

## FS Research

황세환 연구원

admin@fsresearch.net

투자의견	Not Rated
목표주가	-
현재주가(2/27)	21,500원
상승여력	-

시가총액	1,979억원
총발행주식수	9,206,632주
60일 평균 거래량	82,255주
52주 고	33,500원
52주 저	11,850원
외인지분율	2.0%
신용비율	1.7%
자본금	46억원
액면가	500원

주요주주	
현서용 외	37.8%

행사기간	미전환된 주식수
'23.05.31~27.04.30	1,134,236주
'23.05.31~27.04.30	793,997주
주요 자회사	지분률
없음	

## 비교 불가한 수요 증가량

### IT용 디스플레이의 OLED 적용 스타트 -> 밸류에이션이 높아지는 구간

내년에 OLED 아이패드가 적용되는데 지금부터 관련주를 봐야하나? 하는 생각도 들 것이다. 하지만 올해는 밸류에이션이 높아질 수 있는 구간으로 봐야한다. 업체들마다 시기는 다르겠지만 1~2분기 사이에 삼성의 8.6세대 IT용 OLED 투자가 나올 것으로 기대된다. 이는 아이패드에 OLED를 적용하기 위한 투자의 신호탄으로 볼 수 있다. 애플이 아이패드에 OLED를 적용하면 다른 태블릿 업체들도 적용할 가능성이 높다. 맥북 또한 OLED를 적용한다고 밝혔는데 노트북 1,2위 업체인 HP와 레노버 입장에서는 OLED 탑재에 대해서 발등에 불이 떨어질 수 밖에 없는 상황이다. 즉, 과거 휴대폰 시장에서 애플이 아이폰에 OLED를 적용했을 때 후발주자인 중국 업체들이 모두 OLED를 적용했던 것처럼 이번에도 경쟁사들의 OLED 탑재 속도가 가속화될 것이다.

### 실적은 꾸준한 성장 기대, 중요한건 동사의 포지션이다

단기 주가 흐름은 어떤 소재가 어디 적용되고 하는 모멘텀들이 중요하겠지만, 당사는 동사의 포지셔닝에 더 주목해야한다고 생각한다. 앞서 IT기기에서 OLED로의 전환이 시작되었고 TV 역시 그런 추세가 강화될 것이라고 언급하였다. 고객사인 LG디스플레이는 여전히 삼성디스플레이와 견줄 정도로 기술력이 뛰어난 업체이기 때문에 북미 스마트기기 업체는 삼성에 종속되지 않기 위해서라도 LG디스플레이와 협업을 이어갈 수 밖에 없다. 따라서 LG디스플레이의 성장이 기대되는 가운데 LG디스플레이의 벤더들을 보면 소재당 2~3개 업체가 경쟁을 하고 있고 LG화학을 제외하고는 동사가 거의 유일한 국내업체로 볼 수 있다. LG디스플레이 입장에서는 외산 소재업체들을 견제하기 위해서 피엔에이치테크와 협력을 지속할 수 밖에 없다. 동사의 개발경쟁력이 크게 밀리지 않는다면 당사는 시장 성장에 대한 수혜를 누릴 수 밖에 없는 포지션이다. 따라서 동사의 개발 경쟁력이 떨어지지 않는다면 속도의 문제이지 실적은 좋아질 수 밖에 없는 구조여서 중장기적인 측면에서 성장이 기대된다.

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, %, 배)

결산(12월)	2020	2021	2022P	2023F	2024F
매출액	85	241	350	490	700
영업이익	-13	37	49	78	125
영업이익률	-15.3	15.4	14.0	15.9	17.8
세전이익	-57	36	76	77	124
지배주주순이익	-57	36	76	77	112
PER	-	71.8	19.2	25.7	17.7
PBR	10.7	13.8	5.1	6.9	6.9

