

특수 엔지니어, 테크애널리스트 **박현**입니다.

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



# 제일모직 (001300)

## 실적개선과 AMOLED 모멘텀에 주목

**투자 의견: BUY (M)**  
**목표주가: 110,000원 (M)**

### 디스플레이

주가	86,000원
자본금	2,622억원
시가총액	45,096억원
주당순자산	66,887원
부채비율	61.08%
총발행주식수	52,437,651주
60일 평균 거래대금	196억원
60일 평균 거래량	222,091주
52주 고	107,500원
52주 저	83,100원
외인지분율	22.66%
주요주주	국민연금공단 9.80%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	0.7	(6.6)	(11.9)
상대	1.9	(2.4)	(10.4)
절대(달러환산)	0.6	(5.4)	(10.2)



자료: Datastream



### Why This Report

실적개선이 지속되고 있습니다. 케미컬 부문은 ABS 마진 개선과 계절적 수요를 기반으로 이익성장이 진행 중이고, 전자재료 부문도 반도체재료를 중심으로 이익성장을 이어가고 있습니다. 패션이 부진하다고는 하나 전분기 이상의 적자를 기록할 가능성은 낮습니다. 실적개선이 지속되는 상황에서 A3 라인 투자도 임박해 현 주가가 무척 매력적으로 보입니다.

### Investment Point

#### 케미컬과 전자재료 호조 바탕으로 3Q 영업이익 872억원 예상

▶ 케미컬은 ABS 마진개선과 함께 계절적 수요증가에 힘입어 이익증가 예상. 전자재료의 경우 반도체재료를 중심으로 이익성장 기대. 한편 TV 재고 부담으로 편광필름의 매출과 영업이익은 일시적인 정체 예상. 패션은 비수기 효과를 고려하더라도 영업적자가 전분기 수준을 초과할 가능성 희박. 이에 따라 3분기 전사 영업이익은 872억원(+20% q-q)으로 예상.

#### A3를 기반으로 2014년이 AMOLED 재료 사업의 원년이 될 전망

▶ 올해 2분기에 단행된 A2E P5 투자를 끝으로 A2 투자 종료. 스마트폰 신규모델 판매증가와 함께 저평가된 기존모델 판매도 지속되고 있어 AMOLED 수요 확대. 중장기적으로는 Flexible 수요도 가세할 전망. 14년 상반기 중에 박막봉지기술 문제도 해소될 수 있어 하반기 투자 가능성 높음. 올해 연말~내년 연초에 글라스 방식의 P1 투자와 내년 하반기 Flexible 방식의 P2 투자 유력.

#### 실적개선과 AMOLED 투자 수혜를 기반으로 모멘텀 강화

▶ 1)기대치를 하회하는 실적과 2)AMOLED재료 사업 지연이 동사에 대한 비관론의 원인. 그러나 실적은 11년을 저점으로 회복세에 있고, 재료업종의 특성상 신규재료는 기존라인에 납품하기가 극히 불리. 따라서 A3 라인 가동이 동사 AMOLED재료 사업의 터닝포인트. 스마트폰 및 부품주에 대한 모멘텀이 약화된 만큼 AMOLED 모멘텀 앞당겨질 가능성 농후. 비중확대 전략 권고.

### 매수의견, 목표주가 110,000원 유지

- 케미컬과 전자재료 호조 바탕으로 3Q 영업이익 872억원 예상
- 실적개선 지속되고, A3라인 투자도 임박해 현 주가가 매력적인 수준으로 판단

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 억원, 원, %, 배)

계산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	55,810	60,099	66,645	75,567	86,449
매출액증가율	9.2	7.7	10.9	13.4	14.4
영업이익	2,225	3,217	3,447	4,230	5,619
영업이익률	4.0	5.4	5.2	5.6	6.5
지배주주귀속 순이익	2,591	2,086	2,663	3,274	4,405
지배주주 귀속 EPS	5,079	3,979	5,078	6,243	8,401
증가율	-8.9	-21.7	27.6	22.9	34.6
PER	21.8	24.4	16.9	13.8	10.2
PBR	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.6	11.7	9.5	8.2	6.6
ROA	5.8	4.0	4.8	5.7	7.2
ROE	8.7	6.4	7.9	9.1	11.3

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

## 케미컬과 전자재료 호조 바탕으로 3Q 영업이익 872억원 예상

3분기 케미컬 부문과 전자재료 부문이 주도하는 실적개선이 전망된다. 케미컬 부문은 ABS 마진개선과 함께 계절적 수요증가에 힘입어 이익증가가 예상된다. 전자재료 부문의 경우 반도체재료를 중심으로 이익성장이 기대된다. 반도체 생산증가와 솔라 페이스트 수요증가가 주요인이다. 한편 2분기에 흑자로 전환되었던 편광필름의 매출과 영업이익은 TV 재고 부담으로 인해 일시적인 정체가 예상된다. 패션 부문은 계절적 비수기를 맞아 실적부진이 불가피해 보이는데, 우리는 보수적인 관점에서 전분기 수준의 영업적자를 가정한다.

