

이엘피(063760.KQ)

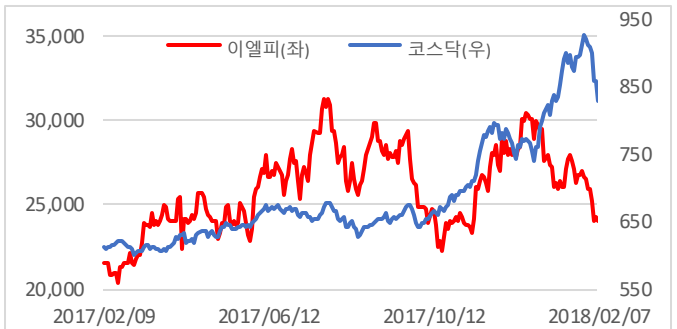
OLED, 년 나를 거쳐야만 해!

| 시가총액 (억원) | 주가전망 | 적정주가 (원) | 현재주가 (원) | 상승여력 (%) |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 1,229억 | Positive | 38,000 | 25,050 | 52%↑ |

비즈니스 이슈

최근 갤럭시S9의 출시 소식과 함께 이재용 삼성전자 부회장의 석방 직후 결정된 반도체, 디스플레이 분야 추가 투자 소식이 전해졌다. 이 부회장이 출소한 만큼 앞으로 투자 결정은 더 과감해지고 빨라질 것으로 보인다. SDC 뿐만 아니라 LGD, 중국 업체들 또한 공격적인 투자 계획을 가지고 있는 만큼 OLED 검사 장비 업체가 수혜를 받을 것으로 전망된다.

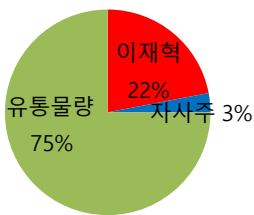
코스닥 지수 및 이엘피 주가 추이 (단위 : 원, pt)



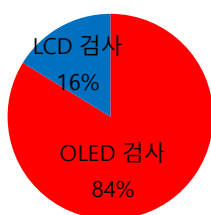
투자포인트

- ① 동사는 삼성디스플레이와 10년 이상의 기술개발 협력을 통해 최고의 디스플레이 검사 기술력 보유
- ② 글로벌 주요업체를 중심으로 독점적인 시장점유율을 보이고 있어 안정적인 성장 기대
- ③ 정부의 코스닥 활성화 지원 정책, 신산업/신기술 분야 규제혁파 지시, 산업통상자원부의 82조원(업계 80조 + 정부 2조) 규모 투자에 따른 수혜 전망
- ④ 국내 대형 디스플레이 업체인 SDC와 LGD의 각각 14조, 15조원 규모의 OLED 투자 계획
- ⑤ BOE를 필두로 한 중국 기업들의 공격적인 투자계획에 따른 중국 수주 모멘텀
- ⑥ 주가전망 '긍정적' 적정주가 38,000원 제시, 적정주가는 2018년 예상 EPS 5,000원에 PER 8.4배를 적용해 산정

주주현황



매출구성 (2017E)



투자자 거래종합 (단위 : 주)

| 날짜 | 외국인 | 개인 | 기관 | 날짜 | 내용 |
|-------|--------|---------|---------|-------|--------------|
| 02/09 | -8,775 | -7,200 | 15,929 | 11/21 | 특허권 취득 |
| 02/08 | 6,143 | 16,041 | -24,195 | 11/14 | 분기보고서 |
| 02/07 | -1,672 | -4,740 | 6,393 | | 단일판매 공급계약 체결 |
| 02/06 | 6,292 | -13,149 | 5,352 | 09/21 | BOE 51억 |
| 02/05 | 3,488 | 7,053 | -10,566 | | |
| 02/02 | -4,041 | 15,202 | -11,200 | | |

