

# 비아트론 (141000)

Analyst 김현수 02) 709-2621 eggkim@taurus.co.kr

## NDR 후기 : 중국 + LG디스플레이 투자 확실성 증가 = 목표주가 상향

2017년 6월 5일

### 투자의견 BUY(유지)

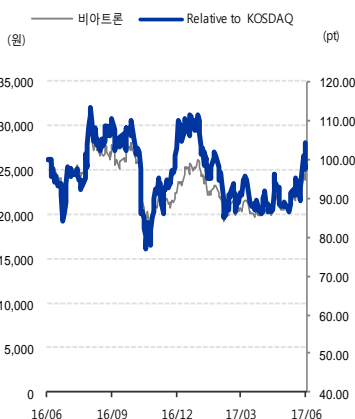
목표주가(상향)	32,000원
현재주가 (06월 02일)	25,700원
Upside	24.5%

KOSDAQ	658.8pt
시가총액(보통주)	311십억원
발행주식수	12,115천주
액면가	500원
자본금	6십억원
60일 평균거래량	228천주
60일 평균거래대금	5,005백만원
외국인 지분율	31.9%
52주 최고가	29,950원
52주 최저가	18,100원
주요 대주주	
김형준외 5인	19.0%
라자드에셋매니지먼트	5.5%

### 주가가치 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	24.8	19.6
3M	23.6	15.4
6M	14.2	1.9

### 주가차트



### 1분기 실적 : 견조한 성장, 2-3-4 분기 갈수록 실적 가파른 성장 전망

- 1분기 실적은 매출액 230억원(yoy +89.4%), 영업이익 31억원(yoy +32.7%) 기록. 가파른 매출액 상승 대비 영업이익은 상대적으로 소폭 증가. 이는 상대적으로 영업이익률이 낮은 TV향 장비(Oxide TFT 열처리 장비) 매출 비중 증가에 기인.
- 2분기말 부터 신규 수주 기대되고 고마진 장비인 PIC 장비 수주 및 매출인식 증가하면서 연간 실적은 2-3-4분기로 갈수록 가파르게 증가할 전망.

### 지난 5개월간 중국 투자 불확실성은 기우리는 것 확인 : 사상 최대 수주 확실히

- 2017년 초 제기된 중국 發 투자 불확실성 리스크는 완전히 헛지된 것으로 확인. 중국 시장 Big 2인 BOE, CSOT의 경우 계획대로 투자를 집행, 혹은 오히려 앞당기고 있는 것으로 추정됨. 애플의 OLED 밴더 이원화 정책으로 인한 후보 경쟁 치열해지면서 BOE와 CSOT의 투자 가속화. BOE의 경우 B7라인 phase 2,3에 대한 열처리 장비 발주를 2분기 말 진행할 것으로 예상되며 B11라인 phase 1,2,3에 대한 발주 역시 계획보다 앞당길 가능성 높아진 상황.
- 2017년 매출 1,270억원(yoy +66.6%), 영업이익 268억원(yoy +92.6%)으로 사상 최대 실적 달성 전망. 현재 확정되거나 확실시되는 수주액은 약 900억원 수준인 것으로 추정. 향후 수주 유력한 물량 감안시 연간 신규 수주액은 1,400억원 상회 전망. 진행기준 매출 인식하므로 당사 추정치 매출 1,270억원 충분히 가능.
- 향후 수주 유력한 물량은 BOE 32K B7 phase 2,3 / CSOT 30K T4, T5/ LGD 30K E5, E6/ Royole 15K. 2017년에 이외에도 LGD 7.5K 추가 투자에 대한 수주 가능성. 가장 관심을 받고 있는 LGD 파주 P10 물량 수주는 연말 혹은 내년초 가시화 될것으로 추정됨. 15K당 평균 수주액이 300억원(라인별 Rigid/Flexible 투자액 다른 것 감안)이므로 현재 실적 추정은 보수적인 수준.