자료: FS리서치, 텔레그램-<https://t.me/FSResearch> 홈페이지- <http://www.fsresearch.co.kr/>

주 : 23, 24년 PBR의 자본총계는 22년 4분기 기준

FS리서치 텔레그램	FS리서치 홈페이지
	

## I. 기업개요

동사는 2009년 8월에 설립된 OLED 소재 업체로 LG디스플레이를 고객사로 하여 기능성 소재와 발광성 소재를 공급하고 있다. 동사는 설립 초기에는 OLED용 HTL 중간체 물질을 합성, 개발하여 2009년부터 공급하였고, 팔라듐 기반의 촉매 5종을 개발하여 2010년부터 판매를 시작하였다. 이후 일반 CPL(Capping Layer)를 양산에 성공하였고, 고굴절 CPL까지 개발하며 회사의 본격적인 성장 기반을 만들게 되었다. 2022년 3분기 기준으로 어플리케이션별 매출 비중을 보면 스마트폰향 고굴절 CPL이 35.4%, 스마트폰용 레드 프라임 11%, 장수명 블루 호스트 24.7%, 레드호스트 9%이다. 매출의 절반정도가 스마트폰향 매출인 것을 볼 수 있고, 레드호스트는 전장향으로 공급되고 있다. 어플리케이션이 다변화되어 있다는 측면에서 매출의 안정성은 상대적으로 높을 수 있다. 동사는 현재 총 4개의 소재를 공급하고 있고 저굴절 CPL과 HTL도 테스트를 진행하고 있다. 현재는 스마트폰을 제외하고는 어플리케이션별로 주로 1개의 소재만 공급하고 있지만 향후 테스트를 통해 다양한 소재를 공급할 가능성도 열려있다. 고굴절 CPL은 음극층 위에 증착하는 보조층으로 발광층에서 나온 빛이 전극에서 반복적으로 반사될 때 빛이 디스플레이 쪽으로 향하게 하여 효율을 높이고 전력손실을 개선하는 역할을 한다. 원래 LG화학에서 공급하던 소재였는데 2021년부터 중소형 패널에서는 동사가 독점으로 공급하고 있다. 레드호스트, 레드프라임, 장수명 블루 호스트는 듀폰과 공동개발 후에 공급하고 있다. LG디스플레이 내에서 각 소재마다 2~3개 업체가 경쟁을 하고 있다. 당사는 향후 OLED 소재시장에 커질 것에 비해서는 경쟁업체가 많지 않기 때문에 동사도 시장 확대에 따른 수혜가 있을 것으로 생각된다.

그림1. OLED 구조



표1. 경쟁사 현황

피엔에이치테크 제품		주요 경쟁사
시작품 단계		토소, 호도가야
양산 공급 중		호도가야
전자 주입층 소재		이데미츠 코산
전자 수송층 소재		LG화학 / 이데미츠 코산 / 두산
청색 발광층 소재	양산 단계	BLUE: 이데미츠 코산 GREEN: 삼성SDI, LG화학 RED: Dupont, MERCK
레드 발광층 소재	양산 단계	
프라임(전자 차단층 소재)	양산 단계	B: 이데미츠 코산, MERCK G: MERCK R: Dupont
정공 수송층 소재(HTL)		HTL: 이데미츠 코산, MERCK P-Dopant: 노발레드
정공 주입층 소재(HIL)		NOVALED, LG화학