최근 공시 내용

이엘피 사업부문별 실적 및 주요 지표 추이

(단위 : 억원, 원, 배, %)

| 구분 | 2015 | 2016 | 2017E | YoY | 2018E | YoY | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 161 | 309 | 468 | 51.5% | 607 | 29.7% | 29 | 78 | 80 | 121 | 120 | 93 | 120 | 135 |
| OLED 패널검사기 등 | 161 | 309 | 468 | 51.5% | 607 | 29.7% | 29 | 78 | 80 | 121 | 120 | 93 | 120 | 135 |
| 영업이익 | 30 | 114 | 214 | 87.7% | 273 | 27.6% | 9 | 24 | 38 | 44 | 55 | 39 | 59 | 61 |
| 영업이익률 | 18.9% | 37.0% | 45.6% | - | 45.0% | - | 30.4% | 30.8% | 46.8% | 36.2% | 45.6% | 41.5% | 48.8% | 45% |
| 순이익 | 32 | 107 | 192 | 79.4% | 243 | 26.6% | 8 | 23 | 31 | 45 | 46 | 36 | 56 | 54 |
| EPS | 806 | 2688 | 4142 | - | 4970 | - | 745 | 1,142 | 770 | 1,117 | 1,150 | 745 | 1,142 | 1,105 |
| PER | 6.33 | 8.19 | 5.93 | - | 4.94 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

이것은 놀이다
This play

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
이 자료는 당사 홈페이지 (www.researcharum.com)에서도 이용하실 수 있습니다.

다시 시작되는 '디스플레이 랠리', 수혜 '갑' 이엘피에 주목하라

OLED 검사장비 제조 / 판매 기업

최고의 기술력에 기인한 독점공급

시장점유율 1위

동사는 AMOLED 및 LCD 디스플레이 검사장비의 제조 및 판매 등을 영위하는 업체다. 모든 AMOLED 패널은 제품의 안정화를 위해 Panel Aging 공정을 거친 다음 모듈공정으로 넘어가 Panel Inspection을 거치는데, 동사는 이에 해당하는 Panel Aging, Panel Inspection 공정에서 이용되는 패널 검사기를 양산하여 AMOLED 패널 제조사에 공급한다.

Aging & Inspection 공정 시 가능한 짧은 시간 안에 많은 양품을 선별하는 것이 수율 향상에 중요하게 영향을 미치기 때문에 패널검사기선별에 있어서 정확성과시간이 가장 핵심이 된다.

동사의 패널 검사기는 세계 최대 디스플레이 업체인 SDC와 10년 이상의 기술개발 협력을 통해 축적해온 독보적인 Software 기술을 Pattem Generator에 탑재하여 경쟁사 대비 30%~60% 단축된 시간과 정확성을 구현하고 있다. 이러한 높은 기술력을 바탕으로 OLED 패널 검사기는 2007년 이후 SDC에 독점 공급하고 있으며, 해외에서도 OLED 검사시스템은 71.5%의 높은 시장점유율로 글로벌 1위 자리를 굳건히 지키고 있다.

소비와 설비투자 확대에 따라 다시 시작되는 '디스플레이 랠리'

디스플레이 산업의 최종 제품은 TV, 컴퓨터, 노트북, 휴대폰 등 내구성 소비재로 경기변동에 민감하다. 디스플레이 패널 제조업체는 디스플레이 패널의 예상 수요 및 관련 전방 산업 경기에 따라 디스플레이 생산라인을 증설하거나 신규 투자를 수행하기 때문에 최근 지속되는 경기 회복세에 따라 디스플레이 산업이 재평가될 전망이다.

18년 1월에 발표된 IMF 세계경제전망에서 18년, 19년의 경제성장률이 3.9%로 강한 성장세가 지속될 전망이라고 전했다. 세계적으로 소득이 증대됨과 동시에 미국과 유로지역이 소비를 중심으로 개선 흐름을 이어가고 있는 만큼 경기 변동의 수혜를 받을 것으로 전망된다. 소비 뿐만 아니라 설비투자도 활성화될 전망이다. 올해 전세계 디스플레이 설비투자 규모는 425억 달러로 전년 대비 약 43% 증가하며, 동사 매출비중의 84%를 차지하는 OLED 분야는 설비투자가 272억달러로 예상된다. 이 중에서도 특히 중국 업체와 SDC, LGD에 주목해야 한다.

