

원익IPS (240810)



BUY(Reinitiate)

주가(2/26) 24,250원

목표주가 31,000원

반도체/디스플레이 Analyst 박유악

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

RA 김소원

02)3787-4736 / sowonkim@kiwoom.com

반도체 CapEx 축소로 인해 '19년 반도체 부문의 실적 감소(-15%YoY)가 불가피하겠으나, 주요 디스플레이 고객사의 투자 확대로 디스플레이 실적 강세가 나타날 전망이다. 원익테라세미콘과의 합병 시너지가 더해져 QD-OLED TV 및 Y-OCTA 투자의 최대 수혜주로 예상된다. 향후 디스플레이 CapEx 확대와 반도체 업황의 턴어라운드가 더해져 주가의 강한 상승이 나타날 것으로 판단한다.

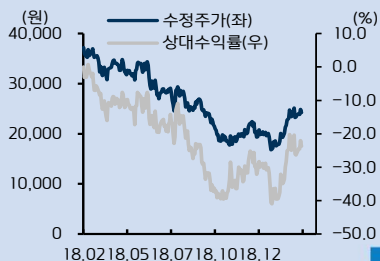
#### Stock Data

|               |         |          |        |
|---------------|---------|----------|--------|
| KOSDAQ (2/26) |         | 747.09pt |        |
| 시가총액          |         | 11,903억원 |        |
| 52주 주가동향      | 최고가     | 최저가      |        |
|               | 37,000원 | 16,800원  |        |
| 최고/최저가대비      | -34.46% | 44.35%   |        |
| 주가수익률         | 절대      | 상대       |        |
|               | 1M      | 20.6%    | 14.9%  |
|               | 6M      | -1.6%    | 5.1%   |
|               | 1Y      | -34.8%   | -23.7% |

#### Company Data

|             |            |
|-------------|------------|
| 발행주식수       | 49,084천주   |
| 일평균 거래량(3M) | 438천주      |
| 외국인 지분율     | 23.57%     |
| 배당수익률(18.E) | 0.60%      |
| BPS(18.E)   | 9,577원     |
| 주요 주주       | 원익홀딩스 외 2인 |
|             | 32.99%     |

#### Price Trend



## OLED CapEx 확대의 대표주자

### >>> 반도체 CapEx 축소는 충분히 반영

합병을 고려한 원익IPS의 2019년 실적은 매출액 7,606억원(+17%YoY) 영업이익 972억원(-8%YoY)으로, 주요 고객사들의 반도체 CapEx 축소로 감익이 불가피할 전망이다. '19년 실적 약세 전망으로 인해 원익IPS의 주가는 지난해 약 -40%(YTD) 하락 후, '19년 연초 대비 20% 이상 상승했다. 이제 동사에 대한 시선은 QD-OLED TV 및 Y-OCTA(On Cell Touch AMOLED) 실적이 본격 반영되는 2020년에 맞추는 것이 바람직하다. 파츠 매출 확대 등을 통한 체질 개선이 지속되고 있으며, 디스플레이 장비에 주력하고 있는 원익테라세미콘과의 합병을 통해 제품 및 고객사 다변화 또한 가능해질 전망이다.

