

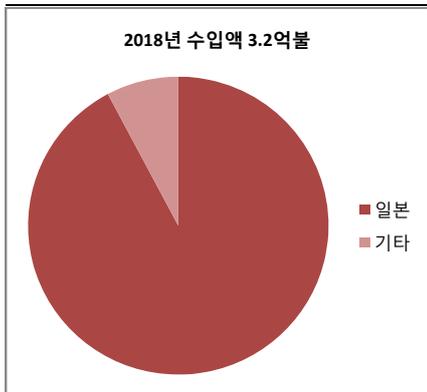
SK 중소성장기업분석팀



Analyst  
**윤혁진**

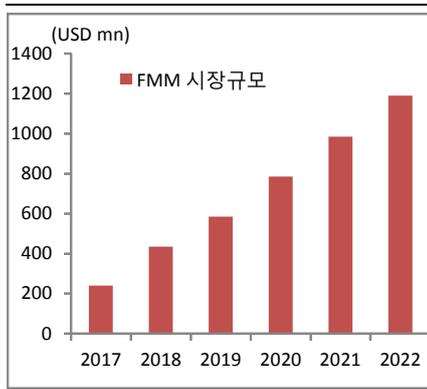
hjyoon2019@sks.co.kr  
02-3773-9025

반도체용 포토레지스트 국가별 수입 비중 (단위: %)



자료: 무역협회, SK 증권

FMM 시장규모 및 전망



자료: IHS, SK 증권

## 스몰캡

2019-10-21

### 소재부품장비 무엇을 국산화 할 것인가?

- 소부장为国산화는 원가절감의 Needs 에서 생존전략의 필요성으로 변경
- 2018년 반도체용 포토레지스트 수입액 3.2억불 중 일본으로부터 2.99억불 수입. KrF 및 ArF 포토레지스트 공급하는 동진세미켄이 국산화 수혜 전망
- 플렉서블 OLED 용 FMM 은 연 4~5천억원 사용하지만, 전량 일본업체가 공급 중. 레이저 가공 방식으로 FMM 개발 중인 APS 홀딩스 관심 가져야

### 일본으로부터의 수입 규모가 크고 의미가 있는 두 제품 PR & FMM

7월 4일 일본의 수출규제 사건 이후 한국 정부 및 기업들의 국산화 작업이 진행되고 있다. 당장의 가시적인 성과가 나오는 부분도 있을 수 있겠지만, 대부분 장기적인 변화의 흐름으로 봐야 할 것이다. 당사에서는 정부 지원 대책 중 '수요기업이 생산라인을 개방해 국산화를 지원한다'는 사실과 일본으로부터 수입 규모가 크고, 의미가 있는 제품으로 반도체용 포토레지스트(Photoresist)와 플렉서블 OLED 용 파인메탈 마스크(Fine Metal Mask)를 국산화의 필수 품목으로 주목해서 보고 있다.

### 2018년 반도체용 포토레지스트의 일본으로부터 수입액 2.99억불(비중 93%)

반도체 회로도를 제작할 때 필수적으로 사용하는 포토레지스트(PR: PhotoResist, 감광액)의 2018년 수입액은 3억 2,069만불이며, 일본으로부터의 수입액은 2억 9,889만불로 전체 수입액의 93.1%를 차지했다. 올해에도 수입규모 및 비중은 유사하게 유지되고 있다. 디스플레이(LCD, OLED) 패널 제작에도 포토레지스트가 사용되고, 삼성전자, SK 하이닉스, LG 디스플레이의 중국공장에서 포토레지스트를 수입, 사용하고 있기 때문에 한국 기업들의 포토레지스트의 전체 수입 금액은 3억불보다 훨씬 클 것으로 추정된다. 따라서 동 제품의 국산화에는 현재 KrF 및 ArF 포토레지스트를 일부 공급하고 있는 동진세미켄이 수혜를 받을 것으로 전망한다.

### 플렉서블 OLED 용 FMM 시장 4~5천억원 규모이지만, 전부 일본기업이 공급 중

플렉서블 OLED 디스플레이 증착공정에 사용되는 핵심 부품인 FMM(Fine Metal Mask)은 연 4,000~5,000억원 규모의 큰 시장이지만, 전량 일본 기업들(DNP, TOPPAN)이 공급하고 있다. 열팽창계수가 0에 가까운 15μm 이하의 얇은 Invar(니켈+철 합금) 제작의 어려움, 수백만개의 작은 구멍을 균일하게 뚫어야 하는 어려움 등 기술적 난이도가 높은 제품이다.

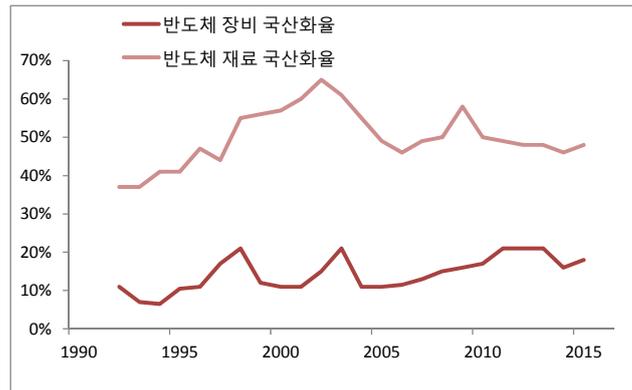
당사는 레이저 방식으로 FMM 을 개발 중인 APS 홀딩스에 관심을 가져야 한다고 생각한다. 당사는 Invar 는 압연과 에칭으로 목표 두께를 달성할 수 있을 것으로 보고 있으며, 레이저 방식으로 구멍을 패터닝 하면서 FMM 생산할 예정이다. 레이저 패터닝 방식이 DNP 의 에칭방식보다 생산효율성(Takt Time)이 떨어지겠지만, 레이저 헤드를 2개에서 4개로 확대하거나, 추가적인 레이저장비 설치로 양산성을 확보할 것으로 전망한다.

소재부품장비의 국산화는 과거에는 원가측면에서의 Needs 였겠지만, 이제는 한국 반도체, 디스플레이 산업 생존전략 측면에서의 필요성으로 지속될 것으로 판단한다.

