

산업분석

디스플레이

2021. 8. 30

Neutral

# 애플이 바라보는 미래

feat. facebook

- Part I 투자의견 Neutral 제시
- Part II 애플이 바라보는 미래
- Part III XR(eXtended Reality)을 준비하는 빅테크?
- Part IV 디스플레이 산업에 미치는 영향



**eBEST**<sup>o</sup>  
이베스트투자증권

이베스트투자증권 **남대중, 장우람** 입니다.

이베스트증권에서 '**애플이 바라보는 미래**' 라는 주제로 **디스플레이 업종** 자료를 준비했습니다.

애플은 디스플레이뿐만 아니라 한국 전기전자 업종에 많은 영향력을 행사하고 있습니다. 애플이 처한 현실과 앞으로의 방향을 생각해 보고 더불어 글로벌 빅테크 업체들도 비교해보면서 그에 따른 한국 디스플레이 업체들이 나아가야 할 방향을 찾아 보고자 합니다.

사실 디스플레이 산업은 현재 변곡점에 위치해 있습니다. COVID 19 발생이후 지속적으로 상승해 오던 패널가격은 최근 TV 패널가격 중심으로 하락세로 전환했습니다. 뒤를 이어 PC용 패널가격도 하락세로 전환할 것입니다. 패널가격 하락으로 당연히 디스플레이 업종의 수익성도 악화될 것입니다. 그럼에도 불구하고 그 안에서 성장하는 산업과 아이템을 발굴해야 할 것입니다.

이번 자료에서는 단기적인 시각보다는 중장기적인 시각으로 글로벌 빅테크 업체들이 생각하는 미래와 한국 디스플레이 업체들이 할 수 있는 역할들을 분석해 보았습니다.  
디스플레이 업종 투자에 참고하시기 바랍니다.



**반도체/디스플레이**

Analyst **남대중**  
02 3779 8832  
djnam@ebestsec.co.kr

RA **장우람**  
02 3779 8685  
urjang@ebestsec.co.kr

### [Part I. 투자의견 Neutral 제시]

3Q21 부터 TV 패널가격이 하락하기 시작했고, 이로 인해 대형 디스플레이 업체들의 수익성이 3Q21 고점을 형성할 것이다. 디스플레이 업종이 하락기로 접어들지만 OLED 에 대한 비중이 높아진다면 LCD 만 생산하는 경쟁사 대비 상대적으로 양호한 실적을 기록할 수 있다. OLED 원가 구성이 LCD 대비 재료비 비중이 낮아 LCD 패널을 구성하는 부품의 가격에 영향을 덜 받기 때문이다. 이러한 측면을 고려하여 LG 디스플레이에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 24,000 원을 제시한다. 디스플레이 업종 내에서 OLED 소재 관련주에 선택적인 투자를 권고하며, 이러한 종목에는 덕산네오룩스(Buy/ TP 80,000 원), 덕산테크피아(Buy/ TP 37,000 원), 이녹스첨단소재 등이 있다.

### [Part II. 애플이 바라보는 미래]

애플의 성장을 이끈 아이폰은 2015년 이후 출하량과 점유율이 정체되었다. 2015년부터 Apple MsiC, 애플 워치 등을 출시하며 다양한 시도를 이어가고 있는 애플은 새로운 성장을 갈구하고 있다. 지난 2년간의 WWDC에서의 공통점을 찾아보면

첫째, 애플은 Device간의 연동을 강화하면서 플랫폼을 통합하고자 하고 있으며,  
둘째, 자체 환경에 알맞은 설계로 프로세싱을 효율화하고 전문성을 강화하고 있고,  
셋째, 애플 안에서의 충성도를 높이는 전략을 사용하고 있다는 것이다.

이미 많은 이들이 애플은 AR 환경을 준비하고 있다고 이야기하고 있고, 애플 스스로도 AR을 강조하고 있다. 애플 글래스에 대해 수많은 루머들이 있으며 그 중 하나는 출시일이 빠르면 4Q21 ~ 1Q22 라는 것이다. 또한 애플 워치처럼 아이폰과 연동해서 작동할 것이라는 점인데, 그렇다면 아이폰 13(혹은 12S) 모델의 스펙이 중요해 질 것이고, 아이폰과 연동할 수 있다면 아이패드, 맥북과도 함께 연동시킬 수 있을 것이라는 점을 예상하게 한다. 애플의 Next는 XR 환경이 될 가능성이 높아 보인다.

### [Part III. XR(eXtended Reality)을 준비하는 빅테크?]

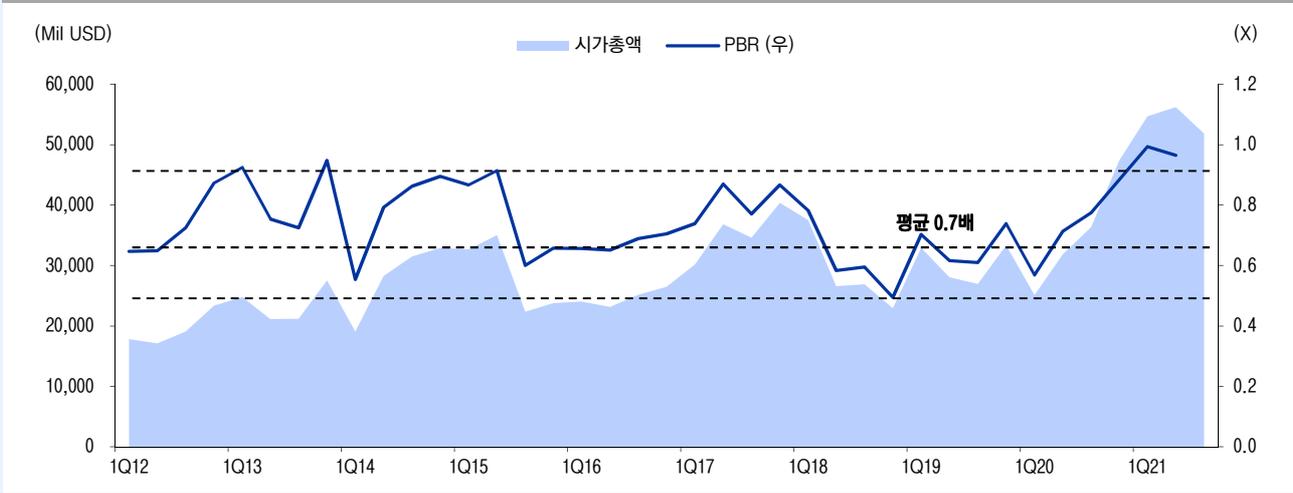
PWC 의 보고서에 따르면 글로벌 XR 시장(VR+AR)은 2021 년부터 2030 년까지 연평균 30% 성장할 것으로 전망되고 있다. XR 시장 규모는 2021 년 1,485 억달러에서 2022 년 2,065 억달러로 55% 증가할 것으로 예상된다. 사실 XR 시장은 이제 막 성장하는 단계이므로 2030 년 규모를 정확하게 알기 어렵겠지만, 분명한 것은 글로벌 빅테크 기업들이 투자를 지속하고 연구개발을 확대하고 있다는 점이며, 페이스북 같은 경우는 이미 첫발을 내딛었다는 것이다. 다만 FAANG 기업들의 매출액 대비 설비투자 비중은 전반적으로 의미있게 확대되고 있지는 않은 것으로 보여진다. 연구개발비 부분에서 금액으로는 아마존과 구글이 가장 큰 규모를 집행하고 있으나, 2019 년 이후 매출액 대비 연구개발비 비중이 확대되고 있는 업체는 페이스북과 애플 정도이다.

### [Part IV. 디스플레이 산업에 미치는 영향]

신규 아이폰 (13 혹은 12S)에 대한 루머들이 이미 많이 언급되어 있다. 그러한 루머들 중에 LiDAR 의 전제품 채택과 120Hz LTPO OLED 탑재가 가장 눈에 띄인다. 디스플레이 측면에서 OLED 채용만으로는 이제 더 이상 차별화 요인이라고 보기는 어렵다. Highend 제품들은 대부분 OLED 를 채용하고 있기 때문이다. OLED 안에서 LTPO(저온 다결정실리콘 산화물, Low-Temperature Polycrystalline Oxide) 기술의 채택여부가 차별화 포인트가 될 수 있을 것이다. 이외 대형 디스플레이 시장 전망과 OLED 이슈를 점검해보자.

## Key Charts

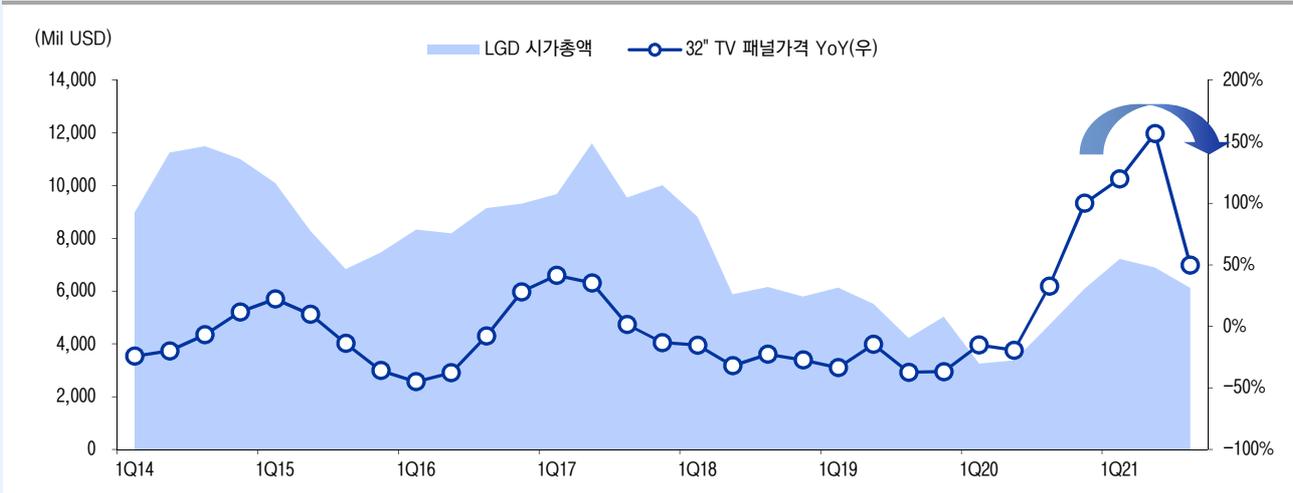
### 업종 시가총액과 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 시가총액, Bookvalue는 LG디스플레이, AUO, Innolux, BOE 합산 기준

- 업종 P/B는 역사적 고점 수준인 0.9x
- 단기적으로 업종 전반적으로 밸류에이션 부담을 해소하기 어려움. 다만 OLED 관련주는 지속 관심

### LG 디스플레이 시가총액과 패널가격 YoY 추이

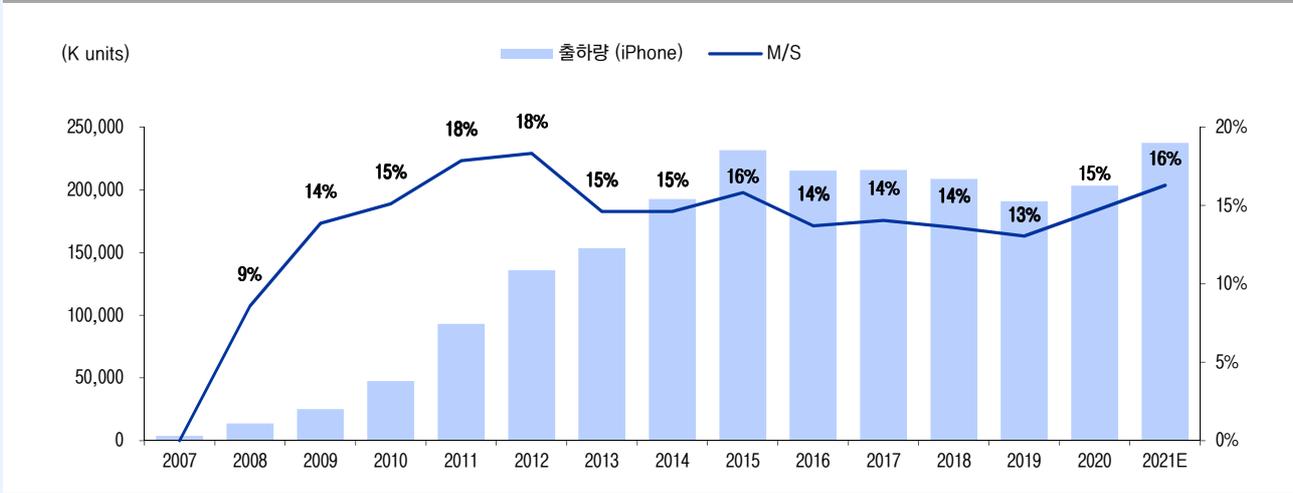


자료: OMDIA, 이베스트투자증권 리서치센터

- 과거 LG 디스플레이의 시가총액 즉 주가는 패널가격의 등락과 상관관계가 높았음
- 2Q21 말부터 소형 TV 패널가격이 하락하기 시작. 패널가격 하락세는 중대형 패널로 확산될 것

## Key Charts

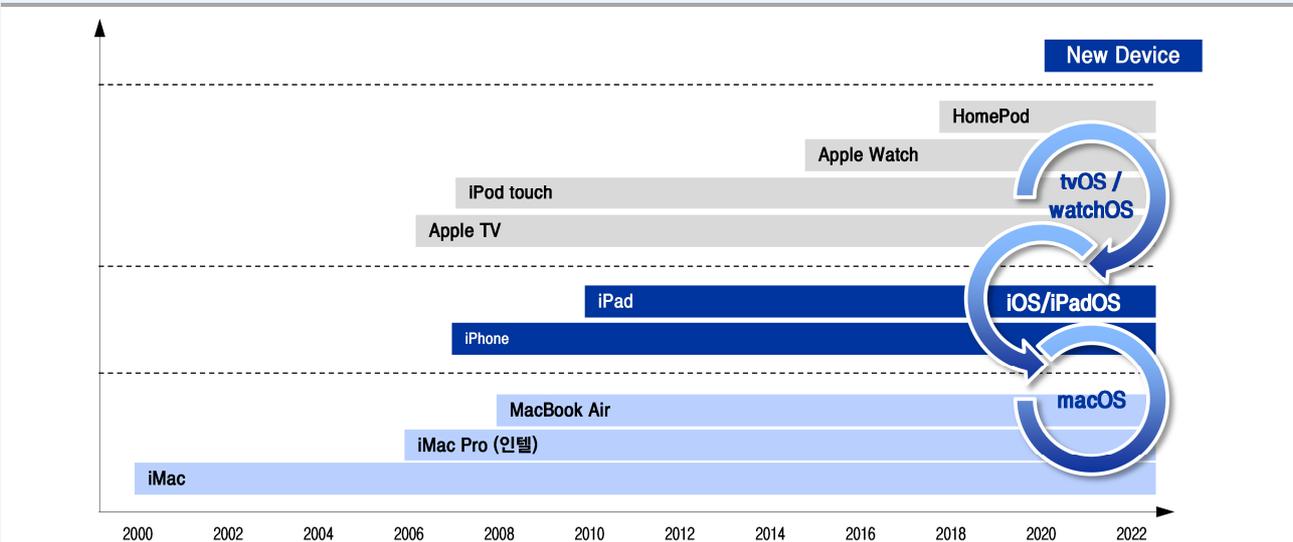
### 아이폰 출하량 및 점유율 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- 애플의 아이폰은 2015년 이후 출하량 및 점유율 확대 속도가 둔화
- 이후 애플은 웨어러블 기기 출시 등 성장을 위한 다양한 시도를 지속

### 애플 플랫폼 변화



자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

- macOS, iOS, iPadOS, tvOS, WatchOS 등 다양한 플랫폼 통합을 시도
- 2022년 이후 새로운 기기 출시에 대한 기대감이 증가. 특히 AR을 위한 애플 글래스 출시 기대

## Key Charts

애플 글래스(예상)



자료: 인터넷, 이베스트투자증권 리서치센터

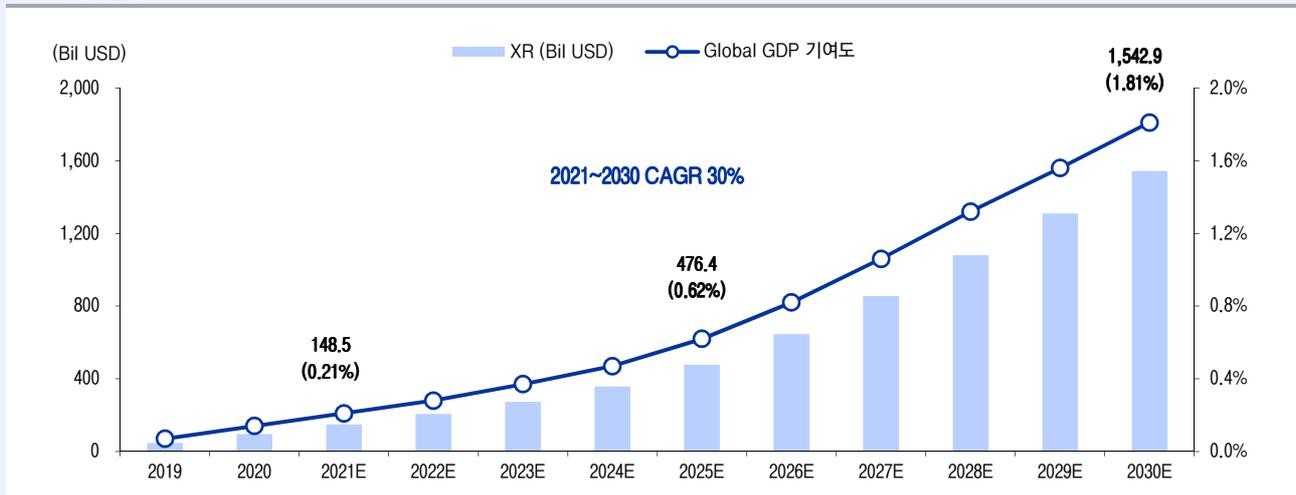
오culus 퀘스트 2



자료: 오culus, 이베스트투자증권 리서치센터

- 페이스북, 애플 등 글로벌 빅테크들은 XR(eXtended Reality) 시장을 차세대 성장 산업으로 준비
- 오culus 퀘스트 2 판매량이 급격히 증가하고 있는 가운데 애플 글래스 기대감 증가

### XR 시장 전망

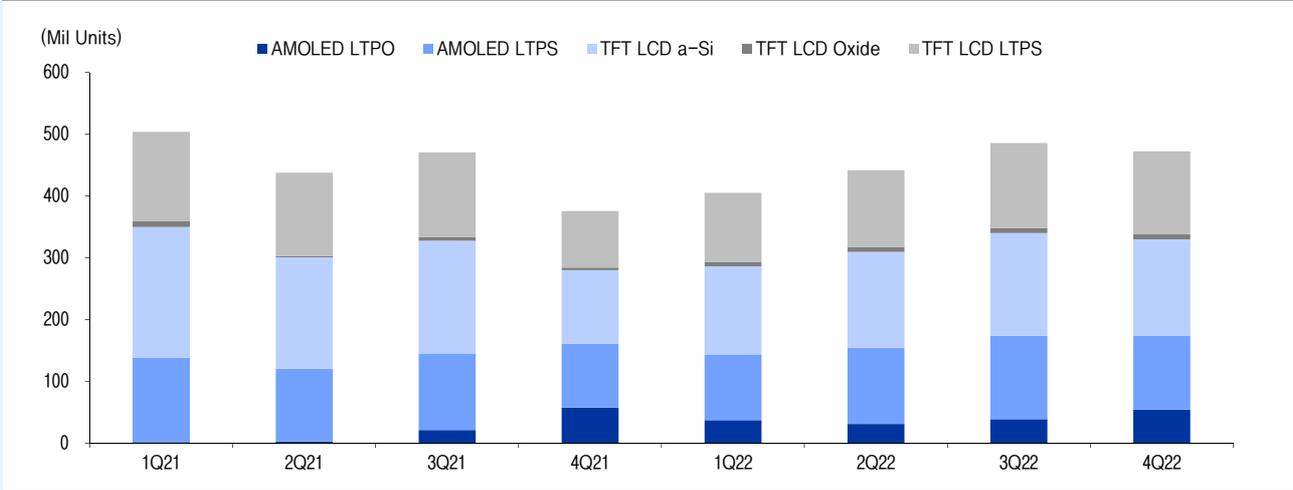


자료: PWC, 이베스트투자증권 리서치센터

- XR(eXtended Reality) 시장은 2021~2030 연평균 30%의 고속 성장 전망
- VR(Virtual Reality)보다는 AR(Augmented Reality)의 시장 규모가 빠르게 확대될 것

## Key Charts

글로벌 스마트폰용 패널 기술별 출하량 전망



자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

- 3Q21 부터 AMOLED LTPO 패널 출하. 삼성전자 갤럭시 시리즈 및 애플 신규 아이폰 채택 전망
- LTPO 는 120Hz 주사율 지원하기 위함. 120Hz 주사율 지원은 AR 을 위한 준비 과정

애플향 OLED Capa 및 공급량 시뮬레이션 (G6H 글래스 기준)

구분				1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E
공급자	SDC	A3	LTPO		30	65	65	65	65	65	65	40	65
			LTPS	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
(월 천장)	LGD	E6	LTPO						5	15	15	0	9
			LTPS	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
공급 가능량 (천대)	합계	6.7"	LTPO	0	6,480	14,040	14,040	14,040	15,120	17,280	17,280	34,560	63,720
			LTPS	18,711	18,711	18,711	18,711	18,711	18,711	18,711	18,711	18,711	74,844

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

- 2022 년 애플 아이폰에 LTPO 패널을 전면적으로 채택하기 위해서는 추가 Capa 증설 필요
- 2022 년 이후 애플의 디스플레이 수급에 대한 주도권은 다시 애플에게로 전환될 것

산업분석

## 디스플레이 Neutral

# 애플이 바라보는 미래

Feat. Facebook

# Contents

Part I	투자의견 Neutral 제시	9
Part II	애플이 바라보는 미래	16
Part III	XR(eXtended Reality)을 준비하는 빅테크?	29
Part IV	디스플레이 산업에 미치는 영향	36

### 기업분석

LG 디스플레이 (034220)	52
덕산네오룩스 (213420)	58
덕산테크피아 (317330)	63
이녹스첨단소재 (272290)	72

---

# Part I

---

## 투자의견 Neutral 제시

## 투자의견 Neutral 제시

### 투자의견 Neutral 제시

디스플레이 업종에 대한 투자의견 Neutral을 제시하며 커버리지를 개시한다. 최근 주가 조정으로 밸류에이션 메리트가 다소 증가하였으나, 3Q21부터 패널가격이 TV 부분부터 하락하기 시작했고, 이로 인해 대형 디스플레이 업체들의 수익성이 3Q21 고점을 형성할 것이기 때문이다.

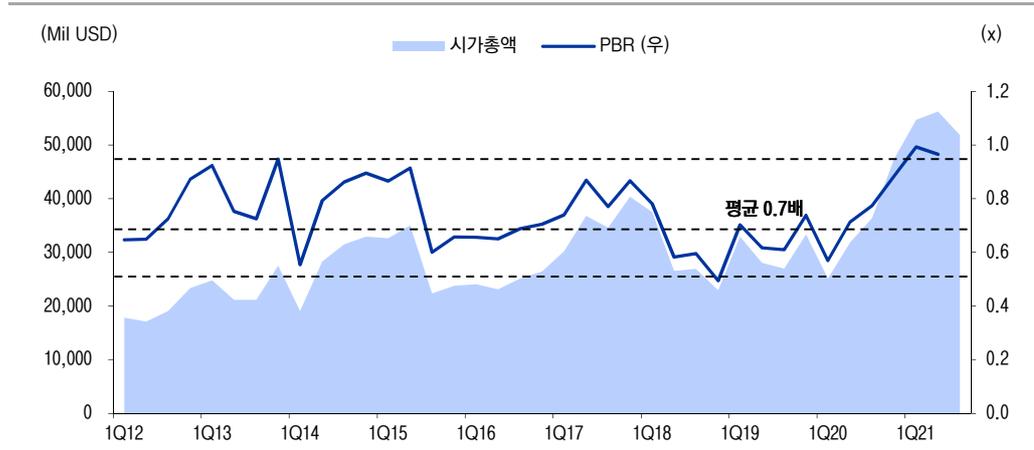
디스플레이 업종 주가는 패널가격의 흐름에 영향을 많이 받는데, 패널가격은 2020년 상승 흐름을 지속해 오다가 최근 TV 패널부터 가격이 하락 전환하기 시작했다. 이는 디스플레이 업종이 공급 과잉 상태로 전환되기 시작했다는 것을 의미한다.

디스플레이 업종이 하락기로 접어들지만 OLED에 대한 비중이 높아진다면 LCD만 생산하는 경쟁사 대비 상대적으로 양호한 실적을 기록할 수 있다. OLED 원가 구성이 LCD 대비 재료비 비중이 낮아 LCD 패널을 구성하는 부품의 가격에 영향을 덜 받기 때문이다.

이러한 측면을 고려하여 LG디스플레이에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원을 제시한다. 현재 주가는 2022년 예상 BPS 37,650원 기준 PBR 0.5배로 과거 역사적 PBR 밴드 평균 0.6배를 하회하고 있고, LCD 업황이 둔화되면서 LCD 부문의 영업이익 기여도가 감소할 것이나, OLED 매출 비중이 확대되면서 2022년 이후 제품 믹스 구조는 개선될 것이기 때문이다. 목표주가는 2022년 예상 BPS 원에 과거 역사적 PBR 밴드 평균 0.6배를 적용하여 산출했다.

OLED 소재 관련주인 덕산네오룩스, 덕산테크피아, 이녹스첨단소재 등을 관심종목으로 추천한다. 1H21까지 삼성디스플레이, LG디스플레이는 OLED Capa 증설을 완료하거나 라인 조정을 마쳤고, 2H21부터 가동률을 본격적으로 확대시킬 것이며, 세트업체들의 OLED 신규 채택도 증가할 것이기 때문이다.

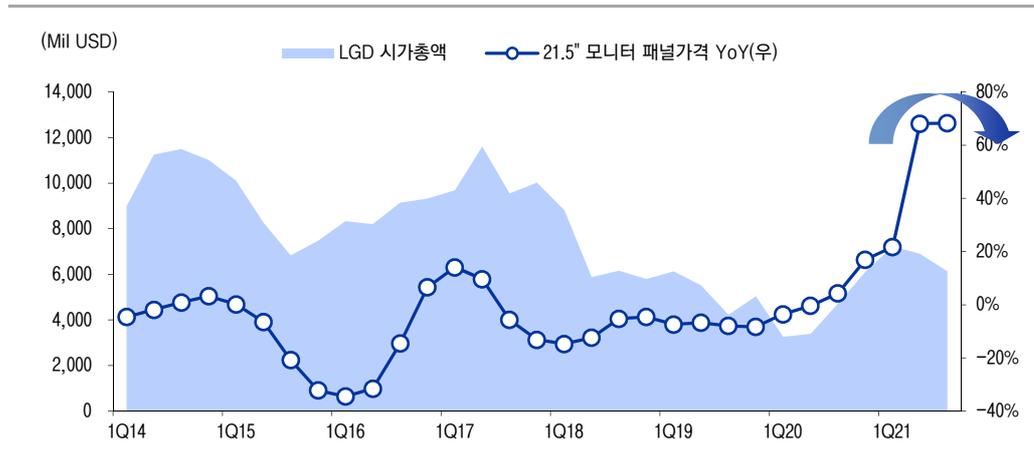
그림1 주요 디스플레이 업체 시가총액과 PBR 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

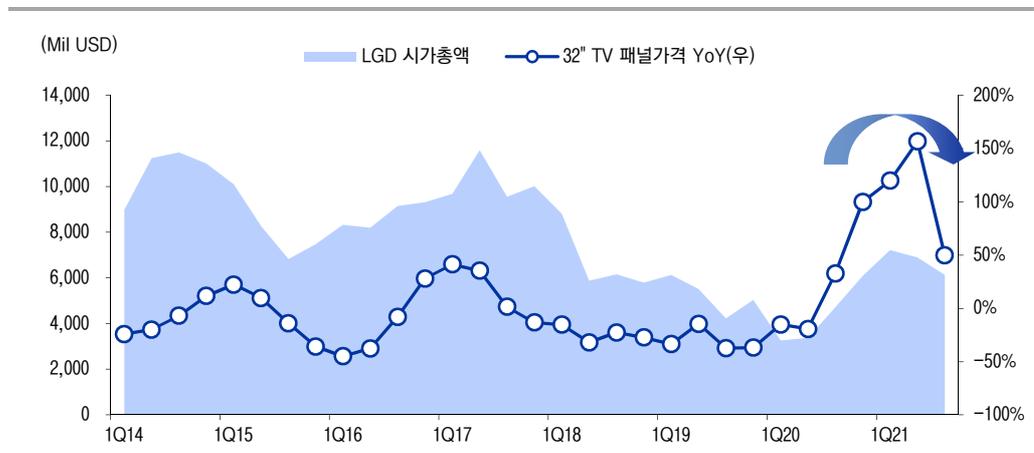
주: 시가총액, Bookvalue는 LG디스플레이, AUO, Innolux, BOE 합산 기준

그림2 모니터 패널 가격과 LG 디스플레이 시가총액



자료: OMDIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 TV 패널 가격과 LG 디스플레이 시가총액



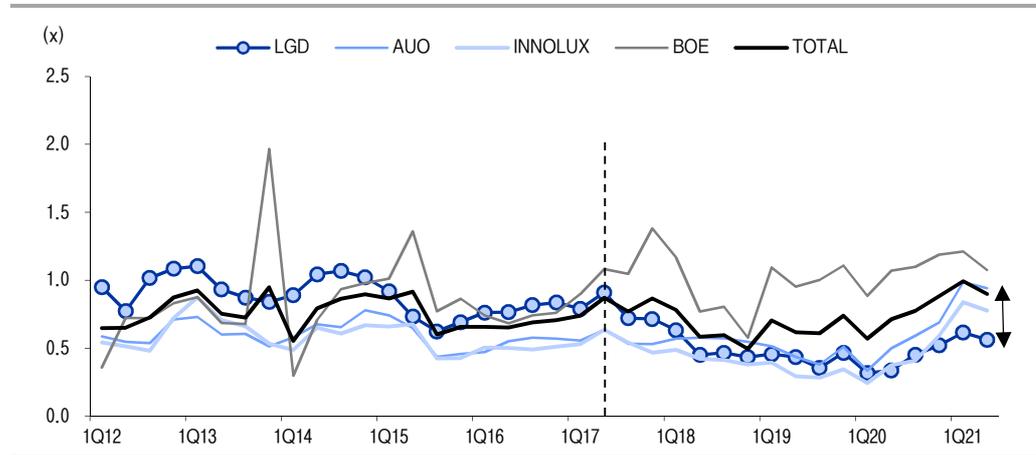
자료: OMDIA, 이베스트투자증권 리서치센터

LG디스플레이 주가는 글로벌 디스플레이 업종 대비 2016년까지 프리미엄을 받아 왔지만, 2017년부터는 오히려 할인을 받아오고 있다. 이는 OLED 패널을 생산하면서 적자가 지속되는 가운데 LCD 업황이 공급 과잉으로 전환되면서 재무구조 악화까지 동반되어 LG디스플레이의 경쟁력에 대한 우려가 확대되었기 때문이다.

