

디스플레이 산업

대형 OLED, 선택에 흔들릴 이유 없다

Industry Report | 2016. 3. 17

IT 수요강도를 가늠하는 바로미터로서 OLED의 역할이 TV로까지 확대 될 것으로 예상. 향후 시장 주도 업종으로 OLED 섹터 모멘텀은 긍정적 일 전망. 기회요인을 겸비한 Outperformer로서, 지위를 강화할 업체에 주목할 것을 권고

대형 OLED 시장의 재평가 시작

대형 OLED 패널의 수요 및 공급 불확실성은 꾸준히 해소될 전망. 이는 수 년 전부터 상정되어 온 대형 LCD에 대한 Cannibalization(자기참식)을 의미한다고 판단

2016년 대형 OLED 패널 시장 성장을 예상. 면적 기준 침투율은 2015년 19%에서 2016년 36%로 폭발적인 확대를 전망. 이는 수요 측면에서 1,000 달러 이상 TV 시장 내 OLED 점유율 확대 등이 예상되며, 공급 측면에서 추가 시장 참여자 진입 등이 전망되기 때문

OLED 대면적화 기술혁신을 위한 연구 개발 움직임 지속될 전망

대형 OLED 부문 기술 변화 움직임은 지속 포착될 것으로 전망. 우선 패널 생산 방식의 경우 기술 수준 안정화 측면에서 접근 시 Oxide-WOLED가 중심이 될 공산이 크다고 판단. 발광 구조 방식의 경우 후면(배면)에서 전면으로 변화할 것으로 예상. 발광층 형성 방법으로는 증장기적 관점에서 Soluble Ink-Jet Printing 기술 방식 확대될 전망

대형 OLED 투자전략 키워드 '종목 확산' 제시

패널업체: LG디스플레이 / 장비업체: 원익IPS, 에스에프에이, 주성엔지니어링, 예스티, 영우디에스피 / 소재업체: 에스앤에스텍, 덕산네오룩스, UDC를 제시

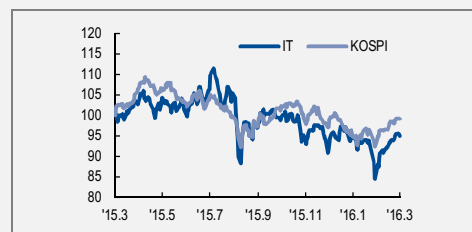
Positive (상향)

Top Picks

LG디스플레이	Buy (유지)	29,000원 (유지)
에스에프에이	Buy (유지)	80,000원 (상향)
원익IPS	Buy (유지)	15,000원 (유지)
에스앤에스텍	Not Rated	

	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	11.4	1.0
Sector	11.0	1.0

Sector Index



업종 시가총액 240,178십억원 (Market 비중 16.5%)
주: KRX업종 분류 기준



고정우 (디스플레이/2차전지)

02)768-7462, j.ko@nhwm.com

최준영 (IT부품/소재)

02)768-7154, j.choi@nhwm.com

김대근 (IT장비)

02)768-7546, d.kim@nhwm.com

손세훈 (스몰캡)

02)768-7971, midas.sohn@nhwm.com

디스플레이업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2015P	2016E	2015P	2016E	2015P	2016E	2015P	2016E
LG디스플레이	034220.KS	Buy(유지)	29,000원(유지)	25,000원	9.1	63.4	0.7	0.7	8.2	1.2	158	113
에스에프에이	056190.KQ	Buy(유지)	80,000원(상향)	60,800원	28.8	13.7	1.8	1.9	6.3	14.9	-248	-319
원익IPS	030530.KQ	Buy(유지)	15,000원(유지)	11,650원	14.9	14.2	2.2	1.9	15.8	14.7	-82	-139
주성엔지니어링	036930.KQ	Buy(신규)	11,000원(신규)	8,250원	49.4	12.5	3.3	2.7	6.9	24.3	113	103
덕산네오룩스	213420.KQ	Not Rated		32,300원	161.4	70.2	3.3	3.5	2.0	5.2	-35	-38
에스앤에스텍	101490.KQ	Not Rated		8,370원	20.8	13.7	2.6	2.1	13.1	16.9	2.5	-12.8
예스티	122640.KQ	Not Rated		18,900원	9.2	7.5	3.8	2.6	43.1	41.5	-0.1	-12.7
영우디에스피	143540.KQ	Not Rated		9,200원	54.1	8.1	2.3	1.7	3.7	22.7	2.0	-1.8
UDC	OLED:US	Not Rated		51.02달러	175.6	47.2	5.5	4.8	3.2	10.5	-395.5	N/A

주: 3월 15일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

CONTENTS

I. Executive Summary	3
II. 대형 OLED 패널 시장의 재평가 시작.....	8
1. 수요: OLED TV 수요 성장 낙관적으로 전망	
2. 공급: 추가 시장 참여자 진입 가능성 높다고 전망	
III. 대형 OLED 패널 기술 이슈.....	17
IV. 투자전략.....	22
대형 OLED 투자전략 키워드는 '종목 확산'	
[기업분석]	
LG디스플레이 (Buy, TP 29,000원).....	23
에스에프에이 (Buy, TP 80,000원).....	27
원익IPS (Buy, TP 15,000원).....	32
주성엔지니어링 (Buy, TP 11,000원).....	35
덕산네오룩스 (Not Rated).....	44
에스엔에스텍 (Not Rated).....	48
에스티 (Not Rated)	52
영우디에스피 (Not Rated).....	57
UDC (Not Rated)	59

I. Executive Summary

대형 OLED 패널 시장에 변화가 찾아오고 있다

디스플레이 산업의견 비중확대 상향 조정, OLED 최선호 섹터 제시

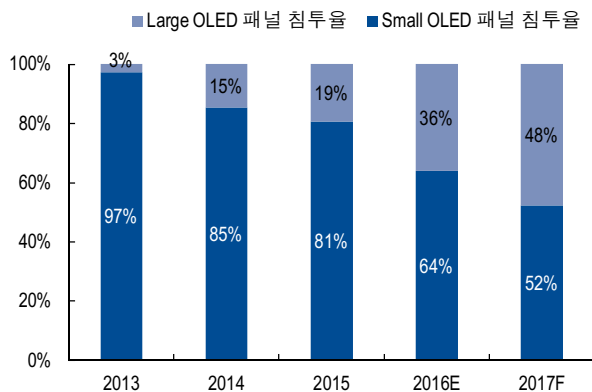
디스플레이 산업이 중장기적으로 투자할 만한 산업이라고 판단한다. 산업 의견은 기존 중립에서 비중확대로 상향 조정하며, OLED^{주)}를 최선호 섹터로 제시한다. 주 배경은 1) OLED가 LCD를 대체해 가며 산업 성장을 견인할 것으로 전망되며, 2) 구조적인 중소형 OLED 패널 시장 성장세가 여전히 유효하다고 판단되고, 3) 대형 OLED 패널 시장 관련 의구심이 지속적으로 축소되고 있기 때문이다. 특히 현 시점에서 대형 OLED 패널 부문 수요 및 공급 불확실성이 점진적으로 해소되고 있다는 점에 주목한다.

2016년 대형 OLED 패널 시장 성장을 예상하며, 침투율 확대를 전망한다. 이는 수요 측면에서 1,000 달러 이상 TV 시장 내 OLED 점유율 확대 등이 예상되며, 공급 측면에서 추가 시장 참여자 진입 등이 전망되기 때문이다.

대형 OLED 기술혁신을 위한 연구 개발 움직임도 지속될 전망이다. 우선 패널 생산 방식의 경우 기술 수준 안정화 측면에서 접근 시 Oxide-WOLED가 중심이 될 공산이 크다고 판단한다. 발광 구조 방식의 경우 향후 후면에서 전면으로 변화할 것으로 전망한다. 발광층 형성 방법으로는 중장기적 관점에서 Ink-Jet Printing 기술 방식이 점진적으로 확대될 것으로 예상된다.

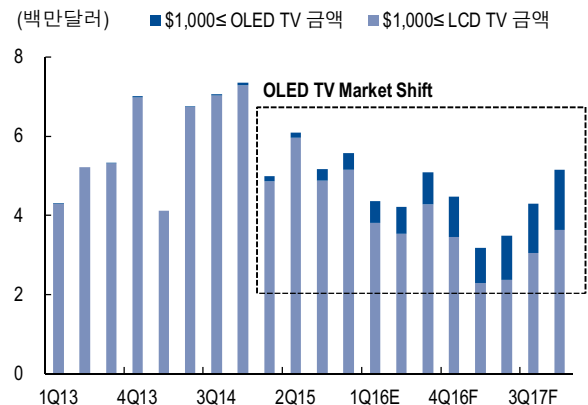
주) OLED: 유기발광다이오드. 유기화합물을 사용해 자체 발광시키는 차세대 디스플레이

대형 OLED 패널 침투율 지속 확대 전망 (면적 기준)



주: Large 패널은 9인치 이상 포함 자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

1,000 달러 이상 TV 시장 내 OLED TV 침투율 지속 확대 전망



주: PDP는 제외하였음 자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

글로벌 대형 OLED 생산능력 추정

(단위: 천장/월)

Makers	1Q16E	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
Global 대형 OLED	40	42	42	42	55	63	73	73	333	498	792
성장률 y-y	82%	62%	40%	27%	38%	50%	74%	74%	82%	50%	59%

주: LG디스플레이, 삼성디스플레이만 포함 자료: NH투자증권 리서치센터

주요 종목별 투자 포인트

LG디스플레이

[Buy, TP: 29,000원]

LG디스플레이는 대형/중소형 OLED 패널 부문에서 OLED 소재 기술 제후선 확대, OLED 특허 경쟁력 강화, 차세대 설비투자 집행 등을 바탕으로 시장 지위 지속 강화할 것으로 전망한다. 특히 대형 OLED 선행투자에 성공함으로써 LG디스플레이의 생산능력 우위는 심화될 전망이다. 또한 차량용 디스플레이 등 신규 시장 개척과 중화권 등 고객 기반 강화도 지속될 것으로 예상된다. 당사는 대형/중소형 OLED 부문의 시장 지배력 강화는 중장기적 관점에서 실적 Upside Potential을 강화하는 요인이라고 판단한다.

에스에프에이

[Buy, TP: 80,000원]

에스에프에이는 디스플레이 장비 업종 내 가장 안정적인 OLED 투자 수혜주라고 판단한다. 주 배경은 1) 장비 다각화와 적용 산업 다양화에 따른 영업실적 안정세 지속 전망, 2) 특화된 자동화 기술력 보유에 따른 산업 자동화 시대 수혜 전망, 3) 반도체 후공정 업체인 STS반도체 인수에 따라 디스플레이 경기 변동성 완화된 사업구조 구축 등이다. 당사는 에스에프에이 2016년의 분기 실적을 전망함에 있어 전체적으로 상저하고 흐름이 뚜렷할 것으로 예상한다.

원익IPS

[Buy, TP: 15,000원]

원익IPS를 대형 OLED 투자 본격화에 따른 수혜주로 제시한다. 원익IPS는 LCD/OLED향 Dry Etcher 장비를 주요 고객사를 대상으로 공급하고 있을 뿐 아니라 대형 OLED 패널 제조공정에서 유기물 증착 장비인 Evaporation, 봉지 공정에 사용되는 Encapsulation 장비를 보유하고 있다. 특히 Evaporation 장비의 경우 2011년 고객사 대형 OLED 설비 라인 투자 시 기수주한 이력이 있어 2016년부터 시작되는 OLED 투자에 따른 수주 모멘텀이 부각될 전망이다.

주성엔지니어링

[Buy, TP: 11,000원]

주성엔지니어링은 주요 고객사의 OLED 패널 투자 확대에 따른 직접적인 수혜를 입을 것으로 전망된다. 중소형과 대형 모두에 대응 가능한 Encapsulation 장비를 보유하고 있을 뿐 아니라 올해부터 대형 OLED 패널 제조용 Oxide PE CVD 장비 수주가 이루어지고 있어 고객사의 투자흐름과 함께하는 실적 성장이 이루어질 것으로 전망된다. 또한 그간 동사의 실적을 저해해오던 태양광 관련 비용 또한 대부분 상각됨에 따라 2016년은 실적 턴어라운드의 원년이 될 전망이다.

덕산네오룩스

[Not Rated]

덕산네오룩스는 세트업체들의 OLED 패널 수요 증가에 따른 수혜주로 전망된다. 당사는 OLED패널에 필수적으로 요구되는 HTL과 Red host 소재를 공급하며 글로벌 디스플레이 업체 내에서 안정적인 점유율을 유지하고 있는 상황이다. 향후 OLED 패널 관련 증설투자가 진행 될 경우, 동사의 OLED 소재 수요 확대에 연결될 것으로 예상된다.

에스엔에스텍
[Not Rated]

에스엔에스텍은 반도체 및 디스플레이 포토마스크 공정에 들어가는 블랭크마스크 제조업체로 디스플레이용 Low-End 마스크에서 High-End 마스크까지 제품을 확대하였다. High-End 마스크 공급으로 인해 ASP가 증가하고 있으며 고객사의 AMOLED TV 투자시 공급면적도 확대될 것으로 예상된다. 결국 P와 Q가 동시에 증가하기에 수혜가 예상된다.

에스티
[Not Rated]

VDO 장비는 컬러필터의 FUME(잔류가스)을 제거하는 장비로 2015년 3분기에 고객사에 Pilot 장비를 공급하였다. VDO장비는 AMOLED TV 수명을 개선시킬 수 있는 장비이기에 고객사의 대형 AMOLED TV 생산 라인에 공급될 것으로 예상된다. 16년은 AUTO CLAVE 장비, 17년은 반도체 장비와 VDO가 성장축이 될 것으로 전망한다.

영우디에스피
[Not Rated]

디스플레이 검사 및 측정 장비로 국내 시장 점유율은 약 35%로 파악된다. 15년기준 AMOLED 비중이 60%, LCD 비중이 40%이며 16년에는 고객사의 투자확대로 AMOLED 비중이 80%까지 증가할 것으로 기대된다.

덕산네오룩스
[Not Rated]

덕산네오룩스는 세트업체들의 OLED 패널 수요 증가에 따른 수혜주로 전망된다. 동사는 OLED패널에 필수적으로 요구되는 HTL과 Red host 소재를 공급하며 글로벌 디스플레이 업체 내에서 안정적인 점유율을 유지하고 있는 상황이다. 향후 OLED 패널 관련 증설투자가 진행 될 경우, 동사의 OLED 소재 수요 확대에 연결될 것으로 예상된다.

UDC
[Not Rated]

Universal Display는 OLED 소재 및 기술에 있어서 글로벌시장을 리드하고 있는 업체다. 주요 매출처는 Green 인광 소재와 OLED 기술특허 관련 로열티이다. 현재 로열티는 주로 삼성과 LG로부터 지급 받고 있으며, OLED를 채택하는 업체들이 많아질수록 동사에게는 로열티 및 소재 매출성장의 기회가 커질 것으로 전망한다.

Peer Group Valuation Table

디스플레이 패널 업체: Global Peer Analysis - Valuation

(단위: 배, %)

회사명		LG디스플레이	Japan Display	AUO	Innolux	BOE
PER (배)	2015	9.1	N/A	19.1	9.1	21.9
	2016E	63.4	30.6	N/A	N/A	21.3
	2017F	12.1	9.4	31.3	166.4	15.8
PBR (배)	2015	0.7	0.6	0.5	0.7	0.7
	2016E	0.7	0.3	0.5	0.5	0.7
	2017F	0.7	0.3	0.5	0.5	0.7
EV/EBITDA (배)	2015	1.7	3.3	2.2	2.4	9.0
	2016E	2.2	1.1	4.0	3.1	8.0
	2017F	2.1	1.0	3.5	2.7	7.0
ROE (%)	2015	8.2	-3.0	2.7	10.3	3.2
	2016E	1.2	0.9	-0.2	-1.6	3.4
	2017F	5.9	3.0	1.2	-0.8	4.5
ROA (%)	2015	4.4	-1.5	1.1	4.4	1.8
	2016E	0.6	0.9	-0.2	-0.8	1.6
	2017F	3.2	0.9	0.5	-0.3	1.6
Div. Yield (%)	2015	2.0	0.0	N/A	4.5	N/A
	2016E	2.0	1.1	1.6	3.1	N/A
	2017F	2.0	2.1	2.0	2.4	N/A

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터 전망

디스플레이 장비 업체: Global Peer Analysis - Valuation

(단위: 배, %)

회사명		원익IPS	에스에프에이	주성엔지니어링	영우디에스피	에스티	Applied Materials	Tokyo Electron
PER (배)	2015	14.9	28.8	49.4	54.1	9.2	14.0	20.9
	2016E	14.2	13.7	12.5	8.1	7.5	15.0	16.2
	2017F	12.8	10.0	11.4	6.4	5.4	12.3	15.1
PBR (배)	2015	2.2	1.8	3.3	2.3	3.8	2.5	2.3
	2016E	1.9	1.9	2.7	1.7	2.6	3.1	2.1
	2017F	1.7	1.7	2.2	1.3	1.8	2.9	1.9
EV/EBITDA (배)	2015	7.6	9.5	19.3	40.1	8.4	9.0	10.8
	2016E	6.9	7.4	10.4	6.6	4.9	9.9	7.6
	2017F	5.9	4.8	9.8	4.7	2.7	8.3	7.2
ROE (%)	2015	15.8	6.3	6.9	3.7	43.1	17.8	11.8
	2016E	14.7	14.9	24.3	22.7	41.5	19.4	12.2
	2017F	14.2	18.0	21.3	22.8	38.6	25.5	13.0
ROA (%)	2015	10.3	4.8	2.5	2.0	12.2	9.7	8.4
	2016E	10.2	10.9	9.5	12.3	12.5	9.6	9.7
	2017F	10.1	12.6	9.3	12.5	12.9	11.5	10.6
Div. Yield (%)	2015	0.0	0.8	0.0	0.0	0.0	2.4	1.7
	2016E	0.0	1.6	0.0	0.0	0.0	2.1	3.0
	2017F	0.9	1.6	0.0	0.0	0.0	2.1	3.3

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터 전망

디스플레이 소재 업체: Global Peer Analysis - Valuation

(단위: 배, %)

회사명		덕산네오룩스	에스앤에스텍	UDC	Idemitsu Kosan	Dow Chemical	Merck
PER (배)	2015	161.4	20.8	175.6	9.3	14.7	14.7
	2016E	70.2	13.7	46.4	N/A	14.5	14.2
	2017F	49.1	10.0	31.2	5.8	12.8	13.8
PBR (배)	2015	3.3	2.6	5.5	0.6	2.7	3.3
	2016E	3.5	2.1	4.7	0.5	2.3	3.5
	2017F	3.3	1.8	3.9	0.5	2.2	3.6
EV/EBITDA (배)	2015	124.0	10.7	46.4	9.0	8.8	12.0
	2016E	53.8	7.5	N/A	N/A	8.0	9.7
	2017F	36.8	5.8	N/A	N/A	7.3	9.8
ROE (%)	2015	2.0	13.1	3.2	-21.4	36.7	9.5
	2016E	5.2	16.9	10.5	-2.6	15.8	23.9
	2017F	7.0	19.3	13.5	7.5	17.7	25.2
ROA (%)	2015	1.9	7.9	2.8	-4.8	11.2	4.4
	2016E	4.8	11.3	9.0	N/A	5.9	6.9
	2017F	6.5	13.4	11.5	N/A	7.6	9.2
Div. Yield (%)	2015	0.0	0.0	0.0	2.4	3.3	3.4
	2016E	0.0	0.0	N/A	2.6	3.6	3.5
	2017F	0.0	0.0	N/A	2.6	3.9	3.6

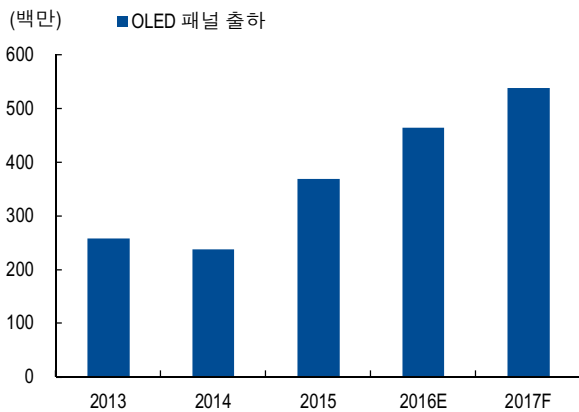
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터 전망

II. 대형 OLED 패널 시장의 재평가 시작

OLED 시장 성장 여전히 유효

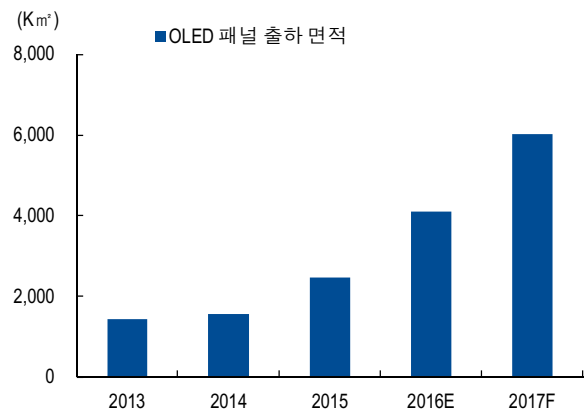
2016년에도 OLED 패널 시장 성장세는 이어질 전망이다. OLED 패널 출하는 전년 대비 +26% 증가한 4.6억개로 예상되며, 출하면적은 전년대비 +47% 확대될 것으로 전망한다. 특히 대형 OLED 패널은 초기 성장국면에 위치해 있다고 판단하며, 침투율은 지속 확대될 것으로 예상된다. 향후 대형 OLED 패널 생산을 위한 8세대 이상 설비가 보편화되는 시기에 LCD를 능가하는 경제성을 확보할 것으로 예상된다.

전체 OLED 패널 시장 규모 전망 (출하 기준)



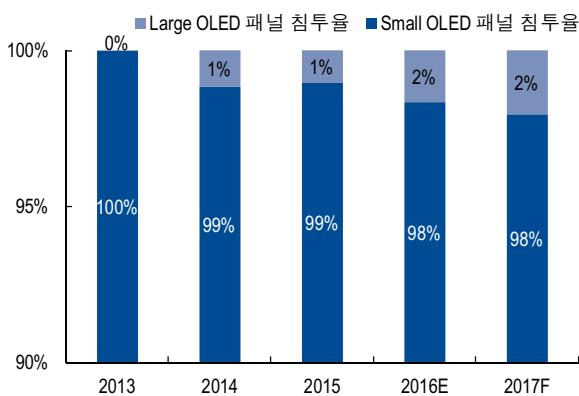
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

전체 OLED 패널 시장 규모 전망 (면적 기준)



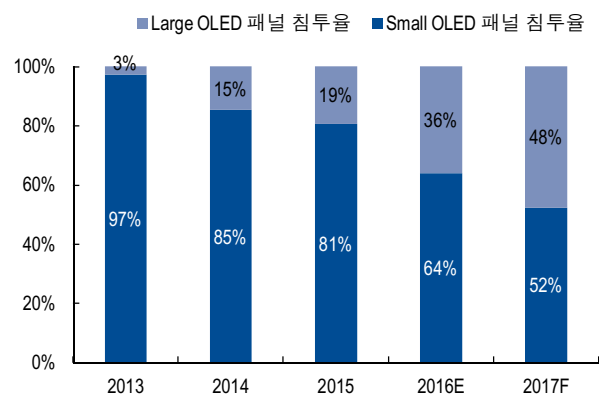
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

대형 OLED 패널 침투율 지속 확대 전망 (출하 기준)



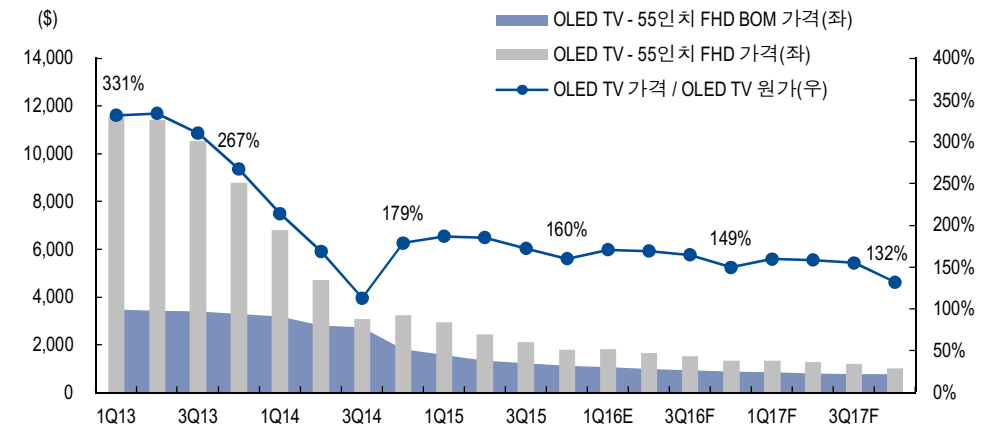
주: Large 패널은 9인치 이상 포함
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

대형 OLED 패널 침투율 지속 확대 전망 (면적 기준)



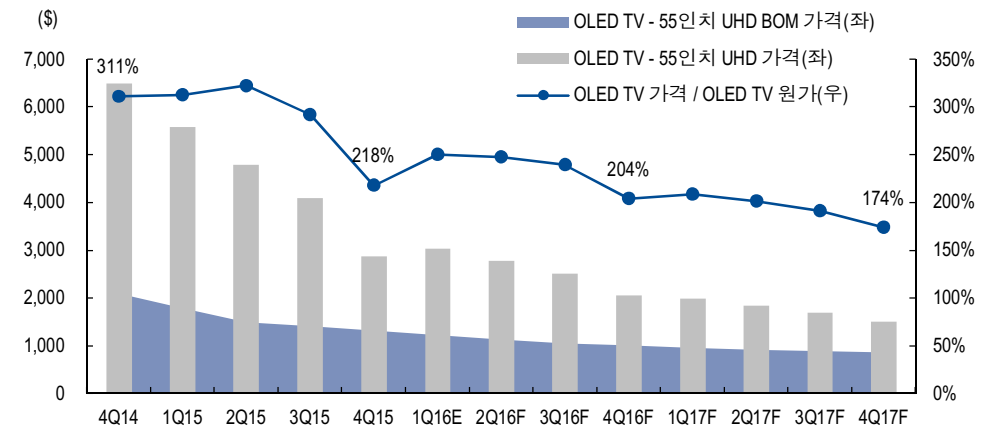
주: Large 패널은 9인치 이상 포함
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

55 인치 FHD OLED TV 원가와 가격 비교



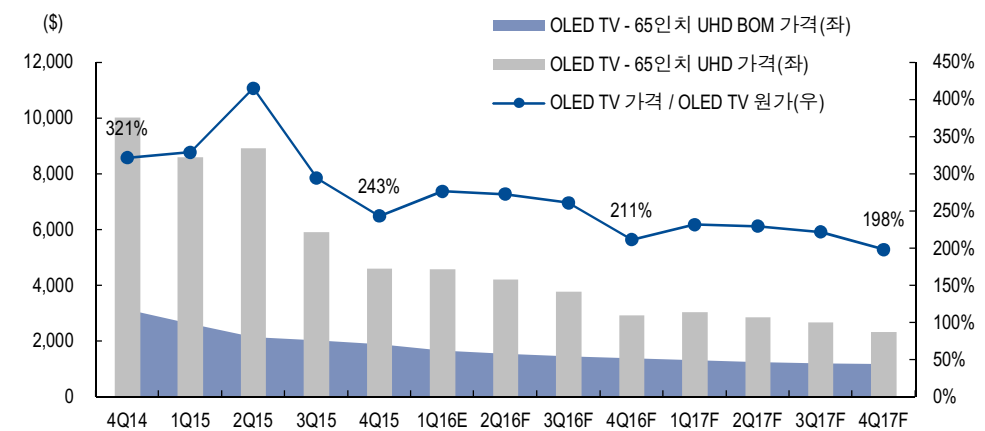
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

55 인치 UHD OLED TV 원가와 가격 비교



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

65 인치 UHD OLED TV 원가와 가격 비교



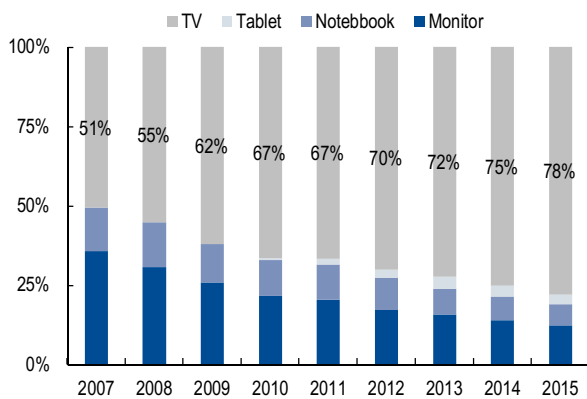
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

1. 수요: OLED TV 수요 성장 낙관적으로 전망

대형 OLED 패널 수요 성장의 중심은 여전히 TV로 판단

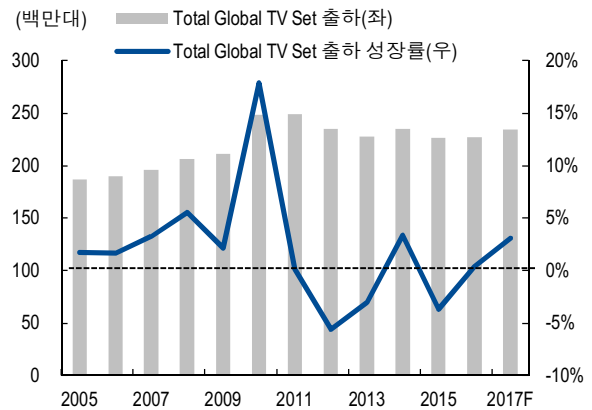
수요 측면에서 대형 OLED 패널 시장 성장의 중심은 여전히 TV로 판단한다. 2016년 전 세계 TV 시장은 스포츠 이벤트 효과에도 불구하고 저조한 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 이에 2016년 전체 TV 세트 출하는 전년대비 +0.3% 증가한 2.3억대로 예상된다. 반면 전체 TV 시장과는 대조적으로 OLED TV 시장은 폭발적인 성장세를 이어갈 것으로 전망한다. 2016년 OLED TV 세트 출하는 전년대비 +228% 증가한 110만대 규모를 형성할 것으로 예상되며, 전체 TV 시장 내 비중은 2015년 0.15%에서 2016년 0.48%로 확대될 전망이다.

