



특수 엔지니어, 테크애널리스트 박현입니다.

(02)3770-3562 brian.park@tongyang.co.kr



제일모직 (001300)

4분기 이후 회복세에 주목

투자의견: BUY (M)
 목표주가: 120,000원 (M)

디스플레이

Analyst 박현 Tel 3770-3562
 brian.park@tongyang.co.kr

R.A 이광진 Tel 3770-3548
 kj.lee@tongyang.co.kr

주가	90,700원
자본금	2,622억원
시가총액	47,561억원
주당순자산	67,459원
부채비율	61.57%
총발행주식수	52,437,651주
60일 평균 거래대금	330억원
60일 평균 거래량	329,071주
52주 고	109,000원
52주 저	90,000원
외인지분율	26.52%
주요주주	국민연금공단 8.66%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(10.6)	(5.6)	(9.0)
상대	(4.8)	3.0	(1.5)
절대 (달러환산)	(9.0)	(1.6)	(7.9)



자료: Datastream



Why This Report

제일모직이 예상보다 부진한 3분기 영업실적을 발표했습니다. 에버랜드 관련 배상금 130억원을 반영하고도 영업이익이 전분기 대비 감소했습니다. 케미컬 부문과 편광필름 부문의 부진이 컸던 것 같습니다. 3분기 실적에 영향을 미친 일회성 요인들을 감안할 때, 4분기 이후 실적전망은 여전히 낙관적입니다. 좀 더 긴 그림에서 제일모직을 바라볼 필요가 있습니다.

Investment Point

3분기 케미컬, 편광필름 부진으로 기대 이하의 실적 기록

▶ 3분기 영업이익은 818억원(-21% q-q)으로 발표되었는데, 이는 에버랜드 관련 배상금 130억원을 포함한 수치. 따라서 실질적으로는 당사 전망치와 시장기대치를 크게 하회한 수준에 그침. 케미컬과 편광필름 부진이 주요인. IT경기 부진으로 케미컬 수요 약화되는데다 PC 증설라인의 생산성도 하락해 수익성 악화. 한편 IT 패널용 편광필름 수요가 감소하고, TV용 제품에 대한 품질인증도 지연되면서 편광필름 적자 확대.

4분기, 베이스효과로 영업이익 개선 전망

▶ PC 증설라인의 생산성 개선으로 케미컬 사업부의 계절적 부진은 완화될 전망. 한편 TV용 편광필름에 대한 품질인증이 3분기에 있었던 만큼 4분기 등 부문의 적자축소 유력. 패션 사업부도 계절적 성수기를 맞아 이익증가 기대되는 만큼 4분기 전사 영업이익은 917억원(+12% q-q)에 이를 전망.

단기 수익보다는 중장기 성장성에 주목하는 투자전략 바람직

- ▶ 3분기 실적부진 요인들을 놓고 볼 때, 향후 실적개선의 여지는 더 커진 것으로 판단. TV용 편광필름이 4분기 이후 본격 납품됨에 따라 편광필름이 흑자사업으로 전환될 가능성 높고, PC 증설라인의 생산성 향상으로 고부가 EP의 원가구조도 근본적으로 개선될 전망.
- ▶ 아직은 AMOLED재료의 성과가 부진한데 과거 반도체재료나 디스플레이재료도 사업진입 이후 3~4년의 기간이 소요된 바 있음. 시간의 문제일 뿐 동사의 최대 수혜 전망은 여전히 유효.
- ▶ 여기에서 전사적인 수익구조 개선 작업이 강도 높게 진행되고 있어 추세적인 실적개선 이어질 전망. 동사에 대한 매수의견과 목표주가 120,000원 유지.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	51,130	55,810	60,212	72,530	81,234
매출액증가율	16.1	9.2	7.9	20.5	12.0
영업이익	3,299	2,872	3,720	4,513	5,306
조정영업이익	3,432	2,225	3,440	4,223	5,036
지배주주귀속 순이익	2,787	2,591	2,434	3,580	4,192
지배주주 귀속 EPS	5,573	5,079	4,641	6,826	7,994
증가율	132.5	-8.9	-8.6	47.1	17.1
PER	15.3	21.8	19.5	13.3	11.3
PBR	1.5	1.8	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.8	14.2	9.4	8.1	6.9
ROA	7.7	5.8	4.7	6.3	6.9
ROE	11.8	8.7	7.3	10.0	10.7

