

원익IPS (030530)

반도체 장비주 Big Cycle의 선봉

LCD/반도체 장비

Initiation Report
2013. 10. 1

(Initiate)	매수
목표주가 (원, 12M)	10,000
현재주가(13/09/30, 원)	7,280
상승여력	37%

영업이익(13F, 십억원)	35
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	46
EPS 성장률(13F, %)	103.6
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.8
P/E(13F, x)	33.2
MKT P/E(13F, x)	10.3
KOSDAQ	534.89
시가총액(십억원)	533
발행주식수(백만주)	73
유동주식비율(%)	61.5
외국인 보유비중(%)	4.7
베타(12M, 일간수익률)	0.99
52주 최저가(원)	4,080
52주 최고가(원)	7,840

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.3	33.1	43.3
상대주가	6.6	33.5	43.3



반도체

송중호

02-768-3722
james.song@dwsec.com

장준호

02-768-3241
joonho.jang@dwsec.com

Valuation: 삼성전자 반도체 투자 확대 최대 수혜. 투자조건 매수/목표주가 10,000원

원익IPS에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 10,000원으로 커버리지를 시작한다. 목표주가는 2014년 예상 P/E 12.0배를 적용하였다. 현 Valuation은 2014년 예상 P/E 8.6배로 글로벌 주요 반도체 장비업체들의 2014년 예상 P/E 16배 대비 저평가되었다. 동사의 2014년 예상 영업이익과 EPS는 각각 전년대비 +156%, +287% 급증할 전망이다.

Growth Theme: 2014년 반도체 장비업체 Big Cycle 진입 전망

1) **삼성전자 설비 투자 확대:** 삼성전자는 중국 시안에 신규 3D NAND Fab을 계획하고 있으며, 4Q13부터 본격적인 장비 발주가 예상된다. 비메모리 17라인의 경우 내년 2분기부터 장비 발주가 예상된다. 3Q14에 시안 Fab의 2차 장비 발주를 고려할 때, 2014년 반도체 장비 업체들은 대규모 수주가 4분기 이상 지속되는 <Big Cycle>에 진입할 전망이다.

2) **3D V-NAND 전환 최대 수혜:** 3D NAND 공정 전환에 따라 전통적인 PECVD 장비에 대한 수요가 급증할 전망이다. V-NAND는 24층 구조로 절연막 형성에만 48번의 증착 공정이 필요하기 때문이다. 3D NAND 양산이 순조로울 경우 하반기 이후 시안 Fab의 추가 투자뿐만 아니라, 국내 기존 NAND라인에서도 3D NAND로의 전환 투자가 이어질 전망이다.

3) **내년 초 AMOELD 투자 수혜:** 삼성전자의 AMOLED 투자(A3라인)는 내년 1분기에 시작될 전망이다. 동사는 TFT Backplane, 유기물질 증착, 봉지 등 AMOLED 주요 공정에 모두 장비를 공급할 것으로 예상되는데, 1) Backplane 공정에서는 Dry Etcher 장비, 2) 증착 공정에서는 TV용 Cathode 증착기, 3) 봉지 공정에서는 박막 봉지 장비 등이 주력 장비이다.

Earnings: 4Q13 분기 사상 최대, 2014년 연간 사상 최대 실적 전망

4Q13 **사상 최대 실적 전망:** 삼성전자 중국 시안 Fab의 장비 발주가 본격적으로 시작되었다. 동사는 9/30일 502억원 장비 수주를 공시하였는데, 국내 주요 반도체업체들 중 규모가 가장 크다. 3Q13 연결 기준 예상 실적은 매출액 1,065억원, 영업이익 120억원이며, 4Q13에는 매출액 1,420억원, 영업이익 224억원으로 분기 사상 최대 실적 달성을 달성할 전망이다.

2014년 **사상 최대 실적 전망:** 2013년 연결 기준 실적은 매출액 3,881억원(+11% YoY), 영업이익 353억원(+33% YoY, 영업이익률 9.1%)으로 예상된다. 삼성전자의 본격적인 반도체 투자 확대에 힘입어, 2014년 실적은 매출액 5,417억원(+40% YoY), 영업이익 903억원(+156% YoY, 영업이익률 16.7%)로 급성장할 전망이다. 연간 사상 최대 실적이다.

주요 자회사(지분 47%)인 원익머트리얼즈(104830) 역시 전방산업 수요 증가와 제 2공장 Capa 증설 등에 따라 실적 성장이 지속될 전망이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	241	340	349	388	542	623
영업이익(십억원)	35	29	27	35	90	109
영업이익률 (%)	14.3	8.5	7.6	9.1	16.7	17.5
순이익(십억원)	26	18	8	16	62	76
EPS (원)	761	258	108	219	849	1,034
ROE (%)	18.7	8.1	3.0	5.8	19.7	19.6
P/E (배)	11.4	37.3	43.3	33.2	8.6	7.0
P/B (배)	3.1	2.7	1.3	1.9	1.6	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 원익IPS, KDB대우증권 리서치센터

Valuation 및 투자 포인트

삼성전자 반도체 투자 확대로 Big Cycle 진입! 투자의견 매수, 목표주가 10,000원

목표주가 10,000원으로
커버리지 개시

원익IPS에 대한 투자의견 매수를 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2014년 P/E 12.0배를 적용하여 10,000원으로 제시한다. 동사의 2014년 예상 P/E는 8.6배 수준으로 국내외 주요 장비업체들의 2014년 예상 P/E 16배와 비교할 때 저평가된 것으로 판단한다. 2014년 예상 영업이익은 903억원, EPS는 848원으로, +156%, +287% 급증할 전망이다.

동사에 대한 투자 포인트는 크게 세 가지이다.

삼성전자 설비투자 확대
→ 반도체 장비 Big Cycle

1) 2014년 삼성전자의 반도체 설비 투자 확대의 최대 수혜주이다. 삼성전자는 중국 시안에 신규 3D NAND Fab을 계획하고 있으며, 4Q13부터 본격적인 장비 발주가 예상된다. 또한 비메모리 17라인의 경우 내년 2분기에 장비 발주가 예상된다. 또한 3Q14에 시안 Fab의 2차 장비 발주를 고려할 때, 2014년 반도체 장비업체들은 대규모 수주가 4분기 이상 지속되는 <Big Cycle>에 진입할 전망이다.

3D NAND 공정에서
PECVD 장비 수요 급증

2) 특히 삼성전자의 3D V-NAND 전환에서는 기존 NAND 공정 대비 전통적인 PECVD 장비의 수요가 급증할 전망이다. 3D NAND 관련 장비업체들의 수주 예상을 종합한 결과, 동사의 PECVD 장비에 대한 수주 규모가 가장 클 것으로 예상된다. V-NAND는 24층 구조로 절연막 형성에만 48번의 증착 공정이 필요하기 때문이다. 시안 Fab에서의 양산이 순조로울 경우 하반기 이후 시안 Fab의 2차 투자뿐만 아니라, 국내 기존 NAND라인에서도 3D NAND로의 전환 투자가 이어질 전망이다.

AMOLED 투자 확대에 수혜

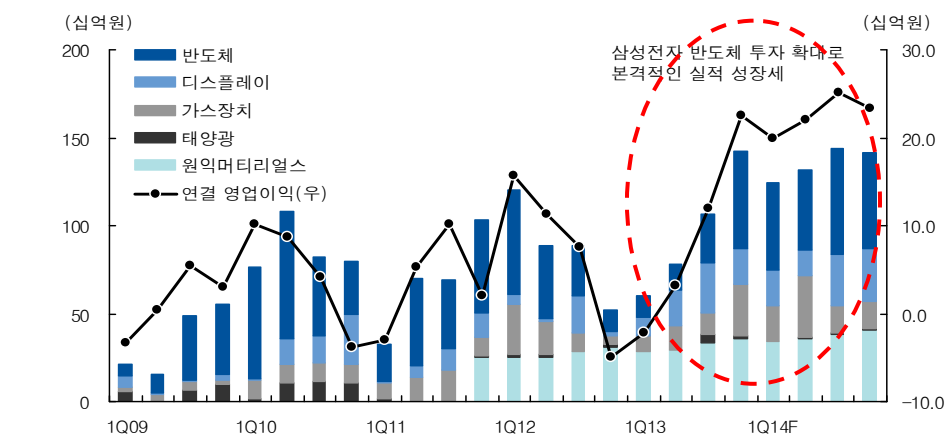
3) 올해 계속해서 지연되었던 삼성전자의 A3 라인 AMOLED 투자가 내년 상반기에 예상된다. 특히 동사는 TFT Backplane, 유기물질 증착, 봉지 등 AMOLED 주요 공정에 모두 장비를 공급할 것으로 예상되는데, 1) Backplane 공정에서는 Dry Etcher 장비, 2) 증착 공정에서는 TV용 Cathode 증착기, 3) 봉지 공정에서는 박막 봉지 장비 등이 주력 장비이다.

