

디스플레이 (비중확대)

2013년 전망: 생존자들의 파티가 시작된다

글로벌 투자 축소 이후 판매자 우위 시장(Seller's Market)으로 옮겨갈 전망

디스플레이 산업은 2년간의 기나긴 터널을 지나 회복 국면에 진입하고 있다. 2010년 이후 1) 스마트폰, 태블릿 PC 등의 모바일 기기 확대로 기존 PC, TV 판매가 감소했으며 2) 경기 부양을 위한 각국 보조금 정책들이 희석되면서 대형 LCD 패널 수요가 급감했다. **디스플레이 패널 업체들의 적자 누적으로 신규 투자가 급격히 위축되면서 공급은 점차 개선되고 있다.**

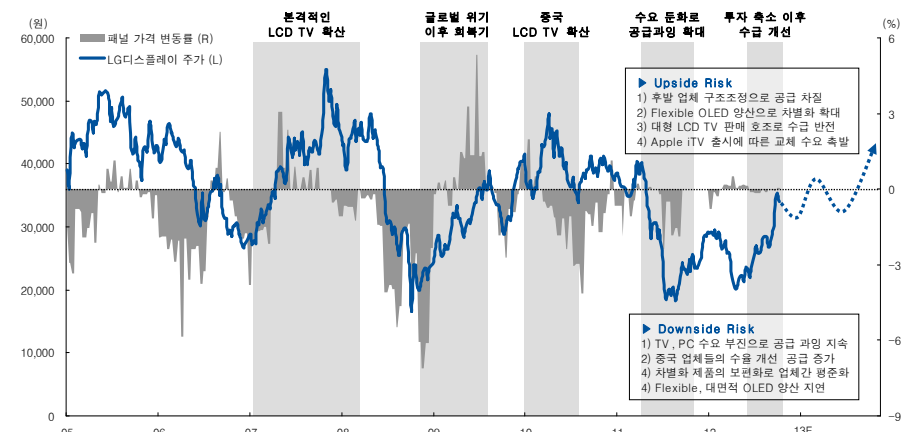
내년 LCD 패널 수요는 양적 성장이 없는 저성장 국면이 이어질 전망이다. 부진한 수요에도 불구하고 내년 디스플레이 시장에 거는 기대가 높다. 이는 **글로벌 투자 축소, 공정 전환에 따른 공급 감소 효과로 선발 업체들의 수익성 개선이 기대되기 때문이다.** 이번 하락 사이클 이후 후발 업체들의 체질이 급격히 악화되었다. **국내 패널 업체들은 범용(commodity) 패널의 수익성이 악화되자 빠르게 차별화(specialty) 제품 개발과 양산을 확대하면서 수익성 개선을 이룬 것이 주요했다.**

내년 디스플레이 산업의 주요 이슈로 1) 태블릿 PC 성장의 축이 Apple iPad에서 Android, MS Windows 8 기반의 제품으로 이동, 2) 고해상도 디스플레이의 확대로 저전력 설계 (Oxide, LTPS TFT 전환), 대용량 배터리 채택 증가, 3) 해상도 이후에는 폼팩터 경쟁 점화, 4) OLED의 부활, 5) 산업의 구조조정 가능성에 주목하고 있다.

투자의견 비중확대, Top Picks는 삼성SDI, 에스에프에이, 실리콘웍스

차별화 제품 비중이 높은 국내 디스플레이 업체들의 전반적인 실적 개선이 예상되며 투자의견 **비중확대(Overweight)**를 유지한다. Top Picks는 삼성SDI(006400/매수/TP W200,000), 에스에프에이(056190/매수/TP W55,000), 실리콘웍스(108320/매수/TP W40,000)이다. LG 디스플레이도 내년 큰 폭의 실적 개선과 고부가가치 제품 확대가 예상되지만 최근 주가 상승으로 순환적 회복은 충분히 반영된 것으로 판단되어 Top Picks에서는 제외했다.

LCD 패널 가격 변동률 및 LG디스플레이 주가 추이



자료: WitsView, KDB대우증권 리서치센터



황준호
02-768-4140
j.hwang@dwsec.com

오세범
02-768-4135
brian.oh@dwsec.com

I. 2013년 주요 이슈.....	3
1. 선발 업체들의 공급 감소 vs 중국 업체들의 증설 지속.....	3
2. 테블릿 PC 제2라운드: ‘Non-iPad’ 제품이 성장 견인.....	9
3. 보편화되는 고해상도 디스플레이, 이제 폼팩터가 핵심 차별화 요소.....	14
4. 고해상도 디스플레이 확산의 진짜 수혜는 배터리.....	19
5. OLED의 부활을 주목하라.....	20
6. 디스플레이 산업의 구조조정 가능성.....	22
II. LCD 수급 및 가격 전망.....	24
1. 공급 전망.....	24
2. 수요 전망.....	24
2. 수요 전망.....	25
3. 가격 전망.....	26
III. Valuation 및 투자 전략.....	27
LG디스플레이 (034220/Trading Buy).....	31
삼성SDI (006400/매수).....	35
에스에프에이 (056190/매수).....	40
실리콘웍스 (108320/매수).....	43
미래나노텍 (095500/매수).....	46

I. 2013년 주요 이슈

1. 선발 업체들의 공급 감소 vs 중국 업체들의 증설 지속

13년 면적 기준

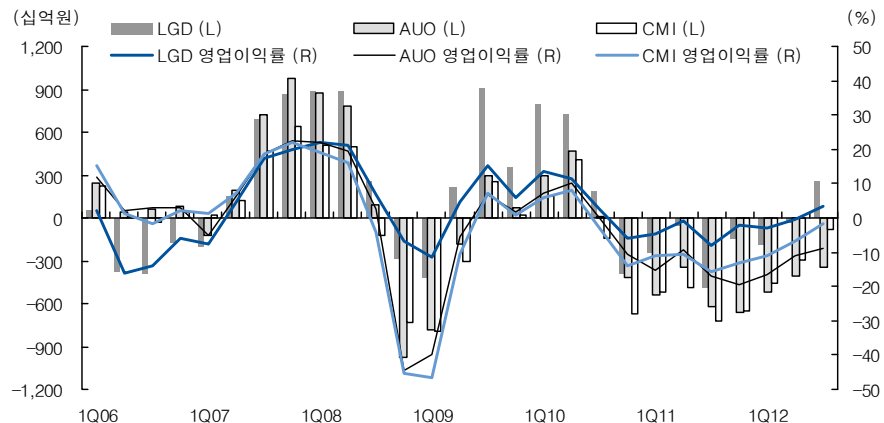
공급 증가율 +4.0%

수요 증가율 +5.5%

2013년 면적 기준으로 생산 능력은 4.0% 증가하고 수요는 5.5% 증가할 전망이다. 수치는 상으로는 수급 개선이 미미할 것으로 보이지만 실제 수급 개선 폭은 더 클 것으로 예상된다. 그 이유는 생산 능력 증가에도 불구하고 고부가가치 제품 비중 증가를 위해 기존 라인을 신공정으로 전환하면서 발생하는 공급 감소 효과 때문이다. 후발 디스플레이 업체들의 재무 건정성 악화, 파산 가능성 때문에 안정적인 패널 확보를 위한 움직임도 수급에는 긍정적인 전망이다. 다만 현재 20%대의 공급 과잉을 해소하고 공급 부족까지 가지는 않을 것으로 예상된다. 범용(commodity) 패널 수요가 여전히 부진하기 때문이다.

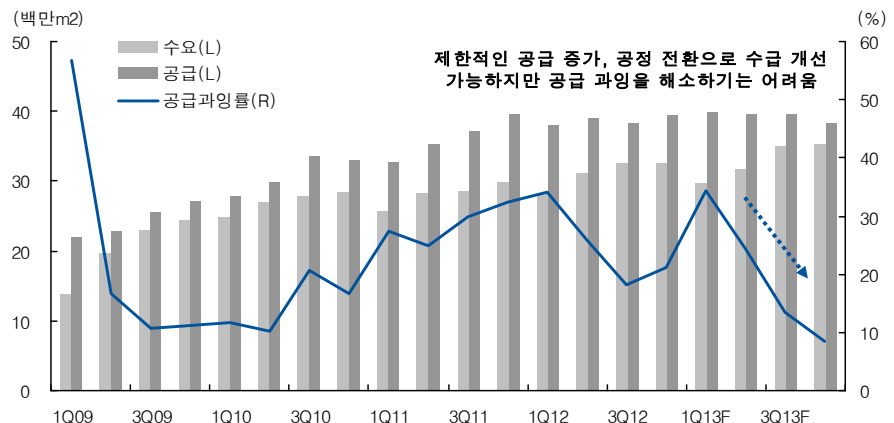
2013년 LCD 패널 수요는 양적 성장(volume growth)이 없는 저성장 국면이 이어질 전망이다. 내년 글로벌 TV 시장은 올해 대비 2% 감소한 2억 3,400만대, LCD TV는 중국 보조금 정책의 힘으로 올해 대비 4% 증가한 2억 1,640만대를 예상한다. 전통적인 PC 시장은 올해와 유사한 3억 5,600만대를 예상한다. 내년 유일하게 고성장을 이어갈 수 있는 제품은 태블릿 PC로 64% 성장한 1.8억대를 예상한다. 디스플레이 수요 면적 증가율은 대형 TV 비중 증가로 올해 대비 5.5% 증가할 전망이다.

그림 1. 글로벌 디스플레이 패널 업체 영업이익 추이



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 LCD 수급과 공급 과잉률 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

1) 선발 디스플레이 업체들의 공정 전환에 따른 공급 감소 효과

삼성디스플레이 테블릿 PC용 PLS 전환으로 캐파 감소

삼성디스플레이의 생산 능력은 내년 2% 감소할 전망이다. 삼성디스플레이 생산 능력 감소의 주요 원인은 광시야각 패널 기술인 PLS 라인 전환 때문이다. 내년에도 테블릿 PC의 고성장이 지속되면서 광시야각 패널에 대한 수요가 증가할 전망이다. 현재 삼성디스플레이 PLS 패널은 5세대(L5) 라인에서 생산되고 있으며 생산 능력은 6만장/월(10인치 기준 240만대/월)으로 추산된다. 올해 추가적으로 5세대(L6) 라인 3만장/월을 PLS로 전환할 전망이며 내년에는 7세대(L7) 라인 일부를 PLS로 전환해 생산 능력은 올해 대비 108%(10인치 기준 500만대/월) 증가할 것으로 예상된다.

LG디스플레이 LTPS 전환으로 캐파 증가 미미

LG디스플레이의 생산 능력은 내년 3% 증가할 전망이다. P98의 본격적인 가동으로 8세대 생산 능력이 올해 대비 12% 증가하지만 P6 라인의 LTPS 전환으로 6세대 생산 능력은 23% 감소할 것으로 예상된다. LTPS는 고해상도 패널, flexible OLED에 필요한 TFT 기술이다. 1.2조원을 투자해 P6 라인 20만장/월 중에서 8만장/월을 LTPS로 전환할 예정이다. LTPS는 실리콘 결정화 공정 추가와 마스크 수 증가로 생산 능력 손실(60~70% 손실)이 크다. LG디스플레이는 OLED TV의 양산성이 확보되면 기존 8세대 라인을 Oxide로 전환할 계획이다. 그러나 아직까지 OLED TV의 양산성 확보 시점이 불투명하기 때문에 Oxide 전환은 포함하지 않았으나 내년 추가적인 생산 능력 감소도 가능하다.

신규 8세대 라인 4Q13(SDC), 2Q14(LGD) 가동 예상

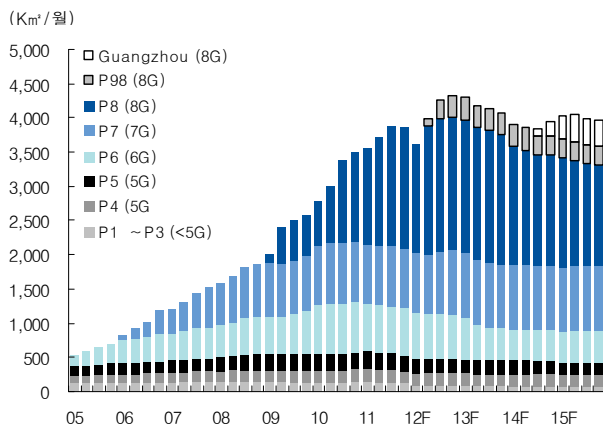
내년 국내 패널 업체들의 신규 8세대 라인 가동은 4분기 이전에는 없을 전망이다. 삼성디스플레이의 중국 8세대 라인 투자가 4Q12~1Q13에 진행되어 내년 4분기부터 양산이 가능할 것으로 예상된다. 반면 LG디스플레이의 중국 8세대 라인은 내년 2Q13~3Q13부터 투자가 진행되어 양산 시점은 삼성디스플레이보다 6개월 뒤에 가동될 전망이다.

표 1. 공정 전환에 따른 공급 감소 이유

공정 전환 요인	공정 변화	공정 전환 용도	생산 능력 손실
a-Si → Oxide (IGZO)	스퍼터 공정 증가 마스크 (노광 공정) 증가	고해상도 패널 OLED TV	40%
a-Si → LTPS	실리콘 결정화 공정 추가 마스크 (노광 공정) 2배 증가	고해상도 패널 OLED (flexible OLED, OLED TV)	60~70%
TN/VA → IPS/FFS/PLS	마스크 (노광 공정) 1~2개 증가	테블릿 PC용 광시야각 패널	20%
대형 → 중소형	물량 증가로 후공정 증가	스마트폰, 테블릿 PC	-
LCD → 터치 패널	라인 용도 변경	터치 스크린 패널 (TSP)	-

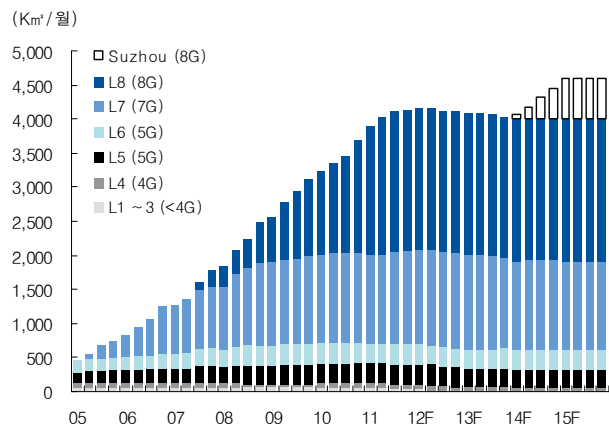
자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 삼성디스플레이 생산 능력 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. LG디스플레이 생산 능력 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

2) 중국 패널 업체들의 공격적인 증설 지속

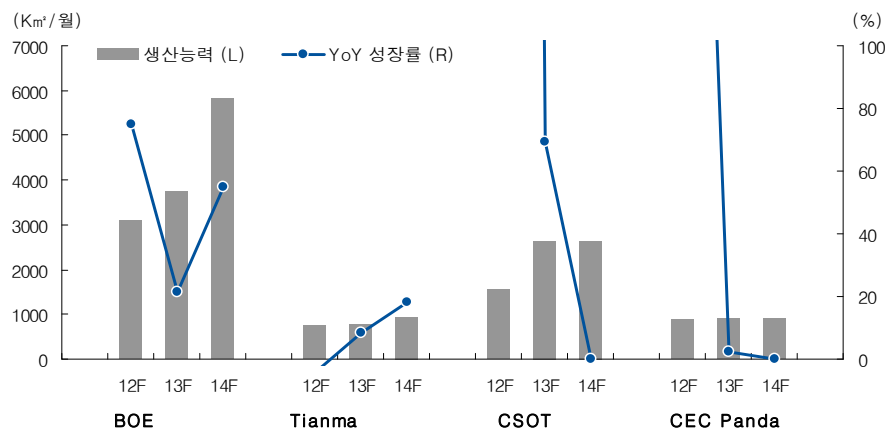
2013년 하반기에 공급 과잉
우려 재부상 가능성

내년 중국 패널 업체들의 생산 능력은 29% 증가할 전망이다. 중국 패널 업체들의 생산 능력은 올해 국내 업체들의 19% 수준이었지만 내년에는 25%까지 높아질 것으로 추산된다. 특히 BOE와 CSOT가 8세대 증설로 빠르게 생산 능력을 늘려가고 있다.

내년 중국 패널 업체들의 공급 증가율은 예년에 비해 다소 둔화됐기 때문에 수급에 미치는 영향은 크지 않을 전망이다. 하지만 BOE의 두 번째 8세대 라인 B5(Hefei) 투자를 연내 시작해 내년 말에 가동할 예정이기 때문에 2014년 공급 증가율은 다시 한번 크게 증가할 전망이다. 이에 내년 하반기부터는 공급 과잉에 대한 우려가 재부상할 가능성이 있다고 판단된다.

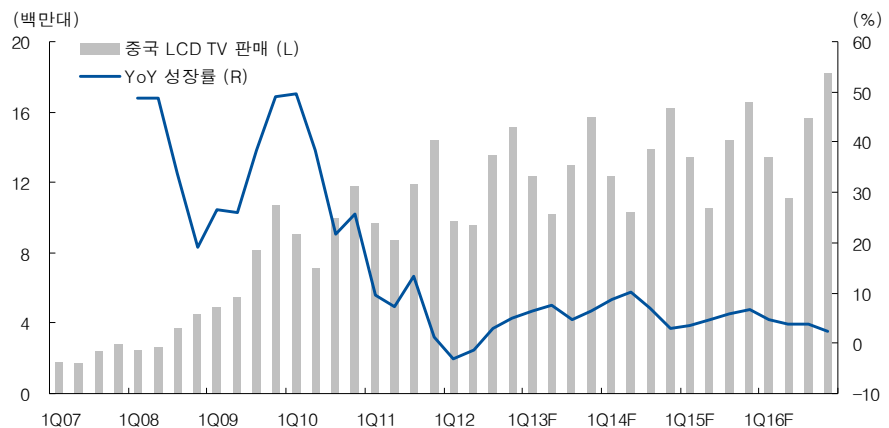
중국 패널 업체들의 제품들은 대부분 자국 세트 업체(BOE, TCL, Hisense, Haier 등)들에 의해 소화되었으며 글로벌 TV 업체들은 품질상의 이유로 구매하지 않았다. 하지만 최근 중국 LCD TV 판매 증가율도 많이 둔화되었기 때문에 중국 패널 업체들은 내수 시장 외에 해외 시장을 적극적으로 진출할 전망이다.

그림 5. 중국 LCD 패널 업체 증설 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권

그림 6. 중국 LCD TV 판매 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권

BOE

BOE는 중국 최대 규모의 LCD 패널 업체로 월 32만장 규모의 생산능력 보유

BOE는 1993년 4월 설립된 중국 최대 규모의 LCD 패널 생산업체로서 현재 중국 선전 거래소에 상장되어 있다. 2012년 6월 말 기준 18,050여명의 종업원을 고용하고 있으며, 베이징, 청두, 허페이 등 중국 내 7개 지역에 사업장을 보유하고 있다.

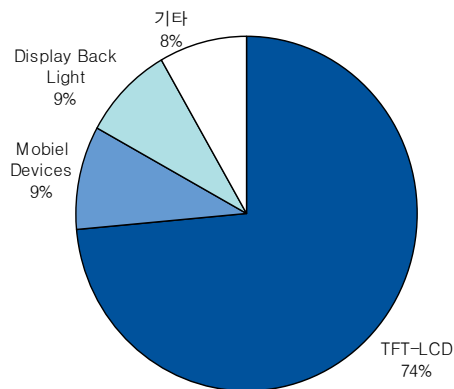
2002년 현대전자 LCD 사업부와 합작회사를 설립한 것을 시작으로, 2003년에는 하이디스 LCD 사업부를 인수했다. 이 때의 경험을 바탕으로 2005년부터는 베이징에 위치한 5세대 생산설비에서 독자적인 TFT-LCD 양산을 시작했다. 현재 4.5세대부터 8세대까지 총 월 32만장 규모의 생산능력을 확보해 핸드셋, 노트북, 모니터, TV 등 다양한 IT제품에 TFT-LCD 패널을 공급하고 있다.

연내 두 번째 8.5세대 라인(B5) 장비 발주 예상

BOE는 베이징에 위치한 첫 번째 8.5세대 B4 라인의 수율이 안정화됨에 따라 지난 3분기 17분기 만에 처음으로 영업 흑자 전환에 성공했다. 8세대 양산 기술 확보에 따라 두 번째 8.5세대 B5 라인 건설에도 박차를 가할 것으로 예상된다. B5 라인은 6세대 라인이 위치한 허페이(Hefei)에 건설될 예정이며, B4 라인과 비슷한 월 9만장 규모가 될 전망이다. 빠르면 연내 우선적으로 월 3만장 규모에 대한 장비 발주가 예상되며 13년 4분기부터 양산이 가능할 전망이다.

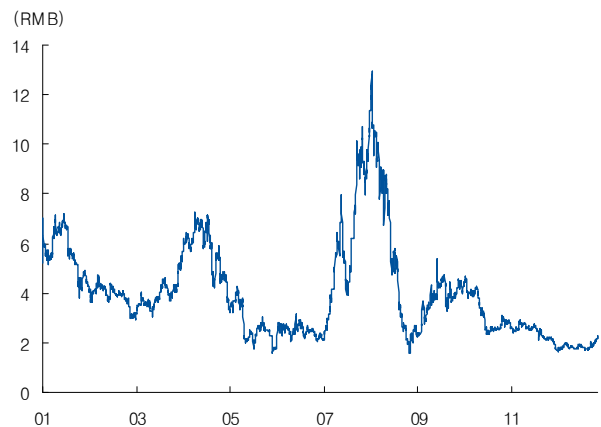
B5 라인 건설에 따라 BOE는 CSOT를 제치고 중국 내에서 가장 많은 8세대 생산능력을 확보하게 되며, 2014년 2분기부터는 샤프를 뛰어넘어 글로벌 Top 5 패널 업체로 발돋움 할 수 있을 전망이다.

그림 7. BOE의 제품별 매출 비중 (2011년)



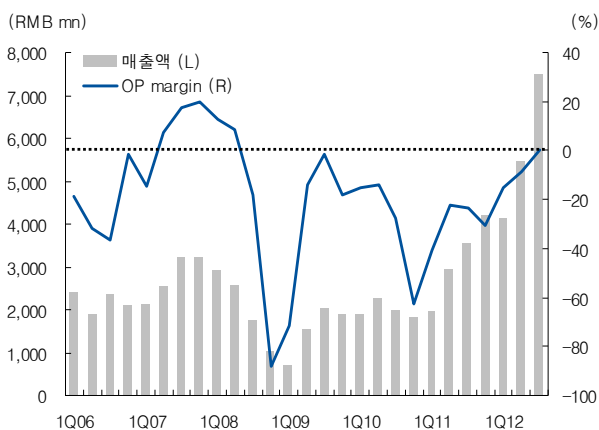
자료: DisplaySearch, KDB대우증권

그림 8. BOE의 상장 이후 주가 추이



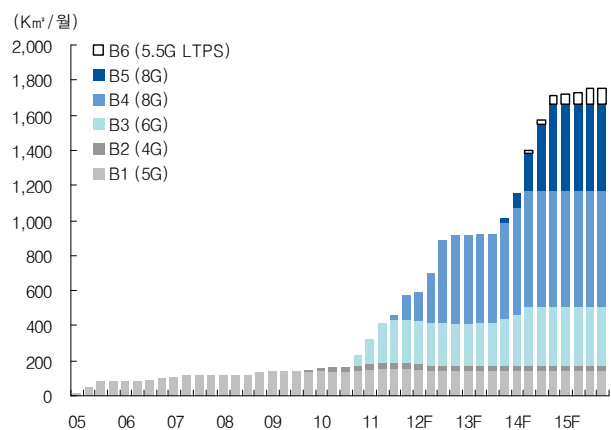
자료: DisplaySearch, KDB대우증권

그림 9. BOE의 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: DisplaySearch, KDB대우증권

그림 10. BOE의 분기별 생산능력 추이 및 전망 (면적)



자료: DisplaySearch, KDB대우증권

CSOT

CSOT(China Star Optoelectronics Technology)는 중국 최대 가전업체인 TCL 그룹과 선전 지방정부가 245억 위안을 투자하여 2011년 1월 설립되었다. 이후 삼성전자가 약 2억 3천만 달러를 투자해 지분 15%를 취득하였다.

BOE와 함께 중국 업체 중 유일하게 8세대 설비 보유

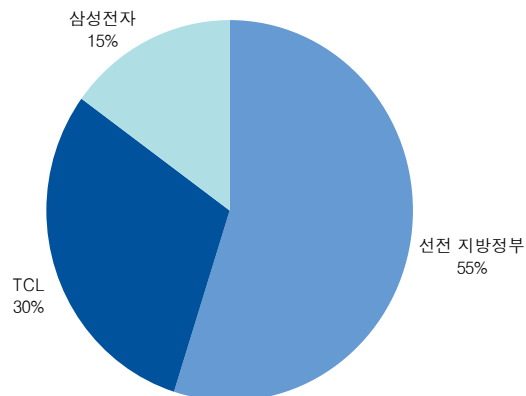
현재 선전에 월 12만장 규모의 8세대 TFT-LCD 생산설비를 보유하고 있으며, 올 4분기부터 풀 가동됨에 따라 내년 생산량은 올해 대비 69% 증가할 전망이다. 주력 생산 제품은 보급형 TV에 탑재되는 32인치 패널이며, 46"인치와 55인치 등 40인치 이상 대형 TV용 패널도 일부 시험 생산하고 있어 향후 다양한 크기의 패널 생산이 가능할 전망이다.

삼성전자와의 상호 지분 보유를 통한 전략적 협력 관계 지속

CSOT의 2대 주주인 TCL은 하이얼, 하이센스와 함께 중국 최대 가전 그룹 중 하나로 2011년 기준 중국 TV 시장에서 15%의 시장점유율을 확보하고 있다. 또한 삼성전자와의 사업 협력을 통해 삼성 디스플레이의 주저우 8세대 생산라인의 지분을 10% 보유하고 있다.

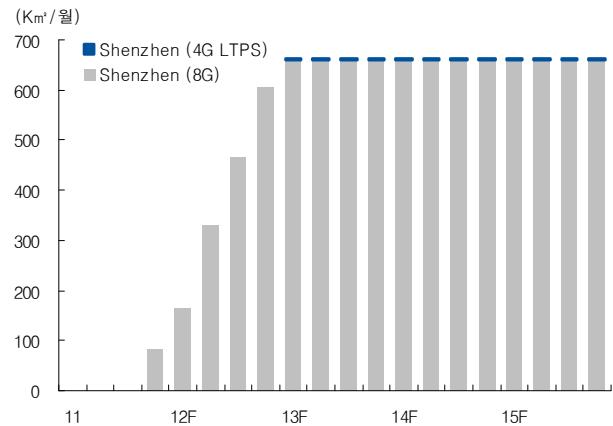
상호 지분 보유를 통해 TCL은 공급처를 다변화하는 동시에 삼성전자로부터 40인치 이상 대형 TV 패널을 공급받고 있다. 삼성전자도 현재 LCD TV 수요의 약 40%를 차지하는 32인치 TV용 패널을 안정적으로 공급받을 수 있어 향후 양사의 협력 관계는 지속될 전망이다.

