



기울어진 운동장

전략산업분석 | 2020.05.27

Semiconductor/Display 이승우
02)368-6121
swlee6591@eugenefn.com



Before Coronavirus vs. After Coronavirus

우한에는 BOE 의 10.5 세대 라인인 B17 과 CSOT 의 T3(LTPS LCD)와 T4(6 세대 OLED), 티안마의 TM17(6 세대 OLED) 등 중국 디스플레이 업체들의 첨단 생산라인이 포진해 있다. 코로나 발생 초기 국면에서는 우한의 비상상황으로 인해 국내 디스플레이 업체들의 반사 손해가 기대되었었다.

그러나, 상황이 바뀌었다. 우한은 초기 고비를 지나면서 상황이 비교적 빠르게 안정화되기 시작한 반면, 한국과 이란을 거쳐 유럽과 미국으로 코로나가 급속히 퍼져 나갔고 주요 스포츠 행사들은 취소되기에 이르렀다. 결과적으로 보면 **중국의 생산 차질은 걱정했던 것보다 크지 않았던 반면, 수요 손실은 예상을 뛰어 넘었다. 잠깐 오르던 패널 가격은 다시 하락반전** 했다. 장기적으로 보면 재택근무와 홈스쿨링 등 언택트 수요의 확대로 노트북, 모니터의 수요는 견조할 것으로 예상된다. 그러나, 주요 국가들의 마이너스 경제 성장률과 실업 증가, 기업들의 실적 둔화 등의 경제 상황 등을 고려하면, 하반기 디스플레이 업황은 코로나로 인한 역풍에서 벗어나기가 쉽지 않을 것이다.

여러 가지 원인이 있었겠지만 결과적으로 **과거 10 년간의 역사를 돌아보면 디스플레이 산업의 투자 대비 효율성은 반도체 대비 너무나 낮다.** 이런 가운데, 중국 업체들이 중국 정부와 지방 정부의 보조금을 등에 업고 계속해서 공격적 투자를 감행하고 있다. 말 그대로 **국내 디스플레이 업체들은 기술 여진 운동장에서 중국과 경쟁해야만 하는 상황**이다. 한편, TV 디스플레이 분야에서 MicroLED 및 QNED 와 같은 새로운 기술의 출현 가능성이 계속 부각되고 있다. 이런 변수들을 고려해 보면, 디스플레이 섹터에 대해서는 당분간 보수적 시각에서 접근할 필요가 있다.

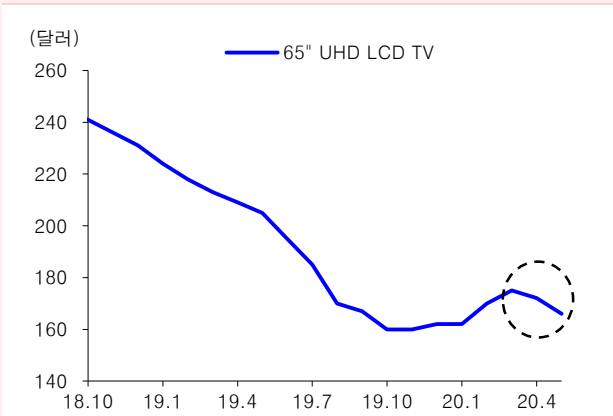
코로나 초기에는 디스플레이의 반사 손해 기대가 컸다



자료: 유진투자증권

- 우한에는 BOE, CSOT, 티안마는 중국의 첨단 디스플레이 팹들이 위치하고 있음. 따라서, 코로나 초기에는 이로 인한 생산 차질로 디스플레이 수급이 개선되고, 국내 패널 업체들이 반사 수해를 얻게 될 것이라는 기대감이 컸음
- 그러나, 우한의 코로나 상황이 우려했던 것보다 조기에 진정되기 시작한 반면, 유럽과 미국으로는 예상보다 빠르게 확산됨
- 결과적으로 공급 차질은 미미했던 반면, 수요 충격은 훨씬 커지게 되었고, 이로 인해 디스플레이 업황에는 다시 암운이 드리움

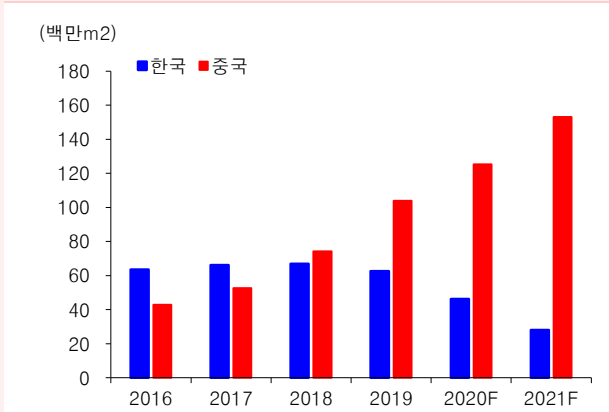
코로나 초기 상승하던 TV 패널 가격은 다시 하락 반전



자료: OMDIA, 유진투자증권

- 공급 차질의 폭보다 수요 둔화의 폭이 커지면서, TV 패널 가격도 3월부터 다시 하락세로 전환
- 그러나, 국내 업체들의 LCD 팹 섯다운이 본격화되면, 가격도 다시 어느 정도 안정화 국면에 진입할 것으로 예상

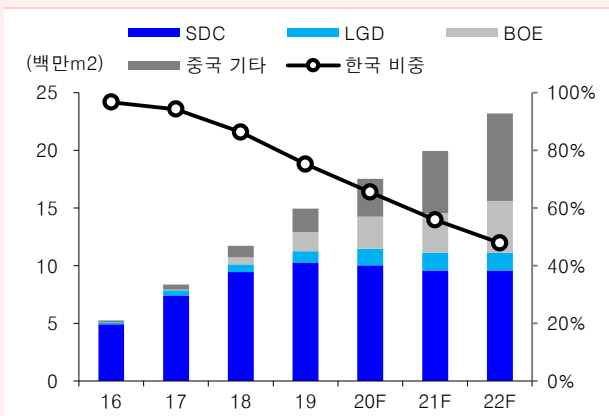
8세대 LCD 캐파 비교 (한국 vs. 중국)



자료: OMDIA, 유진투자증권

- 결국 국내 디스플레이 업체들은 예정보다 더 빨리 LCD 팹 섀다운에 돌입하게 된 상황. 반면, 중국은 10.5 세대 및 8.6 세대 램프업을 지속해 TV 용 패널의 시장에서 독주 체제를 굳히게 될 전망
- 중국 중앙정부와 지방정부의 막대한 지원을 등에 업은 중국 업체들과 동일 기술에서의 경쟁은 산술적으로 버거운 것이 한국 디스플레이 산업계가 마주한 현실

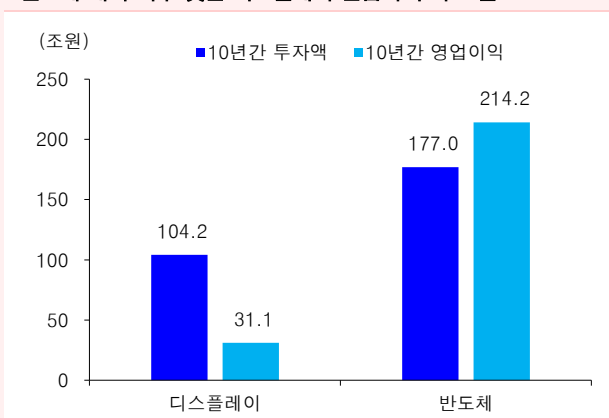
소형 OLED 캐파 추이



자료: OMDIA, 유진투자증권

- 글로벌 소형 OLED 생산 캐파는 2019 년 1,495 만 m² 에서 2020 년에는 1,752 만 m² 로 약 17% 증가할 것으로 예상. 삼성과 LG 의 캐파 비중은 2019 년 75%에서 2020 년에는 65%로 줄어들 전망
- 2019 년 캐파를 기준으로 보면 이론적으로 생산 가능한 스마트폰 패널 수량은 약 10 억대(6 인치 기준)에 달해, **중소형 OLED 산업도 공급과잉에 빠질 가능성이 높아 보임**

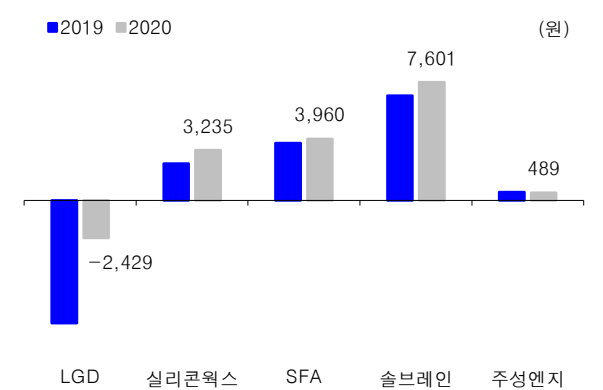
반도체 대비 너무 낮은 디스플레이 산업의 투자 효율



자료: 유진투자증권

- 국내 패널 양사의 실적을 합산한 결과 2009~2018 년까지 10 년간 104 조원이 투자되어, 영업이익으로 31 조원을 회수한 것으로 나타남. 투자회수율은 29.8%, 투자 효과로 인한 매출(3 년치 평균) 증가폭은 50% 수준
- 반면 반도체는 177 조원이 투자되어 214 조원을 영업이익을 회수. 투자회수율은 121%, 투자효과로 인한 매출 증가폭은 241%임.
- **디스플레이 산업의 캐팩스 효율이 반도체에 비해 지나치게 낮아, 투자 매력도가 높아 보이지 않음**

주요 종목 2019년 EPS 및 2020년 예상 EPS



자료: 유진투자증권

- 중국 업체들과의 불공정 경쟁이 계속되는 상황을 감안해, 디스플레이 업종에 대한 의견은 "Neutral"을 유지
- 투자 효율성이 떨어지는 패널 생산 업체보다는 국내 주요 밸류체인 중 실적이 개선되거나, 개선될 가능성이 큰 업체를 선호
- 실리콘웍스, SFA, 솔브레인을 'BUY'로 추천하며, 올해도 적자가 예상되는 LG 디스플레이와 LG 디스플레이 매출 비중이 높은 주성엔지니어링에 대해 'HOLD' 의견 제시

디스플레이 섹터 추천 종목 및 관심 종목

종목명			LG디스플레이	실리콘웍스	에스에프에이	솔브레인	주성엔지니어링
코드			034220	108320	056190	036830	036930
투자의견			HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD
목표주가			13,000원	45,000원	48,000원	95,000원	7,200원
현재주가 (5/25 기준)			10,250원	37,850원	36,000원	86,500원	5,830원
시가총액			3조 6,676억원	6,156억원	1조 2,927억원	1조 5,050억원	2,813억원
실 적	매출액 (십억원)	2018년	24,337	792	1,560	963	264
		2019년	23,476	867	1,578	1021	259
		2020년	21,651	921	1,774	1051	223
		2021년	23,177	961	1,996	1149	256
	영업이익 (십억원)	2018년	93	56	234	164	41
		2019년	-1,359	47	214	174	31
		2020년	-986	60	235	183	24
		2021년	54	67	283	202	32
밸 류 에 이 션	P/E (배)	2018년	-	11.2	7.9	8.3	7.1
		2019년	-	16.8	12.6	12.5	15.2
		2020년	-	11.7	9.1	11.4	11.9
		2021년	-	11.0	6.9	10.6	9.3
	P/B (배)	2018년	0.5	1.2	1.6	1.1	1.5
		2019년	0.5	1.4	1.9	1.8	1.6
		2020년	0.4	1.2	1.3	1.6	1.1
		2021년	0.4	1.1	1.2	1.4	1.0

자료: 유진투자증권

Contents

I. Before Corona vs. After Corona.....	6
코로나로 수급 개선 기대했지만, 다시 실망으로	6
II. 디스플레이 수급 전망	7
수요 감소로 글로벌 디스플레이 패널 출하량은 전년비 11% 감소할 전망.....	7
코로나로 상황이 악화되면서, 국내 LCD 셧다운은 예정보다 앞당겨 진행	8
2분기를 최악으로 공급과잉 정도는 점차 완화될 전망	10
III. 기울어진 운동장	13
보조금의 날개를 단 중국업체들과의 힘겨운 경쟁	13
중국 보조금이라는 어두운 그림자는 결국 OLED 로까지 번질 것	14
IV. 디스플레이 산업을 보수적으로 보는 이유	16
낮은 투자 효율성	16
기울어진 운동장에서의 경쟁과 대체재	18
V. 주요 지표 및 통계 업데이트	19
기업분석	25
LG 디스플레이(034220)	
실리콘웍스(108320)	
에스에프에이(056190)	
솔브레인(036830)	
주성엔지니어링(036930)	

I. Before Corona vs. After Corona

코로나로 수급 개선 기대했지만, 다시 실망으로

코로나의 창궐이 시작된 우한에는 BOE의 10.5세대 라인인 B17과 CSOT의 T3(LTPS LCD)와 T4(6세대 OLED), 티안마의 TM17(6세대 OLED) 등 중국 디스플레이 업체들의 첨단 생산라인이 다수 포진해 있다. 따라서, 코로나 발생 초기 국면에서는 중국의 디스플레이 랩업이 지연됨은 물론이고, 모듈 제조 라인의 가동 중단과 물류의 차질로 중국 내 패널 생산이 감소할 것으로 예상됐다. 그리고, 이는 당연히 국내 패널 업체들의 반사 수혜로 해석되었다.

그러나, 바이러스의 확산은 일반적 예상을 빗나가고 말았다. 중국과 우한은 국가 공권력을 동원한 초기 강경 진압으로 시민들의 행동을 제한함으로써, 예상보다 빠르게 상황을 수습해 나갔다. 반면, 코로나 바이러스는 한국과 이란으로 확산되기 시작했고, 얼마 가지 않아 서유럽 주요 국가와 미국으로 급속히 퍼져 나갔다.

이에 따라, 주요 스포츠 행사들은 줄줄이 취소되기에 이르렀고 올해 디스플레이 수요에 일익을 담당할 것으로 기대됐던 도쿄 올림픽도 결국 내년으로 연기되고 말았다. 이 여파로 TV와 스마트폰을 비롯한 주요 디스플레이 관련 수요가 급감하게 된 것이다.

결과적으로 보면 중국의 패널생산 차질은 걱정했던 것보다 소폭에 그친 반면, 수요의 감소 폭은 유례없는 수준으로 확대되었다. 이 같은 수요와 공급의 미스매치로 인해 코로나 발발 직후 상승세를 보이던 패널 가격도 다시 하락반전하고 말았다.

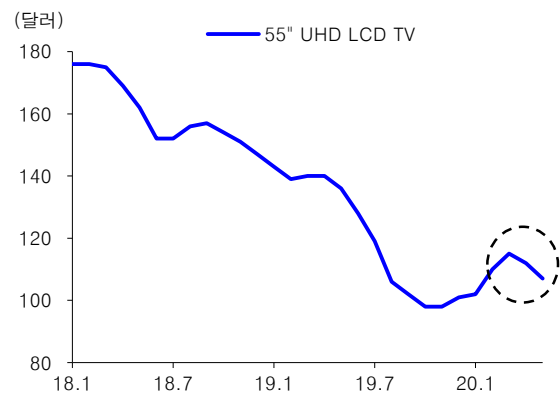
장기적으로 보면 재택근무와 홈스쿨링 등 언택트 수요가 확대될 것이므로 노트북과 모니터의 수요는 견조할 것으로 예상된다. 그러나, 올해 주요 국가들의 경제 성장률이 마이너스로 추락할 것으로 예상되고, 실업 증가, 기업들의 실적 둔화 등의 경제 변수 악화 등을 고려하면, 하반기 디스플레이 업황은 코로나로 인한 역풍을 피해가기가 쉽지 않게 되었다.

도표 1 중국 업체들의 생산라인이 우한에 다수 포진해있다



자료: 유진투자증권

도표 2 55인치 UHD TV 패널 가격



자료: OMDIA, 유진투자증권

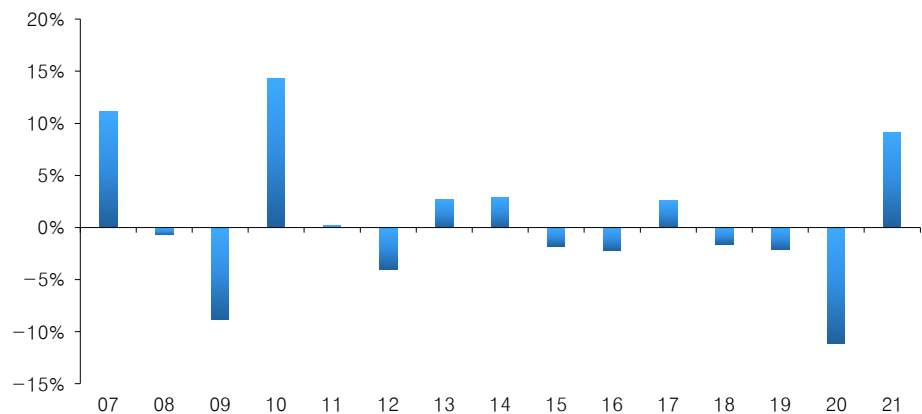
II. 디스플레이 수급 전망

수요 감소로 글로벌 디스플레이 패널 출하량은 전년대비 11% 감소할 전망

시장 조사 기관 OMDIA 의 자료에 따르면 코로나 바이러스 여파로 TV 와 스마트폰 수요의 감소로 글로벌 디스플레이 출하량은 2019 년 36 억장에서 2020 년 32 억장으로 11 % 감소하는 전례없는 하락세를 기록할 것으로 예상된다. 그러나, 코로나 바이러스의 영향이 줄어들면서 2021 년에는 시장이 점차 회복해 약 9.1%의 출하 증가가 나타날 것으로 전망한다.

