

2021년 09월 09일  
키움증권 리서치센터 | 산업분석

 디스플레이  
Overweight (Maintain)

한권으로 끝내는  
**OLED** 소재  
기초설명서



OLED panel



- ★ 디스플레이 Analyst 김소원 02)3787-4736 sowonkim@kiwoom.com
- ★ 반도체 Analyst 박유악 02)3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com
- ★ 미국주식 Analyst 이원주 02)3787-3755 wonju.lee@kiwoom.com

## Contents



## Investment Summary 3

- > 새로운 성장 국면을 맞이한 OLED 시장
- > OLED 소재 업체들의 Re-rating 기대
- > 기술을 알면 미래가 보인다

## I. OLED 소재 기초 설명서 3

- > OLED: 발광(發光) 물질에 전기를 가해 스스로 빛을 내는 전계 발광 3
- > Quantum Dot, OLED를 잇는 자발광 소재 9
- > 발광 소재 외의 주요 디스플레이 소재 살펴보기 12

## 기업분석 16

- > LG디스플레이 (034220) 17
- > 덕산네오룩스 (213420) 21
- > LX세미콘 (108320) 24
- > 솔루스첨단소재 (336370) 29
- > 덕산테크피아 (317330) 33
- > 이녹스첨단소재 (272290) 36
- > Pi첨단소재 (178920) 39
- > 피엔에이치테크(239890) 42
- > 삼성전자 (005930) 44
- > 한솔케미칼 (014680) 53
- > UDC (OLED.US) 58

## Compliance Notice

- 당사는 9월 9일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

## Investment Summary

## &gt;&gt;&gt; 새로운 성장 국면을 맞이한 OLED 시장

OLED 소재 시장의 규모는 2019년 11억 달러에서 2023년 23억 달러로 연평균 19% 이상 성장할 것으로 전망된다. 그간 스마트폰 중심으로 성장해 온 OLED 시장은 노트북, 태블릿 등 OLED IT 시장의 본격적인 개화와 OLED TV 시장 확대를 통해 새로운 성장 국면을 맞이하게 될 것이며, 스마트폰 대비 디스플레이 크기가 최소 4배 이상 커지는 OLED IT/TV 시장의 확대를 고려하면 OLED 소재 업체들은 안정적인 성장이 지속될 것으로 예상된다.

## &gt;&gt;&gt; OLED 소재 업체들의 Re-rating 기대

국내 소재 업체들은 자체 특허 확보를 통해 OLED 소재 시장 내 입지를 확대해오고 있으며, 해외 업체들이 잠식하고 있던 OLED 소재 시장을 빠르게 대체해 나가고 있다. 향후 국내 OLED 소재 업체들은 'OLED 침투율 확대'와 '점유율 확대 효과'가 함께 나타나며, OLED 시장 성장률을 상회하는 실적 성장률을 기록할 것으로 전망된다. 또한 OLED 소재 시장뿐 아니라 비발광 소재 분야에서도 국내 업체들의 점유율 확대가 나타나고 있으며, 그간 일본 등 해외 업체들 중심으로 공급되었던 주요 디스플레이 소재 시장은 앞으로 국내 업체들의 기술 경쟁력과 원가 경쟁력을 중심으로 재편될 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 기술을 알면 미래가 보인다

같은 OLED 소재여도 각 레이어마다 역할이 다르며, 필요로 하는 기술력과 가격 또한 천차만별이다. 본 자료를 통해 각 OLED 소재의 특징과 진입 장벽 등을 점검해 보고, 관련 업체들의 기업 가치를 분석해보고자 한다. 더불어 OLED 소재 외에도 최근 디스플레이 산업에서 떠오르는 주요 소재들의 특징과 기술을 살펴보고, 관련 업체들의 현황을 살펴보았다. 업종 Top Pick으로는 덕산네오룩스, 덕산테크피아, 솔루스첨단소재를 제시한다.

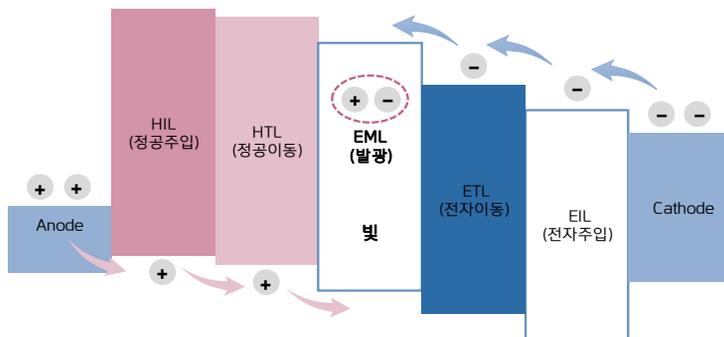
# I. OLED 소재 기초 설명서

## >>> OLED: 발광(發光) 물질에 전기를 가해 스스로 빛을 내는 전계 발광

OLED 소재는 크게 발광층과 보조층(공통층)으로 구성

OLED(Organic Light-Emitting Diode)란 전기를 가해 빛을 내는 '전계 발광'을 기반으로 스스로 빛을 내는 '자체 발광형 유기물질'이다. OLED에 전류를 가하면, 빛을 내는 발광물질들로 이루어진 **발광층(EML; emission material layer)**에서 전자(electron)와 정공(hole)이 만나 빛을 낸다. 이 때 전자와 정공이 각각 효과적으로 이동할 수 있도록 돕는 보조층(공통층)들이 함께 존재하는데, 전자 수송층(ETL; electron transport layer)과 정공 수송층(HTL; hole transport layer) 등이 이에 해당된다.

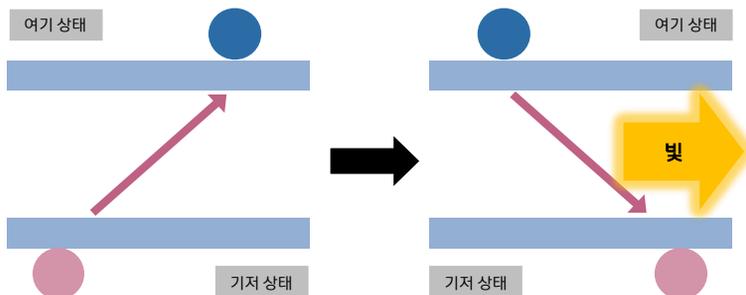
### OLED의 발광 원리



자료: 키움증권 리서치센터

위 그림과 같이 전계를 인가하면 음극에서는 전자, 양극에서는 정공이 각각 주입 되어 발광층에서 만나게 된다. 이 때 전자와 정공의 결합체를 여기자(exciton)이라고 하는데, 여기 상태란 '전자가 에너지를 흡수하여 기존의 상태 보다 들뜬 상태'이다. 그러나 여기 상태는 일시적으로 불안정한 상태로, 전자는 안정 상태를 찾아가려는 본능이 강하기 때문에 원래의 '기저 상태(ground state)'로 다시 되돌아간다. 전자가 여기 상태에서 기저 상태로 되돌아가며 에너지 준위가 원래 수준으로 다시 낮아지게 되는데, 이 때 줄어든 에너지가 빛의 형태로 방출되어 우리 눈으로 인지된다. '여기 상태'에서 '기저 상태'로 떨어질 때 빛을 못내고 소멸하는 것들이 적을수록 발광 효율이 높은 소재이다.

### OLED: 전자가 여기 상태 → 기저 상태로 되돌아가며 에너지를 빛의 형태로 방출한다



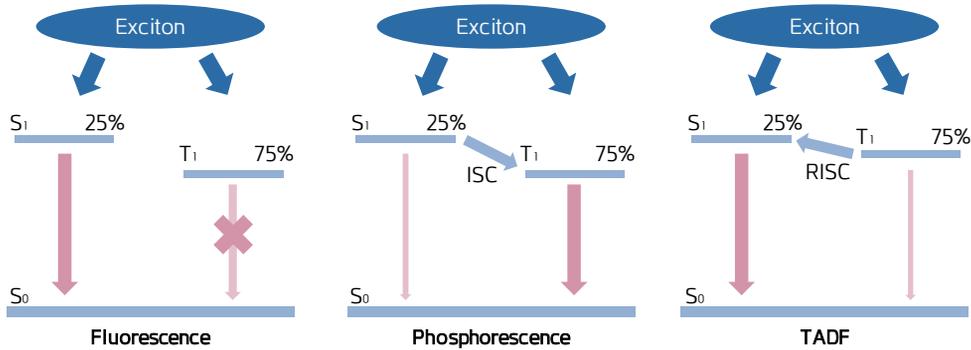
자료: 키움증권 리서치센터

## OLED 발광 방식은 형광과 인광으로 분류 가능

앞서 설명한 여기자(exciton)는 '단일항 여기자(singlet)'와 '삼중항 여기자(Triplet)'로 분류되며, 단일항과 삼중항은 각각 25%, 75%의 확률로 형성된다. **형광 소재**는 단일항 여기자만을 활용하여 발광하고, 나머지 75%의 삼중항 여기자는 소실된다. 즉 형광 소재는 단일항 여기자만 활용하여 빛을 내기 때문에 최대 내부 양자 효율은 25% 수준이다. 한편, **인광 소재**의 경우 삼중항 여기자까지 모두 빛 에너지로 활용되기 때문에 최대 100%의 내부 양자 효율을 갖는다. 현재 **Red와 Green**은 인광 소재가 사용되는 반면, **Blue** 인광 소재는 발광 효율과 수명을 비롯해 안정성에서 문제점들이 존재하여 형광 소재로 적용되고 있다. 이것이 Blue 소재가 Red와 Green 대비 발광 효율이 낮고 수명이 짧은 이유이다.

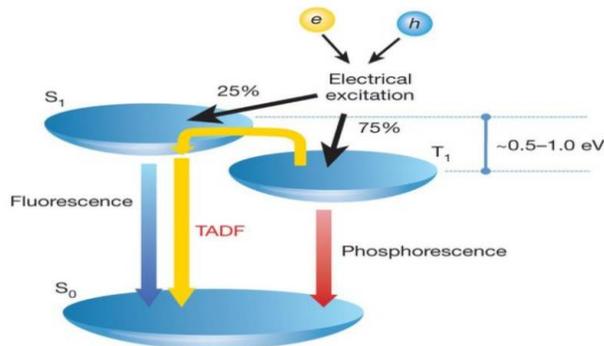
형광 소재의 발광 효율을 개선시키기 위해 TADF(Thermally Activated Delayed Fluorescence, 열활성화 지연형광)와 TADF 기술을 기반으로 조금 더 발전된 Hyper Fluorescence 기술이 수 년 전부터 개발 중에 있다. TADF는 빛으로 전환되지 못하고 열에너지로 버려지는 75%의 전기에너지를 다시 빛으로 전환시키는 기술이다. TADF는 역계간전이(Reverse Intersystem Crossing)라는 현상을 활용하여 소실된 75%의 삼중항 여기자들도 버려지지 않고 사용되게 하며, 내부 양자 효율 또한 기존 단일항 여기자의 25% + 뒤늦게 살아난 삼중항 여기자의 75%가 합쳐져 인광 소재와 같이 최대 100%에 이르게 된다. TADF는 발광 효율은 크게 개선시켜 줄 수 있으나, 색 재현성과 수명 문제로 인해 아직까지 상용화에는 시간이 더 걸릴 것으로 예상된다.

### 형광(Fluorescence), 인광(Phosphorescence), TADF의 차이



자료: 키움증권 리서치센터

### TADF(Thermally Activated Delayed Fluorescence) 원리

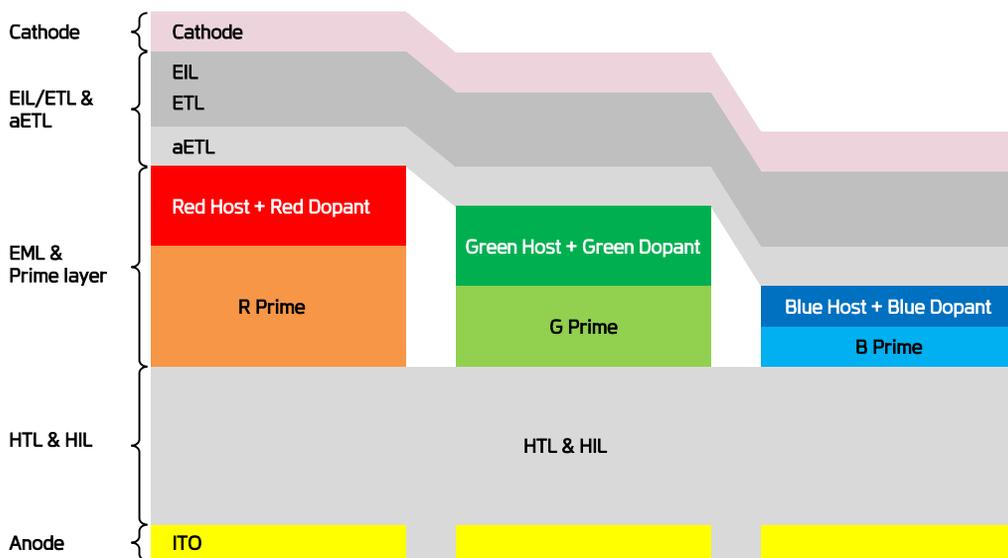


자료: Nature 492, 234-238, Adachi, 키움증권 리서치센터

### OLED 발광층은 호스트, 도펀트로 구성. 프라임 소재는 EML과 HTL 사이에 위치

OLED 디스플레이에서 가장 핵심이 되는 소재는 EML(Emission Layer), 즉 발광층 소재이다. 발광층은 크게 호스트(Host), 도펀트(Dopant)로 구성되어 있다. 즉 발광층은 Red/Green/Blue의 호스트, 도펀트 소재로 각각 구성되어 있고, 발광층과 HTL 사이에는 프라임 소재가 증착된다. 구조는 아래 그림과 같다.

#### OLED 소재 구조 (RGB Type)



자료: Omdia, 키움증권 리서치센터

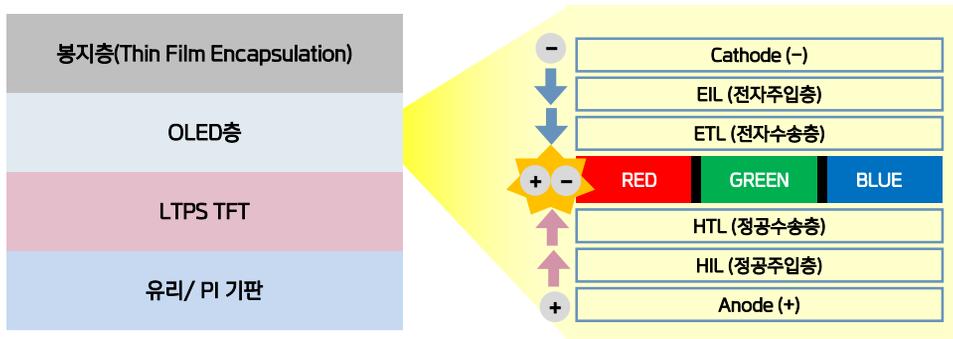
**호스트**는 전자와 정공이 발광층에서 만나 여기자(exciton)가 잘 생성될 수 있도록 돕는 역할을 수행한다. 호스트는 보다 효율적인 발광을 위해 도펀트라는 물질과 함께 사용되며, 두 소재가 상부 상조하여 복합 발광하는 것을 Host-Dopant System 이라 칭한다. Red, Green 형광 호스트로는 Alq3, Blue 형광 호스트로는 DPVBi 등의 소재가 널리 사용되며, Red, Green 인광 호스트로는 CBP(4,4'-Bis(N-carbazolyl)-1,1'-biphenyl) 등의 재료가 사용된다. Alq3의 가격이 그램당 약 \$45인 반면 DPVBi의 가격이 그램당 \$307 수준인 것을 보면 같은 형광 소재임에도 Blue OLED 소재의 월등히 높은 가격과 기술적 장벽을 체감할 수 있다. 한편 Red, Green 인광 호스트로 많이 사용되는 CBP(순도 99.5% 이상)의 가격은 그램당 약 \$124이다.

**도펀트**는 OLED 발광을 직접적으로 담당하고, OLED 색상 등을 결정하는 소재이다. 호스트 대비 들어가는 양은 훨씬 적지만 자체 발광 능력은 더 높고, 사실상 도펀트를 위해 호스트가 존재한다고 해도 과언이 아니다. 반도체 제조 과정에서 '도핑(doping)'을 통해 의도적으로 불순물을 첨가하여 전기적 특성을 조절하듯이 OLED 도펀트 또한 OLED의 성능을 향상시키기 위해 호스트에 도핑되는 불순물이다. OLED 발광 효율을 최적화 하기 위해서는 호스트와 도펀트를 적절 비율로 섞어주는 것이 필요하며, 너무 높은 농도로 도핑 시 오히려 발광 효율이 저하될 수 있다. 도펀트의 비중은 10% 미만 수준일 정도로 극미량을 첨가한다. 인광 도펀트로 가장 많이 사용되는 금속은 Ir(이리듐)이며, 대표적인 인광 도펀트로는 Ir(ppy)3, Flrpic 등이 있다. Green 도펀트로 사용되는 Ir(ppy)3는 그램당 무려 \$728~\$1,260에 육박하며, OLED 발광을 직접 담당하는 가장 중요한 소재인 만큼 기술 장벽이 매우 높고, 생산하는 업체 또한 수 년간 독과점적 지위를 유지하고 있다.

**프라이머 소재**는 발광층(EML)과 정공수송층(HTL) 사이에 증착되는 소재이다. Red, Green, Blue 프라이머 소재가 각각 존재하며, 음극에서 넘어온 전자(Electron)가 발광층 밖으로 범람하지 않고 발광층에서 정공(Hole)을 만나 빛을 내도록 돕는다. 전자가 넘어가지 않도록 지지하는 역할을 수행하기 때문에 전자 방어층(EBL; Electron Blocking Layer)으로도 불린다.

전자방어층이 있듯이 정공을 방어하는 층도 존재한다. 프라이머 소재의 반대 역할, 즉 정공(Hole)이 범람하는 것을 지지하는 역할은 **a-ETL**이 수행하며, HBL(Hole Blocking Layer) 이라고도 불린다. A-ETL 소재는 발광층과 전자수송층(ETL) 사이에 위치하며, 양극에서 넘어온 정공이 전자수송층으로 넘어오지 않고 발광층에 머물러 있도록 제어한다. 특히 A-ETL은 Blue OLED 소재의 발광 효율을 높이는 데 중요한 역할을 수행하는 것으로 알려진다. 앞서 언급했듯이 현재 Red와 Green은 인광 소재가 사용되는 반면, Blue는 형광 소재가 사용되어 내부 양자 효율이 최대 25% 수준이다. 따라서 최대한 에너지 손실 없이 발광 효율을 끌어올리는 것이 매우 중요하다. 특히 전압이 높아지면 반대 전극으로 가려는 전자와 정공이 더 많아지므로, A-ETL과 프라이머를 통해 전자와 정공이 최대한 범람하지 않고 발광층에서 만날 수 있도록 제어한다.

### RGB OLED 패널 구조



자료: 키움증권 리서치센터

이 외의 OLED 보조층(공통층)들인 정공주입층(HIL; Hole Injection Layer), 정공수송층(HTL; Hole Transport Layer), 전자주입층(EIL; Electron Injection Layer), 전자수송층(ETL; Electron Transport Layer)은 이름 그대로 양극을 통해 정공이 주입(HIL)되어 정공을 발광층으로 이동(HTL)시키거나, 전자가 주입(EIL)되어 전자를 발광층으로 이동시키는 역할들을 수행한다.

보통 반도체에서는 전자가 정공보다 이동 속도가 빠르지만, 반대로 OLED 에서는 정공의 이동 속도가 전자 보다 더 빨라 전하 이동도의 불균형으로 인해 OLED 발광 효율이 감소될 수 있다. 따라서 5 페이지의 그림과 같이 정공수송층(HTL)의 두께를 전자수송층(ETL)의 대비 약 2 배 더 두껍게 만들어 OLED 발광 효율을 개선시킨다.

## OLED 소재 Supply Chain 살펴보기: 각 OLED 소재는 5 개 미만의 독과점 체제

### OLED 소재 Supply Chain

Layer	Company
EIL	솔루스첨단소재, Dupont
ETL	Tosoh, LG화학
aETL	솔루스첨단소재
HTL	덕산네오룩스, 솔루스첨단소재, Idemitsu Kosan, Hodogaya, Merck
Red Host	덕산네오룩스, Dupont, 피엔에이치테크(w/Dupont)
Red Dopant	Universal Display
Red Prime	덕산네오룩스, LG화학, Tosoh, Dupont(w/피엔에이치테크)
Green Host	NSCC, 삼성SDI, 화성전자(비상장)
Green Dopant	Universal Display
Green Prime	덕산네오룩스, Merck
Blue Host	Idemitsu Kosan, SFC, Dupont(w/피엔에이치테크)
Blue Dopant	Idemitsu Kosan, SFC, JNC
Blue Prime	Idemitsu Kosan, Samsung Yokohama R&D Institute, SFC, 덕산네오룩스, 피엔에이치테크

자료: 키움증권 리서치센터

OLED 소재 산업의 예상 서플라이 체인은 위 차트와 같다. OLED 는 특정 소재마다 보통 2~3 개, 많으면 최대 5 개 미만의 업체들이 독과점하고 있으며, 진입 장벽이 높은 만큼 OLED 소재 레퍼런스 가 없는 신규 업체가 새롭게 양산 공급을 시작하는 것은 매우 드문 일이다. 양산 공급 레퍼런스를 가진 기존 OLED 소재 업체가 다른 소재들을 개발하여 공급을 확대하는 경우가 대부분이다.

대부분의 소재들은 2 개 이상의 업체들이 패널 업체들에 공급하고 있거나, 혹은 공급할 역량이 갖춰져 있다. 반면 위 차트 1 에서 볼 수 있다시피 Red Dopant 와 Green Dopant 는 미국의 Universal Display(UDC)가 독점하고 있다. UDC 는 OLED 인광 소재를 개발한 스티븐 포레스트 교수가 설립한 회사로, 관련 특허만 5,000 개 이상 보유한 업체로 알려져 있다. 특히 OLED 인광 도펀트는 기술 장벽도 높을 뿐 아니라 Ir(이리듐), Pt(백금) 등의 희귀금속원자들이 사용되어 가격 또한 매우 고가의 소재이다. 앞서 언급한 것처럼 인광 호스트로 많이 사용되는 CBP(순도 99.5% 이상)의 가격은 그램당 약 \$124 인 반면, 인광 도펀트로 사용되는 Ir(ppy)3 는 그램당 무려 \$728~\$1,260 에 육박한다. 인광 도펀트를 독점하고 있는 UDC 는 연간 매출액의 약 40%를 로열티 fee 가 차지하고 있으며, 삼성디스플레이 또한 그간 UDC 에 지불한 로열티만 수 천억원에 달한다. 이러한 독점 구도를 깨기 위해 TADF 나 HF 등 여러 기술들의 개발이 오랫동안 지속되고 있으나 상용화 까지는 시간이 더 소요될 것으로 보이며, UDC 의 OLED 인광 도펀트 독점 공급은 지속될 것으로 예상된다.

UDC의 사례에서 볼 수 있듯이 OLED 소재 업체들은 핵심 특허를 누가 가지고 있느냐가 중요한 경쟁력으로 작용할 수 있다. 이것이 OLED 소재 업체들이 자사의 IP 확보를 위해 연구개발을 지속 확대하는 이유이다.

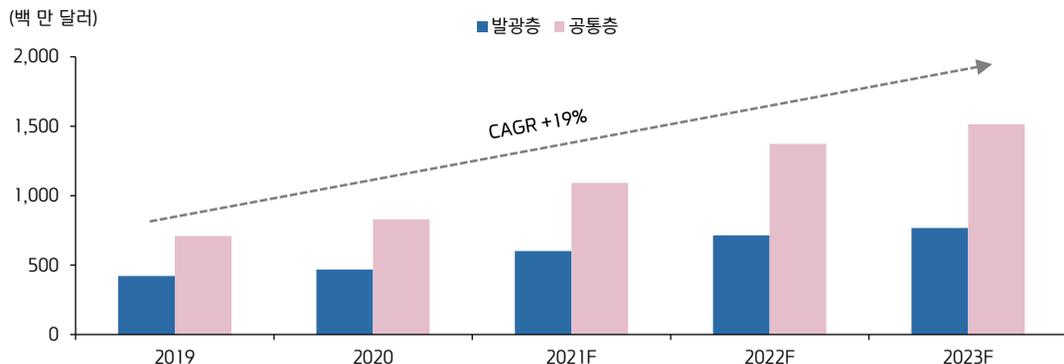
해외 업체들이 독과점 하고 있던 OLED 소재 시장에서의 국내 업체들의 성장도 괄목할 만 하다. 몇 년 전까지만 해도 대부분의 OLED 소재는 해외 업체들이 잠식하고 있었다. 대표적인 국내 OLED 소재 업체인 덕산네오룩스는 2008년 삼성디스플레이향으로 HTL 납품을 시작한 후 2014년에 Red Host 양산 공급에 성공하며 첫 R,G,B 발광 소재 시장에 진입했다. 이후 2017년부터 Red Prime을 공급하기 시작했으며, 2019년 말에는 그간 Merck가 독점 공급 해 온 Green Prime의 국산화에 성공하여 삼성디스플레이향으로 납품을 시작했다. 아직까지 일본 소재 업체들이 독과점 하고 있는 Blue OLED 소재 또한 Blue Prime을 시작으로 국산화를 지속해 나갈 것으로 예상된다. 한편 피엔에이치테크는 듀폰과의 협업을 기반으로 Red, Blue OLED 발광 소재 등을 LG디스플레이향으로 공급 중에 있으며, 향후 LG디스플레이의 소재 국산화 추세와 함께 점유율을 확대해 나갈 것으로 전망된다.

### 덕산네오룩스 OLED 소재 공급 타임라인



자료: 키움증권 리서치센터

### OLED 소재 시장 규모 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

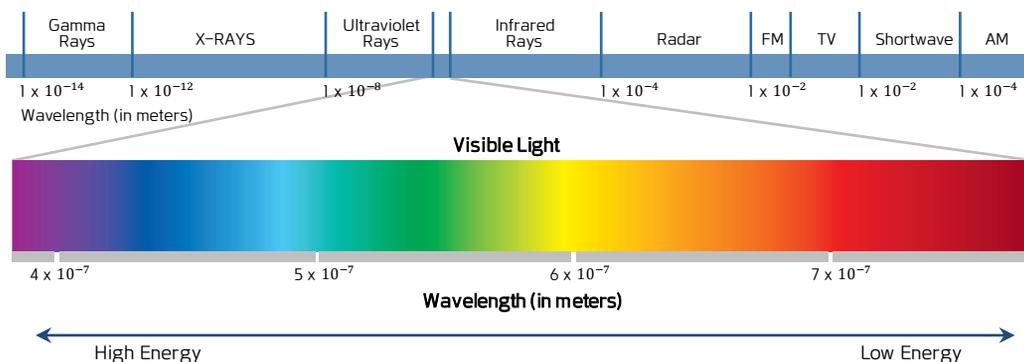
## >>> Quantum Dot, OLED를 잇는 자발광 소재

### Quantum Dot: 무기물의 안정성과 양자구속효과의 특성 보유

'Quantum Dot(이하 QD)'이란 지름이 2~10nm(1nm=1m/10억)인 무기물 소재의 초미세 반도체 입자로, 전류를 받으면 OLED 소재처럼 스스로 발광하는 특징이 있고 중심체(core)와 껍질(shell)로 이루어져 있다. QD의 특징은 동일한 물질에서도 입자 크기별로 다른 길이의 빛 파장이 발생되어 다양한 색을 낼 수 있다는 것이다. 즉, QD는 전류를 공급했을 때 입자의 크기에 따라 나타내는 색이 달라진다.

QD가 입자 크기에 따라 다른 색을 표현할 수 있는 이유는 빛의 파장과 입자 크기 간의 관계 때문이다. 입자의 크기가 나노미터 수준에 달하게 되면, 입자 크기가 작아질수록 에너지 밴드갭이 커지는 현상(양자구속 효과)이 나타나게 된다. 에너지 밴드갭이 커진다는 것은 쉽게 생각하면 빛을 낼 때 더 많은 에너지를 필요로 하는 것이다. 에너지 밴드갭은 빛의 파장의 길이와 역의 관계를 가지고 있고, 빛의 파장의 길이에 따라 우리 눈에 인식되는 색이 달라진다. 일반적으로 가시광선(사람의 눈으로 볼 수 있는 전자파의 영역)의 파장의 길이는 400~700nm이며, 빨주노초파남보 순으로 장파장에서 단파장을 가진다.(R: 620nm~750nm, G: 590nm~620nm, B: 450nm~495nm) 따라서, R, G, B 중 가장 긴 파장의 길이를 가진 Red가 에너지 밴드갭이 가장 작고, 가장 짧은 파장의 길이를 가진 Blue가 에너지 밴드갭이 가장 높다. 즉, 청색 소자가 빛을 내기 위해 가장 높은 수준의 에너지를 요구하므로 청색 소자는 안정성과 수명 이슈로 인한 높은 기술력을 필요로 한다.

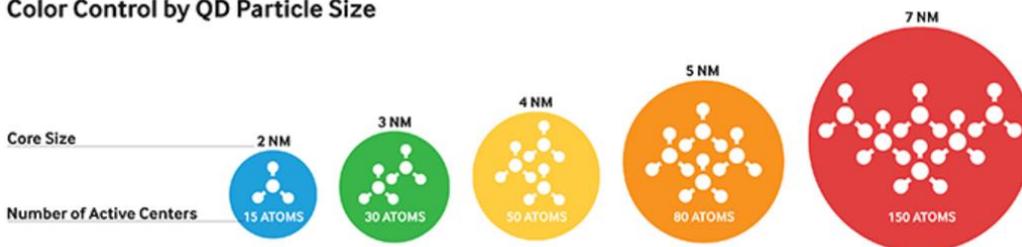
### 가시광선 스펙트럼



자료: 키움증권 리서치센터

### Quantum Dot의 크기에 따른 색 변화

#### Color Control by QD Particle Size



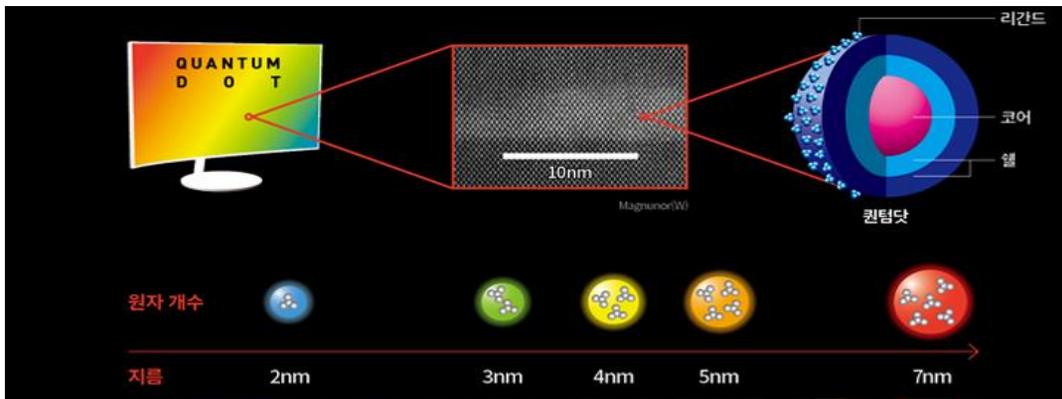
자료: 삼성디스플레이

Quantum Dot이 리간드 부분을 제외하고는 모두 무기물 소재라는 것 또한 큰 장점이다. 보통 탄소(Carbon)를 포함한 화합물이면 '유기물'로, 탄소를 포함하지 않은 화합물이면 '무기물'로 분류된다. 탄소화합물은 주로 생명체가 가지고 있는 물질이며, 무기물은 탄소를 포함하지 않아 쉽게 2차 반응이 일어나지 않고 안정적이라는 특징이 있다.

한편 QD의 공급 업체는 OLED와 달리 5개 미만의 소수 업체들로 유지될 가능성이 높다. OLED는 R, G, B 각 레이어마다 다른 종류의 소재를 필요로 하기 때문에, 공급 업체들도 상대적으로 다변화 되어있다. 보조층을 포함한 OLED 소재층은 약 10~15개의 레이어로 구성되어 있으며, 각 레이어를 생산할 수 있는 공급사 또한 최소 1개에서 많게는 4~5개이다. Red 소재를 생산하는 업체가 Green이나 Blue 소재를 생산할 수 있는 것은 아니며, 각 소재 별 생산 난이도에도 차이가 존재한다. 한편 퀀텀닷은 입자의 크기에 따라 다른 색을 구현할 수 있기 때문에 OLED 대비 참여하는 공급 업체가 제한적이다. QD는 삼성전자 종합기술원이 개발하여 한솔케미칼이 양산한다. 이후 미래나노텍 등이 QD 입자를 받아 필름과 합지하여 QLED TV에 들어가는 QD시트를 생산한다. 한편 QD-OLED용으로는 삼성SDI가 한솔케미칼이 양산한 QD 소재를 받아 QD 잉크로 만들어 삼성디스플레이에 공급한다.

QD 소재에는 본래 '카드뮴'이라는 금속 물질이 주원료로 사용되었으나, 카드뮴은 중금속이 들어간 독성 물질로 인체와 환경에 매우 유해하다. 과거에 일본 Sony도 QLED TV를 출시했으나, 유해한 카드뮴으로 인해 1년 만에 해당 제품을 철수했다. 이후 삼성이 2015년에 세계 최초로 카드뮴 QD 기술을 개발했고, 현재는 대부분 인듐 기반의 QD를 생산한다. 삼성은 美 QD 업체인 QD비전을 약 830억원에 인수하는 등 적극적인 투자를 단행해오고 있으며, QD의 안정적인 특성 등을 고려하면 당분간 삼성의 대형 패널은 QD 중심의 기술에 집중할 것으로 전망된다.

QD의 구조: 발광을 담당하는 '코어', 발광 효율을 유지하는 '셸', 보호막 역할을 하는 '리간드'로 구성



자료: 삼성디스플레이, 키움증권 리서치센터

삼성, 3나노미터 기반 QD 소자의 구동 시간을 100만 시간으로 구현한 연구 결과 발표

# nature

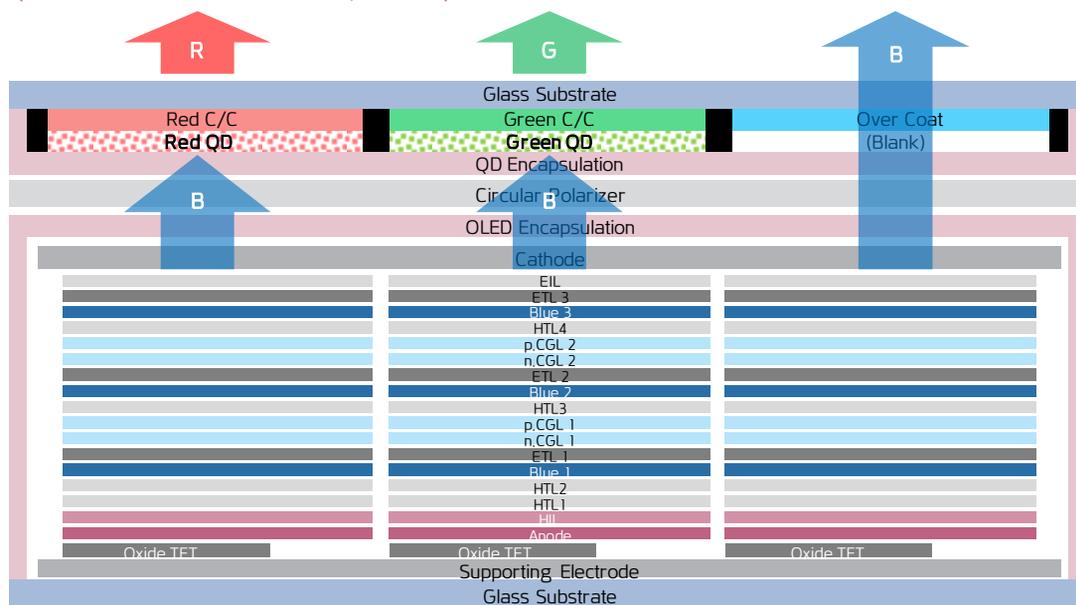
Article | Published: 27 November 2019

## Highly efficient and stable InP/ZnSe/ZnS quantum dot light-emitting diodes

Yu-Ho Won, Oul Cho, Taehyung Kim, Dae-Young Chung, Taehee Kim, Heejae Chung, Hyosook Jang, Junho Lee, Dongho Kim & Eunjoo Jang

자료: Nature, 키움증권 리서치센터

QD-OLED 패널의 예상 구조: Red, Green Quantum Dot과 Blue OLED를 결합한 기술



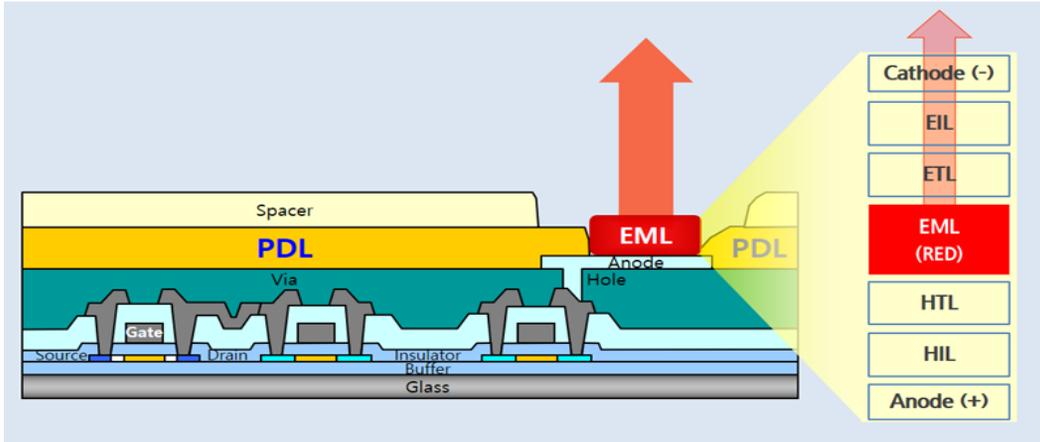
자료: 키움증권 리서치센터

## >>> 발광 소재 외의 주요 디스플레이 소재 살펴보기

### Black PDL, OLED 전력 소모를 낮추고 외부 빛은 차단하는 혁신 소재

PDL(Pixel Defining Layer)이란 Red, Green, Blue 각 서브픽셀이 서로 간섭하지 않도록 구분해주거나 Red, Green, Blue 각 OLED 소재가 서로 섞이지 않도록 경계선 역할을 해주는 소재로, 기존에는 폴리이미드를 사용한 투명색 PDL이 적용되었다. 기존 PDL은 일본의 도레이첨단소재 독점해 왔으며, 삼성디스플레이의 연간 PDL 사용 규모는 2020년 기준 약 1,000~1,500억원 수준으로 추정된다.

