

IT 소재

Overweight

Re-rating 가능한 소재 업체 찾기

Analyst 권홍

02 369 3713

hmkwon86@db-fi.com



Summary



반도체와 디스플레이를 전방산업으로 두고 있는 IT소재 업체들의 펀더멘탈은 더욱 견고해지고 있는 반면, 업체마다 차이는 있지만 IT소재 섹터의 전반적인 밸류에이션은 De-rating 되고 있다. 2015~16년, 반도체와 디스플레이 투자 확대와 3D NAND, OLED등의 도입으로 인한 소재 사용량 확대에 대한 기대감이 밸류에이션에 선반영 되었던 점을 감안하더라도, 전방 산업인 반도체와 디스플레이 업체들에 대한 투자 심리 악화가 IT소재 업체들에게 과도하게 영향을 줬다고 판단된다. 메모리 반도체의 DownCycle로 인한 국내 반도체 업체들의 영업이익 하락 구간에도 반도체 소재 업체들의 매출액은 성장했던 점을 잊으면 안된다. IT소재 업체들의 실적은 꾸준히 성장 할 것이고, 결국 주가는 펀더멘탈을 따라갈 것이다.

반도체 부문에서는 미세화 트렌드와 3D NAND 단수 증가로 인해 멀티패터닝 관련 프리커서, 텅스텐 증착에 필요한 WF6, 식각가스, 그리고 세정 스텝 증가로 인한 NF3와 과산화수소 수요가 꾸준히 증가할 것으로 전망한다. 디스플레이 부문에서는 WOLED 출하량 증가와 고객사 증설로 인한 OLED 봉지재 시장 성장, QLED TV 판매량 증가와 QD-OLED로 인한 중장기적인 QD소재 사용량 증가, 그리고 풀더블 시장 개화로 인한 P필름과 PI Varnish 시장 성장을 눈여겨 봐야 한다.

하지만, 수요 성장이 크게 증가하는 소재를 생산하는 것만으로는 투자 포인트가 될 수 없다. 각 업체들이 속한 전방산업과 신규 고객사 확보를 통한 이익 추정치 상향 가능성 등도 고려되어야 하며, 결국, 해당되는 소재 매출 증가가 업체들의 실적을 얼마나 견인하는가, 그리고 이러한 실적 성장이 얼마나 주가에 반영이 되어 있는가를 따져봐야 한다.

이러한 관점에서, 원익머트리얼즈와 SK머트리얼즈를 IT소재 Top-pick으로 제시한다. 한솔케미칼과 이녹스첨단소재도 성장성 대비 저평가 구간에 머물고 있다고 때문에 신규 커버리지를 개시한다. 당사 소재 커버리지 업체의 평균 PEG (18-20E EPS CAGR vs. 19E PER)은 0.54배이며 이들 업체들의 PEG는 평균 아래, 19E PER은 10배 근처다. 반면, 덕산네오룩스와 SKC코오롱PI의 경우 현재 높은 멀티플을 부여받고 있기 때문에 추가적인 Re-rating 가능성 보다는 조금 긴 호흡으로 실적 성장의 방향성을 예의주시하며 trading할 것을 추천한다.

IT 소재 커버리지 및 투자 포인트 (선호도 순서)

종목	투자의견	목표주가	투자포인트
원익머트리얼즈	BUY	45,000원(유지)	식각가스와 제품 비중 상승으로 시장 추정치 상향 조정 예상
SK머트리얼즈	BUY	250,000원(상향)	WF6와 프리커서, 식각가스 자회사의 높은 매출 성장과 이익기여도 확대
한솔케미칼	BUY	10,000원(신규)	과산화수소의 견조한 매출 상승과 프리커서, QD 매출 중장기적 성장
이녹스첨단소재	BUY	55,000원(신규)	원재료 부담이 높은 FPCB 부문은 줄어들고 OLED 매출 비중 크게 상승
덕산네오룩스	BUY	17,000원(하향)	고객사의 MS 하락으로 19년 추정치 하향 불가피
SKC코오롱PI	BUY	53,000원(신규)	추가적인 멀티플 상승 보다는 실적 성장을 예의주시 하며 긴 호흡으로 볼 필요

자료: DB금융투자

Contents

I. De-rating? 이제는 Re-rating!	4
IT 소재 업체 주가는 펀더멘탈을 따라갈 것	4
성장하는 소재와 밸류에이션을 따져보면 기회는 온다	6
II. 반도체 소재 시장에서 기회 요인 포착	9
전방시장이 커지고 있다	9
늘어나는 소재를 찾아서	13
III. 디스플레이 변화도 주목	22
대형 디스플레이 변화 감지	22
폴더블에서 새로운 동력 찾기	26
IV. Coverage Recommendation	30
원익머트리얼즈(104830)	30
SK 머티리얼즈(036490)	34
한솔케미칼(014680)	43
이녹스첨단소재(272290)	49
덕산네오룩스(213420)	53
SKC 코오롱 PI(178920)	56

I . De-rating? 이제는 Re-rating!

IT소재 업체 주가는 펀더멘탈을 따라갈 것

일부 업체들의 밸류에이션 De-rating은 과도하다

De-rating을 겪고 있는 IT 소재 업체들, 결국 주가는 견고한 펀더멘탈을 따라갈 것

반도체와 디스플레이를 전방산업으로 두고 있는 IT소재 업체들의 펀더멘탈은 더욱 견고해지고 있는 반면 업체마다 차이는 있지만 IT소재 섹터의 전반적인 밸류에이션은 De-rating 되고 있다. 2015~16년, 반도체와 디스플레이 투자 확대와 3D NAND, OLED등의 도입으로 인한 소재 사용량 확대에 대한 기대감이 밸류에이션에 선반영 되었던 점을 감안하더라도, 전방 산업인 반도체와 디스플레이 업체들에 대한 투자 심리 악화가 IT소재 업체들에게 과도하게 영향을 줬다고 판단된다. 본격적으로 실적 개선 Cycle에 진입한 IT소재 업체들의 가시성 높은 성장성을 감안해야 한다. IT소재 업체들의 실적은 꾸준히 성장할 것이고, 결국 주가는 펀더멘탈을 따라갈 것이다.

도표 1. IT소재 커버리지 업체 주가 추이



도표 2. 커버리지 업체 12개월 선행 PER 추이



도표 3. 커버리지 업체 12개월 선행 PBR 추이



반도체 DownCycle에서도 소재는 성장했다

반도체
업체들의
영업이익 하락
구간에도 소재
업체들의 YoY
매출 성장

일부 소재 업체들의 경우 현재의 밸류에이션 De-rating은 소재 업체들의 고객사인 국내 반도체 업체들의 성장에 대한 불확실성에 일부 기인한다고 판단한다. 우리는 꾸준한 메모리 수요와 migration의 어려움으로 인해 메모리 반도체는 견고한 Cycle을 유지할 것이라고 전망한다. 하지만 만약, 메모리 반도체가 DownCycle에 진입한다 해도 반도체 소재 업체들의 YoY 성장 기조는 유지될 것으로 본다. 가장 최근 반도체 업체들의 영업이익 하락 구간인 2015-16년에도 주요 반도체 소재 업체들은 YoY 매출 성장을 유지했다. 일부 공급과잉 우려로 DRAM ASP가 크게 하락하며 DRAM 업체들의 영업이익은 타격을 받았지만, Wafer CAPA 증가와 소재 사용량 증가가 소재 업체들의 매출 성장을 견인했으며, 소재 업체들의 주가도 동기간 outperform하는 모습을 보였다. Wafer CAPA 증가, 그리고 DRAM의 미세화와 3D NAND 공정 증가로 인한 소재 사용량 증가는 현재 진행형이며, 디스플레이 부문에서도 신규 CAPA와 새로운 어플리케이션의 등장이 소재 사용량 증가를 견인하고 있다. 각각 소재 업체들의 실적 성장성을 기반으로 현재 수준에서 Re-rating이 가능한 업체를 선별적으로 투자하는 전략이 필요하다고 판단된다.

도표 4. 삼성전자 반도체와 SK하이닉스 영업이익 추이



자료: 각 사 DB금용투자

도표 5. 주요 반도체 소재업체 매출액 추이



자료: 각 사 DB금용투자

도표 6. 반도체 업체와 주요 반도체 소재 업체 주가 추이



자료: Dataguide, DB금용투자

성장하는 소재와 밸류에이션을 따져보면 기회는 온다

어떤 소재들을 봐야하나?

전방산업의
변화로 인해
높은 수요
성장을 보유했던
소재들에 주목

반도체의 경우 공정 미세화와 3D NAND 비중과 단수 증가, 디스플레이의 경우는 신규 CAPA 증가를 상회하는 면적 증가, 새로운 소재와 어플리케이션의 등장으로 소재 사용량 증가 Cycle이 전망된다. 수많은 소재들 중에서도, 전반적인 소재 시장의 성장률 이상으로 사용량 증가가 예상되는 소재들을 생산할 수 있는 업체들의 경우 더욱 높은 성장성을 보여줄 것이다. 반도체에서는 멀티패터닝 증가로 인해 공정 희생막 역할을 수행하는 프리커서 사용량 증가가 예상된다. 또한 식각가스 사용량 증가와 세정 공정 역시 증가할 것으로 판단된다. 디스플레이 분야에서는 WOLED의 CAPA 증가와 TV의 대형화로 봉지재 사용량 증가가 전망되며, QD-OLED의 투자가 진행 될 경우 QD 소재의 사용량 급증이 예상된다. 중소형 OLED에서는 폴더블폰의 탄생으로 인한 Base 필름 소재 변화로 P필름 사용량이 증가할 것이며, 전반적인 Flexible OLED의 비중 증가로 PI Resin(Varnish)의 시장도 더욱 커질 것이다.

도표 7. 눈여겨 봐야할 소재들과 관련 업체들

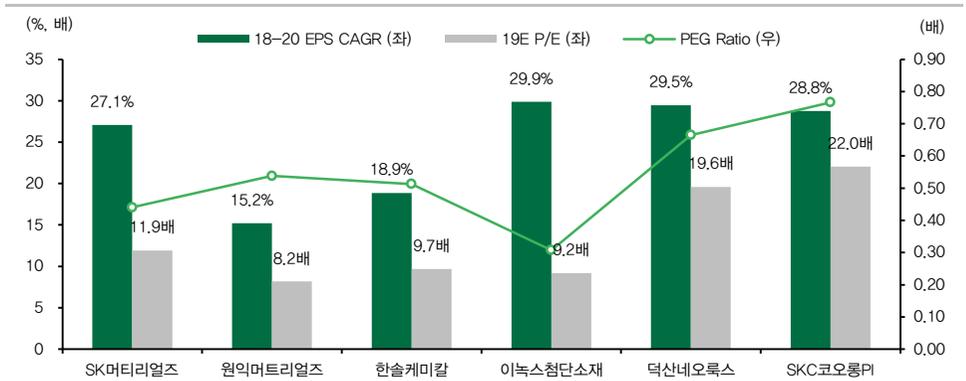
반도체			디스플레이		
프리커서	식각가스	세정	WOLED 봉지재	QD 소재	P필름/Varnish
한솔케미칼	원익머트리얼즈	SK머트리얼즈	이녹스첨단소재	한솔케미칼	SKC코오롱PI
SK머트리얼즈	SK머트리얼즈	한솔케미칼			

자료: DB금융투자

하지만 결국
실적 성장성과
밸류에이션
수준을
따져봐야 한다

수요 성장이 크게 증가하는 소재를 생산하는 것만으로는 투자 포인트가 될 수 없다. 각 업체들이 속한 전방산업과 신규 고객사 확보를 통한 이익 추정치 상향 가능성 등도 고려되어야 하지만, 결국, 해당되는 소재 매출 증가가 업체들의 실적을 얼마나 견인하는가, 그리고 이러한 실적 성장이 얼마나 주가에 반영이 되어 있는가를 따져봐야 한다. 이러한 관점에서 당사 IT 소재 커버리지 종목 중 3년간 예상되는 연평균 EPS 성장률과 19년 기준 PER을 이용한 평균 PEG (0.54배)를 따져보면, 덕산네오룩스와 SKC코오롱PI의 경우 높은 멀티플을 부여받고 있는 것으로 판단된다.

도표 8. 연평균 EPS 성장률과 19년 PER, 평균 PEG는 0.54배



자료: DB금융투자

Top-pick: 원익머트리얼즈, SK머티리얼즈

원익머트리얼즈: 원익머트리얼즈는 DRAM 미세화 공정과 3D NAND 투자의 수혜로 식각가스를 포함한 제품 매출 mix가 지속적으로 증가되고 있으며, 고정비 부담 증가로 인한 수익성 악화가 마무리되어 영업이익률 상승 구간에 진입했다. 19년 기준 PER 8.2배, PBR 1.1배 수준으로 성장성 대비 극도로 저평가 되었다고 판단되며, 최근 실시한 무상증자로 인해 그동안 지적 받았던 유동성 부족이 해소될 것으로 기대된다.

SK머티리얼즈: SK머티리얼즈는 NF3 시장이 타이트하게 유지되고 3D NAND 단수 증가와 증설효과로 WF6 매출이 크게 증가해 본업인 특수가스 매출액의 견고한 성장이 전망된다. 또한 2019년부터는 자회사의 매출 성장이 온기로 반영되며 자회사의 수익성도 정상화 구간에 진입할 것이다. 그룹 내 시너지 향상과 추가적인 포트폴리오 다변화 가능성은 밸류에이션 프리미엄 요소로 판단된다. 시기총액과 거래량 등, 현실적인 liquidity premium 요소까지 고려하여 SK머티리얼즈를 Top-pick에 추가한다.

한솔케미칼: 한솔케미칼은 국내와 중국의 과산화수소 증설 물량으로 인해 높은 매출 성장 가시성을 보유하고 있다. 멀티패터닝에 사용되는 DIPAS와 BDEAS 프리커서의 높은 성장성, 그리고 삼성전자의 공격적인 QLED TV 판매, 그리고 중장기적으로는 QD-OLED로 인한 QD 소재 판매량 증가가 매출 성장을 견인할 것으로 판단된다. 과거 QD 소재에 대한 과도한 기대감이 있었으나 19년 기준 PER 9.7배, PBR 1.8배 수준으로, 다시 주목해야할 시점이라고 판단된다.

이녹스첨단소재: 이녹스첨단소재는 FPCB, 반도체 패키징 관련 소재 업체에서 성장성이 높은 OLED 소재 업체로 변화하고 있다. WOLED 패널 출하량 증가에 따른 봉지재 매출 증가가 전망되며 고객사의 신규 CAPA 증설로 인한 중장기적인 수혜가 전망된다. FPCB 사업부의 원재료 가격의 상승으로 인한 수익성 악화 우려는 과도하다고 판단되며, FPCB 사업부의 비중은 지속적으로 하락하고 있기 때문에 OLED 비중 확대와 이로 인한 실적 성장을 통한 밸류에이션 Re-rating이 가능하다고 판단된다.

덕산네오룩스: 덕산네오룩스는 17년 높은 매출 성장 이후 18년에는 고객사의 OLED 가동률 하락으로 인한 실적 추정치 하락과 고객사 내 MS 하락으로 인해 주가는 크게 De-rating 되었다. 현재 19년 추정치 기준 PER 19.6배로 여전히 높은 멀티플을 부여 받고 있으며, 향후 주가의 catalyst는 중화권 매출 확대와 SDC의 북미 고객사향 신규 재료구조 진입 여부라고 판단된다. 현재까지 나온 악재들은 주가에 반영 되었기 때문에 trading 가능 구간이라고 판단되지만, 조금 긴 호흡으로 바라볼 필요가 있다.

SKC코오롱PI: SKC코오롱PI는 PI필름 가격 인상과 추가 증설, 그리고 폴더블형 PI base film 생산과 PI Varnish 사업 진출로 인한 중장기적 성장성이 멀티플에 반영되며 19년 추정치 기준 PER 22배로 IT소재 업체들 중 가장 높은 밸류에이션에 거래되고 있다. 추가적인 멀티플 상승 보다는 실적이 시장 기대치에 부합하는지 여부가 주가를 움직일 것으로 판단되며, 중소형 OLED향 매출액은 성장성은 높지만 매출 비중이 미미한 점은 고려되어야 한다고 판단된다.

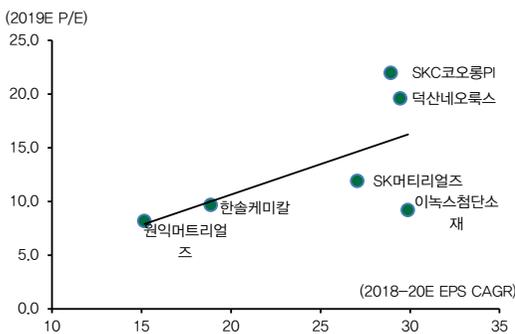
도표 9. OLED 장비 커버리지 업체 실적 및 Valuation

(단위: 억원, 원, %, 배)

		원익머트리얼즈	SK머트리얼즈	한솔케미칼	이녹스첨단소재	덕산네오룩스	SKC코오롱PI
투자 의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		45,000원	250,000원	100,000원	55,000원	17,000원	53,000원
현재주가		29,300원	185,100원	75,500원	41,200원	13,600원	42,100원
시가총액		3,694	19,524	8,528	3,695	3,265	12,363
매출액	17A	2,030	5,123	5,216	1,931	1,004	2,164
	18E	2,386	6,744	5,633	3,015	923	2,741
	19E	2,803	8,486	6,347	3,939	1,025	3,216
영업이익	17A	329	1,477	792	222	184	530
	18E	445	1,810	1,037	351	160	684
	19E	548	2,413	1,212	501	189	821
영업이익 증가율	17A	40.5	-4.2	-3.6	-	368.6	63.9
	18E	35.2	22.6	31.0	58.4	-13.2	29.0
	19E	23.2	33.3	16.9	42.8	18.5	20.0
EPS	17A	1,627	9,660	4,804	3,320	699	1,116
	18E	3,146	11,581	6,881	3,148	654	1,594
	19E	3,582	15,538	7,806	4,483	694	1,916
P/E	17A	18.0	19.2	15.7	12.4	19.5	37.7
	18E	9.3	16.0	11.0	13.1	20.8	26.4
	19E	8.2	11.9	9.7	9.2	19.6	22.0
ROE	17A	8.7	26.4	16.9	23.6	13.7	13.2
	18E	14.2	25.9	20.1	18.4	11.4	17.2
	19E	13.9	27.5	19.0	20.7	10.8	18.5
P/B	17A	1.6	5.1	2.7	2.9	2.7	5.0
	18E	1.3	4.1	2.2	2.4	2.4	4.6
	19E	1.1	3.3	1.8	1.9	2.1	4.1
시가총액/ 영업이익	18E	11.2	13.2	10.8	16.7	17.7	23.3
	19E	8.3	10.8	8.2	10.5	20.5	18.1

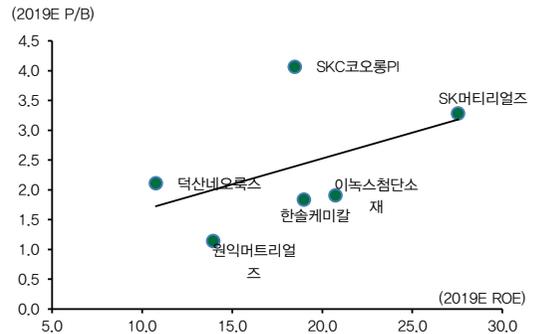
자료: DB금융투자

도표 10. PER vs. EPS CAGR



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 11. PBR vs. ROE



자료: Bloomberg, DB금융투자

II. 반도체 소재 시장에서 기회 요인 포착

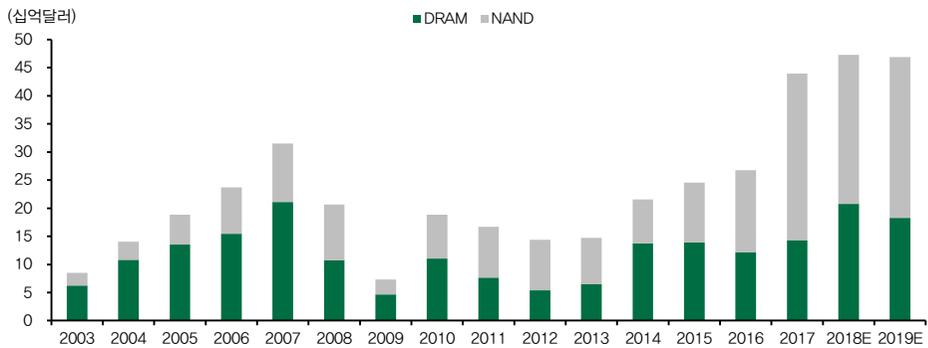
전방시장이 커지고 있다

전례 없는 대규모 투자 집행

반도체
업체들의
대규모 투자
집행

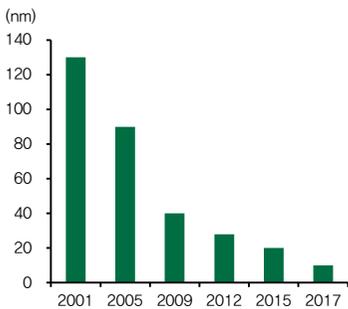
글로벌 반도체 업체들의 높은 Capex 필요성이 지속되고 있다. DRAM의 경우 지속적인 선풍 미세화가 진행될수록 상대적인 수율은 하락하고 공정 수는 증가하는 양상을 띄고 있으며 일반적으로 신규 투자 시 fab의 규모가 과거에는 40k 수준이었던 반면 최근 몇년 들어서는 한번 투자시 fab 규모가 80k 이상으로 대형화 추세를 보이고 있다. 17년부터 투자의 중심에 있는 3D NAND는 원가 절감을 극대화하며 모바일 디바이스의 메모리 탑재량 증가와 SSD migration등 늘어나는 전방산업의 수요를 충족시키기 위해 17년부터 역사상 전례가 없는 대규모의 투자가 집행되고 있다.

도표 12. 글로벌 반도체 업체의 메모리 Capex 추이



자료: IHS, DB금융투자

도표 13. 지속적인 선풍 미세화



자료: Micron, DB금융투자

도표 14. 수율은 하락, 공정 수는 증가

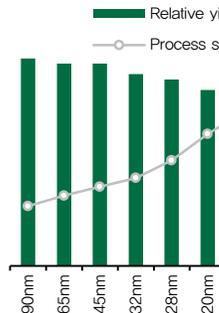
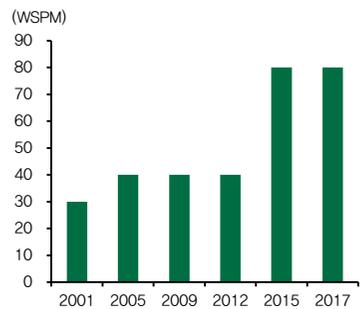


도표 15. Fab 투자 규모의 대형화

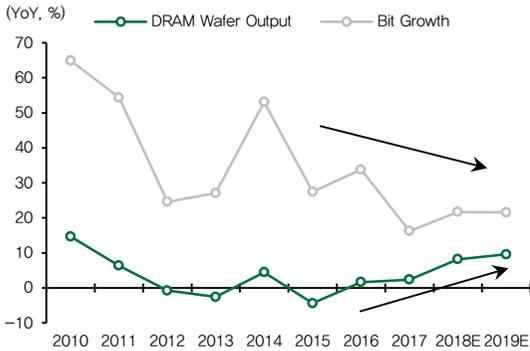


Capex 효율성 하락이 증설의 이유

과거대비
현저히 낮아진
capex 효율성

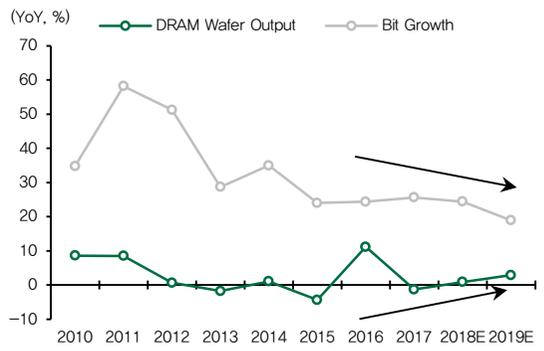
DRAM에서 미세공정으로의 전환이 지속적으로 이뤄지고 있기는 하지만 연평균 선폭 축소 속도는 더
더지고 있는 상황이다. 미세화가 더욱 어려워지고 있으며 미세공정 전환을 통해 얻을 수 있는 Bit
Growth가 둔화되고 있다. 또한, 선폭 미세화로 인한 스텝수 증가는 사용 장비 대수 증가로 이어지고,
같은 Wafer CAPA 대비 선폭 미세화로 인한 클린룸 규모도 더 커질수 밖에 없다. 마이크론은 30nm에
서 20nm로 미세화 전환 시 마스크 횟수는 35% 이상, 노광 이외의 공정 스텝은 110% 이상, 또한 동
일 Wafer CAPA 대비 클린룸 규모는 80% 이상 늘어난다고 집계했다. 50nm에서 30nm로의 미세화 전
환과 비교시 크게 늘어나는 수치다. 결국, 신규 CAPA 증설을 위한 Capex의 효율성은 점차 줄어들고
있으며 Wafer 아웃풋 성장률과 Bit Growth의 괴리는 줄어들고 있는 상황이다.

