

폴더블로 더블더블

0. Intro

1. 기업 분석

2. 폴더블 하나에 필름 하나요~

3. 폴더블 원툴기업 아닙니다: 글라스틱에 데코까지

4. Valuation

5. Appendix

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	102,215	256,593	281,348	219,967	274,534	344,818
데코필름	7,728	119,794	139,498	46,577	64,172	93,618
광학필름	23,899	53,055	58,100	89,303	131,318	172,156
사출필름	70,372	83,617	80,539	79,567	74,524	74,524
기타 상품	216	128	3,211	4,520	4,520	4,520
매출액 YoY(%)		151.0%	9.6%	-23.9%	24.8%	25.6%
매출원가	89,734	197,385	227,515	181,206	205,456	251,337
매출총이익	12,481	59,208	53,833	38,761	69,077	93,480
GPM(%)	12.21%	23.07%	19.13%	17.62%	25.16%	27.11%
판매비와관리비	12,157	20,611	30,455	36,754	46,387	58,318
매출채권손상차손	-115					
영업이익	439	38,597	23,378	2,006	22,691	35,163
OPM(%)	0.43%	15.04%	8.31%	0.91%	8.27%	10.20%
기타손익	-4,767	1,569	2,668	-5,684	-2,099	-2,099
금융수익	1,453	706	1,624	3,704	3,464	3,464
금융비용	566	2,752	936	3,042	3,056	3,056
법인세비용차감전이익	-3,442	38,120	26,733	-3,016	21,000	33,472
법인세비용	-726	6,323	5,609	443	3,945	6,287
당기순이익	-2,715	31,797	21,124	-3,459	17,055	27,185

Rating

Buy

목표주가: 35,000 원

현재주가: 24,950 원

상승여력: 40%

12M 주가추이

시가총액 2,940 억원



Balance sheet data

순자산 2,171 억원

PBR 1.94 배

ROE 0.35%

Earning data

PER 623.75 배

12M EPS 40 원

EV/EBITDA 48.66 배

주요 주주

이영민 외 12인 35.41%

SMIC 3 팀

팀장 43 기 박규형

팀원 43 기 김필호

44 기 김영서

44 기 김용준

44 기 오유진

0. Intro

2021년, 폴더블폰 시장이 ‘이번엔 진짜’ 개화했다. 올 한해는 폭발적인 성장의 초입이 될 것이다. 그리고 본 보고서는 그 중심에 Top-Pick 세경하이테크가 있음을 논리적인 시각으로 분석할 것이다.

“폴더블폰 시장은 열렸다, 그리고 이제 막 성장한다”

1. 부품 단가 문제가 해결되었고, 패널의 생산 수율이 향상되어 공급 적체가 해소
2. 공급 차질이 해소되어 출고 가격이 하락하면서 출하 및 판매 증가 가시화
3. 폴더블폰이 새로운 플래그십 제품으로 포지셔닝되면서 공격적인 성장 여력 충분

“폴더블폰용 커버 글라스 시장, UTG가 지배 시작”

1. UTG의 곡률과 단가 문제는 생산 과정에서 자체적으로 해결
2. 그러나, 쉽게 깨지는 성질은 폴더블폰 대중화의 마지막 과제
3. 이 과제를 해결 가능한 ‘**유일한** 대안’, 폴더블폰용 보호필름

“필수불가결한 UTG 보호필름 전세계 유일 공급자, 세경하이테크”

1. 세경하이테크는 전공정 원천 기술 및 라미네이트, MDD 인쇄 기술 보유
2. 세경하이테크는 UTG향 보호필름 **전세계 유일** 공급자
3. 세경하이테크의 독점적 기술력은 최소 2년 이상의 시장 독점력을 보장

동사는 개화한 폴더블폰 시장에서 시장과 함께 폭발적으로 성장할 기초체력과 잠재력을 보유했다. 이와 함께 OLED용 OCA 및 글라스틱, 데코필름이라는 성장의 추가 동력까지 견비했다. 본 보고서는 동사가 남은 한 해 가장 주목받아야 할 폴더블폰 부품 Player 중 하나임을 조명하고, 이를 바탕으로 성장의 원년에 선 동사의 주가를 객관적인 관점으로 분석, 제시할 것이다.

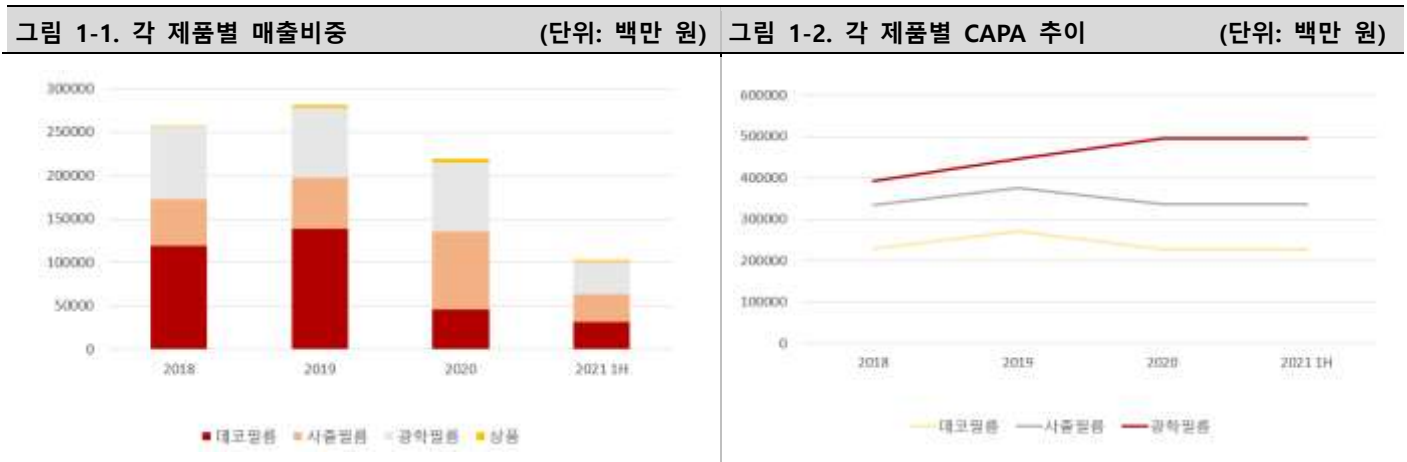
1. 기업 분석

1.1. 기업 연혁

동사는 모바일 기기의 디스플레이 및 기구물에 탑재되는 기능성 필름을 제조, 판매하는 전문 업체로 2006년 1월에 설립되어 2019년 7월 코스닥에 상장했다.

1.2. 사업 내용

동사의 매출은 광학필름, 데코필름, Protect & 사출필름, 상품 등으로 구분된다. 과거에는 데코필름 위주로 매출이 발생했으나 최근 폴더블폰 향 매출이 증가하는 추세에 있다.

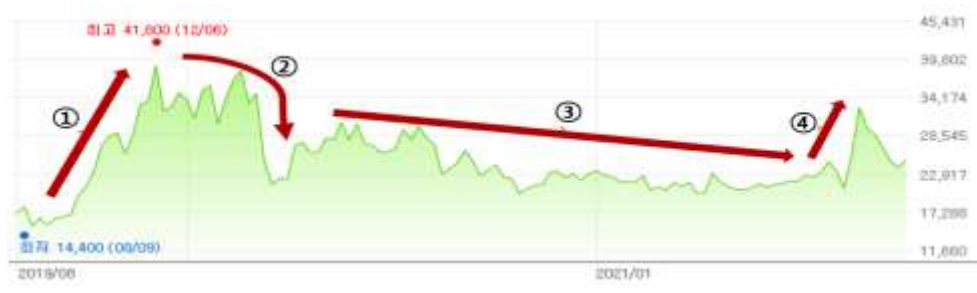


출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

1.3. 주가 추이 분석

그림 1-3. 동사 역대 주가 추이



출처: 네이버증권, SMIC 3팀

상장 이후 동사의 주가는 기대에서 출발하여 의심으로 귀결된 슬픈 역사를 갖고 있다.

① 기대: 2019. 08. ~ 2019. 12..

상장 직후 주가가 최고로 좋았던 시기로 당시 1) 오포 향 데코필름 대량 선주문이라는 기본 이익 체력에 2) 폴더블이라는 미개척의 시장이 본격화되는 시점이라는 두 요소가 맞물려 동사에 대한 시장의 기대감이 가득 차 있던 상태였다.

② 약간의 의심, 그리고 기대: 2019. 12. ~ 2020. 02.

19년 실적이 예상보다 낮게 나왔으나 시장은 곧 다가올 갤럭시 Z플립 1세대에 주목했다. Z플립 1세대는 2월 11일 언팩 행사가 진행되었고 14일 공식 출시되었다. 동사의 주가는 2월 17일 재차 고점을 찍었는데, 당시 시장이 폴더블 스마트폰에 거는 기대감이 얼마나 높았는지를 알 수 있는 부분이다.

③ **불신: 2020. 03. ~ 2021. 07.**

시장 당시의 투자포인트가 모두 망가지는 시기이다. 1) 19년에 수주받은 오포 향 물량을 납기 이슈 등으로 인해 전량 다 공급하지 못하였고, ASP가 하락했을 뿐만 아니라, COVID-19에 의해 전방 수요가 급격하게 위축되어 매출 볼륨 자체가 크게 감소하였다. 2) 무엇보다도 폴더블 스마트폰의 규모가 수요와 공급 두 측면에서 모두 시장의 예상과는 상이했다. 시장의 눈높이는 훨씬 멀리 가 있지만 실제 산업의 성장 속도가 그것을 뒷받침하지 못하였다.

④ **의심: 2020. 08. ~ 현재**

새로이 출시된 Z시리즈의 사전 예약이 몇 시간만에 완판되는 등 시장의 예상보다 훨씬 더 큰 흥행을 불러일으키자 동사 또한 다시금 주목받기 시작했다. 그러나 여태 동사의 주가는 실적보다는 기대감이 메인 드라이버로 작용했기에 시장의 피로감이 존재해왔고, 지금은 이러한 높은 인기가 실적으로 나타날 수 있는가에 대한 의문의 시선이 반영되어 현재 주가는 지지부진한 상태에 있다.

2. 폴더블 하나에 필름 하나요~

투자포인트 1에서는 먼저 폴더블 폰 시대가 이제는 정말 개화하였음을 여러 정성적이고 정량적인 분석을 통해 제시한다. 이후 폴더블 폰이 대중화되기 위해서는 커버 글라스 부문에 있어서 UTG의 채택이 필연적임을 밝히고, UTG가 지배적인 커버 글라스가 된다면 전세계에서 유일하게 UTG용 보호 필름을 제조 및 양산하는 동사의 폭발적인 성장이 담보될 수밖에 없다는 의견을 제시한다.

2.1. Why Foldable?

2.1.1. 폴더블 폰 시대, 언제 도대체 제대로 올까?

**폴더블 폰 시장,
이제 진짜 열린다**

폴더블 폰은 사실 새로운 해답은 아니다. 이미 2019년에 최초의 폴더블 폰 갤럭시 폴드 1 출시된지 2년이 지났고, 항상 폴더블 폰이 차세대 주력 품 팩터라는 말이 나왔지만 항상 그 실적은 시장의 기대 아래였고, **시장의 관심은 그렇게 꺼져 갔다.** 이러한 사실에도 불구하고 본 보고서는 폴더블 폰 시대가 이제 막 본격적으로 개화할 것이고 또 그럴 수밖에 없다는 의견을 제시하며, 그 이유는

- 1) 스마트폰 출하량 감소와 2) 플래그십 모델의 판매 부진, 3) 스마트폰 교체 주기 증가라는 문제에 직면한 공급자 측면과 4) 넓은 화면에 대한 수요가 증가한 소비자 측면에서 살펴볼 수 있다.

우선 공급자 관점에서 살펴보자. 스마트폰 시장은 추가 성장 동력을 잃고 오랜 정체 상

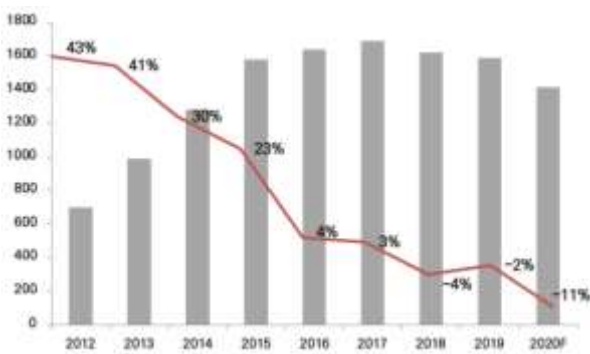
태에 빠져 있었다. 일단 절대적인 출하량 자체가 줄어들었다. 실제로, 지난 2분기 전 세계 스마트폰 출하량은 지난해 2분기에 비해 2.3% 감소한 것으로 알려진다.

이에 더해 스마트폰 업체들의 실적을 견인하던 플래그십 모델들의 판매도 부진해졌으며, 전작과 비슷한 신제품에 흥미를 잃은 소비자들은 더 이상 과거처럼 자주 스마트폰을 교체하지 않기 시작했다. 실제로 2012년 24개월 수준이었던 교체 주기는 2년마다 약 1개월씩 길어져 2020년에는 28개월까지 연장되었다.

**정체된 시장의
돌파구, 폴더블 폰**

이러한 상황에서 스마트폰 업체들은 정체된 시장에서 소비자의 새로운 신규 단말 구매 심리를 자극할 돌파구로 차세대 폼팩터를 개발하였으며, 그 답이 폴더블 폰이었던 것이다.

그림 2-1. 글로벌 스마트폰 연간 출하량 하향



출처: Counterpoint, 하나금융투자, SMIC 3팀

그림 2-2. 연도별 스크린 사이즈에 따른 시장 점유율



출처: IDC

다음으로 소비자 관점이다. 스마트폰이 동영상과 게임을 포함한 콘텐츠의 무대로 자리 잡음에 따라 넓은 화면에 대한 수요가 증가했다. 4인치 내외의 작은 크기였던 초기 모델들은 지속적인 대형화 요구에 발 맞추어 커지기 시작했고, 화면이 넓으면서도 휴대가 용이한 제품을 향한 소비자들의 욕구는 디스플레이 대형화에 한계가 있는 일반 스마트폰 기기로는 충족될 수 없었고, 접음으로써 화면 제약을 2배로 해결할 수 있는 폴더블 폰에 대한 수요가 점화되었다.

즉, 최근 폴더블폰이 주목받는 것은 단순히 그것이 접힐 수 있어서가 아니라 1) 침체기에 접어들었던 스마트폰 시장의 돌파구가 되리라는 공급자들의 기대와 2) 화면 대형화라는 소비자들의 기대가 교차한 결과이다. 공급자들은 신성장동력 확보를 위해 폴더블 폰 투자를 지속적으로 늘려갈 것이고, 소비자들은 보다 더 큰 화면과 편리성을 위해 폴더블 폰에 대한 소비를 이어갈 것이다. 이 과정에서 폴더블 폰은, 필연적으로 성장할 수밖에 없다.