이에 따라 2013년 하반기 이후 원익IPS의 본격적인 실적 성장세가 예상된다.

2014년 이후 사상 최대
실적 지속 예상

2014년 연결 기준 실적은 매출액 5,417억원(+40% YoY), 영업이익 903억원(+156% YoY, 영업이익률 16.7%)으로 급증할 전망이다. 연간 사상 최대 실적 전망이다. 기존 라인의 3D NAND 전환에 따라 2015년에도 실적 성장세는 지속될 가능성이 높다. 2015년 실적은 매출액 6,230억원(+15% YoY), 영업이익 1,092억원(+21% YoY, 영업이익률 17.5%)으로 연간 사상 최대 실적을 지속할 전망이다.

그림 1. 원익IPS - 삼성전자 반도체 설비 투자 확대의 최대 수혜주



자료: KDB대우증권 리서치센터

글로벌 동종 업체 주가 및 Valuation 비교

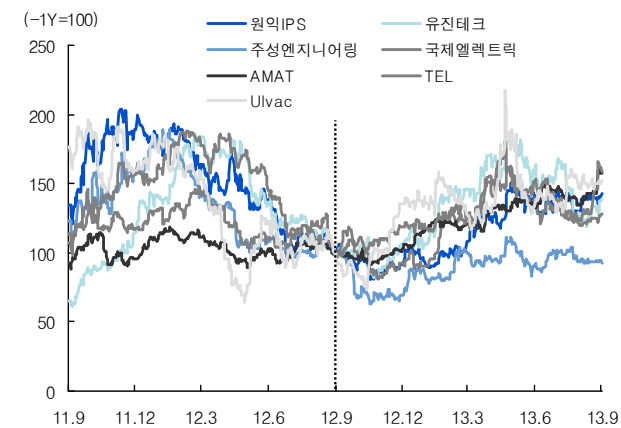
표 1. 글로벌 동종 업체 Valuation 테이블

(십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F
원익IPS	533	388	542	35	90	16	62	5.8	19.7	33.2	8.6	1.9	1.6	12.8	5.5
유진테크	361	142	184	39	49	44	54	30.4	28.2	8.2	6.7	2.2	1.7	6.5	4.9
주성엔지니어링	250	175	224	-1	22	-19	7	-15.7	5.7	-	38.2	2.4	2.2	68.6	13.8
국제엘렉트릭	144	156	178	19	19	16	17	15.2	16.0	9.2	8.5	-	-	-	-
테스	89	65	-	4	-	3	-	5.7	-	26.3	-	1.4	-	12.0	-
AMAT	22,721	8,076	9,958	919	1,935	427	1,433	5.9	16.9	30.1	15.9	3.0	2.8	14.8	10.0
TEL	10,425	6,178	7,029	237	671	183	457	2.5	6.9	55.9	22.6	1.6	1.5	14.0	7.8
Ulvac	486	1,956	2,020	94	109	47	65	6.6	9.0	10.7	7.7	0.9	0.8	7.5	7.1
Lam Research	8,955	4,900	5,212	806	948	645	723	12.1	12.3	13.3	11.4	1.6	1.5	7.4	6.6
평균								7.6	14.3	23.4	15.0	1.9	1.7	17.9	8.0

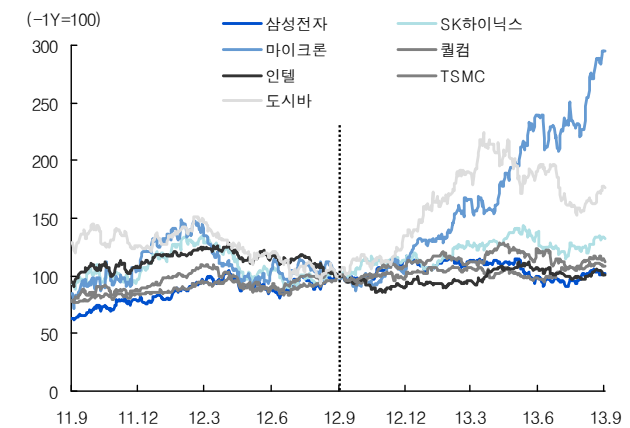
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 동종 업체 상대 주가 추이



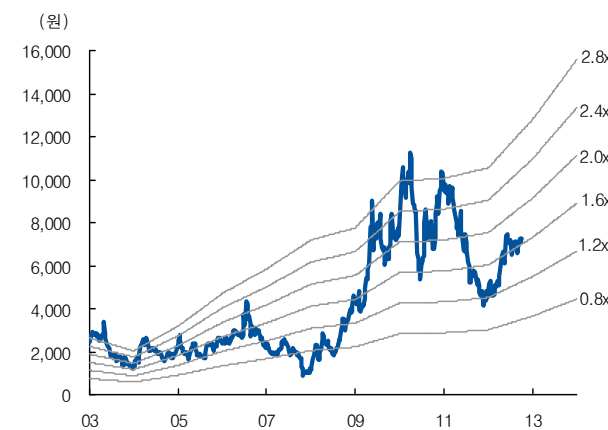
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 반도체 업체 상대 주가 추이



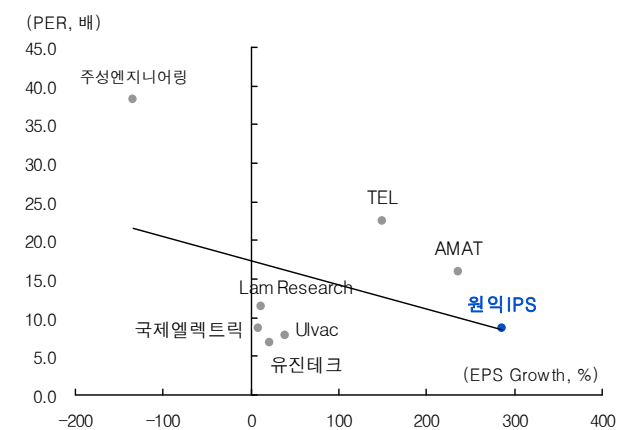
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 원익IPS P/B Band 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 동종 업체 P/E-EPS growth 비교 (14F)



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

삼성전자 3D NAND 투자 최대 수혜

하반기 이후 삼성전자 반도체 투자 확대 전망

중국 시안 V-NAND 등 3D 반도체 투자 확대

삼성전자는 올해 전체 투자 계획 24조원 중 약 13조원을 반도체에 투자할 계획이다. 13조원 중 메모리가 약 70%인 9조원, 비메모리 투자가 4조원 규모이다. 올 하반기 반도체 투자가 확대되어야 하는 가장 큰 이유는 메모리, 비메모리 모두 기존 2D 설계의 생산성 개선에 한계가 있기 때문이다. 이에 따라 삼성전자는 신규 라인으로 1) 중국 시안(Xian)에 3D V-NAND 라인(내년 1분기 양산 계획)과 2) 비메모리 17라인(14nm FinFET, 내년도 하반기 양산 계획)을 계획하고 있다.

V-NAND 1차적으로 4만장/월 Capa 투자 예상

삼성전자의 2014년 설비투자는 28조원에 달하고, 이중 반도체 투자는 16조원으로 예상된다.

1) 중국 시안의 3D V-NAND 라인의 Capa는 총 10만장/월 규모로 예상되며, 중장기적으로는 월 15만장 규모로 확대될 전망이다. 월 4만장 Capa의 1차 투자는 올해 10월부터 시작되고, 내년도 3분기 경에 월 4만장 수준의 추가 증설이 뒤따를 전망이다.

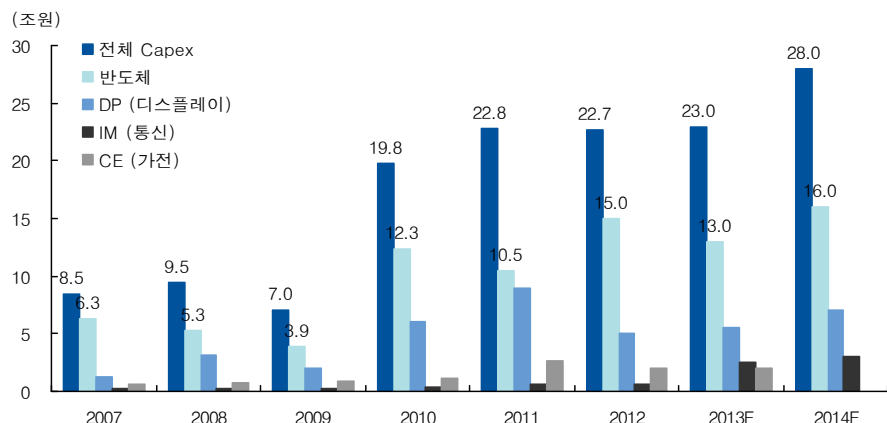
2) 올 하반기 비메모리 투자의 경우 신규 S3라인 투자 계획(16라인 확대)은 취소되었고, S1라인의 일부 확대와 오스틴 라인 장비 업그레이드에 국한될 전망이다. 14나노 3차원(FinFET) 공정의 신규 17라인 투자는 올 하반기에 건설이 시작되어, 내년 2분기부터 장비 발주가 시작될 전망이다.