도표 16. 삼성전자 Wafer Output 증가와 B/G



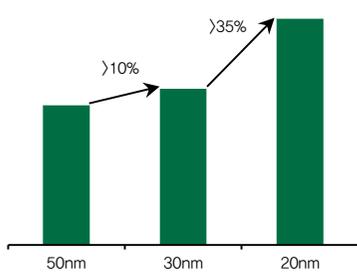
자료: IHS, DB금융투자

도표 17. SK하이닉스 Wafer Output 증가와 B/G



자료: IHS, DB금융투자

도표 18. 마스크 레이어 증가



자료: Micron, DB금융투자

도표 19. 노광 이외 공정 스텝

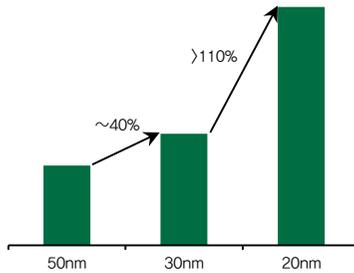
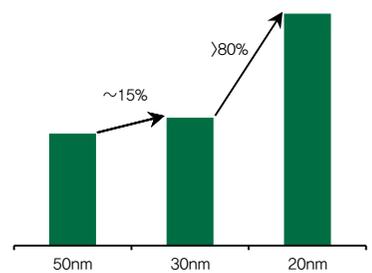


도표 20. Wafer CAPA 대비 클린룸 규모



국내 반도체 업체들의 Wafer CAPA는 늘고있다

국내 반도체
업체들의
DRAM과 3D
NAND capa는
상승 중

지속적인 증설이 필요한 만큼 메모리 반도체 수요가 견고한 수준을 유지할 것인가, 또는 메모리 ASP 추이가 어떤 양상을 띠 것인가에 대한 시장의 의견은 분분할 수 있다. 하지만 이미 진행되고 확정된 국내 반도체 업체들의 투자로 인해 반도체 소재 사용량은 누적되어 증가 중이며 이로 인한 소재 업체들의 수혜는 가시성이 높다. 삼성전자의 DRAM의 경우 CIS 이미지 센서 전환으로 인한 11라인과 13라인의 일부 CAPA의 하락분이 있지만 평택 상층부의 DRAM CAPA와 16라인 DRAM 전환분의 가동을 상승이 전망되며 SK하이닉스의 경우 M14와 우시 fab의 가동을 상승이 전망된다. 3D NAND의 경우 각각 삼성전자의 평택, SK하이닉스의 M14의 가동률과 완공을 마친 SK하이닉스의 M15가 가동을 시작해 3D NAND 비중 확대를 예상한다. 또한 DRAM에서의 추가적인 migration과 3D NAND 단수 증가로 인해 소재 업체들의 중장기적인 이익 증가 Cycle은 이제 시작 단계에 불과하다.

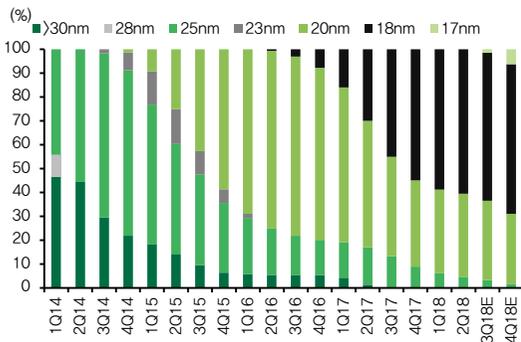
도표 21. 국내 DRAM 업체들 분기별 Wafer input

(단위: 천장/월)

DRAM	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
삼성전자	360	365	370	370	365	380	410	405	370	405	420
11라인	40	35	30	25	25	20	15	10	25	10	10
13라인	100	100	100	100	100	100	95	85	100	85	65
15라인	170	170	170	165	160	155	150	150	165	150	140
16라인						15	40	40		40	40
17라인	50	60	70	80	80	80	80	80	80	80	75
평택						10	30	40		40	90
SK하이닉스	265	270	275	280	305	325	340	345	280	345	380
M10	90	85	85	80	80	80	80	80	80	80	70
M14	60	65	70	80	95	110	120	125	80	125	140
우시 (C2)	115	120	120	120	130	135	140	140	120	140	130
우시 (C3)											40

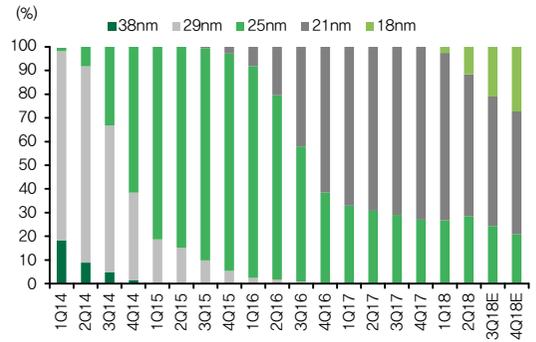
자료: IHS, DB금융투자

도표 22. 삼성전자 DRAM migration



자료: IHS, DB금융투자

도표 23. SK하이닉스 DRAM migration



자료: IHS, DB금융투자

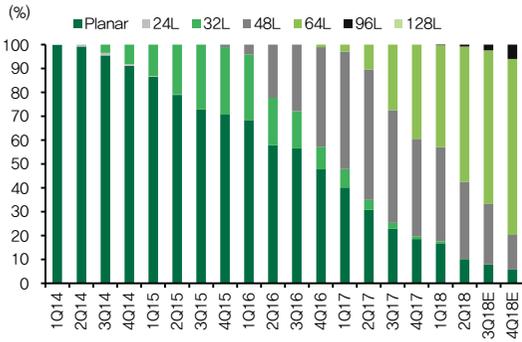
도표 24. 국내 NAND 업체들 분기별 Wafer input

(단위: 천장/월)

NAND	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
삼성전자	410	415	435	495	460	440	415	425	495	425	425
12라인	120	120	120	120	120	95	70	85	120	85	70
16라인	165	165	165	165	120	105	85	70	165	70	55
17라인	5	10	20	40	40	40	40	40	40	40	40
시안1	120	120	120	120	110	110	100	100	120	100	100
시안2											30
평택			10	50	70	80	100	100	50	100	100
평택2층						10	20	30		30	30
3D NAND	165	170	190	250	265	290	315	325	250	325	395
SK하이닉스	230	220	235	240	240	250	260	275	240	275	310
M11	130	130	130	130	120	120	120	120	130	120	120
M12	100	90	85	80	80	80	80	75	80	75	70
M14			20	30	40	50	60	70	30	70	70
M15								10		10	50
3D NAND	20	20	40	60	70	80	90	110	60	110	150

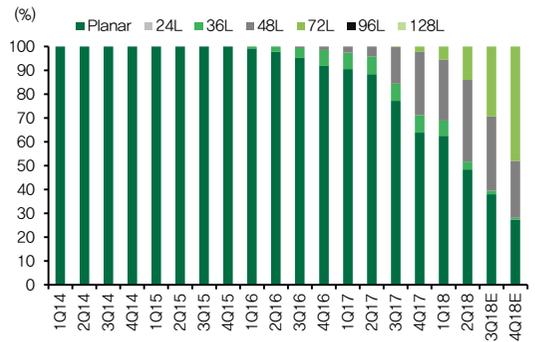
자료: IHS, DB금융투자

도표 25. 삼성전자 3D NAND 단수 증가



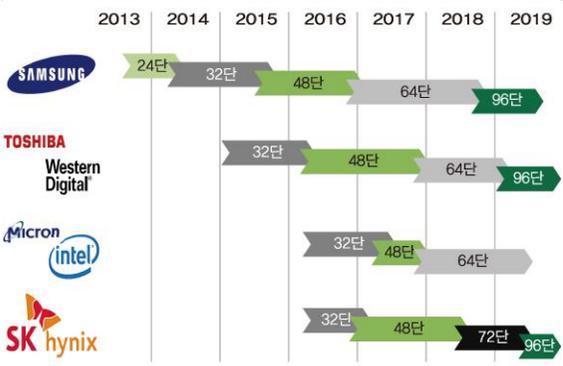
자료: IHS, DB금융투자

도표 26. SK하이닉스 3D NAND 단수 증가



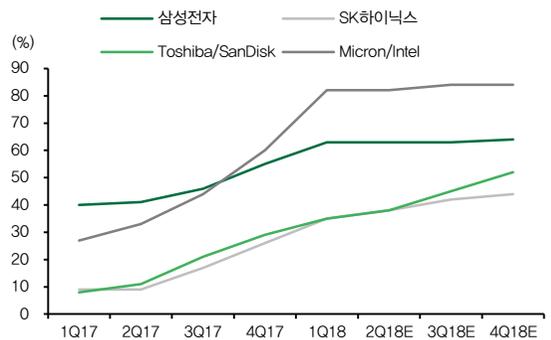
자료: IHS, DB금융투자

도표 27. 업체별 3D 낸드 기술 추이



자료: 각 사 DB금융투자

도표 28. 3D 낸드 비중 전망



자료: DRAMExchange, DB금융투자

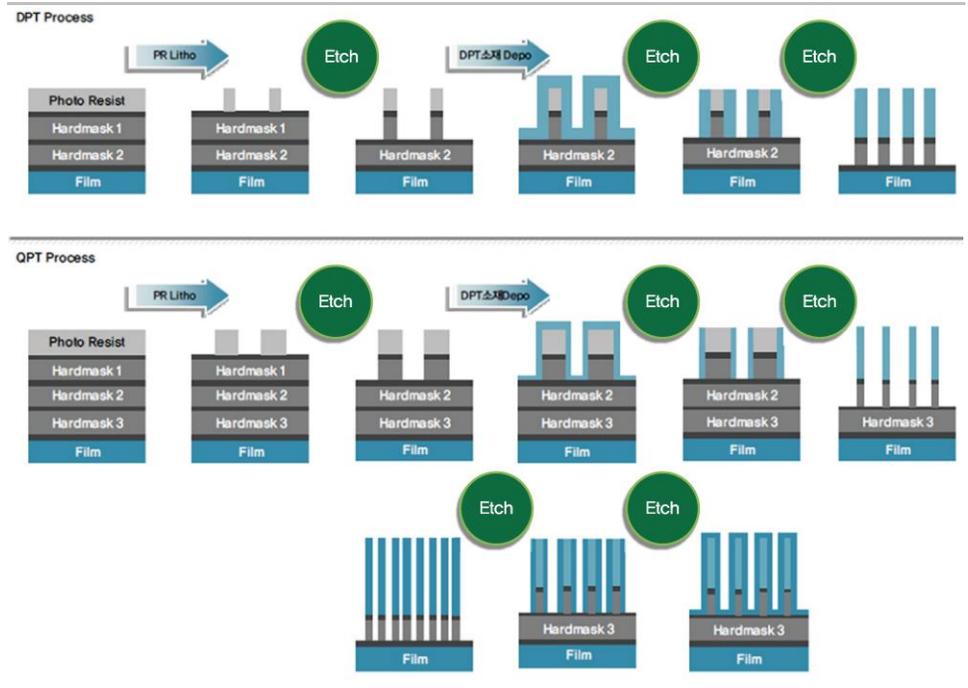
늘어나는 소재를 찾아서

멀티패터닝 관련 프리커서

멀티패터닝에
공정 희생막
관련 프리커서
성장성 주목

DRAM에서 migration으로 인한 Wafer 당 Bit Growth 증가 둔화로 공정 전환 효율이 낮아지고 공정 횟수가 증가되는 이유 중 하나는 멀티패터닝, DPT(Double Patterning Technology)와 QPT(Quadruple Patterning Technology)의 적용 레이어가 증가하는 추세에 있기 때문이다. 멀티패터닝으로 인한 공정 수 증가와 연관이 높은 소재는 패터닝 관련 프리커서와 식각가스다. 멀티패터닝을 위해서 DIPAS, BDEAS 등 DPT 관련 공정 희생막 소재들이 증착되고, 일부 증착 물질들이 하드마스크와 함께 식각되어야 한다. 기본 LELE (Litho - Etching - Litho - Etching)의 DPT의 경우 공정 희생막이 1번 증착되고 식각 공정은 3번 진행되게 되며 QPT의 경우 공정 희생막이 2번 증착되고 식각 공정이 총 5번 진행된다. QPT에서는 증착과 식각 공정 자체도 증가하지만, 희생막이 증착되어야 하는 면적 자체가 넓어지며 식각을 해야하는 깊이도 DPT 대비 깊어져 소재 사용량이 2배 이상 증가하게 된다.

도표 29. DPT와 QPT 공정 프로세스



자료: 업계자료, DB금융투자

도표 30. 멀티패터닝 관련 프리커서 종류와 업체

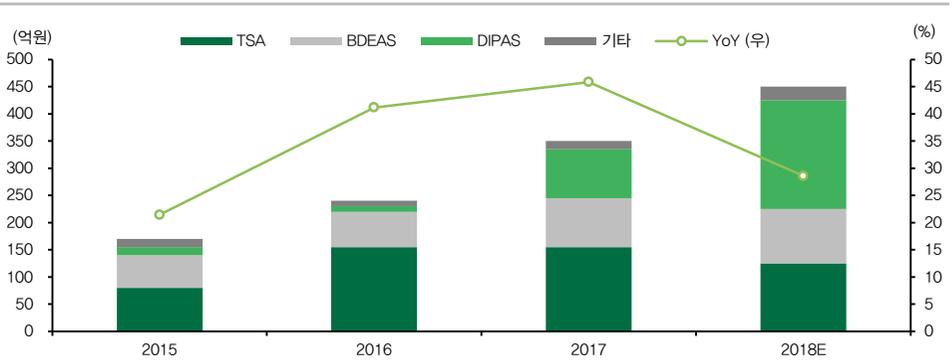
프리커서	업체	Note
DIPAS	Versum	-삼성전자 2017년 기준 연간 1,000억원 시장 (+25%YoY). 17년 한솔케미칼이 신규 진입해 현재 MS는 Versum 50%, DNF 30%, 한솔케미칼 20%
	디엔에프	
	한솔케미칼	
BDEAS	UP케미칼	-국내에서는 SK하이닉스가 main 시장이며 UP케미칼의 MS가 줄며 국내 벤더의 MS 증가 추세 -SK트리켄이 신규 진입하려고 준비 했으나 BTBAS (Low-k)로 제품 변경
	한솔케미칼	
	오션브릿지	

자료: DB금융투자

한솔케미칼
프리커서
매출액 성장
전망

멀티패터닝과 관련된 희생막은 국내 상장사 기준 디엔에프, 한솔케미칼, 오션브릿지 등이 생산하고 있다. 한솔케미칼은 DIPAS와 BDEAS를 둘 다 생산하고 있으며 삼성전자와 SK하이닉스로 고객사가 다변화 되어있다. 지난해 삼성전자에 DIPAS를 신규 공급한 이후 MS를 꾸준히 확보하고 있으며, 이는 한솔케미칼의 프리커서 매출 성장을 견인하고 있다. 올해 대만의 TSMC로 공급하는 TSA 프리커서는 고객사의 모바일 AP 출하량 둔화로 소폭 감소했으나 DIPAS 매출액은 전년 대비 2배 이상 성장해 올해 한솔케미칼의 프리커서 매출액은 450억원 (+28.6%YoY)으로 성장할 것으로 전망된다.

도표 31. 한솔케미칼 프리커서 매출액 전망



자료: 한솔케미칼, DB금융투자

3D NAND로 증가하는 WF6 사용량과 식각가스

3D NAND는 식각 가스 수요에 긍정적

메모리 반도체 생산 공정에서 식각가스의 생산량 증가는 3D NAND에서 더욱 두드러진다. Applied Materials는 3D NAND로 구조가 변화 할때 ‘Material Engineering’의 중요성을 강조했다. 3D NAND로 의 구조 변화로 인해 Lithography 관련 장비 수요 대비 CVD, Etch등 소재의 증착과 식각 관련 수요가 크게 증가하기 때문이다. 주변에 영향을 끼치지 않고 미세한 부분만 증착/식각하는 Selective Deposition과 Selective Removal의 수요가 증가하며, 특히 3D NAND 단수 증가로 인한 식각 난이도 상승과 공정 수 증가는 식각가스 수요 성장에 긍정적인 부분이다.

도표 32. 3D NAND에서 식각장비 시장 크게 늘어난다

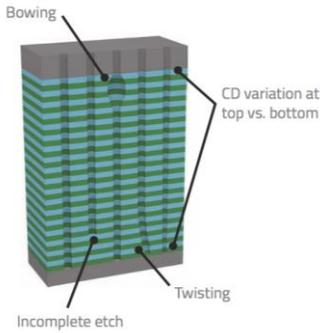


자료: Applied Materials, DB금융투자

3D NAND 단수 증가로 WF6 수요 증가

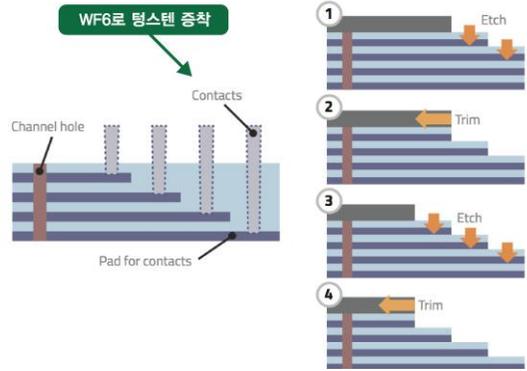
3D NAND의 식각 공정의 난이도가 상승하는 이유중에 하나는 깊은 contact hole을 균일하게 식각해야 하기 때문이다. 깊이와 hole의 크기가 일정하지 않거나 중간에 휘어지는 모양으로 hole이 식각 될 경우에 셀이 제기능을 하지 못하고 생산 수율은 급격하게 떨어지게 된다. 식각 공정의 횟수 증가는 Staircase 공정의 증가와 연관되어 있다. Contact hole 식각 이후 Gate와 연결하기 위해 WF6 특수가스를 사용하여 텅스텐 배선을 증착해야 하는데, 계단 모양을 형성하기 위해서는 층수만큼의 식각 공정이 필요하기 때문이다. Contact를 형성하는 텅스텐도 비례하여 증가하기 때문에 3D NAND 단수 증가로 인해 WF6 수요도 증가할 것으로 전망된다.

도표 33. 식각 난이도 상승



자료: Lam Research, DB금융투자

도표 34. Staircase 공정으로 WF6 사용량과 식각 스텝 증가



자료: Lam Research, DB금융투자

SK머티리얼즈의 증설 이후 WF6 매출 큰 폭 성장 가능

WF6 생산 업체들은 늘어나는 수요에 대응하기 위해 CAPA 투자를 지속하고 있다. SK머티리얼즈는 지난해 말 기준 600톤에서 1,200톤 규모로 WF6 CAPA를 늘렸으며 후성 역시 2015년 150톤 규모에서 현재 400톤 규모로 증설했다. Versum Materials의 경우 최근 증설을 발표하지는 않았으나 컨퍼런스 콜에서 '없어서 못파는' WF6의 증설 필요성을 지속적으로 언급하고 있는 상황이다.

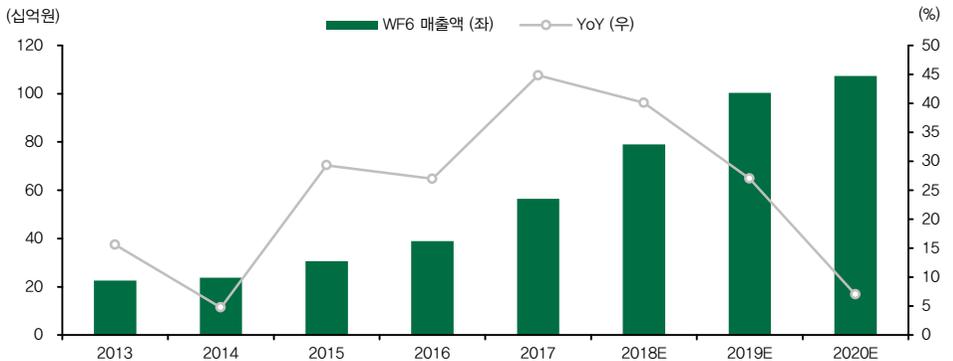
도표 35. 주요 WF6 공급 업체

(단위: 억원)

업체	특수가스	CAPA(톤)	17년 매출액	Note
SK머티리얼즈	WF6	1,200	560	- 지난해 CAPA 600에서 1,200톤으로 증설 완료 - 증설분 온기 반영시 1,000억원대 매출 전망
후성	WF6	400	~250	- 과거 150톤 규모에서 지속 증설 중
Kanto Denka	WF6	700	-	
Versum	WF6	~500	-	- 수요 증가로 추가 CAPA 투자 고려 중

자료: DB금융투자

도표 36. SK머티리얼즈 WF6 매출액 추이



자료: DB금융투자

CF계열 식각
가스 시장도
커지고 있다

늘어나는 식각가스 수요로 인한 수혜는 소재 업체들의 식각가스 매출 증가로 이미 이어지고 있다. 원익머티리얼즈의 불산계열 식각가스 매출액은 삼성전자의 3D NAND 비중이 크게 확대된 2017년, 전년 대비 2배 가까이 성장했으며 올해는 YoY 20%가 넘는 높은 성장을 보여줄 것으로 전망된다. 3D NAND향 식각가스 수요 성장으로 인해 추가적인 매출 비중 확대 역시 가능하다고 판단된다. 연 80톤 규모의 C4F6 CAPA를 운영중인 후성의 경우 현재 180톤으로 CAPA 증설을 추진하고 있다. 17년 기준 매출액은 약 350억원 정도로 추정되며, 증설 이후에는 가파른 매출 성장이 가능할 것이다.

원익머티리얼즈
와 SK소와덴코
주목

SK머티리얼즈는 일본의 쇼와덴코사와 JV를 설립해 (51:49 비율) CH3F의 양산판매를 올해 6월부터 시작했다. 연 20톤 규모지만 단일 규모로는 세계 최대 CH3F 공장이다. 또한 SK소와덴코는 20톤 규모의 C4F6 설비를 구축하고 있으며 가동 이후 매출 성장을 크게 견인할 것으로 판단된다. 비록 SK머티리얼즈의 전사 매출액 대비 매출 비중은 미미하지만, 높은 성장률을 보여 2020년 SK소와덴코의 매출액은 500억원 수준에 달할 것으로 전망된다.

