

2020.03.25

하이투자증권 DGB

[디스플레이]

디스플레이 산업의 COVID-19 영향

COVID-19 사태 이후를 고민할 시점

[디스플레이] 정원석

2122-9203 wschung@hi-ib.com

최근 COVID-19 확산이 전세계 시장에 충격을 주면서 IT 산업 내 SCM과 수요에 큰 변화를 불러일으키고 있습니다. 중국, 유럽에 이어 미국까지 COVID-19 사태가 발생하면서 실질적으로 전세계 GDP의 약 80%에 해당하는 상위 국가들이 모두 영향권에 진입한 것입니다. 향후 COVID-19 사태가 장기화될 경우 경기 악화로 인한 수요 부진으로 IT 산업에 타격이 불가피하겠지만, 중국과 한국의 경우 COVID-19가 본격 확산된 이후 25~30일이 경과하면 진정되었던 사례를 볼 때 미국, 유럽도 같은 경로를 겪을 경우 2Q20초 이후 전세계에 대한 COVID-19의 악영향은 점차 완화될 가능성이 존재합니다.

당사는 현 시점에서 COVID-19 확산세가 진정된 이후에도 높은 실적 성장 동력을 확보하고 있어 주가 회복이 빠를 수 있는 디스플레이 산업 내 관련 업체들을 옥석을 가려 선별하고 Portfolio를 선정해야 할 시점으로 판단합니다. 이에 대한 투자 Idea는 다음의 4가지로 요약됩니다.

[대형주]

삼성SDI > LG디스플레이

- COVID-19로 인한 상반기 향후 전세계 전기차 시장의 성장이 삼성SDI 중대형 전지에 큰 기회 요인이 될 것이라는 점에 변함이 없는 상황에서 최근 주가는 2020년 예상 실적 기준 P/B 1배 수준까지 하락. 단기적인 주가의 흐름을 예측하기 쉽진 않지만 중장기적인 관점에서 주가 하락을 비중 확대 기회로 활용해야 한다는 판단
- COVID-19가 디스플레이 산업, 특히 LCD 산업에 미치는 영향은 단기적으로는 공급 차질, 장기적으로는 수요 부진 우려로 이어질 전망. 최근 가파른 LCD TV 패널 가격 상승은 단기적으로 긍정적이거나 2020년 LCD TV 수요 부진 불가피할 전망. 2020년 LCD TV 세트 및 패널 출하 전망치 모두 전년 대비 -7% 역성장할 것으로 하향 조정하며 LG디스플레이의 실적 개선폭 제한적일 것으로 판단

[중소형주]

1. 반도체, 디스플레이 Chemical 업종: 이엔에프테크놀로지 > 한솔케미칼

- 최근 COVID-19 사태로 반도체, 디스플레이 업체들의 가동률 하락 가능성과 이로 인한 Chemical 업체들 실적 부진 우려 부각. 그러나 당사가 파악한 바에 따르면 Mobile용 DRAM 및 NAND 주문은 둔화될 수 밖에 없으나 IDC 업체들의 신규 투자가 이어지면서 Server용 반도체 수요가 이를 상쇄하고 있는 상황. 이에 따라 삼성전자, SK하이닉스의 가동률이 유지되면서 Chemical 업체들의 반도체 소재 출하 견조한 흐름 보이고 있으며 1Q20 실적 양호할 것으로 전망
- 향후 COVID-19 확산이 점차 진정될 경우 실적 개선 및 주가 상승폭 가파를 수 있어 이를 대응하기 위한 비중 확대 전략 권고

2. 중장기 성장성 큰 폴더블, OLED 부품, 소재 업종: 덕산네오룩스, 세경하이테크, KH바텍, 이녹스첨단소재

- 향후 ① iPhone OLED 전량 채택 효과에 따른 삼성디스플레이의 가파른 가동률 상승과 ② 중국 업체들의 점진적인 가동률 상승에 따른 중장기 성장 가능성, ③ Foldable, Tablet, Note PC, Auto 등 새로운 Application 다변화에 따른 OLED 패널 수요 확대에 덕산네오룩스의 직접적인 수혜 예상된다는 점을 고려할 때 중장기적으로 꾸준한 성장 동력 확보
- 삼성전자 Foldable 스마트폰 출하량 '2020년 440만대 → 2021년 1,320만대' 전망. 삼성전자의 Foldable 스마트폰의 BOM 기준 GPM은 기존 Flagship 제품인 Galaxy S, Note 제품의 30~35% 대비 높은 44~46% 수준인 것으로 추정되어 폴더블 시장 내 시장 패권 확보 위한 움직임 보일 것으로 예상. 관련 수혜 업종에 대한 지속적인 관심 필요

3. OLED 장비 업종: 에스에프에이, AP시스템, HB테크놀로지, 아이씨디, 에스티아이 등

- 향후 가파르게 커질 폴더블 시장 대응을 위해 1Q21에 삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자가 재개될 가능성 높아 OLED 장비 업체들의 주가는 이보다 앞선 올해 하반기부터 신규 수주 확대 기대감이 주가 상승 이끌 것으로 전망되어 관련 업체들에 대한 선제적 비중 확대 필요. 특히 향후 QNED 대형 디스플레이 신기술에 대한 기대감 부각될 경우 장비 업체들의 주가에 긍정적으로 작용할 것으로 판단

Contents

[디스플레이 산업의 COVID-19 영향]

1. COVID-19 사태로 인한 LCD 산업 영향 / #5

- 단기적으로는 공급 차질, 장기적으로는 수요 부진 우려
- COVID-19로 인해 가팔라진 LCD TV 패널 가격 상승은 단기적으로 긍정적이나...
- COVID-19 사태로 2020년 LCD TV 수요 부진 불가피

2. COVID-19 사태에도 OLED/Foldable 산업의 성장성은 여전히 유효 / #17

- 삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자 1Q21부터 재개될 전망
- 2020년 삼성디스플레이 iPhone향 Flexible OLED 출하량 크게 증가할 전망
- OLED TV는 하지 않겠다는 삼성의 Big picture! QNED
- 삼성디스플레이의 QNED란 무엇일까?

3. 기업 분석 / #37

- LG디스플레이(034220)_TV 수요 부진 불가피 / #40
- 삼성SDI(006400)_큰 그림은 변하지 않았다 / #46
- 한솔케미칼(014680)_COVID-19에도 불구하고 시장 우려 대비 양호한 실적 예상 / #52
- 이엔에프테크놀로지(102710)_주가 본격 반등시 상승폭 2배 봅니다 / #58
- 덕산네오룩스(213420)_작년에 놓쳤다면 이제는 기회가 왔다 / #64
- 에스에프에이(056190)_사업 다각화로 실적 안정성 확보 / #70
- AP시스템(265520)_중국향 수주 OK, 변한 것은 없다 / #76
- 실리콘웍스(108320)_현금 부자 / #82

[디스플레이 산업의 COVID-19 영향]

1. COVID-19 사태로 인한 LCD 산업 영향 / #5

- 단기적으로는 공급 차질, 장기적으로는 수요 부진 우려
- COVID-19로 인해 가팔라진 LCD TV 패널 가격 상승은 단기적으로 긍정적이나...
- COVID-19 사태로 2020년 LCD TV 수요 부진 불가피

2. COVID-19 사태에도 OLED/Foldable 산업의 성장성은 여전히 유효 / #17

- 삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자 1Q21부터 재개될 전망
- 2020년 삼성디스플레이 iPhone향 Flexible OLED 출하량 크게 증가할 전망
- OLED TV는 하지 않겠다는 삼성의 Big picture! QNED
- 삼성디스플레이의 QNED란 무엇일까?

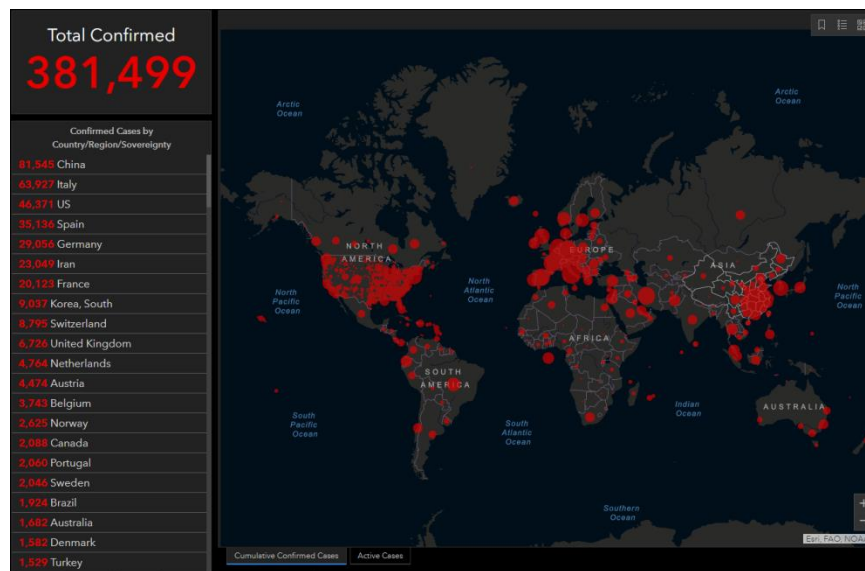
3. 기업 분석 / #37

- LG디스플레이(034220)_TV 수요 부진 불가피 / #40
- 삼성SDI(006400)_큰 그림은 변하지 않았다 / #46
- 한솔케미칼(014680)_COVID-19에도 불구하고 시장 우려 대비 양호한 실적 예상 / #52
- 이엔에프테크놀로지(102710)_주가 본격 반등시 상승폭 2배 봅니다 / #58
- 덕산네오룩스(213420)_작년에 놓쳤다면 이제는 기회가 왔다 / #64
- 에스에프에이(056190)_사업 다각화로 실적 안정성 확보 / #70
- AP시스템(265520)_중국향 수주 OK, 변한 것은 없다 / #76
- 실리콘웍스(108320)_현금 부자 / #82

유럽과 미국으로 빠르게 확산되고 있는 COVID-19 사태

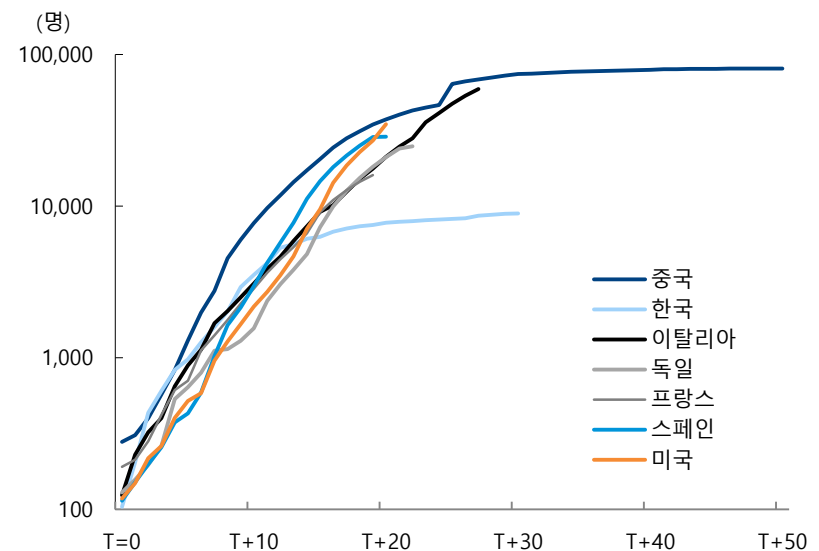
- 최근 COVID-19 확산이 전세계 시장에 충격을 주면서 IT 산업 내 SCM과 수요의 큰 변화를 불러일으키고 있는 분위기. 최근 전세계 COVID-19 감염자 수 추이를 살펴보면 중국은 진정되고 있는 반면, 중국 외 지역의 감염자 수가 폭발적으로 증가. 특히 이탈리아를 비롯한 유럽 지역의 감염자 수가 급격히 빠른 속도로 늘어나고 있는 상황
- 중국, 유럽에 이어 미국까지 COVID-19 사태가 발생하면서 실질적으로 전세계 GDP의 약 80%에 해당하는 상위 국가들이 모두 영향권에 진입. 향후 COVID-19 사태가 장기화될 경우 경기 악화로 인한 수요 부진으로 IT 제조업에 타격이 불가피할 것으로 전망
- 당사는 향후 유럽과 미국의 감염자수 증가 폭이 진정되는 시점이 중요하다고 보고 있음. 한국과 중국의 사례의 경우 확진자가 100명을 넘어서면 이후 약 25~30일을 경과하면 진정세를 보였다는 점을 감안할 때 3월말~4월초 시점이 고비가 될 것으로 판단

그림1. 전세계 COVID-19 확진자수 현황



자료: Gisanddata, 하이투자증권
주: 2020년 3월 24일 기준

그림2. 주요 국가별 COVID-19 누적 환산 추이(Log scale)

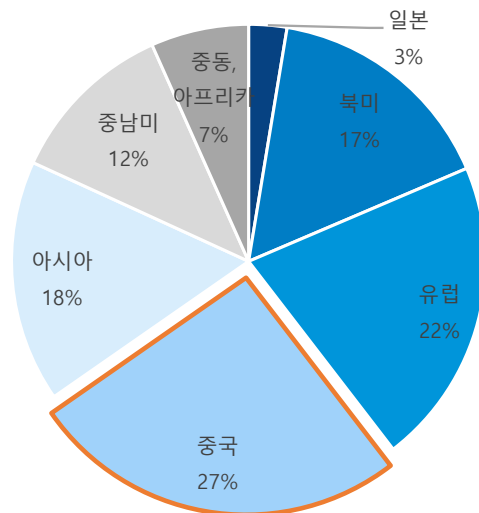


자료: IHS, 하이투자증권

단기적으로는 공급 차질, 장기적으로는 수요 부진 우려

- 중국은 COVID-19 확산 방지를 위해 지난 2월 춘절 연휴를 연장하며 인력 이동을 통제. 이에 따라 인력 투입을 많이 필요로 하는 디스플레이 Module, TV 세트 업체들은 춘절 직후 약 2~3주간 공장 가동 중단
- 디스플레이 Fab.의 경우 라인 가동 중단 시 피해가 크기 때문에 가동을 하긴 했지만 춘절 연휴 연장으로 근로자들이 복귀가 늦어지면서 최소한의 가동률만 유지했던 상황
- 전체 LCD TV 시장(수요)과 디스플레이 생산 면적 Capa.(공급)에서 중국이 차지하는 비중은 각각 27%, 52% 수준. COVID-19 사태로 인한 영향은 단기적으로 공급에 미치는 부분이 더 컸던 것으로 분석
- 최근 중국 내 COVID-19 확산 속도가 진정되고 있는 가운데 이번 사태가 미국, 유럽 지역에서 장기화될 경우에는 전세계 IT 수요에 미칠 불확실성이 확대될 수 있다는 우려 존재

그림4. 전세계 LCD TV 판매 지역별 점유율



자료: IHS, 하이투자증권

그림3. 중국 내 주요 패널 Module 및 TV 세트 조립 공장 현황

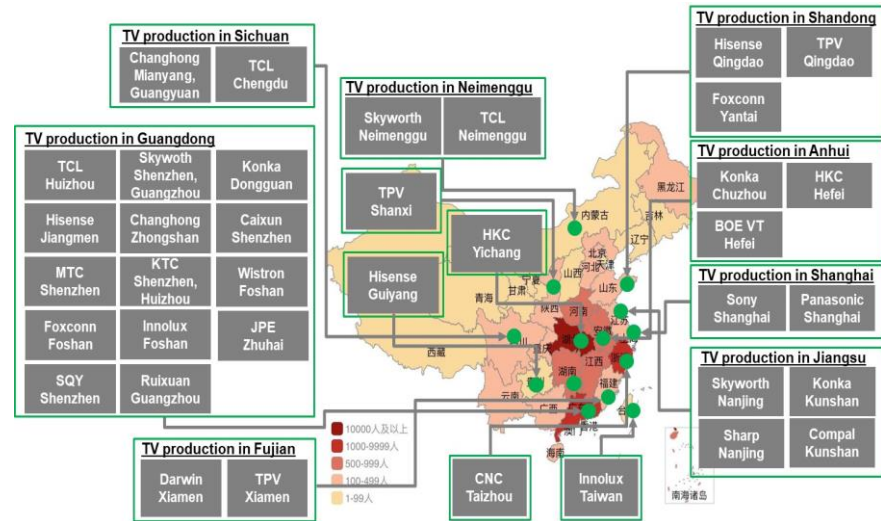
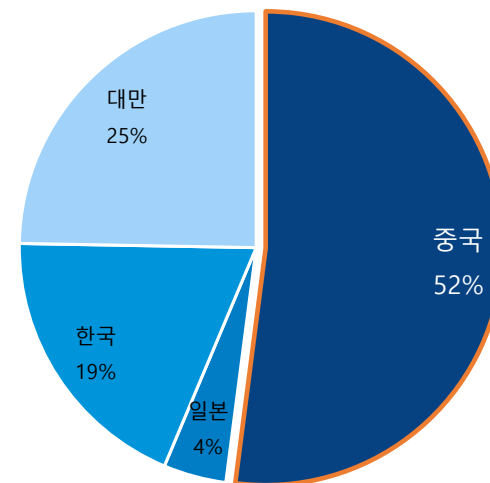


그림5. 전세계 지역별 디스플레이 면적 Capa. 생산 비중



자료: IHS, 하이투자증권
주: 국내 패널 업체들의 중국 공장 포함

[공급] COVID-19 사태로 인한 공급 차질로 1Q20 LCD 수급 가파른 개선세

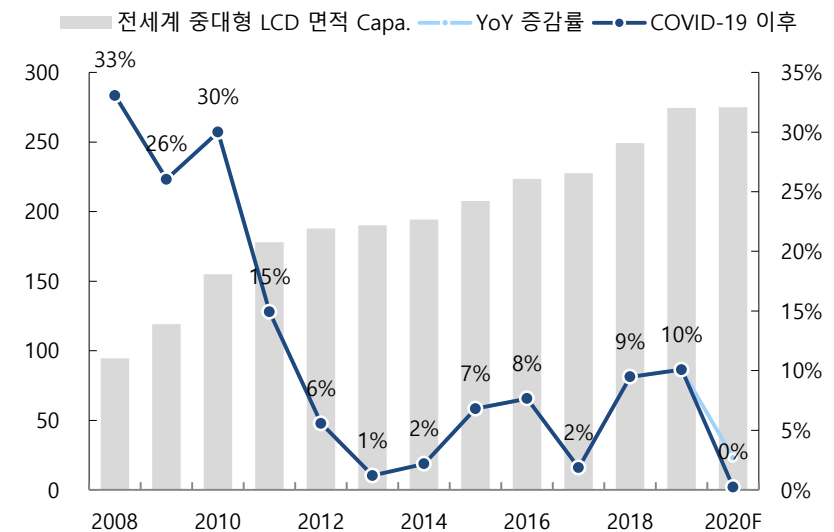
- 최근 중국 내 패널 업체들은 지난 1월말~2월 중순까지 이어진 춘절 기간에 50~60% 수준까지 떨어진 가동률을 다시 높이기 위해 노력 중. 업계에 따르면 3월말까지 가동률을 약 80% 수준까지 끌어올리는 것을 목표로 하고 있으나 불확실성은 존재
- 또한 중국 정부의 지원 하에 막대한 자본과 인력을 투입해오던 중국 디스플레이 업체들의 신규 Fab. 가동 일정도 당초 계획 대비 지연이 불가피할 것으로 예상. 당초 2020년 상반기로 예상되었던 BOE(10.5세대), Sharp-Foxconn (10.5세대), CHOT HKC H4(8.6세대)의 신규 Fab. 본격 가동 시점은 하반기로 지연될 가능성이 높을 것으로 판단되며, 잠재적으로는 HKC(8.5세대), CSOT(10.5세대) 신규 Fab. 가동 시점에도 영향을 미칠 것으로 판단
- 이를 반영한 2020년 중대형 LCD 면적 기준 공급 증감률은 하반기부터 COVID-19 사태가 정상화된다고 가정시 기존 전망치인 2.7%에서 0.2% 수준까지 완화될 것으로 분석. 이는 단기적으로 중대형 LCD 수급에 긍정적 요인으로 작용

표1. 2020년 신규 가동 및 가동 중단 예정인 7세대 이상 LCD Capa. 현황

업체명	Fab.	Gen	MG Size	Application	Capa.	가동/중단 시점
BOE	B17	10.5	2940x3370	LCD	120K/월	1Q20→ 2Q20
Sharp-Foxconn	Guangzhou	10.5	2940x3370	LCD	45K/월	1Q20→ 3Q20
CHOT	Xianyang	8.6	2250x2600	LCD	12K/월	2Q20→ 3Q20
HKC	Mianyang H3	8.6	2250x2600	LCD	75K/월	3Q20
CSOT	T7	10.5	2940x3370	LCD	60K/월	4Q20
LG Display	P7	7	1950x2250	LCD	-70K/월	4Q19~ 1Q20
	P8	8	2200x2500	LCD	-140K/월	4Q19~ 1Q20

자료: IHS, 하이투자증권

그림6. 중대형 LCD 면적 Capa.와 YoY 증감률 추이 및 전망

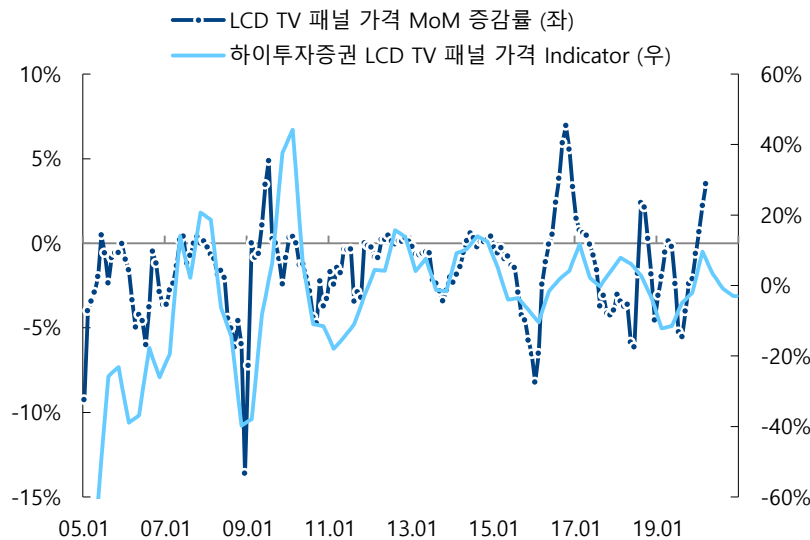


자료: IHS, 하이투자증권

[공급] COVID-19로 인해 가팔라진 LCD TV 패널 가격 상승은 단기적으로 긍정적이나...

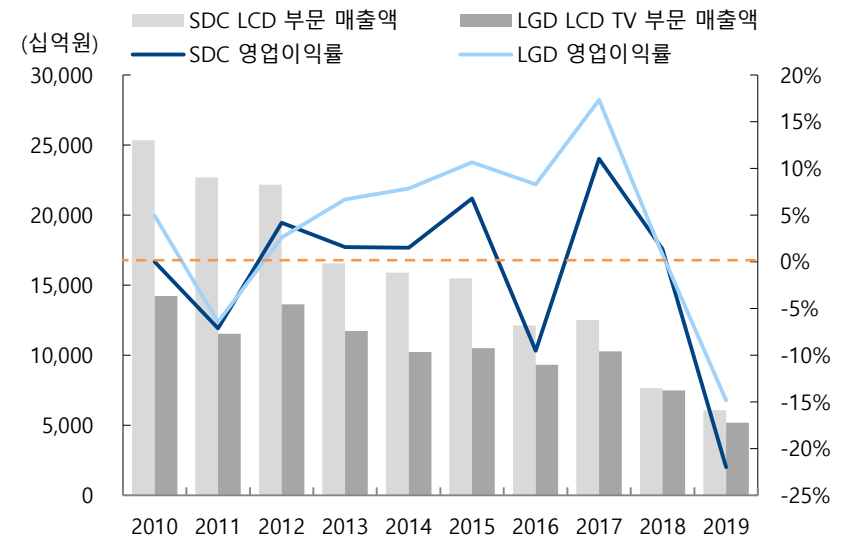
- 당초 LCD TV 패널 가격은 ① 지난해 8월 삼성디스플레이의 8세대 LCD Fab.(120K/월) 일부와 ② 지난 연말 LG디스플레이의 국내 7, 8세대 LCD Fab.(약 200k/월) 일부의 가동 중단 결정, ③ 지난해 하반기 수익성이 악화된 주요 디스플레이 업체들의 가동률 조정 조치 등의 영향으로 2020년 초부터 점진적인 상승세가 나타날 것으로 예상
- 그러나 COVID-19 사태로 인한 중국 내 패널 생산 차질 여파로 계절적 비수기임에도 불구하고 예상보다 빠르게 중대형 LCD 수급이 개선되며 LCD TV 패널 가격도 가파른 상승세 기록(LCD TV 패널 가격 평균 상승률 → 20년 1월: +0.7%, 2월: +2.2%, 3월: +3.5%)
- 지난해 공급 과잉으로 인한 LCD TV 패널 가격 하락세가 장기화되면서 하반기부터는 LCD TV 패널 가격이 Cash cost(생산 제조원가)를 하회. 이로 인해 국내 업체들의 LCD TV 부문 영업이익률이 큰 폭의 적자가 발생했다는 점을 고려할 때 COVID-19로 인한 LCD TV 패널 가격의 가파른 상승 반전은 단기적으로는 긍정적. 그러나 지금부터는 수요에 미칠 불확실성에 대해 고민해야 할 시점

그림7. LCD TV 패널 월별 증감률 추이



자료: IHS, 하이투자증권

그림8. 삼성디스플레이, LG디스플레이 LCD 부문 연간 실적 추이

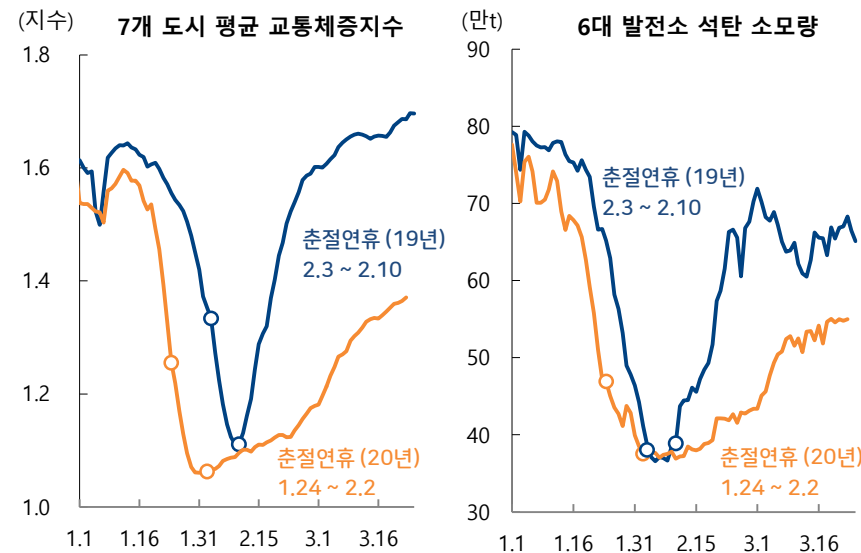


자료: IHS, 하이투자증권

[공급] 2Q20부터 LCD 패널 생산은 점차 정상화될 듯

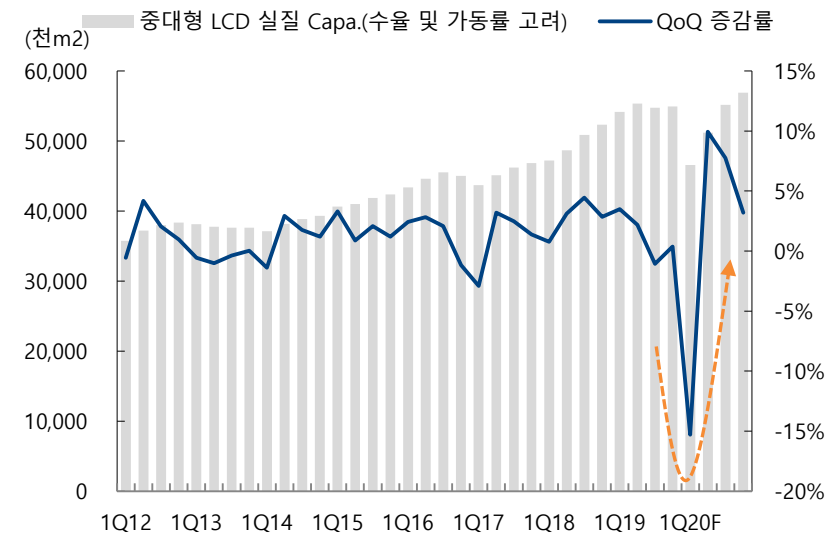
- 당사 추정치에 따르면 1Q20 중대형 LCD 실질 Capa.(수율 및 가동률 고려)는 중국에서 시작된 COVID-19 영향으로 공급 차질이 발생하면서 전분기 대비 약 15% 축소될 것으로 예상. 이는 중대형 LCD 수급에 긍정적으로 작용하여 가격 상승 건인
- 중국 Traffic data(교통체증지수, 발전소 석탄 소모량)로 볼 때 중국의 경제 활동은 지난해와 비교할 때 지난 1월말부터 크게 위축된 것으로 보이는데 최근 COVID-19 확산이 점차 진정되기 시작하면서 빠르게 회복되고 있는 분위기
- 중국 패널 업체들의 Capa. 가동도 2Q20부터 점차 정상화될 것으로 보이며, 향후 수요가 뒷받침되어주지 않는다면 중대형 LCD 수급에 다시 부담으로 작용할 것으로 판단

그림9. 중국 교통체증지수 추이(Congestion delay index)



자료: Wind, 하이투자증권
주: 베이징, 상하이, 우한, 쑤저우, 광저우, 톈진, 선전

그림10. 중대형 LCD 분기별 실질 면적 Capa. 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

[수요] 2020년 LCD TV 판매 부진 불가피

- 최근 COVID-19 사태로 유럽축구연맹(UEFA)은 올해 6월 12일~7월 12일에 개최될 예정이었던 EURO 2020를 1년 연기하기로 결정하였으며, 국제올림픽위원회(IOC)도 7월 24일에 개막할 도쿄 올림픽의 연기를 확정
- 짝수해마다 열리는 스포츠 이벤트는 더 크고, 보다 나은 화질로 시청하려는 소비자들의 욕구와 주요 업체들의 Promotion 행사가 서로 맞물려 TV 구매를 앞당기는 효과를 발생시키는 요인 작용
- 현실적으로 올해 스포츠 이벤트를 통한 TV 판매 특수 효과는 기대하기 어려울 것으로 판단되며, 유럽, 미국 내 COVID-19가 확산되고 있다는 것을 감안할 때 2020년 LCD TV 수요 부진은 불가피할 전망