그림 6. 삼성전자 시안 등 중국 서부 지역에 진출한 주요 기업 현황



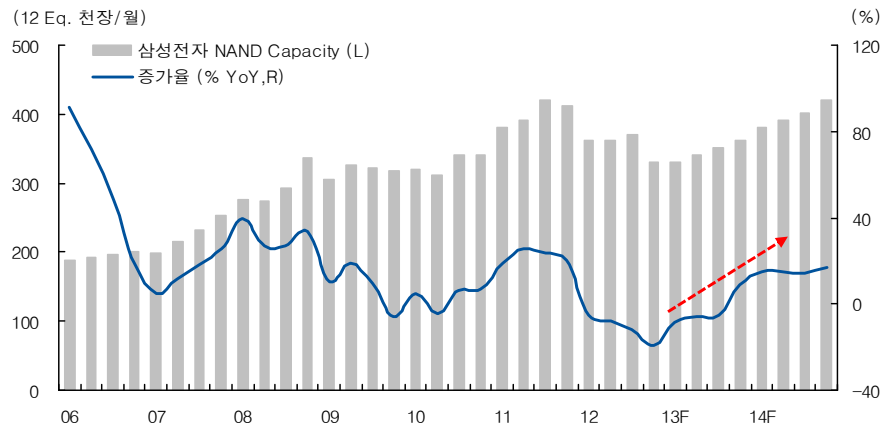
자료: 조선일보

그림 7. 삼성전자의 설비 투자(Capex) 추이와 전망



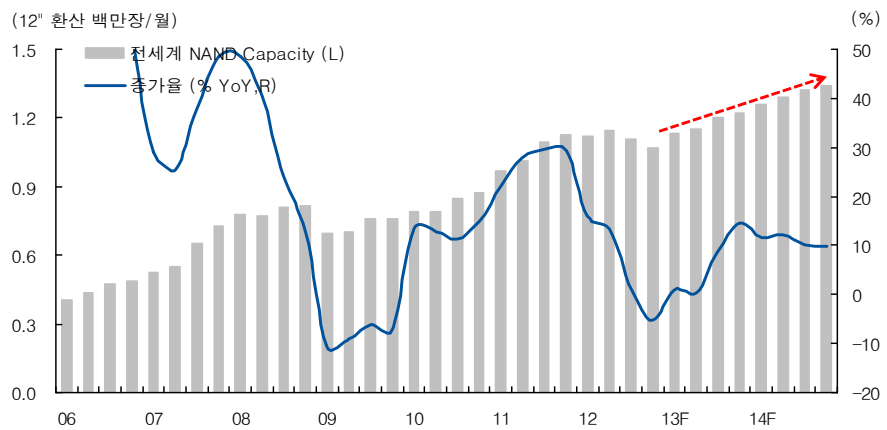
자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 8. 삼성전자 NAND Capa 추이와 전망



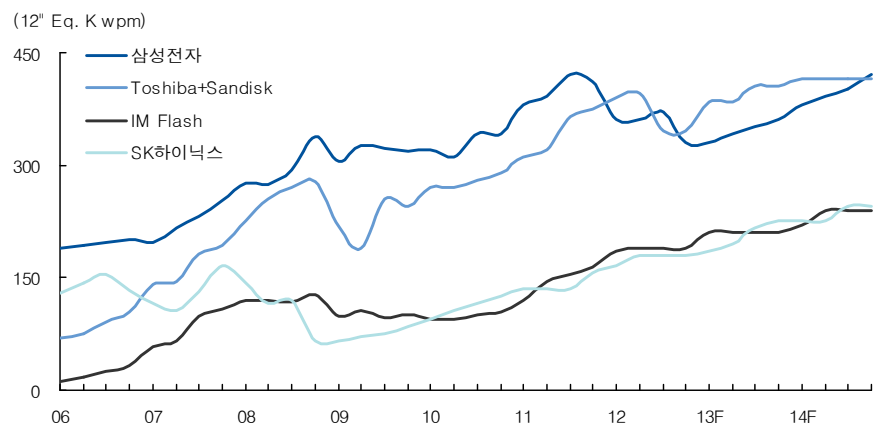
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 9. 글로벌 NAND Capa 추이와 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 10. 주요 NAND 업체별 Capa 추이와 전망



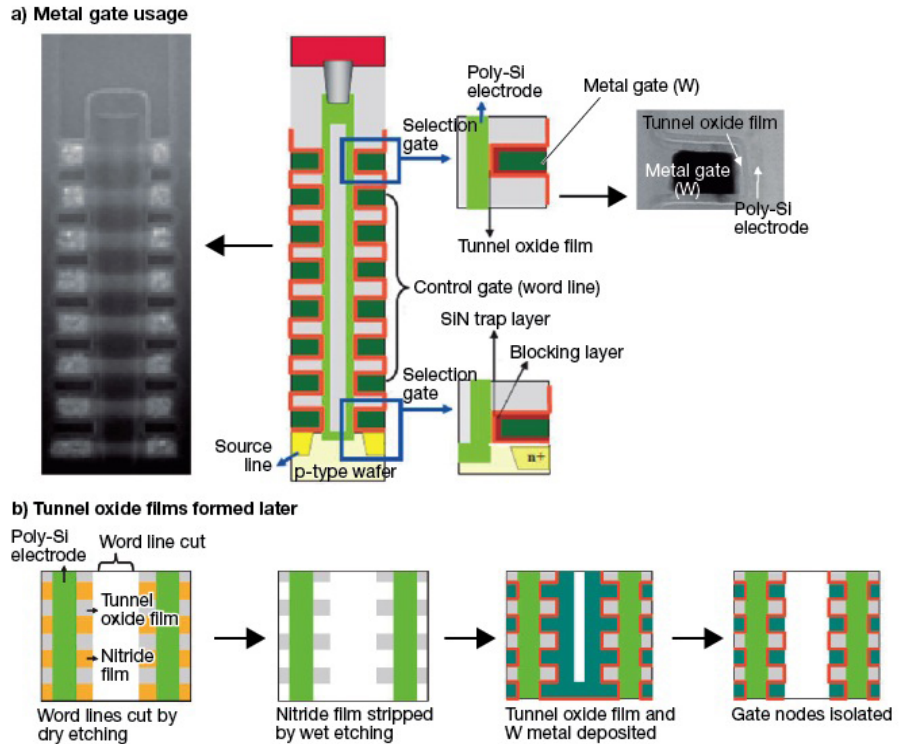
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

원익IPS: 삼성전자 3D V-NAND 투자의 최대 수혜

3D V-NAND 주요 공정

삼성전자의 3D V-NAND는 크게 세 가지 공정을 거쳐 형성된다. 1) Poly-Si 위에 다층의 절연막, 즉 ONO(Oxide-Nitride-Oxide)를 증착한다. 2) 질화막(Nitride)을 식각(Etching) 공정을 통해 선택적으로 제거한다. 3) Gate(Transistor) 물질을 증착한다. 특히 삼성전자의 V-NAND는 Gate 물질을 나중에 증착하는 Gate Last 방식이다. 도시바의 3D NAND(p-BiCs)는 Gate First 방식이다.

그림 11. 3D V-NAND 주요 공정 : 1) 다층 절연막 증착 → 2) 질화막 식각 → 3) Gate 증착



자료: Nikkei Electronics

PECVD 장비 수요 증가

1) 3D-NAND 공정의 첫 단계인 다층의 절연막을 증착하는 과정에서 특히 원익IPS(030530)등이 생산하는 전통적인 PE-CVD의 수요가 크게 증가할 전망이다. 삼성전자가 이번에 양산 계획하고 있는 V-NAND는 24층 구조로 절연막 형성에만 48번의 증착 공정이 필요하기 때문이다.

Etch Back, ACL PECVD, ALD 등의 수요 예상

2) 절연막을 증착한 이후, Oxide-Nitride-Oxide 구조에서 질화막(Nitride) 만을 없애는 식각 공정이 진행된다. 이 과정에서는 특히 피에스케이(031980)가 생산하는 Dry Stripper(Asher)나 Etch Back 장비, 테스(095610) 등이 생산하는 ACL PECVD 등의 장비가 많이 쓰일 전망이다.

3) 마지막으로 TANOS와 같은 Transistor 물질을 증착하는 과정에서는 특히 국제엘렉트릭(053740) 등이 생산하는 ALD, Diffusion 등의 장비 수요 증가가 예상된다. 그 외에도 유진테크(084370)가 생산하는 Plasma 장비 등의 수요도 예상된다.

