원익홀딩스(030530)

전방산업 투자확대 빅 사이클의 IT 종합선물세트

지주/ Mid-Small Cap

이상헌 (2122-9198) value3@hi-ib.com

조경진 (2122-9209) kjcho@hi-ib.com

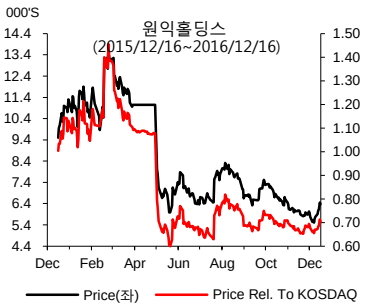
Buy(Initiate)

목표주가(6M)	10,100원
종가(2016/12/16)	6,430원

Stock Indicator

자본금	40십억원
발행주식수	7,724만주
시가총액	497십억원
외국인지분율	9.6%
배당금(2015)	0원
EPS(2016E)	2,884원
BPS(2016E)	3,437원
ROE(2016E)	55.7%
52주 주가	5,560~13,800원
60일평균거래량	383,555주
60일평균거래대금	2.5십억원

Price Trend



■ 원익그룹의 사업지주회사

올해 4월 1일을 분할기일로 하여 동사를 존속회사로 하고 반도체/Display/Solar 장비 제조사업부문은 인적분할 하여 원익IPS를 설립하였다. 지난 7월에는 공개매수를 통한 현물출자 유상증자로 동사는 원익IPS에 대한 지분율을 높였다.

이러한 과정을 거쳐 동사는 원익그룹의 사업지주회사가 되었다. 즉, 동사는 TGS(Total Gas Solution) 사업을 영위하면서, 원익IPS 32.9%, 원익머트리얼즈 46.1%, 테라세미콘 13.7%, 원익투자파트너스 78.4%, 원익로보틱스 95.7% 등의 투자지분을 보유하게 되었다.

■ 전방산업 투자확대로 실적증가 가속화 될 듯

■ 투자의견 매수, 목표주가 10,100원 제시 ⇒ 투자 빅 사이클 도래의 최대 수혜주

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 10,100원을 제시한다. 투자지분가치의 경우 상장회사는 평균가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 영업가치의 경우 별도기준 2017년 예상 세후영업이익에 Target PER 14.3배(코스닥 12개월 forward PER)를 적용하여 산출하였다.

동사는 원익그룹의 사업지주회사로서 자체사업(TGS) 뿐만 아니라 원익IPS(반도체 증착장비 및 디스플레이 식각 장비 제조), 원익머트리얼즈(반도체 및 디스플레이 공정 중 세정, 증착, 식각 등에 사용되는 특수가스를 공급하는 업체), 테라세미콘(반도체 및 디스플레이 공정용 열처리 장비 업체) 등 자회사들은 반도체 및 디스플레이 투자 등에 따라서 실적의 변동성이 나타날 수 있다.

이에 대하여 삼성전자 등 반도체 업체의 3D NAND 투자확대를 비롯하여 삼성전자 등 OLED 투자 등으로 인하여 반도체 및 디스플레이 전방산업의 빅 사이클이 도래하고 있는 가운데 중국의 디스플레이업체 등도 앞다퉈 설비 증설에 나서고 있으므로 2017년부터 동사의 실적증가가 가속화 되면서 최대 수혜가 예상된다.

Ⅰ. 기업개요 및 밸류에이션

■ 원익그룹의 사업지주회사

올해 4월 1일을 분할기일로 하여 동사를 존속회사로 하고 반도체/Display/Solar 장비 제조사업부문은 인적분할 하여 원익IPS를 설립하였다. 지난 7월에는 공개매수를 통한 현물출자 유상증자로 동사는 원익IPS에 대한 지분율을 높였다.

이러한 과정을 거쳐 동사는 원익그룹의 사업지주회사가 되었다. 즉, 동사는 TGS(Total Gas Solution) 사업을 영위하면서, 원익IPS 32.9%, 원익머트리얼즈 46.1%, 테라세미콘 13.7%, 원익투자파트너스 78.4%, 원익로보틱스 95.7% 등의 투자지분을 보유하게 되었다.

한편 주주는 원익 23.9%를 비롯하여, 이용한 외 특수관계인 16.9%, 원익큐엔씨 13.0%, SEC 2.3%, SDC 2.3%, AMAT 1.8%, 자사주 3.2%, 기타 36.6% 등으로 분포되어 있다.

■ 투자의견 매수, 목표주가 10,100원 제시 ⇒ 투자 빅 사이클 도래의 최대 수혜주

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가를 Sum-of-part 밸류에이션을 적용하여 10,100원을 제시한다. 투자지분가치의 경우 상장회사는 평균가격을, 비상장회사는 장부가치를 적용하였으며, 영업가치의 경우 별도기준 2017년 예상 세후영업이익에 Target PER 14.3배(코스닥 12개월 forward PER)를 적용하여 산출하였다.