향후 LG디스플레이의 가장 중요한 투자 포인트는 글로벌 디스플레이 업체들과의 밸류에이션 차이를 어떻게 줄일 수 있는지가 될 것이다. 투자자들의 관점에서 LG디스플레이의 밸류에이션 멀티플을 높게 부여하기 위해서는 장기적이고 안정적으로 ROE 10%를 달성할 수 있는 기업이라는 확신이 들어야 할 것인데, 그렇게 하기 위해서는

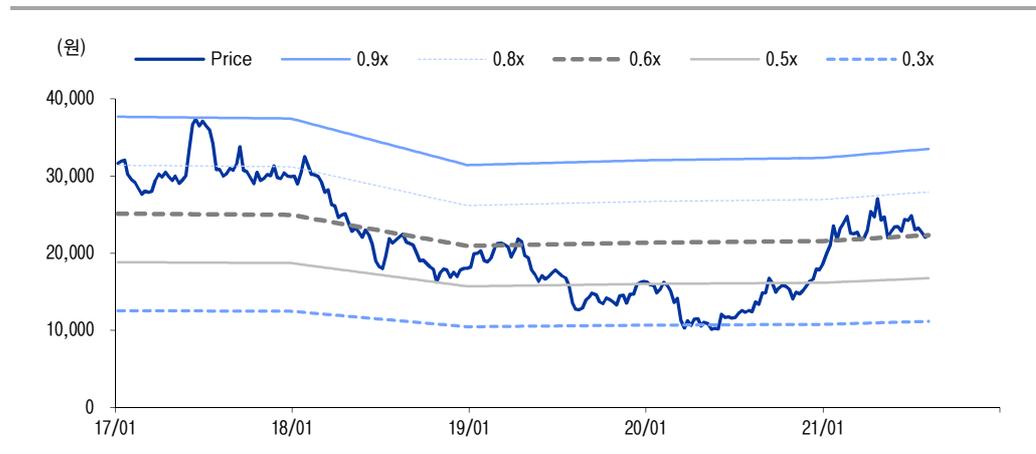
- ① 3Q21부터 흑자 전환이 예상되는 OLED의 비중을 확대하고,
- ② 흑자 구조를 유지할 수 있도록 원가절감을 지속하며,
- ③ 고가의 OLED 패널 비중을 확대하는 제품 믹스 개선이 뒤따라야 할 것이다.

그림4 주요 업체별 PBR 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 LG 디스플레이 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

LG디스플레이의 3Q21 실적은 매출액 7.8조원(+11%QoQ), 영업이익 7,530억원(+7%QoQ)으로 분기실적 개선추세를 유지할 것이다. TV 패널가격이 하락세로 전환했으나, PC 및 노트북용 LCD 패널가격 상승 추세는 3Q21에도 유지되면서 LCD 부문의 이익은 유지될 것이며, OLED 부문은 애플 신규 아이폰용 패널 출하량이 확대되고, TV용 WOLED 패널 출하량도 증가하면서 흑자전환할 것으로 예상하기 때문이다.

2021년 매출액 30.0조원(+24%YoY), 영업이익 2.6조원(흑자전환)으로 역사상 최대 실적을 기록할 것이다. 그러나 4Q21 이후 LCD 패널가격 가격 하락에 따른 이익 감소로 2022년 실적은 매출액 29.1조원(-3%YoY), 영업이익 1.5조원(-42%YoY)으로 감소할 전망이다.

다만 2022년 애플 아이폰용 OLED 패널 공급업체로서의 영향력은 더욱 확대될 전망이다. 애플이 LTPO 채택량을 확대하기 위해서는 삼성디스플레이 이외 패널업체의 공급량 확대가 절대적으로 필요하기 때문이다. LG디스플레이는 애플 아이폰용 LTPO 패널 공급량이 확대되면 전체 제품 믹스가 개선되는 효과를 누릴 수 있을 것이다.

표1 LG디스플레이 실적 전망 및 주요 가정치

구분		1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
출하면적(000㎡/Q)		8,500	8,900	9,350	8,992	8,738	8,895	9,476	9,899	30,700	35,741	37,008
	QoQ/YoY	-2%	5%	5%	-4%	-3%	2%	7%	4%	-20%	16%	4%
ASP (USD)		736	703	723	801	691	636	675	710	687	741	679
	QoQ/YoY	-7%	-4%	3%	11%	-14%	-8%	6%	5%	31%	8%	-8%
매출액 (십억원)		6,883	6,966	7,767	8,395	7,034	6,595	7,376	8,104	24,359	30,011	29,110
매출비중 (Application)	TV	32%	38%	35%	29%	32%	34%	30%	28%	28%	33%	31%
	IT	40%	39%	41%	34%	35%	37%	35%	30%	44%	39%	34%
	Mobile	28%	23%	24%	37%	33%	29%	35%	41%	29%	28%	35%
		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출비중 (Tech.)	LCD	63%	62%	57%	46%	43%	45%	41%	38%	70%	57%	42%
	OLED	37%	38%	43%	54%	57%	55%	59%	62%	29%	44%	58%
		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	99%	101%	100%
영업이익 (십억원)	LCD	646	748	695	453	255	255	216	142	917	2,541	868
	OLED	-123	-45	59	152	108	115	162	257	-946	42	641
		524	701	753	604	363	369	378	399	-29	2,582	1,510
영업이익률	LCD	15%	17%	16%	12%	8%	9%	7%	5%	5%	15%	7%
	OLED	-5%	-2%	2%	3%	3%	3%	4%	5%	-13%	0%	4%
		8%	10%	10%	7%	5%	6%	5%	5%	0%	9%	5%
영업이익 기여도	LCD	123%	107%	92%	75%	70%	69%	57%	36%	3136%	98%	58%
	OLED	-23%	-7%	8%	25%	30%	31%	43%	64%	-3036%	2%	42%

자료: LG디스플레이, 이베스트투자증권 리서치센터

OLED 관련주 중에 장비 업종도 수혜를 받을 수 있겠으나, 소재 업종의 성장성이 보다 안정적이므로 덕산네오룩스, 덕산테크코피아, 이녹스첨단소재 등과 같은 업체에 관심을 둘 것을 권고한다. 삼성디스플레이는 모바일용 OLED 이외 노트북, 태블릿, TV용 OLED 생산량을 확대할 것이며, LG디스플레이는 WOLED TV Capa를 확대했고, 애플 아이폰용 OLED 공급량이 2021년을 기점으로 증가할 것으로 예상하기 때문이다.

표2 OLED 관련 Supply chain 정리

구분		삼성디스플레이		LG디스플레이		
소재	유기물	정공	HIL/HTL Red Dopant Red Host Red Prime Green Dopant Green Host Green Prime Blue Dopant Blue Host Blue Prime	덕산네오룩스, 솔루스첨단소재 UDC 듀폰, 덕산네오룩스(덕산테크코피아) 머크, 덕산네오룩스(덕산테크코피아) UDC 삼성SDI 덕산네오룩스(덕산테크코피아) SFC SFC Idemitsu Kosan	머크, Idemitsu Kosan UDC LG화학 듀폰 UDC LT소재 LT소재 SK머티리얼즈J&C Idemitsu Kosan, 듀폰(피엔에이치테크) 머크	
		전자	EIL/ETL CGL	Tosoh, 삼성SDI, LG화학, 솔루스첨단소재 Toray, 솔루스첨단소재	Idemitsu Kosan, LG화학, 솔루스첨단소재 Idemitsu Kosan, 머크, Toray	
		무기물	QD	한솔케미칼		
			Etchant	동진세미캠	솔브레인	
		부품	DDI	삼성전자	LX세미콘	
			PI	PI첨단소재		
			봉지재	Corning, 이녹스첨단소재, Denko	이녹스첨단소재, LG화학	
		전공정	TFT	세정 증착 노광	에프엔에스테크, 에스티아이 AMAT, 원익IPS, 뉴파워프라즈마 Nikon, Canon	DMS, 케이씨텍 AMAT, 주성엔지니어링, 아바코 Nikon, Canon
				식각	Dry Etcher	원익IPS, 아이씨디, TEL
	Wert Etcher				세메스	DMS, 케이씨텍
Asher	아이씨디				인베니아, 아이씨디	
Stripper	세메스		DMS, 케이씨텍			
OLED	Anealing		AP시스템	JSW, 이오테크닉스		
	증착		증착기	Canon Tokki	Canon Tokki	
			인장기 FMM	힘스 DNP, TOPPAN	케이피에스 DNP, TOPPAN	
봉지	AMAT, Kateeva, 원익IPS, AP시스템, 테스		AMAT, 주성엔지니어링			
기타	Inkjet		Kateeva, 세메스	Kateeva		
	검사	HB테크놀러지, 참엔지니어링, 이엘피, 케이맥, 쌔미시스코	HB테크놀러지, Orvotech, 이엘피			
	열처리 물류	에스티, 원익IPS 에스에프에이, 토탉, 로체시스템즈	비아트론, Koyo, Yac 인베니아, 베셀, 아바코			
후공정	라미네이션 커팅 분당 검사 FPCB	토탉, 제이스텍, SFA, 에스티, 영우 필옵텍스, 이오테크닉스, 제이스텍 제이스텍, 파인텍, 브이원텍 영우디에스피, 디이엔티, 브이원텍 비에이치, 인텍플러스, 영풍	LG전자, 베셀 이오테크닉스, 엘아이에스 LG전자, 디에스케이, 탐엔지니어링 동아엘텍 LG이노텍, 영풍			

자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 글로벌 Peers 밸류에이션

(단위: Mil USD)		매출액	영업이익	영업이익률 (%)	PER (x)	PBR (x)	EPS (\$)	EPS Growth(%)	BPS (\$)	ROE (%)
<b>패널제조</b>										
<b>LG디스플레이</b>	<b>2020</b>	20,573	(25)	-0.1	-	0.6	-0.2	-	29.3	-0.8
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	25,309	2,169	8.6	4.9	0.5	3.5	-	31.0	12.2
<b>6,158</b>	<b>2022F</b>	24,723	1,595	6.4	6.9	0.5	2.5	-29.7	33.6	7.7
<b>BOE</b>	<b>2020</b>	19,666	1,131	5.8	-	0.9	0.0	-	0.5	4.6
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	31,178	4,869	15.6	8.3	1.6	0.1	-	0.5	19.6
<b>32,987</b>	<b>2022F</b>	35,336	5,399	15.3	8.3	1.4	0.1	1.0	0.6	18.2
<b>INNOLUX</b>	<b>2020</b>	9,167	62	0.7	-	0.6	0.0	-	0.8	0.7
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	13,041	2,922	22.4	2.5	0.6	0.2	-	1.1	24.7
<b>6,451</b>	<b>2022F</b>	12,025	2,049	17.0	3.9	0.5	0.2	-36.2	1.2	14.9
<b>AUO</b>	<b>2020</b>	9,203	71	0.8	-	0.7	0.0	-	0.7	1.9
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	13,343	2,622	19.6	2.6	0.7	0.2	-	0.9	29.3
<b>6,205</b>	<b>2022F</b>	12,560	1,895	15.1	4.0	0.6	0.2	-34.3	1.0	17.7
<b>OLED 소재장비</b>										
<b>Corning</b>	<b>2020</b>	11,303	509	4.5	-	2.5	0.5	-	14.3	3.8
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	14,023	2,543	18.1	19.0	2.7	2.1	-	15.0	14.8
<b>34,580</b>	<b>2022F</b>	14,727	2,794	19.0	16.8	2.7	2.4	12.9	15.2	16.3
<b>COHERENT</b>	<b>2020</b>	1,229	(430)	-35.0	-	2.9	-17.2	-	38.2	-37.4
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	1,499	169	11.3	40.1	-	6.3	-	-	-
<b>6,174</b>	<b>2022F</b>	1,665	303	18.2	30.6	-	8.2	31.1	-	-
<b>덕산네오룩스</b>	<b>2020</b>	122	34	27.8	-	4.3	1.2	-	7.4	18.9
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	188	65	29.5	27.9	5.7	2.1	73.1	10.0	22.9
<b>1,396</b>	<b>2022F</b>	231	82	30.3	22.6	4.6	2.5	23.2	12.6	22.5
<b>이녹스첨단소재</b>	<b>2020</b>	286	37	13.0	-	2.1	2.3	-	19.8	13.2
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	379	66	17.4	14.7	3.5	5.0	-	21.3	25.9
<b>732</b>	<b>2022F</b>	450	79	17.5	13.6	2.8	5.4	8.1	26.3	23.4
<b>덕산테크피아</b>	<b>2020</b>	67	12	17.9	-	2.1	0.6	-	7.9	8.4
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	100	21	20.8	24.2	3.0	1.1	-	8.6	13.1
<b>456</b>	<b>2022F</b>	126	27	21.1	19.1	2.6	1.3	27.0	10.0	14.0
<b>에스에프에이</b>	<b>2020</b>	1,317	142	10.8	-	1.3	2.7	-	26.5	11.3
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	1,374	162	11.8	10.7	1.2	3.0	-	26.9	11.5
<b>1,158</b>	<b>2022F</b>	1,555	196	12.6	8.4	1.1	3.8	27.0	29.7	13.1
<b>AP시스템</b>	<b>2020</b>	502	39	7.8	-	2.6	1.5	-	8.8	19.8
<b>시가총액:</b>	<b>2021F</b>	510	49	9.5	10.8	2.4	2.3	-	10.0	25.1
<b>350</b>	<b>2022F</b>	620	57	9.3	9.4	2.0	2.6	14.7	12.4	23.1

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part II

---

## 애플이 바라보는 미래

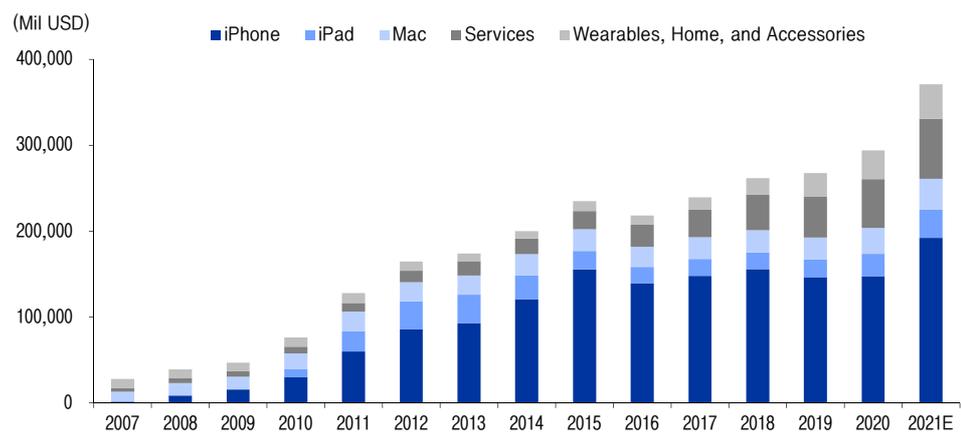
# 애플이 바라보는 미래

## 애플의 아이폰

아이폰은 애플에게 폭발적인 성장을 안겨준 제품이다. 아이폰 출시 이후 애플의 연간 매출액은 CY2007년 279억달러에서 CY2020년 2,941억달러로 955% 증가했으며, CY2021년에는 아이폰 판매 호조로 3,700억달러를 상회하며 사상 최대 실적을 달성할 전망이다.

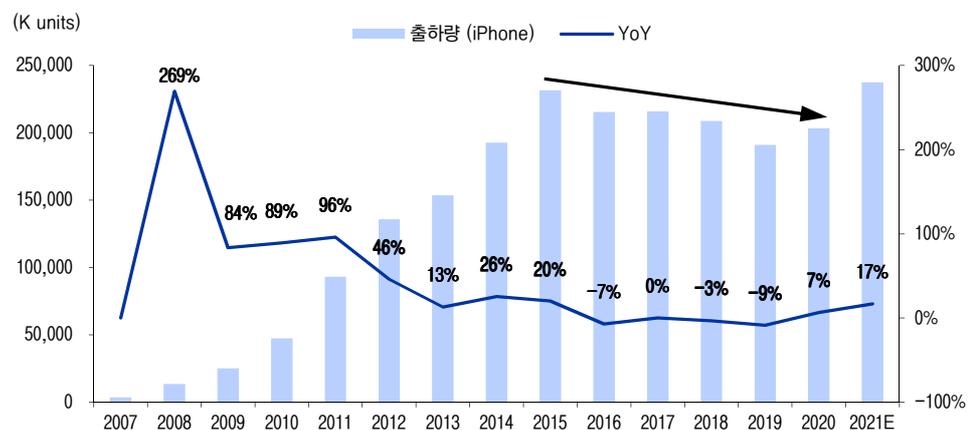
애플뿐만 아니라 글로벌 생태계에도 많은 변화를 일으킨 아이폰의 성장은 2015년부터 사뭇 다른 양상을 나타내게 된다. 아이폰의 출하량은 2015년 2.3억대를 형성하고 2020년까지 정체기를 겪게된다. 스마트폰 시장이 성숙화된 영향도 있겠으나, 애플의 고민은 2015년 이후 깊어졌을 것이다.

그림6 애플 제품별 매출 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 애플 아이폰 출하량 추이

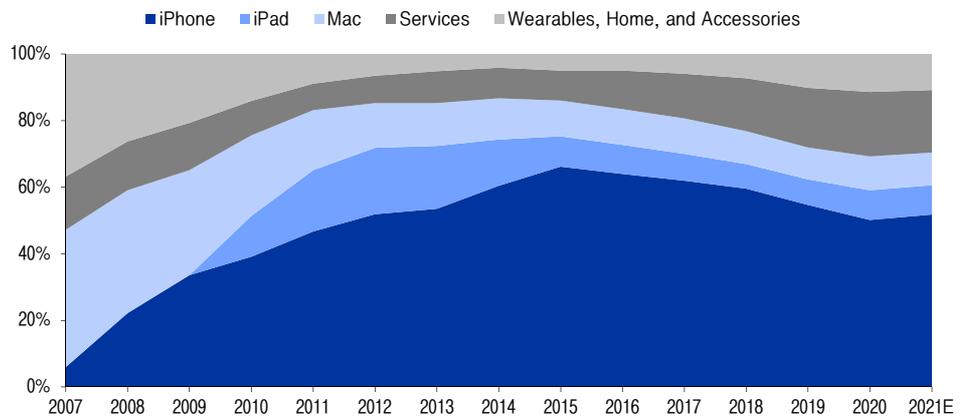


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

2015년 아이폰의 출하량이 정체되기 시작한 시점부터 애플은 다양한 시도를 하게 된다. 그 중에 하나가 Apple Music의 출시이다. 애플은 매년 WWDC(WorldWide Developers Conference)를 개최하며 새로운 소프트웨어와 기술을 공개하고 애플 콘텐츠 개발자들에게 체험과 피드백 세션을 제공하는데, 2015년 WWDC에서 새로운 음악서비스 Apple Music을 처음 선보였다.

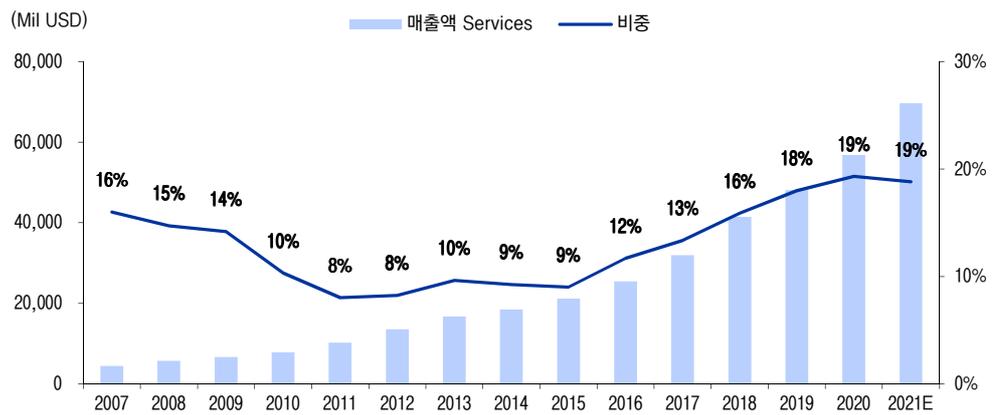
Apple Music의 구독 스트리밍 서비스가 출시된 이후 애플의 서비스 매출은 빠르게 증가하게 되는데, 2015년 매출비중이 9% 수준이었으나 2020년 19%까지 확대되었다. 분기별 비중으로는 1Q19부터 20%를 상회하기 시작했다.

그림8 애플 부문별 매출 비중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

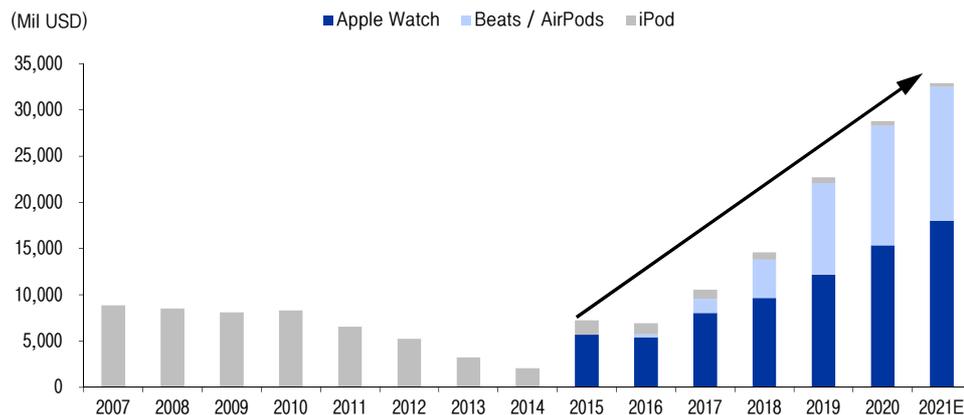
그림9 애플 서비스 부문 매출



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

또다른 시도는 애플 워치, 에어팟 등의 웨어러블 기기의 출시를 확대했다는 점이다. 애플 워치 등 웨어러블 기기의 매출 비중은 2015년 5% 정도였지만 2020년에는 11%까지 확대되었다. 더불어 애플 Device의 범위를 스마트폰, PC, 태블릿에서 스피커, 시계, 이어폰, TV 등으로 훨씬 더 넓혀가고 있다. 우리는 하물며 지금 애플의 전기차도 상상하고 있다.

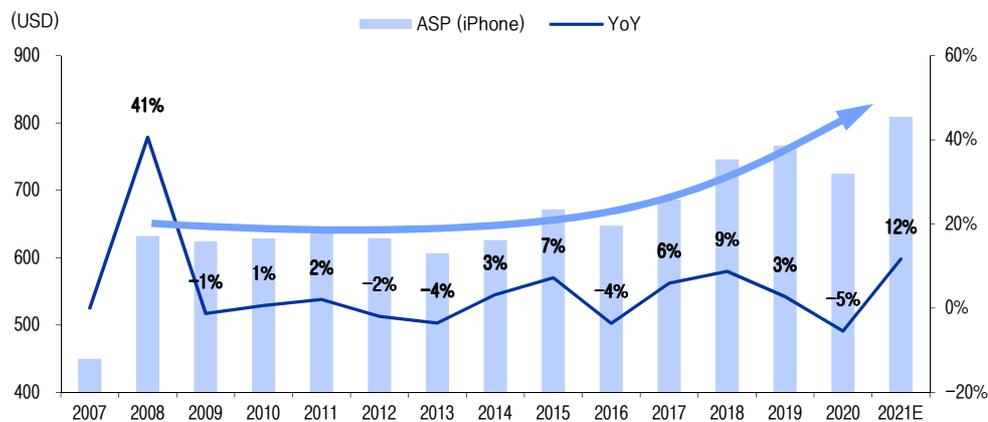
그림10 애플 웨어러블 부문 매출



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

아이폰의 평균판매가격(ASP)은 2015년 이후 인상되기 시작했다. 아이폰 출시 이후 평균판매가격은 \$600대에 갇혀있었으나 2017년부터 \$700을 상회하기 시작했고, 1Q21 \$800 중반을 넘어선 것으로 추정된다. 2017년 출시된 아이폰 8 시리즈부터 OLED가 채택되기 시작했고, 그 이후 디자인, 저장공간, 카메라 성능 등이 업그레이드 되면서 평균판매가격 상승 추세가 유지되었다. 2020년 평균판매가격이 하락한 이유는 코로나 영향 때문인 것으로 판단된다.

그림11 아이폰의 연간 ASP 추이

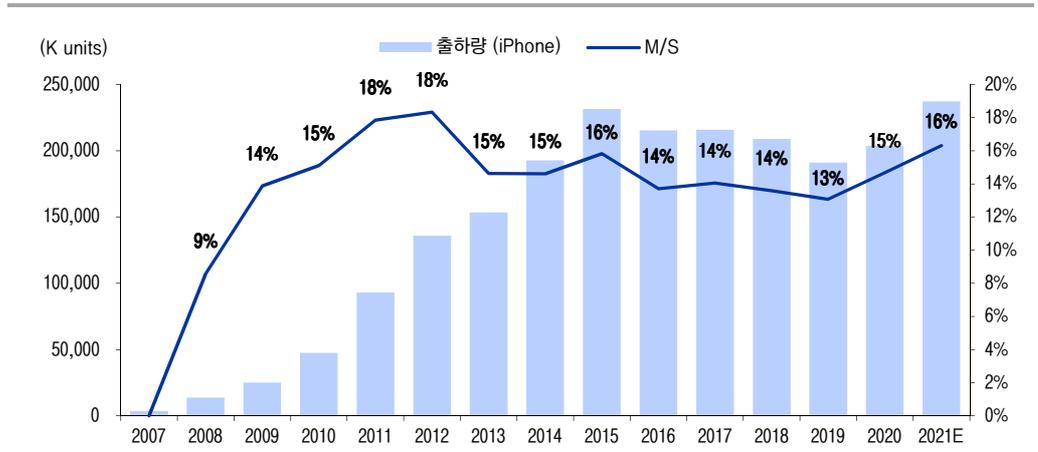


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

애플은 성장을 위해 다양한 시도를 지속하고 있으나, 근본적인 문제가 해결되고 있는 것으로 판단되지는 않는다. 왜냐하면 2013년 이후 아이폰 점유율이 약 15% 수준에서 머무르고 있고, 지역별 매출 추이를 살펴보다도 가장 매출 비중이 높은 북미와 유럽 지역의 매출액이 정체되어 있기 때문이다.