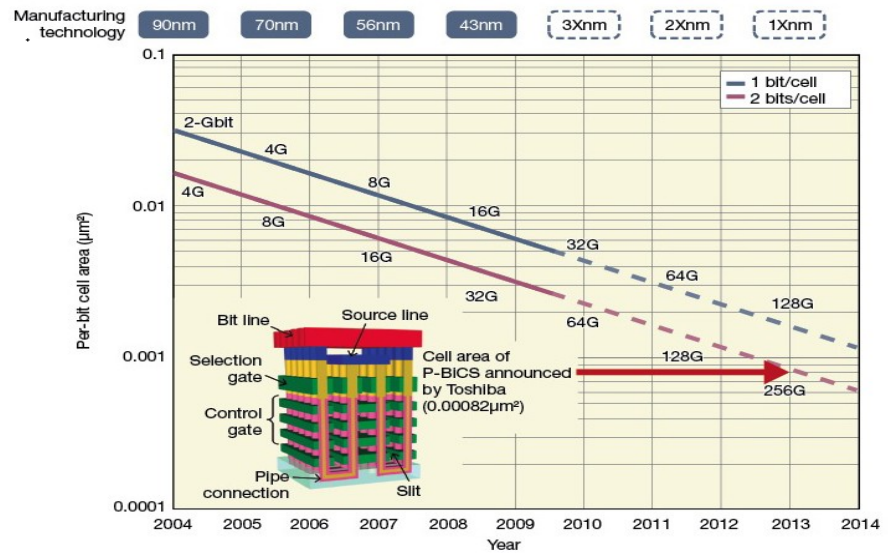
표 2. 삼성전자 V-NAND 투자에 따른 국내 주요 장비업체별 수혜 예상

(십억원)

회사	Code	시가총액	업체별 주요 장비 수요	V-NAND 월 4만장 투자 시 예상 수주액(4Q13~1Q14)
원익IPS	030530	533.0	PECVD	120
유진테크	084370	387.1	Plasma	30~40
국제엘렉트릭	053740	144.3	ALD, LPCVD(Batch), Diffusion	50~60
피에스케이	031980	154.9	Dry Stripper	30~40
테스	095610	88.7	ACL PECVD	40~50

자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 12. NAND 공정 전환 추이와 3D-NAND 도입 계획



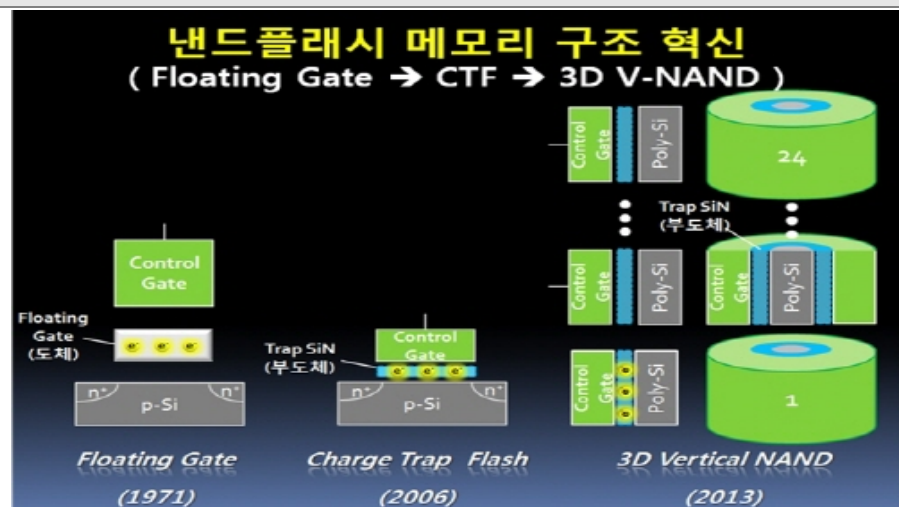
자료: Nikkei Electronics

그림 13. 주요 NAND 업체별 3D NAND 개념

	p-BiCS (Toshiba)	TCAT (Samsung)	3D FG (Hynix)	Micron
Structure	 Tanaka, H, VLSIT 2007	 J. Jang, VLSIT 2009	 S. Whang, IEDM 2010	 G. Hawk, FMS 2011
Key Features	- P+ SONOS Cell	- TANOS Cell	- Floating Gate	?
Key Issue	- Large Cell Size - Reliability	- Large Cell Size - SL Resistance	- Process of bit separation - Disturbance	?

자료: IMW 2011

그림 14. 삼성전자의 3D V-NAND 개념도



자료: 삼성전자

그림 15. 원익IPS의 PE-CVD

MAHA hp



MAHA hp II



MAHA SP



자료: 원익IPS

그림 16. 국제엘렉트릭의 ALD



자료: 국제엘렉트릭

그림 17. 피에스케이의 Dry Stripper



자료: 피에스케이

실적 전망

2014년 실적 성장의 <Big Cycle>이 다가온다!

3Q13 이후 본격적인 실적 성장세에 진입

원익IPS의 3Q13 연결 기준 실적은 매출액 1,065억원(+34% QoQ, +21% YoY), 영업이익 120억원(+284% QoQ, +57% YoY, 영업이익률 11.2%)로 급성장할 전망이다. 삼성전자 중국 시안 투자 관련 수주는 4분기부터 시작될 것으로 예상된다. 이에 따라 4Q13 실적은 특히 반도체 매출 급증에 힘입어 사상 최대 실적이 될 전망이다. 4Q13 실적은 매출액 1,420억원(+33% QoQ, +175% YoY), 영업이익 224억원(+88% QoQ, YoY 흑전, 영업이익률 15.8%)으로 예상된다.

2014년 실적 급성장 전망

원익IPS의 2014년 연결 기준 실적은 매출액 5,417억원(+40% YoY), 영업이익 903억원(+156% YoY, 영업이익률 16.7%)으로 급성장할 전망이다. 2014년 삼성전자의 반도체 투자 확대(중국 시안 3D NAND + 비메모리 17라인)와 AMOLED 투자 확대 등이 성장의 기회 요인이다. 특히 삼성전자의 3D NAND 전환에 따라 동사의 PECVD 장비 수요의 급증이 예상된다. 이에 따라 4Q13에 시작된 동사의 수주 사이클은 3Q14 이후로 4분기 이상 지속되는 <Big Cycle>이 될 전망이다.

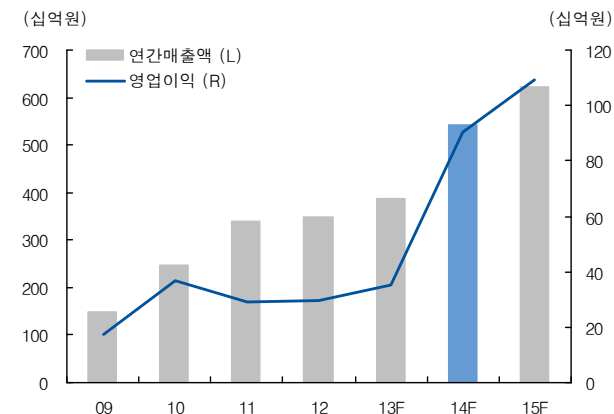
표 3. 원익IPS 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	60.3	79.3	106.5	142.0	124.5	131.5	144.1	141.6	348.7	388.1	541.7	623.0
% QoQ	16.8	31.5	34.4	33.3	-12.3	5.6	9.6	-1.7				
% YoY	-49.8	-10.8	20.5	175.0	106.5	65.9	35.3	-0.3	2.5	11.3	39.6	15.0
반도체	12	15	28	55	50	45	60	55	140	110	210	230
디스플레이	11	20	28	20	20	15	30	30	31	79	95	130
가스장치	9	14	13	30	20	35	15	15	63	65	85	90
원익머트리얼즈	29	30	33	36	34	36	39	41	110	127	149	171
매출총이익	17.2	23.3	32.0	45.4	39.8	42.1	46.1	45.3	110	118	173	196
판관비	19.4	20.2	20.0	23.0	20.0	20.0	21.0	22.0	83	83	83	87
영업이익	-2.2	3.1	12.0	22.4	19.8	22.1	25.1	23.3	26.5	35.3	90.3	109.2
% QoQ	적지	흑전	284.2	87.8	-11.6	11.3	13.7	-7.2				
% YoY	적전	-72.4	56.8	흑전	흑전	610.0	110.1	3.9	-8.8	33.4	155.9	20.9
순이익	-2.5	-0.9	7.5	16.0	16.1	13.1	15.4	17.3	7.9	16.1	62.2	75.7
% QoQ	적지	적지	흑전	112.7	-18.4	17.8	12.4	-5.0				
% YoY	적전	적전	23.4	흑전	흑전	흑전	129.9	2.6	-27.1	-2.4	209.0	167.5
매출총이익률	28.5	29.4	30.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	31.5	30.4	32.0	31.5
영업이익률	-3.6	3.9	11.2	15.8	15.9	16.8	17.4	16.5	7.6	9.1	16.7	17.5
순이익률	-4.1	-1.2	7.1	11.3	12.9	9.9	10.7	12.2	2.3	4.1	11.5	12.1

