



손님의 기쁨, 그 하나를 위하여

하나금융그룹

2019년 11월 5일 | 하나금융투자 2020년 산업 전망

## 디스플레이 Overweight

### 세트 메이커의 Needs, 패널 메이커의 응답

- 10년간 스마트폰 면적 +86% 확대, 태블릿 PC 시장은 대면적 시장만 성장
- 세트 메이커들의 폴더블 디바이스 니즈 증가, 삼성디스플레이 2020년 CAPEX 증가 전망
- Top picks : 덕산네오룩스, AP시스템, 힘스



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com



# CONTENTS

|                                             |           |
|---------------------------------------------|-----------|
| <b>Summary</b>                              | <b>3</b>  |
| <br>                                        |           |
| <b>1. 전방 Set Maker들의 Needs</b>              | <b>4</b>  |
| 1) Portable Device Maker's Needs            | 4         |
| 2) TV Maker's Needs                         | 9         |
| 3) 세트 메이커들에게 디바이스의 이형 가능성을 제공하는 것이 OLED의 본질 | 11        |
| <br>                                        |           |
| <b>2. 후방 Panel Maker들의 움직임</b>              | <b>12</b> |
| 1) 모바일: OLED 수요 증가로 유희 CAPA 급감              | 12        |
| 2) TV: 삼성, 2019년말부터 투자 시작                   | 19        |
| <br>                                        |           |
| <b>3. OLED 섹터 수혜 규모 분석</b>                  | <b>20</b> |
| 1) 소재: 폴더블 디바이스와 OLED TV의 이중주               | 20        |
| 2) 장비: 수주 싸이클은 아직 시작도 안됐다                   | 25        |
| 3) Top Picks : 덕산네오룩스, AP시스템, 힘스            | 26        |
| <br>                                        |           |
| <b>Top Picks 및 관심종목</b>                     | <b>28</b> |
| 덕산네오룩스 (213420)                             | 29        |
| AP시스템 (265520)                              | 33        |
| 힘스 (238490)                                 | 37        |
| 에스에프에이 (056190)                             | 41        |
| 이녹스첨단소재 (272290)                            | 45        |
| 두산솔루스 (336370)                              | 49        |

2019년 11월 5일 | Equity Research

## 디스플레이

## 세트 메이커의 Needs, 패널 메이커의 응답

## 10년간 스마트폰 면적 +86% 확대, 태블릿 PC 시장은 대면적 시장만 성장

2008년 아이폰 출시 이후 10년간 스마트폰 패널 면적은 약 +86% 확대됐다(아이폰 3G 3.5인치 vs 11Pro Max 6.5인치). 화면만 커진 것이 아니라 세트 메이커들의 마케팅 전략 역시 그 중심이 대면적 모델로 이동하며, 삼성전자 'S+' 및 'Note' 합산 판매량이 플래그십 스마트폰 판매량에서 차지하는 비중은 2014년 32%에서 2019년 51%로 상승했다. 동 기간 태블릿 PC 판매량은 2015년 2.1억대에서 2018년 1.5억대로 감소했으나 10인치 이상 판매량은 증가했다. 이처럼 Portable 디바이스 시장의 'Q' 성장 둔화 속에서 대면적 모델 수요는 지속적으로 증가하고 있으며, 이에 따라 세트 메이커들의 폴더블 디바이스에 대한 니즈는 확대되고 있다. 대면적 선호라는 시장 상황이 'Phone' 으로서의 모빌리티 및 'Tablet'의 대면적 니즈를 모두 충족시켜주는 폴더블 스마트폰 시장을 창출하고 있는 셈이다.

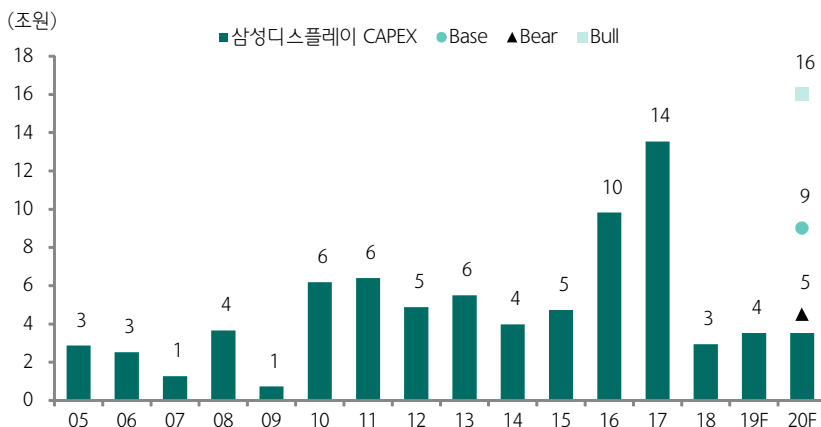
## 세트 메이커들의 폴더블 디바이스 니즈 증가, 삼성디스플레이 CAPEX 증가 전망

SDC Flexible OLED CAPA는 애플의 OLED 탑재율 상승 및 Y-Octa 적용에 따른 CAPA Loss로 유휴 CAPA가 2019년 45K, 2020년 -15K, 2021년 -60K 까지 감소할 전망이다. 건물 착공부터 양산 까지 1년 이상 소요됨을 감안하면 2020년 투자 돌입해야 할 것으로 전망한다. 기 발표한 QD 관련 투자까지 감안하면 2020년 SDC CAPEX는 2019년 3.5조원에서 2020년 9조원으로 증가할 전망이다.

## Top picks : 덕산네오룩스, AP시스템, 힘스

Top Picks는 덕산네오룩스, AP시스템, 힘스다. 3개 회사 모두 전사 매출 대비 OLED 관련 소재/장비 매출 비중이 98% 이상이다. 이에 따라 향후 삼성디스플레이 투자 확대 및 중국 OLED 라인 가동에 따른 수혜가 전망된다.

## 삼성디스플레이 CAPEX 추이 및 전망



자료: 삼성전자, 하나금융투자

## 2020년 전망

## Overweight

## Top Picks 및 관심종목

| 종목명     | 투자이견 | TP(12M) | CP(11월4일) |
|---------|------|---------|-----------|
| 덕산네오룩스  | BUY  | 31,000원 | 22,850원   |
| AP시스템   | BUY  | 35,000원 | 28,050원   |
| 힘스      | BUY  | 32,000원 | 24,000원   |
| 에스에프에이  | BUY  | 51,000원 | 43,150원   |
| 이녹스첨단소재 | BUY  | 73,000원 | 57,500원   |
| 두산솔루스   | BUY  | 21,000원 | 16,900원   |



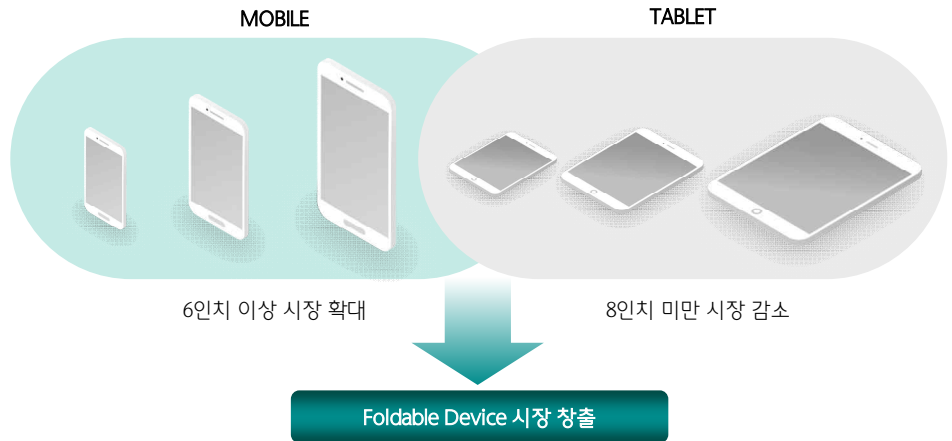
Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

## Summary

모바일 시장 6인치 이상 비중 확대  
및 태블릿 시장 8인치 미만 시장  
축소는 세트 메이커들의 폴더블  
디바이스 니즈 증가로 연결

Phone의 Mobility 니즈 +  
Tablet의 대면적 니즈  
= Foldable Device

모바일 시장 내 6인치 이상 모델 비중 증가 및 태블릿 시장 내 8인치 미만 판매 비중 급감

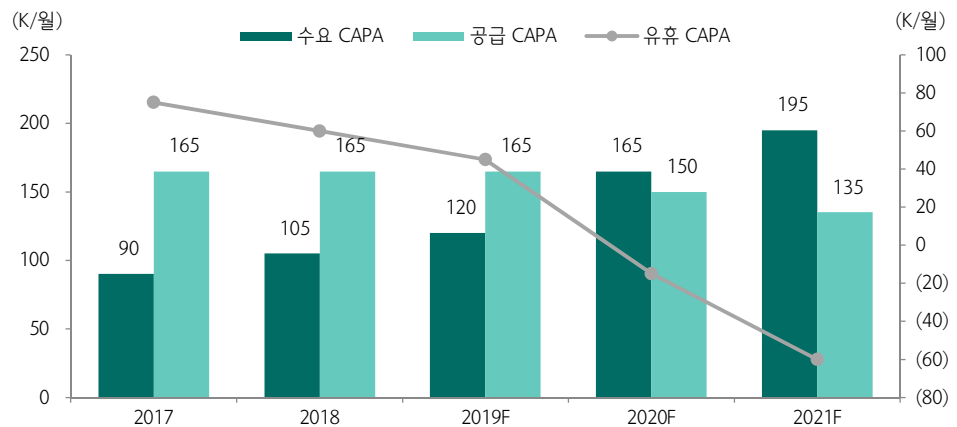


자료: 하나금융투자

삼성디스플레이 유헤 CAPA 전망(일반 스마트폰 및 폴더블 디바이스 모두 고려)

애플의 OLED 패널 수요 증가 및  
폴더블 디바이스 출시로  
삼성디스플레이의 유헤 CAPA는  
2020년 모두 잠식되고 2021년에는  
새로운 CAPA 필요

이에 따라 2020년부터 투자 돌입  
전망

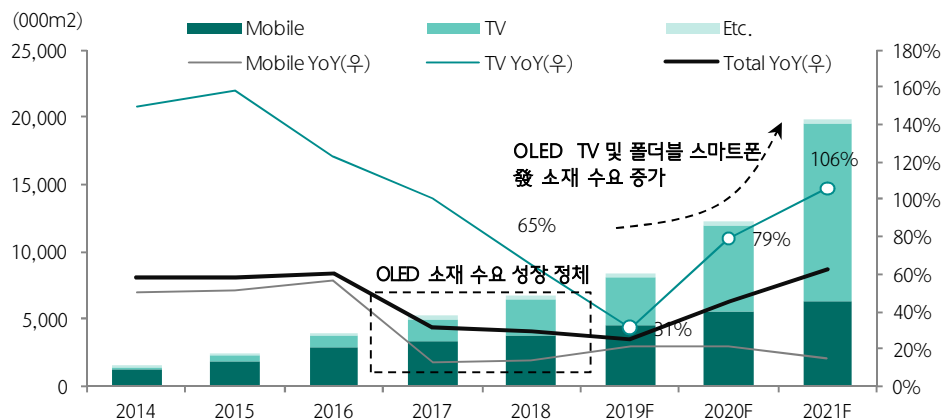


자료: 하나금융투자

Application별 OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

2019년을 기점으로 하여 OLED  
패널 출하 면적 증가율 반등 전망

OLED TV 및 폴더블 스마트폰  
중심으로 OLED 소재 수요 증가 전망



자료: IHS, DSCC, 하나금융투자

## 1. 전방 Set Maker들의 Needs

### 1) Portable Device Maker's Needs

#### (1) Mobile

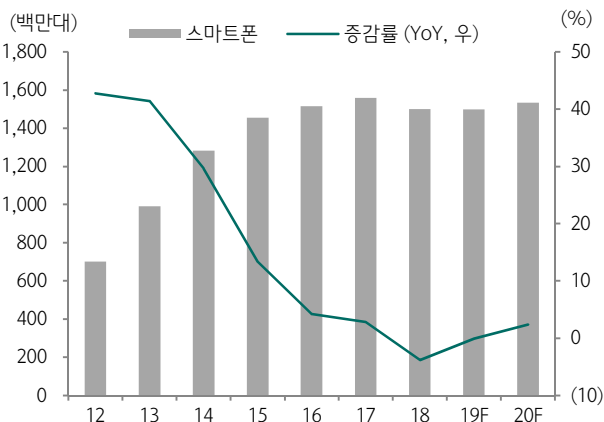
글로벌 스마트폰 판매량 성장 정체

세트 메이커들은 대면적 모델 비중 확대로 시장 대응

글로벌 연간 디스플레이 패널 매출 규모의 40%가 모바일 시장에서 발생한다. 전방 수요 중 가장 큰 비중이라는 점에서 모바일 세트 메이커들의 현 상황을 먼저 파악할 필요가 있다. 글로벌 스마트폰 출하량의 전년 대비 성장률은 2014년 +30% 이후, 2015년 +13%, 2016년 +4%, 2017년 +3%로 낮아졌고, 2018년에는 -4%로 사상 첫 역 성장을 기록했다.

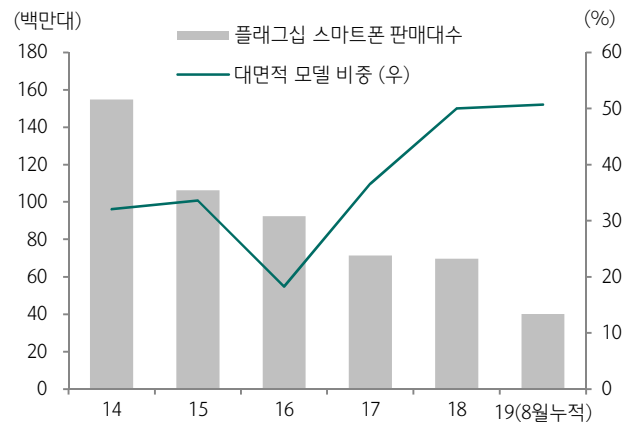
한가지 눈여겨 볼 점은 스마트폰의 면적 확대 추세다. 2008년 아이폰 3G의 패널 크기는 3.5인치였다. 최근 출시된 아이폰 11Pro Max의 크기는 6.5인치다. 10년간 약 +86% 확대됐다. 단순히 화면만 커진 것이 아니라 세트 메이커들의 마케팅 전략 역시 그 중심이 대면적 스마트폰으로 이동하는 모습이다. 삼성전자의 경우 S시리즈의 대면적 모델인 'S+' 모델과 대면적 시그니처 모델인 'Note 시리즈'의 합산 판매량이 연간 플래그십 스마트폰 판매량에서 차지하는 비중을 살펴보면, 2014년 32%에서 2019년 51%까지 상승했다. 전체 'Q' 성장 둔화 속 세트 메이커들의 대응 전략 중 하나 대면적 비중 확대인 셈이다.

그림 1. 글로벌 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: Counterpoint, 하나금융투자

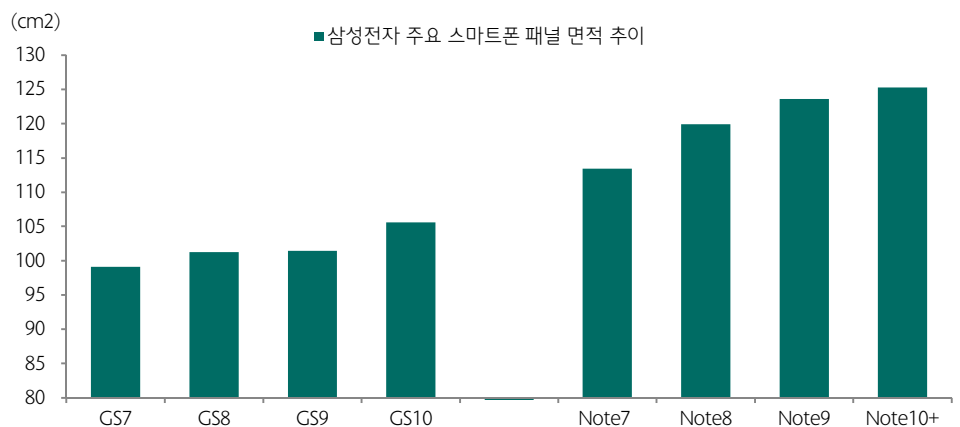
그림 2. 삼성전자 플래그십 스마트폰 중 대면적 모델 비중 추이



주: 대면적 모델 = Note 및 S Plus 모델 / 2016년은 노트7 발화사고로 8월 한달만 집계  
자료: Counterpoint, 하나금융투자

그림 3. 주요 스마트폰 패널 면적 추이

삼성전자 스마트폰 플래그십 모델  
패널 면적 확대 추세 지속



자료: 업계자료, 하나금융투자

## (2) Tablet

태블릿 PC 판매량 4년간 30% 감소  
10인치 이상 시장만 유일하게 성장

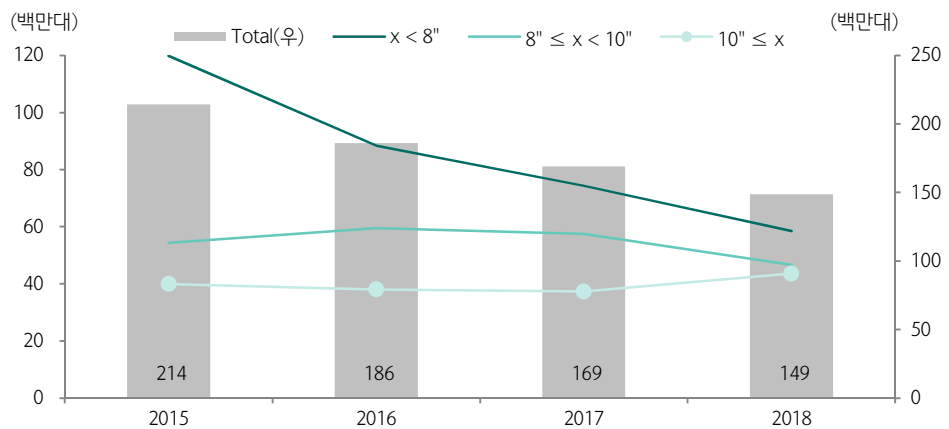
태블릿 PC 판매량 역시 매년 감소하고 있다. 2015년까지 2.1억대 시장을 형성했던 태블릿 PC 판매량은 2016년 1.9억대, 2017년 1.7억대 2018년 1.5억대로 매년 약 2천만대씩 감소했다.

태블릿 PC 크기 별로 세그먼트를 나눠보면 8인치 이하 시장의 경우 2015년 1.2억대에서 2018년 0.6억대로 시장 규모가 절반으로 급감했다. 8인치 이상 10인치 미만 시장의 경우 0.6억대 시장에서 0.5억대 시장으로 소폭 감소했다. 10인치 이상 시장의 경우 0.3억대 시장에서 0.4억대로 증가했다. 요약하면, 8인치 미만 시장은 시장 축소, 8~9인치 이상은 유지, 10인치 이상은 성장했다.

전체 태블릿 PC 시장에서 10인치 이상이 차지하는 비중은 2015년 19%에서 2018년 29%로 증가했다. 8인치 이상으로 범위를 넓혀보면 2015년 44%에서 2018년 61%로 증가했다. 모바일 시장과 마찬가지로 태블릿 PC 시장 역시 대면적 시장만이 시장 규모를 유지하고 있는 셈이다.

그림 4. 글로벌 Tablet PC 출하량 추이

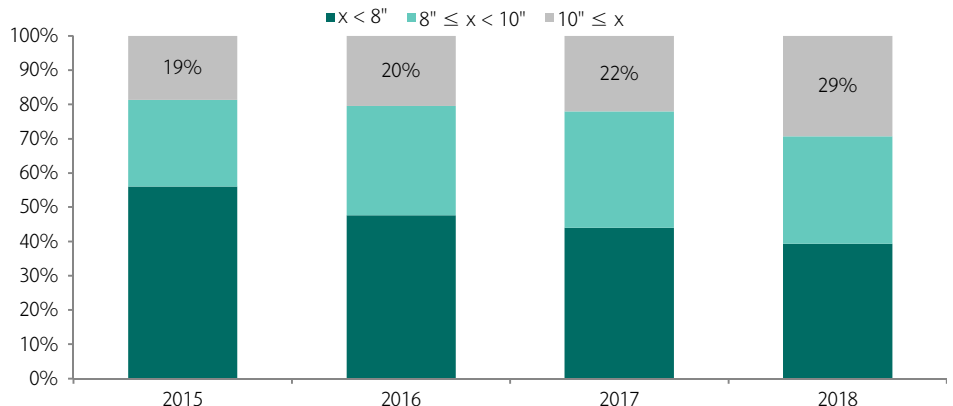
글로벌 태블릿 PC 시장 축소 추세  
8인치 미만 시장은 시장 규모 급감  
10인치 이상 시장은 소폭 성장



자료: 업계자료, 하나금융투자

그림 5. 글로벌 Tablet PC 인치대별 비중 추이

태블릿 PC 시장에서 10인치 이상 시장이 차지하는 비중은 2015년 19%에서 2018년 29%로 증가  
모바일뿐만 아니라 태블릿 시장 역시 대면적 화면에 대한 수요는 감소하지 않고 있음



자료: 업계자료, 하나금융투자

'Phone' 으로서의 모빌리티 및  
'Tablet' 으로서의 대면적 니즈를 모두  
충족시켜주는 폴더블 스마트폰 시장  
창출

### (3) Foldable Device에 대한 Needs

모바일, 태블릿 시장의 'Q' 성장 둔화 및 대면적 패널 비중 증가는 세트 메이커들의 폴더블 디바이스 니즈를 더욱 확대시키고 있다. 스마트폰 면적 크기가 6인치 후반까지 확장되고 태블릿 시장의 8인치 미만 판매량이 감소하는 것에서 볼 수 있듯이, 모바일 시장이 태블릿 시장을 잠식해가는 추세이며, 이러한 시장 상황이 'Phone' 으로서의 모빌리티 니즈 및 'Tablet' 으로서의 대면적 니즈를 모두 충족시켜주는 폴더블 스마트폰 시장 창출을 가속화시키고 있다.

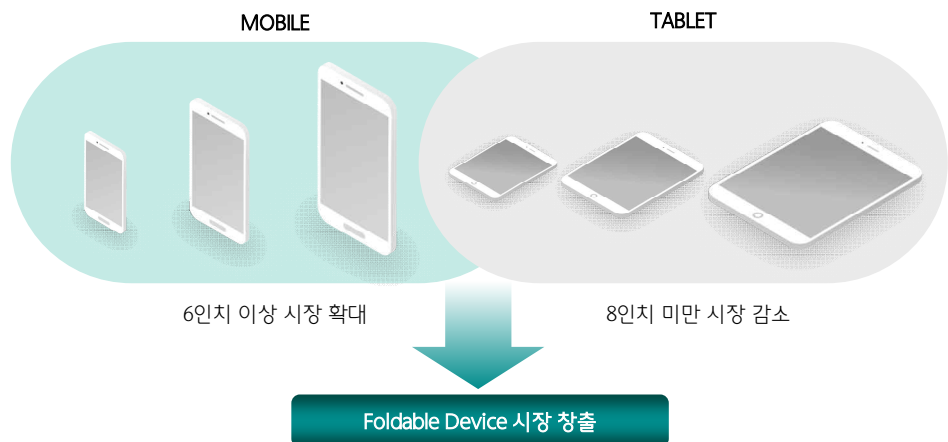
한편, 모바일 시장의 대면적화 및 이에 따른 태블릿 시장 잠식 효과는 그 동안 태블릿 PC 패널에 대부분 LCD 패널만 쓰이고 있었다는 점에서 OLED 장비/소재 업체들 입장에서는 생태계 확장 효과를 기대할 수 있을 것으로 판단된다.

이러한 추세속에서 삼성전자 역시 지난 9월 첫 번째 폴더블 스마트폰 모델 Galaxy Fold 출시 이후 2020년 초 6.7인치 Clamshell 형태의 두 번째 폴더블 스마트폰 출시를 준비하고 있다.

그림 6. 모바일 시장과 태블릿 시장의 교차점에서 폴더블 스마트폰 시장 창출

모바일 시장 6인치 이상 비중 확대  
및 태블릿 시장 8인치 미만 시장  
축소는 세트 메이커들의 폴더블  
디바이스 니즈 증가로 연결

Phone의 Mobility 니즈 +  
Tablet의 대면적 니즈  
= Foldable Device



자료: 하나금융투자

그림 7. 삼성전자 'Galaxy Fold'



자료: 삼성전자, 하나금융투자

그림 8. 삼성전자 Clamshell 폴더블 스마트폰(예상)



자료: 언론보도, 하나금융투자

## 애플 폴더블 아이폰패드 준비 가능성

## 모토로라 폴더블 'RAZR' 준비 중

애플 역시 폴더블 디바이스를 준비하고 있다. 미국 특허청(US Patent Office)에 애플이 최근 3~5년간 등록한 폴더블 디바이스 관련 특허 내용을 살펴보면 애플은 첫 번째 폴더블 디바이스로 아이폰 보다 아이패드를 먼저 준비하고 있는 것으로 판단되며 폴더블 디바이스에 최적화된 OS를 개발중인 것으로 파악된다. 출시 시기는 2021년이 될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

모토로라 역시 한 때 연간 2억대가 판매되며 세계 최대 모바일 판매량을 기록했던 'Razr' 모델을 부활시켜 2020년 초 폴더블 스마트폰 출시를 준비하고 있다. 현재까지 알려진 스펙은 패널 면적 6.2인치, 퀄컴 스냅드래곤 710, DRAM 6GB, 가격 1,500달러 수준이다.

그림 9. 애플 폴더블 디바이스 관련 특허 등록 사진

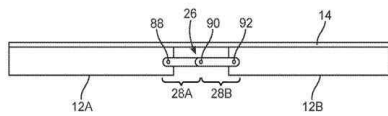


FIG. 10

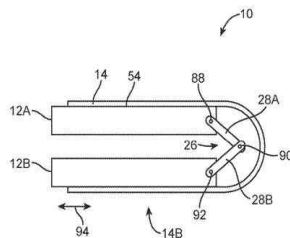


FIG. 11

자료: US Patent, 하나금융투자

그림 10. 폴더블 아이패드(예상)



자료: Cnet, 하나금융투자

표 1. 갤럭시 폴드와 모토로라 레이저 폴더블 모델 스펙 비교

|                          | Samsung Galaxy Fold                                        | Motorola Razr (leaked specs)                          |
|--------------------------|------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------|
| Display size, resolution | 7.3-inch QXGA+ Dynamic AMOLED; 4.6-inch Super AMOLED       | 6.2-inch OLED (2,142x876 pixels); NA (800x600 pixels) |
| Mobile software          | Android 9.0 with Samsung One UI                            | N/A, but likely Android Pie or Android Q              |
| Processor                | Qualcomm Snapdragon 855                                    | Qualcomm Snapdragon 710                               |
| Storage                  | 512GB                                                      | 64GB, 128GB                                           |
| RAM                      | 12GB                                                       | 4GB, 6GB                                              |
| Battery                  | 4,380mAh                                                   | 2,730mAh                                              |
| Camera                   | 12-megapixel (wide-angle), 16-megapixel (ultra wide-angle) | Unknown                                               |
| Front-facing camera      | Two 10-megapixel, 8-megapixel 3D depth                     | Unknown                                               |
| Price off-contract (USD) | \$1,980                                                    | \$1,500                                               |

자료: Cnet, 하나금융투자

글로벌 스마트폰 업체 및 태블릿  
업체 2020년 폴더블 디바이스 대거  
출시 전망

### Royole

2018년 10월 출시된 Royole의 Flexpai는 화면 크기 7.8인치인 세계 첫 폴더블 스마트폰이다. 안드로이드 9.0 기반에 DRAM 용량은 6GB이며, 출시 가격은 1,318달러다.

### TCL

TV 세트 메이커로 유명한 TCL의 경우, 폴더블 태블릿 모델을 준비중인 것으로 알려졌다. DragonHinge로 알려진 해당 모델의 경우, 등록된 특허에 따르면 인앤아웃 폴딩 방식(S자 형태로 3번 접는 방식)인 것으로 추정된다. TCL은 2020년 1,000달러 미만 가격대의 폴더블 디바이스를 출시하겠다는 청사진을 제시했다.

### 샤오미

샤오미 역시 Dual Flex, 혹은 Mix Flex라 불리는 폴더블 스마트폰 모델을 준비 중이며 기존 모델과 달리 양쪽 바깥 패널 부분을 접는 형태의 디바이스를 준비하고 있는 것으로 알려졌다. 샤오미에서 제시한 예상 가격대는 999달러 수준이다.

### Microsoft

마이크로소프트 역시 자신들의 태블릿 모델인 Surface의 폴더블 모델 출시를 준비하고 있는 것으로 파악된다. 마이크로소프트는 이미 오래전부터 윈도우10 기반의 폴더블 Surface 모델을 준비해왔으며 OS 최적화를 위해 먼저 지난 10월, 듀얼 스크린 기반의 Surface Duo를 출시한 바 있다. OS는 윈도우이면서도 안드로이드 어플이 구동 가능한 윈도우 OS를 개발 중이다. 패널 면적은 9인치로 추정되며 출시시기는 2020년 상반기 중이 될 것으로 전망된다.

### 화웨이

Mate X는 인폴딩 방식의 갤럭시 폴드와 달리 아웃폴딩 방식이며, 접었을 때 화면 크기는 6.6인치, 펼쳤을 때 크기는 8인치까지 확장된다. 가격은 2,600달러 수준이며 출시시기는 당초 6월에서 9월로, 다시 11월로 연기된 상태다.

그림 11. 샤오미의 폴더블 스마트폰 Dual Flex(예상)



자료: Letsgo Digital, 하나금융투자

그림 12. 화웨이의 폴더블 스마트폰 Mate X(예상)



자료: Cnet, 하나금융투자

## 2) TV Maker's Needs

### (1) 판매량 정체와 가격 하락

TV 시장 판매량 감소 및 가격 하락  
지속

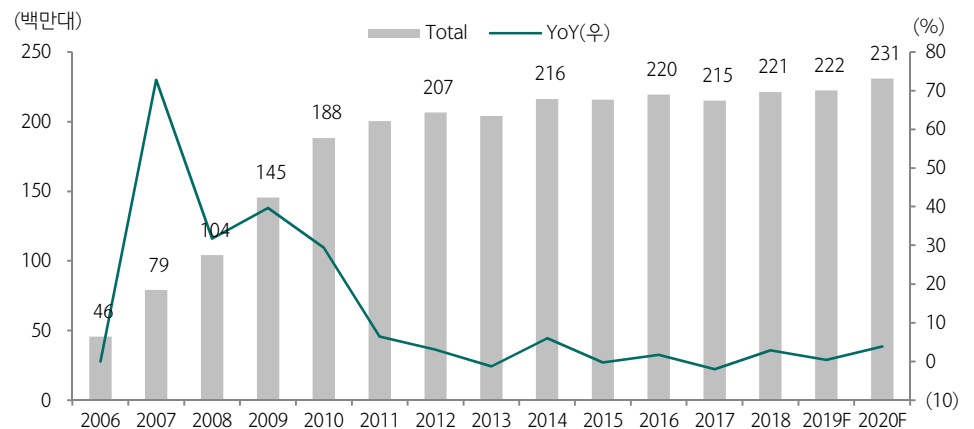
지금까지 모바일 및 태블릿 세트 메이커들의 니즈를 살펴보았다. 디스플레이 시장의 또 다른 축을 구성하는 TV 메이커들의 니즈를 파악하기 위해 TV 시장 상황을 살펴보면, 연간 TV 판매량은 2012년 2억대 시장 진입 이후 8년간 정체 중이다. 2019년 판매량 역시 연간 2.2억대로 전년대비 성장이 없을 것으로 전망되며, 2020년은 스포츠이벤트 효과 일부 발생하여 전년대비 +4% 성장이 전망되지만 미미한 수준이다.

판매량 성장 정체 속에서 가격 경쟁은 심화되고 있다. 글로벌 TV ASP는 2009년 580달러에서 2016년 377달러까지 7년간 약 35% 하락했다. 다만 최근 높은 가격대의 OLED TV 출시로 500달러 선을 잠시 회복했으나 2020년에는 다시 500달러 밑으로 하락할 전망이다.

‘Q’ 성장의 정체 및 ‘P’의 하락 속에서 TV 세트 메이커들의 성장 전략은 매우 제한될 수밖에 없는 상황이다.

그림 13. 글로벌 TV 판매량 추이 및 전망

글로벌 TV 판매량 2억대 시장에서  
성장세 중단

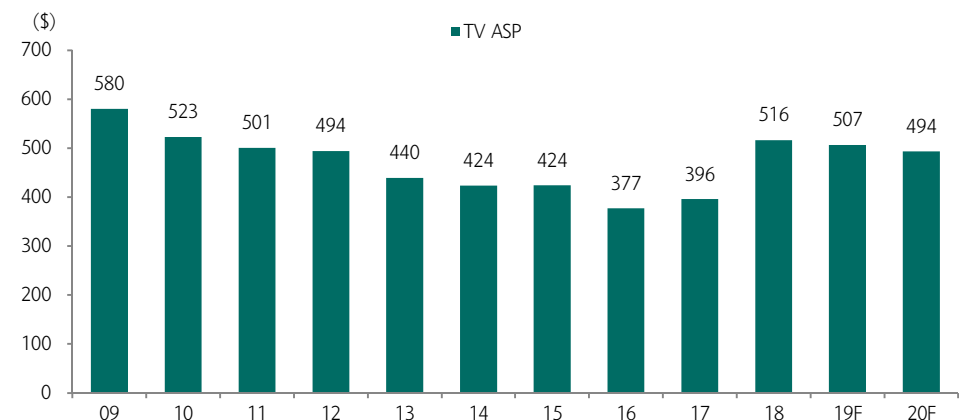


자료: IHS, 하나금융투자

그림 14. 글로벌 TV ASP 추이 및 전망

2009년부터 2016년 까지 ASP -35%  
하락

2018년부터 OLED TV 판매 비중  
확대되며 500달러선 잠시 회복했으나  
LCD TV 저가 경쟁 심화되며 다시  
하락세 돌입



자료: IHS, 하나금융투자

Q의 정체, P의 하락, 면적 한계의 확대라는 삼중고 속에서 TV 세트 메이커들의 니즈는 TV 자체의 형태를 변형시키는 것으로 확장

롤러블 및 모듈러와 같은 제품의 출시는 향후 TV 세트 메이커들에게 있어서 '디바이스의 변형 가능성을 제 공해주는 패널에 대한 니즈'가 증가할 것임을 방증

## (2) 롤러블 및 모듈러 TV를 출시하는 세트 메이커들의 심정

Q의 정체, P의 하락 속에서 세트 메이커들의 대응 전략은 그 동안 면적 확대 및 화질 스펙 향상을 통한 Blended ASP 방어에 집중되어 왔다. 특히, 시장 선두 TV 업체들의 수익성 방어 전략은 '대면적화'에 집중됐다. 하지만 2019년 하반기 글로벌 TV 평균 인치대가 50인치 수준까지 상승하고, 고인치대 시장의 주력 제품이 70~80인치까지 확대된 현 시점에서 화면 면적을 키우는 마케팅 전략은 이제 물리적인 한계에 다다른 상황이다.