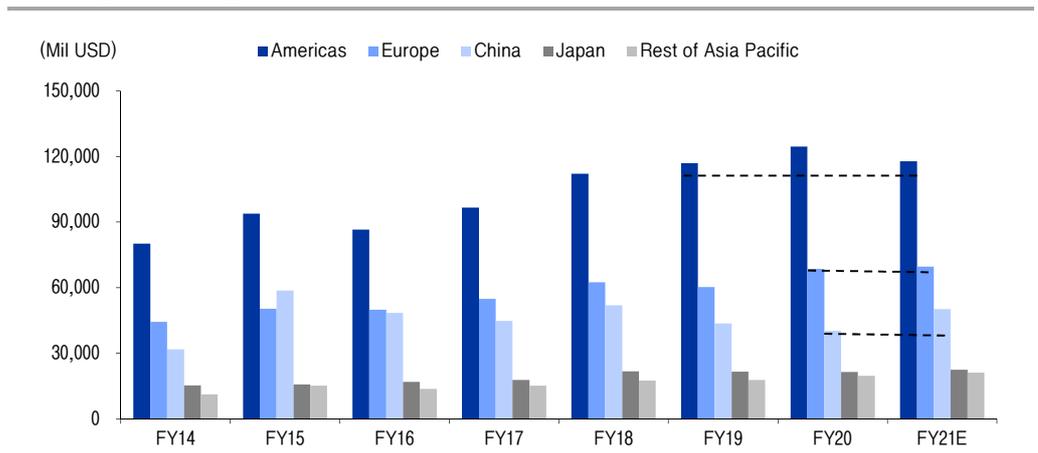
2019년 미중 무역 분쟁이 악화됨에 따라 중국 지역의 매출이 감소했으나, 2020년 이후 중국의 5G 스마트폰 수요 회복세에 맞물려 2021년 연간 중국 지역 매출액은 반등에 성공했다. 앞으로가 중요한 시점인 것으로 보여진다.

그림12 아이폰의 점유율 추이



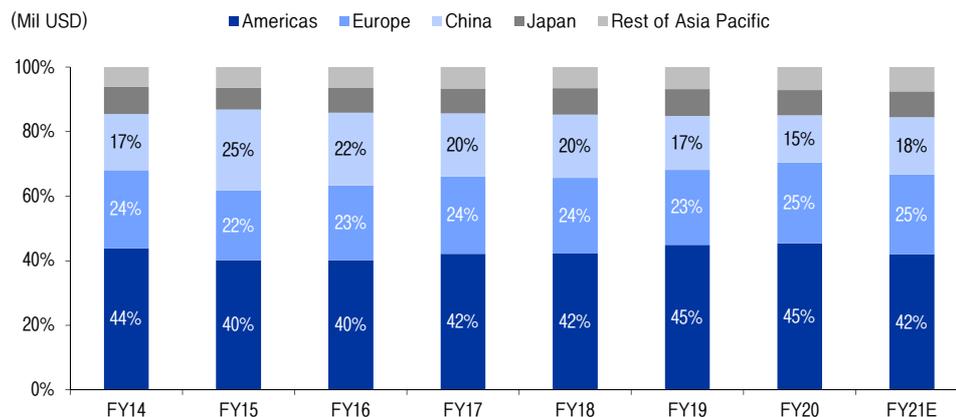
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 애플 지역별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

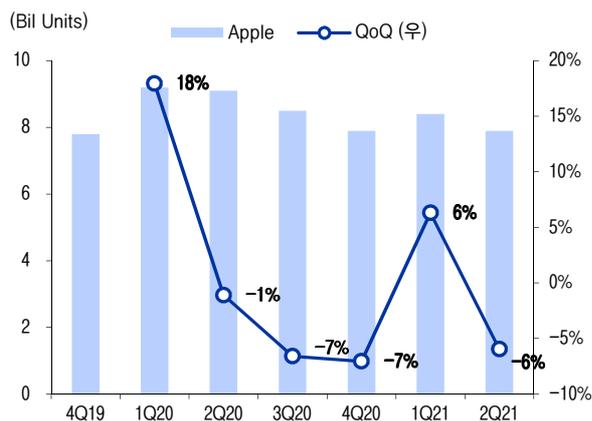
그림14 애플 지역별 매출액 비중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

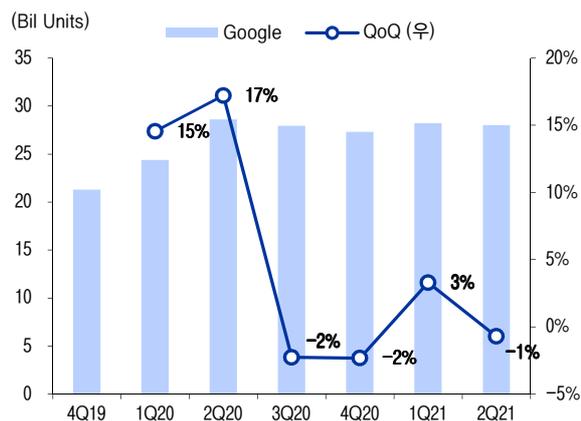
애플의 앱스토어 다운로드 수를 살펴보면 오히려 애플의 성장에 대한 의구심이 부각될 수 있다. 1Q20 이후 앱스토어의 다운로드수는 정체 국면에 접어들어 좀처럼 성장 국면으로 회복되지 못하고 있다. 물론 구글 플레이의 다운로드 수도 정체되어 있으나, 분기별 감소폭은 앱스토어가 상대적으로 큰 것으로 파악된다. 2H20 아이폰 12는 역대급 판매량을 기록했다. 그럼에도 불구하고 애플의 앱스토어 다운로드 수가 성장을 하지 못한다면 애플의 서비스 관련 매출 성장에 대한 우려가 부각될 것이다. 어찌보면 이것이 애플이 새로운 하드웨어를 출시함으로써 그들의 영역을 확대시킬 새로운 발판이 필요한 시점이 되었다는 이야기가 될 수 있다.

그림15 글로벌 앱스토어 다운로드수



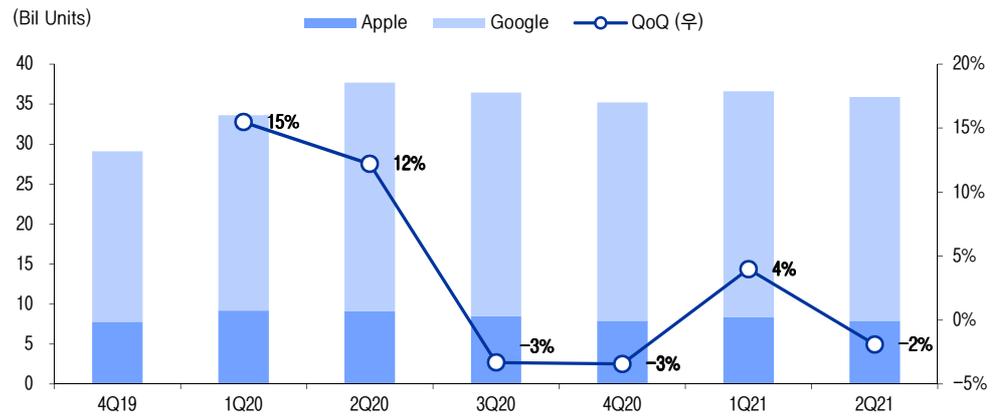
자료: Sensor Tower, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 3Q20 숫자는 2Q20과 4Q20 평균

그림16 글로벌 구글 플레이 다운로드수



자료: Sensor Tower, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 3Q20 숫자는 2Q20과 4Q20 평균

그림17 글로벌 앱스토어 + 구글 플레이 다운로드수

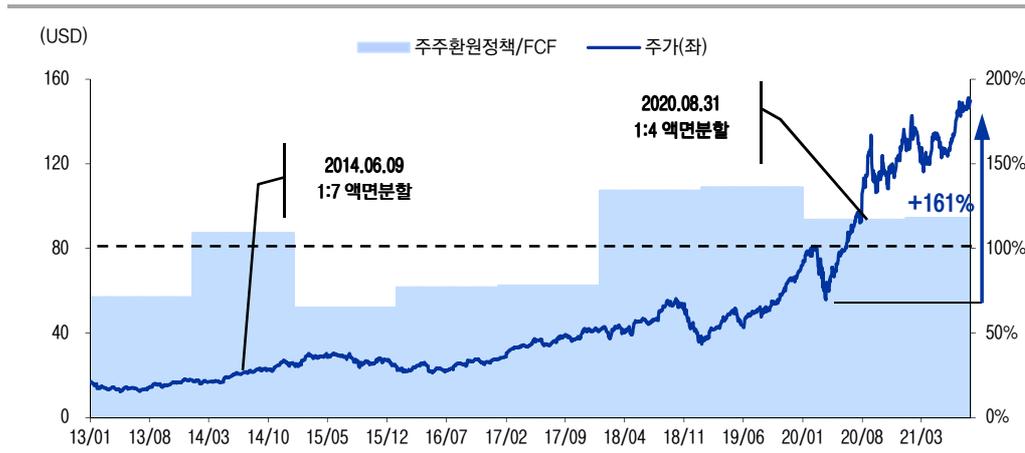


자료: Sensor Tower, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 3Q20 숫자는 2Q20과 4Q20 평균

## 애플의 주주환원 그리고 주가

애플의 2021년 8월 현재 주가는 COVID 19 발생 후 저점을 형성한 2020년 3월 이후 160% 이상 상승했다. 주가 상승의 원인은 미국 연준과 정부의 유동성 확대 정책, 낮은 금리 수준으로 인한 멀티플의 상승, 아이폰 12 판매 호조에 따른 실적 개선 등이 있겠으나, 2017년부터 이어지고 있는 주주환원 확대 정책도 하나의 주요한 원인일 것이다.

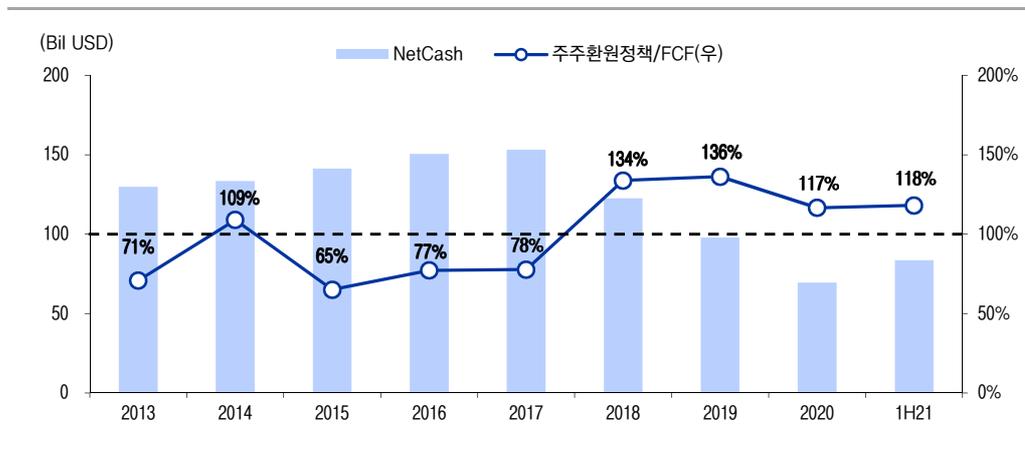
그림18 애플의 주주환원과 주가



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

애플은 2015년 이후 ROE의 개선이 둔화되기 시작했고, 아이폰의 성장 마저 둔화되기 시작하자 주주환원 규모를 확대시켰다. ROE를 개선하기 위해 쌓여있는 순현금을 성장 보다는 주주환원에 보다 많이 활용하기 시작한 것이다. 주주환원규모는 2015년 ~ 2020년 FCF 대비 평균적으로 101%에 달한다. 이에 따라 순현금 규모가 최고 수준에 달했던 2017년은 1,532억달러였으나 2020년말에는 696억달러로 축소되었다.

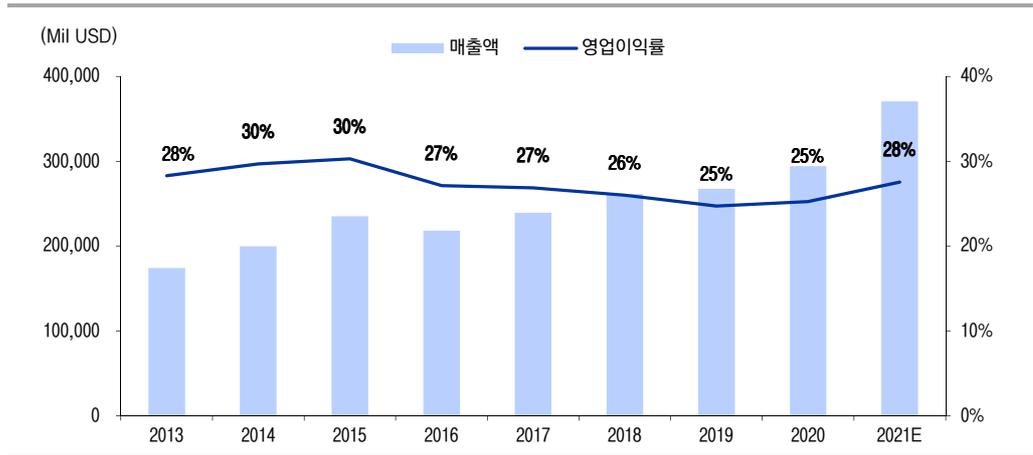
그림19 애플의 주주환원과 순현금



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

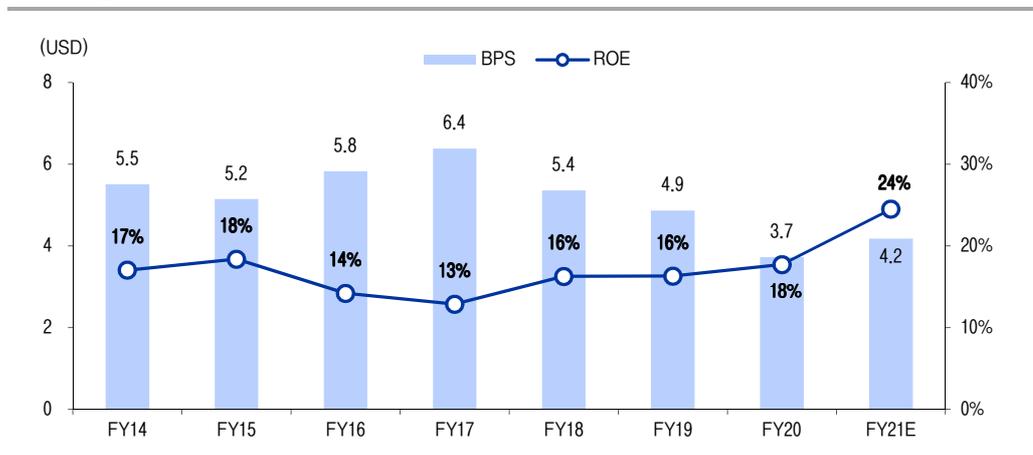
투자자 입장에서는 애플이 더할나위 없이 좋은 주식일 것이다. 그러나 애플을 경영하는 매니지먼트 입장에서는 고민이 깊어질 수 있다. 외형적으로는 매출의 지속적인 성장과 안정적인 영업이익률이 유지되고 있으나, 제품별로 따져보면 아이폰에 의존도가 높고 스마트폰 시장은 성숙화되고 있으며, 아이패드나 맥북 등의 출하량도 정체되어 있기 때문이다. 아이폰, 맥북, 아이패드 세 제품의 매출 비중은 약 70%에 달한다. 아이폰의 출하량과 점유율은 최대한 유지 또는 확대하되 지속적으로 새로운 매출처를 발굴해서 아이폰의 매출 비중을 줄일 필요가 있다.

그림20 애플의 매출액과 영업이익률



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 애플의 BPS와 ROE



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 애플의 Next

성장을 갈구하고 있는 그리고 갈구해야만 하는 애플의 다음 스텝은 무엇일까? 2020년과 2021년의 WWDC에서 그 힌트를 찾고자 한다. 우선 2020년 WWDC에서 가장 크게 부각되었던 점은 애플 실리콘이다. 애플 실리콘은 애플에서 설계한 SoC(System on Chip), SiP(System in Package)를 일컬으며, ARM 아키텍처 기반의 CPU와 자체 개발 GPU를 사용함으로써 완전한 탈인텔을 추진한 것이다. 애플 실리콘과 함께 iOS 14 환경에서 위젯, PIP(Picture in Picture), 앱 클립, 카키(Car Key), 에어팟 자동 전환 등이 소개되었으며, iPadOS 14에서는 아이패드를 맥처럼 사용할 수 있도록 사이드바 기능이 소개되었다.

2020 연말 애플은 M1 CPU 를 출시했는데 이것이 주는 의미는 아이폰(iOS) 및 아이패드(iPadOS) 중심의 애플 생태계를 PC(MacOS)로 확산하고 더욱 공고히 하기 위한 첫 걸음이라는 것이다. 완벽하지는 않지만 아이폰/아이패드에서 사용하는 앱을 PC 에서 실행할 수 있으며, 앱 개발자들의 개발은 지속될 것이므로 활용할 수 있는 앱의 수는 증가할 것이다. 이미 어도비와 마이크로소프트도 협업하고 있는 것으로 알려져 있다.

표4 애플 실리콘 시리즈 현황

구분	A4	A5	A6	A7	A8	A9	A10 Fusion	A11 Bionic	A12 Bionic	A13 Bionic	A14 Bionic	M1
출시연도	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2020
CPU	ARM Cortex-A8	ARM Cortex-A9	Apple Swift	Apple Cyclone	Apple Typhoon	Apple Twister	Apple Hurricane +Zephyr	Apple Monsoon +Mistral	Apple Vortex+Tempest	Apple Lightning +Thunder	Apple Firestorm +Icestorm	Apple Firestorm +Icestorm
명령어셋	ARMv7s	ARMv7s	ARMv7s	ARMv8-A	ARMv8-A	ARMv8-A	ARMv8.1-A	ARMv8.2-A	ARMv8.3-A	ARMv8.4-A	ARMv8.5-A	
GPU	IT PowerVR	IT PowerVR	IT PowerVR	IT PowerVR	IT PowerVR	IT PowerVR	IT PowerVR	Apple 1st Design Architecture	Apple G11P	Apple 자체 디자인	Apple 자체 디자인	Apple 디자인 3세대
DRAM (GB)	0.5	1	1	1	1	2	2	3	4	4	4	8/16
NAND (GB)	16/32	16/32/64	16/32/64	16/32/64	16/32/64/128	12/32/64	32/128/256	64/256	64/256/512	64/128/256	64/128/256	256-8096
생산공정	삼성 시스템LSI 45nm	삼성 시스템LSI 45nm/32nm HKMG	삼성 시스템LSI 32nm HKMG	삼성 시스템LSI 28nm HKMG	TSMC 20nm SoC	삼성전자 14nm FinFET LTE / TSMC 16nm FinFET	TSMC 16nm FinFET+	TSMC 10nm FinFET	TSMC 7nm FinFET	TSMC 7nm FinFET PE	TSMC 5nm FinFET EUV	TSMC 5nm FinFET EUV
주요 사용 기기	iPhone4, iPod touch4, iPad, AppleTV2	iPhone4s, iPod touch5, iPad2/3, AppleTV3	iPhone5c	iPhone5s, iPad mini/Air	iPhone6, iPad mini4, AppleTV4	iPhone6s, iPad5	iPhone7, iPad 6/7	iPhone8/X	iPhoneXS, iPad Air3/mini5, Apple TV 4K2	iPhone11	iPhone12, iPad Air4	MacBook Air/Pro, iPad Pro
특이사항									Neural engine 탑재		3세대 NPU	

자료: 애플, 나무위키, 이베스트투자증권 리서치센터

2021년 WWDC에서는 iOS 15와 함께 강조된 것이 비주얼 룩업, 라이브 텍스트 등의 기능인데 많은 사람들이 이러한 기능이 AR(Augmented Reality)을 위한 준비 과정이라고 설명하고 있다. 이밖에 가장 논란인 것이 개인정보 보호정책의 강화이다. 애플은 앱 추적 투명성 기능을 추가하면서 이용자의 동의없이 이루어지는 정보수집을 철저히 차단하겠다는 의지를 표명했다.

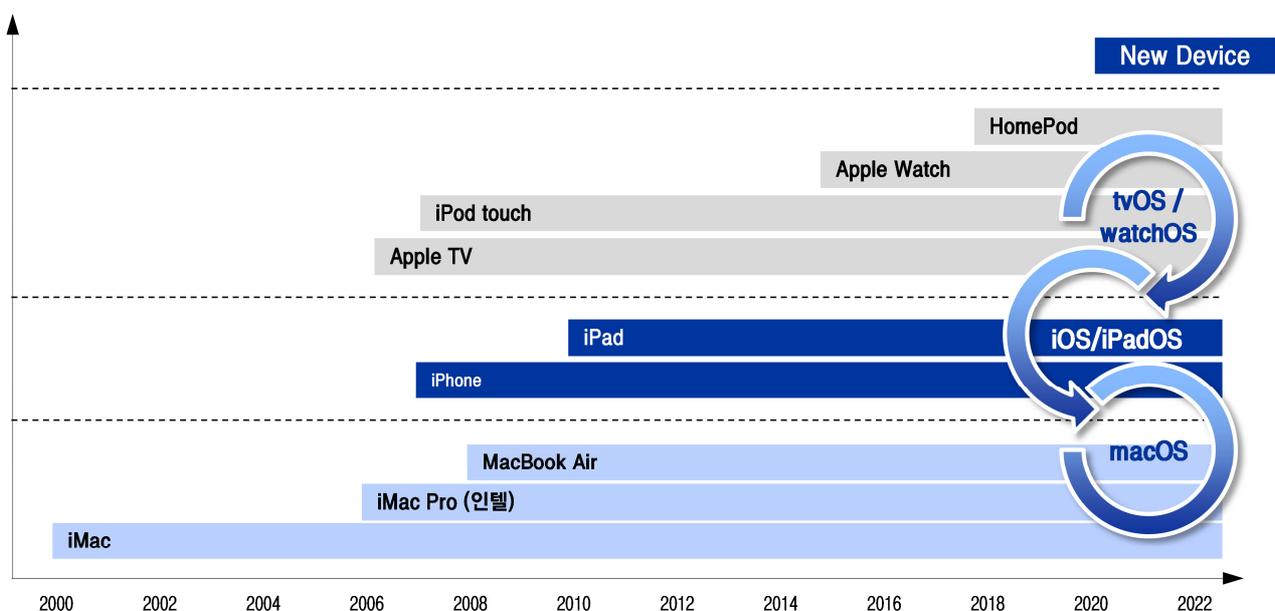
이 부분을 두고 페이스북과 애플이 충돌하고 있다. 애플의 논리는 평균적으로 앱 하나에 6개의 개인정보 수집 목적의 추적 기능이 포함되고, 이렇게 수집된 데이터는 수입 목적으로 거래되며, 연간 2,270억달러에 달하는 산업의 기반이 되기에 이용자의 동의를 얻어야 한다는 것이다. 이에 반해 페이스북은 이용자의 개인정보를 기반으로 한 맞춤형 광고가 주요 수익원이므로 애플의 정책을 부당하다고 맞서고 있는 것이 당연할 것이다.

그러나 애플의 개인정보 보호정책의 강화가 가상 환경을 위한 준비가 아닐까 조심스레 추측해 본다. NFT(non Fungible Token)가 주목 받듯이 가상 환경에서는 특정 정보의 정확성이 중요해지기 때문이다.

여하튼 지난 2년간의 WWDC 에서의 공통점을 찾아보면

- 첫째, 애플 Device 간의 연동을 강화하면서 플랫폼을 통합하고자 하고 있으며,
- 둘째, 자체 환경에 알맞은 설계로 프로세싱을 효율화하고 전문성을 강화하고 있고,
- 셋째, 애플 안에서의 충성도를 높이는 전략을 사용하고 있다는 것이다.

그림22 애플 플랫폼 변화



자료: 애플, 나무위키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 애플 홈페이지 광고

## 당신의 모든 기기가 하나처럼 연결된 경험.



Mac, iPad, iPhone 또는 Apple Watch를 사용할 때 얼마나 더 놀라운 일들을 해낼 수 있지만 함께 사용한다면 훨씬 더 대단한 일들이 가능해집니다. iPhone을 꺼내지 않고도 전화를 걸거나 받을 수 있고, iPad를 사용하여 작업 공간을 확장할 수 있으며, Apple Watch를 착용한 경우 당신의 Mac을 자동으로 잠금 해제할 수도 있고 iPhone이나 iPad에서 복사한 이미지, 동영상, 텍스트를 가까이에서 있는 자신의 Mac에 붙여넣을 수 있고 그 반대도 가능합니다.

자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 M1 CPU @Homepage



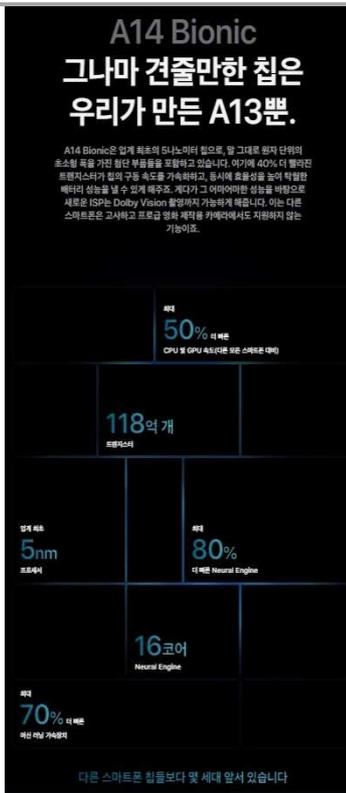
자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 M1 CPU @Homepage



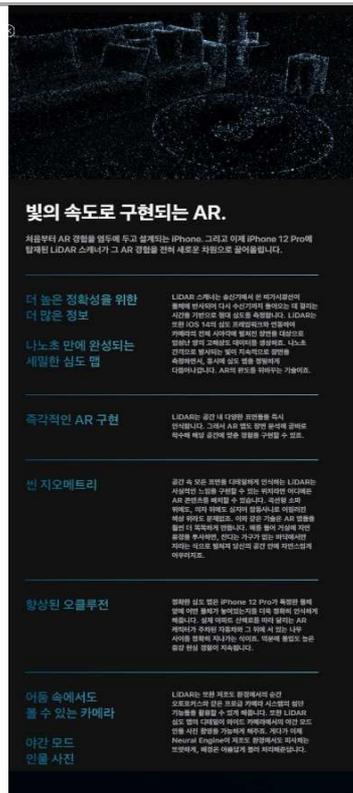
자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 A14 Bionic AP @Homepage



자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 AR 구현을 위한 Device @Homepage



자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

이미 많은 이들이 애플은 AR 환경을 준비하고 있다고 이야기하고 있고, 애플 스스로도 AR을 강조하고 있다. 애플 글래스에 대해 수많은 루머들이 있으며 그 중 하나는 출시일이 빠르면 4Q21 ~ 1Q22 라는 것이다. 또한 애플 워치처럼 아이폰과 연동해서 작동할 것이라는 점인데, 그렇다면 아이폰 13(혹은 12S) 모델의 스펙이 중요해 질 것이고, 아이폰과 연동할 수 있다면 아이패드, 맥북과도 함께 연동시킬 수 있을 것이라는 점을 예상하게 한다. 더불어 M1 출시부터 해당 기기의 사용 시간, 즉 배터리의 성능 및 저전력 장치에 대한 중요성을 강조하고 있다는 점들을 비추어 볼 때 애플의 Next는 XR 환경이 될 가능성이 높아 보인다.

그림28 애플 글래스



자료: 인터넷, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 애플 글래스



자료: 인터넷, 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part III

---

## XR(eXtended Reality)을 준비하는 빅테크?

## XR(eXtended Reality)을 준비하는 빅테크?

### 페이스북의 반란

가상 및 증강 현실에 대해 빠르게 대처하고 있는 업체 중에 하나가 페이스북이다. 사실 페이스북은 증강 현실(AR)보다는 가상 현실(VR)에 보다 집중하고 있다. 4Q20 출시한 오кул러스 퀘스트2의 판매량이 빠른 속도로 증가하고 있는데 초기 판매량은 아이폰이 처음 출시되었던 수준과 비슷하다. 그러나 다른 XR 브랜드와 비교하면 압도적인 평가 우위를 점하고 있다.

여기서 잠깐 AR과 VR을 구분해 보자면, AR은 현실 위에 가상 정보를 표시해서 체감할 수 있는 영역이 제한되어 있고, VR은 현실과 괴리가 있는 가상 공간에서 활동하나 몰입감이 높아지고, 활동 영역이 넓어지는 장점이 있다. 두 기술의 한계를 넘어서 현실과 가상 공간의 영역을 융합하고자 하는 시도가 활발해지고 있는데 그러한 기술과 영역들을 일컬어 MR(Mixed Reality), XR(eXtended Reality) 혹은 메타버스(Metaverse)라고 불린다.