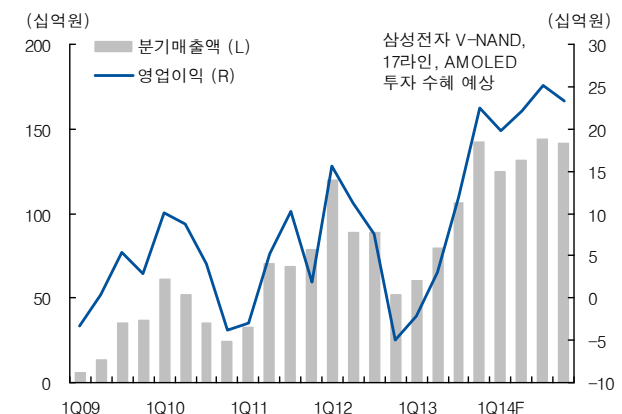
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 18. 원익IPS의 연간 실적: 2014년 한 단계 레벨업될 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 19. 원익IPS의 분기 실적: 3Q13 이후 성장 추세 예상



실적 성장의 기회 요인: 1) 3D V-NAND + 2) 비메모리 17라인 + 3) AMOELD 투자

2014년 반도체 장비 매출
2,000억원 규모 예상

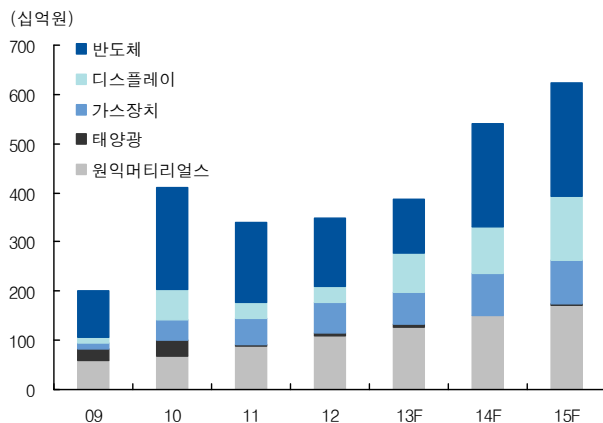
2014년 원익IPS의 실적 성장의 가장 큰 요인은 삼성전자의 반도체 투자 확대에 있다. 삼성전자의 중국 시안 V-NAND 공장은 월 10만장 Capa로 예상되는데, 올해 말에 1차 장비 발주(월 4만장), 내년 3분기 경 2차 발주가 예상된다. 비메모리 17라인에 대한 장비 발주는 내년 2분기 이후 예상된다.

또한 기존 NAND 라인들의 3D-NAND로의 공정 전환은 또 다른 기회 요인이 될 것이다. 3D NAND 투자는 시안 Fab을 중심으로 이루어지겠지만, 이후 안정적인 양산이 이루어질 경우 기존 NAND 라인에서도 3D-NAND 공정 전환이 예상되기 때문이다. 이에 따라 원익IPS의 반도체 장비 매출은 2013년 1,100억원에서 2014년에는 2,100억원(+ 90% YoY)으로 급증할 전망이다.

2014년 디스플레이 장비
매출은 약 1,000억원 예상

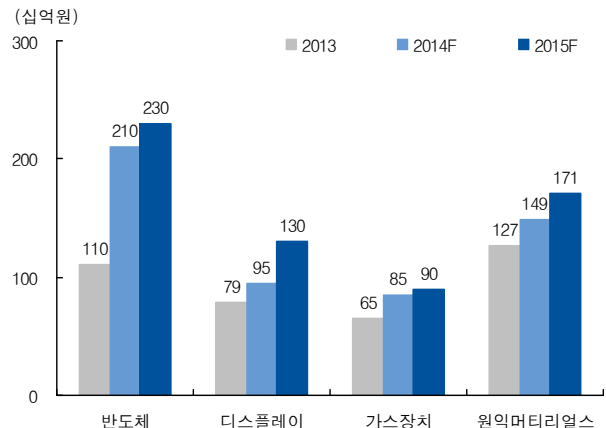
현재 지연되고 있는 삼성전자의 A3라인(6세대) AMOLED 투자는 2014년 상반기 중에 시작될 가능성이 높다고 판단된다. 특히 A3라인에 대한 투자에 있어서 AMOLED TV에 대한 투자가 이루어질 것인가가 중요한 변수가 될 것이다. 2014년 Dry Etcher, Cathode 증착기 등 원익IPS의 디스플레이 장비 매출은 950억원(+ 21% YoY)으로 성장을 지속할 전망이다.

그림 20. 부문별 매출: 향후 반도체 장비 매출 성장세에 주목



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 2013 ~ 2015년 주요 부문 매출 성장세 지속될 전망



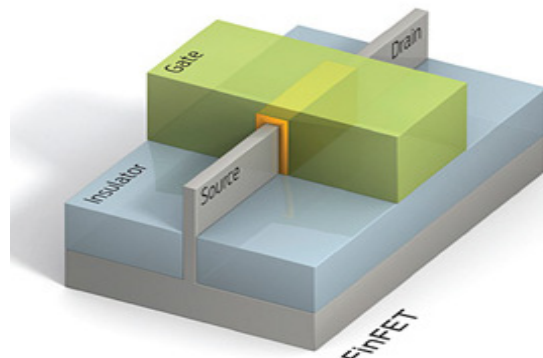
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 삼성전자 17라인 부지