이를 종합해 볼 때, 3분기 전사 영업이익은 872억원(+20% q-q)으로 예상된다. 이는 기존 전망치 대비 1% 낮은 수준이다. 일시적인 성장정체가 감지됨에 따라 편광필름 영업이익 전망치를 소폭 하향 조정했기 때문이다.

## 패션 부문에 대한 보수적인 전망에도 불구하고 3Q 전사 실적개선

### 1. 케미컬 부문 - ABS 마진 개선 & 계절적 수요 강화

원재료 가운데 스티렌(SM) 가격은 상승하는 반면 아크릴로니트릴(AN) 가격과 부타디엔(BD) 가격은 하락하고 있다. 한편 ABS 가격은 상승세에 있어 마진은 2분기부터 완만하게 개선되고 있다. 여기에도 계절적 수요도 가세해 케미컬 부문 영업이익은 전분기 대비 증가할 전망이다.

### 2. 전자재료 부문 - 반도체재료 중심의 성장

반도체재료는 반도체 생산확대와 솔라 페이스트 수요확대에 힘입어 매출성장과 이익성장이 동시에 나타나고 있다. 이러한 반도체재료의 호조가 전자재료 부문과 전사 영업실적 개선을 주도할 전망이다. 편광필름은 3분기에 일시적인 매출정체가 예상된다. TV 세트 및 TV 패널의 재고로 인해 패널 생산이 정체되기 때문이다. 이에 따라 편광필름 영업이익도 전분기 수준에 그칠 것으로 보인다.

### 3. 패션 부문 - 전분기 수준의 영업적자 예상

패션 부문은 3분기에도 영업적자가 불가피해 보인다. 경기부진에 따른 매출증가 둔화에도 8 Seconds의 초기비용 부담 때문이다. 8 Seconds는 올해도 대규모 영업적자를 기록할 것으로 우려된다. 다만 분기 적자규모가 감소하고 있다는 점은 고무적이다. 3분기에는 재고자산평가가 없는 만큼 보수적으로 보더라도 영업적자가 전분기 수준을 넘길 가능성은 낮다.

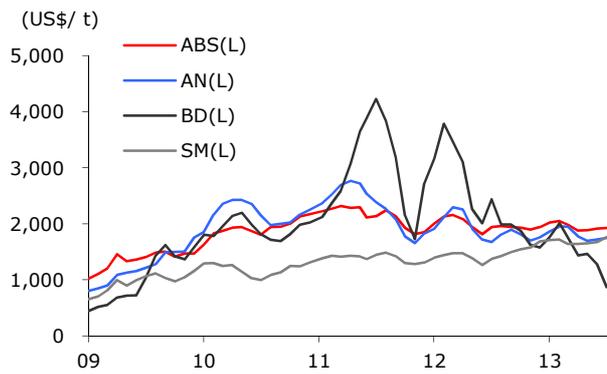
표 1. 부문별 영업실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	12	13E	14E
매출액	1,523	1,628	1,696	1,817	1,800	1,857	1,883	2,017	6,010	6,665	7,557
영업이익	72	73	87	113	99	97	100	127	322	345	423
세전이익	94	66	78	100	113	90	93	119	293	337	414
순이익	67	53	63	83	89	71	73	94	209	266	327
EPS(원)	1,286	1,008	1,198	1,586	1,703	1,347	1,397	1,796	3,979	5,078	6,243
영업이익률	5%	4%	5%	6%	5%	5%	5%	6%	5%	5%	6%
세전이익률	6%	4%	5%	5%	6%	5%	5%	6%	5%	5%	5%
순이익률	4%	3%	4%	5%	5%	4%	4%	5%	3%	4%	4%
매출액	1,523	1,628	1,696	1,817	1,800	1,857	1,883	2,017	6,010	6,665	7,557
케미컬	642	731	809	753	768	822	863	811	2,666	2,936	3,264
전자재료	387	434	478	500	511	540	581	600	1,569	1,799	2,232
패션/기타	494	463	409	565	522	495	439	606	1,775	1,930	2,061
영업이익	72	73	87	113	99	97	100	127	322	345	423
케미컬	13	23	29	25	20	24	26	23	89	89	93
전자재료	36	54	62	63	61	70	77	78	167	215	286
패션/기타	23	-4	-4	25	18	3	-3	25	66	41	44
영업이익률	5%	4%	5%	6%	5%	5%	5%	6%	5%	5%	6%
케미컬	2%	3%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
전자재료	9%	12%	13%	13%	12%	13%	13%	13%	11%	12%	13%
패션/기타	5%	-1%	-1%	4%	3%	1%	-1%	4%	4%	2%	2%