2020 년 패널 출하는 무려
11% 감소할 것으로 예상

도표 3 글로벌 패널 출하량 증감을 전망



자료: OMDIA, 유진투자증권

연초에는 도쿄 올림픽을 비롯한 글로벌 스포츠 이벤트가 올해 디스플레이 패널 수요 성장의 주요 드라이버가 될 것으로 기대되었다. 그러나, 코로나 여파로 주요 스포츠 행사가 모두 취소되거나 연기되면서, 디스플레이 수요 증가의 기대감은 모두 사라졌다. LCD TV 출하량은 약 13 %, 스마트폰 출하량은 9% 감소할 것으로 전망한다.

상대적으로 모니터와 노트북 디스플레이 출하 감소폭은 크지 않을 전망이다. 강제적 쿼런틴(Quarantine)에 의한 재택근무량의 증가로 기업용 모니터 수요가 증가할 것으로 예상되고, 홈스쿨링과 온라인 강의를 위한 노트북과 태블릿 수요도 생길 것으로 보이기 때문이다. 모니터와 노트북 디스플레이 출하는 각각 2%, 6% 감소에 그칠 전망이다.

한편, 2020 년에는 대형 디스플레이에 대한 수요가 증가할 것으로 보여, 면적 기준의 패널 수요는 약 1.8 % 증가할 것으로 추정된다. 공급 측면에서는 폴더블 디스플레이와 베젤리스 디스플레이 출하가 증가할 것으로 예상된다. 또한, 전반적인 시장 침체에도 불구하고 고급 디스플레이 기술에 대한 수요는 지속적으로 높아질 것으로 보인다. 이에 따라, 폴더블 디스플레이와 베젤리스 디스플레이 출하 증가가 예상된다.

코로나로 상황이 악화되면서, 국내 LCD 섀다운은 예정보다 앞당겨 진행

삼성 디스플레이는 당초 2021년부터 캐파를 줄일 예정이었던 L7-2 라인을 2020년 4분기까지 섀다운하기로 생산중단 일정을 앞당겼다. 또한, 2021년까지는 LCD 생산을 유지하려 했던 L8-1 라인도 2020년 4분기까지 섀다운하기로 발표했다. LG 디스플레이도 LCD 캐파를 P7에서 약 110K, P8에서 약 40K를 예상보다 더 빨리 줄여 나갈 것으로 계획을 수정했다.

도표 4 삼성디스플레이 탕정 캠퍼스 향후 운영 계획



자료: OMDIA

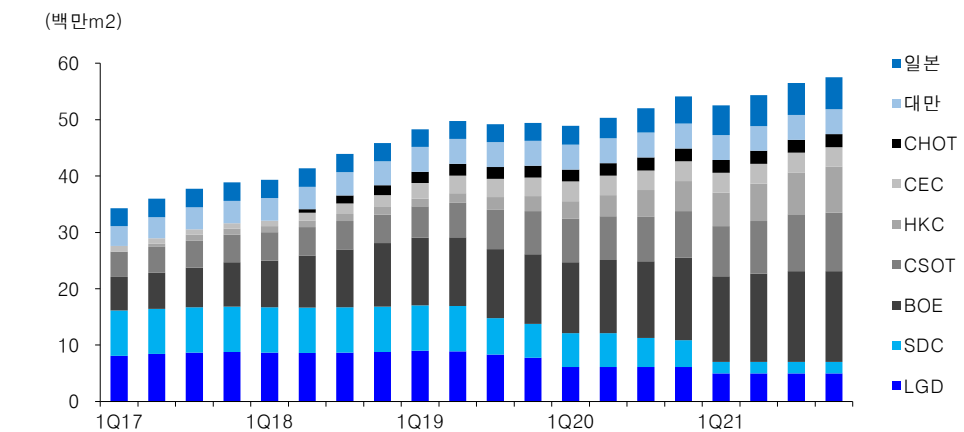
도표 5 LG 디스플레이 파주 캠퍼스 향후 운영 계획



자료: OMDIA

국내 디스플레이 양사는 더 이상 LCD 에 미련을 두지 않기로 했다. 이제 두 회사 모두 중국 LCD 팹만을 남겨 놓고 LCD 사업에서는 발을 뺀다는 내용을 공식화 했다. 삼성디스플레이의 경우는 중국 팹마저 현지 업체에게 매각하는 방안을 추진할 것으로 보인다. 문제는 이렇게 되면서, **국내 TV 업체들의 전략적 리스크도 커진 것 아니냐는 불안감**이 생길 수 밖에 없다. 특히, 세계 TV 1 위 업체인 삼성전자 VD 사업부는 만일의 경우에 대비한 대응 전략을 준비하지 않을 수 없을 것이다.

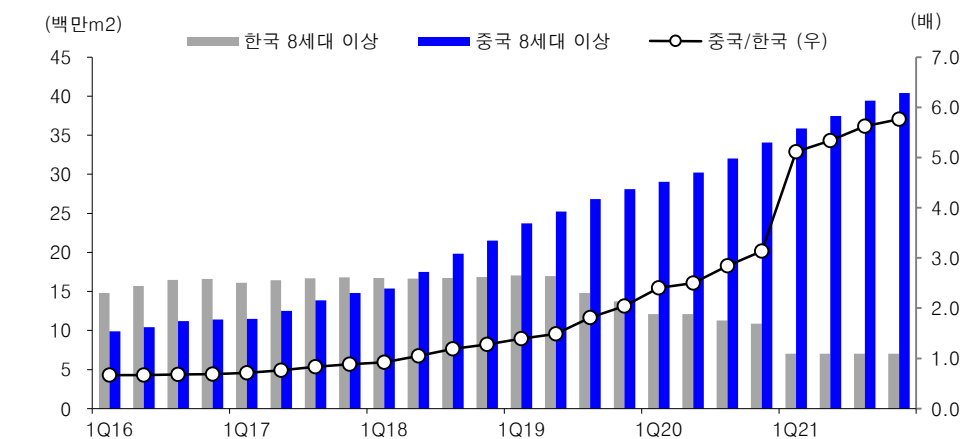
도표 6 8세대 이상 LCD 캐파 비교



자료: OMDIA, 유진투자증권

2020년 말 중국의 8세대 이상 캐파는 한국의 3배, 2021년 말에는 6배에 달할 전망

도표 7 한국, 중국의 8세대 이상 캐파 비교



자료: OMDIA

2분기를 최악으로 공급과잉 정도는 점차 완화될 전망

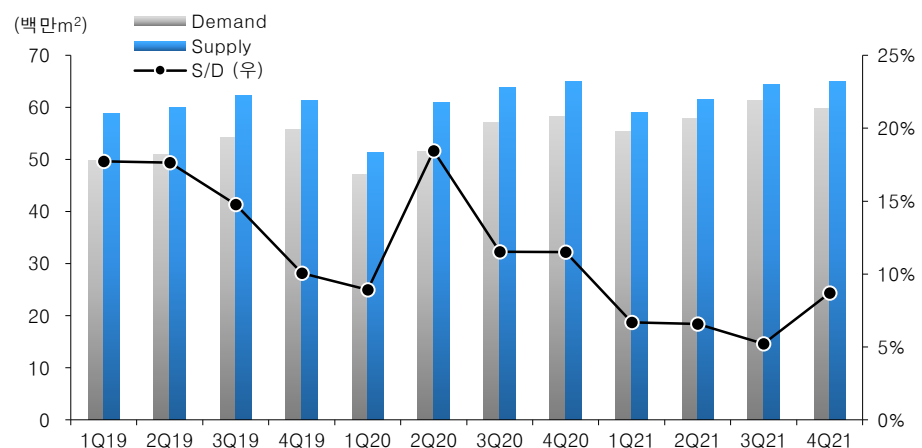
코로나가 고비를 지나면서, 디스플레이 수요도 2021년부터는 서서히 회복할 것으로 예상되지만, 유닛 기준으로 패널 수요가 2019년 수준에 도달하는 데 적어도 2년은 더 걸릴 것이라는 전망이다. 그러나, 면적 기준으로 2021년 LCD TV의 평균 패널 사이즈는 49.2인치로 2019년의 45.4인치보다 11% 증가할 것으로 보여, 면적 기준의 수요 감소폭은 소폭에 그칠 것으로 전망된다.

한편, 2019년에서 2021년까지 동일한 기간 동안 캐파 증가는 둔화될 전망이다. 중국에서 건설 중인 신규 캐파 상당 부분이 한국 패널업체들의 팹 클로징으로 상쇄될 것으로 계산되기 때문이다. 코로나 영향으로 장비 업체 엔지니어들의 출장이 막히면서, 2020년 상반기 중 중국의 8.6세대 및 10.5세대 LCD 팹 램프 업체 계획도 지연되었다. 특히, 리소그래피 장비 등 민감한 공정에서는 셋업 이슈가 발생할 수 밖에 없었다. 따라서, 중국의 8.6세대 이상 신규 팹의 램프업은 기존 계획보다 적어도 3~4개월 정도는 지연이 불가피해진 상황이다.

전세계 평판 디스플레이 (FPD) 산업의 생산 캐파는 2013년 2.25억 m²에서 2020년 3.35억 m²로 약 50%나 증가했다. 다수의 10.5세대 라인을 포함하여 중국에 새로운 공장이 지속적으로 건설됨으로써 2019년 FPD 산업의 공급과잉률은 무려 13.6%로 높아졌고, 이 여파로 LCD TV 패널 가격은 연중 내내 하락세가 이어졌다. 그러나, 삼성과 LG의 국내 LCD 생산 중단으로 2019년부터 2021년 사이에 전체 용량의 약 17%에 달하는 5,700만 m²의 생산캐파가 줄어든다는 점을 반영할 경우 2021년 대형 LCD의 공급과잉률은 6.5%로 2019년에 비해서는 눈에 띄게 완화될 것으로 전망된다. 물론 그렇다고 공급과잉이 해소되는 수준까지는 쉽지 않을 것으로 보이지만 말이다.

2분기를 피크로 점진적으로
공급과잉의 정도는 둔화될
것으로 예상되나, 공급과잉
이 해소되는 수준은 아닐 듯

도표 8 대형 LCD 패널 수급 전망



자료: OMDIA, 유진투자증권

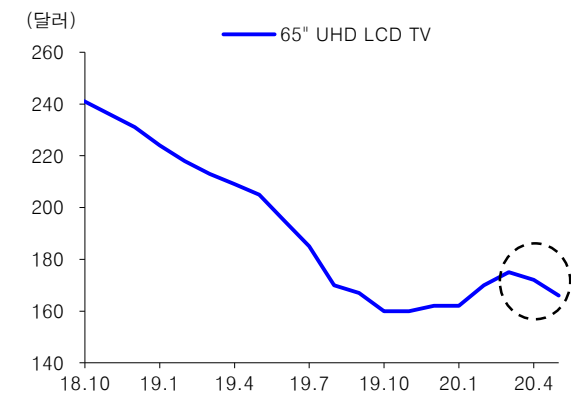
2020년은 디스플레이 산업의 예상치 못했던 변화들이 계속해서 일어나고 있다. 코로나-19로 중국의 램프업은 지연되었지만, 기대했던 도쿄올림픽 특수가 사라지는 등 수요도 급격하게 가라앉아 버렸다. 그러나, 이로 인해 삼성과 LG가 예상했던 것보다 훨씬 더 급진적으로 생산 캐파를 지우기로 한 것이다. 생각하지 못했던 (+)요인과 (-)요인이 모두 발생했다. 가장 중요한 것은 코로나 바이러스로부터 세계 경제가 얼마나 빨리 회복되는지가 될 것이다.

TV 용 LCD 패널 가격은 연초 상승하다 다시 하락세로 반전

2020 년 1 분기에는 코로나 사태로 인한 물류 이슈와 재료 및 부품 부족으로 모듈 조립이 이루어지지 못해 디스플레이 공급망이 훼손되었다. 이 같은 공급의 차질로 대형 패널 시장은 균형을 유지할 수 있었고, 이는 1 분기 가격 상승으로 이어지기도 했다.

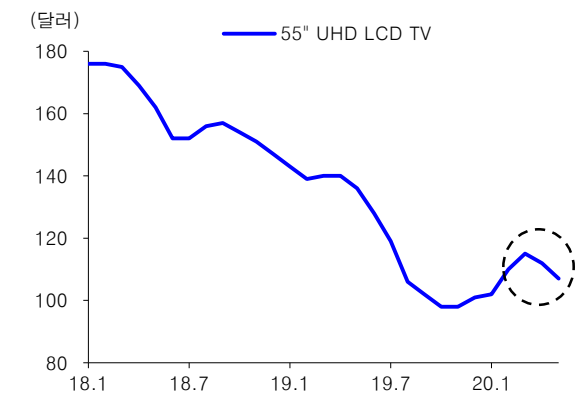
그러나, 중국의 코로나 사태가 예상보다 빨리 진화되면서 4 월 초까지 중국 패널의 업체들의 생산능력은 거의 정상 수준을 회복했다. 반면, 코로나 바이러스가 서유럽 전역과 미국으로 빠르게 확산되면서 TV 수요는 급전직하했다. 결과적으로 공급과잉은 다시 심해졌고, 4 월과 5 월 2 개월 연속으로 TV 패널 가격은 다시 하락 반전하며, 캐시코스트 아래로 하락하게 되었다.

도표 9 65인치 UHD TV 패널



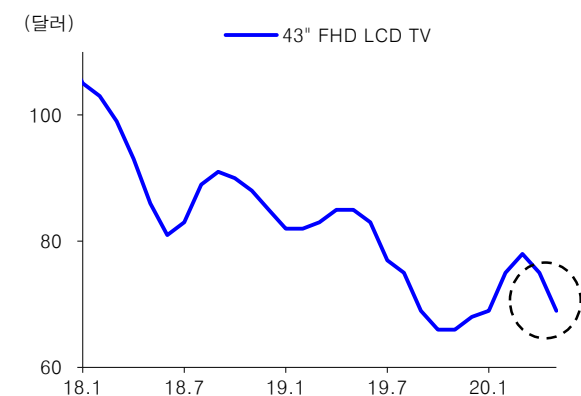
자료: OMDIA

도표 10 55인치 UHD TV 패널



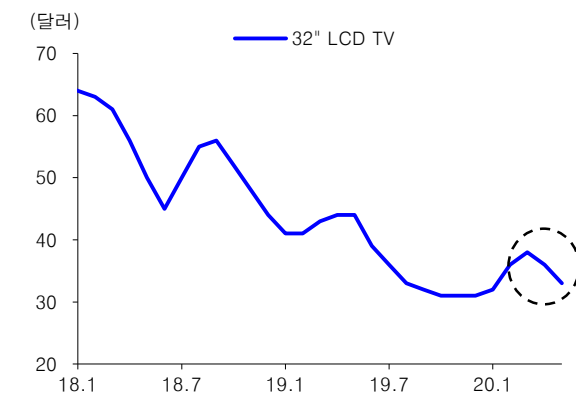
자료: OMDIA

도표 11 43인치 FHD TV 패널



자료: OMDIA

도표 12 32인치 TV 패널



자료: OMDIA

상대적으로 안정세 유지 중인 모니터/노트북 패널 가격

코로나 여파로 2020 년 TV 수요는 2019 년 대비 약 13 % 감소할 것으로 추정된다. 반면, 재택근무와 홈 스쿨링 수요로 인해 노트북, 태블릿, 모니터 등 IT 용의 상반기 패널 수요는 비교적 견조한 것으로 파악되고 있다. IT 용 패널 가격도 TV 패널보다는 상황이 괜찮은 편이다.

그러나, 이는 하반기의 수요를 당겨 온 풀인디맨드(pull-in-demand)일 가능성이 높아, 하반기까지 IT 패널 수요 강세가 이어질 가능성은 높지 않아 보인다. 코로나 확산에 따른 경기 침체 영향으로 기업들의 IT 예산이 줄어들 것이고, 일반 소비자들도 비 필수소비재에 대한 소비를 줄일 가능성이 높기 때문이다.

