

# 디스플레이/IT [비중확대]

바닥에서 잡자



>> Top-picks: LG디스플레이, 삼성SDI

## 디스플레이 바닥잡기 구간

2014년 디스플레이 시장은 상고하저의 흐름이 예상된다. 2013년 하반기 지속된 대형 패널 부진에 대한 기저효과와 중국 보조금 정책 재개 및 스포츠 이벤트 효과 때문이다. OLED패널의 투자 재개도 기대된다. A3투자 지연은 이미 OLED관련업체 주가에 반영되었다고 본다. 플렉서블 스마트폰 시장 개화 및 OLED 태블릿PC 출시, 그리고 스마트워치의 본격화가 OLED패널 투자를 자극할 전망이다.

## 미래먹거리 LED조명, 전기차

2013년 주식시장의 큰 화두였던 LED조명과 전기차용 전지는 2014년에도 미래의 먹거리로서 지속 성장할 전망이다. LED조명 업체의 실적은 올해 큰 폭으로 성장했지만, 아직 전체 조명시장에서 LED 비중은 6% 수준에 불과하다. Tesla에서 시작된 전기차 모멘텀은 2014년 BMW와 Volkswagen그룹까지 확대되며 EV, HEV, PHEV의 다양한 차량의 출시와 함께 지속 성장할 전망이다.

## Top Picks LG디스플레이, 삼성SDI

디스플레이/IT부품업종 Top picks로 LG디스플레이와 삼성SDI를 제시한다. LG디스플레이는 디스플레이 업황 바닥잡기의 대표기업이다. 최근 TV업황 부진에 따른 실적하락 우려감으로 주가는 급락했지만, 현 주가는 PBR 0.73배(2014년 BPS기준) 영역으로 적자 기초가 지속됐던 역사적 저점 부근이다. 주가 반등 가능성이 높다고 판단된다. 삼성SDI는 BMW i3 출시와 Tesla향 배터리 공급, ESS의 시장확대 등 중대형 전지의 성장세가 지속되며 실적 부담을 줄여갈 전망이다.

## TOP PICKS

### LG디스플레이 (034220)

투자이건	매수(유지)
목표주가	32,000원
현재가 (11/11)	22,300원

### 삼성SDI (006400)

투자이건	매수(유지)
목표주가	220,000원
현재가 (11/11)	167,500원



**디스플레이/IT**

**어규진**

02 6915 5681  
kjeo@ibks.com



## CONTENTS

Summary.....	4
디스플레이 바닥잡기 구간 진입.....	4
Top Picks LG디스플레이, 삼성SDI.....	4
2014년 IT키워드, 플렉서블 & 태블릿PC.....	8
I. OLED 투자 재개.....	9
2013년 극명한 상고하저 기록.....	9
플렉서블 OLED 본격 양산.....	10
스마트워치로 웨어러블 시대 개막.....	12
OLED 태블릿PC, 다시 한 번.....	15
OLED TV는 UHD까지 시간 필요.....	16
2014년 OLED투자 재개.....	17
OLED 업체별 정리.....	18
II. LCD산업.....	19
2014년도 상고하저 전망.....	19
TV 키워드, UHD/ iTV/ 중국.....	20
스마트폰, 고해상도화 지속.....	23
태블릿PC, LTPS와 Oxide로 레벨업.....	24
2014년 수급은 여전히 공급과잉.....	25
LCD패널 가격 추이.....	26
III. 미래먹거리, LED조명과 중대형 전지.....	28
2014년 LED조명 시장 본격 성장.....	28
글로벌 LED업체 실적 개선이 증명.....	29
테슬라발 자동차용 전지 시장 개화.....	30
2014년은 Tesla 업고, BMW 추가하고.....	31
IV. 슬리밍 업황.....	32
2014년은 태블릿 수혜 가득.....	32
슬리밍 업체별 정리.....	33

기업분석.....	34
LG디스플레이 (034220)	
: 바닥잡기가 필요한 구간 / 매수(유지) / 목표주가: 32,000원 .....	34
삼성SDI (006400)	
: 단기실적과 미래가치 사이의 주가 / 매수(유지) / 목표주가: 220,000원 .....	38
제일모직 (001300)	
: 삼성의 소재 역량 강화 수혜 / 매수(유지) / 목표주가: 120,000원 .....	41
LG이노텍 (011070)	
: 2014년 LED조명 기대한다 / 매수(유지) / 목표주가: 110,000원 .....	44
서울반도체 (046890)	
: LED조명 성장, 실적이 입증 / 매수(유지) / 목표주가: 50,000원 .....	47
에스에프에이 (056190)	
: 조정은 받을만큼 받았다 1) / 매수(유지) / 목표주가: 60,000원 .....	50
덕산하이메탈 (077360)	
: 조정은 받을 만큼 받았다 2) / 매수(유지) / 목표주가: 29,000원 .....	53
테라세미콘 (123100)	
: 시기의 문제일뿐, 한방은 있다 / 중립(유지) .....	56
솔브레인 (036830)	
: 반도체 소재 중심의 안정적 성장 지속 / 매수(유지) / 목표주가: 65,000원 .....	59
지디 (155960)	
: 삼성 태블릿PC 최대 수혜주 / 매수(유지) / 목표주가: 30,000원 .....	62
아바텍 (149950)	
: 본업 이상 蕪, 신사업 포텐 기대 / 매수(유지) / 목표주가: 15,000원 .....	65

## Summary

### 디스플레이 바닥잡기 구간 진입

2013년 디스플레이업황  
극명한 상고하저

2013년 디스플레이 업황은 TV수요 감소와 패널가격 하락으로 전반적으로 부진했다. 상반기는 LCD패널 업황 개선에 대한 견조한 흐름세가 이어지다가 5월 이후 중국 보조금 정책 종료로 중국 시장 TV수요가 감소하였고, 선진국 IT 불황도 겹쳐지면서 LCD패널 가격 급락으로 패널업체의 실적은 감소했다. OLED패널도 2013년 극명한 상고하저의 모습을 보였다. 상반기는 갤럭시S4 출시 및 A2 확장라인의 수주가 발생하며 OLED관련 업체의 주가가 급등 하다가 하반기 들어 삼성전자 하이엔드 스마트폰 성장률 둔화와 SDC A3 신규라인 지연의 영향으로 관련업체 주가는 급락했다.

2014년도  
상고하저 전망

2014년에도 디스플레이 시장은 상고하저의 흐름이 예상된다. 대형패널은 2년만 판매가 부진했던 기저효과와 2014년 상반기 중국 에너지 보조금 정책 재개, 스포츠 이벤트 등이 겹치면서 TV수요를 자극할 전망이다. OLED패널은 플렉서블(Edge Bending) 스마트폰 출시, OLED 태블릿PC 양산, 스마트워치 본격화 등의 영향으로 수요가 증가할 것이다. 이에 SDC는 A3신규라인 투자와 플렉서블 전환 투자를 집행하고, LGD도 AP2라인의 플렉서블 OLED투자를 진행하면서 OLED장비 업체의 수주가 재개될 전망이다.

iTV, i워치, 대면적 아이폰  
OLED/Oxide 갤럭시탭  
기대

2014년 주목해야할 IT제품은 애플의 iTV, i워치와 4.7~5.x인치 아이폰과 삼성의 OLED 및 Oxide LCD 태블릿PC다. 애플은 그동안 소비자의 불만이었던 디스플레이 크기를 증가시키며 삼성과의 스마트폰 전쟁을 재개할 것이다. 또한 iTV, i워치와 같은 신제품 출시로 IOS중심의 IT 생태계 구축을 강화할 전망이다. 삼성은 스마트폰의 성공 유전자인 풀라인업 전략을 태블릿PC에 적용하며 태블릿PC 시장장악을 위해 노력할 계획이다. 특히 OLED와 Oxide LCD패널의 태블릿PC 시장 반응은 향후 중대형 패널의 나아갈 길을 제시할 것이다.

미래먹거리 LED조명,  
전기차의 성장 지속

2013년 주식시장의 큰 화두였던 LED조명과 전기차용 전지는 2014년에도 미래의 먹거리로서 지속 성장할 전망이다. LED조명 업체의 실적은 올해 큰 폭으로 성장했지만, 아직 전체 조명시장에서 LED 비중은 6% 수준에 불과하다. Tesla에서 시작된 전기차 모멘텀은 2014년 BMW와 Volkswagen그룹까지 확대되며 EV, HEV, PHEV의 다양한 차량의 출시와 함께 지속 성장할 전망이다.

### Top Picks LG디스플레이, 삼성SDI

Top Picks  
LG디스플레이, 삼성SDI

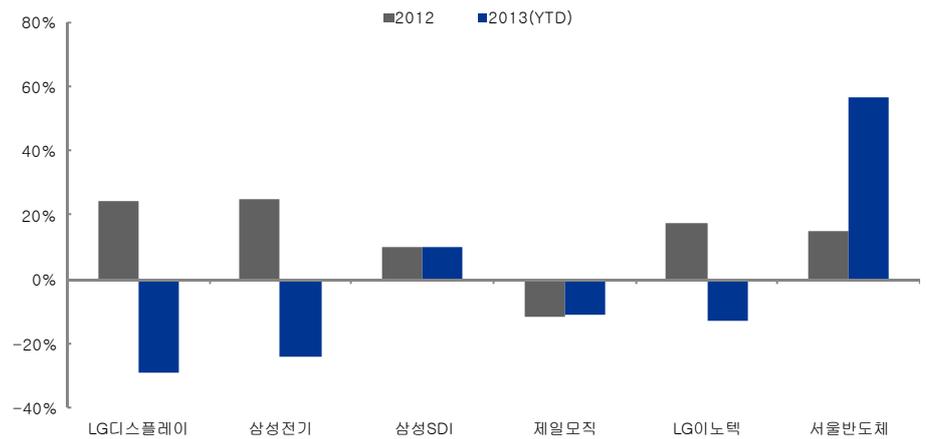
디스플레이/IT부품업종 Top picks로 LG디스플레이와 삼성SDI를 제시한다. LG디스플레이는 디스플레이 업황 바닥잡기의 대표기업이다. 최근 TV업황 부진에 따른 실적하락 우려감으로 주가는 급락했지만, 현 주가는 PBR 0.73배(2014년 BPS기준) 영역으로 적자 기조가 지속됐던 역사적 저점 부근이다. 주가 반등 가능성이 높다고 판단된다. 삼성SDI는 BMW i3 출시와 Tesla향 배터리 공급, ESS의 시장확대 등 중대형 전지의 성장세가 지속되며 실적 부담을 줄여갈 전망이다

표 1. 디스플레이/IT부품 추천종목 요약

주요종목	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 변동	주가 (원)	시가총액 (십억원)	주가수익률(%)		PER(배)		PBR(배)	
						2012	2013 YTD	2013F	2014F	2013F	2014F
LG디스플레이	매수	32,000	하향	22,300	7,979	24.4	-29.2	19.5	13.3	0.8	0.7
삼성SDI	매수	220,000	하향	167,500	7,631	9.8	9.8	17.9	15.7	1.1	1.0
제일모직	매수	120,000	유지	87,300	4,578	-11.5	-10.9	18.6	17.4	1.9	1.7
LG이노텍	매수	110,000	하향	75,500	1,523	17.7	-13.1	35.3	10.1	1.3	1.2
서울반도체	매수	50,000	상향	38,000	2,216	15.0	56.4	42.7	20.8	4.1	3.4
에스에프에이	매수	60,000	하향	40,450	726	-24.8	-15.0	12.2	8.0	1.7	1.5
덕산하이메탈	매수	29,000	유지	20,100	591	-21.0	-8.8	15.8	13.1	4.1	3.2
테라세미콘	중립	-	유지	13,700	134	-38.5	-23.2	60.1	9.0	2.4	1.9
솔브레인	매수	65,000	유지	49,100	796	11.8	4.0	9.4	7.6	2.0	1.6
지디	매수	30,000	하향	20,300	244	NA	-22.5	10.1	7.2	2.0	1.6
아바텍	매수	15,000	하향	9,660	158	-12.4	-6.2	14.0	6.9	1.8	1.4

자료: IBK투자증권

그림 1. 2012년 연간 및 2013년 YTD 주가수익률 비교



자료: IBK투자증권

표 2. 주요 디스플레이 업체 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원 배, %)

	종목명	매출		영업이익		순이익		PER		PBR		ROE	
		2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
패널	삼성전자	232,108	250,296	39,062	42,397	31,449	34,016	7.1	6.6	1.5	1.3	23.7	20.7
	LGD	26,969	27,334	1,089	1,068	418	611	19.5	13.3	0.8	0.7	4.0	5.5
	삼성SDI	5,124	5,288	59	217	454	516	17.9	15.7	1.1	1.0	5.9	6.5
	AUO	14,865	14,690	282	187	86	51	35.9	59.5	0.5	0.5	1.6	1.2
	이노룩스	15,318	14,186	616	399	235	135	13.8	24.1	0.5	0.4	3.8	2.5
	평균	58,877	62,359	8,222	8,854	6,528	7,066	18.8	23.8	0.9	0.8	7.8	7.3
소재	제일모직	5,245	4,818	310	346	249	265	18.6	17.4	1.9	1.7	8.0	8.6
	덕산하이메탈	133	170	36	44	38	45	15.8	13.1	4.1	3.2	18.6	18.6
	솔브레인	682	760	119	140	85	105	9.4	7.6	2.0	1.6	22.7	22.7
	OCI Mater.	213	234	15	30	6	18	53.1	18.6	1.0	1.0	1.8	5.3
	UDC	152	206	39	75	39	65	48.7	28.9	4.4	3.8	9.9	13.6
	이데미쓰 고산	49,572	50,447	1,066	919	457	536	8.4	7.3	0.6	0.5	6.8	7.7
	다우 케미컬	60,349	62,856	5,394	6,195	2,905	3,549	17.2	14.0	2.2	2.0	13.2	14.9
	평균	16,621	17,070	997	1,107	540	655	24.5	15.3	2.3	2.0	11.6	13.1
전자 부품	삼성전기	8,581	9,202	645	705	509	528	12.7	12.2	1.5	1.4	11.9	11.3
	LG이노텍	6,257	6,617	150	243	44	155	35.3	10.1	1.3	1.2	3.4	11.0
	파트론	1,179	1,405	136	158	113	117	7.8	7.6	2.8	2.1	43.5	32.0
	자화전자	524	640	60	75	50	61	7.4	6.2	1.5	1.2	23.3	22.4
	TDK	9,421	10,669	233	378	45	188	133.7	31.0	1.1	0.9	1.5	3.2
	무리타제작용	7,604	8,846	631	1,274	441	890	43.5	20.6	2.1	1.9	4.8	9.4
	아이비덴	3,262	3,301	71	224	35	144	75.0	16.7	0.8	0.8	1.3	4.7
	태양유전	2,185	2,374	60	185	38	122	45.0	13.4	1.4	1.2	3.3	9.6
	평균	4,877	5,382	248	405	159	276	45.1	14.7	1.6	1.3	11.6	12.9
LED	LG이노텍	6,257	6,617	150	243	44	155	35.3	10.1	1.3	1.2	3.4	11.0
	서울반도체	1,024	1,159	98	140	56	110	42.7	20.8	4.1	3.4	8.9	16.9
	루멘스	557	625	35	47	26	36	15.7	11.6	2.1	1.7	15.1	17.0
	크리	1,547	1,764	140	193	171	203	43.0	34.1	2.4	2.3	4.8	4.5
	에피스타	776	881	12	53	15	61	67.0	24.1	0.9	0.9	1.0	3.6
	에버라이트	843	931	68	75	47	54	16.5	14.3	1.4	1.3	8.7	9.6
	도요다 고세이	6,762	7,163	412	471	246	284	14.3	11.6	1.3	1.1	9.3	9.8
	스탠리일렉트릭	2,993	3,430	312	408	202	275	21.6	14.8	1.7	1.5	8.2	10.5
	라이트온	7,638	8,150	406	458	348	385	12.4	11.2	1.3	1.3	11.0	11.7
	평균	3,155	3,413	182	232	128	174	29.8	17.0	1.8	1.6	7.8	10.5

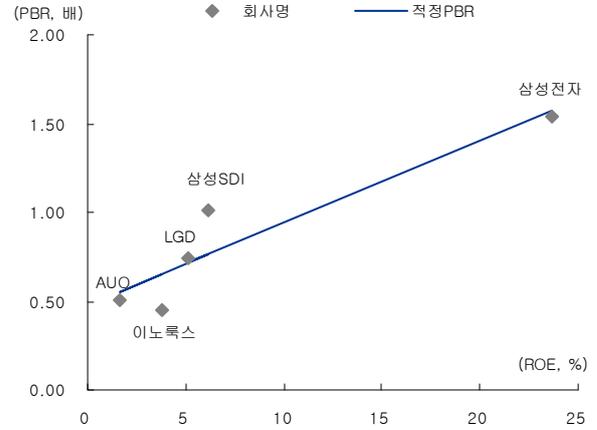
자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 2. 주요 디스플레이 패널 업체 상대 주가



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 3. 주요 디스플레이 패널 업체 ROE - P/B 차트



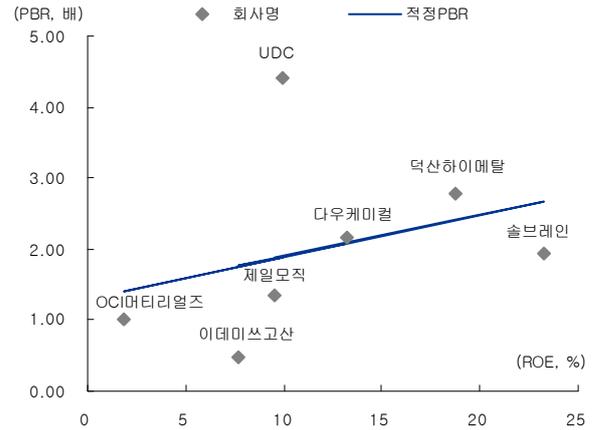
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 4. 주요 디스플레이 소재 업체 상대 주가



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 5. 주요 디스플레이 소재 업체 ROE - P/B 차트



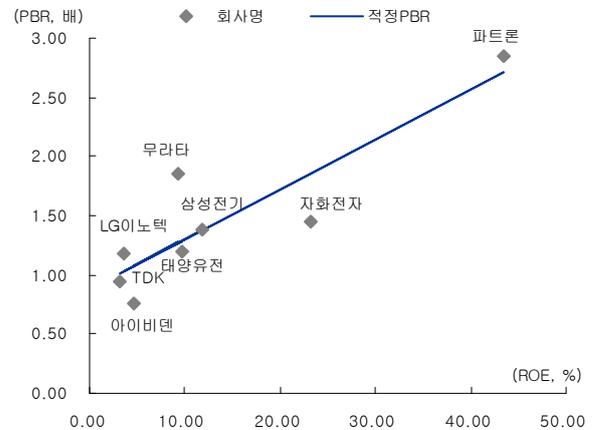
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 6. 주요 전자부품 업체 상대 주가



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 7. 주요 전자부품 업체 ROE - P/B 차트



자료: Bloomberg, IBK투자증권

### 2014년 IT키워드, 플렉서블 & 태블릿PC

2014년도 IT기기의 성장도  
스마트기기

2014년 디스플레이가 장착되는 IT기기 전체 출하량은 전년대비 8.6% 증가한 26억대 수준을 기록할 전망이다. 2013년과 마찬가지로 스마트폰(+22.8%, YoY)과 태블릿PC(+38.5%, YoY)의 성장이 IT기기 출하량 증가를 주도할 전망이다. 최근 2년동안 역성장했던 LCD TV 판매도 재고감소와 스포츠 이벤트 효과로 전년비 3.6% 증가할 전망이다.

14년 Edge Vending  
스마트폰 출시 기대

2014년 스마트폰 성장률은 전년비(+41.4%) 소폭 하락하겠지만 성장 기초를 유지할 전망이다. 특히 2013년 연말 커브드로 시작된 플렉서블 패널의 본격적인 시장 확대가 기대된다. 내년에는 Edge Bending(테두리가 굽어진 모양)타입의 스마트폰 출시로 조금 더 소비자에게 가치가 있는 플렉서블 패널이 양산될 전망이다. 이는 SDC와 LGD의 플렉서블 OLED패널 전환 투자를 유발해 관련 장비업체의 수혜로 연결될 것이다.

삼성전자 태블릿PC  
풀라인업 전략

태블릿PC는 전년비 38.5% 성장하며 2013년과 마찬가지로 IT기기 중 가장 높은 성장률을 기록할 전망이다. 특히 내년에는 삼성전자가 태블릿PC 1억대 판매라는 내부목표로 강력한 의지를 가지고 있다. 삼성전자는 스마트폰에서 성공했던 하이엔드~로우엔드 제품군의 풀라인업 전략으로 시장장악을 계획중이다. 이에 OLED패널과 Oxide LCD패널이 채택된 신제품 출시가 기대된다. 이는 SDC의 A3라인 투자를 자극할 것이고, 소재업체의 신규 Oxide 소재 납품기회를 제공할 것이며, 슬리밍 업체의 물량 증가를 유발할 것이다.

중국정책과 스포츠  
이벤트로 TV도 성장

2012년 디지털 교체수요 수혜가 마무리되면서 2년간 역성장을 기록했던 LCD TV도 2014년에는 전년비 3.6% 증가한 2억 880만대를 판매하며 반등에 성공할 전망이다. 2013년 하반기 판매가 부진했던 기저효과와 2014년 상반기 중국 에너지 보조 정책, 스포츠 이벤트 등이 겹치면서 TV수요를 자극할 전망이다. 하이엔드 시장에서는 OLED TV보다는 UHD LCD TV의 점유율 확대가 기대된다.

결국 2014년 디스플레이 시장은 LCD TV시장의 상고하자 흐름 속에서 플렉서블 OLED패널, 삼성전자 하이엔드 태블릿PC(OLED 및 Oxide LCD패널) 등의 신제품 출시가 디스플레이 시장의 주요 투자포인트가 될 것이다.

표 3. 디스플레이 제품별 출하량 전망

(단위: 백만대)

	2011	2012	2013F	2014F	14F/13F
피쳐폰	1,053	891	664	560	-16%
스마트폰	491	700	990	1,216	23%
노트북	210	205	187	182	-3%
모니터	156	146	130	121	-7%
태블릿 PC	61	160	240	332	39%
LCD TV	205	203	202	209	4%
총합	2,175	2,305	2,412	2,618	9%

자료: HIS, IBK투자증권

## I. OLED 투자 재개

### 2013년 극명한 상고하저 기록

2013년 상반기 A2E투자와 TV출시로 OLED주가 급등

2013년 삼성디스플레이(이하 SDC) OLED관련 장비 및 소재업체의 주가는 큰 폭의 급락을 경험했다. 연초 A2 확장라인에 대한 투자와 삼성전자와 LG전자의 OLED TV 출시로 OLED산업에 대한 외국인의 관심이 집중되며 상반기 OLED관련 업체들의 주가는 급등했다. 상반기 마무리 시점에서 대표적인 업체 덕산하이메탈, 에스에프에이, AP시스템, 에스엔유, 테라세미콘 등의 주가는 연초대비 50%이상 상승했었다.

하반기 A3투자 지연으로 OLED주가 급락

그러나 상반기 강력했던 OLED업체 주가는 하반기 진입하면서 1) 삼성전자 갤럭시S4의 판매 부진, 2) UHD LCD TV의 판매호조로 인한 OLED TV에 대한 관심 하락으로 하락반전했다. 3) 무엇보다 하반기 예상됐던 SDC 신규 A3라인 투자 보류로 관련업체 주가는 상반기 대비 30~50%수준 급락하였다. 극심한 상고하저를 보인 것이다.

14년 상반기 A3 P1과 플렉서블 전환투자 기대

결국 현 시점 SDC OLED관련 업체의 주가는 작년 연말 A3라인 지연으로 급락했을 당시 수준으로 돌아왔다. 즉, 현재 주가는 신규라인 증설에 대한 가치가 반영되지 않은 주가 수준이다. 결국 2014년 OLED업체 주가는 신규라인 투자 재개시 반등할 가능성이 높다고 판단된다. 당 리서치는 2014년 A3 Phase1라인에 대한 신규투자과 A2 기존라인의 플렉서블 전환 투자가 집행될 것으로 기대한다. 이미 A3라인은 외관 건설이 완료된 상태고 기술에 대한 이슈도 상당부분 해결 되었기 때문이다.

OLED산업은 느리지만 의미있는 변화 진행중

한편, A3의 투자유무로 관련업체의 주가가 급락하는 동안 OLED산업에서는 느리지만 의미 있는 변화들이 있었다. 커브드 형태의 초기 플렉서블 패널이 양산되었고, 대면적 OLED패널 공정수율 개선으로 OLED TV가격이 하락하고 있으며, 스마트워치와 같은 신규 디바이스의 OLED패널 탑재가 시작되었다. 이는 내년도 OLED수요를 자극할 작지만 의미있는 변화들이다.

그림 8. 삼성디스플레이 OLED 업체들 주가 변동 추이



자료: IBK투자증권

### 플렉서블 OLED 본격 양산

삼성, LG 커브드 플렉서블 스마트폰 양산 시작

2013년 4분기 삼성전자와 LG전자는 플렉서블 OLED가 채택된 스마트폰을 세계 최초로 출시했다. 두 모델 모두 커브드 패널을 적용하여 디자인 차별화에 역점을 두었다. 삼성은 5.7인치 Full HD OLED패널을 채택해 화면의 짧은 방향으로 곡률(400mm)을 주어 디바이스 그립(Grip)감을 최적화 시켰고, LG는 6인치 HD OLED패널을 적용하여 긴 방향으로 곡률(700mm)을 주어 동영상 감상을 최적화 시켰다. 두 모델 모두 진정한 의미의 플렉서블은 아니지만 플라스틱 기판을 채택한 최초의 OLED패널 이라는 점에서 의미를 가진다.

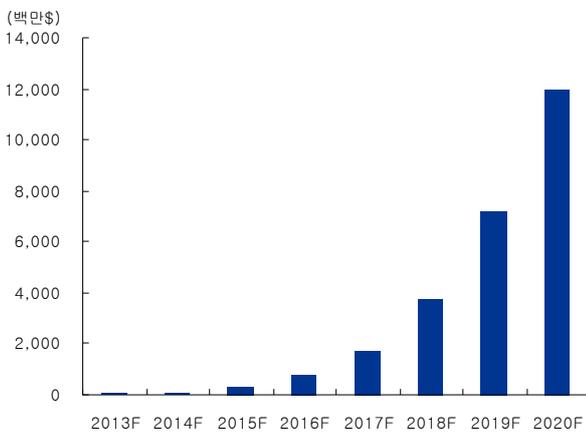
그림 9. 갤럭시 라운드 vs G플렉스

SAMSUNG		LG	
갤럭시 라운드	비교	G플렉스	
	154g	무게	177g
2.3GHz 쿼드코어	프로세서	2.26GHz 쿼드코어	
5.7인치 풀HD 커브드 슈퍼AMOLED	디스플레이	6인치 HD 커브드 OLED	
2800mAh(분리형)	배터리	3500mAh(일체형)	
좌우로 화면 휘어짐	특징	상하로 화면 휘어짐	

자료: 언론자료, IBK투자증권

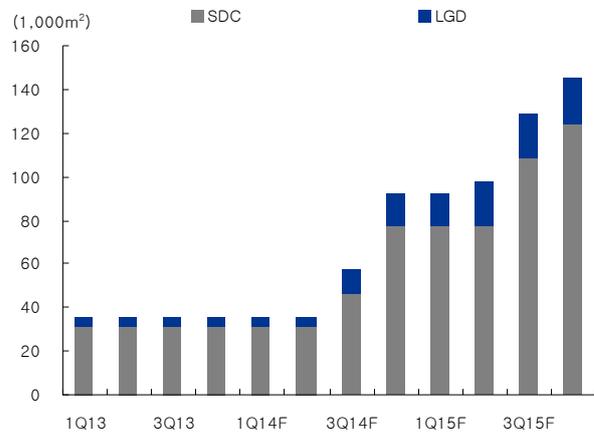
커브드 플렉서블 패널을 시작으로 2014년은 플렉서블 OLED패널의 본격적인 개화가 기대된다. 플렉서블 패널 시장은 2020년까지 CAGR(연평균 성장률) 146%의 고성장을 기록할 전망이다. 플렉서블 시장의 성장에 따라 SDC와 LGD의 플렉서블 라인 투자도 진행될 것이다. SDC는 현재의 A2-P3라인의 플렉서블 캐파 외에 기존 A2라인의 전환 투자를 진행하여 플렉서블 생산량을 늘릴 전망이다. LGD는 현재 보유한 AP2 일부라인의 캐파만으로는 G플렉스 캐파 대응만도 버거운게 사실이다. 따라서 내년 아이워치 등 플렉서블 패널 대응을 위해서 P6 LTPS 전환에 맞춰 AP2라인의 추가 플렉서블 전환투자를 감행할 것으로 판단된다.

그림 10. 플렉서블 OLED시장 전망



자료: IHS, IBK투자증권

그림 11. SDC/LGD 플렉서블 캐파



자료: IHS, IBK투자증권

갤럭시 라운드와 G플렉스는 플렉서블의 1차 형태인 고정된 커브드 OLED형태를 지니고 있어, 소비자의 구매욕구를 자극하기에는 부족하다. 내년 스마트폰에는 QHD(2560 x 1440)의 고해상도 LCD패널이 적용될 계획이다. FHD 해상도가 나오지 1년도 안되서 다시 QHD로 LCD패널의 해상도 개선은 지속되고 있다. 반면, 펜타일 방식을 적용중인 OLED패널은 당장 QHD해상도 대응이 버거운게 사실이다. 이에 2014년 OLED패널은 LCD와의 해상도 경쟁 보다는 LCD가 하지 못하는 장점, 즉 플렉서블 적용으로 인한 차별화에 중점을 둘 것으로 보인다.

2014년 Edge Bending 제품의 플렉서블 채용

2014년 플렉서블 OLED패널은 단지 커브드 형태에서 벗어나 Edge Bending제품으로 소비자 편의성을 제공할 것이다. 이는 CES2013에서 전시한 형태로 패널의 한쪽 혹은 양쪽면을 평면이 아닌 구부린 형태로 제조하여 날씨, 주가, 쇼핑정보 등에 대한 간단한 메시지나 SMS등을 표현할 수 있는 방식이다. 이는 디자인의 우수성 외에도 간단한 문장을 화면 전체를 밝히지 않고 확인 가능함으로써 배터리 효율을 증가시키는 등의 효과가 있을 것으로 판단된다. 이는 단순한 커브드 형태보다 소비자에게 매력적으로 느껴질 것이다.

Edge Bending을 통한 제로베젤 구현 가능

Edge Bending스마트폰의 장점은 제로베젤 구현이 가능하다는 점이다. 최근 스마트폰의 대형화에 따른 베젤폭 감소 노력은 지속되고 있고, 실제 베젤폭은 2.4mm 수준까지 좁아졌다. 하지만 패널의 한쪽면이 굽어지게 된다면 진정한 의미의 제로베젤이 탄생한다. 물론 Edge Bending을 위해서는 공극률이 최소 10mm까지 내려와야 한다. 현재 커브드 패널의 공극률은 400mm과 700mm다. 공극률 향상을 위한 기술적 어려움은 존재하지만 현재 양사는 13~15mm수준까지 대응이 양산이 가능한 것으로 판단된다.

SDC A2라인의 플렉서블 전환 투자 기대

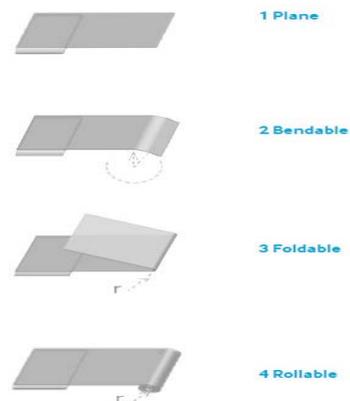
물론 2014년 당장 플렉서블 신규라인의 대규모 투자를 기대하는건 아니다. 이미 SDC는 A2라인에 월 캐파 16,000장 수준의 플렉서블 라인을 보유하고 있다. 하지만 Edge Bending 패널의 플래그십 모델 적용을 위해서는 플렉서블 라인의 추가 투자는 불가피하다. 당리서치는 내년 SDC의 플렉서블 투자를 A3라인의 가동되는 시점에 기존 A2라인의 전환 투자가 발생할 것으로 예상된다. 또한 LGD도 Edge Bending 스마트폰 양산을 위해 AP2라인의 추가적인 플렉서블 전환이 이루어질 전망이다.

그림 12. 삼성전자 Edge Bending



자료: 삼성전자, IBK투자증권

그림 13. 플렉서블 디바이스 컨셉



자료: 언론자료, IBK투자증권

### 스마트워치로 웨어러블 시대 개막

#### 스마트워치 양산 시작

2013년 커브드 OLED와 함께 가장 주목받은 제품은 웨어러블 기기였다. 이는 스마트 워치와 구글 글라스로 대표되는 “입는” 또는 “몸에 걸치는” 형태의 제품으로 스마트폰 이외에 새로운 제품군으로 소비자에게 다가왔다. 삼성전자 갤럭시 기어, 소니의 스마트워치2는 이미 시중에서 쉽게 접할 수 있고, 퀄컴의 토크(Tog)도 연말 출시될 전망이다. 애플의 아이워치와 구글의 스마트워치2도 내년 양산 계획으로 2014년은 본격적인 시장이 형성될 것이다.

