

유진투자증권 

2 0 2 0
OUTLOOK

2019. 11. 28

2020 산업전망

디스플레이



Unfair Game



반도체/디스플레이 이승우

Tel. 02)368-6121

swlee6591@eugenefn.com

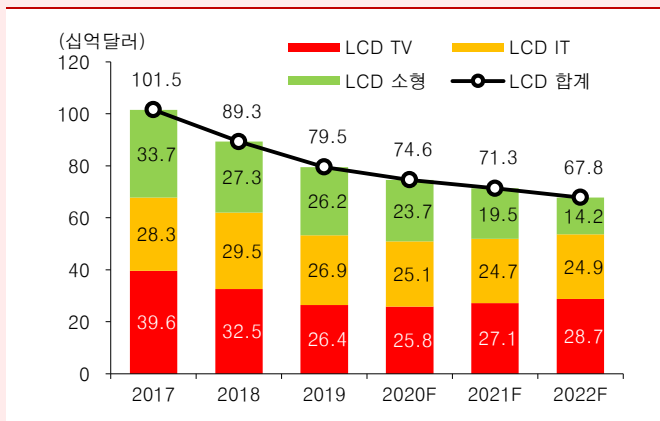
Summary

<2020 EUGENE's View>

중국 정부의 보조금으로 인한 과도한 설비 투자로 패널 산업의 업황은 헤어 나오기 쉽지 않은 공급과잉의 늪에 빠져 있는 상황이다. 기본적으로 불공정한 게임의 룰이 지배하고 있는 것이다. 넘쳐나는 캐패를 감안할 때, 특단의 조치가 없으면 대형 디스플레이 산업은 당분간 수요자 우위의 시장이 계속 이어질 가능성이 높다. 모바일 OLED는 폴더블, 웨어러블 등 앞으로 많은 성장 기회가 있을 것이라는 기대감이 크다. 다만, 물리적 캐패는 이미 수요의 2~3배에 이를 정도로 풍부해, 언제든 공급과잉에 빠질 수 있다는 잠재적 리스크를 품고 있다.

2020년 디스플레이 패널 시장은 1,073억달러로 2% 소폭 성장에 그칠 전망이다. LCD 시장은 746억달러로 6% 감소할 것으로 보이나, OLED 시장은 321억달러로 28% 성장할 것으로 예상된다. 2019년보다는 다소 나아질 것으로 보이나, 패널 수급을 감안하면 2020년 또한 디스플레이 업체들에게 쉽지 않은 한 해로 기억될 것이다. **디스플레이 섹터에 대해서 보수적 시각을 유지한다.** 중국 정부 및 기업들과 불공정 경쟁을 해야 하는 패널 업체보다는 중국 투자의 수혜를 기대할 수 있는 장비/소재 업체가 상대적으로 더 나아 보인다.

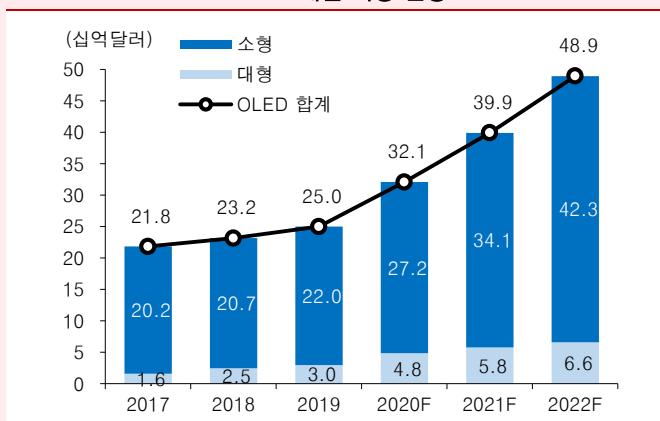
LCD 패널 시장 전망



자료: IHS, 유진투자증권

- 2020년 LCD 패널 시장 규모는 746억달러로 2019년 대비 6% 감소할 것으로 예상
- 이 중 TV 패널시장은 251억달러로 2% 감소할 것으로 예상되고, IT용 패널 시장도 251억달러로 7% 줄어들 전망
- 소형 LCD 패널 시장도 리지드 OLED와의 경쟁 영향으로 237억달러에 그치는 등 전 어플리케이션에 걸쳐 시장 수축이 지속될 것으로 예상

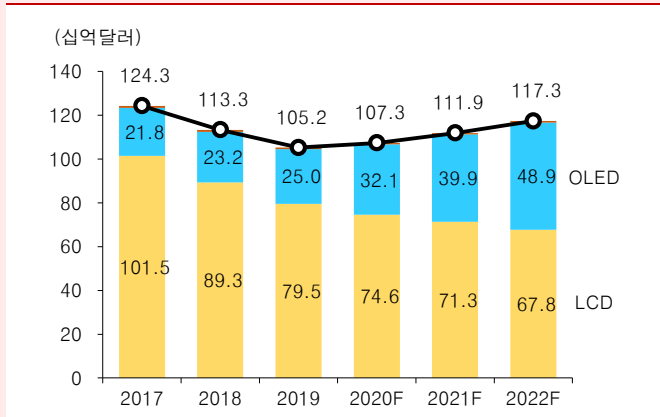
OLED 패널 시장 전망



자료: IHS, 유진투자증권

- LCD와 달리 OLED 패널 시장은 2020년 321억달러 규모로 2019년 대비 28% 성장을 기대
- 제품별로는 모바일용 소형 시장이 272억달러로 24% 성장할 것으로 예상되며, TV 등 대형 시장 규모는 48억달러로 62% 증가할 것으로 전망
- TV용 시장의 높은 성장률은 LGD의 광저우 OLED 팹 가동으로 캐패가 크게 증가함에 따라, OLED TV용 패널 출하가 620만장으로 87% 늘어나기 때문. 그러나, 공급 증가로 2020년 OLED 패널 가격은 본격 하락이 예상됨

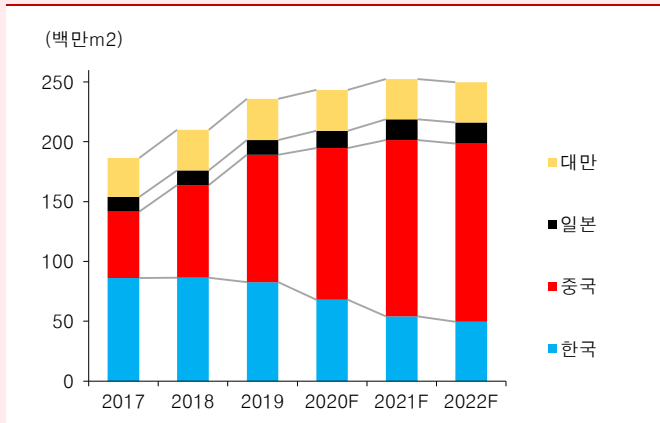
디스플레이 시장은 2019년을 바닥으로 소폭 성장 기대



자료: IHS, 유진투자증권

- 디스플레이 시장은 LCD 시장의 축소와 OLED 시장의 성장이라는 흐름이 지속될 전망
- LCD, OLED 및 기타를 합한 총 디스플레이 패널 시장 규모는 2019년 1,052억달러에서 2020년 1,073달러로 2% 성장에 그칠 것으로 예상
- 그러나, 2020년 하반기부터 LCD 패널 가격 하락이 진정되면서, 2021년과 2022년 시장 성장률은 4%, 5%로 점차 개선될 것으로 기대

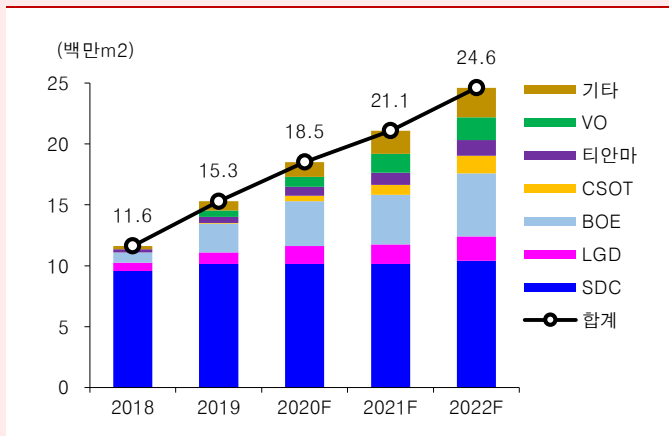
국가별 대형 7세대 이상 LCD 캐파 전망



자료: IHS, 유진투자증권

- 글로벌 7세대 이상 LCD 캐파는 생산 가능 면적 기준으로 2019년 236km²에서 2020년 243km²로 약 3% 증가할 것으로 예상
- 삼성과 LG의 TV용 패널 캐파는 계속 축소될 전망이다, 기존 진행 중인 중국 업체들의 8.6세대 또는 10.5세대 램프업은 진행될 것이기 때문
- 이에 따라, 한국의 대형 LCD 캐파는 2022년말에는 중국의 1/3 수준으로 줄어들 전망

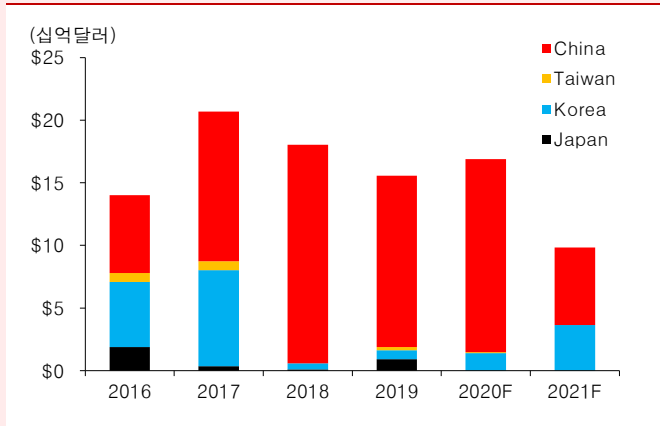
모바일 OLED 캐파 전망



자료: IHS, 유진투자증권

- 모바일용 OLED 패널 캐파도 중국 업체들의 공격적인 증설로 2019년 15.3km², 2020년 18.5km²로 20% 이상 증가할 전망이며, 특히, 비삼성 진영의 캐파는 5.1km²에서 8.4km²의 63% 증가할 전망
- 산출적으로 1m²당 6인치급 패널 약 70장이 생산 가능한데, 이는 이론적으로 생산 가능한 패널수가 2020년 13억장에 달한다는 의미임. 반면, 모바일 OLED 패널 수요는 약 5억장에 불과한 상황
- 결국, 모바일 OLED 패널 수급은 삼성을 제외한 나머지 업체들의 수율에 따라 좌우될 것임

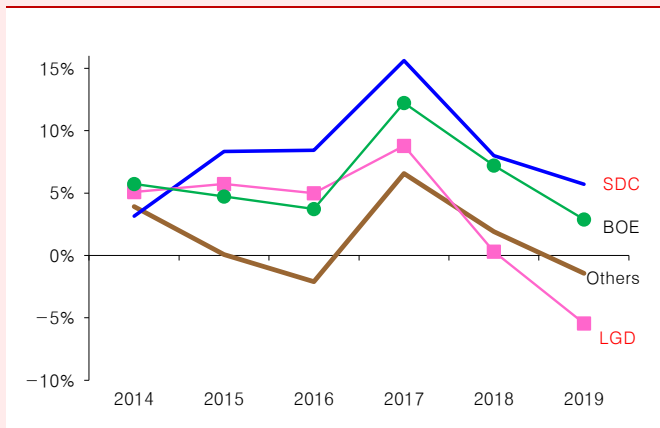
지역별 디스플레이 투자 전망



자료: IHS, 유진투자증권

- 2020년에도 중국을 중심으로 디스플레이 투자는 계속될 전망이다. 따라서, 디스플레이 패널 업체들보다는 장비/소재 업체 중심으로 한 포트폴리오 구성을 추천
- 다만, 2019년 업황이 예상보다 좋지 않은 상황이 지속되면서, 중국의 투자도 소폭이나마 감소할 가능성이 제기되고 있어, 변동요인이 있을 수 있음

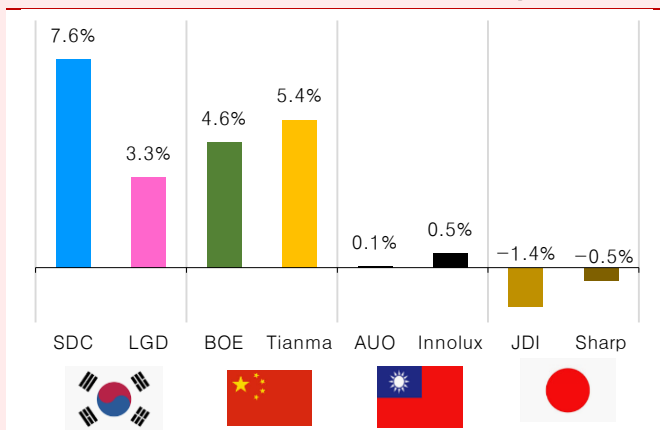
디스플레이 업체별 영업이익률 비교



자료: 유진투자증권

- 2017년을 피크로 디스플레이 업체들의 마진은 2년 연속으로 하락하고 있는 상황
- 특히, LG디스플레이의 마진 하락 기울기가 가장 가파르게 진행되고 있어, 이를 반전시키기 위한 경영진의 대책이 절대적으로 필요한 상황

주요 디스플레이 업체들의 2010년 이후 누적 영업이익률



자료: IHS, 유진투자증권

- 2010년 이후 아시아 주요국의 디스플레이 대표 업체들의 영업이익률을 비교해보면 결국 한국과 중국의 대결이라는 것이 명확함
- 그러나, 중국 정부 당국의 보조금으로 불공정한 경쟁이 계속되고 있어, 국내 업체들의 부담이 큰 상황

불공정 게임: 중국 디스플레이 팹의 투자 규모 및 투자 부담을

업체명	Fab	Gen.	기술	위치	총투자액				
					(억위안)	회사	정부	은행	기타
BOE	B5	8G	TFT LCD	허페이	285	25%	35%	40%	
	B8	8G	TFT LCD	충칭	328	27%	33%	40%	
	B9	10.5G	TFT LCD	허페이	400	10%	45%	45%	
	B10	8G	TFT LCD	푸저우	300	10%	50%	40%	
	B11	6G	OLED	멘양	465	22%	34%	44%	
	B12	6G	OLED	충칭	465	22%	34%	44%	
	B15	6G	OLED	푸저우	465	24%	44%	32%	
CSOT	T1 & T2	8G	TFT LCD	선젠	600	87%	3%	10%	
	T6 & T7	10.5G	TFT LCD	선전	538	25%	37%	28%	10%
	T3	6G	LTPS	우한	160	43%	40%	17%	
	T4	6G	OLED	우한	350	50%	50%		
Visionox	V3	6G	OLED	허페이	440	9%	41%	50%	
Tianma	Xiamen	6G	OLED	샤먼	480	8%	48%	44%	
HKC	H1	8.6G	TFT LCD	충칭	240	13%	7%	75%	6%
	H2	8.6G	TFT LCD	추저우	240	40%	33%	23%	4%
	H4	8.6G	TFT LCD	멘양	240	12%	63%	25%	

자료: IHS, 유진투자증권

디스플레이 섹터 추천종목 및 관심종목

종목명	LG디스플레이	실리콘웍스	에스에프에이	주성엔지니어링
코드	034220	108320	056190	036930
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY
목표주가	16,000원 (유지)	45,000원 (하향)	54,000원 (유지)	8,500원 (하향)
시가총액 (십억원)	5,063	616	1,548	323
매출액 (십억원)				
2019년	23,296	861	1,525	256
2020년	24,835	910	1,838	266
2021년	26,571	962	2,064	264
영업이익 (십억원)				
2019년	-1,701	42	191	38
2020년	-603	52	521	40
2021년	364	57	296	47
P/E (배)				
2019년	-	17.5	13.2	8.7
2020년	-	13.0	9.0	8.8
2021년	194.6	12.5	7.4	8.1

주: 11월 26일 종가 기준

자료: 유진투자증권

Contents

I. 디스플레이 시장 전망.....	8
패널 수요 / 캐파 / 가격 전망	
패널 시장 규모 전망: 2% 소폭 성장 전망	
II. Unfair Game.....	13
한국의 대형 LCD 출구 전략	
중국, 속도는 늦춰도 멈추지는 않을 전망	
문제의 시작은 결국 불공정 게임	
OLED도 안심할 수 없는 상황	
III. 투자의견 종합	21
불공정 게임	
주요 디스플레이 업체들의 경영성과 비교	
IV. 주요 지표 및 통계 업데이트.....	25
반도체 가격 동향	
패널 가격 동향	
주요 업체 주가 동향	
Valuation Comparison	
기업분석	33
LG디스플레이(034220.KS)	
실리콘웍스(108320.KQ)	
에스에프에이(056190.KQ)	
주성엔지니어링(036930.KQ)	

I. 디스플레이 시장 전망

패널 수요 전망

세트 기준으로 볼 때 2019년 TV 수요는 약 2.2억대 내외로 추정된다. 그러나, 통상적으로 TV 패널 수요가 세트 수요 대비 LCD는 약 25~30%, OLED는 10~20% 많았다는 사실을 감안하면, 실제 패널 수요는 이보다 많은 2.8~2.9억대 수준에 이르는 것으로 추정된다.

이 같은 TV용 패널 수요 상황은 2020년에도 비슷한 양상으로 이어질 전망이다. 전체 TV용 패널 수요는 2.85억대로 예상된다. 이중 LCD TV용 패널은 약 2.79억장으로 2019년 대비 약 1% 감소할 것으로 보이지만, OLED TV용 패널은 약 620만장으로 약 87%나 증가할 것으로 추정된다. LG 디스플레이의 광저우 OLED 웨이 본격 가동되면서, 생산 캐파가 크게 늘어났고 이에 따른 패널 가격 하락과 적극적인 마케팅이 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

한편, 시장조사기관 IHS Markit은 LCD 모니터 패널 수요는 1.41억장, 9인치 이상 태블릿 및 노트북용 패널 수요는 2.44억장에 이를 것으로 추정하고 있다.

도표 1 대형 패널 수요 전망 (수량)

대형 패널수요 (백만장)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
평판 TV 세트 수요	220.3	221.4	220.3	221.4	223.1	223.4
YoY	-1%	1%	-1%	0%	1%	0%
LCD TV	218.7	218.9	217.3	216.2	215.7	214.0
OLED TV	1.6	2.5	3.0	5.2	7.4	9.4
LCD TV 패널	265	289	282	279	274	272
YoY	0%	9%	-2%	-1%	-2%	-1%
패널/세트	121%	132%	130%	129%	127%	127%
OLED TV 패널	1.8	3.0	3.3	6.2	8.0	9.6
YoY	97%	69%	13%	87%	28%	20%
패널/세트	110%	117%	111%	120%	108%	103%
IT 제품 패널	455	487	457	443	444	450
YoY	8%	7%	-6%	-3%	0%	1%
Monitor	140	150	146	141	139	139
NB/Tablet	274	288	259	244	244	245
Others	41	49	52	58	62	67

자료: IHS, 유진투자증권



제품별 평균 사이즈는 LCD TV 패널 약 0.6m², OLED TV 패널 1.04m², 모니터 패널 0.16m², 노트북 패널 0.05m²로 각각 전년비 5%, 5%, 3%, 2% 증가할 것으로 추정된다. 이를 대각선 기준 사이즈로 환산하면 LCD TV 패널은 약 45~46인치, OLED 패널은 55~56인치, 모니터 패널 24인치, 노트북용 패널은 13.8~14인치 내외이다.

