

[디스플레이]

BOE 밸류 체인에 투자하라

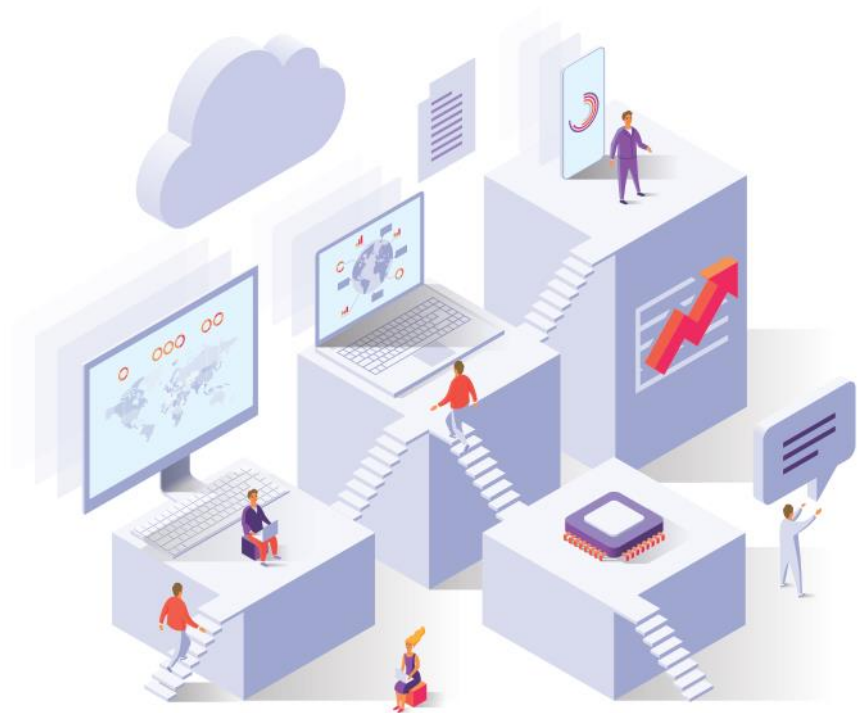
Overweight (Maintain)

커버리지종목

종목명	투자 의견	목표주가
실리콘웍스(108320)	Buy	56,000 원(상향)
덕산네오룩스(213420)	Buy	42,000 원(유지)
이엔에프테크놀로지(102710)	Buy	35,000 원(유지)
인터플렉스(051370)	N/R	-



디스플레이 정원석
wschung@hi-ib.com



#CONTENTS

BOE 밸류 체인에 투자하라

[산업분석]	Summary	3
	I. 전세계 1 위 LCD 업체가 된 BOE	5
	1. BOE 는 누구인가?	
	2. 중국 정부의 디스플레이 산업 지원 정책의 힘	
	3. 국내 업체들의 LCD 가동 중단 계획 → 중국의 승자 독식 가능성	
	II. BOE 의 성장이 누군가에게는 기회였다	13
	1. BOE 와 함께 커온 Novatek, 삼성 SDI(편광필름)	
	2. 국내 업체들의 LCD 구조조정으로 중국으로 점유율 이동 중	
	III. OLED 에서도 무섭게 추격을 준비 중인 BOE	17
	1. 2022 년 중국 Flexible OLED 생산 능력 한국 추월	
	2. 삼성전자, Apple 향 OLED 패널 공급까지 노리는 BOE	
	3. 이미 iPad 패널 공급사인 BOE	
	4. 2021 년 BOE Flexible OLED 패널 출하량 급증할 전망	
	5. 국내 업체들의 압도적 기술 차별화 위한 변화 필요	
	IV. BOE 의 OLED 성장이 소재, 부품 업체에게는 또 다른 기회	28
	1. OLED 구동 Chip(DDI) 수요 급증할 전망	
	2. 수율 낮은 중국 업체들의 본격 가동은 OLED 소재 수요에 긍정적	
	3. 투자 Top picks: 실리콘웍스(108320), 덕산네오룩스(213420)	
[기업분석]	실리콘웍스(108320)_LG 디스플레이와의 Decoupling!	36
	덕산네오룩스(213420)_삼성디스플레이가 전부는 아니야	44
	이엔에프테크놀로지(102710)_ 여전히 P/E 6.5 배로 가장 저평가	52
	인터플렉스(051370)_침체의 끝자락	60

Summary

현재 시가총액 1,279 억위안(약 22 조원)으로 중국 전자 업종 내 5 위를 차지하고 있는 BOE 는 세계 1 위 한국 디스플레이 업계를 제친 중국 기술 굴기의 상징이다. 중국 정부는 자국 기업이 디스플레이 패널 생산 공장을 건설할 때 자금을 지원하도록 도왔다. 이 외에도 회계상 영업이익에 반영되는 경상적 보조금을 지금까지도 직접 지원해 오고 있다. BOE 는 지난 5 년간 이런 방식을 통해 쏟아 부은 CAPEX 규모가 총 300 억달러(약 35 조원)에 달한다. 또한 지난 10 년간 회계상의 경상보조금은 총 120 억위안(약 2.1 조원)에 달하며, 지난 5 년간 연평균 17 억위안(약 3,000 억원) 규모의 지원을 받아왔던 것으로 분석된다. 중국 디스플레이 산업 지원 정책의 힘에 의해 한국 업체들은 LCD 산업 주도권을 완전히 빼앗겼다.

한국 패널 업체들의 추락은 국가 경제, 고용 유발 효과 등의 측면에서 보더라도 분명 안타까운 일이다. 그러나 중국 LCD 산업의 급성장이 누군가(소재, 부품 업체)에게는 큰 기회였다. 중국 LCD 산업의 발전 과정에서 수혜를 누린 곳으로는 삼성 SDI 편광필름 부문과 대만 Novatek 등을 꼽을 수 있다.

이제 중국은 OLED 시장에서도 한국을 추격하기 위한 움직임을 보이고 있다. BOE 는 이미 청두(B7), 맨양(B11)에 6 세대 Flexible OLED 생산 라인을 구축했으며, 2020 년에는 충칭(B12), 2021 년에는 푸칭(B15) 지역에 신공장을 추가 증설할 계획이다. 이들 공장이 정상 가동되면 6 세대 Flexible OLED 기판 생산능력이 192K/월까지 확대된다. BOE 외에도 CSOT, Tianma, Visinox 도 적극적으로 OLED 시장에 뛰어들면서 2022 년경 중국이 한국의 Capa. 규모를 넘어설 전망이다.

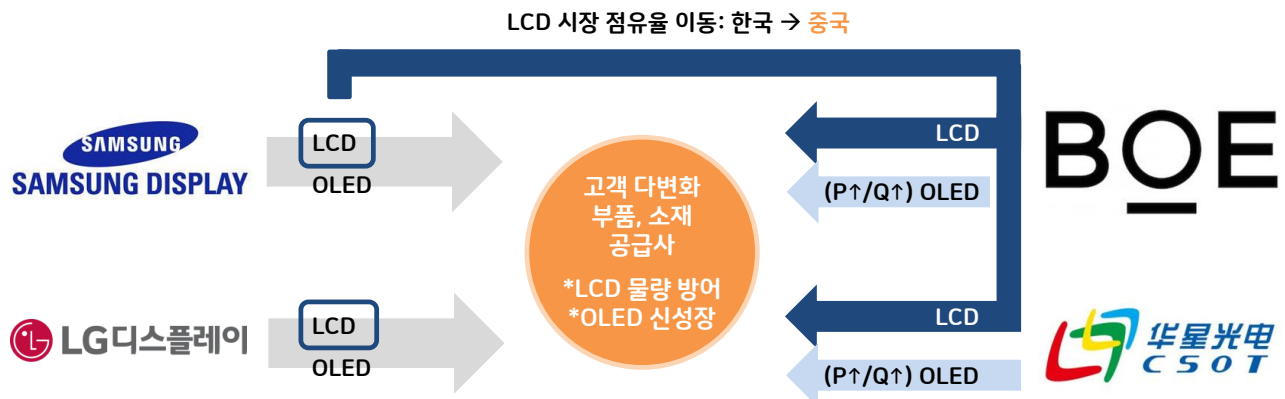
최근 BOE 는 주요 스마트폰 고객사들을 대상으로 Flexible OLED 패널 동급 사양 기준 삼성디스플레이 대비 약 70% 수준의 가격에 공격적인 Promotion 을 추진 중이다. 생산 수율을 감안하면 불가능한 가격대이지만 중국 정부 보조금 지원 정책이 이를 가능케 하는 배경이다. 또한 중국은 불량 패널이라 하더라도 이를 흡수하는 Black market 이 따로 존재하기 때문에 원가를 추가로 보전할 수 있다는 점도 특징이다.

BOE 은 LCD 때와 같이 낮은 가격을 무기로 삼성전자와 Apple 스마트폰 진입까지 노리고 있다. 이제 우리는 투자자의 입장에서 LCD 사례에서 보았듯이 향후 중국 업체들의 OLED 산업의 성장 과정 속에서 수혜를 누릴 수 있는 업체에 관심을 가질 필요가 있다. 당사는 실리콘웍스(108320)과 덕산네오룩스(213420)를 디스플레이 중소형주 Top-picks 로 추천한다.

한편 한국이 OLED 시장까지 중국에 빼앗기지 않기 위해서는 국내 디스플레이 업체들의 전략적 변화와 압도적인 기술 차별화의 필요성이 더욱 중요해지고 있다. 이를 위해 풀더블, UDC, QNED 등 다양한 신기술 개발을 통해 고객사들을 유인하여 적용 제품군을 적극적으로 확대해 가동률을 높이고 새로운 수익원을 창출해야 한다고 판단된다.

Key Chart

Key chart 1. 국내 업체들의 LCD 구조조정과 중국 업체들의 시장 점유율 상승이 부품, 소재 업체에게 미치는 영향



자료: 하이투자증권

Key chart 2. 2019 년 주요 스마트폰 업체별 OLED 패널 Supply chain

(단위: 천대)

Brand	AUO	BOE	Everdisplay	LG Display	Royole	Samsung	Sharp	Tianma	Visionox
Apple		★		5,050		50,450			
ASUS		↑				400		580	
Google				2,340					
HTC				150					
Huawei		16,700		2,020		54,190			
Lenovo		↑				200		830	
LG		★		2,560				1,325	600
Meizu		↑				950			
Nokia				10					
OPPO		★				42,100			
Samsung		★				193,720			
Sharp		↑					130		
Sony				140					
Xiaomi		★				18,550			1,700
Vivo		★				38,800			
ZTE		↑				150			220
Others	6	300	15,500		4	7,115		2,405	11,845
Total	6	17,000	15,500	12,270	4	406,625	130	5,140	14,365

자료: OMDIA, 하이투자증권

I. 전세계 1 위 LCD 업체가 된 BOE

1. BOE 는 누구인가?

중국 전자 업종 내 5 위,
중국 디스플레이 굴기의
상징 BOE

현재 시가총액 1,279 억위안(약 22 조원)으로 중국 전자 업종 내 5 위를 차지하고 있는 BOE 는 세계 1 위 한국 디스플레이 업체를 제친 중국 기술 굴기의 상징이다(〈표 1〉참조). BOE 는 1993 년에 중국 국영 기업이었던 베이징진공관 공장에 다니던 2,600 여명 직원들이 출자해서 베이징동광전자를 설립한 것이 시초이다. 이후 일본의 Asahi Glass, Nissin 공업, TPV 등과 합작 투자 회사를 설립하며 몸집을 키워 나갔다. 그러던 중 BOE 에게 최대의 기회가 찾아온다. 바로 2001 년 현대전자의 유동성 위기이다. 중국 디스플레이 산업의 비상은 한국 기업이었던 하이디스 인수로 시작됐다.

하이디스는 옛 현대전자 TFT-LCD 사업부다. 현대전자는 김대중 정부 당시 기업간 사업 맞교환(Big deal) 정책에 따라 15 조원을 들여 LG 반도체를 인수했지만 반도체 경기침체로 위기를 맞았다. 채권단은 LCD 사업부 분리매각을 추진했고 이 때 분사한 LCD 사업부가 하이디스다. 2002 년 하이디스는 헐값인 3 억 8 천만 달러에 현재 세계 1 위 LCD 업체인 중국 BOE 에 팔려간다. 인수대금은 대부분 중국 정부에서 나왔다.

BOE 는 하이디스 인수 후 기술공유를 명분으로 양사의 전산망을 통합하고 기술을 빼내갔다. 이렇게 확보한 기술로 BOE 는 2003 년 6 월 중국에서 LCD 를 생산하기 시작했다. 만년 적자기업이었던 BOE 는 하이디스 인수를 계기로 전세계 디스플레이 시장에서 경쟁할 수 있는 발판을 마련했다. 중국 정부의 지원 하에 업황에 관계없이 지속적으로 대규모 자금을 쏟아 부어 생산시설을 확보했다. 2010 년까지 총 투자액이 20 조원에 달할 정도로 공격적으로 지역별 생산 거점을 만들었다. BOE 외에도 CSOT, Visionox, Tianma 등 다수의 중국 디스플레이 업체들이 LCD 패널을 양산하기 시작했다. 2008 년 금융위기에도 중국 패널 업체들은 중국 정부 지원에 기대어 버텼다.

BOE 는 삼성전자, LG 디스플레이보다 제품을 싸게 팔아 시장을 교란시키며 서서히 시장을 잠식해갔다. 이는 중국 정부의 지원이 있었기에 가능했다. 2010 년 1.7%에 불과했던 9" 이상 중대형 LCD 패널 시장의 BOE 점유율(면적기준)은 2012 년 5.5%를 기록했고 2015 년엔 12.1%까지 올랐다. 그리고 2017 년에는 21.5%를 기록하며 삼성디스플레이와 LG 디스플레이를 제치고 1 위에 올랐다. 반면 2018 년부터 대규모 적자 전환을 기록한 국내 업체들은 끝내 LCD 사업 구조 조정에 나서고 있다(〈그림 4〉참조).

전세계 특허 출원 6 위,
전방 산업 확대 본격화

최근 BOE 는 디스플레이와 Sensor 기술을 기반으로 사물인터넷(IoT) 시장에도 뛰어들며 자체 기술 개발에 적극적이다. 세계지식재산권기구(WIPO)가 발표한 '2019 년 국제특허 출원 보고서'에 따르면 BOE 는 기업별 특허 출원 1,864 건으로 순위 6 위를 기록했다. 1 위가 중국의 Huawei, 2 위는 일본의 Mitsubishi 전기, 삼성전자와 Qualcomm 이 각각 3, 4 위이다. BOE 는 지난 2019 년말에 열린 BOE 글로벌 혁신 파트너 대회에서 자사는 이미 디스플레이 기술력에서 전세계 시장을 선도하는 위치에 올랐으며, 더 이상 단순한 수량규모를 중시하지 않고 기술과 제품의 혁신으로 응용 사례를 확대해 업종의 건강한 발전을 도모하는 것에 중점을 두고 있다고 했다. 또한 이를 토대로 향후 10~15 년뒤 연간 매출액 1,000 억위안(약 17 조원) 기업에서 1,000 억달러(약 120 조원) 기업이 될 것이라고 언급한 바 있다.

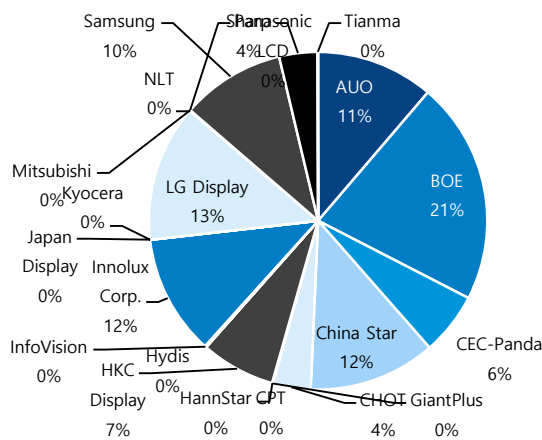
표 1. 중국 전자 업종 시가총액 상위 20 위 업체

시총 순위	종목 Ticker	종목명	영문명	시가총액 (억위안)	주요 사업 내용
1	002415.SZ	海康威视	Hangzhou Hikvision Digital Technology Co.	2,567	IoT, 영상 기반 보안 제품 및 Solution 제공
2	601138.SH	工业富联	Foxconn Industrial Internet Co.,Ltd.	2,663	전자기기 주문자 상표 부착 생산 업체
3	002475.SZ	立讯精密	Luxshare Precision Industry Co., Ltd.	2,387	전자기기 ODM 생산 업체, Apple Air pod의 주요 제조사
4	603501.SH	韦尔股份	Will Semiconductor Co.,Ltd. Shanghai	1,612	CIS 및 디스플레이 구동 IC 제조
5	000725.SZ	京东方A	BOE Technology Group Co.,Ltd.	1,279	LCD, OLED 디스플레이 제조
6	600745.SH	闻泰科技	Wingtech Technology Co.,Ltd	1,099	스마트폰 ODM 전문 업체
7	688008.SH	澜起科技	Montage Technology Co.,Ltd.	1,004	Fabless IC 설계
8	603160.SH	汇顶科技	Shenzhen Goodix Technology Co., Ltd.	987	지문 인식 Chip과 TSP Controller chip 생산
9	002938.SZ	鹏鼎控股	Avary Holding (Shenzhen) Co., Limited	971	PCB(인쇄 회로 기판) 설계, 제조
10	600703.SH	三安光电	Sanan Optoelectronics Co.,Ltd	949	LED Chip 생산
11	603986.SH	兆易创新	Gigadevice Semiconductor(Beijing)Inc.	869	NAND 기반 Memory 반도체 설계(최근 DRAM 분야 진입)
12	688126.SH	沪硅产业-U	National Silicon Industry Group Co.,Ltd.	764	태양광 Wafer, Si Wafer, 단결정 Si 제조
13	002371.SZ	北方华创	NAURA Technology Group Co.,Ltd.	753	반도체 장비 제조 업체
14	002916.SZ	深南电路	Shennan Circuits Co., Ltd.	717	PCB(인쇄 회로 기판) 설계, 제조
15	000100.SZ	TCL科技	TCL Technology Group Corporation	706	종합 전자제품 기기 제조 및 판매
16	300433.SZ	蓝思科技	Lens Technology Co., Ltd.	693	Mobile cover window 제조 및 가공
17	002241.SZ	歌尔股份	Goertek Inc.	689	음향 Component 관련 업체
18	002600.SZ	领益智造	Lingyi Itech (Guangdong) Company	615	자성 재료, 정밀 부품, 디스플레이 Module 생산
19	600183.SH	生益科技	Shengyi Technology Co.,Ltd.	610	전자회로 관련 부품, 소재 생산 판매
20	300014.SZ	亿纬锂能	EVE Energy Co., Ltd.	629	Smart home(IoT), 전원 시스템 관련 업체

자료: Wind, 하이투자증권

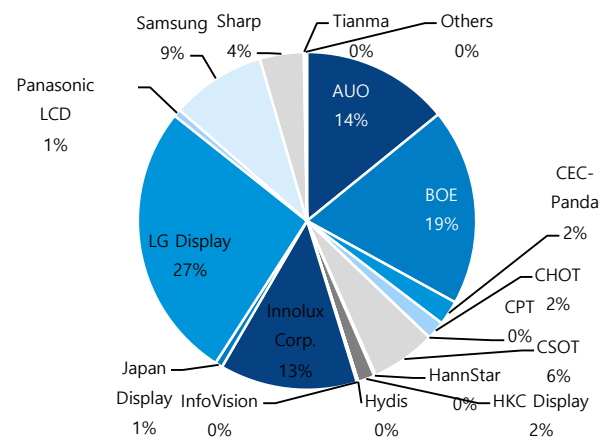
주: 2020 년 5 월 29 일 종가 기준

그림 1. 2019년 전세계 업체별 중대형 LCD 출하면적 점유율



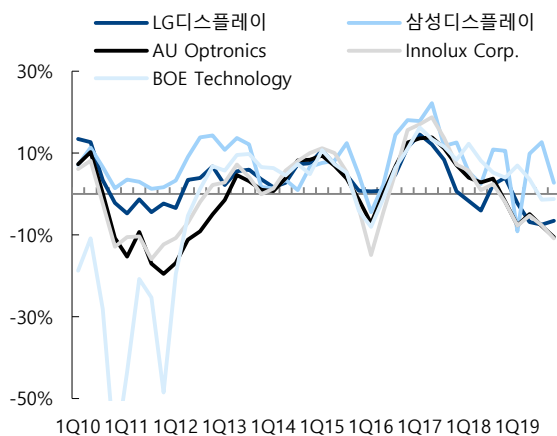
자료: OMDIA, 하이투자증권
주: 9" 이상 OLED 미포함

그림 2. 2019년 전세계 업체별 중대형 디스플레이 매출액 점유율



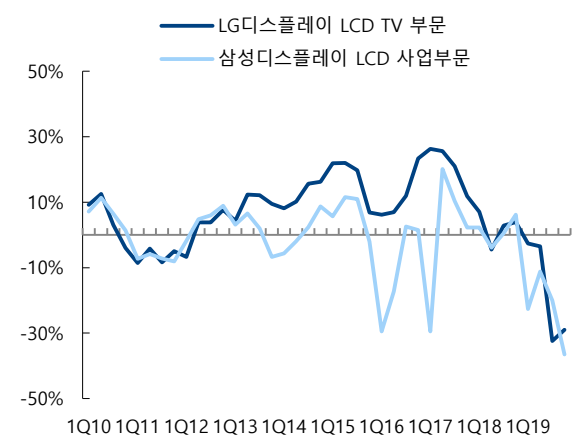
자료: OMDIA, 하이투자증권
주: 9" 이상 OLED 포함

그림 3. 주요 디스플레이 업체 분기별 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 4. 국내 디스플레이 업체 LCD 부문 분기별 영업이익률 추이



자료: 하이투자증권

2. 중국 정부 디스플레이 산업 지원 정책의 힘

지난 2014 년 10 월 16 일에 중국 국가발전개혁위원회는 공신부와 공동으로 ‘2014~2016 년 신형 디스플레이 산업 발전계획’을 발표했다. 이는 이전에 시행해왔던 지원책이 한 단계 발전된 것이다. 규모 면에서 급속한 성장을 이룬 자국 디스플레이 산업의 명확한 질적 향상을 도모하겠다는 것이 당시 계획의 주요 핵심이었다.

BOE, 정부 지원으로 지난
5 년간 무려 300 억달러
CAPEX 투자 집행

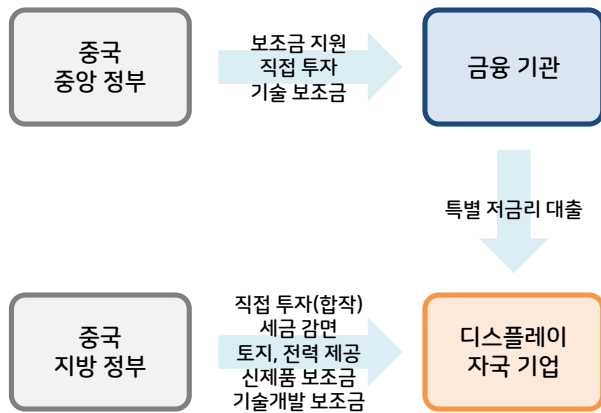
중국은 자국 기업이 디스플레이 패널 생산 공장을 건설할 때 지방 정부가 공동 투자거나 금융 기관이 특별 저금리에 대출을 해주는 방식으로 자금을 지원하도록 도왔다(<그림 5>참조). 통상적으로 중국 패널 업체들은 신규 설비 투자시 30~60%에 달하는 자금을 지방 정부로부터 지원받았다. 이로 인해 중국 패널 업체들은 대규모 적자에도 불구하고 정부의 지원으로 대규모 8.5 세대, 10.5 세대 공장을 지을 수 있었다. BOE 의 경우 지난 5 년간 이러한 방식을 통해 쏟아 부은 CAPEX 규모가 총 300 억달러(약 35 조원)에 달한다(<그림 6>참조). 또한 패널 업체의 법인세 인하, 수입 LCD 패널 관세 인상, 핵심 부품 관세 인상 등의 정책을 추진하며 자국 기업을 지원했다.