도표 13 15.6인치 노트북 패널

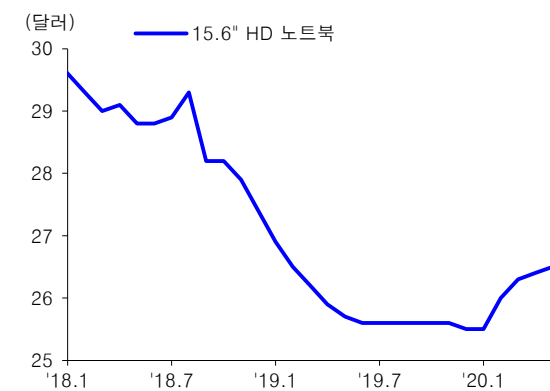


도표 14 19.5인치 모니터 패널

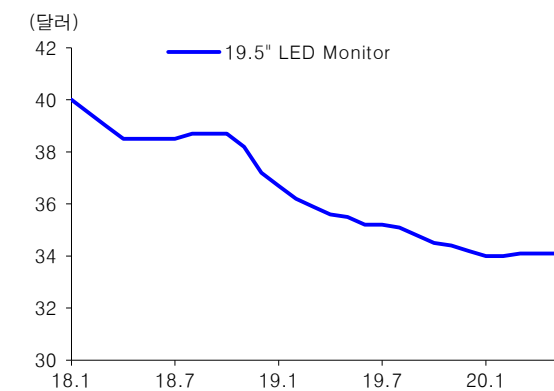


도표 15 21.5인치 모니터 패널

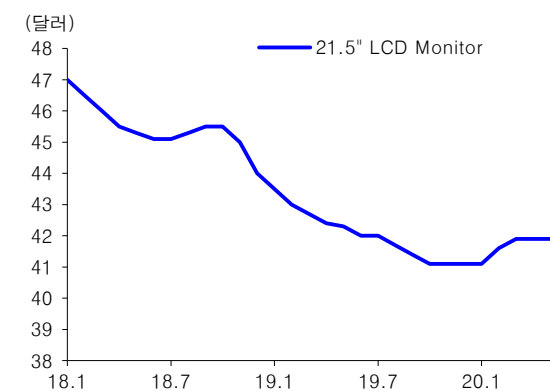
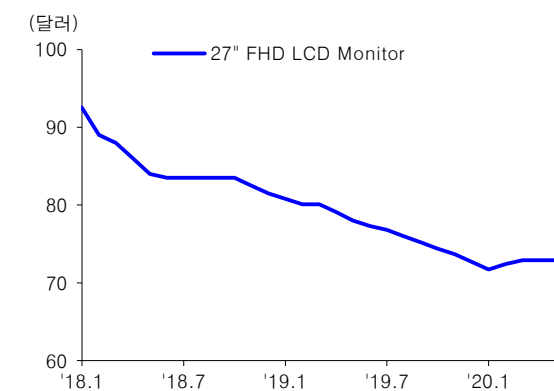


도표 16 27인치 모니터 패널



III. 기울어진 운동장

보조금의 날개를 단 중국업체들과의 힘겨운 경쟁

디스플레이 산업에서 우리나라가 일본을 밀어내고 15 번째 1위를 유지하고 있지만, 이제 디스플레이 산업의 권좌는 우리나라를 거쳐 중국으로 넘어갔다고 봐야 한다. 중국은 막대한 정책적 지원을 등에 업고 무자비한 설비투자에 나서면서, 시장을 진흙탕으로 만드는 데 성공했다. 더 이상의 진흙탕 싸움을 원치 않는 국내 업체들은 결국 LCD 외의 이별을 선택하고 말았다.

LCD의 주도권을 쥐기 위한 전략으로 중국은 지방정부와 금융기관이 양대 축으로 나서면서 막대한 보조금을 살포해 왔고, 결국 한국 업체들을 굴복시키는데 성공했다. 문제는 LCD뿐만 아니라 OLED에서도 같은 전략을 취하고 있다는 점이다. 공장 건설 단계에서 비용의 30~50%를 보조금으로 지원하고, 램프업 단계에서도 국책은행을 통해 보조금을 지급한다. 실제 디스플레이 기업들이 부담해야 하는 자금은 총 투자액의 20% 수준 밖에 되지 않는다. 심지어 중국 당국은 부품 및 소재 기업에도 보조금을 지원하면서 디스플레이 밸류체인을 만들어가며, 산업 에코시스템 형성을 가속화하고 있다.

도표 17 중국의 주요 디스플레이 팹의 투자 부담

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	센젠	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: OMDIA, 유진투자증권

중국 보조금이라는 어두운 그림자는 결국 OLED 로까지 번질 것

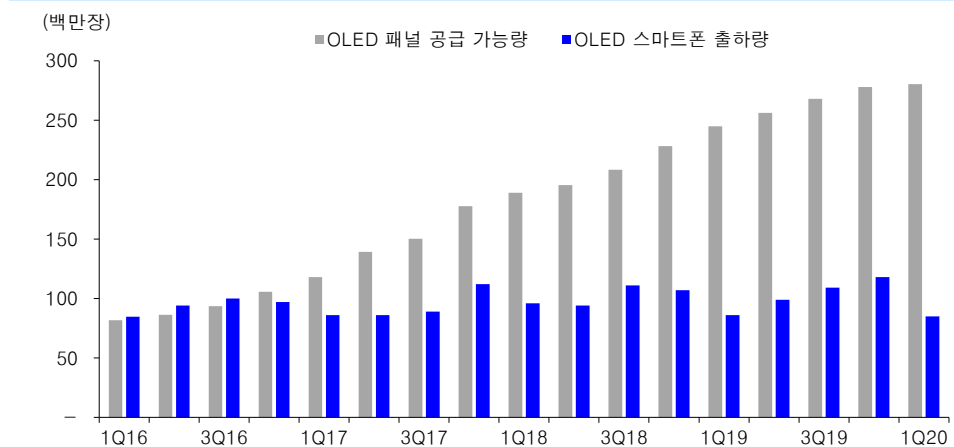
OLED 패널은 아직 한국이 시장을 지배하고 있다. 모바일 분야에서는 삼성디스플레이가, TV 용 대형 패널에서는 LG 디스플레이가 사실상 시장을 독점하고 있다고 봐도 과언이 아니다. 그러나, 문제는 중국 정부에 의한 불공정 게임이 LCD 에만 국한되는 것이 아닐 것이라는 점이다. **현재 건설 중이거나 계획 중인 중국의 OLED 생산라인은 무려 18 개에 달한다.** OLED 에서도 중국의 인혜전술이 산업을 아주 피곤하게 만들 가능성이 매우 높아 보인다.

중국 정부는 2018 년과 2019 년에 BOE, CSOT, 비전옥스, 티안마, HKC 등 주요 업체들의 OLED 신규 팹에 각 22~32 억달러를 투자했다. OLED 에 대한 공격적인 투자는 중국의 국가 발전 계획에 따라 지속될 전망이다.

또 다른 문제는 OLED 투자가 과연 수지타산이 맞는 것인지에 대한 의심이 든다. 현재 글로벌 OLED 패널 생산 캐파는 면적기준으로 분기에 약 400 만m² 수준인데, 여기서 이론적으로 생산 가능한 6 인치 패널 수량은 분기에만 약 2.8 억장에 이른다는 것이다. 2019 년 글로벌 OLED 스마트폰의 수요가 약 4 억대 수준이라는 사실과 비교하면, **현재 글로벌 OLED 캐파는 이미 상당한 오버서플라이 상황에 진입했다**는 얘기가.

구조적으로는 이미 오버서플라이에 진입한 상황으로, 우리 입장에서 기대할 것은 중국이 계속해서 품질과 수율에서 기준을 맞추지 못하는 것 뿐

도표 18 OLED 스마트폰 패널 공급 가능 수량 vs. 실제 OLED 스마트폰 출하량

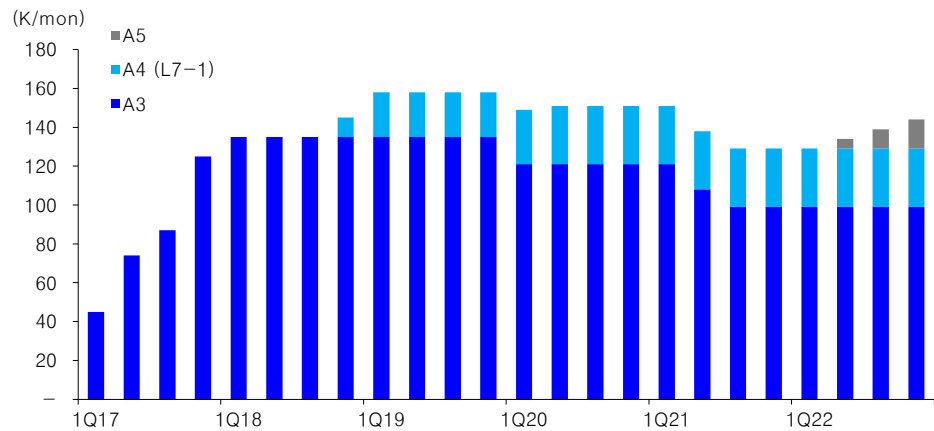


자료: OMDIA, 유진투자증권

아직 중국 업체들의 품질이 매우 낮아, 삼성 디스플레이가 시장을 독점하고 있는 상황이지만, 향후 후발 업체들의 품질과 수율이 개선된다면, OLED 패널 시장은 공급자 우위에서 수요자 우위로 빠르게 상태가 전환될 가능성이 높다. 이렇게 되면 OLED 에서도 TV 용 LCD 와 같은 진흙탕 싸움이 전개되지 않으리라는 법이 없다. 선제적으로 투자를 해서, 그나마 초반의 마진을 남긴 삼성디스플레이는 그래도 괜찮다. 그러나, OLED 에서 아직 제대로 수익을 내본 적도 없고, 중국 업체들처럼 정부 보조금도 없는 LG 디스플레이로서는 갑갑한 상황이 아닐 수 없다. 갈 길은 바쁜데 E6 셋업 과정에서의 실수로 제대로 돌려보지도 못하고 E6 자산 일부를 손상처리한 것은 그래서 너무나 아프다.

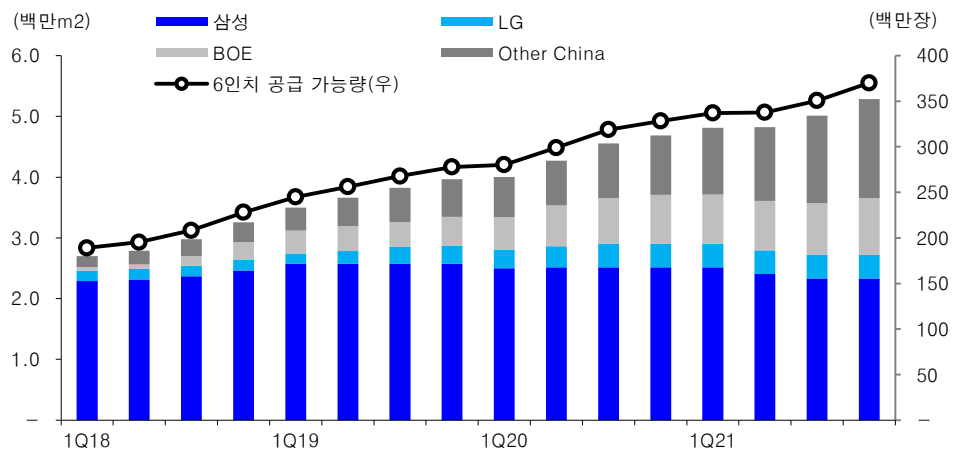
A3의 Y-OCTA 적용으로
캐파 감소 예상

도표 19 삼성디스플레이 AMOLED 6세대 캐파



자료: OMDIA, 유진투자증권

도표 20 AMOLED 6세대 캐파 비교



자료: OMDIA, 유진투자증권

IV. 디스플레이 산업을 보수적으로 보는 이유

낮은 투자 효율성

코로나로 인한 수요 부진과 중국과의 기울어진 운동장에서의 경쟁 외에도 디스플레이 산업이 그다지 매력적으로 보이지 않는 점이 있다. 그것은 다름이 아니라 투자 규모 대비 경영성과의 개선 정도가 반도체에 비해 지나치게 낮다는 점이다.

도표 21 국내 디스플레이 양사의 10년간 캐팩스와 영업실적

디스플레이 캐팩스 효과		07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
LG 디스플레이	10년간 누적 캐팩스				43.9조원									
	3년평균 매출 변화		17조원										25.2조원	
	10년간 누적 매출				263.2조원									
	10년간 누적 영업이익				8.5조원									
삼성 디스플레이	10년간 누적 캐팩스				60.3조원									
	3년평균 매출 변화		21.5조원										32.7조원	
	10년간 누적 매출				300.1조원									
	10년간 누적 영업이익				22.6조원									
양사 합계	10년간 누적 캐팩스				104.2조									
	3년평균 매출 변화		38.5조										57.9조	
	10년간 누적 매출				563.3조원									
	10년간 누적 영업이익				31.1조									

자료: 각사, 유진투자증권 정리

도표 22 국내 반도체 양사의 10년간 캐팩스와 영업실적

반도체 캐팩스 효과		07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
SK 하이닉스	10년간 누적 캐팩스				44.5조원									
	3년평균 매출 변화		7.8조										32.5조	
	10년간 누적 매출				197.5조원									
	10년간 누적 영업이익				57.8조원									
삼성전자 반도체	10년간 누적 캐팩스				132.5조원									
	3년평균 매출 변화		23.8조										75.1조	
	10년간 누적 매출				510.8조원									
	10년간 누적 영업이익				156.4조원									
양사 합계	10년간 누적 캐팩스				177조원									
	3년평균 매출 변화		31.6조원										107.6조원	
	10년간 누적 매출				708.3조원									
	10년간 누적 영업이익				214.2조원									

자료: 각사, 유진투자증권 정리

국내 디스플레이 패널 양사의 실적을 합산해 분석해 본 결과 2009~2018년까지 10년간 104 조원의 투자로 563 조원의 매출을 일으켰고, 31 조원의 영업이익을 거둬들였다. 또한, 투자 효과로 3년간 연평균 매출은 10년전 38.5 조원에서 현재 57.9 조원으로 50% 증가했다. → 투자 총액 대비 매출액은 5.4 배, 10년간 영업이익률은 5.5%, **투자 대비 영업이익 회수율은 29.8%**

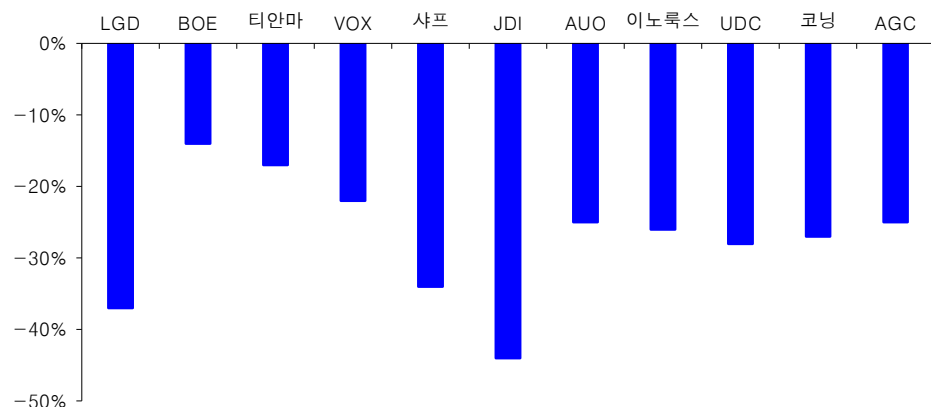
같은 방식으로 국내 반도체 양사를 분석한 결과 10년간 총 투자는 177 조원, 매출은 708 조원, 영업이익은 214 조원이며, 연평균 매출은 31.6 조원에서 107.6 조원으로 240% 증가했다. → 투자 총액 대비 매출액은 4.0 배, 10년간 영업이익률은 30.2%, **투자 대비 영업이익 회수율은 121%**

위의 분석은 순전히 캐팩스와 그에 따른 실적 변화에만 초점을 두고 이루어진 것이다. 캐팩스 이외의 연구개발투자라든가, 재료비 및 관관비 등의 기타 비용은 제외된 것이니 이를 감안하고 봐야 할 필요는 있다. 그러나, 결과만 놓고 요약하자면 이렇다.

반도체 산업은 10년간 투자한 금액의 120% 정도를 영업이익으로 회수하는 반면, 디스플레이 산업은 투자한 금액 중 고작 30% 정도만 영업이익으로 회수하고 있다는 것이다. 이는 바깥에 말하면, 디스플레이에 투자된 유형자산은 반도체에 투자된 유형자산의 1/4 정도 가치 밖에 없다는 얘기과 같다. 그리고 이는 고스란히 반도체 섹터와 디스플레이 섹터 간의 밸류에이션 차이로 반영되고 있는 것이다. (국내 반도체 양사의 P/B 1.2 배 수준 vs. LG 디스플레이 P/B 0.3 배 수준)

전세계적으로 디스플레이 업체들의 주가는 LCD, OLED, 글래스, 소재 등을 가리지 않고 모두 다 약세

도표 23 주요 디스플레이 업체들의 연초 대비 주가 상승률



자료: 각사, 유진투자증권 정리

기울어진 운동장에서의 경쟁과 대체재

이런 가운데, 중국 업체들이 중국 정부와 지방 정부의 보조금을 등에 업고 계속해서 공격적 투자를 감행하고 있다. 말 그대로 국내 디스플레이 업체들은 기울어진 운동장에서 중국과 경쟁해야만 하는 상황인 것이다. 이는 앞서서도 여러 차례 언급했기 때문에 추가적인 설명은 생략한다.