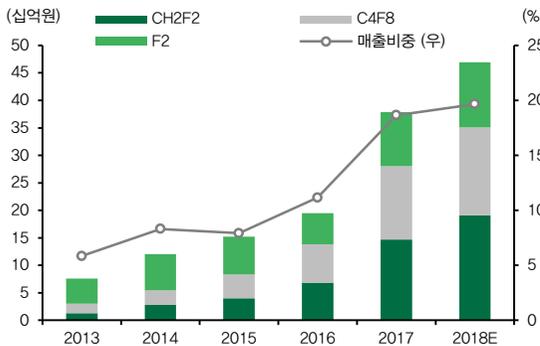
도표 37. 주요 식각가스 공급 업체

(단위: 억원)

업체	특수가스	CAPA(톤)	17년 매출액	Note
원익머티리얼즈	CH2F2	상품	145	- 17년 식각가스 매출액 성장 +94%YoY, 매출비중 19% 차지 - 식각가스 성장으로 인해 매출 비중 확대 전망
	C4F8	150	130	
	F2	-	100	
후성	C4F6	80	~350	- 80톤에서 180톤으로 CAPA 증설 중
SK머티리얼즈	CH3F	20	-	- 단일규모 세계 최대 공장
(SK소와덴코)	C4F6	20	-	- 설비 구축 중

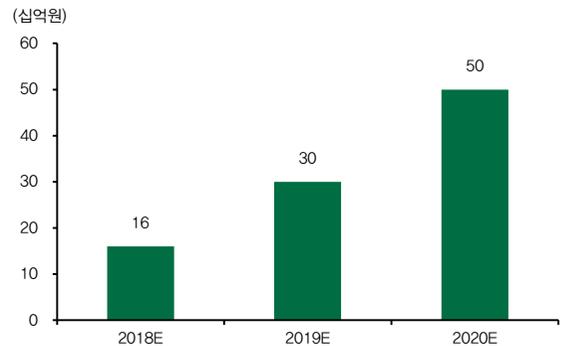
자료: DB금융투자

도표 38. 원익머티리얼즈 식각가스 매출 추이



자료: 원익머티리얼즈, DB금융투자

도표 39. SK소와덴코 매출액 전망

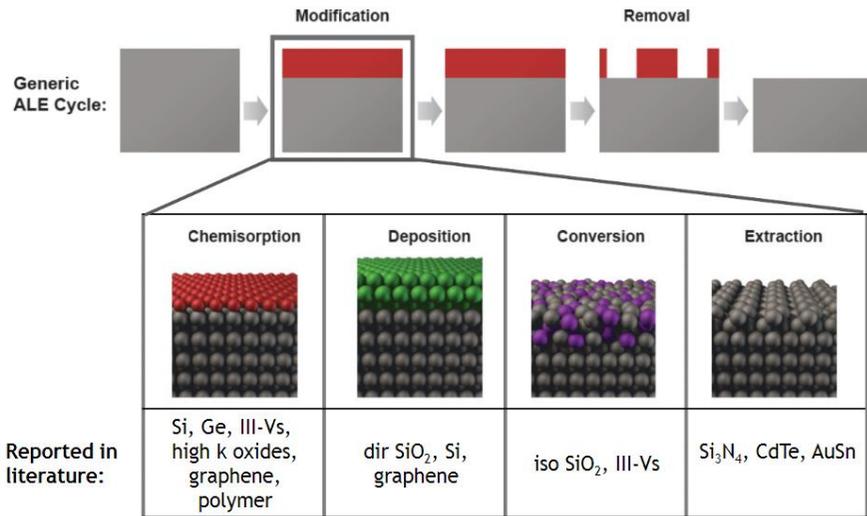


자료: SK머티리얼즈, DB금융투자

ALE 공정이 식각 시장의 큰 변화를 가져올 수도 있다

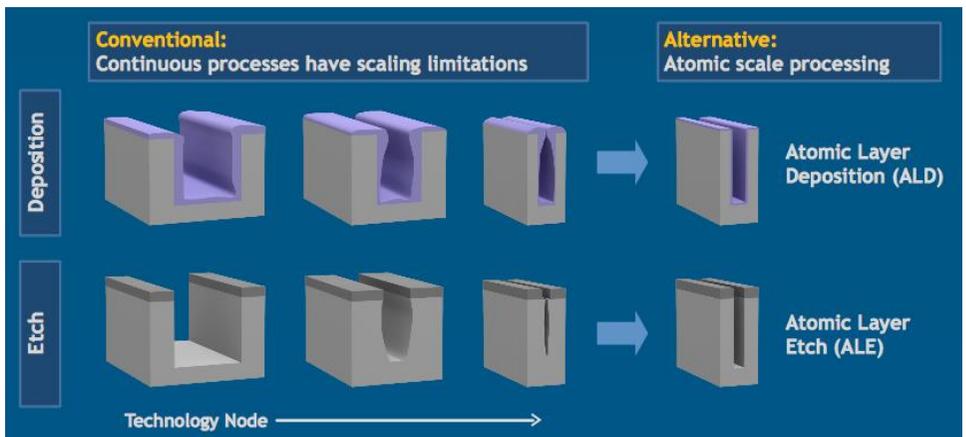
중장기적으로 식각 공정에서 game changer가 될 수 있는 공정중에 하나는 원자단위의 식각 공정인 ALE(Atomic Layer Etching)이다. 원자단위의 증착인 ALD의 반대되는 개념으로, 이미 10여년 전부터 양산공정에 많이 쓰이고 있는 ALD와는 다르게 ALE는 아직 양산에 쓰이고 있지는 않다. ALE가 도입 되면 균일하고 미세한 식각을 진행하는데에 유리할 것이며, 깎아내는 것이 아니라 Etching target에 화학 반응 물질을 반응시켜 물성에 변화를 준 후에 또 다른 물질과 반응시켜 target을 추출하는 공정이기 때문에 증착에 쓰이는 프리커서와 비슷한 역할을 하는 소재 개발 가능성도 열려있다고 판단된다.

도표 40. 원자 단위의 식각 공정인 ALE



자료: Lam Research, DB금융투자

도표 41. 미세화 진행으로 인한 ALE 수요 증가 전망



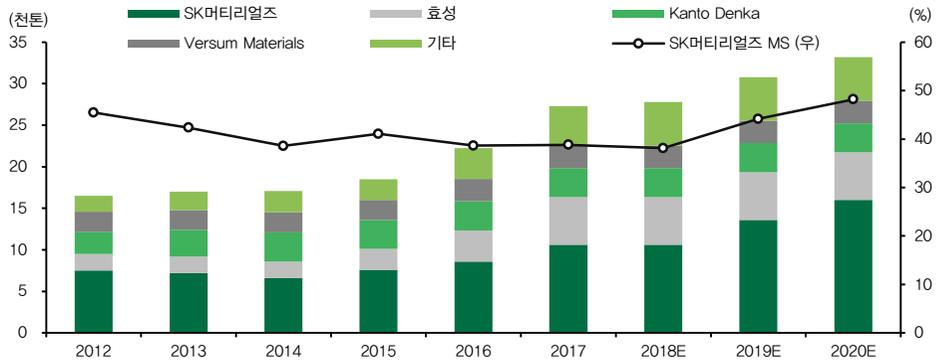
자료: Lam Research, DB금융투자

NF3 시장은 타이트하게 움직일 것

NF3 수요는
꾸준한 증가
추세

NF3는 반도체 및 디스플레이 공정 장비에서 CVD chamber내에 잔류물을 세정하는 특수가스다. 반도체 공정 미세화와 3D NAND 비중 증가, 그리고 디스플레이 분야에서는 고해상도화와 OLED 패널 생산 확대에 의해 NF3 수요는 꾸준히 증가하는 추세에 있다. 반도체 특수가스 중에서도 NF3는 범용성 성격을 띠고 있는 소재로써, 수요와 공급의 변화에 따라 가격이 형성되고 있다. SK머티리얼즈는 현재 글로벌 NF3 생산능력의 40% 수준을 차지하고 있는 상황이며 현재의 10,600톤 CAPA에서 2020년 16,000톤까지 증설할 계획을 가지고 있다. 효성의 경우에는 현재 5,750톤 규모로 NF3 CAPA를 보유하고 있다.

도표 42. 글로벌 주요 업체들 NF3 CAPA 전망



자료: 업계자료, DB금융투자

NF3 시장
타이트하게
움직일 것

2017년 초 이후 SK머티리얼즈를 제외한 경쟁사들이 추가적인 증설에 나서지 않으며 NF3 가격은 견조한 수준을 유지하고 있는 상황이다. 3D NAND 비중 확대, 중화권 디스플레이 업체들의 10.5세대 이상 TFT 증가, LCD보다 공정 횟수가 2~3배 증가하는 OLED 패널 생산 증가등으로 인해 NF3 수요는 크게 성장하고 있다. 수요의 성장보다 선제적으로 파악 가능한 생산능력 증가분의 경우 올해는 지난해와 비슷한 수준을 유지하고 있기 때문에 현재의 타이트한 시장 상황이 가능했다고 판단된다. 실제로 일부 업체들의 경우, 비록 소폭이지만 하반기부터 NF3 평가 인상에 나선 상황이다. 2019~20년까지 글로벌 생산능력 증가는 연 10% 수준으로 유지될 것으로 판단되며, 이를 상회하는 수요 성장으로 인해 NF3의 초과 공급률은 밸런스 수준인 10%를 하회할 것으로 전망된다.

SK머티리얼즈
도 이 상황을
깨고싶지 않다

지난해 발표한 2020년 NF3 생산능력 목표는 18,000톤으로, 점유율을 추가적으로 확대해 50% 이상의 MS를 가져가겠다는 전략이었다. 하지만 SK머티리얼즈는 최근 2020년 생산능력 목표를 16,000톤으로 하향했다. 2,000톤 규모의 CAPA는 글로벌 생산능력의 약 7%를 차지하는 수치로, SK머티리얼즈는 현재의 타이트한 NF3 시장 시장 상황을 유지하는 전략을 취하려는 것으로 판단된다.

도표 43. SK머티리얼즈의 NF3 CAPA 추이



자료: SK머티리얼즈, DB금융투자

도표 44. SK머티리얼즈 NF3 매출액

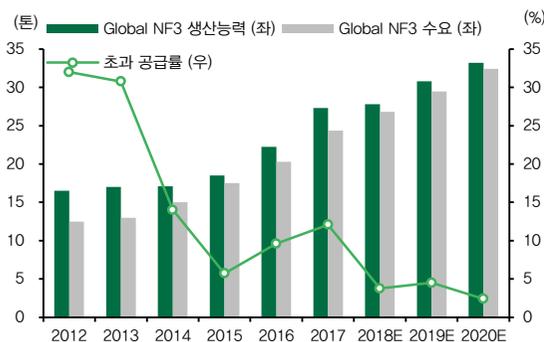


자료: SK머티리얼즈, DB금융투자

초과공급률
10% 이하로
가격 상승 구간
진입 가능

글로벌 NF3 생산 업체들의 제한된 공급 증가로 인해 2018년 이후 초과공급률이 10%를 하회한다면, NF3 가격은 상승기조로 전환될 가능성이 크다고 판단된다. NF3 시장이 현재 수준에서 공급과잉(초과공급률 10% 이상)으로 전환되려면 1) NF3 수요 성장률이 연간 mid-single 수준으로 크게 둔화되거나, 2) 공급이 약 6~7% 급격히 늘어나는 상황이 필요한데, 메이저 업체들의 증설 발표가 없는 상황에서 적어도 2019년까지는 현재의 타이트한 시장이 지속될 가능성이 크다.

도표 45. NF3 시장은 타이트하게 유지



자료: SK머티리얼즈, DB금융투자

도표 46. NF3 가격 상승 Cycle로 전환 가능성 확대



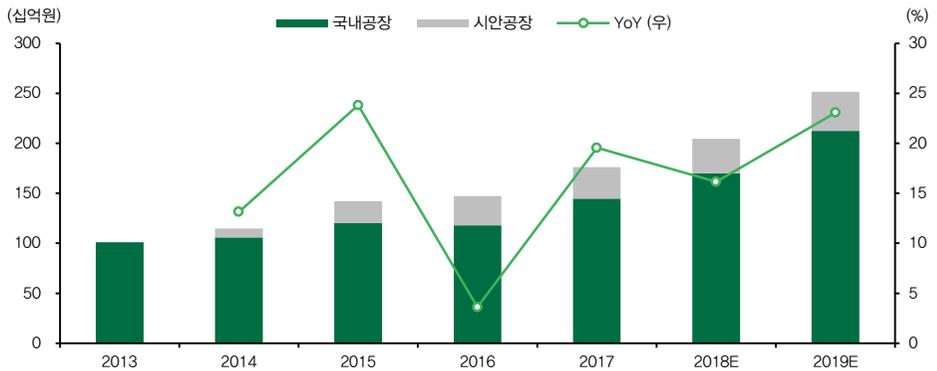
자료: DB금융투자

세정 스텝수 증가로 과산화수소 사용량 증가 예상

세정 스텝
증가로
과산화수소
수요 증가 시
한솔케미칼
수혜

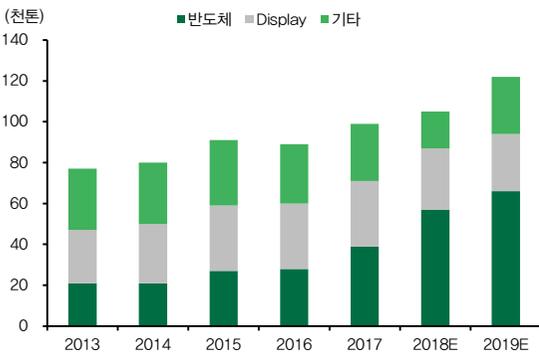
공정 수 증가로 인해 세정 공정에 사용되는 과산화수소의 수요도 증가하고 있다. 한솔케미칼은 국내공장 기준 16년 9만톤의 CAPA에서 18년 말 12.7만톤까지 증설을 진행중에 있으며, 대부분의 증설 물량을 수요 성장이 높은 반도체용으로 판매할 것으로 판단된다. 중국 시안공장 역시 기존 2.5만톤에서 2.8만톤으로 증설을 진행 중에 있다. 과산화수소의 경우 디스플레이용 수요도 꾸준히 늘고 있는 상황인데, 반도체용 비중 증가로 디스플레이용 공급 부족이 생겨 최근 일부 디스플레이 제품군에 대한 판가인상을 진행한 것으로 파악된다. 반도체용 판매량 비중 증가는 한솔케미칼 과산화수소의 blended ASP 성장에 도움을 줄 것으로 판단되며, 한솔케미칼의 과산화수소 매출액은 높은 성장률을 유지할 것으로 전망된다.

도표 47. 한솔케미칼 과산화수소 매출 추이



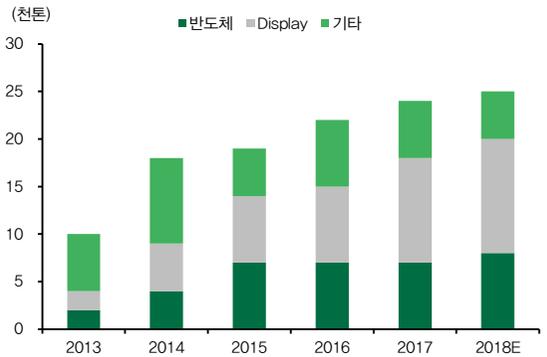
자료: 한솔케미칼, DB금융투자

도표 48. 한솔케미칼 국내 과산화수소 판매량 추이



자료: 한솔케미칼, DB금융투자

도표 49. 한솔케미칼 중국 과산화수소 판매량 추이



자료: 한솔케미칼, DB금융투자

III. 디스플레이 변화도 주목

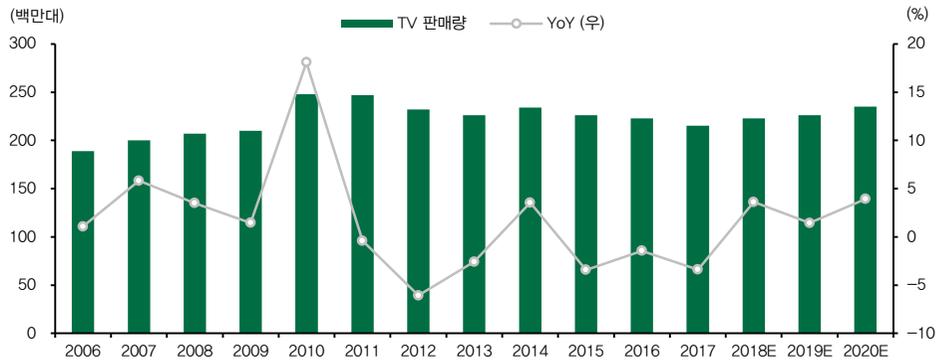
대형 디스플레이 변화 감지

프리미엄 시장이 커지고 있다

TV시장은
둔화되었지만
성장이
기대되는
부분은 있다

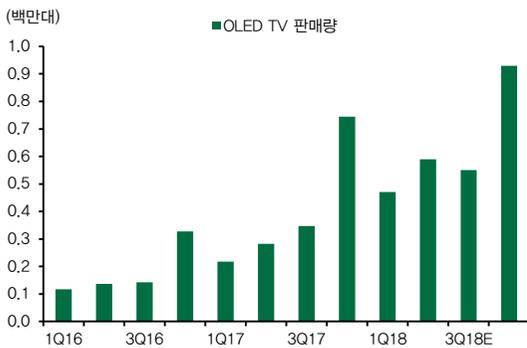
대형 디스플레이 패널의 주요 수요처인 글로벌 TV 판매시장에서 높은 성장을 기대하기는 어려운 상황이다. 올해 글로벌 TV 판매량은 지난 3년간의 역성장 이후 소폭 증가하는 수준에 그칠 것으로 판단되며 2019-20년까지 low single 수준의 증가에 그칠 것으로 전망된다. 하지만 더 자세히 들여다 보면 정체된 TV 시장 안에서도 높은 성장이 기대되는 부분은 분명히 있다. 먼저, OLED TV 시장의 성장이다. 올해 OLED TV 판매량은 약 250만대 수준으로 60%YoY의 높은 성장을 기록할 것으로 전망된다. 글로벌 TV 판매 비중은 아직은 미미한 수준이긴 하지만, 높은 성장률로 2020년 말에는 글로벌 TV 시장의 약 3%까지 점유율을 확대해갈 것으로 전망된다.

도표 50. 글로벌 TV 판매량



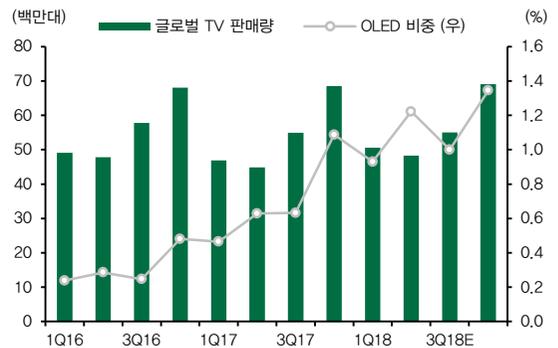
자료: IHS, DB금융투자

도표 51. OLED TV 판매량



자료: IHS, DB금융투자

도표 52. OLED TV 비중 상승



자료: IHS, DB금융투자

WOLED capa
지속 증가할 것

현재 전세계 유일하게 OLED 패널을 생산중인 LG디스플레이는 OLED 패널 생산 비중을 늘리기 위해 파주 디스플레이 클러스터의 P10 fab에 10.5세대 TFT를 사용한 OLED 라인 투자를 진행하고 있으며, 중국 광저우에 8.5세대 TFT를 이용한 OLED 라인 (60k 규모)을 건설 중이다. 광저우의 Ph1 라인의 경우 내년 하반기 생산 시작을 목표로 하고 있으며 P10 10.5세대의 경우에는 관련 장비에 대한 발주가 내년 중반에는 이뤄질 것으로 판단된다.

도표 53. LG디스플레이 대형 OLED 패널 CAPA 전망

(단위: 천장/월)

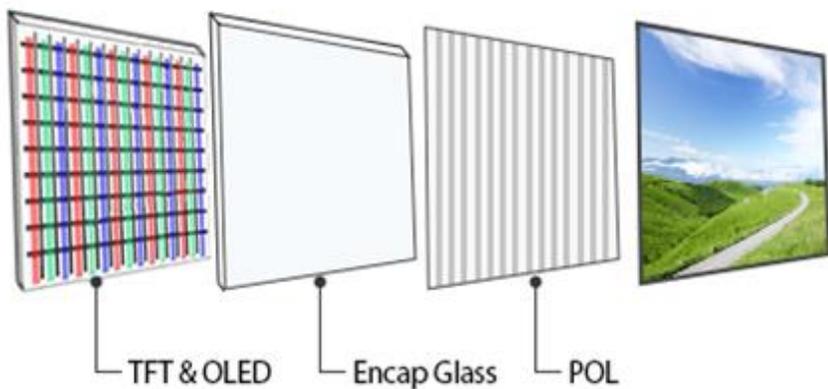
Fab	TFT	Gen	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
E3	Oxide	8	8	8	10	10	10	10	10	10
E4-1	Oxide	8	15	26	26	26	30	30	30	30
E4-2	Oxide	8					26	30	30	30
E4-3	Oxide	8							30	30
P10	Oxide	10.5								30
Guangzhou	Oxide	8						30	60	60
Total			23	34	36	36	66	100	160	190

자료: HS, DB금융투자

이녹스첨단소재
의 OLED
매출에는
긍정적

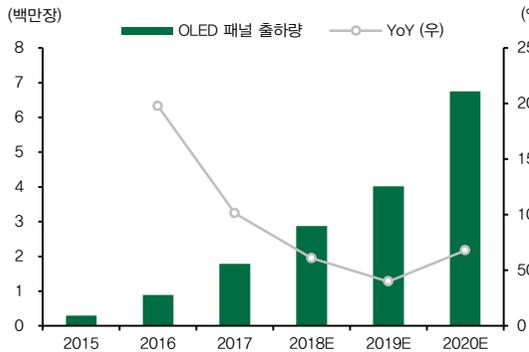
OLED에서 빛을 내는 유기물질과 전극은 산소와 수분에 매우 민감하게 반응해 자칫하면 발광 특성을 잃을 수 있다. OLED 패널의 수명을 향상시키기 위해 OLED 패널에는 봉지 공정(Encapsulation)이 활용된다. 스마트폰에 사용되는 중소형 OLED패널에는 CVD, 또는 ALD 증착 기술을 이용하여 여러 층의 무기물과 유기물을 교차하여 증착하는 박막 봉지 (Thin-film encaps)가 사용되는 것이 일반적이지만, 대형 OLED 패널에서는 봉지 필름을 사용하고 있다. LG디스플레이로 봉지 필름을 납품하고 있는 업체는 LG화학과 이녹스첨단소재가 있으며 LG디스플레이의 OLED 패널 출하량 증가로 인한 봉지 필름 수요 증가와 패널의 대형화로 인한 면적 증가로 인해 이녹스첨단소재의 OLED 소재 매출의 중장기적인 성장이 전망된다.

도표 54. OLED 패널에는 Encapsulation 필요



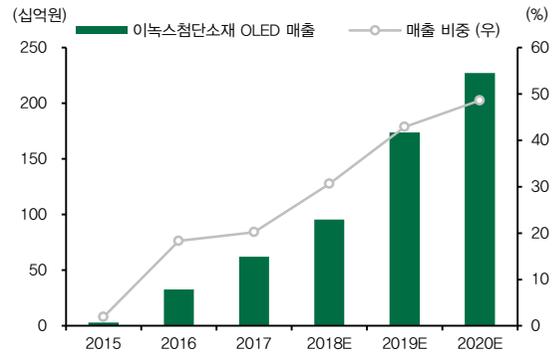
자료: LG디스플레이, DB금융투자

도표 55. LG디스플레이 OLED 패널 출하량



자료: HS, DB금융투자

도표 56. 이녹스첨단소재 OLED 매출 전망



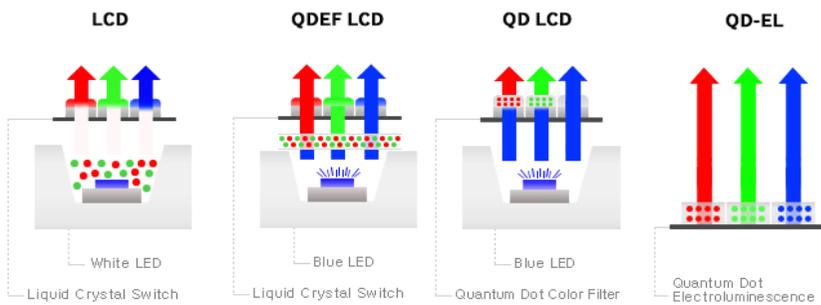
자료: 이녹스첨단소재, DB금융투자

QD-OLED는 중장기적인 기회

삼성엔 QD를 준비하고 있다

삼성디스플레이의 QLED TV는 LCD와 비슷한 구조로 BLU (Back Light Unit)을 사용하지만 LCD처럼 백색 빛이 아닌 Blue를 발광하는 BLU를 통과한 빛이 Red와 Green QD 소자들을 포함하고 있는 QDEF라는 필름을 통과하여 컬러필터로 전달 되는것이 특징이다. QD 패널의 기술 발전 방향은 QDEF 방식을 거쳐서 컬러필터 안에 직접 QD 소자를 포함시켜 원하는 색을 표현하는 QD LCD (QDCF) 방식, 그리고 궁극적으로 QD 소자로만 이루어진 R/G/B가 각각 발광하는 QD-EL (QD-LED) 방식이다. 현재의 QDEF 방식에서 QD LCD 방식으로 교체가 된다면 컬러 필터 안에 포함되어야 하는 QD 소자의 양이 QDEF에서 쓰이는 소자의 양보다 더 늘어나는 것이 특징이다.