자료 : 피엔에이치테크

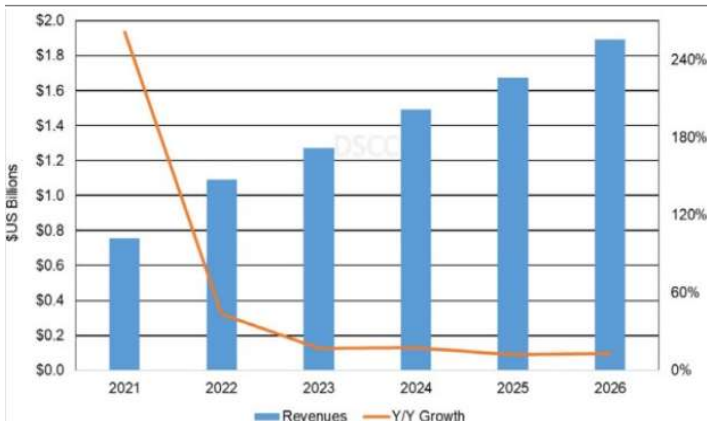
자료 : 피엔에이치테크

## II. 투자포인트

### IT용 디스플레이의 OLED 적용 스타트 -> 밸류에이션이 높아지는 구간

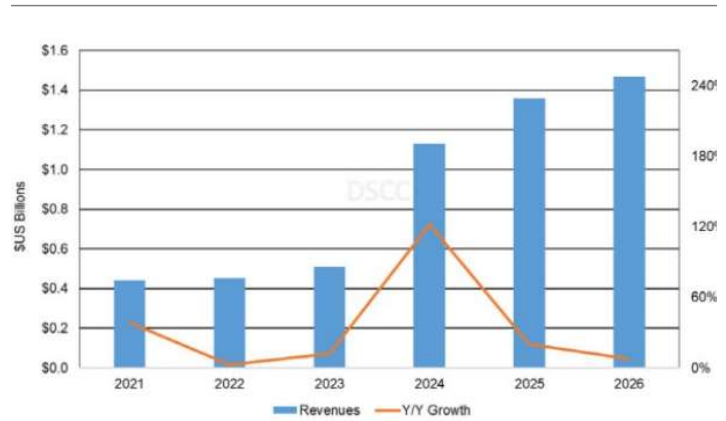
최근 삼성, LG, 레노버, HP 등 노트북 업체들이 잇따라 OLED를 탑재한 노트북을 출시하고 있고 이러한 가운데 애플은 OLED를 채택한 아이패드를 2024년에 출시하겠다고 발표하면서 삼성디스플레이와 LG디스플레이는 관련 설비 및 공급을 위한 준비를 하고 있다. 내년엔 OLED 아이패드가 적용되는데 지금부터 관련주를 봐야하나? 하는 생각도 들 것이다. 하지만 올해는 밸류에이션이 높아질 수 있는 구간으로 봐야한다. 업체들마다 시기는 다르겠지만 1~2분기 사이에 삼성의 8.6세대 IT용 OLED 투자가 나올 것으로 기대된다. 이는 아이패드에 OLED를 적용하기 위한 투자의 신호탄으로 볼 수 있다. 애플이 아이패드에 OLED를 적용하면 다른 태블릿 업체들도 적용할 가능성이 높다. 맥북 또한 OLED를 적용한다고 밝혔는데 노트북 1,2위 업체인 HP와 레노버 입장에서는 OLED 탑재에 대해서 발등에 불이 떨어질 수 밖에 없는 상황이다. 즉, 과거 휴대폰 시장에서 애플이 아이폰에 OLED를 적용했을 때 후발주자인 중국 업체들이 모두 OLED를 적용했던 것처럼 이번에도 경쟁사들의 OLED 탑재 속도가 가속화될 것이다. 더구나 사이즈 측면에서 태블릿은 휴대폰대비 최소 3배, 노트북은 4배정도이다. 뿐만 아니라 IT용 OLED패널은 소재를 2개층을 쌓는 투스택 탠덤 구조로 되어 있어 소재의 수요량은 6~8배까지 증가하게 된다. 올해는 당장 IT용 OLED 패널의 생산도 없고 장비 발주가 많은것도 아니겠지만 애플의 진입으로 태블릿과 노트북은 중장기적으로 OLED 패널로 전환될 가시성이 높고 휴대폰 대비 소재의 수요량이 훨씬 많기 때문에 올해는 밸류에이션이 높아질 수 있는 구간이라고 판단된다.

그림2. 노트북용 OLED 패널 시장규모



자료 : DSCC

그림3. 태블릿용 OLED패널 시장규모



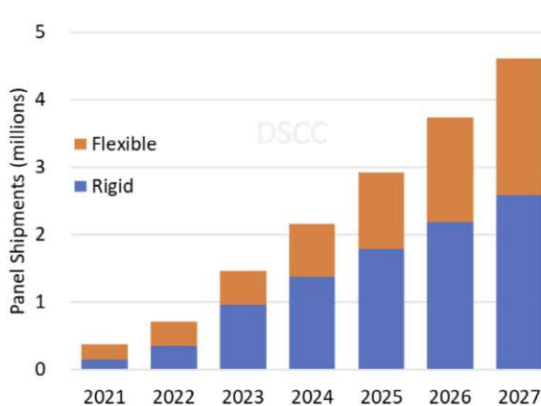
자료 : DSCC

## II. 투자포인트

### 전장도 달리기 시작한다

향후 전장용 디스플레이 시장이 커지면서 동사에 수혜가 기대된다. 과거 차량용 디스플레이라고 하면 네비게이션이 내장되어 사용되는 역할정도 외에는 특별히 사용되는 기능이 없었다. 하지만 최근 스마트카를 보면 에어컨, 시트 열선, 사이드 미러 화면 등 디스플레이에서 보여주고 컨트롤 해야하는 기능이 다양해지고 있다. 향후 차량의 트렌드를 감안할 때 차량용 디스플레이 수요는 증가할 수밖에 없고 그 중에서도 OLED의 비중이 증가할 수밖에 없다. 첫번째 이유는 앞서 얘기한 자율주행차, 스마트카의 트렌드이다. 향후 완전 자율주행차가 되면 운전자나 승객은 차량에서 자유롭게 원하는 것을 할 수 있다. 영화나 드라마를 보거나 책을 읽을 수도 있고 음악을 들을수도 있다. 운전자가 원하는 환경을 만들기 위해서는 이 서비스를 제어할 디스플레이가 필요하다. 따라서 현재도 차량용 디스플레이에서 많은 기능들을 제어하지만 향후에는 그 추세가 더욱 강화될 가능성이 높다. 두 번째는 완성차업체들이 구독서비스를 확대할 가능성이 높다는 점이다. 테슬라는 '레벨2' 수준의 자율주행 기능을 구독 서비스로 전개하고 있고 프리미엄 커넥티비티라는 구독 서비스를 출시하여 실시간 교통정보, 위성지도, 비디오/음악 스트리밍을 제공하고 있다. 향후 이러한 유료 구독모델은 확대될 전망이고, 서비스의 작동, 제어, 결제 등이 디스플레이에서 되어야 하기 때문에 차량용 디스플레이 수요는 증가할 것이다. 세 번째로 OLED가 필요한 이유는 차량의 특성에 맞게 형태를 다양화할 수 있어야 하기 때문이다. 굴곡이 있는 차량의 특성상 평면으로만 만들 수 있는 LCD는 길게보면 한계가 있을 수 밖에 없다. 오디오에 따르면 지난해 차량용 OLED 시장점유율은 LG디스플레이가 65.9%로 1위이다. 또한 올해 차량용 OLED 패널 시장은 2억 6,960만달러로 전년 대비 38.6% 증가하고 2029년에는 13.9억달러까지 성장할 것으로 예상돼, LG디스플레이의 벤더인 동사에도 중장기 수혜가 기대된다.