결과적으로 중국과의 디스플레이 경쟁에서 승리하기 위해서는 중국이 쉽게 올라오지 못하는 견고한 성과 폭 넓은 해자를 구축하는 것만이 해법이 될 것이라는 것은 자명해 보인다. LCD 라는 성은 15 년만에 함락되고 말았다. 그런데, OLED 가 과연 한국 디스플레이를 구할 수 있는 견고한 성이 될 수 있을지는 잘 모르겠다. 무엇보다 중소형은 삼성, 대형은 LG 가 시장을 사실상 독점하고 있는 상황임에도 불구하고 초기의 수익성이 너무 낮다는 것이 문제다.

엔지니어 입장에서는 분명 LCD 와는 비교할 수 없는 발전된 기술인 것만은 분명하다. 그러나, 소비자들의 입장에서 보면, 얘기는 조금 달라진다. OLED TV 와 QLED TV 를 블라인드 테스트(소비자의 눈을 가렸다는 얘기가 아니라 브랜드를 가렸다는 뜻)했을 때의 결과를 보면 결국 사람들마다 선호 기준이 다르다는 것으로 요약되고 만다. 기술이 더 고난도라고 해서 반드시 소비자들이 그걸 더 선호한다는 얘기는 아닐 수 있다. 더군다나 거기에 가격이라는 변수가 개입되면 더욱 더 그렇다.

한편, TV 디스플레이 분야에서 Micro LED 및 QNED 와 같은 새로운 기술의 출현 가능성이 계속 부각되고 있다. 기울어진 운동장에서의 경쟁과 서서히 언급되고 있는 대체 기술의 등장을 감안하면, 디스플레이 패널에 대한 투자 매력도는 높아 보이지 않는다. 따라서, 밸류체인 상의 실적이 개선되는 랩리스 기업이나, 장비 기업들이 상대적으로 더 나아 보인다. 실리콘웍스, SFA, 솔브레인을 'BUY'로 추천하고, LG 디스플레이와 주성엔지니어링은 'HOLD' 의견을 제시한다.

도표 24 추천 종목 투자의견 및 목표주가

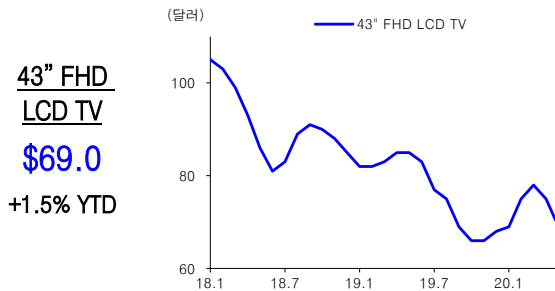
코드명	추천종목	투자의견	목표주가(원)	현재가(원)	시가총액(십억원)	연초대비 주가변화율
034220	LG디스플레이	HOLD	13,000	10,250	3,668	-36.9
108320	실리콘웍스	BUY	45,000	37,850	616	-4.9
056190	SFA	BUY	48,000	36,000	1,293	-22.2
036830	솔브레인	BUY	95,000	86,500	1,505	2.6
036930	주성엔지니어링	HOLD	7,200	5,830	281	-28.0

주: 5/25 종가기준
자료: 유진투자증권

V. 주요 지표 및 통계 업데이트

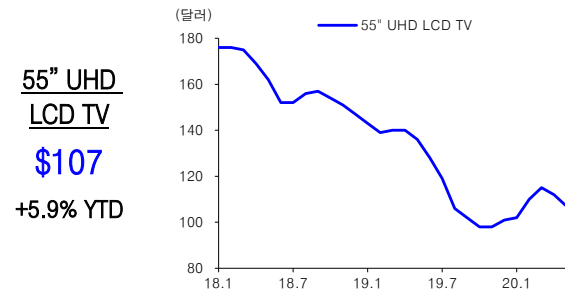
디스플레이 패널 가격 동향

도표 25 43" FHD LCD TV 패널 가격 동향



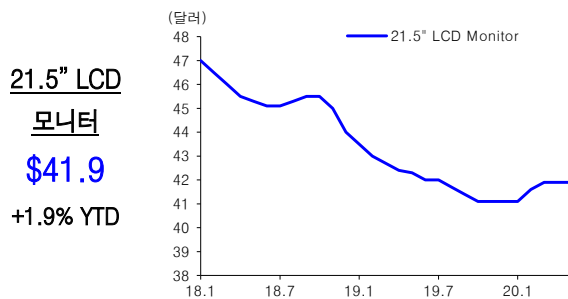
자료: OMDIA, 유진투자증권

도표 26 55" UHD LCD TV 패널 가격 동향



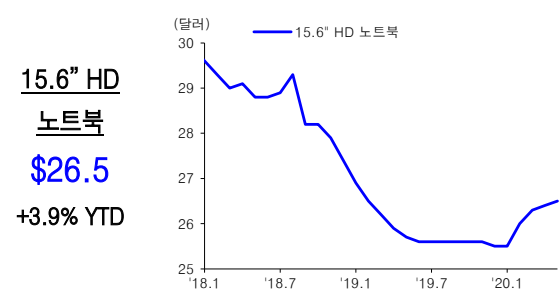
자료: OMDIA, 유진투자증권

도표 27 21.5" FHD LCD 모니터 패널 가격 동향



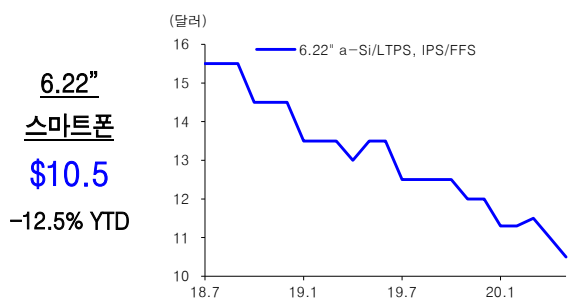
자료: OMDIA, 유진투자증권

도표 28 15.6" HD 노트북 패널 가격 동향



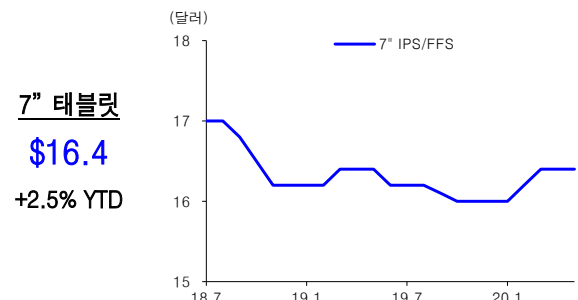
자료: OMDIA, 유진투자증권

도표 29 6.22" 스마트폰 패널 가격 동향



자료: OMDIA, 유진투자증권

도표 30 7" 태블릿 패널 가격 동향



자료: OMDIA, 유진투자증권

주요 업체 주가 동향

도표 31 삼성전자



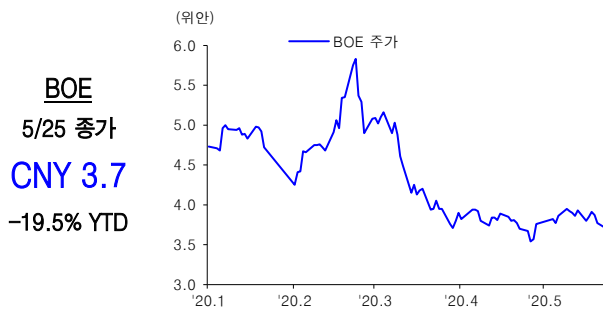
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 32 LG 디스플레이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 33 BOE Technology



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 34 AUO



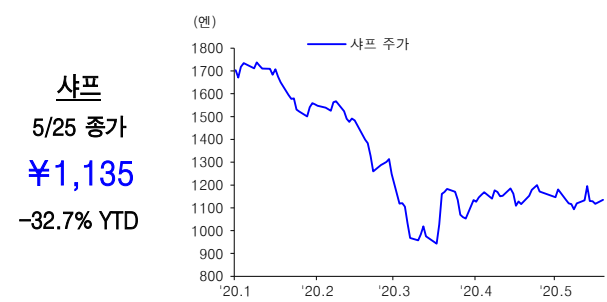
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 35 티안마



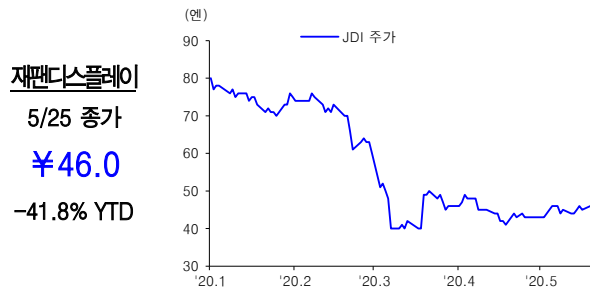
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 36 샤프



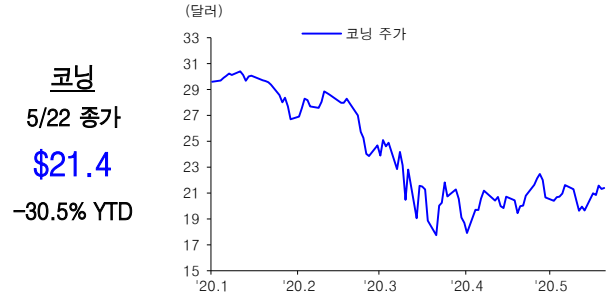
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 37 재팬디스플레이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 38 코닝



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 39 어플라이드머티리얼즈



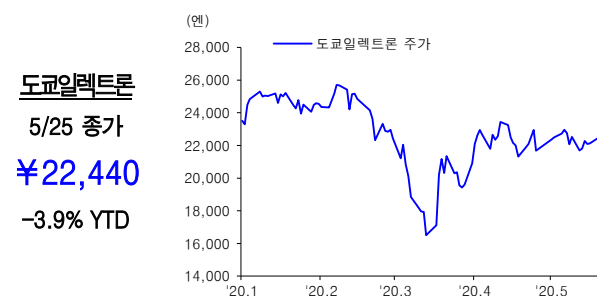
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 40 램리서치



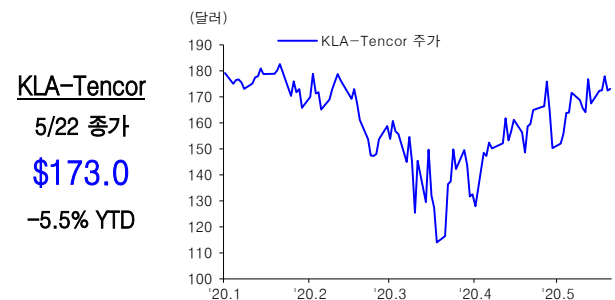
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 41 도쿄일렉트론



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 42 KLA-Tencor



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 43 실리콘웍스



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 44 솔브레인



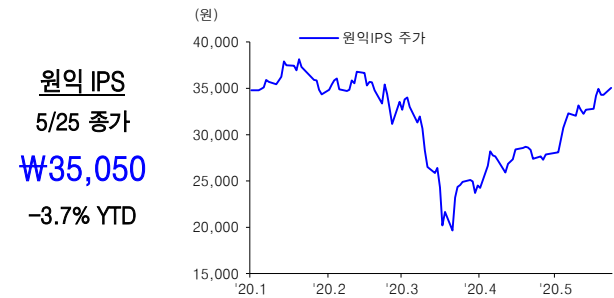
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 45 에스에프에이



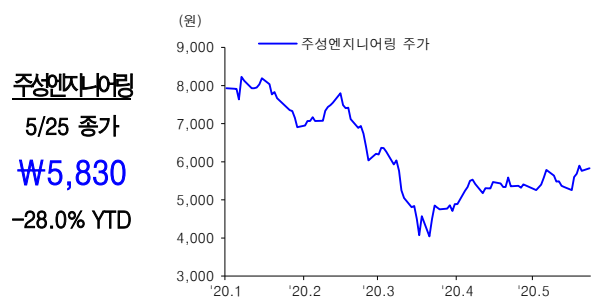
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 46 원익 IPS



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 47 주성엔지니어링



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 48 테스



자료: Bloomberg, 유진투자증권

Valuation Comparison

도표 49 주요 Global 반도체/디스플레이 업체 주가 동향 및 밸류에이션

	주가		시가총액	주가 Performance(%)					밸류에이션(2020년)		
	(각국 통화)		(US\$M)	1M	3M	6M	12M	YTD	P/E	P/B	EV/EBITDA
[반도체]											
삼성전자	KRW	48,850	234,989	-1.0	-13.5	-5.7	14.4	-12.5	13.2	1.2	3.3
TSMC	TWD	292.0	251,902	-0.7	-8.3	-4.9	25.3	-11.8	17.8	4.2	9.3
인텔	USD	62.3	263,588	5.1	4.2	5.9	39.7	4.0	13.1	3.2	8.2
엔비디아	USD	361.1	222,046	24.7	37.8	63.2	148.7	53.4	45.4	13.7	39.5
아바코	USD	276.7	110,602	4.5	-2.1	-13.4	8.1	-12.5	12.8	4.7	12.9
퀄컴	USD	78.7	88,532	3.5	-1.9	-7.7	18.9	-10.8	21.5	28.2	14.1
텍사스 인스트루먼트	USD	113.4	104,103	-0.4	-4.2	-4.7	8.0	-11.6	28.6	15.4	20.6
SK하이닉스	KRW	81,400	47,751	0.0	-14.0	-1.1	20.4	-13.5	12.8	1.1	4.4
마이크론 테크놀로지	USD	44.9	49,982	1.8	-13.7	-5.4	32.2	-16.4	21.0	1.3	6.0
NXP	USD	98.3	27,438	4.1	-18.6	-16.0	7.1	-22.7	20.2	3.5	14.5
아날로그 디바이스	USD	111.1	40,895	4.9	-3.1	-1.7	12.8	-6.5	25.8	3.6	21.4
인피니온	EUR	19.4	26,461	25.1	-4.6	-1.8	18.9	-4.4	33.5	2.4	11.5
웨스턴디지털	USD	42.4	12,713	4.3	-28.7	-14.8	3.5	-33.2	14.0	1.3	6.8
ST마이크로	EUR	22.2	22,937	-1.9	-16.8	-1.4	62.6	-7.3	32.8	2.9	12.0
르네사스	JPY	560	8,900	23.3	-23.3	-23.2	20.7	-25.3	59.3	1.5	9.2
시게이트	USD	51.0	13,078	4.8	1.1	-14.9	18.0	-14.4	10.2	7.2	8.2
미디어텍	TWD	460.0	24,315	32.0	22.7	9.5	61.8	3.7	24.9	2.2	15.6
AMD	USD	55.2	64,615	-1.8	16.0	38.7	108.7	20.3	53.7	16.9	41.9
난야	TWD	59.7	6,104	1.0	-26.7	-15.7	-0.2	-28.4	18.8	1.2	5.6
UMC	TWD	15.1	6,140	-5.0	-3.2	-0.7	16.6	-8.2	14.7	0.9	2.8
원본드	TWD	12.6	1,668	-3.1	-23.9	-27.6	-8.7	-35.5	29.8	0.8	5.2
[디스플레이]											
BOE	HKD	2.62	17,919	-3.0	-19.9	-1.1	0.0	-14.1	21.2	0.9	9.9
코닝	USD	21.38	16,269	2.9	-16.9	-26.9	-28.0	-26.6	19.8	1.5	9.9
샤프	JPY	1,135	5,610	1.7	-17.9	-32.2	15.3	-32.6	12.6	1.8	8.2
LG디스플레이	KRW	10,250	2,955	-2.8	-29.6	-27.6	-37.3	-36.9	-	0.3	4.4
이노룩스	TWD	6.16	1,990	0.3	-24.4	-12.6	-16.1	-26.1	-	0.3	3.4
AUO	TWD	7.60	2,433	2.0	-23.9	-5.0	-17.0	-24.4	-	0.4	7.2
티안마	CNY	13.28	3,811	1.5	-26.2	-10.2	-1.5	-18.5	21.8	1.0	11.2
크리	USD	51.73	5,595	36.0	16.9	12.0	-10.1	12.1	-	2.9	110.0
재팬디스플레이	JPY	46	361	12.2	-34.3	-37.0	-9.8	-42.5	-	0.6	-
TPK	TWD	42.25	572	2.3	-8.9	-23.2	-11.4	-25.6	35.7	0.5	2.2
트롤리	HKD	0.75	318	-11.8	-32.4	-29.2	-35.3	-34.8	-	-	-