Q의 정체, P의 하락, 면적 한계의 확대라는 삼중고 속에서 TV 세트 메이커들의 니즈는 더욱 분명해진다. TV 자체의 형태를 변형시키는 것이다.

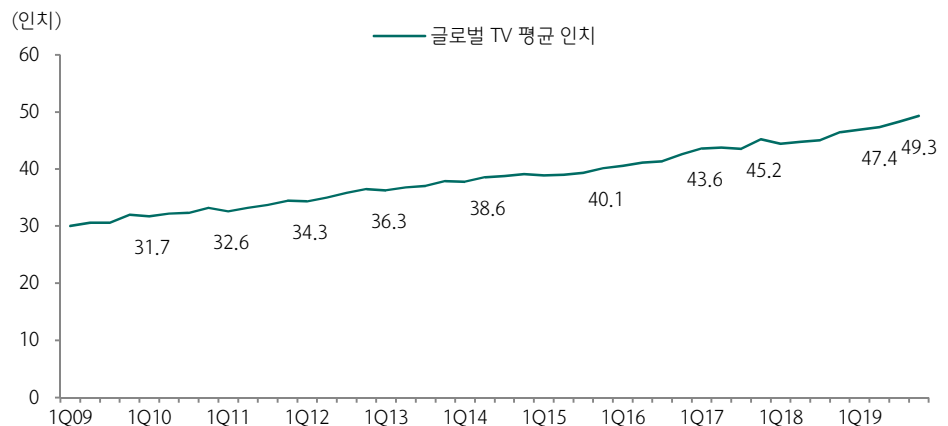
2019년 CES에서 볼 수 있었던 LG전영의 롤러블 TV, 삼성전영의 모듈러 TV는 'TV'라고 하는 디바이스의 변형 가능성을 제시한 제품들이다. 특히, 롤러블 TV는 P의 상승과 면적 확대 니즈를 모두 충족 시켜주면서 향후 새로운 가치창출을 통해 Q의 상승까지 노릴 수 있는 제품이라고 판단된다

삼성의 모듈러 TV는 TV를 여러개 패널로 분할하여 TV 미 시청 시간 동안 추가적인 공간 활용을 가능케 하는 TV다. 삼성이 모듈러 TV를 선보인 것 역시 80~100인치 시장 형성을 앞두고 소비자 들의 공간 활용 니즈를 충족시키기 위한 고민의 결과였다고 판단된다.

그림 15. 글로벌 TV 평균 인치 추이 및 전망

글로벌 평균 TV 사이즈 50인치까지 상승, 프리미엄 시장은 80인치대까지 확대

화면 키우는 마케팅 전략에 물리적 한계 봉착



자료: IHS, 하나금융투자

그림 16. LG전자 롤러블 TV



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 17. 삼성전자 모듈러 TV



자료: 언론보도, 하나금융투자

### 3) 세트 메이커들에게 디바이스의 이형 가능성을 제공하는 것이 OLED의 본질

**OLED 패널의 본질 : Device의 이형 가능성 제공** 지금까지 Portable Device 진영 및 TV 진영의 시장 상황을 살펴보았다. 이들의 현 상황을 분석해보면 향후 OLED 패널 수요 증가는 명약관화한 상황이다.

**세트 메이커들의 OLED 패널 수요 증가 필연적**

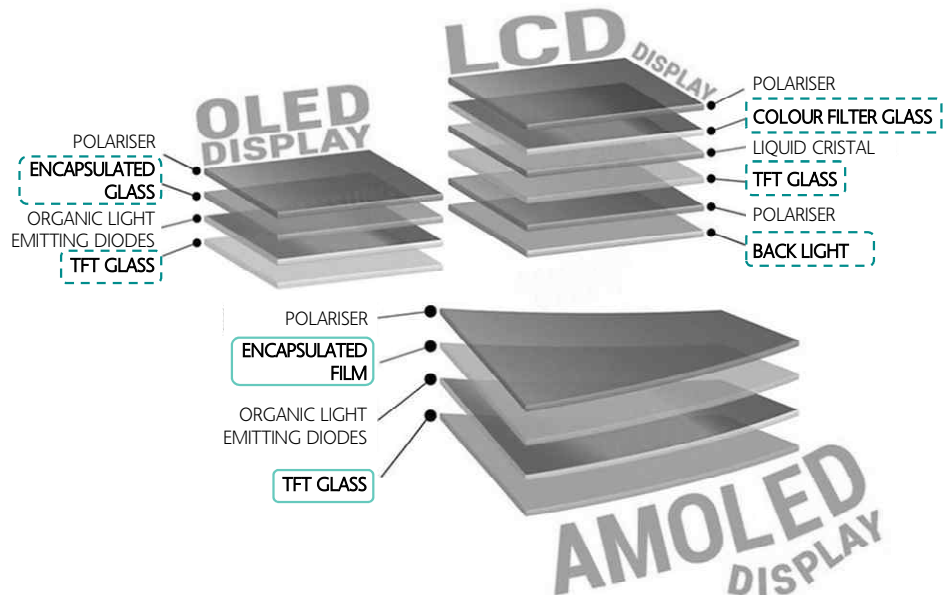
화질 개선, 전력 소모 절감 등 OLED 패널의 다양한 장점들이 있지만, 세트메이커들이 OLED 패널을 고려하는 가장 큰 이유는 디바이스의 '이형가능성', 즉 Foldable, Rollable로의 확장 가능성 때문이다. OLED 패널의 본질은 여기에 있다. 세트 메이커들에게 디바이스의 이형 가능성을 제공한다는 것이 OLED의 본질이다.

BLU(Back Light Unit)와 유리 2장(TFT Glass, Color Filter Glass) 때문에 근본적으로 패널 변형이 불가능한 LCD 패널과 달리 BLU와 Color Filter가 없고 TFT 마저 필름 위에 형성시킨 AMOLED 패널은 이론적으로 디바이스를 접는 것은 물론 말거나 늘리는(Stretchable)것까지 가능케 한다. 2008년 스마트폰 출시이후 10년만에 접는 스마트폰이 출시된 것처럼 10년 후 디스플레이는 우리의 상상력 범위를 뛰어넘을 것이다.

이러한 전방 세트 메이커들의 상황 하에서 패널 메이커들의 CAPA 준비 상황은 어느 정도까지 와 있을까. 결론부터 말하자면 폴더블 디바이스 및 OLED TV를 위한 OLED CAPA는 부족한 상황이며 이에 따라 2020년부터 패널 메이커들, 특히 삼성디스플레이의 OLED CAPA 확장 사이클이 도래할 것으로 전망한다. 이를 알아보기 위해 2장부터 패널 메이커, 특히 삼성디스플레이의 CAPA 규모를 확인해보고자 한다.

그림 18. 10년 후 디바이스의 형태는 OLED를 통해 다양한 모습으로 확장될 것

Glass 등 접하지 않는 부품 모두  
사라진 OLED 패널



자료: 하나금융투자

## 2. 후방 Panel Maker들의 움직임

### 1) 모바일: OLED 수요 증가로 유휴 CAPA 급감

#### (1) Mobile OLED 침투율: 2020년 30%까지 상승 전망

모바일 시장 내 OLED 침투율  
2020년 30% 전망

현재 모바일 시장 내 OLED 패널 수요와 이에 대한 CAPA의 적정 및 부족 여부를 판단하기 위해 먼저 글로벌 모바일 시장 내 OLED 패널 침투율을 알아보려고 한다. 아래 데이터는 패널 출하량이 아닌 세트 판매량 기준이다.

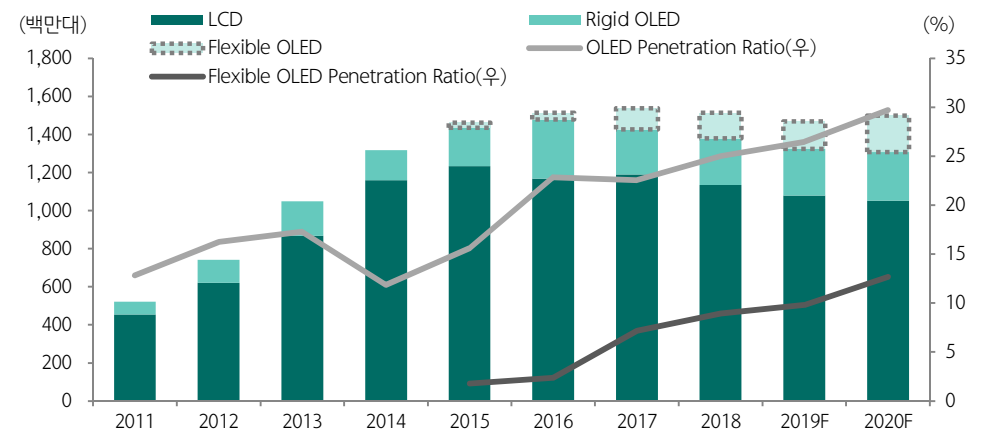
OLED 침투율은 2011년 13% 수준에서 2019년 26%까지 상승했다. PCB 서플라이 체인 업체들의 애플향 FPCB 모델 준비 현황을 감안했을 때, 2020년에는 애플 신제품 3가지 모델 모두 OLED 모델로 출시될 가능성이 매우 높다고 판단된다. 애플의 OLED 모델 판매량 증분이 약 5천만대 이상 발생하면서 2020년 OLED 침투율은 30%까지 상승할 전망이다.

판매량 기준으로 살펴보면 OLED 스마트폰 판매 대수는 2018년 3.8억대에서 2019년 3.9억대, 2020년 4.5억대까지 증가할 전망이다. Rigid/Flexible 모델을 구분하면, Rigid 모델의 경우 2018년 2.4억대, 2019년 2.5억대, 2020년 2.5억 수준이 전망되고, Flexible 모델은 2018년 1.3억대, 2019년 1.4억대, 2020년 1.9억대까지 증가할 전망이다.

그림 19. 글로벌 스마트폰 시장 OLED 침투율 추이 및 전망

스마트폰 시장 내 OLED 침투율

2011년 13%  
2013년 17%  
2015년 16%  
2017년 23%  
2019년 26%  
2020년 30% 전망

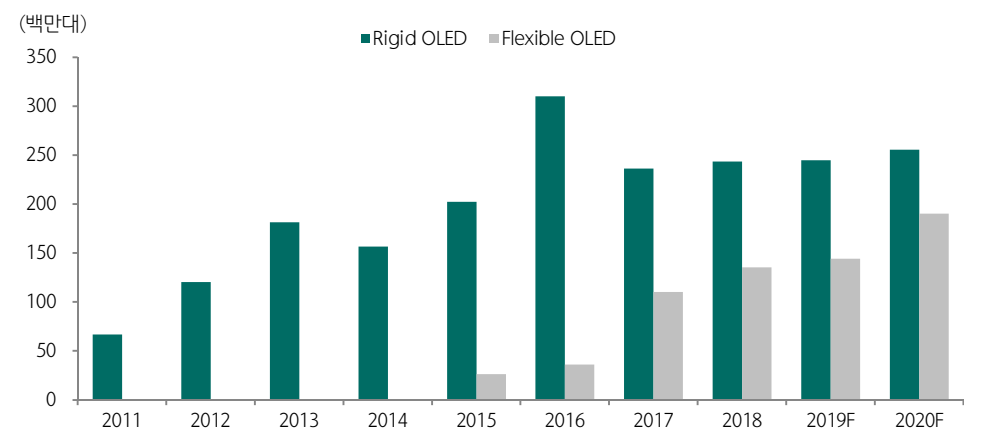


자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

그림 20. OLED 스마트폰 판매량 Rigid/Flexible 모델 구분

2020년의 경우 애플의 신제품 3가지 모델 모두 OLED 출시 가능성 높다고 판단

이에 따라 Flexible OLED 패널 출하량은 2019년 대비 5천만대 이상 증가 전망



자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

일반 스마트폰 면적 확대 및 폴더블 스마트폰 출시로, 6세대 원장 1장당 생산 가능 대수 감소

## (2) 6세대 원장 패널 생산 대수 : 면적 확대 추세로 장당 패널 생산 대수 감소

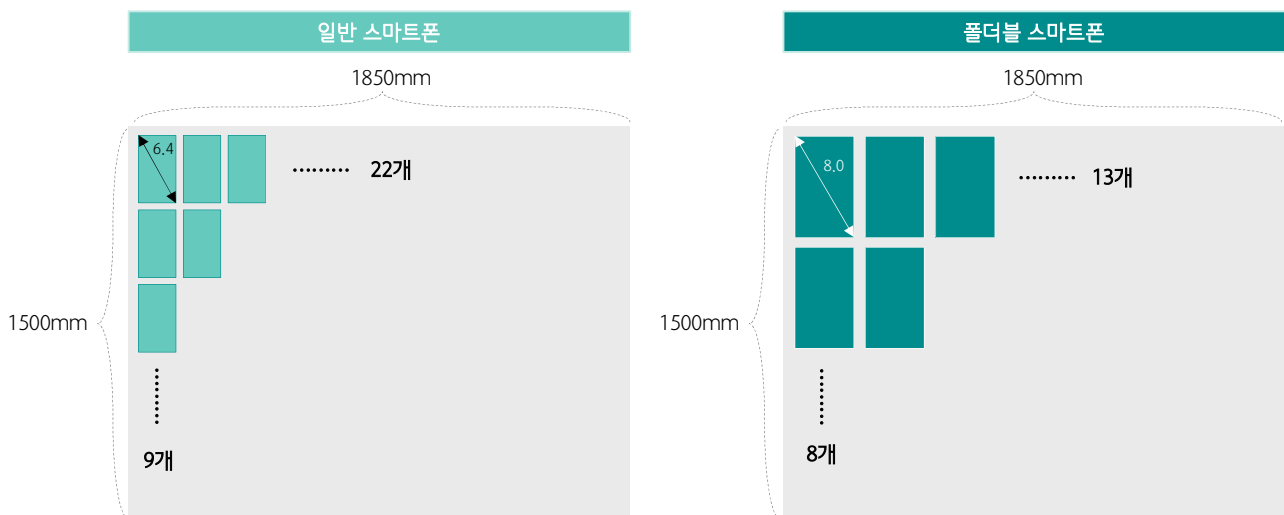
앞 장에서는 글로벌 스마트폰 시장의 OLED 패널 수요량을 살펴보았다. 이제 이에 필요한 OLED CAPA를 알아보려고 한다. 다만 이에 앞서 현재 Flexible OLED CAPA 생산 라인에서 사용 중인 6세대 원장의 1장 당 패널 소요대수를 알아보자.

최근 출시된 갤럭시 10 및 노트 시리즈의 평균 인치는 6.4인치다. 2018년 5인치 후반에서 약 10% 증가했다. 2007년 아이폰 3G의 3.5인치에서 2017년 5인치 중반까지 매년 연평균 5%씩 면적이 상승했던 것 감안하면 플래그십 모델 대부분이 6인치 이상으로 출시된 2019년은 평년보다 면적 확대 속도가 가속화됐으며, 향후에도 평균 인치대는 당연히 6인치 이상에서 형성될 전망이다.

아래 '그림 21'과 '표 2'를 종합하면 6세대 원장 1장 당 생산 가능대수는 약 157대(수율 80% 감안). 라인 1개 당 월 15K(15,000장) 원장을 처리할 수 있으므로 15K/월 당 연간 OLED 패널 생산 가능 대수는 2,800만대(157대 x 15,000장 x 12개월) 수준이다.

한편, 뒤에서 언급할 폴더블 스마트폰의 생산 가능대수는 6세대 원장 1장 당 약 104장이며, 수율 가정한 연간 생산 가능 대수는 약 700만대~1,000만대 수준이다.

그림 21. 6세대 원장 1장 당 스마트폰 생산 가능 대수 분석(좌 : 일반 스마트폰, 우 : 폴더블 스마트폰)



자료: 하나금융투자

표 2. 삼성전자 2019년 출시 플래그십 모델 면적

|         | 크기(Inch) | 가로(cm) | 세로(cm) | 6세대 기판 1개 당 패널 생산 대수(대) | 15K 라인 1개당 연간 패널 생산대수(백만대) |
|---------|----------|--------|--------|-------------------------|----------------------------|
| GS10    | 6.1      | 7.0    | 15.0   | 169.7                   | 30.5                       |
| GS10+   | 6.4      | 7.4    | 15.8   | 153.3                   | 27.6                       |
| GN10    | 6.3      | 7.2    | 15.1   | 165.1                   | 29.7                       |
| GN10+   | 6.8      | 7.7    | 16.2   | 142.9                   | 25.7                       |
| Average | 6.4      | 7.3    | 15.5   | 157.2                   | 28.3                       |

주: 패널과 패널 간 이격 거리 약 1cm, 수율 80% 가정

자료: 하나금융투자

## (3) 모바일 수요 CAPA : 삼성디스플레이 유휴 CAPA 감소

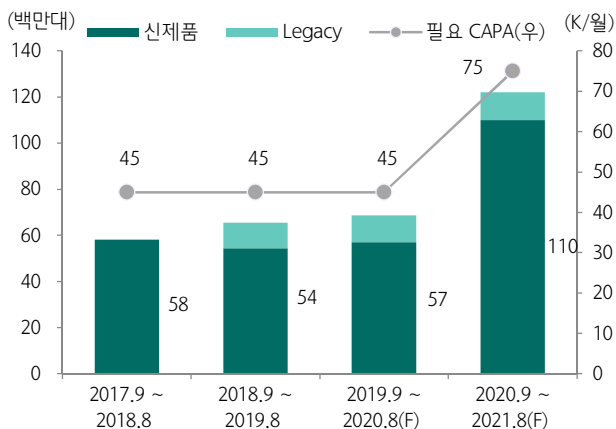
삼성디스플레이 Flexible OLED CAPA는 애플 3가지 모델 OLED 탑재 및 Y-OCTA 공정 전환으로 유휴 CAPA 대폭 감소 전망

그러면, 업체별로 현재 소비하고 있는 CAPA 및 향후 필요한 CAPA를 알아보자. 애플의 경우 첫 OLED 모델인 아이폰 X 출시 이후 매년 약 5,500만대 내외의 OLED 신제품을 판매하고 있다. Legacy 모델 역시 매년 1,100만대 수준 판매되고 있는 것 감안하면 현재 애플의 연간 OLED 모델 판매량은 약 6,600만대 규모다. 일반적으로 패널 소요량이 세트 판매량 대비 10% 이상인 것 감안하면 애플의 2019년 연간 패널 소요량은 약 7,400만대 수준이다. 앞서 15K/월 라인 1개당 약 2,800만대 대응 가능하다고 언급하였으므로 2019년까지 애플용으로 필요한 Flexible OLED CAPA는 연간 45K/월 규모다. 2020년부터는 FPCB 서플라이 체인 업체들의 2020년 제품 준비 동향 근거했을 때, 2020년 신제품 3가지 모델 모두 OLED로 출시될 가능성이 매우 높으며 이에 따라 2020년 애플의 OLED 모델 신제품 대수는 최대 1.1억대까지 증가할 것으로 전망된다. LG디스플레이/BOE 등 세컨밴더 일부 진입 감안해도 삼성디스플레이 입장에서 애플용으로 필요한 CAPA는 75K/월 까지 증가한다.

삼성전자 IM 사업부의 경우, 최근 3년간 연평균 Flexible OLED 패널 탑재 모델(S시리즈 및 노트 시리즈) 합산 신제품 판매 대수는 약 4,900만대다. 여기에 Legacy 판매량까지 합산한 연간 Flexible OLED 모델 판매대수는 약 6,500만대다. 이에 필요한 CAPA는 연간 45K/월 규모다. 향후 삼성전자 플래그십 스마트폰 판매대수가 큰 폭으로 증가하는 것은 기대하기 어려우므로 연간 45K/월 수준 유지될 것으로 전망한다.

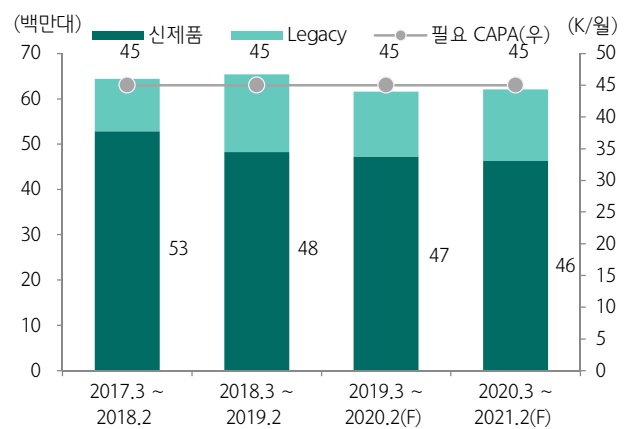
종합해보면 애플과 삼성전자 IM향으로 필요한 Flexible OLED CAPA는 2018년 105K/월, 2019년 120K/월, 2020년 135K/월 로 증가할 전망이다. 이에 따라 삼성디스플레이 Flexible OLED 라인의 유휴 CAPA 역시 2018년 60K/월, 2019년 45K/월, 2020년 15K/월 로 감소할 전망이다(그림 24 참조). 해당 CAPA 전망에 폴더블 스마트폰 수요는 반영되지 않았다. 즉, 폴더블 스마트폰을 고려하지 않더라도 2020년 삼성디스플레이의 유휴 CAPA는 대부분 잠식될 것으로 판단한다.

그림 22. 애플의 Flexible OLED 소요 CAPA



자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

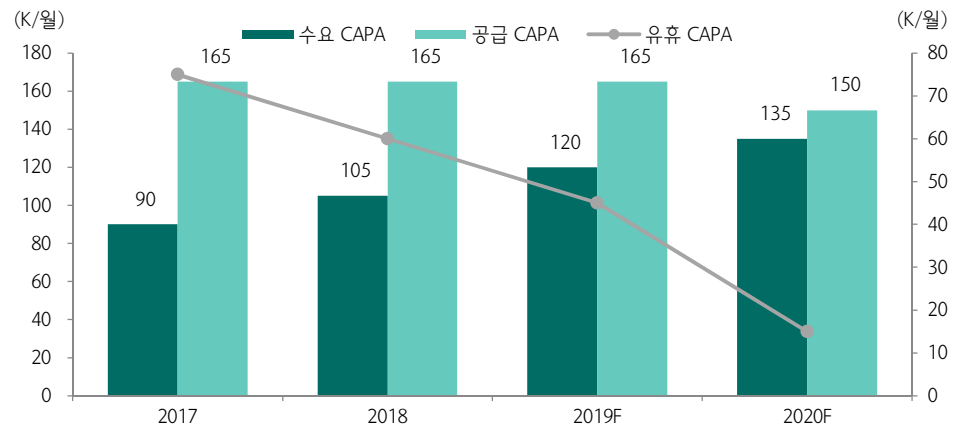
그림 23. 삼성전자 무선사업부의 Flexible OLED 소요 CAPA



자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

2020년 애플 OLED 패널 수요  
증가로 삼성디스플레이 유휴 CAPA는  
2019년 45K/월 에서 2020년 15K/월  
까지 감소할 전망

그림 24. 삼성디스플레이 Flexible OLED 유휴 CAPA 추이 및 전망(폴더블 스마트폰 고려하지 않음)



주 1: 수요 CAPA = 애플 수요 + 삼성 수요 + 중국 세트메이커 연간 15K 수요 (폴더블 스마트폰 고려하지 않음)

주 2: 공급 CAPA의 경우 Y-Octa 전환 과정에서 연간 약 10% CAPA 감소 가정

자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

표 3. 애플 Flexible OLED 패널 탑재 모델 연간 판매량 추이 및 전망

(단위: 백만대)

|                    | 신제품   | Legacy | Total |
|--------------------|-------|--------|-------|
| 2017.9 ~ 2018.8    | 58.1  | -      | 58.1  |
| 2018.9 ~ 2019.8    | 54.3  | 11.2   | 65.5  |
| 2019.9 ~ 2020.8(F) | 57.0  | 11.7   | 68.7  |
| 2020.9 ~ 2021.8(F) | 110.0 | 12.1   | 122.1 |

자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

표 4. 삼성전자 Flexible OLED 패널 탑재 모델 연간 판매량 추이 및 전망

(단위: 백만대)

|                    | 신제품  | Legacy | Total |
|--------------------|------|--------|-------|
| 2017.3 ~ 2018.2    | 52.9 | 11.6   | 64.4  |
| 2018.3 ~ 2019.2    | 48.2 | 17.1   | 65.4  |
| 2019.3 ~ 2020.2(F) | 47.3 | 14.3   | 61.6  |
| 2020.3 ~ 2021.2(F) | 46.3 | 13.6   | 60.0  |

자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

#### 폴더블 스마트폰 2021년 글로벌 1,500만대 이상 전망

#### (4) 폴더블 디바이스 수요 캐파 : 2021년 60K/월 까지 증가 가능성

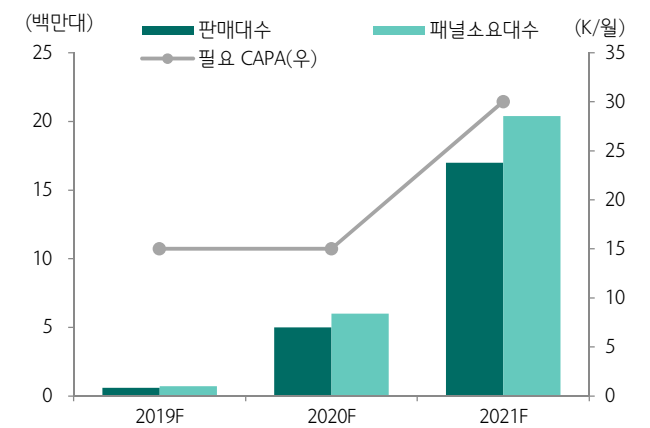
2020년 기존 모바일 수요만으로 삼성디스플레이 유휴 CAPA가 15K/월 까지 감소할 것으로 전망되는 상황에서 향후 폴더블 스마트폰 및 폴더블 태블릿 등 폴더블 디바이스의 출시는 본격적으로 삼성디스플레이의 투자 니즈를 자극할 전망이다.

폴더블 스마트폰의 경우 2019년 60만대, 2020년 5백만대, 2021년 1,700만대 시장이 전망된다. 폴더블 스마트폰의 필요 CAPA를 분석하기 위해, 앞서 2. - 1) - (2) 장에서 언급한 것처럼 6세대 원장 1장당 연간 약 1,000만대 생산 가능성을 가정하였다. 이에 따라 폴더블 스마트폰의 필요 CAPA는 2020년 15K/월, 2021년 30K/월 까지 증가할 전망이다.

한편, 1장에서 언급한 것처럼 폴더블 패널을 원하는 세트 메이커들은 전통적인 모바일 업체들뿐만 아니라 태블릿 업체들로 확장되는 추세다. 연간 태블릿 PC 시장이 약 1.5억대 임을 감안하면 향후 2021년까지 연간 1,000만대 시장 형성 가능하다고 판단된다. 특히 애플이 준비하고 있는 폴더블 디바이스의 첫 번째 모델이 아이패드일 가능성이 높은 상황에서 이러한 전망치는 보수적인 수치라고 판단한다. 태블릿 모델은 15K/월 당 연간 700만대 생산 가능하다고 가정하였으며 이에 따라 필요 CAPA는 2021년 30K/월 가 전망된다.

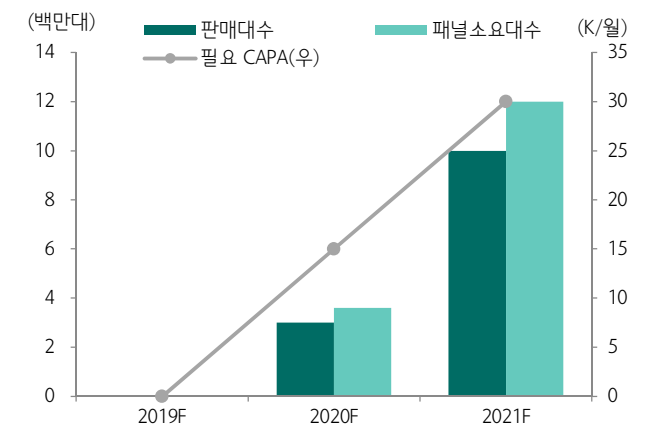
이에 따라 폴더블 디바이스 진영의 2021년 필요 CAPA는 60K까지 증가할 전망이다.

그림 25. 폴더블 스마트폰 필요 CAPA 전망



자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

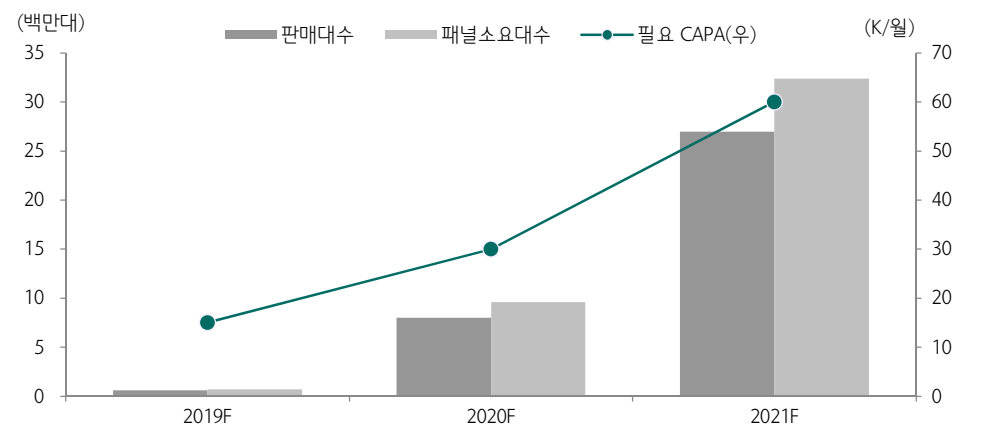
그림 26. 폴더블 태블릿 필요 CAPA 전망



자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

그림 27. 폴더블 디바이스의 수요 CAPA 전망

#### 2021년 폴더블 디바이스 진영의 수요 CAPA는 최대 60K/월 까지 증가 전망



자료: Counterpoint, IHS, 하나금융투자

폴더블 디바이스 시장 개화 감안,  
2021년 60K/월 이상 부족

투자는 2020년부터 시작해야함

#### (5) 2021년 기준 CAPA 60K/월 부족, 2020년부터 투자 돌입 전망

종합해보면 모바일 진영(애플, 삼성전자, 중국 세트 메이커)의 Flexible OLED 필요 CAPA는 2020년 135K/월에서 크게 증가하거나 감소하지 않을 것으로 전망된다.

여기에 폴더블 디바이스가 본격적으로 출시되며 폴더블 메이커들의 Flexible OLED 필요 CAPA는 2020년 30K/월, 2021년 60K/월 까지 증가할 전망이다.

LG디스플레이, 중국 패널 메이커들의 Flexible OLED 기술 개발 수준 감안하면 애플 및 삼성 플래그십 모델 및 폴더블 디바이스향 패널 대량 양산은 4년내 불가능하다고 판단된다. 특히 중국 패널 메이커들의 전략은 여전히 LCD 패널 사용 중인 연간 11억대 LCD 스마트폰 시장을 공략하는 것이라고 판단되며 이에 따라 상기한 모바일 진영 및 폴더블 디바이스향 패널 수요는 삼성디스플레이가 대부분 담당하게 될 것으로 판단한다.

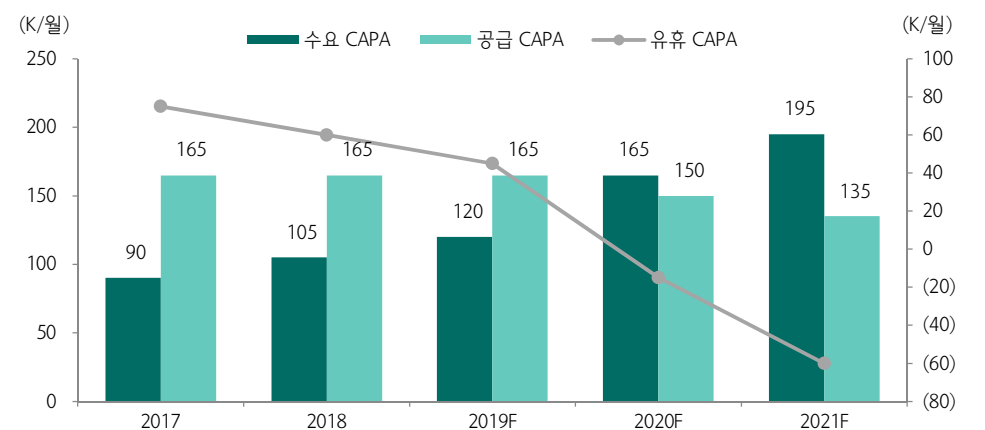
이에 따라 위의 Flexible OLED 수요/공급 CAPA 계산시 공급 진영의 CAPA를 삼성디스플레이 CAPA로 치환하여 계산하는 것은 무리한 추정이 아니라고 판단한다.

이러한 계산하에 현재 삼성디스플레이 Flexible OLED CAPA가 2021년까지 Y-Octa 일부 공정 전환 과정에서 135K/월 까지 감소함을 가정할 경우 유휴 CAPA는 2019년 45K/월, 2020년 -15K/월, 2021년 -60K/월 까지 감소할 전망이다. 2021년 부족한 CAPA에 대해서는 일반적으로 건물 착공부터 양산 까지 1년 이상 소요됨을 감안하면 2020년부터 투자 돌입해야 할 것으로 전망한다.