도표 2 대형 패널 제품별 평균 사이즈(m²/panel)

제품별 평균 사이즈 (m ²)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
LCD TV 패널	0.527	0.535	0.571	0.599	0.623	0.648
YoY	5.3%	1.6%	6.6%	5.0%	4.0%	4.0%
OLED TV 패널	0.974	0.956	0.989	1.038	1.069	1.101
YoY	7.6%	-1.9%	3.4%	5.0%	3.0%	3.0%
모니터 패널	0.144	0.150	0.154	0.159	0.163	0.168
YoY	4.0%	4.3%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
노트북 패널	0.048	0.048	0.049	0.050	0.051	0.052
YoY	-0.5%	-1.1%	3.2%	2.0%	2.0%	2.0%

주: 43인치 = 0.51m², 49인치 = 0.66 m², 55인치 = 0.99m² / 24인치 = 0.159m² / 14인치 = 0.054m²

자료: IHS, 유진투자증권

이 같은 가정을 기반으로 추정된 2020년 면적 기준 디스플레이 수요는 239km²(백만제곱미터)로 2019년 대비 약 5% 증가할 것으로 전망된다. 종류별로는 LCD 패널 수요가 약 3% 증가한 225km², OLED 패널 수요가 약 65% 증가한 13.6km²로 추정된다.

도표 3 면적 기준 패널 수요 전망

면적 수요 (백만m ²)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
LCD	194.3	213.8	218.6	225.0	228.8	234.2
YoY	6%	10%	2%	3%	2%	2%
LCD 대형	179.8	199.0	204.8	211.9	217.1	224.7
TV	139.5	154.5	160.6	167.0	170.6	176.0
IT	40.3	44.6	44.2	44.8	46.5	48.7
LCD 소형	14.5	14.7	13.8	13.1	11.7	9.5
OLED	5.14	6.67	8.26	13.62	18.65	25.19
YoY	33%	30%	24%	65%	37%	35%
OLED 중대형	1.75	2.90	3.58	6.96	9.17	11.36
OLED TV	1.71	2.82	3.46	6.81	8.99	11.11
OLED IT	0.04	0.08	0.12	0.15	0.18	0.25
OLED 소형	3.39	3.77	4.68	6.66	9.48	13.83
LCD + OLED 합계	199.4	220.5	226.9	238.6	247.4	259.4
YoY	7%	11%	3%	5%	4%	5%
중대형	181.5	201.9	208.4	218.8	226.2	236.1
TV	141.2	157.3	164.1	173.8	179.6	187.1
IT	40.3	44.6	44.3	45.0	46.6	48.9
소형	17.9	18.5	18.4	19.8	21.2	23.3

자료: IHS, 유진투자증권

패널 캐파 전망

한편, 디스플레이 패널 생산 캐파는 290km²로 2019년 대비 6% 증가할 것으로 추정한다. 제품별로는 LCD 패널의 면적 캐파가 263km²로 2% 증가할 것으로 보이고, OLED 패널의 면적 캐파는 27.2km²로 32% 증가할 것으로 추정된다. 이론적으로 볼 때, 디스플레이 종류나 사이즈에 관계없이 디스플레이 모든 영역에 걸쳐 캐파가 수요를 상회하는 구조적 공급과잉 상황이 지속될 전망이다.

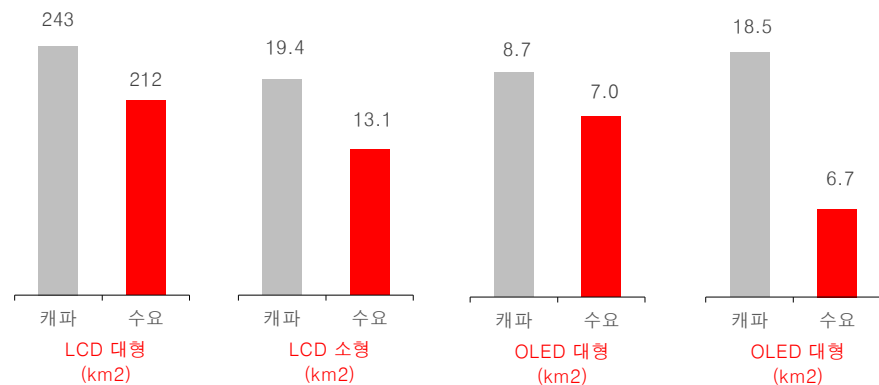
도표 4 종류별, 제품별 면적 기준 캐파

면적 캐파 (백만m2)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
LCD	209.3	233.5	257.1	262.8	269.0	263.2
YoY	9%	12%	10%	2%	2%	-2%
LCD 대형	186.5	210.1	235.8	243.4	252.4	249.7
TV	133.6	155.8	179.9	191.2	204.0	201.2
IT	52.9	54.2	55.9	52.2	48.4	48.5
LCD 소형	22.8	23.4	21.3	19.4	16.6	13.5
OLED	11.4	16.3	20.5	27.2	33.1	38.6
YoY	52%	43%	26%	32%	22%	17%
OLED 중대형	3.3	4.7	5.2	8.7	12.0	14.0
OLED TV	3.2	4.6	5.1	8.4	11.7	13.6
OLED IT	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
OLED 소형	8.2	11.6	15.3	18.5	21.1	24.6
LCD + OLED 합계	220.8	249.8	277.6	289.9	302.1	301.8
YoY	10%	13%	11%	4%	4%	0%
중대형	189.8	214.8	241.1	252.0	264.4	263.7
TV	136.8	160.4	185.0	199.6	215.7	214.8
IT	53.0	54.4	56.0	52.4	48.7	48.9
소형	31.0	35.0	36.6	37.9	37.7	38.2

자료: Bloomberg, IHS, 유진투자증권

디스플레이 산업은 기본적으로
오버 캐파시티 상태
가 지속되는 상황

도표 5 종류별 디스플레이 면적기준 캐파 vs. 수요: 전 부문에 걸쳐 수요를 훨씬 상회하는 생산 캐파가 셋업되어 있는 상황으로 가동률 조정에 따른 업황 개선에 한계가 있음



자료: IHS, 유진투자증권



패널 가격 전망

구조적인 오버서플라이 상황이 개선되기는 쉽지 않다. 다만, 업체들의 역마진과 향후 감산 계획 등을 고려할 때 LCD 패널 가격의 추가 하락은 제한적일 것으로 보인다. 그리고, 웹 스크랩 및 감산 정도에 따라서는 커머티 LCD 패널 가격의 상승 전환도 가능할 것으로 기대된다.

대형 OLED의 경우 공급자가 LG 디스플레이로 유일하지만, 수요자 입장에서는 대안이 충분한 상황이기 때문에 가격 인하 없이는 늘어난 생산량을 소화하기 어려울 것으로 판단된다. 따라서, 우리는 2020년부터 OLED 대형 패널 가격이 본격 하락할 가능성이 크다고 판단한다. 소형 OLED 패널의 경우는 삼성디스플레이의 독점 구도가 서서히 붕괴될 가능성이 있고, 이에 따라, 가격도 점진적으로 하락하게 될 전망이다.

도표 6 대형 패널 면적당 ASP 전망: LCD패널은 추가 하락하기 어려울 정도로 빠져 있는 반면, OLED는 늘어난 캐패를 소화하기 위해 비교적 적극적인 가격 인하가 필요

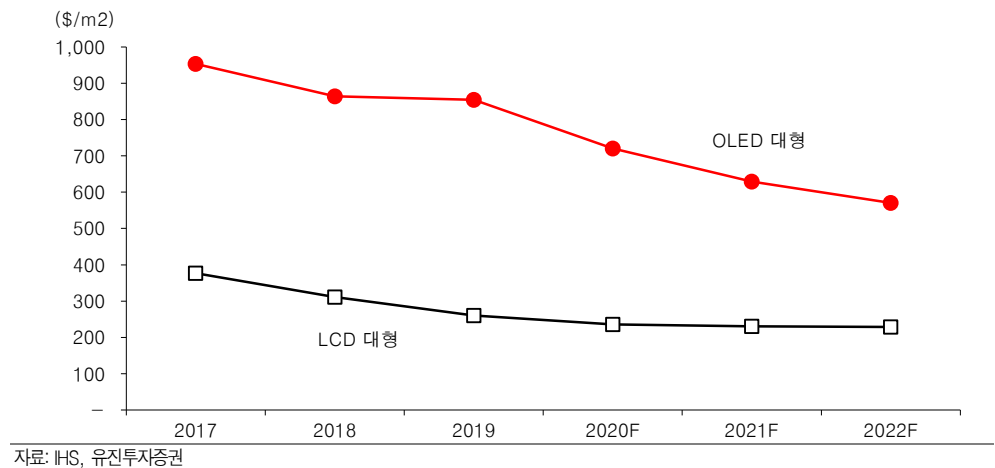
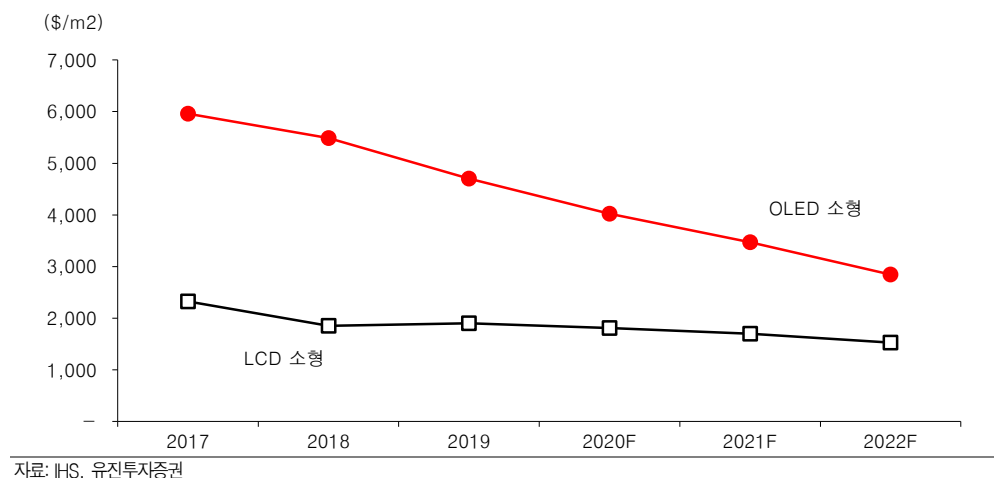


도표 7 소형 패널 면적당 ASP 전망: OLED 패널의 경우 이론적으로는 아주 극심한 오버서플라이 상태임. 따라서, 비 삼성 진영의 수율에 따라 가격 하락폭이 정해질 전망이다



패널 시장 규모 전망: 2% 소폭 성장 전망

글로벌 디스플레이 패널 시장규모는 2019년 1,052억달러에서 2020년 1,073억달러로 약 2% 성장할 것으로 전망된다. 이중 LCD 패널 시장은 795억달러에서 746억달러로 6% 감소할 것으로 예상되나, OLED 시장은 250억달러에서 321억달러로 28% 성장할 것으로 기대된다.

LCD에서는 중대형 사이즈 패널 시장이 533억달러에서 509억달러로 5% 감소할 것으로 보이고, 9인치 이하 소형 사이즈 패널 시장은 262억달러에서 237억달러로 10% 줄어들 전망이다.

OLED에서는 대형 사이즈 시장이 물량의 증가 효과로 28억달러에서 47억달러로 큰 폭 성장할 것으로 보이고, OLED 소형도 폴더블 등 어플리케이션의 다양화에 힘입어 2019년 220억달러에서 272억달러로 24% 늘어날 것으로 추정된다.

도표 8 디스플레이 시장 규모 종합

시장규모 (백만달러)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
LCD	101.5	89.3	79.5	74.6	71.3	67.8
LCD 대형	67.8	62.0	53.3	50.9	51.8	53.6
LCD TV	39.6	32.5	26.4	25.8	27.1	28.7
LCD IT	28.3	29.5	26.9	25.1	24.7	24.9
LCD 소형	33.7	27.3	26.2	23.7	19.5	14.2
OLED	21.8	23.2	25.0	32.1	39.9	48.9
OLED 중대형	1.6	2.5	3.0	4.8	5.8	6.6
OLED TV	1.5	2.3	2.8	4.7	5.6	6.4
OLED IT	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
OLED 소형	20.2	20.7	22.0	27.2	34.1	42.3
Total	124.3	113.3	105.2	107.3	111.9	117.3
중대형	69.4	64.5	56.3	55.7	57.6	60.2
TV	41.1	34.8	29.2	30.5	32.7	35.1
IT	28.4	29.6	27.1	25.3	24.9	25.1
소형	53.9	48.0	48.2	50.9	53.6	56.5
기타	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
전년비 증감율						
LCD	2%	-12%	-11%	-6%	-4%	-5%
LCD 대형	14%	-9%	-14%	-5%	2%	3%
TV	15%	-18%	-19%	-2%	5%	6%
IT	12%	4%	-9%	-7%	-2%	1%
LCD 소형	-16%	-19%	-4%	-10%	-18%	-27%
OLED	43%	6%	8%	28%	24%	23%
OLED 중대형	61%	51%	22%	62%	20%	14%
OLED TV	50%	55%	23%	65%	19%	14%
OLED IT	1186%	3%	8%	3%	43%	26%
OLED 소형	42%	2%	6%	24%	25%	24%
Total	7%	-9%	-7%	2%	4%	5%
중대형	15%	-7%	-13%	-1%	3%	4%
TV	16%	-15%	-16%	4%	7%	7%
IT	13%	4%	-9%	-7%	-1%	1%
소형	-1%	-11%	0%	6%	5%	5%
기타	4%	-13%	-18%	-3%	-4%	-3%

자료: IHS, 유진투자증권



II. Unfair Game

한국의 대형 LCD 출구 전략

디스플레이 시장의 관심은 삼성디스플레이와 LG디스플레이의 7, 8세대 팹 캐파 축소에 몰려있다. 삼성디스플레이는 2019년 하반기부터 QD-OLED 전환 투자를 위해 8세대 팹인 L8-1과 L8-2의 LCD 캐파를 줄여나갈 계획이다. 삼성의 탕정 8세대 캐파는 2019년 상반기 월 363K에서 2020년말까지는 238K로 약 125K 줄어든 것으로 보이며, 2022년말까지는 68K까지 캐파가 줄어든 것으로 전망한다. LG디스플레이도 P8의 8세대 캐파를 2019년 상반기 240K에서 2020년말까지 140K로 최소 약 100K 가량 줄일 것으로 회자되고 있다.

도표 9 삼성디스플레이 탕정 라인 구조조정 계획



자료: IHS, 유진투자증권

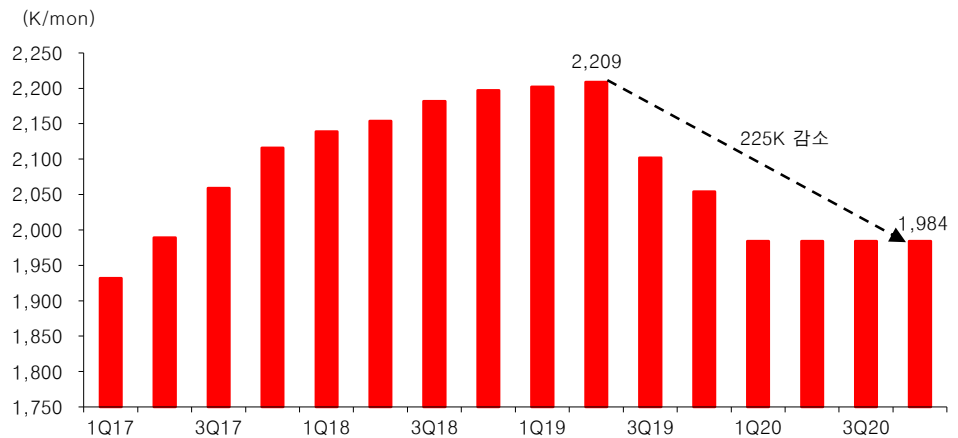
도표 10 LG 디스플레이 파주 투자 및 구조조정 계획



자료: IHS, 유진투자증권

즉, 삼성디스플레이와 LG디스플레이의 8세대 캐패가 2020년 말까지 최소한 225K 정도 줄어든다는 얘기가 있다. 2019년 상반기 말 기준 글로벌 8세대 캐패는 약 2,200K 내외로 추정되는데, 이를 감안하면, **두 회사의 라인 조정으로 약 10%가 넘는 8세대 캐패가 줄어들 수 있다는 것이다.** 이에 따라, 수급 상황이 2019년보다는 개선될 것이라는 기대감이 점차 힘을 얻고 있는 상황이다.

표 11 글로벌 LCD 8세대 분기별 생산 캐패 추이 및 전망



자료: Bloomberg, IHS, 유진투자증권

그러나, 중국업체들의 8.6세대 및 10.5세대 캐패는 추가로 더 늘어날 것으로 예정되어 있다. 최근 HKC의 세번째 8.6세대 팹의 캐패를 기존 150K에서 75K로 줄였다는 소식이 전해지고 있으나, 램프업 중인 H2는 예정대로 캐패가 늘어날 것으로 보이고, CEC와 CHOT도 소폭이지만, 막바지 램프업을 진행할 가능성이 높다.

더 큰 문제는 10.5세대 라인인 BOE의 우한 B17과 CSOT의 T6, T7 램프업 여부에 있다. 폭스콘(샤프)이 최근 10.5세대 광저우 팹의 캐패를 절반으로 줄인다는 뉴스가 들려오고 있지만, 일단 내년 2월부터 라인운동을 시작할 가능성이 높다. BOE나 CSOT의 투자 연기 및 축소 관련한 소식은 아직 구체적으로 나오지 않고 있는 상황이다.

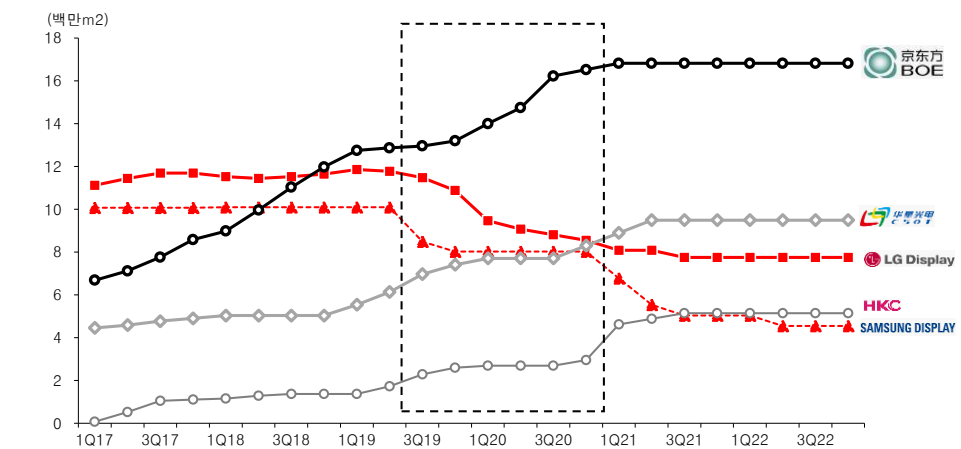
유진투자증권의 디스플레이 캐패 모델에 따르면 2020년 말까지 8.6세대 캐패는 2019년 상반기 대비 1.5배 수준으로 증가할 것으로 보이고, 10.5세대 라인 캐패는 2.5배나 늘어날 것으로 전망된다. 특히, 10.5세대 팹은 마더글래스 면적 기준으로는 8세대 대비 약 1.8배 더 크지만, 65인치 TV 패널의 생산능력은 2.6~2.7배에 달한다는 점에서 향후 LCD TV 패널의 수급에 미치는 영향이 작지 않다.