중국 주요 고객사 설비투자 계획

최근 중국 스마트폰 업체의 약진에 힘입어 중국 디스플레이 기업은 OLED 설비 확충에 속도를 내고 있다. 중국 최대 패널 제조사 BOE는 내년 4분기로 준비해 온 B11 라인 투자를 1년 정도 앞당겨 올 3분기에 집행하고, 6세대 Flexible OLED 라인 B7과 B11 외에 추가로 청두에 B13, B14 라인을 추가 투자하기로 확정했다. BOE 뿐만 아니라 GVO도 6세대 Flexible OLED라인에 신규 투자를 확정 지었으며, 차이나스타와 CED판다 또한 각각 우한 T4 라인과 6세대 OLED 설비 투자를 2분기부터 시작할 것으로 보인다.

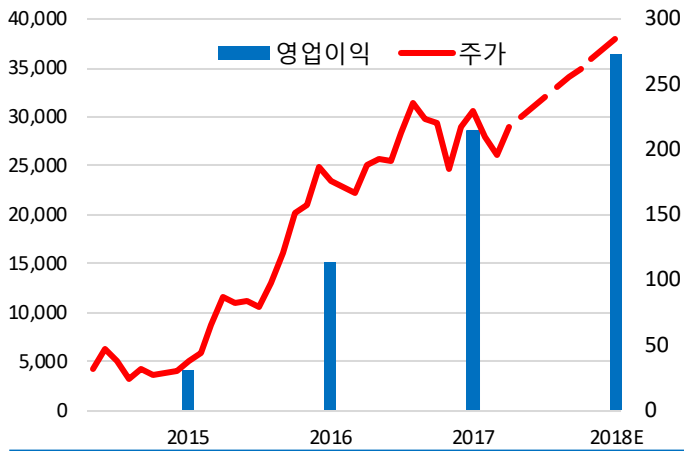
SDC 및 LGD의 설비투자 계획 및 Flexible OLED로의 전환점

SDC의 경우 2019년까지 OLED 양산 확대를 위해 14조원을 투자한다. LGD는 2020년까지 중소형 OLED 양산을 증가시키기 위해 15조원을 투자한다. 삼성전자가 평택 반도체 공장에 30조원을 투입해 신규 라인 건설을 시작한 가운데 세계 최초로 OLED 패널 양산을 시작한 평판 위주로 생산 중인 삼성디스플레이의 A1라인이 약 한달간 폐쇄된다. 추가 투자를 통해 Flexible OLED 생산라인으로 변경할 계획이다. 이재용 삼성전자 부회장의 석방 직후 반도체·디스플레이 추가 투자가 결정됐다는 점에서 삼성 특유의 공격적인 투자 기조와 초격차 전략에 다시 속도가 붙을 것으로 전망된다. 또한 LGD는 중소형 OLED 디스플레이 경쟁에 참여하기 위해선 결국 올해 3분기부터 가동되는 파주 E6 중소형 OLED 생산라인의 수율 안정화와 추가 투자가 필요한 상황이다. 이는 향후 Foldable, Rollable OLED 패널 주도권 확보를 위해서도 필수적인 사안이다.

SDC, LGD 뿐만 아니라 BOE, GVO 등 해외 업체들도 Flexible OLED 채택이 본격화 되면서 동사가 수혜를 받을 것으로 전망된다. 동사는 높은 기술력을 바탕으로 차세대 디스플레이 기술력인 Foldable, Rollable Display 상용화 능력을 보유하고 있다. 사실상 신시장 진출 준비 상황이 완료된 기업은 동사 뿐이라 수주를 독점적으로 받을 수 밖에 없다. 이 뿐만 아니라 디스플레이의 Flexible화로 디스플레이 면적이 넓어지면 동사의 검사장비는 매출이 증가하는 특징을 보이고 있다.

