

원익IPS (240810) - BUY(유지), TP 2.9만원(하향)

QD-OLED 최대 수혜주

- 동사 주가는 고점 대비 약 50% 하락. 2019년 반도체 투자 축소를 감안해도 과도한 수준. 동사 수주 잔고는 4Q18 저점 회복세 전환. 주요 시나리오별 동사 실적은,
 - 1) Case 1: 전방 반도체 투자 30~40% 삭감 시, 매출액 7,000억원, OPM 19% 추정. 2019E PER 8x
 - 2) Case 2: 신규 투자 X, Migration만 진행 시, 매출액 5,500억원, OPM 15% 추정. 2019E PER 12x
- Case 2가 현실화되어도, 2020년 반도체 투자는 오히려 대폭 증가 예상. 1H19 업계 공급 조절 이후 2H19 성수기 Tight한 반도체 수급 전망. 2020년 서버 교체 주기와 CPU Shortage 해소로 반도체 투자 재개 예상
- QD-OLED는 새로운 성장 모멘텀. TFT에서 Encap까지 다양한 장비 수주 기대. 동사는 국내 업체 중 장비 수주 규모가 큰 업체. 반면 주가는 QD-OLED 모멘텀을 전혀 반영하지 못한 상황
- 2020년 반도체 투자 재개와 QD-OLED 수혜로 최대 실적 경신 전망. 매출액 1조80억원(+54% YoY), 영업 이익 2,309억원(+73% YoY) 추정
- 실적 조정으로 목표주가를 29,000원(2019E EPS 11x)으로 하향, 투자 의견 Buy 유지

Quarterly Earnings

(단위: 십억원, %, 배)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	244	631	664	700	1,080	1,102	1,179
영업이익	29	122	120	134	231	225	239
EBITDA	40	139	138	152	250	246	261
순이익	23	95	98	109	187	183	194
순차입금	(27)	(101)	(235)	(255)	(275)	(426)	(571)
매출증가율	적지	158.5	5.3	5.5	54.2	2.0	7.0
영업이익률	11.8	19.4	18.1	19.1	21.4	20.4	20.3
순이익률	9.2	15.1	14.8	15.5	17.3	16.6	16.5
EPS증가율	n/a	323.5	2.9	10.7	72.3	(2.5)	6.2
ROE	n/a	35.8	28.3	25.3	33.1	24.9	21.4

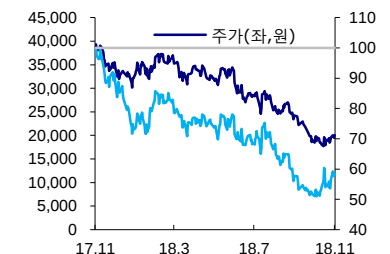
Stock Information

현재가 (11/15)	20,050원
예상 주가상승률	44.6%
시가총액	8,275억원
비중(KOSDAQ내)	0.37%
발행주식수	41,273천주
52주 최저가 / 최고가	17,750 - 40,150원
3개월 일평균거래대금	71억원
외국인 지분율	28.1%
주요주주지분율(%)	
원익홀딩스 (외 6인)	33.2
삼성전자(주) (외 1인)	9.0
TT International	7.6

	2017	2018E	2019E
PER	14.5	8.4	7.6
PBR	4.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	9.2	4.3	3.8
배당수익률	0.6	1.2	1.7

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	8.4	(37.4)	(50.1)	(40.0)
KOSPI대비상대수익률	13.6	(16.4)	(38.8)	(25.3)