#### 2013년 스마트워치는 초기모델로 수요부족

한편, 2013년 출시한 스마트워치는 가격과 성능면에서 소비자의 기대를 만족 시키지 못했다. 300달러 갤럭시기어, 200달러 소니 스마트워치2는 높은 가격대비 낮은 사양과 어려운 유저인터페이스로 소비자에게 외면당했다. 최근 미국 베스트바이 발표에 따르면 삼성전자 갤럭시 기어의 구매 후 반품률이 30%를 넘었다고 보도가 있었다. 그렇다면 내년 스마트워치 시장의 개화를 기대하는 이유는 무엇일까? 바로 아이워치의 출시다.

#### 아이워치, 아이폰6와 함께 출시될 듯

아이워치는 기존 스마트 워치와 다르게 플렉서블 OLED패널을 채택한 베젤없는 혁신적인 디자인으로 출시될 전망이다. 이미 패널업체는 1.5인치 아이워치 패널을 개발중인 것으로 보인다. 애플의 효율적인 유저인터페이스와 기기간 높은 연동성으로 기존 스마트워치와는 다른 가치를 소비자에게 제공할 것으로 보인다. 아이워치는 기기간 호환성을 강조하기 위해 아이폰6의 양산 스케줄에 맞춰서 출시될 전망이다.

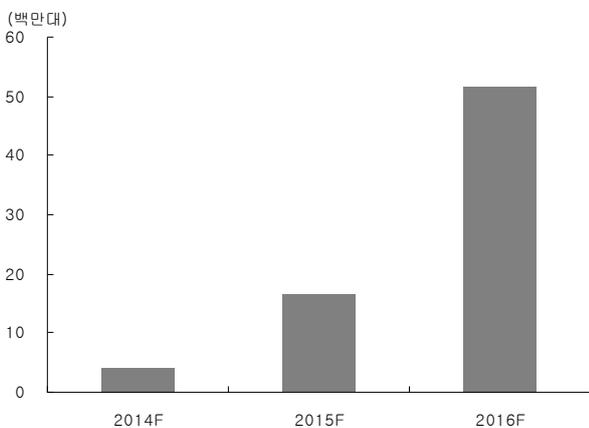
#### 폴더블 OLED패널의 낮은 면치수 효율이 포인트

스마트 워치는 면적기준 출하량이 중요한 OLED소재 업체에 실적 기여도가 낮은 게 사실이다. 5.5세대 원판 기준으로 1.5인치 OLED패널의 이론적인 면치수는 1,000개가 넘는다. 하지만 이는 이론적 효율로 플렉서블 패널의 폴더블 기능에 따른 회로의 구조적인 복잡함으로 실제 면치수는 이보다 훨씬 적다. 이는 현재 제한적인 플렉서블 OLED캐파에서 상당한 비중을 차지할 것이다.

#### 스마트워치는 중장기적 플렉서블 투자 자극

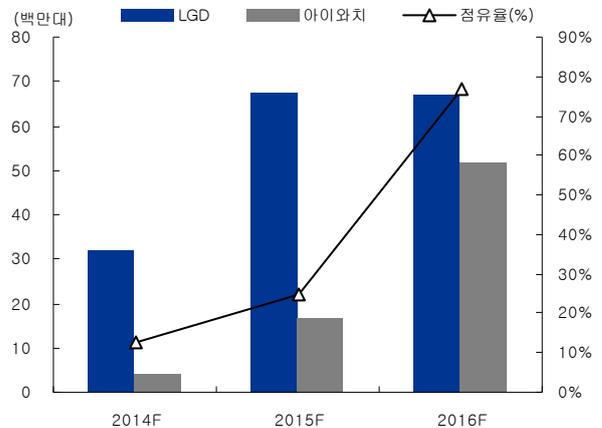
예를들어 LGD가 아이워치를 별도의 플렉서블 전환없이 기존라인에서만 양산 한다면 2016년에는 AP2라인으로 오로지 아이워치만 양산할 수 밖에 없다. 즉 스마트워치의 출시가 당장 대규모 OLED신규 투자를 유발하진 않겠지만, 상당부분 캐파를 잠식한다는 것은 사실이다. 결국 스마트워치 시장의 개화는 플렉서블 OLED라인 투자를 자극할 것이다.

그림 14. 스마트워치 판매 전망



자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

그림 15. 스마트워치 생산 기여도



자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

그림 16. 스마트워치



자료: 언론자료, IBK투자증권

그림 17. 애플 아이워치 컨셉



자료: 언론자료, IBK투자증권

그림 18. 나이키 퓨얼밴드



자료: 언론자료, IBK투자증권

그림 19. 뉴 구글 글라스



자료: 언론자료, IBK투자증권

그림 20. 삼성 vs 소니 vs 쉘컴 스마트워치

제조사	삼성	소니	쉘컴
제품명	갤럭시기어	스마트워치2	토크
이미지			
CPU	800MHz 싱글코어 엑시노스	미공개	200Mhz 코어텍스 M3
디스플레이	1.63"(320x320) AMOLED	1.6"(220x176) 트랜스플렉티브 LCD	1.55"(288x192) 미라솔디스플레이
배터리 수명	25시간	3~4일	3~5일
무게	72g	122g	90g
카메라	190만화소	없음	미공개
가격	299달러	262달러	300달러(미정)

자료: 언론자료, IBK투자증권

물론 패널의 변화만으로는 롤러블, 폴더블 스마트폰을 만들 수 없다. 플렉서블 스마트기기의 양산에 있어서 패널보다 더 어려운 부분이 기판, 배터리, 회로부품, 터치스크린, 강화유리 등의 고체형 부품이다. 최근 이런 부품에서 플렉서블 대응을 위한 변화가 진행 중이다. 지난 10월 LG화학은 커브드 배터리, 케이블 배터리 등을 전시하였고, 삼성SDI는 고체 전해질을 이용한 전고체 배터리를 공개했다. 케이블 배터리는 웨어러블 디바이스에 효율적이고, 고체 전해질은 외부 충격에 강하고 안전하여 초박막 배터리에 유리하다.

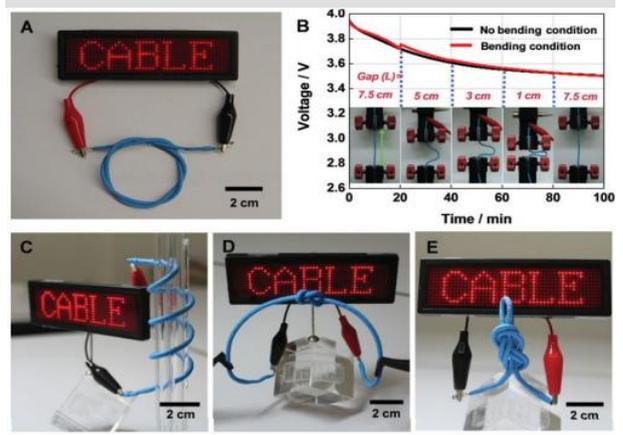
또한, 한국생산기술연구원은 최근 고집적 플렉서블 회로기판 개발에 성공했다. 플렉서블 기판은 구부러지거나 인체에 부착될 수 있는 특성으로 스마트워치의 구부러진 팔뚝 부분으로 제조가 가능하다. 또한 필름 방식의 터치스크린이나 플라스틱 강화유리 등 플렉서블 디바이스 구현을 위한 부품의 개발도 진행 중이다. 이런 부품의 진화는 OLED패널의 플렉서블화와 더불어 플렉서블/웨어러블 기기의 발전에 기여할 전망이다.

그림 21. 플렉서블 회로 기판



자료: 한국생산기술연구원, IBK투자증권

그림 22. 전선형 배터리



자료: LG화학, IBK투자증권

그림 23. 삼성SDI 폴리머 커브드 배터리



자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 24. LG화학 커브드 배터리



자료: LG화학, IBK투자증권

### OLED 태블릿PC 출시 기대

삼성전자 태블릿PC의 OLED패널 채택 본격화

2014년에는 OLED패널이 장착된 태블릿PC의 본격적인 출시가 기대된다. 삼성전자는 지난 애널리스트데이에서 내년 태블릿PC 판매에 대한 공격적인 목표를 제시했다. 그 목표에는 OLED패널, Oxide LCD패널이 채택된 태블릿PC 출시로 미드~하이엔드급 시장을 장악한다는 의지가 담겨있었다. 물론 내년에도 태블릿PC의 OLED패널 침투율은 삼성전자 하이엔드 태블릿PC에 국한되어 낮겠지만, 예년과는 다르게 태블릿PC 시장의 OLED패널 침투가 용이해졌다는 점은 분명하다.

OLED패널가격 높지만 TSP일원화는 유리한 구조

얇고 가벼운 OLED패널의 장점을 극대화 할 수 있는 제품은 7인치 이상의 태블릿PC라는 점은 이미 알려진 내용이다. 플렉서블 OLED패널이 개발된다면 그 강점은 더 부각되겠지만 아직 내년에는 시기상조다. 현재 이미 LTPS LCD를 채택한 고해상도 태블릿PC가 출시되고 있고, 애플의 9.7인치 레티나 패널은 80\$ 이상의 높은 가격을 형성하고 있다. 아직까진 OLED패널의 가격이 LCD패널보다 높게 형성되어 있지만, SDC는 옥타방식을 이용한 터치 일원화로 LCD패널의 터치패널 비용을 줄인다는 장점이 있다. 무엇보다 패널업체는 10인치 이상 태블릿PC에 OLED패널이 채택되면 스마트폰 대비 6배 이상 넓은 면적을 차지한다는 점이 긍정적이다. 그 만큼 스마트폰을 제조하기 위한 캐파가 잠식되는 것이다.

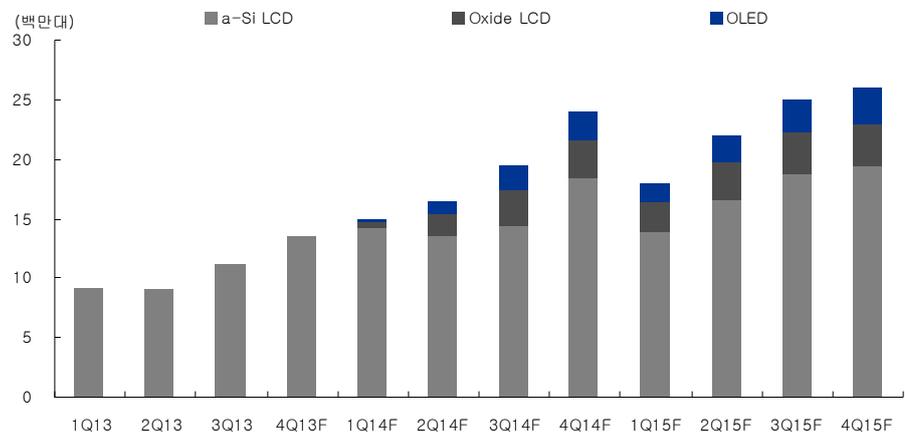
2014년 태블릿PC로 인한 OLED캐파할당 10% 이상

간단히 계산해서 2014년 삼성전자 태블릿PC의 8%에 OLED패널이 적용된다면 SDC A2라인(5.5세대 4분할)기준 월 14,000장의 원판 유리가 필요하다. 2015년 A3라인의 가동으로 중대형 OLED패널의 고정비가 하락하고, 플렉서블 패널의 대중화가 이루어 진다면 삼성전자 태블릿PC 생산량의 18% 정도는 OLED패널이 채택될 수 있다고 본다. 그럴 경우 SDC A2라인 OLED패널의 20%이상은 태블릿PC에 할당되게 된다. 이는 5인치 스마트폰 월 500만개를 제조할 수 있는 캐파다. 즉, OLED패널의 태블릿PC 침투율은 낮아도 패널업체의 캐파할당 측면에서는 영향이 클 것이다.

태블릿PC의 OLED패널 채택은 A3투자를 자극

중저가 태블릿PC 중심의 시장 성장세와 중대형 OLED패널의 높은 가격은 OLED 태블릿PC의 성공에 부정적인 것은 분명하다. 하지만 삼성전자 하이엔드 태블릿PC의 차별화 측면에서, 특히 아직 태블릿PC에서는 애플에 한참 뒤쳐져 있다는 이미지 개선을 위해서라도 OLED패널의 채택(특히 플렉서블)은 가속화될 전망이다. 이는 결국 6세대 2분할 원판의 A3라인 투자를 자극하게 될 것이다.

그림 25. 삼성전자 태블릿PC 제품별 출하량 전망



자료: IBK투자증권

## OLED TV는 UHD까지 시간 필요

UHD LCD TV의 히트로  
OLED TV 부진

2013년 초 OLED TV에 대한 기대감은 높았다. CES2013에서 한국, 일본 업체들이 앞다투어 OLED TV를 전시하였고, 일본은 UHD OLED TV를 선보이는 등 LCD TV와 차별화된 기술을 과시했다. 하지만 OLED TV는 FHD 해상도에도 55인치 스펙으로 1,100만원, 곡면형 1,500만원의 높은 가격을 형성했다. 반면 UHD LCD TV는 대만, 중국 업체의 진입으로 가격이 큰 폭으로 하락하며 소비자에게 더 매력적으로 다가왔다.

OLED TV도 결국은  
UHD 해상도 채택 필요

결국 UHD LCD TV에 밀린 OLED TV는 투자 및 컨셉의 방향을 다시 계획하게 되었다. FHD가 아닌 UHD 해상도까지 기술이 확보된 후 양산투자가 진행될 전망이다. 현재 삼성은 RGB Strip방식의 증착을 유지하고, LG는 Oxide TFT를 적용한 WOLED방식을 고수하고 있다. 아직 어느 방식이 표준으로 자리잡을지는 모르지만, 어쨌든 더 저렴하게 QHD 해상도를 구현하는 OLED TV가 시장을 선도할 것임은 분명하다.

세트업체 의지로 OLED  
TV도 급격한 가격 하락 중

한편, OLED TV의 가격도 예상보다 빠르게 하락하고 있다. LG전자는 4월 1,100만원이던 55인치 OLED TV를 8월 990만원으로 인하했고, 연말에는 643만원까지 인하할 계획이다. 삼성전자도 마찬가지로 OLED TV가격을 크게 낮췄다. 이는 증착을 포함한 OLED공정 수율 개선과 OLED TV대중화를 위한 세트업체의 의지로 파악된다. 다만, 중국 업체의 추적이 빠른 UHD LCD 시장과 비교해 OLED TV 시장은 국내업체만 선도한다는 점도 향후 강력한 마케팅 포인트가 될 수 있을 것이다.

면적기준 OLED TV의  
중요성

OLED패널 캐파 할당에 가장 기여도가 큰 제품은 대면적 OLED TV다. 55인치 OLED TV의 면적은 5인치 스마트폰 대비 130배 넓다. 향후 OLED TV가 전체 TV시장의 1%(200만대)만 차지하더라도 그 면적은 5인치 스마트폰 2억 6천만대를 판매하는 효과와 같다. OLED TV의 성장은 내년까지 다소 더디겠지만, 결국은 OLED패널 투자에 가장 크게 기여할 전망이다.

그림 26. 삼성전자 커브드 OLED TV



자료: 삼성전자, IBK투자증권

그림 27. LG전자 커브드 OLED TV



자료: LG전자, IBK투자증권

### 2014년 OLED투자 재개

여전히 삼성전자 플래그십 모델의 판매는 강세

2014년 상반기에는 지연됐던 A3라인의 투자가 재개될 전망이다. 물론 캐파는 대부분 삼성 전자 플래그십 스마트폰 증가분에 할당된다. 갤럭시S4가 기대했던 누적판매 목표치는 1억 대는 달성하지 못했지만, 갤럭시S3 대비 큰 폭의 판매량 증가를 기록했고, 이런 추세는 갤럭시S5까지 이어질 전망이다. 또한 갤럭시노트3는 출시 1달만에 500만대가 판매되면서 기존모델 대비 2배 빠른 속도로 판매되고 있다. 아직 삼성전자 플래그십 모델의 역성장을 논하기에는 이르다고 판단된다.

플래그십 모델 증가에 따른 캐파증가는 16K 수준

2014년 삼성전자 스마트폰 판매량은 전년비 21.3% 증가한 3.9억대가 예상되고, OLED패널 채택율은 41% 수준으로 1.6억대를 기록할 전망이다. 이는 전년비 3,400만대가 증가한 물량으로, A2라인(5.5세대 4분할) 기준 월 16,000장의 AMOLED패널원판 글라스가 추가로 필요하다는 뜻이다.

태블릿PC용 14K 캐파 할당과 플렉서블 전환 필요

또한 앞서 살펴본 대로 내년 OLED태블릿PC의 양산으로 A2기준 캐파 14,000장의 원판 글라스가 필요하고, 스마트워치를 위한 OLED패널 캐파할당도 요구된다. 내년도 Edge Bending 스마트폰의 양산을 위해서는 상반기 중으로 선제적인 플렉서블 전환(혹은 신규) 투자가 이루어져야 하고, 하반기 중으로는 OLED TV용 전용라인 투자에 대한 방향도 결정될 전망이다.

표 4. 삼성전자 스마트폰 디스플레이별 출하량 전망

(단위: 백만대)

	14.1QF	14.2QF	14.3QF	14.4QF	2013F	2014F	YoY
삼성 스마트폰	88	95	99	108	322	390	21.3%
LCD폰	55	52	58	65	196	230	17.6%
점유율	62%	55%	59%	60%	61%	59%	
AMOLED폰	33	43	41	43	126	160	27.0%
점유율	38%	45%	41%	40%	39%	41%	

자료: 가트너, IBK투자증권

표 5. OLED라인 캐파 분기별 전망

(단위: 천장)

	Phase	OLED Gen.	2011				2012				2013F				2014F				
			1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF	
SDC	A1	하프 4	48.0	49.0	49.0	50.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0	51.0
	A2-1	쿼터 5.5		8.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0	24.0
	A2-2	쿼터 5.5				16.0	24.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
	A2-2-F	쿼터 5.5										8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
	A2-3-L	쿼터 5.5												8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
	A2-3-R	쿼터 5.5							8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	
	A2-3-R/F	쿼터 5.5									8.0	8.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	
	A2-4	쿼터 5.5											16.0	27.0	27.0	27.0	27.0	27.0	
	A2-5	쿼터 5.5												4.0	16.0	27.0	27.0	27.0	
	A3-1	하프 G6																	16.0
	V1-Pilot	6분할 G8									6.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
	V1-1	6분할 G8																	

주: 회색 영역은 장비 PO 예상시기  
 자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

## OLED 업체별 정리

덕산하이메탈은 삼성의 OLED소재(HTL)와 반도체소재(솔터볼)의 주요 공급업체다. 2014년 매출액 1,695억원(+27.1%, YoY)과 영업이익 444억원(+24.8%, YoY)의 안정적인 실적을 기록할 전망이다. 2013년은 A2확장라인만 가동되며 EL소재부분 실적은 역성장 기록. OLED TV양산에 따른 HTL소재 공급 대폭 증가로 OLED TV 대중화시 최대 수혜 기대.

에스에프에이는 자동차 물류장비 업체로 삼성전자 OLED, LCD, 반도체라인 모두에 장비를 공급. 2014년 매출액 7,262억원(+49.5%, YoY)과 영업이익 1,062억원(+55.1%, YoY)의 높은 성장을 기록할 전망이다. OLED만 치중되지 않은 사업구조가 장점이고, 향후 8세대 OLED TV용 증착기 공급 유무가 주요 포인트.

AP시스템은 SDC OLED용 ELA, G-Encap, LLO장비를 독점 공급. 2014년 매출액 3,455억원(+18.0%, YoY)과 영업이익 405억원(+30.7%, YoY) 전망. 동사의 장점은 ELA 및 G-Encap장비를 해외(특히 중국)시장의 LTPS LCD와 OLED라인에 진입이 예상된다는 점. LITI증착기가 공급된다면 또 하나의 성장동력으로 작용할 전망이지만 현재로서는 공급 가능성 낮음.

테라세미콘은 삼성의 열처리 장비 메인 공급업체. 2013년은 SDC의 플렉서블 라인투자보류로 큰 폭의 실적 하락이 불가피하나, 2014년은 플렉서블 전환 투자와 A3 신규투자로 매출액 1,181억원(+136%, YoY)과 영업이익 194억원(+371%, YoY)의 큰 폭의 성장 기대. 중국을 포함한 해외시장 LTPS LCD용 열처리 장비 가능성도 높음. 플렉서블 Curing장비 독점 공급으로 향후 플렉서블 라인 투자 최대 수혜 기대.

표 6. OLED 업체별 투자포인트 비교 (11/11 증가 기준)

		2012	2013F	2014F	특징/투자포인트
덕산하이메탈	매출액	1,438	1,334	1,695	삼성디스플레이 HTL 1 <sup>st</sup> 공급자 유지
증가: 20,100	YoY	11.3%	-7.2%	27.1%	A3 신규투자 및 플렉서블라인 가동에 따른 매출 증가
PER(13F): 15.7	영업이익	417	356	444	유엠티 인수에 따른 사업 다각화 진행 중
PER(14F): 13.0	YoY	5.9%	-14.6%	24.8%	연간 단가인하 20% 이상 발생, 경쟁사 시장 진입 우려감 존재
에스에프에이	매출액	5,075	4,859	7,262	삼성디스플레이 자동차 장비 메인 공급업체
증가: 40,450	YoY	-32.6%	-4.2%	49.5%	8G OLED TV용 진공장비(증착기, PECVD등) 공급 기대
PER(13F): 11.4	영업이익	645	685	1,062	플렉서블 라인 투자 시 GRM등 추가 장비 수주 존재
PER(14F): 7.5	YoY	-30.0%	6.2%	55.1%	진공장비의 성공적인 공급 유무 리스크 존재
AP시스템	매출액	2,175	2,927	3,455	삼성디스플레이 ELA, G-Encap, LLO장비 독점 공급
증가: 10,500	YoY	-2.2%	34.6%	18.0%	플렉서블 라인 투자 시 LLO장비 추가 수주 발생
PER(13F): 8.7	영업이익	131	310	405	ELA 경쟁력 확실, 중국 패널업체 수주 기대감 존재
PER(14F): 7.0	YoY	-49.4%	137%	30.7%	LITI 증착기의 불확실성과 열처리 장비와의 경쟁 리스크 존재
테라세미콘	매출액	768	501	1,181	삼성디스플레이 열처리 장비 메인 공급업체
증가: 13,700	YoY	-45.1%	-34.8%	136%	플렉서블 라인 투자 시 Curing장비 독점 공급 기대
PER(13F): 57.2	영업이익	101	41	194	삼성전자 플래그십 모델의 플렉서블 패널 채택 여부가 중요 포인트
PER(14F): 8.6	YoY	-11.0%	-59.3%	371%	플렉서블 라인 의존도 높고, 비아트론과의 경쟁 리스크 존재

자료: IBK투자증권 추정치, AP시스템은 회사 추정치

## II. LCD산업

### 2014년도 상고하자 전망

13년 LCD TV시장 0.9% 감소할 듯

2013년 LCD패널 시장은 예상과 달리 상고하자의 흐름을 보였다. 특히 TV용 패널은 상반기 중국 노동절 판매 호조와 에너지 보조금 정책으로 견조한 성장세를 기록했으나, 5월 이후 중국 보조금 정책 종료로 TV판매가 부진했고, 신흥국가들의 경기는 가파르게 둔화되었으며, 선진국 TV수요도 기대에 미치지 못했다. 결국 2013년 LCD TV판매량은 전년비 0.9% 감소한 2억 150만대를 기록할 것으로 보인다. 중소형 패널에서도 모니터와 노트북의 수요 감소가 지속된 가운데 태블릿PC의 증가세만 유지됐다.

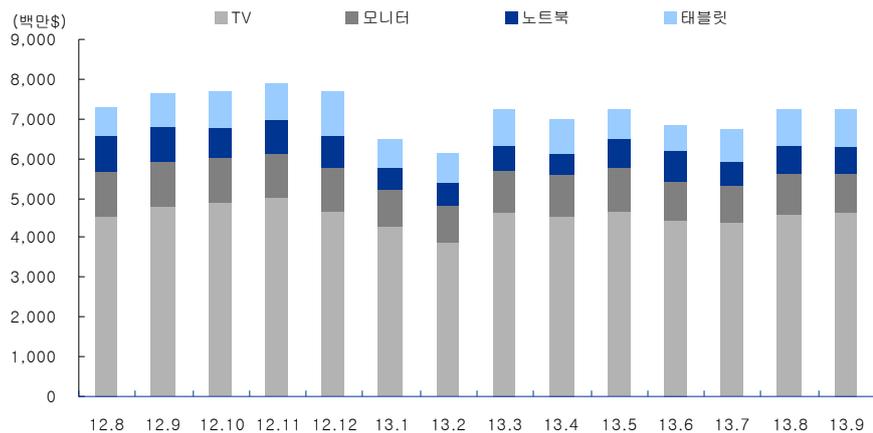
2014년 LCD패널 업황 상고하자 전망

2014년 LCD패널 시장도 마찬가지로 상고하자가 예상된다. 이는 1) 13년 연말 쇼핑 시즌에 따른 TV판매 증가로 LCD패널 재고 감소 상황속에, 2) 14년 예년보다 빠른 중국 춘절연휴(1월 30일~2월 5일)와 3) 상반기 스포츠 이벤트(2월 동계올림픽, 6월 월드컵)효과가 기대되기 때문이다. 즉 13년 연말 낮아진 LCD패널 재고 상황속에 14년 상반기 이벤트에 따른 수요증가(하반기 TV수요를 상반기로 당겨올 것으로 판단)로 셋트업체들이 LCD패널 재고 재 축적을 진행할 것으로 보인다. 2014년 연간 LCD TV판매량은 전년비 3.6% 증가한 2억 870만대를 기록할 전망이다.

중소형패널의 고해상도화 지속 전망

중소형 패널에서는 2013년과 마찬가지로 태블릿PC 상승과 모니터 및 노트북 부진이 예상되는 가운데 LCD패널 업체는 중소형 시장에서 경쟁력 강화를 위해 LTPS, Oxide TFT와 같은 고사양 패널로의 전환이 지속될 전망이다. 스마트폰은 QHD까지 해상도가 올라가고, 태블릿PC도 LTPS, Oxide TFT 기술로 300ppi 이상의 고해상도를 장착할 예정이다. 이는 대당 ASP의 증가로 인한 매출 증가 외에도 기존 a-Si 라인의 전환을 통한 범용패널 공급 감소를 야기할 것이다.

그림 28. 제품별 LCD패널 시장 추이



자료: IHS, IBK투자증권

### TV 키워드, UHD/ iTV/ 중국

앞서 언급한 대로 2014년 TV시장은 2012~2013년 역성장에 따른 기저효과와 스포츠 이벤트 등으로 성장이 예상되지만 성장 폭은 3.6% 수준으로 제한적일 전망이다. 이런 저성장 시대에 내년 TV사업에 영향을 미칠 수 요인은 1) 중국 보조금 정책 시행, 2) UHD TV의 대중화, 3) 애플의 iTV의 출시 유무가 될 것이다.

#### TV의 대형화가 UHD해상도 채택 자극

2013년 UHD TV는 콘텐츠 부족에 따른 대중화에 대한 우려가 높았지만 한국, 일본 뿐 아니라 대만, 중국 업체까지 시장에 진입하면서 하이엔드 TV시장의 주력으로 떠올랐다. 특히 55인치에 머물던 대형TV 시장이 60인치 이상으로 확대되면서 기존 FHD로는 해상도의 부족이 인식됐고, UHD해상도의 필요성이 부각됐다. 또한 초기 높은 가격을 형성했던 삼성 및 LG전자도 UHD TV가격을 공격적으로 인하(LG전자 UHD TV가격 2개월 동안 17% 인하)하면서 소비자가 수용할 만한 가격대로 진입하였다.

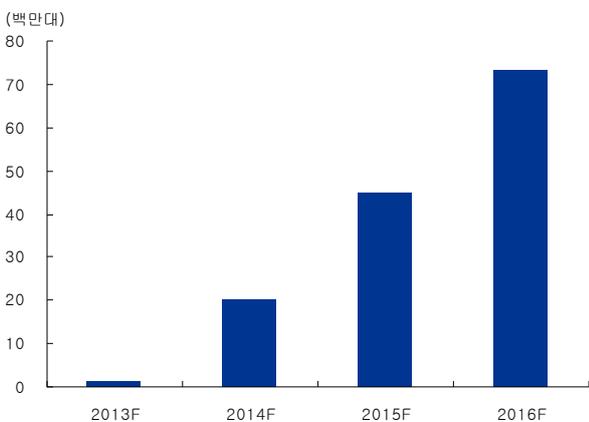
#### 2014년 UHD TV시장 점유율 9.6% 전망

2014년 UHD TV의 확대를 전망하는 또다른 이유는 스포츠 이벤트에 따른 콘텐츠의 확대다. 일본은 내년 월드컵에 위성채널을 통해 4K시험 방송을 시작할 예정이며, 2016년 런던 올림픽을 거쳐 2020년 도쿄올림픽까지 4K방송을 상용화 하는게 목표다. 최근 조사기관에 따르면 2013년 UHD TV출하량은 150만대 수준으로 전체 LCD TV판매량의 0.7%에 불과하지만, 2014년에는 2,000만대로 TV시장의 9.6%를 차지할 전망이다.

#### 55/65인치 UHD iTV출시 기대감 존재

UHD TV와 함께 2014년 TV시장에 영향을 미칠 신제품은 애플의 iTV다. 애플은 내년 UHD해상도의 55/65인치 iTV 출시를 검토 중이다. iTV의 성공을 예상하는 이유는 아이폰, 아이패드, 아이워치와 연동되는 강력한 콘텐츠 생태계에서 사용자 편리성을 강조하는 소프트웨어, 그리고 애플이라는 브랜드 파워(고급스러운 디자인) 때문이다. 무엇보다 iTV는 iOS바탕의 풍부한 모바일 콘텐츠를 대형화면에 공유한다는 점이 소비자에게 가장 큰 매력으로 다가갈 것이다. iTV는 일반적으로 정보를 표시하는 TV의 영역에서 벗어나 화면분할, 화면전환 등 다양한 기능이 장착될 것이다. 아직 iTV출시에 대한 불확실성은 존재하지만 iTV가 출시된다면 하이엔드 TV시장에 자극제가 될 것은 분명하다. ㄴ

그림 29. UHD TV 판매량 전망



자료: IHS, IBK투자증권

그림 30. iTV 컨셉



자료: 언론자료, IBK투자증권

2014년 중국 LCD TV시장에 대해 주목해야할 점은 에너지 보조금정책 재개로 인한 TV판매량 추이와 중국 로컬 패널업체의 투자로 인한 LCD패널 공급량 증가 수준이다.

**중국 에너지 보조금 정책  
2014년 초 재개 전망**

2007년부터 중국정부가 실행한 디지털 TV에 대한 보조금정책으로 중국 TV시장은 급격히 성장한 반면 보조금 정책이 종료된 2013년 6월부터 LCD TV수요는 감소세로 전환됐다. 최근 중국언론에 따르면 2014년 1분기에 신규 에너지 보조금 정책이 시행될 것으로 예상하고 있다. 조사기관에 따르면 최소 3~5개 가전제품에 대해 약 1.8조원 규모로 보조금이 집행될 것이고, 그 중 30% 정도가 TV에 할당될 것으로 전망하고 있다. 비록 절대적인 금액은 작아졌지만, 패널 수급에는 상당부분 기여할 전망이다. 또한, 대형TV 중심으로 제품이 선정될 가능성이 높아 LCD패널업체 실적에는 더 긍정적인 일 것이다.

**내년 중국 LCD캐파  
증가율 33% 고성장**

2014년 중국 TV세트 시장의 반등이 예상되는 한편, LCD패널 시장은 중국 로컬 패널업체의 8세대 신규라인 투자로 경쟁이 더욱 치열해질 전망이다. 2014년도 중국 지역의 8세대 LCD패널 가동 예정인 업체는 BOE, CSOT의 로컬업체 외에도 SDC(수저우)와 LGD(광저우) 신규라인까지 가동될 전망이다. 2015년까지 중국에 총 8개의 8세대 라인 투자를 집행할 계획이고, 그렇게 되면 2016년 이후 중국은 한국보다 많은 8세대 LCD라인을 가지게 될 것이다. 2014년 전체 LCD패널 캐파 증가율은 4.1%로 저성장이 예상되지만 중국 로컬지역 LCD패널 캐파는 전년비 33% 증가하는 고성장을 기록할 전망이다.

