

조우형
02-768-4306
will.cho@dwsec.com

IT부품/소재 (비중확대) SOS (Secrets of Survivors)

2014
OUTLOOK
REPORT



C O N T E N T S

살아남은 자의 비밀은?	4
1. JSR: 정체된 진화에서 배운다	4
2. AZ Electronic Materials: 높은 M/S의 두 얼굴	6
3. OCI머티리얼즈: 집중화 전략의 득과 실	8
4. 솔브레인: 계란은 한 바구니에 담지 않는다	10

집중화와 다각화의 마법	12
1. 성장 산업은 집중화, 성숙 산업은 다각화	12
2. 무거운 IT 소재 산업, 업체별 전략에 주목	13
3. 다각화 전략(성숙 산업): 반도체, FPCB	14
4. 집중화 전략(성장 산업): OLED, 2차 전지	16

투자 전략 및 밸류에이션	18
투자의견 비중 확대, Top picks는 솔브레인, 이녹스, 덕산하이메탈	18

Top Picks 및 관심종목	20
솔브레인 (036830)	21
이녹스 (088390)	24
덕산하이메탈 (077360)	27
제일모직 (001300)	30
한솔케미칼 (014680)	33
인터플렉스 (051370)	36
OCI머티리얼즈 (036490)	39
일진머티리얼즈 (020150)	42

SOS (Secrets of Survivors)

[산업 키워드] “SAFE”

2014년 IT부품/소재 산업에 대한 키워드로 반도체/OLED/FPCB 관련 소재를 의미하는 “SAFE” (Semiconductor + AMOLED + FPCB + Electronic materials)를 제시한다. SAFE에 속한 업체들은 스마트폰 이후 새로운 패러다임을 찾아보기 힘든 상황에서 성장 스토리와 실적 안정성을 동시에 보유하고 있기 때문이다. 반도체/OLED/FPCB 관련 소재 산업은 구조적인 성장을 통해 Q가 증가하는 산업이다. 반도체는 삼성전자 반도체 투자 재개와 기술 진화, OLED는 TV 라인 본격 투자, FPCB는 모바일 수요 확대에 따른 증설 가속화가 산업 성장 요인이다.

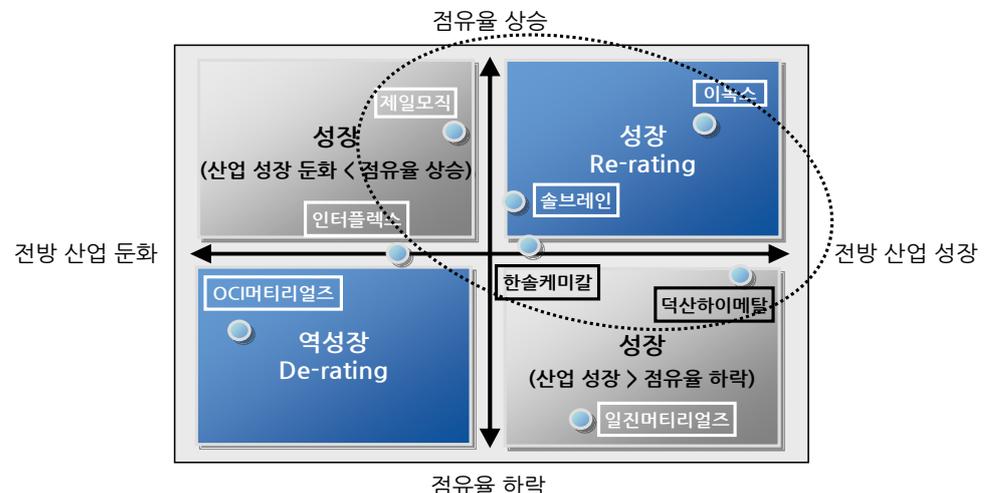
[종목 키워드] “SOS”

종목에 관한 키워드는 “SOS” (Secrets of Survivors)를 제시한다. 과거 각 산업별 성장 국면에서 업체들의 전략을 분석한 결과 살아남은 업체들의 비밀(Secrets of Survivors)은 산업 국면에 따른 전략의 차별화였다. 전방 산업이 성장 국면일 경우에는 집중화 전략, 성숙 국면에 진입한 경우에는 다각화 전략이 성장의 조건이다. 성숙 산업인 반도체/FPCB 관련 소재 업체 중에서는 사업 다각화를 진행 중인 업체가, 성장 산업인 OLED 소재 업체 중에서는 산업 내 집중도가 높은 업체가 향후 성장성이 높을 것으로 판단한다.

[투자전략] Top picks: 솔브레인, 이녹스, 덕산하이메탈

Top picks로는 솔브레인(036830/매수/TP 68,000원), 이녹스(088390/매수/TP 35,000원), 덕산하이메탈(077360/매수/TP 34,000원)을 제시한다. 솔브레인과 이녹스는 고부가 사업으로의 다각화를 통해 전방 산업 둔화를 극복할 전망이다. 덕산하이메탈은 OLED 성장 국면에서 사업에 대한 집중도가 가장 높기 때문에 수혜가 예상된다. 관심 종목으로는 반도체 소재 물량 확대와 OLED를 포함한 전자재료 부문 구조적 성장이 예상되는 제일모직(001300/매수/TP 120,000원), 실적 안정성과 반도체 소재 부문 성장이 예상되는 한솔케미칼(014680/매수/TP 35,000원)을 제시한다.