그림12. 유럽축구연맹(UEFA)은 EURO 2020를 1년 연기하기로 결정



자료: 언론, 하이투자증권

그림11. 전세계 연간 LCD TV Sell-through(판매량) 추이

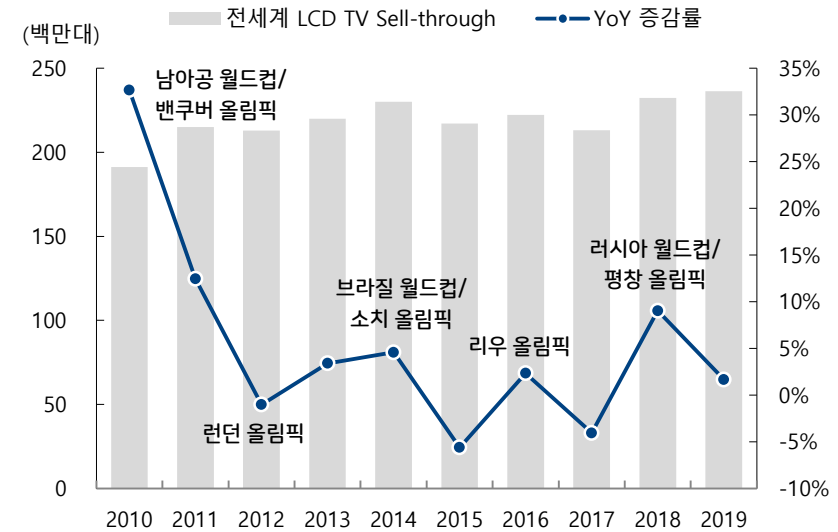


그림13. 국제올림픽위원회(IOC)도 도쿄 올림픽의 연기를 확정

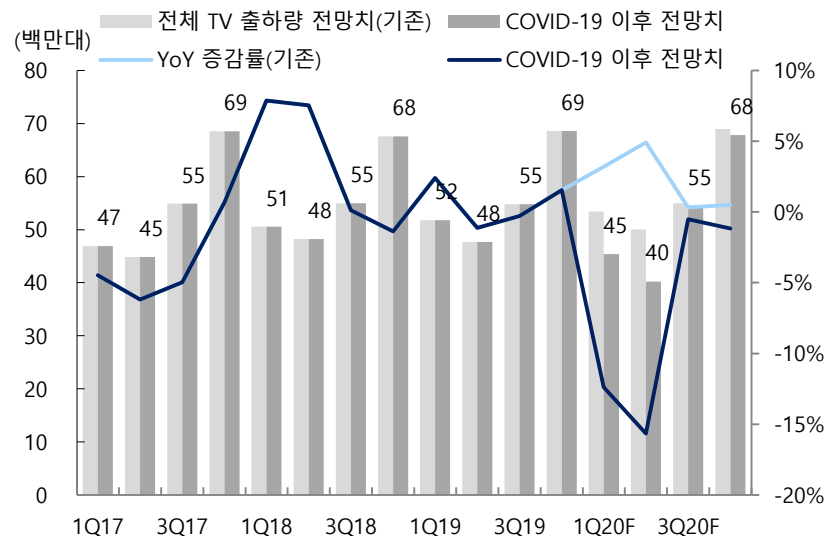


자료: 언론, 하이투자증권

20년 전세계 TV 출하량 +2%에서 -7%로 하향 조정

- COVID-19 영향으로 전세계 주요 국가들에서 소비자들이 외출을 자제하고 소매점들도 문을 닫는 경우들이 발생함에 따라 상반기 TV 수요 부진은 불가피할 것으로 판단. 이에 따라 당사는 2020년 전체 TV 세트 출하량 추정치를 기존 2.27억대에서 2.08억대로 약 9% 하향 조정. 이는 전년 대비 약 7% 역성장하는 수치(LCD TV: 2.22억대 → 2.04억대, OLED TV: 517만대 → 379만대)
- 다만 상반기 내 유럽, 미국 내 COVID-19 확산이 진정될 경우 지난 2008년 미국 금융 위기 당시 경험한 바와 같이 하반기 IT 기기의 Pent-up 수요가 발생할 수 있다는 가능성을 반영
- 향후 COVID-19 사태가 장기화될 경우 추가 하향 조정할 계획

그림15. 전체 TV 분기별 출하량과 YoY 증감률 전망치 조정 변화



자료: IHS, 하이투자증권

그림14. 북미 전자제품 소매 판매액 YoY 증감률 월별 추이

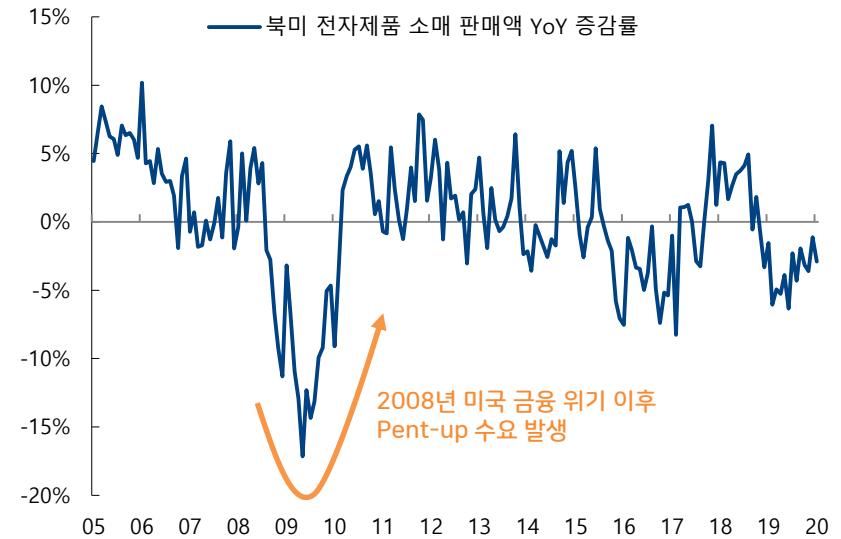
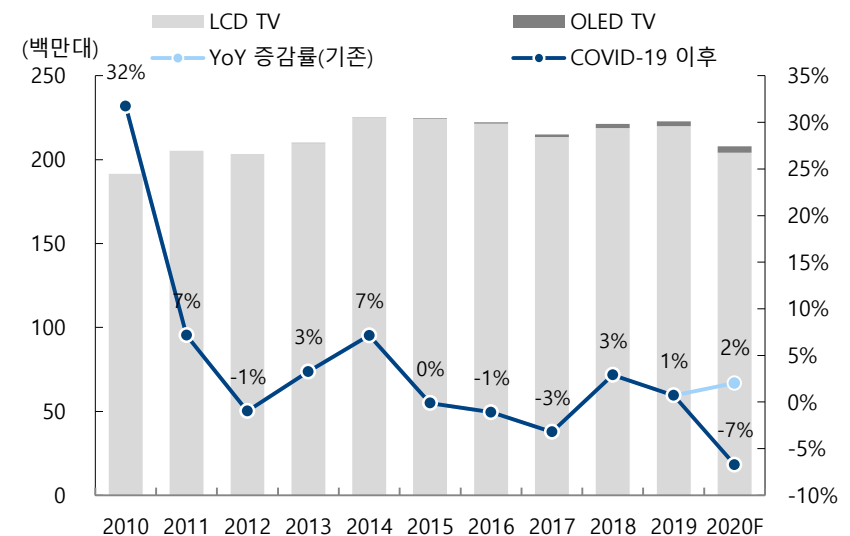


그림16. 전세계 LCD+OLED TV 연간 출하량과 YoY 증감률 전망치 조정 변화

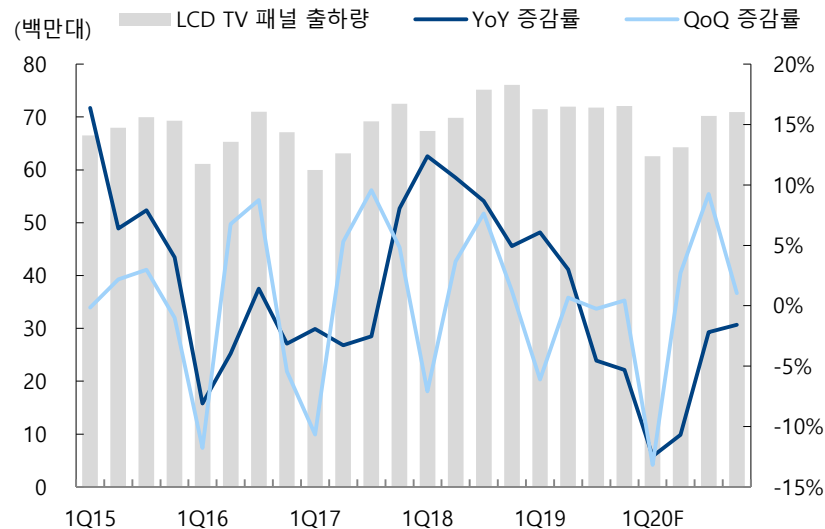


자료: Bloomberg, IHS, 하이투자증권

20년 전세계 LCD TV 패널 출하량 +1% → -7% 조정

- ① COVID-19 사태로 1Q20 중국 내 디스플레이 업체들의 생산 차질이 발생했고, ② 당분간 TV 수요가 부진할 것으로 예상됨에 따라 2020년 LCD TV 패널 출하량 추정치를 기존 2.89억대에서 2.67억대로 약 8% 하향 조정. 이는 전년 대비 약 7% 역성장하는 수치
- 특히 중국 내 디스플레이 업체들이 생산 차질이 발생했던 1Q20 LCD TV 패널 출하량은 전년 동기 대비 약 13% 감소할 것으로 예상
- 당사의 중대형 LCD 수급 전망에 따르면 2020년 면적 기준 공급 YoY 증감률과 수요 YoY 증감률은 각각 -5%, +0%를 기록할 것으로 추정되어 수급 상황은 전년 대비 개선될 전망(COVID-19로 인한 1Q20 중국 내 디스플레이 업체 공급 차질 고려한 가동률 조정 반영)

그림18. 전체 LCD TV 패널 분기별 출하량과 증감률 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

그림17. 전체 LCD TV 패널 연간 출하량 전망치 조정 변화

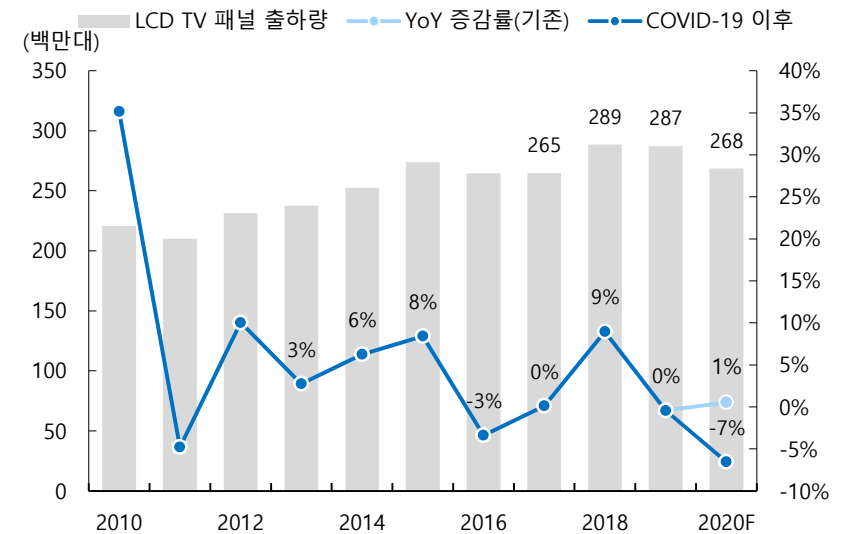
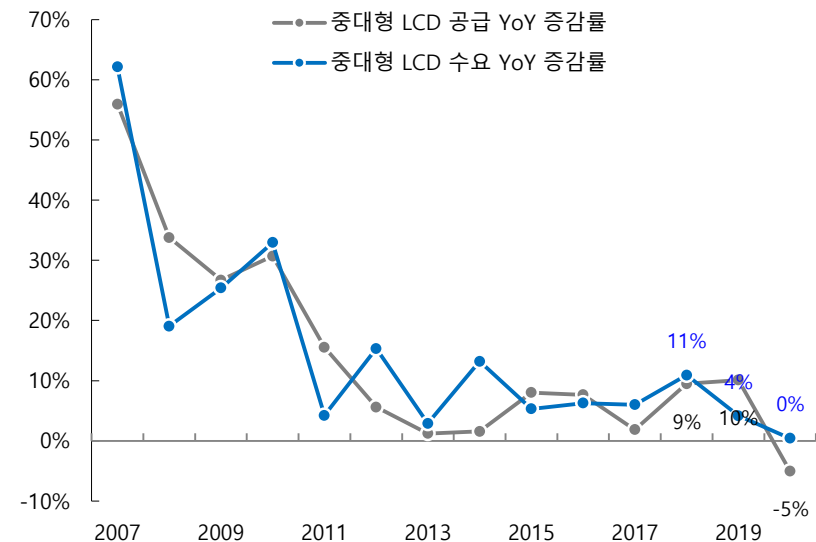


그림19. 중대형 LCD 공급, 수요 증감률 추이 및 전망

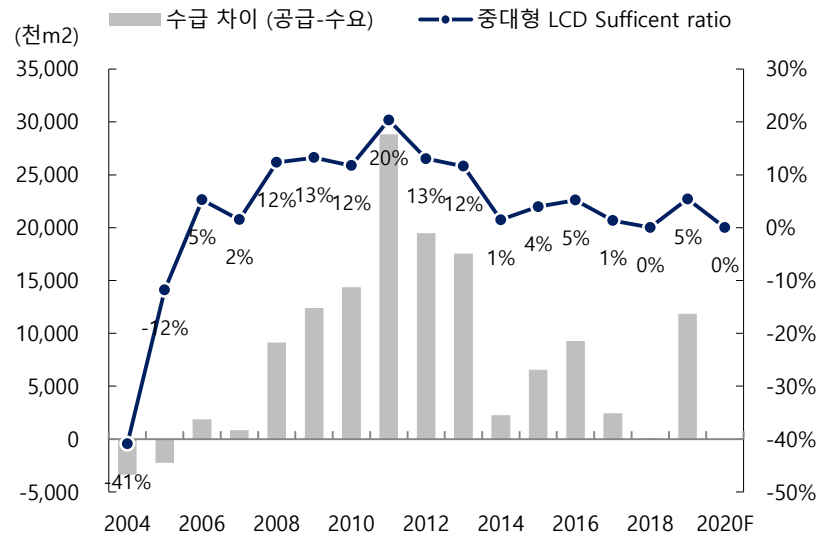


자료: IHS, 하이투자증권

LCD TV 패널 가격 3월 고점으로 상승폭 둔화 예상

- LCD TV 패널 가격은 3월 상승폭을 고점으로 둔화될 것으로 전망. 다만 지난해 국내 패널 업체들의 7, 8세대 LCD Fab.의 상당 규모가 가동 중단된 가운데 올해 상반기 예정되어있던 중국 업체들의 신규 LCD Fab. 가동이 지연될 가능성이 높아 이후에도 가격의 급격한 하락 반전 보다는 안정세가 이어질 것으로 예상
- 당사의 중대형 LCD 수급 전망에 따르면 2020년 중대형 LCD 연간 공급 과잉률은 0% 수준을 기록하며 전년 대비 개선될 것으로 예상되는 점은 여전히 유효(공급 증감률: -5%, 수요 증감률: +0%)
- 다만 COVID-19 영향으로 2Q20에도 TV 수요 부진이 예상되어 LCD TV 패널 가격의 추가 상승 여력은 제한적일 것으로 판단

그림21. 중대형 LCD 연간 수급 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

그림20. LCD TV 패널 가격 월별 증감률 추이

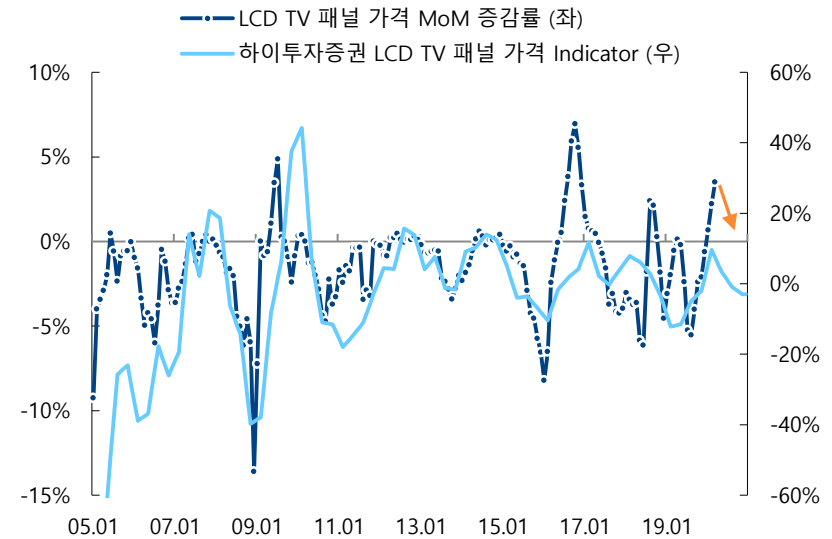
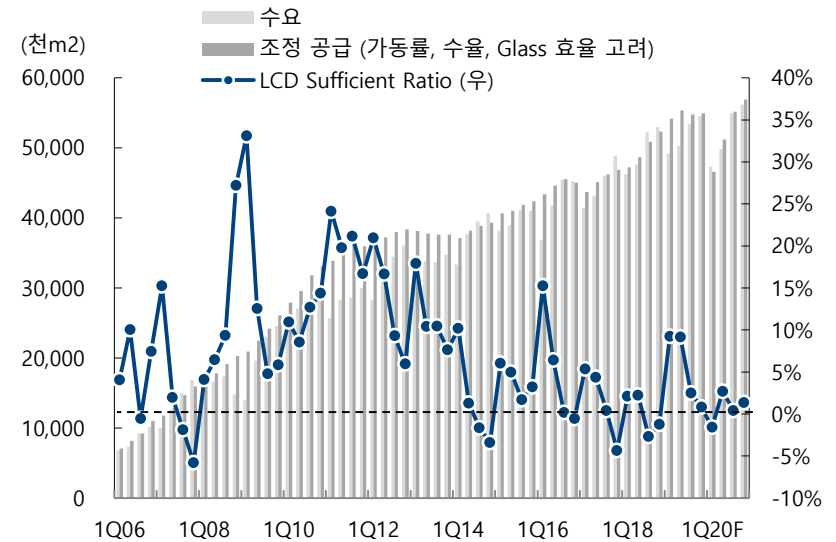


그림22. 중대형 LCD 분기별 수급 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

COVID-19 영향으로 LG디스플레이 광저우 OLED 신공장 가동 시점은 2Q20 예상

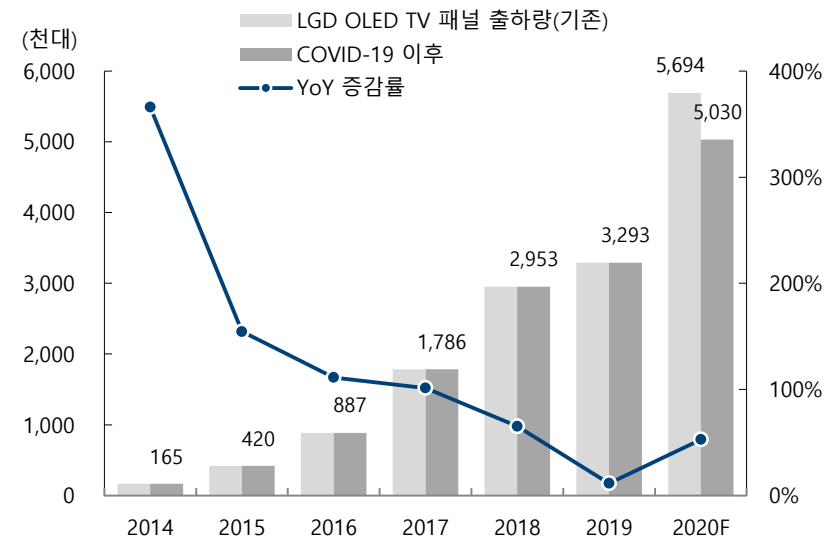
- LG디스플레이는 1Q20에 중국 광저우 OLED 신공장 가동을 시작할 예정이었으나 COVID-19 사태로 지난해 하반기에 이어 또 다시 양산 일정에 차질이 불가피한 상황. 춘절 연휴 이후 이탈한 인력과 부품, 소재 등을 확보하고 주요 설비를 배치하는데 시간이 필요하기 때문
- 1Q20는 계절적 최대 비수기이기 때문에 국내 공장 Capa.만으로도 충분히 수요 대응이 가능한 시기. 다행히 최근 광저우 OLED 공장 수출 안정화를 위한 추가 핵심 설비 입고가 마무리되었고, 일시적으로 귀국했던 연구 인력도 다시 복귀하고 있는 것으로 알려져 2Q20부터는 가동이 본격화될 가능성 높을 것으로 예상
- 다만 향후 COVID-19로 인한 TV 수요 부진이 심화될 경우 LG디스플레이의 OLED TV 패널 출하에 부정적 요인으로 작용할 것. 이에 따라 당사는 LG디스플레이의 2020년 OLED TV 패널 출하량 전망치를 기존 569만대에서 503만대로 -12% 하향 조정

그림23. LG디스플레이 중국 광저우 8.5세대 OLED 공장



자료: 언론, 하이투자증권

그림24. LG디스플레이 OLED TV 패널 출하량 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

[디스플레이 산업의 COVID-19 영향]

1. COVID-19 사태로 인한 LCD 산업 영향 / #5

- 단기적으로는 공급 차질, 장기적으로는 수요 부진 우려
- COVID-19로 인해 가팔라진 LCD TV 패널 가격 상승은 단기적으로 긍정적이나...
- COVID-19 사태로 2020년 LCD TV 수요 부진 불가피

2. COVID-19 사태에도 OLED/Foldable 산업의 성장성은 여전히 유효 / #17

- 삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자 1Q21부터 재개될 전망
- 2020년 삼성디스플레이 iPhone향 Flexible OLED 출하량 크게 증가할 전망
- OLED TV는 하지 않겠다는 삼성의 Big picture! QNED
- 삼성디스플레이의 QNED란 무엇일까?

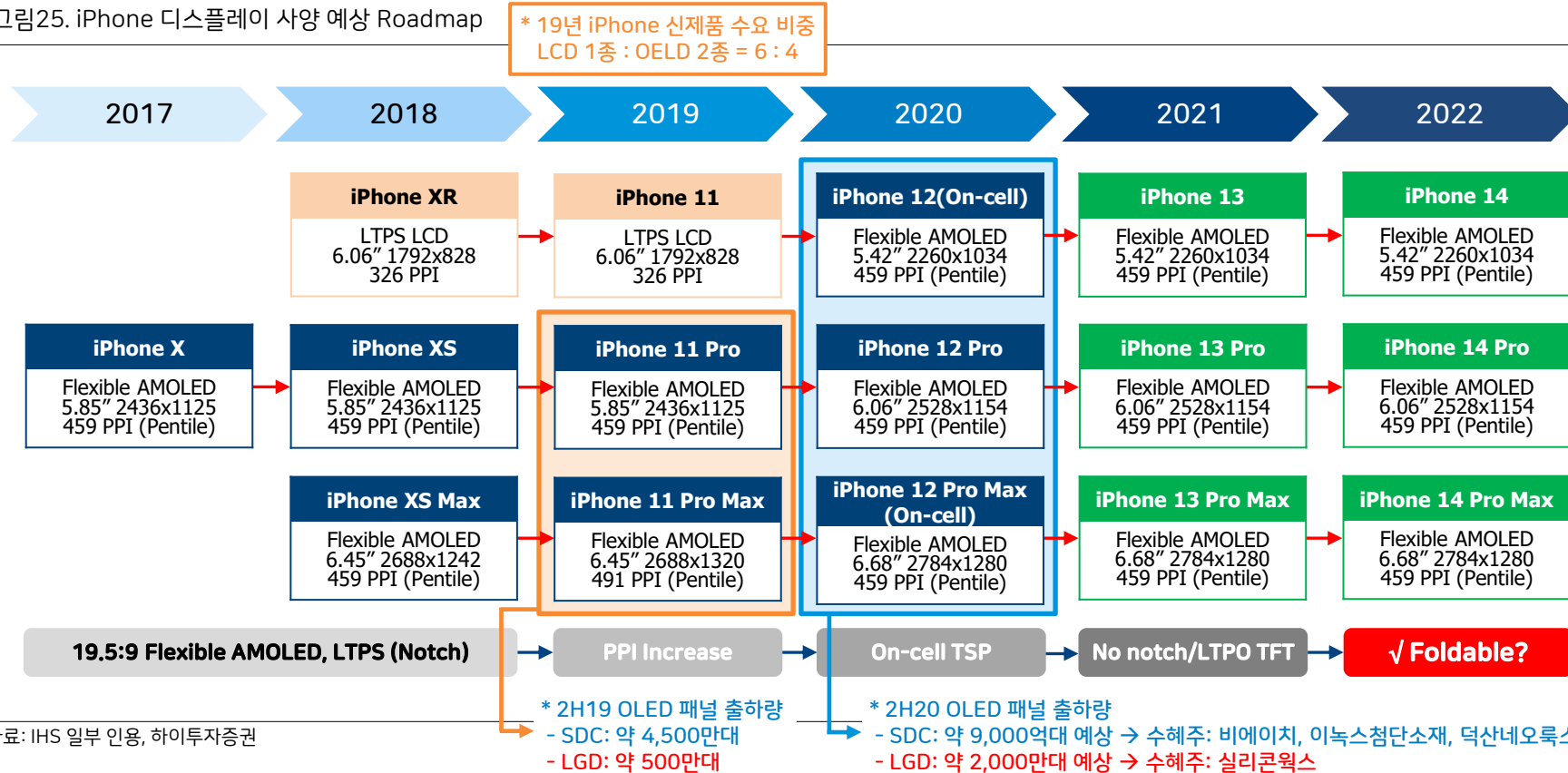
3. 기업 분석 / #39

- LG디스플레이(034220)_TV 수요 부진 불가피 / #40
- 삼성SDI(006400)_큰 그림은 변하지 않았다 / #46
- 한솔케미칼(014680)_COVID-19에도 불구하고 시장 우려 대비 양호한 실적 예상 / #52
- 이엔에프테크놀로지(102710)_주가 본격 반등시 상승폭 2배 봅니다 / #58
- 덕산네오룩스(213420)_작년에 놓쳤다면 이제는 기회가 왔다 / #64
- 에스에프에이(056190)_사업 다각화로 실적 안정성 확보 / #70
- AP시스템(265520)_중국향 수주 OK, 변한 것은 없다 / #76
- 실리콘웍스(108320)_현금 부자 / #82

COVID-19 사태에도 불구하고 20년 iPhone향 Flexible OLED 출하량 크게 증가할 전망

- 2020년 하반기에 출시되는 iPhone 신제품에 모두 5.4", 6.1", 6.7" 크기의 Flexible OLED 패널이 적용될 예정. 최근 당사가 파악한 바에 따르면 COVID-19 사태에도 불구하고 Apple은 올해 하반기 iPhone 신제품에 적용될 Flexible OLED 패널 주문량을 오히려 늘리는 분위기. 이는 올해 상반기 iPhone 판매 부진이 불가피한 상황에서 하반기 Pent-up 수요를 고려한 변화일 것으로 판단
- 이로 인해 2020년 삼성디스플레이의 iPhone향 Flexible OLED 출하량은 전년 대비 약 2배 증가한 9,000만대로 크게 증가할 것으로 예상. 또한 6.1" 제품만을 개발 중인 LG디스플레이의 iPhone향 Flexible OLED 출하량은 전년 대비 약 4배 증가한 2,000만대 수준을 기록할 것으로 전망
→ 비에이치(090460), 이녹스첨단소재(272290), 덕산네오룩스(213420), 실리콘웍스(108320) 등의 하반기 수혜 가능성에 주목
- Apple의 디스플레이 기술 개발 방향에 대해 살펴보면 그 끝은 궁극적으로 Foldable 디스플레이를 채택하겠다는 방향성 명확. 당사는 Apple이 Foldable 시장과 생태계가 성숙할 시점인 2022년경 Foldable 스마트폰 시장에 본격적으로 뛰어들 가능성 높을 것으로 판단

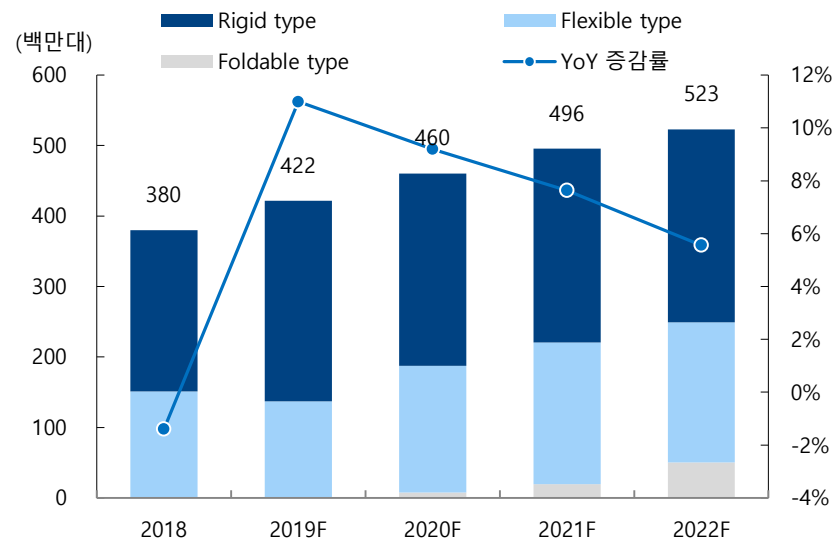
그림25. iPhone 디스플레이 사양 예상 Roadmap



2020년 하반기 삼성디스플레이 A3 공장 가동률 Full 가동 체제 진입할 전망

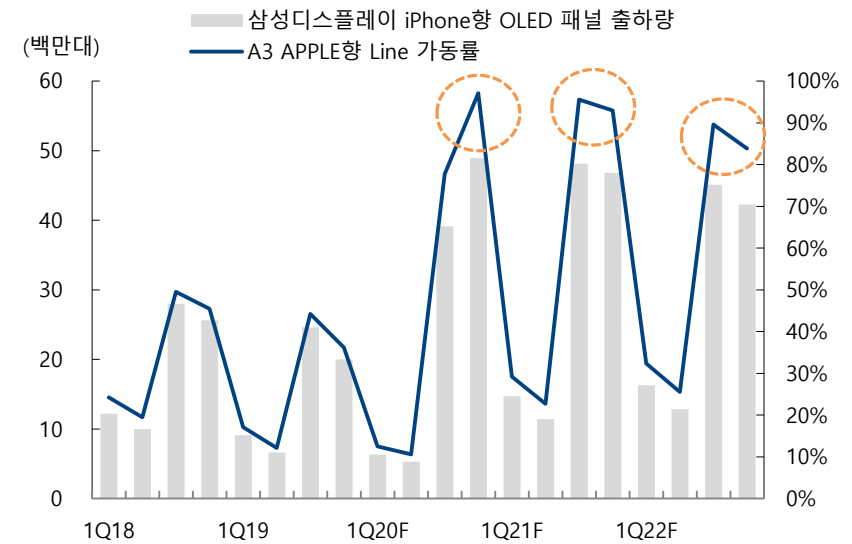
- Apple은 올해부터 iPhone 신제품 전량에 OLED 패널을 채택할 예정이며 삼성디스플레이가 주력 공급사가 될 것. 당사 추정치에 따르면 19년 삼성디스플레이의 iPhone향 OLED 패널 출하량은 전년 대비 약 2배 증가한 9,000만대(LG디스플레이 연간 2,000만대 공급 가정) 가량을 기록할 것으로 전망
- 따라서 현재 A3에 위치한 Apple향 Line 가동률은 OLED 패널을 본격 양산을 시작하는 6월 이후 약 90~95% 수준까지 상승할 것으로 추정(Y-OCTA 보완 투자에 따른 Capa. 감소분 반영)
- 향후 삼성디스플레이가 Apple에 Foldable 디스플레이를 공급하게 된다면 고가 스마트폰 시장에서 확고한 위치에 있는 고객사 특성상 OLED 신규 생산 설비 투자의 필요성이 높아져 투자의 방향성에 큰 변화 예상. 다만 Apple의 Foldable 스마트폰 출시 계획이 구체화되기 전까지는 삼성디스플레이의 Flexible OLED 설비 투자는 삼성전자와 중국 업체들의 Foldable 스마트폰 시장 성장 속도가 핵심 요인으로 작용할 것

그림26. 삼성디스플레이 스마트폰용 OLED 패널 연간 출하량 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

그림27. 삼성디스플레이 Apple향 Line 가동률 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