자료: 업계자료

그림 23. 14나노 FinFET



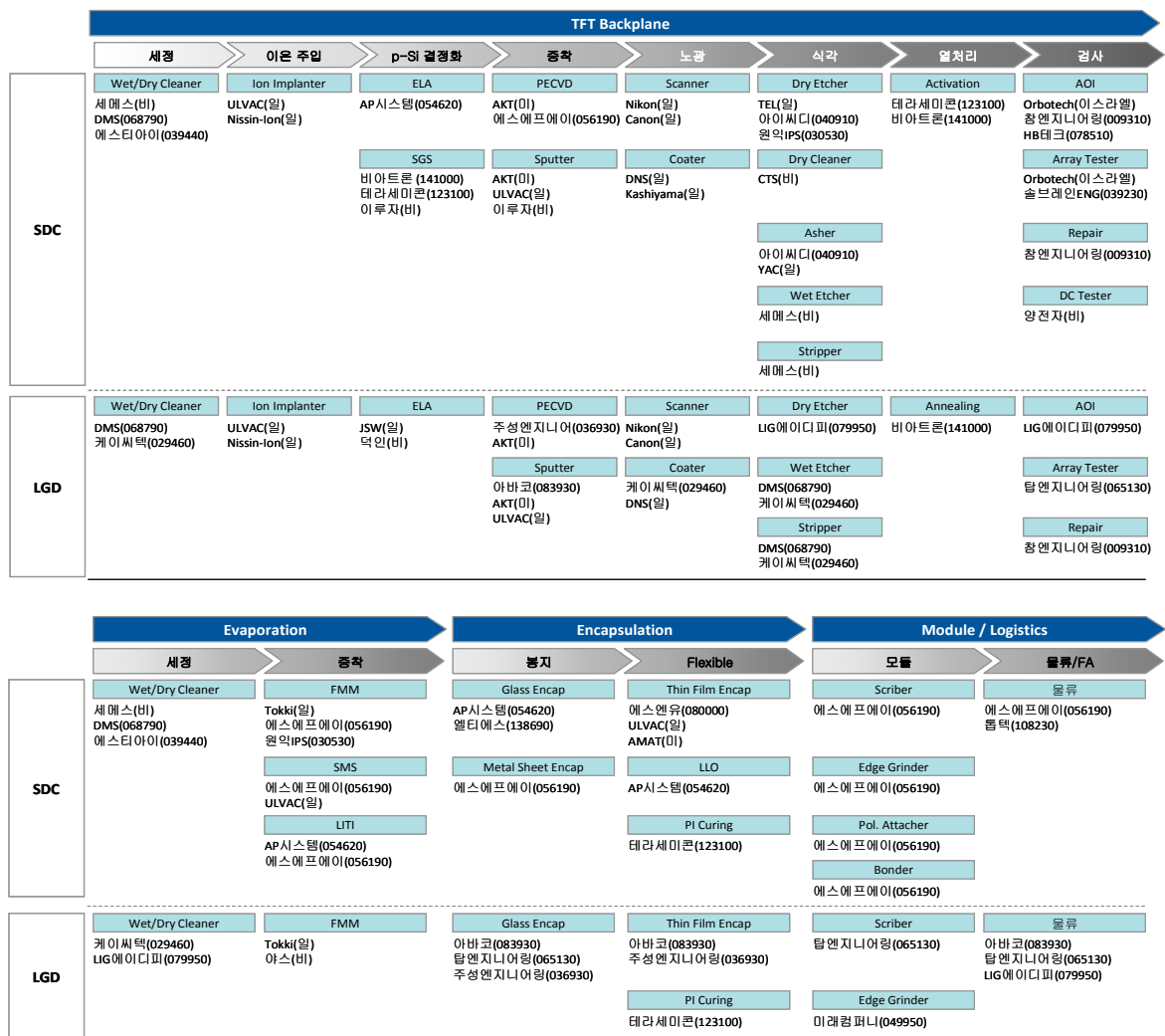
자료: 업계자료

표 4. 삼성디스플레이 OLED 생산능력 추정

		2012				2013F				2014F				2015F			
('000 sheets/month)		Type															
A1	(4G, 730 x 920)	Half				53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
A2	(5.5G, 1300 x 1500)	Quarter				56	72	72	72	80	91	97	106	124	133	142	151
	Phase 1	(32K/month)				32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
	Phase 2 (incl. flexible)	(32K/month)				24	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
	Phase 3 (incl. flexible)	(24K/month)					8	8	8	16	24	24	24	24	24	24	24
	Phase 4	(27K/month)									3	9	18	27	27	27	27
	Phase 5	(18K/month)												18	18	18	18
	Phase 6	(18K/month)												9	18	18	18
A3	(6G, 1500 x 1800)	Half												8	16	24	32
	Phase 1	(32K/month)												8	16	24	24
	Phase 2	(32K/month)													8	16	24
V1	(8G, 2200 x 2500)	6th					3	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
V2	(8G, 2200 x 2500)	Half												4		8	16
	Phase 1	(24K/month)												4		8	16
	Phase 2	(24K/month)														8	16

자료: DisplaySearch, KDB 대우증권 리서치센터

그림 24. OLED 장비 Supply Chain



자료: KDB대우증권 리서치센터

[주요 자회사] 원익머트리얼즈 실적도 성장세 지속될 전망

원익IPS 지분 47% 보유 특수 가스업체

원익머트리얼즈는 원익IPS가 지분 47%를 보유하고 있는 고순도 특수 가스 제조업체이다. 증착/확산, 세정/에칭, 불순물 주입 등 100여종의 제품 라인업을 갖추고 있으며, 주요 수요처 비중(2012년 기준)은 반도체 78%, 디스플레이 27%이다. 주요 고객은 삼성전자, SK하이닉스, 삼성디스플레이 등으로 다변화되어 있으며, 특히 2014년 삼성전자의 반도체 Capa 확대에 따른 수혜가 예상된다.

NH3, N2O 등 제품, GeH4, Si2H6 등 상품 생산

생산 품목은 크게 제품과 상품으로 구분되는데, 주요 제품(매출 비중 41%)으로는 1) 반도체/LCD 절연막 증착에 사용되는 NH3, 2) 산화막 증착에 사용되는 N2O, 3) 반도체 열처리 공정에 사용되는 NO 등이 있으며, 주요 상품(매출 비중 58%)으로는 1) 실리콘 게르마늄 막 형성을 위한 GeH4(매출 비중 27%), 2) 반도체 확산/CVD 공정에 사용되는 Si2H6(매출 비중 19%) 등이 있다.

세종시 전의 2공장 증설로 Capa 확대

수익성 측면에서는 상품보다는 제품이 높고, 제품 중에서도 정제보다는 합성 제품이 높다. 동사는 최근 오창 1공장(20,837m²)에 이어 세종시 전의에 42,610m²(12,753평)의 2공장을 증설하였다. 2공장에서는 특히 GeH4 Mix(연간 25t), N2O(연간 1,500t), NO(연간 5,000t) 등의 합성 제품의 생산을 확대할 계획이다. 2공장이 풀 가동될 경우 생산 Capa는 매출액 2,000억원 규모로 추정된다.

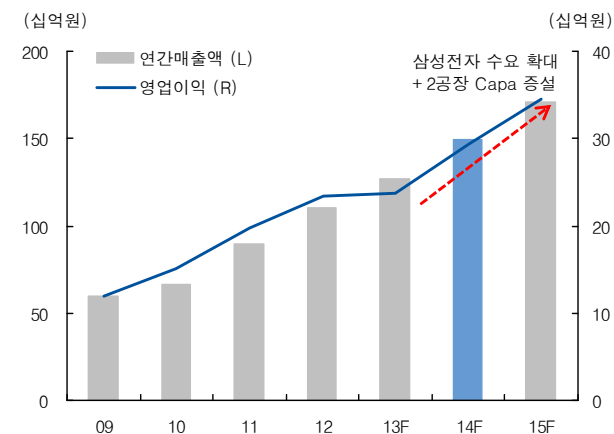
표 5. 원익머트리얼즈 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	28.8	29.5	33.0	36.0	34.0	36.0	38.6	40.6	110.1	127.3	149.2	171.0
% QoQ	-8.0	2.7	11.8	9.1	-5.6	5.9	7.2	5.2				
% YoY	15.0	16.1	16.1	15.2	18.3	21.9	17.0	12.8	22.3	15.6	17.2	14.6
반도체	20.5	20.5	23.0	26.0	24.5	26.0	28.0	30.0	85.7	90.0	108.5	122.0
Display (AMOLED)	7.0	7.5	8.0	8.0	8.0	8.2	8.4	8.4	30.1	30.5	33.0	38.0
LED	0.8	1.0	1.0	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2	3	3.9	4.6	5.0
기타	0.5	0.5	1.0	0.9	0.5	0.6	1.0	1.0	3.2	2.9	3.1	6.0
매출총이익	8.1	8.6	10.2	11.2	9.9	10.8	12.0	12.6	34.3	38.1	45.2	51.3
판관비	3.4	3.4	3.6	4.0	3.6	4.0	4.0	4.2	10.8	14.4	15.8	16.8
영업이익	4.7	5.6	6.6	7.2	6.3	6.8	8.0	8.4	23.5	23.7	29.4	34.5
% QoQ	-25.7	19.2	17.6	8.0	-12.6	8.6	17.1	5.3				
% YoY	-19.7	14.2	5.6	12.4	32.3	20.6	20.2	17.1	18.9	0.9	24.2	17.3
순이익	3.5	4.5	5.5	5.9	5.2	5.6	6.5	6.8	19.9	19.4	24.2	28.1
% QoQ	-35.1	29.0	20.9	7.4	-11.7	8.0	16.0	5.0				
% YoY	-30.0	4.8	6.2	8.8	47.9	23.8	18.7	16.0	26.8	-2.5	24.4	16.2
매출총이익률	28.2	29.0	31.0	31.0	29.0	30.0	31.0	31.0	31.1	29.9	30.3	30.0
영업이익률	16.5	19.1	20.1	19.9	18.4	18.9	20.6	20.7	21.3	18.6	19.7	20.2
순이익률	12.2	15.4	16.6	16.4	15.3	15.6	16.9	16.9	18.1	15.3	16.2	16.4

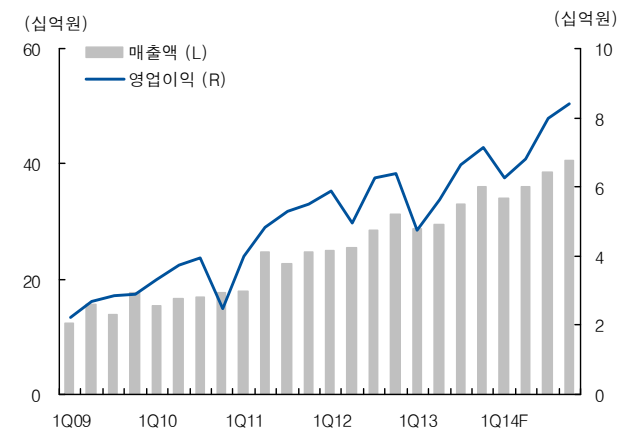
자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 25. 원익머트리얼즈 연간 실적 추이와 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 26. 원익머트리얼즈 분기 실적 추이와 전망

