

덕산하이메탈 (077360/매수)

전자재료

다시 부각되는 독점적 지위

투자의견 매수, 목표주가 35,000원 유지

덕산하이메탈에 대한 투자의견 매수, 목표주가 35,000원을 유지한다. 동사의 주가는 OLED 투자 지연 및 M/S 하락 우려로 지난 3개월간 시장 수익률을 17.8% 하회했다. 그러나 신규 중소형 OLED 라인 가동 시기를 2Q13 이후로, 대형 OLED 라인 가동 시기를 2014년 이후로 가정해도 **연평균 EPS 성장률은 25%를 상회**할 전망이다. 삼성디스플레이 내 M/S도 2014년에 50%까지 하락할 것으로 가정했지만, 최근에는 오히려 경쟁사 진입이 지연되는 것으로 파악된다. 주가는 12개월 선행 P/E 12배로 과거 3년 평균 22배에서 **충분히 De-rating된 상태**다. 일시적인 뉴스나 루머보다는 동사의 펀더멘털에 집중할 때라고 판단한다.

3Q12 Preview: 반도체 부문 선전으로 컨센서스 부합 예상

덕산하이메탈의 3분기 실적은 매출액 395억원(+11.8% YoY), 영업이익 114억원(+15.6% YoY, OPM 28.8%)로 컨센서스에 부합할 전망이다. 삼성디스플레이의 OLED 신규 라인 가동이 없었음에도 불구하고 고객사의 신규 스마트폰 출시로 인한 솔더볼 매출 증가로 전체 매출액은 전분기 대비 7% 증가한 것으로 추정된다. 반도체 부문 제품믹스 개선 및 2분기에 일시적으로 반영된 퇴직 급여 제거로 영업이익률도 전분기 대비 소폭 개선될 전망이다.

A2 Phase3 추가 라인 가동이 4분기로 지연되면서 3분기에 OLED 유기물질 매출액은 전분기와 비슷한 수준인 221억원이 예상된다. 3분기 반도체 솔더볼 매출액은 고객사의 신규 스마트폰 출시로 전분기 대비 14% 성장한 174억원을 기록할 전망이다.

세 가지 투자 포인트는?

- ① **독점적 지위 부각**: 기술 유출에 대한 우려가 커지고, OLED 기술 난이도 높아지면서 삼성은 supply chain에 대한 보수적인 자세를 취할 가능성이 높다. 실제로 모바일용 OLED 부문에서 동사의 점유율이 다시 90%를 상회하고 있으며, 경쟁사의 진입은 지연되고 있다.
- ② **제품 포트폴리오 확대**: 동사는 최근 미국의 OLED 유기물질 업체인 UDC와 발광층(Green 인광) 제조 관련 전략적 제휴를 체결했다. 이는 고객사로부터 유기물질 제조 기술을 검증 받음과 동시에 발광층으로 제품 영역을 확대할 수 있는 가능성을 보여주었다.
- ③ **OLED TV 확대에 따른 추가적인 수혜**: 동사는 현재 TV용 파일럿 라인에 HTL(hole transport layer) 뿐만 아니라 HIL(hole injection layer)도 납품하고 있다. 현재 모바일 제품에서는 사용량이 미미한 HIL은 TV 양산 시 추가적인 매출 성장 요인이 될 수 있다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	73	20	27.7	16	638	22	-30	18.7	31.8	6.6	23.8
12/11	129	35	26.8	35	1,181	43	11	29.0	21.5	6.0	17.1
12/12F	153	44	28.7	44	1,498	50	26	27.4	14.5	4.3	11.9
12/13F	202	56	27.9	55	1,877	66	23	26.2	11.6	3.2	8.6
12/14F	274	74	27.1	72	2,442	86	46	26.3	8.9	2.4	6.0