자료: 동양증권

표 1. 3Q12 발표 영업실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		당사전망		컨센서스	
	3Q11	2Q12	3Q12	q-q	y-y	3Q12	diff	3Q12	diff
매출액	1,317	1,513	1,488	-2%	13%	1,519	-2%	1,495	-1%
영업이익	73	103	82	-21%	13%	89	-8%	93	-12%
세전이익	80	86	66	-23%	-17%	88	-25%	88	-24%
순이익	72	68	40	-41%	-44%	74	-45%	74	-45%
영업이익률	6%	7%	5%			6%		6%	
세전이익률	6%	6%	4%			6%		6%	
순이익률	6%	5%	3%			5%		5%	

자료: 제일모직, WiseFn, 동양증권 리서치센터

표 2. 부문별 영업실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	11	12E	13E
매출액	1,400	1,481	1,317	1,384	1,429	1,513	1,488	1,592	5,581	6,021	7,253
영업이익	103	63	73	49	95	103	82	92	287	372	451
세전이익	110	56	80	31	84	86	66	81	276	316	442
순이익	92	54	72	41	64	68	40	70	259	243	358
EPS(원)	1,833	1,089	1,405	773	1,226	1,303	770	1,343	5,079	4,641	6,826
영업이익률	7%	4%	6%	4%	7%	7%	5%	6%	5%	6%	6%
세전이익률	8%	4%	6%	2%	6%	6%	4%	5%	5%	5%	6%
순이익률	7%	4%	6%	3%	4%	5%	3%	4%	5%	4%	5%
매출액	1,400	1,481	1,317	1,384	1,429	1,513	1,488	1,592	5,581	6,021	7,253
케미컬	621	650	599	551	613	676	732	720	2,421	2,740	3,330
전자재료	384	407	403	362	376	407	385	404	1,554	1,573	2,027
패션/기타	395	424	316	471	440	430	371	468	1,606	1,708	1,896
영업이익	103	63	73	49	95	103	82	92	287	372	451
케미컬	36	23	2	10	26	36	38	30	70	129	131
전자재료	36	27	68	18	44	55	41	43	149	183	257
패션/기타	31	13	2	22	26	12	3	19	68	60	63
영업이익률	7%	4%	6%	4%	7%	7%	5%	6%	5%	6%	6%
케미컬	6%	4%	0%	2%	4%	5%	5%	4%	3%	5%	4%
전자재료	9%	7%	17%	5%	12%	14%	11%	11%	10%	12%	13%
패션/기타	8%	3%	1%	5%	6%	3%	1%	4%	4%	3%	3%

주: 3Q12 사업부별 영업이익에는 에버랜드 관련 배상금 130 억원이 균등 배분되어 있음

자료: 제일모직, 동양증권 리서치센터

표 3. 수정 전후 영업실적 전망

(단위: 십억원)

	4Q12E			12E			13E		
	수정전	수정후	diff	수정전	수정후	diff	수정전	수정후	diff
매출액	1,611	1,592	-1%	6,071	6,021	-1%	7,229	7,253	0%
케미컬	696	720	4%	2,695	2,740	2%	3,218	3,330	4%
전자재료	424	404	-5%	1,622	1,573	-3%	2,047	2,027	-1%
패션/기타	492	468	-5%	1,754	1,708	-3%	1,964	1,896	-3%
영업이익	100	92	-9%	388	372	-4%	458	451	-1%
케미컬	25	30	18%	115	129	13%	123	131	7%
전자재료	52	43	-17%	208	183	-12%	264	257	-3%
패션/기타	23	19	-18%	65	60	-9%	71	63	-11%
세전이익	100	81	-19%	357	316	-11%	451	442	-2%
순이익	84	70	-16%	291	243	-16%	367	358	-3%