그림 11. CSOT의 지분 보유 현황



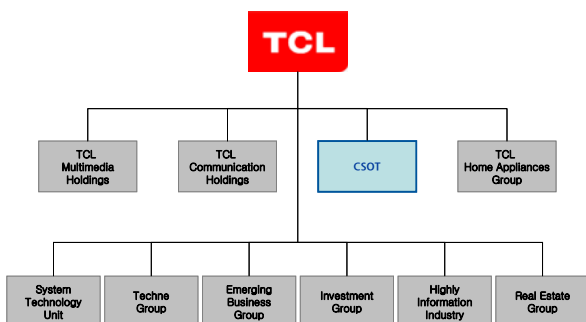
자료: TCL, 언론 보도

그림 12. CSOT 분기별 생산능력 추이 및 전망 (면적)



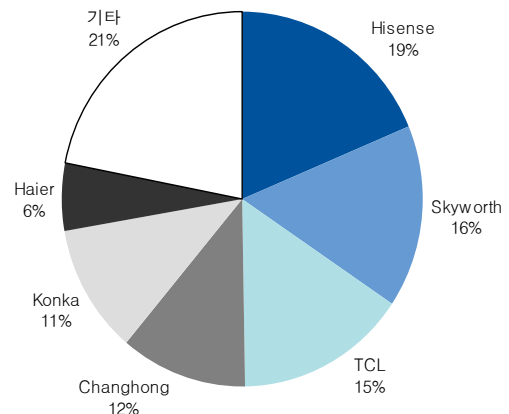
자료: DisplaySearch, KDB대우증권

그림 13. TCL의 주요 사업 구성



자료: TCL, KDB대우증권

그림 14. 중국 내 LCD TV 점유율



자료: DisplaySearch, KDB대우증권

Tianma

Tianma는 중국 내 3위 LCD 패널 업체로 중소형 패널에 특화

Tianma Microelectronics는 1983년 중국 선전에 설립되어 선전, 상하이, 청두, 샤먼 4개의 생산기지를 가지고 있다. 선전 거래소에 상장되어 있으며 최대 주주는 46% 지분을 보유하고 있는 중국항공공업집단공사(AVIC)의 자회사 Shenzhen AVIC이다.

현재 4세대와 5세대 생산라인을 바탕으로 월 18만장 규모의 생산능력을 보유하고 있으며, 2011년에는 일본 NEC의 중소형 LCD 패널 사업부의 지분 70%를 인수했다. 주로 핸드셋, 노트북, 모니터용 등 중소형 패널을 생산에 특화되어 있어 중국 내 경쟁업체 대비 견조한 수익성을 유지할 수 있었다.

2Q13부터 5.5세대 LTPS 라인에서 고해상도 패널 생산

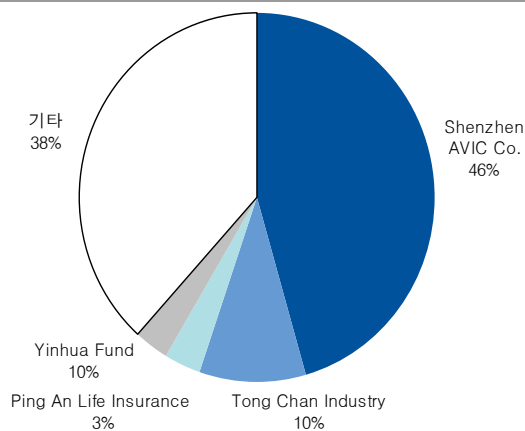
향후 샤먼에 건설 중인 5.5세대 LTPS 라인을 통해 2013년 2분기부터 고해상도 중소형 패널 생산을 시작할 것으로 예상되며, 향후 월 3만장까지 생산능력을 확대해 나갈 전망이다.

CEC Panda

CEC Panda는 샤프로부터 6세대 생산설비 인수해 LCD 패널 생산 시작

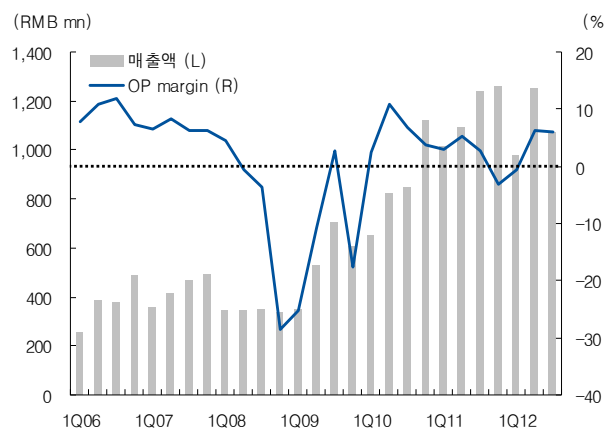
CEC Panda는 2009년 난징시와 함께 샤프 가메야마 공장의 6세대 생산설비를 인수함으로써 TFT-LCD 사업을 시작했다. 2011년 3분기부터 본격적인 양산을 개시했으며 현재 월 8만 3천장 규모의 생산능력을 보유하고 있다. 대만의 TPV와의 협력을 통한 10세대 생산라인 건설을 검토했던 것으로 알려졌다. LCD 산업의 공급과잉 지속으로 사업 가시성은 높지 않은 것으로 판단된다.

그림 15. Tianma의 주요 주주 구성



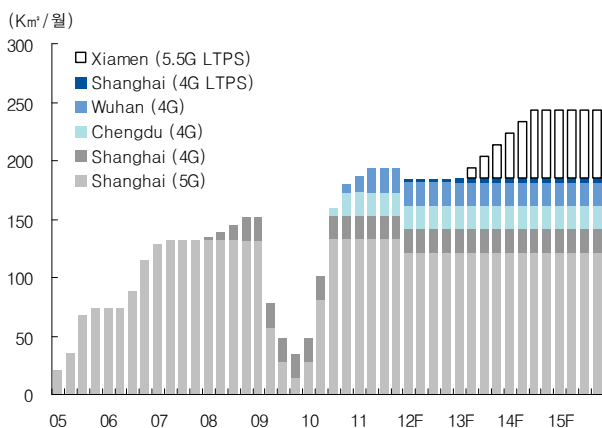
자료: DisplaySearch, KDB대우증권

그림 16. Tianma의 분기별 매출액 및 영업이익률 추이



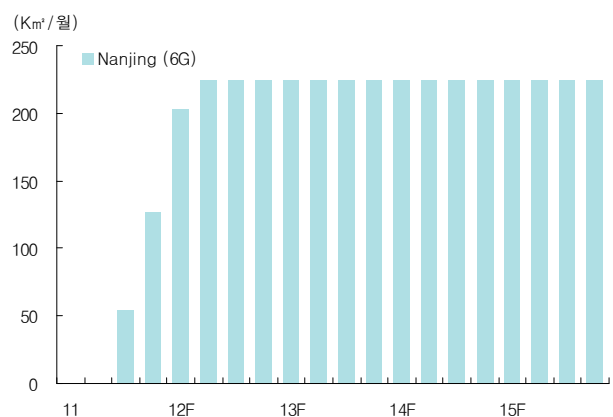
자료: DisplaySearch, KDB대우증권

그림 17. Tianma의 분기별 생산능력 추이 및 전망 (면적)



자료: DisplaySearch, KDB대우증권

그림 18. CEC Panda의 분기별 생산능력 추이 및 전망 (면적)



자료: DisplaySearch, KDB대우증권

2. 태블릿 PC 제2라운드: 'Non-iPad' 제품이 성장 견인

1) 내년 태블릿 PC 출하량 64% 증가한 1.8억대 예상 (White-box 포함할 경우 2.0억대)

전통적인 PC시대는 끝났다

올해 전통적인(노트북, 데스크탑) PC 출하량은 전년대비 2.5% 감소한 3.5억대를 예상한다. 연간 PC 출하량이 감소하는 것은 2001년 IT 버블 붕괴 이후 처음이다. 반면 스마트폰, 태블릿 PC의 고성장은 내년에도 이어질 전망이다. 특히 태블릿 PC 출하량은 올해 대비 64% 성장한 1.8억대를 예상한다.

iPad: 6,700만대(12F)

→ 8,300만대(13F)

Non-iPad: 4,000만대(12F)

→ 9,700만대(13F)

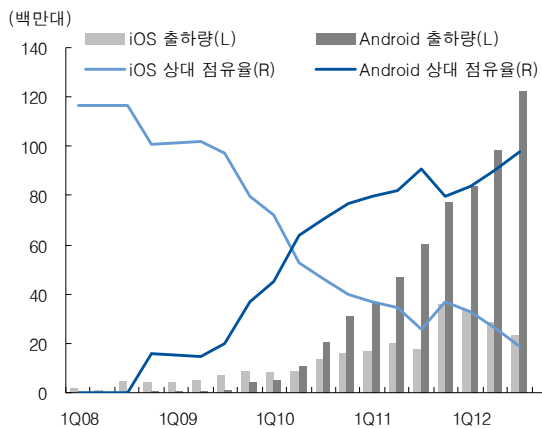
내년 태블릿 PC 시장은 2라운드에 돌입한다. 1라운드는 Apple iPad가 주도했다면 2라운드 Android, MS Windows 8 등의 'Non-iPad' 제품들이 견인할 전망이다. 최근까지도 Apple은 iPad mini 출시로 강력한 지배력을 유지하고 있지만 급성장하는 태블릿 PC 시장을 혼자서 감당하기는 어렵다고 판단된다. Apple의 iPhone이 출시된 2007년 이후 Apple의 높은 지배력이 2년간 지속되었지만 Android의 개방성과 발 빠른 지역화(localization)에 빠르게 역전되었다. 현재 스마트폰에서 Android의 점유율은 70%으로 높아진 반면 Apple은 15% 수준에 불과하다. 태블릿 PC도 스마트폰 시장과 유사한 흐름이 예상된다.

전체 태블릿 PC 시장의

11%는 중국 white-box 제품

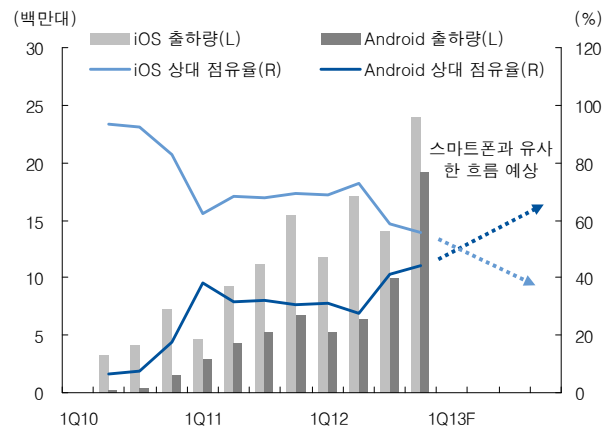
최근에 중국의 white-box(브랜드 없는 저가형 조립품) 태블릿 PC도 빠르게 성장하고 있다. 이러한 white-box 제품들은 집계되지 않아 규모를 정확하게 파악하기 힘들지만 내년 2,200만대를 상회할 전망이다. 중국 대표적인 B2B 사이트인 Alibaba에서만 4,000종이 넘는 태블릿 PC들이 검색되었다.

그림 19. 글로벌 스마트폰 Apple vs Android



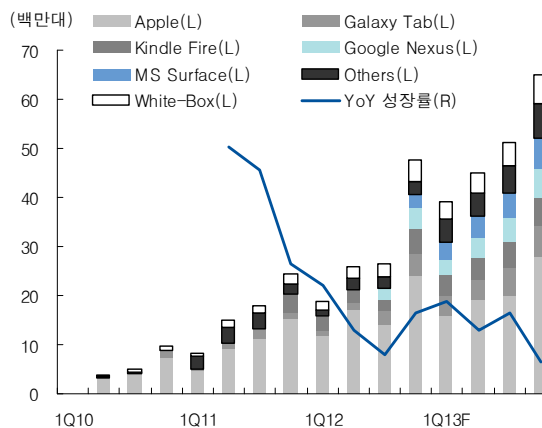
자료: IDC, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. 글로벌 태블릿 PC Apple vs Android



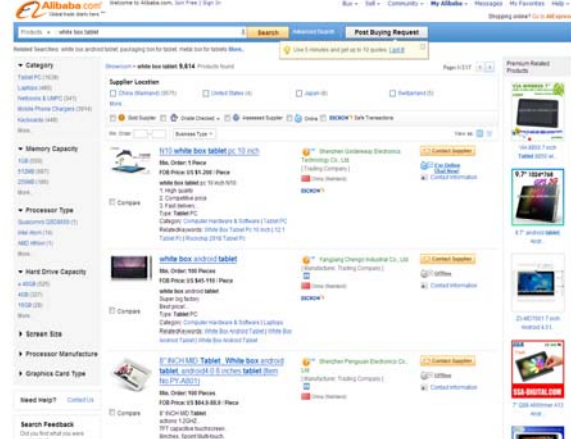
자료: IDC, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 글로벌 태블릿 PC 출하량 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 중국 Alibaba에서 판매되는 white-box 태블릿 PC



자료: Alibaba

모바일 플랫폼 시장에서
Microsoft의 마지막 기회

하이브리드 PC로 적합한
운영체제 → 본격적인 성장은
내년 하반기 이후로 전망

2) Microsoft Windows 8 출시로 새로운 폼팩터(하이브리드 PC) 등장

Apple의 iOS와 Google의 Android로 양분되고 있는 모바일 플랫폼 시장에 새로운 변수가 등장했다. 과거 전통적인 PC 시장을 거의 독점 해왔지만 모바일 시장에서는 존재감이 없었던 Microsoft가 3년 만에 새로운 운영체제인 Windows 8을 출시하고 모바일 시장에 진입했다. 과거 Windows가 모바일 시장에서 고전한 이유는 1) x86 기반의 프로세서만 지원 (모바일 기기는 대부분 저전력 프로세서인 ARM 기반), 2) 모바일 환경에 적합하지 않은 UI(User Interface) 때문이었다.

이번 Windows 8에서는 1) ARM 기반의 프로세서와 2) 모바일 환경에 적합한 터치 인터페이스 (Metro UI)를 지원한다. 하지만 단순히 이러한 개선으로 모바일 플랫폼에서 재기할 수 있을까? 일단 콘텐츠를 소비하기 위한 기기로서는 경쟁력이 떨어진다. 앱의 생태계가 너무 취약하기 때문이다. 그래서 스마트폰이나 저가형 7" 태블릿 PC 시장에서는 영향력이 미미할 것으로 예상된다. 반면 killer app인 Office 제품들을 바탕으로 태블릿 PC와 노트북의 중간 형태인 하이브리드 PC의 강자로 부상할 전망이다.

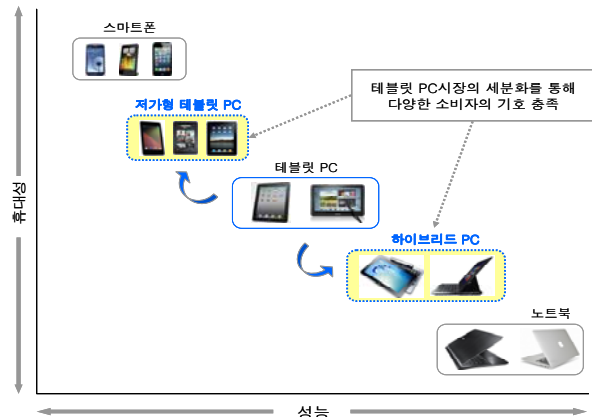
Windows 8의 성공 여부는 아직 미지수다. 모바일 플랫폼에서 해결해야 될 문제점들이 남아 있기 때문이다. 특히 기존 x86 프로세서 기반의 Windows 8과 ARM 기반의 Windows RT 간의 호환성 문제가 해결되어야 한다. 하이브리드 PC의 본격적인 성장은 초기 문제점들이 해결되는 내년 하반기 이후로 전망한다.

그림 23. Windows 8의 새로운 터치 기반 UI (Metro UI)



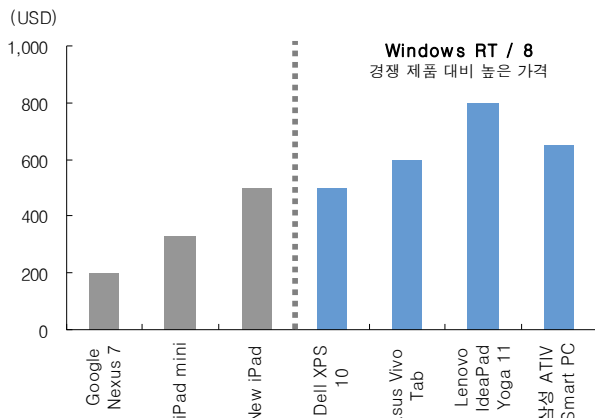
자료: Microsoft

그림 24. 소비자 시장은 저가형, 기업용은 하이브리드 PC



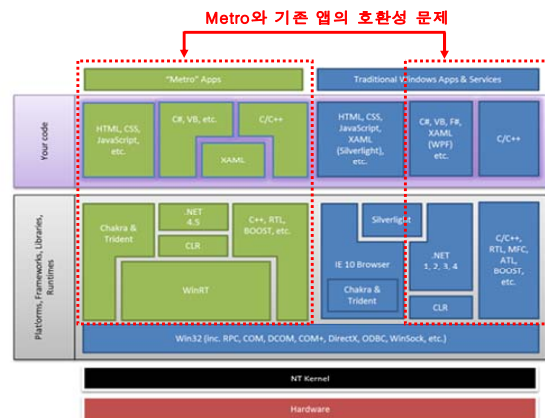
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 25. Windows 8 태블릿 PC 가격 비교



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 26. Windows 8 아키텍처의 호환성 문제



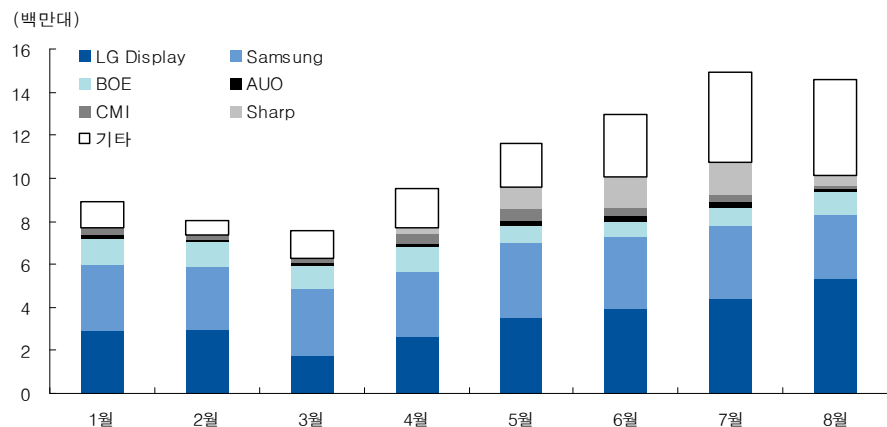
자료: Microsoft, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 주요 테블릿 PC 주요 사양

브랜드	모델	크기 - 해상도	PPI	기술	패널 제조사	터치 제조사
Amazon	Kindle Fire 7	7" 1024 x 600	170	IPS	LG Display	Wintek
Amazon	Kindle Fire 7 HD	7" 1280 x 800	216	IPS	LG Display Panasonic LCD Chimei Innolux	TPK HannsTouch Chimei Innolux
Amazon	Kindle Fire 8.9 HD 4G LTE	8.9" 1920 x 1200	254	IPS	LG Display Panasonic LCD	TPK HannsTouch Chimei Innolux
Amazon	Kindle Fire 8.9 HD 4G LTE	8.9" 1920 x 1200	254	IPS	LG Display Panasonic LCD	TPK HannsTouch Chimei Innolux
Google	Nexus 7 (ASUS)	7" 1280 x 800	216	IPS/FFS	Hydis HannStar	TPK Wintek
Google	Nexus 7 Low Cost	7" 1280 x 800	216	TN + film	BOE HannStar	O-Film
Google	Nexus 10	10.1" 2560 x 1600	300	PLS	Samsung	
Apple	New iPad Refresh	9.7" QXGA (2048 x 1536)	264	IPS	Samsung LG Display Sharp	TPK Wintek
Apple	iPad Mini	7.85" XGA (1024 x 768)	163	IPS	LG Display AUO	TPK Wintek
Microsoft	Surface	10.6" HD (1366 x 768)	148	IPS	Samsung	YoungFast TPK
Microsoft	Surface Pro	10.6" FHD (1920 x 1080)	208	IPS	Samsung LG Display	LG Display
ASUS	EddPad Me370TL	7" 1280 x 800	216	IPS	Hydis	
Dell	DSP-10 Penfolds	10.1" HD (1366 x 768)	155	IPS	LG Display	LG Display
HP	Slate 8 Series	10.1" HD (1366 x 768)	155	IPS	LG Display	LG Display
Lenovo	IdeaPad K3	11.6" HD (1366 x 768)	135	VA	AUO	O-Film
Lenovo	Coltrane	10.1" HD (1366 x 768)	155	IPS	LG Display	LG Display
Lenovo	LTK 11	11.6" HD (1366 x 768)	135	VA	AUO	O-Film
Lenovo	Prince	11.6" FHD (1920 x 1080)	190	VA	AUO	AUO
Samsung	Series 7 700T1A	11.6" HD (1366 x 768)	135	IPS	Samsung	
Samsung	Galaxy Note 10.1	10.1" WXGA (1200 x 800)	143	PLS	Samsung	
Samsung	ATIV tab	10.1 1366 x 768	155	PLS	Samsung	
Sony	New Xperia Tablet S	9.4" 2560 x 1600	316	IPS	LG Display	LG Display

자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 패널 제조사별 테블릿 PC 패널 출하량 (2012년)



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

3) 태블릿 PC용 광시야각 패널 공급 다변화될 전망

영원한 차별화 제품은 없다

태블릿PC는 다양한 각도에서 사용되기 때문에 광시야각 패널이 필수적이다. 광시야각 패널의 원천 기술인 IPS(In Plane Switching) 방식은 독일 Fraunhofer-Gesellschaft 연구소에서 개발되었고 Merck와 Hitachi Display의 공동 개발을 통해 LCD TV 양산에 성공했다. 이후 LG디스플레이가 가장 적극적으로 IPS를 도입한 반면 다른 패널 업체들을 VA(VERTICAL ALIGNMENT) 방식에 집중했다. 그래서 태블릿 PC가 급성장하면서 가장 수혜를 많이 본 업체는 LG디스플레이이다. 다만 최근에는 대부분의 패널 업체들이 IPS(또는 유사 기술인 FFS, PLS) 라이선싱과 생산 능력을 확보하면서 공급이 다변화될 전망이다.

표 3. 대만 패널 업체들의 광시야각 기술 현황

패널 업체	기술 방식	세부 기술 사항	액정 모드	라이선싱	어플리케이션
AUO	AMVA	Multi Domain Vertical Alignment	VA	Fujitsu	TV
	AHVA	Advanced Hyper Viewing Angle	FFS	Hydis (E-Ink)	Premium Ultrabook Tablet PC
Innolux (CMI)	IPS	In Plane Switching	IPS	Hitachi	Premium Ultrabook Tablet PC
	MVA	Multi Domain Vertical Alignment	VA	Fujitsu	TV
	AAS	Azimuthal Anchoring Switching	IPS	Hitachi	Monitor
HannStar	HS-IPS	HannStar IPS	IPS	Hitachi	Premium Notebook Tablet PC
	HUVA	HannStar Ultra View Angle	TN+Film	-	Tablet PC Smartphone
CPT	TN	Twisted Nematic	TN+Film	-	Tablet PC
	HFFS	High Aperture FFS	FFS	Hydis (E-Ink)	Tablet PC

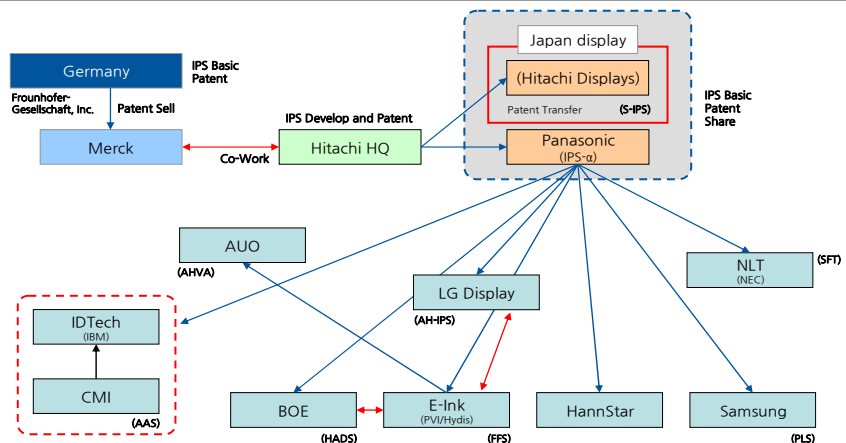
자료: DisplaySearch, KDB대우증권

표 4. 중국 패널 업체들의 광시야각 기술 현황

패널 업체	기술 방식	세부 기술 사항	액정 모드	라이선싱	어플리케이션
BOE	ADS	Advanced Super Dimension Switch	FFS	Hydis (E-Ink)	TV, Monitor Tablet PC
CSOT	HVA	Huaxin View Angle	VA	-	TV
Tianma	SFT	Super Fine TFT	IPS	NEC	Tablet PC Smartphone
IVO	WVT	Wide View Technology	IPS	-	Premium Ultrabook Tablet PC
CEC Panda	ASV	Advanced Super View Angle	VA	Sharp	TV
	UV2A	Ultraviolet Induced Vertical Alignment	VA	Sharp	TV

자료: DisplaySearch, KDB대우증권

그림 28. 글로벌 패널 업체 IPS/FFS 라이선싱 현황



자료: DisplaySearch, KDB대우증권

테블릿 PC는 스마트폰보다
1) 대면적화, 2) 얇고 가벼운
폼팩터 필요

4) 테블릿 PC의 급성장에 따른 수혜는?

테블릿 PC 시장 확대의 가장 수혜가 예상되는 디스플레이 관련 업종은 1) 터치(TSP, touch screen panel), 2) glass slimming과 ITO 코팅, 3) FPCB(Flexible Printed Circuit Board)가 될 전망이다.

스마트폰 시장에서는 디스플레이 일체형 터치 방식(on-cell 및 in-cell)의 확산에 따라, 터치 업체들의 입지가 상대적으로 축소되었다. 그러나 테블릿 시장에서는 터치업체들의 레버리지가 확대될 전망이다. 테블릿에서는 1) 생산성과 가격적인 측면을 고려할 때 on-cell 방식의 OLED의 탑재 가능성이 낮고, 2) in-cell 방식의 LCD도 수율 문제로 적용될 가능성이 낮기 때문이다. 특히 중저가 테블릿 시장의 본격적인 확대에 따라 가격 경쟁력과 생산성이 높은 기존 add-on 방식이 다시 부각될 전망이다. 이에 따라 내년 테블릿 PC용 TSP 시장은 면적 기준으로 전년대비 55% 증가할 전망이다.

Glass slimming은 디스플레이 패널의 유리 기판을 화학적 식각을 통해 더 얇게 만드는 공정이다. 테블릿 PC는 이동성과 편리성이 중요하기 때문에 얇고 가벼운 패널이 필요하다. 또한 배터리 공간 확보 측면에서도 glass slimming 산업은 당분간 고성장이 지속될 전망이다. ITO 코팅은 광시야각 패널 전극이 하판(TFT)에만 있기 때문에 정전기에 따른 오작동을 막기 위한 필수 공정이다.

테블릿 PC 출하량은 스마트폰보다 적지만, 대 당 FPCB 사용량이 8~15개로 스마트폰(6~12개) 대비 많고, 사용 면적도 스마트폰보다 크기 때문에 대당 FPCB 사용 금액은 스마트폰 대비 3배 이상 높다.