**LCD패널 수입관세 인상도  
계획 중**

중국은 중장기적으로 중국 내부 세트시장에서 중국 로컬업체의 패널 비중을 80% 수준으로 늘리는 목표를 가지고 있다. 이에 최근 32인치 이상 수입패널에 부과하는 관세를 기존 5%에서 8%로 증가시킬 계획도 추진 중이다. 2012년 3월 32인치 이상 LCD패널의 수입 관세를 3%에서 5%로 인상한 이후 1년만에 다시 올리는 것이다. 결국 자국 패널업체를 보호하기 위한 조치로 파악된다.

**국내팹 하이엔드, 중국팹  
로우엔드 제품 전략**

국내업체는 중국 TV시장 대응을 위한 패널은 광저우와 수저우 라인을 통해 생산하고, 국내 라인은 하이엔드 제품에 집중하는 전략을 펼칠 것으로 예상된다. 결국 UHD와 OLED로 대표되는 초고가 제품을 기술개발과 수율개선을 소비자 수용할 수 있는 가격대로 빨리 낮춰야 한다. 특히 OLED TV는 UHD LCD TV와 달리 국내업체와 중국, 대만업체와의 기술 수준이 크게 벌어져 있는 시장이기 때문에 격차를 벌일 수 있는 기회가 있다.

그림 31. 중국 내 면적기준 LCD캐파 전망



자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

표 7. 중국 로컬 LCD패널 신규라인 전망

국가	회사명	공장	세대	캐파(1,000/월)	MP Ramp	비고
China	BOE	베이징 B4	8-3	30	Aug.2013	TV
		베이징 B7	6	25	Nov.2015	LTPS
		충칭 B8	8-1	35	May.2015	Oxide 혼용
			8-2	35	Nov.2015	Oxide 혼용
			8-3	30	Sep.2016	Oxide 혼용
		허페이 B5	8-1	30	Jan.2014	LCD + OLED
			8-2	30	Oct.2014	LCD
	허페이 B3	6-5	20	Aug.2014	LCD	
	오르도스 B6 LTPS	5.5	25	Feb.2014	LCD + OLED	
	CSOT	TCL 선전 2	8-1	50	Apr.2015	TV
			8-2	50	Apr.2016	TV
	Tianma	샤먼 LTPS	5.5-1	15	Apr.2013	LCD
			5.5-2	15	Apr.2014	LCD + OLED
	Visionox	상하이 2	5.5	15	Feb.2016	OLED
			VSX 쿤산	5.5	15	Apr.2015
SDC	쑤저우	8-1	38	Oct.2013	TV	
		8-2	17	Jul.2014	TV	
		8-3	30	Jul.2015	TV	
LGD	LGD 광저우 1	8-1	87	Aug.2014	TV	
		8-2	33	Nov.2015	TV	

자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

### 스마트폰, 고해상도화 지속

2014년 중소형 LCD는 LTPS패널의 수요가 큰 폭으로 증가할 것이다. 이는 스마트폰 해상도가 FHD를 넘어서 QHD로 높아지며 고해상도 수요가 지속 증가할 것으로 예상되고, LTPS LCD수요의 상당부분을 차지하는 애플도 신규 아이폰의 면적을 증가할 계획이기 때문이다.

하이엔드 스마트폰 QHD LCD패널 채택 전망

2014년 하이엔드 스마트폰용 LCD패널은 FHD해상도를 넘어서 QHD(2560x1440)의 초고해상도 패널이 채택될 전망이다. 이미 LG디스플레이(5.5인치 538ppi), 재팬디스플레이(5.4인치, 543ppi, 6.2인치 473ppi)가 QHD제품을 선보였고, 중국의 비보(Vivo)는 5.5인치 QHD패널(515ppi)을 탑재한 신제품 패블릿 'Xplay3S'을 출시했다. 소형 LCD패널은 FHD 스마트폰이 나온지 1년도 안되서 다시 QHD로 해상도가 높아진 것이다. 반면, 펜타일 방식으로 FHD까지 따라온 OLED패널은 LCD와의 해상도 대결이 부담스러워 졌다. LG전자는 삼성전자 플래그십 모델과의 차별화를 위해 차세대 전략 스마트폰에 QHD해상도를 채택할 전망이다.

아이폰 4.7인치, 5.x인치 적용에 따른 수요증가

언론보도에 따르면 내년 애플 신모델 아이폰6와 패블릿 아이폰은 4.7인치와 5.x인치의 대화면 패널이 채택될 것으로 파악된다. 이는 기존 4인치 아이폰5S와 동일한 물량이 판매되더라도 약 40~80%의 디스플레이 면적 증가를 유발한다. 즉, 기존 아이폰을 제조하던(LGD, JDI, Sharp)의 LTPS 캐파를 40~80% 잠식시킬 것이다. LGD는 지난 8월 30일 중소형 디스플레이 생산시설 확보를 위해 2014년까지 8,326억원을 투자한다고 공시했다. 이는 4.7인치, 5.x인치 아이폰의 생산과 연결된다고 판단된다.

LGD P6 LTPS전환으로 아이폰 비중 확대 전망

결국 LG디스플레이는 P6 LTPS 40K 전환으로 내년 신규 아이폰의 패널 점유율을 높여갈 전망이다. P6 LTPS 40K는 4.7~5.x인치 아이폰 기준 월 1,000만대가 넘는 규모이다. 기존에는 아이폰용 패널 점유율이 동사와 일본 2개 업체가 동일하게 나누어 가져갔다면 금번 LTPS전환 투자를 통해 내년 아이폰 판매량의 절반 이상의 패널을 LG디스플레이가 담당할 것으로 판단된다.

표 8. 아이폰용 패널 양산 현황

	LG디스플레이	JDI	Sharp
Fab	AP2	TOS Kaga	Kameyama
Glass	4G(730 x 920)	5.5G(1300 x 1500)	6G(1500 x 1850)
Capa(월)	65,000	22,000	20,000
4" 면치수	112	330	468
4.7" 면치수	80	240	350
5.x" 면치수	55	170	250
4" 생산량(월)	730만대	730만대	940만대
4.7" 생산량(월)	520만대	530만대	700만대
5.x" 생산량(월)	360만대	370만대	500만대

자료: IBK투자증권

**태블릿PC, LTPS와 Oxide로 레벨업!**

내년 태블릿PC 판매량  
3.3억대 전망

2014년에도 IT기기 중 가장 큰 폭의 성장이 예상되는 제품은 태블릿PC로 전년비 38.5% 증가한 3억 3,200만대가 판매될 전망이다. 애플은 최근 출시한 아이패드 에어 및 미니레티나를 통해 시장 점유율 1위를 유지할 것이고, 삼성전자도 태블릿PC 시장 1위를 향해 공격적인 목표를 세우며 큰 폭의 성장이 기대된다. 중국 중저가 화이트박스는 재고에 따른 판매량 변동성이 크지만, 내년 전망치를 연간 35% 증가한 1억대로 추정하였다.

삼성 플라인업 전략 통한  
태블릿PC 시장 장악 목표

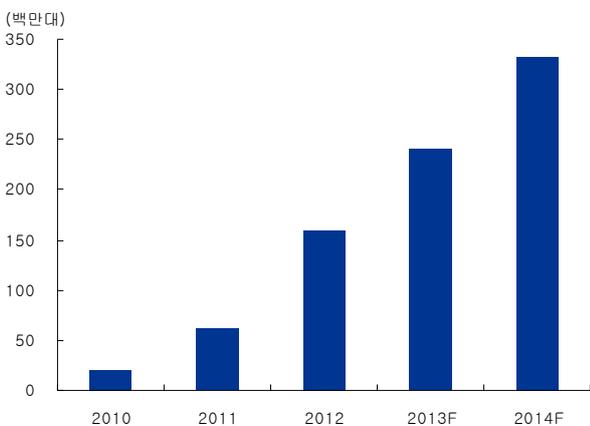
최근 언론에 따르면 삼성전자는 내년 태블릿PC 판매량 1억대라는 내부 목표를 세우고 스마트폰에 이어 태블릿PC에서도 세계 1위를 목표로 하고 있다. 삼성전자는 스마트폰의 로우~하이엔드 플라인업 전략을 내년 태블릿PC에 본격적으로 적용할 예정이다. 즉 300ppi 이상의 하이엔드 시장은 OLED패널을 적용한 경량박형 제품을, 250ppi 이상 미드엔드 시장은 Oxide TFT LCD를 적용한 저소비전력 고품질 제품을, 250ppi 이하 중저가 시장은 a-Si LCD를 적용한 가격 경쟁력 있는 제품을 출시할 전망이다.

이미 태블릿PC의  
LTPS패널 채택은 진행 중

이미 구글 넥서스7 II에 LTPS패널이 채택되는 등 스마트폰에서 진행된 고휘소 픽셀 채용 트렌드가 태블릿PC에서도 진행 중이다. 현재 LTPS LCD캐파는 LGD, JDI, Sharp가 대부분을 차지하고 있고, LGD와 JDI는 추가 6세대 LTPS라인을 투자 중이다. SDC는 하이엔드 OLED 태블릿PC를 통한 차별화 외에도 L6 Oxide라인을 통한 미드엔드 태블릿PC용 패널을 양산할 계획이다. 이는 갤럭시 노트 12.2인치와 같은 대화면 태블릿PC의 저전력 고효율도 사양을 가능하게 해 줄 것이다. 또한 SDC는 삼성전자 중저가 태블릿PC양산을 위한 L5라인의 추가적인 PLS 전환도 계획중인 것으로 파악된다.

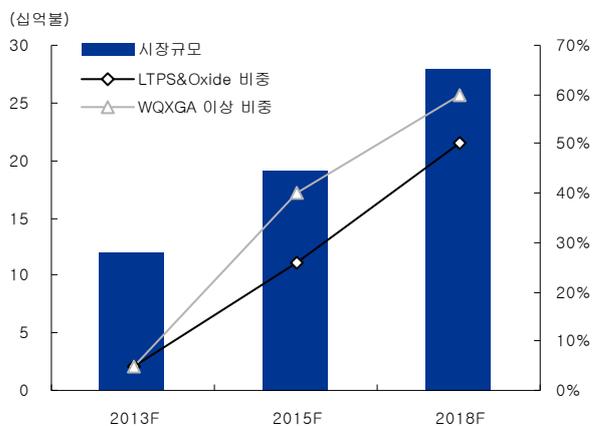
2014년 태블릿PC의 성장, 특히 삼성전자의 공격적인 태블릿PC 시장 장악 목표는 패널, 부품, 소재업체에 긍정적이다. OLED패널의 중대형화는 SDC의 A3라인 투자를 자극할 것이고, Oxide TFT양산은 소재업체의 신규 소재 납품기회를 제공할 것이며, PLS라인 전환은 솔브레인(SDC장비 인도한다는 기준), 지디, 켐트로닉스, 아바텍(LGD 태블릿PC 성장) 등 슬리밍 업체의 물량 증가를 유발할 것이다.

그림 32. 태블릿PC 판매량 추이



자료: 가트너, IBK투자증권

그림 33. 태블릿PC 시장 규모



자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

### 2014년 수급은 여전히 공급과잉

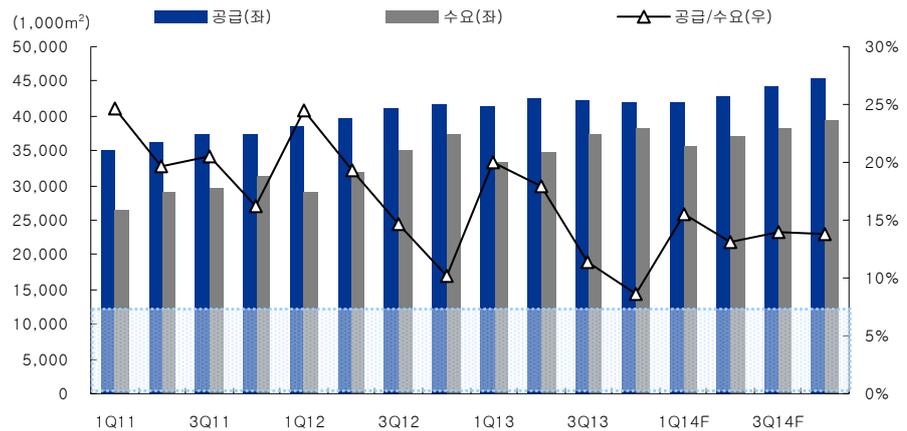
14년 수요 +4.5%, 공급 +3.9로 수급 유사할 듯

2014년 연간 LCD패널 수급은 전년과 유사한 14.0%의 공급과잉을 기록할 전망이다. 이는 내년 LCD패널 면적기준 수요 증가분이 4.5% 수준인데 반해 SDC와 LGD를 포함한 중국 지역 패널업체 신규라인 가동으로 패널 공급이 3.9% 증가할 것으로 판단되기 때문이다. 수요 측면에서 모니터, 노트북 등 범용IT 제품의 판매는 지속 부진하겠지만 모바일, 태블릿 PC의 성장세는 이어질 전망이고, 2년동안 역 성장한 LCD TV의 판매량 증가도 예상된다. 그리고 세트당 평균 디스플레이 크기의 증가세도 지속될 전망이다.

공급과잉 속 고부가 중심의 실적 차별화 지속될 듯

LCD산업 전반적인 공급과잉 문제는 급격한 성장에 따른 구조적인 문제로 단기간에 해결되기 어렵다. 국내 업체들이 기존 a-Si라인을 LTPS, Oxide TFT, OLED패널과 같은 고부가 가치 패널로 전환하면서 캐패 잠식이 발생하고 있지만, 그에 못지않게 중국 패널업체의 투자가 무서운 속도로 증가하고 있기 때문이다. 결국 2014년에도 전체 LCD패널의 공급과잉은 지속되는 가운데 고부가가치 패널 비중이 많은 업체가 이익을 독차지하는 시장이 지속될 전망이다.

그림 34. LCD 패널 수요 공급 전망



자료: IHS, IBK투자증권

표 9. 대형 TFT-LCD 수요/공급 전망

(단위: 1,000 m²)

	2012				2013				2014			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q(F)	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)
수요	29,077	31,914	35,118	37,333	33,209	34,767	37,337	38,329	35,535	37,113	38,200	39,243
모바일	1,186	1,216	1,256	1,393	1,364	1,411	1,473	1,606	1,431	1,620	1,735	1,928
모니터	5,600	5,360	5,430	5,577	4,965	5,456	5,840	5,774	5,371	5,416	5,504	5,403
노트북	3,107	3,391	3,489	3,186	2,527	3,281	3,658	3,621	3,151	3,303	3,436	3,374
태블릿	547	807	1,035	1,327	1,231	1,318	1,384	1,488	1,558	1,807	1,944	2,064
TV	18,405	20,879	23,637	25,613	22,909	23,058	24,700	25,559	23,812	24,703	25,303	26,193
공급	38,465	39,512	41,174	41,551	41,518	42,391	42,152	41,949	42,051	42,682	44,385	45,504
공급/수요	24.4%	19.2%	14.7%	10.2%	20.0%	18.0%	11.4%	8.6%	15.5%	13.0%	13.9%	13.8%

자료: IHS, IBK투자증권

### LCD패널 가격 추이

2013년 패널가격 약세 지속

2012년 LCD업황은 범용패널의 전반적인 가격 안정세 속에 일부 제품군의 패널가격이 상승하며 패널업체의 실적 개선을 이끌었다. 반면 2013년 주요 LCD패널 가격은 1) 디지털 TV 교체수요 종료, 2) 선진국 경기불안, 3) 중국 에너지 보조금 정책 종료 등의 이유로 TV 패널 중심으로 급격히 하락했다. 모니터, 노트북 등 IT용 패널가격도 PC수요 부족과 태블릿PC로의 수요집중으로 전반적인 하락세를 피해가지 못했다.

2013년 하반기 집중적인 패널가격 급락 발생

특히 패널가격 하락은 2013년 하반기에 집중 됐다. 연초 대비 대부분의 TV용 패널 가격은 12~16% 수준 하락하였고, 3분기만 8~10% 수준 하락하며 하락 폭을 키웠다. 5월 중국 보조금 정책 종료이후 중저가 패널(32인치 Open Cell용 패널, 50인치 이면Size용 패널)의 하락세가 강했다. 10월 중국 국경절 TV판매는 전년비 5% 하락한 260만대가 판매되며 부진했고, 결국 3분기 성수기 진입에도 패널가격 하락세는 완화되지 못했다.

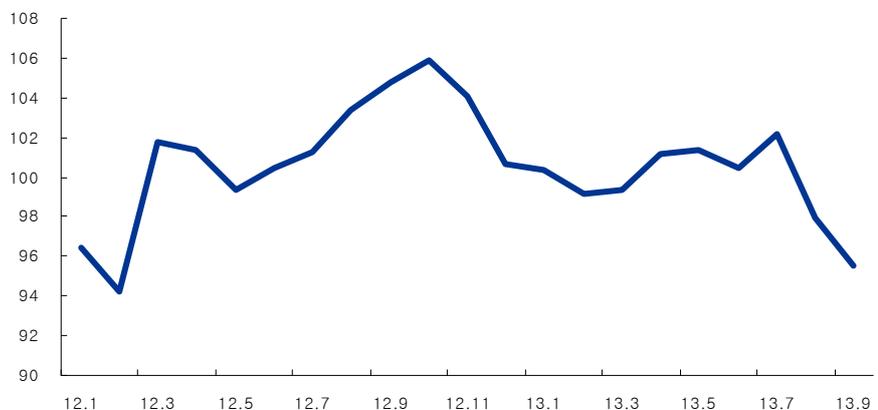
표 10. 주요 LCD패널 가격

	2012.11	6/20	7/5	7/20	8/5	8/20	9/5	9/20	10/5	10/20	2013.11	Growth	YoY
15.6" LED 노트북	41.0	36.9	36.7	36.7	36.6	36.7	36.4	36.2	36.1	36.0	36.0	Flat	-12%
21.5" LED 모니터	74.0	74.8	74.8	74.7	74.4	74.7	74.0	73.6	73.6	72.7	72.5	-0.3%	-2%
46" Edge LED TV	361	342	338	334	331	334	329	318	313	308	304	-1.3%	-16%

자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

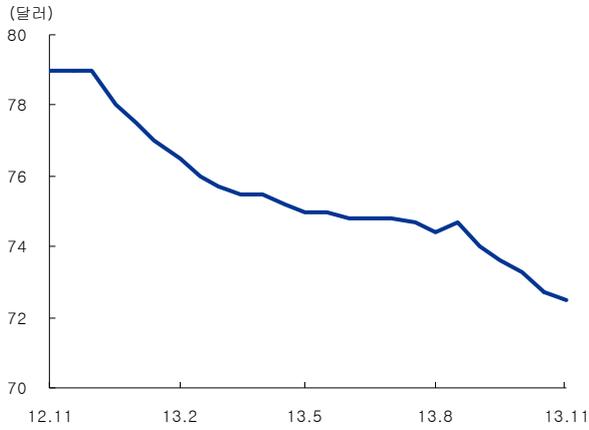
2014년에도 LCD패널의 공급과 수요의 증가율이 유사한 수준에 머물것으로 판단되는 바 의미있는 패널가격 강세를 기대하기는 어려울 전망이다. 다만 최근에는 급격한 패널가격 하락 누적에 따른 패널업체의 마진확보가 어려워진 상황으로 메이저 패널업체들의 점진적인 가동률 조절을 통한 패널가격 방어 정책을 펼칠 것으로 보인다. 또한 내년 상반기 스포츠 이벤트에 따른 신제품 출시 효과로 비수기 기간에도 패널가격 하락은 제한적일 전망이다. 모니터와 노트북용 패널도 주요 패널업체 IT용 라인의 태블릿PC 우선 할당 정책이 지속되며 자연적인 패널공급 제한속에 큰 폭의 가격 하락은 발생하지 않을 전망이다.

그림 35. 중대형 LCD패널 ASP 추이



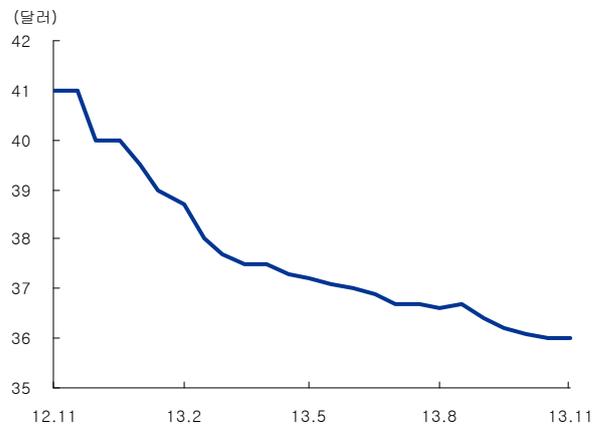
자료: IHS, IBK투자증권

그림 36. 21.5인치 LED 모니터 패널 가격 추이



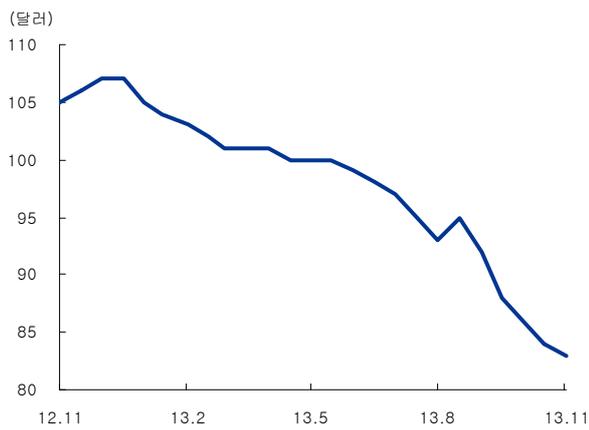
자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

그림 37. 15.6인치 LED 노트북 패널 가격 추이



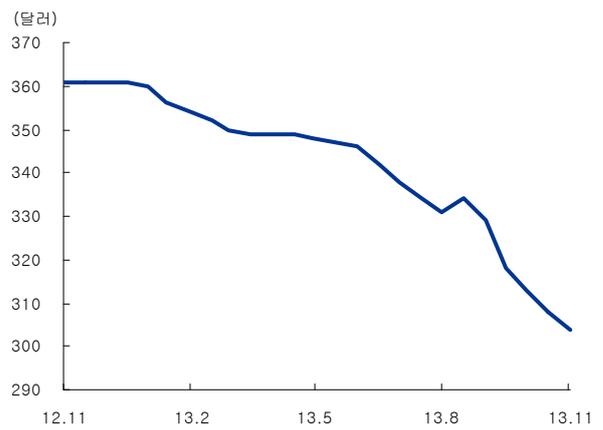
자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

그림 38. 32인치 Open Cell LCD TV 패널 가격 추이



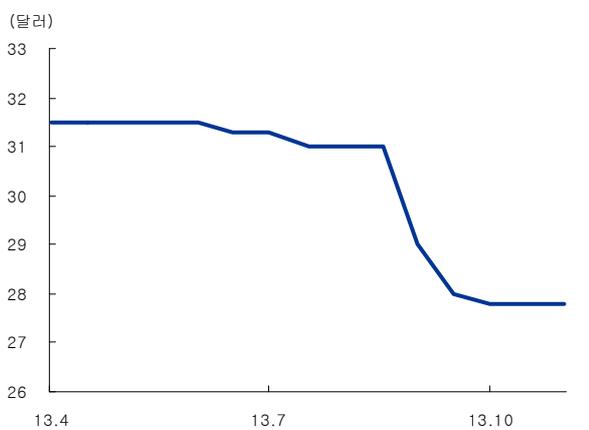
자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

그림 39. 46인치 LED TV 패널 가격 추이



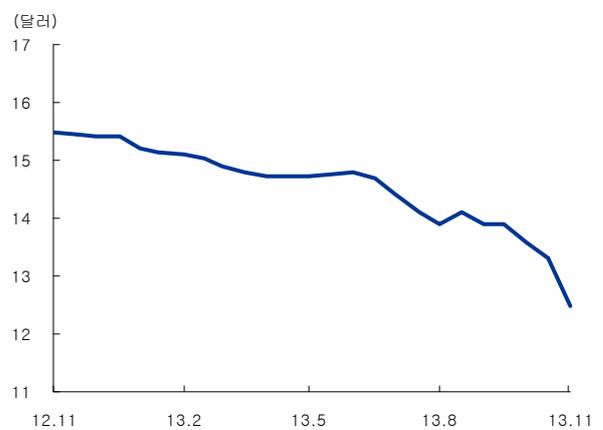
자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

그림 40. 7인치 태블릿PC 패널 가격 추이



자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

그림 41. 3.5인치 모바일 패널 가격 추이



자료: 디스플레이서치, IBK투자증권

### III. 미래먹거리, LED조명과 중대형 전지

#### 2014년 LED조명 시장 본격 성장

2013년 조명용 LED의 본격적인 성장으로 LED업황의 반등이 진행됐다. 세계 주요국의 백열등 규제에 따른 LED교체수요 증가, 부품 가격 인하에 따른 완제품 가격의 하락, 중국 에너지 절약 정책에 따른 LED가로등 설치 등으로 주요 건축물 및 시설에 LED조명 채용이 증가했기 때문이다.

2014년 LED기구, 패키지 각각 34%, 54% 증가 전망

2014년에도 LED조명시장의 고성장은 지속될 전망이다. 조사기관에 따르면 2014년 LED 조명기구 시장규모는 전년비 33.8% 증가한 210억달러를 기록할 전망이고, LED 패키지 시장은 BLU의 부진 속에서도 조명 성장의 영향으로 전년비 54.5% 증가한 127억달러를 기록할 전망이다. 지속적인 LED조명 가격 하락과 백열등 규제의 확대로 2016년까지 LED조명 패키지 시장은 연평균성장률 40.5%의 고성장을 이어갈 전망이다.

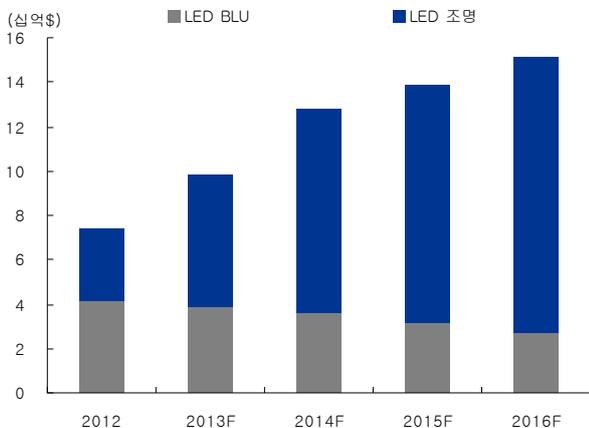
세계 각국의 백열등 규제 본격화 긍정적

특히 세계 각국의 백열등 규제 본격화는 LED조명의 성장을 자극할 전망이다. 이미 아르헨티나와 스위스는 2010년에 백열등 사용을 금지시켰고, 유럽은 2011년 60W 백열등 사용을 금지했으며 2012년에는 백열등 생산 및 수입을 전면 금지했다. 일본은 2011년 후쿠시마 원전사고 이후 전력 효율의 중요성이 부각되며 LED조명의 급격한 성장을 기록했고, 현재 LED조명 시장의 세계 1위 점유율을 차지하고 있다. 미국도 2012년 100W, 2013년 75W로 백열등 사용 금지 범위를 넓히고 있으며 중국은 2012년 100W급 백열등 판매 금지를 시작으로 단계적인 규제를 계획 중이다.

LED조명 물량 비중은 여전히 6% 수준에 불과

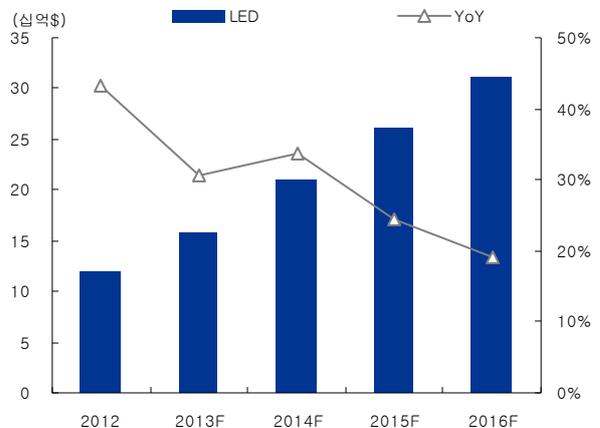
조사기관에 따르면 2013년 기준 LED조명 기구시장에서 LED가 차지하는 비중은 22% 수준인데 반해 LED조명의 판매량은 6% 수준에 불과하다. 올해 LED조명 업체의 실적 성장이 눈에 띄었던 반면 아직도 물량 측면에서는 상승 여력이 많다는 것을 의미한다. 이런 차이는 LED조명 기구의 지속적인 단가인하를 통해 급격히 좁혀질 것으로 판단된다. 또한 이런 가격인하는 LED칩이나 패키징에만 국한되는 내용이 아니다. 규모의 경제가 펼쳐진다면 LED기구의 유통과 중간마진의 감소로도 충분히 단가인하 여력은 존재한다.

그림 42. LED 패키지 시장 전망



자료: IHS, IBK투자증권

그림 43. LED조명 기구 시장 전망



자료: IHS, IBK투자증권

### 글로벌 LED업체 실적 개선이 증명

Cree 3Q OPM 9.6%

2013년 중대형 IT업황의 부진속에서도 LED업체의 실적은 크게 개선됐다. 2013년 3분기 Cree의 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 각각 24%, 106% 성장했으며 영업이익률은 9.6%에 도달했다. Cree는 LED bulb의 공격적인 가격인하 정책으로 전세계 LED조명시장의 개화를 선도했다고 판단된다.

서울반도체 3Q OPM 11.8%

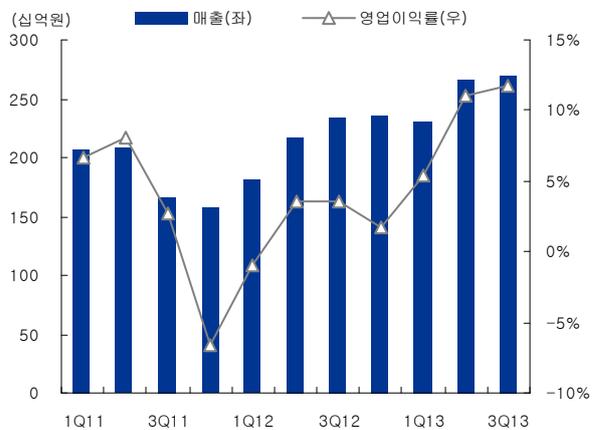
국내 LED칩, 패키징 전문업체 서울반도체도 2분기 이후 영업이익률 10% 이상을 달성하며 실적 개선에 성공했다. 서울반도체는 마진율이 낮은 LED BLU매출 비중이 절반 이상임에도 높은 수익성을 달성했다는 점이 긍정적이다. 향후 아크리치2와 같은 고부가 LED조명의 매출 성장이 기대되므로 믹스 개선을 통한 수익성 상승 추세는 지속될 전망이다.

그림 44. Cree 실적 추이



자료: Cree, IBK투자증권

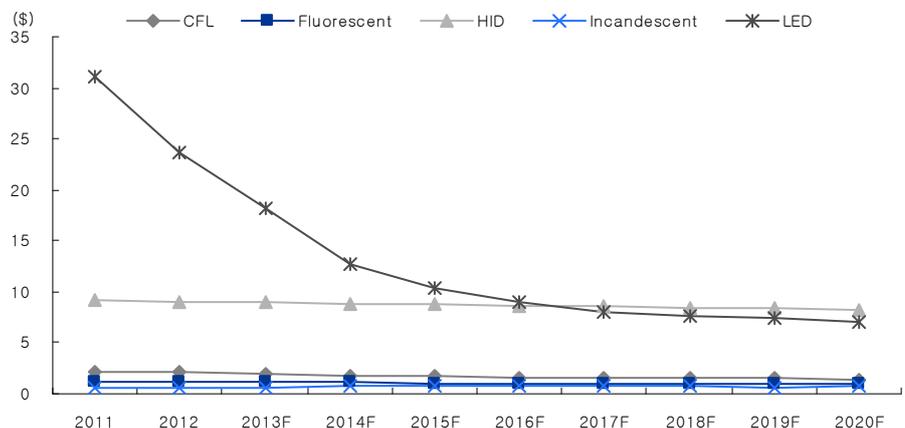
그림 45. 서울반도체 실적 추이



자료: 서울반도체, IBK투자증권

최근 LED칩 및 패키징 가격이 빠른 속도로 하락한 점이 LED조명 시장의 성장을 견인했다. Cree는 최근 60W 대체 LED제품 연초대비 30%이상 인하된 9.97달러에 판매하기 시작했다. 이는 원가절감과 물량증가에 따른 구매단가 인하 등 고정비용의 절감과 칩당 LED파워 증가 때문이다. 향후 모듈공정과 유통단 마진 감소에 따른 추가적인 조명가격 하락으로 LED/CFL 가격의 비율은 지속 하락할 전망이다.