동사는 원익그룹의 사업지주회사로서 자체사업(TGS) 뿐만 아니라 원익IPS(반도체 증착장비 및 디스플레이 식각 장비 제조), 원익머트리얼즈(반도체 및 디스플레이 공정 중 세정, 증착, 식각 등에 사용되는 특수가스를 공급하는 업체), 테라세미콘(반도체 및 디스플레이 공정용 열처리 장비 업체) 등 자회사들은 반도체 및 디스플레이 투자 등에 따라서 실적의 변동성이 나타날 수 있다.

이에 대하여 삼성전자 등 반도체 업체의 3D NAND 투자확대를 비롯하여 삼성전자 등의 OLED 투자 등으로 인하여 반도체 및 디스플레이 전방산업의 빅 사이클이 도래하고 있는 가운데 중국의 디스플레이업체 등도 앞다퉈 설비 증설에 나서고 있어서 2017년부터 동사의 실적증가가 가속화 되면서 최대 수혜가 예상된다.

FY	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS(원)	PER(배)	EV/EBITDA (배)	BPS(원)	PBR(배)	ROE(%)	부채비율 (%)
2014	557	92	47	581	24.0	9.3	4,434	3.1	13.1	44.6
2015	647	99	62	768	14.8	6.8	5,230	2.2	15.9	21.9
2016E	282	38	191	2,884	2.2	7.8	3,437	1.9	55.7	17.3
2017E	338	48	42	541	11.9	5.0	3,992	1.6	14.6	14.7
2018E	370	54	48	621	10.3	4.1	4,628	1.4	14.4	13.7

자료 : 원익홀딩스, 하이투자증권 리서치센터

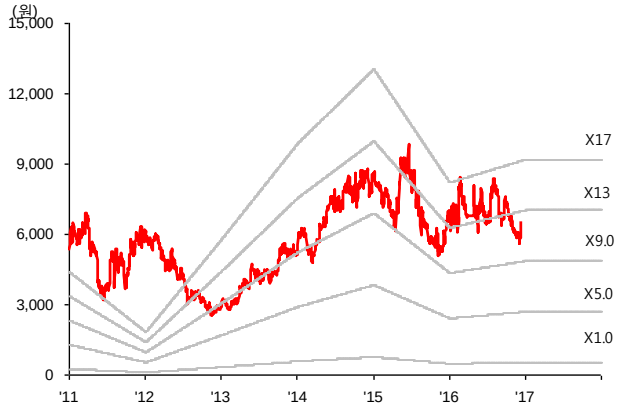
<표 1> 원익홀딩스 주당 가치 및 자회사 가치평가 (단위: 억원)

투자지분 가치	5,631
투자부동산	262
영업가치	1,730
순차입금	63
NAV	7,560
발행주식수(자사주제외)	74,783,005
주당 NAV(원)	10,109

자회사	지분율	자회사가치
원익 IPS	32.9%	3,243
원익머트리얼즈	46.1%	1,421
테라세미콘	13.7%	363
원익투자파트너스	78.4%	304
국제전자센터 제 2 차	66.7%	180
기타		120