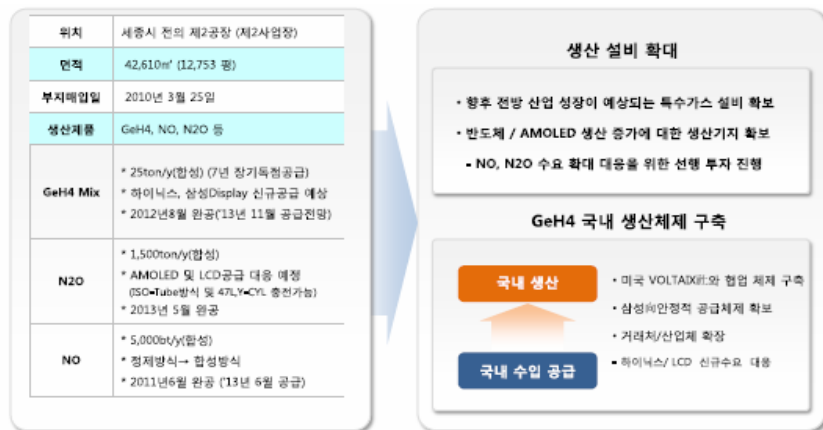


자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 27. 원익머트리얼즈 제품 라인업



그림 28. 원익머트리얼즈 제2공장 설립 개요



자료: 원익머트리얼즈

표 6. 원익머트리얼즈의 주요 제품별 용도 및 특징

주요품목	비중(1Q13 기준) 및 Capa	용도 및 특징
NH3 (암모니아)	- 매출비중: 5% - Capa: 2,200 ton/yr	▶ 반도체, LCD, 결정계 태양전지 및 LED 제조공정에 사용되는 가스 - 순도 99.9995%(5N5) ~99.99999%(7N) - 반도체, LCD 공정에서 SiH4와 결합, 실리콘나이트라이드(Si3N4)절연막 증착시 사용 - LED 공정에서는 트리메틸갈륨(TMGa)와 결합하여 질화갈륨(GaN) 막질 증착시 사용 - LED 제조공정에서는 최고순도인 99.99999%의 순도 요구.
NO (산화질소)	- 매출비중: 7% - Capa: 7,740 bt/yr	▶ 반도체 제조공정 중 열처리(Annealing) 공정에 사용되는 가스 - 순도 99.99% - 플래시 반도체 공정 중 열처리 공정을 통해 실리콘옥시나이트라이드(SiON) 형성시 사용 - 플래시 반도체의 신뢰도 향상에 탁월한 기여를 하는 핵심 가스
N2O (이산화질소)	- 매출비중: 6% - Capa: 1,500 bt/yr (정제) * 1,500 ton (합성) 증설 완	▶ 반도체, LCD 및 AMOLED 제조공정 중 증착공정에 사용되는 가스 - 순도 99.9995% - 반도체, LCD 및 AMOLED 공정에서 SiH4와 결합하여 실리콘옥사이드(SiO2)의 산화막을 증착시키는데 사용되는 가스 - 전자산업의 용도 이외에 저순도 N2O는 의약품 마취제로도 사용
GeH4 (사수소화 게르마늄)	- 매출비중: 27%	▶ 반도체 LCD 및 박막형 태양전지의 실리콘게르마늄(SiGe)막 형성용 가스 - 순도 99.999% - Ge는 Si와 구조적으로 유사한 동일 족의 원소이며, 대부분 SiH4와 결합하여 실리콘게르마늄(SiGe) 형태로 증착되는 가스 - 증착된 막질이 실리콘(Si) 단독으로 사용한 것과 유사한 구조와 성능을 가지고 있으나, 전기전도도 측면 및 불순물 확산방지 측면에서 탁월한 특성을 나타냄
Si2H6 (디실란)	- 매출비중: 19%	▶반도체 제조공정 중 Diffusion(확산) 및 CVD 공정에 사용되는 가스 - 순도 99.998% - 반도체 Device의 미세화로 인해 기존의 SiH4으로 구현이 불가능한 공정에 실리콘 증착으로 사용되는 신규 소재 - SiH4 가스대비 반응온도, 증착속도, 접촉면의 거칠기 등에서 탁월한 성능의 가스

자료: 원익머트리얼즈

[SWOT] 잠재 리스크 요인은? 1) 경쟁 심화, 2) AMOLED TV 투자 지연 가능성

원익IPS의 리스크 요인은 크게 두 가지로 판단된다. 1) 반도체 PECVD 등 주요 장비에서의 경쟁이 심화될 가능성, 2) 삼성전자의 A3 라인에 대한 투자가 내년도 상반기 이후로 더 지연될 가능성이다.

반도체 PE CVD 경쟁 심화

3D-NAND에서의 PECVD 장비 수요가 큰 폭으로 증가함에 따라, 글로벌 증착 장비업체들과의 치열한 수주 경쟁이 예상된다. 그러나 과거 해외 장비업체들의 비중 확대에 따른 부작용을 고려할 때, 경쟁력 있는 국내 장비업체들의 경우 과거에 비해 리스크가 많이 낮아진 것으로 판단된다.

최근 글로벌 1위 장비업체인 어플라이드 머트리얼즈(AMAT)는 도쿄 일렉트론(TEL)과의 합병을 계획하고 있다. AMAT은 2011년 말 원익IPS에 지분 4%를 투자했으며, 이를 통해 삼성전자로의 장비 공급에 있어서 전략을 협력하고 있다. 특히 삼성전자의 신규 라인 증설에 있어서 원익IPS와 어플라이드 머트리얼즈와의 전략적 협력은 더욱 강화될 전망이다.

AMOLED TV 투자 지연

올 하반기에 삼성전자의 A3라인에 대한 투자 결정이 지연됨에 따라 AMOLED 관련 장비업체에는 리스크 요인이 되고 있다. 그러나 A3라인에 대한 투자가 계속 지연된다면 삼성전자가 AMOLED TV 시장에서의 주도권을 빼앗길 수도 있기 때문에, 내년 1분기부터 A3 라인에서의 AMOLED TV에 대한 본격적인 투자가 시작될 것으로 예상된다. 또한 스마트폰 수요 증가가 지속되고 있음을 고려할 때, 중소형 AMOLED 역시 내년 상반기 중에 증설 투자가 시작되어야 할 것이다.

그림 29. 원익IPS SWOT 분석

Strength	Weakness
반도체, 디스플레이 등 다각화된 제품 포트폴리오	삼성전자의 설비 투자에 대한 높은 의존도
PECVD, DRY Etcher 등 글로벌 경쟁력	다각화된 포트폴리오에 따른 전력 분산
주요 고객사인 삼성전자와의 긴밀한 관계	LPCVD 등 반도체 신규 장비에서의 열세
글로벌 No.1 장비업체인 AMAT과 전략적 협력	디스플레이 장비업체로서의 규모의 경제
Opportunity	Threat
삼성전자의 중국 시안 V-NAND 신규 투자	반도체 주요 장비에서의 경쟁 심화 가능성
삼성전자 비메모리 17라인 신규 투자	2014년 AMOLED 투자 지연 지속될 가능성
삼성전자 AMOELD 투자 확대(A3 라인)	글로벌 경쟁업체들의 시장 점유율 확대 노력
3D V-NAND 공정에서의 PECVD 수요 확대	주요 고객사의 장비 가격 인하 가능성

자료: KDB대우증권 리서치센터

[참고] 1. 회사 연혁 및 자본 구조

원익IPS: 2010년 아토와 IPS가 합병하여 출범

원익IPS는 원익 그룹 계열사인 아토(반도체용 PE CVD 및 Gas Cabinet 등의 장비 업체)가 2010년 12월 IPS(반도체/디스플레이용 ALD, 및 LCD Dry Etcher 등의)를 흡수 합병하여 출범하였다. 이를 통해 원익 IPS는 PE-CVD, ALD 등의 증착 장비와 Dry Etcher 등의 반도체/디스플레이 식각장비를 모두 영위하는 등 사업 다각화를 이루었다.

동사는 삼성전자, SK하이닉스 및 어플라이드 머트리얼즈(AMAT) 등을 주요 고객으로 확보하고 있어 안정적인 매출 성장 기반을 갖추고 있다. 한편 아토의 CVD 공정용 특수가스 사업부는 2006년 원익 머트리얼즈로 분사, 2011년말 코스닥에 상장했다.

최대 주주 (주) 원익 11.2%

주요 지분(2013년 6월 30일 기준)은 최대 주주인 (주)원익 11.2%, (주)원익큐엔씨 6.1%, 이용한 회장 7.5%, 자시주 7.1%, 어플라이드 머트리얼즈(AMAT) 4.0% 등으로 구성되어있다. 지분 구조에서 특히 주목할 점은 삼성전자가 2010년 3월 220억원 규모의 전환사채(CB)를 인수하였다는 점이다. CB가 전환될 경우 총 9%의 지분(삼성전자 50%/삼성디스플레이 50%)을 보유하게 된다.