#### OLED 패널 단면도: 발광층(EML)을 감싸고 있는 기존 PDL

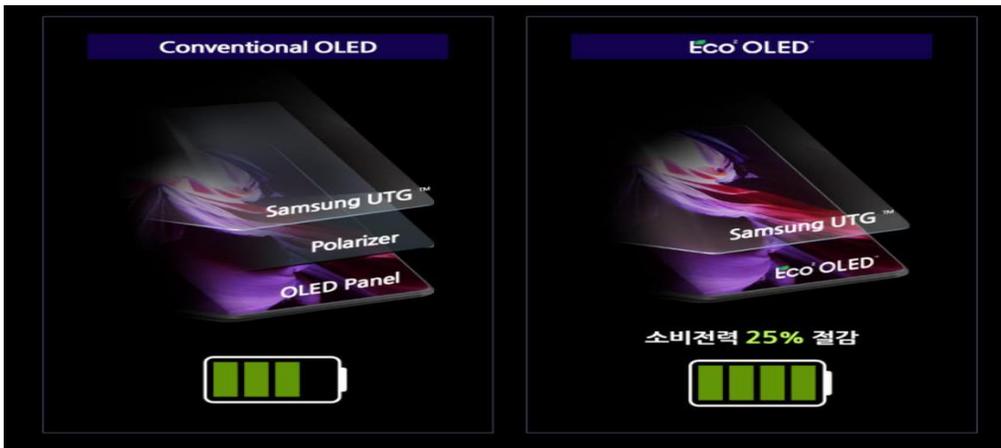


자료: 삼성디스플레이

최근 덕산네오룩스가 개발한 것으로 알려진 Black PDL은 도레이의 PDL과 달리 말 그대로 검정색을 띠는 PDL이다. 수 년간 개발한 Black PDL 소재를 갤럭시Z폴드3에 처음 탑재하기 시작했으며, 이를 통해 빛 투과율을 높여 패널의 소비전력을 약 25% 절감할 수 있게 되었다.

특히 삼성디스플레이는 이번 Black PDL 개발을 통해 세계 최초로 편광판을 없앤 '무편광(POL-Less) OLED 패널'을 상용화할 수 있었다. OLED 편광판은 외부에서 패널로 들어오는 햇빛 등을 막아 야외시인성을 개선시키는 역할을 수행한다. 종종 야외에서 스마트폰 화면을 보면 햇빛으로 인해 화면이 잘 보이지 않고 우리 얼굴이 비춰지는 현상을 경험하게 된다. OLED 편광판을 붙여 외부에서 들어온 빛이 반사되어 나가지 못하게 하도록 하여 야외시인성을 개선시키는 것이다. 그러나 OLED 빛이 편광판을 통과하면 약 50% 가까이 감소하는 문제가 발생한다. OLED 빛이 감소하면 그만큼 더 높은 전류를 사용하여 OLED가 더 밝은 빛을 낼 수 있도록 해야하므로, 이는 OLED 수명에 부담을 준다. 그러나 Black PDL이 외부에서 들어오는 빛을 흡수하여 편광판 역할을 대신할 뿐 아니라 기존 편광판이 초래했던 전력 소모 문제도 완화시키며, 편광판이 빠지며 패널 두께 또한 축소되었다. Black PDL이 기존 OLED의 구조를 완전히 바꾼 혁신적인 소재라 해도 과언이 아니다. 향후 Black PDL이 기존 PDL 시장을 지속 대체해 나갈 것으로 예상되며, 덕산네오룩스 또한 현재 Black PDL Capa를 대규모 증설을 진행 중에 있다.

기존 OLED 패널 vs. Black PDL을 적용한 Eco OLED 패널: 편광판 제거, 소비전력 25% 절감



자료: 키움증권 리서치센터

덕산네오룩스의 Black PDL 특허 2018년 출원

(12) 특허협력조약에 의하여 공개된 국제출원

(19) 세계지식재산권기구  
국제사무국

(43) 국제공개일  
2019년 4월 25일 (25.04.2019)

WIPO/PCT

(10) 국제공개번호  
WO 2019/078566 A1

(51) 국제특허분류:  
G03F 7/004 (2006.01) G03F 7/028 (2006.01)  
G03F 7/027 (2006.01)

(21) 국제출원번호:  
PCT/KR2018/012140

(22) 국제출원일:  
2018년 10월 15일 (15.10.2018)

(25) 출원언어:  
한국어

(26) 공개언어:  
한국어

(30) 우선권정보:  
10-2017-0134583 2017년 10월 17일 (17.10.2017) KR

(71) 출원인: 덕산네오룩스 주식회사 (DUK SAN NEOLUX CO., LTD.) [KR(KR)]; 31027 충청남도 천안시 서북구 일강면 쌍곡길 21-32, Chungcheongnam-do (KR).

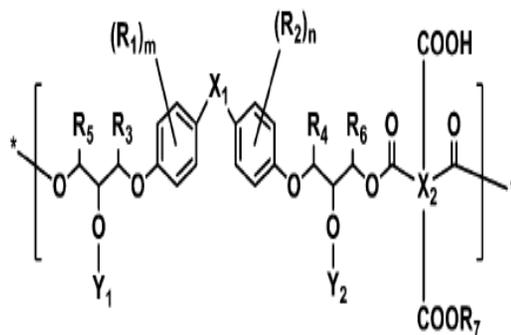
(72) 발명자: 이영준 (LEE, Myung Jun); 31469 충청남도 아산시 해방동 연화로 36 (해방동, 연화마을) 8년 8단 기아파트, Chungcheongnam-do (KR); 배준 (BAE, Jun); 31044 충청남도 천안시 서북구 쌍곡면 쌍곡길 25-2

(74) 대리인: 특허법인(유한)유일하이스트 (YUIL HIGHEST INTERNATIONAL PATENT AND LAW FIRM); 06130 서울특별시 강남구 강남대로94길 59, 2층(에듀빌, 유산빌딩), Seoul (KR).

(81) 지정국(별도의 표시가 없는 한, 가능한 모든 종류의 국제 권리의 보호를 위하여): AE, AG, AL, AM, AO, AT, AU, AZ, BA, BB, BG, BH, BN, BR, BW, BY, BZ, CA, CH, CL, CN, CO, CR, CU, CZ, DE, DI, DK, DM, DO, DZ, EC, EE, EG, ES, FI, GB, GD, GE, GH, GM, GT, HN, HR, HU, ID, IL, IN, IR, IS, JO, JP, KE, KG, KH, KN, KP, KR, KZ, LA, LC, LK, LR, LS, LU, LY, MA, MD, ME, MG, MK, MN, MW, MX, MY, MZ, NA, NG, NI, NO, NZ, OM, PA, PE, PG, PH, PL, PT, QA, RO, RS, RU, RW, SA, SC, SD,

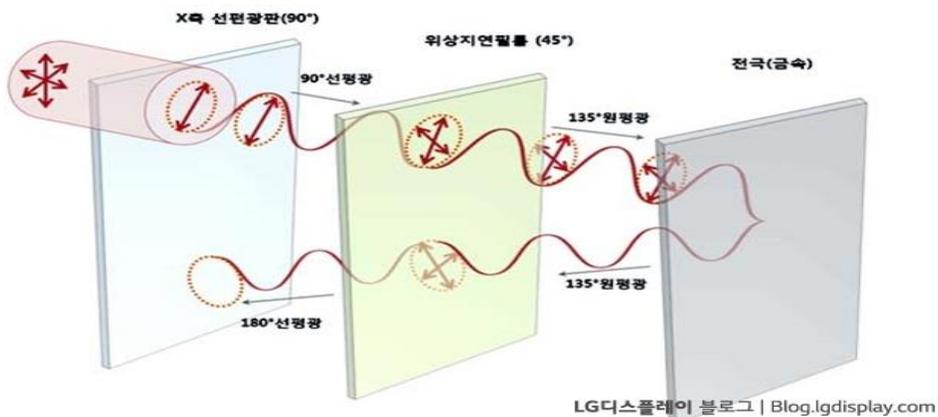
자료: WIPO

덕산네오룩스의 Black PDL 화학식



자료: WIPO

OLED 편광판 역할: 궁극적으로 180도 선편광 상태의 빛이 90도 편광판을 지나지 못해 외부 빛을 차단



자료: LG디스플레이

## FPCB용 주요 필름 살펴보기 (Feat. PI필름, FCCL 등)

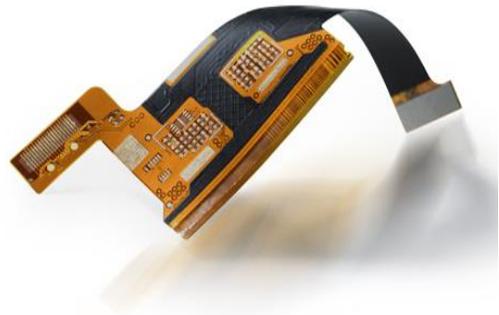
FPCB(Flexible Printed Circuit Board; 연성회로기판)란 이름 그대로 구부러지는 PCB다. PCB는 전자 부품들을 구리 배선으로 연결하여 전자 회로를 구성한 기판으로, 전자제품 안에 들어간 수 많은 부품들이 서로 전기 신호를 주고 받으면서 작동하도록 하는 중요한 역할을 수행한다. 하지만 PCB는 단단하기 때문에 스마트폰 같은 작은 전자제품에 탑재되기에는 한계가 있었고, 이를 해결하기 위해 굴곡성과 경박단소의 특징을 가진 FPCB가 개발되었다. 딱딱한 Rigid PCB와 구부릴 수 있는 Flexible PCB의 구조가 함께 적용된 RF-PCB는 다량의 데이터 전송을 가능하게 하고, 공간 활용도 또한 극대화 할 수 있다.

Rigid PCB



자료: Alibaba

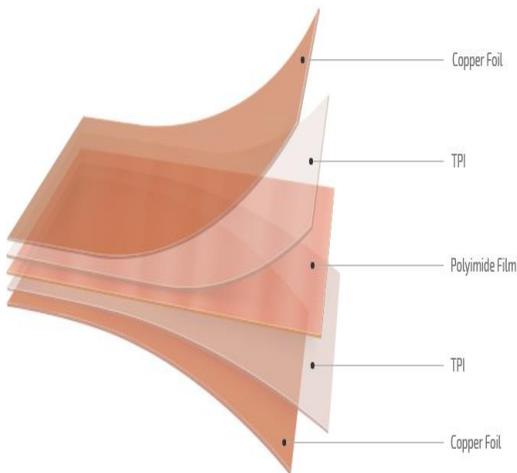
Flexible PCB



자료: 비에이치

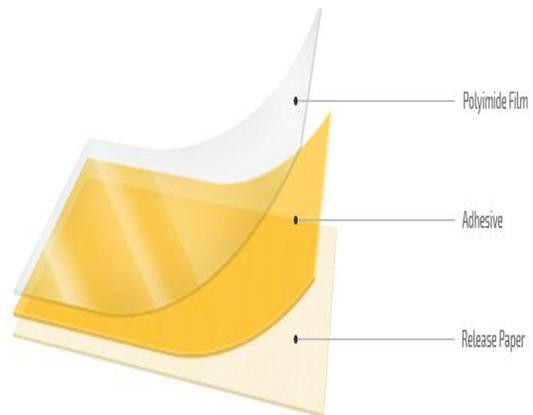
FPCB 생산에 주요 원단 소재가 되는 것으로는 PI(Polyimide)필름과 동박 등이 있으며, PI필름에 접착제를 코팅하여 그 위에 동박이 적층된 소재를 FCCL(Flexible Copper Clad Laminate)이라고 한다. 또한 PI필름에 열경화성 접착제를 도포하여 만든 필름이 Coverlay인데, Coverlay는 회로가 형성된 FCCL을 보호하기 위해 사용된다.

FCCL의 구조: PI필름 + 접착제 + 동박



자료: 이녹스첨단소재

Coverlay의 구조: PI필름 + 접착제 + 박리지



자료: 이녹스첨단소재

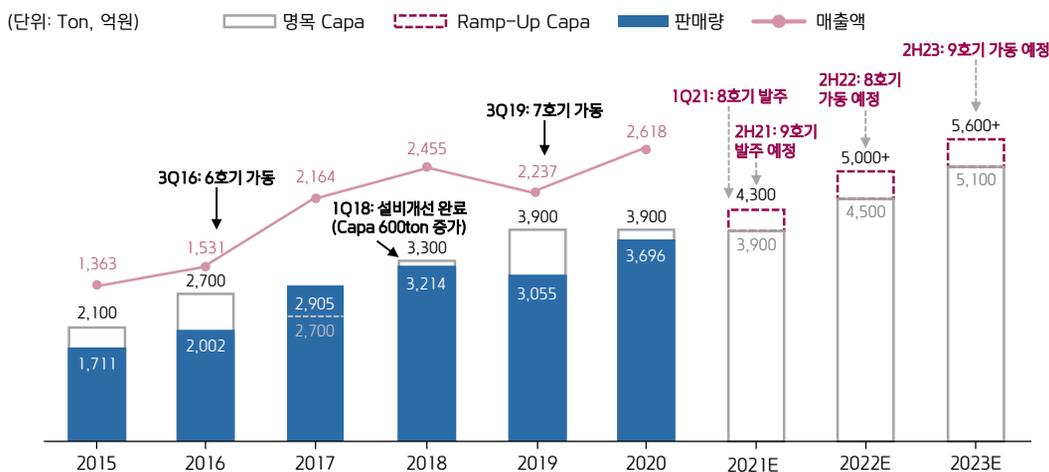
PI(Polyimide)는 내열성이 뛰어나고 금속에 필적하는 강도를 가진 소재로, 이를 필름 형태로 제조한 것이 'PI필름'이다. PI필름은 PI첨단소재, Kaneka, Taimide, Dupont 등의 업체가 과점화 하고 있으며, PI첨단소재의 시장 점유율이 약 30% 이상으로 가장 높게 유지되고 있다. FPCB 산업뿐만 아니라 방열시트, 산업공정용, 2차전지 배터리 절연용, 디스플레이용 등으로도 적용처가 지속 확대되고 있다.

방열시트는 PI필름을 고온 처리 후 흑연화하는 방식으로 제조하며, 전자기기 내 열을 여러 방향으로 분산시켜 고장이나 폭발과 같은 사고를 예방하는 기능을 수행한다. 특히 방열시트의 수요는 전자기기의 경박단소화로 인한 발열 현상 심화에 따라 지속 증가 중에 있다.

또한 PI 소재는 높은 내열성을 필요로 하는 전기차용으로도 적용이 확대되고 있다. PI필름은 최근 전기차 배터리 절연용 테이프로 사용되며, 각형, 원통형, 파우치형 등 배터리 종류에 상관없이 모두 적용되고 있어 향후 전기차 배터리 절연용 시장이 PI필름 업체의 핵심 성장 동력이 될 것으로 전망한다. 실제로 PI첨단소재의 전기차 배터리 절연용 PI필름의 매출액은 2020년 약 220억원에서 2021년 332억원으로 +51%YoY의 성장이 예상된다. 이 같은 전기차 배터리를 위한 PI 필름의 고성장 추세에 맞춰 PI첨단소재는 지난 4월 배터리를 위한 PI 필름의 증설 계획을 발표하기도 했으며, 향후 전기차용 PI 필름의 Capa를 지속 늘려갈 것으로 예상된다.

한편 PI는 필름이 아닌 액상 형태의 PI바니쉬(PI Varnish)로도 사용된다. PI바니쉬는 본래 flexible OLED 패널 공정에서 유리기판에 도포되어 PI 기판을 형성하기 위해 사용된다. Flexible OLED 패널용 PI바니쉬는 일본의 UBE와 Kaneka가 과점하고 있으며, PI첨단소재는 PI바니쉬를 flexible OLED 패널용이 아닌 전기차용으로 공급 중에 있다. 전기차 모터에 사용되는 에나멜 전선 케이블을 코팅하는 소재로 적용되고 있으며, 내열성이 뛰어난 PI 소재의 특성상 앞으로도 전기차 내 적용처가 확대될 것으로 전망된다.

PI Film Capa 증설 이력 및 계획: EV용 수요 대응을 위한 9호기 증설 진행



자료: PI첨단소재, 키움증권 리서치센터



# 기업분석

LG디스플레이 (034220)	BUY(Maintain)/목표주가 28,000원(하향) 지금 필요한 건 스피드
덕산네오룩스 (213420)	BUY(Maintain)/목표주가 100,000원 Black PDL로 한 번 더 레벨업!
LX세미콘 (108320)	BUY(Reinitiate)/목표주가 200,000원(신규) LCD 우려 < OLED 및 신사업 기대
솔루스첨단소재 (336370)	BUY(Reinitiate)/목표주가 80,000원(신규) OLED가 끌고, 전지박이 밀고
덕산테크피아 (317330)	BUY(Maintain)/목표주가 40,000원 계획대로 순항 중 ♪♪♪
이녹스첨단소재 (272290)	BUY(Maintain)/목표주가 54,000원(상향) 실적으로 증명한다
PI첨단소재 (178920)	BUY(Maintain)/목표주가 81,000원 이차전지 부스터 장착 Not Rated
피엔에이치테크 (239890)	2022년 신규 소재 모델링 기대
삼성전자 (005930)	BUY(Maintain)/목표주가 95,000원(하향) 중소형에서 대형으로의 OLED 수요 확대
한솔케미칼 (014680)	Outperform(Maintain)/목표주가 300,000원(상향) 전 사업부문 순항 중
UDC (Universal Display Corporation) (OLED.US)	고성장 시장에서 경쟁도 없는 독점 기업



## BUY(Maintain)

주가(9/9) 20,150원

목표주가: 28,000원(하향)

디스플레이 Analyst 김소원

02)3787-4736, sowonkim@kiwoom.com

LG디스플레이의 3Q21 영업이익은 8,056억 원(+15%QoQ)으로, 예상치 부합할 전망이다. '21년 영업이익은 2.8조원(흑전 YoY)으로 사상 최대의 실적이 예상되나, '22년은 LCD 업황 둔화로 인해 영업이익 2.0조원(-27%YoY)으로 감익 불가피. OLED 사업부의 수익성 개선이 나타나는 점은 긍정적이거나, 당사가 기대했던 LCD → OLED로의 사업 전환 속도가 예상 대비 더딘 상황이며, 보다 적극적인 OLED 사업부의 성장이 나타날 시 주가 반등이 가능할 것으로 판단됨.

### Stock Data

KOSPI (9/9)	3,114.70pt		
시가총액	72,100억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	27,050 원	14,050원	
최고/최저가대비	-25.0%	44.5%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-8.8%	-5.7%
	6M	-8.1%	-13.0%
	1Y	18.7%	-22.0%

### Company Data

발행주식수	357,816 천주
일평균 거래량(3M)	3,191천주
외국인 지분율	16.9%
배당수익률(21.E)	0.0%
BPS(21.E)	35,994원
주요 주주	LG 전자 외 2인 37.9%

### Price Trend



## 지금 필요한 건 스피드

### >>> 3Q21 영업이익 8,056억원 전망

LG디스플레이의 3Q21은 매출액 7.8조원(+12%QoQ, +16%YoY), 영업이익 8,056억원(+15%QoQ, +39%YoY)으로, 예상치를 부합할 전망이다. 출하 면적(m<sup>2</sup>)은 TV, IT, 모바일 전 사업 부문에서 출하량이 확대되며 +4%QoQ 증가가 전망되고, 면적당 판가(ASP/m<sup>2</sup>)는 상대적으로 판가가 높은 POLED 패널의 계절적 성수기 효과에 힘입어 +6%QoQ 상승할 것으로 예상된다. LCD TV 패널의 판가 하락이 시작됐으나 여전히 IT 패널의 판가는 견조하게 유지되고 있고, OLED 사업부의 흑자전환 또한 예상돼 2Q21에 이어 10%의 영업이익률을 유지할 것으로 전망된다.

### >>> OLED 업체로의 보다 적극적인 변화 기대

2021년 실적은 매출액 29.9조원(+24%YoY), 영업이익 2.8조원(흑전 YoY)으로 사상 최대의 실적이 예상되나, 2022년은 LCD 업황 둔화로 인해 영업이익 2.0조원(-27%YoY)으로 감익이 불가피할 것으로 전망된다. OLED 사업부의 수익성 개선이 나타나는 점은 분명 긍정적이거나, 당사가 기대했던 LCD → OLED로의 사업 전환 속도가 예상 대비 더딘 점은 아쉽다. 2022년까지 광저우 WOLED 30K/월 라인 증설을 제외하고는 추가 OLED Capa 증가분은 없을 것으로 예상되기 때문이다. 이를 반영하여 목표주가를 28,000원으로 하향하나, 현 주가 수준이 2022년 P/B 0.6배 수준임을 감안해 투자의견 BUY를 유지한다. 보다 적극적인 OLED 사업부의 성장이 나타날 시 주가 반등이 가능할 것으로 판단된다.

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	23,476	24,230	29,941	29,388
영업이익	-1,359	-29	2,758	2,027
EBITDA	2,336	4,106	7,603	7,271
세전이익	-3,344	-595	2,159	1,518
순이익	-2,872	-71	1,654	1,139
지배주주지분순이익	-2,830	-89	2,092	1,440
EPS(원)	-7,908	-250	5,061	3,611
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	-28.7
PER(배)	-2.1	-74.3	4.1	5.7
PBR(배)	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	7.5	4.4	2.1	1.8
영업이익률(%)	-5.8	-0.1	9.2	6.9
ROE(%)	-22.4	-0.8	16.2	9.5
순차입금비율(%)	83.9	80.1	49.7	29.3

자료: 키움증권 리서치센터

## LG디스플레이 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

(단위: 십 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>출하면적 [’000m<sup>2</sup>]</b>	6,983	6,692	8,326	8,655	8,496	8,855	9,170	9,530	30,655	36,051	35,921
%QoQ/%YoY	-24%	-4%	24%	4%	-2%	4%	4%	4%	-20%	18%	0%
<b>ASP/m<sup>2</sup> [USD]</b>	567	654	706	790	736	703	744	756	679	735	711
%QoQ/%YoY	-6%	15%	8%	12%	-7%	-5%	6%	2%	29%	8%	-3%
<b>매출액</b>	<b>4,724</b>	<b>5,307</b>	<b>6,738</b>	<b>7,461</b>	<b>6,883</b>	<b>6,966</b>	<b>7,802</b>	<b>8,291</b>	<b>24,230</b>	<b>29,941</b>	<b>29,388</b>
%QoQ/%YoY	-26%	12%	27%	11%	-8%	1%	12%	6%	3%	24%	-2%
TV	1,484	1,194	1,902	2,146	2,149	2,670	2,808	3,074	6,727	10,701	11,332
Notebook & Tablet	937	1,542	1,755	1,546	1,560	1,602	1,718	1,721	5,780	6,601	5,705
Monitor	810	1,210	1,132	1,188	1,157	1,137	1,186	1,215	4,341	4,694	4,009
Mobile etc.	1,493	1,361	1,948	2,578	2,017	1,630	2,090	2,280	7,380	8,018	8,342
<b>매출원가</b>	<b>4,446</b>	<b>5,179</b>	<b>5,892</b>	<b>6,070</b>	<b>5,651</b>	<b>5,516</b>	<b>6,269</b>	<b>6,811</b>	<b>21,588</b>	<b>24,247</b>	<b>24,337</b>
매출원가율	94%	98%	87%	81%	82%	79%	80%	82%	89%	81%	83%
<b>매출총이익</b>	<b>278</b>	<b>128</b>	<b>845</b>	<b>1,391</b>	<b>1,231</b>	<b>1,450</b>	<b>1,533</b>	<b>1,480</b>	<b>2,643</b>	<b>5,694</b>	<b>5,051</b>
판매비와관리비	640	645	681	705	708	749	727	751	2,672	2,936	3,024
<b>영업이익</b>	<b>-362</b>	<b>-517</b>	<b>164</b>	<b>685</b>	<b>523</b>	<b>701</b>	<b>806</b>	<b>728</b>	<b>-29</b>	<b>2,758</b>	<b>2,027</b>
%QoQ/%YoY	적지	적지	흑진	317%	-24%	34%	15%	-10%	적지	흑진	-27%
영업이익률	-8%	-10%	2%	9%	8%	10%	10%	9%	0%	9%	7%
감가상각비	992	929	1,124	1,089	1,097	1,069	1,089	1,589	4,135	4,845	5,245
<b>EBITDA</b>	<b>631</b>	<b>412</b>	<b>1,288</b>	<b>1,774</b>	<b>1,620</b>	<b>1,770</b>	<b>1,895</b>	<b>2,317</b>	<b>4,106</b>	<b>7,603</b>	<b>7,271</b>
%QoQ/%YoY	8%	-35%	212%	38%	-9%	9%	7%	22%	76%	85%	-4%
EBITDA Margin	13%	8%	19%	24%	24%	25%	24%	28%	17%	25%	25%
법인세차감전손익	-295	-669	-54	423	323	550	677	609	-595	2,159	1,518
법인세비용	-96	-165	-65	-198	57	126	169	152	-524	505	380
<b>당기순이익</b>	<b>-199</b>	<b>-504</b>	<b>11</b>	<b>621</b>	<b>266</b>	<b>424</b>	<b>508</b>	<b>457</b>	<b>-71</b>	<b>1,654</b>	<b>1,139</b>
당기순이익률	-4%	-9%	0%	8%	4%	6%	7%	6%	0%	6%	4%
<b>매출액 비중</b>											
TV	31%	23%	28%	29%	31%	38%	36%	37%	28%	36%	39%
Notebook & Tablet	20%	29%	26%	21%	23%	23%	22%	21%	24%	22%	19%
Monitor	17%	23%	17%	16%	17%	16%	15%	15%	18%	16%	14%
Mobile etc.	32%	26%	29%	35%	29%	23%	27%	28%	30%	27%	28%
KRW/USD	1,192	1,225	1,184	1,120	1,113	1,121	1,144	1,150	1,180	1,132	1,150

자료: 키움증권 리서치센터

### LG디스플레이 12개월 Forward P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

### LG디스플레이 목표주가 28,000원 제시

<b>BPS(원)</b>	37,700원	12개월 Forward BPS
<b>Target PBR(배)</b>	0.76배	OLED CapEx 확대 발표와 함께 LCD → OLED 로의 사업 전환 기대감이 나타났던 2017년 12M Fwd PBR 평균
<b>목표주가(원)</b>	28,464원	

자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 : 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	23,476	24,230	29,941	29,388	31,797
매출원가	21,607	21,588	24,247	24,337	26,501
매출총이익	1,868	2,643	5,694	5,051	5,296
판매비	3,228	2,672	2,936	3,024	3,208
<b>영업이익</b>	-1,359	-29	2,758	2,027	2,088
<b>EBITDA</b>	2,336	4,106	7,603	7,271	6,722
영업외손익	-1,985	-566	-473	-344	-321
이자수익	53	70	142	195	233
이자비용	173	370	353	280	294
외환관련이익	1,309	2,025	2,502	2,456	2,657
외환관련손실	1,389	1,925	2,379	2,335	2,526
중속 및 관계기업손익	12	13	16	15	16
기타	-1,797	-379	-401	-395	-407
<b>법인세차감전이익</b>	-3,344	-595	2,159	1,518	1,767
법인세비용	-472	-524	505	380	442
계속사업손익	-2,872	-71	1,654	1,139	1,325
<b>당기순이익</b>	-2,872	-71	1,654	1,139	1,325
<b>지배주주순이익</b>	-2,830	-89	2,092	1,440	1,676
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-3.5	3.2	23.6	-1.8	8.2
영업이익 증감율	-1,563.0	-97.9	-9,610.3	-26.5	3.0
EBITDA 증감율	-36.0	75.8	85.2	-4.4	-7.6
지배주주순이익의 증감율	흑전	-96.9	-2,450.6	-31.2	16.4
EPS 증감율	적지	적지	흑전	-28.7	16.4
매출총이익률(%)	8.0	10.9	19.0	17.2	16.7
영업이익률(%)	-5.8	-0.1	9.2	6.9	6.6
EBITDA Margin(%)	10.0	16.9	25.4	24.7	21.1
지배주주순이익률(%)	-12.1	-0.4	7.0	4.9	5.3

**현금흐름표**

(단위 : 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	2,707	2,287	6,075	7,558	6,268
당기순이익	-2,872	-71	1,654	1,139	1,325
비현금항목의 가감	5,797	4,469	5,898	6,047	5,472
유형자산감가상각비	3,269	3,727	4,543	3,969	4,486
무형자산감가상각비	426	408	302	1,276	1,488
지분법평가손익	-12	-85	-16	-15	-16
기타	2,114	419	1,069	817	854
영업활동자산부채증감	404	-1,477	-762	837	-27
매출채권및기타채권의감소	-1,007	-936	-1,209	759	-337
재고자산의감소	632	-128	-438	48	-210
매입채무및기타채무의증가	1,641	234	968	22	555
기타	-862	-647	-83	8	-35
기타현금흐름	-622	-634	-715	-465	-502
<b>투자활동 현금흐름</b>	-6,755	-2,319	-3,196	-4,397	-4,028
유형자산의 취득	-6,927	-2,604	-3,134	-4,371	-3,902
유형자산의 처분	335	446	272	271	193
무형자산의 순취득	-539	-336	-447	-455	-455
투자자산의감소(증가)	87	30	-10	4	-3
단기금융자산의감소(증가)	-4	-6	-29	3	-12
기타	293	151	152	151	151
<b>재무활동 현금흐름</b>	4,988	932	2,735	707	957
차입금의 증가(감소)	4,783	833	1,794	550	769
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	813	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	212	111	128	157	188
기타현금흐름	32	-17	-1,141	-537	-861
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	971	882	4,474	3,332	2,336
기초현금 및 현금성자산	2,365	3,336	4,218	8,692	12,023
기말현금 및 현금성자산	3,336	4,218	8,692	12,023	14,360

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	10,248	11,099	17,467	19,967	22,955
현금 및 현금성자산	3,336	4,218	8,692	12,023	14,360
단기금융자산	116	122	151	148	160
매출채권 및 기타채권	3,628	3,662	4,871	4,112	4,449
재고자산	2,051	2,171	2,608	2,560	2,770
기타유동자산	1,117	926	1,145	1,124	1,216
<b>비유동자산</b>	25,326	23,972	23,111	22,372	22,184
투자자산	183	166	192	203	223
유형자산	22,088	20,147	18,493	18,624	17,847
무형자산	873	1,020	1,165	344	652
기타비유동자산	2,182	2,639	3,261	3,201	3,462
<b>자산총계</b>	35,575	35,072	40,577	42,339	45,139
<b>유동부채</b>	10,985	11,007	13,686	14,053	15,146
매입채무 및 기타채무	7,691	7,213	8,181	8,203	8,758
단기금융부채	2,249	3,323	4,923	5,279	5,770
기타유동부채	1,045	471	582	571	618
<b>비유동부채</b>	12,101	11,328	11,639	11,847	12,181
장기금융부채	11,680	11,214	11,502	11,712	12,036
기타비유동부채	421	114	137	135	145
<b>부채총계</b>	23,086	22,335	25,325	25,900	27,326
<b>지배지분</b>	11,340	11,401	14,355	15,843	17,567
자본금	1,789	1,789	1,994	1,994	1,994
자본잉여금	2,251	2,251	2,860	2,860	2,860
기타지분	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	-203	-163	-115	-67	-19
이익잉여금	7,503	7,524	9,617	11,057	12,733
비지배지분	1,148	1,336	898	596	245
<b>자본총계</b>	12,488	12,737	15,253	16,439	17,813

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-7,908	-250	5,061	3,611	4,204
BPS	31,694	31,863	35,994	39,726	44,050
CFPS	8,173	12,291	18,269	18,017	17,046
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-2.1	-74.3	4.1	5.7	4.9
PER(최고)	-2.8	-83.1	5.5		
PER(최저)	-1.6	-35.4	3.7		
PBR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR(최고)	0.7	0.7	0.8		
PBR(최저)	0.4	0.3	0.5		
PSR	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
PCFR	2.0	1.5	1.1	1.1	1.2
EV/EBITDA	7.5	4.4	2.1	1.8	1.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-8.4	-0.2	4.4	2.7	3.0
ROE	-22.4	-0.8	16.2	9.5	10.0
ROIC	-8.3	-2.6	7.8	8.2	7.3
매출채권회전율	7.1	6.6	7.0	6.5	7.4
재고자산회전율	9.9	11.5	12.5	11.4	11.9
부채비율	184.9	175.4	166.0	157.6	153.4
순차입금비율	83.9	80.1	49.7	29.3	18.4
이자보상배율, 현금)	-7.9	-0.1	7.8	7.2	7.1
<b>총차입금</b>	13,929	14,538	16,424	16,991	17,805
순차입금	10,478	10,198	7,582	4,820	3,286
NOPLAT	2,336	4,106	7,603	7,271	6,722
FCF	-4,793	-388	2,352	3,099	1,782



BUY(Maintain)

주가(9/9) 71,000원

목표주가: 100,000원

디스플레이 Analyst 김소원

02)3787-4736, sowonkim@kiwoom.com

덕산네오룩스의 3Q21 영업이익은 164억 원으로, 사상 최대의 실적 예상. 플래그십 스마트폰 출시 효과와 OLED 노트북 패널 출하 확대가 나타날 전망이다. 4Q21 영업이익은 185억원으로, 시장 기대치 상회 예상. 1Q22 출시될 갤럭시S22(가칭)향 Black PDL 출하 확대가 본격화되며 분기 실적 성장세가 이어질 전망이다. 동사가 개발한 Black PDL은 OLED 발광 효율을 높이고 기존 OLED 구조를 바꾼 혁신적인 소재로, 향후 Black PDL을 통한 기업가치 재평가 예상.

Stock Data

KOSDAQ (9/9)	1,034.62pt	
시가총액	17,047억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	72,000 원	28,250원
최고/최저가대비	-0.7%	153.1%
주가수익률	절대	상대
	1M 4.2%	6.5%
	6M 86.0%	62.2%
	1Y 454.3%	269.1%

Company Data

발행주식수	24,010 천주
일평균 거래량(3M)	272천주
외국인 지분율	17.2%
배당수익률(21.E)	0.0%
BPS(21.E)	10,154원
주요 주주	이준호 외 9 인 57.0%

Price Trend



Black PDL로 한 번 더 레벨업!

>>> 3Q21 영업이익 164억원, 예상치 부합할 전망

덕산네오룩스의 3Q21 실적은 매출액 548억원 (+27%QoQ, +35%YoY) 영업이익 164억원(+61%QoQ, +47%YoY)으로, 사상 최대의 실적을 기록할 전망이다. 삼성전자의 폴더블 스마트폰 판매량이 예상치를 상회하고 있고, 9월 출시될 차세대 아이폰 양산 효과 또한 더해질 전망이다. 더불어 Asus가 지난 3일 공개한 OLED 노트북 6종이 4Q21부터 본격 판매가 시작됨에 따라 3Q21부터 OLED 노트북 패널 출하 확대 효과 또한 나타날 것이다. 4Q21은 매출액 577억원(+5%QoQ, +33%YoY), 영업이익 185억원(+13%QoQ, +29%YoY)으로, 시장 컨센서스를 상회할 것으로 전망된다. 1Q22 출시될 갤럭시S22(가칭)향 Black PDL 출하 확대가 본격화되며 분기 실적 성장세가 이어질 것으로 예상되기 때문이다.

>>> Black PDL을 통한 기업가치 재평가 예상

덕산네오룩스는 Black PDL 개발을 통해 일본 Toray가 독점 하고 있던 PDL 소재의 국산화에 성공했을 뿐 아니라, 기존 PDL 대비 성능을 개선시켜 편광판 역할을 대체하고, OLED의 발광 효율을 높였다. Black PDL은 기존의 OLED의 구조를 바꾼 혁신적인 소재이며, 향후 기존 PDL 시장을 지속 대체해 나갈 것으로 전망된다. OLED 침투율 확대에 Black PDL 공급 효과까지 더해지며 동사의 기업가치 재평가가 나타날 것으로 판단된다. 투자자의견 BUY, 목표주가 100,000원을 유지한다.