디스플레이에서 TV 수요 비중은 큰 상황



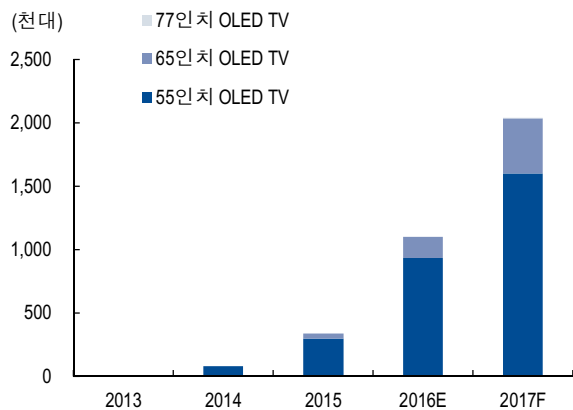
주: 1) 면적 기준, 2) LCD 기준
자료: Trendforce, NH투자증권 리서치센터

글로벌 전체 TV 세트 시장 전망 (출하 기준)



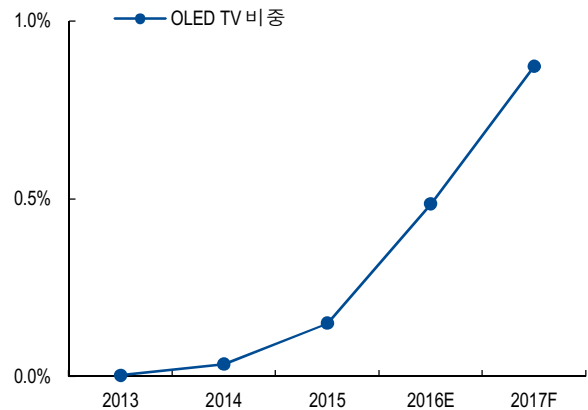
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

글로벌 OLED TV 세트 출하 전망



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

글로벌 OLED TV 세트 침투율 전망



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

수요 성장 전망 배경

당사가 OLED TV 수요 성장에 대해 낙관적으로 전망하는 주 배경은 다음과 같다.

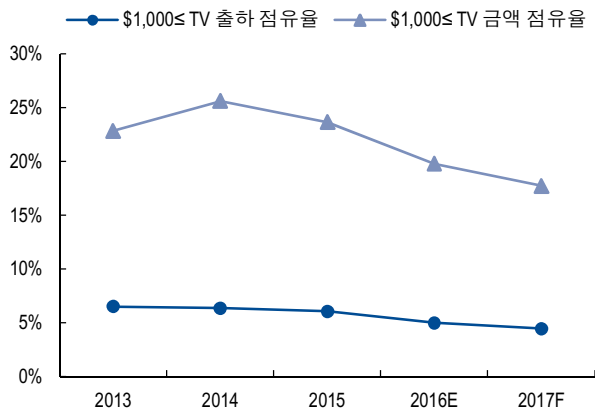
1) 1,000 달러 이상 TV 시장 내 OLED 침투율은 지속 확대될 전망

2015년 전체 TV 시장 내 가격 1,000 달러 이상 TV 점유율은 출하 기준 6% / 금액 기준 24% 수준이다. 이 중 OLED TV 점유율은 출하 기준 0.1% / 금액 기준 1% 수준으로 큰 의미를 부여하기는 제한적인 상황이다. 그러나 올해를 기점으로 1,000 달러 이상 TV 시장 내 OLED TV 점유율 확대가 전망된다. 이는 동일 스펙 기준 LCD TV와 OLED TV 가격 차별화 해소 움직임이 뚜렷하게 진행될 것으로 전망하고, 가처분소득 대비 TV 가격 비중 하락세가 지속될 것으로 예상하기 때문이다.

2) 소비의 양극화에는 특정 제품의 비중을 확대시키는 경향이 있다고 판단

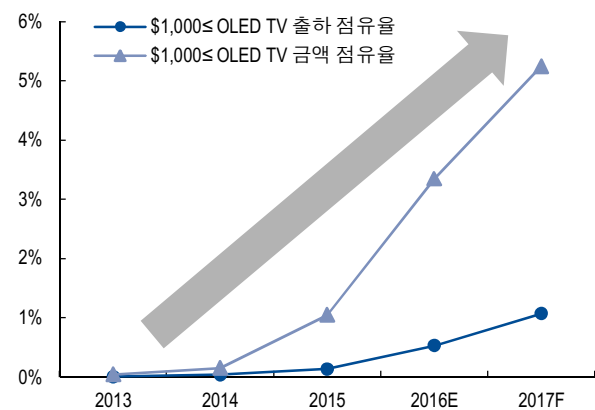
일반적으로 경기 둔화는 소비의 위축과 부의 불균형으로 이어지는 경향이 있다고 판단한다. 따라서 저소득층의 경우 소비 지출이 약화될 수 있지만, 고소득층의 경우 소비지출에는 큰 변화가 없을 것으로 전망한다. 이는 곧 OLED TV 수요가 신흥시장보다 선진시장 중심으로 확대될 것이 유력하다고 해석할 수 있다. 당사는 지역별 차별화에 따른 OLED TV 수요 확대에 무리가 없을 것으로 전망한다. 참고로 2015년 OLED TV는 북미와 서유럽 중심으로 성장을 하였다.

글로벌 전체 TV 내 1,000 달러 이상 TV 점유율



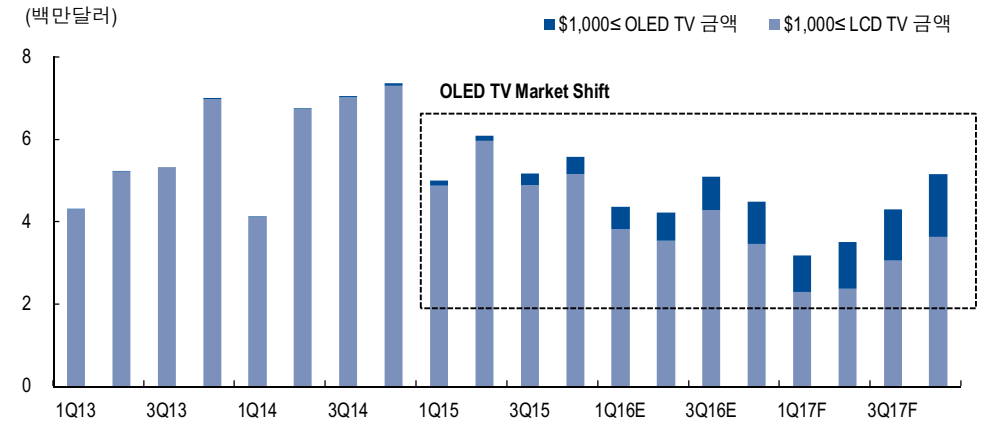
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

글로벌 전체 TV 내 1,000 달러 이상 OLED TV 시장 점유율



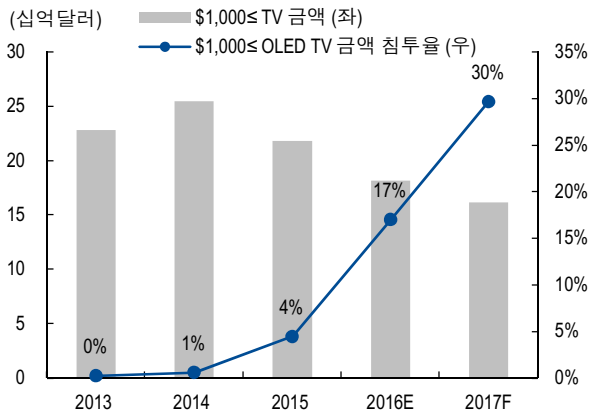
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

1,000 달러 이상 TV 시장 내 OLED TV 침투율 지속 확대될 전망



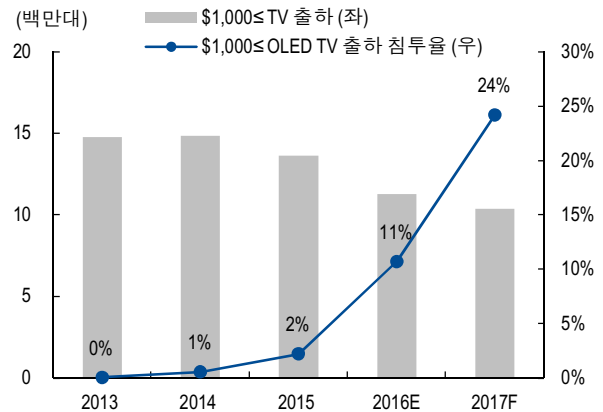
주: PDP는 제외하였음
 자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

1,000 달러 이상 TV 시장 내 OLED TV 점유율 (금액 기준)



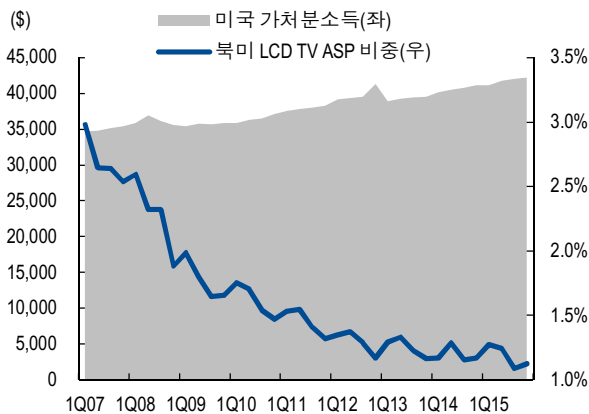
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

1,000 달러 이상 TV 시장 내 OLED TV 점유율 (출하 기준)



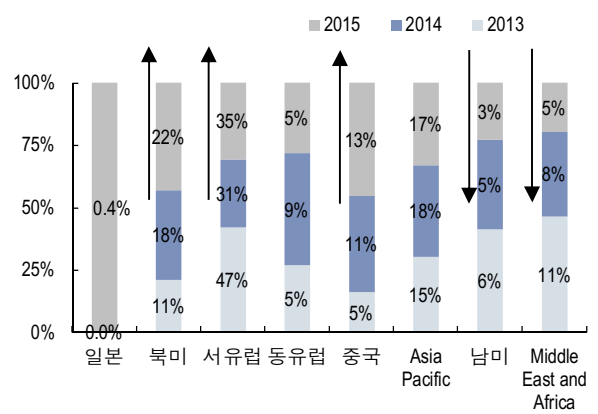
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

미국 가처분소득 대비 LCD TV 가격 비중 하락



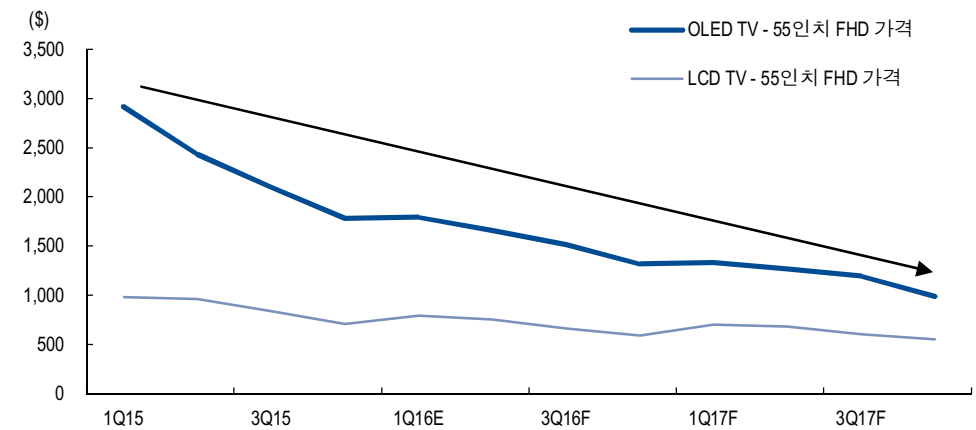
주: 미국은 인당 가처분소득
 자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

OLED TV 출하의 지역별 비중 전망



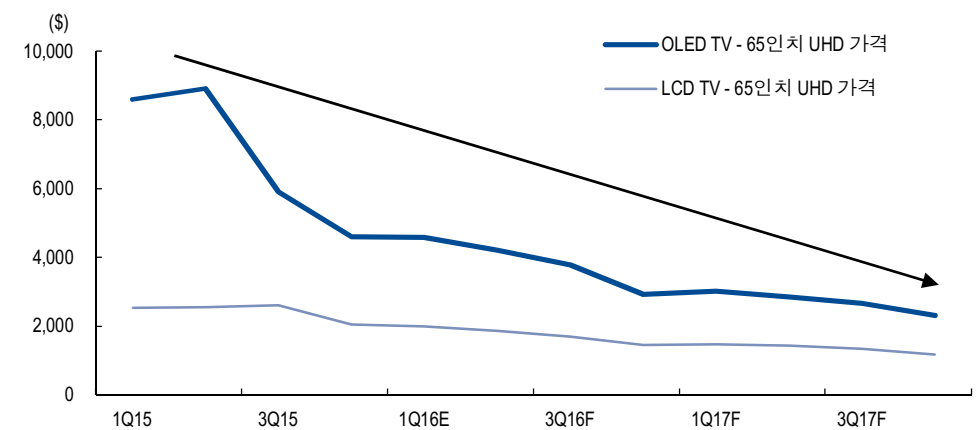
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

55인치 FHD OLED TV 가격 프리미엄 해소 중



주: LCD TV의 경우 Frame Rate는 120Hz/100Hz
 자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

65인치 UHD OLED TV 가격 프리미엄 해소 중



주: LCD TV의 경우 Frame Rate는 120Hz/100Hz
 자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

2. 공급: 추가 시장 참여자 진입 가능성 높다고 전망

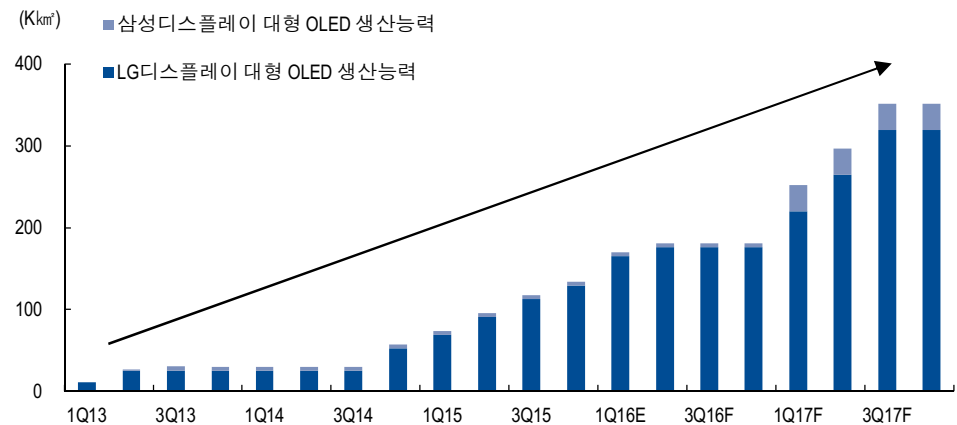
공급 지속 확대 전망

글로벌 대형 OLED 패널 생산능력은 지속적으로 확대될 전망이다. 현재 1개 패널 업체(LG디스플레이)만이 대형 OLED 경쟁력 확보를 위해 본격적으로 투자를 확대하고 있는 상황이다. 최근 LG디스플레이는 전략적 제휴를 통해 고객기반을 다지고 있는 만큼 대형 OLED 설비증설 계획에 차질은 없을 것으로 전망된다.

당사는 2017년 이후 대형 OLED 패널 시장 내 경쟁구도의 변화를 예상하며, 삼성디스플레이의 시장 진입을 전망한다.

참고로 당사는 글로벌 대형 OLED 패널 생산능력(8세대 이상)이 2016년 +69% y-y, 2017년 +76% y-y 증가할 것으로 전망한다 (면적 기준). 이를 55인치 FHD 해상도 OLED TV 공급 대수로 단순 계산할 경우 2016년 174만대, 2017년 306만대에 해당한다 (수율 80%, 가동률 85%, Wide 16:9 가정).

글로벌 대형 OLED 공급 면적 전망



주: LG디스플레이, 삼성디스플레이만 포함
자료: NH투자증권 리서치센터

주요 세대별 생산설비 관련 패널 생산 장수

(단위: 장)

Gen	Mother Glass Size	55인치	60인치	65인치	70인치	80인치
6	1500x1850	2	2	2	1	1
8	2200x2500	6	3	3	2	2
8.6	2250x2600	6	3	3	2	2
10	2880x3080	8	8	6	3	3
10.5	2940x3370	8	8	8	6	3

주: 화면비는 16:9, 해상도는 1920x1080 FHD 기준
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

1) LG디스플레이의 독주는 지속될 전망

당사는 공급 부문 주요 대형 OLED 패널 업체들의 라인 증설과 관련 다음과 같이 전망한다.

1) LG디스플레이는 대형 OLED 경쟁력 확보를 위해 본격적으로 투자를 확대하고 있는 상황이다. 당사는 지난해 8월 17일 향후 3년간(2018년까지) OLED를 중심으로 10조원 이상 투자할 것이라고 공표했다.

그 일환으로 P10 투자를 공식화했으며, 우선적으로 기본 인프라 시설 관련 1조원 이상을 투자한다고 발표했다. 현 시점에서 P10 생산 시설 관련 세대, 용도, 생산능력 등 구체적 내용은 결정된 것이 없는 것으로 파악된다. 그리고 P9 8세대 생산라인을 LCD 에서 OLED로 일부 전환하는 것도 공식화한 상황이다. P9 8세대 OLED 라인 전환의 주 목적은 TV패널 생산이라고 판단한다. 특히 TV패널에 대한 신규/전환 투자는 고객기반 확보 여부를 염두에 두어야 하는 만큼 투자계획 재조정 가능성은 낮을 것으로 판단한다.

또한 대형 OLED 패널의 생산 원가 개선을 위해 Soluble Printing (프린팅 기법을 활용하는 용액공정) 기술 개발/투자에 적극적인 상황이다. 이를 통해 OLED 패널 업체들은 공정을 단순화할 수 있고, 유기물 사용효율화로 원가를 개선시킬 수 있다. 현재 LG디스플레이는 M2-잉크젯 Pilot 라인을 가동 중인 것으로 파악된다. 참고로 M2-잉크젯 Pilot 라인 관련 장비는 Tokyo Electron, 잉크젯 노즐은 EPSON, 용액 공정 소재는 Merck/Sumitomo Chemical 등으로부터 공급받는 것으로 파악된다.

향후 대형 OLED 패널 시장 내 선발업체와 후발업체 간에 확연한 격차가 발생할 것으로 예상된다. 이는 기술력, 고객기반, 자금력 등을 바탕으로 설비증설을 할 수 있는 업체와 할 수 없는 업체로 나뉘진다는 측면에서 시사하는 바가 크다고 판단한다. 규모의 경제가 관건인 디스플레이 산업에서 차별적인 설비투자는 업체 간에 극복할 수 없는 수익성 격차로 연결된다고 판단된다. LG디스플레이의 대형 OLED 패널 시장지위는 더욱 강화될 것으로 예상하는 바 올해도 독주는 지속될 전망이다.

LG디스플레이 대형 OLED 생산규모 추정

(단위: 천장/월, 만대)

Makers	Factory	Ph	Gen	기판	1Q16E	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	'15	'16E	'17F
LG Display	M1-E3	1	H 8G	Oxide	10	10	10	10	10	10	10	10	108	120	120
	M2-E4	1	8G	Oxide	24	26	26	26	26	26	26	26	162	306	312
	M2-Inkjet	1	8G	Oxide	1	1	1	1	1	1	2	2	3	12	18
	P9	1	8G	Oxide					8	16	25	25			222
	Total Capacity				35	37	37	37	45	53	63	63	273	438	672
	UHD OLED TV 공급 가능 분기 환산														
	- 55인치				19	24	26	28	32	39	47	47	37	96	165
	- 65인치				4	5	3	3	4	7	8	8	7	15	27
	- 77인치						2	2	2	3	4	4		4	13
	Total OLED TV				23	29	31	33	39	49	59	59	44	115	204

주: OLED TV 공급 가능 대수 계산에 사용한 가정 항목 수치 평균값은 다음과 같음

1) 생산능력 Allocation은 55인치 68%, 65인치 21%, 77인치 15% 2) Utilization은 55인치 65%, 65인치 65%, 77인치 65%

3) Yield는 55인치 90%, 65인치 48%, 77인치 30%

자료: NH투자증권 리서치센터

2) 삼성디스플레이 시장 진입 전망

2) 삼성디스플레이는 경쟁업체 대비 대형 OLED 패널 투자에 적극적이지 못한 상황이다. 그러나 올해를 기점으로 대형 OLED 패널 투자 기조에 변화가 감지될 것으로 예상된다. 이는 대형 OLED 시장이 본격적으로 확대되기 전 과점화 심화 과정에서 주도적 지위를 선점해야 하기 때문이다. 특히 대형 패널 핵심 수요처인 TV 시장에서 OLED 성장은 분명 LCD에 대한 Cannibalization(자기잠식)을 의미한다.

현 시점에서 삼성디스플레이의 대형 OLED 투자 관련 구체적 전망 제시는 어려운 상황이다. 그러나 지난 2월 17일(한국시간) 한국디스플레이산업협회가 정기총회 자료를 통해 삼성디스플레이 대형 OLED 투자 시점을 회원사들에게 소개했다고 일부 언론이 보도했다. 이는 삼성디스플레이의 대형 OLED 투자 관련 실현 가능성을 높이는 요인이라고 판단한다.

삼성디스플레이는 대형 OLED 패널 시장 내 주도적 지위 확보, 중화권 패널업체 기술 추격 미허용 등을 위해서라도 투자를 지연하지 않을 것으로 예상된다.