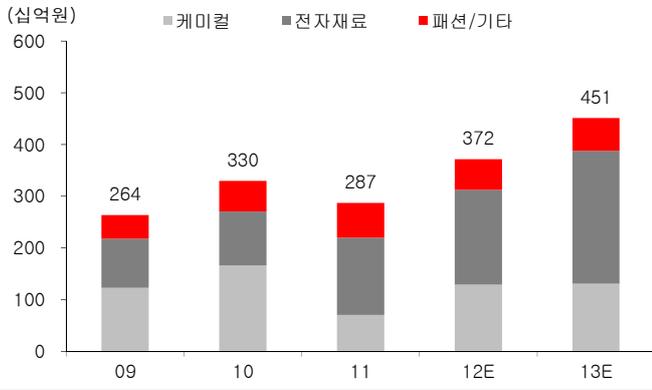
자료: 동양증권 리서치센터

표 4. ROE-PBR 분석을 통한 목표주가 산정

투자지표		
Rf(%)	3.5	
Rm(%)	10.0	
Beta(배)	0.8	3yr.
Ce(%)	8.9	$Ce = Rf + \beta * (Rm - Rf)$
ROE(%)	10.0	2013(E)
g(%)	5.0	
적정 PBR(배)	1.3	$PBR = (ROE - g) / (Ce - g)$
예상 BPS(원)	71,951	2013(E)
할증(할인)률	25%	
목표주가(원)	120,000	
현주가(원)	90,700	
상승여력	32%	

