2011년 5월 14일

엘오티베큠 (083310)

BUY

작다고 무시하지 마라, 건식진공펌프가 간다!

v 삼성전자의 미세공정 투자는 좋은 신호

금융위기가 지나며 반도체 설비투자가 이전에 비해 확대되고 있다. 뿐만 아니라 미세공정의 중요성이 부각되면서 메모리 업체들이 미세공정 전환에 대한 투자를 늘리고 있다. 엘오티베큠의 건식진공펌프는 미세공정의 harsh한 환경에서 타사 제품 대비 경쟁력이 있기 때문에 삼성전자의 이러한 이러한 투자 분위기는 엘오티베큠의 매출을 지속적으로 증가시키는 긍정적 요인으로 작용할 것이다.

v 디스플레이와 태양광, 나올 때가 되었다.

엘오티베큠은 그동안 반도체용 건식진공펌프에 집중해 오다 연관 산업인 디스플레이, 태양광 등으로 영역을 확장하고 있다. 공급부족이 계속되고 있는 AMOLED를 중심으로 한 디스플레이 분야 설비투자와 태양광 설비투자 확대는 엘오티베큠 성장의 또 다른 축이 될 것이다.

v 적정주가 9,700원, 투자의견 Buy 제시

PER Method를 사용한 Valuation을 통해 목표 주가를 산출하였다. 적정 PER 8과 EPS 1,213원을 곱하여 도출된 엘오티베큠의 적정 주가는 9,700원으로 현재 주가 대비 32%의 상승여력이 있다. 따라서 본 보고서는 엘오티베큠에 대한 투자의견 BUY를 제시한다.

적정주가:	
9,700원	
현재주가:	
7,350원 (5/13 기준)	
상승여력: 32%	

시가총액	765억 원
ROE	25.2%
ROA	18.44%
영업이익률	13.15%
배당수익률	0.8%
P/E Ratio	6.27
P/B Ratio	1.48

주요주주	
오흥식(외4인)	30.26%
KB자산운용	5.15%
외국인비중	0.85%

SMIC
SNU Midas Investment Club

리서치 5팀
팀장: 윤희승
팀원: 김현진
박지원
임경미

Ⅰ. 엘오티베큠, Who are you?

1. 기업소개

엘오티베큠은 건식진공펌프 제조기업

㈜엘오티베큠은 국내 유일의 건식진공펌프 전문 제조기업으로, 160년 역사를 지닌 세계 최초의 진공 전문기업인 독일의 Leybold Vacuum사의 건식진공펌프 사업부문을 인수하여 2002년 3월에 설립되었다. 2002년에 미국에 있는 생산시설 이전을 완료하였고, 건식진공펌프 국산화에 성공하여 국내 건식진공펌프시장에서 상당한 위치를 점하고 있다. 안성에 본사를 가지고 있고, 미국 텍사스에는 현지법인을 두고 있으며, 판교에는 연구개발을 목적으로 한 R&D 센터를 설립하기 위한 투자가 진행 중에 있다. 엘오티베큠은 건식진공펌프만을 단일사업으로 진행하고 있지만, 구체적으로는 제품과 상품, 수선보수 세 유형으로 나눌 수 있으며, 각각의 비중은 2010년 기준으로 64.4%, 7.7%, 27.9%이다.

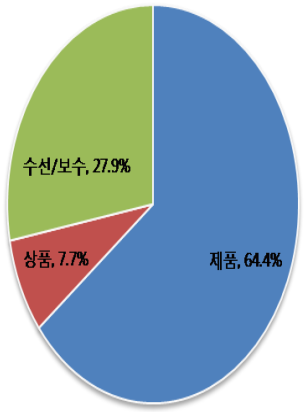
2. 산업소개 및 제품소개

1) 산업소개 – 진공펌프시장

진공펌프는 반도체 전공정의 핵심장비

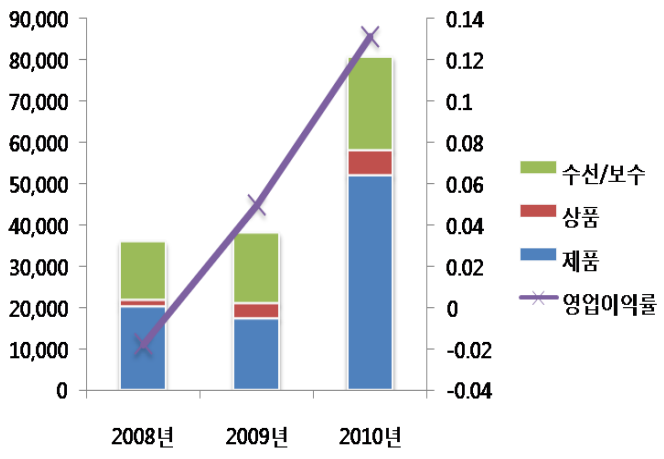
현재 엘오티베큠이 주력으로 하고 있는 분야는 반도체 산업으로, 그 중에서도 전공정 장비시장을 주요 목표 시장으로 하고 있다. 전공정은 거의 모든 공정이 진공상태에서 이루어지고 있는데, 이러한 진공은 진공펌프를 통해서 얻을 수 있다. 뿐만 아니라 공정의 특성에 맞는 진공도의 유지가 생산성과 직결되기 때문에 진공펌프는 전공정의 핵심장비라고 할 수 있다.

그림 1. 매출유형별 비중



출처: 사업보고서, Research Team 5

그림 2. 매출액 및 영업이익률 변화 추이 (단위: 백만 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

크게 형성되어 있는 반도체용 진공펌프시장

이러한 반도체 산업은 타 산업보다 월등히 많은 진공펌프의 수요를 요구하고 있으며, 반도체 산업은 대규모의 자본을 필요로 하며 공정 또한 다른 산업보다 어렵고 복잡하기 때문에 반도체용 진공펌프시장이라는 차별화된 큰 개별시장이 형성되어 있다. 이를 구체적으로 시장 세분화를 한다면 크게 건식진공펌프시장과 터보분자펌프시장으로 나눌 수 있는데, 고진공펌프는 대기압에서는 작동이 되지 않기 때문에 중진공의 환경을 제공하는 건식진공펌프가 기초펌프로서 필요하다. 그리고 엘오티베큠은 건식진공펌프에 집중하여 사업을 진행하고 있다.

2) 제품소개 – 스크루(Screw)식 건식진공펌프

유일하게 독자적으로 스크루식 건식진공펌프를 생산

엘오티베큠의 건식진공펌프는 스크루 형태의 진공펌프로, 엘오티베큠이 최초로 개발해서 생산하고 있다. Split flow screw 기술은 기존의 다단형(멀티형)에서 진일보된 최첨단 기술로, 현재는 엘오티베큠이 Multi-Type의 Hybrid Screw 매커니즘에 특허를 확보하여 엘오티베큠만이 이 기술로 건식진공펌프를 생산하고 있다. 스크루 방식의 건식진공펌프는 1분에 3600번, 항시 회전을 해 고밀도 집적 공정에 불순물이 섞이지 않는 진공상태를 유지할 수 있으며, 경쟁기업들이 제조하는 다단형 건식진공펌프보다 진공압력이 높다는 강점이 있다. 또한 다단형(멀티형)은 덜 Harsh한 공정에 들어가는 반면, 스크루 기술로 만들어진 진공펌프는 미세공정과 Harsh한 공정에 더욱 특화된 경쟁력을 갖추어, 이러한 공정에서 엘오티베큠이 타 경쟁사 대비 기술우위를 점하고 있다고 볼 수 있다.