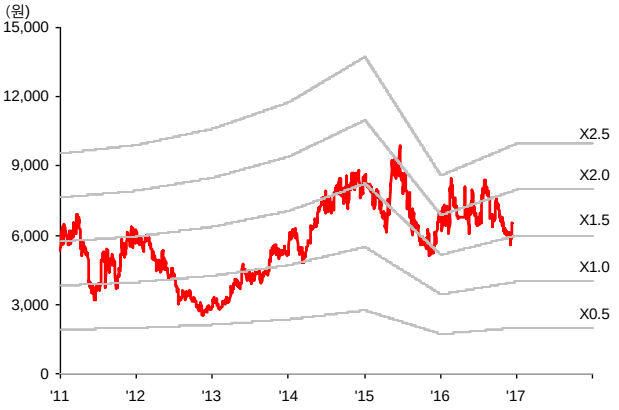
자료: 원익홀딩스, 하이투자증권

<그림 1> 원익홀딩스 PER 밴드



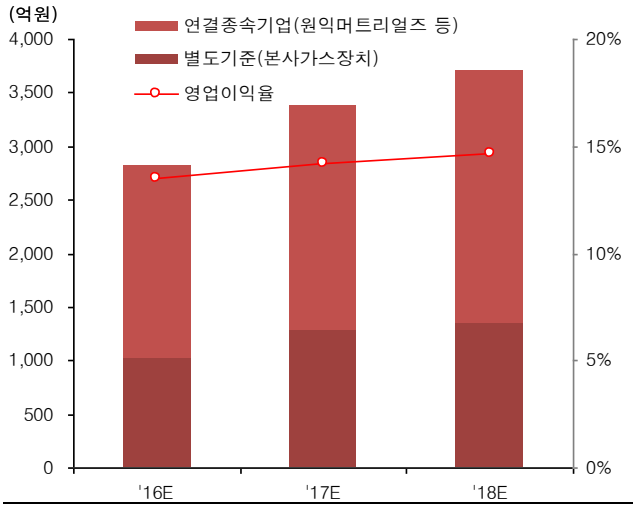
자료: 원익홀딩스, 하이투자증권

<그림 2> 원익홀딩스 PBR 밴드



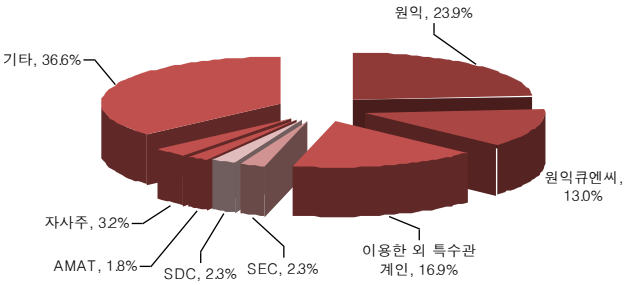
자료: 원익홀딩스, 하이투자증권

<그림 3> 원익홀딩스 실적 추이



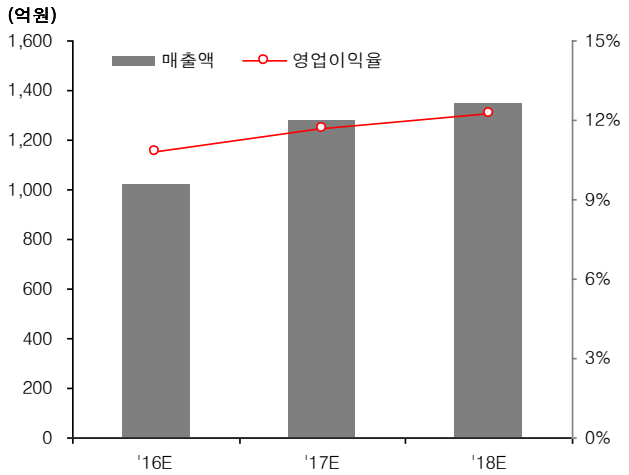
자료: 원익홀딩스, 하이투자증권

<그림 4> 주주분포(2016 년 9 월 30 일 기준)



