
디스플레이

슈퍼사이클 속 OLED 투자전략

김철중 02-3774-1464 chuljoong.kim@miraeasset.com



투자의견 및 Top picks

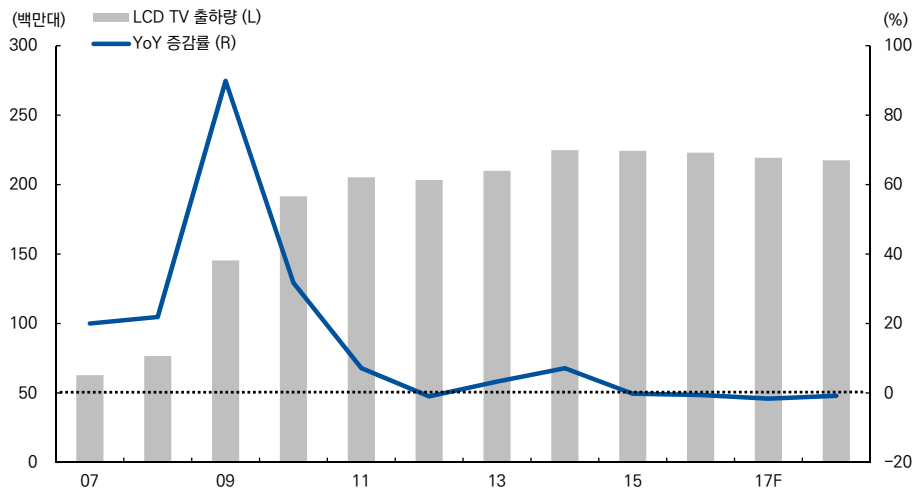
	2017F				2018F			
	1Q	2Q	3QF	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF
LCD	비중 확대				중립			
OLED 소재	비중 확대							
OLED 장비	선별적 비중 확대							
Top Picks	LG디스플레이, 덕산네오룩스, SKC코오롱PI				덕산네오룩스, SKC코오롱PI			
투자포인트	LG디스플레이 1) 연간 최대 실적 달성 2) 중소형 OLED 시장 진출 3) 대형 OLED 분기 흑자 전환 * Risk: OLED 투자 지연		덕산네오룩스 1) Red Host 납품 시작 2) 고객사 다변화 3) OLED 대면적 수요 증가		SKC코오롱PI 1) 본 사업 실적 건조 2) PI 바니쉬 시장 진출 3) PI필름 수요 다변화		장비: 후발 주자에 주목 고객사 점진적인 투자 사이클 → 서플라이체인 다변화 가능 필옵틱스, 다이엔티, 파인텍 에스엔에프텍 등 신규 업체 • Risk: 경쟁심화에 따른 과도한 단가 인하	

I. 디스플레이 산업 현황

LCD, Key Application 부재

- IT기기 수요 정체 지속, 과거 LCD 산업 성장을 견인했던 Key Application 부재
- 2016년 YoY 출하 증가율: TV -0.6%, 노트북 -4.8%, PC -8.6%, 태블릿 -12%
- 스마트폰 시장 역시 정체 지속, OLED 패널 탑재 증가로 스마트폰 용 LCD 수요 감소 예상
- 매출 기여가 높은 TV 역시 제품 수명에 따른 교체 수요만이 존재하는 상황 → LCD TV 침투율 99%

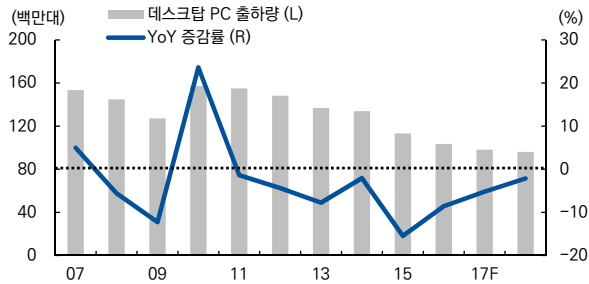
LCD TV 출하량 추이



자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

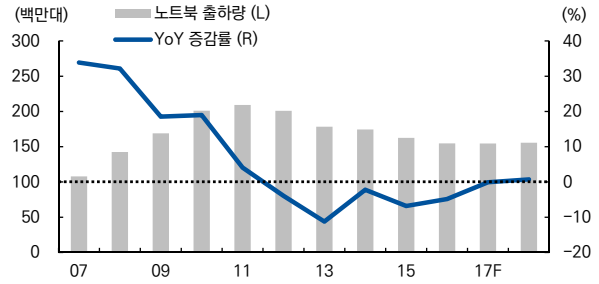
IT 기기 수요 정체 지속

PC 출하량 추이



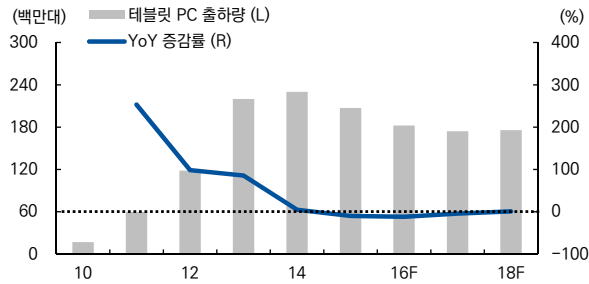
자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

노트북 출하량 추이



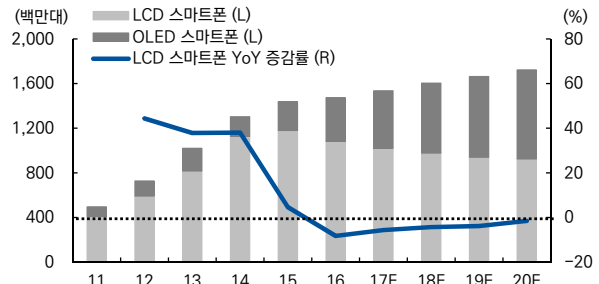
자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

테블릿PC 출하량 추이



자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

스마트폰 출하량 추이



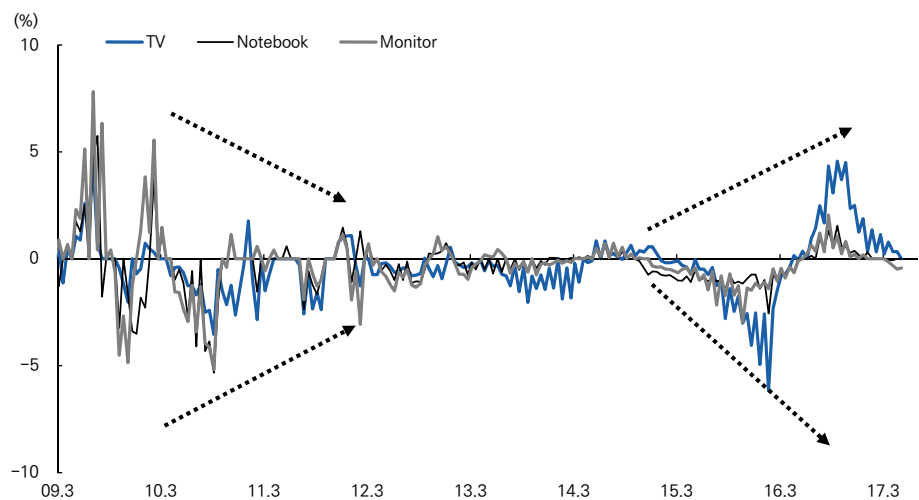
자료: IHS, IDC, 미래에셋대우 리서치센터

I. 디스플레이 산업 현황

공급이 만드는 나비효과

- 수요 정체가 지속되면서 2015년 이후 공급에 민감한 업황 지속 → 패널가격 변동성 확대
- 1) 중국 업체의 본격적인 시장 진입, 2) OLED로의 패러다임 전환 때문
- 2015년 패널가격 하락: 중국업체의 8세대 신규라인 가동, 32인치 패널 생산 확대
- 2016년 하반기 패널가격 상승: 패널 업체 LCD 라인 축소 (파나소닉, 삼성디스플레이 등)
- 2017년 상반기: 공급 부족 지속으로 비수기임에도 타이트한 패널가격 흐름 지속