표 5. 테블릿 PC 관련 부품/소재 업체

부품/소재	이슈	관련 업체	비고
TSP	대면적화 및 ASP 상승 In cell / on-cell → add-on 타입	일진디스플레이	삼성전자 테블릿 PC용 터치 점유율 1위
		에스맥	삼성전자 스마트폰에서 테블릿PC로 애플리케이션 확대
		이엘케이	기존 LG전자와 Motorola에서 국내외로 고객 기반 확대
		멜파스	갤럭시노트2 터치 IC 공급, 테블릿PC용 터치 IC 개발 중
		미래나노텍	Metal mesh 기반의 대면적 터치 사업 진출
Glass slimming	디바이스 슬림화, 경량화	아버텍	LG디스플레이 테블릿PC용 패널 slimming
		지디 (비상장)	삼성전자 테블릿PC용 패널 slimming
ITO 코팅	IPS, PLS 패널 확대	아버텍	LG디스플레이 IPS 패널 ITO 코팅
		유아이디	삼성전자 테블릿 PC용 PLS 패널 ITO 코팅
		지디 (비상장)	삼성전자 테블릿 PC용 PLS 패널 ITO 코팅
FPCB	시장 확대, 대면적화		삼성전자, Apple 테블릿 PC에 FPCB 납품
		플렉스컴	삼성전자 테블릿 PC에 디지털타이저 납품
		비에이치	삼성전자 테블릿 PC에 LCD 모듈/TSP 용 FPCB 납품

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 29. Glass slimming 기술

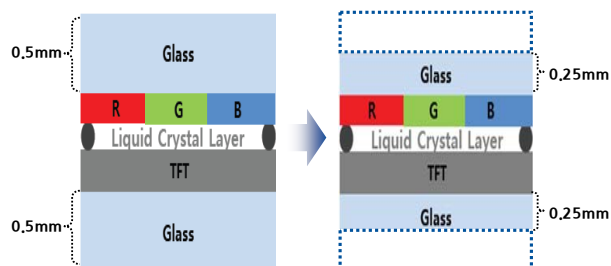
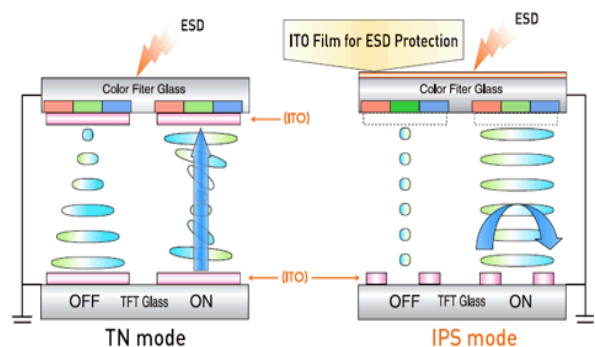


그림 30. 광시야각(IPS/FFS/PLS) 패널에 적용되는 ITO 코팅 공정



자료: 아버텍

자료: 업계자료

3. 보편화되는 고해상도 디스플레이, 이제 폼팩터가 핵심 차별화 요소

현재 디스플레이에서 차별화
요인은 해상도와 폼팩터

디스플레이를 정의하는 속성은 1) 색재현성(휘도, 명암 등), 2) 해상도, 3) 응답속도, 4) 시야각, 5) 전력 소모, 6) 수명, 7) 폼팩터(물리적인 두께와 무게) 등이 있다. 최근 디스플레이 기술 발전으로 대부분의 속성들이 범용화되어 소비자들이 느끼는 효용성은 크지 않다. 현재 디스플레이에서 차별화 요인으로 부각되는 부분은 해상도와 폼팩터이다. 해상도와 폼팩터는 다른 디스플레이 속성에 비해 사용자들이 직접적으로 느끼는 부분이기 때문에 세트 업체들의 마케팅에도 적극적으로 활용되고 있다.

특히 Apple은 Retina Display를 통해 고해상도 디스플레이를 자사 제품의 차별화 요인으로 부각시키는데 성공했다. 기존 스마트폰, 태블릿PC에 비해 높은 해상도를 통해 iPhone, iPad의 하드웨어 차별성을 강조하는 전략을 지속해왔다. 삼성전자도 OLED의 최대 약점인 해상도 측면에서 의미 있는 기술 진보가 있었다. 기존 Pentile 방식이 아닌 RGB 방식을 채택함으로써 고해상도 OLED 확대가 예상된다.

향후 고해상도는 보편화되고
폼팩터가 핵심 차별화 요소

Apple과 삼성뿐만 아니라 내년부터 대부분의 스마트폰, 태블릿PC 업체들이 고해상도 제품을 출시할 전망이다. 고해상도 디스플레이가 보편화되면 기존 선발 업체들이 누리던 차별성은 다소 희석될 수 있다. 스마트폰의 범용화로 하드웨어 차별화는 점점 더 힘들어지고 소프트웨어를 통한 차별화의 중요성이 더 부각될 것으로 예상된다. 향후 유일하게 하드웨어를 통해 차별화가 가능한 영역은 폼팩터적인 측면이다. 배터리 용량 증가에도 더 얇고 가벼운 제품을 위해 다양한 신기술들이 채택되고 있으며 제한적인 in-cell 터치패널, UBP 패널 공급으로 안정적인 부품 공급망을 가진 업체들의 경쟁 우위 지속이 예상된다.

표 6. 디스플레이 특성 비교

디스플레이 특성	LCD (Liquid Crystal Display)	비교	OLED (Organic Light Emitting Diode)
해상도	400ppi 이상 양산 가능	>	300ppi 이상 양산 가능 (Pentile 방식) 267ppi 양산 가능 (RGB 방식)
휘도	500 nit (cd/m^2)	>	300 nit (cd/m^2)
명암비	1,000:1	<	1,000,000:1
응답속도	3,000~30,000 μs	<	50 μs 미만
시야각	160도	<	180도
전력소모 (2.4" 기준)	0.23 W (고정)	$\approx$	0.74 W (백색 화면) 0.15 W (평균 화면)
수명	40,000시간	>	10,000시간
두께	3 mm	<	1.5 mm (Glass) 0.5 mm (Flexible)

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 31. Apple의 Retina Display



자료: Apple

그림 32. 삼성전자의 HD Super AMOLED



자료: 삼성전자

1) Apple: 전 라인업으로 확대되는 Retina Display

Retina Display는 Apple사의 고해상도 디스플레이를 일컫는 마케팅 브랜드이다. Retina Display를 직역하면 ‘망막 디스플레이’로 보편적인 사용 거리에서 사람의 눈으로 픽셀을 구분하지 못할 정도의 해상도를 가진 디스플레이를 의미한다. 현재 iPhone 4/4S/5, iPod Touch (4세대 이후), New iPad, Macbook Pro with Retina Display에 적용되고 있다.

향후 Macbook Air에도
Retina Display 적용 전망

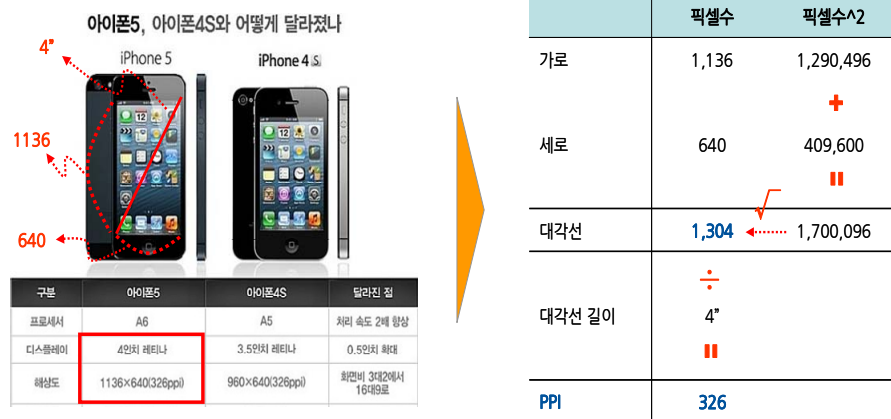
스마트폰, 태블릿 PC 등의 모바일 기기에서 디스플레이가 소비자의 구매를 결정하는 주요 변수로 작용하면서 Retina Display는 Apple 제품을 상징하는 핵심 차별화 요인으로 자리 잡았다. 향후 Macbook Air 등의 다양한 제품으로 확대 적용되어 고해상도 디스플레이는 더욱 보편화될 전망이다.

표 7. Retina Display 적용 모델

모델	디스플레이 크기	해상도	PPI	보편적인 사용 거리
iPhone 4/4S, 4세대 iPod Touch	3.5인치	960x640	326	25cm (10인치)
iPhone 5, 5세대 iPod Touch	4.0인치	1136x640	326	25cm (10인치)
New iPad	9.7인치	2048x1536	264	38cm (15인치)
Macbook Pro with Retina Display	15.4인치	2880x1800	220	51cm (20인치)

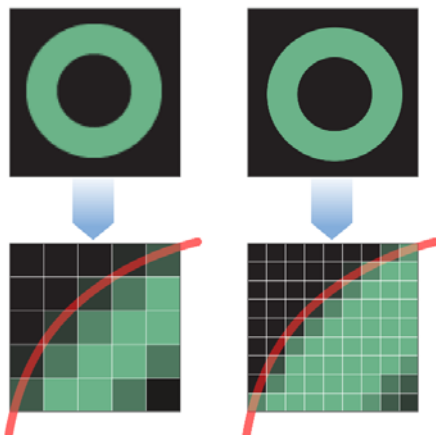
자료: Apple, KDB대우증권 리서치센터

그림 33. PPI 계산 공식



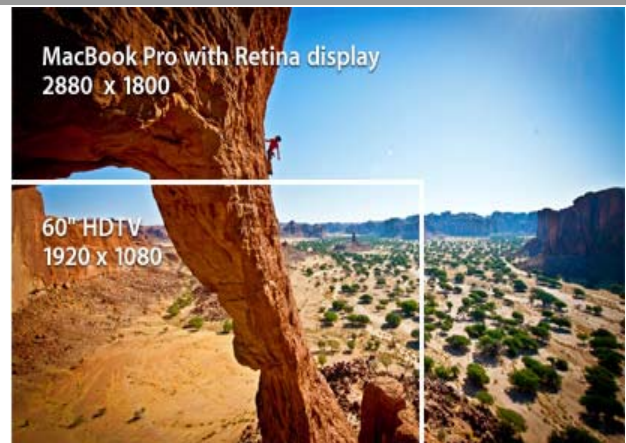
자료: Google, KDB대우증권 리서치센터

그림 34. 기존 디스플레이보다 픽셀이 4배 많은 Retina Display



자료: Apple

그림 35. HDTV보다 픽셀이 많은 Macbook Pro의 Retina Display



자료: Apple

고해상도 패널 적용으로 배터리 용량 증가

배터리 공간 확보를 위해 터치 기능 통합과 커버 글라스 대체

2) Apple: 디스플레이와 터치의 통합(In-cell touch panel)으로 폼팩터 차별화

향후 고해상도 패널이 보편화되면 디스플레이 차별화는 더욱 어려워질 전망이다. 특히 해상도가 증가하면 1) 개구율 하락으로 BLU 광원이 증가하고, 2) 영상 처리 데이터가 증가하여 전력 소모가 늘어나게 된다. 고해상도 패널을 이용해 동일한 사용 시간을 유지하기 위해서는 배터리 용량이 늘어나 기기의 무게와 두께가 커지게 된다. New iPad의 경우 Retina Display를 적용함으로써 기존 iPad 2에 비해 배터리 용량이 67% 증가했고 두께가 9%, 무게가 8% 증가했다. 최근 new iPad의 판매가 저조하고 iPad 2의 판매가 상대적으로 견조한 이유도 이러한 이유 때문이기도 하다.

그래서 향후 디스플레이의 핵심 차별화 방향은 1) 폼팩터(두께, 무게), 2) 저전력 설계가 될 것으로 예상된다. 폼팩터를 줄이기 위해서는 비교적 두껍고 무거운 유리를 제거하는 것이 가장 좋다. 이를 위해서 1) In-cell 터치 패널, G2, OGS(One Glass Solution) 등의 터치 기능 통합이 진행되고 있으며, 2) 커버 글라스를 대체하기 위한 신소재들이 개발되고 있다.

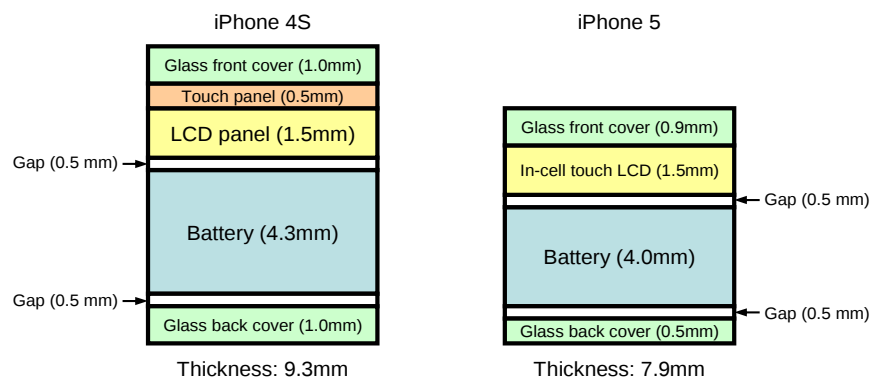
Apple iPhone 5는 in-cell 터치 패널 적용과 후면 커버 글라스를 제거하여 기존 iPhone 4S에 비해 두께는 18%, 무게는 20% 줄이는데 성공했다. 아직까지 in-cell 터치 패널의 양산 난이도가 높아 4" 이상의 패널을 만들기는 어렵지만 iPad의 폼팩터 개선을 위해서는 in-cell 패널의 대형화가 핵심이다.

그림 36. iPhone 4S와 iPhone5의 폼팩터(두께와 무게) 비교



자료: Apple

그림 37. iPhone 4S와 iPhone5의 구조 비교



자료: KDB대우증권 리서치센터

3) 삼성: OLED의 아킬레스건(해상도)을 극복하다

OLED의 해상도는 지속적으로 LCD 진영의 공격을 받아온 영역이다. OLED는 공정상 미세한 유기물 증착이 어렵고, 전류 구동 방식이라 동일한 픽셀 수라도 트랜지스터의 수가 월등히 많아 구조적으로 고해상도 구현이 어려울 수 밖에 없다. 그러나 이번 Galaxy Note 2를 통해 고해상도 OLED 양산을 위한 기술적인 난관들을 극복하고 해상도 측면에서 한 단계 진화한 것으로 판단된다.

Pentile 방식은 근본적인 해결책이 아니기 때문에 지속적인 공격 대상

기존 OLED에서는 해상도의 구조적인 약점을 극복하기 위해서 픽셀의 수는 유지하되 서브픽셀의 수를 줄인 Pentile 방식을 많이 사용해왔다. 일반적인 LCD에서는 RGB 방식으로 픽셀 당 3개(RGB)의 서브픽셀을 사용하지만 Pentile 방식은 픽셀 당 2개(RG 또는 BG)의 서브픽셀 만을 사용한다. 즉, 해상도를 나타내는 단위인 ppi(pixel per inch)가 동일하더라도 Pentile 방식은 서브픽셀 수가 2/3에 불과하다. 일례로 Galaxy S3 해상도가 306ppi로 iPhone 4의 Retina Display(326ppi) 수준이지만 Pentile 방식을 사용하기 때문에 '진정한' Retina Display는 아니라는 지적을 받아왔다.

새로운 서브픽셀 구조를 통해 FMM으로 고해상도 구현

이번 Galaxy Note 2의 해상도는 5.5인치 스크린에 1280x720이므로 267ppi이다. 기존 Galaxy S3(306ppi), Galaxy Note(285ppi)보다 ppi는 낮지만 서브픽셀의 구조가 Pentile 방식이 아니라 RGB(S-Stripe, 일반적인 RGB 방식과는 다르지만 3개의 서브픽셀 사용) 방식이기 때문에 실질적인 해상도(선명도)는 더 높다. 또한 장비 가격이 높은 LITI 증착 방식이 아닌 기존 FMM 증착 방식을 이용했다는 측면에서 추가적인 원가 상승이 높지 않아 더욱 경쟁력 있는 것으로 판단된다.

지금까지는 FMM에 사용되는 패턴 마스크를 통해 미세한 유기물 증착이 어려워 고해상도 패널 구현이 어려운 것으로 알려져 있었다. 그래서 고해상도 OLED를 구현하기 위해서는 새로운 증착 공정인 LITI(Laser Induced Thermal Imaging)의 도입이 필요한 것으로 알려졌다. LITI는 Donor Film Handler, Laser Patterning 등의 추가적인 장비 투자가 필요해 원가 상승의 부담이 있다.

표 8. 삼성의 OLED 마케팅 브랜드 비교

명칭	서브픽셀 구조	터치 구조	해상도	적용 모델
AMOLED	RGBG Pentile	Add-on type	Low Definition	Omnia 시리즈
Super AMOLED	RGBG Pentile	On-cell type	Low Definition	Galaxy S (4", 800x480, 233ppi)
Super AMOLED Plus	Real RGB	On-cell type	Low Definition	Galaxy S2 (4.3", 800x480, 218ppi)
HD Super AMOLED	RGBG Pentile	On-cell type	High Definition	Galaxy S3 (4.8", 1280x720, 306ppi)
	S-Stripe(RGB)	On-cell type	High Definition	Galaxy Note (5.3", 1280x800, 285ppi)
				Galaxy Note 2 (5.5", 1280x720, 267ppi)

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 38. Galaxy Note의 Pentile (RGBG) 방식

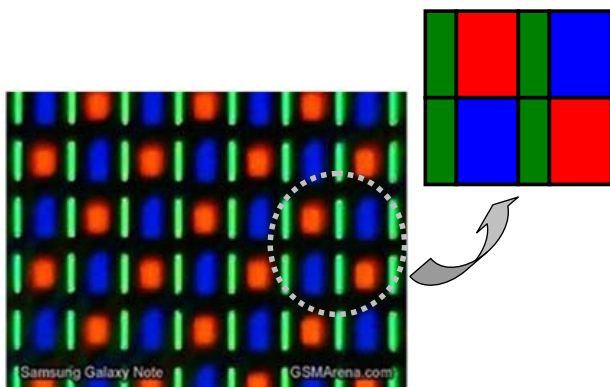
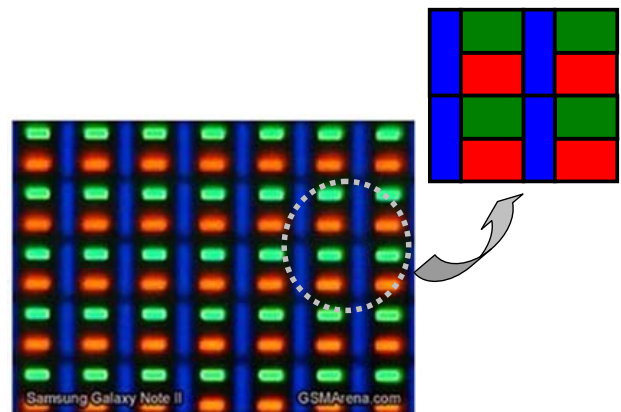


그림 39. Galaxy Note 2의 S-Stripe (RGB) 방식



자료: GSMArena, KDB대우증권 리서치센터

자료: GSMArena, KDB대우증권 리서치센터

4) 삼성: Flexible OLED는 폼팩터의 끝판왕

Flexible OLED는 폼팩터의
끝판왕

Flexible OLED는 기존 유리기판 대신 플라스틱(Polyimide) 기판을 사용하는 패널을 의미한다. Flexible이라고 해서 꼭 구부러지는 디스플레이를 의미하는 것은 아니라는 것이다. Flexible OLED는 1) Unbreakable Panel(UBP), 2) Unbreakable Bendable(UBB), 3) Unbreakable Rollable(UBR), 4) Unbreakable Foldable(UBF)의 순서로 단계적으로 진화할 전망이다. 향후 삼성전자 스마트폰에 최초로 적용될 것으로 예상되는 UBP는 flexible OLED의 첫 번째 단계라고 할 수 있다.

그림 40. Flexible OLED의 진화 단계



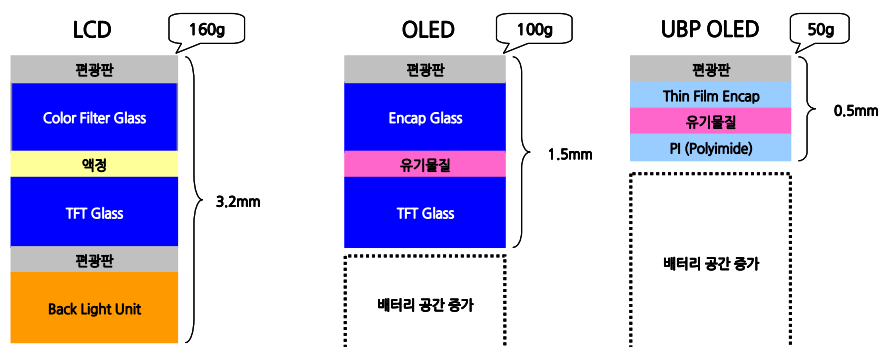
자료: Displaybank, KDB대우증권 리서치센터

기존 유리기판을 플라스틱 기판으로 대체할 경우 1) 깨지지 않고, 2) 얇고 가볍게 만들 수 있으며, 3) 배터리 공간을 더 확보 할 수 있는 장점이 있다. 최근 **하드웨어 차별화가 어렵다는 측면에서 굉장히 중요한 마케팅 포인트**가 될 수 있다. 현재 TFT 유리기판을 PI(Polyimide)로 대체하고 유리 봉지를 필름 봉지로 대체할 경우 LCD에 비해 두께는 1/6, 무게는 1/3 수준으로 줄일 수 있다.

UBP 기술 확보 및 생산 능력
증설이 시급

현재 삼성디스플레이의 UBP 생산 능력은 400만대/분기(수율 70% 가정) 수준이므로 전략 스마트폰에 적용하기 위해서는 생산 능력이 절대적으로 부족하다. 특히 Apple이 iPhone 5에서 in-cell 터치 패널을 적용해 두께와 무게를 획기적으로 줄이는데 성공했기 때문에 삼성이 대응하기 위해서는 UBP 적용이 시급하다. 삼성의 전략 스마트폰 모델에 적용하기 위해서는 이제 증설에 나서야 한다.

그림 41. LCD, OLED, flexible(UBP) OLED 두께와 무게 비교



자료: KDB대우증권 리서치센터

4. 고해상도 디스플레이 확산의 진짜 수혜는 배터리

Full HD 스마트폰 시대가 열린다

스마트폰과 태블릿 PC와 같은 모바일 기기에서 소비자가 직접적으로 보는 디스플레이 패널이 핵심 차별화 요인으로 부각되면서 내년에는 400ppi 이상의 고해상도 패널들이 상용화될 전망이다. Sharp, Japan Display, LG디스플레이가 이미 4분기부터 5인치 Full HD(1920x1080, 443ppi) 패널 양산을 가동할 전망이다. 최근 HTC가 5인치 Full HD 스마트폰(J Butterfly/Droid DNA)을 출시했으며 중국 Oppo도 5인치 Full HD 스마트폰을 준비하는 것으로 알려지고 있다.

노트북, 태블릿 PC의 해상도 경쟁 본격화 전망

이러한 고해상도 디스플레이는 스마트폰 뿐 아니라 노트북, 태블릿 PC에도 확대 적용될 전망이다. Apple이 이미 15인치 Macbook Pro에 Retina Display(2880x1800, 220ppi)를 적용했으며 향후 Macbook Air에도 Retina Display를 적용할 전망이다. 구글은 삼성전자를 통해 내년 상반기 중으로 넥서스 10.1인치(2560x1600, 299 ppi)를 출시할 계획이다.

단가(ASP)는 용량에 비례

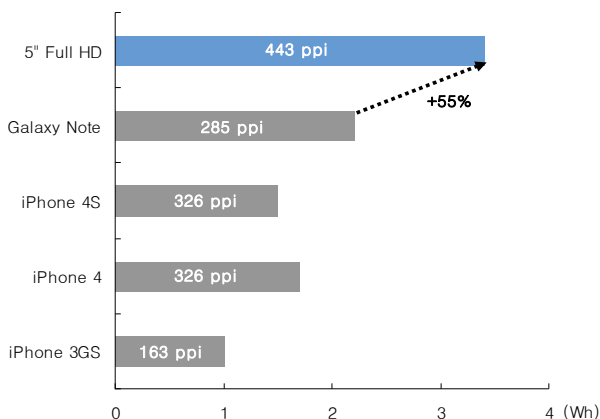
디스플레이의 해상도가 높아질수록 1) LCD 개구를 하향으로 BLU 광원이 증가하고, 2) 영상 처리 데이터가 증가하여 전력 소모와 직접적인 관계가 있다. 5인치 full HD 패널의 경우 갤럭시 노트(5.3인치, 286ppi)에 비해 전력 소모량이 55% 증가한다. 동일한 사용 시간을 유지하기 위해서는 배터리 용량을 늘려야 하며 대용량 배터리 비중 증가는 동사의 ASP 증가와 수익성 개선에 기여할 전망이다.

그림 42. iPhone 3GS(163ppi)와 iPhone 4(326ppi) 개구를 비교



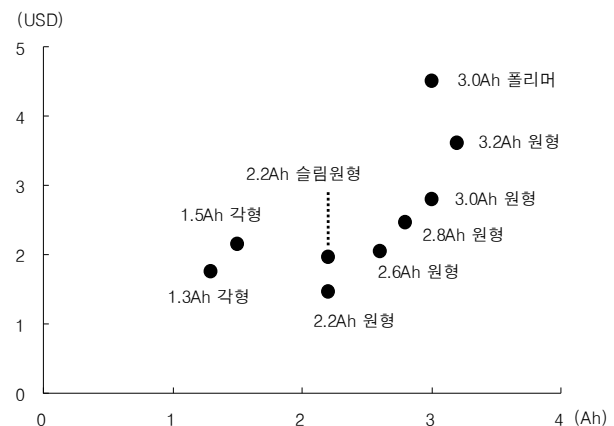
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 43. 2시간 동영상 재생에 필요한 전력량 (최대 밝기 기준)



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 44. 2차전지 용량과 가격(ASP) 비교



자료: IIT, KDB대우증권 리서치센터

5. OLED의 부활을 주목하라

올해 기대감이 높았던 flexible OLED와 OLED TV 출시가 지연되면서 OLED 시장의 성장에 대한 의구심이 확산되고 있다. 반면 LCD 진영에서는 Full HD 스마트폰과 UDTV(Ultra Definition TV)가 부각되면서 OLED의 입지는 더욱 축소되고 있는 상황이다.

해상도의 경쟁 이후에는
폼팩터(flexible OLED) 경쟁

OLED의 투자 지연 이유는 무엇이며 향후 전망은 어두운 것인가? **중소형 패널에서 해상도 경쟁이 심화되고 있는 것이 flexible OLED의 지연 이유라고 판단된다.** 400ppi급 이상의 디스플레이 패널들이 등장하면서 flexible보다는 고해상도 OLED 기술 확보가 시급했다고 판단된다. OLED TV는 아직까지 양산성을 확보하지 못해 가격이 과도하게 높은 것이 여전히 해결되지 못하고 있다.