## 소재부품장비 국산화지원 이번에 무엇이 다를까?

### 국산화의 어려움과 낮은 국산화율

#### 반도체 소재 장비 국산화율



자료 : 한국과학기술한림원 SK 증권

반도체, 디스플레이 산업에서의 소재부품장비의 국산화는 산업의 태동기부터 가장 중요한 정책 중의 하나였을 것이다. 하지만, 그 동안 왜 이렇게 진척이 안 됐을까?

가장 중요한 이유는 양산라인에서의 테스트의 어려움 때문이다. 웨이퍼의 인풋에서 칩으로 나와서 양품 여부를 테스트 할 때까지 두 달 이상이 걸리는 반도체 공정의 특성상, 양산 라인을 멈추고 새로운 소재부품장비를 테스트 한다는 것은 정말 수백억원의 기회비용이 생길 수도 있는 리스크가 있는 시도이다. 따라서 소자 업체 측면에서는 안정적으로 공급을 해주는 외국 업체들을 배제하고 공급가격이 낮다고 하더라도 수율과 공급 안정성이 낮은 국산 제품을 신규로 채택하기 어려운 측면이 있다.

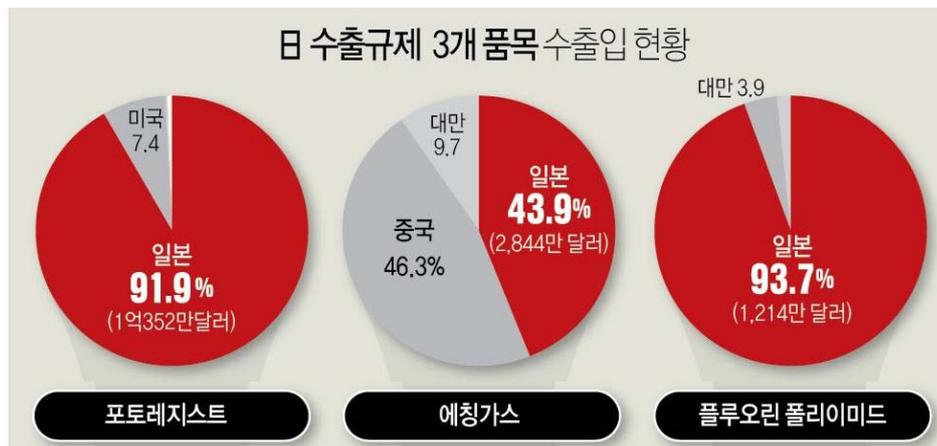
또한 반도체, 디스플레이 산업의 수요 기업은 가격과 기술력이 검증된 외국 소재부품장비를 선호한 측면이 있고, 국내 개발 업체는 구매담보가 없기 때문에 기술개발의 유인이 부족했다. 즉 한국의 공급 및 개발 기업은 수요기업에 대한 정보 부족과 시제품 제작에 따른 비용 부담, 수요 기업은 양산 테스트 비용과 라인에서의 적용시 불량 및 수율에 대한 위험부담으로 국산화에 소극적일 수 밖에 없었다.

## 일본의 수출규제 사건이 이후 기업들의 전략이 바뀔 수 밖에 없다

그러나 7월 4일 일본의 수출규제 사건 이후로 다른 국면이 펼쳐 졌다고 판단한다. 반도체, 디스플레이 소자 업체들 입장에서 가장 중요하게 생각하는 공급의 안정성이 흔들린 사건이었다. 애플, 삼성전자 등 IT 기업들의 서플라이체인을 살펴보면 특정 부품, 소재를 1개 기업에서 공급 받는 경우는 많이 드문 케이스이며, 대부분 공급의 안정성과 경쟁을 통한 원가절감을 위해 2~3개 공급업체들을 유지한다. 기술력의 차이도 있겠지만, 그럼에도 불구하고 단일 공급처를 유지한 이유는 그 업체들이 안정적으로 소재부품장비를 공급해 줄 것이라는 믿음이 있었던 것이다.

일본의 수출규제 3개 품목의 국내 점유율

(단위: %)



자료: 한국무역협회, 연합뉴스, SK증권

이번 사건으로 그 믿음이 흔들렸다고 판단한다. '정부의 지원 + 기업의 필요성'이 맞물리면서 과거 그 어느 때보다 부품, 소재의 국산화 가능성이 열려 있다. 디스플레이, 반도체의 경우 Non-critical 공정부터 국산화 제품들이 적용되기 시작할 것이다. 그에 따라 한국 소재, 부품 업체들은 국산화 확대라는 장기 성장동력을 확보한 상태로 당장의 실적보다는 장기성장성이라는 멀티플 확장 국면에 들어갈 것으로 판단한다.

소재부품장비의 국산화는 과거에는 원가측면에서의 Needs 였겠지만, 이제는 한국 반도체, 디스플레이 산업 생존전략 측면에서의 필요성으로 지속될 것으로 판단한다.

정부의 지원 정책 측면에서도 그 동안의 지원과는 다른 특별히 의미 있는 부분이 있다고 판단한다.

정부의 소재부품장비 경쟁력 강화 대책(8/5)

## 대외의존형 산업구조 탈피를 위한 소재·부품·장비 경쟁력 강화 대책 - 소재·부품·장비 공급안정 및 자립화 대책 -

자료 : 산업통상자원부, SK 증권

지난 8월 5일 발표된 소재·부품·장비 경쟁력 강화 대책은 기업 간 협력모델 구축, 개발이 양산으로 이어지는 사다리 정책 추진, 적시성 있는 집중투자와 기술획득 방법 다각화, 조속한 생산시설 투자가 가능한 패키지 지원에 중점을 두고 있다. 과거에도 다양한 지원 정책이 있었지만, 당사에서 현실적인 측면에서 이번 대책 중 가장 주목하고 있는 부분은 두 부분이다.

대기업 측면에서는 해외 소재·부품·장비 전문기업 M&A 시 법인세 세액공제(2022년말 일몰) 및 해외 인력 유치 시 소득세 공제를 한시적으로(3년) 5년간 최대 70% 지원(최초 3년 70% + 2년 50%)해 주는 등 해외 소재·부품·장비 기업 및 인재를 보다 적극적으로 인수 및 유치 할 수 있을 것이다.