주: 주가는 2020년 5월 25일 종가 기준

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 50 주요 Global 반도체장비/반도체소재/글로벌 IT 업체 주가 동향 및 밸류에이션

	주가		시가총액	주가 Performance(%)					밸류에이션(2020년)		
	(각국 통화)		(US\$M)	1M	3M	6M	12M	YTD	P/E	P/B	EV/EBITDA
[장비]											
ASML	EUR	295.6	137,124	10.8	10.5	19.9	73.5	12.1	41.3	9.0	32.5
어플라이드머티리얼즈	USD	54.4	49,847	5.1	-7.6	-6.7	37.7	-10.9	14.3	5.0	11.3
도쿄일렉트론	JPY	22,440	32,750	5.3	-7.1	-1.6	54.3	-6.2	17.8	3.7	11.1
램리서치	USD	261.1	37,908	-2.1	-10.6	-2.9	43.6	-10.7	17.1	8.0	13.1
KLA-Tencor	USD	173.0	26,823	4.9	17.4	5.9	66.7	-2.9	17.6	10.9	13.6
히타치하이테크	JPY	7,990	10,217	0.4	-0.1	14.3	72.8	3.2	19.8	2.2	9.3
에스에프에이	KRW	36,000	1,042	7.9	-7.8	-16.5	-3.5	-22.2	8.1	1.3	4.6
원익PS	KRW	35,050	1,386	27.9	1.9	14.2	63.4	-2.2	13.5	2.6	8.6
테스	KRW	23,550	375	26.3	-3.1	11.3	54.4	-5.8	16.2	1.9	9.1
주성엔지니어링	KRW	5,830	227	8.8	-13.5	-13.0	-7.3	-28.0	9.2	1.1	8.4
유진테크	KRW	21,850	403	29.3	10.1	52.3	92.5	32.4	32.1	2.0	11.3
피에스케이	KRW	8,120	141	14.4	0.2	-0.1	-11.4	-4.9	-	-	-
[소재]											
SK머티리얼즈	KRW	172,000	1,462	11.7	9.1	-2.2	13.9	-7.3	12.5	2.8	7.8
솔브레인	KRW	86,500	1,213	19.0	-8.8	21.8	82.7	2.6	11.1	1.5	5.5
한솔케미칼	KRW	101,500	924	23.0	4.7	5.3	20.8	-4.2	11.1	2.1	7.7
원익머트리얼즈	KRW	25,000	254	10.6	-0.8	-5.3	16.6	-17.6	9.3	0.9	4.2
원익QnC	KRW	15,850	336	31.0	2.3	25.3	39.6	1.6	12.2	1.7	10.1
디엔에프	KRW	14,300	124	38.8	49.0	70.2	104.9	51.3	-	-	-
[글로벌IT]											
애플	USD	318.9	1,382,176	12.7	10.7	19.7	78.2	8.6	25.7	24.4	17.4
오라클	USD	52.6	165,942	-0.7	3.3	-7.0	-0.3	-0.7	13.6	10.2	10.3
시스코	USD	44.9	189,581	5.6	5.1	-1.2	-17.4	-6.4	14.3	5.2	9.7
IBM	USD	118.4	105,118	-5.1	-16.5	-12.9	-10.5	-11.7	10.6	4.3	9.4
SAP	EUR	111.5	149,306	3.9	-4.6	-9.1	-2.0	-7.3	22.2	4.1	15.8

주: 주가는 2020년 5월 25일 종가 기준

자료: Bloomberg, 유진투자증권

기업분석

LG 디스플레이(034220)

HOLD(유지) / TP 13,000 원

첨첨산중(첨첨山中)

실리콘웍스(108320)

BUY(유지) / TP 45,000 원

다각화를 통한 성장

에스에프에이(056190)

BUY(유지) / TP 48,000 원

하반기 실적 개선 예상

솔브레인(036830)

BUY(유지) / TP 95,000 원

높아진 관심과 지주사 전환

주성엔지니어링(036930)

HOLD(하향) / TP 7,200 원

차세대를 위한 숨고르기

T · M · T

LG 디스플레이 | (034220.KS)

Semiconductor/Display 이승우
02)368-6121
swlee6591@eugenefn.com

칩칩산중(疊疊山中)

BUY(유지)

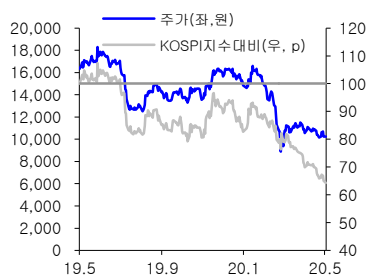
목표주가(12M, 유지) 13,000 원
현재주가(5/25) 10,250 원

Key Data	(기준일: 2020.5.25)
KOSPI(pt)	1,995
KOSDAQ(pt)	720
액면가(원)	5,000
시가총액(십억원)	3,668
52 주 최고/최저(원)	18,350 / 8,850
52 주 일간 Beta	1.16
발행주식수(천주)	357,816
평균거래량(3M, 천주)	2,877
평균거래대금(3M, 백만원)	32,561
배당수익률(20F, %)	-
외국인 지분율(%)	22.2
주요주주 지분율(%)	
LG 전자 외 1 인	37.9
국민연금공단	7.2

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.8	-30.7	-25.2	-37.3
KOSPI 대비 상대수익률	-8.4	-25.6	-19.1	-34.8

Company vs KOSPI composite



■ 중국의 공급은 빠르게 정상화된 반면, 수요 상황은 더 악화

코로나 사태의 여파로 우한의 생산 차질이 빚어졌을 때만 해도 국내 디스플레이 업체들의 반사 수혜가 가능하지 않았냐는 분석이 많았다. 그런데, 중국이 강력한 코로나 통제 정책으로 비교적 조기에 상황을 안정화 시킨 반면, 유럽과 미국의 상황은 급속도로 악화되었다.

수요와 공급의 시각에서 이를 보자면, 수요는 예상보다 급격히 악화된 반면, 공급 차질 리스크는 반대로 빠르게 안정화된 것이다. 결과적으로 상황은 안 좋아졌다. 연초 회복세를 보이던 TV 패널 가격은 다시 하락하기 시작했고, 결국 국내 LCD 팹에 대한 섣다운 일정을 오히려 더 앞당기게 되었다. 모바일 수요의 위축도 POLED 사업에는 부담이 아닐 수 없다.

■ 칩칩산중, 투자 의견 'HOLD' 유지

지난해 연말 1.55조원에 달하는 유형자산손상처리로 미래에 발생할 감가상각비 부담을 일시에 영업외비용으로 선반영해 향후 영업비용 부담을 줄여놓았다. 그러나, 그럼에도 불구하고 2020 년에도 약 1 조원에 육박하는 영업손실이 발생할 것으로 예상된다.

한편, 많은 사람들이 올해 돌파구 중의 하나로 거론하고 있는 'LG Display High-Tech'의 가동은 여러 이유로 또 다시 늦춰졌다. 이런 가운데, TV 1 위 업체인 삼성전자가 내부적으로 QNED 라는 미래 신기술의 사업성을 저울질 중인 것으로 전해진다.

중국 업체들과의 힘겨운 경쟁 속에 실적 악화와 신공장 가동 지연, 그리고 대체 기술의 출현 가능성 등 LG 디스플레이를 둘러싼 상황은 한마디로 칩칩산중인 셈이다. 투자의견 'HOLD'를 유지하고, 목표주가를 13,000 원(P/B 0.45 배)으로 제시(기존 14,000 원에서 7% 하향)한다.

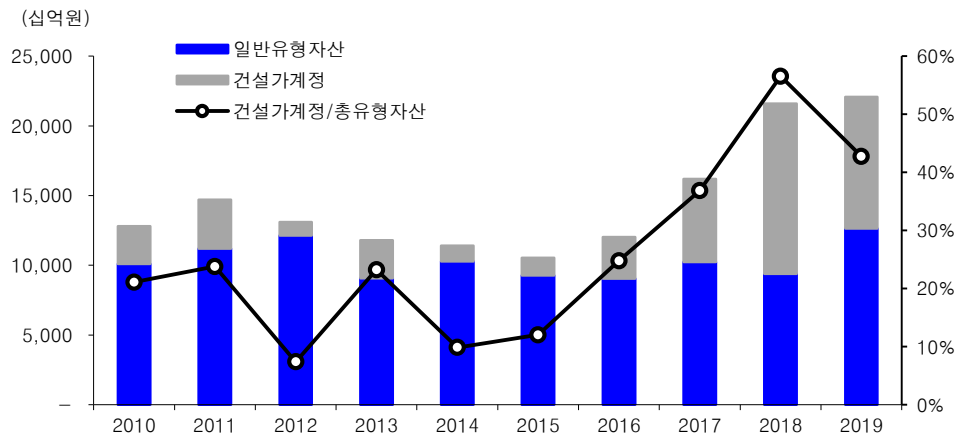
Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	24,337	23,476	21,651	23,177	24,218
영업이익(십억원)	93	-1,359	-986	54	604
세전계속사업손익(십억원)	-91	-3,344	-1,208	-346	430
당기순이익(십억원)	-179	-2,872	-876	-225	400
EPS(원)	-579	-7,908	-2,429	-623	1,106
증감률(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
PER(배)	-	-	-	-	9.3
ROE(%)	-1.5	-22.4	-8.0	-2.2	3.8
PBR(배)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	3.4	6.8	4.5	3.0	2.5

자료: 유진투자증권

막대한 설비투자가 진행됐지만, 아직도 영업활동에 투입되지 못하는 건설가계정 비중이 너무 높다

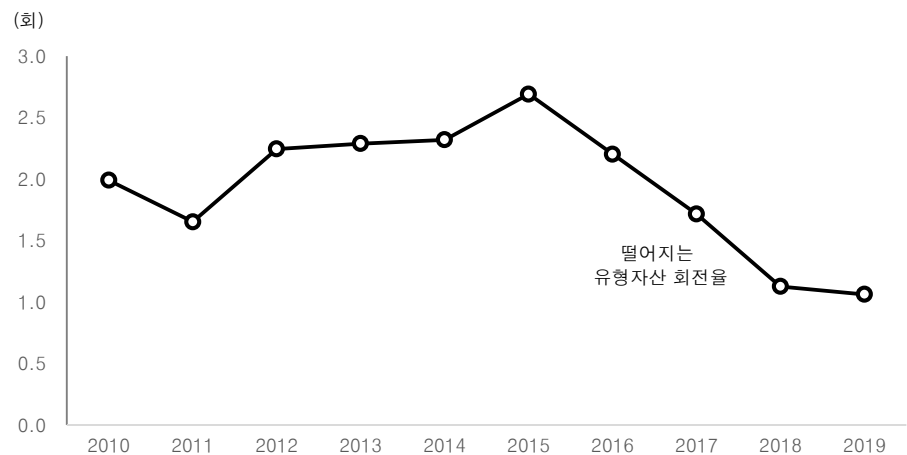
도표 51 유형자산 중 건설가계정 비중



자료: 유진투자증권

유형자산 증가에도 매출이 증가하지 못하면서, 유형자산 회전율은 4년 째 하락 중

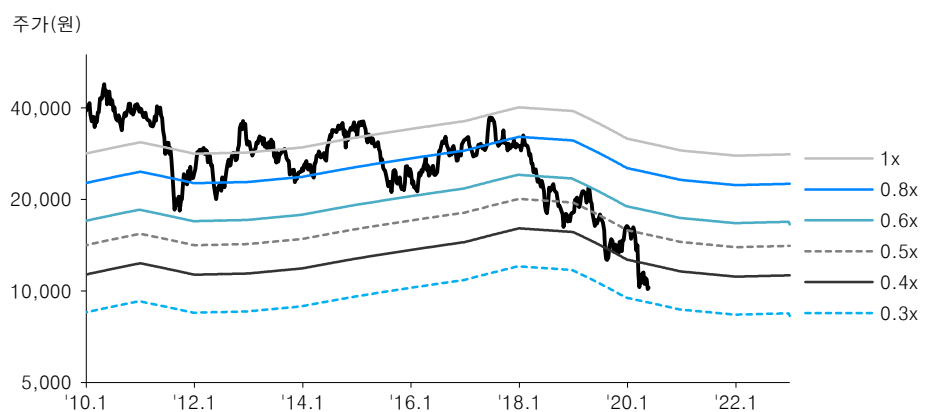
도표 52 유형자산 회전율



자료: 유진투자증권

자산 효율성 악화로 P/B 레벨 지속적으로 악화

도표 53 LG 디스플레이 P/B 밴드 차트



자료: 유진투자증권

도표 54 주요 가정

주요 가정	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
원/달러	1,125	1,166	1,193	1,176	1,194	1,220	1,200	1,200	1,100	1,165	1,203	1,180	1,150
QoQ/YoY	0%	4%	2%	-1%	2%	2%	-2%	0%	-3%	6%	3%	-2%	-3%
출하면적(Mil m2)	9.8	9.9	9.5	9.2	7.0	6.9	8.0	8.1	42.2	38.5	30.0	28.7	29.0
QoQ/YoY	-11%	1%	-4%	-3%	-24%	-2%	17%	1%	1%	-9%	-22%	-4%	1%
ASP (\$/m2)	528	456	513	606	567	536	604	709	521	524	601	665	687
QoQ/YoY	-6%	-14%	13%	18%	-6%	-5%	13%	17%	-12%	1%	15%	11%	3%
OLED 출하(백만개)													
TV	0.7	0.7	0.8	1.0	0.9	0.8	1.0	1.3	3.0	3.3	3.9	4.9	5.8
모바일	1.6	1.3	2.3	7.1	2.8	2.6	6.0	12.6	7.5	12.3	24.0	30.5	37.0
위치	5.0	2.1	8.4	4.8	3.0	2.5	8.0	5.0	16.1	20.3	18.5	20.7	22.0

자료: 유진투자증권

도표 55 LG 디스플레이 수익 전망

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,879	5,353	5,822	6,422	4,724	4,402	5,743	6,782	24,337	23,476	21,651	23,177	24,218
YoY	4%	-5%	-5%	-8%	-20%	-18%	-1%	6%	-12%	-4%	-8%	7%	4%
QoQ	-15%	-9%	9%	10%	-26%	-7%	30%	18%					
TV	2,123	2,172	1,889	1,814	1,484	1,294	1,519	1,752	9,727	7,998	6,039	6,528	6,717
LCD	1,534	1,516	1,182	1,003	750	624	725	679	7,418	5,235	2,765	2,531	2,294
WOLED	589	656	707	811	734	670	794	1,073	2,309	2,763	3,274	3,997	4,423
IT	2,302	2,155	2,302	2,304	1,747	2,145	2,266	2,099	8,868	9,063	8,256	8,365	8,374
모니터	982	971	1,053	1,022	810	1,030	1,084	989	4,040	4,028	3,913	3,871	3,793
노트북	626	687	707	764	559	732	758	702	2,837	2,784	2,751	2,965	3,113
태블릿	694	497	542	518	378	382	424	408	1,991	2,251	1,592	1,529	1,469
모바일/기타	1,454	1,027	1,631	2,303	1,493	963	1,958	2,931	5,741	6,415	7,345	8,283	9,127
LCD	1,078	821	1,029	1,310	1,065	584	888	1,219	4,432	4,238	3,757	3,997	4,200
POLED	376	205	603	994	428	390	1,074	1,708	1,309	2,177	3,599	4,286	4,926
[매출비중]													
TV	36%	41%	32%	28%	31%	29%	26%	26%	40%	34%	28%	28%	28%
IT (MNT,NB, Tablet)	39%	40%	40%	36%	37%	49%	39%	31%	36%	39%	38%	36%	35%
Mobile/Others	25%	19%	28%	36%	32%	22%	34%	43%	24%	27%	34%	36%	38%
OLED 매출비중	16%	16%	22%	28%	25%	24%	33%	41%	15%	21%	32%	36%	39%
EBITDA	679	458	612	586	630	570	827	1,199	3,647	2,336	3,226	4,624	5,264
EBITDA Margin	11.6%	8.6%	10.5%	9.1%	13.3%	12.9%	14.4%	17.7%	15.0%	9.9%	14.9%	19.9%	21.7%
감가상각	811	827	1,049	1,008	992	940	1,060	1,220	3,555	3,695	4,212	4,570	4,660
영업이익	-132	-369	-437	-422	-362	-370	-233	-21	93	-1,360	-986	54	604
OPM	-2.2%	-6.9%	-7.5%	-6.6%	-7.7%	-8.4%	-4.1%	-0.3%	0.4%	-5.8%	-4.6%	0.2%	2.5%
영업외손익	3	-74	-163	-1,751	67	-82	-80	-127	-184	-1,985	-222	-400	-174
세전이익	-129	-442	-600	-2,173	-295	-452	-313	-148	-91	-3,344	-1,208	-346	430
당기순이익	-63	-550	-442	-1,817	-199	-294	-235	-148	-179	-2,872	-876	-225	400
지배주주이익	-61	-548	-419	-1,801	-199	-291	-232	-147	-207	-2,830	-869	-223	396
EPS (원)									-579	-7,908	-2,429	-623	1,106