삼성디스플레이 대형 OLED 생산규모 추정

(단위: 천장/월, 만대)

Makers	Factory	Ph	Gen	기판	1Q16E	2Q16F	3Q16F	4Q16F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	'15	'16E	'17F
Samsung Display	V1	2	6TH 8G	LTPS	5	5	5	5	5	5	5	5	60	60	60
	V2	1	8G	Oxide					5	5	5	5			60
	Total Capacity				5	5	5	5	10	10	10	10	60	60	120
	UHD OLED TV 공급 가능 분기 환산														
					- 55인치				5	5	5	5	19		
					- 65인치				0	1	1	1	2		
					- 77인치				0	0	0	0	1		
	Total OLED TV								5	5	5	5	22		

주: OLED TV 공급 가능 대수 계산에 사용한 가정 항목 수치 평균값은 다음과 같음

1) 생산능력 Allocation은 55인치 68%, 65인치 21%, 77인치 15% 2) Utilization은 55인치 65%, 65인치 65%, 77인치 65%

3) Yield는 55인치 90%, 65인치 48%, 77인치 30%

4) V1 라인은 OLED TV 계산시 반영하지 않았음

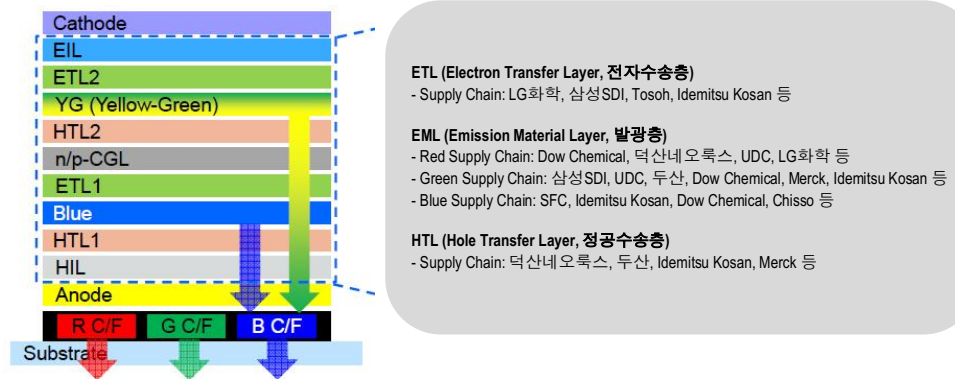
자료: NH투자증권 리서치센터

III. 대형 OLED 패널 기술 이슈

대형 OLED 기술혁신을 위한 연구 개발 움직임은 지속될 전망이다. 당사는 우선 발광 구조 방식이 후면에서 전면으로 변화할 것으로 전망하며, 향후 발광층 형성 방법도 Ink-Jet Printing 기술 방식이 점진적으로 확대 적용될 것으로 예상한다.

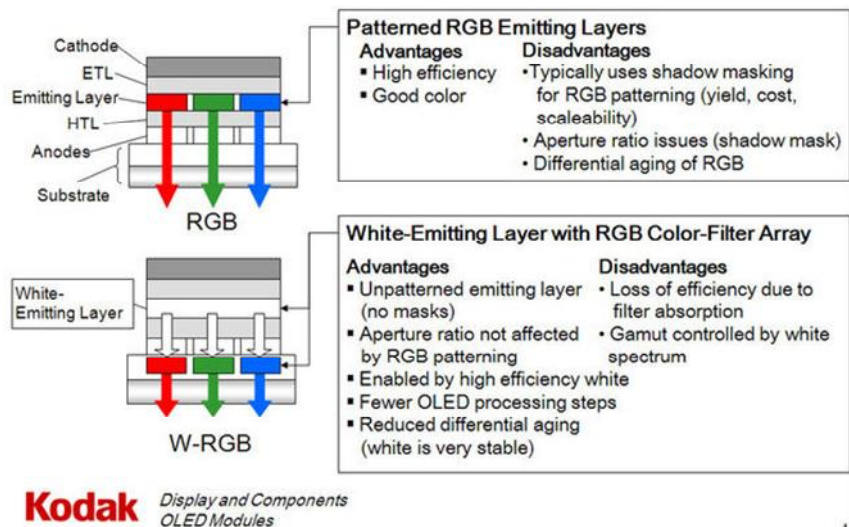
반면 대형 OLED 패널 생산 방식으로는 기술 수준 안정화 측면에서 Oxide-WOLED가 중심이 될 공산이 크다고 판단한다. 현재 LG디스플레이는 증착 공정의 한계 극복, 고화질의 대면적 패널 양산 등을 위해 WOLED(백색 발광소자 / RGB 컬러필터 / Oxide TFT) 방식을 대형 OLED TV 패널 생산에 적용하고 있다. 향후 삼성디스플레이도 대형 OLED 패널 양산 시 WOLED 방식을 적용할 가능성이 높다고 판단한다.

WOLED 구조 현황



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

WOLED 장단점 현황



Kodak Display and Components
OLED Modules

주: 후면발광(Bottom Emitting) 기준 자료: Kodak, NH투자증권 리서치센터

1) 발광 구조: 후면 발광에서 전면 발광으로 변화 전망

OLED는 발광하는 빛의 방향에 따라 후면 발광(배면 발광, Bottom Emission)과 전면 발광(Top Emission)으로 구분할 수 있다.

후면 발광은 유기물 층에서 생성된 빛을 TFT(Thin Film Transistor)가 위치하고 있는 기판 아래로 내보낸다. 이로 인해 개구율^{주1)}(Aperture Ratio)을 개선하는데 제한을 받는다.

전면 발광은 빛을 기판 위쪽 방향으로 내보내기 때문에 TFT 소자 수에 관계 없이 높은 개구율을 얻을 수 있다. 그러나 전면 발광 방식을 대형 OLED 패널 생산에 적용하기 위해서는 음극(Cathode) 재료 투명화가 필요한 상황이다. 현재 투명 전극 재료로는 ITO(Indium tin-oxide), IZO(Indium zinc-oxide) 등과 같은 전도성 산화막이 사용된다. 반면 앞서 언급된 전도성 산화막은 일함수^{주2)}가 높다. 이는 곧 음극에서 유기물층으로의 전자(Electron) 주입 어려움 → OLED의 작동 전압 상승 → OLED의 발광 효율 저하 등으로 연결된다. 현재 투명 음극 재료 관련 기술로 정해진 것은 없으며, 적극적으로 개발 진행 중인 상황이다. 당사는 투명 음극 재료로 기존 Mg:Ag(Magnesium:Silver) 혼합 금속막 등이 지속 사용될 것으로 예상된다. 구체적으로 Mg:Ag 혼합 금속막을 얇게 형성하고 → ITO를 Sputtering(스퍼터링) 증착하여 → 음극을 형성하는 것이다.

당사는 향후 고화질 구현 등을 위해서는 전면 발광 방식 적용이 필수라고 판단한다. 참고로 현재 LG디스플레이는 대형 OLED 패널 생산에 후면 발광 구조를 적용 중인 것으로 파악된다.

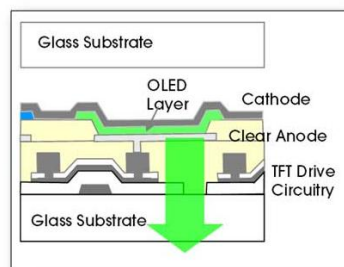
주1) 개구율: 단위 화소당 실제 빛을 낼 수 있는 면적

주2) 일함수: 1개의 전자를 금속이나 반도체 표면에서 외부로 추출하기 위해 필요한 최소 에너지

WOLED 구조 현황

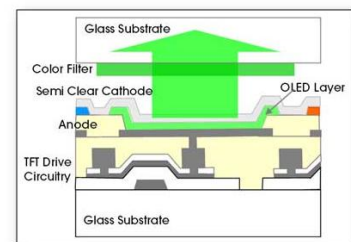
■ Bottom Emission

- Limited aperture
- Issues with driver density
- More complicated driver fabrication



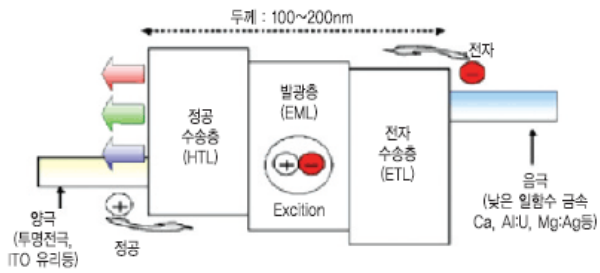
■ Top Emission

- Simpler driver design
- Larger emission area
- Much higher emission efficiencies



자료: Sony, NH투자증권 리서치센터

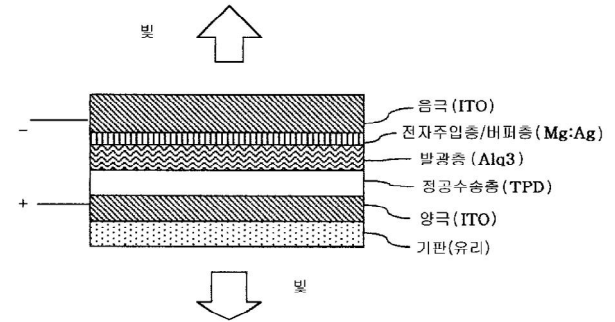
OLED 발광 원리



주: 후면발광 구조 기준

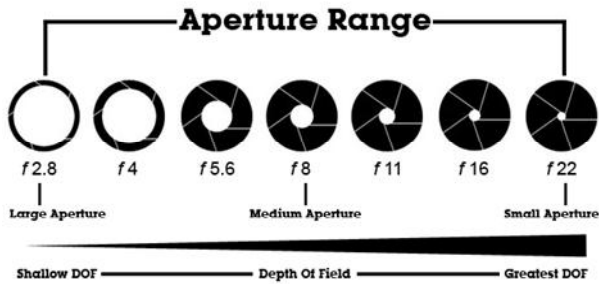
자료: Google, NH투자증권 리서치센터

투명 음극 전극 구조 현황



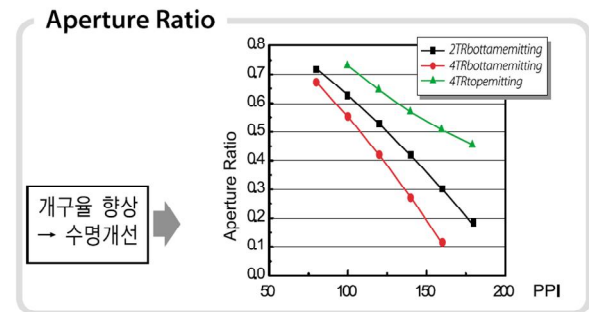
자료: Google, NH투자증권 리서치센터

개구율(Aperture Ratio) 개념 이해도



자료: Google, NH투자증권 리서치센터

전면 발광 구조는 개구율 향상으로 연결 가능



자료: Google, NH투자증권 리서치센터

2) Ink-Jet Printing

기술의 생산 라인 도입 움직임 지속 포착될 전망

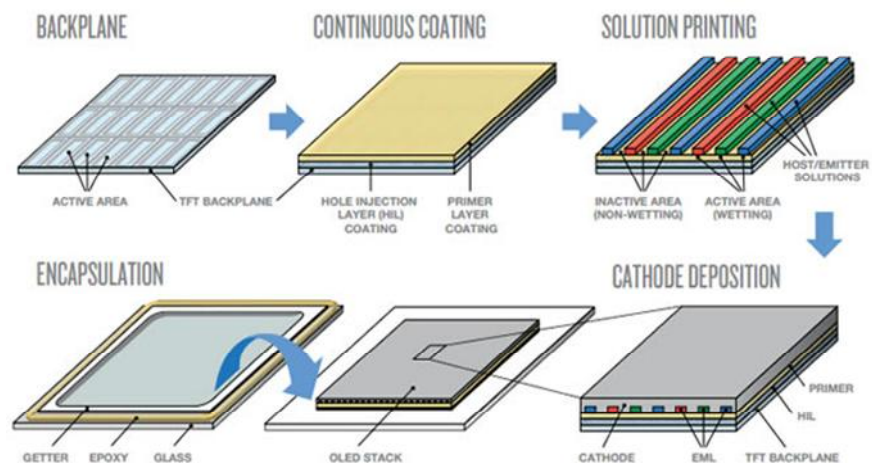
Soluble Ink-Jet Printing 기술은 유기물을 용액에 녹이거나 용액 상태로 제조하고 잉크젯 헤드로 이를 분사하는 방식이다. 이를 통해 OLED 패널 업체들은 공정을 단순화할 수 있고, 유기물 사용효율을 극대화할 수 있다. 이는 곧 공정 시간 감소, 설비 투자비용 축소 등으로 연결된다. 이에 OLED 패널 업체들은 Soluble Ink-Jet Printing 기술을 대면적화 생산에 유리한 기술 방식으로 예상하고 있다. 향후 Ink-Jet Printing 기술이 대형 OLED 양산 라인에 보편화되는 시기에는 OLED가 LCD를 능가하는 경제성을 확보할 것으로 예상된다.

그러나 Ink-Jet Printing 기술의 양산 라인 도입은 계속 지연되고 있는 상황이다. 이는 프린팅 패턴의 균일도, 잉크방울의 탄착위치 정밀도, 잉크젯 헤드의 신뢰성 등이 확보되지 않았기 때문으로 판단된다. 특히 Ink-Jet Printing 공정은 잉크방울에 의해 형성된 막의 두께 및 모양을 균일하게 유지해야 한다. 이는 막의 두께와 모양에 따라 OLED의 구동전압 및 빛 밝기 등이 달라지기 때문이다.

현재 LG디스플레이는 이미 M2에서 Ink-Jet Pilot 라인을 가동 중인 것으로 파악된다. 최근 삼성디스플레이도 대형 OLED 패널 양산 관련 CVD^{주)}와 Ink-Jet Printing 방식을 교차해 사용하는 기술을 개발 중인 것으로 알려지고 있다. 참고로 삼성디스플레이의 CVD 장비는 Applied Materials, Ink-Jet Printing 장비는 Kateeva 등과 협력하는 것으로 파악된다.

주) CVD: 화학증착장비

Ink-Jet Printing 공정



자료: OLED-DISPLAY.NET, NH투자증권 리서치센터

Kateeva 의 Ink-Jet Printing 장비



자료: Kateeva, NH투자증권 리서치센터

TEL 과 Seiko Epson 의 합작 Ink-Jet Printing 장비

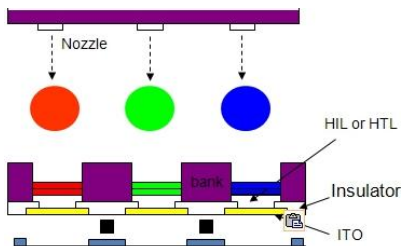


자료: Tokyo Electron, NH투자증권 리서치센터

Soluble Printing 기술 비교

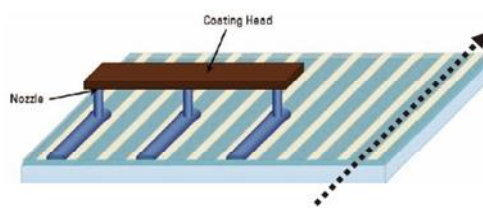
잉크젯 프린팅

: DOD(Drop on Demand) 방식의 Ink-Jet Head를 이용하여 픽셀에 잉크를 Drop시키는 방식



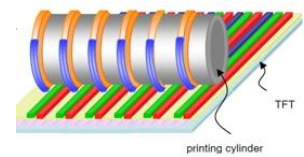
노즐 프린팅

: 고속으로 움직이는 노즐을 통하여 화소 패턴을 형성하는 방식



컨택 프린팅

: Gravure Offset으로 용액을 코팅하는 방식



자료: Olednet.com, NH투자증권 리서치센터

IV. 투자전략

대형 OLED 투자전략 키워드는 ‘종목 확산’

대형 OLED 투자가 확대될 것이라는 전망에 대해 많은 투자자들이 공감하고 있으나, 이와 관련된 장비/부품 업종에 대해서는 우려감을 나타내고 있다. 대부분 업체들의 주가가 저점을 크게 벗어난 데다, 소수를 제외하고는 여전히 분기/연간 실적 변동성이 크기 때문이다. 또한 올 하반기의 강력한 실적 모멘텀을 감안하더라도 2016년 실적기준 Valuation이 결코 매력적이지 않다는 점 역시 부담스러운 요인이다.

그러나 디스플레이 장비/부품 업종 투자는 사이클에 대응하는 성격을 갖기 때문에 분기 Forward 개념으로 접근하는 것이 바람직하다. 단순히 연간 예상실적을 기준으로 할 경우에는 2017년 실적개선에 대한 가시성이 확보되는 올 하반기에나 접근할 수 있을 것이다. 그리고 아마도 그 때에는 주가가 이미 상당부분 상승했을 가능성이 높다. 지금은 2018년까지 이어지는 투자확대 사이클에 대응할 시기이지 단기적인 잔파도를 고려할 시기가 아니라고 판단한다.

당사는 대형 OLED 디스플레이 투자전략 키워드를 ‘종목확산’으로 제시한다. 이와 관련, 투자 유망한 패넬업체로는 LG디스플레이, 장비업체로는 원익IPS, 에스에프에이, 주성엔지니어링, 예스티, 영우디에스피, 소재업체로는 에스앤에스텍, 덕산네오룩스, UDC를 제시한다.

주요 업체들 OLED 제품 라인업 현황

	Flexible OLED	대형 OLED	주요 고객사
에스에프에이	FA, CVD, Evaporator 등	FA, CVD, Evaporator 등	삼성디스플레이, 트롤리 등
원익IPS	Dry Etcher 등	Dry Etcher, FA, CVD, Evaporator 등	삼성디스플레이 등
주성엔지니어링	CVD, Encapsulator 등	CVD, Encapsulator 등	LG디스플레이, CPT 등
예스티	Auto Clave, TCU, Oven	VDO, TCU, Oven	삼성전자, 삼성디스플레이 등
영우디에스피	검사/측정 장비	검사/측정 장비	삼성디스플레이, CEC Panda 등
에스앤에스텍	Black mask	Black mask	삼성디스플레이, HOYA, PKL 등
덕산네오룩스	HTL, Red Host, Functional Layer 등		삼성디스플레이 등
UDC	Red, Green 등		삼성디스플레이, LG디스플레이 등
Idemitsu Kosan	HTL, ETL, Functional Layer, Green, Red 등		삼성디스플레이, LG디스플레이 등

자료: NH투자증권 리서치센터

LG디스플레이(034220.KS)

세상이 어지러울 때 기회가 찾아온다

Company Report | 2016. 3. 17

주가는 현재 LCD 하락 사이클, 실적 감익 등을 모두 반영한 것으로 판단. 향후에는 실질적으로 디스플레이 산업 핵심 지표의 방향성 등에 더 민감하게 반응할 전망이다. 따라서 지표가 추가로 악화되지 않는다면, 주가는 하방경직성을 확보한 가운데 저점을 높여갈 것으로 예상

2016년 분기 실적 흐름 전망 상저하고 유지

최근 LCD 패널 가격 하락세 등이 둔화되면서 LG디스플레이 실적의 '상반기 저점, 하반기 턴어라운드' 기대감이 높아지고 있는 상황. 당사도 기 전망대로 올 하반기 LG디스플레이가 실적 턴어라운드에 성공할 것으로 예상. 주 배경은 1) 대형 TV패널 양산에 따른 기존 범용 패널 생산 감소, 2) 애플 신규 아이폰 출시에 따른 IT패널 출하 증가 전망, 3) 대형 OLED 패널 원가 경쟁력 강화에 따른 OLED 사업부 실적 개선 전망 등으로 판단

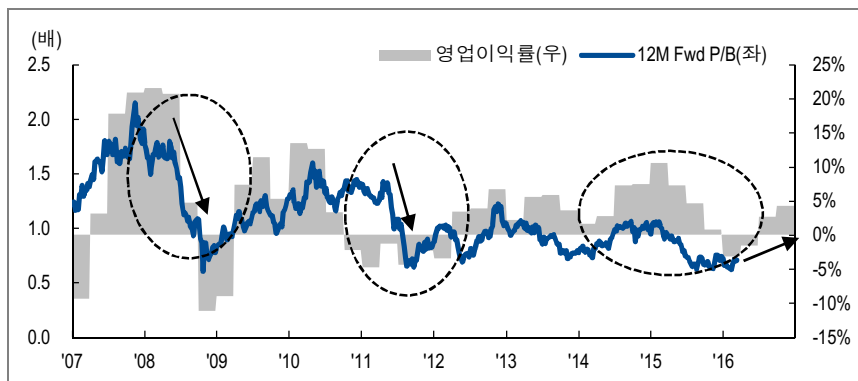
불확실성이 높은 시기에는 시장 지위를 강화하는 업체에 초점

LG디스플레이는 대형/중소형 OLED 패널 부문에서 OLED 소재 기술 제휴선 확대, OLED 특허 경쟁력 강화, 차세대 설비투자 집행 등을 바탕으로 시장 지위 지속 강화할 전망이다. 특히 대형 OLED 선행투자에 성공한 LG디스플레이의 생산능력 우위는 심화될 전망이다. 신규 시장 개척과 고객 기반 강화도 지속될 것으로 예상

대형/중소형 OLED 부문의 시장 지배력 강화는 중장기적 관점에서 실적 Upside Potential을 강화하는 요인이라고 판단

올 하반기 실적 턴어라운드 전망에 대한 자신감이 높아지는 시기에 주가 상승 탄력은 강해질 것으로 예상. 이에 LG디스플레이에 대해 긍정적 접근을 권고. Buy 투자 의견 및 목표주가 29,000원 유지

'상반기 저점, 하반기 턴어라운드' 기대감이 높아지고 있다



자료: NH투자증권 리서치센터

Buy (유지)

목표주가 29,000원 (유지)

현재가 ('15/03/15) 25,000원

업종	전기전자
KOSPI / KOSDAQ	1,969.97 / 693.34
시가총액(보통주)	8,945.4십억원
발행주식수(보통주)	357.8백만주
52주 최고가('15/03/18)	32,800원
최저가('15/11/16)	20,600원
평균거래대금(60일)	37,482백만원
배당수익률(2016E)	2.0%
외국인지분율	31.3%

주요주주	
LG전자 외 2인	37.9%
국민연금공단	8.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	2.0	3.3	-18.8
상대수익률 (%p)	0.1	1.6	-18.2

	2014	2015P	2016F	2017F
매출액	26,456	28,384	26,621	27,480
증감률	-2.1	7.3	-6.2	3.2
영업이익	1,357	1,626	213	1,046
영업이익률	5.1	5.7	0.8	3.8
(지배지분)순이익	904	965	141	740
EPS	2,527	2,696	394	2,068
증감률	112.2	6.7	-85.4	424.4
PER	13.3	9.1	63.4	12.1
PBR	1.1	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	2.9	1.7	2.2	2.1
ROE	8.2	8.2	1.2	5.9
부채비율	94.9	87.1	89.0	87.4
순차입금	1,828	158	113	98

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 고정우

02)768-7462, j.ko@nhwm.com

LG디스플레이 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015	2016E
Arial Shipment(km/Qtr)	9,801	9,782	9,835	10,273	9,441	9,781	9,898	10,096	37,400	39,691	39,216
q-q%	-3%	0%	1%	4%	-8%	4%	1%	2%			
y-y%	18%	5%	2%	2%	-4%	0%	1%	-2%	6%	6%	-1%
ASP(\$/m²)	652	620	622	632	561	556	605	637	671	632	590
q-q%	-16%	-5%	0%	2%	-11%	-1%	9%	5%			
y-y%	4%	1%	-5%	-18%	-14%	-10%	-3%	1%	-4%	-6%	-7%
단위당COGS(Area기준,\$/km²)	525	519	532	566	516	504	527	548	575	536	524
q-q%	-18%	-1%	2%	6%	-9%	-2%	4%	4%			
y-y%	-5%	-5%	-4%	-12%	-2%	-3%	-1%	-3%	-5%	-7%	-2%
매출액	7,022	6,708	7,158	7,496	6,089	6,256	6,882	7,393	26,456	28,384	26,621
q-q%	-16%	-4%	7%	5%	-19%	3%	10%	7%			
y-y%	26%	12%	9%	-10%	-13%	-7%	-4%	-1%	-2%	7%	-6%
매출 비중											
TV	41%	40%	39%	34%	41%	41%	41%	35%	40%	38%	39%
Monitor	17%	16%	16%	15%	17%	15%	14%	14%	18%	16%	15%
Notebook & Tablet PC	17%	16%	18%	19%	18%	17%	16%	19%	23%	18%	18%
Mobile Etc	25%	28%	27%	32%	24%	27%	30%	32%	19%	28%	28%
영업이익	744	488	333	60.6	-194	-98	187	319	1,357	1,626	213
q-q%	19%	-34%	-32%	-82%	-421%	-49%	-290%	71%			
y-y%	689%	199%	-30%	-90%	-126%	-120%	-44%	427%	17%	20%	-87%
영업이익률	10.6%	7.3%	4.7%	0.8%	-3.2%	-1.6%	2.7%	4.3%	5.1%	5.7%	0.8%
당기순이익	476	363	199	-14	-152	-76	131	244	917	1,021	147
순이익률	7%	5%	3%	0%	-2%	-1%	2%	3%	3%	4%	1%

주: 당기순이익은 지배주주+비지배주주 포함

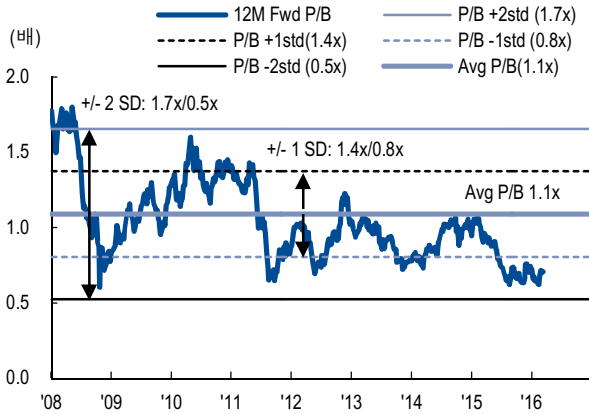
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

LG디스플레이 OLED 관련 특허 경쟁력 강화 움직임

시기	내용
2009년	- 미국 이스트만 코닥의 OLED 특허권 구매하면서 LG계열사와 함께 특허 운영 합작사 Global OLED Technology 설립 (2015년 5월 Global OLED Technology의 지분 67%를 LG전자, LG화학, Idemitsu Kosan으로부터 추가로 취득. 현재 지분율은 100%인 상황)
2014년	미국에 특허관리 전문 자회사 UNIT(Unified Innovative Technology) 설립
2014년	일본 OLED 소재업체 Idemitsu Kosan과 'OLED 기술 상호 협력 및 관련 특허 라이선스 협약' 체결
2015년	미국 OLED 소재업체 UDC와 'OLED 기술 상호 협력 및 관련 특허 라이선스 협약' 체결