(억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	979	1,442	1,984	2,554
영업이익	208	401	566	764
EBITDA	248	451	662	865
세전이익	208	378	589	786
순이익	192	333	510	680
지배주주지분순이익	192	333	510	680
EPS(원)	798	1,389	2,126	2,834
증감률(% YoY)	2	74	53	33
PER(배)	33.0	25.1	33.1	24.8
PBR(배)	3.9	4.3	6.9	5.4
EV/EBITDA(배)	24.0	17.6	24.3	17.9
영업이익률(%)	21.2	27.8	28.5	29.9
ROE(%)	12.7	18.9	23.4	24.5
순차입금비율(%)	-22.8	-22.9	-33.9	-46.2

자료: 키움증권 리서치센터

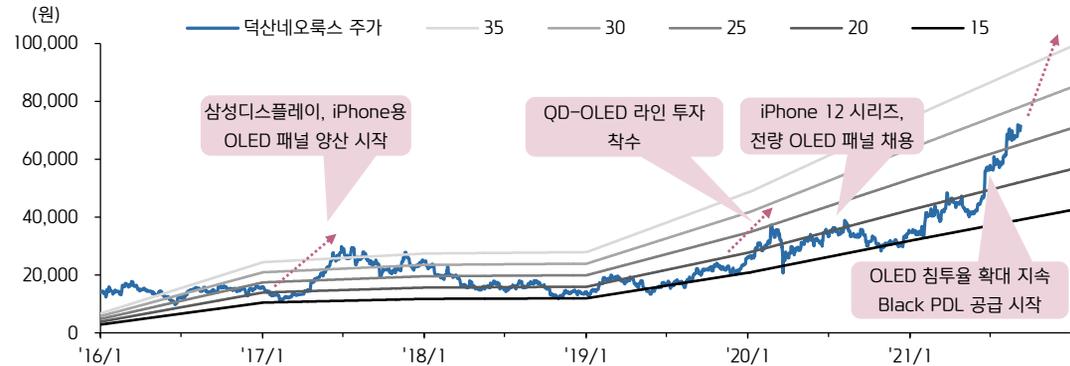
## 덕산네오룩스 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	317.9	282.7	406.4	434.7	427.0	432.7	547.5	577.3	1441.6	1984.5	2554.3
%QoQ/%YoY	15%	-11%	44%	7%	-2%	1%	27%	5%	47%	38%	29%
HTL & Prime	190.2	187.3	349.1	375.5	379.3	381.8	471.4	492.5	1102.2	1725.1	2161.5
Red Host 등	127.7	95.3	57.3	59.1	47.7	50.9	76.1	84.7	339.4	259.4	632.8
매출원가	212.6	169.6	261.6	261.4	274.3	294.3	349.0	356.7	905.2	1274.3	1631.2
매출원가율	67%	60%	64%	60%	64%	68%	64%	62%	63%	64%	64%
<b>매출총이익</b>	105.3	113.1	144.8	173.3	152.7	138.4	198.5	220.6	536.5	710.2	923.1
판매비와관리비	36.7	35.5	33.4	29.8	37.2	36.6	34.7	35.7	135.4	144.1	159.6
<b>영업이익</b>	68.7	77.6	111.4	143.4	115.5	101.9	163.8	184.9	401.1	566.1	763.5
%QoQ/%YoY	-25%	13%	44%	29%	-19%	-12%	61%	13%	93%	41%	35%
영업이익률	22%	27%	27%	33%	27%	24%	30%	32%	28%	29%	30%
법인세차감전손익	84.3	74.9	105.4	113.1	138.5	103.9	169.3	177.6	377.6	589.3	785.6
법인세비용	9.1	3.7	8.5	23.0	15.9	16.4	13.6	33.1	44.2	78.9	105.2
<b>당기순이익</b>	75.2	71.2	97.0	90.1	122.6	87.5	155.8	144.5	333.4	510.4	680.4
당기순이익률	24%	25%	24%	21%	29%	20%	28%	25%	23%	26%	27%

자료: 키움증권 리서치센터

## 덕산네오룩스 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	979	1,442	1,984	2,554	3,257
매출원가	646	905	1,274	1,631	2,063
매출총이익	333	536	710	923	1,194
판매비	125	135	144	160	264
<b>영업이익</b>	208	401	566	764	931
<b>EBITDA</b>	248	451	662	865	1,025
영업외손익	0	-24	23	22	33
이자수익	10	5	9	15	22
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	11	17	23	30	38
외환관련손실	12	50	18	18	18
중속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-9	4	9	-5	-9
<b>법인세차감전이익</b>	208	378	589	786	964
법인세비용	16	44	79	105	129
계속사업손익	192	333	510	680	835
<b>당기순이익</b>	192	333	510	680	835
<b>지배주주순이익</b>	192	333	510	680	835
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	7.9	47.3	37.6	28.7	27.5
영업이익 증감율	2.4	92.8	41.1	35.0	21.9
EBITDA 증감율	3.5	81.9	46.8	30.7	18.5
지배주주순이익 증감율	2.1	73.4	53.2	33.3	22.8
EPS 증감율	1.8	74.1	53.1	33.3	22.7
매출총이익률(%)	34.0	37.2	35.8	36.1	36.7
영업이익률(%)	21.2	27.8	28.5	29.9	28.6
EBITDA Margin(%)	25.3	31.3	33.4	33.9	31.5
지배주주순이익률(%)	19.6	23.1	25.7	26.6	25.6

**현금흐름표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	222	425	553	712	809
당기순이익	192	333	510	680	835
비현금항목의 가감	83	147	181	207	217
유형자산감가상각비	39	43	72	79	79
무형자산감가상각비	1	7	24	22	16
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	43	97	85	106	122
영업활동자산부채증감	-41	-42	-68	-85	-135
매출채권및기타채권의감소	-31	-12	-37	-46	-56
재고자산의감소	2	-32	-50	-55	-102
매입채무및기타채무의증가	-13	43	24	22	30
기타	1	-41	-5	-6	-7
기타현금흐름	-12	-13	-70	-90	-108
<b>투자활동 현금흐름</b>	-208	-277	-167	-97	-112
유형자산의 취득	-128	-231	-128	-77	-92
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	-23	-18	0	0
투자자산의감소(증가)	-58	-8	-5	-5	-5
단기금융자산의감소(증가)	2	0	0	-1	-1
기타	-24	-15	-16	-14	-14
<b>재무활동 현금흐름</b>	-2	-2	-2	-2	-2
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-2	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	-4	-30	-4	-2	1
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	7	117	380	611	696
기초현금 및 현금성자산	382	389	506	886	1,498
기말현금 및 현금성자산	389	506	886	1,498	2,194

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	784	909	1,383	2,102	2,964
현금 및 현금성자산	389	506	886	1,498	2,194
단기금융자산	1	1	2	2	3
매출채권 및 기타채권	108	122	158	204	260
재고자산	232	264	315	370	471
기타유동자산	54	16	22	28	36
<b>비유동자산</b>	1,029	1,300	1,356	1,337	1,340
투자자산	178	186	191	196	201
유형자산	539	724	781	779	793
무형자산	310	366	360	338	322
기타비유동자산	2	24	24	24	24
<b>자산총계</b>	1,813	2,209	2,739	3,439	4,303
<b>유동부채</b>	161	199	223	246	276
매입채무 및 기타채무	86	123	148	170	200
단기금융부채	21	43	43	43	43
기타유동부채	54	33	32	33	33
<b>비유동부채</b>	53	83	78	75	75
장기금융부채	6	23	18	15	15
기타비유동부채	47	60	60	60	60
<b>부채총계</b>	214	282	301	320	350
<b>지배지분</b>	1,599	1,928	2,438	3,118	3,953
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	942	942	942	942	942
기타지분	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	611	939	1,449	2,130	2,964
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,599	1,928	2,438	3,118	3,953

**투자지표**

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	798	1,389	2,126	2,834	3,476
BPS	6,662	8,028	10,154	12,988	16,464
CFPS	1,145	2,001	2,881	3,697	4,381
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가배수(배)</b>					
PER	33.0	25.1	33.1	24.8	20.3
PER(최고)	33.0	28.5	35.8		
PER(최저)	15.8	14.3	15.5		
PBR	3.9	4.3	6.9	5.4	4.3
PBR(최고)	3.9	4.9	7.5		
PBR(최저)	1.9	2.5	3.2		
PSR	6.5	5.8	8.5	6.6	5.2
PCFR	23.0	17.4	24.4	19.0	16.1
EV/EBITDA	24.0	17.6	24.3	17.9	14.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	11.2	16.6	20.6	22.0	21.6
ROE	12.7	18.9	23.4	24.5	23.6
ROIC	18.0	28.9	34.5	43.8	50.2
매출채권회전율	10.4	12.5	14.2	14.1	14.0
재고자산회전율	4.2	5.8	6.9	7.5	7.7
부채비율	13.4	14.6	12.3	10.3	8.9
순차입금비율	-22.8	-22.9	-33.9	-46.2	-54.1
이자보상배율, 현금)	899.0	2,124.9	3,244.4	4,602.2	5,609.5
총차입금	27	66	61	58	58
순차입금	-364	-441	-827	-1,442	-2,138
NOPLAT	248	451	662	865	1,025
FCF	60	111	371	601	673

LX세미콘 (108320)



## BUY(Reinitiate)

주가(9/9) 120,400원

목표주가 200,000원(신규)

디스플레이 Analyst 김소원

02)3787-4736, sowonkim@kiwoom.com

LX세미콘의 2022년 실적은 매출액 2조 1,620억원(+11%YoY), 영업이익 4,138억원(+7%YoY) 전망. LCD 업황 둔화가 시작되며 동사에 대한 우려가 상존하나, 동사의 실적은 LCD 업황과는 다른 흐름을 보일 것으로 예상. 더불어 동사는 차량용 반도체, 전력 반도체 등 미래 먹거리를 위한 신사업을 적극적으로 준비 중에 있으며, 신사업의 시작이 가시화될 시 멀티플 re-rating이 가능할 전망

### Stock Data

KOSDAQ (9/9)	1,034.62pt		
시가총액	19,582억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	126,700 원	43,350원	
최고/최저가 대비 등락	-4.8%	178.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-2.8%	-0.7%
	6M	93.0%	68.3%
	1Y	151.0%	112.5%

### Company Data

발행주식수	16,264천주
일평균 거래량(3M)	245 천주
외국인 지분율	35.0%
배당수익률(21.E)	1.2%
BPS(21.E)	50,175원
주요 주주	엘엑스홀딩스 외 2인 33.1%

### Price Trend



## LCD 우려 < OLED 및 신사업 기대

### >>> 2022년에도 실적 성장세 이어질 전망

LX세미콘의 2022년 실적은 매출액 2조 1,620억원(+11%YoY), 영업이익 4,138억원(+7%YoY)로 올해에 이어 실적 성장세가 지속될 전망이다. 더불어 적극적으로 추진 중인 신사업의 시작이 가시화될 시 실적 전망은 추가 상승이 가능할 전망이다. LCD 업황 둔화가 시작되며 동사에 대한 우려가 상존하나, 동사의 실적은 LCD 업황과는 다른 흐름을 보일 것으로 전망한다. 그 이유는 ① LG디스플레이의 OLED 패널 출하량 증가 수혜와 BOE의 POLED 사업부 내 점유율 확대가 예상되고(Q), ② 중국 LCD 패널 고객사 내 점유율 또한 증가하고 있으며(Q), ③ 타이트한 파운드리 수급 상황이 지속되며 가격(P)은 견조하게 유지될 가능성이 높다고 판단되기 때문이다.

### >>>목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

LX세미콘에 대해 투자 의견 BUY를 제시하고, 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. 현재 주가는 12개월 Forward P/E 6.4배 기준으로, TV 및 IT 제품의 수요 둔화 가능성을 감안해도 현저한 저평가 상태이다. 한편 동사는 차량용 반도체, 전력 반도체 등 미래 먹거리를 위한 신사업을 적극적으로 준비 중에 있으며, 신사업의 시작이 가시화될 시 멀티플 re-rating 또한 가능할 것으로 판단된다.

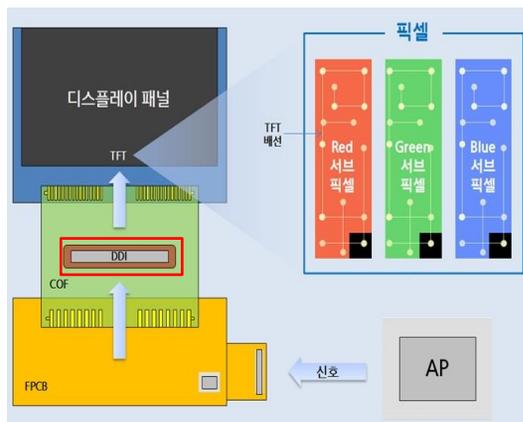
(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	867.1	1,161.9	1,950.4	2,162.0
영업이익	47.3	94.2	387.0	413.8
EBITDA	62.3	110.0	408.4	442.7
세전이익	46.9	90.9	389.8	416.9
순이익	38.5	72.5	307.4	333.5
지배주주지분순이익	38.5	72.5	307.4	333.5
EPS(원)	2,370	4,459	18,899	20,504
증감률(% YoY)	-21.3	88.2	323.8	8.5
PER(배)	16.8	13.1	6.4	5.9
PBR(배)	1.37	1.78	2.40	1.74
EV/EBITDA(배)	7.1	6.3	3.8	2.9
영업이익률(%)	5.5	8.1	19.8	19.1
ROE(%)	8.4	14.4	45.6	34.4
순차입금비율(%)	-43.4	-46.8	-45.3	-55.8

자료: 키움증권 리서치센터

## >>> LX세미콘: OLED DDI 중심의 성장 지속될 전망

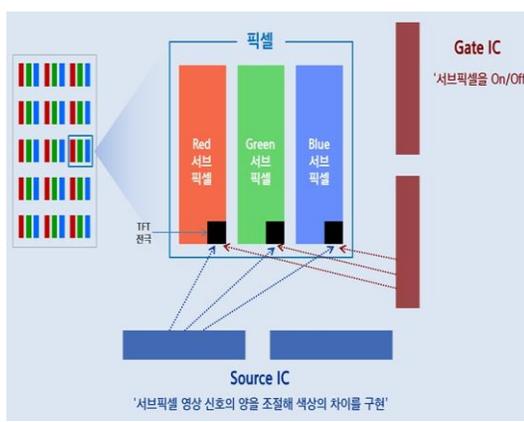
LX세미콘은 디스플레이 패널을 구동하는 핵심 부품인 Driver IC(DDI), Timing Controller(T-CON) 등을 생산하는 팹리스(fables) 업체이다. 우리가 디스플레이 화면을 보기 위해 특정 버튼을 누르거나 화면을 터치하면 AP나 CPU를 통해 우리의 신호가 전달되고, 이것이 PCB 기판을 거쳐 DDI에 도달하면 DDI가 다시 TFT(Thin Film Transistor) 반도체를 통해 전류의 흐름을 제어하여 픽셀의 밝기를 조절한다(AP→PCB→DDI→TFT). 한편 T-CON은 AP로부터 넘어온 데이터 신호를 중간에 처리하여 DDI가 필요로 하는 신호로 변환시키는 역할을 수행한다.

디스플레이 구동 신호 흐름도: AP→PCB→DDI→TFT



자료: 삼성디스플레이

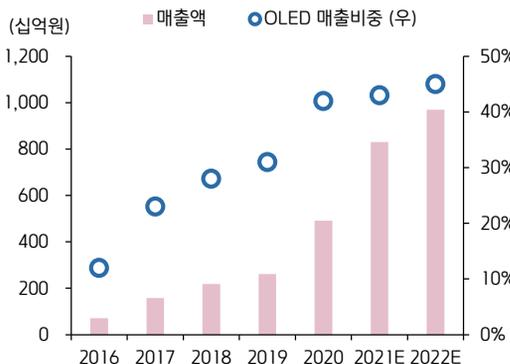
DDI 작동 원리: Gate IC와 Source IC로 구성



자료: 삼성디스플레이

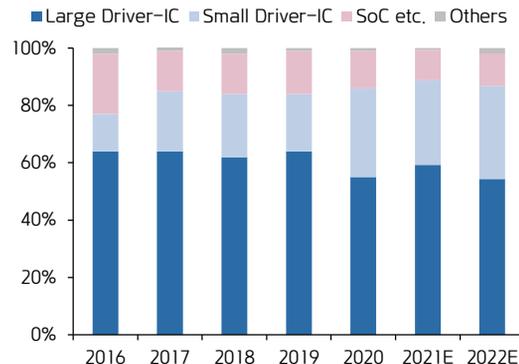
OLED DDI와 LCD DDI는 구동 방식이 다르다. LCD DDI는 전압으로 스위칭을 하는 방식이나, OLED DDI는 전류를 흘려 구동한다. LX세미콘도 과거에는 LCD DDI의 비중이 압도적으로 높았으나, 2020년부터 전사 매출액의 40% 이상을 OLED 구동칩이 차지하고 있다. OLED DDI는 LCD DDI 대비 진입 장벽이 높고 수익성 또한 안정적으로 유지되고 있어 향후에도 동사는 OLED DDI의 비중 확대와 함께 실적 성장을 이어나갈 것으로 전망된다. 최대 고객사인 LG디스플레이의 OLED TV 및 POLED 패널 출하량 증가가 지속되고 있고, BOE의 POLED 사업부 내에서도 동사의 점유율 확대가 나타나고 있다. 특히 LG디스플레이와 BOE가 생산하는 아이폰용 POLED 패널의 DDI는 당사가 단독 대응하는 것으로 파악되며, 이는 동사의 OLED DDI 시장 내 점유율 확대에 이어질 전망이다.

LX세미콘 OLED 매출 비중 추이



자료: LX세미콘, 키움증권 리서치센터

LX세미콘 제품별 매출액 비중 추이



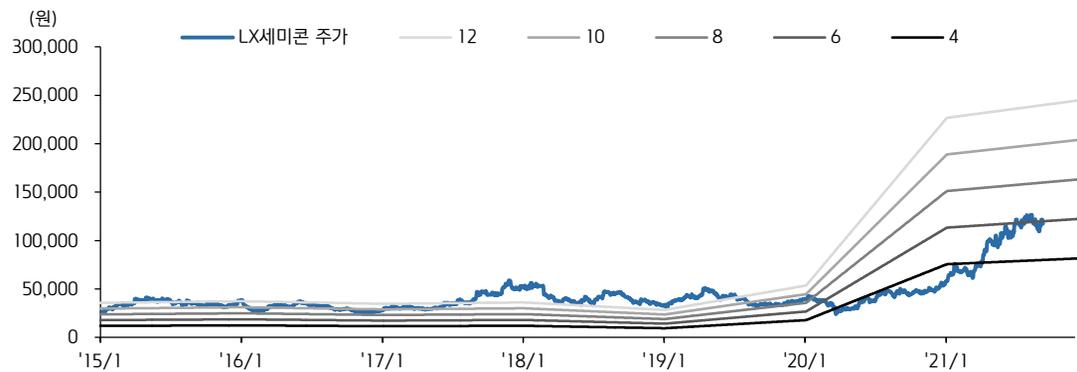
자료: LX세미콘, 키움증권 리서치센터

한편 LCD TV 패널 가격의 하락세가 시작되며 동사에 대한 우려가 상존하나, LX세미콘의 실적은 LCD 업황과는 다른 흐름을 보일 것으로 전망한다. 그 이유는 ① 중국 LCD 패널 고객사들 내 동사의 점유율 확대가 지속되고 있고(Q), ② 타이트한 파운드리 수급 상황이 지속되며 가격(P) 또한 견조하게 유지될 가능성이 높다고 판단된다. 최근 언론 보도 등에 따르면 TSMC가 4Q21 가격 인상을 결정했고, UMC 등의 여타 파운드리 업체들도 가격 인상을 계획 중에 있어 DDI 가격 또한 추가 상승이 가능할 전망이다. 이를 반영한 LX세미콘의 2022년 실적은 매출액 2조 1,620억원(+11%YoY), 영업이익 4,138억원(+7%YoY)로 올해에 이어 실적 성장세가 지속될 전망이다. 더불어 MCU, SiC 등 적극적으로 추진 중인 신사업의 시작이 가시화될 시 향후 실적 전망은 추가 상승이 가능할 전망이다.

### >>> 투자 의견 BUY, 목표주가 200,000원으로 커버리지 개시

LX세미콘에 대해 투자 의견 BUY를 제시하고, 목표주가 200,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 OLED 제품의 매출액 비중이 본격적으로 확대되기 시작한 2018년~2020년 3개년 평균 12개월 Forward P/E 10.4배를 적용했다. 현재 주가는 12개월 Forward P/E 6.4배 기준으로, 현저한 저평가 상태이다. 동사가 준비 중인 신사업은 차량용 반도체, 전력 반도체 등 모두 미래 먹거리를 위한 사업으로, 신사업의 시작이 가시화될 시 멀티플 re-rating 또한 충분히 가능할 것으로 판단된다.

LX세미콘 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

### LX세미콘 목표주가 200,000원 제시

EPS(원)	18,860원	12개월 Forward EPS
Target PER(배)	10.4배	OLED 제품의 매출액 비중이 본격적으로 확대되기 시작한 2018년~2020년 3개년 평균 12개월 Forward P/E
목표주가(원)	196,144원	

자료: 키움증권 리서치센터

## LX세미콘 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>212.6</b>	<b>219.1</b>	<b>367.2</b>	<b>363.0</b>	<b>405.6</b>	<b>449.3</b>	<b>531.9</b>	<b>563.6</b>	<b>1,161.9</b>	<b>1,950.4</b>	<b>2,162.0</b>
%QoQ/%YoY	-13%	3%	68%	-1%	12%	11%	18%	6%	34%	68%	11%
Large DDI	141.8	142.2	183.5	177.9	227.1	283.0	313.8	331.0	645.4	1,155.0	1,174.7
Small DDI	32.6	40.2	134.9	145.2	133.9	112.3	158.6	172.2	352.9	577.0	702.4
SoC 및 기타	38.2	36.7	52.3	41.4	45.4	54.4	59.4	60.4	168.5	219.7	284.9
<b>매출원가</b>	<b>154.9</b>	<b>161.5</b>	<b>270.3</b>	<b>279.1</b>	<b>290.7</b>	<b>288.3</b>	<b>343.5</b>	<b>367.9</b>	<b>865.9</b>	<b>1,290.4</b>	<b>1,456.3</b>
매출원가율	73%	74%	74%	77%	72%	64%	65%	65%	75%	66%	67%
<b>매출총이익</b>	<b>57.7</b>	<b>57.6</b>	<b>96.9</b>	<b>83.8</b>	<b>115.0</b>	<b>161.0</b>	<b>188.3</b>	<b>195.7</b>	<b>296.0</b>	<b>660.0</b>	<b>705.7</b>
판매비	46.0	48.3	48.4	59.1	55.7	65.5	70.1	81.7	201.8	273.0	291.9
<b>영업이익</b>	<b>11.7</b>	<b>9.3</b>	<b>48.5</b>	<b>24.7</b>	<b>59.2</b>	<b>95.6</b>	<b>118.2</b>	<b>114.0</b>	<b>94.2</b>	<b>387.0</b>	<b>413.8</b>
%QoQ/%YoY	-54%	-20%	420%	-49%	140%	61%	24%	-4%	99%	311%	7%
영업이익률	5%	4%	13%	7%	15%	21%	22%	20%	8%	20%	19%
법인세차감전손익	16.7	7.6	46.8	19.8	64.7	95.5	118.6	111.0	90.9	389.8	416.9
법인세비용	3.9	0.9	9.9	3.8	13.9	22.6	23.7	22.2	18.4	82.4	83.4
<b>당기순이익</b>	<b>12.8</b>	<b>6.8</b>	<b>37.0</b>	<b>16.0</b>	<b>50.8</b>	<b>72.9</b>	<b>94.9</b>	<b>88.8</b>	<b>72.5</b>	<b>307.4</b>	<b>333.5</b>
당기순이익률	6%	3%	10%	4%	13%	16%	18%	16%	6%	16%	15%
<b>매출 비중</b>											
Large DDI	67%	65%	50%	49%	56%	63%	59%	59%	56%	59%	54%
Small DDI	15%	18%	37%	40%	33%	25%	30%	31%	30%	30%	32%
SoC 및 기타	18%	17%	14%	11%	11%	12%	11%	11%	15%	11%	13%
KRW/USD	1,195	1,220	1,180	1,115	1,110	1,120	1,130	1,150	1,178	1,128	1,130

자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	867.1	1,161.9	1,950.4	2,162.0	2,285.2
매출원가	654.2	865.9	1,290.4	1,456.3	1,546.1
매출총이익	212.9	296.0	660.0	705.7	739.0
판매비	165.6	201.8	273.0	291.9	306.2
<b>영업이익</b>	47.3	94.2	387.0	413.8	432.8
<b>EBITDA</b>	62.3	110.0	408.4	442.7	464.2
<b>영업외손익</b>	-0.4	-3.3	3.3	3.6	-0.6
이자수익	3.9	2.7	4.0	6.8	9.8
이자비용	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
외환관련이익	3.1	10.7	18.0	20.0	21.1
외환관련손실	3.2	14.0	23.5	26.0	27.5
중속 및 관계기업손익	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	-3.8	-2.3	5.2	3.2	-3.6
<b>법인세차감전이익</b>	46.9	90.9	389.8	416.9	432.3
법인세비용	8.3	18.4	82.4	83.4	86.5
계속사업손손익	38.5	72.5	307.4	333.5	345.8
<b>당기순이익</b>	38.5	72.5	307.4	333.5	345.8
<b>지배주주순이익</b>	38.5	72.5	307.4	333.5	345.8
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	9.5	34.0	67.9	10.8	5.7
영업이익 증감율	-15.2	99.2	310.8	6.9	4.6
EBITDA 증감율	-3.2	76.6	271.3	8.4	4.9
지배주주순이익 증감율	-21.4	88.3	324.0	8.5	3.7
EPS 증감율	-21.3	88.2	323.8	8.5	3.7
매출총이익율(%)	24.6	25.5	33.8	32.6	32.3
영업이익률(%)	5.5	8.1	19.8	19.1	18.9
EBITDA Margin(%)	7.2	9.5	20.9	20.5	20.3
지배주주순이익률(%)	4.4	6.2	15.8	15.4	15.1

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	20.7	83.0	194.6	330.7	361.6
당기순이익	38.5	72.5	307.4	333.5	345.8
비현금항목의 가감	31.3	50.0	109.7	115.3	117.8
유형자산감가상각비	8.5	9.2	15.0	22.3	23.0
무형자산감가상각비	6.6	6.6	6.4	6.6	8.3
지분법평가손익	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타	16.3	34.4	88.5	86.6	86.7
영업활동자산부채증감	-33.2	-36.8	-143.8	-41.3	-25.2
매출채권및기타채권의감소	-1.4	-55.4	-111.0	-36.1	-21.0
재고자산의감소	-14.8	-22.9	-78.0	-23.1	-13.5
매입채무및기타채무의증가	-1.5	31.5	58.7	22.0	12.8
기타	-15.5	10.0	-13.5	-4.1	-3.5
기타현금흐름	-15.9	-2.7	-78.7	-76.8	-76.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-117.2	-75.4	-38.4	-181.1	-103.2
유형자산의 취득	-10.4	-17.3	-29.5	-24.0	-25.9
유형자산의 처분	0.1	0.0	0.3	0.3	0.3
무형자산의 손취득	-6.4	-3.4	-7.0	-13.0	-13.0
투자자산의감소(증가)	0.2	-1.9	4.0	-0.3	0.1
단기금융자산의감소(증가)	-101.9	-51.2	-4.6	-142.5	-63.2
기타	1.2	-1.6	-1.6	-1.6	-1.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	-16.3	-16.6	-25.1	-26.7	-27.5
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분금,자본잉여금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.5	-13.5	-22.0	-23.6	-24.4
기타	-2.8	-3.1	-3.1	-3.1	-3.1
기타현금흐름	-0.1	0.0	-15.2	-7.5	-6.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-112.8	-9.1	115.9	115.4	224.5
기초현금 및 현금성자산	222.5	109.7	100.6	216.5	331.9
기말현금 및 현금성자산	109.7	100.6	216.5	331.9	556.4

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	519.2	629.3	950.8	1,271.2	1,595.1
현금 및 현금성자산	109.7	100.6	216.5	331.9	556.3
단기금융자산	102.5	153.7	158.3	300.8	364.0
매출채권 및 기타채권	161.6	222.2	333.1	369.3	390.3
재고자산	118.8	135.3	213.3	236.4	249.9
기타유동자산	26.6	17.5	29.6	32.8	34.6
<b>비유동자산</b>	110.5	121.3	142.3	153.0	161.5
투자자산	9.9	11.6	7.4	7.5	7.2
유형자산	21.9	33.2	47.4	48.8	51.3
무형자산	52.7	52.1	52.7	59.1	63.8
기타비유동자산	26.0	24.4	34.8	37.6	39.2
<b>자산총계</b>	629.7	750.6	1,093.1	1,424.2	1,756.6
<b>유동부채</b>	144.9	209.1	267.8	289.8	302.6
매입채무 및 기타채무	112.8	144.0	202.7	224.7	237.5
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	32.1	65.1	65.1	65.1	65.1
<b>비유동부채</b>	12.7	9.2	9.2	9.2	9.2
장기금융부채	7.1	5.4	5.4	5.4	5.4
기타비유동부채	5.6	3.8	3.8	3.8	3.8
<b>부채총계</b>	157.5	218.3	277.0	299.0	311.8
<b>지배지분</b>	472.2	532.3	816.1	1,125.1	1,444.9
자본금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금	76.3	76.3	76.3	76.3	76.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-0.4	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
이익잉여금	388.2	448.3	732.1	1,041.2	1,360.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	472.2	532.3	816.1	1,125.1	1,444.9

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,370	4,459	18,899	20,504	21,261
BPS	29,033	32,727	50,175	69,178	88,838
CFPS	4,296	7,533	25,643	27,594	28,504
DPS	830	1,350	1,450	1,500	1,600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	16.8	13.1	6.4	5.9	5.7
PER(최고)	22.1	13.1	6.8		
PER(최저)	12.9	5.3	3.1		
PBR	1.37	1.78	2.40	1.74	1.36
PBR(최고)	1.80	1.78	2.57		
PBR(최저)	1.05	0.72	1.18		
PSR	0.75	0.81	1.01	0.91	0.86
PCFR	9.3	7.7	4.7	4.4	4.2
EV/EBITDA	7.1	6.3	3.8	2.9	2.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%,보통주,현금)	35.0	30.3	7.7	7.3	7.5
배당수익률(%,보통주,현금)	2.1	2.3	1.2	1.2	1.3
ROA	6.2	10.5	33.3	26.5	21.7
ROE	8.4	14.4	45.6	34.4	26.9
ROIC	15.6	28.4	87.1	72.0	69.1
매출채권회전율	5.4	6.1	7.0	6.2	6.0
재고자산회전율	7.8	9.1	11.2	9.6	9.4
부채비율	33.4	41.0	33.9	26.6	21.6
순차입금비율	-43.4	-46.8	-45.3	-55.8	-63.3
이자보상배율	187.8	436.1	1,791.0	1,915.2	2,003.2
<b>총차입금</b>	7.1	5.4	5.4	5.4	5.4
<b>순차입금</b>	-205.1	-248.9	-369.5	-627.3	-914.9
<b>NOPLAT</b>	62.3	110.0	408.4	442.7	464.2
<b>FCF</b>	1.9	32.5	146.5	281.9	313.9



## BUY(Reinitiate)

주가(9/9) 63,200원

목표주가 80,000원(신규)

디스플레이 Analyst 김소원

02)3787-4736, sowonkim@kiwoom.com

솔루스첨단소재는 전지박의 수율 안정화를 통해 3Q21부터 수익성이 대폭 개선될 것으로 예상. 더불어 동박 사업부의 프리미엄 제품 믹스 개선 및 OLED 소재의 계절적 성수기 또한 실적 개선에 힘을 더할 전망이다. 2H21부터 1년 만의 전지박 부문의 흑자 전환이 시작될 뿐 아니라 전 사업부의 실적 개선이 예상되는 바 동사에 대한 비중 확대를 추천.

### Stock Data

KOSPI (9/9)	3,114.70pt		
시가총액	19,333억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	69,900 원	31,150원	
최고/최저가 대비 등락	-30.8%	55.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	6.5%	1.7%
	6M	43.2%	6.1%
	1Y	12.3%	-15.1%

### Company Data

발행주식수	30,590 천주	
일평균 거래량(3M)	521천주	
외국인 지분율	7.7%	
배당수익률(21.E)	0.0%	
BPS(21.E)	7,785원	
	스카이라이프롱텀스트	
주요 주주	래티직인베스트먼트	53.2%
	외 3 인	

### Price Trend



## OLED가 끌고, 전지박이 밀고

### >>> 3Q21부터 본격 성장 궤도 진입

솔루스첨단소재의 3Q21 실적은 매출액 1,124억원(+22%QoQ, +52%YoY), 영업이익 123억원(+502%QoQ, +65%YoY)로 전 분기 대비 대폭 개선된 실적을 시현할 전망이다. 그간 전지박의 부진한 수율로 인해 전사 수익성이 크게 훼손됐으나, 수율 안정화를 통해 수익성이 대폭 개선될 것으로 예상된다. 또한 1H21은 PCB 동박 사업부 내 범용 제품의 비중이 확대되며 상대적으로 수익성이 저조했으나, 2H21은 5G향 동박의 출하가 다시 확대되며 전사 수익성 개선에 힘을 더할 전망이다. 한편 첨단소재산업은 3Q21 갤럭시 폴드 및 아이폰 등의 플래그십 스마트폰 출시와 OLED TV향 납품 확대에 힘입어 a-ETL 소재를 비롯한 동사의 OLED 소재 출하가 확대될 전망이다.

### >>> 목표주가 80,000원으로 커버리지 개시

솔루스첨단소재에 대해 투자 의견 BUY를 제시하고, 목표주가 80,000원으로 커버리지를 개시한다. 주요 사업부인 OLED 소재 부문과 전지박 사업부 모두 연평균 두 자릿수 성장률이 가능한 고성장 사업부이다. OLED 소재 산업은 스마트폰/IT 기기/TV 내 OLED 침투율 확대와 안정적인 성장이 지속될 것이고, 고객사 다변화 또한 성공한 동사는 향후 OLED 시장 내 점유율을 높여갈 것으로 전망된다. 더불어 동사는 유럽에 유일하게 전지박 공장을 갖춘 회사로, 고객사와의 적극적인 협업을 통해 수주 확대가 더욱 용이할 것으로 예상된다. 특히 2H21부터 1년 만의 전지박 부문의 흑자 전환이 시작될 뿐 아니라 전 사업부의 실적 개선이 예상되는 바 동사에 대한 비중 확대를 추천한다.

(억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	700	2,902	4,190	6,548
영업이익	102	304	312	882
EBITDA	138	502	882	1,573
세전이익	69	-23	282	849
순이익	45	-110	218	662
지배주주지분순이익	45	-110	218	643
EPS(원)	451	-279	551	1,622
증감률(% YoY)	NA	적전	흑전	194.2
PER(배)	45.1	-177.8	115.7	29.8
PBR(배)	5.73	6.72	8.19	5.22
EV/EBITDA(배)	59.1	36.5	27.5	15.4
영업이익률(%)	14.6	10.5	7.4	13.5
ROE(%)	3.2	-5.1	7.3	19.0
순차입금비율(%)	69.5	-10.3	17.6	14.5

자료: 키움증권 리서치센터

## 솔루스첨단소재 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>709.2</b>	<b>751.4</b>	<b>739.6</b>	<b>701.5</b>	<b>887.6</b>	<b>922.1</b>	<b>1,123.7</b>	<b>1,256.7</b>	<b>2,901.6</b>	<b>4,190.1</b>	<b>6,548.3</b>
%QoQ/%YoY	1%	6%	-2%	-5%	27%	4%	22%	12%	315%	44%	56%
첨단소재산업	264.8	290.7	332.7	349.9	305.4	339.3	376.5	410.7	0.0	1,238.1	1,431.9
전자박				9.0	43.2	67.7	246.5	361.3	9.0	718.7	2,288.0
동박	444.4	460.6	406.9	342.6	539.0	515.2	500.6	484.7	1,654.5	2,039.5	2,474.3
매출원가	472.2	482.6	497.2	482.2	707.0	735.2	828.5	893.9	1,934.3	3,164.5	4,736.0
매출원가율	67%	64%	67%	69%	80%	80%	74%	71%	67%	76%	72%
매출총이익	237.1	268.7	242.4	219.3	180.6	186.9	295.2	362.8	967.4	1,025.6	1,812.3
판매비	148.1	154.6	167.5	193.4	176.6	166.5	171.9	198.6	663.5	713.5	929.9
<b>영업이익</b>	<b>89.0</b>	<b>114.1</b>	<b>74.8</b>	<b>25.9</b>	<b>4.1</b>	<b>20.5</b>	<b>123.3</b>	<b>164.2</b>	<b>303.9</b>	<b>312.0</b>	<b>882.4</b>
%QoQ/%YoY	-13%	28%	-34%	-65%	-84%	404%	502%	33%	198%	3%	183%
영업이익률	13%	15%	10%	4%	0%	2%	11%	13%	10%	7%	13%
법인세차감전손익	85.1	75.6	-9.5	-174.0	32.3	-3.2	103.1	150.2	-22.8	282.4	849.2
법인세비용	31.0	14.3	13.9	28.4	47.1	-33.8	20.6	30.0	87.6	64.0	169.8
<b>당기순이익</b>	<b>54.1</b>	<b>61.3</b>	<b>-23.3</b>	<b>-202.5</b>	<b>-14.8</b>	<b>30.6</b>	<b>82.5</b>	<b>120.1</b>	<b>-110.4</b>	<b>218.4</b>	<b>679.4</b>
당기순이익률	8%	8%	-3%	-29%	-2%	3%	7%	10%	-4%	5%	10%

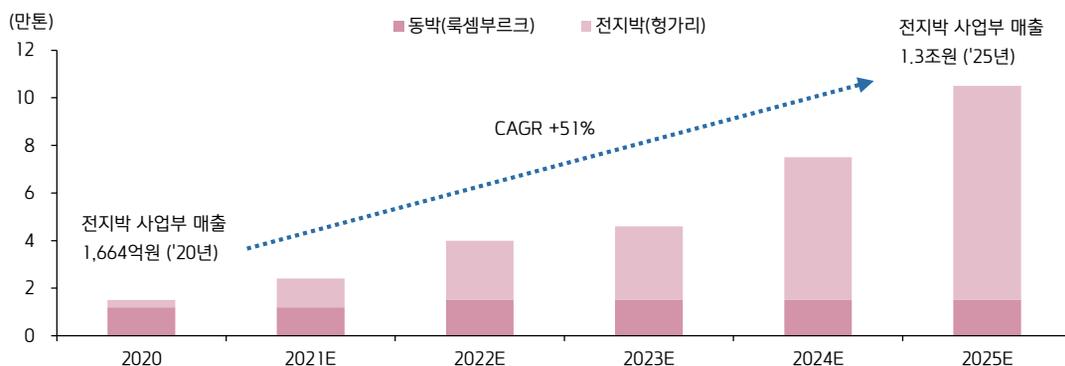
자료: 키움증권 리서치센터

솔루스첨단소재 목표주가 80,000원 제시

(단위: 억원)		23년 지배주주순이익	Target Multiple	적정 기업가치	비고
영업가치(a)	첨단소재	558	32x	17,856	덕산네오룩스 Target P/E
	전지박	253	30x	7,590	일진머티리얼즈, SKC Target P/E 평균
	동박	116	20x	2,320	
	<b>총합</b>	<b>927</b>	<b>30x</b>	<b>27,766</b>	
비영업가치(b)	순차입금			1,729	
	우선주 시가총액			1,731	
적정 시가총액(c)				24,306	(c)=(a)-(b)
총 주식수(천주)(d)				30,590	
목표주가(원)				<b>79,457</b>	

자료: 키움증권 리서치센터

솔루스첨단소재 전지박 사업부 증장기 Capacity 증설 계획



주) Gross Capacity, 연말 기준  
 자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	700	2,902	4,190	6,548	8,559
매출원가	464	1,934	3,165	4,736	6,070
매출총이익	236	967	1,026	1,812	2,489
판매비	134	664	714	930	1,147
<b>영업이익</b>	102	304	312	882	1,342
<b>EBITDA</b>	138	502	882	1,573	1,994
영업외손익	-33	-327	-30	-33	-64
이자수익	2	4	3	3	2
이자비용	9	63	69	68	82
외환관련이익	6	90	69	69	69
외환관련손실	40	324	11	11	30
중속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	8	-34	-22	-26	-23
<b>법인세차감전이익</b>	69	-23	282	849	1,278
법인세비용	24	88	64	187	281
계속사업순손익	45	-110	218	662	997
당기순이익	45	-110	218	662	997
지배주주순이익	45	-110	218	643	927
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	314.6	44.4	56.3	30.7
영업이익 증감율	NA	198.0	2.6	182.7	52.2
EBITDA 증감율	NA	263.8	75.7	78.3	26.8
지배주주순이익 증감율	NA	-344.4	-298.2	195.0	44.2
EPS 증감율	NA	적전	흑전	194.2	44.3
매출총이익율(%)	33.7	33.3	24.5	27.7	29.1
영업이익율(%)	14.6	10.5	7.4	13.5	15.7
EBITDA Margin(%)	19.7	17.3	21.1	24.0	23.3
지배주주순이익율(%)	6.4	-3.8	5.2	9.8	10.8

**현금흐름표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	209	-308	495	1,193	1,385
당기순이익	45	-110	218	662	997
비현금항목의 가감	91	549	734	977	1,048
유형자산감가상각비	32	176	542	669	636
무형자산감가상각비	4	22	28	22	17
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	55	351	164	286	395
영업활동자산부채증감	76	-675	-327	-194	-298
매출채권및기타채권의감소	-21	12	-220	-255	-417
재고자산의감소	25	251	-313	-360	-243
매입채무및기타채무의증가	63	123	119	380	343
기타	9	-1,061	87	41	19
기타현금흐름	-3	-72	-130	-252	-362
<b>투자활동 현금흐름</b>	-789	-1,760	-1,797	-1,026	-2,166
유형자산의 취득	-770	-1,719	-1,802	-1,030	-2,170
유형자산의 처분	0	15	0	0	0
무형자산의 손취득	-19	-63	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-6	2	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-1	-1	-1	-1	-2
기타	7	6	6	5	6
<b>재무활동 현금흐름</b>	216	4,168	4,187	3,888	4,518
차입금의 증가(감소)	221	346	260	-40	590
지분금, 자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-109	-4	-3	-3
기타	-5	3,931	3,931	3,931	3,931
기타현금흐름	-17	9	-4,025	-4,025	-4,025
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-380	2,110	-1,139	31	-287
기초현금 및 현금성자산	1,326	946	3,056	1,917	1,948
기말현금 및 현금성자산	946	3,056	1,917	1,948	1,661

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	2,306	4,504	3,812	4,418	4,773
현금 및 현금성자산	946	3,056	1,917	1,948	1,661
단기금융자산	1	2	2	3	5
매출채권 및 기타채권	575	605	825	1,080	1,498
재고자산	434	676	989	1,349	1,592
기타유동자산	350	165	79	38	17
<b>비유동자산</b>	2,636	3,908	5,140	5,479	6,997
투자자산	6	5	5	5	5
유형자산	2,122	3,184	4,444	4,805	6,339
무형자산	97	124	96	74	57
기타비유동자산	411	595	595	595	596
자산총계	4,942	8,412	8,952	9,897	11,770
<b>유동부채</b>	1,840	1,674	2,523	2,633	3,295
매입채무 및 기타채무	859	677	796	1,175	1,518
단기금융부채	904	823	1,553	1,283	1,603
기타유동부채	77	174	174	175	174
<b>비유동부채</b>	1,696	1,839	1,369	1,599	1,869
장기금융부채	1,021	1,730	1,260	1,490	1,760
기타비유동부채	675	109	109	109	109
<b>부채총계</b>	3,536	3,513	3,892	4,232	5,164
<b>지배지분</b>	1,406	2,922	3,083	3,669	4,539
자본금	40	40	40	40	40
자본잉여금	1,273	2,952	2,952	2,952	2,952
기타자본	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	51	-3	-57	-110	-164
이익잉여금	43	-67	148	788	1,712
비지배지분	0	1,977	1,977	1,997	2,067
<b>자본총계</b>	1,406	4,899	5,060	5,666	6,606

**투자지표**

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	451	-279	551	1,622	2,341
BPS	3,551	7,377	7,785	9,264	11,461
CFPS	1,366	1,109	2,405	4,140	5,163
DPS	0	10	10	10	10
<b>주가배수(배)</b>					
PER	45.1	-177.8	115.7	29.8	20.7
PER(최고)	50.6	-199.5	131.6		
PER(최저)	9.4	-49.0	72.8		
PBR	5.73	6.72	8.19	5.22	4.22
PBR(최고)	6.42	7.54	9.33		
PBR(최저)	1.19	1.85	5.16		
PSR	2.90	6.76	6.03	2.93	2.24
PCFR	14.9	44.7	26.5	11.7	9.4
EV/EBITDA	59.1	36.5	27.5	15.4	12.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%, 보통주, 현금)	0.0	-2.8	1.4	0.5	0.3
배당수익률(%, 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	0.9	-1.7	2.5	7.0	9.2
ROE	3.2	-5.1	7.3	19.0	22.6
ROIC	-7.7	5.0	5.1	11.9	15.0
매출채권회전율	2.4	4.9	5.9	6.9	6.6
재고자산회전율	3.2	5.2	5.0	5.6	5.8
부채비율	251.4	71.7	76.9	74.7	78.2
순차입금비율	69.5	-10.3	17.6	14.5	25.7
이자보상배율	11.2	4.9	4.5	13.0	16.3
<b>총차입금</b>	1,925	2,553	2,813	2,773	3,363
<b>순차입금</b>	977	-505	893	821	1,697
<b>NOPLAT</b>	138	502	882	1,573	1,994
<b>FCF</b>	-886	-2,075	-1,318	155	-769



BUY(Maintain)

주가(9/9) 29,200원

목표주가: 40,000원

디스플레이 Analyst 김소원

02)3787-4736, sowonkim@kiwoom.com

덕산테크피아의 3Q21 실적은 영업이익 71억원으로 예상치에 부합할 전망이다. 소재 품질 평가 기간이 길고 진입 장벽이 높은 반도체 등의 산업에서 연간 2개 이상의 신규 소재를 공급하기 시작한 동사의 가치는 재평가 필요. 특히 해당 소재들이 대부분 외산 업체가 독점 중이었거나 차세대 공정용 신규 소재임을 고려 시 동사는 향후에도 기술 경쟁력을 기반으로 중장기 성장을 이어 나갈 것으로 판단됨.