사실 VR에 대한 기대감은 2016년 소니, 오кул러스 등 VR용 HMD(Head Mounted Display)를 출시하면서 한층 높아졌었지만, 가격 및 기술적인 완성도 등의 이유로 흥행을 이어가지 못했다. 그러나 4Q20 출시된 오кул러스 퀘스트2가 새로운 VR의 부흥을 기대하게 만들고 있다. 가격이 전작에 비해 저렴해졌고, 하드웨어나 콘텐츠의 만족도가 상당히 개선된 것으로 평가받고 있다. 로블록스나 제페토 같은 가상 환경의 게임들도 젊은 층으로부터 인기를 끌고 있다는 점을 비추어 볼 때 주변 환경 자체가 2016년 당시와는 상당히 우호적으로 변한 것도 긍정적이다.

그림30 오кул러스 퀘스트 2



자료: 오кул러스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 오кул러스 퀘스트 2



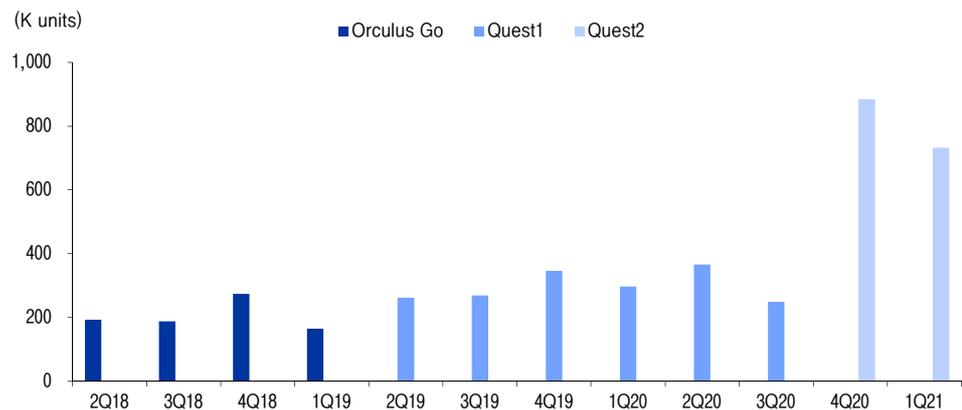
자료: 오кул러스, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 오쿨러스 퀘스트 vs 퀘스트 2 사양 비교

구분	Quest2	Quest
프로세서	퀄컴 스냅드래곤 XR2	퀄컴 스냅드래곤 835
디스플레이	1834x1920x2, 60/72/90/120Hz Fast-switch LCD	1440x1600x2, 72Hz OLED
외부 카메라	4	4
NAND	64GB, 256GB	64GB, 128GB
DRAM	6GB	4GB
OS	안드로이드10	안드로이드10
가변 IPD	O	O
무게	503g	571g
배터리	3,640mAh	3,648mAh
가격	\$399~	\$499~

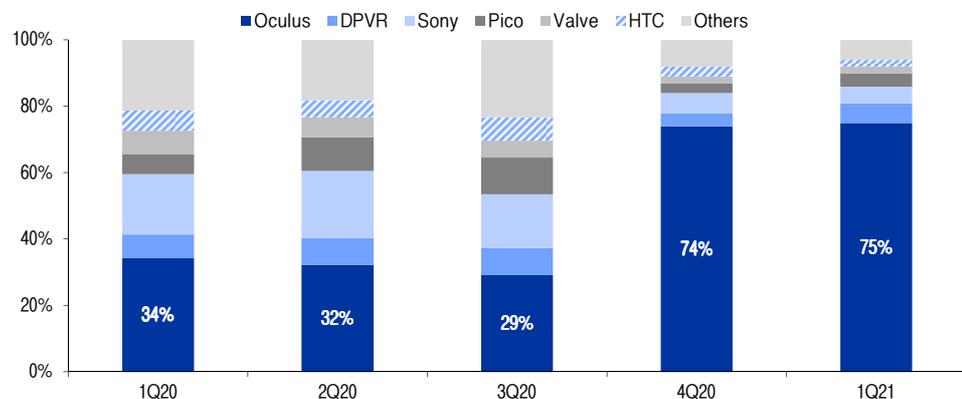
자료: 나무위키, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 오쿨러스 시리즈 분기별 판매량 추이



자료: 인터넷, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 글로벌 XR 브랜드 점유율 추이



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

마크 저커버그는 페이스북을 메타버스 기업으로 변모시키겠다고 선언했다. 그 첫걸음이 오쿨러스와 같은 하드웨어의 성공일 것이다. 많은 콘솔 게임 업체들은 하드웨어를 저렴하게 제공하고 실제로는 콘텐츠 판매로 수익을 창출하는 전략을 사용하는데 페이스북도 초기 메타버스 환경 구축을 위해 이러한 전략을 사용하는 것이 아닌가 추정해 본다.

오쿨러스 퀘스트2의 판매량이 기대치를 넘어서고 있지만 아이폰처럼 판매량이 확대되기 위해서는 모빌리티(Mobility)가 확보되어야 하고, 개인당 한 대 이상 구매를 할 만큼 필요성이 증가해야 하는데, 아직은 VR 기기를 사용하는 환경 자체가 넓은 반경의 이동성에 제약이 있다.

그래서 애플은 VR보다는 AR을 더 강조하는 것이 아닌가 한다. 페이스북과 다른 점은 이미 애플은 아이폰, 아이패드, 맥북, 워치 등 다양한 기기가 전 세계에 공급되어 있고 그것을 연결하고, 풍부한 콘텐츠를 제공하면 강력한 AR 환경을 구축할 수 있다고 생각할 것이기 때문이다. 다만 지금은 AR 환경으로 접속할 수 있는 창구가 필요하고 그 첫 단계가 애플 글래스일 것이라고 시장은 이야기한다.

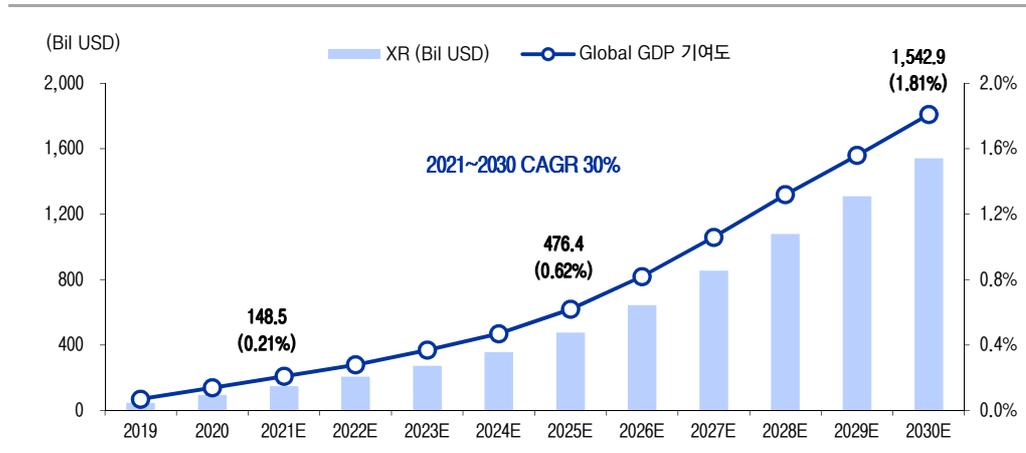
두 업체 모두 메타버스 환경을 준비하기 위해서는 보다 많은 자사의 하드웨어가 시장에 공급되기를 바랄 것이다. 애플은 가상 환경을 위해 애플 글래스를 준비하고 있지만 2021년 9월에 출시할 새로운 아이폰에 대한 가격 전략을 수정한다면 애플의 의지를 더욱 확신하게 될 것이다. 만약 애플이 신규 아이폰 가격을 전작대비 낮게 책정한다면 판매량을 확대하겠다는 강력한 의지의 표명일 것이며, 이는 경쟁 스마트폰 업체들에게는 악재가 될 것이다.

이미 애플은 신규 아이폰에 대한 자신감을 드러내고 있다. 스마트폰 시장이 성숙한 시장인데다가 각종 원가가 상승함에도 불구하고 부품 업체들에게 2H21 9천만대 이상 공급을 요구하고 있기 때문이다.

## XR(eXtended Reality)의 시대

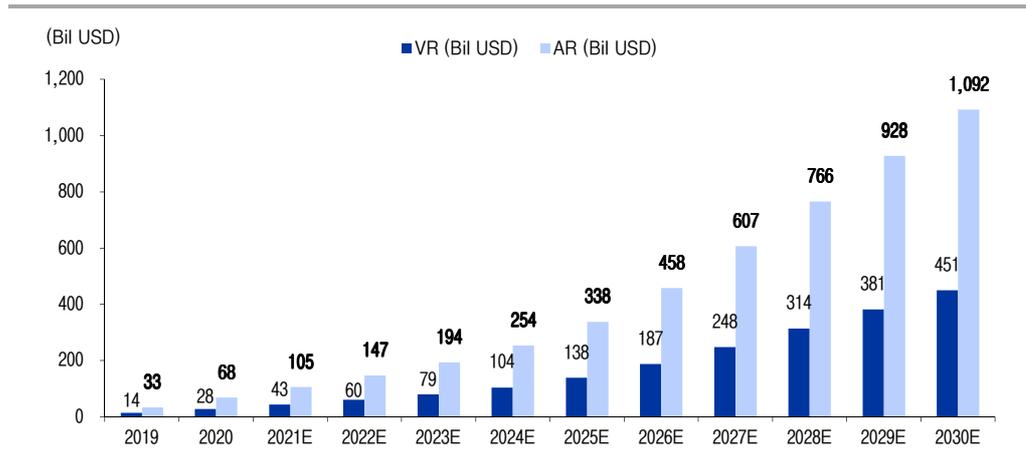
글로벌 빅테크 업체들이 준비하고 있는 가상 환경의 시장 규모는 과연 어느 정도 수준일까? PWC의 보고서에 따르면 글로벌 XR 시장(VR+AR)은 2021년부터 2030년까지 연평균 30% 성장할 것으로 전망되고 있다. 어마어마한 속도로 시장은 성장하는 가운데 VR보다는 AR의 시장 규모가 보다 확대될 것으로 예상된다. XR 시장 규모는 2021년 1,485억달러에서 2022년 2,065억달러로 55% 증가할 것으로 예상된다. 각각 글로벌 GDP의 약 0.21%, 0.24%에 해당하는 규모이다. 2025년에는 4,764억달러로 2021년 대비 3배 이상 증가할 전망이다.

그림34 글로벌 XR 시장 전망



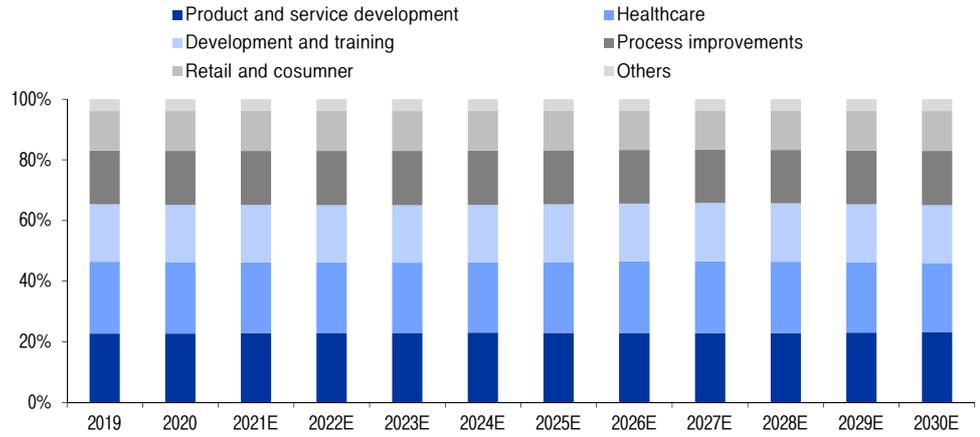
자료: PWC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 글로벌 XR 시장 전망



자료: PWC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 글로벌 XR 시장 전망



자료: PWC, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 가상 환경 시장 전망

구분	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	
시장 전망	VR (Bil USD)	13.5	27.8	43.1	60.0	79.4	103.9	138.3	187.2	248.2	314.0	381.4	450.5
	AR (Bil USD)	33.0	67.9	105.4	146.5	193.8	253.7	338.1	458.0	607.1	766.2	927.8	1,092.4
	XR (Bil USD)	46.5	95.7	148.5	206.5	273.2	357.6	476.4	645.2	855.3	1,080.2	1,309.2	1,542.9
	Global GDP 기여도	0.07%	0.14%	0.21%	0.28%	0.37%	0.47%	0.62%	0.82%	1.06%	1.32%	1.56%	1.81%
	Global GDP (Tr USD)	66.4	68.4	70.7	73.8	73.8	76.1	76.8	78.7	80.7	81.8	83.9	85.2
	일자리 (천명)	825	1,696	2,617	3,596	4,716	5,936	7,538	9,648	12,298	15,482	19,224	23,361
	일자리 기여도	0.04%	0.07%	0.11%	0.15%	0.19%	0.24%	0.32%	0.43%	0.55%	0.68%	0.78%	0.93%
유형별 규모	Product and service development	10.6	21.8	34.0	47.5	62.9	82.5	109.7	148.0	195.7	247.7	302.4	359.4
	Healthcare	11.0	22.5	34.7	47.9	63.2	82.8	111.1	152.1	202.8	254.4	303.4	350.9
	Development and training	8.8	18.1	28.1	39.0	51.7	67.8	90.7	123.3	163.9	207.0	250.3	294.2
	Process improvements	8.2	17.0	26.4	36.9	48.8	63.9	84.8	114.1	150.4	190.0	231.7	275.0
	Retail and consumer	6.1	12.6	19.6	27.3	36.0	47.0	62.2	83.7	110.9	140.8	171.9	204.0
	Others	1.8	3.7	5.7	7.9	10.6	13.6	17.9	24.0	31.6	40.3	49.5	59.4
	<b>Total</b>	<b>46.5</b>	<b>95.7</b>	<b>148.5</b>	<b>206.5</b>	<b>273.2</b>	<b>357.6</b>	<b>476.4</b>	<b>645.2</b>	<b>855.3</b>	<b>1,080.2</b>	<b>1,309.2</b>	<b>1,542.9</b>
유형별 비중	Product and service development	22.8%	22.8%	22.9%	23.0%	23.0%	23.1%	23.0%	22.9%	22.9%	22.9%	23.1%	23.3%
	Healthcare	23.7%	23.5%	23.4%	23.2%	23.1%	23.2%	23.3%	23.6%	23.7%	23.6%	23.2%	22.7%
	Development and training	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	19.0%	19.0%	19.1%	19.2%	19.2%	19.1%	19.1%
	Process improvements	17.6%	17.8%	17.8%	17.9%	17.9%	17.9%	17.8%	17.7%	17.6%	17.6%	17.7%	17.8%
	Retail and consumer	13.1%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%	13.1%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	13.1%	13.2%
	Others	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%	3.8%	3.8%
	<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
유형별 성장률	Product and service development	105.7%	56.0%	39.7%	32.4%	31.2%	33.0%	34.9%	32.2%	26.6%	22.1%	18.8%	
	Healthcare	104.5%	54.2%	38.0%	31.9%	31.0%	34.2%	36.9%	33.3%	25.4%	19.3%	15.7%	
	Development and training	105.7%	55.2%	38.8%	32.6%	31.1%	33.8%	35.9%	32.9%	26.3%	20.9%	17.5%	
	Process improvements	107.3%	55.3%	39.8%	32.2%	30.9%	32.7%	34.6%	31.8%	26.3%	21.9%	18.7%	
	Retail and consumer	106.6%	55.6%	39.3%	31.9%	30.6%	32.3%	34.6%	32.5%	27.0%	22.1%	18.7%	
	Others	105.6%	54.1%	38.6%	34.2%	28.3%	31.6%	34.1%	31.7%	27.5%	22.8%	20.0%	
	<b>Total</b>	<b>105.8%</b>	<b>55.2%</b>	<b>39.1%</b>	<b>32.3%</b>	<b>30.9%</b>	<b>33.2%</b>	<b>35.4%</b>	<b>32.6%</b>	<b>26.3%</b>	<b>21.2%</b>	<b>17.9%</b>	

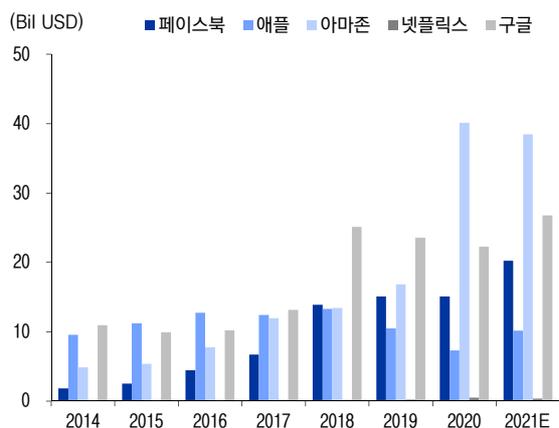
자료: PWC, 이베스트투자증권 리서치센터

사실 XR 시장은 이제 막 성장하는 단계이므로 2030년 규모를 정확하게 알기 어렵겠으나, 분명한 것은 글로벌 빅테크 기업들이 투자를 지속하고 연구개발을 확대하고 있다는 점이며, 페이스북 같은 경우는 이미 첫발을 내딛었다는 것이다. 아래 그림은 미국 FAANG 기업들의 연간 Capex와 연구개발비 추이를 나타낸 것인데, 이 금액 전체가 XR을 위해서 쓴 것은 아니겠으나, 빅테크 기업들의 최근 전반적인 투자에 대한 흐름은 비교할 수 있다.

매출액 대비 설비투자과 연구개발비가 가장 큰 기업은 페이스북이다. FAANG 기업들의 매출액 대비 설비투자 비중은 전반적으로 의미있게 확대되고 있지는 않은 것으로 보여진다. 연구개발비 부분에서 금액으로는 아마존과 구글이 가장 큰 규모를 집행하고 있으나, 2019년 이후 매출액 대비 연구개발비 비중이 확대되고 있는 업체는 페이스북과 애플 정도이다.

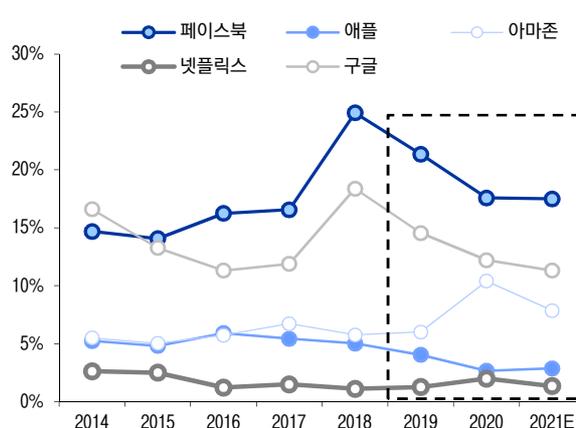
증가하는 Capex와 연구개발비는 차별화된 제품을 고객에게 제공하고자하는 기업들의 노력이며, 이런 요인들이 감소하거나 축소되고 있다는 것은 기업들이 더 이상 차별화를 할 수 없다거나, 시장 변화에 제대로 대응을 하지 못하고 있다고 해석할 수 있다.

그림37 FAANG Capex 추이



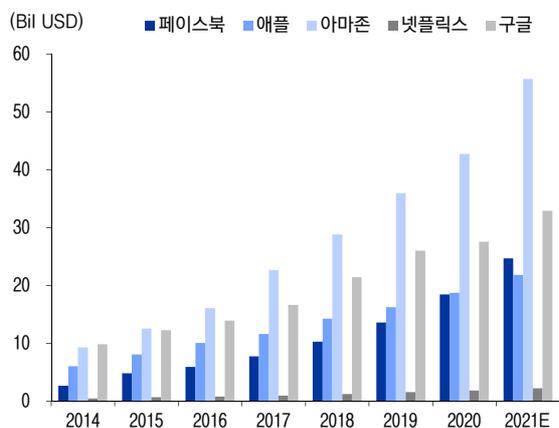
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 FAANG 매출액 대비 Capex 비중 추이



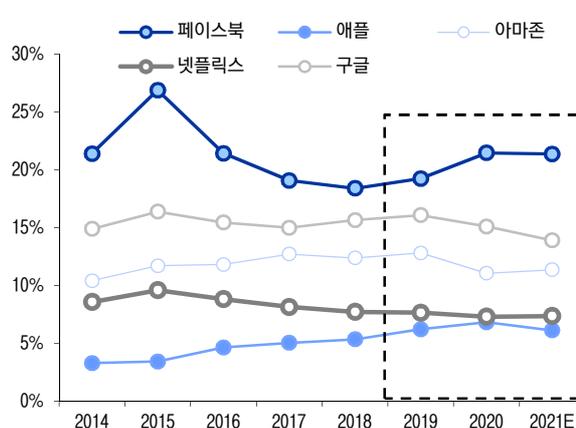
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 FAANG R&D 비용 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 FAANG 매출액 대비 R&D 비용 비중 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part IV

---

## 디스플레이 산업에 미치는 영향

## 디스플레이 산업에 미치는 영향

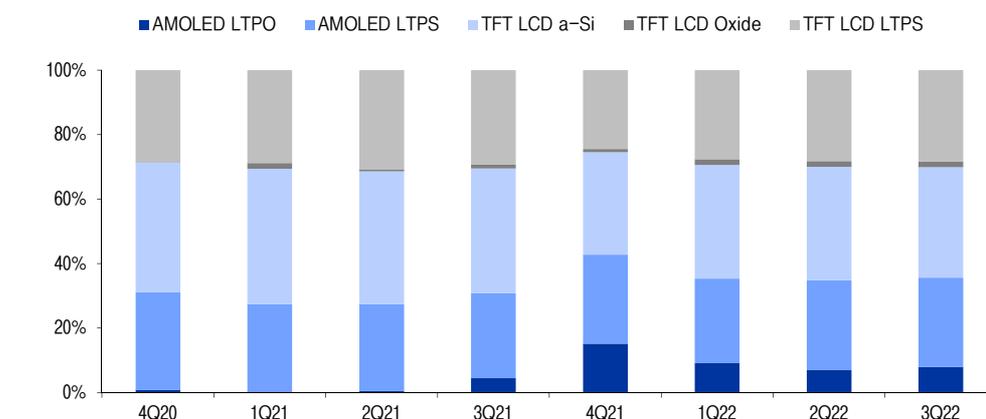
### XR을 준비하는 애플

앞서 언급한 바 있듯이 이미 성숙기로 접어든 글로벌 스마트폰 시장은 COVID 19과 미중 무역 분쟁을 거치며 경쟁구도가 애플, 삼성전자 그리고 3대 중국 업체들로 경쟁 구도가 좁혀졌다. 점유율을 확대하기 위해서는 제품 차별화가 더더욱 요구되고 있는 상황이다. 그렇다면 XR 시장을 준비하는 애플의 입장에서 아이폰을 어떻게 차별화할 수 있을까?

가장 핵심적인 하드웨어 요소를 꼽자면 프로세서, LiDAR, 디스플레이 정도가 아닐까 싶다. 사실 메모리 채용량, 카메라 화소, 배터리 용량 등의 측면에서는 경쟁사 제품보다 아이폰의 사양이 높지 않은 것이 사실이다. 그럼에도 불구하고 아이폰이 꾸준히 높은 점유율을 유지하는 이유는 프로세서 성능이 뒷받침되고, iOS를 기반으로 하는 다양한 소프트웨어들이 확대되면서 에코 시스템을 활성화 시키고 있는 것이 주요 원인일 것이다.

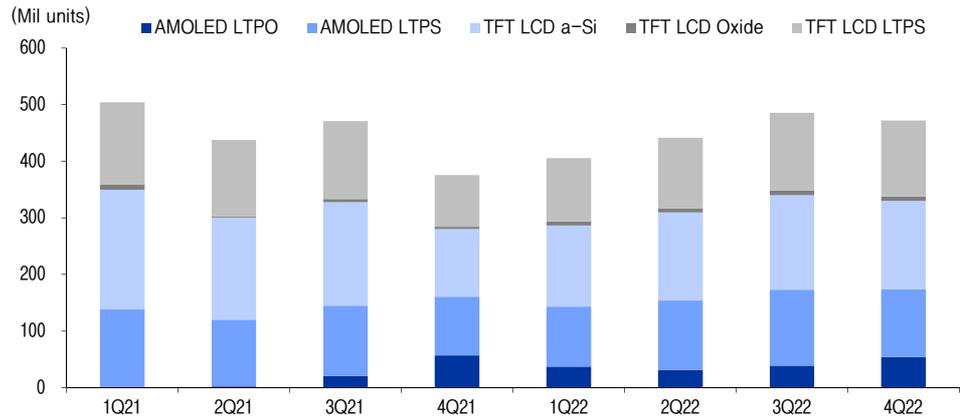
신규 아이폰 (13 혹은 12S)에 대한 루머들이 이미 많이 언급되어 있다. 그러한 루머들 중에 LiDAR의 전제품 채택과 120Hz LTPO OLED 탑재가 가장 눈에 띈다. 디스플레이 측면에서 OLED 채용만으로는 이제 더 이상 차별화 요인이라고 보기는 어렵다. Highend 제품들은 대부분 OLED를 채용하고 있기 때문이다. OLED 안에서 LTPO(저온 다결정실리콘 산화물, Low-Temperature Polycrystalline Oxide) 기술의 채택여부가 차별화 포인트가 될 수 있을 것이다.

그림41 글로벌 스마트폰 시장에서 기술별 비중



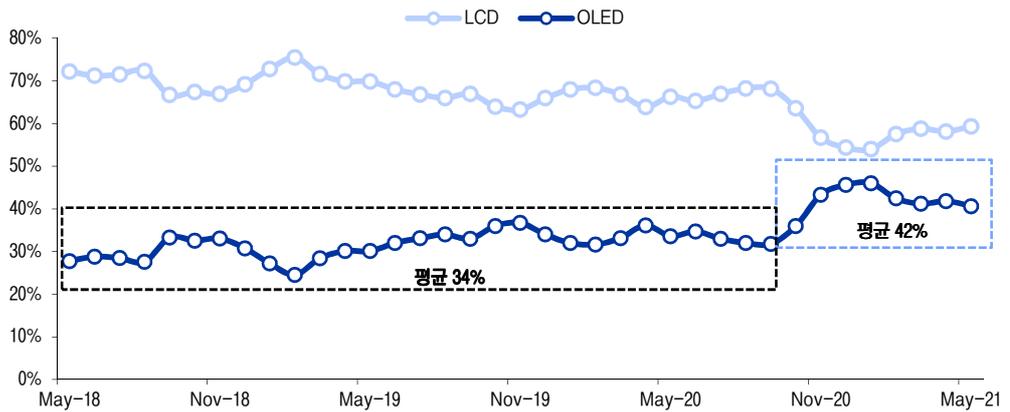
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 글로벌 스마트폰용 패널 기술별 출하량 전망



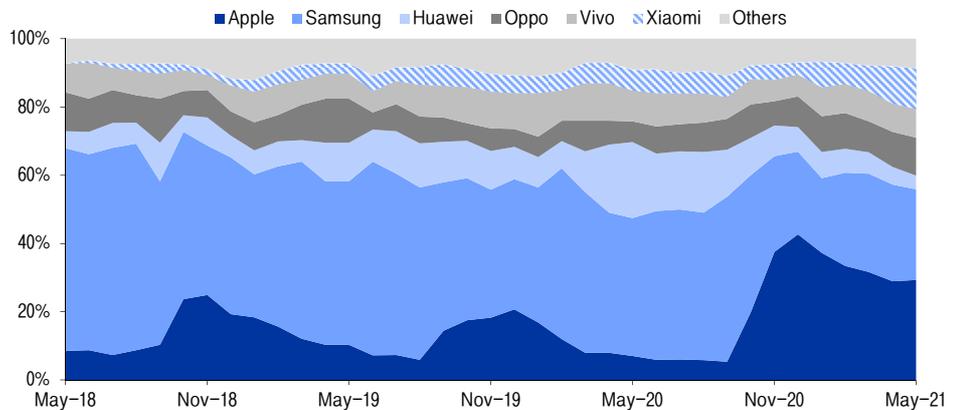
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 글로벌 스마트폰 디스플레이별 비중 추이



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 글로벌 OLED 채택 스마트폰의 브랜드별 비중 추이



자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

디스플레이 화면의 주사율을 기존 60Hz에서 120Hz로 바꾼다는 의미는 쉽게 이야기해서 1초당 60번의 화면 전송속도를 2배인 120번으로 개선한다는 의미이며, 이에 따라 화면 전환이 부드럽게 개선되고, 모바일 기기에서는 전력 소모량이 빨라지게 된다. 모바일 기기에서 120Hz 디스플레이를 채택하기 위해서는 배터리의 용량을 개선하거나 동적 화면이 아닌 정적 화면에서는 초당 화면 전송속도를 느리게 전환하여 배터리 사용을 효율화할 필요성이 생기고, 이 때문에 Oxide TFT를 사용하는 LTPO 패널이 필요하게 된 것이다. 배터리 사용과 관계가 없는 게이밍 모니터에서는 이미 120Hz 이상 144Hz, 240Hz 사용이 보편화되어 있다.