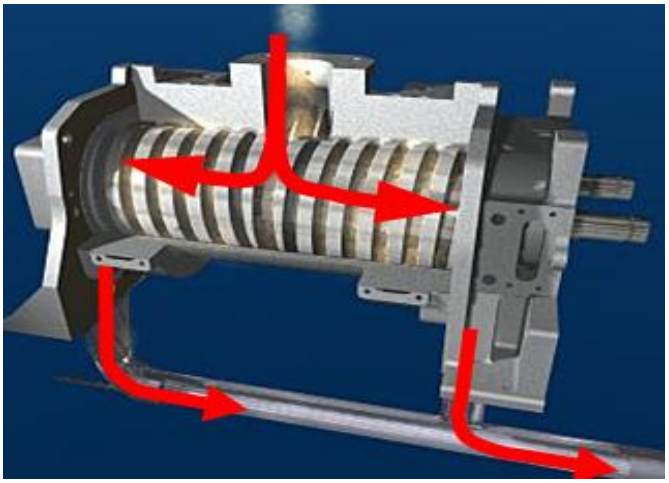
타업체 대비 강한 기술경쟁력

경쟁업체들도 스크루 기술이 접목된 펌프를 개발 중인 것으로 알려져 있지만, 단순히 기술 개발이 중요한 것이 아니라 각 반도체 공정의 컨디션에 맞게 이 기술을 적절히 적용하는 노하우가 필요하다. 따라서 경쟁업체들이 스크루 방식의 건식진공펌프를 개발한다고 하더라도, 이 노하우를 쌓는 데는 상당한 시간이 소요될 것이라고 전망되기 때문에 엘오티베큠이 타 업체 대비 기술 경쟁력을 당분간 가지게 될 것이다.

그림 3. 엘오티베큠 건식진공펌프 제품 사진

출처: 엘오티베큠, Research Team 5

그림 4. Screw Type



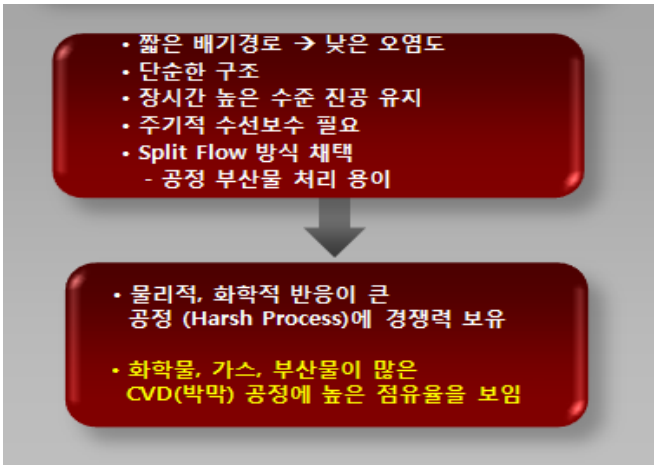
출처: 엘오티베큠, Research Team 5

그림 5. Screw Type의 특징 및 장점

1. 일반 건식진공펌프에 비해 **높은 진공도**
2. **오일오염 없이 진공형성이 가능**한 회전자의 구조
3. 높은 진공도와 청정이 요구되는 **반도체 및 디스플레이 공정에서** 주로 사용
4. 공정 및 장비의 요구를 최적화 하기 위한 **노하우가 필요**
5. 공정 반응물의 퇴적으로 **주기적 수선보수활동이** 필요

출처: 엘오티베큠, Research Team 5

그림 6. Screw Type의 비교우위



출처: 엘오티베큠, Research Team 5

3. 엘오티베큠의 경쟁력

1) 과점시장

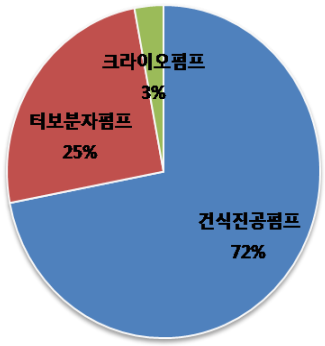
높은 기술장벽으로 과점시장이 형성

건식진공펌프시장이 전체 진공펌프시장에서 차지하는 비율은 약 72%정도로, 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 진공펌프는 반도체, 평판디스플레이 등 고난이도의 공정에 투입되는 만큼 고도의 기술력을 필요로 한다. 따라서 영국, 일본, 프랑스, 독일과 같은 주요 선진국이 주요 기술을 보유하고 있으며, 국내의 경우에는 엘오티베큠 외의 업체들은 높은 기술장벽 때문에 진입하지 못하고 있다.

꾸준히 시장점유율이 상승하는 엘오티베큠

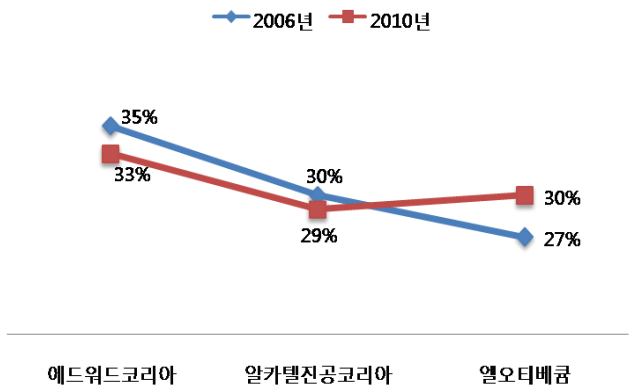
우리나라에서의 건식진공펌프시장을 살펴보면 엘오티베큠, 에드워드코리아, 알카텔진공코리아의 3사 중심으로 과점구조가 형성되어 있다. 그리고 엘오티베큠은 생산하고 있는 반도체장비 부문 건식진공펌프의 약 80%를 삼성전자에 납품하고 있다. 따라서 삼성전자의 설비투자의 증가가 엘오티베큠 매출 상승의 관건이라고 할 수 있다. 삼성전자가 각 사에서 구입하는 진공펌프 점유율 추이는 2010년 기준으로 엘오티베큠 30%, 에드워드코리아 33%, 알카텔진공코리아 29%로 엘오티베큠이 점유율 2위를 차지하고 있다. 큰 폭의 변화는 아니지만 2006년에 엘오티베큠의 점유율이 27%로 3위였던 것과 비교해보면 경쟁사 대비 엘오티베큠의 삼성전자 내에서의 시장점유율이 꾸준히 상승했음을 짐작할 수 있다.

그림7. 진공펌프시장의 각 시장점유율



출처: 사업보고서, Research Team 5

그림8. 삼성전자 반도체장비부문 진공펌프 점유율 추이



출처: 엘오티베큠, Research Team 5

2) 수선/보수로 인한 안정적 수익창출 가능

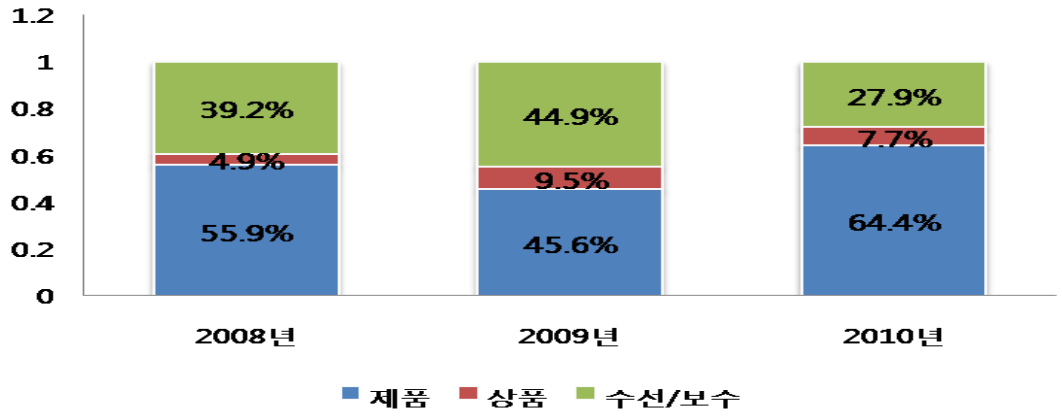
건식진공펌프는 5-7년 주기로 교체가 필요한 소모성 제품

엘오티베큠이 제조하는 건식진공펌프는 5-7년을 주기로 교체가 필요한 소모성 제품이기 때문에, 엘오티베큠은 매출처의 꾸준한 설비투자로 인한 매출 성장과 더불어 사이클에 따라 안정적인 수익창출이 가능하다.