삼성전자 Foldable 스마트폰 출하량 '2020년 440만대 → 2021년 1,320만대' 전망

- 올해 2월 삼성전자는 지난해에 이어 보급형 Foldable 스마트폰인 Galaxy Z Flip을 \$1,380 가격에 출시하면서 Foldable 스마트폰 시장 개화를 주도 중. 최근 COVID-19 사태로 수요의 불확실성 존재하나 중장기적인 성장성은 여전히 유효. 당사는 2020년 전세계 Foldable 스마트폰 출하량이 삼성전자 440만대를 반영하여 약 660만대를 기록할 것으로 예상하며, 2021년에는 약 1,710만대에 이를 것으로 전망
- 현재 삼성디스플레이의 Flexible OLED 라인 중 가동률에 여유가 있는 A4 라인 30K/월 규모에서 생산 가능한 Foldable 디스플레이 생산량은 수율, 가동률 감안시 7" 기준 연간 약 2,350만대 수준으로 추정되어 2021년 Foldable 스마트폰 시장 수요 대응에는 무리가 없을 것으로 판단. 다만 설비 증설 중인 베트남 Module 라인의 Foldable 패널 대응 Capa.가 현재 약 40만대/월 수준으로 제한적인 상황
- 삼성전자뿐만 아니라 중국 업체들의 Foldable OLED 수요도 확대되면서 2021년부터 삼성디스플레이의 Flexible OLED 생산 라인의 공급 부족 상황 진입할 가능성 높을 것으로 예상 → 삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자의 필요성 부각될 전망

그림28. 2019년 출시된 삼성전자의 첫번째 Foldable 스마트폰 Galaxy Fold



자료: 하이투자증권

그림29. 지난 2월에 출시된 삼성전자 Galaxy Z Flip

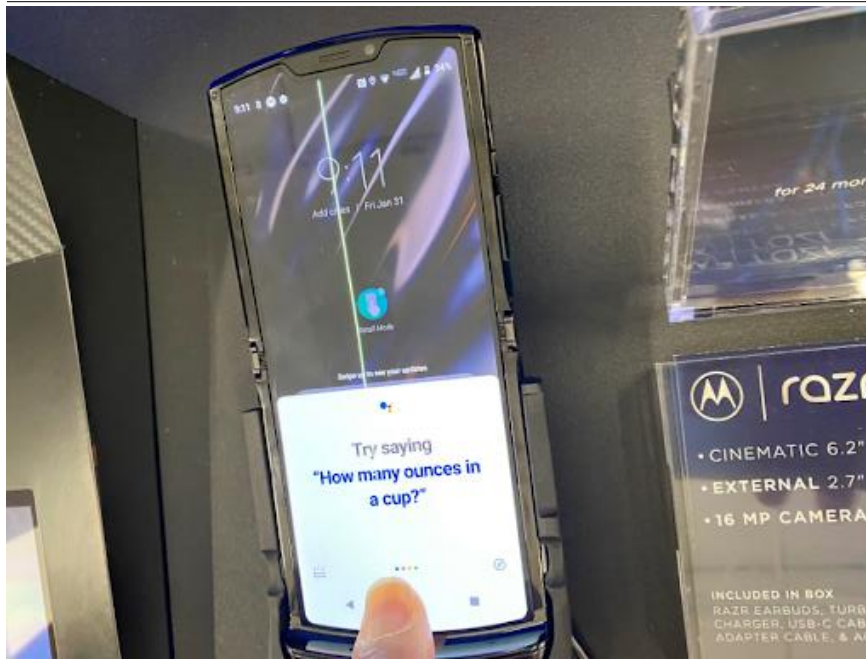


자료: 하이투자증권

Foldable 디스플레이 시장 내 삼성디스플레이의 기술력 부각될 전망

- Motorola도 과거 2000년대의 RAZR V3와 같은 디자인을 유지하면서도 Touch를 기반으로 한 6.2" Flexible OLED를 채택하여 Foldable 스마트폰 구현. Foldable OLED 패널 공급사는 중국 BOE로 중국 정부의 지원에 힘입어 빠르게 기술 완성도를 높여가고 있는 중
- 그러나 지난 2월에 판매가 시작된 Motorola의 첫 번째 Foldable 스마트폰인 RAZR는 일부 사용 후기를 통해 패널 구동상의 문제가 발생하거나 디스플레이 패널과 Cover window film이 벗겨지는 Lamination 불량 이슈 사례들이 발생
- 결국 Foldable 스마트폰에서 가장 핵심 부품인 OLED 패널의 주요성은 더욱 부각될 것으로 예상되며 삼성전자 외에도 기술 완성도가 높은 삼성디스플레이의 Foldable 패널을 공급받기를 원하는 중국 스마트폰 업체들의 수요 증가할 것으로 전망
- 또한 디스플레이 내장형 지문인식 기술(2018년 3,000만대 → 2019년 2억대)의 가파른 성장세로 이를 구현하기 위한 OLED 패널 수요가 증가하고 있다는 점도 긍정적 요인

그림30. Motorola RAZR(Foldable) - 화면 구동 불량 발생



자료: 언론, 하이투자증권

그림31. Motorola RAZR(Foldable) - Cover window가 들뜨는 불량 발생



자료: Gadgets360, 하이투자증권

Foldable 디스플레이, 이제는 PC도 접는 시대로

- 접는 디스플레이 바람이 스마트폰에 이어 점차 Note PC 시장으로 확대될 전망. 지난 11월 15일 Lenovo가 세계 최초의 Foldable PC인 'ThinkPad X1'을 공개했으며 CES 2020에서 Intel의 Media day 행사 때 제품을 구현하는 모습을 공개. 아직 가격은 공개되지 않았으나 2Q20~3Q20에 출시될 것으로 예고
- 화면을 완전히 펼쳤을 때의 크기는 13"이며 4:3 화면 비율에 2K급 해상도인 ThinkPad X1의 Foldable OLED 패널 공급사는 LG디스플레이인 것으로 파악되며 올해 초부터 Lenovo와 함께 개발 진행 중
- Foldable 패널은 아니지만 Apple도 2021년 하반기~2022년 상반기 출시 예정인 iPad에 Rigid OLED 기판에 Flexible OLED에 적용되던 TFE(Thin film encapsulation) 봉지 공정을 접목한 Hybrid OLED 패널을 iPad 일부 신제품에 채택할 계획. 주력 패널 공급 업체는 삼성디스플레이가 유력하며 이는 신규 OLED 설비 투자의 필요성을 높여줄 것으로 기대

그림32. 2020년 출시 예정인 Lenovo의 Foldable Note PC, ThinkPad X1



자료: Lenovo, 하이투자증권

그림33. 2021년 하반기~2022년 상반기 Apple iPad에 OLED 채택될 전망

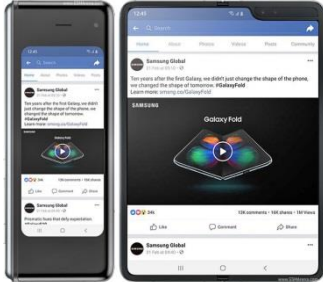


자료: Apple, 하이투자증권

삼성전자, 잠식효과 감안해도 Foldable 스마트폰은 남는 장사이다

- 삼성전자의 Foldable 스마트폰의 BOM 기준 GPM은 기존 Flagship 제품인 Galaxy S, Note 제품의 30~35% 대비 높은 44~46% 수준인 것으로 추정. 삼성전자는 기존 Flagship 제품의 잠식 효과를 감안해도 Foldable 제품을 많이 파는 것이 이득인 상황

표2. 삼성전자 기존Galaxy S/Note 스마트폰과 Foldable 스마트폰 BOM cost와 GPM 비교

	Galaxy S10	Galaxy Note10	Galaxy Fold	Galaxy Z Flip
				
GP Margin	30%	35%	46%	44%
FOB Cost	\$615	\$910	\$1,540	\$1,143
Total BOM Cost	\$433	\$594	\$837	\$640
Chipset(AP+BB)	\$67	\$85	\$67	\$67
PM+RF+PA	\$18	\$50	\$27	\$18
Connectivity+Audio	\$12	\$17	\$18	\$12
DRAM	\$33	\$50	\$50	\$40
NAND	\$29	\$32	\$45	\$32
Sensors	\$15	\$15	\$11	\$10
PCB+Passives	\$28	\$42	\$44	\$40
Display	\$85	\$96	\$245	\$240
Camera	\$53	\$60	\$80	\$40
Battery	\$9	\$12	\$19	\$8
Build & Materials	\$31	\$41	\$80	\$55
Water Resistance	\$1	\$1	\$0	\$1
Box contents	\$10	\$15	\$45	\$7
Manufacturing Cost	\$13	\$18	\$41	\$20
Royalty & Warranty	\$30	\$60	\$65	\$50

자료: GSM Arena, Counterpoint, IHS, 하이투자증권

삼성전자, Foldable 시장 패권 확보 위한 움직임 보일 것

- 삼성전자 Foldable 스마트폰 판매량이 연간 700만대일 경우 Retail 공급가 150만원 가정시 매출액 약 11조원, 1,000만대일 경우 매출액 약 15조원대, 영업이익 규모는 각각 약 2.6조원, 3.8조원 수준으로 추정. 삼성전자 IM사업부 내 Mobile 부문의 2019년 영업이익이 약 7.9조원이라는 점을 감안할 때 약 33~47% 수준으로 무시할 수 없는 수치
- 아직까지 중국 Foldable 스마트폰은 완성도가 떨어지고, Apple의 출시 시점까지는 상당 시간이 걸릴 것으로 예상되기 때문에 삼성전자는 당분간 Foldable 스마트폰 시장을 장악하면서 높은 수익성 누리고 싶어할 것
- 이를 위해 중요한 것 중 하나가 기술 경쟁력. 현재 Foldable 스마트폰 시장은 초기이기 때문에 아직까지 업체간 기술력 차이 큰 상황
- Foldable 스마트폰은 당분간 중국 업체들과의 기술 유출을 막아 제품 경쟁력을 가져가기 위해 부품, 소재 공급 업체들을 늘리기도 단독 공급사 체제로 유지될 가능성도 존재. 공급 업체가 많을수록, 특히 해외 업체를 끌어들이는 경우 중국 업체로도 유사한 부품, 소재가 공급되어 단기에 삼성전자의 제품 경쟁력이 따라 잡힐 가능성이 높아지기 때문
- 세경하이테크(148150), KH바텍(060720) 등 삼성전자 Foldable향 부품 업체들의 중장기적인 수혜 기대

표3. 삼성전자 Foldable 스마트폰 판매량 가정

Foldable 스마트폰 연간 판매량 가정(만대)	500	700	1,000
Foldable 스마트폰 Retail 공급가 가정(만원)	150	150	150
Foldable 스마트폰 매출액(십억원)	7,500	10,500	15,000
Foldable 스마트폰 영업이익률 가정	25%		
Foldable 스마트폰 영업이익(십억원)	1,875	2,625	3,750

자료: 하이투자증권

표4. 삼성전자 사업부문별 연간 실적 추이

[a. 삼성전자 매출액]		(단위: 조원)		
		2017	2018	2019
	총액	239.58	243.77	230.40
CE 부문		44.60	42.11	44.76
	VD	27.52	25.29	26.18
IM 부문(Netework 포함)		106.67	100.68	107.27
	무선	103.62	96.52	102.33
DS 부문		108.17	118.57	95.52
	반도체	74.26	86.29	64.94
	Memory	60.30	72.38	50.22
	Display	34.47	32.47	31.05
Harman		7.10	8.84	10.08

[b. 삼성전자 영업이익]

		2017	2018	2019
	총액	53.65	58.89	27.77
CE 부문		1.80	2.02	2.61
IM 부문(Netework 포함)		11.80	10.17	9.27
DS 부문		40.33	46.52	15.58
	반도체	35.20	44.57	14.02
	Display	5.40	2.62	1.58
Harman		0.06	0.16	0.32

[c. 삼성전자 영업이익률]

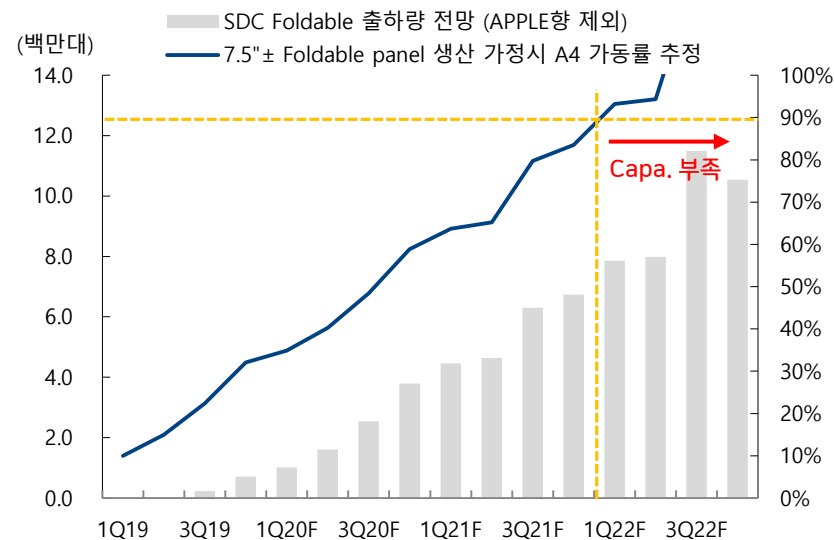
		22.4%	24.2%	12.1%
	총액	22.4%	24.2%	12.1%
CE 부문		4.0%	4.8%	5.8%
IM 부문(Netework 포함)		11.1%	10.1%	8.6%
DS 부문		37.3%	39.2%	16.3%
	반도체	47.4%	51.7%	21.6%
	Display	15.7%	8.1%	5.1%
Harman		0.8%	1.8%	3.2%

자료: 삼성전자, 하이투자증권

결국 2022년 Foldable 디스플레이 대응하기 위한 Flexible OLED Capa. 증설 필요

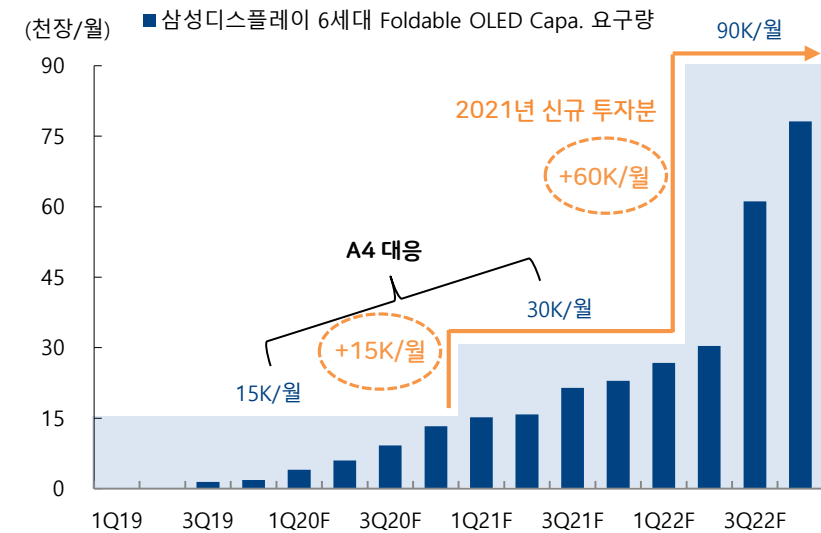
- 향후 Flexible OLED 패널 시장은 2020년 iPhone 신제품 OLED 채택 효과를 제외한다면 전반적인 스마트폰 수요 둔화 영향으로 성장세가 완만할 것으로 전망. 따라서 A4 가동률은 Foldable 시장이 얼마나 커지느냐가 결정지을 가능성 높을 것으로 판단
- 당사는 Foldable 디스플레이 시장 규모가 2020년과 2021년에 각각 900만대, 1,570만대까지 확대되며, 이 중 삼성디스플레이가 2020년과 2021년에 각각 800만대, 1,390만대를 공급할 것으로 전망
- 이를 바탕으로 삼성디스플레이의 A4(30K/월) 가동률을 산정해보면 7.5" 전후 크기의 패널 생산한다고 가정시 2021년에도 약 60~70% 수준에 머무를 것으로 추정(6세대 원판 Glass 1장당 7.2"~7.6" 크기 패널 약 158개 생산 가능, 가동률 90%, 수율 19년 75%에서 점진적 개선 가정)
- 따라서 신규 설비 투자 시기는 결국 Apple의 Foldable 디스플레이 수요 대응을 준비하는 2021년이 될 가능성이 높을 것으로 판단. 삼성디스플레이의 Flexible OLED Capa.는 향후 가동률 흐름을 고려할 때 당분간 현재 수준으로 유지될 것으로 전망

그림34. 삼성디스플레이 A4 라인 분기별 가동률 추정(기존 생산량 포함)



자료: 하이투자증권

그림35. 삼성디스플레이 Foldable 패널 수요 증가에 따른 6세대 Capa. 전망

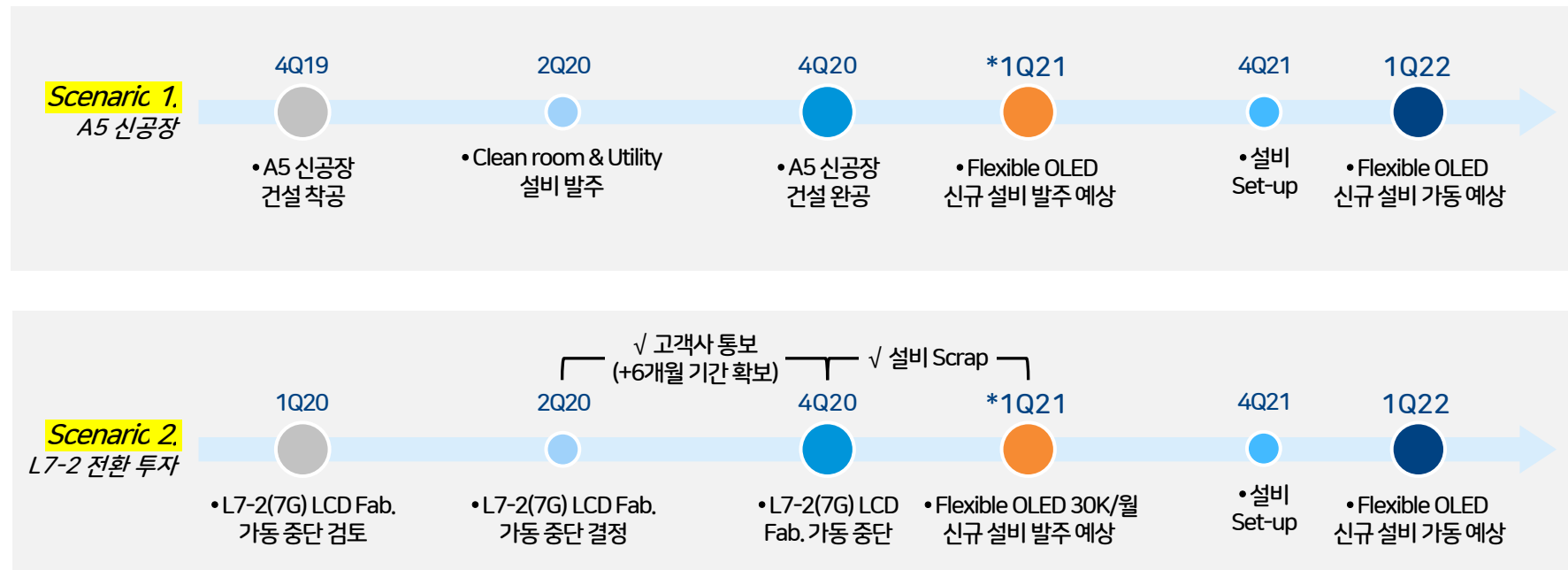


자료: 하이투자증권

삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자 Scenario - 2021년 6세대 30~60K/월 규모 투자 예상

- 최근 삼성디스플레이는 중장기적으로 Flexible OLED와 Foldable OLED 수요 증가에 대응하기 위한 첫 단계로 A5 신공장 착공과 Infra 설비 투자에 대해 관련 업체들과 협의 시작. 삼성디스플레이 내에 추가 설비 증설에 필요한 공간이 더 이상 없기 때문에 신규 설비 투자를 결정하기에 앞서 공간 확보를 위한 신공장 건설이 선행되어야 하며, 이르면 2021년 상반기부터 Flexible OLED 신규 설비 투자가 재개될 가능성 기대
- 또 다른 방안으로는 남은 7세대 LCD Fab.인 L7-2 라인 가동 중단 후 해당 공간에 Flexible OLED 신규 생산 설비 Set-up하는 방향도 검토 중
- 아직은 삼성디스플레이 Flexible OLED 라인의 가동률에 여유가 있기 때문에 당장 증설 요구가 크진 않지만 중장기적으로 삼성전자, 중국 업체들뿐만 아니라 2022년경 Apple도 Foldable 제품을 출시하게 된다면 중소형 OLED 시장에서 앞선 기술력을 확보하고 있는 삼성디스플레이의 신규 설비 투자 필요성 커질 것 → 2022년 Apple이 Foldable 스마트폰 출시할 경우 2021년 상반기 신규 설비 투자 규모 60K/월 예상

그림36. 삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자 Scenario



자료: 하이투자증권

삼성디스플레이, 2020년 Foldable OLED 후공정 라인 가동 계획

- 삼성디스플레이는 올해 기존 베트남에 위치한 Flexible OLED 후공정 라인을 Foldable OLED 후공정 라인으로 전환하는 개조 투자를 포함한 Foldable OLED 후공정 증설 진행될 계획. 기존 Flexible OLED 후공정 설비 개조를 통한 전환이 포함된 만큼 후공정 설비 업체들이 수혜 강도는 제한적일 것으로 판단
- 한편, 향후 OLED 패널의 Film 합착시 사용되는 접합층이 기존 OCA(Optically Clear Adhesive)에서 원가절감, 두께 축소 등에 유리한 OCR(Optically Clear Resin)로 기술 변화 가능성 대두. 향후 OCA로 기술 변화시 기존 후공정 라인의 Laminating 공정 설비에 OCR용 Ink-jet 장비 도입 본격화될 경우 에스티아이(039440)의 수혜 가능성에 주목
- 현재 삼성디스플레이 Foldable OLED 후공정 설비 전환 계획을 살펴보면 2020년 총 생산 Capa. 규모는 약 1,200만대 수준 예상되며 가동률 및 수율 감안시 시장 기대치인 Foldable 패널 1,000만대 이상 생산 대응 가능할 것으로 판단 → 향후 Foldable 스마트폰 가격과 수요가 관건

표5. 삼성디스플레이 Foldable OLED 후공정 라인 설비 가동 계획

(단위: 만대/월)

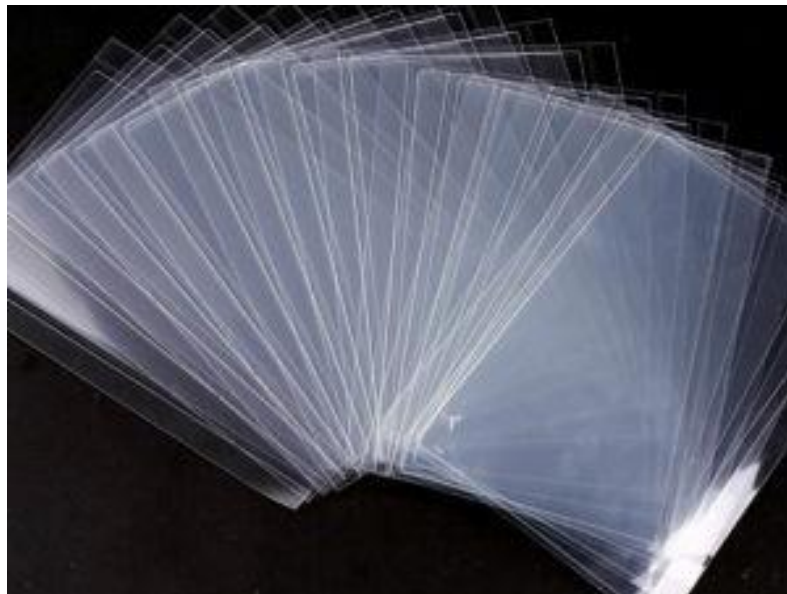
Line	Phase	19.10	19.11	19.12	20.01	20.02	20.03	20.04	20.05	20.06	20.07	20.08	20.09	20.10	20.11	20.12	2020F
천안	Ph1	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	120
베트남	Ph1		8	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	192
	Ph2				8	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	184
	Ph3				8	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	184
	Ph4						8	16	16	16	16	16	16	16	16	16	152
	Ph5							8	16	16	16	16	16	16	16	16	136
	Ph6									8	16	16	16	16	16	16	104
	Ph7										8	16	16	16	16	16	104
	Ph8											8	16	16	16	16	72
	Ph9												8	16	16	16	72
합계		10	18	26	42	58	66	82	90	106	122	138	154	154	154	154	1,200

자료: 하이투자증권

삼성디스플레이 Foldable 후공정에 OCR 적용 예상

- 삼성디스플레이는 올해 하반기부터 기존 OCA(Optical Clear Adhesive) film 공정 대비 원가를 크게 낮출 수 있는 OCR(Optical Clear Resin) 공정을 OLED 후공정 생산 라인에 확대 적용할 계획
- 일반적으로 Rigid OLED에서는 2~3장, Flexible OLED에는 4~5장, Foldable OLED에는 7장 가량의 다양한 Film이 패널 전후면에 부착되는데 Rigid에는 OCR이, Flexible/Foldable에는 OCA가 적용 중. 이 때 Foldable의 경우 부착되는 Film수 증가로 사용되는 OCA tape 개수도 늘게 되어 전체 Film부의 두께와 원재료 비용 상승이 불가피
- 접착 공정 관점에서는 Foldable이 주로 Edge 형태를 띄는 Flexible OLED보다 최신 기술이기는 하나 평평한 형태를 띄는 Foldable OLED가 오히려 OCR이 적용되기에 적합

그림38. 디스플레이 패널에 Film 부착시 사용되는 OCA



자료: 업계, 하이투자증권

그림37. Galaxy Z Flip 패널 전후면에 7장 가량의 다양한 Film/UTG 부착

About 700μm	1st PET (Shocking absorbing)	공급사: 세경하이테크(148150)
	PSA1*	공급사: 삼성SDI(OCA)
	Ultra Thin Glass + Hard coating	공급사: 도우인시스(비)
	PSA2*	공급사: 삼성SDI(OCA)
	2nd PET (Shatter Proof)	공급사: 세경하이테크(148150)
	PSA3*	공급사: 삼성SDI(OCA)
	Polarizer	Folding Area
	PSA4*	
	Flexible AMOLED with Y-OCTA	Meshed Center
	PSA5*	
	Cushion	공급사: 삼성SDI(OCA)
	PSA6*	
	Metal Plate	공급사: 파인테크닉스(106240)
	PSA7*	공급사: 삼성SDI(OCA)
	Copper Plate	

그림39. 디스플레이 패널에 Film 부착시 사용되는 OCR



자료: IHS, 업계, 하이투자증권

OCR 공정에 Inkjet printing 장비 도입될 전망

- 에스티아이(039440)는 최근 언론에 보도된 바와 같이 삼성디스플레이로부터 Foldable OLED용 OCR Ink-jet printing 장비를 수주한 것으로 알려졌으며, 중국에 위치한 Tablet OLED용 OCR 장비 수주 가능성도 확대되는 분위기. 삼성디스플레이는 중국에 위치한 Tablet용 Rigid OLED 후공정 라인에도 Ink-jet printing 장비 적용을 검토 중. 과거에 비해 OCR 특성도 상당히 개선되었다는 점도 긍정적 요인
- 향후 후공정 원가 절감과 생산성을 높일 수 있는 OCR용 Ink-jet printing 장비 도입이 본격화될 경우 Tablet용 OLED 공정의 대체 수요뿐만 아니라 Foldable OLED 후공정의 점진적인 신규 설비 투자 확대에 동사의 수혜가 클 것으로 전망되어 동사에 대한 꾸준한 관심 필요

그림41. OCR 공정에서 Resin 도포시 사용되는 Slit coating 방식

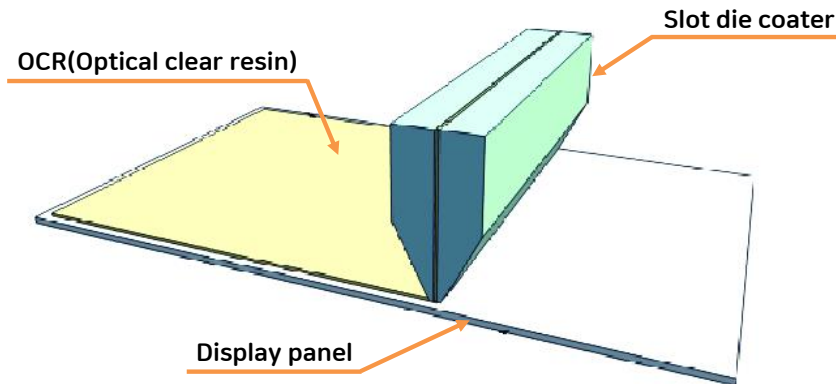
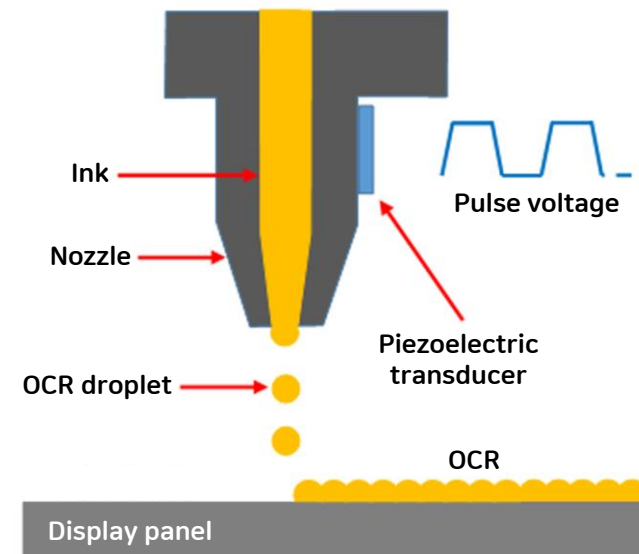


그림40. 에스티아이 OCI(OCR Ink-jet) Printing System



그림42. OCR 공정에서 Resin 도포시 사용되는 Ink-jet printing 방식

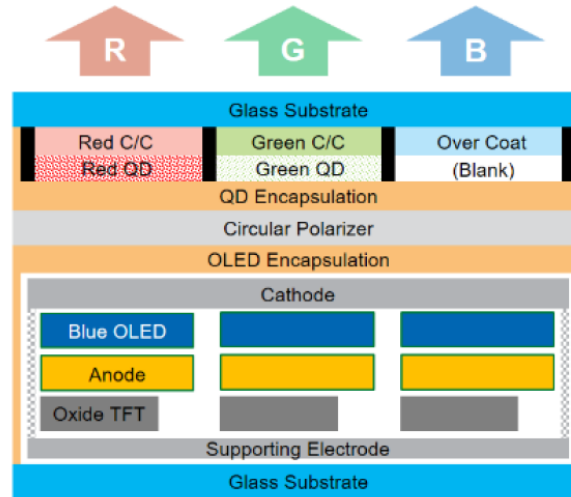
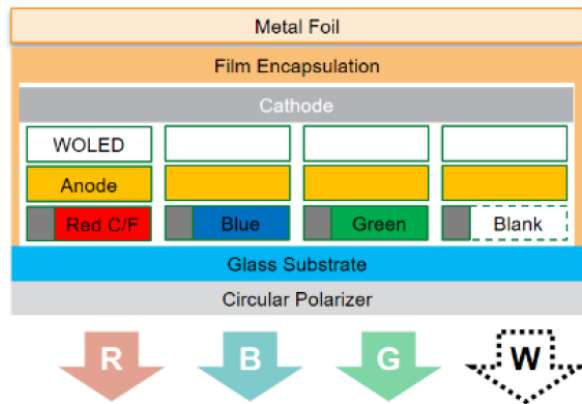


삼성디스플레이의 차세대 대형 사업 방향 QD-OLED?