경상보조금 지원 규모는
지난 5 년간 연평균
17 억위안, 10 년간 총
120 억위안

중국 정부는 생산 설비 투자자금 지원 외에도 회계상 영업이익에 반영되는 경상적 보조금을 지금까지도 직접 지원해 오고 있다. 당사가 파악한 바에 따르면 BOE 의 지난 10 년간 회계상의 경상보조금은 총 120 억위안(약 2.1 조원)에 달하며, 지난 5 년간 연평균 17 억위안(약 3,000 억원) 규모의 지원을 받아왔던 것으로 분석된다(<그림 7>참조). 중국 업체들이 정부 지원 하에 공격적으로 생산 설비를 늘린 탓에 오랜 기간 이어져 온 LCD 패널 공급 과잉과 실적 악화 흐름 속에서도 굳건히 버틸 수 있었던 이유이다. 그 결과 중국 패널 업체들은 한국 업체들을 제칠 정도로 충분한 양적 성장을 이룰 수 있었다.

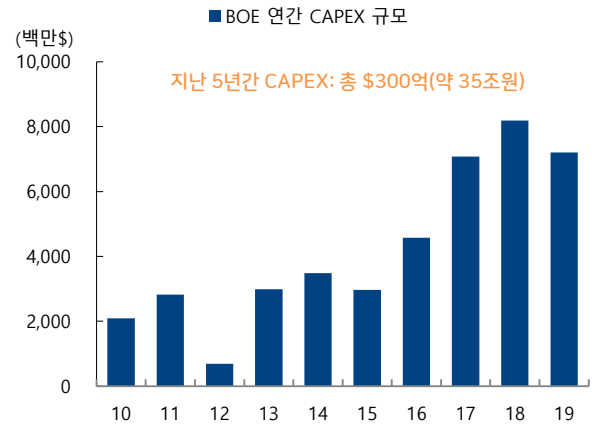
<표 3>의 BOE 그룹의 지배구조를 살펴보면 단순한 일반 기업의 성격을 벗어나 중국 정부가 지배력을 행사하고 있는 회사라는 것을 알 수 있다. BOE 그룹은 베이징 시민정부 국유자산 관리감독위원회가 100% 소유한 베이징 국유자본 관리감독위원회가 전체 지분의 11.7%를 보유한 최대주주이다. 또한 최대주주인 베이징 국유자본 관리감독위원회가 지배하고 있는 북경 BOE 투자 개발회사와 베이징전자홀딩스가 3.1% 지분을 가지고 있다. 그 외에도 허페이와 충칭의 국유자산 관리감독위원회가 소유한 투자 회사도 2 대, 3 대 주주에 위치해 있다. 결국 베이징, 허페이, 충칭 등의 지방정부가 BOE 그룹을 장악하고 있는 것이다.

그림 5. 중국의 디스플레이 산업 육성 정책



자료: 대외경제정책연구원, 하이투자증권

그림 6. BOE 연간 CAPEX 규모 추이



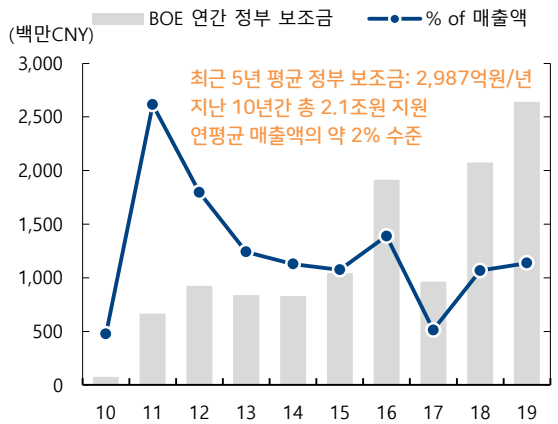
자료: Bloomberg, 하이투자증권

표 2. 주요 중국 디스플레이 업체들의 신공장 건설시 투자 지분 현황

기업	Fab	Gen	기술	위치	총투자액	투자				
						기업	정부	Bank Loan & Funding	Special	Total
BOE	B1	5	LCD	Beijing	CNY 3.5B	69%	13%	18%		100%
BOE	B2	4.5	LCD	Chengdu	CNY 4B	1%	55%	44%		100%
BOE	B5	8	LCD	Hefei	CNY 28.5B	25%	35%	40%		100%
BOE	B8	8	LCD	Chongqing	CNY 32.8B	27%	33%	40%		100%
BOE	B9	10.5	LCD	Hefei	CNY 40B	10%	45%	45%		100%
BOE	B10	8	LCD	Fuzhou	CNY 30B	10%	50%	40%		100%
BOE	B11	6	OLED	Mianyang	CNY 46.5B	22%	34%	44%		100%
BOE	B12	6	OLED	Chongqing	CNY 46.5B	22%	34%	44%		100%
BOE	B15	6	OLED	Fuzhou	CNY 46.5B	24%	44%	32%		100%
China Star	T1 & T2	8	OLED	Shenzhen	CNY 60B	87%	3%	10%		100%
China Star	T3	6	LTPS	Wuhan	CNY 16B	43%	40%	17%		100%
China Star	T4	6	OLED	Wuhan	CNY 35B	50%	50%			100%
China Star	T6 & T7	10.5	LCD	Shenzhen	CNY 53.8B	25%	37%	28%	삼성디스플레이 10%	100%
Visionox	V3	6	OLED	Hefei	CNY 44B	9%	41%	50%		
Tianma	Xiamen	6	OLED	Xiamen	CNY 48B	8%	48%	44%		100%
HKC	H1	8.6	LCD	Chongqing	CNY 24B	13%	7%	75%	Venture Fund 6%	100%
HKC	H2	8.6	LCD	Chuzhou	CNY 24B	40%	33%	23%	Konka 4%	100%
HKC	H4	8.6	LCD	Mianyang	CNY 24B	12%	63%	25%		100%

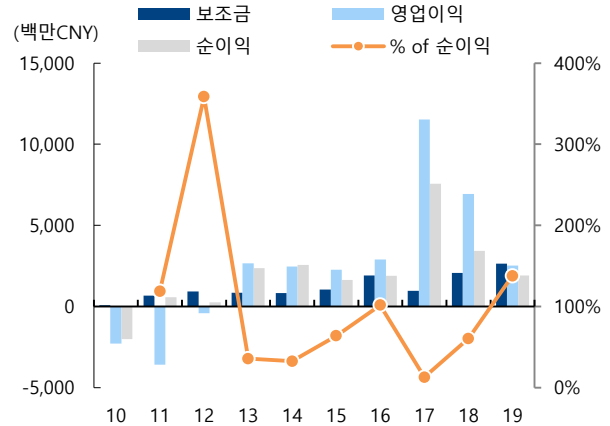
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 7. BOE 연간 정부 보조금과 매출액 대비 보조금 비율



자료: 업계, 하이투자증권

그림 8. BOE 연간 정부 보조금과 영업이익, 순이익 추이



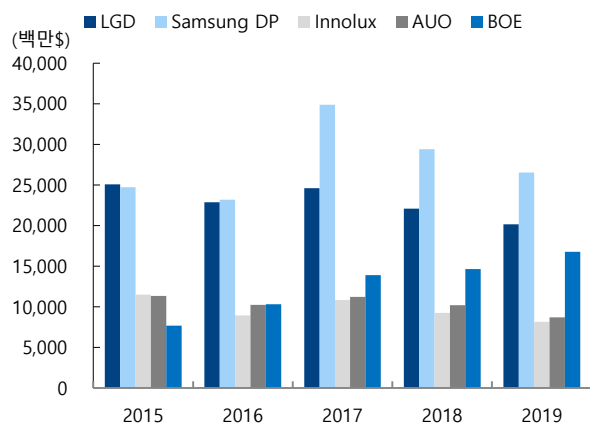
자료: 업계, 하이투자증권

표 3. BOE 지분 구조

	BOE 10대 주요 주주	주식수(천주)	지분율	참고
1	北京国有资本经营管理中心	4,063,333	11.7%	베이징 시민정부 국유자산 관리감독위원회가 100% 보유
2	合肥建翔投资有限公司	2,510,143	7.2%	허페이 시민정부 국유자산 관리감독위원회가 100% 보유
3	重庆渝光电产业投资有限公司	2,020,735	5.8%	충칭 시민정부 국유자산 관리감독위원회가 57.1% 보유
4	北京亦庄投资控股有限公司	919,732	2.6%	베이징 경제기술개발구 관리위원회가 100% 보유
5	北京京东方投资发展有限公司	822,092	2.4%	베이징 국유자본 경영관리센터(BOE 최대주주)가 66.3% 보유
6	香港中央结算有限公司(陆股通)	733,896	2.1%	선강통(외국인)
7	北京电子控股有限责任公司	273,736	0.8%	베이징 국유자본 경영관리센터(BOE 최대주주)가 100% 보유
8	中意资管-招商银行-中意资产-股票精选18号资产管理产品	249,252	0.7%	Fund - 생명보험사의 최대 주주(50% 지분)가 중국 석유공사
9	中央汇金资产管理有限责任公司	248,305	0.7%	중국 국유투자사회사
10	中意资管-招商银行-中意资产-丝路1号资产管理产品	218,095	0.6%	Fund - 생명보험사의 최대 주주(50% 지분)가 중국 석유공사

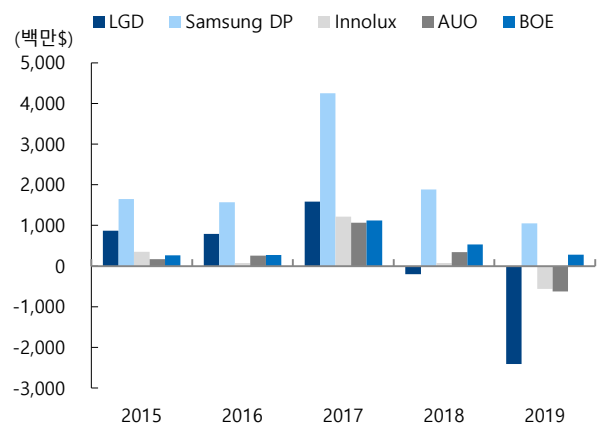
자료: BOE, 하이투자증권

그림 9. 주요 디스플레이 업체 연간 매출액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 10. 주요 디스플레이 업체 연간 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

3. 국내 업체들의 LCD 가동 중단 계획 → 중국의 승자 독식 가능성

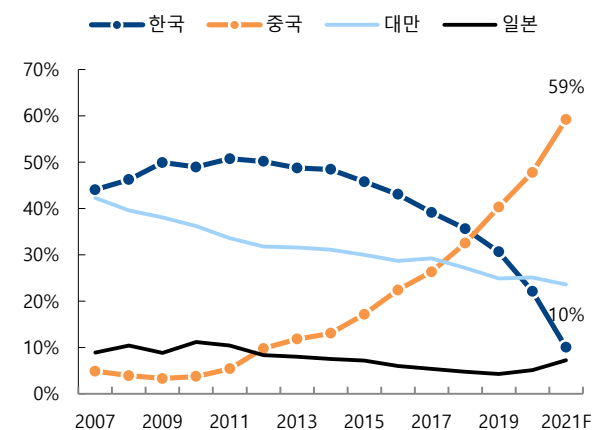
LCD 산업의 주도권은 한국에서 중국으로 완전히 넘어간 상황

중국과의 경쟁에서 밀린 국내 패널 업체들은 지난 2017 년부터 점진적인 LCD 사업 구조조정을 진행해 왔다. 그리고 지난해부터는 더욱 적극적으로 생산 Capa.를 줄이는 모습을 보이고 있다. LG 디스플레이는 지난 연말을 기점으로 7 세대(90K/월), 8 세대(120K/월) Capa.를 가동 중단했으며, 삼성디스플레이는 올해를 마지막으로 LCD 사업 자체를 중단할 계획이다(〈표 4〉참조). 중국발 LCD 공급 과잉으로 인해 지난해부터 LCD TV 패널 가격이 생산 원가를 하회하는 수준까지 하락하면서 대규모 적자가 발생하고 있기 때문이다. 2010 년대 초반까지만 해도 LCD 산업은 기술력을 앞세운 한국 업체들의 입지가 탄탄했다. 그러나 정부의 지원과 자본력에 힘입은 중국 업체들의 거센 추격이 시작되면서 이제 LCD 산업 주도권은 완전히 중국으로 넘어간 상황이다.

2021 년과 2024 년 중국 LCD Capa. 점유율 각각 59%, 73% 달할 전망

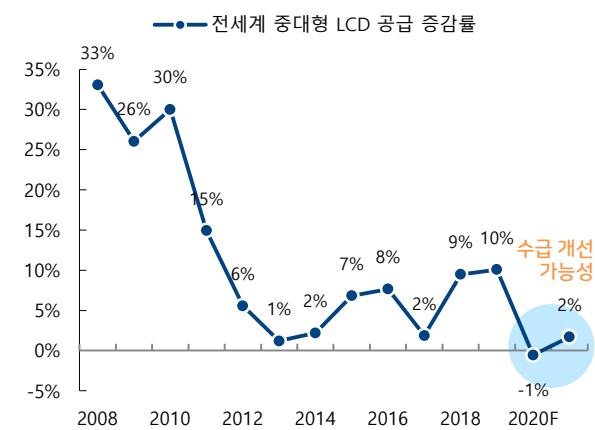
불과 10 년 전 4% 수준에 불과했던 중국 업체들의 중대형 LCD Capa. 점유율은 2019 년에 40%, 2021 년과 2024 년에는 각각 59%, 73%까지 확대될 것으로 전망된다. 향후 국내 LCD 산업의 부활을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다(〈그림 11〉참조). 다만 최근 중국 정부도 LCD 산업에는 더 이상 보조금을 지원하지 않기로 하면서 전세계 중대형 LCD 공급은 2020 년부터 증가폭이 미미할 것으로 예상된다(〈그림 12〉참조). 향후 제한적인 LCD 공급량 증가로 점진적인 업황 개선세가 나타날 경우 중국발 LCD 치킨 게임에서 살아남은 중국 디스플레이 업체들이 승자 독식할 가능성이 높다.

그림 11. 국가별 LCD 면적 Capa. 점유율 추이 및 전망(5G 이상)



자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 12. 전세계 중대형 LCD 공급 Capa. 증감률 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

표 4. 국내 업체별 중대형 LCD, OLED Capa. 현황 및 전망

(단위: 천장/월)																				
업체명	세대	Fab.	Phase	Tech	Appl.	Detail	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21		
LG 디스플레이	6	P6	E	a-Si	LCD	IT/Other	55	55	55	55	55	55	55	40						
	7	P7	1	a-Si	LCD	IT/TV	70	70	60	60										
			2	a-Si	LCD	IT/TV	65	65	65	65	45	45								
			3	a-Si	LCD	IT/TV	95	95	95	95	95	95	60							
	8.5	P8	1	a-Si	LCD	IT & Public	140	140	140	140	70	70	70	70						
			2a	a-Si	LCD	LCD TV	50	50	35	15										
			2b	a-Si	LCD	LCD TV	50	50	30	15										
			4	Oxide	AMOLED	WOLED/TV	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	9	
			5	Oxide	AMOLED	WOLED/TV	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	
			6	Oxide	AMOLED	WOLED/TV	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	
			7	Oxide	AMOLED	WOLED/TV	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	
		P9	1	a-Si	LCD	Apple IT/IT	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	
			2	a-Si/Oxide	LCD	Apple IT/IT	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	
			3	a-Si/Oxide	LCD	Apple IT/IT	15	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	
		GP1	1	a-Si	LCD	TV	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65	65
			2	a-Si	LCD	TV	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
		GP2	1	a-Si	LCD	TV	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
			2	a-Si	LCD	TV	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50	50
		GP3	1	Oxide	AMOLED	WOLED TV							15	30	30		30	30	30	30
			2	Oxide	AMOLED	WOLED TV								15	30		40	40	40	40
			3	Oxide	AMOLED	WOLED TV											15	20	20	20
삼성 디스플레이	7	L7-2	1	a-Si	LCD	IT/TV	55	55	55	55	55	55	55	28						
			2	a-Si	LCD	IT/TV	65	65	65	65	65	65	65	33						
			3	a-Si	LCD	IT/TV	45	45	45	45	45	45	45	23						
	8.5	L8-1	1	a-Si	LCD	IT/TV	80	80												
			2	a-Si	LCD	IT/TV	85	85	80	75	75	75	25							
			2b	a-Si	LCD	IT/TV	30	30	30	30	30	30	30	15						
		L8-2	1	a-Si	LCD	IT/TV	70	70	58	35	35	35	35	18						
			1b	a-Si	LCD	IT/TV	30	30	30	30	30	30	30	15						
			2	a-Si	LCD	IT/TV	62	62	62	62	62	62	62	31						
			3	a-Si/Oxide	LCD	IT/TV	6	6	6	6	6	6	6	3						
		Suzhou	1	a-Si	LCD	TV	17	17	17	17	17	17	17	9						
			2	a-Si	LCD	TV	48	48	48	48	48	48	48	24						
			3	a-Si	LCD	TV	60	60	60	60	60	60	60	30						
		Q1	1	Oxide	QD OLED	QD OLED												10	20	

자료: OMDIA, 하이투자증권

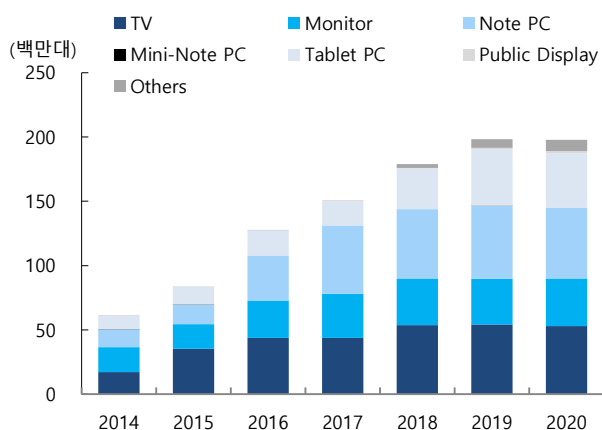
II. BOE의 성장이 누군가에게는 기회였다

1. BOE와 함께 커온 Novatek, 삼성 SDI(편광필름)

올해 BOE, CSOT LCD
출하면적 5년전 대비
각각 3.0배, 2.4배 증가

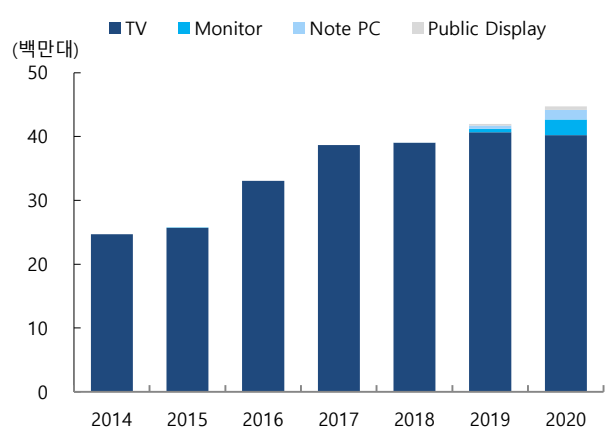
올해 BOE의 중대형 LCD 패널 출하량과 출하면적은 5년 전인 2015년 대비 각각 2.4배, 3.0배 가량 증가할 것으로 전망된다(〈그림 13〉참조). BOE와 함께 공격적인 생산량 확대에 나서고 있는 CSOT의 2020년 중대형 LCD 패널 출하량과 출하 면적도 같은 기간 동안 각각 1.7배, 2.4배 증가할 것으로 보인다(〈그림 14〉참조). 정부의 전폭적인 지원을 등에 업고 LCD 시장에서 주도권을 잡게 된 중국 디스플레이 업체들의 급성장은 국내 패널 업체들이 철수를 결정하게 된 배경이다. 최대 LCD 패널 생산지였던 국내 업체들은 낮은 가격을 무기로 한 중국의 물량 공세를 이겨내지 못하고 고스란히 점유율을 빼앗겼다.

그림 13. BOE 제품별 LCD 패널 출하량 추이 및 전망



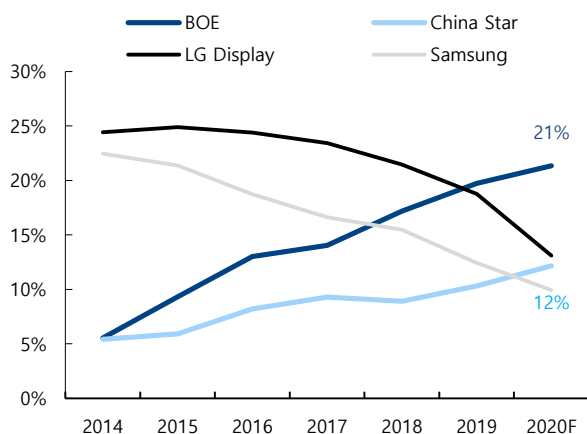
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 14. CSOT 제품별 LCD 패널 출하량 추이 및 전망



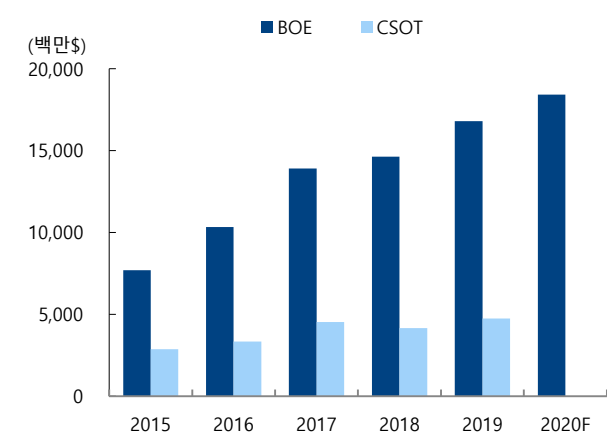
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 15. 주요 디스플레이 업체 LCD 출하면적 점유율 추이 및 전망



자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 16. BOE, CSOT 연간 매출액 추이 및 전망



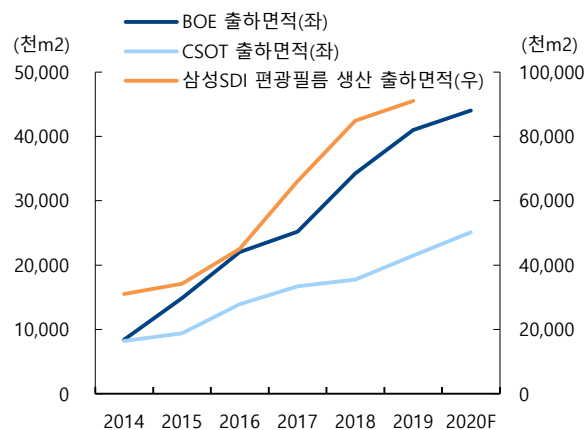
자료: Bloomberg, 하이투자증권

LCD 시장에서 한국 패널 업체들의 추락은 국가 경제, 고용 유발 효과 등의 측면에서 보더라도 분명 안타까운 일이다. 그러나 중국 LCD 산업의 급성장이 누군가(소재, 부품 업체)에게는 큰 기회였다.

**중국의 공격적인 LCD
Capa. 확장은 소재, 부품
업체들에게는 새로운
기회로 작용**

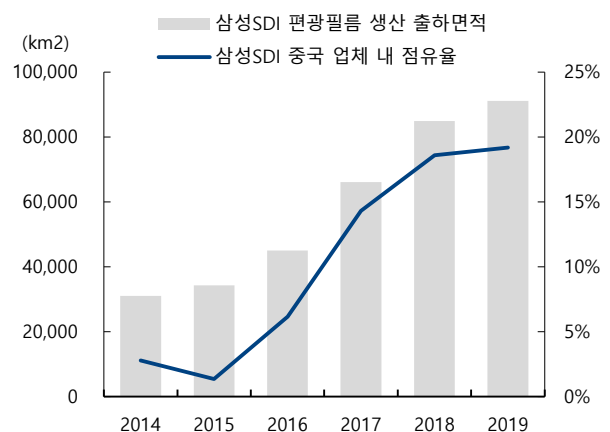
중국 LCD 산업의 발전 과정에서 수혜를 누린 곳으로는 삼성 SDI 편광필름 부문과 대만 Novatek 등을 꼽을 수 있다. 삼성 SDI 는 지난 2015 년에 중국 우시 지역에 초광폭 편광필름 공장을 투자해 중국 패널 업체들을 중심으로 물량을 확대해왔다. 그 결과 중국 내 삼성 SDI 편광필름 점유율은 2015 년 1%에서 2019 년 19% 수준까지 상승했고 출하면적도 2.7 배 증가했다(〈그림 18〉참조). 또한 중국 내 T-Con(Timing controller), D-IC(Driver IC) 점유율 1 위 업체인 Novatek 도 중국 업체들의 LCD TV 패널 출하량 증가와 함께 꾸준한 실적 성장세를 나타내고 있다. 〈그림 17,19〉에서 보듯이 삼성 SDI 의 편광필름 생산 출하면적과 Novatek 의 매출액 추이를 살펴보면 BOE, CSOT 의 흐름과 같다는 것을 알 수 있다.