### >>> 이제 시선을 2020년으로

삼성디스플레이의 QD-OLED TV 및 Y-OCTA 전환 투자가 1H19에 착수될 것으로 예상되며, 원익IPS가 최대 수혜주로 판단된다. 셋업 기준의 매출 인식으로 인해 관련 실적 성장은 2019년 하반기 이후부터 본격화 될 것이다. 이를 반영한 2020년 실적은 매출액 1조2,040억원(+58%YoY), 영업이익 1,747억원(+80%YoY)으로, 사상 최대치를 기록할 전망이다. 향후 디스플레이 CapEx 확대와 반도체 업황의 턴어라운드가 더해져 주가 강세가 이어질 것으로 판단한다. 투자의견 BUY, 목표주가 31,000원으로 신규 커버리지를 개시한다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2017  | 2018P | 2019E | 2020E  |
|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액(억원)       | 6,309 | 6,491 | 7,606 | 12,040 |
| 영업이익(억원)      | 1,223 | 1,059 | 972   | 1,746  |
| EBITDA(억원)    | 1,393 | 1,235 | 1,184 | 1,971  |
| 세전이익(억원)      | 1,243 | 1,086 | 965   | 1,746  |
| 순이익(억원)       | 954   | 892   | 744   | 1,355  |
| 지배주주지분순이익(억원) | 954   | 900   | 781   | 1,355  |
| EPS(원)        | 2,311 | 2,182 | 1,614 | 2,761  |
| 증감율(%YoY)     | 323.5 | -5.6  | -26.1 | 71.1   |
| PER(배)        | 14.5  | 11.1  | 15.0  | 8.8    |
| PBR(배)        | 4.4   | 2.5   | 2.5   | 2.0    |
| EV/EBITDA(배)  | 9.2   | 9.6   | 9.2   | 5.4    |
| 영업이익률(%)      | 19.4  | 16.3  | 12.8  | 14.5   |
| ROE(%)        | 35.8  | 25.2  | 17.3  | 25.7   |
| 순부채비율(%)      | -32.1 | -44.7 | -48.8 | -52.6  |

## 원익IPS 연결실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

|           | 1Q18  | 2Q18  | 3Q18  | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017  | 2018P | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 137.7 | 210.6 | 196.3 | 104.8 | 119.7 | 125.4 | 271.1 | 244.4 | 630.8 | 649.3 | 760.6 |
| %QoQ/%YoY | 53%   | 53%   | -7%   | -47%  | 14%   | 5%    | 116%  | -10%  | 88%   | 3%    | 17%   |
| 반도체       | 108.7 | 181.8 | 169.0 | 67.6  | 89.7  | 65.4  | 160.7 | 134.4 | 526.3 | 527.2 | 450.2 |
| 디스플레이     | 29.0  | 28.6  | 27.2  | 37.1  | 30.0  | 60.0  | 110.4 | 110.0 | 104.3 | 121.8 | 310.4 |
| 기타        | 5.1   | 14.0  | 32.9  | 21.9  | 15.6  | 24.5  | 55.3  | 9.0   | 67.3  | 73.9  | 104.3 |
| 매출원가      | 83.1  | 128.7 | 113.6 | 62.9  | 72.2  | 76.6  | 156.9 | 141.8 | 379.6 | 388.2 | 447.5 |
| 매출원가율     | 60%   | 61%   | 58%   | 60%   | 60%   | 61%   | 58%   | 58%   | 60%   | 60%   | 59%   |
| 매출총이익     | 54.6  | 81.9  | 82.7  | 41.9  | 47.4  | 48.8  | 114.2 | 102.6 | 251.2 | 261.1 | 313.1 |
| 매출총이익률    | 40%   | 39%   | 42%   | 40%   | 40%   | 39%   | 42%   | 42%   | 40%   | 40%   | 41%   |
| 판매비와관리비   | 32.5  | 35.9  | 36.3  | 50.5  | 32.3  | 34.4  | 75.9  | 73.3  | 129.0 | 155.2 | 215.9 |
| 영업이익      | 22.1  | 46.0  | 46.4  | -8.6  | 15.1  | 14.4  | 38.3  | 29.3  | 122.3 | 105.9 | 97.2  |
| %QoQ/%YoY | 72%   | 109%  | 1%    | 적자전환  | 흑자전환  | -5%   | 166%  | -23%  | 326%  | -13%  | -8%   |
| 영업이익률     | 16%   | 22%   | 24%   | -8%   | 13%   | 11%   | 14%   | 12%   | 19%   | 16%   | 13%   |
| 법인세차감전손익  | 22.6  | 47.8  | 47.9  | -8.5  | 15.5  | 15.8  | 38.8  | 30.1  | 124.3 | 108.6 | 100.1 |
| 법인세비용     | -2.0  | 16.2  | 10.9  | -5.7  | 3.4   | 3.5   | 8.5   | 6.6   | 28.9  | 19.4  | 22.0  |
| 당기순이익     | 24.6  | 31.6  | 37.0  | -2.8  | 12.1  | 12.3  | 30.3  | 23.4  | 95.4  | 90.0  | 78.1  |
| 당기순이익률    | 18%   | 15%   | 19%   | -3%   | 10%   | 10%   | 11%   | 10%   | 15%   | 14%   | 10%   |