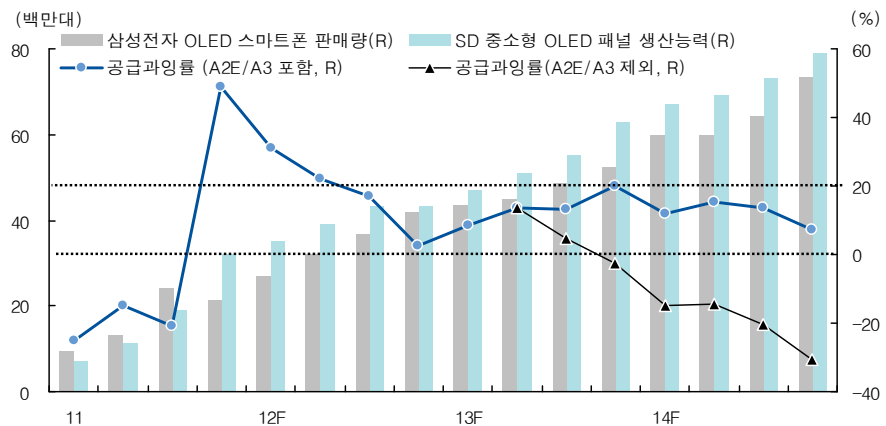
충분히 낮아진 기대치로 다시
찾아온 기회

삼성전자가 자사의 전략 스마트폰 모델에서 OLED 대신 LCD를 채택할 것이라는 우려는 과도하다고 판단된다. 최근 **삼성디스플레이가 차기 갤럭시S 모델을 위한 OLED 기반의 full HD (pentile 방식) 패널 기술을 확보한 것으로 추정되면서 LCD로 교체할 가능성은 더욱 낮아지고 있다.**

내년 상반기 저점 형성 이후
안정적인 회복 국면 예상

현재 삼성디스플레이의 중소형 OLED 라인(A1, A2)은 풀가동 상태로 추정된다. 삼성전자의 스마트폰 성장을 감안했을 때 추가적인 증설(A2E, A3)이 없을 경우 내년 공급 차질이 발생할 수 있다.

그림 45. 삼성디스플레이의 중소형 OLED 패널 수급 분석



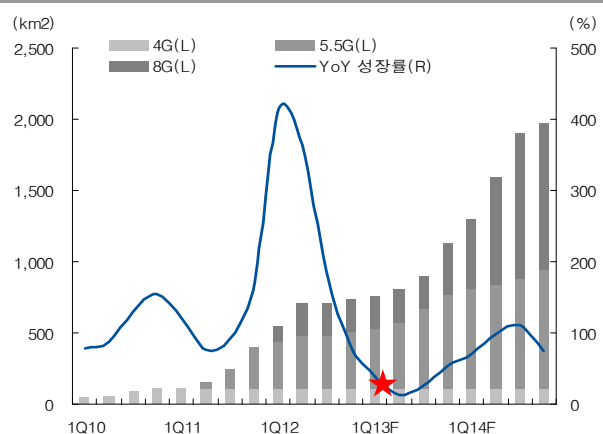
주: 중소형 OLED 패널 생산능력은 4인치 패널 기준 수율 70%, 면적 손실 10% 가정
자료: DisplaySearch, IDC, KDB대우증권 리서치센터

그림 46. Gartner Hype Curve에 비춰본 OLED



자료: Gartner, KDB대우증권 리서치센터

그림 47. OLED 생산 능력 추이 및 전망 (투입 글라스 면적 기준)



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

표 9. 삼성모바일디스플레이(SMD)의 OLED 생산 능력 추이 및 전망

(천장/월)

SMD Line		1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
A1 (4G, 730 x 920)	Half	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
A2 (5.5G, 1300 x 1500)	Quarter		8	24	50	56	64	72	72	80	88	97	106	115	115	115	115
Phase 1	(32K/month)		8	16	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Phase 2	(32K/month)			8	18	24	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Phase 3 (incl. flexible)	(24K/month)							8	8	16	24	24	24	24	24	24	24
Extension (hybrid)	(27K/month)											9	18	27	27	27	27
A3 (5.5G, 1300 x 1500)	Half														4	12	24
Phase 1	(24K/month)														4	12	24
Phase 2	(24K/month)																
V1 (8G, 2200 x 2500)	6th						3	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
V1 (8G, 2200 x 2500)	Half												4	8	16	24	24
Phase 1	(24K/month)												4	8	16	24	24
Phase 2	(24K/month)																
총 투입 면적	(km2/month)	107	154	247	399	434	531	627	627	674	721	773	892	1,011	1,166	1,345	1,415
YoY Growth	(%)	120.8	162.9	161.0	281.1	306.8	245.5	153.7	57.0	55.1	35.8	23.3	42.2	50.0	61.8	73.9	58.6

자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

표 10. OLED 패널 출하량 추정

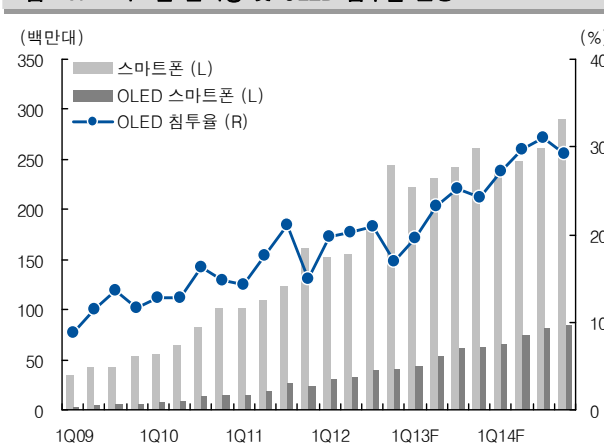
(백만대/분기)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12F	2Q12F	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F
Equivalent Output (Yield=100%)																
4" (스마트폰)	11.4	17.8	30.5	51.0	55.8	62.1	68.5	68.5	74.8	81.1	88.3	95.4	102.5	105.7	112.0	121.5
10" (테블릿PC)	1.3	2.5	4.9	8.8	9.7	10.9	12.1	12.1	13.3	14.5	15.8	17.2	18.5	19.1	20.3	22.1
55" (TV)					0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
Equivalent Output (Yield=70%)																
4" (스마트폰)	5.7	8.9	15.2	25.5	27.9	31.1	34.2	34.2	37.4	40.6	44.1	47.7	51.3	52.8	56.0	60.8
10" (테블릿PC)	0.6	1.2	2.4	4.4	4.8	5.4	6.0	6.0	6.6	7.2	7.9	8.6	9.3	9.6	10.2	11.1
55" (TV)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
Equivalent Output (Yield=50%)																
4" (스마트폰)	5.7	8.9	15.2	25.5	27.9	31.1	34.2	34.2	37.4	40.6	44.1	47.7	51.3	52.8	56.0	60.8
10" (테블릿PC)	0.6	1.2	2.4	4.4	4.8	5.4	6.0	6.0	6.6	7.2	7.9	8.6	9.3	9.6	10.2	11.1
55" (TV)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3

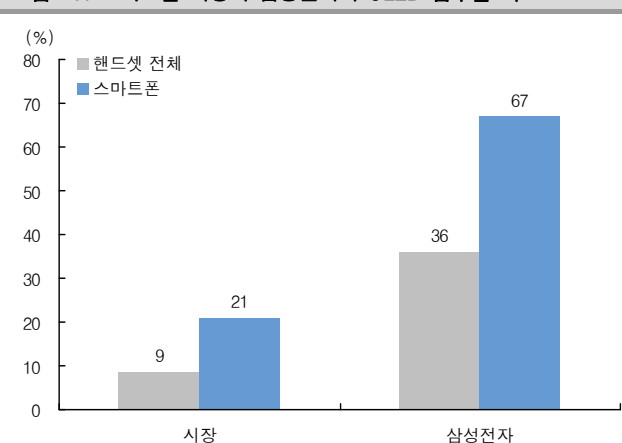
자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 48. 스마트폰 출하량 및 OLED 침투율 전망

그림 49. 스마트폰 시장과 삼성전자의 OLED 침투율 비교



자료: DisplaySearch, IDC, KDB대우증권 리서치센터



자료: DisplaySearch, IDC, KDB대우증권 리서치센터

6. 디스플레이 산업의 구조조정 가능성

경영 악화 장기화로
디스플레이 산업 내 구조조정
가능성 대두

천문학적인 적자 지속으로
샤프의 구제금융 신청 가능성
높아진 것으로 판단

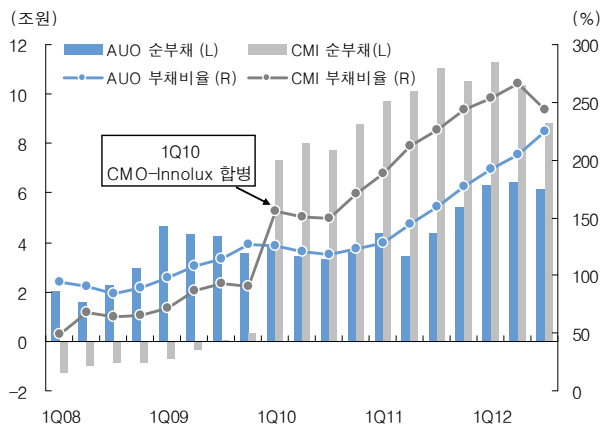
2010년 이후 지속된 구조적 공급 과잉과 TV 수요 부진으로 디스플레이 산업의 구조조정 가능성이 높아지고 있다. 국내 패널업체들이 지난 3분기 2010년 4분기 이후 8분기 만에 처음으로 흑자전환에 성공한 반면, 대만과 일본의 주요 경쟁업체들은 여전히 적자를 지속하고 있다.

특히 일본의 대표적인 IT기업 샤프의 파산 가능성이 빠르게 높아지고 있다. 오는 2013년 만기를 앞두고 있는 부채의 규모가 5,650억엔(8조원)에 달하지만, 샤프의 경영실적은 초라하다. 지난 7분기 중 6분기 적자를 기록했으며, 2011년 10월부터 4분기 동안 기록한 누적 적자 규모는 무려 7,238억엔(10조 4,743억원)에 달한다. 이에 따라 주가도 연초 이후 76% 급락했다.

경영 악화가 장기화됨에 따라 샤프는 올해 초부터 대만 Hon Hai 그룹과 여러 차례 자본 제휴에 대한 협의를 계속해 왔으나 경영 참여 및 지분율에 대한 이견으로 답보 상태에 머물고 있다. 또한 현재 Intel 및 Qualcomm과 최소 300억엔에서 최대 400억엔(지분 17%) 규모의 출자 협의를 진행 중이지만 성공 여부를 가늠하기 어렵다.

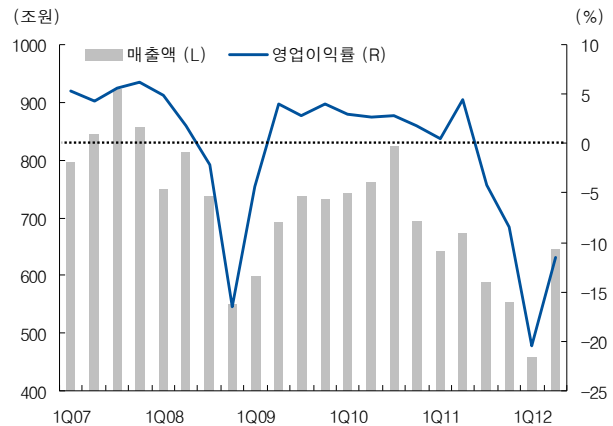
향후 재무 구조 개선을 위한 자구책 마련에 실패할 경우 천문학적 규모의 적자 지속으로 샤프의 파산 및 구제금융 신청 가능성이 매우 높다고 판단된다.

그림 50. AUO와 CMI의 순부채 및 부채비율 추이



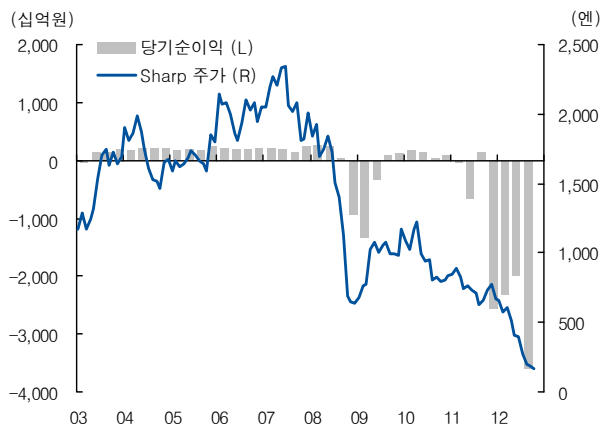
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 51. Sharp의 매출액 및 영업이익률 추이



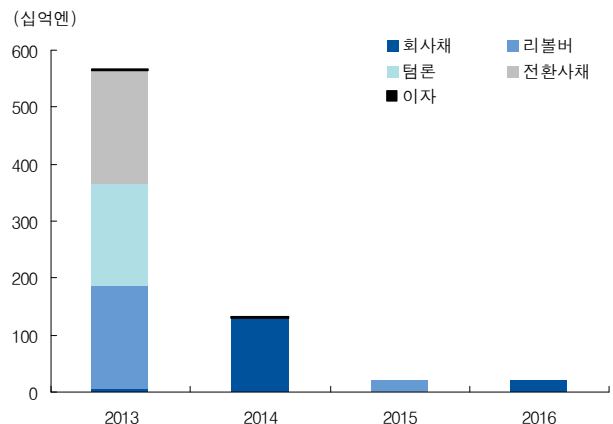
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 52. Sharp의 순손실 및 주가 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 53. Sharp의 부채 상환 일정



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

샤프가 정부의 구제금융을 신청하게 될 경우 2010년 파산 신청 후 공적자금 투입 및 채무 재조정을 통해 2년 7개월 만에 재상장에 성공한 일본항공(JAL)의 전철을 밟을 가능성이 높다고 판단된다.

1987년 민영화 된 이후 정부의 특혜 하에 방만한 경영을 지속해 온 일본항공은 결국 지난 2010년 1월 약 2조 3,000억엔(약 34조원)의 부채를 떠안은 채 파산했다. 이는 금융기관을 포함시 일본 역사상 네 번째로 큰 규모의 기업 파산이었다.

샤프가 보유한 10세대 라인 기술 감안시 공적자금 투입, 워크아웃 가능성 높음

이에 일본 정부는 일본항공의 주식을 상장 폐지하고 100% 감자한 후 정부 산하 기관인 기업재생지원기구(ETIC)를 통해 공적자금 3,500억엔(4조 5천억엔)을 긴급 수혈했다. 이와 함께 일본정책투자은행, 미쓰비시UFJ파이낸셜그룹, 스미토모미쓰이파이낸셜그룹, 미즈호파이낸셜그룹 등 주요 채권 은행들과의 협의를 통해 총 5,215억엔(7조 1천억엔) 규모의 부채를 탕감해 재무구조 개선을 이끌었다.

재무구조 개선과 함께 다양한 비용 절감 및 수익성 개선 노력을 통해 일본항공은 파산 이후 2년 7개월만인 지난 9월 19일 재상장에 성공했다. 상장 규모는 6,630억엔(9조 6천억엔) 규모로 올해 IPO한 기업 중 페이스북 이후 전세계에서 두 번째로 큰 규모였다.

샤프가 파산하더라도 수급에 미치는 영향은 단기적, 심리적 영향이 큼

샤프의 파산이 디스플레이 산업에 미치는 영향은 단기적일 것으로 예상된다. 올해 2월 엘피다 파산 이후 메모리 반도체 가격은 일시적으로 상승했으나 6개월 후 다시 하락했다. 샤프의 생산능력이 전세계 디스플레이 패널 공급량의 7%에 불과하며 현재 산업 전반적인 공급 과잉률이 20%에 육박하는 점을 감안했을 때 수급에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 단, 패널 확보를 위한 심리적인 영향으로 단기적인 가격 상승 가능성은 높다는 판단이다.

표 11. 일본항공(JAL) 파산 이후 주요 사건 일지

일시	주요 사건
2010년 1월	일본항공 경영 악화 및 신규 자금 조달 실패로 파산 선언 및 법정관리 신청 이나모리 가즈오 교세라 창업주 신규 CEO 취임 등 기업 회생 절차 개시
2010년 2월	상장 폐지
2010년 6월	2008년 3분기 이후 7분기 만에 처음으로 영업 흑자 전환 성공
2010년 8월	일본정책투자은행(DBJ), 미쓰비시 UFJ파이낸셜그룹 등 주요 채권 은행에 기업회생안 제출
2010년 10월	도쿄지방재판소 공적자금 3,500억엔 투입 및 부채 5,215억엔 탕감 등을 포함한 회생 계획안 허가
2011년 3월	다이와증권, 교세라, 미쓰이스미토모해상화재보험 등 8개사 200억엔(2,700억엔) 증자 미쓰비시UFJ은행 등 주요 은행 2,800억엔 신규 대출 법정 관리 1년 2개월 만에 법정관리 종료
2012년 9월	파산 이후 2년 7개월 만에 6,630억엔(9조 6천억엔) 규모 재상장 성공

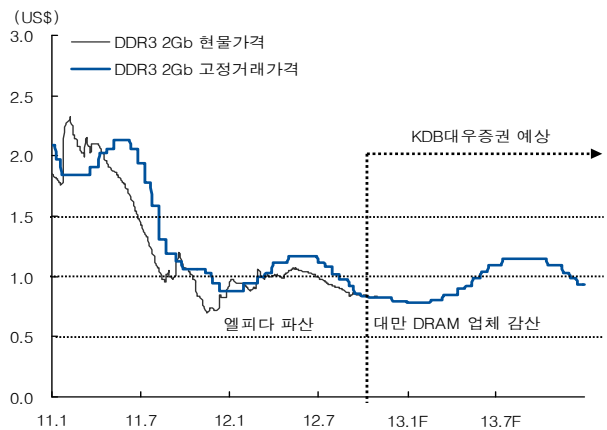
자료: 일본항공, 언론 보도, KDB대우증권 리서치센터

그림 54. 일본항공(JAL)의 회생 절차



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 55. Elpida 파산 이후 반도체 가격 추이



자료: DRAMeXchange, KDB대우증권 리서치센터

II. LCD 수급 및 가격 전망

1. 공급 전망

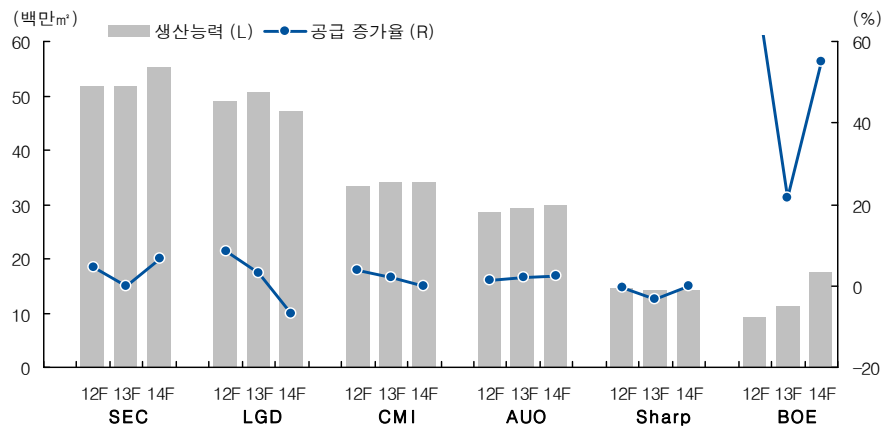
내년 유일하게 신규 가동이
예상되는 BOE 8세대 라인

내년 글로벌 LCD 패널 생산 능력은 투입 글라스 면적 기준으로 전년대비 4% 증가한 2.2억 Km²를 예상한다. 내년 선발 업체들은 신규 가동 라인이 없는 반면 중국 패널 업체인 BOE의 두 번째 8세대 라인 B5가 4분기부터 가동될 전망이다. BOE와 CSOT의 8세대 라인이 올해부터 본격적으로 가동되면서 내년 생산 능력 증가분의 대부분이 중국의 8세대 라인에서 나올 전망이다.

글로벌 투자 축소 이후
판매자 우위 시장으로 변화

내년에도 기존 라인을 테블릿PC용 광시야각 패널(IPS/FFS), OLED, Oxide 등의 신공정으로 전환하면서 실질적인 공급 증가는 미미할 전망이다. 특히 서플라이 체인에서 대부분의 이익을 향유하던 일부 세트 업체들이 안정적인 부품 확보에 어려움을 겪으면서 부품 업체들의 협상력이 높아지고 있다. 공급이 제한적인 차별화 제품에 대해서는 구매자 우위 시장(buyer's market)에서 판매자 우위 시장(seller's market)으로 옮겨갈 것으로 예상된다. 차별화 제품의 지배력이 높은 국내 디스플레이 업체들의 실적 개선이 더욱 기대되는 이유이다.

그림 56. 글로벌 LCD 패널 업체 증설 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

표 12. LCD 생산능력 추이 및 전망 (투입 글라스 면적 기준)

(단위: Km², %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2010	2011	2012F	2013F	2014F
생산능력 면적	50,572	52,728	54,202	55,176	55,283	55,045	55,350	55,410	172,444	198,250	212,678	221,087	229,567
LG디스플레이	12,862	12,941	12,890	12,942	12,927	12,973	12,912	12,868	41,520	49,435	51,635	51,680	55,208
삼성전자	10,967	12,086	12,942	13,137	13,045	12,700	12,569	12,392	38,144	45,307	49,132	50,705	47,258
Innolux(CMI)	8,279	8,296	8,406	8,448	8,531	8,531	8,531	8,500	28,784	32,162	33,429	34,092	34,001
AUO	7,199	7,321	6,961	7,096	7,224	7,244	7,326	7,409	26,342	28,224	28,578	29,203	29,876
Sharp	3,735	3,705	3,610	3,674	3,536	3,504	3,711	3,467	14,805	14,781	14,724	14,218	14,222
BOE	1,785	2,094	2,671	2,729	2,729	2,754	2,754	3,043	2,154	5,305	9,280	11,280	17,492
CSOT	495	990	1,403	1,815	1,984	1,988	1,990	1,990	0	248	4,703	7,952	7,960
생산능력 증가율	-0.6	4.3	2.8	1.8	0.2	-0.4	0.6	0.1	28.0	15.0	7.3	4.0	3.8
LG디스플레이	0.4	0.6	-0.4	0.4	-0.1	0.4	-0.5	-0.3	20.8	19.1	4.5	0.1	6.8
삼성전자	-6.1	10.2	7.1	1.5	-0.7	-2.6	-1.0	-1.4	33.8	18.8	8.4	3.2	-6.8
AUO	-0.1	0.2	1.3	0.5	1.0	0.0	0.0	-0.4	27.4	11.7	3.9	2.0	-0.3
Innolux(CMI)	0.9	1.7	-4.9	1.9	1.8	0.3	1.1	1.1	19.8	7.1	1.3	2.2	2.3
Sharp	4.5	-0.8	-2.6	1.8	-3.8	-0.9	5.9	-6.6	55.6	-0.2	-0.4	-3.4	0.0
BOE	3.5	17.3	27.6	2.2	0.0	0.9	0.0	10.5	26.5	146.2	74.9	21.6	55.1
CSOT	100.0	100.0	41.7	29.4	9.3	0.2	0.1	0.0			1800.0	69.1	0.1

자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

2. 수요 전망

양적 성장이 없는 장기 저성장 국면 지속될 전망

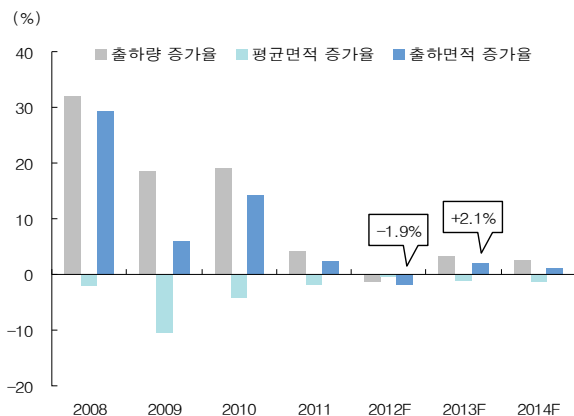
지난 3분기 PC 출하량(테블릿PC 제외)은 전년동기대비 8% 감소했다. 이는 2008년 금융위기 이후 가장 큰 폭의 감소이다. 올해 연간 PC 출하량은 전년 대비 2% 감소할 전망이다. 연간 PC 출하량이 감소하는 것은 2001년 IT 버블 붕괴 이후 처음이다. PC의 시대는 공식적으로 끝났다고 봐도 무방하다.

디스플레이 시장에서 PC 모니터와 노트북 패널이 차지하는 비중은 30%이다. 전체 디스플레이 시장의 50%를 차지하고 있는 TV 시장 상황도 크게 다르지 않다. 내년 글로벌 TV 판매량은 올해 대비 2% 감소한 2억 3,400만대를 예상한다. LCD TV는 중국 보조금 정책의 힘으로 올해 대비 4% 증가한 2억 1,640만대를 예상한다. 2010년까지 30% 이상의 성장률을 보이던 LCD TV도 보급률 증가와 새로운 성장 동력의 부재로 저성장에서 벗어나기 어려운 전망이다. 내년 유일하게 고성장을 이어갈 수 있는 제품은 테블릿PC로 예상된다. 내년 테블릿PC 출하량 1.8억대로 64% 성장할 전망이다.

수요의 구조적인 변화를 위해서는 새로운 시청 경험을 제공하는 스마트 TV 필요

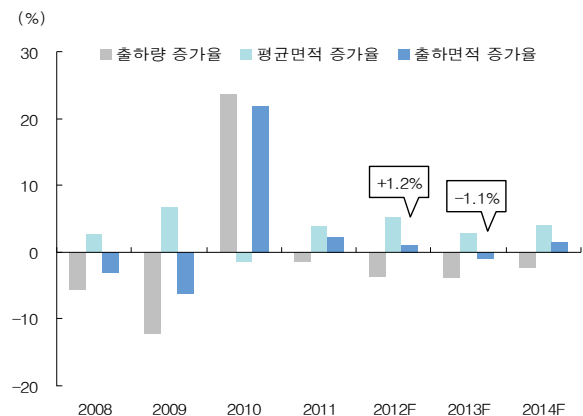
내년 출하면적 증가율은 5.5%를 예상한다. 부진한 수요에도 불구하고 내년 디스플레이 시장에 거는 기대가 높다. 이는 글로벌 투자 축소 이후 공급 감소 효과로 선발 업체들의 수익성이 크게 개선될 것으로 기대하기 때문이다. 다만 수요가 부진한 환경에서는 패널 가격의 상승이 제한적이기 때문에 수요를 자극할 수 있는 신규 제품 출시 전까지는 제한적인 개선을 예상한다.