그림 17. 삼성 SDI 편광필름 생산면적과 BOE, CSOT 출하면적 추이



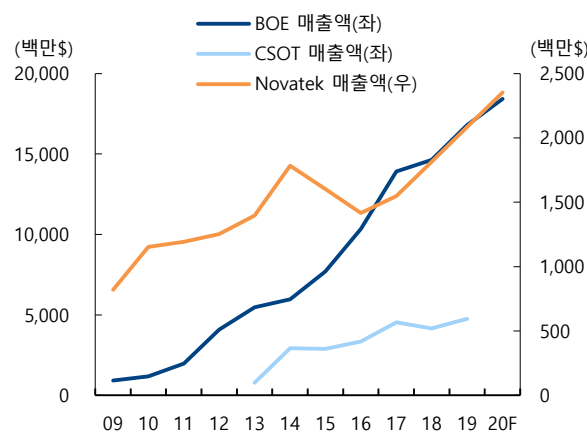
자료: 삼성 SDI, 하이투자증권

그림 18. 삼성 SDI 편광필름 생산면적과 중국 내 점유율(TV 기준)



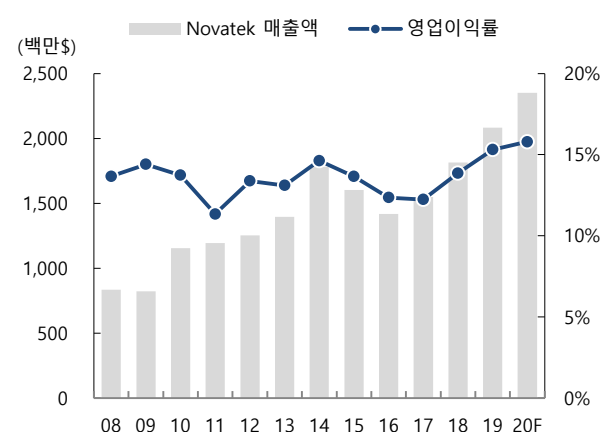
자료: 업계, 하이투자증권

그림 19. Novatek 과 BOE, CSOT 연간 매출액 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 20. Novatek 연간 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 하이투자증권

2. 국내 업체들의 LCD 구조조정으로 중국으로 점유율 이동 중

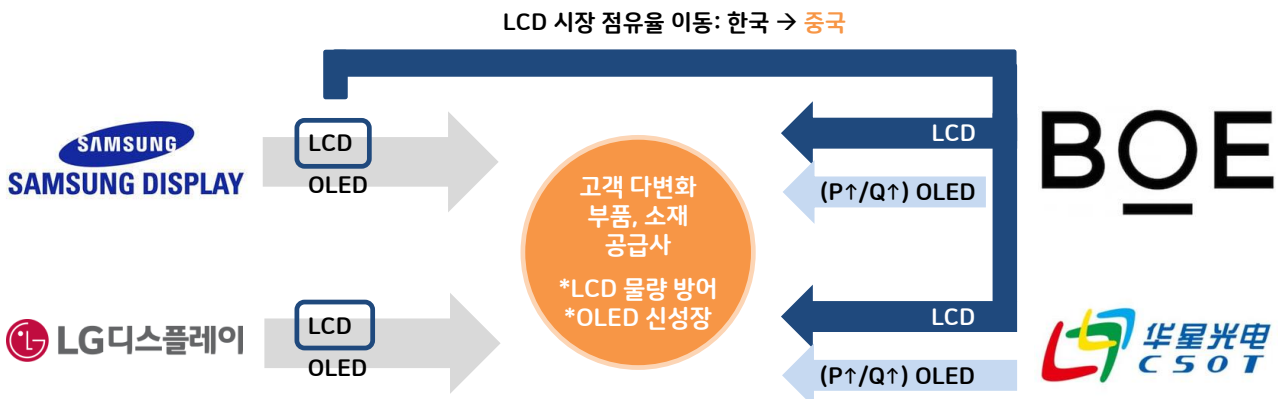
중국 고객사 다변화된
국내 디스플레이 소재,
부품 업체들은 1Q20에도
양호한 실적 기록

지난해부터 국내 업체들은 수익성이 크게 악화된 LCD 사업 구조조정을 본격화하고 있으며 내년에도 계속될 예정이다. 이로 인해 국내 업체들의 LCD 점유율은 중국 업체들로 빠르게 이동 중이다. 여기서 우리는 한 가지 집고 넘어가야 할 것이 있다. 이번 1Q20 실적에서 국내 고객사에만 부품, 소재를 공급하는 업체와 중국 업체들까지 고객사가 다변화 되어있는 업체들의 실적 차이가 뚜렷했다는 점이다.

주요 업체들의 1Q20 실적 공시를 앞두고 일부 투자자들은 국내 패널 업체들이 대규모 LCD 라인 구조조정을 하는 과정에서 관련 부품, 소재 업체들의 실적이 부진할 것이라는 우려가 많았다. 그러나 중국 업체들로 고객사가 다변화된 업체들의 경우에는 달랐다. 국내 업체들의 LCD 패널 점유율이 중국 업체들로 넘어가면서 부품, 소재 물량을 가져가는 고객사는 달라졌지만 국내 업체들의 주문량 감소가 중국 업체들의 주문량 증가로 이어졌고 실적이 방어됐다(그림 21) 참조).

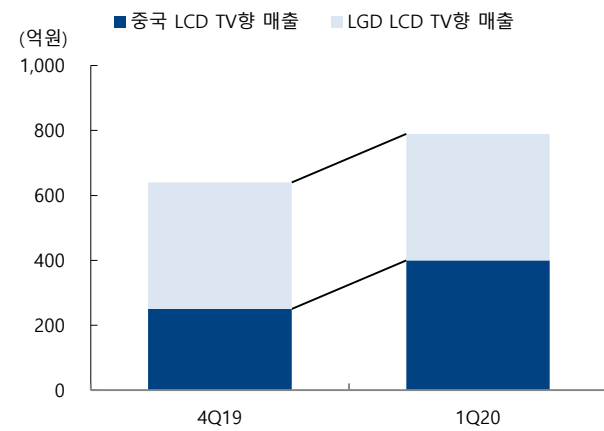
대표적으로는 T-Con, D-IC 업체인 실리콘웍스와 반도체, 디스플레이 Chemical 소재 업체인 이엔에프테크놀로지 실적을 꼽을 수 있다. 두 업체의 1Q20 실적을 살펴보면 실리콘웍스는 COVID-19 사태에도 불구하고 중국 고객사인 BOE, CSOT 향 LCD 매출이 전분기 대비 증가했다(그림 22)참조). 2년전부터 중국 패널 업체로 구동 Chip 을 공급하기 시작해 현재 약 10% 중반 수준까지 점유율을 확대했으며 향후 추가 상승 여력이 남아있다는 점도 긍정적이다. 이엔에프테크놀로지는 수익성이 높은 CSOT 향 비중 증가로 영업이익률이 약 25%까지 개선됐다. 이제 우리는 LCD 사례에서와 같이 향후 중국 업체들의 OLED 산업의 성장 과정 속에서 수혜를 누릴 수 있는 업체에 관심을 가질 필요가 있다.

그림 21. 국내 업체들의 LCD 구조조정과 중국 업체들의 시장 점유율 상승이 부품, 소재 업체에게 미치는 영향



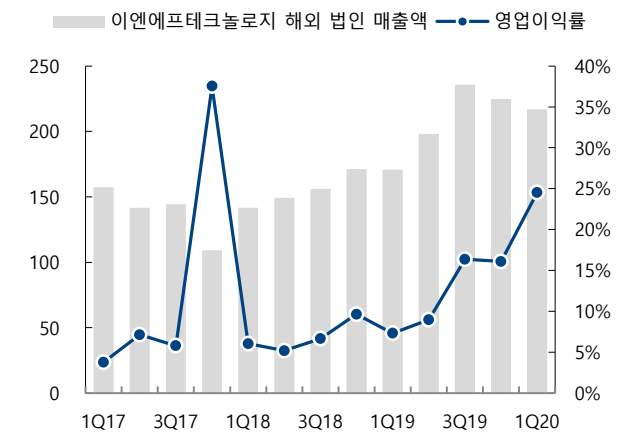
자료: 하이투자증권

그림 22. 실리콘웍스 고객사별 LCD TV 향 매출 추이



자료: 하이투자증권

그림 23. 이엔에프테크놀로지 해외법인(중국) 법인 분기별 실적 추정



자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

III. OLED 에서도 무섭게 추격을 준비 중인 BOE

1. 2022 년 중국 Flexible OLED 생산 능력 한국 추월

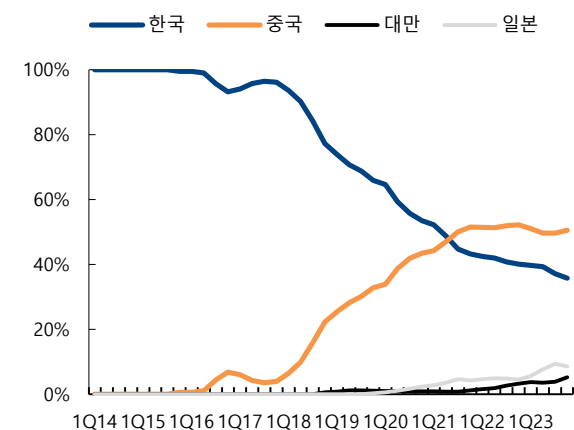
중국은 이제 OLED
시장까지 한국을 추격하기
시작

지난해 미-중 무력 전쟁 영향으로 반도체 굴기가 가로막힌 중국 정부는 목표를 반도체에서 OLED 로 전환하며 한국의 OLED 기술까지 추격하기 시작했다. 향후 OLED 시장까지 중국에 빼앗기지 않기 위해서는 국내 디스플레이 업체들의 전략적 변화와 폴더블, UDC(Under Display Camera), QNED 등 압도적인 기술 차별화의 필요성이 더욱 중요해지고 있다.

중국 BOE 는 이미 청두(B7), 뎬양(B11)에 96K/월 규모의 6 세대 Flexible OLED 생산 라인을 구축했으며, 2020 년에는 충칭(B12), 2021 년에는 푸칭(B15)→TV 라인 계획 전환 검토 지역에 각각 48K/월 규모에 달하는 신공장을 추가 증설할 계획이다(〈표 5〉참조). 이들 공장이 정상 가동되면 6 세대 Flexible OLED 기판 생산능력이 192K/월까지 확대된다. BOE 외에도 CSOT, Tianma, Visinox 도 적극적으로 OLED 시장에 뛰어들면서 2022 년경 중국이 한국의 Capa. 규모를 넘어설 것으로 전망된다(〈그림 24〉참조). 아직까지는 생산 수율을 감안하면 삼성 디스플레이가 월등히 앞서지만 중국 정부의 전폭적인 지원과 자국 업체 간에 몰아주는 중국 특성 고려하면 점차 가격경쟁력을 확보할 것으로 보인다.

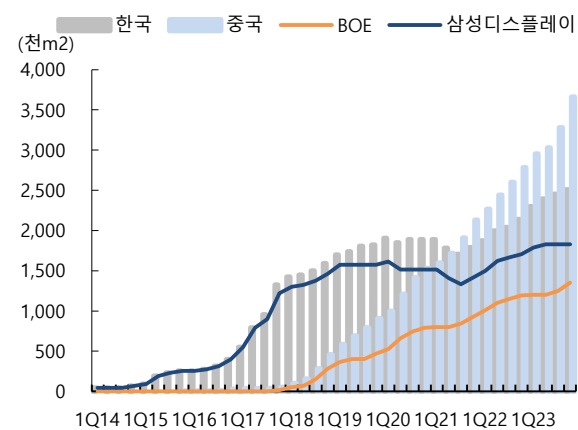
중국은 TV 용 대형 OLED 시장에서도 추격을 준비 중이다. 지난해 HKC 는 2022 년부터 OLED TV 패널 생산 라인 가동을 목표로 320 위안(약 5.5 조원)을 투자해 8.6 세대 공장을 짓는다고 발표한 바 있으며, 최근 COVID-19 로 멈췄던 8.6 세대 대형 OLED 신공장(H5) 공사를 재개했다. 중국 TCL 의 자회사인 CSOT 도 최근 중카이 첨단기술산업단지에서 11 세대 OLED 생산라인과 8.5 세대 모듈 라인을 건설하는 상량식을 열면서 시장 진입 준비를 공식화했다.

그림 24. Flexible OLED 국가별 Capa. 점유율 추이 및 전망



자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 25. Flexible OLED 국가별 면적 Capa. 추이 및 전망



자료: OMDIA, 하이투자증권

표 5. 중국 업체별 OLED Capa. 현황 및 전망

(단위: 천장/월)																				
App.	업체명	Factory	Ph.	OLED Gen	Backplane	Substrate	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22		
Mobile	BOE	B6	1	Quarter G5,5	LTPS	Rigid	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4		
			B7	1	Half G6	LTPS	Flexible	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	
				2	Half G6	LTPS	Flexible	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	
		3		Half G6	LTPS	Flexible	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16		
		B11	1	Half G6	LTPS/LTPO	Flexible	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	
			2	Half G6	LTPS/LTPO	Flexible		10	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	
			3	Half G6	LTPS/LTPO	Flexible		5	10	15	16	16	16	16	16	16	16	16	16	
		B12	1	Half G6	LTPS	Flexible						5	10		15	16	16	16	16	
			2	Half G6	LTPS	Flexible							5		10	15	16	16	16	
			3	Half G6	LTPS	Flexible									5	10	15		15	
		China Star	T4	1	Half G6	LTPS	Flexible	7	12	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
				2	Half G6	LTPS	Flexible						5	10	15	15	15	15	15	15
	3			Half G6	LTPS	Flexible							5		10	15	15	15	15	
	EDO	EDO 1	1	Half G4	LTPS	Rigid	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
			2	Half G4	LTPS	Rigid/Flex	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	
			3	Quarter G4	LTPS	Rigid	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
		EDO 2	1	Half G6	LTPS	Rigid/Flex	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	2		Half G6	LTPS	Rigid/Flex			5	10	12	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
	Royole	Ryl Fab 1	1	Quarter G5,5	Oxide	Flexible	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	
			2	Quarter G5,5	Oxide	Flexible									3	7	10	10	10	
	Tianma	TM15	1	Quarter G5,5	LTPS	Rigid	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
			2	Quarter G5,5	LTPS	Rigid	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
		TM17	1	Half G6	LTPS	Rigid/Flex	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
			2	Half G6	LTPS	Rigid/Flex		3	10	13	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
			3	Half G6	LTPS	Flexible											2	5		
		TM18	1	Half G6	LTPS	Flexible											5	11	15	
	2		Half G6	LTPS	Flexible													5		
	Truly	Huizhou B	1	4	LTPS	Rigid	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
			2	4	LTPS	Rigid							5	10	15	15	15	15	15	
	Visionox	V1	1	Quarter G5,5	LTPS	Rigid/Flex	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	
			2	Quarter G5,5	LTPS	Rigid	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11	
		V2	1	Half G6	LTPS	Flexible	14	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	
			2	Half G6	LTPS	Flexible											5	10		
		V3	1	Half G6	LTPS	Flexible						3	9	15	15	15	15	15	15	
			2	Half G6	LTPS	Flexible							7	14	15	15	15	15		
TV	BOE	B5	1	Half G8	Oxide	Rigid	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2		
		B5 IJP R&D	1	Sixth G8	Oxide	Rigid	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2		
			2	Sixth G8	Oxide	Rigid				0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1		
			3	Sixth G8	Oxide	Rigid								0.2	0.2	0.2	0.2	0.1		
	B14	1	8.7	Oxide	Rigid												10			
	China Star	T8	1	6	Oxide	Rigid											2	5		
		T2 IJP R&D	1	4	Oxide	Rigid											1	1		
				Half G4	Oxide	Rigid	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		
	JuHua	IJP R&D	1	Half G4	LTPS/Oxide	Rigid	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	
			2	Half G4	LTPS/Oxide	Rigid						0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	
HKC	H5 OLED	1	8,6	Oxide	Flexible													6		

자료: OMDIA, 하이투자증권

BOE, 삼성디스플레이
OLED 패널 가격의 70%
수준에 공격적인
Promotion

2. 삼성전자, Apple 향 OLED 패널 공급까지 노리는 BOE

최근 언론 보도에 따르면 삼성전자는 1Q21 에 출시 예정인 차세대 Galaxy S30 (가칭) 시리즈 중 일부 제품에 BOE 의 Flexible OLED 패널 적용을 검토 중인 것으로 알려졌다. 최근 BOE 는 주요 스마트폰 고객사들을 대상으로 Flexible OLED 패널 동급 사양 기준 삼성디스플레이 대비 약 70% 수준의 가격에 공격적인 Promotion 을 추진 중이다. 생산 수율을 감안하면 불가능한 가격대이지만 중국 정부 보조금 지원 정책이 이를 가능케 하는 배경이다. 또한 중국은 불량 패널이라 하더라도 이를 흡수하는 Black market 이 따로 존재하기 때문에 원가를 추가로 보전할 수 있다는 점도 특징이다.

우선 2021 년 상반기 Flagship 스마트폰 시장 구도에 대해 살펴볼 필요가 있다 (<그림 26,27>참조). Apple 은 올해 4 월에 보급형 모델인 iPhone SE(4.7", LCD)를 \$399~에 출시했으며, 2021 년 상반기에는 5.5" 혹은 6.1"의 LCD 패널을 채택한 iPhone SE 신제품을 출시할 계획이다. 특히 당사는 Apple 의 서비스 부문 매출과 매출총이익이 전체에서 차지하는 비중이 각각 25%, 40% 수준까지 확대되면서 과거와는 사업 구조가 달라졌다는 점을 감안할 때 내년 iPhone SE 신제품 가격이 비싸질 가능성은 낮을 것으로 판단한다. 게다가 올해 하반기 출시 예정인 iPhone 12 는 Flexible OLED 패널과 5G 가 채택됨에도 불구하고 지난해 iPhone XR(\$699)보다 더 낮아진 \$649 로 출시된다는 예상이 지배적이다.

Apple 입장에서 iPhone 1 대 판매의 의미는 단순한 스마트폰 H/W 판매 수익 그 이상이다. 소비자가 iPhone 사용 후 유료 구독 서비스를 통해 부가적으로 창출해 낼 수 있는 수익 구조까지 포함된다(<그림 28>참조). 현재 Apple 은 월 구독료를 지불하면 Music, News+, Arcade, TV+, Cloud 등 다양한 서비스를 제공한다. 일반적인 스마트폰 교체주기 30 개월 기준으로 한 명의 사용자가 평균 2 개의 서비스를 구독한다고 가정할 경우 iPhone 사용 기간 동안 약 \$396 을 추가로 지불하게 된다. 특히 Apple 의 서비스 부문 매출총이익률은 65% 수준으로 제품판매 부문의 30% 대비 월등히 높아 이익 기여도는 훨씬 크다. Apple 이 신규 소비자 유입을 위해 iPhone 가격을 점차 낮추려는 이유일 것으로 분석된다.

2021 년초 화면 커진 iPhone SE 와 경쟁이 불가피한 삼성전자의 원가절감에 대한 고민

삼성전자가 내년 3 월 Galaxy S30(가칭)을 출시할 경우 낮은 가격대이면서도 화면이 커진 iPhone 보급형 신제품과 경쟁이 불가피하다. 올해는 COVID-19 사태 영향으로 Galaxy S20 판매 부진의 원인이 다소 묻혔지만 판매량 회복을 위해 원가 절감 필요성이 높아질 수 밖에 없다는 점이 삼성전자 OLED 패널 공급처 다변화 움직임의 가장 큰 요인으로 작용하고 있는 것이다. 최근에는 중국 Oppo, Vivo, Xiaomi 등도 스마트폰 제조원가를 낮추기 위한 많은 노력을 하고 있다.

일반적으로 스마트폰 생산원가에서 모바일 AP, 메모리, 디스플레이 패널, 카메라 Module 등이 높은 비중을 차지한다. 그 중 Flexible OLED 패널은 BOE 가 대안으로 부상 중이다. 따라서 BOE 가 삼성전자의 품질 요건만 충족 시킨다면 지금까지 삼성전자 내에서 독점적인 지위에 있던 삼성디스플레이를 제치고 삼성전자 스마트폰에 OLED 패널을 공급하는 최초의 업체가 될 가능성이 있다.

BOE 의 Apple 진입, 올해나 내년이나

반면 당사는 BOE 가 올해 안에 iPhone 향 OLED 패널을 공급할 가능성은 낮을 것으로 전망한다. 2020 년 하반기에 출시되는 iPhone 12 에는 5.4", 6.1", 6.7" 크기의 Flexible OLED 패널이 적용될 예정인데 BOE 도 iPhone 12 향 6.1" 패널을 공급하기 위해 노력 중이나 출시 전까지 품질 조건을 맞추기 쉽지 않을 것으로 예상되어 실제 공급으로 이어지기는 어려워 보인다. 다만 LG 디스플레이도 지난 2018 년에 첫 공급 시도 후 결국 2 년만인 2019 년 하반기부터 채택되기 시작했던 사례를 볼 때 2021 년에는 BOE 의 OLED 패널 공급 가능성을 배제할 수 없다.

BOE 는 주요 High-end 스마트폰에 Flexible OLED 패널 공급을 위해 현재 B7 30K/월과 B11 48K/월 규모의 TOE(Touch on Encapsulation) Capa.를 보유 중이다. 또한 소비전력을 낮출 수 있는 LTPO 기술은 B11 에 약 5K/월 규모의 Pilot 라인에서 양산성 확보를 위해 노력 중이며 점진적으로 Capa.를 늘려나갈 계획인 것으로 파악된다.

그림 26. 삼성전자 Galaxy S20 디스플레이 사양과 제품 가격



자료: 삼성전자, 하이투자증권

그림 27. iPhone SE 2020 디스플레이 사양과 가격



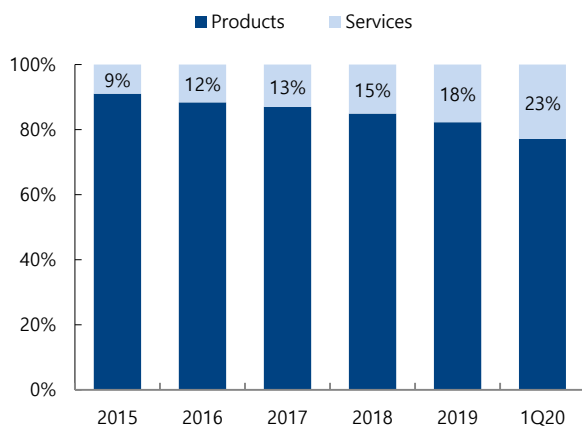
자료: Apple, 하이투자증권

그림 28. iPhone 12 예상 출시 가격과 주요 사양 및 iPhone 수익 구조 분석



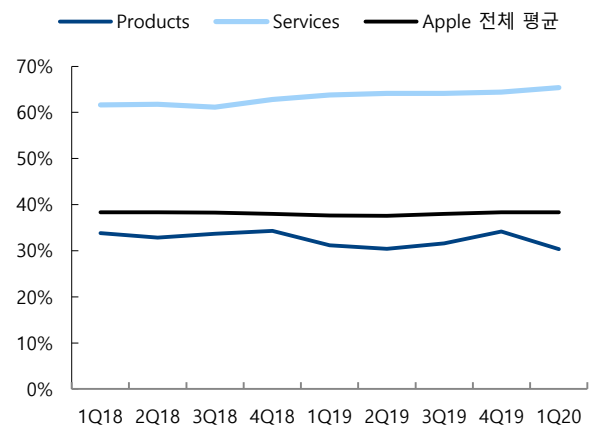
자료: FPT 그림 일부 인용, 하이투자증권

그림 29. Apple 매출 내 Products(H/W)와 Services(S/W) 비중 추이



자료: Apple, 하이투자증권

그림 30. Apple의 Products(H/W)와 Services(S/W) 부문별 매출총이익률 추이



자료: Apple, 하이투자증권

3. 이미 iPad 패널 공급사인 BOE

Apple 내에서 입지를
조금씩 넓혀가고 있는
BOE

BOE 는 이미 iPad 제품에서 Apple 의 LCD 패널 공급사이다. BOE 는 지난 2016 년에 처음으로 iPad 향 패널 공급을 시작한 이후 2018 년부터 본격적으로 점유율을 높이고 있다(〈그림 33,34〉참조). 2019 년 BOE 의 iPad 향 LCD 패널 출하량은 236 만대를 기록하며 LG 디스플레이, Sharp 에 이어 3 위를 기록했다. 중국의 BOE 가 iPhone 에 Flexible OLED 패널을 공급하기 위해 노력 중이라는 사실이 다소 생소할 수 있지만 BOE 는 Apple 내에서 입지를 조금씩 넓혀가고 있다. 결국 앞에서도 언급한 바와 같이 낮은 가격을 무기로 한 BOE 가 Apple 의 품질 요건만 맞춘다면 iPhone 향 Flexible OLED 패널 공급이 불가능한 것만은 아니다.