LTPO 기술은 2018년 애플워치 시리즈4에 처음 채택되었고, 이후 2019년 삼성전자 갤럭시 워치 액티브2에 채택되었다. Oxide TFT의 특징 중에 하나는 소비 전력이 다른 TFT 기술에 비해 낮다는 점이다. 이 것이 모바일 기기들에 LTPO 기술이 채택되기 시작한 가장 큰 장점이자 이유이다. 디스플레이의 주사율이 높아지면 높아질수록 전력 소모량이 중요해지므로 향후에는 배터리 용량의 증가와 함께 모바일 기기에서 필수적으로 사용되어야 할 기술이 될 것이다.

그림45 애플 워치



자료: 애플, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 TFT 종류 비교

	a-Si	LTPS	Oxide
전자 이동도	느림	매우 빠름	빠름
소비 전력	높음	보통	낮음
대형화	가능	불가능	가능
비용	낮음	높음	보통

자료: LG디스플레이, 이베스트투자증권 리서치센터

애플향 OLED 패널을 생산할 수 있는 업체는 현재 삼성디스플레이와 LG디스플레이이다. 2021년에는 LTPO 패널을 공급할 수 있는 업체는 삼성디스플레이가 유일하며 2022년부터는 공급업체가 다변화될 전망이다. 현재 Capa 기준으로 2021년 LTPO OLED 공급 가능 물량을 시뮬레이션 해보면 약 35백만대 정도이다. 120Hz LTPO OLED가 아이폰 13(혹은 12S) 프로 시리즈에만 채택될 것이라는 전망이 부각되는 이유이다. 참고로 아이폰 12 프로 맥스와 프로는 출시 3개월만에 약 27백만대가 판매되었다.

그런데 여기서 중요한 것은 2022년에 LTPO OLED 대한 생산 수량이다. 2022년에는 LTPO OLED를 채택한 아이폰 모델이 증가해야 할 것인데, 연간 64백만대로는 애플의 전략(애플의 연간 아이폰 판매수량은 약 2억대)에 미치지 못하는 숫자로 보여지기 때문이다. 즉 2H21 이후 삼성디스플레이 혹은 LG디스플레이는 LTPO OLED Capa 추가 증설에 대한 의사결정을 단행해야 할 것이다. 애플은 전력 효율화를 위해 Oxide TFT 기반 구조를 선호할 것이며, 아이폰 뿐만 아니라 아이패드에도 OLED를 채택할 것이기 때문이다. 참고로 2021년 8월 17일 LG디스플레이는 중소형 OLED 신규 라인 증설을 위해 3.3조원을 투자한다고 공시했다.

2022년의 OLED 패널 공급업체에 대한 구도는 2021년과 사뭇 달라질 수 있다. 삼성디스플레이의 독점적 공급 구도는 이미 LG디스플레이의 진입으로 변화되었고, BOE가 지속적으로 진입을 시도하고 있기 때문이다. 애플은 2022년부터 OLED 패널 공급에 있어 공급업체 대비 우월적 지위를 회복하기 위한 시도를 할 것이다. 이 것이 의미하는 것은 2022년부터 애플에게는 원가절감이 중요한 포인트가 될 수 있다는 것이며, 애플의 공급업체들에게는 새로운 도전이 될 수 있다는 것이다.

표7 애플향 OLED Capa 및 공급량 시뮬레이션 (G6H 클래스 기준)

구분				1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E
공급자 Capa (월 천장)	SDC	A3	LTPO		30	65	65	65	65	65	65	40	65
			LTPS	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
	LGD	E6	LTPO						5	15	15	0	9
			LTPS	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
공급 가능량 (천대)	Apple	6.7"	LTPO	0	6,480	14,040	14,040	14,040	15,120	17,280	17,280	34,560	63,720
		6.1"	LTPS	18,711	18,711	18,711	18,711	18,711	18,711	18,711	18,711	74,844	74,844

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 2020년 아이폰 주요 모델 출하량 추이

(단위: Mil Units)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	2020	1H21
iPhone 12 Pro Max	-	-	-	14.3	14.7	10.5	14.3	25.1
iPhone 12 Pro	-	-	-	12.8	12.1	9.2	12.8	21.4
iPhone 12	-	-	-	20.7	17.8	15.6	20.7	33.5
iPhone 12 Mini	-	-	-	3.3	3.5	2.3	3.3	5.7
iPhone 11 Pro Max	5.7	3.3	3.9	2.1	1.1	0.6	15.0	1.7
iPhone 11 Pro	5.3	1.9	1.9	1.0	0.6	0.4	10.0	1.0
iPhone 11	19.6	13.0	16.3	11.1	7.3	5.5	60.0	12.8
iPhone XS Max	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.9	0.3
iPhone XS	1.0	0.9	0.6	0.3	0.2	0.1	2.8	0.3
iPhone XR	4.2	2.7	2.8	1.9	1.3	1.6	11.5	2.9
iPhone 8	2.6	1.1	0.9	0.3	0.2	0.1	5.0	0.3
iPhone 8 Plus	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	1.1	0.1
iPhone SE 2020	-	7.8	12.1	5.9	3.7	3.5	25.8	7.2
합계	39.0	31.3	39.0	73.9	62.7	49.6	183.1	112.3

자료: Counterpoint, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 아이폰 예상 사양 및 비교

구분	iPhone 12	iPhone 12 Pro	iPhone 12 Pro Max	iPhone13	iPhone 13 Pro	iPhone 13 Pro Max
Display Type	LTPS	LTPS	LTPS	LTPS	LTPO	LTPO
크기(inch)	6.1	6.1	6.7	6.1	6.1	6.7
상세(mm)	146.7 x 71.5 x 7.4	146.7 x 71.5 x 7.4	160.8 x 78.1 x 7.4	146.7 x 71.5 x 7.4	146.7 x 71.5 x 7.4	159.6 x 76.1 x 7.2
Screen Resolution(Pixels)	1170 x 2532	1170 x 2532	1284 x 2778	1170 x 2532	1170 x 2532	1284 x 2778
PPI	460	457	460	457	460	460
주사율(Hz)	60	60	60	60	120	120
무게(g)	164	189	228			
배터리용량(mAh)	2815	2815	3687	3095	3095	4352
AP	A14	A14	A14	A15	A15	A15
Processor	Hexa Core	Hexa Core	Hexa Core			
	3.1GHz Firestorm * 2	3.1GHz Firestorm * 2	3.1GHz Firestorm * 2			
	1.8Ghz Icestorm * 4	1.8Ghz Icestorm * 4	1.8Ghz Icestorm * 4			
RAM(GB)	4	6	6	up to 6	up to 6	up to 8
Storage(GB)	64, 128, 256	128, 256, 512	128, 256, 512	up to 256	up to 512	up to 1024
센서	Accelerometer	Accelerometer	Accelerometer	Accelerometer	Accelerometer	Accelerometer
	Gyroscope	Gyroscope	Gyroscope	Gyroscope	Gyroscope	Gyroscope
	Compass	Compass	Compass	Compass	Compass	Compass
	Barometer	Barometer	Barometer	Barometer	Barometer	Barometer
		LiDAR scanner	LiDAR scanner	(LiDAR scanner)	LiDAR scanner	LiDAR scanner
모뎀	Snapdragon X55(7nm)	Snapdragon X55(7nm)	Snapdragon X55(7nm)	Snapdragon X60(5nm)	Snapdragon X60(5nm)	Snapdragon X60(5nm)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

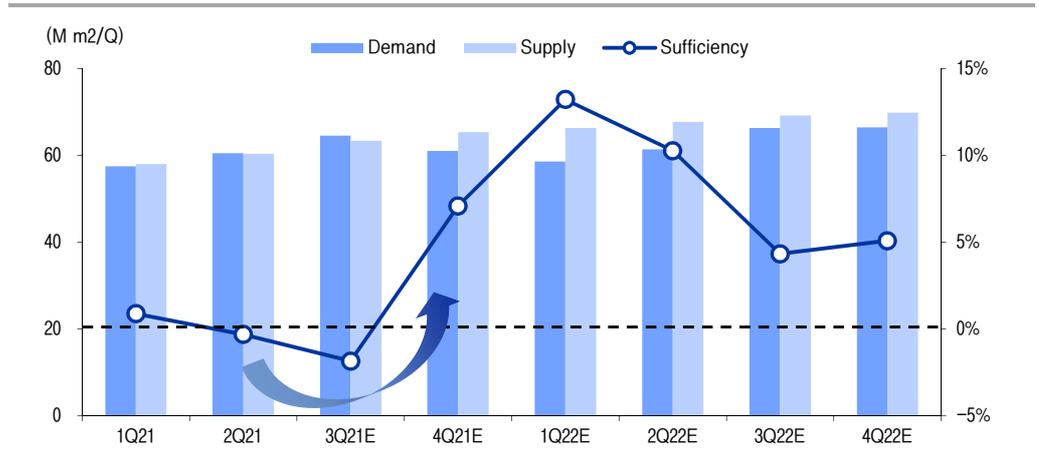
## 대형 디스플레이 시장 현황

XR 시장의 성장으로 인하여 대형 디스플레이 시장이 변화되는 움직임은 감지되지 않는다. 사실 단기간에 큰 영향을 미치기는 어렵다. 그렇지만 지금부터는 LCD와 OLED 전반적인 수급 현황을 점검해보고자 한다.

우선 대형 디스플레이 수급 현황은 3Q21부터 패널가격 상승 흐름이 둔화되면서 2022년 공급 과잉으로 전환될 것으로 예상된다. 이미 작은 사이즈의 TV 패널 가격은 하락세로 돌아섰다. PC 및 노트북용 패널의 강세가 이어지고 있는데 4Q21부터는 PC용 패널 가격 역시 약세로 돌아서면서 전반적인 대형 디스플레이 수급 상황은 수요자 우위 시장으로 전환될 전망이다.

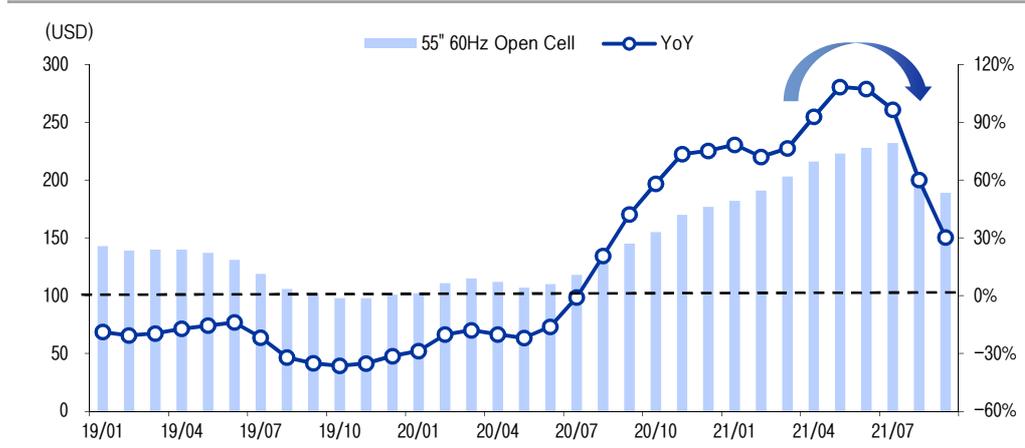
패널가격이 Application별로 순차적 하락세로 전환되면 패널업체는 수익성을 유지하기 위해 또는 원가절감을 위해 노력해야 할 것이다, LCD 특성상 재료비 비중이 높아 당분간 원가절감이 용이하지는 않을 것이다. 일부 부품은 여전히 공급 부족 상황이기 때문에 LCD 부품 가격이 하락세로 전환되기 위해서는 시간이 더 필요하기 때문이다.

그림47 대형 디스플레이 수급 전망 (LCD + OLED)



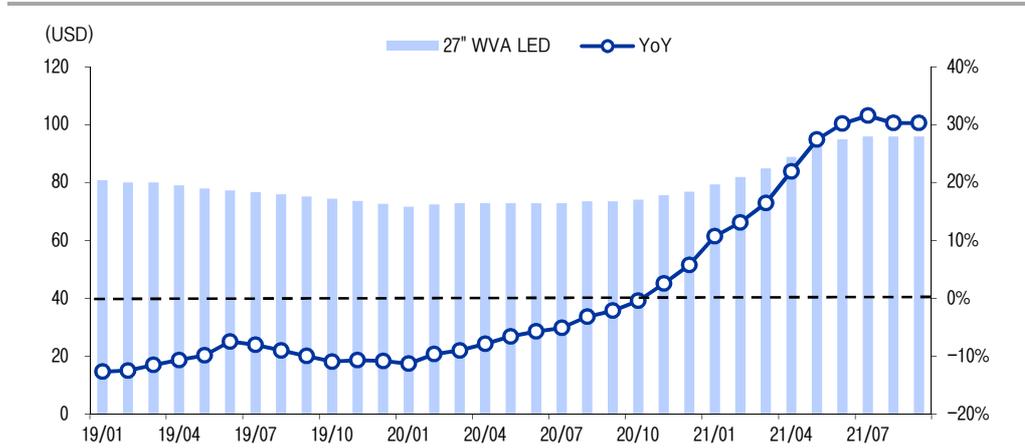
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 55인치 패널가격 추이



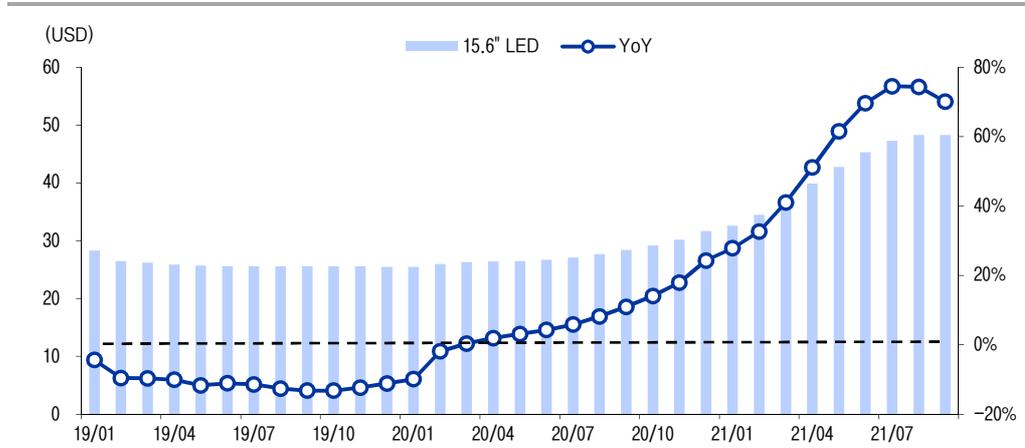
자료: OMDIA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 27인치 패널가격 추이



자료: OMDIA, 이베스트투자증권 리서치센터

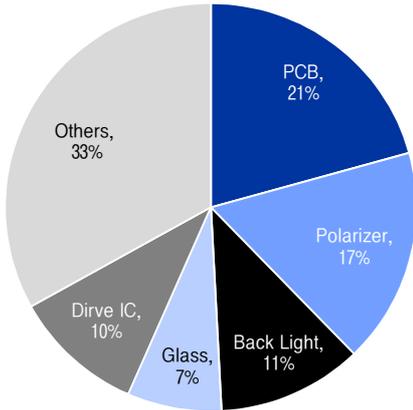
그림50 15.6인치 패널가격 추이



자료: OMDIA, 이베스트투자증권 리서치센터

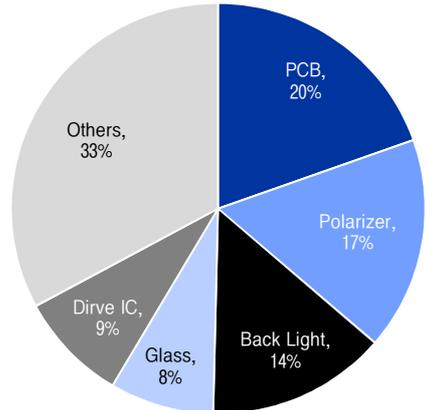
LG디스플레이의 디스플레이 패널을 구성하는 개별 재료의 구성비를 보면 1Q20와 1Q21의 변화가 크지 않았다. 이 비중과 각 재료의 관세청 수출가격의 비중을 가중 평균해서 재료 원가의 추이를 살펴보면 1Q21말 현재 과거 고점 수준까지 재료비의 원가가 올라와 있다. 각각의 재료 가격이 상승하고 있으며, 특히 Driver IC 같은 품목은 4Q21 정도 되어야 수급 여건이 개선될 것이라는 전망이 지배적이다. 디스플레이 업체들의 이익은 3Q21까지도 개선될 것이나, 이후 이익률의 개선폭은 둔화될 전망이다.

그림51 1Q21 원재료 구성비



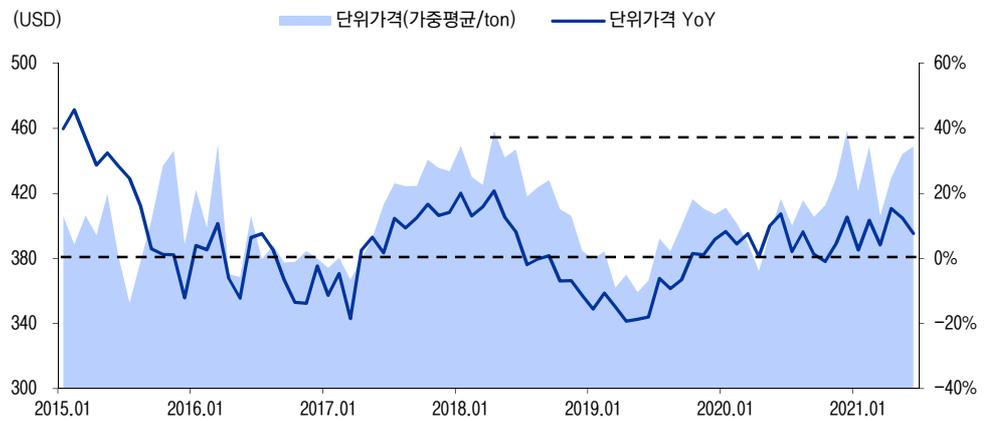
자료: LG디스플레이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 1Q20 원재료 구성비



자료: LG디스플레이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 패널 원가 추이

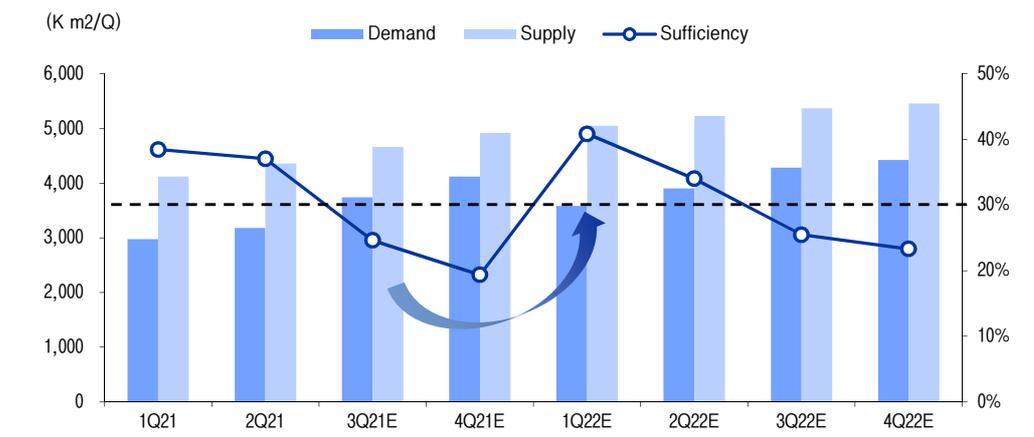


자료: 관세청, 이베스트투자증권 리서치센터

## OLED 이슈 점검

OLED 패널 시장은 애플의 아이폰이 본격적으로 공급되는 4Q21를 기준으로 공급 여건은 완화될 전망이다. 그러나 시장은 삼성디스플레이의 QD OLED에 주목할 것으로 예상된다. 삼성디스플레이는 4Q21부터 QD OLED 패널(55", 65" TV, 32" 모니터) 양산을 시작할 전망이다. 초기 원가는 생산량이 적고 수율도 높지 않을 것이므로 상당히 높게 형성될 것이나, 시간이 지나면서 점차 낮아질 것이다.

그림54 OLED 패널 수급 전망



자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

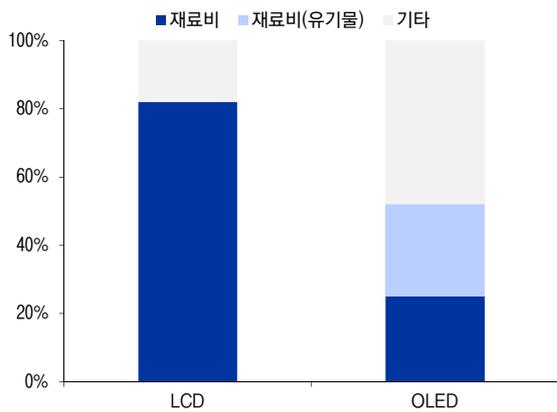
표10 OLED 생산 라인 현황 (월 천장)

제조사	Factory	Glass Size	Application	Substrate	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
SDC	A1	730 x 460	Mobile	Rigid	55	55	55	55	55	55	55	55
	A2(E)	650 x 750	Mobile	Rigid	204	204	204	204	204	204	204	204
	A3	1500 x 925	Mobile	Flexible	119	112	105	105	105	105	105	105
	A4	1500 x 925	Mobile	Flexible	28	28	28	28	28	28	28	33
	Q1	2200 x 2500	TV (QD OLED)	Rigid	-	-	-	10	20	30	30	30
LGD	AP3-E5	1500 x 925	Auto/Mobile	Flexible	15	15	15	15	15	15	15	15
	E6	1500 x 925	Mobile	Flexible	30	30	30	30	30	30	30	35
	M1-E3	2200 x 1250	TV (WOLED)	Rigid	10	10	10	10	10	10	10	10
	M2-E4	2200 x 2500	TV (WOLED)	Rigid	85	85	85	85	85	85	85	85
	GP3	2200 x 2500	TV (WOLED)	Rigid	60	70	80	90	90	90	90	90
BOE	BOE B7	1500 x 925	Mobile	Flexible	48	48	48	48	48	48	48	48
	BOE B11	1500 x 925	Mobile	Flexible	48	48	48	48	48	48	48	48
	BOE B12	1500 x 925	Mobile	Flexible	-	-	-	8	19	24	31	37
CSOT	CSOT T4	1500 x 925	Mobile	Flexible	15	20	25	35	40	45	45	45
Visionox	VSX V1	650 x 750	Mobile	Rigid/Flex	15	15	15	15	15	15	15	15
	VSX V2	1500 x 925	Mobile	Flexible	15	15	15	15	15	15	15	15
	VSX V3	1500 x 925	Mobile	Flexible	2	7	17	25	30	30	30	30
JOLED	JOLED Nomi	1300 x 1500	Automotive/IT	Rigid/Flex	10	15	20	20	20	20	20	20

자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

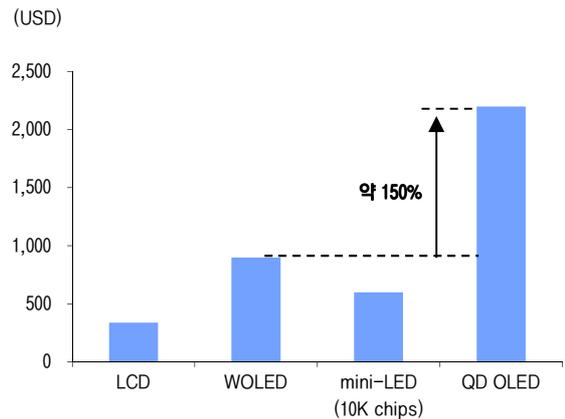
OLED는 LCD 대비 재료비 구성상 원가 상승폭이 크지 않다. LCD 원가에서 재료비 구성 비중이 약 80%에 달하는데, 전체 재료비가 10% 상승하면 마진율은 약 8% 떨어진다고 볼 수 있다. 그것을 회피하기 위해서는 패널 가격을 인상시켜야 한다. 이에 반해 OLED는 같은 동일 재료의 구성비가 20%후반이므로 재료 가격이 10% 인상된다면 원가가 약 3% 상승하므로 현재 디스플레이 상황에서는 이익률 유지가 보다 유리하다. 다만 QD OLED는 WOLED 대비 원가가 약 2.5배 수준이므로 향후 원가 개선에 대한 많은 노력들이 이루어져야 할 것이다.

그림55 LCD vs OLED 원가 구성



자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

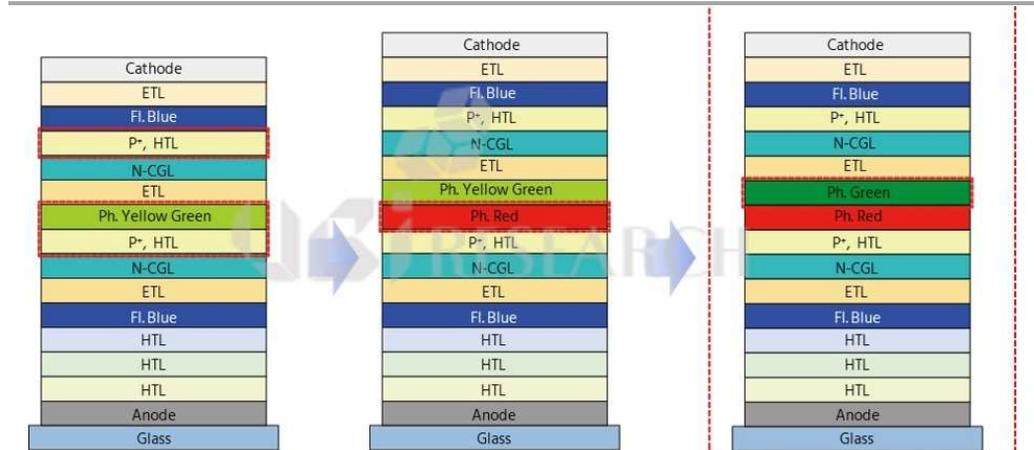
그림56 기술별 TV 패널 원가 비교



자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

LG디스플레이의 TV용 OLED는 3 Stack Tandem 구조이다. 색재현을 개선을 위해 Yellow-Green 대신 Green 발광층으로 교체할 것이라는 관측이 있으며, 휘도 개선을 위해 배면발광이 아닌 전면발광 방식의 필요성이 증가하고 있다.

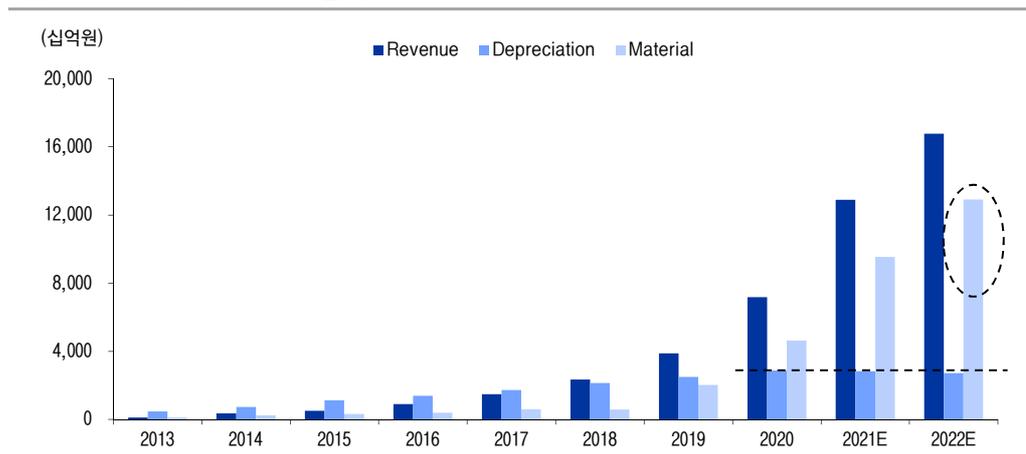
그림57 LG 디스플레이 WOLED 구조



자료: 유비리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

LG디스플레이는 OLED 손익 개선을 위해서 재료비 원가를 낮추거나 제품믹스 개선을 통한 평균판가를 상승시키는 방법이 있다. 그러나 OLED 소재 구성상 현저하게 재료비를 낮추기 어렵다면 제품믹스 개선을 통해 평균판가를 인상시키는 방법을 우선적으로 시도할 것이다. 2022년의 감가상각비도 2021년 대비 크게 증가하지 않을 것이므로 자동차용 OLED, 투명 OLED, 아이폰용 OLED 등의 매출 비중을 얼마나 확대할 수 있는지가 관건이다.