도표 57. QD 디스플레이 기술 발전 방향

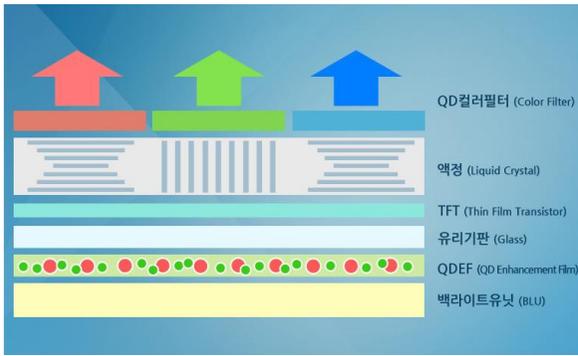


자료: 삼성디스플레이, DB금융투자

QD-OLED를 드라이브 걸 것

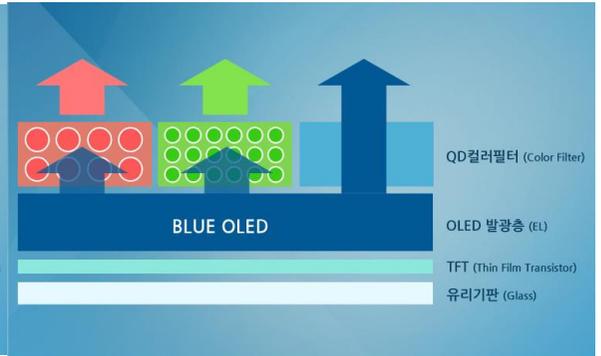
삼성디스플레이는 QD와 OLED를 결합한 하이브리드 방식인 QD-OLED 방식으로 프리미엄 TV 패널 시장을 공략할 것으로 전망된다. QDEF와 QDCF 방식은 LCD 기반으로, BLU가 사용되어야 하기 때문에 얇은 두께에 불리할 수 밖에 없지만, Blue LED를 BLU로 사용하는 대신 자체 발광이 가능한 Blue OLED를 삽입하게 되면 두께의 불리함도 없애고 더 높은 순도의 색표현이 가능해진다.

도표 58. 현재의 QDEF 방식



자료: 삼성디스플레이, DB금융투자

도표 59. QD-OLED에서는 QD소재 사용량 증가

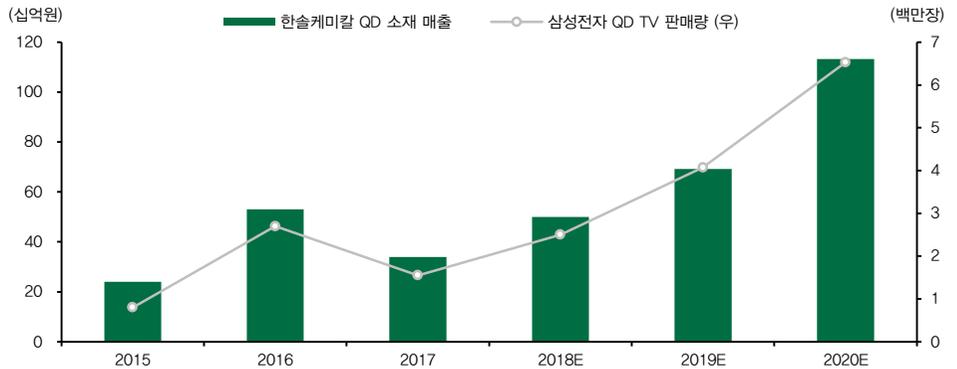


자료: 삼성디스플레이, DB금융투자

QD 소재
사용량 증가
추세 이어진다

삼성디스플레이의 QD-OLED로 인한 소재 사용량의 변화에서 최대의 수혜는 한솔케미칼이 될 것으로 전망된다. 한솔케미칼은 현재 QDEF 필름에 들어가는 QD 소재를 삼성디스플레이용으로 납품하고 있다. QD-OLED에 대한 기술이 아직 완성 단계는 아니기 때문에 파일럿 투자가 내년에 이뤄지고, 실제 대규모 양산에 도달하는 시점은 2021년이 될 것으로 판단된다.

도표 60. 한솔케미칼 QD 매출액 추이



자료: 한솔케미칼, DB금융투자

폴더블에서 새로운 동력 찾기

1H19 폴더블 시장 열린다

폴더블이라는
Form Factor
변화

현재 양산 스마트폰 모델에서 적용되고 있는 Flexible 디스플레이 기술로는 2015년부터 갤럭시 S6 Edge에 처음 적용된 dual edge 디스플레이가 대표적이고, 그 이후로는 아직 혁신적인 Form factor의 변화가 부재했다. 디스플레이 패널 업체들의 폴더블 관련 기술개발은 지속적으로 진행되어 왔으며, 현재 양산 시기에 대해 조율중인 것으로 알려져 있다. 삼성전자는 Flexible 디스플레이를 Flagship 모델에 적용하기 전, 2013년 처음으로 Flexible 디스플레이를 탑재한 갤럭시 라운드를 출시한 적이 있다. 이처럼, 본격적인 폴더블 스마트폰의 상용화 이전에 Form factor에 변화를 주는 첫 모델은 실험적인 모델이 될 가능성도 있다.

수요에 대한
의구심도 있긴
하지만, supply
chain 변화를
보자

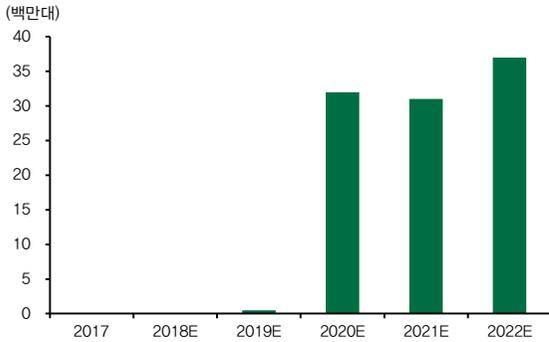
최근들어 삼성전자의 폴더블 스마트폰 출시 관련 뉴스들이 구체화 되고 있다. Supply chain도 구축되고 있는 만큼 내년 초 세계 첫 폴더블폰 출시가 예상된다. 현재 삼성전자가 개발중인 폴더블폰은 펼쳤을 경우 7.3인치, 접으면 4.5인치 크기로 알려져 있으며, 제품명은 '갤럭시 F'로 확정된 것으로 파악된다. 폴더블폰으로 이용할수 있는 킬러 콘텐츠의 부재, 현재 7~8mm인 스마트폰을 접었을 경우 두께가 1.5cm로 상당히 두꺼워지는 단점, 높은 가격 등으로 인해 폴더블폰과 관련된 수요가 얼마나 폭발적일지는 예측하기 어렵다. 하지만 Form factor의 변화로 인해 중소형 OLED 패널 면적 상승이라는 중장기 적인 그림은 뚜렷하기 때문에, Supply chain에서의 변화와 성장을 찾아야 한다고 판단된다.

도표 61. 삼성전자 폴더블폰 관련 주요 뉴스

날짜	주요 내용	언론사
2018.06.11	삼성, 세계 첫 폴더블폰 이르면 연내 공개 가능성	한국경제
2018.06.28	삼성디스플레이, 폴더블 OLED 파일럿 라인 구축	전자신문
2018.07.04	지갑처럼 접었다 펴는 삼성 폴더블폰 '갤럭시X' 2019년에 나온다	인사이트
2018.07.23	"삼성 폴더블폰 내년 초 출시" 동력 잃은 스마트폰 시장 들쭉	MTN
2018.07.31	삼성전자 폴더블폰 부품 성능, 내구성 안정화.. 완성도 높아가는 중	이데일리
2018.08.02	2019년 출시되는 삼성 폴더블폰 '갤럭시X' 위아래 접이식 유력	인사이트
2018.08.14	삼성 폴더블폰 마지막 능선 넘어 ... 세계 첫 타이틀 안 헛길 것	중앙일보
2018.08.23	삼성, 폴더블폰 제품명 '갤럭시 F' 확정... 이르면 내년 말쯤 양산	글로벌이코노믹
2018.08.30	삼성 '폴더블 판' 키운다...중국에도 패널 공급 추진	전자신문
2018.09.05	삼성전자, 폴더블폰 개발 마무리...11월 공개되나	한국경제
2018.09.10	11월 7,8일 개최하는 삼성개발자컨퍼런스에서 폴더블폰 제품 정보 공개 예정	조선비즈
2018.09.10	삼성SDI, 폴더블폰 핵심소재 OCA 개발 성공	전자신문
2018.09.18	삼성 폴더블폰 투명 PI 공급사로 스미토모 선정	전자신문
2018.10.09	삼성 폴더블폰 '갤럭시F' CES 2019서 공개	전자신문

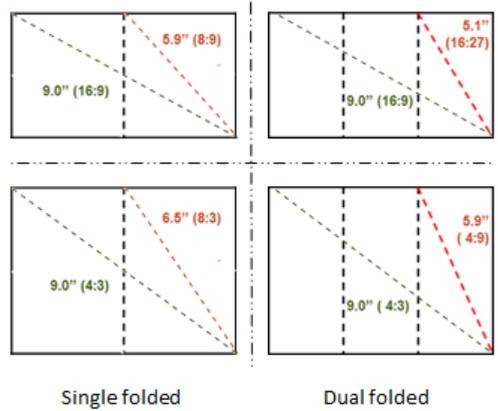
자료: 언론 보도, DB금융투자

도표 62. 2020년 본격적인 폴더블 시대 열릴 것



자료: DB금융투자

도표 63. Single과 Dual폴딩으로 인한 면적 확대



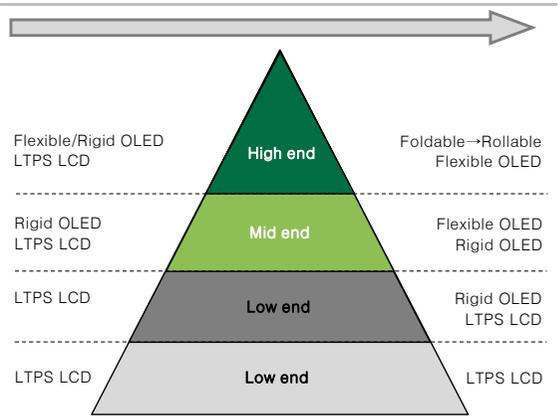
자료: IHS, DB금융투자

도표 64. 폴더블 디스플레이 종류

Type	C type	G type	S type
Shape			
Direction of display	Inside	Inside	In and outside
Application	폴더블 Tablet	폴더블 Tablet	폴더블 Smartphone
# of folding	1 time	2 time	2 time
Fold direction	1 way	1 way	2 way
# of screen	2 screen	3 screen	3 screen
# of display	1 display	1 display	1 display
Thickness	Thin	Medium	Thick
Difficulty	Low	Mid	High

자료: IHS, DB금융투자

도표 65. Single과 Dual폴딩으로 인한 면적 확대



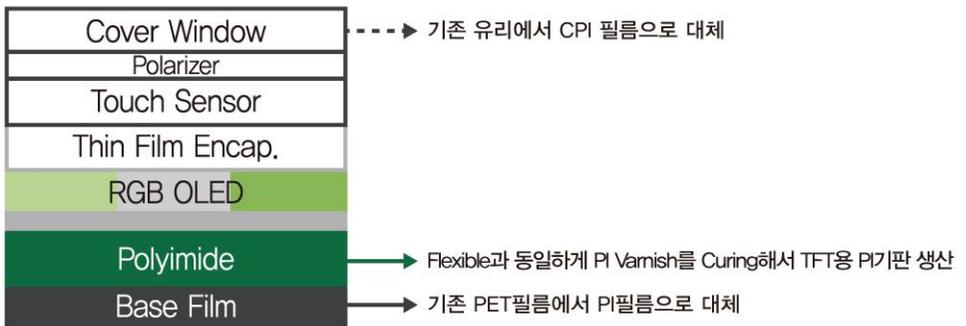
자료: IHS, DB금융투자

새로운 소재 사용에 주목

CPI와 PI Base film 시장 성장

플렉서블 OLED 구조에서 꼭 변화가 필요한 부분은 현재 강화유리를 사용하고 있는 커버 윈도우와 PET 재질을 사용하고 있는 Base Film이다. TFT기판의 경우 Rigid OLED에서는 유리를 사용했지만 Flexible로 넘어오며 이미 Polyimide(PI)로 변화된 상태다. 커버 윈도우의 경우 투명 PI 필름 (Colorless PI, CPI) 대량 양산 시장 진입을 위해 일본의 스미토모 화학, 한국의 SKC, 그리고 코오롱인더스트리가 경쟁을 하고 있다. Base Film의 경우 현재 Flexible에 사용되는 PET재질은 유연하지 않기 때문에 PI필름으로 대체될 가능성이 높다. Flexible OLED에 사용되는 TFT용 PI기판 시장이 커지고 있기 때문에 관련 Supply chain은 이미 구축된 상태다. PI기판 생산용 PI Varnish는 삼성디스플레이와 일본의 Ube가 JV 형식으로 설립한 에스유머티리얼스가 독점 공급하고 있으며 PI Curing 장비는 테라세미콘이 공급하고 있다.

도표 66. 플렉서블에서는 일부 소재들의 변화가 필요



자료: DB금융투자

도표 67. Flexible과 플렉서블 관련 눈여겨 봐야하는 소재 업체와 Supply chain

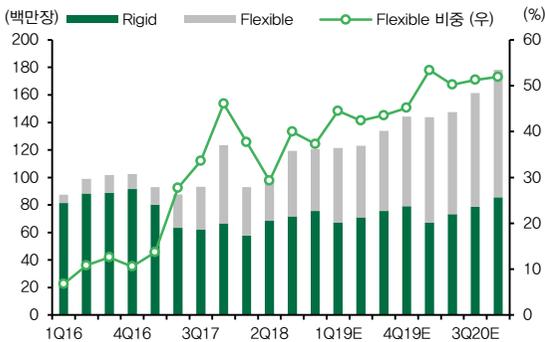
소재	관련업체	Note
커버글라스	스미토모화학	-일본의 스미토모 화학이 일부 시제품용 CPI 물량을 수주 받은것으로 파악되지만 대량 양산 물량에 대한 Supply chain은 아직 확정 되지 않은 상태
	SKC	
	코오롱인더스트리	
PI필름/Varnish	에스유머티리얼스	-SDC향 PI Varnish는 에스유머티리얼스가 독점 중이지만 SKC코오롱PI로 이원화 가능
	SKC코오롱PI	-SKC코오롱PI 플렉서블향 PI base film 시제품 생산, 대량 양산 시 관련 매출 성장 기대

자료: DB금융투자

SKC코오롱PI
수혜 전망

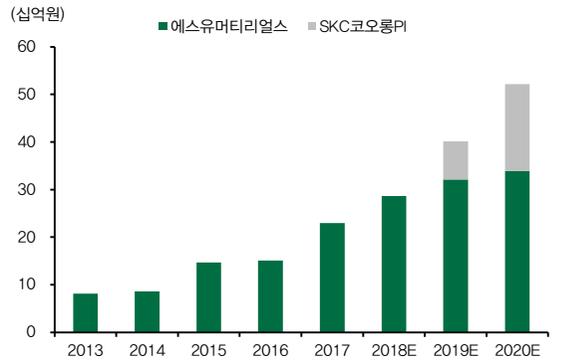
SKC코오롱PI는 삼성전자 폴더블폰 시제품에 사용될 PI base film을 하반기부터 생산하고 있으며 10월
까지 납품을 진행할 예정이다. 향후 폴더블폰이 대량 양산 체제에 들어간다면 관련된 매출액의 성장을
기대할 수 있다. 또한, SKC코오롱PI는 현재 에스유머티리얼스가 독점중인 PI TFT기판 생산용 PI
Varnish 시장에도 진출을 노리고 있다. 현재 600톤 규모의 PI Varnish 전용 설비를 증설중이며 2019
년 1월부터 양산 가능할 것으로 판단된다. PI기판은 폴더블폰 뿐만 아니라 기존의 Flexible OLED 시장
에서부터 적용되어 왔기 때문에 시장 크기는 훨씬 크다. 삼성디스플레이의 소재 국산화와 벤더 이원화,
그리고 향후 중국 Flexible OLED 진출 가능성까지 고려하면 중장기적인 성장을 보유했다고 판단된다.

도표 68. 중소형 Flexible OLED 패널 출하량



자료: IHS, DB금융투자

도표 69. SDC형 PI Varnish 시장 성장



자료: 각 사 DB금융투자

BUY

원익머트리얼즈

104830

목표주가(유지) 45,000원 현재주가(10/15) 29,400원 Up/Downside +53.1% 투자이견(유지) Buy

2018. 10. 16

호실적이 견고한 펀더멘탈을 증명할 것

IT소재 top-pick 유지: 원익머트리얼즈는 DRAM의 미세화와 고객사의 3D NAND 비중 확대에 인한 수혜로 인해 높은 실적 개선을 보이고 있다. 과거 수익성에 영향을 줬던 고정비 부담은 크게 하락했으며, N2O, 식각가스, CO2 등의 높은 매출 성장과 제품 믹스 증가로 인해 영업이익률도 꾸준히 상승하고 있다. 전방산업의 수요 성장에 힘입어, 다양한 특수가스 포트폴리오를 보유하고 있는 원익머트리얼즈를 IT소재업체 top-pick으로 유지한다.

3Q18 호실적 예상: 3Q18 매출액은 651억원(+25.2%YoY, +19.7%QoQ), 영업이익은 133억원(+53.4%YoY, 14.9%QoQ)으로 두 분기 연속 20%가 넘는 영업이익률을 기록할 것으로 전망된다. 일부 특수가스 제품의 가격 상승과 평택 fab 가동을 상승으로 인해 식각가스 사용량 증가가 예상되며, 다소 부진했던 디스플레이 매출액은 고객사의 가동을 회복과 laser mix 신규 공급으로 인해 QoQ 상승 기조를 유지할 것으로 판단된다.

무상증자를 반영하여 목표주가 45,000원으로 변경: 원익머트리얼즈의 목표주가를 기존 90,000원에서 45,000원으로 변경한다. 원익머트리얼즈는 지난 9월 6일 공시를 통해 주당 신주 1주를 배정하는 무상증자 결정을 발표했으며, 신주 상장 예정일은 10월 18일이다. 원익머트리얼즈는 낮은 상장 주식수와 높은 대주주 지분율로 유동성이 다소 떨어진다는 지적이 지속적으로 제기된 바 있다. 이번 무상증자를 통한 발행 주식수 증가는 거래량 활성화에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 원익머트리얼즈는 현재 19년 예상 PER 8.2배에 거래 되고 있어 성장성 대비 과도한 저평가 수준이다. 투자이견 BUY를 유지한다.

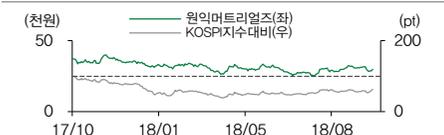
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	175	203	239	280	309
(증가율)	-9.1	16.0	17.5	17.5	10.2
영업이익	23	33	44	55	59
(증가율)	-29.8	40.5	35.2	23.2	7.5
지배주주순이익	16	20	44	45	49
EPS	1,251	1,627	3,505	3,583	3,882
PER (H/L)	30.3/20.8	26.9/17.7	8.4	8.2	7.5
PBR (H/L)	2.2/1.5	2.3/1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (H/L)	12.6/8.8	10.8/7.1	2.3	1.7	1.3
영업이익률	13.4	16.2	18.6	19.5	19.1
ROE	7.6	9.1	17.0	14.8	13.9

52주 최저/최고	25,100/40,000원
KOSDAQ /KOSPI	719/2,145pt
시가총액	1,853억원
60일-평균거래량	32,977
외국인지분율	8.6%
60일-외국인지분율변동추이	-0.1%p
주요주주	원익홀딩스 45.7%

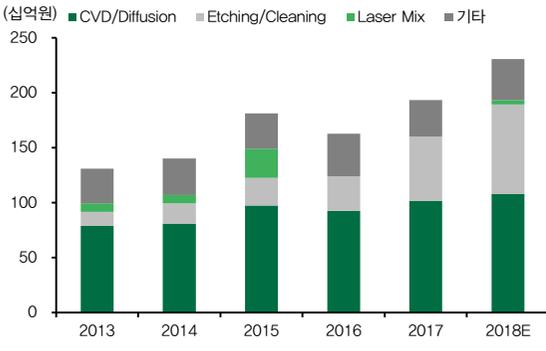


주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-5.3	5.6	-17.3
상대기준	10.0	21.6	-23.7

식각가스 매출 비중 증가, 지속적인 수익성 반등

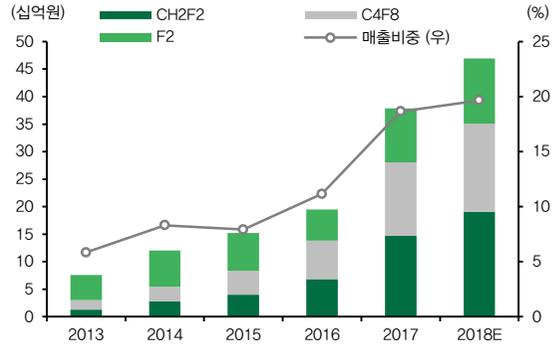
원익머트리얼즈의 불소계열 식각가스 매출액은 삼성전자의 3D NAND 비중이 크게 확대된 2017년, 전년 대비 2배 가까이 성장했으며 올해는 YoY 20%가 넘는 높은 성장을 보여줄 것으로 전망된다. 3D NAND향 식각가스 수요 성장으로 인해 추가적인 올해 식각가스의 매출 비중은 연결 매출의 20% 수준에 근접할 것으로 판단된다. 3D NAND 단수 증가로 인한 식각 난이도 상승과 공정수 증가로 인해 식각가스 수요 증가는 Wafer input CAPA 증가율을 지속적으로 웃돌 것으로 전망된다.

도표 70. 공장별 특수가스 매출 추이



자료: 원익머트리얼즈, DB금융투자

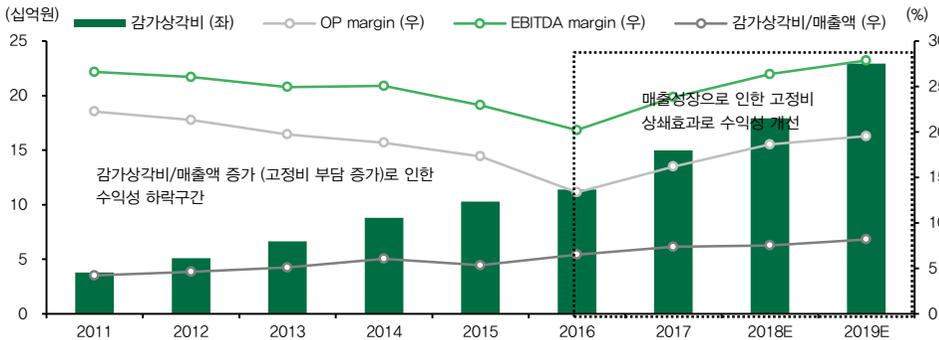
도표 71. 식각가스별 매출 추이



자료: 원익머트리얼즈, DB금융투자

과거에는 지속적인 매출액 상승에도 불구하고 고정비 부담 증가로 인해 수익성이 악화되는 모습을 보여왔다. 감가상각비 증가 추세는 꺾이지 않을 것으로 전망하지만 매출액 성장과 제품 비중 확대로 인한 mix 개선으로 영업이익률 상승이 지속될 것으로 전망한다.

도표 72. 수익성 반등 지속 예상



자료: 원익머트리얼즈, DB금융투자

3Q18 호실적 예상

3Q18 호실적 예상: 3Q18 매출액은 651억원(+25.2%YoY, +19.7%QoQ), 영업이익은 133억원(+53.4%YoY, 14.9%QoQ)로 두 분기 연속 20%가 넘는 영업이익률을 기록할 것으로 전망된다. 일부 특수가스 제품의 가격 상승과 평택 fab 가동률 상승으로 인해 식각가스 사용량 증가가 예상되며, 다소 부진했던 디스플레이 매출액은 고객사의 가동률 회복과 laser mix 신규 공급으로 인해 QoQ 상승 기조를 유지할 것으로 판단된다.