LCD 패널가격 변동률 추이

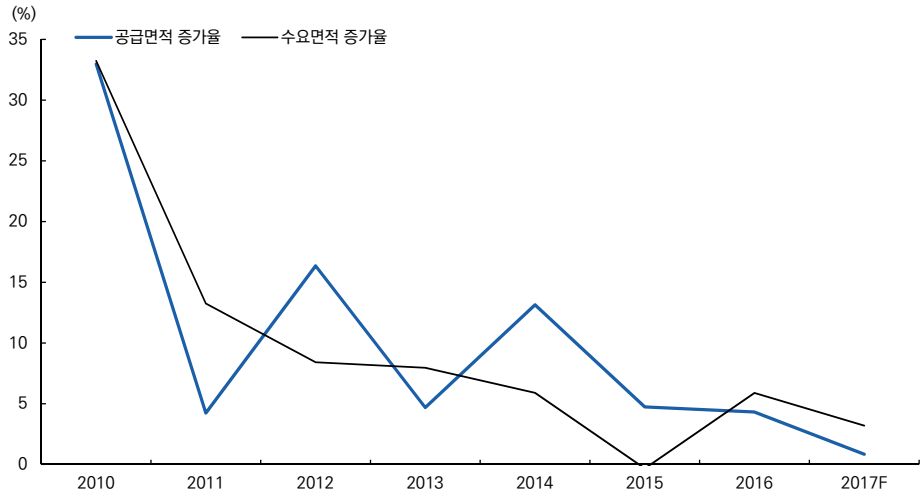


자료: 미래에셋대우 리서치센터

3분기까지 우호적 업황 지속 예상

- 2017년 공급면적 증가 +0.8% 예상, LCD 산업 태동 이후 가장 낮은 수준
- 반면 수요 면적 증가는 +3.2% 예상 → 공급 과잉은 제한적
- 신규 라인 가동에 따른 공급 면적 증가 < 대형 인치로의 제품 믹스에 따른 수요 면적 증가
- 현재 세트 업체의 재고 레벨은 소폭 증가한 상황이지만, 상위 패널 업체의 재고 수준은 양호
- 대형 및 프리미엄 급 패널 수요는 연간 타이트한 수준 지속할 것으로 판단 → 업체별 실적 차별화 예상

LCD 공급 및 수요 면적 증감률 추이

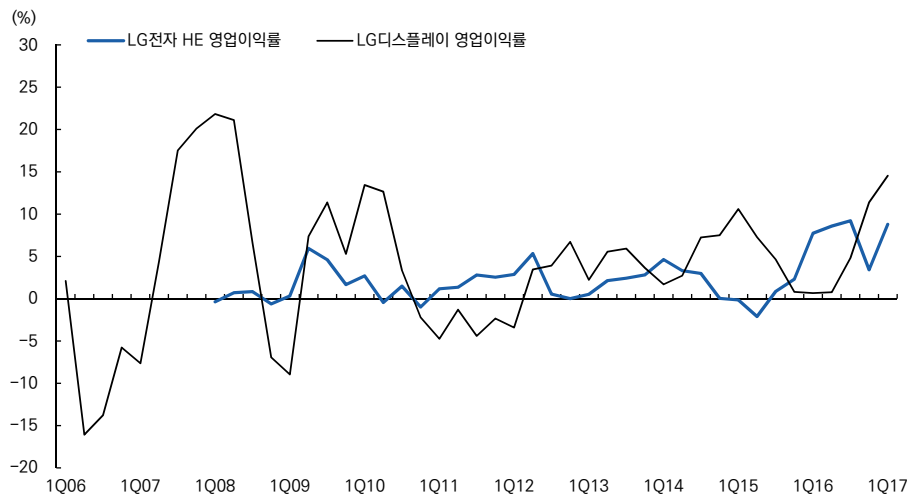


자료: 미래에셋대우 리서치센터

지난 5년과는 다른 사이클

- 2011년 이후 통상적으로 세트 업체와 패널 업체의 수익성은 디커플링
- 지난 1분기 수익성 둘 다 양호 → 공급 면적 감소 사이클과 프리미엄 급 TV로의 믹스 전환 때문
- TV set 업체의 경우, 수익성이 높은 TV 제품을 중심으로 프로모션 진행 중
- 수익성이 높은 TV 제품은 UHD, OLED 및 IPS 등 프리미엄 급 제품
- 프리미엄 급 패널 수요에 대응 가능한 상위 패널 업체 수혜 예상

LG전자와 LG디스플레이 영업이익률 추이

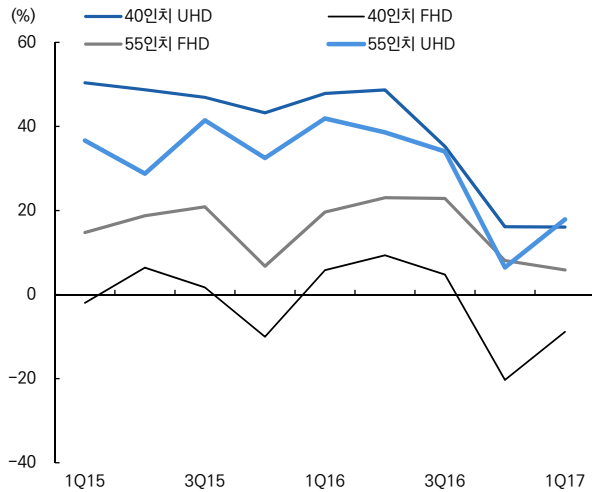


자료: 미래에셋대우 리서치센터

UHD TV 수익성 양호

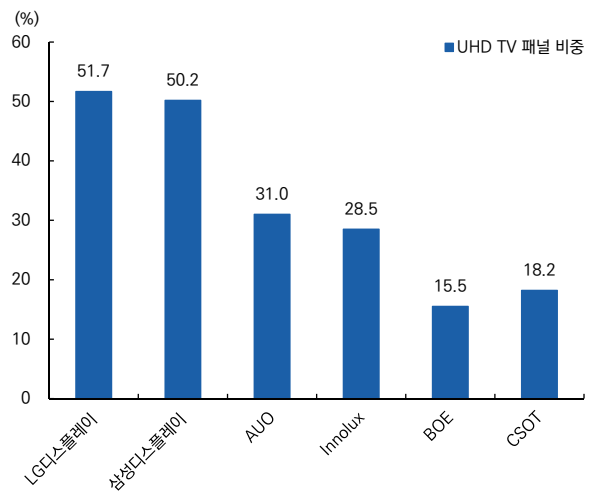
- FHD TV 대비 UHD TV 수익성 양호, 성수기 진입 시 TV set 업체 UHD TV 프로모션 진행 예상
- 55인치 UHD TV: FHD 대비 1.5배 수준
- UHD 패널 비중: LG 디스플레이 52%, 삼성디스플레이 50%
- 중국 패널 업체의 UHD 패널, 수출 및 제품의 질 측면에서 국내 업체보다 열위