Stock Data

KOSDAQ (9/9)	1,034.62pt		
시가총액	5,366억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	32,500 원	14,850원	
최고/최저가대비	-7.7%	102.0%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	12.8%	15.2%
	6M	69.0%	47.4%
	1Y	85.8%	57.3%

Company Data

발행주식수	18,377천주
일평균 거래량(3M)	453 천주
외국인 지분율	4.2%
배당수익률(21.E)	0.0%
BPS(21.E)	9,947원
주요 주주	덕산산업 외 1인 51.9%

Price Trend



계획대로 순항 중 🎵🎵🎵

>>> 3Q21 영업이익 71억원, 예상치 부합할 전망

3Q21 실적은 매출액 328억원(+7%QoQ, +75%YoY), 영업이익 71억원(+11%QoQ, +136%YoY)으로, 예상치에 부합할 전망이다. OLED 사업부는 아이폰과 폴더블 스마트폰 출시 효과뿐 아니라 OLED 노트북 패널과 4Q21 양산 예정인 QD-OLED 패널용 재고 축적 수요도 더해질 전망이다. 반도체 사업부는 고객사의 176단 NAND 양산 착수에 따른 HCDS 출하 증가와 2Q21 품질 평가를 완료한 DRAM용 신규 프리커서 공급 확대 효과가 함께 나타날 전망이다. 더불어 그간 준비해 온 전해액 첨가제 공급 또한 시작되며 이차전지 소재 매출액 발생이 본격화될 것으로 예상된다. 이를 반영한 2021년 실적은 매출액 1,230억원(+57%YoY), 영업이익 272억원(+88%YoY)으로, 양적 및 질적으로 모두 성장한 해가 될 전망이다.

>>> 신규 소재 모멘텀은 계속된다

소재 품질 평가 기간이 길고 진입 장벽이 높은 반도체 등의 산업에서 연간 2개 이상의 신규 소재를 공급하기 시작한 동사의 가치는 재평가 될 필요가 있다. 특히 해당 소재들이 대부분 외산 업체가 독점 중이었거나 차세대 공정용 신규 소재임을 고려하면 동사는 향후에도 기술 경쟁력을 기반으로 중장기 성장을 이어 나갈 것으로 판단된다. 2022년에도 2개의 반도체용 신규 소재 공급을 시작하기 위한 품질 평가를 준비 중에 있으며, 3Q21 공급을 시작한 이차전지 소재 부문에서도 향후 제품 다변화를 추진해 나갈 것으로 전망된다. 투자 의견 BUY, 목표주가 40,000원을 유지한다.

(억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	618	784	1,230	1,533
영업이익	134	145	274	359
EBITDA	193	221	373	459
세전이익	134	144	286	365
순이익	111	129	252	321
지배주주지분순이익	111	129	252	321
EPS(원)	673	701	1,369	1,747
증감률(% YoY)	-45.8	4.1	95.3	27.6
PER(배)	28.5	25.4	22.4	17.5
PBR(배)	2.4	2.1	3.1	2.6
EV/EBITDA(배)	16.4	13.2	14.0	11.0
영업이익률(%)	21.7	18.5	22.3	23.4
ROE(%)	10.8	8.5	14.8	16.1
순차입금비율(%)	-23.5	-22.0	-23.4	-26.3

자료: 키움증권 리서치센터

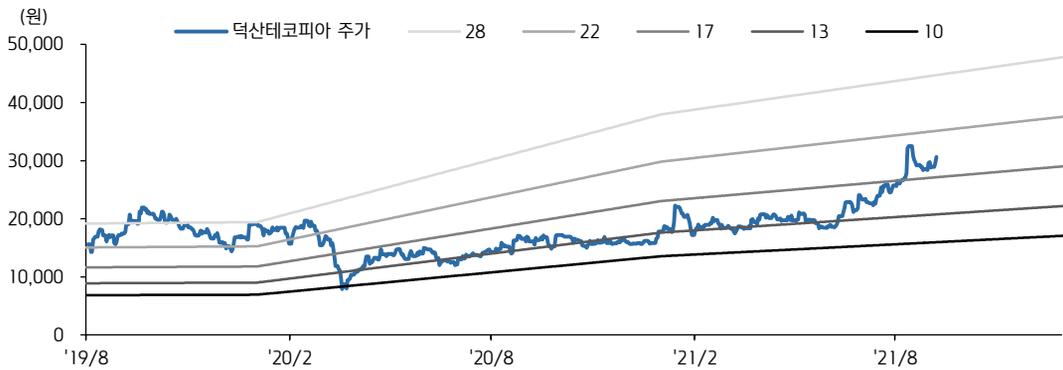
## 덕산테크피아 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>188.0</b>	<b>174.8</b>	<b>186.9</b>	<b>234.0</b>	<b>258.1</b>	<b>307.3</b>	<b>327.5</b>	<b>337.3</b>	<b>783.8</b>	<b>1230.2</b>	<b>1533.3</b>
%QoQ/%YoY	4%	-7%	7%	25%	10%	19%	7%	3%	27%	57%	25%
OLED	114.0	98.2	104.7	138.8	144.4	188.9	195.5	188.4	455.6	717.3	879.3
반도체	66.5	67.6	62.8	96.4	97.0	105.6	117.7	132.3	293.2	452.6	550.3
화학 및 기타	7.6	9.1	19.5	-1.2	16.7	12.7	14.2	16.7	35.0	60.3	103.8
매출원가	127.3	96.0	116.7	149.2	161.9	193.0	210.4	212.2	489.1	777.5	974.4
매출원가율	68%	55%	62%	64%	63%	63%	64%	63%	62%	63%	64%
<b>매출총이익</b>	<b>60.8</b>	<b>78.9</b>	<b>70.2</b>	<b>84.8</b>	<b>96.2</b>	<b>114.3</b>	<b>117.1</b>	<b>125.1</b>	<b>294.7</b>	<b>452.7</b>	<b>559.0</b>
판매비와관리비	29.0	35.0	40.0	46.0	36.8	48.1	46.0	47.5	149.9	178.4	199.8
<b>영업이익</b>	<b>31.8</b>	<b>43.9</b>	<b>30.2</b>	<b>38.9</b>	<b>59.4</b>	<b>66.2</b>	<b>71.1</b>	<b>77.6</b>	<b>144.8</b>	<b>274.3</b>	<b>359.1</b>
%QoQ/%YoY	36%	38%	-31%	29%	53%	12%	7%	9%	8%	89%	31%
영업이익률	17%	25%	16%	17%	23%	22%	22%	23%	18%	22%	23%
법인세차감전손익	28.0	37.8	34.2	44.3	62.8	69.3	73.9	79.8	144.3	285.7	364.6
법인세비용	4.7	4.5	4.8	1.5	6.8	14.4	10.4	2.7	15.5	34.2	43.6
<b>당기순이익</b>	<b>23.3</b>	<b>33.3</b>	<b>29.4</b>	<b>42.8</b>	<b>56.0</b>	<b>54.9</b>	<b>63.6</b>	<b>77.1</b>	<b>128.8</b>	<b>251.5</b>	<b>321.0</b>
당기순이익률	12%	19%	16%	18%	22%	18%	19%	23%	16%	20%	21%

자료: 키움증권 리서치센터

## 덕산테크피아 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	618	784	1,230	1,533	1,996
매출원가	359	489	778	974	1,254
매출총이익	259	295	453	559	742
판매비	125	150	178	200	250
<b>영업이익</b>	134	145	274	359	493
<b>EBITDA</b>	193	221	373	459	599
영업외손익	-1	0	11	5	12
이자수익	6	11	11	14	20
이자비용	2	0	0	0	0
외환관련이익	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	1	1	1	1
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-5	-10	1	-8	-7
<b>법인세차감전이익</b>	134	144	286	365	505
법인세비용	22	16	34	44	58
계속사업손손익	111	129	252	321	447
<b>당기순이익</b>	111	129	252	321	447
<b>지배주주순이익</b>	111	129	252	321	447
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-12.9	26.9	56.9	24.6	30.2
영업이익 증감율	-45.5	8.2	89.0	31.0	37.3
EBITDA 증감율	-33.5	14.5	68.8	23.1	30.5
지배주주순이익 증감율	-40.9	16.2	95.3	27.4	39.3
EPS 증감율	-45.8	4.1	95.3	27.6	39.1
매출총이익율(%)	41.9	37.6	36.8	36.5	37.2
영업이익률(%)	21.7	18.5	22.3	23.4	24.7
EBITDA Margin(%)	31.2	28.2	30.3	29.9	30.0
지배주주순이익률(%)	18.0	16.5	20.5	20.9	22.4

**현금흐름표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	130	166	228	332	420
당기순이익	111	129	252	321	447
비현금항목의 가감	97	111	120	127	143
유형자산감가상각비	59	76	99	99	107
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	38	35	21	28	36
영업활동자산부채증감	-2	-50	-120	-86	-131
매출채권및기타채권의감소	19	-21	-52	-35	-54
재고자산의감소	-16	-27	-78	-58	-89
매입채무및기타채무의증가	3	6	13	9	13
기타	-8	-8	-3	-2	-1
기타현금흐름	-76	-24	-24	-30	-39
<b>투자활동 현금흐름</b>	-773	-190	-275	-243	-261
유형자산의 취득	-259	-157	-103	-147	-92
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-16	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	-228	12	-51	-51	-51
단기금융자산의감소(증가)	-268	-28	-104	-29	-102
기타	-2	-17	-17	-16	-16
<b>재무활동 현금흐름</b>	684	-22	-2	-3	-2
차입금의 증가(감소)	-79	-11	-1	-2	-1
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	607	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	157	-10	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-1	-1	-1	-1	-1
기타현금흐름	0	0	23	23	23
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	42	-47	-25	109	179
기초현금 및 현금성자산	57	100	53	28	137
기말현금 및 현금성자산	100	53	28	137	317

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	603	631	842	1,075	1,501
현금 및 현금성자산	100	53	28	137	317
단기금융자산	298	326	430	459	560
매출채권 및 기타채권	67	91	143	178	232
재고자산	130	157	235	293	382
기타유동자산	8	4	6	8	10
<b>비유동자산</b>	985	1,056	1,111	1,209	1,245
투자자산	228	216	267	317	368
유형자산	732	813	818	865	851
무형자산	16	16	16	16	15
기타비유동자산	9	11	10	11	11
<b>자산총계</b>	1,589	1,687	1,953	2,284	2,745
<b>유동부채</b>	97	88	100	107	119
매입채무 및 기타채무	16	23	36	44	58
단기금융부채	34	20	19	17	16
기타유동부채	47	45	45	46	45
<b>비유동부채</b>	40	25	25	25	25
장기금융부채	22	11	11	11	11
기타비유동부채	18	14	14	14	14
<b>부채총계</b>	137	113	125	132	144
<b>지배지분</b>	1,452	1,574	1,828	2,152	2,601
자본금	92	92	92	92	92
자본잉여금	765	765	765	765	765
기타자본	-1	-10	-10	-10	-10
기타포괄손익누계액	0	0	3	6	9
이익잉여금	595	727	979	1,300	1,746
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,452	1,574	1,828	2,152	2,601

**투자지표**

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	673	701	1,369	1,747	2,430
BPS	7,900	8,563	9,947	11,709	14,155
CFPS	1,260	1,304	2,023	2,439	3,206
DPS	0	0	0	0	0
<b>주기배수(배)</b>					
PER	28.5	25.4	22.4	17.5	12.6
PER(최고)	33.7	28.5	24.6		
PER(최저)	19.1	10.5	12.2		
PBR	2.42	2.08	3.08	2.62	2.17
PBR(최고)	2.87	2.34	3.39		
PBR(최저)	1.63	0.86	1.67		
PSR	5.12	4.17	4.58	3.67	2.82
PCFR	15.2	13.6	15.1	12.6	9.6
EV/EBITDA	16.4	13.2	14.0	11.0	8.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	9.1	7.9	13.8	15.2	17.8
ROE	10.8	8.5	14.8	16.1	18.8
ROIC	16.6	13.4	22.4	26.2	32.7
매출채권회전율	8.3	9.9	10.5	9.6	9.8
재고자산회전율	5.1	5.5	6.3	5.8	5.9
부채비율	9.4	7.2	6.8	6.1	5.5
순차입금비율	-23.5	-22.0	-23.4	-26.3	-32.7
이자보상배율, 현금)	67.1	308.7	604.1	846.7	1,203.8
<b>총차입금</b>	56	31	30	28	27
<b>순차입금</b>	-341	-347	-428	-567	-850
<b>NOPLAT</b>	193	221	373	459	599
<b>FCF</b>	-86	-3	118	183	319

이녹스첨단소재 (272290)



## BUY(Maintain)

주가(9/9) 40,200원

목표주가: 54,000원(상향)

디스플레이 Analyst 김소원

02)3787-4736, sowonkim@kiwoom.com

이녹스첨단소재의 3Q21 영업이익은 293억원으로, 어닝 서프라이즈를 기록할 전망이다. Innoled와 Smartflex가 호실적을 주도할 전망이다이며, 믹스 개선 효과에 힘입어 영업이익률은 22%로 역대 최대치 예상. 당사는 향후 저가용 필름 생산 비중을 축소하고 OLED 패널용 주요 필름과 폴더블 스마트폰용 필름 등 경쟁력 있는 제품들을 위주로 생산을 확대하여 핵심 IT 소재 업체로 변모해 갈 것으로 판단. 주가는 2022년 P/E 10.6배 수준으로, 적극적인 비중확대 추천.

## Stock Data

KOSDAQ (9/9)	1,034.62pt		
시가총액	3,948억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	44,500 원	21,306원	
최고/최저가대비	-8.0%	92.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	7.5%	9.8%
	6M	81.4%	58.2%
	1Y	65.1%	39.8%

## Company Data

발행주식수	9,821천주
일평균 거래량(3M)	273 천주
외국인 지분율	14.2%
배당수익률(21.E)	0.0%
BPS(21.E)	13,930원
주요 주주	이녹스 외 4 인
	31.7%

## Price Trend



## 실적으로 증명한다

## &gt;&gt;&gt; 3Q21 어닝 서프라이즈 예상

3Q21 실적은 매출액 1,360억원(+26%QoQ, +29%YoY), 영업이익 293억원(+47%QoQ, +51%YoY)으로, 시장 기대치를 상회할 것으로 전망된다. 전 사업부의 호실적이 예상되나, 특히 Innoled와 Smartflex가 호실적을 주도할 것으로 예상된다. 또한 믹스 개선 효과에 힘입어 3Q21 전사 영업이익률은 22%로, 처음 20%를 돌파하며 역대 최대치를 기록할 것으로 예상된다.

주요 사업부별로 살펴보면, Innoled의 3Q21 매출액은 743억원(+23%QoQ, +38%YoY)으로 전망된다. Innoled 사업부는 ① flexible OLED 패널의 공정용 필름과 ② 대형 OLED 패널의 봉지 필름을 공급하며, 3Q21 '플래그십 스마트폰의 출시 효과'와 '고객사의 OLED TV 패널 출하량 증가 효과'가 맞물리며 실적 강세가 나타날 것이다.

Smartflex는 방열시트와 디지털자이저용 자성 필름 등을 공급하는 사업부로, '태블릿과 노트북 판매 호조'와 '폴더블 스마트폰의 출시 확대'에 힘입어 3Q21 매출액은 265억원(+19%QoQ, +39%YoY)으로 성장할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 핵심 IT 소재 업체로의 성장 지속

당사는 그간 스마트폰에 탑재되는 다양한 필름을 생산해 왔으나, 제품별 수익성 또한 천차만별이었다. 향후에는 저가용 필름 생산 비중을 축소하고 OLED 패널용 주요 필름과 폴더블 스마트폰용 필름 등 경쟁력 있는 제품들을 위주로 생산을 확대하여 핵심 IT 소재 업체로 변모해 갈 것으로 전망된다. 변경된 실적 전망치를 반영하여 목표주가를 54,000원으로 상향한다.

(억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	3,493	3,363	4,539	5,395
영업이익	465	438	805	972
EBITDA	623	606	963	1,135
세전이익	452	322	804	977
순이익	345	252	661	762
지배주주지분순이익	345	252	661	762
EPS(원)	1,767	1,290	3,373	3,879
증감률(% YoY)	13.3	-27.0	161.4	15.0
PER(배)	14.7	17.7	12.2	10.6
PBR(배)	2.8	2.2	3.0	2.3
EV/EBITDA(배)	8.3	7.3	3.6	2.5
영업이익률(%)	13.3	13.0	17.7	18.0
ROE(%)	21.1	13.2	27.8	24.5
순차입금비율(%)	12.2	4.1	-22.9	-35.7

자료: 키움증권 리서치센터

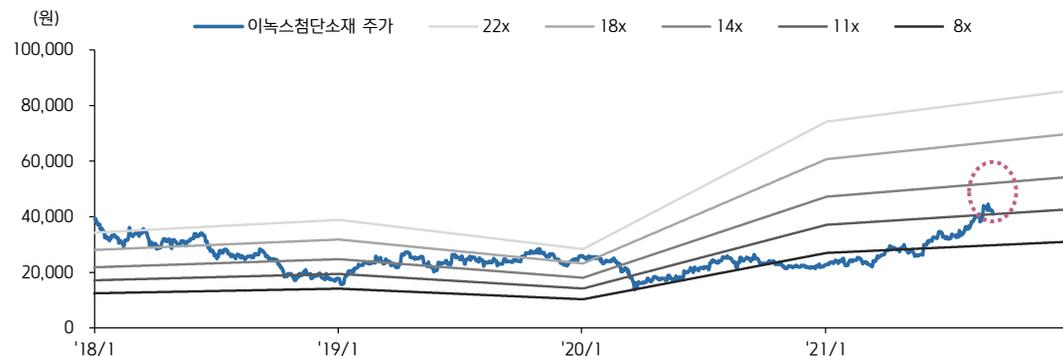
이녹스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	711.9	737.8	1058.6	854.4	960.5	1084.0	1360.4	1134.0	3362.6	4538.8	5395.3
%QoQ/%YoY	-17%	4%	43%	-19%	12%	13%	26%	-17%	-4%	35%	19%
Innoflex	172.1	204.5	255.5	171.8	165.5	160.5	251.0	182.9	804.0	759.9	800.2
Smartflex	139.7	181.5	190.6	149.5	159.1	223.2	265.0	182.8	661.3	830.2	1024.5
Innosem	94.3	95.3	74.6	73.3	92.7	96.4	101.2	98.2	337.5	388.5	420.7
Innoled	306.7	256.3	540.1	459.8	543.2	603.9	743.2	670.1	1562.9	2560.3	3150.0
<b>매출원가</b>	558.7	579.4	765.5	646.4	727.6	769.0	945.2	854.9	2550.0	3296.8	3925.3
매출원가율	78%	79%	72%	76%	76%	71%	69%	75%	76%	73%	73%
<b>매출총이익</b>	153.2	158.3	293.1	208.0	232.8	315.0	415.2	279.1	812.6	1242.1	1470.0
판매비와관리비	100.1	88.4	98.8	87.0	96.7	115.7	122.4	102.1	374.2	436.9	497.7
<b>영업이익</b>	53.1	70.0	194.4	121.0	136.2	199.2	292.8	177.1	438.4	805.2	972.3
%QoQ/%YoY	-53%	32%	178%	-38%	13%	46%	47%	-40%	-6%	84%	21%
영업이익률	7%	9%	18%	14%	14%	18%	22%	16%	13%	18%	18%
법인세차감전손익	74.3	44.3	158.9	44.7	142.3	203.3	290.9	167.9	322.2	804.3	976.9
법인세비용	20.9	14.5	35.1	-0.5	31.2	11.2	64.0	36.9	69.9	143.3	214.9
<b>당기순이익</b>	53.5	29.8	123.8	45.2	111.1	192.1	226.9	131.0	252.3	661.0	762.0
당기순이익률	8%	4%	12%	5%	12%	18%	17%	12%	8%	15%	14%

자료: 키움증권 리서치센터

이녹스첨단소재 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

이녹스첨단소재 목표주가 54,000원 제시

<b>EPS(원)</b>	3,721 원	12 개월 Forward EPS
<b>Target PER(배)</b>	14.4 배	2019년 평균 Fwd P/E (OLED 소재 회사의 전환 기대감)
<b>목표주가(원)</b>	53,582 원	

자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	3,493	3,363	4,539	5,395	6,241
매출원가	2,627	2,550	3,297	3,925	4,559
매출총이익	866	813	1,242	1,470	1,682
판매비	401	374	437	498	532
<b>영업이익</b>	465	438	805	972	1,150
<b>EBITDA</b>	623	606	963	1,135	1,309
<b>영업외손익</b>	-13	-116	-1	5	13
이자수익	15	12	20	28	46
이자비용	26	27	17	10	14
외환관련이익	45	63	45	45	45
외환관련손실	44	99	75	75	75
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-3	-65	26	17	11
<b>법인세차감전이익</b>	452	322	804	977	1,162
법인세비용	107	70	143	215	256
계속사업손손익	345	252	661	762	906
<b>당기순이익</b>	345	252	661	762	906
<b>지배주주순이익</b>	345	252	661	762	906
<b>증감율 및 수락성 (%)</b>					
매출액 증감율	19.2	-3.7	35.0	18.9	15.7
영업이익 증감율	21.4	-5.8	83.8	20.7	18.3
EBITDA 증감율	28.0	-2.7	58.9	17.9	15.3
지배주주순이익 증감율	13.2	-27.0	162.3	15.3	18.9
EPS 증감율	13.3	-27.0	161.4	15.0	19.0
매출총이익율(%)	24.8	24.2	27.4	27.2	27.0
영업이익률(%)	13.3	13.0	17.7	18.0	18.4
EBITDA Margin(%)	17.8	18.0	21.2	21.0	21.0
지배주주순이익률(%)	9.9	7.5	14.6	14.1	14.5

**현금흐름표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	444	328	916	840	974
당기순이익	345	252	661	762	906
비현금항목의 가감	326	353	361	422	445
유형자산감가상각비	153	160	151	156	155
무형자산감가상각비	6	8	7	6	4
지분법평가손익	0	-7	0	0	0
기타	167	192	203	260	286
영업활동자산부채증감	-137	-139	34	-147	-154
매출채권및기타채권의감소	-43	-97	-39	-114	-113
재고자산의감소	-12	2	-41	-76	-75
매입채무및기타채무의증가	-31	34	39	25	26
기타	-51	-78	75	18	8
기타현금흐름	-90	-138	-140	-197	-223
<b>투자활동 현금흐름</b>	-593	127	-136	-97	51
유형자산의 취득	-188	-175	-183	-148	0
유형자산의 처분	2	1	0	0	0
무형자산의 손취득	-1	0	-5	0	0
투자자산의감소(증가)	-5	2	-5	-5	-5
단기금융자산의감소(증가)	-304	240	-2	-2	-2
기타	-97	59	59	58	58
<b>재무활동 현금흐름</b>	-79	-405	-209	-190	90
차입금의 증가(감소)	-55	-338	-250	-180	100
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	51	0	0
자기주식처분(취득)	-9	-53	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-15	-14	-10	-10	-10
기타현금흐름	-8	-11	-120	-123	-118.09
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-237	39	450	430	998
기초현금 및 현금성자산	762	526	564	1,015	1,445
기말현금 및 현금성자산	526	564	1,015	1,445	2,443

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	1,855	1,653	2,142	2,747	3,927
현금 및 현금성자산	526	564	1,015	1,445	2,443
단기금융자산	324	84	86	88	90
매출채권 및 기타채권	465	566	605	719	832
재고자산	366	363	404	480	555
기타유동자산	174	76	32	15	7
<b>비유동자산</b>	1,519	1,533	1,568	1,559	1,404
투자자산	5	3	8	13	18
유형자산	1,377	1,401	1,433	1,424	1,269
무형자산	24	21	19	13	9
기타비유동자산	113	108	108	109	108
<b>자산총계</b>	3,374	3,186	3,711	4,306	5,331
<b>유동부채</b>	1,261	853	674	519	645
매입채무 및 기타채무	317	322	361	386	412
단기금융부채	828	478	228	48	148
기타유동부채	116	53	85	85	85
<b>비유동부채</b>	307	308	300	290	285
장기금융부채	244	254	246	236	231
기타비유동부채	63	54	54	54	54
<b>부채총계</b>	1,568	1,161	975	809	931
<b>지배지분</b>	1,806	2,025	2,736	3,496	4,401
자본금	46	48	98	98	98
자본잉여금	1,041	1,041	1,041	1,041	1,041
기타지분	-103	-138	-136	-136	-136
이익잉여금	7	6	7	8	9
이익잉여금	815	1,067	1,725	2,484	3,388
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,806	2,025	2,736	3,496	4,401

**투자지표**

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,767	1,290	3,373	3,879	4,615
BPS	9,240	10,356	13,930	17,799	22,404
CFPS	3,433	3,096	5,213	6,029	6,879
DPS	15	15	15	15	15
<b>주기배수(배)</b>					
PER	14.7	17.7	12.2	10.6	8.9
PER(최고)	16.3	20.6	14.8		
PER(최저)	8.5	10.4	6.5		
PBR	2.82	2.20	2.96	2.32	1.84
PBR(최고)	3.12	2.56	3.59		
PBR(최저)	1.62	1.29	1.56		
PSR	1.46	1.33	1.78	1.50	1.30
PCFR	7.6	7.4	7.9	6.9	6.0
EV/EBITDA	8.3	7.3	3.6	2.5	1.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	10.8	7.7	19.2	19.0	18.8
ROE	21.1	13.2	27.8	24.5	23.0
ROIC	18.0	16.4	31.6	35.1	40.3
매출채권회전율	7.8	6.5	7.7	8.1	8.0
재고자산회전율	9.7	9.2	11.8	12.2	12.1
부채비율	86.8	57.4	35.6	23.2	21.2
순차입금비율	12.2	4.1	-22.9	-35.7	-48.9
이자보상배율, 현금)	18.0	16.4	46.6	94.0	83.3
<b>총차입금</b>	1,071	732	474	284	379
순차입금	221	84	-626	-1,249	-2,154
NOPLAT	623	606	963	1,135	1,309
FCF	178	193	666	626	902

PI첨단소재 (178920)



BUY(Maintain)

주가(9/9) 59,300원

목표주가: 81,000원

디스플레이 Analyst 김소원

02)3787-4736, sowonkim@kiwoom.com

PI첨단소재의 3Q21 실적은 260억원으로, 시장 예상치에 부합할 전망. 주요 플래그십 스마트폰 출시 효과에 힘입어 전 사업부의 실적 성장이 예상되며, 전 분기에 이어 역대 최대 영업이익률을 경신할 전망. PI 소재는 높은 내열성을 필요로 하는 전기차용으로 적용이 확대되고 있으며, 전기차 배터리 절연용 필름 시장 등 향후 이차전지가 동사의 핵심 성장 동력이 될 것으로 판단. 이에 맞춰 향후 전기차용 PI 필름의 Capa 또한 지속 확대해 나갈 것으로 예상.

Stock Data

KOSPI (9/9)	3,114.70pt		
시가총액	17,414억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	64,100 원	28,050원	
최고/최저가대비	-5.3%	116.4%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	13.7%	17.5%
	6M	45.4%	37.7%
	1Y	98.0%	50.4%

Company Data

발행주식수	29,366 천주
일평균 거래량(3M)	329천주
외국인 지분율	18.0%
배당수익률(21.E)	1.2%
BPS(21.E)	11,271원
주요 주주	코리아피아이홀딩스외 1인 54.1%

Price Trend



이차전지 부스터 장착

>>> 3Q21 영업이익 260억원, 예상치 부합할 전망

PI첨단소재의 3Q21 실적은 매출액 880억원 (+19%QoQ, +18%YoY), 영업이익 260억원(+20%QoQ, +55%YoY)으로, 시장 예상치를 부합할 것으로 전망된다. 주요 플래그십 스마트폰 출시 효과에 힘입어 전 사업부의 실적 성장이 예상되며, 전 분기에 이어 역대 최대 영업이익률을 경신할 전망이다. 특히 PI필름은 전자기기 내 탑재량이 증가할 뿐 아니라 EV향 수요 확대가 지속되고 있으나, 여전히 경쟁사들의 제한적인 Capa 증설로 인해 당분간 타이트한 공급 상황이 지속될 것으로 전망된다. 글로벌 PI 업체들 중 점유율 1위인 동사가 가장 적극적으로 증설을 추진 중이며, 향후 점유율 격차를 더욱 벌릴 것으로 전망된다.

>>> 새로운 성장 동력이 되어줄 이차전지

PI 소재는 높은 내열성을 필요로 하는 전기차용으로 적용이 확대되고 있다. 특히 PI필름은 전기차 배터리 절연용 테이프로 사용되며, 각형, 원통형, 파우치형 등 배터리 종류에 상관없이 모두 적용되고 있어 향후 전기차 배터리 절연 시장이 동사의 핵심 성장 동력이 될 것으로 판단된다. 올해 동사의 배터리 절연용 PI필름 및 PI바니쉬의 매출액은 332억원(+51%YoY)으로 빠르게 성장할 전망이다. 이 같은 전기차 배터리용 PI 필름의 고성장 추세에 맞춰 PI첨단소재는 지난 4월 배터리용 PI 필름의 증설 계획을 발표하기도 했으며, 향후 전기차용 PI 필름의 Capa를 지속 늘려갈 것으로 예상된다.

(억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	2,237	2,618	3,255	3,801
영업이익	336	600	907	1,027
EBITDA	525	815	1,124	1,276
세전이익	212	527	889	1,022
순이익	177	417	696	800
지배주주지분순이익	177	417	696	800
EPS(원)	603	1,421	2,369	2,725
증감률(% YoY)	-49.4	135.5	66.7	15.0
PER(배)	58.0	26.0	25.7	22.3
PBR(배)	4.09	3.84	5.40	4.60
EV/EBITDA(배)	20.8	13.3	16.0	14.1
영업이익률(%)	15.0	22.9	27.9	27.0
ROE(%)	6.9	15.6	22.7	22.2
순차입금비율(%)	24.9	-2.0	1.8	2.2

자료: 키움증권 리서치센터

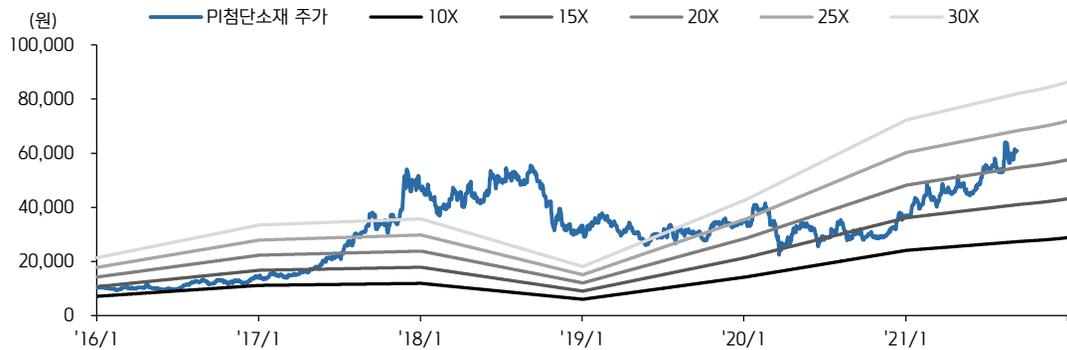
PI첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	616.2	557.6	744.9	699.2	776.0	740.8	879.7	858.3	2617.9	3254.8	3801.0
%QoQ/%YoY	9%	-10%	34%	-6%	11%	-5%	19%	-2%	17%	24%	17%
FPCB용	248.0	236.1	310.7	303.7	310.3	294.6	324.8	311.1	1098.5	1240.8	1370.1
방열시트용	222.0	180.4	286.2	248.2	262.6	260.1	331.0	312.1	936.8	1165.8	1351.1
첨단산업용	146.2	141.1	148.0	147.3	203.2	186.1	223.9	235.1	582.6	848.2	1079.8
매출원가	416.8	372.7	516.8	464.8	502.3	457.6	550.7	563.9	1771.0	2074.4	2468.2
매출원가율	68%	67%	66%	66%	65%	62%	63%	66%	68%	64%	65%
<b>매출총이익</b>	199.4	184.9	228.2	234.4	273.7	283.1	329.1	294.4	846.9	1180.4	1332.8
판매비와관리비	52.4	59.6	68.9	66.0	67.1	67.4	69.3	69.2	246.8	273.0	305.7
<b>영업이익</b>	147.0	125.3	159.3	168.5	206.7	215.7	259.8	225.2	600.1	907.4	1027.1
%QoQ/%YoY	143%	-15%	27%	6%	23%	4%	20%	-13%	79%	51%	13%
영업이익률	24%	22%	21%	24%	27%	29%	30%	26%	23%	28%	27%
법인세차감전손익	144.8	101.4	146.5	134.8	205.3	204.8	256.7	221.8	527.4	888.6	1022.4
법인세비용	20.8	31.6	29.3	28.5	42.8	44.9	56.5	48.8	110.2	193.0	222.1
<b>당기순이익</b>	124.0	69.7	117.2	106.3	162.5	159.9	200.2	173.0	417.3	695.6	800.3
당기순이익률	20%	13%	16%	15%	21%	22%	23%	20%	16%	21%	21%

자료: 키움증권 리서치센터

PI첨단소재 12개월 Forward P/E Chart



자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	2,237	2,618	3,255	3,801	4,459
매출원가	1,664	1,771	2,074	2,468	2,837
매출총이익	573	847	1,180	1,333	1,621
판매비	237	247	273	306	367
<b>영업이익</b>	336	600	907	1,027	1,255
<b>EBITDA</b>	525	815	1,124	1,276	1,546
<b>영업외손익</b>	-124	-73	-19	-5	-22
이자수익	2	2	2	2	3
이자비용	20	13	12	11	10
외환관련이익	28	40	50	58	68
외환관련손실	25	56	56	56	56
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-109	-46	-3	2	-27
<b>법인세차감전이익</b>	212	527	889	1,022	1,233
법인세비용	34	110	193	222	268
계속사업손손익	177	417	696	800	965
<b>당기순이익</b>	177	417	696	800	965
<b>지배주주순이익</b>	177	417	696	800	965
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-8.9	17.0	24.3	16.8	17.3
영업이익 증감율	-44.5	78.6	51.2	13.2	22.2
EBITDA 증감율	-31.3	55.2	37.9	13.5	21.2
지배주주순이익 증감율	-49.4	135.6	66.9	14.9	20.6
EPS 증감율	-49.4	135.5	66.7	15.0	20.6
매출총이익율(%)	25.6	32.4	36.3	35.1	36.4
영업이익률(%)	15.0	22.9	27.9	27.0	28.1
EBITDA Margin(%)	23.5	31.1	34.5	33.6	34.7
지배주주순이익률(%)	7.9	15.9	21.4	21.0	21.6

**현금흐름표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	381	809	724	965	1,116
당기순이익	177	417	696	800	965
비현금항목의 가감	278	377	453	514	599
유형자산감가상각비	180	203	194	227	269
무형자산감가상각비	9	12	23	23	23
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	89	162	236	264	307
영업활동자산부채증감	-21	51	-221	-118	-174
매출채권및기타채권의감소	-47	-49	-56	-67	-81
재고자산의감소	38	156	-171	-35	-90
매입채무및기타채무의증가	-26	8	16	-6	2
기타	14	-64	-10	-10	-5
기타현금흐름	-53	-36	-204	-231	-274
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145	-124	-613	-755	-384
유형자산의 취득	-239	-89	-580	-720	-350
유형자산의 처분	0	0	1	0	0
무형자산의 손취득	-3	-20	-19	-22	-22
투자자산의감소(증가)	-4	-1	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	102	-1	-1	-1	-1
기타	-1	-13	-14	-12	-11
<b>재무활동 현금흐름</b>	-65	-212	-280	-274	-271
차입금의 증가(감소)	183	-114	-65	-53	-45
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-244	-93	-209	-215	-221
기타	-4	-5	-6	-6	-5
기타현금흐름	2	0	-14	-14	-14
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	173	473	-182	-78	447
기초현금 및 현금성자산	112	285	758	576	498
기말현금 및 현금성자산	285	758	576	498	945

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	1,085	1,440	1,490	1,519	2,142
현금 및 현금성자산	285	758	576	498	945
단기금융자산	2	3	4	4	5
매출채권 및 기타채권	299	345	400	468	548
재고자산	467	316	487	521	612
기타유동자산	32	18	23	28	32
<b>비유동자산</b>	2,844	2,600	2,982	3,474	3,553
투자자산	10	11	11	11	11
유형자산	2,554	2,401	2,787	3,279	3,360
무형자산	59	115	111	111	109
기타비유동자산	221	73	73	73	73
<b>자산총계</b>	3,930	4,040	4,472	4,993	5,695
<b>유동부채</b>	937	809	779	735	707
매입채무 및 기타채무	334	337	352	346	349
단기금융부채	593	463	418	380	350
기타유동부채	10	9	9	9	8
<b>비유동부채</b>	480	403	383	368	353
장기금융부채	319	241	221	206	191
기타비유동부채	161	162	162	162	162
<b>부채총계</b>	1,417	1,211	1,162	1,103	1,060
<b>지배자본</b>	2,513	2,829	3,310	3,890	4,634
자본금	147	147	147	147	147
자본잉여금	1,875	1,875	1,875	1,875	1,875
기타자본	-781	-781	-781	-781	-781
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,272	1,588	2,069	2,649	3,393
비지배자본	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	2,513	2,829	3,310	3,890	4,634

**투자지표**

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	603	1,421	2,369	2,725	3,286
BPS	8,557	9,633	11,271	13,245	15,780
CFPS	1,550	2,704	3,912	4,474	5,327
DPS	315	711	731	751	751
<b>주기배수(배)</b>					
PER	58.0	26.0	25.7	22.3	18.5
PER(최고)	63.0	29.3	28.6		
PER(최저)	42.3	15.0	15.3		
PBR	4.09	3.84	5.40	4.60	3.86
PBR(최고)	4.44	4.33	6.02		
PBR(최저)	2.99	2.21	3.21		
PSR	4.60	4.15	5.49	4.71	4.01
PCFR	22.6	13.7	15.6	13.6	11.4
EV/EBITDA	20.8	13.3	16.0	14.1	11.3
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	52.2	50.0	30.9	27.6	22.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	1.9	1.2	1.2	1.2
ROA	4.6	10.5	16.3	16.9	18.1
ROE	6.9	15.6	22.7	22.2	22.6
ROIC	9.3	15.9	22.3	21.2	23.3
매출채권회전율	8.1	8.1	8.7	8.8	8.8
재고자산회전율	4.6	6.7	8.1	7.5	7.9
부채비율	56.4	42.8	35.1	28.4	22.9
순차입금비율	24.9	-2.0	1.8	2.2	-8.8
이자보상배율, 현금)	17.1	44.7	74.5	92.0	121.8
<b>총차입금</b>	912	704	639	586	541
순차입금	625	-57	59	84	-409
NOPLAT	525	815	1,124	1,276	1,546
FCF	219	645	107	194	730

**피엔에이치테크(239890)**



**Not Rated**

주가(9/9) 38,400원

디스플레이 Analyst 김소원

02)3787-4736, sowonkim@kiwoom.com

피엔에이치테크는 공급 소재 다변화 및 적용처 다변화를 통해 1H21 실적 턴어라운드 성공. 특히 안정적인 TV향으로 소재 공급을 시작했다는 점은 괄목할 만한 성장. 2022년에도 신규 소재 공급을 확대하며 양적 및 질적 성장을 도모할 전망이다. 특히 내년 Capa 증설 후 보다 적극적으로 고객사 내 점유율 확대를 추진해 나갈 것으로 예상되며, 공급 소재 및 고객사 다변화를 통한 중장기 견고한 성장 기대

**Stock Data**

KOSDAQ (9/9)	1,034.62pt	
시가총액	1,734억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	45,100 원	13,450원
최고/최저가대비	-14.0%	
주가수익률	절대	상대
	1M	-4.9%
	6M	158.7%
	1Y	137.3%

**Company Data**

발행주식수	4,516 천주
일평균 거래량(3M)	46천주
외국인 지분율	2.7%
배당수익률(21.E)	0.0%
BPS(21.E)	1,538원
주요 주주	현서용 외 1인 38.5%

**Price Trend**



**2022년 신규 소재 모멘텀 기대**

**>>> 신뢰를 쌓아가는 2021년**

피엔에이치테크는 공급 소재 다변화 및 적용처 다변화를 통해 1H21 실적 턴어라운드에 성공했다. 특히 매 년 모델이 다변화 되어 소재 구조가 바뀌는 모바일 대비 상대적으로 안정적인 TV향으로 소재 공급을 시작했다는 점은 괄목할 만한 성장이다. 또한 그간 일본 업체들이 독점해 온 블루 호스트 소재를 Dupont과의 협업을 기반으로 양산 공급에 성공한 점도 기술 경쟁력과 앞으로 잠재력을 증명한다고 판단된다. 과거 삼성디스플레이가 그랬던 것처럼 LG 디스플레이 또한 소재 국산화를 적극적으로 확대해 나갈 것으로 예상되며, 이미 OLED 발광 소재를 양산 공급하고 있는 동사에게는 점유율 확대의 기회로 작용할 것이다. 2H21은 성수기 효과와 OLED TV향 소재 공급 확대에 힘입어 상반기 대비 개선된 실적을 보여줄 것이며, 2021년 실적은 매출액 227억원(+167%YoY), 영업이익 31억원(흑자 전환 YoY)으로, 당사 예상치에 부합할 것으로 전망된다.

