

야스(255440)

유일무이

목표주가 36,000원으로 29% 상향

삼성디스플레이가 QD-OLED 기반의 프리미엄 TV패널 시장 진입을 준비하고 있다. TV패널의 OLED 적용 확대가 예상되는 가운데 야스는 전세계에서 유일하게 대형 OLED 증착장비 양산 레퍼런스를 보유하고 있어 중국 패널업체를 포함한 고객사 다변화가 예상된다. 목표주가를 36,000원으로 29% 상향한다. 목표 PER은 기존 10배를 유지하고, 목표주가 산정에는 기존 2019년 EPS 추정치에서 12MF EPS 추정치로 변경해 목표주가를 상향했다. PER 10배는 LG디스플레이 외의 업체가 대형 OLED를 투자할 때 야스의 증착기 독점 가능성을 고려했고 2020년 실적 추정엔 LG디스플레이향 수주만 포함했다. 10.5세대 OLED 투자와 중국 및 삼성디스플레이까지 OLED 기반의 프리미엄 TV패널 비중이 계속 상승할 것이란 전망에 변화가 없다. 2020년 매출액 2,670억원(+38% YoY), 영업이익 633억원(+43% YoY)으로 전망돼 계속되는 장비 수요에 견조한 실적 지속을 예상한다.

레퍼런스의 중요성과 기술력의 재평가

LG디스플레이 E4 라인에 야스의 증착장비를 사용한 총 2개의 8세대 대형 OLED 라인이 양산 가동 중이다. 2018년 3백만대의 OLED TV패널을 생산해 생산성과 수율을 입증했고, 증착장비 속도 개선으로 생산능력도 증가했다. 여기에 광저우에 2개의 라인이 양산에 투입되고 추가 투자도 집행되면 더 많은 양산 레퍼런스를 가지게 된다. 대형 OLED 시장이 단일 생산자의 초기 단계 시장임을 고려한다면 야스의 증착기가 향후 표준이 될 가능성이 커 높은 가치 부여가 정당화될 것이다.

고객사의 시장 확대 의지와 야스의 고객사 다변화 시도

LG디스플레이는 48인치 OLED 패널 생산으로 OLED 보편화를 시도하고, TV의 초대형화에 대응할 10.5세대 라인 설치도 준비하고 있다. 야스는 2017년 중국 BOE에 대형 OLED 증착용 R&D 장비를 공급하면서 고객 다변화를 시도했고, LG디스플레이 외의 업체에게 장비를 공급할 수 있음을 확인했다. 스마트폰용 OLED 시장 확대 이후, TV용 OLED 시장 확대에 따른 신규 증착기 수요를 예상한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	87	18	16	1,390	NM	19	19.6	14.7	3.3	15.2	0.0
2018A	185	44	36	2,776	99.7	46	5.6	2.5	1.4	29.2	3.2
2019F	193	44	39	3,062	10.3	46	9.1	6.2	2.1	25.1	1.8
2020F	267	63	54	4,214	37.6	66	6.6	3.9	1.7	27.7	2.5
2021F	308	75	62	4,787	13.6	78	5.8	2.9	1.3	25.2	2.5

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 36,000원(상향)

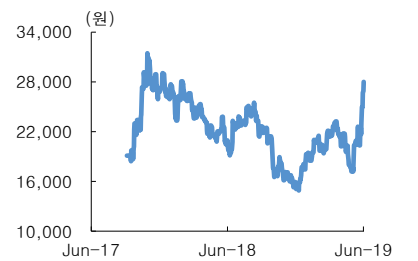
Stock Data

KOSPI(6/26)	2,122
주가(6/26)	28,000
시가총액(십억원)	366
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저(원)	28,000/14,900
일평균거래대금(6개월, 백만원)	1,915
유동주식비율/외국인지분율(%)	51.8/1.8
주요주주(%)	정광호 외 3인 46.9
엘지디스플레이	15.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	62.8	81.2	33.7
KOSDAQ 대비(%p)	60.0	74.7	48.3