FHD와 UHD TV 수익성 비교(유통마진 포함)



자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

업체별 UHD 패널 비중



자료: 미래에셋대우 리서치센터

8세대 이상 LCD 라인 신규 가동 스케줄

(□: 장비발주, ■: 장비설치, ■: 양산 □: 수출 문제 발생 가능)

Factory	Phs	Tech	Gen	Max/월	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
BOE	Fuqing B10	1	a-Si	8	75	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		2	a-Si	8	75	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
	Hefei B9	1	a-Si	10.5	40	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		2	a-Si	10.5	40	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
CEC Panda	PND Chengdu	1	a-Si/Oxide	8.6	60	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		2	a-Si/Oxide	8.6	60	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
CEC-Caihong	Irico Xianyang	1	a-Si	8.6	60	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		2	a-Si	8.6	60	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
CSOT	CSOT T6	1	a-Si	11	70	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		2	a-Si	11	70	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
HKC	HKC Chongqing	1	a-Si	8.6	70	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
AUO	Taichung L8B	4	a-Si	8	25	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Innolux	Kaohsiung Fab 8_B	1	a-Si	8.6	45	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
LGD	Paju P8	7	a-Si/Oxide	8	25	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		8	a-Si/Oxide	8	25	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Sharp	Guangzhou	1	a-Si/Oxide	10.5	45	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Foxconn	Foxconn India	1/2	a-Si/Oxide	8.6	70	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Twinstar	Sterlite 1	1	a-Si	8	60	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■

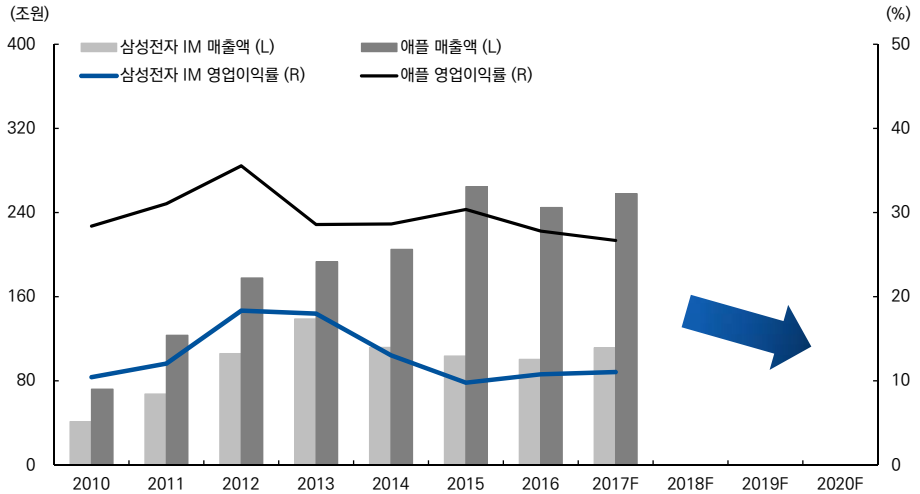
자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 폴더블: OLED 슈퍼 사이클의 이유

스마트폰으로
언제까지 돈을 벌 수
있을까?

- 2015년 이후 스마트폰 시장 성장 정체
- 중국 스마트폰 업체들의 성장 → 경쟁 심화
- 애플, 삼성 등 상위 스마트폰 업체의 5년 후 먹거리에 대한 고민 심화

삼성전자 IM 및 애플 실적 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 폴더블: OLED 슈퍼 사이클의 이유

공간을 창출하면
먹거리가 생긴다

- 과거 소비자가 2~3배의 높은 가격을 부여한 것은 '평판'이라는 품격터 변경, 공간 창출
- 평판 기술은 노트북, 스마트폰, 테블릿 등 평면의 특성을 최적화한 어플리케이션 등장에 기여
- 연말 삼성전자의 폴더블 기기 공개 예상 → 애플 대비 기술적 우위라는 상징성 부여
- 폴더블 기기 양산 시점은 2019년 예상, 이에 따른 추가 투자 올해 연말 진행될 것으로 전망
- 투자 규모에 대한 분석, 수혜 업체에 대한 확인 필요

디스플레이 기술 발전과 어플리케이션 적용 확대



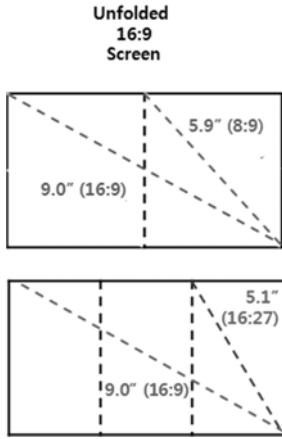
자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 폴더블: OLED 슈퍼 사이클의 이유

공간을 창출하면 먹거리가 생긴다

- 화면비 및 폴딩 횟수에 따른 다양한 형태의 폴더블 기기 출시 가능
- 펼쳐진 상태에서 16:9 화면비를 가정하면 9인치, 5.5인치 2회 폴딩 시 9.7인치 가능
- 삼성전자 CES2013에서 공개했던 폴더블 기기는 7인치 모델
- 최근 MWC2017에서 일부 고객사 대상으로 신규 폴더블 기기 공개

화면비 및 접는 횟수에 따른 9.0" 폴더블 디스플레이 예상도



자료: 미래에셋대우 리서치센터

다양한 형태의 기기 구현 가능



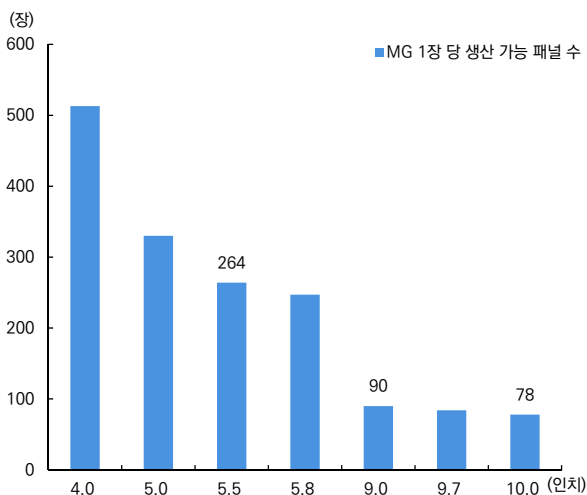
자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 폴더블: OLED 슈퍼 사이클의 이유