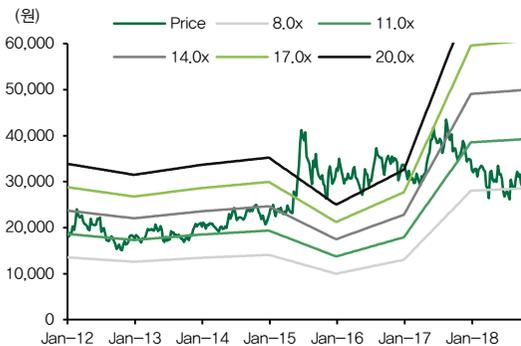
도표 73. 원익머트리얼즈 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	45.3	49.4	52.0	56.3	48.9	54.4	65.1	70.2	203.0	238.6	280.3
별도매출액	42.1	46.9	50.7	53.4	46.5	52.6	63.1	68.4	193.2	230.5	271.9
반도체	30.0	34.0	37.3	40.7	36.4	40.9	48.1	52.8	142.0	178.2	202.8
디스플레이	5.0	5.0	4.5	4.5	2.9	3.4	5.0	6.1	19.0	17.5	27.3
LED	0.4	0.3	0.5	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	1.3	1.2	1.2
기타	6.8	7.7	8.4	8.0	6.8	8.0	9.6	9.2	30.9	33.5	40.6
자회사 및 연결조정	3.1	2.5	1.2	2.9	2.4	1.8	2.0	1.9	9.8	8.1	8.4
영업이익	7.2	8.1	8.6	8.9	6.7	11.5	13.3	13.0	32.9	44.5	54.8
세전이익	7.4	8.5	9.2	-1.4	11.2	13.7	12.3	11.7	23.6	48.9	53.9
지배주주순이익	5.8	7.6	6.8	0.2	7.9	13.9	11.3	11.1	20.4	44.2	45.2
수익성 (%)											
영업이익률	15.9	16.4	16.6	15.8	13.6	21.2	20.4	18.5	16.2	18.6	19.5
세전이익률	16.3	17.2	17.7	-2.5	22.9	25.2	19.0	16.6	11.6	20.5	19.2
순이익률	12.7	15.4	13.1	0.3	16.2	25.5	17.3	15.9	10.1	18.5	16.1
성장률 (YoY, %)											
매출액	-1.8	15.2	23.9	27.8	8.0	10.0	25.2	24.6	16.0	17.5	17.5
영업이익	14.1	20.8	33.3	128.7	-7.7	42.2	53.4	45.9	40.5	35.2	23.2
순이익	4.2	34.4	80.6	-65.8	37.0	81.8	65.1	5,908.4	31.4	116.5	2.2

자료: 원익머트리얼즈, DB금융투자

도표 74. 12개월 선행 PER 밴드



자료: Dataguide, DB금융투자

도표 75. 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Dataguide, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	73	73	92	111	136
현금및현금성자산	20	33	49	58	80
매출채권및기타채권	16	14	14	16	17
재고자산	26	25	28	36	38
비유동자산	189	207	236	263	285
유형자산	134	160	190	217	239
무형자산	9	3	2	2	2
투자자산	34	31	31	31	31
자산총계	262	280	328	374	421
유동부채	37	35	38	41	41
매입채무및기타채무	30	25	29	32	32
단기차입금및단기차채	3	3	3	3	3
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	5	3	3	3	3
사채및장기차입금	1	1	1	1	1
부채총계	41	38	41	44	44
자본금	3	3	6	6	6
자본잉여금	65	69	69	69	69
이익잉여금	145	165	209	254	303
비지배주주지분	6	6	4	2	-1
자본총계	221	242	287	330	377

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	175	203	239	280	309
매출원가	127	134	154	180	200
매출총이익	48	69	84	100	109
판매비	25	36	40	45	50
영업이익	23	33	44	55	59
EBITDA	35	48	63	78	87
영업외손익	-4	-9	5	-1	-1
금융손익	0	0	0	0	0
투자손익	0	-3	5	0	0
기타영업외손익	-4	-6	0	-1	-1
세전이익	20	24	49	54	58
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	18	42	43	47
자배주주지분순이익	16	20	44	45	49
비지배주주지분순이익	0	-3	-2	-2	-2
총포괄이익	16	16	42	43	47
증감률(%YoY)					
매출액	-9.1	16.0	17.5	17.5	10.2
영업이익	-29.8	40.5	35.2	23.2	7.5
EPS	-29.0	30.1	115.4	2.2	8.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	33	41	61	60	71
당기순이익	16	18	42	43	47
현금유출이없는비용및수익	25	32	25	34	39
유형및무형자산상각비	12	16	18	23	28
영업관련자산부채변동	0	-5	0	-7	-3
매출채권및기타채권의감소	-1	1	0	-2	-1
재고자산의감소	-5	1	-3	-8	-2
매입채무및기타채무의증가	2	-5	4	3	0
투자활동현금흐름	-40	-32	-48	-50	-50
CAPEX	-39	-44	-48	-50	-50
투자자산의순증	1	3	0	0	0
재무활동현금흐름	2	5	3	0	0
사채및차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	4	4	3	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-4	13	16	10	21
기초현금	24	20	33	49	58
기말현금	20	33	49	58	80

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	1,251	1,627	3,505	3,583	3,882
BPS	17,177	18,711	22,466	26,050	29,932
DPS	0	0	0	0	0
Multiple(배)					
P/E	26.9	21.4	8.4	8.2	7.5
P/B	2.0	1.9	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	11.4	8.6	2.3	1.7	1.3
수익성(%)					
영업이익률	13.4	16.2	18.6	19.5	19.1
EBITDA마진	20.2	23.8	26.4	27.9	28.0
순이익률	9.0	8.7	17.6	15.4	15.1
ROE	7.6	9.1	17.0	14.8	13.9
ROA	6.3	6.6	13.8	12.2	11.7
ROIC	12.5	15.1	20.4	20.0	19.1
안정성및기타					
부채비율(%)	18.7	15.6	14.4	13.4	11.8
이자보상배율(배)	65.7	111.0	156.8	193.2	207.6
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 원익머트리얼즈, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

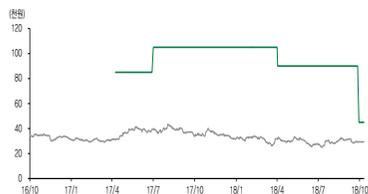
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

원익머트리얼즈 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/04/24	Buy	85,000	-11.3	-1.8					
17/07/17	Buy	105,000	-33.2	-17.1					
18/04/18	Buy	90,000	-34.4	-25.7					
18/10/15	Buy	45,000	-	-					

BUY

SK머티리얼즈

036490

목표주가(상향) 250,000원 현재주가(10/15) 181,100원 Up/Downside +38.0% 투자의견(유지) Buy

2018. 10. 16

계속 밝아지는 중장기 전망

견고한 특수가스 성장 지속: SK머티리얼즈는 최근 기존의 2020년 NF3 생산능력 목표에서 2,000톤을 하향한 16,000톤의 생산능력 목표를 제시했다. 2,000톤 규모의 CAPA는 글로벌 생산능력의 약 7%를 차지하는 수치로, 현재의 타이트한 NF3 시장 시장 상황을 유지하는 전략을 취하려는 것으로 판단된다. 3D NAND 확대에 의해 수요가 크게 증가하는 WF6의 경우, 600톤의 CAPA 증설분이 내년에 온기로 반영되면 1,000억원대의 매출액이 가능하다. 이로 인해 2019년 특수가스 매출액은 5,966억원(+18.8%YoY)으로 성장할 것으로 전망된다.

3Q18 실적 컨센서스 상회 예상: SK머티리얼즈의 3Q18 매출액은 1,816억원(+38.1%YoY, +15.3%QoQ), 영업이익은 510억원(+26.9%YoY, +25.0%QoQ)으로 컨센서스(영업이익 480억원)를 상회할 것으로 전망한다. 1) 우호적인 환율 환경, 2) NF3 견조한 판가 유지와 WF6 출하량 증가, 3) 자회사 실적 기여도 확대가 주된 요인이다. SK트리캠의 경우 아직 정상 수준의 분기매출을 달성하지 못한 2Q18의 영업이익률이 38.7%에 달한다. SK하이닉스향 High-K 프리커서와 신규 제품군 확대에 의해 QoQ 매출 확대와 추가적인 마진 개선이 전망된다.

목표주가 250,000원으로 상향: SK머티리얼즈의 투자 포인트는 1) 본격적인 실적 성장 Cycle 진입과 중장기 성장성, 2) 추가적인 M&A와 포트폴리오 다변화 가능성, 3) 그룹 내 시너지 향상으로 인한 추가 성장성 확보다. 2019년 실적 추정치를 10% 상향하고 목표주가를 기존 220,000원에서 250,000원으로 상향한다.

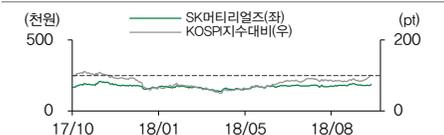
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	461	512	674	849	1,022
(증가율)	36.5	11.0	31.6	25.8	20.5
영업이익	154	148	181	241	299
(증가율)	36.6	-4.2	22.6	33.3	23.9
지배주주순이익	109	102	122	164	197
EPS	10,299	9,660	11,581	15,538	18,696
PER (H/L)	18.2/9.1	21.7/15.9	16.0	11.9	9.9
PBR (H/L)	4.7/2.3	5.7/4.2	4.1	3.3	2.6
EV/EBITDA (H/L)	10.1/5.8	12.3/9.8	9.6	7.1	5.7
영업이익률	33.4	28.8	26.8	28.4	29.2
ROE	27.2	25.3	28.5	30.7	29.4

52주 최저/최고	137,100/208,700원
KOSDAQ /KOSPI	719/2,145pt
시가총액	19,102억원
60일-평균거래량	41,976
외국인지분율	11.0%
60일-외국인지분율변동추이	+1.8%p
주요주주	SK 외 1인 49.1%

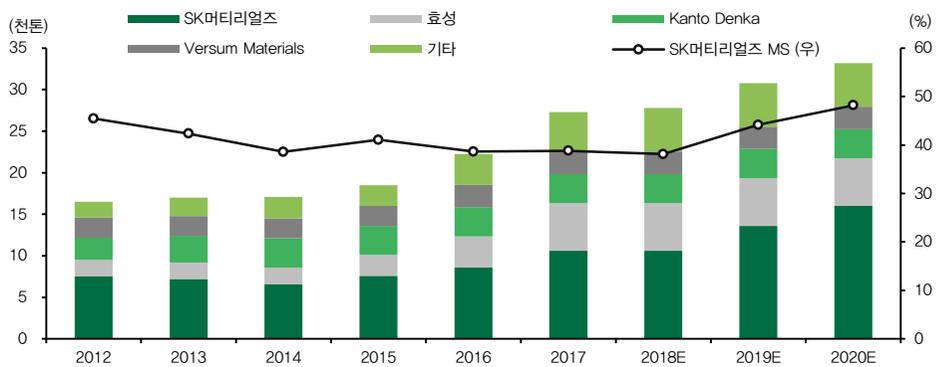


주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-6.6	0.3	6.3
상대기준	8.5	15.5	-2.0

타이트한 NF3 시장 전망

NF3는 반도체 및 디스플레이 공정 장비에서 CVD chamber 내 잔류물을 세정하는 특수가스다. 반도체 공정 미세화와 3D NAND 비중 증가, 그리고 디스플레이 분야에서는 고해상도화와 OLED 패널 생산 확대에 의해 NF3 수요는 꾸준히 증가하는 추세에 있다. 반도체 특수가스 중에서도 NF3는 범용성 성격을 띠고 있는 소재로써, 수요와 공급의 변화에 따라 가격이 형성되고 있다. SK머티리얼즈는 현재 글로벌 NF3 생산능력의 40% 수준을 차지하고 있는 상황이며 현재의 10,600톤 CAPA에서 2020년 16,000톤까지 증설할 계획을 가지고 있다.

도표 76. 글로벌 주요 업체들 NF3 CAPA 전망



자료: 업계자료, DB금융투자

2017년 초 이후 SK머티리얼즈를 제외한 경쟁사들이 추가적인 증설에 나서지 않으며 NF3 가격은 견조한 수준을 유지하고 있는 상황이다. 3D NAND 비중 확대, 중화권 디스플레이 업체들의 10.5세대 이상 TFT 증가, LCD보다 공정 횟수가 2~3배 증가하는 OLED 패널 생산 증가등으로 인해 NF3 수요는 크게 성장하고 있다. 수요의 성장보다 선제적으로 파악 가능한 생산능력 증가분의 경우 올해는 지난해와 비슷한 수준을 유지하고 있기 때문에 현재의 타이트한 시장 상황이 가능했다고 판단된다. 실제로 일부 업체들의 경우, 비록 소폭이지만, 하반기부터 NF3 판가 인상에 나선 상황이다. 2019-20년 까지 글로벌 생산능력 증가는 연 10% 수준으로 유지될 것으로 판단되며, 이를 상회하는 수요 성장으로 인해 NF3의 초과 공급률은 밸런스 수준인 10%를 하회할 것으로 전망된다.

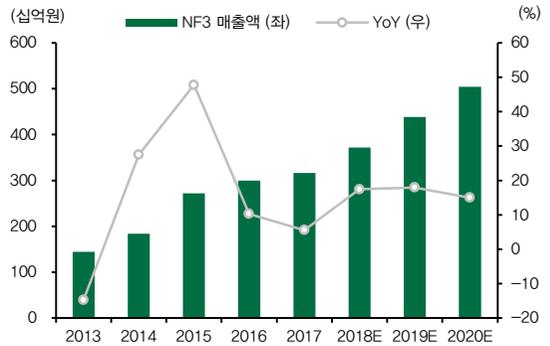
지난해 발표한 2020년 NF3 생산능력 목표는 18,000톤으로, 점유율을 추가적으로 확대해 50% 이상의 MS를 가져가겠다는 전략이었다. 하지만 SK머트리얼즈는 최근 2020년 생산능력 목표를 16,000톤으로 하향했다. 2,000톤 규모의 CAPA는 글로벌 생산능력의 약 7%를 차지하는 수치로, SK머트리얼즈는 현재의 타이트한 NF3 시장 시장 상황을 유지하는 전략을 취하려는 것으로 판단된다.

도표 77. SK머트리얼즈의 NF3 capa 추이



자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

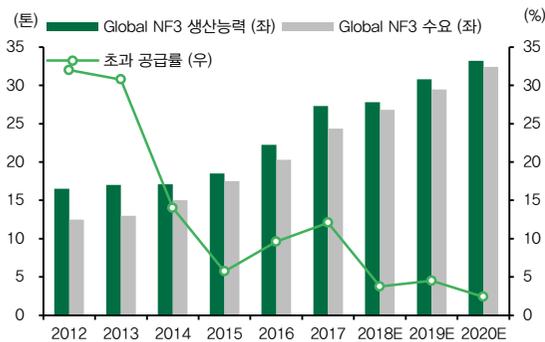
도표 78. SK머트리얼즈 NF3 매출액



자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

글로벌 NF3 생산 업체들의 제한된 공급 증가로 인해 2018년 이후 초과공급률이 10%를 하회한다면, NF3 가격은 상승기조로 전환될 가능성이 크다고 판단된다. NF3 시장이 현재 수준에서 공급과잉 (초과 공급률 10% 이상)으로 전환되려면 1) NF3 수요 성장률이 연간 mid-single 수준으로 크게 둔화되거나, 2) 공급이 약 6~7% 급격히 늘어나는 상황이 필요한데, 메이저 업체들의 증설 발표가 없는 상황에서 적어도 2019년까지는 현재의 타이트한 시장이 지속될 가능성이 크다.

도표 79. NF3 시장은 타이트하게 유지



자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

도표 80. NF3 가격 상승 cycle로 전환 가능성 확대



자료: DB금융투자

3D NAND로 인한 WF6 성장 지속

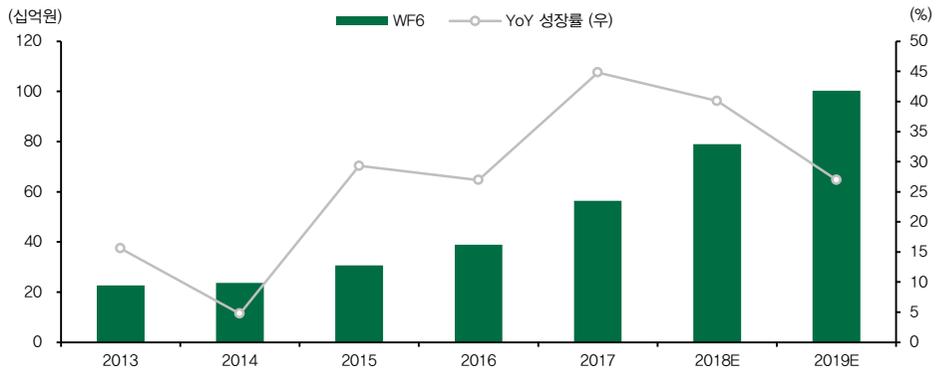
WF6 생산 업체들은 늘어나는 수요에 대응하기 위해 CAPA 투자를 지속하고 있다. SK머티리얼즈는 지난해 말 기준 600톤에서 1,200톤 규모로 WF6 capa를 늘렸으며 Versum Materials의 경우 최근 증설을 발표하지는 않았으나 컨퍼런스 콜에서 ‘없어서 못파는’ WF6의 증설 필요성을 지속적으로 언급하고 있는 상황이다. SK머티리얼즈의 증설분이 판매 증가에 온기로 반영되는 2019년에는 WF6의 매출액은 +27.0%YoY 성장해 1,000억원에 육박할 것으로 전망된다.

도표 81. 주요 WF6 공급 업체

업체	특수가스	capa(톤)	17년 매출액	Note
SK머티리얼즈	WF6	1,200	560	- 지난해 capa 600에서 1,200톤으로 증설 완료 - 증설분 온기 반영시 1,000억원대 매출 전망
후성	WF6	400	~250	- 과거 150톤 규모에서 지속 증설 중
Kanto Denka	WF6	700	-	
Versum	WF6	~500	-	- 수요 증가로 추가 capa 투자 고려 중

자료: DB금융투자

도표 82. SK머티리얼즈 WF6 매출액 추이

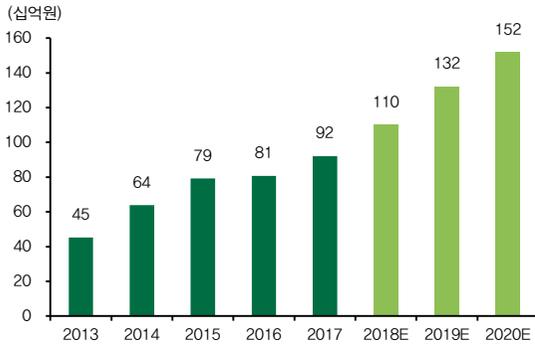


자료: SK머티리얼즈, DB금융투자

본격적인 자회사 성장 시작

SK에어가스의 매출액은 SK실트론향 매출 확대와 설비 투자 증설로 인해 하반기부터 본격적인 성장 궤도에 진입할 것으로 판단된다. SK실트론향 매출액은 높은 QoQ 성장세를 보이고 있으며, 2016년 9월에 시작한 690억원 규모의 설비 투자가 매출로 이어지며 올해 1,100억원(+19.4%YoY)의 매출 달성이 가능할 것으로 전망된다. 2019년에는 지난해 8월 공시한 1,860억원 규모의 설비 투자가 추가적인 매출 성장(연간 약 400억원 규모 추정)을 가져올 것으로 판단된다. 매출 성장으로 인한 고정비 부담 감소 효과로 20% 초중반대에 머물던 영업이익률 상승 효과 역시 기대된다.

도표 83. SK에어가스 매출액 전망



자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

도표 84. SK에어가스 분기별 매출액과 수익성



자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

SK에어가스의 SK실트론향 매출액은 3Q17부터 시작된 것으로 파악된다. SK실트론은 매분기 약 35억원 가량의 원재료를 사용하고 있으며, 2Q18 SK에어가스의 SK실트론향 매출액은 SK실트론의 원재료 구입 비용 대비 6.4% 수준까지 상승했다. 2Q18부터 SK실트론향 매출액이 본격적으로 증가하게 되면, 보수적으로 추정해도 연간 100억원 수준의 매출 증분이 가능하다고 판단된다. 또한, SK실트론은 경북 구미 공장에 4,000억원을 투자해 2019년 2월까지 증설을 계획중에 있기 때문에 SK실트론의 원재료 구입 확대에 따른 SK에어가스의 수혜 폭은 더욱 확대될 것으로 전망된다.

도표 85. SK에어가스의 SK실트론향 매출 확대

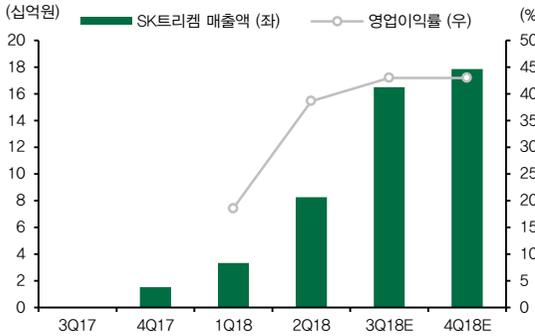
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
SK실트론 매출액	212.8	227.7	242.7	249.9	297.6	324.8
원재료 비용	35.9	35.3	34.5	35.0	34.7	36.8
매출액 대비 원재료 비용	16.9%	15.5%	14.2%	14.0%	11.7%	11.3%
SK에어가스의 SK실트론 향 매출	-	-	0.2	0.5	1.0	2.3
SK실트론 원재료 비용 대비	-	-	0.5%	1.3%	2.9%	6.4%

자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

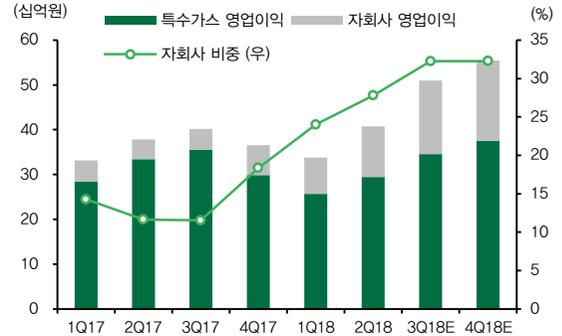
SK트리켄의 경우 아직 정상 수준의 분기매출을 달성하지 못한 2Q18의 영업이익률이 38.7%에 달한다. SK하이닉스향 High-K 프리커서와 신규 제품군 확대에 의해 QoQ 매출 확대와 추가적인 마진 개선이 전망된다. 자회사들의 실적 성장과 자회사의 영업이익 비중 확대에 의해 SK머트리얼즈의 하반기 영업이익은 다시 높은 YoY 성장세로 전환될 것으로 판단된다.

도표 86. SK트리켄 매출액과 영업이익률



자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

도표 87. SK머트리얼즈 영업이익과 자회사 이익 비중



자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

도표 88. 분기별 영업이익 추이



자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

도표 89. 분기별 매출액과 영업이익률



자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

컨센서스 상회하는 3Q18 실적 예상, 목표주가 250,000원으로 상향

SK머트리얼즈의 3Q18 매출액은 1,816억원(+38.1%YoY, +15.3%QoQ), 영업이익은 510억원(+26.9%YoY, +25.0%QoQ)로 컨센서스(영업이익 480억원)를 상회할 것으로 전망한다. 1) NF3 건조한 판가 유지, 2) WF6 출하량 증가, 그리고 3) 자회사 실적 호조가 예상되며, 특히 SK트리캠의 영업이익 기여 상승으로 인한 QoQ 실적 성장이 내년까지 이어질 것으로 전망되며, 19년 실적 추정치를 10% 상향하고 목표주가를 기존 220,000원에서 250,000원으로 상향한다.