그림4. 자동차용 OLED 디스플레이 수요



자료 : DSCC FPD

그림5. 슬라이더블 OLED



자료 : LG디스플레이

### III. 실적 전망

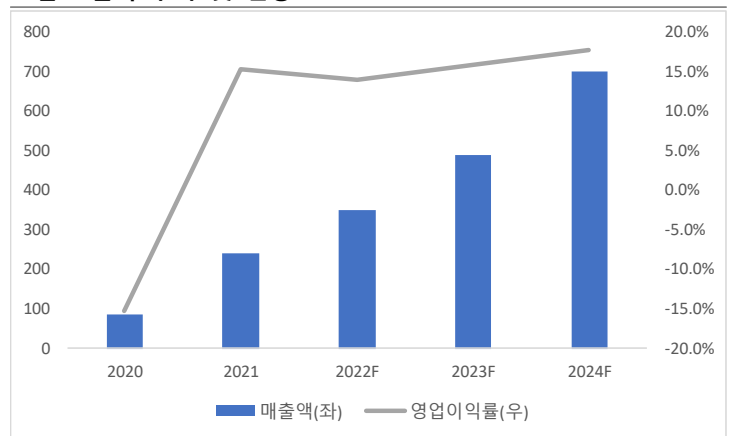
#### 실적은 꾸준한 성장 기대, 중요한건 동사의 포지션이다

동사의 올해 매출액은 490억원(+39.7%), 영업이익은 78억원(+60.0%)을 기록할 것으로 예상된다. 실적 성장의 이유는 TV형 장수명 블루 호스트 매출이 발생할 것으로 기대되고 전장향 소재도 지난해 대비 50%이상은 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 여기에 북미 스마트폰향 고굴절 CPL도 고객사의 생산량 증가로 성장이 전망된다. 매출이 40%가량 증가하면서 고정비 감소효과로 영업이익률은 2%p 개선될 것으로 추정한다.

2024년에는 북미 태블릿PC향 매출이 시작되고 TV와 전장용 소재 매출이 꾸준히 고성장하면서 실적 성장을 이끌어갈 것으로 기대된다.

단기 주가 흐름은 어떤 소재가 어디 적용되고 하는 모멘텀들이 중요하겠지만, 당사는 동사의 포지셔닝에 더 주목해야한다고 생각한다. 앞서 IT기기에서 OLED로의 전환이 시작되었고 TV 역시 그런 추세가 강화될 것이라고 언급하였다. 고객사인 LG 디스플레이는 여전히 삼성디스플레이와 견줄 정도로 기술력이 뛰어난 업체이기 때문에 북미 스마트기기 업체는 삼성에 종속되지 않기 위해서라도 LG디스플레이와 협업을 이어갈 수 밖에 없다. 따라서 LG디스플레이의 성장이 기대되는 가운데 LG디스플레이의 벤더들을 보면 소재당 2~3개 업체가 경쟁을 하고 있고 LG화학은 제외하고는 동사가 거의 유일한 국내업체로 볼 수 있다. LG디스플레이 입장에서는 외산 소재업체들을 견제하기 위해서 피엔에이치테크와 협력을 지속할 수 밖에 없다. 동사의 개발경쟁력이 크게 밀리지 않는다면 동사는 시장 성장에 대한 수혜를 어느 정도는 누릴 수 밖에 없는 포지션이다. 따라서 동사의 실적은 속도가 관건일 뿐, 좋아질 수 밖에 없는 구조여서 중장기적인 측면에서 성장이 기대된다.

그림6. 실적 추이 및 전망



자료 : 피엔에이치테크, FS리서치

## ▶ Compliance Note

---

- 동 자료는 투자에 대한 참고자료일뿐, 투자로 인한 손실이 발생했을시에 FS리서치에서 책임지지 않습니다.
  - 동 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었습니다.
  - 동 자료에 언급된 내용은 신의성실하게 작성하였지만, 모든 내용이 100% 정확하다고 할 수 없습니다.
  - 당사는 자료 작성일 현재 분석대상 기업의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
-