주가추이



자료: FnGuide

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

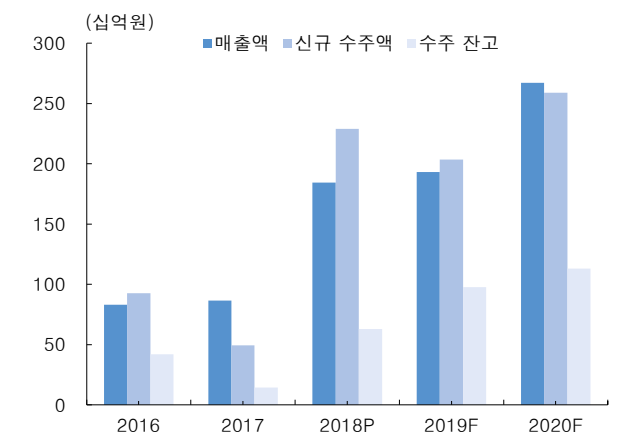
국내외 독점 공급 시 밸류에이션도 추가 상승 가능

궁극적인 야스의 가치는 중국 패널업체가 대형 OLED 투자를 대규모로 집행할 때 나타날 전망이다. 중국 BOE와 CSOT가 대형 OLED 패널에서 잉크젯 프린팅 공법을 이용한 패널을 연구 중인데, 우리는 잉크젯 프린팅을 활용하더라도 일부 세부 공정에서는 야스의 증착기를 사용해야 하는 것으로 추정하고 있다. 솔루블(soluble) 소재 적용이 어려운 EIL(전자주입층), ETL(전자수송층), 짧은 수명의 Blue 발광층이 증착방식만을 사용해야 하는 대표적인 소재다. 또한 잉크젯 프린팅 공정에 수율(혹은 원가) 이슈가 발생한다면 중화권 업체들도 야스의 대형 OLED 증착장비 방식으로 전환해야 할 수도 있다. 야스 장비의 양산능력을 바탕으로 국내외 독점 공급을 한다면 밸류에이션은 PER 10배 이상 받을 수 있을 것이다(그림 3).

늦어지는 10.5세대 장비 공급, 소폭 지연될 뿐

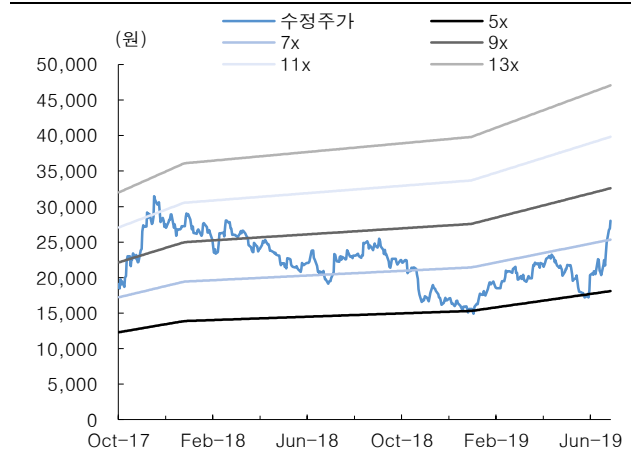
LG디스플레이가 야스의 10.5세대 OLED 증착장비에 대해 정식 발주(purchase order)를 내지 않았지만, 야스는 2분기 중에 장비 제작에 돌입한 것으로 파악된다. 올해 전체 장비의 60% 이상을 제작할 것으로 추정한다. 정식 발주가 나오면 진행률 기준으로 매출액을 산정하는데 올해 하반기엔 발주가 나올 것으로 보여 2019년 매출액 1,931억원(+4.6% YoY), 영업이익 444억원(+0.4%)으로 예상한다. 2020년 실적 증가폭이 더 클 전망이다.

[그림 1] 야스 매출액, 신규 수주액, 수주 잔고



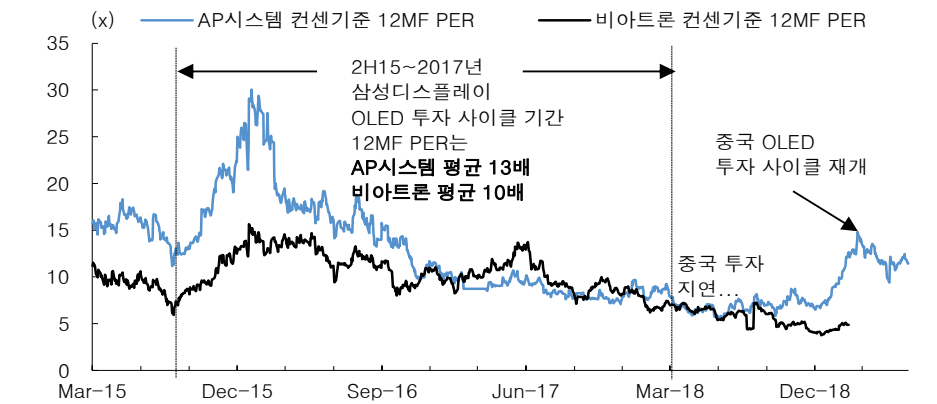
자료: 한국투자증권

[그림 2] 12MF PER band



자료: 한국투자증권

[그림 3] OLED 핵심 장비업체로 주목 받았던 AP시스템, 비아트론의 12MF PER은
지난 중소형 OLED 투자 사이클 기간 평균 10~13배