주기적인 수리/보수가 필요해 안정적인 매출 창출 가능

또한 엘오티베큠은 건식진공펌프를 단순히 제조 및 판매하는 것이 아니라 펌프의 수리/보수도 함께 하고 있다. 반도체생산공정은 미세먼지 하나라도 들어가게 되면 문제가 생길 수 있기 때문에, 그만큼 초청정 공간을 필요로 한다. 반도체 전 공정이 진공상태에서 이루어지는 것도 이 때문이라고 할 수 있는데, 따라서 건식진공펌프의 수선 및 유지가 매우 중요하다. 보통 1년에 1-2회 정도 주기적인 수선보수 및 유지보수가 필요한데, 엘오티베큠의 경우에는 제품 판매 후 2년 후부터 유상으로 유지 보수를 실시하고 있다. 따라서 수선 및 유지로부터 안정적인 수익 창출이 가능하게 된다. 실제로, 엘오티베큠의 전체 매출액 중 수선 및 유지 보수 부문 비중을 보면 2010년 기준으로 약 27.9%로 상당한 비중을 차지하고 있다. 2009년 대비 비중은 감소하였지만 이는 제품 판매 매출의 큰 폭 증가로 인하여 상대적 비중이 감소한 것으로, 절대적 수치는 더 증가했음을 확인할 수 있다.

그림9. 전체 매출액 중 수리/보수 부문 비중



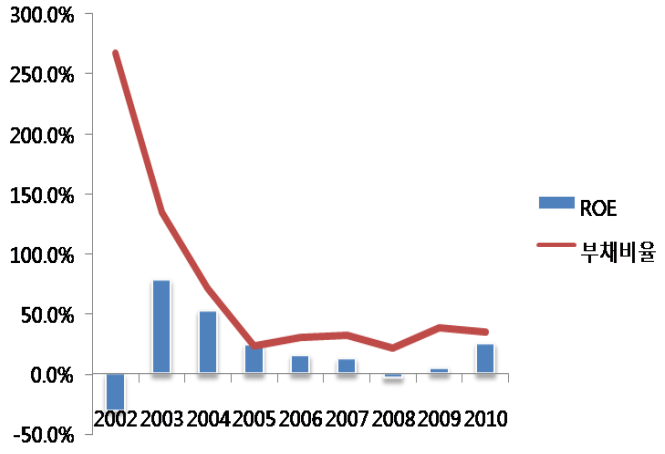
출처: 사업보고서, Research Team 5

안정성, 성장성을 보이는 엘오티베큠의 재무 현황

4. 재무분석

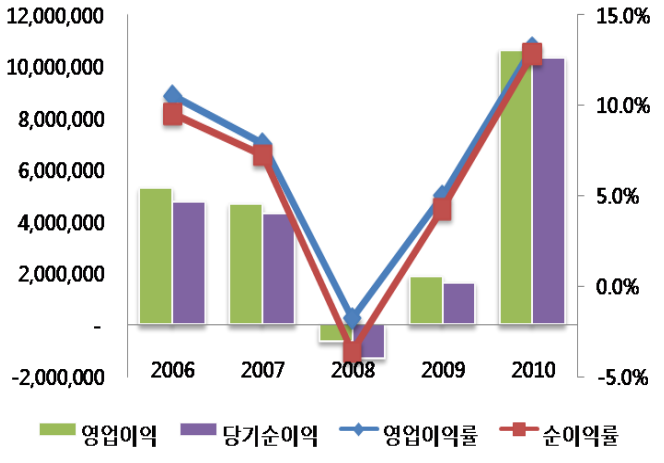
우선 ROE의 경우 2003년 이후 지속적으로 감소하는 추세를 보이다가 2008년 -3.7%를 기점으로 2009년 4.7%, 2010년 25.2%로 꾸준하게 상승하고 있다. 부채비율은 2005년까지 큰 폭으로 감소 후, 최근 30%대의 안정적인 모습을 보이고 있다. 영업이익과 당기순이익을 보면, 2008년 경제위기와 이로 인한 반도체 시장의 불황으로 적자를 기록하다가 2009년부터 회복세에 접어들기 시작하였고, 2010년에는 매우 큰 폭의 성장을 보여 영업이익은 16억 원, 당기순이익은 103억 원을 기록하여 전년년 대비 각각 463%, 539%의 성장하였다. 엘오티베큠의 수익성이 강화된 이유는 수주 증가로 인해 매출액이 큰 폭으로 증가했을 뿐만 아니라, 2009년 가동률은 78.7%이었는데 2010년 가동률은 91%로 상승하였지만 고정비용이 비슷하게 유지되면서 판관비가 2009년 24.02%에서 15.53%로 소폭 감소하였기 때문이라고 판단된다.

그림10. ROE, 부채비율 변화 추이



출처: 엘오티베큠, Research Team 5

그림11. 영업이익, 당기순이익 변화 추이 (단위 : 천원)



출처: 엘오티베큠, Research Team 5

Ⅱ. 투자포인트 1 – 삼성전자 반도체 투자의 수혜

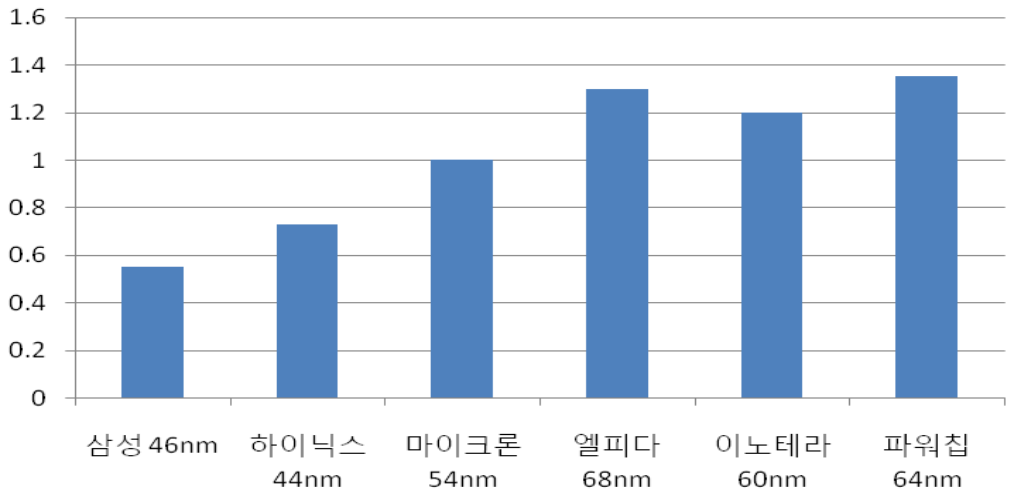
반도체 장비 시장의 확대

시장조사 업체인 가트너에 따르면 지난해 전세계 반도체 장비 시장은 작년보다 143%늘어난 410억 달러에 이른 것으로 추산됐다. 자동검사장비가 149%, 웨이퍼 공정 장비가 145%, 패키징 어셈블리 장비가 127%씩 시장의 규모를 증가시켰다. 스마트폰과 태블릿PC 또한 수요가 급증하고 있다. 스마트폰이나 태블릿PC에도 기존에는 256byte DRAM이 들어가지만, 향후 1Gbyte DRAM이 들어갈 것이다. 이렇게 반도체 장비 시장이 커짐에 따라 DRAM의 수요가 크게 증가하게 됐으며, 공정 또한 미세공정체제로 많이 전환되기 시작하고 있다.