6세대 마더글라스 기준 5.5인치: 264 cut 9인치: 90 cut

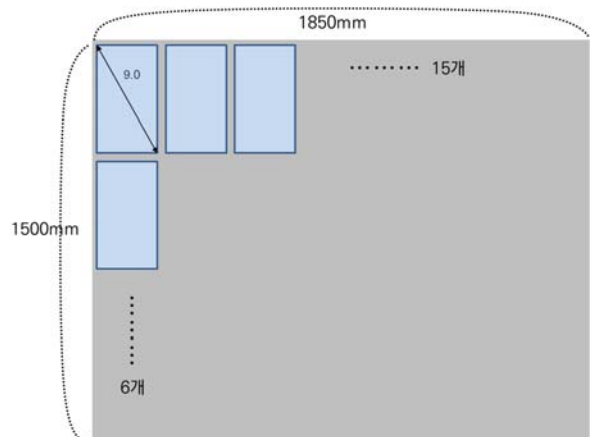
- 면적이 넓어지면서 마더글라스에서 생산할 수 있는 패널 수 급격히 감소
- 6세대 기준 5.5인치 264cut, 9.0인치 90cut, 10.0인치 78cut

6세대 마더글라스 기준 생산 가능한 패널 수



자료: 미래에셋대우 리서치센터

6세대 마더글라스 당 생산 가능 패널 수 (9.0")



자료: 미래에셋대우 리서치센터

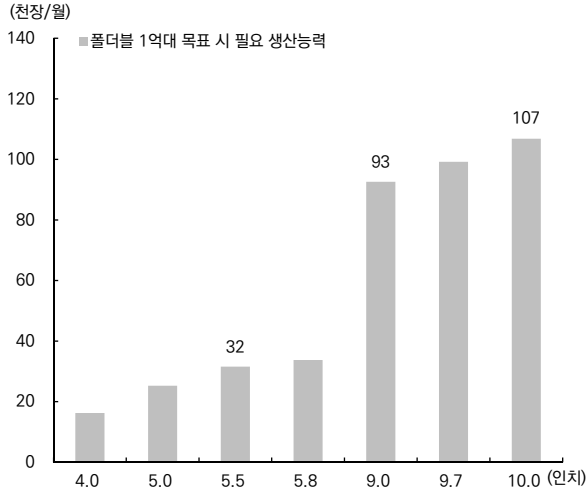
III. 폴더블: OLED 슈퍼 사이클의 이유

디스플레이

9.0인치 목표 판매 1억대 → 100K/월 이상 필요

- 한 개 라인(15K/월) 기준 연간 생산 가능 패널 수
5.5인치: 4,800만 만대, 9.0인치: 1,620만대, 9.7인치 1,510만대
- 5.5인치 기기 대비 이론적으로 3배의 생산능력 필요**
→ 초기 수율 등을 감안하면 추가적으로 2배 이상의 생산능력 확보 필요

폴더블 기기 판매량 목표 1억대 시 필요 생산능력 추정



자료: 미래에셋대우 리서치센터

폴더블 기기 목표 판매량에 따른 필요 생산능력 추정

인치	MG 1장 당 생산가능 패널 수 (장)	6세대15K 기준 월 생산량 (천대)	6세대 15K 기준 연간 생산량 (천대)	판매량 목표 1억대 시 필요 생산능력 (K/월)
4.0	513	7,695	92,340	16
5.0	330	4,950	59,400	25
5.5	264	3,960	47,520	32
5.8	247	3,705	44,460	34
9.0	90	1,350	16,200	93
9.7	84	1,260	15,120	99
10.0	78	1,170	14,040	107

자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 폴더블: OLED 슈퍼 사이클의 이유

디스플레이

중소형 OLED 투자 현황 → 수주 절벽 우려 해소

- 삼성디스플레이:** A3, A4(L7-1 전환), A5(135K/월) 공장 신축 및 단계별 투자 예상
- LG디스플레이:** E5(15K/월) 하반기 라인 가동 예정, E6 추가 투자 전망
- BOE:** 2019년까지 총 100K/월 투자(B7, B11), B12 지방정부와 투자 논의 완료
- 기타 중국 업체:** GVO 30K/월, CSOT 30K/월 등 예정 대로 진행 중

삼성디스플레이 Flexible OLED 라인 가동 스케줄

(■ : 장비발주, ■ : 장비설치, ■ : 양산)

Factory	Phs	Tech	Gen	App	Type	Max/월	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
SDC	A3	1	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		2	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		3	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		4	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		5	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		6	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		7	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		8	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		9	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
SDC	L7-1(A4)	1	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
		2	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	
		3	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	
		4	LTPS	6	Mobile	Flexible	15	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	
SDC	A5																	

자료: IHS, 미래에셋대우 리서치센터

III. 폴더블: OLED 슈퍼 사이클의 이유

기타 업체 중소형 OLED 투자 현황

(□ : 장비발주, ■ : 장비설치, ■ : 양산)

Factory	Phs	Tech	Gen	App	Type	Max/월	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
LGD	AP2-E2	1	LTPS	4	Mobile	Rigid	6											
		2	LTPS	4	Mobile	Flexible	5											
		3	LTPS	4	Mobile	Flexible	8											
		4	LTPS	4	Mobile	Flexible	8											
	AP3-E5	1	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	7.5											
		2	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	7.5											
		3	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	7.5											
	P9-E6	1	LTPS	6	Mobile	Flexible	15											
		2	LTPS	6	Mobile	Flexible	15											
		3	LTPS	6	Mobile	Flexible	15											
M2-E4-1	1	Oxide	8	TV	Rigid	26												
M2-E4-3	1	Oxide	8	TV	Rigid/Flex	24												
P9 WOLED E4-2	1	Oxide	8	TV	Rigid/Flex	26												
P10																		
Tianma	Wuhan AMOLED	1	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	15											
		2	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	15											
		3	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	15											
Visionox	Kunshan 3	1	LTPS	5.5	Mobile	Rigid	4											
		2	LTPS	5.5	Mobile	Rigid	11											
	VSX Gu'an	1	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	30											
EDO	Shanghai 2	1	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	7.5											
		2	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	22.5											
BOE	B7 AMOLED	1	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	15											
		2	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	15											
		3	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	15											
	B11 AMOLED	1	LTPS	6	Mobile	Flexible	15											
CSOT	CSOT T4 OLED	1	LTPS	6	Mobile	Rigid/Flex	30											