그림 46. LED램프 가격 전망



자료: IHS, IBK투자증권

### 테슬라발 자동차용 전지 시장 개화

Tesla Model S에서 파생된 전기차 모멘텀 발생

2013년 Tesla에서 발생한 전기차 모멘텀은 눈부셨다. 7,000개의 원통형 전지를 이용하여 85kwh의 출력으로 480km를 달리는 모델S는 소비자에 충분히 매력적이었다. 모델S의 월 판매량은 2천대 수준을 기록했고, 테슬라의 주가는 연초대비 300%이상 급등했다.

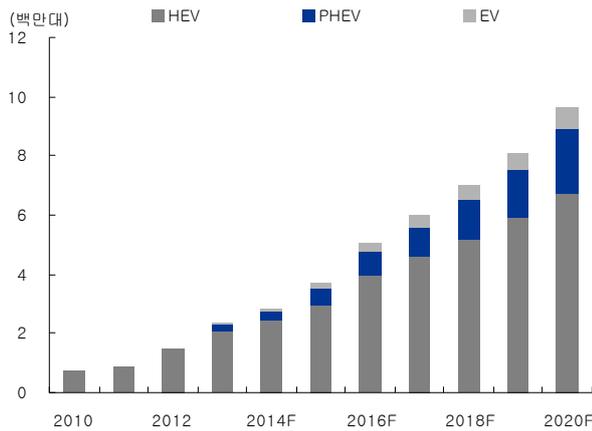
전기차 2020년까지 연평균 판매량 22.5% 성장 전망

업계에 따르면 2013년 모델S를 시작으로 전체 전기차 판매량은 2020년까지 연평균 22.5%의 높은 성장률을 기록할 전망이다. 판매량 측면에서는 하이브리드(HEV) 타입이 지배적인 가운데 2014년부터 유럽자동차 업체들의 플러그인 하이브리드카(PHEV) 시장 진입이 기대된다. 신차 사이클이 도래하는 2016년부터 PHEV차량의 성장이 본격화될 전망이다.

중대형 전지도 2020년까지 연평균 26.8% 성장 전망

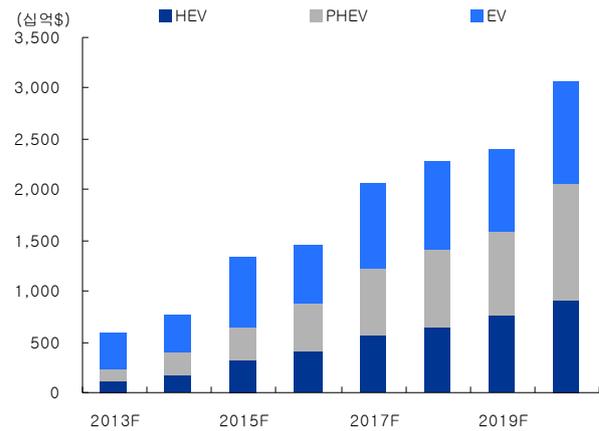
전기차 시장의 성장에 따라 자동차용 전지 시장도 2020년까지 연평균 26.8%의 고성장이 예상된다. 특히 순수전기차(EV)용 전지의 대당 필요 용량이 HEV나 PHEV에 비해 평균 4배 이상 높은 요인으로 초기 시장의 성장은 EV용 전지가 이끌 전망이다. 마찬가지로 하이브리드 차량 판매 본격화가 예상되는 2015년 이후 추가 성장이 기대된다.

그림 47. xEV 제품별 판매량 전망



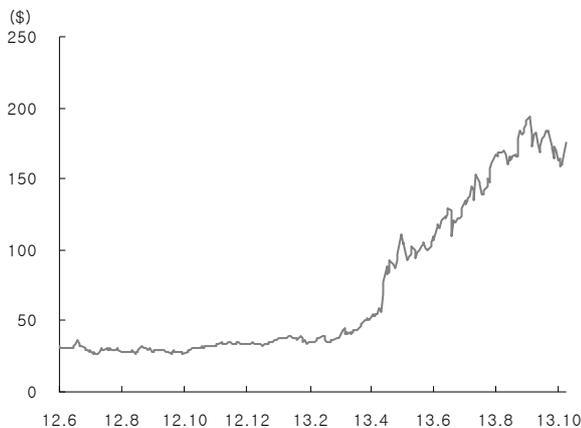
자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 48. xEV 제품별 LIB 시장 전망



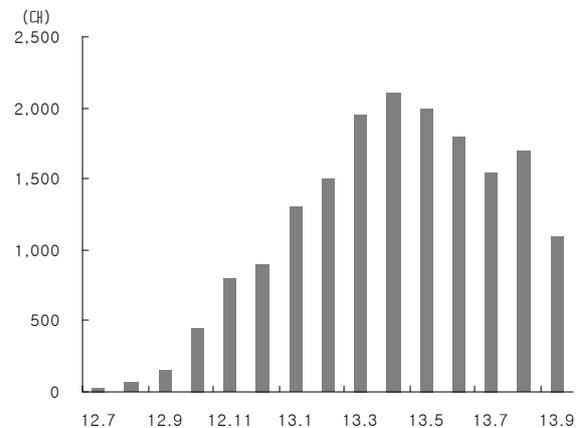
자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 49. 테슬라 주가 추이



자료: 블룸버그, IBK투자증권

그림 50. 테슬라 북미 월별 판매량



자료: Tesla, IBK투자증권

### 2014년은 Tesla 업고, BMW 추가하고

Model X, i3 등 신차  
모멘텀은 지속

2014년에도 Tesla Model X, BMW i3 등 신규 EV의 출시가 전기차 시장에 활기를 불어넣어 줄 전망이다. Tesla의 2013년 Model S의 판매량은 2만대 이상이 확실시 되고 있고, 내년에는 4만대 이상을 목표로 잡고 있다. 여기에 신규 SUV 차량 Model X 출시를 통한 라인업 다양화로 아시아 지역까지 판매를 확대할 계획이다. BMW i3는 각형전지를 채택해 21.6kwh의 출력으로 160km를 주행한다. Model S 대비 주행거리는 짧지만 각형전지를 통한 충전 Cycle 증가는 출퇴근용 차량에 적합하다고 판단된다.

배터리 업체의 중대형 전지  
투자 지속될 듯

Tesla와 BMW외에도 Volkswagen그룹의 다양한 PHEV도 출시 예정이다. 이에 배터리 업체들의 중대형전지 라인 증설을 계획 중이다. 이미 Tesla는 파나소닉과 2017년까지 20억셀 규모의 배터리 공급 계약을 체결했다고 공시했고, 추가로 국내업체와 원형전지 공급을 위한 계약을 진행중인 것으로 파악된다. 삼성SDI도 PHEV 및 HEV용 5~24A급 월 30만셀 규모의 2라인을 완공했고, 내년 양산 목표로 EV용 60A 신규라인도 추가로 증설 중이다.

글로벌 환경규제로 전기차  
시장 성장은 필수적 요소

최근 Model S 차량 화재가 다소 빈번하게 발생하면서 Tesla의 추가조정과 함께 전기차 시장 성장에 대한 우려가 확산되고 있다. 하지만 미국의 온실가스 규제 및 청정에너지 확대 정책, 유럽의 자동차 배기가스 배출량 규제, 중국의 탄소배출량 감축 계획 등 글로벌 환경 규제에 따른 전기차의 필요성은 더욱 부각되고 있다. 결국 전기차 시장의 중장기적 성장은 필수라고 판단된다. 2013년이 Tesla에 의존한 전기차 시장의 개화였다면 2014년은 다양한 자동차 업체들이 전기차용 시장에 진출하며 본격적인 성장이 시작될 전망이다.

표 11. 삼성SDI 중대형 라인 현황

구분	1라인	2라인	3라인
일정	2010년 완공	2013.3Q 완공	2014.1Q 완공
캐파	30만셀	30만셀	20만셀+a
전류	60A	5~24A	60A
용도	EV	PHEV	EV
고객	BMW i3 등	BMW i8, 폭스바겐 등	

자료: 삼성SDI, IBK투자증권

그림 51. 테슬라 배터리(원통형)



자료: Tesla, IBK투자증권

그림 52. BMW 배터리(각형)



자료: BMW, IBK투자증권

## IV. 슬리밍 업황

### 2014년은 태블릿 수혜 가득

14년 태블릿PC 슬리밍 수혜 본격화

2013년 슬리밍 산업은 태블릿PC 보다 OLED패널의 물량증가 수혜가 컸다. 아이패드어어 및 미니2의 출시가 예상보다 늦어지면서 애플 태블릿PC 출하량이 기대에 미치지 못했고, 삼성전자 태블릿PC의 성장이 이를 대체하기에는 규모가 너무 작았기 때문이다. 2014년에도 스마트폰과 태블릿PC의 성장세가 이어지는 가운데 슬리밍 산업은 태블릿PC에 집중된 수혜가 기대된다.

삼성전자 태블릿PC 증가에 따른 수혜 기대

2014년 애플과 삼성전자의 태블릿PC 판매량은 전년비 각각 39.4%, 76.1% 증가한 1억 900만대와 7,500만대를 기록할 전망이다. 특히 삼성전자는 7인치~12.2인치까지 다양한 크기의 OLED, Oxide TFT, a-Si LCD 풀라인업 대응으로 전체 태블릿PC 시장의 22.5%를 차지할 전망이다. 삼성디스플레이(SDC)는 기존 5세대 라인의 PLS전환을 이미 상당부분 완료한 상태에서, 삼성전자 태블릿PC 판매 목표 상향에 따라 기존 계획대비 추가적인 전환 투자도 검토중인 것으로 파악된다.

지디, 켈트로닉스 삼성 태블릿PC 수혜 기대

이에 SDC패널 슬리밍 업체 지디와 켈트로닉스의 수혜가 예상된다. 두 업체는 올해 하반기 슬리밍 캐파증설을 완료(지디 40%, 켈트로닉스 100%)한 상태로 2014년 라인증설에 따른 물량증가 혜택을 본격적으로 받을 전망이다. 2014년 SDC의 아이패드미니향 패널 공급이 기대된다는 점도 두 업체에 긍정적인 부분이다. 그러나 그 동안 중소형 OLED패널 슬리밍에만 집중했던 솔브레인이 SDC슬리밍 장비 이설을 진행한다면, 신규업체의 태블릿PC 슬리밍 시장 진입이라는 리스크가 존재할 가능성도 배제할 수는 없다.

애플 태블릿PC 증가로 아바텍 수혜 기대

올해 다소 판매가 부진했던 애플의 태블릿PC도 신제품 출시에 따른 판매확대가 예상된다. LGD의 애플내 패널 점유율 1위 위치는 유지될 것으로 판단되므로 아바텍의 수혜도 지속될 전망이다. 아바텍은 ITO 코팅 일원화로 부가적인 수혜가 발생한다는 점이 긍정적이다. 또한 애플 및 삼성전자 태블릿PC의 0.4mm 슬리밍 보편화로 슬리밍 업체의 ASP 증가도 기대된다.

OLED 슬리밍 수혜 솔브레인, 켈트로닉스

2014년 삼성전자 스마트폰은 전년비 21.3% 성장이 기대되고, OLED패널이 채택된 스마트폰의 경우는 27.0% 증가한 1억 6,000만대를 기록할 전망이다. 이에 SDC OLED패널의 슬리밍 공정을 담당하는 솔브레인의 수혜가 지속될 전망이다. 또한 지난 7월 3개의 신규 슬리밍 라인을 가동한 켈트로닉스도 OLED패널 성장 수혜가 예상된다.

표 12. 스마트 디바이스 출하량 전망

(단위: 백만대)

	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	14F/13F
삼성 스마트폰	88	95	99	108	213	322	390	21.3%
LCD폰	55	52	58	65	129	196	230	17.6%
AMOLED폰	33	43	41	43	84	126	160	27.0%
태블릿PC	65	76	85	107	160	240	332	38.5%
애플	26	22	20	41	71	78	109	39.4%
삼성전자	15	17	20	24	17	43	75	76.1%

자료: IBK투자증권

## 슬리밍 업체별 정리

솔브레인 PER  
2014F 7.6배

솔브레인의 2014년 연간 실적은 매출액 7,596억원(+11.4%, YoY), 영업이익 1,397억원(+17.2%, YoY)으로 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 삼성전자 시안공장 가동으로 반도체 소재 매출액이 전년비 18.8% 증가한 2,521억원을 기록하며 성장을 이끌 전망이다. 슬리밍 & 스크라이빙 부분도 OLED패널 가동률 증가로 전년비 9.1% 증가할 전망이다. 만약 삼성SDI로 전기차용 전해액을 공급한다면 주가에는 상당히 긍정적 요인으로 작용할 전망이다.

지디 PER  
2014F 6.7배

지디의 2014년 연간 실적은 매출액 1,301억원(+44.0%, YoY), 영업이익 378억원(+43.6%, YoY)으로 큰 폭의 성장이 기대된다. 이는 삼성전자 태블릿PC의 큰 폭의 판매 증가와 SDC의 아이패드용 패널 양산 증가로 SDC의 태블릿PC용 패널 출하량이 크게 증가할 것으로 기대되기 때문이다. SDC는 이미 기존 범용 IT패널(노트북 및 모니터)용 생산라인의 PLS 전환을 상당부분 진행했으며, 내년에도 기존 계획물량 이상으로 전환투자를 진행할 것으로 파악되므로 동사의 슬리밍 수혜는 지속될 전망이다.

아바텍 PER  
2014F 6.6배

아바텍의 2014년 연간 실적은 매출액 1,622억원(+61.9%, YoY), 영업이익 263억원(+87.0%, YoY)으로 큰 폭으로 성장할 전망이다. 내년도 애플은 태블릿PC 시장점유율 1위를 유지할 것이고, 애플의 1등 패널공급 업체로서의 LGD의 지위도 변함없을 것이다. 슬리밍 및 ITO코팅 매출액은 전년비 31.9% 증가한 819억원을 기록할 전망이다. 또한 LG전자 향 G1F 터치패널 공급 본격화와 강화유리의 시장진입으로 신사업이 동사 매출에 본격적으로 기여할 것으로 판단된다. 2014년 터치패널 및 강화유리의 매출액은 466억원으로 매출의 29%를 차지할 전망이다.

캠트로닉스 PER  
2014F 5.9배

캠트로닉스의 2014년 연간 실적은 매출액 3,900억원(+18.8%, QoQ)과 영업이익 440억원(+33.3%, QoQ)로 개선세가 이어질 전망이다. 2013년 대규모 투자로 2배이상 증설된 슬리밍 캐패가 본격적으로 가동되면서 연간 실적 성장을 이끌 전망이다.

표 13. 슬리밍 업체별 투자포인트 비교 (11/11 증가 기준)

		2012	2013F	2014F	특징/투자포인트
솔브레인	매출액	5,852	6,821	7,596	반도체, 디스플레이, 2차전지 등 사업 다각화 성공
증가: 49,100	YoY	27.4%	16.0%	11.4%	OLED패널 슬리밍 후 자회사 스크라이빙 진행 경쟁력 보유
PER(13F): 9.4	영업이익	1,029	1,192	1,397	반도체 공정 미세화로 인산, 이온수 장비 등 신규 아이템 부각
PER(14F): 7.6	YoY	57.1%	15.8%	17.2%	SDC 슬리밍 장비 이관 가능성 존재
지디	매출액	854	904	1,301	삼성디스플레이 태블릿PC 물량 증가 수혜
증가: 20,300	YoY	139%	5.9%	43.9%	삼성디스플레이 5세대 PLS라인 추가 전환투자 수혜
PER(13F): 9.5	영업이익	338	264	378	ITO 코팅 월 캐패 16만장→ 32만장 증설 계획
PER(14F): 6.7	YoY	193%	-22.0%	43.2%	솔브레인 태블릿PC 시장 진입 우려감 존재
아바텍	매출액	863	1,002	1,622	식각&ITO 코팅 일원화가 최대 장점
증가: 9,660	YoY	94.6%	16.1%	61.9%	G1F TSP와 강화유리 신사업 진행으로 사업구조 다각화 추진
PER(13F): 13.4	영업이익	198	141	263	LGD 신규 아이패드 물량 증가에 따른 수혜 기대
PER(14F): 6.6	YoY	334%	-29.0%	86.8%	신사업 성공적 사업 진출과 마진율 확보 우려감 존재
캠트로닉스	매출액	2,498	3,284	3,900	신규 OLED패널 시장 진입과 중소형 LCD패널 증가 전망
증가: 23,600	YoY	5.8%	31.5%	18.8%	슬리밍 캐패 확대에 따른 물량 증가 기대
PER(13F): 6.6	영업이익	149	330	440	무선충전 노이즈 방지 패드 및 배터리 소재 개발 중
PER(14F): 5.9	YoY	-8.0%	121.5%	33.3%	ITO코팅 미 진행에 따른 일원화 서비스 제한

자료: IBK투자증권 추정치, 캠트로닉스는 시장 컨센서스

## 매수 (유지)

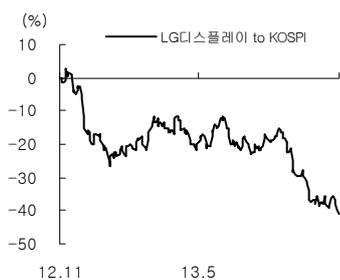
목표주가	32,000원
현재가 (11/11)	22,300원
KOSPI (11/11)	1,977.30pt
시가총액	7,979십억원
발행주식수	357,816천주
액면가	5,000원
52주 최고가	36,200원
최저가	22,300원
60일 일평균거래대금	63십억원
외국인 지분율	26.3%
배당수익률 (12.12월)	0.0%

주주구성	
LG전자 외 2인	37.91%
국민연금공단	7.05%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-23%	-37%
절대기준	-6%	-25%	-39%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	32,000	35,000	▼
EPS(13)	1,170	1,349	▼
EPS(14)	1,710	1,832	▼

LG디스플레이 상대주가 (%)



# LG디스플레이 (034220)

## 바닥잡기가 필요한 구간

### 2014년 먹거리가 많다

현재 디스플레이 시장은 TV업황 부진에 따른 LCD패널업체에 대한 우려가 많은 게 사실이다. 하지만 동사는 내년 실적하락을 방어할 몇가지 Factor가 존재한다. 1) 애플 아이폰의 면적증가와 P6 LTPS전환에 따른 고부가 패널 생산량 급증, 2) UHD TV시장 확대에 따른 TV실적 하락 방어, 3) 태블릿PC 시장의 고성장과 IPS패널 채택의 확대가 그것이다. 특히 애플향 스마트 디바이스에서 동사의 지배적인 패널공급 비중은 2014년에도 지속될 전망이다.

### 2014년 업황 상고하자 전망

2013년 하반기 패널업체의 실적은 부진했다. 전방세트업체의 판매부진과 재고감소 노력 때문이다. 보통 상반기는 계절적 비수기이다. 하지만 2014년 패널업황은 상고하자 전망이다. 1월말 시작되는 중국 춘절수요와 상반기 브라질 월드컵 특수로 하반기 TV수요가 상반기로 다소 당겨질 것으로 판단되기 때문이다. 이에 동사의 비수기 기간 실적도 우려만큼 저조하지는 않을 전망이다. 또한 하반기는 다양한 애플 신제품 출시로 고부가 중소형 패널이 실적하락을 방어해 줄 것이다. 결국 2014년 동사의 실적은 우려만큼 나쁘지 않을 것이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 32,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 32,000원으로 9% 하향한다. 이는 TV를 중심으로한 전방산업의 수요부진으로 동사의 2014년 순이익 전망치를 하향(7%)했기 때문이다. 단, 동사의 주가는 최근 2달간 24% 급락했고, 실적하락은 이미 주가에 상당부분 반영됐다고 판단한다. 현 주가는 PBR 0.73배 (2014년 예상 BPS기준) 수준에 불과하다. 동사가 주장했던 모바일, 태블릿PC, IPS모니터 등 고부가가치 제품의 상승은 유효하고, 내년 초 P8라인 추가 감가상각비 인화와 애플 모멘텀이 지속된다는 점에서 투자의견 매수는 유지한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	24,291	29,430	26,969	27,334	29,646
영업이익	-924	912	1,089	1,068	1,569
세전이익	-1,081	459	706	869	1,412
지배주주순이익	-788	236	418	611	1,003
EPS(원)	-2,155	652	1,170	1,710	2,807
증가율(%)	적전	흑전	79.6	46.1	64.1
영업이익률(%)	-3.8	3.1	4.0	3.9	5.3
순이익률(%)	-3.2	0.8	1.5	2.2	3.4
ROE(%)	-7.3	2.3	4.0	5.5	8.5
PER	-11.4	47.6	19.5	13.3	8.1
PBR	0.9	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.4	2.5	2.0	2.0	1.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 바닥잡기 구간 돌입

동사는 LCD TV의 급격한 증가와 그에 따른 7~8세대 신규 LCD라인 증설이 이루어진 2007~2008년 최대 실적을 기록하며 주가가 PBR 1.2~2.0배 영역에 위치했다. 이후 대만 업체들의 공격적인 라인 증설로 인한 LCD패널 공급 과잉 및 패널가격 하락으로 적자가 지속되며 최저 PBR 0.6배까지 주가가 하락했었으나, 2012년 흑자전환 이후 주가는 PBR 0.7배~1.2배 영역에 위치해 왔다.

아직도 LCD패널 공급 과잉과 패널가격 하락의 추세는 변함이 없다. 하지만 동사는 고부가가치 패널 비중 확대로 2012년부터 흑자전환에 성공했고, 이후 매 분기 경쟁사와의 차별화된 실적을 기록하고 있다. 즉 고부가가치 패널 비중의 확대가 기존 범용패널의 마진률 개선을 이끄는 선순환 구조로 개선됐다고 판단된다.

동사는 2008년 하반기 적자 이후 중국향 중저가 LCD패널 출하량 증가로 흑자전환에 성공했고, 이 당시 주가는 PBR 1.5배 이상으로 상승했었다. 또한, 2012년 스마트폰, 태블릿PC와 같은 고부가가치 패널 출하량 증가로 다시 한번 흑자전환에 성공했을 때 주가는 PBR 1.2배 이상으로 평가를 받았다. 그러나 올해 주가는 TV업황 부진에 따른 대형 LCD패널가격 급락의 영향으로 연초 대비 29% 하락했다. 이로 인해 지속적인 흑자와 더불어 경쟁사들과 차별화된 실적을 시현함에도 현재 주가는 PBR 0.73배(2014년 예상치 기준) 수준에 머물러 있다. TV업황 부진과 계절적 비수기에 돌입하는 2014년 1분기 단기적인 실적 하락은 예상되나 이후 점진적 실적 개선세는 지속될 전망이다. 따라서 현 시점은 매도 타이밍이 아닌 저가매수 타이밍이라고 판단된다.

그림 53. LG디스플레이 PBR 밸류에이션(12개월 포워드)



주: y축은 시가총액  
자료: IBK투자증권

## 연간 실적과 체크포인트

2014년 동사의 연간 실적은 매출액 27조 3,337억원(+1.4%, YoY), 영업이익 1조 675억원 (-1.9%, YoY)으로 전년비 영업이익은 소폭 하락하지만, 경쟁사 대비 차별화된 흑자기조는 유지할 전망이다. P6 LTPS전환과 OLED TV라인의 투자는 기존 범용패널 라인의 고수익성 모델로의 전환을 의미하며, 이는 기존 범용패널의 수익성 중심모델로의 전개에도 긍정적이다. 2014년 태블릿PC의 레티나 패널 적용과 스마트폰의 인셀터치 채택 추세가 본격화 될 것으로 판단되는바 동사의 고부가 중소형패널의 강세는 지속될 전망이다.

2014년 동사의 주가를 결정지을 변수는 1) 중국 에너지 보조금 정책 재개시점, 2) 애플 신제품 계획, 3) 6세대 LTPS라인 정상 가동 등이다. 최근 조사기관과 중국 언론에 따르면 중국 에너지 보조금 정책이 2014년 1월 춘절기간에 맞춰 재개된다는 의견이 많다. 이는 1분기 비수기 기간에 LCD업황에 좋은 방어벽 역할을 할 것이다. 2014년에도 애플은 아이폰6, 아이폰 패블릿, 아이워치, 아이패드미니3 등 많은 신제품을 출시할 계획이다. 애플의 시장 장악력이 떨어지지 않는 한 동사의 고부가가치 패널 확대 수혜는 지속될 것이다.

표 14. LG디스플레이 실적 추정 요약

(십억원, 원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>6,803</b>	<b>6,572</b>	<b>6,579</b>	<b>7,015</b>	<b>6,381</b>	<b>6,530</b>	<b>7,101</b>	<b>7,321</b>	<b>29,430</b>	<b>26,968</b>	<b>27,334</b>
TV	2,925	3,352	2,895	2,817	2,749	2,804	2,944	3,123	13,640	11,989	11,620
모니터	1,429	1,380	1,316	1,301	1,263	1,301	1,340	1,260	5,074	5,426	5,164
노트북	612	723	724	716	667	680	687	667	3,779	2,775	2,701
태블릿	952	460	658	1,095	878	825	1,094	1,168	3,614	3,165	3,965
모바일/기타	884	657	987	1,085	824	920	1,035	1,104	3,324	3,614	3,883
<b>매출원가</b>	<b>6,099</b>	<b>5,607</b>	<b>5,591</b>	<b>6,173</b>	<b>5,679</b>	<b>5,668</b>	<b>6,093</b>	<b>6,318</b>	<b>26,425</b>	<b>23,470</b>	<b>23,758</b>
% of Sales	89.7%	85.3%	85.0%	88.0%	89.0%	86.8%	85.8%	86.3%	89.8%	87.0%	86.9%
<b>매출총이익</b>	<b>704</b>	<b>965</b>	<b>988</b>	<b>842</b>	<b>702</b>	<b>862</b>	<b>1,008</b>	<b>1,003</b>	<b>3,005</b>	<b>3,499</b>	<b>3,575</b>
% of Sales	10.4%	14.7%	15.0%	12.0%	11.0%	13.2%	14.2%	13.7%	10.2%	13.0%	13.1%
<b>판매비</b>	<b>553</b>	<b>599</b>	<b>599</b>	<b>659</b>	<b>581</b>	<b>607</b>	<b>646</b>	<b>674</b>	<b>2,093</b>	<b>2,410</b>	<b>2,508</b>
% of Sales	8.1%	9.1%	9.1%	9.4%	9.1%	9.3%	9.1%	9.2%	7.1%	8.9%	9.2%
<b>영업이익</b>	<b>151</b>	<b>366</b>	<b>389</b>	<b>182</b>	<b>121</b>	<b>255</b>	<b>362</b>	<b>329</b>	<b>912</b>	<b>1,089</b>	<b>1,068</b>
영업이익률	2.2%	5.6%	5.9%	2.6%	1.9%	3.9%	5.1%	4.5%	3.1%	4.0%	3.9%
<b>EBITDA</b>	<b>1,269</b>	<b>1,324</b>	<b>1,281</b>	<b>1,158</b>	<b>1,079</b>	<b>1,220</b>	<b>1,314</b>	<b>1,278</b>	<b>5,382</b>	<b>5,032</b>	<b>4,892</b>
EBITDA마진	18.3%	18.6%	20.2%	19.5%	16.5%	18.7%	16.9%	18.7%	18.3%	18.7%	17.9%
<b>세전이익</b>	<b>41</b>	<b>162</b>	<b>402</b>	<b>101</b>	<b>71</b>	<b>205</b>	<b>313</b>	<b>281</b>	<b>459</b>	<b>706</b>	<b>869</b>
법인세	37	57	164	30	25	61	88	84	222	288	258
법인세율	91.4%	35.2%	40.7%	30.0%	35.0%	30.0%	28.0%	30.0%	48.5%	40.8%	29.7%
<b>순이익</b>	<b>3</b>	<b>105</b>	<b>238</b>	<b>71</b>	<b>46</b>	<b>143</b>	<b>225</b>	<b>196</b>	<b>236</b>	<b>418</b>	<b>611</b>
<b>EPS(원)</b>									<b>652</b>	<b>1,170</b>	<b>1,710</b>
<b>BPS(원)</b>									<b>27,143</b>	<b>28,827</b>	<b>30,474</b>
<b>주요가정(1,000m<sup>2</sup>)</b>											
TV 패널	5,047	5,901	5,590	5,758	5,551	5,607	5,887	6,181	23,104	22,295	23,227
모니터 패널	1,829	1,770	1,796	1,813	1,793	1,829	1,865	1,772	6,505	7,209	7,258
노트북 패널	769	890	935	944	878	887	887	860	4,365	3,537	3,511
태블릿 패널	294	153	224	370	296	281	365	402	1,193	1,041	1,343

자료: IBK투자증권



**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	24,291	29,430	26,969	27,334	29,646
증가율(%)	-4.8	21.2	-8.4	1.4	8.5
매출원가	23,081	26,425	23,470	23,758	25,926
매출총이익	1,210	3,005	3,499	3,575	3,720
매출총이익률 (%)	5.0	10.2	13.0	13.1	12.5
판매비	1,974	2,093	2,410	2,508	2,151
판매비율(%)	8.1	7.1	8.9	9.2	7.3
영업이익	-924	912	1,089	1,068	1,569
증가율(%)	적전	흑전	19.3	-1.9	47.0
영업이익률(%)	-3.8	3.1	4.0	3.9	5.3
순금융손익	-156	-144	-184	-198	-157
이자손익	-86	-159	-90	-38	-37
기타	-70	15	-93	-160	-120
기타영업외손익	-17	-353	-214	0	0
종속/관계기업손익	16	43	15	0	0
세전이익	-1,081	459	706	869	1,412
법인세	-293	222	288	258	409
법인세율	27.1	48.5	40.8	29.7	29.0
계속사업이익	-788	236	418	611	1,003
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-788	236	418	611	1,003
증가율(%)	적전	흑전	76.8	46.2	64.1
당기순이익률 (%)	-3.2	0.8	1.5	2.2	3.4
지배주주당기순이익	-771	233	419	612	1,004
기타포괄이익	31	-140	132	0	0
총포괄이익	-757	96	550	611	1,003
EBITDA	2,727	5,382	5,032	4,892	5,225
증가율(%)	-35.6	97.3	-6.5	-2.8	6.8
EBITDA마진율(%)	11.2	18.3	18.7	17.9	17.6

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	-2,155	652	1,170	1,710	2,807
BPS	26,775	27,143	28,827	30,474	33,191
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-11.4	47.6	19.5	13.3	8.1
PBR	0.9	1.1	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	4.4	2.5	2.0	2.0	1.9
성장성지표(%)					
매출증강율	-4.8	21.2	-8.4	1.4	8.5
EPS증가율	적전	흑전	79.6	46.1	64.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-7.3	2.3	4.0	5.5	8.5
ROA	-3.2	1.0	1.8	2.6	4.1
ROIC	-6.6	2.0	3.6	5.2	8.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	148.4	138.8	112.0	106.1	101.4
순차입금 비율(%)	30.5	20.7	17.7	12.2	11.4
이자보상배율(배)	-5.3	4.9	8.0	12.2	19.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	8.5	9.7	8.9	9.8	10.0
재고자산회전율	10.7	12.5	10.9	10.5	10.9
총자산회전율	1.0	1.2	1.1	1.2	1.2

\* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	7,858	8,915	8,407	8,668	9,470
현금및현금성자산	1,518	2,339	1,993	1,974	2,210
유가증권	0	4	5	5	6
매출채권	2,740	3,334	2,736	2,855	3,099
재고자산	2,317	2,390	2,551	2,662	2,764
비유동자산	17,305	15,541	14,582	14,943	15,654
유형자산	14,697	13,108	12,245	12,518	13,065
무형자산	535	498	436	459	491
투자자산	470	477	498	502	509
자산총계	25,163	24,456	22,988	23,610	25,124
유동부채	9,911	9,206	7,424	7,594	8,025
매입채무및기타채무	3,783	4,147	3,741	4,184	3,973
단기차입금	22	36	47	50	54
유동성장기부채	866	980	518	108	421
비유동부채	5,120	5,009	4,722	4,558	4,623
사채	2,344	2,044	1,935	1,798	1,818
장기차입금	1,378	1,396	1,411	1,411	1,341
부채총계	15,032	14,215	12,146	12,152	12,647
지배주주지분	10,116	10,210	10,751	11,363	12,367
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	12	-69	56	56	56
이익잉여금	6,063	6,239	6,654	7,266	8,271
비지배주주지분	15	30	92	96	110
자본총계	10,131	10,240	10,842	11,458	12,476
비이자부채	10,422	9,759	8,234	8,785	9,012
총차입금	4,610	4,456	3,912	3,367	3,635
순차입금	3,092	2,117	1,919	1,393	1,425

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	3,666	4,570	4,488	4,814	4,239
당기순이익	-788	236	418	611	1,003
비현금성 비용 및 수익	3,883	5,292	4,596	4,022	3,813
유형자산감가상각비	3,413	4,196	3,715	3,627	3,453
무형자산감가상각비	238	273	228	197	203
운전자본변동	819	-721	-367	219	-540
매출채권등의감소	297	-1,457	463	-119	-244
재고자산의감소	-102	-73	-161	-111	-102
매입채무등의증가	792	441	-482	442	-210
기타 영업현금흐름	-248	-238	-158	-38	-37
투자활동 현금흐름	-3,494	-3,688	-7,725	-4,234	-4,587
유형자산의 증개(CAPEX)	-4,063	-3,972	-3,519	-3,900	-4,000
유형자산의 감소	1	59	13	0	0
무형자산의 감소(증가)	-215	-286	-169	-220	-235
투자자산의 감소(증가)	752	506	-217	-4	-7
기타	32	5	-3,833	-110	-345
재무활동 현금흐름	-278	-48	-798	-600	584
차입금의증개(감소)	942	494	15	0	-70
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1,220	-542	-813	-600	654
기타 및 조정	-6	-13	3,688	0	0
현금의 증가	-113	821	-346	-19	237
기초현금	1,631	1,518	2,339	1,993	1,974
기말현금	1,518	2,339	1,993	1,974	2,210

## 매수 (유지)

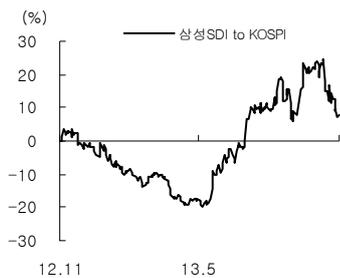
목표주가	220,000원
현재가 (11/11)	167,500원
KOSPI (11/11)	1,977.30pt
시가총액	7,737십억원
발행주식수	47,176천주
액면가	5,000원
52주 최고가	198,500원
최저가	122,500원
60일 일평균거래대금	68십억원
외국인 지분율	28.1%
배당수익률 (12.12월)	0.9%

주주구성	
삼성전자 외 3인	20.72%
국민연금공단	9.75%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-14%	32%	11%
절대기준	-12%	30%	7%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	220,000	230,000	▼
EPS(13)	9,326	9,360	▼
EPS(14)	10,639	11,357	▼

삼성SDI 상대주가 (%)



## 삼성SDI (006400)

### 단기실적과 미래가치 사이의 주가

#### 미래와 현재의 Gap 메우기

동사의 3분기 실적은 매출액 1조 2,966억원(-0.8%, QoQ), 영업이익 292억원(-9.5%, QoQ)으로 시장 기대치를 하회했다. 이는 동사 실적의 버팀목이 되어주었던 소형 2차전지 부문이 평가 인하 등의 영향으로 부진했기 때문이다. 4분기도 비수기 진입으로 실적개선은 제한적일 전망이다. 반면 전기차용 전지의 미래가치가 반영되어 급등했던 주가는 최근 Tesla Model S의 화재와 배터리 공급 이슈 등으로 2주동안 16% 급락했다. 현재 동사의 주가는 전기차의 미래가치와 현재의 실적하락 사이에서 방향성을 고민하고 있는 시점이다.