자료: 한국투자증권

<표 1> 분기 및 연간 실적 추정(진행기준 수익 인식을 적용함)

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액	24.9	30.0	51.9	86.3	45.2	78.7	60.4	82.8	83.0	86.5	184.5	193.1	267.0
대형 OLED 증착기	15.4	20.0	38.9	63.3	30.9	57.0	49.5	71.5	63.7	40.4	140.6	137.6	208.9
중소형 OLED 증발원	-1.0	5.0	8.0	18.0	4.3	17.2	6.4	6.8	11.1	36.4	23.7	30.0	34.6
부품/기타	10.5	5.0	5.0	5.0	10.0	4.5	4.5	4.5	8.2	9.7	14.0	25.5	23.5
- 신규수주액	38.8	0.0	164.6	0.0	110.0	19.0	130.0	0.0	-	49.3	229.1	203.4	259.0
- 수주잔고	86.2	61.2	179.0	97.6	172.5	117.3	191.4	113.1	42.0	14.4	62.8	97.6	113.1
매출원가	16.1	19.5	35.3	58.7	30.7	51.9	39.9	53.8	57.7	59.1	122.3	129.6	176.3
매출원가율	64.9	65.0	68.0	68.0	68.0	66.0	66.0	65.0	69.5	68.3	66.3	67.1	66.0
매출총이익	8.7	10.5	16.6	27.6	14.5	26.7	20.5	29.0	25.3	27.5	62.2	63.5	90.7
매출총이익률	35.1	35.0	32.0	32.0	32.0	34.0	34.0	35.0	30.5	31.7	33.7	32.9	34.0
판매비와관리비	3.6	3.6	4.2	7.8	5.4	7.1	6.6	8.3	9.2	9.7	16.1	19.1	27.4
판매비율	14.3	12.0	8.0	9.0	12.0	9.0	11.0	10.0	11.1	11.2	8.7	9.9	10.3
영업이익	5.2	6.9	12.5	19.9	9.0	19.7	13.9	20.7	16.1	17.8	44.2	44.4	63.3
영업이익률	20.8	23.0	24.0	23.0	20.0	25.0	23.0	25.0	19.3	20.5	24.0	23.0	23.7
세전이익	8.3	8.6	12.2	21.2	12.1	21.4	13.7	22.1	14.3	18.3	46.5	50.3	69.2
세전이익률	33.3	28.7	23.6	24.6	26.7	27.2	22.6	26.6	17.2	21.1	25.2	26.1	25.9
순이익	6.6	6.8	9.7	16.8	9.6	16.9	10.8	17.5	13.1	16.2	36.2	39.9	54.8
순이익률	26.4	22.8	18.7	19.4	21.2	21.5	17.9	21.1	15.7	18.8	19.6	20.6	20.5

자료: 한국투자증권

기업개요

야스는 2017년 9월 29일 코스닥시장에 상장한 대형 OLED 증착기 및 OLED 증발원을 생산하는 OLED 장비 업체임. 주요 고객사는 LG디스플레이로 2016년 매출액의 98.9%를 차지한다. LG디스플레이의 8세대 full cut 대형 OLED TV패널 양산라인에 적용되는 대형 OLED 증착기는 동사의 장비가 유일함. 야스는 LG디스플레이 OLED TV패널라인 E4-1 (30K/월), E4-2 (30K/월)에 증착기와 증발원을 공급했고 중국 광저우의 신규 대형 OLED라인에 동사의 장비가 사용됨. 증발원은 LG디스플레이의 모든 OLED라인 (중소형 OLED라인 E5 및 E6)에 공급해 독점 업체임.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	93	192	190	224	283
현금성자산	7	2	19	32	52
매출채권및기타채권	19	97	77	67	77
재고자산	4	9	33	45	52
비유동자산	33	45	51	63	80
투자자산	2	2	2	3	7
유형자산	25	35	37	42	52
무형자산	2	1	2	2	3
자산총계	126	237	242	287	363
유동부채	18	90	62	60	81
매입채무및기타채무	15	46	35	40	46
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	6	6	9	10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	19	96	68	69	91
지배주주지분	107	140	173	219	271
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	51	52	52	52	52
기타자본	0	(3)	(3)	(3)	(3)
이익잉여금	48	85	118	163	215
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	107	140	173	219	271