그림 31. BOE 의 LCD 패널을 채택한 iPad 9.7



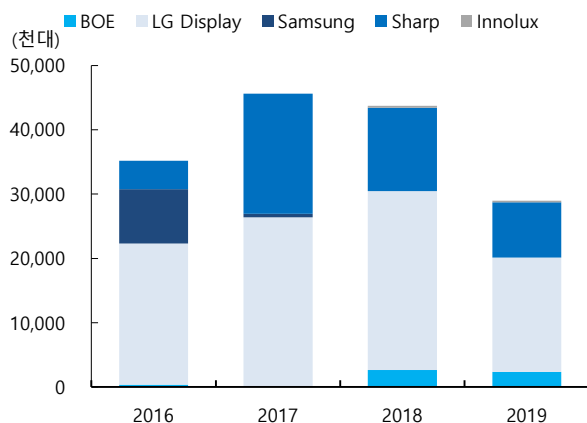
자료: Apple, 하이투자증권

그림 32. BOE 의 LCD 패널을 채택한 iPad Pro 11



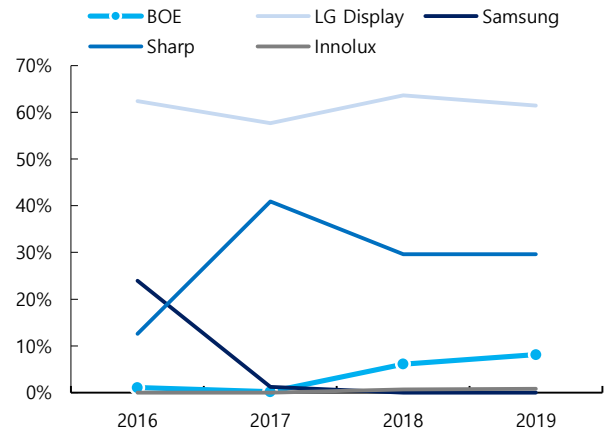
자료: Apple, 하이투자증권

그림 33. 주요 업체별 iPad 패널 출하량 추이



자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 34. 주요 업체별 iPad 패널 점유율 추이



자료: OMDIA, 하이투자증권

표 6. 주요 국내 디스플레이 부품, 소재 Supply chain

								(단위: 천대)
제품명	Size	해상도	TFT 방식	공급사	2016	2017	2018	2019
iPad mini	7.9	2048x1536	a-Si	BOE	375	-	-	-
				LG디스플레이	4,020	3,385	5,795	-
				삼성디스플레이	2,859	-	-	-
			Oxide	Sharp	910	-	-	-
iPad 9.7	9.7	2048x1536	a-Si	BOE	-	90	2,665	1,707
				Innolux	-	-	286	241
				LG디스플레이	12,999	11,864	18,668	4,202
				삼성디스플레이	4,978	531	-	-
			Oxide	LG디스플레이	4,861	7,440	-	-
				Sharp	1,670	12,300	8,670	3,470
iPad 10.2	10.2	2160x1620	a-Si	BOE	-	-	-	13
				LG디스플레이	-	-	-	8,187
iPad Air	10.5	2224x1668	Oxide	LG디스플레이	-	1,848	1,357	2,809
				Sharp	-	4,420	1,815	1,020
iPad Pro 11	11	2388x1668	Oxide	BOE	-	-	-	638
				LG디스플레이	-	-	402	1,257
				Sharp	-	-	1,890	2,280
iPad Pro 12.9	12.9	2732x2048	Oxide	LG디스플레이	76	1,781	1,595	1,341
				삼성디스플레이	581	20	-	-
				Sharp	1,860	1,940	585	1,815
Total					35,189	45,619	43,728	28,980
업체별 패널 출하량				LG디스플레이	21,956	26,318	27,817	17,796
				Sharp	4,440	18,660	12,960	8,585
				BOE	375	90	2,665	2,358
				Innolux	-	-	286	241
				삼성디스플레이	8,418	551	-	-
업체별 패널 출하량				LG디스플레이	62%	58%	64%	61%
				Sharp	13%	41%	30%	30%
				BOE	1%	0%	6%	8%
				Innolux	13%	41%	30%	30%
				삼성디스플레이	24%	1%	0%	0%

자료: OMDIA, 하이투자증권

4. 2021 년 BOE Flexible OLED 패널 출하량 급증할 전망

BOE 가 Flexible OLED
시장에 본격적으로 들어올
경우 국내 업체들과의
경쟁 불가피

정부 지원에 힘입은 BOE 의 Flexible OLED 시장 내 성장은 국내 업체들에게 또 다른 위협 요인으로 작용할 전망이다. <표 7>의 2019 년 주요 스마트폰 업체별 OLED 패널 Supply chain 현황을 살펴보면 지난해 BOE 는 자국 기업인 Huawei 에만 공급이 집중됐던 것으로 분석된다. 그러나 지난 5 월에 출시된 LG 전자 벨벳에 BOE 의 Flexible OLED 패널이 탑재되기 시작했고, 이르면 내년 1 분기 출시 예정인 삼성전자 Galaxy S30(가칭) 신제품 일부에도 채택될 가능성이 존재한다. 또한 2021 년부터는 iPhone 신제품 일부에도 BOE 가 OLED 패널을 공급할 가능성이 높아질 것으로 예상된다.

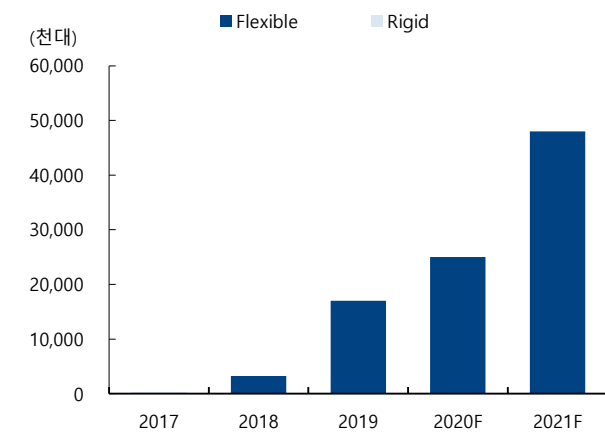
자국 업체들의 경우에도 삼성디스플레이 대비 약 30% 가격이 낮은 BOE 패널을 선호하지 않을 이유가 없다. 특히 BOE 가 삼성전자 혹은 Apple 에 OLED 패널을 공급한 이력을 쌓는다면 패널 품질에 대한 신뢰도가 한 단계 높아지면서 다른 고객사 확보에 더욱 유리해질 수 있다. 결국 BOE 의 성장은 스마트폰 내 OLED 침투율이 급격히 상승하지 않는 한 기존에 국내 업체들이 확보하고 있는 대부분의 고객사들 내에서 일정 수준의 물량 변화는 불가피해 보인다.

표 7. 2019 년 주요 스마트폰 업체별 OLED 패널 Supply chain

Brand	(단위: 천대)								
	AUO	BOE	Everdisplay	LG Display	Royole	Samsung	Sharp	Tianma	Visionox
Apple		★		5,050		50,450			
ASUS		★				400		580	
Google				2,340					
HTC				150					
Huawei		16,700		2,020		54,190			
Lenovo		★				200		830	
LG		★		2,560				1,325	600
Meizu		★				950			
Nokia				10					
OPPO		★				42,100			
Samsung		★				193,720			
Sharp		★					130		
Sony				140					
Xiaomi		★				18,550			1,700
Vivo		★				38,800			
ZTE		★				150			220
Others	6	300	15,500		4	7,115		2,405	11,845
Total	6	17,000	15,500	12,270	4	406,625	130	5,140	14,365

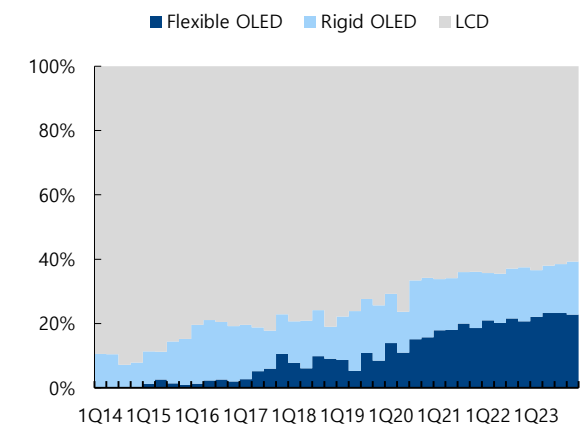
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 35. BOE 중소형 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

그림 36. 스마트폰용 디스플레이 기술 방식별 침투율 추이 및 전망



자료: OMDIA, 하이투자증권

5. 국내 업체들의 압도적 기술 차별화 위한 변화 필요

중국의 추격을 따돌리기
위해서 폴더블, IT 등
새로운 시장 창출 위한
노력에 속도내야 할 듯

향후 OLED 시장까지 중국에 빼앗기지 않기 위해서는 국내 디스플레이 업체들의 전략적 변화와 압도적인 기술 차별화의 필요성이 더욱 중요해지고 있다. 중소형 OLED 시장에서 가장 앞서 있는 삼성디스플레이는 다양한 신기술 개발을 통해 고객사들을 유인하여 적용 제품군을 적극적으로 확대해 가동률을 높이고 새로운 수익원을 창출해야 한다.

폴더블 스마트폰 시장 개화를 주도하고 있는 삼성전자는 올해 8월에 Galaxy Note20 과 함께 세번째 폴더블 제품인 Galaxy Fold2 를 출시할 계획이다 (<그림 38>참조). Galaxy Fold2 는 전작인 Galaxy Fold 와 전체적인 디자인은 유사하지만 접히는 주 화면이 기존 7.3”(1536x2152)에서 7.6”(2213x1689)로, 외부 디스플레이도 기존 4.6”(720x 1680)에서 6.2”(2267x819)로 커지면서 완성도가 더욱 높아질 것으로 알려졌다.

지금까지 전략적으로 삼성전자에만 집중해오던 삼성디스플레이는 올해 하반기에 Huawei, Oppo, Vivo 등 중국 스마트폰 업체들로도 폴더블 패널 공급을 시작할 것으로 전망된다. Motorola 는 지난 2월에 첫 번째 폴더블 제품인 RAZR 를 시장에 선보였으나 패널 구동상의 문제가 생기거나 디스플레이 패널과 Cover window film 이 벗겨지는 Lamination 불량 이슈 사례들이 발생한 바 있다 (<그림 39,40>참조). 또한 Huawei 는 전작과 같은 디자인에 Hinge 구조와 세부 사양을 개선시킨 Mate Xs 를 출시했지만 영하 5℃ 이하에서는 제품을 접거나 펼치면 안된다는 안내 문구가 여전히 남아있다. 중국 BOE 는 두 업체에 모두 OLED 패널을 공급했지만 폴더블 기술은 아직 완성도가 떨어진다는 것을 방증한다. 결국 폴더블 스마트폰에서 가장 핵심 부품인 OLED 패널의 중요성은 더욱 부각될 것으로 예상되며 기술 완성도가 높은 삼성디스플레이의 폴더블 패널을 공급받기 원하는 중국 스마트폰 업체들의 수요는 빠르게 증가할 전망이다.

접는 디스플레이 바람이 스마트폰에 이어 점차 Note PC 시장으로 확대될 가능성도 크다(<그림 41>참조). 지난해 11월 15일 Lenovo 는 세계 최초의 폴더블 PC 인 ‘ThinkPad X1’을 공개했으며 CES 2020 에서 Intel 의 Media day 행사 때 제품을 구현하는 모습을 보여줬다. 아직 가격은 공개되지 않았으나 2Q20~3Q20 에 출시될 것으로 예고한 바 있다. 또한 폴더블 외에도 Apple 이 2022년 출시 예정인 iPad 신제품 일부에 Rigid OLED 기판에 Flexible OLED 에 적용되던 TFE(Thin film encapsulation) 봉지 공정을 접목한 Hybrid OLED 패널을 채택할 계획이라는 점도 긍정적이다.

그림 37. 올해 2월 출시된 삼성전자 Galaxy Z Flip



자료: 삼성전자, 하이투자증권

그림 38. 올해 8월 출시 예정인 삼성전자 Galaxy Fold2



자료: 업계, 하이투자증권

그림 39. Motorola RAZR(폴더블) - 화면 구동 불량 발생



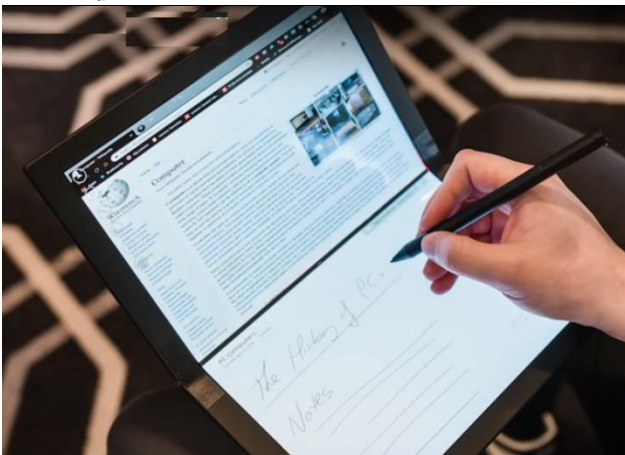
자료: 업계, 하이투자증권

그림 40. Motorola RAZR - Cover window 가 들뜨는 불량 발생



자료: 업계, 하이투자증권

그림 41. 2020년 출시 예정인 Lenovo의 폴더블 Note PC, ThinkPad X1



자료: 업계, 하이투자증권

그림 42. 2022년경 iPad 일부 제품에 Hybrid OLED 패널 적용 예상



자료: Apple, 하이투자증권

IV. BOE 의 OLED 성장이 소재, 부품 업체에게는 또 다른 기회

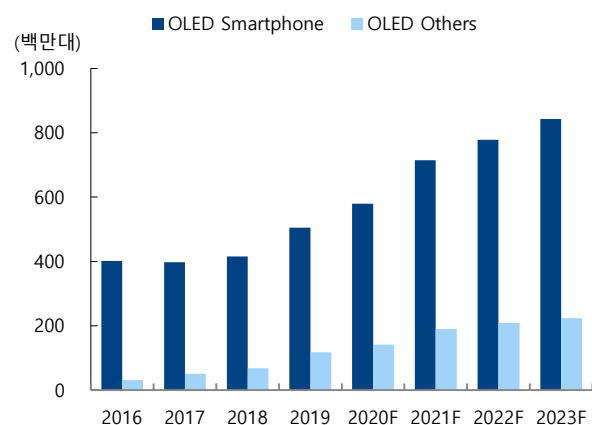
1. OLED 구동 Chip(DDI) 수요 급증할 전망

BOE 고해상도 OLED
DDI는 실리콘웍스와
Novatek이 대응할 듯

향후 중국 업체들이 중소형 OLED 패널 생산을 늘려 시장 규모가 확대된다면 OLED 구동 IC 인 DDI(Display Driver IC) 수요가 큰 폭으로 증가할 수 있다. 시장조사기관인 OMDIA 에 따르면 2023 년 스마트폰용 OLED DDI 수요는 2019 년 대비 67% 성장할 것으로 전망하고 있다(〈그림 43〉참조). 기존 중소형 OLED DDI 시장은 삼성디스플레이의 주력 공급사인 삼성전자 System LSI 사업부가 독점하다시피 했다. 그러나 최근 BOE 가 Flexible OLED 패널 공급량을 점차 늘려가고 있으며, 내년부터 삼성전자와 Apple 로도 고객사가 확대될 가능성이 있어 BOE 의 OLED DDI 공급사인 실리콘웍스(108320)와 대만 Novatek(3034 TW) 등의 수혜가 클 것으로 예상된다.

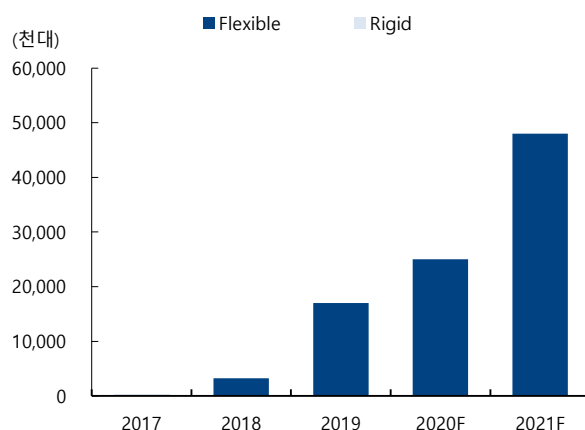
현재 BOE 내에서 두 업체의 구도를 살펴보면 올해~내년 공급을 목표로 개발 중인 삼성전자, Apple 향 OLED DDI 는 실리콘웍스가 단독으로 대응 중인 것으로 파악되며, HOVX(Huawei, Oppo, Vivo, Xiaomi) 등 중국 세트 업체들로 공급하는 OLED DDI 는 Novatek, Synaptics 등이 주력인 가운데 고해상도 물량 일부는 실리콘웍스가 같이 대응할 가능성이 높다. 특히 실리콘웍스는 LG 디스플레이가 생산하는 OLED TV 와 iPhone 향 Flexible OLED DDI 를 모두 독점 공급하면서 높은 기술력과 많은 경험을 확보하고 있어 BOE 가 고해상도 프리미엄 제품을 공략할 때 협력 관계에 있어 유리한 위치에 있는 것으로 판단된다.

그림 43. OLED 패널 구동용 DDI 수요 추이 및 전망



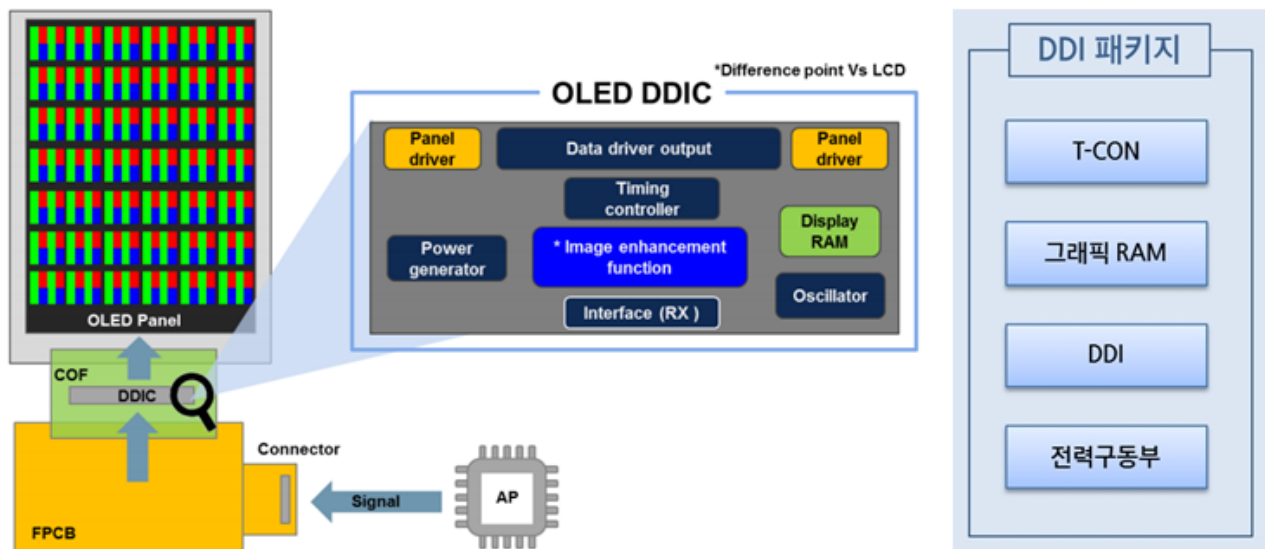
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 44. BOE 중소형 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



자료: 하이투자증권

그림 45. OLED DDI 구조 및 기능



자료: 업계, 삼성디스플레이, 하이투자증권

표 8. 2019 년 주요 업체별 스마트폰용 OLED DDI 점유율 현황

Brand	Synaptics	Novatek	Samsung LSI	Raydium	Magna Chip	Silicon Works	Anapass	Yunyinggu	Total
Apple			92%			16% → ↑			100%
Samsung			75%		26%	★			100%
Huawei	17%	21% → ↑	32%		31%	4.4% → ↑			100%
Xiaomi		★	40%	27%	39%	★			100%
Oppo		2% → ↑	52%		47%	★			100%
Vivo		★	53%		47%	★			100%
Others	10%	★		57%	14%	7.5% → ↑	13%	6.1%	100%
Total	2.5%	3.3% → ↑	58%	5.6%	27%	2.4% → ↑	0.7%	0.6%	100%

자료: OMDIA, 하이투자증권

2. 수출 낮은 중국 업체들의 본격 가동은 OLED 소재 수요에 긍정적

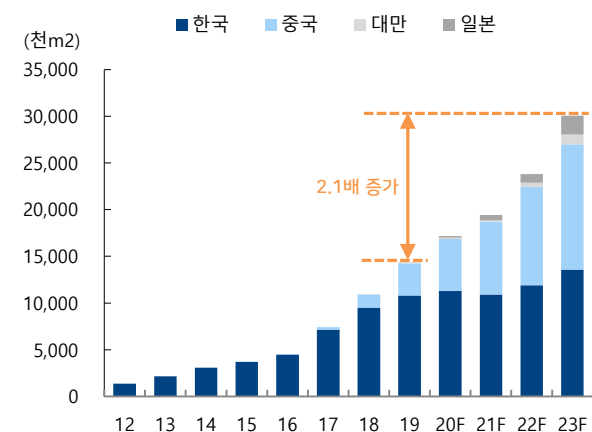
중국 OLED 본격 가동시 중장기적인 OLED 소재 수요 증가 방향성은 명확

향후 전세계 중소형 OLED Capa.는 중국 업체들의 공격적인 증설로 2019 년 1,433 만 m² 에서 2023 년 3,000 만 m² 규모까지 2 배 가량 확대될 전망이다 (<그림 46>참조). 그 중 중국의 점유율을 살펴보면 전체 중소형 OLED 기준 2019 년 24% → 2023 년 45%, Flexible OLED 내에서는 2019 년 29% → 2023 년 50%까지 상승할 것으로 추정된다. 중국 내 업체별 점유율은 BOE 38%, Tianma 와 Visionox 각각 19%, CSOT 11%를 차지할 것으로 예상된다.

Capa. 증설에 가장 적극적인 BOE 는 이미 B7(48K/월)과 B11 Ph1(15K/월)에 Flexible OLED 생산 설비 Set-up 이 완료되었음에도 불구하고 지난해 출하량이 1,700 만대에 그칠 정도로 가동률이 미미했다. 그러나 향후 BOE 를 포함한 중국 업체들의 Flexible OLED 패널 양산이 본격화될 경우 OLED 와 공정용 Chemical 소재 수요는 급격히 증가할 것으로 전망된다(<그림 47>참조). 특히 중국 패널 업체들의 OLED 생산 수출이 여전히 낮다는 점을 감안하면 중소형 OLED 시장의 강자인 삼성디스플레이의 패널 생산량 대비 소재 사용량을 1.0 이라고 가정할 때 같은 패널 수량을 중국 업체들이 생산할 경우 훨씬 더 많은 양을 필요로 할 수밖에 없기 때문에 소재 업체들에게는 긍정적인 요인이다(<그림 49>참조).