### LG디스플레이, 중국 투자 계획보다 빨리 진행된다 : 목표주가 상향

- OLED 디스플레이 패널 전(前)공정에 투입되며 LG디스플레이와 중국 메이저 패널 업체 열처리 장비 시장 독점. 시장 내 독점적 지위와 높은 영업이익률 감안하여 그동안 높은 Valuation 부여받아 옴. 최근 2년 평균 PER 26.6배를 40%할인(장비 업체 향후 3년간 성장을 하락 감안)한 17.2배를 2017년 예상 EPS에 적용, 투자의견 BUY, 목표주가 32,000원으로 상향.

### Financial Data

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	45.1	76.2	127.0	157.8	183.3
영업이익	8.3	13.9	26.8	33.8	39.5
영업이익률 (%)	18.5	18.3	21.1	21.4	21.5
세전이익	8.6	16.4	27.6	34.5	40.2
순이익	7.0	13.1	22.1	27.7	32.3
BPS(원)	6,226	8,173	9,909	12,099	14,664
EPS(원)	644	1,112	1,826	2,290	2,666
PER(배)	34.5	22.8	14.1	11.2	9.6
PBR(배)	3.6	3.1	2.6	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	21.3	16.9	8.9	6.6	5.0
ROE(%)	10.9	15.5	20.2	20.8	19.9

자료: 비아트론, 토러스투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

**[2017.5.29~5.31 NDR 주요 Q&A]****Q. 1분기 금융비용 38억원으로 과다한데, 내용은?**

외화환산손실 30억원, 외환차손 8억원이다. 2016년 말 기준 환율 1,208원이었고 2017년 3월말 기준 환율 1,116원으로 하락했다. 거래 대금 문제 등으로 인해 외환 보유하고 있어야 하기 때문에 분기별로 환산손익 인식하고 있는데, 최근에 환율 하락이 환산손실로 이어졌다. 다만, 분기별 환산은 다음 분기 초 취소되며 12월 말에 최종 환산액이 반영되기 때문에 최종 비용 인식 여부는 환율 추이를 지켜봐야 한다.

**Q. 1분기 영업이익률 하락 원인은?**

1분기 매출액 중에서 TV 라인 향 매출 비중이 높았다. TV 향 장비 매출의 경우 영업이익률이 상대적으로 낮다.

**Q. 현재 까지 수주 진행 상황은?**

LGD, BOE 등을 통해 수주가 확정됐거나 사실상 확정된 금액은 당초 사업 계획상 목표액을 상회하고 있다. 최대 고객사들의 투자 스케줄이 예상대로 진행되고 특히 중국 메이저 패널 업체들의 투자 스케줄이 앞당겨지고 있다.

**Q. 향후 수주 가능한 중국 업체 투자 스케줄 예상한다면?**

LGD와 CSOT 수주가 계획대로 진행된다면 연간 수주 목표액을 상회할 가능성이 높다. 기존 고객사가 아닌 신규 고객사 수주도 기대된다. 대전제는 북미 스마트폰 업체가 중국 패널 업체들에게도 차차기 모델 관련 가능성을 열어주고 있다는 것이고 이에 따라 중국 패널 업체 중에서도 규모가 큰 메이저 업체들의 투자 스케줄이 앞당겨지고 있다.

**Q. LG디스플레이 파주 P10 투자 관련한 투자 스케줄 관련하여 준비하고 있는 것은?**

최근 언론에서 LG디스플레이의 구체적인 투자 계획이 발표됐으나 아직까지 비아트론과 이야기 중인 것은 없다. LG디스플레이 자체적으로도 투자심의위원회 등 절차 거쳐야 하기 때문에 어느 정도 시간 소요 예상된다. LG디스플레이의 열처리/PIC 장비 수주 가능성이 높은 것은 사실이다.

**Q. 수주 절벽 우려 이야기 자주 나오는데, 글로벌 업체들이 공격적으로 2019년까지 투자를 진행한다고 가정한다면, 그 이후 수주 절벽에 대한 대비는 어떻게 진행 되는지?**

LG디스플레이와 중국 메이저 패널 업체들 투자 스케줄 감안하면 2019년까지 수주 절벽 우려할 필요는 없다고 본다. 다만 그 이후 디스플레이 시장 예단할 수 없기 때문에 반도체 관련 장비를 R&D 부서에서 개발 중이다.