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	12	32	7	50	60
당기순이익	16	36	39	54	62
유형자산감가상각비	1	1	1	2	2
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(6)	(22)	(34)	(9)	(6)
기타	0	16	0	2	1
투자활동현금흐름	(55)	(34)	17	(28)	(31)
유형자산투자	(3)	(11)	(3)	(7)	(12)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(51)	(22)	0	(1)	(3)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(1)	(2)
기타	(1)	(1)	21	(19)	(14)
재무활동현금흐름	30	(3)	(6)	(9)	(9)
자본의증가	39	1	0	0	0
차입금의순증	(9)	(0)	0	0	0
배당금지급	0	0	(6)	(6)	(9)
기타	0	(4)	0	(3)	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	(12)	(5)	18	13	20

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

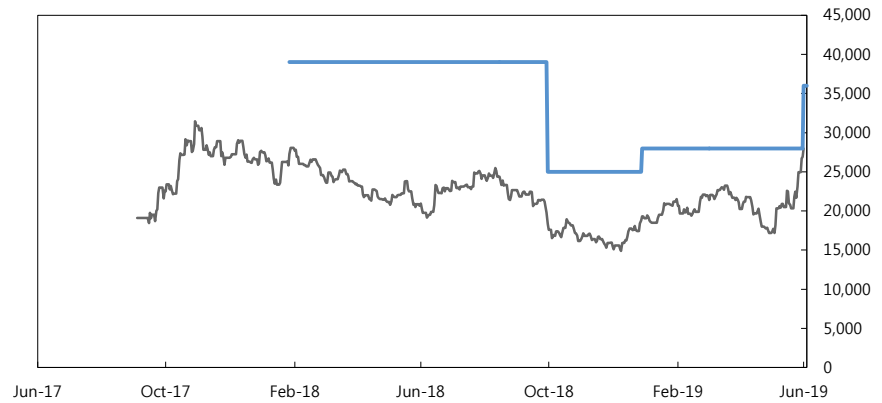
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	87	185	193	267	308
매출원가	59	124	130	176	203
매출총이익	27	60	63	91	105
판매관리비	10	16	19	27	30
영업이익	18	44	44	63	75
금융수익	0	3	5	5	5
이자수익	0	1	1	2	2
금융비용	1	1	(0)	(0)	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	(0)	(0)	(1)	(1)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	18	46	50	69	78
법인세비용	2	10	10	14	16
연결당기순이익	16	36	39	54	62
지배주주지분순이익	16	36	39	54	62
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	16	36	39	54	62
지배주주지분포괄이익	16	36	39	54	62
EBITDA	19	46	46	66	78

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,390	2,776	3,062	4,214	4,787
BPS	8,250	10,907	13,433	16,898	20,929
DPS	0	500	500	700	700
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	113.2	4.6	38.3	15.2
영업이익증가율	NM	149.0	0.4	42.6	17.8
순이익증가율	NM	121.8	9.4	37.6	13.6
EPS증가율	NM	99.7	10.3	37.6	13.6
EBITDA증가율	NM	138.5	0.6	42.3	19.0
수익성(%)					
영업이익률	20.5	24.0	23.0	23.7	24.2
순이익률	18.8	19.5	20.4	20.3	20.0
EBITDA Margin	22.3	24.9	23.9	24.6	25.4
ROA	12.9	19.9	16.5	20.5	19.0
ROE	15.2	29.2	25.1	27.7	25.2
배당수익률	0.0	3.2	1.8	2.5	2.5
배당성향	0.0	18.0	16.3	16.6	14.6
안정성					
순차입금(십억원)	(69)	(85)	(77)	(107)	(138)
차입금/자본총계비율(%)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	19.6	5.6	9.1	6.6	5.8
PBR	3.3	1.4	2.1	1.7	1.3
EV/EBITDA	14.7	2.5	6.2	3.9	2.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
야스 (255440)	2017.12.26	NR	—	—	—
	2018.02.21	매수	39,000원	-40.6	-28.1
	2018.10.25	매수	25,000원	-32.5	-24.2
	2019.01.23	매수	28,000원	-25.9	-3.9
	2019.06.26	매수	36,000원	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 6월 26일 현재 야스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 야스 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.