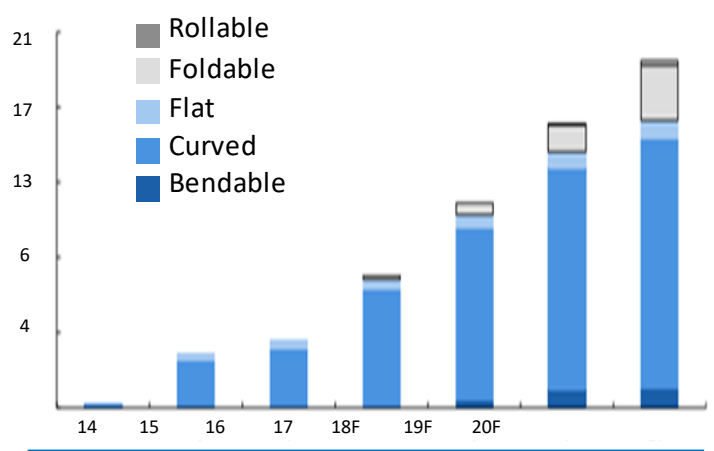
Flexible 투자 확대 -> 디스플레이 장비 업체 수혜 -> Flexible 신기술 상용화 능력에 주목 -> 이엘피

[그림 1] 이엘피의 영업이익 및 주가 추이 (단위: 원, 억 원)



출처: This_play

[그림 2] Flexible 디스플레이 시장규모 추이 및 전망 (단위: 조 원)



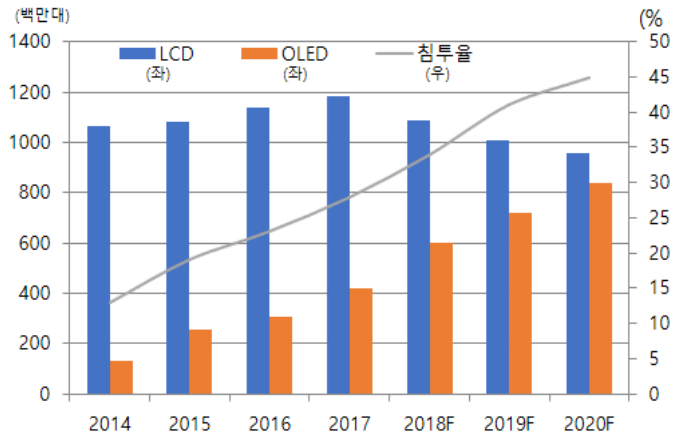
출처: IHS, This_play

[그림 3] OLED 시장 전망 (단위: 억 달러)