AMAT(지분 4%)과의 전략적 제휴

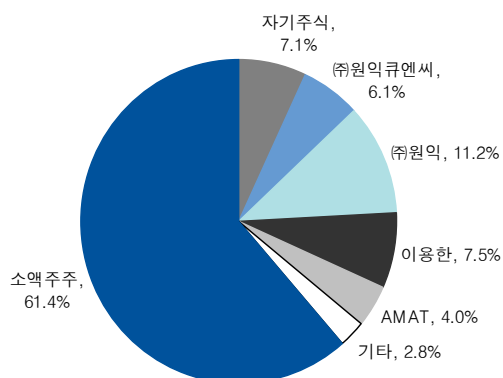
2010년 세계 최대 반도체 장비업체인 AMAT의 삼성전자 반도체 기술 유출 이후 삼성전자는 반도체 장비 국산화를 위해 당사에 전략적 투자를 집행하였다. 원익IPS는 최대 고객사인 삼성전자 및 글로벌 장비 업체인 AMAT의 지분 참여로 향후 긴밀한 협력이 지속될 것으로 예상된다. 또한 AMAT와의 전략적 제휴를 통한 적극적인 해외 진출 및 고객확보도 기대된다.

표 7. 원익IPS 주요 연혁

년	월	주요내용
1991	09	(주)한국아토엔지니어링 설립
1996	06	'(주)아토'로 상호 변경
1996	09	코스닥(KOSDAQ) 등록
2006	11	특수가스사업부 '원익머트리얼즈'로 물적분할
2009	10	PE-CVD장비 100호기 출하
2010	03	삼성전자 (주)아이피에스 전환사채(CB) 220억원 인수
2010	12	(주)아이피에스 합병 종료
2011	03	(주)원익아이피에스로 상호 변경
2011	12	어플라이드 머트리얼즈(AMAT) 3자 유증방식 289억원(지분율 4.04%) 투자
2011	12	(주)원익머트리얼즈 코스닥(KOSDAQ) 상장

자료: 전자공시

그림 30. 원익IPS 주요 지분



자료: 원익IPS
주: 삼성전자 CB 전환시 지분율 9%

그림 31. 원익 관계사 (반도체 관련 3사)

원익 관계사 내 반도체 관련 3사	
	반도체 / Display / Solar Cell 사용되는 전 공정 핵심 장비 생산
	반도체 / FPD / AMOLED에 사용되는 특수가스 생산
	반도체 제조 전 공정에 사용되는 Quartz Ware 및 세라믹 생산

자료: 원익IPS

[참고] 2. 주요 장비 현황

반도체, 디스플레이, 가스 장치 등 다양한 라인업

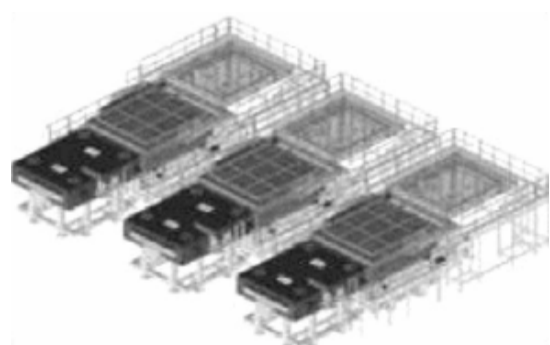
원익IPS는 반도체 및 디스플레이 전반에 걸쳐 다양한 제품 라인업을 보유하고 있다. 1) 반도체 부분의 증착 공정에 사용되는 PECVD 및 ALD 장비, 2) LCD 및 AMOLED Dry Etcher, 증착 장비, 봉지 장비 등 전공정의 핵심 장비에 진출해있다. 또한 3) Solar 부분의 RIE(Reactive Ion Etch), 4) TGS(Total Gas Solution) 사업부문의 Gas cabinet 등 다양한 장비를 생산하고 있다.

특히 반도체 부분의 주력 장비는 PECVD 장비로, 3D V-NAND에서 다층의 절연막(Oxide-Nitride) 증착 과정에서 수요가 급증할 전망이다. TFT Backplane 공정에 쓰이는 Dry Etcher의 경우 LCD 라인에 이어 AMOLED 투자에 있어서도 수주 증가가 예상된다. 또한 2014년 이후에는 AMOLED TV 용 Cathode 증착기, 박막 봉지 장비 등의 수주 증가가 예상된다. 동사의 TGS부문은 독보적인 가스 공급 시설 기술력으로 20% 이상의 꾸준한 매출 기여를 보이고 있다.

반도체 PE-CVD



디스플레이 Dry Etcher



Solar RIE(Reactive Ion Etch)



TGS Gas Cabinet



원익IPS 제품 포트폴리오

Proc.	Semiconductor	Solar Cell	LCD	LED	AMOLED
Deposition	AKRA(ALD/CVD)	PECVD			
	BLUETAIN (ALD/CVD)	LPCVD			
	DB21(ALD)	Ion Implanter		GaN MOCVD	Evaporation
	MAHA(PECVD)				
Etching		RIE ETCHER	7G Substrate 8G Substrate		5.5G Substrate 8G Substrate
Encap.					TFE System
Gas	Gas Cabinet	Gas Purifier	BSGS		Developed
					Developing

자료: 원익IPS

원익IPS (030530)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	349	388	542	623
매출원가	239	270	368	427
매출총이익	110	118	173	196
판매비와관리비	83	83	83	87
조정영업이익	27	35	90	109
영업이익	27	35	90	109
비영업손익	-4	0	2	3
순금융비용	-1	0	1	0
관계기업등 투자손익	-5	-1	0	0
세전계속사업손익	23	36	93	112
계속사업법인세비용	5	10	17	21
계속사업이익	18	26	75	91
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	18	26	75	91
지배주주	8	16	62	76
비지배주주	10	10	13	16
총포괄이익	17	27	76	92
지배주주	7	17	63	76
비지배주주	10	10	13	16
EBITDA	39	49	105	134
FCF	-20	-42	66	50
EBITDA마진율 (%)	11.2	12.6	19.4	21.4
영업이익률 (%)	7.6	9.1	16.7	17.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.3	4.1	11.5	12.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	44	7	118	105
당기순이익	18	26	75	91
비현금수익비용가감	32	27	30	42
유형자산감가상각비	11	13	13	23
무형자산상각비	1	1	1	2
기타	-11	-3	3	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	-36	31	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	31	-75	0	-15
재고자산 감소(증가)	16	-76	17	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-37	84	11	1
법인세납부	-12	-10	-17	-21
투자활동으로 인한 현금흐름	-62	-29	-50	-55
유형자산처분(취득)	-49	-35	-45	-50
무형자산감소(증가)	-10	-5	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	24	0	0
기타투자활동	-1	-12	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	3	1	-22	-26
장단기금융부채의 증가(감소)	2	0	-20	-25
자본의 증가(감소)	3	2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	-2	-1
현금의증가	-15	-20	47	25
기초현금	83	68	48	95
기말현금	68	48	95	120

자료: 원익IPS, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	217	314	343	383
현금 및 현금성자산	68	48	95	120
매출채권 및 기타채권	21	97	96	111
재고자산	67	142	125	125
기타유동자산	8	1	1	1
비유동자산	261	282	321	355
관계기업투자등	30	43	42	42
유형자산	151	169	201	228
무형자산	27	31	35	39
자산총계	478	595	664	738
유동부채	87	186	182	173
매입채무 및 기타채무	38	119	130	132
단기금융부채	36	44	29	14
기타유동부채	13	23	23	28
비유동부채	56	43	40	30
장기금융부채	38	30	25	15
기타비유동부채	14	7	7	7
부채총계	143	229	221	203
지배주주지분	268	285	347	424
자본금	37	37	37	37
자본잉여금	150	149	149	149
이익잉여금	91	108	170	245
비지배주주지분	67	82	95	111
자본총계	335	367	443	535

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	43.3	33.2	8.6	7.0
P/CF (x)	16.8	17.9	7.0	5.3
P/B (x)	1.3	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA (x)	9.5	12.8	5.5	4.0
EPS (원)	108	219	849	1,034
CFPS (원)	279	406	1,048	1,366
BPS (원)	3,594	3,767	4,570	5,561
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	2.5	11.3	39.6	15.0
EBITDA증가율 (%)	-2.0	25.9	114.2	27.3
영업이익증가율 (%)	-8.8	33.5	155.8	20.9
EPS증가율 (%)	-58.2	103.6	287.0	21.8
매출채권 회전율 (회)	10.7	7.6	6.4	6.8
재고자산 회전율 (회)	4.7	3.7	4.1	5.0
매입채무 회전율 (회)	8.2	6.2	5.0	5.5
ROA (%)	3.7	4.9	11.9	13.0
ROE (%)	3.0	5.8	19.7	19.6
ROIC (%)	9.2	9.6	24.5	27.6
부채비율 (%)	42.5	62.4	50.0	37.9
유동비율 (%)	250.2	169.1	189.1	220.7
순차입금/자기자본 (%)	-14.1	-0.3	-15.4	-22.1
영업이익/금융비용 (x)	7.3	32.7	86.9	144.2

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 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.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