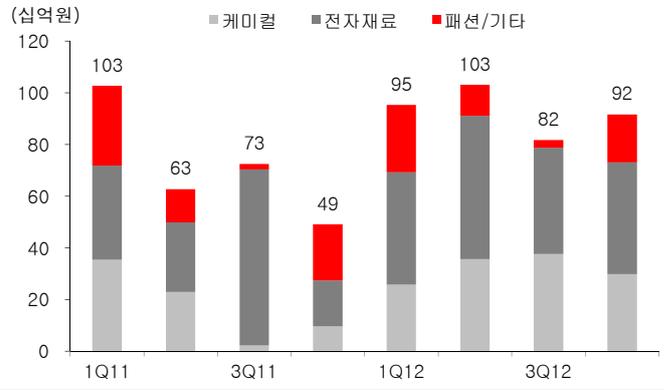
자료: 동양증권 리서치센터

그림 1. 연간 영업이익의 전망



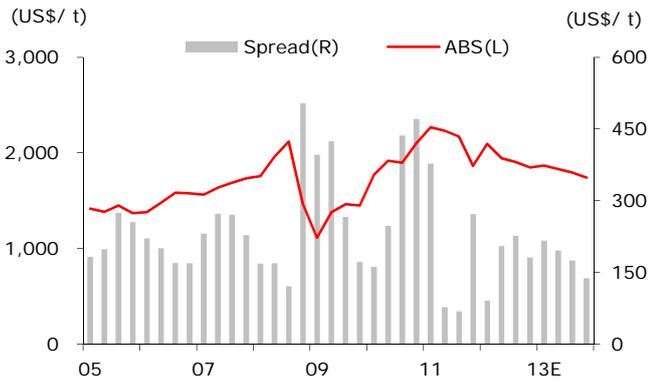
자료: 제일모직, 동양증권 리서치센터

그림 2. 분기 영업이익의 전망



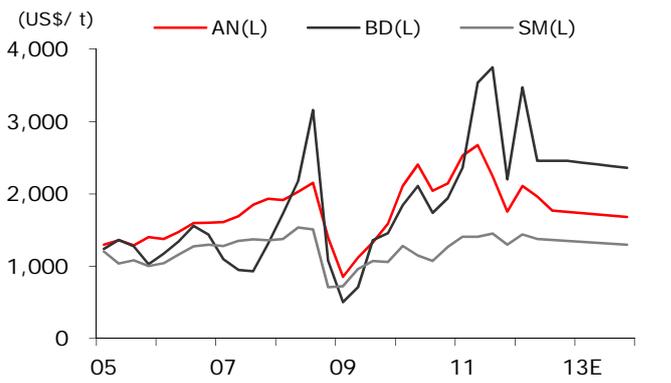
자료: 제일모직, 동양증권 리서치센터

그림 3. ABS 스프레드 마진 전망



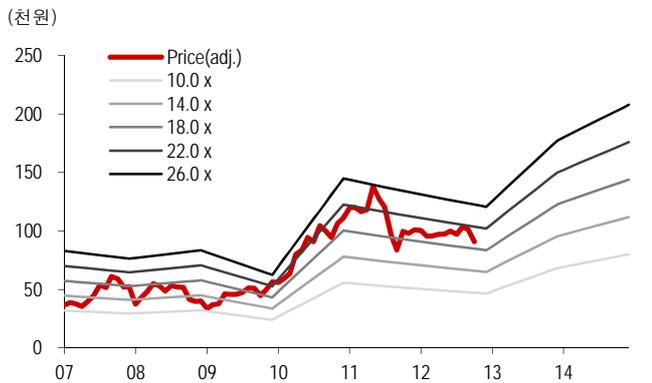
자료: 제일모직, 동양증권 리서치센터

그림 4. 주요 케미컬 원재료 가격 전망



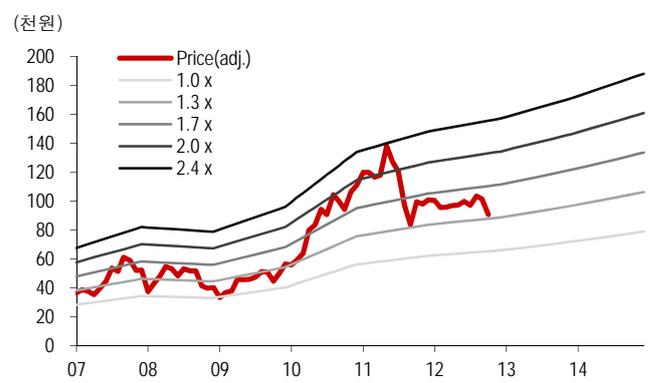
자료: 제일모직, 동양증권 리서치센터

그림 5. 제일모직의 P/E 밴드



자료: 동양증권 리서치센터

그림 6. 제일모직의 P/B 밴드



자료: 동양증권 리서치센터

[IR 스케치]

회사측 키 메시지

- 3Q 실적 컨센서스 하회. 글로벌 경기 침체와 IT 소재 사업 침체가 원인
- 에버랜드 전환사채 관련 배상금 130억원 영업이익에 반영

케미컬 부문

- 7월부터 PC2라인 증설에 따른 물량 증가
- 신규라인 가동에 따른 초기 비용 부담과 기초제품 생산비중 높아 수익성 악화
- EP 물량 30% 이상 증가. ABS는 원재료가 하락에 따른 스프레드 확대로 수익성 개선
- 4분기가 계절적 비수기이나 9월부터 PC2라인 정상 가동됨에 따라 긍정적

전자재료 부문

- 반도체 소재: PC 수요 부진으로 매출 감소했으나 수익성은 유지
- 편광필름: 중소형 IT 패널 수요 감소로 매출 및 손익 악화. Captive 수요 축소
4분기 TV용 편광필름 사업 정상화로 실적 개선 가능 전망

패션 부문

- 매출 -14% q-q. 신규브랜드 공격적 확대에 따른 비용증가로 수익성 악화
- 여성복 35% 고성장. 빈폴아웃도어, 로가디스 호조
- 4분기 계절적 성수기 효과 기대

Q&A

1. PC2 라인 투자비용 규모?
 - 당초 예상 대비 400억 정도 증가
2. PC2 라인 증설에 따른 매출증대 효과?
 - 9월부터 정상 가동. 전분기 대비 500억원 이상 증가 효과
3. 3Q 세율 높은 이유?
 - 이연법인세 효과에 따른 일시적 비용 차이. 연말에는 정상 세율로 반영될 것.
4. 신규매장 론칭 비용 규모?
 - 8세컨즈 대대적 론칭에 따른 비용. 자회사 비용 증가분이 그 부분.
5. 삼성전자 내 TV 편광필름 M/S?
 - 삼성전자 내 M/S 증가와 전반적인 수요증가에 따른 수혜 전망

6. OELD 전략은?

- 그룹 로드맵에 맞춰가고 있기 때문에 문제 없음

7. IT 패널 수요 감소 영향과 4Q 전망?

- IT 패널 수요 감소로 3Q 매출 감소. 4분기에는 TV 용 편광필름이 출시되고, IT 용 편광필름 M/S도 확대되는 만큼 실적개선 예상

8. 태블릿용 편광필름 계획은?