#### 전기차용 전지 모멘텀은 지속

최근 실적 부진에도 동사의 주가가 상승세를 보이는 배경은 전기차용 전지시장 성장에 대한 기대감이다. 현재 EV용 1라인은 이미 풀 가동 중이고, 2라인 PHEV용 라인도 준공이 완료됐다. 또한 내년 초 추가 EV용 3라인을 준공하여 전기차 시장의 개화에 대비하고 있다. 1라인은 11월 출시되는 BMW i3에 독점으로 배터리를 공급하고, 2라인은 BMW i8, 폭스바겐 그룹 등 다양한 PHEV 자동차에 수주 받았다. 또한, Tesla Model X에 삼성SDI의 공급 가능성도 높다고 판단된다. 내년 초 BMW i3의 미국 판매가 기대에 크게 미달하지 않는다면 동사의 전기차용 전지 주가 모멘텀도 다시 살아날 가능성이 높다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 220,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 소폭 하향한다. 이는 삼성디스플레이 지분법 이익 감소와 소형전지 실적 부진을 감안하여 2014년 순이익 전망치를 기존대비 6% 하향하기 때문이다. 최근 몇가지 악재가 동사에 발생하며 전기차용 전지 모멘텀의 첫번째 고비를 맞고 있다. 하지만 중장기적으로 전기차의 성장은 이제 초입단계라고 판단된다. BMW i3의 고객반응이나 Tesla향 배터리 공급 계약 시점이 주가 반등 신호라고 판단되고, 그 시점은 멀지 않아 보인다. 동사에 대해 투자의견 매수를 유지하는 이유다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,444	5,771	5,124	5,288	6,013
영업이익	204	187	59	217	356
세전이익	478	2,029	583	672	953
지배주주순이익	351	1,487	454	516	740
EPS(원)	6,785	31,192	9,326	10,639	15,242
증가율(%)	-10.1	359.7	-70.1	14.1	43.3
영업이익률(%)	3.7	3.2	1.2	4.1	5.9
순이익률(%)	6.4	25.8	8.9	9.8	12.3
ROE(%)	5.3	21.8	5.9	6.5	8.6
PER	19.7	4.8	17.9	15.7	10.9
PBR	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.9	11.4	16.7	13.4	11.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

동사의 2014년 연간 실적은 매출액 5조 2,885억원(+3.2%, YoY), 영업이익 2,167억원(+268%, YoY)으로 영업이익의 큰 폭의 개선이 기대된다. 이는 소형전지의 연간 영업이익률이 9% 수준으로 견조한 가운데, ESS의 실적이 흑자(연간 110억원)를 기록할 것으로 판단되기 때문이다. 무엇보다 BMW향 배터리의 본격 양산으로 자동차용 전지의 적자규모가 전년비 435억원 가량 감소하는게 영업이익 개선에 크게 이바지할 전망이다. PDP 및 CRT 사업부는 큰 폭의 매출액 감소는 불가피 하겠지만 손익분기점을 유지한 현금창출의 역할을 지속할 전망이다.

2014년 동사의 주가를 결정지을 변수는 1) Tesla향 원통형 전지 공급 유무, 2) BMW i3를 포함한 각형전지 차량의 판매량, 3) SDC의 코닝 인수과정에서의 차익금 규모 등이다. Tesla향 원통형 전지 이슈는 이미 오래된 이야기로 주가가 크게 반응하지 않을 수도 있지만, 동사의 실적과 직접적으로 연계되는 BMW의 전기차 판매량은 동사의 주가와 밀접하게 반응할 전망이다. 특히 내년 초 i3의 미국판매 결과가 중요한 변수가 될 전망이다.

표 15. 삼성SDI 실적 전망 요약

(십억원, 원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>1,208</b>	<b>1,307</b>	<b>1,297</b>	<b>1,312</b>	<b>1,217</b>	<b>1,302</b>	<b>1,408</b>	<b>1,362</b>	<b>5,771</b>	<b>5,124</b>	<b>5,288</b>
소형전지	772	843	836	836	775	839	923	963	3,349	3,287	3,499
PDP/CRT	390	430	415	404	332	329	317	227	2,029	1,639	1,204
자동차/ESS외	46	34	46	72	110	135	168	172	393	199	585
<b>매출원가</b>	<b>1,055</b>	<b>1,090</b>	<b>1,089</b>	<b>1,099</b>	<b>1,022</b>	<b>1,094</b>	<b>1,183</b>	<b>1,116</b>	<b>4,863</b>	<b>4,333</b>	<b>4,415</b>
% of Sales	87.3%	83.4%	84.0%	83.8%	84.0%	84.0%	84.0%	82.0%	84.3%	84.6%	83.5%
<b>매출총이익</b>	<b>154</b>	<b>217</b>	<b>208</b>	<b>213</b>	<b>195</b>	<b>208</b>	<b>225</b>	<b>245</b>	<b>908</b>	<b>791</b>	<b>873</b>
% of Sales	12.7%	16.6%	16.0%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%	18.0%	15.7%	15.4%	16.5%
<b>판매비</b>	<b>187</b>	<b>185</b>	<b>179</b>	<b>182</b>	<b>167</b>	<b>155</b>	<b>157</b>	<b>178</b>	<b>721</b>	<b>732</b>	<b>657</b>
% of Sales	15.5%	14.1%	13.8%	13.9%	13.7%	11.9%	11.1%	13.1%	12.5%	14.3%	12.4%
<b>영업이익</b>	<b>-33</b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>31</b>	<b>28</b>	<b>53</b>	<b>69</b>	<b>67</b>	<b>187</b>	<b>59</b>	<b>217</b>
소형전지	58	76	76	69	62	80	90	87	316	279	319
PDP/CRT	-26	4	0	0	-2	0	0	0	17	-21	-1
자동차/ESS외	-65	-48	-47	-39	-32	-27	-22	-20	-146	-199	-101
<b>영업이익률</b>	<b>-2.8%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>4%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>4.1%</b>
소형전지	7.5%	9.0%	9.1%	8.3%	8.0%	9.5%	9.8%	9.0%	9.4%	8.5%	9.1%
PDP	-6.7%	1.0%	0.1%	0.1%	-0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.9%	-1.3%	-0.1%
CRT/기타	-140.6%	-140.4%	-102.0%	-54.2%	-29.1%	-20.0%	-13.1%	-11.6%	-37.1%	-100.2%	-17.3%
<b>관계기업투자손익</b>	<b>105</b>	<b>152</b>	<b>137</b>	<b>125</b>	<b>99</b>	<b>111</b>	<b>126</b>	<b>140</b>	<b>448</b>	<b>519</b>	<b>476</b>
삼성디스플레이	105	152	137	125	99	111	126	140	514	519	476
<b>세전이익</b>	<b>109</b>	<b>172</b>	<b>151</b>	<b>151</b>	<b>123</b>	<b>159</b>	<b>189</b>	<b>201</b>	<b>2,029</b>	<b>583</b>	<b>672</b>
<b>법인세</b>	<b>28</b>	<b>40</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>46</b>	<b>543</b>	<b>129</b>	<b>156</b>
법인세율	26.1%	23.1%	17.1%	23.0%	25.0%	22.8%	22.7%	23.0%	26.7%	22.1%	23.2%
<b>순이익</b>	<b>81</b>	<b>133</b>	<b>125</b>	<b>116</b>	<b>92</b>	<b>123</b>	<b>146</b>	<b>155</b>	<b>1,487</b>	<b>454</b>	<b>516</b>
<b>EPS(원)</b>									<b>31,192</b>	<b>9,326</b>	<b>10,639</b>
<b>BPS(원)</b>									<b>152,666</b>	<b>156,455</b>	<b>165,711</b>
<b>주요가정</b>											
2차전지(백만개)	286	305	317	331	315.4	340.4	360.8	382.8	1,146	1,239	1,399
PDP(백만대)	1.5	1.6	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3	0.9	7.0	6.3	5.0

자료: IBK투자증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,444	5,771	5,124	5,288	6,013
증가율(%)	6.2	6.0	-11.2	3.2	13.7
매출원가	4,761	4,863	4,333	4,415	4,982
매출총이익	683	908	791	873	1,032
매출총이익률 (%)	12.6	15.7	15.4	16.5	17.2
판매비	573	721	732	657	676
판매비율(%)	10.5	12.5	14.3	12.4	11.2
영업이익	204	187	59	217	356
증가율(%)	-29.0	-8.3	-68.5	267.7	64.1
영업이익률(%)	3.7	3.2	1.2	4.1	5.9
순금융손익	-11	-31	-26	-21	-25
이자손익	2	-4	-16	-21	-25
기타	-13	-27	-10	0	0
기타영업외손익	0	1,370	37	0	0
중속/관계기업손익	285	504	514	476	622
세전이익	478	2,029	583	672	953
법인세	127	543	129	156	214
법인세율	26.6	26.7	22.1	23.2	22.4
계속사업이익	351	1,487	454	516	740
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	351	1,487	454	516	740
증가율(%)	-8.8	323.5	-69.4	13.6	43.3
당기순이익률 (%)	6.4	25.8	8.9	9.8	12.3
자배주당당기순이익	320	1,472	440	502	719
기타포괄이익	-194	-162	-178	0	0
총포괄이익	157	1,325	276	516	740
EBITDA	642	641	498	637	793
증가율(%)	-3.0	-0.1	-22.4	27.9	24.5
EBITDA마진율(%)	11.8	11.1	9.7	12.0	13.2

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	6,785	31,192	9,326	10,639	15,242
BPS	126,713	152,666	156,455	165,711	179,562
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
밸류에이션(배)					
PER	19.7	4.8	17.9	15.7	10.9
PBR	1.1	1.0	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	9.9	11.4	16.7	13.4	11.2
성장성지표(%)					
매출증가율	6.2	6.0	-11.2	3.2	13.7
EPS증가율	-10.1	359.7	-70.1	14.1	43.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE	5.3	21.8	5.9	6.5	8.6
ROA	4.3	15.3	4.2	4.6	6.2
ROIC	14.9	62.5	19.5	20.5	28.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	35.0	44.0	40.9	38.6	41.5
순차입금 비율(%)	0.1	2.5	5.6	7.6	10.7
이자보상배율(배)	5.5	7.6	1.7	5.7	9.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	7.3	7.9	8.6	9.9	9.3
재고자산회전율	10.2	10.1	9.2	9.9	10.4
총자산회전율	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,364	2,415	2,139	1,852	2,000
현금및현금성자산	758	947	846	578	353
유가증권	0	40	33	34	42
매출채권	793	671	525	545	752
재고자산	584	558	552	519	636
비유동자산	6,163	8,480	8,804	9,531	10,578
유형자산	1,827	1,971	2,202	2,384	2,378
무형자산	140	171	172	170	168
투자자산	3,999	6,056	6,233	6,773	7,781
자산총계	8,527	10,895	10,943	11,383	12,578
유동부채	1,750	2,004	1,744	1,707	2,054
매입채무및기타채무	380	362	392	404	471
단기차입금	533	594	590	613	714
유동성장기부채	229	65	0	-100	-100
비유동부채	463	1,327	1,434	1,462	1,638
사채	0	199	299	299	299
장기차입금	0	275	389	389	389
부채총계	2,213	3,331	3,177	3,169	3,691
자배주주지분	6,118	7,373	7,553	7,988	8,639
자본금	241	241	241	241	241
자본잉여금	1,258	1,258	1,259	1,259	1,259
자본조정등	-165	-164	-163	-163	-163
기타포괄이익누계액	1,174	1,051	864	864	864
이익잉여금	3,611	4,987	5,353	5,788	6,439
비자배주주지분	196	191	213	227	247
자본총계	6,315	7,564	7,766	8,214	8,887
비이자부채	1,452	2,198	1,900	1,969	2,390
총차입금	761	1,133	1,278	1,200	1,301
순차입금	4	187	432	622	948

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	300	578	657	489	318
당기순이익	351	1,487	454	516	740
비현금성 비용 및 수익	220	-833	28	-36	-160
유형자산감가상각비	417	424	406	388	406
무형자산상각비	22	31	33	32	32
운전자본변동	-275	-8	199	29	-236
매출채권등의감소	-72	112	237	-20	-207
재고자산의감소	0	2	30	34	-118
매입채무등의증가	-51	36	-26	12	67
기타 영업현금흐름	3	-68	-24	-21	-25
투자활동 현금흐름	-879	-511	-1,639	-666	-909
유형자산의 증가(CAPEX)	-436	-460	-704	-570	-400
유형자산의 감소	29	42	25	0	0
무형자산의 감소(증가)	-23	0	-20	-30	-30
투자자산의 감소(증가)	-341	8	23	-64	-386
기타	-108	-101	-963	-2	-94
재무활동 현금흐름	269	113	-94	-92	367
차입금의증가(감소)	0	265	106	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	269	-152	-200	-92	367
기타 및 조정	2	10	975	0	0
현금의 증가	-309	189	-101	-268	-224
기초현금	1,066	758	947	846	578
기말현금	758	947	846	578	353

## 매수 (유지)

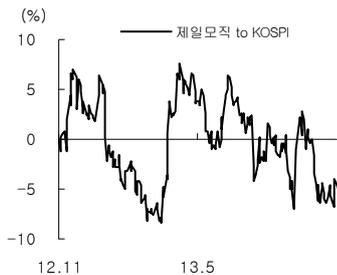
목표주가	120,000원
현재가 (11/11)	87,300원
KOSPI (11/11)	1,977.30pt
시가총액	4,578십억원
발행주식수	52,438천주
액면가	5,000원
52주 최고가	98,800원
최저가	83,100원
60일 일평균거래대금	34십억원
외국인 지분율	23.8%
배당수익률 (12.12월)	0.9%

주주구성	
국민연금공단	11.16%
삼성카드 외 4인	7.53%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-7%	-4%
절대기준	-2%	-8%	-8%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	120,000	120,000	-
EPS(13)	4,742	4,720	▲
EPS(14)	5,060	5,132	▼

제일모직 상대주가 (%)



## 제일모직 (001300)

### 삼성의 소재 역량 강화 수혜

#### 3Q 실적 기대치 부합

동사의 3분기 실적은 매출액 1조 1,255억원(+3.1%, QoQ), 영업이익 842억원(+14.1%, QoQ)으로 시장 기대치에 부합했다. 실적은 패션사업부 부분이 중단 영업이익으로 표시되며 케미칼과 전자재료 부문만 공시했다. 케미칼부문 매출액은 TV등 전방산업 부진으로 저조했지만, 원가절감 노력과 공정효율화로 마진율은 3.8%로 개선됐다. 전자재료부문은 디스플레이 소재 부진을 반도체 소재가 보완하며 매출액과 영업이익 호조세를 이어갔다.

#### 전자소재 중심회사로 비상

동사가 1조 500억원의 재원으로 투자할 부문은 OLED소재가 가장 큰 비중을 차지할 것으로 보이며, 신규 사업인 분리막 및 멤브레인 투자도 예상된다. 하지만 최근 흑자 전환에 성공한 편광판이나 케미칼 부문의 신규 PC3라인은 업황에 따른 신중한 투자가 예상된다. 동사는 갤럭시S4에 ETL소재를 공급하며 최초의 OLED소재 양산에 성공한 이후 지난 8월 노바엘이디를 인수(제일모직 1,731억원 투자)하며 OLED소재 사업 역량 확보에 박차를 가하고 있다. 향후 OLED TV 및 플렉서블 OLED 대중화 시점에 맞춰 본격적인 OLED소재 매출 확대를 기대해 본다. 또한 2차전지용 분리막은 삼성SDI공급을 목표로 코팅 중심으로 사업 다각화를 위한 투자를 계획 중이다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 120,000원 유지

동사는 최근 편광판의 흑자전환과 삼성전자 반도체 및 디스플레이 라인 가동률 상승으로 전자재료 중심의 실적 개선이 진행 됐음에도 불구하고 패션 부문의 적자로 주가는 부진했다. 물론 패션사업부의 적자가 에잇세컨즈 투자와 패션 업황 부진에 따른 일시적 현상이며, 패션사업부의 매각은 단기적으로 동사의 실적 하락을 유발할 것이다. 하지만 합리적인 매각 대금과 그로 인한 미래사업으로의 과감한 투자는 동사에 긍정적이라 판단된다. 동사에 대해 투자의견 매수를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,581	5,741	5,245	4,818	5,150
영업이익	287	329	310	346	412
세전이익	276	323	314	354	439
지배주주순이익	259	241	249	265	329
EPS(원)	5,079	4,595	4,742	5,060	6,281
증가율(%)	-5.4	-9.5	3.2	6.7	24.1
영업이익률(%)	5.1	5.7	5.9	7.2	8.0
순이익률(%)	4.6	4.2	4.7	5.5	6.4
ROE(%)	8.7	7.5	8.0	8.6	9.8
PER	19.9	20.5	18.6	17.4	14.0
PBR	1.9	1.8	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.5	11.4	9.9	8.4	7.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

동사의 2014년 연간 실적은 매출액 4조 8,177억원(+10.6%, YoY), 영업이익 3,462억원(+26.2%, YoY)으로 수익성 중심의 안정적인 성장이 기대된다. 케미칼 사업부는 PC2 신규 라인의 고부가가치 제품 확대와 삼성전자 전자제품의 판매 증가로 매출액 2조 8,443억원(+5.2%, YoY), 영업이익 1,130억원(+45.2%, YoY)을 기록할 전망이다. 전자재료 사업부는 삼성전자 중국 시안공장 가동에 따른 반도체용 소재 공급 증가와 중국 및 대만향 태양광 페이스트 매출 확대로 반도체 소재 매출액은 전년비 35.5% 증가한 8,315억원을 기록할 전망이다. 또한, 노바엘이디를 인수한 OLED소재의 본격적인 매출확대로 연간 1,000억원 이상의 신규매출 발생이 기대된다.

2014년 동사의 주가를 결정지을 변수는 1) 패션사업 인수대금 투자처와 시기, 2) 노바엘이디 인수에 따른 OLED소재 시너지 효과, 3) 반도체 소재 시안 신규라인 가동의 효과 등이다. 전자재료 사업의 강화를 위해 동사는 3년간 1.8조원 규모의 투자를 계획중이다. 물론 OLED소재에 대한 투자가 집중될 것으로 보인다. 여기에 노바엘이디 인수에 따른 매출 확대도 기대된다. 2014년 플렉서블, 태블릿PC, 스마트워치 등 OLED패널 모델 다각화가 예상되는 시점에 동사의 투자재원 확보는 긍정적인 부분이다.

표 16. 제일모직 실적 추정 요약

(십억원, 원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>1,029</b>	<b>1,092</b>	<b>1,125</b>	<b>1,110</b>	<b>1,109</b>	<b>1,156</b>	<b>1,278</b>	<b>1,275</b>	<b>4,235</b>	<b>4,357</b>	<b>4,818</b>
케미칼	642	658	717	686	677	700	749	718	2,666	2,703	2,844
전자재료	387	434	409	424	431	456	529	557	1,569	1,654	1,973
<b>매출액 비중</b>											
케미칼	62%	60%	64%	62%	61%	61%	59%	56%	63%	62%	59%
전자재료	38%	40%	36%	38%	39%	39%	41%	44%	37%	38%	41%
<b>매출원가</b>	<b>1,010</b>	<b>1,099</b>	<b>743</b>	<b>755</b>	<b>765</b>	<b>786</b>	<b>866</b>	<b>864</b>	<b>4,155</b>	<b>3,606</b>	<b>3,282</b>
% of Sales	69.0%	68.0%	67.8%	67.8%	68.5%	67.3%	67.1%	67.1%	98.1%	82.8%	68.1%
<b>매출총이익</b>	<b>446</b>	<b>454</b>	<b>383</b>	<b>355</b>	<b>344</b>	<b>370</b>	<b>411</b>	<b>410</b>	<b>1,855</b>	<b>1,638</b>	<b>1,536</b>
% of Sales	31.0%	32.0%	32.2%	32.2%	31.5%	32.7%	32.9%	32.9%	43.8%	37.6%	31.9%
<b>영업이익</b>	<b>47</b>	<b>74</b>	<b>84</b>	<b>70</b>	<b>65</b>	<b>90</b>	<b>101</b>	<b>91</b>	<b>240</b>	<b>274</b>	<b>346</b>
케미칼	12	21	27	17	17	33	34	29	82	78	113
전자재료	35	52	57	52	48	57	66	62	158	196	233
<b>영업이익률</b>	<b>4.5%</b>	<b>6.8%</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.3%</b>	<b>5.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.1%</b>	<b>5.7%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.2%</b>
케미칼	2%	3%	4%	3%	3%	5%	5%	4%	3%	3%	4%
전자재료	9%	12%	14%	12%	11%	13%	13%	11%	10%	12%	12%
<b>영업이익 비중</b>											
케미칼	26%	29%	32%	25%	26%	37%	34%	32%	34%	28%	33%
전자재료	74%	71%	68%	75%	74%	63%	66%	68%	66%	72%	67%
<b>세전이익</b>	<b>105</b>	<b>71</b>	<b>74</b>	<b>64</b>	<b>63</b>	<b>90</b>	<b>103</b>	<b>97</b>	<b>293</b>	<b>314</b>	<b>354</b>
법인세	<b>26</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>84</b>	<b>56</b>	<b>88</b>
법인세율	24.6%	17.6%	12.8%	12.8%	25.0%	25.0%	24.0%	26.0%	28.7%	17.8%	25.0%
<b>순이익</b>	<b>79</b>	<b>59</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>47</b>	<b>68</b>	<b>79</b>	<b>72</b>	<b>209</b>	<b>249</b>	<b>265</b>
<b>EPS(원)</b>									<b>4,595</b>	<b>4,742</b>	<b>5,060</b>
<b>BPS(원)</b>									<b>53,084</b>	<b>47,590</b>	<b>52,083</b>

자료: IBK투자증권



**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	5,581	5,741	5,245	4,818	5,150
증가율(%)	9.0	2.9	-8.7	-8.1	6.9
매출원가	3,997	4,036	3,606	3,282	3,475
매출총이익	1,584	1,705	1,638	1,536	1,675
매출총이익률 (%)	28.4	29.7	31.2	31.9	32.5
판매비	1,361	1,376	1,328	1,189	1,263
판매비율(%)	24.4	24.0	25.3	24.7	24.5
영업이익	287	329	310	346	412
증가율(%)	-14.1	14.6	-5.8	11.6	19.0
영업이익률(%)	5.1	5.7	5.9	7.2	8.0
순금융손익	-24	-42	-19	-1	12
이자손익	-24	-29	-29	-1	12
기타	0	-13	10	0	0
기타영업외손익	0	36	23	0	0
중속/관계기업손익	12	0	0	9	15
세전이익	276	323	314	354	439
법인세	17	82	56	88	110
법인세율	6.0	25.5	17.8	25.0	25.0
계속사업이익	259	241	258	265	329
중단사업손익	0	0	-10	0	0
당기순이익	259	241	249	265	329
증가율(%)	-3.5	-7.0	3.2	6.7	24.1
당기순이익률 (%)	4.6	4.2	4.7	5.5	6.4
자배주주당기순이익	259	241	249	265	329
기타포괄이익	-68	-129	-372	0	0
총포괄이익	191	112	-124	265	329
EBITDA	449	529	534	581	653
증가율(%)	-5.3	17.8	1.0	8.8	12.2
EBITDA마진율(%)	8.0	9.2	10.2	12.1	12.7

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	5,079	4,595	4,742	5,060	6,281
BPS	53,099	53,084	47,590	52,083	57,535
DPS	750	750	750	750	750
밸류에이션(배)					
PER	19.9	20.5	18.6	17.4	14.0
PBR	1.9	1.8	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	13.5	11.4	9.9	8.4	7.4
성장성지표(%)					
매출증가율	9.0	2.9	-8.7	-8.1	6.9
EPS증가율	-5.4	-9.5	3.2	6.7	24.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE	8.7	7.5	8.0	8.6	9.8
ROA	5.8	4.7	5.0	5.4	6.2
ROIC	11.8	8.4	8.3	9.6	12.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	53.3	62.3	60.9	58.5	57.0
순차입금 비율(%)	23.2	33.3	22.4	8.9	6.5
이자보상배율(배)	7.8	9.3	7.8	8.5	10.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.8	10.1	9.8	11.1	10.2
재고자산회전율	8.2	7.5	7.8	9.6	11.0
총자산회전율	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0

\*주당지표 및 밸류에이션은 자배주주순이익 및 자배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,435	1,684	1,688	1,970	2,257
현금및현금성자산	96	86	587	948	1,056
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	485	648	422	446	564
재고자산	743	785	555	446	493
비유동자산	3,496	3,570	3,100	3,108	3,228
유형자산	1,491	1,641	1,830	1,657	1,684
무형자산	432	453	480	472	477
투자자산	1,482	1,383	728	908	989
자산총계	4,931	5,254	4,788	5,078	5,485
유동부채	864	865	848	883	965
매입채무및기타채무	280	242	200	229	254
단기차입금	149	159	233	268	296
유동성장기부채	113	103	171	106	106
비유동부채	850	1,151	965	992	1,025
사채	558	898	798	808	828
장기차입금	23	5	52	52	52
부채총계	1,714	2,017	1,812	1,875	1,991
자배주주지분	3,216	3,237	2,976	3,203	3,494
자본금	262	262	262	262	262
자본잉여금	702	702	702	702	702
자본조정등	-51	-51	-51	-51	-51
기타포괄이익누계액	916	807	334	334	334
이익잉여금	1,386	1,517	1,727	1,955	2,246
비자배주주지분	1	0	0	0	0
자본총계	3,217	3,237	2,976	3,203	3,494
비이자부채	871	853	558	641	709
총차입금	843	1,164	1,254	1,234	1,282
순차입금	746	1,078	667	286	226

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	195	154	818	613	421
당기순이익	259	241	249	265	329
비현금성 비용 및 수익	153	335	295	228	214
유형자산감가상각비	156	191	211	223	228
무형자산상각비	6	9	13	12	12
운전자본변동	-155	-358	338	122	-134
매출채권등의감소	-20	-151	239	-24	-117
재고자산의감소	-69	-136	230	109	-47
매입채무등의증가	-61	-30	-43	30	24
기타 영업현금흐름	-62	-64	-64	-1	12
투자활동 현금흐름	-333	-477	-525	-248	-375
유형자산의 증가(CAPEX)	-327	-386	-395	-300	-255
유형자산의 감소	2	4	1	250	0
무형자산의 감소(증가)	-21	-35	-40	-4	-18
투자자산의 감소(증가)	12	-26	163	-180	-81
기타	1	-33	-255	-15	-21
재무활동 현금흐름	202	333	-115	-4	62
차입금의증가(감소)	-272	-28	134	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	474	361	-249	-4	62
기타 및 조정	0	0	323	0	0
현금의 증가	63	11	501	361	108
기초현금	33	75	86	587	948
기말현금	96	86	587	948	1,056

## 매수 (유지)

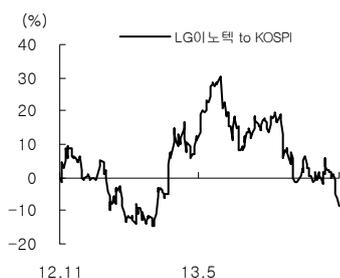
목표주가	110,000원
현재가 (11/11)	75,500원
KOSPI (11/11)	1,977.30pt
시가총액	1,523십억원
발행주식수	20,171천주
액면가	5,000원
52주 최고가	105,500원
최저가	70,000원
60일 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	5.5%
배당수익률 (12.12월)	0.0%

주주구성	
LG전자 외 1인	47.87%
국민연금공단	8.11%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-11%	-16%	-7%
절대기준	-9%	-17%	-10%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	110,000	116,000	▼
EPS(13)	2,192	2,281	▼
EPS(14)	7,682	7,905	▼

LG이노텍 상대주가 (%)



# LG이노텍 (011070)

## 2014년 LED조명 기대한다

### 모바일 부품의 강세는 유효

동사의 4분기 실적은 매출액 1조 5,891억원(-0.4%, QoQ), 영업이익 426억원(-23.6%, QoQ)으로 타 IT부품업체 대비 제한적인 비수기 효과가 기대된다. 이는 해외 주요 고객의 다소 지연된 신규 태블릿PC 출시와 스마트폰 판매 본격화로 4분기 관련 부품의 물량증가가 기대되기 때문이다. 특히 카메라모듈의 매출액은 전분기비 19.4% 증가한 7,396억원을 기록하며 분기 최대 실적이 예상되고, 이는 디스플레이 부품의 실적부진을 만회할 전망이다.

### LED부진하지만 희망이 있다

동사의 스마트 디바이스용 부품과 소재 부문의 실적회조에도 항상 LED부문의 지속적인 적자가 주가의 발목을 잡았다. 동사는 LED TV 보급 확대에 따른 대규모 MOCVD 투자 이후 TV수요가 감소하며 LED부문 가동률이 낮아졌고, 고정비가 높아지며 적자가 지속됐다. 4분기도 LED부문은 IT용 BLU업황의 부진으로 -11%의 영업이익률이 예상된다. 하지만 LED사업부는 중장기적으로 동사의 강점이다. 최근 LED조명 시장의 개화로 조명용 매출 비중이 지속적으로 증가하고 가동률도 상승 중이다. 2015년 이후에는 감가상각비도 점진적으로 종료된다. 동사의 LED부문이 효과 역할을 할 시점이 멀지 않았다고 판단된다.

### 투자의견 매수, 목표주가 110,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 소폭 11만원으로 소폭 하향(-5%)한다. 이는 TV를 중심으로한 중대형 IT기기의 부진으로 LED BLU부문의 실적이 기대대비 저조하여 2014년 예상 EPS를 약 3% 하향했기 때문이다. 하지만 동사의 스마트기기용 부품의 경쟁력은 견고하며, 내년에도 터치패널, 카메라모듈의 신제품 효과는 지속될 전망이다. 무엇보다 2014년 LED부문의 본격적인 턴어라운드 기대된다. 따라서 동사에 대해 투자의견 매수를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	4,553	5,316	6,257	6,617	6,942
영업이익	-67	77	150	243	334
세전이익	-174	-18	43	167	264
지배주주순이익	-145	-25	44	155	240
EPS(원)	-7,213	-1,240	2,192	7,682	11,877
증가율(%)	적전	적지	흑전	250.5	54.6
영업이익률(%)	-1.5	1.5	2.4	3.7	4.8
순이익률(%)	-3.2	-0.5	0.7	2.3	3.5
ROE(%)	-10.4	-1.9	3.4	11.0	14.9
PER	-9.4	-66.4	35.3	10.1	6.5
PBR	1.1	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.0	6.3	5.5	4.9	4.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

2014년 동사의 연간 매출액은 6조 6,171억원(+5.8%, YoY), 영업이익 2,432억원(+62.3%, YoY)으로 영업이익 중심의 큰 폭의 성장이 기대된다. 이는 LED부문의 연간 영업적자가 전년비 926억원 수준 감소할 것으로 예상되기 때문이다. 내년에도 LG전자와 해외 주요 거래선에서 동사의 부품공급 비중은 높은 수준을 유지할 전망이다고, 거래선 스마트기기 판매량의 증가세도 이어질 것이다. 카메라모듈은 1,600만화소까지 화소수가 증가하며 연간 매출액 2조 7,696억원으로 전체 매출의 41.9%를 차지할 전망이다.