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 덕산하이메탈, KDB대우증권 리서치센터

조우형

02-768-4306

will.cho@dwsec.com

▶ Trading Data & Share Price

매수	Maintain
목표주가(원, 12M)	35,000
현재주가(12/10/09, 원)	21,700
상승여력(%)	61.3
EPS 성장률(12F, %)	26.9
MKT EPS 성장률(12F, %)	13.5
P/E(12F, x)	14.5
MKT P/E(12F, x)	10.8
KOSDAQ	540.43
시가총액(십억원)	638
발행주식수(백만주)	29
60D 일평균 거래량(천주)	331
60D 일평균 거래대금(십억원)	7
배당수익률(12F, %)	0.0
유동주식비율(%)	43.8
52주 최저가(원)	18,800
52주 최고가(원)	32,200
베타(12M, 일간수익률)	1.07
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.8
외국인 보유비중(%)	11.1

주요주주

이준호 외 16인(41.9%)

덕산하이메탈 자사주(14.35%)

한국투자신탁운용(주)(5.07%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	-1.4	-7.7
상대주가	-3.5	-0.5	-20.1

주요사업

OLED 유기물질 및 반도체 패키징 용 솔더볼 제조

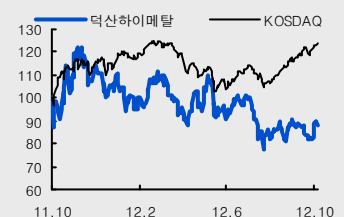


표 1. 덕산하이메탈 3Q12F 실적 추정(K-IFRS 개별 기준)

(십억원, %)

	3Q11	2Q12	3Q12F				3Q12F 증감률	
			기존	변경 후	변경률	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	35.4	37.0	41.8	39.5	-5.5	39.7	11.8	7.0
영업이익	9.8	10.5	12.1	11.4	-6.2	11.3	15.6	8.5
영업이익률	27.8	28.4	29.0	28.8	-	28.5	-	-
세전이익	10.1	10.8	12.3	11.6	-6.2	11.5	15.0	7.0
순이익	9.8	10.9	11.8	11.1	-6.2	10.9	13.8	2.4

자료: 제일모직, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 덕산하이메탈 실적 추이 및 전망(K-IFRS 개별 기준)

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12F	4Q12F	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	32.5	37.0	39.5	44.0	40.3	48.1	52.9	60.3	129.4	152.9	201.6	274.4
OLED	17.7	21.7	22.1	25.7	24.6	30.0	32.0	37.8	70.1	87.2	124.3	180.3
반도체	14.8	15.3	17.4	18.3	15.7	18.1	20.9	22.6	59.4	65.7	77.3	94.2
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
OLED	54.5	58.7	56.0	58.5	61.0	62.3	60.5	62.6	54.1	57.0	61.7	65.7
반도체	45.6	41.3	44.0	41.5	39.0	37.7	39.5	37.4	45.9	43.0	38.3	34.3
영업이익	9.2	10.5	11.4	12.9	11.3	13.7	14.6	16.7	34.7	43.9	56.3	74.4
세전이익	9.5	10.8	11.6	13.2	11.6	14.0	14.9	16.9	35.1	45.2	57.5	75.5
당기순이익	9.3	10.9	11.1	12.7	11.1	13.4	14.3	16.3	34.6	44.0	55.2	71.8
영업이익률	28.2	28.4	28.8	29.4	28.1	28.5	27.6	27.6	26.8	28.7	27.9	27.1
순이익률	28.7	29.4	28.1	28.9	27.7	27.9	27.1	27.0	26.7	28.8	27.4	26.2
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	-12.2	13.9	7.0	11.3	-8.4	19.5	9.9	13.9	78.6	18.2	31.8	36.1
OLED	-17.8	22.8	2.0	16.2	-4.5	22.1	6.8	17.8	106.7	24.5	42.5	45.0
반도체	-4.3	3.2	14.1	4.9	-14.0	15.6	15.1	8.0	53.9	10.7	17.6	21.8
영업이익	-15.9	14.4	8.5	13.8	-12.5	21.1	6.7	13.8	164.4	26.6	28.2	32.1
세전이익	-12.2	13.5	7.0	14.4	-12.3	20.4	6.7	13.5	179.7	28.9	27.2	31.5
당기순이익	-14.0	16.6	2.4	14.4	-12.3	20.4	6.7	13.5	240.7	27.4	25.4	30.1