애플의 OLED 패널 수요 증가 및  
폴더블 디바이스 출시로  
삼성디스플레이의 유휴 CAPA는  
2020년 모두 잠식되고 2021년에는  
새로운 CAPA 필요

이에 따라 2020년부터 투자 돌입  
전망

그림 28. 삼성디스플레이 유휴 CAPA 전망(일반 스마트폰 및 폴더블 디바이스 모두 고려)



자료: 하나금융투자

### 2021년 6세대 Flexible OLED 투자 금액 최대 10조원까지 확대 가능성

그렇다면 2020년 예상되는 투자 금액을 알아보자. Flexible OLED CAPA의 라인 1개(15K/월) 당 투자 금액은 약 2.5조원이다. 이에 따라 2021년 삼성디스플레이 기준으로 발생할 부족 CAPA 최대 60K/월(4개 라인)를 충당하기 위한 투자 금액은 10조원에 이를 전망이다.

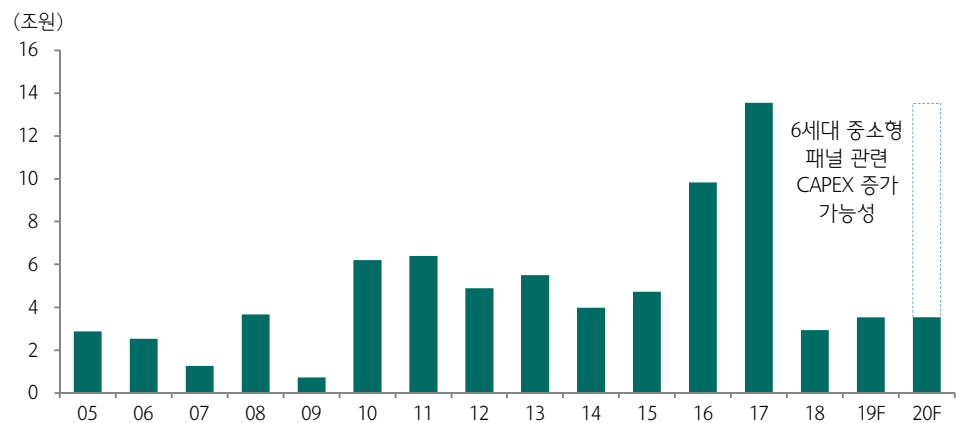
삼성디스플레이의 연간 CAPEX는 2010년~2015년까지 연평균 5조원 내외에서 형성되어왔다. 일반적으로 LCD라인 및 OLED 라인 유지보수에 연간 3조원 소요됨을 감안하면 2010년대 초 중반은 연간 OLED 라인 1개씩 투자를 해온 셈이다.

이러한 흐름이 깨진 것이 2016년이다. 애플의 OLED 패널 탑재 결정 이후 삼성디스플레이는 2016년 10조원, 2017년 14조원을 투자하며 Flexible OLED CAPA를 가파르게 확장시킨 바 있다. 이후 연간 CAPEX는 2018년 3조원 수준으로 급감했고, 2019년의 경우 유지보수 투자 3조원에 QD-OLED 관련투자 5천억 미만이 집행될 것으로 전망된다.

2020년의 경우 QD-OLED 투자를 감안하지 않았을 때 연간 3조원 유지/보수 투자 베이스 하에서 상기한 Flexible OLED CAPA 확장 시나리오 적용 시 최대 10조원 CAPEX가 추가될 가능성이 있다. 이 때 연간 총 CAPEX는 최대 13조원에 이를 전망이다(QD-OLED 관련 투자 미 반영 수치).

### 6세대 중소형 Flexible OLED 관련 투자 시작으로 연간 CAPEX 금액 대폭 증가 전망

그림 29. 삼성디스플레이 투자금액 추이 및 전망



주 : 2020년의 경우 유지/보수 투자에 6세대 Flexible OLED 관련 투자 금액만 반영한 수치  
자료: 하나금융투자

### 삼성디스플레이 QD 투자 속도 가속화 전망

## 2) TV: 삼성, 2019년말부터 투자 시작

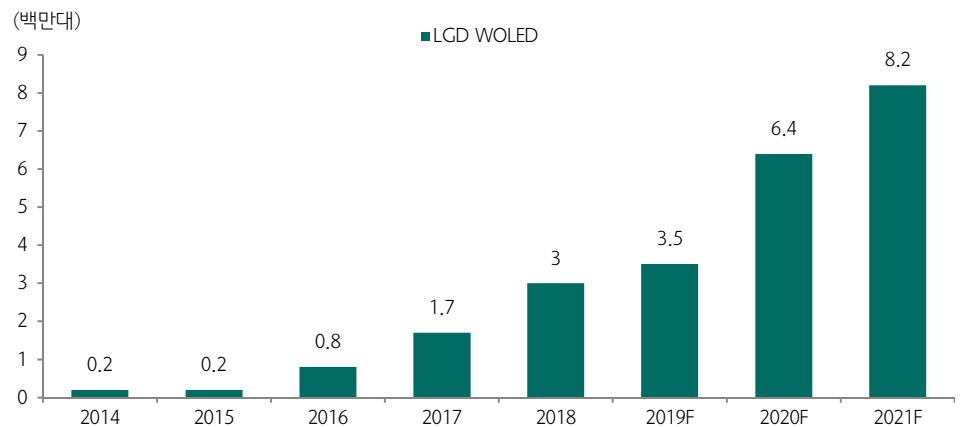
한편, 삼성디스플레이가 지난 10월10일 발표한 QD-OLED 관련 13조원 투자 발표 중 OLED 라인 장비 및 설비 투자에 약 10조원이 집행될 것으로 전망한다. LG디스플레이의 과거 LCD 라인 WOLED 전환 투자 당시 30K/월 당 약 1.5조원 소요됐던 것 감안하면 삼성디스플레이의 경우 노후 장비 교체 및 쿼텀닷 공정 추가 감안하여 약 2조원~2.5조원 규모 소요될 것으로 전망한다.

위 기준에 근거할 경우 10조원으로 30K/월 4개~5개라인 투자가 가능하다(120K/월~150K/월). 30K/월 당 TV 생산 가능대수는 평균적으로 연간 130만대 수준이며, 향후 60인치 이상 대면적 패널 비중 확대 감안하여 약 100만대로 가정할 경우 향후 10조원 장비/투자를 통해 확보하게 될 CAPA는 대수 기준으로 연 400만대~500만대 수준이다. 이는 현재 LG디스플레이가 2020년까지 확보한 CAPA에 모자란다(LG디스플레이 대형 OLED CAPA 2018년 300만대, 2019년 350만대, 2020년 650만대, 2021년 820만대 전망). 삼성의 자금력 감안하면, LG디스플레이처럼 CAPA 확장속도가 느릴 이유가 없다고 판단하며 이에 따라 이번 발표된 13조원 투자의 상당부분은 초기 2~3년에 집중될 가능성 높다고 판단된다. 결과적으로 2020년 집행될 QD-OLED 관련 투자 금액은 최소 2조원(라인 1개 ~ 최대 6조원(라인 3개, 현재 LGD 파주 CAPA와 동일)까지 확대될 가능성 높다고 판단한다.

### LG디스플레이 OLED TV 패널 CAPA

2018년 : 300만대  
2019년 : 350만대  
2020년 : 640만대  
2021년 : 820만대

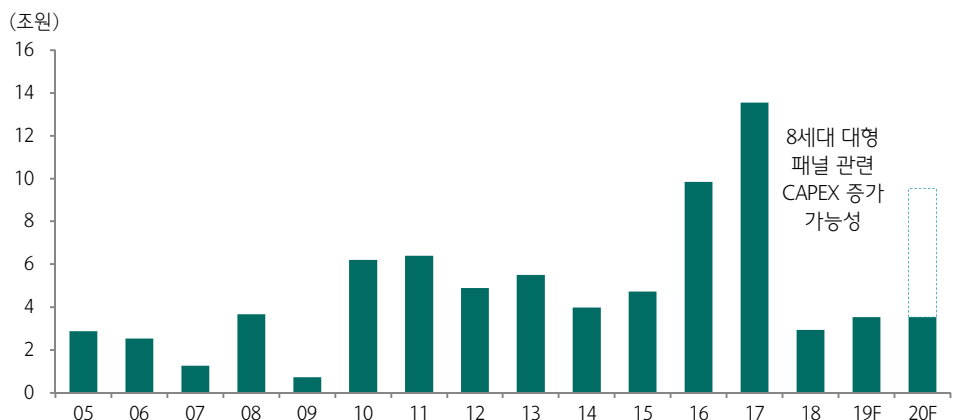
그림 30. LG디스플레이 OLED TV CAPA 추이 및 전망



자료: LG디스플레이, 하나금융투자

### 삼성디스플레이 QD-OLED 관련 투자는 초기 2~3년에 집중될 가능성 높음

그림 31. 삼성디스플레이 투자금액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, 하나금융투자

### 3. OLED 섹터 수혜 규모 분석

#### 1) 소재: 폴더블 디바이스와 OLED TV의 이중주

##### (1) 모바일 發 수요 증가 추세 가속화

폴더블 디바이스 출시에 따른 삼성디스플레이 모바일 OLED 패널 출하면적 증가 수혜

삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 면적은 향후 폴더블 디바이스 출시와 함께 그 증가 추세가 더욱 가속화될 전망이다. 2018년 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 약 4.2억대 (Flexible 1.5억대, Rigid 2.7억대)로 추정된다. 하이엔드~미들엔드 스마트폰 시장 평균 사이즈인 5.8인치(가로길이 7cm, 세로길이 14.7cm)를 기준으로 면적 계산시(대당 면적  $103\text{cm}^2$ ) 삼성디스플레이의 2018년 모바일 OLED 패널 출하면적은 약  $4.3\text{km}^2$ 다. 향후 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 2019년 4.8억대, 2020년 5.3억대, 2021년 5.5억대로 증가할 전망이며 평균 인치 상승에 따라 출하 면적은 2019년  $5.1\text{km}^2$ , 2020년  $5.8\text{km}^2$ , 2021년  $6.2\text{km}^2$ 로 증가할 전망이다.

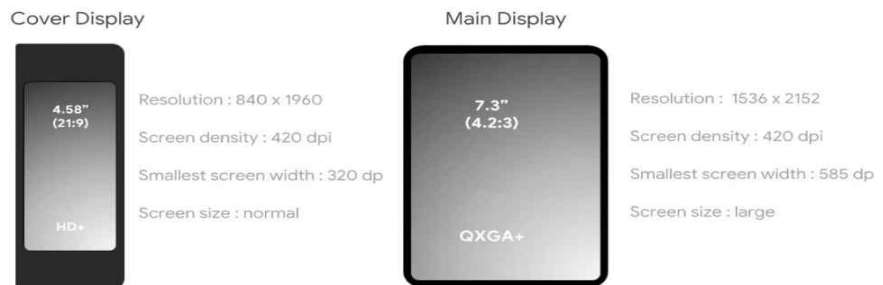
이와 함께 폴더블 스마트폰 관련 패널 출하대수는 앞서 언급한 것 처럼 2019년 60만대, 2020년 500만대, 2021년 1,700만대로 증가할 전망이다. 폴더블 스마트폰의 경우 Galaxy Fold 대당 면적인 약  $250\text{cm}^2$  (내부 면적  $190\text{cm}^2$ , 외부 면적  $60\text{cm}^2$ )를 기준으로 할 경우 출하 면적은 2020년  $0.25\text{km}^2$ , 2021년  $0.66\text{km}^2$ 로 증가할 전망이다.

그림 32. 폴더블 스마트폰과 일반 스마트폰 대당 면적 비교

스마트폰 1대당 패널 면적

일반 스마트폰 :  $103\text{cm}^2$

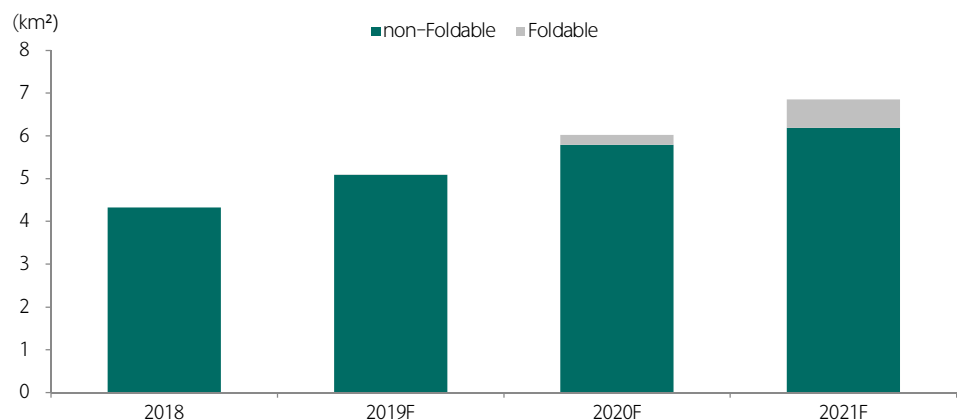
폴더블 스마트폰 :  $250\text{cm}^2$



자료: 업계자료, 하나금융투자

그림 33. 삼성디스플레이 Flexible OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

삼성디스플레이 모바일 OLED 패널 출하면적 전망 :  
2018년  $4.3\text{km}^2$  → 2021년  $6.9\text{km}^2$



자료: 하나금융투자

OLED TV 출하면적 가파른 상승  
전망

## (2) TV 發 소재 수요 증가

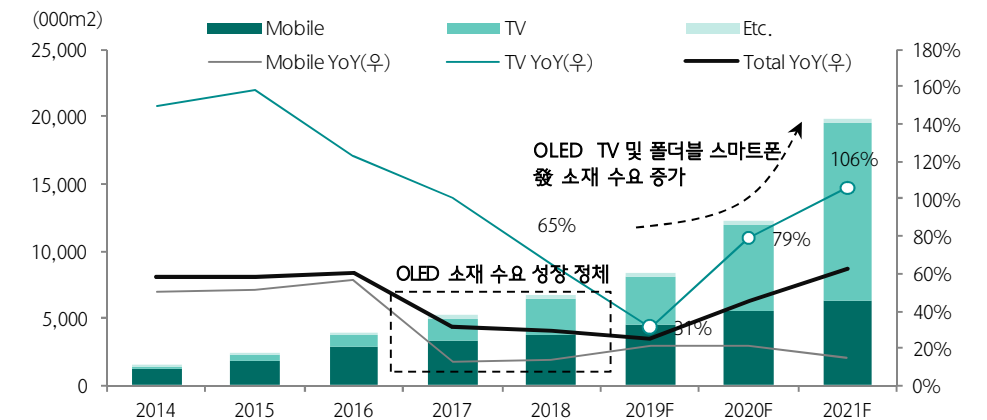
Unit 기준 1대당 면적이 스마트폰 대비 100배 증가하는 OLED TV(5.8인치 스마트폰 및 65인치 TV 기준) 면적 감안하면 OLED 소재 수요는 폭발적으로 증가할 전망이다.

LG디스플레이가 유일한 플레이어였던 OLED TV 패널 시장은 출하면적 기준 성장률이 최근 4년간 지속적으로 하락해왔으나 2021년 삼성전자 QD-OLED TV 400만대 출시 가정시 전년 대비 성장률은 2019년부터 매년 +31% → +79% → +106% 로 성장폭이 가파르게 확대될 전망이다.

2019년을 기점으로 하여 OLED  
패널 출하 면적 증가율 반등 전망

OLED TV 및 폴더블 스마트폰  
중심으로 OLED 소재 수요 증가 전망

그림 34. Application별 OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

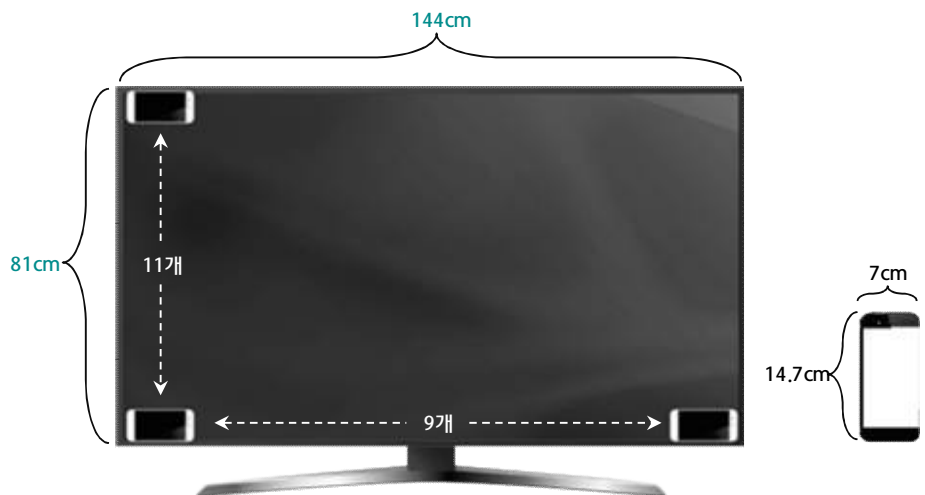


자료: IHS, DSCC, 하나금융투자

그림 35. 65인치 TV 대비 5.8인치 스마트폰 크기 비교

65인치 TV 패널 한장 면적  
= 5.8인치 스마트폰 99장 면적

향후 OLED TV 생태계 확대 시  
OLED 소재 수요 가파른 증가 전망



자료: 하나금융투자

OLED 소재 시장 : 약 15개 층위로  
구분되며 각 시장 별로 2~3개 내외  
업체가 과점 혹은 독점하는 시장

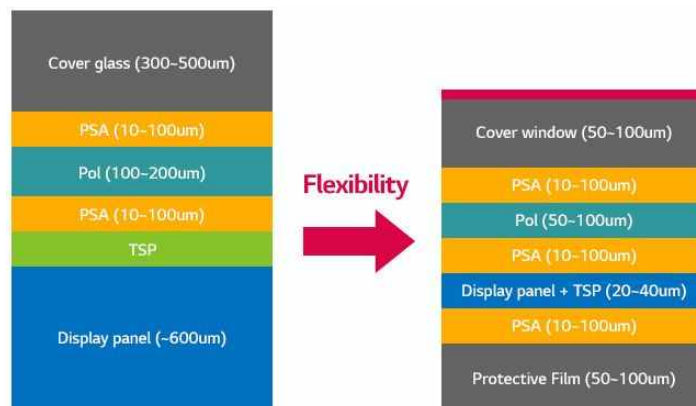
### (참고) OLED 패널 구조도 및 소재 시장 Breakdown

Flexible OLED 패널은 약 0.7mm 두께의 박막이다. 전체 두께의 45%가 PSA(Pressure Sensitive Adhesive Application) 류의 접착 소재이며, 30%는 커버 윈도우 및 보호 필름, 15%는 편광필름, 10%는 OLED로 구성된다. 두께가 가장 얇은 OLED 유기박막이 패널의 스펙을 결정하며 OLED 패널 부가가치의 가장 큰 부분이 해당 시장에서 창출된다.

OLED 구조도를 확대해보면 '그림 36'과 같다. OLED 두께는 위생랩 보다도 얇지만 그 안에 14개의 층위가 있다. 크게 발광층(Emissive Layer)과 공통층, 방어층으로 구분되며 발광층은 빛의 삼원색인 Red, Blue, Green 층으로, 공통층은 정공(Hole) 관련층과 전자(Electron) 관련층으로 다시 구분된다. 방어층은 발광층과 공통층 사이에서 전자와 정공의 과속사고를 방지해주는 역할을 담당한다. 발광층의 각 색 층은 다시 Host, Dopant 로 세분화(3x2=6) 되며, 정공/전자 관련층은 주입층, 수송층으로 세분화된다(2x2=4). 방어층은 정공을 방어하는 정공방어층 1개가 있고, 전자의 과속을 막아주는 전자방어층이 R,G,B별로 1개씩 있어, 총 3개로 구분된다. 결과적으로 OLED 소재 시장은 약 6+4+4=14개 층위로 구분되며 각 시장 별로 2~3개 내외의 업체가 과점 혹은 독점하는 시장으로 구성된다.

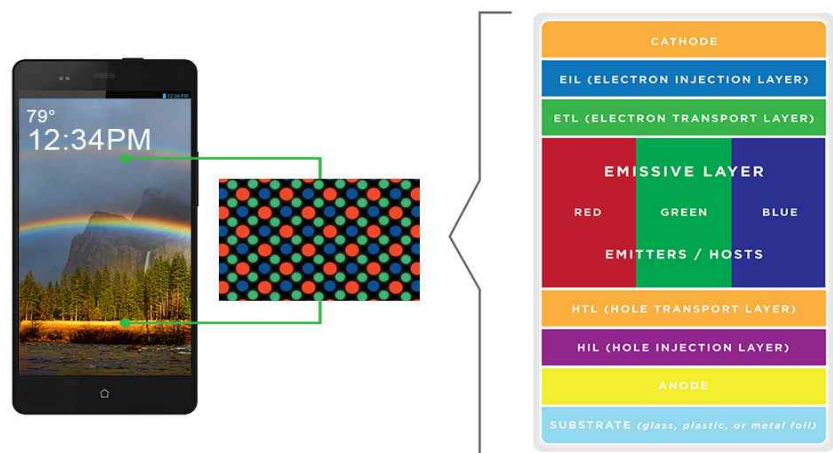
그림 36. OLED 패널 구조도 및 두께 (좌측이 Rigid OLED, 우측이 Flexible OLED)

Flexible OLED 패널 두께의 10%  
차지하는 유기 재료 부분이  
패널 스펙 결정



자료: LG디스플레이

그림 37. OLED 패널 구조도 세분화



자료: 하나금융투자

## (참고) OLED 소재 세부 설명

앞서 언급한 패널 재료 구조도에서 각 층별 역할은 다음과 같다(뒤 페이지 그림 참조).

### 공통층

EIL (Electron Injection Layer) : 전자 주입층으로, 음극과 맞닿는 부분이다. 외부에서 OLED 패널로 전자가 들어올 수 있도록 문을 열어주는 부분이다. OLED 패널의 대문 역할을 담당한다.

ETL (Electron Transfer Layer) : 전자 수송층으로, EIL을 통해 주입된 전자가 발광층으로 빠르게 이동할 수 있도록 도와주는, 스카이워크 혹은 에스컬레이터와 같은 역할을 담당한다.

HIL (Hole Injection Layer) : 정공 주입층으로, 양극과 맞닿는 부분이다. 외부에서 OLED 패널로 정공이 들어올 수 있도록 문을 열어주는 부분이다. 패널의 뒷문 역할을 담당한다.

HTL (Hole Transfer Layer) : 정공 수송층으로, HIL을 통해 주입된 정공이 발광층으로 빠르게 이동할 수 있도록 도와주는 역할을 담당한다.

### 발광층

Host : Red, Green, Blue 각 층의 주인 역할을 담당하는 층이다. 음극과 양극에서 들어온 전자와 정공을 효율적으로 모아주는 역할을 담당한다. 전자와 정공을 한 곳으로 소집하는 주 최자라는 의미에서 Host라고 지칭한다. 자체 발광능력은 낮지만 성막성이 높은 재료다. 발광층 구성 물질의 거의 대부분을 차지한다. 호스트가 모아온 전하, 즉 에너지를 도판트로 전달해줌으로써 발광 및 발색이 이뤄진다

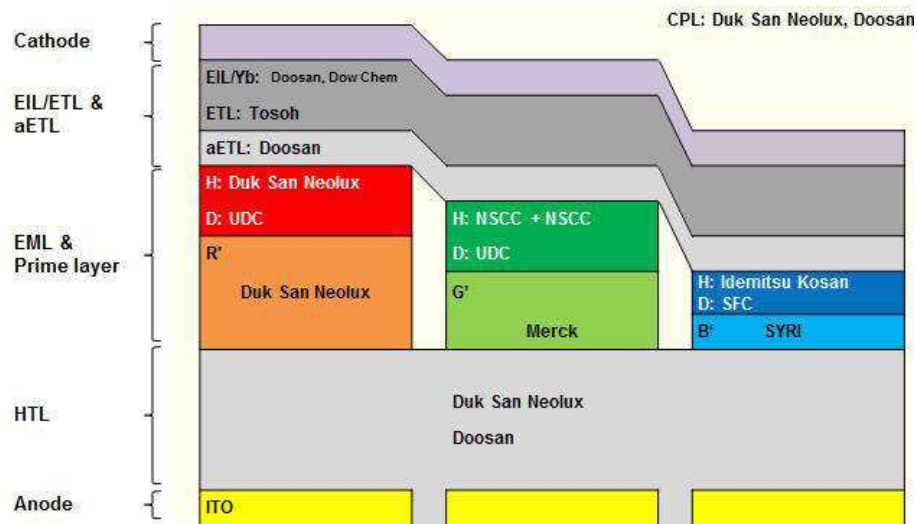
Dopant : 자체 발광능력은 높으나 단독으로는 성막할 수 없는 재료다. 발광층 무게에서 차지하는 비중은 매우 낮지만 단위당 판가가 매우 높다. 각 Host별 특성에 따라 0%~20% 내외의 도판트가 Host에 도핑되어 빛을 발한다.

### 방어층

aETL : HIL, HTL을 거친 정공의 이동속도가 너무 빨라 발광층까지 이동한 정공이 그 가속도를 못이겨 ETL까지 넘어가는 경우가 발생하는데 이렇게 되면 OLED 패널의 효율이 크게 감소한다. 이를 방지하기 위해 ETL과 발광층 사이에 정공방어층(Hole Blocking Layer)을 2015년 갤럭시 S6부터 추가하게되었다. 이를 aETL이라고 부른다.

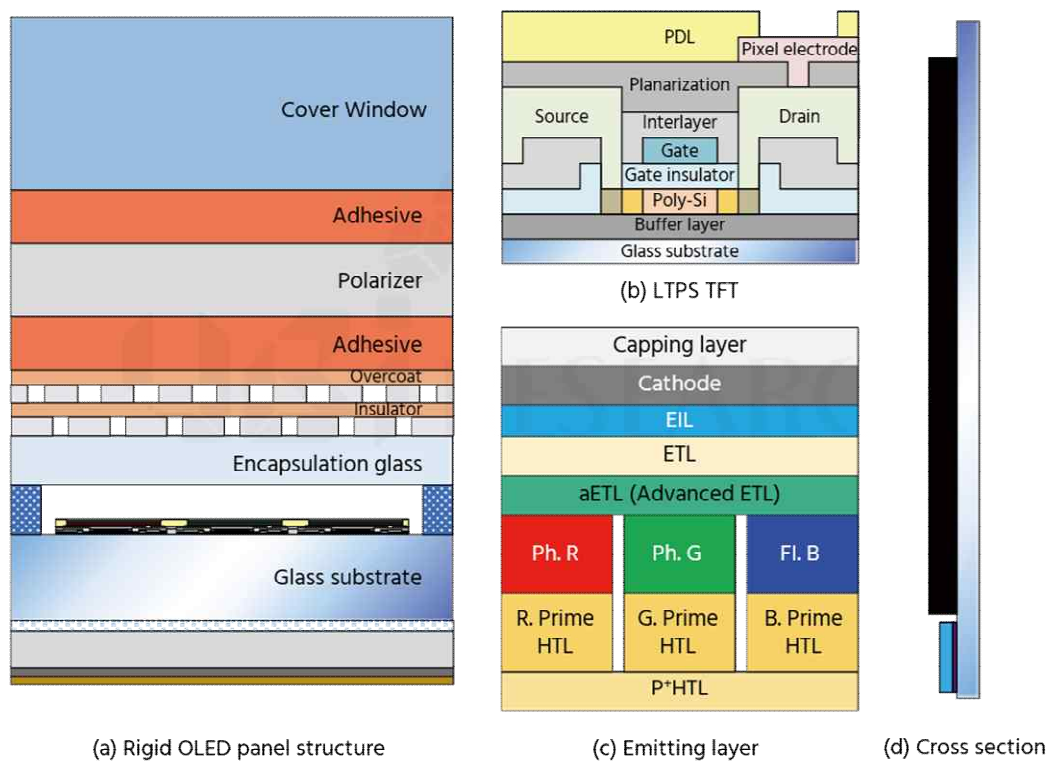
Prime : Red Prime, Green Prime, Blue Prime 과 같이 각 색별 Prime으로 구분되는 Prime 층은, EIL, ETL을 거쳐서 각 색별 호스트/도판트 층 까지 다다른 전자(Electron)가 그 가속도를 못이겨 HIL층까지 튕겨져 나가는 것을 막아주기 위한 전자방어층(Electron Blocking Layer)이다. 전자의 범람을 막아 OLED의 수명 및 효율을 높여주고 각 색상의 순도를 향상시켜준다.

그림 38. OLED 패널 재료 구조도



자료: 업계자료

그림 39. OLED 패널 재료 구조도



자료: 업계자료

## 2) 장비 : 수주 사이클은 아직 시작도 안됐다

향후 장비 업체들의 수주 공시 및 실적 턴어라운드 과정까지 아직 1년 이상 남은 상황

앞서 2-1)-(5) 장에서 언급한 삼성디스플레이의 6세대 중소형 Flexible OLED 관련 CAPEX 증가 예상 금액과, 2-2) 장에서 언급한 QD-OLED 관련 금액 합산한 2020년 삼성디스플레이의 CAPEX 예상 금액을 시나리오 별로 구분한 결과는 아래 '그림 40'과 같다. Base 시나리오에는 6세대 30K/월, 8세대 60K/월 를 기준으로 하여 총 9조원 투자를 전망하였다. 2018년 3조원, 2019년 4조원 대비 연간 투자 금액이 최소 2배 이상 증가하는 수치다. Bear 시나리오에는 6세대 15K/월, 8세대 30K/월 를 기준으로 총 5조원 투자, Bull 시나리오에는 6세대 60K/월, 8세대 90/월 를 기준으로 총 16조원 투자를 추산하였다.

한편, 중국의 올해 6세대 Flexible OLED 투자 규모는 약 90K/월 가 예상된다. 매년 중국 수주 절벽 우려 언급되고 있으나 삼성이 침투하지 않는 나머지 11억대 LCD 스마트폰 시장 침투를 위한 투자라는 측면에서 여전히 매년 60K/월 이상 투자 니즈 있다고 판단된다.

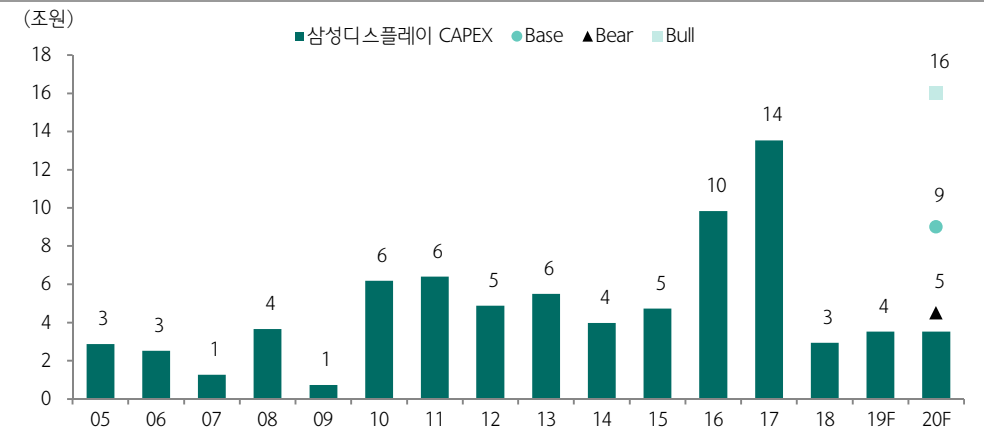
아래 '그림 41' 에 근거하면 삼성디스플레이 투자 증가 사이클 돌입 시 두 번의 상승 변곡점을 나타냈다 : 1) 장비 업체들의 수주 공시, 2) 장비 업체들의 실적 증가 초입단계. 이번 사이클의 경우 QD-OLED 관련한 투자가 공식화된 현 상황에서 2021년 제품 출시를 위해 2019년 말 장비 발주 시작될 것으로 전망하며, 앞 내용 근거했을 때 2020년 상반기중 6세대 Flexible OLED 투자 역시 시작될 것으로 전망한다. 이에 따라 장비/소재 업체들의 주가 상승 사이클은 2020년말까지 지속될 것으로 전망한다.

그림 40. 삼성디스플레이 CAPEX 종합

Base : 6세대 30K/월, 8세대 60K/월

Bear : 6세대 15K/월, 8세대 30K/월

Bull : 6세대 60K/월, 8세대 90/월



자료: Quantwise, 하나금융투자

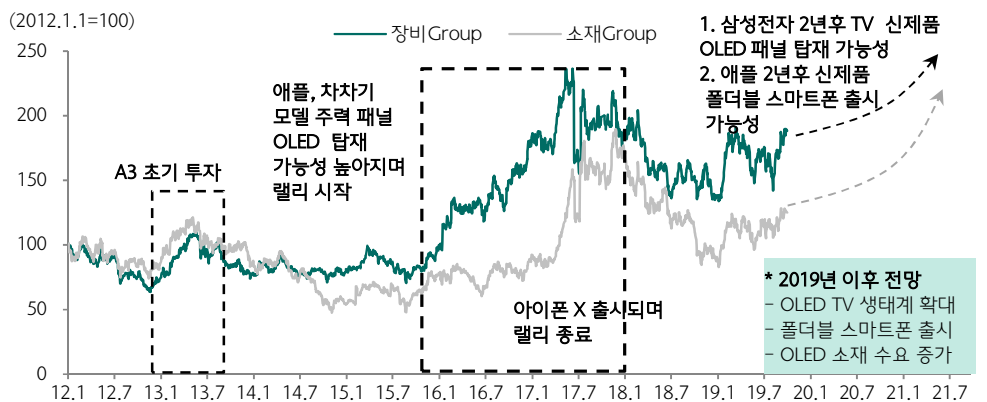
그림 41. OLED 장비/소재 업체 시가총액 추이

2021년 삼성전자 OLED TV 및 애플 폴더블 디바이스 출시 가능성

삼성디스플레이,

2019년 말 대형 OLED 투자 시작

2020년 상반기 중소형 OLED 투자 시작 전망



자료: Quantwise, 하나금융투자

## 3) Top Picks : 덕산네오룩스, AP시스템, 힘스

최선후주:

덕산네오룩스, AP시스템, 힘스

차선후주:

• 소재: 이녹스첨단소재, 두산솔루스

• 장비: 에스에프에이

전방 세트 메이커들의 폴더블 패널 수요 증가 및 이에 따른 패널 메이커들의 투자 증가 사이클 속에서 OLED 소재/장비 업체들의 수혜가 전망된다.