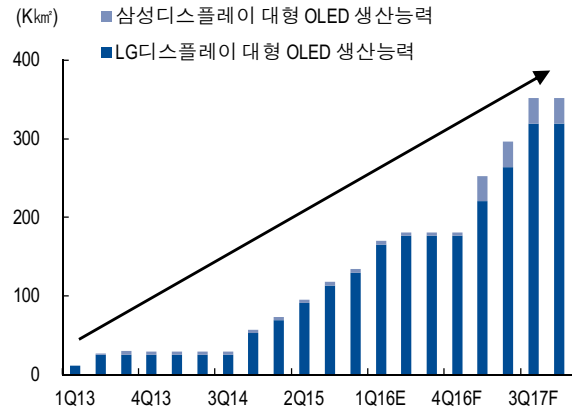
자료: 디지털타임스, NH투자증권 리서치센터

LG디스플레이 PBR Band



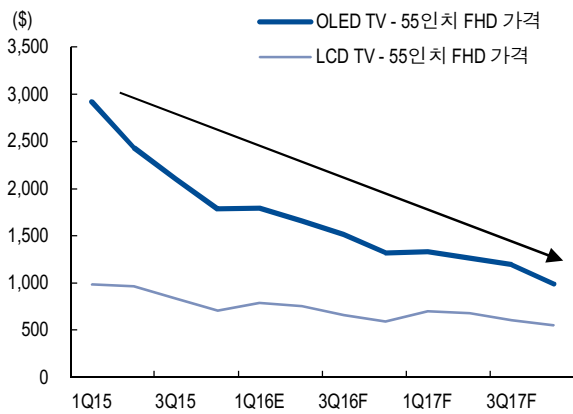
자료: NH투자증권 리서치센터

글로벌 대형 OLED 패널 생산능력 전망



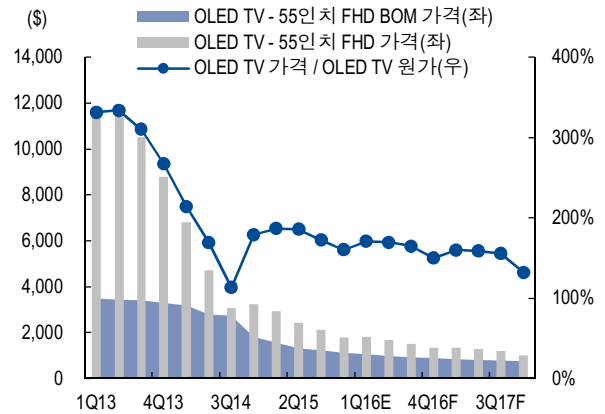
자료: NH투자증권 리서치센터

55인치 FHD 가격 격차 축소 중



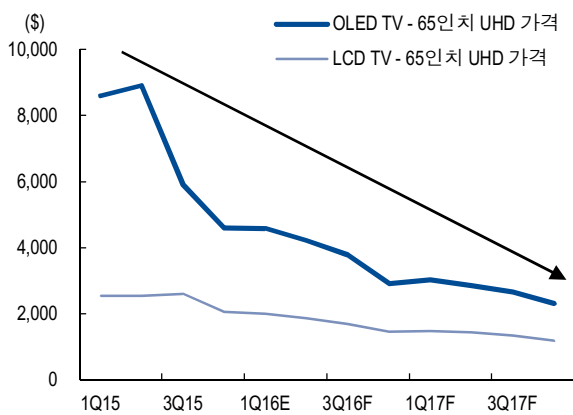
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

55인치 FHD OLED TV 원가와 가격 비교



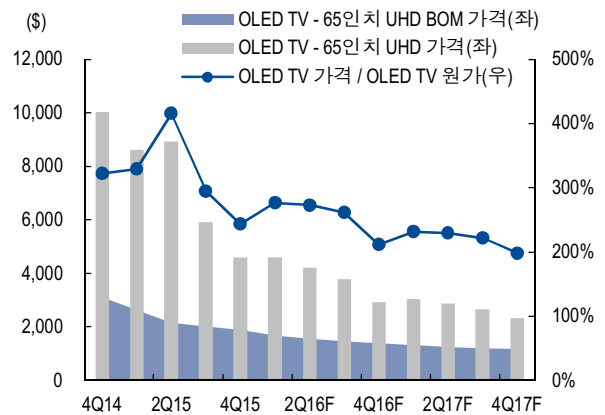
자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

65인치 UHD 가격 격차 축소 중



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

65인치 UHD OLED TV 원가와 가격 비교



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
매출액	26,456	28,384	26,621	27,480
증감률 (%)	-2.1	7.3	-6.2	3.2
매출원가	22,667	24,071	23,627	23,632
매출총이익	3,788	4,313	2,994	3,848
Gross 마진 (%)	14.3	15.2	11.2	14.0
판매비와 일반관리비	2,431	2,688	2,780	2,802
영업이익	1,357	1,626	213	1,046
증감률 (%)	16.7	19.8	-86.9	390.3
OP 마진 (%)	5.1	5.7	0.8	3.8
EBITDA	4,850	5,405	4,275	4,460
영업외손익	-115	-194	-17	-18
금융수익(비용)	-110	-144	-36	-27
기타영업외손익	-23	-67	2	-8
종속, 관계기업관련손익	18	17	16	16
세전계속사업이익	1,242	1,431	196	1,027
법인세비용	325	410	49	257
계속사업이익	917	1,021	147	771
당기순이익	917	1,021	147	771
증감률 (%)	119.0	11.3	-85.6	424.4
Net 마진 (%)	3.5	3.6	0.6	2.8
지배주주지분 순이익	904	965	141	740
비지배주주지분 순이익	13	57	6	31
기타포괄이익	-75	0	0	0
총포괄이익	843	1,021	147	771

Valuation / Profitability / Stability				
	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
PER(X)	13.3	9.1	63.4	12.1
PBR(X)	1.1	0.7	0.7	0.7
PCR(X)	2.3	1.7	2.1	2.0
PSR(X)	0.5	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(X)	2.9	1.7	2.2	2.1
EV/EBIT(X)	10.5	5.8	44.4	9.1
EPS(W)	2,527	2,696	394	2,068
BPS(W)	31,948	34,144	34,038	35,605
SPS(W)	73,936	79,326	74,399	76,801
자기자본이익률(ROE, %)	8.2	8.2	1.2	5.9
총자산이익률(ROA, %)	4.1	4.4	0.6	3.2
투자자본이익률 (ROIC, %)	9.5	12.4	2.1	11.4
배당수익률(%)	1.5	2.0	2.0	2.0
배당성향(%)	19.8	18.5	126.8	24.2
총현금배당금(십억원)	179	179	179	179
보통주 주당배당금(W)	500	500	500	500
순부채(현금)/자기자본(%)	15.5	1.2	0.9	0.7
총부채/ 자기자본(%)	94.9	87.1	89.0	87.4
이자발생부채	4,247	4,292	4,292	4,292
유동비율(%)	122.4	143.2	136.5	131.9
총발행주식수(mn)	358	358	358	358
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	33,650	24,550	25,000	25,000
시가총액(십억원)	12,040	8,784	8,945	8,945

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
현금및현금성자산	890	2,493	2,640	2,606
매출채권	3,444	3,513	3,436	3,615
유동자산	9,241	10,641	10,422	10,482
유형자산	11,403	10,921	11,291	12,243
투자자산	442	404	365	333
비유동자산	13,726	12,981	13,380	14,234
자산총계	22,967	23,622	23,802	24,716
단기성부채	968	1,090	1,057	1,057
매입채무	3,392	3,069	3,162	3,320
유동부채	7,550	7,433	7,636	7,947
장기성부채	3,279	3,203	3,235	3,235
장기충당부채	332	336	315	325
비유동부채	3,634	3,563	3,572	3,583
부채총계	11,184	10,996	11,208	11,530
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	7,455	8,241	8,203	8,764
비지배주주지분	352	409	415	445
자본총계	11,783	12,626	12,594	13,186

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
영업활동 현금흐름	2,865	4,865	4,667	4,444
당기순이익	917	1,021	147	771
+ 유/무형자산상각비	3,492	3,779	4,062	3,414
+ 종속, 관계기업관련손익	-18	-17	-16	-16
+ 외화환산손실(이익)	26	0	0	0
Gross Cash Flow	5,296	5,268	4,310	4,493
- 운전자본의증가(감소)	-2,193	82	476	278
투자활동 현금흐름	-3,451	-3,127	-4,341	-4,300
+ 유형자산 감소	40	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2,983	-2,800	-4,000	-4,000
+ 투자자산의매각(취득)	20	55	55	48
Free Cash Flow	-118	2,065	667	444
Net Cash Flow	-587	1,738	326	144
재무활동현금흐름	405	-134	-179	-179
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	405	-134	-179	-179
현금의증가	-132	1,603	147	-35
기말현금 및 현금성자산	890	2,493	2,640	2,606
기말 순부채(순현금)	1,828	158	113	98

에스에프에이 (056190.KQ)

뚜렷한 상저하고 실적흐름 전망

Company Report | 2016. 3. 17

2016년 2월 이후 에스에프에이 주가상승을 주도한 핵심포인트는 OLED 설비투자 확대에 실적 모멘텀이 강력해질 것이라는 전망이었음. 최근 이를 뒷받침하는 OLED 투자 관련 공급계약체결 공시가 발표되고 있으므로 에스에프에이 주가상승 추세는 여전히 유효하다고 판단

2016년 신규수주 확대를 통한 실적 성장 전망

에스에프에이의 2016년 분기 실적은 전체적으로 뚜렷한 상저하고 흐름을 나타낼 것으로 예상

신규수주는 전년대비 69% 증가하면서 실적 성장을 견인할 전망. 이는 1) 삼성디스플레이의 중소형 OLED 설비투자 확대, 2) 산업 설비의 자동화 비중 증가, 3) 삼성디스플레이의 대형 OLED 투자 가능성 확산 등이 전망되기 때문

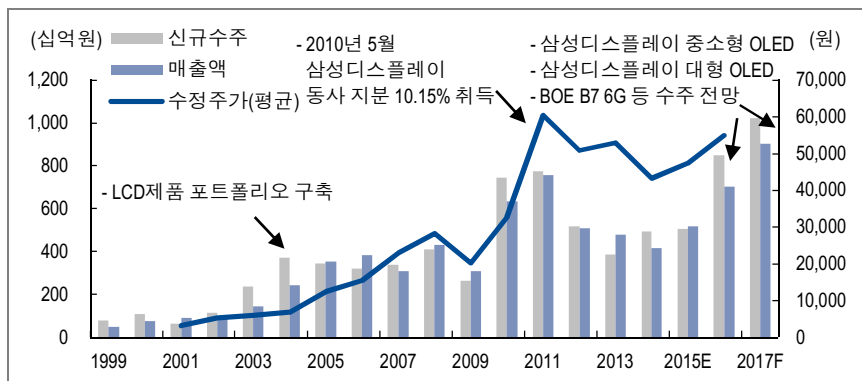
이에 에스에프에이의 2016년 매출액은 6,969억원(+32%y-y), 영업이익은 955억원(+65%y-y)으로 추정. 성장잠재력이 높은 OLED 증착 장비 수주 성공을 고려할 때, 추가 수주 전망은 낙관적

선택에 흔들릴 이유 없다고 판단

에스에프에이는 디스플레이 장비 업종 내 가장 안정적인 OLED 투자 수혜주라고 판단. 주 배경은 1) 장비 다각화와 적용 산업 다양화에 따른 영업실적 안정세 지속 전망, 2) 특화된 자동화 기술력 보유에 따른 산업 자동화 시대 수혜 전망, 3) 반도체 후공정 업체인 STS반도체 인수에 따른 디스플레이 경기 변동성 완화된 사업구조 구축 등임

에스에프에이에 대한 투자 의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존 57,000원에서 80,000원으로 상향

에스에프에이 신규 수주, 매출액, 주가 추이



자료: NH투자증권 리서치센터

Buy (유지)

목표주가 80,000원 (상향)

현재가 ('16/03/15) 60,800원

업종	기계 장비
KOSPI / KOSDAQ	1,969.97 / 693.34
시가총액(보통주)	1,091.6십억원
발행주식수(보통주)	18.0백만주
52주 최고가('16/02/29)	63,700원
최저가('15/08/24)	40,200원
평균거래대금(60일)	7,247백만원
배당수익률(2016E)	1.6%
외국인지분율	17.6%

주요주주	
디와이홀딩스 외 3인	36.4%
삼성디스플레이	10.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	34.1	40.4	18.3
상대수익률 (%)	23.7	35.0	8.2

	2014	2015P	2016E	2017F
매출액	415	526	697	905
증감률	-13.2	26.7	32.5	29.8
영업이익	46	58	95	132
영업이익률	11.0	11.0	13.7	14.5
(지배지분)순이익	41	31	79	109
EPS	2,301	1,716	4,427	6,094
증감률	-34.5	-25.4	157.9	37.7
PER	21.6	28.8	13.7	10.0
PBR	1.9	1.8	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.6	9.5	7.4	4.8
ROE	8.8	6.3	14.9	18.0
부채비율	28.4	34.3	40.4	45.1
순차입금	-361	-248	-319	-419

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 고정우

02)768-7462, j.ko@nhwm.com

디스플레이 장비 업종 Top-Pick으로 제시

투자이견 Buy 유지
목표주가 상향

에스에프에이에 대한 투자이견 매수를 유지하고 목표주가를 기존 57,000원에서 80,000원으로 상향한다. 목표주가를 상향한 것은 2016년 이후 실적전망을 상향 조정했기 때문이다. 목표주가는 잔여이익 모델(RIM: Residual Income Model)을 통해 산출하였다. 목표주가 80,000원은 2016년 예상실적 기준 PER 18.0배, PBR 2.5배에 해당하며, 현 주가 대비 상승력은 32%이다.

에스에프에이 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2015P	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Net profit	31	79	109	121	131	141	142	163	184	209	233	263
Shareholder's equity	501	563	655	759	873	996	1,118	1,254	1,404	1,570	1,751	1,950
Forecast ROE (FROE)	6.3%	14.9%	18.0%	17.1%	16.1%	15.1%	13.5%	13.7%	13.8%	14.0%	14.1%	14.2%
Spread (FROE-COE)	-1.3%	7.3%	10.3%	9.5%	8.4%	7.4%	5.8%	6.1%	6.2%	6.4%	6.4%	6.6%
Residual income	-7	39	63	67	69	69	62	72	82	95	107	122
Cost of equity (COE)	7.6%											
Beta	0.5											
Market risk premium (Rm-Rf)	7.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	477											
PV of forecast period RI	527											
PV of continuing value	336											
Equity value (C+P)	1,340											
No of shares (common, Thou)	17,954											
		12m TP										
Fair price (C)		80,356										
Current price (C)		60,800										
Upside (-downside)		32.2%										
Implied P/B (x)		2.8										
Implied P/E (x)		16.5										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

에스에프에이 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015P	2016E	2017F
매출액	- 수정 후	415.1	526.1	696.9	904.7
	- 수정 전			586.9	643.1
	- 변동률			18.7	40.7
영업이익	- 수정 후	45.7	58.0	95.5	131.5
	- 수정 전			70.9	81.0
	- 변동률			34.7	62.5
영업이익률(수정 후)		11.0	11.0	13.7	14.5
EBITDA		55.6	67.2	103.9	139.2
(지배지분)순이익		41.3	30.8	79.5	109.4
EPS	- 수정 후	2,301	1,716	4,427	6,094
	- 수정 전			3,355	3,870
	- 변동률			32.0	57.5
PER		21.6	28.8	13.7	10.0
PBR		1.9	1.8	1.9	1.7
EV/EBITDA		9.6	9.5	7.4	4.8
ROE		8.8	6.3	14.9	18.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

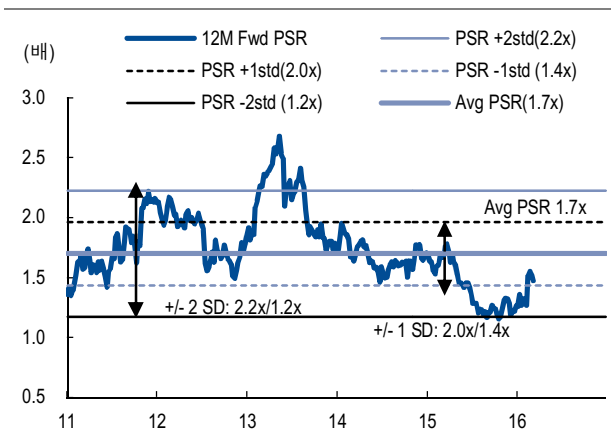
에스에프에이 실적 전망 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2014	2015P	2016E
신규수주	98.0	162.9	121.5	120.3	128.9	165.2	241.7	313.8	490.9	502.7	849.7
G/R q-q	-52%	66%	-25%	-1%	7%	28%	46%	30%	28%	2%	69%
매출액	87.0	142.7	142.9	153.4	105.3	154.1	196.0	241.6	415.1	526.1	696.9
G/R q-q	-47%	64%	0%	7%	-31%	46%	27%	23%	-13%	27%	32%
영업이익	2.5	17.6	17.6	20.3	11.1	21.1	27.8	35.5	45.7	58.0	95.5
G/R q-q	-90%	597%	0%	15%	-46%	91%	32%	28%	-29%	27%	65%
영업이익률	3%	12%	12%	13%	11%	14%	14%	15%	11%	11%	14%

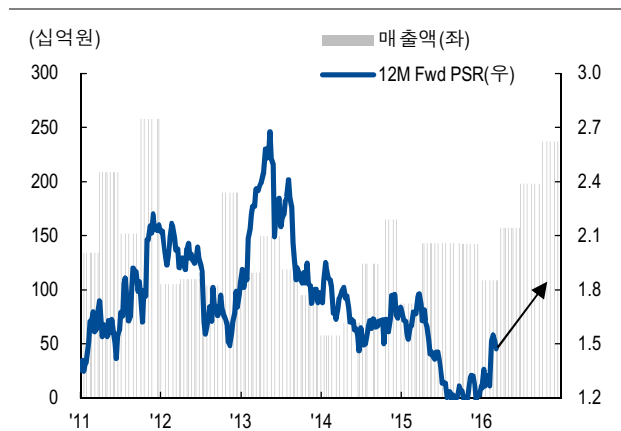
자료: 에스에프에이, NH투자증권 리서치센터

에스에프에이 12M Fwd PSR



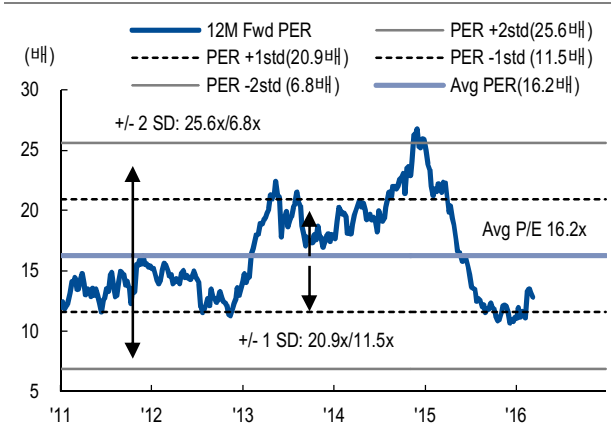
자료: NH투자증권 리서치센터

에스에프에이 매출액 Vs 12M Fwd PSR



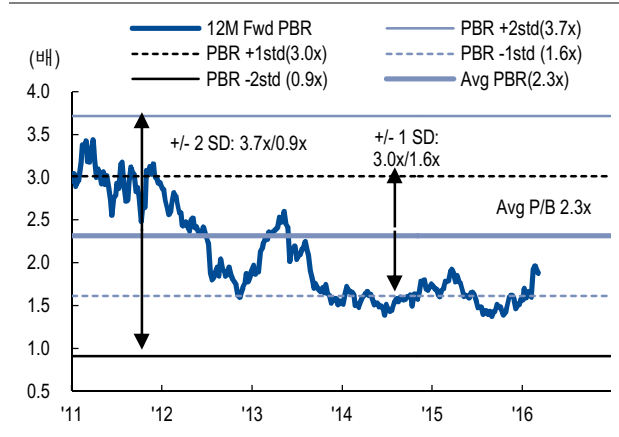
자료: NH투자증권 리서치센터

에스에프에이 12M Fwd PER



자료: NH투자증권 리서치센터

에스에프에이 12M Fwd PBR



자료: NH투자증권 리서치센터

에스에프에이 주요 수주공시 내역

공시일	계약상대방	수주금액(십억원)	계약기간		공급내용
			시작일	종료일	
2016.02.29	삼성디스플레이	153.5	2016.02.26	2016.08.28	디스플레이용 제조장비
2015.10.29	Truly Smart Display	51.9	2014.12.18	2015.11.30	OLED 제조장비
2015.06.17	삼성디스플레이	61.8	2015.06.16	2015.10.15	디스플레이용 제조장비
2014.10.28	CSOT	10.0	2014.08.12	2015.02.28	LCD 제조장비
2014.10.02	BOE	31.6	2014.05.28	2015.03.31	LCD 제조장비
2014.07.14	삼성디스플레이	93.1	2014.07.11	2014.11.30	OLED 제조장비
2013.05.23	삼성디스플레이	26.7	2011.12.28	2013.05.22	AMOLED 제조장비
2012.12.10	삼성디스플레이	151.5	2012.12.07	2013.05.01	AMOLED 제조장비

자료: 전자공시, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
매출액	415	526	697	905
증감률 (%)	-13.2	26.7	32.5	29.8
매출원가	333	418	537	700
매출총이익	83	108	159	205
Gross 마진 (%)	19.9	20.5	22.9	22.7
판매비와 일반관리비	37	50	64	74
영업이익	46	58	95	132
증감률 (%)	-29.2	26.8	64.6	37.7
OP 마진 (%)	11.0	11.0	13.7	14.5
EBITDA	56	67	104	139
영업외손익	7	-7	6	9
금융수익(비용)	8	6	6	7
기타영업외손익	-1	-14	1	1
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	52	51	102	140
법인세비용	11	20	22	31
계속사업이익	41	31	79	109
당기순이익	41	31	79	109
증감률 (%)	-34.5	-25.4	157.9	37.7
Net 마진 (%)	9.9	5.9	11.4	12.1
지배주주지분 순이익	41	31	79	109
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0
총포괄이익	43	31	79	109

Valuation / Profitability / Stability				
	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
PER(X)	21.6	28.8	13.7	10.0
PBR(X)	1.9	1.8	1.9	1.7
PCR(X)	15.9	16.6	10.4	7.8
PSR(X)	2.1	1.7	1.6	1.2
EV/EBITDA(X)	9.6	9.5	7.4	4.8
EV/EBIT(X)	11.6	11.0	8.1	5.1
EPS(W)	2,301	1,716	4,427	6,094
BPS(W)	26,594	27,920	31,375	36,497
SPS(W)	23,122	29,300	38,814	50,388
자기자본이익률(ROE, %)	8.8	6.3	14.9	18.0
총자산이익률(ROA, %)	6.9	4.8	10.9	12.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	32.3	27.2	60.6	85.7
배당수익률(%)	1.3	0.8	1.6	1.6
배당성향(%)	27.5	22.8	22.0	15.9
총현금배당금(십억원)	11	7	17	17
보통주 주당배당금(W)	652	402	1,000	1,000
순부채(현금)/자기자본(%)	-75.5	-49.4	-56.6	-64.0
총부채/ 자기자본(%)	28.4	34.3	40.4	45.1
이자발생부채	12	15	19	25
유동비율(%)	398.7	262.2	257.5	259.6
총발행주식수(mn)	18	18	18	18
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	49,650	49,450	60,800	60,800
시가총액(십억원)	891	888	1,092	1,092

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
현금및현금성자산	342	225	288	380
매출채권	60	76	101	131
유동자산	482	402	522	684
유형자산	104	97	92	87
투자자산	3	149	151	155
비유동자산	131	272	269	267
자산총계	613	673	791	951
단기성부채	12	15	19	25
매입채무	52	66	87	113
유동부채	121	153	203	263
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	12	15	20	26
비유동부채	15	19	25	32
부채총계	136	172	228	296
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	27	27	27	27
이익잉여금	464	487	549	641
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	477	501	563	655

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12F
영업활동 현금흐름	20	47	82	123
당기순이익	41	31	79	109
+ 유/무형자산상각비	10	9	8	8
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	56	54	105	141
- 운전자본의증가(감소)	-35	7	-6	6
투자활동 현금흐름	238	-157	-16	-19
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-3	-3	-3	-3
+ 투자자산의매각(취득)	1	-146	-2	-3
Free Cash Flow	17	44	79	120
Net Cash Flow	259	-109	66	103
재무활동현금흐름	-19	-8	-2	-12
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-19	-8	-2	-12
현금의증가	240	-118	64	92
기말현금 및 현금성자산	342	225	288	380
기말 순부채(순현금)	-361	-248	-319	-419

원익IPS (030530.KQ)

성장의 키워드는 '대형 OLED 본격화'

Company Report | 2016. 3. 17

원익IPS는 OLED 확대, 3D NAND 본격화에 따라 수혜 전망. 2017년에 도 OLED 투자 확대 사이클 이어질 것으로 보임에 따라 매수전략 권고

2016년 실적 성장 키워드는 OLED와 3D NAND

2016년 원익IPS의 실적 성장 키워드는 OLED 수요 확대와 3D NAND 본격화임. OLED 확대에 따라 OLED 패널 식각에 사용되는 Dry Etcher 장비, 유기물 증착 장비인 Evaporation 장비 수요 확대 전망. 한편, 봉지(Encapsulation) 장비의 경우 주요 고객사를 중심으로 제품 테스트 중인 것을 감안 시 지속적인 모니터링 통한 수주 가능성 확인 필요

또한 반도체 부문에서는 3D NAND가 고단으로 가면서 더 얇고 균일한 증착 기술이 필요해짐에 따라 원익IPS의 3D NAND용 PE CVD(플라즈마 화학증착장비), ALD CVD(원자층 증착장비)에 대한 수요 확대 전망

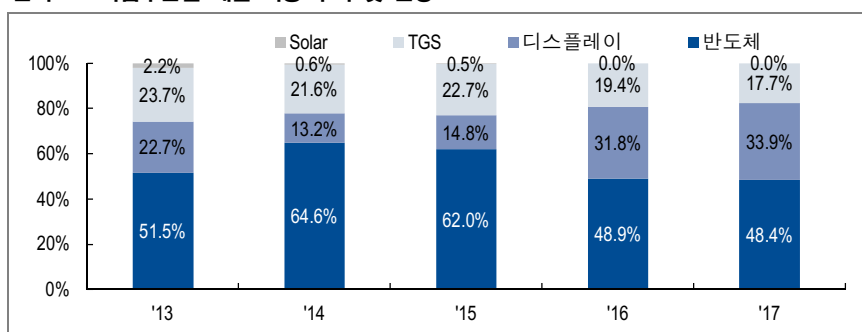
인적 분할은 중장기적으로 긍정적 영향 미칠 전망

한편 원익IPS는 장비 사업부문 원익아이피에스를 신설법인으로 재상장하고, 투자사업부문 원익티지예스(TGS사업부 포함)를 존속법인으로 4월 1일 인적 분할할 예정

신설법인 원익아이피에스는 2016-2017년 반도체/디스플레이 수주 모멘텀을 기반으로 한 실적 성장 예상. 존속법인 원익티지예스의 경우 안정적인 실적 기반으로 향후 중간 지주 지배구조 전환에 따라 배당 매력도 확대될 것으로 전망됨. 이에 따라 이번 인적 분할은 중장기적인 관점에서 원익IPS에게 긍정적 영향 미칠 전망