자료: 덕산하이메탈, KDB대우증권 리서치센터

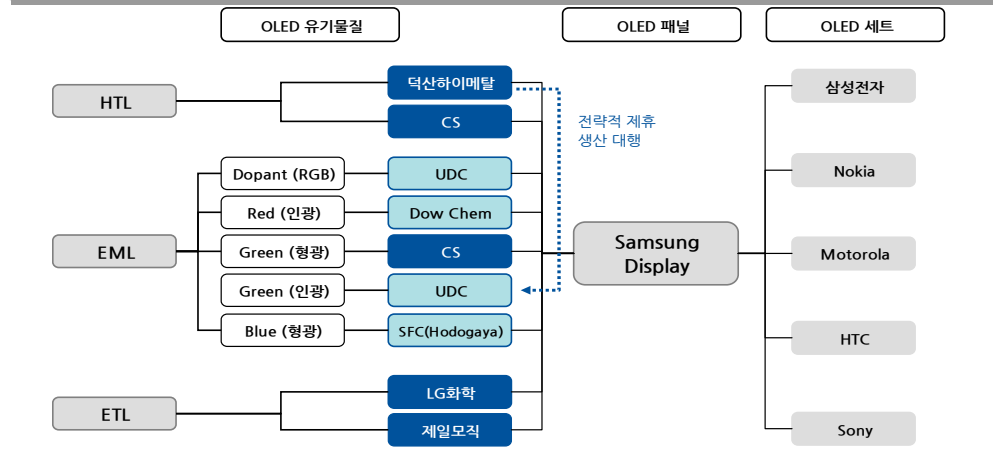
표 3. 덕산하이메탈 수익예상 변경 요약(K-IFRS 개별기준)

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			변경률			변경 근거
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	
매출액	155	230	293	153	202	274	-1.2	-12.5	-6.4	- SD A2E, V2 라인 가동 지연 반영 - V2 라인 생산능력 하향 조정
영업이익	44	64	81	44	56	74	-1.2	-12.1	-7.9	
세전이익	46	65	82	45	57	76	-1.2	-11.9	-7.9	
당기순이익	44	63	78	44	55	72	-1.0	-11.9	-7.9	
EPS(원)	1,513	2,131	2,650	1,498	1,877	2,442	-1.0	-11.9	-7.9	
영업이익률	28.7	27.8	27.6	28.7	27.9	27.1	-	-	-	
순이익률	28.7	27.2	26.6	28.8	27.4	26.2	-	-	-	