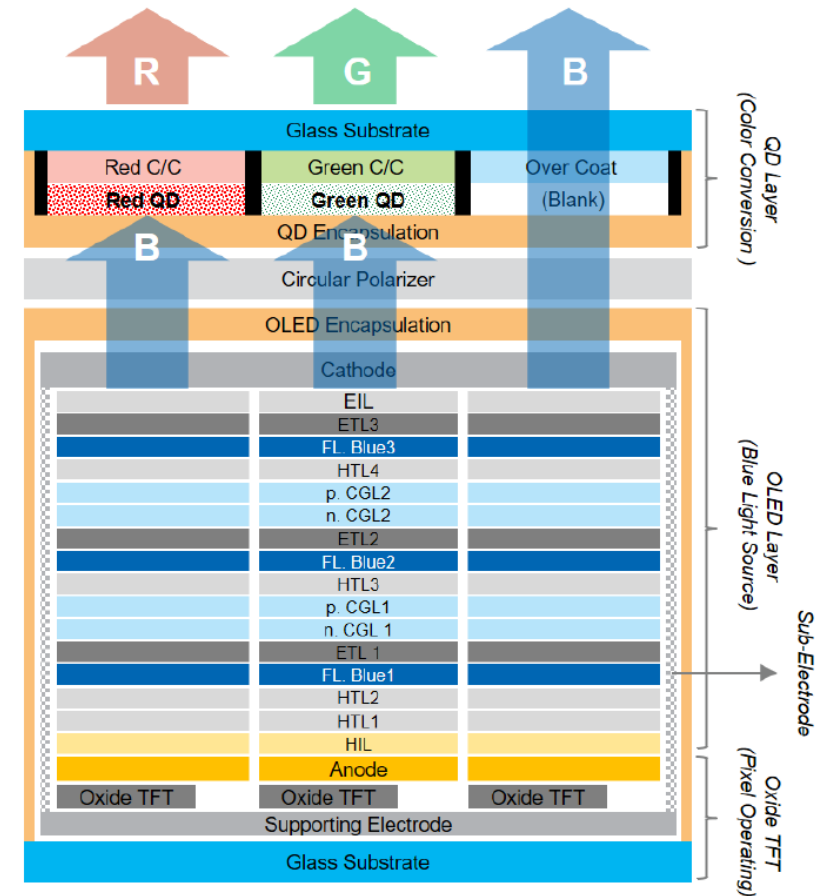
- 최근 삼성디스플레이는 Blue OLED를 발광원으로 한 QD-OLED 8.5세대 설비 투자를 본격화하면서 대형 디스플레이 사업에서 QD-OLED 방향성을 공식화

그림43. LG디스플레이의 WOLED와 삼성디스플레이 QD-OLED의 기술 방식 비교

<LG디스플레이 WOLED 구조 w/ 배면 발광>



<삼성디스플레이 QD-OLED 예상 구조 w/ 전면 발광>



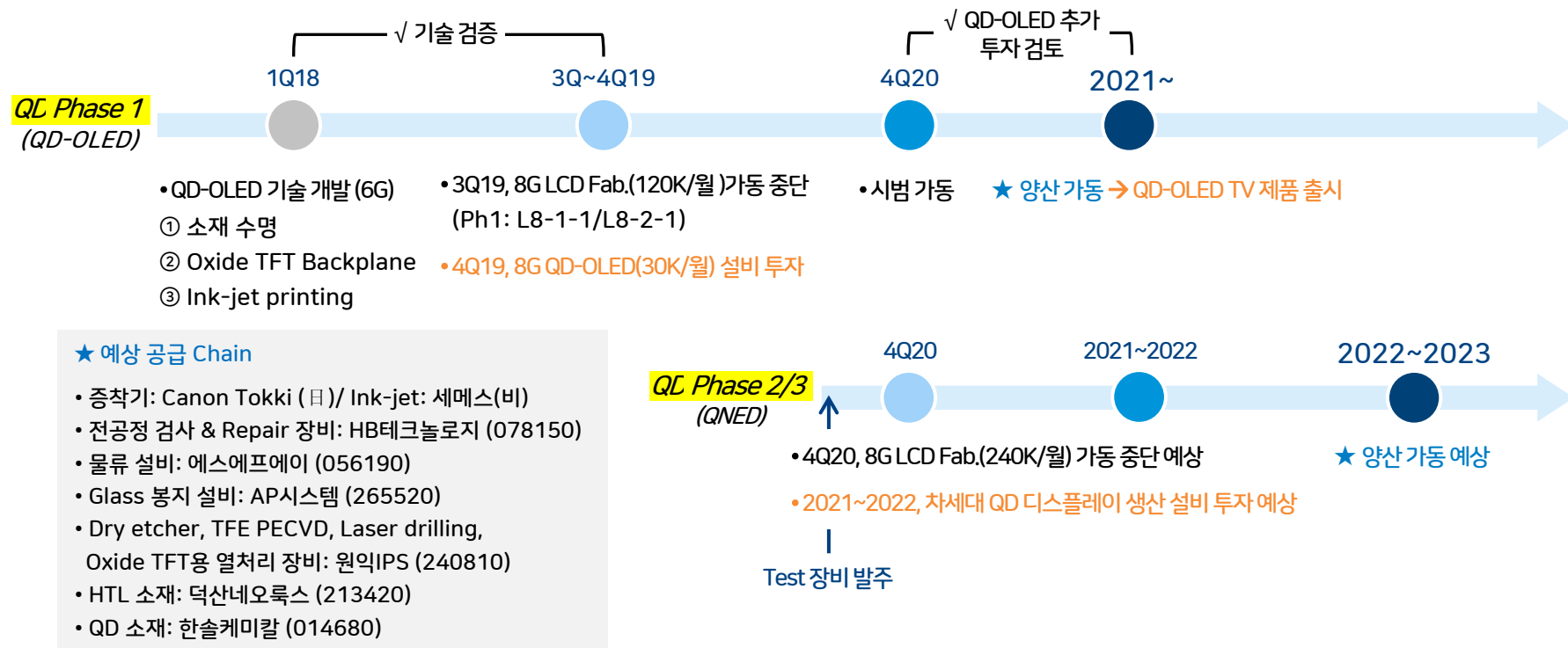
Comparison of White OLED & QD OLED

White OLED (In Mass-production)	Vs.	QD-OLED (In Developing)
White Tandem	Pixel Structure	Blue Tandem
Bottom Emission	Emitting Direction	Top Emission
R/G/B/W Color Filter (White is blank)	Color Representation	QD R/G/B Color Conversion (B is blank)
Oxide TFT	Backplane	Oxide TFT
1 Time (Solid Phase)	Encapsulation	2 Times (Thin Film or Glass)
Open Mask OLED / Color Filter on Array	Major Process	Open Mask OLED / Ink-Jet QD Color Filter
Low Aperture Ratio of Bottom Emission	Technical Issues	Low Life Time of Blue OLED
Top Emission is available.	Remark	Bottom Emission is available.
3Q. 2013, LG Display	Mass Production	3Q. 2020 (Estimated), Samsung Display

OLED TV는 하지 않겠다는 삼성의 Big picture! QNED

- 삼성디스플레이의 QD-OLED 신규 설비 투자가 예상보다 지연된 것은 사실이나 지난 12월부터 8.5세대 생산 라인(Q1) 설비 투자 시작. 이에 앞서 삼성디스플레이는 이미 지난 8월부터 L8에 위치한 120K/월 규모의 8세대 LCD 라인 가동을 중단
- 삼성디스플레이의 OLED TV 사업 진출이 아직 초기 국면이고 일부 기술들에 대한 양산 수율 확보가 시급하다는 점을 감안할 때 본격적인 QD-OLED TV 패널 출하 시기는 2021년이 될 것으로 전망
- 이 시기와 맞물려 최근 삼성디스플레이는 2021년 양산 기술 확보를 목표로 광진오 연구소장(부사장) 주도하에 QNED(Quantum dot Nano LED) 디스플레이 개발 착수. 향후 대형 QNED 양산 기술 확보시 Q2 라인 신규 설비 투자는 QNED로 전개될 가능성 존재

그림44. 삼성디스플레이 QD 디스플레이 중장기 투자 계획 전망

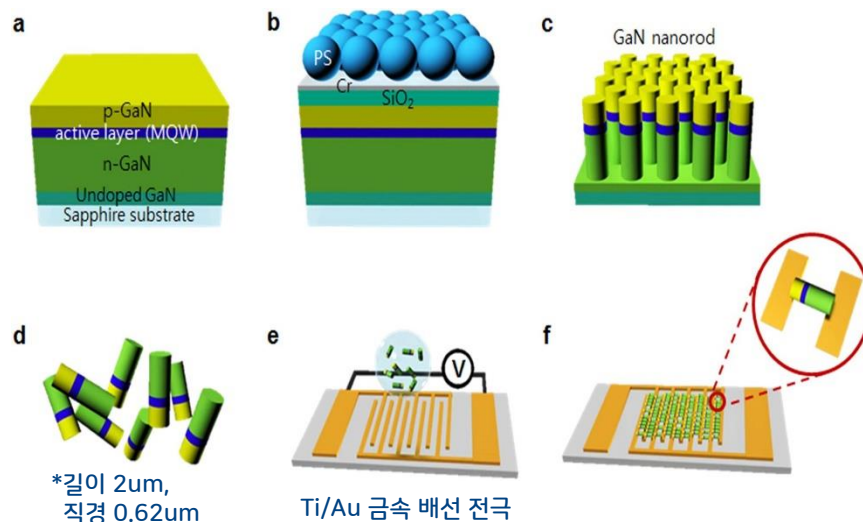


자료: 하이투자증권

삼성디스플레이의 QNED란 무엇일까?

- 삼성디스플레이는 지난해 5월, 국민대 도영락 교수로부터 관련 기술 특허(초소형 LED 소자 전극을 효율적으로 형성하는 기술, 초소형 LED 전극 Assembly의 광추출 효율성 높이는 기술)를 약 100억원 규모에 매입. 당장 상용화 제품에 적용하는 것은 아니지만 향후 상용화했을 때 성공 가능성 높고 중요한 차세대 디스플레이 관련 기술로 판단한 투자
- 현재 예상되는 QNED 디스플레이 구조는 기존 OLED 방식의 Blue 발광원 대신 Particle 크기의 Blue nanorod LED를 기반으로 한 Soluble 방식 활용한 자발광 디스플레이 구조일 듯
- 특히 무기물 기반인 Nano LED는 수명이 길기 때문에 유기물인 OLED가 가진 최대 약점인 Burning 현상을 해결할 수 있다는 장점 확보 가능

그림46. InGaN/GaN cylindrical nanorod LED 제조 공정 및 전극 형성



자료: Scientific reports, 하이투자증권

그림45. 삼성디스플레이 QNED 예상 구조

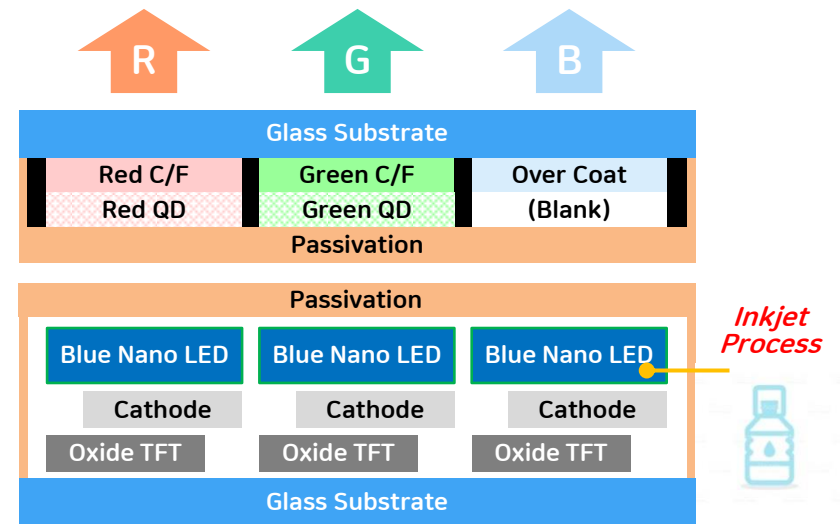
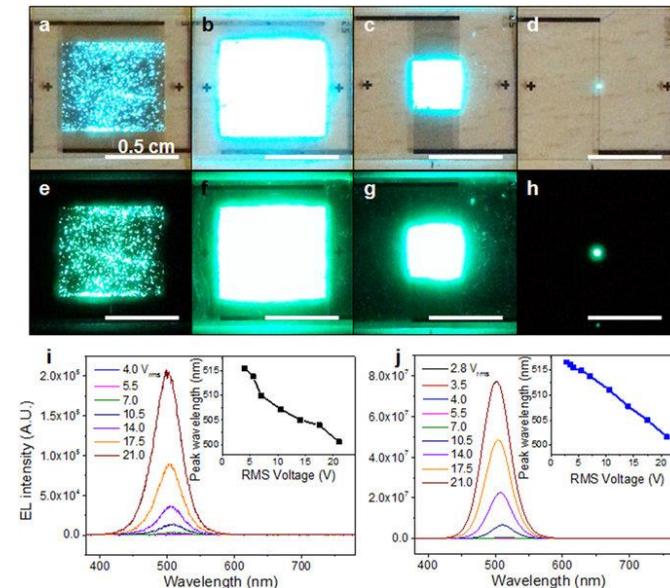


그림47. InGaN/GaN nanorod LED의 광효율 특성 측정 결과

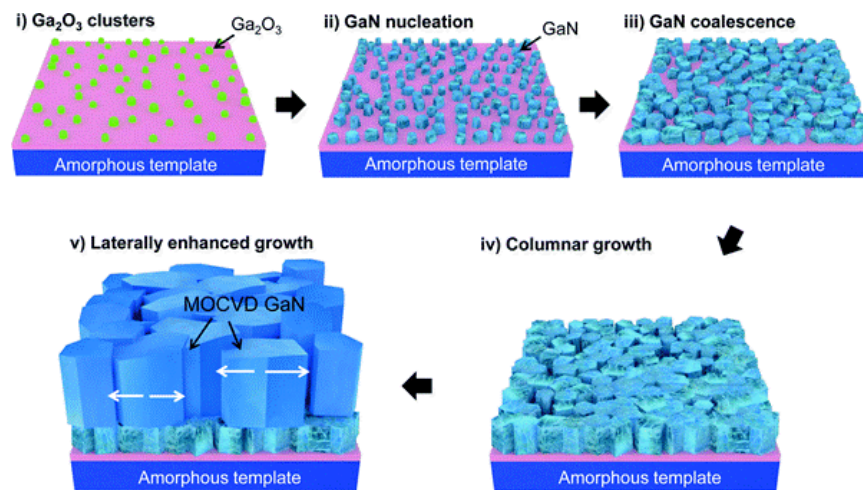


자료: Scientific reports, 하이투자증권

QNED의 Nano LED란 무엇인가? 길이 2um, 직경 0.6um 전후의 Nanorod 형태의 LED

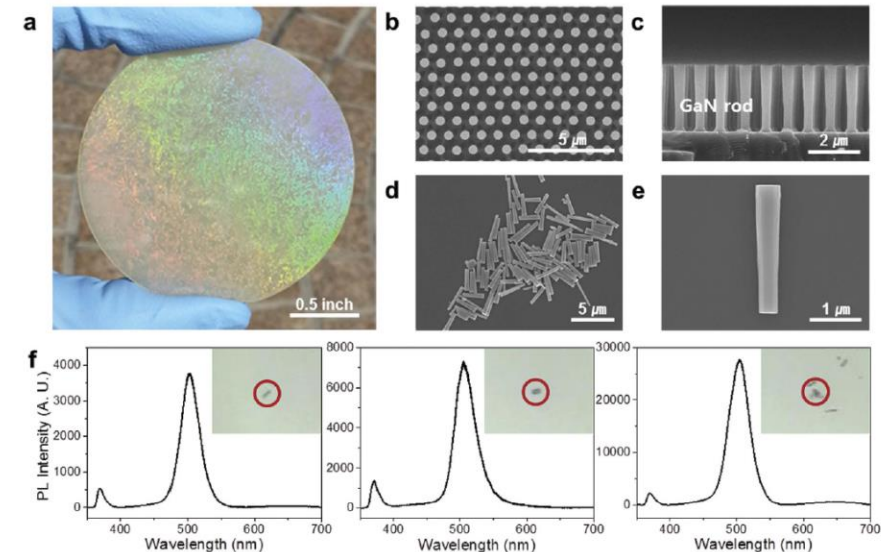
- 일반적으로 LED 제조 공정은 ① Epi wafer 제조 → ② Chip 생산 → ③ Packing → ④ Module 공정 등으로 진행. 다만 Nanorod LED의 경우에는 Epi wafer 제조 후 Chip 생산 공정으로 완료하여 Particle 형태(길이: 2um 전후, 직경: 0.6um 전후)의 Chip 생산할 것으로 예상
- <Epi wafer 제조> 기초 소재인 Sapphire wafer 기판 위에 MOCVD(Metal Organic Chemical Vapor Deposition, 유기 금속 화학 증착법) 장비를 이용하여 화합물 반도체를 성장시키는 공정. 청색 LED를 예를 들어 설명하면, 청색을 내는 반도체 재료로는 GaN가 있으며, Sapphire (Al_2O_3)나 SiC 기판 상에 n형 반도체(n-GaN)와 활성층(InGaN), P형 반도체(p-GaN)를 MOCVD로 차례로 증착. 일반적으로 그 윗면에는 전압을 걸어 주기 위한 (+) 전극이 형성되어 있으며, (-) 전극은 절연체인 기판상에 형성될 수 없으므로 Dry etching 방식으로 가장 위쪽에서 n-GaN의 일부분까지 식각한 후 (-) 전극(Ti/Al)을 형성
- <그림49>는 관련 논문에 개재된 2" Sapphire wafer 위에 개별로 분리된 형태의 InGaN/GaN Nanorod LED가 만들어진 SEM(Scanning Electron Microscope) Image이며 현재 삼성디스플레이가 연구개발 중인 Nano LED는 삼성LED가 생산 대응 중인 것으로 파악

그림48. MOCVD를 이용한 LED EPI wafer 제조 공정



자료: Royal society of chemistry, 하이투자증권

그림49. InGaN/GaN 기반의 원통형 Nanorod LED

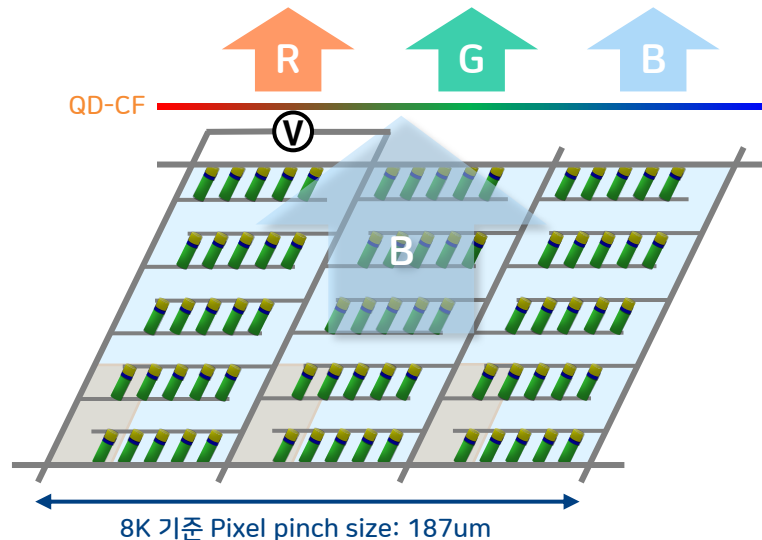


자료: Scientific reports, 하이투자증권

삼성디스플레이 QNED의 원가 경쟁력은? 1. Nano LED 단가 비싸지 않을 가능성 충분

- QNED는 TFT Backplane 기판 위에 액상 형태로 뿌려진 Nano LED가 전압이 인가된 Finger 배선 전극 사이에 수평으로 개별 분리된 형태로 평면 광원을 구현
- 당사는 향후 프리미엄 시장의 주류가 될 8K 해상도의 Pixel pinch가 약 187um인 반면 Nano LED 크기가 길이 2um, 직경 0.6um 수준에 불과하다는 점을 생각해볼 때 R, G, B 각각의 Sub-pixel에 수많은 Nano LED가 도포될 것으로 예상. 8K에서 형성될 Nano LED 개수는 정확히 알기는 어렵지만 R, G, B 각각의 Sub-pixel수인 총 9,953만개(7680x4320x3)보다 몇 배수 많은 수량이 필요할 것으로 판단
- 이 때 LED 제조 공정에서 주로 사용되는 4" Sapphire wafer에서 생산되는 Chip 수량은 크기가 1000x1000um일 때 약 5,000개, 10x10um 일 때 약 5,000만개, 그리고 Nano LED 크기와 유사한 1x1um일 때는 약 50억개 수준, 반면 Chip 크기가 작아지더라도 기본적으로 투입되는 소재 비용은 큰 차이가 없기 때문에 Chip 크기가 1x1um까지 미세화될 경우의 Nano LED의 개당 단가를 가정해보면 개당 \$0.0000002 수준에 불과할 것으로 추정. 극단적으로 25억개의 Nano LED 소요 가정시에도 Nano LED 재료 비용은 \$500 수준
- 따라서 <표6>와 같이 Sub-pixel 수 대비 10~20배의 Nano LED가 소요된다고 하더라도 충분히 원가 경쟁력 확보할 수 있을 것으로 판단

그림50. QNED에서 Sub pixel당 Nano LED 투입량 많아야 할 듯



자료: 하이투자증권

표6. 4" Wafer 기준 Nano LED 단가와 4K/8K 해상도별 Nano LED 소재비 추정

4" Wafer 기준	Chip size(um)	Chip 개수(개)	단가 (\$)	개당 단가(\$)
	1000x1000	5,000	100	0.02
	10x10	5,000만	500	0.00001
	1x1	50억	1,000(가정)	0.0000002

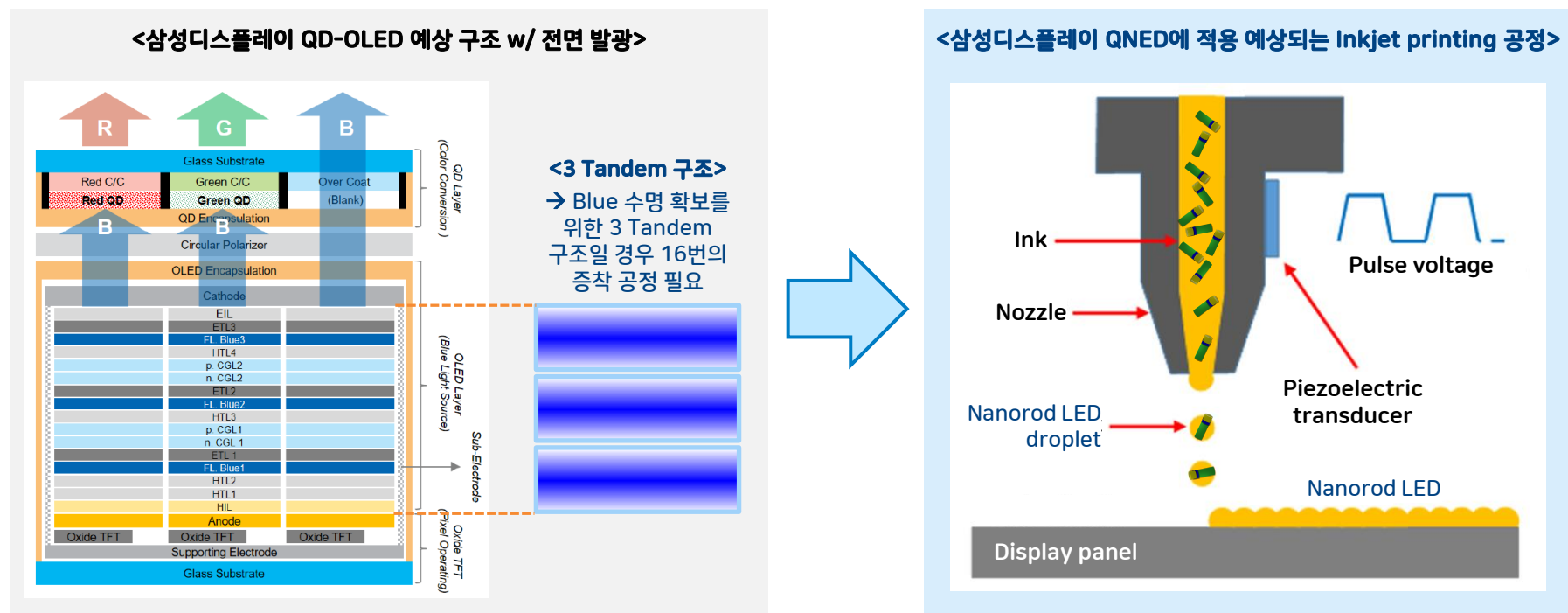
Sub pixel 대비 배수	4K Sub-pixel 수: 2,488만개		8K Sub-pixel 수: 9,953만개	
	Nano LED 개수(만개)	추정 단가(\$)	Nano LED 개수(만개)	추정 단가(\$)
x2	4,977	10	19,907	40
x4	9,953	20	39,813	80
x6	14,930	30	59,720	119
x8	19,907	40	79,626	159
x10	24,883	50	99,533	199
x15	37,325	75	149,299	299
x20	49,766	100	199,066	398
x40	99,533	199	398,131	796

자료: 하이투자증권

삼성디스플레이 QNED의 원가 경쟁력은? 2. Ink-jet 공정의 단일 Layer 발광원 형성으로 공정 비용 낮아질 것

- 현재 예상되는 QNED 디스플레이 구조는 기존 OLED 방식의 Blue 발광원 대신 Particle 형태의 Blue nano LED chip을 기반으로 한 Soluble 방식 활용할 계획인 것으로 파악. 이를 위해 세메스(비)가 제작하는 Ink-jet printing 장비가 도입될 예정
- 만일 QNED가 기존 대형 OLED 대비 소재 비용이 다소 상승하더라도 단일 Layer 형태일 가능성이 높은 QNED 구조가 수명 확보를 위해 진공 상태에서 3 Tandem 구조 다층 증착 공정(약 16 Layer)을 거쳐야 하는 QD-OLED, WOLED 대비 훨씬 간단하며, Ink-jet printing 공정상의 비용 절감 효과도 클 것으로 기대
- 향후 삼성디스플레이가 QNED TV 양산에 성공할 경우 OLED TV에 사활을 걸고 있는 LG디스플레이에게는 큰 위협 요인이 될 것으로 판단

그림51. QNED 양산에 성공할 경우 Ink-jet 공정의 단일 Layer 발광원 형성으로 OLED TV 대비 공정 비용 크게 낮아질 것으로 예상

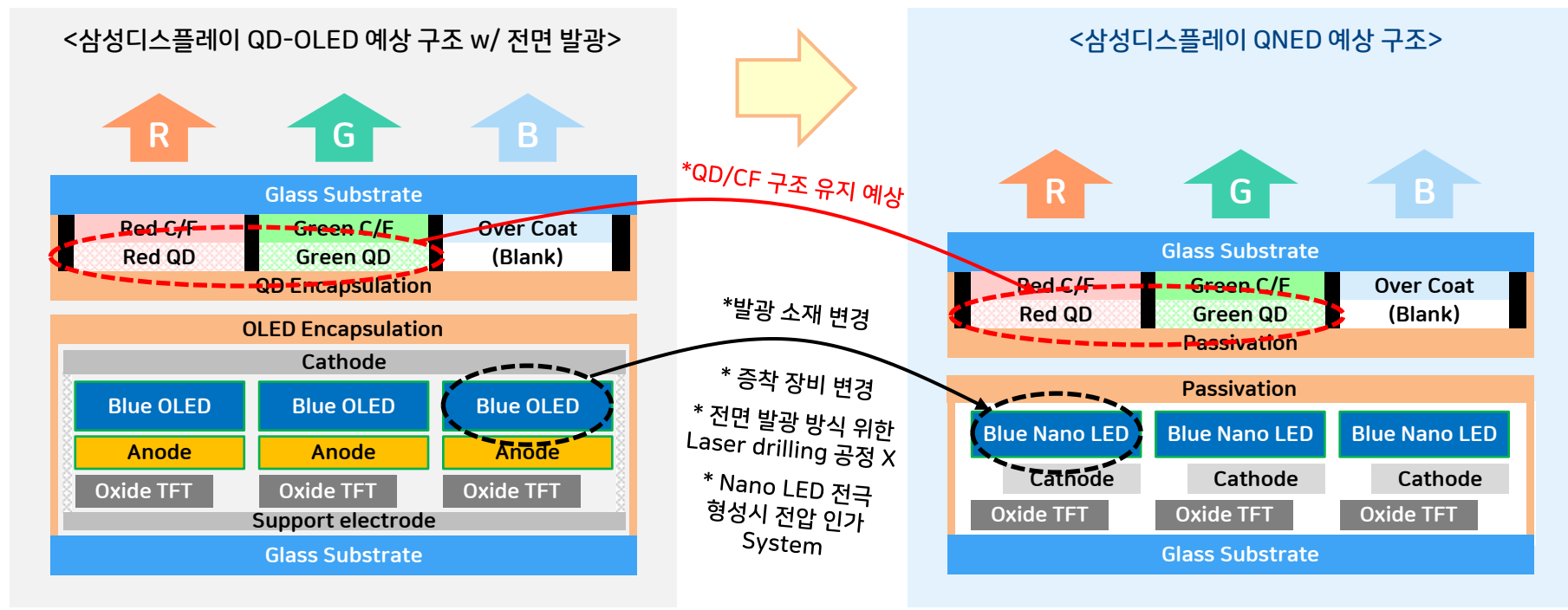


자료: 하이투자증권

QD-OLED에서 QNED로 전략 변화시 달라지는 것들

- 현재 예상되는 QNED 구조는 QD-OLED와 유사하지만 일부 소재 및 공정에서 크게 3가지 변화가 발생할 것으로 예상. 첫째, 발광원 소재가 OLED에서 Nano LED로 바뀌게 되고, 둘째, 이를 증착하기 위해 Thermal evaporator가 Inkjet printing 장비로 바뀌어야 하며, 셋째, Nano LED 도포시 전극에 전압을 인가하는 설비가 구축되어야 할 것으로 예상. 한편 기존 QD-OLED의 전면 발광 방식 구현을 위해 도입되었던 Support 배선 형성 및 Laser drilling 공정은 QNED에서는 쓰이지 않을 가능성 존재
- 반면 QNED도 Blue 발광원을 그대로 사용한다는 점에서 QD-OLED에 도입될 계획인 QD 소재가 입혀진 Color filter는 그대로 사용될 것으로 예상. 일부 시장에서 QNED에 Blue 발광원 뿐만 아니라 Red, Green색의 Nano LED도 적용될 것으로 예상되고 있으나 기술적 난이도를 고려할 때 빠른 시일 내에 도입될 가능성은 낮을 것으로 판단