주) 2019년 분기 및 연간 수치는 원익테라세미콘과의 합병이 반영된 실적. 재무상태표는 추후 업데이트 예정  
 자료: 키움증권 리서치센터

## 원익IPS의 6개월 목표주가 31,000원 제시

| Multiple          | 2019E  | 2020E  | 비고                  |     |
|-------------------|--------|--------|---------------------|-----|
| PER               |        |        |                     |     |
| Normalized EPS    | 1,918  | 2,431  | Market Risk Premium | 7%  |
| Intrinsic P/E     | 17.5   | 17.5   | Risk Free Rate      | 2%  |
| Intrinsic Value   | 33,508 | 42,479 | Beta                | 1.0 |
| PBR               |        |        |                     |     |
| BPS               | 9,555  | 12,114 | Normalized ROE      | 20% |
| ROE               | 20.1%  | 25.2%  | Cost of Equity      | 9%  |
| Intrinsic P/B     | 3.0    | 3.0    | Terminal Growth     | 3%  |
| Intrinsic Value   | 28,499 | 36,130 |                     |     |
| Target Price – 6M | 31,003 |        |                     |     |

자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결      | 2016  | 2017  | 2018P | 2019E | 2020E  |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액                  | 2,441 | 6,309 | 6,491 | 7,606 | 12,040 |
| 매출원가                 | 1,510 | 3,796 | 3,882 | 4,475 | 7,212  |
| 매출총이익                | 930   | 2,512 | 2,609 | 3,131 | 4,828  |
| 판매비및일반관리비            | 643   | 1,290 | 1,554 | 2,159 | 3,082  |
| 영업이익(보고)             | 287   | 1,223 | 1,059 | 972   | 1,746  |
| 영업이익(핵심)             | 287   | 1,223 | 1,059 | 972   | 1,746  |
| 영업외손익                | -8    | 20    | 27    | -7    | 0      |
| 이자수익                 | 3     | 14    | 8     | 10    | 15     |
| 배당금수익                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 외환이익                 | 7     | 10    | 19    | 19    | 30     |
| 이자비용                 | 1     | 2     | 1     | 2     | 3      |
| 외환손실                 | 7     | 16    | 10    | 8     | 13     |
| 관계기업지분법손익            | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 투자및기타자산처분손익          | -3    | -7    | -1    | -1    | -1     |
| 금융상품평가및기타금융이익        | 0     | 0     | 6     | 4     | 4      |
| 기타                   | -7    | 21    | 6     | -28   | -32    |
| 법인세차감전이익             | 279   | 1,243 | 1,086 | 965   | 1,746  |
| 법인세비용                | 54    | 289   | 194   | 220   | 391    |
| 유호법인세율 (%)           | 19%   | 23%   | 18%   | 23%   | 22%    |
| 당기순이익                | 225   | 954   | 892   | 744   | 1,355  |
| 지배주주지분순이익(억원)        | 225   | 954   | 900   | 781   | 1,355  |
| EBITDA               | 399   | 1,393 | 1,235 | 1,184 | 1,971  |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 337   | 1,124 | 1,072 | 957   | 1,580  |
| 수정당기순이익              | 227   | 959   | 888   | 742   | 1,353  |
| 증감율(% YoY)           |       |       |       |       |        |
| 매출액                  | N/A   | 158.5 | 2.9   | 17.2  | 58.3   |
| 영업이익(보고)             | N/A   | 325.7 | -13.4 | -8.2  | 79.7   |
| 영업이익(핵심)             | N/A   | 325.7 | -13.7 | -7.9  | 79.7   |
| EBITDA               | N/A   | 249.0 | -11.3 | -4.1  | 66.5   |
| 지배주주지분 당기순이익         | N/A   | 323.5 | -5.6  | -13.3 | 73.5   |
| EPS                  | N/A   | 323.5 | -5.6  | -26.1 | 71.1   |
| 수정순이익                | N/A   | 321.7 | -7.4  | -16.4 | 82.3   |