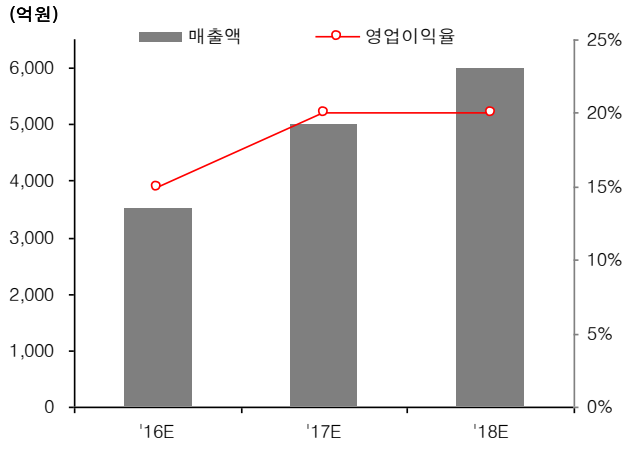
자료: 원익홀딩스, 하이투자증권

<그림 5> 자체사업 실적 추이



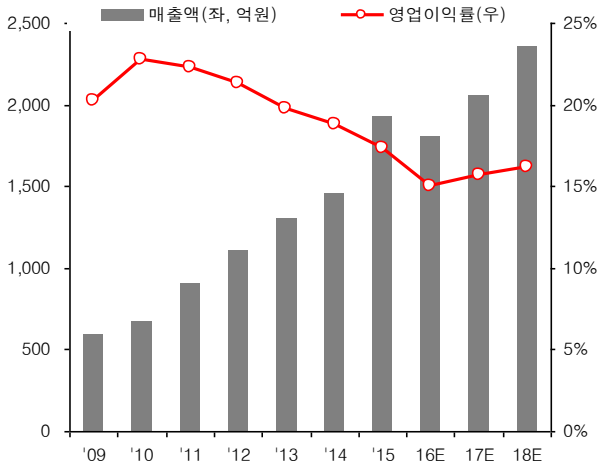
자료: 원익홀딩스, 하이투자증권

<그림 6> 원익 IPS 실적 추이



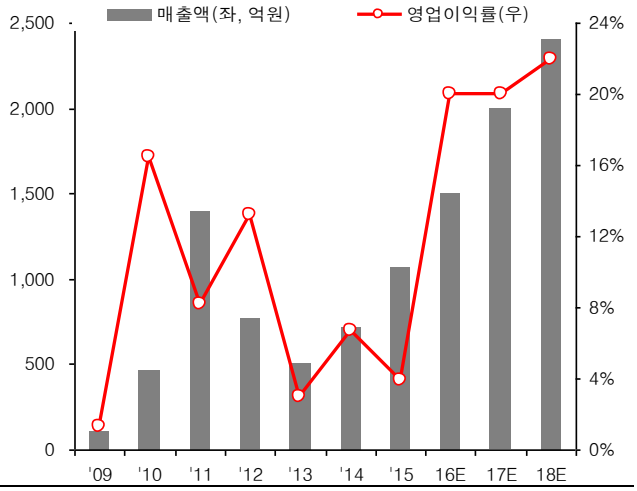
자료: 원익IPS, 하이투자증권

<그림 7> 원익머트리얼즈 실적 추이



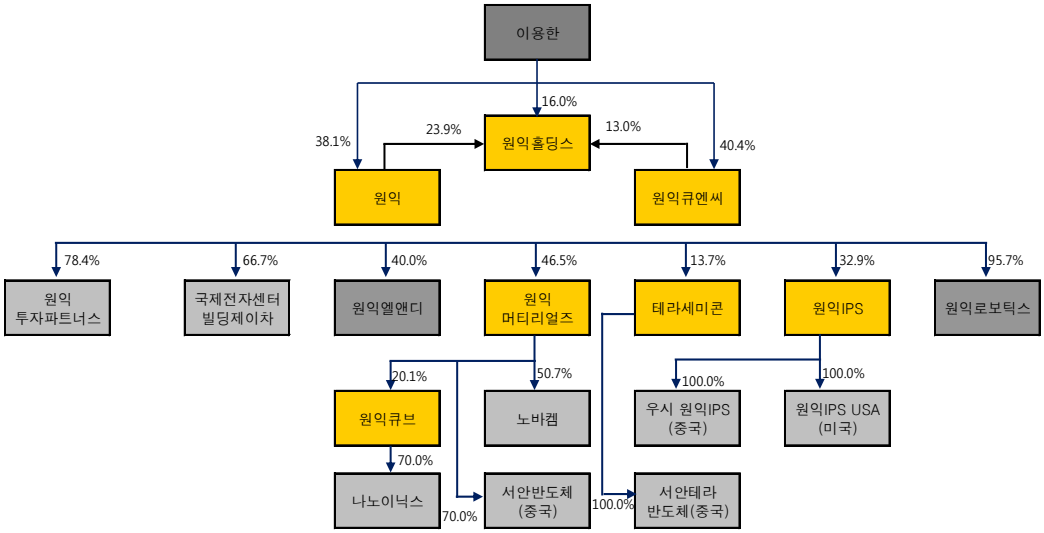
자료: 원익머트리얼즈, 하이투자증권

<그림 8> 테라세미콘 실적 추이



자료: 테라세미콘, 하이투자증권

<그림 9> 원익그룹 지배구조



자료: 각 사 사업보고서 및 공시, 하이투자증권

Ⅱ. 투자 빅 사이클 도래의 최대 수혜주

■ 전방산업 투자확대로 실적증가 가속화 될 듯

동사는 원익그룹의 사업지주회사로서 자체사업(TGS) 뿐만 아니라 원익IPS(반도체 증착장비 및 디스플레이 식각 장비 제조), 원익머트리얼즈(반도체 및 디스플레이 공정 중 세정, 증착, 식각 등에 사용되는 특수가스를 공급하는 업체), 테라세미콘(반도체 및 디스플레이 공정용 열처리 장비 업체) 등 자회사들은 반도체 및 디스플레이 투자 등에 따라서 실적의 변동성이 나타날 수 있다.