반도체 산업에서 미세공정으로의 전환이 중요한 요소

DRAM 시장은 미세공정 기술을 얼마나 갖고 있느냐가 DRAM 납품 업체의 기업실적 성패를 갈랐다. 현재 삼성전자의 경우 40nm대의 기술을 보유하고 있다. 반면, 일본과 대만 경쟁업체들은 50~60nm 대의 기술을 가지고 있다. 40nm급에서 30nm급 공정으로 DRAM 생산 체제를 전환하면 동일한 웨이퍼로 만든 DRAM 생산량이 70%가량 증가한다. 즉, 높은 미세공정 기술을 가지고 있을수록 생산 효율과 비용 절감 효과를 높일 수 있는 것이다. 제조원가 또한, 삼성 전자의 경우 1달러 내외인 반면에 일본, 대만 경쟁업체들은 1.5~2달러 대로 삼성전자에 비해 높은 수준이다.

그림 12. 반도체 경쟁사별 반도체 기술과 생산단가 **(단위: 달러)**



출처: 업계 자료, Research Team 5

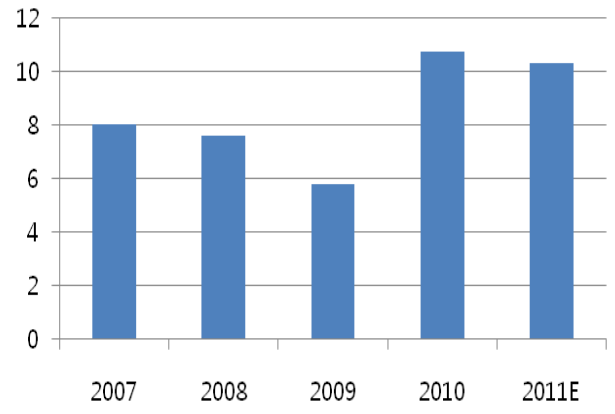
미세공정 기술의 높은 진입장벽

일본, 대만 기업이 50~60nm DRAM 생산 기술에서 40nm대의 DRAM 생산 기술을 갖추기까지는 단순히 10~20nm만 수율을 높이면 되는 것이 아니라 높은 진입장벽을 극복해야 한다. 반도체 기업들은 미세회로로 전환할 때마다 새로운 노광장비를 사용해야 한다. 이로 인해 수율이 높아지게 되면 그만큼 기존 공정에 비해서 1.5~2배 정도의 대규모 투자가 수반될 수 밖에 없는 구조이다. 따라서 라인 1개당 수 조원의 자금이 들어가기 때문에 높은 진입장벽이 존재한다.

삼성전자도 20나노급 투자 계획

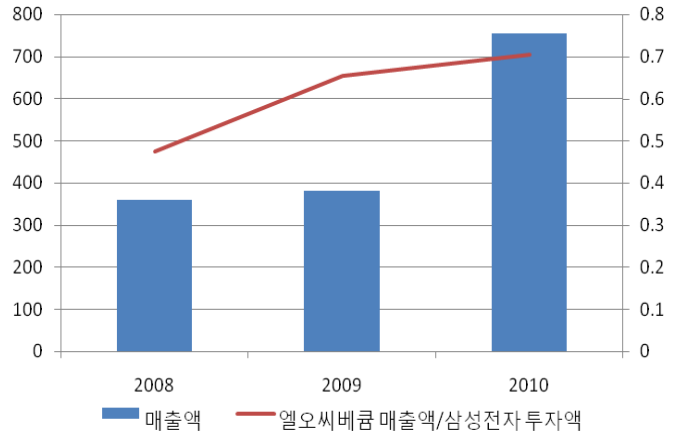
높은 수율을 갖는 미세공정 기술 확보를 위한 업체들의 경쟁이 심화되고 있다. 이미 세계 3위 DRAM 업체인 일본 기업 엘피다가 25nm DRAM 개발에 성공하여 7월부터 히로시마 공장에서 생산할 계획이고 이에 삼성전자도 올해 안에 20nm급 DRAM을 개발하고 양산하기 위한 투자를 계획하고 있다.

그림 13. 삼성전자 반도체 투자액 (단위: 조 원)



출처: 삼성전자, Research Team 5

그림 14. 삼성전자 투자 대비 매출비중 (단위: 억 원, %)



출처: 각 사, Research Team 5

삼성전자의 미세공정 투자 확대

삼성전자의 반도체 부문 투자액 변화추이를 보면 매년 증가하다가 2009년에 금융위기를 겪으면서 투자액수가 확연히 줄어든 것을 알 수 있다. 2009년 투자액은 6조원에도 못 미쳤지만 2010년 삼성전자는 10.7조원 가량을 투자하였다. 2010년 전체 반도체 투자액은 10.3조원으로 약간 감소할 것으로 예상된다. 이는 삼성전자가 DRAM 부문 반도체 투자액을 50% 정도 감소 시키기 때문이다. 하지만, 그에 해당하는 액수만큼 미세공정 부문 투자를 늘릴 계획이다.

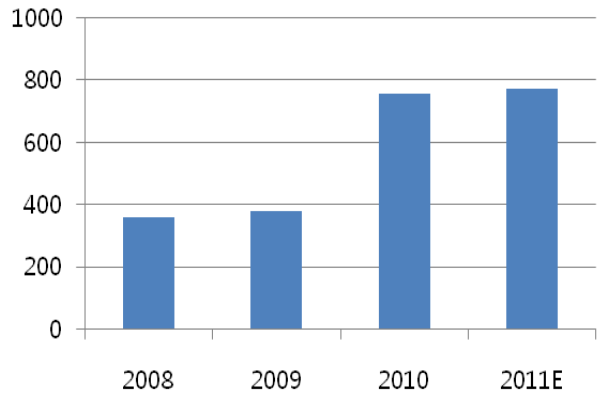
엘오티베큠은 삼성전자 내 건식진공 펌프의 30% 점유중

반도체 공정중에서 리소그래피 공정을 제외한 기판공정과 배선공정에서는 청정상태의 공정진행을 위해 진공으로 만들 필요가 있다. 이 과정에서 사용되는 펌프가 엘오티베큠에서 주로 생산하는 건식진공펌프로 많이 대체되고 있다. 앞서 살펴보았듯이 엘오티베큠에서 총매출액의 약 80%에 해당하는 건식진공펌프가 삼성전자로 납품되고 있으며, 이는 삼성전자가 공급받는 펌프의 30% 정도에 해당한다.

미세공정 투자 확대는 엘오티베큠에 긍정적인 현상

따라서 삼성전자의 반도체 부문 투자 규모가 커지게 되면 엘오티베큠의 매출액 역시 증가하는 것을 확인할 수 있다. 삼성전자의 2011년 반도체 부문 투자 규모가 10.3조로 2010년과 거의 동등한 액수이지만, 미세공정 분야의 투자가 증가하는 것은 엘오티베큠에 긍정적인 요소이다. 미세공정 기술개발을 위해 새로운 투자를 하게 되면, 기존의 장비 외에 추가적으로 엘오티베큠으로부터 건식진공펌프를 공급받아야 하기 때문에 그만큼 엘오티베큠의 매출액이 증가할 수 있을 것이다.

그림 15. 엘오티베큠 반도체부문 매출액(단위: 억 원)



출처: 사업보고서, Research Team 5

표 1. 삼성전자 투자액과 엘오티베큠 매출액 추정

(단위: 억 원) 년도	2008	2009	2010	2011E
삼성전자 투자액(A)	76000	58000	107000	103000
엘오티매출(B)	359	380	754	798
B/A	0.474%	0.655%	0.705%	0.775%
B/A 증가율		38%	7%	9.9%

출처: 각 사, Research Team 5

DRAM 투자와 미세공정 투자의 차이

리서치 5팀은 삼성전자의 반도체 투자액과 엘오티베큠의 매출액 비율을 이용하여 2011년 엘오티베큠의 예상 매출액을 추정해 보았다(표 1 참조). 2011년 삼성전자의 반도체 부문 투자액이 2010년에 비해 약간 감소할 것으로 전망되지만, 그로 인해 엘오티베큠의 매출액이 단순히 감소하지는 않을 것이라고 판단된다. 그 이유는 삼성전자의 투자액 대비 엘오티베큠의 점유율이 증가하는 추세에 있으며, 삼성전자가 DRAM에 투자할 때와 미세공정에 투자할 때 엘오티베큠의 매출액 증가 폭이 다르게 나타날 것이기 때문이다.