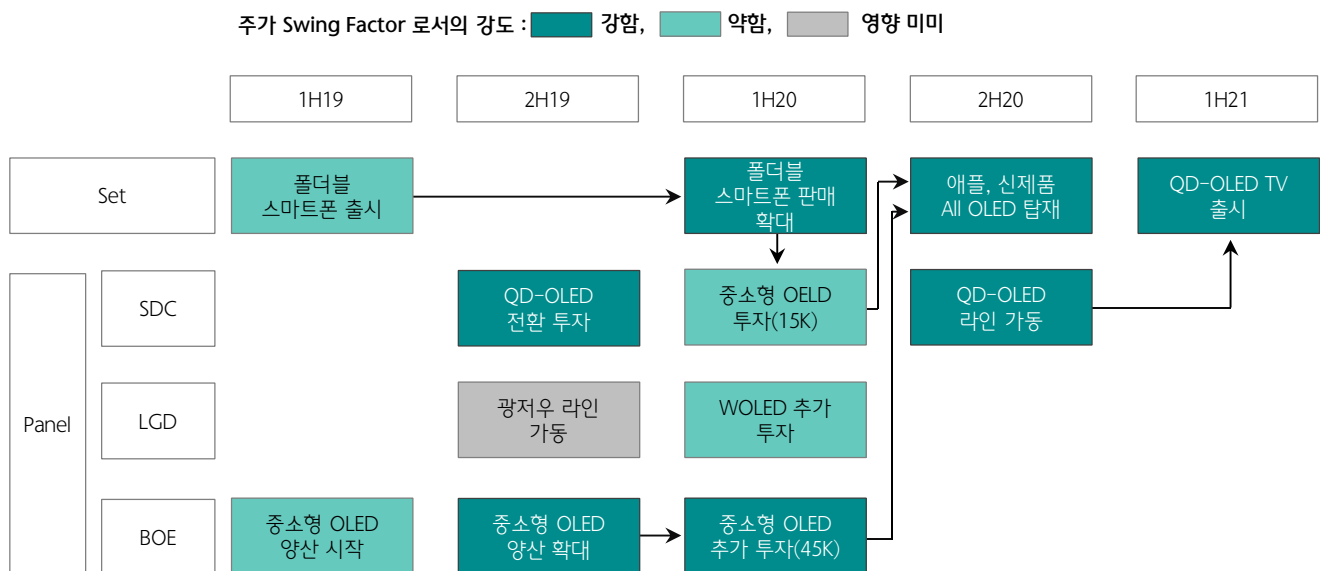
## 소재

관련 업체별로 OLED 관련 매출 비중을 살펴보면 덕산네오룩스의 경우 전체 매출의 100%가 OLED 유기재료 소재 매출이라는 점에서 가장 큰 수혜가 전망된다. 이녹스첨단소재 역시 OLED 소재의 매출 비중이 2020년 51%까지 상승하며 수혜가 확대될 전망이다. 두산솔루스의 OLED 소재 매출 비중은 전사 대비 25% 수준이며 영업이익 기여도는 이보다 높은 것으로 추정된다.

## 장비

에스에프에이는 일반 물류 부문의 수주 사이클에 따라 비중의 편차가 있으나 삼성디스플레이 투자가 최대치를 기록했던 2017년 당시 전체 매출의 77%가 OLED 관련 장비에서 발생한 바 있으며 삼성디스플레이의 OLED 라인 물류장비 독점 중이라는 점에서 향후 수혜가 전망된다. AP시스템의 경우 전체 매출의 98%가 OLED 관련 장비 매출이며, 역시 삼성 및 중국 패널 메이커 ELA 장비 시장을 독점하고 있다는 점에서 수혜가 전망된다. 힘스 또한 전체 매출의 98%가 OLED 관련 인장기이며, 삼성디스플레이 內 독점력을 바탕으로 2018년 말부터 중국 OLED 인장기 시장에 진출하기 시작하여 2019년 중국 OLED 인장기 시장 내 점유율은 약 80%까지 상승한 것으로 추정된다.

그림 42. 향후 2년간 OLED 관련 주요 이슈 및 최선후주



※최선후주 : 덕산네오룩스

※차선후주

- 소재 : 이녹스첨단소재
- 장비 : 에스에프에이, AP시스템

자료: 하나금융투자

표 5. OLED Supply Chain 분석

| 주요 공정          | 세부 공정              | 장비/소재      | 납품처별 장비업체                    |                                     |                                            |
|----------------|--------------------|------------|------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------------|
|                |                    |            | 삼성                           | LG                                  | 중국 및 기타업체                                  |
| 기판             | PI Varnish 도포      | Varnish    | 내재화(삼성-UBE)                  | SKC코오롱PI                            | SKC코오롱PI                                   |
|                | PI Curing          | PIC 장비     | 원익IPS                        | 비아트론                                | 원익IPS, 비아트론                                |
| TFT            | 열처리                |            | 원익IPS, 비아트론                  | 비아트론, Koyo                          | 원익IPS, 비아트론, YAC, Koyo                     |
|                | ELA                |            | AP시스템                        | JSW                                 | AP시스템, JSW                                 |
|                | 세정<br>(Cleaning)   | Wet / Dry  | DMS, 케이씨텍, F&S Tech          | DMS, 케이씨텍                           | DMS, 케이씨텍, 세메스, STI                        |
|                | 증착<br>(Deposition) | PECVD      | AKT, 원익IPS                   | AKT(미), 주성엔지니어링                     | AKT, 원익IPS, 주성엔지니어링                        |
|                |                    | Sputter    | 이루자(비)                       | 아바코                                 | AMAT, Ulvac, 아바코, 이루자(비)                   |
|                | 노광<br>(Exposure)   | Scanner    | Nikon, Canon                 | Nikon, Canon                        | Nikon, Canon                               |
|                |                    | Coater     | 케이씨텍, 세메스, STI               | DMS                                 | DNS, 카시야마, 케이씨텍                            |
|                | 식각<br>(Etching)    | Dry Etcher | 아이씨디, 원익IPS                  | 인베니아, 아이씨디, TEL                     | 인베니아, 아이씨디, TEL, 원익IPS                     |
|                |                    | Asher      | 아이씨디                         | 인베니아, 아이씨디                          | 인베니아, 아이씨디                                 |
|                |                    | Wet Etcher | 케이씨텍                         | DMS, 에스티아이                          | 세메스(비), DMS, 케이씨텍                          |
|                |                    | Stripper   | 케이씨텍, 세메스, F&S Tech          | DMS, 에스티아이                          | 세메스(비), DMS, 케이씨텍                          |
|                | 박리<br>(소재)         | 식각액(소재)    | 동진세미캠, 이엔에프테크, 솔브레인          | 동진세미캠, 이엔에프테크, 솔브레인                 | 동진세미캠, 이엔에프테크, 솔브레인                        |
|                |                    | 특수가스(소재)   | 효성, SK머티, Versum, 원익머티       | 효성, SK머티, Versum, 원익머티              | 효성, SK머티, Versum, 원익머티                     |
|                | 검사                 | AOI 등      | HB테크놀러지, Orbotech            | Orbotech                            | Orbotech                                   |
| 유기물 증착         | 증착<br>(Deposition) | Evaporator | Canon Tokki                  | YAS, Canon Tokki, 선익시스템             | Canon Tokki, SFA, 선익시스템                    |
|                |                    | HIL/HTL    | Idemitsu Kosan, 두산, DSNL     | Idemitsu Kosan                      | Idemitsu Kosan, 두산, DSNL                   |
|                |                    | Red        | 덕산네오룩스, Dow                  | LG화학, Dow                           | 덕산네오룩스, Dow                                |
|                |                    | Green      | 삼성SDI, UDC, 두산, NSSC         | IdemitsuKosan, Merck, Dow, 두산       | 삼성SDI, UDC, 두산, NSSC, IdemitsuKosan, Merck |
|                |                    | Blue       | Idemitsu Kosan, SFC, Dow     | Idemitsu Kosan                      | Idemitsu Kosan, Dow                        |
|                |                    | ETL/EIL    | 삼성SDI, LG화학, Dow, 두산         | Idemitsu Kosan, Dow, LG화학, 희성 금속(비) | 삼성SDI, LG화학, Dow, 두산                       |
|                | Mask               | 인장기        | 힘스                           | 한송네오텍, 케이피에스                        | 한송네오텍, 케이피에스, 힘스                           |
|                |                    | Mask       | DNP, 웨이브일렉트로                 | DNP                                 | DNP                                        |
|                |                    | Mask 세정    | 디바이스이엔지                      | 케이씨텍                                | 오카와                                        |
| OLED 봉지        | 봉지<br>(Encap)      | 봉지 장비      | AMAT, 원익IPS, Kateeva, AP시스템  | 주성엔지니어링, AMAT                       | AMAT, Kateeva, 원익IPS, 주성엔지니어링, 테스          |
| Laser Lift Off | LLO                | LLO 장비     | AP시스템                        | 이오테크닉스                              | AP시스템, 이오테크닉스                              |
| Base Film      | Base Film          | 필름         | SKC코오롱PI                     | SKC코오롱PI                            | SKC코오롱PI                                   |
| Cutting        | Cell-Cutting       | Cutting 장비 | 이오테크닉스, 필옵틱스                 | 이오테크닉스, 필옵틱스, 엘아이에스                 | 이오테크닉스, 필옵틱스, 엘아이에스, 제이스텍                  |
| Lamination     | Lamination         | Lami. 장비   | 토텍, 제이스텍, 에스에프에이             | 베셀, LG전자PRI                         | 베셀                                         |
|                | 기포제거               | Auto Clave | 에스티                          |                                     |                                            |
|                | Polarizer Cutting  | Cutting 장비 | 이오테크닉스, 제이스텍, 필옵틱스           | 이오테크닉스, 제이스텍, 필옵틱스                  | 엘아이에스                                      |
| PCB            | PCB Bonding        | Bonding 장비 | 제이스텍, 파인텍                    | LG전자PRI                             | 제이스텍                                       |
|                |                    | DDI        | 삼성전자 시스템LSI                  | 실리콘웍스                               | Novatek, 실리콘웍스, Himax                      |
|                |                    | FPCB       | 비에이치, 인터플렉스 등                | 비에이치, 인터플렉스 등                       | 편당, 비에이치, 인터플렉스 등                          |
|                |                    | FCCL       | 이녹스첨단소재                      | 이녹스첨단소재                             | 이녹스첨단소재                                    |
|                |                    | PI필름       | SKC코오롱PI                     | SKC코오롱PI                            | SKC코오롱PI                                   |
| 기타 후공정         | 물류                 | 물류 장비      | 에스에프에이, 토텍                   | 베셀                                  | 에스에프에이, 제우스, 베셀                            |
|                | 검사                 | 검사 장비      | HB테크놀러지, 영우디에스피, 케이맥, 탑엔지니어링 |                                     |                                            |

자료: 하나금융투자

## Top Picks 및 관심종목

|                  |    |
|------------------|----|
| 덕산네오룩스 (213420)  | 29 |
| AP시스템 (265520)   | 33 |
| 힘스 (238490)      | 37 |
| 에스에프에이 (056190)  | 41 |
| 이녹스첨단소재 (272290) | 45 |
| 두산솔루스 (336370)   | 49 |

2019년 11월 5일

# 덕산네오룩스 (213420)

## 어머, 이걸 사야돼

### OLED 소재 수요 폭발적인 증가 전망

최대 고객사인 삼성디스플레이의 2018년 모바일 OLED 패널 출하면적은 4.3km<sup>2</sup>로 추정되며, 향후 2021년까지 주요 세트 업체들의 OLED 패널 수요 증가 및 폴더블 스마트폰 출시로 삼성디스플레이의 모바일 OLED 출하면적은 6.9km<sup>2</sup>까지 증가할 전망이다. 한편, Unit 기준 1대당 면적이 스마트폰 대비 100배 증가하는 OLED TV(5.8 인치 스마트폰 및 65인치 TV 기준) 면적까지 감안하면 향후 글로벌 OLED 소재 수요는 폭발적으로 증가할 전망이다. 이에 따라 삼성디스플레이 HTL 시장 50%, Red Host 시장 50%, Red Prime 시장 독점 중인 덕산네오룩스 수혜가 확대될 전망이다. 특히, 2020년부터는 신제품 Green Prime 공급이 시작되면서 추가적인 실적 성장이 전망된다.

### 2020년 EPS 성장을 +59% 전망

2020년 실적은 매출 1,196억원(YoY +31%), 영업이익 265억원(YoY +56%)으로 가파른 성장이 전망된다. 1) 중국 주요 패널 업체들의 OLED 양산 돌입에 따른 소재 수요 증가, (Universal Display, 2020년까지 중국 모바일 OLED CAPA 150K/월 수준 전망), 2) 2020년 삼성의 대형 OLED 라인 투자 본격화에 따른 멀티플 상승, 3) 2020년 애플 신규 모델 전량 OLED 패널 탑재 및 삼성전자 폴더블 스마트폰 판매량 확대 기대감에 기반한 주가 흐름이라고 판단된다.

### 향후 실적 추정치 상향 여력 충분

덕산네오룩스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 31,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS에 최근 3년 평균 PER 29배를 적용하여 산출하였다. Universal Display가 Trailing PER 72배, 12M Fwd PER 42배를 부여받고 있는 상황에서 국내 유일한 OLED 유기 재료 전문 업체인 덕산네오룩스의 Multiple 역시 UDC와의 Valuation Gap을 메워나갈 것으로 전망한다. 특히 2020년 삼성 QD-OLED 라인 가동 및 중국 Flexible OLED CAPA 가동에 따른 실적 추정치 상향 여력 크다는 점에서 가격 매력 역시 높아질 것으로 판단한다.

### Top Picks

# BUY

| TP(12M): 31,000원 | CP(11월4일): 22,850원

### Key Data

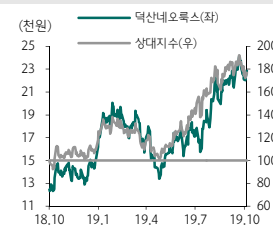
|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSDAQ 지수 (pt)   | 668.45        |
| 52주 최고/최저(원)     | 24,100/12,350 |
| 시가총액(십억원)        | 548.6         |
| 시가총액비중(%)        | 0.23          |
| 발행주식수(천주)        | 24,010.0      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 372.9         |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 7.7           |
| 19년 배당금(예상, 원)   | 0             |
| 19년 배당수익률(예상, %) | 0.00          |
| 외국인지분율(%)        | 12.22         |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| 이준호 외 9인         | 57.12         |

|       |       |      |      |
|-------|-------|------|------|
| 주가상승률 | 1M    | 6M   | 12M  |
| 절대    | 2.0   | 26.9 | 77.1 |
| 상대    | (5.1) | 44.7 | 83.0 |

### Consensus Data

|           | 2019  | 2020  |
|-----------|-------|-------|
| 매출액(십억원)  | 93.0  | 117.1 |
| 영업이익(십억원) | 17.4  | 25.6  |
| 순이익(십억원)  | 16.1  | 23.1  |
| EPS(원)    | 669   | 964   |
| BPS(원)    | 6,542 | 7,493 |

### Stock Price



### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2017  | 2018  | 2019F  | 2020F | 2021F |
|-----------|-----|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액       | 십억원 | 100.4 | 90.7  | 91.4   | 119.6 | 144.2 |
| 영업이익      | 십억원 | 18.4  | 20.3  | 17.0   | 26.5  | 31.7  |
| 세전이익      | 십억원 | 18.4  | 21.1  | 17.6   | 27.9  | 33.7  |
| 순이익       | 십억원 | 16.8  | 18.8  | 16.0   | 25.3  | 30.5  |
| EPS       | 원   | 699   | 784   | 665    | 1,054 | 1,272 |
| 증감률       | %   | 258.5 | 12.2  | (15.2) | 58.5  | 20.7  |
| PER       | 배   | 35.22 | 18.12 | 34.35  | 21.68 | 17.96 |
| PBR       | 배   | 4.82  | 2.42  | 3.49   | 3.01  | 2.58  |
| EV/EBITDA | 배   | 24.95 | 12.69 | 24.63  | 16.52 | 13.36 |
| ROE       | %   | 14.52 | 14.28 | 10.72  | 14.92 | 15.47 |
| BPS       | 원   | 5,107 | 5,876 | 6,541  | 7,595 | 8,868 |
| DPS       | 원   | 0     | 0     | 0      | 0     | 0     |



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

## 폴더블 디바이스와 OLED TV의 이중주

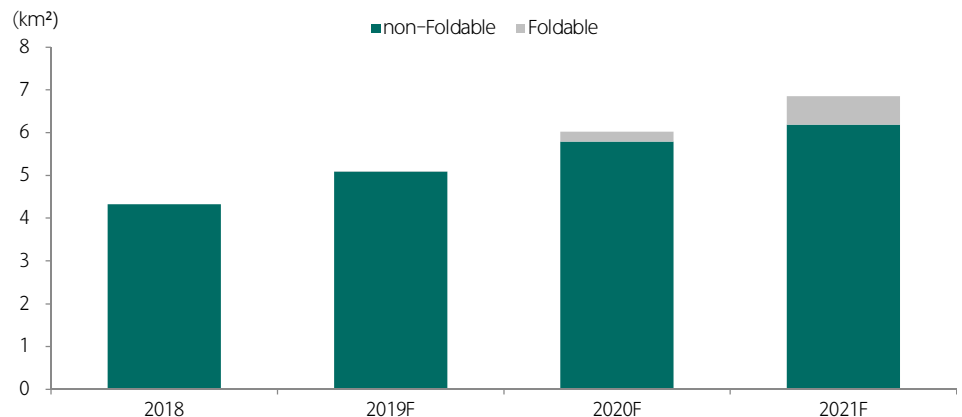
폴더블 디바이스 출시에 따른  
삼성디스플레이 모바일 OLED 패널  
출하 면적 증가 수혜

삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 면적은 향후 폴더블 디바이스 출시와 함께 그 증가 추세가 더욱 가속화될 전망이다. 2018년 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 약 4.2억대 (Flexible 1.5억대, Rigid 2.7억대)로 추정된다. 하이엔드~미들엔드 스마트폰 시장 평균 사이즈인 5.8인치(가로길이 7cm, 세로길이 14.7cm)를 기준으로 면적 계산시(대당 면적  $103\text{cm}^2$ ) 삼성디스플레이의 2018년 모바일 OLED 패널 출하면적은 약  $4.3\text{km}^2$ 다. 향후 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 2019년 4.8억대, 2020년 5.3억대, 2021년 5.5억대로 증가할 전망이며 평균 인치 상승에 따라 출하 면적은 2019년  $5.1\text{km}^2$ , 2020년  $5.8\text{km}^2$ , 2021년  $6.2\text{km}^2$ 로 증가할 전망이다.

한편, Unit 기준 1대당 면적이 스마트폰 대비 100배 증가하는 OLED TV(5.8인치 스마트폰 및 65인치 TV 기준) 면적 감안하면 OLED 소재 수요는 폭발적으로 증가할 전망이다. LG디스플레이가 유일한 플레이어였던 OLED TV 패널 시장은 출하면적 기준 성장률이 최근 4년간 지속적으로 하락해왔으나 전년대비 성장률은 2019년부터 매년 +31% → +79% → +106%로 성장폭이 가파르게 확대될 전망이다.

그림 1. 삼성디스플레이 Flexible OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

삼성디스플레이 모바일 OLED 패널  
출하면적 전망 :  
2018년  $4.3\text{km}^2$  → 2021년  $6.9\text{km}^2$

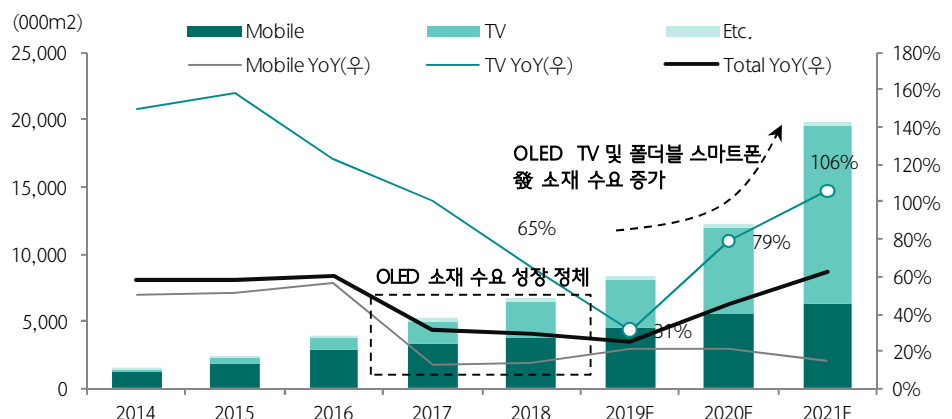


자료: 하나금융투자

그림 2. Application별 OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

2019년을 기점으로 하여 OLED  
패널 출하 면적 증가율 반등 전망

OLED TV 및 폴더블 스마트폰  
중심으로 OLED 소재 수요 증가 전망



자료: IHS, DSCC, 하나금융투자

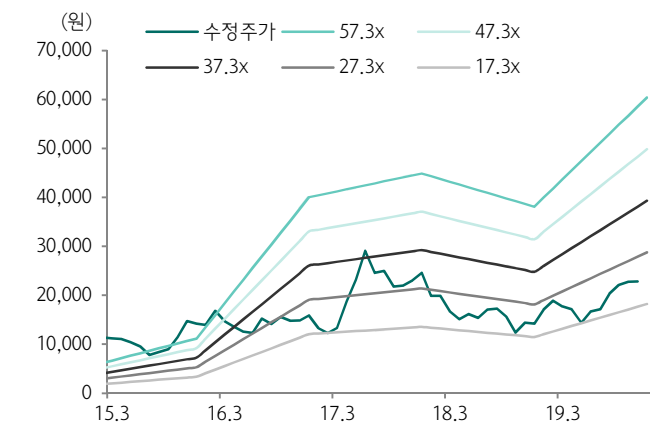
표 1. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

|               | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18         | 4Q18         | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19F        | 4Q19F        | 2018         | 2019F        | 2020F        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>    | <b>22.7</b>  | <b>22.3</b>  | <b>24.9</b>  | <b>20.7</b>  | <b>19.3</b>  | <b>22.6</b>  | <b>25.4</b>  | <b>24.1</b>  | <b>90.7</b>  | <b>91.4</b>  | <b>119.6</b> |
| YoY           | 16%          | -16%         | -10%         | -21%         | -15%         | 1%           | 2%           | 16%          | -10%         | 1%           | 31%          |
| QoQ           | -13%         | -2%          | 12%          | -17%         | -7%          | 17%          | 12%          | -5%          |              |              |              |
| HTL & R-Prime | 17.6         | 16.8         | 19.5         | 18.3         | 15.1         | 17.9         | 21.7         | 20.0         | 72.1         | 74.7         | 95.7         |
| Red Host      | 5.1          | 5.6          | 5.4          | 2.4          | 4.2          | 4.7          | 3.7          | 4.1          | 18.6         | 16.7         | 23.8         |
| <b>영업이익</b>   | <b>3.6</b>   | <b>4.2</b>   | <b>7.5</b>   | <b>4.9</b>   | <b>2.2</b>   | <b>3.9</b>   | <b>5.6</b>   | <b>5.3</b>   | <b>20.3</b>  | <b>17.0</b>  | <b>26.5</b>  |
| YoY           | 1%           | -16%         | 25%          | 31%          | -41%         | -7%          | -25%         | 8%           | 10%          | -16%         | 56%          |
| QoQ           | -2%          | 15%          | 79%          | -35%         | -56%         | 83%          | 44%          | -6%          |              |              |              |
| <b>영업이익률</b>  | <b>16.1%</b> | <b>18.8%</b> | <b>30.3%</b> | <b>23.7%</b> | <b>11.1%</b> | <b>17.4%</b> | <b>22.3%</b> | <b>21.9%</b> | <b>18.3%</b> | <b>22.4%</b> | <b>18.6%</b> |

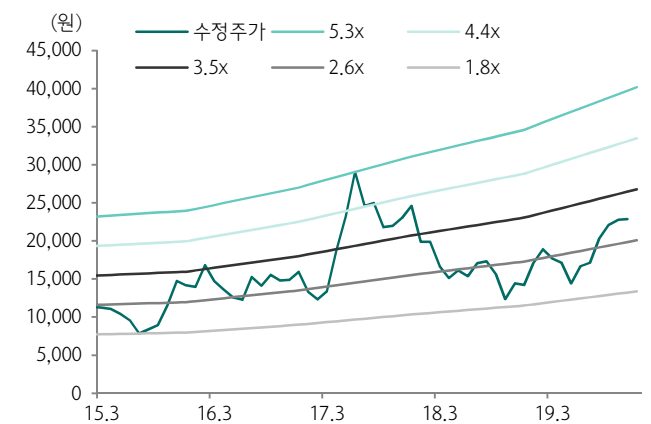
자료: 하나금융투자

그림 3. 덕산네오룩스 12M Fwd PER 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 4. 덕산네오룩스 12M Fwd PBR 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서          | (단위: 십억원)    |             |             |              |              |
|----------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
|                | 2017         | 2018        | 2019F       | 2020F        | 2021F        |
| <b>매출액</b>     | <b>100.4</b> | <b>90.7</b> | <b>91.4</b> | <b>119.6</b> | <b>144.2</b> |
| 매출원가           | 68.2         | 60.6        | 62.8        | 77.6         | 94.1         |
| 매출총이익          | 32.2         | 30.1        | 28.6        | 42.0         | 50.1         |
| 판매비            | 13.9         | 9.8         | 11.6        | 15.5         | 18.5         |
| <b>영업이익</b>    | <b>18.4</b>  | <b>20.3</b> | <b>17.0</b> | <b>26.5</b>  | <b>31.7</b>  |
| 금융손익           | 0.1          | 0.5         | 0.3         | 1.4          | 2.0          |
| 종속/관계기업손익      | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| 기타영업외손익        | (0.1)        | 0.4         | 0.3         | 0.0          | 0.0          |
| <b>세전이익</b>    | <b>18.4</b>  | <b>21.1</b> | <b>17.6</b> | <b>27.9</b>  | <b>33.7</b>  |
| 법인세            | 1.6          | 2.3         | 1.6         | 2.6          | 3.2          |
| 계속사업이익         | 16.8         | 18.8        | 16.0        | 25.3         | 30.5         |
| 중단사업이익         | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>   | <b>16.8</b>  | <b>18.8</b> | <b>16.0</b> | <b>25.3</b>  | <b>30.5</b>  |
| 비지배주주지분 손이익    | 0.0          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>16.8</b>  | <b>18.8</b> | <b>16.0</b> | <b>25.3</b>  | <b>30.5</b>  |
| 지배주주지분포괄이익     | 17.0         | 18.5        | 16.0        | 25.3         | 30.5         |
| NOPAT          | 16.8         | 18.1        | 15.5        | 24.0         | 28.7         |
| EBITDA         | 21.7         | 24.0        | 21.0        | 30.5         | 35.7         |
| <b>성장성(%)</b>  |              |             |             |              |              |
| 매출액증가율         | 137.4        | (9.7)       | 0.8         | 30.9         | 20.6         |
| NOPAT증가율       | 309.8        | 7.7         | (14.4)      | 54.8         | 19.6         |
| EBITDA증가율      | 197.3        | 10.6        | (12.5)      | 45.2         | 17.0         |
| 영업이익증가율        | 371.8        | 10.3        | (16.3)      | 55.9         | 19.6         |
| (지배주주)순이익증가율   | 257.4        | 11.9        | (14.9)      | 58.1         | 20.6         |
| EPS증가율         | 258.5        | 12.2        | (15.2)      | 58.5         | 20.7         |
| <b>수익성(%)</b>  |              |             |             |              |              |
| 매출총이익률         | 32.1         | 33.2        | 31.3        | 35.1         | 34.7         |
| EBITDA이익률      | 21.6         | 26.5        | 23.0        | 25.5         | 24.8         |
| 영업이익률          | 18.3         | 22.4        | 18.6        | 22.2         | 22.0         |
| 계속사업이익률        | 16.7         | 20.7        | 17.5        | 21.2         | 21.2         |

| 투자지표           | 2017   | 2018    | 2019F  | 2020F   | 2021F   |
|----------------|--------|---------|--------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b> |        |         |        |         |         |
| EPS            | 699    | 784     | 665    | 1,054   | 1,272   |
| BPS            | 5,107  | 5,876   | 6,541  | 7,595   | 8,868   |
| CFPS           | 1,063  | 972     | 898    | 1,271   | 1,486   |
| EBITDAPS       | 904    | 998     | 874    | 1,271   | 1,486   |
| SPS            | 4,182  | 3,777   | 3,806  | 4,979   | 6,008   |
| DPS            | 0      | 0       | 0      | 0       | 0       |
| <b>주기지표(배)</b> |        |         |        |         |         |
| PER            | 35.2   | 18.1    | 34.4   | 21.7    | 18.0    |
| PBR            | 4.8    | 2.4     | 3.5    | 3.0     | 2.6     |
| PCFR           | 23.1   | 14.6    | 25.5   | 18.0    | 15.4    |
| EV/EBITDA      | 25.0   | 12.7    | 24.6   | 16.5    | 13.4    |
| PSR            | 5.9    | 3.8     | 6.0    | 4.6     | 3.8     |
| <b>재무비율(%)</b> |        |         |        |         |         |
| ROE            | 14.5   | 14.3    | 10.7   | 14.9    | 15.5    |
| ROA            | 12.5   | 12.2    | 9.5    | 13.2    | 13.6    |
| ROIC           | 21.7   | 19.6    | 14.1   | 19.5    | 22.3    |
| 부채비율           | 21.9   | 13.7    | 12.4   | 14.3    | 13.2    |
| 순부채비율          | (39.8) | (26.1)  | (20.2) | (24.5)  | (33.8)  |
| 이자보상배율(배)      | 890.0  | 1,132.1 | 718.5  | 1,092.4 | 1,110.8 |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표          | (단위: 십억원)    |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2017         | 2018         | 2019F        | 2020F        | 2021F        |
| <b>유동자산</b>    | <b>76.7</b>  | <b>72.1</b>  | <b>73.5</b>  | <b>101.2</b> | <b>133.1</b> |
| 금융자산           | 49.8         | 38.5         | 34.3         | 47.4         | 74.8         |
| 현금성자산          | 47.7         | 38.2         | 34.0         | 46.9         | 74.3         |
| 매출채권 등         | 6.9          | 7.9          | 9.2          | 12.6         | 13.7         |
| 재고자산           | 17.9         | 23.5         | 27.3         | 37.4         | 40.6         |
| 기타유동자산         | 2.1          | 2.2          | 2.7          | 3.8          | 4.0          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>72.5</b>  | <b>88.2</b>  | <b>102.9</b> | <b>107.1</b> | <b>107.7</b> |
| 투자자산           | 0.5          | 12.0         | 13.9         | 19.2         | 20.8         |
| 금융자산           | 0.5          | 12.0         | 13.9         | 19.2         | 20.8         |
| 유형자산           | 42.3         | 45.5         | 45.8         | 44.8         | 44.0         |
| 무형자산           | 29.5         | 30.6         | 30.6         | 30.5         | 30.4         |
| 기타비유동자산        | 0.2          | 0.1          | 12.6         | 12.6         | 12.5         |
| <b>자산총계</b>    | <b>149.2</b> | <b>160.3</b> | <b>176.4</b> | <b>208.3</b> | <b>240.9</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>19.6</b>  | <b>13.7</b>  | <b>12.1</b>  | <b>16.2</b>  | <b>17.5</b>  |
| 금융부채           | 1.0          | 1.7          | 1.8          | 2.1          | 2.2          |
| 매입채무 등         | 15.7         | 8.7          | 10.2         | 14.0         | 15.1         |
| 기타유동부채         | 2.9          | 3.3          | 0.1          | 0.1          | 0.2          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>7.1</b>   | <b>5.7</b>   | <b>7.3</b>   | <b>9.8</b>   | <b>10.6</b>  |
| 금융부채           | 0.0          | 0.0          | 0.7          | 0.7          | 0.7          |
| 기타비유동부채        | 7.1          | 5.7          | 6.6          | 9.1          | 9.9          |
| <b>부채총계</b>    | <b>26.8</b>  | <b>19.4</b>  | <b>19.5</b>  | <b>26.0</b>  | <b>28.1</b>  |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>122.5</b> | <b>140.9</b> | <b>156.9</b> | <b>182.2</b> | <b>212.8</b> |
| 자본금            | 4.8          | 4.8          | 4.8          | 4.8          | 4.8          |
| 자본잉여금          | 93.8         | 93.8         | 93.8         | 93.8         | 93.8         |
| 자본조정           | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.3          |
| 기타포괄이익누계액      | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 이익잉여금          | 23.6         | 42.1         | 58.0         | 83.3         | 113.9        |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| <b>자본총계</b>    | <b>122.5</b> | <b>140.9</b> | <b>156.9</b> | <b>182.2</b> | <b>212.8</b> |
| 순금융부채          | (48.8)       | (36.8)       | (31.8)       | (44.6)       | (71.8)       |

| 현금흐름표            | (단위: 십억원)    |               |               |              |              |
|------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
|                  | 2017         | 2018          | 2019F         | 2020F        | 2021F        |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>19.7</b>  | <b>8.2</b>    | <b>18.0</b>   | <b>21.0</b>  | <b>31.9</b>  |
| 당기순이익            | 16.8         | 18.8          | 16.0          | 25.3         | 30.5         |
| 조정               | 9.3          | 4.9           | 3.5           | 4.0          | 4.0          |
| 감가상각비            | 3.3          | 3.6           | 4.0           | 4.1          | 4.0          |
| 외환거래손익           | 0.5          | 0.1           | 0.3           | 0.0          | 0.0          |
| 지분법손익            | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 기타               | 5.5          | 1.2           | (0.8)         | (0.1)        | 0.0          |
| 영업활동자산부채 변동      | (6.4)        | (15.5)        | (1.5)         | (8.3)        | (2.6)        |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>(0.8)</b> | <b>(17.7)</b> | <b>(18.7)</b> | <b>(8.3)</b> | <b>(4.7)</b> |
| 투자자산감소(증가)       | 0.1          | (11.5)        | (1.9)         | (5.2)        | (1.6)        |
| 유형자산감소(증가)       | (10.4)       | (6.4)         | (4.0)         | (3.0)        | (3.0)        |
| 기타               | 9.5          | 0.2           | (12.8)        | (0.1)        | (0.1)        |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>(0.0)</b> | <b>0.0</b>    | <b>(3.4)</b>  | <b>0.3</b>   | <b>0.1</b>   |
| 금융부채증가(감소)       | 0.0          | 0.7           | 0.8           | 0.3          | 0.1          |
| 자본증가(감소)         | (0.0)        | 0.0           | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 기타재무활동           | 0.0          | (0.7)         | (4.2)         | 0.0          | 0.0          |
| 배당지급             | 0.0          | 0.0           | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>18.4</b>  | <b>(9.6)</b>  | <b>(4.2)</b>  | <b>13.0</b>  | <b>27.3</b>  |
| Unlevered CFO    | 25.5         | 23.3          | 21.6          | 30.5         | 35.7         |
| Free Cash Flow   | 9.3          | 1.7           | 14.0          | 18.0         | 28.9         |

2019년 11월 5일

# AP시스템 (265520)

## OLED 싸이클에는 AP시스템

### 삼성디스플레이 투자 증가 사이클 돌입, OLED 대장주 귀환

삼성디스플레이 ELA 장비 시장 독점력을 바탕으로 향후 삼성 디스플레이 및 중국 패널 업체 투자 증가 사이클에서의 수혜가 전망된다. 삼성디스플레이의 연간 CAPEX가 2017년 14조원으로 역대 최대치를 기록한 이후 2018년 2.9조원, 2019년 3.5조원으로 급감했으나 2020년부터 삼성디스플레이 CAPEX가 8세대 QD-OLED 및 6세대 Flexible OLED 투자 돌입으로 최소 6조원 ~ 최대 14조원까지 증가할 것으로 전망되며 이에 따라 AP시스템 주가 역시 상승 추세를 지속해 나갈 것으로 전망한다.