정부의 소재부품장비 경쟁력 강화 대책 중 M&A 측면

세제	
M&A	<ul style="list-style-type: none"> <li>① <b>(해외M&amp;A)</b> 해외 소재·부품·장비 전문기업 인수시 법인세 세액공제(22년말 일몰) * 신성장기술 시설투자 수준(대 5%, 중견 7%, 중소 10%)으로 인수금액에 대해 법인세 세액공제</li> <li>② <b>(국내M&amp;A)</b> 기술혁신형 M&amp;A* 지원대상에 소재·부품·장비 전문기업 추가 * 기술혁신형 M&amp;A : M&amp;A거래액 중 기술가치 금액의 10%를 법인세에서 공제</li> <li>③ <b>(해외인력 유치)</b> 소득세 공제를 한시적으로(3년) 5년간 최대 70% 지원(최초 3년 70% + 2년 50%)</li> </ul>

자료 : 산업통상자원부, SK 증권

중소기업 측면에서 여러가지 정부 지원이 있지만, 당사에서 이번 대책에서 주목하는 부분은 ‘국내·외 대체소재의 조기적용을 위해 수요기업이 생산라인을 개방하여 신속하게 적합성 테스트를 지원’한다는 내용이다. 반도체, 디스플레이 소자 기업들과 국산화 제품을 개발하는 중소기업들이 가장 어려워하는 부분이 바로 양산라인에서의 테스트 어려움이기 때문이다. 8월 이후 반도체 라인에서 불산가스를 적용한다는 기사가 지속적으로 나오듯이 다양한 국산화 제품들이 이전과는 다르게 보다 빨리, 보다 적극적으로 양산라인에서 테스트 및 적용이 되기 시작할 것이라 판단한다.

#### 정부의 소재부품장비 경쟁력 강화 대책 중 생산라인 개방의 건

### 2 소재부품장비 산업 전반의 경쟁력 강화

#### 2-1. 수요-공급기업 및 수요기업 간 건강한 협력 모델 구축

- (유형 B : 공급망 연계형) 양산평가시험 개방, 공동기반 구축 (공동Fab 또는 연구시설 등) 등 국내 생산확충 또는 공동시설 투자
  - (양산평가 개방) 대기업 생산라인을 활용하여 상용화 단계에 있는 소재·부품·장비 양산라인 평가 확대 및 소요비용\* 지원
- \* 반도체·디스플레이 양산라인 평가 및 성능개선 R&D 비용 지원

자료 : 산업통상자원부, SK 증권

소재·부품·장비 경쟁력 강화대책 주요 내용

<b>①예산 : 7.8조원</b> (총사업비 신청기준) <b>②M&amp;A : 2.5조원 이상</b> <b>③금융 : 29조원</b> (공급여력) + <b>6조원</b> (특별지원) 등 집중지원		
<b>R &amp; D</b>	<b>7.8조원 규모</b> (총사업비 신청기준) ① (예타통과) 차세대지능반도체기술개발 : '20~'29, 1조 96억원, ② (예타통과) 디스플레이혁신공정플랫폼구축 : '19~'25, 5,281억원 ③ (예타중) 소재산업혁신기술개발 : '21~'26, 5조 129억원 ④ (예타중) 제조장비시스템스마트이노베이션 : '21~'27, 8,000억원	
세제	금융지원	규제완화·제도개선
<b>M&amp;A</b> ① (해외M&A) 해외 소재·부품·장비 전문기업 인수시 법인세 세액공제('22년말 일몰) * 신성장기술 시설투자 수준대 5% 중견 7% 중소 10% 으로 인수금액에 대해 법인세 세액공제 ② (국내M&A) 기술혁신형 M&A* 지원대상예 소재·부품·장비 전문기업 추가 * 기술혁신형 M&A : M&A거래액 중 기술가치 금액의 10%를 법인세에서 공제 ③ (해외인력 유치) 소득세 공제를 한시적으로(3년) 5년간 최대 70% 지원(최초 3년 70% + 2년 50%) <b>투자</b> ① (R&D 투자) 신성장동력·원천기술 R&D 및 시설 투자 세액공제 확대·적용 * (R&D) 법인세 세액공제율도 대·중견기업(20%+ 최대10%), 중소기업(30%+ 최대10%) * (시설투자) 법인세 세액공제율도 대기업(5%), 중견기업(7%), 중소기업(10%)로 적용 ② (지방세) 기업부설 연구소에 지방세감면 확대 * 대기업(25%), 중견기업(35%), 중소기업(50%) + 신성장동력 분야 추가 10% ③ (벤처투자) GTS 기업에 출자중소기업하는 경우 한시적으로 양도차익 및 배당소득 비과세 추진 <b>관세</b> ① (관세 세정지원) 관세 납기연장, 분할납부, 환급지원, 수입부가세 납부유예 등 지원 ② (할당관세) 대체물품 수입시 할당관세 적용(기본세율에서 40%p 이내 범위)	<b>M&amp;A : 2.5조원 이상</b> ① (M&A) 정책금융기관 등을 통해 2.5조원 이상* * M&A 전용 2.5조원(기은 1.0, 수은 1.5조원) 등 ② (자립화 펀드) 소재·부품·장비 투자 전용 대규모 펀드 조성 <b>투자</b> ① (유동성확대) 특별프로그램 신설 등 6조원 추가, '19년 하반기 29조원 신속 집행, - 정책금융기관 대출·보증 1년간 만기연장 ② (해외투자유치) 현금지원 비율 30%→40% 확대 ③ (지방투자) 보조금 최고비율(토지50%, 시설 34%) <b>보험</b> ○ (신뢰성보증) 신뢰성 하자위험에 대비해 1,000억원 규모 신뢰성 보증제 도입 <b>투자</b> ① (상장특례) 기술특례 상장제도 활용 지원 ② (대기업 R&D) 대기업 지원기준 예외허용 * 대기업은 국비 지원비율 33% 이하, 현금출자 비율 66% 이상으로 사심위에서 조정 추진 <b>기타</b> ○ (통관) 관세조사, 외환검사, 원산지검증 등 유예	<b>공정거래</b> ① (내부거래) 계열사 간 거래를 통해 조달할 수 있도록 관련 기준 명확화 ② (공동행위) 협동 연구개발 후 양산 하는 경우, 사전 인가를 통해 공동행위 허용 <b>환경</b> ① (화관법) 수출규제 대응물질 취급시설 안허가 및 영업허가 변경 신청을 기존 75일 → 30일로 단축 * 반도체 등 설비 특성을 고려한 별도의 시설관리 기준 적용 * 장외영향평가와 위해관리계획서를 통합 ② (화평법) 신규개발 수출규제 대응물질은 물질정보 시험계획서 제출→한시적 조건부 先제조 인정 * R&D용 수출규제 대응 물질은 한시적으로 최소정보만 제출확인되면 등록면제 인정 * 후 1톤 미만의 신규 제조 또는 수입되는 수출규제 대응 물질의 등록 시 한시적으로 시험자료 제출 생략 ③ (산안법) 공정안전보고서 심사 54일→30일내 단축 <b>노동 인력</b> ① (재량근로제) 「재량근로 활용 가이드」 배포(7.31) ② (특별연장근로) 필요시 특별연장근로 인가 ③ (해외인력) 소재·부품·장비 전문인력 초청(E-7) 시 우선 심사, 전자비자 발급 <b>입지</b> ① (수도권 산단) 수도권 산단물량 우선배정 추진, 필요시 산단물량 추가 공급 검토 ② (임대산단) 임대전용 산단 우선 입주 지원 * 최장 50년간 조성원가의 3%에 수준으로 공급
* 위 지원내용은 관계부처 법제도 개편 등을 통해 구체화될 예정임		