그림 57. 노트북 출하량, 출하면적 증가율 추이 및 전망



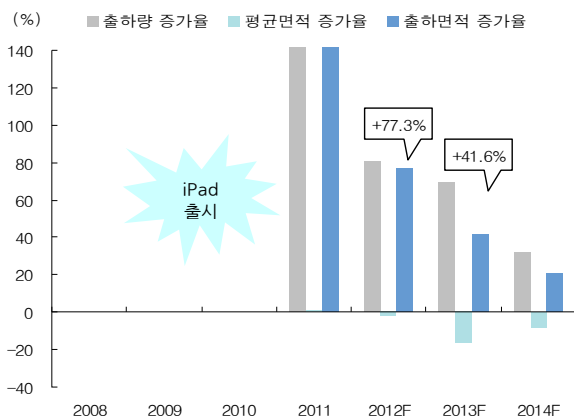
자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 58. PC 모니터 출하량, 출하면적 증가율 추이 및 전망



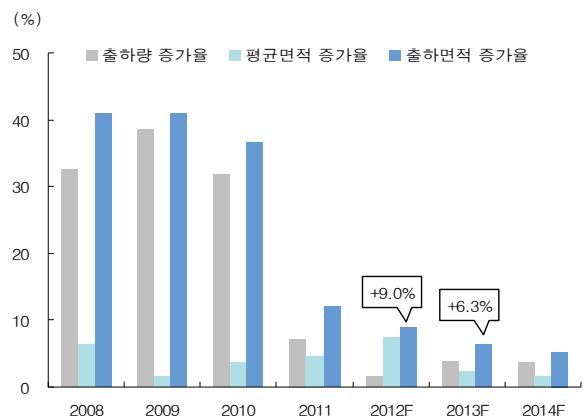
자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 59. 테블릿 PC 출하량, 출하면적 증가율 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 60. LCD TV 출하량, 출하면적 증가율 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

3. 가격 전망

가동률과 패널 가격의 미스매치는 공정 전환에 기인

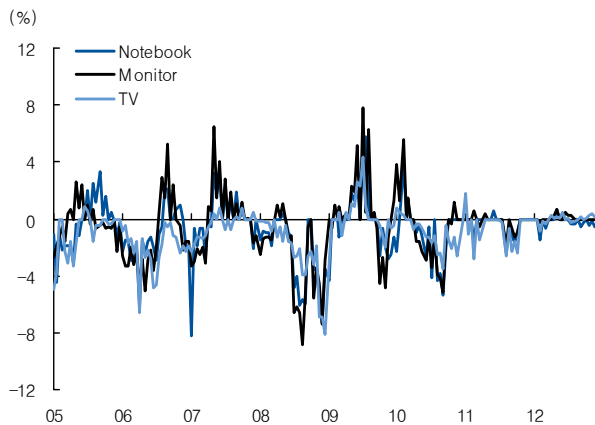
2010년 이후 지속적으로 하락하던 패널 가격이 올해부터 안정세를 찾고 있다. 글로벌 패널 업체들의 적자 누적으로 패널 가격 인하가 더 이상 어려워졌기 때문이다. 최근 글로벌 패널 업체들의 평균 가동률이 80% 중반으로 낮지만 패널 가격이 소폭 상승하고 있는 점이 특징적이다. 이는 차별화 제품을 위한 공정 전환으로 실질적인 생산 능력은 감소하고 있기 때문이다.

패널 원가 비중 역사적 고점에 근접

내년 패널 가격은 수급 개선으로 안정화 기조를 유지하겠지만 가격 상승은 제한적일 전망이다. LCD TV 세트 가격에서 패널 원가 비중이 40%를 상회하고 있다. 연말 성수기 시즌 LCD TV 가격 인하를 고려하면 원가 비중은 더 높아질 수 있다. **패널 업체들이 사상 최대 실적을 기록했던 07~08년 이후 가장 높은 수준까지 올라간 점은 향후 수급 개선에도 패널 업체들의 가격 인상을 제한하는 요인이 될 것이다.**

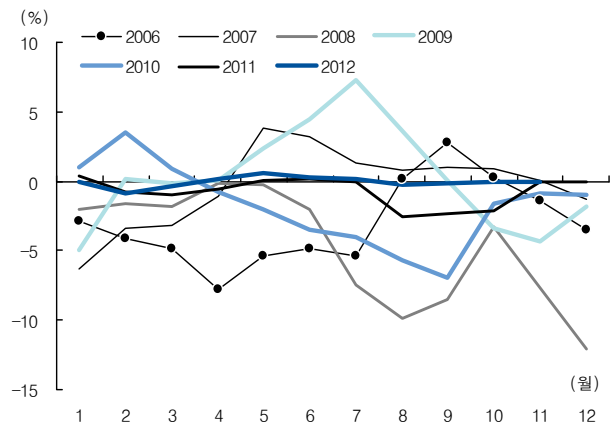
분기별로는 1분기 약세 → 2~3분기 제한적인 상승 → 4분기 약세 전환이 예상된다. 부진한 수요 환경에서 개별 패널 가격 인상보다는 고부가가치 제품 비중 증가에 따른 blended ASP 개선에 주력할 것으로 예상된다. 전반적으로 향후 패널 가격의 변동률은 축소될 전망이다.

그림 61. LCD 패널 가격 추이 및 전망



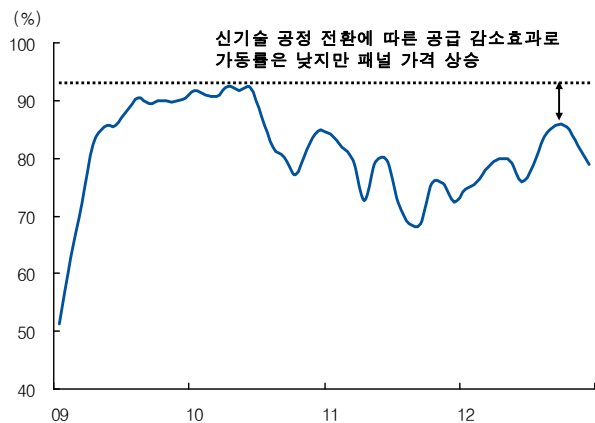
자료: WitsView, KDB대우증권 리서치센터

그림 62. LCD 패널 월간 가격 변화율 추이



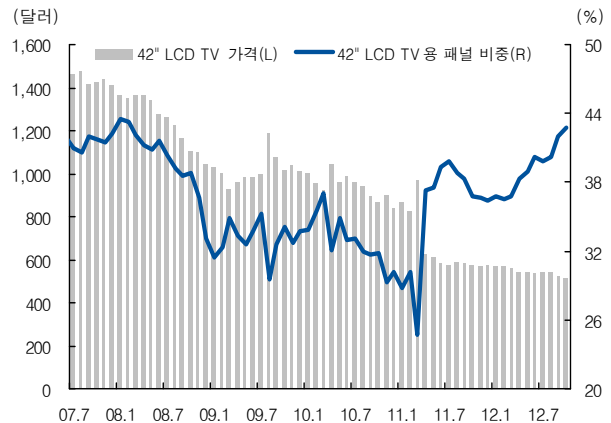
자료: WitsView, KDB대우증권 리서치센터

그림 63. LCD 패널 업체 평균 가동률 추이



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 64. 42" LCD TV 세트 가격 및 패널 원가 비중 추이



자료: Witsview, KDB대우증권 리서치센터

III. Valuation 및 투자 전략

1. 투자의견 비중확대 유지. Top Picks는 삼성SDI, 에스에프에이, 실리콘웍스

글로벌 투자 축소 이후
판매자 우위 시장으로 옮겨갈
전망

디스플레이 산업은 2년간의 기나긴 터널을 지나 회복 국면에 진입하고 있다. 2010년 이후 1) 스마트폰, 태블릿 PC 등의 모바일 기기 확대로 기존 PC, TV 판매가 감소했으며 2) 경기 부양을 위한 각국 보조금 정책들이 희석되면서 대형 LCD 패널 수요가 급감했다. 디스플레이 패널 업체들은 적자 누적으로 투자 축소가 이어지면서 최근 차별화 제품을 중심으로 수급이 점차 개선되고 있다.

2013년 LCD 패널 수요는 양적 성장이 없는 저성장 국면이 이어질 전망이다. 부진한 수요에도 불구하고 내년 디스플레이 시장에 거는 기대가 높다. 이는 **글로벌 투자 축소 이후 공급 감소 효과로 선발 업체들의 수익성이 개선될 것으로 기대하기 때문이다.** 이번 하락 사이클 이후 후발 업체들의 체질이 급격히 악화되었다. 일본의 Sharp는 신용등급이 'junk' 수준으로 하락했으며 대만 패널 업체(AUO, Innolux)들도 신규 투자 여력이 없는 상황이다. **국내 패널 업체들은 범용(commodity) 패널의 수익성이 악화되자 빠르게 차별화(specialty) 제품 개발과 양산을 확대하면서 수익성 개선을 이룬 것이 주요했다.**

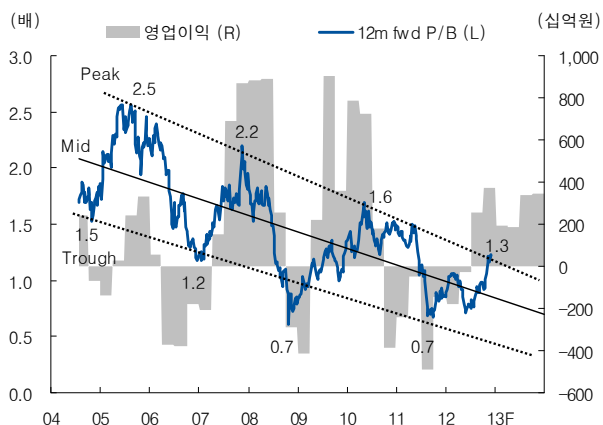
차별화 제품 비중이 높은 국내 디스플레이 업체들의 전반적인 실적 개선이 예상되며 투자의견 비중 확대(Overweight)를 유지한다. Top Picks는 1) 태블릿 PC의 고성장, 2) 고해상도 패널의 보편화, 3) OLED의 성장 엔지 재가동에 부합하는 삼성SDI(006400/매수/TP W190,000), 실리콘웍스(108320/매수/TP W40,000), 에스에프에이(056190/매수/TP W55,000)이다.

표 13. 디스플레이 업종 주요 종목의 투자의견과 목표주가

종목	코드번호	투자의견	현재가 (원)	목표가 (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)
삼성SDI	006400	매수	155,500	200,000	11.8	0.9	9.9
에스에프에이	056190	매수	42,550	55,000	10.1	1.9	4.6
실리콘웍스	108320	매수	24,800	40,000	7.5	1.3	2.8
미래나노텍	095500	매수	12,850	15,000	8.8	1.3	4.8
아바코	083930	매수	5,850	9,000	13.1	1.2	8.9
케이씨텍	029460	매수	3,620	5,800	7.3	0.6	3.7
LG디스플레이	034220	Trading Buy	35,750	40,000	12.4	1.2	2.3
탐엔지니어링	065130	Trading Buy	4,510	5,500	6.0	0.5	4.8
DMS	068790	Trading Buy	2,750	5,700	5.3	0.5	6.2

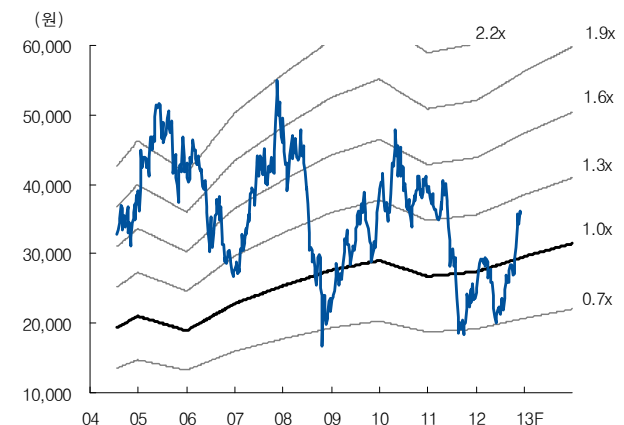
주: 2012년 11월 28일 종가 기준. 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 65. LG디스플레이 영업이익 및 12M-fwd P/B 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 66. LG디스플레이 12M-fwd P/B 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

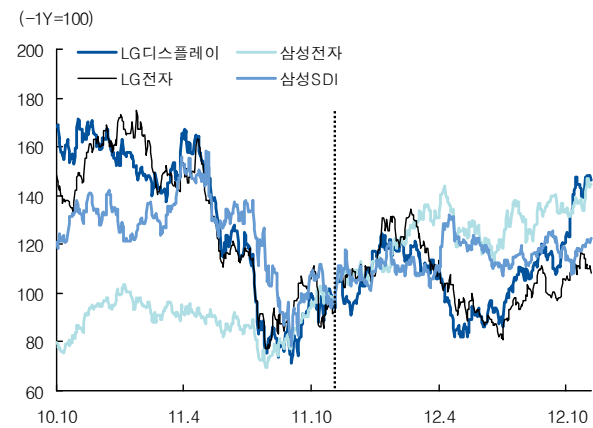
표 14. 글로벌 디스플레이 업체 Valuation 테이블

(십억원, %, 배)

	매출액		영업이익		당기순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F
LG디스플레이	30,349	31,732	1,297	1,153	1,035	980	9.7	8.5	12.4	13.1	1.2	1.1	2.3	2.3
삼성전자	234,926	264,656	36,410	40,816	30,536	33,863	22.4	20.2	7.9	7.1	1.6	1.3	3.8	2.9
LG전자	52,760	58,370	1,588	2,132	983	1,345	7.2	9.2	13.8	10.1	1.0	1.0	5.6	4.4
삼성SDI	6,029	6,570	314	489	622	806	8.1	9.8	11.8	9.1	0.9	0.9	9.9	8.3
Hitachi (일)	122,866	125,486	7,035	7,617	3,329	3,598	11.2	11.0	8.2	7.5	1.0	0.9	5.1	4.7
Panasonic (일)	98,664	99,436	3,216	3,788	925	1,696	4.9	8.3	12.5	7.0	0.6	0.6	4.0	3.8
Sony (일)	89,360	90,597	2,234	2,590	632	706	2.7	4.0	17.1	15.1	0.4	0.4	2.7	2.6
Sharp (일)	32,963	33,611	514	744	-54	185	-4.5	3.4	-	16.0	0.8	0.8	5.5	5.2
AUO (대)	15,273	15,232	-175	208	-290	101	-3.6	1.8	-	43.6	0.7	0.7	4.1	3.8
CMI (대)	18,915	19,395	209	582	-24	333	0.7	5.3	6,350.0	14.3	0.6	0.6	4.0	3.8
평균							5.9	8.1	11.9	14.3	0.9	0.8	4.7	4.2

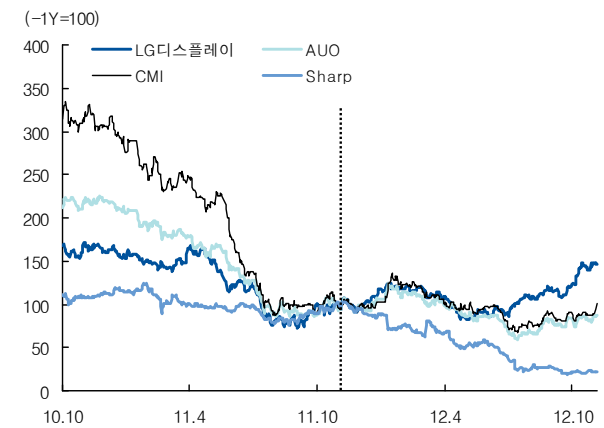
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 67. 국내 대형 IT 업체 상대 주가 추이



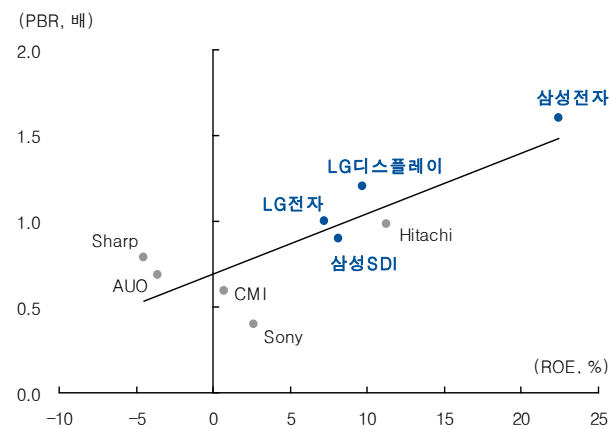
자료: Bloomberg

그림 68. 글로벌 디스플레이 업체 상대 주가 추이



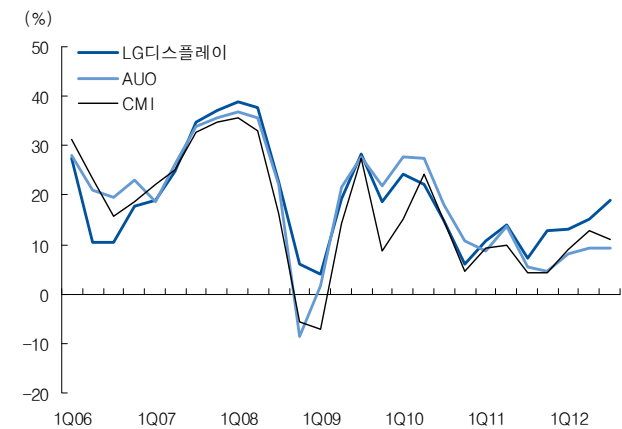
자료: Bloomberg

그림 69. 글로벌 디스플레이 업체 ROE-P/B 비교 (13F 기준)



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 70. 글로벌 LCD 패널 업체 EBITDA 마진 추이



자료: 각사, KDB대우증권 리서치센터

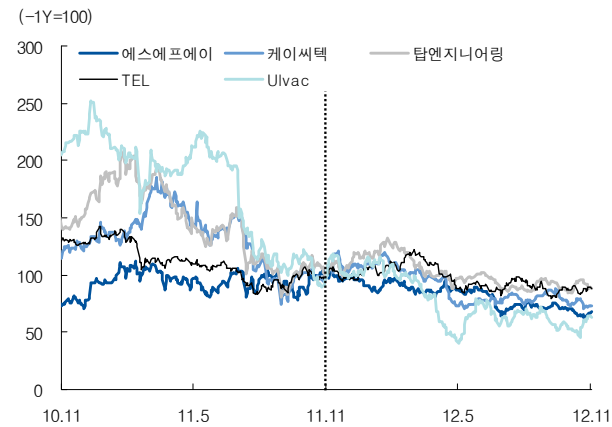
표 15. 글로벌 LCD 장비 업체 Valuation 테이블

(십억원, %, 배)

	매출액		영업이익		당기순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F
에스에프에이	697	846	90	112	76	93	18.7	20.2	10.1	8.2	1.9	1.7	4.6	3.0
케이씨텍	197	218	19	21	17	19	8.2	8.5	7.3	6.5	0.6	0.6	3.7	3.5
아바코	157	195	8	14	7	13	8.5	14.3	13.1	7.0	1.2	1.0	8.9	4.4
탐엔지니어링	133	175	15	22	11	17	7.7	10.5	6.0	4.0	0.5	0.4	4.8	3.3
DMS	221	246	20	28	10	11	6.7	6.5	5.3	5.1	0.5	0.5	6.2	4.5
AMAT (미)	9,630	9,909	1,660	1,530	1,197	1,273	8.1	9.1	11.9	10.9	1.7	1.5	7.5	7.1
TEL(일)	7,270	8,040	383	684	256	471	3.5	6.0	30.9	17.3	1.1	1.0	7.5	4.9
Lam Research (미)	4,482	4,786	724	769	594	669	9.1	9.1	10.0	8.7	1.0	0.9	5.3	4.8
DNS (일)	2,865	3,118	88	191	54	127	5.7	11.8	25.3	10.7	1.2	1.1	10.2	6.2
Ulvac (일)	2,473	2,574	87	112	43	62	5.5	7.7	8.6	6.1	0.5	0.5	8.6	8.0
Daifuku (일)	2,777	2,842	107	124	59	71	5.6	6.4	12.6	10.4	0.7	0.6	6.3	5.6
평균							7.9	10.0	12.8	8.6	1.0	0.9	6.7	5.0

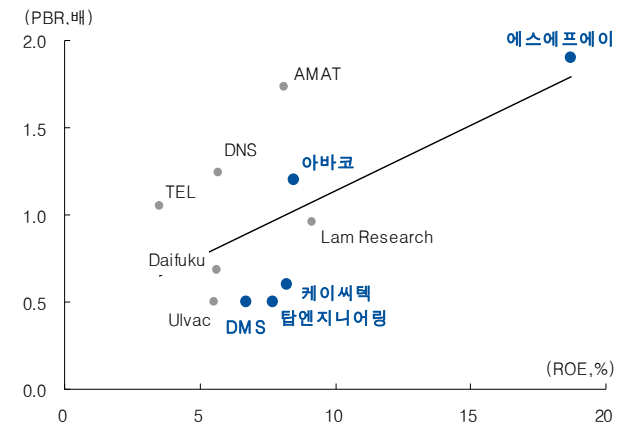
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 71. 글로벌 LCD 장비 업체 상대 주가 추이



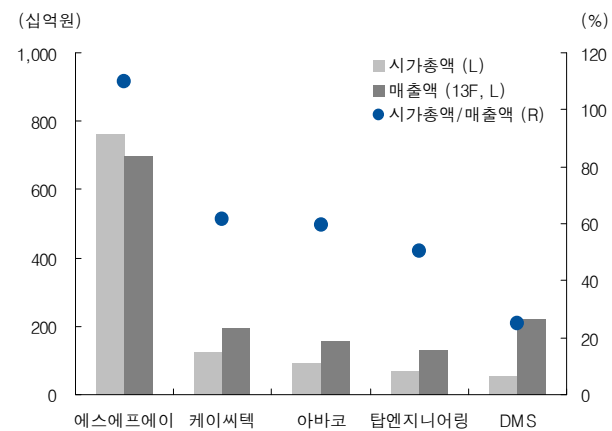
자료: Bloomberg

그림 72. 글로벌 LCD 장비 업체 ROE-P/B 비교 (13F 기준)



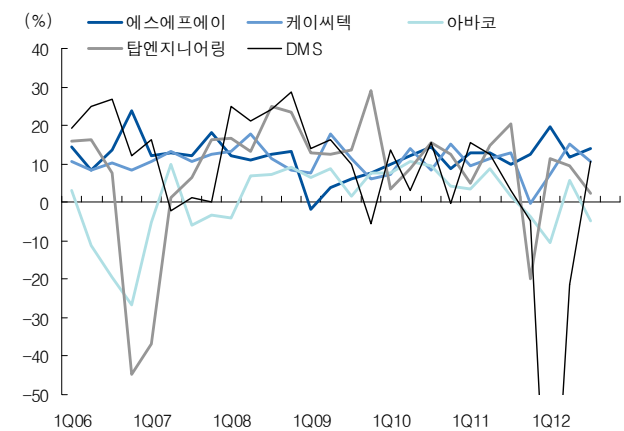
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 73. 국내 LCD 장비 업체 시가총액/수주 비교 (13F 기준)



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 74. 글로벌 LCD 장비 업체 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

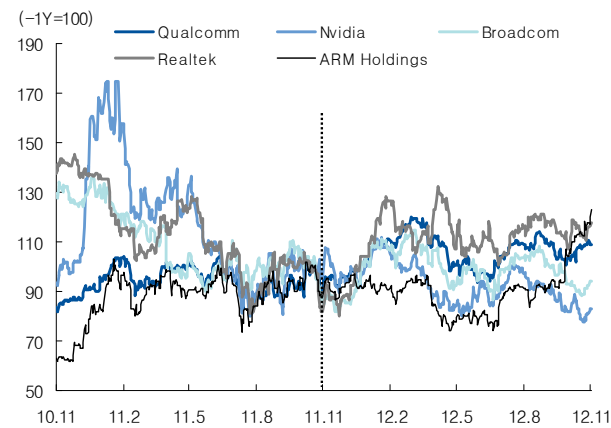
표 16. 글로벌 LCD 부품 업체(팹리스 업체) Valuation 테이블

(십억원, %, 배)

	매출액		영업이익		당기순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F	12F	13F
실리콘웍스	482	548	52	61	54	62	19.1	19.0	7.5	6.5	1.3	1.1	2.8	1.6
아나패스	126	154	22	29	21	26	20.6	21.2	6.4	5.1	1.2	1.0	2.4	1.9
Qualcomm (미)	28,488	30,475	10,457	11,804	9,196	10,167	18.3	18.8	13.1	12.1	2.5	2.2	8.0	7.4
Nvidia (미)	4,951	5,241	925	943	838	871	14.2	10.9	10.3	9.6	1.4	1.3	4.2	3.9
Broadcom (미)	9,385	10,314	1,971	2,238	1,933	2,188	20.5	18.5	11.2	10.3	2.1	1.9	10.4	9.0
Marvell (미)	3,345	3,577	404	406	444	410	7.8	7.1	11.2	11.0	0.9	0.8	5.5	4.3
Novatek(대)	1,540	1,697	230	260	199	221	19.6	20.2	12.9	11.8	2.7	2.6	9.0	8.1
Mediatek (대)	5,309	5,556	977	1,169	1,019	1,152	18.8	19.7	16.9	14.3	2.9	2.6	12.6	11.3
Realtek (대)	942	987	140	148	84	85	11.0	11.8	12.7	12.6	1.5	1.4	4.1	3.9
ARM Holdings (영)	1,119	1,276	507	618	431	524	17.0	18.3	44.1	35.9	7.6	6.7	33.4	28.0
평균							16.7	16.5	14.6	12.9	2.4	2.2	9.3	7.9

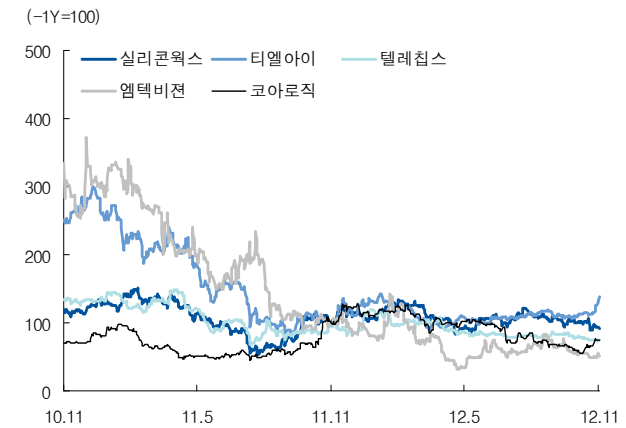
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 75. 글로벌 팹리스 업체 상대 주가 추이



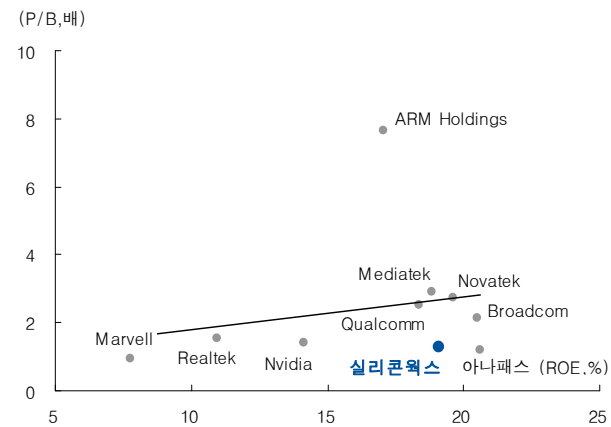
자료: Bloomberg

그림 76. 국내 팹리스 업체 상대 주가 추이



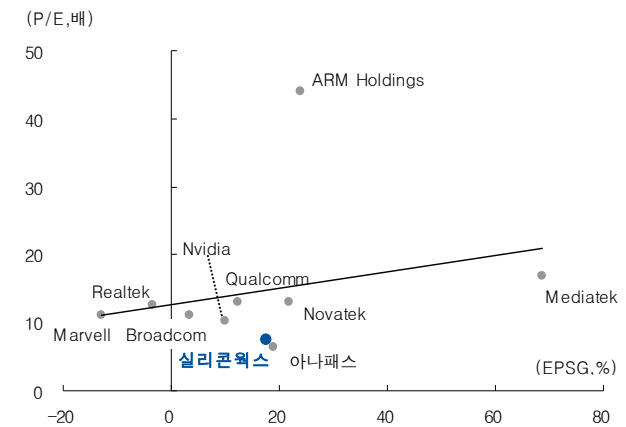
자료: Bloomberg

그림 77. 글로벌 팹리스 업체 ROE-P/B 비교 (13F)



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 78. 글로벌 팹리스 업체 EPSG-P/E 비교 (13F)



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

LG디스플레이 (034220/Trading Buy)

순환적인 회복은 주가에 반영되어 추가 상승 여력 제한적

Trading Buy	Downgrade
목표주가(원,12M)	40,000
현재주가(12/11/28, 원)	35,750
상승여력(%)	11.9
EPS 성장률(12F, %)	흑전
MKT EPS 성장률(12F, %)	9.6
P/E(12F, x)	39.4
MKT P/E(12F, x)	10.3
KOSPI	1,912.78
시가총액(십억원)	12,792
발행주식수(백만주)	358
60D 일평균 거래량(천주)	2,416
60D 일평균 거래대금(십억원)	75
배당수익률(12F, %)	0.8
유동주식비율(%)	62.1
52주 최저가(원)	19,600
52주 최고가(원)	36,950
베타(12M, 일간수익률)	1.20
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.4
외국인 보유비중(%)	31.2
주요주주	
엘지전자(주) 외 2인(37.9%)	
국민연금관리공단(6.05%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.6	78.3	46.2
상대주가	17.4	73.4	40.9

- 내년 매출액 30.3조원(YoY +6.6%), 영업이익 1.3조원(YoY +161.2%)으로 크게 개선될 전망
- 패널 원가 비중 40% 상회 → 07년 이후 가장 높은 수준으로 추가적인 가격 인상 어렵다고 판단
- 순환적인 회복은 주가에 충분히 반영되었다고 판단하여 투자의견 Trading Buy로 하향 조정

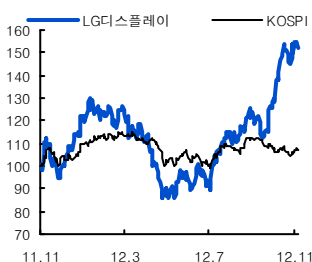
2013년 Earnings: 내년 양적 성장이 없는 저성장 국면이 지속되면서 출하면적은 6.3% 증가하는데 그칠 전망이다. 하지만 고부가가치 제품의 확대, 대형 LCD TV 패널 비중 증가로 ASP는 역사적으로 가장 높은 6.1% 증가를 예상한다. **내년 평균 원/달러 환을 5.6% 하락을 가정해도 매출액은 30.3조원(YoY +6.6%), 영업이익은 1.3조원(YoY +161.2%)으로 크게 개선될 전망이다.** 생산 설비의 감가상각 내용연수를 변경할 경우 영업이익은 7,000억원 이상 증가할 수 있지만 단순 회계적인 이익이므로 과도한 해석은 경계해야 한다.