중국, 속도는 늦춰도 멈추지는 않을 전망

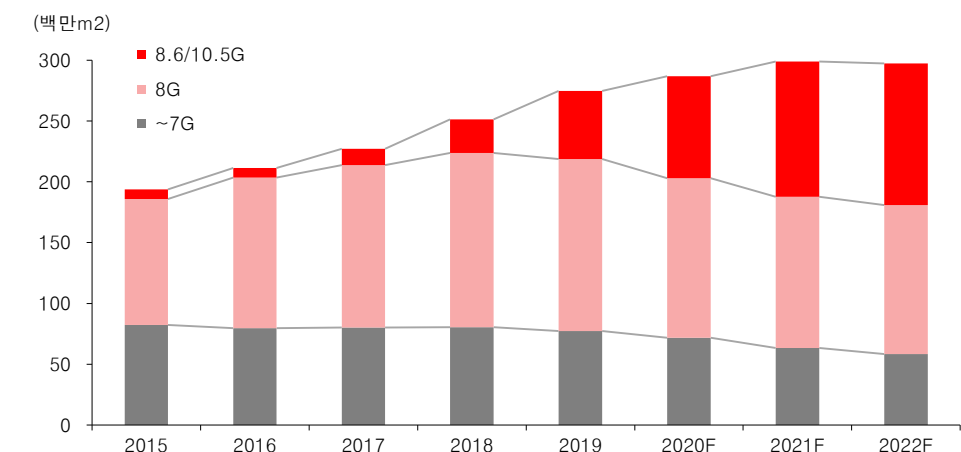
결과적으로 비록 8세대 라인 캐패가 상당 부분 줄어들긴 하지만 8.6세대와 10.5세대 캐패의 증가로 인해 면적기준 8세대 이상의 생산 가능 능력은 오히려 약 9% 가량 더 증가할 것으로 예측된다. 삼성과 LG는 줄이지만, 중국은 쉽사리 멈추지 않을 것이고, 이는 결국 대형 LCD 패널 경쟁력에서 한국 업체들이 중국 업체들에게 주도권을 완전히 넘겨주는 상황이 될 것으로 판단된다.

도표 12 한국과 중국 패널 업체들의 7세대 이상 대형 LCD 캐패 비교: 삼성, LG와 달리 중국 업체들의 캐패는 오히려 더 늘어날 전망



자료: IHS, 유진투자증권 추정

도표 13 패널 세대별 면적 기준 캐패: 8세대 이하는 줄지만, 8.6세대 이상 캐패는 계속 증가

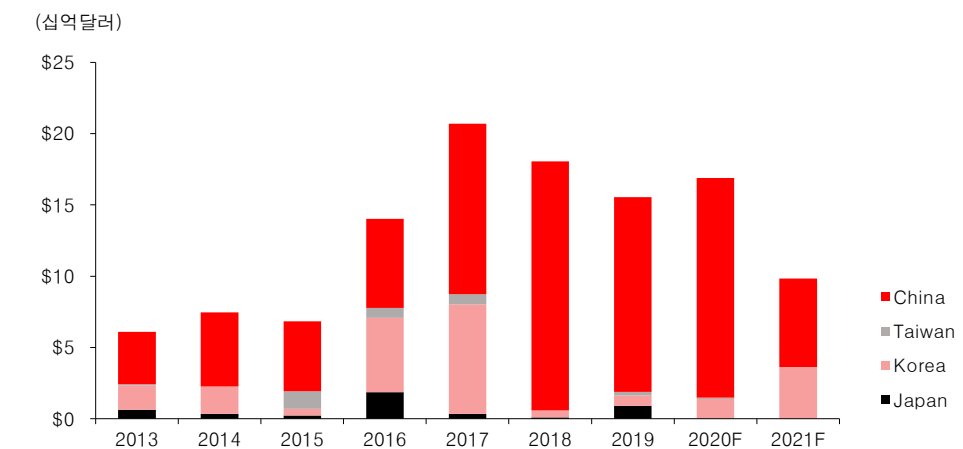


자료: IHS, 유진투자증권

정부 보조금을 받고 있음에도 불구하고 중국 패널 업체들이 적자에 진입하면서 중국의 디스플레이 투자가 주춤해질 것이라는 전망이 점점 많아지고 있다. 그렇지만, 관련 기사 내용들을 종합해 중국의 패널 투자가 줄어드는 것은 일단 2021년 이후의 상황을 얘기하는 것이다.

시장 상황이 급변하고 있기 때문에 단기적인 투자 스케줄은 언제든 변동될 수 있을 것이다. 그러나, 기본적으로는 2018년, 2019년에 이어 2020년에도 중국의 디스플레이 투자 규모는 한국 등 경쟁국을 압도할 것으로 전망된다. 결국, 가동률 조절에 따른 단기 업황 반등은 가능할지 모르겠으나, 수요-공급의 근본적인 패러다임이 바뀌지 않는 이상 패널 수급 상황이 드라마틱하거나, 장기적으로 개선될 가능성은 상당히 제한적인 상황인 것으로 판단된다.

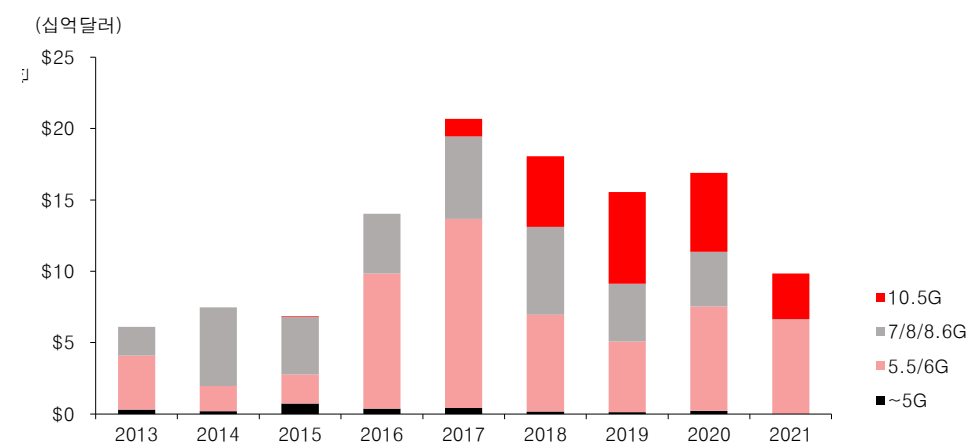
도표 14 지역별 디스플레이 투자 규모 추이



자료: IHS, 유진투자증권

압도적 규모의 중국 디스플레이 투자는 10.5세대 LCD 패널과 6세대 OLED 패널에 집중되어 있다. 한국 업체들은 한 개도 없는 10.5세대 패널의 위력은 65인치 이상 대형 사이즈 TV에서 점점 더 빛을 발하게 될 것이다. 한편, 아직 기술적 격차가 상당히 있는 OLED에서도 중국의 투자가 대규모로 진행되고 있다. 아직은 아니라고 말할 수는 있지만, 언젠가는 OLED 부문에서도 중국의 거센 도전을 받게 될 가능성이 점증하고 있는 상황이다.

도표 15 세대별 디스플레이 투자규모 전망



자료: IHS, 유진투자증권

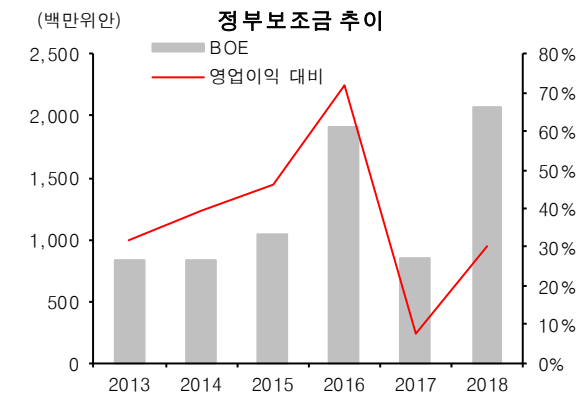
문제의 시작은 결국 불공정 게임

중국 정부가 업체들을 지원하는 방식은 1) 금융기관을 통한 저금리 특별 융자, 2) 지방 정부 차원에서의 토지 제공, 세금 및 각종 유틸리티 비용 감면, 3) 신규 투자 시 정부의 자본 투자로 요약할 수 있다. 이러한 혜택들은 재무제표상 이연수익으로 계상되며, 당해 사용된 비용만큼 특별보조금으로 손익계산서에 일회성 항목으로 인식된다. 특별 보조금 외에도 매년 지급되는 정상 보조금이 존재하며, 이는 영업이익 내에 포함된다.

매년 집행하는 투자 등에 따라 변동성이 존재하나, 특별 보조금을 통해 업체들은 영업으로 벌어들이는 이익의 최대 수 배를 지원받고 있다. 중국 업체들이 연간 사용하는 특별 보조금은 2018년 기준, BOE의 경우 영업이익 대비 32%, 티안마 64%, 비전옥스는 289%에 달한다.

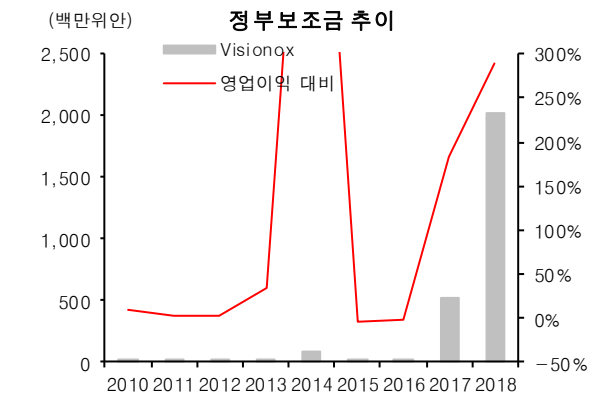
전체 이연수익도 증가하는 추세이다. 2018년 BOE의 대규모 채무 탕감으로 인해 일시적으로 증가했다가 감소했으나, 세 개 상장 업체 모두 전반적으로는 증가하는 추세가 지속되고 있다.

도표 16 BOE 정부보조금은 영업이익의 31.6%



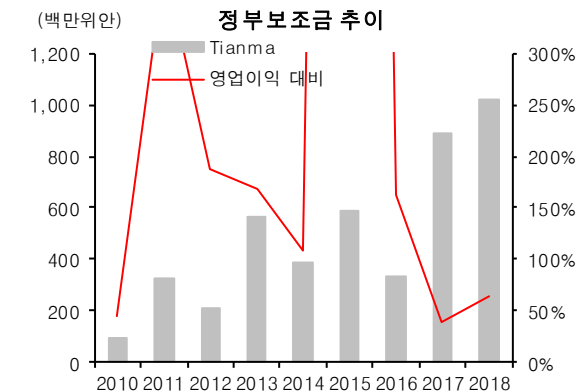
주: 손익계산서 기준
자료: 유진투자증권

도표 17 비전옥스 정부보조금은 영업이익의 289%



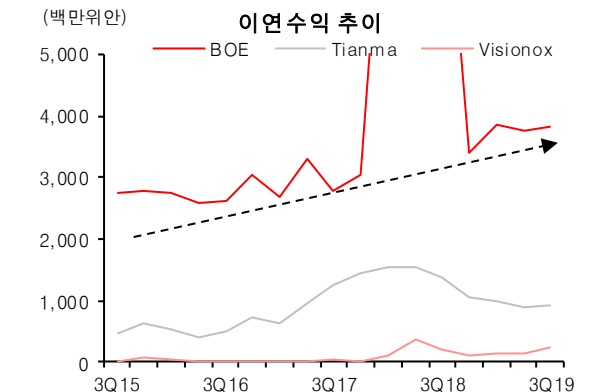
주: 손익계산서 기준
자료: 유진투자증권

도표 18 티안마 정부보조금은 영업이익의 63.9%



주: 손익계산서 기준
자료: 유진투자증권

도표 19 이연수익도 증가하는 추세



자료: 유진투자증권

보조금을 등에 업은 중국 업체들의 LCD 물량 공세로 인해 자국 업체들마저도 수익성이 악화되는 조짐이 보이자, 중국 정부는 LCD 신규 투자에 대한 지원을 줄였다. 그럼에도 불구하고 **총 이연수익이 증가하는 것은, OLED 투자에 여전히 막대한 자본을 투입하고 있기 때문이다.** 중국 정부는 2018년과 2019년에 BOE, CSOT, 비전옥스, 티안마, HKC 등 주요 업체들의 OLED 신규 팹에 각 22~32억달러를 투자했다.

OLED에 대한 공격적인 투자는 중국의 국가 발전 계획에 따라 지속될 전망이다. 2015년 발표한 '중국 제조 2025' 로드맵에도 대형 및 중소형 OLED가 명시되어 있다. 현재는 대형 OLED 패널 생산에 대한 기술 장벽으로 인해 중소형 OLED 중심의 투자가 집행 중이며, 생산량도 적은 수준에 머물고 있으나, 앞으로도 그런 수준에 머무를 것이라고 생각하는 것은 상당히 위험해 보인다.

한국 디스플레이 업체들은
중국과 불공정 게임을 하고
있는 중이다.

도표 20 중국 주요 팹별 투자 총액과 투자 부담률

업체명	Fab	Gen.	기술	위치	총투자액				
					(억위안)	회사	정부	은행	기타
BOE	B5	8G	TFT LCD	허페이	285	25%	35%	40%	
	B8	8G	TFT LCD	충칭	328	27%	33%	40%	
	B9	10.5G	TFT LCD	허페이	400	10%	45%	45%	
	B10	8G	TFT LCD	푸저우	300	10%	50%	40%	
	B11	6G	OLED	멘양	465	22%	34%	44%	
	B12	6G	OLED	충칭	465	22%	34%	44%	
	B15	6G	OLED	푸저우	465	24%	44%	32%	
CSOT	T1 & T2	8G	TFT LCD	선젠	600	87%	3%	10%	
	T6 & T7	10.5G	TFT LCD	선전	538	25%	37%	28%	10%
	T3	6G	LTPS	우한	160	43%	40%	17%	
	T4	6G	OLED	우한	350	50%	50%		
Visionox	V3	6G	OLED	허페이	440	9%	41%	50%	
Tianma	Xiamen	6G	OLED	샤먼	480	8%	48%	44%	
HKC	H1	8.6G	TFT LCD	충칭	240	13%	7%	75%	6%
	H2	8.6G	TFT LCD	추저우	240	40%	33%	23%	4%
	H4	8.6G	TFT LCD	멘양	240	12%	63%	25%	

자료: IHS, 유진투자증권

도표 21 중국 제조 2025 디스플레이 분야 개발 목표

제품	2020년	2025년
인쇄디스플레이	60", 4K 고해상도 OLED 모니터 및 인쇄 제조 기술	100", 8K AMOLED 모니터 및 인쇄 제조 기술
	국산화 45%, 산업 규모 71억달러	국산화 55%, 산업규모 210억달러
연성디스플레이	300PPI 식별용 AMOLED 기술	100" 8K 커브드 모니터
	연 생산 규모 7억달러	연 생산 규모 35억달러
레이저디스플레이	가정용 100" 개발	고정밀 200" 제품 개발

자료: KIEP, 유진투자증권



OLED도 안심할 수 없는 상황

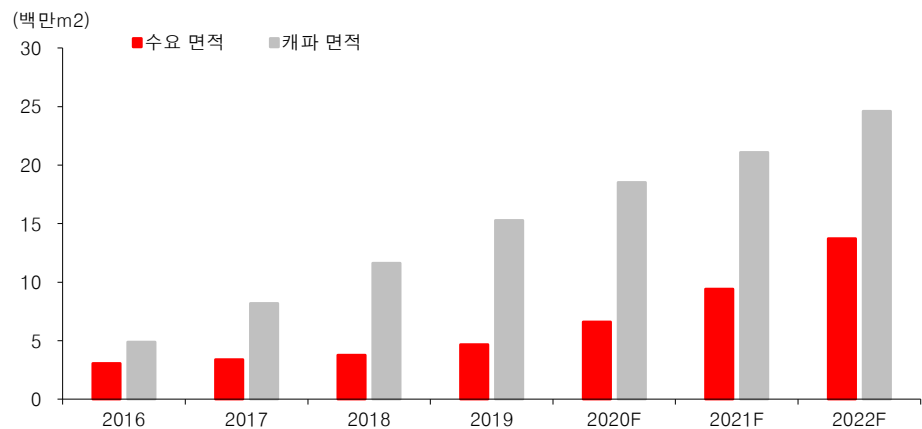
대형 LCD 패널은 주도권이 이미 중국으로 넘어간 상황이고, 소형 LCD 시장도 점차 위축될 것으로 보인다. 반면, 대형 OLED 패널 시장은 사실상 LG디스플레이가 시장을 독점하고 있고, 소형 OLED도 삼성디스플레이가 실질적으로 독점하고 있는 시장이다.

그러나, 대형 OLED의 경우는 10.5세대 LCD 팹과 가격 경쟁이 불가피한 측면이 있어, 결과적으로 내년에는 OLED TV 패널의 가격이 본격 하락할 수 밖에 없을 것으로 판단된다. WOLED는 기술적으로 매우 훌륭한 테크놀로지인 것은 분명하지만, 독점 상황에서도 한자리수 정도의 마진을 내고 있다는 점을 감안하면, 향후 더 높은 마진을 기대하기 위해서는 지금과는 다른 트리거가 필요해 보인다.

소형 OLED 패널 산업은 이론적인 캐파-수요 모델로는 설명이 불가능한 상태다. 2019년말 현재 전세계 소형 OLED 패널 생산 캐파는 1,529만m² (삼성 1,015만m², 비삼성 515만m²)에 달하는 것으로 추정된다.

통상적으로 m²당 6인치 패널의 이론적 생산량은 70장 가량 되는데, 연간 1,529만m²의 캐파는 이론적으로 연간 약 10억장 이상의 6인치 모바일 패널을 생산할 수 있다는 의미가 된다. 물론 실질적으로는 가동률과 수율이라는 제약조건이 있기 때문에, 실제 생산 가능량은 이보다는 훨씬 낮은 수준이다.