Price Trend

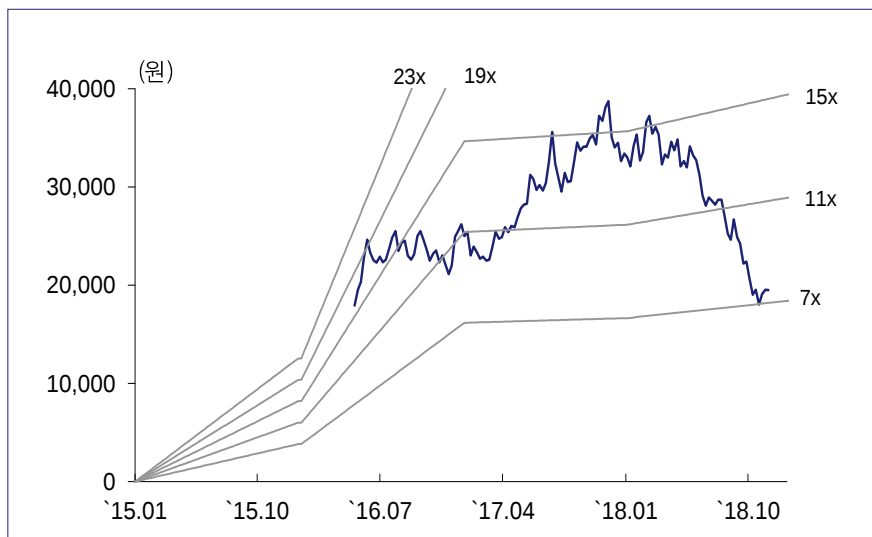


원익IPS (240810)

실적 및 Valuation

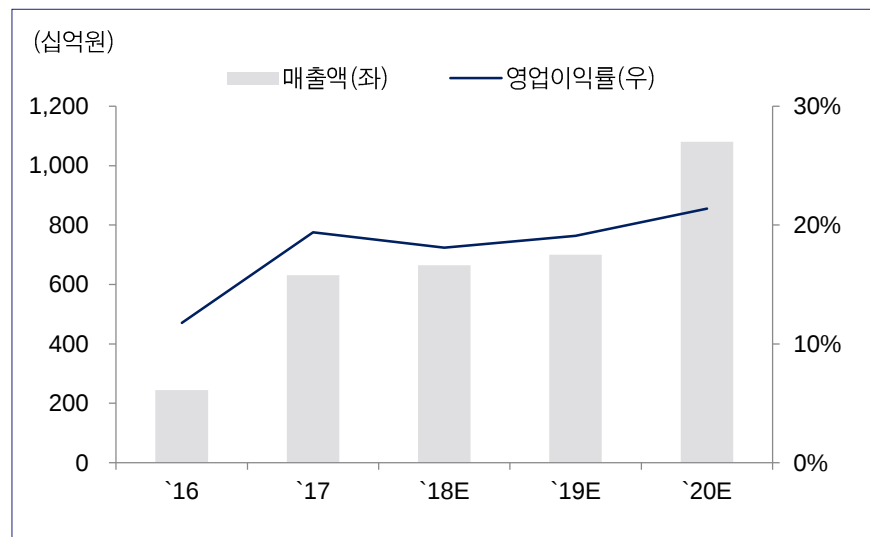
- 2019E 매출액 7,005억원(+5.4% YoY), 영업이익 1,338억원(+11.3% YoY) 추정
 - 1) Case 1: 전방 반도체 투자가 30~40% 삭감 시, 매출 7,005억원, OPM 19% 추정 (현재 당사 모델 반영)
 - 2) Case 2: 신규 반도체 투자가 없고, Migration 투자만 진행 시, 매출액 5,500억원, OPM 15% 추정
- 2020E 매출액 1조80억원(+54.2% YoY), 영업이익 2,309억원(+73% YoY) 추정. 2019년 지연되었던 반도체 투자 재개와 QD-OLED 수혜 전망
- 2019E PER은 Case 1 경우 7.5x, Case 2는 12.1x 수준. 동종 장비 업계 Valuation 평균 12x~13x 대비 저평가 국면