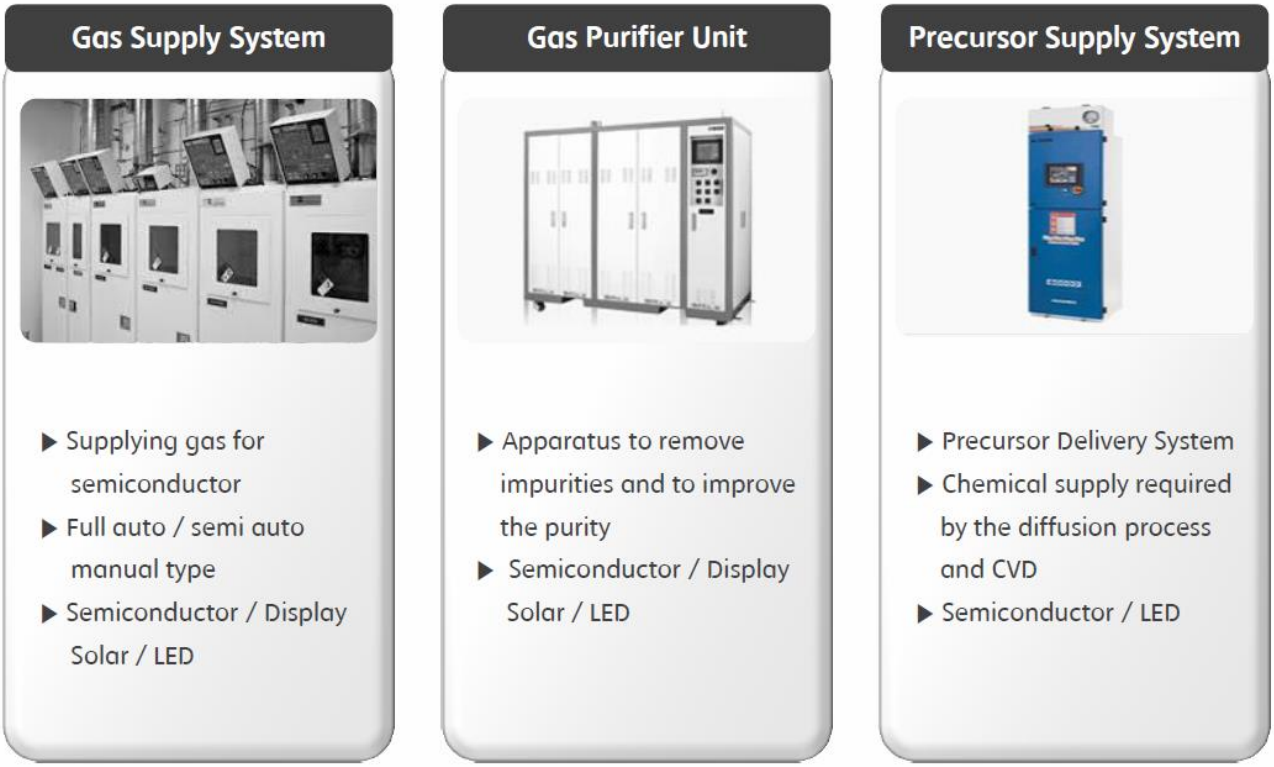
이에 대하여 삼성전자 등 반도체 업체의 3D NAND 투자확대를 비롯하여 삼성전자 등의 OLED 투자 등으로 인하여 반도체 및 디스플레이 전방산업의 빅 사이클이 도래하고 있는 가운데 중국의 디스플레이업체 등도 앞다퉈 설비 증설에 나서고 있어서 2017년부터 동사의 실적증가가 가속화 되면서 최대 수혜가 예상된다.

1) 자체사업(TGS)

동사의 자체사업인 TGS(Total Gas Solution)는 반도체 및 디스플레이 제조 공정 중 해당 공정에 필요한 원료 가스를 원하는 조건(압력)으로 안전하고 청정하게 공급시키기 위한 장치로 다양한 특수 가스를 정확하게 제어/투입하는 Gas Supply System 및 가스의 순도를 향상 시켜 주는 Gas Purifier 장치 등이 주요 제품이다. 삼성전자 내 시장점유율 1위를 유지하고 있으며, 최근 SK하이닉스와 기타 국내 업체로도 매출을 지속적으로 확대 중에 있다.

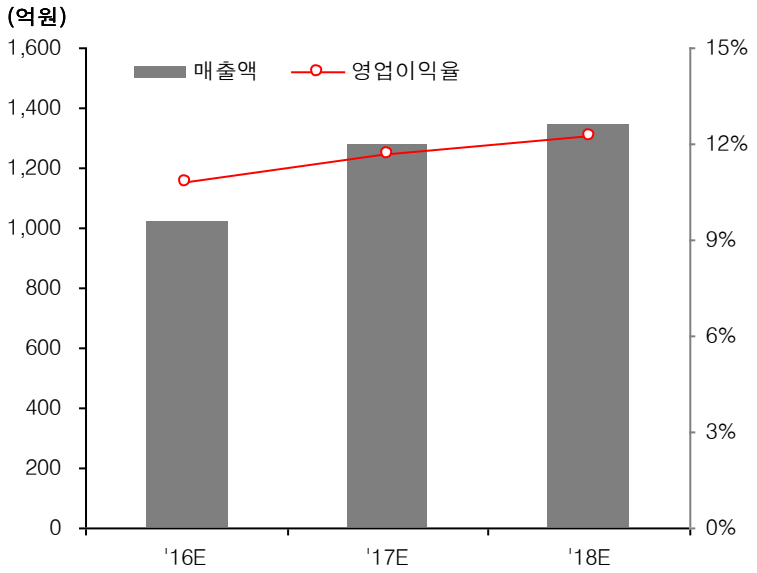
또한 주요 매출처인 반도체 및 디스플레이 업체의 신규 투자가 지속적으로 확대 되고 있는 추세이며, 향후 반도체의 고집적화에 따른 초고순도 가스 소요량의 증대 및 관련 산업의 급속한 발전으로 인해 Gas Supply System 및 Gas Purifier의 수요는 더욱 더 증대되면서 동사의 수혜가 예상된다.