도표 22 모바일용 OLED 수요 면적 vs. 캐파 면적



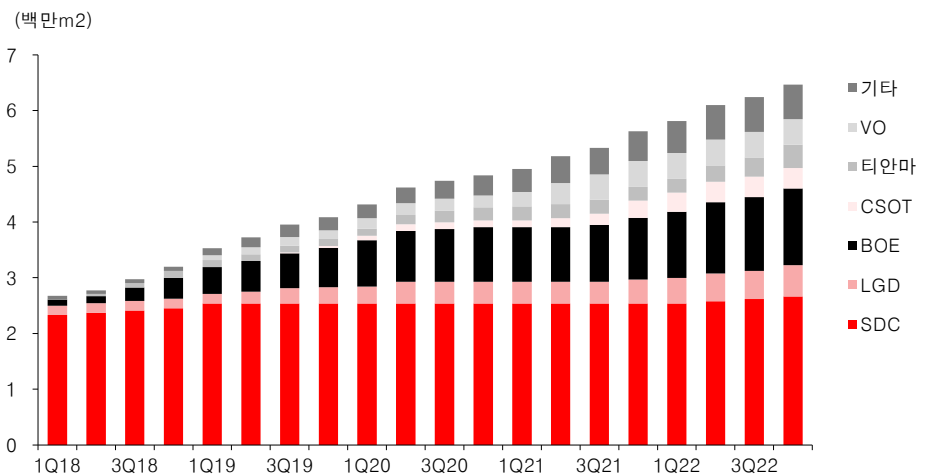
자료: IHS, 유진투자증권

모바일용 OLED 산업은 결국 캐파의 문제라기 보다는 결국 기술과 수율이 가장 중요한 스윙팩터이다. 아직은 분명 중국 OLED 업체들과 국내 업체들 사이의 기술적 간극은 작지 않다. 그러나, 중국 업체들은 열심히 OLED 생산 캐파를 늘리고 있고, 언젠가는 수율에서도 의미있는 진전을 이룰 가능성을 배제할 수 없을 것이다.

그리고, 그렇게 되면 아직은 괜찮았던 모바일 OLED 시장 상황도 급변할 수 있게 된다. 아직은 독점이기 때문에 일정 수준 이상의 마진 창출이 가능하지만, 그 구도가 깨지는 순간 모바일 OLED 시장은 급격한 가격 하락과 마진 붕괴로 이어질 위험성을 안고 있다. 이 같은 상황을 막기 위해서는 결국 폴더블과 같은 차별화된 솔루션을 갖추는 것이 절대적으로 요구된다.

수율이라는 고삐가 풀리면,
모바일 OLED 시장은
급변할 가능성이 높다

도표 23 모바일용 OLED 패널 생산 캐파 추이 및 전망: 삼성의 A5 투자가 대규모로 이루어지지 않는 이상 2022년말 중국의 모바일 OLED 캐파는 한국과 대등한 수준에 근접



자료: IHS, 유진투자증권



III. 투자의견 종합

불공정 게임

디스플레이 산업은 기본적으로 장치 산업이다. 즉, 고정비 부담이 상당히 크다는 것이다. 따라서, **기업의 이익 성장을 위해서는 무엇보다 매출액 증가가 수반되어야 한다.** 막대한 투자가 수반되어야 하기 때문에 감가상각 등의 비용이 줄어들 가능성은 극히 낮다. 고난도 기술 개발을 위한 R&D 투자도 증가할 수 밖에 없다. 이런 구조 속에서 종업원들과 주주들에게 이익을 배분하기 위해서는 매출 성장이 무엇보다 중요하다. 그러나, 지금까지 그렇지 않았다는 것이 문제다. **결국 문제의 핵심은 중국으로 인한 불공정 경쟁**이라는 점이다. 이 문제가 해결되지 않는다면 디스플레이 섹터의 투자 매력은 떨어질 수 밖에 없는 것이 안타까운 현실이다.

불공정한 게임에서 승리하기 위해서는 결국 압도적이거나 차별적인 기술력 격차 외에는 답이 없다. 그러나, 일반 TV용 커머리티 LCD에서 압도적 차이를 내는 것은 사실상 힘들다. 결국 돈 싸움에서 이길 자신이 없으면 확실한 엑시트 전략 외에는 선택의 여지가 없어 보인다.

OLED는 아직 한국 업체들이 압도적이거나, 차별적인 기술력을 갖고 있어 다행이다. 그러나, 모바일 OLED 분야에서 중국이 이미 돈 싸움을 걸고 있어, 향후 상황을 낙관하기가 어렵다. 불공정한 게임의 룰이 지배하는 한 디스플레이 섹터를 긍정적 시각으로 보기는 어렵다.

중국 정부 및 패널 업체들과 직접 경쟁해야 하는 패널 업체들보다는 삼성디스플레이의 QD-OLED 투자 및 중국 정부 보조금의 수혜를 누릴 기회가 있는 에스에프에이를 최선호 종목으로 제시한다. LG디스플레이의 투자의견은 'HOLD'로 유지하고, 실리콘웍스와 주성엔지니어링은 목표주가를 각각 17%, 15% 하향 제시한다.

도표 24 종목 투자의견 및 목표가 요약

기업명	투자의견	목표주가	(목표주가 변동)	PER('19)	PER('20)	PBR('19)
LG디스플레이	HOLD	16,000	(유지)	-	-	0.4
실리콘웍스	BUY	45,000	(하향 17%)	17.5	13.0	1.3
에스에프에이	BUY	54,000	(유지)	13.2	9.0	1.8
주성엔지니어링	BUY	8,500	(하향 15%)	8.7	8.8	1.3

자료: 유진투자증권

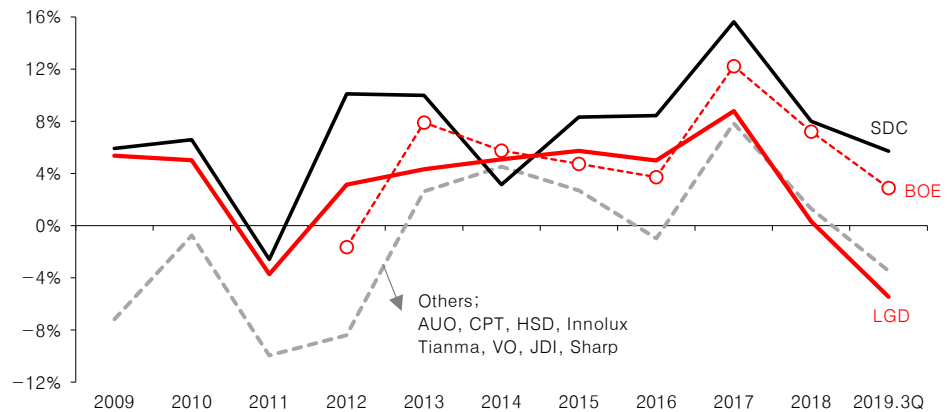
주요 디스플레이 업체들의 경영성과 비교

2017년을 피크로 주요 디스플레이 업체들의 영업이익률은 모두 다 하락세를 보이고 있다. 그 중에서도 LG디스플레이의 마진 하락 기울기가 가장 가파르다.

디스플레이 업황이 호조를 보였던 2017년 삼성디스플레이, BOE, LG디스플레이 3사의 영업이익률은 각각 15.6%, 14.3%, 8.9%였다. LGD의 마진이 삼성과 BOE 대비로 각각 6.7%p, 3.3%p 낮았으나, 2019년(3분기까지 누적)에는 3사의 마진이 각각 5.7%, 2.9%, -5.5%를 기록 중으로 그 격차가 11.2%p, 8.4%p로 확대된 상황이다.

LG디스플레이는 최근 2017년 이후 올해까지 3년간 200억달러의 막대한 투자를 진행했으나, 결과적으로 매출 증가를 거의 이루어내지 못한 반면, 투자에 따른 비용 증가로 마진을 하락폭이 상대적으로 더욱 두드러졌다.

도표 25 주요 디스플레이 업체들의 영업이익률 추이: LGD의 이익률 하락 기울기가 가장 가파르다

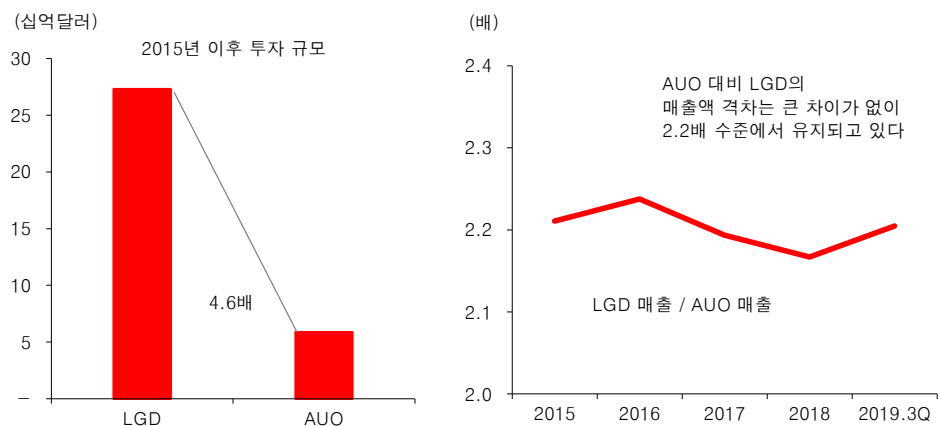


주: 2019년은 3분기까지 누적 기준
자료: IHS, 유진투자증권

물론 중국 정부로부터 막대한 보조금을 지원받고 있는 BOE와 비교하는 것은 적절하지 못한 측면이 있을 것이다. 그러나, 그렇지 않은 대만의 전통적인 LCD 업체인 AUO와 비교해도 LGD의 경영성과는 그리 좋아 보이지 않는다는 점이 문제다.

2015년 LGD와 AUO의 매출 격차는 약 2.2배 수준이었고, 2015년 이후 현재까지 LG디스플레이는 AUO 대비 약 4.6배 규모의 투자를 단행했다. LG디스플레이에 비하면 AUO는 별다른 투자를 하지 않고 있었던 셈이다. 그러나, 5년이 지난 2019년 현재까지 두 회사의 매출 격차는 5년 전의 2.2배 수준이 거의 그대로 유지되고 있다. 나중에는 또 어떻게 상황이 바뀔지 몰라도 LG디스플레이의 과감했던 최근 수년간의 대규모 투자는 아무런 성과없이 재무적 부담만 더해주고 만 상황이다.

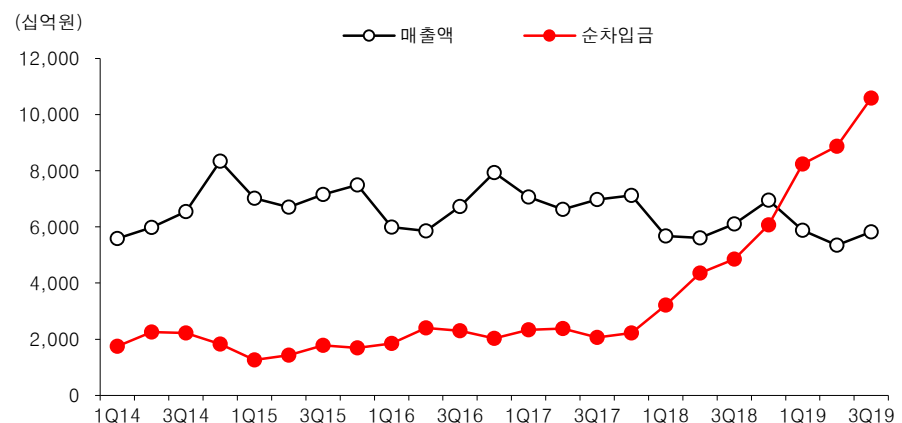
도표 26 최근 5년간 LGD는 AUO 대비 4.6배의 투자를 집행했으나, 두 회사간의 매출 격차는 별다른 변화없이 유지되고 있다



자료: 각 사, 유진투자증권

막대한 투자에도 불구하고 매출액 증가는 이루어지지 못했고, 결국 차입금만 부담스러울 정도로 늘어났다

도표 27 LG디스플레이 매출액 vs. 순차입금



자료: 유진투자증권

도표 28 주요국 디스플레이 업체별 매출액 추이 비교: 막대한 투자를 했음에도 불구하고, LG디스플레이의 매출이 늘지 않고 있다는 점이 문제

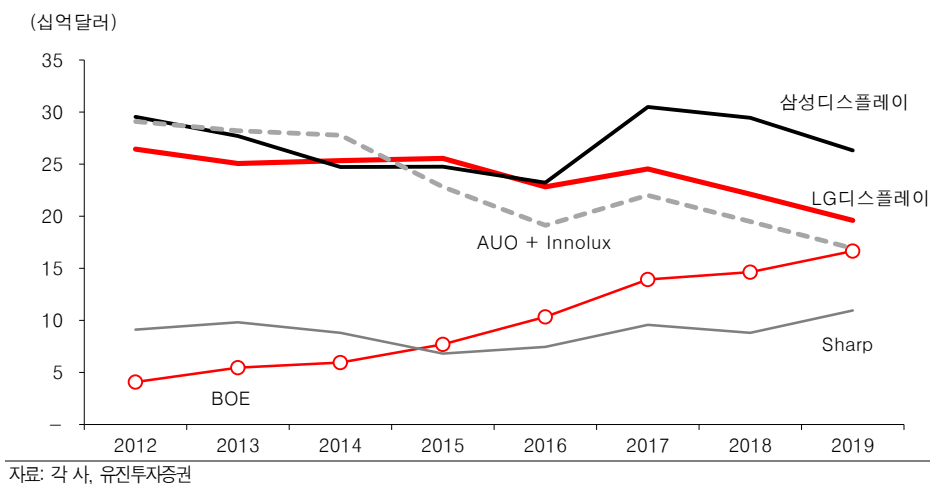
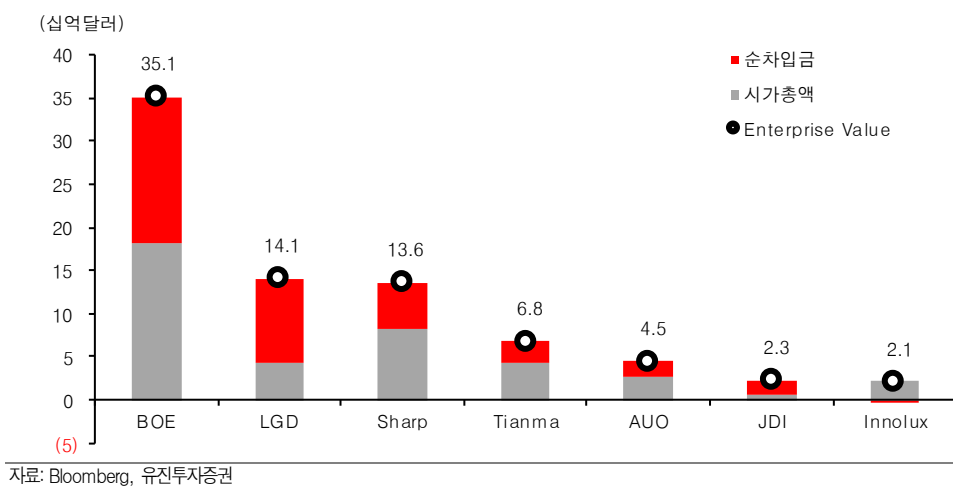