2.1.2. 이렇게 좋은 폴더블 폰, 그렇다면 왜 아직?

그렇다면 이렇게 명확한 수요과 공급 쪽 니즈가 있음에도 불구하고, 지금껏 폴더블 폰 시장이 본격적으로 개화하지 못했던 까닭은 무엇일까? 이 역시 공급 측면과 수요 측면으로 나누어 살펴볼 수 있다.

폴더폰, 왜 안됐나?

① 공급 측면: 공급 측면에서는 1) 반복적인 디스플레이의 결함과 그로 인한 출시 지연 2) 그리고 초기 생산 CAPA 부족으로 인한 수율 문제 발생과 규모의 경제 달성 실패 두 가지 이유를 들 수 있다.

화면 결함 문제 심각!

1)과 관련해서는 삼성이 2019년 갤럭시 폴드 1을 출시했을 때 출시 2주만에 화면 접힘 및 블랙 아웃 현상이 빈번하게 발생하였고 이와 관련해 추가 물량 인도가 몇 달 간 지연되었던 것을 떠올리면 된다.

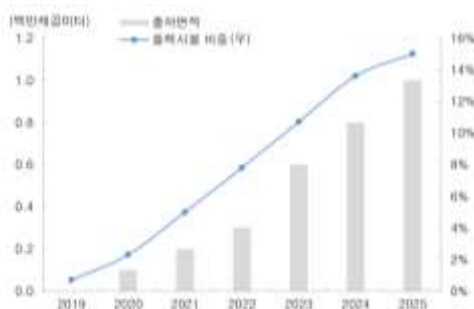
규모의 경제 실현 실패로 단가 인상 불가피

2)와 관련해서는, 워낙 시장이 개화 단계이다 보니 폴더블 OLED 디스플레이 생산 능력이 부족해 규모의 경제를 달성하지 못했고, 그 결과 원가 절감 및 수율 증가에서 어려움을 겪었고 이는 자연스럽게 원가 전가를 위한 판매 단가 인상으로 이어졌다.

단가 하락 실패는 소비 심리 억제로 이어졌음!

② 수요 측면: 그리고 이러한 공급 측의 문제는 다시 수요 측면의 문제로 이어진다. 60만 원 내외의 추가 지불 용의만을 가지고 있던 소비자들에, 공급 이슈로 단가가 2배 이상 높게 책정된 초기 폴더블 모델은 과도하게 비쌌기 때문이다. 예컨대 2019년 출시된 갤럭시 폴드의 최초 출고가는 2,390,000원으로, 같은 해 출시된 플래그십 모델 S10의 출고가 1,298,000원에 비해 거의 두 배 이상으로 높게 책정되었고 이러한 가격 장벽은 소비자의 소비 심리를 억제했다. 그 결과 삼성 갤럭시 폴드의 연간 목표 판매량은 연간 100만 대였으나, 실제 판매량은 50만 대에 불과했다.

그림 2-3. 폴더블 패널 출하면적 부족



출처: 대신증권

그림 2-4. 폴더블 폰 패널 상단 커버 글라스



출처: SMIC3팀

2.1.3. 이제는 다르다!

이제는 다르다: 높은 단가의 세 가지 요인이 모두 해소

그렇다면 새로운 품팩터에 대한 요구가 거세지는 요즘 [2.1.2.]에서 제기된 문제만 해결된다면 폴더블 폰 시장은 그제서야 진짜로 개화하여 폭발적으로 성장할 수 있을 것이다. 그리고 이는 2021년 현재 현실로 다가왔다. 폴더블 폰의 단가를 높인 세 가지 원가 요소인 커버 글라스, 힌지와 브라켓, 고가 배터리 문제가 해결되었기 때문이다.

1) 커버 글라스 및 패널: 폴더블 폰 원가 비중 중 가장 많은 비중을 차지하는 것은 바로 폴더블 OLED 패널이며, 폴더블 OLED 패널 부품 중 가장 많은 원가 비중(30~40%)을 차지하는 것은 바로 '커버 글라스'이다.

커버 글라스 중 UTG(Ultra Thin Glass)를 기준으로, 커버 글라스 가격은 oled 패널 1대 당 50달러를 상회했다. 하지만 이제는 3년 동안 생산 CAPA 및 수율이 개선되어 커버 글라스의 공급 단가가 40달러 아래로 약 20% 넘게 낮아졌다.

특히, 주력 플레이어인 삼성 디스플레이의 CAPA 증설(3년 내 7배 넘는 증설)에서도 볼 수 있듯이 패널 자체의 CAPA와 생산량이 증가하여 규모의 경제가 실현되고 수율 문제가 개선된 요인이 크다. 실제로, 가장 불량율이 높았던 BOE 조차도 과거 30%에 불과했던 폴더블 디스플레이 패널 수율이 80% 정도로 향상되었다.

2) **хин지와 브라켓**: 폴더블 폰용 힌지 가격 역시 높은 원가로 이어졌다. 폴더블 폰용 힌지는 2019년 시장 개화 당시 KH바텍 공급 단가 기준 약 3만원을 상회하는 수준으로 알려졌다. 하지만 3년이 지난 지금, **хин지와 브라켓은 2만 원 전후의 가격을 보이며 약 33% 넘게 가격이 하락했다.**

3) **고가 배터리**: 상승했듯이 폴더블 폰은 플래그십 및 하이엔드 모델의 대체품으로 출시되었기 때문에, 추가적인 사양을 위해 삼성 sdi의 고가 배터리를 채택하는 경우가 많았다. 하지만 최근 갤럭시Z플립3의 예에서도 볼 수 있듯이 고가의 폴더블 폰에서도 훨씬 저가의 배터리인 **중국 ATL 사의 배터리의 채택율이 높아지고 있다.** 저가의 배터리 모델도 사양에 있어서 고가 모델과 거의 무차별한 수준으로 개선되었기 때문이다.

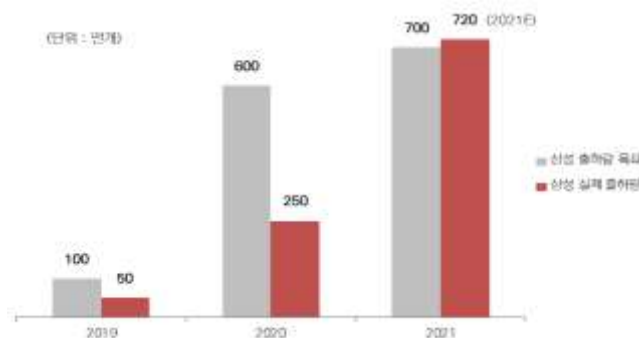
폴더블 폰, 이제야 Affordable!

위의 세 가지 원가 절감에 따라, 폴더블 폰의 출고가격은 기존에 비해 20% 이상 하락했고 2021년 이제야 비로소 '접근 가능한' 가격으로 소비자에게 다가오게 되었다. 실제로 2021년 출시된 갤럭시 Z 플립 3은 전 모델 대비 40만 원 이상 저렴한 가격으로 출시되었고, 출시 직후 200만 대 넘는 판매량을 기록하며 폭발적인 인기를 끌고 있다.

2021년 본격적 개화 시작!

즉 폴더블 폰 시장도 여타의 이머징 마켓과 마찬가지로 처음 나올 당시에는 부품을 모두 새롭게 만들어야 했기 때문에 부품 가격이 모두 높게 책정될 수밖에 없었고, 이후 관련 원가 문제들은 위와 같이 20년까지 차례로 해소되었으나 2020년 COVID-19 발생으로 인해 전체적인 소비 심리가 둔화되면서 본격적으로 개화하지 못하고 그 바톤을 2021년으로 넘긴 것이다.

그림 2-5. 삼성 폴더블 폰 출하량 목표와 실제 출하량 비교



출처: SMIC3팀

이제는 다르다: 과거와 달리 목표 출하량을 상회하는 실적

그렇다면 실제로는 어떨까? 단가 문제가 해결되고 코로나 문제도 사그러진 2021년 현재, 과거에는 예측치를 항상 하회했던 폴더블 폰 출하량 및 판매량 데이터가 예측치에 부합하거나 오히려 상회하는 모습을 보이고 있다. 2020년의 경우, 전세계 폴더블 폰 목표 판매량은 약 800만 대였으나 상반기가 지나자 400만 대로 예상치가 추가 하향되었고, 결국 연말 기준 최종 판매량은 그에도 못 미친 250만 대에 불과했다. 이와 대조되게, 올해 삼성전자의 목표 출하량은 700만대로, 8월 기준 폴더블폰 판매량이 이미 500만대를 넘어 연말이 되기도 전에 목표치를 초과 달성할 전망이다.

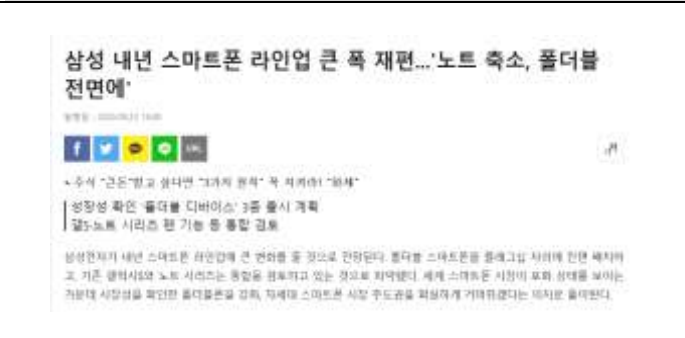
2.1.4. 플래그십 모델로서의 폴더블 폰

폴더블 폰=플래그십!

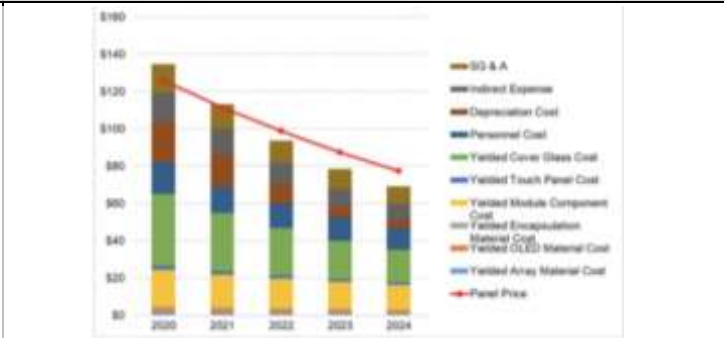
최근 고성장을 시작한 폴더블 스마트폰은 앞으로도 공격적인 성장이 가능할 전망이다. 상술했듯이 정체된 플래그십 모델에 대한 소비 욕구에 대비하여 주요 공급사들이 폴더블 모델을 차기 플래그십 제품으로 포지셔닝하고 있기 때문이다. 실제로 2020년 폴더블 제품군의 시장성과 경쟁력을 확인한 삼성전자는 기존 플래그십 모델인 갤럭시S와 노트를 통합 및 축소하며 라인업 재편을 천명했다.

이처럼 최근 스마트폰 공급사들은 단순히 매출을 위해 신제품을 낸다기보다는, 선제적 투자를 통해 폴더블폰을 강화함으로써 차세대 스마트폰 시장 주도권을 쥐고자 하는 상황이다. 때문에 현재 출시되고 있는 폴더블 스마트폰은 단기적인 유행으로 그치는 것이 아니라 지속적인 투자를 받으며 공격적으로 성장할 여지가 충분하며, 당분간 저가보다는 프리미엄 제품군에 포함되어 단가 인하 압박에서 비교적 자유로울 것으로 생각된다.

그림 2-6. 삼성전자 라인업 재편 그림 2-7. 폴더블 OLED 패널 원가 구조



출처: 조선일보, SMIC3팁



출처: 이 데일리

2.1.5. 폴더블 폰 시장 성장의 KEY FACTOR, 커버 글라스!

시장 성장의 Key Factor, 커버 글라스!

다만 이렇게 개화한 폴더블 폰 시장이 지속적으로 성장하기 위해 가장 주목받아야 할 부품이 있다. 바로 커버 글라스이다. 앞서 말했듯이 폴더블 폰 대중화의 가장 큰 발목은 높은 단가였으며, 이를 해결하기 위해서는 반드시 가격 하락이 이루어져야 하는데, 그러기 위해서는 당연히 전체 패널 원가에서 가장 큰 비중(30~40%)을 차지하는 커버 글라스 부분의 원가 절감이 필요하다.

2.1.5.1. 커버 글라스 시장: UTG vs CPI

현재 폴더블 폰 패널의 커버 글라스에는 CPI(투명 필름)과 UTG(울트라 씰 글라스) 두 종류의 소재가 사용되고 있다. 두 소재의 장단점과 특징은 아래 [그림 2-8]과 같다.

그림 2-8. CPI와 UTG 비교

	UTG	CPI
장점	스크래치, 경도 우수	접었다 펴도 자국이 적음
단점	유리 맞닿으면 파손 우려	스크래치에 취약, 보호필름 필요
외관	우위	열세
주름	우위	열세
투과율	우위	열세
내열성	우위	열세
개선필요 항목	깨짐, 구부림	안티 스크래치, 강도, 경도, 수분침투
단가	40~50달러 수준	10~20달러 수준

출처: DB금융투자, SMIC3팀

커버 글라스 시장은 CPI와 UTG가 양분 중

즉, CPI는 저렴한 가격과 큰 곡률, 내구성이 장점인 반면 주름이 생겨 심미성이 떨어지고, UTG는 높은 경도로 인한 손상 방지, 주름 형성 방지를 통한 심미성, 시인성 확보에 유리 하지만 1) 높은 생산 단가 2) 낮은 내구성 3) 낮은 곡률 반경 등의 문제를 가졌음을 확인할 수 있다. 이 둘 소재는 제각기 다른 상대 우위를 가지고 폴더블 폰 용 커버 글라스 시장에서 각축전을 펼치고 있는 상황이다.

2.2. WHY UTG?

하지만 이제는 UTG가 지배할 것이 분명!

선결하자면, 본 보고서는 앞으로 UTG가 폴더블 폰 용 커버 글라스의 지배적인 형태가 될 것이라고 예단한다.

2.2.1. 날 때부터 귀족인 UTG, 초기에 외면 받다.

상술했듯이, 폴더블폰은 프리미엄이나 새로운 플래그십 제품으로의 가능성을 염두에 두고 출시되는 경우가 많다. 이는 다시 말해 폴더블폰이 비교적 고가의 주력 제품으로 공급된다는 의미이므로, 다른 모든 조건이 동일하다면 시인성이 우수하며 무엇보다도 주름 문제에서 비교적 자유로워 보기 좋은 심미성을 확보할 수 있는 UTG가 커버 글라스로 채택되는 것이 당연하다.

초기 단계에서 외면받았던 UTG

그러나 안타깝게도 UTG는 1) 제한적인 곡률 반경과 2) 쉽게 깨지는 유리 자체의 물성, 그리고 3) CPI에 비해 높은 공급 단가때문에 2020년까지의 폴더블 폰 초기 모델에는 적용되지 못하였다. 실제로, 2020년까지 출시된 폴더블 폰 중에서 UTG를 커버 글라스로 채택한 모델은 삼성의 갤럭시 Z 플립과 갤럭시 폴드 2 두 모델에 불과했다.