### 2020년 영업이익 YoY +67% 증가 전망

2020년 실적은 매출 6,767억원(YoY +45%), 영업이익 482억원(YoY +67%)으로 가파른 성장을 재개할 전망이다. 1) 폴더블 디바이스 생태계 확장에 따른 OLED 수요 증가로, 삼성디스플레이의 6세대 Flexible OLED 투자가 2020년 상반기 중 시작될 것으로 전망하며, 중국 패널 메이커들 역시 연간 60K/월 이상 투자를 지속하며 해당 시장 내 ELA 장비 독점 중인 AP시스템 수혜가 전망된다. 2) 한편, 애플의 2020년 신제품 3가지 모두 OLED 탑재 가능성이 높다고 판단되며, 이에 따라 삼성디스플레이의 2020년 Flexible OLED 라인 가동률이 크게 상승하며 고객사 가동률에 연동되는 Parts 부문 매출이 2019년 대비 +42% 증가할 전망이다.

### 향후 2년간 실적 대폭 성장 전망, 주가는 지금부터 시작

AP시스템에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 35,000원을 유지한다. 부품 비즈니스 성격의 Parts 매출 비중이 42%까지 상승하며 일반 장비 업체 대비 Valuation Premium 부여 가능하다고 판단된다. 현 주가는 2020년 실적 추정치 대비 11배, 2021년 대비 6배 수준으로, 삼성디스플레이 투자 상승 사이클 당시(2016년)의 PER 23배 대비 저평가 상태라고 판단된다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 35,000원 | CP(11월4일): 28,050원

#### Key Data

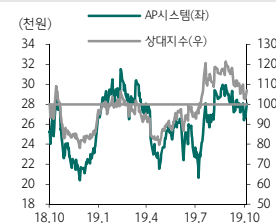
|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSDAQ 지수 (pt)   | 668.45        |
| 52주 최고/최저(원)     | 31,500/20,400 |
| 시가총액(십억원)        | 406.2         |
| 시가총액비중(%)        | 0.17          |
| 발행주식수(천주)        | 14,480.2      |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 315.5         |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 8.7           |
| 19년 배당금(예상, 원)   | 150           |
| 19년 배당수익률(예상, %) | 0.53          |
| 외국인지분율(%)        | 12.89         |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| AP스홀딩스 외 3인      | 22.70         |

|       |       |        |      |
|-------|-------|--------|------|
| 주가상승률 | 1M    | 6M     | 12M  |
| 절대    | (5.8) | (10.6) | 21.3 |
| 상대    | (7.0) | (6.2)  | 16.9 |

#### Consensus Data

|           | 2019  | 2020   |
|-----------|-------|--------|
| 매출액(십억원)  | 496.6 | 819.9  |
| 영업이익(십억원) | 28.7  | 63.4   |
| 순이익(십억원)  | 17.3  | 47.0   |
| EPS(원)    | 1,033 | 3,099  |
| BPS(원)    | 7,987 | 10,916 |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2017  | 2018  | 2019F  | 2020F  | 2021F   |
|-----------|-----|-------|-------|--------|--------|---------|
| 매출액       | 십억원 | 962.4 | 714.2 | 467.8  | 676.7  | 1,209.7 |
| 영업이익      | 십억원 | 26.2  | 45.8  | 28.9   | 48.2   | 84.7    |
| 세전이익      | 십억원 | 26.3  | 27.9  | 23.7   | 49.2   | 86.5    |
| 순이익       | 십억원 | 19.1  | 25.2  | 17.9   | 38.0   | 66.7    |
| EPS       | 원   | 1,495 | 1,651 | 1,170  | 2,484  | 4,367   |
| 증감률       | %   | N/A   | 10.4  | (29.1) | 112.3  | 75.8    |
| PER       | 배   | 23.48 | 13.14 | 23.97  | 11.29  | 6.42    |
| PBR       | 배   | 5.99  | 3.04  | 3.44   | 2.67   | 1.90    |
| EV/EBITDA | 배   | 15.47 | 7.27  | 11.60  | 8.13   | 4.19    |
| ROE       | %   | 21.33 | 25.75 | 15.64  | 27.08  | 35.06   |
| BPS       | 원   | 5,856 | 7,127 | 8,164  | 10,507 | 14,732  |
| DPS       | 원   | 0     | 150   | 150    | 150    | 150     |



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

삼성디스플레이의 6세대 중소형 Flexible OLED 관련 CAPEX 증가 예상 금액과, QD-OLED 관련 금액 합산한 2020년 삼성디스플레이의 CAPEX 예상 금액을 시나리오 별로 구분한 결과는 아래 '그림 1'과 같다. Base 시나리오는 6세대 30K/월, 8세대 60K/월 를 기준으로 하여 총 9조원 투자를 전망하였다. 2018년 3조원, 2019년 4조원 대비 연간 금액은 최소 2배 이상 증가하는 수치다. Bear 시나리오는 6세대 15K/월, 8세대 30K/월 를 기준으로 총 5조원투자, Bull 시나리오는 6세대 60K/월, 8세대 90/월 를 기준으로 총 16조원 투자를 추산하였다.

한편, 중국의 올해 6세대 Flexible OLED 투자 규모는 약 90K/월 가 예상된다. 매년 중국 수주 절벽 우려 언급되고 있으나 삼성이 침투하지 않는 나머지 11억대 LCD 스마트폰 시장 침투를 위한 투자라는 측면에서 여전히 매년 60K/월 이상 투자 니즈 있다고 판단된다.

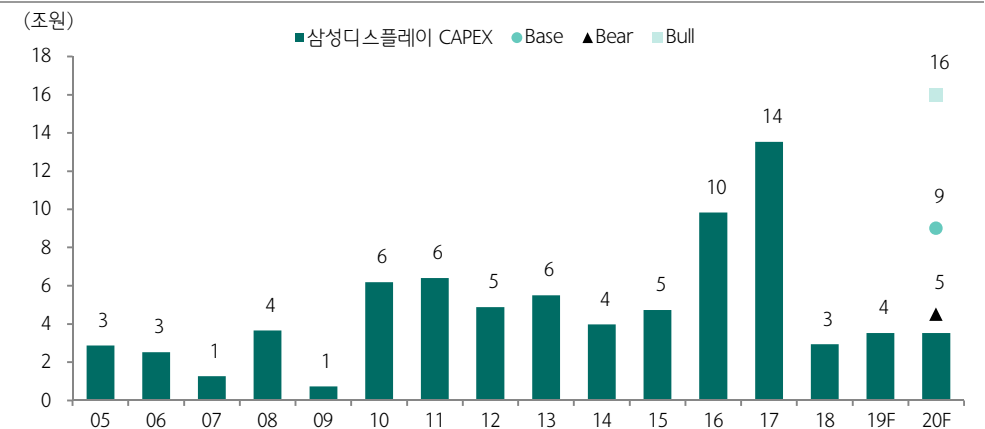
아래 '그림 2' 에 근거하면 삼성디스플레이 투자 증가 사이클 돌입 시 두 번의 상승 변곡점을 나타냈다 : 1) 장비 업체들의 수주 공시, 2) 장비 업체들의 실적 증가 초입단계. 이번 사이클의 경우 QD-OLED 관련한 투자가 공식화된 현 상황에서 2021년 제품 출시를 위해 2019년 말 장비 발주 시작될 것으로 전망하며, 앞 내용 근거했을 때 2020년 상반기중 6세대 Flexible OLED 투자 역시 시작될 것으로 전망한다. 이에 따라 장비/소재 업체들의 주가 상승 사이클은 2020년말까지 지속될 것으로 전망한다.

그림 1. 삼성디스플레이 CAPEX 종합

Base : 6세대 30K/월, 8세대 60K/월

Bear : 6세대 15K/월, 8세대 30K/월

Bull : 6세대 60K/월, 8세대 90/월



자료: Quantwise, 하나금융투자

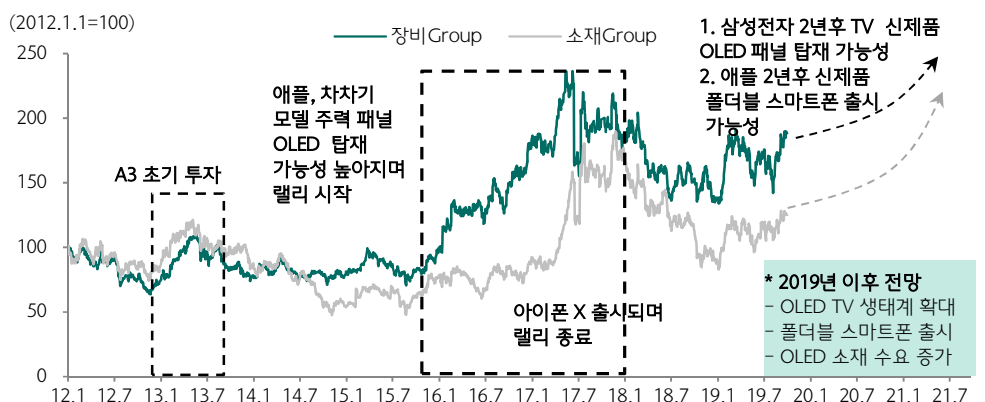
그림 2. OLED 장비/소재 업체 시가총액 추이

2021년 삼성전자 OLED TV 및 애플 폴더블 디바이스 출시 가능성

삼성디스플레이,

2019년 말 대형 OLED 투자 시작

2020년 상반기 중소형 OLED 투자 시작 전망



자료: Quantwise, 하나금융투자

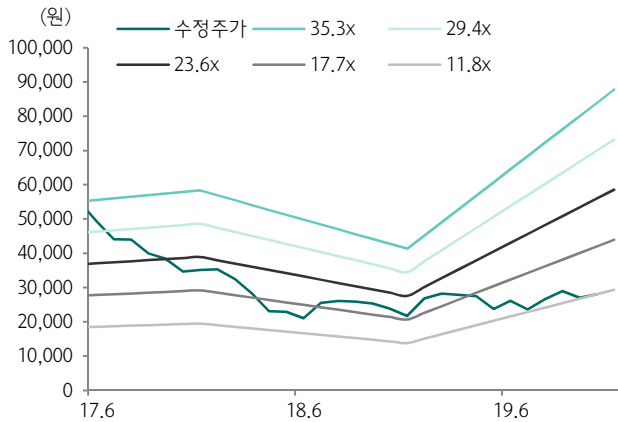
표 1. AP시스템 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

|          | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18  | 1Q19 | 2Q19  | 3Q19F | 4Q19F | 2017  | 2018  | 2019F | 2020F |
|----------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 147.3 | 185.2 | 219.4 | 162.2 | 87.2 | 144.8 | 68.8  | 167.0 | 962.4 | 714.2 | 467.8 | 676.7 |
| OLED 장비  | 130.2 | 177.7 | 204.6 | 158.5 | 80.8 | 138.2 | 62.1  | 160.7 | 912.2 | 667.7 | 441.8 | 651.3 |
| 반도체 장비   | 16.6  | 7.5   | 12.1  | 2.0   | 4.5  | 4.6   | 4.6   | 4.6   | 30.5  | 38.2  | 18.3  | 18.4  |
| 기타       | 0.5   | -     | 2.7   | 1.7   | 1.9  | 2.0   | 2.1   | 1.7   | 9.5   | 4.8   | 7.8   | 7.0   |
| 영업이익     | 10.6  | 9.2   | 19.1  | 6.8   | 3.2  | 10.9  | 3.4   | 11.4  | 26.2  | 45.8  | 28.9  | 48.2  |
| OPM      | 7.2%  | 5.0%  | 8.7%  | 4.2%  | 3.7% | 7.5%  | 4.9%  | 6.8%  | 2.7%  | 6.4%  | 6.2%  | 7.1%  |
| 부문별 매출비중 |       |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |       |
| OLED 장비  | 88%   | 96%   | 93%   | 98%   | 93%  | 95%   | 90%   | 96%   | 95%   | 93%   | 94%   | 96%   |
| 반도체 장비   | 11%   | 4%    | 6%    | 1%    | 5%   | 3%    | 7%    | 3%    | 3%    | 5%    | 4%    | 3%    |
| 기타       | 0%    | 0%    | 1%    | 1%    | 2%   | 1%    | 3%    | 1%    | 1%    | 1%    | 2%    | 1%    |

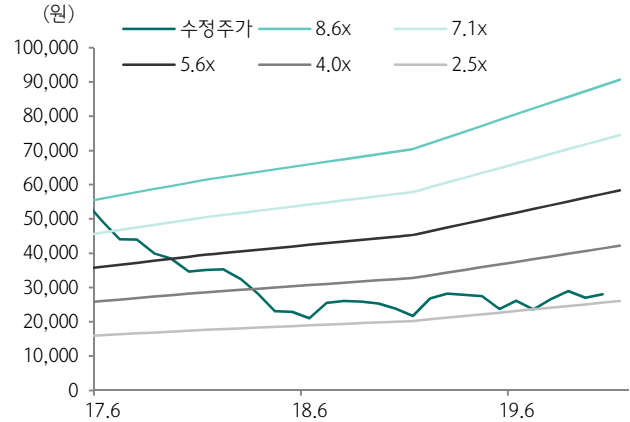
자료: 하나금융투자

그림 2. AP시스템 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자  
주 :2017년 9월 분할 재상장 이후

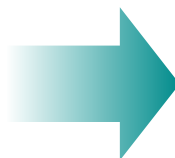
그림 2. AP시스템 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자  
주 :2017년 9월 분할 재상장 이후

그림 3. ELA 시장 규모 추정

| Flexible OLED 패널구조도 |
|---------------------|
| Encapsulation       |
| OLED                |
| TFT                 |
| PI                  |



| TFT 공정 관련 주요 장비 시장 규모 |               |
|-----------------------|---------------|
| 주요 시장 Category        | 한 라인(15K/월) 당 |
| ELA                   | 700억원         |
| 열처리                   | 150억원         |

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |        |        |       |         |
|--------------|-----------|--------|--------|-------|---------|
|              | 2017      | 2018   | 2019F  | 2020F | 2021F   |
| 매출액          | 962.4     | 714.2  | 467.8  | 676.7 | 1,209.7 |
| 매출원가         | 900.3     | 613.1  | 395.3  | 575.2 | 1,028.3 |
| 매출총이익        | 62.1      | 101.1  | 72.5   | 101.5 | 181.4   |
| 판매비          | 35.9      | 55.4   | 43.6   | 53.3  | 96.7    |
| 영업이익         | 26.2      | 45.8   | 28.9   | 48.2  | 84.7    |
| 금융손익         | 2.3       | (10.2) | (6.0)  | 1.0   | 1.8     |
| 종속/관계기업손익    | 0.0       | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0     |
| 기타영업외손익      | (2.1)     | (7.6)  | 0.9    | 0.0   | 0.0     |
| 세전이익         | 26.3      | 27.9   | 23.7   | 49.2  | 86.5    |
| 법인세          | 7.2       | 2.7    | 5.8    | 11.3  | 19.8    |
| 계속사업이익       | 19.1      | 25.2   | 17.9   | 38.0  | 66.7    |
| 중단사업이익       | 0.0       | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0     |
| 당기순이익        | 19.1      | 25.2   | 17.9   | 38.0  | 66.7    |
| 비지배주주지분 손이익  | 0.0       | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0     |
| 지배주주순이익      | 19.1      | 25.2   | 17.9   | 38.0  | 66.7    |
| 지배주주지분포괄이익   | 19.3      | 24.6   | 18.0   | 38.0  | 66.7    |
| NOPAT        | 19.0      | 41.3   | 21.8   | 37.2  | 65.4    |
| EBITDA       | 34.3      | 58.2   | 44.3   | 63.0  | 97.4    |
| 성장성(%)       |           |        |        |       |         |
| 매출액증가율       | N/A       | (25.8) | (34.5) | 44.7  | 78.8    |
| NOPAT증가율     | N/A       | 117.4  | (47.2) | 70.6  | 75.8    |
| EBITDA증가율    | N/A       | 69.7   | (23.9) | 42.2  | 54.6    |
| 영업이익증가율      | N/A       | 74.8   | (36.9) | 66.8  | 75.7    |
| (지배주주)순이익증가율 | N/A       | 31.9   | (29.0) | 112.3 | 75.5    |
| EPS증가율       | N/A       | 10.4   | (29.1) | 112.3 | 75.8    |
| 수익성(%)       |           |        |        |       |         |
| 매출총이익률       | 6.5       | 14.2   | 15.5   | 15.0  | 15.0    |
| EBITDA이익률    | 3.6       | 8.1    | 9.5    | 9.3   | 8.1     |
| 영업이익률        | 2.7       | 6.4    | 6.2    | 7.1   | 7.0     |
| 계속사업이익률      | 2.0       | 3.5    | 3.8    | 5.6   | 5.5     |

| 투자지표      | 2017   | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)   |        |        |        |        |        |
| EPS       | 1,495  | 1,651  | 1,170  | 2,484  | 4,367  |
| BPS       | 5,856  | 7,127  | 8,164  | 10,507 | 14,732 |
| CFPS      | 4,461  | 4,580  | 2,918  | 4,126  | 6,377  |
| EBITDAPS  | 2,690  | 3,805  | 2,899  | 4,126  | 6,377  |
| SPS       | 75,369 | 46,739 | 30,615 | 44,283 | 79,163 |
| DPS       | 0      | 150    | 150    | 150    | 150    |
| 주가지표(배)   |        |        |        |        |        |
| PER       | 23.5   | 13.1   | 24.0   | 11.3   | 6.4    |
| PBR       | 6.0    | 3.0    | 3.4    | 2.7    | 1.9    |
| PCFR      | 7.9    | 4.7    | 9.6    | 6.8    | 4.4    |
| EV/EBITDA | 15.5   | 7.3    | 11.6   | 8.1    | 4.2    |
| PSR       | 0.5    | 0.5    | 0.9    | 0.6    | 0.4    |
| 재무비율(%)   |        |        |        |        |        |
| ROE       | 21.3   | 25.8   | 15.6   | 27.1   | 35.1   |
| ROA       | 4.1    | 5.7    | 4.3    | 8.0    | 12.4   |
| ROIC      | 12.2   | 21.6   | 9.5    | 14.9   | 26.3   |
| 부채비율      | 423.0  | 295.6  | 241.2  | 234.5  | 147.8  |
| 순부채비율     | 57.3   | 109.9  | 88.1   | 67.4   | 1.1    |
| 이자보상배율(배) | 9.0    | 8.1    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2017      | 2018  | 2019F | 2020F | 2021F |
| 유동자산      | 324.5     | 284.4 | 282.0 | 403.3 | 435.9 |
| 금융자산      | 97.5      | 44.0  | 34.5  | 40.8  | 150.9 |
| 현금성자산     | 62.7      | 34.5  | 33.9  | 39.9  | 150.2 |
| 매출채권 등    | 166.0     | 25.3  | 26.0  | 38.1  | 29.9  |
| 재고자산      | 52.4      | 141.8 | 146.0 | 213.8 | 168.1 |
| 기타유동자산    | 8.6       | 73.3  | 75.5  | 110.6 | 87.0  |
| 비유동자산     | 143.6     | 136.6 | 135.3 | 125.5 | 115.8 |
| 투자자산      | 0.1       | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 금융자산      | 0.1       | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 0.1   |
| 유형자산      | 109.6     | 108.0 | 103.5 | 96.5  | 89.0  |
| 무형자산      | 23.9      | 15.4  | 12.1  | 9.2   | 7.1   |
| 기타비유동자산   | 10.0      | 13.1  | 19.6  | 19.7  | 19.6  |
| 자산총계      | 468.0     | 421.0 | 417.2 | 528.7 | 551.7 |
| 유동부채      | 342.5     | 291.1 | 273.5 | 340.1 | 295.3 |
| 금융부채      | 126.6     | 146.1 | 129.7 | 129.7 | 129.7 |
| 매입채무 등    | 137.7     | 120.5 | 124.0 | 181.6 | 142.8 |
| 기타유동부채    | 78.2      | 24.5  | 19.8  | 28.8  | 22.8  |
| 비유동부채     | 36.0      | 23.5  | 21.4  | 30.6  | 33.8  |
| 금융부채      | 22.3      | 14.8  | 12.6  | 17.6  | 23.6  |
| 기타비유동부채   | 13.7      | 8.7   | 8.8   | 13.0  | 10.2  |
| 부채총계      | 378.5     | 314.6 | 295.0 | 370.7 | 329.0 |
| 지배주주지분    | 89.5      | 106.4 | 122.3 | 158.1 | 222.6 |
| 자본금       | 7.6       | 7.6   | 7.6   | 7.6   | 7.6   |
| 자본잉여금     | 62.6      | 63.0  | 63.0  | 63.0  | 63.0  |
| 자본조정      | 0.0       | (2.5) | (2.5) | (2.5) | (2.5) |
| 기타포괄이익누계액 | (0.0)     | (0.1) | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 이익잉여금     | 19.3      | 38.3  | 54.1  | 89.9  | 154.5 |
| 비지배주주지분   | 0.0       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본총계      | 89.5      | 106.4 | 122.3 | 158.1 | 222.6 |
| 순금융부채     | 51.3      | 117.0 | 107.7 | 106.5 | 2.4   |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |         |        |        |       |
|----------------|-----------|---------|--------|--------|-------|
|                | 2017      | 2018    | 2019F  | 2020F  | 2021F |
| 영업활동 현금흐름      | 55.7      | (49.2)  | 24.5   | 8.5    | 109.3 |
| 당기순이익          | 19.1      | 25.2    | 17.9   | 38.0   | 66.7  |
| 조정             | 27.1      | 40.4    | 16.4   | 14.8   | 12.7  |
| 감가상각비          | 8.2       | 12.4    | 15.4   | 14.8   | 12.7  |
| 외환거래손익         | (0.6)     | 1.4     | 0.2    | 0.0    | 0.0   |
| 지분법손익          | 0.0       | 0.0     | 0.0    | 0.0    | 0.0   |
| 기타             | 19.5      | 26.6    | 0.8    | 0.0    | 0.0   |
| 영업활동 현금흐름      | 9.5       | (114.8) | (9.8)  | (44.3) | 29.9  |
| 투자활동 현금흐름      | (46.7)    | 12.0    | 3.6    | (5.3)  | (2.8) |
| 투자자산감소(증가)     | (0.1)     | 0.1     | (0.0)  | (0.0)  | 0.0   |
| 유형자산감소(증가)     | (8.1)     | (8.0)   | (5.5)  | (5.0)  | (3.0) |
| 기타             | (38.5)    | 19.9    | 9.1    | (0.3)  | 0.2   |
| 재무활동 현금흐름      | 45.3      | 9.2     | (28.6) | 2.8    | 3.8   |
| 금융부채증가(감소)     | 148.8     | 12.1    | (18.7) | 5.0    | 6.0   |
| 자본증가(감소)       | 70.2      | 0.4     | 0.0    | 0.0    | 0.0   |
| 기타재무활동         | (173.7)   | (2.9)   | (7.4)  | 0.0    | 0.0   |
| 배당지급           | 0.0       | (0.4)   | (2.5)  | (2.2)  | (2.2) |
| 현금의 증감         | 52.9      | (28.2)  | (0.5)  | 6.0    | 110.3 |
| Unlevered CFO  | 57.0      | 70.0    | 44.6   | 63.0   | 97.4  |
| Free Cash Flow | 47.6      | (57.3)  | 18.9   | 3.5    | 106.3 |

2019년 11월 5일

# 힘스 (238490)

## 중국 진출 첫 해 M/S 80% 확보, 삼성도 투자 재개

### 삼성디스플레이 OLED 인장기 독점

삼성디스플레이 OLED 인장기 시장 독점력 바탕으로 향후 삼성디스플레이 및 중국 패널 메이커 투자 증가 사이클에서의 수혜가 전망된다. 삼성디스플레이의 연간 CAPEX가 2017년 14조원으로 역대 최대치를 기록한 이후 2018년 2.9조원, 2019년 3.5조원으로 급감하며 힘스 주가도 하락했으나, 2020년부터 삼성디스플레이 CAPEX가 8세대 QD-OLED 및 6세대 Flexible OLED 투자 돌입으로 최소 6조원 ~ 최대 14조원까지 증가할 것으로 전망되며 이에 따라 힘스 주가도 상승 추세를 지속해 나갈 것으로 판단된다.

### 중국 모바일 OLED 투자 수혜 전망

2020년 실적은 매출 1,098억원(YoY +34%), 영업이익 233억원(YoY +75%)으로 가파른 실적 성장이 전망된다. 최근 GVO 30K/월 라인 투자 인장기 시장 독점, Tianma 15K/월 라인 투자 인장기 시장 독점 수주 하며 중국 본격 진출 첫 해 중국 내 인장기 시장 점유율 80% 이상을 확보한 것으로 추정된다. 향후 중국 패널 업체 Big 4(BOE, GVO, Tianma, CSOT)의 투자 규모가 매년 60K/월 이상 진행될 것으로 전망하며 해당 시장 내 점유율 60% 이상 유지 가능할 것으로 판단한다.

### ROE 20% 이상 전망, 장비 업종 내 압도적인 자본효율

힘스에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 32,000원을 유지한다. 현 주가는 2020년 실적기준 PER 8배 수준으로 장비 업체 평균 PER 10배, 삼성디스플레이 투자 증가 사이클 당시의 장비 업체 평균 15배 대비 저평가 상태라고 판단된다. 2020/2021년 추정 ROE가 24%/26% 라는 점 감안하면 P/B Valuation 역시 Premium 부여 가능하다고 판단된다. 삼성디스플레이 인장기 시장 독점 레퍼런스를 바탕으로 중국 시장 내 점유율을 빠르게 높여가는 과정에서 실적 상승이 전망되며, 하반기 중 삼성디스플레이 QD-OLED 관련 투자가 본격화되는 과정에서 Valuation Factor 역시 상승할 것으로 판단된다.

### Top Picks

# BUY

TP(12M): 32,000원 | CP(11월4일): 24,000원

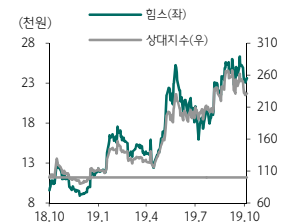
### Key Data

|                         |                  |
|-------------------------|------------------|
| KOSDAQ 지수 (pt)          | 668.45           |
| 52주 최고/최저(원)            | 26,700/9,340     |
| 시가총액(십억원)               | 135.7            |
| 시가총액비중(%)               | 0.06             |
| 발행주식수(천주)               | 5,656.1          |
| 60일 평균 거래량(천주)          | 192.3            |
| 60일 평균 거래대금(십억원)        | 4.4              |
| 19년 배당금(예상, 원)          | 0                |
| 19년 배당수익률(예상, %)        | 0.00             |
| 외국인지분율(%)               | 1.40             |
| 주요주주 지분율(%)             |                  |
| 김주환 외 14 인              | 34.37            |
| 에스브이아이씨29호신기술<br>사업투자조합 | 9.09             |
| 주가상승률                   | 1M 6M 12M        |
| 절대                      | (2.8) 64.4 114.3 |
| 상대                      | (9.6) 87.3 121.4 |

### Consensus Data

|           | 2019   | 2020   |
|-----------|--------|--------|
| 매출액(십억원)  | 81.9   | 109.8  |
| 영업이익(십억원) | 13.3   | 23.3   |
| 순이익(십억원)  | 12.2   | 17.0   |
| EPS(원)    | 2,157  | 3,006  |
| BPS(원)    | 11,354 | 14,422 |

### Stock Price



### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2017  | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|-----------|-----|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 91.4  | 35.5   | 81.9   | 109.8  | 149.6  |
| 영업이익      | 십억원 | 15.6  | (1.7)  | 13.3   | 23.3   | 32.8   |
| 세전이익      | 십억원 | 14.3  | (1.7)  | 14.1   | 23.6   | 33.4   |
| 순이익       | 십억원 | 12.1  | (1.0)  | 12.2   | 17.0   | 23.8   |
| EPS       | 원   | 2,609 | (192)  | 2,159  | 3,005  | 4,206  |
| 증감율       | %   | 118.3 | 적전     | 흑전     | 39.2   | 40.0   |
| PER       | 배   | 9.18  | N/A    | 11.12  | 7.99   | 5.71   |
| PBR       | 배   | 2.41  | 1.02   | 2.10   | 1.66   | 1.29   |
| EV/EBITDA | 배   | 6.72  | N/A    | 8.85   | 4.71   | 3.02   |
| ROE       | %   | 32.53 | (1.95) | 21.15  | 23.80  | 25.91  |
| BPS       | 원   | 9,926 | 9,293  | 11,452 | 14,457 | 18,663 |
| DPS       | 원   | 200   | 0      | 0      | 0      | 0      |



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

## 2021년 기준 CAPA 60K/월 부족, 2020년부터 투자 돌입 전망

모바일 진영(애플, 삼성전자, 중국 세트 메이커)의 Flexible OLED 필요 CAPA는 2020년 135K/월에서 크게 증가하거나 감소하지 않을 것으로 전망된다.

여기에 폴더블 디바이스가 본격적으로 출시되며 폴더블 메이커들의 Flexible OLED 필요 CAPA는 2020년 30K/월, 2021년 60K/월 까지 증가할 전망이다.

LG디스플레이, 중국 패널 메이커들의 Flexible OLED 기술 개발 수준 감안하면 애플 및 삼성 플래그십 모델 및 폴더블 디바이스향 패널 대량 양산은 4년내 불가능하다고 판단된다. 특히 중국 패널 메이커들의 전략은 여전히 LCD 패널 사용 중인 연간 11억대 LCD 스마트폰 시장을 공략하는 것이라고 판단되며 이에 따라 상기한 모바일 진영 및 폴더블 디바이스향 패널 수요는 삼성디스플레이가 대부분 담당하게 될 것으로 판단한다.

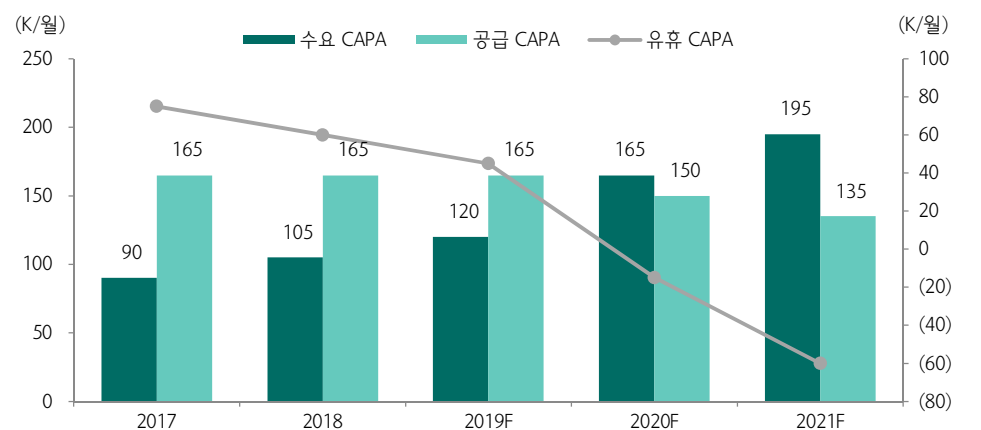
이에 따라 위의 Flexible OLED 수요/공급 CAPA 계산시 공급 진영의 CAPA를 삼성디스플레이 CAPA로 치환하여 계산하는 것은 무리한 추정이 아니라고 판단한다.

이러한 계산하에 현재 삼성디스플레이 Flexible OLED CAPA가 2021년까지 Y-Octa 일부 공정 전환 과정에서 135K/월 까지 감소함을 가정할 경우 유휴 CAPA는 2019년 45K/월, 2020년 -15K/월, 2021년 -60K/월 까지 감소할 전망이다. 2021년 부족한 CAPA에 대해서는 일반적으로 건물 착공부터 양산 까지 1년 이상 소요됨을 감안하면 2020년부터 투자 돌입해야 할 것으로 전망한다.