그림52. 삼성디스플레이의 대형 사업 전략이 QD-OLED에서 QNED로 변화시 비교



자료: 하이투자증권

표 7. 중소형 OLED 패널 부품, 소재 Supply chain

공정 및 장비			삼성디스플레이	LG디스플레이
전공정	FA	물류, 자동화	에스에프에이(056190), 로체시스템즈(071280)	인베니아(079950), 아바코(083930), 베셀(177350)
	기판	PI Curing	원익IPS(240810)	비아트론(141000)
	TFT (LTPS)	세정	세메스(비), 에프앤에스테크(083500), 케이씨텍(281820)	디엠에스(068790), 케이씨텍(281820)
		증착	PECVD AMAT(미), 원익IPS(240810) Sputter 이루자(비), Ulvac(외)	주성엔지니어링(036930), AMAT(미) 아바코(083930)
		ELA	AP시스템(265520)	LG전자 PRI, JSW(일)
		노광	Canon(일), Nikon(일)	
		식각	Dry etcher 아이씨디(040910), 원익IPS(240810) Wet etcher 세메스(비) Asher 아이씨디(040910) Stripper 세메스(비)	인베니아(079950), 아이씨디(040910), TEL(일) 디엠에스(068790), 케이씨텍(281820) YAC(일), 아이씨디(040910) 디엠에스(068790), 케이씨텍(281820)
		열처리	에스티(122640), 원익IPS(240810)	비아트론(141000)
	OLED	증착	Tokki(일)	Canon-Tokki(일), 선익시스템(171090), 야스(255440)
		봉지	TFE PECVD: AMAT(미), Ink-jet print: 세메스	PECVD: AMAT(미), Ink-jet print: Kateeva (미)
		봉지재	Polymer: 삼성SDI	-
	OCTA	Sputter	이루자(비), Ulvac(외)	아바코(083930)
		PECVD	AMAT(미), 원익IPS(240810)	주성엔지니어링(036930), AMAT(미)
		Dry etcher	아이씨디(040910), 원익IPS(240810)	인베니아(079950)
	기타	LLO	필옵틱스(161580)	이오테크닉스(039030)
		검사	HB테크놀로지(078150), 케이맥 (043290)	LG전자 PRI
		Repair	HB테크놀로지(078150), 참엔지니어링(009310)	LG전자 PRI
		Dispenser, Scriber 등	에스에프에이(056190), 미래컴퍼니(049950)	탑엔지니어링(065130)
		Oven	에스티(122640), 원익테라세미콘(123100)	비아트론(141000), Koyo(일), YAC(일)
후공정	Module	Laser cutting	이오테크닉스(039030), 필옵틱스(161580)	LG전자 PRI, 이오테크닉스(039030), 엘아이에스(138690)
		Pol. Attacher	에스에프에이(056190)	탑엔지니어링(065130)
		Laminating	에스티(122640), AP시스템(265520), 에스에프에이(056190)	베셀(177350)
		Auto clamp	에스티(122640)	Koyo(일), Yac(일)
		Bonder	제이스텍(090470), 브이원텍(251630), 파인텍(131760)	디에스케이(109740), 탑엔지니어링(065130)
		화면 검사	영우디에스피(143540), 디이엔티(079810)	동아엘텍(088130)
소재	유기물	공통층	HTL 덕산네오룩스(213420), 두산(비) ETL 삼성SDI(006400), LG화학(051910), Tosoh(일) EIL 두산(비), Dow chemical(미)	Idemitsukosan(일) LG화학(051910), Idemitsu kosan(일) 희성(비), Dow chemical(미), 코멧(비)
		Red	Host Dopant R' Dow chemical(미), 덕산네오룩스(213420) UDC(미) 덕산네오룩스(213420)	Dow chemical(미), Merck(독) UDC(미) Dow chemical(미), LG화학(051910)
		Green	Host Dopant G' 일본제철주금화학(일), 삼성SDI(006400) UDC(미) Merck(독), 덕산네오룩스(213420)	LG화학(051910), 희성(비), Idemitsu kosan(일) UDC(미) LG화학(051910)
		Blue	Host Dopant B' Idemitsu kosan(일), 에스에프씨(비) 에스에프씨(비), JNC(일) SYRI(일)	Idemitsu kosan(일) Idemitsu kosan(일) -
	Mask	FMM	Dai Nippon Printing(일)	Dai Nippon Printing(일)
	기판	Polyimide 도료	에스유머티리얼즈(비)	UBE(일), Toray-Dupont(일)

자료: 하이투자증권

표8. 대형 OLED 패널 부품, 소재 Supply chain

공정 및 장비			삼성디스플레이	LG디스플레이	
전공정	FA	물류, 자동화	에스에프에이(056190), 토텍(108230), 로체시스템즈(071280)	인베니아(079950), 베셀(177350)	
	TFT (Oxide)	세정	세메스(비), 에스티아이(039440)	디엠에스(068790), 케이씨텍(281820)	
		증착	PECVD	원익IPS(240810), AMAT(미)	주성엔지니어링(036930), AMAT(미)
			Sputter	이루자(비), Ulvac(외)	아바코(083930)
		노광	Canon(일), Nikon(일)		
		식각	Dry etcher	원익IPS(240810), 아이씨디(040910), TEL(일)	인베니아(079950), 아이씨디(040910), TEL(일)
			Wet etcher	세메스(비)	디엠에스(068790), 케이씨텍(281820)
	Asher		아이씨디(040910)	아이씨디(040910)	
	Stripper		세메스(비)	디엠에스(068790), 케이씨텍(281820)	
	열처리	원익IPS(240810)	비아트론(141000)		
	OLED	증착 봉지	Tokki(일)	야스(255440), 선익시스템(171090)	
			Glass 합착	AP시스템(265520)	주성엔지니어링(036930)
			TFE	PECVD: 원익IPS(240810), Ink-jet print: 세메스	-
	봉지재	Glass 방식: Corning(미)	Sheet: 이녹스첨단소재(272290), LG화학(051910)		
	기타	Inkjet print	Kateava(미), 세메스(비)	Kateava(미)	
		검사	HB테크놀로지(078150), 케이맥 (043290)	LG전자 PRI	
		Repair	HB테크놀로지(078150), 참엔지니어링(009310)	LG전자 PRI	
Dispenser, Scriber 등		에스에프에이(056190), 미래컴퍼니(049950)	탐엔지니어링(065130)		
Oven		에스티(122640), 원익IPS(240810)	비아트론(141000), Koyo(일), Yac(일)		
후공정	Module	Pol. Attacher	에스에프에이(056190)	탐엔지니어링(065130)	
		Laminating	토텍(108230), 제이스텍(090470)	LG전자 PRI	
		Edge grinder	에스에프에이(056190), 미래컴퍼니(049950)	미래컴퍼니(049950)	
		Bonder	제이스텍(090470), 브이원텍(251630), 파인텍(131760)	디에스케이(109740), 탐엔지니어링(065130)	
		화면 검사	영우디에스피(143540), 디이엔티(079810)	동아엘텍(088130)	
소재	유기물	HTL	덕산네오룩스(213420), 두산(비)	LG화학(051910), Merck(독)	
		발광소재	Blue: Idemitsu kosan(일), 에스에프씨(비)	Red: Dow chemical(미), LG화학(051910) Yellow-Green: Merck(독), Blue: Idemitsu kosan(일)	
		ETL	삼성SDI(006400), LG화학(051910), Tosoh(일)	LG화학(051910), Idemitsu kosan(일)	
		EIL	두산(비), Dow chemical(미)	코멧(비), Dow chemical(미)	
	무기물	QD	한솔케미칼(014680)	-	

자료: 하이투자증권

[디스플레이 산업의 COVID-19 영향]

1. COVID-19 사태로 인한 LCD 산업 영향 / #5

- 단기적으로는 공급 차질, 장기적으로는 수요 부진 우려
- COVID-19로 인해 가팔라진 LCD TV 패널 가격 상승은 단기적으로 긍정적이나...
- COVID-19 사태로 2020년 LCD TV 수요 부진 불가피

2. COVID-19 사태에도 OLED/Foldable 산업의 성장성은 여전히 유효 / #17

- 삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자 1Q21부터 재개될 전망
- 2020년 삼성디스플레이 iPhone향 Flexible OLED 출하량 크게 증가할 전망
- OLED TV는 하지 않겠다는 삼성의 Big picture! QNED
- 삼성디스플레이의 QNED란 무엇일까?

3. 기업 분석 / #39

- LG디스플레이(034220)_TV 수요 부진 불가피 / #40
- 삼성SDI(006400)_큰 그림은 변하지 않았다 / #46
- 한솔케미칼(014680)_COVID-19에도 불구하고 시장 우려 대비 양호한 실적 예상 / #52
- 이엔에프테크놀로지(102710)_주가 본격 반등시 상승폭 2배 봅니다 / #58
- 덕산네오룩스(213420)_작년에 놓쳤다면 이제는 기회가 왔다 / #64
- 에스에프에이(056190)_사업 다각화로 실적 안정성 확보 / #70
- AP시스템(265520)_중국향 수주 OK, 변한 것은 없다 / #76
- 실리콘웍스(108320)_현금 부자 / #82

■ TV 수요 부진 불가피

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	15,000원(하향)
증가(2020/03/23)	9,370원
상승여력	60.1%

Stock Indicator	
자본금	1,789십억원
발행주식수	35,782만주
시가총액	3,353십억원
외국인지분율	22.7%
52주 주가	8,900~22,100원
60일평균거래량	2,718,394주
60일평균거래대금	38.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-36.7	-40.1	-34.5	-55.0
상대수익률	-8.0	-7.8	-5.0	-22.7



[투자 Point]

> 단기적으로는 공급 차질 발생하며 패널 가격 상승폭 컸으나 장기적으로는 수요 부진 우려

- 당초 LCD TV 패널 가격은 ① 국내 업체들의 7, 8세대 LCD Fab. 구조조정과, ③ 지난해 하반기 수익성이 악화된 주요 디스플레이 업체들의 가동률 조정 조치 등의 영향으로 2020년 초부터 점진적인 상승세 나타날 것으로 예상
- 다만 COVID-19 사태로 인한 중국 내 패널 생산 차질 여파로 계절적 비수기임에도 불구하고 빠르게 중대형 LCD 수요가 개선되며 예상을 상회하는 LCD TV 패널 가격 상승폭 기록
- 동사의 지난해 하반기 LCD TV 부문 영업이익률이 약 -30%에 달하는 큰 폭의 적자가 발생했다는 점을 고려할 때 COVID-19로 인한 LCD TV 패널 가격의 가파른 상승 반전은 단기적으로 긍정적. 그러나 지금부터는 수요에 미칠 불확실성에 대해 고민해야 할 시점

> 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 15,000원으로 하향 조정

- 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 COVID-19 확산 우려로 전세계 증시의 Valuation이 하락한 것을 반영하여 적용 P/E 배수와 목표주가를 하향 조정. COVID-19로 인해 1Q20 이후 TV 수요의 불확실성 확대되고 있으나, 최근 주가 하락폭이 컸고 현 주가의 Valuation 수준이 P/B 0.3배까지 낮아졌다는 점을 고려하여 매수 투자 의견 유지. 다만 전세계 경기 둔화 우려로 Credit risk가 부각되고 있어 부채비율이 약 190%에 달하는 동사의 주가 상승폭은 당분간 제한적일 것으로 판단

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	24,337	23,476	23,508	25,506
영업이익(십억원)	93	-1,359	-268	605
순이익(십억원)	-207	-2,991	-477	345
EPS(원)	-579	-9,029	-1,195	865
BPS(원)	39,068	29,540	28,299	29,117
PER(배)				10.8
PBR(배)	0.5	0.3	0.3	0.3
ROE(%)	-1.5	-23.2	-4.1	3.0
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	3.9	7.4	5.5	4.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

- 최근 COVID-19 사태로 올해 6월에 개최될 예정이었던 EURO 2020과 7월에 개막할 도쿄 올림픽을 1년 연기하기로 결정. 현실적으로 올해 스포츠 이벤트를 통한 TV 판매 특수 효과를 기대하기 어려울 것으로 판단되며, 유럽, 미국 내 COVID-19가 확산되고 있다는 것을 감안할 때 2020년 LCD TV 수요 부진은 불가피할 전망
- 당사는 1Q20에 중국 광저우 OLED 신공장 가동을 시작할 예정이었으나 COVID-19 사태로 지난해 하반기에 이어 또 다시 양산 일정에 차질이 불가피한 상황. 다행히 1Q20는 계절적 최대 비수기이기 때문에 국내 공장 Capa.만으로도 수요 대응이 가능한 시기. 최근 광저우 OLED 공장 수출 안정화를 위한 추가 핵심 설비 입고가 마무리되었고, 일시적으로 귀국했던 연구 인력도 재배치하고 있는 것으로 알려져 2Q20부터는 가동이 본격화될 가능성 높을 것으로 예상
- 다만 향후 COVID-19로 인한 TV 수요 부진이 심화될 경우 LG디스플레이의 OLED TV 패널 출하에 부정적 요인으로 작용할 것. 이에 따라 당사는 LG디스플레이의 2020년 OLED TV 패널 출하량 전망치를 기존 569만대에서 503만대로 -12% 하향 조정

표9. LG디스플레이 Valuation table 및 목표주가 산출

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	
EPS (원)	1,191	2,527	2,701	2,534	5,038	-579	-9,029	-1,195	19년 전환사채 희석 반영 (지배주주 기준)
BPS (원)	29,655	31,948	34,076	36,209	40,170	39,068	29,540	28,299	
EBITDA (십억원)	4,998	4,850	5,001	4,333	5,676	3,647	2,345	3,209	
고점 P/E (배)	27.8	14.2	13.7	12.7	7.7	-27.4	-1.8	1.0	최근 3년간 평균: -
평균 P/E (배)	23.6	12.0	10.2	10.6	6.2	-39.2	-2.1	-2.9	최근 3년간 평균: -
저점 P/E (배)	18.7	9.1	7.6	8.3	5.4	-57.4	-2.4	-7.7	최근 3년간 평균: -
고점 P/B (배)	1.11	1.12	1.08	0.89	0.97	0.85	0.75	0.56	최근 3년간 평균: 0.72
평균 P/B (배)	0.95	0.95	0.81	0.74	0.77	0.58	0.57	0.50	최근 3년간 평균: 0.55
저점 P/B (배)	0.75	0.72	0.60	0.58	0.68	0.41	0.42	0.31	최근 3년간 평균: 0.38
고점 EV/EBITDA (배)	2.7	3.0	3.0	3.1	2.8	4.9	8.3	8.3	최근 3년간 평균: 7.2
평균 EV/EBITDA (배)	2.3	2.6	2.3	2.7	2.4	3.9	7.5	7.5	최근 3년간 평균: 6.3
저점 EV/EBITDA (배)	1.9	2.1	1.8	2.2	2.1	3.2	6.8	6.8	최근 3년간 평균: 5.6
ROE	4.1%	8.2%	8.2%	7.2%	13.2%	-1.5%	-23.2%	-4.1%	최근 3년간 평균 P/B 배수 적용
Target P/B (배)								0.55	
적용 BPS (원) = 20년								28,299	
적정주가 (원)								15,566	
목표주가 (원)								15,000	
전일 종가 (원)								9,370	20년 실적 기준 P/B 0.33배
상승 여력								60.1%	

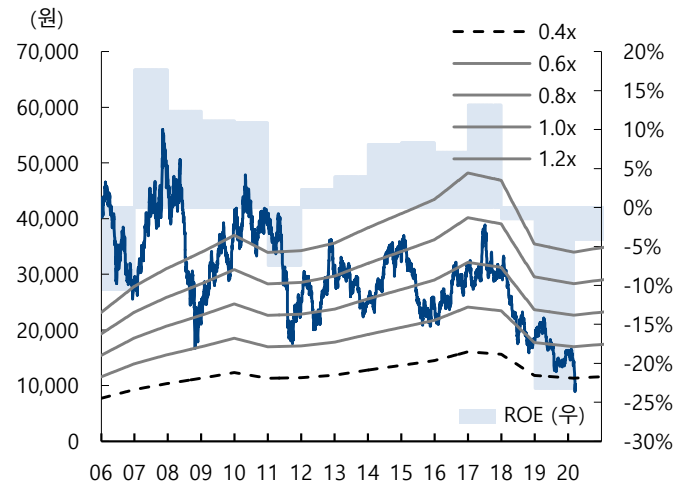
자료: 하이투자증권

표10. LG디스플레이 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	(단위: 십억원)		
원/달러 평균 환율	1,125	1,166	1,193	1,176	1,190	1,190	1,190	1,190	2018	2019	2020F
출하면적('000m ²)	9,847	9,927	9,480	9,214	7,616	7,557	7,768	7,973	42,184	38,468	30,915
YoY	-2%	-3%	-12%	-17%	-23%	-24%	-18%	-13%	1%	-9%	-20%
QoQ	-11%	1%	-5%	-3%	-17%	-1%	3%	3%	-	-	-
ASP/m ² (US\$)	529	456	513	605	572	571	718	690	524	524	574
YoY	1%	-9%	2%	8%	8%	25%	40%	14%	-11%	0%	10%
QoQ	-5%	-14%	13%	18%	-5%	0%	26%	-4%	-	-	-
매출액	5,879	5,353	5,822	6,422	5,185	5,137	6,639	6,547	24,337	23,476	23,508
YoY	4%	-5%	-5%	-8%	-12%	-4%	14%	2%	-12%	-4%	0%
QoQ	-15%	-9%	9%	10%	-19%	-1%	29%	-1%	-	-	-
매출원가	5,246	4,872	5,520	5,969	4,854	4,619	5,751	5,527	21,251	21,607	20,750
매출원가율	89%	91%	95%	93%	94%	90%	87%	84%	87%	92%	88%
매출총이익	633	482	302	453	331	519	888	1,020	3,085	1,869	2,758
판매비 및 관리비	765	850	738	874	677	690	808	852	2,992	3,228	3,026
판관비율	13%	16%	13%	14%	13%	13%	12%	13%	12%	14%	13%
영업이익	-132	-369	-437	-422	-346	-171	81	168	93	-1,359	-268
YoY	적자지속	적자지속	적자전환	적자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	흑자전환	-96%	적자전환	흑자전환
QoQ	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환	-147%	109%	-	-	-
영업이익률	-2%	-7%	-8%	-7%	-7%	-3%	1%	3%	0%	-6%	-1%
EBITDA	679	533	537	596	388	574	982	1,265	3,647	2,345	3,209
EBITDA Margin	12%	10%	9%	9%	7%	11%	15%	19%	15%	10%	14%
세전이익	-129	-442	-600	-2,169	-399	-224	12	101	-91	-3,341	-510
당기순이익	-63	-550	-442	-1,814	-401	-209	43	133	-179	-2,869	-434
당기순이익률	-1%	-10%	-8%	-28%	-8%	-4%	1%	2%	-1%	-12%	-2%

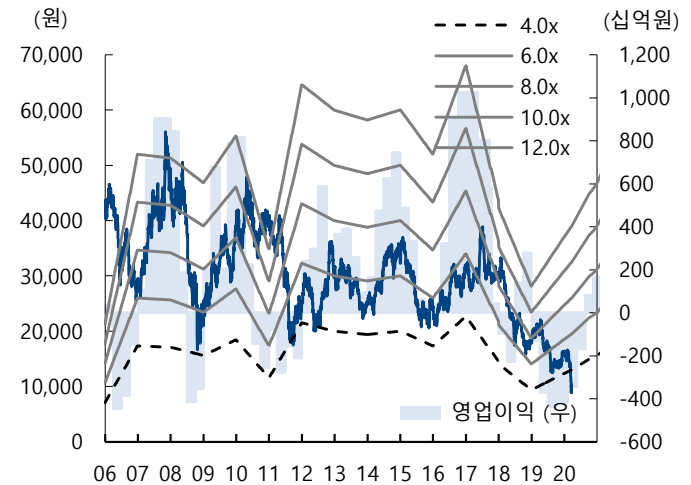
자료: LG디스플레이, 하이투자증권

그림53. LG디스플레이12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

그림54. LG디스플레이 12개월 Forward EV/EBITDA Chart

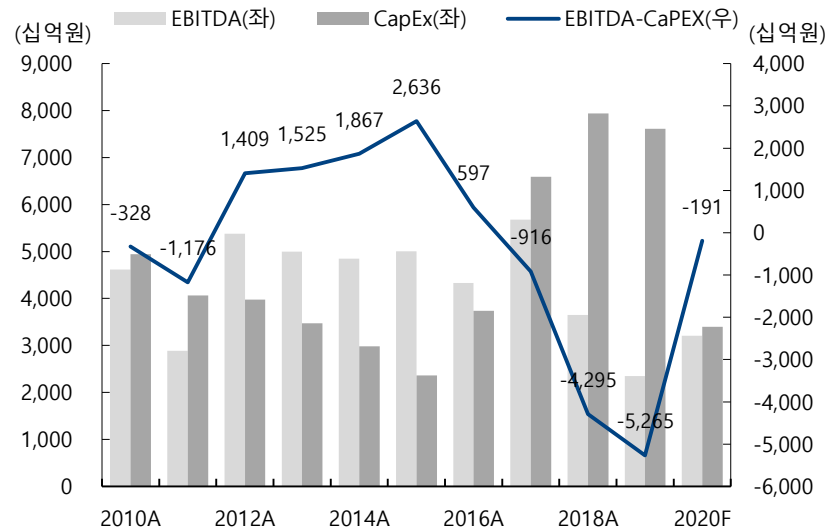


자료: 하이투자증권

> 제한적인 재무 구조 개선은 주가 상승에 부담 요인으로 작용할 수 있다

- 당사는 중장기 성장 동력을 확보하기 위해 최근 3년간(17~19년)의 OLED 신규 설비 투자에 약 22.1조원(유지 보수 포함) 규모의 자금이 투입되면서 대규모 자금 조달이 필요했던 상황
- 그러나 지난해 예상보다 깊은 LCD 업황 부진으로 가파른 실적 부진 지속. 이로 인해 EBITDA가 Capex를 하회하면서 현금 창출 능력 부재로 재무 구조급격히 악화되었으며 19년 부채 비율은 약 185% 수준을 기록
- 최근 COVID-19 사태로 IT 수요의 불확실성이 커지면서 20년 연간 영업이익 흑자전환 가능성 낮을 것으로 추정. 올해 CAPEX 투자 규모는 3.3~3.4조원 수준으로 전년의 7.5조원 대비 큰 폭으로 감소할 것으로 예상되나 Cash flow 개선폭이 당초 기대를 하회할 것으로 예상
- 향후 당사는 뚜렷한 실적 회복과 현금 흐름 개선을 통해 투자자들의 계속 기업에 대한 우려를 해소시켜야 할 것으로 판단

그림56. LG디스플레이 연간 EBITDA와 CAPEX 추이 및 전망



자료: LG디스플레이, 하이투자증권

그림55. LG디스플레이 영업활동 현금흐름 추이 및 전망

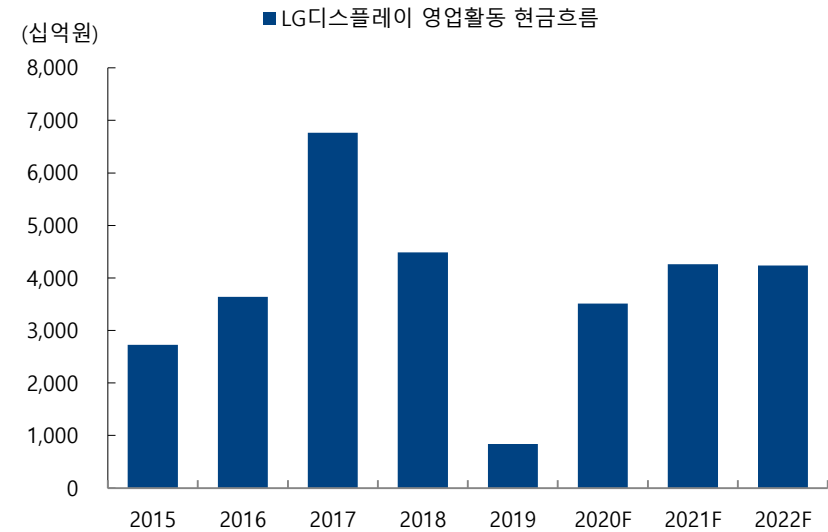
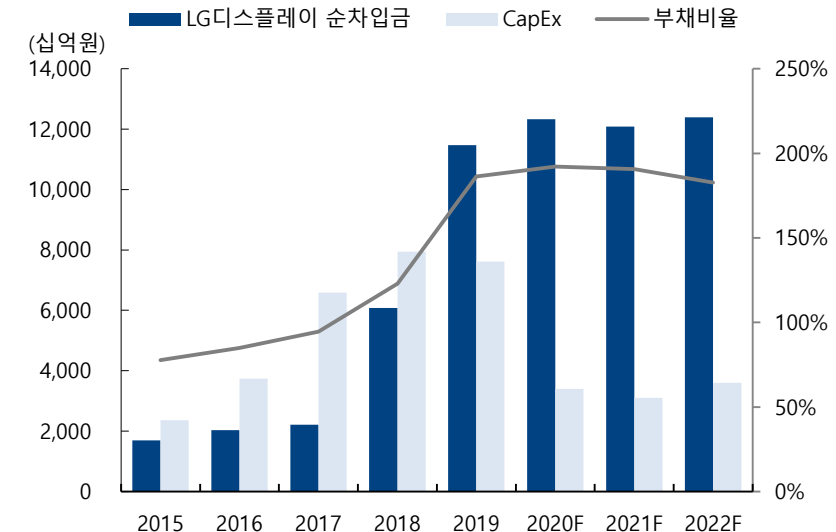


그림57. LG디스플레이 연간 순차입금과 부채 비율 추이 및 전망



자료: LG디스플레이, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

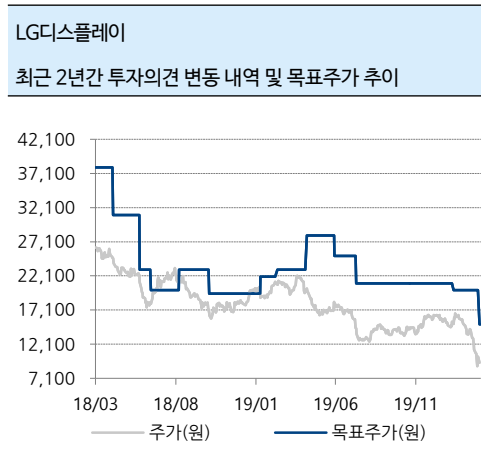
재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	8,800	8,825	7,911	8,667
현금 및 현금성자산	2,365	2,981	2,128	2,376
단기금융자산	112	108	105	102
매출채권	2,998	3,008	2,881	3,197
재고자산	2,691	2,062	2,099	2,258
비유동자산	24,376	26,965	27,283	27,228
유형자산	21,600	24,260	24,562	24,539
무형자산	988	983	954	932
자산총계	33,176	35,790	35,195	35,895
유동부채	9,954	9,120	9,012	9,391
매입채무	7,319	6,723	6,592	6,983
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	1,554	1,554	1,554	1,554
비유동부채	8,335	14,170	14,134	14,152
사채	1,773	2,773	2,773	2,773
장기차입금	5,232	10,232	10,232	10,232
부채총계	18,289	23,290	23,146	23,543
지배주주지분	13,979	11,781	11,286	11,612
자본금	1,789	1,994	1,994	1,994
자본잉여금	2,251	2,860	2,860	2,860
이익잉여금	10,240	7,249	6,772	7,117
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	907	720	763	740
자본총계	14,886	12,500	12,048	12,352

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4,484	839	3,514	4,264
당기순이익	-179	-2,869	-434	322
유형자산감가상각비	3,124	3,350	3,098	3,124
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	1	1	1	1
투자활동 현금흐름	-7,675	-8,220	-4,009	-3,709
유형자산의 처분(취득)	-7,800	-7,610	-3,400	-3,100
무형자산의 처분(취득)	-480	-350	-350	-350
금융상품의 증감	-911	613	-857	244
재무활동 현금흐름	2,953	6,145	332	332
단기금융부채의 증감	-	-	-	-
장기금융부채의 증감	-	1,000	-	-
자본의 증감	3,135	5,835	-36	18
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-238	616	-853	247
기초현금및현금성자산	2,603	2,365	2,981	2,128
기말현금및현금성자산	2,365	2,981	2,128	2,376

자료: LG디스플레이, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	24,337	23,476	23,508	25,506
증가율 (%)	-12.4	-3.5	0.1	8.5
매출원가	21,251	21,607	20,750	21,845
매출총이익	3,085	1,869	2,758	3,661
판매비와관리비	2,870	3,110	2,908	2,928
연구개발비	122	118	118	128
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	93	-1,359	-268	605
증가율 (%)	-96.2	-1,563.4	-80.3	-326.0
영업이익률 (%)	0.4	-5.8	-1.1	2.4
이자수익	69	70	57	60
이자비용	81	186	194	190
지분법이익(손실)	1	1	1	1
기타영업외손익	-112	-1,838	-89	-70
세전계속사업이익	-91	-3,341	-510	377
법인세비용	88	-472	-77	55
세전계속이익률 (%)	-0.4	-14.2	-2.2	1.5
당기순이익	-179	-2,869	-434	322
순이익률 (%)	-0.7	-12.2	-1.8	1.3
지배주주귀속 순이익	-207	-2,991	-477	345
기타포괄이익	-15	-21	-18	-19
총포괄이익	-195	-2,889	-452	303
지배주주귀속 총포괄이익	-225	-3,013	-496	325

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	-579	-9,029	-1,195	865
BPS	39,068	29,540	28,299	29,117
CFPS	8,151	1,082	6,572	8,698
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER				10.8
PBR	0.5	0.3	0.3	0.3
PCR	2.2	8.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	3.9	7.4	5.5	4.1
Key Financial Ratio (%)				
ROE	-1.5	-23.2	-4.1	3.0
EBITDA이익률	13.2	8.5	12.0	14.6
부채비율	122.9	186.3	192.1	190.6
순부채비율	40.9	91.8	102.3	97.8
매출채권회전율(x)	6.5	7.8	8.0	8.4
재고자산회전율(x)	9.7	9.9	11.3	11.7



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-10-25	Hold	19,500	1년	-6.9%	5.1%
2019-01-31	Hold	22,000	1년	-9.8%	-3.4%
2019-03-04	Hold	23,000	1년	-9.5%	-3.9%
2019-04-29	Buy	28,000	1년	-37.9%	-28.8%
2019-06-21	Buy	25,000	1년	-32.5%	-28.6%
2019-08-01	Buy	21,000	1년	-31.2%	-22.1%
2020-02-03	Buy	20,000	1년	-30.4%	-17.0%
2020-03-25	Buy	15,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-12-31 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

■ 큰 그림은 변하지 않았다

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	280,000원(유지)
증가(2020/03/23)	218,500원
상승여력	28.1%

Stock Indicator	
자본금	357십억원
발행주식수	6,876만주
시가총액	15,025십억원
외국인지분율	43.0%
52주 주가	183,000~343,500원
60일평균거래량	322,557주
60일평균거래대금	173.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-35.1	-4.2	-7.8	1.9
상대수익률	-3.6	28.6	21.3	34.1



[투자 Point]

> COVID-19 여파로 상반기 실적 불확실성 확대

- 소형전지부문은 Power tool 수요 둔화로 전방 업체들의 재고 조정 나타나고 있으며, COVID-19 사태로 인한 삼성전자 Galaxy S20 신제품 판매 부진으로 원형전지, Polymer 전지 출하량이 전분기 대비 약 20% 감소할 것으로 추정
- 중대형전지 부문은 국내 ESS 화재 발생으로 안정성 강화 조치가 계속되면서 수요 회복세가 더딜 것으로 예상되고, 계절적 비수기 영향으로 전기차 배터리 출하량도 전분기 대비 약 30% 가량 감소할 것으로 전망. 이를 반영한 1Q20 매출액은 2.2조원(YoY: -5%, QoQ: -22%), 영업이익은 380억원(YoY: -68%, QoQ: +89%)을 기록할 것으로 추정

> 하반기 전기차 수요의 회복 여부가 관건

- COVID-19 사태로 미국, 유럽 등에서 상반기 동안 자동차 수요가 부진할 가능성이 높아 전기차 판매도 큰 폭으로 줄어든 가능성 제기. 그러나 COVID-19 사태가 상반기 내에 진정될 경우 하반기 IT, 자동차 등의 Pent-up 수요가 강하게 발생할 가능성 존재. 이를 반영한 2020년 동사 매출액과 영업이익은 각각 11.5조원(YoY: +14%), 7,420억원(YoY: +61%)을 기록할 것으로 전망
- 향후 동사 실적과 주가의 방향성은 COVID-19 여파로 인한 전기차 수요 침체가 언제 회복될 것 이냐가 관건일 것으로 판단