2.2.2. But WHY UTG NOW?

하지만 다르다: UTG의 단점 모두 해소

하지만 2021년 바로 지금, 상황이 달라졌다. 상술했듯이 폴더블 폰의 포지셔닝 특성상 세 가지의 단점만 해결된다면 스마트 폰 업체들은 CPI를 버리고 UTG를 채택할 수밖에 없다. 그런데 2021년 바로 지금, UTG의 세 가지 문제가 모두 해소된 것이다.

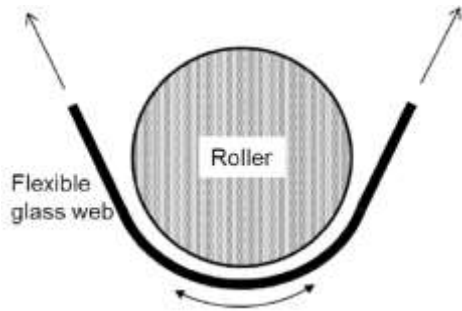
단점 1 번 곡률 문제, 이제는 CPI 보다 좋다

1) 제한적인 곡률: 해소!
 폴더블 폰에서 곡률 반경이란 쉽게 말해 접히는 부분의 회전 반경을 의미한다. 당연히

도, 곡률 반경이 높은 폴더블 폰은 완전히 접힐 수 없어서 슬림한 바디 모델 구현이 전혀 불가능하다. 폴더블 폰에서 높은 곡률 반경을 실현하는 것은 UTG로는 굉장히 어려운데, 왜냐하면 필름이기 때문에 폴딩 스트레스에서 보다 자유로운 CPI와 다르게 UTG의 경우 기본적으로 유리기 때문에 접는 횟수가 증가할수록 폴더블 폰 내구성에 악영향이 크기 때문이다. 그리고 이러한 폴더블 폰의 기본적인 요구 조건을 만족하지 못했던 UTG는 초기 폴더블 폰 개화 단계에서 완전히 무시당할 만 했다.

하지만 이제는 다르다. 2020년 하반기부터 미국 쇼트 사 등 여러 커버 글라스 공급사가 곡률 반경이 2r 미만인, 즉 CPI보다 우수한 곡률 반경을 실현하는 UTG를 양산하는 데 성공했기 때문이다. 이렇게 공급된 UTG는 CPI와 거의 동일한 수준의 곡률 반경을 가지고, 따라서 비슷한 정도의 슬림함과 내구성이 실현된다. 실제로 갤럭시 Z폴드 1에는 CPI, 갤럭시 Z폴드 2에는 UTG가 사용되었는데, 오히려 UTG를 사용한 갤럭시 Z폴드 2의 곡률 반경이 Z폴드 1의 곡률 반경보다 우수한 동시에 내구성은 동일하다(폴드 2: 1.4r, 폴드 1: 1.5r).

그림 2-9. 폴더블 폰 곡률 반경



출처: Applied Physics

그림 2-10. UTG의 곡률 문제, 해소



출처: 삼성디스플레이

2) 높은 단가: 해소!

폴더블 폰은 애초에 플래그십: 비싼 단가는 문제 아닐 것 & 실제 그렇다!

한편, 폴더블 폰이 주로 하이엔드와 플래그십 시장을 겨냥하고 있는 지금 이 시점에서는 비교적 높은 단가 역시 문제가 아니다. 단가를 낮추는 것보다 시인성이 좋고 디자인 가공이 쉬운 UTG를 활용해 품질을 높이는 것이 우선시되고 있으며, 아직 폴더블 시장 자체가 전체 모바일 시장에서 극히 일부만을 차지하고 있어 공급자 입장에서도 원가 절감 부담이 덜하기 때문이다.

이러한 주장을 간접적으로 뒷받침하는 것이 바로 2021년 말~2022년에 폴더블 폰 출시를 준비 중인 중국 스마트폰 업체의 UTG 채택 움직임이다. 폴더블 폰 시장은 삼성이 주도하는 시장으로, 실제로 시장에 1~2년 뒤늦게 진입하여 단가 경쟁 면에서 경쟁력을 강조할 수밖에 없고 또 그렇게 항상 해왔던 중국 업체들은 신기하게도 CPI보다 단가가 30% 이상 비싼 UTG를 모두 자사 폴더블 폰에 채택했다고 최근 밝혔다. 즉 고가 모델 중심인 향후 2년 정도의 폴더블 폰 시장에서 30% 정도의 높은 단가는 원가 면에서 별달리 고려되지 않으며, 개화 시장에서 초기 레퍼런스 확보를 위한 심미성이 우선적으로 고려되고 있는 것이다.

물론 시간이 흘러 폴더블 시장이 중저가 제품군으로까지 확대되고 나면 다시 저렴한 CPI의 채택이 늘어날 수 있겠지만, 아직 개화 단계에 있는 시장에서 고민할 일은 아니라고

판단한다. 또한 CPI의 낮은 단가가 매력적으로 작용하는 미래가 오더라도, 그 시기쯤에는 이미 UTG 역시 규모의 경제가 실현되어 낮은 가격으로 공급이 가능할 확률이 높다.

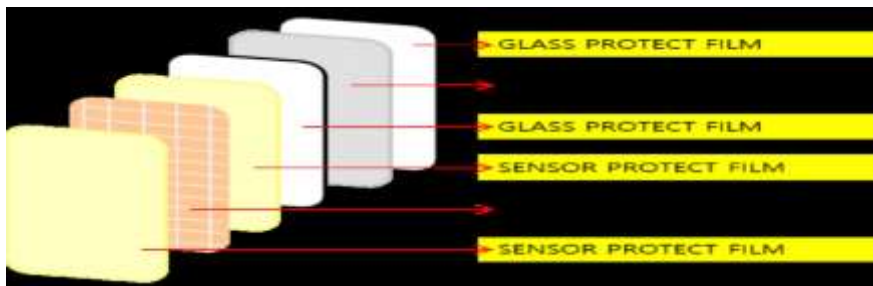
마지막 단점인 내구성까지 특수 보호 필름 하나로 해결!

3) 쉽게 깨지는 물성: 해소

앞선 내용에서 이제 UTG는 CPI에 비해서 훨씬 시인성과 심미성이 좋으면서도 더 좋은 곡률 반경과 스크래치 내구성을 지닌 커버 글라스 소재가 되었다. 그렇다면 유일하게 남은 UTG의 단점인 쉽게 깨지는 물성만 해결된다면, 앞서 예단했듯이 앞으로의 폴더블 폰용 커버 글라스로 UTG가 지배적으로 채택될 것이다.

그리고 이 마지막 문제 역시 해결되었다. 앞선 두 문제점은 커버 글라스 자체의 기술력이 강화되면서 금방 해소되었지만, 유리라는 본질 때문에 '깨진다'는 성질은 파훼하기가 힘들어 외부의 도움을 받아야 하며, 이 과정에서 디스플레이 제조사들은 '보호 필름'이라는 것을 부착함으로써 UTG의 마지막 단점을 결국 해소하였다.

그림 2-11. 폴더블 폰 보호 필름



출처: 동사 사업보고서

2.2.3. What is 보호 필름?

커버 글라스를 보호하는 특수 보호 필름

보호 필름이란 전자제품에 부착하여 충격과 손상으로부터 화면을 보호하는 제품을 의미한다. 일반적인 휴대폰에서는 그 중요성이 비교적 낮지만, 접을 수 있게 만들기 위해 디스플레이 자체를 최대한 얇게 만드는 폴더블 디바이스에서는 보호 필름의 중요성이 한층 더 강조된다. 폴더블 디바이스는 애초에 주름 문제에서 자유롭지 못하는데, 보호 필름 부착 및 생산 과정에서 주름 및 기포 문제가 발생하면 터치 감도 뿐만 아니라 외관상으로도 심각한 결함이 생기기 때문이다.

낮은 단가로 모든 문제 해결 가능!

UTG향 특수 보호 필름에 대해 자세한 내용은 바로 뒤에 후술하겠지만, 선결하자면 애초에 지금 폴더블 폰 시장은 개화 단계여서 전체 스마트폰 시장 입장에서는 아주 일부 물량에 불과하고, UTG에 있어서 내구성이라는 유일한 단점만 남은 지금 디스플레이 제조사 입장에서는 아주 낮은 원가 비중을 차지하는 특수 보호 필름 부착을 통해서 이를 해결할 수 있다. 즉 이렇게 '특수 보호 필름' 덕분에 UTG의 마지막 남은 문제, 잘 깨지는 성질마저 아주 낮은 비용으로 해결되었다.

2.2.4. UTG의 모든 문제 해결 그 후: 지배력

모든 단점 해소: UTG 는 이제 '막' 지배적이게 됨!

그렇다면 실제로 UTG가 2021년과 2022년 바로 지금, 지배적으로 채택되기 시작했는가? 그렇다. 삼성은 2021년부터 출시한 모든 폴더블 폰에 UTG를 커버 글라스로 채택하고 있

으며, 심지어 2022년부터 본격적으로 폴더블 폰을 출시하는 중국 업체들(오포, 샤오미, 화웨이, 비보)도 모든 모델에 UTG를 채택한다고 밝혔다. (Z폴립3와 Z폴드3, 샤오미의 미믹스폴드, 비보의 넥스폴드)

즉 '이제 막' UTG는 폴더블 폰 시장에서 지배적인 커버 글라스로 자리 잡았으며 폴더블 폰 1대가 팔릴 때마다 UTG 한 장이 팔리게 된 셈이다. 그리고 그 UTG 한 장마다 부착되어야만 하는 특수 보호 필름이, 본 보고서가 주목하는 동사의 투자 포인트이다.

2.3. WHY 동사?

동사는 유일한 UTG 향 보호 필름 제조사!

앞선 내용을 정리해보면 1) 폴더블 폰의 개화는 예정되어 있고 2) 이 개화 과정에서 UTG가 커버 글라스의 헤게모니로 자리잡을 것이다. 그렇다면 왜 동사인가? 이에 대한 대답은 간단하다. 동사는 세계 유일하게 UTG 용 보호 필름을 생산 및 양산하는 업체이기 때문이다.

상술했듯 향후 출시될 거의 모든 폴더블 폰은 UTG로 되어있으며, 다시 각 UTG에는 특수 보호 필름이 하나씩 부착되어야만 한다. 하지만 관련 기술을 가진 업체가 전세계에서 동사가 유일하기 때문에, 향후 출시될 거의 모든 폴더블 폰에 부착될 특수 보호 필름을 모두 동사가 생산 보급하게 되는 것이다!

폴더블 1 대=UTG 1 대=동사 필름 1 대!

즉, 앞서 서술한 폴더블폰 판매량의 폭발적인 증가는 그대로 동사 매출의 폭발적인 증가로 이어질 수밖에 없다.

2.4. 보호 필름, 동사의 기술력이 뭔데?

2.4.1. 괜히 독점 생산이 아니다!

6 개 기술 모두 압도적 or 유일

동사는 이러한 보호필름에 있어 압도적인 기술 경쟁력을 바탕으로, 전 세계 유일 UTG 필름 공급자의 입지를 지키고 있다. 동사의 경쟁력은 1) **UTG향 보호 필름 제작에 필요한 모든 기술 원천 보유와 이를 통해 실현되는 전공정 생산** 2) 그리고 그 중에서도 **우월한 라미네이트 및 MDD 일반 인쇄 기술로 요약된다.**

기술 장벽은 2 년 이상의 시장 지배력을 담보!

1) 우선 동사는 풍부한 원천기술을 무기로 '접착, 폴더블 패턴, 증착 기술, MDD기술, AF 코팅기술, 일반 인쇄기술'을 포함하는 **UTG향 보호 필름 생산 6공정을 모두 수행할 수 있는 유일한 전공정 플레이어**이다. 말은 굉장히 쉬워보이지만, 타 업체들은 수년 간의 연구 개발에도 불구하고 **6개 공정 중 보통 1개에서 많아봤자 2개의 기술만 보유하고 있을 뿐**이다. 하지만 동사는 압도적인 업력과 그에 기반한 기술력을 통해 6개 기술 모두에 있어서 압도적인 원천 기술을 확보하고 있고, 따라서 **전공정 생산이 일괄적으로 가능해 마진율과 수출, 특히 납기 측면에서 압도적이고 그 전에 일단 자체 생산이 유일하게 가능한 업체**이다. 실제 업계 여러 곳에 문의해본 결과, **동사의 관련 기술 장벽은 경쟁사들에 비**

해 기술력이 2년 이상 앞서는 것으로 인정받고 있으며 이는 동사의 UTG향 보호 필름 공급 독점력이 최소 2년 이상은 유지될 것이라는 것을 의미한다.

그림 2-12. UTG향 특수 보호 필름 필요 기술



출처: 동사IR, SMIC3팀

6공정 중에서도 특히 동사의 기술력이 강조되는 부분이 바로 라미네이트와 MDD 기술이다.

다 좋은데, 특히 라미네이트 가장 잘해~!

우선 라미네이트는 다수의 기재 또는 기재와 재료를 서로 붙이는 가공을 일컫는다. 앞서 언급한 것처럼 최근의 폴더블폰은 프리미엄 및 고급 모델을 겨냥하고 출시되기 때문에, 주름이나 기포처럼 외관에 영향을 주는 문제들은 구매 결정에 직결되는 요소이다. 이러한 손상을 최대한 방지하는 능력이 곧 높은 라미네이트 기술력이다. 이 방면에서 동사의 실력은 세계 최고 수준으로, 실제 동사의 필름 없이 중국 필름 업체들과의 협업으로 자체 디스플레이 개발을 시도하다가 주름 및 품질 문제로 개발을 중도 포기한 TCL의 사례를 보면 해당 기술이 제품의 완성도에 얼마나 중요한지를 확인할 수 있다.

박막화가 필수인 폴더블폰, MDD 기술은 동사만 가졌다!

한편 MDD 공법이란 직접 액상 잉크를 도포하는 대신 잉크리본에 전류로 열을 가하는 인쇄 방식으로, 동사가 원천 기술에 대한 특허를 독점적으로 보유하고 있다. 이 기술을 적용하면 기존 실크 인쇄 공법과 다르게 1) 인쇄와 건조를 반복하지 않아 전체 공정 시간이 압도적으로 짧아지고, 2) 한 번에 여러 색깔이 인쇄되기 때문에 인쇄된 층이 두꺼워 지지 않아 인쇄 기술 중 유일하게 1나노미터 이하의 공정을 실현하여 박막화에 있어서 압도적인 경쟁력을 지닌다는 두 가지 장점을 동시에 취할 수 있다. 이는 패널의 두께가 무엇보다 중요하고(곡률 반경 1mm에도 채택 변경되는 것을 보라!) 초기 시장에서 납기가 매우 중요한 폴더블 폰 시장에서 엄청난 경쟁력으로 작용하게 된다.