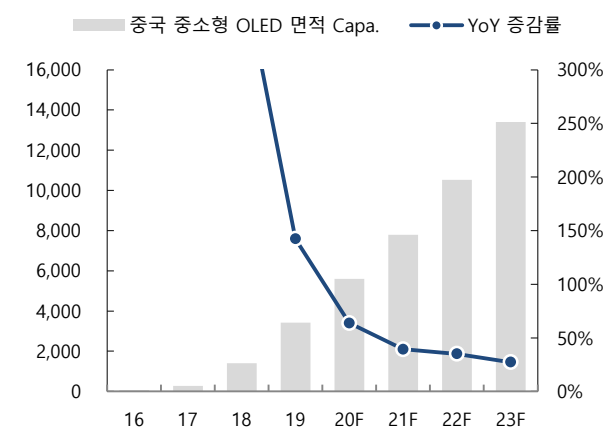
국내 업체 중 중국으로 OLED 소재 혹은 Chemical 소재 공급이 이루어지고 있거나 공급 가능성이 있는 곳으로 유기 소재를 생산하는 삼성 SDI(006400), LG 화학 (051910), 덕산네오룩스(213420)와 OLED 패널용 RFPCB 업체인 인터플렉스(051370), RFPCB 원재료인 PI film 과 Flexible 기판 원재료인 PI(Polyimide) 도료 등을 생산하는 PI 첨단소재(178920), 공정용 Chemical 업체인 솔브레인(036830), 이엔에프테크놀로지(102710) 등이 대표적이다.

그림 46. 전세계 중소형 OLED 면적 Capa. 추이 및 전망



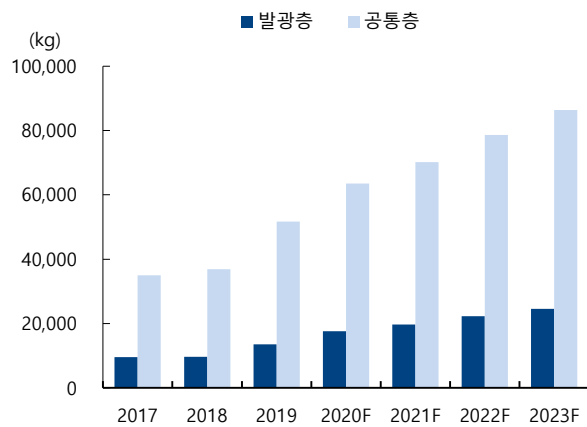
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 47. 중국 중소형 OLED 면적 Capa.와 증감율 추이 및 전망



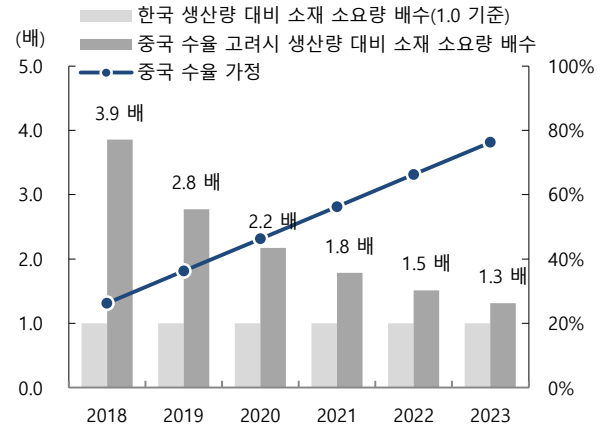
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 48. OLED 유기재료 수요 추이 및 전망



자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 49. 한국과 중국 패널 업체의 OLED 사용량 추정치 비교



자료: 하이투자증권

표 9. 주요 국내 디스플레이 부품, 소재 Supply chain

구분	업체명	주요 제품군	주요 고객사
소재	솔브레인	Copper 식각액, BOE계 식각액, ITO 식각액, CF 소재 등	삼성디스플레이, BOE
	동진세미켄	Photoresist, Stripper, 식각액, CF 소재 등	삼성디스플레이, BOE
	이엔에프테크놀로지	주요 식각액, ITO 식각액, Stripper, 세정액, Thinner, Photoresist/CF 소재 등	LG디스플레이, CSOT
부품	삼성SDI	편광 필름, CF Photoresist, OLED 유기 소재(Green host, p-dopant) 등	BOE, CSOT 등
	실리콘웍스	T-Con, Driver IC	BOE, CSOT, LG디스플레이
	아나패스	T-Con	삼성디스플레이
	이녹스첨단소재	FCCL(RF-PCB 소재), Flexible OLED용 Film, OLED TV용 봉지 Film 등	삼성디스플레이, LG디스플레이
	비에이치	RF-PCB	삼성디스플레이
	인터플렉스	RF-PCB	삼성디스플레이, 삼성전자, Apple
광학 Film	세경하이테크	Foldable용 Film, 스마트폰 Deco film, Glatic	삼성디스플레이, 삼성전자, Oppo
	제이앤티씨	Cover window, 스마트폰용 Connector	BOE, Huawei 등
	미래나노텍	LCD TV용 Prism sheet	삼성전자
	신화인터텍	LCD TV용 Prism sheet, Mobile OLED용 차폐 Film	삼성전자, 삼성디스플레이
OLED	HB테크놀로지	LCD TV용 도광판	삼성전자
	엘엠에스	중소형 LCD용 Prism sheet	주요 중국 업체
	덕산네오룩스	OLED 유기 소재(HTL, Red host, R', G')	삼성디스플레이, BOE, CSOT 등
	두산솔루스	OLED 유기 소재(HBL, ETL)	삼성디스플레이, BOE, CSOT 등
	PI첨단소재	PI Varnish	LG디스플레이, BOE

자료: 하이투자증권

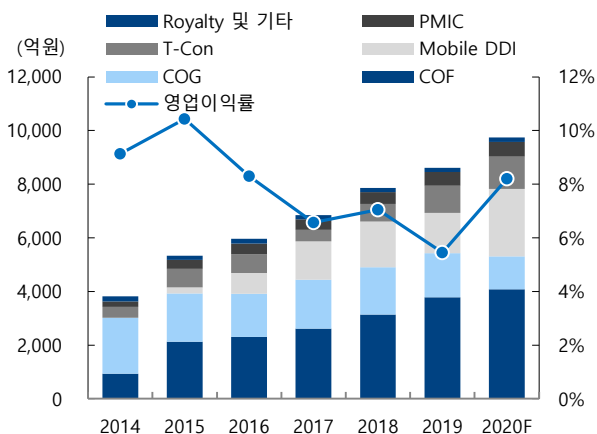
3. 투자 Top picks: 실리콘웍스(108320), 덕산네오룩스(213420)

당사는 국내 업체들의 점진적인 LCD 라인 구조조정에도 불구하고 중국향 매출 확대로 지속적인 성장세를 나타낼 것으로 예상되는 실리콘웍스(108320)과 덕산네오룩스(213420)를 디스플레이 중소형주 Top-picks 로 추천한다. 또한 반도체 부문과 함께 CSOT 물량 증가로 디스플레이 부문에서도 견조한 실적 흐름을 보여주고 있는 이엔에프테크놀로지(102710)에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

실리콘웍스는 기존 주력 고객사인 LG 디스플레이의 점진적인 LCD 라인 구조조정에도 불구하고 삼성디스플레이와 LG 디스플레이의 점유율을 동시에 빼앗아 오히려 생산량을 늘리고 있는 BOE, CSOT 를 고객사로 확보하고 있어 LCD 부문에서 실적 방어가 가능할 것으로 판단된다(<그림 51>참조). 또한 LG 디스플레이 내에서는 4K UHD 제품 비중이 높아 Commodity TV 패널 위주의 생산 중단 영향이 제한적일 수 있고, 중국 고객사내 점유율은 대만 Raydium, Novatek 등을 잠식하며 점진적으로 상승하고 있다는 점도 긍정적이다(<그림 55>참조). 특히 향후 LG 디스플레이의 OLED TV 패널과 iPhone 향 OLED 패널, BOE 의 Flexible OLED 패널 출하량 증가로 수익성이 높은 OLED 구동 Chip 비중이 확대되면서 지속적인 성장세를 나타낼 것으로 전망된다.

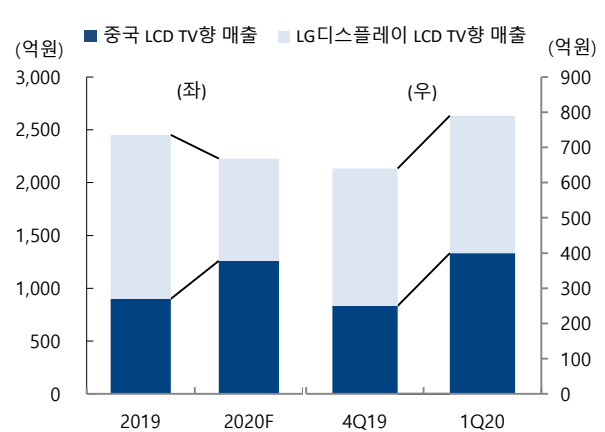
덕산네오룩스는 중소형 OLED 시장에서 높은 기술적 우위에 있는 삼성디스플레이 OLED 소재 공급 경험을 바탕으로 지난해 하반기부터 중국향 매출 비중이 확대되어 뚜렷한 실적 개선세를 보이고 있다(<그림 57>참조). 향후 스마트폰 시장에서의 OLED 패널 침투율 상승과 중국 업체들의 OLED 라인 가동이 본격화될 경우 OLED 소재 수요는 중장기적으로 증가할 전망이다. 특히 중국 패널 업체들은 OLED 생산 수율이 낮아 훨씬 더 많은 양을 필요로 할 수 밖에 없고 수익성이 높아 실적에 긍정적 요인으로 작용할 수 있다.

그림 50. 실리콘웍스 연간 실적 추이 및 전망



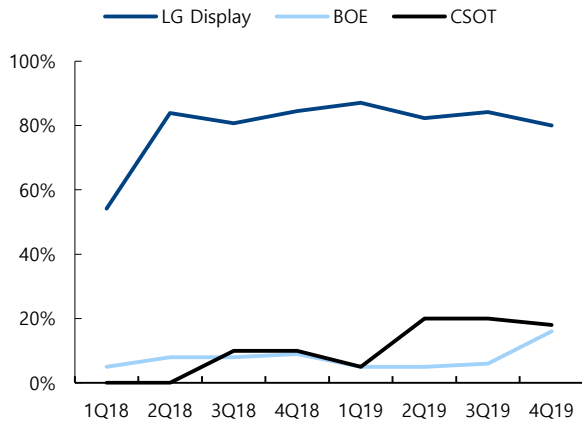
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

그림 51. 실리콘웍스 LG 디스플레이와 중국향 LCD TV 매출 비교



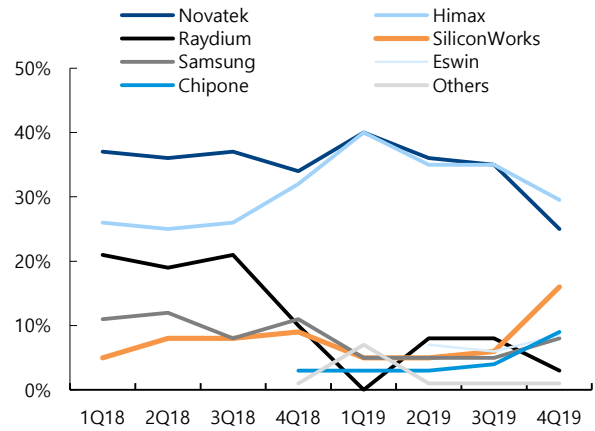
자료: 하이투자증권

그림 52. 실리콘웍스 주요 고객사 내 DDI 점유율 추이



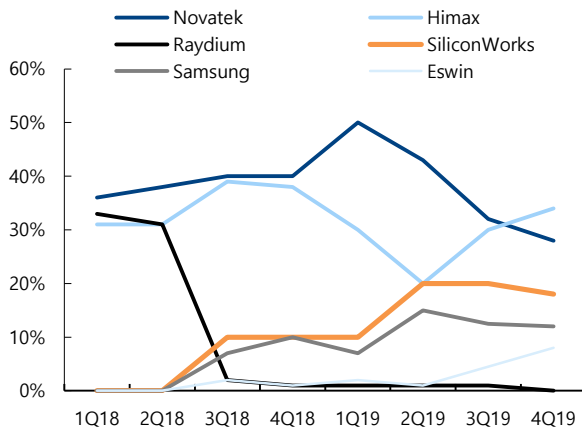
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 53. BOE 내 주요 업체별 DDI 점유율 추이



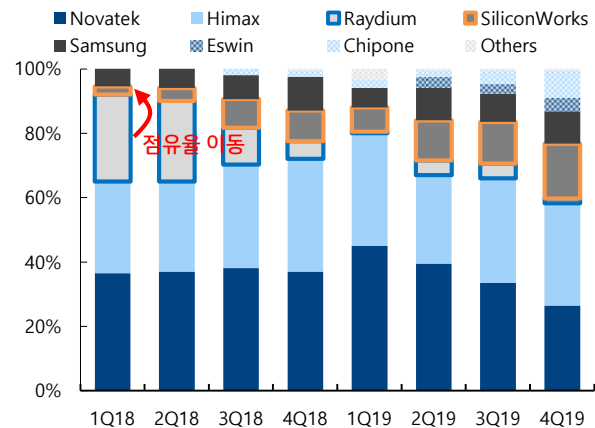
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 54. CSOT 내 주요 업체별 DDI 점유율 추이



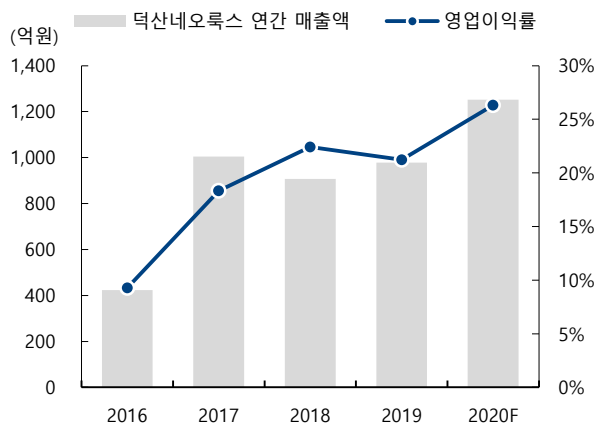
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 55. BOE+CSOT 내 주요 업체별 DDI 점유율 추이



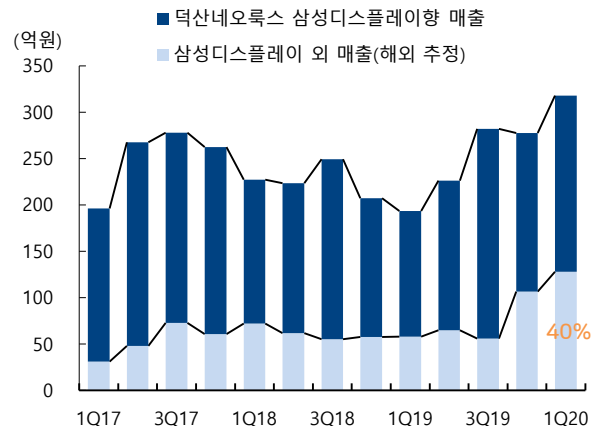
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 56. 덕산네오룩스 연간 실적 추이 및 전망



자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림 57. 덕산네오룩스 주요 고객사 분기별 매출 추이



자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

Appendix. Peer Valuation table

표 10. 주요 OLED/폴더블 관련 소재, 부품 업체 Valuation table

업체명	주가 (원) (5/29)	시가총액 (억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE (%)		
			2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F
두산솔루스	41,350	12,649	n/a	45.2	57.5	n/a	5.7	9.7	n/a	73.1	23.4	n/a	n/a	535%	n/a	n/a	19%
PI첨단소재	31,500	9,250	27.9	58.0	18.3	3.8	4.1	3.2	16.8	25.6	10.7	7%	-49%	185%	14%	7.0%	21%
덕산네오룩스	31,850	7,647	18.1	33.0	25.8	2.4	4.0	4.0	12.7	24.9	18.5	12%	2%	55%	14%	13%	20%
실리콘웍스	36,950	6,010	11.2	16.8	10.1	1.2	1.4	1.2	5.1	7.7	4.3	4%	-21%	54%	11%	8.4%	14%
비에이치	17,450	5,732	6.3	12.4	8.0	2.6	2.4	1.5	4.1	7.1	5.2	81%	-33%	25%	49%	24%	25%
KH바텍	20,800	4,868	-4.2	-42.3	20.3	0.9	2.8	2.3	-33.4	32.6	12.6	적자	적자	흑자	-20%	-6%	14%
이녹스첨단소재	37,300	3,544	11.4	14.7	11.3	2.3	2.8	1.6	7.6	8.5	5.8	76%	13%	-15%	22%	21%	17%
세경하이테크	27,950	3,254	n/a	17.8	10.2	n/a	3.0	2.0	n/a	10.9	5.6	흑전	-34%	51%	46%	19%	29%
인터플렉스	10,150	2,368	-3.1	-14.1	-526	1.0	1.8	1.1	-7.3	44.6	8.8	적자	적자	적자	-29%	-12%	1.8%
평균			15.0	28.3	20.2	2.0	3.1	3.0	9.3	26.1	10.6	79%	17%	113%	13%	9.2%	18%

자료: Quantwise, 하이투자증권

주: 2020년 5월 29일 종가 기준

표 11. 주요 반도체, 디스플레이 소재 업체 Valuation table

업체명	주가(원) (5/29)	시가총액 (억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE		
			2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F
SK머티리얼즈	162,100	17,098	14.1	15.3	11.9	3.8	3.7	2.7	8.8	8.7	7.3	19%	16%	11%	30%	30%	30%
솔브레인	80,700	14,040	8.3	12.5	9.0	1.1	1.7	1.4	3.9	5.7	4.4	139%	16%	37%	15%	15%	20%
한솔케미칼	97,500	11,013	12.4	13.9	10.9	2.3	2.6	2.0	8.1	8.4	7.3	17%	34%	13%	20%	21%	22%
티씨케이	83,500	9,749	10.1	16.4	15.9	2.6	3.5	3.6	5.5	10.0	9.8	26%	0%	31%	28%	23%	25%
후성	7,990	7,399	22.3	93.4	48.4	3.3	3.6	n/a	13.1	25.8	14.3	-1%	-99%	n/a	16%	3.9%	4.6%
에스앤에스텍	27,400	5,407	16.1	23.8	34.4	0.9	2.6	5.0	6.5	13.1	20.3	48%	119%	55%	5.9%	12%	18%
이엔에프테크놀로지	27,600	3,927	6.2	8.8	6.5	0.8	1.5	1.2	5.8	8.4	6.0	12%	61%	20%	14%	19%	20%
원익QnC	14,050	3,693	6.5	157	13.4	1.3	1.9	1.5	5.6	32.1	6.1	40%	적전	흑전	21%	1.2%	16%
하나머티리얼즈	17,700	3,474	6.4	13.5	8.6	1.9	2.5	1.9	5.8	8.4	6.0	86%	-24%	46%	35%	21%	24%
원익머티리얼즈	23,650	2,982	6.5	13.6	9.3	1.0	1.2	0.9	3.5	6.6	4.1	132%	-32%	14%	16%	10%	11%
평균			10.9	36.9	16.8	1.9	2.5	2.2	6.7	12.7	8.5	52%	10%	28%	20%	16%	19%

자료: Quantwise, 하이투자증권

주: 2020년 5월 29일 종가 기준

기업 분석

실리콘웍스(108320)_LG 디스플레이와의 Decoupling!	36
덕산네오룩스(213420)_삼성디스플레이가 전부는 아니야	44
이엔에프테크놀로지(102710)_ 여전히 P/E 6.5 배로 가장 저평가	52
인터플렉스(051370)_칩체의 끝자락	60

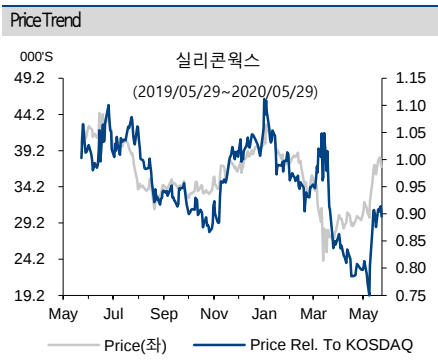
실리콘웍스 (108320)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	56,000 원(상향)
종가(2020/05/29)	36,950 원
상승여력	51.6 %

Stock Indicator	
자본금	8십억원
발행주식수	1,626만주
시가총액	601 십억원
외국인지분율	31.8%
52 주 주가	24,000~44,400 원
60 일평균거래량	188,970 주
60 일평균거래대금	5.9 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	22.6	12.1	-1.5	-11.5
상대수익률	11.9	-4.7	-14.2	-15.0



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	867	980	1,104	1,245
영업이익(십억원)	47	80	99	111
순이익(십억원)	39	72	87	98
EPS(원)	2,370	4,425	5,361	6,056
BPS(원)	29,033	32,643	37,188	42,428
PER(배)	16.8	8.3	6.9	6.1
PBR(배)	1.4	1.1	1.0	0.9
ROE(%)	8.4	14.4	15.4	15.2
배당수익률(%)	2.1	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA(배)	7.3	3.5	2.5	1.8

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이] 정원석
(2122-9203) wschung@hi-ib.com

LG 디스플레이와의 Decoupling!

LG 디스플레이 실적과 동행하지 않는다면 안 살 이유가 없다

최근 시장 투자자들은 중국발 LCD 공급 과잉으로 LG 디스플레이가 지난해말 LCD 라인 구조조정을 결정함에 따라 동사 실적이 부진할 것이라는 우려가 많았다. 그러나 1Q20 실적에서 보여주었듯이 중국 업체들로 고객사가 다변화된 동사는 달랐다. 한마디로 LG 디스플레이와의 Decoupling 현상이 발생한 것이다. 국내 업체 (삼성 D+ LGD)들의 LCD TV 패널 점유율이 중국 업체들로 넘어 가면서 동사의 DDI 를 가져가는 고객사는 달라졌지만 LG 디스플레이 주문량 감소가 BOE, CSOT 향 매출로 이어졌고 실적이 방어됐다. 또한 LG 디스플레이 내에서는 4K UHD 제품 비중이 높아 Commodity TV 패널 위주의 생산 중단 영향이 제한적일 수 있고, 중국 고객사내 점유율은 대만 Raydium, Novatek 등을 잠식하며 상승하고 있다는 점도 긍정적이다.

디스플레이 업황은 상반기가 최악, 하반기가 더 나빠질 가능성은 낮다

올해 상반기 디스플레이 업황은 COVID-19 영향으로 일시적인 공급 차질, LCD TV 수요 부진, 패널 재고 상승 등 최악의 상황을 보내고 있다. 그러나 골이 깊은 만큼 하반기 업황이 더 나빠질 가능성은 낮을 것으로 판단된다. 계절적 성수기인 하반기에는 ① LG 디스플레이 OLED TV 패널 출하량의 점진적인 상승, ② LCD TV 패널 재고 소진과 연말 성수기 수요 대응을 위한 BOE, CSOT 의 생산량 확대, ③ iPhone 12 신제품 출시 효과 등으로 상반기 대비 큰 폭의 실적 개선세가 나타날 것으로 전망된다. 이를 반영한 2020 년 실적은 매출액 9,797 억원(YoY: +13%), 영업이익 803 억원(YoY: +70%)의 사상 최대 실적을 기록할 것으로 추정된다.