<그림 10> TGS(Total Gas Solution) 주요 제품



자료: 원익홀딩스, 하이투자증권

<그림 11> 자체사업 실적 추이



자료: 원익홀딩스, 하이투자증권

2) 원익IPS

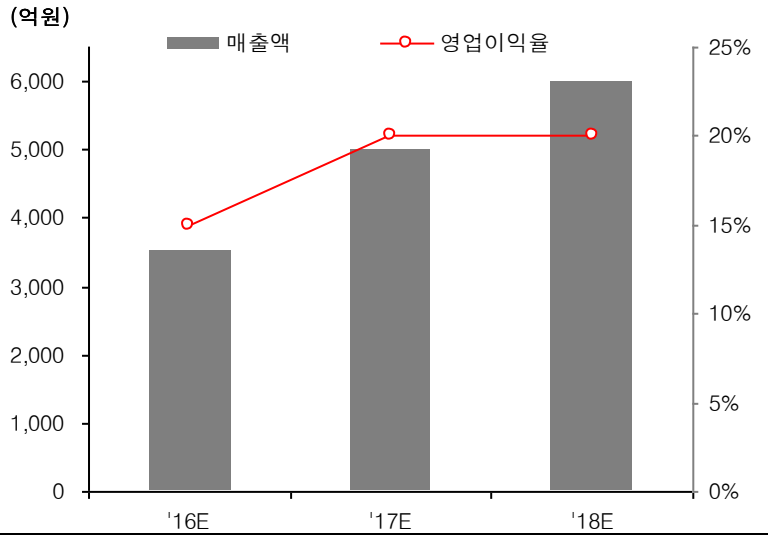
원익IPS는 반도체 CVD 장비와 디스플레이 식각장비 등을 제조하고 있으며, 특히 반도체 증착장비에 강점을 가지고 있다. 반도체 장비 중 PE-CVD 분야에서는 납품처 기준으로 국내 점유율이 35%~40%이며, 디스플레이 장비 중 Dry Etcher 분야에서는 납품처 기준으로 국내 점유율이 30% 이상 될 것으로 추정된다.

삼성전자 등 주요 고객사들이 2017년 대규모 3D NAND 투자를 확대함에 따라 PE-CVD 등 주력 제품의 수혜가 클 것이며, 최근 투자가 활발히 진행되고 있는 AMOLED 관련해서도 Dry Etcher 등의 수혜가 가능할 것이다.

<그림 12> 원익 IPS 반도체 증착 공정 장비

자료: 원익IPS, 하이투자증권

<그림 13> 원익 IPS 실적 추이



자료: 원익IPS, 하이투자증권

3) 원익머트리얼즈

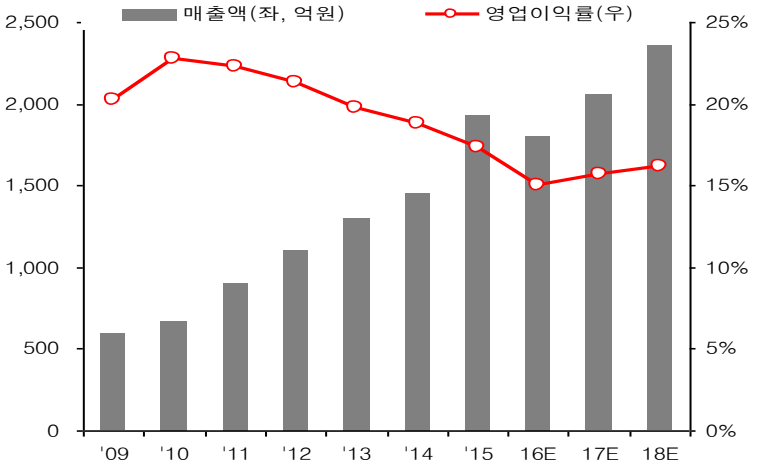
원익머트리얼즈는 반도체 및 디스플레이 공정 중 세정, 증착, 식각 등에 사용되는 특수가스를 공급하는 업체로 주요 제품은 NH3(암모니아), NO(산화질소), N2O(아산화질소), GeH4(사수소화게르마늄), Si2H6(디실란), Laser Mix, F2 Mix 등이다. 2017년에는 3D NAND 및 OLED 신규 양산라인이 순차적으로 가동될 예정이어서 원익머트리얼즈의 수혜가 예상된다.