그림 1. 삼성디스플레이 유휴 CAPA 전망(일반 스마트폰 및 폴더블 디바이스 모두 고려)

애플의 OLED 패널 수요 증가 및 폴더블 디바이스 출시로 삼성디스플레이의 유휴 CAPA는 2020년 모두 잠식되고 2021년에는 새로운 CAPA 필요

이에 따라 2020년부터 투자 돌입 전망



자료: 하나금융투자

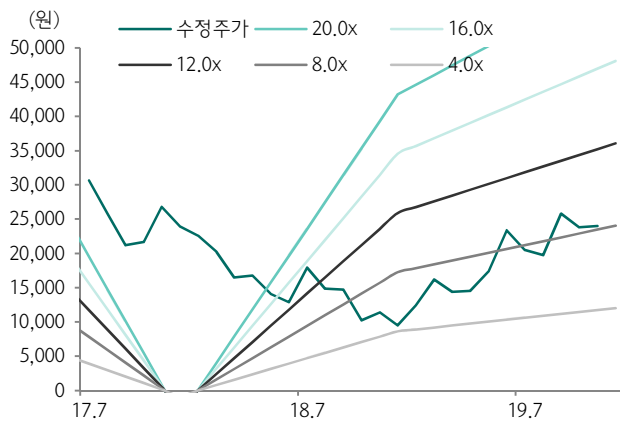
표 1. 힘스 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

|       | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19   | 2Q19  | 3Q19F | 4Q19F | 2017 | 2018  | 2019F  | 2020F |
|-------|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|------|-------|--------|-------|
| 매출    | 10.5 | 8.2  | 5.1  | 11.7 | 28.4   | 16.7  | 17.1  | 19.7  | 91.4 | 35.5  | 81.9   | 109.8 |
| YoY   | -54% | -66% | -87% | 104% | 170%   | 105%  | 233%  | 69%   |      | 131%  | 34%    | 36%   |
| 영업이익  | 0.3  | 0.8  | -2.2 | -0.6 | 10.5   | -2.7  | 1.6   | 3.9   | 15.6 | -1.7  | 13.3   | 23.3  |
| YoY   | -94% | -88% | 적전   | 적지   | 3528%  | 적전    | 흑전    | 흑전    |      | -111% | -881%  | 75%   |
| 순이익   | 0.1  | 1.3  | -2.0 | -0.5 | 9.9    | -0.8  | 0.8   | 2.0   | 12.1 | -1.0  | 11.8   | 18.0  |
| YoY   | -98% | -75% | 적전   | 적지   | 11778% | -157% | 흑전    | 흑전    |      | -108% | -1257% | 52%   |
| 영업이익률 | 3%   | 10%  | -43% | -5%  | 37%    | -16%  | 10%   | 20%   | 17%  | -5%   | 16%    | 21%   |
| 순이익률  | 1%   | 16%  | -39% | -4%  | 35%    | -5%   | 4%    | 10%   | 13%  | -3%   | 14%    | 16%   |

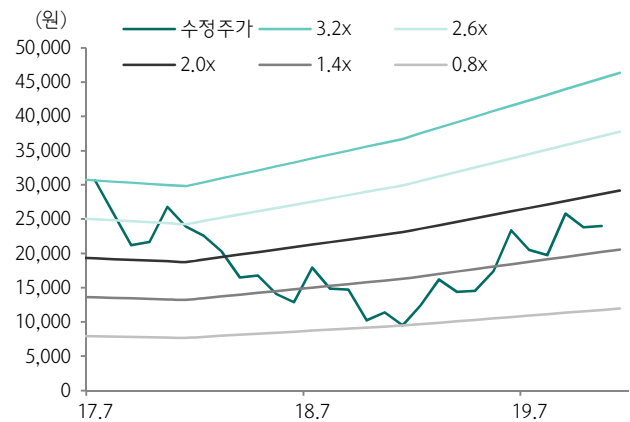
자료: 하나금융투자

그림 2. 힘스 12M Fwd PER



자료: 하나금융투자

그림 3. 힘스 12M Fwd PBR



자료: 하나금융투자

그림 4. 인장기 시장 규모 추정

| Flexible OLED 패널구조도 |
|---------------------|
| Encapsulation       |
| <b>OLED</b>         |
| TFT                 |
| PI                  |



| OLED 총 관련 주요 시장 규모 |               |
|--------------------|---------------|
| 주요 시장 Category     | 한 라인(15K/월) 당 |
| 유기 재료 소재           | 600억원         |
| 증착기                | 2,000억원       |
| <b>인장기</b>         | <b>160억원</b>  |

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서          | (단위: 십억원)   |              |             |              |              |
|----------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
|                | 2017        | 2018         | 2019F       | 2020F        | 2021F        |
| <b>매출액</b>     | <b>91.4</b> | <b>35.5</b>  | <b>81.9</b> | <b>109.8</b> | <b>149.6</b> |
| 매출원가           | 61.8        | 25.3         | 54.2        | 73.8         | 101.6        |
| 매출총이익          | 29.6        | 10.2         | 27.7        | 36.0         | 48.0         |
| 판매비            | 14.0        | 11.9         | 14.3        | 12.7         | 15.2         |
| <b>영업이익</b>    | <b>15.6</b> | <b>(1.7)</b> | <b>13.3</b> | <b>23.3</b>  | <b>32.8</b>  |
| 금융손익           | (0.8)       | 0.6          | 0.7         | 0.3          | 0.6          |
| 종속/관계기업손익      | (0.0)       | (0.1)        | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| 기타영업외손익        | (0.5)       | (0.6)        | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| <b>세전이익</b>    | <b>14.3</b> | <b>(1.7)</b> | <b>14.1</b> | <b>23.6</b>  | <b>33.4</b>  |
| 법인세            | 2.2         | (0.7)        | 1.9         | 6.6          | 9.7          |
| 계속사업이익         | 12.1        | (1.0)        | 12.2        | 17.0         | 23.8         |
| 중단사업이익         | 0.0         | 0.0          | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>   | <b>12.1</b> | <b>(1.0)</b> | <b>12.2</b> | <b>17.0</b>  | <b>23.8</b>  |
| 비지배주주지분 손이익    | 0.0         | 0.0          | 0.0         | 0.0          | 0.0          |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>12.1</b> | <b>(1.0)</b> | <b>12.2</b> | <b>17.0</b>  | <b>23.8</b>  |
| 지배주주지분포괄이익     | 12.1        | (1.0)        | 12.2        | 17.0         | 23.8         |
| NOPAT          | 13.2        | (1.0)        | 11.6        | 16.7         | 23.4         |
| EBITDA         | 16.8        | (0.5)        | 14.5        | 24.3         | 33.8         |
| <b>성장성(%)</b>  |             |              |             |              |              |
| 매출액증가율         | 79.6        | (61.2)       | 130.7       | 34.1         | 36.2         |
| NOPAT증가율       | 149.1       | 적전           | 흑전          | 44.0         | 40.1         |
| EBITDA증가율      | 124.0       | 적전           | 흑전          | 67.6         | 39.1         |
| 영업이익증가율        | 136.4       | 적전           | 흑전          | 75.2         | 40.8         |
| (지배주주)순이익증가율   | 142.0       | 적전           | 흑전          | 39.3         | 40.0         |
| EPS증가율         | 118.3       | 적전           | 흑전          | 39.2         | 40.0         |
| <b>수익성(%)</b>  |             |              |             |              |              |
| 매출총이익률         | 32.4        | 28.7         | 33.8        | 32.8         | 32.1         |
| EBITDA이익률      | 18.4        | (1.4)        | 17.7        | 22.1         | 22.6         |
| 영업이익률          | 17.1        | (4.8)        | 16.2        | 21.2         | 21.9         |
| 계속사업이익률        | 13.2        | (2.8)        | 14.9        | 15.5         | 15.9         |

| 투자지표           | 2017   | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b> |        |        |        |        |        |
| EPS            | 2,609  | (192)  | 2,159  | 3,005  | 4,206  |
| BPS            | 9,926  | 9,293  | 11,452 | 14,457 | 18,663 |
| CFPS           | 3,549  | 212    | 2,892  | 4,304  | 5,974  |
| EBITDAPS       | 3,623  | (91)   | 2,557  | 4,304  | 5,974  |
| SPS            | 19,682 | 6,678  | 14,474 | 19,413 | 26,454 |
| DPS            | 200    | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>주기지표(배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER            | 9.2    | N/A    | 11.1   | 8.0    | 5.7    |
| PBR            | 2.4    | 1.0    | 2.1    | 1.7    | 1.3    |
| PCFR           | 6.7    | 44.7   | 8.3    | 5.6    | 4.0    |
| EV/EBITDA      | 6.7    | N/A    | 8.9    | 4.7    | 3.0    |
| PSR            | 1.2    | 1.4    | 1.7    | 1.2    | 0.9    |
| <b>재무비율(%)</b> |        |        |        |        |        |
| ROE            | 32.5   | (2.0)  | 21.1   | 23.8   | 25.9   |
| ROA            | 20.0   | (1.5)  | 16.8   | 19.0   | 20.8   |
| ROIC           | 41.7   | (2.3)  | 22.9   | 28.8   | 35.7   |
| 부채비율           | 38.8   | 24.0   | 28.0   | 23.4   | 25.7   |
| 순부채비율          | (24.6) | (12.9) | (12.3) | (26.4) | (32.4) |
| 이자보상배율(배)      | 39.3   | (3.6)  | 148.8  | 267.3  | 506.9  |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표          | (단위: 십억원)   |             |             |             |              |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
|                | 2017        | 2018        | 2019F       | 2020F       | 2021F        |
| <b>유동자산</b>    | <b>38.0</b> | <b>31.4</b> | <b>46.6</b> | <b>65.6</b> | <b>97.9</b>  |
| 금융자산           | 23.5        | 10.8        | 11.8        | 24.1        | 35.6         |
| 현금성자산          | 17.5        | 10.8        | 11.8        | 24.1        | 35.6         |
| 매출채권 등         | 7.3         | 7.9         | 13.4        | 17.9        | 35.7         |
| 재고자산           | 7.0         | 12.3        | 20.9        | 23.0        | 25.3         |
| 기타유동자산         | 0.2         | 0.4         | 0.5         | 0.6         | 1.3          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>34.5</b> | <b>33.8</b> | <b>34.0</b> | <b>33.1</b> | <b>32.4</b>  |
| 투자자산           | 1.3         | 0.9         | 1.1         | 1.2         | 1.5          |
| 금융자산           | 1.1         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          |
| 유형자산           | 30.6        | 29.9        | 29.5        | 28.6        | 27.7         |
| 무형자산           | 0.9         | 0.9         | 1.4         | 1.3         | 1.2          |
| 기타비유동자산        | 1.7         | 2.1         | 2.0         | 2.0         | 2.0          |
| <b>자산총계</b>    | <b>72.5</b> | <b>65.2</b> | <b>80.6</b> | <b>98.7</b> | <b>130.4</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>16.4</b> | <b>11.2</b> | <b>15.3</b> | <b>16.3</b> | <b>24.2</b>  |
| 금융부채           | 8.6         | 4.0         | 4.0         | 3.0         | 2.0          |
| 매입채무 등         | 5.2         | 4.0         | 6.8         | 9.1         | 18.1         |
| 기타유동부채         | 2.6         | 3.2         | 4.5         | 4.2         | 4.1          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>3.9</b>  | <b>1.4</b>  | <b>2.4</b>  | <b>2.4</b>  | <b>2.4</b>   |
| 금융부채           | 2.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          |
| 기타비유동부채        | 1.9         | 1.4         | 2.4         | 2.4         | 2.4          |
| <b>부채총계</b>    | <b>20.3</b> | <b>12.6</b> | <b>17.6</b> | <b>18.7</b> | <b>26.6</b>  |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>52.2</b> | <b>52.6</b> | <b>62.9</b> | <b>79.9</b> | <b>103.7</b> |
| 자본금            | 2.6         | 2.8         | 2.8         | 2.8         | 2.8          |
| 자본잉여금          | 19.1        | 21.7        | 21.7        | 21.7        | 21.7         |
| 자본조정           | (1.2)       | (1.5)       | (3.4)       | (3.4)       | (3.4)        |
| 기타포괄이익누계액      | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0         | 0.0          |
| 이익잉여금          | 31.7        | 29.6        | 41.8        | 58.8        | 82.6         |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>  | <b>0.0</b>   |
| <b>자본총계</b>    | <b>52.2</b> | <b>52.6</b> | <b>62.9</b> | <b>79.9</b> | <b>103.7</b> |
| 순금융부채          | (12.9)      | (6.8)       | (7.8)       | (21.1)      | (33.6)       |

| 현금흐름표            | (단위: 십억원)     |              |              |              |              |
|------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2017          | 2018         | 2019F        | 2020F        | 2021F        |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>10.6</b>   | <b>(6.1)</b> | <b>4.4</b>   | <b>13.4</b>  | <b>12.9</b>  |
| 당기순이익            | 12.1          | (1.0)        | 12.2         | 17.0         | 23.8         |
| 조정               | 6.3           | (1.2)        | 4.2          | 1.0          | 1.0          |
| 감가상각비            | 1.2           | 1.2          | 1.1          | 1.0          | 1.0          |
| 외환거래손익           | 0.4           | (0.4)        | (0.1)        | 0.0          | 0.0          |
| 지분법손익            | 0.0           | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타               | 4.7           | (2.1)        | 3.2          | 0.0          | 0.0          |
| 영업활동 자산부채 변동     | (7.8)         | (3.9)        | (12.0)       | (4.6)        | (11.9)       |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>(22.5)</b> | <b>4.8</b>   | <b>(1.2)</b> | <b>(0.1)</b> | <b>(0.3)</b> |
| 투자자산감소(증가)       | (1.3)         | 0.3          | (0.2)        | (0.1)        | (0.3)        |
| 유형자산감소(증가)       | (14.2)        | (0.4)        | (0.5)        | 0.0          | 0.0          |
| 기타               | (7.0)         | 4.9          | (0.5)        | 0.0          | 0.0          |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>23.5</b>   | <b>(5.8)</b> | <b>(1.9)</b> | <b>(1.0)</b> | <b>(1.0)</b> |
| 금융부채증가(감소)       | 6.3           | (6.6)        | 0.0          | (1.0)        | (1.0)        |
| 자본증가(감소)         | 17.7          | 2.8          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타재무활동           | (0.5)         | (0.9)        | (1.9)        | 0.0          | 0.0          |
| 배당지급             | 0.0           | (1.1)        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>11.2</b>   | <b>(6.7)</b> | <b>1.0</b>   | <b>12.4</b>  | <b>11.5</b>  |
| Unlevered CFO    | 16.5          | 1.1          | 16.4         | 24.3         | 33.8         |
| Free Cash Flow   | (4.1)         | (6.5)        | 3.9          | 13.4         | 12.9         |

2019년 11월 5일

## 에스에프에이 (056190)

## 편안한 실적주

## 삼성디스플레이 OLED 물류 장비 독점

삼성디스플레이 디스플레이 물류 장비 시장 독점력 바탕으로 향후 삼성디스플레이 및 중국 패널 메이커 투자 증가 사이클에 서의 수혜가 전망된다. 에스에프에이 주가는 역사적으로 삼성 디스플레이 투자 규모에 연동되어왔다. 삼성디스플레이의 연간 CAPEX가 2017년 14조원으로 역대 최대치를 기록한 이후 2018년 2.9조원, 2019년 3.5조원으로 급감하며 에스에프에이 주가도 하락했으나, 2020년부터 삼성디스플레이 CAPEX가 8세대 QD-OLED 및 6세대 Flexible OLED 투자 돌입으로 최소 6조원 ~ 최대 14조원까지 증가할 것으로 전망되며 이에 따라 에스에프에이 주가도 상승 추세를 지속해 나갈 것으로 판단된다.

## 2020년 영업이익 YoY +39% 증가 전망

2020년 실적은 매출 2.1조원(YoY +40%), 영업이익 2,722억 원(YoY +39%)로 가파른 성장을 재개할 전망이다. 1) 삼성디스플레이가 QD-OLED 관련한 투자를 2019년 말 부터 시작 하면서 관련 매출 인식이 2020년 상반기부터 시작될 전망이며, 2) 폴더블 디바이스 생태계 확장에 따른 OLED 수요 증가로, 6세대 Flexible OLED 투자 역시 2020년 상반기 중 시작되며 관련 매출 인식이 하반기부터 시작될 전망이다. 3) 한편, 중국 패널 메이커들 역시 연간 60K/월 이상 투자를 지속하며 수혜가 전망된다.

## Valuation Factor 상승 구간 돌입

에스에프에이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 51,000원을 유지한다. 현 주가는 2020년 실적 추정치 대비 9배 수준으로 삼성디스플레이 투자 상승 사이클 당시(2016년)의 에스에프에이 PER 14배 대비 저평가 상태라고 판단된다. 어려운 업황에도 15% 이상 ROE를 유지하면서 디스플레이 장비 업체 중 압도적인 자본 효율성을 보여주고 있다. 하반기 중국 Flexible OLED 라인 투자 증가, 삼성디스플레이 QD-OLED 투자 가능성, 향후 2차전지 공장 자동화 설비 수요 증가 등 감안하면 실적 및 Valuation Factor 모두 우상향 추세 지속할 것으로 전망된다.

## 관심종목

BUY

| TP(12M): 51,000원 | CP(11월4일): 43,150원

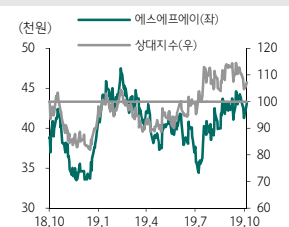
## Key Data

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| KOSDAQ 지수 (pt)   | 668.45          |
| 52주 최고/최저(원)     | 47,500/33,500   |
| 시가총액(십억원)        | 1,549.5         |
| 시가총액비중(%)        | 0.66            |
| 발행주식수(천주)        | 35,908.8        |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 201.0           |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 8.2             |
| 19년 배당금(예상, 원)   | 1,278           |
| 19년 배당수익률(예상, %) | 2.96            |
| 외국인지분율(%)        | 22.47           |
| 주요주주 지분율(%)      |                 |
| 디와이홀딩스 외 4인      | 36.16           |
| 삼성디스플레이          | 10.15           |
| 주가상승률            | 1M 6M 12M       |
| 절대               | 2.0 0.3 9.5     |
| 상대               | (5.1) 14.4 13.2 |

## Consensus Data

|           | 2019    | 2020    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 1,562.0 | 1,865.4 |
| 영업이익(십억원) | 209.5   | 263.2   |
| 순이익(십억원)  | 155.6   | 200.4   |
| EPS(원)    | 4,058   | 5,254   |
| BPS(원)    | 26,360  | 30,736  |

## Stock Price



## Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2017    | 2018    | 2019F   | 2020F   | 2021F   |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 십억원 | 1,920.4 | 1,560.1 | 1,530.2 | 2,139.6 | 2,221.3 |
| 영업이익      | 십억원 | 236.1   | 234.4   | 196.3   | 272.2   | 285.7   |
| 세전이익      | 십억원 | 265.2   | 224.2   | 195.9   | 274.8   | 291.4   |
| 순이익       | 십억원 | 196.9   | 157.9   | 124.5   | 169.7   | 179.9   |
| EPS       | 원   | 5,484   | 4,399   | 3,466   | 4,726   | 5,011   |
| 증감률       | %   | 151.7   | (19.8)  | (21.2)  | 36.4    | 6.0     |
| PER       | 배   | 7.07    | 7.87    | 12.45   | 9.13    | 8.61    |
| PBR       | 배   | 1.79    | 1.43    | 1.62    | 1.43    | 1.28    |
| EV/EBITDA | 배   | 3.91    | 4.30    | 7.71    | 5.23    | 4.57    |
| ROE       | %   | 29.26   | 20.22   | 15.04   | 18.21   | 16.96   |
| BPS       | 원   | 21,646  | 24,280  | 26,624  | 30,072  | 33,805  |
| DPS       | 원   | 1,245   | 1,278   | 1,278   | 1,278   | 1,278   |



Analyst 김현수

02-3771-7503

hyunsoo@hanafn.com

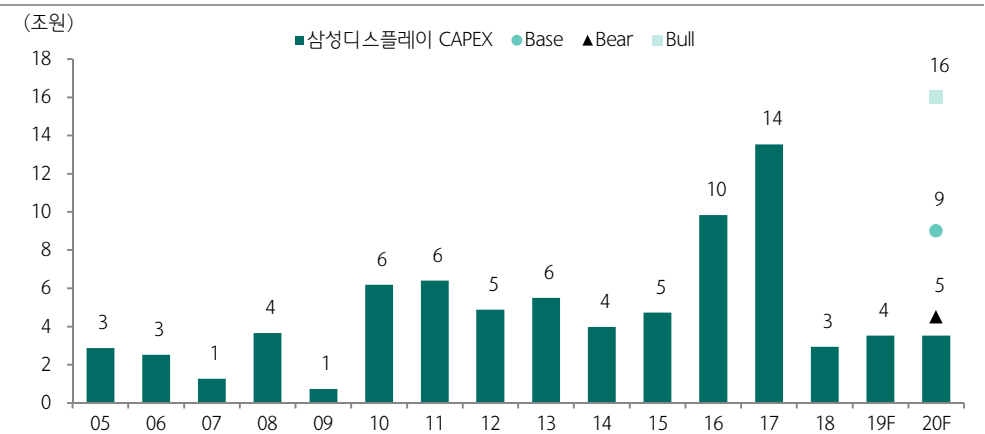
## 수주 사이클은 아직 시작도 안됐다

삼성디스플레이의 6세대 중소형 Flexible OLED 관련 CAPEX 증가 예상 금액과, QD-OLED 관련 금액 합산한 2020년 삼성디스플레이의 CAPEX 예상 금액을 시나리오 별로 구분한 결과는 아래 '그림 1'과 같다. Base 시나리오는 6세대 30K/월, 8세대 60K/월 를 기준으로 하여 총 9조원 투자를 전망하였다. 2018년 3조원, 2019년 4조원 대비 연간 금액은 최소 2배 이상 증가하는 수치다. Bear 시나리오는 6세대 15K/월, 8세대 30K/월 를 기준으로 총 5조원투자, Bull 시나리오는 6세대 60K/월, 8세대 90/월 를 기준으로 총 16조원 투자를 추산하였다.

한편, 중국의 올해 6세대 Flexible OLED 투자 규모는 약 90K/월 가 예상된다. 매년 중국 수주 절벽 우려 언급되고 있으나 삼성이 침투하지 않는 나머지 11억대 LCD 스마트폰 시장 침투를 위한 투자라는 측면에서 여전히 매년 60K/월 이상 투자 니즈 있다고 판단된다.

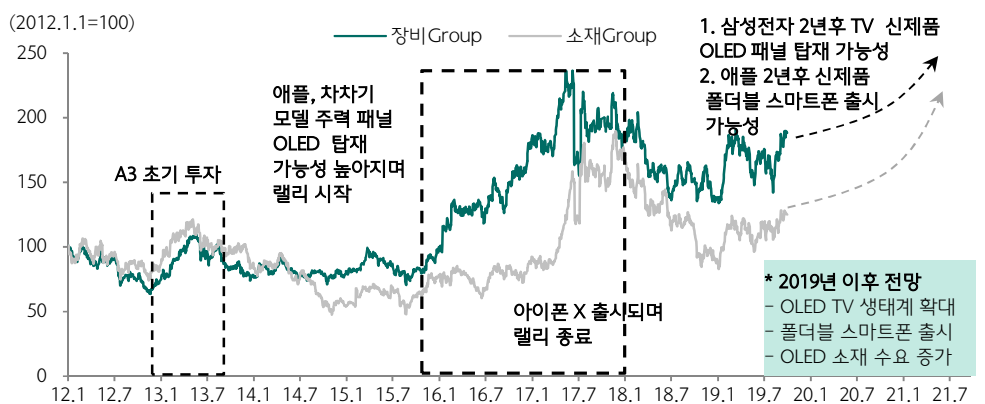
아래 '그림 2' 에 근거하면 삼성디스플레이 투자 증가 사이클 돌입 시 두 번의 상승 변곡점을 나타냈다 : 1) 장비 업체들의 수주 공시, 2) 장비 업체들의 실적 증가 초입단계. 이번 사이클의 경우 QD-OLED 관련한 투자가 공식화된 현 상황에서 2021년 제품 출시를 위해 2019년 말 장비 발주 시작될 것으로 전망하며, 앞 내용 근거했을 때 2020년 상반기중 6세대 Flexible OLED 투자 역시 시작될 것으로 전망한다. 이에 따라 장비/소재 업체들의 주가 상승 사이클은 2020년말까지 지속될 것으로 전망한다.

그림 1. 삼성디스플레이 CAPEX 중합



자료: Quantwise, 하나금융투자

그림 2. OLED 장비/소재 업체 시가총액 추이



자료: Quantwise, 하나금융투자

2021년 삼성전자 OLED TV 및 애플 폴더블 디바이스 출시 가능성

삼성디스플레이,

2019년 말 대형 OLED 투자 시작

2020년 상반기 중소형 OLED 투자 시작 전망

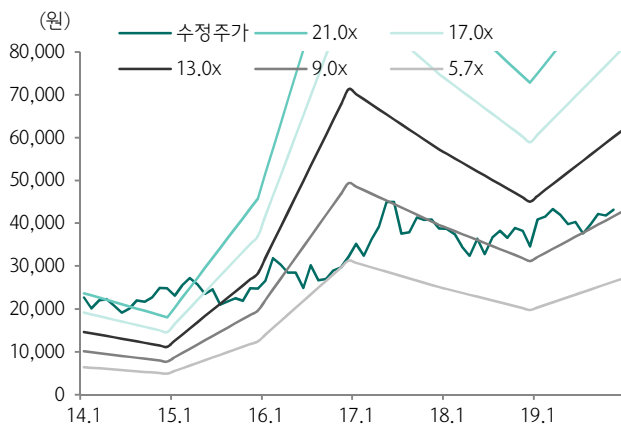
표 1. 에스에프에이 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

|                     | 1Q18         | 2Q18         | 3Q18         | 4Q18         | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19         | 4Q19F        | 2017           | 2018           | 2019F          | 2020F          |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>          | <b>404.3</b> | <b>372.8</b> | <b>392.7</b> | <b>391.0</b> | <b>319.3</b> | <b>348.8</b> | <b>407.1</b> | <b>455.1</b> | <b>1,920.4</b> | <b>1,560.7</b> | <b>1,530.2</b> | <b>2,139.6</b> |
| SFA                 | 259.5        | 235.5        | 231.7        | 217.7        | 168.6        | 173.5        | 213.5        | 258.5        | 1,313.9        | 944.3          | 814.0          | 1,302.8        |
| LCD                 | 59.5         | 58.2         | 76.1         | 55.4         | 35.0         | 38.5         | 48.0         | 46.7         | 192.1          | 249.2          | 168.1          | 180.7          |
| <b>OLED</b>         | <b>173.6</b> | <b>142.3</b> | <b>101.7</b> | <b>96.5</b>  | <b>80.1</b>  | <b>67.2</b>  | <b>94.7</b>  | <b>148.0</b> | <b>1,038.1</b> | <b>514.1</b>   | <b>390.1</b>   | <b>861.1</b>   |
| 반도체                 | 8.2          | 5.5          | 5.7          | 9.9          | 11.3         | 7.1          | 7.1          | 6.5          | 24.3           | 29.2           | 32.0           | 26.3           |
| 일반 물류 등             | 18.1         | 29.5         | 48.2         | 55.9         | 42.1         | 60.7         | 63.7         | 57.3         | 59.4           | 151.7          | 223.9          | 234.7          |
| SFA반도체              | 103.0        | 104.3        | 111.3        | 139.3        | 117.0        | 147.5        | 162.2        | 170.3        | 449.5          | 457.9          | 597.1          | 717.1          |
| SNU                 | 30.2         | 16.2         | 23.2         | 13.7         | 11.8         | 12.9         | 12.7         | 12.4         | 115.7          | 83.3           | 49.8           | 47.2           |
| 연결조정                | 11.6         | 16.8         | 26.5         | 20.3         | 21.9         | 14.9         | 18.7         | 13.8         | 41.3           | 75.2           | 69.3           | 72.4           |
| <b>영업이익</b>         | <b>51.4</b>  | <b>60.6</b>  | <b>55.9</b>  | <b>67.1</b>  | <b>40.6</b>  | <b>48.7</b>  | <b>48.6</b>  | <b>58.4</b>  | <b>236.1</b>   | <b>234.4</b>   | <b>196.3</b>   | <b>272.2</b>   |
| 세전이익                | 52.6         | 65.4         | 55.2         | 51.0         | 40.8         | 47.0         | 48.9         | 59.1         | 265.2          | 224.3          | 195.9          | 274.8          |
| 지배지분순이익             | 37.4         | 47.0         | 40.1         | 33.4         | 30.3         | 27.0         | 30.5         | 36.8         | 203.3          | 157.9          | 124.5          | 169.7          |
| <b>수익성</b>          |              |              |              |              |              |              |              |              |                |                |                |                |
| 영업이익률               | 12.7%        | 16.3%        | 14.2%        | 17.2%        | 12.7%        | 14.0%        | 11.9%        | 12.8%        | 12.3%          | 15.0%          | 12.8%          | 12.7%          |
| 세전이익률               | 13.0%        | 17.6%        | 14.1%        | 13.0%        | 12.8%        | 13.5%        | 12.0%        | 13.0%        | 13.8%          | 14.4%          | 12.8%          | 12.8%          |
| 지배지분순이익률            | 9.3%         | 12.6%        | 10.2%        | 8.6%         | 9.5%         | 7.7%         | 7.5%         | 8.1%         | 10.6%          | 10.1%          | 8.1%           | 7.9%           |
| <b>성장률(QoQ/YoY)</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |                |                |                |                |
| 전체 매출               | -5%          | -8%          | 5%           | 0%           | -18%         | 9%           | 17%          | 12%          | 46%            | -19%           | -2%            | 40%            |
| SFA                 | 1%           | -9%          | -2%          | -6%          | -23%         | 3%           | 23%          | 21%          | 55%            | -28%           | -14%           | 60%            |
| LCD                 | 17%          | -2%          | 31%          | -27%         | -37%         | 10%          | 25%          | -3%          | 20%            | 30%            | -33%           | 7%             |
| <b>OLED</b>         | <b>-3%</b>   | <b>-18%</b>  | <b>-29%</b>  | <b>-5%</b>   | <b>-17%</b>  | <b>-16%</b>  | <b>41%</b>   | <b>56%</b>   | <b>59%</b>     | <b>-50%</b>    | <b>-24%</b>    | <b>121%</b>    |
| 반도체                 | 17%          | -33%         | 3%           | 75%          | 14%          | -37%         | -1%          | -9%          | 9%             | 20%            | 9%             | -18%           |
| 일반 물류 등             | -1%          | 63%          | 63%          | 16%          | -25%         | 44%          | 5%           | -10%         | 11%            | 155%           | 48%            | 5%             |
| SFA반도체              | -12%         | 1%           | 7%           | 25%          | -16%         | 26%          | 10%          | 5%           | -5%            | 2%             | 30%            | 20%            |
| SNU                 | -24%         | -46%         | 43%          | -41%         | -14%         | 10%          | -2%          | -2%          | 6%             | -28%           | -40%           | -5%            |
| <b>매출비중</b>         |              |              |              |              |              |              |              |              |                |                |                |                |
| LCD                 | 12%          | 16%          | 19%          | 14%          | 11%          | 11%          | 12%          | 10%          | 10%            | 16%            | 11%            | 8%             |
| <b>OLED</b>         | <b>46%</b>   | <b>38%</b>   | <b>26%</b>   | <b>25%</b>   | <b>25%</b>   | <b>19%</b>   | <b>23%</b>   | <b>33%</b>   | <b>54%</b>     | <b>33%</b>     | <b>25%</b>     | <b>40%</b>     |
| 반도체                 | 2%           | 1%           | 1%           | 3%           | 4%           | 2%           | 2%           | 1%           | 1%             | 2%             | 2%             | 1%             |
| 일반 물류 등             | 4%           | 8%           | 12%          | 14%          | 13%          | 17%          | 16%          | 13%          | 3%             | 10%            | 15%            | 11%            |
| SFA반도체              | 25%          | 28%          | 28%          | 36%          | 37%          | 42%          | 40%          | 37%          | 23%            | 29%            | 39%            | 34%            |
| SNU                 | 7%           | 4%           | 6%           | 4%           | 4%           | 4%           | 3%           | 3%           | 6%             | 5%             | 3%             | 2%             |