향후 BOE 등 중국 업체들이 중소형 OLED 패널 생산을 본격화할 경우 동사의 OLED DDI 수요가 큰 폭으로 증가할 수 있다는 점도 긍정적 요인이다. 현재 BOE 내에서 두 업체의 구도를 살펴보면 올해~내년 공급을 목표로 개발 중인 삼성전자, Apple 향 OLED DDI 는 동사가 단독으로 개발 대응 중인 것으로 파악되며, Huawei, Oppo, Vivo, Xiaomi 등 중국 세트 업체들로 공급하는 OLED DDI 는 Novatek, Synaptics 등이 주력인 가운데 고해상도 물량 일부는 동사가 같이 대응하고 있다. 특히 동사는 LG 디스플레이가 생산하는 OLED TV 와 iPhone 향 Flexible OLED DDI 를 모두 독점 공급하면서 높은 기술력과 많은 경험을 확보하고 있어 BOE 가 고해상도 프리미엄 제품을 공략할 때 협력 관계에 있어 유리한 위치에 있는 것으로 판단된다.

매수 투자 의견 유지, 목표주가 56,000 원으로 상향

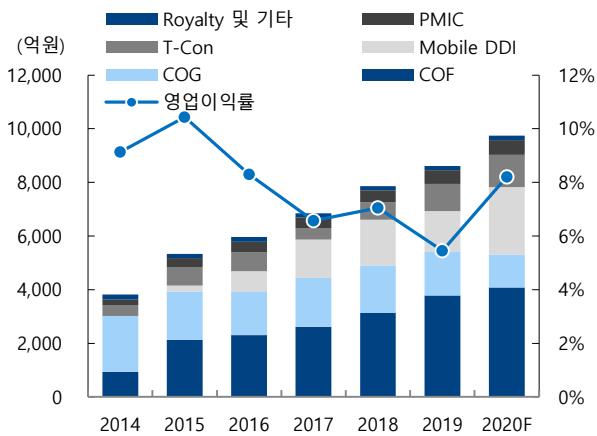
동사에 대한 매수 투자 의견 유지, 목표주가 56,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가 는 2020 년 예상 EPS 에 최근 3 년간 평균 P/E 배수인 12.7 배를 적용하여 산출했다. COVID-19 사태로 인한 전세계 증시 하락 구간을 제외한다면 현 주가의 P/E 8.6 배는 지난 2011 년 이후 역사적 하단 수준에 불과해 Valuation 매력도가 상당히 높다. 하반기 TV 수요의 회복, iPhone 신제품 출시 효과로 가파른 실적 개선세를 보일 동사에 대한 적극적인 비중 확대 전략을 추천한다.

표 1. 실리콘웍스 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)											
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	1,774	1,963	2,497	2,437	2,126	2,052	2,784	2,836	7,918	8,671	9,797
YoY 증감률	9%	9%	17%	3%	20%	5%	11%	16%	14%	10%	13%
QoQ 증감률	-25%	11%	27%	-2%	-13%	-3%	36%	2%	-	-	-
COF	801	880	1,061	1,038	974	956	1,061	1,092	3,143	3,780	4,084
COG	360	406	512	374	389	306	278	254	1,757	1,652	1,226
Mobile DDI	288	279	425	512	324	259	952	980	1,710	1,503	2,515
T-Con	181	210	310	304	278	329	293	304	657	1,006	1,204
PMIC	119	126	131	132	132	137	139	142	441	508	550
Royalty 및 기타	25	61	58	78	29	64	61	64	145	161	159
매출원가	1,377	1,491	1,885	1,790	1,549	1,508	2,012	2,057	5,982	6,542	7,126
매출원가율	78%	76%	75%	73%	73%	74%	72%	73%	76%	75%	73%
매출총이익	397	472	612	647	577	543	772	779	1,937	2,129	2,671
매출총이익률	22%	24%	25%	27%	27%	26%	28%	27%	24%	25%	27%
판매비 및 관리비	379	410	472	395	460	445	499	463	1,379	1,656	1,867
판매비율	21%	21%	19%	16%	22%	22%	18%	16%	17%	19%	19%
영업이익	18	62	140	252	117	98	273	316	558	473	803
영업이익률	1%	3%	6%	10%	5%	5%	10%	11%	7%	5%	8%
YoY 증감률	-44%	-41%	-34%	21%	563%	57%	94%	25%	23%	-15%	70%
QoQ 증감률	-92%	254%	125%	79%	-54%	-16%	178%	16%	-	-	-
세전이익	32	73	156	207	167	105	279	322	558	473	803
당기순이익	29	60	105	192	128	82	226	284	490	385	720
순이익률	2%	3%	4%	8%	6%	4%	8%	10%	6%	4%	7%
YoY 증감률	-53%	-31%	-41%	17%	348%	36%	115%	48%	4%	-21%	87%
QoQ 증감률	-83%	110%	74%	83%	-33%	-36%	176%	26%	-	-	-
[제품별 매출비중]											
COF	45%	45%	43%	43%	46%	47%	38%	39%	40%	44%	42%
COG	20%	21%	21%	15%	18%	15%	10%	9%	22%	19%	13%
Mobile DDI	16%	14%	17%	21%	15%	13%	34%	35%	22%	17%	26%
T-Con	10%	11%	12%	12%	13%	16%	11%	11%	8%	12%	12%
PMIC	7%	6%	5%	5%	6%	7%	5%	5%	6%	6%	6%
Royalty 및 기타	1%	3%	2%	3%	1%	3%	2%	2%	2%	2%	2%

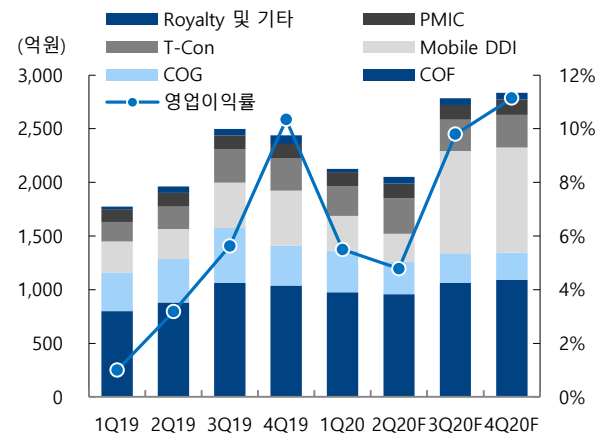
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

그림 1. 실리콘웍스 연간 실적 추이 및 전망



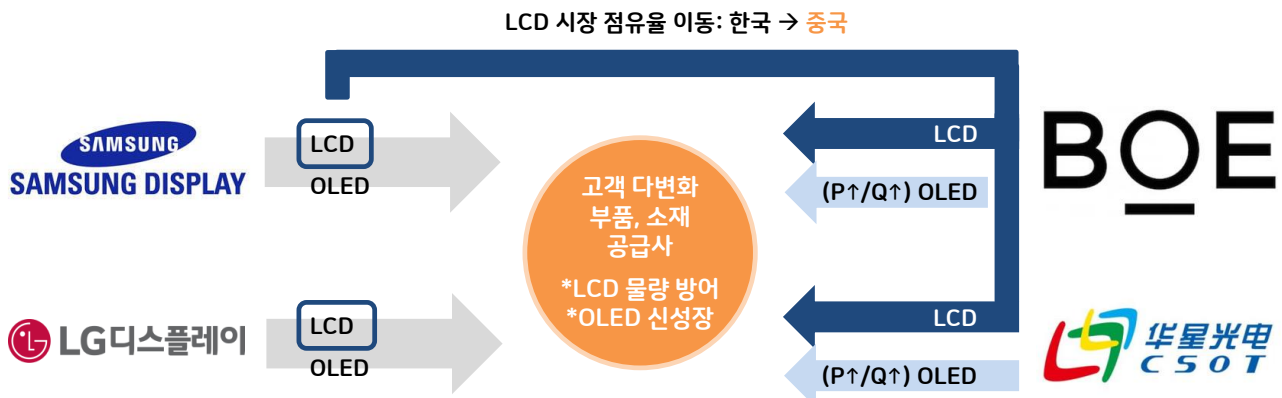
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

그림 2. 실리콘웍스 분기별 실적 추이 및 전망



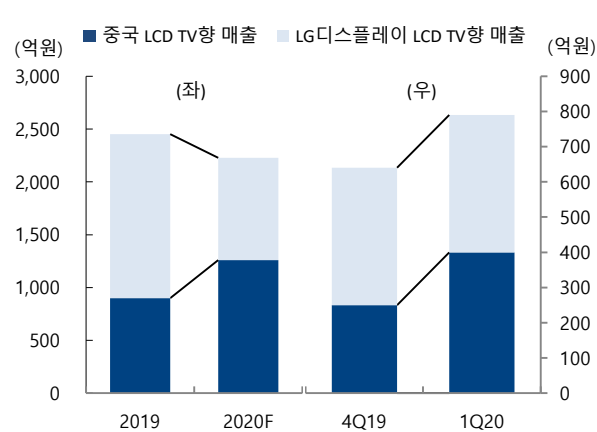
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

그림 3. 국내 업체들의 LCD 구조조정과 중국 업체들의 시장 점유율 상승이 부품, 소재 업체에게 미치는 영향



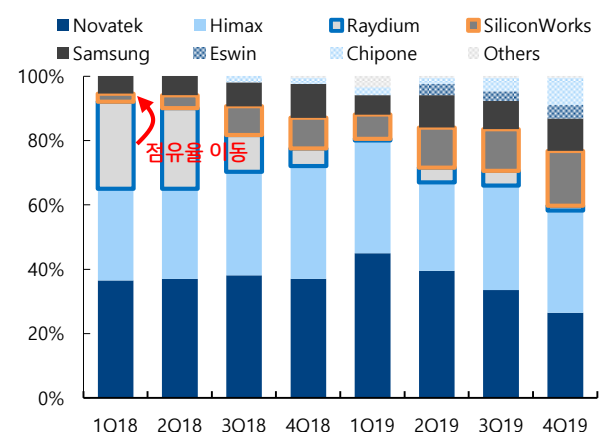
자료: 하이투자증권

그림 4. 주요 고객사별 LCD TV 패널 연간 출하량 추이 및 전망



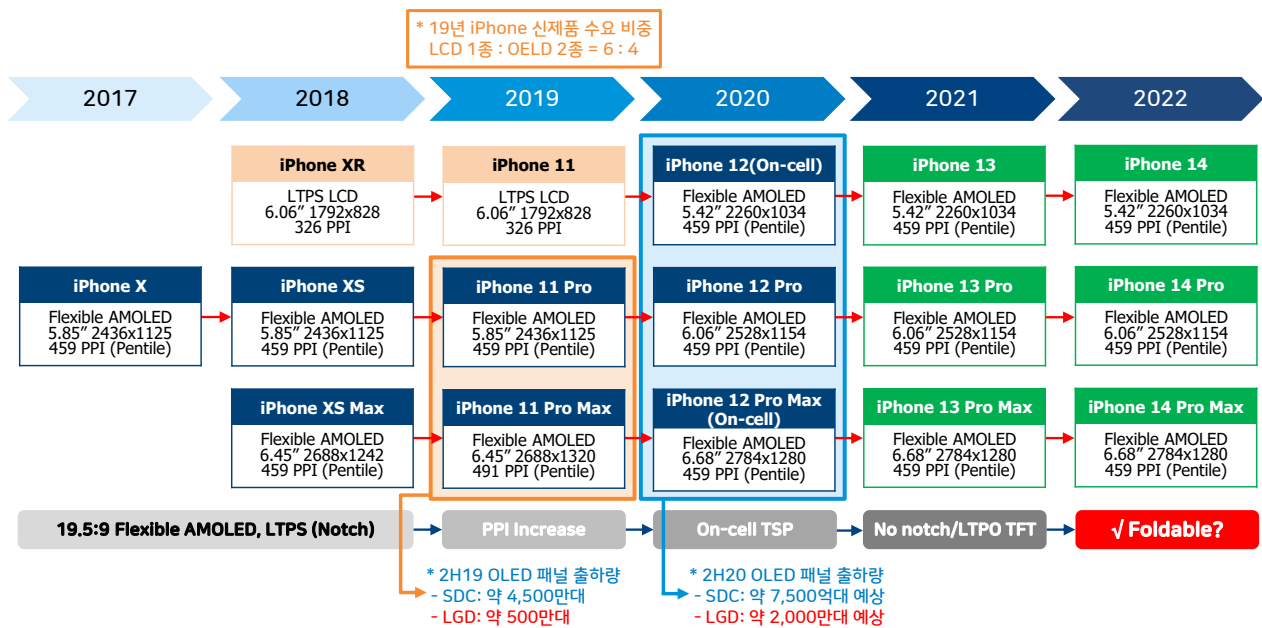
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

그림 5. LG 디스플레이 OLED TV 패널 연간 출하량 추이 및 전망



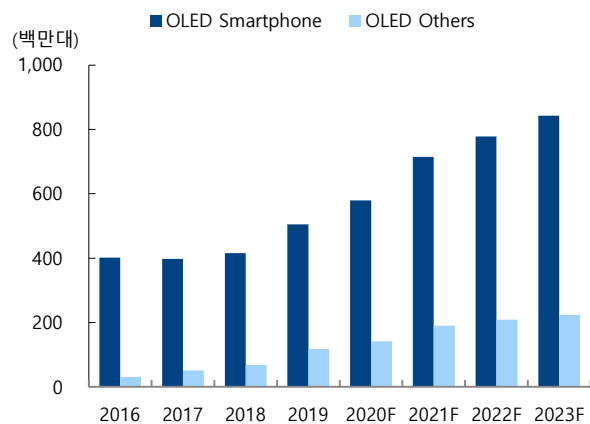
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

그림 6. iPhone 디스플레이 사양 예상 Roadmap



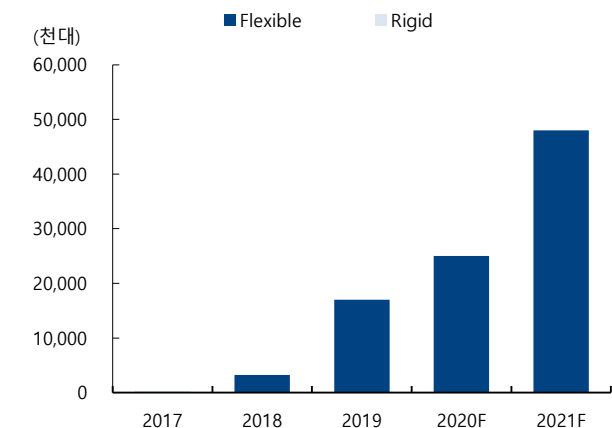
자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

그림 7. OLED 패널 구동용 DDI 수요 추이 및 전망



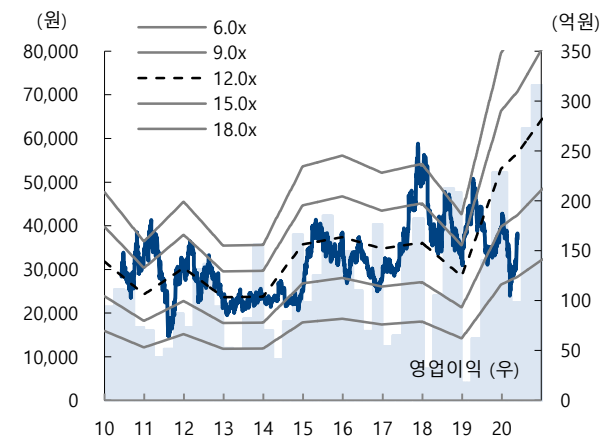
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 8. BOE 중소형 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



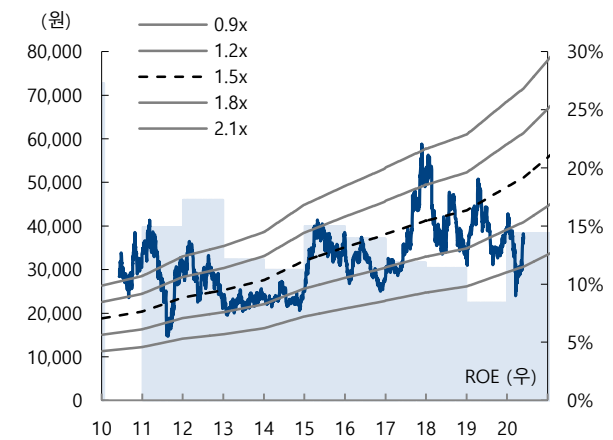
자료: 하이투자증권

그림 9. 실리콘웍스 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 10. 실리콘웍스 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 2. 실리콘웍스 목표주가 산출

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	
EPS (원)	1,979	2,979	3,116	2,894	3,010	2,370	4,425	5,361	
BPS (원)	18,371	21,371	23,406	25,345	27,460	29,033	32,643	37,188	
고점 P/E (배)	13.8	13.9	12.0	20.3	18.7	21.4	9.7	16.4	최근 3년간 평균: 17.5
평균 P/E (배)	11.8	11.7	9.8	13.1	13.7	16.4	7.7	12.2	최근 3년간 평균: 12.7
저점 P/E (배)	10.4	8.4	8.0	9.8	10.8	13.1	5.4	9.4	최근 3년간 평균: 9.8
고점 P/B (배)	1.4	1.9	1.6	2.2	2.0	1.7	1.3	1.8	최근 3년간 평균: 1.8
평균 P/B (배)	1.2	1.6	1.3	1.4	1.5	1.3	1.0	1.3	최근 3년간 평균: 1.3
저점 P/B (배)	1.0	1.2	1.0	1.1	1.1	1.0	0.7	1.0	최근 3년간 평균: 1.0
ROE	11.2%	15.0%	13.9%	11.9%	11.4%	8.4%	14.4%	15.4%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원) = 20년							4,425	5,361	최근 3년간 평균 P/E 배수
Target P/E (배)							12.7	12.7	
적정주가 (원)							56,353	68,265	
목표주가 (원)							56,000		20년 예상 실적 기준 P/E 12.9배
전일 종가 (원)							36,950		20년 예상 실적 기준 P/E 8.6배
상승 여력							52%		

자료: 실리콘웍스, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	519	607	701	812
현금 및 현금성자산	110	173	222	292
단기금융자산	102	97	102	97
매출채권	162	183	206	232
재고자산	119	128	144	163
비유동자산	111	100	92	85
유형자산	32	24	19	17
무형자산	53	50	47	43
자산총계	630	706	793	896
유동부채	145	163	175	193
매입채무	132	145	160	177
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	13	13	13	13
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	158	175	188	206
자배주주지분	472	531	605	690
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	76	76	76	76
이익잉여금	388	446	520	604
기타자본항목	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	472	531	605	690

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	21	79	75	84
당기순이익	39	72	87	98
유형자산감가상각비	6	7	7	5
무형자산상각비	7	6	5	4
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-117	1	-9	3
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-6	-3	-2	-
금융상품의 증감	-102	5	-5	5
재무활동 현금흐름	-16	-16	-17	-17
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-13	-13	-14	-14
현금및현금성자산의증감	-113	63	49	70
기초현금및현금성자산	223	110	173	222
기말현금및현금성자산	110	173	222	292

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	867	980	1,104	1,245
증가율(%)	9.5	13.0	12.7	12.8
매출원가	654	713	799	904
매출총이익	213	267	304	341
판매비와관리비	166	187	205	230
연구개발비	100	114	128	144
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	47	80	99	111
증가율(%)	-15.3	70.0	23.5	12.1
영업이익률(%)	5.4	8.2	9.0	8.9
이자수익	4	5	6	7
이자비용	0	0	0	0
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	3	1	2
세전계속사업이익	47	87	106	120
법인세비용	8	15	19	21
세전계속이익률(%)	5.4	8.9	9.6	9.6
당기순이익	39	72	87	98
순이익률(%)	4.4	7.3	7.9	7.9
지배주주귀속 순이익	39	72	87	98
기타포괄이익	1	1	1	1
총포괄이익	39	73	88	99
지배주주귀속총포괄이익	39	72	87	98

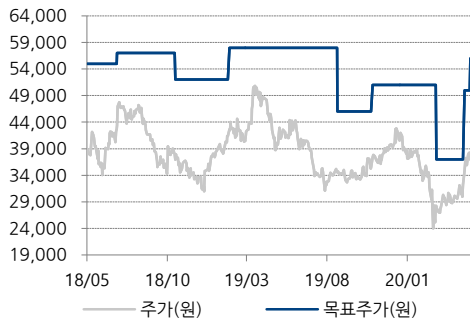
주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	2,370	4,425	5,361	6,056
BPS	29,033	32,643	37,188	42,428
CFPS	3,129	5,224	6,082	6,610
DPS	830	850	850	850
Valuation(배)				
PER	16.8	8.3	6.9	6.1
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9
PCR	12.7	7.1	6.1	5.6
EV/EBITDA	7.3	3.5	2.5	1.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	8.4	14.4	15.4	15.2
EBITDA 이익률	6.9	9.5	10.1	9.7
부채비율	33.4	33.1	31.0	29.9
순부채비율	-44.9	-50.9	-53.6	-56.3
매출채권회전율(x)	5.4	5.7	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	7.8	7.9	8.1	8.1

자료 : 실리콘웍스, 하이투자증권 리서치본부

실리콘웍스

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-27.7%	-16.1%
2020-03-25	Buy	37,000	1년	-20.4%	-12.8%
2020-05-18	Buy	50,000	1년	-25.4%	-23.5%
2020-06-01	Buy	56,000	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 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 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 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- 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 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-

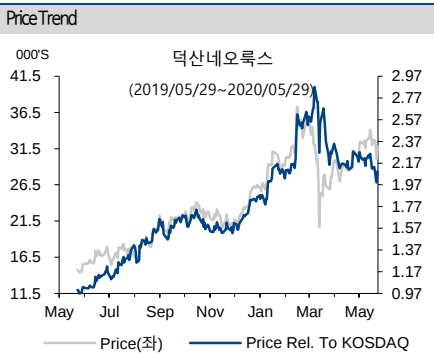
덕산네오룩스 (213420)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	42,000 원(유지)
증가(2020/05/29)	31,850 원
상승여력	31.9 %

Stock Indicator	
자본금	5십억원
발행주식수	2,401만주
시가총액	765십억원
외국인지분율	18.4%
52 주 주가	14,400~37,300 원
60 일평균거래량	399,402 주
60 일평균거래대금	11.9십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.8	-3.6	50.6	117.4
상대수익률	-8.9	-20.5	37.8	113.9



FY	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	98	125	152	190
영업이익(십억원)	21	33	46	52
순이익(십억원)	19	32	44	51
EPS(원)	798	1,341	1,848	2,141
BPS(원)	6,662	7,996	9,838	11,972
PER(배)		23.7	17.2	14.9
PBR(배)		4.0	3.2	2.7
ROE(%)	12.7	18.3	20.7	19.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)		18.6	13.3	11.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이] 정원석
(2122~9203) wschung@hi-ib.com

삼성디스플레이가 전부는 아니야

중장기적인 OLED 소재 수요 증가 방향성은 명확하다

2023 년 전세계 중소형 OLED Capa.는 중국 업체들의 공격적인 증설로 2019 년 대비 2 배 가량 확대될 전망이다. 향후 BOE 를 포함한 중국 업체들의 Flexible OLED 패널 양산이 본격화될 경우 OLED 소재 수요는 급격히 증가할 것으로 예상된다. 이미 동사는 중소형 OLED 시장에서 높은 기술적 우위에 있는 삼성디스플레이 OLED 소재 공급 경험을 바탕으로 지난해 하반기부터 중국향 매출 비중이 확대되어 뚜렷한 실적 개선세를 보이고 있다. 향후 스마트폰 시장에서의 OLED 패널 침투율 상승과 중국 업체들의 OLED 라인 가동이 본격화될 경우 OLED 소재 수요는 중장기적으로 증가할 수 있다. 특히 중국 패널 업체들의 OLED 생산 수율이 여전히 낮다는 점을 감안하면 중소형 OLED 시장의 강자인 삼성디스플레이의 패널 생산량 대비 소재 사용량을 1.0 이라고 가정할 때 같은 패널 수량을 중국 업체들이 생산할 경우 훨씬 더 많은 양을 필요로 할 수 밖에 없고 수익성이 높아 동사 실적에 긍정적인 요인이다.