도표 90. SK머트리얼즈 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	116.4	124.2	131.5	140.2	142.3	157.5	181.6	193.0	512.3	674.4	848.6
특수가스	95.4	103.1	107.0	113.1	113.0	119.4	131.6	138.4	418.6	502.4	596.6
NF3	73.0	78.1	80.4	85.2	84.8	89.1	97.0	101.0	316.6	371.9	438.7
WF6	11.7	13.6	15.1	16.0	16.5	18.2	20.8	23.5	56.4	79.0	100.3
SIH4	10.7	11.4	11.5	11.9	11.6	12.2	13.9	13.9	45.6	51.5	57.6
SK에어가스	21.0	21.1	24.4	25.6	24.1	26.4	28.5	30.9	92.1	110.0	132.0
SK트리캠	0.0	0.0	0.0	1.5	3.4	8.3	16.5	17.9	1.6	46.0	90.0
SK쇼와덴코	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	3.4	5.0	5.8	0.0	16.0	30.0
영업이익	33.1	37.8	40.2	36.5	33.8	40.8	51.0	55.5	147.7	181.0	241.3
세전이익	29.9	34.9	37.7	31.9	31.3	36.1	44.7	52.2	134.5	164.4	223.5
지배주주순이익	21.3	25.9	27.6	27.0	21.6	23.9	33.5	43.1	101.9	122.2	163.9
수익성 (%)											
영업이익률	28.4	30.5	30.6	26.1	23.7	25.9	28.1	28.7	28.8	26.8	28.4
세전이익률	25.7	28.1	28.7	22.8	22.0	22.9	24.6	27.1	26.3	24.4	26.3
순이익률	18.3	20.9	21.0	19.2	15.2	15.2	18.4	22.4	19.9	18.1	19.3
성장률 (YoY, %)											
매출액	19.6	6.6	6.3	13.2	22.3	26.8	38.1	37.7	11.0	31.6	25.8
특수가스	-2.0	6.9	3.8	9.1	18.5	15.8	22.9	22.4	4.5	20.0	18.8
영업이익	-3.9	-2.6	-1.2	-9.0	2.1	7.7	26.9	51.8	-4.2	22.6	33.3
지배주주순이익	-12.9	-0.1	4.5	-14.9	1.1	-7.8	21.3	59.9	-6.2	19.9	34.2

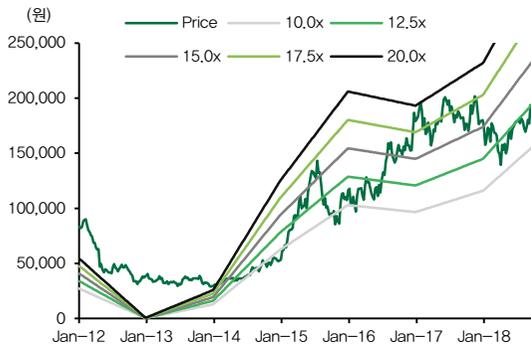
자료: SK머트리얼즈, DB금융투자

도표 91. SK머트리얼즈 분기별 영업이익과 주가 추이



자료: DB금융투자

도표 92. 12개월 선행 PER



자료: Dalaguide, DB금융투자

도표 93. 12개월 선행 PBR



자료: Dalaguide, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	217	202	217	283	456
현금및현금성자산	60	19	7	17	109
매출채권및기타채권	77	91	101	128	156
재고자산	74	86	96	106	128
비유동자산	686	916	1,105	1,186	1,169
유형자산	661	885	1,075	1,157	1,140
무형자산	7	7	6	5	4
투자자산	1	11	11	11	11
자산총계	903	1,118	1,323	1,469	1,625
유동부채	284	337	338	384	363
매입채무및기타채무	96	140	141	187	166
단기차입금및단기차채	51	149	149	149	149
유동상장기부채	116	30	30	30	30
비유동부채	182	373	485	453	455
사채및장기차입금	150	352	462	427	427
부채총계	466	710	823	836	817
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	34	34	34	34	34
이익잉여금	383	446	532	655	808
비배주주지분	16	22	28	38	60
자본총계	437	408	499	633	807

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	208	137	210	299	269
당기순이익	110	104	127	174	219
현금유출이없는비용및수익	115	123	145	186	217
유형및무형자산상각비	67	75	92	120	138
영업관련자산부채변동	17	-46	-24	-13	-103
매출채권및기타채권의감소	-5	-15	-10	-27	-28
재고자산의감소	-16	-14	-10	-10	-22
매입채무및기타채무의증가	4	8	1	46	-21
투자활동현금흐름	-209	-268	-280	-200	-117
CAPEX	-125	-261	-280	-200	-120
투자자산의손중	0	-11	0	0	0
재무활동현금흐름	19	92	57	-90	-59
사채및차입금의 증가	118	214	110	-35	0
자본금및자본잉여금의증가	-33	0	0	0	0
배당금지급	-30	-37	-36	-36	-41
기타현금흐름	1	-1	1	1	-1
현금의증가	19	-42	-12	10	92
기초현금	41	60	19	7	17
기말현금	60	19	7	17	109

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	461	512	674	849	1,022
매출원가	269	315	418	513	613
매출총이익	193	198	256	335	410
판매비	39	50	76	94	111
영업이익	154	148	181	241	299
EBITDA	222	223	273	361	437
영업외손익	-14	-14	-17	-18	-17
금융손익	-4	-12	-16	-17	-16
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-10	-2	-1	-1	-1
세전이익	140	135	164	224	282
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	110	104	127	174	219
지배주주지분순이익	109	102	122	164	197
비지배주주지분순이익	2	2	5	10	22
총포괄이익	109	99	127	174	219
증감률(%YoY)					
매출액	36.5	11.0	31.6	25.8	20.5
영업이익	36.6	-4.2	22.6	33.3	23.9
EPS	64.3	-6.2	19.9	34.2	20.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	10,299	9,660	11,581	15,538	18,696
BPS	39,945	36,567	44,730	56,400	70,868
DPS	3,550	3,550	3,800	4,300	4,700
Multiple(배)					
P/E	17.4	18.6	16.0	11.9	9.9
P/B	4.5	4.9	4.1	3.3	2.6
EV/EBITDA	9.8	10.9	9.6	7.1	5.7
수익성(%)					
영업이익률	33.4	28.8	26.8	28.4	29.2
EBITDA마진	48.0	43.5	40.5	42.6	42.7
순이익률	23.9	20.3	18.9	20.5	21.4
ROE	27.2	25.3	28.5	30.7	29.4
ROA	14.1	10.3	10.4	12.5	14.2
ROIC	19.5	14.0	13.6	15.9	18.3
안정성및기타					
부채비율(%)	106.6	173.9	164.9	132.1	101.2
이자보상배율(배)	15.4	11.4	10.1	12.7	16.2
배당성향(배)	33.9	34.2	28.3	23.4	20.4

자료: SK머트리얼즈, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자 의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

기업 투자 의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자 의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SK머트리얼즈 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경

일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/04/24	Buy	240,000	-22.7	-13.0					
18/01/08	Buy	200,000	-18.7	-10.6					
18/07/02	Buy	220,000	-18.7	-11.9					
18/10/16	Buy	250,000	-	-					

BUY(신규)

한솔케미칼

014680

목표주가(신규) 100,000원 현재주가(10/15) 75,700원 Up/Downside +32.1% 투자의견(신규) Buy

2018. 10. 16

꾸준함과 성장성을 모두 겸비

반도체항 과산화수소로 안정적 실적 성장: 반도체 미세화와 3D NAND 비중 확대에 의한 공정 수 증가로 인해 세정 공정에 사용되는 과산화수소의 수요도 증가하고 있다. 한솔케미칼은 국내공장 기준 16년 9만톤의 CAPA에서 18년 말 12.7만톤까지 증설을 진행중에 있으며, 대부분의 증설 물량을 수요 성장이 높은 반도체항으로 판매할 것으로 판단된다. 중국 시안공장 역시 기존 2.5만톤에서 2.8만톤으로 증설을 진행중에 있다. 반도체항 판매량 비중 증가는 한솔케미칼 과산화수소의 blended ASP 성장에 도움을 줄 것으로 판단되며 매출 성장을 견인할 것으로 판단된다.

프리커서와 QD는 높은 성장성 겸비: 한솔케미칼은 멀티패터닝 희생막으로 쓰이는 프리커서를 생산하고 있다. 지난해 고객사에 DIPAS를 신규 공급한 이후 매출액이 지속 늘어나고 있으며 올해 한솔케미칼의 프리커서 매출액은 450억원 (+28.6%YoY)으로 성장할 것으로 전망된다. 또한 삼성전자의 공격적인 QLED TV 판매와 QD-OLED로 인한 중장기적 QD 소재 판매량 증가가 예상된다. 18년 매출액은 5,633억원 (+8.0%YoY), 영업이익은 1,037억원(+31.0%YoY)으로 전망된다. 매각 예정인 자회사 한솔씨앤피의 하반기 실적을 제외하고 추정했다.

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원으로 커버리지 개선: 한솔케미칼의 투자 포인트는 1) 국내와 중국의 과산화수소 증설 물량으로 인해 높은 매출 성장 가시성을 보유, 2) 멀티패터닝에 사용되는 DIPAS와 BDEAS 프리커서의 높은 성장성, 그리고 3) 삼성전자의 공격적인 QLED TV 판매와 QD-OLED로 인한 중장기적 QD 소재 판매량 증가다. 과거 QD 소재에 대한 과도한 기대감이 있었으나 19년 기준 PER 9.7배, PBR 1.8배 수준으로, 다시 주목해야 할 시점이라고 판단된다.

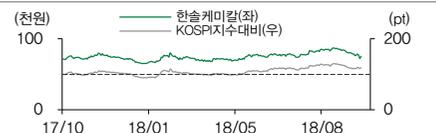
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	460	522	563	635	741
(증가율)	25.1	13.3	8.0	12.7	16.8
영업이익	82	79	104	121	149
(증가율)	67.6	-3.6	31.0	16.9	22.9
지배주주순이익	56	54	78	88	110
EPS	4,942	4,804	6,881	7,806	9,722
PER (H/L)	18.8/10.1	18.2/13.9	11.0	9.7	7.8
PBR (H/L)	3.7/2.0	3.1/2.4	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA (H/L)	12.1/8.0	10.9/9.0	7.5	6.1	4.7
영업이익률	17.8	15.2	18.4	19.1	20.1
ROE	21.3	18.0	22.0	20.7	21.4

Stock Data

52주 최저/최고	65,000/87,300원
KOSDAQ /KOSPI	719/2,145pt
시가총액	8,550억원
60일-평균거래량	50,834
외국인지분율	15.5%
60일-외국인지분율변동추이	-1.1%p
주요주주	조동혁 외 4인 15.0%



주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	-10.5	-3.2	4.8
상대기준	-3.3	4.3	20.9

투자 의견 BUY, 목표주가 100,000원으로 커버리지 개시

한솔케미칼을 투자 의견 BUY 및 목표주가 100,000원으로 커버리지를 개시한다. 한솔케미칼의 투자 포인트는 1) 국내와 중국의 과산화수소 증설 물량으로 인해 높은 매출 성장 가시성을 보유했으며, 2) 멀티패터닝에 사용되는 DIPAS와 BDEAS 프리커서의 높은 성장성, 그리고 3) 삼성전자의 공격적인 QLED TV 판매와 QD-OLED로 인한 중장기적 QD 소재 판매량 증가다. 과거 2015년에는 QD 소재에 대한 과도한 기대감이 있었으나 19년 기준 PER 9.7배, PBR 1.8배 수준으로, 다시 주목해야 할 시점이라고 판단된다. 목표주가 100,000원은 19년 PER 기준 약 14배 수준이다. QD 매출액이 정상적인 성장 궤도에 있었던 시점의 멀티플을 반영했다.

도표 94. 분기별 매출액과 영업이익률 추이



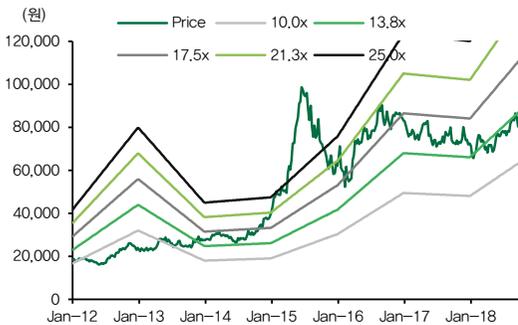
자료: 한솔케미칼, DB금융투자

도표 95. 분기별 영업이익과 YoY 성장률



자료: 한솔케미칼, DB금융투자

도표 96. 12개월 선행 PER



자료: Dataguide, DB금융투자

도표 97. 12개월 선행 PBR

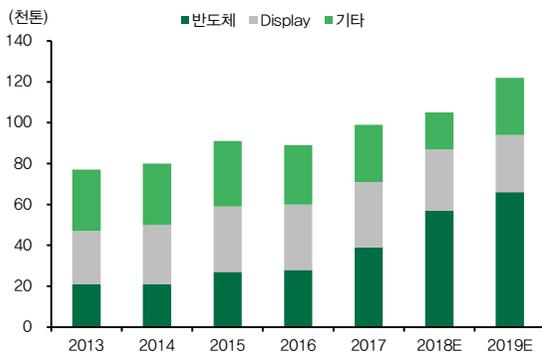


자료: Dataguide, DB금융투자

증설 효과와 반도체 비중 상승으로 과산화수소 매출 성장

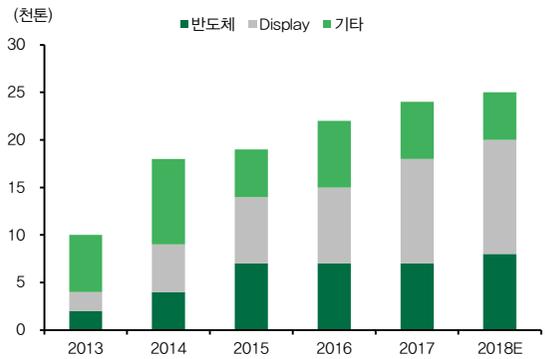
반도체 미세화와 3D NAND 비중 확대에 따른 공정수 증가로 인해 세정 공정에 사용되는 과산화수소의 수요도 증가하고 있다. 한솔케미칼은 국내공장 기준 16년 9만톤의 capa에서 18년 말 12.7만톤까지 증설을 진행중에 있으며, 대부분의 증설 물량을 수요 성장이 높은 반도체용으로 판매할 것으로 판단된다. 중국 시안공장 역시 기존 2.5만톤에서 2.8만톤으로 증설을 진행중에 있다. 반도체용 판매량 비중 증가는 한솔케미칼 과산화수소의 blended ASP 성장에 도움을 줄 것으로 판단되며 매출 성장을 견인할 것으로 판단된다.

도표 98. 한솔케미칼 국내 과산화수소 판매량 추이



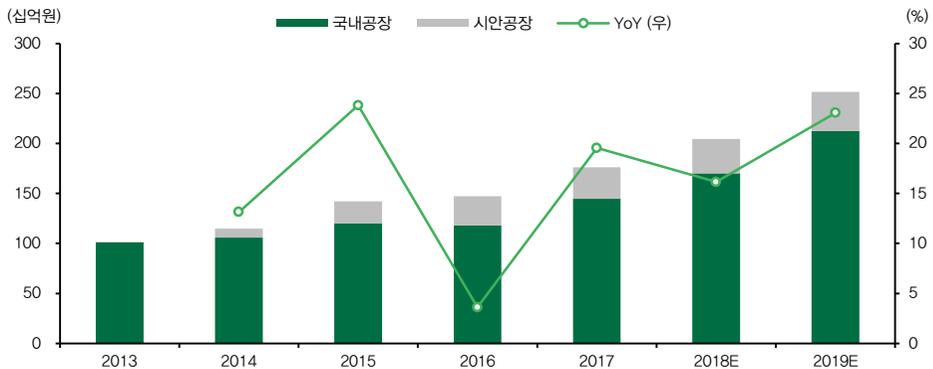
자료: 한솔케미칼, DB금융투자

도표 99. 한솔케미칼 중국 과산화수소 판매량 추이



자료: 한솔케미칼, DB금융투자

도표 100. 한솔케미칼 과산화수소 매출 추이

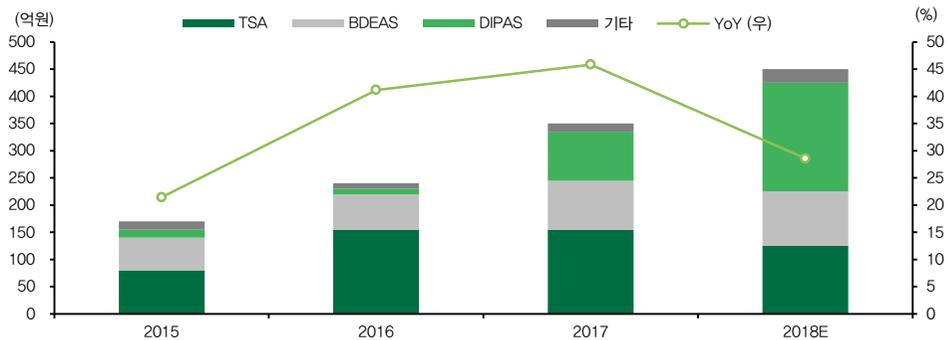


자료: 한솔케미칼, DB금융투자

프리커서 매출액도 꾸준히 성장 중

한솔케미칼은 멀티패터닝 화생막으로 쓰이는 프리커서를 생산하고 있으며 삼성전자와 SK하이닉스로 고객사가 다변화 되어있다. 지난해 삼성전자에 DIPAS를 신규 공급 이후 매출액이 지속 늘어나고 있다. 올해 대만의 TSMC로 공급하는 TSA 프리커서는 고객사의 모바일 AP 출하량 둔화로 올해 소폭 감소했으나 DIPAS 매출액은 전년 대비 2배 이상 성장해 올해 한솔케미칼의 프리커서 매출액은 450억원 (+28.6%YoY)으로 성장할 것으로 전망된다.

도표 101. 한솔케미칼 프리커서 매출액 전망

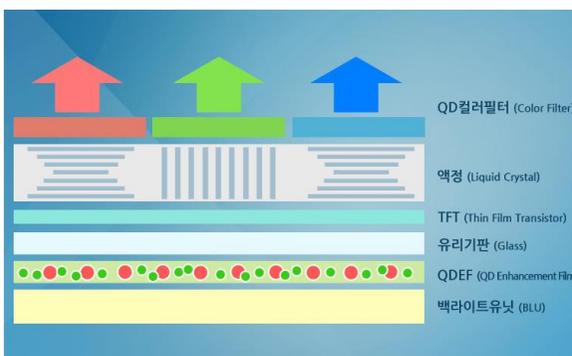


자료: 한솔케미칼, DB금융투자

QD는 중장기적인 성장 포인트

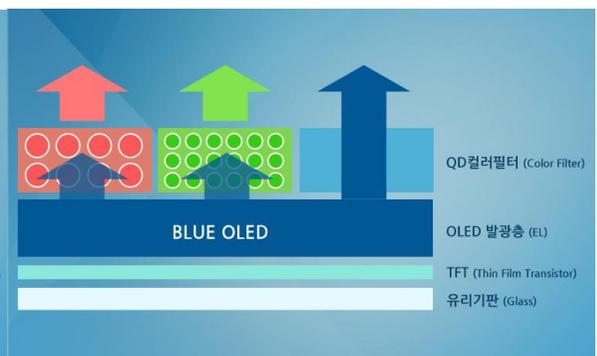
삼성디스플레이는 QD와 OLED를 결합한 하이브리드 방식인 QD-OLED 방식으로 프리미엄 TV 패널 시장을 공략할 것으로 전망된다. QDEF와 QDCF 방식은 LCD 기반으로, BLU가 사용되어야 하기 때문에 얇은 두께에 불리할 수 밖에 없지만, Blue LED를 BLU로 사용하는 대신 자체 발광이 가능한 Blue OLED를 삽입하게 되면 두께의 불리함도 없애고 더 높은 순도의 색표현이 가능해진다.

도표 102. 현재의 QDEF 방식



자료: 삼성디스플레이, DB금융투자

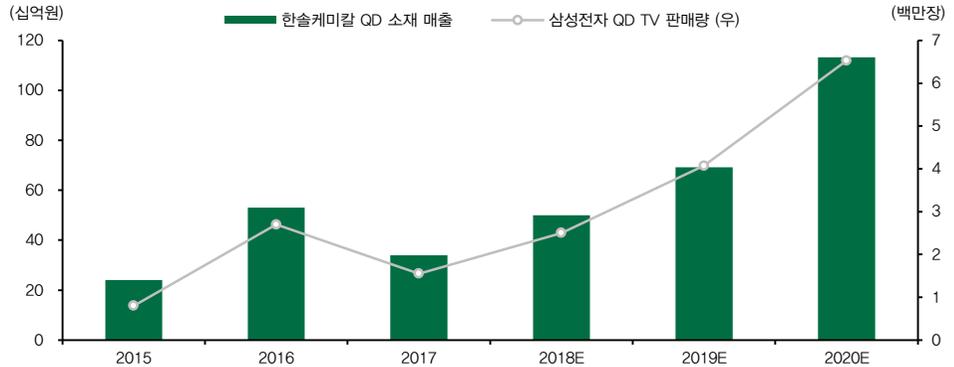
도표 103. QD-OLED에서는 QD소재 사용량 증가



자료: 삼성디스플레이, DB금융투자

삼성디스플레이의 QD-OLED로 인한 소재 사용량의 변화에서 최대의 수혜는 한솔케미칼이 될 것으로 전망된다. 한솔케미칼은 현재 QDEF 필름에 들어가는 QD 소재를 삼성디스플레이용으로 납품하고 있다. QD-OLED에 대한 기술이 아직 완성 단계는 아니기 때문에 파일럿 투자가 내년에 이뤄지고, 실제 대규모 양산에 도달하는 시점은 2021년이 될 것으로 판단된다.

도표 104. 한솔케미칼 QD 매출액 추이



자료: 한솔케미칼, DB금융투자

도표 105. 한솔케미칼 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	133.7	123.0	135.2	129.7	133.4	145.0	141.3	143.6	521.6	563.3	634.7
한솔케미칼 별도	87.6	77.8	88.8	87.7	91.0	104.1	105.4	102.6	341.9	403.1	471.2
시안공장	7.3	7.2	8.2	8.7	8.1	8.2	8.5	9.4	31.4	34.3	39.3
테이팩스	26.8	26.7	27.7	23.9	26.1	25.9	27.9	32.3	105.0	112.2	127.0
한솔씨앤피	12.7	11.5	11.7	9.9	8.7	7.8	0.0	0.0	45.8	16.5	0.0
기타(연결조정)	-0.6	-0.3	-1.1	-0.5	-0.6	-0.9	-0.5	-0.7	-2.5	-2.7	-2.7
영업이익	23.5	18.3	23.5	13.9	22.0	25.5	31.0	25.2	79.2	103.7	121.2
세전이익	21.3	19.1	24.5	9.9	24.0	25.6	30.7	23.9	74.7	104.1	122.5
지배주주순이익	15.5	13.1	18.6	7.0	18.7	17.0	26.4	15.6	54.3	77.7	88.2
수익성 (%)											
영업이익률	17.6	14.9	17.3	10.7	16.5	17.6	21.9	17.5	15.2	18.4	19.1
세전이익률	15.9	15.5	18.1	7.6	18.0	17.7	21.7	16.6	14.3	18.5	19.3
순이익률	11.6	10.6	13.8	5.4	14.1	11.7	18.7	10.9	10.4	13.8	13.9
성장률 (YoY, %)											
매출액	33.7	14.2	3.8	5.9	-0.2	17.9	4.5	10.7	13.3	8.0	12.7
영업이익	18.4	-14.0	-10.1	-6.9	-6.4	39.6	32.0	81.0	-3.6	31.0	16.9
지배주주순이익	4.0	83.0	38.4	36.0	54.6	95.6	64.6	239.7	-2.8	43.2	13.4

자료: 한솔케미칼, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	157	183	260	354	476
현금및현금성자산	27	50	115	196	290
매출채권및기타채권	76	81	90	98	117
재고자산	47	45	47	53	62
비유동자산	543	541	542	541	541
유형자산	398	399	404	407	410
무형자산	78	75	71	68	64
투자자산	49	55	55	55	55
자산총계	700	723	801	896	1,017
유동부채	221	190	196	207	222
매입채무및기타채무	73	84	89	101	116
단기차입금및단기차세	20	45	45	45	45
유동성장기부채	114	53	53	53	53
비유동부채	138	142	142	142	142
사채및장기차입금	116	121	121	121	121
부채총계	359	332	338	350	365
자본금	56	56	56	56	56
자본잉여금	31	31	31	31	31
이익잉여금	195	237	303	380	479
비배주주지분	59	70	76	82	89
자본총계	341	391	463	546	653

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	97	87	117	131	144
당기순이익	59	58	83	94	118
현금유출이없는비용및수익	55	58	64	68	73
유형및무형자산상각비	27	33	33	34	35
영업관련자산부채변동	1	0	-6	-3	-13
매출채권및기타채권의감소	4	-3	-9	-9	-19
재고자산의감소	-7	1	-2	-6	-9
매입채무및기타채무의증가	-2	8	6	11	15
투자활동현금흐름	-147	-33	-32	-31	-29
CAPEX	-38	-31	-34	-34	-34
투자자산의손증	1	-5	0	0	0
재무활동현금흐름	63	-29	-20	-20	-20
사채및차입금의 증가	52	-31	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-10	-12	-11	-11	-11
기타현금흐름	8	-2	0	0	0
현금의증가	21	23	65	81	95
기초현금	6	27	50	115	196
기말현금	27	50	115	196	290

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	460	522	563	635	741
매출원가	322	379	403	451	522
매출총이익	139	142	161	184	220
판매비	57	63	57	63	71
영업이익	82	79	104	121	149
EBITDA	109	112	137	155	184
영업외손익	-5	-5	0	1	3
금융손익	-12	-9	-7	-6	-4
투자손익	4	5	8	8	8
기타영업외손익	3	-1	-1	-1	-1
세전이익	77	75	104	123	152
중단사업이익	0	0	3	0	0
당기순이익	59	58	83	94	118
지배주주지분순이익	56	54	78	88	110
비배주주지분순이익	3	4	5	6	8
총포괄이익	53	53	83	94	118
증감률(%YoY)					
매출액	25.1	13.3	8.0	12.7	16.8
영업이익	67.6	-3.6	31.0	16.9	22.9
EPS	63.5	-2.8	43.2	13.4	24.5

주요 투자지표

12월 결산일, %, 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당주요지표(원)					
EPS	4,942	4,804	6,881	7,806	9,722
BPS	24,998	28,396	34,295	41,119	49,859
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiple(배)					
P/E	16.9	15.1	11.0	9.7	7.8
P/B	3.3	2.6	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.2	9.4	7.5	6.1	4.7
수익성(%)					
영업이익률	17.8	15.2	18.4	19.1	20.1
EBITDA마진	23.7	21.5	24.3	24.5	24.8
순이익률	12.8	11.1	14.8	14.9	15.9
ROE	21.3	18.0	22.0	20.7	21.4
ROA	9.7	8.2	10.9	11.1	12.3
ROIC	13.7	11.8	15.4	17.8	21.6
안정성및기타					
부채비율(%)	105.1	85.1	73.1	64.0	55.9
이자보상배율(배)	8.4	8.3	11.7	13.6	16.8
배당성향(배)	18.8	19.1	13.3	11.8	9.4

자료: 한솔케미칼, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

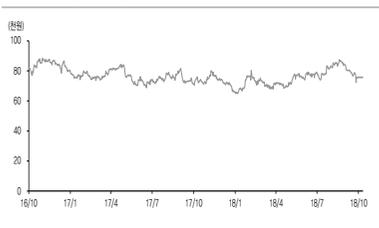
기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한솔케미칼 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/10/16	Buy	100,000	-	-					

BUY(신규)

이녹스첨단소재

272290

목표주가(신규)	55,000원	현재주가(10/15)	40,150원	Up/Downside	+37.0%	투자의견(신규)	Buy
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------	----------	-----

2018. 10. 16

내년을 보면 기회가 온다

OLED 모멘텀이 기다린다: 이녹스첨단소재는 FPCB, 반도체 패키징 관련 소재 업체에서 성장성이 높은 OLED 소재 업체로 변화하고 있다. OLED에서 빛을 내는 유기물질과 전극은 산소와 수분에 매우 민감하게 반응해 자칫하면 발광 특성을 잃을 수 있다. OLED 패널의 수명을 향상시키기 위해 OLED 패널에는 봉지 공정(Encapsulation)이 활용된다. 주요 고객사의 OLED 패널 출하량 증가로 인한 봉지 필름 수요 증가와 패널의 대형화로 인한 면적 증가로 인한 수혜가 전망된다. 또한 중소형 flexible OLED와 플렉서블 관련 신규 제품까지 더해져 이녹스첨단소재의 OLED 소재 매출의 중장기적인 상황이 전망된다.