자료 : 산업통상자원부, SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



## SK 중소성장기업분석팀



Analyst

윤혁진

hjyon2019@sksec.co.kr

02-3773-9025

### Company Data

자본금	257 억원
발행주식수	5,141 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	8,766 억원
주요주주	
동진홀딩스(외8)	36.05%
국민연금공단	5.08%
외국인지분률	7.80%
배당수익률	0.50%

### Stock Data

주가(19/10/19)	17,050 원
KOSDAQ	646.69 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	18,200 원
52주 최저가	6,520 원
60일 평균 거래대금	559 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.1%	13.8%
6개월	48.3%	72.8%
12개월	99.0%	125.0%

## 동진씨미켄 (005290/KQ | Not Rated)

### 국산화 핵심 품목인 포토레지스트의 유일한 국내 공급 업체

- 반도체 및 디스플레이용 PR, 스트리퍼, 신너, 에천트 제조 및 판매 전문 기업
- 2018년 반도체용 포토레지스트 수입액 3.2 억불 중 일본으로부터 2.99 억불 수입 중
- KrF 용 PR은 국내 반도체회사 주력 공급업체, ArF 용 PR 공급 확대 기대
- 낸드 업황 회복 및 삼성전자 시안 3D 낸드 2 공장 가동에 따른 수혜 예상
- 분기 영업이익은 2017년 최고치를 계속 상회하는데, 주가는 후행 중

### 반도체 및 디스플레이 소재 공급 업체

동진씨미켄은 반도체 및 디스플레이용 포토레지스트(PR: PhotoResist, 감광액)와 신너, 스트리퍼, 에천트 등 Wet chemical 등 전자재료를 전문적으로 제조 및 판매하는 기업이다. 고무 발포제 개발 및 국산화로 시작해 1989년 반도체용 감광액(Photoresist)를 국산화 성공해 전자재료 전문업체로 자리잡고 있다.

### 2018년 반도체용 포토레지스트의 일본으로부터 수입액 2.99 억불(비중 93%)

반도체 회로도를 제작할 때 필수적으로 사용하는 포토레지스트의 2018년 수입액은 3억 2,069 만불이며, 일본으로부터의 수입액은 2억 9,889 만불로 전체 수입액의 93.1%를 차지했다. 올해에도 수입규모 및 비중은 유사하게 유지되고 있다. 디스플레이(LCD, OLED) 패널 제작에도 포토레지스트가 사용되고, 삼성전자, SK 하이닉스, LG 디스플레이의 중국공장에서도 포토레지스트를 수입, 사용하고 있기 때문에 한국 기업들의 포토레지스트의 전체 수입 금액은 3 억불보다 훨씬 클 것으로 추정된다.

### 반도체 업황 회복에 수혜 및 호실적 지속 중

동진씨미켄은 3D 낸드 공정에 많이 사용되는 KrF 용 PR 주력 공급 업체로 자리 잡고 있으며, ArF 용 PR 도 일부 공급하고 있어 포토레지스트 국산화의 가장 큰 수혜 업체로 자리 잡을 것으로 전망한다. 분기 영업이익은 2017년 최고치를 계속 상회하고 있으며, 향후 낸드 업황 회복 및 삼성전자 시안 3D 낸드 2 공장 가동에 따른 수혜, 중국 LCD 업체의 10.5 세대 가동에 따른 전자재료 물량 증가도 기대된다. 2019년 예상실적 대비 PER 11 배 수준으로 국산화 수혜 및 반도체 업황 개선을 고려했을 때 저평가 상태로 판단된다.

### 영업실적 및 투자지표

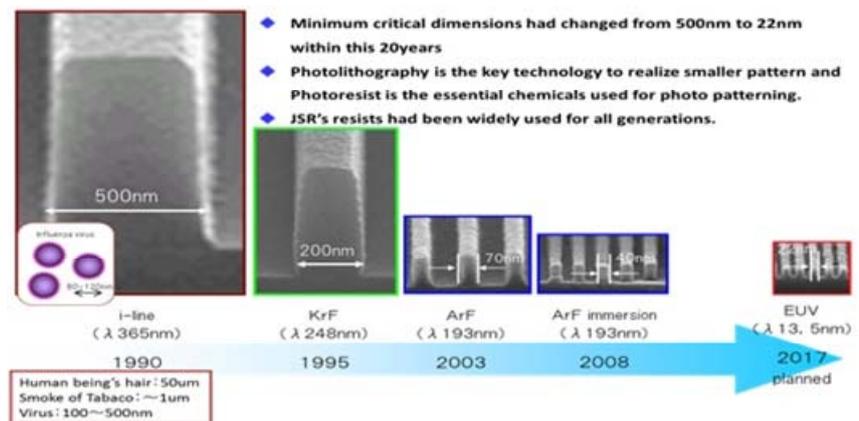
구분	단위	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원	6,544	6,696	7,093	7,650	7,852	8,272
yoy	%	14.6	2.3	5.9	7.9	2.6	5.4
영업이익	억원	234	377	585	454	719	710
yoy	%	-14.3	61.1	54.9	-22.3	58.4	-1.3
EBITDA	억원	555	721	940	1,191	1,133	1,065
세전이익	억원	77	142	246	323	580	617
순이익(지배주주)	억원	33	102	198	260	448	477
영업이익률%	%	3.6	5.6	8.2	5.9	9.2	8.6
EBITDA%	%	8.5	10.8	13.3	15.6	14.4	12.9
순이익률	%	0.6	1.6	2.8	3.5	5.7	5.8
EPS	원	80	242	443	550	900	928
PER	배	49.1	14.9	12.9	18.4	24.6	7.9
PBR	배	1.2	1.2	1.6	2.5	4.3	1.2
EV/EBITDA	배	9.9	7.5	6.6	6.6	12.0	5.7
ROE	%	2.6	7.7	13.3	14.7	19.7	16.9
순차입금	억원	3,785	3,827	3,484	3,048	2,206	2,284
부채비율	%	348.5	352.1	284.6	233.9	149.3	148.6