자료: 유진투자증권

LG디스플레이(034220.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	33,176	35,575	34,928	33,430	33,590
유동자산	8,800	10,248	9,964	8,899	9,296
현금성자산	2,473	3,476	3,030	1,922	1,849
매출채권	2,988	3,618	2,815	3,013	3,148
재고자산	2,691	2,051	2,338	2,457	2,664
비유동자산	24,376	25,326	24,964	24,531	24,294
투자자산	1,788	2,365	2,380	2,209	2,362
유형자산	21,600	22,088	21,714	21,544	21,284
기타	988	873	871	779	648
부채총계	18,289	23,086	23,108	21,600	21,066
유동부채	9,954	10,985	11,320	10,528	10,481
매입채무	6,654	7,015	6,668	7,025	7,335
유동성이자부채	1,554	1,977	2,837	1,619	1,222
기타	1,746	1,993	1,814	1,884	1,925
비유동부채	8,335	12,101	11,789	11,072	10,584
비유동이자부채	7,031	11,613	11,242	10,500	10,000
기타	1,304	488	547	572	584
자본총계	14,886	12,488	11,820	11,830	12,524
지배지분	13,979	11,340	10,396	10,125	10,532
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	10,240	7,503	6,558	6,288	6,695
기타	(301)	(203)	(203)	(203)	(203)
비지배지분	907	1,148	1,424	1,705	1,992
자본총계	14,886	12,488	11,820	11,830	12,524
총차입금	8,585	13,590	14,079	12,119	11,222
순차입금	6,112	10,114	11,049	10,197	9,373

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	4,484	2,700	2,778	5,056	5,058
당기순이익	(179)	(2,872)	(876)	(225)	400
자산상각비	3,555	3,695	4,252	4,620	4,710
기타비(현금성손익)	170	51	(1,516)	121	(882)
운전자본증감	1,058	397	918	540	831
매출채권감소(증가)	1,305	(1,007)	339	(198)	(135)
재고자산감소(증가)	(450)	632	(324)	(170)	(239)
매입채무증가(감소)	156	1,641	906	1,044	1,372
기타	47	(869)	(4)	(136)	(167)
투자현금	(7,675)	(6,749)	(4,107)	(4,339)	(4,443)
단기투자자산감소	8	18	(159)	111	7
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	7,942	6,927	3,428	4,000	4,000
유형자산처분	142	335	0	0	0
무형자산처분	(480)	(539)	(520)	(450)	(450)
재무현금	2,953	4,988	743	(1,717)	(685)
차입금증가	2,851	4,718	560	(1,959)	(897)
자본증가	(230)	(7)	0	0	0
배당금지급	230	7	0	0	0
현금 증감	(238)	971	(609)	(997)	(66)
기초현금	2,603	2,365	3,336	2,727	1,730
기말현금	2,365	3,336	2,727	1,730	1,664
Gross Cash flow	4,053	2,924	3,960	5,362	6,361
Gross Investment	6,625	6,369	3,030	3,910	3,619
Free Cash Flow	(2,572)	(3,444)	929	1,452	2,741

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	24,337	23,476	21,651	23,177	24,218
증가율(%)	(12.4)	(3.5)	(7.8)	7.0	4.5
매출원가	21,251	21,607	20,004	20,172	20,495
매출총이익	3,085	1,868	1,647	3,006	3,724
판매 및 일반보통비	2,992	3,228	2,634	2,952	3,120
기타영업손익	3	8	(18)	12	6
영업이익	93	(1,359)	(986)	54	604
증가율(%)	(96.2)	적전	적지	흑전	1,026.4
EBITDA	3,647	2,336	3,266	4,674	5,314
증가율(%)	(35.7)	(36.0)	39.8	43.1	13.7
영업외손익	(184)	(1,985)	(222)	(400)	(174)
이자수익	69	53	59	42	25
이자비용	81	173	261	225	199
지분법손익	(16)	13	3	0	0
기타영업외손익	(156)	(1,879)	(23)	(217)	(0)
세전순이익	(91)	(3,344)	(1,208)	(346)	430
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
법인세비용	88	(472)	(333)	(121)	30
당기순이익	(179)	(2,872)	(876)	(225)	400
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
지배주주지분	(207)	(2,830)	(869)	(223)	396
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
비지배지분	28	(42)	(7)	(2)	4
EPS(원)	(579)	(7,908)	(2,429)	(623)	1,106
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전
수정EPS(원)	(579)	(7,908)	(2,429)	(623)	1,106
증가율(%)	적전	적지	적지	적지	흑전

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	(579)	(7,908)	(2,429)	(623)	1,106
BPS	39,068	31,694	29,053	28,297	29,434
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배,%)					
PER	-	-	-	-	9.3
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/ EBITDA	3.4	6.8	4.5	3.0	2.5
배당수익률	0.0	0.0	-	-	-
PCR	1.6	2.0	0.9	0.7	0.6
수익성(%)					
영업이익률	0.4	(5.8)	(4.6)	0.2	2.5
EBITDA이익률	15.0	9.9	15.1	20.2	21.9
순이익률	(0.7)	(12.2)	(4.0)	(1.0)	1.7
ROE	(1.5)	(22.4)	(8.0)	(2.2)	3.8
ROIC	0.4	(4.5)	(3.2)	0.2	2.6
안정성(배,%)					
순차입금/자본	41.1	81.0	93.5	86.2	74.8
유동비율	88.4	93.3	88.0	84.5	88.7
이자보상배율	1.2	(7.9)	(3.8)	0.2	3.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	6.5	7.1	6.7	8.0	7.9
재고자산회전율	9.7	9.9	9.9	9.7	9.5
매입채무회전율	3.8	3.4	3.2	3.4	3.4

T · M · T

실리콘웍스(108320.KQ)

Semiconductor/Display 이승우
02)368-6121
swlee6591@eugenefn.com

다각화를 통한 성장

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 45,000 원
현재주가(5/25) 37,850 원

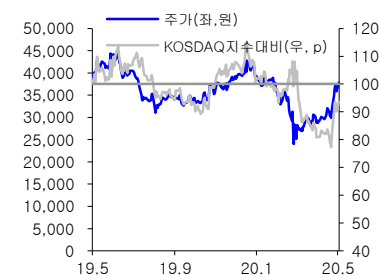
Key Data (기준일: 2020.5.25)

KOSPI(pt)	1,995
KOSDAQ(pt)	720
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	616
52 주 최고/최저(원)	46,000 / 23,550
52 주 일간 Beta	0.86
발행주식수(천주)	16,264
평균거래량(3M, 천주)	185
평균거래대금(3M, 백만원)	5,746
배당수익률(20F, %)	2.4
외국인 지분율(%)	32.1
주요주주 지분율(%)	
LG 외 2 인	33.2
국민연금공단	5.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	31.7	10.0	1.2	-2.3
KOSPI 대비 상대수익률	17.9	0.4	-10.0	-6.6

Company vs KOSDAQ composite



■ 서프라이즈 기록한 1 분기 실적

1 분기 실적은 서프라이즈를 기록했다. 매출은 전년비 20% 증가한 2,126 억원을, 영업이익은 전년비 6 배 이상 많은 117 억원(OPM 5.5%)을 기록한 것이다. 매출과 영업이익 모두 컨센서스를 큰 폭으로 상회했다. 깜짝 실적의 원인은 제품 믹스 개선과 중화권 고객사들로부터의 재고 축적, 그리고 원달러 효과 때문이다.

■ 코로나에도 불구하고 실적 개선 추세 유지

1 분기 실적이 시장 예상치를 큰 폭으로 상회했지만, 사실 전방산업인 디스플레이 분야와 최대 고객인 LG 디스플레이의 상황은 녹록지 않은 것이 현실이다. 특히, LG 디스플레이의 LCD 팹 섀다운으로 하반기 대형 LCD 용 DDI 매출이 감소할 가능성도 감안해야 한다. 이 같은 상황을 고려하면, 하반기에 대해 지나치게 낙관적인 전망보다는 균형적인 시각이 필요해 보인다.

2020 년 연간 매출은 전년비 6% 증가한 9,206 억원, 영업이익은 전년비 28% 증가한 605 억원(OPM 6.6%)으로 예상된다. 순이익과 EPS 는 각각 526 억원과 3,235 원으로 37% 증가할 것으로 전망된다.

■ 디스플레이 섹터 내에서는 상대적으로 양호

코로나 여파로 매크로도, 전방산업도, 주요 고객의 상황도 우호적이지 않다. 그러나, 그럼에도 불구하고 실리콘웍스는 중국 매출 비중이 '18 년 5.5%에서 '19 년 18.4%로 증가하는 등 고객 및 지역 다각화와 OLED 로의 적극적인 시프트를 통해 기대 이상의 실적을 낼 것으로 보인다. 투자자의견 'BUY'와 목표주가 45,000 원(Target P/E 14 배)을 유지한다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	792	867	921	961	1,021
영업이익(십억원)	56	47	60	67	75
세전계속사업손익(십억원)	59	47	66	70	78
당기순이익(십억원)	49	39	53	56	63
EPS(원)	3,010	2,370	3,235	3,446	3,886
증감률(%)	4.0	-21.3	36.5	6.5	12.8
PER(배)	11.2	16.8	11.7	11.0	9.7
ROE(%)	11.4	8.4	10.7	10.6	11.0
PBR(배)	1.2	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(배)	5.0	7.1	4.4	3.6	3.0

자료: 유진투자증권

도표 56 주요 가정

실리콘웍스 (십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	177.4	196.3	249.7	243.7	212.6	196.8	253.6	257.6	692.8	791.8	867.1	920.6	960.7
YoY	9%	9%	17%	3%	20%	0%	2%	6%	14%	14%	10%	6%	4%
QoQ	-25%	11%	27%	-2%	-13%	-7%	29%	2%					
DDI	146.3	160.3	210.6	206.4	175.4	161.8	215.6	217.6	585.0	664.2	723.6	770.4	797.7
중대형	117.5	132.4	147.6	147.4	140.4	131.3	143.8	151.8	441.2	493.2	544.9	567.3	534.3
모바일	28.8	27.9	63.0	59.0	35.0	30.6	71.8	65.8	143.9	171.0	178.7	203.2	263.4
기타	31.1	36.0	39.1	37.4	37.2	35.0	38.0	40.0	107.7	127.6	143.6	150.2	163.0
매출증감(YoY)													
DDI	5%	4%	20%	5%	20%	1%	2%	5%	25%	14%	9%	6%	4%
중대형	3%	13%	19%	7%	19%	-1%	-3%	3%	12%	12%	10%	4%	-6%
모바일	16%	-25%	25%	1%	22%	9%	14%	12%	89%	19%	5%	14%	30%
기타	32%	41%	1%	-6%	20%	-3%	-3%	7%	-24%	19%	12%	5%	9%
매출비중													
DDI	82%	82%	84%	85%	82%	82%	85%	84%	84%	84%	83%	84%	83%
중대형	66%	67%	59%	60%	66%	67%	57%	59%	64%	62%	63%	62%	56%
모바일	16%	14%	25%	24%	16%	16%	28%	26%	21%	22%	21%	22%	27%
기타	18%	18%	16%	15%	17%	18%	15%	16%	16%	16%	17%	16%	17%
영업이익	1.8	6.2	14.1	25.2	11.7	7.9	17.8	23.2	45.5	55.8	47.3	60.5	67.3
OPM	1.0%	3.2%	5.6%	10.3%	5.5%	4.0%	7.0%	9.0%	6.6%	7.0%	5.4%	6.6%	7.0%
YoY	-44%	-41%	-34%	21%	564%	26%	26%	-8%	-10%	23%	-15%	28%	11%
QoQ	-92%	254%	126%	79%	-54%	-33%	126%	31%					
세전이익	3.2	7.3	15.6	20.7	16.7	8.3	18.4	22.3	48.4	59.2	46.9	65.7	70.1
영업외손익	1.5	1.1	1.5	-4.5	5.0	0.5	0.6	-0.8	2.8	3.4	-0.4	5.2	2.8
YoY	-29%	-32%	-31%	-2%	414%	14%	18%	8%	-17%	23%	-21%	40%	7%
QoQ	-85%	126%	113%	33%	-20%	-50%	120%	22%					
순이익	2.9	6.0	10.5	19.2	12.8	7.1	15.1	17.6	47.1	49.0	38.5	52.6	56.0
법인세	0.4	1.3	5.1	1.5	3.9	1.3	3.3	4.7	1.3	10.3	8.4	13.1	14.0
YoY	-53%	-31%	-41%	17%	348%	18%	44%	-8%	-7%	4%	-21%	37%	7%
QoQ	-83%	110%	74%	83%	-33%	-45%	113%	17%					
지배이익	2.9	6.0	10.5	19.2	12.8	7.1	15.1	17.6	47.1	49.0	38.5	52.6	56.0
EPS (원)									2,893	3,010	2,370	3,235	3,446

자료: 유진투자증권

실리콘웍스(108320.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	608	630	683	730	785
유동자산	508	519	573	617	667
현금성자산	223	212	270	301	332
매출채권	160	161	180	186	195
재고자산	104	119	92	96	102
비유동자산	99	111	110	113	119
투자자산	20	26	22	23	24
유형자산	23	32	34	36	38
기타	57	53	54	54	56
부채총계	161	158	173	179	186
유동부채	155	145	163	170	175
매입채무	131	126	127	132	138
유동성이자부채	0	3	0	1	1
기타	25	16	36	36	35
비유동부채	6	13	10	10	11
비유동이자부채	0	7	0	0	0
기타	6	6	10	10	11
자본총계	447	472	510	551	600
지배지분	447	472	510	551	600
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76	76
이익잉여금	363	388	425	467	515
기타	(0)	(0)	0	(0)	(0)
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	447	472	510	551	600
총차입금	0	10	0	1	1
순차입금	(223)	(202)	(270)	(300)	(331)

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	27	20	97	69	71
당기순이익	49	39	53	56	63
자산상각비	9	15	18	20	20
기타비현금성손익	0	0	6	(3)	(3)
운전자본증감	(50)	(34)	21	(5)	(9)
매출채권감소(증가)	(11)	(1)	(21)	(6)	(9)
재고자산감소(증가)	(41)	(15)	27	(4)	(6)
매입채무증감(감소)	15	(1)	15	5	6
기타	(13)	(16)	0	0	0
투자현금	132	(117)	53	(26)	(27)
단기투자자산감소	201	(99)	75	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	12	10	11	13	14
유형자산처분	1	0	0	0	0
무형자산처분	(5)	(6)	(10)	(10)	(10)
재무현금	(11)	(16)	(17)	(15)	(16)
차입금증가	0	0	(3)	1	0
자본증가	(11)	(13)	(13)	(15)	(15)
배당금지급	11	13	13	15	15
현금 증감	148	(113)	133	28	28
기초현금	75	223	110	243	271
기말현금	223	110	243	271	299
Gross Cash flow	70	70	88	(110)	(97)
Gross Investment	119	52	1	28	33
Free Cash Flow	(49)	18	87	(138)	(130)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	792	867	921	961	1,021
증가율(%)	14.3	9.5	6.2	4.4	6.3
매출원가	598	654	705	742	786
매출총이익	194	213	215	219	235
판매 및 일반보통비	138	166	155	152	160
기타영업손익	29	20	(6)	(2)	6
영업이익	56	47	60	67	75
증가율(%)	22.6	(15.3)	28.0	11.2	10.8
EBITDA	64	62	78	87	94
증가율(%)	26.3	(3.1)	25.5	11.6	8.2
영업외손익	3	(0)	5	3	3
이자수익	4	4	4	4	5
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	(0)	(1)	(0)	(0)
기타영업외손익	(1)	(4)	2	(1)	(1)
세전순이익	59	47	66	70	78
증가율(%)	22.5	(20.9)	40.2	6.6	11.4
법인세비용	10	8	13	14	15
당기순이익	49	39	53	56	63
증가율(%)	4.0	(21.3)	36.5	6.5	12.8
지배주주지분	49	39	53	56	63
증가율(%)	4.0	(21.3)	36.5	6.5	12.8
비지배지분	0	0	0	0	0
EPS(원)	3,010	2,370	3,235	3,446	3,886
증가율(%)	4.0	(21.3)	36.5	6.5	12.8
수정EPS(원)	3,010	2,370	3,235	3,446	3,886
증가율(%)	4.0	(21.3)	36.5	6.5	12.8

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,010	2,370	3,235	3,446	3,886
BPS	27,460	29,033	31,354	33,884	36,871
DPS	830	830	900	900	900
밸류에이션(배,%)					
PER	11.2	16.8	11.7	11.0	9.7
PBR	1.2	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/ EBITDA	5.0	7.1	4.4	3.6	3.0
배당수익률	2.5	2.1	2.4	2.4	2.4
PCR	7.8	9.3	7.0	n/a	n/a
수익성(%)					
영업이익률	7.0	5.4	6.6	7.0	7.3
EBITDA이익률	8.1	7.2	8.5	9.1	9.2
순이익률	6.2	4.4	5.7	5.8	6.2
ROE	11.4	8.4	10.7	10.6	11.0
ROIC	26.1	16.0	19.5	22.8	24.2
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	(50.0)	(42.8)	(52.9)	(54.4)	(55.1)
유동비율	327.4	358.5	351.8	363.9	382.0
이자보상배율	n/a	187.8	151.2	n/a	3,131.9
활동성(회)					
총자산회전율	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
매출채권회전율	5.3	5.4	5.4	5.3	5.4
재고자산회전율	9.6	7.8	8.7	10.2	10.3
매입채무회전율	6.4	6.7	7.3	7.4	7.5

T · M · T

에스에프에이 (056190.KQ)

Semiconductor/Display 이승우
02)368-6121
swlee6591@eugenefn.com

하반기 실적 개선 예상

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 48,000 원
현재주가(5/25) 36,000 원

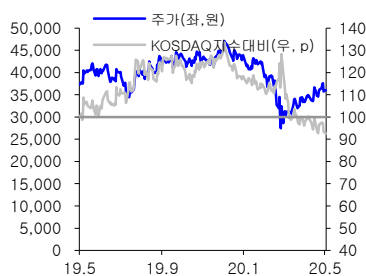
Key Data (기준일: 2020.5.25)

KOSPI(pt)	1,995
KOSDAQ(pt)	720
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,293
52 주 최고/최저(원)	47,250 / 27,400
52 주 일간 Beta	0.75
발행주식수(천주)	35,909
평균거래량(3M, 천주)	196
평균거래대금(3M, 백만원)	6,640
배당수익률(20F, %)	3.1
외국인 지분율(%)	20.7
주요주주 지분율(%)	
디와이홀딩스 외 5인	46.3
자사주	5.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.9	-8.7	-17.3	-3.5
KOSPI 대비 상대수익률	-5.8	-18.3	-28.5	-7.8

Company vs KOSDAQ composite



■ 코로나 여파로 1분기 실적 부진

1분기 실적은 매출은 3,676 억원, 영업이익은 430 억원(OPM 11.7%), 순이익 250 억원을 기록했다. 비록 1분기 실적이 전년동기 대비로는 개선되었지만, 코로나 영향으로 인해 시장의 기대치를 하회했다. 코로나 확산으로 인해 중국 고객사향 장비 셋업이 지연됨에 따라, 1분기 예상되던 매출 일부가 2분기 이후로 연기되었기 때문이다.