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	9,158	10,097	11,498	12,712
영업이익(십억원)	715	462	742	1,026
순이익(십억원)	701	357	714	894
EPS(원)	9,962	5,066	10,148	12,701
BPS(원)	169,560	175,114	184,767	197,819
PER(배)	22.0	43.1	21.5	17.2
PBR(배)	1.3	1.2	1.2	1.1
ROE(%)	6.0	2.9	5.6	6.6
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	13.2	13.1	10.1	8.2

주: K-IFRS 연결 요약재무제표

> 매수 투자 의견 및 목표주가 유지

- 최근 주가는 COVID-19 사태로 인해 2020년 예상 실적 기준 P/B 1.1배 수준까지 하락. 중장기적인 관점에서 유럽의 친환경 정책인 자동차 CO₂ 배출량 감축안 계획에 변화가 없다면 주요 완성차 업체들의 전기차 출시 확대에 따른 동사의 중대형 전지 부문 성장 방향성은 여전히 유효하다는 판단
- 또한 올해 삼성디스플레이도 하반기 출시 예정인 iPhone 신제품에 OLED 패널이 전량 채택되면서 실적 성장이 예상되어 동사의 ROE가 전년의 2.9%에서 5.6%로 개선될 전망
- 2017년 이후 주가 흐름이 P/B 1.1배와 1.6배 사이의 Box권에서 등락을 반복하며 점진적인 상승세를 보여왔다는 점을 감안할 때 중장기적인 관점에서 이번 주가 조정을 비중 확대 기회로 봐야 할 것으로 판단되며 동사에 대한 긍정적인 시각 유지

표11. 삼성SDI Valuation table 및 목표주가 산출

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	비고
EPS (원)	31,192	2,768	-1,426	765	3,117	9,338	9,962	5,066	10,148	
BPS (원)	156,291	156,394	164,621	156,459	152,341	159,945	169,560	175,114	184,767	
고점 P/B (배)	1.1	1.3	1.1	0.9	0.8	1.5	1.5	1.5	1.9	최근 3년간 평균: 1.58
평균 P/B (배)	0.9	1.0	0.9	0.7	0.7	1.0	1.3	1.3	1.6	최근 3년간 평균: 1.30
저점 P/B (배)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.6	0.7	1.0	1.1	1.2	최근 3년간 평균: 1.0
고점 P/E (배)	5.3	71.7	-72.6	189.5	39.8	24.9	26.2	45.3	33.8	최근 3년간 평균: 32.6
평균 P/E (배)	4.7	55.6	-102.7	150.8	33.2	17.9	21.4	31.4	28.2	최근 3년간 평균: 24.7
저점 P/E (배)	4.1	44.3	-121.3	100.4	28.0	11.3	17.1	39.7	18.0	최근 3년간 평균: 21.5
ROE	21.8%	1.8%	-0.9%	0.5%	2.0%	6.0%	6.0%	2.9%	5.6%	
Target P/B (배)									1.6	최근 3년간 고점 P/E 평균 배수
적용 BPS (원)									184,767	
적정주가 (원)									291,519	
목표주가 (원)									280,000	
전일 종가 (원)									218,500	2020년 예상 실적 기준 P/B 1.1배
상승 여력									28.1%	

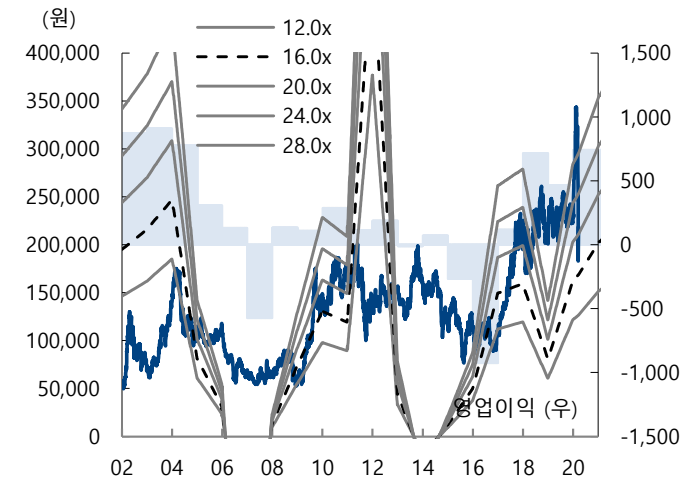
자료: 하이투자증권

표12. 삼성SDI 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
(단위: 십억원)											
매출액	2,304	2,405	2,568	2,821	2,188	2,459	3,051	3,801	9,158	10,097	11,498
전지 사업부	1,729	1,823	1,954	2,211	1,625	1,882	2,428	3,168	6,944	7,721	9,104
소형2차전지	1,130	1,179	1,081	1,036	834	977	1,083	1,125	4,077	4,431	4,019
자동차전지	425	445	581	866	564	669	1,068	1,722	1,353	2,318	4,022
ESS	173	199	292	308	228	237	277	321	1,514	972	1,062
전자재료 사업부	572	581	614	610	563	577	622	633	2,205	2,378	2,394
YoY	21%	7%	2%	14%	-5%	2%	19%	35%	44%	10%	14%
QoQ	-7%	4%	7%	10%	-22%	12%	24%	25%	-	-	-
영업이익	119	157	166	20	38	111	248	344	715	462	742
전지 사업부	40	71	67	110	-50	16	136	219	414	288	303
소형2차전지	120	134	122	106	15	63	118	123	519	482	301
자동차전지	-82	-76	-68	7	-56	-40	13	84	-294	-219	2
ESS	2	13	13	-3	-10	-7	5	12	189	25	0
전자재료 사업부	79	87	99	110	86	96	113	125	302	374	419
YoY	65%	3%	-31%	-92%	-68%	-29%	50%	1611%	512%	-35%	61%
QoQ	-52%	32%	6%	-88%	89%	193%	123%	39%	-	-	-
영업이익률	5%	7%	6%	1%	2%	5%	8%	9%	8%	5%	6%
전지 사업부	2%	4%	3%	5%	-3%	1%	6%	7%	6%	4%	3%
소형2차전지	11%	11%	11%	10%	2%	6%	11%	11%	13%	11%	7%
자동차전지	-19%	-17%	-12%	1%	-10%	-6%	1%	5%	-22%	-9%	0%
ESS	1%	7%	5%	-1%	-4%	-3%	2%	4%	12%	3%	0%
전자재료 사업부	14%	15%	16%	18%	15%	17%	18%	20%	14%	16%	18%
지분법 관련 손익	-69	98	137	12	-44	50	187	168	342	179	361
세전이익	70	217	300	-23	-13	153	425	499	1,036	565	1,064
당기순이익	58	160	217	-33	-67	96	350	402	745	402	782
당기순이익률	3%	7%	8%	-1%	-3%	4%	11%	11%	8%	4%	7%
YoY	-64%	53%	2%	-112%	-215%	-40%	61%	-1315%	16%	-46%	94%
QoQ	-78%	177%	36%	-115%	102%	-244%	263%	15%	-	-	-

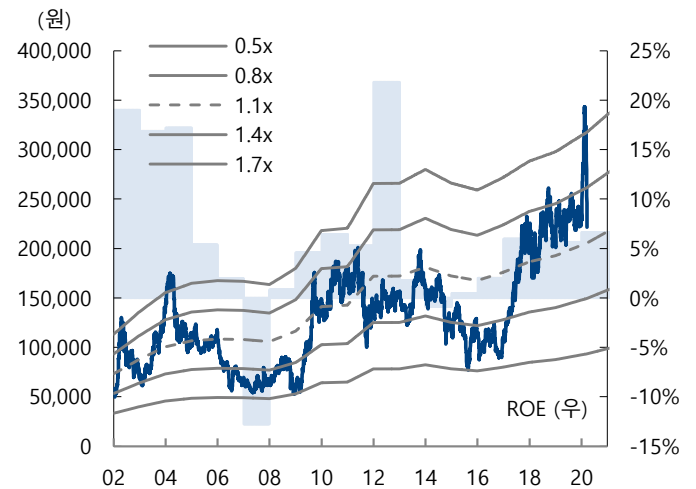
자료: 삼성SDI, 하이투자증권

그림58. 삼성SDI 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림59. 삼성SDI 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

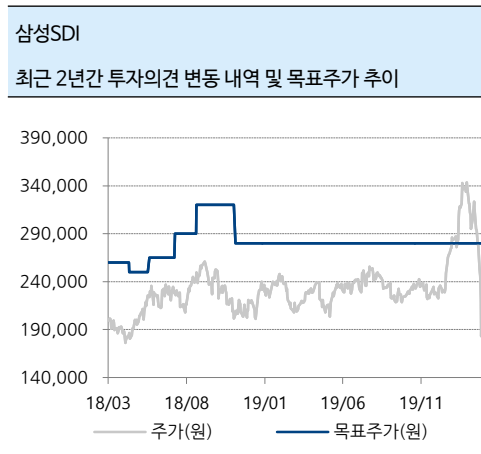
재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	5,519	5,181	5,959	6,934
현금 및 현금성자산	1,156	1,156	1,386	1,942
단기금융자산	144	136	129	136
매출채권	1,632	1,954	2,137	2,411
재고자산	1,746	1,708	2,068	2,218
비유동자산	13,830	14,671	16,064	17,159
유형자산	4,608	5,427	6,408	7,156
무형자산	866	831	806	794
자산총계	19,350	19,852	22,023	24,093
유동부채	4,013	3,742	3,681	3,725
매입채무	1,982	1,463	1,590	1,619
단기차입금	1,490	1,315	1,315	1,315
유동성장기부채	250	452	452	452
비유동부채	3,112	3,450	4,935	5,943
사채	688	589	589	589
장기차입금	826	1,236	2,736	3,736
부채총계	7,125	7,192	8,616	9,668
지배주주지분	11,934	12,325	13,004	13,923
자본금	357	357	357	357
자본잉여금	5,038	5,002	5,002	5,002
이익잉여금	6,613	6,907	7,554	8,381
기타자본항목	-345	-345	-345	-345
비지배주주지분	291	335	403	502
자본총계	12,225	12,660	13,407	14,425

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동으로인한현금흐름	261	923	863	1,517
당기순이익	745	402	782	993
유형자산감가상각비	491	763	1,019	1,253
무형자산상각비	91	93	75	52
지분법관련손실(이익)	342	179	361	398
투자활동으로인한현금흐름	-1,705	-1,535	-1,914	-1,809
유형자산의 처분(취득)	-2,142	-1,879	-2,000	-2,000
무형자산의 처분(취득)	-13	-3	-50	-40
금융상품의 증감	29	-8	223	562
재무활동으로인한현금흐름	1,756	239	1,422	922
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	23	-	-
자본의증감	1,486	339	1,485	1,007
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	308	-360	230	556
기초현금및현금성자산	1,209	1,517	1,156	1,386
기말현금및현금성자산	1,156	1,156	1,386	1,942

자료: 삼성SDI, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	9,158	10,097	11,498	12,712
증가율(%)	44.3	10.3	13.9	10.6
매출원가	7,118	7,882	8,941	9,850
매출총이익	2,040	2,215	2,557	2,863
판매비와관리비	1,265	1,682	1,748	1,759
연구개발비	60	71	67	78
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	715	462	742	1,026
증가율(%)	511.6	-35.4	60.6	38.3
영업이익률(%)	7.8	4.6	6.5	8.1
이자수익	18	18	21	29
이자비용	52	82	99	129
지분법이익(손실)	342	179	361	398
기타영업외손익	-66	-7	-37	-22
세전계속사업이익	1,036	565	1,064	1,352
법인세비용	291	162	282	358
세전계속이익률(%)	11.3	5.6	9.3	10.6
당기순이익	745	402	782	993
순이익률(%)	8.1	4.0	6.8	7.8
지배주주귀속순이익	701	357	714	894
기타포괄이익	51	139	32	92
총포괄이익	796	541	814	1,085
지배주주귀속총포괄이익	749	479	744	976

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	9,962	5,066	10,148	12,701
BPS	169,560	175,114	184,767	197,819
CFPS	18,235	17,228	25,690	31,235
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation(배)				
PER	22.0	43.1	21.5	17.2
PBR	1.3	1.2	1.2	1.1
PCR	12.0	12.7	8.5	7.0
EV/EBITDA	13.2	13.1	10.1	8.2
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.0	2.9	5.6	6.6
EBITDA이익률	14.2	13.1	16.0	18.3
부채비율	58.3	56.8	64.3	67.0
순부채비율	16.0	18.2	26.7	27.8
매출채권회전율(x)	6.6	5.6	5.6	5.6
재고자산회전율(x)	6.8	5.8	6.1	5.9



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-05-03	Buy	250,000	1년	-19.0%	-9.8%
2018-06-11	Buy	265,000	1년	-14.7%	-10.6%
2018-07-31	Buy	290,000	1년	-21.5%	-15.5%
2018-09-11	Buy	320,000	1년	-26.3%	-18.4%
2018-11-26	Buy	280,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-12-31 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

COVID-19에도 불구하고 시장 우려 대비 양호한 실적 예상

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	110,000원(유지)
증가(2020/03/23)	69,700원
상승여력	57.8%

Stock Indicator	
자본금	56십억원
발행주식수	1,130만주
시가총액	787십억원
외국인지분율	28.3%
52주 주가	66,200~118,500원
60일평균거래량	64,331주
60일평균거래대금	6.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-32.7	-33.6	-13.1	-13.7
상대수익률	-1.2	-0.9	16.0	18.5



[투자 Point]

> COVID-19 우려에도 불구하고 1Q20 반도체 소재 중심의 출하 견조한 흐름

- 최근 COVID-19 사태로 반도체, 디스플레이 업체들의 가동률 하락 가능성과 이로 인한 Chemical 업체들 실적 부진 우려 부각. 그러나 당사가 파악한 바에 따르면 Mobile용 DRAM 및 NAND 주문은 둔화될 수 밖에 없으나 IDC 업체들의 신규 투자가 이어지면서 Server용 반도체 수요가 이를 상쇄하고 있는 상황. 이에 따라 삼성전자, SK하이닉스의 가동률이 유지되면서 Chemical 업체들의 반도체 소재 출하는 견조한 흐름
- 동사의 Chemical 소재 출하도 반도체 업황 개선으로 지난 4Q19에 이어 뚜렷한 증가세. 이를 반영한 동사의 1Q20 매출액과 영업이익은 각각 1,540억원(YoY: +7%, QoQ: +7%), 340억원(YoY: +21%, QoQ: +82%)을 기록할 것으로 추정
- 올해 동사는 ① 반도체 업황 개선과 ② 삼성전자, SK하이닉스의 3D NAND 신규 라인 가동, ③ TSMC 가동률 상승 등에 힘입어 과산화수소, Precursor 수요가 증가하고, ④ 삼성전자 QLED TV 출하량 증가에 따른 QD 소재 수요 확대가 예상되어 호실적 전망

> 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 110,000원으로 하향 조정

- 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 COVID-19 확산 우려로 전세계 증시의 Valuation이 하락한 것을 반영하여 적용 P/E 배수와 목표주가를 하향 조정. 현 주가는 2020년 예상 실적 기준 P/E 7.1배로 역사적 하단 수준까지 주가 하락. 향후 COVID-19 사태가 장기화될 경우 반도체 수요 감소는 불가피하나 점차 확산이 진정될 경우 주가 반등 가파를 것으로 전망

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	582	588	630	668
영업이익(십억원)	94	111	132	147
순이익(십억원)	70	86	107	118
EPS(원)	6,238	7,655	9,450	10,483
BPS(원)	33,624	39,713	47,277	55,874
PER(배)	12.4	9.1	7.4	6.6
PBR(배)	2.3	1.8	1.5	1.2
ROE(%)	20.1	20.9	21.7	20.3
배당수익률(%)	1.5	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA(배)	8.6	6.5	5.1	4.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

- COVID-19가 북미, 유럽으로 확산되면서 경기 둔화 및 IT 수요에 대한 불확실성이 더욱 커지고 있기 때문에 2Q20 실적에 영향을 미칠 수 있는 전방 반도체 업체들의 가동률 및 동사 Chemical 소재 출하 변화에 대한 지속적인 확인 필요
- 향후 COVID-19의 악영향이 장기화된다면 반도체 수요의 하락은 불가피하나, 중국과 한국의 경우 COVID-19가 본격 확산 후 25~30일이 경과하면 진정되었던 사례를 볼 때 미국, 유럽도 같은 경로를 겪을 경우 2Q20초 이후 전세계에 대한 COVID-19의 악영향은 점차 완화될 수 있을 것으로 예상

표13. 한솔케미칼 Valuation table 및 목표주가 산출

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	
EPS (원)	1,797	1,897	3,023	4,942	4,804	6,238	7,655	9,450	
BPS (원)	17,545	18,852	21,427	24,998	28,396	33,624	39,713	47,277	
고점 P/E (배)	15.7	15.0	25.8	19.1	18.0	12.5	11.6	12.5	최근 3년간 평균: 13.6
평균 P/E (배)	13.8	12.5	17.4	15.6	13.9	10.9	10.0	10.6	최근 3년간 평균: 11.4
저점 P/E (배)	12.3	10.5	11.1	10.6	11.4	9.7	8.8	6.9	최근 3년간 평균: 9.2
고점 P/B (배)	1.6	1.8	4.4	3.4	3.1	2.3	2.3	2.5	최근 3년간 평균: 2.5
평균 P/B (배)	1.4	1.5	3.0	2.8	2.5	2.1	2.0	2.1	최근 3년간 평균: 2.2
저점 P/B (배)	1.3	1.3	1.9	2.1	2.1	1.9	1.7	1.4	최근 3년간 평균: 1.8
ROE	10.7%	10.4%	15.0%	21.3%	18.0%	20.1%	20.9%	21.7%	
Target P/E (배)								11.4	최근 3년간 평균 P/E 배수
적용 EPS (원) = 20년								9,450	
적정주가 (원)								107,271	
목표주가 (원)								110,000	20년 실적 기준 P/E 11.6배
전일 종가 (원)								69,700	20년 실적 기준 P/E 7.4배
상승 여력								58%	

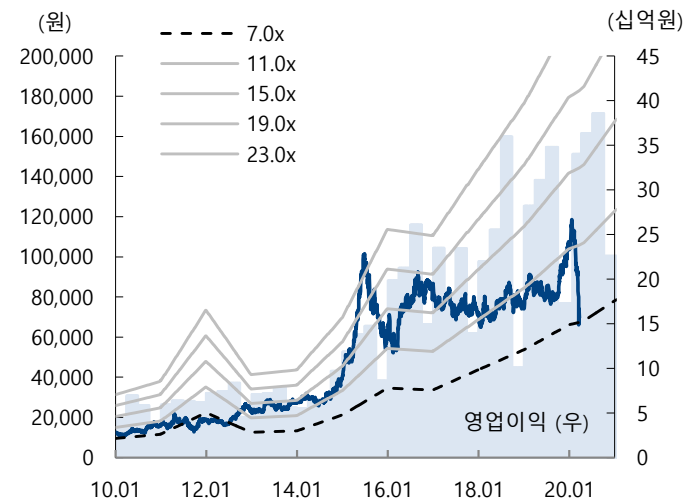
자료: 하이투자증권

표14. 한솔케미칼 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
(단위: 십억원)											
매출액	143	147	154	143	154	154	159	163	582	588	630
과산화수소	42	42	45	45	47	47	47	49	191	173	190
Precursor	10	10	11	10	13	13	14	15	42	41	55
전자재료	15	15	17	16	16	16	19	18	57	64	69
기타 (연결 법인)	77	79	82	72	78	77	79	82	291	310	316
YoY	7%	1%	20%	-18%	7%	5%	3%	14%	12%	1%	7%
QoQ	-18%	3%	5%	-7%	7%	0%	4%	2%	-	-	-
매출원가	101	102	105	103	105	103	105	118	424	410	431
매출원가율	70%	69%	68%	72%	68%	67%	66%	73%	73%	70%	68%
매출총이익	43	45	49	40	49	51	54	45	158	177	199
매출총이익률	30%	31%	32%	28%	32%	33%	34%	27%	27%	30%	32%
판매비 및 관리비	14	14	14	22	15	15	16	22	64	64	67
판매비율	10%	10%	9%	15%	10%	10%	10%	14%	11%	11%	11%
영업이익	28	31	35	17	34	36	39	23	94	111	132
영업이익률	20%	21%	23%	13%	22%	24%	24%	14%	16%	19%	21%
YoY	28%	22%	-3%	86%	21%	17%	11%	21%	18%	21%	17%
QoQ	180%	10%	12%	-46%	82%	7%	6%	-41%	-	-	-
세전이익	31	32	36	19	38	41	25	37	92	118	140
순이익	24	26	28	14	30	32	16	28	68	91	107
순이익률	17%	20%	5%	10%	23%	19%	3%	20%	12%	15%	17%
YoY	24%	66%	21%	38%	28%	25%	-40%	101%	17%	34%	18%
QoQ	134%	10%	7%	-50%	117%	7%	-49%	70%	-	-	-

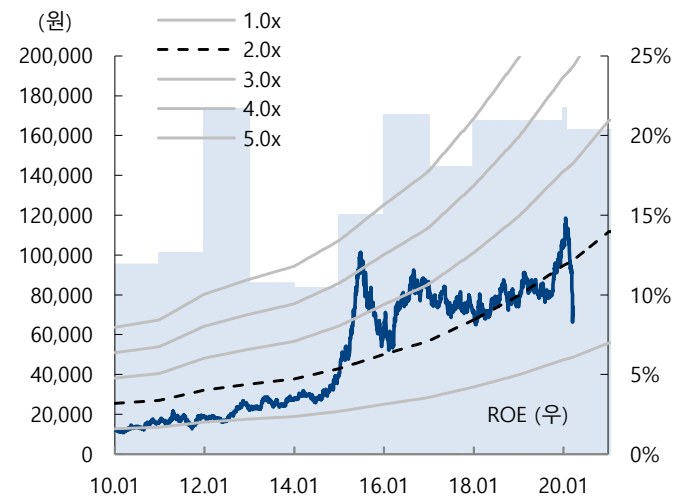
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림57. 한솔케미칼 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림58. 한솔케미칼 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

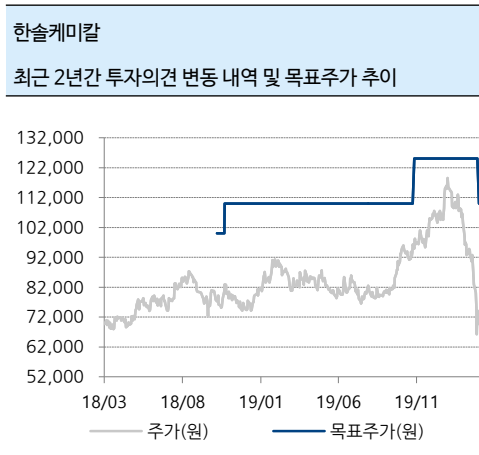
재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	157	307	295	389
현금 및 현금성자산	14	57	33	122
단기금융자산	7	92	96	92
매출채권	75	75	81	85
재고자산	55	61	63	68
비유동자산	635	632	641	645
유형자산	496	494	502	509
무형자산	71	68	66	64
자산총계	792	939	936	1,033
유동부채	165	194	155	177
매입채무	92	60	64	64
단기차입금	47	23	23	23
유동성장기부채	7	93	50	72
비유동부채	179	224	174	149
사채	125	184	134	109
장기차입금	37	17	17	17
부채총계	344	419	329	326
지배주주지분	380	449	534	631
자본금	56	56	56	56
자본잉여금	31	31	31	31
이익잉여금	303	372	462	564
기타자본항목	-2	-1	-1	-1
비지배주주지분	67	72	73	76
자본총계	447	521	607	707

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	101	102	155	166
당기순이익	68	91	107	122
유형자산감가상각비	30	36	42	43
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	8	10	9	10
투자활동 현금흐름	-121	-140	-39	-27
유형자산의 처분(취득)	-118	-71	-50	-50
무형자산의 처분(취득)	1	0	-	-
금융상품의 증감	-31	127	-20	84
재무활동 현금흐름	-15	81	-111	-22
단기금융부채의 증감	-	1	-	-
장기금융부채의 증감	-	2	-	-
자본의 증감	37	45	-50	-25
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-35	43	-24	89
기초현금및현금성자산	50	14	57	33
기말현금및현금성자산	14	57	33	122

자료 : 한솔케미칼, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	582	588	630	668
증가율 (%)	11.6	1.0	7.2	6.1
매출원가	424	412	431	451
매출총이익	158	176	199	217
판매비와관리비	64	64	67	69
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	94	111	132	147
증가율 (%)	18.2	19.1	18.1	12.1
영업이익률 (%)	16.1	19.0	20.9	22.1
이자수익	1	2	4	5
이자비용	8	10	8	7
지분법이익(손실)	8	10	9	10
기타영업외손익	-2	2	0	1
세전계속사업이익	92	118	139	158
법인세비용	25	27	32	36
세전계속이익률 (%)	15.9	20.1	22.1	23.6
당기순이익	68	91	107	122
순이익률 (%)	11.6	15.5	17.0	18.2
지배주주귀속 순이익	70	86	107	118
기타포괄이익	0	-5	-5	-5
총포괄이익	68	86	103	117
지배주주귀속 총포괄이익	70	82	102	114

주요투자지표	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표 (원)				
EPS	6,238	7,655	9,450	10,483
BPS	33,624	39,713	47,277	55,874
CFPS	8,970	10,899	13,225	14,394
DPS	1,200	1,500	1,500	1,500
Valuation (배)				
PER	12.4	9.1	7.4	6.6
PBR	2.3	1.8	1.5	1.2
PCR	8.6	6.4	5.3	4.8
EV/EBITDA	8.6	6.5	5.1	4.2
Key Financial Ratio (%)				
ROE	20.1	20.9	21.7	20.3
EBITDA이익률	21.4	25.2	27.7	28.7
부채비율	77.0	80.4	54.3	46.2
순부채비율	43.6	32.6	15.9	1.2
매출채권회전율 (x)	7.5	7.8	8.1	8.0
재고자산회전율 (x)	11.7	10.1	10.1	10.2



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-10-29	Buy	100,000	1년	-23.0%	-19.3%
2018-11-13	Buy	110,000	1년	-24.7%	-12.7%
2019-11-18	Buy	125,000	1년	-19.3%	-5.2%
2020-03-25	Buy	110,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-12-31 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

■ 주가 본격 반등시 상승폭 2배 봅니다

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	27,000원(하향)
증가(2020/03/23)	16,950원
상승여력	59.3%

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	1,423만주
시가총액	241십억원
외국인지분율	15.6%
52주 주가	14,500~30,500원
60일평균거래량	294,326주
60일평균거래대금	7.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-38.5	-36.6	-18.1	-0.3
상대수익률	-4.9	-5.2	13.1	40.1



[투자 Point]

> COVID-19 우려에도 불구하고 1Q20 반도체 소재 중심의 출하 견조한 흐름

- 최근 COVID-19 사태로 반도체, 디스플레이 업체들의 가동률 하락 가능성과 이로 인한 Chemical 업체들 실적 부진 우려 부각. 그러나 당사가 파악한 바에 따르면 Mobile용 DRAM 및 NAND 주문은 둔화될 수 밖에 없으나 IDC 업체들의 신규 투자가 이어지면서 Server용 반도체 수요가 이를 상쇄하고 있는 상황. 이에 따라 삼성전자, SK하이닉스의 가동률이 유지되면서 Chemical 업체들의 반도체 소재 출하는 견조한 흐름
- 제품 및 고객사 다각화, 생산 공정 개선 등으로 지난해부터 기초 체력이 강해진 동사의 1Q20 호실적에 대한 기대감은 여전히 유효한 것으로 판단되며, 1Q20 매출액과 영업이익은 각각 1,209억원(YoY: +8%, QoQ: -2%), 166억원(YoY: +39%, QoQ: +19%)을 기록할 것으로 추정
- 동종 업종 내에서 디스플레이향 매출 비중(2019년 기준 약 35% 추정)이 상대적으로 높음에 불구하고 1Q20 실적이 양호할 것으로 예상되는 이유는 주력 고객사인 LG디스플레이와 CSOT가 이미 지난 4Q19부터 극심한 수익성 하락으로 인해 가동률을 큰 폭으로 낮췄기 때문에 1Q20의 기저가 낮게 형성되어 실적에 미치는 영향이 제한적일 것으로 판단하기 때문

> 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 27,000원으로 하향 조정

- 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 COVID-19 확산 우려로 전세계 증시의 Valuation이 하락한 것을 반영하여 적용 P/E 배수와 목표주가를 하향 조정. 현 주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 4배로 역사적 하단 수준까지 하락. 향후 주가 반등시 평균 Valuation 수준으로만 회복되더라도 상승폭 상당히 클 것으로 기대

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	425	481	509	556
영업이익(십억원)	36	60	75	83
순이익(십억원)	29	46	58	66
EPS(원)	2,026	3,239	4,092	4,635
BPS(원)	15,585	18,688	22,591	27,037
PER(배)	6.2	5.2	4.1	3.7
PBR(배)	0.8	0.9	0.8	0.6
ROE(%)	14.1	18.9	19.8	18.7
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	5.6	4.2	2.9	2.1

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

- COVID-19가 북미, 유럽으로 확산되면서 경기 둔화 및 IT 수요에 대한 불확실성이 더욱 커지고 있기 때문에 2Q20 실적에 영향을 미칠 수 있는 전방 반도체 업체들의 가동률 및 동사 Chemical 소재 출하 변화에 대한 지속적인 확인 필요
- 향후 COVID-19의 악영향이 장기화된다면 반도체 수요의 하락은 불가피하나, 중국과 한국의 경우 COVID-19가 본격 확산 후 25~30일이 경과하면 진정되었던 사례를 볼 때 미국, 유럽도 같은 경로를 겪을 경우 2Q20초 이후 전세계에 대한 COVID-19의 악영향은 점차 완화될 수 있을 것으로 예상
- 지난 1월 동사는 미국 생산시설 구축을 위해 100% 자회사인 미국 현지법인 유상증자에 참여해 1,000만달러를 투자한다고 공시. 주 목적은 삼성전자 Austin 생산 법인의 System 반도체에 공정용 Chemical 소재를 공급하기 위한 것이며, 추후 생산 현지화를 통해 주요 공급처를 삼성전자뿐만 아니라 Micron, Intel 등 미국 내 반도체 업체들로 확대하는 것을 목표. 향후 약 2년간에 걸쳐 미국 Austin 공장이 완공되면 2022년부터 동사의 외형 성장이 다시 한번 커질 수 있는 계기가 될 것으로 예상되며, 글로벌 반도체 업체로의 공급처 다변화로 국내 동종 업종 내에서 저평가 받고 있는 동사 주가의 Valuation 배수가 점차 높아질 수 있는 요인이 될 것으로 판단

표 15. 이엔에프테크놀로지 Valuation table 및 목표주가 산출

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	비고
EPS (원)	1,016	620	718	2,121	1,741	1,958	2,026	3,239	4,092	
BPS (원)	6,343	7,032	7,709	9,841	11,385	13,247	15,585	18,688	22,591	
고점 P/E (배)	14.8	22.0	14.4	11.4	14.1	14.9	12.4	8.8	7.5	과거 3년간 평균: 10.9
평균 P/E (배)	11.3	17.5	11.8	7.7	11.2	11.2	7.8	6.2	6.5	과거 3년간 평균: 7.9
저점 P/E (배)	8.3	14.0	8.3	3.1	8.1	8.8	4.6	3.5	3.5	과거 3년간 평균: 5.1
고점 P/B (배)	2.5	2.4	1.7	2.4	2.2	2.2	1.6	1.5	1.4	최근 3년간 평균: 1.7
평균 P/B (배)	1.8	1.8	1.3	1.4	1.7	1.7	1.0	1.1	1.2	최근 3년간 평균: 1.2
저점 P/B (배)	1.2	1.3	1.2	0.7	1.2	1.3	0.6	0.6	0.6	최근 3년간 평균: 0.8
ROE	17.3%	9.3%	9.7%	24.2%	16.4%	15.9%	14.1%	18.9%	19.8%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)									6.5	과거 3년간 평균-저점
적용 EPS (원)=20년									4,092	P/E 배수 중간값 적용
적정주가 (원)									26,756	
목표주가 (원)									27,000	20년 예상 실적 기준 P/E 6.6배
전일 종가 (원)									16,950	20년 예상 실적 기준 P/E 4.1배
상승 여력									59%	