**Q. 자회사 벤처캐피탈의 투자 방향은?**

디스플레이 업체 동향에 대해서 잘 파악할 수 있기 때문에 투자 방향 역시 디스플레이 장비 및 소재 업체에 집중하고 있다.

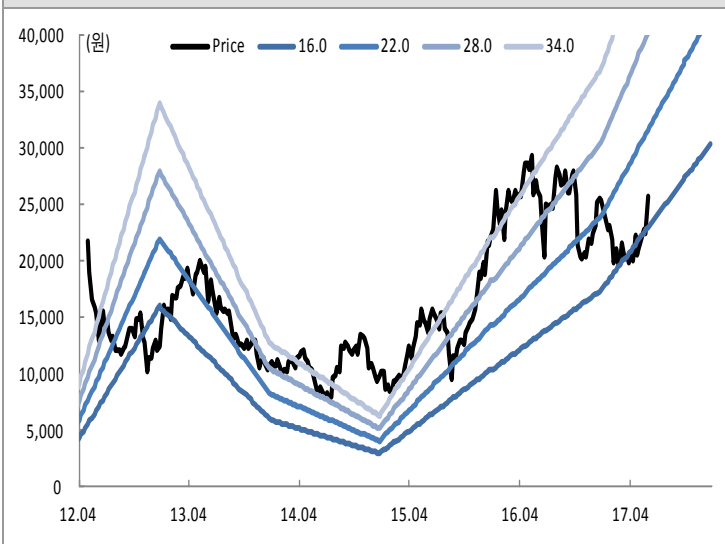
**투자의견 BUY, 목표주가 32,000원 상향**

- OLED 디스플레이 패널 전(前)공정에 투입되는 열처리 및 PIC 장비 제조 업체다. 전공정 업체들의 Valuation 프리미엄이 존재하는 이유는 높은 기술 장벽 때문인 상황에서, 특히 열처리 및 PIC장비 시장은 동사와 테라세미콘이 양분하고 있고 LG디스플레이 및 중국 메이저 업체들 내에서는 동사 독점이다.
- 시장내 독점적 지위를 바탕으로 10% 후반대 영업이익률을 유지해온 것 감안하면 Valuation 프리미엄 부여가 가능하다. 실제 최근 2년간 평균 PER은 26.6배 수준이다. 다만 고객사 투자 사이클이 현재 고점을 향해 달려가고 있는 것 감안하면 성장률은 향후 다소 하락할 수 있다. 따라서 최근 2년 평균을 40%할인 17.2배를 2017년 예상 EPS에 적용, 투자의견 BUY, 목표주가 32,000원으로 상향한다. 현재 2017년 예상 실적기준 PER 14.1배에서 거래 중이다.

표2 비아트론 목표주가 산출		
항목	내용	비고
2017년 EPS(원)	1,828	
적정 PER(배)	17.2	최근 2년간 평균 PER 40% 할인
적정주가(원)	32,000	
현재주가(원)	25,700	
상승여력	24.5%	

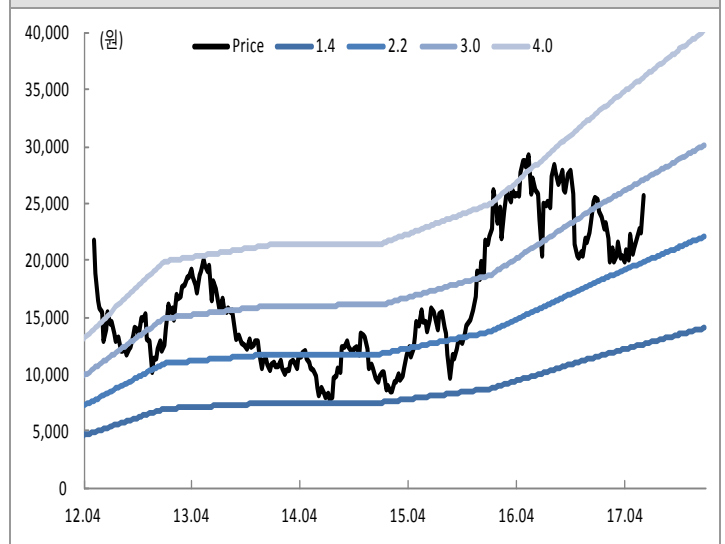
자료: 비아트론, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 비아트론 Historical PER Band 추이 및 전망