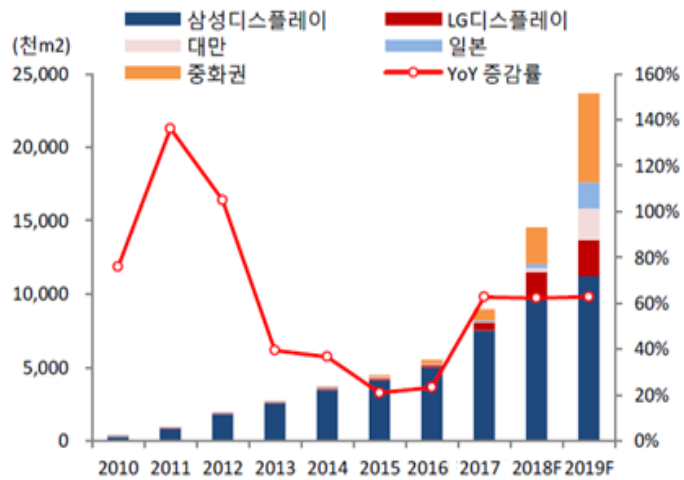
출처: IHS, This_play

[그림 4] OLED 침투율

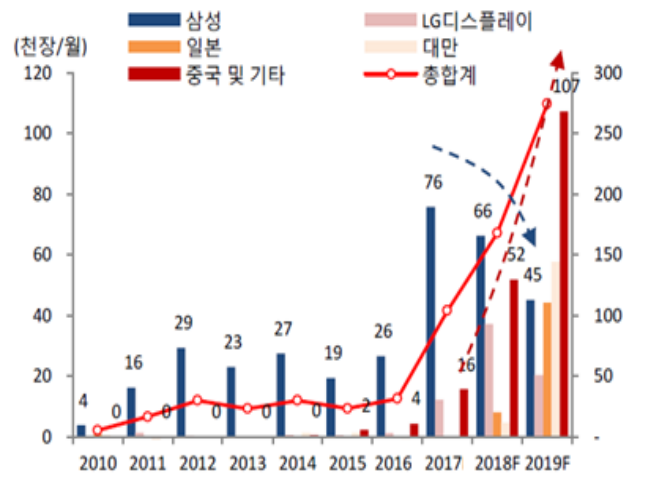


출처: 이엘피, This_play

[그림 5] 주요 디스플레이 업체 연간 OLED Capa 추이 및 전망



출처: IHS, This play



출처: IHS, This play

18, 19년 이엘피 실적에 주목, 투자 시기의 적정성

마진율이 높은
중국향 제품,

중국 업체의
공격적인 투자계획

향후 매출의 중심,
중국

SDC와 LGD를 제외한 해외 업체들의 경우 중소형 OLED 투자는 2018년부터 본격화 될 것으로 예상된다. 46,000장/월을 기록한 2016년 해외 업체들의 중소형 OLED 신규 생산 Capa는 2017년 179,000장/월, 2018년에는 그 수치가 212,000장/월을 기록할 것으로 전망되면서 향후 꾸준한 확대가 예상된다. 이는 최근 중소형 OLED 시장에 대한 중국 당국의 관심과 OLED투자에 대한 정부의 적극적인 지원 정책으로 대다수의 중국 패널업체들이 50%의 정부 보조금 (0% 이자)과 30~40%의 저금리 대출을 받고 있는 것에 기인한다. 이에 따라 2018년 이후 중소형 OLED에 대한 투자는 중화권 업체를 중심으로 한 해외 업체가 주도할 것으로 전망된다.

최근 중국 디스플레이 업체는 중국 정부의 전폭적인 지원과 중국 스마트폰 업체의 약진에 힘입어 공격적으로 투자하고 있다. BOE의 B11, B12라인과 GVO의 V2 ph2 등의 수주도 동사가 선점할 가능성이 높은 만큼 동사의 중국향 매출 비중이 17년 기준 51%에서 2018년에 66%까지 증가할 전망이다. 중국향 제품인 OLED 검사 시스템은 Aging 점등, 터치를 중합 검사하는 형태로 단가가 국내 대비 2배다. 중국향 제품이 마진율이 높은 만큼 향후 중국이 매출의 중심이 될 가능성이 크다.

기술력 및
시장 특성이 만든
진입장벽

그 결과
압도적인
영업이익률

디스플레이 제품 생산에 소요되는 장비의 경우에 최고의 기술력이 필요하며, 그 기술력 자체가 진입장벽으로 작용하고 있다. 또한 디스플레이 패널 제조업체에 제품 공급 실적이 없으면 디스플레이 패널 제조업체가 디스플레이 제조장비에 대해 신뢰성을 확보할 수 없어 신규 장비제조업체로부터 제품의 구입을 꺼리는 일종의 Closed Market 이다. 게다가 기술 및 정보보안을 위해 디스플레이 패널 제조업체가 소수의 협력업체 유지정책을 고수하고 있어 현실적으로 신규 기업이 진입하기는 매우 어려운 상황에서 이엘피의 시장 내 지위는 독보적이다.