2014년 동사의 주가를 결정지을 변수는 LED사업부의 적자 축소다. 앞서 언급했듯이 동사의 IT부품 경쟁력은 충분하다. 2013년 LED부문을 제외한 동사의 영업이익률은 4.4% 수준이다. 2013년 Cree와 서울반도체 등 LED조명 업체의 실적은 큰 폭으로 성장했다. LG전자도 2014년 LED조명 사업의 강화 계획을 세우고 있다. 2014년 동사 LED부문 실적의 의미있는 개선을 기대해 본다.

표 17. LG이노텍 실적 전망 요약

(십억원, 원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>1,551</b>	<b>1,521</b>	<b>1,596</b>	<b>1,589</b>	<b>1,466</b>	<b>1,613</b>	<b>1,752</b>	<b>1,786</b>	<b>5,316</b>	<b>6,257</b>	<b>6,617</b>
OS	641	557	619	740	637	656	708	769	1,662	2,558	2,770
LED	257	316	286	235	244	281	313	291	998	1,093	1,130
기판소재	401	402	444	385	346	424	478	478	1,447	1,632	1,725
전장부품 외	252	246	246	230	239	252	253	248	1,210	974	992
<b>매출원가</b>	<b>1,403</b>	<b>1,340</b>	<b>1,397</b>	<b>1,395</b>	<b>1,300</b>	<b>1,424</b>	<b>1,516</b>	<b>1,539</b>	<b>4,754</b>	<b>5,535</b>	<b>5,780</b>
% of Sales	90%	88%	88%	88%	89%	88%	87%	86%	89%	88%	87%
<b>매출총이익</b>	<b>148</b>	<b>181</b>	<b>199</b>	<b>194</b>	<b>166</b>	<b>189</b>	<b>237</b>	<b>246</b>	<b>562</b>	<b>722</b>	<b>837</b>
% of Sales	10%	12%	12%	12%	11%	12%	14%	14%	11%	12%	13%
<b>판관비</b>	<b>132</b>	<b>145</b>	<b>143</b>	<b>151</b>	<b>142</b>	<b>138</b>	<b>153</b>	<b>161</b>	<b>485</b>	<b>572</b>	<b>594</b>
% of Sales	9%	10%	9%	10%	10%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
<b>영업이익</b>	<b>16</b>	<b>36</b>	<b>56</b>	<b>43</b>	<b>24</b>	<b>50</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>77</b>	<b>150</b>	<b>243</b>
OS	22	27	30	33	19	28	34	35	36	111	116
LED	-40	-32	-29	-26	-24	-17	3	4	-112	-126	-34
기판소재	24	29	39	28	23	31	36	37	113	120	128
전장부품 외	9	12	16	8	6	8	10	10	40	45	33
<b>영업이익률</b>	<b>1.0%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.7%</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.8%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.7%</b>
OS	4%	5%	5%	4%	3%	4%	5%	5%	2%	4%	4%
LED	-16%	-10%	-10%	-11%	-10%	-6%	1%	2%	-11%	-12%	-3%
기판소재	6%	7%	9%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	7%	7%
전장부품 외	4%	5%	6%	4%	2%	3%	4%	4%	3%	5%	3%
<b>세전이익</b>	<b>-10</b>	<b>7</b>	<b>28</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>31</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>-18</b>	<b>43</b>	<b>167</b>
법인세	-3	0	1	1	0	2	5	5	8	-1	12
법인세율	33%	-1%	4%	4%	6%	7%	7%	8%	-44%	-3%	7%
<b>순이익</b>	<b>-7</b>	<b>7</b>	<b>27</b>	<b>17</b>	<b>4</b>	<b>29</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>-26</b>	<b>44</b>	<b>155</b>
<b>EPS(원)</b>									<b>-1,240</b>	<b>2,192</b>	<b>7,682</b>
<b>BPS(원)</b>									<b>55,694</b>	<b>57,614</b>	<b>65,883</b>
<b>주요가정</b>											
카메라모듈(백만대)	58.5	50.6	54.4	65.9	57.9	60.6	64.7	75.6	136.0	229.4	258.8
LGD TV (백만대)	12.6	13.2	14.1	14.5	13.8	15.3	16.4	16.2	58.8	54.4	61.7

자료: IBK투자증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	4,553	5,316	6,257	6,617	6,942
증가율(%)	11.0	16.8	17.7	5.8	4.9
매출원가	4,164	4,754	5,535	5,780	6,038
매출총이익	389	562	722	837	903
매출총이익률 (%)	8.5	10.6	11.5	12.7	13.0
판매비	432	485	572	594	569
판매비율(%)	9.5	9.1	9.1	9.0	8.2
영업이익	-67	77	150	243	334
증가율(%)	적전	흑전	94.0	62.3	37.4
영업이익률(%)	-1.5	1.5	2.4	3.7	4.8
순금융손익	-108	-95	-108	-76	-70
이자손익	-90	-94	-98	-76	-70
기타	-18	-1	-10	0	0
기타영업외손익	0	0	1	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-174	-18	43	167	264
법인세	-29	7	-1	12	25
법인세율	16.7	-42.2	-3.4	7.4	9.3
계속사업이익	-145	-25	44	155	240
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-145	-25	44	155	240
증가율(%)	적전	적지	흑전	250.5	54.6
당기순이익률 (%)	-3.2	-0.5	0.7	2.3	3.5
자배주당당기순이익	-145	-25	44	155	240
기타포괄이익	4	-33	23	0	0
총포괄이익	-141	-58	67	155	240
EBITDA	352	549	633	691	770
증가율(%)	-20.0	55.9	15.3	9.1	11.5
EBITDA마진율(%)	7.7	10.3	10.1	10.4	11.1

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	-7,213	-1,240	2,192	7,682	11,877
BPS	59,180	55,694	57,614	65,883	78,206
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-9.4	-66.4	35.3	10.1	6.5
PBR	1.1	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	9.0	6.3	5.5	4.9	4.6
성장성지표(%)					
매출증가율	11.0	16.8	17.7	5.8	4.9
EPS증가율	적전	적지	흑전	250.5	54.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-10.4	-1.9	3.4	11.0	14.9
ROA	-3.4	-0.5	0.9	3.0	4.3
ROIC	-5.2	-0.9	1.5	5.0	7.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	232.9	285.3	275.4	253.0	241.7
순차입금 비율(%)	136.6	143.1	142.2	122.3	113.4
이자보상배율(배)	-0.4	0.7	1.4	2.5	3.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.7	5.5	5.4	5.1	4.7
재고자산회전율	12.3	12.5	13.1	12.6	11.5
총자산회전율	1.1	1.1	1.3	1.3	1.2

\*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,736	2,073	2,296	2,618	3,201
현금및현금성자산	436	353	538	554	912
유가증권	0	2	2	3	3
매출채권	817	1,122	1,192	1,393	1,545
재고자산	376	478	477	571	634
비유동자산	2,674	2,813	2,718	2,644	2,710
유형자산	2,305	2,375	2,261	2,164	2,205
무형자산	132	145	173	161	152
투자자산	13	38	21	24	27
자산총계	4,410	4,886	5,014	5,262	5,912
유동부채	1,474	2,009	1,680	1,755	2,148
매입채무및기타채무	495	740	619	695	771
단기차입금	447	116	59	98	594
유동성장기부채	247	554	526	426	426
비유동부채	1,611	1,609	1,998	2,016	2,034
사채	916	995	1,201	1,201	1,201
장기차입금	635	502	652	652	652
부채총계	3,085	3,618	3,678	3,771	4,182
자배주주지분	1,325	1,268	1,335	1,490	1,730
자본금	101	101	101	101	101
자본잉여금	848	849	849	849	849
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	4	-11	10	10	10
이익잉여금	372	330	375	530	770
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,325	1,268	1,335	1,490	1,730
비이자부채	840	1,450	1,241	1,395	1,309
총차입금	2,245	2,168	2,437	2,377	2,873
순차입금	1,809	1,815	1,899	1,823	1,961

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	291	381	403	399	553
당기순이익	-145	-25	44	155	240
비현금성 비용 및 수익	602	606	612	523	506
유형자산감가상각비	398	444	449	418	409
무형자산상각비	21	27	34	30	27
운전자본변동	-45	-103	-144	-204	-123
매출채권등의감소	-21	-333	-13	-201	-152
재고자산의감소	-9	-104	10	-95	-62
매입채무등의증가	57	273	-159	77	76
기타 영업현금흐름	-121	-98	-109	-76	-70
투자활동 현금흐름	-680	-383	-968	-384	-514
유형자산의 증가(CAPEX)	-692	-350	-451	-320	-450
유형자산의 감소	59	23	17	0	0
무형자산의 감소(증가)	-50	-38	-56	-18	-18
투자자산의 감소(증가)	7	19	2	-3	-3
기타	-4	-37	-479	-43	-43
재무활동 현금흐름	579	-79	249	1	319
차입금의증가(감소)	585	-79	-40	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-7	0	289	1	319
기타 및 조정	-2	-2	501	0	0
현금의 증가	188	-83	185	16	358
기초현금	247	436	353	538	554
기말현금	436	353	538	554	912

## 매수 (유지)

목표주가 50,000원  
현재가 (11/11) 38,000원

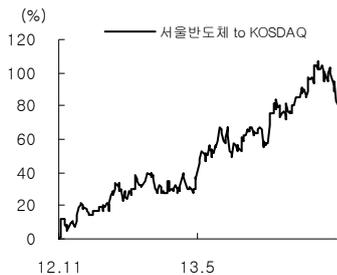
KOSDAQ (11/11)	502.94pt
시가총액	2,216십억원
발행주식수	58,305천주
액면가	500원
52주 최고가	44,600원
최저가	21,350원
60일 일평균거래대금	28십억원
외국인 자본율	27.2%
배당수익률 (12.12월)	0.1%

주주구성  
이정훈 외 3인 34.21%  
Ion Investments BV 11.83%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-14%	21%	76%
절대기준	-9%	38%	81%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	50,000	40,000	▲
EPS(13)	916	812	▲
EPS(14)	1,879	985	▲

서울반도체 상대주가 (%)



# 서울반도체 (046890)

## LED조명 성장, 실적이 입증

### 3Q 실적 기대치 부합

동사의 3분기 실적은 매출액 2,702억원(+1.7%, QoQ), 영업이익 319억원(+9.3%, QoQ)으로 시장 기대치에 부합했다. 3분기는 선진국 휴가기간 등의 영향으로 순수조명을 포함한 고부가가치 non IT제품의 매출이 전분기와 유사한 1,271억원에 머무른 반면, 계절적 성수기 진입으로 인해 수익성이 낮은 IT용 BLU부문 매출이 전분기비 3.6% 성장했다. 그럼에도 영업이익률은 전분기비 개선된 11.8%를 기록하며 동사의 실적 개선세를 증명했다.

### 아크리치2 포함 조명용 성장 지속

동사의 AC(교류) LED모듈 아크리치2는 컨버터가 필요없는 구조로 광효율 개선과 전력소모 감소에 유리한 제품이다. 실제로 최근 중국의 가로등에 아크리치2가 적용된 LED조명을 공급하면서 아크리치2의 매출의 큰 폭(조명 매출 중 아크리치2 비중 1Q 10%, 2Q 15%, 3Q 20%)으로 성장하고 있다. 아크리치2는 타 LED조명보다 고 수익성 모델로 동사의 믹스 개선을 통한 수익성 확대에 이바지하고 있다. 최근 동사는 영업이익률이 미국의 Cree보다 앞서는 등 미드~하이파워 제품의 LED조명 칩과 패키징 사업의 강자로 부각되고 있다. LED조명기구 시장은 2014년에도 전년비 33.8% 성장할 것으로 판단되는바 동사의 조명제품 증가세는 지속될 전망이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 50,000원으로 상향

동사의 목표주가를 50,000원으로 기존대비 25% 상향한다. 목표주가는 2014년 추정 BPS 11,396원에 PBR 4.4(과거 4년간 상단 PBR의 평균)을 적용하여 산출했다. 여전히 밸류에이션은 높게 사실이지만 2013년 수량기준으로 LED조명이 침투율이 6% 수준에 불과하다는 점은 아직도 LED조명 시장은 개화단계에 불과하다는 점을 입증한다. 또한 동사는 내년 해외 주요 고객에 신규 스마트폰 및 태블릿PC용 LED를 공급할 가능성이 높다고 판단되므로 IT BLU부문의 개선도 기대되기 때문이다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	739	859	1,024	1,159	1,434
영업이익	30	18	98	140	177
세전이익	41	10	86	135	174
지배주주순이익	35	7	56	110	143
EPS(원)	593	120	916	1,879	2,452
증가율(%)	-63.2	-79.8	665.5	105.1	30.5
영업이익률(%)	4.1	2.1	9.6	12.1	12.4
순이익률(%)	4.7	0.8	5.5	9.5	10.0
ROE(%)	5.9	1.2	8.9	16.9	18.5
PER	35.4	202.3	42.7	20.8	15.9
PBR	2.1	2.4	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	23.0	26.8	13.7	11.6	10.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

2014년 동사의 연간 실적은 매출액 1조 1,589억원(+13.2%, YoY), 영업이익 1,404억원(+42.7%, YoY)으로 수익성 중심의 큰 폭의 성장이 기대된다. 연간 LED조명/기타 부문 매출액은 전년비 52.8% 증가한 6,121억원을 기록하며 매출 점유율 52.8%를 달성할 전망이다. LED조명 부문은 BLU대비 높은 마진으로 조명부문의 성장은 동사의 제품믹스 개선에 의한 영업이익 상승을 유발할 것이다. 또한 2014년 해외 주요 세트업체 신규 스마트폰 및 태블릿PC에 LED BLU를 공급하며 동사의 핸드셋용 LED매출은 전년비 33.3% 증가한 1,726억원을 기록할 전망이다. 범용 IT BLU 대비 태블릿PC용 BLU의 마진은 상당히 높은 수준이다. 믹스 개선에 따른 BLU부문의 실적 개선도 기대된다.

2014년 동사의 주가를 결정지를 변수는 1) LED조명 시장의 성장 속도, 2) 아크리치2 매출 확대 속도, 3) 해외 주요 고객향 BLU 공급유무 등이다. 사실 미국 및 유럽등 글로벌 경기 회복과 둔화에 대해서는 변동성이 크다. 다만 세계적인 에너지 절약 정책과 백열등 규제에 따른 LED조명 시장 성장은 이미 진행중에 있으며, 경기 회복시 대체 속도는 더 빨라질 것이다. 또한 해외 주요 고객사는 대규모 판매를 바탕으로 공급처 다양화를 통한 가격경쟁력이 우수한 기업이다. 그러므로 고회도 LED도 언제까지 일본 몇몇업체에 의존할 것으로 보이지 않는다. 동사의 내년도 스마트기기용 LED공급 가능성을 높게 보는 이유다.

표 18. 서울반도체 실적 전망 요약

(십억원, 원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액	230	266	270	258	248	285	315	311	859	1,024	1,159
Mobile	24	40	27	39	33	42	51	46	108	130	173
IT BLU	24	24	35	25	23	27	28	25	112	108	102
TV BLU	70	74	81	64	63	71	70	68	260	289	272
Lighting 외	113	128	127	129	129	146	165	173	378	497	612
매출원가	174	189	191	183	177	203	222	219	714	736	821
% of Sales	75.5%	71.0%	70.6%	71.0%	71.5%	71.0%	70.5%	70.5%	83.1%	71.9%	70.8%
매출총이익	56	77	79	75	71	83	93	92	145	288	338
% of Sales	24.5%	29.0%	29.4%	29.0%	28.5%	29.0%	29.5%	29.5%	16.9%	28.1%	29.2%
판매비	44	48	48	50	47	47	51	52	127	189	198
% of Sales	19.1%	18.0%	17.6%	19.3%	19.1%	16.4%	16.2%	16.9%	14.8%	18.5%	17.0%
영업이익	12	29	32	25	23	36	42	39	18	98	140
영업이익률	5.4%	11.0%	11.8%	9.7%	9.4%	12.6%	13.3%	12.6%	2.1%	9.6%	12.1%
EBITDA	35	52	53	45	42	54	62	58	56	186	216
EBITDA마진율	15.4%	19.7%	19.7%	17.3%	17.1%	18.8%	19.7%	18.6%	6.5%	18.1%	18.6%
세전이익	12	31	21	22	22	35	41	38	10	86	135
법인세	2	19	11	-2	4	7	8	7	3	30	25
법인세율	20.4%	62.4%	52.7%	-11.0%	18.0%	19.0%	19.5%	18.0%	29.5%	35.2%	18.7%
당기순이익	9	12	10	25	18	28	33	31	7	56	110
EPS(원)									120	916	1,879
BPS(원)									9,922	9,501	11,396

자료: IBK투자증권



**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	739	859	1,024	1,159	1,434
증가율(%)	-11.9	16.1	19.2	13.2	23.8
매출원가	631	714	736	821	1,007
매출총이익	109	145	288	338	427
매출총이익률 (%)	14.7	16.9	28.1	29.2	29.8
판매비	84	127	189	198	250
판매비율(%)	11.4	14.8	18.5	17.0	17.4
영업이익	30	18	98	140	177
증가율(%)	-72.3	-41.2	449.3	42.7	26.3
영업이익률(%)	4.1	2.1	9.6	12.1	12.4
순금융손익	7	1	-11	-6	-3
이자손익	4	0	-8	-6	-3
기타	3	1	-2	0	0
기타영업외손익	4	-4	1	0	0
중속/관계기업손익	0	-5	-2	0	0
세전이익	41	10	86	135	174
법인세	7	3	30	25	31
법인세율	16.2	29.5	35.2	18.7	17.9
계속사업이익	35	7	56	110	143
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	35	7	56	110	143
증가율(%)	-63.2	-79.8	702.8	95.6	30.5
당기순이익률 (%)	4.7	0.8	5.5	9.5	10.0
자배주주당기순이익	35	7	53	110	143
기타포괄이익	0	-3	4	0	0
총포괄이익	35	4	60	110	143
EBITDA	61	57	186	216	246
증가율(%)	-57.1	-6.7	227.8	16.4	13.9
EBITDA마진율(%)	8.2	6.6	18.1	18.6	17.2

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	593	120	916	1,879	2,452
BPS	9,974	9,922	9,501	11,396	13,833
DPS	119	31	31	31	31
밸류에이션(배)					
PER	35.4	202.3	42.7	20.8	15.9
PBR	2.1	2.4	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	23.0	26.8	13.7	11.6	10.0
성장성지표(%)					
매출증가율	-11.9	16.1	19.2	13.2	23.8
EPS증가율	-63.2	-79.8	665.5	105.1	30.5
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	5.9	1.2	8.9	16.9	18.5
ROA	4.2	0.8	5.7	9.4	10.8
ROIC	8.6	1.5	9.7	15.5	19.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	44.3	42.9	73.9	64.6	59.9
순차입금 비율(%)	28.7	17.5	33.4	23.8	14.7
이자보상배율(배)	4.6	2.4	6.7	11.3	14.6
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.6	5.0	5.0	4.8	4.9
재고자산회전율	8.4	11.9	13.9	14.1	14.8
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1

\*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	454	502	484	604	824
현금및현금성자산	10	50	63	87	157
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	156	190	219	264	326
재고자산	74	70	77	87	107
비유동자산	425	360	623	621	592
유형자산	180	195	468	450	393
무형자산	27	25	39	37	36
투자자산	188	109	103	119	145
자산총계	879	863	1,107	1,225	1,415
유동부채	177	225	322	330	374
매입채무및기타채무	36	71	77	93	100
단기차입금	84	123	103	112	134
유동성장기부채	23	13	64	44	44
비유동부채	93	34	148	150	156
사채	0	0	14	14	14
장기차입금	77	20	94	94	94
부채총계	270	259	470	481	530
자배주주지분	609	604	593	701	842
자본금	29	29	29	29	29
자본잉여금	360	360	390	390	390
자본조정등	0	0	-75	-75	-75
기타포괄이익누계액	0	-2	4	4	4
이익잉여금	220	217	245	353	494
비자배주주지분	0	0	43	43	43
자본총계	609	604	636	744	885
비이자부채	85	103	195	216	243
총차입금	184	156	276	265	287
순차입금	175	106	213	177	130

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	-13	71	125	146	137
당기순이익	35	7	56	110	143
비현금성 비용 및 수익	32	49	141	81	72
유형자산감가상각비	26	31	76	70	64
무형자산상각비	4	7	12	6	5
운전자본변동	-65	23	-64	-39	-75
매출채권등의감소	7	-38	-10	-45	-61
재고자산의감소	29	8	5	-10	-20
매입채무등의증가	-11	36	-32	16	6
기타 영업현금흐름	-14	-7	-8	-6	-3
투자활동 현금흐름	-91	-6	-49	-115	-108
유형자산의 증가(CAPEX)	-85	-26	-55	-52	-6
유형자산의 감소	5	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-13	-3	-4	-3	-4
투자자산의 감소(증가)	-53	6	31	-16	-26
기타	55	15	-21	-44	-72
재무활동 현금흐름	64	-31	-140	-8	41
차입금의증가(감소)	83	-24	-46	0	0
자본의 증가	0	0	49	0	0
기타	-18	-7	-143	-8	41
기타 및 조정	0	-1	66	0	0
현금의 증가	-40	33	2	24	69
기초현금	50	17	61	63	87
기말현금	10	50	63	87	157

## 매수 (유지)

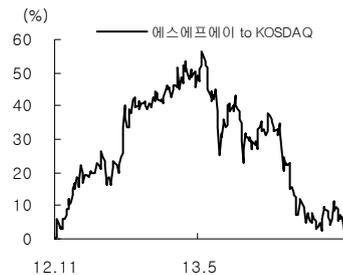
목표주가	60,000원
현재가 (11/11)	40,450원
KOSDAQ (11/11)	502.94pt
시가총액	726십억원
발행주식수	17,954천주
액면가	500원
52주 최고가	67,700원
최저가	40,000원
60일 일평균거래대금	7십억원
외국인 지분율	14.8%
배당수익률 (12.12월)	2.3%

주주구성	
디와이에셋 외 2인	36.23%
삼성디스플레이	10.15%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-8%	-38%	0%
절대기준	-2%	-29%	3%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	60,000	75,000	▼
EPS(13)	3,541	4,489	▼
EPS(14)	5,400	6,457	▼

에스에프에이 상대주가 (%)



## 에스에프에이 (056190)

### 조정은 받을만큼 받았다 1)

#### 3분기 실적 기대치 부합할 듯

동사의 3분기 실적은 매출액 1,204억원(-19.4%, QoQ), 영업이익 160억원(-22.7%, QoQ)으로 시장기대치에 부합할 전망이다. 2분기말에 넘어온 수주잔고 2,678억원 중 삼성디스플레이 A2 Phase4, 5라인과 수저우 LCD라인의 신규장비 입고로 매출이 인식되기 때문이다. 이에 3분기에도 물류시스템 장비의 매출 비중이 70%를 넘길 전망이다. 공정장비는 증착기, PECVD 등 굵직한 장비의 발주가 지연되는 가운데 모듈장비 등 전용장비 중심으로 매출이 발생하여 전분기비 감소할 전망이다.

#### 비수기 보릿고개를 넘기자

현재 삼성디스플레이 A3라인의 신규수주가 지연되는 가운데 동사는 A2 및 수저우 LCD라인의 장비 매출인식이 거의 끝나가는 시점이다. 즉, 추가적인 수주가 발생하지 않는다면 장비업체 비수기인 2013년 4분기~2014년 1분기의 실적은 부진할 것이다. A3 신규투자과 플렉서블 전환투자가 내년 상반기에는 진행될 것으로 예측하지만 매출인식은 2분기 이후에 발생하며 비수기를 피해가지 못할 전망이다. 반면 1분기 보릿고개만 넘기면 따뜻한 수확의 계절이 올 것이다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 60,000원으로 하향

동사의 목표주가를 기존 75,000원에서 60,000원으로 20% 하향한다. 동사는 고객사 신규 투자 여부에 따라 매출규모 차이가 큰 장비업체다. 따라서 올해 A3투자의 지연으로 내년에 잡히는 A3투자 규모도 계획대비 작아질 것으로 가정하여, 2014년 EPS추정치를 16% 하향했다. 한편, 동사의 주가는 최근 40% 가량 하락했다. 따라서 투자지연에 대한 실망은 이미 주가에 충분히 반영 되었다고 판단한다. 현 주가는 2014년 EPS기준 PER 7.5배 수준으로 밸류에이션 매력도 충분하다. 동사에 대해 투자의견 매수를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	753	507	486	726	953
영업이익	92	70	68	106	138
세전이익	96	93	84	122	154
지배주주순이익	76	71	64	97	122
EPS(원)	4,212	3,972	3,541	5,400	6,792
증가율(%)	92.2	-5.7	-10.9	52.5	25.8
영업이익률(%)	12.2	13.8	14.1	14.6	14.5
순이익률(%)	10.0	14.1	13.1	13.3	12.8
ROE(%)	24.8	19.9	15.2	19.3	20.6
PER	14.5	11.9	12.2	8.0	6.4
PBR	3.3	2.4	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	10.4	10.3	8.0	5.6	4.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

2014년 동사의 연간 매출액은 7,262억원(+49.5%, YoY), 영업이익 1,062억원(+55.1%, YoY)으로 올해 대비 큰 폭으로 증가할 전망이다. 이는 2013년 신규투자 지연으로 인한 실적부진에 따른 기저효과와 2014년 삼성디스플레이 신규 A3 Phase1라인 투자, 기존라인 플렉서블 전환투자, 그리고 일부 대면적 전공정장비의 입고를 가정한 수치이다. 8세대 OLED TV라인의 본격적인 투자와 수저우 LCD라인의 추가증설은 고려하지 않았다.

2014년 동사의 주가를 결정지을 변수는 1) 삼성디스플레이 A3라인 투자, 2) TV용 대면적 OLED라인 투자, 3) 8세대 증착기 공급 유무 등이다. A3라인의 대규모 투자와 V1라인에 대한 투자결정은 동사에 상당히 긍정적일 것이다. 2014년 삼성전자가 OLED패널이 채택된 태블릿PC를 출시하고, 또한, 플렉서블 패널의 성장도 기대되는바 A3라인의 신규 투자와 플렉서블 라인의 전환투자가 병행될 것으로 판단한다.

표 19. 에스에프에이 실적 추정 요약

(십억원, 원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액	116	149	120	100	90	163	213	259	507	486	726
물류시스템	86	106	87	86	73	147	149	123	416	365	492
공정장비	30	43	33	15	18	16	65	136	91	121	234
매출원가	85	112	90	75	68	120	158	191	372	362	536
% of Sales	73.5%	74.9%	75.0%	75.0%	75.0%	73.7%	73.8%	73.5%	73.3%	74.6%	73.8%
매출총이익	31	38	30	25	23	43	56	69	136	123	190
% of Sales	26.5%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%	26.3%	26.2%	26.5%	26.7%	25.4%	26.2%
판관비	12	17	14	12	11	19	25	30	63	55	84
% of Sales	10.7%	11.2%	11.7%	11.6%	11.7%	11.5%	11.5%	11.6%	12.4%	11.3%	11.6%
영업이익	18	21	16	13	12	24	31	39	64	68	106
영업이익률	15.8%	13.9%	13.3%	13.4%	13.3%	14.8%	14.7%	14.9%	12.7%	14.1%	14.6%
세전이익	22	24	20	18	15	29	36	43	92	84	122
법인세	5	7	4	4	3	6	8	9	21	21	25
순이익	17	17	15	14	11	23	28	35	71	64	97
EPS(원)									3,972	3,541	5,400
BPS(원)									19,993	24,861	29,314

자료: IBK투자증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	753	507	486	726	953
증가율(%)	78.1	-32.6	-4.3	49.5	31.3
매출원가	610	372	362	536	705
매출총이익	143	136	123	190	249
매출총이익률 (%)	19.0	26.7	25.4	26.2	26.1
판매비	48	66	55	84	111
판매비율(%)	6.4	12.9	11.3	11.6	11.6
영업이익	92	70	68	106	138
증가율(%)	144.0	-24.0	-2.2	55.1	29.9
영업이익률(%)	12.2	13.8	14.1	14.6	14.5
순금융손익	4	10	13	10	12
이자손익	4	10	13	0	0
기타	0	0	0	10	12
기타영업외손익	0	13	3	6	4
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	96	93	84	122	154
법인세	20	22	21	25	32
법인세율	21.1	23.2	24.6	20.6	20.7
계속사업이익	76	71	64	97	122
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	76	71	64	97	122
증가율(%)	92.2	-5.7	-10.9	52.5	25.8
당기순이익률 (%)	10.0	14.1	13.1	13.3	12.8
자배주당당기순이익	76	71	64	97	122
기타포괄이익	-2	-1	0	0	0
총포괄이익	74	71	63	97	122
EBITDA	99	79	75	109	140
증가율(%)	131.7	-20.1	-5.1	45.3	29.3
EBITDA마진율(%)	13.1	15.5	15.4	14.9	14.7

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	4,212	3,972	3,541	5,400	6,792
BPS	18,654	19,993	24,861	29,314	35,151
DPS	1,280	1,000	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배)					
PER	14.5	11.9	12.2	8.0	6.4
PBR	3.3	2.4	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	10.4	10.3	8.0	5.6	4.2
성장성지표(%)					
매출증가율	78.1	-32.6	-4.3	49.5	31.3
EPS증가율	92.2	-5.7	-10.9	52.5	25.8
수익성지표(%)					
배당수익률	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3
ROE	24.8	19.9	15.2	19.3	20.6
ROA	12.7	12.5	10.9	14.9	15.8
ROIC	123.2	75.9	52.1	61.0	54.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	62.1	55.1	28.5	31.2	29.0
순차입금 비율(%)	-21.8	-10.7	-39.2	-30.4	-29.5
이자보상배율(배)	4,686.5	1,488.5	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.2	5.7	5.4	7.1	6.8
재고자산회전율	6.8	83.2	95.6	91.3	54.7
총자산회전율	1.3	0.9	0.8	1.1	1.2

\*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	400	439	457	546	658
현금및현금성자산	75	40	181	164	191
유가증권	173	227	161	182	192
매출채권	78	101	80	124	156
재고자산	7	5	5	11	24
비유동자산	158	140	136	164	174
유형자산	107	114	111	124	137
무형자산	10	14	15	15	14
투자자산	29	7	5	13	12
자산총계	559	578	593	710	832
유동부채	194	183	115	148	168
매입채무및기타채무	85	90	50	70	84
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	20	23	16	21	19
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	214	205	131	169	187
자배주주지분	345	373	462	541	645
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	20	20	27	27	27
자본조정등	-17	-48	-13	-13	-13
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	332	392	439	518	622
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	345	373	462	541	645
비이자부채	214	205	131	169	187
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	-75	-40	-181	-164	-191

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	112	61	58	58	76
당기순이익	76	71	64	97	122
비현금성 비용 및 수익	44	22	10	-14	-14
유형자산감가상각비	6	9	2	2	2
무형자산상각비	0	0	4	1	1
운전자본변동	-1	-7	-18	-26	-32
매출채권등의감소	45	-26	-10	-44	-31
재고자산의감소	-1	11	0	-6	-13
매입채무등의증가	-20	15	-40	20	14
기타 영업현금흐름	-6	-25	2	0	0
투자활동 현금흐름	-96	-51	77	-86	-54
유형자산의 증가(CAPEX)	-24	-6	-4	-15	-15
유형자산의 감소	0	1	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-9	-9	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	1	202	-8	1
기타	-64	-39	-122	-62	-40
재무활동 현금흐름	-9	-56	-3	11	4
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-9	-56	-3	11	4
기타 및 조정	0	-1	8	0	0
현금의 증가	7	-47	141	-17	26
기초현금	68	87	40	181	164
기말현금	75	40	181	164	191

## 매수 (유지)

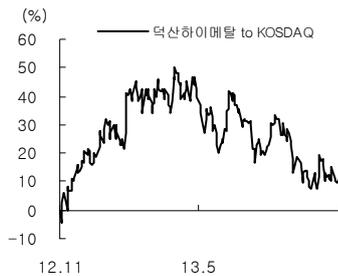
목표주가	29,000원
현재가 (11/11)	20,100원
KOSDAQ (11/11)	502.94pt
시가총액	591십억원
발행주식수	29,392천주
액면가	200원
52주 최고가	29,200원
최저가	17,200원
60일 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	14.5%
배당수익률 (12.12월)	0.0%

주주구성	
이준호 외 10인	41.60%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-28%	8%
절대기준	1%	-18%	12%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	29,000	29,000	-
EPS(13)	1,279	1,315	▼
EPS(14)	1,547	1,549	▼

덕산하이메탈 상대주가 (%)



## 덕산하이메탈 (077360)

### 조정은 받을 만큼 받았다 2)

#### 3분기 실적 기대치 부합할 듯

동사의 3분기 실적은 매출액 343억원(+16.1%, QoQ), 영업이익 90억원(+19.4%, QoQ)으로 시장 기대치에 대체로 부합할 전망이다. 삼성디스플레이 A2 Phase4라인 신규 가동과 삼성전자 메모리 라인 가동률 상승으로 OLED소재와 반도체소재의 실적은 전분기비 개선될 전망이다. 다만 여전히 낮은 OLED TV용 패널 가동률과 삼성전자 시스템LSI부문 부진으로 실적 성장률은 기대에 미치지 못할 것으로 보인다. 3분기 유엠티 인수로 인한 연결기준 실적 상승분은 30억으로 가정했다.