도표 29 주요 패널 업체별 Enterprise Value 비교



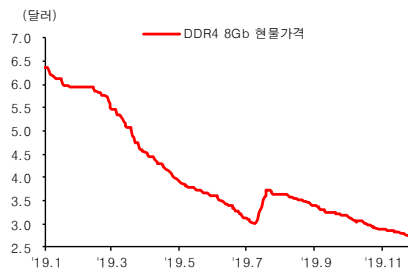


IV. 주요 지표 및 통계 업데이트

반도체 가격 동향

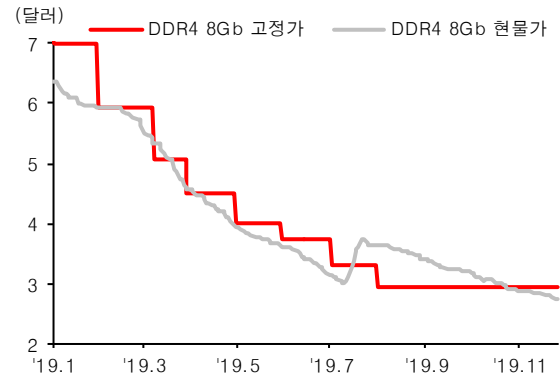
도표 30 DRAM DDR4 8Gb 현물가격 동향

DRAM Spot
DDR4 8Gb
\$2.75
-56.7% YTD



주: 11월 26일 기준
자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

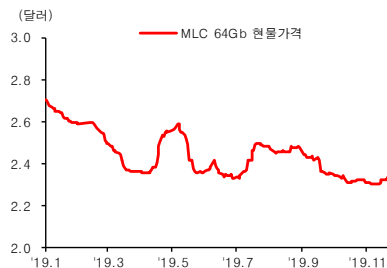
도표 31 DRAM DDR4 8Gb 현물 vs. 고정가격



주: 11월 26일 기준
자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

도표 32 NAND MLC 64Gb 현물가격 동향

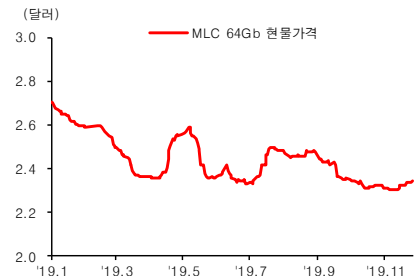
NAND Spot
MLC 64Gb
\$2.34
-13.4% YTD



주: 11월 26일 기준
자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

도표 33 NAND MLC 128Gb 현물가격 동향

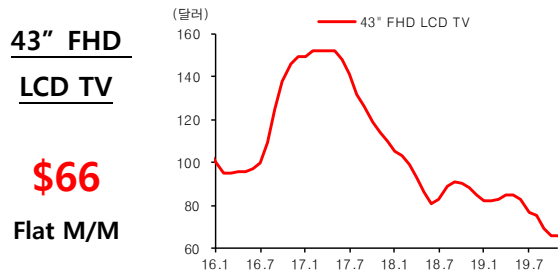
NAND Spot
MLC 128Gb
\$5.95
+11.8% YTD



주: 11월 26일 기준
자료: DRAMeXchange, 유진투자증권

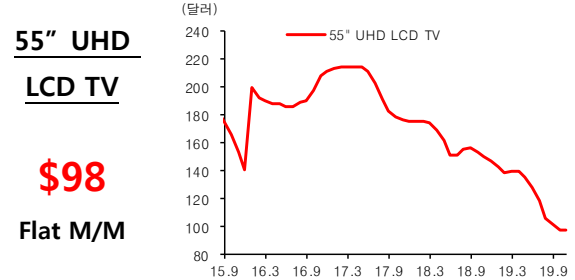
패널 가격 동향

도표 34 43" FHD LCD TV 패널 가격 동향



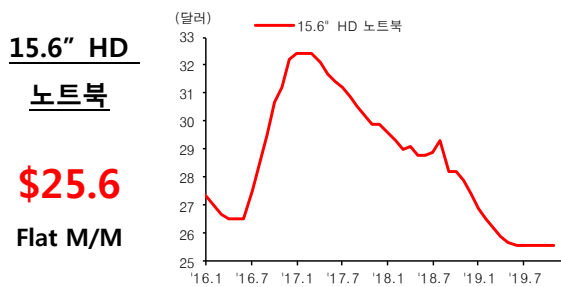
자료: IHS, 유진투자증권

도표 35 55" UHD LCD TV 패널 가격 동향



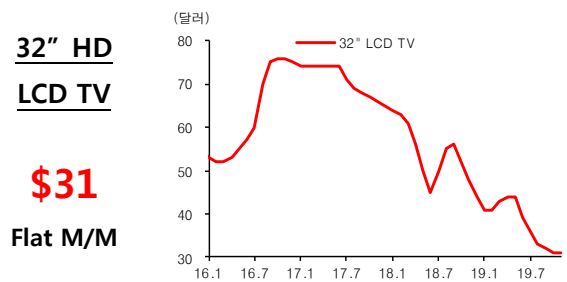
자료: IHS, 유진투자증권

도표 36 15.6" HD 노트북 패널 가격 동향



자료: IHS, 유진투자증권

도표 37 32" HD LCD TV 패널 가격 동향



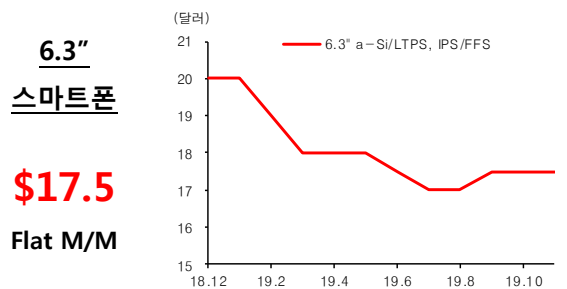
자료: IHS, 유진투자증권

도표 38 6.22" 스마트폰 패널 가격 동향



자료: IHS, 유진투자증권

도표 39 6.3" 스마트폰 패널 가격 동향



자료: IHS, 유진투자증권



주요 업체 주가 동향

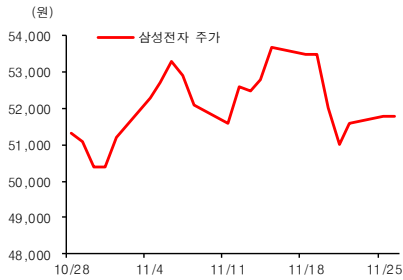
도표 40 삼성전자 주가

삼성전자

11/26 증가

₩51,800

+1.8% M/M



자료: Bloomberg, 유진투자증권

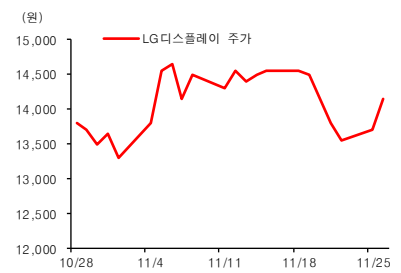
도표 41 LG디스플레이 주가

LG디스플레이

11/26 증가

₩14,150

+3.3% M/M



자료: Bloomberg, 유진투자증권

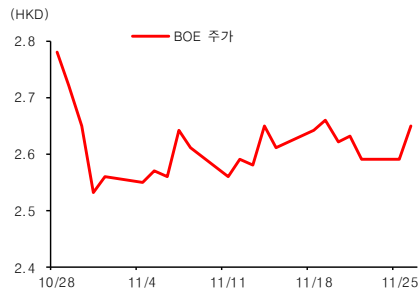
도표 42 BOE 주가

BOE

11/26 증가

HKD2.65

-5.4% M/M



자료: Bloomberg, 유진투자증권

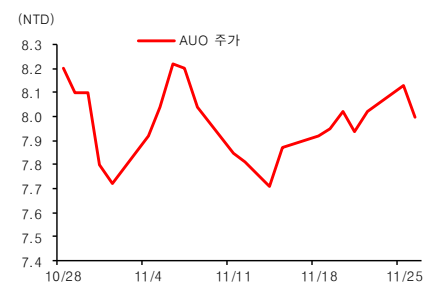
도표 43 AUO 주가

AUO

11/26 증가

NTD8.0

-3.0% M/M



자료: Bloomberg, 유진투자증권

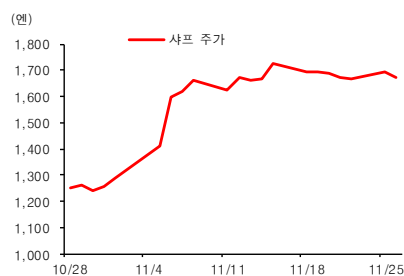
도표 44 샤프 주가

샤프

11/26 증가

¥1,673

+35.9% M/M



자료: Bloomberg, 유진투자증권

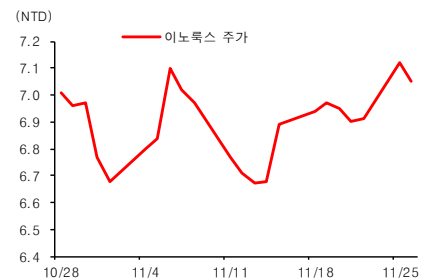
도표 45 이노룩스 주가

이노룩스

11/26 증가

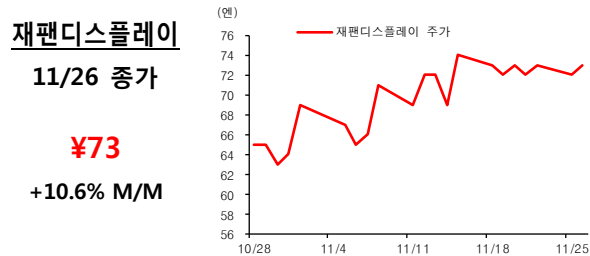
NTD7.1

+1.4% M/M



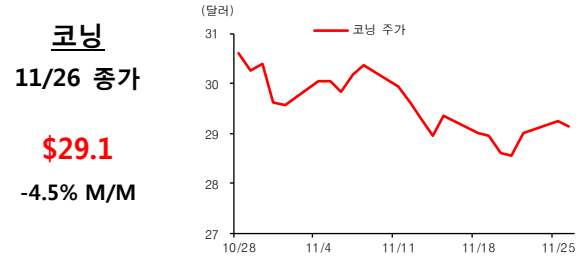
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 46 재팬디스플레이 주가



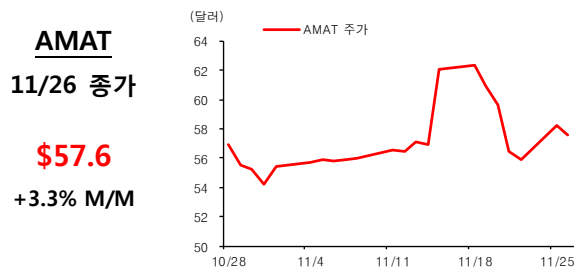
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 47 코닝 주가



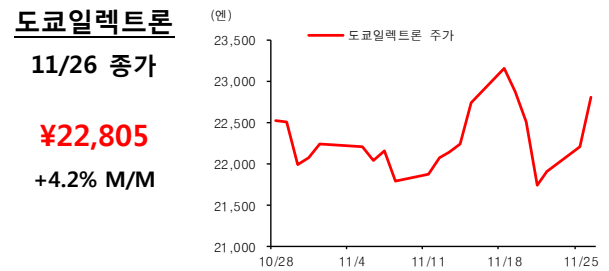
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 48 어플라이드머티리얼즈 주가



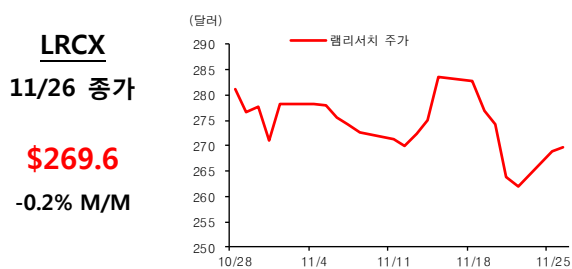
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 49 도쿄일렉트론 주가



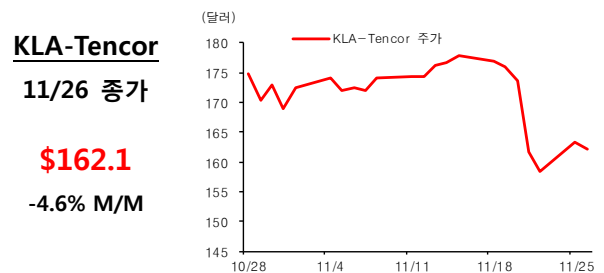
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 50 램리서치 주가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

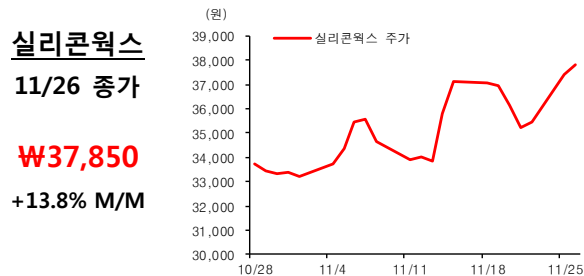
도표 51 KLA-Tencor 주가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

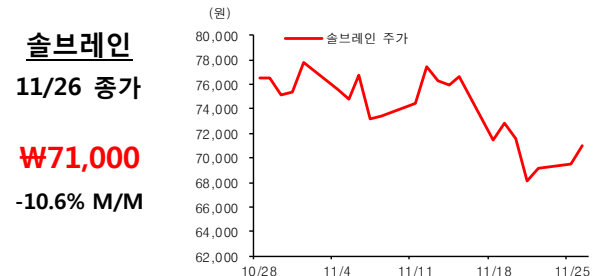


도표 52 실리콘웍스 주가



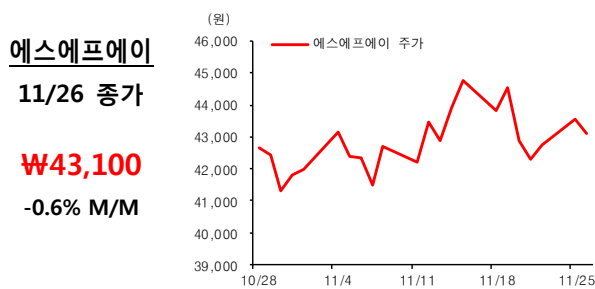
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 53 솔브레인 주가



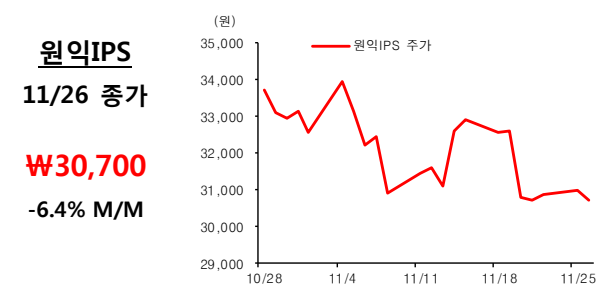
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 54 에스에프에이 주가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 55 원익IPS 주가



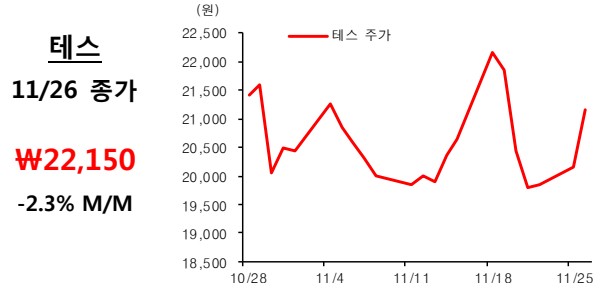
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 56 주성엔지니어링 주가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 57 테스 주가



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Valuation Comparison

도표 58 주요 Global 반도체/디스플레이 업체 주가 동향 및 밸류에이션

	주가		시가총액	주가 Performance(%)					밸류에이션(2019년)		
	(각국 통화)		(US\$M)	1M	3M	6M	12M	YTD	P/E	P/B	EV/EBITDA
[반도체]											
삼성전자	KRW	51,800	264,219	1.8	18.8	21.3	21.6	33.9	16.1	1.4	4.3
TSMC	TWD	307.0	264,197	4.6	23.5	31.8	37.7	36.1	23.5	4.7	11.5
인텔	USD	58.90	256,215	4.3	29.3	32.2	24.1	25.5	12.8	3.5	8.3
엔비디아	USD	217.00	132,804	6.1	31.2	49.5	41.8	62.5	39.7	11.2	35.9
아바코	USD	316.27	125,455	9.1	14.1	23.6	34.4	24.4	14.9	6.3	13.5
퀄컴	USD	84.63	96,634	5.6	16.1	27.8	51.9	48.7	20.3	23.2	14.5
텍사스 인스트루먼트	USD	119.13	111,360	-1.1	-2.1	13.4	23.6	26.1	22.4	12.9	17.0
SK하이닉스	KRW	82,300	51,145	-0.7	14.6	21.7	16.1	36.0	24.8	1.2	5.9
마이크론 테크놀로지	USD	46.72	51,716	-2.7	7.6	37.4	27.7	47.2	18.5	1.4	5.7
NXP	USD	116.63	32,601	10.2	18.2	27.0	42.3	59.2	15.3	3.6	12.6
아날로그 디바이스	USD	114.89	42,314	7.5	8.4	16.7	27.6	33.9	22.7	3.6	18.4
인피니온	EUR	19.77	27,218	12.8	29.0	21.1	8.7	13.8	22.7	2.6	9.7
웨스턴디지털	USD	48.71	14,487	-20.4	-10.9	18.9	1.6	31.8	18.7	1.5	7.8
ST마이크로	EUR	22.53	22,600	11.5	42.9	64.9	76.4	80.5	23.1	3.2	10.3
르네사스	JPY	729	11,386	1.7	16.3	57.1	34.8	45.8	166.1	2.0	12.7
시게이트	USD	59.26	15,568	4.1	25.9	37.2	34.9	53.6	12.0	8.7	9.1
미디어텍	TWD	420.00	22,004	10.8	22.4	46.3	84.2	84.8	28.5	2.3	17.0
AMD	USD	38.99	43,420	19.2	28.8	47.5	94.2	111.2	63.7	17.8	41.7
난야	TWD	70.80	7,157	-1.3	-0.4	18.4	23.6	28.7	20.3	1.5	7.2
UMC	TWD	15.20	6,038	5.6	16.9	17.4	32.2	35.1	21.8	0.9	3.7
원본드	TWD	17.40	2,275	-2.0	3.3	26.1	22.5	28.4	41.1	1.2	7.6
[디스플레이]											
BOE	HKD	2.65	18,911	-5.4	-11.1	1.1	9.5	16.7	26.9	1.0	11.5
코닝	USD	29.14	22,412	-4.5	7.0	-1.9	-7.6	-3.5	16.7	2.0	9.1
샤프	JPY	1,673	8,291	35.9	59.2	70.0	-4.5	51.8	15.9	2.5	8.8
LG디스플레이	KRW	14,150	4,256	3.3	13.2	-13.5	-18.2	-21.6	-	0.4	6.7
이노룩스	TWD	7.05	2,405	1.4	4.8	-4.0	-30.2	-27.5	-	0.3	3.4
AUO	TWD	8.00	2,617	-3.0	4.6	-12.7	-36.5	-35.0	-	0.4	8.5
티안마	CNY	14.79	4,265	7.5	4.9	9.7	40.1	50.8	20.8	1.1	10.0
크리	USD	44.94	4,840	-2.3	4.1	-21.9	1.9	5.1	-	2.5	25.3
재팬디스플레이	JPY	73	558	10.6	23.7	43.1	10.6	1.4	-	1.9	-
TPK	TWD	55.00	739	-12.0	-3.2	15.3	11.3	13.9	39.2	0.6	2.7
트롤리	HKD	1.06	429	2.9	7.1	-8.6	-10.2	11.6	8.2	0.4	3.3

주: 주가는 2019년 11월 26일 종가 기준

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 59

주요 Global 반도체장비/반도체소재/글로벌IT 업체 주가 동향 및 밸류에이션

	주가		시가총액	주가 Performance(%)					밸류에이션(2019년)		
	(각국 통화)		(US\$M)	1M	3M	6M	12M	YTD	P/E	P/B	EV/EBITDA
[장비]											
ASML	EUR	246.50	115,512	3.6	28.1	44.7	68.1	79.7	39.9	8.3	32.8
어플라이드머티리얼즈	USD	57.57	53,181	3.3	26.2	45.7	59.9	75.8	15.4	5.6	12.3
도쿄일렉트론	JPY	22,805	34,496	4.2	20.6	56.8	47.2	82.2	21.6	4.2	13.3
램리서치	USD	269.56	39,107	-0.2	33.9	48.2	83.6	98.0	17.9	7.4	13.3
KLA-Tencor	USD	162.13	25,583	-4.6	14.7	56.2	69.2	81.2	16.5	9.1	12.4
히타치하이테크	JPY	6,990	8,870	5.1	20.9	51.1	75.0	102.3	20.8	2.1	9.4
에스에프에이	KRW	43,100	1,313	-0.6	9.3	15.5	13.4	24.6	11.4	1.7	6.9
원익IPS	KRW	30,700	1,259	-6.4	35.5	43.1	52.0	52.7	29.0	2.9	16.6
테스	KRW	21,150	353	-2.3	46.9	38.7	60.8	74.1	25.1	1.8	13.9
주성엔지니어링	KRW	6,700	275	-7.1	-2.8	6.5	-2.8	3.9	-	-	-
유진테크	KRW	14,350	278	-9.2	19.1	26.4	23.7	34.1	16.8	1.3	5.4
피에스케이	KRW	8,130	38	13.7	19.2	-11.2	-27.1	-22.0	-	-	-
[소재]											
SK머티리얼즈	KRW	175,900	1,580	-3.5	-4.7	16.5	8.8	16.5	12.9	3.4	8.2
솔브레인	KRW	71,000	1,072	-10.6	-2.5	49.9	36.3	49.3	8.8	1.5	4.6
한솔케미칼	KRW	96,400	930	1.4	22.0	14.8	21.3	24.4	12.4	2.4	8.5
원익머트리얼즈	KRW	26,400	277	-5.7	6.7	23.1	0.8	21.4	10.2	1.0	5.1
원익QnC	KRW	12,650	285	-6.6	35.7	11.5	3.3	26.5	-	1.6	15.6
디엔에프	KRW	8,400	75	-14.9	4.0	20.3	2.7	10.8	-	-	-
[글로벌IT]											
애플	USD	264.29	1,174,311	7.2	28.0	47.7	51.4	67.5	20.2	17.6	13.5
오라클	USD	56.51	185,495	4.3	8.4	7.1	17.1	25.2	14.5	11.7	10.7
시스코	USD	45.31	192,217	-3.4	-3.8	-16.7	-0.6	4.6	14.0	5.2	9.8
IBM	USD	135.09	119,641	-0.3	3.9	2.1	13.0	18.8	10.6	6.3	9.6
SAP	EUR	122.64	165,866	3.2	14.6	7.7	35.5	41.1	24.6	4.9	18.8

주: 주가는 2019년 11월 26일 종가 기준

자료: Bloomberg, 유진투자증권



편집상의 공백페이지입니다



EUGENE
your best
partner.