- 전자향 제품 개발 중. 곧 품질인증 가능할 전망

9. 에버랜드 관련 배상금의 사업부별 분담 비율은?

- 부문별로 각각 1/3 배정

10. 패션 부문 자회사 적자규모?

- 110억 중 8세컨즈 쪽 운영 자회사가 1/3, 콜롬보 1/3, 상해 1/3

11. PC 라인 초기 가동비용 규모?

- 상각비용 포함 시 월 40억 정도. 가동 초기 기초제품 생산비중 높아 수익성 악화. 4Q는 고부가 제품 비중 증가로 수익성 개선될 것

제일모직 (001300) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액	51,130	55,810	60,212	72,530	81,234
매출원가	35,751	39,971	42,803	53,076	60,275
매출총이익	15,380	15,839	17,409	19,454	20,958
판매비	11,947	13,614	13,969	15,231	15,922
조정영업이익	3,432	2,225	3,440	4,223	5,036
기타영업손익	-133	647	280	290	270
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
기타	-133	647	280	290	270
영업이익	3,299	2,872	3,720	4,513	5,306
EBITDA	4,661	4,489	5,693	6,629	7,492
영업외손익	153	-115	-556	-89	-61
외환관련손익	-3	28	30	20	20
이자손익	-225	-238	-196	-185	-101
관계기업관련손익	403	125	225	305	345
기타	-23	-30	-615	-230	-325
법인세비용차감전순이익	3,452	2,757	3,164	4,424	5,245
법인세비용	485	166	728	840	1,049
계속사업순이익	2,966	2,591	2,436	3,583	4,196
중단사업순이익	-238	0	0	0	0
당기순이익	2,728	2,591	2,436	3,583	4,196
지배지분순이익	2,787	2,591	2,434	3,580	4,192
포괄순이익	8,390	1,910	2,347	3,494	4,107
지배지분포괄이익	8,447	1,910	2,345	3,491	4,103

주: 1. 조정영업이익은 매출총이익에서 판매비를 차감한 금액임
2. EBITDA는 조정영업이익 기준임

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름	4,256	1,946	5,729	3,592	4,698
당기순이익	2,728	2,591	2,436	3,583	4,196
감가상각비	1,282	1,558	1,918	2,060	2,121
외환손익	0	0	-30	-20	-20
중속, 관계기업관련손익	0	0	-225	-305	-345
자산부채의 증감	-447	-1,550	1,710	-1,647	-1,184
기타현금흐름	692	-653	-79	-79	-71
투자활동 현금흐름	-2,560	-3,330	-4,347	-3,152	-2,609
투자자산	22	191	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,564	-3,273	-4,196	-2,984	-2,434
유형자산 감소	18	21	0	0	0
기타현금흐름	-36	-269	-151	-168	-175
재무활동 현금흐름	-2,286	2,018	1,113	-939	-789
단기차입금	0	0	500	-200	-200
사채 및 장기차입금	-1,939	2,261	872	-380	-330
자본	1	0	0	0	0
현금배당	-359	-360	-379	-380	-380
기타현금흐름	12	117	120	20	124
연결범위변동 등 기타	0	-4	204	192	190
현금의 증감	-589	630	2,698	-307	1,493
기초 현금	923	334	964	3,663	3,356
기말 현금	334	964	3,663	3,356	4,849
NOPLAT	3,299	2,872	3,720	4,513	5,306
FCF	1,187	-507	2,351	1,141	2,813