#### OLED산업, 느리지만 의미 있는 변화들

최근 동사의 주가는 OLED TV의 약세와 갤럭시S4 판매 부진, 무엇보다 삼성디스플레이 신규 A3라인 투자 보류로 OLED산업에 대한 우려가 발생하며 고점대비 30% 넘게 하락했다. 한편, 그 동안 OLED산업에는 느리지만 의미 있는 변화들도 있었다. 이는 대면적 OLED TV의 출시, 플렉서블 OLED 스마트폰의 양산, 스마트 워치의 출시다. 55인치 OLED TV는 스마트폰 대비 면적이 130배 넓어서 적은 판매량에도 OLED소재의 실적 기여도가 높다. 플렉서블 OLED의 출시는 스마트폰의 OLED채택 확대를 유발할 것이며, 스마트워치는 제품 다변화 측면에서 OLED소재 업체에 긍정적이다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 29,000원 유지

동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 29,000원을 유지한다. 최근 동사는 삼성디스플레이 A3 신규투자 지연과 OLED TV판매 부진으로 주가가 급락하였고, 현 주가는 2014년 EPS기준 PER 13.1 수준이다. 동사는 과거 평균 PER 18.7배 수준의 멀티플을 적용 받았고, 2011년 이후 PER 14배 범위에서 바닥을 잡고 항상 반등을 해왔다. 내년도 A3를 포함한 신규투자가 재개된다는 점에서 현 주가는 매수 가능한 영역이라고 판단한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	129	144	133	170	215
영업이익	35	42	36	44	53
세전이익	35	43	38	46	55
지배주주순이익	35	42	38	45	54
EPS(원)	1,181	1,426	1,279	1,547	1,835
증가율(%)	188.6	20.7	-10.3	20.9	18.6
영업이익률(%)	26.8	29.0	26.7	26.2	24.8
순이익률(%)	26.7	29.1	28.2	26.8	25.0
ROE(%)	29.8	26.1	18.6	18.6	18.4
PER	21.5	14.9	15.8	13.1	11.0
PBR	7.2	4.2	4.1	3.2	2.5
EV/EBITDA	19.1	12.9	13.2	10.7	8.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

2014년 동사의 연간 매출액은 1,695억원(+27.1%, YoY), 영업이익 444억원(+24.8%, YoY)으로 성장을 재개할 전망이다. 2013년 역성장이 예상되는 EL소재사업부는 2014년에는 전년비 22.4% 증가한 756억원을 기록하며 반등할 전망이다. 하반기 삼성디스플레이 A3 Phase1 신규라인의 가동과 플렉서블 전환라인의 양산으로 동사의 면적기준 HTL출하량을 전년비 55.9% 증가한다고 가정하였고, 연간 단가인하는 18% 수준을 반영하였다. 반면 삼성전자 메모리 판매호조로 솔더볼의 안정적인 실적 성장이 예상되고 유엠티 부문 연결인식 실적도 크게 증가할 전망이다.

2014년 동사의 주가를 결정지을 변수는 1) 삼성디스플레이 A3라인 투자, 2) TV용 대면적 OLED라인 투자, 3) V1파일럿 라인의 가동 등이다. 만약 2014년 A3라인의 대규모 투자와 V1라인에 대한 투자결정이 난다면 동사의 주가에는 상당히 긍정적으로 판단되지만, 소재업체로서 본격적인 매출에 기여하는 시기는 2015년이 될 것이다. 2014년 삼성전자가 OLED 패널의 채택된 태블릿PC를 출시하고, 플렉서블 패널의 본격적인 성장도 기대된다는 점이 동사에 긍정적인 포인트다.

표 20. 덕산하이메탈 실적 추정 요약

(십억원, 원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액	32.2	29.6	34.3	37.3	35.8	40.5	46.5	46.8	143.8	133.4	169.5
EL소재	16	15	15	16	15	18	21	21	79	62	76
반도체소재	16	15	16	16	16	17	18	18	64	64	69
매출원가	19.5	17.9	20.6	22.4	21.5	24.3	27.8	28.1	84.2	80.4	101.7
% of Sales	60.4%	60.6%	60.0%	60.0%	60.2%	60.0%	59.9%	60.0%	58.5%	60.2%	60.0%
매출총이익	12.7	11.6	13.7	14.9	14.2	16.2	18.6	18.7	59.6	53.0	67.8
% of Sales	39.6%	39.4%	40.0%	40.0%	39.8%	40.0%	40.1%	40.0%	41.4%	39.8%	40.0%
판매비	3.6	4.1	4.7	5.1	4.8	5.6	6.5	6.5	17.9	17.5	23.4
% of Sales	11.0%	13.9%	13.8%	13.6%	13.4%	13.8%	14.0%	13.9%	12.4%	13.1%	13.8%
영업이익	9.2	7.5	9.0	9.9	9.4	10.6	12.1	12.2	41.7	35.6	44.4
영업이익률	28.5%	25.5%	26.2%	26.4%	26.4%	26.2%	26.1%	26.1%	28.9%	26.7%	26.2%
세전이익	10.4	8.0	9.5	10.4	9.9	11.1	12.6	12.7	42.9	38.3	46.4
법인세	0.4	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	1.0	0.7	0.9
순이익	10.0	8.2	9.3	10.1	9.7	10.9	12.4	12.5	41.9	37.6	45.5
EPS(원)									1,426	1,279	1,547
BPS(원)									5,049	4,949	6,394

자료: IBK투자증권



**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	129	144	133	170	215
증가율(%)	78.6	11.1	-7.2	27.1	27.1
매출원가	76	84	80	102	130
매출총이익	53	60	53	68	86
매출총이익률 (%)	41.1	41.4	39.8	40.0	39.9
판매비	14	18	17	23	30
판매비율(%)	10.7	12.5	13.1	13.8	13.9
영업이익	35	42	36	44	53
증가율(%)	164.6	20.0	-14.6	24.8	20.3
영업이익률(%)	26.8	29.0	26.7	26.2	24.8
순금융손익	0	1	2	2	2
이자손익	0	1	0	0	0
기타	0	0	2	2	2
기타영업외손익	0	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	35	43	38	46	55
법인세	0	1	1	1	1
법인세율	1.4	2.4	1.7	2.0	2.0
계속사업이익	35	42	38	45	54
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	35	42	38	45	54
증가율(%)	240.8	21.3	-10.3	20.9	18.6
당기순이익률 (%)	26.7	29.1	28.2	26.8	25.0
자배주당당기순이익	35	42	38	45	54
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	35	41	37	45	54
EBITDA	38	47	45	53	63
증가율(%)	76.3	24.2	-5.6	18.5	18.5
EBITDA마진율(%)	29.5	33.0	33.6	31.3	29.2

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	1,181	1,426	1,279	1,547	1,835
BPS	3,519	5,049	4,949	6,394	8,229
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	21.5	14.9	15.8	13.1	11.0
PBR	7.2	4.2	4.1	3.2	2.5
EV/EBITDA	19.1	12.9	13.2	10.7	8.9
성장성지표(%)					
매출증가율	78.6	11.1	-7.2	27.1	27.1
EPS증가율	188.6	20.7	-10.3	20.9	18.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	29.8	26.1	18.6	18.6	18.4
ROA	26.2	23.9	15.8	14.8	15.1
ROIC	35.0	36.5	27.8	28.1	30.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	9.6	8.7	20.6	22.4	14.8
순차입금 비율(%)	-13.2	-6.8	-5.6	-12.4	-13.7
이자보상배율(배)	149.7	645.5	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.2	13.8	11.4	13.3	13.7
재고자산회전율	13.4	11.8	9.7	9.6	9.9
총자산회전율	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6

\*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	46	89	125	177	193
현금및현금성자산	21	14	37	67	58
유가증권	0	0	56	70	86
매출채권	9	12	11	14	17
재고자산	13	12	16	20	24
비유동자산	106	109	153	161	185
유형자산	65	65	62	63	84
무형자산	35	34	76	79	79
투자자산	4	4	4	5	6
자산총계	152	199	278	338	378
유동부채	11	14	36	45	29
매입채무및기타채무	5	3	4	5	6
단기차입금	0	2	24	30	10
유동성장기부채	2	0	0	0	0
비유동부채	2	2	11	17	20
사채	0	0	0	1	1
장기차입금	0	0	1	3	3
부채총계	13	16	47	62	49
자배주주지분	139	183	221	267	321
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	82	82	76	76	76
자본조정등	-20	-17	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	72	113	151	196	250
비자배주주지분	0	0	9	9	9
자본총계	139	183	230	276	330
비이자부채	11	14	23	29	35
총차입금	2	2	24	33	13
순차입금	-18	-12	-13	-34	-45

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	36	51	46	47	58
당기순이익	35	42	38	45	54
비현금성 비용 및 수익	11	11	10	7	10
유형자산감가상각비	3	5	9	9	10
무형자산상각비	1	1	0	0	0
운전자본변동	-7	-3	-3	-6	-6
매출채권등의감소	-2	-3	-2	-3	-3
재고자산의감소	-6	1	0	-4	-4
매입채무등의증가	2	-1	1	1	1
기타 영업현금흐름	-2	2	0	0	0
투자활동 현금흐름	-15	-54	-32	-32	-51
유형자산의 증가(CAPEX)	-22	-4	-2	-10	-30
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-1	-2	-3	0
투자자산의 감소(증가)	8	-1	0	-1	-1
기타	2	-49	-29	-18	-20
재무활동 현금흐름	-6	-3	24	5	-15
차입금의증가(감소)	-6	0	0	2	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	-3	24	3	-15
기타 및 조정	0	0	-5	0	0
현금의 증가	15	-7	33	19	-9
기초현금	5	21	14	48	67
기말현금	21	14	48	67	58

## 중립 (유지)

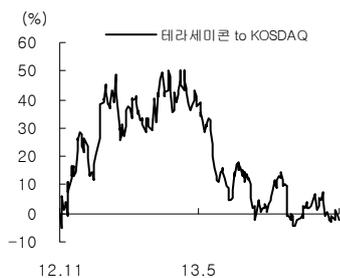
목표주가	-
현재가 (11/11)	13,700원
KOSDAQ (11/11)	502.94pt
시가총액	134십억원
발행주식수	9,759천주
액면가	500원
52주 최고가	22,900원
최저가	13,550원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	1.2%
배당수익률 (12.12월)	0.0%

주주구성	
장택용 외 9인	30.53%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-13%	-36%	-11%
절대기준	-8%	-27%	-8%

	현재	직전	변동
투자의견	중립	중립	-
목표주가	-	-	-
EPS(13)	239	1,214	▼
EPS(14)	1,597	1,750	▼

테라세미콘 상대주가 (%)



## 테라세미콘 (123100)

### 시기의 문제일뿐, 한방은 있다

#### 3분기 실적 성장은 제한적

동사의 3분기 실적은 매출액 125억원(+3.9%, QoQ), 영업이익 13억원(OPM 10.5%)으로 지난 2분기와 유사할 전망이다. 3분기 신규수주가 크지 않은 가운데 2분기말 넘어온 수주잔고 83억 중 삼성디스플레이 부문(A2 확장라인 열처리장비)의 매출이 대부분 인식될 전망이다. 삼성전자 시안공장의 열처리장비 공급이 계획되어 있지만 3분기 매출기여는 미미하면서 반도체 장비 매출은 부진할 전망이다.

#### 고객 다변화와 사업 다각화 긍정적

올해 동사의 연간 실적은 매출액 501억원(-34.8%, YoY), 영업이익 41억원(-59.3%, YoY)을 기록하며 부진할 전망이다. 동사의 매출 증대를 위해서는 플렉서블 Curing장비 공급이 필요한데 올해 삼성디스플레이의 플렉서블 투자가 미미했기 때문이다. 반면 최근 동사는 중국 패널업체로 열처리장비 공급을 위한 영업을 진행중이다. 또한 삼성전자의 반도체 시안공장에 열처리장비 공급율도 높일 것으로 보인다. 즉 특정고객(SDC), 특정제품군(OLED)에 집중된 사업구조를 변화시키기 위한 노력이 진행중이다. 이런 노력은 2014년 SDC 신규라인 투자와 함께 동사에 큰 시너지를 제공할 전망이다.

### 시기의 문제일뿐, 한방은 있다

동사의 열처리 장비 경쟁력은 분명하지만 전방산업이 불확실한 현재 시점에서는 중장기적 관점에서의 투자가 필요하다고 판단된다. 최근 갤럭시 라운드, G플렉스 등 플렉서블 패널이 적용된 스마트폰이 양산되기 시작했다. 또한 향후 스마트 워치도 플렉서블 패널 채택을 준비 중이다. 동사는 플렉서블 Curing장비의 높은 경쟁력으로 플렉서블 시장 개화의 최대 수혜업체가 될 것이다. 동사는 시기의 문제일뿐 한방이 있는 업체임에는 분명하다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	140	77	50	118	143
영업이익	12	10	4	19	25
세전이익	11	9	3	18	24
지배주주순이익	9	9	2	16	21
EPS(원)	1,237	1,041	239	1,597	2,112
증가율(%)	46.7	-15.9	-77.0	567.0	32.2
영업이익률(%)	8.3	13.2	8.3	16.4	17.3
순이익률(%)	6.6	11.3	4.7	13.2	14.5
ROE(%)	32.7	17.1	3.8	22.8	23.9
PER	22.2	16.2	60.1	9.0	6.8
PBR	5.9	2.8	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	16.5	14.4	23.6	6.9	4.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

2014년 동사의 연간 매출액은 1,181억원(+135.9%, YoY), 영업이익 194억원(+371%, YoY)으로 큰 폭의 성장이 기대된다. 이는 2013년 대비 2배 이상 증가하는 규모이지만, 2013년 실적이 크게 부진했던 기저효과도 존재한다. 2014년 삼성디스플레이의 A3 Phase1 신규투자자와 기존라인의 플렉서블 전환을 고려한 수치다. 또한 삼성전자 시안공장의 열처리장비 및 추가 증착장비 공급으로 2014년 반도체용 장비 매출액은 전년비 267% 증가한 520억원을 기록할 전망이다.

2014년 동사의 주가를 결정지을 변수는 1) 삼성전자 플렉서블(Edge Bending) 스마트폰 출시, 2) 삼성디스플레이 플렉서블라인 투자 규모, 3) 신규 반도체장비 공급규모 등이다. 2013년 커브드 플렉서블 스마트폰 출시는 동사에 긍정적인 이슈임에는 분명하다. 하지만 2014년 동사 주가의 큰 폭의 상승을 위해서는 갤럭시S, 갤럭시 노트와 같은 플레그쉽 모델의 플렉서블 패널 채택이 필요하다. 최근 삼성전자 애널리스트데이에서 전시한 Edge Bending패널은 참석자들의 관심이 높았고, 소비자에게 의미있는 플렉서블 가치를 제공한다고 판단되므로 조심스레 연말 플레그쉽 모델의 플렉서블 패널 채택을 기대해 본다.

표 21. 테라세미콘 실적 추정 요약

(십억원, 원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
매출액	8.8	12.0	12.5	16.8	18.9	28.5	36.1	34.6	76.8	50.1	118.1
디스플레이	8.2	8.7	10.5	6.2	11.4	17.8	19.8	12.9	46.7	33.5	61.9
반도체 외	0.6	3.4	2.0	10.6	7.6	10.7	16.3	21.7	30.1	16.5	56.2
매출원가	6.3	8.9	8.8	11.6	13.2	19.6	24.6	22.5	53.8	35.5	80.0
% of Sales	72.3%	73.8%	70.0%	69.0%	70.0%	69.0%	68.0%	65.0%	70.1%	71.0%	67.7%
매출총이익	2.4	3.1	3.8	5.2	5.7	8.8	11.6	12.1	23.0	14.5	38.2
% of Sales	27.7%	26.2%	30.0%	31.0%	30.0%	31.0%	32.0%	35.0%	29.9%	29.0%	32.3%
판매비	2.8	2.4	2.4	2.8	3.0	4.4	5.8	5.5	12.8	10.4	18.8
% of Sales	32.2%	19.8%	19.5%	16.5%	16.0%	15.5%	16.0%	16.0%	16.7%	20.8%	15.9%
영업이익	-0.4	0.8	1.3	2.4	2.6	4.4	5.8	6.6	10.1	4.1	19.4
영업이익률	-4.5%	6.4%	10.5%	14.5%	14.0%	15.5%	16.0%	19.0%	13.2%	8.2%	16.4%
세전이익	-0.6	0.5	0.9	2.0	2.2	4.1	5.5	6.3	9.3	2.7	18.1
법인세	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.2	0.6	0.8	0.9	0.6	0.4	2.5
순이익	-0.5	0.4	0.7	1.7	2.0	3.5	4.7	5.4	8.7	2.3	15.6
EPS(원)									1,041	239	1,597
BPS(원)									6,002	5,925	7,550

자료: IBK투자증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	140	77	50	118	143
증가율(%)	198.8	-45.1	-34.8	135.9	20.6
매출원가	118	54	36	80	95
매출총이익	22	23	15	38	48
매출총이익률 (%)	15.5	29.9	29.0	32.3	33.5
판매비	10	13	10	19	23
판매비율(%)	7.4	16.7	20.8	15.9	16.2
영업이익	12	10	4	19	25
증가율(%)	63.0	-12.7	-59.0	367.4	26.9
영업이익률(%)	8.3	13.2	8.3	16.4	17.3
순금융손익	0	-1	-2	-1	-1
이자손익	0	-1	-2	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	11	9	3	18	24
법인세	2	1	0	3	3
법인세율	17.8	6.5	13.4	14.0	13.6
계속사업이익	9	9	2	16	21
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	9	2	16	21
증가율(%)	57.6	-6.2	-73.0	568.0	32.2
당기순이익률 (%)	6.6	11.3	4.7	13.2	14.5
자배주당당기순이익	9	9	2	16	21
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	9	9	2	16	21
EBITDA	13	13	6	21	26
증가율(%)	63.0	-6.6	-49.5	235.4	23.5
EBITDA마진율(%)	9.6	16.3	12.6	18.0	18.4

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	1,237	1,041	239	1,597	2,112
BPS	4,667	6,002	5,925	7,550	9,686
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	22.2	16.2	60.1	9.0	6.8
PBR	5.9	2.8	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA	16.5	14.4	23.6	6.9	4.9
성장성지표(%)					
매출증가율	198.8	-45.1	-34.8	135.9	20.6
EPS증가율	46.7	-15.9	-77.0	567.0	32.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	32.7	17.1	3.8	22.8	23.9
ROA	16.8	10.0	2.4	14.2	15.4
ROIC	34.0	20.4	5.6	40.4	49.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	92.3	56.3	59.0	62.4	48.9
순차입금 비율(%)	-4.0	28.2	15.0	7.5	-13.0
이자보상배율(배)	27.4	4.6	1.5	8.0	10.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.6	11.7	12.4	32.1	28.9
재고자산회전율	28.4	11.0	6.8	13.2	13.8
총자산회전율	2.6	0.9	0.5	1.1	1.1

\*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	44	62	64	92	106
현금및현금성자산	4	5	14	17	36
유가증권	0	12	15	24	24
매출채권	7	6	2	5	5
재고자산	7	7	8	10	10
비유동자산	34	33	32	32	38
유형자산	27	27	26	24	28
무형자산	3	3	3	2	2
투자자산	3	2	3	5	8
자산총계	78	95	96	124	144
유동부채	32	6	8	17	22
매입채무및기타채무	8	3	1	2	2
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	1	0	0	5	10
비유동부채	6	28	28	30	25
사채	0	22	23	18	13
장기차입금	2	0	0	0	0
부채총계	37	34	36	47	47
자배주주지분	40	61	60	76	97
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	17	28	28	28	28
자본조정등	0	0	-3	-3	-3
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	19	28	30	46	66
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	40	61	60	76	97
비이자부채	35	12	13	24	24
총차입금	2	22	23	23	23
순차입금	-2	17	9	6	-13

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	7	3	14	17	22
당기순이익	9	9	2	16	21
비현금성 비용 및 수익	7	3	4	3	2
유형자산감가상각비	2	2	2	2	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-8	-7	9	0	0
매출채권등의감소	-20	16	5	-3	0
재고자산의감소	-4	0	0	-3	0
매입채무등의증가	0	-5	-1	1	0
기타 영업현금흐름	-1	-2	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	-14	-34	0	-20	-4
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-2	-1	0	-5
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-1	0	0	-2	-3
기타	1	-32	0	-19	4
재무활동 현금흐름	7	31	-6	7	0
차입금의증가(감소)	0	-1	0	0	0
자본의 증가	9	4	0	0	0
기타	-2	28	-6	7	0
기타 및 조정	0	0	1	0	0
현금의 증가	0	1	9	3	18
기초현금	4	4	5	14	17
기말현금	4	5	14	17	36

## 매수 (유지)

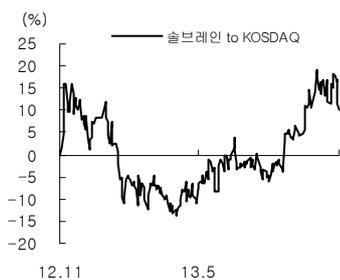
목표주가	65,000원
현재가 (11/11)	49,100원
KOSDAQ (11/11)	502.94pt
시가총액	796십억원
발행주식수	16,207천주
액면가	500원
52주 최고가	54,700원
최저가	38,750원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	24.2%
배당수익률 (12.12월)	0.8%

주주구성	
정지완 외 8인	44.07%
알리안츠글로벌인베스터스	9.92%
자신운용	

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	5%	9%
절대기준	-4%	19%	13%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	65,000	65,000	-
EPS(13)	5,228	5,392	▼
EPS(14)	6,461	6,490	▼

솔브레인 상대주가 (%)



## 솔브레인 (036830)

### 반도체 소재 중심의 안정적 성장 지속

#### 3분기 실적 다소 부진할 듯

동사의 3분기 연결기준 실적은 매출액 1,756억원(+4.9%, QoQ), 영업이익 296억원(-3.4%, QoQ)으로 시장 기대치에 다소 미달할 전망이다. 3분기 IT부품업체의 계절적 성수기에도 동사의 실적이 기대에 미치지 못한 이유는 TV시장 약세에 따른 디스플레이패널 가동률 부진과 삼성전자 시스템LSI의 약세로 전방산업이 부진했기 때문이다. 3분기 동사 실적 성장은 대부분 OLED패널용 슬리밍 & 스크라이빙 부문(매출액 QoQ 9.3% 증가)이 이끌 전망이다.

#### 2014년은 반도체가 다시 이끈다

동사의 최대 강점은 반도체, 디스플레이, 2차전지등 다양한 사업 구조를 가지고 있어서, 전방산업의 추세 변화에 따라 각각의 사업부들이 돌아가면서 실적 성장을 이끈다는 점이다. 2013년은 OLED패널 증가에 따른 슬리밍&스크라이빙 부문이 동사의 실적성장에 기여했다면, 2014년은 슬리밍 부분이 다소 주춤한 가운데 다시 반도체소재가 실적 성장을 이끌 전망이다. 2013년 동사의 반도체용 소재 매출은 불산계열 아이템에 제한되었고, 고객사 시스템LSI 부분의 실적도 부진하며 전분기비 감소했다. 2014년은 삼성전자 시안공장 가동, 불산 외 신규 아이템 반도체 소재 공급, 이온수 장비 수주증가 등의 영향으로 반도체용 소재의 매출은 전년비 18.8% 증가한 2,521억원을 기록할 전망이다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 65,000원 유지

동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 65,000원을 유지한다. 동사의 주가는 외국인 중심의 매수세가 집중되며 하반기 큰 폭으로 상승했다가, 최근 3분기 실적 부진 소식으로 소폭 하락했다. 3분기 실적 부진은 단기적 이슈라고 판단된다. 동사는 2014년 반도체소재를 중심으로 안정적인 실적 성장세를 이어갈 전망이다. 현주가는 2014년 기준 PER 7.6배 수준으로 아직 상승여력은 충분하다고 판단되므로 투자의견 매수를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	481	664	682	760	803
영업이익	59	107	119	140	150
세전이익	19	96	112	136	146
지배주주순이익	7	74	85	105	113
EPS(원)	478	4,631	5,228	6,461	6,972
증가율(%)	-78.7	867.9	12.9	23.6	7.9
영업이익률(%)	12.2	16.1	17.5	18.4	18.7
순이익률(%)	1.4	11.2	12.4	13.8	14.1
ROE(%)	3.2	26.4	22.7	22.7	20.0
PER	80.7	10.1	9.4	7.6	7.1
PBR	2.7	2.5	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	9.3	6.1	6.0	4.8	4.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

동사의 2014년 연간 실적은 매출액 7,596억원(+11.4%, YoY), 영업이익 1,397억원(+17.2%, YoY)으로 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 2014년 반도체소재 매출액은 전년 비 18.8% 증가한 2,521억원을 기록할 전망이다. 이는 삼성전자 시안공장 가동에 따른 불산 소재 공급 증가와 신규 아이템 시장진입이 기대되기 때문이다. 2013년 동사의 실적성장을 이끌었던 디스플레이 부문도 OLED패널 중심의 슬리밍 가동률 증가로 전년비 9.1% 증가한 4,177억원을 기록할 전망이다. 슬리밍 부문의 매출에는 삼성디스플레이 장비 입고에 대한 부분은 가정하지 않았다.

하반기 동사의 주가를 결정지을 변수는 1) 시안공장 가동 및 신규아이템 매출 규모, 2) 삼성디스플레이 슬리밍 장비 이관 유무, 3) 자동차용전지 전해액 공급 가능성 등이다. 특히 삼성전자가 태블릿PC 판매에 공격적인 목표를 가지고 있는 시점에서 동사의 설비이관으로 인한 태블릿PC용 시장진입 유무는 동사와 경쟁사 모두의 주가에 민감한 부분이라고 판단된다. 현재 삼성SDI가 전기차용 전지의 전해액을 일본에서 전량 공급받는 시점으로 동사가 중대형 전지의 시장진입에 성공한다면 주가에는 상당히 긍정적 요인으로 작용할 전망이다.

표 22. 슬브레인 실적 추정 요약

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>158.8</b>	<b>167.4</b>	<b>175.6</b>	<b>180.2</b>	<b>167.2</b>	<b>196.5</b>	<b>202.1</b>	<b>193.7</b>	<b>663.6</b>	<b>682.1</b>	<b>759.6</b>
YoY	9%	17%	13%	17%	5%	17%	15%	7%	38%	3%	11%
QoQ	3%	5%	5%	3%	-7%	18%	3%	-4%			
<b>디스플레이</b>	<b>83.7</b>	<b>93.8</b>	<b>100.2</b>	<b>105.0</b>	<b>91.7</b>	<b>108.7</b>	<b>112.3</b>	<b>104.9</b>	<b>221.9</b>	<b>382.7</b>	<b>417.7</b>
Thin Glass	53.8	64.9	68.8	74.1	60.0	76.0	79.8	72.2	98.6	261.6	287.9
Etchant	21.1	20.8	21.6	21.2	20.2	20.1	19.4	19.5	85.7	84.7	79.2
유기재료	8.9	8.1	9.7	9.8	11.6	12.7	13.1	13.2	37.6	36.5	50.5
<b>반도체</b>	<b>53.5</b>	<b>51.0</b>	<b>52.9</b>	<b>54.9</b>	<b>56.3</b>	<b>64.0</b>	<b>65.7</b>	<b>66.0</b>	<b>238.2</b>	<b>212.3</b>	<b>252.1</b>
Etchant	42.0	39.1	39.8	41.1	41.8	47.7	49.0	49.6	185.3	162.1	188.1
CVD	6.0	5.6	5.8	5.7	6.3	6.6	6.8	6.5	33.0	23.1	26.2
Slurry	5.5	6.3	7.2	8.1	8.3	9.7	9.9	10.0	19.8	27.1	37.9
<b>전자재료 외</b>	<b>21.6</b>	<b>22.6</b>	<b>22.5</b>	<b>20.3</b>	<b>19.1</b>	<b>23.8</b>	<b>24.0</b>	<b>22.8</b>	<b>125.1</b>	<b>87.0</b>	<b>89.8</b>
전해액	8.4	8.3	9.2	9.0	8.2	9.3	10.2	11.2	50.4	34.9	38.8
ND자석	9.2	10.1	9.4	7.2	7.0	10.4	9.6	7.3	35.8	35.9	34.3
기타	4.0	4.1	4.0	4.1	4.0	4.1	4.2	4.4	38.9	16.3	16.7
<b>매출원가</b>	<b>121.5</b>	<b>121.1</b>	<b>130.5</b>	<b>135.2</b>	<b>127.9</b>	<b>146.0</b>	<b>150.2</b>	<b>146.3</b>	<b>508.4</b>	<b>508.3</b>	<b>570.4</b>
% of Sales	76%	72%	74%	75%	77%	74%	74%	76%	77%	75%	75%
<b>매출총이익</b>	<b>37.4</b>	<b>46.3</b>	<b>45.1</b>	<b>45.1</b>	<b>39.3</b>	<b>50.5</b>	<b>51.9</b>	<b>47.5</b>	<b>155.2</b>	<b>173.8</b>	<b>189.2</b>
% of Sales	24%	28%	26%	25%	23%	26%	26%	25%	23%	25%	25%
<b>판매비</b>	<b>13.6</b>	<b>13.2</b>	<b>15.6</b>	<b>12.1</b>	<b>11.7</b>	<b>13.4</b>	<b>13.2</b>	<b>11.2</b>	<b>48.2</b>	<b>54.5</b>	<b>49.5</b>
% of Sales	9%	8%	9%	7%	7%	7%	7%	6%	7%	8%	7%
<b>영업이익</b>	<b>23.7</b>	<b>33.0</b>	<b>29.6</b>	<b>33.0</b>	<b>27.5</b>	<b>37.1</b>	<b>38.7</b>	<b>36.3</b>	<b>107.0</b>	<b>119.2</b>	<b>139.7</b>
영업이익률	15%	20%	17%	18%	16%	19%	19%	19%	16%	17%	18%
<b>세전이익</b>	<b>21.5</b>	<b>30.2</b>	<b>28.4</b>	<b>31.8</b>	<b>26.5</b>	<b>36.1</b>	<b>37.7</b>	<b>35.3</b>	<b>96.0</b>	<b>111.9</b>	<b>135.6</b>
법인세율	22%	27%	24%	23%	23%	23%	23%	23%	23%	24%	23%
<b>당기순이익</b>	<b>16.7</b>	<b>21.9</b>	<b>21.6</b>	<b>24.5</b>	<b>20.4</b>	<b>27.8</b>	<b>29.2</b>	<b>27.3</b>	<b>74.2</b>	<b>84.7</b>	<b>104.7</b>
<b>EPS (원)</b>									<b>4,631</b>	<b>5,228</b>	<b>6,461</b>
<b>BPS (원)</b>									<b>19,079</b>	<b>24,156</b>	<b>30,144</b>

자료: IBK투자증권



**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	481	664	682	760	803
증가율(%)	34.3	37.9	2.8	11.4	5.7
매출원가	376	508	508	570	603
매출총이익	105	155	174	189	200
매출총이익률 (%)	21.9	23.4	25.5	24.9	24.9
판매비	47	48	55	49	49
판매비율(%)	9.7	7.3	8.0	6.5	6.1
영업이익	59	107	119	140	150
증가율(%)	15.0	82.5	11.4	17.2	7.7
영업이익률(%)	12.2	16.1	17.5	18.4	18.7
순금융손익	-7	-7	-7	-1	-1
이자손익	-7	-6	0	0	0
기타	0	-1	-7	-1	-1
기타영업외손익	-2	-5	-6	-8	-8
중속/관계기업손익	-31	1	5	5	5
세전이익	19	96	112	136	146
법인세	12	22	27	31	33
법인세율	62.7	22.7	24.3	22.8	22.8
계속사업이익	7	74	85	105	113
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	7	74	85	105	113
증가율(%)	-79.5	964.2	14.2	23.6	7.9
당기순이익률 (%)	1.4	11.2	12.4	13.8	14.1
자배주당당기순이익	7	74	85	105	113
기타포괄이익	0	0	1	0	0
총포괄이익	7	74	85	105	113
EBITDA	79	137	135	155	167
증가율(%)	19.6	73.7	-1.4	14.7	7.7
EBITDA마진율(%)	16.4	20.6	19.8	20.4	20.8