**>>> 진짜 성장은 2022년부터**

피엔에이치테크는 2022년에도 신규 OLED 소재 공급을 확대하며 양적 및 질적 성장을 도모할 것으로 전망된다. 특히 1H22까지 예정된 Capa 증설 완료 시 연간 최대 매출액은 1,500억원까지 달성할 수 있다. Capa 증설을 통해 보다 적극적으로 고객사 내 점유율 확대를 추진해 나갈 것으로 전망되며, 공급 소재 및 고객사 다변화를 통한 중장기 견고한 실적 성장이 기대된다.

(억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	71	85	227	348
영업이익	-5	-13	31	60
EBITDA	3	-5	39	68
세전이익	-76	-57	30	59
순이익	-76	-57	30	59
지배주주지분순이익	-76	-57	30	59
EPS(원)	-1,909	-1,423	674	1,297
증감률(% YoY)	적지	적지	흑전	92.5
PER(배)	-6.8	-18.6	59.7	31.0
PBR(배)	-3.29	17.23	19.32	11.92
EV/EBITDA(배)	101.9	-215.2	47.6	26.7
영업이익률(%)	-7.0	-15.3	13.7	17.2
ROE(%)	223.8	117.8	38.7	47.5
순차입금비율(%)	-27.2	70.5	31.9	1.3

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	60	71	85	227	348
매출원가	61	54	72	163	247
매출총이익	-1	17	13	64	101
판매비	19	22	27	33	41
<b>영업이익</b>	-20	-5	-13	31	60
<b>EBITDA</b>	-13	3	-5	39	68
<b>영업외손익</b>	-1	-71	-43	-1	-1
이자수익	1	1	1	1	1
이자비용	2	2	3	3	3
외환관련이익	0	0	1	1	1
외환관련손실	0	0	2	0	0
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	0	-70	-40	0	0
<b>법인세차감전이익</b>	-21	-76	-57	30	59
법인세비용	0	0	0	0	0
계속사업손손익	-21	-76	-57	30	59
<b>당기순이익</b>	-21	-76	-57	30	59
<b>지배주주순이익</b>	-21	-76	-57	30	59
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	19.5	18.3	19.7	167.1	53.3
영업이익 증감율	흑전	-75.0	160.0	-338.5	93.5
EBITDA 증감율	흑전	-123.1	-266.7	-880.0	74.4
지배주주순이익 증감율	흑전	261.9	-25.0	-152.6	96.7
EPS 증감율	적지	적지	적지	흑전	92.5
매출총이익율(%)	-1.7	23.9	15.3	28.2	29.0
영업이익률(%)	-33.3	-7.0	-15.3	13.7	17.2
EBITDA Margin(%)	-21.7	4.2	-5.9	17.2	19.5
지배주주순이익률(%)	-35.0	-107.0	-67.1	13.2	17.0

현금흐름표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-32	-3	-12	68	92
당기순이익	-21	-76	-57	30	59
비현금항목의 가감	3	75	55	53	53
유형자산감가상각비	6	8	8	7	8
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-3	67	47	46	45
영업활동자산부채증감	-14	-1	-9	-13	-18
매출채권및기타채권의감소	-6	3	-8	-10	-15
재고자산의감소	-9	-3	-3	-16	-15
매입채무및기타채무의증가	2	-2	6	13	11
기타	-1	1	-4	0	1
기타현금흐름	0	-1	-1	-2	-2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-35	25	-17	-23	-27
유형자산의 취득	-14	-6	-7	-15	-20
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-2	0	0	0	0
투자자산의감소(증가)	0	-16	20	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-20	45	-30	-9	-7
기타	1	2	0	1	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	66	-8	28	11	10
차입금의 증가(감소)	10	-8	28	8	10
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	50	0	0	3	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	6	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	-43	-43
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-1	14	-2	12	31
기초현금 및 현금성자산	10	9	23	21	33
기말현금 및 현금성자산	9	23	21	33	64

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위 : 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	87	62	102	149	217
현금 및 현금성자산	9	23	21	33	64
단기금융자산	45	0	30	39	46
매출채권 및 기타채권	12	9	17	27	42
재고자산	19	29	33	48	63
기타유동자산	2	1	1	2	2
<b>비유동자산</b>	91	102	75	83	94
투자자산	5	21	0	0	0
유형자산	82	78	72	80	92
무형자산	3	1	1	0	0
기타비유동자산	1	2	2	3	2
<b>자산총계</b>	178	164	178	231	311
<b>유동부채</b>	60	302	93	115	136
매입채무 및 기타채무	6	6	11	24	36
단기금융부채	54	54	81	89	99
기타유동부채	0	242	1	2	1
<b>비유동부채</b>	27	20	23	23	23
장기금융부채	22	12	13	13	13
기타비유동부채	5	8	10	10	10
<b>부채총계</b>	88	322	116	137	159
<b>지배지분</b>	90	-158	61	94	152
자본금	20	10	20	23	23
자본잉여금	149	5	270	270	270
기타지분	0	-5	-3	-3	-3
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	-79	-168	-225	-195	-137
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	90	-158	61	94	152

투자지표

(단위 : 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 별도	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-558	-1,909	-1,423	674	1,297
BPS	2,248	-3,954	1,538	2,080	3,374
CFPS	-472	-20	-46	1,853	2,480
DPS	0	0	0	0	0
<b>주기배수(배)</b>					
PER	-16.1	-6.8	-18.6	59.7	31.0
PER(최고)	-21.5	-7.4	-20.4		
PER(최저)	-15.6	-4.6	-6.3		
PBR	4.00	-3.29	17.23	19.32	11.92
PBR(최고)	5.34	-3.59	18.85		
PBR(최저)	3.87	-2.23	5.85		
PSR	5.54	7.29	12.40	7.89	5.22
PCFR	-19.1	-639.7	-573.5	21.7	16.2
EV/EBITDA	-15.7	101.9	-215.2	47.6	26.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	-13.3	-44.7	-33.3	14.7	21.6
ROE	-27.6	223.8	117.8	38.7	47.5
ROIC	-19.6	52.8	147.4	25.7	40.6
매출채권회전율	6.6	6.8	6.6	10.2	10.0
재고자산회전율	4.1	2.9	2.8	5.6	6.2
부채비율	97.7	-203.5	188.8	146.2	104.3
순차입금비율	24.4	-27.2	70.5	31.9	1.3
이자보상배율, 현금)	-9.8	-2.0	-5.2	11.1	19.3
<b>총차입금</b>	76	66	94	102	112
순차입금	22	43	43	30	2
NOPLAT	-13	3	-5	39	68
FCF	-43	-3	-21	11	30

삼성전자 (005930)



BUY(Maintain)

주가(9/9) 75,300원

목표주가 95,000원(하향)

반도체 Analyst 박유악

02)3787-5063 / yuak.pak@kiwoom.com

OLED 패널의 출하량 강세 지속될 전망이다. 아이폰 판매량 호조와 중국 업체들의 OLED 채택율 증가, 노트북용 OLED 패널의 판매 증가 등에 힘입어, 1H21 OLED패널의 총 출하 면적이 전년 동기 대비 +40% 급등. 2H21 역시 전년 동기 대비 +22%의 고성장세 이어질 전망이다. 4Q21에는 QD-OLED 패널 양산이 본격화되며, 중소형에 이어 대형으로의 OLED 시장 확대 이뤄질 전망이다.

Stock Data

KOSPI (9/9)	3,114.70pt	
시가총액	4,495,246억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	91,000 원	56,600원
최고/최저가대비 등락	-16.2%	
주가수익률	절대	상대
	1M	-6.4%
	6M	-7.0%
	1Y	74.2%
		-3.2%
		-11.9%
		14.4%

Com any Data

발행주식수	5,969,783천주
일평균 거래량(3M)	16,928천주
외국인 지분율	51.8%
배당수익률(21.E)	1.8%
BPS (21.E)	44,879원
주요 주주	삼성생명보험 외 17인 21.2%

Price Trend



중소형에서 대형으로의 OLED 수요 확대

>>> OLED 패널 출하 강세 지속 예상

삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 면적 증가세가 지속될 전망이다. 삼성디스플레이의 1H21 OLED 패널 출하면적은 Apple로의 판매량 증가와 Rigid OLED 패널의 중국 판매 증가, 노트북용 OLED 패널의 판매 증가 등으로 인해, 총 2.2Mm<sup>2</sup>로 전년 동기 대비 +40%의 급성장을 기록했다. 2H21 OLED 패널의 출하면적 역시 주요 노트북 업체들의 OLED 신제품 출시 본격화와 중국 OVX(Oppo, Vivo, Xiaomi)로의 출하량 확대에 힘입어, 전년 동기 대비 +22% 증가한 2.7Mm<sup>2</sup>를 기록할 것으로 보인다. 내년에는 A3 라인의 감가상각비가 종료되기 때문에, 원가 경쟁력을 앞세운 고객 및 시장 확대에 나설 전망이다.

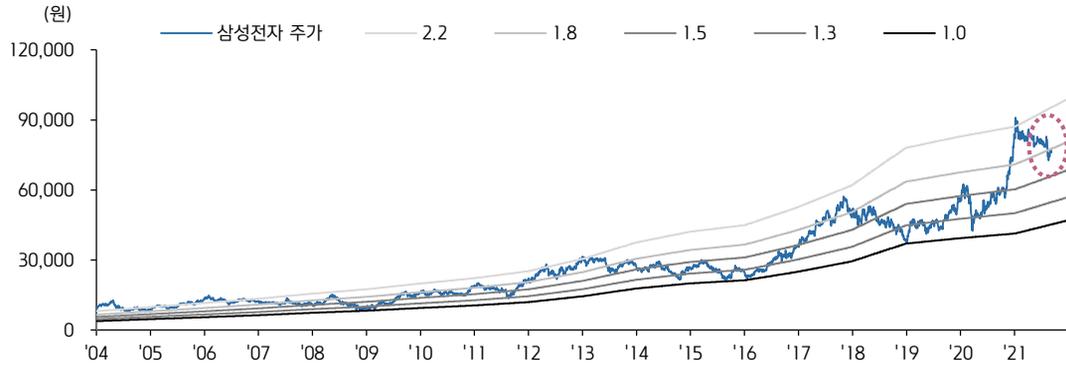
>>> 4Q21 QD-OLED 패널 양산 본격화

4Q21부터는 QD-OLED 패널의 양산이 본격화될 전망이다. 삼성전자는 QD-OLED TV 판매를 위해 30K/월 수준의 glass input capacity를 확보해 놨다. QD-OLED TV의 초기 판매량은 패널의 양산 수율 등으로 인해 연간 100만대 수준을 밑돌 것으로 보이지만, 삼성전자 프리미엄 TV의 이미지를 공고히 하는데 기여할 것이다. QD-OLED TV는 세트 기준 1,000~1,500만원 수준에서 판매되기 시작할 것으로 예상되며, 이후 2~3년의 시간을 두고 고객 친화적인 가격 정책을 펴나갈 것으로 판단된다. 삼성전자에 대한 목표주가는 반도체 부문의 실적 전망치 변경을 반영하여, 95,000원으로 소폭 하향 조정한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	230,401	236,807	280,117	298,646	321,642
영업이익	27,769	35,994	56,474	64,312	80,949
EBITDA	57,366	66,329	89,578	98,946	118,995
세전이익	30,432	36,345	58,385	66,452	83,122
순이익	21,739	26,408	43,514	49,698	62,165
지배주주지분순이익	21,505	26,091	42,992	49,101	61,419
EPS(원)	3,166	3,841	6,329	7,229	9,042
증감률(% YoY)	-47.4	21.3	64.8	14.2	25.1
PER(배)	17.6	21.1	12.1	10.6	8.4
PBR(배)	1.49	2.06	1.70	1.58	1.38
EV/EBITDA(배)	5.2	6.9	4.8	4.2	3.2
영업이익률(%)	12.1	15.2	20.2	21.5	25.2
ROE(%)	8.7	10.0	15.0	15.5	17.5
순차입금비율(%)	-31.2	-33.7	-39.3	-42.5	-45.5

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 12개월 Trailing P/B Chart



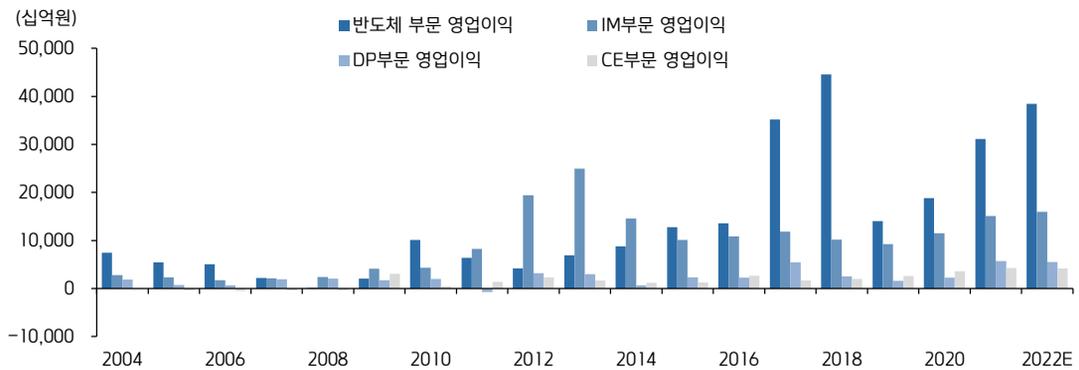
자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 P/B vs. ROE Chart



자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 사업 부문별 영업이익 추이 및 전망



자료: 키움증권 리서치센터

## 삼성전자 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>65,389</b>	<b>63,672</b>	<b>74,532</b>	<b>76,525</b>	<b>70,612</b>	<b>68,664</b>	<b>79,506</b>	<b>79,864</b>	<b>236,807</b>	<b>280,117</b>	<b>298,646</b>
%QoQ/%YoY	6%	-3%	17%	3%	-8%	-3%	16%	0%	3%	18%	7%
<b>Semiconductor</b>	<b>19,006</b>	<b>22,740</b>	<b>26,222</b>	<b>26,120</b>	<b>23,086</b>	<b>24,050</b>	<b>27,251</b>	<b>29,811</b>	<b>72,858</b>	<b>94,088</b>	<b>104,198</b>
Memory	14,430	17,883	20,894	21,247	18,118	18,843	21,309	23,889	55,550	74,455	82,159
S.LSI/Foundry	4,383	4,638	5,055	4,787	4,705	4,913	5,587	5,810	16,589	18,862	21,015
<b>Display Panel</b>	<b>6,923</b>	<b>6,868</b>	<b>8,575</b>	<b>10,637</b>	<b>7,630</b>	<b>6,273</b>	<b>8,250</b>	<b>10,277</b>	<b>30,586</b>	<b>33,002</b>	<b>32,430</b>
Large	674	675	576	583	462	392	425	552	6,696	2,509	1,831
Small	5,968	4,164	6,132	8,388	5,662	4,539	6,627	8,647	22,929	24,652	25,474
<b>IT &amp; Mobile</b>	<b>29,206</b>	<b>22,674</b>	<b>29,678</b>	<b>26,952</b>	<b>29,722</b>	<b>26,184</b>	<b>31,647</b>	<b>26,725</b>	<b>99,857</b>	<b>108,510</b>	<b>114,278</b>
무선	28,202	21,430	28,318	25,585	28,521	24,715	30,090	25,147	96,026	103,535	108,473
N/W	1,004	1,244	1,361	1,367	1,201	1,468	1,557	1,578	3,831	4,975	5,805
<b>Consumer Electronics</b>	<b>12,987</b>	<b>13,396</b>	<b>13,156</b>	<b>15,269</b>	<b>13,127</b>	<b>14,321</b>	<b>15,663</b>	<b>15,610</b>	<b>48,173</b>	<b>54,808</b>	<b>58,721</b>
VD	7,221	7,171	7,192	9,612	6,701	7,475	9,304	9,526	27,711	31,196	33,006
<b>매출원가</b>	<b>41,500</b>	<b>37,066</b>	<b>41,010</b>	<b>42,363</b>	<b>42,087</b>	<b>38,837</b>	<b>44,338</b>	<b>44,086</b>	<b>144,488</b>	<b>161,939</b>	<b>169,348</b>
매출원가율	63%	58%	55%	55%	60%	57%	56%	55%	61%	58%	57%
<b>매출총이익</b>	<b>23,889</b>	<b>26,606</b>	<b>33,522</b>	<b>34,162</b>	<b>28,525</b>	<b>29,827</b>	<b>35,168</b>	<b>35,778</b>	<b>92,319</b>	<b>118,177</b>	<b>129,298</b>
판매비와관리비	14,506	14,039	16,332	16,927	14,961	15,633	17,647	16,945	56,325	61,804	65,186
<b>영업이익</b>	<b>9,383</b>	<b>12,567</b>	<b>17,239</b>	<b>17,285</b>	<b>13,614</b>	<b>14,244</b>	<b>17,571</b>	<b>18,883</b>	<b>35,994</b>	<b>56,474</b>	<b>64,312</b>
%QoQ/%YoY	4%	34%	37%	0%	-21%	5%	23%	7%	30%	57%	14%
Semiconductor	3,366	6,928	10,156	10,649	7,876	8,023	10,279	12,265	18,805	31,099	38,443
%QoQ/%YoY	-13%	106%	47%	5%	-26%	2%	28%	19%	34%	65%	24%
Display Panel	364	1,282	1,630	2,440	525	1,172	1,457	2,370	2,237	5,716	5,523
%QoQ/%YoY	-79%	252%	27%	50%	-78%	123%	24%	63%	41%	156%	-3%
IT & Mobile	4,393	3,235	4,389	3,052	4,240	3,922	4,709	3,073	11,473	15,069	15,943
%QoQ/%YoY	82%	-26%	36%	-30%	39%	-7%	20%	-35%	24%	31%	6%
Consumer Electronics	1,115	1,063	1,015	1,093	924	1,077	1,076	1,125	3,562	4,287	4,203
%QoQ/%YoY	36%	-5%	-5%	8%	-15%	17%	0%	5%	37%	20%	-2%
<b>영업이익률</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>
Semiconductor	18%	30%	39%	41%	34%	33%	38%	41%	26%	33%	37%
Display Panel	5%	19%	19%	23%	7%	19%	18%	23%	7%	17%	17%
IT & Mobile	15%	14%	15%	11%	14%	15%	15%	11%	11%	14%	14%
Consumer Electronics	9%	8%	8%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	8%	7%
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>9,751</b>	<b>12,882</b>	<b>17,845</b>	<b>17,907</b>	<b>14,080</b>	<b>14,654</b>	<b>18,190</b>	<b>19,527</b>	<b>36,345</b>	<b>58,385</b>	<b>66,452</b>
법인세비용	2,609	3,248	4,499	4,515	3,550	3,695	4,586	4,923	9,937	14,871	16,754
<b>당기순이익</b>	<b>7,142</b>	<b>9,634</b>	<b>13,346</b>	<b>13,392</b>	<b>10,530</b>	<b>10,959</b>	<b>13,604</b>	<b>14,604</b>	<b>26,408</b>	<b>43,514</b>	<b>49,698</b>
당기순이익률	11%	15%	18%	18%	15%	16%	17%	18%	11%	16%	17%
<b>총포괄손익</b>	<b>11,441</b>	<b>10,986</b>	<b>12,507</b>	<b>12,550</b>	<b>9,868</b>	<b>10,270</b>	<b>12,749</b>	<b>13,686</b>	<b>22,734</b>	<b>47,484</b>	<b>46,573</b>
지배주주지분	11,221	10,845	12,347	12,389	9,742	10,139	12,586	13,510	22,374	46,803	45,977
<b>KRW/USD</b>	<b>1,115</b>	<b>1,120</b>	<b>1,145</b>	<b>1,135</b>	<b>1,140</b>	<b>1,130</b>	<b>1,120</b>	<b>1,120</b>	<b>1,175</b>	<b>1,130</b>	<b>1,127</b>

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>65,389</b>	<b>63,672</b>	<b>74,532</b>	<b>76,525</b>	<b>70,612</b>	<b>68,664</b>	<b>79,506</b>	<b>79,864</b>	<b>236,807</b>	<b>280,117</b>	<b>298,646</b>
%QoQ/%YoY	6%	-3%	17%	3%	-8%	-3%	16%	0%	3%	18%	7%
<b>Semiconductor</b>	<b>19,006</b>	<b>22,740</b>	<b>26,222</b>	<b>26,120</b>	<b>23,086</b>	<b>24,050</b>	<b>27,251</b>	<b>29,811</b>	<b>72,858</b>	<b>94,088</b>	<b>104,198</b>
Memory	14,430	17,883	20,894	21,247	18,118	18,843	21,309	23,889	55,550	74,455	82,159
DRAM	8,998	11,771	13,127	13,405	11,623	12,368	13,763	15,168	32,947	47,301	52,923
NAND	5,432	6,112	7,768	7,842	6,495	6,474	7,546	8,721	22,603	27,154	29,236
S.LSI/Foundry	4,383	4,638	5,055	4,787	4,705	4,913	5,587	5,810	16,589	18,862	21,015
<b>Display Panel</b>	<b>6,923</b>	<b>6,868</b>	<b>8,575</b>	<b>10,637</b>	<b>7,630</b>	<b>6,273</b>	<b>8,250</b>	<b>10,277</b>	<b>30,586</b>	<b>33,002</b>	<b>32,430</b>
Large	674	675	576	583	462	392	425	552	6,696	2,509	1,831
Small	5,968	4,164	6,132	8,388	5,662	4,539	6,627	8,647	22,929	24,652	25,474
<b>IT&amp;Mobile</b>	<b>29,206</b>	<b>22,674</b>	<b>29,678</b>	<b>26,952</b>	<b>29,722</b>	<b>26,184</b>	<b>31,647</b>	<b>26,725</b>	<b>99,857</b>	<b>108,510</b>	<b>114,278</b>
무선	28,202	21,430	28,318	25,585	28,521	24,715	30,090	25,147	96,026	103,535	108,473
N/W	1,004	1,244	1,361	1,367	1,201	1,468	1,557	1,578	3,831	4,975	5,805
<b>Consumer</b>	<b>12,987</b>	<b>13,396</b>	<b>13,156</b>	<b>15,269</b>	<b>13,127</b>	<b>14,321</b>	<b>15,663</b>	<b>15,610</b>	<b>48,173</b>	<b>54,808</b>	<b>58,721</b>
VD	7,221	7,171	7,192	9,612	6,701	7,475	9,304	9,526	27,711	31,196	33,006
<b>영업이익</b>	<b>9,383</b>	<b>12,567</b>	<b>17,239</b>	<b>17,285</b>	<b>13,614</b>	<b>14,244</b>	<b>17,571</b>	<b>18,883</b>	<b>35,994</b>	<b>56,474</b>	<b>64,312</b>
%QoQ/%YoY	4%	34%	37%	0%	-21%	5%	23%	7%	30%	57%	14%
<b>Semiconductor</b>	<b>3,366</b>	<b>6,928</b>	<b>10,156</b>	<b>10,649</b>	<b>7,876</b>	<b>8,023</b>	<b>10,279</b>	<b>12,265</b>	<b>18,805</b>	<b>31,099</b>	<b>38,443</b>
Memory	3,636	6,637	9,499	10,208	7,439	7,621	9,370	11,383	17,519	29,980	35,813
DRAM	3,093	5,415	6,951	7,432	5,817	6,234	7,356	8,393	12,454	22,891	27,800
NAND	543	1,222	2,548	2,776	1,622	1,387	2,014	2,990	5,065	7,089	8,012
S.LSI/Foundry	-123	347	567	473	350	476	792	917	1,617	1,264	2,535
<b>Display Panel</b>	<b>364</b>	<b>1,282</b>	<b>1,630</b>	<b>2,440</b>	<b>525</b>	<b>1,172</b>	<b>1,457</b>	<b>2,370</b>	<b>2,237</b>	<b>5,716</b>	<b>5,523</b>
Large	-55	107	177	99	55	11	-33	-29	-1,118	328	4
Small	419	1,175	1,453	2,341	470	1,161	1,490	2,399	3,355	5,388	5,519
<b>IT&amp;Mobile</b>	<b>4,393</b>	<b>3,235</b>	<b>4,389</b>	<b>3,052</b>	<b>4,240</b>	<b>3,922</b>	<b>4,709</b>	<b>3,073</b>	<b>11,473</b>	<b>15,069</b>	<b>15,943</b>
<b>Consumer</b>	<b>1,115</b>	<b>1,063</b>	<b>1,015</b>	<b>1,093</b>	<b>924</b>	<b>1,077</b>	<b>1,076</b>	<b>1,125</b>	<b>3,562</b>	<b>4,287</b>	<b>4,203</b>
<b>영업이익률</b>	<b>14%</b>	<b>20%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>24%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>22%</b>
<b>Semiconductor</b>	<b>18%</b>	<b>30%</b>	<b>39%</b>	<b>41%</b>	<b>34%</b>	<b>33%</b>	<b>38%</b>	<b>41%</b>	<b>26%</b>	<b>33%</b>	<b>37%</b>
Memory	25%	37%	45%	48%	41%	40%	44%	48%	32%	40%	44%
DRAM	34%	46%	53%	55%	50%	50%	53%	55%	38%	48%	53%
NAND	10%	20%	33%	35%	25%	21%	27%	34%	22%	26%	27%
S.LSI/Foundry	-3%	7%	11%	10%	7%	10%	14%	16%	10%	7%	12%
<b>Display Panel</b>	<b>5%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>7%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>7%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>
Large	-8%	16%	31%	17%	12%	3%	-8%	-5%	-17%	13%	0%
Small	7%	28%	24%	28%	8%	26%	22%	28%	15%	22%	22%
<b>IT&amp;Mobile</b>	<b>15%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>11%</b>	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>15%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>14%</b>	<b>14%</b>
<b>Consumer</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>7%</b>
KRW/USD	1,115	1,120	1,145	1,135	1,140	1,130	1,120	1,120	1,175	1,130	1,127

자료: 키움증권 리서치센터

## 삼성전자 반도체 부문 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>DRAM</b>											
출하량 [백만개, 1Gb Eq]	19,548	21,603	21,819	22,255	21,587	24,394	26,589	27,387	67,138	85,224	99,957
%QoQ/%YoY	4%	11%	1%	2%	-3%	13%	9%	3%	23%	27%	17%
ASP/1Gb [USD]	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
%QoQ/%YoY	6%	18%	8%	1%	-11%	-5%	3%	7%	-17%	18%	-4%
Cost/1Gb [USD]	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
%QoQ/%YoY	9%	-3%	-6%	-4%	0%	-6%	-3%	3%	-15%	-2%	-12%
영업이익/1Gb [USD]	0.1	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
영업이익률	34%	46%	53%	55%	50%	50%	53%	55%	38%	48%	53%
<b>NAND</b>											
출하량 [백만개, 1GB Eq]	51,610	55,584	62,254	65,367	63,406	71,648	85,978	91,997	162,281	234,814	313,029
%QoQ/%YoY	11%	8%	12%	5%	-3%	13%	20%	7%	25%	45%	33%
ASP/1GB [USD]	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
%QoQ/%YoY	-9%	4%	11%	-3%	-15%	-11%	-2%	8%	-2%	-14%	-19%
Cost/1GB [USD]	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
%QoQ/%YoY	-5%	-8%	-7%	-7%	-1%	-7%	-9%	-3%	-21%	-18%	-20%
영업이익/1GB [USD]	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률	10%	20%	33%	35%	25%	21%	27%	34%	22%	26%	27%
<b>매출액</b>											
Memory	14,430	17,883	20,894	21,247	18,118	18,843	21,309	23,889	55,550	74,455	82,159
DRAM	8,998	11,771	13,127	13,405	11,623	12,368	13,763	15,168	32,947	47,301	52,923
NAND	5,432	6,112	7,768	7,842	6,495	6,474	7,546	8,721	22,603	27,154	29,236
System LSI/Foundry	4,383	4,638	5,055	4,787	4,705	4,913	5,587	5,810	16,589	18,862	21,015
<b>영업이익</b>											
Memory	3,636	6,637	9,499	10,208	7,439	7,621	9,370	11,383	17,519	29,980	35,813
DRAM	3,093	5,415	6,951	7,432	5,817	6,234	7,356	8,393	12,454	22,891	27,800
NAND	543	1,222	2,548	2,776	1,622	1,387	2,014	2,990	5,065	7,089	8,012
System LSI/Foundry	-123	347	567	473	350	476	792	917	1,617	1,264	2,535
<b>영업이익률</b>											
Memory	25%	37%	45%	48%	41%	40%	44%	48%	32%	40%	44%
DRAM	34%	46%	53%	55%	50%	50%	53%	55%	38%	48%	53%
NAND	10%	20%	33%	35%	25%	21%	27%	34%	22%	26%	27%
System LSI/Foundry	-3%	7%	11%	10%	7%	10%	14%	16%	10%	7%	12%

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 디스플레이 부문 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>출하면적 ['000m<sup>2</sup>]</b>	<b>3,132</b>	<b>2,507</b>	<b>2,346</b>	<b>2,546</b>	<b>2,039</b>	<b>1,842</b>	<b>2,187</b>	<b>2,532</b>	<b>27,728</b>	<b>10,532</b>	<b>8,600</b>
%QoQ/%YoY	-55%	-20%	-6%	9%	-20%	-10%	19%	16%	-8%	-62%	-18%
<b>ASP/m<sup>2</sup> [USD]</b>	<b>1,983</b>	<b>2,446</b>	<b>3,096</b>	<b>3,562</b>	<b>3,169</b>	<b>2,900</b>	<b>3,266</b>	<b>3,500</b>	<b>944</b>	<b>2,723</b>	<b>3,234</b>
%QoQ/%YoY	54%	23%	27%	15%	-11%	-8%	13%	7%	7%	188%	19%
<b>Cost/m<sup>2</sup> [USD]</b>	<b>1,878</b>	<b>1,989</b>	<b>2,585</b>	<b>2,836</b>	<b>3,057</b>	<b>2,451</b>	<b>2,773</b>	<b>2,788</b>	<b>870</b>	<b>2,293</b>	<b>2,777</b>
%QoQ/%YoY	77%	6%	30%	10%	8%	-20%	13%	1%	4%	164%	21%
<b>영업이익/m<sup>2</sup> [USD]</b>	<b>104</b>	<b>456</b>	<b>511</b>	<b>725</b>	<b>113</b>	<b>448</b>	<b>493</b>	<b>712</b>	<b>74</b>	<b>430</b>	<b>457</b>
영업이익률	5%	19%	16%	20%	4%	15%	15%	20%	8%	16%	14%
<b>매출액</b>	<b>6,923</b>	<b>6,868</b>	<b>8,575</b>	<b>10,637</b>	<b>7,630</b>	<b>6,273</b>	<b>8,250</b>	<b>10,277</b>	<b>30,586</b>	<b>33,002</b>	<b>32,430</b>
%QoQ/%YoY	-30%	-1%	25%	24%	-28%	-18%	32%	25%	-2%	8%	-2%
TV	476	387	259	188	138	101	122	152	3,906	1,311	513
Monitor	62	55	60	51	61	52	54	48	2,195	228	215
Note PC	100	193	222	309	221	200	218	319	204	824	958
Tablet PC	36	40	36	35	42	39	31	32	392	146	145
OLED	5,968	4,164	6,132	8,388	5,662	4,539	6,627	8,647	22,929	24,652	25,474
<b>영업이익</b>	<b>364</b>	<b>1,282</b>	<b>1,630</b>	<b>2,440</b>	<b>525</b>	<b>1,172</b>	<b>1,457</b>	<b>2,370</b>	<b>2,237</b>	<b>5,716</b>	<b>5,523</b>
%QoQ/%YoY	-79%	252%	27%	50%	-78%	123%	24%	63%	41%	156%	-3%
LCD	-55	107	177	99	55	11	-33	-29	-1,118	328	4
OLED	419	1,175	1,453	2,341	470	1,161	1,490	2,399	3,355	5,388	5,519
<b>영업이익률</b>	<b>5%</b>	<b>19%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>	<b>7%</b>	<b>19%</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>7%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>
LCD	-8%	16%	31%	17%	12%	3%	-8%	-5%	-17%	13%	0%
OLED	7%	28%	24%	28%	8%	26%	22%	28%	15%	22%	22%