Growth Theme: 글로벌 패널 업체들의 제한적인 증설로 공급은 점진적인 개선이 예상된다. 내년 글로벌 LCD 패널 생산 능력은 전년대비 4% 증가하겠지만 **선발 업체들이 차별화 제품 생산 능력 확충을 위해 기존 설비를 전환하면서 실질적인 공급 증가는 없다.** 내년 LCD TV 판매량은 올해 대비 4% 증가한 2억 1,640만대를 예상한다. 테블릿 PC는 1.8억대(중국 white-box 포함하면 2억대)로 64%의 고성장을 이어갈 전망이다. 내년 주요 면적은 1) LCD TV의 평균 인치 증가, 2) 저가 테블릿 PC 확산, 3) Windows 8 출시에 따른 하이브리드 PC 판매 확대에 전년대비 6% 증가할 전망이다.

Catalyst: 연말 TV 판매 호전, 차별화 제품 효과가 4분기에 최고조에 이르면서 4분기 실적 전망이 상향되고 있다. 4분기 매출액 7.8조원(QoQ +2.6%, YoY +17.9%), 영업이익 4,474억원(QoQ +76.6%, YoY 흑자전환)으로 시장 컨센서스(영업이익 4,032억)를 상회하는 실적이 예상된다. 다만 4분기 이후 차별화 제품 효과는 희석될 가능성이 높다고 판단된다.

Risks: 최근 경쟁 업체들이 400ppi급 초고해상도 패널 양산 개시, 테블릿 PC용 FFS 기술 라이선싱을 통해 차별화 제품 비중을 늘려가고 있다. 고해상도 패널이 보편화되고 Apple iPad 중심의 고가 테블릿 PC보다 저가 테블릿 PC가 주요 성장을 견인하면서 수익성 개선이 올해보다 다소 둔화될 가능성이 있다. 동사의 차별화 제품 효과가 4분기에 절정에 이르고 내년부터는 경쟁사들의 진입으로 감소할 것으로 예상된다

Valuation: 목표주가는 내년 EPS 상향 조정을 반영해 40,000원으로 11% 상향 조정하지만 순환적인 회복은 주가에 충분히 반영되었다고 판단하여 투자의견 Trading Buy로 하향 조정한다. 현재 주가는 내년 실적 기준 P/B 1.2배, P/E 12.4배 수준이다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	25,512	1,311	5.1	1,156	3,232	4,783	1,328	11.0	12.3	1.4	3.4
12/11	24,291	-924	-3.8	-771	-2,155	2,887	1,031	-7.3	-	0.9	4.0
12/12F	28,481	497	1.8	325	908	5,183	-103	3.2	39.4	1.3	2.9
12/13F	30,349	1,297	4.3	1,035	2,893	5,688	2,033	9.7	12.4	1.2	2.3
12/14F	31,732	1,153	3.6	980	2,739	5,355	1,060	8.5	13.1	1.1	2.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: LG디스플레이, KDB대우증권 리서치센터

패널 원가 비중 40% 상회: 07년 이후 가장 높은 수준으로 추가적인 가격 인상 어렵다고 판단

수급 개선에도 불구하고 패널
가격 인상은 제한적

미국의 최대 성수기인 Black Friday 판매 결과에 의하면 소비자들의 TV 구매 우선 순위가 1) 가격 → 2) 사이즈 → 3) 브랜드인 것으로 나타났다. 소비자들은 LED, 3D, 스마트TV와 같은 기능적인 측면보다 가격에 민감하게 반응했다. Emerson 32"(\$148), Toshiba(\$179), Panasonic PDP 50"(\$299)은 매진된 반면 삼성 32" LED TV는 \$100 할인에도 판매는 상대적으로 부진했다. 최근 세트 가격 하락, 패널 가격 상승으로 패널 원가 비중이 07년 이후 가장 높은 수준이다.

표 17. LG디스플레이의 2012~2014년 수익예상 변경 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	
매출액	28,461	29,108	30,670	28,481	30,349	31,732	0.1	4.3	3.5	LCD TV 판매 호전 수급 개선에 따른 수익성 향상
영업이익	424	1,063	1,204	497	1,297	1,153	17.0	22.0	-4.3	
순이익	255	836	1,024	323	1,035	980	27.0	23.8	-4.3	
EPS	715	2,336	2,862	908	2,893	2,739	27.0	23.8	-4.3	
영업이익률	1.5	3.7	3.9	1.7	4.3	3.6	0.3	0.6	-0.3	
순이익률	0.9	2.9	3.3	1.1	3.4	3.1	0.2	0.5	-0.3	
원/달러 환율	1,126	1,064	1,045	1,128	1,065	1,053	0.2	0.1	0.7	

자료: KDB대우증권 리서치센터

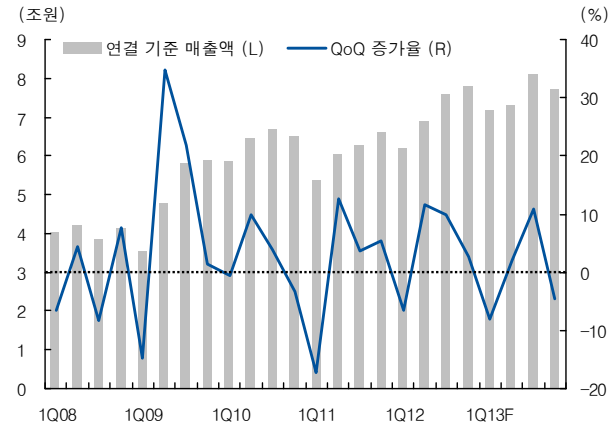
표 18. LG디스플레이 분기별 영업 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F	2014F
평균 환율 (원/달러)	1,131	1,152	1,133	1,096	1,080	1,070	1,058	1,053	1,128	1,065	1,053
출하 면적 (Km2)	8,089	8,553	9,173	9,198	8,375	9,021	9,850	9,967	35,012	37,214	39,792
평균 가격 (USD/m2)	669	701	731	773	792	759	780	738	722	766	758
매출액	6,184	6,910	7,593	7,794	7,165	7,323	8,120	7,741	28,481	30,349	31,732
노트북	928	967	987	962	969	986	1,078	1,185	3,844	4,218	4,162
모니터	1,299	1,175	1,215	1,358	1,057	1,125	1,241	1,287	5,047	4,710	4,542
TV	2,906	3,386	3,569	3,157	2,747	3,102	3,364	3,469	13,018	12,682	12,778
중소형	1,051	1,382	1,822	2,318	2,392	2,110	2,437	1,800	6,573	8,739	10,251
원가	5,856	6,140	6,792	6,782	6,258	6,442	7,037	6,883	25,570	26,620	27,904
재료비	4,427	4,712	5,237	5,308	4,787	5,007	5,619	5,489	19,684	20,902	22,309
감가상각비	990	1,065	1,188	1,104	1,089	1,042	1,012	975	4,347	4,117	3,912
판매비	506	796	548	564	581	599	617	635	2,414	2,432	2,675
영업이익	-178	-26	253	447	326	282	467	223	497	1,297	1,153
영업이익률	-2.9	-0.4	3.3	5.7	4.5	3.8	5.7	2.9	1.7	4.3	3.6
EBITDA	779	1,090	1,643	1,499	1,280	1,363	1,598	1,209	5,011	5,450	5,506
EBITDAM	12.6	15.8	21.6	19.2	17.9	18.6	19.7	15.6	17.6	18.0	17.4
증가율 (QoQ/YoY)											
출하 면적 증가율	-3.9	5.7	7.2	0.3	-8.9	7.7	9.2	1.2	12.6	6.3	6.9
평균 가격 증가율	-2.2	4.8	4.2	5.8	2.4	-4.2	2.8	-5.3	-1.6	6.1	-1.1
매출액 증가율	-6.4	11.7	9.9	2.6	-8.1	2.2	10.9	-4.7	17.2	6.6	4.6
노트북	8.0	4.2	2.1	-2.6	0.7	1.7	9.4	10.0	8.3	9.7	-1.3
모니터	-1.7	-9.5	3.4	11.7	-22.1	6.4	10.3	3.8	0.7	-6.7	-3.6
TV	-6.5	16.5	5.4	-11.6	-13.0	12.9	8.5	3.1	12.9	-2.6	0.8
중소형	-20.5	31.5	31.8	27.2	3.2	-11.8	15.5	-26.2	56.4	33.0	17.3
원가 증가율	-6.5	4.8	10.6	-0.1	-7.7	2.9	9.2	-2.2	10.8	4.1	4.8
재료비	-10.1	6.4	11.1	1.3	-9.8	4.6	12.2	-2.3	10.2	6.2	6.7
감가상각비	-0.4	7.6	11.5	-7.1	-1.4	-4.3	-2.8	-3.6	19.0	-5.3	-5.0
판매비	3.2	57.3	-31.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	13.2	0.7	10.0
영업이익 증가율	22.6	-85.4	-1,074.6	76.6	-27.2	-13.6	65.7	-52.2	-153.8	161.2	-11.2
영업이익률 %p	-0.7	2.5	3.7	2.4	-1.2	-0.7	1.9	-2.9	5.5	2.5	-0.6
EBITDA 증가율	-7.3	40.0	50.7	-8.8	-14.6	6.5	17.2	-24.3	73.6	8.8	1.0
EBITDAM %p	-0.1	3.2	5.9	-2.4	-1.4	0.8	1.1	-4.1	5.7	0.4	-0.6

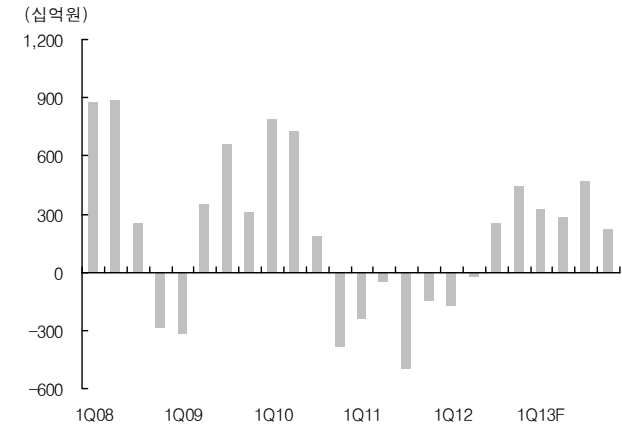
자료: LG디스플레이, KDB대우증권 리서치센터

그림 79. 연결 기준 매출액 추이 및 전망



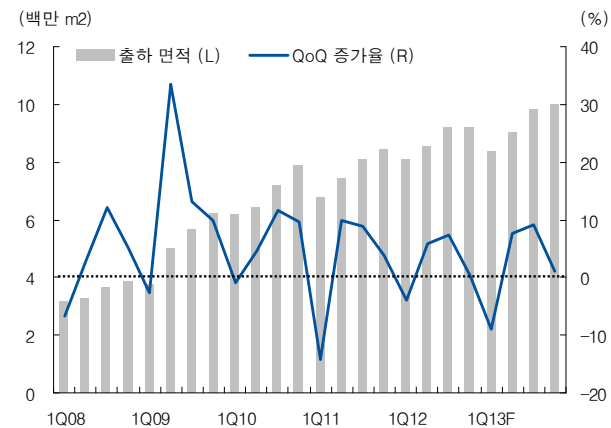
자료: LG디스플레이, KDB대우증권 리서치센터

그림 80. 연결 기준 영업이익 추이 및 전망



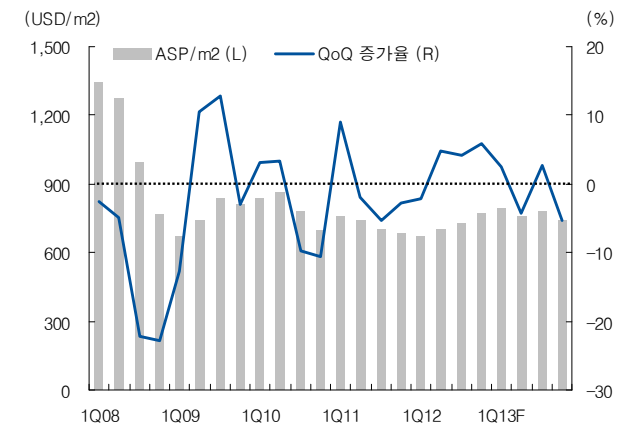
자료: LG디스플레이, KDB대우증권 리서치센터

그림 81. LCD 패널 출하 면적 추이 및 전망



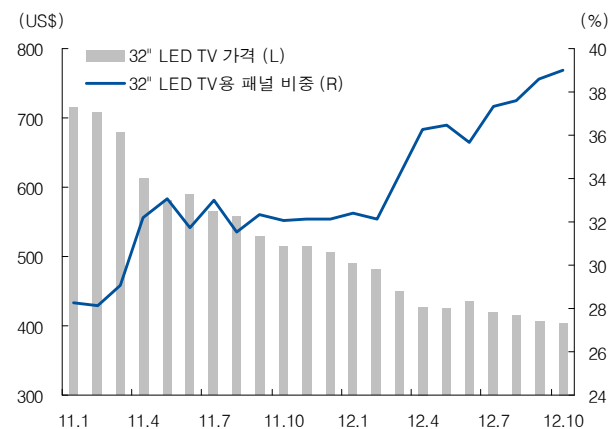
자료: LG디스플레이, KDB대우증권 리서치센터

그림 82. ASP 추이 및 전망



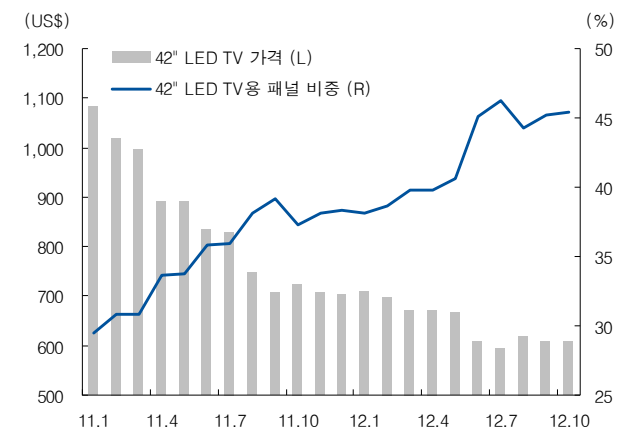
자료: LG디스플레이, KDB대우증권 리서치센터

그림 83. 32" LED TV 세트 가격 및 패널 원가 비중 추이



자료: WitsView, KDB대우증권 리서치센터

그림 84. 42" LED TV 세트 가격 및 패널 원가 비중 추이



자료: WitsView, KDB대우증권 리서치센터

LG디스플레이 (034220)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	24,291	28,481	30,349	31,732
매출원가	23,081	25,570	26,620	27,904
매출총이익	1,210	2,911	3,730	3,828
판매비와관리비	1,974	2,139	2,432	2,676
조정영업이익	-764	773	1,297	1,153
영업이익	-924	497	1,297	1,153
비영업손익	-157	-114	-80	0
순금융비용	87	152	123	83
관계기업등 투자손익	2	44	18	18
세전계속사업손익	-1,081	383	1,217	1,153
계속사업법인세비용	-293	60	183	173
계속사업이익	-788	323	1,035	980
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-788	323	1,035	980
지배주주	-771	325	1,035	980
비지배주주	-17	-2	0	0
총포괄이익	-757	206	919	863
지배주주	-741	210	920	865
비지배주주	-15	-3	-1	-1
EBITDA	2,887	5,183	5,688	5,355
FCF	1,031	-103	2,033	1,060
EBITDA마진율 (%)	11.9	18.2	18.7	16.9
영업이익률 (%)	-3.8	1.8	4.3	3.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-3.2	1.1	3.4	3.1

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	3,752	5,113	5,886	5,362
당기순이익	-788	323	1,035	980
비현금수익비용가감	3,883	5,018	4,653	4,376
유형자산감가상각비	3,414	4,148	4,117	3,912
무형자산상각비	238	262	273	291
기타	-495	-517	25	64
영업활동으로인한자산및부채의변동	819	-139	381	180
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	206	-869	-187	-139
재고자산 감소(증가)	-102	-213	-166	-123
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	890	976	500	370
법인세납부	-162	-89	-183	-173
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,429	-4,339	-3,641	-4,200
유형자산처분(취득)	-4,062	-4,303	-3,400	-4,000
무형자산감소(증가)	-215	-303	-303	-303
장단기금융자산의 감소(증가)	803	219	0	0
기타투자활동	46	48	62	103
재무활동으로 인한 현금흐름	-430	108	-293	-364
장단기금융부채의 증가(감소)	-105	79	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-179	0	-107	-179
기타재무활동	-146	29	-185	-185
현금의증가	-113	882	1,952	798
기초현금	1,631	1,518	2,400	4,352
기말현금	1,518	2,400	4,352	5,150

자료: LG디스플레이, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	7,858	8,982	11,329	12,420
현금 및 현금성자산	1,518	2,400	4,352	5,150
매출채권 및 기타채권	2,937	2,851	3,038	3,177
재고자산	2,317	2,531	2,697	2,819
기타유동자산	270	643	685	716
비유동자산	17,305	16,585	15,935	16,067
관계기업투자등	385	422	440	458
유형자산	14,697	13,765	13,047	13,136
무형자산	535	520	550	561
자산총계	25,163	25,567	27,264	28,487
유동부채	9,911	10,223	10,802	11,230
매입채무 및 기타채무	7,775	7,621	8,121	8,491
단기금융부채	895	1,407	1,407	1,407
기타유동부채	1,241	1,195	1,274	1,332
비유동부채	5,121	5,006	5,314	5,425
장기금융부채	3,722	3,247	3,247	3,247
기타비유동부채	1,252	1,476	1,646	1,756
부채총계	15,032	15,230	16,116	16,654
지배주주지분	10,116	10,325	11,138	11,824
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	6,063	6,335	7,263	8,064
비지배주주지분	15	12	11	9
자본총계	10,131	10,337	11,149	11,833

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	-	39.4	12.4	13.1
P/CF (x)	3.0	2.7	2.4	2.5
P/B (x)	0.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	4.0	2.9	2.3	2.3
EPS (원)	-2,155	908	2,893	2,739
CFPS (원)	8,050	13,234	15,163	14,485
BPS (원)	26,775	27,404	29,591	31,476
DPS (원)	0	300	500	500
배당성향 (%)	0.0	33.0	17.3	18.3
배당수익률 (%)	0.0	0.8	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	-4.8	17.3	6.6	4.6
EBITDA증가율 (%)	-39.6	79.5	9.7	-5.9
영업이익증가율 (%)	적전	흑전	161.0	-11.2
EPS증가율 (%)	적전	흑전	218.5	-5.3
매출채권 회전을 (회)	8.5	10.6	11.2	11.1
재고자산 회전을 (회)	10.7	11.8	11.6	11.5
매입채무 회전을 (회)	7.2	6.7	6.2	6.2
ROA (%)	-3.2	1.3	3.9	3.5
ROE (%)	-7.3	3.2	9.7	8.5
ROIC (%)	-6.8	6.1	10.9	10.2
부채비율 (%)	148.4	147.3	144.6	140.7
유동비율 (%)	79.3	87.9	104.9	110.6
순차입금/자기자본 (%)	22.6	16.4	-2.3	-8.9
영업이익/금융비용 (x)	-6.4	2.6	7.0	6.2

삼성SDI (006400/매수)

두 마리 토끼를 한번에

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	200,000
현재주가(12/11/28, 원)	155,500
상승여력(%)	28.6
EPS 성장률(12F, %)	376.7
MKT EPS 성장률(12F, %)	9.6
P/E(12F, x)	4.8
MKT P/E(12F, x)	10.3
KOSPI	1,912.78
시가총액(십억원)	7,084
발행주식수(백만주)	47
60D 일평균 거래량(천주)	239
60D 일평균 거래대금(십억원)	36
배당수익률(12F, %)	1.3
유동주식비율(%)	74.5
52주 최저가(원)	126,500
52주 최고가(원)	171,500
베타(12M, 일간수익률)	0.98
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.1
외국인 보유비중(%)	19.9
주요주주	
삼성전자(주) 외 2인(20.55%)	
국민연금관리공단(9.14%)	
한국투자신탁운용(주)(8.03%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	1.3	22.4
상대주가	6.9	-3.6	17.1

- 태블릿 PC 물량 증가에 따른 'Q' 효과와 고해상도 확대, 대용량 전지 비중 증가에 따른 'P' 효과
- 삼성디스플레이 투자 대안 → 삼성디스플레이 내년 세전이익 4.3조원으로 46% 증가 전망
- 투자의견 매수 유지, 목표주가 20만원으로 5% 상향 조정

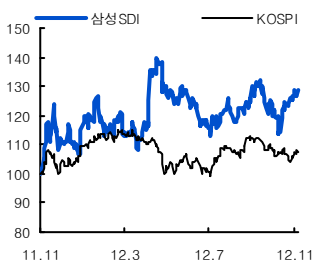
2013년 Earnings: 내년 폴리머 전지의 수요 증가로 2차전지 출하량은 14%, blended ASP는 2% 증가해 매출액은 3.7조원에 이를 전망이다. 반면 PDP와 CRT 매출액은 각각 1.7조원(YoY -13%), 2,920억원(YoY -15%)으로 감소할 전망이다. 평균 원/달러 환율이 6% 하락할 것으로 예상되지만 전체 매출액은 6.0조원(YoY +3%), 영업이익은 3,410억원(YoY +15%)으로 개선될 전망이다.

Growth Theme: 1) 내년 폴리머 전지 시장이 크게 확대될 전망이다. 태블릿 PC 출하량은 올해 대비 64% 성장한 1.8억대(중국 white-box 포함하면 2억대)를 예상한다. Microsoft의 Windows 8 출시로 새로운 형태의 PC들이 부상할 것으로 예상된다. 노트북의 생산성과 태블릿PC의 편리성을 결합한 하이브리드PC(또는 스마트PC)가 대거 출시될 전망이다. **내년 폴리머 전지 셀 출하량은 19.6% 증가('Q' 효과)하고 셀당 용량은 9.6% 증가('P' 효과)해 전체 폴리머 전지 시장은 31% 성장할 전망이다.** 2) 삼성디스플레이 내년 세전이익 4.3조원(중소형 2.3조원, 대형 1.2조원, 삼성코닝 지분법 이익 0.8조원)으로 46% 증가할 전망이다.

Catalyst: 1) Apple 제품 내에서 점유율 하락을 우려하는 시각도 있다. 그러나 내년 폴리머 전지 수요는 안드로이드 기반의 태블릿PC와 Microsoft의 태블릿PC들이 성장을 견인할 전망이다. 이런 측면에서 Apple 내 점유율 하락으로 오히려 내년 다양한 태블릿PC에서 기회요인이 증가하고 고객 기반 다변화를 통해 안정적인 실적 성장이 가능할 것으로 예상된다. 2) 디스플레이의 해상도가 높아질수록 전력 소모가 증가하며 동일한 사용 시간을 유지하기 위해서 대용량 배터리를 채택해야 한다. 고해상도 디스플레이 보편화와 **대용량 배터리 비중 증가는 동사의 ASP 증가와 수익성 개선에 기여할 전망이다.**

Risks: 1) 노트북 판매 부진으로 원형 전지는 지속적인 출하 감소가 예상된다. 전동공구, E-bike 등의 신규 제품을 확보하는 것이 시급하다. 2) 적자가 지속되고 있는 태양광, ESS, 전기차용 전지 부문은 내년에도 적자가 지속되겠지만 올해 대비 적자 폭은 감소할 전망이다.

Valuation: 투자의견 매수 유지하고 목표주가는 20만원으로 5% 상향 조정한다. 목표주가를 상향 조정한 이유는 삼성디스플레이 실적 상향 조정으로 13~14F EPS를 각각 7%, 16% 상향 조정했기 때문이다. 현 주가는 내년 실적 기준으로 P/B 0.9배, P/E 11.8배 수준이다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	5,124	287	5.6	356	7,548	610	100	6.5	22.3	1.3	11.8
12/11	5,444	204	3.7	320	6,785	549	-130	5.3	19.7	1.0	11.6
12/12F	5,822	1,715	29.5	1,526	32,345	694	212	22.5	4.8	1.0	10.8
12/13F	6,029	314	5.2	622	13,193	768	165	8.1	11.8	0.9	9.9
12/14F	6,570	489	7.5	806	17,083	934	157	9.8	9.1	0.9	8.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 삼성SDI, KDB대우증권 리서치센터

4분기 실적 전망: 매출액 1.5조원(YoY +2%), 영업이익 439억원(YoY +295%)

4분기 각형, 폴리머 전지
출하량은 여전히 강세

4분기 실적은 전기대비 감소할 전망이다. 이는 1) SBL이 연결되면서 300억원 손실이 영업이익에 반영되고, 2) 연말 재고 조정으로 원형 전지 출하량이 감소할 것으로 예상하기 때문이다. 각형, 폴리머 전지는 타이트한 수급으로 4분기에도 출하량이 전기대비 증가할 전망이다.