12M Forward PER



Source: 원익IPS, KTB투자증권

원익IPS 실적 전망



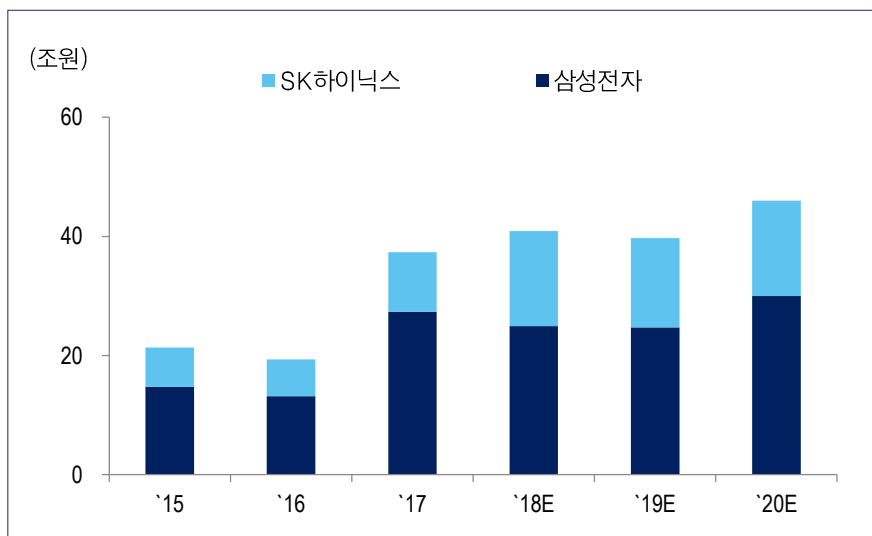
Source: 원익IPS, KTB투자증권

원익IPS (240810)

반도체 장비 부문 전망

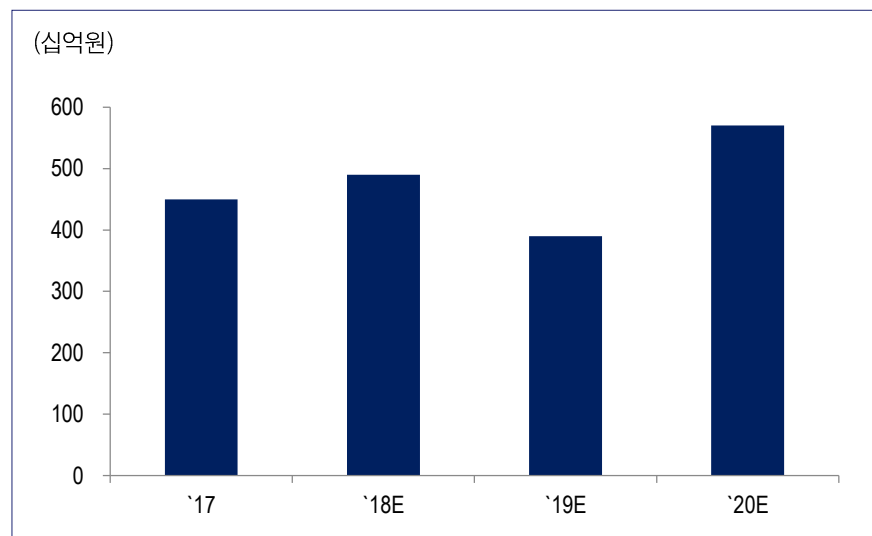
- 동사 반도체 장비 매출액은 2018E 4,900억원, 2019E 3,900억원, 2020E 5,700억원 추정
- 전방 반도체 수급 완화로 4Q18부터 반도체 가격 하락폭 확대. 반도체 업계는 수급 조절을 위해 신규 투자를 축소 혹은 지연 중
- 계절성 고려하면 수요는 4Q18~1Q19 저점 이후 2Q19 회복세 전망. 2H19 전세계 5G Network와 데이터 센터 투자 재개로 반도체 수요 회복 추정
- 구조적인 반도체 수요 성장을 고려할 때, 반도체 업계 투자는 2H19부터 재개되고 2020년 최대치를 재차 경신할 것으로 전망
- 공정이 복잡해지면서 단위 Capa 당 장비 투자 비용 증가세. 또한 Parts와 A/S 등 실적 하단을 방어하는 유지&보수 매출은 구조적으로 점증