엘오티베큠의 2011년 매출액 증가 예상

삼성전자가 반도체 투자 중 미세공정 분야의 비중을 점점 증가시키고 있기 때문에 미세공정의 harsh한 조건에서 경쟁력이 있는 엘오티베큠 제품의 수요는 더 증가할 것이다. 이에 따라 삼성전자 투자액 대비 엘오티베큠 매출액의 비율이 소폭 증가하여 반도체부문 매출액이 2010년 754억 원에서 2011년 약 824억 원으로 증가할 것으로 보인다. 삼성전자의 미세공정 분야 투자 비중이 앞으로도 지속적으로 성장할 것으로 보여 엘오티베큠의 향후 매출도 이러한 흐름의 수혜를 입을 것이다.

Ⅲ. 투자포인트 2 – 비반도체분야로 진출!

디스플레이, 태양광 등으로 매출처 다각화 시도 중

엘오티베큠은 그동안 반도체용 건식진공펌프에 집중해 오다 연관 산업인 디스플레이, 태양광 등으로 영역을 확장하며 사업의 다각화를 시도 중이다. 아직까지 삼성전자를 통한 반도체용 건식진공펌프의 매출 비중이 높은 수준이지만 2010년 이후 GHD800, GD400 등의 LCD/태양광/AMOLED 장비용 건식진공펌프가 양산되면서 매출처가 다양해질 수 있을 것으로 판단된다.

1. 디스플레이

1) AMOLED의 공급부족 심화

향후 AMOLED가 디스플레이 산업을 주도할 것

향후 디스플레이 산업의 변화는 AMOLED가 주도할 것이다. 그 이유는 AMOLED가 보유한 높은 색재현성, 빠른 응답속도, 넓은 시야각 등의 장점이 현재의 LCD 대비 탁월하기 때문이다. 또한 차세대 디스플레이로 각광받는 Flexible, 투명 디스플레이 구현에도 AMOLED가 가장 적합한 것으로 알려져 있다.

현재 AMOLED의 공급부족 심화되는 중

차세대 디스플레이로 성장이 주목 받고 있는 AMOLED는 중소형 제품의 채택 이후 폭발적인 성장성을 보이며 공급부족이 심화되고 있다. 삼성전자 갤럭시S에 AMOLED가 채택된 이후, 소비자들은 AMOLED의 성능에 높은 관심을 가지게 되었으며, 수요는 폭발적으로 증가하고 있다. 그럼에도 불구하고, 현재 소비자 시장에 대응할 만한 AMOLED 양산 기술을 지닌 업체는 삼성모바일디스플레이(SMD)가 유일하여 공급 부족 현상이 매우 심각한 실정이다. 또한, 내년 하반기부터는 급격한 성장이 예상되는 태블릿 PC 제품에도 AMOLED가 적극적으로 채용될 것으로 보여 AMOLED 수요 증가는 더욱 가속화될 것으로 전망된다.

표 2. LCD와 AMOLED 비교

	LCD	AMOLED
두께 / 무게	두껍다 (0.8mm까지 가능) / 무겁다	얇다 (0.5mm까지 가능) / 가볍다
시야각	좁다 (액정 타입에 따라 다름)	넓다 (180도 가능)
색재현성	좋다	더 좋다
해상도	낮다 (현재 기술로는 우위)	높다 (현재 기술로는 열위)
응답속도	느리다	빠르다
명암비	낮다 (현재 기술로는 우위)	높다 (현재 기술로는 열위)
동작 온도	범위 좁다 (최저 온도 -10°C)	범위 넓다 (최저 온도 -40°C)
전력 소모	높다	낮다
수명	길다 (5만 시간 이상)	짧다 (5천~3만 시간)
제조 비용	AMOLED 보다 싸다	비싸다 (낮은 수율, 복잡한 구조)

출처: LIG 투자증권, Research Team 5

2) 디스플레이 업체들의 AMOLED 투자 확대

디스플레이 업체들의 AMOLED 투자 본격화

현재 디스플레이 업체들은 1) LCD 산업의 성숙기 진입, 2 AMOLED 수요 증가로 공급 부족 심화, 3) LCD를 능가하는 높은 수익성, 4) 근본적으로 LCD 대비 우수한 Device 성능을 이유로 AMOLED 투자 행보를 본격화하고 있다. 국내 패널 업체들을 중심으로 투자 계획을 알아보자.

SMD는 2011년 AMOLED에 5.4조원 투자 계획 밝혀

현재 AMOLED 생산의 약 98%를 차지하고 있는 SMD는 2011년 AMOLED에만 5.4조원을 투자하겠다는 계획을 발표했다. SMD는 선제적으로 5.5G 투자를 진행함으로써 올해에도 AMOLED 생산의 약 90%를 점유할 것으로 예상된다. 또한, 후발업체들의 시장 진입에도 불구하고 2012년까지 AMOLED 시장에서 점유율 80% 이상의 독보적인 위치를 유지할 것으로 전망된다.

5.5세대에 이어 향후 8세대 AMOLED까지 투자시기 조율 중

SMD는 기존 4.5세대 라인에서 월 5.7만장의 AMOLED 패널을 생산하고 있으며 가장 먼저 5.5세대 투자를 진행하였고 오는 6월에 양산에 진입할 예정이다. 향후 5.5G 라인이 가동되면 우선적으로 월 2.4만장을 생산할 예정이며 3분기 이후 7.2만장의 Full Capa 생산에 진입할 예정이다. 향후 8세대 이후 AMOLED TV용 시험라인을 2012년 1분기에 완성할 목표로 투자시기를 조율 중이다.

LG디스플레이도 향후 투자 확대 계획 중

경쟁사인 SMD 대비 AMOLED 대응이 늦은 편인 LG디스플레이는 현재 2.5세대 시험라인과 4.5세대(월 4천장) 라인을 보유하고 있다. LG디스플레이는 5.5세대 투자를 징검다리 형태로 진행하고 직접적으로 8세대 라인의 투자를 계획하고 있다. 8세대 라인의 양산은 2013년에 가능할 것으로 알려져 있다.

표 3. 국내 AMOLED 신규 양산 라인 투자 계획 전망

제조사	공장	Phs	Glass Size	Install	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12
LGD	AP2-E2	1	730X460	Dec-09									
SMD	A1	3	730X460	Jan-10									
SMD	A2	1	650X750	Jan-11									
LGD	AP2-E2	2	730X460	Jun-11									
SMD	A2	2	650X750	Sep-11									
SMD	A2	3	1300X1500	Dec-11									
LGD	P9-OLED	1	1320X1500	Jan-12									

설비 주문 설비 구축 양산

출처: DisplaySearch, LIG 투자증권, Research Team 5

3) AMOLED 투자 확대는 엘오티베큠에게

올해 하반기부터 디스플레이 매출이 성장세를 보일 것

기존에 디스플레이용 건식진공펌프는 에드워드를 중심으로 하는 해외 업체들이 독식하고 있는 시장이었다. 엘오티베큠은 반도체 시장에서 삼성전자를 통해 검증받은 기술력을 바탕으로 2005년 LCD용 주공정 펌프를 개발 완료하였고, Demo 제품 공급을 통해 검증을 받는 중에 있다. 또한 8G AMOLED용 펌프도 1차 납품을 완료하였다. 디스플레이용 건식진공펌프의 매출은 올해 하반기부터 매출이 점차 성장세를 보일 것이며 이후 대형 AMOLED 패널로 투자가 확대되는 국면에서도 수혜를 꾸준히 받을 수 있을 것으로 전망된다.

도시바를 시작으로 글로벌 시장에서도 경쟁력 강화 전망

뿐만 아니라 현재 일본의 도시바도 작년 여름부터 엘오티베큠의 진공펌프 도입을 검토 중이며, 올해 2월에 평가 제품 공급을 마친 상태이며, 빠르면 하반기부터 정상적인 수주가 가능할 것으로 전망된다. 도시바에 안정적으로 공급이 시작되면 글로벌 시장에서 레퍼런스를 쌓으면서 엘오티베큠의 영업력이 한층 더 강화될 것이다.