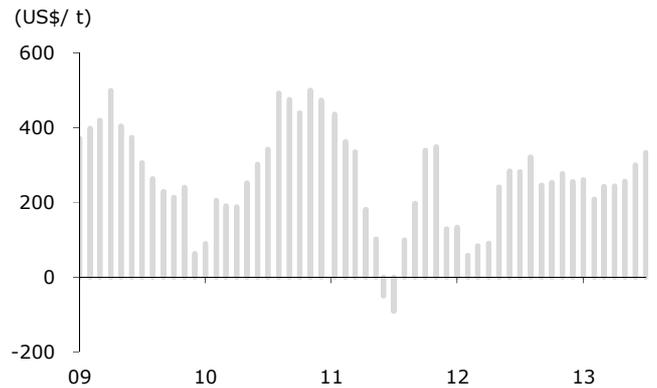
자료: 제일모직, 동양증권 리서치센터

그림 1. ABS 가격 및 주요 원재료 가격 추이



자료: Chemlocus, 동양증권 리서치센터

그림 2. ABS 마진 추이



자료: Chemlocus, 동양증권 리서치센터

### A3를 기반으로 2014년이 AMOLED 재료 사업의 원년이 될 전망

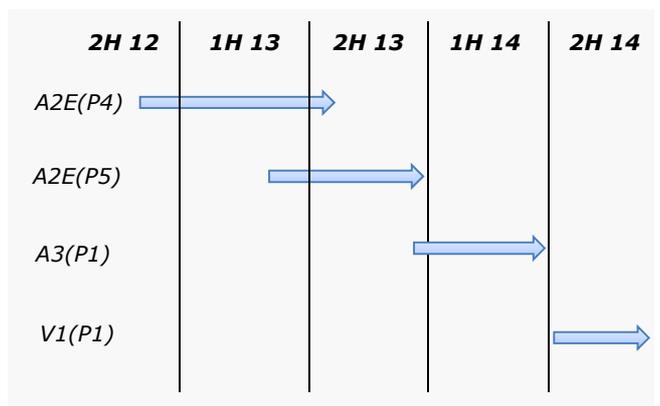
삼성전자는 올해 2분기에 시작한 A2E Phase5를 마지막으로 A2 투자를 종료하게 된다. 이에 따라 내년 상반기까지 스마트폰 사업에 필요한 패널 생산능력은 확보한 셈이다. 그러나 신규모델 판매 증가와 함께 가격이 저렴해진 기존모델의 판매호조도 지속되고 있어 AMOLED패널 수요는 지속적으로 성장할 전망이다. 여기에 중장기적으로는 Flexible패널 수요도 가세할 전망이다.

현재 박막봉지공정의 수율 문제로 인해 Flexible 패널 생산이 지연되고 있다. 그러나 기술이슈는 결국 시간의 문제에 불과하다. 2014년 상반기 중에 기술문제가 해소되고, 하반기 투자가 단행될 가능성이 높다. 올해 연말~내년 연초에 기존 글라스 방식의 Phase1 투자와 내년 하반기 Flexible 방식의 Phase2 투자가 유력해 보인다. 신규라인은 신규재료의 적용 가능성을 높이는 절대적인 기회인 만큼 A3가 가동될 2014년은 동사 AMOLED재료 사업의 원년이 될 전망이다.