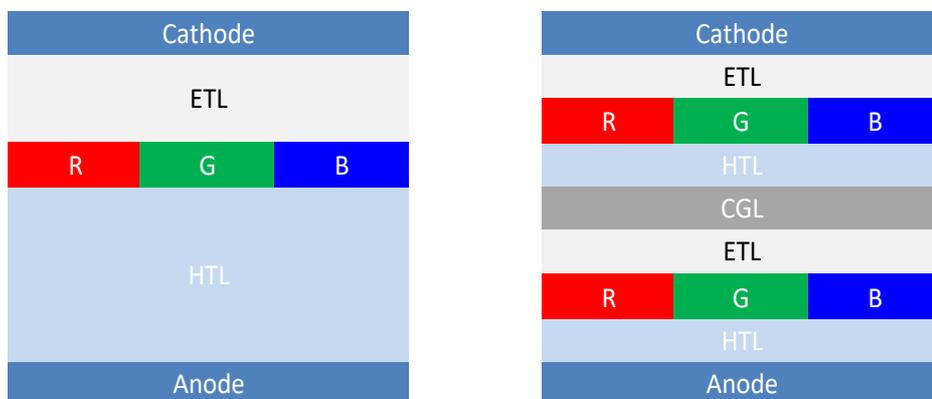
그림58 LG 디스플레이 OLED 부문 매출액과 Cost



자료: LG디스플레이, 이베스트투자증권 리서치센터

LG디스플레이의 자동차용 OLED는 2 Stack Tandem 구조이다. Single Stack보다 1.5~2배 발광 효율이 높고, 유기물 사용량이 비슷함에도 4배 더 긴 수명을 확보할 수 있다. 다만 전력 사용량이 증가할 수 있는데 이는 Oxide TFT를 사용하여 절감이 가능하다. 자동차용 OLED 판매 비중을 확대해야 하는 이유는 명확하다. TV용 OLED 대비 수익성이 높을 것이기 때문이다.

그림59 Single Stack vs 2 Stack Tandem 구조



자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

삼성디스플레이의 QD OLED 구조 역시 3 Stack Tandem 구조이다. 블루 형광을 발광 원으로 하기에 발광 효율을 높이고 재료의 수명을 확대하기 위한 필수적인 선택이었을 것이다. 퀀텀닷을 사용으로 발광 효율이 개선되고, 높은 색재현성을 확보할 수 있으므로 얼마나 높은 프리미엄을 받을 수 있을지가 관건이 될 것이다.

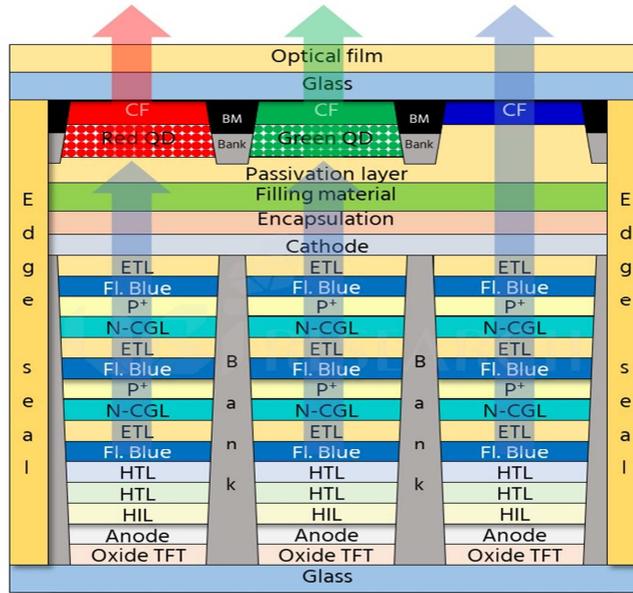
QD OLED TV 패널의 양산으로 삼성전자 VD 사업부는 OLED TV 시장의 경쟁을 시작하게 될 것인데, 초기 세트 가격은 경쟁제품 대비 높게 형성될 것이다. 2022년은 삼성디스플레이가 QD OLED 패널 수율을 얼마나 끌어올릴 수 있고, 삼성전자 VD 사업부가 얼마나 팔 것인지 전력적인 판단이 중요해지는 시기이다.

삼성전자 VD 사업부의 판매 목표가 공격적이지 않다면 이는 QD OLED TV 보다는 그 다음 차세대 기술인 QNED(Quantum dot nano-rod LED) TV를 더욱 집중한다는 의미일 것이다. QNED TV는 2023년 이후 양산 예정이므로 QNED TV의 기술적인 완성도가 높다면 굳이 2022년에 QD OLED TV 라인 증설을 서두를 이유가 없어진다.

반대로 2022년 QD OLED Capa를 증설한다면 QNED TV 개발이 지연되거나, 양산 수율 확보에 문제가 있거나, 제품 믹스 상 고가 라인업 형성에 신중해 졌다는 의미로 해석할 수 있으므로 OLED 소재 업체들에게는 성장 모멘텀으로 작용할 것이다.

참고로 삼성디스플레이의 QD OLED 생산 Capa는 8세대 클래스 투입 기준 월 3만장이며, 65인치 TV 패널을 양산한다고 가정할 경우 월 7만대(수율 90% 가정시), 연간 80만대 정도가 생산 가능하다. 55" TV와 32" 모니터를 혼용할 경우 생산 가능 대수는 증가한다. 반면 LG디스플레이는 OLED TV 사이즈를 40인치대로 확대해 2022년 연간 1천만대 판매한다는 계획을 수립하고 있다.

그림60 삼성디스플레이 QD OLED 구조



자료: 유비리서치, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 차세대 TV 기술 특성 비교

항목	QNED	OLED	Mini-LED LCD
색재현율	매우 좋음	좋음	매우 좋음
HDR	매우 좋음	좋음	좋음
휘도	매우 좋음	좋음	좋음
명암비	매우 좋음	매우 좋음	좋음
Motion Blur	매우 좋음	매우 좋음	좋음

자료: 유비리서치, 이베스트투자증권 리서치센터



# 기업분석

LG 디스플레이 (034220)	52
덕산네오룩스 (213420)	58
덕산테크피아 (317330)	63
이녹스첨단소재 (272290)	72

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
LG 디스플레이	Buy (신규)	24,000 원(신규)
덕산네오룩스	Buy (신규)	80,000 원(신규)
덕산테크피아	Buy (신규)	37,000 원(신규)

# LG디스플레이 (034220)

2021. 8. 30

디스플레이

Analyst 남대중, 장우람

02. 3779-8832 / 8685

djnam / urjang @ebestsec.co.kr

## OLED 경쟁력 회복

### 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 제시

LCD 업황의 Peak out 우려로 당분간 주가가 조정을 받을 것이나 그럼에도 불구하고 투자의견 Buy를 제시하는 이유는

- ① 현재 주가는 2022년 예상 실적 기준 PBR 0.5배로 과거 역사적 PBR 밴드 평균 0.6배를 하회하고 있고,
  - ② OLED 매출 비중이 3Q21부터 본격적으로 확대되면서 2022년 제품믹스 구조는 OLED 중심으로 전환될 것이며,
  - ③ 애플 등 주요 고객사의 주문량이 중장기적으로 증가할 것으로 예상하기 때문이다.
- 목표주가는 2022년 예상 BPS 37,650원에 과거 역사적 PBR 밴드 평균 0.6배를 적용하여 산출했다.

### 3Q21 OLED 흑자전환에 주목

LG디스플레이의 3Q21 실적은 매출액 7.8조원(+11%QoQ), 영업이익 7,530억원(+7%QoQ)으로 분기실적 개선추세를 유지할 것이다. PC 및 노트북용 LCD 패널가격 상승 추세는 3Q21에도 유지되어 LCD 부문의 이익은 유지될 것이며, OLED 부문은 애플 신규 아이폰용 패널 출하량이 확대되고, TV용 WOLED 패널 출하량도 증가하면서 흑자전환할 것으로 예상하기 때문이다. 2021년 매출액은 30.0조원(+24%YoY), 영업이익 2.6조원(흑자전환)으로 역사상 최대 실적을 기록할 것이다.

### 업종 평균 밸류에이션으로의 회복이 우선

LG디스플레이 주가는 글로벌 디스플레이 업종 대비 2016년까지 프리미엄을 받아 왔지만, 2017년부터는 오히려 할인을 받아오고 있다. 이는 OLED 패널을 생산하면서 적자가 지속되는 가운데 LCD 업황이 공급 과잉으로 전환되면서 재무구조 악화까지 동반되어 경쟁력에 대한 우려가 확대되었기 때문이다. 향후 LG디스플레이의 가장 중요한 투자 포인트는 글로벌 디스플레이 업체들과의 밸류에이션 차이를 어떻게 줄일 수 있는지가 될 것이다. 그렇게 하기 위해서는

- ① 3Q21부터 흑자 전환이 예상되는 OLED의 비중을 확대하고,
- ② 흑자 구조를 유지할 수 있도록 원가절감을 지속하며,
- ③ 고가의 OLED 패널 비중을 확대하는 제품믹스 개선이 뒤따라야 할 것이다.

## Buy (Initiate)

목표주가 24,000 원

현재주가 20,200 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI (8/27)		3,133.90 pt
시가총액		72,279 억원
발행주식수		357,816 천주
52 주 최고가 / 최저가		14,050/27,050 원
90 일 일평균거래대금		757 억원
외국인 지분율		17.2%
배당수익률(21.12E)		0.0%
BPS(21.12E)		35,743 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월	-7.2%
	6개월	-14.6%
	12개월	-0.7%
주주구성	LG 전자 (외 3인)	37.9%
	국민연금공단 (외 1인)	6.3%
	김중우 (외 1인)	0.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	23,476	-1,359	-3,344	-2,872	-7,908	적지	2,336	-2.1	6.8	0.5	-22.4
2020	24,230	-29	-595	-71	-250	적지	4,106	-74.3	4.0	0.6	-0.8
2021E	30,011	2,582	1,833	1,430	3,890	흑전	7,257	5.2	2.3	0.6	11.5
2022E	29,110	1,510	853	682	1,907	-51.0	5,981	10.6	2.7	0.5	5.2
2023E	30,565	1,603	946	757	2,116	11.0	6,212	9.5	2.5	0.5	5.5

자료: LG디스플레이, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

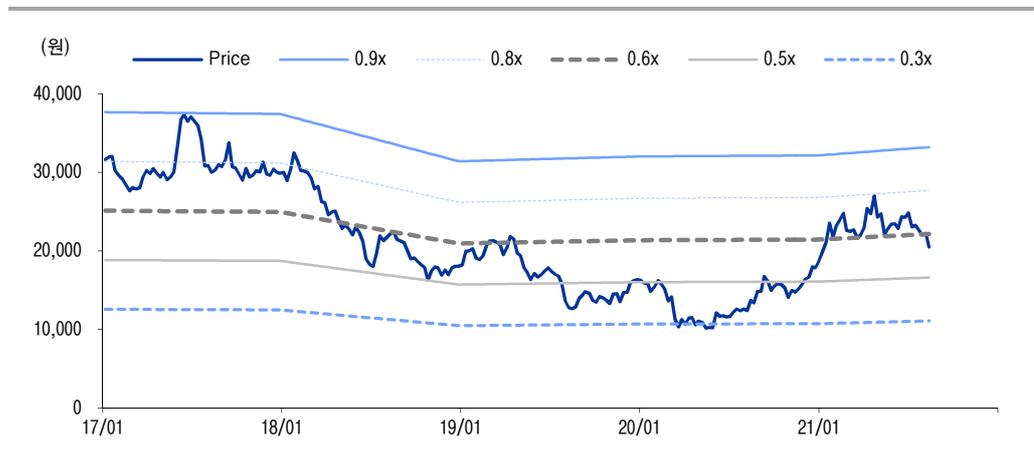
## 투자의견 Buy, 목표주가 24,000원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 24,000원을 제시하면 커버리지를 개시한다. LCD 업황의 Peak out 우려로 당분간 주가가 조정을 받을 것이나 그럼에도 불구하고 투자의견 Buy 를 제시하는 이유는

- ① 현재 주가는 2022년 예상 실적 기준 PBR 0.5배로 과거 역사적 PBR 밴드 평균 0.6배를 하회하고 있고,
- ② OLED 매출 비중이 3Q21부터 본격적으로 확대되면서 2022년 제품믹스 구조는 OLED 중심으로 전환될 것이며,
- ③ 애플 등 주요 고객사의 주문량이 중장기적으로 증가할 것으로 예상하기 때문이다.

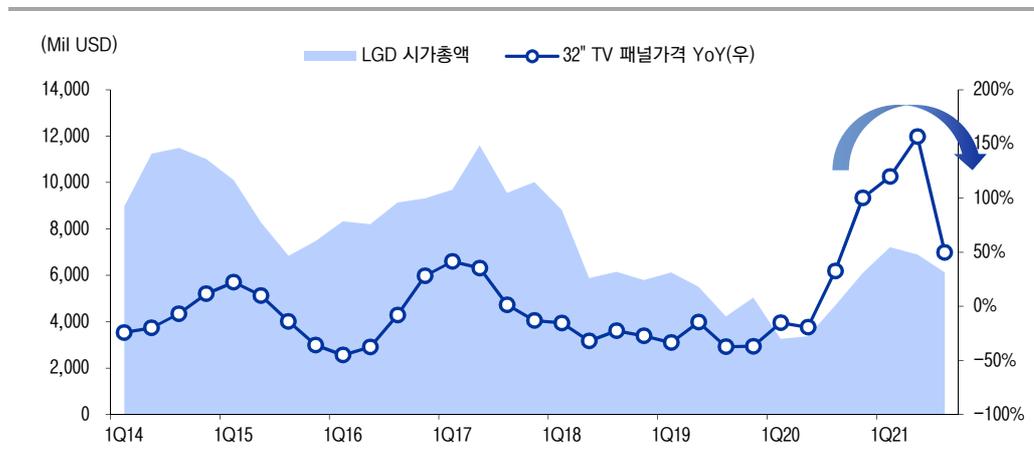
목표주가는 2022년 예상 BPS 37,650원에 과거 역사적 PBR 밴드 평균 0.6배를 적용하여 산출했다.

그림61 LG 디스플레이 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 TV 패널 가격과 LG 디스플레이 시가총액



자료: OMDIA, 이베스트투자증권 리서치센터

### 3Q21 OLED 흑자전환에 주목

LG디스플레이의 3Q21 실적은 매출액 7.8조원(+11%QoQ), 영업이익 7,530억원(+7%QoQ)으로 분기실적 개선추세를 유지할 것이다. TV 패널가격이 하락세로 전환했으나, PC 및 노트북용 LCD 패널가격 상승 추세는 3Q21에도 유지되면서 LCD 부분의 이익은 유지될 것이며, OLED 부문은 애플 신규 아이폰용 패널 출하량이 확대되고, TV용 WOLED 패널 출하량도 증가하면서 흑자전환할 것으로 예상하기 때문이다.

2021년 매출액은 30.0조원(+24%YoY), 영업이익 2.6조원(흑자전환)으로 역사상 최대 실적을 기록할 것이다. 그러나 4Q21 이후 LCD 패널가격 가격 하락에 따른 이익 감소로 2022년 실적은 매출액 29.1조원(-3%YoY), 영업이익 1.5조원(-42%YoY)으로 감소할 전망이다.

다만 2022년 애플 아이폰용 OLED 패널 공급업체로서의 영향력은 더욱 확대될 전망이다. 애플이 LTPO 채택량을 확대하기 위해서는 삼성디스플레이 이외 패널업체의 공급량 확대가 절대적으로 필요하기 때문이다. LG디스플레이는 애플 아이폰용 LTPO 패널 공급량이 확대되면 전체 제품 믹스가 개선되는 효과를 누릴 수 있을 것이다.

표12 LG 디스플레이 실적 전망 및 주요 가정치

구분		1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
출하면적(000㎡/Q)		8,500	8,900	9,350	8,992	8,738	8,895	9,476	9,899	30,700	35,741	37,008
	QoQ/YoY	-2%	5%	5%	-4%	-3%	2%	7%	4%	-20%	16%	4%
ASP (USD)		736	703	723	801	691	636	675	710	687	741	679
	QoQ/YoY	-7%	-4%	3%	11%	-14%	-8%	6%	5%	31%	8%	-8%
매출액 (십억원)		6,883	6,966	7,767	8,395	7,034	6,595	7,376	8,104	24,359	30,011	29,110
매출비중 (Application)	TV	32%	38%	35%	29%	32%	34%	30%	28%	28%	33%	31%
	IT	40%	39%	41%	34%	35%	37%	35%	30%	44%	39%	34%
	Mobile	28%	23%	24%	37%	33%	29%	35%	41%	29%	28%	35%
		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
매출비중 (Tech.)	LCD	63%	62%	57%	46%	43%	45%	41%	38%	70%	57%	42%
	OLED	37%	38%	43%	54%	57%	55%	59%	62%	29%	44%	58%
		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	99%	101%	100%
영업이익 (십억원)	LCD	646	748	695	453	255	255	216	142	917	2,541	868
	OLED	-123	-45	59	152	108	115	162	257	-946	42	641
		524	701	753	604	363	369	378	399	-29	2,582	1,510
영업이익률	LCD	15%	17%	16%	12%	8%	9%	7%	5%	5%	15%	7%
	OLED	-5%	-2%	2%	3%	3%	3%	4%	5%	-13%	0%	4%
		8%	10%	10%	7%	5%	6%	5%	5%	0%	9%	5%
영업이익 기여도	LCD	123%	107%	92%	75%	70%	69%	57%	36%	3136%	98%	58%
	OLED	-23%	-7%	8%	25%	30%	31%	43%	64%	-3036%	2%	42%

자료: LG디스플레이, 이베스트투자증권 리서치센터

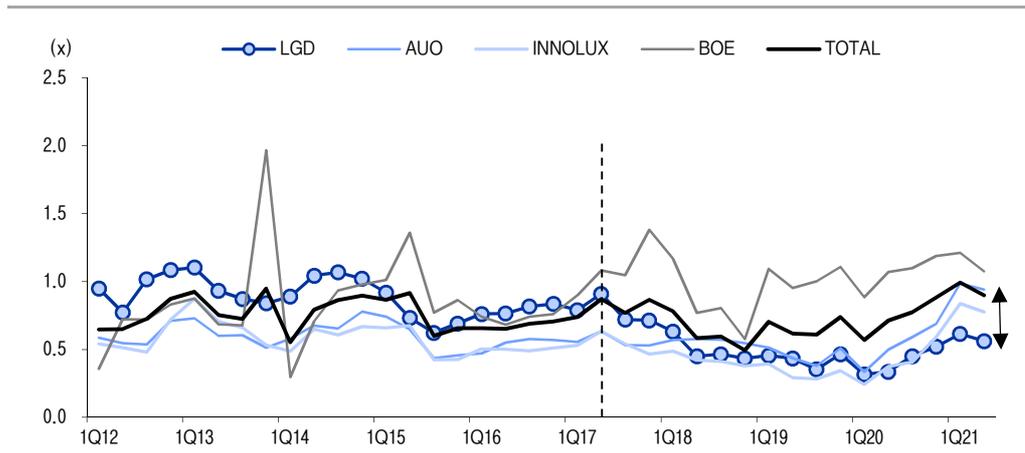
### 업종 평균 밸류에이션으로의 회복이 우선

LG디스플레이 주가는 글로벌 디스플레이 업종 대비 2016년까지 프리미엄을 받아 왔지만, 2017년부터는 오히려 할인을 받아오고 있다. 이는 OLED 패널을 생산하면서 적자가 지속되는 가운데 LCD 업황이 공급 과잉으로 전환되면서 재무구조 악화까지 동반되어 경쟁력에 대한 우려가 확대되었기 때문이다.

향후 LG디스플레이의 가장 중요한 투자 포인트는 글로벌 디스플레이 업체들과의 밸류에이션 차이를 어떻게 줄일 수 있는냐가 될 것이다. 가장 우선시되어야 할 것이 장기적이고 안정적으로 ROE 10%를 달성할 수 있는냐가 핵심 과제가 될 것이며, 그렇게 하기 위해서는

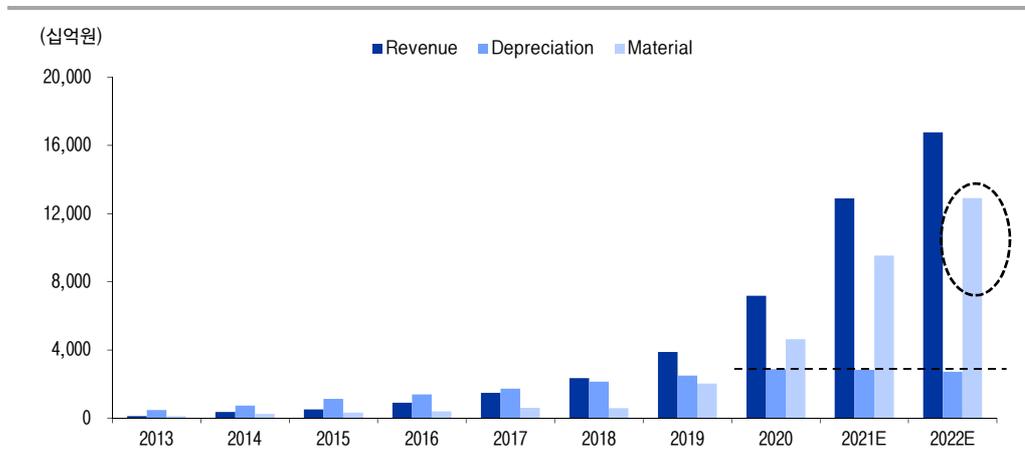
- ① 3Q21부터 흑자 전환이 예상되는 OLED의 비중을 확대하고,
- ② 흑자 구조를 유지할 수 있도록 원가절감을 지속하며,
- ③ 고가의 OLED 패널 비중을 확대하는 제품믹스 개선이 뒤따라야 할 것이다.

그림63 주요 업체별 PBR 추이



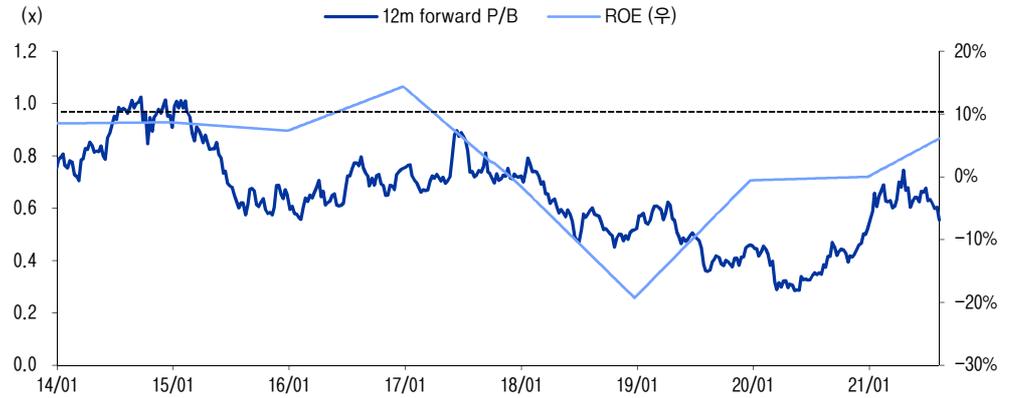
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 LG 디스플레이 OLED 부문 매출액과 Cost



자료: LG디스플레이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 LG 디스플레이 PBR 과 ROE 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## LG디스플레이 (034220)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	10,248	11,099	13,742	14,455	15,053
현금 및 현금성자산	3,336	4,218	4,899	5,308	5,908
매출채권 및 기타채권	3,618	3,658	4,855	4,922	4,909
재고자산	2,051	2,171	2,459	2,634	2,580
기타유동자산	1,243	1,053	1,529	1,591	1,656
<b>비유동자산</b>	25,326	23,972	24,210	24,349	24,419
관계기업투자등	110	115	115	119	124
유형자산	22,088	20,147	20,095	20,048	19,978
무형자산	873	1,020	1,259	1,329	1,349
<b>자산총계</b>	<b>35,575</b>	<b>35,072</b>	<b>37,952</b>	<b>38,804</b>	<b>39,473</b>
<b>유동부채</b>	10,985	11,007	11,409	11,561	11,454
매입채무 및 기타채무	7,015	6,561	7,413	7,501	7,346
단기금융부채	1,977	3,195	2,782	2,798	2,794
기타유동부채	1,993	1,251	1,213	1,263	1,314
<b>비유동부채</b>	12,101	11,328	12,336	12,354	12,373
장기금융부채	11,613	11,125	11,890	11,890	11,890
기타비유동부채	488	203	446	464	483
<b>부채총계</b>	<b>23,086</b>	<b>22,335</b>	<b>23,745</b>	<b>23,915</b>	<b>23,827</b>
<b>지배주주지분</b>	11,340	11,401	12,789	13,472	14,229
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	7,503	7,524	8,913	9,595	10,352
<b>비지배주주지분(연결)</b>	1,148	1,336	1,417	1,417	1,417
<b>자본총계</b>	<b>12,488</b>	<b>12,737</b>	<b>14,206</b>	<b>14,889</b>	<b>15,646</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>2,707</b>	<b>2,287</b>	<b>6,134</b>	<b>5,020</b>	<b>5,300</b>
당기순이익(손실)	-2,872	-71	1,430	682	757
비현금수익비용가감	5,797	4,469	4,916	4,484	4,623
유형자산감가상각비	3,269	3,727	4,338	4,047	4,141
무형자산상각비	426	408	338	424	469
기타현금수익비용	61	3	241	13	14
영업활동 자산부채변동	404	-1,477	-836	-147	-80
매출채권 감소(증가)	-1,007	-936	-1,049	-67	12
재고자산 감소(증가)	632	-128	74	-175	54
매입채무 증가(감소)	-395	1,387	485	87	-154
기타자산, 부채변동	1,174	-1,800	-346	8	8
<b>투자활동 현금</b>	<b>-6,755</b>	<b>-2,319</b>	<b>-3,565</b>	<b>-4,626</b>	<b>-4,696</b>
유형자산처분(취득)	-6,592	-2,157	-3,700	-4,000	-4,070
무형자산 감소(증가)	-539	-336	-535	-494	-489
투자자산 감소(증가)	18	17	-18	-20	-21
기타투자활동	357	157	688	-111	-116
<b>재무활동 현금</b>	<b>4,988</b>	<b>932</b>	<b>216</b>	<b>15</b>	<b>-4</b>
차입금의 증가(감소)	4,718	771	-14	15	-4
자본의 증가(감소)	-7	-12	0	0	0
배당금의 지급	7	12	0	0	0
기타재무활동	276	173	230	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>971</b>	<b>882</b>	<b>681</b>	<b>409</b>	<b>600</b>
기초현금	2,365	3,336	4,218	4,899	5,308
기말현금	3,336	4,218	4,899	5,308	5,908

자료: LG디스플레이, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>23,476</b>	<b>24,230</b>	<b>30,011</b>	<b>29,110</b>	<b>30,565</b>
매출원가	21,607	21,588	24,355	24,689	25,941
<b>매출총이익</b>	<b>1,868</b>	<b>2,643</b>	<b>5,656</b>	<b>4,421</b>	<b>4,624</b>
판매비 및 관리비	3,228	2,672	3,074	2,911	3,022
<b>영업이익</b>	<b>-1,359</b>	<b>-29</b>	<b>2,582</b>	<b>1,510</b>	<b>1,603</b>
(EBITDA)	2,336	4,106	7,257	5,981	6,212
금융손익	-199	-201	-468	-380	-376
이자비용	173	370	460	468	468
관계기업등 투자손익	12	-60	5	5	5
기타영업외손익	-1,798	-305	-286	-282	-285
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-3,344</b>	<b>-595</b>	<b>1,833</b>	<b>853</b>	<b>946</b>
계속사업법인세비용	-472	-524	403	171	189
계속사업이익	-2,872	-71	1,430	682	757
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-2,872</b>	<b>-71</b>	<b>1,430</b>	<b>682</b>	<b>757</b>
지배주주	-2,830	-89	1,392	682	757
<b>총포괄이익</b>	<b>-2,774</b>	<b>-31</b>	<b>1,430</b>	<b>682</b>	<b>757</b>
매출총이익률 (%)	8.0	10.9	18.8	15.2	15.1
영업이익률 (%)	-5.8	-0.1	8.6	5.2	5.2
EBITDA 마진률 (%)	9.9	16.9	24.2	20.5	20.3
당기순이익률 (%)	-12.2	-0.3	4.8	2.3	2.5
ROA (%)	-8.2	-0.3	3.8	1.8	1.9
ROE (%)	-22.4	-0.8	11.5	5.2	5.5
ROIC (%)	-4.5	-0.1	8.8	5.1	5.4

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	-2.1	-74.3	5.2	10.6	9.5
P/B	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.8	4.0	2.3	2.7	2.5
P/CF	2.0	1.5	1.1	1.4	1.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-3.5	3.2	23.9	-3.0	5.0
영업이익	적전	적지	흑전	-41.5	6.1
세전이익	적지	적지	흑전	-53.5	11.0
당기순이익	적지	적지	흑전	-52.3	11.0
EPS	적지	적지	흑전	-51.0	11.0
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	184.9	175.4	167.1	160.6	152.3
유동비율	93.3	100.8	120.4	125.0	131.4
순차입금/자기자본(x)	81.0	78.4	65.3	59.5	52.6
영업이익/금융비용(x)	-7.9	-0.1	5.6	3.2	3.4
총차입금 (십억원)	13,590	14,320	14,672	14,687	14,683
순차입금 (십억원)	10,114	9,979	9,272	8,858	8,232
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-7,908	-250	3,890	1,907	2,116
BPS	31,694	31,863	35,743	37,650	39,766
CFPS	8,173	12,291	17,734	14,440	15,037
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 덕산네오룩스(213420)

## OLED의 시대

2021. 8. 30

디스플레이

Analyst 남대중, 장우람

02. 3779-8832 / 8685

djnam / urjang @ebestsec.co.kr

### 확장되고 있는 수요처

삼성디스플레이는 OLED 패널 생산 Application을 스마트폰 중심에서 노트북, TV 등으로 확대시키고 있다. 삼성디스플레이의 주요 고객인 애플은 아이폰의 OLED 패널 채택 비중을 확대시키고 있으며, 2022년부터는 아이패드에도 OLED를 채택할 예정이다. BOE, CSOT와 같은 중국 패널업체들도 스마트폰용 OLED 패널 출하를 확대하고 있다. 덕산네오룩스의 주요 고객사의 OLED용 패널 출하면적은 2021년 +28%YoY 증가했으며, 2022년에도 +16%YoY 증가할 것으로 예상된다.