2020년 OLED 매출 비중 50%: OLED 부문의 2019년 매출액은 1,737억원(+81.8%YoY)로 크게 성장해 전사 매출액 성장을 견인할 것으로 판단된다. 원재료 가격상승 부담이 있는 FPCB와 회로기판 영업이익 비중은 올해 54%에서 내년 44%로 크게 줄어들어 수익성 개선이 가능할 것으로 전망한다. 반면, OLED 매출액 비중은 2020년 50%에 달할 것으로 추정된다.

투자의견 BUY, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개선: FPCB 사업부의 원재료 가격의 상승으로 인한 수익성 악화 우려는 과도하다고 판단되며, FPCB 사업부의 비중은 지속적으로 하락하고 있기 때문에 OLED 비중 확대와 이로 인한 실적 성장을 통한 밸류에이션 Re-rating이 가능하다고 판단된다. 목표 주가 55,000원은 19년 추정 순이익 기준 14배 수준으로, IT 소재 업체 평균 PEG (19년 PER vs 18~20 EPS CAGR)인 0.54배를 적용했다.

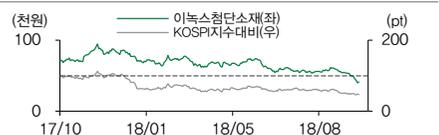
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	NA	193	301	394	456
(증가율)	NA	NA	56.1	30.7	15.6
영업이익	NA	22	35	50	59
(증가율)	NA	NA	58.4	42.8	17.7
지배주주순이익	NA	17	28	40	48
EPS	NA	3,320	3,148	4,483	5,311
PER (H/L)	NA/NA	28.5/17.3	13.1	9.2	7.8
PBR (H/L)	NA/NA	6.7/4.1	2.4	1.9	1.5
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	31.6/21.3	9.3	6.9	4.9
영업이익률	NA	11.5	11.6	12.7	13.0
ROE	NA	13.8	20.2	23.1	21.9

Stock Data

52주 최저/최고	39,950/94,627원
KOSDAQ /KOSPI	719/2,145pt
시가총액	3,601억원
60일-평균거래량	84,555
외국인지분율	10.1%
60일-외국인지분율변동추이	-1.5%p
주요주주	이녹스 외 5인 34.2%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-28.6	-34.6	-49.0
상대기준	-17.0	-24.7	-52.9

투자의견 BUY, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시

이녹스첨단소재를 투자의견 BUY 및 목표주가 55,000원으로 커버리지를 개시한다. 이녹스첨단소재는 FPCB, 반도체 패키징 관련 소재 업체에서 성장성이 높은 OLED 소재 업체로 변화하고 있다. WOLED 패널 출하량 증가에 따른 봉지재 매출 증가가 전망되며 고객사의 신규 CAPA 증설로 인한 중장기적인 수혜가 전망된다. FPCB 사업부의 원재료 가격의 상승으로 인한 수익성 악화 우려는 과도하다고 판단되며, FPCB 사업부의 비중은 지속적으로 하락하고 있기 때문에 OLED 비중 확대와 이로 인한 실적 성장을 통한 밸류에이션 Re-rating이 가능하다고 판단된다. 목표주가 55,000원은 19년 추정 순이익 기준 14배 수준으로, IT 소재 업체 평균 PEG (19년 PER vs 18~20 EPS CAGR)인 0.54배를 적용했다.

도표 105. 매출액과 영업이익률



자료: 이녹스첨단소재, DB금융투자

도표 106. 영업이익과 YoY 성장률



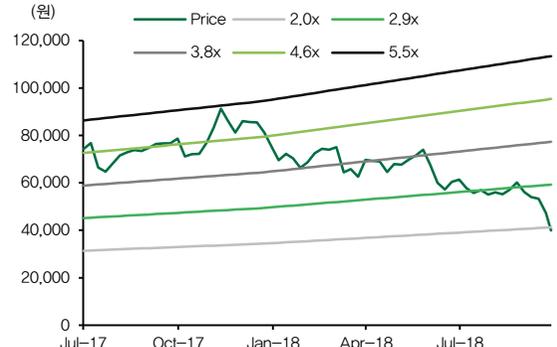
자료: 이녹스첨단소재, DB금융투자

도표 107. 12개월 선행 PER



자료: Datalguide, DB금융투자

도표 108. 12개월 선행 PBR



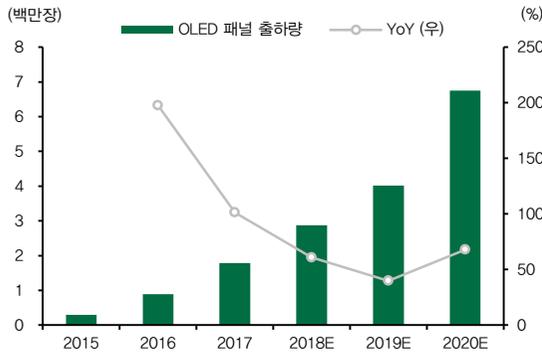
자료: Datalguide, DB금융투자

대형 OLED+폴더블 관련 접착 필름 신제품이 OLED 매출 견인

OLED에서 빛을 내는 유기물질과 전극은 산소와 수분에 매우 민감하게 반응해 자칫하면 발광 특성을 잃을 수 있다. OLED 패널의 수명을 향상시키기 위해 OLED 패널에는 봉지 공정(Encapsulation)이 활용된다. 주요 고객사의 OLED 패널 출하량 증가로 인한 봉지 필름 수요 증가와 패널의 대형화로 인한 면적 증가로 인한 수혜가 전망된다. 또한 중소형 flexible OLED와 폴더블 관련 신규 제품까지 더해져 이녹스첨단소재의 OLED 소재 매출의 중장기적인 성장이 전망된다.

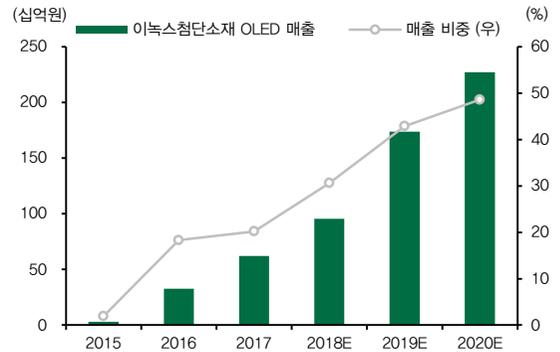
고객사의 대형 OLED 패널 출하량 증가에 힘입어 이녹스첨단소재는 2019년 높은 실적 성장을 보여줄 것으로 전망된다. 특히 OLED 부문의 2019년 매출액은 1,737억원(+81.8%YoY)로 크게 성장해 전자 매출액 성장을 견인할 것으로 판단된다. 원재료 가격상승 부담이 있는 FPCB와 회로기판 영업이익 비중은 올해 54%에서 내년 44%로 크게 줄어들어 수익성 개선이 가능할 것으로 전망한다. 반도체 부문의 경우 Wafer output 증가로 인한 chip 생산량 증가로 DAF(Die Attach Film)은 꾸준한 성장이 가능할 것으로 판단된다

도표 109. 고객사 OLED 패널 출하량



자료: HS, DB금융투자

도표 110. 이녹스첨단소재 OLED 매출 전망



자료: 이녹스첨단소재, DB금융투자

도표 111. 이녹스첨단소재 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	64.2	76.2	86.5	80.4	80.9	62.3	75.7	82.6	307.3	301.5	393.9
INNOFLEX	21.2	24.1	33.7	28.3	19.2	17.8	27.0	26.4	107.3	90.4	94.9
SMARTFLEX	22.5	26.2	22.5	23.3	32.4	14.4	12.4	11.4	94.5	70.5	77.6
INNOSEM	10.3	10.8	11.4	10.4	10.5	10.1	12.1	12.4	42.9	45.1	47.8
INNOLED	10.2	15.1	18.9	18.7	18.8	20.1	24.3	32.5	62.9	95.6	173.7
영업이익	5.0	8.3	12.6	7.0	11.3	5.5	8.7	9.6	32.9	35.1	50.1
세전이익	3.4	8.6	12.8	5.6	10.4	6.2	8.3	9.5	30.4	34.4	49.0
지배주주순이익	2.6	6.7	10.1	5.1	8.5	5.5	6.5	7.6	24.5	28.2	40.2
수익성 (%)											
영업이익률	7.8	10.9	14.5	8.7	14.0	8.8	11.5	11.7	10.7	11.6	12.7
세전이익률	5.3	11.3	14.8	7.0	12.9	10.0	10.9	11.5	9.9	11.4	12.5
순이익률	4.0	8.8	11.7	6.3	10.5	8.9	8.6	9.3	8.0	9.4	10.2

자료: 이녹스첨단소재, DB금융투자

주: 2017년 실적 분할 전 기준 반영

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	NA	117	136	180	233
현금및현금성자산	NA	24	2	5	80
매출채권및기타채권	NA	61	104	125	109
재고자산	NA	28	25	46	40
비유동자산	NA	106	108	110	112
유형자산	NA	100	103	105	106
무형자산	NA	1	1	0	0
투자자산	NA	0	0	0	0
자산총계	NA	223	244	290	345
유동부채	NA	95	88	94	101
매입채무및기타채무	NA	26	19	25	32
단기차입금및단기차채	NA	53	53	53	53
유동성장기부채	NA	0	0	0	0
비유동부채	NA	3	3	3	3
사채및장기차입금	NA	0	0	0	0
부채총계	NA	98	91	96	104
자본금	NA	4	5	5	5
자본잉여금	NA	103	103	103	103
이익잉여금	NA	17	45	86	133
비지배주주지분	NA	0	0	0	0
자본총계	NA	125	154	194	242

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	NA	193	301	394	456
매출원가	NA	140	234	303	350
매출총이익	NA	53	67	91	106
판매비	NA	31	32	41	47
영업이익	NA	22	35	50	59
EBITDA	NA	28	45	60	70
영업외손익	NA	-1	-1	-1	-1
금융손익	NA	0	-1	-2	-2
투자손익	NA	0	0	0	0
세전이익	NA	21	34	49	58
중단사업이익	NA	0	0	0	0
당기순이익	NA	17	28	40	48
지배주주지분순이익	NA	17	28	40	48
비지배주주지분순이익	NA	0	0	0	0
총포괄이익	NA	17	28	40	48
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	56.1	30.7	15.6
영업이익	NA	NA	58.4	42.8	17.7
EPS	NA	NA	-5.2	42.4	18.5

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	NA	22	-8	16	89
당기순이익	NA	17	28	40	48
현금유출이없는비용및수익	NA	22	17	21	23
유형및무형자산상각비	NA	5	10	10	11
영업관련자산부채변동	NA	-16	-48	-35	29
매출채권및기타채권의감소	NA	-7	-43	-20	16
재고자산의감소	NA	0	3	-21	6
매입채무및기타채무의증가	NA	-4	-7	6	7
투자활동현금흐름	NA	-12	-11	-12	-12
CAPEX	NA	-11	-12	-12	-12
투자자산의순증	NA	0	0	0	0
재무활동현금흐름	NA	-18	-2	-2	-2
사채및장기부채의 증가	NA	53	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	NA	108	0	0	0
배당금지급	NA	0	0	0	0
기타현금흐름	NA	0	0	0	0
현금의증가	NA	-8	-21	3	76
기초현금	NA	31	24	2	5
기말현금	NA	24	2	5	80

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)	NA	3,320	3,148	4,483	5,311
EPS	NA	14,052	17,136	21,617	26,925
BPS	NA	0	0	0	0
DPS	NA	25.8	13.1	9.2	7.8
Multiple(배)	NA	6.1	2.4	1.9	1.5
P/E	NA	27.9	9.3	6.9	4.9
P/B	NA	11.5	11.6	12.7	13.0
EV/EBITDA	NA	14.3	14.9	15.3	15.3
수익성(%)	NA	9.0	9.4	10.2	10.5
영업이익률	NA	13.8	20.2	23.1	21.9
순이익률	NA	7.8	12.1	15.0	15.0
ROE	NA	11.9	16.2	18.6	21.4
ROA	NA	77.9	58.9	49.7	42.9
ROIC	NA	25.7	20.4	29.1	34.3
안정성및기타	NA	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)					
이자보상배율(배)					
배당성향(배)					

자료: 이녹스첨단소재 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이건 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

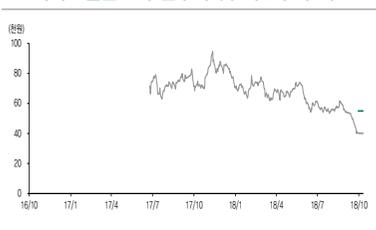
기업 투자이건은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이건은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

이녹스첨단소재 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이건 및 목표주가 변경

일자	투자이건	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이건	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/10/15	Buy	55,000	-				

BUY

덕산네오룩스

213420

목표주가(하향) 17,000원 현재주가(10/15) 13,050원 Up/Downside +30.3% 투자의견(유지) Buy

2018. 10. 16

변수는 남아있지만, 조금 긴 호흡으로 보자

3Q18 실적 기대치 하회: 덕산네오룩스의 3Q18 매출액은 257억원(-7.5%YoY, +15%YoY), 영업이익은 47억원(-21.7%YoY, +12.1%YoY)으로 전년 동기 대비 하락이 예상되며 시장 기대치 (영업이익 60억원)을 하회할 것으로 전망된다. 전반적으로 국내 고객사의 상반기 flagship 스마트폰이 기대치에 미치지 못하며 고객사의 OLED 소재 재고가 비축되어 소재 판매량이 크지 않았던 것으로 파악되며, 고객사의 OLED fab 가동률은 북미 고객사향 OLED 패널 출하량 증가로 인해 상반기 대비 높아졌지만 전년 수준에는 미치지 못한 것으로 판단된다.

M9 재료구조 탈락으로 19년 추정치 조정 불가피: 덕산네오룩스는 고객사의 신규 재료구조인 M9에서 Red Host 부문 납품사로 선정되지 않은 것으로 파악된다. R 보조층과 HTL은 지속적으로 납품할 것으로 판단되지만, 최신 재료구조 기준 (M9과 북미 고객사향으로는 Red Host를 경쟁사가 독점하게 되었다. 중저가 스마트폰향 재료구조에 기존 M8의 채용 가능성 여부 등, 변수는 남아있지만 변경된 실적 전망을 반영해 18년과 19년 순이익 추정치를 각각 -20%, -30% 하향조정 한다.

목표주가 17,000원으로 하향: 덕산네오룩스는 17년 높은 매출 성장 이후 18년 상반기에는 고객사의 OLED 가동률 하락으로 인한 실적 추정치 하락과 고객사 내 MS 하락으로 인해 주가는 크게 Degrating 되었다. 현재 19년 추정치 기준 PER 19.6배로 여전히 높은 멀티플을 부여받고 있으며, 향후 주가의 catalyst는 중화권 매출 확대와 SDC의 북미 고객사향 신규 재료구조 진입 여부라고 판단된다. 현재까지 나온 악재들은 주가에 반영 되었기 때문에 trading 가능 구간이라고 판단되지만, 조금 긴 호흡으로 바라볼 필요가 있다. 낮아진 전망을 반영해 목표주가를 17,000원으로 하향한다.

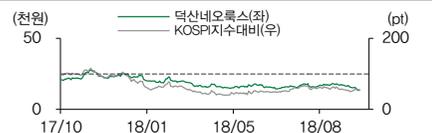
Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	42	100	92	103	147
(증가율)	5.0	137.2	-8.1	11.1	43.2
영업이익	4	18	16	19	30
(증가율)	61.2	368.6	-13.2	18.5	59.1
지배주주순이익	5	17	16	17	26
EPS	195	699	654	694	1,096
PER (H/L)	94.7/49.8	44.8/15.8	20.8	19.6	12.4
PBR (H/L)	4.1/2.1	6.1/2.2	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA (H/L)	52.7/26.4	30.4/10.2	13.0	10.7	6.7
영업이익률	9.3	18.3	17.3	18.5	20.5
ROE	4.4	14.5	12.1	11.4	15.7

Stock Data

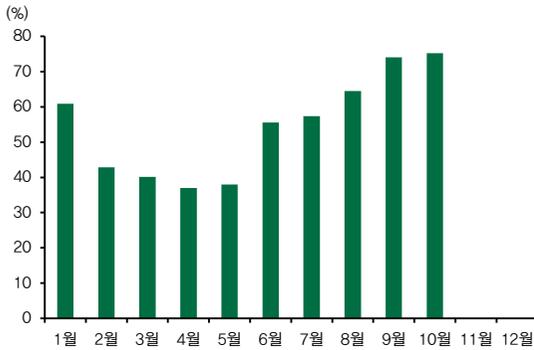
52주 최저/최고	13,050/27,900원
KOSDAQ /KOSPI	719/2,145pt
시가총액	3,133억원
60일-평균거래량	231,559
외국인지분율	7.0%
60일-외국인지분율변동추이	+1.8%p
주요주주	이준호 외 9인 57.1%



주가상승률

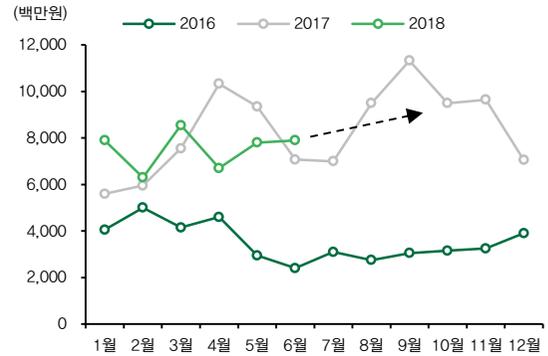
	1M	3M	12M
절대기준	-25.2	-17.9	-37.6
상대기준	-13.1	-5.5	-42.4

도표 112. SDC A3 fab TFT 가동률 추이



자료: HS, DB금융투자

도표 113. 덕산네오룩스 월별 매출 추이



자료: 덕산네오룩스, DB금융투자

도표 114. 덕산네오룩스 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	19.6	26.8	27.8	26.2	22.7	22.3	25.7	21.5	100.4	92.3	102.5
HTL	14.0	19.4	20.1	18.9	16.4	16.1	18.0	17.5	72.5	68.0	80.5
Red Host	5.6	7.4	7.6	7.3	6.4	6.3	7.7	4.0	28.0	24.3	22.1
영업이익	3.6	5.0	6.0	3.7	3.6	4.2	4.7	3.3	18.4	16.0	18.9
세전이익	3.6	5.5	6.3	2.9	3.5	4.3	4.9	5.8	18.4	18.5	19.6
순이익	3.6	4.5	5.6	3.1	3.2	4.3	4.1	4.2	16.8	15.7	16.7
수익성 (%)											
영업이익률	18.4	18.8	21.7	14.2	16.1	18.8	18.4	15.4	18.3	17.3	18.5
세전이익률	18.4	20.6	22.7	11.1	15.4	19.1	19.0	27.0	18.3	20.0	19.1
순이익률	18.4	16.7	20.0	11.9	14.1	19.2	15.8	19.3	16.7	17.0	16.3
성장률 (YoY, %)											
매출액	48.6	169.4	212.3	154.9	15.8	-16.5	-7.5	-17.9	137.2	-8.1	11.1
영업이익	37.4	145.5	192.0	133.3	16.7	-17.1	-10.7	-7.1	368.6	-13.2	18.5
순이익	86.5	262.3	282.4	234.5	13.5	-15.0	0.8	-45.6	258.8	-6.4	6.1

자료: 덕산네오룩스, DB금융투자

도표 115. 12개월 선행 PER 밴드



자료: Delaguide, DB금융투자

도표 116. 12개월 선행 PBR 밴드



자료: Delaguide, DB금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	52	77	81	93	118
현금및현금성자산	29	48	56	67	83
매출채권및기타채권	3	7	5	5	7
재고자산	7	18	15	16	21
비유동자산	66	73	81	86	90
유형자산	36	42	51	55	60
무형자산	29	30	29	29	29
투자자산	1	0	0	0	0
자산총계	118	149	162	179	207
유동부채	6	20	16	17	19
매입채무및기타채무	4	16	12	13	15
단기차입금및단기시채	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	7	7	7	7
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	10	27	23	24	26
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	96	94	94	94	94
이익잉여금	7	24	39	56	82
비배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	109	122	138	155	181

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	42	100	92	103	147
매출원가	33	68	65	70	101
매출총이익	10	32	28	33	46
판매비	6	14	12	14	16
영업이익	4	18	16	19	30
EBITDA	7	22	21	24	36
영업외손익	1	0	2	1	1
금융손익	1	0	2	1	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	4	18	18	20	31
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	17	16	17	26
지배주주지분순이익	5	17	16	17	26
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	5	17	16	17	26
증감률(%Yoy)					
매출액	5.0	137.2	-8.1	11.1	43.2
영업이익	61.2	368.6	-13.2	18.5	59.1
EPS	115.6	258.8	-6.4	6.1	57.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	9	20	19	20	25
당기순이익	5	17	16	17	26
현금유출이없는비용및수익	4	9	5	7	9
유형및무형자산상각비	3	3	5	5	6
영업관련자산부채변동	0	-6	1	-1	-6
매출채권및기타채권의감소	0	-5	2	0	-2
재고자산의감소	2	-11	3	-1	-5
매입채무및기타채무의증가	-1	6	-3	1	2
투자활동현금흐름	-4	-1	-11	-9	-9
CAPEX	-1	-10	-13	-10	-10
투자자산의순증	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	1	0	0	0	0
사채및차입금의 증가	1	0	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	6	18	8	11	16
기초현금	23	29	48	56	67
기말현금	29	48	56	67	83

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)	195	699	654	694	1,096
EPS	4,520	5,101	5,755	6,450	7,546
BPS	0	0	0	0	0
DPS					
Multiple(배)					
P/E	81.8	35.2	20.8	19.6	12.4
P/B	3.5	4.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	46.6	25.0	13.0	10.7	6.7
수익성(%)					
영업이익률	9.3	18.3	17.3	18.5	20.5
EBITDA마진	17.3	21.6	22.4	23.6	24.5
순이익률	11.0	16.7	17.0	16.3	17.9
ROE	4.4	14.5	12.1	11.4	15.7
ROA	4.0	12.5	10.1	9.8	13.6
ROIC	5.6	22.2	16.2	17.8	26.0
안정성및기타					
부채비율(%)	8.9	21.9	16.9	15.4	14.4
이자보상배율(배)	261.2	890.0	772.3	915.4	1,456.1
배당성향(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 덕산네오룩스, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표증권업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

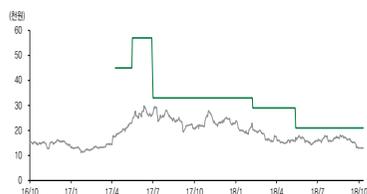
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

덕산네오룩스 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/04/24	Buy	45,000	-8.5	2.9					
17/06/01	Buy	57,000	-6.6	4.7					
17/07/17	Buy	33,000	-29.1	-10.5					
18/02/23	Buy	29,000	-41.7	-30.3					
18/05/29	Buy	21,000	-22.6	-13.6					
18/10/16	Buy	17,000	-	-					

BUY(신규)

SKC코오롱PI

178920

목표주가(신규)	53,000원	현재주가(10/15)	41,350원	Up/Downside	+28.2%	투자의견(신규)	Buy
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------	----------	-----

2018. 10. 16

매력적인 성장성과 부담스러운 밸류

타이트한 PPI를 시장 지속: 최근 스마트폰 방열시트용 PPI필름 수요가 크게 증가하고 있으며 SKC코오롱 PPI를 포함한 글로벌 공급 업체들은 증설을 계획하고 있다. 최근 가격 상승 구간에 진입한 PPI필름 시장에서, 글로벌 경쟁 업체들의 증설 물량은 적어도 2019년 하반기에 시장에 나올 것으로 예상되기 때문에 SKC코오롱PPI의 P와 Q의 동반 상승 구간이 전망된다. 19년 매출액은 3,216억원(+17.3%YoY), 영업이익은 821억원(+20%YoY)을 전망한다.