그림 2-13. TCL의 개발 중도 포기



출처: The Verge

그림 2-14. 동사만 보유한 MDD 기술



출처: 동사 회사소개서

정리하자면, 동사는 다수의 원천기술을 바탕으로 필름 제작의 전공정을 책임질 수 있는 유일한 업체이며, UTG에 필수적으로 들어가는 보호필름을 제작하는 세계 유일의 플레이어이고, 그 중에서도 라미네이트와 MDD 공법을 바탕으로 타사 대비 2년 가량 앞선 기

술력을 바탕으로 2년 정도의 독점력이 보장되어 있는 상황이다. 그러므로 폴더블 폰이 가장 역사적인 속도로 성장할 향후 몇 년 동안은 동사가 전세계 모든 UTG향 보호필름 물량을 납품할 것이며 이에 따라 폭발적인 성장을 독점적으로 경험할 것이라는 점은 거의 확실한 상황이다.

2.3.2. 추가적인 성장 동력, 중국향 매출!

삼성이 다가
아니야: 더 큰
시장이 열린다.

이처럼 동사가 압도적인 경쟁력을 바탕으로 실적을 내고 있음에도 불구하고, 시장은 동사의 주가가 삼성 Z플립 3 출시와 연동되어 상승한 뒤 더 이상 추가적인 상승 여력이 없다 여기고 있다. 그러나 이는 사실과 전혀 다르다. 막 개화 단계에 접어든 중국 UTG 폴더블 폰 시장이 곧 열리게 되면, 동사는 전 세계 유일 UTG향 보호필름 공급자로서 다시 한 번 삼성향과 비슷하거나 그보다 큰 규모의 성장을 이룰 수 있기 때문이다.

실제로 올 하반기에 판매될 중국 주요 업체의 폴더블폰은 예외 없이 UTG를 채택하여 출시를 기다리고 있으며, IR에 따르면 동사의 제품은 당연히 이들 모델에 모두 '독점적으로' 공급될 예정이다. 다시 말해 현재 동사의 시장 평가는 올해 750만대, 내년 1,700만대로 예상되는 삼성향 물량만을 반영한 결과이며, 세계 스마트폰 판매량의 절반 이상을 차지하는 중국에서 본격적으로 폴더블 폰이 출시되기 시작하는 2022년, 비 삼성향인 오보, 비보, 샤오미, 구글향 Q 수백만 대 물량의 출시가 시작되고 이들 모델에 동사는 보호 필름을 독점 공급하므로, 동사는 삼성에 공급을 시작한 시기와 유사하거나 그보다 훨씬 큰 성장 및 Re-Rating를 앞두고 있는 것이다.

2.3.3. CAPA도 감당하기에 충분!

전방에 큰 규모의 Q증가가 예정되어있음을 확인했으니 이제 질문은 다음 단계로 넘어간다. 동사는 과연 이렇게 폭발적으로 증가할 물량을 감당할 수 있을 것인가?

CAPA 까지도 준비
완료

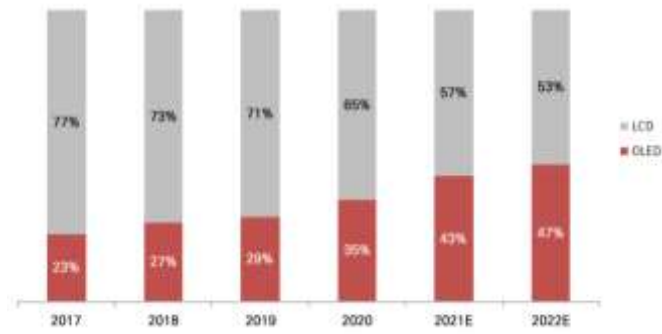
답은 '그렇다'이다. 동사는 현재 연간 2,400만개를 생산할 수 있는 Capa를 보유하고 있으며, 이는 2023년 삼성전자의 폴더블폰 출하량으로 전망되는 2,070만대를 증설 없이 감당할 수 있는 규모의 생산설비이다. 또한 동사가 연간 500만개를 추가 생산할 수 있는 베트남 공장을 증설하는 데 반 년이 채 걸리지 않았음을 고려하면 추가적인 수주 역시 증설을 통해 감당할 수 있을 것으로 보인다.

2.4. OLED용 OCA도 있다

OLED 채택 증가는
동사 OLED OCA
채택 증가!

가파르게 성장하는 폴더블폰 시장에서 유일한 UTG 보호필름 공급자라는 사실만으로도 사실상 미래가 보장되었지만, 동사는 보호필름 외에도 견조한 실적을 달성하며 성장하는 또 다른 제품을 함께 공급하고 있다. 바로 OLED 디스플레이에 들어가는 OCA이다.

그림 00. OLED 스마트폰 침투율 추이 및 전망



출처: 키움증권 리서치센터, SMIC3팀

OLED 시장은 여전히 침투율을 늘려가는 과정에 있으며, 앞으로의 채택률 증가도 사실상 확실시된 상황이다. 동사는 향후 안정적으로 발생하는 OLED용 OCA를 바탕으로 폭발적으로 증가하는 폴더블폰 시장의 Q를 흡수하며 성장할 전망이다.

2.5. 광학필름 사업부 매출 추정

동사의 광학필름 사업부 제품은 크게 OLED용 OCA와 폴더블용 보호필름, 기타로 구분할 수 있다. 다만 매출의 중심이 되는 제품은 OCA와 보호필름이며 기타 매출은 그에 비해 미미한 수준이므로, 추정의 편의와 간결함을 위해 본 매출 추정에서는 기타 부문을 따로 계산에 포함하지 않았다.

2.5.1. OLED용 OCA의 2016~2018년 매출 및 공급량 추정

(ㄱ) 삼성 OLED 스마트폰용 OCA 매출이 본격적으로 발생하기 시작한 것은 2017년, 삼성 폴더블 스마트폰용 보호필름 매출이 발생하기 시작한 것은 2019년이므로 2017년과 2018년은 보호필름 없이 OCA의 매출만 잡았던 시기이다.

(ㄴ) 2018년 삼성의 OLED 스마트폰 출하량이 1억7500만대였고, 같은 시기 동사의 점유율은 30%였으므로 동사의 삼성 OLED 스마트폰 공급 대수는 5,250만대이다.

(ㄷ) 스마트폰 한 대마다 OCA 패널은 3개 들어가므로 2018년 동사의 OCA 필름 공급량은 (ㄴ)의 5,250만 * 3 = 1억5,750만장이다.

(ㄹ) 한편 2016년에서 2017년까지 삼성디스플레이의 삼성용 OLED 패널 출하량은 20% 감소했고, 2017년에서 2018년까지는 12.5% 감소했으며, 2018년에서 2019년까지는 2.8%가 증가했다. 반면 같은 기간 동사의 매출은 각각 162%, 122% 성장하였다.

(ㄹ) 따라서 (ㄹ)과 같은 결과가 나오려면 동사의 점유율이 출하량 감소분 이상으로 증가했어야 한다. 2016년에서 2017년은 패널 출하량이 0.8배 되었는데도 매출이 162% 증가했으므로 $0.8 * (1 + \text{점유율 상승분}) = 2.62$ 를 계산하여 점유율 상승분은 228%. 같은 방식으로 2017년에서 2018년까지의 점유율 상승분을 계산하면 154%가 된다.

(ㅁ) 그러므로 (ㄹ)에 따라 2017년 점유율 * (1 + 1.54) = 30%를 계산하면 2017년 점유율은 11.8%, 같은 방법으로 2016년 점유율은 3.6%가 된다.

(스) 이제 2017년 삼성의 OLED 스마트폰 출하량인 2억2,000만대에 (브)에서 구한 2017년 점유율 11.8%를 곱하여 동사의 공급 대수를 구하면 2,598만대가 되고, (ㄷ)에서처럼 동사의 OCA 필름 공급량을 계산하면 2,598만 * 3 = 7,795만장이다.

2.5.2. 보호필름과 OCA의 2019~2020년 매출 추정

(ㄱ) 2019년에 출시된 삼성의 폴더블 스마트폰 모델은 갤럭시 폴드로, 당해 약 44만8,000대 판매된 것으로 추정되며 여기에 들어가는 필름 단가는 10,000원으로 알려졌다. 따라서 2019년 동사의 보호필름 매출은 44만8,000 * 10,000 = 44억8,000만원이다.

	삼성 폴더블 기종별 판매량 및 필름 단가			(면적별 가중평균)	
	2019	2020	2021 8~9월	필름 단가	연동 단가 * 판매량
폴드	448,000			10,000	4,480,000,000
플립		1,600,000		6,246	9,993,600,000
폴드2		500,000		11,168	5,584,152,814
플립3				6,246	9,517,714,286
폴드3			2,000,000	11,168	5,318,240,775

(ㄴ) 2020년에 출시된 삼성의 폴더블 스마트폰 모델은 당해 약 160만대 판매된 갤럭시 플립과 50만대 판매된 갤럭시 폴드2가 있다. 이때 갤럭시 플립은 갤럭시 폴드에 비해 화면이 작고 갤럭시 폴드2는 갤럭시 폴드에 비해 화면이 커서 각 모델의 필름 단가가 다르게 추산되어야 한다.

(ㄷ) 모델별 디스플레이 규격을 이용해 계산하면 갤럭시 플립 면적 = 약 0.6246 * 갤럭시 폴드 면적이고, 갤럭시 폴드2 면적 = 약 1.1168 * 갤럭시 폴드 면적이다.

(ㄹ) 따라서 (ㄷ)의 식과 (ㄱ)의 단가 10,000원에 의해 갤럭시 플립의 필름 단가는 6,246원, 갤럭시 폴드2의 필름 단가는 11,168원이 된다.

(ㄴ) 이제 2020년의 매출액은 160만대 * 6,246 + 50만대 * 11,168 = 99억9,360만 + 55억 8,415만 = 155억7,775만원으로 구할 수 있다.

(브) 이제 2020년의 광학필름 매출액인 893억300만원에서 보호필름 매출액인 155억 7,775만원을 빼주면 2020년의 OCA 매출액 737억2,524만원이 나오게 된다. 같은 방식으로 2019년의 OCA 매출액도 2019년 광학필름 매출액 581억원에서 (ㄱ)의 44억8,000만원을 빼주어 약 536억2,000만원으로 구할 수 있다.

2.5.3. 보호필름과 OCA의 2021년 매출 추정

(ㄱ) 우선 보호필름의 2021년 매출액을 구하려면, 2021년 8월에 출시된 갤럭시 플립3, 갤럭시 폴드3의 판매량 * 필름 단가를 구하고 이를 2021년 1~7월에 판매된 단종 전의 갤럭시 플립2, 갤럭시 폴드2의 판매량 * 필름 단가와 합해주어야 한다.

(ㄴ) 일단 2021년 1~7월에 판매된 갤럭시 플립2와 갤럭시 폴드2의 판매량은 단종까지의 누적판매량 300만대에서 전년도 판매량인 210만대를 제외한 90만대이다. 여기에 위의

(ㄹ)에서 계산한 필름 단가를 곱해주면 각각 42억8,297만원과 23억9,320만원이 된다.

(ㄷ) 이제 2021년 8월부터 판매된 갤럭시 플립3와 갤럭시 폴드3의 당해 판매량을 예측해야 하는데, 두 모델을 합쳐 첫 달 판매량이 2백만대라는 정보는 알려져있다.

(ㄹ) 따라서 4개월 동안 두 모델이 얼마나 판매될지 추측해야 하는데, 이전 모델인 갤럭시 폴드와 갤럭시 플립은 각각 둘째 달에 첫 달보다 20%, 58% 많은 판매량을 기록한 바 있다. 이는 새로운 기술이 적용된 모델을 출시 직후 사기보다는 주변인의 후기를 듣고 구입을 결정하기 때문이라고 추측할 수 있으며, 같은 가정 하에 갤럭시 플립3와 갤럭시 폴드3 역시 유사한 추이를 보이리라 생각해볼 수 있다.

(ㄴ) 보수적인 추정을 위해 모든 모델 중에서 가장 실적이 안 좋았던 갤럭시 폴드의 판매량 동향을 적용하면, 4개월 동안 갤럭시 플립3와 폴드3의 판매량은 대략 200만대, 250만대, 150만대, 150만대가 도출된다.

(ㄴ) 이제 갤럭시 플립3와 폴드3의 2021년 매출액을 구하기 위해 필름 단가를 판매량과 연동하여 가중평균 해주어야 하는데, 두 모델의 개별적인 판매량을 알지 못하므로 갤럭시 플립2와 폴드2의 판매 비율인 16:5를 가져와 계산해주었다. $750만 * (6,246 * 16 + 11,168 * 5) / 21 = 556억3,483만원$ 이다.

(ㄴ) 따라서 (ㄱ)에서 언급한 바와 같이 (ㄴ)의 두 매출액과 (ㄴ)의 매출액을 더해주면 $42억8,297만원 + 23억9,320만원 + 556억3,483만원 = 623억1,101만원$ 이 된다.

(ㄷ) 한편 2021년 발생하는 OCA 매출액의 경우, 별도로 구하는 대신 삼성의 OLED 출하량 등락을 보수적으로 반영해 추산하였다. 2016년에서 현 시점까지 삼성 OLED 출하량은 감소하거나 정체되어왔으며, 같은 시기 동사의 관련 매출은 감소폭이 더 작거나 전년도의 수치가 유지되는 경향을 보였다.

(ㄴ) 2021년의 삼성 OLED 출하량은 2020년 출하량에 비해 약 6.4% 감소할 것으로 전망되고 있다. (ㄷ)에 따르면 동사의 매출액은 그보다 적게 변동할 것이지만, 보수적인 추정을 위해 2020년 매출액이 그대로 6.4% 감소해 2021년 매출액으로 잡힌다고 가정하였다. 따라서 2021년 OCA 매출액 예상치는 2020년의 $737억2,500만원 * (1 - 6.4%) = 약 690억7,000만원$ 이 된다.

(ㄴ) 이제 (ㄴ)의 보호필름 매출액과 (ㄴ)의 OCA 매출액을 합하면 약 1,313억원이 2021년 광학필름 사업부의 매출액으로 계산된다.

2.5.4. 보호필름과 OCA의 2022년 매출 추정

(ㄱ) 우선 보호필름의 2022년 매출액은 해당 시기 발생하는 삼성향 매출액과, 같은 시기 중국을 중심으로 발생할 비삼성향 매출액을 추정해 더해주어야 한다.

(ㄴ) 2022년 출시가 예상되는 삼성의 폴더블 모델에는 갤럭시 폴드4, 갤럭시 플립4, 갤럭시 Z폴드탭이 있다. 과거 제품들의 출시 간격과 이미 발표된 삼성전자의 2022년 출시

계획을 종합하면 갤럭시 Z폴드탭은 2022년 2월 전후로, 폴드4와 플립4는 8월 전후로 판매가 시작되리라 예상해볼 수 있다.

(ㄷ) 우선 2022년 1~7월까지 폴드3와 플립3의 판매량은 폴드2와 플립2의 2021년 1~7월 판매 추이를 반영하여 계산하였다. 700만대 : 210만대 = 7월까지의 판매량 : 90만대가 성립한다고 가정하면 2022년 1~7월의 폴드3와 플립3 판매량은 300만대가 된다.