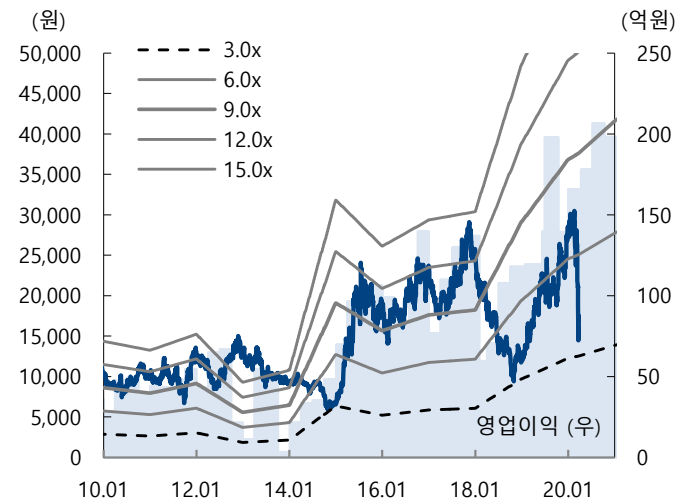
자료: 하이투자증권

표16. 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추이 및 전망

											(단위: 억원)
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	1,122	1,178	1,273	1,237	1,209	1,247	1,306	1,323	4,254	4,810	5,085
YoY	18%	15%	15%	6%	8%	6%	3%	7%	10%	13%	6%
QoQ	-4%	5%	8%	-3%	-2%	3%	5%	1%	-	-	-
Process Chemical	946	991	1,078	1,048	1,019	1,054	1,110	1,124	3,598	4,064	4,308
Color Paste	120	128	133	129	128	132	133	136	438	509	529
Fine Chemical	56	59	61	60	61	62	63	62	219	236	248
제품별 매출액 비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Process Chemical	84%	84%	85%	85%	84%	84%	85%	85%	85%	84%	85%
Color Paste	11%	11%	10%	10%	11%	11%	10%	10%	10%	11%	10%
Fine Chemical	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
매출원가	898	923	965	953	928	950	981	998	3,496	3,738	3,857
매출원가율	80%	78%	76%	77%	77%	76%	75%	75%	82%	78%	76%
매출총이익	224	256	308	284	280	298	325	325	758	1,072	1,228
매출총이익률	20%	22%	24%	23%	23%	24%	25%	25%	18%	22%	24%
판매비 및 관리비	105	116	110	144	114	119	119	127	402	476	479
판매비율	9%	10%	9%	12%	9%	10%	9%	10%	9%	10%	9%
영업이익	119	140	198	140	166	178	207	198	356	596	749
영업이익률	11%	12%	16%	11%	14%	14%	16%	15%	8%	12%	15%
YoY	100%	97%	84%	18%	39%	28%	4%	42%	-21%	67%	26%
QoQ	1%	17%	42%	-29%	19%	7%	16%	-4%	-	-	-
세전이익	120	136	213	122	169	181	209	201	382	592	760
세전이익률	11%	12%	17%	10%	14%	15%	16%	15%	9%	12%	15%
당기순이익	97	118	159	92	132	141	161	155	290	467	588
당기순이익률	9%	10%	13%	7%	11%	11%	12%	12%	7%	10%	12%
YoY	84%	67%	75%	23%	35%	19%	1%	68%	12%	61%	26%
QoQ	29%	21%	35%	-42%	43%	7%	15%	-4%	-	-	-

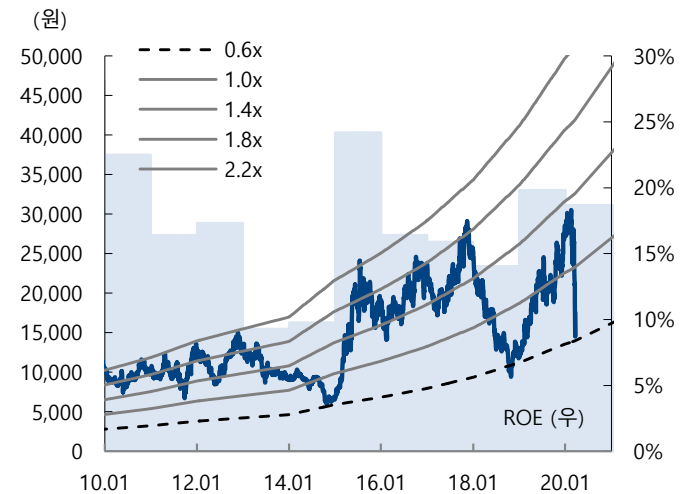
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림60. 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림61. 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

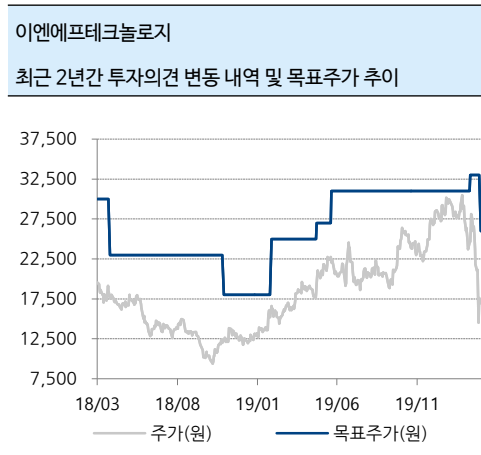
재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	128	156	192	248
현금 및 현금성자산	13	24	53	97
단기금융자산	-	-	-	-
매출채권	78	83	90	97
재고자산	31	41	40	46
비유동자산	183	230	246	252
유형자산	155	184	198	205
무형자산	7	5	6	6
자산총계	311	386	438	500
유동부채	83	90	87	86
매입채무	46	50	51	55
단기차입금	31	23	18	13
유동성장기부채	5	1	1	1
비유동부채	4	27	27	27
사채	-	-	-	-
장기차입금	3	16	16	16
부채총계	86	117	113	113
지배주주지분	222	266	321	385
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	17	17	17	17
이익잉여금	199	243	299	363
기타자본항목	-	0	0	0
비지배주주지분	2	3	3	3
자본총계	224	269	324	388

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	31	61	78	86
당기순이익	29	47	59	67
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-46	-48	-32	-25
유형자산의 처분(취득)	3	0	-	-
무형자산의 처분(취득)	-3	0	-1	-
금융상품의 증감	0	-	-	-
재무활동 현금흐름	13	-2	-11	-11
단기금융부채의 증감	14	-8	-5	-5
장기금융부채의 증감	2	11	-	-
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-1	-2	-2
현금및현금성자산의증감	-3	11	29	44
기초현금및현금성자산	16	13	24	53
기말현금및현금성자산	13	24	53	97

자료 : 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	425	481	509	556
증가율 (%)	9.9	13.1	5.7	9.4
매출원가	350	374	386	420
매출총이익	76	107	123	137
판매비와관리비	40	48	48	53
연구개발비	10	12	11	13
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	36	60	75	83
증가율 (%)	-21.5	67.5	25.6	11.0
영업이익률 (%)	8.4	12.4	14.7	15.0
이자수익	0	0	1	2
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	3	-1	0	0
세전계속사업이익	38	59	76	85
법인세비용	9	12	17	19
세전계속이익률 (%)	9.0	12.3	14.9	15.3
당기순이익	29	47	59	67
순이익률 (%)	6.8	9.7	11.6	12.0
지배주주귀속 순이익	29	46	58	66
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	28	46	58	66
지배주주귀속 총포괄이익	29	46	58	66

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표 (원)				
EPS	2,026	3,239	4,092	4,635
BPS	15,585	18,688	22,591	27,037
CFPS	2,105	3,329	4,187	4,737
DPS	100	150	150	150
Valuation (배)				
PER	6.2	5.2	4.1	3.7
PBR	0.8	0.9	0.8	0.6
PCR	6.0	5.1	4.0	3.6
EV/EBITDA	5.6	4.2	2.9	2.1
Key Financial Ratio (%)				
ROE	14.1	18.9	19.8	18.7
EBITDA이익률	8.6	12.7	15.0	15.2
부채비율	38.6	43.6	35.0	29.0
순부채비율	11.7	5.8	-5.6	-17.4
매출채권회전율 (x)	5.7	6.0	5.9	5.9
재고자산회전율 (x)	14.9	13.3	12.5	12.9



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16	Buy	23,000	1년	-38.7%	-21.7%
2018-11-19	Buy	18,000	1년	-27.4%	-10.8%
2019-02-18	Buy	25,000	1년	-31.4%	-21.6%
2019-05-15	Buy	27,000	1년	-21.1%	-15.7%
2019-06-12	Buy	31,000	1년	-23.8%	-1.6%
2020-03-03	Buy	33,000	1년	-31.6%	-14.8%
2020-03-25	Buy	27,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-12-31 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

■ 작년에 놓쳤다면 이제는 기회가 왔다

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000원(하향)
증가(2020/03/23)	24,950원
상승여력	60.3%

Stock Indicator	
자본금	5십억원
발행주식수	2,401만주
시가총액	599십억원
외국인지분율	20.0%
52주 주가	13,400~37,300원
60일평균거래량	390,151주
60일평균거래대금	11.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-33.1	5.9	15.2	39.0
상대수익률	0.5	37.4	46.4	79.3



[투자 Point]

> 2020년 삼성디스플레이, 중국 모두 OLED 소재 수요 증가 뚜렷할 전망

- 올해 동사의 연간 매출액과 영업이익은 각각 1,341억원(YoY: +37%), 339억원(YoY: +64%)으로 사상 최대 실적을 기록할 것으로 추정
- 특히 계절적 성수기에 진입하는 2분기부터 예년 대비 더욱 가파른 실적 성장세를 나타낼 전망. 하반기 출시 예정인 iPhone 5.4", 6.1", 6.7" 신제품에 모두 Flexible OLED가 채택될 예정이기 때문
- 최근 중국 최대 고객사인 BOE는 올해 OLED 패널 출하량을 전년 대비 크게 확대할 것으로 밝힌 바 있어 동사의 중국향 소재 출하 크게 확대될 경우 수익성 제고에 긍정적

> 매수 투자의견 유지하나 목표주가는 40,000원으로 하향 조정

- 동사에 대한 매수 투자의견을 유지하나 COVID-19 확산 우려로 전세계 증시의 Valuation이 하락한 것을 반영하여 적용 P/E 배수와 목표주가를 하향 조정. 최근 주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 19배 수준까지 하락하며 큰 폭의 조정세로 Valuation 매력도 상승. 비중 확대 기회로 활용 권고
- 향후 ① iPhone OLED 전량 채택 효과에 따른 삼성디스플레이의 가파른 가동률 상승과 ② 중국 업체들의 점진적인 가동률 상승, ③ Foldable, Tablet, Note PC, Auto 등 새로운 Application 다변화에 따른 OLED 패널 수요 확대 등으로 동사의 직접적인 수혜가 예상된다는 점을 고려할 때 중장기적인 성장 가능성 높을 것으로 판단

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	91	98	134	153
영업이익(십억원)	20	21	34	39
순이익(십억원)	19	19	32	38
EPS(원)	784	798	1,333	1,570
BPS(원)	5,870	6,662	7,988	9,551
PER(배)		31.3	18.7	15.9
PBR(배)		3.7	3.1	2.6
ROE(%)	14.3	12.7	18.2	17.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)		22.7	13.9	11.6

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

> COVID-19 사태로 인한 우려에도 양호한 1Q20 실적 예상

- 최근 COVID-19 사태로 전방 IT 기기 수요 부진 우려 존재하나 1Q20 실적은 삼성전자 Galaxy S20, Galaxy Z Flip 신제품 출시 효과로 매출액 281억원(YoY: +45%, QoQ: +1%), 영업이익 59억원(YoY: +176%, QoQ: -35%)을 기록하며 양호할 전망. 다만 COVID-19가 북미, 유럽으로 확산되면서 경기 둔화 및 IT 수요에 대한 불확실성이 더욱 커지고 있기 때문에 2Q20 소재 출하 및 실적 흐름에 대한 지속적인 확인 필요
- 동사의 중국향 OLED 소재 매출은 18년 약 150억원, 19년 약 200억원 수준을 기록하며 꾸준한 증가세. 현재 중국 업체들의 중소형 OLED Capa.는 6세대 기준 BOE 96K/월, CSOT 15K/월, Visionox 25K/월, Tianma 20K/월, Royole 5K/월 규모를 갖추고 있으나 안정적인 양산 기술 확보에 어려움을 겪으면서 실질적인 가동률은 상당히 부진한 상황. 따라서 향후 중국 업체들의 가동률 상승으로 OLED 소재 수요가 증가할 경우 HTL, Red host, R', G' 등으로 제품이 다변화되어 있는 동사 실적에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상

표17. 덕산네오룩스 Valuation table 및 목표주가 산출

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	비고
EPS (원)	389	699	784	798	1,333	1,570	1,966	
BPS (원)	9,038	5,101	5,870	6,662	7,988	9,551	11,510	
고점 P/E (배)	87.1	45.7	42.8	31.7	33.0	23.8		최근 3년간 평균: 29.5
평균 P/E (배)	59.5	37.1	29.6	21.2	23.4	19.3		최근 3년간 평균: 21.3
저점 P/E (배)	38.9	25.1	16.1	15.1	16.2	13.2		최근 3년간 평균: 14.8
고점 P/B (배)	1.8	2.0	5.9	4.2	3.9	4.7		최근 3년간 평균: 4.3
평균 P/B (배)	1.2	1.6	4.1	2.8	2.8	3.8		최근 3년간 평균: 3.1
저점 P/B (배)	0.8	1.1	2.2	2.0	1.9	2.6		최근 3년간 평균: 2.2
ROE	4.4%	14.5%	14.3%	12.7%	18.2%	17.9%	18.7%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)						25.4	25.4	최근 3년간 P/E 고점-평균 배수
적용 EPS (원) = 20년						1,570	1,966	중간값 적용
적정주가 (원)						39,867	49,922	
목표주가 (원)						40,000		20년 예상 실적 기준 P/E 25.5배
전일 종가 (원)						24,950		20년 예상 실적 기준 P/E 15.9
상승 여력						60.3%		

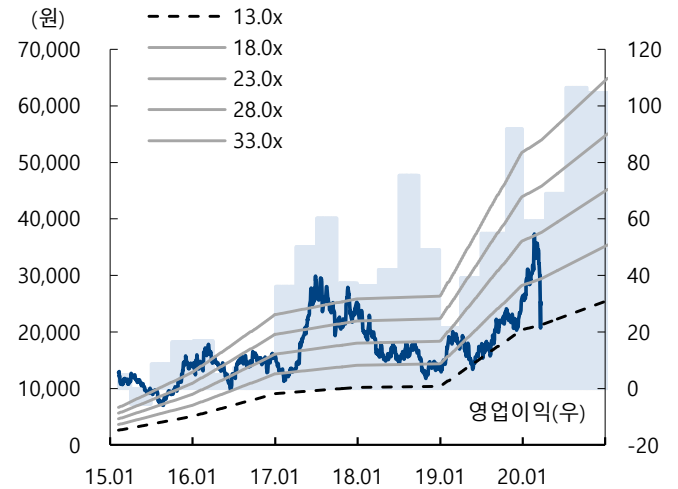
자료: 하이투자증권

표18. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	193	226	282	277	281	297	384	379	907	979	1,341
HTL+Prime	155	182	221	219	235	246	322	309	731	777	1,112
Red Host+기타	38	44	61	59	45	51	63	69	176	202	228
YoY	-15%	1%	13%	34%	45%	31%	36%	36%	-10%	8%	37%
QoQ	-7%	17%	25%	-2%	1%	6%	29%	-1%			
매출원가	142	158	195	150	187	192	230	228	606	646	837
매출원가율	74%	70%	69%	54%	67%	65%	60%	60%	67%	66%	62%
매출총이익	51	68	86	128	94	105	154	151	301	333	503
매출총이익률	26%	30%	31%	46%	33%	35%	40%	40%	33%	34%	38%
판매비 및 관리비	29	29	31	36	34	36	48	46	98	125	164
판관비율	15%	13%	11%	13%	12%	12%	12%	12%	11%	13%	12%
영업이익	21	39	55	92	59	69	107	105	203	208	339
영업이익률	11%	17%	20%	33%	21%	23%	28%	28%	22%	21%	25%
YoY	-41%	-7%	-27%	87%	176%	76%	94%	14%	10%	2%	64%
QoQ	-56%	83%	40%	67%	-35%	16%	54%	-2%			
세전이익	23	38	69	78	62	73	110	108	211	208	353
당기순이익	20	39	68	65	55	64	101	99	188	192	320
당기순이익률	10%	17%	24%	23%	20%	21%	26%	26%	21%	20%	24%
YoY	-37%	-9%	-16%	100%	174%	64%	50%	54%	12%	2%	67%
QoQ	-38%	94%	73%	-4%	-15%	16%	59%	-2%			

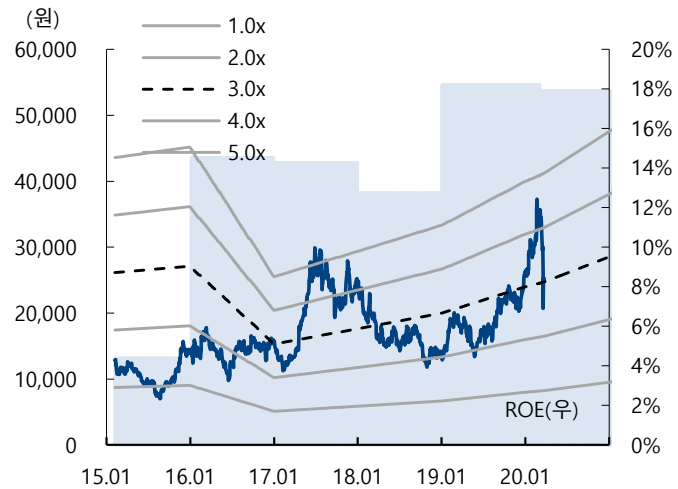
자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림62. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림63. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

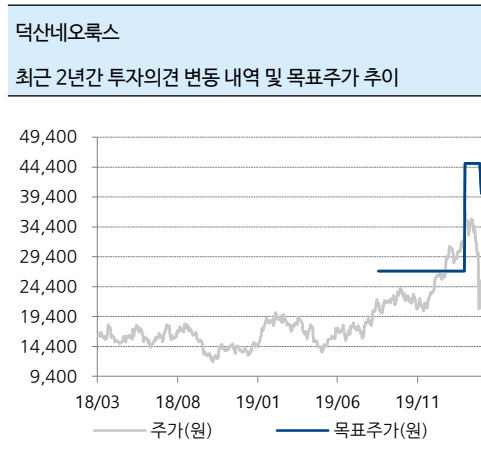
재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	72	78	118	159
현금 및 현금성자산	38	39	68	101
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	8	11	13	16
재고자산	23	23	33	37
비유동자산	88	103	96	93
유형자산	46	54	50	46
무형자산	31	31	31	31
자산총계	160	181	213	252
유동부채	14	16	16	18
매입채무	9	9	10	11
단기차입금	1	1	1	1
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	6	5	6	5
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	0	0	0
부채총계	19	21	22	23
지배주주지분	141	160	192	229
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94
이익잉여금	42	61	93	131
기타자본항목	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	141	160	192	229

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	8	22	27	36
당기순이익	19	19	32	38
유형자산감가상각비	4	4	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-18	-21	1	-4
유형자산의 처분(취득)	-6	-13	-	-
무형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
금융상품의 증감	-11	1	29	33
재무활동 현금흐름	-	0	0	0
단기금융부채의 증감	-	0	-	-
장기금융부채의 증감	-	0	-	-
자본의 증감	-1	0	0	0
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-10	1	29	33
기초현금및현금성자산	48	38	39	68
기말현금및현금성자산	38	39	68	101

자료 : 덕산네오룩스, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	91	98	134	153
증가율 (%)	-9.7	7.9	37.0	13.8
매출원가	61	65	84	95
매출총이익	30	33	50	58
판매비와관리비	98	125	164	187
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	20	21	34	39
증가율 (%)	10.5	2.2	63.5	15.2
영업이익률 (%)	22.4	21.2	25.3	25.7
이자수익	1	1	2	2
이자비용	0	0	0	0
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	0	1	1
세전계속사업이익	21	21	35	41
법인세비용	2	2	3	4
세전계속이익률 (%)	23.3	21.2	26.4	27.0
당기순이익	19	19	32	38
순이익률 (%)	20.7	19.6	23.9	24.7
지배주주귀속 순이익	19	19	32	38
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	18	19	32	38
지배주주귀속 총포괄이익	18	19	32	38

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	784	798	1,333	1,570
BPS	5,870	6,662	7,988	9,551
CFPS	935	965	1,519	1,729
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		31.3	18.7	15.9
PBR		3.7	3.1	2.6
PCR		25.9	16.4	14.4
EV/EBITDA	#VALUE!	22.7	13.9	11.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.3	12.7	18.2	17.9
EBITDA이익률	26.4	25.3	28.7	28.2
부채비율	13.7	13.4	11.3	10.1
순부채비율	-26.6	-23.6	-34.6	-43.5
매출채권회전율(x)	12.3	10.4	11.1	10.4
재고자산회전율(x)	4.4	4.2	4.8	4.3



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-09-09	Buy	27,000	1년	-9.5%	33.0%
2020-02-21	Buy	45,000	1년	-29.0%	-20.7%
2020-03-25	Buy	40,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-12-31 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

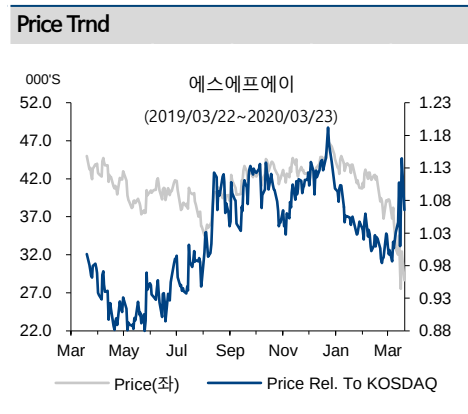
■ 사업 다각화로 실적 안정성 확보

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	45,000원(하향)
증가(2020/03/23)	28,650원
상승여력	57.1%

Stock Indicator	
자본금	18십억원
발행주식수	3,591만주
시가총액	1,029십억원
외국인지분율	22.9%
52주 주가	27,500~47,100원
60일평균거래량	156,459주
60일평균거래대금	6.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-30.7	-36.2	-33.4	-36.3
상대수익률	2.9	-4.7	-2.2	4.0



[투자 Point]

> 2020년 하반기부터 삼성디스플레이 Flexible OLED 투자 기대감이 주가 모멘텀으로 작용할 전망

- 최근 삼성디스플레이는 중장기적으로 Flexible OLED와 Foldable OLED 수요 증가에 대응하기 위한 첫 단계로 A5 신공장 착공과 Infra 설비 투자에 대해 관련 업체들과 협의 시작
- 당사는 1Q20에 삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자가 재개될 가능성이 높을 것으로 예상하며, 동사 주가는 이보다 앞선 올해 하반기부터 신규 수주 확대 기대감이 주가 상승 이끌 것으로 판단

> 중국향 디스플레이 신규 수주 안정적 확대와 연결 자회사 SFA반도체의 가파른 실적 개선세

- 올해도 중국 디스플레이 업체들의 신규 설비 투자 지속될 전망. 2Q초 BOE B12 Flexible OLED 신규 설비 투자(30K/월)를 시작으로 Visionox, HKC, Tianma 등으로부터 Clean 물류, Laminating, 후공정 장비 신규 수주 안정적 확보 가능할 것으로 예상
- COVID-19로 인한 불확실성 존재하나 연결 자회사인 SFA반도체 실적도 주력 고객사의 필리핀 공장 반도체 Packaging 물량 증가 수혜로 가파른 실적 개선세가 이어질 것으로 기대된다는 점도 동사 주가에 긍정적

> 매수 투자 의견 유지하나 목표주가 45,000원으로 하향 조정

- 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 COVID-19 확산 우려로 전세계 증시의 Valuation이 하락한 것을 반영하여 적용 P/E 배수와 목표주가를 하향 조정

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	1,560	1,578	1,979	2,439
영업이익(십억원)	234	214	275	336
순이익(십억원)	158	136	187	227
EPS(원)	4,399	3,778	5,197	6,328
BPS(원)	21,857	24,743	29,034	34,461
PER(배)	7.9	7.6	5.5	4.5
PBR(배)	1.6	1.2	1.0	0.8
ROE(%)	20.2	16.2	19.3	19.9
배당수익률(%)	3.7	3.8	3.8	3.8
EV/EBITDA(배)	3.4	1.8	1.1	0.4

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

- 현 주가는 2020년 예상 실적 기준 P/E 5.5배로 역사적 하단 수준을 형성하고 있어 Valuation 매력 부각. 향후 삼성디스플레이 Capex cycle 확대가 가시화될 경우 주가 상승 여력 클 것으로 전망
- 2019년 SK이노베이션향 이차전지 부문 수주 규모는 전년의 670억원에서 2배 가량 증가한 1,600억원 규모 달성한 것으로 추정. 2020년에도 주력 고객사의 중국, 헝가리, 미국 등 해외 신규 공장 건설이 본격화되면서 신규 수주액 확대 이어질 것으로 전망
- 동사의 19년말 수주 잔고는 약 7,300억원 규모로 이미 상당 수준 확보되어 있어 2020년 중국 디스플레이 고객사향 신규 수주 확보와 함께 안정적인 실적을 이어가기에 무리가 없을 것으로 판단. 이를 반영한 2020년 매출액과 영업이익은 각각 1.98조원(YoY: +25%), 2,754억원(YoY: +29%)을 기록할 것으로 전망

표 19. 에스에프에이 Valuation table 및 목표주가 산출

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	비고
EPS (원)	3,972	3,514	2,301	1,717	4,358	5,484	4,399	3,778	5,197	
BPS (원)	20,776	25,714	26,594	27,645	31,676	21,646	21,857	24,743	29,034	
고점 P/E (배)	8.0	9.6	11.0	16.5	7.4	8.7	9.6	12.6	8.7	최근 3년간 평균: 9.9
평균 P/E (배)	6.4	7.5	9.4	13.8	6.4	7.1	8.3	10.9	7.7	최근 3년간 평균: 8.5
저점 P/E (배)	5.0	5.5	8.0	11.7	5.4	5.8	7.3	7.9	5.3	최근 3년간 평균: 6.6
고점 P/B (배)	3.0	2.6	1.9	2.1	2.0	2.2	1.9	1.9	1.5	최근 3년간 평균: 1.9
평균 P/B (배)	2.4	2.1	1.6	1.7	1.8	1.8	1.7	1.7	1.5	최근 3년간 평균: 1.6
저점 P/B (배)	1.9	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3	최근 3년간 평균: 1.4
ROE	19.6%	15.1%	8.8%	6.3%	14.7%	29.3%	20.2%	16.2%	19.3%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)									8.5	최근 5년간 평균 P/E 배수 적용
적용 EPS (원) = 20년									5,197	
적정주가 (원)									44,159	
목표주가 (원)									45,000	20년 예상 실적 기준 P/E 8.7배
전일 종가 (원)									28,650	20년 예상 실적 기준 P/E 5.5배
상승 여력									57%	

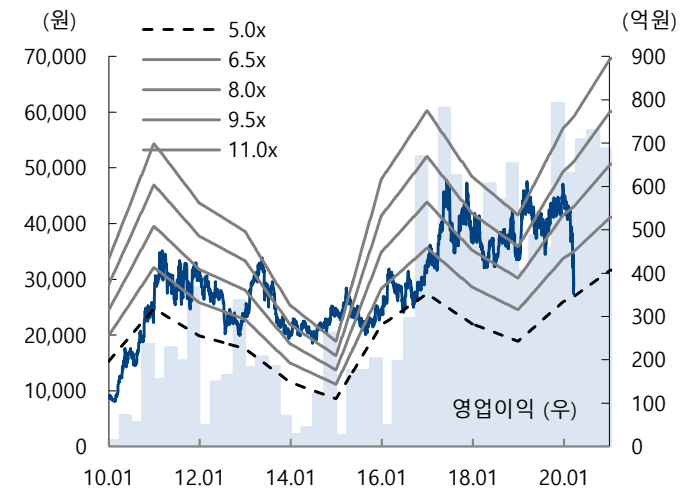
자료: 하이투자증권

표20. 에스에프에이 분기별 실적 추이 및 전망

	(단위: 억원)										
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
신규 수주액	1,674	2,679	4,150	3,073	2,709	3,180	3,680	3,430	7,382	11,576	11,049
매출액 (연결 기준)	3,193	3,488	4,088	5,009	4,603	4,972	5,172	5,043	15,601	15,777	19,789
에스에프에이	1,686	1,735	2,219	2,969	2,724	2,846	2,924	2,741	9,443	8,608	11,235
SFA 반도체	1,170	1,479	1,606	1,635	1,545	1,756	1,896	1,941	4,579	5,889	7,137
에스엔유	118	184	101	242	171	207	189	198	826	643	764
기타	219	91	163	163	163	163	163	163	753	636	652
YoY	-21%	-6%	4%	28%	44%	43%	27%	1%	-19%	1%	25%
QoQ	-18%	9%	17%	23%	-8%	8%	4%	-2%	-	-	-
매출원가	2,563	2,786	3,327	3,928	3,660	3,959	4,128	4,037	12,323	12,604	15,784
매출원가율	80%	80%	81%	78%	80%	80%	80%	80%	79%	80%	80%
매출총이익	630	702	761	1,081	943	1,012	1,043	1,006	3,277	3,174	4,005
매출총이익률	20%	20%	19%	22%	20%	20%	20%	20%	21%	20%	20%
영업이익	406	487	457	793	629	709	729	687	2,348	2,142	2,754
영업이익률	13%	14%	11%	16%	14%	14%	14%	14%	15%	14%	14%
YoY	-21%	-20%	-20%	20%	55%	46%	60%	-13%	-1%	-9%	29%
QoQ	-38%	20%	-6%	73%	-21%	13%	3%	-6%	-	-	-
세전이익	408	470	375	716	612	689	710	668	2,242	1,970	2,679
세전이익률	13%	13%	9%	14%	13%	14%	14%	13%	14%	12%	14%
당기순이익	325	320	318	495	455	517	538	495	1,697	1,458	2,005
당기순이익률	10%	9%	8%	10%	10%	10%	10%	10%	11%	9%	10%
YoY	-20%	-37%	-22%	33%	40%	62%	69%	0%	-17%	-14%	38%
QoQ	-13%	-2%	-1%	56%	-8%	14%	4%	-8%	-	-	-

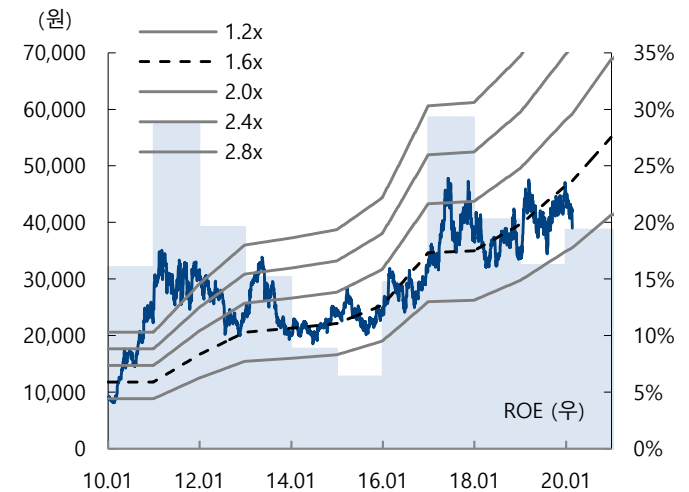
자료: 에스에프에이, 하이투자증권

그림64. 에스에프에이 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림65. 에스에프에이 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