## 현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결   | 2016 | 2017  | 2018P | 2019E | 2020E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름          | 190  | 965   | 1,279 | 883   | 1,263 |
| 당기순이익             | 225  | 954   | 892   | 744   | 1,355 |
| 감가상각비             | 96   | 144   | 159   | 186   | 195   |
| 무형자산상각비           | 16   | 26    | 21    | 27    | 29    |
| 외환손익              | 0    | 6     | -9    | -10   | -17   |
| 자산처분손익            | 3    | 7     | 1     | 1     | 1     |
| 지분법손익             | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 영업활동자산부채 증감       | -231 | -571  | 196   | -123  | -329  |
| 기타                | 81   | 399   | 18    | 60    | 27    |
| 투자활동현금흐름          | -150 | -224  | -449  | -328  | -427  |
| 투자자산의 처분          | -8   | -19   | 18    | -4    | -16   |
| 유형자산의 처분          | 0    | 6     | -10   | -10   | -11   |
| 유형자산의 취득          | -126 | -181  | -314  | -250  | -270  |
| 무형자산의 처분          | -13  | -16   | -50   | -40   | -40   |
| 기타                | -3   | -15   | -94   | -23   | -90   |
| 재무활동현금흐름          | 77   | -2    | -102  | -62   | 6     |
| 단기차입금의 증가         | 80   | 0     | -30   | -10   | 10    |
| 장기차입금의 증가         | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본의 증가            | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | 0    | 0     | -83   | -83   | -98   |
| 기타                | -3   | -2    | 10    | 30    | 94    |
| 현금및현금성자산의순증가      | 117  | 736   | 727   | 493   | 842   |
| 기초현금및현금성자산        | 272  | 389   | 1,125 | 1,852 | 2,346 |
| 기말현금및현금성자산        | 389  | 1,125 | 1,852 | 2,346 | 3,187 |
| Gross Cash Flow   | 421  | 1,536 | 1,083 | 1,007 | 1,592 |
| Op Free Cash Flow | -26  | 341   | 879   | 549   | 948   |