### 2022년에도 고성장 지속

3Q21 실적은 매출액 519억원(+20%QoQ), 영업이익 148억원(+45%QoQ)로 분기 실적 개선 추세를 이어갈 것이다. 3Q21에는 삼성디스플레이의 애플 아이폰용 패널 출하가 증가하기 때문에 덕산네오룩스의 출하도 확대될 것이며, 4Q21는 QD OLED 신규 양산이 예정되어 있어 HTL을 중심으로한 소재의 주문이 확대될 전망이다. 연간 실적은 2021년 매출액 1,902억원, 영업이익 515억원에서 2022년 매출액 2,358억원, 영업이익 657억원으로 전년 대비 각각 24%, 28% 증가할 것으로 예상된다. 주요 고객사의 출하면적 증가율 대비 실적 개선폭이 큰 이유는 덕산네오룩스의 신제품 매출 확대와 고객사 신제품 출시에 따른 수요 증가를 예상하기 때문이다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022년 예상 EPS 2,500원에 과거 역사적 PER 고점 32.0배를 적용한 것이다. 덕산네오룩스의 주가는 연초이후 91% 상승했고, 현 주가는 12개월 FWD 실적 기준 PER 27.9배, PBR 4.3배로 밸류에이션 메리트는 높지 않으며, 디스플레이 업황이 Peak out 할 것이라는 우려가 부각되고 있어 차익 실현에 따른 주가 조정이 나타날 수 있다. 그럼에도 불구하고 투자의견 Buy를 제시하는 이유는 OLED 관련 산업은 전방 업체들의 투자 확대가 지속될 것이고, 수요 Application이 스마트폰 중심에서 TV, 모바일 PC 등으로 다변화되고 있으며, 디스플레이 업황 내에서 OLED 산업은 그 성장성이 2022년에도 돋보일 것으로 예상하기 때문이다.

**Buy (Initiate)**

목표주가 **80,000 원**

현재주가 **67,900 원**

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI (8/27)		3,133.90 pt
시가총액		16,303 억원
발행주식수		24,010 천주
52 주 최고가 / 최저가		28,250/70,500 원
90 일 일평균거래대금		153 억원
외국인 지분율		17.5%
배당수익률(21.12E)		0.0%
BPS(21.12E)		10,046 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	17.9%
	6 개월	48.5%
	12 개월	89.1%
주주구성	이준호 (외 10 인)	57.1%
	국민연금공단 (외 1 인)	5.0%
	자사주 (외 1 인)	0.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	98	21	21	19	798	1.8	25	33.0	24.0	3.9	12.7
2020	144	40	38	33	1,389	74.1	45	25.1	17.5	4.3	18.9
2021E	190	52	55	48	2,019	45.3	58	33.6	27.4	6.8	22.3
2022E	236	66	68	60	2,500	23.9	73	27.2	21.2	5.4	22.1
2023E	238	68	71	62	2,594	3.7	77	26.2	19.7	4.5	18.7

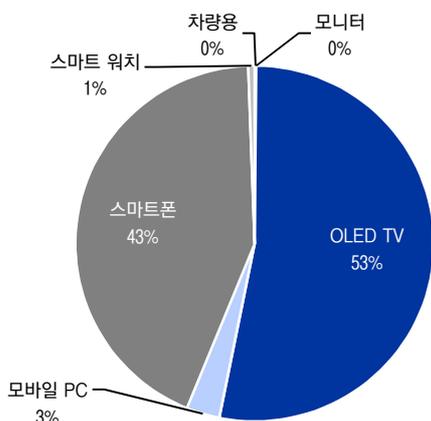
자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

### 확장되고 있는 수요처

삼성디스플레이는 OLED 패널 생산 Application을 스마트폰 중심에서 노트북, TV 등으로 확대시키고 있다. 4Q21 삼성디스플레이는 QD OLED TV 양산을 계획하고 있으므로 덕산네오룩스 입장에서는 기존 모바일용 패널 중심에서 대형 TV 패널까지 공급 가능 Application이 확장되면서 3Q21부터 매출이 한 단계 레벨업될 수 있다. 기존 6인치 모바일 패널에 비해 65인치 TV 패널의 면적은 100배 이상 증가하기 때문이다.

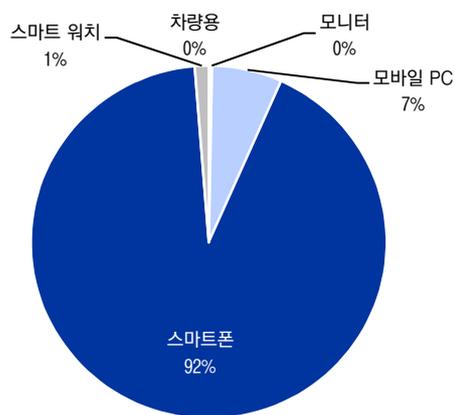
삼성디스플레이의 주요 고객인 애플은 아이폰의 OLED 패널 채택 비중을 확대시키고 있으며, 2022년부터는 아이패드에도 OLED를 채택할 예정이다. BOE, CSOT와 같은 중국 패널업체들도 스마트폰용 OLED 패널 출하를 확대하고 있다. 덕산네오룩스 주요 고객사의 OLED용 패널 출하면적은 2021년 +28%YoY 증가했으며, 2022년에도 +16%YoY 증가할 것으로 예상된다.

그림66 OLED Application 별 비중



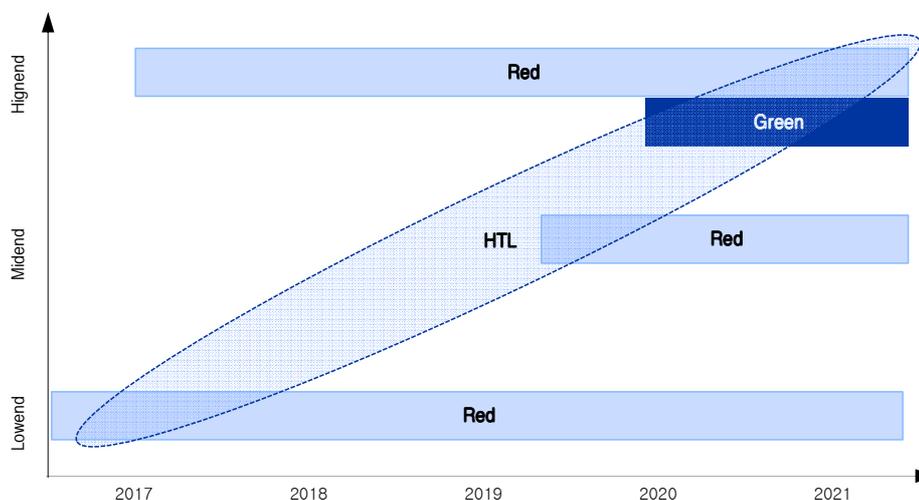
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 중소형 OLED Application 별 비중(OLED TV 제외)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 덕산네오룩스 OLED 소재 공급 이력



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 2022년에도 고성장 지속

3Q21 실적은 매출액 519억원(+20%QoQ), 영업이익 148억원(+45%QoQ)로 분기 실적 개선 추세를 이어갈 것이다. 3Q21에는 삼성디스플레이의 애플 아이폰용 패널 출하가 증가하기 때문에 덕산네오룩스의 출하도 확대될 것이며, 4Q21는 QD OLED 신규 양산이 예정되어 있어 HTL을 중심으로 소재의 주문이 확대될 전망이다. QD OLED 관련 기존 공급 이외 발광층 소재의 신규 매출이 발생한다면 또다른 성장 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

연간 실적은 2021년 매출액 1,902억원, 영업이익 515억원에서 2022년 매출액 2,358억원, 영업이익 657억원으로 전년 대비 각각 24%, 28% 증가할 것으로 예상된다. 주요 고객사의 출하면적 증가율 대비 실적 개선폭이 큰 이유는 덕산네오룩스의 신제품 매출 확대와 고객사 신제품 출시에 따른 수요 증가를 예상하기 때문이다.

표13 분기별 실적 전망 및 가정치

구분		1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E
주요 고객사	SDC	1,878	1,809	2,179	2,010	1,886	1,939	2,440	2,305	7,875	8,570
	OLED 패널	BOE	522	531	539	591	651	678	721	754	2,184
출하면적 (000m2/Q)	CSOT	66	90	114	162	188	215	219	223	431	844
	합계	2,467	2,429	2,832	2,763	2,725	2,832	3,380	3,282	10,490	12,219
출하면적	SDC	-10%	-4%	20%	-8%	-6%	3%	26%	-6%	25%	9%
증가율	BOE	2%	2%	2%	10%	10%	4%	6%	5%	27%	28%
	CSOT	2%	35%	27%	42%	16%	14%	2%	2%	129%	96%
	합계	-8%	-2%	17%	-2%	-1%	4%	19%	-3%	28%	16%
매출액 (십억원)	SDC	29.7	29.5	37.5	35.7	33.8	35.0	44.0	42.2	132.4	155.1
	해외	13.0	13.7	14.5	16.7	18.6	19.8	20.8	21.6	57.9	80.7
	합계	42.7	43.3	51.9	52.3	52.3	54.8	64.8	63.8	190.2	235.8
매출 비중	SDC	70%	68%	72%	68%	65%	64%	68%	66%	70%	66%
	해외	30%	32%	28%	32%	35%	36%	32%	34%	30%	34%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QoQ / YoY	SDC	-8%	0%	27%	-5%	-5%	4%	26%	-4%	28%	17%
	해외	17%	5%	5%	15%	11%	6%	5%	4%	42%	40%
	합계	-2%	1%	20%	1%	0%	5%	18%	-1%	32%	24%
영업이익		11.6	10.2	14.8	15.0	14.7	14.0	18.7	18.3	51.5	65.7
QoQ / YoY		-19%	-12%	45%	1%	-2%	-5%	33%	-2%	29%	28%
영업이익률		27%	24%	29%	29%	28%	26%	29%	29%	27%	28%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022년 예상 EPS 2,500원에 과거 역사적 PER 고점 32.0배를 적용한 것이다. 덕산네오룩스의 주가는 연초이후 91% 상승했고, 현 주가는 12개월 FWD 실적 기준 PER 27.9배, PBR 4.3배로 밸류에이션 메리트는 높지 않다. 또한 디스플레이 업황이 Peak out 할 것이라는 우려가 부각되고 있어 차익 실현에 따른 주가 조정이 나타날 수 있다.

그럼에도 불구하고 투자의견 Buy를 제시하는 이유는

- ① OLED 관련 산업은 전방 업체들의 투자 확대가 지속될 것이고,
- ② 수요 Application이 스마트폰 중심에서 TV, 모바일 PC 등으로 다변화되고 있으며,
- ③ 디스플레이 업황 내에서 OLED 산업은 그 성장성이 2022년에도 돋보일 것으로 예상하기 때문이다. 장기 성장성이 뛰어나기 때문에 주가가 조정받더라도 빠르게 회복될 가능성이 높을 것으로 예상된다.

그림69 12M FWD PER 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 PER 밸류에이션과 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 12M FWD PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 PBR 밸류에이션과 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 덕산네오룩스 (213420)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	78	91	118	164	210
현금 및 현금성자산	39	51	54	85	131
매출채권 및 기타채권	11	12	22	27	27
재고자산	23	26	41	50	51
기타유동자산	6	2	2	2	2
<b>비유동자산</b>	103	130	155	172	189
관계기업투자등	0	0	2	2	2
유형자산	54	72	87	104	120
무형자산	31	37	36	35	35
<b>자산총계</b>	<b>181</b>	<b>221</b>	<b>273</b>	<b>336</b>	<b>399</b>
<b>유동부채</b>	16	20	22	24	25
매입채무 및 기타채무	8	12	11	13	13
단기금융부채	1	1	5	5	5
기타유동부채	7	7	6	6	6
<b>비유동부채</b>	5	8	10	11	11
장기금융부채	0	0	3	3	3
기타비유동부채	5	8	8	8	9
<b>부채총계</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>32</b>	<b>35</b>	<b>36</b>
<b>지배주주지분</b>	160	193	241	301	363
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94	94
이익잉여금	61	94	142	202	265
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>160</b>	<b>193</b>	<b>241</b>	<b>301</b>	<b>363</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	21	44	33	55	69
당기순이익(손실)	19	33	48	60	62
비현금수익비용가감	8	15	9	6	8
유형자산감가상각비	4	4	6	7	8
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타현금수익비용	1	3	3	-1	-1
영업활동 자산부채변동	-5	-3	-22	-11	0
매출채권 감소(증가)	-3	-1	-10	-5	0
재고자산 감소(증가)	0	-3	-15	-9	-1
매입채무 증가(감소)	-1	4	3	2	0
기타자산, 부채변동	-1	-3	-1	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-21</b>	<b>-28</b>	<b>-29</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>
유형자산처분(취득)	-13	-23	-19	-24	-24
무형자산 감소(증가)	0	-2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-5	0	1	1	1
기타투자활동	-3	-2	-11	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	1	-1	-2	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>31</b>	<b>45</b>
기초현금	38	39	51	54	85
기말현금	39	51	54	85	131

자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>98</b>	<b>144</b>	<b>190</b>	<b>236</b>	<b>238</b>
매출원가	65	91	122	148	148
<b>매출총이익</b>	<b>33</b>	<b>54</b>	<b>68</b>	<b>87</b>	<b>90</b>
판매비 및 관리비	13	14	17	22	22
<b>영업이익</b>	<b>21</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>66</b>	<b>68</b>
(EBITDA)	25	45	58	73	77
금융손익	1	-3	3	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	1	1	1
기타영업외손익	-1	1	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>21</b>	<b>38</b>	<b>55</b>	<b>68</b>	<b>71</b>
계속사업법인세비용	2	4	7	8	8
계속사업이익	19	33	48	60	62
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>60</b>	<b>62</b>
지배주주	19	33	48	60	62
<b>총포괄이익</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>60</b>	<b>62</b>
매출총이익률 (%)	34.0	37.2	36.0	37.0	37.9
영업이익률 (%)	21.2	27.8	27.1	27.9	28.6
EBITDA 마진률 (%)	25.3	31.3	30.4	31.0	32.2
당기순이익률 (%)	19.6	23.1	25.5	25.5	26.1
ROA (%)	11.2	16.6	19.6	19.7	16.9
ROE (%)	12.7	18.9	22.3	22.1	18.7
ROIC (%)	16.9	26.7	26.8	27.9	26.2

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	33.0	25.1	33.6	27.2	26.2
P/B	3.9	4.3	6.8	5.4	4.5
EV/EBITDA	24.0	17.5	27.4	21.2	19.7
P/CF	23.0	17.4	28.2	24.5	23.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.9	47.3	32.0	23.9	1.0
영업이익	2.2	93.2	28.4	27.6	3.8
세전이익	-1.7	81.7	46.5	22.9	3.7
당기순이익	1.8	74.1	45.3	23.9	3.7
EPS	1.8	74.1	45.3	23.9	3.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	13.4	14.6	13.3	11.6	9.8
유동비율	488.1	457.3	548.8	677.9	856.1
순차입금/자기자본(x)	-23.6	-25.7	-19.1	-25.7	-33.8
영업이익/금융비용(x)	899.0	2,124.9	2,702.5	3,474.3	3,606.6
총차입금 (십억원)	1	1	8	8	8
순차입금 (십억원)	-38	-50	-46	-78	-123
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	798	1,389	2,019	2,500	2,594
BPS	6,662	8,028	10,046	12,546	15,139
CFPS	1,145	2,001	2,408	2,767	2,907
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

# 덕산테크피아(317330)

2021. 8. 30

디스플레이

Analyst 남대중, 장우람

02. 3779-8832 / 8685

djnam / urjang @ebestsec.co.kr

## 본격적인 성장기 진입

### 경쟁력을 지닌 소재업체

덕산테크피아는 OLED 소재 중간체 및 반도체 프리커서를 주력으로 생산한다. OLED 중간체는 대부분 덕산네오룩스 향으로 OLED 관련 소재의 원재료로 사용되며, 반도체 프리커서는 삼성전자 NAND형 HCDS가 핵심으로 점유율 측면에서 과점적 지위를 확보하고 있다. 당사는 유기소재 및 무기소재 합성, 정제 경쟁력을 보유하고 있으며, 이를 바탕으로 반도체 프리커서 라인업 확대 및 이차전지 전해액 첨가제 공급으로 사업 영역을 확장해 나가고 있다.

### OLED 수요처 확대와 신규 아이템 출시가 성장 모멘텀

연간 실적은 2021년 매출액 1,192억원(+52%YoY), 영업이익 260억원(+84%YoY)에서 2022년 매출액 1,496억원(+25%YoY), 영업이익 350억원(+35%YoY)로 고속 성장세를 이어갈 전망이다. 주요 이유는 다음과 같다.

- ① OLED 사업부는 애플을 비롯한 세트업체들의 OLED 채용 확대 등 우호적인 환경이 지속될 것이다. 삼성전자는 노트북에 OLED를 채택하기 시작했고, 4Q21부터 QD OLED TV를 양산할 것이며, 중화권 패널 업체도 모바일용 OLED 패널 양산 확대하기 때문에 관련 소재 사용량이 급격히 증가할 것이다.
- ② 반도체 사업부는 고객사의 지속적인 NAND Tech Migration과 Capa 증설로 HCDS 매출이 확대될 것이며, DRAM향 Low-K, High-K 소재 신규 진입이 예상된다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 37,000원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022년 예상 EPS 1,702원에 Target PER 21.8배를 적용하여 산출했다. 현 주가는 12M FWD PER 19.2배로 2020년 1월 이후 역사적 PER 평균 15.5배를 상회하고 있어 밸류에이션 메리트가 높지 않다. 그럼에도 불구하고 투자의견 Buy를 제시하는 이유는 기존 OLED 사업의 안정적인 성장 위에 반도체 및 2차 전지 사업부의 성장이 본격화되고 있어 2022년 Peer Group 대비 매출액, EPS 성장률이 돋보일 것으로 예상하기 때문이다.

## Buy (Initiate)

목표주가 37,000 원

현재주가 28,550 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI (8/27)	3,133.90 pt
시가총액	5,247 억원
발행주식수	18,377 천주
52 주 최고가 / 최저가	14,850/32,500 원
90 일 일평균거래대금	106 억원
외국인 지분율	4.5%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	9,784 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 18.5%
	6개월 43.2%
	12개월 54.7%
주주구성	덕산산업 (외 2인) 51.9%
	덕산테크피아우리사주 1.0%
	자사주 (외 1인) 0.4%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2019	62	13	13	11	606	n/a	19	31.6	16.3	2.4	10.8
2020	78	14	14	13	696	15.0	22	25.6	13.4	2.1	8.4
2021E	119	26	28	23	1,291	85.4	36	22.1	13.6	2.9	14.0
2022E	150	35	37	31	1,702	31.8	46	16.8	10.1	2.5	15.9
2023E	196	50	52	44	2,395	40.7	62	11.9	7.1	2.1	18.8

자료: 덕산테크피아, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

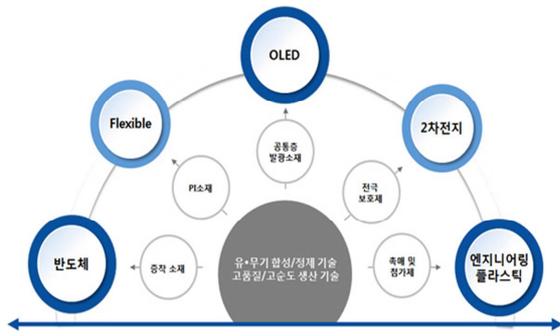
## 경쟁력을 지닌 소재 업체

덕산테크피아는 OLED 소재 중간체 및 반도체 프리커서를 주력으로 생산한다. OLED 중간체는 대부분 덕산네오룩스 향으로 OLED 관련 소재의 원재료로 사용되며, 반도체 프리커서는 삼성전자 NAND형 HCDS가 핵심으로 점유율 측면에서 과점적 지위를 확보하고 있다. 동사는 유기소재 및 무기소재 합성, 정제의 경쟁력을 보유하고 있으며, 이를 바탕으로 반도체 프리커서 라인업 확대 및 이차전지 전해액 첨가제 공급으로 사업 영역을 확장해 나가고 있다.

동사는 유기물 합성, 정제 기술 경쟁력을 보유하고 있다. 사업 부문은 OLED 유기물 및 화학 촉매 첨가제를 생산하는 FC(Fine Chemical)사업부, 반도체 프리커서를 생산하는 반도체 사업부로 구분된다. 2020년 기준 매출 비중은 FC사업부 63%, 반도체 사업부 37%이다.

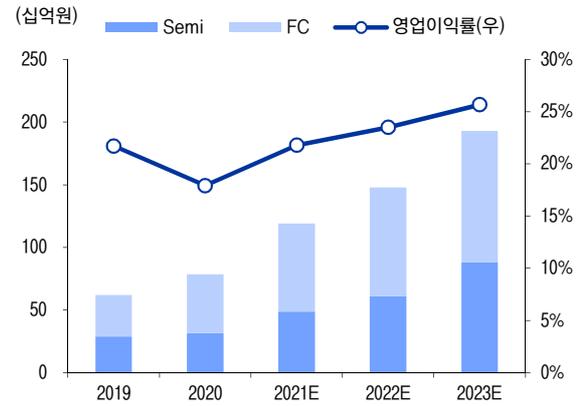
2021년은 동사의 기술 경쟁력이 실적으로 이어지는 원년이다. 안정적인 OLED 소재 매출을 기반으로 반도체 프리커서의 매출 확대가 시작되었다. 2H21에는 이차전지 전해질 첨가제 매출 발생되기 시작했으며, 이 외에 PI(Polyimide)도 사업화를 추진하고 있다. 반도체/디스플레이 소재 업체로서 기존 제품에 대한 경쟁력을 유지하는 가운데 관련 제품으로의 품목 다변화가 시작되고 있다.

그림73 주요 사업 부문



자료: 덕산테크피아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림74 매출액 및 영업이익률 추이



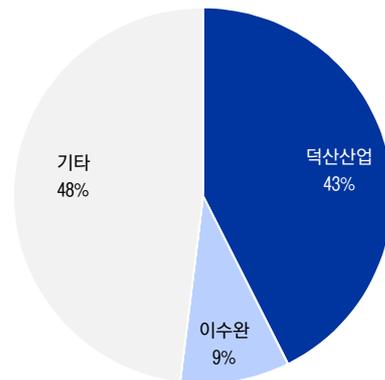
자료: 덕산테크피아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 주요 연혁

시기	주요연혁
2006.03	덕산테크피아 설립
2009.03	HCDS 삼성전자 공급
2013.10	HCDS 삼성전자 Xian 공급
2014.03	OLED 합성공장 완공
2016.11	덕산 UMT 흡수합병
2018.11	프리커서 공장 증축
2019.08	코스닥 상장
2020.09	(주)세븐킹에너지 지분취득

자료: 덕산테크피아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 주요 주주 현황



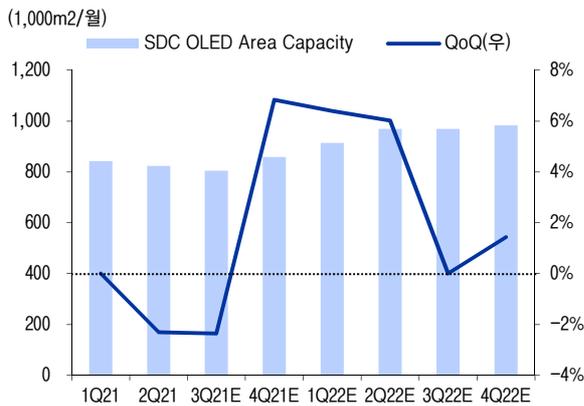
자료: 덕산테크피아, 이베스트투자증권 리서치센터

## OLED 수요처 확대와 신규 아이템 출시가 성장 모멘텀

연간 실적은 2021년 매출액 1,192억원(+52%YoY), 영업이익 260억원(+84%YoY)에서 2022년 매출액 1,496억원(+25%YoY), 영업이익 350억원(+35%YoY)으로 고속 성장세를 이어갈 전망이다. 주요 이유는 다음과 같다.

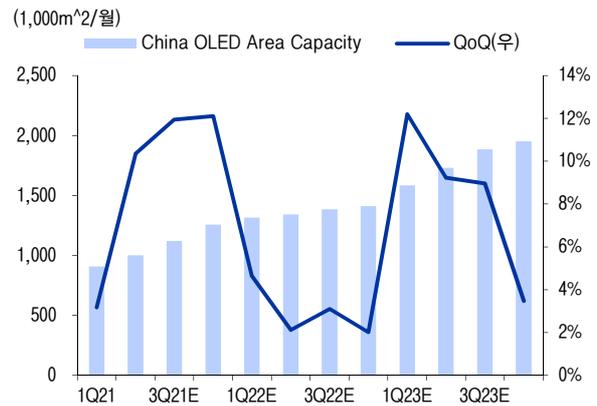
첫째, OLED 사업부는 애플을 비롯한 세트업체들의 OLED 채용 확대 등 우호적인 환경이 지속될 것이다. 삼성디스플레이의 주요 고객사인 애플은 2022년 하반기부터 아이패드 등에 OLED 패널을 채택할 예정이며, 삼성전자는 노트북에 OLED를 채택하기 시작했고, 4Q21부터 QD OLED TV를 양산할 것이다. 중화권 패널 업체도 모바일용 OLED 패널 양산 확대하기 때문에 관련 소재 사용량이 급격히 증가할 것이다. 참고로 QD OLED 라인의 경우 8세대로 기존 6.5세대 중소형 OLED 라인 면적 대비 약 4배 크기에 해당한다.

그림77 삼성디스플레이 OLED 출하 면적 전망



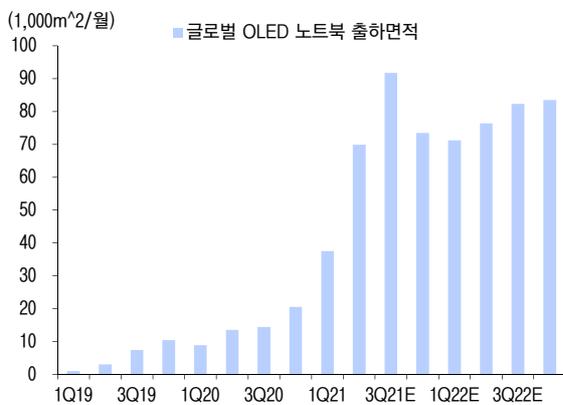
자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 중화 패널업체 OLED 출하 전망



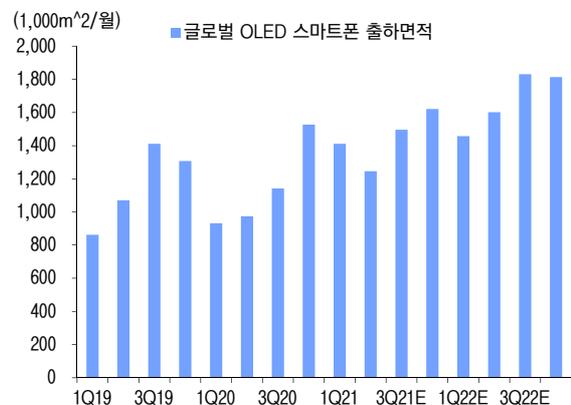
자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 OLED 노트북 출하면적



자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 OLED 스마트폰 출하면적



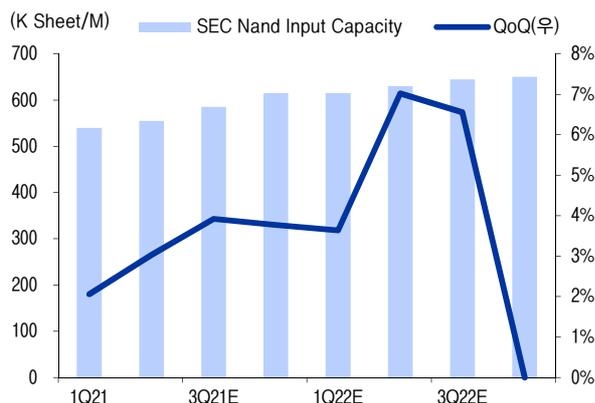
자료: 업계, 이베스트투자증권 리서치센터

둘째, 반도체 사업부는 고객사의 지속적인 NAND Tech Migration과 Capa 증설로 HCDS 매출이 확대될 것이며, DRAM향 프리커서의 신규 진입 또는 확대가 예상되어 새로운 성장 동력으로 자리잡을 것이다.