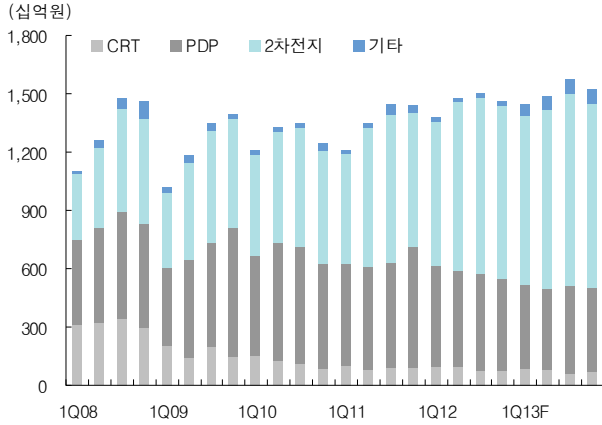
표 19. 삼성SDI 연결 기준 영업 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F	2014F
출하량 (백만대)											
CRT	3.0	3.0	2.1	2.6	2.7	2.7	1.9	2.3	10.8	9.8	9.0
PDP	1.7	1.6	1.8	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8	6.9	7.0	6.7
2차전지	254	293	294	293	296	315	347	340	1,135	1,298	1,532
ASP (USD)											
CRT	28	27	31	27	28	27	31	27	28	28	29
PDP	275	260	245	241	236	234	232	229	255	233	221
2차전지	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	2.6
매출액 (십억원)	1,377	1,477	1,503	1,464	1,447	1,485	1,574	1,524	5,821	6,029	6,570
CRT	95	96	76	77	82	81	63	67	344	292	273
PDP	520	494	499	472	434	416	444	434	1,985	1,728	1,559
2차전지	743	873	904	887	874	923	996	950	3,407	3,744	4,239
기타/태양전지	18	14	24	28	57	65	70	73	84	265	498
영업이익 (십억원)	67	84	86	44	36	72	108	98	280	314	489
CRT	1	1	-3	0	0	0	0	0	-1	1	-1
PDP	0	11	5	4	0	1	6	8	19	15	25
2차전지	68	92	104	87	81	111	136	115	351	443	465
기타/태양전지	-2	-20	-20	-47	-45	-40	-35	-25	-89	-145	0
영업이익률 (%)	4.9	5.7	5.7	3.0	2.5	4.9	6.8	6.4	4.8	5.2	7.4
CRT	1.0	1.0	-3.7	0.0	0.5	0.5	0.5	0.5	-0.3	0.5	-0.3
PDP	0.0	2.2	1.0	0.8	0.0	0.2	1.4	1.8	1.0	0.9	1.6
2차전지	9.2	10.5	11.5	9.8	9.2	12.0	13.7	12.1	10.3	11.8	11.0
순이익 (십억원)	112	105	1,199	110	115	133	185	189	1,526	622	806
지분법 이익	103	90	131	108	122	112	148	162	432	543	621
순이익률 (%)	8.1	7.1	79.8	7.5	7.9	9.0	11.8	12.4	26.2	10.3	12.3
EBITDA (십억원)	138	205	207	172	161	196	225	214	722	795	973
이익률 (%)	10.0	13.9	13.7	11.8	11.1	13.2	14.3	14.1	12.4	13.2	14.8
증가율 (QoQ/YoY)											
출하량 (%)											
CRT	5.4	0.0	-29.4	21.0	5.4	0.0	-29.4	21.0	-7.7	-10.0	-7.7
PDP	-9.1	-1.8	9.4	-0.7	-4.8	-2.2	9.1	-1.0	1.1	1.0	-3.9
2차전지	6.0	15.3	0.3	-0.5	1.0	6.6	10.3	-2.2	11.9	14.4	18.0
ASP (%)											
CRT	2.2	-0.6	12.8	-12.7	2.2	-0.6	12.8	-12.7	2.5	0.0	2.5
PDP	-6.9	-5.2	-6.0	-1.5	-2.0	-1.0	-1.0	-1.0	-12.6	-8.8	-5.0
2차전지	3.1	0.0	5.0	2.0	-1.0	0.0	-1.0	-2.0	8.9	1.9	-3.0
매출액 (%)											
CRT	-4.2	7.3	1.8	-2.6	-1.2	2.6	6.0	-3.2	6.9	3.6	9.0
CRT	6.4	1.2	-21.7	2.1	6.1	-1.6	-21.3	5.1	-3.6	-15.0	-6.6
PDP	-16.4	-5.1	1.1	-5.4	-8.0	-4.1	6.7	-2.4	-10.3	-12.9	-9.8
2차전지	8.0	17.5	3.5	-1.9	-1.4	5.6	7.9	-4.6	24.1	9.9	13.2
기타/태양전지	-52.1	-23.6	75.3	16.1	101.6	13.9	8.7	4.5	-34.6	214.4	88.0
영업이익 (%)	503.4	24.8	2.3	-48.7	-17.7	100.5	48.8	-9.0	37.5	12.3	55.7
CRT	112.7	1.2	적전	-100.0	0.0	-1.6	-21.3	5.1	적전	흑전	적전
PDP	적전	흑전	-55.2	-20.2	-96.0	576.3	496.3	28.6	115.8	-20.9	61.7
2차전지	56.5	34.7	12.7	-15.9	-7.5	37.8	22.8	-15.8	34.3	26.2	5.1
기타/태양전지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-100.0
순이익 (%)	103.9	-6.0	1,038.7	-90.8	4.4	16.2	38.8	1.8	376.4	-59.2	29.5
지분법 이익	22.1	-12.4	46.4	-18.0	13.4	-8.8	32.3	9.8	50.4	25.9	14.4
EBITDA (%)	0.2	48.6	0.8	-16.5	-6.9	21.8	15.0	-4.8	31.6	10.2	22.3

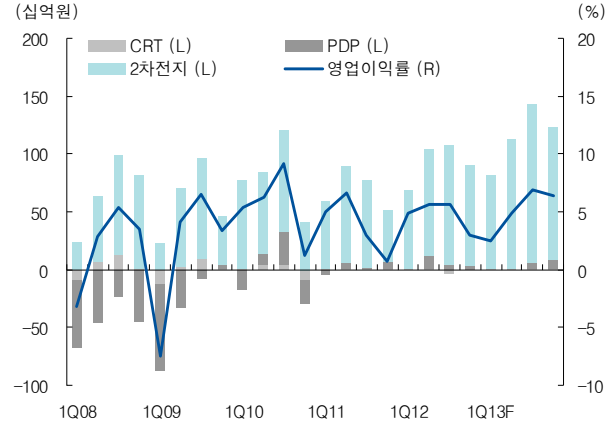
주: SMD 매각 차익은 2012년 3분기 순이익에 반영 / 자료: 삼성SDI, KDB대우증권 리서치센터

그림 85. 연결 기준 매출액 추이 및 전망



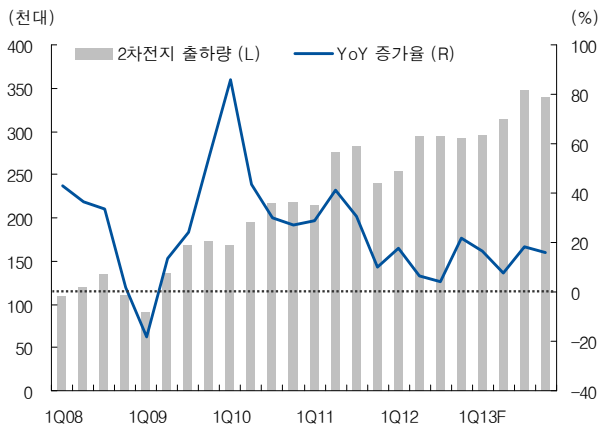
자료: 삼성SDI, KDB대우증권 리서치센터

그림 86. 연결 기준 영업이익 추이 및 전망



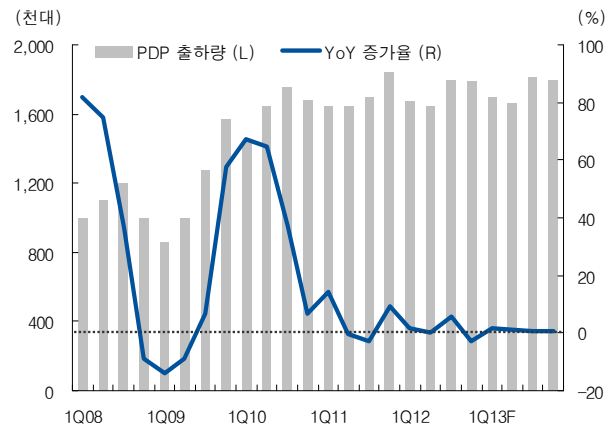
자료: 삼성SDI, KDB대우증권 리서치센터

그림 87. 2차 전지 출하량 추이 및 전망



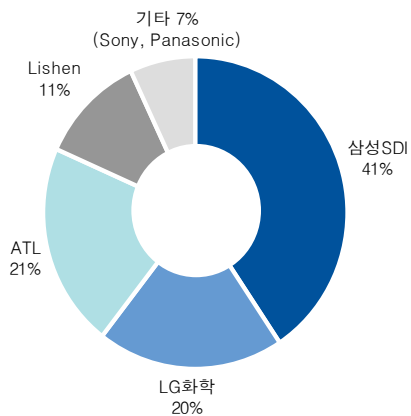
자료: 삼성SDI, KDB대우증권 리서치센터

그림 88. PDP 출하량 추이 및 전망



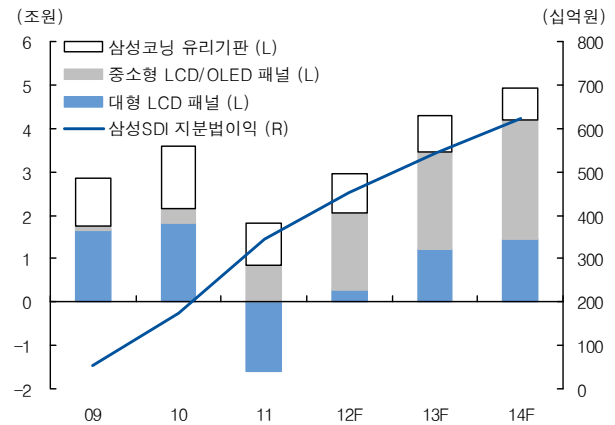
자료: 삼성SDI, KDB대우증권 리서치센터

그림 89. 태블릿 PC 대면적 폴리머 전지 시장 점유율 (12F 기준)



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 90. 삼성디스플레이 세전이익 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

삼성디스플레이 실적 상향 조정 → 13~14F EPS 7%, 16% 상향 조정

목표주가 20만원으로 상향

투자의견 매수 유지하고 목표주가는 20만원으로 5% 상향 조정한다. 목표주가를 상향 조정한 이유는 삼성디스플레이 실적 상향 조정으로 13~14F EPS를 각각 7%, 16% 상향 조정했기 때문이다.

목표주가는 영업가치(중소형 2차 전지 3.4조원)와 자산가치(SDC 3.2조원, SBL 0.7조원, 기타 1.3조원)의 합산으로 산정했다. 현 주가는 내년 실적 기준으로 P/B 0.9배, P/E 11.8배 수준이다.

표 20. 삼성SDI의 2012~2014년 수익예상 변경 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	12F	13F	14F	12F	13F	14F	12F	13F	14F	
매출액	5,827	5,990	6,488	5,821	6,029	6,570	-0.1	0.7	1.3	삼성디스플레이 실적 상향 조정
영업이익	296	341	527	280	314	489	-5.6	-7.8	-7.1	
순이익	1,546	583	697	1,526	622	806	-1.3	6.8	15.6	
EPS	32,771	12,350	14,776	32,345	13,193	17,083	-1.3	6.8	15.6	
영업이익률	5.1%	5.7%	8.1%	4.8%	5.2%	7.4%	-0.3	-0.5	-0.7	
순이익률	26.5%	9.7%	10.7%	26.2%	10.3%	12.3%	-0.3	0.6	1.5	
원/달러 환율	1,127	1,064	1,045	1,128	1,065	1,053	0.1	0.1	0.7	

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 21. 삼성SDI 적정주가 산정 (Sum of Parts)

(십억원, 배)

영업가치	EBITDA	적용 EV/EBITDA	EV	비고
CRT	20	0.0	0	CRT 퇴출 가속화
PDP	144	0.0	0	LG전자 5.6배, Panasonic 4.0배
2차 전지	708	4.8	3,398	LG화학 6.6배, GS Yuasa 5.9배, BYD 12.6배, Simplo 6.9배
영업가치 합계 (A)			3,398	
투자자산가치 (SMD/SBL)	EBITDA	적용 EV/EBITDA		
삼성디스플레이	7,815	3.0	3,165	LG디스플레이 2.3배, Sharp 5.5배 (지분율 15%)
SB Limotive	-	-	709	DCF (WACC=10.7%, 지분율 100%)
투자자산가치 (상장사)	시가	할인율		
삼성정밀화학	1,613	20.0	148	지분율 11.5%
삼성엔지니어링	6,120	20.0	250	지분율 5.1%
삼성물산	9,295	20.0	535	지분율 7.2%
호텔신라	1,853	20.0	1	지분율 0.1%
에스원	2,519	20.0	222	지분율 11.0%
투자자산가치 (비상장사)	장부가	할인율		
비상장 투자유가증권	194	20.0	155	SMD 제외
투자자산가치 합계 (B)			5,186	
순차입금 (C)			(85)	차입금 7,281억원 - 현금성 자산 8,134억원
자사주 (D)			468	자사주 301만주 * 주가 155,500원
EV (A)+(B)-(C)+(D)			9,137	
주당가치			200,563	

자료: KDB대우증권 리서치센터

삼성SDI (006400)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	5,444	5,822	6,029	6,570
매출원가	4,761	4,960	5,175	5,487
매출총이익	683	862	854	1,083
판매비와관리비	573	632	540	594
조정영업이익	110	230	314	489
영업이익	204	1,715	314	489
비영업손익	274	410	543	622
순금융비용	0	5	10	19
관계기업등 투자손익	285	426	543	622
세전계속사업손익	478	2,125	858	1,111
계속사업법인세비용	127	563	172	222
계속사업이익	351	1,562	686	889
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	351	1,562	686	889
지배주주	320	1,526	622	806
비지배주주	31	36	64	83
총포괄이익	157	1,447	571	773
지배주주	125	1,418	514	698
비지배주주	32	29	57	76
EBITDA	549	694	768	934
FCF	-130	212	165	157
EBITDA마진율 (%)	10.1	11.9	12.7	14.2
영업이익률 (%)	3.7	29.5	5.2	7.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.9	26.2	10.3	12.3

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	2,364	2,371	3,169	3,235
현금 및 현금성자산	758	737	1,471	1,387
매출채권 및 기타채권	844	860	895	975
재고자산	584	594	619	674
기타유동자산	150	153	159	173
비유동자산	6,163	8,170	8,771	9,574
관계기업투자등	1,899	4,025	4,569	5,190
유형자산	1,827	1,673	1,749	1,929
무형자산	140	132	114	102
자산총계	8,527	10,541	11,940	12,809
유동부채	1,750	1,392	1,433	1,527
매입채무 및 기타채무	524	534	555	605
단기금융부채	761	385	385	385
기타유동부채	465	474	493	537
비유동부채	463	1,461	2,335	2,435
장기금융부채	0	444	1,208	1,208
기타비유동부채	431	981	1,088	1,187
부채총계	2,213	2,852	3,768	3,961
지배주주지분	6,118	7,470	7,898	8,498
자본금	241	241	241	241
자본잉여금	1,258	1,258	1,258	1,258
이익잉여금	3,611	5,069	5,605	6,314
비지배주주지분	196	218	275	350
자본총계	6,315	7,688	8,172	8,848

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	279	421	572	644
당기순이익	351	1,562	686	889
비현금수익비용가감	221	-829	82	45
유형자산감가상각비	417	431	424	420
무형자산상각비	22	34	30	25
기타	-94	-301	10	19
영업활동으로인한자산및부채의변동	-275	-198	-25	-68
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-72	-55	-35	-80
재고자산 감소(증가)	0	-29	-24	-55
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-51	64	22	50
법인세납부	-18	-114	-172	-222
투자활동으로 인한 현금흐름	-840	-437	-517	-635
유형자산처분(취득)	-407	-396	-500	-600
무형자산감소(증가)	-23	-12	-12	-12
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	-411	-29	-5	-23
재무활동으로 인한 현금흐름	251	-1	679	-94
장단기금융부채의 증가(감소)	355	74	400	0
자본의 증가(감소)	6	2	0	0
배당금의 지급	-77	-67	-87	-98
기타재무활동	-34	-10	2	3
현금의증가	-309	-21	734	-84
기초현금	1,066	758	737	1,471
기말현금	758	737	1,471	1,387

자료: 삼성SDI, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	19.7	4.8	11.8	9.1
P/CF (x)	8.3	3.7	6.8	5.9
P/B (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	11.6	10.8	9.9	8.3
EPS (원)	6,785	32,345	13,193	17,083
CFPS (원)	16,083	42,184	22,809	26,510
BPS (원)	130,331	159,112	168,550	181,539
DPS (원)	1,500	2,000	2,250	0
배당성향 (%)	21.0	5.7	15.7	0.0
배당수익률 (%)	1.1	1.3	1.5	0.0
매출액증가율 (%)	6.2	6.9	3.6	9.0
EBITDA증가율 (%)	-10.0	26.5	10.6	21.6
영업이익증가율 (%)	-29.0	742.1	-81.7	55.7
EPS증가율 (%)	-10.1	376.7	-59.2	29.5
매출채권 회전율 (회)	7.3	7.3	7.3	7.5
재고자산 회전율 (회)	10.2	9.9	9.9	10.2
매입채무 회전율 (회)	14.2	15.2	15.3	15.6
ROA (%)	4.3	16.4	6.1	7.2
ROE (%)	5.3	22.5	8.1	9.8
ROIC (%)	3.3	6.5	9.8	14.4
부채비율 (%)	35.0	37.1	46.1	44.8
유동비율 (%)	135.1	170.3	221.2	211.9
순차입금/자기자본 (%)	-0.4	0.8	1.2	2.0
영업이익/금융비용 (x)		485.7	178.4	144.5

에스에프에이 (056190/매수)

OLED 투자 재개 임박

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	55,000
현재주가(12/11/28, 원)	42,550
상승여력(%)	29.3
EPS 성장률(12F, %)	-18.2
MKT EPS 성장률(12F, %)	9.6
P/E(12F, x)	12.3
MKT P/E(12F, x)	10.3
KOSDAQ	494.48
시가총액(십억원)	764
발행주식수(백만주)	18
60D 일평균 거래량(천주)	69
60D 일평균 거래대금(십억원)	3
배당수익률(12F, %)	3.5
유동주식비율(%)	47.7
52주 최저가(원)	39,750
52주 최고가(원)	67,500
베타(12M, 일간수익률)	0.70
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.1
외국인 보유비중(%)	7.2
주요주주	
디와이에셋 외 5인(46.97%)	
한국투자신탁운용(주)(14.71%)	
에스에프에이 자사주 펀드(5.3%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.5	-22.8	-32.4
상대주가	-4.6	-27.6	-37.7

- 내년 삼성전자 스마트폰 출하량 26% 증가 → 증설 없이는 OLED 패널 공급 부족
- 삼성전자 중국 8세대 라인 투자 가시화 → 올해 부진했던 LCD 투자도 내년에 개선 전망
- 투자의견 매수, 목표주가 55,000원 유지

2013 Earnings: 올해 고객사의 OLED 투자가 생산 능력 증설보다는 flexible OLED, 대면적 OLED 개발과 파일럿 라인에 집중되면서 수주 규모가 지난해보다 17% 감소할 전망이다. 내년에는 신규 수주는 OLED 투자 재개와 중국 LCD 투자 본격화로 올해보다 23% 증가한 7,840억원을 달성할 전망이다. 특히 OLED 전공정 장비 공급으로 전공정 장비 수주는 전년 대비 89% 증가한 2,670억원에 이를 것으로 예상된다.

Growth Theme: 스마트폰, 태블릿PC의 고해상도 디스플레이가 보편화되면서 하드웨어 차별화는 점점 어려워지고 있다. 추가적인 해상도 증가가 주는 효용이 감소하면서 앞으로 디스플레이의 폼팩터가 주요한 차별화 요인이 될 전망이다. Flexible OLED는 현재 TFT 유리기판을 PI(Polyimide)로 대체하고 유리 봉지를 필름 봉지로 대체할 경우 LCD에 비해 두께는 1/6, 무게는 1/3 수준으로 줄일 수 있어 핵심 마케팅 포인트가 될 것이다.

Catalyst: 1) OLED 장비 라인업이 본격적으로 확대될 전망이다. 지금까지는 주로 물류 장비에 집중되어 있었지만 내년부터 전공정 장비(증착, PE-CVD)의 수주가 가능할 것으로 기대되며 글로벌 OLED 장비 업체로서 재평가가 이뤄질 것으로 예상된다.

2) Apple이 iPhone 5에서 in-cell 터치 패널을 적용해 두께와 무게를 획기적으로 줄이는데 성공했기 때문에 삼성은 여기에 대응하기 위해서는 UBP 적용이 필요하다. 내년 삼성의 스마트폰 출하량 증가와 UBP의 적용이 시작될 것으로 예상하기 때문에 OLED 투자는 지속될 전망이다. 최근 OLED에 대한 우려는 과도하며 기대치가 충분히 낮아졌다고 판단된다.

Risks: 올해 flexible OLED와 대면적 OLED TV의 양산 기술 확보가 지연되면서 기대했던 수주들이 상당 부분 축소되었다. Flexible OLED의 경우 여전히 PI 기판 위에 유기물 증착과 필름 봉지 수율이 낮은 것으로 판단된다. 내년 양산 투자를 개시하기 위해서는 기술 확보가 선행되어야 하며 기술 안정화가 늦어질 경우 OLED 수주는 더욱 지연될 수 있다.

Valuation: 투자의견 매수, 목표주가 55,000원을 유지한다. 현 주가는 12M-fwd P/E 10.2배 수준으로 글로벌 장비 업체 평균에 비해 저평가되어 있으며 주가 안정과 잉여 현금 활용을 위한 자사주 매입이 진행되고 있어 매수 적기로 판단된다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	632	71	11.1	56	3,138	71	67	22.2	15.6	3.0	9.9
12/11	753	92	12.2	76	4,212	101	86	24.2	14.5	3.1	8.4
12/12F	502	70	13.9	62	3,447	63	1	17.0	12.3	2.1	7.9
12/13F	697	90	12.9	76	4,232	95	56	18.7	10.1	1.9	4.6
12/14F	846	112	13.2	93	5,181	119	81	20.2	8.2	1.7	3.0

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

4분기 실적 전망: 매출액 2,022억원(YoY -22%), 영업이익 246억원(YoY -25%)

OLED 5.5세대 투자 재개 임박

4분기에는 1) 고객사의 5.5세대 OLED 투자 재개, 2) 삼성전자 LCD 중국 공장 투자 개시, 3) BOE 8세대 라인 증설 등으로 신규 수주 금액은 2,543억원으로 크게 증가할 전망이다. 4분기 매출액은 2,022억원(QoQ +106%, YoY -22%), 영업이익 246억원(QoQ +81%, YoY -25%)으로 개선될 전망이다.

OLED 시장에 대한 기대치가 충분히 낮아졌고 4분기부터 고객사의 OLED 투자가 재개될 가능성이 높아 매수 기회로 판단된다. OLED 투자 지연이 장기화되면서 시장 기대치는 낮아졌지만 당사는 OLED가 향후 삼성전자 모바일 기기의 핵심 차별화 요인으로 변함이 없다고 판단하며 투자 확대는 지속될 것으로 예상하며 내년 OLED 출하 면적은 38% 증가할 것으로 예상된다.

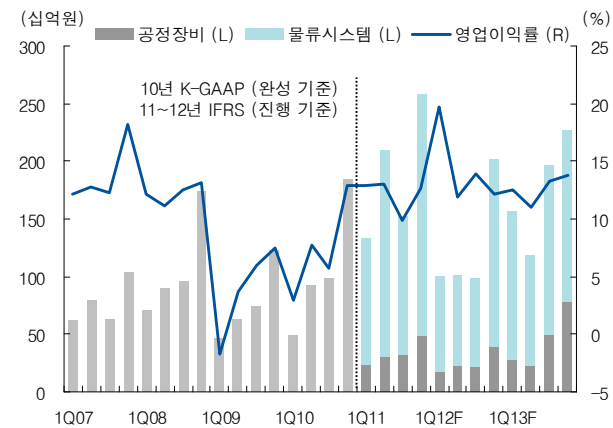
표 22. 에스에프에이 분기별 영업실적 추이 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F	2014F
신규 수주	113	120	42	254	165	84	213	233	530	694	828
매출액	100	101	98	202	156	119	196	226	502	697	846
공정장비	17	23	22	39	28	23	49	78	101	177	250
물류시스템	83	78	76	163	128	96	147	149	401	520	596
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
공정장비	17.0	22.8	22.1	19.2	17.9	19.2	25.0	34.3	20.0	25.4	29.6
물류시스템	83.0	77.2	77.9	80.8	82.1	80.8	75.0	65.7	80.0	74.6	70.4
영업이익	19.7	12.0	13.6	24.6	19.6	13.0	26.1	31.1	69.9	89.7	111.9
영업이익률	19.7	11.8	13.9	12.2	12.6	11.0	13.3	13.7	13.9	12.9	13.2
순이익	17.2	11.8	11.6	21.3	16.7	11.6	21.9	25.8	61.9	76.0	93.0
순이익률	17.1	11.7	11.9	10.5	10.7	9.8	11.1	11.4	12.3	10.9	11.0

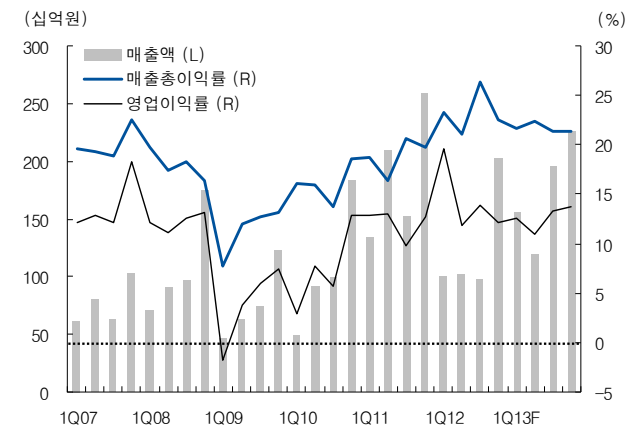
자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

그림 91. 분기별 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

그림 92. 분기별 매출액, 매출총이익률, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

에스에프에이 (056190)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	753	502	697	846
매출원가	610	390	546	664
매출총이익	143	112	151	182
판매비와관리비	48	56	61	70
조정영업이익	95	56	90	112
영업이익	92	70	90	112
비영업손익	4	10	8	7
순금융비용	-4	-8	-9	-11
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	96	80	97	119
계속사업법인세비용	20	18	21	26
계속사업이익	76	62	76	93
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	76	62	76	93
지배주주	76	62	76	93
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	74	60	74	92
지배주주	74	60	74	92
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	101	63	95	119
FCF	86	1	56	81
EBITDA마진율 (%)	13.4	12.5	13.7	14.0
영업이익률 (%)	12.2	13.9	12.9	13.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.0	12.3	10.9	11.0

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	106	26	78	102
당기순이익	76	62	76	93
비현금수익비용가감	44	8	19	26
유형자산감가상각비	6	7	6	7
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-22	9	-1	-4
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-8	4	10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	46	39	-12	-23
재고자산 감소(증가)	-1	0	-1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-9	-34	8	17
법인세납부	-13	-36	-21	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-90	-8	9	11
유형자산처분(취득)	-24	-7	-10	-10
무형자산감소(증가)	-9	-13	-13	-13
장단기금융자산의 감소(증가)	-60	-31	0	0
기타투자활동	3	42	32	34
재무활동으로 인한 현금흐름	-9	-23	-26	-31
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-9	-23	-26	-31
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	7	-6	61	82
기초현금	68	75	69	131
기말현금	75	69	131	213

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	400	382	456	565
현금 및 현금성자산	75	69	131	213
매출채권 및 기타채권	134	97	109	132
재고자산	7	7	8	9
기타유동자산	10	5	5	7
비유동자산	159	144	139	136
관계기업투자등	22	23	23	23
유형자산	107	108	113	116
무형자산	10	22	35	48
자산총계	559	526	595	700
유동부채	194	127	142	172
매입채무 및 기타채무	103	70	78	94
단기금융부채	3	1	1	1
기타유동부채	89	57	63	77
비유동부채	20	17	22	36
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	18	14	18	33
부채총계	214	144	164	209
지배주주지분	345	382	431	492
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	20	20	20	20
이익잉여금	332	372	422	484
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	345	382	431	492

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	14.5	12.3	10.1	8.2
P/CF (x)	13.4	11.2	9.4	7.7
P/B (x)	3.1	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA (x)	8.4	7.9	4.6	3.0
EPS (원)	4,212	3,447	4,232	5,181
CFPS (원)	4,566	3,810	4,545	5,553
BPS (원)	19,596	20,068	22,078	24,752
DPS (원)	1,280	1,500	1,800	2,000
배당성향 (%)	29.9	41.4	40.5	36.7
배당수익률 (%)	2.1	3.5	4.2	4.7
매출액증가율 (%)	19.1	-33.4	39.0	21.4
EBITDA증가율 (%)	42.4	-38.0	52.4	24.3
영업이익증가율 (%)	30.8	-24.2	28.4	24.7
EPS증가율 (%)	34.2	-18.2	22.8	22.4
매출채권 회전율 (회)	4.8	4.4	6.8	7.1
재고자산 회전율 (회)	117.5	71.7	95.0	98.6
매입채무 회전율 (회)	8.0	7.2	12.0	12.4
ROA (%)	14.1	11.4	13.6	14.4
ROE (%)	24.2	17.0	18.7	20.2
ROIC (%)	105.8	52.4	63.1	72.2
부채비율 (%)	62.1	37.6	38.0	42.4
유동비율 (%)	206.1	300.8	321.2	327.7
순차입금/자기자본 (%)	-71.5	-71.3	-77.4	-84.6
영업이익/금융비용 (x)	4,561.0			

실리콘웍스 (108320/매수)

고해상도 패널 확산과 TV 사업으로 재도약

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	40,000
현재주가(12/11/28, 원)	24,800
상승여력(%)	61.3
EPS 성장률(12F, %)	37.2
MKT EPS 성장률(12F, %)	9.6
P/E(12F, x)	8.8
MKT P/E(12F, x)	10.3
KOSDAQ	494.48
시가총액(십억원)	403
발행주식수(백만주)	16
60D 일평균 거래량(천주)	268
60D 일평균 거래대금(십억원)	7
배당수익률(12F, %)	2.4
유동주식비율(%)	72.8
52주 최저가(원)	21,750
52주 최고가(원)	36,550
베타(12M, 일간수익률)	1.01
주가변동성(12M daily, %, SD)	3.1
외국인 보유비중(%)	25.9
주요주주	
코멧네트웍스 외 5인(23.26%)	
TMK(8.22%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-9.7	-0.6	-8.8
상대주가	-10.8	-5.5	-14.2

- 태블릿 PC 고성장 지속, 고해상도 패널 확산으로 COG driver IC 매출 16% 증가 전망
- LG전자 TV용 driver-IC 공급 확대로 미미했던 TV 사업이 내년 전체 매출의 14%까지 증가
- 투자의견 매수, 목표주가 40,000원 유지

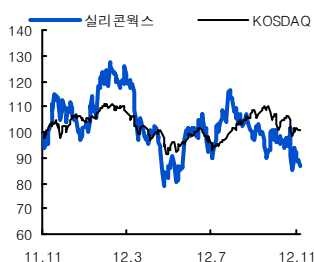
2013 Earnings: 내년 태블릿 PC용 COG driver IC 수요 증가와 TV용 driver-IC 점유율 확대가 예상된다. 연간 매출액은 4,816억원(YoY + 8%), 영업이익 517억원(YoY + 14%)로 사상 최대 실적이 예상된다. **내년 원/달러 환율이 6% 하락할 것으로 가정했기 때문에 달러 기준 매출액은 15% 성장할 전망이다.** 특히 올해 TV용 제품 매출이 120억원에서 내년에는 675억으로 크게 늘어날 것으로 예상된다.