자료 : 비아트론, 토러스투자증권 리서치센터

그림6 비아트론 Historical PBR Band 추이 및 전망



자료 : 비아트론, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	56.3	99.0	124.1	155.0	189.8
현금및현금성자산	24.3	34.4	44.7	63.2	86.8
매출채권 및 기타채권	21.2	42.8	56.5	67.9	78.0
재고자산	0.2	0.1	0.3	0.4	0.5
기타유동자산	10.7	21.7	22.6	23.5	24.5
비유동자산	24.9	29.3	29.4	29.7	30.2
관계기업투자등	2.2	6.9	7.2	7.5	7.8
유형자산	19.0	18.8	18.7	18.8	19.0
무형자산	1.1	0.7	0.3	0.2	0.1
<b>자산총계</b>	<b>81.3</b>	<b>128.4</b>	<b>153.5</b>	<b>184.7</b>	<b>220.0</b>
유동부채	9.6	28.3	32.4	37.0	41.2
매입채무 및 기타채무	3.5	17.2	20.8	25.0	28.7
단기금융부채	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
기타유동부채	5.7	10.6	11.1	11.5	12.0
비유동부채	1.3	1.0	1.0	1.1	1.1
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.3	1.0	1.0	1.1	1.1
<b>부채총계</b>	<b>10.9</b>	<b>29.3</b>	<b>33.5</b>	<b>38.1</b>	<b>42.4</b>
지배주주지분	70.3	99.0	120.0	146.6	177.7
자본금	5.6	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	31.3	44.3	44.3	44.3	44.3
이익잉여금	36.6	48.6	69.6	96.2	127.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>70.3</b>	<b>99.0</b>	<b>120.0</b>	<b>146.6</b>	<b>177.7</b>

자료: 비아트론, 토러스투자증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	45.1	76.2	127.0	157.8	183.3
매출원가	28.5	53.5	86.6	107.1	124.3
<b>매출총이익</b>	<b>16.7</b>	<b>22.7</b>	<b>40.4</b>	<b>50.7</b>	<b>59.0</b>
판매비 및 관리비	8.3	8.8	13.5	16.8	19.5
<b>영업이익</b>	<b>8.3</b>	<b>13.9</b>	<b>26.8</b>	<b>33.8</b>	<b>39.5</b>
(EBITDA)	10.2	15.0	27.8	34.6	40.2
금융손익	1.0	3.0	0.7	0.8	0.8
이자비용	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.7	-0.5	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>8.6</b>	<b>16.4</b>	<b>27.6</b>	<b>34.5</b>	<b>40.2</b>
계속사업법인세비용	1.6	3.2	5.4	6.8	7.9
계속사업이익	7.0	13.1	22.1	27.7	32.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>7.0</b>	<b>13.1</b>	<b>22.1</b>	<b>27.7</b>	<b>32.3</b>
지배주주	7.0	13.1	22.1	27.7	32.3
<b>총포괄이익</b>	<b>7.0</b>	<b>13.2</b>	<b>22.1</b>	<b>27.7</b>	<b>32.3</b>
매출총이익률 (%)	36.9	29.8	31.8	32.1	32.2
영업이익률 (%)	18.5	18.3	21.1	21.4	21.5
EBITDA 마진률 (%)	22.6	19.6	21.9	21.9	21.9
당기순이익률 (%)	15.5	17.2	17.4	17.6	17.6
ROA (%)	8.7	12.5	15.7	16.4	16.0
ROE (%)	10.9	15.5	20.2	20.8	19.9
ROIC (%)	21.1	30.8	49.9	52.8	54.6