당사는 원익IPS에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 15,000원을 유지. 목표주는 OLED 시장 확대와 3D NAND 시장 본격화가 예상되는 2016년 실적 기준 PER 18.3배, PBR 2.5배에 해당. 대형 OLED 투자 수혜 Top-Pick으로 원익IPS를 제시

원익IPS 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치센터, 원익IPS

Buy (유지)

목표주가 15,000원 (유지)

현재가 ('16/03/15) 11,650원

업종	반도체
KOSPI / KOSDAQ	1,969.97 / 693.34
시가총액(보통주)	937.8십억원
발행주식수(보통주)	80.5백만주
52주 최고가('15/06/22)	16,150원
최저가('15/11/10)	8,340원
평균거래대금(60일)	31,311백만원
배당수익률(2016E)	0.00%
외국인지분율	17.8%

주요주주
원익 외 12인 23.3%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	22.9	14.2	-7.2
상대수익률 (%p)	13.4	9.8	-15.1

	2014	2015P	2016E	2017F
매출액	557	647	692	790
증감률	31.7	16.2	6.9	14.1
영업이익	92	99	108	121
영업이익률	16.5	15.3	15.6	15.3
(지배지분)순이익	47	61	66	73
EPS	581	760	821	910
증감률	55.7	30.8	8.0	10.8
PER	24.0	14.9	14.2	12.8
PBR	3.1	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.2	7.6	6.9	5.9
ROE	13.8	15.8	14.7	14.2
부채비율	44.6	42.4	38.7	38.0
순차입금	-69	-82	-139	-197

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김대근

02)768-7546, d.kim@nhwm.com

Analyst 이세철

02)768-7585, peter.lee@nhwm.com

원익 IPS 의 Dry Etcher 장비



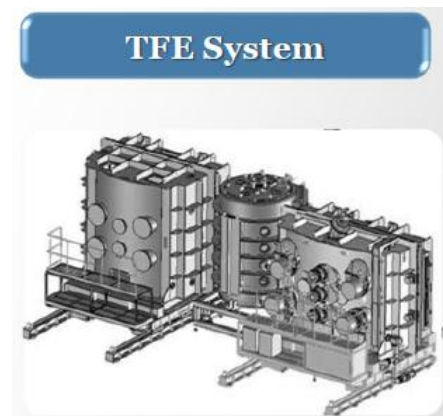
자료: 원익IPS, NH투자증권 리서치센터

원익 IPS 의 Evaporation 장비



자료: 원익IPS, NH투자증권 리서치센터

원익 IPS 의 Encapsulation 장비



자료: 원익IPS, NH투자증권 리서치센터

원익 IPS 사업부 QUF 실적 추이 ALC 전망

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016E	2017F
매출액(연결)	155.4	109.5	225.6	156.9	143.7	131.6	195.7	221.1	647.6	692.0	789.8
매출액(별도)	116.8	66.4	175.2	96.9	87.0	76.2	138.3	163.3	455.1	464.8	521.2
반도체	95.2	49.0	112.2	25.7	61.8	42.6	67.7	63.6	282	236	268
디스플레이	0.2	2.2	28.1	36.9	7.2	18.3	46.7	63.5	67	136	155
TGS	21.3	15.1	32.6	34.3	18.0	15.3	23.8	36.2	103	93	98
Solar	0.1	0.0	2.2	-	-	-	-	-	2	0	0
원익머트리얼즈	39	43	50	60	57	55	57	58	192	227	269
영업이익(연결)	29.1	12.7	43.5	13.9	23.6	17.2	32.2	34.6	99.2	107.6	120.7
영업이익률	18.7%	11.6%	19.3%	8.9%	16.4%	13.1%	16.4%	15.6%	15.3%	15.6%	15.3%

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

주: TGS - Total Gas Solution

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12F	2017/12F
매출액	557	647	692	790
증감률 (%)	31.7	16.2	6.9	14.1
매출원가	360	440	478	552
매출총이익	197	208	214	238
Gross 마진 (%)	35.3	32.1	31.0	30.1
판매비와 일반관리비	105	109	107	117
영업이익	92	99	108	121
증감률 (%)	66.7	8.0	8.4	12.2
OP 마진 (%)	16.5	15.3	15.6	15.3
EBITDA	113	125	135	150
영업외손익	-15	-3	-3	-3
금융수익(비용)	-8	2	3	5
기타영업외손익	-8	-5	-6	-7
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	77	96	105	118
법인세비용	20	23	23	26
계속사업이익	57	73	82	92
당기순이익	57	73	82	92
증감률 (%)	52.9	27.8	11.7	12.6
Net 마진 (%)	10.3	11.3	11.8	11.6
지배주주지분 순이익	47	61	66	73
비지배주주지분 순이익	10	12	15	19
기타포괄이익	-3	0	0	0
총포괄이익	54	73	82	92

Valuation / Profitability / Stability				
	2014/12A	2015/12P	2016/12F	2017/12F
PER(배)	24.0	14.9	14.2	12.8
PBR(배)	3.1	2.2	1.9	1.7
PCR(배)	9.3	7.5	7.1	6.5
PSR(배)	2.0	1.4	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	10.2	7.6	6.9	5.9
EV/EBIT(배)	12.5	9.5	8.6	7.3
EPS(원)	581	760	821	910
BPS(원)	4,434	5,194	6,015	6,832
SPS(원)	6,922	8,042	8,596	9,811
자기자본이익률(ROE, %)	13.8	15.8	14.7	14.2
총자산이익률(ROA, %)	9.1	10.3	10.2	10.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	26.8	29.8	29.2	31.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.9
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	10.3
총현금배당금(십억원)	0	0	0	8
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	100
순부채(현금)/자기자본(%)	-15.2	-15.6	-22.7	-28.4
총부채/ 자기자본(%)	44.6	42.4	38.7	38.0
이자발생부채	54	50	50	52
유동비율(%)	181.4	182.2	208.6	226.9
총발행주식수(백만주)	81	81	81	81
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	13,950	11,350	11,650	11,650
시가총액(십억원)	1,123	914	938	938

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	102	109	163	220
매출채권	81	94	101	115
유동자산	293	331	401	491
유형자산	176	196	212	223
투자자산	111	129	138	157
비유동자산	366	401	425	454
자산총계	659	753	846	966
단기성부채	36	35	36	38
매입채무	82	96	102	117
유동부채	162	182	192	217
장기성부채	18	15	14	14
장기충당부채	12	14	15	17
비유동부채	42	43	44	47
부채총계	203	224	236	264
자본금	40	40	40	40
자본잉여금	170	170	170	170
이익잉여금	164	225	291	357
비지배주주지분	99	111	126	145
자본총계	456	529	610	695

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	89	95	107	108
당기순이익	57	73	82	92
+ 유/무형자산상각비	21	25	27	29
+ 종속, 관계기업관련손익	9	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	120	122	132	145
- 운전자본의증가(감소)	-19	-4	-2	-12
투자활동 현금흐름	-72	-81	-48	-55
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-31	-43	-42	-39
+ 투자자산의매각(취득)	-30	-18	-9	-19
Free Cash Flow	58	52	65	69
Net Cash Flow	17	14	59	53
재무활동현금흐름	-10	-5	-2	0
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-9	-5	-2	0
현금의증가	8	7	55	49
기말현금 및 현금성자산	102	109	163	213
기말 순부채(순현금)	-69	-82	-139	-197

주성엔지니어링(036930.KQ)

2016년 실적 턴어라운드!

Company Report | 2016. 3. 17

주성엔지니어링은 주요 고객사의 OLED 본격화, 미세공정 전환 가속화에 따라 디스플레이, 반도체 사업 부문 등 주요 사업 부문 위주 실적 확대 전망. 이와 더불어 태양광 사업 관련 부실 매출채권 및 매도가능증권 등이 대부분 상각됨에 따라 실적 불확실성 해소 기대

LG디스플레이의 OLED 투자 본격화

2016년 LG디스플레이는 TV용 대형 OLED 패널은 물론 스마트폰용 중소형 OLED 패널 투자를 병행할 것으로 예상

주성엔지니어링은 대형 OLED Backplane 공정에 사용되는 Oxide TFT용 PE CVD, 중소형 및 대형 OLED 패널 제조 봉지공정에 사용되는 Encapsulation 장비 등을 고루 보유함에 따라 수주 모멘텀 확보

또한 주요 고객사인 SK하이닉스가 25nm에서 2Znm(20나노 초반)급으로의 미세공정 전환을 가속화함에 따라 반도체 부문의 실적 성장 예상

태양광 사업 관련 불확실성 해소

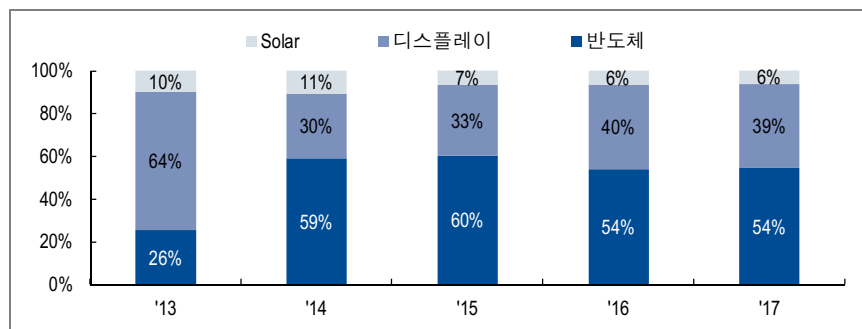
한편 주성엔지니어링은 2015년 태양광 사업 관련 부실 매출채권 400억원 중 약 83% 상각, 부실 투자 관련 기업 매도가능증권 560억원 중 약 90% 상각 완료. 이에 따라 그간 동사의 실적 성장을 저해하던 불확실성 해소된 것으로 판단

주요 고객사들의 투자 로드맵과 맞물린 실적 성장

2016년 주성엔지니어링의 실적은 매출 2,358억원(+34.3% y-y), 영업이익 395억원(+159.9% y-y)으로 전년 대비 큰 폭의 성장세를 나타내 올해가 실적 턴어라운드의 원년이 될 전망

주성엔지니어링에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 11,000원 제시

주성엔지니어링사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



자료: NH투자증권 리서치센터, 원익IPS

Buy (신규)

목표주가 11,000원 (신규)

현재가 ('16/03/15) 8,250원

업종 반도체

KOSPI / KOSDAQ 1,969.97 / 693.34

시가총액(보통주) 398.1십억원

발행주식수(보통주) 48.2백만주

52주 최고가('16/01/18) 8,920원

최저가('15/08/24) 4,370원

평균거래대금(60일) 7,654백만원

배당수익률(2016E) 0.00%

외국인지분율 11.7%

주요주주

황철주 외 4인 27.8%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%) 13.0 74.4 58.7

상대수익률 (%) 4.3 67.7 45.1

	2014	2015P	2016E	2017F
매출액	142	176	236	244
증감률	-7.6	23.7	34.3	3.5
영업이익	10	15	39	43
영업이익률	6.7	8.7	16.7	17.6
(지배지분)순이익	-21	8	32	35
EPS	-462	160	658	724
증감률	적지	흑전	312.6	10.0
PER	N/A	49.4	12.5	11.4
PBR	1.5	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	14.2	19.3	10.4	9.8
ROE	-20.5	6.9	24.3	21.3
부채비율	183.4	170.5	145.8	117.0
순차입금	128	113	103	95

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 김대근

02)768-7546, d.kim@nhwm.com

Analyst 이세철

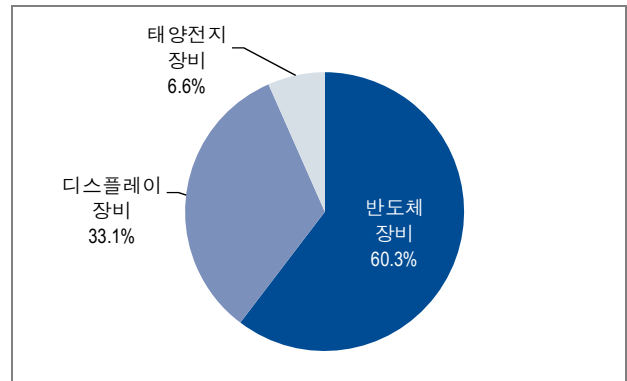
02)768-7585, peter.lee@nhwm.com

기업개요

- 주성엔지니어링은 반도체, 디스플레이, 태양전지, 신재생에너지, LED 및 OLED 제조장비의 제조 및 판매 등을 주 사업목적으로 영위하는 전문회사로서 1993년 6월에 설립되어, 1995년 4월에 법인 전환하였음. 또한 1999년 12월에 코스닥 시장 상장 승인 이후 1999년 12월 24일 상장됨
- 동사는 90년대 후반 반도체 장비분야에서 세계적인 기술력과 품질을 인정받았으나, 2002년 디스플레이 장비, 2007년 태양전지 장비, 2010년 LED 및 OLED 장비 등으로 사업을 확장하면서 재무적으로 어려움을 겪은 바 있음. 특히, 태양전지 장비 사업은 전방사업 악화로 실적 부진을 겪으며 동사의 실적 성장을 저해
- 최근 DRAM 20nm 공정 전환 및 SK하이닉스 M14투자로 장비 수주 증가함에 따라 흑자 전환에 성공, 그간 이어져왔던 실적 부진의 맥을 끊고 실적 턴어라운드하는 면모를 보임

제품별 매출비중

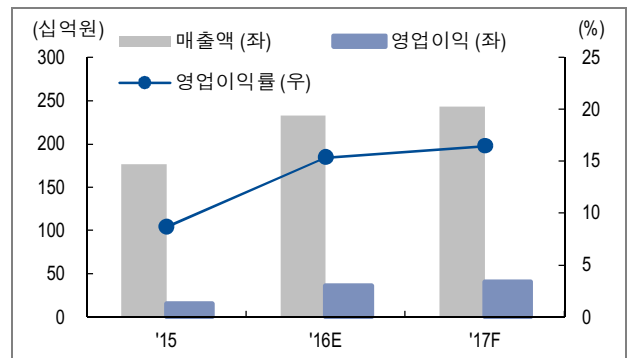
- 2015년 기준 주성엔지니어링의 매출은 약 1,756억원으로, 부문별 매출비중은 반도체 장비 부문 60.3%, FPD 장비 부문 33.1%, 태양전지 장비 부문 6.6% 등임



자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터

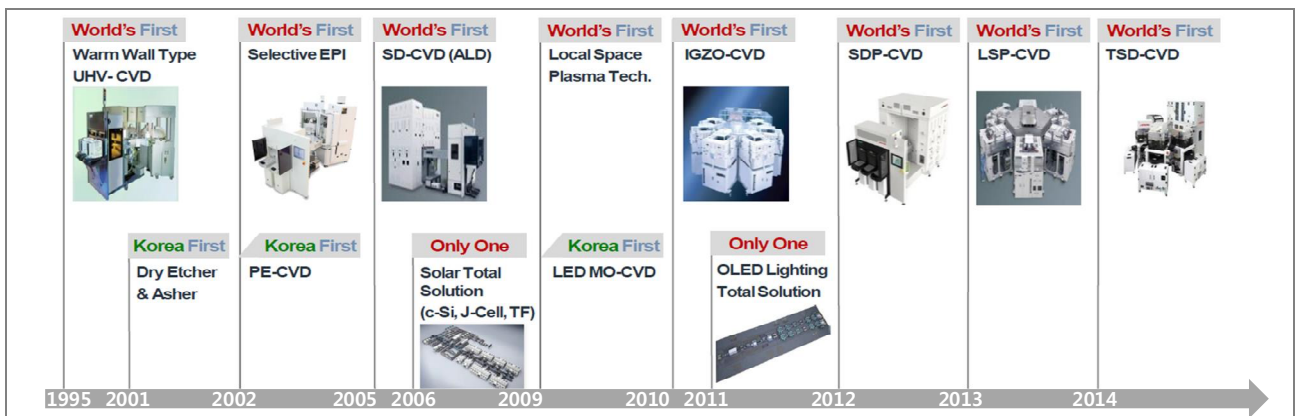
영업 실적 추이 및 전망

- 주성엔지니어링은 태양광 산업 업황 부진에 따른 충당 비용 증가로 재무적인 어려움을 겪으며 2014년까지 적자 지속
- 그러나 태양광 관련 부문의 부실 채권 및 부실 투자분이 대부분 상각되었고, 반도체 산업 내 미세공정 전환 확대, 디스플레이 산업 OLED 투자 본격화 등에 따른 고객사 설비투자 확대에 힘입어 매출과 수익 구조 개선됨. 이에 따라 2015년 흑자 전환 이루어냄. 향후 고객사의 기술 로드맵에 맞는 제품 지속 공급하며 외적, 질적 성장 이어갈 전망



자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터 전망

주성엔지니어링 장비 생산 이력



자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터

투자의견 Buy, 목표주가 11,000원 제시

투자의견 Buy,
목표주가 11,000원

주성엔지니어링에 대해 목표주가 11,000원 및 투자의견 Buy로 신규 커버리지 개시한다 (현 주가 대비 29% 상승여력 보유). 목표주가 11,000원은 RIM(Residual Income Model)을 통해 산출했으며 반도체 및 디스플레이 수주 확대에 따른 실적 성장이 기대되는 2016년 기준 PER 16.7배, PBR 3.6배에 해당한다.

주성엔지니어링 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2015P	2016E	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Net profit	8	32	35	36	37	36	47	60	78	106	147	210
Shareholder's equity	115	146	181	217	254	290	335	393	467	565	697	882
Forecast ROE (FROE)	6.9%	24.3%	21.3%	17.9%	15.5%	13.3%	15.0%	16.5%	18.1%	20.6%	23.3%	26.6%
Spread (FROE-COE)	-4.1%	13.3%	10.3%	6.9%	4.5%	2.3%	4.0%	5.5%	7.1%	9.6%	12.3%	15.6%
Residual income	-4	17	17	14	11	6	12	20	31	50	78	123
Cost of equity (COE)	11.0%											
Beta	1.0											
Market risk premium (Rm-Rf)	7.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	107											
PV of forecast period RI	165											
PV of continuing value	200											
Equity value (C+P)	472											
No of shares (common, mn)	48,249											
		12m TP										
Fair price (C)		10,851										
Current price (C)		8,250										
Upside (-downside)		31.5%										
Implied P/B (x)		4.3										
Implied P/E (x)		16.1										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주가가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

디스플레이 부문은 OLED 투자 확대 수혜 예상

2016년 주성엔지니어링의 주요 고객사인 LG디스플레이의 OLED 투자가 본격화됨에 따라 디스플레이 부문의 수혜가 전망된다.

주성엔지니어링은 기존 고객사에게 공급해오던 중소형, 대형 OLED 패널 Encapsulation 장비와 함께 신규로 수주를 받고 있는 Oxide TFT용 PE CVD장비를 기반으로 OLED 투자 확대에 따른 수주를 이어갈 것으로 예상된다.

일반적으로 디스플레이 장비의 리드타임이 6개월 수준임을 감안 시 수주와 실적 인식에는 시간적 불균형이 존재한다. 즉 주요 고객사가 작년 4분기에 이어서 상반기 내 대형 OLED 투자를 집행할 경우 Oxide TFT용 PE CVD 수주 물량은 빠르면 1분기, 늦어도 2분기부터 실적으로 인식될 것으로 예상된다.

Encapsulation 장비의 경우 대형 OLED 패널뿐 아니라 중소형 OLED 패널에도 대응 가능함에 따라 1분기를 제외한 2, 3, 4분기에는 수주 공백 없이 전반적으로 높은 실적을 기록할 전망이다.

디스플레이 부문은 2016년 OLED 관련 투자가 지속 집행되고, Oxide PE CVD 등 신규 제품 매출이 일어나고 있어 전년 대비 60.6% 성장한 933억원의 매출을 기록할 전망이다.

한편 주성엔지니어링은 중소형 패널용 LTPS(저온 폴리실리콘) PE CVD 장비 또한 개발 중인데, 올해 안에 고객사로부터 장비 검증을 마칠 경우 이르면 올해 말, 늦어도 2017년부터 매출에 기여할 것으로 예상된다.

디스플레이 장비 (1) - Oxide PE CVD (LCD 제품의 변형)



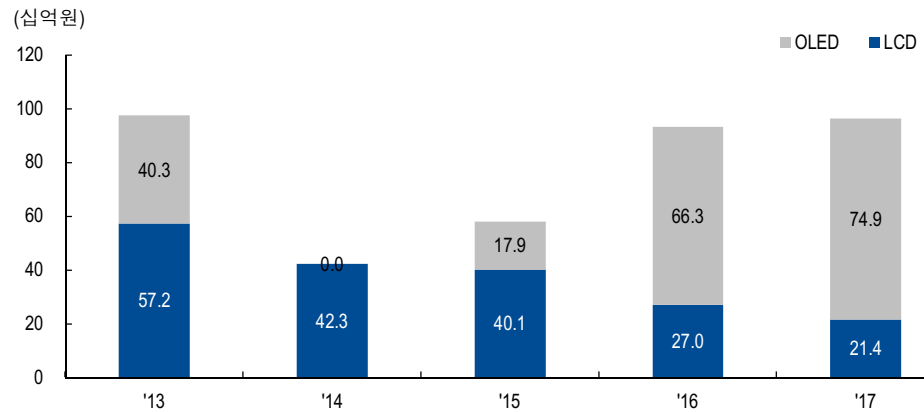
자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터

디스플레이 장비 (2) - Encapsulation 장비



자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터

주성엔지니어링 디스플레이 부문 실적 추이 및 전망



자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터 전망

주성엔지니어링 사업부별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16E	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015	2016E	2017F
매출액	34.0	41.4	51.7	48.6	51.3	74.4	65.6	44.5	175.7	235.8	244.2
반도체	26.8	31.0	29.4	18.8	39.1	39.7	31.2	17.5	106.0	127.5	133.0
디스플레이	2.0	8.2	20.2	27.7	8.5	31.0	30.6	23.2	58.1	93.3	96.3
Solar	5.2	2.2	2.1	2.1	3.8	3.8	3.8	3.8	11.6	15.0	14.9
영업이익	0.7	1.9	8.7	3.9	9.5	13.8	10.2	5.9	15.2	39.5	43.1
영업이익률	2.2%	4.6%	16.8%	8.0%	18.5%	18.6%	15.6%	13.3%	8.7%	16.7%	17.6%

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

반도체 부문은 미세공정 전환, 3D NAND 본격화 수혜 예상

반도체 부문:
미세공정 전환
+ 3D NAND 본격화

주성엔지니어링의 주요 고객사인 SK하이닉스는 2016년을 기점으로 2Z nm급으로의 공정전환을 가속화할 전망이다.

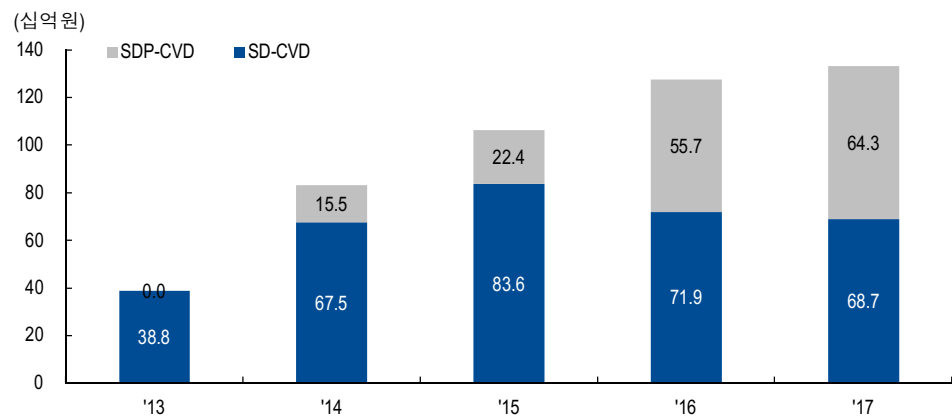
15년 말 기준 SK하이닉스의 주요 공정인 2Y nm 비중은 약 70%로 추정되는데, 이는 2016년 말에는 약 30%로 축소될 것으로 예상된다. 반면 2Z nm의 비중은 15년 말 7%에서 16년 말 70%까지 빠른 속도로 증가할 전망이다.

공정이 미세화될수록 DPT, QPT 등 멀티패터닝 비중이 증가해 기존 방식의 CVD를 대체하는 ALD(Atomic Layer Deposition, 원자층증착)의 필요성이 커진다. 이에 따라 주성엔지니어링의 ALD CVD장비 (SD-CVD, SDP-CVD) 수혜가 확대될 것으로 예상된다.

2016년 주성엔지니어링의 반도체 부문 실적은 신규 제품인 SDP-CVD 비중이 40%로 높아지는데 힘입어 전년 대비 20.3% 성장한 1,275억원을 기록할 전망이다.

반기별로 구분 시 반도체 부문의 수주는 대체로 상반기에 집중될 것으로 전망된다. SK하이닉스의 2Z nm급 공정 전환이 2, 3분기에 이르러 최고조에 달할 것으로 예상되기 때문이다. 하반기의 반도체 수주 공백은 디스플레이 부문이 메울 전망이다.

주성엔지니어링 반도체 부문 실적 추이 및 전망



자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터 전망

2016년에는 3D NAND 본격화 전망

한편 2016년에는 NAND 제조사간 원가 경쟁이 치열해지면서 Planar NAND 대비 집적도 측면에서 효율적이고, 원가 측면에서 절감폭이 큰 3D NAND 제품이 부각될 것으로 예상된다.

그간 삼성전자만이 유일하게 3D NAND 기반의 SSD(Solid State Disk) 제품을 양산화하면서 전체 시장 성장에는 한계가 상존했으나 기술의 발달 및 원가 절감 필요성이 극대화되면서 2016년에는 삼성전자 외에도 주성엔지니어링의 주요 고객사인 SK하이닉스를 비롯하여 도시바, 샌디스크, 마이크론, 인텔 등 글로벌 NAND 제조사들이 앞다투어 3D NAND 시장에 진출할 것으로 예상된다.

3D NAND의 Stack수가 고단으로 갈수록 더 얇고 균일한 증착이 필요해지는데, 동사의 주요 고객사인 SK하이닉스의 경우 36단 기반 제품dmf 2분기 중 양산할 예정이며, 48단 기반 wpvndms 연내에 제품화하여 양산할 것으로 전망된다.

이에 따라 주성엔지니어링은 DRAM의 미세공정 전환 가속화 수혜 외에도 3D NAND 본격화에 따른 추가 수주 모멘텀을 확보할 수 있을 것으로 기대된다.