4) 디스플레이 매출 추정

SMD의 AMOLED 투자액을 통한 디스플레이 매출 추정

엘오티베큠의 2010년 디스플레이 부문 매출액은 7억원에 불과했다. 2011년부터 전방 업체들의 AMOLED 투자가 큰 폭으로 증가하고 엘오티베큠의 디스플레이향 매출이 첫 단추를 떼기 시작하면 그 증가세는 점차 커질 것이다. 투자포인트 1에서 추정한 방법과 비슷하게 SMD의 AMOLED 투자액에서 일정 비율을 곱해 디스플레이 부문 매출을 추정해 보겠다.

올해 디스플레이 매출 80억원으로 추정

2011년 SMD의 AMOLED 설비 투자액은 5.4조 원이다. 그리고 삼성전자의 반도체 투자액 대비 엘오티베큠 반도체 관련 매출 비중은 약 0.7%인데, 엘오티베큠은 디스플레이 장비용 펌프시장에 신규 진입한 상태이므로 동일한 가중치를 적용해서는 안된다고 판단된다. 그리고 매출이 하반기부터 본격적으로 발생할 것이라는 점을 감안하여 Research Team 5에서는 이 수치에서 약 80%를 차감한 0.15%를 가중치로 적용하여 2011년 엘오티베큠의 디스플레이 부문 매출액을 80억원으로 추정한다. 이후 매출이 안정되면 디스플레이 매출액은 안정적인 증가를 보여줄 수 있을 것이다.

2. 태양광

1) 태양광 부문에서 엘오티베큠은?

매출처 다변화를 위한 태양광 부문으로의 진출

엘오티베큠은 사업이 반도체 부문에 대부분 치중되어있기 때문에, 매출처를 다변화하기 위해서 작년부터 태양광 부문에도 건식진공펌프를 판매하고 있다. 태양광에서 쓰이는 건식진공펌프 역시 반도체부문에서 쓰이는 건식진공펌프와 비슷한 방법으로 제조되기 때문에, 보다 쉽게 사업 분야를 확장해나갈 수 있다. 하지만 엘오티베큠이 판매하는 전체 건식진공펌프 중에서 태양광 부문에 판매되는 비중은 매출액 기준으로 2010년 약 1.98%정도로 매우 미미한 수치를 보이고 있다. 현재 매출처도 독일의 올리콘 라이볼트 베큠사에게 태양광 셀 제조 공정용 건식진공펌프를 OEM 납품하는 것과 국내 일부 태양광 셀 제조 업체들에게 판매하는 것으로 파악되었다. 하지만 리서치 5팀은 태양광 시장에 대한 장밋빛 전망이 지속되면서 이 시장이 점점 더 확대될 것이고, 건식진공펌프 시장에서 기술력을 가지고 있는 엘오티베큠은 이 추세를 따라 수혜를 입을 것이라고 판단하였다.

2) 유럽시장에서 태양광 시장의 현황 및 전망

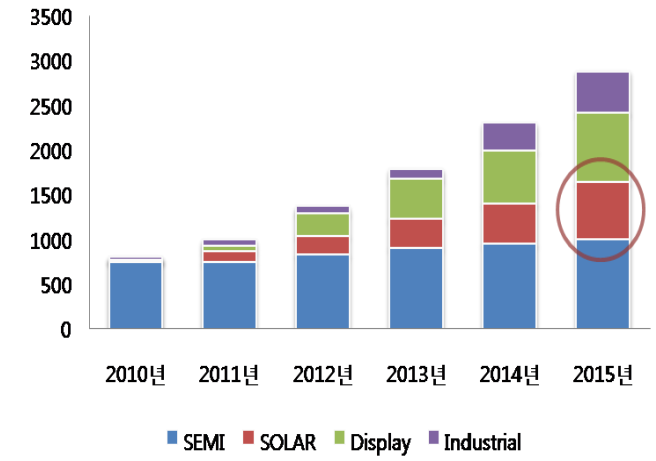
유럽 태양광 시장의 성장률은 둔화 예상

우선 유럽 태양광 시장을 살펴보면, 이 시장은 2010년 전 세계 태양광 시장의 80% 이상을 차지할 정도로 절대적인 위상을 차지하고 있다. 이는 유럽 전반적인 국가들이 정책적으로 태양광 설치에 대해서 보조금을 지급하는 정책을 쓰고 있기 때문이었다. 그러나 태양광에 대한 수요가 급격하게 증가하면서 지급해야 하는 보조금 액수가 예상보다 급격하게 늘어나게 되어 국가차원에서 부담을 느끼기 시작하였고, 때문에 작년 하반기부터 유럽의 각 국들은 보조금을 지속적으로 삭감하는 계획을 발표하였고, 일부 국가들은 벌써 정책으로 시행하고 있다. 이의 영향과 더불어 북미 태양광 시장이 급속도로 성장하면서, 2011년 유럽 태양광 시장의 비중은 약 68.6%로 다소 하락할 것으로 전망되고 있다. 하지만 이는 상대적인 수치일 뿐, 절대적인 수치로는 태양광 시장이 꾸준하게 성장할 것이라는 것을 유럽 태양광 공업 협회의 자료를 통해서 확인할 수 있다.

하지만 절대적 수치 증가에 따른 수혜 예상

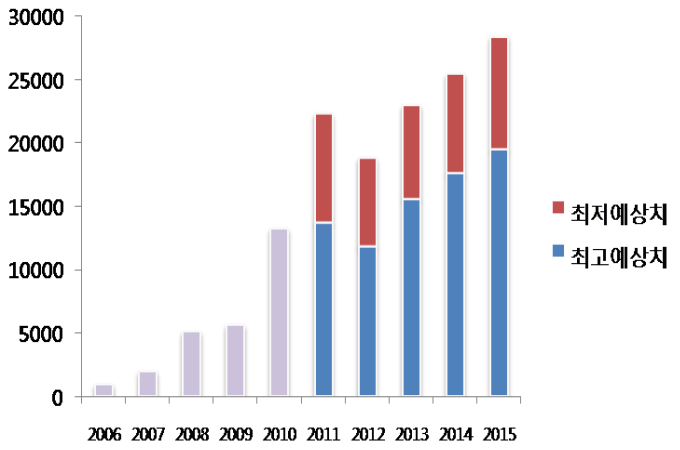
특히, 엘오티베큠이 수출하고 있는 독일의 경우에는 전 세계 태양광 시장의 35%를 차지할 만큼 단일 국가로는 제 1위 태양광 시장을 형성하고 있다. 그러나 올해 7월부터 보조금을 15% 삭감하는 등 태양광 시장의 발전에 부정적인 영향을 미칠 정책이 시행될 것으로 보이면서, 독일 태양광 시장은 제한적인 성장을 보일 것으로 전망된다. 하지만 절대적인 수치는 꾸준히 증가하는 것이라고 예상되는 바, 엘오티베큠의 태양광 부문에서의 매출은 급격하지는 않아도 완만한 추세로 증가할 수 있을 것이라 판단된다.

그림 16. 각 분야별 매출 추정치



출처: 엘오티베큠, Research Team 5

그림 17. 유럽 태양광 시장 전망



출처: 업계 자료, Research Team 5

3)우리나라에서 태양광 산업의 현황 및 전망

국내 기업들의 태양광 산업 투자 계획

현재 국내 삼성전자와 LG전자 등 대기업들이 태양광 사업에 뛰어 들고 있다. 대표적으로 삼성전자는 태양광 부문에 10년간 6조원을 투자할 계획이다. 한화그룹의 경우에도 2020년까지 6조원을 투자할 계획이며, 지난해 8월에는 태양광 모듈 부문 세계 4위인 솔라펀파워홀딩스를 인수한 후 한화솔라원으로 이름을 바꾸기도 했다. 그리고 LG는 수직계열화 구축을 위해 LG화학을 통한 폴리실리콘 투자를 검토하고 있다.