<표 2> 원익머트리얼즈 주요 품목 현황

주요품목	용도 및 특징
NH3	◇ 반도체, LCD, 결정계 태양전지 및 LED 제조공정에 사용되는 가스 - 순도 99.9995%(5N5) ~ 99.99999%(7N) - 반도체, LCD 공정에서 SiH4과 결합, 실리콘나이트라이드(Si3N4)절연막을 증착시 사용. LED공정에서는 트리메틸갈륨(TMGa)과 결합하여 질화갈륨(GaN)막질 증착시 사용 - LED 제조공정에서는 최고순도인 99.99999%의 순도가 요구.
NO	◇ 반도체 제조공정 중 열처리(Annealing) 공정에 사용되는 가스 - 순도 99.99% - 플래시 반도체 공정 중 열처리 공정을 통해 실리콘옥시나이트라이드(SiON)형성시 사용 - 플래시 반도체의 신뢰도 향상에 탁월한 기여를 하는 핵심 가스
N2O	◇ 반도체, LCD 및 AMOLED 제조공정 중 증착공정에 사용되는 가스 - 순도 99.9995% - 반도체, LCD 및 AMOLED 공정에서 SiH4과 결합하여 실리콘옥사이드(SiO2)의 산화막을 증착시키는데 사용. - 전자산업의 용도 이외에 저순도 N2O는 의료용 마취제로도 사용됩니다
F2 Mix	◇ 반도체 증착장비 세정(Cleaning)에 사용되는 가스 - 순도 99.9% 이상 - 반도체 Device 미세화에 따라 기존 Wet Cleaning에서 F2 Mix Dry Cleaning 공정 채택율 증가 전망
GeH4 Mix	◇ 반도체, LCD 및 박막형 태양전지의 실리콘게르마늄(SiGe)막 형성용 가스 - 순도 99.999% - Ge은 Si과 구조적으로 유사한 동일 족의 원소이며, 대부분 SiH4와 결합하여 실리콘게르마늄(SiGe) 형태로 증착되는 가스 입니다. - 증착된 막질이 실리콘(Si) 단독으로 사용한 것과 유사한 구조와 성능을 가지고 있으나, 전기전도도 측면 및 불순물 확산방지 측면에서 탁월한 특성을 나타냅니다.
Si2H6	◇ 반도체 제조공정 중 Diffusion(확산) 및 CVD 공정에 사용되는 가스 - 순도 99.998% - 반도체 Device의 미세화로 인해 기존의 SiH4으로 구현이 불가능한 공정에 실리콘 증착으로 사용되는 신규 소재입니다. - SiH4 가스대비 반응온도, 증착속도, 접촉면의 거칠기 등에서 탁월한 성능의 가스
Laser Mix	◇ AMOLED 제조공정 중 열처리(Annealing) 공정 및 반도체 제조공정 중 Lithography 공정의 광원으로 사용되는 가스 - 순도 99.999% 이상 - AMOLED Panel 제조시 Amorphous Si 형태로 증착된 막질을 Poly-Si 로 변환시키기 위한 열처리 공정에 사용되는 특수가스 - 반도체 Lithography공정 중 패턴을 형성시키기 위한 노광공정의 광원으로 사용되는 가스로 일반적으로 ArF, KrF 등으로 나뉩니다.