삼성전자와 SK하이닉스 반도체 CAPEX 전망



Source: 삼성전자, SK하이닉스, KTB투자증권

원익IPS 반도체 장비 매출 전망



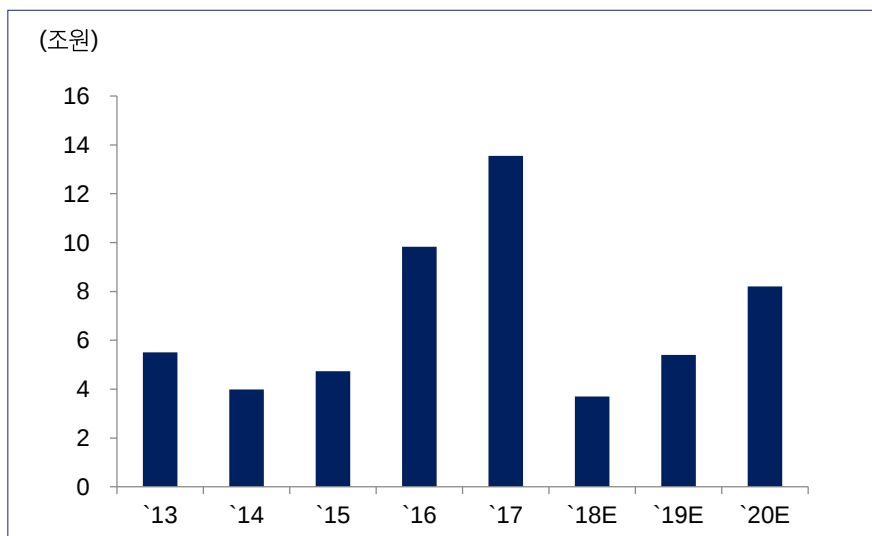
Source: 원익IPS, KTB투자증권

원익IPS (240810)

Display 장비 부문 전망

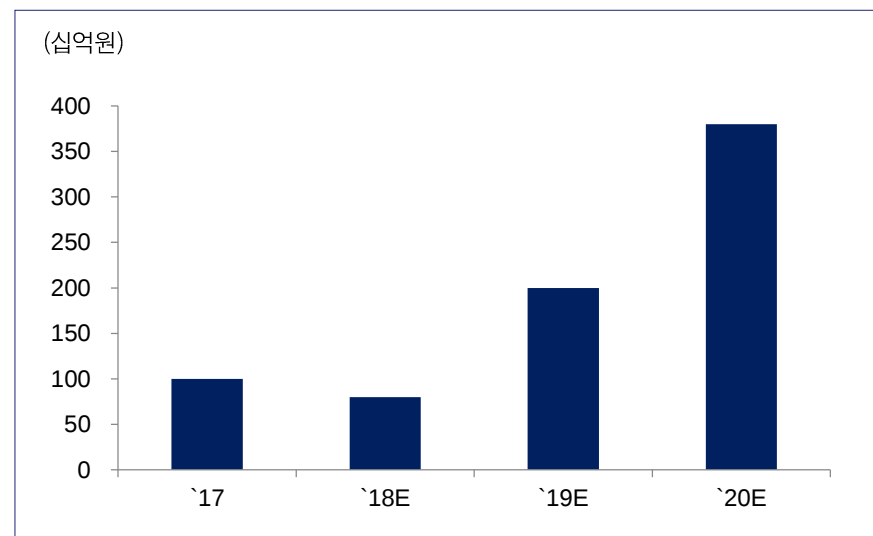
- 동사 Display 장비 매출액은 2018E 800억원, 2019E 2,000억원, 2020E 3,800억원 추정
- 전방 Display 업계 투자 축소에도 불구하고, 고객사 다변화 수혜로 매출 성장세 지속
- 2019년 이후 QD-OLED 장비 수주 모멘텀 기대. 국내 업체 중 수주 규모가 가장 클 것으로 추정(총 2,500~3,500억원)
- 또한 Foldable향 중소형 OLED 투자 재개 시, 추가적인 실적 Upside도 가능

삼성디스플레이 투자 전망



Source: 삼성디스플레이, KTB투자증권

Display 장비 매출 전망



Source: 원익IPS, KTB투자증권

원익IPS (240810)