동진세미캠 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2016	2017	2018	2019E
<b>매출액 (십억원)</b>	<b>200.6</b>	<b>214.6</b>	<b>225.6</b>	<b>186.4</b>	<b>216.4</b>	<b>214.4</b>	<b>227.9</b>	<b>223.7</b>	<b>765.0</b>	<b>785.2</b>	<b>827.2</b>	<b>882.3</b>
국내전자재료 및 발포제	158.0	166.6	176.8	130.7	161.6	158.1	159.3	153.3	642.5	631.3	632.2	632.3
해외전자재료 및 발포제	65.6	69.2	57.6	85.3	73.7	74.8	78.5	77.0	198.2	225.7	277.6	304.1
<b>영업이익</b>	<b>14.6</b>	<b>16.3</b>	<b>18.5</b>	<b>21.7</b>	<b>23.6</b>	<b>25.1</b>	<b>28.0</b>	<b>24.0</b>	<b>45.4</b>	<b>71.9</b>	<b>71.0</b>	<b>100.8</b>
국내전자재료 및 발포제	9.5	12.4	14.1	15.2	17.6	17.4	19.3	16.8	22.1	53.4	51.2	71.2
해외전자재료 및 발포제	3.5	2.7	2.1	4.1	3.8	5.3	6.1	5.4	17.7	11.2	12.4	20.7
<b>OPM</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.2%</b>	<b>11.6%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.7%</b>	<b>12.3%</b>	<b>10.7%</b>	<b>5.9%</b>	<b>9.2%</b>	<b>8.6%</b>	<b>11.4%</b>
국내전자재료 및 발포제	6.0%	7.4%	8.0%	11.6%	10.9%	11.0%	12.1%	11.0%	3.4%	8.5%	8.1%	11.3%
해외전자재료 및 발포제	5.3%	3.9%	3.7%	4.8%	5.2%	7.1%	7.8%	7.1%	8.9%	5.0%	4.5%	6.8%

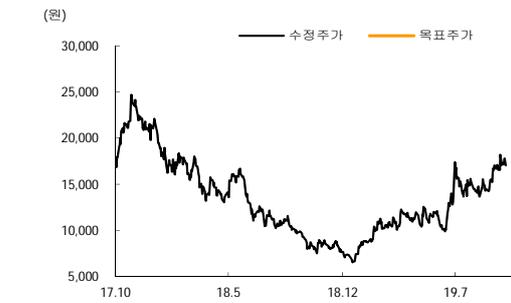
자료 : 동진세미캠 SK 증권

미세공정별에 따른 Photoresist 변화



자료 : JSR, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	과리율	
			목표가격 대상시점	최고(최저) 평균주가대비 주가대비
2019.10.16	Not Rated			



**Compliance Notice**

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 16 일 기준)**

매수	87.67%	중립	12.33%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>유동자산</b>	2,281	2,557	2,648	3,028	3,636
현금및현금성자산	283	560	618	730	858
매출채권및기타채권	1,239	1,231	1,224	1,236	1,435
재고자산	631	659	644	702	906
<b>비유동자산</b>	3,996	4,000	3,928	3,643	3,968
장기금융자산	64	48	71	17	17
유형자산	3,410	3,341	3,199	3,058	3,248
무형자산	238	210	195	173	144
<b>자산총계</b>	6,277	6,557	6,576	6,672	7,605
<b>유동부채</b>	4,096	4,249	4,043	3,383	3,558
단기금융부채	3,526	3,684	3,349	2,693	2,666
매입채무 및 기타채무	475	441	519	556	687
단기충당부채					
<b>비유동부채</b>	792	603	563	613	988
장기금융부채	614	400	383	482	802
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
<b>부채총계</b>	4,889	4,852	4,607	3,996	4,546
<b>지배주주지분</b>	1,328	1,643	1,902	2,640	3,021
자본금	210	234	237	257	257
자본잉여금	711	863	884	1,223	1,223
기타자본구성요소					
자기주식					
이익잉여금	200	328	574	1,027	1,412
비지배주주지분	60	62	67	36	38
<b>자본총계</b>	1,388	1,705	1,969	2,676	3,059
<b>부채외자본총계</b>	6,277	6,557	6,576	6,672	7,605

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>영업활동현금흐름</b>	353	613	1,068	826	627
당기순이익(손실)	106	199	264	450	480
비현금성항목등	716	788	1,003	784	693
유형자산감가상각비	305	318	705	389	336
무형자산감가상각비	39	38	32	26	19
기타	373	432	266	369	337
운전자본감소(증가)	-218	-194	2	-144	-345
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-104	-55	41	-71	-200
재고자산감소(증가)	-100	-20	12	-65	-203
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	47	-36	41	83	90
기타	-269	-193	-11	-233	-432
법인세납부	-74	-33	-66	-140	-83
<b>투자활동현금흐름</b>	-373	-386	-695	-480	-744
금융자산감소(증가)	-1	10	-31	-112	-87
유형자산감소(증가)	-331	-362	-596	-360	-500
무형자산감소(증가)	-48	-34	-33	-9	4
기타	0	0	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	-28	47	-307	-200	251
단기금융부채증가(감소)	484	192	-185	-662	-109
장기금융부채증가(감소)	-498	-320	-128	158	401
자본의증가(감소)		175	25	351	
배당금의 지급	25	25	28	29	47
기타	12	26	9	7	6
<b>현금의 증가(감소)</b>	-47	277	59	112	128
기초현금	330	283	560	618	730
기말현금	283	560	618	730	858
FCF	187	440	675	594	184