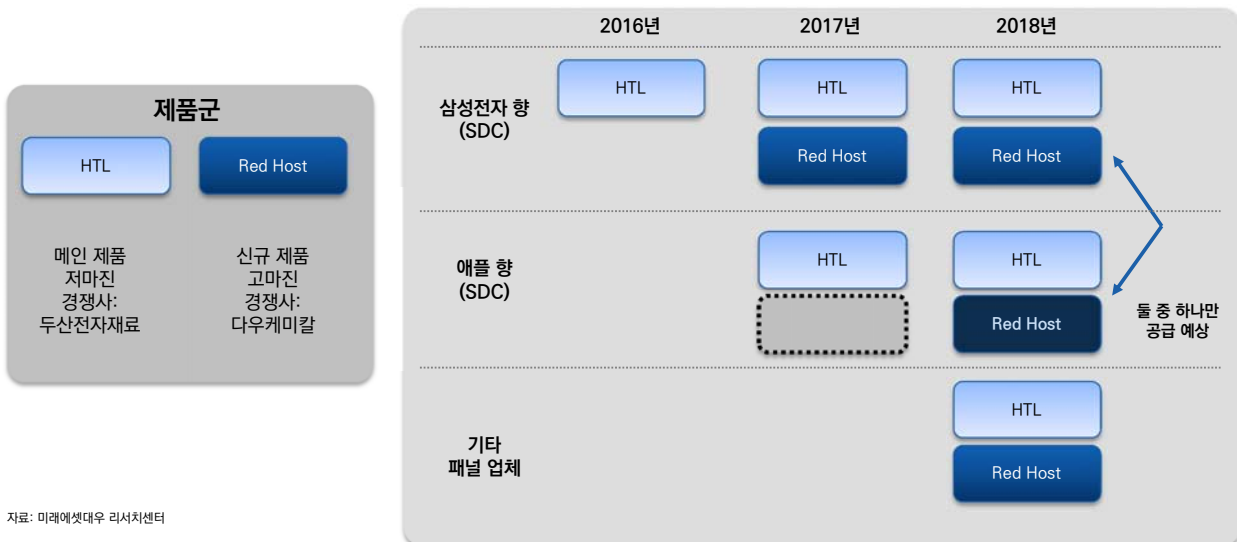
자료: 미래에셋대우 리서치센터

IV. 투자전략: 소재 – 장기 성장 사이클 진입

OLED 라인 가동은 지금부터

- 덕산네오룩스 주요 제품군: HTL, Red Host
- 주요 고객사: 삼성디스플레이(현재), 중국 등 해외 패널업체(향후)
- 작년 투자된 플렉서블 OLED 라인 가동 올해부터 본격적으로 시작
- 고객사 다변화로 인해 과거 대비 단가 인하폭 축소 예상
- 폴더블 기기 면적 증가에 따른 유기재료 수요 증가

덕산네오룩스 제품군 및 고객사 현황

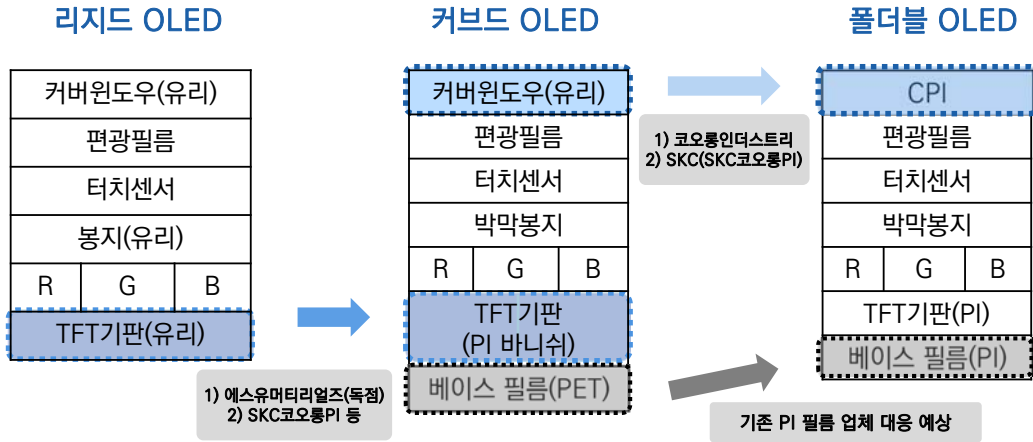


자료: 미래에셋대우 리서치센터

새롭게 사용되는 신소재

- 폴더블에 사용되는 신소재: CPI(투명한 PI 필름), PI 바니쉬 등
- 기존 PI 필름 제조업체 대응 가능
- 관련 업체: 코오롱인더스트리, SKC코오롱PI, SKC 등

폴더블 디스플레이 사용되는 신규 소재



자료: 미래에셋대우 리서치센터

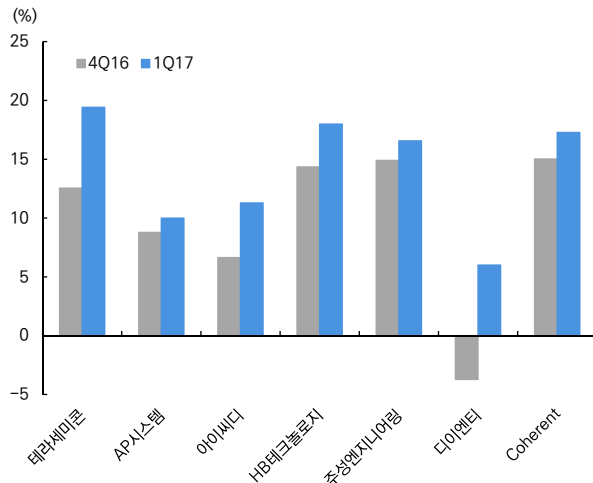
Mirae Asset Daewoo Research 19

IV. 투자전략: 장비 – 수주 절벽 우려 해소

OLED 전공정 장비, 1분기 양호한 실적 기록

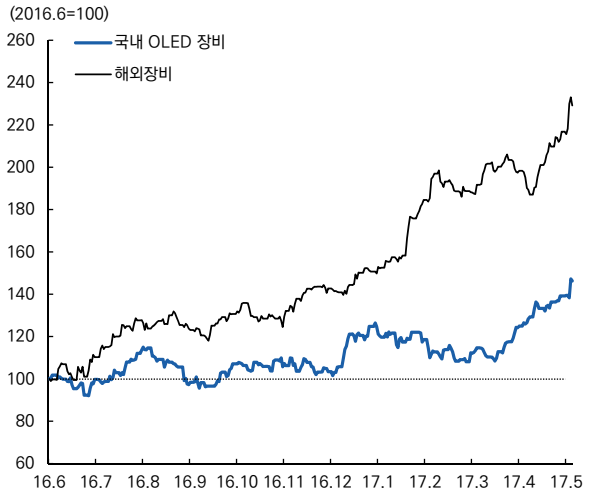
- 1Q17 OLED 전공정 장비 업체 양호한 실적 기록, 특히 수익성 부분에서 시장 우려 해소
→ 테라세미콘, AP시스템, 에스에프에이, 아이씨디 등
- 1) 양호한 실적, 2) 삼성디스플레이 추가 투자에 따라 주가도 아웃퍼폼
- 후공정 장비 업체 일부 저조한 실적 기록 → 대규모 수주에 따른 일시적인 비용 부담으로 판단
- 최근 주가 아웃퍼폼에도 해외 OLED 관련 업체 주가와는 밸류에이션 갭 아직도 큰 상태

OLED 장비 업체 1분기 영업이익률



자료: 미래에셋대우 리서치센터

국내 OLED 장비 업체와 해외 장비 업체 주가 추이 비교



주: 국내 장비 업체: AP시스템, 테라세미콘, 에스에프에이, 아이씨디, HB테크놀로지
해외장비업체: AMAT, V-Technology, Coherent
자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

Mirae Asset Daewoo Research 20

장비 투자 전략

1) SDC + BOE

2) 후발 주자에 주목

- 삼성디스플레이 A5 발주 → 경쟁 제한적인 전공정 장비 업체: AP시스템, 테라세미콘, HB테크놀로지
- BOE 투자 확대 → 비아트론, AP시스템, HB테크놀로지 등
- 삼성디스플레이 향후 투자 시 향후 단가 인하 등을 고려, 신규 서플라이체인 진입 가능
→ 후발 주자에 주목: 필옵틱스, 에프엔에스테크, 파인텍, 디이엔티 등