(ㄹ) 여기에 새롭게 출시되는 갤럭시 Z폴드탭의 당해 매출액을 더해줘야 하는데, 2019년 유사한 시기에 출시되었으면서 전체 모델 중에서 가장 부진한 실적을 보인 갤럭시 폴드의 판매량을 이용해 보수적으로 추정하였다. 갤럭시 폴드가 월간 12만대 팔렸다고 가정하면 2월 출시 이후 11개월 동안 132만대가 팔린다고 가정할 수 있다.

(ㄹ) 마지막으로 새롭게 출시되는 갤럭시 폴드4와 플립4의 경우, 전작인 폴드3와 플립3보다도 좋은 성적을 보일 가능성이 충분하지만 보수적 추정을 위해 두 모델의 2021년 판매량을 그대로 가져왔다. 출시 시기도 8월과 9월 사이로 유사하므로 전작의 700만대는 무리한 추정이 아니라고 판단된다.

(ㅂ) 이제 (ㄷ)과 (ㄹ)과 (ㄹ)의 수치를 모두 합산하면 2022년 삼성의 폴더블폰 판매 대수는 1,132만대이다. 이 경우 동사의 매출액으로 찍히는 값은 위의 (ㅂ)과 같이 계산하여 대략 839억7,150만원이 된다.

(ㄷ) 2022년의 비삼성향 물량의 경우 폴더블 신제품 출시가 가시화된 오포, 비보, 샤오미의 출시 예정 모델만을 고려하여 추산하였다. 갤럭시의 기종별 면적으로 필름 단가를 구해준 것과 동일한 방식으로 계산하면 오포의 필름 단가는 9,379원, 비보의 필름 단가는 8,133원, 샤오미의 필름 단가는 9,526원이 된다.

(ㄹ) 중국 폴더블 스마트폰의 판매량을 따로 구할 수 없기 때문에 똑같이 개화 단계에 있던 우리나라의 2019~2020년 폴더블 모델 침투율을 계산해 곱해주어야 한다. 해당 기간의 폴더블 모델 판매량은 40만 + 280만 = 320만대이고, 같은 기간 국내 전체 스마트폰 판매량은 5억 5,260만대로 폴더블 기종의 침투율은 약 0.58%가 된다.

중국 연간 출하량 비율		면적별 필름 단가	
오포	145400000	오포	9,379
비보	111800000	비보	8,133
샤오미	108500000	샤오미	9,526
침투율	0.58%	가중평균 P	9,041.69
최종 Q	2,121,060	매출액	19,177,972,600

(ㄷ) 이제 Q의 측면에서 오포, 비보, 샤오미의 연간 출하량을 합해 침투율을 곱해주면 2022년 중국의 예상 폴더블폰 판매량을 구할 수 있다. 차례대로 집어넣어 계산하면 $(145,400 + 111,800 + 108,500) * 0.58\% = 2,121,060$ 이 된다.

(ㄹ) 다음으로 P의 측면에서 오포, 비보, 샤오미 각각의 출하량과 연동하여 필름 단가를 가중평균 해주어야 한다. 갤럭시 기종별 필름 단가와 같은 방식으로 계산하면 대략 9,041원이 된다.

(㉟) 이제 (㉠)과 (㉡)에서 구한 값을 서로 곱해주면 중국의 2022년 동사 매출액이 계산된다. $2,121,060 * 9,041.69 = 191억7,7970만원$ 이다.

(㉢) 마지막으로 2022년의 OCA 매출액을 구해주어야 하는데, 위의 (㉠)에서 언급한 것처럼 동사의 매출은 삼성의 OLED 출하량보다 나은 성적을 보여왔다. 현재 2022년 삼성 OLED 출하량은 전년 대비 약 12% 상승할 것으로 전망되며, 동사가 과거와 같은 흐름을 이어나간다면 매출액 역시 이보다 많이 증가할 것이다. 그러나 보수적 추정을 위하여 2020년의 매출액을 증가시키지 않고 그대로 Flat 처리해주었다.

(㉣) 따라서 2022년의 광학필름 매출액은 (㉢)과 (㉟)과 (㉢)의 결과를 모두 합산한 약 1,721억 5,600만원이 된다.

3. 폴더블 원툴기업 아닙니다: 글라스틱에 데코까지

앞선 내용을 통해 동사의 폴더블폰용 보호필름이 큰 성장 잠재력을 지닌다는 사실을 파악했다. 본 절에서는 동사의 폭발적 성장을 이끄는 폴더블폰용 보호필름 사업과 더불어 이에 속도를 더해줄 또 다른 성장 동력에 대해 논할 것이다. 전세계 유일무이 MDD 공법을 토대로 한 글라스틱 및 데코필름이 동사의 장기적 Cash Cow가 될 수 있음을 설명하고, 동사의 이익 성장에 날개를 달아줄 수 있을지 의문을 해소할 것이다.

3.1. 매출 유망주, 글라스틱

3.1.1. 5G와 폭발적으로 성장할 글라스틱

중저가 → 글라스틱

글라스틱이란 **글라스+플라스틱의 합성어**로 PCPMMA라고도 불린다. 유리의 광학적인 특성과 유사하면서도 플라스틱처럼 쉽게 깨지지 않아 **유리의 대체 제품**이라는 성격을 갖는 소재이다. 글라스틱은 기존 유리보다 3~40% 저렴하기 때문에 **주로 중저가 제품들에 많이 채택**되며, 최근에는 스마트폰 후면의 커버 글라스에 적용되고 있다. 글라스틱 공법이 발달하면서 심미성과 고급스러움을 표현 가능할 수 있게 되자 플래그십 모델까지 글라스틱이 확장 적용되고 있는 추세이다. 실제로 최근 갤럭시 S21 시리즈에서 **S21 기본형의 후면은 유리가 아닌 글라스틱을 사용**하였다.

플래그십까지 확장 적용되는 글라스틱!

5G 상용화에 최적인 글라스틱

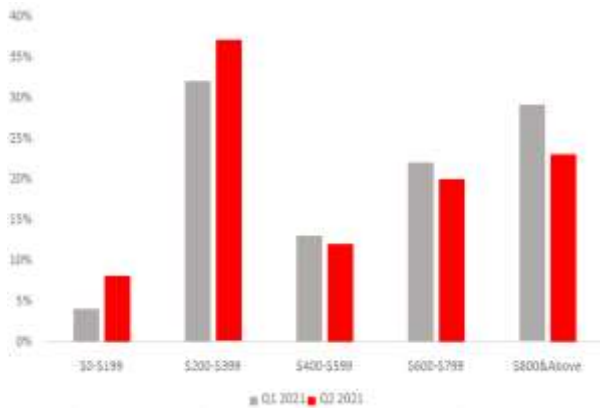
5G 상용화는 글라스틱 보급률 증가에 더욱 불을 지필 것으로 예상된다. 5G 스마트폰의 경우 메탈 같은 소재를 사용하면 신호가 차단되어 성능이 저하되는 문제가 발생하기에 지금까지는 신호를 차단하지 않는 유리를 사용해왔다. 그런데 글라스틱 또한 신호를 차단하지 않는 소재이기에 **5G 스마트폰에 적합**하다.

중저가형 5G 시장의 성장은 지속될 것 → 글라스틱 성장↑

여기에 더해 5G 스마트폰 판매량 중 **중저가 모델의 비중이 증가**하고 있다. 이는 인도나 태국과 같은 아시아 지역에서 5G 보급이 본격화됨에 따라 나타나는 현상인데, 아직 이들 지역의 5G 침투가 초기 단계임을 고려하면 이러한 **중저가 모델로의 쏠림**이라는 경향성은 **지속될 가능성이 높다**. 중저가 모델은 원가 절감 측면에서 글라스틱을 채택하는 비중이 높을 수밖에 없는데, 실제로 삼성은 최근 1년간 출시한 중저가형 5G 모델의 후면 커

버는 100% 글라스틱을 사용할 정도였다.

그림 3-1. 5G 스마트폰 가격대별 점유율



출처: Counterpoint Research, SMIC 3팀

그림 3-2. 최근 1년 내에 출시된 삼성 5G 스마트폰 종류

제품명	가격	종류
Samsung Galaxy A32 5G	37만 4000원	글라스틱
Samsung Galaxy A22 5G	27만 9000원	글라스틱
Samsung Galaxy A52 5G	59만 9500원	글라스틱
Samsung Galaxy A52s 5G	59만 9500원	글라스틱
Samsung Galaxy S20 FE 5G	89만 9800원	글라스틱
Samsung Galaxy S21 5G	99만9900원	글라스틱
Samsung Galaxy S21+ 5G	119만 9000원	유리
Samsung Galaxy Z Flip3 5G	125만 4000원	유리
Samsung Galaxy S21 Ultra 5G	145만 2000원	유리
Samsung Galaxy Z Fold3 5G	199만 9000원	유리

출처: SMIC 3팀

3.1.2. MDD와 글라스틱, 환상의 콜라보레이션

거대 경쟁사 有
그러나, MDD 공법과
함께라면 다르다!

세계 스마트폰 글라스틱 시장은 약 1조 원 규모로, 홍콩의 Tongda가 50%의 시장점유율을 차지하고 있다. 동사는 오포의 1차 벤더로 선정되어 21년 하반기 혹은 22년부터 본격적인 글라스틱 매출이 발생할 것으로 예상되고 있는, 상대적 후발주자다. 그러나 MDD 공법과 함께 한다면 이야기가 다르다. 글라스틱에 MDD 공법을 접목한 동사는 경쟁사와 차별화된 강점이 다수 존재하기 때문이다.

수익성 높은 글라스
틱 생산 가시화

글라스틱도 2.5D와 3D 등으로 나눌 수 있는데, 매출총이익률이 각각 15%와 20% 수준으로 적지 않은 차이가 존재한다. 동사는 MDD 설비를 활용하여 3D뿐만 아니라 4D 글라스 등 다양한 곡면을 형상화하고 가공할 수 있다. 뿐만 아니라 글라스틱 구조 자체에도 고유의 특허를 보유하고 있어 3D형상을 안정적으로 구현할 수 있다. 이는 본격적으로 사업을 진행하면서 고부가가치의 글라스틱을 생산할 가능성이 높다는 것을 방증한다.

플래그십에도 적용!
→ 가장 유망한 글라
스틱 기업이 될 것

또한, 동사가 데코필름 사업에서 쌓은 많은 노하우도 글라스틱 사업을 전개할 때에 큰 경쟁력으로 작용한다. 글라스틱의 특성상 플라스틱과 같은 질감을 나타내는데, 이는 유리보다 미적인 요소에서 불리한 원인이 된다. 실제로 주요 스마트폰 제조사들의 하이엔드 제품에는 아직까지도 유리가 쓰이고 있다. 그러나 동사는 MDD 설비를 활용해 데코필름을 아주 얇게 부착할 수 있으며 이러한 데코필름을 글라스틱 위에 도포한다면 특유의 플라스틱이라는 이미지를 경감시키는 효과를 낼 수 있다. 따라서 동사의 제품은 중저가 제품은 물론 플래그십 모델까지도 채택 범위를 넓힐 수 있는, 다시 말해 동사는 글라스틱 시장의 기업 중 가장 유망한 기업인 것이다.

3.1.3. 충분한 CAPA

CAPA도 충분!

동사는 글라스틱 시장의 높은 성장성을 눈여겨보고 선제적으로 증설을 진행한 바 있다. 19년 말 베트남 2공장의 A동을 준공하면서 월 300만 대 규모의 글라스틱 CAPA를 보유하게 된 것이다. 이는 전체 글라스틱 시장의 27%에 달할 만큼 많은 물량인데, 이를 통해

향후 동사가 글라스틱 시장에 진출했을 때에도 CAPA와 관련한 걱정은 전혀 없을 것이라고 예상할 수 있다..

3.1.4. 글라스틱 매출 추정

글라스틱은 시장에 공개된 정보가 많지 않으며, 동사의 **글로벌 경쟁사의 Tongda와 국내 경쟁사인 인탑스의 데이터를 활용**하여 유의미한 매출을 도출하고자 하였다. 동사는 21년 하반기부터 일부 물량의 공급을 시작하지만 명확히 추산할 수 없고, 22년부터 삼성과 오폭향 공급 물량이 가시적으로 증가한다.

그림 3-3. Tongda의 글라스틱 출하량 및 삼성, 오폭향 글라스틱 스마트폰 출하량

(단위: 백만 대)		2021E	2022E
㉑	전세계 스마트폰 출하량	1,350	1,390
	\$800 미만 스마트폰 비중	85%	89%
㉒	\$800 미만 스마트폰 출하량	1,148	1,237
	스마트폰의 글라스틱 채택률	20%	20%
㉓	글라스틱 스마트폰 출하량	230	247
	Tongda 시장 점유율	50%	50%
㉔	Tongda 글라스틱 출하량	115	124

(단위: 백만 대)		2021E	2022E
	글라스틱 스마트폰 출하량	230	247
	삼성 출하량 M/S	18%	18%
㉕	삼성 글라스틱 스마트폰 출하량	41	45
	오폭향 출하량 M/S	10%	10%
㉖	오폭향 글라스틱 스마트폰 출하량	23	25

출처: IDC, Counterpoint, Tongda, SMIC 3팀

- ㉑ 글로벌 스마트폰 출하량을 토대로 Tongda의 글라스틱 출하량을 산출했다.
- ㉒ 글라스틱은 **\$800 미만의 중저가** 스마트폰에 주로 적용되므로 그 비중을 활용했다.
- ㉓ 스마트폰의 글라스틱 채택률은 약 **20%**이며, 상승 추세에 있으나 **보수적 추정을 위해 flat 적용**하였다.
- ㉔ Tongda는 글로벌 글라스틱 시장의 M/S 1위로서 약 **50%**의 점유율 가지며, 이를 통해 Tongda의 글라스틱 출하량을 산출했다.
- ㉕ 앞서 산출한 글로벌 글라스틱 스마트폰 출하량을 토대로 삼성과 오폭향의 글라스틱 스마트폰 출하량을 도출한다. 글라스틱 스마트폰 내의 제조사별 M/S가 공개되지 않아 2Q21의 글로벌 스마트폰 출하량 M/S를 고려했고, flat 적용하여 값을 산출하였다.

그림 3-4. Tongda의 삼성, 오폭향 및 인탑스 삼성향 글라스틱 출하량

(단위: 백만 대)		2021E	2022E
㉑	Tongda 글라스틱 출하량	115	124
	Tongda 매출 내 삼성 비중	15%	15%
㉒	Tongda 삼성향 글라스틱 출하량	17	19
	Tongda 매출 내 오폭향 비중	10%	10%
㉓	Tongda 오폭향 글라스틱 출하량	11	12

(단위: 백만 대)		2021E	2022E
	삼성 글라스틱 스마트폰 출하량	41	45
	삼성 내 인탑스 M/S	35%	35%
㉔	인탑스 삼성향 글라스틱 출하량	14	16

출처: CMB International, 인탑스, SMIC 3팀

- ㉑ Tongda 고객사별 출하량이 비공개이므로 매출 비중을 고려하여 Tongda 내 고객사별 Q를 추정했다. 제품 특성상 P의 차이가 크지 않으므로 매출 비중과 연관성이 높다. 비중 변동을 정확히 추정할 수 없어 flat 적용했다.
- ㉒ Tongda 매출 내 삼성의 비중인 15%를 활용하여 Tongda 삼성향 글라스틱 출하량을

산출했다.