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 IM 부문 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>출하량[백만개]</b>	<b>89.5</b>	<b>68.2</b>	<b>83.2</b>	<b>92.2</b>	<b>82.2</b>	<b>85.5</b>	<b>87.0</b>	<b>85.3</b>	<b>306.2</b>	<b>333.1</b>	<b>339.9</b>
%QoQ/%YoY	15%	-24%	22%	11%	-11%	4%	2%	-2%	-11%	9%	2%
Mobile Phone	81.5	60.2	74.6	82.6	74.7	78.4	79.3	75.1	274.7	298.9	307.6
%QoQ/%YoY	21%	-26%	24%	11%	-9%	5%	1%	-5%	-14%	9%	3%
Smart Phone	76.6	57.1	71.4	79.2	72.1	75.7	76.5	72.6	253.2	284.3	296.9
%QoQ/%YoY	25%	-25%	25%	11%	-9%	5%	1%	-5%	-14%	12%	4%
Feature Phone	4.9	3.1	3.2	3.3	2.6	2.7	2.9	2.5	21.5	14.6	10.7
%QoQ/%YoY	-21%	-37%	5%	3%	-21%	3%	5%	-12%	-18%	-32%	-26%
Tablet PC	8.0	8.0	8.6	9.7	7.4	7.1	7.6	10.2	31.5	34.2	32.3
%QoQ/%YoY	-21%		7%	13%	-23%	-5%	8%	33%	50%	9%	-6%
<b>ASP[USD]</b>	<b>243</b>	<b>232</b>	<b>257</b>	<b>211</b>	<b>265</b>	<b>222</b>	<b>272</b>	<b>226</b>	<b>267</b>	<b>275</b>	<b>283</b>
%QoQ/%YoY	19%	-5%	11%	-18%	26%	-16%	23%	-17%	4%	3%	3%
Mobile Phone	247	235	264	211	270	222	280	230	233	239	250
%QoQ/%YoY	21%	-5%	12%	-20%	28%	-18%	26%	-18%	2%	3%	5%
Smart Phone	262	248	275	220	279	230	290	237	251	251	259
%QoQ/%YoY	17%	-5%	11%	-20%	27%	-18%	26%	-18%	2%	0%	3%
Feature Phone	12	11	11	11	9	8	8	9	17	11	8
%QoQ/%YoY	-20%	-7%	2%	-5%	-20%	-7%	1%	5%	-11%	-33%	-27%
Tablet PC	210	206	200	210	220	213	194	200	208	206	206
%QoQ/%YoY	2%	-2%	-3%	5%	5%	-3%	-9%	3%	7%	-1%	0%
<b>매출액</b>	<b>29,206</b>	<b>22,674</b>	<b>29,678</b>	<b>26,952</b>	<b>29,722</b>	<b>26,184</b>	<b>31,647</b>	<b>26,725</b>	<b>99,857</b>	<b>108,510</b>	<b>114,278</b>
%QoQ/%YoY	29%	-22%	31%	-9%	10%	-12%	21%	-16%	-7%	9%	5%
무선사업부	28,202	21,430	28,318	25,585	28,521	24,715	30,090	25,147	96,026	103,535	108,473
Handset	22,414	15,870	22,553	19,788	22,987	19,708	24,858	19,317	75,330	80,625	86,870
Smart Phone	22,349	15,831	22,511	19,747	22,961	19,683	24,832	19,293	74,901	80,438	86,769
Feature Phone	65	38	42	41	26	25	26	24	430	187	100
Tablet PC	1,873	1,844	1,957	2,301	1,869	1,707	1,663	2,278	7,679	7,975	7,516
네트워크/디지털이미징	1,004	1,244	1,361	1,367	1,201	1,468	1,557	1,578	3,831	4,975	5,805
<b>영업이익</b>	<b>4,393</b>	<b>3,235</b>	<b>4,389</b>	<b>3,052</b>	<b>4,240</b>	<b>3,922</b>	<b>4,709</b>	<b>3,073</b>	<b>11,473</b>	<b>15,069</b>	<b>15,943</b>
%QoQ/%YoY	82%	-26%	36%	-30%	39%	-7%	20%	-35%	24%	31%	6%
영업이익률	15%	14%	15%	11%	14%	15%	15%	11%	11%	14%	14%

자료: 키움증권 리서치센터

삼성전자 CE 부문 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>출하량[백만개]</b>	<b>11.6</b>	<b>9.4</b>	<b>10.3</b>	<b>14.3</b>	<b>10.4</b>	<b>10.0</b>	<b>10.9</b>	<b>14.3</b>	<b>49.3</b>	<b>45.5</b>	<b>45.6</b>
%QoQ/%YoY	-24%	-19%	9%	39%	-27%	-4%	9%	32%	12%	-8%	0%
LCD TV	11.6	9.4	10.3	14.3	10.4	9.9	10.4	14.0	49.3	45.5	44.7
OLED TV					0.0	0.1	0.5	0.3			0.9
<b>ASP[USD]</b>	<b>558</b>	<b>680</b>	<b>612</b>	<b>594</b>	<b>565</b>	<b>660</b>	<b>763</b>	<b>594</b>	<b>481</b>	<b>607</b>	<b>642</b>
%QoQ/%YoY	12%	22%	-10%	-3%	-5%	17%	16%	-22%	-5%	26%	6%
LCD TV	558	680	612	594	564	604	574	516	481	607	560
OLED TV					5,000	4,850	4,705	4,234			4,574
<b>매출액</b>	<b>12,987</b>	<b>13,396</b>	<b>13,156</b>	<b>15,269</b>	<b>13,127</b>	<b>14,321</b>	<b>15,663</b>	<b>15,610</b>	<b>48,173</b>	<b>54,808</b>	<b>58,721</b>
%QoQ/%YoY	-5%	3%	-2%	16%	-14%	9%	9%	0%	8%	14%	7%
VD	7,221	7,171	7,192	9,612	6,701	7,475	9,304	9,526	27,711	31,196	33,006
LCD TV	7,221	7,171	7,192	9,612	6,695	6,746	6,670	8,104	27,711	31,196	28,215
OLED TV					6	729	2,635	1,423			4,792
DA/Others	5,766	6,225	5,964	5,657	6,426	6,846	6,359	6,084	20,462	23,612	25,715
<b>영업이익</b>	<b>1,115</b>	<b>1,063</b>	<b>1,015</b>	<b>1,093</b>	<b>924</b>	<b>1,077</b>	<b>1,076</b>	<b>1,125</b>	<b>3,562</b>	<b>4,287</b>	<b>4,203</b>
%QoQ/%YoY	36%	-5%	-5%	8%	-15%	17%	0%	5%	37%	20%	-2%
영업이익률	9%	8%	8%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	8%	7%

자료: 키움증권 리서치센터

## 삼성전자 6개월 목표주가 95,000원 제시

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Sales [십억원]</b>	<b>236,807</b>	<b>280,117</b>	<b>298,646</b>	<b>321,642</b>	<b>290,443</b>	<b>324,425</b>
Growth	2.8%	18.3%	6.6%	7.7%	-9.7%	11.7%
<b>EPS [원]</b>	<b>3,841</b>	<b>6,329</b>	<b>7,229</b>	<b>9,042</b>	<b>7,069</b>	<b>9,504</b>
Growth	21.3%	64.8%	14.2%	25.1%	-21.8%	34.4%
<b>BPS [원]</b>	<b>39,406</b>	<b>44,879</b>	<b>48,207</b>	<b>55,130</b>	<b>60,131</b>	<b>67,587</b>
Growth	5.0%	13.9%	7.4%	14.4%	9.1%	12.4%
ROCE(Return On Common Equity)	10.0%	15.0%	15.5%	17.5%	12.3%	14.9%
COE(Cost of Equity)	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Residual Earnings(ROCE-COE)	1.5%	6.6%	7.1%	9.0%	3.8%	6.4%
<b>PV of Residual Earnings</b>		<b>2,552</b>	<b>2,802</b>	<b>3,666</b>	<b>1,590</b>	<b>2,738</b>
Equity Beta	1.1					
Risk Free Rate	1.9%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	8.5%					
Continuing Value	51,746					
Beginning Common Shareholders' Equity	39,406					
PV of RE for the Forecasting Period	13,348					
PV of Continuing Value	34,492					
<b>Intrinsic Value per Share - 6M TP</b>	<b>94,618</b>					

주: Equity Beta는 60개월 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시총 1조원 이상 6% 적용  
 자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	230,401	236,807	280,117	298,646	321,642
매출원가	147,240	144,488	161,939	169,348	173,704
매출총이익	83,161	92,319	118,177	129,298	147,938
판매비	55,393	56,325	61,804	65,186	66,989
<b>영업이익</b>	27,769	35,994	56,474	64,312	80,949
<b>EBITDA</b>	57,366	66,329	89,578	98,946	118,995
영업외손익	2,664	351	1,912	2,140	2,173
이자수익	2,660	1,974	2,814	2,568	2,429
이자비용	686	583	633	398	251
외환관련이익	6,769	9,270	4,665	5,000	5,385
외환관련손실	6,852	9,869	5,669	5,907	6,362
중속 및 관계기업손익	413	507	780	879	947
기타	360	-948	-45	-2	25
<b>법인세차감전이익</b>	30,432	36,345	58,385	66,452	83,122
법인세비용	8,693	9,937	14,871	16,754	20,957
계속사업손손익	21,739	26,408	43,514	49,698	62,165
당기순이익	21,739	26,408	43,514	49,698	62,165
<b>지배주주순이익</b>	21,505	26,091	42,992	49,101	61,419
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-5.5	2.8	18.3	6.6	7.7
영업이익 증감율	-52.8	29.6	56.9	13.9	25.9
EBITDA 증감율	-32.8	15.6	35.1	10.5	20.3
지배주주순이익 증감율	-51.0	21.3	64.8	14.2	25.1
EPS 증감율	-47.4	21.3	64.8	14.2	25.1
매출총이익율(%)	36.1	39.0	42.2	43.3	46.0
영업이익률(%)	12.1	15.2	20.2	21.5	25.2
EBITDA Margin(%)	24.9	28.0	32.0	33.1	37.0
지배주주순이익률(%)	9.3	11.0	15.3	16.4	19.1

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	45,383	65,287	92,723	80,151	105,807
당기순이익	21,739	26,408	43,514	49,698	62,165
비현금항목의 가감	37,443	41,619	46,867	50,190	57,729
유형자산감가상각비	26,574	27,116	30,254	31,898	35,365
무형자산감가상각비	3,024	3,220	2,850	2,735	2,680
지분법평가손익	-413	-507	-780	-879	-947
기타	8,258	11,790	14,543	16,436	20,631
영업활동자산부채증감	-2,546	122	14,788	-5,397	4,448
매출채권및기타채권의감소	1,829	1,741	-3,230	2,708	-5,061
재고자산의감소	2,135	-7,541	3,323	7,006	-3,506
매입채무및기타채무의증가	-1,305	4,082	1,973	357	-1,219
기타	-5,205	1,840	12,722	-15,468	14,234
기타현금흐름	-11,253	-2,862	-12,446	-14,340	-18,535
<b>투자활동 현금흐름</b>	-39,948	-53,629	-42,019	-44,326	-43,448
유형자산의 취득	-25,368	-37,592	-39,179	-44,067	-40,855
유형자산의 처분	513	377	405	432	457
무형자산의 손취득	-3,243	-2,673	-2,333	-2,487	-2,679
투자자산의감소(증가)	-1,520	-3,787	-1,477	1,316	-762
단기금융자산의감소(증가)	-11,294	-13,377	-2,858	-2,944	-3,032
기타	964	3,423	3,423	3,424	3,423
<b>재무활동 현금흐름</b>	-9,485	-8,328	-19,742	-13,099	-24,045
차입금의 증가(감소)	156	1,341	588	-3,322	-683
지분금,자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	-9,639	-9,677	-20,338	-9,785	-23,370
기타	-2	8	8	8	8
기타현금흐름	595	-834	-760	-10,357	-9,196
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-3,455	2,497	30,203	12,369	29,119
기초현금 및 현금성자산	30,341	26,886	29,383	59,585	71,955
기말현금 및 현금성자산	26,886	29,383	59,585	71,955	101,073

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	181,385	198,216	230,975	236,776	278,028
현금 및 현금성자산	26,886	29,383	59,585	71,955	101,073
단기금융자산	81,894	95,270	98,128	101,072	104,104
매출채권 및 기타채권	39,310	34,570	37,800	35,091	40,152
재고자산	26,766	32,043	28,720	21,714	25,220
기타유동자산	6,529.0	6,950.0	6,742.0	6,944.0	7,479.0
<b>비유동자산</b>	171,179	180,020	191,463	202,843	210,198
투자자산	17,561	21,855	24,112	23,675	25,384
유형자산	119,825	128,953	137,473	149,209	154,242
무형자산	20,704	18,469	17,951	17,703	17,702
기타비유동자산	13,089	10,743	11,927	12,256	12,870
<b>자산총계</b>	352,564	378,236	422,438	439,619	488,227
<b>유동부채</b>	63,783	75,604	79,539	77,254	76,196
매입채무 및 기타채무	40,978	46,943	48,916	49,273	48,055
단기금융부채	20,696	26,049	27,933	25,113	25,052
기타유동부채	2,109	2,612	2,690	2,868	3,089
<b>비유동부채</b>	25,901	26,683	29,251	25,515	27,409
장기금융부채	5,968	5,682	6,493	4,615	4,935
기타비유동부채	19,933	21,001	22,758	20,900	22,474
<b>부채총계</b>	89,684	102,288	108,790	102,769	103,604
<b>지배지분</b>	254,915	267,670	304,847	327,454	374,480
자본금	898	898	898	898	898
자본잉여금	4,404	4,404	4,404	4,404	4,404
기타자본	60	27	27	27	27
기타포괄손익누계액	-5,029	-8,726	-4,756	-7,881	-11,878
이익잉여금	254,583	271,068	304,276	330,007	381,030
비지배지분	7,965	8,278	8,800	9,397	10,143
<b>자본총계</b>	262,880	275,948	313,647	336,851	384,623

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,166	3,841	6,329	7,229	9,042
BPS	37,528	39,406	44,879	48,207	55,130
CFPS	8,713	10,015	13,306	14,705	17,651
DPS	1,416	2,994	1,440	3,440	1,530
<b>주가배수(배)</b>					
PER	17.6	21.1	12.1	10.6	8.4
PER(최고)	18.1	21.2	15.3	-	-
PER(최저)	11.6	11.0	12.7	-	-
PBR	1.5	2.1	1.7	1.6	1.4
PBR(최고)	1.5	2.1	2.2	-	-
PBR(최저)	1.0	1.1	1.8	-	-
PSR	1.6	2.3	1.9	1.7	1.6
PCFR	6.4	8.1	5.7	5.2	4.3
EV/EBITDA	5.2	6.9	4.8	4.2	3.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	38.9	67.7	19.8	41.3	14.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	2.5	3.7	1.8	4.2	1.9
ROA	6.3	7.2	10.9	11.5	13.4
ROE	8.7	10.0	15.0	15.5	17.5
ROIC	12.8	15.8	24.0	24.8	31.9
매출채권회전율	6.0	6.4	7.7	8.2	8.5
재고자산회전율	8.3	8.1	9.2	11.8	13.7
부채비율	34.1	37.1	34.7	30.5	26.9
순차입금비율	-31.2	-33.7	-39.3	-42.5	-45.5
이자보상배율	40.5	61.7	89.3	161.8	322.4
<b>총차입금</b>	26,664	31,732	34,426	29,727	29,987
순차입금	-82,116	-92,921	-	-	-
NOPLAT	57,366	66,329	89,578	98,946	118,995
FCF	21,645	18,710	50,316	29,219	61,363

한솔케미칼 (014680)



Outperform(Maintain)

주가(9/9) 306,500원

목표주가 350,000원(상향)

반도체 Analyst 박유악

02)3787-5063 / yuak.pak@kiwoom.com

3Q21 영업이익 606억원의 사상 최대치 전망. 반도체 소재의 판매량 호조, 솔머티리얼즈와 테이팩스의 실적 증가 예상. 4Q21는 영업이익 521억원 예상. 반도체용 과산화수소의 판매 호조 속에서 NB라텍스와 QD-OLED용 소재의 출하량이 큰 폭으로 증가할 것으로 판단. 이차전지 부문도 기존 고객으로의 신제품 공급과 신규 고객으로의 제품 공급이 가시화되며, 실적 성장세에 기여할 전망이다.

Stock Data

KOSPI (9/9)	3,114.70pt		
시가총액	34,742억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	310,000 원	136,500원	
최고/최저가 대비 등락	0.0%	127.1%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	15.7%	19.6%
	6M	35.7%	28.5%
	1Y	309.0%	168.5%

Company Data

발행주식수	11,335 천주
일평균 거래량(3M)	62천주
외국인 지분율	41.6%
배당수익률(21.E)	0.7%
BPS (21.E)	62,158원
주요 주주	조동혁외 7인 15.1%

Price Trend



전 사업부문 순항 중

>>> 3Q21 영업이익 606억원 전망

3Q21 매출액 1,967억원(+11%QoQ, +19%YoY), 영업이익 606억원(+16%QoQ, +18%YoY)으로, 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. 반도체용 과산화수소와 프리커서, 솔머티리얼즈, 테이팩스의 실적 호조가 예상되기 때문이다. 반도체용 과산화수소와 프리커서는 삼성전자 시안2 및 팅택2 등의 증설 효과가 본격 반영되고, 솔머티리얼즈는 신규 가스 판매량 증가, 테이팩스는 글로벌 전기차 업체로의 이차전지 테이프 판매량 증가 효과가 각각 반영될 것이다.

>>> 4Q21 QD-OLED 공급 본격화

4Q21는 매출액 2,338억원(+25%QoQ, +47%YoY)과 영업이익 521억원(-3%QoQ, +94%YoY)을 기록할 전망이다. 반도체용 과산화수소의 실적 호조가 이어지고, 증설이 완료되는 NB라텍스의 출하량도 크게 증가할 것이다. 또한 고객사의 QD-OLED 패널 양산과 함께 QD 소재의 실적도 크게 성장할 전망이다. 이차전지 부문의 경우 기존 고객으로의 신제품 공급과 신규 고객으로의 제품 공급이 가시화되며, 추가 성장할 전망이다.

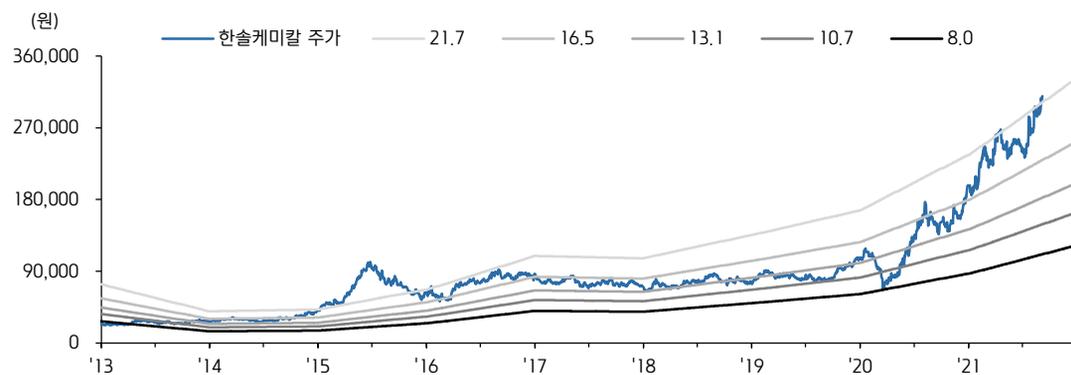
>>> 전 사업부 호실적 이어질 전망

반도체 과산화수소와 NB라텍스, 이차전지 부문의 2022년 실적 전망치를 상향하고, 목표주가가 기존 300,000원에서 350,000원으로 상향 조정한다. 전방 수요 호조에 따른 분기 실적 성장세와 주가 모멘텀이 이어질 것으로 예상하지만, 투자 의견은 주가의 추가 상승 여력을 감안하여 기존 Outperform을 유지한다.

(십억원, IFRS 연결)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	544.3	619.3	794.9	989.1	1,090.9
영업이익	111.2	151.9	218.9	266.1	286.2
EBITDA	148.5	190.0	255.9	305.6	328.4
세전이익	117.3	160.8	234.5	278.1	297.7
순이익	91.0	130.1	180.0	212.7	227.7
지배주주지분순이익	86.5	122.7	173.4	204.8	219.3
EPS(원)	7,655	10,864	15,348	18,135	19,413
증감률(% YoY)	22.7	41.9	41.3	18.2	7.1
PER(배)	13.8	18.1	20.2	17.1	16.0
PBR(배)	2.67	4.01	4.99	3.98	3.27
EV/EBITDA(배)	9.7	12.5	11.0	8.9	7.7
영업이익률(%)	20.4	24.5	27.5	26.9	26.2
ROE(%)	20.9	24.5	27.6	25.9	22.5
순차입금비율(%)	32.4	12.7	-2.3	-14.4	-27.4

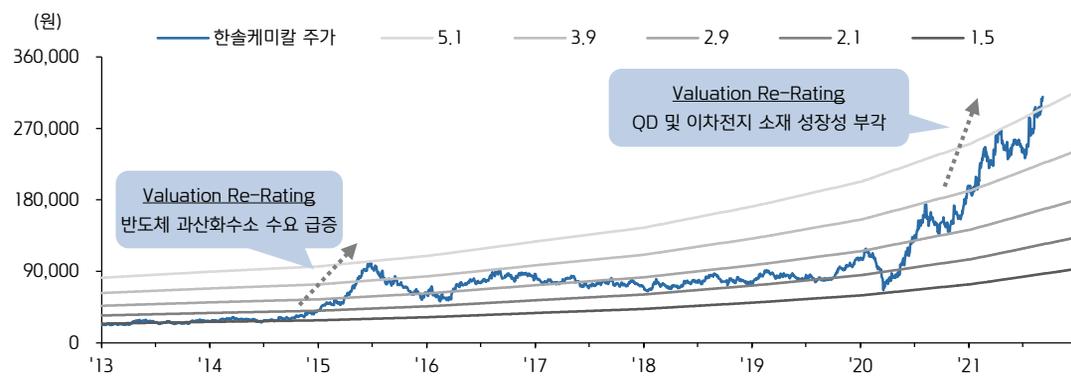
자료: 키움증권 리서치센터

### 한솔케미칼 12개월 Trailing P/E Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

### 한솔케미칼 12개월 Trailing P/B Ratio



자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	177.0	187.3	196.7	233.8	236.8	237.9	251.3	263.1	619.3	794.9	989.1
%YoY Growth	21%	26%	19%	47%	34%	27%	28%	13%	14%	28%	24%
정밀화학	45.8	48.9	50.0	52.8	53.5	53.8	56.5	57.3	177.2	197.4	221.1
전자소재	47.6	50.9	52.6	57.6	59.1	57.3	62.5	69.0	163.6	208.7	247.9
제지/환경제품	30.9	31.2	31.0	60.1	60.8	59.3	57.9	63.2	88.1	153.2	241.1
기타	52.7	56.4	62.9	63.0	63.2	67.3	74.1	73.3	190.4	235.1	277.8
매출원가	110.1	118.7	120.9	159.2	154.3	156.5	161.3	181.4	405.4	508.9	653.4
매출원가율	62%	63%	61%	68%	65%	66%	64%	69%	65%	64%	66%
<b>매출총이익</b>	67.0	68.7	75.8	74.6	82.5	81.4	90.0	81.7	213.9	286.0	335.7
매출총이익률	38%	37%	39%	32%	35%	34%	36%	31%	35%	36%	34%
판매비와관리비	14.7	14.7	15.1	22.5	14.8	15.0	16.4	23.2	61.9	67.0	69.5
<b>영업이익</b>	52.2	53.9	60.6	52.1	67.7	66.4	73.6	58.5	151.9	218.9	266.1
%YoY Growth	48%	39%	18%	94%	30%	23%	21%	12%	37%	44%	22%
영업이익률	30%	29%	31%	22%	29%	28%	29%	22%	25%	28%	27%
법인세차감전손익	57.2	58.4	63.4	55.4	71.3	69.5	76.0	61.2	160.8	234.5	278.1
법인세비용	13.6	13.5	14.6	12.8	16.8	16.3	17.9	14.4	36.9	54.4	65.3
<b>당기순이익</b>	43.6	45.0	48.8	42.6	54.6	53.1	58.2	46.9	123.9	180.0	212.7
당기순이익률	25%	24%	25%	18%	23%	22%	23%	18%	20%	23%	22%

자료: 키움증권 리서치센터

한솔케미칼 연결 실적 전망 vs. 시장 컨센서스 (단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021E	2021E
<b>매출액</b>											
키움증권	177.0	187.3	196.7	233.8	236.8	237.9	251.3	263.1	619.3	794.9	989.1
컨센서스	177.0	187.3	200.6	215.1	216.1	227.1	240.9	236.3	619.3	780.1	920.4
차이		0%	-2%	9%	10%	5%	4%	11%		2%	7%
<b>영업이익</b>											
키움증권	52.2	53.9	60.6	52.1	67.7	66.4	73.6	58.5	151.9	218.9	266.1
컨센서스	52.2	53.9	59.4	52.9	65.7	70.2	77.0	62.1	151.9	218.5	274.9
차이			2%	-2%	3%	-5%	-4%	-6%		0%	-3%
<b>당기순이익</b>											
키움증권	43.6	45.0	48.8	42.6	54.6	53.1	58.2	46.9	123.9	180.0	212.7
컨센서스	43.6	45.0	52.5	42.3	N.A	N.A	N.A	N.A	123.9	183.3	N.A
차이			-7%	1%						-2%	

자료: Fnguide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

## 한솔케미칼 6개월 목표주가 350,000원 제시

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>Sales [십억원]</b>	<b>619.3</b>	<b>794.9</b>	<b>989.1</b>	<b>1,090.9</b>	<b>1,218.6</b>	<b>1,288.1</b>
Growth	13.8%	28.4%	24.4%	10.3%	11.7%	5.7%
<b>EPS [원]</b>	<b>10,864</b>	<b>15,348</b>	<b>18,135</b>	<b>19,413</b>	<b>21,503</b>	<b>22,758</b>
Growth	41.9%	41.3%	18.2%	7.1%	10.8%	5.8%
<b>BPS [원]</b>	<b>48,977</b>	<b>62,158</b>	<b>77,887</b>	<b>94,686</b>	<b>113,363</b>	<b>133,095</b>
Growth	23.3%	26.9%	25.3%	21.6%	19.7%	17.4%
ROCE(Return On Common Equity)	24.5%	27.6%	25.9%	22.5%	20.7%	18.5%
COE(Cost of Equity)	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
Residual Earnings(ROCE-COE)	18.0%	21.1%	19.4%	16.0%	14.1%	11.9%
<b>PV of Residual Earnings</b>		<b>11,000</b>	<b>11,949</b>	<b>11,395</b>	<b>11,419</b>	<b>10,719</b>
Equity Beta	0.7					
Risk Free Rate	2.0%					
Market Risk Premium	6.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	6.5%					
Continuing Value	312,584					
Beginning Common Shareholders' Equity	48,977					
PV of RE for the Forecasting Period	56,482					
PV of Continuing Value	227,804					
<b>Intrinsic Value per Share - 6M TP</b>	<b>355,033</b>					

주: Equity Beta는 60개월 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시총 1조원 이상 6% 적용  
 자료: 키움증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	544.3	619.3	794.9	989.1	1,090.9
매출원가	380.2	405.4	508.9	653.4	729.1
매출총이익	164.1	213.9	286.0	335.7	361.8
판매비	53.0	61.9	67.0	69.5	75.6
<b>영업이익</b>	111.2	151.9	218.9	266.1	286.2
<b>EBITDA</b>	148.5	190.0	255.9	305.6	328.4
영업외손익	6.2	8.9	15.6	11.9	11.4
이자수익	1.8	1.2	1.3	1.2	0.4
이자비용	9.4	6.0	4.1	3.3	2.8
외환관련이익	2.7	4.7	6.1	7.6	8.3
외환관련손실	3.0	5.4	6.9	8.6	9.5
중속 및 관계기업손익	10.4	12.7	14.7	18.2	15.1
기타	3.7	1.7	4.5	-3.2	-0.1
<b>법인세차감전이익</b>	117.3	160.8	234.5	278.1	297.7
법인세비용	26.9	36.9	54.4	65.3	70.0
계속사업순손익	90.4	123.9	180.0	212.7	227.7
<b>당기주주이익</b>	91.0	130.1	180.0	212.7	227.7
<b>지배주주이익</b>	86.5	122.7	173.4	204.8	219.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-6.5	13.8	28.4	24.4	10.3
영업이익 증감율	18.8	36.6	44.1	21.6	7.6
EBITDA 증감율	16.9	27.9	34.7	19.4	7.5
지배주주순이익 증감율	22.8	41.8	41.3	18.1	7.1
EPS 증감율	22.7	41.9	41.3	18.2	7.1
매출총이익율(%)	30.1	34.5	36.0	33.9	33.2
영업이익률(%)	20.4	24.5	27.5	26.9	26.2
EBITDA Margin(%)	27.3	30.7	32.2	30.9	30.1
지배주주순이익률(%)	15.9	19.8	21.8	20.7	20.1

**현금흐름표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	101.6	165.0	184.9	226.0	268.5
당기순이익	91.0	130.1	180.0	212.7	227.7
비현금항목의 가감	70.8	62.9	95.0	107.6	115.1
유형자산감가상각비	35.6	37.0	35.8	38.4	41.2
무형자산감가상각비	1.7	1.1	1.1	1.1	1.0
지분법평가손익	-10.4	-22.5	0.0	0.0	0.0
기타	43.9	47.3	58.1	68.1	72.9
영업활동자산부채증감	-30.7	-3.6	-38.3	-32.3	-7.3
매출채권및기타채권의감소	-0.3	4.3	-21.0	-17.5	-7.2
재고자산의감소	-8.8	-2.4	-17.8	-19.1	-10.0
매입채무및기타채무의증가	-19.9	6.5	1.8	6.3	6.4
기타	-1.7	-12.0	-1.3	-2.0	3.5
기타현금흐름	-29.5	-24.4	-51.8	-62.0	-67.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-140.1	-51.4	-53.6	-63.1	-39.2
유형자산의 취득	-71.6	-85.2	-69.3	-70.5	-53.2
유형자산의 처분	0.5	0.7	0.4	0.5	0.4
무형자산의 순취득	-0.1	-2.2	0.5	0.8	0.3
투자자산의감소(증가)	-1.9	-6.8	9.0	-2.3	-2.3
단기금융자산의감소(증가)	-84.5	14.5	-21.9	-19.3	-12.2
기타	17.5	27.6	27.7	27.7	27.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	81.2	-71.6	-96.1	-15.9	9.6
차입금의 증가(감소)	95.9	-58.7	-79.8	3.7	31.5
지분금,자본잉여금의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.3	-16.6	-20.0	-23.3	-25.5
기타	-1.4	3.7	3.7	3.7	3.6
기타현금흐름	0.0	-1.0	-40.5	-41.0	-40.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	42.8	41.1	-5.4	105.9	198.8
기초현금 및 현금성자산	14.3	57.1	98.2	92.8	198.7
기말현금 및 현금성자산	57.1	98.2	92.8	198.7	397.5

자료: 키움증권 리서치센터

**재무상태표**

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	306.7	307.7	364.6	528.1	757.3
현금 및 현금성자산	57.1	98.2	92.8	198.7	397.5
단기금융자산	91.7	77.3	99.2	118.5	130.7
매출채권 및 기타채권	74.9	66.5	87.4	105.0	112.2
재고자산	61.5	60.4	78.2	97.3	107.4
기타유동자산	21.5	5.3	7.0	8.6	9.5
<b>비유동자산</b>	632.5	691.5	715.7	749.7	763.3
투자자산	61.3	68.1	59.1	61.4	63.6
유형자산	494.0	542.8	575.9	607.5	619.1
무형자산	68.2	67.1	65.5	63.7	62.4
기타비유동자산	9.0	13.5	15.2	17.1	18.2
<b>자산총계</b>	939.2	999.2	1,080.3	1,277.9	1,520.6
<b>유동부채</b>	194.3	171.6	126.5	148.0	173.8
매입채무 및 기타채무	60.2	64.0	65.8	72.1	78.5
단기금융부채	115.6	77.9	30.1	37.8	53.2
기타유동부채	18.5	29.7	30.6	38.1	42.1
<b>비유동부채</b>	224.3	205.3	176.0	166.5	185.3
장기금융부채	202.0	176.3	144.3	140.3	156.3
기타비유동부채	22.3	29.0	31.7	26.2	29.0
<b>부채총계</b>	418.6	376.9	302.5	314.5	359.0
<b>지배지분</b>	448.6	553.2	702.1	879.8	1,069.5
자본금	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5
자본잉여금	30.6	30.6	30.6	30.6	30.6
기타자본	-1.3	4.5	4.5	4.5	4.5
기타포괄손익누계액	-9.0	-9.2	-10.4	-12.0	-13.8
이익잉여금	371.8	470.8	620.9	800.2	991.8
비지배지분	72.0	69.1	75.7	83.6	92.0
<b>자본총계</b>	520.6	622.3	777.8	963.4	1,161.5

**투자지표**

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	7,655	10,864	15,348	18,135	19,413
BPS	39,713	48,977	62,158	77,887	94,686
CFPS	14,328	17,083	24,348	28,355	30,352
DPS	1,500	1,800	2,100	2,300	2,500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	13.8	18.1	20.2	17.1	16.0
PER(최고)	14.4	18.4	16.6		
PER(최저)	9.5	5.9	11.8		
PBR	2.7	4.0	5.0	4.0	3.3
PBR(최고)	2.8	4.1	4.1		
PBR(최저)	1.8	1.3	2.9		
PSR	2.2	3.6	4.4	3.5	3.2
PCFR	7.4	11.5	12.7	10.9	10.2
EV/EBITDA	9.7	12.5	11.0	8.9	7.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	18.3	15.3	12.9	12.0	12.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	1.4	0.9	0.7	0.7	0.8
ROA	10.5	13.4	17.3	18.0	16.3
ROE	20.9	24.5	27.6	25.9	22.5
ROIC	13.8	17.4	24.6	26.2	28.0
매출채권회전율	7.3	8.8	10.3	10.3	10.0
재고자산회전율	9.4	10.2	11.5	11.3	10.7
부채비율	80.4	60.6	38.9	32.6	30.9
순차입금비율	32.4	12.7	-2.3	-14.4	-27.4
이자보상배율	11.8	25.4	53.4	80.7	101.0
<b>총차입금</b>	317.6	254.2	174.3	178.1	209.5
<b>순차입금</b>	168.7	78.8	-17.6	-139.1	-318.6
<b>NOPLAT</b>	148.5	190.0	255.9	305.6	328.4
<b>FCF</b>	21.5	61.0	100.3	135.2	203.7

# UDC (Universal Display Corporation)

(OLED.US)

고성장 시장에서 경쟁도 없는 독점 기업

## 블룸버그 투자의견 컨센서스



## 현재주가 / 블룸버그 목표주가

현재주가('21.09.07): \$205.29  
블룸버그 목표주가: \$251.00

## 기업 개요

- OLED 인광 R·G Dopant 제품을 세계 독점하는 Fabless 기업
- FY1H21 기준 매출액 비중은 재료 매출 60%, 로열티 및 라이선스 수수료 38%, 계약 리서치 서비스 3%

## 투자 포인트

### 1. 특허가 끝나도 UDC의 시장 지배력은 계속된다

- 1998년부터 늘려온 OLED 관련 특허로 인광 R·G Dopant 시장을 독점한 UDC. 2013년부터 특허 만료시 비즈니스 모델에 심각한 훼손이 있을 수 있다는 회의론 확대
- 동사는 1) 기존 개념 특허를 세분화하는 신규 특허 출원, 2) 세계 1위인 인광 OLED 기술 R&D 경험치, 3) 20년간 세계 유일 인광 Dopant 양산 경험을 쌓아온 UDC-PPG industries 파트너십으로 수많은 우려를 불식, 현재도 독점적 지위 유지 중

### 2. Level-up은 Blue Dopant와 OVJP로

- 동사의 실적이 혁신적으로 Level-up 될 가능성은 1) 인광 Blue Dopant, 2) OVJP 기술 상용화에서 찾을 수 있음
- 인광 Blue Dopant: 짧은 수명 문제로 인광 Blue Dopant가 상용화되지 못하고 있으나, 짧은 수명의 원인은 밝혀졌고, 이 문제를 해결할 수 있는 적합한 유기 화합물 조합을 찾는 과제가 남아 있는 상황. 인광 Blue Dopant 상용화 성공 시 P·Q 동시에 폭증
- OVJP: 진공열증착, IJP 증착 방식의 문제점들을 모두 개선한 혁신 기술인 OVJP 증착 기술. 100% 지분 자회사 OVJP Corporation을 통해 상업화 준비 중이며 2022년 첫 시제품 생산 예정. 상업화 성공 시 OLED TV 패널 제조 단가를 크게 낮추어 OLED 침투율을 크게 향상 시킬 수 있음

### 3. 실적 및 밸류에이션

- OLED 침투율 증가로 QoQ 분기 실적, YoY 연간 실적 성장세 지속될 전망. 현 주가는 '21E PER 50배 → '30E PER 9배

## Stock Data

산업분류	기술 하드웨어 & 반도체	
S&P500 (9/7)		4,520.0
시가총액 (백만 USD)		9,673.2
유통주식수 (백만)		47.1
52주 최고/최저 (USD)		262.8 / 161
일평균 거래량 (3M)		272,163

## Performance & Price Trend

주가수익률 (%)	YTD	1M	6M	12M
절대	-10.7	-12.2	8.6	19.5
SPX Index	20.3	2.1	17.6	31.9



## Earnings & Valuation

(백만 USD)	FY18	FY19	FY20	FY21E
매출액	247	405	429	558
영업이익	57	158	158	240
OPM(%)	22.9	39.1	36.7	42.9
순이익	58	138	133	196
EPS	1.2	2.9	2.8	4.1
증가율(%)	-49.8	135.5	-4.1	47.6
PER(배)	75.5	70.6	82.1	49.7
PBR(배)	6.4	12.1	12.0	8.9
ROE(%)	8.7	18.5	15.5	17.7
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.3	n/a



자료: 블룸버그 컨센서스, 키움증권 리서치

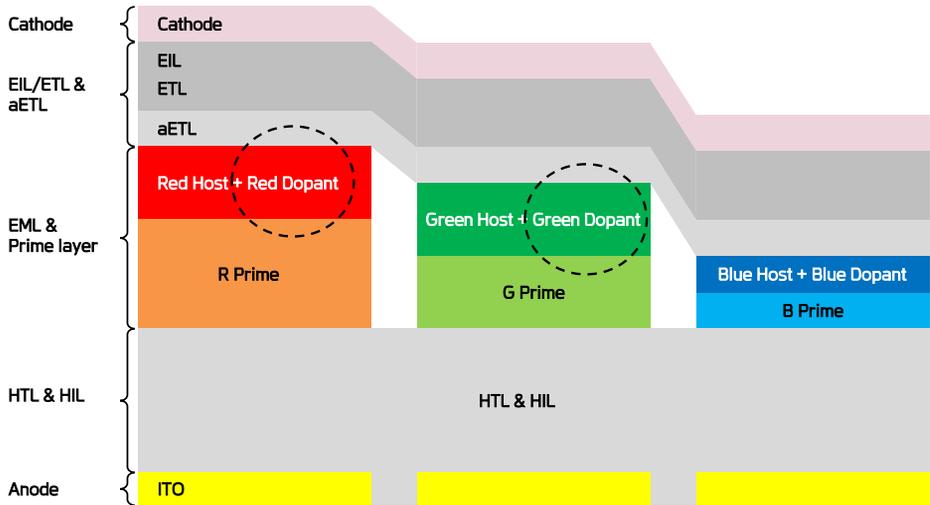
## 기업 개요

### 비즈니스 모델 및 매출 구성

#### 비즈니스 모델

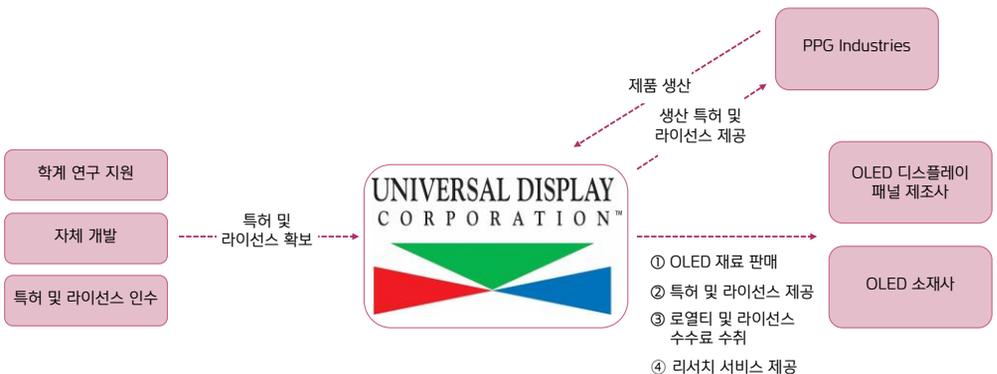
동사는 OLED(Organic Light-Emitting Diode, 유기 발광 다이오드) 디스플레이의 발광층(Emissive Layer) 제조에 사용되는 도펀트(Dopant) 제품 연구 개발 및 판매에 주력하는 OLED 소재 기업이다. 동사의 비즈니스 모델은 생산 공장이 없는 팹리스(Fabless) 형태이다. 동사는 1) 자체 연구 및 개발, 2) 학계 연구 지원, 3) 특허권 및 라이선스 인수 등으로 OLED 관련 기술을 확보한 후, 소재 제조 기업 PPG Industries(PPG)에게 OLED 소재 제품 생산을 전량 위탁한다. 생산된 제품은 한국의 삼성디스플레이와 LG디스플레이, 중국의 BOE와 같은 디스플레이 패널 제조 업체들에게 장기 판매 계약을 통해 판매된다.