자료 : 동진세미캠 SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>매출액</b>	6,696	7,093	7,650	7,852	8,272
<b>매출원가</b>	5,693	5,807	6,416	6,374	6,743
<b>매출총이익</b>	1,003	1,286	1,233	1,478	1,530
매출총이익률 (%)	15.0	18.1	16.1	18.8	18.5
<b>판매비와관리비</b>	626	701	779	759	820
영업이익	377	585	454	719	710
영업이익률 (%)	5.6	8.2	5.9	9.2	8.6
<b>비영업손익</b>	-235	-338	-131	-140	-93
<b>순금융비용</b>	189	158	137	123	116
외환관련손익	-3	-58	-37	-9	-23
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	7				-10
세전계속사업이익	142	246	323	580	617
세전계속사업이익률 (%)	2.1	3.5	4.2	7.4	7.5
계속사업법인세	36	47	59	130	138
<b>계속사업이익</b>	106	199	264	450	480
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	106	199	264	450	480
<b>순이익률 (%)</b>	1.6	2.8	3.5	5.7	5.8
지배주주	102	198	260	448	477
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.52	2.79	3.39	5.71	5.77
<b>비지배주주</b>	4	2	4	2	3
<b>총포괄이익</b>	87	167	268	409	430
<b>지배주주</b>	83	165	262	408	427
<b>비지배주주</b>	4	2	5	1	3
<b>EBITDA</b>	721	940	1,191	1,133	1,065

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	2.3	5.9	7.9	2.6	5.4
영업이익	61.1	54.9	-22.3	58.4	-1.3
세전계속사업이익	85.2	73.3	31.2	79.4	6.5
EBITDA	29.9	30.4	26.7	-4.9	-6.0
EPS(계속사업)	204.4	82.8	24.1	63.7	3.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.7	13.3	14.7	19.7	16.9
ROA	1.7	3.1	4.0	6.8	6.7
EBITDA마진	10.8	13.3	15.6	14.4	12.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	55.7	60.2	65.5	89.5	102.2
부채비율	352.1	284.6	233.9	149.3	148.6
순차입금/자기자본	275.6	204.4	154.8	82.5	74.7
EBITDA/이자비용(배)	3.7	5.8	8.6	8.7	8.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	242	443	550	900	928
BPS	3,160	3,514	4,010	5,135	5,876
CFPS	1,060	1,240	2,110	1,732	1,619
주당 현금배당금	60	60	60	90	90
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	17.0	17.7	21.8	27.5	22.3
PER(최저)	14.1	8.0	7.7	9.2	7.6
PBR(최고)	1.3	2.2	3.0	4.8	3.5
PBR(최저)	1.1	1.0	1.1	1.6	1.2
PCR	3.4	4.6	4.8	12.8	4.5
EV/EBITDA(최고)	7.9	7.7	7.5	13.0	12.3
EV/EBITDA(최저)	7.5	5.5	4.4	5.5	5.7

# SK COMPANY Analysis



## SK 중소성장기업분석팀



Analyst

윤혁진

hgyoon2019@sk.co.kr  
02-3773-9025

### Company Data

자본금	109 억원
발행주식수	2,109 만주
자사주	200 만주
액면가	500 원
시가총액	2,060 억원
주요주주	
정기토(외1)	29.77%
자사주	9.81%
외국인지분률	3.30%
배당수익률	0.00%

### Stock Data

주가(19/10/21)	10,100 원
KOSDAQ	646.69 pt
52주 Beta	0.80
52주 최고가	11,650 원
52주 최저가	3,815 원
60일 평균 거래대금	47 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-0.2%
6개월	123.5%	160.4%
12개월	119.6%	148.3%

## APS 홀딩스 (054620/KQ | Not Rated)

### 자회사 턴어라운드와 FMM 시장 진출이라는 모멘텀을 가진 회사

- AP 시스템 등을 자회사로 보유한 지주회사. FMM 개발 중
- 플렉서블 OLED 용 FMM 은 연 4~5 천억원 사용하지만, 전량 일본업체가 공급 중
- FMM 도 국산화가 꼭 필요한 제품으로 동사가 양산 성공 시 큰 업사이드 존재
- AP 시스템, 디이엔티 등 자회사 턴어라운드 기대
- 레이저 가공 방식으로 FMM 개발 중인 APS 홀딩스 관심 가져야

### AP 시스템, 디이엔티 등을 자회사로 가진 지주회사

APS 홀딩스는 2017 년 3 월 AP 시스템에서 인적분할로 설립된 지주회사로 AP 시스템, 디이엔티 등을 자회사로 보유 중이다. 신규사업으로 플렉서블 OLED 디스플레이 증착 공정에 사용되는 핵심 부품인 FMM(Fine Metal Mask)을 개발하고 있다.

### 플렉서블 OLED 용 FMM 시장 4~5 천억원 규모이지만, 전부 일본기업이 공급 중

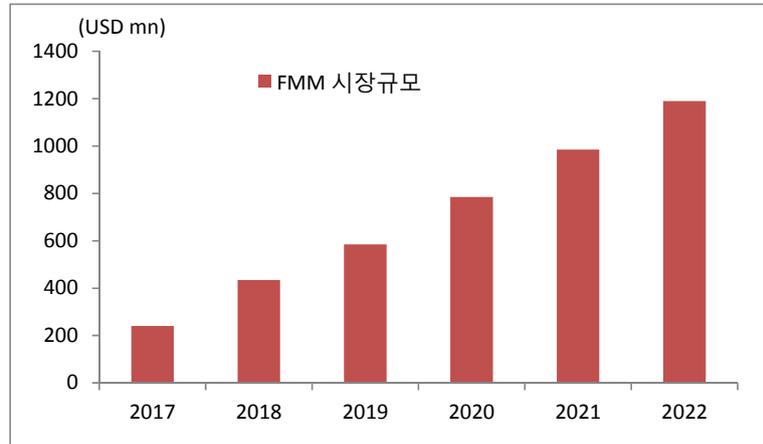
FMM 은 플렉서블 OLED 디스플레이 제작 시 유기물질을 정확한 위치에 증착하기 위한 용도로 사용되는 종이보다 얇은 메탈 소재판으로 국내에서만 연 4,000~5,000 억원 사용되는 큰 시장이지만, 전량 일본 기업들(DNP, TOPPAN)이 공급하고 있다. 열팽창 계수가 0 에 가까운 15 μm 이하의 얇은 Invar(니켈+철 합금) 제작의 어려움, 수백만개의 작은 구멍을 균일하게 뚫어야 하는 어려움 등 기술적 난이도가 높은 제품이다.