㉟ 오포는 Tongda 매출 내 비중 Top 4 안에 속하지 못했으며, 4위인 비보의 비중 10%보다 낮을 것으로 판단한다. 하지만, 동사 Q의 보수적인 추정을 위해 **Tongda 매출 내에서 오포 또한 비보의 비중만큼 높을 것으로 가정**하고 출하량을 산출했다.

㉠ 한편, 인탑스는 삼성 글라스틱 스마트폰 내에서 35%의 M/S를 유지해왔다. [그림 4-]에서 산출한 삼성 글라스틱 스마트폰 출하량과 M/S를 토대로 인탑스 삼성향 글라스틱 출하량을 산출했다.

그림 3-5. Tongda, 인탑스 외 제조사의 삼성, 오포향, 글라스틱 출하량

(단위: 백만 대)	2021E	2022E
삼성 글라스틱 스마트폰 출하량	41	45
(-) Tongda 삼성향 글라스틱 출하량	17	19
(-) 인탑스 삼성향 글라스틱 출하량	14	16
기타 삼성향 글라스틱 출하량	10	10
오포 글라스틱 스마트폰 출하량	23	25
(-) Tongda 오포향 글라스틱 출하량	11	12
기타 오포향 글라스틱 출하량	11	12
기타 삼성향+오포향 글라스틱 출하량	21	23

출처: SMIC 3팀

㉡ 시장에 공개된 정보만을 활용하였을 때, 동사는 Tongda와 인탑스가 점유하지 못한 **잉여 시장에 진출할** 것이다. 따라서, 삼성과 오포의 글라스틱 스마트폰 출하량에서 Tongda와 인탑스가 각 사에 공급하는 물량을 차감하면 동사가 진출할 수 있는 시장의 Q가 도출된다.

㉢ 위와 같은 논리에 의해 추산된 동사가 진출 가능한 삼성, 오포향 글라스틱 시장 Q는 [그림 3-5]와 같다.

그림 3-6. 동사 글라스틱 매출

(단위: 천 대, 원)	2021E	2022E
글라스틱 Q	0	10,440
글라스틱 P	3,256	2,442

(단위: 백만 원)	2021E	2022E
글라스틱	0	25,494

출처: SMIC 3팀

1) Q 추정

㉡ 동사의 글라스틱 시장 진입이 데코필름 시장 진입과 유사한 상황이라고 판단하였다. 1) MDD 공법 기반의 유일 기술력을 갖췄고 2) 삼성 및 오포라는 안정적인 전방 업체를 고객사로 두기 때문이다.

㉢ 동사는 21년 하반기부터 일부 물량의 공급을 시작하지만 IR 문의 결과 Q가 매우 작고, 명확히 추정할 수 없으므로 21년 Q를 0으로 적용한다.

㉣ 한편, 동사는 데코필름 시장 진입 익년도에 침투 가능한 전방 시장에서 약 45.4%의 M/S를 확보하여 현재까지 비슷한 수준을 유지하고 있다. 이를 글라스틱 시장에도 적용하여 동사가 22년 공략하는 '기타 삼성, 오포향 글라스틱' 시장의 45.4%인 1,044만 대를 동사의 22년 Q로 추정한다.

2) P 추정

- ㉠ 데코필름과 글라스틱의 P는 연동되므로 데코필름 P를 통해 산출한 21년 P는 3,256원이다.
- ㉡ 글라스틱 역시 데코필름과 동일하게 25%의 P 하락을 적용할 것으로 가정하여 22년 P를 2,442원으로 추정한다.

1)과 2)를 고려하여 추정한 동사의 글라스틱 매출은 [그림 3-6]과 같다.

3.2. 성장의 기폭제, 스마트폰용 데코필름

3.2.1. What is 데코필름?

디자인의 고급화를 위한 데코필름

데코필름이란 특수패턴 및 색상을 필름에 인쇄하여 다양한 심미적인 요소를 살리는 데에 활용되는 필름이다. 스마트폰에서도 디자인이 핵심 요소로 떠오르면서 **플래그십 제품의 고급스러움과 선명한 색채를 표현**하기 위해 데코필름이 채택되고 있다. 최근에는 중저가 모델에서도 다양한 디자인 니즈를 맞추기 위해 데코필름이 사용되는 추세이다.

동사의 MDD 공법
→데코필름 경쟁력↑

데코필름으로 다양한 색상을 구현할 때에는 자연스레 색의 종류가 늘어나는 만큼 공정 시간도 길어질 수밖에 없는데, 동사의 MDD 공법을 활용하면 이러한 단점을 극복할 수 있을 뿐만 아니라 더 얇고 투명한 색을 표현하는 것이 가능하기 때문에 **4D 글라스 및 폴더블 폰에도 적용 가능한 범용성**을 지니고 있다.

3.2.2. 2019년, 스마트폰용 데코필름과 함께 화려하게 데뷔하다

데코필름은 과거 동사의 핵심 사업부

동사의 스마트폰용 데코필름은 2018년 11월 중국의 심천 하이테크 전시회에 소개되면서 시장에 본격적으로 알려졌다. 동사의 제품은 MDD공법을 적용해 기존의 데코필름과는 차별화된 우수한 품질을 구현할 수 있었는데, 같은 해 오포 향으로 2,000만 대 분량을 수주하고 이듬해인 2019년에는 갤럭시 S10 시리즈와 오포의 Reno Series에 채택되는 등 명실상부 동사의 매출을 견인하는 주요 드라이버의 역할을 하고 있었다.

영원할줄만 알았던 데코필름, 그러나...

2019년 7월 동사는 상장을 앞두고 오포 향으로 최소 4,000만 대 분량의 데코필름을 수주하였는데, 이는 2020년 5G 모델 생산량의 **40% 이상을 보장하는 선주문 방식**의 계약이었기에 더욱 눈길을 끈 바 있었다. 이러한 기대감을 안고 상장한 동사의 주가 역시 견조한 흐름을 보여주었다. 그러나 동사의 성장에 굳건한 주춧돌이 되어줄 것만 같았던 스마트폰용 데코필름은 **COVID-19 이후로 큰 침체**를 겪게 된다.

3.2.3. COVID-19, 암흑기를 거쳐 턴어라운드 시작

오포에게는 더 치명적이었던 COVID-19

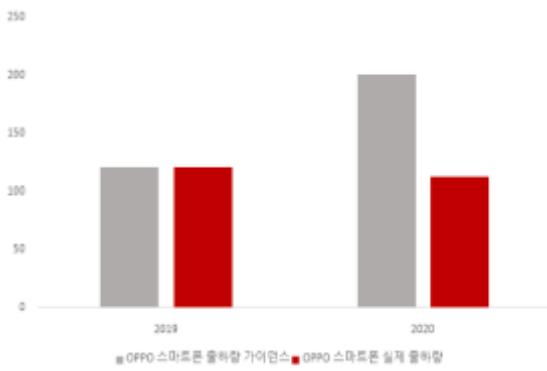
COVID-19로 인해 전반적인 스마트폰 부품사들의 매출이 감소하였지만, 그 중에서도 특히 동사는 더욱 큰 타격을 입게 되었다, 세계 스마트폰 출하량이 14억 7920만 대에서 13억 3130만 대로 YoY 10% 감소한 반면 동사의 주 고객사인 오포의 2020년 스마트폰 출하량은 기존 가이던스인 **2억 대에서 1억 대로 YoY 50% 감소**했기 때문이다.

여기에 그치지 않고 주요 생산시설인 베트남 공장의 섯다운으로 인해 물량 공급에 차질이 생기고, 공급 단가 또한 전년 대비하여 25% 정도 인하되는 등 여러 악재가 겹쳐 동사의 데코필름 매출액은 2019년 1,394억에서 2020년 465억으로 곤두박질치게 되었다.

데코필름은 회복하고 새로운 성장판은 열린다!

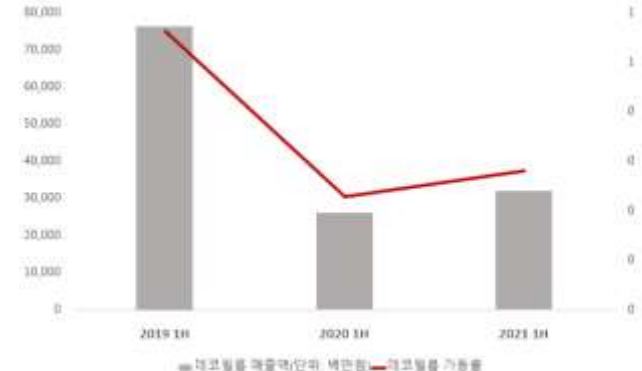
그러나, **2021년은 새로운 성장의 원년이 될 것이다.** 21년 상반기에 20년 대비 가동률은 22%에서 28%로, 매출액은 259억에서 318억으로 상승하였다. 세계 스마트폰 출하량도 YoY 19% 증가한 6억 7800만대 출하된 것으로 추정된다. 특히, 동사의 전방 기업인 오포는 YoY 30% 증가한 출하량을 기록했다. IR에 따르면 시장의 점유율을 다시 높이는 전략을 취하고 있으며, 전방 기업인 삼성과 오포, 샤오미가 점유율 경쟁에서 우위를 보이고 있다. 따라서 본 보고서는 이러한 회복세가 21년 하반기 및 22년에도 이어질 것임을 밝히며, MDD 공법을 기초로 한 동사의 데코필름은 21년을 기점으로 새로운 성장의 시대로 나아갈 것이라고 판단한다.

그림 3-7. 오포 스마트폰 출하량 가이드선과 실제 비교



출처: OPPO, SMIC 3팀

그림 3-8. 최근 3년 상반기 데코필름 매출액 및 가동률 추이



출처: 동사 사업보고서, SMIC 3팀

3.2.4. 스마트폰용 데코필름 매출추정

1) 2021년 상반기

- ㉠ 21년 상반기 데코필름 사업부의 전체 매출액은 318억 7700만원이다.
- ㉡ 21년 자동차용 데코필름 예상 매출액이 84억 3100만원이므로, 상반기와 하반기에 각각 절반씩 나누어 매출이 발생한다고 가정한다.
- ㉢ 글라스틱 관련 매출액은 21년 6월에 오포의 1차 벤더로 선정되었음을 고려, 상반기는 0으로 처리한다.
- ㉣ 이를 반영한 상반기 스마트폰용 데코필름 매출액은 276억 6150만원이다.

2) 2021년 하반기

- ㉠ 21년 갤럭시 S21은 1월 출시 이후 5개월간 1350만 대가 판매되었다.
- ㉡ 19년 갤럭시 S10 시리즈는 출시 당시 초기 3~4개월과 이후 6~7개월의 판매량이 서로 비슷한 수준으로 형성되었다.
- ㉢ 갤럭시 S21 시리즈 또한 S10과 유사한 판매량 기초를 보일 것으로 예상되나, 보수적인 추정을 위해 하반기 판매량을 800만 대로 낮게 설정하였다.
- ㉣ 오포는 21년 Reno5 Series와 Find X3 Series 플래그십 제품을 출시하였으며, 자사 스마트폰 중 플래그십 제품이 차지하는 매출 비중은 23% 수준이다.

- ㉔ 오포의 21년 상반기 기준 세계 스마트폰 시장점유율은 10%이며, 화웨이 제재로 인해 증가 추세에 있으나 보수적 추정을 위해 flat 처리하였다.
- ㉕ 오포를 비롯한 스마트폰 제조사들의 출하량은 상반기보다 하반기가 높은 것이 특징이지만, 보수적인 추정을 위해 상반기 출하량인 7160만대로 flat 처리하였다.
- ㉖ 이를 반영한 하반기 오포의 데코필름이 적용된 스마트폰 판매 대수는 1647만대이다.
- ㉗ 생산량을 기반으로 산출한 삼성+오포의 플래그십 제품 내 동사의 데코필름 점유율은 19년 45.4%에서 21년 상반기 기준 43.1%로 소폭 감소하였으나, 보수적 추정을 위하여 감소 추세까지 반영, 하반기 점유율을 42.5%로 하향 조정하였다.
- ㉘ 스마트폰용 보호필름의 ASP는 21년 1분기와 2분기 모두 2700원에서 형성되어 있고, 특별한 이슈가 없다면 하반기에도 ASP는 비슷한 수준일 것으로 가정하였다.

3) 2022년

- ㉙ 22년 예상 스마트폰 출하량은 14억대 수준이다.
- ㉚ 오포의 시장점유율과 플래그십 모델의 비중은 보수적 추정을 위해 21년과 flat한다.
- ㉛ 데코필름은 향후 중저가 모델에도 적용될 가능성 있으나, 2022년에도 플래그십 모델에만 적용된다고 보수적으로 가정한다.
- ㉜ 22년 갤럭시 S22 시리즈의 판매량은 COVID-19 이전에 출시되었던 S9(3200만)과 S10(3700만)의 판매량에서 20%를 할인하여 보수적으로 2760만대라 가정하였다.
- ㉝ 동사의 점유율은 감소 추세를 반영하여 하향 조정한다.
- ㉞ 동사 데코필름 ASP는 19년 4700원 → 20년 3621원 → 21년 2700원으로 YoY 25% 감소 추세에 있다. 이를 반영하여 22년 ASP는 보수적으로 2025원이라 가정하였다.

그림 3-9. 동사 공급 데코필름 Q와 P 추정			그림 3-10. 데코필름 매출추정				
(단위: 만대, 원)	2021 2H	2022E	(단위: 백만원)	2021 1H	2021 2H	2021E	2022E
삼성+오포 내 데코필름 적용 대수	2,447	6,670	매출액	27,662	28,079	55,741	56,728
삼성+오포 내 동사의 점유율	42.5%	42.0%					
삼성+오포 향 동사의 공급 대수	1,040	2801					
ASP	2,700	2,025					

출처: SMIC 3팀

출처: SMIC 3팀

3.3. 차량용 데코필름

**차량용 데코필름
공급 시작!**

**수익성 높은
차량용 데코필름으로
매출 상방 확장**

동사는 2020년 차량용 데코필름 공급을 시작하고 이를 위한 수원 제2공장 대규모 설비를 갖추며 신성장 동력을 추가했다. 우수한 기술력의 데코필름이 국내 완성차 제조사에 의해 차량에도 적용되기 시작한 것이다. 차량은 부품의 표면적이 크고 적용 가능한 위치가 다양하며 무엇보다 스마트폰에 쓰이는 제품보다 차량용 제품의 ASP가 훨씬 높으므로 동사 데코필름 매출의 상방이 크게 확장될 것으로 기대한다. 본 절에서는 동사의 데코필름이 차량에 적용될 때 기존 부품 대비 어떠한 가치가 부각되는지 분석하고 현재의 수주 상황을 토대로 동사의 사업 확장 가능성을 논할 것이다.