OLED 장비 서플라이 체인

		PI Curing	열처리	ELA	TFT	RGB 증착	봉지	LLO	물류	검사	기타 후공정
삼성	1st Tier	테라세미콘	테라세미콘	AP시스템	세정: 세메스, 에스티아이, DMS 증착: AKT, 원익PS 노광: Nikon, Canon 건식식각: 아이씨디, 원익IPS 습식식각: 세메스	Canon Tokki	AMAT Kateeva	AP시스템	에스에프에이 토탈	영우디에스피 HB테크놀로지 케이맥 등	토탈(라미네이팅) 제이스텍(PCB 분당, 라미네이팅) 이오테크닉스(Laser Cutting) 에스티(기포제거)
	2nd tier				에프엔에스테크 (습식 세정 및 식각, 박리)		AP시스템	필옵틱스		디이엔티	필옵틱스(Laser Cutting) 세광테크(PCB 분당)
BOE	B7 (Ph1)	비아트론	비아트론		세정: DMS, 에스엔에프테크 ELA: AP시스템 건식식각: TEL	Canon Tokki		AP시스템	신성이엔지		HB테크놀로지 제이스텍 케이맥 참엔지니어링

자료: 미래에셋대우 리서치센터

다가오는 OLED 모멘텀

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	40,000
현재주가(17/5/18, 원)	29,500
상승여력	36%

영업이익(17F, 십억원)	3,615
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	3,476
EPS 성장률(17F, %)	176.4
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.3
P/E(17F, x)	4.2
MKT P/E(17F, x)	9.8
KOSPI	2,286.82
시가총액(십억원)	10,556
발행주식수(백만주)	358
유동주식비율(%)	62.1
외국인 보유비중(%)	32.3
배타(12M) 일간수익률	0.50
52주 최저가(원)	23,600
52주 최고가(원)	32,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-4.4 3.5 18.5
상대주가	-10.2 -10.6 1.4

투자포인트

- 창사 후 연간 최대 영업이익 기록 예상
- 하반기 E5 라인 가동 시작, E6 고객사 및 추가 투자 여부 구체화에 따른 리레이팅 가능
- OLED TV 고객사 확장, 연간 160만대 수준 판매 예상, 적자폭 축소

Risk 요인

- 2018년 하반기 이후, 10.5세대 이상 LCD 라인 가동에 따른 공급 확대
- OLED 투자 지연



결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	27,033	26,456	28,384	26,504	27,866	26,768
영업이익 (십억원)	1,163	1,357	1,626	1,311	3,615	2,966
영업이익률 (%)	4.3	5.1	5.7	4.9	13.0	11.1
순이익 (십억원)	426	904	967	907	2,506	2,059
EPS (원)	1,191	2,527	2,701	2,534	7,005	5,756
ROE (%)	4.1	8.2	8.2	7.2	17.8	12.7
P/E (배)	21.3	13.3	9.1	12.4	4.2	5.1
P/B (배)	0.9	1.1	0.7	0.9	0.7	0.6
배당수익률 (%)	0.0	1.5	2.0	1.6	1.7	1.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: LG디스플레이, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액	28,384	26,504	27,866	26,768
매출원가	24,070	22,754	21,389	20,906
매출총이익	4,314	3,750	6,477	5,862
판매비와관리비	2,689	2,438	2,862	2,897
조정영업이익	1,626	1,311	3,615	2,966
영업이익	1,626	1,311	3,615	2,966
비영업손익	-192	5	-243	-166
금융손익	-71	-72	-47	-38
관계기업등 투자손익	19	8	0	0
세전계속사업손익	1,434	1,316	3,372	2,800
계속사업법인세비용	411	385	782	672
계속사업이익	1,023	932	2,590	2,128
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,023	932	2,590	2,128
지배주주	967	907	2,506	2,059
비지배주주	57	25	84	69
총포괄이익	1,003	953	2,590	2,128
지배주주	940	942	2,435	2,001
비지배주주	63	12	155	128
EBITDA	5,001	4,333	6,689	6,480
FCF	362	-95	1,134	725
EBITDA 마진율 (%)	17.6	16.3	24.0	24.2
영업이익률 (%)	5.7	4.9	13.0	11.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.4	3.4	9.0	7.7

자료: LG디스플레이, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
유동자산	9,532	10,484	11,188	11,990
현금 및 현금성자산	752	1,559	3,268	4,363
매출채권 및 기타채권	4,188	5,092	4,518	4,351
재고자산	2,352	2,288	2,030	1,955
기타유동자산	2,240	1,545	1,372	1,321
비유동자산	13,046	14,400	15,916	17,345
관계기업투자등	385	173	121	116
유형자산	10,546	12,031	13,950	15,579
무형자산	839	895	553	360
자산총계	22,577	24,884	27,104	29,335
유동부채	6,607	7,058	6,495	6,385
매입채무 및 기타채무	4,264	5,327	4,726	4,552
단기금융부채	1,416	668	825	925
기타유동부채	927	1,063	944	908
비유동부채	3,265	4,364	4,735	5,127
장기금융부채	2,808	4,111	4,511	4,911
기타비유동부채	457	253	224	216
부채총계	9,872	11,422	11,230	11,512
지배주주지분	12,193	12,956	15,283	17,164
자본금	1,789	1,789	1,789	1,789
자본잉여금	2,251	2,251	2,251	2,251
이익잉여금	8,159	9,004	11,332	13,212
비지배주주지분	512	506	590	659
자산총계	12,705	13,462	15,873	17,823

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17F	12/18F
P/E (x)	9.1	12.4	4.2	5.1
P/CF (x)	1.6	2.4	1.6	1.7
P/B (x)	0.7	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	2.2	3.2	1.8	1.8
EPS (원)	2,701	2,534	7,005	5,756
CFPS (원)	15,049	13,282	18,136	17,743
BPS (원)	34,076	36,209	42,713	47,969
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	17.5	19.2	6.9	8.4
배당수익률 (%)	2.0	1.6	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	7.3	-6.6	5.1	-3.9
EBITDA증가율 (%)	3.1	-13.4	54.4	-3.1
조정영업이익증가율 (%)	19.8	-19.4	175.7	-18.0
EPS증가율 (%)	6.9	-6.2	176.4	-17.8
매출채권 회전율 (회)	7.5	5.9	6.0	6.2
재고자산 회전율 (회)	11.1	11.4	12.9	13.4
매입채무 회전율 (회)	7.8	8.1	7.9	8.3
ROA (%)	4.5	3.9	10.0	7.5
ROE (%)	8.2	7.2	17.8	12.7
ROIC (%)	8.8	6.6	18.0	13.4
부채비율 (%)	77.7	84.8	70.7	64.6
유동비율 (%)	144.3	148.5	172.3	187.8
순차입금/자기자본 (%)	13.3	15.1	6.4	2.6
조정영업이익/금융비용 (x)	12.7	11.5	33.0	24.7

삼성 추가 투자, 중장기 성장성 확보

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	53,000
현재주가(17/5/18, 원)	42,050
상승여력	26%

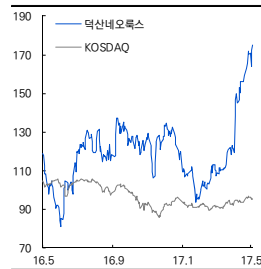
영업이익(17F, 십억원)	20
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	15
EPS 성장률(17F, %)	268.4
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.3
P/E(17F, x)	29.3
MKT P/E(17F, x)	9.8
KOSDAQ	638.12
시가총액(십억원)	505
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	38.7
외국인 보유비중(%)	18.6
베타(12M) 일간수익률	0.83
52주 최저가(원)	19,500
52주 최고가(원)	42,050
추가상승률(%)	1개월 26.8, 6개월 38.6, 12개월 55.7
절대주가	26.2, 34.7, 66.9
상대주가	26.2, 34.7, 66.9