### 자회사들의 턴어라운드와 FMM 시장 진출이라는 큰 모멘텀을 가진 회사

당사는 레이저 방식으로 FMM 을 개발 중인 APS 홀딩스에 관심을 가져야 한다고 생각한다. 당사는 Invar 는 압연과 에칭으로 목표 두께를 달성할 수 있을 것으로 보고 있으며, 레이저 방식으로 구멍을 패터닝 하면서 FMM 을 생산할 예정이다. 레이저패터닝 방식이 일본 DNP 사의 에칭방식보다 생산효율성(Takt Time)이 떨어지겠지만, 레이저 헤드를 2 개에서 4 개로 확대하거나, 추가적인 레이저장비 설치로 양산성을 확보할 것으로 전망한다. 소자업체들의 국산화 이유가 원가 절감보다는 생존전략의 필요성이 커졌기 때문에 과거보다 채택 가능성이 높아졌다고 판단한다. AP 시스템(지분율 21.6%, 시총 4,011 억원), 디이엔티(지분율 26.2%, 시총 344 억원) 등 자회사들이 중국업체들의 OLED 투자 및 2 차전지 투자 확대에 따라 실적이 개선되고 있으며, 당사는 FMM 이라는 큰 성장 모멘텀이 있어 지속적인 관심이 필요하다고 판단한다.

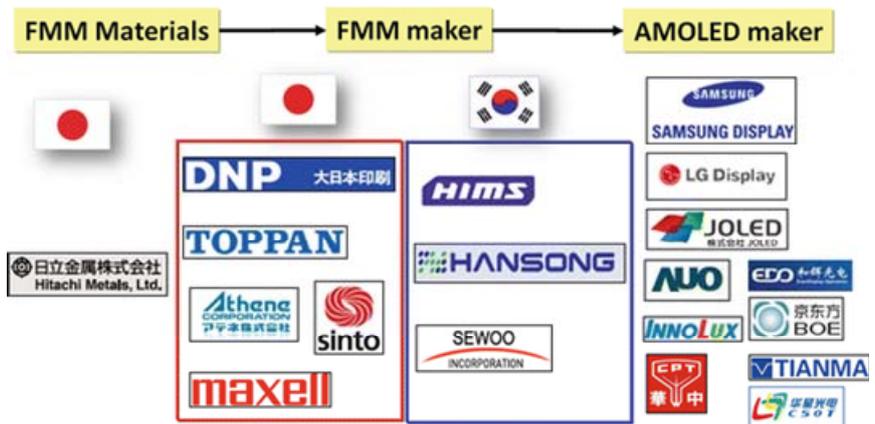
구분	단위	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	억원	1,754	2,932	243	805	284
yoy	%	-31.0	67.2	-91.7	231.5	-64.7
영업이익	억원	37	121	-23	-3	-36
yoy	%	-77.1	230.5	적전	적지	적지
EBITDA	억원	101	188	76	45	-13
세전이익	억원	10	104	-53	-188	-62
순이익(지배주주)	억원	13	86	262	6,694	12
영업이익률%	%	2.1	4.1	-9.6	-0.4	-12.7
EBITDA%	%	5.8	6.4	31.5	5.5	-4.6
순이익률	%	0.6	2.7	113.2	832.8	4.1
EPS(계속사업)	원	55	368	-228	-963	43
PER	배	82.8	26.3	N/A	N/A	98.6
PBR	배	0.9	1.8	2.8	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	18.6	22.8	104.3	9.1	N/A
ROE	%	1.3	8.4	16.9	348.2	0.6
순차입금	억원	427	1,204	292	-505	-95
부채비율	%	116.0	172.7	173.6	26.5	20.2

AMOLED FMM Revenue Forecast



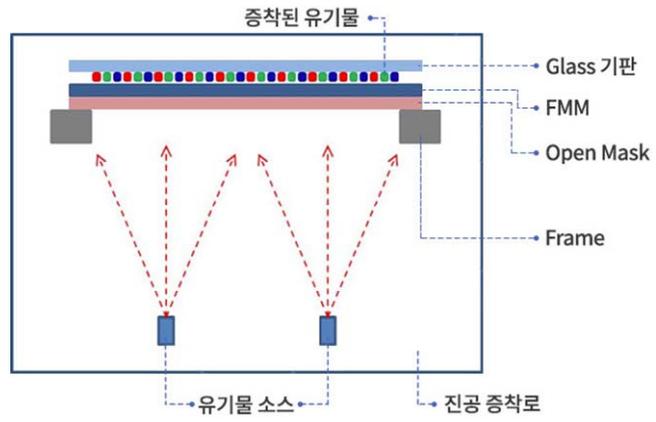
자료 : SK 증권

Fine Metal Mask Supply Chain



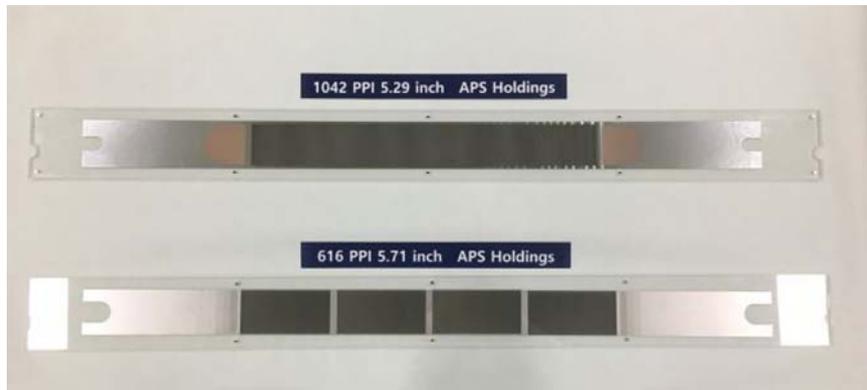
자료 : SK 증권

### FMM 증착 Process 와 FMM



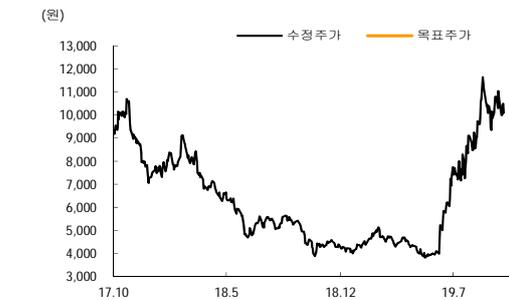
자료 : 웨이브일렉트로닉스 SK 증권

### APS 홀딩스의 FMM 샘플



자료 : APS 홀딩스 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격		괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비	
2019.10.16	Not Rated					