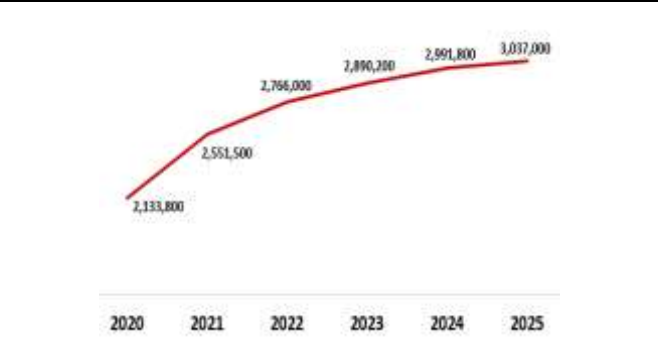
3.3.1. 자동차와 LED의 조화

**자동차와 LED의
만남은 필수불가결**

차량에는 용도와 목적에 따라 20여 종 이상의 조명이 장착되는데, 이 조명의 광원이 백열전구나 할로겐 램프에서 LED로 변화하고 있다. 전력 효율이 높은 LED가 가격 경쟁력

을 지남에 따라 차량 내 채택 비율이 높아졌다. 옴디아는 자동차 LED 시장이 2020년 2조 1338억 원에서 2025년 3조 370억 원 규모까지 성장할 것으로 예측하고 있다. 특히 자동차 산업의 패권이 내연기관에서 전기차로 이동하고 있다는 점을 고려한다면, 전력 관리를 위한 LED 장착은 필수불가결하며 그 비중이 확대될 것으로 기대한다.

그림 3-11. 자동차 LED 시장 규모 (단위: 백만 원) 그림 3-12. 차량에서 LED가 적용될 수 있는 범위



출처: OMDIA, SMIC 3팀

출처: 삼성증권

기존 플라스틱 소재

- ① 색 선명도 저하
- ② 표면 훼손

한편, 기존에는 자동차 LED 조명을 보호하기 위한 덮개가 일반 플라스틱 재질의 소재로 구성되어 있었다. 하지만, 일반적인 플라스틱 소재의 보호막은 빛의 색을 선명하게 구현하지 못한다는 단점이 있었고, 시간이 지남에 따라 표면이 훼손되어 인식이 어렵다는 점에서 운전자의 안전을 위협할 가능성이 상존해 있었다.

3.3.2. LED를 더욱 빛내주는 차량용 데코필름

동사의 데코필름

- ① 시인성 향상
- ② 훼손 불가

동사의 데코필름은 앞서 언급한 플라스틱 내장재의 단점을 보완할 수 있는 최적의 솔루션이다. MDD 공법이 적용된 데코필름은 초박막이면서도 여러가지 색채 및 패턴 구현이 쉬워 차량 내 LED 시인성 향상에 기여할 수 있고 무엇보다 표면 훼손이 없어 오랜 기간 운전자의 안전을 보장할 수 있다. 이러한 데코필름 기술력을 바탕으로 동사는 차량 적용 가능성을 타진했고 국내 완성차 업계 2위 KIA가 선제적으로 차량용 데코필름 제작을 주문했다. 동사는 2019년 개발 및 테스트에 착수했고, 2020년부터 KIA의 대형급 모델인 카니발 및 K9에 차량용 데코필름 공급을 시작하였다.

KIA로부터

선주문계약 수주

① 카니발

카니발

→ 앰비언트 라이트

카니발 4세대 최상위 트림과 이후 출시된 카니발 하이 리무진에 적용되었다. 도어 손잡이 부근에 위치한 앰비언트 라이트를 커버하기 위한 목적이다. 동사의 데코필름은 카니발의 앰비언트 라이트가 보유한 특수 패턴을 선명하게 인식할 수 있도록 돕고 있다.

② K9

K9

→ 센터페시아 버튼

카니발과 함께 적용이 시작된 K9은 올해 출시된 페이스리프트 차량까지 계속해서 동사 제품이 공급되고 있다. 센터페시아의 버튼을 감싸기 위한 목적으로 채택되었다. 동사의 데코필름은 플라스틱 보호막의 프린팅이 지워지는 문제를 해결했고, 특유의 패턴을 가미해 심미성을 더했다.

그림 3-13. 동사 제품의 카니발 적용 위치 그림 3-14. 동사 제품의 K9 적용 위치



출처: KIA, SMIC 3팀



출처: KIA, SMIC 3팀

3.3.3. 차량용 데코필름은 질주한다

차량용 데코필름의 질주 가능성

차량용 데코필름은 개화했다. 그리고 이러한 흐름 속에서 동사는 MDD 공법을 통해 현재의 선구자적 지위 유지 및 매출의 확장 가능성을 증명할 수 있다. 본 보고서는 다음과 같은 세 가지의 근거를 토대로 그 가능성을 확인할 수 있었다.

대형을 넘어 준중형급, 중형급까지!

① 적용되는 차량의 범위가 넓어진다

동사는 KIA를 넘어 현대차와도 제품 공급 논의를 시작했다. 적용 모델은 판매 대수가 많은 준중형급 아반떼와 중형급 쏘나타다. MDD 공법이 적용된 데코필름은 고가에 판매되는 대형급 차량에 채택되어왔다. 하지만 데코필름이 준중형급과 중형급 모델까지 확장 적용된다면 개화를 넘어 확산의 단계에 다다를 수 있다. 동사가 개발 및 테스트, 공급 추이를 고려하면 2022년부터 현대차에 제품을 공급할 수 있을 것으로 판단한다.

차종 간 크로스 적용 가능, 더 많은 위치에 채택!

② 적용되는 위치가 다양해진다

다른 차종이더라도 동일한 부품이 적용된 경우가 많기 때문에 다른 차종에 공급되던 데코필름이 비슷한 부품을 가진 타 차종에도 채택될 수 있다. 예를 들어, K9에는 카니발과 비슷하게 엠비언트 라이트가 실장되어 있는데 위치(5곳)나 색채(64가지)가 훨씬 다양하기 때문에 동사의 제품이 적용된다면 매출의 확장이 가능하다.

또한, 현대차의 아반떼와 쏘나타에 공급하게 될 제품은 계기판 및 공조 디스플레이에 적용된다. 기존에 공급했던 제품이 엠비언트 라이트와 센터페시아 일부에 채택되었다는 점을 고려한다면 차량 내부의 다양한 위치에 적용될 수 있을 것으로 전망한다.

차량 디스플레이가 고급화될수록 동사는 적용 가능성 상승!

③ 적용되는 디스플레이가 고급화된다

자동차 전장화 흐름에 따라 차량에 탑재되는 디스플레이의 고급화가 진행 중이다. 특히, 터치 기능이 적용된 디스플레이가 디자인과 편의성 측면에서 주목받고 있다. 쏘나타의 경우 수많은 버튼으로 구성된 복잡한 센터페시아가 이미 매끈한 디스플레이 패널로 대체되고 있다. 사이드미러가 디스플레이로 대체된 디지털 사이드미러도 주목할 만하다. 고급화되는 디스플레이는 기존의 것보다 부품의 색 구현력 및 안정성이 높아야 한다. 동사는 세계에서 유일하게 MDD 공법을 통해 데코필름을 생산하고 있으므로 차량용 분야에서 그 성능은 독보적이다. 따라서 디스플레이의 고급화를 아우를 수 있는 동사의 차량용 데코 필름은 성장 가능성이 무궁무진하다.

그림 3-15. K9 엠비언트 라이트 적용 위치

그림 3-16. 아이오닉 5의 디지털 사이드미러



출처: KIA, SMIC 3팁



출처: Hyundai

3.3.4. 차량용 데코필름 매출 추정

동사가 제품을 공급하는 차종을 기준으로 매출 추정을 진행하였다.

3.3.4.1. 카니발

1) Q 추정

- ㉠ 20년 8월 출시된 4세대에 처음 적용되었으며, 8월부터의 전체 출고량은 47,783대이다.
- ㉡ 카니발 4세대 중 최상위 트림에만 적용되었으며, 최상위 트림은 사전예약 물량 중 48%를 차지한다.
- ㉢ 한편, 쏘렌토 최상위 트림이 사전예약 비중 47%, 실제 누적 출고 비중 36%를 차지했다. 따라서 카니발 또한 최상위 트림이 전체 출고량의 36%를 차지한다고 추산하였다.
- ㉣ ㉠~㉢를 고려한 20년 카니발 Q는 34,404대이다.
- ㉤ 21년의 경우 9월 이후의 Q는 추정이 불가하므로 21년 9월까지의 평균 Q를 flat 적용하였다. 21년 카니발 Q는 47,637대이다.
- ㉥ 22년의 Q를 정확히 추정할 수 없고 4세대 카니발이 신차 및 중고차 시장에서 높은 인기를 얻고 있으므로 21년의 Q를 flat 적용하였다. 22년 카니발 Q는 47,637대이다.

2) P 추정

- ㉠ 동사 IR에 따르면, 2020년 카니발향 매출은 약 20억 원이다. 매출과 Q를 통해 계산한 값은 58,133원이며, 차량당 2개가 적용되므로 20년 카니발 P는 116,266원이다.
- ㉡ 카니발에 적용되는 동사 필름과 갤럭시 S21을 동일 면적으로 두고 P를 계산하였을 때, 차량용 동사 필름의 단가가 더 높게 계산된다. IR 문의 결과, 스마트폰에 적용되는 데코필름보다 차량용 데코필름의 P가 상대적 우위에 있으므로 합리적인 추정이다.
- ㉢ 동사의 데코필름은 고객사에서 먼저 계약을 요청할 정도로 기술력이 높다. 공급을 시작한 지 1년이 경과했고, MDD 공법 관련 경쟁사가 없으므로 21년의 P 하락은 없을 것으로 가정했다. 21년의 카니발 P는 116,266원이다.
- ㉣ 22년 P의 경우, 모바일용 데코필름 P 변동 흐름과 동일하게 25% 하락을 적용했다. 22년의 카니발 P는 87,200원이다.

3.3.4.2. K9

K9에 적용되는 제품은 정확한 적용 위치 및 판매 단가를 추정할 수 없어 20년 매출과 Q를 토대로 매출을 산출하였다. 동사 IR에 따르면 2020년 K9향 매출은 약 10억 원이다.

1) Q 추정

- ㉠ 20년 8월 출시된 4세대에 처음 적용되었으며, 8월부터의 전체 출고량은 2,319대이다.
- ㉡ 21년의 경우 9월 이후의 Q는 추정이 불가하므로 21년 9월까지의 평균 Q를 flat 적용

하였다. 21년 K9 Q는 6,708대이다.

- ㉔ 22년의 Q를 정확히 추정할 수 없고 21년 페이스리프트 모델 출시 이후 판매량이 다시 상승 추세를 보이고 있다는 점에서 21년의 Q를 flat 적용하였다. 22년 K9 Q는 6,708대이다

3.3.4.3. 아반떼 및 소나타

1) Q 추정

- ㉕ 아반떼와 쏘나타는 COVID-19 상황에서 최저 판매량을 기록한 20년의 값을 flat 적용한다. 아반떼는 매년 20만 대 이상 출고했고, 쏘나타 또한 8만 대 이상 출고했으므로 보수적인 추정이다.
- ㉖ 2022년 아반떼 Q는 126,640대, 쏘나타 Q는 73,586대이다.

2) P 추정

- ㉗ 아반떼의 경우 계기판과 공조 디스플레이 모두 10.25인치로, 각각 약 185cm²이다. 한편, 카니발에 적용된 부품의 경우 약 905cm²이기 때문에 카니발향 P와 면적의 상대적 크기를 비교하여 P를 추정한다. 22년 아반떼 P는 23,835원이다.
- ㉘ 쏘나타의 경우 계기판은 12.3인치, 공조 디스플레이는 10.25인치이며 각각 223cm², 185cm²로 추정한다. ㉗와 같은 논리로 추정한 2022년 쏘나타 P는 26,160원이다.

3.3.4.4. 차량용 데코필름 매출

그림 3-19. 차량용 데코필름 매출 추정

(단위: 백만 원)	2020	2021E	2022E
카니발	2,000	5,539	4,154
K9	1,000	2,893	2,296
아반떼			3,021
쏘나타			1,925
합계	3,000	8,431	11,395

출처: SMIC 3팀

앞서 언급되었듯이 카니발 및 K9의 확대 적용이 진행될 수 있고, 독보적인 기술력을 바탕으로 타 차종으로까지의 확산이 기대되기 때문에 매출의 상방이 열려있다고 판단한다. 또한, 동사는 차량용 데코필름 확산을 위해 수원 제2공장 대량 생산 시설을 구축했다. 동사 차량용 데코필름의 매출 기여도가 기대되는 바다.

4. Valuation

4.1. 매출 추정

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	21'1H	2021E	2022E
매출액	102,215	256,593	281,348	219,967	102,825	274,534	344,818
데코필름	7,728	119,794	139,498	46,577	31,877	64,172	93,618
광학필름	23,899	53,055	58,100	89,303	31,923	131,318	172,156
사출필름	70,372	83,617	80,539	79,567	37,262	74,524	74,524
기타 상품	216	128	3,211	4,520	1,764	4,520	4,520
매출액 YoY(%)		151.0%	9.6%	-23.9%		24.8%	25.6%

데코 필름, 광학 필름 부문 매출은 각각 2장과 3장에서 도출하였다. 한편, 동사는 사출 필름과 기타 상품 부문에서도 매출이 발생한다.

1) **사출 필름:** 사출 필름의 경우 이미 시장이 안정 상태에 접어들고 벤더들의 추가 진입이 없는, 점유율 및 전체 P, Q의 변화가 없는 시장으로 실제로 지난 3년간 동사의 사출 필름 매출은 일정하게 유지되어 왔다. 이에 본 보고서에서는 위의 가정 하에 2021년 상반기까지 동사의 사출필름 매출*2를 2021년 동사의 사출 필름 전체 매출이라고 추산하였으며, 별다른 시장 상황의 변화가 없는 한 2022년 역시 2021년의 사출 필름 매출액을 Flat 처리하였다.

2) **기타 상품:** 기타 상품의 경우 매출 기여 비중이 매우 낮아 2020년의 수치를 Flat 적용하였다.

4.2. 매출 원가

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	102,215	256,593	281,348	219,967	274,534	344,818
매출원가	89,734	197,385	227,515	181,206	205,456	251,337
재고자산의변동	-50	-12,489	6,390	1,491	-1,536	-1,536
원재료및상품매입액	65,571	165,304	147,696	95,145	111,576	130,287
종업원급여	7,097	13,030	20,891	30,323	45,485	68,227
복리후생비	735	933	909	726	856	856
감가상각비	4,540	5,925	24,893	17,863	20,319	20,319
연구개발비	0	0	4,726	0	0	0
외주가공비	5,758	13,947	418	20,017	11,461	11,461
기타	6,083	10,736	21,593	15,641	17,296	21,724
합 계	89,734	197,385	227,515	181,206	205,456	251,337

1) **원재료 및 상품 매입액:** 원재료 값의 경우 사업 보고서 상 원 단위로 표시된 가장 최근의 동사의 원재료비 현황과 생산 실적을 비교하여 21년 기준 각 품목 1원 당 원재료비 계수를 도출(0.359, 0.227, 0.73)하였다. 이를 매출 추정에서 구한 2021과 2022년의 P*Q에 곱해주어 원재료 및 상품 매입액을 추정하였고, 2022년에 새롭게 매출로 인식되는 글라스틱의 경우 데코보다 마진율이 10% 이상 높다는 점을 고려하여 1원 당 0.359/1.1=0.326의 원재료비를 가정하여 추산해주었다. 단, 각 부문에 있어 2022년의 경우 2021년과 같은 원재료비 계수를 가질 것이라는 가정을 더해주었으며 실제 동일 가정 내 2020년의 원재료 및 상품 매입액을 구해본 결과 3.13% 정도의 오차가 발생하는 것을 확인, 그대로 적용하였다.