기업분석

LG디스플레이(034220.KS)

HOLD(유지) / TP 16,000원(유지)
영킨 실타래

실리콘웍스(108320.KQ)

BUY(유지) / TP 45,000원(하향)
국내 1위 팹리스 기업

에스에프에이 (056190.KQ)

BUY(유지) / TP 54,000원(유지)
삼성, 중국, 반도체 패키징 회복 기대

주성엔지니어링 (036930.KQ)

BUY(유지) / TP 8,500원(하향)
국내 고객사 투자 축소에도 견조한 실적 기대

your best
partner

유진투자증권



LG디스플레이(034220.KS)

반도체/디스플레이 이승우

Tel. 368-6121 / swlee6591@eugenefn.com

영킨 실타래

■ 2년 연속 당기순손실

정부 보조금을 등에 업은 중국 업체들과의 정면 충돌은 너무나 큰 생채기를 내었다. 세 마리 토끼를 한꺼번에 잡기 위한 과감한 투자는 기대했던 성과로 이어지지 못했고, 결국 부메랑이 되어 돌아오고 말았다. 2015년 1분기 1.25조원이었던, 순차입금은 10.5조원으로 늘어난 반면, 지배주주지분 가치는 2년전에 비해 2조원 감소했다. 2019년 실적은 매출 23.3조원, 영업손실 1.7조원, 손실 1.66조원으로 마감될 것으로 보여, 2년 연속 당기순손실이 전망된다.

■ 2020년 흑자 전환은 쉽지 않을 전망

2020년은 후유증을 극복하면서 체력을 추스르는 과정이 될 것이다. 2020년 실적은 매출 24.8조원, 영업손실 6,000억원, 당기순손실 5,000억원을 예상한다. 매출액은 올해 대비 2조원 이상 증가하기가 벅차 보이는 반면, 감가상각비가 올해 대비 1조원 가량 증가할 것으로 예상되어, 라인 구조 조정에도 불구하고 흑자전환할 정도로 비용을 줄이기가 쉽지 않아 보인다.

■ 투자 의견 'HOLD', 목표가 16,000원 유지

'19년 4분기와 '20년 1분기를 바닥으로 손익은 개선될 전망이다. 더 이상 나빠지지 않는다는 것은 일단 반길만한 일이지만, 여전히 영겨있는 실타래들이 너무 복잡해 보인다.

다만, WOLED에서 독보적 기술력을 확보하고 있다는 점과 PBR이 0.4배까지 낮아져 있다는 점, 그리고 구조조정을 통한 경영개선 작업이 진행 중이라는 점에서 주가의 추가하락은 제한적일 것으로 판단한다. 투자 의견 'HOLD'와 목표주가 16,000원을 유지한다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	27,790	24,337	23,296	24,835	26,571
영업이익(십억원)	2,462	93	-1,701	-603	364
세전이익(십억원)	2,333	-91	-2,032	-901	30
당기순이익(십억원)	1,937	-179	-1,658	-500	26
EPS(원)	5,038	-579	-4,503	-1,383	73
증감률(%)	98.8	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	5.9	-	-	-	194.6
ROE(%)	13.2	-1.5	-12.2	-4.0	0.2
PBR(배)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	2.3	3.4	7.3	3.6	3.1

자료: 유진투자증권

HOLD(유지)

목표주가(12M, 유지) 16,000원

현재주가(11/26) 14,150원

Key Data (기준일: 2019. 11. 26)

KOSPI(pt)	2,121
KOSDAQ(pt)	652
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	5,063
52주 최고/최저(원)	22,200 / 12,450
52주 일간 Beta	1.80
발행주식수(천주)	357,816
평균거래량(3M, 천주)	1,700
평균거래대금(3M, 백만원)	23,989
배당수익률(19F, %)	-
외국인 지분율(%)	21.2
주요주주 지분율(%)	
LG전자 외 1인	37.9
국민연금공단	7.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.3	13.2	-13.5	-18.2
KOSPI 대비상대수익률	1.7	2.5	-17.2	-20.0

Company vs KOSPI composite

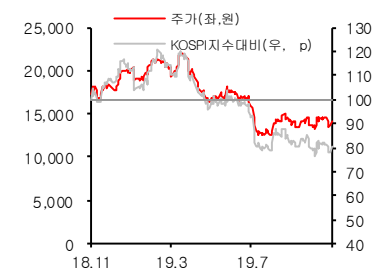
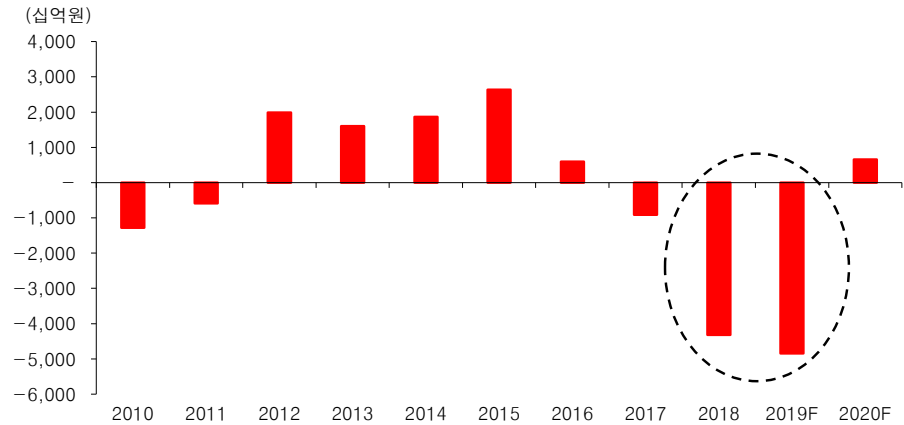


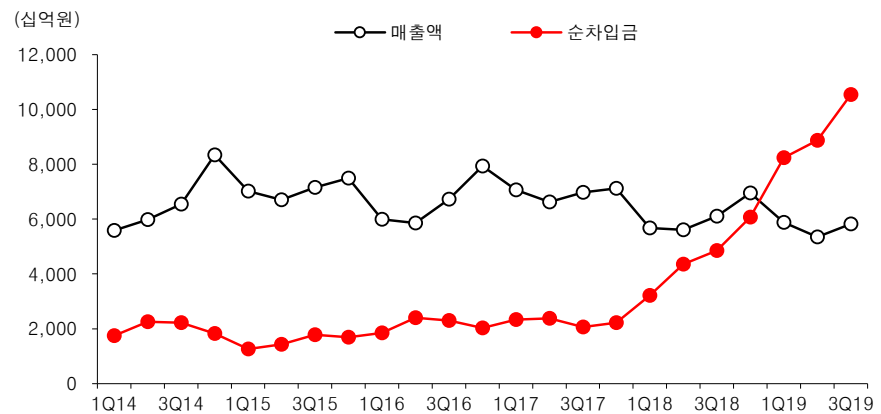


도표 60 EBITDA - Capex: 과도한 투자는 결국 후유증을 낳고 있다



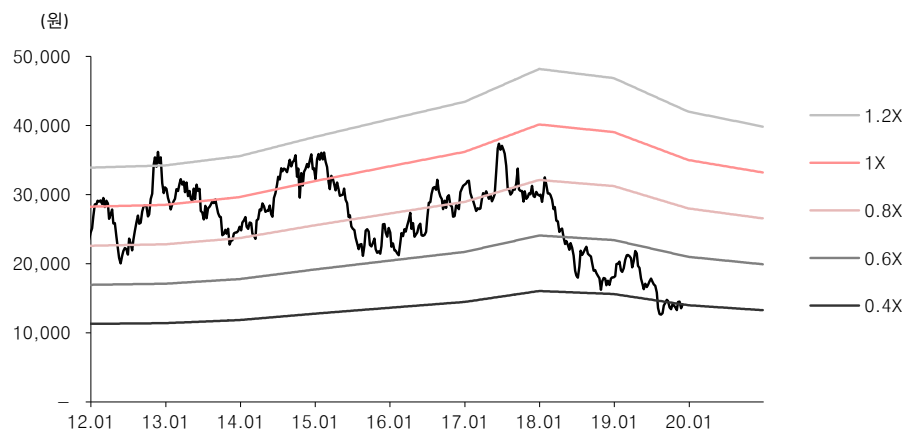
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 61 매출 정체된 상태에서 순차입금만 급증



자료: 유진투자증권

도표 62 P/B 밴드: 주가의 추가 하락은 제한적일 전망



자료: 유진투자증권


도표 63 주요 가정

주요 가정	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F	2021F
원/달러	1,125	1,166	1,193	1,175	1,170	1,170	1,150	1,150	1,130	1,100	1,165	1,160	1,150
QoQ/YoY	0%	4%	2%	-2%	0%	0%	-2%	0%	-3%	-3%	6%	0%	-1%
출하면적(Mil m2)	9.8	9.9	9.5	9.0	8.2	8.7	9.3	9.7	41.6	42.2	38.3	35.9	36.4
QoQ/YoY	-11%	1%	-4%	-6%	-9%	5%	7%	5%	1%	1%	-9%	-6%	2%
ASP (\$/m2)	528	456	513	577	565	558	605	650	593	521	520	597	578
QoQ/YoY	-6%	-14%	13%	13%	-2%	-1%	8%	8%	6%	-12%	0%	15%	-3%
OLED 출하(백만개)													
TV	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.3	1.7	2.1	1.7	3.0	3.3	6.1	7.8
모바일	1.6	1.3	2.7	7.5	4.0	5.5	8.5	11.0	2.7	7.2	13.1	29.0	45.0
워치	5.0	2.2	6.0	6.8	4.0	2.5	5.5	7.0	10.6	16.1	20.0	19.0	20.1

자료: 유진투자증권

도표 64 실적 추정 요약

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	5,879	5,353	5,822	6,242	5,363	5,687	6,476	7,299	27,790	24,337	23,296	24,835	26,571
YoY	4%	-5%	-5%	-10%	-9%	6%	11%	17%	5%	-12%	-4%	7%	7%
QoQ	-15%	-9%	9%	7%	-14%	6%	14%	13%					
TV	2,123	2,172	1,863	1,730	1,733	2,073	2,310	2,576	11,682	9,727	7,888	8,702	9,309
LCD	1,507	1,467	1,057	922	885	953	982	1,007	9,985	7,173	4,953	3,829	3,593
WOLED	616	705	806	807	848	1,120	1,328	1,569	1,697	2,554	2,935	4,873	5,716
IT	2,302	2,155	2,271	2,394	2,197	2,070	2,118	2,251	8,979	8,868	9,122	8,637	8,216
모바일/기타	1,454	1,026	1,688	2,119	1,433	1,544	2,048	2,472	7,129	5,741	6,287	7,496	9,046
LCD	1,076	802	1,138	1,110	838	871	939	1,016	6,437	4,443	4,125	3,664	3,576
POLED	378	225	551	1,009	595	673	1,109	1,456	692	1,298	2,162	3,832	5,470
*OLED 매출비중	17%	17%	23%	29%	27%	32%	38%	41%	9%	16%	22%	35%	42%
EBITDA	679	533	613	456	698	984	1,223	1,453	5,676	3,647	2,282	4,357	5,164
EBITDA Margin	11.6%	10.0%	10.5%	7.3%	13.0%	17.3%	18.9%	19.9%	20.4%	15.0%	9.8%	17.5%	19.4%
감가상각	811	902	1,049	1,220	1,250	1,230	1,200	1,280	3,214	3,555	3,982	4,960	4,800
영업이익	-132	-369	-436	-764	-552	-246	23	173	2,462	93	-1,701	-603	364
OPM	-2.2%	-6.9%	-7.5%	-12.2%	-10.3%	-4.3%	0.4%	2.4%	8.9%	0.4%	-7.3%	-2.4%	1.4%
영업외손익	3	-74	-164	-97	-77	-72	-77	-72	-130	-184	-332	-298	-333
세전이익	-129	-442	-600	-861	-629	-318	-54	101	2,333	-91	-2,032	-901	30
당기순이익	-63	-550	-442	-603	-315	-222	-43	81	1,937	-179	-1,658	-500	26
지배이익	-61	-548	-419	-583	-312	-220	-43	80	1,803	-207	-1,611	-495	26
EPS (원)									5,038	-579	-4,503	-1,383	73
YoY									99%	~	~	~	~

자료: 유진투자증권



LG디스플레이(034220.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	29,160	33,176	36,747	36,100	36,330
유동자산	10,474	8,800	8,447	8,298	8,366
현금성자산	3,377	2,473	1,895	1,851	1,346
매출채권	4,476	2,988	3,075	3,080	3,321
재고자산	2,350	2,691	2,469	2,608	2,817
비유동자산	18,686	24,376	28,301	27,801	27,964
투자자산	1,571	1,788	1,769	1,745	1,794
유형자산	16,202	21,600	25,612	25,127	25,225
기타	913	988	920	929	945
부채총계	14,178	18,289	23,049	22,710	22,697
유동부채	8,979	9,954	10,574	10,128	10,357
매입채무	6,045	6,654	6,318	6,596	6,926
유동성이자부채	1,453	1,554	2,023	1,297	1,167
기타	1,481	1,746	2,233	2,236	2,264
비유동부채	5,199	8,335	12,475	12,581	12,340
비유동이자부채	4,150	7,031	11,380	11,468	11,201
기타	1,049	1,304	1,095	1,113	1,138
자본총계	14,982	14,886	13,698	13,390	13,633
자배지분	14,373	13,979	12,534	11,928	11,867
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	10,622	10,240	8,624	8,024	7,963
기타	(288)	(301)	(130)	(136)	(136)
비자배지분	608	907	1,164	1,462	1,766
자본총계	14,982	14,886	13,698	13,390	13,633
총차입금	5,603	8,585	13,403	12,764	12,368
순차입금	2,226	6,112	11,508	10,914	11,023

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	6,764	4,484	1,937	4,536	4,165
당기순이익	1,937	(179)	(1,658)	(500)	26
자산상각비	3,215	3,555	3,982	5,000	4,850
기타비현금성손익	535	170	(115)	(187)	(425)
운전자본증감	1,442	1,058	(273)	223	(287)
매출채권감소(증가)	485	1,305	(246)	(4)	(242)
재고자산감소(증가)	(56)	(450)	202	(179)	(265)
매입채무증가(감소)	221	156	(310)	253	174
기타	793	47	82	154	47
투자현금	(6,481)	(7,675)	(7,624)	(4,136)	(4,349)
단기투자자산감소	1	8	(160)	(86)	101
장기투자증권감소	1	0	0	0	0
설비투자	6,592	7,942	7,114	3,600	4,000
유형자산처분	160	142	0	0	0
무형자산처분	(453)	(480)	(350)	(450)	(450)
재무현금	862	2,953	4,950	(491)	(201)
차입금증가	1,043	2,851	4,844	(639)	(396)
자본증가	(185)	(230)	0	0	0
배당금지급	185	230	0	0	0
현금 증감	1,044	(238)	(754)	(130)	(404)
기초현금	1,559	2,603	2,365	1,611	1,481
기말현금	2,603	2,365	1,611	1,481	1,076
Gross Cash flow	5,820	4,053	2,290	4,420	5,214
Gross Investment	5,040	6,625	7,737	3,827	4,737
Free Cash Flow	780	(2,572)	(5,446)	593	477

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	27,790	24,337	23,296	24,835	26,571
증가율(%)	4.9	(12.4)	(4.3)	6.6	7.0
매출원가	22,425	21,251	21,708	22,673	23,189
매출총이익	5,366	3,085	1,588	2,162	3,382
판매 및 일반관리비	2,904	2,992	3,290	2,764	3,018
기타영업손익	19	3	10	(16)	9
영업이익	2,462	93	(1,701)	(603)	364
증가율(%)	87.7	(96.2)	적전	적지	흑전
EBITDA	5,676	3,647	2,281	4,397	5,214
증가율(%)	31.0	(35.7)	(37.5)	92.8	18.6
영업외손익	(129)	(184)	(331)	(298)	(333)
이자수익	60	69	49	38	44
이자비용	91	81	159	230	230
지분법손익	(33)	(16)	10	0	0
기타영업외손익	(65)	(156)	(231)	(106)	(148)
세전순이익	2,333	(91)	(2,032)	(901)	30
증가율(%)	77.2	적전	적지	적지	흑전
법인세비용	396	88	(375)	(401)	4
당기순이익	1,937	(179)	(1,658)	(500)	26
증가율(%)	107.9	적전	적지	적지	흑전
지배주주지분	1,803	(207)	(1,611)	(495)	26
증가율(%)	98.8	적전	적지	적지	흑전
비지배지분	134	28	(46)	(5)	0
EPS(원)	5,038	(579)	(4,503)	(1,383)	73
증가율(%)	98.8	적전	적지	적지	흑전
수정EPS(원)	5,038	(579)	(4,503)	(1,383)	73
증가율(%)	98.8	적전	적지	적지	흑전

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,038	(579)	(4,503)	(1,383)	73
BPS	40,170	39,068	35,029	33,335	33,165
DPS	500	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	5.9	-	-	-	194.6
PBR	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/ EBITDA	2.3	3.4	7.3	3.6	3.1
배당수익률	1.7	0.0	-	-	-
PCR	1.8	1.6	2.2	1.1	1.0
수익성(%)					
영업이익률	8.9	0.4	(7.3)	(2.4)	1.4
EBITDA이익률	20.4	15.0	9.8	17.7	19.6
순이익률	7.0	(0.7)	(7.1)	(2.0)	0.1
ROE	13.2	(1.5)	(12.2)	(4.0)	0.2
ROIC	12.6	0.4	(5.4)	(1.8)	1.3
안정성(배,%)					
순차입금/자본	14.9	41.1	84.0	81.5	80.9
유동비율	116.7	88.4	79.9	81.9	80.8
이자보상배율	27.2	1.2	(10.7)	(2.6)	1.6
활동성(회)					
총자산회전율	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	5.8	6.5	7.7	8.1	8.3
재고자산회전율	12.0	9.7	9.0	9.8	9.8
매입채무회전율	4.9	3.8	3.6	3.8	3.9

실리콘웍스(108320.KQ)

반도체/디스플레이 이승우

Tel. 368-6121 / swlee6591@eugenefn.com

국내 1위 팹리스 기업

■ 2020년 실적 큰 폭 회복 기대

3분기 실적이 상당히 부진했다. 경성연구개발비가 전년 같은 기간보다 71억원이나 증가했고, LG디스플레이 관련 재고평가손실이 발생했기 때문이다. 주 고객사인 LG 디스플레이의 실적 악화로 실리콘웍스의 2019년 실적도 연초의 시장 기대치를 큰 폭으로 하회할 전망이다. 2019년 실적은 영업이익 420억원(OPM 4.9%), 순이익 351억원으로 각각 전년대비 25%, 28% 감소한 부진한 성적표를 예상한다.

■ 2020년 실적 큰 폭 회복 기대

2020년은 OLED DDI 매출의 증가로 실적이 매출 9,100억원, 영업이익 525억원(OPM 5.8%), 순이익 473억원으로 2019년 대비 각각 6%, 25%, 35% 개선될 것으로 전망한다. 다만, 전방산업의 계속된 부진의 여파와 고객사의 수익성 악화 영향 등을 감안할 때, 2018년 이익 수준(영업이익 558억원)까지 회복하기는 쉽지 않아 보인다.