Growth Theme: 1) 내년 태블릿 PC는 올해 대비 64% 성장한 1.8억대(중국 white-box 포함 2.0억대)를 예상된다. 특히 iPad가 8,300만대로 24% 증가하는 반면 Android, MS Windows 8 기반의 태블릿 PC는 9,700만대로 143% 성장할 전망이다. 특히 **고해상도 IPS/FFS 패널이 확대되면서 COG Driver-IC 성장을 견인할 것으로 예상된다.** 2) TV용 부품 매출도 내년에 크게 성장할 전망이다. 올해 TV용 부품 매출은 2% 수준에 그쳤지만 내년에는 14%로 크게 성장할 전망이다.

Catalyst: 최근에 출시된 iPad mini에 공급하지 않으면서 향후 COG driver-IC 매출 감소에 대한 우려가 있다. 현재 사용하고 있는 파운더리(매그나칩, 하이닉스 등)에 추가적인 캐파를 확보하기 어렵기 때문에 수익성 높은 New iPad와 iPad2 제품 중심으로 생산하고 있다. iPad mini의 경우 디스플레이 해상도에 대한 소비자 불만이 높아 Retina Display가 적용될 가능성이 높다고 판단된다. 이럴 경우 동사의 COG driver-IC 공급 가능성이 높다.

Risks: 동사의 전체 매출액 중에서 Apple 매출액 비중이 절반으로 높은 편이다. 특히 iPad의 매출 비중이 40%, Macbook이 10%를 이루고 있다. 최근 애플의 혁신이 둔화되면서 내년 성장성과 수익성이 악화될 우려가 있으며 이는 동사의 실적에도 악영향을 미칠 수 있다.

Valuation: 최근 2대 주주였던 LG디스플레이가 보유 중이던 211만주(13%) 중에서 164만주(10%)를 매각했다. LG디스플레이와 협력 관계 약화 우려로 주가는 크게 하락했지만 이는 과도하다고 판단된다. 여전히 LG계열(코멧네트웍스 17%, LG디스플레이 3%)이 최대 주주이며 LG디스플레이 TV용 driver-IC 물량 증가 등으로 오히려 협력 관계는 강화되고 있다. 현 주가는 내년 P/E 7.5배 수준이고 배당 성향 20%를 유지하고 올해 EPS 성장률 37%를 가정하면 시가 배당률은 2.4%로 매력적이다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	257	38	14.7	41	2,688	39	20	27.5	12.5	2.7	9.7
12/11	301	25	8.4	33	2,047	27	22	15.6	15.2	2.2	12.3
12/12F	446	45	10.2	46	2,808	47	38	19.0	8.8	1.5	4.2
12/13F	482	52	10.7	54	3,302	53	44	19.1	7.5	1.3	2.8
12/14F	548	61	11.2	62	3,834	63	52	19.0	6.5	1.1	1.6

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 실리콘웍스, KDB대우증권 리서치센터

4분기 실적 전망: 매출액 1,007억원 (YoY +30%), 영업이익 100억원(YoY +15%)

연말 재고 조정으로 4분기 실적 감소 예상

4분기 iPad 판매는 2,400만대(QoQ +71%, YoY +56%)에 이를 전망이다. 다만 iPad mini 출시, 연말 재고 조정을 감안하면 COG Driver-IC 매출액은 526억원으로 전기대비 44% 감소할 전망이다. 동사의 New iPad(Retina Display), iPad2 부품 출하량은 각각 350만대, 250만대로 전분기 대비 50% 감소할 전망이다. 반면 TV용 Driver-IC 출하량 증가로 COF Driver-IC 매출액은 268억원으로 전기대비 48% 증가할 전망이다.

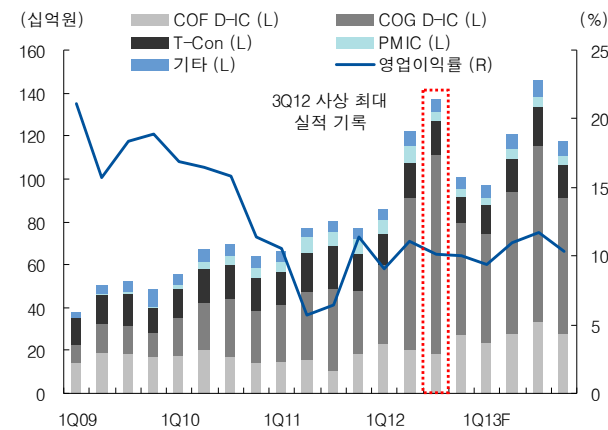
표 23. 실리콘웍스 분기별 영업실적 추이 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F	2014F
매출액	86	122	137	101	98	121	146	117	445	482	548
COF D-IC	23	20	18	27	24	28	33	27	88	112	118
COG D-IC	37	71	93	53	51	66	82	64	254	263	297
T-Con	14	16	16	13	13	16	18	15	59	62	70
PMIC	7	8	4	3	4	4	5	4	22	17	24
기타	5	6	6	6	6	7	8	7	23	28	39
매출 비중	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
COF D-IC	27	17	13	27	24	23	22	23	20	23	22
COG D-IC	43	58	68	52	52	55	57	54	57	55	54
T-Con	17	13	11	13	14	13	12	13	13	13	13
PMIC	8	7	3	3	4	3	3	3	5	4	4
기타	6	5	4	6	6	6	5	6	5	6	7
영업이익	7.8	13.5	13.9	10.0	9.1	13.2	17.1	12.2	45.2	51.7	61.3
영업이익률	9.1	11.1	10.1	10.0	9.4	11.0	11.7	10.4	10.1	10.7	11.2
순이익	9.2	10.7	15.1	10.6	10.0	13.7	17.2	12.7	45.6	53.7	62.4
순이익률	10.8	8.8	11.0	10.5	10.3	11.4	11.8	10.8	10.2	11.2	11.4

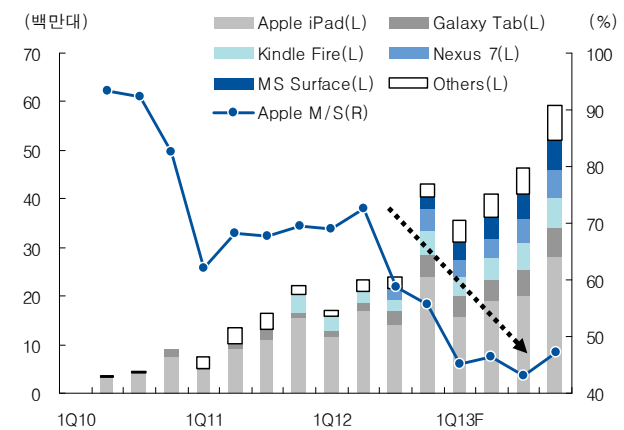
자료: 실리콘웍스, KDB대우증권 리서치센터

그림 93. 분기별 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 실리콘웍스, KDB대우증권 리서치센터

그림 94. 태블릿 PC 출하량, Apple 점유율 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

실리콘웍스 (108320)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	301	446	482	548
매출원가	234	366	390	442
매출총이익	68	79	92	106
판매비와관리비	43	34	40	44
조정영업이익	25	45	52	61
영업이익	25	45	52	61
비영업손익	8	6	8	8
순금융비용	-6	-7	-9	-10
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	33	51	60	69
계속사업법인세비용	0	6	6	7
계속사업이익	33	46	54	62
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	33	46	54	62
지배주주	33	46	54	62
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	33	46	54	62
지배주주	33	46	54	62
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	27	47	53	63
FCF	22	38	44	52
EBITDA마진율 (%)	9.0	10.4	11.0	11.5
영업이익률 (%)	8.4	10.2	10.7	11.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.1	10.3	11.2	11.4

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	31	38	44	53
당기순이익	33	46	54	62
비현금수익비용가감	3	3	-1	0
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-7	-4	-1	-2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	-9	-3	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-7	-6	-6
재고자산 감소(증가)	-12	-9	-6	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4	12	9	9
법인세납부	-1	-2	-6	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	1	-15	8	9
유형자산처분(취득)	-3	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	6	-23	0	0
기타투자활동	-2	9	9	10
재무활동으로 인한 현금흐름	-21	-7	-9	-13
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-11	-1	0	0
배당금의 지급	-10	-6	-9	-13
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	11	16	42	49
기초현금	105	115	131	173
기말현금	115	131	173	222

자료: 실리콘웍스, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	236	292	348	410
현금 및 현금성자산	115	131	173	222
매출채권 및 기타채권	29	38	45	51
재고자산	28	37	43	49
기타유동자산	5	6	7	8
비유동자산	33	32	31	31
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	14	13	12	11
무형자산	3	4	4	4
자산총계	269	324	379	441
유동부채	47	61	71	81
매입채무 및 기타채무	41	54	63	72
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	5	7	8	9
비유동부채	1	3	5	7
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	4	5	7
부채총계	48	64	76	88
지배주주지분	221	260	303	353
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	67	67	67	67
이익잉여금	146	185	230	280
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	221	260	303	353

예상 주당가치 및 Valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	15.2	8.8	7.5	6.5
P/CF (x)	14.4	8.5	7.3	6.3
P/B (x)	2.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	12.3	4.2	2.8	1.6
EPS (원)	2,047	2,808	3,302	3,834
CFPS (원)	2,170	2,914	3,389	3,922
BPS (원)	14,086	16,456	19,132	22,155
DPS (원)	400	600	800	1,000
배당성향 (%)	18.8	20.5	23.3	25.1
배당수익률 (%)	1.3	2.4	3.2	4.0
매출액증가율 (%)	17.2	47.9	8.1	13.8
EBITDA증가율 (%)	-29.6	70.7	14.1	18.1
영업이익증가율 (%)	-32.5	78.0	14.2	18.6
EPS증가율 (%)	-23.9	37.2	17.6	16.1
매출채권 회전율 (회)	10.4	13.5	11.9	11.8
재고자산 회전율 (회)	13.4	13.6	12.0	11.9
매입채무 회전율 (회)	8.7	10.6	9.3	9.2
ROA (%)	13.0	15.4	15.3	15.2
ROE (%)	15.6	19.0	19.1	19.0
ROIC (%)	75.6	113.8	124.0	136.6
부채비율 (%)	21.5	24.8	24.9	25.0
유동비율 (%)	504.8	479.5	489.2	507.3
순차입금/자기자본 (%)	-78.2	-81.1	-83.1	-85.5
영업이익/금융비용 (x)	45,313.4			

미래나노텍 (095500/매수)

예상보다 빠른 터치 패널 출하 증가

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	15,000
현재주가(12/11/28, 원)	12,850
상승여력(%)	16.7
EPS 성장률(12F, %)	136.2
MKT EPS 성장률(12F, %)	9.6
P/E(12F, x)	12.7
MKT P/E(12F, x)	10.3
KOSDAQ	494.48
시가총액(십억원)	299
발행주식수(백만주)	23
60D 일평균 거래량(천주)	469
60D 일평균 거래대금(십억원)	5
배당수익률(12F, %)	0.7
유동주식비율(%)	71.6
52주 최저가(원)	5,000
52주 최고가(원)	14,050
베타(12M, 일간수익률)	1.01
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.8
외국인 보유비중(%)	13.0
주요주주	
김철영 외 17인(26.1%)	
Chang Wah Electromaterials INC.(5.06%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.2	121.6	119.3
상대주가	12.1	116.7	113.9

- 대형 터치 패널 시장은 2014년까지 3.7조원으로 연평균 51% 성장 전망
- 4분기 터치 패널 매출액은 예상치(55억원)를 상회한 100억원 이상 기록할 전망
- 투자의견 매수, 목표주가 15,000원 유지

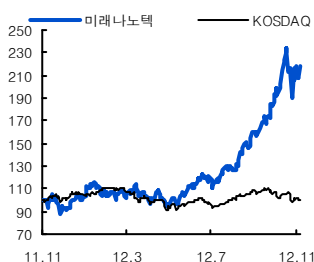
2013 Earnings: 글로벌 TV 수요는 양적 성장이 없는 저성장 국면으로 진입했다. 동사의 핵심 사업인 광학필름도 내년 매출액은 2% 성장하는 그칠 전망이다. 그러나 올해 하반기부터 진입한 터치 패널 매출의 급격한 성장으로 내년 매출액 3,417억원(YoY + 14%), 영업이익 420억원(YoY + 28%)을 예상한다.

Growth Theme: 대형 터치 패널 시장은 2014년까지 3.7조원으로 연평균 51% 성장할 전망이다. Microsoft의 Windows 8 출시로 새로운 형태의 PC들이 부상할 것으로 예상된다. Windows 8의 가장 큰 특징이 1) 기존 인텔 x86 기반 프로세서뿐 아니라 ARM 기반의 프로세서를 지원한다는 점과 2) Windows 95부터 유지해온 인터페이스를 버리고 터치에 적합한 인터페이스(Metro UI)를 채택했다는 점이다. 이로써 기존 스마트폰이나 태블릿 PC에 주로 사용된 터치 패널이 노트북, PC 모니터 등에 확대 적용되면서 All-In-One(AIO) PC와 Hybrid PC가 인기를 얻을 전망이다. **기존 스마트폰에 탑재되는 터치 스크린 패널(TSP)보다 면적이 넓어 수율 확보가 어렵고 저항 증가로 특성도 떨어진다.** 또한 희토류인 ITO의 가격이 높아 대면적화에 있어서 원가 부담이 크다. 이러한 단점을 보완하기 위해 ITO를 대체할 수 있는 기술로 1) 은(Ag)을 미세하게 필름에 입히는 ‘메탈메쉬’ 방식, 2) 그래핀(Graphene), 3) 탄소나노튜브(CNT) 등이 검토되고 있다. 현재 가장 상용화에 가까운 기술이 메탈메쉬 방식으로 판단되며 향후 플렉시블 디스플레이에 그래핀, CNT 등이 사용될 가능성이 높다.

Catalyst: 메탈메쉬 터치 패널은 불투명한 전극 특성 때문에 미세한 선폭으로 패터닝이 필요하다. 현재 20인치 이상(AIO PC)에 적용되는 기술은 6μm 수준에서 패터닝을 하고 있으며 향후 10인치대(노트북, 태블릿 PC)에 적용하기 위해서는 3μm 패터닝 기술이 확보되어야 한다. **노트북, 태블릿 PC용 터치 패널 공급이 가능하게 되면 주가는 추가 상승이 가능할 전망이다.**

Risks: 터치 패널 시장에서 메탈메쉬 방식은 주류 기술이 아니다. 현재는 대형 사이즈에서 ITO 방식에 비해 경쟁 우위가 있을 뿐이다. 여전히 대부분의 터치 패널은 ITO 방식으로 생산되고 있다. ITO 방식의 원가 하락으로 대면적 터치 패널 가격에서도 가격 경쟁력을 확보한다면 메탈메쉬 방식의 채택이 둔화될 수 있다고 판단된다.

Valuation: 최근 주가 상승에도 불구하고 내년 실적 기준 P/E 8.8배로 저평가되어있다.



▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	279	31	11.0	24	1,058	27	-24	15.0	8.6	1.3	8.1
12/11	258	15	5.8	10	428	24	10	6.0	12.7	0.7	5.5
12/12F	300	33	10.9	25	1,012	43	18	13.1	12.7	1.6	6.4
12/13F	342	42	12.3	35	1,463	57	22	16.7	8.8	1.3	4.8
12/14F	377	49	12.9	41	1,691	69	28	16.7	7.6	1.2	3.6

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 미래나노텍, KDB대우증권 리서치센터

4분기 실적 전망: 매출액 780억원(YoY +15%), 영업이익 76억원(YoY +48%)

터치 패널 출하량이 기존 예상치를 상회할 전망

지난 분기 터치 패널 매출이 처음으로 반영되었으며 4분기부터 본격적으로 늘어날 전망이다. 기존 수익 예상에서는 4분기 터치 패널 매출 55억원을 예상했으나 현재 추세는 100억원을 상회할 전망이다. 반면 기존 광학필름 매출액은 연말 재고 조정의 영향으로 전기대비 10% 감소한 656억원을 기록해 4분기 매출액은 780억원(QoQ -6%, YoY +15%), 영업이익 76억원(QoQ -25%, YoY +48%)으로 추산된다.

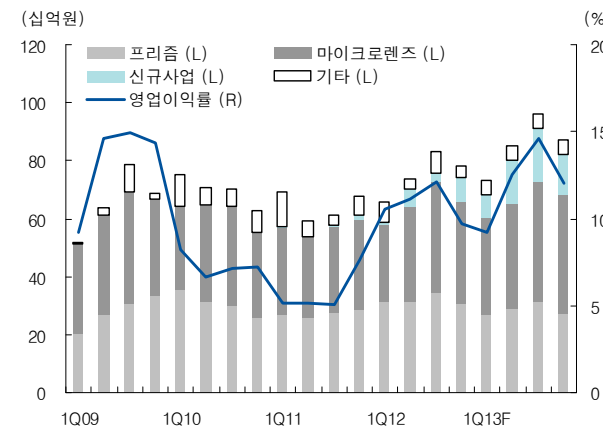
표 24. 미래나노텍 분기별 영업 실적 추이 및 전망 (K-IRFS 별도 기준)

(십억원, %)

구분	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012F	2013F	2014F
평균 환율 (원/달러)	1,131	1,152	1,135	1,090	1,085	1,075	1,050	1,045	1,127	1,064	1,045
출하면적 (Km2)	10,127	11,107	12,655	12,187	11,423	12,529	14,275	13,747	46,076	51,974	56,547
평균 가격 (USD/ m2)	5.0	5.0	5.1	4.9	4.9	4.8	4.9	4.8	5.0	4.8	4.7
매출액	65.6	73.5	78.2	74.4	73.1	85.2	95.9	87.4	291.6	341.7	376.5
광학필름	57.7	64.3	67.4	62.0	60.1	65.2	72.9	68.4	251.5	266.7	276.5
신규사업	1.0	6.1	3.1	8.5	8.0	15.0	18.0	14.0	18.7	55.0	80.0
재귀반사필름	0.5	1.1	1.2	1.0	1.0	2.0	3.0	2.0	3.8	8.0	10.0
터치패널	0.0	0.1	0.5	5.5	5.0	10.0	12.0	10.0	6.1	37.0	60.0
원도필름	0.5	4.9	1.4	2.0	2.0	3.0	3.0	2.0	8.8	10.0	10.0
기타	6.9	3.0	7.6	3.9	5.0	5.0	5.0	5.0	21.4	20.0	20.0
영업이익	6.9	8.2	10.1	7.6	6.7	10.7	14.0	10.5	32.8	42.0	48.7
영업이익률	10.6	11.1	12.9	10.2	9.2	12.6	14.6	12.0	11.2	12.3	12.9
순이익	4.2	6.9	7.0	6.3	5.8	9.0	11.7	8.9	24.5	35.4	40.9
순이익률	6.4	9.4	9.0	8.5	7.9	10.6	12.2	10.1	8.4	10.4	10.9

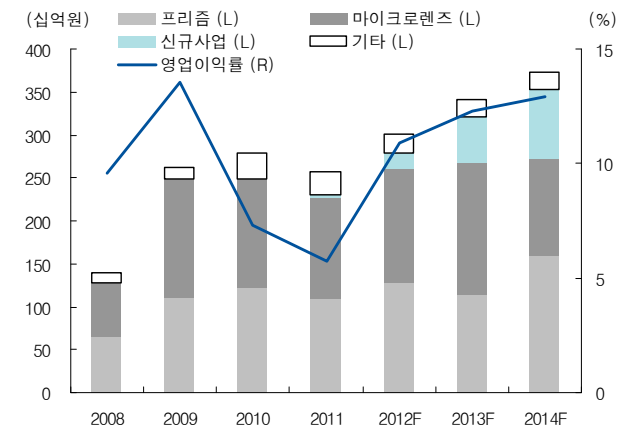
자료: 미래나노텍, KDB대우증권 리서치센터

그림 95. 분기별 영업 실적 추이 및 전망



자료: 미래나노텍, KDB대우증권 리서치센터

그림 96. 연간 영업 실적 추이 및 전망



자료: 미래나노텍, KDB대우증권 리서치센터

미래나노텍 (095500)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	258	300	342	377
매출원가	213	232	262	289
매출총이익	44	69	79	88
판매비와관리비	32	39	37	39
조정영업이익	12	30	42	49
영업이익	15	33	42	49
비영업손익	-1	-2	1	1
순금융비용	2	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	14	31	43	50
계속사업법인세비용	4	6	8	9
계속사업이익	10	25	35	41
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	10	25	35	41
지배주주	10	25	35	41
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	7	22	33	39
지배주주	7	22	33	39
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	24	43	57	69
FCF	10	18	22	28
EBITDA마진율 (%)	9.3	14.5	16.5	18.4
영업이익률 (%)	5.8	10.9	12.3	12.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	8.2	10.4	10.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	142	176	207	234
현금 및 현금성자산	60	75	96	113
매출채권 및 기타채권	50	58	65	71
재고자산	20	23	26	29
기타유동자산	5	6	7	8
비유동자산	129	119	132	144
관계기업투자등	31	10	10	10
유형자산	74	73	78	83
무형자산	6	6	6	5
자산총계	271	295	339	378
유동부채	76	79	82	85
매입채무 및 기타채무	18	21	24	26
단기금융부채	52	52	52	52
기타유동부채	5	6	7	8
비유동부채	20	20	30	30
장기금융부채	18	18	27	27
기타비유동부채	2	2	2	1
부채총계	95	99	112	114
지배주주지분	176	197	228	263
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	85	85	85	85
이익잉여금	91	113	147	185
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	176	197	228	263

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	35	27	42	53
당기순이익	14	25	35	41
비현금수익비용가감	21	24	21	28
유형자산감가상각비	11	13	14	20
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-9	-4	2	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-15	-7	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-7	-11	-7	-7
재고자산 감소(증가)	10	-2	-3	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-2	3	3	2
법인세납부	-1	-7	-8	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	-36	-5	-25	-29
유형자산처분(취득)	-20	-11	-20	-25
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-14	-9	0	0
기타투자활동	-1	16	-5	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	-10	-6	4	-7
장단기금융부채의 증가(감소)	-5	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	-1	-2	-3
기타재무활동	-4	-4	-4	-4
현금의증가	-11	16	21	17
기초현금	71	60	75	96
기말현금	60	75	96	113

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	12.7	12.7	8.8	7.6
P/CF (x)	6.0	8.2	6.2	5.1
P/B (x)	0.7	1.6	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	5.5	6.4	4.8	3.6
EPS (원)	428	1,012	1,463	1,691
CFPS (원)	916	1,575	2,064	2,541
BPS (원)	7,419	8,291	9,588	11,083
DPS (원)	60	90	120	150
배당성향 (%)	13.7	8.4	7.7	8.3
배당수익률 (%)	1.1	0.7	0.9	1.2
매출액증가율 (%)	-7.6	16.7	13.7	10.2
EBITDA증가율 (%)	-10.2	81.6	30.2	22.5
영업이익증가율 (%)	-51.4	120.9	28.1	16.0
EPS증가율 (%)	-59.5	136.2	44.6	15.6
매출채권 회전율 (회)	5.9	5.8	5.8	5.8
재고자산 회전율 (회)	9.4	13.9	13.9	13.8
매입채무 회전율 (회)	13.8	15.3	15.3	15.2
ROA (%)	3.8	8.6	11.2	11.4
ROE (%)	6.0	13.1	16.7	16.7
ROIC (%)	6.5	17.4	23.4	25.1
부채비율 (%)	54.2	50.2	49.0	43.5
유동비율 (%)	187.5	224.4	253.4	275.9
순차입금/자기자본 (%)	2.1	-10.3	-13.9	-18.4
영업이익/금융비용 (x)	4.2	9.7	11.1	11.3

§ Compliance Notice

- 에스에프에이: 자사주 금전신탁 위탁 법인. 삼성SDI, LG디스플레이: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 삼성SDI, LG디스플레이: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자 의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(⊞))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)