국내 태양광 시장 확대는 엘오티베큠의 기회요인이 될 것

세계 태양광 시장의 규모가 커지게 되면서 국내 기업의 태양광 산업 투자 또한 증가하고 있다. 이러한 투자의 증가로 인해 2012년 국내 태양광 산업의 매출액은 올해보다 58% 증가한 9조 8천억원이 될 것이라고 전망하고 있다. 국내 대기업들이 투자를 통해 경쟁력까지 갖추게 된다면 앞으로 국내 태양광 시장 규모가 더욱 확대되면서 엘오티베큠에도 기회요인으로 작용할 수 있을 것이다.

IV. RISK&ISSUE

1. 단가인하압력과 핵심부품내재화

삼성전자로부터의 단가인하압력은 수익성을 악화시키는 RISK 요인

앞에서 살펴보았듯이 엘오티베큠은 회사가 제조·생산하는 건식진공펌프의 약 80%를 삼성전자에게 납품하는 구조를 가지고 있다. 따라서 삼성전자에의 매출 의존도가 매우 높다고 볼 수 있다. 또한, 삼성전자는 건식진공펌프를 엘오티베큠과 에드워드코리아, 알카텔진공코리아로부터 각각 약 30%씩 비슷한 비율로 매입하고 있다. 이는 삼성전자가 3사의 경쟁구도를 적절히 이용하기 위한 것으로 판단된다. 이러한 구조 하에서 삼성전자는 자사의 수익성을 높이기 위해 엘오티베큠에게 단가를 인하하도록 압력을 가할 수 있다. 그리고, 실제로 삼성전자는 엘오티베큠에게 매년 단가인하압력을 가한다는 사실을 확인하였다. 이는 분명 엘오티베큠의 수익성을 악화시키는 RISK요인으로 작용할 수 있다.

하지만 핵심부품의 내재화를 통해 수익성 악화 가능성 상쇄

하지만 리서치 5팀은 삼성전자의 단가인하압력으로 인한 수익성 악화를 핵심부품내재화를 통해 극복할 수 있다고 판단하였다. 엘오티베큠은 회사 창립 이후 부품 국산화를 꾸준히 진행해왔지만, 핵심 부품 중에 국산화가 아직 안된 부품들은 수입에 의존했기 때문에 영업이익률이 10~14% 수준을 유지했다. 그러나 핵심 부품 중 모터의 경우, 기존에는 프랑스산 모터를 사용했지만 엘오티베큠이 포항공대와의 공동R&D를 통해 모터 국산화에 성공하면서, 신규로 판매되는 제품들은 국산 모터를 사용하기 시작했다. 또한 보조 펌프의 경우에는 기존에는 독일 업체에서 수입했지만, 국내 제조업체 발굴에 성공하면서 조금씩 국산화를 해나가고 있는 상황이다. 따라서 핵심부품 내재화가 가시화되는 2분기부터는 이전보다 수익성이 상승할 수 있을 것으로 예상된다. 결국 단가인하압력으로 인한 수익성 악화 요인은 핵심부품 내재화를 통해 어느 정도 상쇄될 수 있을 것이라 판단된다.

2. 환율

매출과 매입의 헷지로, 환율로 인한 변동은 크지 않을 것

엘오티베큠은 원재료 매입액의 약 80%이상(2010년 기준 약 460억 원)을 외화로 결제하고 있으며, 외화 중에서는 유로가 차지하는 비중이 높다. 이러한 이유로 환율 변동에 리스크가 있다고 생각될 수 있으나, 주요 매출처인 삼성전자에서 구매를 할 때 환율을 반영한 단가 책정이 이루어지므로 어느정도 서로 상쇄되어 헷지가 되기 때문에 환율에 대한 민감도는 크지 않다고 판단된다.

3. 오일펌프, 건식진공펌프로의 대체?

탄소배출권거래제 시행예정

탄소배출권거래제가 빠르면 2013년, 늦으면 2015년부터 시행될 예정이다. 탄소배출권거래제가 시행되게 되면 상대적으로 탄소배출량이 많은 국가나 기업이 상대적으로 탄소배출량이 적은 국가나 기업으로부터 돈을 내고 탄소배출권을 구매하게 된다. 이 때문에 탄소배출권거래제가 시행되게 되면 국가나 기업 스스로 탄소배출 절감 노력을 기울일 수 밖에 없다.

환경문제를 일으키는 기존의 오일펌프를 건식진공펌프가 대체

펌프가 회전을 하게되면 200도에서 300도까지 열이 발생하게 되는데 기존에 철강, 화학 산업 등에 쓰이는 습식 펌프에는 펌프를 냉각시키는데 오일이나 물이 사용하였다. 하지만 기존의 습식 펌프는 건식 펌프 대비 이산화탄소 및 오염물질 발생량이 많기 때문에 탄소배출권거래제가 시행될 경우 해당 기업에 리스크 요소가 될 가능성이 크다. 때문에 향후 습식 펌프를 건식 펌프가 대체하게 되면 매출 증대의 요인이 될 수 있다.

각 산업에서 배출되는 화학물질을 제거하는 과정에서도 진공펌프 수요가 커질 것

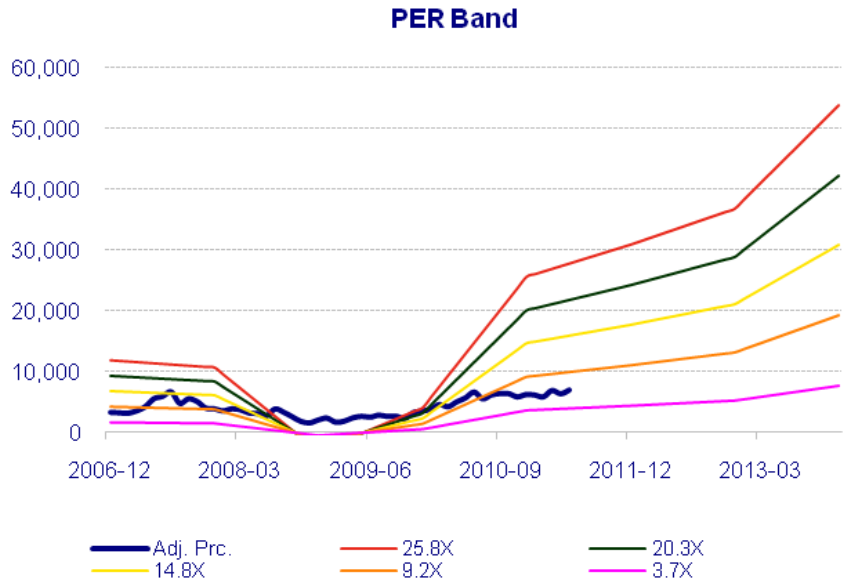
또한 반도체나 LCD 산업은 작업 과정에서 화학물질들이 많이 배출된다. 철강산업을 예로 들면 제강 공정에서 제품의 품질을 높이기 위해서는 가스를 제거하는 과정이 필요한데, 이런 과정에서 유해한 가스물질들이 배출된다. 따라서 가스나 파우더 형태의 물질들을 회수/여과시켜주는 장치가 필요한데, 이 과정에서 진공펌프가 필요하다. 펌프가 유해물질들을 회수시켜서 리사이클 공정에 투입시키기 위해서는 추가적인 비용이 필요한데, 앞으로 환경 규제가 강화되고 탄소배출권거래제가 시행될 경우 이 부분에서도 건식진공펌프 수요가 증가할 가능성이 충분히 존재한다.

Ⅴ. Valuation

< PER Method >

본 보고서에서는 엘오티베큠의 2011년 실적을 전망해 보고, 이에 따른 적정 주가를 산출해 보고자 한다.