### V-NAND 영향은 중립적

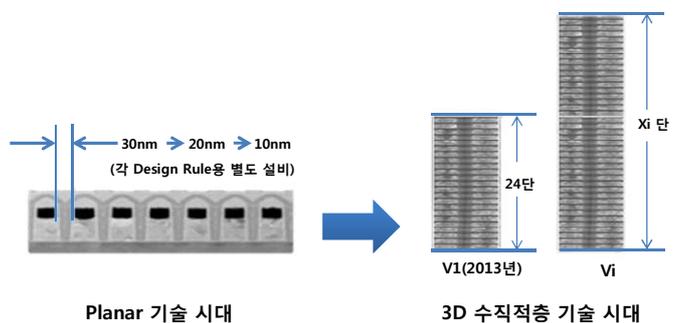
당초 V-NAND 도입으로 인해 제일모직 반도체재료의 수혜를 기대했다. 그러나 구조적 특성 상 절연막 재료인 SOD는 PE-CVD를 이용한 Oxide-Nitride-Oxide막으로 대체될 전망이다. 따라서 SOD 실적에는 부정적이다. 한편 SOH는 PE-CVD를 이용한 ACL로 대체될 것이라는 견해가 있지만, SOH와 ACL이 공정별로 병행 사용될 가능성이 높다. 한편 CMP Slurry는 사용량 증가에 따른 수혜가 기대되나 SOD 탈락효과와 상쇄될 전망이다. 이에 따라 V-NAND 도입에 따른 영향은 중립적으로 판단된다.

그림 3. 삼성디스플레이의 AMOLED 투자계획



자료: 동양증권 리서치센터

그림 4. V-NAND에서의 구조변화



자료: 동양증권 리서치센터

## 실적개선과 AMOLED 투자 수혜를 기반으로 모멘텀 강화

동사에 대한 일부 투자자들의 부정적인 시각은 1)기대치를 하회하는 실적과 2)AMOLED재료 사업의 지연 등에 기인한다. 그러나 동사의 영업실적은 2011년을 저점으로 회복세에 있다. 기대가 앞선 데 따른 실망일 뿐 실제로는 실적개선이 지속되고 있다는 얘기다. 한편 재료업종의 특성상 신규재료가 기존설비에 납품되는 데는 한계가 있다. 따라서 A3 라인의 신규가동이 기대되는 내년부터 동사 AMOLED재료 사업이 본격화될 수 있다.

최근 재고 이슈와 중저가 비중 확대의 영향으로 스마트폰 및 부품주에 대한 모멘텀이 약화된 만큼 AMOLED 모멘텀이 앞당겨 반영될 가능성이 높아졌다. 따라서 실적개선과 AMOLED 모멘텀을 근거로 제일모직에 대한 비중확대 전략이 바람직해 보인다.

제일모직 (001300) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	55,810	60,099	66,645	75,567	86,449
매출원가	39,971	41,548	46,536	53,579	61,811
매출총이익	15,839	18,551	20,109	21,988	24,638
판매비	13,614	15,334	16,661	17,758	19,019
영업이익	2,225	3,217	3,447	4,230	5,619
EBITDA	3,842	5,304	5,872	6,802	8,236
영업외손익	532	-287	-77	-86	-43
외환관련손익	28	-127	20	20	20
이자손익	-238	-332	-363	-346	-303
관계기업관련손익	125	-151	280	300	320
기타	617	322	-14	-60	-80
법인세비용차감전순손익	2,757	2,930	3,370	4,144	5,576
법인세비용	166	842	708	870	1,171
계속사업순손익	2,591	2,088	2,663	3,274	4,405
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,591	2,088	2,663	3,274	4,405
지배지분순이익	2,591	2,088	2,663	3,274	4,405
포괄순이익	1,910	757	2,426	3,037	4,169
지배지분포괄이익	1,910	756	2,426	3,037	4,169

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	14,347	18,369	16,984	18,468	21,117
현금및현금성자산	964	1,135	599	1,078	2,155
매출채권 및 기타채권	5,417	7,025	6,681	7,200	7,898
재고자산	7,432	9,092	8,531	9,068	9,942
비유동자산	34,961	35,816	38,787	40,285	41,868
유형자산	14,909	16,960	19,949	21,390	22,891
관계기업등 지분관련자산	1,162	988	988	988	988
기타투자자산	13,655	12,211	12,211	12,211	12,211
자산총계	49,308	54,186	55,770	58,753	62,985
유동부채	8,640	10,037	9,603	9,925	10,364
매입채무 및 기타채무	5,482	5,602	6,193	6,594	7,084
단기차입금	1,487	2,523	2,523	2,473	2,423
유동성장기부채	1,128	1,055	30	0	0
비유동부채	8,500	11,574	11,544	11,544	11,544
장기차입금	141	59	29	29	29
사채	5,582	8,976	8,976	8,976	8,976
부채총계	17,141	21,611	21,148	21,469	21,909
지배지분	32,162	32,543	34,590	37,248	41,037
자본금	2,622	2,622	2,622	2,622	2,622
자본잉여금	7,024	7,024	7,024	7,024	7,024
이익잉여금	13,864	15,379	17,662	20,556	24,582
비지배지분	6	31	33	36	39
자본총계	32,167	32,574	34,623	37,283	41,076
순차입금	7,536	11,223	10,880	10,372	9,245
총차입금	8,527	12,695	11,640	11,560	11,510