삼성전자는 2021년 NAND 출하량은 시장 예상보다 빠르게 확대하고 있다(2021년 시장 출하증가율 +40%YoY vs. 삼성전자 출하증가율 +47%YoY). 이러한 추세는 2022년에도 지속될 전망이며, 해당 소재에 과점적 지위를 확보하고 있는 덕산테크피아는 안정적인 실적 성장을 기록할 것이다.

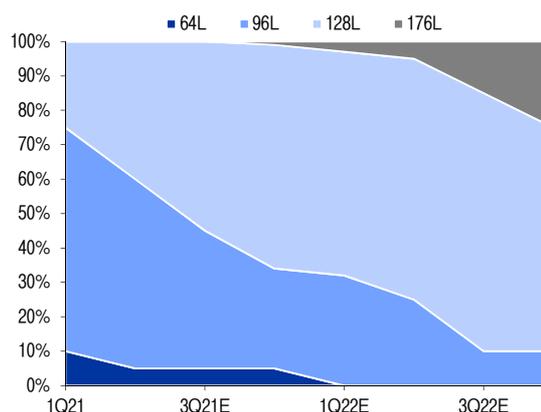
반도체 사업부는 삼성전자 향 HCDS공급 레퍼런스를 바탕으로 2018년부터 다양한 프리커서의 테스트를 진행해 왔으며, 2020년부터 성과가 나타나고 있다. DRAM 관련 Low-K는 3Q20부터, High-K 프리커서는 1Q21년부터 신규로 납품되기 시작했기 때문이다. 이 외에도 추가적인 프리커서 납품을 추진 중인 것으로 파악된다. 기존 소재 사용량 증가와 신규 소재 진입이 시작되는 2021년을 기점으로 반도체 사업부의 본격적인 성장이 예상된다.

그림81 삼성전자 NAND Capa 전망



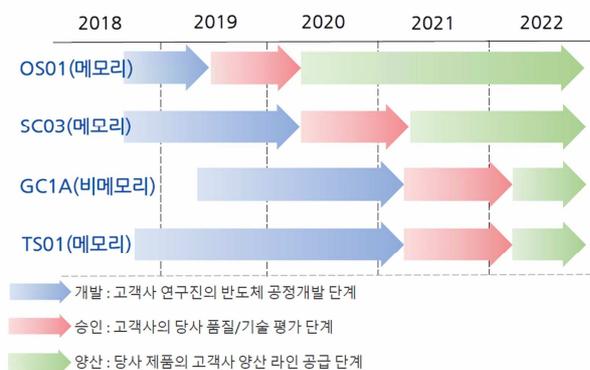
자료: DrameXchange, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 삼성전자 NAND Tech Migration



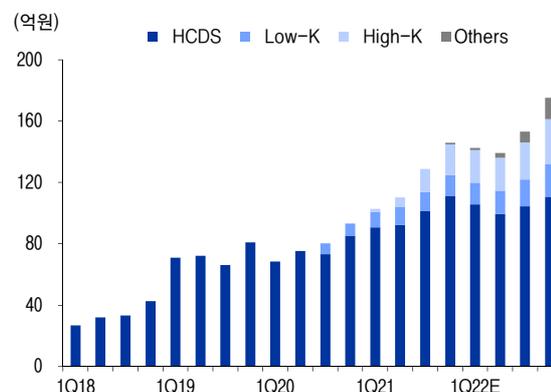
자료: DrameXchange, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 덕산테크피아 반도체 소재 개발 계획



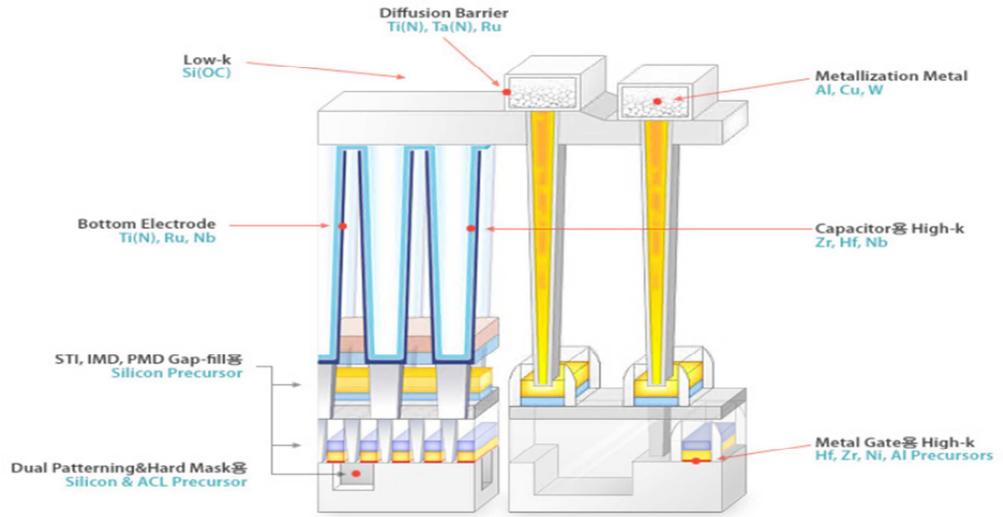
자료: 덕산테크피아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 덕산테크피아 반도체 소재별 매출액 전망



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 프리커서 적용 부문 (DRAM)



자료: 디엔에프, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 덕산테크피아 실적 Table

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	25.8	30.7	30.9	31.8	34.5	36.5	37.1	41.4	78.5	119.2	149.6
FC	15.5	19.7	18.0	17.3	20.2	21.7	21.1	23.8	46.8	70.5	86.8
Semi	1.1	0.8	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1	1.1	31.7	48.8	62.8
<b>%QoQ / %YoY</b>											
<b>Total</b>	10.3%	19.1%	0.4%	3.2%	8.3%	5.9%	1.5%	11.8%	26.7%	52.1%	25.4%
FC	9.4%	26.8%	-8.7%	-4.0%	17.3%	7.0%	-2.6%	12.6%	42.5%	50.6%	23.1%
Semi	10.2%	7.3%	16.9%	13.1%	-2.2%	4.3%	7.5%	10.7%	9.4%	53.8%	28.7%
<b>영업이익</b>	5.6	6.4	6.7	7.1	7.8	8.4	8.8	10.0	14.0	25.9	35.0
<b>%QoQ / %YoY</b>	40%	10%	4%	5%	8%	6%	3%	11%	5%	84%	35%
<b>영업이익률</b>	22%	21%	22%	22%	23%	23%	24%	24%	18%	22%	23%
<b>당기순이익</b>	5.4	5.2	6.0	6.8	6.9	7.3	7.7	9.2	12.6	23.5	31.2
<b>%QoQ / %YoY</b>	35%	-4%	14%	13%	2%	6%	5%	20%	14%	86%	33%
<b>당기순이익률</b>	21%	17%	19%	21%	20%	20%	21%	22%	16%	20%	21%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자의견 Buy, 목표주가 37,000원 제시

투자의견 Buy, 목표주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2022년 EPS 1,702원에 Target PER 21.8배(SK머티리얼즈, 한솔케미칼, 천보, 덕산네오룩스, 이녹스첨단소재 평균)를 적용하여 산출하였다. 동사의 과거 역사적 PER 최상단은 25배를 상회했고, 2022년 EPS Growth는 31%로 주요 글로벌 Peer 대비 월등히 앞서고 있으므로 Target PER 21.8배를 적용함에 무리가 없어 보인다.

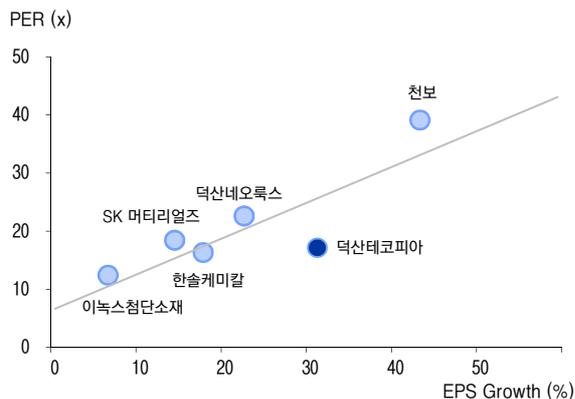
현 주가는 12M FWD 실적 기준 PER 19.2배로 2020년 이후 역사적 평균 PER 15.5배를 상회하고 있어 밸류에이션 메리트가 아주 높아 보이지는 않는다. 더불어 최근 주가 상승(YTD +62%)과 전방 산업의 Peak Out 우려로 주가가 조정 받을 수 있으나, 투자의견 Buy를 제시하는 이유는 기존 OLED 사업의 안정적인 성장 위에 반도체 및 2차전지 사업부의 성장이 본격화되고 있어 2022년 Peer Group 대비 매출액, EPS 성장률이 돋보일 것으로 예상하기 때문이다.

표15 Valuation Table

구분	가치	비고
EPS	1,702	'22년 추정치
Target P/E	21.8	SK머티리얼즈, 한솔케미칼, 천보, 덕산네오룩스, 이녹스첨단소재
목표주가	37,000	

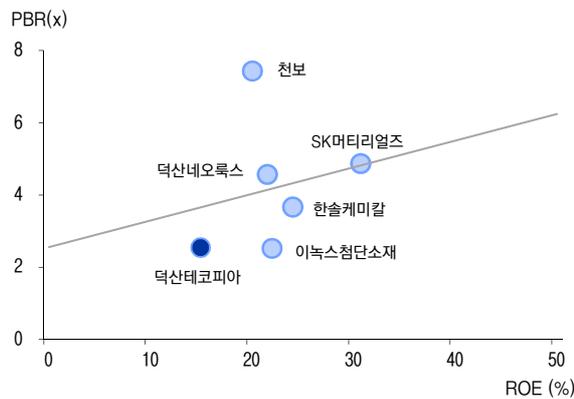
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 Peer 그룹 PER 과 EPS growth (2022년 기준)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 Peer 그룹 PBR 과 ROE (2022년 기준)



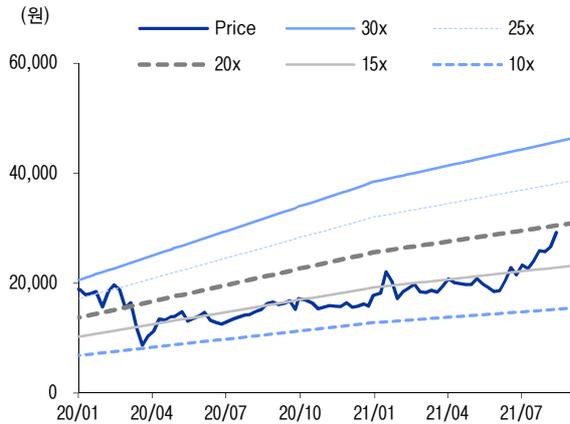
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 덕산테크코피아 Peer Valuation

(단위: 십억원)		매출액	영업이익	영업이익률 (%)	PER (x)	PBR (x)	EPS (원)	EPS Growth(%)	BPS (원)	ROE (%)
SK머티리얼즈	2020	955	233.9	24.5	25.7	7.3	13,940	3.2	48,804	28.5
시가총액:	2021F	1,147	288.0	25.1	21.2	6.2	19,575	56.4	66,441	36.6
	2022F	1,318	354.3	26.9	18.4	4.9	22,519	15.0	85,257	31.7
한솔케미칼	2020	619	151.9	24.5	18.8	3.9	11,067	34.6	49,890	24.5
시가총액:	2021F	768	216.3	28.2	19.3	4.6	14,699	35.3	61,926	26.5
	2022F	884	255.9	29.0	16.3	3.7	17,402	18.4	77,448	25.0
천보	2020	155	30.1	19.4	66.5	8.0	2,742	16.8	22,824	12.6
시가총액:	2021F	252	48.4	19.2	56.3	9.1	4,242	63.7	26,305	17.0
	2022F	364	74.2	20.4	39.1	7.4	6,103	43.8	32,137	21.0
덕산네오룩스	2020	144	40.1	27.8	22.9	4.0	1,389	87.8	8,030	18.9
시가총액:	2021F	220	65.0	29.5	27.9	5.7	2,405	73.1	11,711	22.9
	2022F	270	81.6	30.3	22.6	4.6	2,963	23.2	14,668	22.5
이녹스첨단소재	2020	336	43.8	13.0	16.9	2.1	2,698	-26.0	21,576	13.2
시가총액:	2021F	445	75.9	17.1	13.3	3.1	5,803	115.9	24,973	25.4
	2022F	523	90.3	17.3	12.4	2.5	6,223	7.2	30,701	23.0

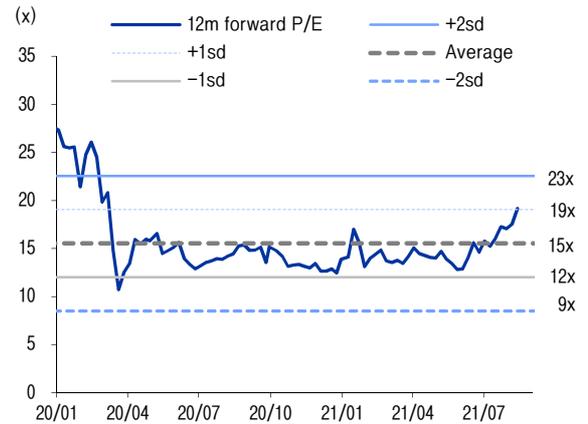
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 12M FWD PER 밴드



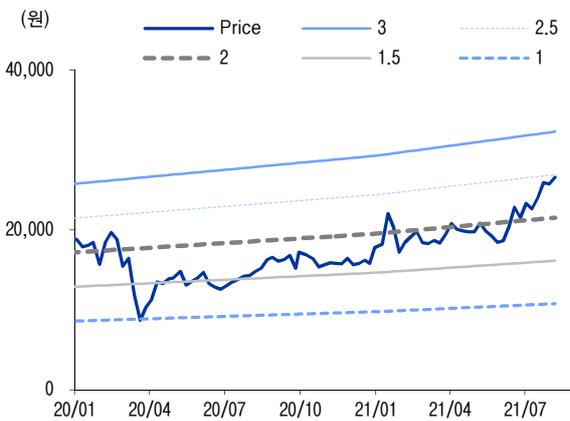
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 PER 밸류에이션과 표준편차



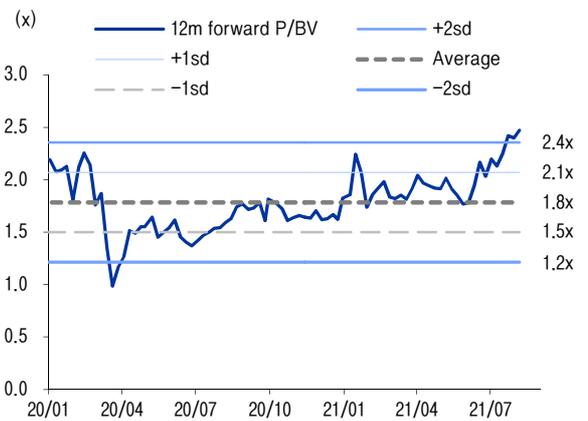
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 12M FWD PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림91 PBR 밸류에이션과 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 덕산테크피아 (317330)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	60	64	79	107	143
현금 및 현금성자산	10	6	14	29	48
매출채권 및 기타채권	6	8	11	15	19
재고자산	13	16	22	29	37
기타유동자산	31	34	31	35	39
<b>비유동자산</b>	99	106	117	122	134
관계기업투자등	14	0	0	0	0
유형자산	73	83	91	95	106
무형자산	2	6	6	6	6
<b>자산총계</b>	<b>159</b>	<b>170</b>	<b>196</b>	<b>230</b>	<b>277</b>
<b>유동부채</b>	10	10	13	15	19
매입채무 및 기타채무	6	7	10	13	16
단기금융부채	1	1	1	1	1
기타유동부채	2	1	2	1	1
<b>비유동부채</b>	4	3	2	2	2
장기금융부채	2	1	1	1	1
기타비유동부채	2	1	1	1	1
<b>부채총계</b>	<b>14</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>21</b>
<b>지배주주지분</b>	145	157	180	211	255
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	77	77	76	76	76
이익잉여금	60	73	96	127	171
비지배주주지분(연결)	0	1	1	1	1
<b>자본총계</b>	<b>145</b>	<b>158</b>	<b>181</b>	<b>212</b>	<b>256</b>

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>62</b>	<b>78</b>	<b>119</b>	<b>150</b>	<b>196</b>
매출원가	36	49	74	90	114
<b>매출총이익</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>45</b>	<b>59</b>	<b>82</b>
판매비 및 관리비	12	15	19	24	31
<b>영업이익</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>50</b>
(EBITDA)	19	22	36	46	62
금융손익	0	1	1	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	1	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>37</b>	<b>52</b>
계속사업법인세비용	2	2	5	6	9
계속사업이익	11	13	23	31	44
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>44</b>
지배주주	11	13	24	31	44
<b>총포괄이익</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>44</b>
매출총이익률 (%)	41.9	37.6	37.7	39.5	41.7
영업이익률 (%)	21.7	17.9	21.7	23.4	25.6
EBITDA 마진률 (%)	31.3	27.7	29.9	30.8	31.7
당기순이익률 (%)	18.0	16.1	19.7	20.8	22.4
ROA (%)	9.1	7.7	12.9	14.6	17.3
ROE (%)	10.8	8.4	14.0	15.9	18.8
ROIC (%)	14.1	11.5	16.6	20.1	25.7

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>15</b>	<b>34</b>	<b>47</b>
당기순이익(손실)	11	13	23	31	44
비현금수익비용가감	10	11	11	11	12
유형자산감가상각비	6	8	10	11	12
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	1	2	2	0	0
영업활동 자산부채변동	0	-5	-2	-8	-8
매출채권 감소(증가)	2	-2	0	-3	-4
재고자산 감소(증가)	-2	-3	1	-7	-8
매입채무 증가(감소)	0	1	-1	3	4
기타자산, 부채변동	-1	-1	-2	-1	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-77</b>	<b>-18</b>	<b>-8</b>	<b>-20</b>	<b>-28</b>
유형자산처분(취득)	-26	-17	-15	-15	-23
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-46	2	2	-4	-4
기타투자활동	-4	-3	5	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>68</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	-8	-1	-1	0	0
자본의 증가(감소)	76	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	-1	1	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>4</b>	<b>-4</b>	<b>8</b>	<b>14</b>	<b>20</b>
기초현금	6	10	6	14	29
기말현금	10	6	14	29	48

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	31.6	25.6	22.1	16.8	11.9
P/B	2.4	2.1	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	16.3	13.4	13.6	10.1	7.1
P/CF	16.9	13.8	15.1	12.5	9.4
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-12.8	26.7	52.1	25.4	30.7
영업이익	-45.3	4.6	84.4	35.2	42.9
세전이익	-43.7	6.1	97.7	32.6	40.7
당기순이익	-40.7	13.5	85.6	32.8	40.7
EPS	n/a	15.0	85.4	31.8	40.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	9.4	7.9	8.7	8.3	8.3
유동비율	624.8	674.5	597.1	704.7	759.6
순차입금/자기자본(x)	-24.9	-22.9	-22.7	-27.9	-32.4
영업이익/금융비용(x)	67.1	284.1	602.7	849.5	1,214.3
총차입금 (십억원)	4	3	2	2	2
순차입금 (십억원)	-36	-36	-41	-59	-83
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	606	696	1,291	1,702	2,395
BPS	7,900	8,556	9,784	11,479	13,865
CFPS	1,134	1,293	1,893	2,293	3,031
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 덕산테크피아, 이베스트투자증권 리서치센터

# 이녹스첨단소재 (272290)

2021. 8. 30

디스플레이

Analyst 남대중, 장우람

02. 3779-8832 / 8685

djnam / urjang @ebestsec.co.kr

## 필름으로 OLED를 정복하다

### 4개 사업부로 구성된 안정적인 포트폴리오

이녹스첨단소재는 필름을 기본으로하며 아래와 같은 3개 주력 제품과 4개 사업부로 구성되어 있다.

- ① FPCB용 소재 - INNOFLEX & SMARTFLEX (34.6%): 국내 시장점유율 53%
- ② 반도체 PKG용 소재 - INNOSEM (9.2%): 국내 시장점유율 18%
- ③ 디스플레이 OLED용 소재 - INNOLED (56.1%): 국내 시장점유율 59%

\*주: 주력 제품 - 브랜드명 (매출 비중): 점유율 순이며, 1H21 실적 기준 전기전자 업종 전반에 소재를 공급 중이므로 상대적으로 안정적인 사업 포트폴리오를 영위하고 있다고 판단한다.

### 성장하고 있는 INNOLED

주요 제품 중 OLED용 소재는 봉지재로 삼성디스플레이와 LG디스플레이 양사 모두에 공급하고 있고, 높은 시장점유율을 확보하고 있으며, 고객사들의 OLED 라인투자가 지속될 것으로 예상되어 매출 성장성이 높게 유지될 전망이다. INNOLED는 필름형 봉지재이며, 이는 삼성디스플레이의 Flexible OLED와 LG디스플레이의 WOLED에 사용된다. 2022년 이후 양사 모두 Flexible OLED 라인의 Capa를 증설해야 하며, LG디스플레이는 WOLED의 생산량을 2021년 8백만대에서 2022년 1천만대로 확대할 것이다. 보다 중장기적으로는 애플이 아이폰을 넘어 아이패드에도 Hybrid OLED를 채택할 것이므로 필름형 봉지재의 수요는 지속적으로 증가할 것이다.

### 상대적으로 매력적인 밸류에이션

실적 컨센서스는 2021년 매출액 4,469억원, 영업이익 772억원에서 2020년 매출액 5,277억원, 영업이익 928억원으로 각각 전년대비 18%, 20% 증가하는 것으로 추정되고 있으며, 2022년 예상 실적 기준 현재 주가는 PER 12배로 글로벌 Peers 평균 21.8배 대비 상대적으로 밸류에이션 메리트가 높다. 2H21 Flexible OLED를 사용하는 애플 아이폰 출시가 예정되어 있고, LG디스플레이도 WOLED TV 패널 양산을 적극적으로 확대할 것이므로 2021년 예상 실적을 초과 달성할 가능성도 높아 보인다. 참고로 1H21 실적은 매출액 2,044억원, 영업이익 335억원을 기록했다.

N/R

목표주가 - 원

현재주가 86,900 원

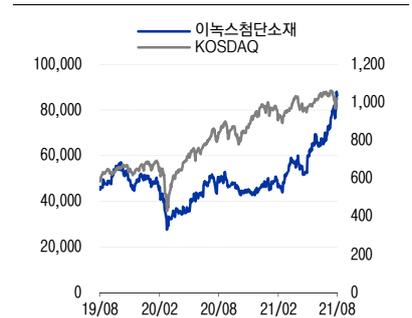
### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSPI (8/27)		3,133.90 pt
시가총액		8,534 억원
발행주식수		9,821 천주
52 주 최고가 / 최저가		42,612/88,000 원
90 일 일평균거래대금		175 억원
외국인 지분율		17.1%
배당수익률(21.12E)		0.0%
BPS(21.12E)		30,676 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월	24.6%
	6개월	71.3%
	12개월	84.9%
주주구성	이녹스 (외 5인)	33.4%
	자사주 (외 1인)	2.0%
	안흥기 (외 1인)	0.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	0	0	0	0	n/a	n/a	0	n/a	n/a	n/a	n/a
2017	193	22	21	17	1,895	n/a	28	43.9	28.7	6.1	n/a
2018	293	38	38	30	3,305	74.4	49	26.3	18.1	5.5	22.4
2019	346	52	50	40	4,356	31.8	67	19.9	13.1	4.3	24.1
2020	390	60	59	46	5,010	15.0	75	17.3	11.2	3.4	22.0

자료: 이녹스첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 이녹스첨단소재 (272290)

### 재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>유동자산</b>	0	117	161	204	246
현금 및 현금성자산	0	24	76	84	116
매출채권 및 기타채권	0	61	43	65	71
재고자산	0	28	35	47	52
기타유동자산	0	4	7	7	7
<b>비유동자산</b>	0	106	140	146	153
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	0	100	133	139	146
무형자산	0	1	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>0</b>	<b>223</b>	<b>301</b>	<b>349</b>	<b>399</b>
<b>유동부채</b>	0	95	79	87	91
매입채무 및 기타채무	0	20	26	33	36
단기금융부채	0	53	39	39	39
기타유동부채	0	22	15	15	16
<b>비유동부채</b>	0	3	75	75	76
장기금융부채	0	0	68	68	68
기타비유동부채	0	3	7	7	8
<b>부채총계</b>	<b>0</b>	<b>98</b>	<b>154</b>	<b>163</b>	<b>166</b>
<b>지배주주지분</b>	0	125	147	187	233
자본금	0	4	4	4	4
자본잉여금	0	103	104	104	104
이익잉여금	0	17	48	88	134
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>0</b>	<b>125</b>	<b>147</b>	<b>187</b>	<b>233</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>51</b>	<b>29</b>	<b>55</b>
당기순이익(손실)	0	17	30	40	46
비현금수익비용가감	0	22	22	15	16
유형자산감가상각비	0	5	10	15	16
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	12	0	0
<b>영업활동 자산부채변동</b>	0	-16	7	-26	-7
매출채권 감소(증가)	0	-7	11	-22	-6
재고자산 감소(증가)	0	0	-7	-12	-4
매입채무 증가(감소)	0	-4	2	7	3
기타자산, 부채변동	0	-6	2	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>0</b>	<b>-12</b>	<b>-44</b>	<b>-21</b>	<b>-24</b>
유형자산처분(취득)	0	-11	-42	-21	-23
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	-2	0	0
기타투자활동	0	0	0	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>0</b>	<b>-18</b>	<b>45</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	0	-19	54	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	1	-9	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>53</b>	<b>8</b>	<b>32</b>
기초현금	0	31	24	76	84
기말현금	0	24	76	84	116

자료: 이녹스첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020
<b>매출액</b>	<b>0</b>	<b>193</b>	<b>293</b>	<b>346</b>	<b>390</b>
매출원가	0	140	219	245	274
<b>매출총이익</b>	<b>0</b>	<b>53</b>	<b>74</b>	<b>101</b>	<b>116</b>
판매비 및 관리비	0	31	36	49	56
<b>영업이익</b>	<b>0</b>	<b>22</b>	<b>38</b>	<b>52</b>	<b>60</b>
(EBITDA)	0	28	49	67	75
금융손익	0	-2	-1	-2	-2
이자비용	0	1	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	1	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>0</b>	<b>21</b>	<b>38</b>	<b>50</b>	<b>59</b>
계속사업법인세비용	0	4	7	10	12
계속사업이익	0	17	30	40	46
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>0</b>	<b>17</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>46</b>
지배주주	0	17	30	40	46
<b>총포괄이익</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>46</b>
매출총이익률 (%)	n/a	27.5	25.2	29.2	29.7
영업이익률 (%)	n/a	11.5	13.1	14.9	15.3
EBITDA 마진률 (%)	n/a	14.3	16.6	19.2	19.3
당기순이익률 (%)	n/a	9.0	10.4	11.6	11.8
ROA (%)	n/a	n/a	11.6	12.4	12.3
ROE (%)	n/a	n/a	22.4	24.1	22.0
ROIC (%)	n/a	n/a	18.7	21.5	22.0

### 주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	n/a	43.9	26.3	19.9	17.3
P/B	n/a	6.1	5.5	4.3	3.4
EV/EBITDA	n/a	28.7	18.1	13.1	11.2
P/CF	n/a	19.2	15.2	14.5	12.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	n/a	n/a	51.8	18.2	12.7
영업이익	n/a	n/a	72.8	34.8	15.6
세전이익	n/a	n/a	79.4	33.3	15.9
당기순이익	n/a	n/a	76.1	32.0	15.0
EPS	n/a	n/a	74.4	31.8	15.0
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	n/a	77.9	105.2	87.0	71.4
유동비율	n/a	122.6	203.8	233.6	270.8
순차입금/자기자본(x)	n/a	23.5	19.5	11.0	-4.8
영업이익/금융비용(x)	n/a	25.7	21.6	28.9	33.5
총차입금 (십억원)	0	53	107	107	107
순차입금 (십억원)	0	29	29	21	-11
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	n/a	1,895	3,305	4,356	5,010
BPS	n/a	13,667	15,889	20,238	25,246
CFPS	n/a	4,340	5,713	5,989	6,737
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

LG 디스플레이 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.08.30	신규 Buy	남대종 24,000										

덕산네오룩스 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.08.30	신규 Buy	남대종 80,000										

덕산테크피아 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.08.30	신규 Buy	남대종 37,000										

이녹스첨단소재 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.08.30	NR	NR										

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 남대중)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		<b>합계</b>		<b>100.0%</b>	투자의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)