사업 부문별 실적 및 전방 투자 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액																
Total	137.5	205.3	198.2	89.9	137.7	210.6	196.3	119.7	143.7	179.6	188.6	188.6	630.9	664.3	700.5	1,080.0
YoY		290.7%	107.3%	-6.3%	0.1%	2.6%	-1.0%	33.2%	4.4%	-14.7%	-3.9%	57.5%	158.5%	5.3%	5.4%	54.2%
QoQ	43.4%	49.3%	-3.5%	-54.6%	53.2%	52.9%	-6.8%	-39.0%	20.0%	25.0%	5.0%	0.0%				
영업이익																
Total	32.3	46.9	30.2	12.9	22.1	46.0	46.4	5.5	23.3	35.4	40.0	34.7	122.3	120.0	133.5	230.9
OPM	23.5%	22.9%	15.2%	14.3%	16.0%	21.8%	23.6%	4.6%	16.2%	19.7%	21.2%	18.4%	19.4%	18.1%	19.1%	21.4%
YoY		1155.1%	183.3%	-10.2%	-31.6%	-2.0%	53.8%	-57.4%	5.6%	-23.0%	-13.8%	533.4%	325.9%	-1.9%	11.3%	73.0%
QoQ	125.6%	45.3%	-35.7%	-57.4%	71.9%	108.2%	0.8%	-88.2%	325.9%	51.9%	12.8%	-13.2%				

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
반도체																
SEC																
평택 1	1층 NAND 100K			2층 DRAM 60K, NAND 30K					2층 DRAM 25K				2층 DRAM 20K			
Xian 2										NAND 20K				NAND 20K		
Line 18											System 30K				System 30K	
SK Hynix																
M14	DRAM 30K, NAND 40K			DRAM 40K, NAND 15K												
M15							NAND 20K				NAND 20K				NAND 20K	
Wuxi									DRAM 20K				DRAM 20K			DRAM 20K
Display																
SDC	A3		A4								L8(QD-OLED) 전환				L8(QD-OLED) 전환	
Tianma					Wuhan											
GVO		V2 Gu'an									V4 Hefei				V4 Hefei	
HKC							Chuzhou		Mianyang				Mianyang			
BOE					B11						B12					
매출액	137.5	205.3	198.2	89.9	137.7	210.6	196.3	119.7	143.7	179.6	188.6	188.6	188.6	254.6	310.6	326.1

Source: 원익IPS, KTB투자증권

재무제표-1

대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	158.9	280.1	393.3	494.6	678.4
현금성자산	39.0	112.7	244.3	263.6	283.7
매출채권	35.5	51.0	29.0	45.7	79.0
재고자산	80.5	109.8	113.4	178.7	309.0
비유동자산	121.7	129.5	160.4	169.2	180.0
투자자산	5.6	10.9	25.9	27.0	28.1
유형자산	104.8	108.2	124.0	132.0	141.7
무형자산	11.3	10.4	10.5	10.3	10.2
자산총계	280.7	409.6	553.7	663.8	858.4
유동부채	53.0	81.5	156.2	167.4	188.4
매입채무	31.7	47.4	17.2	27.1	46.8
유동성이자부채	12.0	12.0	9.0	9.0	9.0
비유동부채	8.8	14.6	16.9	17.6	18.3
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	61.7	96.1	173.1	185.0	206.7
자본금	20.6	20.6	20.6	20.6	20.6
자본잉여금	175.3	175.3	175.3	175.3	175.3
이익잉여금	23.2	117.9	184.9	283.2	456.0
자본조정	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
자기주식	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
자본총계	218.9	313.5	380.5	478.9	651.7
투하자본	190.5	210.0	145.3	224.2	377.0
순차입금	(27.0)	(100.7)	(235.3)	(254.6)	(274.7)
ROA	na	27.6	20.4	17.8	24.6
ROE	na	35.8	28.3	25.3	33.1
ROIC	na	46.9	53.4	57.9	61.4