즉, n년 예상 원재료 및 상품 매입액=(n년 예상 데코 필름 매출*원재료비 계수)+(n년 예상 광학 필름 매출*원재료비 계수)+(n년 예상 사출 필름 매출*원재료비 계수)+(n년 예상 글라스틱 매출*원재료비 계수)이다. 2021년의 경우 641억 7100만*0.359+1313억*0.227+800억*0.73=1,115억 7,600만 원의 원재료 및 상품 매입액이 도출되며, 2022년의 경우 681억*0.359+1,313억 8,000만*0.359+800억*0.73+254억 9400만*0.326=1,302억 8700만 원이 도출된다.

2) **재고 자산의 변동:** 전체 매출 원가에서 차지하는 비중이 적고 변동폭이 매우 커 3년 평균을 취해주었다.

3) **종업원 급여:** 매출과 관계없이 동사의 사업 부문이 넓어지고 사업 환경이 추가되면서

꾸준히 증가하는 추세를 보인다. 다양한 요인들과의 상관 관계를 분석해 보았으나 그 어떤 것과도 유의미한 상관 계수를 보이지 않았고, 따라서 추세를 적용하여 CAGR로 추산하였다.

4) 감가상각비: 2019년 베트남과 수원에서 각각 공장이 준공되면서 감가상각비의 큰 폭 상승이 있었다. 베트남 2공장은 폴더블 폰 용 보호 필름과 글라스틱을, 수원 2공장은 (자동차를 포함한) 데코필름을 생산하는데, 이 두 공장의 CAPA 모두 2022년까지의 수요 증가분을 충분히 감당할 수 있어서(보호 필름 생산량 2280만 장; 삼성 예상 출하량 1700만 대) **동사는 2022년까지 유의미한 추가 설비 투자를 집행하지 않을 것으로** 보이며, 실제로 21년 상반기 말 이미 완료된 일부 설비 투자를 제외하고는 **2022년 말까지 예정된 추가적인 설비투자 계획이 없는 것으로** 확인되었다. 따라서 2021년 감가상각비의 경우 (최근 완료된 기계 설비 투자를 반영하는) 2021년 상반기 감가상각비*2의 수치를 사용하였고 22년은 이를 flat 처리하였다.

5) 복리후생비, 연구개발비, 외주가공비: 매출 원가 내 비중이 매우 작고 변동폭이 극심하여 3년 평균 혹은 0 처리해주었다. 기타 비용의 경우 **매출에 0.0629 정도의 비율로 일정하게 연동되는 것을** 확인, 적용시켜 추산하였다.

4.3. 판매비와 관리비

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
판매비와 관리비	12,042	20,611	30,455	36,754	46,387	58,318
급여	2,912	4,000	4,218	5,195	6,311	7,666
퇴직급여	564	342	474	536	450	487
주식보상비용	500	595	867	819	760	815
복리후생비	279	361	569	417	449	470
대외고용비	5	6	32	26	21	26
통신비	36	43	50	32	42	41
도서공과	141	275	194	183	217	198
임차료	102	62	58	66	62	62
수도광열비	14	7	9	18	11	13
건축비	62	71	318	961	450	576
유형자산감가상각비	231	402	813	1,435	820	820
무형자산감가상각비	60	64	115	329	329	329
리스자산감가상각비			244	219	219	219
수선비	13	77	16	47	47	37
보험료	37	48	102	95	82	93
임대비	281	539	687	341	522	510
광고선전비	1		6			
수출경비	16					
도장비	357	438	624		473	473
운반비	166	233	274		225	225
지급수수료	1,120	1,966	3,864	6,017	10,228	17,388
사무용품비	130	49	233		137	137
소모품비	28	203	366		199	199
도서인쇄비	2	1	6			
교육훈련비	146	28	1			
차량유지비	101	106	115		107	107
연구비	3,829	6,934	13,627	14,525	20,188	23,288
다손상각비	-115			349		
수출제비용	394	791	1,429		871	871
광고비	312	518	770		533	533
물류인비용	264					
기타 판매비와관리비	53	2,372	377	5,145	2,632	2,718

1) 연구개발비: 동사 판관비의 대부분을 차지하는 연구비는 ① 2019년에 R&D 센터인 수원 2공장이 증설 완료되고 가동되면서 큰 폭으로 증가했으며 ② 이후 지속적인 연구 인력 채용 및 연구 개발로 인해 전체 판관비에서 약 40% 정도의 비중을 차지하는 경향을 보이며 ③ 매년 사업보고서에 해당 연도의 예상 연구개발비가 미리 배정되어 있는 것을 확인할 수 있다. 즉, 동사는 애초에 항상 전체 비용 중 일정 비율의 연구개발비를 배정해 놓는다고 추측된다.

이에 2021년 예상치는 동사의 사업보고서에 201억 8800만 원으로 제시된 예상치를 그대로 사용하였고, 2022년의 연구개발비는 전체 판관비에서 연구비의 비중이 유지되도록 값을 추산하였다.

2) **감가상각비:** 동사는 2018~2020년 동안 다수의 신 증설을 진행하였으며 이에 따라 유형자산 감가상각비가 크게 증가하였다. 하지만 폴더블형 보호 필름 및 차량용 데코 필름에 대한 충분한 capa를 확보한 2021년 이후에는 신증설 계획이 없는 것으로 확인, 2021년 상반기 값을 2배해서 적용하고 2022년은 이를 flat 처리하였다. 실제로 2021년 상반기 값을 보면 전년 동기 대비 절반 수준으로 회귀한 것을 볼 수 있다.

3) **지급수수료와 급여:** 동사의 영업 활동이 확대되면서 꾸준히 확대되는 경향을 보인다. 따라서 추세를 적용하여 2021년과 2022년 값을 추산하여 주었다.

4) 이 밖에 비중이 매우 작고 합리적인 추정을 하기 어렵거나 2020년 코로나로 인해 영업 활동이 제한적이었던 상황을 제외하고는 비슷한 값을 보이는 계정들은 모두 노이즈 발생 연도를 제외한 3개년의 평균을 적용하여 추산하였다.

4.4. 기타 영업 외 손익

<기타영업외수익>

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
외환차익	415	3,198	4,112	3,873	2,899	2,899
외화환산이익	28	133	160	811	283	283
유형자산처분이익	163	46	32	17	65	65
사용권자산처분이익	25	663	1,149	3	0	0
기타	0	0	0	541	0	0
합계	631	4,040	5,453	5,245	3,247	3,247

규모가 작고 경향이 없어 average

<기타영업외비용>

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
외환차손	2,957	908	464	2,422	1,688	1,688
외화환산손실	1,386	580	1,794	7,977	2,934	2,934
유형자산처분손실	14	158	26	420	155	155
유형자산손상차손		199			0	0
기타	1,041	625	501	110	569	569
합계	5,398	2,471	2,785	10,929	5,346	5,346

기타 영업 외 손익의 경우 모두 그 금액이 굉장히 작고 경향성이 없어 모두 평균치를 이용하여 산출하여 주었다.

4.5. 금융손익

<금융수익>

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
이자수익	154	155	133	185	159	159
외환차익	304	458	1,324	878	741	741
외화환산이익	45	93	158	1	74	74
파생상품부채평가이익	939			2,525	2,491	2,491
당기손익인식금융자산처분이익				65	0	0
장기금융상품평가이익	13		10	50	0	0
합계	1,453	706	1,624	3,704	3,464	3,464

금융 수익 중 2021년의 이자 수익은 3개년의 평균 유효이자율과 평균 상각 후 원가 금

용자산 장부 금액을 이용하여 계산하였으며, 2022년은 이를 Flat 처리하였다.

파생상품부채평가이익의 경우 리픽싱 조건이 있는 전환 사채 등과 관련된 것으로, 주가와 연동되는 것이기에 추산이 불가능하나 21년 상반기에 발생한 파생상품부채평가이익*2로 가정한 뒤 2022년에 flat 처리해주었다.

<금융비용>

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
이자비용	426	413	134	2,168	2,443	2,443
외환차손	92	604	619	665	495	495
외화환산손실	49	32	183	209	118	118
파생상품부채평가손실		1,661				
장기금융자산손상차손		42	0			
장기금융자산처분손실				0		
합계	566	2,752	936	3,042	3,056	3,056

금융 비용 중 이자 비용의 경우 이자 발생 부채에서 발생한다. 2020년 전환 사채와 신주 인수권부사채 발행 시점을 기준으로 유효이자율이 큰 폭으로 변동되었음을 확인하였고, 이에 CB와 BW 발행 이후인 2020년의 유효이자율과 21년 상반기 기준 최신 이자발생부채 장부 금액을 이용해 2021년의 이자비용을 계산하였고, 2022년에 flat 적용하였다.

4.6. 법인세 비용

(단위: 백만 원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
법인세자감전순이익	-3,442	38,120	26,733	-3,016	21,000	33,472
법인세 비용	-726	6,323	5,609	443	3,945	6,287
유효 법인세율	21%	17%	21%	-15%	19%	19%

법인세 비용의 경우 순이익이 흑자였던 2018-2019년의 유효 법인세율 평균을 적용하여 추산하였다.

4.7. PEER PER Valuation Method

[PER Valuation 선정 논리]

동사의 가치를 산정하기 위해 PER Valuation Method를 사용했다. PER은 기본적으로 수익성 및 성장성과 그에 대한 시장의 평가 사이의 비율이다.

그렇다면 폴더블 폰 관련 부품주인 동사의 가치 평가에 PER이 합당한가? 이를 위해 폴더블폰 관련 부품주들의 주가 Driver를 살펴보면 크게 신규 납품처에 대한 기대감, 그리고 실적 모멘텀(가시성)으로 나눌 수 있다.

실제로, 동사의 경우만 보더라도 1여년 간 지지부진하던 주가가 8월 27일 갤럭시z플립3에 동사 제품이 독점 공급되는 것이 확인되고(기대감) 그 판매량 데이터와 동사 순이익이 우호적으로 나오자(실적) 2주간 약 40% 정도의 주가 상승이 있었다.

즉, 폴더블폰 관련주에 관련된 시장의 평가(즉, 주가)가 수익성(가시성) 및 성장성(기대감)으로 올라가는 것이 확인된 바, 이전과는 확연히 다른 '기대감'을 바탕으로 빠르게 성장할 동사의 '실적'을 가장 잘 반영할 수 있는 밸류에이션 방법은 PER Method라고 생각되

었다.

[Peer PER 및 Peer Group 선정 논리]

PER Valuation Method 중에서는 Peer PER Valuation을 사용했다. 동사는 물론 이전에도 데코 필름 등 신 사업에 진출했지만, 아예 새롭게 개화하는 시장에 독점적인 지위를 가지고 그 파이를 그대로 흡수할 수 있을 수 있을 것이라 기대되는 시점은 과거에 없었다. 따라서 **Historical PER로는 이렇게 한층 더 높아진 동사의 기대감과 체급 및 그 실현성을 반영하기가 불가능하다.**

한편, 동사의 폴더블 폰 부품 PEER로는 **한지 공급사인 파인테크닉스와 KH바텍을 선정**했으며, 그 이유는 다음의 5가지 지점에서 동사와 두 회사가 매우 유사하다고 판단되었기 때문이다.

- ① 두 회사 모두 동사와 같이 **독점적인 기술력을 바탕으로 삼성향으로 각각 내장 힌지와 외장 힌지를 공급하고 있다는 점**
- ② 기술적인 해자 때문에 **이러한 독점 상황이 당분간 유지될 것이라는 점**
- ③ 세 회사 모두 **전방 고객사의 비중과 분포가 비슷하여 예상 가능한 전방의 상황 및 대외적인 영향도 유사하다**는 점(삼성이 60% 이상으로 대부분; 중국과 구글을 약 10%의 비중의 소수 고객사로 두고 있음)
- ④ **이익 성장세가 2021~2022년에 모두 비슷하게 증가한다는 점**(세 회사 모두 2020년에 흑전 후 2022년까지 두 배 이익 성장 예상)
- ⑤ 그리고 **이러한 이익 성장세 속 영업이익률이 큰 폭으로 개선되고, 달성할 영업이익률 역시 약 10%로 유사하다**는 점

위의 논리를 종합하여 본 보고서는 동사의 **Target PER로 KH바텍과 파인테크닉스의 12MF PER 평균인 16.5를 동사의 Target PER로 선정**, 목표 주가를 계산하였다.

물론 폴더블폰향 독점 부품 공급사들은 이전에는 실적 가시성이 낮고 기대감만 형성되어 더 높은 Target Multiple을 부여하기가 어려웠다.

그러나,

- 1) 기대감만 있던 이전과 달리 2021년 하반기~2022년에 기대감에 걸맞는 실적이 가시화되면서 영업이익률 성장이 사상 최고점을 기록하고 이후에도 높게 유지된다는 점
- 2) 2022년부터는 국내 스마트폰 업체뿐 아니라 중화권 업체에까지 부품을 독점 납품할 것이 확실시되어 시장의 우려와는 다르게 삼성 수주 시와 비슷한 추가적인 모멘텀이 있다는 점
- 3) 플래그십 및 하이엔드 모델의 대체재 혹은 보완재로 출시되어 가격 경쟁보다는 초기 레퍼런스 확보가 중요한 초기 폴더블 폰 시장 특성상 앞서 말한 독점 공급사의 기술적

장벽은 2년 이상의 독점적이고 폭발적인 성장을 담보한다는 점

4) 마지막으로 폴더블에 대한 기대감이 대부분인 Peer 들과 다르게 동사는 폴더블이 아닌 또다른 신성장 동력인 글라스틱과 자동차용 데코필름 영역으로도 진출하여 매출의 상당 부분을 발생시킬 것이라는 점

PER Method(2021E)	
유통가능주식수 (주)	12,823,049
지배주주귀속당기순0	27,185
2022E EPS (원)	
Target PER	16.5
목표주가 (원)	
현재주가(원)	24,950
상승여력	
	40%

이러한 점을 고려하였을 때 본 보고서가 제시한 Target PER Multiple 16.5는 전혀 무리한 추정이 아니라고 판단된다.

이에 위의 논의를 종합하여 **현재 주가 24,950원, 목표 주가 35,000원, 상승여력 40%, 투자 의견 BUY**를 제시한다. 유통 가능 주식수에는 주식매수선택권, 전환사채, 신주인수권부사채 등의 희석 가능 물량이 모두 포함되어 있다.

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.

5. Appendix

5.1. 동사 12M FWD PER Band