주성엔지니어링 ALD 장비 (1) - SD CVD



자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터

주성엔지니어링 ALD 장비 (2) - SDP CVD



자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터

태양광 사업 부문 관련 부실 채권의 상각

주성엔지니어링은 반도체 부문의 우수한 기술력을 바탕으로 2002년 디스플레이로 사업 부문을 확장하였고, 이어서 2006년 태양광 산업으로까지 제품 포트폴리오를 다양화하였다. 하지만 전방 산업 업황 둔화에 따라 태양광 사업 관련 투자 손실이 대거 발생하였고, 이는 동사의 실적 성장을 저해하는 요소로 나타났다.

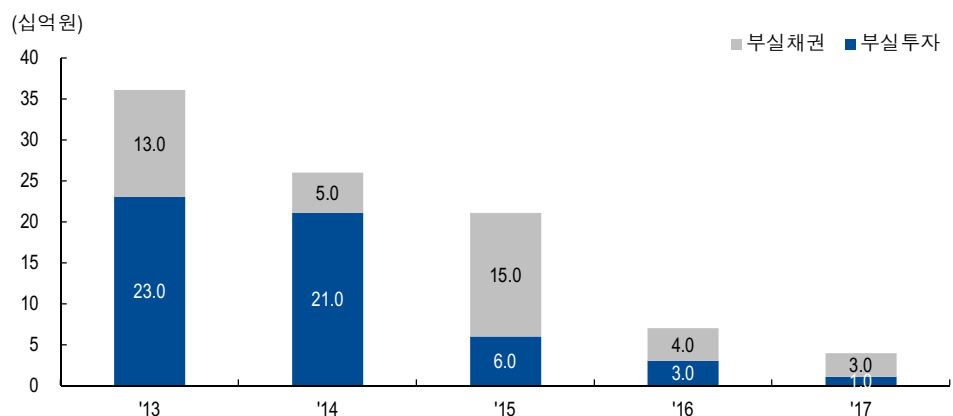
태양광 사업 관련 부실 매출채권은 약 400억원으로 2015년 기준 약 83%를 상각 완료하여 현재 70억원 가량 남아있는 상태이다.

이 밖에 중국의 태양전기 박막 관련 기업에 대한 30% 지분 투자 (560억원) 또한 투자회사가 태양광 사업 손실폭 확대에 따라 2013년 230억원, 2014년 210억원, 2015년 60억원을 영업외손해로 상각함에 따라 전체의 90% 이상을 상각 완료하였다.

2016년 주성엔지니어링 실적의 양적, 질적 성장 가능성을 고려했을 때 남아있는 부실 130억원 가량은 부담스럽지 않은 수준이며 17년까지 점진적으로 상각함으로써 그동안 동사의 실적 성장을 저해해오던 비용 문제는 해결될 것으로 기대된다.

2016년 주성엔지니어링의 태양광 사업 부문 관련 실적은 LG전자형 결정형 PE CVD 장비와 RIE (Reactive Ion Etching, 텍스처링용 건식 식각 장치) 장비 매출로 연간 약 150억원 수준을 기록할 것으로 전망된다.

주성엔지니어링 태양광 사업 부문 관련 비용 추이 및 전망



자료: 주성엔지니어링, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12E
매출액	142	176	236	244
증감률 (%)	-7.6	23.7	34.3	3.5
매출원가	87	104	135	140
매출총이익	55	72	101	104
Gross 마진 (%)	39.0	41.0	42.7	42.7
판매비와 일반관리비	46	57	61	61
영업이익	10	15	39	43
증감률 (%)	819.1	59.5	158.3	9.2
OP 마진 (%)	6.7	8.7	16.7	17.6
EBITDA	20	26	48	51
영업외손익	-29	-7	-7	-7
금융수익(비용)	-30	-8	-7	-7
기타영업외손익	1	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	-20	8	32	36
법인세비용	1	0	0	1
계속사업이익	-21	8	32	35
당기순이익	-21	8	32	35
증감률 (%)	적지	흑전	312.6	10.0
Net 마진 (%)	-14.8	4.4	13.5	14.3
지배주주지분 순이익	-21	8	32	35
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	10	0	0	0
총포괄이익	-11	8	32	35

Valuation / Profitability / Stability				
	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12E
PER(배)	N/A	49.4	12.5	11.4
PBR(배)	1.5	3.3	2.7	2.2
PCR(배)	5.8	14.7	8.3	7.9
PSR(배)	1.1	2.2	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	14.2	19.3	10.4	9.8
EV/EBIT(배)	30.2	32.3	12.7	11.4
EPS(원)	-462	160	658	724
BPS(원)	2,218	2,378	3,036	3,760
SPS(원)	3,115	3,640	4,888	5,060
자기자본이익률(ROE, %)	-20.5	6.9	24.3	21.3
총자산이익률(ROA, %)	-6.2	2.5	9.5	9.3
투자자본이익률 (ROIC, %)	5.9	7.0	19.0	21.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	119.4	98.6	70.5	52.1
총부채/ 자기자본(%)	183.4	170.5	145.8	117.0
이자발생부채	144	134	131	126
유동비율(%)	65.2	74.4	79.5	85.1
총발행주식수(백만주)	48	48	48	48
액면가(원)	500	500	500	500
주가(원)	3,350	7,880	8,250	8,250
시가총액(십억원)	162	380	398	398

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12E
현금및현금성자산	15	19	25	29
매출채권	17	19	21	21
유동자산	116	130	149	158
유형자산	140	132	156	181
투자자산	23	27	35	36
비유동자산	188	181	211	236
자산총계	303	310	360	394
단기성부채	136	126	123	118
매입채무	31	38	51	53
유동부채	177	174	188	186
장기성부채	8	8	8	8
장기충당부채	6	7	9	10
비유동부채	19	21	26	27
부채총계	196	196	214	212
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	146	146	146	146
이익잉여금	-76	-68	-36	-1
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	107	115	146	181

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2014/12A	2015/12P	2016/12E	2017/12E
영업활동 현금흐름	40	18	49	41
당기순이익	-21	8	32	35
+ 유/무형자산상각비	11	10	9	7
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-1	0	0	0
Gross Cash Flow	26	26	48	51
- 운전자본의증가(감소)	24	0	8	-1
투자활동 현금흐름	-6	-4	-40	-32
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-2	0	-31	-31
+ 투자자산의매각(취득)	20	-4	-8	-1
Free Cash Flow	39	18	18	10
Net Cash Flow	34	14	9	9
재무활동 현금흐름	-44	-10	-3	-4
자기자본 증가	19	0	0	0
부채증감	-63	-10	-3	-4
현금의증가	-10	4	6	4
기말현금 및 현금성자산	15	19	25	29
기말 순부채(순현금)	128	113	103	95

덕산네오룩스 (213420.KQ)

OLED가 커지면 수요도 증가한다

덕산네오룩스는 OLED 소재 중 HTL(정공수송층)과 Red host(적색인광)를 주로 공급하는 업체. 최근 고객사의 중소형 OLED 패널 가동률 상승으로 소재수요 증가해 실적 개선됨. 향후 주요 고객사 대형 OLED 패널 생산설비가 증설될 경우 동사 소재에 대한 수요는 크게 증가할 전망

OLED침투율 상승은 덕산네오룩스의 성장기회

세트업체들의 OLED 적용 증가로 OLED 발광소재 시장규모는 2015년 7,669kg에서 2019년 28,213kg으로 연평균 42% 성장할 전망. 덕산네오룩스는 HTL과 Red host 부문에서 각각 글로벌 시장점유율 31%, 26%를 기록하고 있음. 최근 Apple이 차세대 스마트폰에 OLED를 채택할 가능성이 높아 보이는데, 현실화되면 점은 동사의 성장 모멘텀으로 작용할 전망

상반기 분기실적 개선세는 둔화될 전망

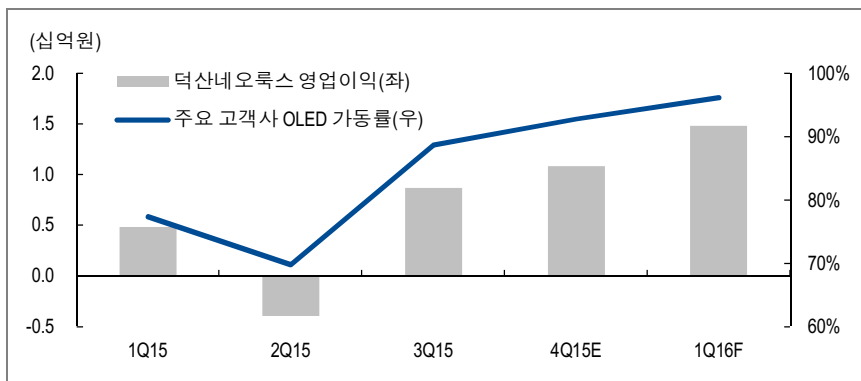
2016년 상반기 덕산네오룩스의 분기실적 개선세는 둔화될 전망. 이는 동사의 물량증가폭 대비 단가인하율이 더 높을 것으로 예상되기 때문. 다만, 하반기 실적개선이 기대되는데, 이는 일부 OLED 발광소재가 신규 플래그십 모델에 적용될 것으로 예상되기 때문. 이러한 가정하에 추정한 2016년 실적은 매출액 529억원(+31.2% y-y), 영업이익 66억원(+168.4% y-y)

고객사의 OLED 증설 규모가 밸류에이션 매력도를 결정할 전망

덕산네오룩스의 현 주가는 2016년 예상실적 기준 PER 70.2배로 상당히 부담스러운 수준

OLED산업의 중장기적 성장성에 대해서는 긍정적으로 전망하지만, 2016년 실적개선에 대한 기대감이 주가에 충분히 반영되었다고 판단. 주요 고객사의 OLED CAPA 증설 규모에 따라 밸류에이션 매력도가 달라질 전망

덕산네오룩스 실적 및 주요 고객사 OLED 가동률 추이



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

Company Report | 2016. 3. 17

Not Rated

현재가 ('16/03/15)

32,300원

업종

반도체

KOSPI / KOSDAQ

1969.97 / 693.34

시가총액(보통주)

387.9십억원

발행주식수(보통주)

12.0백만주

52주 최고가('12/11/07)

35,500원

최저가('12/06/04)

14,000원

평균거래대금(60일)

3,503백만원

배당수익률(2016E)

0.00%

외국인지분율

16.0%

주요주주

이준호 외 10인

56.6%

국민연금공단

9.3%

주가상승률

3개월

6개월

12개월

절대수익률 (%)

16.8

71.4

41.4

상대수익률 (%)

7.8

64.8

29.3

	2014	2015E	2016F	2017F
매출액	N/A	40	53	60
증감률	N/A	N/A	31.2	13.4
영업이익	N/A	2	7	9
영업이익률	N/A	6.1	12.3	15.5
(지배지분)순이익	N/A	2	6	8
EPS	N/A	175	460	658
증감률	N/A	N/A	162.4	43.1
PER	N/A	161.4	70.2	49.1
PBR	N/A	3.3	3.5	3.3
EV/EBITDA	N/A	124.0	53.8	36.8
ROE	N/A	2.0	5.2	7.0
부채비율	N/A	7.5	7.1	6.6
순차입금	N/A	-35	-38	-46

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 최준영

02)768-7154, j.choi@nhwm.com

OLED 산업 확장 → OLED 소재 수요 확대 → 덕산네오룩스 긍정적

OLED 소재시장 성장성은 긍정적

세트업체들의 OLED 패널에 대한 수요가 증가하면서 패널공급업체들의 CAPA 증설여부가 시장에서 이슈가 되고 있다. 시장조사기관 IHS에 따르면 OLED 발광소재 시장규모는 2015년 7,669kg에서 2019년 28,213kg으로 연평균성장률 42%에 달할 것으로 전망된다. 이는 덕산네오룩스 외형성장의 기회로 작용할 것으로 예상된다. 참고로, 동사는 글로벌 OLED 소재 시장 내 HTL부문에서 31%, Red host부문에서 26%의 점유율을 차지하고 있다.

OLED CAPA증설 규모가 관건

최근 디스플레이 업계에서는 애플의 OLED 패널 적용 여부에 대해 관심이 높은 상황이다. 향후 애플 OLED 패널 관련 투자가 현실화될 경우, 동사의 주요 고객사도 동참할 것으로 전망된다. 이는 곧 동사의 OLED 소재 수요 확대에 연결될 것으로 예상된다.

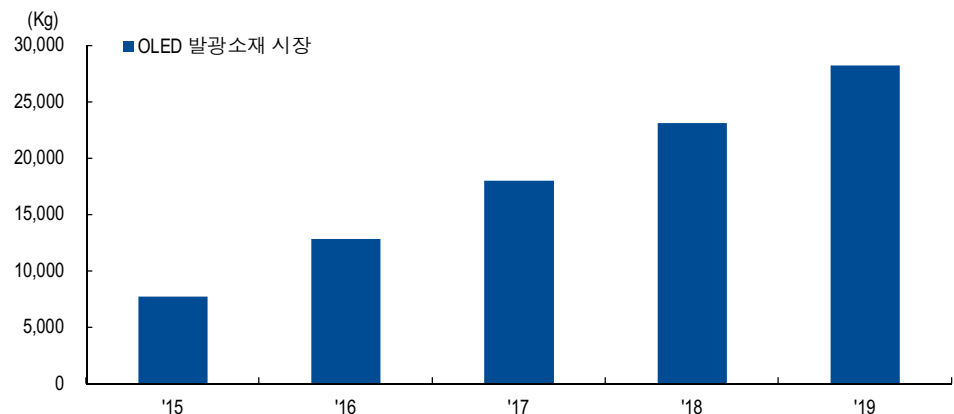
삼성전자의 TV용 OLED 채택여부 역시 또 하나의 이슈이다. TV패널의 경우 1) 모바일용 패널보다 크기가 훨씬 크기 때문에 소재적용면적이 더 넓고, 2) 수명이 길어야 하기 때문에 소재적용층 두께 역시 더 두꺼워야 한다. 참고로, 50인치 TV용 OLED패널은, 5인치 모바일용 OLED패널대비 필요한 소재면적이 약 100배 가량 넓은 것으로 파악된다. 앞서 언급된 이슈들이 현실화될 경우 덕산네오룩스의 수혜가 기대되는 상황이다.

디스플레이 크기 별 면적 비교

크기(inch)	5	10	15	20	25	30	34	42	50	55	60
면적(cm ²)	69	276	620	1,103	1,723	2,481	3,187	4,863	6,892	8,339	9,924
5인치 패널 대비 면적배수	1.0	4.0	9.0	16.0	25.0	36.0	46.2	70.5	99.9	120.9	143.8

자료: Wikipedia, NH투자증권 리서치센터 정리

OLED 발광소재 시장규모 전망



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터

덕산네오룩스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2014	2015P	2016E	2017F
매출액	N/A	40.3	52.9	60.0
영업이익	N/A	2.4	6.5	9.3
영업이익률(수정 후)	N/A	6.0	12.4	15.5
EBITDA	N/A	2.5	6.5	9.3
(지배지분)순이익	N/A	2.1	5.5	7.9
EPS	N/A	175	460	658
PER	N/A	161.4	70.2	49.1
PBR	N/A	3.3	3.5	3.3
EV/EBITDA	N/A	124.0	53.8	36.8
ROE	N/A	2.0	5.2	7.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

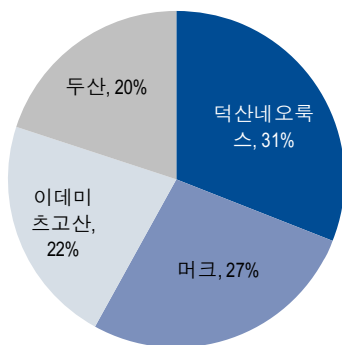
덕산네오룩스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15P	1Q16E	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015P	2016E
매출액	8.8	7.0	12.1	12.5	12.7	12.4	13.8	14.1	40.3	52.9
q-q 증감률	-	-20.4	73.2	3.8	1.2	-2.2	11.0	2.5	-	-
y-y 증감률	-	-	-	-	44.8	77.8	13.9	12.5	-	31.2
영업이익	0.5	-0.4	0.9	1.5	1.5	1.2	2.0	1.9	2.4	6.5
q-q 증감률	-	-182.0	-319.3	71.1	-0.1	-19.2	63.7	-3.1	-	-
y-y 증감률	-	-	-	-	207.3	-403.1	126.3	28.0	-	168.4
영업이익률	5.5	-5.7	7.2	9.6	11.7	9.7	14.3	13.5	6.0	12.4

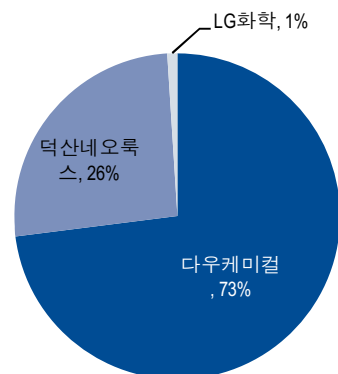
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

HTL 시장 점유율 현황



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터 정리

Red host 시장 점유율 현황



자료: IHS, NH투자증권 리서치센터 정리

OLED 소재 Supply-chain 현황

소재	삼성디스플레이	LG디스플레이
HTL	덕산네오룩스 두산 Idemitsu Kosan Merck	Idemitsu Kosan Merck
ETL	삼성SDI Tosoh	Idemitsu Kosan LG화학
Red host	덕산네오룩스 Dow Chemical	Dow Chemical LG화학
Red dopant	UDC	UDC
Green host	삼성SDI UDC NSCC 두산	Merck Idemitsu Kosan
Green dopant	UDC Dow Chemical	UDC Dow Chemical
Blue host	SFC Idemitsu Kosan Dow Chemical	Idemitsu Kosan
Blue dopant	SFC Idemitsu Kosan Chisso	Idemitsu Kosan

자료: IHS, NH투자증권 리서치센터 정리

에스앤에스텍 (101490.KQ)

가격과 수량 두마리 토끼를 잡는다

2014년 4분기부터 반도체용 High-End 마스크를 메인 고객사에 직납하기 시작. 디스플레이용 마스크 역시 Low End 제품 위주였으나, 최근 High End 제품까지 공급. 고객사의 대형 TV 생산시 공급면적과 ASP (평균판매단가) 증가

AMOLED로 갈수록 고가마스크 비중 증가

에스앤에스텍은 2015년 4분기 주요 고객사로부터 FPD(Flat Panel Display)용 High-End 마스크인 PSM(Phase Shift Blank Mask)을 승인받았으며 직납 방식으로 본격 공급. 동 제품은 현재 모바일용 AMOLED 디스플레이에 적용되고 있음

에스앤에스텍은 Low-End에서 High-End까지 제품포트폴리오 확대하며 고부가가치 시장 진출. TFT a-Si(비정질실리콘) 대비 LTPS(저온폴리실리콘) LCD 방식 채택 시 마스크 공정이 10번에서 16번으로 증가하기 때문에 FPD용 블랭크마스크 수요 증가

고화질 AMOLED로 갈수록 전체 마스크 공정은 감소하지만 High-End 마스크인 PSM 비중은 50%까지 증가(TFT LCD는 PSM 비중이 10%). PSM의 경우 저가 마스크인 Binary보다 가격이 2배이상 비싸기 때문에 고객사의 대형 AMOLED 생산 시 면적과 ASP가 동시에 증가하는 효과 발생

Capex(설비투자) 207억원, 이유가 있다

첫째, 중국의 LCD 10.5세대 투자에 대응하기 위한 것. 에스앤에스텍의 중국 매출은 2013년 30억원, 2014년 55억원, 2015년 82억원으로 빠르게 증가 하고 있으며 2016년 매출액은 110억원으로 예상

둘째, 고객사들이 소형 OLED 패널에 이어 대형 OLED 패널까지 확대 생산할 것으로 예상되기 때문에 High-End 마스크 위주로 증설하는 것으로 파악

FPD 용 포토마스크 Layer 수

Device	Low-end	High-end	Total	Critical Layer
TFT LCD (a-Si)	7	3	10	2~3
LTPS LCD	13	3	16	3~4
W-OLED	11	0	11	
OLED (QHD)	5	4	9	4~5
OLED (UHD)	3	2	9	4~5

자료: NH투자증권 리서치센터

주: W-OLED는 가격은 고가

Company Comment | 2016. 3.17

Not Rated

현재가 ('16/03/15)

8,370원

업종	반도체
KOSPI / KOSDAQ	1,969.97 / 693.34
시가총액(보통주)	165.2십억원
발행주식수(보통주)	19.7백만주
52주 최고가('15/07/20)	11,800원
최저가('15/03/31)	5,160원
평균거래대금(60일)	1,837백만원
배당수익률(2016E)	0.00%
외국인지분율	0.0%

주요주주
정수홍 외 3인 24.6%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	29.2	7.7	60.7
상대수익률 (%)p	19.2	3.6	47.0

	2014	2015	2016E	2017F
매출액	45.7	51.8	63.3	76.5
증감률	-2.8	13.2	22.2	20.9
영업이익	6.7	10.0	15.4	19.1
영업이익률	14.6	19.4	24.3	25.0
(지배지분)순이익	-5	7	12.1	16.6
EPS	-306	427	613	840
증감률	적지	흑전	43.5	37.0
PER	N/A	20.8	13.7	10.0
PBR	1.1	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	5.3	10.7	7.5	5.8
ROE	-9.8	13.1	16.9	19.3
부채비율	75.5	45.3	40.5	37.6
순차입금	21.1	2.5	-12.8	-29.2

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 손세훈

02)768-7971, midas.sohn@nhwm.com

RA 현소희

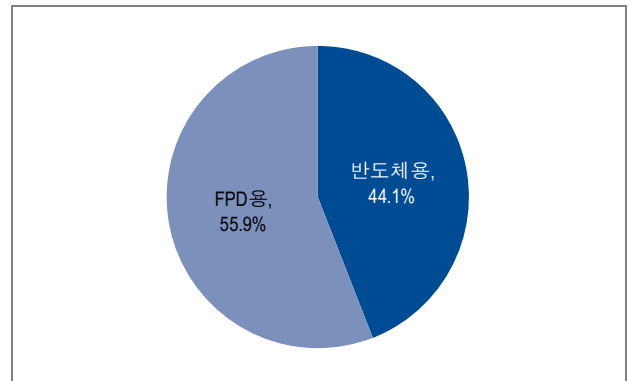
02)768-7317, sunday.hyun@nhwm.com

기업개요

- 에스앤에스텍은 포토마스크의 핵심 재료인 블랭크마스크 제조 업체. 포토마스크는 블랭크마스크에 노광, 현상 및 식각 공정을 적용하여 반도체 및 LCD에 사용되는 회로 패턴을 물리적으로 형상화한 것으로 포토마스크를 웨이퍼 및 유리 기판 위에 놓고 빛을 투과시키면 웨이퍼 및 유리 기판에 회로가 남게 됨. 포토마스크를 회로가 찍힌 필름이라고 본다면 블랭크마스크는 빈 필름임
- 동사는 반도체용과 FPD(Flat Panel Display)용 마스크를 생산하며 국내 업체로는 유일. 반도체용 부분의 경쟁업체로는 Hoya(일본), Ulcoat(일본), ShinEtsu(일본) 등이 있으며 FPD용 부분의 경쟁업체로는 Ulcoat(일본), CST(일본)가 있음
- 동사의 고객사는 포토마스크 업체, 반도체용은 Toppan, Photronics, PKL, TSMC, SMIC, 삼성전자, SK하이닉스를 고객사로, FPD용은 PKL, PKLT, DNP, Supermask를 고객사로 확보

제품 및 매출비중

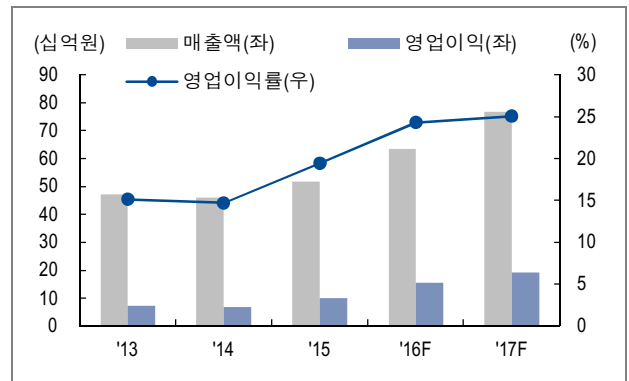
- 포토마스크는 크게 바이너리 (Binary Blank Mask), 위상시프트 (Phase Shift Blank Mask), 하드마스크용(Hardmask Blank Mask) 블랭크마스크로 구분
- 하드마스크용 블랭크마스크는 하이엔드 제품으로 패턴이 미세화될수록 고부가가치 제품을 적용해야 하며 포토마스크 숫자도 증가



주: 2015년 4분기 기준
자료: 에스앤에스텍

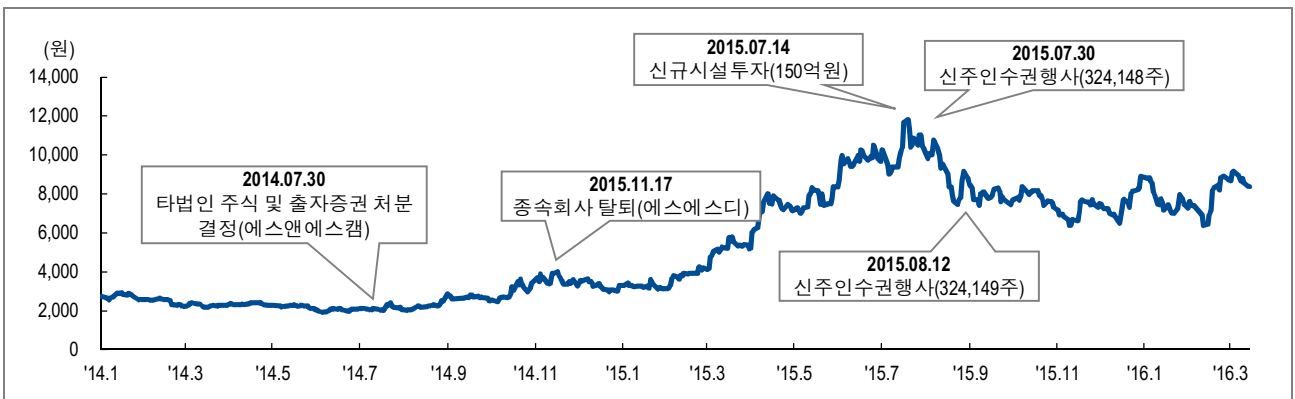
영업 실적 추이

- 2014년말부터 High-End 제품군이 공급되기 시작하며 외형 및 수익성 개선
- 2012~14년말까지 자회사의 부실로 순적자가 발생하였으나 2014년 자회사를 처분하면서 자회사 관련 손실은 2015년부터 발생하지 않음



자료: 에스앤에스텍, NH투자증권 리서치센터 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

디스플레이 소재주로서의 재평가 필요

BlankMask 는 PhotoMask 공정의 필수 소재로서 디스플레이 및 반도체 공정에 적용된다. 에스앤에스텍 2015년 기준 매출 비중은 FPD(Flat Panel Display)용 45%, 반도체용 55%로 추정된다.