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출	244.1	630.9	664.2	700.5	1,080.0
증가율 (Y-Y,%)	적지	158.5	5.3	5.5	54.2
영업이익	28.7	122.3	120.2	133.8	230.9
증가율 (Y-Y,%)	적지	325.7	(1.6)	11.3	72.6
EBITDA	39.9	139.3	138.2	152.2	249.6
영업외손익	(0.8)	2.0	4.3	2.0	3.2
순이자수익	0.2	1.2	2.3	2.1	3.2
외화관련손익	(0.0)	(0.6)	1.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전계속사업손익	27.9	124.3	124.6	135.8	234.1
당기순이익	22.5	95.4	98.2	108.7	187.3
지배기업당기순이익	22.5	95.4	98.2	108.7	187.3
증가율 (Y-Y,%)	적지	323.5	2.9	10.7	72.3
NOPLAT	23.2	93.8	94.8	107.0	184.7
(+) Dep	11.2	17.0	17.9	18.4	18.7
(-) 운전자본투자	79.0	18.8	(96.0)	70.8	142.6
(-) Capex	12.6	18.1	31.6	24.0	26.0
OpFCF	(57.2)	74.0	177.1	30.7	34.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	42.1	19.6
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	67.0	23.6
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	56.2	21.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	69.0	25.2
영업이익률(%)	11.8	19.4	18.1	19.1	21.4
EBITDA마진(%)	16.4	22.1	20.8	21.7	23.1
순이익률(%)	9.2	15.1	14.8	15.5	17.3

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

재무제표-2

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	19.0	96.5	181.9	57.0	64.0
당기순이익	22.5	95.4	98.2	108.7	187.3
자산상각비	11.2	17.0	17.9	18.4	18.7
운전자본증감	(23.1)	(57.1)	53.5	(70.8)	(142.6)
매출채권감소(증가)	6.7	(16.1)	11.0	(16.7)	(33.3)
재고자산감소(증가)	(24.4)	(38.7)	74.7	(65.2)	(130.3)
매입채무증가(감소)	3.4	14.8	(27.2)	9.9	19.8
투자현금	(15.0)	(22.4)	(39.1)	(27.3)	(29.5)
단기투자자산감소	(0.0)	(0.1)	(2.5)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	(1.4)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(12.6)	(18.1)	(31.6)	(24.0)	(26.0)
유무형자산감소	(1.3)	(1.0)	(2.4)	(2.2)	(2.3)
재무현금	7.7	(0.2)	(11.4)	(10.3)	(14.4)
차입금증가	8.0	0.0	(3.0)	0.0	0.0
자본증가	0.0	0.0	(8.3)	(10.3)	(14.4)
배당금지급	0.0	0.0	8.3	10.3	14.4
현금 증감	11.7	73.6	131.4	19.3	20.1
총현금흐름	42.3	167.6	154.0	127.8	206.6
(-) 운전자본증가(감소)	79.0	18.8	(96.0)	70.8	142.6
(-) 설비투자	12.6	18.1	31.6	24.0	26.0
(+) 자산매각	(1.3)	(1.0)	(2.4)	(2.2)	(2.3)
Free Cash Flow	4.2	88.1	168.4	29.7	34.5
(-) 기타투자	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0
잉여현금	4.2	86.7	168.4	29.6	34.5

주요투자지표

(단위:원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	546	2,311	2,379	2,632	4,537
BPS	5,030	7,343	8,966	11,353	15,542
DPS	0	200	250	350	400
Multiples(x, %)					
PER	48.0	14.5	8.4	7.6	4.4
PBR	5.2	4.5	2.2	1.8	1.3
EV/ EBITDA	26.4	9.2	4.3	3.8	2.2
배당수익율	0.0	0.6	1.2	1.7	2.0
PCR	25.6	8.2	5.4	6.5	4.0
PSR	4.4	2.2	1.2	1.2	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	28.2	30.7	45.5	38.6	31.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	300.0	343.5	251.8	295.5	360.0
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산구조					
투하자본(%)	81.0	62.9	35.0	43.6	54.7
현금+투자자산(%)	19.0	37.1	65.0	56.4	45.3
자본구조					
차입금(%)	5.2	3.7	2.3	1.8	1.4
자기자본(%)	94.8	96.3	97.7	98.2	98.6

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권