자료: 원익머트리얼즈, 하이투자증권

<그림 14> 원익머트리얼즈 실적 추이

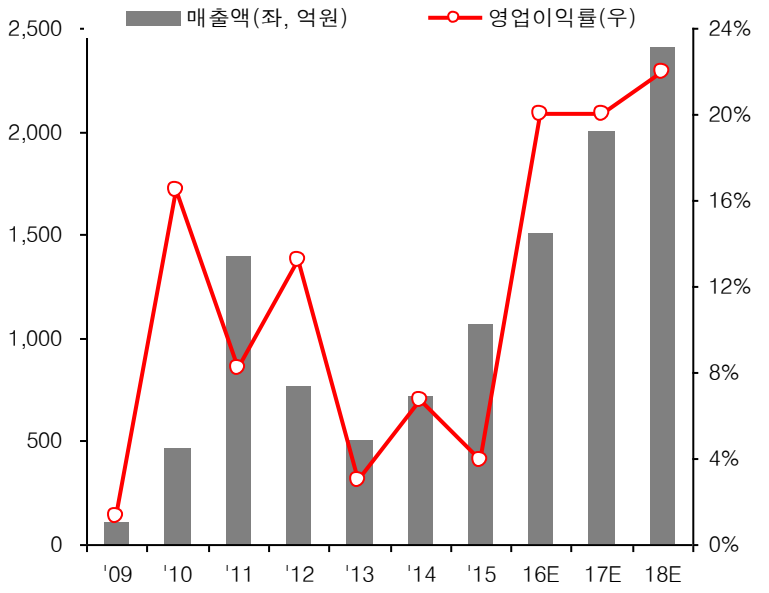


자료: 원익머트리얼즈, 하이투자증권

4) 테라세미콘

테라세미콘은 반도체 및 디스플레이 공정용 열처리 장비 업체이다. 3D NAND 및 OLED 투자 확대로 인하여 올해에 이어 내년에도 수주가 증가할 것으로 예상되며, 중국 등에서도 OLED 장비 수주가 늘어날 가능성이 높아질 것이다.

<그림 15> 테라세미콘 실적 추이



자료: 테라세미콘, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표 (단위:십억원)

	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	239	121	155	188
현금 및 현금성자산	82	64	103	133
단기금융자산	9	4	2	1
매출채권	57	20	18	20
재고자산	76	26	24	27
비유동자산	399	341	356	384
유형자산	214	144	132	127
무형자산	28	27	26	26
자산총계	658	462	511	572
유동부채	89	41	38	43
매입채무	28	12	14	16
단기차입금	23	8	3	2
유동성장기부채	0	0	0	0
비유동부채	29	27	27	26
사채	-	-	-	-
장기차입금	1	1	1	1
부채총계	118	68	66	69
지배주주지분	421	265	308	357
자본금	40	20	20	20
자본잉여금	174	107	107	107
이익잉여금	225	416	458	506
기타자본항목	-21	-281	-281	-281
비지배주주지분	119	128	137	146
자본총계	540	394	445	503

포괄손익계산서 (단위:십억원,%)

	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	647	282	338	370
증가율(%)	16.2	-56.4	19.9	9.5
매출원가	428	186	222	239
매출총이익	219	96	116	131
판매비와관리비	120	58	68	77
연구개발비	37	18	18	22
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	99	38	48	54
증가율(%)	8.0	-61.7	26.4	13.5
영업이익률(%)	15.3	13.5	14.2	14.7
이자수익	4	1	1	2
이자비용	1	1	1	0
지분법이익(손실)	-	4	20	25
기타영업외손익	-6	-9	-19	-17
세전계속사업이익	96	42	66	75
법인세비용	23	10	16	18
세전계속이익률(%)	14.8	14.9	19.5	20.4
당기순이익	73	200	50	57
순이익률(%)	11.3	70.9	14.8	15.5
지배주주귀속 순이익	62	191	42	48
기타포괄이익	1	1	1	1
총포괄이익	74	201	51	58
지배주주귀속총포괄이익	63	192	43	49

현금흐름표 (단위:십억원)

	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	74	292	77	77
당기순이익	73	200	50	57
유형자산감가상각비	22	17	30	34
무형자산상각비	3	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	4	20	25
투자활동 현금흐름	-64	37	-37	-50
유형자산의 처분(취득)	2	3	2	1
무형자산의 처분(취득)	2	-	-	1
금융상품의 증감	-29	-23	36	29
재무활동 현금흐름	-29	-92	-5	-1
단기금융부채의증감	-11	-15	-5	-1
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-20	-18	38	30
기초현금및현금성자산	102	82	64	103
기말현금및현금성자산	82	64	103	133

주요투자지표

	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	768	2,884	541	621
BPS	5,230	3,437	3,992	4,628
CFPS	1,074	3,155	944	1,076
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER	14.8	2.2	11.9	10.3
PBR	2.2	1.9	1.6	1.4
PCR	10.6	2.0	6.8	6.0
EV/EBITDA	6.8	7.8	5.0	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.9	55.7	14.6	14.4
EBITDA 이익률	19.1	19.8	23.4	24.2
부채비율	21.9	17.3	14.7	13.7
순부채비율	-12.3	-14.9	-22.4	-25.8
매출채권회전율(x)	9.0	7.3	17.7	19.5
재고자산회전율(x)	8.4	5.6	13.6	14.6

자료 : 원익홀딩스, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이

투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2016-12-19(담당자 변경)	Buy	10,100
2015-10-01	Buy	12,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.

▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.

▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.

▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자: 이상헌, 조경진)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2016-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.4%	11.6%	-