### Compliance Notice

- 작성자(윤혁진)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 16일 기준)

매수	87.67%	중립	12.33%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

**재무상태표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>유동자산</b>	1,100	1,520	3,553	835	545
현금및현금성자산	183	75	1,055	81	119
매출채권및기타채권	315	919	1,949	86	75
재고자산	456	388	304	9	13
<b>비유동자산</b>	1,056	1,470	2,109	1,483	2,287
장기금융자산	48	48	71	782	236
유형자산	649	989	1,597	93	84
무형자산	149	245	263	10	12
<b>자산총계</b>	2,156	2,990	5,662	2,318	2,832
<b>유동부채</b>	602	1,578	2,955	215	208
단기금융부채	135	1,061	893	60	104
매입채무 및 기타채무	361	432	1,244	63	39
단기충당부채	18	21	32		0
<b>비유동부채</b>	556	315	638	270	268
장기금융부채	501	243	489	145	228
장기매입채무 및 기타채무	1	6	10		
장기충당부채	12	13	12	1	1
<b>부채총계</b>	1,158	1,893	3,593	485	476
<b>지배주주지분</b>	980	1,065	2,027	1,818	2,338
자본금	117	117	143	67	109
자본잉여금	702	702	1,382	1,073	1,690
기타자본구성요소	-237	-243	-251	-6,811	-6,849
자기주식	-217	-226	-226	-107	-145
이익잉여금	398	489	753	7,442	7,507
비지배주주지분	18	32	43	15	18
<b>자본총계</b>	998	1,096	2,070	1,833	2,356
<b>부채외자본총계</b>	2,156	2,990	5,662	2,318	2,832

**현금흐름표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>영업활동현금흐름</b>	-85	-308	846	148	-54
당기순이익(손실)	10	78	275	6,701	12
비현금성항목등	120	141	274	-6,477	-16
유형자산감가상각비	55	55	80	41	21
무형자산감가상각비	9	11	20	6	2
기타	55	75	174	-6,525	-39
운전자본감소(증가)	-211	-510	344	31	-27
매출채권및기타채권의 감소(증가)	7	-592	-977	-101	-5
재고자산감소(증가)	-250	87	84	-79	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	170	31	822	194	-8
기타	-123	-1,219	-1,540	-185	-21
법인세납부	-4	-9	-27	-98	-27
<b>투자활동현금흐름</b>	-168	-206	-712	-1,073	159
금융자산감소(증가)	-20	20	0	-780	295
유형자산감소(증가)	-19	-160	-698	-202	-153
무형자산감소(증가)	-63	-54	-55	-4	-8
기타	23	39	118	651	48
<b>재무활동현금흐름</b>	108	406	841	-54	-68
단기금융부채증가(감소)	130	428	106	-13	2
장기금융부채증가(감소)		-15	106	57	121
자본의증가(감소)	15				
배당금의 지급					
기타			600	99	16
<b>현금의 증가(감소)</b>	-146	-108	980	-974	38
기초현금	329	183	75	1,055	81
기말현금	183	75	1,055	81	119
FCF	-162	-828	-82	2,140	-43

자료 : APS홀딩스, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>매출액</b>	1,754	2,937	243	805	784
매출원가	1,491	2,533	170	673	159
<b>매출총이익</b>	263	399	73	131	126
매출총이익률 (%)	15.0	13.6	30.0	16.3	44.2
<b>판매비와관리비</b>	226	277	96	134	162
영업이익	37	121	-23	-3	-36
영업이익률 (%)	2.1	4.1	-9.6	-0.4	-12.7
비영업손익	-26	-17	-29	-185	-26
<b>순금융비용</b>	17	27	-2	-12	-5
외환관련손익	-2	13	-2	2	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	-5	-24	24	50
세전계속사업이익	10	104	-53	-188	-62
세전계속사업이익률 (%)	0.6	3.6	-21.7	-23.4	-21.7
계속사업법인세	0	26	-6	-43	-70
<b>계속사업이익</b>	10	78	-47	-145	8
중단사업이익			322	6,846	3
*법인세효과			83	23	1
당기순이익	10	78	275	6,701	12
<b>순이익률 (%)</b>	0.6	2.7	113.2	832.8	4.1
지배주주	13	86	262	6,694	12
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.73	2.94	107.76	831.88	4.29
<b>비지배주주</b>	-3	-8	13	7	-1
<b>총포괄이익</b>	1	82	268	6,743	34
지배주주	3	91	264	6,736	36
비지배주주	-2	-9	3	7	-1
EBITDA	101	188	76	45	-13

**주요투자지표**

월 결산(억원)	2014	2015	2016	2017	2018
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-31.0	67.2	-91.7	231.5	-64.7
영업이익	-77.1	230.5	적전	적지	적지
세전계속사업이익	-94.4	915.4	적전	적지	적지
EBITDA	-51.1	85.8	-59.2	-41.8	적전
EPS(계속사업)	-91.9	570.8	-161.8	323.3	-104.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.3	8.4	16.9	348.2	0.6
ROA	0.5	3.0	6.4	168.0	0.5
EBITDA마진	5.8	6.4	31.5	5.5	-4.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	182.8	96.3	120.2	388.9	262.2
부채비율	116.0	172.7	173.6	26.5	20.2
순차입금/자기자본	42.8	109.8	14.1	-27.6	-4.0
EBITDA/이자비용(배)	4.1	6.1	18.8	7.6	-1.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	55	368	-228	-963	43
BPS	5,112	5,512	7,874	14,439	11,770
CFPS	330	652	1,370	42,557	168
주당 현금배당금					
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	134.0	26.3	N/A	N/A	213.2
PER(최저)	72.4	12.1	N/A	N/A	90.5
PBR(최고)	1.4	1.8	2.8	1.5	0.8
PBR(최저)	0.8	0.8	1.2	0.5	0.3
PCR	13.8	14.9	16.2	0.2	25.2
EV/EBITDA(최고)	27.7	23.1	105.2	161.0	-137.2
EV/EBITDA(최저)	17.2	14.3	42.6	8.2	-55.5

**memo**

---