COVID-19 로 인한 2Q 실적 영향 불가피하나 하반기 개선세 가파를 전망

최근 COVID-19 로 인해 전세계 스마트폰 시장 수요가 급격히 둔화되었다. 3 월부터 COVID-19 가 미국, 유럽으로 확산되면서 삼성전자 Galaxy S20 신제품 판매도 부진한 상황이다. 이로 인해 삼성전자가 2Q 들어 부품 재고 조정에 들어가면서 삼성디스플레이도 4 월부터 OLED 패널 생산량을 크게 낮춘 것으로 알려졌다. 또한 중국 패널 업체들도 전방 수요 부진으로 인해 OLED 소재 재고 축적 수요 이후 소진시까지 시간이 필요해 보인다. 그러나 계절적 성수기인 하반기부터 예년 대비 더욱 가파른 실적 성장세를 나타낼 전망이다. 하반기 출시 예정인 iPhone 12 에 모두 Flexible OLED 가 채택되면서 삼성디스플레이의 하반기 iPhone 향 OLED 패널 출하량이 19 년 4,500 만대 → 20 년 7,500 만대 수준까지 크게 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 중국 최대 고객사인 BOE 는 올해 OLED 패널 출하량을 전년 대비 크게 확대할 것으로 밝힌 바 있어 하반기에 주문량 증가가 재개될 경우 수익성 개선에 긍정적일 수 있다. 이를 반영한 2020 년 매출액과 영업이익은 각각 1,253 억원(YoY: +28%), 330 억원(YoY: +59%)을 기록할 것으로 추정된다.

매수 투자 의견과 목표주가 유지

동사에 대한 매수 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 현 주가는 올해 예상 실적 기준 P/E 23.8 배로 OLED 소재의 중장기적인 높은 성장 가능성과 동사의 과거 고점 Valuation 수준을 감안할 때 부담스러운 주가 수준이 아니라고 판단된다. 향후 ① iPhone OLED 전량 채택 효과에 따른 삼성디스플레이의 가파른 가동률 상승, ② 중국 업체들의 OLED 소재 수요 증가세, ③ 새로운 Application 다변화에 따른 OLED 패널 수요 확대 등의 수혜가 클 것으로 예상되는 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지하며, 하반기 주가 상승을 대비한 비중 확대 전략을 추천한다.

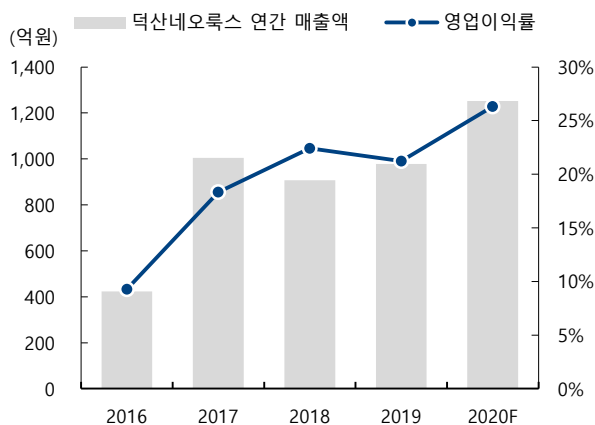
표 1. 덕산네오룩스 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	193	226	282	277	318	247	334	355	907	979	1,253
HTL+Prime	141	166	208	170	184	178	254	260	731	685	875
Red Host+기타	53	60	74	107	134	68	80	95	176	294	377
YoY	-15%	1%	13%	34%	64%	9%	18%	28%	-10%	8%	28%
QoQ	-7%	17%	25%	-2%	15%	-22%	35%	6%			
매출원가	142	158	195	150	213	161	199	205	606	646	778
매출원가율	74%	70%	69%	54%	67%	65%	60%	58%	67%	66%	62%
매출총이익	51	68	86	128	105	85	135	150	301	333	475
매출총이익률	26%	30%	31%	46%	33%	35%	40%	42%	33%	34%	38%
판매비 및 관리비	29	29	31	36	37	29	38	41	98	125	145
판관비율	15%	13%	11%	13%	12%	12%	11%	12%	11%	13%	12%
영업이익	21	39	55	92	69	56	96	108	203	208	330
영업이익률	11%	17%	20%	33%	22%	23%	29%	31%	22%	21%	26%
YoY	-41%	-7%	-27%	87%	220%	43%	76%	18%	10%	2%	59%
QoQ	-56%	83%	40%	67%	-25%	-18%	72%	12%			
세전이익	23	38	69	78	84	59	100	112	211	208	355
당기순이익	20	39	68	65	75	51	92	104	188	192	322
당기순이익률	10%	17%	24%	23%	24%	21%	28%	29%	21%	20%	26%
YoY	-37%	-9%	-16%	100%	273%	32%	36%	60%	12%	2%	68%
QoQ	-38%	94%	73%	-4%	16%	-32%	79%	13%			

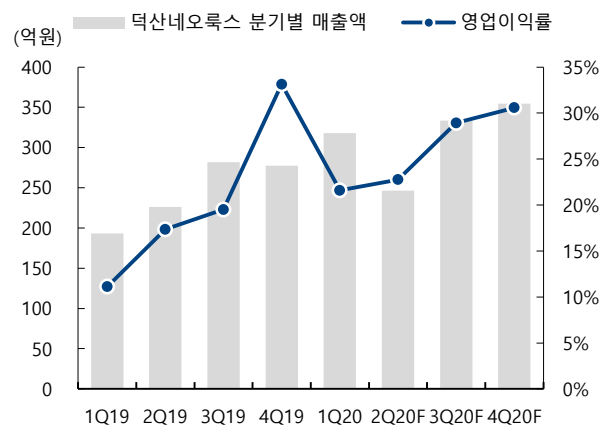
자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림 1. 덕산네오룩스 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



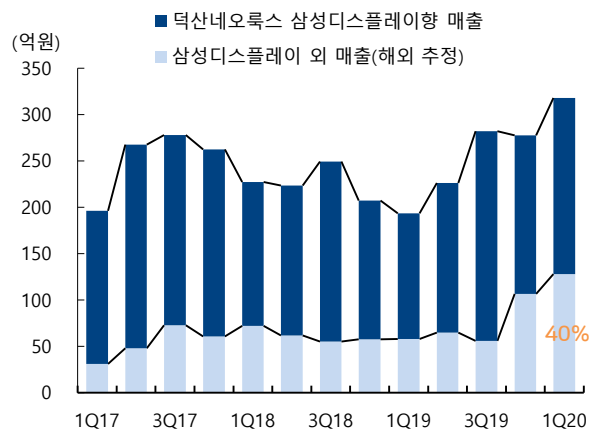
자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림 2. 덕산네오룩스 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



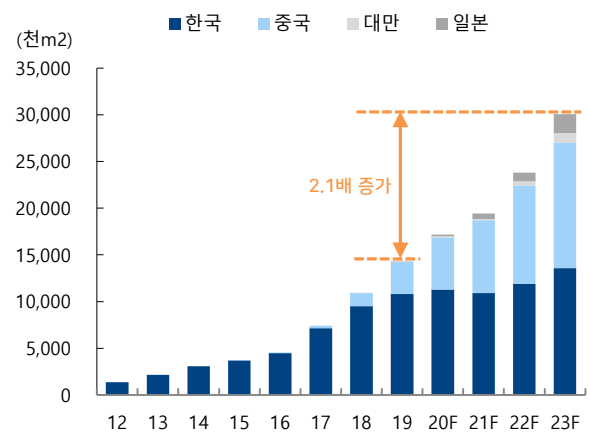
자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림 3. 덕산네오룩스 주요 고객사 분기별 매출 추이



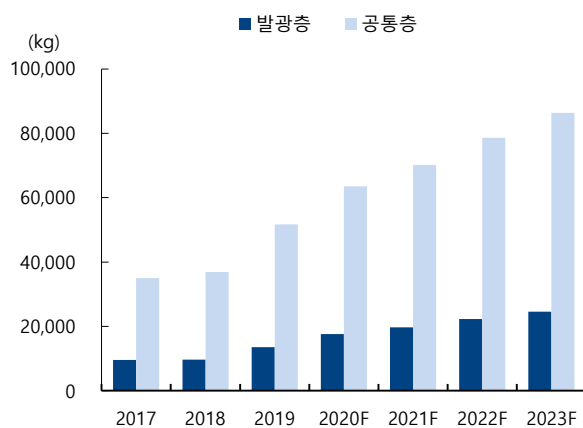
자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림 4. 전세계 중소형 OLED 면적 Capa. 추이 및 전망



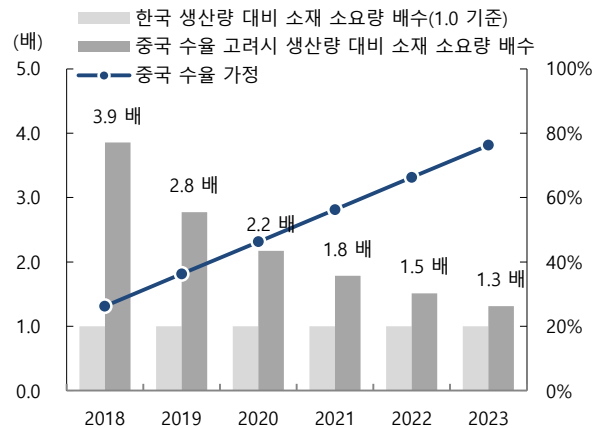
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 5. OLED 유기재료 수요 추이 및 전망



자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 6. 한국과 중국 패널 업체의 OLED 사용량 추정치 비교



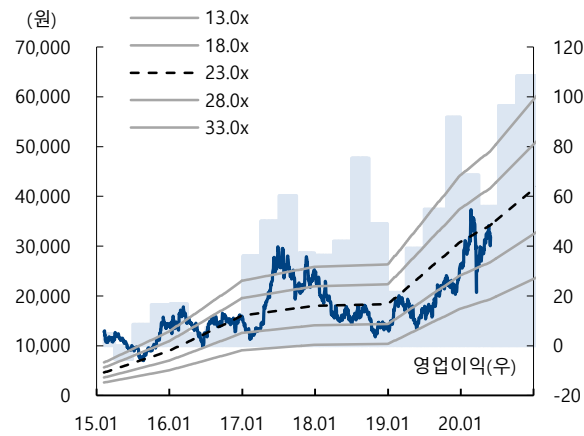
자료: 하이투자증권

표 2. 덕산네오룩스 목표주가 산출

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	비고
EPS (원)	181	389	699	784	798	1,341	1,848	
BPS (원)	8,683	9,038	5,101	5,870	6,662	7,996	9,838	
고점 P/E (배)	87.1	45.7	42.8	31.7	33.0	27.8		최근 3년간 평균: 30.8
평균 P/E (배)	59.5	37.1	29.6	21.2	23.4	22.5		최근 3년간 평균: 22.4
저점 P/E (배)	38.9	25.1	16.1	15.1	16.2	15.4		최근 3년간 평균: 15.6
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%	18.3%	20.7%	19.6%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)						30.8	30.8	최근 3년간 P/E 고점-평균 배수
적용 EPS (원) = 20년						1,341	1,848	중간값 적용
적정주가 (원)						41,348	56,985	
목표주가 (원)						42,000		20년 예상 실적 기준 P/E 31.3배
전일 종가 (원)						31,850		20년 예상 실적 기준 P/E 23.8
상승 여력						31.9%		

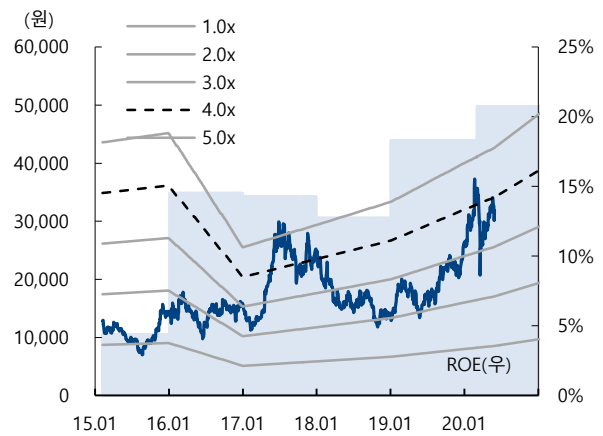
자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림 7. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/E chart



자료: 하이투자증권

그림 8. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/B chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019E	2020E	2021E	2022E
유동자산	78	118	166	222
현금 및 현금성자산	39	71	108	151
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	11	12	16	19
재고자산	23	31	37	46
비유동자산	103	96	93	89
유형자산	54	50	46	43
무형자산	31	31	31	30
자산총계	181	213	259	311
유동부채	16	16	18	18
매입채무	9	9	11	12
단기차입금	1	1	1	1
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	5	6	5	6
사채	-	-	-	-
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	21	21	23	24
자배주주지분	160	192	236	287
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94
이익잉여금	61	93	138	189
기타자본항목	0	0	0	0
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	160	192	236	287

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	22	30	40	44
당기순이익	19	32	44	51
유형자산감가상각비	4	4	4	3
무형자산감가상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-21	1	-4	-2
유형자산의 처분(취득)	-13	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	1	32	37	43
재무활동 현금흐름	0	0	0	0
단기금융부채의증감	0	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	0	0	0	0
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	1	32	37	43
기초현금및현금성자산	38	39	71	108
기말현금및현금성자산	39	71	108	151

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	98	125	152	190
증가율(%)	7.9	28.0	21.4	24.7
매출원가	65	78	89	114
매출총이익	33	47	63	75
판매비와관리비	125	145	176	231
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	21	33	46	52
증가율(%)	2.2	58.8	38.7	14.6
영업이익률(%)	21.2	26.3	30.1	27.6
이자수익	1	2	3	3
이자비용	0	0	0	0
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	1	1	1
세전계속사업이익	21	36	49	56
법인세비용	2	3	4	5
세전계속이익률(%)	21.2	28.4	31.9	29.8
당기순이익	19	32	44	51
순이익률(%)	19.6	25.7	29.2	27.1
지배주주귀속 순이익	19	32	44	51
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	19	32	44	51
지배주주귀속총포괄이익	19	32	44	51

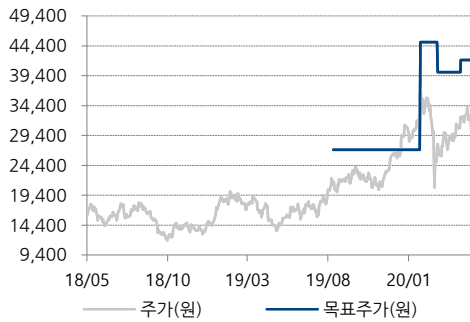
주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	798	1,341	1,848	2,141
BPS	6,662	7,996	9,838	11,972
CFPS	965	1,527	2,007	2,280
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		23.7	17.2	14.9
PBR		4.0	3.2	2.7
PCR		20.9	15.9	14.0
EV/EBITDA	#VALUE!	18.6	13.3	11.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	12.7	18.3	20.7	19.6
EBITDA 이익률	25.3	29.9	32.6	29.4
부채비율	13.4	11.1	9.8	8.3
순부채비율	-23.6	-36.1	-45.2	-52.2
매출채권회전율(x)	10.4	10.8	10.7	10.7
재고자산회전율(x)	4.2	4.6	4.5	4.5

자료 : 덕산네오룩스, 하이투자증권 리서치본부

덕산네오룩스

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2019-09-09	Buy	27,000	1년	-9.5%	33.0%
2020-02-21	Buy	45,000	1년	-29.4%	-20.7%
2020-03-25	Buy	40,000	1년	-28.1%	-19.1%
2020-05-08	Buy	42,000	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-mail 등을 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 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- 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 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-

[편집상 공백입니다]

이엔에프테크놀로지 (102710)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	35,000 원(유지)
종가(2020/05/29)	27,600 원
상승여력	26.8 %

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	1,423만주
시가총액	393십억원
외국인지분율	11.7%
52 주 주가	14,500~31,250 원
60 일평균거래량	477,903 주
60 일평균거래대금	11.5십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.2	16.5	20.8	27.5
상대수익률	-6.5	-0.4	8.0	24.0

Price Trend



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	481	493	531	559
영업이익(십억원)	60	78	82	88
순이익(십억원)	46	60	66	72
EPS(원)	3,239	4,219	4,665	5,090
BPS(원)	18,688	22,718	27,193	32,094
PER(배)	8.8	6.5	5.9	5.4
PBR(배)	1.5	1.2	1.0	0.9
ROE(%)	18.9	20.4	18.7	17.2
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	6.9	4.7	3.8	2.9

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이] 정원석
(2122-9203) wschung@hi-ib.com

여전히 P/E 6.5 배로 가장 저평가

안정적인 반도체향 출하와 환율 상승 효과로 2Q20 에도 견조한 실적 예상

2Q20 반도체 부문 Chemical 소재 출하는 Server 중심의 Memory 반도체 업황 호조세로 여전히 견조할 것으로 예상되는 반면 디스플레이 부문은 COVID-19 확산으로 인한 TV 수요 부진으로 전분기 대비 출하 감소가 불가피할 것으로 전망된다. 다만 최근 달러 강세로 인한 환율 상승세는 디스플레이향 매출 감소를 상쇄시킬 수 있는 반면 수익성은 개선될 수 있는 요인이다. 이를 반영한 동사의 2Q20 실적은 매출액 1,193 억원(YoY: +1%, QoQ: -1%), 영업이익 185 억원(YoY: +33%, QoQ: -1%)을 기록할 것으로 추정된다.

통상적으로 계절적 성수기인 하반기 실적은 전적으로 미국, 유럽에서 COVID-19 의 악영향이 진정되어 전방 반도체 업체들의 가동률이 하반기까지 견조하게 이어질 수 있을지 여부에 달려있다. 다만 최근 이들 지역에서의 COVID-19 신규 확진자 수가 감소하고 있으며, 5 월부터 도시 봉쇄(Lock down)가 해제되고 있어 하반기 Pent-up 소비 가능성을 기대한다. 반면 올해 상반기 디스플레이 업황은 COVID-19 영향으로 일시적인 공급 차질, LCD TV 수요 부진, 패널 재고 상승 등 최악의 상황을 보내고 있다. 그러나 골이 깊은 만큼 하반기 디스플레이 업황이 더 나빠질 가능성은 낮을 것으로 판단된다.

매수 투자 의견과 목표주가 유지

동사에 대한 매수 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 2020 년 실적은 COVID-19 사태로 인한 디스플레이 업황 부진에도 불구하고 ① 반도체 업황 안정세, ② 중국 법인의 가파른 수익성 개선, ③ 원-달러 환율 상승 효과 등으로 매출액 4,930 억원(YoY: +3%), 영업이익 776 억원(YoY: +30%)을 기록하며 지난해에 이어 사상 최대 실적을 갱신할 전망이다. 최근 주가는 COVID-19 사태로 인한 큰 폭의 조정 이후 90% 상승했음에도 불구하고 여전히 Valuation 은 올해 예상 실적 기준 P/E 6.5 배 수준으로 동종 업종 내에서 가장 저평가 되어있다. 향후 COVID-19 사태 이후 하반기 IT 수요와 전방 산업의 업황 개선 불확실성이 해소될 경우 추가 상승 여력이 클 것으로 전망되어 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

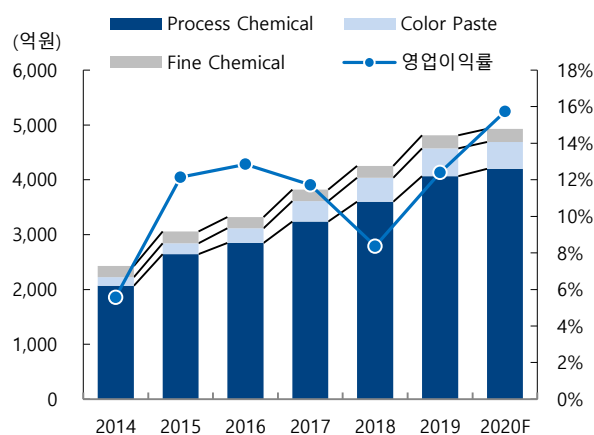
특히 올해 초에 착공된 미국 Austin 생산시설 구축을 통해 삼성전자 Austin 반도체 공장(SAS)과 함께 Global Foundry, Texas Instruments, Intel 등 현지 해외 업체까지 고객사로 확보한다면 외형 성장 가능성과 System 반도체향 매출 비중 확대의 방향성이 추가 Multiple 상승을 이끌 수 있다고 판단한다. 특히 중국 법인의 사례를 보듯이 해외 고객사들의 경우 국내 고객사 대비 수익성이 높다는 점도 긍정적인 요인이다.

표 1. 이엔에프테크놀로지 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
(단위: 억원)											
매출액	1,122	1,178	1,273	1,237	1,204	1,193	1,263	1,269	4,254	4,810	4,930
YoY	18%	15%	15%	6%	7%	1%	-1%	3%	10%	13%	2%
QoQ	-4%	5%	8%	-3%	-3%	-1%	6%	0%	-	-	-
Process Chemical	946	991	1,078	1,048	1,021	1,017	1,078	1,085	3,598	4,064	4,201
Color Paste	120	128	133	129	124	117	125	124	438	509	491
Fine Chemical	56	59	61	60	59	59	60	60	219	236	238
제품별 매출액 비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Process Chemical	84%	84%	85%	85%	85%	85%	85%	86%	85%	84%	85%
Color Paste	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	11%	10%
Fine Chemical	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
매출원가	898	923	965	953	901	892	938	943	3,496	3,738	3,674
매출원가율	80%	78%	76%	77%	75%	75%	74%	74%	82%	78%	75%
매출총이익	224	256	308	284	303	301	325	326	758	1,072	1,255
매출총이익률	20%	22%	24%	23%	25%	25%	26%	26%	18%	22%	25%
판매비 및 관리비	105	116	110	144	116	116	104	144	402	476	480
판매비율	9%	10%	9%	12%	10%	10%	8%	11%	9%	10%	10%
영업이익	119	140	198	140	187	185	221	182	356	596	776
영업이익률	11%	12%	16%	11%	16%	16%	17%	14%	8%	12%	16%
YoY	100%	97%	84%	18%	57%	33%	12%	31%	-21%	67%	30%
QoQ	1%	17%	42%	-29%	34%	-1%	19%	-18%	-	-	-
세전이익	120	136	213	122	166	193	229	189	382	592	778
세전이익률	11%	12%	17%	10%	14%	16%	18%	15%	9%	12%	16%
당기순이익	97	118	159	92	132	153	181	141	290	467	607
당기순이익률	9%	10%	13%	7%	11%	13%	14%	11%	7%	10%	12%
YoY	84%	67%	75%	23%	35%	29%	14%	52%	12%	61%	30%
QoQ	29%	21%	35%	-42%	43%	16%	18%	-22%	-	-	-

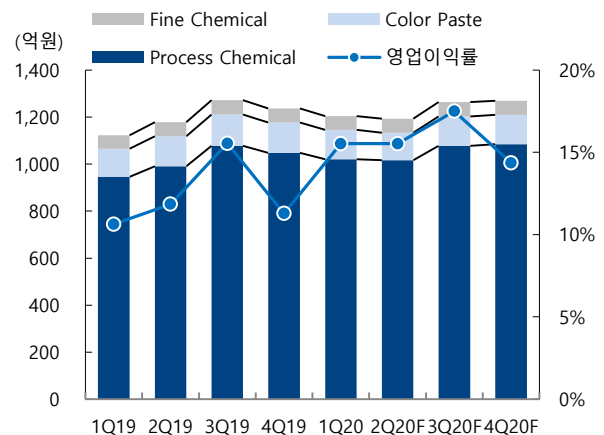
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 1. 이엔에프테크놀로지 연간 실적 추이 및 전망



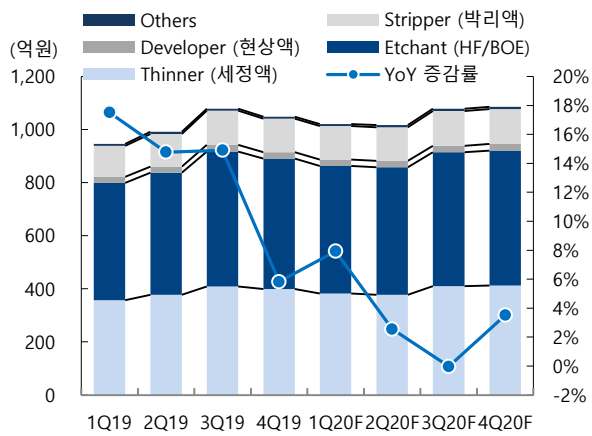
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 2. 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추이 및 전망