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 삼성디스플레이 OLED supply chain



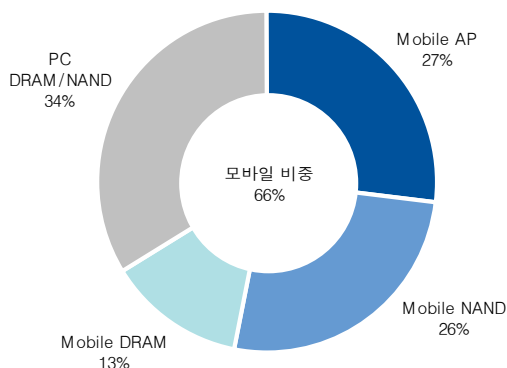
자료: KDB 대우증권 리서치센터

표 4. 삼성디스플레이 OLED 생산능력 추정

	2011				2012F				2013F				2014F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
A1 (4G, 730 x 920) 2분할	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53
A2 (5.5G, 1300 x 1500) 4분할		8	24	50	56	72	72	88	88	88	88	88	88	88	88	88
Phase 1 (32K/월)		8	16	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Phase 2 (32K/월)			8	18	24	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Phase 3 (incl. flexible) (24K/월)					8	8	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
A2E (5.5G, 1300 x 1500) 4분할									8	20	36		64	76	88	96
Phase 1 (32K/월)									8	12	24		32	32	32	32
Phase 2 (32K/월)										8	12		24	32	32	32
Phase 2 (32K/월)													8	12	24	32
V1 (8G, 2200 x 2500) 6분할					3	6	6		6	12	12	16	24	24	24	24
V2 (8G, 2200 x 2500) 2분할													8	32	48	48
Phase 1 (24K/월)													8	24	24	24
Phase 2 (24K/월)														8	24	24
총 투입 면적 (k m2/월)	107	154	247	399	434	577	627	721	721	866	937	1,096	1,524	1,990	2,324	2,371
YoY Growth (%)	1.9	43.8	60.9	61.5	8.8	32.9	8.6	14.9	0.0	20.2	8.1	17.0	39.0	30.6	16.8	2.0
덕산하이메탈 M/S (%)	100.0	100.0	95.0	95.0	85.0	90.0	90.0	90.0	85.0	85.0	80.0	75.0	70.0	50.0	45.0	40.0

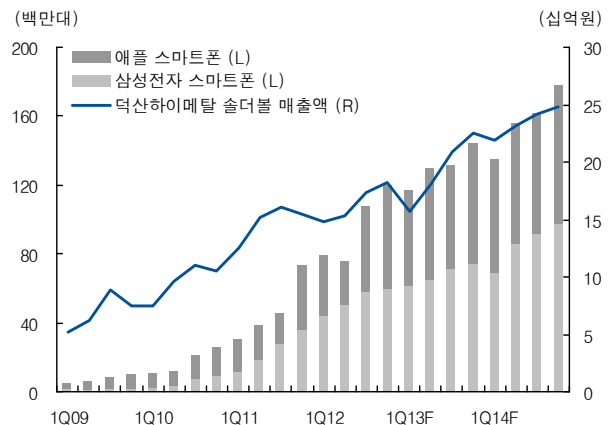
자료: KDB 대우증권 리서치센터

그림 2. 덕산하이메탈 솔더볼 제품 구성



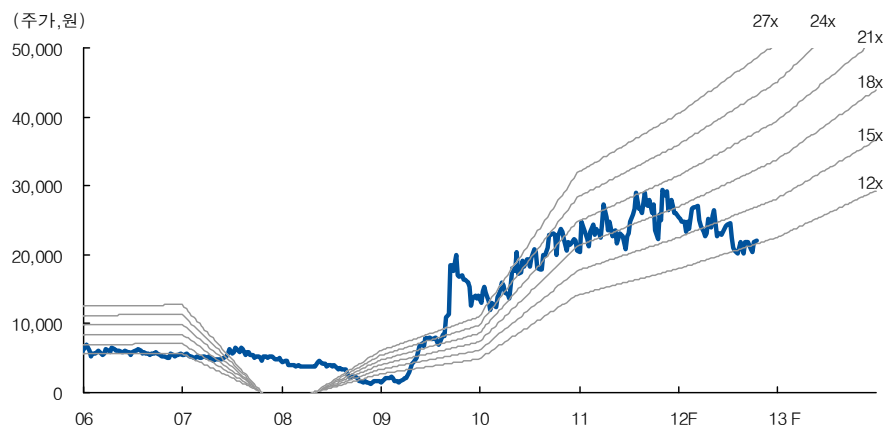
자료: KDB 대우증권 리서치센터

그림 3. 삼성전자 및 애플 스마트폰 판매량과 솔더볼 매출액



자료: KDB 대우증권 리서치센터

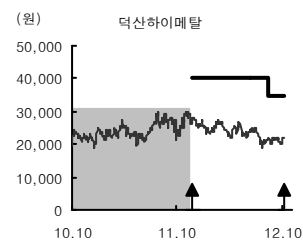
그림 4. 덕산하이메탈 12개월 선행 P/E band



자료: KDB 대우증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(=), Not covered(☐))
- ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.