## 재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016  | 2017   | 2018P  | 2019E  | 2020E  |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산            | 1,589 | 2,801  | 3,549  | 4,270  | 5,686  |
| 현금및현금성자산        | 389   | 1,125  | 1,852  | 2,346  | 3,187  |
| 유동금융자산          | 0     | 2      | 2      | 3      | 5      |
| 매출채권및유동채권       | 395   | 575    | 620    | 663    | 832    |
| 재고자산            | 805   | 1,098  | 1,074  | 1,258  | 1,662  |
| 기타유동비금융자산       | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 비유동자산           | 1,217 | 1,295  | 1,555  | 1,665  | 1,876  |
| 장기매출채권및기타비유동채권  | 33    | 33     | 34     | 40     | 63     |
| 투자자산            | 23    | 40     | 21     | 25     | 40     |
| 유형자산            | 1,048 | 1,082  | 1,237  | 1,301  | 1,376  |
| 무형자산            | 113   | 104    | 133    | 146    | 157    |
| 기타비유동자산         | 0     | 37     | 130    | 152    | 241    |
| 자산총계            | 2,807 | 4,096  | 5,104  | 5,935  | 7,562  |
| 유동부채            | 530   | 815    | 1,001  | 1,099  | 1,368  |
| 매입채무및기타유동채무     | 410   | 510    | 541    | 585    | 753    |
| 단기차입금           | 120   | 120    | 90     | 80     | 90     |
| 유동성장기차입금        | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타유동부채          | 0     | 185    | 371    | 434    | 525    |
| 비유동부채           | 88    | 146    | 158    | 190    | 293    |
| 장기매입채무및비유동채무    | 10    | 11     | 12     | 14     | 23     |
| 사채및장기차입금        | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 기타비유동부채         | 78    | 135    | 146    | 176    | 270    |
| 부채총계            | 617   | 961    | 1,160  | 1,289  | 1,661  |
| 자본금             | 206   | 206    | 206    | 245    | 245    |
| 주식발행초과금         | 1,753 | 1,753  | 1,753  | 1,753  | 1,753  |
| 이익잉여금           | 232   | 1,179  | 1,996  | 2,695  | 3,951  |
| 기타자본            | -2    | -3     | -3     | -3     | -3     |
| 지배주주지분자본총계      | 2,189 | 3,135  | 3,953  | 4,690  | 5,946  |
| 비지배주주지분자본총계     | 0     | 0      | -8     | -45    | -44    |
| 자본총계            | 2,189 | 3,135  | 3,944  | 4,645  | 5,902  |
| 순차입금            | -270  | -1,007 | -1,765 | -2,269 | -3,102 |
| 총차입금            | 120   | 120    | 90     | 80     | 90     |

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016  | 2017  | 2018P   | 2019E | 2020E  |
|-----------------|-------|-------|---------|-------|--------|
| 주당지표(원)         |       |       |         |       |        |
| EPS             | 546   | 2,311 | 2,182   | 1,614 | 2,761  |
| BPS             | 5,304 | 7,595 | 9,577   | 9,555 | 12,114 |
| 주당EBITDA        | 967   | 3,375 | 2,993   | 2,445 | 4,015  |
| CFPS            | 817   | 2,724 | 2,598   | 1,976 | 3,218  |
| DPS             | 0     | 200   | 200     | 200   | 200    |
| 추가배수(배)         |       |       |         |       |        |
| PER             | 48.0  | 14.5  | 11.1    | 15.0  | 8.8    |
| PBR             | 4.9   | 4.4   | 2.5     | 2.5   | 2.0    |
| EV/EBITDA       | 26.4  | 9.2   | 9.6     | 9.2   | 5.4    |
| PCFR            | 32.1  | 12.3  | 9.3     | 12.3  | 7.5    |
| 수익성(%)          |       |       |         |       |        |
| 영업이익률(보고)       | 11.8  | 19.4  | 16.3    | 12.8  | 14.5   |
| 영업이익률(핵심)       | 11.8  | 19.4  | 16.3    | 12.8  | 14.5   |
| EBITDA margin   | 16.4  | 22.1  | 19.0    | 15.6  | 16.4   |
| 순이익률            | 9.2   | 15.1  | 13.7    | 9.8   | 11.3   |
| 자기자본이익률(ROE)    | 20.6  | 35.8  | 25.2    | 17.3  | 25.7   |
| 투자자본이익률(ROIC)   | 23.5  | 45.1  | 39.8    | 33.0  | 52.7   |
| 안정성(%)          |       |       |         |       |        |
| 부채비율            | 28.2  | 30.7  | 29.4    | 27.8  | 28.1   |
| 순차입금비율          | -12.3 | -32.1 | -44.7   | -48.8 | -52.6  |
| 이자상대배율(배)       | 333.5 | 682.6 | 1,059.0 | 485.9 | 698.5  |
| 활동성(배)          |       |       |         |       |        |
| 매출채권회전율         | 12.4  | 13.0  | 10.9    | 11.9  | 16.1   |
| 재고자산회전율         | 6.1   | 6.6   | 6.0     | 6.5   | 8.2    |
| 매입채무회전율         | 11.9  | 13.7  | 12.4    | 13.5  | 18.0   |