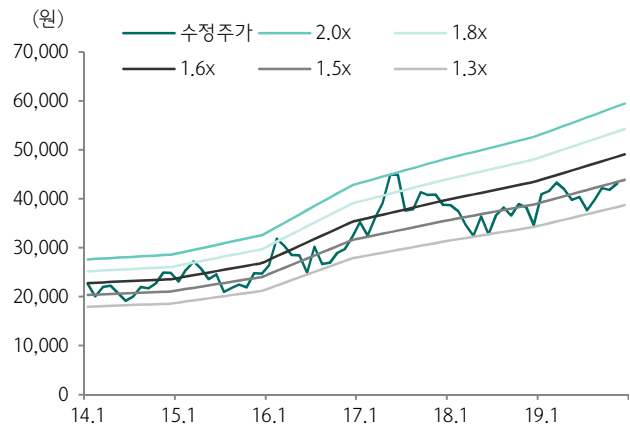
자료: 하나금융투자

그림 3. 에스에프에이 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 4. 에스에프에이 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위: 십억원) |          |          |          |          |
|--------------|-----------|----------|----------|----------|----------|
|              | 2017      | 2018     | 2019F    | 2020F    | 2021F    |
| 매출액          | 22,172.2  | 26,185.0 | 24,817.8 | 25,957.9 | 24,713.1 |
| 매출원가         | 20,727.7  | 24,508.5 | 22,956.8 | 23,969.0 | 22,735.8 |
| 매출총이익        | 1,444.5   | 1,676.5  | 1,861.0  | 1,988.9  | 1,977.3  |
| 판매비          | 409.3     | 399.6    | 438.3    | 476.8    | 454.8    |
| 영업이익         | 1,035.2   | 1,276.9  | 1,422.7  | 1,512.0  | 1,522.5  |
| 금융손익         | (709.2)   | (743.3)  | (822.7)  | (865.2)  | (835.7)  |
| 종속/관계기업손익    | 149.4     | 204.5    | 137.4    | 123.5    | 123.5    |
| 기타영업외손익      | (1,724.3) | (89.1)   | 74.4     | 0.0      | (110.0)  |
| 세전이익         | (1,249.0) | 649.0    | 811.8    | 770.3    | 700.3    |
| 법인세          | (58.5)    | 95.5     | 231.6    | 211.8    | 192.6    |
| 계속사업이익       | (1,190.5) | 553.5    | 580.2    | 558.5    | 507.7    |
| 중단사업이익       | (1.2)     | (26.7)   | 0.0      | 0.0      | 0.0      |
| 당기순이익        | (1,191.7) | 526.7    | 580.2    | 558.5    | 507.7    |
| 비지배주주지분 손이익  | 13.4      | 17.4     | 7.5      | 0.0      | 0.0      |
| 지배주주순이익      | (1,205.1) | 509.4    | 572.7    | 558.5    | 507.7    |
| 지배주주지분포괄이익   | (1,542.5) | 383.5    | 548.1    | 216.9    | 197.2    |
| NOPAT        | 986.7     | 1,088.9  | 1,016.8  | 1,096.2  | 1,103.8  |
| EBITDA       | 2,750.7   | 3,079.6  | 3,181.9  | 3,310.1  | 3,336.6  |
| 성장성(%)       |           |          |          |          |          |
| 매출액증가율       | 5.0       | 18.1     | (5.2)    | 4.6      | (4.8)    |
| NOPAT증가율     | 24.1      | 10.4     | (6.6)    | 7.8      | 0.7      |
| EBITDA증가율    | 5.2       | 12.0     | 3.3      | 4.0      | 0.8      |
| 영업이익증가율      | 3.7       | 23.3     | 11.4     | 6.3      | 0.7      |
| (지배주주)순이익증가율 | 적지        | 흑전       | 12.4     | (2.5)    | (9.1)    |
| EPS증가율       | 적지        | 흑전       | 12.4     | (2.5)    | (9.1)    |
| 수익성(%)       |           |          |          |          |          |
| 매출총이익률       | 6.5       | 6.4      | 7.5      | 7.7      | 8.0      |
| EBITDA이익률    | 12.4      | 11.8     | 12.8     | 12.8     | 13.5     |
| 영업이익률        | 4.7       | 4.9      | 5.7      | 5.8      | 6.2      |
| 계속사업이익률      | (5.4)     | 2.1      | 2.3      | 2.2      | 2.1      |

| 투자지표      | 2017     | 2018    | 2019F   | 2020F   | 2021F   |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원)   |          |         |         |         |         |
| EPS       | (13,055) | 5,518   | 6,204   | 6,050   | 5,500   |
| BPS       | 85,749   | 89,860  | 94,839  | 99,465  | 103,446 |
| CFPS      | 31,540   | 34,883  | 35,923  | 35,505  | 34,436  |
| EBITDAPS  | 29,797   | 33,360  | 34,469  | 35,857  | 36,144  |
| SPS       | 240,185  | 283,655 | 268,844 | 281,194 | 267,710 |
| DPS       | 0        | 1,360   | 1,500   | 1,600   | 1,500   |
| 주기지표(배)   |          |         |         |         |         |
| PER       | N/A      | 8.7     | 6.3     | 6.5     | 7.1     |
| PBR       | 0.5      | 0.5     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| PCFR      | 1.3      | 1.4     | 1.1     | 1.1     | 1.1     |
| EV/EBITDA | 10.3     | 10.0    | 9.1     | 8.4     | 8.1     |
| PSR       | 0.2      | 0.2     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| 재무비율(%)   |          |         |         |         |         |
| ROE       | (14.0)   | 6.4     | 6.8     | 6.3     | 5.5     |
| ROA       | (3.1)    | 1.3     | 1.5     | 1.4     | 1.3     |
| ROIC      | 3.0      | 3.3     | 3.1     | 3.3     | 3.4     |
| 부채비율      | 356.2    | 367.0   | 333.2   | 310.5   | 286.4   |
| 순부채비율     | 294.2    | 306.4   | 279.4   | 256.0   | 235.6   |
| 이자보상배율(배) | 1.2      | 1.6     | 1.8     | 1.9     | 1.9     |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표     | (단위: 십억원) |          |          |          |          |
|-----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
|           | 2017      | 2018     | 2019F    | 2020F    | 2021F    |
| 유동자산      | 7,582.2   | 9,924.9  | 9,134.6  | 9,328.0  | 8,977.9  |
| 금융자산      | 496.1     | 296.8    | 163.0    | 558.2    | 578.4    |
| 현금성자산     | 441.3     | 239.8    | 95.8     | 492.1    | 514.3    |
| 매출채권 등    | 5,294.7   | 5,424.0  | 5,126.5  | 5,011.2  | 4,799.5  |
| 재고자산      | 1,542.2   | 3,168.6  | 2,994.8  | 2,927.4  | 2,803.7  |
| 기타유동자산    | 249.2     | 1,035.5  | 850.3    | 831.2    | 796.3    |
| 비유동자산     | 29,557.2  | 29,764.7 | 29,667.5 | 29,187.1 | 28,695.2 |
| 투자자산      | 1,986.2   | 2,053.5  | 1,944.1  | 1,901.7  | 1,823.9  |
| 금융자산      | 521.1     | 376.0    | 355.4    | 347.4    | 332.7    |
| 유형자산      | 24,723.3  | 24,764.1 | 24,740.8 | 24,302.8 | 23,888.7 |
| 무형자산      | 1,813.9   | 1,771.9  | 1,809.3  | 1,809.3  | 1,809.3  |
| 기타비유동자산   | 1,033.8   | 1,175.2  | 1,173.3  | 1,173.3  | 1,173.3  |
| 자산총계      | 37,139.4  | 39,689.7 | 38,802.2 | 38,515.0 | 37,673.0 |
| 유동부채      | 6,590.4   | 9,871.2  | 7,867.1  | 7,192.3  | 6,054.9  |
| 금융부채      | 3,822.8   | 6,864.5  | 4,957.4  | 4,344.9  | 3,322.0  |
| 매입채무 등    | 1,874.4   | 2,130.9  | 2,014.1  | 1,968.7  | 1,885.6  |
| 기타유동부채    | 893.2     | 875.8    | 895.6    | 878.7    | 847.3    |
| 비유동부채     | 22,408.6  | 21,320.5 | 21,978.8 | 21,939.5 | 21,867.3 |
| 금융부채      | 20,624.4  | 19,472.2 | 20,231.8 | 20,231.8 | 20,231.8 |
| 기타비유동부채   | 1,784.2   | 1,848.3  | 1,747.0  | 1,707.7  | 1,635.5  |
| 부채총계      | 28,999.0  | 31,191.7 | 29,845.9 | 29,131.7 | 27,922.3 |
| 지배주주지분    | 7,813.3   | 8,192.8  | 8,652.4  | 9,079.5  | 9,447.0  |
| 자본금       | 461.6     | 461.6    | 461.6    | 461.6    | 461.6    |
| 자본잉여금     | 2,018.8   | 2,018.8  | 2,018.8  | 2,018.8  | 2,018.8  |
| 자본조정      | 205.7     | 205.7    | 205.7    | 205.7    | 205.7    |
| 기타포괄이익누계액 | 526.1     | 8.8      | 20.2     | 20.2     | 20.2     |
| 이익잉여금     | 4,601.2   | 5,497.9  | 5,946.2  | 6,373.2  | 6,740.7  |
| 비지배주주지분   | 327.1     | 305.2    | 303.8    | 303.8    | 303.8    |
| 자본총계      | 8,140.4   | 8,498.0  | 8,956.2  | 9,383.3  | 9,750.8  |
| 순금융부채     | 23,951.1  | 26,039.9 | 25,026.2 | 24,018.6 | 22,975.5 |

| 현금흐름표          | (단위: 십억원) |           |           |           |           |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|                | 2017      | 2018      | 2019F     | 2020F     | 2021F     |
| 영업활동 현금흐름      | 2,507.6   | 57.1      | 2,736.7   | 2,462.7   | 2,511.3   |
| 당기순이익          | (1,191.7) | 526.7     | 580.2     | 558.5     | 507.7     |
| 조정             | 2,737.1   | 1,643.1   | 2,161.7   | 1,804.1   | 1,819.9   |
| 감가상각비          | 1,715.5   | 1,802.7   | 1,759.2   | 1,798.1   | 1,814.1   |
| 외환거래손익         | 156.4     | (57.9)    | (63.2)    | 0.0       | 0.0       |
| 지분법손익          | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 기타             | 865.2     | (101.7)   | 465.7     | 6.0       | 5.8       |
| 영업활동자산부채 변동    | 962.2     | (2,112.7) | (5.2)     | 100.1     | 183.7     |
| 투자활동 현금흐름      | (1,225.9) | (1,275.2) | (1,155.1) | (1,316.5) | (1,320.1) |
| 투자자산감소(증가)     | 308.3     | (67.2)    | 109.3     | 42.4      | 77.8      |
| 유형자산감소(증가)     | (1,346.4) | (1,147.1) | (1,309.0) | (1,360.0) | (1,400.0) |
| 기타             | (187.8)   | (60.9)    | 44.6      | 1.1       | 2.1       |
| 재무활동 현금흐름      | (1,266.1) | 994.2     | (1,736.0) | (749.9)   | (1,168.9) |
| 금융부채증가(감소)     | (1,811.0) | 1,889.5   | (1,147.4) | (612.5)   | (1,022.9) |
| 자본증가(감소)       | 693.9     | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 기타재무활동         | (141.9)   | (886.5)   | (466.6)   | (5.9)     | (5.8)     |
| 배당지급           | (7.1)     | (8.8)     | (122.0)   | (131.5)   | (140.2)   |
| 현금의 증감         | (42.2)    | (201.5)   | (144.0)   | 396.3     | 22.2      |
| Unlevered CFO  | 2,911.6   | 3,220.1   | 3,316.1   | 3,277.5   | 3,178.9   |
| Free Cash Flow | 1,156.0   | (1,136.7) | 1,427.6   | 1,102.7   | 1,111.3   |

2019년 11월 5일

## 이녹스첨단소재(272290)

## OLED 모바일 및 TV 생태계 확장 수혜

## OLED 모바일과 TV 모두 낙수효과 기대

글로벌 OLED 스마트폰 판매 대수는 2018년 3.8억대에서 2019년 3.9억대, 2020년 4.5억대까지 증가할 전망이다. 특히 Flexible 모델이 애플의 OLED 채택 비중 상승으로 인해 2019년 1.4억대에서 2020년 1.9억대로 크게 증가하며 삼성디스플레이와 기판 필름 공급 중인 이녹스첨단소재 수혜가 전망된다. 한편, 패널 메이커들의 OLED TV 패널 CAPA 확장 과정에서 봉지재 관련 매출이 증가할 전망이다. 특히 LG디스플레이 OLED TV CAPA가 2020년 640만대로 2019년 350만대 대비 +83% 증가하는 과정에서 해당 시장 내 OLED TV 관련 소재 점유율 50%인 이녹스첨단소재 수혜가 전망된다.

## 2019년: 5G + 폴더블 스마트폰 + 애플 OLED 확대 수혜

2019년 4분기 실적은 매출 849억원(YoY +31%, QoQ +18%), 영업이익 121억원(YoY +5%, QoQ -8%)으로 전년대비 견조한 성장이 전망된다. 4분기 실적 성장의 Key Factor는 OLED TV 봉지재 부문으로, LG디스플레이가 컨퍼런스콜에서 언급한 것처럼 4분기 중 광저우 라인 가동 도입할 것으로 전망하며, 이에 따라 OLED 부문 매출은 430억원으로 전년 동기 대비 37% 성장할 전망이다. 2020년 실적은 매출 3,884억원(YoY +11%), 영업이익 557억원(YoY +18%)으로 성장세가 지속될 전망이다. 1) OLED 부문의 경우 2020년 애플 신제품 100% OLED 패널 탑재, 5G 교체수요에 따른 스마트폰 시장 성장, 폴더블 스마트폰 판매 본격 증가에 따른 신제품 매출 증가로 전년 대비 매출 38% 성장이 전망된다. 2) FPCB 부문의 경우 5G용 FPCB 제품 출시에 따른 단가 및 마진 상승이 전망되고, 3) 반도체 소재 부문의 경우 신제품 출시에 따른 매출증가가 예상된다.

## 소재 업체들 평균 PER 대비 저평가

이녹스첨단소재에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 73,000원을 유지한다. OLED 소재 업체들의 PER Range(30배 이상) 및 2020년 예상 매출 대비 OLED 소재 비중 51% 감안하면, 2020년 실적 기준 PER 12배인 현 주가 수준은 지나친 저평가 상태라고 판단된다. 향후 실적 성장 및 전방 시장 확대 과정에서 Valuation 매력 지속 부각될 것으로 판단한다.

## 관심종목

BUY

| TP(12M): 73,000원 | CP(11월4일): 57,500원

## Key Data

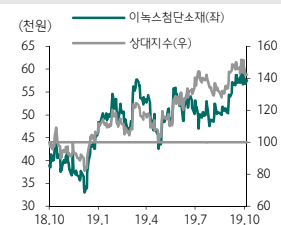
|                  |               |
|------------------|---------------|
| KOSDAQ 지수 (pt)   | 668.45        |
| 52주 최고/최저(원)     | 60,300/33,000 |
| 시가총액(십억원)        | 530.9         |
| 시가총액비중(%)        | 0.23          |
| 발행주식수(천주)        | 9,232.4       |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 99.5          |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 5.4           |
| 19년 배당금(예상, 원)   | 0             |
| 19년 배당수익률(예상, %) | 0.00          |
| 외국인지분율(%)        | 11.72         |
| 주요주주 지분율(%)      |               |
| 이녹스 외 4인         | 33.47         |

|       |       |      |      |
|-------|-------|------|------|
| 주가상승률 | 1M    | 6M   | 12M  |
| 절대    | 6.5   | 5.9  | 39.2 |
| 상대    | (0.9) | 20.7 | 43.9 |

## Consensus Data

|           | 2018   | 2019   |
|-----------|--------|--------|
| 매출액(십억원)  | 349.2  | 397.1  |
| 영업이익(십억원) | 47.0   | 56.9   |
| 순이익(십억원)  | 37.1   | 44.7   |
| EPS(원)    | 4,017  | 4,847  |
| BPS(원)    | 20,398 | 25,363 |

## Stock Price



## Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2017   | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 십억원 | 193.1  | 293.1  | 348.4  | 388.4  | 467.2  |
| 영업이익      | 십억원 | 22.2   | 38.3   | 47.4   | 55.7   | 69.8   |
| 세전이익      | 십억원 | 21.1   | 37.9   | 47.2   | 55.2   | 70.0   |
| 순이익       | 십억원 | 17.3   | 30.5   | 37.1   | 43.1   | 54.6   |
| EPS       | 원   | 3,226  | 3,302  | 4,014  | 4,666  | 5,913  |
| 증감율       | %   | N/A    | 2.4    | 21.6   | 16.2   | 26.7   |
| PER       | 배   | 25.79  | 11.42  | 14.32  | 12.32  | 9.73   |
| PBR       | 배   | 6.08   | 2.22   | 2.74   | 2.24   | 1.82   |
| EV/EBITDA | 배   | 27.90  | 7.54   | 8.74   | 7.11   | 5.35   |
| ROE       | %   | 13.80  | 22.40  | 22.48  | 21.06  | 21.54  |
| BPS       | 원   | 13,679 | 16,964 | 21,002 | 25,669 | 31,581 |
| DPS       | 원   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

### 삼성, 2019년말부터 투자 시작

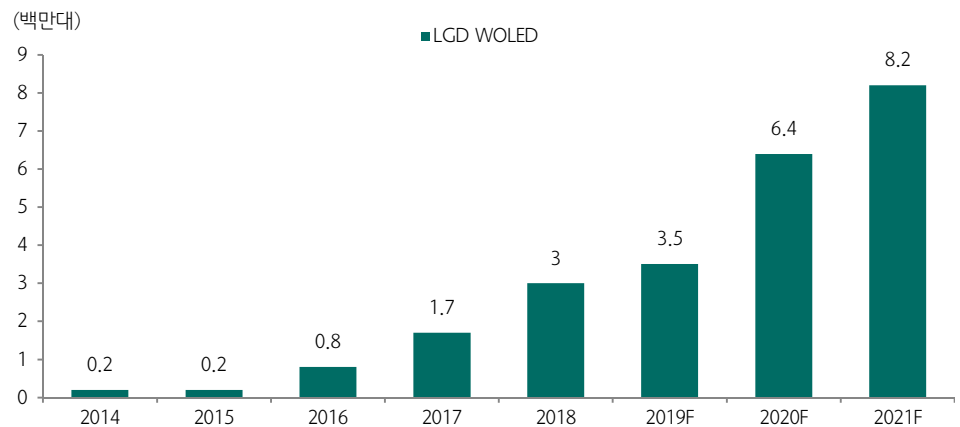
한편, 삼성디스플레이가 지난 10월10일 발표한 QD-OLED 관련 13조원 투자 발표 중 OLED 라인 장비 및 설비 투자에 약 10조원이 집행될 것으로 전망한다. LG디스플레이의 과거 LCD 라인 WOLED 전환 투자 당시 30K/월 당 약 1.5조원 소요됐던 것 감안하면 삼성디스플레이의 경우 노후 장비 교체 및 쿼텀닷 공정 추가 감안하여 약 2조원~2.5조원 규모 소요될 것으로 전망한다.

위 기준에 근거할 경우 10조원으로 30K/월 4개~5개라인 투자가 가능하다(120K/월~150K/월). 30K/월 당 TV 생산 가능대수는 평균적으로 130만대 수준이며, 향후 60인치 이상 대면적 패널 비중 확대 감안하여 약 100만대로 가정할 경우 향후 10조원 장비/투자를 통해 확보하게 될 CAPA는 대수 기준으로 약 400만대~500만대 수준이다. 이는 현재 LG디스플레이가 2020년까지 확보한 CAPA에 모자란다(LG디스플레이 대형 OLED CAPA 2018년 300만대, 2019년 350만대, 2020년 650만대, 2021년 820만대 전망). 삼성의 자금력 감안하면, LG디스플레이처럼 CAPA 확장속도가 느릴 이유가 없다고 판단하며 이에 따라 이번 발표된 13조원 투자의 상당부분은 초기 2~3년에 집중될 가능성 높다고 판단된다. 결과적으로 2020년 집행될 QD-OLED 관련 투자 금액은 최소 2조원 (라인 1개)~ 최대 6조원 (라인 3개, 현재 LGD 파주 CAPA와 동일)까지 확대될 가능성 높다고 판단한다.

그림 1. LG디스플레이 OLED TV CAPA 추이 및 전망

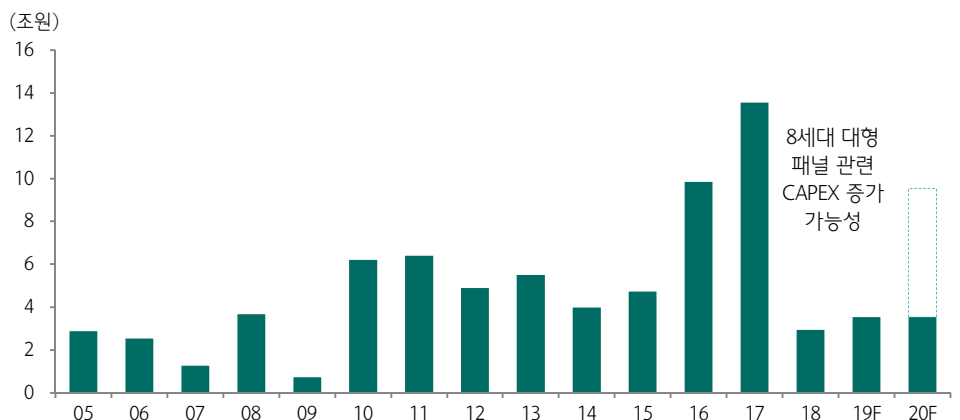
LG디스플레이 OLED TV 패널 CAPA

2018년 : 300만대  
2019년 : 350만대  
2020년 : 640만대  
2021년 : 820만대



자료: LG디스플레이, 하나금융투자

그림 2. 삼성디스플레이 투자금액 추이 및 전망



자료: 삼성전자, 하나금융투자

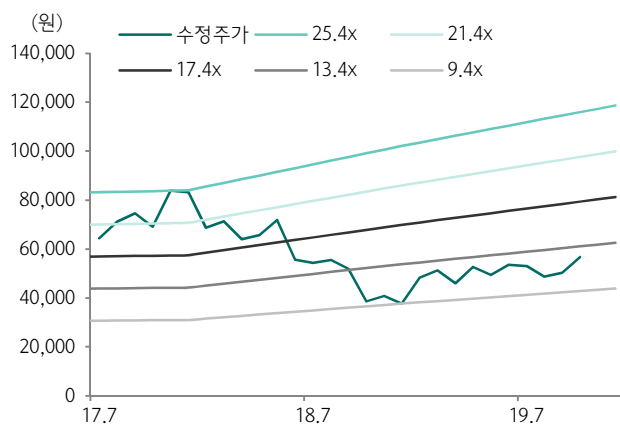
표 1. 이녹스첨단소재 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

|                     | 1Q18        | 2Q18        | 3Q18        | 4Q18        | 1Q19        | 2Q19        | 3Q19        | 4Q19F       | 2017         | 2018         | 2019F        | 2020F        | 2021F        |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>          | <b>80.9</b> | <b>62.3</b> | <b>73.3</b> | <b>76.7</b> | <b>85.7</b> | <b>81.6</b> | <b>96.2</b> | <b>84.9</b> | <b>307.3</b> | <b>293.1</b> | <b>348.4</b> | <b>388.4</b> | <b>467.2</b> |
| FPCB소재              | 19.0        | 17.8        | 25.0        | 18.9        | 19.5        | 22.8        | 23.6        | 18.8        | 108.4        | 80.7         | 84.7         | 93.3         | 101.1        |
| 방열시트/디지털타이저         | 32.6        | 14.6        | 10.0        | 18.5        | 27.0        | 23.6        | 23.0        | 15.1        | 94.4         | 75.7         | 88.7         | 65.2         | 68.9         |
| 반도체소재               | 10.5        | 10.4        | 10.3        | 7.9         | 7.5         | 7.8         | 8.1         | 8.0         | 42.8         | 39.1         | 31.5         | 32.4         | 44.6         |
| <b>OLED 소재</b>      | <b>18.8</b> | <b>19.5</b> | <b>28.0</b> | <b>31.3</b> | <b>31.7</b> | <b>27.4</b> | <b>41.5</b> | <b>43.0</b> | <b>61.7</b>  | <b>97.6</b>  | <b>143.6</b> | <b>197.6</b> | <b>252.6</b> |
| <b>영업이익</b>         | <b>11.3</b> | <b>5.5</b>  | <b>10.0</b> | <b>11.5</b> | <b>12.0</b> | <b>10.1</b> | <b>13.1</b> | <b>12.1</b> | <b>32.9</b>  | <b>38.3</b>  | <b>47.4</b>  | <b>55.7</b>  | <b>69.8</b>  |
| 세전이익                | 10.4        | 6.2         | 10.4        | 12.0        | 10.8        | 10.8        | 13.5        | 11.9        | 30.5         | 39.0         | 47.2         | 55.2         | 70.0         |
| 지배지분순이익             | 8.5         | 4.3         | 8.7         | 9.7         | 10.1        | 9.0         | 10.3        | 9.1         | 23.9         | 31.2         | 37.1         | 43.1         | 54.6         |
| <b>수익성</b>          |             |             |             |             |             |             |             |             |              |              |              |              |              |
| 영업이익률               | 14.0%       | 8.8%        | 13.6%       | 15.0%       | 14.0%       | 12.4%       | 13.6%       | 14.2%       | 10.7%        | 13.1%        | 13.6%        | 14.4%        | 14.9%        |
| 세전이익률               | 12.9%       | 9.9%        | 14.1%       | 15.7%       | 12.6%       | 13.3%       | 14.0%       | 14.0%       | 9.9%         | 13.3%        | 13.7%        | 14.2%        | 15.0%        |
| 지배지분순이익률            | 10.5%       | 6.9%        | 11.9%       | 12.6%       | 11.7%       | 11.1%       | 10.7%       | 10.8%       | 7.8%         | 10.6%        | 10.7%        | 11.1%        | 11.7%        |
| <b>성장률(QoQ/YoY)</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |              |              |              |              |              |
| 전체 매출               | 1%          | -23%        | 18%         | 5%          | 12%         | -5%         | 18%         | -12%        | 72%          | -5%          | 19%          | 11%          | 20%          |
| FPCB소재              | -35%        | -6%         | 40%         | -24%        | 3%          | 17%         | 4%          | -20%        | 81%          | -26%         | 5%           | 10%          | 8%           |
| 방열시트                | 40%         | -55%        | -32%        | 85%         | 46%         | -13%        | -2%         | -34%        | 68%          | -20%         | 17%          | -27%         | 6%           |
| 반도체소재               | 2%          | -1%         | -1%         | -23%        | -5%         | 5%          | 3%          | -1%         | 43%          | -9%          | -19%         | 3%           | 38%          |
| <b>OLED 소재</b>      | <b>7%</b>   | <b>4%</b>   | <b>44%</b>  | <b>12%</b>  | <b>1%</b>   | <b>-13%</b> | <b>51%</b>  | <b>4%</b>   | <b>87%</b>   | <b>58%</b>   | <b>47%</b>   | <b>38%</b>   | <b>28%</b>   |
| <b>매출비중</b>         |             |             |             |             |             |             |             |             |              |              |              |              |              |
| FPCB소재              | 23%         | 29%         | 34%         | 25%         | 23%         | 28%         | 25%         | 22%         | 35%          | 28%          | 24%          | 24%          | 22%          |
| 방열시트                | 40%         | 23%         | 14%         | 24%         | 32%         | 29%         | 24%         | 18%         | 31%          | 26%          | 25%          | 17%          | 15%          |
| 반도체소재               | 13%         | 17%         | 14%         | 10%         | 9%          | 10%         | 8%          | 9%          | 14%          | 13%          | 9%           | 8%           | 10%          |
| <b>OLED 소재</b>      | <b>23%</b>  | <b>31%</b>  | <b>38%</b>  | <b>41%</b>  | <b>37%</b>  | <b>34%</b>  | <b>43%</b>  | <b>51%</b>  | <b>20%</b>   | <b>33%</b>   | <b>41%</b>   | <b>51%</b>   | <b>54%</b>   |

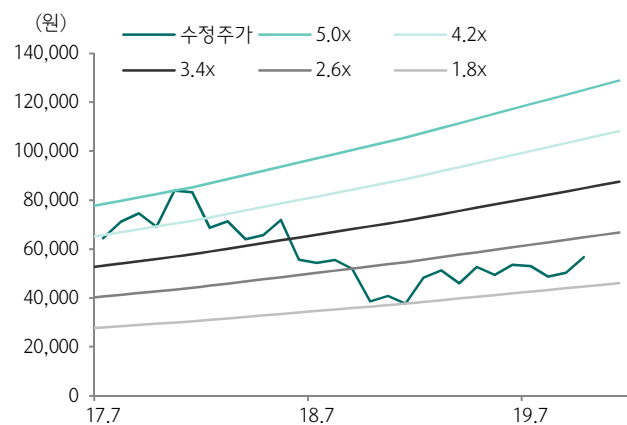
자료: 하나금융투자

그림 1. 이녹스첨단소재 12M Forward P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 이녹스첨단소재 12M Forward P/B 추이



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서          | (단위: 십억원)    |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2017         | 2018         | 2019F        | 2020F        | 2021F        |
| <b>매출액</b>     | <b>193.1</b> | <b>293.1</b> | <b>348.4</b> | <b>388.4</b> | <b>467.2</b> |
| 매출원가           | 139.9        | 219.3        | 258.4        | 284.6        | 339.7        |
| 매출총이익          | 53.2         | 73.8         | 90.0         | 103.8        | 127.5        |
| 판매비            | 31.0         | 35.6         | 42.6         | 48.0         | 57.7         |
| <b>영업이익</b>    | <b>22.2</b>  | <b>38.3</b>  | <b>47.4</b>  | <b>55.7</b>  | <b>69.8</b>  |
| 금융손익           | (0.4)        | (0.6)        | (0.6)        | (0.5)        | 0.3          |
| 종속/관계기업손익      | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타영업외손익        | (0.6)        | 0.2          | 0.4          | 0.0          | 0.0          |
| <b>세전이익</b>    | <b>21.1</b>  | <b>37.9</b>  | <b>47.2</b>  | <b>55.2</b>  | <b>70.0</b>  |
| 법인세            | 3.8          | 7.4          | 10.1         | 12.1         | 15.4         |
| 계속사업이익         | 17.3         | 30.5         | 37.1         | 43.1         | 54.6         |
| 중단사업이익         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>   | <b>17.3</b>  | <b>30.5</b>  | <b>37.1</b>  | <b>43.1</b>  | <b>54.6</b>  |
| 비지배주주지분 손이익    | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>17.3</b>  | <b>30.5</b>  | <b>37.1</b>  | <b>43.1</b>  | <b>54.6</b>  |
| 지배주주지분포괄이익     | 17.4         | 30.3         | 37.0         | 43.1         | 54.6         |
| NOPAT          | 18.2         | 30.8         | 37.2         | 43.5         | 54.4         |
| EBITDA         | 27.6         | 48.7         | 62.6         | 71.2         | 84.3         |
| <b>성장성(%)</b>  |              |              |              |              |              |
| 매출액증가율         | N/A          | 51.8         | 18.9         | 11.5         | 20.3         |
| NOPAT증가율       | N/A          | 69.2         | 20.8         | 16.9         | 25.1         |
| EBITDA증가율      | N/A          | 76.4         | 28.5         | 13.7         | 18.4         |
| 영업이익증가율        | N/A          | 72.5         | 23.8         | 17.5         | 25.3         |
| (지배주주)순이익증가율   | N/A          | 76.3         | 21.6         | 16.2         | 26.7         |
| EPS증가율         | N/A          | 2.4          | 21.6         | 16.2         | 26.7         |
| <b>수익성(%)</b>  |              |              |              |              |              |
| 매출총이익률         | 27.6         | 25.2         | 25.8         | 26.7         | 27.3         |
| EBITDA이익률      | 14.3         | 16.6         | 18.0         | 18.3         | 18.0         |
| 영업이익률          | 11.5         | 13.1         | 13.6         | 14.3         | 14.9         |
| 계속사업이익률        | 9.0          | 10.4         | 10.6         | 11.1         | 11.7         |

| 투자지표           | 2017   | 2018   | 2019F  | 2020F  | 2021F  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b> |        |        |        |        |        |
| EPS            | 3,226  | 3,302  | 4,014  | 4,666  | 5,913  |
| BPS            | 13,679 | 16,964 | 21,002 | 25,669 | 31,581 |
| CFPS           | 7,389  | 5,710  | 7,194  | 7,709  | 9,126  |
| EBITDAPS       | 5,146  | 5,274  | 6,784  | 7,709  | 9,126  |
| SPS            | 36,010 | 31,766 | 37,737 | 42,067 | 50,601 |
| DPS            | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>주가지표(배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER            | 25.8   | 11.4   | 14.3   | 12.3   | 9.7    |
| PBR            | 6.1    | 2.2    | 2.7    | 2.2    | 1.8    |
| PCR            | 11.3   | 6.6    | 8.0    | 7.5    | 6.3    |
| EV/EBITDA      | 27.9   | 7.5    | 8.7    | 7.1    | 5.3    |
| PSR            | 2.3    | 1.2    | 1.5    | 1.4    | 1.1    |
| <b>재무비율(%)</b> |        |        |        |        |        |
| ROE            | 13.8   | 22.4   | 22.5   | 21.1   | 21.5   |
| ROA            | 7.8    | 11.6   | 11.0   | 10.7   | 11.9   |
| ROIC           | 10.8   | 17.3   | 18.7   | 20.4   | 25.2   |
| 부채비율           | 77.9   | 105.3  | 104.9  | 89.8   | 75.2   |
| 순부채비율          | 23.5   | 19.5   | 9.1    | (11.0) | (28.6) |
| 이자보상배율(배)      | 25.7   | 21.6   | 18.8   | 20.7   | 25.7   |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표          | (단위: 십억원)    |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2017         | 2018         | 2019F        | 2020F        | 2021F        |
| <b>유동자산</b>    | <b>116.6</b> | <b>161.5</b> | <b>216.2</b> | <b>279.8</b> | <b>350.8</b> |
| 금융자산           | 23.6         | 78.2         | 124.0        | 165.6        | 220.9        |
| 현금성자산          | 23.6         | 76.2         | 105.9        | 147.5        | 202.8        |
| 매출채권 등         | 61.0         | 42.8         | 47.4         | 58.7         | 66.8         |
| 재고자산           | 28.0         | 35.4         | 39.2         | 48.6         | 55.3         |
| 기타유동자산         | 4.0          | 5.1          | 5.6          | 6.9          | 7.8          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>106.4</b> | <b>139.8</b> | <b>158.9</b> | <b>149.5</b> | <b>141.0</b> |
| 투자자산           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 금융자산           | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 유형자산           | 100.2        | 133.0        | 145.9        | 136.8        | 128.5        |
| 무형자산           | 0.8          | 1.5          | 2.0          | 1.7          | 1.5          |
| 기타비유동자산        | 5.4          | 5.3          | 11.0         | 11.0         | 11.0         |
| <b>자산총계</b>    | <b>223.0</b> | <b>301.2</b> | <b>375.1</b> | <b>429.3</b> | <b>491.8</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>95.1</b>  | <b>79.4</b>  | <b>157.0</b> | <b>166.2</b> | <b>172.7</b> |
| 금융부채           | 53.0         | 38.9         | 113.5        | 113.5        | 113.5        |
| 매입채무 등         | 26.1         | 31.8         | 35.2         | 43.7         | 49.6         |
| 기타유동부채         | 16.0         | 8.7          | 8.3          | 9.0          | 9.6          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>2.6</b>   | <b>75.2</b>  | <b>35.0</b>  | <b>36.9</b>  | <b>38.3</b>  |
| 금융부채           | 0.0          | 68.0         | 27.1         | 27.1         | 27.1         |
| 기타비유동부채        | 2.6          | 7.2          | 7.9          | 9.8          | 11.2         |
| <b>부채총계</b>    | <b>97.7</b>  | <b>154.5</b> | <b>192.0</b> | <b>203.1</b> | <b>211.0</b> |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>125.3</b> | <b>146.7</b> | <b>183.1</b> | <b>226.2</b> | <b>280.7</b> |
| 자본금            | 4.3          | 4.5          | 4.6          | 4.6          | 4.6          |
| 자본잉여금          | 103.2        | 104.1        | 104.1        | 104.1        | 104.1        |
| 자본조정           | 0.0          | (9.9)        | (10.5)       | (10.5)       | (10.5)       |
| 기타포괄이익누계액      | 0.4          | 0.4          | 0.7          | 0.7          | 0.7          |
| 이익잉여금          | 17.4         | 47.5         | 84.2         | 127.3        | 181.9        |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| <b>자본총계</b>    | <b>125.3</b> | <b>146.7</b> | <b>183.1</b> | <b>226.2</b> | <b>280.7</b> |
| 순금융부채          | 29.5         | 28.6         | 16.6         | (25.0)       | (80.3)       |

| 현금흐름표            | (단위: 십억원)     |               |               |              |              |
|------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
|                  | 2017          | 2018          | 2019F         | 2020F        | 2021F        |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>22.4</b>   | <b>51.4</b>   | <b>49.4</b>   | <b>47.6</b>  | <b>61.3</b>  |
| 당기순이익            | 17.3          | 30.5          | 37.1          | 43.1         | 54.6         |
| 조정               | 21.5          | 13.7          | 17.7          | 15.4         | 14.5         |
| 감가상각비            | 5.4           | 10.4          | 15.3          | 15.4         | 14.5         |
| 외환거래손익           | 0.3           | 0.2           | 0.2           | 0.0          | 0.0          |
| 지분법손익            | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 기타               | 15.8          | 3.1           | 2.2           | 0.0          | 0.0          |
| 영업활동 현금흐름        | (16.4)        | 7.2           | (5.4)         | (10.9)       | (7.8)        |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>(11.6)</b> | <b>(43.8)</b> | <b>(44.1)</b> | <b>(6.0)</b> | <b>(6.0)</b> |
| 투자자산감소(증가)       | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| 유형자산감소(증가)       | (11.5)        | (41.5)        | (27.9)        | (6.0)        | (6.0)        |
| 기타               | (0.1)         | (2.3)         | (16.2)        | 0.0          | 0.0          |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>(18.3)</b> | <b>45.1</b>   | <b>24.6</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| 금융부채증가(감소)       | 53.0          | 53.8          | 33.7          | 0.0          | 0.0          |
| 자본증가(감소)         | 107.6         | 0.9           | (0.0)         | 0.0          | 0.0          |
| 기타재무활동           | (178.9)       | (9.6)         | (9.1)         | 0.0          | 0.0          |
| 배당지급             | 0.0           | (0.0)         | 0.0           | 0.0          | 0.0          |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>(7.5)</b>  | <b>52.7</b>   | <b>29.7</b>   | <b>41.6</b>  | <b>55.3</b>  |
| Unlevered CFO    | 39.6          | 52.7          | 66.4          | 71.2         | 84.3         |
| Free Cash Flow   | 10.9          | 9.8           | 21.5          | 41.6         | 55.3         |

2019년 11월 5일

# 두산솔루스 (336370)

## 폴더블 스마트폰과 OLED TV 發 소재 수요 증가

### OLED 정공방어층 시장 독점

최대 고객사인 삼성디스플레이의 2018년 모바일 OLED 패널 출하면적은 4.3km<sup>2</sup>로 추정되며, 향후 2021년까지 주요 세트 업체들의 OLED 패널 수요 증가 및 폴더블 스마트폰 출시로 삼성디스플레이의 모바일 OLED 출하면적은 6.9km<sup>2</sup>까지 증가할 전망이다. 한편, Unit 기준 1대당 면적이 스마트폰 대비 100배 증가하는 OLED TV(5.8 인치 스마트폰 및 65인치 TV 기준) 면적까지 감안하면 향후 글로벌 OLED 소재 수요는 폭발적으로 증가할 전망이다. 이에 따라 삼성디스플레이 HTL 시장 50%, aETL(정공방어층) 시장 독점 중인 두산솔루스 수혜가 확대될 전망이다.