2014년 반도체 High-End Mask 공급

동사는 그동안 Low-End 제품인 Binary BlankMask 를 공급하였다. High-End 제품의 경우 일본 업체들이 시장을 점유하고 있었는데 동사가, 2014년 말 반도체용 High-End 제품인 Hardmask BlankMask 를 공급하기 시작하였다. 반도체용 BlankMask High-End 비중은 2012년 13.6%에 불과했으나, 13년 18.8%, 14년 25%, 15년 36.3%까지 증가하며 2015년 실적 성장에 기여하였다.

2015년 FPD용 High-End Mask 공급

2015년에는 FPD(Flat Panel Display)용 High-End 제품인 Phase Shift Blank Mask가 메인 고객사의 승인 받아 4분기부터 공급되었으며 모바일 AMOLED 디스플레이향으로 진행되고 있다. 디스플레이는 플렉서블로 갈수록 해상도가 높아지며, 해상도가 높아질수록 회로가 미세화되기 때문에 High-End 제품인 Phase Shift BlankMask 수요가 증가할 수밖에 없다.

고화소로 갈수록 High-End 마스크 수요 증가 AMOLED TV 생산은 에스앤에스텍 수혜

OLED디스플레이는 LCD에 비해 PhotoMask 공정수는 wjr지만 가격이 두배 이상 높은 High-End 제품군이 적용됨으로써 ASP가 증가하는 효과가 발생한다.

2017년 AMOLED TV가 생산ehlaus, 대면적 Phase Shift Blank를 공급할 가능성이 높기 때문에 외형 및 수익성이 크게 개선될 것으로 예상된다.

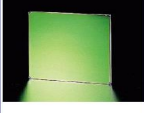
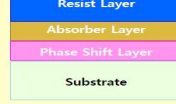
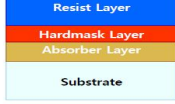
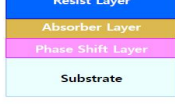
LTPS 방식은 a-Si보다 Photo Mask공정이 2배 증가

최근 중국 LCD 업체들은 LTPS 방식으로 투자하고 있다. a-Si 방식에서는 4~6번인 마스크공정이 LTPS 방식에서는 9~12번으로 증가하기 때문에 Binary BlankMask의 수요도 2배 가까이 증가한다. 에스앤에스텍의 2016 중국 매출은 110억원으로 15년대비 34%증가할 것으로 예상된다.

최근에 결정한 207억원의 CAPA(생산능력)증설은 고객사의 AMOLED 패널 공급 확대, 중국 LCD 생산 증가 때문인 것으로 파악돼, 동사실적의 레벨업 가능할 것으로 전망된다.

2016년 매출은 633억원(+ 22.2% y-y), 영업이익은 154억원(+ 54% y-y)으로 예상하며 16년 기준 PER은 13.7배 수준이다. 2016년에는 디스플레이 비중이 60%까지 증가할 것으로 예상하며 16년부터는 디스플레이 소재주로서 재평가받아야 된다. AMOLED 장비주의 평균 PER이 15배 정도이고 소재주 프리미엄을 부여할 수 있다고 판단한다.

에스앤에스텍 제품 소개

구 분	제품사진	주요제품		
		바이너리 블랭크 마스크 (Binary Blank Mask)	위상시프트 블랭크 마스크 (Phase Shift Blank Mask)	하드마스크용 블랭크 마스크 (Hardmask Blank Mask)
반도체용 (IC용)				
구 분	제품사진	바이너리 블랭크 마스크 (Binary Blank Mask)	그레이톤 블랭크 마스크 (Gray-tone Blank Mask)	위상시프트 블랭크 마스크 (Phase shift Blank Mask)
평판 디스플레이용 (FPD용)				

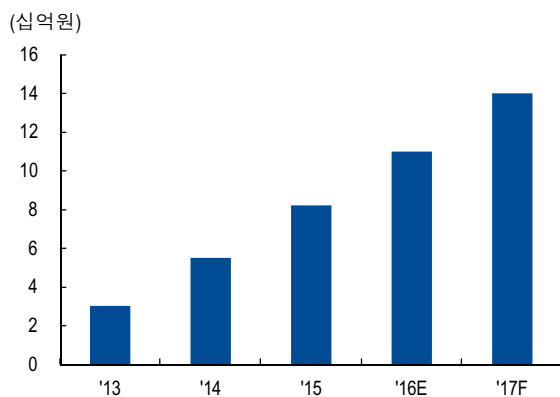
자료: 에스앤에스텍, NH투자증권 리서치센터

에스앤에스텍 공급 체인

반도체용 마스크			FPD용 마스크		
	반도체용			FPD용	
End User	삼성, 하이닉스, TSMC SMIC, Intel, IBM...	적용 제품 반도체 IC, TFT Array Color Filter, OLED		삼성, LG-Display AUO, CMO, CFI,	
Photo Mask	Toppan, Photronics, DNP PKL, 삼성, 하이닉스, TSMC TMC, SMIC...	패턴형성 * Captive shop * Merchant shop		PKL, HOYA PKLT, Supermask DNP, Toppan, Finex	
Blank Mask	Hoya, Ulcoat, ShinEtsu S&S TECH	박막형성 (위상변위막, 차광막, 반사방지막, 감광층 등)		Ulcoat, CST S&S TECH	
Quartz	ShinEtsu, Tosoh Covalent, Asahi	원재료 (합성석영유리기판)		ShinEtsu, Tosoh, Covalent Nikon, KTG (Korea)	

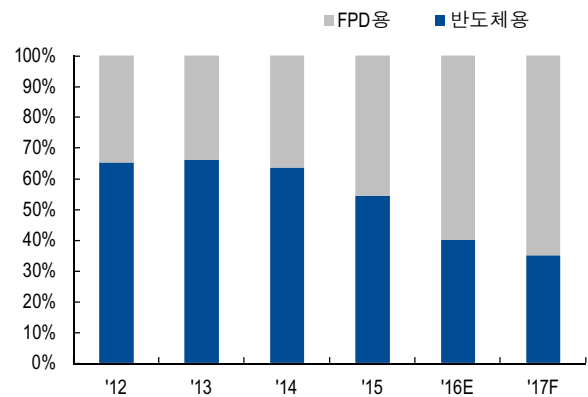
자료: 에스앤에스텍, NH투자증권 리서치센터

중국향 매출 추이



자료: 에스앤에스텍, NH투자증권 리서치센터

제품별 비중



자료: 에스앤에스텍, NH투자증권 리서치센터

예스티 (122640.KQ)

AMOLED 수명 연장을 개선 시킬 기업

2015년 3분기에 AMOLED TV 수명을 늘릴 수 있는 VDO Pilot장비를 공급. 고객사의 대형 AMOLED 투자 시 VDO 장비 공급 가능성이 높음.
16년 Auto Clave, 17년 디스플레이 VDO 장비가 성장축이 될 것

Company Comment | 2016. 3.17

VDO 장비에 주목

예스티는 열원제어와 진공기술을 응용한 반도체 및 디스플레이 장비 생산. 예스티의 투자포인트는 VDO 장비와 Auto Clave임

VDO(Vacuum Dry Oven) 장비는 기존 공정상에 없던 장비로 AMOLED TV 수명과 연관된 장비. 컬러필터 제조 시 발생하는 Fume(잔류가스)를 최단시간내 고진공으로 제거, 생산성 및 TV수명을 향상시키는 장비

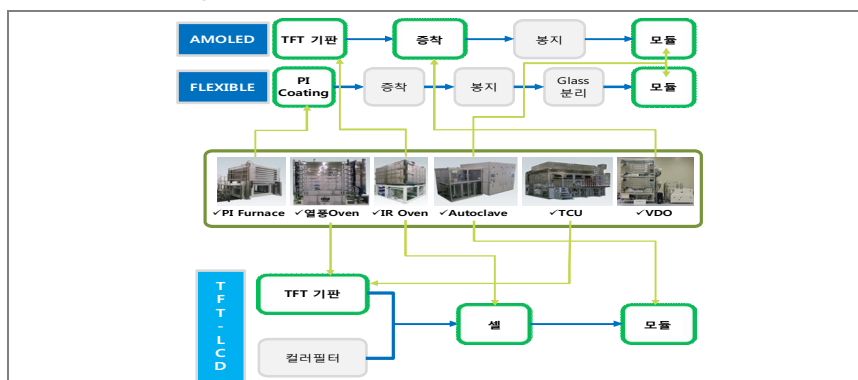
2015년 3분기 Pilot 장비 1세트 공급. 향후 고객사의 AMOLED TV 투자 시 필수적으로 들어갈 장비이기 때문에 17년부터 실적에 반영될 것으로 예상

16년에는 Auto Clave가 견인

Auto Clave는 디스플레이 모듈의 유리와 필름, 유리와 유리 사이에 남아있는 기포를 압력을 가하여 제거하는 장비로 모바일 LCD에 주로 적용되다 모바일 AMOLED까지 전방위적으로 확대 적용되고 있음. 2016년 Auto Clave예상 매출액은 210억원으로 전년 대비 64% 증가하며 실적 성장 견인할 것으로 예상

2016년에는 반도체 부문 실적이 전년보다 소폭 감소할 것으로 예상되지만 디스플레이 매출액이 555억원(140.2% y-y)으로 매출 비중 58%까지 증가할 것으로 예상. 16년 평균 PER은 7.5배로 장비 업체의 평균 PER이 15배인 점을 감안하면 장비 업체 중 가장 저평가 되었다는 판단

예스티 디스플레이 장비



자료: 예스티, NH투자증권 리서치센터

Not Rated

현재가 ('16/03/15)

7,270원

업종

반도체

KOSPI / KOSDAQ

1,893.43 / 681.43

시가총액(보통주)

141.1십억원

발행주식수(보통주)

19.4백만주

52주 최고가('15/07/20)

11,800원

최저가('15/01/26)

3,105원

평균거래대금(60일)

1,045백만원

배당수익률(2016E)

0.00%

외국인지분율

0.0%

주요주주

정수홍 외 3인

25.0%

주가상승률

3개월

6개월

12개월

절대수익률 (%)

26.0

238.7

170.0

상대수익률 (%)p

16.3

225.7

147.0

	2014	2015P	2016E	2017F
매출액	40.4	70.6	95.5	126.0
증감률	83.3	74.6	35.3	32.0
영업이익	2.7	8.4	13.1	18.2
영업이익률	6.6	11.9	13.7	14.5
(지배지분)순이익	0.7	7.3	10.8	15.1
EPS	272	1,988	2,507	3,484
증감률	344.9	631.2	26.1	39.0
PER	23.9	9.2	7.5	5.4
PBR	1.6	3.8	2.6	1.8
EV/EBITDA	6.8	8.4	4.9	2.7
ROE	5.2	43.1	41.5	38.6
부채비율	252.0	254.7	216.9	188.1
순차입금	10.7	-0.1	-12.7	-29.7

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 손세훈

02)768-7971, midas.sohn@nhwm.com

RA 현소희

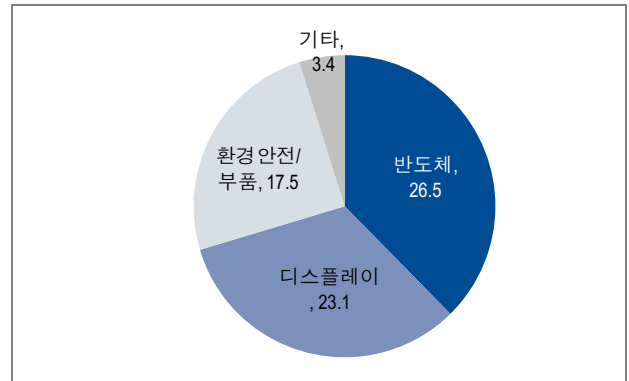
02)768-7317, sunday.hyun@nhwm.com

기업개요

- 예스티는 2000년에 설립되었으며 열원제어기술과 진공 배기 및 열풍제어기술을 활용하여 반도체 및 디스플레이 장비를 제조. 2000년 설립 이후 2009년까지 반도체 장비 사업만 영위하였으나 2010년부터 디스플레이 장비도 제조
- 반도체 공정 중 전공정에 적용되는 장비로 Mask Cleaner, Wafer PI Furnace, TCU, THC, Heat Exchange 생산. 후공정에 적용되는 장비로 Wafer Furnace, Probe Station Chiller, 가압Cure, Memory Burn In Tester 장비 생산
- 디스플레이 공정에 적용되는 장비로는 PI Furnace, 열풍Oven, IR Oven, Autoclave, TCU, VDO 등이 있음
- 환경안전/부품 소재로 Zener Diode, Burn In Board, Hood, Heating Jacket 등을 생산

제품 및 매출비중

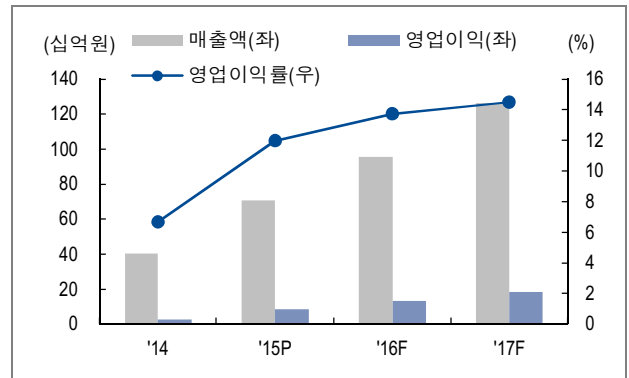
- 2015년 3분기 기준 디스플레이 비중이 32.1%, 반도체 장비 비중이 38.3%, 환경안전/부품소재 비중이 25.2%로 다각화된 사업 포트폴리오를 보유한 것이 강점
- 디스플레이 매출액은 2013년 40억원, 2014년 85억원에 불과했으나 2015년 매출액은 230억원으로 14년대비 170% 증가
- 디스플레이 실적 증가는 Auto Clave 장비 공급 증가에 기인



주: 2015년 4분기 기준
자료: 예스티

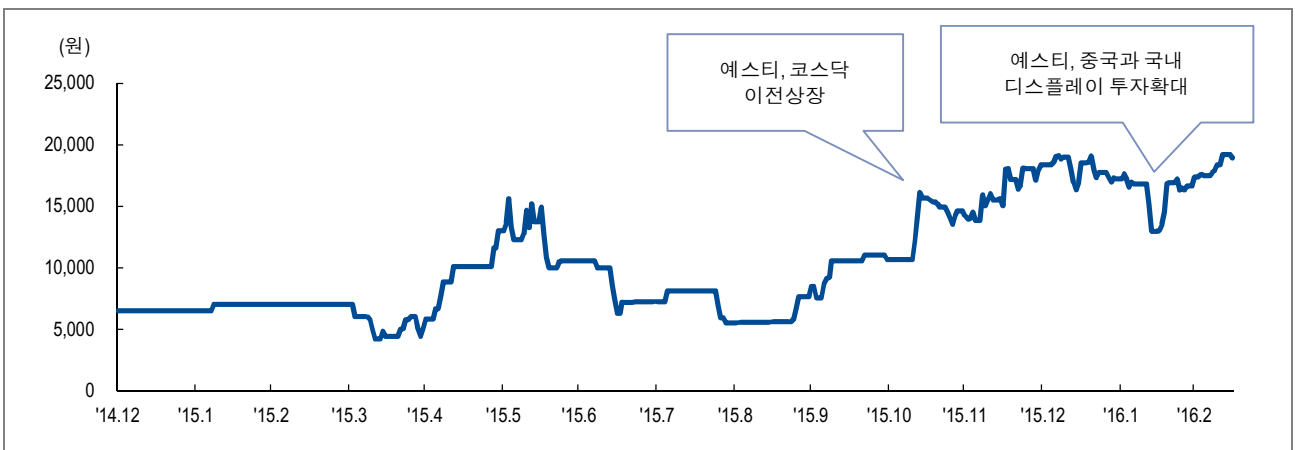
영업 실적 추이

- 2010년부터 반도체 영역에서 디스플레이 영역으로 사업 범위 확대
- 2014년 AutoClave 장비와 가압Cure Oven을 공급하며 매출액이 222억원에서 404억원으로 증가
- 2015년 환경안전사업의 Heat Jacket, Hood장비와 AutoClave가 실적 견인



자료: 예스티, NH투자증권 리서치센터 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

Fume을 제거하는 VDO 장비가 포인트

에스티는 열원제어와 진공기술을 응용하여 반도체 및 디스플레이장비 등 다양한 장비를 생산하는 업체이다. 그동안 디스플레이 장비와 반도체 장비는 각각 30%대로 유사한 매출 비중을 유지하였지만 2016년에는 디스플레이 장비 비중이 약 62%로 뛰어오르며 17년까지 성장동력이 될 것으로 예상된다.

2015년 3분기 VDO Pilot 장비 공급

현재 디스플레이 장비 시장은 White AMOLED TV 관련 장비 찾기가 한창인 상황에서 에스티는 관련 장비로 VDO를 공급하고 있다. VDO는 현재 국내에서 에스티만 공급한 것으로 파악되며 2015년 3분기에 고객사에 Pilot 장비를 공급하여 긍정적인 평가를 받은 것으로 파악된다.

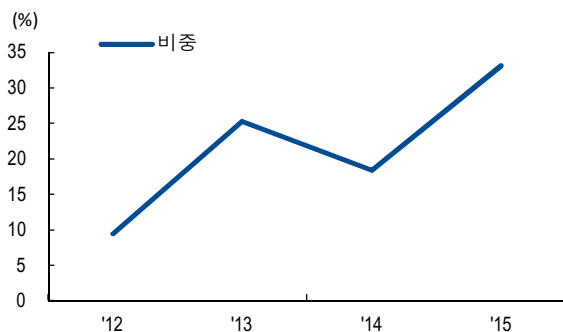
VDO 장비는 AMOLED TV 수명을 늘릴 수 있는 장비

VDO(Vacuum Dry Oven) 장비는 컬러필터 제조 시 발생하는 Fume(잔류가스) 및 Particle을 제거하는 장비로 고진공을 통하여 잔류가스를 제거해준다. 기존 LCD 디스플레이는 수분에 취약하지 않기 때문에 잔류가스를 굳이 제거할 필요가 없다. 그러나 AMOLED같은 경우는 수분에 취약하기 때문에 잔류가스를 최대한 제거해야 하며, 이를 위해 고안된 장비가 VDO이다. VDO를 통해 AMOLED TV의 약점으로 꼽히는 수명도 연장시킬 수 있기 때문에 고객사의 White AMOLED TV 투자시 공급이 가능할 것으로 예상된다.

조명분야까지 확대 가능

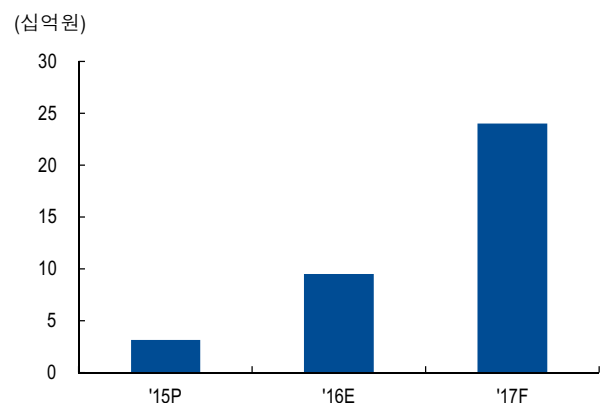
VDO 장비는 조명분야로도 활용이 가능하기 때문에 16년에는 2대의 조명용 VDO 장비가 공급 가능할 것으로 예상되고, 17년에는 AMOLED TV용으로 매출이 발생할 것으로 전망한다. 16년 VDO 장비 매출은 약 95억원, 2017년에는 240억원이 가능할 것으로 예상된다.

수출 비중



자료: 에스티, NH투자증권 리서치센터

VDO 장비 매출 추이



자료: 에스티, NH투자증권 리서치센터

16년 실적은 Auto Clave와 TCU 장비가 주도

2016년 실적 성장을 주도할 장비는 Auto Clave와 TCU(Thermal Control Unit) 장비다. 무엇보다 Auto Clave의 매출액은 16년 210억원으로 15년 128억원 대비 64% 증가할 것으로 예상된다.

Auto Clave는 LCD에서 AMOLED까지 확대

Auto Clave는 모듈 공정에서 편광필름을 부착한 후 유리 와 필름, 유리 와 유리 사이에 남아있는 기포를 열과 압력으로 제거하는 장비다. 특히 플렉서블로 갈수록 합지 공정 중에 기포가 발생할 확률이 높기 때문에 동 장비는 표준 장비로 모바일 AMOLED까지 확대 적용 중에 있다.

TCU는 중국 신규 고객사 확보 가능성

TCU 장비는 디스플레이 공정 중 노광기 투입 전에 설치하여 Cool Plate에서 배출된 불규칙한 기관(Glass)의 온도를 항상 일정한 온도로 제어 및 유지시키는 장비이다.

2015년 4분기부터 공급되기 시작하였으며 고객사의 해외법인으로 공급되어 2015년 37억원의 매출이 발생하였다. 16년에는 중국 신규 고객사가 확보될 것으로 예상되어 약 110억원의 매출액을 예상한다.

17년에는 고객사의 반도체 신규 설비투자에 따라 반도체 실적 긍정적

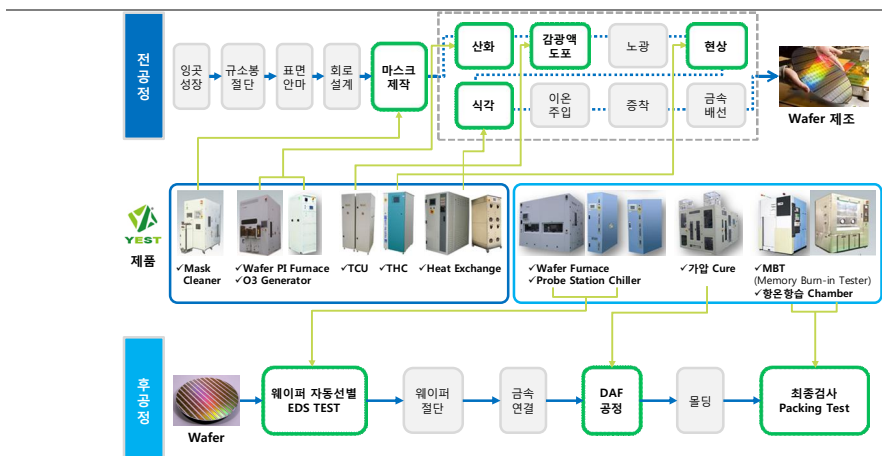
2016년 반도체 부문 매출액은 15년 220억원 대비 감소할 것으로 예상된다. 그러나 2017년 고객사의 18라인 투자 시 매출액은 다시 증가할 것으로 기대된다.

2017년에는 반도체와 디스플레이 부문 모두 실적 성장에 기여할 것이다.

2016년 실적은 매출액, 955억원, 영업이익 131억원, 반도체 매출은 220억원, 디스플레이 555억원으로 예상되며 이중 Auto Clave는 210억원, TCU 장비는 110억원으로 환경안전/부품에서 130억원의 매출이 예상된다.

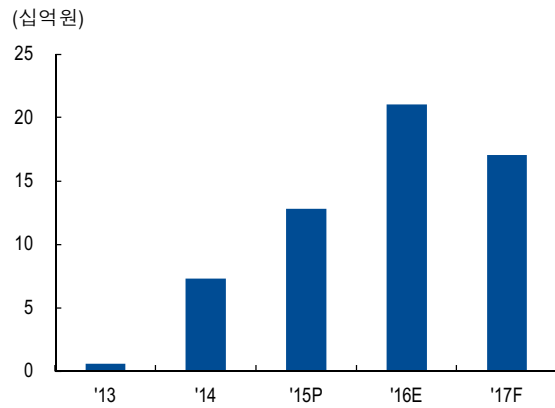
16년 실적을 기준으로 한 PER은 7.5배 수준으로 장비업체 중 가장 저평가되어 있다고 판단하며 17년 고객사의 대형 OLED TV 투자 시 에스티도 수혜를 볼 수 있기에 상승여력은 충분하다는 판단이다.

에스티 반도체 장비



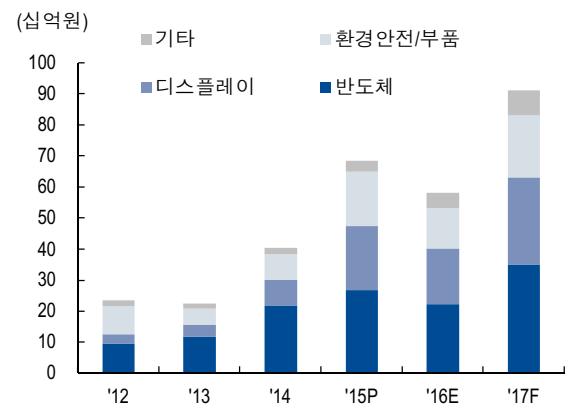
자료: 에스티, NH투자증권 리서치센터

AutoClave 매출 추이



자료: 에스티, NH투자증권 리서치센터

제품별 비중 추이



자료: 에스티, NH투자증권 리서치센터

영우디에스피 (143540.KQ)

디스플레이 검사/측정 장비 업체

디스플레이용 검사장비 업체로 국내 시장 점유율 37%. 2015년 고객사의 디스플레이 투자 지연으로 실적 감소. 2016년에는 고객사의 소형 및 대형 AMOLED 투자로 동사 수혜 예상

15년 고객사의 투자 부재로 부진

영우디에스피는 디스플레이 검사 및 측정장비 업체로 유기물질이 도포된 원장이 잘 발광되는지, 혹은 유기물질이 균일하게 도포되어 막 두께가 일정한지 등을 검사 및 측정하는 장비 제조

국내 검사 장비 시장의 약 37% 가량 차지하는 것으로 파악되기 때문에 전 방산업의 투자가 곧 동사의 실적으로 이어지는 구조.