1. PER 추정



금융위기 이전('06~'07년) 엘오티베큠의 주식은 PER 7.25 ~ 9.5 수준에서 거래되어 왔다. 현재는 기존 주력사업인 반도체뿐 아니라 디스플레이와 태양광 부문에서도 매출 증대가 기대되고 있기 때문에, 향후 전망은 이전보다 더 밝은 상황이라고 할 수 있다. 그렇기 때문에 엘오티베큠의 2010년 말 주가 기준 PER은 6.27로 저평가된 수준이라고 할 수 있다. 이에 따라 Research Team 5는 엘오티베큠의 적정 PER을 8로 추정하였다. 현재의 주가가 2010년 EPS 기준 7.4배 수준에서 거래되고 있음을 감안하면 무리가 없는 수치라고 판단된다.

2. 적정 EPS 추정

<2011년 매출액 및 영업이익, 영업외손익 추정>

사업부별 매출액의 경우 1) 반도체부문과 2) 디스플레이 부문은 투자포인트에서 추정했던 수치를 사용하였고, 이외의 태양광과 기타 Industrial 부문은 내부의 목표치에서 다소 할인한 값을 적용하였다. 상세한 매출 전망은 아래의 표와 같다.

(단위: 억 원)	2010	2011(E)	증가율
Semi	754	798	6%
Display	7	80	1043%
Solar	16	100	525%
Industrial	30	60	100%
합계	807	1038	29%

영업이익률의 경우 전년 대비 소폭 상승한 13.20%를 가정하였다. 앞서 언급하였던 핵심부품 내재화의 영향으로 수익성이 개선될 여지도 있으나 반도체 이외의 분야에 진출하면서 판매관리비가 증가할 가능성도 동시에 존재한다고 판단된다.

엘오티베큠의 재무제표를 분석해 본 결과, 영업외손익은 당기순이익에 미치는 영향이 크지 않음을 확인할 수 있었다. 따라서 2010년과 동일한 수준으로 매출액 대비 영업외손익을 가정하였다. 그리고 법인세율은 2009년과 2010년 중 최대값인 17%를 가정하였다.

이에 따른 엘오티베큠의 2011년 실적 추정은 다음과 같다.

(단위: 원)	2008	2009	2010	2011(E)
매출액	35,874,827,270	37,954,087,829	80,736,144,192	103,800,000,000
영업이익	-638,740,135	1,885,976,828	10,617,000,910	13,701,600,000
영업이익률(%)	-1.78%	4.97%	13.15%	13.20%
영업외수익	1,628,815,721	1,317,661,566	3,022,779,756	3,900,999,864
영업외비용	2,410,639,805	1,256,385,260	1,864,284,143	2,405,921,958
영업외손익	-781,824,084	61,276,306	1,158,495,613	1,495,077,906
EBT	-1,420,564,219	1,947,253,134	11,775,496,523	15,196,677,906
법인세비용	-127,553,602	331,299,157	1,449,666,065	2,583,435,244
당기순이익	-1,293,010,617	1,615,953,977	10,325,830,458	12,613,242,662

발행주식수	10,401,647
EPS	1,213
적정 PER	8
적정주가	9,701
현재주가	7,350
안전마진	32%

	2008	2009	2010	2011(E)
영업이익 대비 영업외수익	-255.0%	69.9%	28.5%	28.5%
영업이익 대비 영업외 비용	-377.4%	66.6%	17.6%	17.6%
영업이익 증가율		-395.3%	462.9%	29.1%
영업외수익 증가율		-19.1%	129.4%	29.1%
영업외비용 증가율		-47.9%	48.4%	29.1%
법인세율		17.0%	12.3%	17.0%

3. 투자의견

엘오티베큠의 2011년 실적 추정을 통하여 산출된 적정 EPS는 1,213원이다. 그리고 적정 PER인 8배를 적정 EPS에 곱하여 산출된 엘오티베큠의 적정 주가는 9,700원으로 현재 주가 대비 32%의 상승여력이 있다. 따라서 Research Team 5는 엘오티베큠에 대한 투자의견 BUY를 제시한다.

VI. Appendix

손익계산서

(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
매출액	595	359	380	807
매출원가	430	266	270	576
매출총이익	164	93	110	232
판관비	118	99	91	125
인건비	31	40	32	50
감가상각비	3	3	2	2
무형자산상각비	5	6	4	3
연구개발비	6	11	14	14
마케팅비	1	0	0	1
기타 판관비	71	39	39	55
영업이익	47	-6	19	106
영업외손익	3	-8	1	12
이자손익	4	2	4	9
지분법손익	2	-8	-4	4
외환차손익	-1	1	-0	2
외화환산손익	1	5	-1	0
기타 영업외손익	-2	-8	1	-3
세전계속사업이익	50	-14	19	118
법인세비용	7	-1	3	14
당기순이익	43	-13	16	103
EPS	421	-127	158	1,012

현금흐름표

(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
영업활동 현금흐름	71	7	97	65
당기순이익	43	-13	16	103
비현금수익비용가감	71	62	42	51
감가상각비	12	14	14	12
무형자산상각비	5	6	5	4
외화환산손익	1	4	-1	0
지분법평가손익	2	-8	-4	4
기타	51	44	28	31
영업활동으로인한 자산부채	-43	-42	39	-89
투자활동 현금흐름	-19	-37	-75	-68
유형자산 투자	32	18	4	16
유형자산 처분	1	2	20	0
무형자산 증감	13	15	8	10
지분법자산 증감	0	0	0	0
기타	26	-6	-83	-42
재무활동 현금흐름	-16	0	8	-10
단기IBD 증감	-1	2	8	-14
장기IBD 증감	0	5	0	2
자본증감	0	0	0	0
배당금 지급	-5	-5	0	0
기타	-9	-2	1	2
순현금흐름	36	-29	31	-13
기초현금	12	48	19	50
기말현금	48	19	50	37

대차대조표

(100 Mn.)	2007	2008	2009	2010
유동자산	247	187	292	410
현금 및 현금등가물	48	18	120	145
매출채권	83	36	39	84
재고자산	106	125	124	170
비유동자산	225	226	202	216
투자자산	21	17	15	6
유형자산	151	153	125	134
무형자산	35	29	26	32
자산총계	472	413	494	626
유동부채	79	50	113	121
매입채무	54	27	63	65
단기차입금	3	3	13	4
유동성장기차입금	0	2	2	0
비유동부채	36	24	26	42
사채	36	24	26	42
장기차입금	0	3	1	1
부채총계	115	74	138	162
자본금	51	51	51	51
자본잉여금	117	117	117	116
이익잉여금	201	183	199	302
자본조정	-12	-12	-12	-6
자본총계	357	339	356	464

주요투자지표

	2007	2008	2009	2010
Growth Ratios				
매출액성장률 %	18.2%	-39.7%	5.8%	112.7%
EBITDA성장률 %	-7.4%	-77.8%	158.4%	229.7%
EBIT성장률 %	-25.2%	-122.7%	-379.1%	164.6%
총자산성장률 %	9.6%	-12.5%	19.6%	26.8%
Profitibility Ratios				
매출총이익률 %	27.6%	25.9%	29.0%	28.7%
EBITDA margin %	10.8%	4.0%	9.7%	15.1%
EBIT margin %	7.8%	-1.8%	5.0%	13.2%
세전이익률 %	8.4%	-4.0%	5.1%	14.6%
당기순이익률 %	7.2%	-3.6%	4.3%	12.8%
Stability Ratios				
부채비율 %	32.2%	21.9%	38.9%	35.0%
순부채비율 %	-12.8%	-3.0%	-29.3%	-30.1%
유동비율 %	312.0%	373.9%	259.5%	339.8%
당좌비율 %	178.5%	123.9%	149.5%	198.7%
이자보상배율	46530.4%	-1797.3%	4388.0%	19748.9%
Performance Ratios				
ROE %	12.0%	-3.8%	4.5%	22.3%
ROA %	9.1%	-3.1%	3.3%	16.5%
ROIC %	11.6%	-1.5%	5.8%	24.2%
Per Share Ratios				
BPS	3,504	3,323	3,487	4,547
DPS	49	-	-	59

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.