■ 투자의견 BUY, 목표가 45,000원 (하향)

실적 전망 하향 조정을 반영해 목표가를 45,000원(2020년 예상 실적 기준 타겟 P/E 15.5배)으로 종전 대비 17% 하향한다. 그러나, 주 고객인 LG디스플레이의 WOLED와 POLED 물량이 큰 폭 증가할 것으로 기대되고, 중국 고객사 내에서 실리콘웍스의 M/S 확대 가능성이 여전하다는 점, 그리고, 국내 1위의 팹리스 기업이라는 점에서 계속 애정어린 관심을 갖고 지켜볼 필요가 있다고 판단한다. 투자의견은 BUY를 유지한다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	693	792	861	910	962
영업이익(십억원)	46	56	42	52	57
세전이익(십억원)	48	59	47	58	62
당기순이익(십억원)	47	49	35	47	49
EPS(원)	2,894	3,010	2,159	2,911	3,027
증감률(%)	-7.1	4.0	-28.3	34.9	4.0
PER(배)	18.3	11.2	17.5	13.0	12.5
ROE(%)	11.9	11.4	7.7	9.8	9.6
PBR(배)	2.1	1.2	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA(배)	11.5	5.0	6.9	5.2	4.5

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향) 45,000원
현재주가(11/26) 37,850원

Key Data

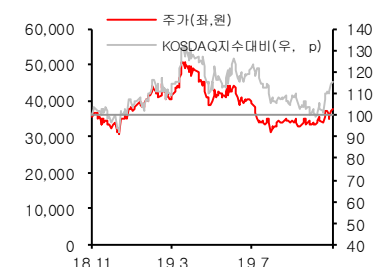
(기준일: 2019. 11. 26)

KOSPI(pt)	2,121
KOSDAQ(pt)	652
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	616
52주 최고/최저(원)	52,300 / 30,450
52주 일간 Beta	1.78
발행주식수(천주)	16,264
평균거래량(3M,천주)	106
평균거래대금(3M,백만원)	3,669
배당수익률(19F, %)	2.4
외국인 지분율(%)	36.4
주요주주 지분율(%)	
LG 외 2인	33.2
템플턴자산운용 외 3인	6.4
국민연금공단	6.3

Company Performance

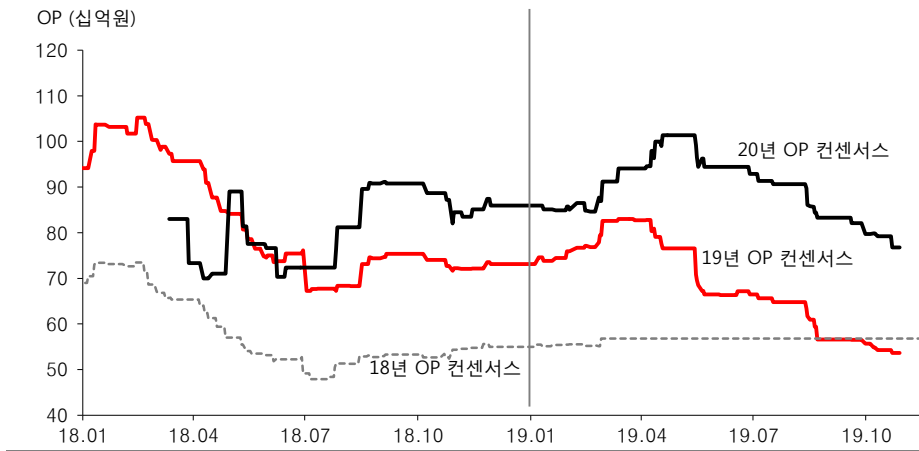
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.8	21.7	-2.3	7.7
KOSPI 대비상대수익률	14.0	9.9	3.2	14.0

Company vs KOSDAQ composite



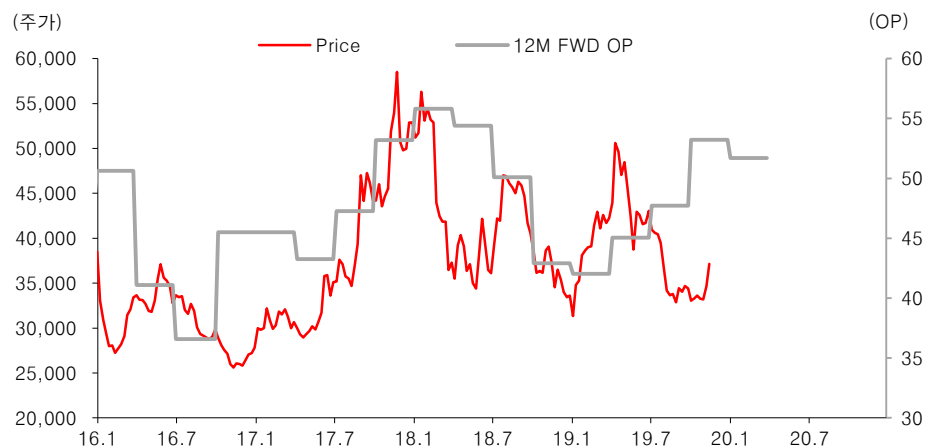
분기 실적이 발표될 때마다 실적 전망치가 계속 하향 조정 중

도표 65 연초 이후 계속 하향 조정 중인 실적 전망치



자료: WiseFN, 유진투자증권

도표 66 12개월 FWD 영업이익 vs. 주가



자료: 유진투자증권

도표 67 실적 추정치 변경 내용

(십억원)	신규전망		기존전망		변경폭		YoY	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	861	910	887	989	-3%	-8%	9%	6%
영업이익	42	52	60	78	-30%	-32%	-25%	25%
세전이익	47	58	66	83	-28%	-30%	-20%	22%
순이익	35	47	53	67	-34%	-29%	-28%	35%
EPS (원)	2,159	2,911	3,268	4,113	-34%	-29%	-28%	35%

자료: 유진투자증권



도표 68

실적 전망 요약

실리콘웍스 (십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	177	196	250	238	184	212	251	264	693	792	861	910	962
YoY	9%	9%	17%	1%	4%	8%	0%	11%	14%	14%	9%	6%	6%
QoQ	-25%	11%	27%	-5%	-23%	15%	18%	5%					
DDI	146	160	211	196	150	173	212	222	585	664	713	756	799
중대형	118	132	148	140	118	136	157	160	441	493	538	570	588
모바일	29	28	62	56	32	37	55	62	144	171	175	186	211
기타	31	36	39	42	34	39	39	42	108	128	148	154	163
매출증감(YoY)													
DDI	5%	4%	20%	0%	3%	8%	0%	13%	25%	14%	7%	6%	6%
중대형	3%	13%	19%	2%	0%	2%	6%	14%	12%	12%	9%	6%	3%
모바일	16%	-25%	24%	-4%	11%	33%	-12%	11%	89%	19%	2%	6%	13%
기타	32%	41%	1%	6%	9%	8%	0%	0%	-24%	19%	16%	4%	6%
매출비중													
DDI	82%	82%	84%	82%	82%	82%	84%	84%	84%	84%	83%	83%	83%
중대형	66%	67%	59%	59%	64%	64%	62%	61%	64%	62%	62%	63%	61%
모바일	16%	14%	25%	24%	17%	17%	22%	23%	21%	22%	20%	20%	22%
기타	18%	18%	16%	18%	18%	18%	16%	16%	16%	16%	17%	17%	17%
영업이익	1.8	6.2	14.0	20.0	5.3	9.1	19.5	18.5	45.5	55.8	42.0	52.5	56.8
OPM	1.0%	3.2%	5.6%	8.4%	2.9%	4.3%	7.8%	7.0%	6.6%	7.0%	4.9%	5.8%	5.9%
YoY	-44%	-41%	-34%	-4%	203%	46%	39%	-8%	-10%	23%	-25%	25%	8%
QoQ	-92%	254%	125%	42%	-73%	70%	115%	-5%					
세전이익	3.2	7.3	15.6	21.0	6.6	10.4	20.9	19.7	48.4	59.2	47.2	57.6	61.5
영업외손익	1.5	1.1	1.5	1.0	1.2	1.3	1.3	1.2	2.8	3.4	5.1	5.1	4.8
YoY	-29%	-32%	-31%	-1%	103%	42%	34%	-6%	-17%	23%	-20%	22%	7%
QoQ	-85%	126%	112%	35%	-69%	59%	100%	-6%					
순이익	2.9	6.0	10.5	15.8	5.8	8.9	17.1	15.6	47.1	49.0	35.1	47.3	49.2
법인세	0.4	1.3	5.1	5.3	0.8	1.6	3.8	4.1	1.3	10.3	12.1	10.3	12.3
YoY	-53%	-31%	-41%	-4%	102%	48%	63%	-1%	-7%	4%	-28%	35%	4%
QoQ	-83%	110%	74%	50%	-63%	53%	93%	-9%					

자료: 유진투자증권



실리콘웍스(108320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	544	608	636	671	713
유동자산	498	508	527	554	591
현금성자산	275	223	232	250	266
매출채권	141	160	185	187	199
재고자산	61	104	86	91	96
비유동자산	47	99	109	117	123
투자자산	14	20	20	20	20
유형자산	15	23	31	39	45
기타	18	57	58	58	57
부채총계	132	161	170	175	186
유동부채	129	155	165	169	180
매입채무	115	131	129	132	141
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	14	25	36	37	39
비유동부채	3	6	5	6	6
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	3	6	5	6	6
자본총계	412	447	467	496	528
자배지분	412	447	467	496	528
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76	76
이익잉여금	326	363	381	411	443
기타	2	(0)	1	1	0
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	412	447	467	496	528
총차입금	0	0	0	0	0
순차입금	(275)	(223)	(232)	(250)	(266)

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	33	27	83	87	83
당기순이익	47	49	35	47	49
자산상각비	5	9	14	18	21
기타비현금성손익	0	0	28	26	21
운전자본증감	(15)	(50)	6	(4)	(8)
매출채권감소(증가)	(30)	(11)	(26)	(2)	(12)
재고자산감소(증가)	(3)	(41)	18	(5)	(5)
매입채무증가(감소)	27	15	15	3	9
기타	(10)	(13)	0	0	0
투자현금	(206)	132	(83)	(57)	(52)
당기투자자산감소	(200)	201	(23)	(2)	(2)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
실비투자	3	12	14	15	16
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(2)	(5)	(10)	(10)	(10)
재무현금	(15)	(11)	(14)	(15)	(16)
차입금증가	0	0	0	0	0
자본증가	(15)	(11)	(14)	(15)	(16)
배당금지급	15	11	14	15	16
현금 증감	(188)	148	(14)	16	15
기초현금	263	75	223	209	225
기말현금	75	223	209	225	240
Gross Cash flow	56	70	(129)	14	(118)
Gross Investment	21	119	55	59	58
Free Cash Flow	35	(49)	(183)	(45)	(176)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	693	792	861	910	962
증가율(%)	13.6	14.3	8.8	5.7	5.7
매출원가	540	598	659	713	753
매출총이익	152	194	203	197	209
판매 및 일반관리비	107	138	161	145	152
기타영업손익	34	29	17	(10)	5
영업이익	46	56	42	52	57
증가율(%)	(10.1)	22.6	(24.7)	24.8	8.2
EBITDA	51	64	56	70	78
증가율(%)	(15.4)	26.3	(13.0)	25.5	10.3
영업외손익	3	3	5	5	5
이자수익	4	4	4	4	4
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(1)	(1)	1	1	0
세전순이익	48	59	47	58	62
증가율(%)	(16.7)	22.5	(20.4)	22.1	6.8
법인세비용	1	10	12	10	12
당기순이익	47	49	35	47	49
증가율(%)	(7.1)	4.0	(28.3)	34.9	4.0
지배주주지분	47	49	35	47	49
증가율(%)	(7.1)	4.0	(28.3)	34.9	4.0
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	2,894	3,010	2,159	2,911	3,027
증가율(%)	(7.1)	4.0	(28.3)	34.9	4.0
수정EPS(원)	2,894	3,010	2,159	2,911	3,027
증가율(%)	(7.1)	4.0	(28.3)	34.9	4.0

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주요지표(원)					
EPS	2,894	3,010	2,159	2,911	3,027
BPS	25,345	27,460	28,686	30,480	32,435
DPS	700	830	900	1,000	1,000
밸류에이션(배,%)					
PER	18.3	11.2	17.5	13.0	12.5
PBR	2.1	1.2	1.3	1.2	1.2
EV/ EBITDA	11.5	5.0	6.9	5.2	4.5
배당수익률	1.3	2.5	2.4	2.6	2.6
PCR	15.5	7.8	-	45.3	-
수익성(%)					
영업이익률	6.6	7.0	4.9	5.8	5.9
EBITDA이익률	7.4	8.1	6.5	7.7	8.1
순이익률	6.8	6.2	4.1	5.2	5.1
ROE	11.9	11.4	7.7	9.8	9.6
ROIC	35.7	26.1	14.1	18.8	18.7
안정성(배,%)					
순차입금/자본	(66.7)	(50.0)	(49.7)	(50.4)	(50.5)
유동비율	384.8	327.4	319.1	327.2	327.7
이자보상배율	-	-	840.6	1,311.5	-
활동성(회)					
총자산회전율	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4
매출채권회전율	5.5	5.3	5.0	4.9	5.0
재고자산회전율	11.6	9.6	9.1	10.3	10.3
매입채무회전율	7.0	6.4	6.6	7.0	7.0

에스에프에이(056190.KQ)

반도체/디스플레이 이승우

Tel. 368-6121 / swlee6591@eugenefn.com

삼성, 중국, 반도체 패키징 회복 기대

■ 2019년은 3분기 일회성 요인 등으로 시장 기대치 하회

3분기는 해외 고객사에 대한 부실매출채권 대손충당금 설정과 원달러 환율 상승에 따른 파생상품 거래 손실 발생으로 순이익이 318억원에 그쳐 시장 컨센서스(440억원)을 크게 하회했다.

전방산업의 부진과 3분기에 발생한 일회성 요인 등으로 2019년 실적은 매출 1.52조원, 영업이익 1,914억원(OPM 12.5%), 순이익 1,343억원으로 전년 대비 각각 2%, 18%, 21% 감소할 것으로 추정된다.

■ 2020년 실적은 큰 폭 반등 기대

그러나, 2020년 실적은 매출 1.84조원, 영업이익 2,505억원(OPM 13.6%), 순이익 1,814억원으로 2019년 대비 각각 21%, 31%, 35% 증가할 것으로 전망한다. 2020년 실적이 비교적 큰 폭 반등할 것으로 기대하는 것은 1) 삼성디스플레이의 QD-OLED 전환투자, 2) 중국 OLED 기업들의 후공정 모듈 장비 및 물류 장비 투자가 크게 늘어날 것으로 예상되고, 3) 메모리 및 비메모리 반도체 패키징(SFA반도체) 수요 증가가 기대되기 때문이다.

■ 투자의견 BUY, 목표가 54,000원 (유지)

투자의견 'BUY'와 목표주가 54,000원을 유지한다. 목표가는 12개월 FWD EPS 기준 타겟 P/E 12배를 적용해 산출했다.

중국 디스플레이 업체들의 투자가 OLED를 중심으로 계속 진행될 것이라는 점에서 관련 수혜를 기대할 수 있다. 또한, 지난 2년 동안 주춤했던 삼성디스플레이의 투자도 본격화될 것이라는 점도 긍정적 요인이다. 기대에 다소 못 미친 3분기 실적보다는 향후 회복 또는 성장 기대감에 초점을 맞출 필요가 있다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,920	1,560	1,525	1,838	2,064
영업이익(십억원)	236	234	191	251	296
세전계속사업손익(십억원)	265	224	177	249	296
당기순이익(십억원)	203	170	134	181	219
EPS(원)	5,484	4,399	3,275	4,799	5,793
증감률(%)	151.7	-19.8	-25.5	46.5	20.7
PER(배)	7.1	7.9	13.2	9.0	7.4
ROE(%)	29.3	20.2	14.2	18.3	19.1
PBR(배)	1.8	1.6	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	3.2	3.6	5.0	3.7	2.7

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 54,000원
현재주가(11/26) 43,100원

Key Data

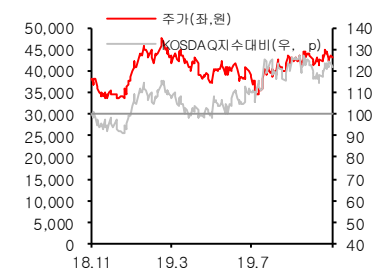
(기준일: 2019. 11. 26)

KOSPI(pt)	2,121
KOSDAQ(pt)	652
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,548
52주 최고/최저(원)	48,400 / 32,600
52주 일간 Beta	1.16
발행주식수(천주)	35,909
평균거래량(3M, 천주)	179
평균거래대금(3M, 백만원)	7,573
배당수익률(19F, %)	3.0
외국인 지분율(%)	22.1
주요주주 지분율(%)	
디와이홀딩스 외 4인	36.2
삼성디스플레이	10.2
국민연금공단	5.2

Company Performance

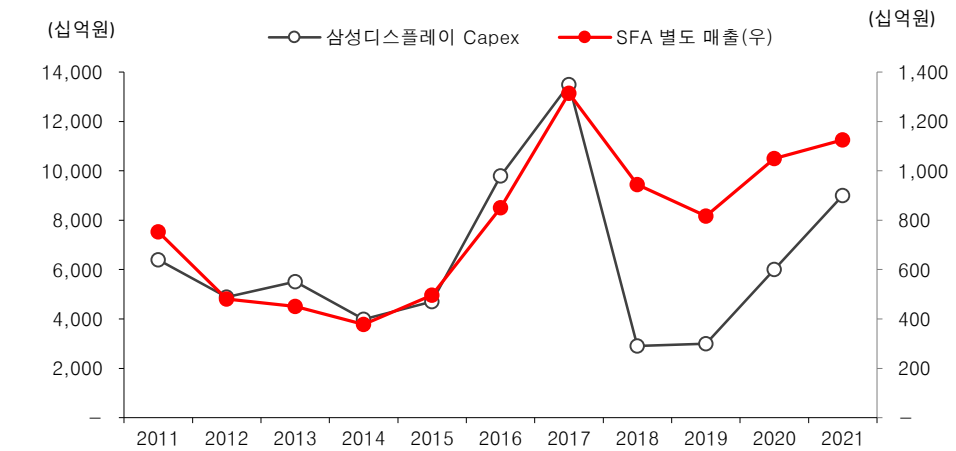
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	9.3	15.5	13.4
KOSPI 대비상대수익률	-0.5	-2.5	21.1	19.7

Company vs KOSDAQ composite



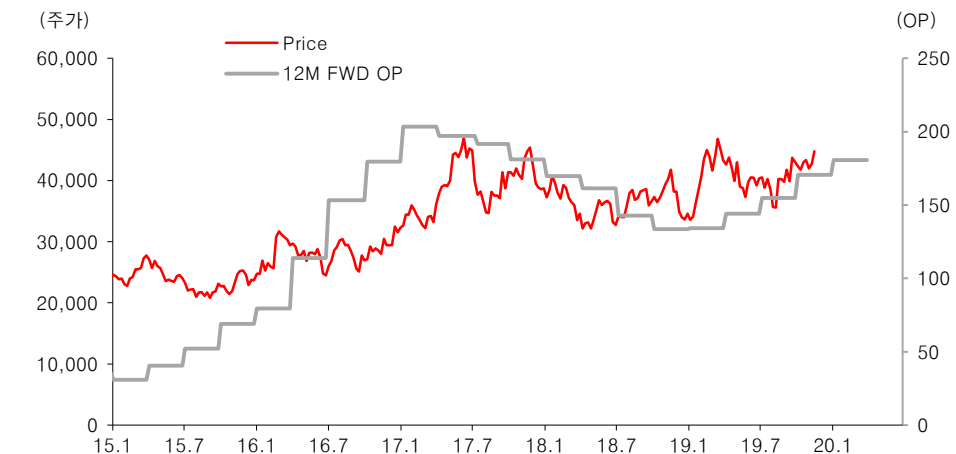
QD-OLED 전환투자와 A5 건설 등 삼성디스플레이의 투자가 늘어날 것으로 보여, SFA 별도 사업부의 매출도 회복될 것으로 기대된다.