### 2020년 연간 영업이익 481억원(YoY +43%) 전망

2020년 실적은 매출 3,312억원(YoY +23%), 영업이익 481억원(YoY +43%)로 가파른 성장이 전망된다. 1) 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하량이 전년 대비 30% 증가하며 두산솔루스의 OLED 소재 부문 매출 역시 전년 대비 +36% 증가가 전망된다. 2) 전지박 CAPA는 2020년 3월 완공 이후 시운전을 거쳐 2020년 3분기부터 본격적인 가동이 예상된다. 매년 최소 8천톤 이상 CAPA 확장이 예상되며 이에 따라 전지박 매출은 2020년 246억원, 2021년 1,188억원, 2022년 2,230억원으로 증가할 전망이다. 초기 CAPA 1만톤의 약 50%는 배터리 셀 1개 업체와 공급 계약 체결이 완료된 상태며, 기타 메이저 셀 메이커 3개사와 품질 평가를 진행중인 것 감안하면 향후 증설 물량에 대한 공급처 확보에 문제 없을 것으로 판단된다.

### 향후 유증 가능성 감안해도 상승 여력

두산솔루스에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 21,000원을 유지한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS에 Target PER 28배를 적용하였다. Target PER은 OLED 소재 업체 덕산네오룩스, 동박 업체 일진머티리얼즈의 최근 3년 평균 PER(각각 29배/38배)을 10% 할인한 수치다. 향후 유증 및 지분 가치 희석 가능성 있으나 밸류에이션 디스카운트 및 실적 성장성 감안하면 상승 여력 있다고 판단된다.

### 관심종목

# BUY

| TP(12M): 21,000원 | CP(11월4일): 16,900원

### Key Data

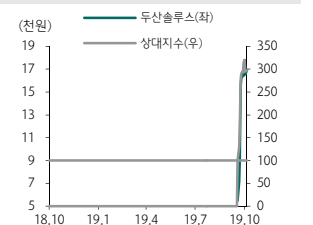
|                  |              |
|------------------|--------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,130.24     |
| 52주 최고/최저(원)     | 17,800/5,510 |
| 시가총액(십억원)        | 514.7        |
| 시가총액비중(%)        | 0.04         |
| 발행주식수(천주)        | 30,457.4     |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 1,645.8      |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 27.7         |
| 19년 배당금(예상, 원)   | 0            |
| 19년 배당수익률(예상, %) | 0.00         |
| 외국인지분율(%)        | 6.12         |
| 주요주주 지분율(%)      |              |
| 두산 외 31인         | 65.41        |

|       |     |     |     |
|-------|-----|-----|-----|
| 주가상승률 | 1M  | 6M  | 12M |
| 절대    | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 상대    | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

### Consensus Data

|           | 2019  | 2020  |
|-----------|-------|-------|
| 매출액(십억원)  | 265.3 | 337.0 |
| 영업이익(십억원) | 35.2  | 42.8  |
| 순이익(십억원)  | 22.5  | 27.0  |
| EPS(원)    | 2,004 | 671   |
| BPS(원)    | 3,325 | 3,998 |

### Stock Price



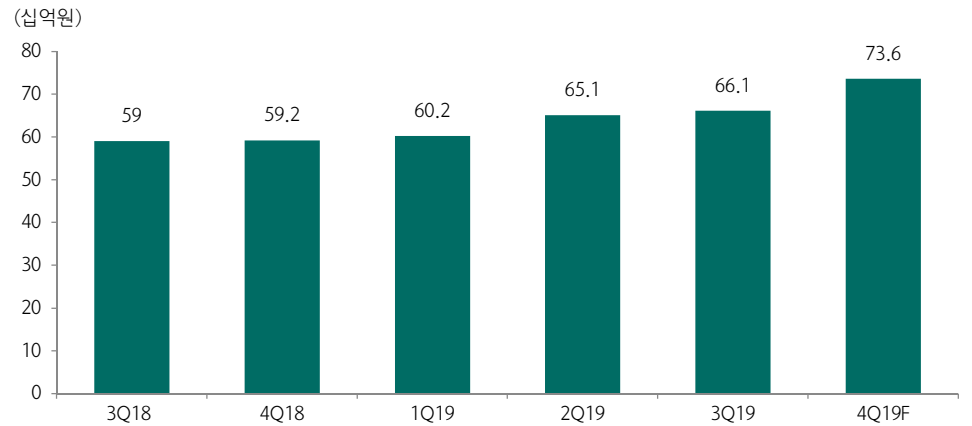
### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-----|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 십억원 | 0.0  | 0.0  | 268.6 | 331.2 | 471.7 |
| 영업이익      | 십억원 | 0.0  | 0.0  | 33.7  | 48.1  | 69.9  |
| 세전이익      | 십억원 | 0.0  | 0.0  | 26.0  | 38.9  | 60.8  |
| 순이익       | 십억원 | 0.0  | 0.0  | 20.0  | 29.7  | 46.2  |
| EPS       | 원   | 0    | 0    | 507   | 753   | 1,170 |
| 증감율       | %   | N/A  | N/A  | N/A   | 48.5  | 55.4  |
| PER       | 배   | N/A  | N/A  | 33.35 | 22.43 | 14.44 |
| PBR       | 배   | N/A  | N/A  | 5.13  | 4.18  | 3.24  |
| EV/EBITDA | 배   | N/A  | N/A  | 19.23 | 12.48 | 8.13  |
| ROE       | %   | 0.00 | 0.00 | 15.25 | 20.37 | 25.12 |
| BPS       | 원   | 0    | 0    | 3,294 | 4,047 | 5,217 |
| DPS       | 원   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

그림 1. 두산솔루스 분기별 실적 추이 및 전망



주 : 4Q19 이전까지 실적은 분할 전 ㈜두산 OLED/동박/기타 부문 실적 합산한 것  
 자료: 두산, 하나금융투자

표 1. 두산솔루스 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

|              | 2018         | 2019F        | 2020F        | 2021F        | 2022F        |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출</b>    | <b>225.8</b> | <b>268.6</b> | <b>331.2</b> | <b>471.7</b> | <b>616.3</b> |
| OLED 소재      | 50.6         | 68.1         | 92.4         | 118.6        | 136.4        |
| 전자박(전기차 배터리) | -            | -            | 24.6         | 118.8        | 223.1        |
| 동박(PCB)      | 145.5        | 160.0        | 171.2        | 188.3        | 207.2        |
| 바이오 등 기타     | 29.7         | 40.5         | 42.9         | 45.9         | 49.6         |
| <b>YoY</b>   |              | <b>19%</b>   | <b>23%</b>   | <b>42%</b>   | <b>31%</b>   |
| OLED 소재      |              | 35%          | 36%          | 28%          | 15%          |
| 동박(전기차 배터리)  |              | -            | -            | 382%         | 88%          |
| 전자박(PCB)     |              | 10%          | 7%           | 10%          | 10%          |
| 바이오 등 기타     |              | 36%          | 6%           | 7%           | 8%           |
| <b>매출비중</b>  |              |              |              |              |              |
| OLED 소재      | 22%          | 25%          | 28%          | 25%          | 22%          |
| 전자박(전기차 배터리) | 0%           | 0%           | 7%           | 25%          | 36%          |
| 동박(PCB)      | 64%          | 60%          | 52%          | 40%          | 34%          |
| 바이오 등 기타     | 13%          | 15%          | 13%          | 10%          | 8%           |
| <b>영업이익</b>  | <b>27.4</b>  | <b>33.7</b>  | <b>48.1</b>  | <b>69.9</b>  | <b>90.2</b>  |
| 영업이익률        | 12.1%        | 12.5%        | 14.5%        | 14.8%        | 14.6%        |
| <b>YoY</b>   |              | <b>23.0%</b> | <b>42.6%</b> | <b>45.4%</b> | <b>28.9%</b> |

자료: 하나금융투자

표 2. Peers Valuation Table

(단위: 배)

|      |          | PER  |      | PBR  |     | EV/EBITDA |      |
|------|----------|------|------|------|-----|-----------|------|
|      |          | 19F  | 20F  | 19F  | 20F | 19F       | 20F  |
| OLED | UDC      | 61.6 | 42.7 | 10.0 | 8.3 | 44.3      | 30.2 |
|      | 덕산네오룩스   | 34.3 | 23.8 | 3.5  | 3.1 | 23.3      | 16.4 |
|      | 덕산테크피아   | 16.9 | 15.4 | -    | -   | -         | -    |
| 동박   | 일진머티리얼즈  | 30.0 | 20.4 | 2.9  | 2.5 | 14.1      | 9.5  |
|      | Furukawa | 11.8 | 10.3 | 0.8  | 0.7 | 6.9       | 6.3  |

자료: Bloomberg, 하나금융투자

폴더블 디바이스 출시에 따른  
삼성디스플레이 모바일 OLED 패널  
출하면적 증가 수혜

### 소재: 폴더블 디바이스와 OLED TV의 이중주

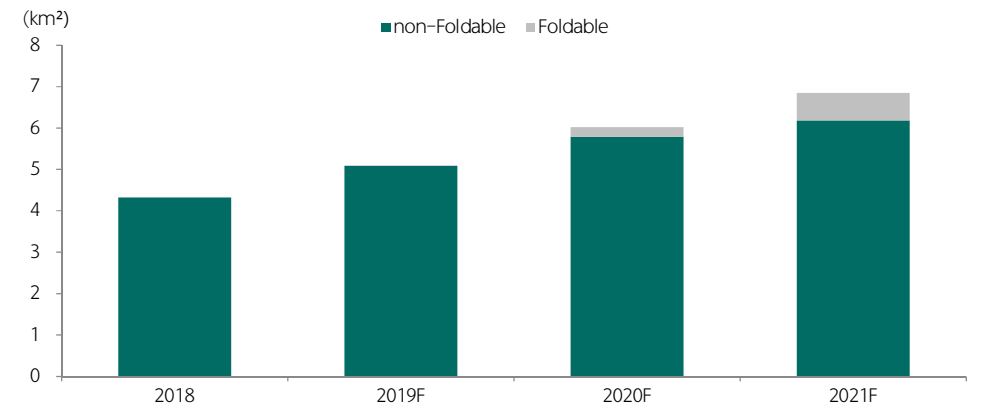
삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 면적은 향후 폴더블 디바이스 출시와 함께 그 증가 추세가 더욱 가속화될 전망이다. 2018년 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 약 4.2억대 (Flexible 1.5억대, Rigid 2.7억대)로 추정된다. 하이엔드~미들엔드 스마트폰 시장 평균 사이즈인 5.8인치(가로길이 7cm, 세로길이 14.7cm)를 기준으로 면적 계산시(대당 면적  $103\text{cm}^2$ ) 삼성디스플레이의 2018년 모바일 OLED 패널 출하면적은 약  $4.3\text{km}^2$ 다. 향후 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 2019년 4.8억대, 2020년 5.3억대, 2021년 5.5억대로 증가할 전망이며 평균 인치 상승에 따라 출하 면적은 2019년  $5.1\text{km}^2$ , 2020년  $5.8\text{km}^2$ , 2021년  $6.2\text{km}^2$ 로 증가할 전망이다.

이와 함께 폴더블 스마트폰 관련 패널 출하대수는 2019년 약 60만대를 시작으로, 2020년 600만대, 2021년 1,700만대로 증가할 전망이다. 폴더블 스마트폰의 경우 Galaxy Fold 대당 면적인 약  $250\text{cm}^2$  (내부 면적  $190\text{cm}^2$ , 외부 면적  $60\text{cm}^2$ )를 기준으로 할 경우 출하 면적은 2020년  $0.25\text{km}^2$ , 2021년  $0.66\text{km}^2$ 로 증가할 전망이다.

한편, Unit 기준 1대당 면적이 스마트폰 대비 100배 증가하는 OLED TV 면적 감안하면 OLED 소재 수요는 폭발적으로 증가할 전망이다. LG디스플레이가 유일한 플레이어였던 OLED TV 패널 시장은 출하면적 기준 성장률이 최근 4년간 지속적으로 하락해왔으나 2021년 삼성전자 QD-OLED TV 400만대 출시 가정시 전년대비 성장률은 2019년부터 매년  $+31\% \rightarrow +79\% \rightarrow +106\%$ 로 성장폭이 가파르게 확대될 전망이다.

삼성디스플레이 모바일 OLED 패널  
출하면적 전망 :  
2018년  $4.3\text{km}^2 \rightarrow$  2021년  $6.9\text{km}^2$

그림 2. 삼성디스플레이 Flexible OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

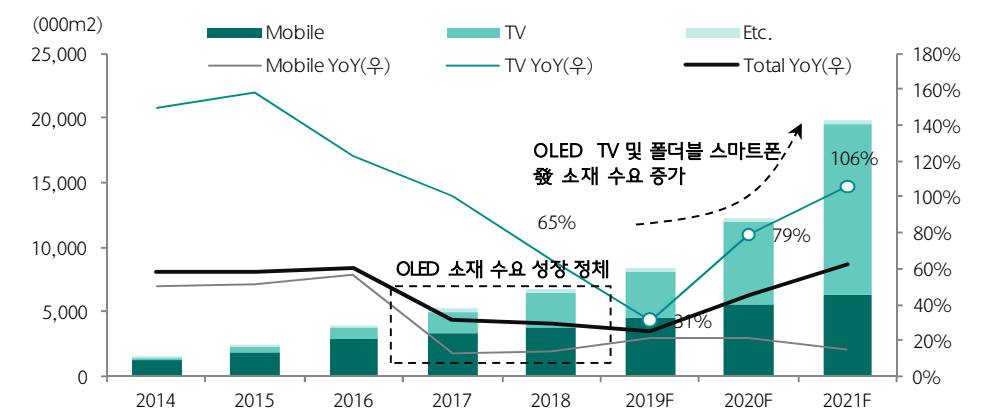


자료: 하나금융투자

2019년을 기점으로 하여 OLED  
패널 출하 면적 증가율 반등 전망

OLED TV 및 폴더블 스마트폰  
중심으로 OLED 소재 수요 증가 전망

그림 3. Application별 OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망



자료: IHS, DSCC, 하나금융투자

## 추정 재무제표

| 손익계산서          | (단위: 십억원)  |            |              |              |              |
|----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2017       | 2018       | 2019F        | 2020F        | 2021F        |
| <b>매출액</b>     | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>268.6</b> | <b>331.2</b> | <b>471.7</b> |
| 매출원가           | 0.0        | 0.0        | 188.0        | 235.1        | 332.5        |
| 매출총이익          | 0.0        | 0.0        | 80.6         | 96.1         | 139.2        |
| 판매비            | 0.0        | 0.0        | 46.9         | 48.0         | 69.2         |
| <b>영업이익</b>    | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>33.7</b>  | <b>48.1</b>  | <b>69.9</b>  |
| 금융손익           | 0.0        | 0.0        | (6.7)        | (7.1)        | (7.1)        |
| 종속/관계기업손익      | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타영업외손익        | 0.0        | 0.0        | (1.0)        | (2.0)        | (2.0)        |
| <b>세전이익</b>    | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>26.0</b>  | <b>38.9</b>  | <b>60.8</b>  |
| 법인세            | 0.0        | 0.0        | 6.0          | 9.2          | 14.6         |
| 계속사업이익         | 0.0        | 0.0        | 20.0         | 29.7         | 46.2         |
| 중단사업이익         | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>   | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>20.0</b>  | <b>29.7</b>  | <b>46.2</b>  |
| 비지배주주지분 손이익    | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>20.0</b>  | <b>29.7</b>  | <b>46.2</b>  |
| 지배주주지분포괄이익     | 0.0        | 0.0        | 20.0         | 29.7         | 46.2         |
| NOPAT          | 0.0        | 0.0        | 26.0         | 36.7         | 53.1         |
| EBITDA         | 0.0        | 0.0        | 33.7         | 48.1         | 69.9         |
| <b>성장성(%)</b>  |            |            |              |              |              |
| 매출액증가율         | N/A        | N/A        | N/A          | 23.3         | 42.4         |
| NOPAT증가율       | N/A        | N/A        | N/A          | 41.2         | 44.7         |
| EBITDA증가율      | N/A        | N/A        | N/A          | 42.7         | 45.3         |
| 영업이익증가율        | N/A        | N/A        | N/A          | 42.7         | 45.3         |
| (지배주주)순이익증가율   | N/A        | N/A        | N/A          | 48.5         | 55.6         |
| EPS증가율         | N/A        | N/A        | N/A          | 48.5         | 55.4         |
| <b>수익성(%)</b>  |            |            |              |              |              |
| 매출총이익률         | N/A        | N/A        | 30.0         | 29.0         | 29.5         |
| EBITDA이익률      | N/A        | N/A        | 12.5         | 14.5         | 14.8         |
| 영업이익률          | N/A        | N/A        | 12.5         | 14.5         | 14.8         |
| 계속사업이익률        | N/A        | N/A        | 7.4          | 9.0          | 9.8          |

| 투자지표           | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F  | 2021F  |
|----------------|------|------|-------|--------|--------|
| <b>주당지표(원)</b> |      |      |       |        |        |
| EPS            | 0    | 0    | 507   | 753    | 1,170  |
| BPS            | 0    | 0    | 3,294 | 4,047  | 5,217  |
| CFPS           | 0    | 0    | 829   | 1,167  | 1,721  |
| EBITDAPS       | 0    | 0    | 854   | 1,218  | 1,771  |
| SPS            | 0    | 0    | 6,805 | 8,391  | 11,951 |
| DPS            | 0    | 0    | 0     | 0      | 0      |
| <b>주가지표(배)</b> |      |      |       |        |        |
| PER            | N/A  | N/A  | 33.4  | 22.4   | 14.4   |
| PBR            | N/A  | N/A  | 5.1   | 4.2    | 3.2    |
| PCFR           | N/A  | N/A  | 20.4  | 14.5   | 9.8    |
| EV/EBITDA      | N/A  | N/A  | 19.2  | 12.5   | 8.1    |
| PSR            | N/A  | N/A  | 2.5   | 2.0    | 1.4    |
| <b>재무비율(%)</b> |      |      |       |        |        |
| ROE            | 0.0  | 0.0  | 15.3  | 20.4   | 25.1   |
| ROA            | 0.0  | 0.0  | 7.5   | 11.2   | 15.9   |
| ROIC           | 0.0  | 0.0  | 18.2  | 26.3   | 37.3   |
| 부채비율           | 0.0  | 0.0  | 103.5 | 64.4   | 52.9   |
| 순부채비율          | 0.0  | 0.0  | 22.7  | (11.5) | (24.2) |
| 이자보상배율(배)      | 0.0  | 0.0  | 5.0   | 6.7    | 9.8    |

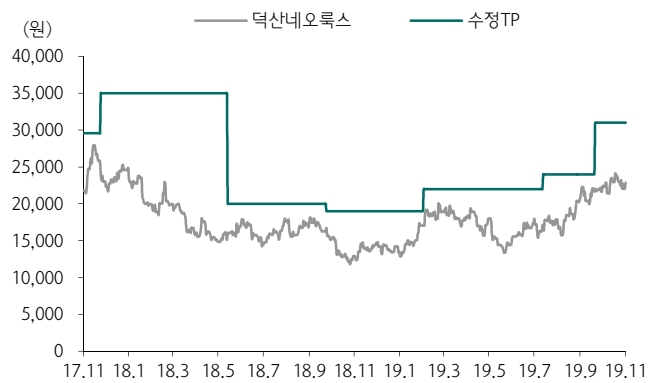
자료: 하나금융투자

| 대차대조표          | (단위: 십억원)  |            |              |              |              |
|----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2017       | 2018       | 2019F        | 2020F        | 2021F        |
| <b>유동자산</b>    | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>116.5</b> | <b>125.3</b> | <b>164.5</b> |
| 금융자산           | 0.0        | 0.0        | 59.4         | 107.7        | 139.4        |
| 현금성자산          | 0.0        | 0.0        | 59.4         | 107.7        | 139.4        |
| 매출채권 등         | 0.0        | 0.0        | 21.0         | 6.5          | 9.2          |
| 재고자산           | 0.0        | 0.0        | 36.1         | 11.1         | 15.8         |
| 기타유동자산         | 0.0        | 0.0        | 0.0          | (0.0)        | 0.1          |
| <b>비유동자산</b>   | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>150.3</b> | <b>139.0</b> | <b>152.2</b> |
| 투자자산           | 0.0        | 0.0        | 29.6         | 9.1          | 13.0         |
| 금융자산           | 0.0        | 0.0        | 26.6         | 8.2          | 11.7         |
| 유형자산           | 0.0        | 0.0        | 75.4         | 84.6         | 93.9         |
| 무형자산           | 0.0        | 0.0        | 45.3         | 45.3         | 45.3         |
| 기타비유동자산        | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0          | (0.0)        |
| <b>자산총계</b>    | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>266.8</b> | <b>264.4</b> | <b>316.6</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>35.5</b>  | <b>10.9</b>  | <b>15.6</b>  |
| 금융부채           | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 매입채무 등         | 0.0        | 0.0        | 35.5         | 10.9         | 15.6         |
| 기타유동부채         | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>비유동부채</b>   | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>100.2</b> | <b>92.6</b>  | <b>94.0</b>  |
| 금융부채           | 0.0        | 0.0        | 89.2         | 89.2         | 89.2         |
| 기타비유동부채        | 0.0        | 0.0        | 11.0         | 3.4          | 4.8          |
| <b>부채총계</b>    | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>135.7</b> | <b>103.5</b> | <b>109.6</b> |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>131.1</b> | <b>160.8</b> | <b>207.0</b> |
| 자본금            | 0.0        | 0.0        | 5.0          | 5.0          | 5.0          |
| 자본잉여금          | 0.0        | 0.0        | 88.0         | 88.0         | 88.0         |
| 자본조정           | 0.0        | 0.0        | 1.1          | 1.1          | 1.1          |
| 기타포괄이익누계액      | 0.0        | 0.0        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 이익잉여금          | 0.0        | 0.0        | 37.0         | 66.7         | 112.9        |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   | <b>0.0</b>   |
| <b>자본총계</b>    | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>131.1</b> | <b>160.8</b> | <b>207.0</b> |
| 순금융부채          | 0.0        | 0.0        | 29.8         | (18.5)       | (50.2)       |

| 현금흐름표            | (단위: 십억원)  |            |               |              |               |
|------------------|------------|------------|---------------|--------------|---------------|
|                  | 2017       | 2018       | 2019F         | 2020F        | 2021F         |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>16.1</b>   | <b>44.2</b>  | <b>51.9</b>   |
| 당기순이익            | 0.0        | 0.0        | 20.0          | 29.7         | 46.2          |
| 조정               | 0.0        | 0.0        | 6.7           | 7.2          | 7.1           |
| 감가상각비            | 0.0        | 0.0        | 0.0           | 0.0          | 0.0           |
| 외환거래손익           | 0.0        | 0.0        | 0.0           | 0.0          | 0.0           |
| 지분법손익            | 0.0        | 0.0        | 0.0           | 0.0          | 0.0           |
| 기타               | 0.0        | 0.0        | 6.7           | 7.2          | 7.1           |
| 영업활동 자산부채 변동     | 0.0        | 0.0        | (10.6)        | 7.3          | (1.4)         |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>(76.9)</b> | <b>11.3</b>  | <b>(13.2)</b> |
| 투자자산감소(증가)       | 0.0        | 0.0        | (29.6)        | 20.5         | (3.9)         |
| 유형자산감소(증가)       | 0.0        | 0.0        | (2.0)         | (9.2)        | (9.3)         |
| 기타               | 0.0        | 0.0        | (45.3)        | 0.0          | 0.0           |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>3.3</b>    | <b>(7.1)</b> | <b>(7.1)</b>  |
| 금융부채증가(감소)       | 0.0        | 0.0        | 89.2          | 0.0          | 0.0           |
| 자본증가(감소)         | 0.0        | 0.0        | 93.0          | 0.0          | 0.0           |
| 기타재무활동           | 0.0        | 0.0        | (178.9)       | (7.1)        | (7.1)         |
| 배당지급             | 0.0        | 0.0        | 0.0           | 0.0          | 0.0           |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>0.0</b> | <b>0.0</b> | <b>59.4</b>   | <b>48.3</b>  | <b>31.6</b>   |
| Unlevered CFO    | 0.0        | 0.0        | 32.7          | 46.1         | 67.9          |
| Free Cash Flow   | 0.0        | 0.0        | 14.1          | 35.0         | 42.6          |

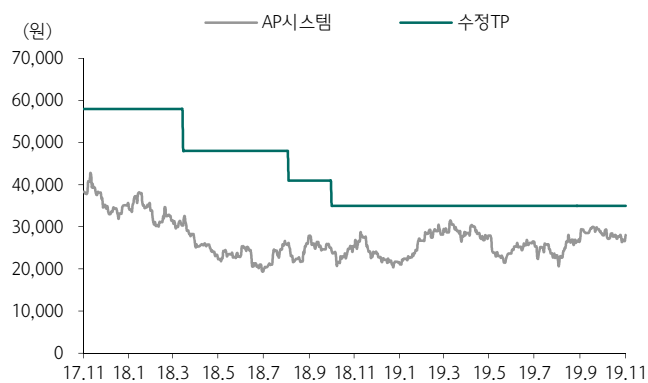
## 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 덕산네오룩스



| 날짜       | 투자 의견          | 목표주가   | 괴리율     |         |
|----------|----------------|--------|---------|---------|
|          |                |        | 평균      | 최고/최저   |
| 19.9.25  | BUY            | 31,000 |         |         |
| 19.7.17  | BUY            | 24,000 | -21.72% | -7.29%  |
| 19.2.6   | BUY            | 22,000 | -22.20% | -8.86%  |
| 18.12.4  | BUY            | 19,000 | -26.33% | -8.68%  |
| 18.9.28  | Neutral        | 19,000 | -28.39% | -17.63% |
| 18.5.18  | BUY            | 20,000 | -17.82% | -9.25%  |
| 17.11.28 | Analyst Change |        |         |         |
| 17.5.22  | BUY            | 29,559 | -16.33% | 1.15%   |

## AP시스템



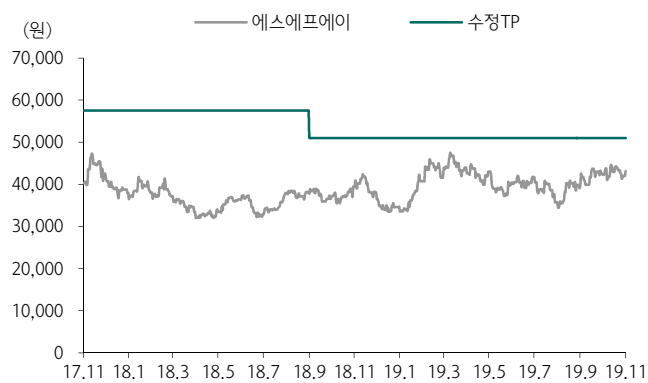
| 날짜      | 투자 의견          | 목표주가   | 괴리율     |         |
|---------|----------------|--------|---------|---------|
|         |                |        | 평균      | 최고/최저   |
| 18.10.5 | BUY            | 35,000 |         |         |
| 18.8.8  | BUY            | 41,000 | -39.77% | -31.95% |
| 18.5.23 | BUY            | 48,000 | -49.70% | -32.19% |
| 18.3.19 | Analyst Change |        |         |         |
| 17.4.9  | BUY            | 58,000 | -27.74% | -1.72%  |

## 힘스



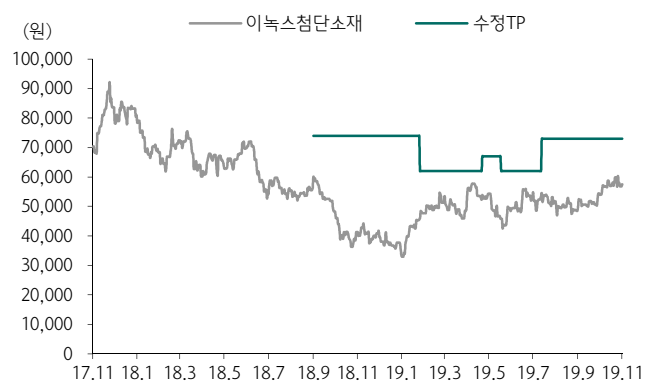
| 날짜      | 투자 의견 | 목표주가   | 괴리율 |       |
|---------|-------|--------|-----|-------|
|         |       |        | 평균  | 최고/최저 |
| 19.7.10 | BUY   | 32,000 |     |       |
| 19.6.13 |       |        |     | -     |
| 19.6.11 |       |        |     | -     |

### 에스에프에이



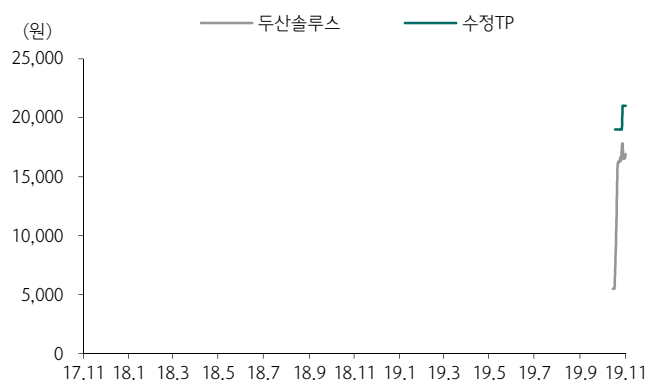
| 날짜      | 투자의견           | 목표주가   | 괴리율     |         |
|---------|----------------|--------|---------|---------|
|         |                |        | 평균      | 최고/최저   |
| 18.10.9 | BUY            | 51,000 |         |         |
| 18.9.5  | Analyst Change |        |         |         |
| 17.5.22 | BUY            | 57,500 | -33.57% | -16.96% |

### 이녹스첨단소재



| 날짜      | 투자의견 | 목표주가   | 괴리율     |         |
|---------|------|--------|---------|---------|
|         |      |        | 평균      | 최고/최저   |
| 19.7.17 | BUY  | 73,000 |         |         |
| 19.5.22 | BUY  | 62,000 | -18.74% | -9.84%  |
| 19.4.26 | BUY  | 67,000 | -25.32% | -18.96% |
| 19.1.30 | BUY  | 62,000 | -17.44% | -6.94%  |
| 18.9.5  | BUY  | 73,929 | -42.68% | -19.47% |

### 두산솔루스



| 날짜       | 투자의견 | 목표주가   | 괴리율     |        |
|----------|------|--------|---------|--------|
|          |      |        | 평균      | 최고/최저  |
| 19.11.1  | BUY  | 21,000 |         |        |
| 19.10.22 | BUY  | 19,000 | -21.92% | -7.63% |
| 19.10.21 |      |        |         | -      |

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

- 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계     |
|------------|---------|-------------|------------|--------|
| 금융투자상품의 비율 | 90.8%   | 9.2%        | 0.0%       | 100.0% |

\* 기준일: 2019년 11월 4일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하에 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 11월 5일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.