2015년 매출은 전년대비 -7.5% 감소한 579억원, 영업이익은 -88.9% 감소한 2.9억원을 달성. 이는 국내 고객사의 LCD 투자가 거의 없었고, AMOLED 투자도 지연되었기 때문

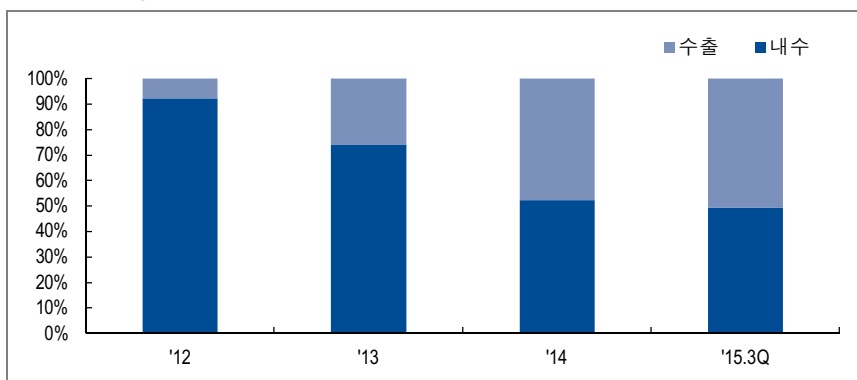
16년 국내 및 중국부문 실적 견인

국내 디스플레이 업체가 소형 및 대형 AMOLED 투자 진행 될 것으로 예상되는 가운데 기존 검사 장비의 수혜 기대. 대형 검사장비인 신규 장비도 2017년부터 공급될 것으로 예상

영우디에스피는 CEC-PANDA 등 중국 디스플레이 업체와도 적극적으로 협력 진행 중. 상반기내에는 중국 LCD 업체의 투자가 본격화될 것으로 보여 동사의 수혜 예상

2016년 국내 고객사의 소형 및 대형 AMOLED 투자, 중국 고객사의 투자 등으로 매출액은 781억원, 영업이익은 70억원 예상. 2016년 예상 PER은 8.1배 수준으로 디스플레이 장비 업체의 평균 PER이 15배인 점을 감안하면 저평가 상황

내수 수출 비중 추이



자료: 영우디에스피

Company Comment | 2016.3. 17

Not Rated

현재가 ('16/03/15)

9,200원

업종	1969.97 / 693.34
KOSPI / KOSDAQ	54.8십억원
시가총액(보통주)	6.0백만주
발행주식수(보통주)	11,300원
52주 최고가('15/08/06)	5,220원
최저가('15/03/04)	808백만원
평균거래대금(60일)	0.00%
배당수익률(2016E)	0.0%
외국인지분율	1969.97 / 693.34

주요주주

박금성 외 4 인	25.6%
엘앤에스벤처캐피탈 외 1 인	12.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-10.7	69.4	42.0
상대수익률 (%p)	-17.6	62.9	29.9

	2014	2015P	2016E	2017F
매출액	62.5	57.9	78.1	92.2
증감률	-30.2	-7.5	35.0	18.0
영업이익	2.6	0.3	7.0	9.0
영업이익률	4.2	0.5	9.0	9.8
(지배지분)순이익	2.6	1.0	6.7	8.5
EPS	777	185	1,130	1,427
증감률	-78.7	-76.2	511.5	26.2
PER	8.5	54.1	8.1	6.4
PBR	1.5	2.3	1.7	1.3
EV/EBITDA	10.7	40.1	6.6	4.7
ROE	12.9	3.7	22.7	22.8
부채비율	92.1	82.7	86.5	80.1
순차입금	4.9	2.0	-1.8	-8.4

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 손세훈

02)768-7971, midas.sohn@nhwm.com

RA 현소희

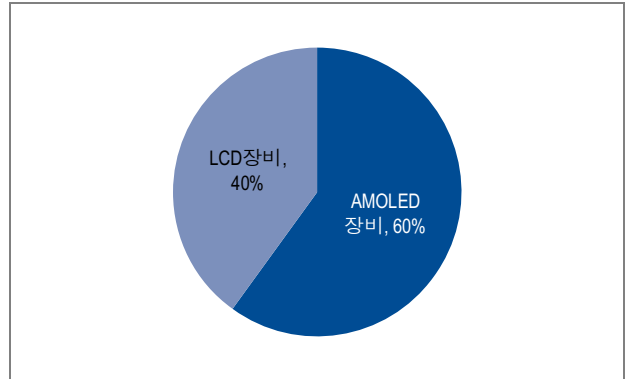
02)768-7317, sunday.hyun@nhwm.com

기업개요

- 영우디에스피는 디스플레이용 자동검사, 측정 장비를 생산. AMOLED 비중이 80%, LCD 비중이 약 20%. LCD는 주로 후공정에서 디스플레이 검사장비 적용. 반면 AMOLED는 수율 향상을 위해 검사 및 측정공정을 강화, 전공정까지 디스플레이 검사장비 적용
- 동사는 국내 디스플레이 업체뿐만 아니라 해외업체로까지 공급을 확대 중에 있으며 CEC-Panda LCD향으로 2013년부터 제품 공급. CEC-PANDA향으로 2014년 130억원(모바일), 2015년 230억원(모니터, TV) 공급
- 동사와 유사한 회사로는 디이엔티, 케이맥, 동아엘텍 등이 있음

제품 및 매출비중

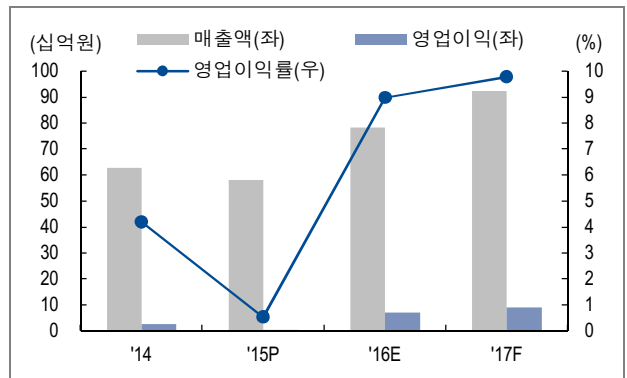
- 2015년 실적 기준 LCD 비중은 40%, AMOLED 비중은 약 60%. 2015년 CEC-PANDA 공급으로 LCD 비중 증가
- 16년에는 AMOLED향 비중이 80%까지 증가할 것으로 예상



자료: 영우디에스피(2015년 기준)

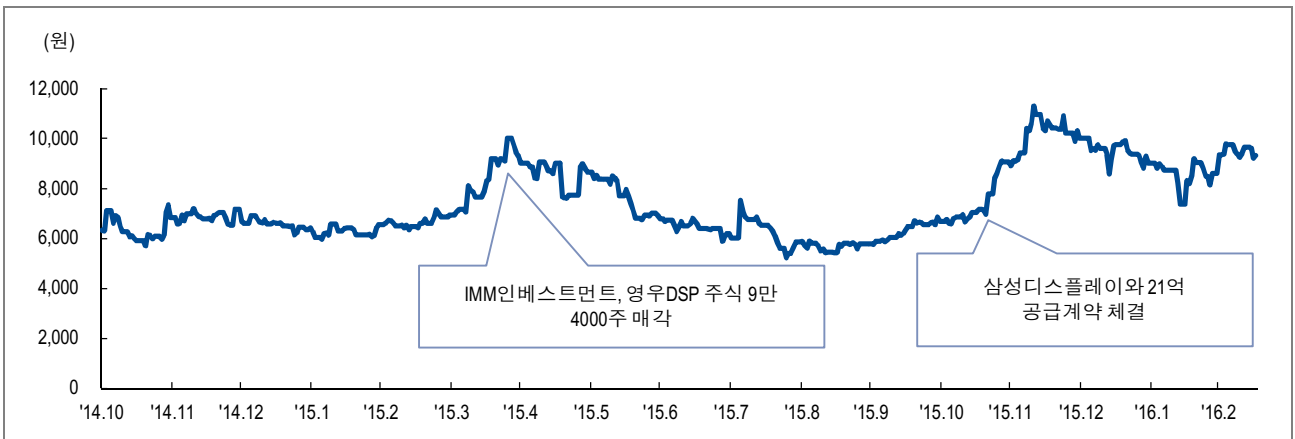
영업 실적 추이

- 2013년 AMOLED 고객사의 투자확대로 AMOLED 매출액 약 600억원 발생
- 2015년 고객사의 투자부재로 실적 감소하였지만 16년에는 LCD 및 AMOLED 디스플레이 투자규모가 확대될 것으로 예상되기 때문에 실적 성장 기대



자료: 영우디에스피, NH투자증권 리서치센터 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치센터

Universal Display (OLED:US)

글로벌 OLED 리더

Company Note | 2016. 3. 17

Universal Display (UDC)는 OLED 산업의 리더로 다양한 기술관련 특허를 보유. 주요 사업은 OLED 특허 라이선싱과 OLED 소재(주로 Green, Red인광 소재)판매. OLED 시장 확대에 따라 동사의 특허 및 소재에 대한 수요증가 예상됨

예상치를 하회하는 4분기 실적 발표

UDC의 2015년 4분기 실적은 매출액 6,230만달러(+58.1% q-q, +10.9% y-y), 순이익 1,810만달러(+160.0% q-q, +39.3% y-y)로 컨센서스(매출액 7,150만달러, 주당순이익 0.51달러)를 하회

실적부진의 가장 큰 이유는 소재매출의 부진이었으며, 이는 OLED세트 업체들의 판매 부진에 따른 수요 둔화의 결과라고 판단

4분기 주요 매출은 로열티 3,440만달러(55.2%), 소재매출 2,780만달러(44.6%). 2015년 연간 주요 매출은 로열티 7,770만달러(40.7%), 소재매출 1억1,300만달러(59.2%)

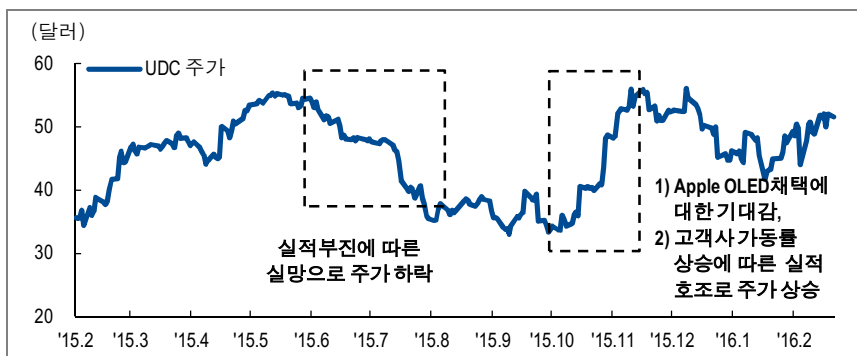
OLED 소재업체들의 수혜를 기대하기에는 아직 이른 시점

UDC는 2016년 매출액 가이드선으로 시장 컨센서스(2억4,600만달러)를 하회하는 2억1,000만~2억3,000만달러를 제시

디스플레이 산업에서의 투자는 장비에서 소재 순으로 진행되기 때문에 OLED소재업체들의 실질적인 수혜를 기대하기에는 이른 시점으로 판단

하지만, 동사의 특허 라이선싱 계약의 경우 1) 판매되는 디스플레이 모듈당 판가의 일부를 가져오는 방식 혹은 2) 판매량과 관계없이 매년 로열티가 증가하는 구조. 따라서, 세트업체들의 OLED 적용확대는 향후 동사의 특허 라이선싱 매출 성장으로 직결될 것으로 예상

Universal Display 주가추이 및 주요 이벤트



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

Not Rated

현재가 ('16/03/15)

51.02달러

업종	Semiconductor devices		
S&P 500 지수	2,015.93		
시가총액(보통주)	2,389.0백만달러		
	2.9조원		
발행주식수(보통주)	46.8백만주		
52주 최고가	57.93달러		
최저가	32.47달러		
배당수익률(2016E)	0.0%		
주요주주			
WADDELL & REED FINANCIAL INC	8.1%		
VANGUARD GROUP	6.2%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-1.5	32.5	22.2
상대수익률 (%p)	1.3	31.1	26.2

	2014	2015	2016E	2017F
매출액	191.0	191.0	225.3	279.0
증감률	30.3	0.0	17.9	23.9
영업이익	58.6	32.3	84.6	122.1
영업이익률	30.7	16.9	37.6	43.8
순이익	41.9	14.7	59.9	87.1
EPS	0.9	0.3	1.3	1.8
PER	30.8	175.6	47.2	31.8
PBR	2.8	5.5	4.8	4.0
ROE	9.6	3.2	10.5	13.5
순차입금	-288.5	-395.5		

단위: 백만달러, %, 달러, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: Bloomberg



Analyst 최준영

02)768-7154, j.choi@nhwm.com

Analyst 고정우

02)768-7462, j.ko@nhwm.com

Universal Display 2015년 4분기 실적발표 Q&A 주요 내용 정리

1. 4분기에 Red 인광 매출이 늘고 Green 인광 매출이 크게 감소하였는데 구체적인 설명 좀 부탁드립니다.
 - 소재 매출의 변동요소는 여러 가지가 있다. 대표적인 예로 1) 소재 투입 비율, 2) 세트업체의 제품생산 과정 및 효율성, 3) 생산 라인의 특징(pilot 인지가 아닌지), 4) 고객사의 재고조정 등이 있다.
2. 시장 예상치를 하회하는 가이드는 두 개 대형 고객사의 단가인하 압박에 따른 영향인가?
 - 모두가 알다시피 우리는 세계에서 가장 큰 두 개의 업체와 거래를 하고 있다. 단가인하 압박은 항상 존재하지만, 지속적인 대화를 통해 서로 win-win 할 수 있는 전략을 추구하려고 한다.
3. 소재부문의 매출총이익률이 하락한 것은, 그럼 삼성이나 LG의 단가인하요구에 따른 영향인가?
 - 이번 분기에서의 소재부문 이익률 하락은 단가인하보다는 제품믹스에 따른 결과라고 보면 된다.
4. 이익률의 변동이 큰 부분은 소재간의 이익률이 커서 그렇다고 봐도 되는가? 제품믹스에 대한 구체적인 내용과 소재별 이익률이 얼마나 차이 나는지 설명 부탁드립니다.
 - 소재에 대한 개발은 지속되며, 같은 소재라도 성능을 개선해 시장에 내놓는다. 이런 신제품은 초반에 단가를 상대적으로 더 높게 받는 경향이 있다. 2016년에는 2015년과 유사한 매출총이익률을 유지하는 것이 목표다.
5. 매출의 변동요소에 고객사의 재고조정을 언급한 것으로 기억하는데, 그렇다면 4 분기에는 재고조정이 스마트폰 쪽에서 발생한 것인가 아니면 TV 쪽에서 발생한 것인가? 그리고 재고조정에 세트 수요부진의 영향이 크다고 보는가 아니면 3분기에 물량을 많이 앞당겨서 가져간 영향이 크다고 보는가?
 - 우선 고객사가 한 곳이 아니고, 재고조정의 원인이 세트 수요의 부진인지는 우리가 알 수 없다. 하지만 확실한 것은 고객사의 연말 재고조정이 큰 폭으로 이루어졌다는 점이다.
6. 유가가 계속해서 낮은 수준을 유지하고 있다. UDC의 OLED소재는 석유화학에서 나오는 걸로 아는데, 유가가 내려가면 원가도 내려가는가?
 - 소재제품들의 일부가 유가영향을 받는 것은 맞지만, 우리 원가의 핵심은 유가에 영향 받지 않기 때문에 그렇게 보기에는 무리가 있다고 본다. 원가의 핵심은 metal이다.

7. 고객사가 혹시 4분기에 재고조정을 과도하게 해서 1분기에 물량이 크게 증가할 가능성은 없다고 보는가?
- 우리가 고객사의 재고상황에 대해 예측하는 것은 불가능하다. 다만, 우리의 매출증가는 세트수요증가와 더 연관성이 높다고 본다.
8. 이익률의 변동이 신제품과 구제품의 이익률 차이에서 발생한다고 했는데, 그렇다면 1분기에는 신제품과 구제품의 매출비중이 어떻게 될 것으로 보는가?
- 1분기에 대해서 구체적으로 말하긴 어렵다. 참고로, 인광소재의 매출총이익률은 약 70~80% 사이에서 유지돼 왔다.
9. 삼성을 제외한 로열티 금액에 대한 전망은 어떻게 되는가?
- 전에도 언급했다시피, 우리는 LG와 2015년에 로열티관련 계약을 맺었다. LG 쪽의 코멘트에 의하면, LG전자 TV매출의 절반은 4분기에 이루어 질 것이라고 했다. 이 부분에 대한 로열티 매출은 1분기에 반영될 예정이다. 2014년 4분기에는 LG관련 로열티 매출이 없었다.
10. 2017년에 기대되는 OLED산업수요가 크게 증가할 것으로 기대되는데 이에 대응할 CAPA(생산능력)는 준비하고 있는가? 2016년말이나 2017년 초에 증설비용이 많이 들 것으로 보는가?
- 우리는 2015년에 Ohio주 Barberton에 PPG Industries 내 두 번째 라인을 증설했다. 향후 2~5년 수요증가를 내다보고 증설을 추진하였기 때문에 문제가 없다고 본다. 우리 역시 2017년에 큰 폭의 CAPA 증설에 따른 수요증가를 기대하고 있다. 과거에도 그랬듯이, 증설관련 비용은 우리에게 크게 부담되지 않는다. PPG가 우리에게 독점공급하고 우리는 소재를 사오는 입장이기 때문에 증설하는 데에 투자금액이 많이 들진 않는다.
11. 최근에 증설한 CAPA의 주요 목적이 Red인광 매출 증가였던 것으로 추정한다. 4분기 Red인광 매출 증가가 증설된 CAPA의 결과라고 보면되는가? 아니면 신규 Red인광 제품에 대한 교체수요로 봐야하는가?
- 고객사의 수요변화에는 여러가지 이유가 있기 때문에 정확하게 말할 순 없지만, Green인광보다 Red인광 매출이 전년대비 크게 늘어난 것은 맞다.

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억엔)	2014	2015	2016E	2017F
매출액	191.0	191.0	225.3	279.0
매출총이익	145.2	122.7	184.8	227.7
영업이익	58.6	32.3	84.6	122.1
EBITDA	71.7	46.4	77.2	95.3
이자비용	0.1	0.1	-	-
세전이익	59.3	33.1	85.7	123.7
당기순이익	41.7	14.7	59.9	87.1
희석 주당순이익	0.90	0.31	-	-

PROFITABILITY & STABILITY

(%)	2014	2015	2016E	2017F
EBITDA/매출	37.5	24.3	-	-
영업이익률	30.7	16.9	37.6	43.8
순이익률	21.9	7.7	23.8	29.3
총자산이익률	8.8	2.8	9.0	11.5
자기자본이익률	9.6	3.2	10.5	13.5
투자자본이익률	9.7	3.6	-	-
부채비율	0.0	0.0	-	-
유동비율	13.8	13.0	-	-

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

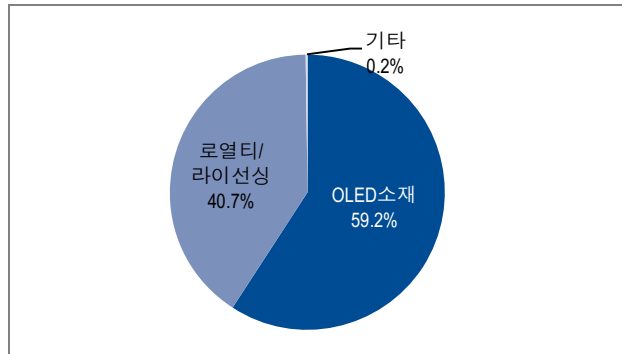
(십억엔)	2012	2013	2014	2015
현금 및 현금성자산	85.9	70.6	45.4	97.5
매출채권	8.7	15.7	22.1	24.7
유동자산	267.5	327.0	370.5	447.7
유형자산	280.9	368.7	406.8	487.4
총무형자산	-	-	-	-
자산총계	385.5	462.8	489.8	559.4
단기성차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
유동부채	22.3	23.2	26.8	34.5
장기성차입금	0.0	0.0	0.0	0.0
기타 비유동부채	3.2	2.4	0.0	0.0
부채총계	35.3	35.1	41.1	92.6
자본총계	350.2	427.7	448.7	466.8

CASH FLOW STATEMENT

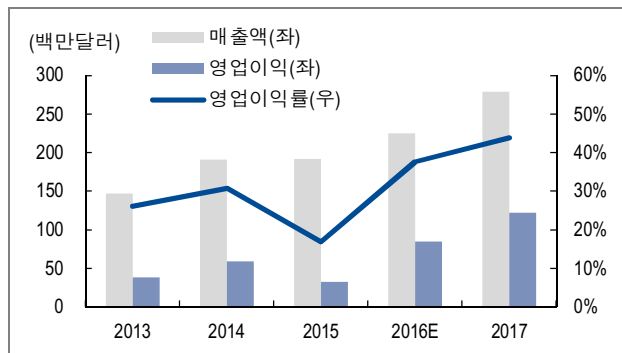
(십억엔)	2012	2013	2014	2015
영업활동으로 인한 현금흐름	17.8	45.0	47.3	113.6
투자활동으로 인한 현금흐름	-36.1	-54.8	-42.3	-58.6
- 자본적 지출(CAPEX)	-2.7	-4.7	-6.2	-5.1
재무활동으로 인한 현금흐름	-7.5	-5.5	-30.1	-2.9
- 배당금 지급	0.0	0.0	0.0	0.0
현금자산 순증	-25.9	-15.3	-25.2	52.1
Unlevered Free Cash Flow	13.2	37.3	35.4	70.3
잉여현금흐름 수익률	1.3	2.6	3.2	4.3

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

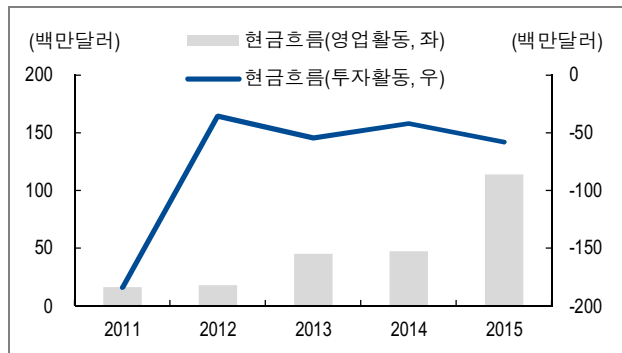
FY2015 사업부문별 매출비중



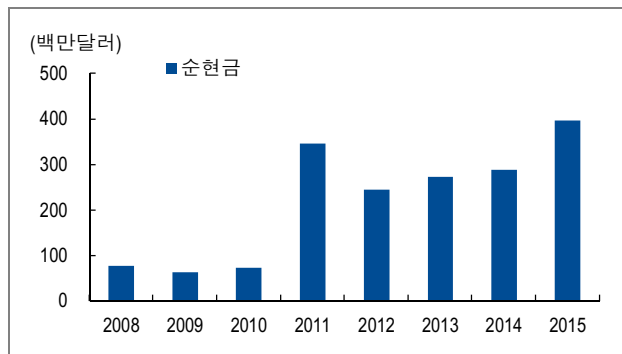
매출, 영업이익, 영업이익률 추이



영업활동 및 투자활동 현금흐름 추이

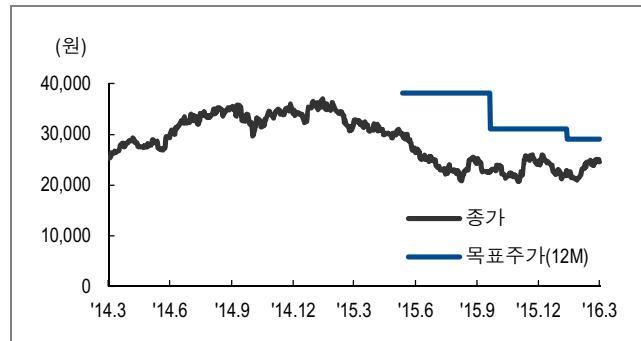


순현금 추이

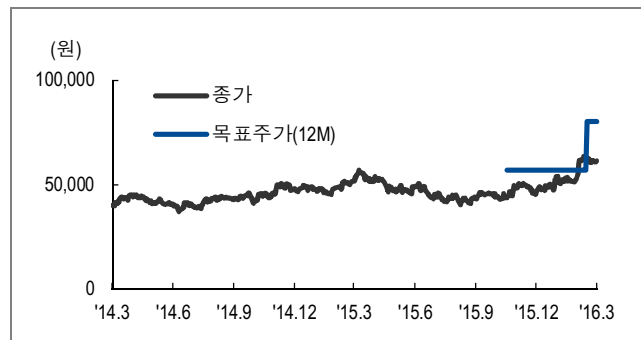


투자의견 및 목표주가 변경내역

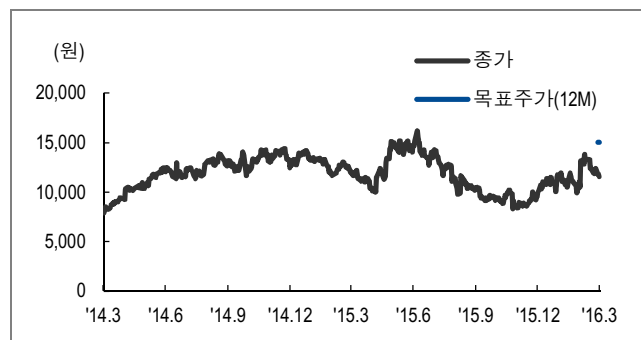
종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
LG디스플레이	034220.KS	2016.01.28	Buy	29,000원(12개월)
		2015.10.06	Buy	31,000원(12개월)
		2015.05.29	Buy	38,000원(12개월)
		2015.05.04	담당 Analyst 변경	
		2014.09.25	Buy	41,000원(12개월)
		2014.07.24	Buy	36,000원(12개월)



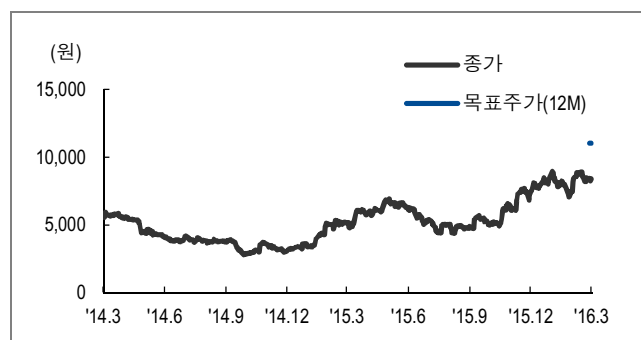
종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
에스에프에이	056190.KQ	2016.03.17	Buy	80,000원(12개월)
		2015.11.02	Buy	57,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
원익IPS	030530.KQ	2016.03.17	Buy	15,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
주성엔지니어링	036930.KQ	2016.03.17	Buy	11,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2016년 3월 11일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.1%	23.9%	1.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "동 자료상에 언급된 기업들"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 "LG디스플레이"를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.