가능성이 존재하기 때문이다. 중소형 패널 시장에서의 OLED 와 스토리지 시장에서의 3D NAND Cap. 증설은 삼성전자에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



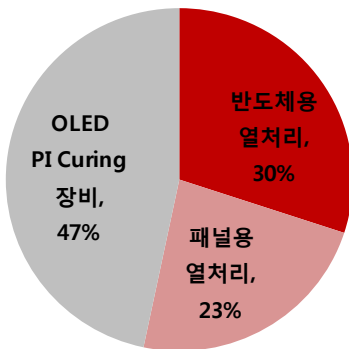
자료 : SK 증권 추정

3. 원익 IPS, 테라세미콘 인수로 업그레이드

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

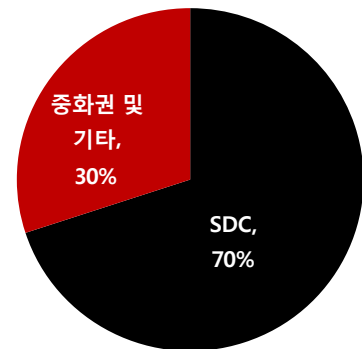
원익 IPS 는 지난 9 월 9 일 테라세미콘을 흡수합병한다는 공시를 발표했다. 합병기일은 12 월 21 일이고, 신주 상장예정일은 2017 년 1 월 5 일 이다. 두 회사의 합병이 완료될 경우, ① CVD/ALD 장비와 열처리장비 강자들의 만남이라는 점에서 증착 공정 관련 시너지가 기대되고, ② 원익 IPS 에게는 디스플레이 장비 라인업 강화 및 해외 고객사 매출 확대가 용이해질 것이며, ③ 원익그룹은 테라세미콘에 대해 (자산총액 1 천억 원 이상, 상장자회사의 경우) 20% 이상의 지분을 확보해야 하는 지주사 요건을 충족 시키게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



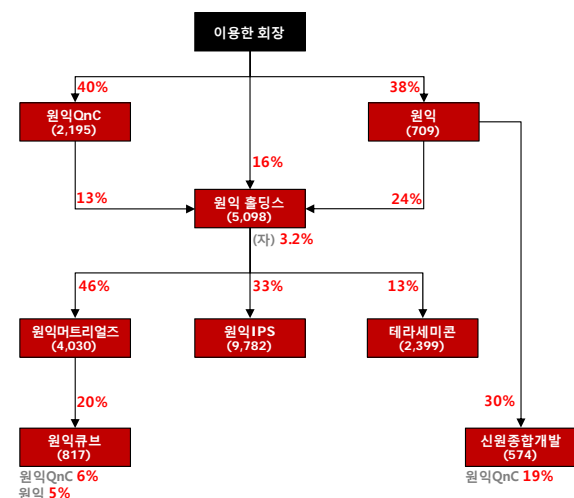
자료 : SK 증권

테라세미콘 고객사별 매출 비중 (2016 년 기준)



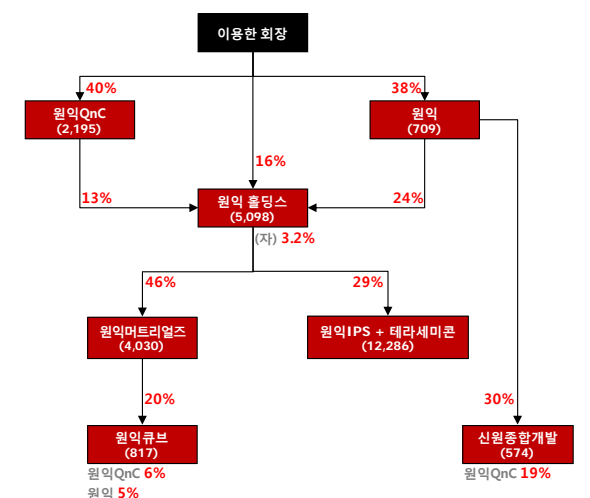
자료 : SK 증권

원익 IPS 지배구조 : 테라세미콘 합병 전



자료 : DART, SK 증권

원익 IPS 지배구조 : 테라세미콘 합병 후



자료 : DART, SK 증권

4. 밸류에이션 및 실적전망

투자 의견 매수, 목표주가
32,000 원으로 신규커버리지를 개시

투자 의견 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

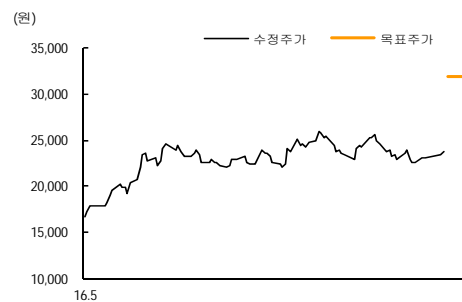
(단위: 억원)

	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

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.09.22	매수	32,000원



Compliance Notice

- 작성자(박형우)는 본 조사분석자료에 기재된 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 (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
유동자산	1,715	2,522	3,527
현금및현금성자산	412	1,047	1,768
매출채권및기타채권	465	546	652
재고자산	744	820	977
비유동자산	1,384	1,524	1,698
장기금융자산	19	19	19
유형자산	1,083	1,139	1,219
무형자산	125	132	140
자산총계	3,099	4,046	5,225
유동부채	628	716	832
단기금융부채	70	60	50
매입채무 및 기타채무	326	382	456
단기충당부채	0	0	0
비유동부채	220	244	276
장기금융부채	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	9	9	9
장기충당부채	140	164	195
부채총계	848	960	1,107
지배주주지분	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
자본총계	2,251	3,086	4,117
부채외자본총계	3,099	4,046	5,225

현금흐름표

월 결산(억원)	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	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
투자활동현금흐름	-192	-247	-287
금융자산감소(증가)	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-165	-240	-280
무형자산감소(증가)	-7	-7	-7
기타	-18	0	0
재무활동현금흐름	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
현금의 증가(감소)	280	635	721
기초현금	0	280	914
기말현금	280	914	1,635
FCF	416	694	782

자료 : 원익PS, SK증권 추정

손익계산서

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

주요투자지표

월 결산(억원)	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)			
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
수익성 (%)			
ROE	20.0	31.3	28.6
ROA	14.5	23.4	22.2
EBITDA마진	20.2	22.6	24.3
안정성 (%)			
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
주당지표 (원)			
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
Valuation지표 (배)			
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