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	478	4,631	5,228	6,461	6,972
BPS	14,512	19,079	24,156	30,144	36,636
DPS	350	375	375	375	375
밸류에이션(배)					
PER	80.7	10.1	9.4	7.6	7.1
PBR	2.7	2.5	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	9.3	6.1	6.0	4.8	4.1
성장성지표(%)					
매출증가율	34.3	37.9	2.8	11.4	5.7
EPS증가율	-78.7	867.9	12.9	23.6	7.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	3.2	26.4	22.7	22.7	20.0
ROA	1.6	14.8	15.1	16.1	14.7
ROIC	3.3	22.3	24.4	28.2	27.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	111.0	58.2	44.8	37.2	35.7
순차입금 비율(%)	72.8	22.7	2.1	-11.0	-18.7
이자보상배율(배)	8.2	15.8	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.6	10.0	9.0	9.1	9.3
재고자산회전율	10.3	12.3	15.2	16.6	12.4
총자산회전율	1.1	1.3	1.2	1.2	1.0

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	158	173	239	318	431
현금및현금성자산	26	49	102	170	248
유가증권	0	0	3	3	3
매출채권	62	70	81	85	87
재고자산	61	46	43	48	81
비유동자산	318	354	358	384	408
유형자산	234	253	268	291	313
무형자산	13	24	21	23	24
투자자산	64	69	67	68	69
자산총계	475	527	598	702	839
유동부채	171	155	168	173	203
매입채무및기타채무	25	24	28	31	41
단기차입금	118	83	74	77	96
유동성장기부채	2	10	24	24	24
비유동부채	79	39	17	17	18
사채	43	0	1	1	1
장기차입금	26	32	11	11	11
부채총계	250	194	185	190	221
지배주주지분	226	333	412	511	618
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	33	70	70	70	70
자본조정등	-4	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	3	3	4	4	4
이익잉여금	187	255	334	433	540
비지배주주지분	-1	0	0	0	0
자본총계	225	333	413	511	618
비이자부채	60	69	75	77	89
총차입금	190	125	110	114	132
순차입금	164	76	8	-56	-116

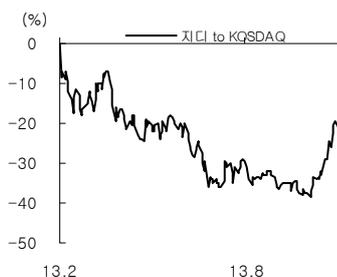
**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	17	123	120	117	108
당기순이익	7	74	85	105	113
비현금성 비용 및 수익	60	41	53	19	21
유형자산감가상각비	20	29	17	17	18
무형자산상각비	1	1	-1	-2	-2
운전자본변동	-48	6	-6	-7	-25
매출채권등의감소	-22	-8	-4	-4	-2
재고자산의감소	-34	13	-3	-5	-33
매입채무등의증가	2	-1	2	2	10
기타 영업현금흐름	-1	2	-12	0	0
투자활동 현금흐름	-130	-67	-93	-42	-41
유형자산의 증가(CAPEX)	-118	-59	-46	-40	-40
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	-12	-4	2	-1	-1
기타	0	-4	-48	-1	-1
재무활동 현금흐름	120	-33	-27	-7	10
차입금의증가(감소)	63	-28	-9	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	57	-5	-18	-7	10
기타 및 조정	0	0	53	0	0
현금의 증가	8	23	53	68	77
기초현금	18	26	49	102	170
기말현금	26	49	102	170	248

## 매수 (유지)

목표주가	30,000원		
현재가 (11/11)	20,300원		
KOSDAQ (11/11)	502.94pt		
시가총액	244십억원		
발행주식수	11,998천주		
액면가	500원		
52주 최고가	26,850원		
최저가	17,150원		
60일 일평균거래대금	2십억원		
외국인 지분율	6.3%		
배당수익률 (12.12월)	0.7%		
주주구성			
김명선 외 6인	31.81%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	15%	-16%	0%
절대기준	22%	-5%	0%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	30,000	31,000	▼
EPS(13)	2,144	2,691	▼
EPS(14)	3,014	3,308	▼

지디 상대주가 (%)



## 지디 (155960)

### 삼성 태블릿PC 최대 수혜주

#### 3분기 실적은 부진

동사의 3분기 실적은 매출액 201억원(-4.6%, QoQ), 영업이익 51억원(-24.4%, QoQ)으로 기대대비 부진했다. 2분기 영업이익률 30%를 돌파하며 고마진에 대한 단가인하 우려감이 사라진 시점에 다시 영업이익률 25.3%를 기록한 점은 부담스러운 요소다. 다만 3분기 실적부진은 슬리밍 신공장 가동에 따른 일회성 비용이 크다. 즉, 신공장 매출 본격화가 10월이후 발생한 반면 증설에 따른 비용은 8월부터 집계되었다. 또한 삼성의 신규 태블릿PC 출시가 다소 지연되었고, 신규 아이패드 초도물량도 경쟁사 중심으로 출하된 점이 실적 부진으로 연결됐다.

#### 4분기 실적 대폭 성장 기대

3분기 실적 부진은 4분기 실적 서프라이즈를 유발할 전망이다. 4분기 동사의 실적은 매출액 300억원(+49.2%, QoQ), 영업이익 95억원(+87.8%, QoQ)으로 큰 폭의 성장이 기대된다. 4분기 삼성전자 태블릿PC 판매증가와 SDC의 아이패드 에어 생산으로 동사의 슬리밍 물량 성장이 본격화 되고있기 때문이다. 삼성전자 신규 태블릿PC의 0.4mm 적용과 맥북에어와 같은 노트북의 슬리밍 비중 증가도 동사의 실적에 긍정적인 부분이다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 30,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하나 목표주가는 30,000원으로 소폭 하향한다. 이는 슬리밍 캐파 증설에도 매출 증가 속도가 기대대비 다소 더디면서 2014년 EPS를 소폭 조정했기 때문이다. 하지만 2014년 삼성전자는 태블릿PC 판매 1억대를 목표로 세웠고, 삼성디스플레이는 이에 맞춰 L5라인 추가 PLS전환을 계획 중이다. 이에 동사는 2014년 삼성 태블릿PC 물량확대의 최대 수혜를 받을 전망이다. 최근 동사의 주가는 단기 반등에 성공했음에도, 아직도 2014년 기준 PER 6.7배 수준에 불가하다. 동사에 대해 투자의견 매수를 유지한다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	0	85	90	130	149
영업이익	0	34	26	38	41
세전이익	0	33	27	40	44
지배주주순이익	0	28	26	36	38
EPS(원)	0	2,347	2,144	3,014	3,214
증가율(%)	na	na	-8.7	40.6	6.7
영업이익률(%)	0.0	39.6	29.1	29.1	27.5
순이익률(%)	0.0	32.8	28.3	27.6	25.7
ROE(%)	0.0	46.4	27.3	24.9	21.3
PER	0.0	0.0	10.1	7.2	6.7
PBR	0.0	0.0	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	0.0	0.0	7.2	5.0	4.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

동사의 2014년 연간 실적은 매출액 1,301억원(+44.0%, YoY), 영업이익 378억원(+43.6%, YoY)으로 큰 폭의 성장이 기대된다. 이는 삼성전자 태블릿PC의 큰 폭의 판매 증가와 삼성 디스플레이의 신규 아이패드 패널 양산으로 삼성디스플레이의 태블릿PC용 패널 출하량이 크게 증가할 것으로 기대되기 때문이다. 삼성디스플레이는 이미 기존 범용 IT패널(노트북 및 모니터)용 생산라인의 PLS전환을 상당부분 진행했으며, 내년에도 기존 계획물량 이상으로 전환투자를 진행할 것으로 파악된다. 삼성디스플레이의 PLS캐파 전환은 동사의 슬리밍 매출 확대에 연결될 것이다.

2014년 동사의 주가를 결정지을 변수는 1) 삼성전자 태블릿PC 패널 판매량, 2) 슬리밍 단가 인하 수준, 3) 경쟁사 시장 침투율 등이다. 내년 삼성전자가 태블릿PC판매 1억대를 내부 목표로 세웠지만 다양한 셋업업체가 가격경쟁 중심으로 시장에 진입하고 있으므로 1억대라는 목표는 다소 버거워 보인다. 하지만 삼성디스플레이의 태블릿PC용 패널 경쟁력은 변함 없고, 이는 삼성전자 외 다양한 셋업업체의 주문 증가로 이어지고 있다. 내년 태블릿PC 전체 시장의 성장과 SDC의 PLS전환 캐파가 동사의 실적 성장을 보장해 줄 것으로 판단한다.

표 23. 지디 실적 추정 요약

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>19.2</b>	<b>21.1</b>	<b>20.1</b>	<b>30.0</b>	<b>23.7</b>	<b>26.7</b>	<b>39.7</b>	<b>40.0</b>	<b>85.4</b>	<b>90.4</b>	<b>130.1</b>
YoY	15%	6%	-15%	20%	23%	27%	98%	33%	139%	6%	44%
QoQ	-24%	10%	-5%	49%	-21%	13%	49%	1%			
Slimming	18.7	19.8	18.5	27.9	21.7	23.6	35.4	35.4	85.1	84.9	116.1
ITO 코팅	0.4	1.2	1.5	2.0	1.8	2.8	4.0	4.3	0.3	5.1	12.9
기타	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.1	0.4	1.1
<b>매출비중</b>											
Slimming	98%	94%	92%	93%	92%	88%	89%	88%	100%	94%	89%
ITO 코팅	2%	6%	8%	7%	7%	11%	10%	11%	0%	6%	10%
기타	0%	0%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	1%
<b>매출원가</b>	<b>12.9</b>	<b>13.1</b>	<b>13.3</b>	<b>18.6</b>	<b>15.3</b>	<b>17.0</b>	<b>25.0</b>	<b>25.2</b>	<b>45.5</b>	<b>57.9</b>	<b>82.5</b>
% of Sales	67%	62%	66%	62%	65%	64%	63%	63%	53%	64%	63%
<b>매출총이익</b>	<b>6.3</b>	<b>8.0</b>	<b>6.8</b>	<b>11.4</b>	<b>8.4</b>	<b>9.7</b>	<b>14.7</b>	<b>14.8</b>	<b>39.8</b>	<b>32.5</b>	<b>47.7</b>
% of Sales	33%	38%	34%	38%	36%	37%	37%	37%	47%	36%	37%
<b>판매비</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>	<b>2.9</b>	<b>6.0</b>	<b>6.2</b>	<b>9.8</b>
% of Sales	7%	6%	9%	6%	8%	8%	7%	7%	7%	7%	8%
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>5.0</b>	<b>6.7</b>	<b>5.1</b>	<b>9.5</b>	<b>6.5</b>	<b>7.6</b>	<b>11.8</b>	<b>11.9</b>	<b>33.8</b>	<b>26.4</b>	<b>37.8</b>
영업이익률	26%	32%	25%	32%	28%	29%	30%	30%	40%	29%	29%
OP YoY	-19%	-10%	-48%	-8%	30%	13%	132%	25%	193%	-22%	44%
OP QoQ	-52%	34%	-24%	88%	-32%	17%	55%	1%			
<b>세전이익</b>	<b>5.0</b>	<b>7.1</b>	<b>5.3</b>	<b>9.8</b>	<b>6.9</b>	<b>8.0</b>	<b>12.3</b>	<b>12.5</b>	<b>33.3</b>	<b>27.1</b>	<b>39.6</b>
법인세	0.9	-0.6	0.4	0.9	0.6	0.7	1.2	1.1	5.3	1.5	3.6
법인세율	18%	-9%	7%	9%	9%	9%	10%	9%	16%	6%	9%
<b>당기순이익</b>	<b>4.1</b>	<b>7.7</b>	<b>4.9</b>	<b>8.9</b>	<b>6.3</b>	<b>7.3</b>	<b>11.1</b>	<b>11.3</b>	<b>28.0</b>	<b>25.6</b>	<b>36.0</b>
<b>EPS (원)</b>									<b>2,343</b>	<b>2,132</b>	<b>2,998</b>
<b>BPS (원)</b>									<b>4,995</b>	<b>10,564</b>	<b>13,429</b>

자료: IBK투자증권

**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	0	85	90	130	149
증가율(%)	na	na	5.8	44.0	14.8
매출원가	0	46	58	82	95
매출총이익	0	40	33	48	54
매출총이익률 (%)	0.0	46.7	36.0	36.6	36.5
판매비	0	6	6	10	13
판매비율(%)	0.0	7.0	6.9	7.5	8.9
영업이익	0	34	26	38	41
증가율(%)	na	na	-22.3	44.0	8.6
영업이익률(%)	0.0	39.6	29.1	29.1	27.5
순금융손익	0	0	1	2	3
이자손익	0	0	1	2	3
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	0	33	27	40	44
법인세	0	5	2	4	6
법인세율	na	16.0	5.6	9.1	13.2
계속사업이익	0	28	26	36	38
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	28	26	36	38
증가율(%)	na	na	-8.7	40.6	6.7
당기순이익률 (%)	0.0	32.8	28.3	27.6	25.7
자배주당순이익	0	28	26	36	38
기타포괄이익	0	0	1	0	0
총포괄이익	0	28	26	36	38
EBITDA	0	41	36	48	51
증가율(%)	na	na	-13.4	34.7	7.0
EBITDA마진율(%)	0.0	48.1	39.4	36.8	34.3

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	0	2,347	2,144	3,014	3,214
BPS	0	4,995	10,564	13,429	16,494
DPS	0	150	150	150	150
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	10.1	7.2	6.7
PBR	0.0	0.0	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	0.0	0.0	7.2	5.0	4.0
성장성지표(%)					
매출증가율	na	na	5.8	44.0	14.8
EPS증가율	na	na	-8.7	40.6	6.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7
ROE	0.0	46.4	27.3	24.9	21.3
ROA	0.0	31.8	21.4	21.5	18.9
ROIC	0.0	65.4	38.6	39.2	40.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	0.0	46.1	18.5	14.1	11.5
순차입금 비율(%)	na	-18.9	-1.5	-12.4	-27.1
이자보상배율(배)	0.0	49.1	138.6	272.8	265.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	0.0	10.1	12.4	12.4
재고자산회전율	0.0	0.0	484.2	485.4	487.3
총자산회전율	0.0	0.0	0.8	0.8	0.7

\*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	0	38	52	84	118
현금및현금성자산	0	23	10	28	62
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	0	9	9	12	12
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	0	50	99	100	103
유형자산	0	47	91	90	93
무형자산	0	1	1	1	1
투자자산	0	2	6	7	7
자산총계	0	88	151	184	221
유동부채	0	19	18	17	17
매입채무및기타채무	0	3	5	6	6
단기차입금	0	4	3	3	3
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	9	5	6	6
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	8	4	4	4
부채총계	0	28	24	23	23
자배주주지분	0	60	127	161	198
자본금	0	5	6	6	6
자본잉여금	0	12	53	53	53
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	0	44	68	103	139
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	60	127	161	198
비이자부채	0	16	16	15	15
총차입금	0	12	8	8	8
순차입금	0	-11	-2	-20	-54

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	0	40	28	45	49
당기순이익	0	28	26	36	38
비현금성 비용 및 수익	0	14	9	8	7
유형자산감가상각비	0	7	9	10	10
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	0	-1	-2	-1	0
매출채권등의감소	0	-5	0	-3	0
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무등의증가	0	2	2	2	0
기타 영업현금흐름	0	-1	-5	2	3
투자활동 현금흐름	0	-20	-144	-22	-13
유형자산의 증가(CAPEX)	0	-13	-53	-9	-13
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	-2	-3	-2	0
기타	0	-4	-87	-11	0
재무활동 현금흐름	0	1	43	-4	-2
차입금의증가(감소)	0	1	-6	0	0
자본의 증가	0	5	42	0	0
기타	0	-5	7	-4	-2
기타 및 조정	0	0	60	0	0
현금의 증가	0	21	-13	18	34
기초현금	0	2	23	10	28
기말현금	0	23	10	28	62

## 매수 (유지)

목표주가 15,000원  
현재가 (11/11) 9,660원

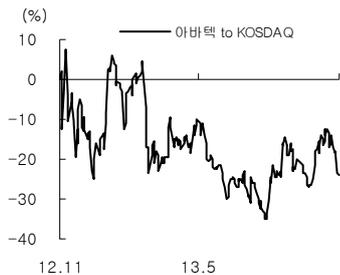
KOSDAQ (11/11)	502.94pt
시가총액	158십억원
발행주식수	16,308천주
액면가	500원
52주 최고가	14,250원
최저가	8,950원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 지분율	0.4%
배당수익률 (12.12월)	1.1%

주주구성  
위재곤 외 15인 34.07%  
엘지디스플레이 16.25%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-14%	-27%	-29%
절대기준	-9%	-17%	-27%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	15,000	16,000	▼
EPS(13)	719	1,178	▼
EPS(14)	1,466	1,964	▼

아바텍 상대주가 (%)



## 아바텍 (149950)

### 본업 이상 燕, 신사업 포텐 기대

#### 3분기 반등 성공

동사의 3분기 실적은 매출액 298억원(+77.9%, QoQ), 영업이익 60억원(흑자전환, OPM 20.0%)으로 큰 폭으로 성장했다. 애플이 지난 10월 신규 아이패드 에어 및 아이패드미니2(레티나)출시로 LGD의 태블릿PC패널 출하량은 9월이후 급격히 상승했으며, 이는 동사의 슬리밍 및 ITO코팅 물량 확대로 연결됐다. 또한 신규 아이패드에는 0.4mm 슬리밍이 적용되면서 물량상승 외에 대당 ASP상승 효과도 실적 성장에 기여했다. 반면 기대했던 신사업 TSP(G1F, G2등)와 강화유리 부문의 실적은 매출에 기여하지 못했다.

#### 4분기 성장세 유지

동사의 4분기 실적은 매출액 328억원(+10.0%, QoQ), 영업이익 64억원(+6.9%, QoQ, OPM 19.4%)로 성장세를 이어갈 전망이다. 11월말 블랙프라이데이를 시작으로 연말 세일시즌에 돌입하며 태블릿PC의 판매확대가 예상되는 가운데, 애플 태블릿PC도 신제품 출시 영향으로 역대 최대 판매를 기록할 것으로 기대되기 때문이다. 동사는 연말 성수기에 대비해 슬리밍 캐파를 이미 30% 증설하였고, 현재 높은 가동률로 물량에 대응하고 있으므로 실적 성장은 문제없을 전망이다. 단, 신사업 부문의 매출기여는 4분기에도 미미할 전망이다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 15,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하나 목표주가는 15,000원으로 소폭 하향한다. 이는 슬리밍과 코팅 부문의 경쟁력은 변함없으나 GIF를 포함한 터치스크린의 경쟁이 치열한 상황이고, 강화유리의 매출도 부진하기 때문이다. 그럼에도 동사를 매수추천하는 이유는 2014년 1) LG디스플레이 태블릿PC용 패널 출하량 증가에 따른 슬리밍 & ITO코팅의 매출 상승이 예상되고, 2) 신사업의 시장진입도 기대되며, 3) 현 주가는 2014년 기준 PER 6.6배 영역으로 밸류에이션 매력이 충분하기 때문이다.

(단위:십억원,배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	48	86	100	162	203
영업이익	6	20	14	26	33
세전이익	7	20	14	28	34
지배주주순이익	6	17	12	24	30
EPS(원)	633	1,237	719	1,466	1,810
증가율(%)	na	95.5	-41.9	103.9	23.4
영업이익률(%)	13.2	23.0	14.1	16.2	16.3
순이익률(%)	13.5	19.5	11.8	14.7	14.5
ROE(%)	12.6	24.5	12.9	22.4	22.4
PER	0.0	8.5	14.0	6.9	5.6
PBR	0.0	2.0	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	0.0	5.4	5.8	3.2	2.3

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 연간 실적과 체크포인트

동사의 2014년 연간 실적은 매출액 1,622억원(+61.9%, YoY), 영업이익 263억원(+87.0%, YoY)으로 큰 폭의 성장이 기대된다. 2014년에도 애플은 태블릿PC를 1억대 넘게 판매하며 시장점유율 1위를 유지할 것이고, 애플의 1등 패널공급 업체로서의 LGD의 지위도 변함없을 것으로 판단되기 때문이다. 2014년 동사의 슬리밍 및 ITO코팅 매출액은 전년비 31.9% 증가한 819억원을 기록할 전망이다. 또한 LG전자향 G1F 터치패널 공급 본격화와 강화유리의 시장진입으로 신사업이 동사 매출에 본격적으로 기여할 것으로 판단된다. 2014년 터치패널 및 강화유리의 매출액은 466억원으로 매출의 29%를 차지할 전망이다.

2014년 동사의 주가를 결정지을 변수는 1) 애플을 포함한 LG디스플레이의 태블릿PC 판매량 추이, 2) 터치패널, 강화유리 등의 신사업 매출 규모, 3) 슬리밍 및 코팅 라인증설 시기 등이다. 2013년에는 슬리밍 및 코팅의 본업에서 성장은 이미 증명했으므로 향후 동사의 주가는 신사업의 매출이 실제로 언제 얼마나 발생할지, 또한 그에 따른 영업이익 기여 수준이 될 것이다.

표 24. 아바텍 실적 추정 요약

(십억원)	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
<b>매출액</b>	<b>20.0</b>	<b>17.5</b>	<b>29.8</b>	<b>32.8</b>	<b>30.6</b>	<b>34.1</b>	<b>46.8</b>	<b>50.6</b>	<b>86.3</b>	<b>100.2</b>	<b>162.2</b>
YoY	72%	-21%	23%	16%	53%	95%	57%	54%	95%	16%	62%
QoQ	-29%	-13%	71%	10%	-7%	11%	37%	8%			
Slimming	9.3	6.2	14.0	15.8	12.8	11.1	16.5	19.5	39.6	45	60
ITO 코팅	3.5	2.4	5.1	5.7	4.6	4.1	6.0	7.1	16.0	17	22
PDP필터 외	7.0	8.8	9.0	8.5	7.1	8.9	9.2	8.6	27.4	33	34
터치	-	-	0.8	1.6	4.6	7.6	12.2	12.1	-	2	36
강화유리	0.2	0.0	1.0	1.2	1.5	2.4	2.9	3.3	-	3	10
<b>매출비중</b>											
Slimming	46%	36%	47%	48%	42%	33%	35%	38%	46%	45%	37%
ITO 코팅	18%	14%	17%	17%	15%	12%	13%	14%	19%	17%	14%
PDP필터 외	35%	50%	30%	26%	23%	26%	20%	17%	32%	33%	21%
터치	0%	0%	3%	5%	15%	22%	26%	24%	0%	2%	22%
강화유리	1%	0%	3%	4%	5%	7%	6%	7%	0%	2%	6%
<b>매출원가</b>	<b>16.0</b>	<b>15.8</b>	<b>21.0</b>	<b>23.0</b>	<b>22.3</b>	<b>24.8</b>	<b>33.3</b>	<b>36.0</b>	<b>59.3</b>	<b>75.7</b>	<b>116.4</b>
% of Sales	80%	90%	70%	70%	73%	73%	71%	71%	69%	76%	72%
<b>매출총이익</b>	<b>4.1</b>	<b>1.7</b>	<b>8.9</b>	<b>9.8</b>	<b>8.3</b>	<b>9.3</b>	<b>13.6</b>	<b>14.7</b>	<b>26.9</b>	<b>24.5</b>	<b>45.8</b>
% of Sales	20%	10%	30%	30%	27%	27%	29%	29%	31%	24%	28%
<b>판매비</b>	<b>2.1</b>	<b>1.9</b>	<b>2.9</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.2</b>	<b>5.5</b>	<b>5.7</b>	<b>7.1</b>	<b>10.4</b>	<b>19.5</b>
% of Sales	10%	11%	10%	11%	13%	12%	12%	11%	8%	10%	12%
<b>영업이익 (십억원)</b>	<b>2.0</b>	<b>0.2</b>	<b>6.0</b>	<b>6.4</b>	<b>4.3</b>	<b>5.0</b>	<b>8.1</b>	<b>8.9</b>	<b>19.8</b>	<b>14.1</b>	<b>26.3</b>
영업이익률	10%	-1%	20%	19%	14%	15%	17%	18%	23%	14%	16%
OP YoY	6%	-105%	2%	-13%	115%	-2148%	35%	40%	334%	-29%	87%
OP QoQ	-73%	-112%	-2525%	7%	-33%	18%	60%	11%			
<b>세전이익</b>	<b>2.4</b>	<b>-0.2</b>	<b>5.8</b>	<b>6.2</b>	<b>4.6</b>	<b>5.4</b>	<b>8.4</b>	<b>9.3</b>	<b>19.9</b>	<b>14.3</b>	<b>27.7</b>
법인세	0.4	0.3	1.1	0.9	0.6	0.7	1.2	1.3	2.9	2.6	3.8
법인세율	16%	-173%	18%	14%	14%	14%	14%	14%	14%	18%	14%
<b>당기순이익</b>	<b>2.1</b>	<b>-0.4</b>	<b>4.8</b>	<b>5.4</b>	<b>4.0</b>	<b>4.6</b>	<b>7.2</b>	<b>8.1</b>	<b>16.8</b>	<b>11.7</b>	<b>23.9</b>
<b>EPS (원)</b>									<b>1,237</b>	<b>719</b>	<b>1,466</b>
<b>BPS (원)</b>									<b>5,223</b>	<b>5,736</b>	<b>7,094</b>

자료: IBK투자증권



**포괄손익계산서**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	48	86	100	162	203
증가율(%)	na	79.8	16.1	61.9	25.1
매출원가	35	59	76	116	147
매출총이익	13	27	25	46	56
매출총이익률 (%)	26.9	31.2	24.5	28.2	27.7
판매비	7	7	10	19	23
판매비율(%)	13.7	8.3	10.4	12.0	11.4
영업이익	6	20	14	26	33
증가율(%)	na	213.5	-28.4	86.0	25.8
영업이익률(%)	13.2	23.0	14.1	16.2	16.3
순금융손익	0	0	0	1	1
이자손익	0	0	1	1	1
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	0	0	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	7	20	14	28	34
법인세	1	3	3	4	5
법인세율	9.8	15.6	18.1	13.7	13.7
계속사업이익	6	17	12	24	30
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	17	12	24	30
증가율(%)	na	160.1	-29.8	102.6	23.4
당기순이익률 (%)	13.5	19.5	11.8	14.7	14.5
자배주당당기순이익	6	17	12	24	30
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
총포괄이익	6	15	12	24	30
EBITDA	9	26	26	40	46
증가율(%)	na	183.4	-0.7	51.9	16.2
EBITDA마진율(%)	19.3	30.4	26.0	24.4	22.6

**투자지표**

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	633	1,237	719	1,466	1,810
BPS	3,910	5,223	5,736	7,094	8,796
DPS	0	110	110	110	110
밸류에이션(배)					
PER	0.0	8.5	14.0	6.9	5.6
PBR	0.0	2.0	1.8	1.4	1.1
EV/EBITDA	0.0	5.4	5.8	3.2	2.3
성장성지표(%)					
매출증가율	na	79.8	16.1	61.9	25.1
EPS증가율	na	95.5	-41.9	103.9	23.4
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	1.0	1.1	1.1	1.1
ROE	12.6	24.5	12.9	22.4	22.4
ROA	9.9	20.6	11.4	19.3	19.4
ROIC	13.4	31.8	17.2	30.6	36.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	27.0	14.3	14.5	17.7	13.7
순차입금 비율(%)	-8.2	-34.3	-14.5	-31.8	-39.5
이자보상배율(배)	38.3	1,660.3	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	10.6	9.2	11.1	11.0
재고자산회전율	0.0	35.1	20.9	25.7	28.3
총자산회전율	0.0	1.1	1.0	1.3	1.3

\*주당지표 및 밸류에이션은 자배주순이익 및 자배주주지분 기준

**재무상태표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	20	44	36	67	91
현금및현금성자산	11	29	14	37	58
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	6	10	11	18	19
재고자산	2	3	7	6	8
비유동자산	45	55	74	72	74
유형자산	44	53	70	67	69
무형자산	0	1	2	2	2
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	65	98	109	139	165
유동부채	12	10	11	16	15
매입채무및기타채무	2	3	3	5	6
단기차입금	7	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	2	3	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	14	12	14	21	20
자배주주지분	51	86	96	118	145
자본금	7	8	8	8	8
자본잉여금	16	33	33	33	33
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	28	44	54	76	104
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	51	86	96	118	145
비이자부채	7	12	14	21	20
총차입금	7	0	0	0	0
순차입금	-4	-29	-14	-37	-58

**현금흐름표**

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	9	22	17	34	39
당기순이익	6	17	12	24	30
비현금성 비용 및 수익	4	10	14	12	12
유형자산감가상각비	3	6	12	13	13
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-2	-5	-6	-3	-3
매출채권등의감소	0	-4	-4	-6	-2
재고자산의감소	0	-1	-4	0	-2
매입채무등의증가	0	0	1	2	0
기타 영업현금흐름	-1	0	-2	1	1
투자활동 현금흐름	-24	-15	-54	-13	-16
유형자산의 증가(CAPEX)	-25	-16	-28	-10	-15
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-3	0	0
기타	2	1	-22	-3	-1
재무활동 현금흐름	22	12	0	4	-3
차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	17	19	0	0	0
기타	5	-7	0	4	-3
기타 및 조정	0	0	20	0	0
현금의 증가	7	18	-17	25	20
기초현금	4	11	29	12	37
기말현금	11	29	12	37	58

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (≡) Not Rated / 담당자 변경

LG디스플레이 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역						
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가	
	2011.07.22	매수	41,000원				
	2012.02.13	매수	35,000원				
	2012.06.04	매수	30,000원				
	2012.09.17	매수	30,000원				
	2012.10.08	매수	30,000원				
	2012.10.29	매수	34,000원				
	2012.11.05	매수	40,000원				
	2012.11.09	매수	40,000원				
	2013.09.30	매수	35,000원				
	2013.11.11	매수	32,000원				
삼성SDI 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역						
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가	
	2011.07.29	매수	230,000원	2013.10.06	매수	230,000원	
	2012.02.13	매수	180,000원	2013.11.11	매수	220,000원	
	2012.04.30	매수	198,000원				
	2012.09.17	매수	198,000원				
	2012.10.08	매수	198,000원				
	2012.11.05	매수	198,000원				
	2012.11.14	매수	198,000원				
	2013.04.17	매수	175,000원				
	2013.04.28	매수	163,000원				
제일모직 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역						
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가	
	2009.09.14	중립	-				
	2012.06.04	매수	120,000원				
	2012.09.17	매수	120,000원				
	2012.09.26	매수	120,000원				
	2012.11.05	매수	120,000원				
	2012.11.14	매수	120,000원				
	2013.02.03	매수	110,000원				
	2013.09.23	매수	120,000원				
	2013.11.11	매수	120,000원				

LG이노텍 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2011.06.16	중립	-			
	2012.09.17	매수	110,000원			
	2012.10.08	매수	110,000원			
	2012.11.05	매수	110,000원			
	2012.11.14	매수	110,000원			
	2013.01.22	매수	100,000원			
	2013.02.05	매수	93,000원			
	2013.04.17	매수	105,000원			
	2013.07.24	매수	116,000원			
	2013.11.11	매수	110,000원			
서울반도체 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	2011.06.16	매수	45,000원			
	2013.05.15	매수	40,000원			
	2013.11.11	매수	50,000원			
에스에프에이 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	2009.09.14	매수	60,000원			
	2012.06.04	매수	75,000원			
	2012.09.03	매수	66,000원			
	2012.11.14	매수	56,000원			
	2013.02.13	매수	65,000원			
	2013.05.15	매수	75,000원			
	2013.11.11	매수	60,000원			
덕산하이메탈 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	2012.02.13	매수	33,000원			
	2012.09.03	매수	30,000원			
	2012.11.14	매수	26,000원			
	2013.02.18	매수	31,000원			
	2013.10.17	매수	29,000원			
	2013.11.11	매수	29,000원			

테라세미콘 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2012.03.27	매수	44,000원			
	2012.09.03	매수	40,000원			
	2013.02.18	중립	-			
	2013.11.11	중립	-			
솔브레인 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가	
	2011.08.10	매수	54,000원			
	2013.03.26	매수	60,000원			
	2013.03.26	매수	60,000원			
	2013.10.07	매수	65,000원			
	2013.11.11	매수	65,000원			
지디 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가	
	2013.03.26	매수	31,000원			
	2013.03.26	매수	31,000원			
	2013.11.11	매수	30,000원			
아바텍 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가	
	2013.03.26	매수	16,000원			
	2013.03.26	매수	16,000원			
	2013.11.11	매수	15,000원			