투자포인트

- 삼성디스플레이 A5 투자 가시화: 2019년 이후 추가적인 실적 성장 확보
- BOE, CSOT, GVO 등 중국 업체 OLED 투자 시작: 재료 업체 선정 시 추가 실적 성장 가능
- 2017년 본격적인 실적 성장 시작
→ 신규 제품 판매에 따른 HTL 제품군 수익성 증가
→ Red Host 납품 본격화
- 투자이건 매수 유지, 목표주가 53,000원으로 상향(UDC 12개월 선행 P/E 40% 할인)

Risk 요인

- 갤럭시 S8 등 고객사 제품 판매 저조
- 단가 인하



계산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	-	-	40	42	95	119
영업이익 (십억원)	-	-	2	4	20	26
영업이익률 (%)	-	-	5.0	9.5	21.1	21.8
순이익 (십억원)	-	-	2	5	17	21
EPS (원)	-	-	181	389	1,434	1,776
ROE (%)	-	-	2.1	4.4	14.7	15.6
P/E (배)	-	-	156.8	81.7	29.3	23.7
P/B (배)	-	-	3.3	3.5	4.0	3.4
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 덕산네오룩스, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액	40	42	95	119
매출원가	32	33	67	82
매출총이익	8	9	28	37
판매비와관리비	6	6	9	11
조정영업이익	2	4	20	26
영업이익	2	4	20	26
비영업순익	1	0	0	0
금융순익	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업순익	3	4	20	26
계속사업법인세비용	1	0	2	5
계속사업이익	2	5	17	21
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	2	5	17	21
지배주주	2	5	17	21
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	2	5	17	21
지배주주	2	5	17	21
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	6	7	23	29
FCF	3	8	20	24
EBITDA 마진율 (%)	15.0	16.7	24.2	24.4
영업이익률 (%)	5.0	9.5	21.1	21.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.0	11.9	17.9	17.6

자료: 덕산네오룩스, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
유동자산	47	52	85	112
현금 및 현금성자산	23	29	44	65
매출채권 및 기타채권	3	2	6	7
재고자산	9	7	13	15
기타유동자산	12	14	22	25
비유동자산	68	66	64	61
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	38	36	33	30
무형자산	29	29	29	29
자산총계	114	118	148	173
유동부채	6	6	13	15
기타유동부채	1	1	2	2
비유동부채	4	4	9	11
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	4	4	9	11
부채총계	10	10	23	26
자본총계	104	109	126	147
자본잉여금	2	2	2	2
이익잉여금	96	96	96	96
이익잉여금	2	7	24	45
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	104	109	126	147

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17F	12/18F
P/E (x)	156.8	81.7	29.3	23.7
P/CF (x)	51.1	46.0	23.1	18.1
P/B (x)	3.3	3.5	4.0	3.4
EV/EBITDA (x)	53.4	46.6	19.8	14.6
EPS (원)	181	389	1,434	1,776
CFPS (원)	554	692	1,821	2,329
BPS (원)	8,695	9,050	10,484	12,260
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-	5.0	126.2	25.3
EBITDA증가율 (%)	-	16.7	228.6	26.1
조정영업이익증가율 (%)	-	100.0	400.0	30.0
EPS증가율 (%)	-	114.9	268.6	23.8
매출채권 회전율 (회)	16.8	17.5	23.9	19.5
재고자산 회전율 (회)	5.2	5.4	9.6	8.4
매입채무 회전율 (회)	11.0	10.7	16.0	12.8
ROA (%)	1.9	4.0	12.9	13.3
ROE (%)	2.1	4.4	14.7	15.6
ROIC (%)	2.2	5.6	23.8	30.3
부채비율 (%)	9.5	8.9	18.0	17.6
유동비율 (%)	775.7	885.2	633.3	734.6
순차입금/자기자본 (%)	-31.5	-37.4	-47.7	-56.6
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	261.2	521.5	580.2

OLED 소재 업체로의 리레이팅

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	22,000
현재주가(17/5/18, 원)	18,850
상승여력	17%

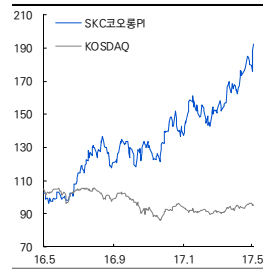
영업이익(17F, 십억원)	48
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	43
EPS 성장률(17F, %)	50.8
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.3
P/E(17F, x)	17.5
MKT P/E(17F, x)	9.8
KOSDAQ	638.12
시가총액(십억원)	554
발행주식수(백만주)	29
유동주식비율(%)	44.8
외국인 보유비중(%)	8.8
배타(12M) 일간수익률	0.54
52주 최저가(원)	9,400
52주 최고가(원)	18,850
주가상승률(%)	1개월 17.4, 6개월 49.6, 12개월 87.6
절대주가	16.8, 45.4, 101.0
상대주가	

투자포인트

- 본 사업 견조: 2017F 매출액 1,886억원(23% YoY), 영업이익 479억원(48% YoY)
- PI 바니쉬 시장 진출 가시화: 상반기 중 2차 벤더로 진입할 가능성 높다고 판단
- 투자 발표 시, OLED 특화 소재 업체로의 리레이팅 가능
- 2018년 하반기 이후 부터는 중국 패널 업체향 매출 발생도 가능
- 중장기적으로 폴더블 기기, 5G 등 PI 필름의 사용 영역 확대도 긍정적

Risk 요인

- PI 바니쉬 벤더 선정 탈락



결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	134	137	136	153	189	203
영업이익 (십억원)	39	37	29	32	48	53
영업이익률 (%)	29.1	27.0	21.3	20.9	25.4	26.1
순이익 (십억원)	26	22	17	21	32	35
EPS (원)	699	660	578	714	1,077	1,201
ROE (%)	12.2	10.7	8.4	9.6	13.4	13.8
P/E (배)	-	11.6	18.0	19.6	17.5	15.7
P/B (배)	-	1.2	1.5	1.8	2.3	2.1
배당수익률 (%)	-	0.0	1.1	3.2	2.4	2.4

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: SKC코오롱PI, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액	136	153	189	203
매출원가	94	107	125	133
매출총이익	42	46	64	70
판매비와관리비	13	14	16	17
조정영업이익	29	32	48	53
영업이익	29	32	48	53
비영업손익	-8	-4	-6	-5
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	21	28	42	48
계속사업법인세비용	4	7	10	12
계속사업이익	17	21	32	35
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	17	21	32	35
지배주주	17	21	32	35
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	17	21	32	35
지배주주	17	21	32	35
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	41	45	63	68
FCF	-7	7	30	48
EBITDA 마진율 (%)	30.1	29.4	33.3	33.5
영업이익률 (%)	21.3	20.9	25.4	26.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	12.5	13.7	16.9	17.2