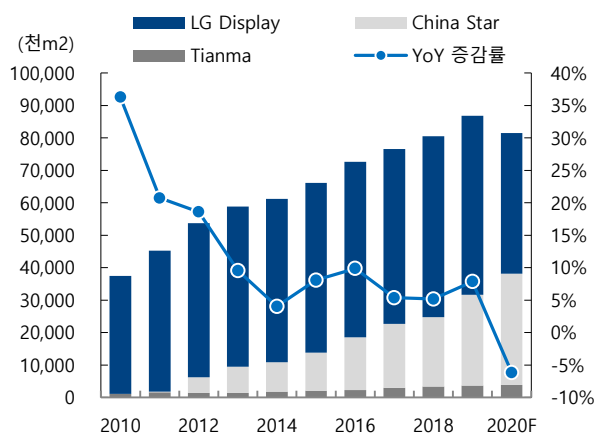
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 3. 이엔에프테크놀로지 Process chemical 제품별 매출액



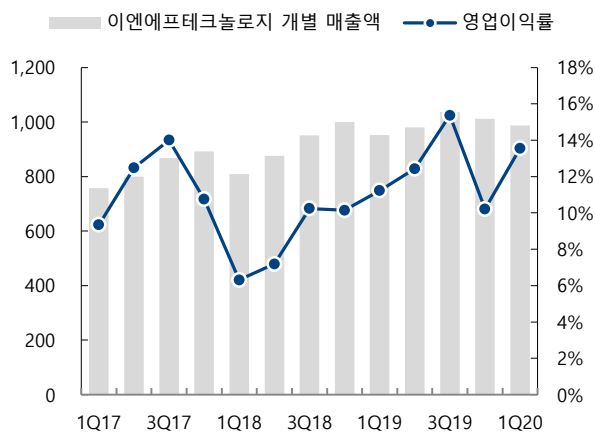
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 4. 디스플레이 주력 고객사 연간 Capa. 추이 및 전망(면적 기준)



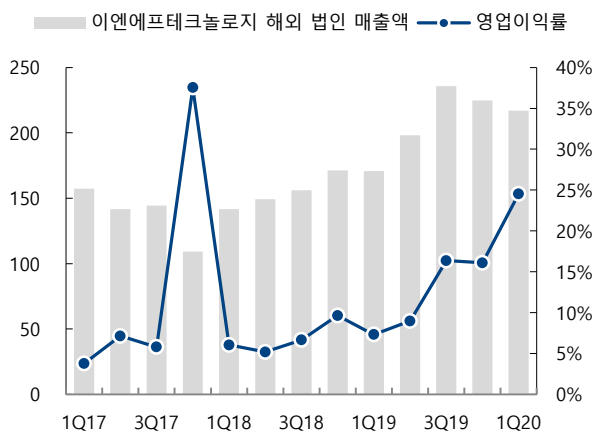
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 5. 이엔에프테크놀로지 국내 법인 별도 분기 실적 추이



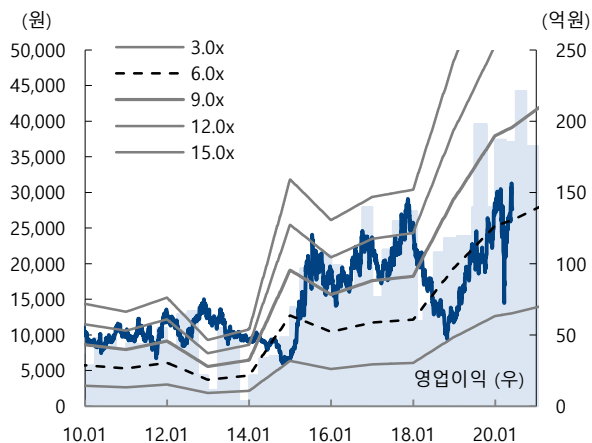
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 6. 이엔에프 해외(중국+미국) 법인 별도 분기 실적 추이



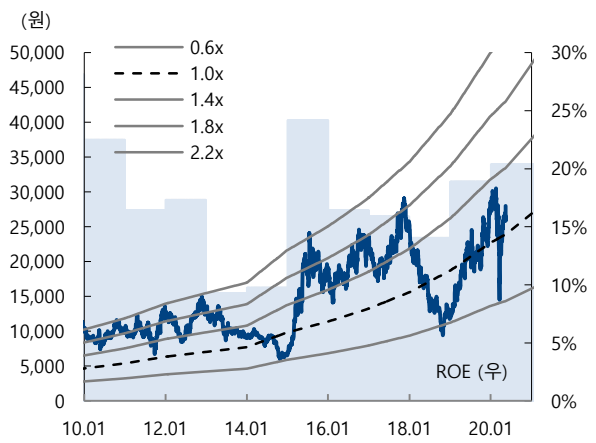
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 7. 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 8. 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 2. 이엔에프테크놀로지 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	4,219	
BPS (원)	6,343	7,032	7,709	9,841	11,385	13,247	15,585	18,688	22,718	
고점 P/E (배)	14.8	22.0	14.4	11.4	14.1	14.9	12.4	8.8	7.4	지난 3년간 평균: 12.0
평균 P/E (배)	11.3	17.5	11.8	7.7	11.2	11.2	7.8	6.1	6.2	지난 3년간 평균: 8.4
저점 P/E (배)	8.3	14.0	8.3	3.1	8.1	8.8	4.6	3.7	3.4	지난 3년간 평균: 5.7
고점 P/B (배)	2.5	2.4	1.7	2.4	2.2	2.2	1.6	1.5	1.3	지난 3년간 평균: 1.8
평균 P/B (배)	1.8	1.8	1.3	1.4	1.7	1.7	1.0	1.1	1.1	지난 3년간 평균: 1.3
저점 P/B (배)	1.2	1.3	1.2	0.7	1.2	1.3	0.6	0.6	0.6	지난 3년간 평균: 0.9
ROE	17.3%	9.3%	9.7%	24.2%	16.4%	15.9%	14.1%	18.9%	20.4%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)									8.4	과거 3년간 평균 P/E 배수 적용
적용 EPS (원)=20년									4,219	
적정주가 (원)									35,465	
목표주가 (원)									35,000	20년 예상 실적 기준 P/E 8.3배
전일 종가 (원)									27,600	20년 예상 실적 기준 P/E 6.6배
상승 여력									26.8%	

자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

표 3. 국내 주요 반도체, 디스플레이 소재 업종 Peer valuation table

업체명	주가(원) (5/29)	시가총액 (억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE		
			2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F
SK머티리얼즈	162,100	17,098	14.1	15.3	11.9	3.8	3.7	2.7	8.8	8.7	7.2	19%	16%	11%	30%	30%	30%
솔브레인	80,700	14,040	8.3	12.5	9.0	1.1	1.7	1.4	3.9	5.7	4.4	139%	16%	37%	15%	15%	20%
한솔케미칼	97,500	11,013	12.4	13.9	10.9	2.3	2.6	2.0	8.1	8.4	7.3	17%	34%	13%	20%	21%	22%
티씨케이	83,500	9,749	10.1	16.4	15.9	2.6	3.5	3.6	5.5	10.0	10.0	26%	0%	31%	28%	23%	25%
후성	7,990	7,399	22.3	93.4	48.4	3.3	3.6	n/a	13.1	25.8	15.9	-1%	-99%	n/a	16%	3.9%	4.6%
에스앤에스텍	27,400	5,407	16.1	23.8	34.4	0.9	2.6	5.0	6.5	13.1	20.3	48%	119%	55%	5.9%	12%	18%
이엔에프테크놀로지	27,600	3,927	6.2	8.8	6.5	0.8	1.5	1.2	5.8	8.4	6.0	12%	61%	20%	14%	19%	20%
원익QnC	14,050	3,693	6.5	157	13.4	1.3	1.9	1.5	5.6	32.1	6.1	40%	적전	흑전	21%	1.2%	16%
하나머티리얼즈	17,700	3,474	6.4	13.5	8.6	1.9	2.5	1.9	5.8	8.4	6.0	86%	-24%	46%	35%	21%	24%
원익머트리얼즈	23,650	2,982	6.5	13.6	9.3	1.0	1.2	0.9	3.5	6.6	4.0	132%	-32%	14%	16%	10%	11%
평균			10.9	36.9	16.8	1.9	2.5	2.2	6.7	12.7	8.7	52%	10%	28%	20%	16%	19%

자료: Quantwise, 하이투자증권

주: 2020년 5월 15일 종가 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	156	192	248	318
현금 및 현금성자산	24	57	103	166
단기금융자산	-	-	-	-
매출채권	83	88	93	99
재고자산	41	39	44	45
비유동자산	230	246	252	253
유형자산	184	198	205	206
무형자산	5	6	6	5
자산총계	386	438	501	572
유동부채	90	85	84	85
매입채무	50	50	53	55
단기차입금	23	18	13	13
유동성장기부채	1	1	1	1
비유동부채	27	27	27	27
사채	-	-	-	-
장기차입금	16	16	16	16
부채총계	117	112	111	112
자배주주지분	266	323	387	457
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	17	17	17	17
이익잉여금	243	301	365	435
기타자본항목	0	0	0	0
비자배주주지분	3	3	3	3
자본총계	269	326	390	460

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	481	493	531	559
증가율(%)	13.1	2.5	7.8	5.1
매출원가	374	367	397	416
매출총이익	107	126	134	143
판매비와관리비	48	48	52	55
연구개발비	12	9	11	12
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	60	78	82	88
증가율(%)	67.5	30.0	5.7	7.3
영업이익률(%)	12.4	15.7	15.4	15.7
이자수익	0	1	2	4
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-4	0	0
세전계속사업이익	59	78	86	94
법인세비용	12	17	18	20
세전계속이익률(%)	12.3	15.8	16.1	16.8
당기순이익	47	61	67	73
순이익률(%)	9.7	12.3	12.6	13.1
지배주주귀속 순이익	46	60	66	72
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	46	60	67	73
지배주주귀속총포괄이익	46	60	66	72

현금흐름표

(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	61	83	88	96
당기순이익	47	61	67	73
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산감가상각비	0	0	0	0
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-48	-32	-25	-21
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	0	-1	-	-
금융상품의 증감	-	-	-	-
재무활동 현금흐름	-2	-11	-11	-6
단기금융부채의증감	-8	-5	-5	-
장기금융부채의증감	11	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	11	33	46	63
기초현금및현금성자산	13	24	57	103
기말현금및현금성자산	24	57	103	166

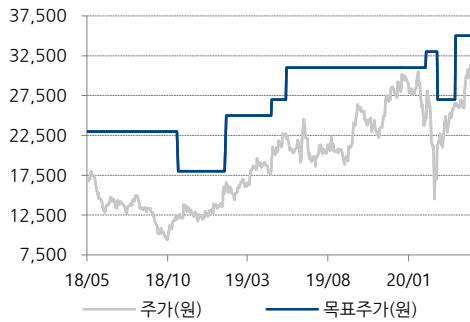
주요투자지표

	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	3,239	4,219	4,665	5,090
BPS	18,688	22,718	27,193	32,094
CFPS	3,329	4,314	4,767	5,196
DPS	150	150	150	150
Valuation(배)				
PER	8.8	6.5	5.9	5.4
PBR	1.5	1.2	1.0	0.9
PCR	8.5	6.4	5.8	5.3
EV/EBITDA	6.9	4.7	3.8	2.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	18.9	20.4	18.7	17.2
EBITDA 이익률	12.7	16.0	15.7	16.0
부채비율	43.6	34.4	28.4	24.4
순부채비율	5.8	-7.0	-19.0	-29.8
매출채권회전율(x)	6.0	5.8	5.9	5.8
재고자산회전율(x)	13.3	12.3	12.8	12.5

자료 : 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권 리서치본부

이엔에프테크놀로지

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-32.0%	-14.8%
2020-03-25	Buy	27,000	1년	-11.9%	-1.7%
2020-04-28	Buy	35,000	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-mail 등을 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 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- 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 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-

[편집상 공백입니다]

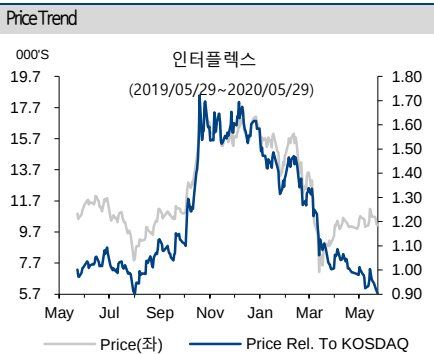
인터플렉스 (051370)

NR

목표주가(12M)	-
종가(2020/05/29)	10,150 원
상승여력	-

Stock Indicator	
자본금	-십억원
발행주식수	2,333만주
시가총액	237십억원
외국인지분율	4.1%
52 주 주가	7,160~17,700 원
60 일평균거래량	281,347 주
60 일평균거래대금	2.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.0	-16.8	-34.5	-6.9
상대수익률	-9.6	-33.7	-47.3	-10.1



FY	2016	2017	2018	2019
매출액(십억원)	576	806	314	439
영업이익(십억원)	-52	61	-66	-17
순이익(십억원)	-60	36	-83	-28
EPS(원)	-3,211	1,636	-3,546	-1,212
BPS(원)	10,116	13,914	10,474	9,337
PER(배)		6.2		
PBR(배)	1.7	0.7	1.0	1.1
ROE(%)	-27.7	13.4	-29.1	-12.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	-	3.2	-	29.5

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[전기전자] 고의영
(2122-9179) ey.ko@hi-ib.com

침체의 끝자락

부침의 시기들...

인터플렉스는 비에이치, 영풍전자와 더불어 대표적인 국내 FPCB 업체다. 한편으로 스마트폰 산업이 개화한 이래로 가장 굴곡이 많았던 부품사 중 하나다. 2014~2015 년은 대규모 증설 이후 이어진 업황 부진, 감가상각비 부담으로 어려운 시기를 보냈고, 2017 년에는 Apple 향 RF-PCB 공급으로 드라마틱한 턴어라운드 성공했으나 곧 이은 제품 불량 이슈로 공급사에서 제외되며 다시 침체에 빠졌다.

침체의 끝자락

상반기까지 코로나 19 의 영향이 불가피하다. 다만 하반기부터는 YoY 실적 턴어라운드 가시성이 높다.

① **불용재고 상각**: 2017 년 발생한 iPhone 관련 불용재고를 2Q19~4Q19 에 걸쳐 상각했다. 이와 관련된 추가 비용 발생 가능성은 낮다. 만약이란 없지만, 이 부분만 없었더라도 이미 2019 년 연간 기준 흑자 전환에 성공했을 것이다.

② **삼성전자 IM 공급사 복귀**: 마찬가지로 2017 년 iPhone 위주 대응으로 인해 감소했던 삼성전자 무선사업부향 점유율이 올해 하반기부터 다시 확대될 것으로 기대된다. 이 부분에서 2021 년 연간 온기 반영시 약 1,000 억원의 매출액 발생이 예상된다.

③ **매출처 다변화**: 중국 카메라모듈, 디스플레이 업체향 RF-PCB 공급이 확대되고 있다. 전사 매출에서 차지하는 비중은 25% 내외다. 중국은 코로나 19 의 개선세가 가장 빠르다. 3 월까지 관련 물동이 사실상 없었으나, 5 월부터 점차 증가하는 분위기가 감지된다. 중국 고객사향 합산 매출액은 2020 년 1,000 억원 → 2021 년 1,300 억원 이상으로 확대될 전망이다.

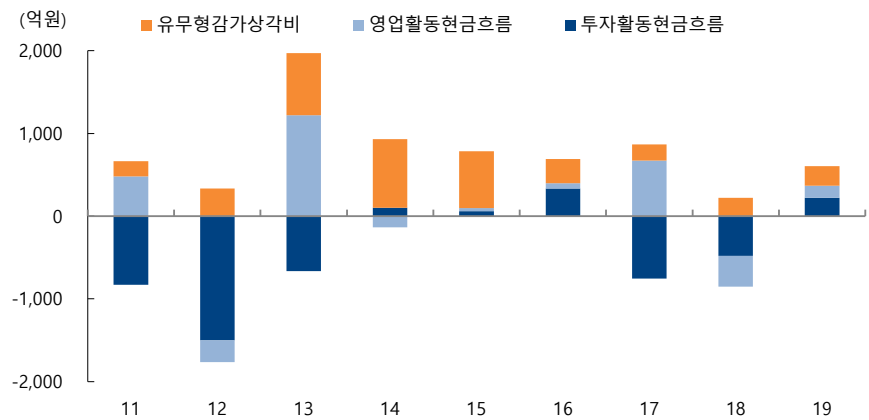
향후 관련 포인트는

① **폴더블 폼팩터의 디지털라이저**: 외신에 따르면 삼성전자의 차기 폴더블 스마트폰에 S-Pen 이 적용될 가능성이 제기된다. 당사는 올해 하반기 갤럭시 폴드 2 에 대한 S-Pen 채용 가능성을 낮게 보나, 2021 년 채용 기대는 유효하다는 판단이다. 폴더블용 디지털라이저는 패널의 크기가 큰 만큼 동사 양면 FPCB 가동률에 긍정적일 것이다.

② **전장용 FPCB 매출**: 구구향 전장용 FPCB 매출이 확대될 전망이다. 차량의 대당 FPCB 채용량은 최소 30 개 이상인 것으로 파악된다. 모바일 대비 크기가 큰 만큼 대량 양산 시 안정적인 수율 확보 여부를 추가 확인할 필요가 있겠으나, 중장기 외형 확대에는 분명 긍정적일 것이다.

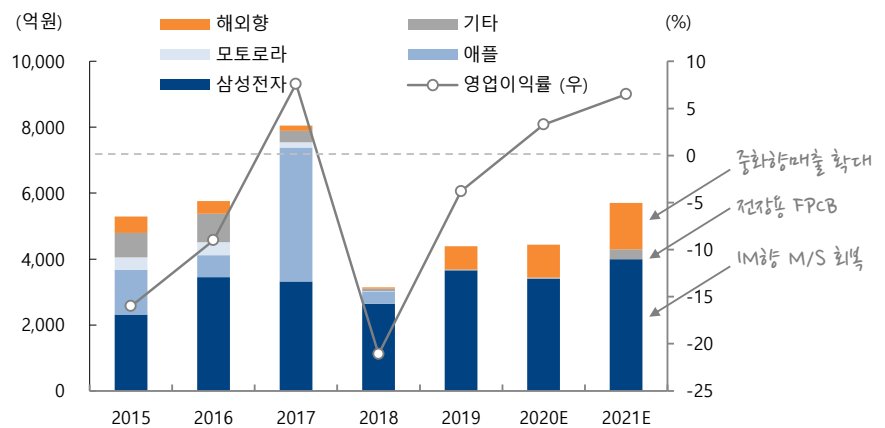
③ **중국향 매출 확대**: 이번 탐방의 목적은 중국 디스플레이 업체향 RF-PCB 공급 확대 여부 확인이었다. 중국 카메라모듈향 FPCB 가 공급이 빠르게 늘어나는 반면, 패널향 매출 확대는 미진한 것으로 파악된다. 다만 중국 디스플레이 업체들의 영향력이 확대될 것임을 감안하면, TSP 등 여타 적용처에 대한 공급 가능성을 지속적으로 확인할 필요가 있다.

그림1. 인터플렉스 연간 주요 현금흐름 추이



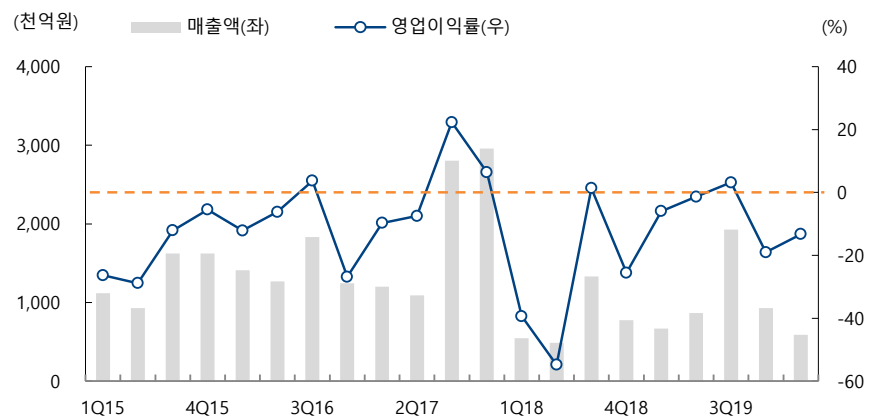
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림2. 인터플렉스 연간 고객사별 매출액 추이 및 전망



자료: 인터플렉스, 하이투자증권

그림3. 인터플렉스 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2016	2017	2018	2019
유동자산	232	317	132	152
현금 및 현금성자산	18	40	19	39
단기금융자산	0	0	22	0
매출채권	116	183	44	82
재고자산	93	91	46	25
비유동자산	199	238	236	200
유형자산	154	196	173	148
무형자산	3	4	4	2
자산총계	431	554	368	351
유동부채	169	168	112	124
매입채무	82	84	51	84
단기차입금	30	39	33	30
유동성장기부채	6	10	14	3
비유동부채	10	30	12	9
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	17	3	0
부채총계	179	197	124	134
자배주주지분	213	325	244	218
자본금	11	12	12	12
자본잉여금	186	265	265	265
이익잉여금	18	53	-30	-58
기타자본항목	-1	-5	-3	-1
비자배주주지분	39	32	-	-
자본총계	252	357	244	218

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2016	2017	2018	2019
매출액	576	806	314	439
증가율(%)	8.7	39.9	-61.0	39.9
매출원가	600	721	357	440
매출총이익	-24	85	-43	-1
판매비와관리비	27	24	24	16
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	-52	61	-66	-17
증가율(%)	-39.2	-219.2	-207.8	-74.7
영업이익률(%)	-9.0	7.6	-21.1	-3.8
이자수익	0	0	0	0
이자비용	4	3	2	2
지분법이익(손실)	-3	-	-	1
기타영업외손익	3	2	0	-3
세전계속사업이익	-52	52	-63	-17
법인세비용	3	11	16	11
세전계속이익률(%)	-9.1	6.5	-20.2	-3.9
당기순이익	-56	42	-79	-28
순이익률(%)	-9.7	5.2	-25.3	-6.4
지배주주귀속 순이익	-60	36	-83	-28
기타포괄이익	-2	-8	2	2
총포괄이익	-58	34	-77	-27
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

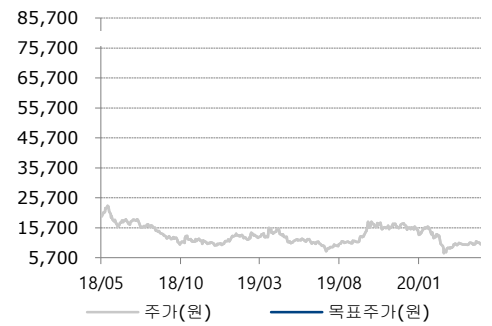
(단위:십억원)	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	6	67	-37	15
당기순이익	-56	42	-79	-28
유형자산감가상각비	29	20	22	24
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-3	-	-	1
투자활동 현금흐름	33	-75	-48	22
유형자산의 처분(취득)	-5	-63	-16	-3
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-
금융상품의 증감	3	-2	-36	2
재무활동 현금흐름	-30	30	64	-17
단기금융부채의증감	-85	3	-16	-17
장기금융부채의증감	-	27	0	-
자본의증감	55	-	81	-
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	10	22	-21	20
기초현금및현금성자산	8	18	40	19
기말현금및현금성자산	18	40	19	39

주요투자지표

	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)				
EPS	-3,211	1,636	-3,546	-1,212
BPS	10,116	13,914	10,474	9,337
CFPS	-1,604	2,574	-2,565	-156
DPS	-	-	-	-
Valuation(배)				
PER		6.2		
PBR	1.7	0.7	1.0	1.1
PCR	-10.4	3.9	-4.0	-64.9
EV/EBITDA	-	3.2	-	29.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	-27.7	13.4	-29.1	-12.2
EBITDA 이익률	-3.7	10.2	-13.8	1.8
부채비율	70.9	55.2	50.7	61.3
순부채비율	7.2	7.3	3.4	-2.5
매출채권회전율(x)	4.5	5.4	2.8	6.9
재고자산회전율(x)	6.8	8.7	4.6	12.3

자료 : 인터플렉스, 하이투자증권 리서치본부

인터플렉스
최근 2 년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비

2020/06/01

NR

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-mail 등을 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 : 고의영)

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 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- 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 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-