■ 하반기 실적 개선 추세 예상

중국과 한국에서 코로나 사태가 비교적 빠르게 컨트롤되기 시작하면서, 디스플레이 고객들의 투자가 재개될 전망이다. 지난해 2.2 조원에 그쳤던 삼성디스플레이의 캐패시도 QD 디스플레이 30K 투자 등으로 지난해보다는 증가할 것으로 보이고, BOE, 비전옥스, HKC, 티안마 등도 하반기에는 장비 셋업을 진행할 것으로 예상된다. 반도체 패키징 사업도 꾸준히 개선될 것으로 전망됨에 따라, 2020년 실적은 상저하고 패턴으로 하반기로 가면서 더욱 개선될 것으로 예상된다.

■ 투자 의견 'BUY', 목표가 48,000 원 제시

2020년 연간 실적은 매출 1.77 조원, 영업이익 2,354 억원으로 전년비 두 자리수 성장할 것으로 보이고, 2021년에는 매출 약 2 조원 내외, 영업이익 2,800 억원대로 성장할 것으로 전망한다. 다만, 실적 회복의 속도와 폭은 연초 기대했던 수준에는 미치지 못할 것으로 보인다.

투자 의견 'BUY'를 유지하고, 실적 조정을 반영해 목표주가를 기존 54,000 원에서 48,000 원(Target P/E 12 배)으로 조정 제시한다.

Financial Data

결산기(12월)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	1,560	1,578	1,774	1,996	2,138
영업이익(십억원)	234	214	235	283	312
세전계속사업손익(십억원)	224	197	216	280	309
당기순이익(십억원)	170	147	160	203	223
EPS(원)	4,399	3,676	3,960	5,213	5,707
증감률(%)	-19.8	-16.4	7.7	31.6	9.5
PER(배)	7.9	12.6	9.1	6.9	6.3
ROE(%)	20.2	15.9	15.3	17.8	17.1
PBR(배)	1.6	1.9	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA(배)	3.6	5.8	4.1	3.0	2.3

자료: 유진투자증권

도표 57 실적 전망 요약

SFA (십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2017	2018	2019	2020F	2021F
연결매출	319.3	348.8	408.8	500.9	367.6	418.0	480.0	508.0	1,920.4	1,560.1	1,577.8	1,773.6	1,996.1
YoY	-21%	-6%	4%	28%	15%	20%	17%	1%	46%	-19%	1%	12%	13%
QoQ	-18%	9%	17%	23%	-27%	14%	15%	6%					
물류시스템	151.5	158.7	197.6	217.7	175.8	211.0	233.0	258.0	976.8	819.5	725.5	877.8	991.9
공정장비	50.4	42.6	50.7	119.8	48.5	45.0	70.0	80.0	494.1	281.5	263.5	243.5	260.5
반도체	117.0	147.9	160.6	163.3	143.3	162.0	177.0	170.0	449.6	457.9	588.8	652.3	743.7
매출증가율(YoY)	-21%	-6%	4%	28%	15%	20%	17%	1%	46%	-19%	1%	12%	13%
물류시스템	-21%	-26%	-11%	14%	16%	33%	18%	19%	40%	-16%	-11%	21%	13%
공정장비	-54%	-21%	-14%	100%	-4%	6%	38%	-33%		-43%	-6%	-8%	7%
반도체	14%	42%	44%	17%	22%	10%	10%	4%	5%	2%	29%	11%	14%
연결 영업이익	40.6	48.7	45.7	79.3	43.0	54.6	65.9	71.9	236.1	234.4	214.2	235.4	282.5
YoY	-21%	-20%	-20%	21%	6%	12%	44%	-9%	95%	-1%	-9%	10%	20%
QoQ	-38%	20%	-6%	73%	-46%	27%	21%	9%					
물류시스템	29.4	31.7	33.3	28.9	29.0	36.5	41.2	44.6	134.9	151.9	123.4	151.4	182.5
공정장비	6.5	5.9	0.3	37.1	6.8	6.8	10.5	12.0	77.1	50.1	49.8	36.1	42.7
반도체	4.7	11.0	12.1	13.2	7.2	11.3	14.2	15.3	24.1	32.3	40.9	48.0	57.3
영업이익률	12.7%	14.0%	11.2%	15.8%	11.7%	13.1%	13.7%	14.2%	12.3%	15.0%	13.6%	13.3%	14.2%
물류시스템	19.4%	20.0%	16.9%	13.3%	16.5%	17.3%	17.7%	17.3%	13.8%	18.5%	17.0%	17.2%	18.4%
공정장비	12.9%	14.0%	0.6%	30.9%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%	15.6%	17.8%	18.9%	14.8%	16.4%
반도체	4.0%	7.4%	7.5%	8.1%	5.0%	7.0%	8.0%	9.0%	5.4%	7.1%	6.9%	7.4%	7.7%
영업외손익	0.3	-1.7	-8.2	-7.6	-12.3	-2.3	-2.3	-2.3	29.1	-10.1	-17.3	-19.2	-2.8
세전이익	40.8	47.0	37.5	71.6	30.7	52.3	63.6	69.6	265.2	224.2	197.0	216.3	279.7
YoY	-22%	-28%	-32%	41%	-25%	11%	70%	-3%	152%	-15%	-12%	10%	29%
QoQ	-20%	15%	-20%	91%	-57%	70%	22%	9%					
순이익	32.5	32.0	31.8	50.8	25.0	38.2	46.4	50.8	203.3	169.7	147.0	160.4	203.3
NPM	10.2%	9.2%	7.8%	10.1%	6.8%	9.1%	9.7%	10.0%	23%	24%	25%	26%	27%
YoY	-20%	-37%	-22%	36%	-23%	19%	46%	0%	156%	-17%	-13%	9%	27%
QoQ	-13%	-2%	-1%	60%	-51%	53%	22%	9%					
지배이익	30.3	27.0	24.2	50.5	19.8	33.6	39.5	49.3	196.9	158.0	132.0	142.2	187.2
EPS (원)									5,484	4,399	3,676	3,960	5,213

자료: 유진투자증권

에스에프에이(056190.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	1,661	1,806	1,785	1,939	2,137
유동자산	959	1,098	1,097	1,260	1,463
현금성자산	481	380	248	404	593
매출채권	172	212	239	250	257
재고자산	76	124	133	120	118
비유동자산	702	707	688	679	674
투자자산	118	110	111	111	113
유형자산	495	491	500	499	497
기타	89	107	77	69	64
부채총계	658	694	546	546	564
유동부채	405	665	496	494	511
매입채무	137	170	160	170	177
유동성이자부채	44	278	70	50	50
기타	224	218	266	274	284
비유동부채	253	29	50	52	53
비유동이자부채	241	12	100	100	100
기타	12	17	(50)	(48)	(47)
자본총계	1,003	1,112	1,239	1,393	1,573
지배지분	785	875	985	1,121	1,281
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	35	35	35	35	35
이익잉여금	824	911	1,022	1,158	1,318
기타	(92)	(89)	(90)	(90)	(90)
비지배지분	218	237	255	272	292
자본총계	1,003	1,112	1,239	1,393	1,573
총차입금	285	290	170	150	150
순차입금	(195)	(90)	(78)	(254)	(443)

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	38	8	177	288	302
당기순이익	170	147	160	203	223
자산상각비	60	59	60	62	62
기타비(현금성자산)	0	0	15	63	74
운전자본증감	(215)	(251)	(59)	(41)	(57)
매출채권감소(증가)	(16)	(180)	(29)	(10)	(7)
재고자산감소(증가)	(4)	(57)	(9)	13	2
매입채무증감(감소)	(21)	31	29	10	8
기타	(174)	(45)	(50)	(55)	(60)
투자현금	(163)	(78)	(41)	(105)	(107)
단기투자자산감소	(100)	9	43	(31)	(38)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
실비투자	38	42	56	50	49
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(1)	(5)	(4)	(4)	(5)
재무현금	(134)	(50)	(149)	(58)	(45)
차입금증가	(2)	(9)	(113)	(20)	0
자본증가	(42)	(41)	(35)	(37)	(44)
배당금지급	45	43	35	37	44
현금 증감	(257)	(120)	(11)	125	151
기초현금	586	329	209	198	324
기말현금	329	209	198	324	475
Gross Cash flow	325	301	302	142	176
Gross Investment	278	338	143	115	127
Free Cash Flow	47	(36)	159	27	50

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,560	1,578	1,774	1,996	2,138
증가율(%)	(18.8)	1.1	12.4	12.5	7.1
매출원가	1,232	1,260	1,429	1,587	1,710
매출총이익	328	317	344	409	428
판매 및 일반보통비	93	103	109	110	118
기타영업손익	5	10	6	1	7
영업이익	234	214	235	283	312
증가율(%)	(0.7)	(8.6)	9.9	20.0	10.4
EBITDA	294	273	296	345	374
증가율(%)	(5.0)	(7.2)	8.2	16.7	8.5
영업외손익	(10)	(17)	(19)	(12)	(10)
이자수익	10	8	4	3	5
이자비용	10	10	10	6	5
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(10)	(16)	(13)	(9)	(10)
세전순이익	224	197	216	280	309
증가율(%)	(15.4)	(12.2)	9.8	29.3	10.5
법인세비용	55	50	56	76	86
당기순이익	170	147	160	203	223
증가율(%)	(16.6)	(13.4)	9.2	26.8	9.9
지배주주지분	158	132	142	187	205
증가율(%)	(19.8)	(16.4)	7.7	31.6	9.5
비지배지분	12	15	18	16	19
EPS(원)	4,399	3,676	3,960	5,213	5,707
증가율(%)	(19.8)	(16.4)	7.7	31.6	9.5
수정EPS(원)	4,399	3,676	3,960	5,213	5,707
증가율(%)	(19.8)	(16.4)	7.7	31.6	9.5

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,399	3,676	3,960	5,213	5,707
BPS	21,857	24,380	27,417	31,227	35,681
DPS	1,278	1,056	1,100	1,300	1,300
밸류에이션(배,%)					
PER	7.9	12.6	9.1	6.9	6.3
PBR	1.6	1.9	1.3	1.2	1.0
EV/ EBITDA	3.6	5.8	4.1	3.0	2.3
배당수익률	3.7	2.3	3.1	3.6	3.6
PCR	3.8	5.5	4.3	9.1	7.3
수익성(%)					
영업이익률	15.0	13.6	13.3	14.2	14.6
EBITDA이익률	18.9	17.3	16.7	17.3	17.5
순이익률	10.9	9.3	9.0	10.2	10.5
ROE	20.2	15.9	15.3	17.8	17.1
ROIC	26.4	18.9	17.1	18.8	20.9
안정성(배,%)					
순차입금/자본	(19.5)	(8.1)	(6.3)	(18.3)	(28.2)
유동비율	236.8	165.1	221.3	255.2	286.2
이자보상배율	22.8	21.6	23.5	50.4	65.0
활동성(회)					
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.1	1.0
매출채권회전율	9.1	8.2	7.9	8.2	8.4
재고자산회전율	30.0	15.8	13.8	15.8	18.0
매입채무회전율	10.6	10.3	10.8	12.1	12.3

T · M · T

솔브레인(036830.KQ)

Semiconductor/Display 이승우
02)368-6121
swlee6591@eugenefn.com

높아진 관심과 지주사 전환

BUY(유지)

목표주가(12M, 유지) 95,000 원
현재주가(5/25) 86,500 원

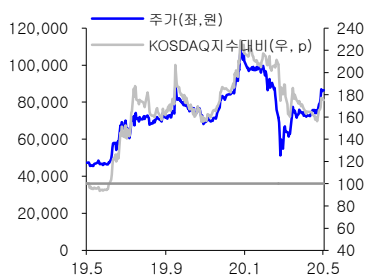
Key Data (기준일: 2020.5.25)

KOSPI(pt)	1,995
KOSDAQ(pt)	720
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	1,505
52 주 최고/최저(원)	109,300 / 44,600
52 주 일간 Beta	1.30
발행주식수(천주)	17,398
평균거래량(3M, 천주)	279
평균거래대금(3M, 백만원)	20,722
배당수익률(20F, %)	1.0
외국인 지분율(%)	25.3
주요주주 지분율(%)	
정지완 외 7인	43.5
자사주	3.0

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.0	-10.5	24.5	82.7
KOSPI 대비 상대수익률	5.2	-20.1	13.3	78.4

Company vs KOSDAQ composite



■ 1분기 수익성 기대 이상

1분기 실적은 매출 2,526 억원, 영업이익 382 억원(OPM 19.1%)를 기록해 전년동기비 개선되었다. 매출은 2% 증가에 그쳤지만, 영업이익율이 1.7% pt 나 개선되면서, 영업이익은 12% 증가했다. 부문별로는 반도체 매출이 1,605 억원으로 전년비 9% 증가한 반면, 디스플레이 매출은 579 억원에 그쳐 전년비 22% 감소했다. 2 차전자/기타 부문 매출은 343 억원으로 전년비 37% 증가했다.

■ 디스플레이 업황 부진하나, 반도체 영향으로 올해 실적 개선 전망

올해 디스플레이 부문은 전망산업의 부진에다 국내 LCD 라인의 섰다운 영향으로 어려움 겪을 것으로 보이나, 소재 국산화 효과와 3D NAND 단수 증가의 영향으로 반도체 에천트 수요는 양호한 성장세가 예상된다.

2020 년 실적은 매출 1.05 조원(전년비 +3%), 영업이익 1,833 억원(전년비 +5%), 순이익 1,365 억원(전년비 +14%)을 전망한다. 내년에는 디스플레이 부문에서도 실적이 개선될 것으로 기대한다.