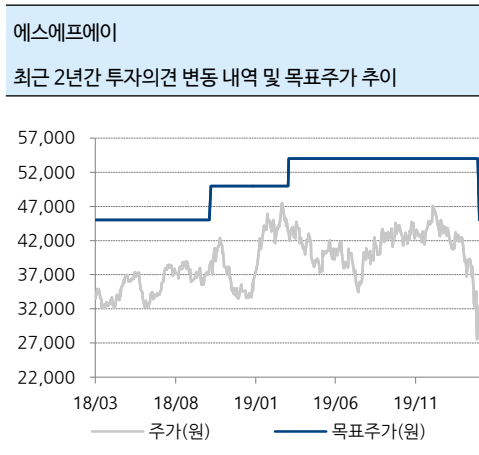
재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	959	1,225	1,423	1,730
현금 및 현금성자산	329	624	756	974
단기금융자산	151	143	150	158
매출채권	173	166	225	280
재고자산	76	50	63	77
비유동자산	702	617	586	528
유형자산	495	449	411	367
무형자산	89	80	72	66
자산총계	1,661	1,842	2,009	2,258
유동부채	405	459	458	500
매입채무	160	155	184	211
단기차입금	43	43	43	43
유동성장기부채	2	2	2	2
비유동부채	253	266	266	262
사채	18	18	18	18
장기차입금	187	187	187	187
부채총계	658	725	724	762
지배주주지분	785	888	1,043	1,237
자본금	18	18	18	18
자본잉여금	35	35	35	35
이익잉여금	824	923	1,072	1,263
기타자본항목	-87	-87	-87	-87
비지배주주지분	218	228	242	259
자본총계	1,003	1,117	1,285	1,496

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동으로인한현금흐름	38	294	197	245
당기순이익	170	146	200	244
유형자산감가상각비	48	56	49	44
무형자산상각비	12	9	8	6
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동으로인한현금흐름	-163	27	-35	-2
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	-66	8	-7	-8
재무활동으로인한현금흐름	-134	-43	-37	-37
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-2	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-45	-43	-37	-37
현금및현금성자산의증감	-257	295	132	218
기초현금및현금성자산	586	329	624	756
기말현금및현금성자산	329	624	756	974

자료 : 에스에프에이, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,560	1,578	1,979	2,439
증가율(%)	-18.8	1.1	25.4	23.2
매출원가	1,232	1,260	1,578	1,942
매출총이익	328	317	400	497
판매비와관리비	93	103	125	161
연구개발비	20	23	27	33
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	234	214	275	336
증가율(%)	-0.7	-8.6	28.6	21.9
영업이익률(%)	15.0	13.6	13.9	13.8
이자수익	10	12	14	17
이자비용	10	11	10	10
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-14	-19	-13	-16
세전계속사업이익	224	197	268	328
법인세비용	55	51	67	84
세전계속이익률(%)	14.4	12.5	13.5	13.4
당기순이익	170	146	200	244
순이익률(%)	10.9	9.2	10.1	10.0
지배주주귀속 순이익	158	136	187	227
기타포괄이익	4	5	4	5
총포괄이익	174	150	205	249
지배주주귀속 총포괄이익	158	136	187	227

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	4,399	3,778	5,197	6,328
BPS	21,857	24,743	29,034	34,461
CFPS	6,067	5,594	6,759	7,721
DPS	1,278	1,098	1,098	1,098
Valuation(배)				
PER	7.9	7.6	5.5	4.5
PBR	1.6	1.2	1.0	0.8
PCR	5.7	5.1	4.2	3.7
EV/EBITDA	3.4	1.8	1.1	0.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	20.2	16.2	19.3	19.9
EBITDA이익률	18.9	17.7	16.8	15.8
부채비율	65.6	65.0	56.4	50.9
순부채비율	-23.0	-46.4	-51.1	-59.0
매출채권회전율(x)	9.1	9.3	10.1	9.7
재고자산회전율(x)	30.0	25.1	35.1	34.9



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-10-29	Buy	50,000	1년	-20.8%	-5.0%
2019-03-26	Buy	54,000	1년	-24.1%	-12.8%
2020-03-25	Buy	45,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-12-31 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

■ 중국향 수주 OK, 변한 것은 없다

Buy (Maintain)

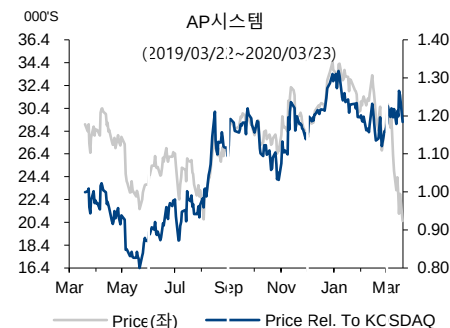
목표주가(12M)	32,000원(하향)
증가(2020/03/23)	20,500원
상승여력	56.1%

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,448만주
시가총액	297십억원
외국인지분율	9.8%
52주 주가	20,500~34,450원
60일평균거래량	362,575주
60일평균거래대금	10.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-30.7	-33.2	-31.1	-29.3
상대수익률	2.8	-1.7	0.1	11.0

Price Trnd



[투자 Point]

> 2020년 1~2월 동안에만 중국향 신규 수주 2,340억원 공시

- 동사는 올해 들어 이미 중국 BOE(B12, 30K/월+α)와 CSOT(T4, 15K/월)로부터 총 2,340억원 규모의 6세대 Flexible OLED용 ELA 장비 관련 신규 수주를 확보함에 따라 향후 안정적인 실적 흐름 나타낼 전망
- 하반기 Visionox, Tianma로부터 추가 수주 가능성도 남아 있어 전년 대비 가파른 수주 증가세 전망

> 2020년 하반기부터 삼성디스플레이 Flexible OLED 투자 기대감이 주가 모멘텀으로 작용할 것

- 최근 삼성디스플레이는 중장기적으로 Flexible OLED와 Foldable OLED 수요 증가에 대응하기 위한 첫 단계로 A5 신공장 착공과 Infra 설비 투자에 대해 관련 업체들과 협의 시작
- 중국 업체들뿐만 아니라 2022년경 Apple도 Foldable 제품을 출시하게 된다면 중소형 OLED 시장에서 앞선 기술력을 확보하고 있는 삼성디스플레이의 2021년 신규 설비 투자 더욱 필요성 커질 것

> 매수 투자의견 유지하나 목표주가는 32,000원으로 하향 조정

- 동사에 대한 매수 투자의견을 유지하나 COVID-19 확산 우려로 전세계 증시의 Valuation이 하락한 것을 반영하여 적용 P/E 배수와 목표주가를 하향 조정. 중국향 신규 수주가 회계 기준상 납기 기준 매출 인식이 반영되는 2021년 실적 성장 기대감과 1Q21에 시작될 삼성디스플레이 Flexible OLED 신규 설비 투자에 대한 기대감이 올해 하반기 주가에 선반영되며 상승세 이끌 것으로 판단

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	714	462	619	797
영업이익(십억원)	46	28	39	65
순이익(십억원)	25	9	20	39
EPS(원)	1,651	611	1,323	2,532
BPS(원)	6,964	7,391	8,531	10,879
PER(배)	13.1	33.6	15.5	8.1
PBR(배)	3.1	2.8	2.4	1.9
ROE(%)	25.8	8.5	16.6	26.1
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.1	12.0	9.0	5.3

주: K-IFRS 연결 요약재무제표

- 최근 중국향 공시 사항을 포함해 현재까지 확보된 동사의 수주 잔고는 약 4,500억원 수준으로 납기 일정에 따라 향후 실적에 반영될 예정. 특히 주력 고객사인 삼성디스플레이가 2021년 상반기에 Flexible OLED 신규 설비 투자를 재개할 경우 2021년 실적 성장폭 가파를 전망
- 또한 올해 삼성디스플레이와 중국 업체들의 OLED 라인 가동률 상승으로 동사 Parts 매출이 증가(18년 1,600억원 → 19년 2,000억원 → 20년 3,000억원)할 수 있다는 점도 긍정적 요인. 이를 반영한 2020년과 2021년 매출액은 각각 6,186억원(YoY: +34%), 7,969억원(YoY: +29%)를 기록할 것으로 추정
- 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지하며 최근 COVID-19 사태로 발생한 주가 조정을 비중 확대 기회로 활용 권고

표21. AP시스템 Valuation table 및 목표주가 산출

분할 상장 이전 ↔ 신규 분할 상장 후										비고
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	
EPS (원)					1,495	1,651	611	1,323	2,532	
BPS (원)					5,856	6,964	7,391	8,531	10,879	
고점 P/E (배)	20.2	180	35.3	25.4	38.1	23.1	55.0	26.0	35.6	최근 3년간 평균: 35.0
평균 P/E (배)	15.8	143	23.1	17.4	29.7	15.8	44.3	22.8	28.1	최근 3년간 평균: 27.8
저점 P/E (배)	11.3	97.1	16.2	8.6	21.3	11.7	33.8	15.5	20.6	최근 3년간 평균: 20.4
고점 P/B (배)	3.2	2.4	2.9	4.2	9.7	5.5	4.3	4.0	5.9	최근 3년간 평균: 4.9
평균 P/B (배)	2.5	1.9	1.9	2.9	7.6	3.7	3.5	3.5	4.6	최근 3년간 평균: 3.9
저점 P/B (배)	1.8	1.3	1.3	1.7	5.4	2.8	2.8	2.4	3.4	최근 3년간 평균: 2.8
ROE	12.9%	1.8%	9.2%	18.0%	21.3%	25.8%	8.5%	16.6%	26.1%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)								24.1		최근 3년간 평균-저점 P/E 배수 중간값 적용
적용 EPS (원)								1,323		
적정주가 (원)								31,858		20년 예상 실적 기준 P/E 24.2배 수준
목표주가 (원)								32,000		
전일 종가 (원)								20,500		20년 예상 실적 기준 P/E 15.5배 수준
상승 여력								56%		

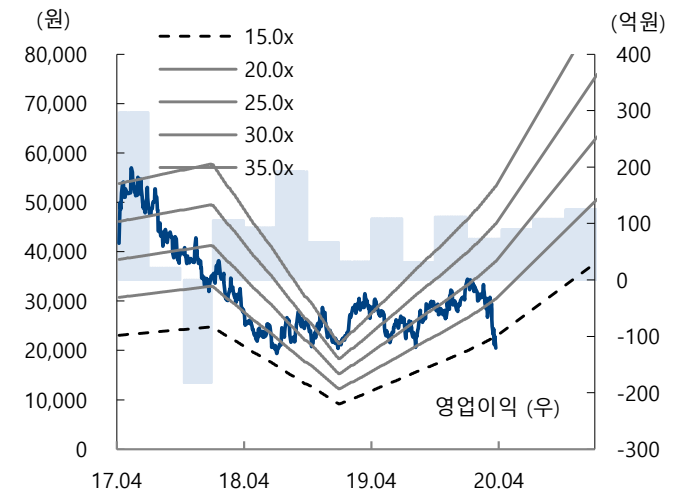
자료: 하이투자증권

표22. AP시스템 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
예상 신규 수주	228	400	1,217	1,202	2,169	447	957	1,100	3,706	3,047	3,517
매출액	872	1,448	656	1,645	1,367	1,579	1,589	1,650	7,142	4,621	6,186
YoY	-41%	-22%	-70%	1%	57%	9%	142%	0%	-26%	-35%	34%
QoQ	-46%	66%	-55%	151%	-17%	15%	1%	4%	-	-	-
매출원가	751	1,197	531	1,332	1,123	1,288	1,288	1,328	6,131	3,811	5,028
매출원가율	86%	83%	81%	81%	82%	82%	81%	80%	86%	82%	81%
매출총이익	121	250	125	313	244	291	301	322	1,012	809	1,158
매출총이익률	14%	17%	19%	19%	18%	18%	19%	20%	14%	18%	19%
판매비 및 관리비	89	142	94	201	171	202	193	197	554	525	763
판관비율	10%	10%	14%	12%	13%	13%	12%	12%	8%	11%	12%
영업이익	32	109	31	112	73	89	108	125	458	284	395
영업이익률	4%	7%	5%	7%	5%	6%	7%	8%	6%	6%	6%
YoY	-69%	17%	-84%	67%	125%	-18%	243%	11%	75%	-38%	39%
QoQ	-52%	236%	-71%	256%	-35%	23%	21%	15%	-	-	-
세전이익	11	72	16	25	45	56	75	92	279	124	269
세전이익률	1%	5%	3%	1%	3%	4%	5%	6%	4%	3%	4%
당기순이익	4	56	14	19	35	43	54	70	252	93	202
당기순이익률	0%	4%	2%	1%	3%	3%	3%	4%	4%	2%	3%
YoY	-95%	41%	-89%	4087%	744%	-23%	285%	270%	32%	-63%	117%
QoQ	809%	1262%	-75%	36%	83%	24%	24%	31%	-	-	-

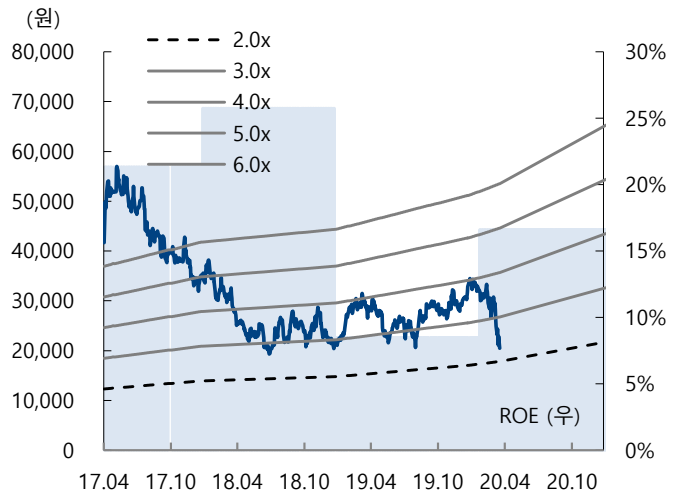
자료: AP시스템, 하이투자증권

그림66. AP시스템 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림67. AP시스템 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

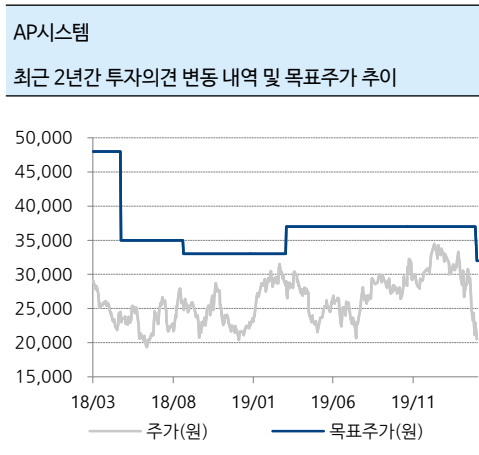
재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	284	259	306	375
현금 및 현금성자산	34	55	62	86
단기금융자산	9	10	9	10
매출채권	25	48	43	69
재고자산	142	92	123	158
비유동자산	137	130	124	117
유형자산	108	105	102	97
무형자산	15	12	9	7
자산총계	421	389	431	492
유동부채	291	253	277	303
매입채무	120	82	106	132
단기차입금	139	139	139	139
유동성장기부채	7	7	7	7
비유동부채	23	23	23	23
사채	-	-	-	-
장기차입금	15	15	15	15
부채총계	315	276	300	326
지배주주지분	106	113	130	166
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	63	63	63	63
이익잉여금	38	46	64	100
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	106	113	130	166

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-49	49	35	50
당기순이익	25	9	20	39
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	5	3	3	2
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	12	-9	-8	-6
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	25	0	0	0
재무활동 현금흐름	9	-2	-2	-2
단기금융부채의 증감	17	-	-	-
장기금융부채의 증감	-	-	-	-
자본의 증감	-	-	-	-
배당금지급	0	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	-28	20	8	24
기초현금및현금성자산	63	34	55	62
기말현금및현금성자산	34	55	62	86

자료: AP시스템, 하이투자증권 리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	714	462	619	797
증가율(%)	-25.8	-35.3	33.9	28.8
매출원가	613	381	503	643
매출총이익	101	81	116	154
판매비와관리비	55	53	76	89
연구개발비	19	15	17	21
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	46	28	39	65
증가율(%)	74.9	-37.9	38.8	65.6
영업이익률(%)	6.4	6.2	6.4	8.2
이자수익	1	1	1	1
이자비용	6	4	5	5
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-8	-10	-5	-7
세전계속사업이익	28	12	27	51
법인세비용	3	3	7	13
세전계속이익률(%)	3.9	2.7	4.3	6.5
당기순이익	25	9	20	39
순이익률(%)	3.5	2.0	3.3	4.9
지배주주귀속 순이익	25	9	20	39
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	25	9	20	38
지배주주귀속 총포괄이익	25	9	20	39

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	1,651	611	1,323	2,532
BPS	6,964	7,391	8,531	10,879
CFPS	2,069	902	1,560	2,727
DPS	150	150	150	150
Valuation(배)				
PER	13.1	33.6	15.5	8.1
PBR	3.1	2.8	2.4	1.9
PCR	10.5	22.7	13.1	7.5
EV/EBITDA	8.1	12.0	9.0	5.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	25.8	8.5	16.6	26.1
EBITDA이익률	7.3	7.1	7.0	8.6
부채비율	295.6	244.7	230.4	196.2
순부채비율	109.9	85.3	68.4	38.9
매출채권회전율(x)	7.5	12.6	13.6	14.2
재고자산회전율(x)	7.4	4.0	5.8	5.7



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-05-15	Buy	35,000	1년	-33.3%	-20.3%
2018-09-11	Buy	33,000	1년	-23.3%	-4.5%
2019-03-26	Buy	37,000	1년	-24.9%	-6.9%
2020-03-25	Buy	32,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-12-31 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

■ 현금 부자

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	37,000원(하향)
증가(2020/03/23)	25,150원
상승여력	47.1%

Stock Indicator

자본금	8십억원
발행주식수	1,626만주
시가총액	409십억원
외국인지분율	35.1%
52주 주가	24,000~50,800원
60일평균거래량	143,202주
60일평균거래대금	5.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-31.9	-35.9	-26.2	-39.7
상대수익률	1.6	-4.4	5.0	0.7

Price Trnd



[투자 Point]

> 2020년 뚜렷한 상저하고 실적 개선세 나타날 것으로 전망

- 2020년 동사의 실적이 하반기에 갈수록 ① LG디스플레이의 OLED TV 패널과 ② iPhone향 P-OLED 패널 출하량 증가로 전년 대비 큰 폭의 성장세를 나타낼 전망
- 최근 LG디스플레이 광저우 OLED 공장 수율 안정화를 위한 추가 핵심 설비 입고가 마무리되었고, 일시적으로 귀국했던 연구 인력도 다시 복귀하고 있는 것으로 알려져 2Q20부터는 가동이 본격화될 가능성 높을 것으로 예상
- 올해 하반기 출시 예정인 iPhone 신제품에 모두 OLED 패널이 채택될 것으로 예정인 가운데 전체 Flexible OLED 패널 수요 중 약 20%인 2,000만대 가량을 LG디스플레이가 공급할 것으로 예상되어 동사의 수혜가 클 전망(LG디스플레이 iPhone 신제품 P-OLED 패널 출하량 19년 500만대 → 20년 2,000만대)

> 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 37,000원으로 하향 조정

- 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 COVID-19 확산 우려로 전세계 증시의 Valuation이 하락한 것을 반영하여 적용 P/E 배수와 목표주가를 하향 조정. 최근 주가는 20년 예상 실적 기준 P/E 6.5배까지 하락하며 역사적 저점 Valuation 형성. 현재 시가총액의 절반을 상회하는 약 2,500억원 규모의 순현금을 보유하고 있다는 점을 감안할 때 과도한 주가 하락세. 하반기 가파른 실적 개선세가 예상되는 동사에 대한 긍정적 시각을 유지하며 주가 조정을 비중 확대 기회로 활용 권고

FY	2018	2019	2020E	2021E
매출액(십억원)	792	867	926	1,002
영업이익(십억원)	56	47	70	77
순이익(십억원)	49	39	60	65
EPS(원)	3,010	2,369	3,703	4,013
BPS(원)	27,460	28,990	31,748	34,819
PER(배)	11.2	10.6	6.8	6.3
PBR(배)	1.2	0.9	0.8	0.7
ROE(%)	11.4	8.4	12.2	12.1
배당수익률(%)	2.5	3.0	3.4	3.4
EV/EBITDA(배)	5.2	2.4	1.5	0.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

> LG디스플레이 광저우 OLED 공장 가동 여부가 핵심

- 전세계 COVID-19 확산으로 인한 전방 IT 수요 부진 우려로 주요 고객사들의 디스플레이 패널 생산량이 예상 대비 다소 축소될 가능성 존재. 경기 둔화 및 IT 수요에 대한 불확실성이 더욱 커지고 있기 때문에 2Q20 실적 흐름에 대한 확인 필요
- 당사는 COVID-19 사태에 따른 주요 고객사들의 LCD TV 패널 생산량 감소와 LG디스플레이 광저우 OLED 신공장 가동 지연 영향을 반영하여 2020년 실적 추정치를 소폭 하향 조정했으나, 최근 원-달러 환율 변화를 고려할 때 연간 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단. 2020년 예상 매출액과 영업이익은 각각 9,262억원(YoY: +7%), 697억원(YoY: +47%)을 기록할 것으로 전망
- 하반기 가파른 실적 개선세가 예상되는 동사에 대한 긍정적 시각을 유지하며 주가 조정을 비중 확대 기회로 활용 권고. 향후 동사 주가에 상승에 가장 큰 요인으로 작용할 LG디스플레이 중국 광저우 OLED 공장 가동 여부와 COVID-19 확산세 둔화 시기가 관건일 것으로 판단

표23. 실리콘웍스 Valuation table 및 목표주가 산출

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	
EPS (원)	1,970	1,979	2,979	3,116	2,894	3,010	2,369	3,703	
BPS (원)	16,843	18,371	21,371	23,406	25,345	27,460	28,990	31,748	
고점 P/E (배)	13.0	13.8	13.9	12.0	20.3	18.7	21.4	11.6	최근 3년간 평균: 18.0
평균 P/E (배)	11.5	11.8	11.7	9.8	13.1	13.7	16.4	9.9	최근 3년간 평균: 13.3
저점 P/E (배)	9.9	10.4	8.4	8.0	9.8	10.8	13.1	6.5	최근 3년간 평균: 10.1
고점 P/B (배)	1.5	1.4	1.9	1.6	2.2	2.0	1.7	1.3	최근 3년간 평균: 1.8
평균 P/B (배)	1.3	1.2	1.6	1.3	1.4	1.5	1.3	1.1	최근 3년간 평균: 1.3
저점 P/B (배)	1.1	1.0	1.2	1.0	1.1	1.1	1.0	0.7	최근 3년간 평균: 1.0
ROE	12.1%	11.2%	15.0%	13.9%	11.9%	11.4%	8.4%	12.2%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원) = 20년 Target P/E (배)								3,703	
적정주가 (원)								10.0	최근 3년간 저점 P/E 배수 평균
목표주가 (원)								37,205	
전일 종가 (원)								37,000	20년 예상 실적 기준 P/E 10.0배
상승 여력								25,150	20년 예상 실적 기준 P/E 6.8배
								47%	

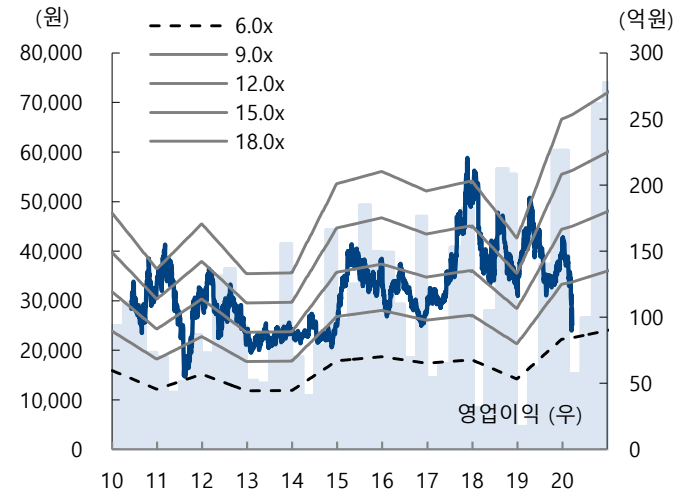
자료: 하이투자증권

표24. 실리콘웍스 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	1,774	1,963	2,497	2,437	1,803	1,943	2,783	2,734	7,918	8,671	9,262
YoY 증감률	9%	9%	17%	3%	2%	-1%	11%	12%	14%	10%	7%
QoQ 증감률	-25%	11%	27%	-2%	-26%	8%	43%	-2%	-	-	-
COF	802	881	916	886	775	821	901	954	3,143	3,484	3,452
COG	358	422	449	289	295	299	312	290	1,757	1,517	1,197
Mobile DDI	288	279	714	851	391	442	1,173	1,091	1,710	2,132	3,097
T-Con	183	212	230	220	185	194	211	208	657	845	799
PMIC	119	126	131	132	130	135	137	140	441	509	542
Royalty 및 기타	25	61	58	60	27	50	49	51	145	142	118
매출원가	1,377	1,491	1,885	1,790	1,378	1,456	2,044	2,012	5,982	6,542	6,890
매출원가율	78%	76%	75%	73%	76%	75%	73%	74%	76%	75%	74%
매출총이익	397	472	612	647	425	487	739	722	1,937	2,129	2,372
매출총이익률	22%	24%	25%	27%	24%	25%	27%	26%	24%	25%	26%
판매비 및 관리비	379	410	472	395	368	387	477	444	1,379	1,656	1,675
판매비율	21%	21%	19%	16%	20%	20%	17%	16%	17%	19%	18%
영업이익	18	62	140	252	57	100	262	278	558	473	697
영업이익률	1%	3%	6%	10%	3%	5%	9%	10%	7%	5%	8%
YoY 증감률	-44%	-41%	-34%	21%	226%	60%	87%	10%	23%	-15%	47%
QoQ 증감률	-92%	254%	125%	79%	-77%	74%	163%	6%	-	-	-
세전이익	32	73	156	207	64	109	271	287	558	473	697
당기순이익	29	60	105	192	54	89	226	233	490	385	602
순이익률	2%	3%	4%	8%	3%	5%	8%	9%	6%	4%	7%
YoY 증감률	-53%	-31%	-41%	17%	88%	49%	116%	21%	4%	-21%	56%
QoQ 증감률	-83%	110%	74%	83%	-72%	67%	153%	3%	-	-	-

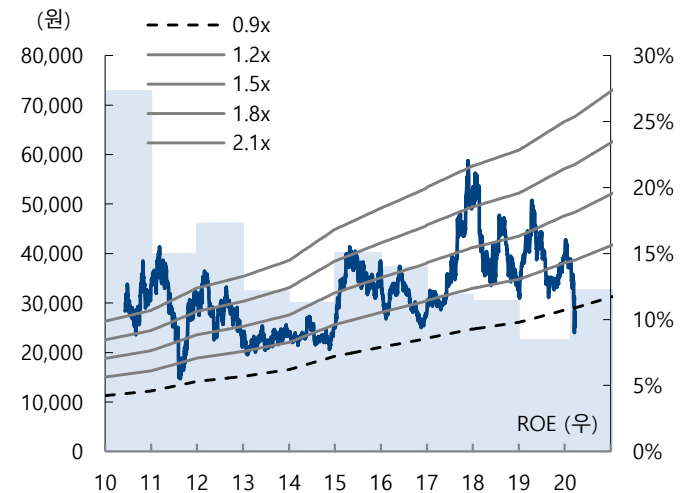
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

그림68. 실리콘웍스 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림69. 실리콘웍스 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

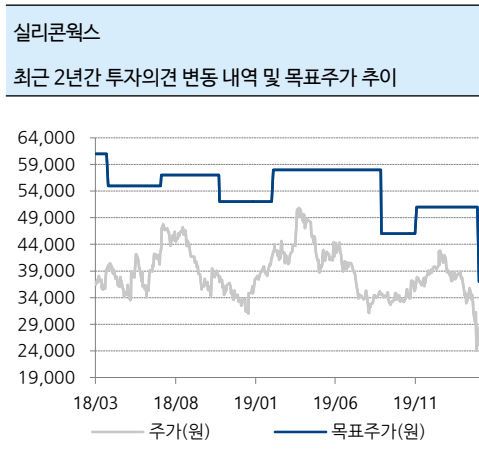
재무상태표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	508	546	604	664
현금 및 현금성자산	223	255	287	329
단기금융자산	1	1	1	1
매출채권	160	176	188	204
재고자산	104	93	108	109
비유동자산	99	89	85	82
유형자산	23	18	14	11
무형자산	57	48	42	38
자산총계	608	635	689	746
유동부채	155	158	167	174
매입채무	135	144	150	159
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	6	6	6	6
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	161	163	172	180
지배주주지분	447	471	516	566
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	363	389	435	487
기타자본항목	-	-	-	-
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	447	471	516	566

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	27	57	57	66
당기순이익	49	39	60	65
유형자산감가상각비	2	3	2	2
무형자산상각비	4	13	9	6
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	132	-55	-56	-53
유형자산의 처분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-5	-4	-3	-2
금융상품의 증감	200	0	0	0
재무활동 현금흐름	-11	-13	-12	-14
단기금융부채의 증감	-	-	-	-
장기금융부채의 증감	-	-	-	-
자본의 증감	-	-	-	-
배당금 지급	-11	-13	-12	-14
현금및현금성자산의증감	148	32	32	42
기초현금및현금성자산	75	223	255	287
기말현금및현금성자산	223	255	287	329

자료: 실리콘웍스, 하이투자증권리서치센터

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2018	2019	2020E	2021E
매출액	792	867	926	1,002
증가율(%)	14.3	9.5	6.8	8.2
매출원가	598	654	689	743
매출총이익	194	213	237	259
판매비와관리비	138	166	168	182
연구개발비	86	100	102	113
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	56	47	70	77
증가율(%)	22.6	-15.3	47.5	10.1
영업이익률(%)	7.0	5.4	7.5	7.7
이자수익	4	4	5	6
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-4	-1	-2
세전계속사업이익	59	47	73	79
법인세비용	10	8	13	14
세전계속이익률(%)	7.5	5.4	7.9	7.9
당기순이익	49	39	60	65
순이익률(%)	6.2	4.4	6.5	6.5
지배주주귀속 순이익	49	39	60	65
기타포괄이익	-2	-1	-2	-1
총포괄이익	47	37	59	64
지배주주귀속 총포괄이익	49	39	60	65

주요투자지표	2018	2019	2020E	2021E
주당지표(원)				
EPS	3,010	2,369	3,703	4,013
BPS	27,460	28,990	31,748	34,819
CFPS	3,409	3,335	4,397	4,507
DPS	830	750	850	850
Valuation(배)				
PER	11.2	10.6	6.8	6.3
PBR	1.2	0.9	0.8	0.7
PCR	9.9	7.5	5.7	5.6
EV/EBITDA	5.2	2.4	1.5	0.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.4	8.4	12.2	12.1
EBITDA이익률	7.9	7.3	8.7	8.5
부채비율	36.0	34.6	33.4	31.7
순부채비율	-50.0	-54.1	-55.7	-58.3
매출채권회전율(x)	5.2	5.1	5.1	5.1
재고자산회전율(x)	9.6	8.8	9.2	9.2



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-04-16	Buy	55,000	1년	-30.4%	-22.4%
2018-07-26	Buy	57,000	1년	-26.2%	-16.2%
2018-11-14	Buy	52,000	1년	-30.5%	-20.4%
2019-02-25	Buy	58,000	1년	-29.3%	-12.4%
2019-09-19	Buy	46,000	1년	-25.3%	-19.2%
2019-11-25	Buy	51,000	1년	-27.4%	-16.1%
2020-03-25	Buy	37,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전 재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-12-31 기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 (2019-12-31기준)

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	90.5%	9.5%	-