덕산하이메탈 (077360)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	129	153	202	274
매출원가	76	90	120	165
매출총이익	53	64	82	109
판매비와관리비	14	17	23	32
조정영업이익	39	46	59	77
영업이익	35	44	56	74
비영업손익	0	1	1	1
순금융비용	0	-2	-2	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	35	45	58	76
계속사업법인세비용	1	1	2	4
계속사업이익	35	44	55	72
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	35	44	55	72
지배주주	35	44	55	72
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	35	43	55	71
지배주주	35	43	55	71
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	43	50	66	86
FCF	11	26	23	46
EBITDA마진율 (%)	33.1	32.5	32.9	31.3
영업이익률 (%)	26.8	28.7	27.9	27.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	26.7	28.8	27.4	26.2

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	36	49	56	79
당기순이익	35	44	55	72
비현금수익비용가감	11	12	11	14
유형자산감가상각비	3	3	7	8
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-8	-9	-4	-6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	-7	-8	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	-2	-4	-2
재고자산 감소(증가)	-6	-4	-6	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	1	2	1
법인세납부	-2	0	-2	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-14	-45	-29	-28
유형자산처분(취득)	-22	-17	-30	-30
무형자산감소(증가)	-3	-2	-2	-2
장단기금융자산의 감소(증가)	8	-28	0	0
기타투자활동	2	2	3	4
재무활동으로 인한 현금흐름	-6	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-6	0	0	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	15	4	26	51
기초현금	5	21	25	51
기말현금	21	25	51	103

자료: 덕산하이메탈, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	46	83	121	177
현금 및 현금성자산	21	25	51	103
매출채권 및 기타채권	10	12	16	18
재고자산	13	15	21	23
기타유동자산	3	3	5	5
비유동자산	106	119	144	168
관계기업투자등	0	0	0	1
유형자산	65	77	100	121
무형자산	35	36	37	39
자산총계	152	202	265	344
유동부채	11	12	14	15
매입채무 및 기타채무	5	5	8	8
단기금융부채	6	6	6	6
기타유동부채	1	1	1	1
비유동부채	2	7	13	21
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	4	9	16
부채총계	13	19	27	36
지배주주지분	139	183	238	309
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	82	76	76	76
이익잉여금	72	115	171	242
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	139	183	238	309

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	21.5	14.5	11.6	8.9
P/CF (x)	19.5	13.4	10.2	7.9
P/B (x)	6.0	4.3	3.2	2.4
EV/EBITDA (x)	17.1	11.9	8.6	6.0
EPS (원)	1,181	1,498	1,877	2,442
CFPS (원)	1,300	1,615	2,118	2,732
BPS (원)	4,263	5,010	6,812	9,180
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	78.6	18.2	31.8	36.1
EBITDA증가율 (%)	97.8	16.0	33.5	29.6
영업이익증가율 (%)	73.0	26.6	28.2	32.1
EPS증가율 (%)	85.0	26.9	25.3	30.1
매출채권 회전율 (회)	1,473.2	1,427.6	1,460.7	1,621.1
재고자산 회전율 (회)	1,344.0	1,107.5	1,133.2	1,257.7
매입채무 회전율 (회)	3,625.6	3,053.6	3,124.3	3,467.5
ROA (%)	25.5	24.9	23.7	23.6
ROE (%)	29.0	27.4	26.2	26.3
ROIC (%)	35.6	34.5	36.5	39.4
부채비율 (%)	9.6	10.1	11.3	11.5
유동비율 (%)	403.9	716.9	871.3	1,191.6
순차입금/자기자본 (%)	-10.3	-25.8	-30.9	-40.4
영업이익/금융비용 (x)	132.1	149.1	191.0	252.3