중소형 OLED는 새로운 성장 동력: SKC코오롱PI는 폴더블폰 시제품에 사용될 PI base film을 하반기부터 생산하고 있으며 10월까지 납품을 진행할 예정이다. 향후 폴더블폰이 대량 양산 체제에 들어간다면 관련된 매출액의 성장을 기대할 수 있다. 또한, 에스유머티리얼스가 독점중인 PI TFT기판 생산용 PI Varnish 시장에도 진출을 노리고 있다. 현재 600톤 규모의 PI Varnish 전용 설비를 증설중이며 2019년 1월부터 양산 가능할 것으로 판단된다. PPI기판은 폴더블폰 뿐만 아니라 기존의 Flexible OLED 시장에서부터 적용되어 왔기 때문에 시장 크기는 훨씬 크다. 삼성디스플레이의 소재 국산화와 벤더 이원화, 그리고 향후 중국 Flexible OLED 진출 가능성까지 고려하면 중장기적인 성장을 보유했다고 판단된다.

목표주가 53,000원으로 커버리지 개선: SKC코오롱PI는 PPI필름 가격 인상과 추가 증설, 그리고 폴더블용 PI base film 생산과 PI Varnish 사업 진출로 인한 중장기적 성장성이 멀티플에 반영되며 19년 추정치 기준 PER 22배의 다소 높은 멀티플 구간에 머물고 있다. 추가적인 멀티플 상승 보다는 실적에 시장 기대치에 부합하는지 여부가 주가를 움직일 것으로 판단되며, 중소형 OLED용 매출액은 성장성은 높지만 매출 비중이 미미한 점은 고려되어야 한다고 판단된다.

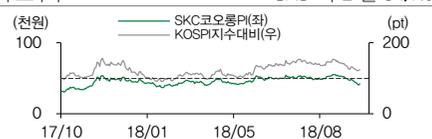
Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	153	216	274	322	408
(증가율)	12.3	41.4	26.7	17.3	26.7
영업이익	32	53	68	82	109
(증가율)	11.7	63.9	29.0	20.0	33.2
지배주주순이익	21	33	47	56	77
EPS	714	1,116	1,592	1,910	2,639
PER (H/L)	20.6/12.6	49.5/11.9	26.5	22.0	16.0
PBR (H/L)	1.9/1.2	6.5/1.6	4.8	4.5	3.9
EV/EBITDA (H/L)	9.5/6.1	22.6/5.1	14.2	12.1	9.3
영업이익률	21.1	24.5	24.9	25.5	26.8
ROE	9.6	13.8	18.5	21.0	26.2

Stock Data

52주 최저/최고	30,400/55,400원
KOSDAQ /KOSPI	719/2,145pt
시가총액	12,143억원
60일-평균거래량	233,264
외국인지분율	12.6%
60일-외국인지분율변동추이	-2.2%p
주요주주	SKC 외 2인 54.1%



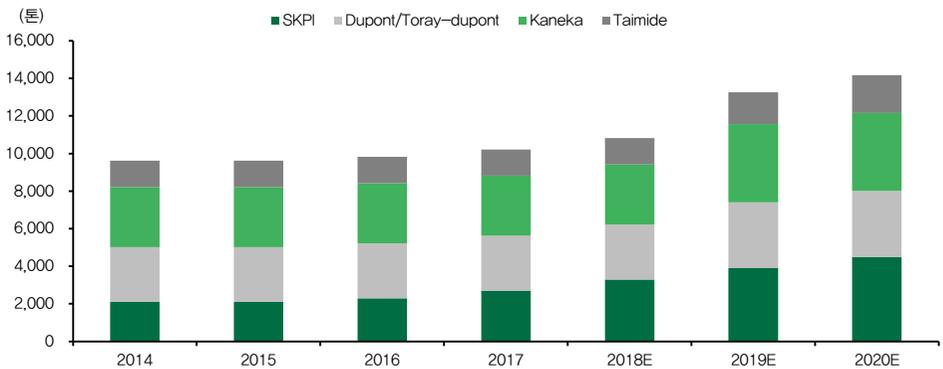
주가상승률

	1M	3M	12M
절대기준	-22.1	-21.1	22.3
상대기준	-9.6	-9.1	12.8

투자 의견 BUY, 목표주가 53,000원으로 커버리지 개시

SKC코오롱PI를 투자 의견 BUY 및 목표주가 53,000원으로 커버리지를 개시한다. SKC코오롱PI는 글로벌 PI 필름 시장의 1위 (17년 기준 MS 28%) 업체로 최근 늘어나고 있는 방열시트용 PI 수요로 인해 타이트해진 PI 필름 시장의 수혜가 전망된다. 글로벌 경쟁 업체들의 증설 물량은 적어도 2019년 하반기에 시장에 나올 것으로 예상되며, SKC코오롱PI의 CAPA는 17년말 2,700톤에서 2020년 4,500톤까지 늘어날 것으로 전망되기 때문에 P와 Q의 동반 상승으로 인한 높은 매출 성장이 예상된다. 또한, 중소형 Flexible OLED에 사용되는 PI Varnish 시장 진출과 폴더블로 인해 기존 PET에서 PI로 변할 것으로 예상되는 Base 필름 시장 등, 새로운 성장 동력도 갖췄다고 판단된다. 이러한 중장기적 성장성은 멀티플에 반영되며 SKC코오롱PI의 주가는 19년 추정치 기준 PER 22배로 IT소재 업체들 중 가장 높은 밸류에이션에 거래되고 있다. 추가적인 멀티플 상승 보다는 실적이 시장 기대치에 부합하는지 여부가 주기를 움직일 것으로 판단된다. 목표주가 53,000원은 경쟁사인 Taimide와 Kaneka의 평균 PEG인 0.94배 (19년 PER vs 18~20 EPS CAGR)를 적용하였다.

도표 117. 주요 PI 필름 업체들의 증설 스케줄



자료: 업계자료, DB금융투자

도표 118. 12개월 선행 PER



자료: Delaguide, DB금융투자

도표 119. 12개월 선행 PBR

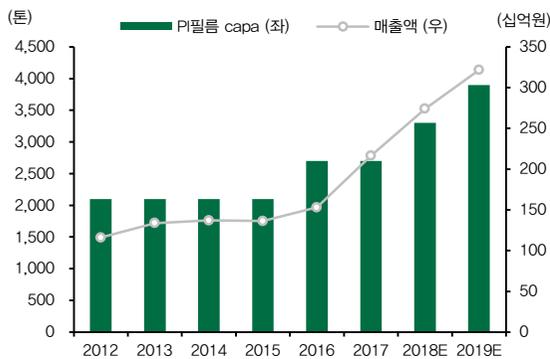


자료: Delaguide, DB금융투자

방열시트용 P필름 수요 급증

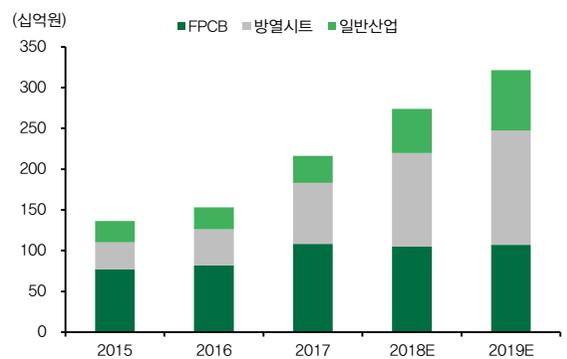
최근 스마트폰 방열시트용 P필름 수요가 크게 증가하고 있다. 방열시트용 P필름은 열전도율이 높은 인조 흑연시트를 사용해 과거에 사용하던 금속소재보다 열을 더 빠르게 확산시키는 장점이 있다. 스마트폰의 고사양화로 인해 스마트폰 유닛 당 방열시트 면적이 늘어나는 추세에 있으며 최근에는 카메라 모듈에도 방열시트 탑재가 늘어나고 있어 P필름 수요를 크게 견인하고 있다. SKC코오롱PI는 17년말 2,700톤의 P필름 capa를 2020년 4,500톤까지 증성하는 계획을 가지고 있으며 방열시트향 매출액 증가 (2018년 1,146억원, +52.9%YoY)가 매출 성장을 견인할 것으로 판단된다.

도표 120. P필름 capa와 매출액 추이



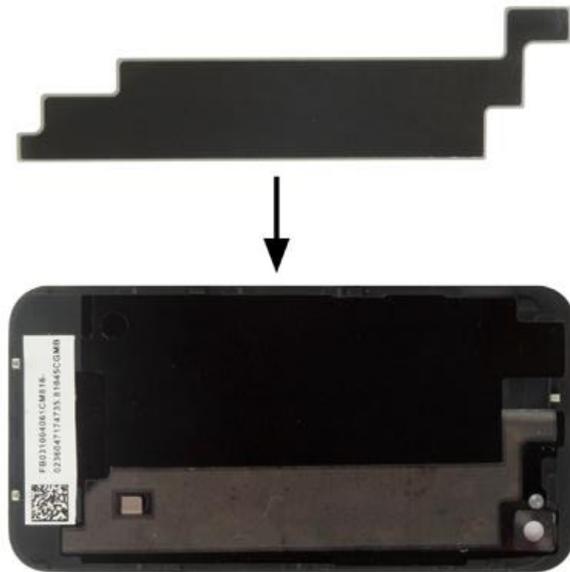
자료: SKC코오롱PI, DB금융투자

도표 121. 사업 부문별 매출 추이



자료: SKC코오롱PI, DB금융투자

도표 122. 스마트폰 방열시트 적용 예시

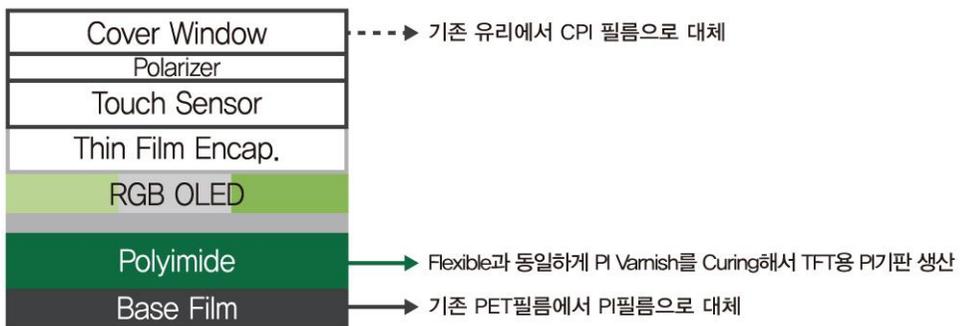


자료: 업계자료, DB금융투자

중소형 OLED는 새로운 성장 동력

폴더블 OLED 구조에서 꼭 변화가 필요한 부분은 현재 강화유리를 사용하고 있는 커버 윈도우와 PET 재질을 사용하고 있는 Base Film이다. TFT기판의 경우 Rigid OLED에서는 유리를 사용했지만 Flexible로 넘어오며 이미 Polyimide(PI)로 변화된 상태다. 커버 윈도우의 경우 투명 PI 필름 (Colorless PI, CPI) 대량 양산 시장 진입을 위해 일본의 스미토모 화학, 한국의 SKC, 그리고 코오롱인더스트리가 경쟁을 하고 있다. Base Film의 경우 현재 Flexible에 사용되는 PET재질은 유연하지 않기 때문에 PI필름으로 대체될 가능성이 높다. Flexible OLED에 사용되는 TFT용 PI기판 시장이 커지고 있기 때문에 관련 Supply chain은 이미 구축된 상태다. PI기판 생산용 PI Varnish는 삼성디스플레이와 일본의 Ube가 JV 형식으로 설립한 에스유머티리얼스가 독점 공급하고 있으며 PI Curing 장비는 테라세미콘이 공급하고 있다.

도표 123. 폴더블에서는 일부 소재들의 변화가 필요



자료: DB금융투자

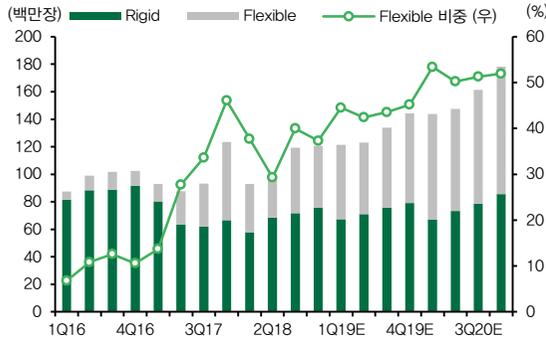
도표 124. Flexible과 폴더블 관련 눈여겨 봐야하는 소재 업체와 Supply chain

소재	관련업체	Note
커버글라스	스미토모화학	-일본의 스미토모 화학이 일부 시제품용 CPI 물량을 수주 받은것으로 파악되지만 대량 양산 물량에 대한 Supply chain은 아직 확정 되지 않은 상태
	SKC	
	코오롱인더스트리	
PI필름/Varnish	에스유머티리얼스	-SDC형 PI Varnish는 에스유머티리얼스가 독점 중이지만 SKC코오롱PI로 이원화 가능
	SKC코오롱PI	-SKC코오롱PI 폴더블용 PI base film 시제품 생산, 대량 양산 시 관련 매출 성장 기대

자료: DB금융투자

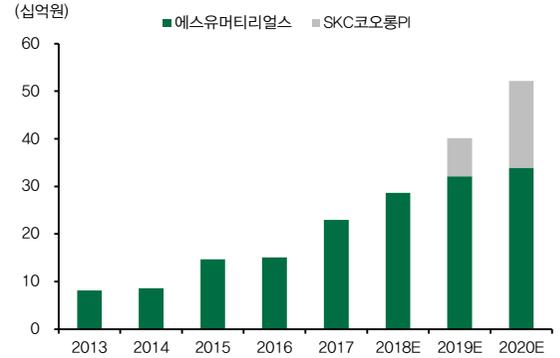
SKC코오롱PI는 폴더블폰 시제품에 사용될 PI base film을 하반기부터 생산하고 있으며 10월까지 납품을 진행할 예정이다. 향후 폴더블폰이 대량 양산 체제에 들어간다면 관련된 매출액의 성장을 기대할 수 있다. 또한, SKC코오롱PI는 현재 에스유머티리얼스가 독점중인 PI TFT기판 생산용 PI Varnish 시장에도 진출을 노리고 있다. 현재 600톤 규모의 PI Varnish 전용 설비를 증설중이며 2019년 1월부터 양산 가능할 것으로 판단된다. PI기판은 폴더블폰 뿐만 아니라 기존의 Flexible OLED 시장에서부터 적용되어 왔기 때문에 시장 크기는 훨씬 크다. 삼성디스플레이의 소재 국산화와 벤더 이원화, 그리고 향후 중국 Flexible OLED 진출 가능성까지 고려하면 중장기적인 성장을 보유했다고 판단된다.

도표 125. 중소형 Flexible OLED 패널 출하량



자료: HS, DB금융투자

도표 126. SDC향 PI Varnish 시장 성장



자료: 각 사, DB금융투자

도표 127. SKC코오롱PI 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	48.1	44.4	67.0	56.9	67.5	67.7	71.1	67.8	216.4	274.1	321.6
FPCB	27.1	21.5	33.3	26.2	27.3	26.2	26.9	24.6	108.2	105.1	107.0
방열시트	13.6	15.1	24.9	21.4	28.4	27.9	29.8	28.5	74.9	114.6	140.6
일반산업	7.4	7.8	8.8	9.3	11.8	13.6	14.4	14.6	33.3	54.5	74.0
영업이익	12.6	12.0	18.0	10.4	16.8	16.8	18.0	16.7	53.0	68.4	82.1
세전이익	10.7	10.2	15.7	5.8	13.7	15.5	15.5	15.5	42.4	60.1	72.8
지배주주순이익	8.4	7.8	11.9	4.7	10.7	12.1	11.8	12.2	32.8	46.7	56.1
수익성 (%)											
영업이익률	26.3	27.0	26.8	18.4	24.9	24.8	25.3	24.7	24.5	24.9	25.5
세전이익률	22.4	22.9	23.4	10.2	20.2	22.9	21.8	22.8	19.6	21.9	22.6
순이익률	17.5	17.5	17.8	8.2	15.8	17.9	16.6	18.0	15.2	17.1	17.4
성장률 (%)											
매출액	30.7	21.7	61.6	48.5	40.5	52.4	6.2	19.1	41.4	26.7	17.3
FPCB	27.7	6.8	42.9	54.6	0.9	21.7	-19.3	-6.1	32.5	-2.9	1.9
방열시트	51.4	53.5	131.3	41.6	109.2	84.7	19.7	33.4	67.8	52.9	22.7
일반산업	12.1	20.0	18.9	48.3	59.3	74.9	64.6	56.9	24.4	63.7	35.9
영업이익	67.4	62.2	105.9	20.3	33.2	40.3	0.4	60.3	63.9	29.0	20.0
지배주주순이익	78.2	53.4	122.5	-19.8	26.7	56.0	-1.2	160.5	56.3	42.6	20.0

자료: SKC코오롱PI, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	95	130	140	165	214
현금및현금성자산	44	71	60	62	82
매출채권및기타채권	26	29	38	44	55
재고자산	24	18	27	36	42
비유동자산	213	211	211	214	216
유형자산	205	200	201	204	207
무형자산	2	6	5	4	4
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	308	341	351	379	430
유동부채	31	57	59	66	81
매입채무및기타채무	18	34	35	42	57
단기차입금및단기사채	7	4	4	4	4
유동성장기부채	3	13	13	13	13
비유동부채	48	35	35	35	35
사채및장기차입금	35	22	22	22	22
부채총계	79	93	94	101	116
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188	188
이익잉여금	104	124	133	154	190
비배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	229	248	257	278	314

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	153	216	274	322	408
매출원가	107	146	185	215	269
매출총이익	46	71	90	106	139
판매비	14	18	21	24	29
영업이익	32	53	68	82	109
EBITDA	45	68	85	99	127
영업외손익	-5	-10	-8	-9	-9
금융손익	0	0	0	0	0
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-5	-10	-8	-9	-9
세전이익	28	42	60	73	100
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	33	47	56	77
35 지배주주지분순이익	21	33	47	56	77
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	21	33	47	56	77
증감률(%YoY)					
매출액	12.3	41.4	26.7	17.3	26.7
영업이익	11.7	63.9	29.0	20.0	33.2
EPS	23.5	56.3	42.6	20.0	38.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	34	70	29	62	76
당기순이익	21	33	47	56	77
현금유출이없는비용및수익	23	29	30	34	40
유형및무형자산상각비	13	15	16	17	17
영업관련자산부채변동	-8	13	-34	-12	-18
매출채권및기타채권의감소	-7	-4	-9	-6	-11
재고자산의감소	0	5	-10	-9	-6
매입채무및기타채무의증가	-1	14	1	7	15
투자활동현금흐름	-28	-22	-16	-20	-20
CAPEX	-27	-12	-16	-20	-20
투자자산의손증	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	13	-20	-24	-39	-36
사채및차입금의 증가	17	-7	0	0	0
자본금및지분잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-3	-13	-23	-38	-35
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	20	28	-11	2	20
기초현금	24	44	71	60	62
기말현금	43	71	60	62	82

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	714	1,116	1,592	1,910	2,639
BPS	7,783	8,453	8,744	9,454	10,693
DPS	450	800	1,300	1,200	1,400
Multiple(배)					
P/E	19.6	42.3	26.5	22.0	16.0
P/B	1.8	5.6	4.8	4.5	3.9
EV/EBITDA	9.1	19.7	14.2	12.1	9.3
수익성(%)					
영업이익률	21.1	24.5	24.9	25.5	26.8
EBITDA마진	29.6	31.6	30.8	30.8	31.1
순이익률	13.7	15.2	17.1	17.4	19.0
ROE	9.6	13.8	18.5	21.0	26.2
ROA	7.3	10.1	13.5	15.4	19.2
ROIC	10.7	18.1	23.7	26.1	32.7
안정성및기타					
부채비율(%)	34.6	37.4	36.7	36.5	37.0
이자보상배율(배)	53.6	48.7	68.2	81.9	109.0
배당성향(배)	63.0	71.7	81.7	62.8	53.1

자료: SKC코오롱퍼, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

가법 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

안중 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

SKC코오롱퍼 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
18/10/15	Buy	53,000	-	-					

MEMO





Research Center

자본/자산시장 장화탁 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

자산전략팀

신용분석 박정호 팀장 3337 cheongho

채권전략파트

채권/FX전략 문홍철 파트장 3436 m304050
 신용분석 이혁재 선임연구원 3435 realsize84
 RA 박성재 연구원 3321 psj1127

주식전략파트

주식전략 강현기 파트장 3479 hygkang
 중국/신흥국 김선영 연구위원 3438 tjs00dud
 퀀트/해외주식 설태현 선임연구원 3709 thseol
 RA 강대승 연구원 3437 bigwin92

산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72

시클리컬파트

조선/기계/철강 김홍균 파트장 3102 usckim10
 건설/간자재/부동산 조윤호 수석연구원 3367 uhno
 화학/정유/유틸리티 한승재 선임연구원 3921 sjhan
 RA 정재현 연구원 3429 kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡 유경하 파트장 3353 last88
 엔터/레저/엔터테인먼트 권윤구 수석연구원 3457 ygkwon84
 생활용품/의류 박현진 선임연구원 3477 hjpark
 Mid-small caps 구성진 선임연구원 3428 goo

산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

자동차/운송 김평모 수석연구원 3053 pmkim
 IT mid-small caps 권 흘 선임연구원 3713 hmkwon86
 통신서비스/미디어 신은정 연구원 3458 ej.shin
 RA 권세라 연구원 3352 serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통 차재현 파트장 3378 imcjh
 제약/바이오 구자용 연구위원 3425 jaykoo
 RA 김승우 연구원 3423 seungwoo4268



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7독교방송 1층)
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (증권빌딩 2층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (홍국생명빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

대전·충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (교운손빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

부산·경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (효연빌딩 2층)
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

광주·전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마심환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디칼센터 2층)

강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.