■ 투자 의견 'BUY', 목표가 95,000 원, 7월 1 일 이후 물적 분할 예정

올해 추정 EPS 에 Target P/E 12.5 배를 적용한 95,000 원을 목표주가로 제시하고, 투자 의견 'BUY'를 유지한다. 한편, 7 월 1 일을 기점으로 이 회사는 솔브레인 홀딩스(존속 회사)와 사업회사인 솔브레인(신설회사)으로 물적분할(0.55:0.45)될 예정이다. 국내 반도체/디스플레이의 주요 기업이고, 투자자들의 관심도 매우 높다는 점에서 분할 이후에는 시장과의 소통에서 보다 유연한 IR 활동을 기대해 본다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	963	1,021	1,051	1,149	1,163
영업이익(십억원)	164	174	183	202	211
세전계속사업손익(십억원)	147	172	201	209	216
당기순이익(십억원)	103	119	137	146	150
EPS(원)	5,722	6,737	7,601	8,185	8,418
증감률(%)	131.5	17.8	12.8	7.7	2.8
PER(배)	8.3	12.5	11.4	10.6	10.3
ROE(%)	14.5	15.1	14.8	14.0	12.7
PBR(배)	1.1	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	3.4	5.6	5.1	4.4	3.9

자료: 유진투자증권

도표 58 실적 전망 요약

솔브레인 (십억원)	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	246.9	256.7	264.0	253.7	252.6	255.0	267.0	276.0	775.6	963.4	1,021.3	1,050.6	1,148.8
YoY	13%	8%	4%	0%	2%	-1%	1%	9%	7%	24%	6%	3%	9%
QoQ	-2%	4%	3%	-4%	0%	1%	5%	3%					
반도체	147.8	142.5	146.9	149.2	160.5	164.0	169.0	170.0	438.4	574.5	586.4	663.5	688.5
YoY	12%	3%	-1%	-4%	9%	15%	15%	14%	22%	31%	2%	13%	4%
QoQ	-5%	-4%	3%	2%	8%	2%	3%	1%					
디스플레이	74.1	87.3	85.6	73.1	57.9	57.0	63.0	70.0	271.6	290.4	320.1	247.9	303.0
YoY	10%	16%	7%	7%	-22%	-35%	-26%	-4%	-9%	7%	10%	-23%	22%
QoQ	9%	18%	-2%	-15%	-21%	-1%	11%	11%					
2차전지/기타	25.0	26.9	31.5	31.4	34.3	34.0	35.0	36.0	65.6	98.5	114.8	139.3	157.3
YoY	31%	9%	20%	10%	37%	26%	11%	15%	0%	50%	17%	21%	13%
QoQ	-12%	8%	17%	0%	9%	-1%	3%	3%					
매출총이익	60.3	68.7	69.9	55.9	67.2	68.2	69.5	66.2	171.2	237.6	254.8	271.1	294.3
GPM	24.4%	26.7%	26.5%	22.0%	26.6%	26.7%	26.0%	24.0%	22.1%	24.7%	24.9%	25.8%	25.6%
YoY	10%	13%	7%	-1%	11%	-1%	-1%	18%	-1%	39%	7%	6%	9%
QoQ	6%	14%	2%	-20%	20%	1%	2%	-5%					
영업이익	43.1	45.8	50.3	35.1	48.2	48.5	49.2	38.4	105.7	164.1	174.2	184.3	202.4
OPM	17.4%	17.8%	19.0%	13.8%	19.1%	19.0%	18.4%	13.9%	13.6%	17.0%	17.1%	17.5%	17.6%
YoY	14%	6%	7%	-3%	12%	6%	-2%	10%	1%	55%	6%	6%	10%
QoQ	19%	6%	10%	-30%	37%	1%	1%	-22%					
세전이익	56.6	53.4	50.7	11.0	81.4	52.0	47.8	21.9	66.8	146.6	171.8	203.2	202.3
영업외손익	13.6	7.6	0.4	-24.1	33.2	3.5	-1.4	-16.5	-38.9	-17.4	-2.4	18.8	-0.1
YoY	20%	47%	20%	-47%	44%	-3%	-6%	99%	-33%	120%	17%	18%	0%
QoQ	171%	-6%	-5%	-78%	640%	-36%	-8%	-54%					
순이익	43.1	40.1	36.5	-0.5	60.3	38.4	34.2	9.8	43.1	103.0	119.3	142.6	140.2
법인세율	24%	25%	28%	104%	26%	26%	29%	55%	35%	30%	31%	30%	31%
YoY	14%	67%	6%	-107%	40%	-4%	-6%	NA	-42%	139%	16%	20%	-2%
QoQ	538%	-7%	-9%	-101%	NA	-36%	-11%	-71%					
지배이익	42.3	39.6	36.0	-0.7	58.5	37.2	33.1	9.5	41.2	99.6	117.2	138.1	136.4
EPS (원)									2,467	5,722	6,737	7,939	7,839

자료: 유진투자증권

솔브레인(036830.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	1,006	1,159	1,268	1,422	1,566
유동자산	413	538	590	689	787
현금성자산	238	365	399	486	581
매출채권	92	90	95	102	102
재고자산	62	66	74	76	78
비유동자산	593	622	678	733	779
투자자산	227	217	232	246	263
유형자산	355	399	441	483	514
기타	11	6	5	4	2
부채총계	272	318	301	321	327
유동부채	253	302	282	303	309
매입채무	71	80	50	54	53
유동성이자부채	122	161	139	147	150
기타	60	62	93	102	107
비유동부채	19	15	19	18	18
비유동이자부채	15	10	8	8	8
기타	4	5	10	10	10
자본총계	734	842	967	1,101	1,239
지배지분	726	831	952	1,082	1,216
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	132	132	132	132	132
이익잉여금	602	707	828	958	1,092
기타	(18)	(16)	(16)	(17)	(17)
비지배지분	8	10	15	19	23
자본총계	734	842	967	1,101	1,239
총차입금	137	171	147	155	158
순차입금	(101)	(195)	(252)	(331)	(423)

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	186	195	122	158	177
당기순이익	147	172	137	146	150
자산상각비	49	52	60	62	68
기타비현금성손익	0	0	(77)	(56)	(51)
운전자본증감	(13)	1	2	5	10
매출채권감소(증가)	(16)	3	(9)	(7)	(0)
재고자산감소(증가)	(19)	(2)	(7)	(3)	(2)
매입채무증감(감소)	10	(9)	8	4	(1)
기타	11	9	10	11	12
투자현금	(202)	(44)	(76)	(73)	(81)
단기투자자산감소	0	0	(21)	(9)	(9)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	78	102	100	100	100
유형자산처분	0	2	0	0	0
무형자산처분	(3)	(1)	(2)	(2)	(2)
재무현금	(12)	14	(37)	(8)	(14)
차입금증가	5	27	(22)	8	2
자본증가	(12)	(13)	(14)	(15)	(15)
배당금지급	12	13	14	15	15
현금 증감	(26)	162	13	78	85
기초현금	210	184	346	359	437
기말현금	184	346	359	437	522
Gross Cash flow	223	235	245	72	90
Gross Investment	216	43	53	59	62
Free Cash Flow	7	192	192	13	27

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	963	1,021	1,051	1,149	1,163
증가율(%)	24.2	6.0	2.9	9.3	1.2
매출원가	726	766	787	854	914
매출총이익	238	255	264	294	309
판매 및 일반보통비	74	81	81	92	98
기타영업손익	12	10	0	14	6
영업이익	164	174	183	202	211
증가율(%)	55.2	6.2	5.3	10.4	4.4
EBITDA	213	226	244	265	279
증가율(%)	35.8	6.4	7.8	8.6	5.5
영업외손익	(17)	(2)	18	7	5
이자수익	5	9	0	0	0
이자비용	4	5	0	0	0
지분법손익	(19)	15	15	13	10
기타영업외손익	1	(22)	3	(6)	(5)
세전순이익	147	172	201	209	216
증가율(%)	119.7	17.1	17.1	4.1	3.4
법인세비용	44	52	65	63	66
당기순이익	103	119	137	146	150
증가율(%)	139.0	15.9	14.5	7.2	2.6
지배주주지분	100	117	132	142	146
증가율(%)	141.6	17.8	12.8	7.7	2.8
비지배지분	3	2	4	4	4
EPS(원)	5,722	6,737	7,601	8,185	8,418
증가율(%)	131.5	17.8	12.8	7.7	2.8
수정EPS(원)	5,722	6,737	7,601	8,185	8,418
증가율(%)	131.5	17.8	12.8	7.7	2.8

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	5,722	6,737	7,601	8,185	8,418
BPS	41,701	47,780	54,723	62,179	69,919
DPS	750	850	900	900	900
밸류에이션(배,%)					
PER	8.3	12.5	11.4	10.6	10.3
PBR	1.1	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/ EBITDA	3.4	5.6	5.1	4.4	3.9
배당수익률	1.6	1.0	1.0	1.0	1.0
PCR	3.7	6.2	6.1	20.9	16.8
수익성(%)					
영업이익률	17.0	17.1	17.5	17.6	18.2
EBITDA이익률	22.1	22.2	23.2	23.1	24.0
순이익률	10.7	11.7	13.0	12.7	12.9
ROE	14.5	15.1	14.8	14.0	12.7
ROIC	25.4	24.3	24.5	26.4	25.5
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	(13.7)	(23.1)	(26.0)	(30.0)	(34.1)
유동비율	163.0	177.8	208.9	227.6	254.5
이자보상배율	44.1	38.5	-	-	-
활동성 (회)					
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
매출채권회전율	11.4	11.2	11.3	11.6	11.4
재고자산회전율	17.5	15.9	15.0	15.3	15.1
매입채무회전율	14.1	13.5	16.2	22.1	21.8

T · M · T

주성엔지니어링(036930.KQ)

Semiconductor/Display 이승우
02)368-6121
swlee6591@eugenefn.com

차세대를 위한 숨고르기

HOLD(하향)

목표주가(12M, 유지) 7,200 원
현재주가(5/25) 5,830 원

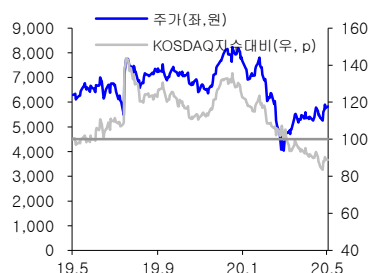
Key Data (기준일: 2020.5.25)

KOSPI(pt)	1,995
KOSDAQ(pt)	720
액면가(원)	500
시가총액(십억원)	281
52 주 최고/최저(원)	8,600 / 4,000
52 주 일간 Beta	1.09
발행주식수(천주)	48,249
평균거래량(3M, 천주)	556
평균거래대금(3M, 백만원)	2,992
배당수익률(20F, %)	0.9
외국인 지분율(%)	8.8
주요주주 지분율(%)	
황철주 외 8인	28.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.8	-16.0	-12.3	-7.3
KOSPI 대비 상대수익률	-5.0	-25.6	-23.5	-11.6

Company vs KOSDAQ composite



■ 코로나 여파로 1 분기 실적 부진

코로나 여파로 인한 전방산업 악화와 주요 고객들의 투자지연에 따른 여파로 1 분기 매출은 전년동기비 43% 감소한 353 억원에 그쳤다. 5 년 만에 가장 낮은 수준이다. 영업 손익도 24 억 적자를 기록해 7 년 만에 적자를 기록했다.

■ 올해보다는 차세대를 위한 연구개발에 집중

올해 주요 고객사인 SK 하이닉스와 LG 디스플레이의 투자가 줄어들 것으로 보여, 주성 엔지니어링의 매출도 전년비 감소할 것으로 예상된다. 이런 가운데, 주성엔지니어링은 계속해서 미래 기술을 위한 연구 개발투자를 강화하고 있다.

이에 따라, 2020 년 실적은 부진할 수 밖에 없을 것으로 예상된다. 매출은 전년비 14% 감소한 2,228 억, 영업이익은 24% 감소한 235 억원(OPM 10.6%), 순이익은 10% 감소한 239 억원에 그칠 것으로 전망된다.

■ 단기 실적 둔화를 감수해야 하는 상황

중견 기업으로서 매출의 20%에 달하는 연구개발 투자를 지속하는 것은 많은 어려움이 따를 수 밖에 없다. 그러나, 반도체, 디스플레이 기술 난이도가 높아지고 있는 상황이기 때문에 지금의 연구개발투자가 언젠가 빛을 발할 것이라는 기대감을 갖고 있다.

다만, 코로나의 여파로 고객사들의 투자가 줄어들 가능성이 커 단기적으로는 실적 둔화를 감수해야 하는 상황이다. 이에 투자자의견을 'HOLD'로 하향하고, 목표주가를 8,500 원에서 7,200 원('20~'21 년 평균 EPS 기준 P/E 13 배)으로 15% 낮추어 제시한다.

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	264	259	223	256	281
영업이익(십억원)	41	31	24	32	41
세전계속사업손익(십억원)	44	30	26	35	44
당기순이익(십억원)	44	27	24	31	36
EPS(원)	906	534	489	626	741
증감률(%)	4.0	-41.0	-8.5	28.1	18.4
PER(배)	7.1	15.2	11.9	9.3	7.9
ROE(%)	22.2	11.5	9.4	11.1	11.8
PBR(배)	1.5	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	6.9	11.9	9.1	7.9	6.9

자료: 유진투자증권

주성엔지니어링(036930.KQ) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
자산총계	363	450	469	487	521
유동자산	136	105	174	131	101
현금성자산	12	15	65	15	(23)
매출채권	28	15	27	30	31
재고자산	83	52	46	54	60
비유동자산	227	345	295	357	420
투자자산	32	120	25	26	27
유형자산	189	220	268	328	392
기타	6	5	3	2	1
부채총계	154	202	202	194	190
유동부채	62	122	120	109	103
매입채무	21	25	16	11	13
유동성이자부채	30	80	74	66	57
기타	11	17	30	31	32
비유동부채	92	80	83	85	88
비유동이자부채	31	21	47	44	42
기타	61	60	36	41	46
자본총계	209	248	267	293	330
지배지분	205	243	260	285	320
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	109	109	109	109	109
이익잉여금	63	84	112	135	168
기타	9	26	15	17	19
비지배지분	4	5	7	9	10
자본총계	209	248	267	293	330
총차입금	61	101	121	110	99
순차입금	49	85	56	95	122

현금흐름표

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업현금	(35)	58	92	38	55
당기순이익	44	27	24	31	36
자산상각비	11	9	13	15	17
기타비현금성손익	8	2	81	39	39
운전자본증감	(98)	19	(26)	(46)	(36)
매출채권감소(증가)	(16)	11	(22)	(9)	(5)
재고자산감소(증가)	(2)	20	15	5	(3)
매입채무증감(감소)	(19)	(7)	9	(5)	0
기타	(61)	(5)	(28)	(38)	(28)
투자현금	(48)	(94)	(73)	(67)	(67)
단기투자자산감소	(1)	0	(13)	9	13
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	54	95	60	75	80
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	45	39	18	(14)	(14)
차입금증가	46	39	21	(11)	(11)
자본증가	0	0	(3)	(2)	(2)
배당금지급	0	0	3	2	2
현금 증감	(38)	4	37	(42)	(26)
기초현금	49	12	15	52	11
기말현금	12	15	52	11	(15)
Gross Cash flow	69	48	39	50	60
Gross Investment	145	75	86	122	116
Free Cash Flow	(76)	(27)	(47)	(72)	(56)

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	264	259	223	256	281
증가율(%)	(3.2)	(1.9)	(14.0)	15.1	9.5
매출원가	148	149	124	142	154
매출총이익	116	110	99	114	126
판매 및 일반보통비	75	79	75	82	85
기타영업손익	2	6	(5)	9	4
영업이익	41	31	24	32	41
증가율(%)	(0.7)	(25.2)	(24.0)	37.7	27.9
EBITDA	53	40	37	48	58
증가율(%)	0.2	(23.6)	(8.0)	28.7	22.6
영업외손익	3	(1)	2	2	2
이자수익	0	0	0	1	0
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	(0)	(0)	0	0	0
기타영업외손익	3	(1)	2	2	2
세전순이익	44	30	26	35	44
증가율(%)	1.0	(32.9)	(12.9)	33.5	25.5
법인세비용	1	3	2	4	7
당기순이익	44	27	24	31	36
증가율(%)	4.2	(39.4)	(10.2)	27.9	18.4
지배주주지분	44	26	24	30	36
증가율(%)	4.0	(41.0)	(8.5)	28.1	18.4
비지배지분	0	1	0	0	0
EPS(원)	906	534	489	626	741
증가율(%)	4.0	(41.0)	(8.5)	28.1	18.4
수정EPS(원)	906	534	489	626	741
증가율(%)	4.0	(41.0)	(8.5)	28.1	18.4

주요투자지표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	906	534	489	626	741
BPS	4,250	5,033	5,398	5,901	6,637
DPS	100	50	50	50	60
밸류에이션(배,%)					
PER	7.1	15.2	11.9	9.3	7.9
PBR	1.5	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/ EBITDA	6.9	11.9	9.1	7.9	6.9
배당수익률	1.6	0.6	0.9	0.9	1.0
PCR	4.5	8.1	7.1	5.6	4.7
수익성(%)					
영업이익률	15.7	11.9	10.6	12.6	14.7
EBITDA이익률	19.9	15.5	16.6	18.5	20.8
순이익률	16.6	10.2	10.7	11.9	12.9
ROE	22.2	11.5	9.4	11.1	11.8
ROIC	20.5	9.5	6.7	8.2	8.3
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	23.3	34.4	20.9	32.4	37.0
유동비율	219.3	86.2	145.4	120.3	98.6
이자보상배율	387.9	209.3	98.0	65.6	126.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.6	0.5	0.5	0.6
매출채권회전율	7.3	12.2	10.8	9.0	9.2
재고자산회전율	4.3	3.8	4.5	5.1	4.9
매입채무회전율	8.2	11.2	10.9	19.1	22.8

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 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조식분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조식분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 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 고객
의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자 의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자 의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.3.31 기준)