자료: SKC코오롱PI, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
유동자산	71	95	137	177
현금 및 현금성자산	24	44	75	110
매출채권 및 기타채권	22	27	32	35
재고자산	25	24	29	31
기타유동자산	0	0	1	1
비유동자산	199	213	198	183
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	188	205	190	175
무형자산	2	2	2	2
자산총계	270	308	335	360
유동부채	26	31	40	42
매입채무 및 기타채무	15	14	17	19
단기금융부채	7	10	15	15
기타유동부채	4	7	8	8
비유동부채	33	48	51	52
장기금융부채	21	35	35	35
기타비유동부채	12	13	16	17
부채총계	59	79	91	94
자본총계	211	229	244	266
자본금	15	15	15	15
자본잉여금	188	188	188	188
이익잉여금	87	104	120	142
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	211	229	244	266

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17F	12/18F
P/E (x)	18.0	19.6	17.5	15.7
P/CF (x)	8.6	9.4	9.7	8.9
P/B (x)	1.5	1.8	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	7.7	9.1	8.4	7.3
EPS (원)	578	714	1,077	1,201
CFPS (원)	1,212	1,492	1,950	2,123
BPS (원)	7,171	7,783	8,307	9,059
DPS (원)	110	450	450	450
배당성향 (%)	19.0	63.0	41.8	37.5
배당수익률 (%)	1.1	3.2	2.4	2.4
매출액증가율 (%)	-0.7	12.5	23.5	7.4
EBITDA증가율 (%)	-16.3	9.8	40.0	7.9
조정영업이익증가율 (%)	-21.6	10.3	50.0	10.4
EPS증가율 (%)	-12.4	23.5	50.8	11.5
매출채권 회전율 (회)	7.0	6.9	6.7	6.4
재고자산 회전율 (회)	5.8	6.2	7.1	6.8
매입채무 회전율 (회)	16.8	18.6	16.6	15.7
ROA (%)	6.6	7.3	9.9	10.2
ROE (%)	8.4	9.6	13.4	13.8
ROIC (%)	11.1	10.7	15.3	17.8
부채비율 (%)	28.1	34.6	37.2	35.2
유동비율 (%)	273.3	309.3	343.6	423.9
순차입금/자기자본 (%)	2.4	0.8	-10.1	-22.5
조정영업이익/금융비용 (x)	69.4	53.6	39.2	42.8

OLED 투자 확대로 중장기 성장 동력 확보

(Initiate)	매수
목표주가(원, 12M)	21,000
현재주가(17/5/18, 원)	15,450
상승여력	36%

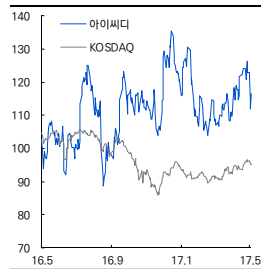
영업이익(17F, 십억원)	37
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	41
EPS 성장률(17F, %)	148.5
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.3
P/E(17F, x)	9.9
MKT P/E(17F, x)	9.8
KOSDAQ	638.12
시가총액(십억원)	255
발행주식수(백만주)	17
유동주식비율(%)	70.6
외국인 보유비중(%)	3.5
배타(12M) 일간수익률	1.37
52주 최저가(원)	11,750
52주 최고가(원)	17,950
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.6 3.3 24.1
상대주가	-2.1 0.5 33.0

투자포인트

- 삼성 A5 투자 가시화로 2018년 하반기 신규 수주 가능
- 중국 및 해외 패널 업체 발주 시작(GVO, CSOT, Tianma 등)
- 삼성디스플레이 A5 및 BOE 투자 스케줄 확정에 따른 증착기 공급 부족 지속
→ Canon Tokki항 매출 2020년 이후까지 안정적으로 발생
- 12개월 선행 PER 8.2배 수준, 전공정 장비 업체 중 가장 저평가 되어있는 상황

Risk 요인

- 원/엔 환율 하락



결산기 (12월)	09/13	09/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	-	-	17	231	324	412
영업이익 (십억원)	-	-	1	16	37	58
영업이익률 (%)	-	-	5.9	6.9	11.4	14.1
순이익 (십억원)	-	-	0	10	26	44
EPS (원)	-	-	16	629	1,564	2,654
ROE (%)	-	-	0.3	10.2	20.5	27.4
P/E (배)	-	-	422.2	28.5	9.9	5.8
P/B (배)	-	-	1.2	2.5	1.8	1.4
배당수익률 (%)	-	-	0.0	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아이씨디, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액	17	231	324	412
매출원가	14	201	275	339
매출총이익	3	30	49	73
판매비와관리비	2	14	12	16
조정영업이익	1	16	37	58
영업이익	1	16	37	58
비영업손익	0	2	-3	0
금융손익	0	0	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	18	34	58
계속사업법인세비용	1	7	8	14
계속사업이익	0	10	26	44
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	0	10	26	44
지배주주	0	10	26	44
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	0	10	26	44
지배주주	0	10	26	44
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	2	21	44	66
FCF	0	-23	13	47
EBITDA 마진율 (%)	11.8	9.1	13.6	16.0
영업이익률 (%)	5.9	6.9	11.4	14.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.0	4.3	8.0	10.7

자료: 아이씨디, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
유동자산	47	157	180	276
현금 및 현금성자산	8	18	34	74
매출채권 및 기타채권	11	42	35	57
재고자산	5	15	10	17
기타유동자산	23	82	101	128
비유동자산	73	84	77	69
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	42	53	48	42
무형자산	20	30	28	25
자산총계	119	241	257	345
유동부채	23	94	84	126
매입채무 및 기타채무	15	54	48	77
단기금융부채	5	17	17	17
기타유동부채	3	23	19	32
비유동부채	5	35	34	38
장기금융부채	0	28	28	28
기타비유동부채	5	7	6	10
부채총계	28	129	118	164
자본총계	91	113	138	181
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	52	63	63	63
이익잉여금	34	45	71	113
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	91	113	138	181

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17F	12/18F
P/E (x)	422.2	28.5	9.9	5.8
P/CF (x)	35.1	11.1	5.9	3.8
P/B (x)	1.2	2.5	1.8	1.4
EV/EBITDA (x)	49.0	15.0	5.9	3.3
EPS (원)	16	629	1,564	2,654
CFPS (원)	195	1,620	2,602	4,037
BPS (원)	5,798	7,124	8,666	11,222
DPS (원)	0	100	100	100
배당성장률 (%)	0.0	15.5	6.2	3.7
배당수익률 (%)	0.0	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	-	1,258.8	40.3	27.2
EBITDA증가율 (%)	-	950.0	109.5	50.0
조정영업이익증가율 (%)	-	1,500.0	131.3	56.8
EPS증가율 (%)	-	3,831.3	148.6	69.7
매출채권 회전율 (회)	1.8	10.1	9.7	10.2
재고자산 회전율 (회)	3.3	22.8	25.4	30.2
매입채무 회전율 (회)	4.1	7.9	6.2	6.2
ROA (%)	0.2	5.7	10.4	14.6
ROE (%)	0.3	10.2	20.5	27.4
ROIC (%)	0.3	8.7	19.5	29.7
부채비율 (%)	31.2	114.0	85.6	90.9
유동비율 (%)	202.1	167.9	214.0	218.4
순차입금/자기자본 (%)	-2.9	15.2	3.0	-22.6
조정영업이익/금융비용 (x)	22.1	28.7	23.6	37.1