독점의 결과로 압도적인 영업이익률을 들 수 있다. 동사의 최근 4분기 영업이익률은 43.1%로 디스플레이 후공정 검사장비 업체(동아엘텍, 힘스, HB테크놀러지)의 평균인 18.1%와 비교해 압도적으로 높다. 검사장비 시장이 니치 마켓이므로 경쟁 강도가 약하기 때문에 향후 2~3년간 높은 영업이익률은 지속될 전망이다.

‘갤럭시 S9’ 시리즈
출시에 따른
매출 성장 전망

삼성전자가 올해 3월 ‘갤럭시S9’ 시리즈를 출시한다. 갤럭시S9 시리즈는 S8 시리즈와 다르게 플러스 제품이 듀얼카메라와 D램, 낸드플래시 등 내장메모리 탑재량과 화면 크기가 늘어나 성능이 확실히 차별화되는 고가모델로 자리 잡을 것으로 예상된다. 갤럭시S9플러스에 탑재되는 AMOLED 패널 면적도 갤럭시S9보다 약 20% 정도 넓은 것으로, 패널 면적이 증가함에 따라 매출이 증가할 전망이다. 그 뿐 아니라 갤럭시S9 시리즈의 올해 예상 판매량이 약 4500만 대로, 동사가 수혜를 받을 가능성이 크다.

정부 지원 정책에
따른 수혜 전망

2월 8일, 산업통상자원부는 ‘반도체 디스플레이 산업 발전전략 발표 및 상생발전위원회 출범식’을 열었다. 그 내용은 선도적 기술개발을 장려하기 위해 업계는 80조, 정부는 2조 원의 규모 상생협력투자에 나선다는 것이다. 이 뿐만 아니라 정부의 코스닥활성화정책, 2월에 발표한 신산업/신기술 분야 규제혁파 과제를 발표하면서 동사가 수혜를 받을 전망이다.

법인세 감면 및
무차입 경영

본사 이전을 통해 2019년까지 법인세가 100% 감면되며, 무차입 경영을 추구하여 재무건전성이 우수하다. 이 또한 실적에 호재이며 투자시기 적정성에 부합한다

2018년 실적 성장 모멘텀 유망주, 저평가 기대로 주가 재평가 시기

**2017년
어닝 서프라이즈
기대**

동사의 매출은 디스플레이 검사장비로만 구성 되어있다. 꾸준한 성장을 유지해 오고 있으며 2016년부터 중국정부 정책과 지원에 따른 지속적이고 폭발적인 중국발 수주 모멘텀으로 인해 큰 성장이 기대되며 어닝 서프라이즈 달성이 기대된다.

그 이유는 디스플레이와 반도체 장비 업체들의 수주공시가 연일 이어지고 있다. 하지만 이엘피는 작년 9월21일 BOE 51억 수주 의무공시 외에는 공시가 올라오지 않고 있는데 이는 자율공시에 의한 것으로 확인 되었다. 따라서 수면위로 떠오르지 않은 수주들이 존재하기에 어닝 서프라이즈가 기대되는 시점이다.

**2018년에도
최고치 경신 및
어닝 서프라이즈
기대**

2018년에는 ‘디스플레이 랠리’에 중국 및 LGD, SDC 등 전세계적인 설비투자가 기대된다. 이에 따라 동사의 올해 영업실적은 매출액 607억원(+30%, YoY), 영업이익 279억원(+27%, YoY)을 초과할 것으로 전망된다.

현재 중소형 디스플레이를 독과점하고 있는 SDC뿐만 아니라 LGD, BOE 등 업체들의 OLED 투자에 따른 장비 수주가 상반기에 공시 될 것으로 판단되며, 8일 산업부가 발표한 ‘반도체, 디스플레이 산업 발전전략’에서 앞서 말한 SDC는 2019년까지 OLED 양산 확대를 위해 14조원을 투자한다는 계획, LGD는 2020년까지 중소형 OLED 양산을 위해 15조원을 투자한다고 밝힘에 따라 수혜가 기대된다.