도표 69 삼성디스플레이 Capex에 연동되는 SFA 별도 매출



자료: 유진투자증권

도표 70 12개월 FWD 영업이익 vs. 주가



자료: 유진투자증권

도표 71 실적 추정치 변경 내용

(십억원)	신규전망		기존추정		변경폭		YoY	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	1,525	1,835	1,590	1,854	-4%	-1%	-2%	20%
영업이익	191	249	215	264	-11%	-6%	-18%	30%
세전이익	177	247	212	262	-16%	-6%	-21%	39%
순이익	134	181	158	191	-15%	-5%	-21%	34%
지배이익	118	172	149	182	-21%	-6%	-26%	46%
EPS (원)	3,275	4,777	4,150	5,061	-21%	-6%	-26%	46%

자료: 유진투자증권


도표 72 실적 전망 요약

SFA (십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019F	2020F	2021F
연결매출	319.3	348.8	408.8	448.2	415.4	442.4	473.1	507.4	1,920.4	1,560.1	1,525.1	1,838.3	2,064.3
YoY	-21%	-6%	4%	15%	30%	27%	16%	13%	46%	-19%	-2%	21%	12%
QoQ	-18%	9%	17%	10%	-7%	7%	7%	7%					
SFA 별도	168.6	173.5	221.9	253.0	247.0	252.0	266.0	288.6	1,313.9	944.3	817.0	1,053.6	1,125.0
SFA반도체	117.0	147.9	160.6	163.0	140.5	157.5	165.7	170.2	448.9	457.9	588.5	633.9	713.2
SNU	11.8	18.4	10.1	28.0	20.0	22.0	25.0	28.0	116.2	82.6	68.2	95.0	98.8
기타/조정	21.9	9.0	16.3	4.2	7.8	10.9	16.4	20.6	41.4	75.3	51.4	55.8	63.7
매출증가율(YoY)	-21%	-6%	4%	15%	30%	27%	16%	13%	46%	-19%	-2%	21%	12%
SFA 별도	-35%	-26%	-4%	16%	47%	45%	20%	14%	55%	-28%	-13%	29%	7%
SFA반도체	14%	42%	44%	17%	20%	6%	3%	4%	5%	2%	29%	8%	13%
SNU	-61%	18%	-57%	104%	70%	20%	149%	0%		-29%	-17%	39%	4%
연결 영업이익	40.6	48.7	45.7	56.4	58.4	59.0	65.7	67.4	236.1	234.4	191.4	250.5	295.9
YoY	-21%	-20%	-20%	-14%	44%	21%	44%	19%	95%	-1%	-18%	31%	18%
QoQ	-38%	20%	-6%	24%	3%	1%	11%	3%					
SFA 별도	34.5	29.9	36.9	39.5	49.4	47.9	50.5	46.8	134.9	177.2	140.8	194.6	208.1
SFA반도체	5.1	8.4	12.2	16.5	7.9	9.9	13.3	17.9	25.5	33.7	42.1	48.9	59.2
SNU	0.8	3.1	0.5	0.5	0.6	0.6	1.3	2.0	5.9	11.0	4.9	4.4	7.9
기타/조정	0.2	7.4	(4.0)	0.0	0.5	0.6	0.7	0.8	77.1	12.5	3.6	2.6	2.9
영업이익률	12.7%	14.0%	11.2%	12.6%	14.1%	13.3%	13.9%	13.3%	12.3%	15.0%	12.5%	13.6%	14.3%
SFA 별도	20.5%	17.2%	16.7%	15.6%	20.0%	19.0%	19.0%	16.2%	10.3%	18.8%	17.2%	18.5%	18.5%
SFA반도체	4.4%	5.6%	7.6%	10.1%	5.6%	6.3%	8.0%	10.5%	5.7%	7.4%	7.2%	7.7%	8.3%
SNU	6.5%	17.1%	5.1%	1.8%	2.8%	2.7%	5.0%	7.1%	5.1%	13.3%	7.2%	4.6%	8.0%
영업외손익	0.3	-1.7	-8.2	-4.3	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	29.1	-10.1	-13.9	-2.0	0.5
세전이익	40.8	47.0	37.5	52.1	57.9	58.5	65.2	66.9	265.2	224.2	177.5	248.5	296.3
YoY	-22%	-28%	-32%	2%	42%	24%	74%	28%	152%	-15%	-21%	40%	19%
QoQ	-20%	15%	-20%	39%	11%	1%	12%	3%					
순이익	32.5	32.0	31.8	38.1	42.2	42.7	47.6	48.8	203.3	169.7	134.3	181.4	219.3
NPM	10.2%	9.2%	7.8%	8.5%	10.2%	9.7%	10.1%	9.6%	23%	24%	24%	27%	26%
YoY	-20%	-37%	-22%	2%	30%	34%	50%	28%	160%	-17%	-21%	35%	21%
QoQ	-13%	-2%	-1%	20%	11%	1%	12%	3%					
지배이익	30.3	27.0	24.2	36.2	40.1	40.6	45.2	46.4	196.9	158.0	117.6	172.3	193.0
EPS (원)									5,484	4,399	3,275	4,799	5,793

자료: 유진투자증권



에스에프에이(056190.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	1,811	1,661	1,838	1,986	2,186
유동자산	1,133	959	1,132	1,268	1,471
현금성자산	673	481	538	617	777
매출채권	170	172	156	189	211
재고자산	29	76	70	83	93
비유동자산	678	702	707	718	715
투자자산	66	118	118	123	122
유형자산	504	495	499	507	510
기타	108	89	90	88	83
부채총계	826	658	728	736	762
유동부채	541	405	432	434	461
매입채무	156	137	104	119	137
유동성이자부채	38	44	51	47	46
기타	347	224	277	267	277
비유동부채	285	253	296	302	301
비유동이자부채	247	241	186	169	153
기타	38	12	109	133	148
자본총계	985	1,003	1,110	1,251	1,424
지배지분	777	785	876	1,007	1,170
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	35	35	35	35	35
이익잉여금	730	824	913	1,046	1,208
기타	(6)	(92)	(90)	(92)	(91)
비지배지분	208	218	235	244	255
자본총계	985	1,003	1,110	1,251	1,424
총차입금	285	285	238	216	200
순차입금	(388)	(195)	(300)	(401)	(578)

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	377	38	381	277	335
당기순이익	203	170	134	181	219
자산상각비	74	60	56	61	59
기타비현금성손익	0	0	364	275	301
운전자본증감	85	(215)	(174)	(241)	(245)
매출채권감소(증가)	(3)	(16)	12	(34)	(21)
재고자산감소(증가)	9	(4)	5	(13)	(10)
매입채무증감(감소)	(41)	(21)	(0)	16	18
기타	119	(174)	(191)	(210)	(231)
투자현금	(53)	(163)	(215)	(163)	(147)
단기투자자산감소	0	(100)	(68)	(27)	(32)
장기투자증권감소	1	0	0	0	0
설비투자	82	38	48	56	50
유형자산처분	4	0	0	0	0
무형자산처분	2	(1)	(2)	(2)	(3)
재무현금	(6)	(134)	(56)	(65)	(60)
차입금증가	(29)	(2)	(12)	(21)	(17)
자본증가	24	(42)	(43)	(44)	(44)
배당금지급	20	45	43	44	44
현금 증감	309	(257)	112	53	128
기초현금	276	586	329	441	494
기말현금	586	329	441	494	622
Gross Cash flow	330	325	44	257	155
Gross Investment	(32)	278	321	377	360
Free Cash Flow	362	47	(278)	(120)	(204)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,920	1,560	1,525	1,838	2,064
증가율(%)	45.5	(18.8)	(2.2)	20.5	12.3
매출원가	1,595	1,232	1,233	1,479	1,654
매출총이익	325	328	292	360	411
판매 및 일반본보비	89	93	100	109	115
기타영업손익	22	5	7	9	5
영업이익	236	234	191	251	296
증가율(%)	95.4	(0.7)	(18.3)	30.9	18.1
EBITDA	310	294	247	312	355
증가율(%)	59.4	(5.0)	(15.9)	26.0	13.9
영업외손익	29	(10)	(14)	(2)	0
이자수익	7	10	9	6	7
이자비용	11	10	10	10	9
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	34	(10)	(13)	1	2
세전순이익	265	224	177	249	296
증가율(%)	151.9	(15.4)	(20.9)	40.0	19.2
법인세비용	62	55	43	67	77
당기순이익	203	170	134	181	219
증가율(%)	155.6	(16.6)	(20.9)	35.1	20.9
지배주주지분	197	158	118	172	208
증가율(%)	151.7	(19.8)	(25.5)	46.5	20.7
비지배지분	6	12	17	9	11
EPS(원)	5,484	4,399	3,275	4,799	5,793
증가율(%)	151.7	(19.8)	(25.5)	46.5	20.7
수정EPS(원)	5,484	4,399	3,275	4,799	5,793
증가율(%)	151.7	(19.8)	(25.5)	46.5	20.7

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,484	4,399	3,275	4,799	5,793
BPS	21,646	21,857	24,385	28,037	32,574
DPS	1,245	1,278	1,300	1,300	1,300
밸류에이션(배,%)					
PER	7.1	7.9	13.2	9.0	7.4
PBR	1.8	1.6	1.8	1.5	1.3
EV/ EBITDA	3.2	3.6	5.0	3.7	2.7
배당수익률	3.2	3.7	3.0	3.0	3.0
PCR	4.2	3.8	35.5	6.0	10.0
수익성(%)					
영업이익률	12.3	15.0	12.5	13.6	14.3
EBITDA이익률	16.1	18.9	16.2	17.0	17.2
순이익률	10.6	10.9	8.8	9.9	10.6
ROE	29.3	20.2	14.2	18.3	19.1
ROIC	26.7	26.4	19.3	23.9	28.0
안정성 (배,%)					
순차입금/자본	(39.4)	(19.5)	(27.0)	(32.0)	(40.6)
유동비율	209.5	236.8	261.9	292.1	319.3
이자보상배율	21.3	22.8	19.3	26.4	34.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.2	0.9	0.9	1.0	1.0
매출채권회전율	6.4	9.1	9.3	10.7	10.3
재고자산회전율	56.3	30.0	20.9	24.0	23.5
매입채무회전율	7.9	10.6	12.7	16.5	16.1

주성엔지니어링(036930.KQ)

반도체/디스플레이 이승우

Tel. 368-6121 / swlee6591@eugenefn.com

국내 고객사 투자 축소에도 견조한 실적 기대

■ 매출 이연 효과로 3분기 실적은 부진

2019년 실적은 매출 2,560억원, 영업이익 378억원(OPM 14.8%), 순이익 371억원으로 전년 대비 각각 3%, 9%, 15% 감소할 것으로 보인다. 연초 기대했던 태양광 장비가 아직 성과를 내지 못하고 있는 상황이다. 부문별 매출 비중은 반도체 장비 52%, 디스플레이 장비 48%로 추정된다.

■ 2020년 매출 약 1조원, 영업이익 1,400억원으로 큰 폭 개선

2020년 실적은 매출 2,568원, 영업이익 400억원(OPM 15.6%), 순이익 372억원으로 2019년 대비 각각 4%, 6%, 1% 소폭 증가할 것으로 전망한다. 2020년 EPS는 761원으로 예상된다.

주요 고객사인 SK하이닉스와 LG디스플레이의 2020년 투자가 올해 대비 감소할 것이라는 점이 2020년 실적에도 부담 요인으로 작용할 수 밖에 없다. 그러나, 중국 반도체 업체와 디스플레이 고객들의 투자는 늘어날 것으로 보여, 일정 수준 이상의 실적은 유지될 것으로 보인다. 또한, 태양광 장비 사업도 추가적인 업사이드 요인이 될 가능성이 있다.

■ 투자 의견 'BUY', 목표주가 8,500원 (하향)

주요 고객사들의 투자 축소 영향을 감안해 2020년 실적 전망치를 하향 조정했고, 이를 반영해 목표주가를 8,500원(타겟 P/E 11배)로 하향조정 한다. 투자 의견은 'BUY'를 유지한다.

과거 실력을 갖춘 한국 반도체 장비 대장주로 손꼽혔지만, 삼성과의 거래가 끊긴 지 오래되면서 이제는 디스플레이 및 태양광 장비 업체로 주로 인식되고 있다. 디스플레이에서는 실력을 인정받고 있지만, SK하이닉스와 일부 중국 반도체 업체들만 가지고는 과거와 같은 반도체 이미지를 회복하는데 한계가 있다.

Financial Data

결산기(12월)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액(십억원)	273	264	256	266	264
영업이익(십억원)	42	41	38	40	47
세전이익(십억원)	44	44	42	42	49
당기순이익(십억원)	42	44	38	37	40
EPS(원)	871	906	767	761	829
증감률(%)	28.9	4.0	-15.3	-0.8	9.0
PER(배)	15.6	7.1	8.7	8.8	8.1
ROE(%)	25.0	22.2	16.3	13.7	13.0
PBR(배)	3.5	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	11.9	6.9	7.6	6.5	5.4

자료: 유진투자증권

BUY(유지)

목표주가(12M, 하향) 8,500원
현재주가(11/26) 6,700원

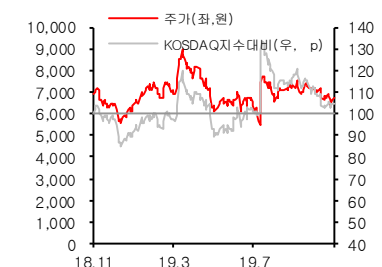
Key Data (기준일: 2019. 11. 26)

KOSPI(pt)	2,121
KOSDAQ(pt)	652
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	323
52주 최고/최저(원)	9,100 / 5,340
52주 일간 Beta	1.44
발행주식수(천주)	48,249
평균거래량(3M, 천주)	456
평균거래대금(3M, 백만원)	3,236
배당수익률(19F, %)	1.5
외국인 지분율(%)	8.9
주요주 지분율(%)	
황철주 외 8인	27.9

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.1	-2.8	6.5	-2.8
KOSPI 대비 상대수익률	-7.0	-14.5	12.1	3.5

Company vs KOSDAQ composite





주성엔지니어링(036930.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
자산총계	315	363	427	468	506
유동자산	142	136	169	195	202
현금성자산	49	12	17	38	49
매출채권	45	28	28	32	31
재고자산	41	83	87	92	93
비유동자산	173	227	258	273	304
투자자산	21	32	26	29	33
유형자산	143	189	227	241	269
기타	9	6	5	3	2
부채총계	127	154	173	170	170
유동부채	64	62	85	80	77
매입채무	43	21	26	19	18
유동성이자부채	15	30	30	30	28
기타	6	11	30	31	31
비유동부채	63	92	88	90	93
비유동이자부채	0	31	50	47	44
기타	63	61	38	43	49
자본총계	188	209	254	298	336
자본지분	188	205	248	289	324
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	109	109	109	109	109
이익잉여금	44	63	103	146	181
기타	11	9	11	10	10
비자본지분	0	4	6	9	12
자본총계	188	209	254	298	336
총차입금	15	61	80	77	72
순차입금	(34)	49	63	39	23

현금흐름표

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업현금	57	(35)	36	55	62
당기순이익	42	44	38	37	40
자산상각비	11	11	13	16	16
기타비현금성손익	8	8	(8)	40	36
운전자본증감	(1)	(98)	(8)	(38)	(31)
매출채권감소(증가)	36	(16)	(6)	(5)	(3)
재고자산감소(증가)	0	(2)	8	11	22
매입채무증가(감소)	(33)	(19)	19	(6)	1
기타	(4)	(61)	(28)	(38)	(51)
투자현금	(15)	(48)	(52)	(34)	(51)
단기투자자산감소	(1)	(1)	(2)	(6)	(7)
장기투자증권감소	4	0	0	0	0
설비투자	19	54	50	28	44
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(24)	45	20	(6)	(7)
차입금증가	(24)	46	20	(3)	(5)
자본증가	0	0	(5)	(5)	(5)
배당금지급	0	0	5	5	5
현금 증감	18	(38)	4	15	3
기초현금	31	49	12	16	31
기말현금	49	12	16	31	34
Gross Cash flow	59	69	55	57	65
Gross Investment	15	145	58	66	75
Free Cash Flow	44	(76)	(3)	(9)	(10)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	273	264	256	266	264
증가율(%)	1.7	(3.2)	(3.0)	3.8	(0.8)
매출원가	157	148	136	153	142
매출총이익	115	116	120	113	121
판매 및 일반관리비	74	75	82	73	74
기타영업손익	2	2	10	(11)	1
영업이익	42	41	38	40	47
증가율(%)	10.6	(0.7)	(9.1)	6.3	18.7
EBITDA	52	53	51	56	64
증가율(%)	5.3	0.2	(2.9)	8.9	14.6
영업외손익	2	3	4	2	2
이자수익	0	0	0	0	1
이자비용	0	0	0	0	2
지분법손익	1	(0)	0	0	0
기타영업외손익	1	3	4	1	3
세전순이익	44	44	42	42	49
증가율(%)	74.3	1.0	(6.4)	0.2	18.3
법인세비용	2	1	4	4	9
당기순이익	42	44	38	37	40
증가율(%)	28.9	4.2	(13.7)	(1.5)	8.7
지배주주지분	42	44	37	37	40
증가율(%)	28.9	4.0	(15.3)	(0.8)	9.0
비지배지분	0	0	1	0	0
EPS(원)	871	906	767	761	829
증가율(%)	28.9	4.0	(15.3)	(0.8)	9.0
수정EPS(원)	871	906	767	761	829
증가율(%)	28.9	4.0	(15.3)	(0.8)	9.0

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	871	906	767	761	829
BPS	3,905	4,250	5,133	5,999	6,715
DPS	100	100	100	100	100
밸류에이션(배,%)					
PER	15.6	7.1	8.7	8.8	8.1
PBR	3.5	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/ EBITDA	11.9	6.9	7.6	6.5	5.4
배당수익률	0.7	1.6	1.5	1.5	1.5
PCR	11.2	4.5	5.9	5.7	4.9
수익성(%)					
영업이익률	15.3	15.7	14.7	15.0	18.0
EBITDA이익률	19.2	19.9	19.9	20.9	24.1
순이익률	15.4	16.6	14.8	14.0	15.3
ROE	25.0	22.2	16.3	13.7	13.0
ROIC	27.3	20.5	12.2	11.2	11.4
안정성(배,%)					
순차입금/자본지분	(18.3)	23.3	24.6	12.9	6.9
유동비율	221.6	219.3	198.1	245.5	262.5
이자보상배율	97.4	387.9	179.2	166.6	22.7
활동성(회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
매출채권회전율	4.3	7.3	9.2	8.9	8.4
재고자산회전율	6.2	4.3	3.0	3.0	2.8
매입채무회전율	4.8	8.2	11.0	12.0	14.4



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제재물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)				당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상			0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만			88%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만			12%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만			0%

(2019.9.30 기준)