#### OLED 소재 구조(RGB Type): Red·Green Dopant 제품을 판매하는 UDC



자료: Omdia, 키움증권 리서치센터

#### UDC 비즈니스 모델 구조

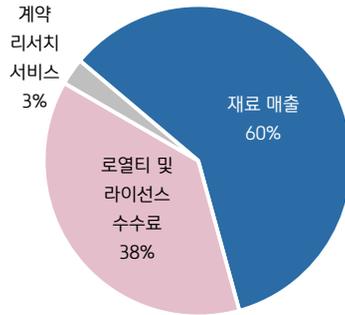


자료: 키움증권 리서치센터

## 매출 구성

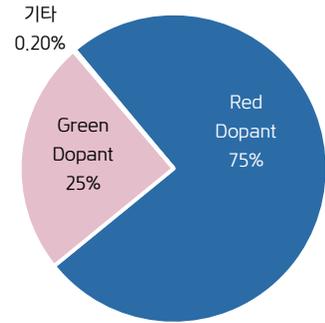
FY1H21(6월말) 기준 동사의 매출은 재료 매출 59.6%, 로열티 및 라이선스 수수료 37.6%, 계약 리서치 서비스 2.8%로 구성된다. 재료 매출 중 Green Dopant, Red Dopant, 기타 재료의 비중은 각각 75.2%, 24.5%, 0.2%이다. 전체 매출의 10% 이상 비중을 차지하는 주요 고객사는 삼성디스플레이, LG 디스플레이, BOE이다. 구체적인 고객사 이름은 밝히지 않고 있지만, 2020년 기준 가장 매출 비중이 높은 Top 3 회사의 매출 비중은 각각 41%, 30%, 13%로 삼성디스플레이, LG디스플레이, BOE의 OLED 패널 출하량이 실적에 중요한 기업이다.

FY1H21 기준 사업부별 매출 비중



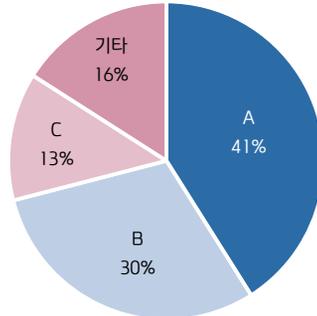
자료: UDC, 키움증권 리서치센터

FY1H21 기준 재료 매출 상세 비중



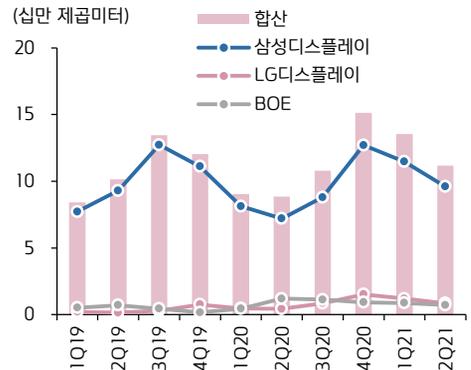
자료: UDC, 키움증권 리서치센터

FY2020 주요 고객사 3사 향 매출 비중



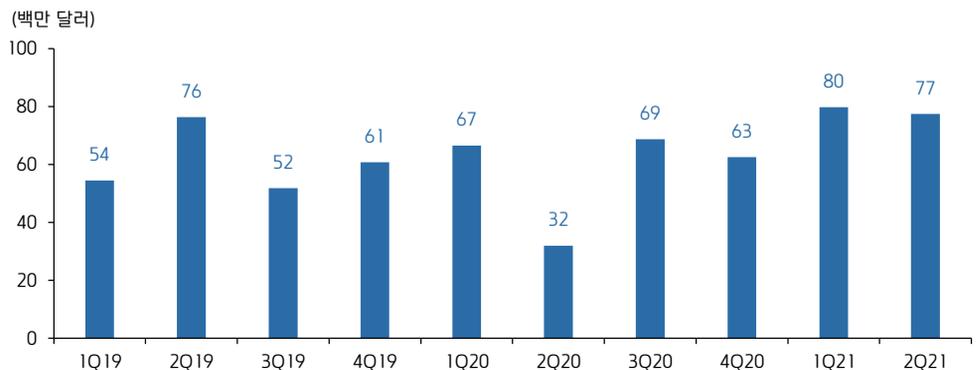
자료: UDC, 키움증권 리서치센터

주요 고객사 3사 OLED 패널 출하량



자료: Omdia, 키움증권 리서치센터

UDC 재료 매출 추이



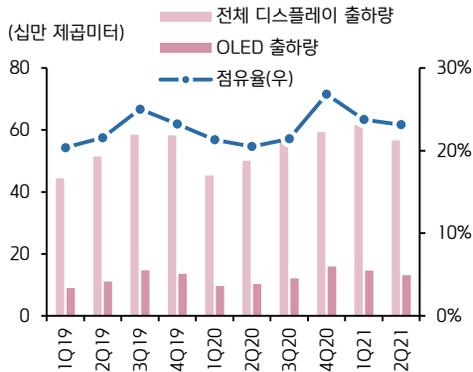
자료: UDC, 키움증권 리서치센터

## 시장 경쟁 현황

### OLED vs LCD

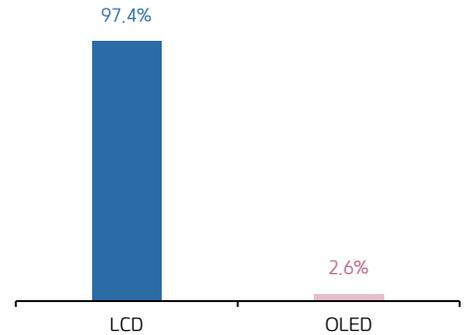
동사의 제품 및 서비스는 모두 OLED 디스플레이 제조와 관련된 것이므로, 동사의 매출은 우선적으로 'OLED 기술과 LCD 기술의 경쟁'에 영향을 받는다. 중소형 디스플레이 시장(모바일, 자동차, 노트북 등)에서 1H21 출하면적 기준 OLED 기술 기반 디스플레이의 점유율은 23.5%(2020년 22.7%)로 76.5%가 LCD 기반이다. 대형 디스플레이 시장인 TV 디스플레이 시장에서는 1H21 기준 패널 출하량의 2.6%만이 OLED 기반 디스플레이이다. 1) 높은 제품성(LCD 대비 빠른 응답 속도, 낮은 전력 소모량, 높은 유연성 등), 2) 규모의 경제, 수율 개선으로 낮아지는 제품 단가로 OLED의 점유율이 확대되고 있는 추세이다. 향후 OLED 대비 휘도와 수명 등에서 강점을 가지는 마이크로 LED(LCD 기반) 디스플레이의 점유율이 확대될 경우 OLED의 점유율에 부정적 영향을 끼칠 수 있으나, 일반 LCD 기반 4K TV에 수십개의 LED가 들어가는 반면, 마이크로 LED의 경우 약 2,500만개의 LED가 필요한 만큼 공정 상 어려움이 매우 커 장기간 OLED 대비 경쟁력을 가지기 어려울 것으로 판단한다. OLED 시장의 장기 성장성은 지속될 것이다.

### 중소형 디스플레이 시장 OLED 점유율



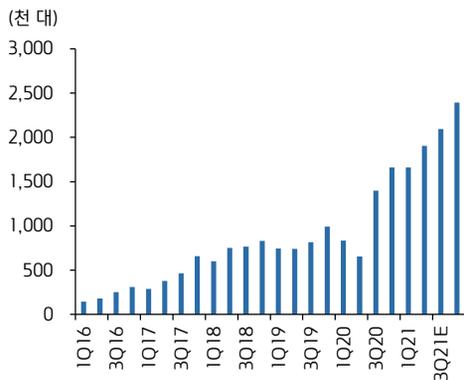
자료: Omdia, 키움증권 리서치센터

### 1H21 TV 디스플레이 시장 기술별 점유율



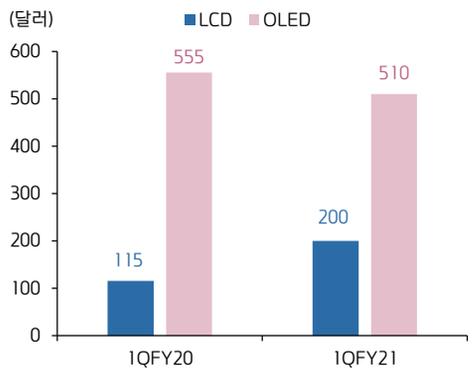
자료: TrendForce, 키움증권 리서치센터

### LG디스플레이 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



자료: LG디스플레이, 키움증권 리서치센터

### OLED, LCD 55인치 패널 기준 가격 비교



자료: Omdia, 키움증권 리서치센터

### OLED vs LCD 기술 비교

	LCD	OLED	비고
응답속도	30/1000 sec	1/1000000 sec	응답속도 개선
전력 소모량	고전력 소모	이론상 저전력 소모	궁극적으로 전력 소모가 감소할 전망
시야각	제한 있음	제한 없음	시야각 해소
작동온도	0°C ~ 65°C	(-) 30°C ~ 80°C	확대된 작동 온도
가격	LCD < OLED		이론적으로 LCD 보다 70% 수준까지 절감 가능
발광방식	Back Light Unit 필요	자체 발광형	BLU 필요 없으므로 제품의 두께를 줄일 수 있음
수명	약 60,000 시간 이상	약 25,000 시간	유기 물질 수명 문제 보유
명암비	LCD < OLED		OLED 는 완벽한 검은색 표현 가능
크기	다양	작음	휴대폰이나 작은 전자제품용 디스플레이만 생산 중
유연성	낮음	높음	LCD 는 BLU 때문에 Flexible Display 구현이 불가능

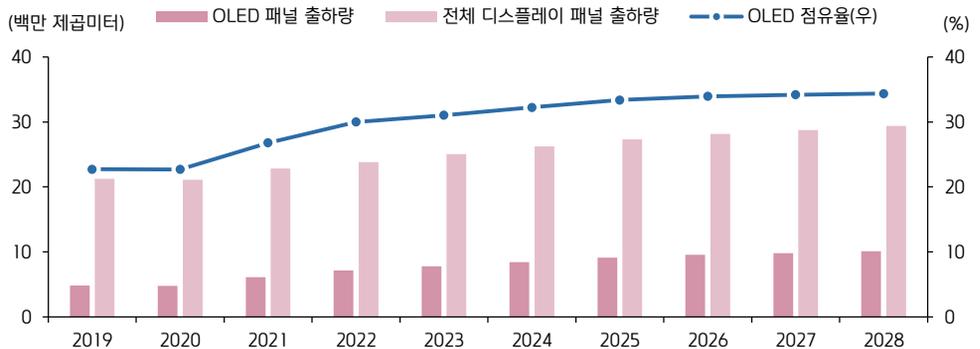
자료: 키움증권 리서치센터

### 50마이크로미터(머리카락이 70마이크로미터) 이하 사이즈의 LED 수천만개를 전사해야하는 마이크로 LED 기술



자료: 더일렉, 키움증권 리서치센터

### 중소형 디스플레이 패널 시장 OLED 침투율 전망



자료: Omida, 키움증권 리서치센터

**Red, Green 인광  
발광 소재 시장  
독점**

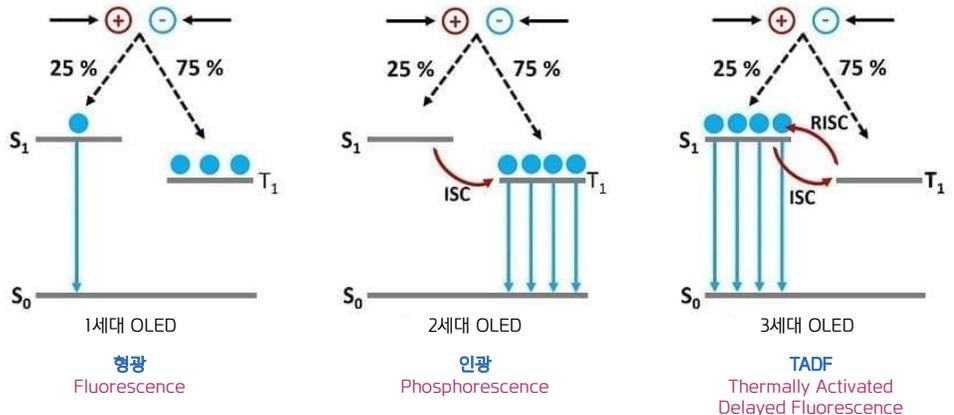
많은 OLED 소재 기업들이 다양한 소재를 생산하고 있으나, 동사가 주력하고 있는 인광 (Phosphorescence) 방식 발광 OLED인 PHOLED의 발광층 제조에 사용되는 Red·Green Dopant 시장은 동사가 독점하고 있다. 1998년에 동사는 프린스턴 대학, 서던 캘리포니아 대학 연구진과 함께 이론적으로 이전 세대 주도 기술이던 형광(Fluorescence) 방식 발광 OLED 대비 발광 효율이 4배 높은 인광 방식 기술을 개발하였다. 이후 2000년에 PPG Industries와 첫 생산 계약을 맺었고, 2003년 처음으로 일본의 디스플레이 제조사인 Tohoku Pioneer이 처음으로 동사의 PHOLED 제품을 사용한 제품을 상업화한다. 그 이후 Red·Green Dopant 제품의 발광 효율과 수명을 지속적으로 개선하면서 현재는 주요 디스플레이 패널 제조사 Red·Green Dopant 시장에서는 동사 제품 외 제품이 쓰이지 않고 있다. 인광 Blue Dopant 시장은 아직 짧은 수명 문제로 개화하지 못했는데, 향후 동사의 인광 Blue Dopant 제품과 TADF(Thermally Activated Delayed Fluorescence, 열활성화지연형광) 기술이 경쟁할 것으로 예상된다. 인광 Blue Dopant와 마찬가지로 TADF 역시 상업화하기 부족한 색순도와 수명으로 2012년에 개념이 개발된 이후 아직까지 상용화되고 있지 못하다.

**OLED 소재 Supply Chain**

Layer	Company
EIL	솔루스첨단소재, Dupont
ETL	Tosoh, LG화학
aETL	솔루스첨단소재
HTL	덕산네오룩스, 솔루스첨단소재, Idemitsu Kosan, Hodogaya, Merck
Red Host	덕산네오룩스, Dupont, 피엔에이치테크(w/Dupont)
Red Dopant	Universal Display
Red Prime	덕산네오룩스, LG화학, Tosoh, Dupont(w/피엔에이치테크)
Green Host	NSCC, 삼성SDI, 화성전자(비상장)
Green Dopant	Universal Display
Green Prime	덕산네오룩스, Merck
Blue Host	Idemitsu Kosan, SFC, Dupont(w/피엔에이치테크)
Blue Dopant	Idemitsu Kosan, SFC, JNC
Blue Prime	Idemitsu Kosan, Samsung Yokohama R&D Institute, SFC, 덕산네오룩스, 피엔에이치테크

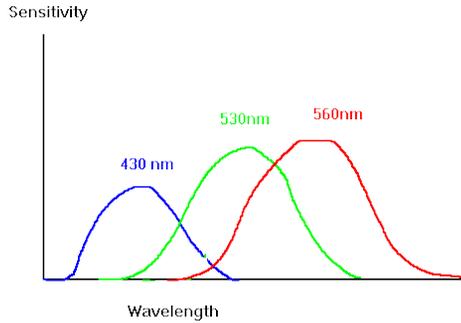
자료: 키움증권 리서치센터

**형광, 인광, TADF 개념도**



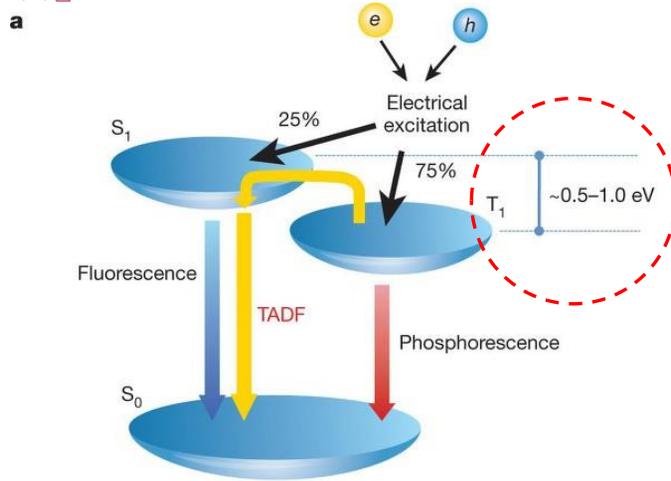
자료: edinst, 키움증권 리서치센터

Red, Green, Blue 중 가장 파장이 짧은 Blue. 발광 시 빛 에너지가 가장 많이 필요



자료: 구글 검색, 키움증권 리서치센터

TADF 개념도: S1과 T1의 차이가 매우 작아야 역계간전이가 가능한데, 차이가 작아지면 색순도와 수명 특성이 저하됨



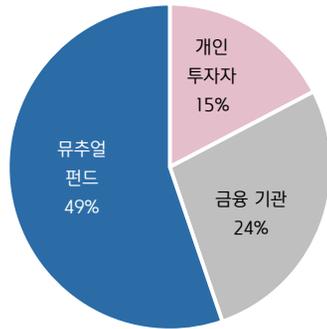
자료: Nature, 키움증권 리서치센터

## 주요 주주 및 경영진

### 특허권 비즈니스 모델에 적합한 경영진

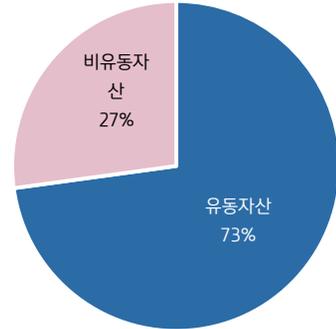
동사의 주요 주주는 지분을 순서로 1) Vanguard Group 8.4%, 2) BlackRock 7.8%, 3) Macquarie Investment Management 4.9%이다. 전체 지분의 48.3%를 뮤추얼 펀드가, 24.3%를 금융 기관이 보유하고 있다. CEO는 1996년부터 이사진에 합류한 Steven V Abramson이다. 그는 버크넬 대학의 국제관계학 학사, 오하이오 주립대의 국제관계학 석사, 템플 대학의 법학 박사 학위를 가지고 있다. 1982년부터 1991년 기술 R&D 기업인 InterDigital의 기술 라이선싱 담당 부사장으로 일한 경험이 있고, 국제관계 석사 및 법학 박사 학위도 보유하고 있어 국제 특허법 이해가 중요한 동사의 경영에 적합한 인물로 판단된다. 최근 5년 평균 동사의 ROE는 13.0%로 성장 사이클 초기 단계의 기업임에도 불구하고, S&P500 ROE 13.8%와 유사하다. 2016년까지는 배당금 지급을 전혀 시행하지 않았으나, 2017년부터 배당금 지급을 시작해(FCF의 5.5%) 2020년에는 FCF의 23.6%를 배당금으로 지급하고 있다. 2020년 기준 전체 자산의 약 73%가 유동성 자산일 만큼, 성장 기회를 포착할 충분한 현금을 보유하고 있다.

### UDC 주주 구성 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### FY2020 UDC 유동자산 비중



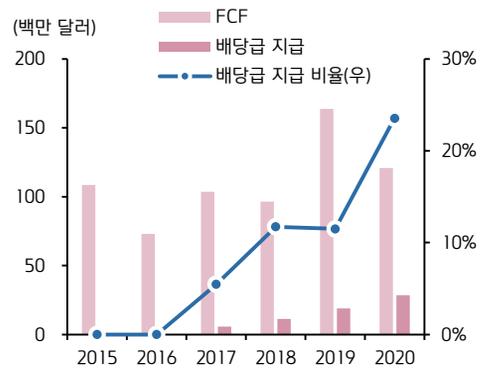
자료: UDC, 키움증권 리서치센터

### UDC ROE 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### UDC FCF, 배당 지급액 추이



자료: UDC, 키움증권 리서치센터

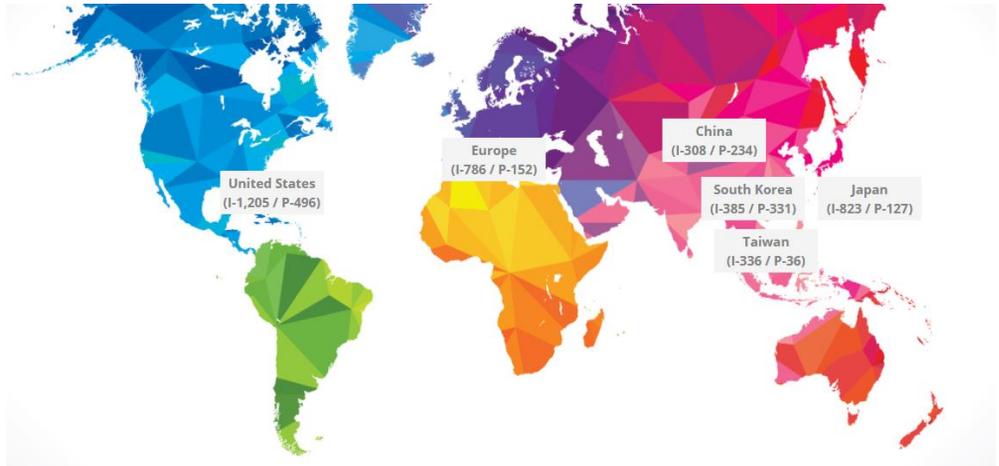
## 투자 포인트 1. 특허가 끝나도 UDC의 시장 지배력은 계속된다

### 1-1. OLED 관련 핵심 특허들을 선점한 UDC

#### 현재 약 5천개 가량의 특허 보유

OLED 소재 내 동사의 독점적 지위는 우선적으로 '특허'에서 발생한다. 자체 개발, 특허 및 라이선스 인수(2012년 일본 Fujifilm으로부터 1,200개 이상의 OLED 특허 인수, 2016년 BASF로부터 500개 이상의 특허 인수), 학계 연구 지원 등으로 확보한 동사의 OLED 관련 특허는 획득한 특허와 출원 중인 특허를 모두 포함해 약 5천개 이상이다. 특허의 범위도 OLED 패널 제조 공정 관련 특허부터 인광 OLED Dopant로 사용되는 유기 화합물 레시피에 대한 특허까지 광범위하다. 세계 각 국으로부터 동사의 Dopant 레시피가 보호되고 있어(특허 출원일로부터 20년간 보호), 인광 OLED Red·Green Dopant 시장에서 동사는 독점적인 지위를 누리고 있으며, 광범위한 OLED 기술 관련 특허를 보유하고 있어 여러 OLED 관련 업체들로부터 특허 및 라이선스 수수료를 수취하고 있다.

### 세계 주요국 특허청에 5천개 이상의 특허를 출원한 UDC



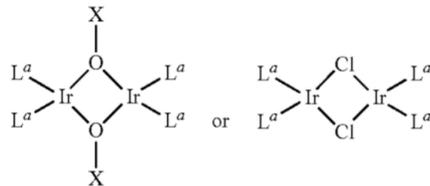
자료: UDC, 키움증권 리서치센터

### 2016년 출원한 UDC 특허: Orange or Red 발광 소재에 적합한 분자구조의 이리듐 유기물 화합물 제조법

(57)

#### ABSTRACT

Iridium organometallic complexes containing a substituted dibenzo[f,h]quinoxaline having the formula



are provided. These compounds are useful as orange or red emitting components of a light emitting layer in an electronic device.

자료: 미국 특허청, 키움증권 리서치센터

## 1-2. 특허 만료 우려가 강했던 과거, 결과는?

과거 수많은  
우려에도 독점적  
지위 지속하고  
있는 UDC

동사의 경쟁력이 '특허'에서 발생하는 만큼, 특허가 끝난 이후 상황을 예상해보는 것이 중요하다. 동사의 특허 중심 비즈니스 모델에 대한 비판이 강했던 첫 시기는 2013년이다. 당시 경쟁사인 Sumitomo Chemical, Merck, BASF 등이 EU 특허청에 등록된 동사의 이리듬 제조 기술 특허에 대해 소송을 제기하였고, 2013년 11월 EU 특허청이 동사 이리듬 제조 기술 특허를 취소하면서 주가가 급락한다. 이후 2015년 헤지펀드인 The Street Sweeper는 1) UDC의 인광 소재 관련 핵심 특허들은 2017년에 대부분 만료된다는 점과 2) 실제 삼성디스플레이와의 장기 공급 계약 만료도 2017년인 것이 우연일 수 없다는 점을 근거로 short report를 발간한다. 2014년 골드만삭스가 개최한 기술 및 인터넷 컨퍼런스에서 동사의 CEO는 '2020년이면 인광 관련 초기 기술 특허는 대부분 만료된다'라고 밝혔다. 2017년에는 많은 디스플레이 제조사들이 동사 외 다른 인광 소재 업체들을 찾고 있고, Merck가 2018년부터 인광 소재를 공급할 것이 유력하다는 기사들이 쏟아졌다.

2021년 현재에 있는 우리는 이 수많은 우려들의 결과를 알고 있다. 1) 현재도 동사는 인광 Red·Green Dopant 독점 업체이고, 2) 로열티 및 라이선스 수수료 매출은 2020년 기준 2015년대비 약 137.9% 성장하였다. 2014년 약 3천개 가량이었던 OLED 관련 특허는 현재 5천개 이상으로 증가하였다. 3) 2018년부터 인광 Dopant 제품을 공급할 것으로 알려진 Merck는 현재 동사의 제품에 최대한 잘 호환되는 host(발광층 안으로 들어온 전자와 정공을 잘 결합할 수 있도록 돕는 역할) 제품을 개발하는데 주력하고 있을 뿐이다. 무엇이 동사의 특허 비즈니스 모델에 대한 우려를 종식시킬 수 있었는지 확인해 볼 필요가 있다.

### 2017년 UDC의 인광 특허 만료됨에 따라, 2018년부터 새로운 인광 소재 공급사들이 등장할 것이라 예상한 당시 기사

Universal Display holds over 4,000 issued and pending patents, but some of its basic phosphorescent patents are set to expire by the end of 2017. Honestly, it is very difficult to know exactly what effect this will have on the market - some analysts believe that it will carry very little effect while others say that this will open the door for other companies to sell competing phosphorescent emitters.

A few days ago, I was told by an industry insider that one of the OLED display makers aims to adopt a new phosphorescent emitter in a display that will be out in early 2018. This is a PMOLED display and the emitter producer is, if I understand correctly, Merck. This is not the first time we hear that Merck is readying its phosphorescent emitters for a 2018 release, but this is the first time we have such a confirmation.

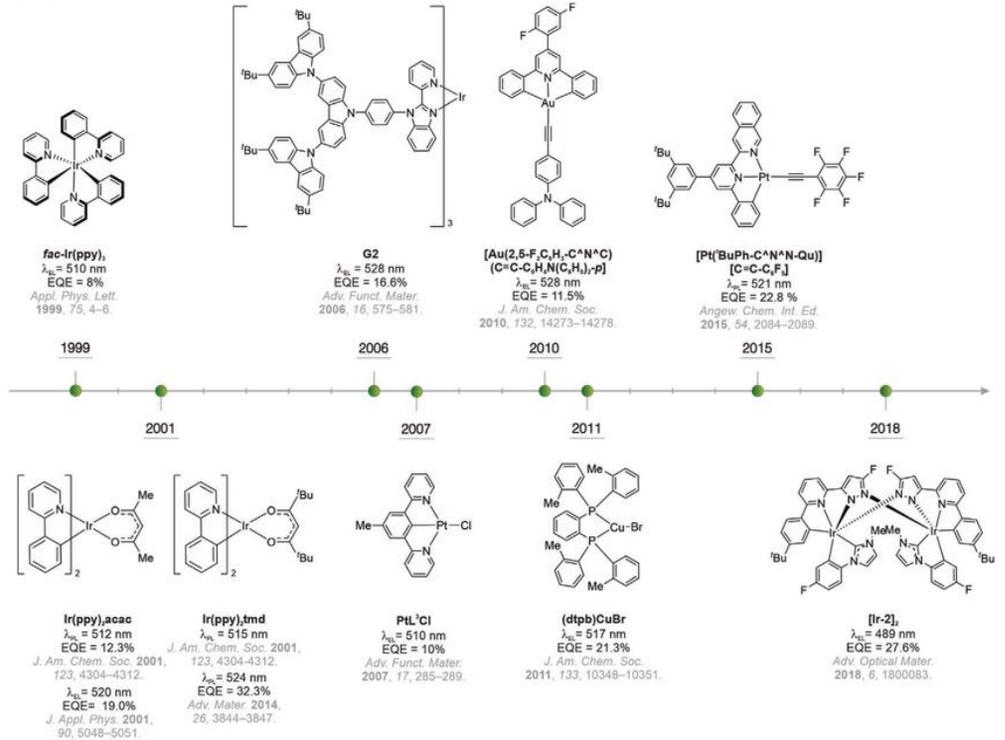
This is a very interesting development. From our understanding many PMOLED displays currently do not use any phosphorescent materials - sacrificing the added efficiency - due to the high costs related with such materials today. The PMOLED market is very price sensitive as it faces competition from low cost LCD displays. Many PMOLED displays are used in mobile devices (fitness bands, for example) so the efficiency is of high importance, which is why PMOLED makers are always on the look out for new technologies to improve the efficiency of their displays. Of course lower-cost phosphorescent materials are also attractive for AMOLED makers - and more on that below.

자료: Oled-info, 키움증권 리서치센터

**강한 경제적  
해자의 3 가지  
이유**

동사의 시장 독점적 지위가 유지되는 이유는 3가지이다. **1) 기존 광범위했던 특허가 취소되거나 기한이 만료되면, 더 범위를 한정된 특허를 다시 출원한다.** 예를 들어 이리듐을 사용한 Dopant 제조 특허가 만료된다면, 이리듐과 다른 재료를 도핑한 레시피 특허를 다시 출원하는 식이다. 실제로 2013년 유럽에서 이리듐 관련 특허가 취소되자 곧바로 2가지 더 구체적인 특허를 출원하여 기술 경쟁력을 보존하였다. **2) 소재 기술은 '자본력'보다는 '경험'이다.** 인광 Dopant 제품 개발 경쟁력은 끊임 없는 소재 합성 실험을 통해 가장 적합한 분자 구조의 유기 화합물을 만드는 것이기 때문이다. Merck가 연간 약 100억달러 (2020년 기준 동사의 약 67배)의 영업활동현금흐름을 창출하더라도 인광 Dopant 제품 시장에 진출하지 못한다. 동사는 인광 발광 방식을 최초로 도입하여 가장 오래동안 R&D 활동을 해 온 기업이다. **3) 동사는 20년간 인광 Dopant 제품을 오직 PPG Industries에게만 생산을 위탁하고 있다.** 즉, PPG Industries에만 인광 Dopant 제품 생산 경험이 쌓이고 있다. 20년간 양사는 인광 Dopant 제품의 생산 단가 절감, 고순도 제조 공정 개발을 위해 R&D 노력을 해왔다. Dopant 제품 원재료인 이리듐, 백금, 오스뮴 등은 녹는점이 매우 높아 가공하기 어려운 특성이 있어 양산 경험은 중요하다. UDC-PPG Industries 파트너십의 독점 구조 지속이 타 업체에게 진입 장벽으로 작용할 가능성이 크다.

수명, 색순도 등 제품 품질 개선을 위해 더 효율적인 유기 화합물의 분자 구조를 찾아가는 과정인 인광 발광 소재 개발 과정



자료: ResearchGate, 키움증권 리서치센터

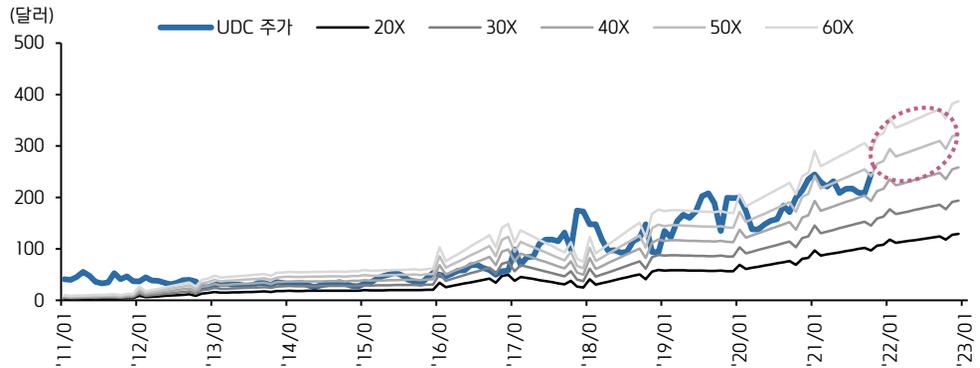
## 투자 포인트 2. Level-up은 Blue Dopant와 OVJP로

### 2-1. 인광 Blue Dopant 상용화는 P, Q를 동시에 폭증 시킬 것

고 PER 를  
정당화하는  
2가지 기술

OLED 시장에서의 동사의 독점적 지위를 감안할 시, 동사의 실적은 OLED 침투율 증가에 따라 완만한 상승세를 보일 가능성이 높다. 한편, 정확한 시점은 예상할 수 없지만 동사의 실적이 혁신적으로 level-up 될 수 있는 가능성은 2가지 기술 개발에 있다. 2가지 기술 개발 시나리오에 가능성이 있는 이상, 동사의 PER은 계속해서 높은 수준이 정당화될 수 있을 것으로 판단한다(현재 21E PER 약 50배, 22E 39배, 23E 32배)

UDC 12m fwd PER band chart: 2가지 혁신 기술에 대한 기대감으로 높은 PER 부여 받는 UDC



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

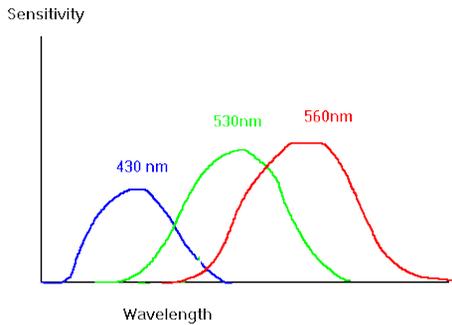
TV 패널 시장  
OLED 침투율을  
증가시킬 인광  
Blue Dopant

첫 번째는 '인광 Blue Dopant 개발'이다. 현재 Red와 Green Dopant는 인광 방식의 제품이 상용화 되어 동사가 독점 공급하고 있지만, Blue Dopant는 여전히 형광 방식이 사용되고 있다. OLED에서 발광은 발광 물질로 이루어진 발광층에 전류를 가하면, 전기 에너지가 빛 에너지로 전환되는 원리를 이용한다. 이때 색마다 필요한 전기 에너지의 양이 다른데, 빛의 파장이 가장 짧은 Blue가 가장 많은 에너지를 필요로 한다. 발광 소자가 큰 전력 에너지를 받고, 큰 빛 에너지를 방출하는 과정에서 Blue 소재가 가장 먼저 수명이 다하는 것이다. 일반적으로 인광 Red·Green Dopant 대비 형광 Blue Dopant의 수명이 10배 이상 짧다. 상용화된 형광 Blue Dopant의 경우 1,000칸델라 밝기로 2만시간 사용(하루 8시간 사용 시 약 6~7년)하면 Blue 밝기가 약 50% 감소한다. 교체 주기가 짧은 중소형 IT 제품에 사용되는 OLED는 짧은 수명이 큰 문제는 아니지만, 10년 가까이 사용하는 TV 시장에서의 경우 짧은 수명은 OLED TV 시장 침투율을 낮추는 요인이다.

시점은 예상할 수  
없으나, 언젠가  
개발될 인광  
Blue Dopant

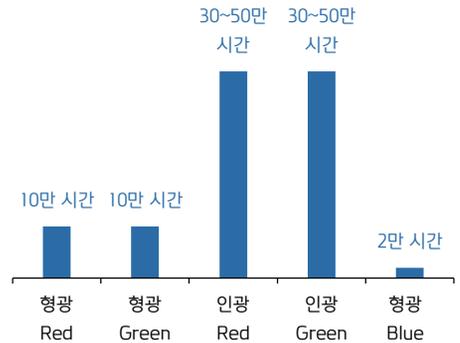
인광 Blue Dopant의 짧은 수명의 원인은 어느 정도 밝혀졌다. 인광 소재의 구성 요소간 전자 전이가 이뤄지는 과정에서 전하 분리종(주변 분자로 전자를 얻거나 잃어 성질이 변하는 상태)이 발생하는데, 이 전하 분리종이 소재 손상을 가속화시킨다. 때문에 이 전하 분리종이 최소로 발생할 수 있는 분자 구조의 유기 화합물을 개발하는 것이 현재의 과제이다. 최근 2021년 5월에 진행된 'Display Week'에서 삼성 디스플레이는 'Blue Phosphorescent OLED for Future Display'라는 논문을 발표했는데, 주된 요지는 기존 대비 10배 수명이 향상된 인광 Blue Dopant 기술 개발에 대한 것이었다. 이에 대해 동사의 CEO는 2Q21 실적 컨퍼런스콜에서 'UDC의 인광 Dopant 재료를 사용한 기술이며, 상용화 시점은 알 수 없으나, 특정 시점에 인광 Blue Dopant는 당연히 상용화될 기술이다'라고 밝혔다. 인광 Blue Dopant 기술 상용화는 현재 3% 수준으로 낮은 TV 시장 OLED 침투율을 크게 향상시킬 수 있어, 동사의 매출이 혁신적으로 Level-up되는 계기가 될 것이다. Dopant 출하량이 증가될 뿐만 아니라, Blue Dopant 제품의 판가는 Red와 Green 대비 월등히 높을 것이기 때문이다.