더불어 디스플레이 분야에서도 20%이상 신축이 가능한 Flexible 디스플레이, 소재 사용량 60% 절감은 물론 공정시간을 50% 단축할 수 있는 프린팅 방식의 생산체계 등 개발을 추진하기 때문에 올해 예상 실적 초과 달성이 무리가 없어 보인다.

[그림 6] 산업부의 ‘GAP 5 전략’ 내용

| 디스플레이 | '17년 | '22년 |
|--------------|------|----------|
| 장비 국산화율 | 70% | -> 80% |
| 소재 국산화율 | 30% | -> 50% |
| 장비, 소재 1위 기술 | 0개 | -> 4개 |
| OLED 수출 | 85억불 | -> 255억불 |

[그림 7] 이엘피 수주 잔고 내용 정리

(단위 : 억원)

| 사업부문 | 품목 | 수주총액 | 수주잔고 |
|-------------|--------------|-------|-------|
| 디스플레이 검사 장비 | OLED 검사 장비 외 | 91억 원 | 86억 원 |

**주가 전망
‘긍정적’ 적정주가
38000원 제시**

당 리서치팀은 동사에 대한 ‘긍정적’인 주가 전망과 함께 적정주가 38,000원을 제시한다. 적정주가 산정은 2018년 예상 EPS 5000원에 OLED장비 업체(동아엘텍, 힘스, 야스)의 PER Multiple 8.4배를 적용하였으며 안전마진 10% 적용하여 보수적으로 산출했다.

2016년 매출액 309억(+91%, YoY), 영업이익 114억(+280%, YoY) 2017년 매출액 478억(+55%, YoY), 영업이익 218억(+91%, YoY)의 튼튼한 실적과 ‘디스플레이 랠리’가 다시 찾아온 것을 고려했을 때 최소 산업성장률 20% 정도는 상회하여 성장할 것이라고 판단되며 보수적으로 EPS를 추정하였다.

40% 이상의 높은 영업이익률을 보여주는 점, 무차입경영을 통한 부채비율이 15%에 육박하는 점, 3Q17말 기준 220억 이상의 순현금을 보유했기에 OLED 장비업체 중 가장 안정적인 재무구조를 유지하고 있다는 점도 긍정적이다.

Compliance Notice

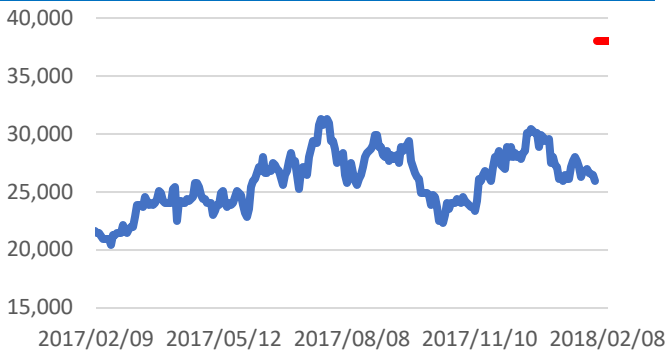
- ❖ 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 조사분석 담당자의 의견이 정확하게 반영되었습니다. (작성자 : This play)
- ❖ 당사는 동 자료를 기관투자자나 제3자에 사전 제공한 사실이 없습니다.
- ❖ 당사는 발간일 현재 동 종목 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 조사분석 담당자는 발간일 현재 동 종목을 보유하고 있지 않습니다.

기업 및 산업분석 주가전망 구분

- Positive 3개월 내 시장 대비 30% 이상의 주가 상승이 예상될 경우
- Neutral 3개월 내 시장 대비 -10%~10%의 주가등락이 예상될 경우
- Negative 3개월 내 시장 대비 10% 이상의 주가 하락이 예상될 경우

이엘피 주가추이 및 적정주가

(단위 : 원)



Rating Change

| 날짜 | 적정주가 | 주가전망 |
|------------|---------|----------|
| 2018.02.09 | 38,000원 | Positive |



이 것은
놀 이 다
This play

독립 리서치알음은 QATS 시스템으로

여러분의 성공과 함께하겠습니다