자료: 동양증권

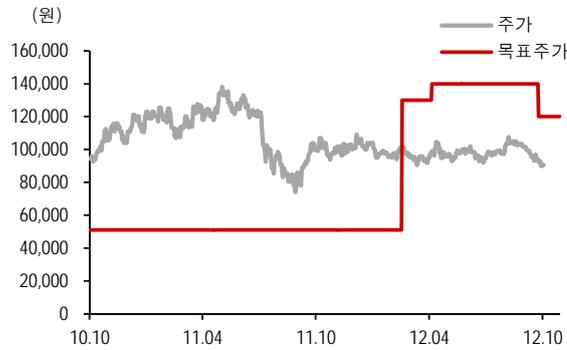
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산	12,341	14,347	17,752	20,107	23,479
현금및현금성자산	334	964	3,662	3,357	4,849
매출채권 및 기타채권	5,267	5,417	5,554	6,601	7,340
재고자산	6,126	7,432	7,888	9,501	10,642
비유동자산	28,047	34,961	37,395	38,556	39,144
유형자산	11,213	14,909	17,188	18,112	18,425
관계기업등 지분관련자산	1,507	1,162	1,262	1,442	1,662
기타투자자산	13,999	13,655	13,655	13,655	13,655
자산총계	40,388	49,308	55,147	58,663	62,623
유동부채	8,743	8,640	10,894	11,628	12,884
매입채무 및 기타채무	5,767	5,482	7,984	9,068	9,834
단기차입금	324	1,487	1,987	1,787	1,587
유동성장기부채	1,907	1,128	380	330	1,020
비유동부채	3,980	8,500	10,120	9,790	8,770
장기차입금	42	231	151	121	101
사채	998	5,582	7,282	6,982	5,982
부채총계	12,723	17,141	21,014	21,418	21,654
지배지분	27,659	32,162	34,127	37,238	40,961
자본금	2,500	2,622	2,622	2,622	2,622
자본잉여금	4,208	7,024	7,024	7,024	7,024
이익잉여금	11,738	13,864	15,919	19,119	22,932
비지배지분	6	6	6	7	8
자산총계	27,665	32,167	34,133	37,245	40,969
순차입금	2,806	7,536	6,225	5,850	3,828
총차입금	3,272	8,527	9,899	9,219	8,689

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS	5,573	5,079	4,641	6,826	7,994
BPS	56,357	62,270	66,018	71,951	79,052
EBITDAPS	9,323	8,799	10,857	12,642	14,287
SPS	102,261	109,399	114,826	138,317	154,915
DPS	750	750	750	750	750
PER	15.3	21.8	19.5	13.3	11.3
PBR	1.5	1.8	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.8	14.2	9.4	8.1	6.9
PSR	0.8	1.0	0.8	0.7	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)	16.1	9.2	7.9	20.5	12.0
영업이익 증가율 (%)	30.4	-12.9	29.5	21.3	17.6
조정영업이익 증가율 (%)	35.7	-35.2	54.6	22.8	19.3
지배순이익 증가율 (%)	132.5	-7.0	-6.1	47.1	17.1
매출총이익률 (%)	30.1	28.4	28.9	26.8	25.8
영업이익률 (%)	6.5	5.1	6.2	6.2	6.5
조정영업이익률 (%)	6.7	4.0	5.7	5.8	6.2
지배순이익률 (%)	5.4	4.6	4.0	4.9	5.2
EBITDA 마진 (%)	9.1	8.0	9.5	9.1	9.2
ROIC	16.8	12.4	10.6	12.8	13.9
ROA	7.7	5.8	4.7	6.3	6.9
ROE	11.8	8.7	7.3	10.0	10.7
부채비율 (%)	46.0	53.3	61.6	57.5	52.9
순차입금/자기자본 (%)	10.1	23.4	18.2	15.7	9.3
영업이익/금융비용 (배)	12.4	10.1	10.4	13.6	17.0

제일모직 (001300) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2012-10-31	BUY	120,000
2012-10-22	BUY	120,000
2012-09-17	BUY	140,000
2012-08-01	BUY	140,000
2012-07-19	BUY	140,000
2012-07-02	BUY	140,000
2012-06-11	BUY	140,000
2012-05-15	BUY	140,000
2012-05-03	BUY	140,000
2012-04-16	BUY	130,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 박현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.