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	1,946	1,122	5,627	4,447	5,176
당기순이익	2,591	2,088	2,663	3,274	4,405
감가상각비	1,558	1,994	2,311	2,459	2,498
외환손익	0	0	-20	-20	-20
총속, 관계기업관련손익	0	0	-280	-300	-320
자산부채의 증감	-1,550	-3,915	151	-1,768	-2,195
기타현금흐름	-653	956	802	802	807
투자활동 현금흐름	-3,330	-4,788	-5,330	-4,058	-4,208
투자자산	191	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-3,273	-4,123	-5,300	-3,900	-4,000
유형자산 감소	21	40	0	0	0
기타현금흐름	-269	-705	-30	-158	-208
재무활동 현금흐름	2,018	3,850	-1,406	-431	-401
단기차입금	0	0	0	-50	-50
사채 및 장기차입금	2,261	4,201	-1,055	-30	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-360	-379	-380	-380	-380
기타현금흐름	117	29	29	29	29
연결범위변동 등 기타	-4	-4	564	519	510
현금의 증감	630	181	-546	478	1,077
기초 현금	334	964	1,145	599	1,077
기말 현금	964	1,145	599	1,077	2,154
NOPLAT	2,225	3,217	3,447	4,230	5,619
FCF	-1,115	-3,658	-1	246	861

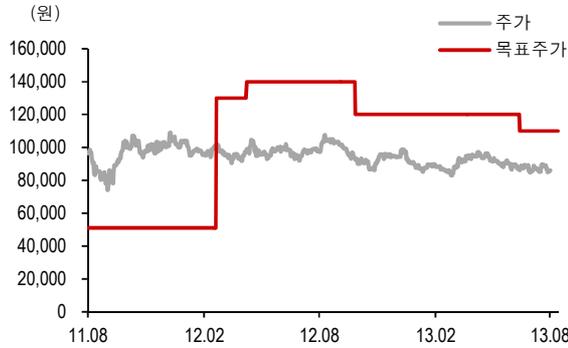
자료: 동양증권

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

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	5,079	3,979	5,078	6,243	8,401
BPS	62,270	62,984	66,887	71,956	79,182
EBITDAPS	7,531	10,115	11,197	12,971	15,706
SPS	109,399	114,610	127,094	144,109	164,860
DPS	750	750	750	750	750
PER	21.8	24.4	16.9	13.8	10.2
PBR	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	16.6	11.7	9.5	8.2	6.6
PSR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.5

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	9.2	7.7	10.9	13.4	14.4
영업이익 증가율 (%)	-35.2	44.6	7.2	22.7	32.8
지배순이익 증가율 (%)	-7.0	-19.5	27.6	23.0	34.6
매출총이익률 (%)	28.4	30.9	30.2	29.1	28.5
영업이익률 (%)	4.0	5.4	5.2	5.6	6.5
지배순이익률 (%)	4.6	3.5	4.0	4.3	5.1
EBITDA 마진 (%)	6.9	8.8	8.8	9.0	9.5
ROIC	9.6	7.8	8.3	9.6	11.9
ROA	5.8	4.0	4.8	5.7	7.2
ROE	8.7	6.4	7.9	9.1	11.3
부채비율 (%)	53.3	66.3	61.1	57.6	53.3
순차입금/자기자본 (%)	23.4	34.5	31.5	27.8	22.5
영업이익/금융비용 (배)	7.8	8.1	8.7	10.8	14.4

제일모직 (001300) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-08-27	BUY	110,000
2013-07-31	BUY	110,000
2013-07-09	BUY	110,000
2013-05-06	BUY	120,000
2013-04-11	BUY	120,000
2013-03-11	BUY	120,000
2013-02-12	BUY	120,000
2013-02-04	BUY	120,000
2013-01-11	BUY	120,000
2012-12-20	BUY	120,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Ovenweight, 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.