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 비아트론, 토러스투자증권 리서치센터

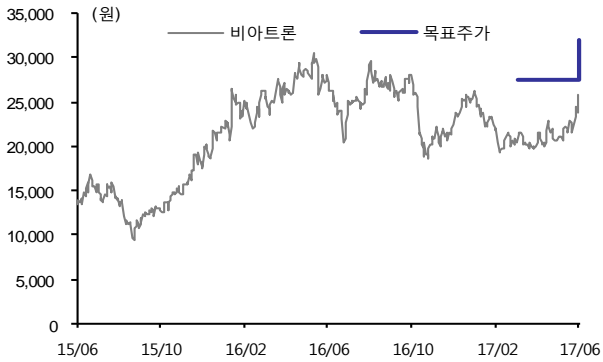
Cashflow Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>3.2</b>	<b>9.6</b>	<b>13.1</b>	<b>21.7</b>	<b>26.9</b>
당기순이익(손실)	7.0	13.1	22.1	27.7	32.3
비현금수익비용가감	5.2	5.7	1.0	0.8	0.7
유형자산감가상각비	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
무형자산상각비	1.1	0.4	0.3	0.2	0.1
기타현금수익비용	-0.8	-2.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-9.4	-8.4	-10.0	-6.8	-6.1
매출채권 감소(증가)	-12.4	-20.5	-13.8	-11.3	-10.2
재고자산 감소(증가)	0.0	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1
매입채무 증가(감소)	2.9	13.5	3.6	4.2	3.7
기타자산, 부채변동	0.2	-1.2	0.4	0.4	0.4
<b>투자활동 현금</b>	<b>9.4</b>	<b>-15.8</b>	<b>-1.8</b>	<b>-1.9</b>	<b>-2.1</b>
유형자산처분(취득)	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7	-0.8
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	11.3	-9.8	-1.1	-1.1	-1.2
기타투자활동	-1.7	-5.6	-0.1	-0.1	-0.1
<b>재무활동 현금</b>	<b>-13.3</b>	<b>15.5</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.2</b>
차입금의 증가(감소)	-18.7	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	5.2	15.4	-1.1	-1.2	-1.2
배당금의 지급	0.0	1.1	1.1	1.2	1.2
기타재무활동	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>-0.6</b>	<b>10.1</b>	<b>10.2</b>	<b>18.5</b>	<b>23.6</b>
기초현금	24.9	24.3	34.4	44.7	63.2
기말현금	24.3	34.4	44.7	63.2	86.8
NOPLAT	6.8	11.2	21.6	27.2	31.7
FCF	12.2	-5.3	11.3	19.8	24.8

자료: 비아트론, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	34.5	22.8	14.1	11.2	9.6
P/B	3.6	3.1	2.6	2.1	1.8
P/S	5.3	3.9	2.5	2.0	1.7
EV/EBITDA	21.3	16.9	8.9	6.6	5.0
P/CF	19.8	15.9	13.5	10.9	9.4
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	37.5	69.0	66.6	24.3	16.1
영업이익	900.2	67.4	92.6	26.0	16.7
세전이익	338.8	89.7	68.2	25.4	16.4
당기순이익	254.5	87.9	68.2	25.4	16.4
EPS	249.5	72.7	64.2	25.4	16.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	15.5	29.6	27.9	26.0	23.8
유동비율	585.9	349.4	382.9	418.5	460.1
순차입금/자기자본(x)	-48.2	-54.3	-54.0	-57.4	-61.1
영업이익/금융비용(x)	13,974.	n/a	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
순차입금 (십억원)	-33.9	-53.7	-64.8	-84.2	-108.6
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	644	1,112	1,826	2,290	2,666
BPS	6,226	8,173	9,909	12,099	14,664
SPS	4,153	6,448	10,483	13,025	15,127
CFPS	1,122	1,595	1,906	2,356	2,726
DPS	100	100	100	100	100

자료: 비아트론, 토러스투자증권 리서치센터

비아트론(141000) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가
2017.03.06	Buy	27,600원
2017.06.05	Buy	32,000원

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

			투자의견 비율 (%)
기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	16.7
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	83.3
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	0.0
	SELL	-20% 미만의 주가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2017. 04. 01.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자 : 김현수)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.