### 파장이 가장 짧은 Blue



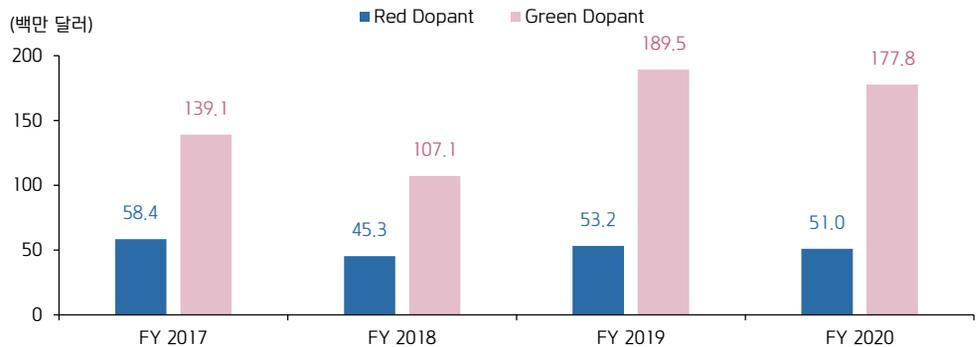
자료: 구글 검색, 키움증권 리서치센터

### 발광 소재 별 수명 비교



주: LT50 기준 1,000칸델라 밝기 가정  
자료: 전자 신문, 키움증권 리서치센터

UDC Red, Green Dopant 매출액 추이: Green의 ASP가 Red 대비 월등히 높음. 인광 Blue Dopant 상용화 시 ASP가 가장 높을 것으로 전망



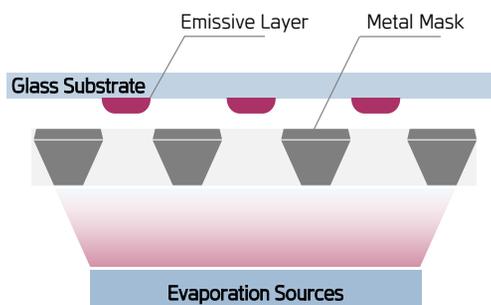
자료: UDC, 키움증권 리서치센터

## 2-2. 진공열증착, IJP에서의 단점을 모두 개선한 OVJP 기술

### 진공열증착의 문제점

동사의 두 번째 혁신 기술은 발광층 증착에 사용될 제조 기술인 Organic Vapor Jet Printing(OVJP)이다. 현재 대형 디스플레이 패널 시장에서 OLED 침투율이 낮은 핵심적인 원인 2가지는 1) Blue Dopant의 짧은 수명과 2) 비싼 제조원가이다. 현재 상용화된 발광층 증착 방식은 '진공열증착(Vacuum Thermal Evaporation)' 방식으로 고진공 상태의 챔버에서 FMM(Fine Metal Mask, 특정 위치에만 기체화된 소재가 도달할 수 있도록 얇은 철판에 구멍을 내 놓은 장비)을 TFT 아래에 두고, FMM 아래서 발광 소재를 가열하여 목표 위치에 증착하는 방식이다. 이 방식은 1) 고진공 상태를 유지해야 한다는 점, 2)FMM이 필요하다는 점, 3)발광 소재가 필요 이상으로 소비(재료 이용률 약 20%)된다는 점에서 제조원가가 높다.

### 진공열증착 방식 개념도

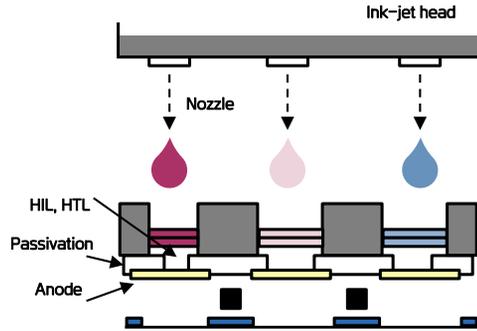


자료: 키움증권 리서치센터

## IJP의 장점

그래서 다음으로 등장한 기술이 IJP(InkJet Printing)이다. Evaporation 방식과 달리, 발광 소재를 가열해 액체 상태로 만든 후, 노즐로 기판에 분사하여 발광 소재를 증착한다. 직접 노즐을 이용해 목표 위치에 발광 소재를 증착하는 방식이기 때문에 재료 이용률이 90%에 달하고, FMM도 필요 없고, 진공을 유지하지 않거나, 매우 낮은 진공도에서도 공정이 가능하기 때문에 제조원가가 저렴할 수 있다.

### 잉크젯 프린팅 증착 기술 개념도



자료: 키움증권 리서치센터

## IJP의 단점

하지만 IJP에도 단점들이 있다. 1) 기존 발광 소재를 가열하여 액체 상태로 만드는 과정에서 대량의 용매제가 사용된다. 2) 유기물 발광 소재의 전기적 스트레스를 낮추려면 수~수십nm 수준으로 얇고 완전히 균일하게 증착해야 하는데, 용매액이 건조되는 과정에서 유기물이 균일하게 건조되지 않는다. 3) OLED 발광층은 다층 구조로 만들어지는데, 액체 상태인 발광 소재를 분사한 후 건조시키고, 다음 액체를 분사하고 다시 건조시키는 과정을 반복하면서 만들어야 하기 때문에 많은 시간이 소비된다. 4) 게다가 발광 소재를 정공 수송층 위에 액체 상태로 분사하게 되면, 정공 수송층과 발광 소재가 섞이지 않도록(극성이 같으면 섞임)해야 하는데, 이 때 발광 소재와 정공 수송층 재료 선택에 제한이 발생하게 된다.

### 용매액이 건조되는 과정에서 발광 소재가 균일하게 증착되지 않는 잉크젯 프린팅 기술



자료: 산업 자료, 키움증권 리서치센터

### '소재 섞임' 문제로 인해 발광 소재와 정공 수송층 소재 선택에 제한이 생기는 잉크젯 프린팅 기술

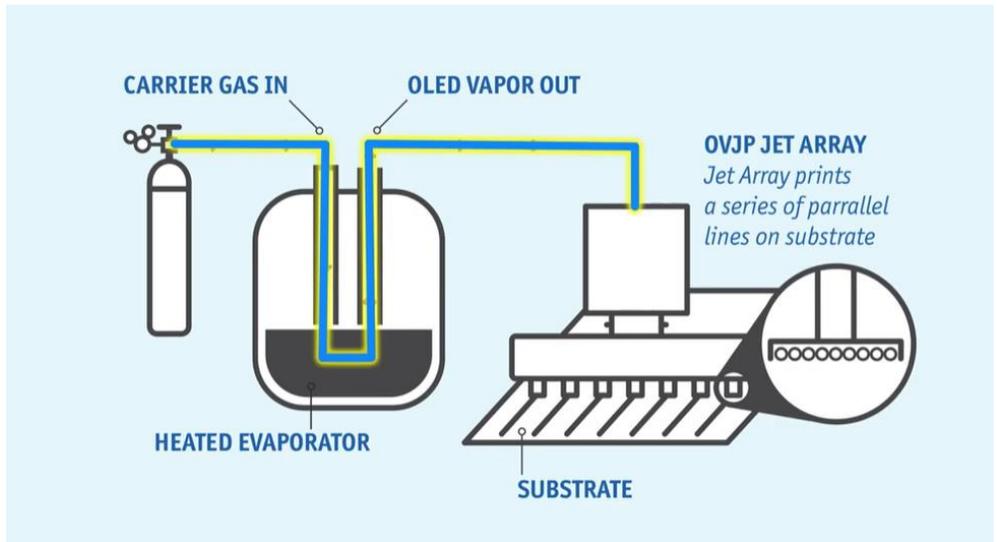


자료: 산업 자료, 키움증권 리서치센터

**OVJP 기술의 장점** 즉, 발광 소재를 액체 상태로 분사하는 것 때문에 수많은 문제들이 발생한다. 동사가 개발하고 있는 OVJP 기술은 이 문제를 해결한 것이다. OVJP 공정에서는 진공열증착 공정과 마찬가지로 기체화된 발광 소재를 사용한다. 때문에 1) 대량의 용매제가 필요 없고, 2) 균일하게 발광 소재를 증착시킬 수 있으며, 3) 용매액 건조 시간이 소요되는 IJP 방식 대비 생산 시간도 짧아지고, 4) 발광 소재와 정공 수송층 소재 선택에 제한도 생기지 않는다.

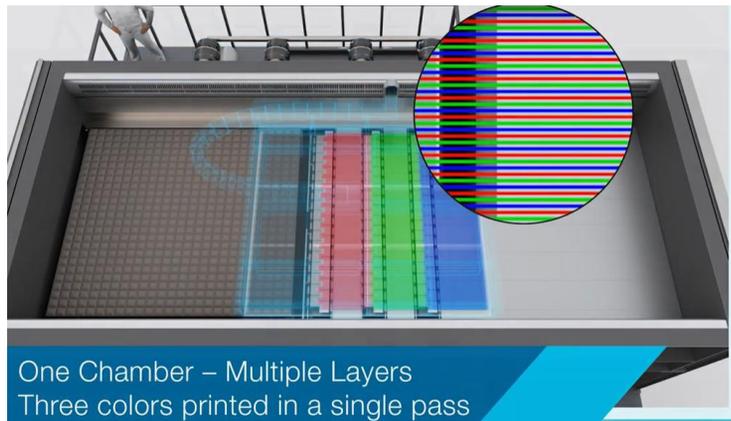
OVJP 기술이 동사가 연구비를 지원하는 프린스턴 대학 연구실에서 처음 개발된 이후 동사는 OVJP 관련 특허들을 출원하고 있으며, 2020년에는 동사 100% 지분 자회사인 OVJP Corporation을 설립하였다. 현재 OVJP Corporation의 CEO는 25년간 Photon Dynamics(디스플레이 테스트 및 수리 장비 업체)에서 경영진으로 활동한 Jeff Hawthorne이며, OVJP Corporation은 2022년 첫 시제품 생산을 시작으로 향후 양산 단계에 이르기 위한 노력을 지속하고 있다. OVJP 기술이 상용화될 시 OLED의 제조원가가 크게 저렴해지면서 디스플레이 시장 침투율을 가파르게 상승시킬 것으로 기대된다.

### 용매제 없이 기체 상태의 발광 소재를 증착하는 기술인 OVJP



자료: UDC, 키움증권 리서치센터

### 단일 공정으로 RGB 발광 소재를 증착시킬 수 있는 OVJP 기술



자료: UDC, 키움증권 리서치센터

## 투자 포인트 3. 실적 및 밸류에이션

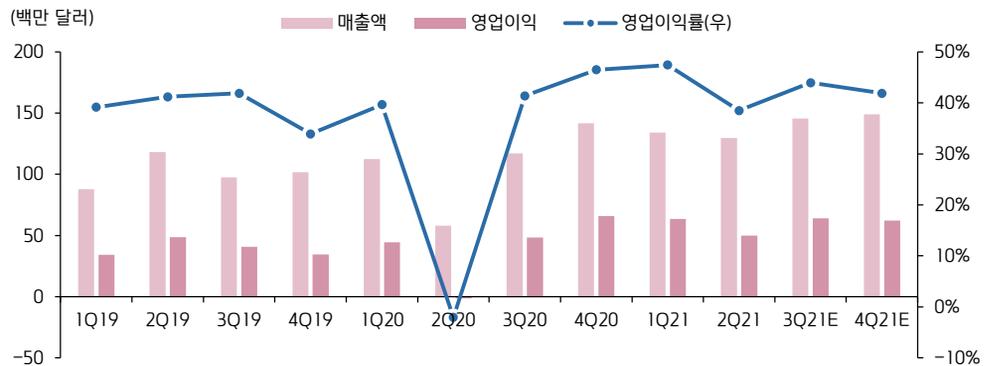
### 3-1. TV, 스마트폰 디스플레이 시장 침투율 증가가 이끄는 실적

다음 분기,  
다음 해  
실적 성장 지속

블룸버그 컨센서스 기준 FY3Q21(9월말) 영업이익은 6,400만달러로 YoY +32.1%, QoQ +28.2% 증가할 것으로 전망된다. LG디스플레이의 OLED TV 패널 출하량 증가, 삼성디스플레이가 OLED 패널을 공급하는 애플의 iPhone 13 생산 등으로 매출액이 YoY +24.4%, QoQ +12.3% 증가하는 가운데, 영업 레버리지 효과와 제품 mix 개선으로 영업이익률이 YoY +2.8%p, QoQ +5.7% 확대될 것으로 기대된다..

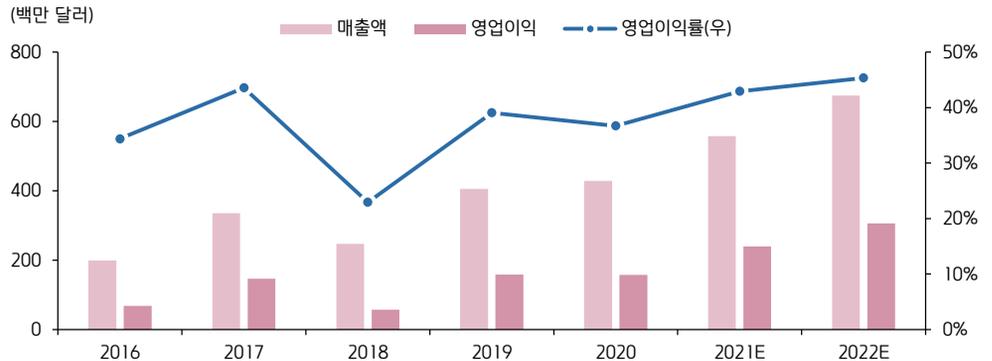
FY2021, 2022 영업이익은 각각 2.4억달러(YoY +52.14%), 3.1억달러(YoY +27.8%)로 컨센서스가 형성되어 있다. 중소형 디스플레이 시장에서의 OLED 침투율 증가와 주요 고객사들의 OLED TV 패널 출하량 확대 등으로 FY2021, 2022 매출액이 각각 YoY +30.2%, +21.0% 성장할 것으로 전망되고 있다. FY2022년 이후로도 OLED 패널 출하량은 증가세를 이어갈 것이고, 시점을 예상하기는 어렵지만 장기적으로는 Blue Dopant 상용화, OVJP 장비 양산이 동사 실적을 크게 Level-up 시킬 것으로 전망한다. 동사의 실적 성장세는 장기간 계속 될 것이다.

#### UDC 분기 실적 추이 및 예상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### UDC 연간 실적 추이 및 예상



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 3-2. Peer가 없다. 미래 성장성 감안 시 PER 50배는 적정 수준

**초저금리 이후  
유지된 PER 50배**

매출의 100%를 OLED 소재로 일으키는 기업이 세계적으로 한국의 덕산네오룩스와 동사 외에 없기 때문에 Peer valuation은 큰 의미가 없는 것으로 보인다. EIL 소재, Red host, Blue host 등을 만드는 미국의 Dupont(DD), Red prime 소재를 만드는 일본의 Tosoh(4042), Blue host·dopant를 만드는 일본의 Idemitsu Kosan(5019) 모두 OLED 소재 외 사업부가 주력 사업부이다.

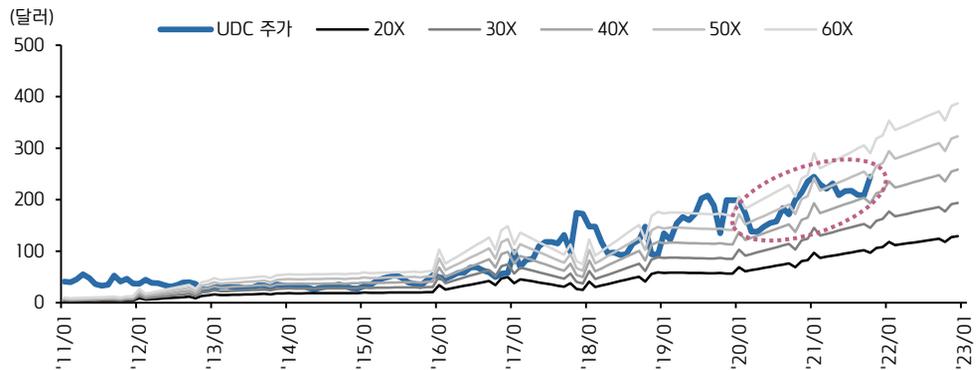
과거와 비교해보면, 현재 12m fwd PER은 약 50배로 2020년부터 시작된 초저금리 시기 이후 12m fwd PER은 50배 수준이 유지되었다는 점을 감안하면, 적절한 수준인 것으로 판단한다.

OLED 소재 Peer Valuation Table

종목명	시가총액 (백만달러)	21~23E 매출액 CAGR 성장률 (%)	EBITDA Margin		순부채 / EBITDA 비율		ROE		PER		EV/EBITDA	
			21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
			(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(배)	(배)	(배)	(배)
<b>유니버설 디스플레이</b>	9,673	20.2	49.1	51.5	(283.4)	(300.7)	17.7	19.9	49.7	37.9	32.4	24.8
듀폰	37,357	4.8	25.8	26.3	229.6	188.1	6.4	8.4	16.7	14.5	11.2	10.2
토소	6,325	5.7	17.5	20.1	(15.0)	(46.0)	10.7	13.4	10.7	8.0	5.5	3.9
이데미쓰 고산	7,338	10.6	5.4	5.8	455.3	308.0	4.5	10.9	24.3	6.2	8.4	5.6
호도가야 화학공업	397	0.1	16.9	n/a	(17.3)	n/a	8.9	6.8	12.3	14.7	6.0	n/a
머크	192,334	6.7	41.5	43.3	69.8	43.8	45.0	45.5	13.7	11.7	10.6	9.2

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

UDC 12m fwd PER band chart: 2020년 시작된 초저금리 이후 50배 수준의 밸류에이션을 유지 해온 UDC



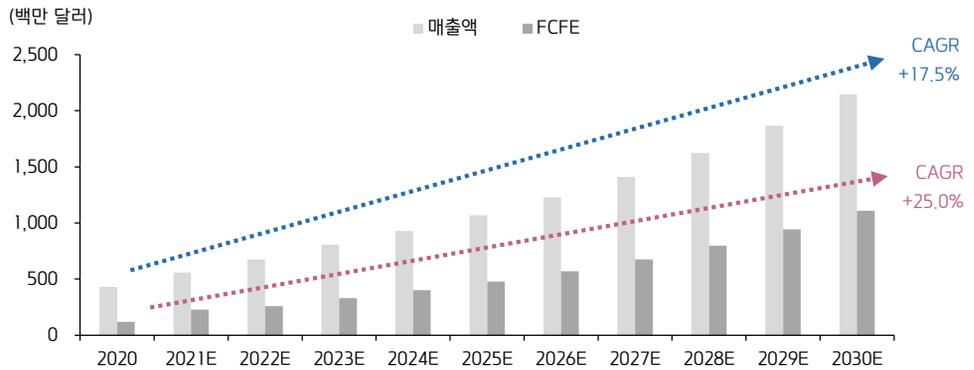
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 3-3. 장기적인 미래 수익 가치 온전히 반영되지 않은 현 주가

인광 Blue Dopant, OVJP 없어도 현 주가는 저렴

현재 시가총액은 미래 수익 가치가 온전히 반영되지 않은 저렴한 수준인 것으로 판단한다. 정확한 상용화 시점을 예상하기 어려운 인광 Blue Dopant, OVJP 기술 영향을 제외하더라도, 동사의 OLED 소재 매출은 장기간 CAGR +10% 후반 성장을 지속할 수 있을 것으로 판단한다. Fabless에 높은 R&D 비용을 지출하는 동사의 비즈니스 모델 특성 상 영업 레버리지가 높아, FCFE는 장기간 20% 중반대 성장이 가능할 것으로 전망한다. 이러한 실적 추정을 감안 시 1) 주주요구수익률 7.3%(시장 평균인 5%를 상회하는 보수적인 가정), 2) 2030년 이후 FCFE 영구 성장률 2%를 가정하여 DCF Valuation 방법으로 추산한 동사의 적정 시가총액은 약 150억달러, 적정 주가는 331달러이다. 적정 주가는 '22E EPS의 77배이나, EPS가 '22~30E CAGR +20% 성장하며 '30E EPS 기준으로는 14배에 불과하다. 9.7일 종가 기준 현재 Upside 61.4%로 매력적인 투자처로 판단한다.

#### '20~30E UDC 매출액, FCFE 전망



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

#### UDC DCF Valuation 상세 테이블

항목	(단위)	FY2020	FY2021E	FY2023E	FY2024E	FY2025E
매출액	(백만달러)	429	558	675	807	928
영업이익(A)	(백만달러)	186	270	354	450	540
영업이익률	(%)	43.3%	48.4%	52.4%	55.8%	58.2%
DA(B)	(백만달러)	37	37	37	37	37
법인세지급액(C)	(백만달러)	36	63	83	105	126
운전자본 증가(D)	(백만달러)	39	(13)	19	21	20
Capex(E)	(백만달러)	28	30	30	30	30
<b>주주귀속현금흐름(A+B-C-D-E)</b>	<b>(백만달러)</b>	<b>119</b>	<b>227</b>	<b>259</b>	<b>331</b>	<b>402</b>
25~30E 주주귀속현금흐름 CAGR 성장률	(%)					18.2%
30E 이후 주주귀속현금흐름 영구 성장률	(%)					2.0%
적정 주주요구수익률	(%)					7.3%
<b>IRR</b>	<b>(%)</b>					<b>10.2%</b>
추정기간(~'30) 현금흐름 가치 합산	(백만달러)					3,814
TV	(백만달러)					11,064
비영업자산	(백만달러)					733
<b>적정 시가총액</b>	<b>(백만달러)</b>					<b>15,611</b>
주식 수	(백만주)					47
<b>적정 주가</b>	<b>(달러)</b>					<b>331</b>
현재 주가	(달러)					205
<b>Upside</b>	<b>(%)</b>					<b>61.4%</b>

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### UDC DCF Valuation 민감도 분석

적정주가 민감도 분석		적정 주주요구수익률 가정치				
		9.3%	8.3%	7.3%	6.3%	5.3%
30 이후 FCFE 영구 성장률 가정치	1.0%	214	247	292	355	447
	1.5%	222	260	310	383	494
	2.0%	232	274	<b>331</b>	417	555
	2.5%	244	290	357	460	638
	3.0%	257	310	389	517	757

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
매출액	199	336	247	405	429
매출원가	32	64	61	87	85
매출총이익, GAAP	167	271	187	318	343
판매비	33	47	47	60	61
연구개발비	43	49	54	71	84
영업이익, GAAP	68	146	57	158	158
영업외 (이익)손실	—	-3	-8	-12	-6
세전이익, GAAP	69	150	64	170	164
법인세비용	21	46	5	32	30
당기순이익, GAAP	48	116	59	138	133
EPS, GAAP	1.02	2.22	1.24	2.92	2.80
희석 EPS, GAAP	1.02	2.22	1.24	2.92	2.80
영업이익, 조정	69	147	57	158	158
당기순이익, 조정	48	116	59	138	133
EBITDA	89	173	87	195	197

재무상태표

(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
자산총계	628	780	933	1,120	1,269
유동자산	385	519	635	792	925
현금 및 현금성자산	328	420	515	646	730
매출채권	25	52	43	60	82
재고자산	17	36	70	64	92
비유동자산	242	261	299	328	345
유형자산	27	56	70	96	111
무형자산	184	162	140	118	96
부채총계	99	121	243	309	357
유동부채	40	64	133	162	165
매입채무	28	49	47	62	55
단기성부채	—	—	—	2	2
비유동부채	59	57	110	147	192
장기성부채	—	—	—	7	7
자본총계	528	659	691	811	913

현금흐름표

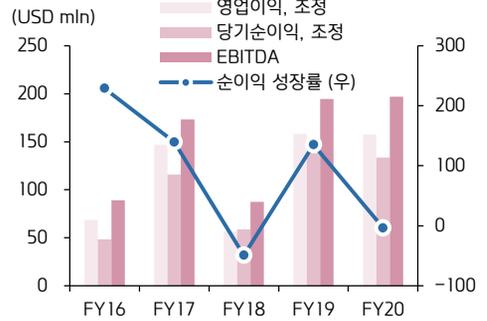
(\$ 백만)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
영업활동으로 인한 현금흐름	80	133	122	194	149
감가상각비, 무형자산상각비	21	27	31	34	37
운전자본 변동	5	-27	135	135	143
투자활동으로 인한 현금흐름	-38	-126	-21	-239	391
유, 무형자산 취득(CAPEX)	-103	-30	-25	-30	-28
유, 무형자산 처분	—	—	—	—	—
재무활동으로 인한 현금흐름	—	-14	-23	-35	-42
지급배당금	—	—	—	—	—
차입금의 증가(감소)	—	—	—	—	—
자사주매입	5	1	—	—	1
현금증가	42	-7	78	-79	498
기초현금	98	139	133	211	132
기말현금	139	133	211	132	630
FCF	73	104	96	164	121
FCFF	—	—	—	—	—

수익성, 안정성, 밸류에이션 지표

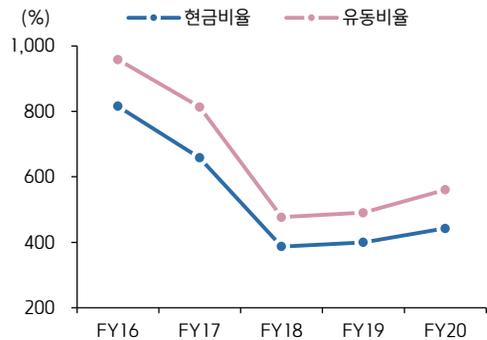
(%, 배)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020
보통주 순이익률	24.17	30.95	23.78	34.13	31.10
영업이익률	34.40	43.57	22.93	39.08	36.73
EBITDA 마진	44.84	51.59	35.29	48.03	45.89
ROE	9.69	17.54	8.74	18.45	15.50
ROA	8.10	14.76	6.87	13.47	11.16
ROIC	10.15	17.64	8.16	17.71	15.28
부채비율	0.00	0.00	0.00	1.05	0.96
순차입금비용	-62.07	-63.77	-74.63	-78.57	-79.02
EBITDA/현금지급이자	—	—	—	—	—
현금비율	8.16	6.59	3.87	4.00	4.43
유동비율	9.58	8.13	4.77	4.91	5.61
PER	54.93	69.83	75.46	70.57	82.07
PBR	5.01	12.37	6.43	12.08	12.02
EV/EBIT	33.83	52.76	68.99	57.61	64.78
EV/EBITDA	25.96	44.56	44.83	47.01	51.98

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치 주) 각 재무제표 내 주요 항목만 표시

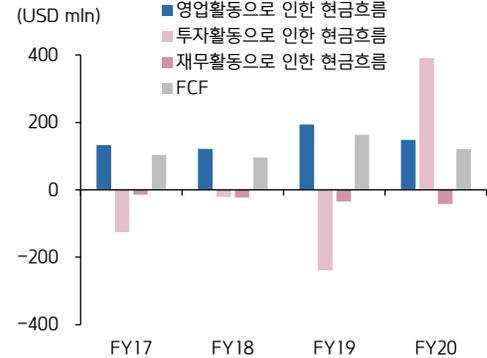
이익 추이



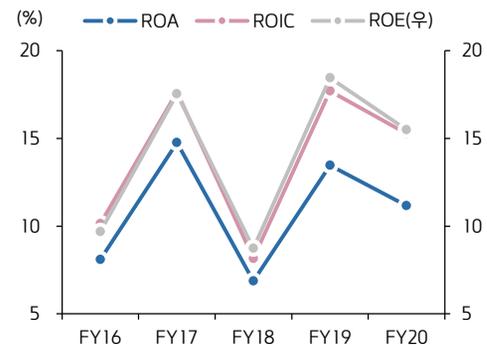
유동성 및 자본건전성 추이



현금흐름 추이



수익성 추이



고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자이건 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이건	목표 주가	과리율(%)		종목명	일자	투자이건	목표 주가	과리율(%)		
				가격 대상 시점	평균 주가 대비					최고 주가 대비	가격 대상 시점	평균 주가 대비
<b>LG</b>												
<b>다스플래이</b> (034220)	2019-10-24	Outperform(Maintain)	17,000 원	6개월	-11.40	-3.82	<b>LX세미콘</b> (108320)	2020-10-05	BUY(Initiate)	58,000 원	6개월	0.05 31.03
<b>담당자변경</b>	2020-02-03	Outperform(Maintain)	17,000 원	6개월	-17.24	-2.35		2021-03-19	BUY(Maintain)	92,000 원	6개월	12.17 37.39
	2020-07-30	BUY(Reinitiate)	16,000 원	6개월	-9.82	4.69		2021-08-03	BUY(Maintain)	160,000 원	6개월	-26.16 -20.81
	2020-09-24	BUY(Maintain)	20,000 원	6개월	-22.13	-17.75	<b>담당자변경</b>	2021-09-09	BUY(Reinitiate)	200,000 원	6개월	
	2020-10-23	BUY(Maintain)	20,000 원	6개월	-24.02	-17.75	<b>덕산</b>	2020-11-20	BUY(Initiate)	20,000 원	6개월	-17.16 -2.25
	2020-11-20	BUY(Maintain)	20,000 원	6개월	-22.72	-10.25	<b>테크피아</b> (317330)	2021-01-14	BUY(Maintain)	24,000 원	6개월	-18.47 -7.29
	2020-12-16	BUY(Maintain)	23,000 원	6개월	-13.71	4.78		2021-02-22	BUY(Maintain)	24,000 원	6개월	-19.82 -7.29
	2021-01-28	BUY(Maintain)	28,000 원	6개월	-16.05	-11.07		2021-03-10	BUY(Maintain)	24,000 원	6개월	-20.35 -7.29
	2021-02-22	BUY(Maintain)	30,000 원	6개월	-21.28	-9.83		2021-03-29	BUY(Maintain)	24,000 원	6개월	-18.91 -7.29
	2021-04-29	BUY(Maintain)	33,000 원	6개월	-28.91	-23.48		2021-06-04	Buy(Maintain)	33,000 원	6개월	-30.84 -21.52
	2021-06-04	BUY(Maintain)	33,000 원	6개월	-28.77	-23.48		2021-08-03	Buy(Maintain)	33,000 원	6개월	-29.31 -15.45
	2021-07-29	BUY(Maintain)	33,000 원	6개월	-28.99	-23.48		2021-08-12	Buy(Maintain)	40,000 원	6개월	-25.43 -18.75
	2021-08-03	BUY(Maintain)	33,000 원	6개월	-31.13	-23.48		2021-09-09	Buy(Maintain)	40,000 원	6개월	
	2021-09-09	BUY(Maintain)	28,000 원	6개월			<b>이투스</b>	2020-09-08	BUY(Initiate)	33,000 원	6개월	-27.84 -19.96
<b>덕산비오록스</b> (213420)	2019-11-22	BUY(Reinitiate)	28,000 원	6개월	-4.64	33.21	<b>첨단소재</b> (272290)	2020-10-27	BUY(Maintain)	33,000 원	6개월	-29.84 -19.96
<b>담당자변경</b>	2020-02-25	BUY(Reinitiate)	43,000 원	6개월	-29.76	-16.98		2021-03-16	BUY(Maintain)	33,000 원	6개월	-16.18 -9.09
	2020-04-09	BUY(Maintain)	37,000 원	6개월	-20.08	-12.57		2021-05-07	BUY(Maintain)	36,500 원	6개월	-24.09 -14.66
	2020-05-08	BUY(Maintain)	40,000 원	6개월	-19.10	-18.75		2021-06-04	BUY(Maintain)	39,000 원	6개월	-16.13 -11.15
	2020-05-13	BUY(Maintain)	40,000 원	6개월	-19.25	-14.75		2021-07-08	BUY(Maintain)	48,500 원	6개월	-30.93 -27.84
	2020-06-02	BUY(Maintain)	40,000 원	6개월	-19.93	-14.75		2021-07-27	BUY(Maintain)	48,500 원	6개월	-29.58 -24.43
	2020-06-17	BUY(Maintain)	43,000 원	6개월	-17.67	-9.42		2021-08-03	BUY(Maintain)	48,500 원	6개월	-21.73 -8.25
	2020-08-13	BUY(Maintain)	48,000 원	6개월	-32.61	-23.54		2021-09-09	BUY(Maintain)	54,000 원	6개월	
	2020-11-11	BUY(Maintain)	48,000 원	6개월	-32.83	-23.54	<b>마침단소재</b> (178920)	2021-02-22	BUY(Initiate)	58,000 원	6개월	-22.53 -13.88
	2020-11-20	BUY(Maintain)	48,000 원	6개월	-32.79	-23.54		2021-04-27	Buy(Maintain)	69,000 원	6개월	-32.19 -25.36
	2021-01-06	BUY(Maintain)	48,000 원	6개월	-31.86	-18.96		2021-06-04	Buy(Maintain)	69,000 원	6개월	-26.54 -15.94
	2021-02-04	BUY(Maintain)	48,000 원	6개월	-31.02	-13.33		2021-08-10	Buy(Maintain)	81,000 원	6개월	-25.89 -20.86
	2021-02-22	BUY(Maintain)	53,000 원	6개월	-19.67	-8.58		2021-09-09	Buy(Maintain)	81,000 원	6개월	
	2021-03-31	BUY(Maintain)	53,000 원	6개월	-20.46	-15.45	<b>솔루스</b>	2020-05-22	Outperform(Initiate)	42,000 원	6개월	-10.25 3.93
	2021-05-11	BUY(Maintain)	56,000 원	6개월	-22.13	-15.45	<b>첨단소재</b> (336370)	2020-07-17	Outperform(Maintain)	42,000 원	6개월	-10.69 3.93
	2021-06-04	BUY(Maintain)	56,000 원	6개월	-16.91	3.39		2020-07-30	Outperform(Maintain)	45,000 원	6개월	-13.29 5.78
	2021-07-07	BUY(Maintain)	70,000 원	6개월	-15.65	-12.57		2020-11-23	Outperform(Maintain)	46,000 원	6개월	10.31 22.39
	2021-08-03	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-20.47	-17.35		2021-02-10	Outperform(Maintain)	56,000 원	6개월	-16.60 -10.00
	2021-08-11	BUY(Maintain)	83,000 원	6개월	-18.50	-13.25		2021-04-23	Outperform(Maintain)	56,000 원	6개월	-9.58 16.61
	2021-09-01	BUY(Maintain)	100,000 원	6개월	-29.31	-28.20	<b>담당자변경</b>	2021-09-09	BUY(Reinitiate)	80,000 원	6개월	
	2021-09-09	BUY(Maintain)	100,000 원	6개월								

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)			종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)			
				가격 대상 시점	평균 추가 대비	최고 추가 대비					가격 대상 시점	평균 추가 대비	최고 추가 대비	
삼성전자 (005930)	2019-10-10	BUY(Maintain)	59,000원	6개월	-14.77	-13.05	삼성전자 (005930)	2021-01-28	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-21.44	-18.76	
	2019-11-01	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-18.29	-16.98		2021-03-29	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-21.37	-18.76	
	2019-11-05	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-20.43	-17.38		2021-04-05	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-21.10	-18.10	
	2019-12-10	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-20.44	-17.38		2021-04-30	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-21.64	-18.10	
	2019-12-11	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-17.86	-12.62		2021-06-01	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-21.91	-18.10	
	2020-01-09	BUY(Maintain)	69,000원	6개월	-13.88	-13.04		2021-07-08	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-22.18	-18.10	
	2020-01-14	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-17.10	-14.52		2021-07-29	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-24.99	-24.48	
	2020-01-31	BUY(Maintain)	73,000원	6개월	-20.49	-14.52		2021-08-03	BUY(Maintain)	105,000원	6개월	-23.69	-21.05	
	2020-03-17	BUY(Maintain)	63,000원	6개월	-27.66	-22.78		2021-08-13	BUY(Maintain)	97,000원	6개월	-22.77	-20.31	
	2020-03-26	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-20.75	-18.83		2021-09-09	BUY(Maintain)	95,000원	6개월			
	2020-04-07	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-18.52	-14.33		한솔케미칼 (014680)	2019-11-05	BUY(Reinitiate)	130,000원	6개월	-17.31	-22.90
	2020-04-29	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-18.41	-14.33			2020-01-14	BUY(Maintain)	130,000원	6개월	-8.85	-20.27
	2020-05-13	BUY(Maintain)	60,000원	6개월	-18.39	-14.33			2020-02-11	BUY(Maintain)	140,000원	6개월	-19.29	-37.92
	2020-05-29	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-14.51	-10.48			2020-05-13	BUY(Maintain)	115,000원	6개월	53.91	18.47
	2020-07-07	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-16.07	-9.23			2020-09-16	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-18.92	-21.41
	2020-07-31	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-20.79	-17.78			2020-10-05	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	-14.59	-20.30
	2020-09-14	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-20.01	-15.28			2020-11-06	BUY(Maintain)	185,000원	6개월	32.70	-5.83
	2020-10-05	BUY(Maintain)	72,000원	6개월	-19.91	-15.28			2021-02-24	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-17.83	-22.54
	2020-10-08	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-19.92	-18.80			2021-03-29	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-10.67	-18.12
	2020-10-29	BUY(Maintain)	75,000원	6개월	-18.87	-10.00			2021-07-06	BUY(Maintain)	300,000원	6개월	-5.33	-17.49
2020-11-24	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-24.58	-22.78	2021-08-03	Outperform(Downgrade)	300,000원	6개월	-1.00	-16.14			
2020-12-03	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-18.35	-10.00	2021-09-09	Outperform(Maintain)	350,000원	6개월					
2021-01-04	BUY(Maintain)	100,000원	6개월	-12.80	-9.00									

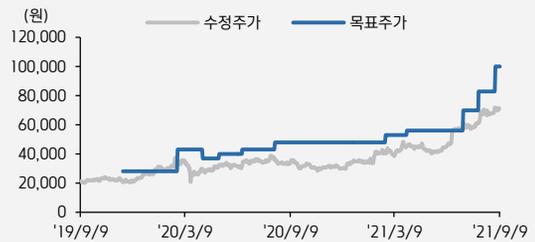
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

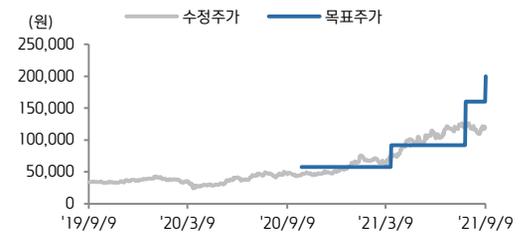
LG디스플레이



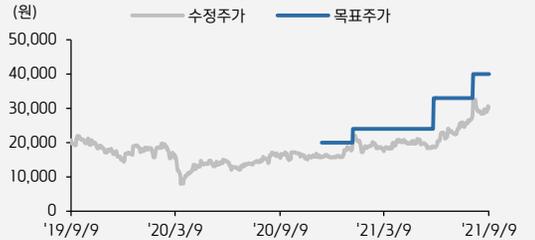
덕산네오룩스



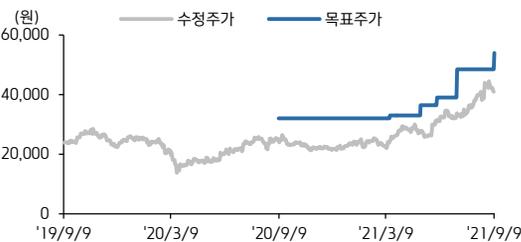
LX세미콘



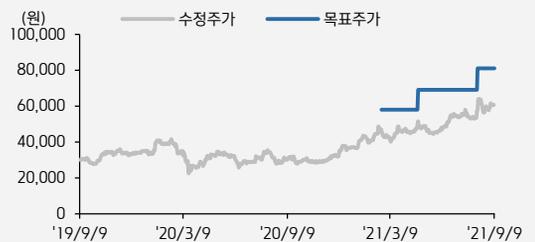
덕산테크피아



이녹스첨단소재



Pi첨단소재



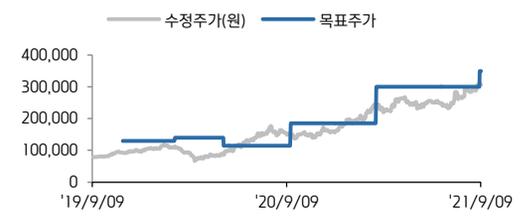
솔루스첨단소재



삼성전자



한솔케미칼



### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 하락 예상		

### 투자등급 비율 통계 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%