KDB대우증권 IT부품/소재 유니버스 업체들의 포지셔닝



자료: KDB대우증권 리서치센터

살아남은 자의 비밀은?

1. JSR: 정체된 진화에서 배운다

JSR은 합성고무 등 화학 사업을 기반으로 반도체/디스플레이 관련 전자재료 업체로 성공적으로 진화한 업체이다. 전자재료 부문 매출 비중은 1992년 10%에서 2007년 45%까지 높아졌고, 영업이익 기여도는 같은 기간 동안 7%에서 74%로 급증했다. 고부가 반도체 소재 점유율 확대 덕분이다.

성장 국면 (2002~2007): JSR은 반도체 산업과 동반 성장했다. 특히 반도체 장기 호황 국면인 2000년대 초반에는 전자재료 매출 성장률이 시장 성장률을 상회했다. 반도체 공정 전환 가속화와 더불어 고부가 ArF 포토레지스트 점유율을 확대했기 때문이다. 전자재료 영업이익률은 10%에서 30%까지 상승했고, 구조적 성장에 대한 기대감으로 밸류에이션도 Re-rating 되었다.

하강 국면 (2008~2012): 2008년 이후 JSR 전자재료 매출 성장률은 반도체 시장 성장률을 하회했다. 반도체 시장 성장이 지속되었음에도 불구하고 경쟁 심화에 따라 성장을 이끌었던 반도체 포토레지스트 점유율이 하락했기 때문이다. 단일 제품에 대한 의존도가 높았기 때문에 산업 성장률이 둔화되는 국면에서 점유율 하락과 실적 둔화는 불가피했다. 제품 다각화 실패로 수익성은 하락했고, 새로운 성장 동력의 부재는 밸류에이션 De-rating으로 이어졌다.

그림 1. JSR 제품별 매출 비중 (2007)

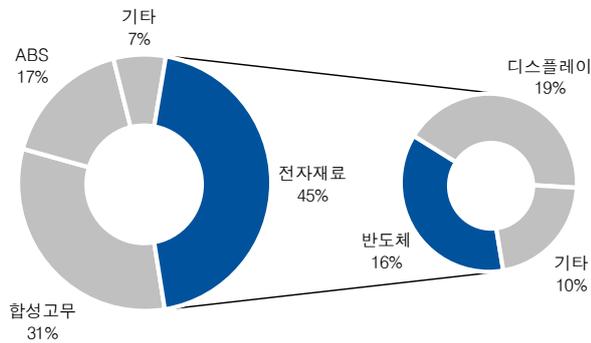
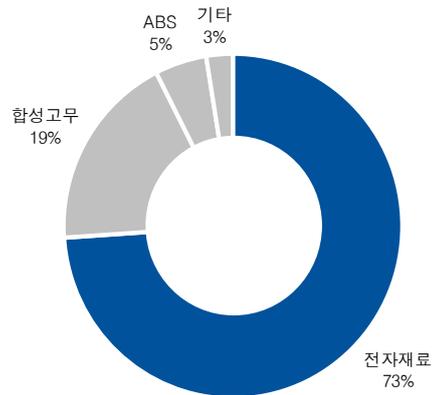


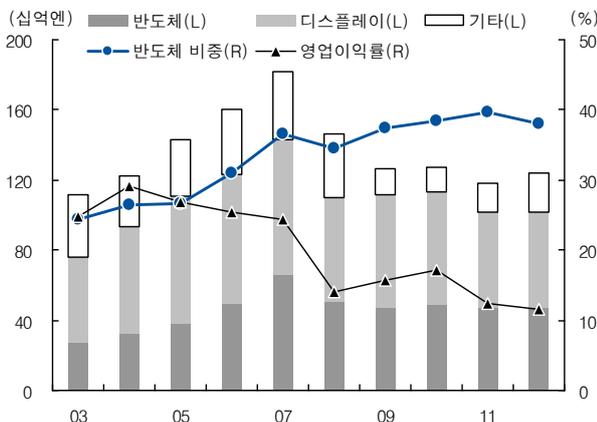
그림 2. JSR 제품별 영업이익 비중 (2007)



자료: JSR, KDB대우증권 리서치센터

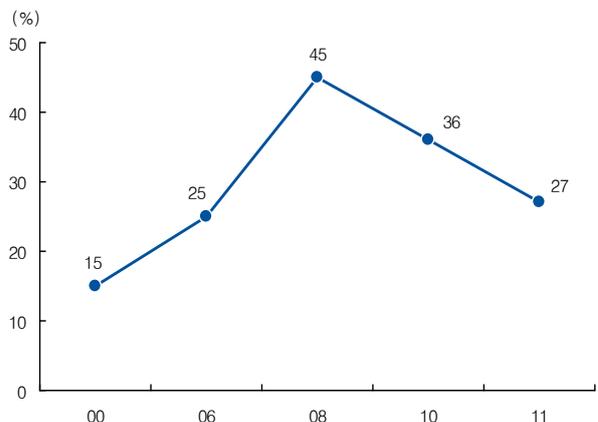
자료: JSR, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. JSR 전자재료 부문 매출액 및 영업이익률 추이



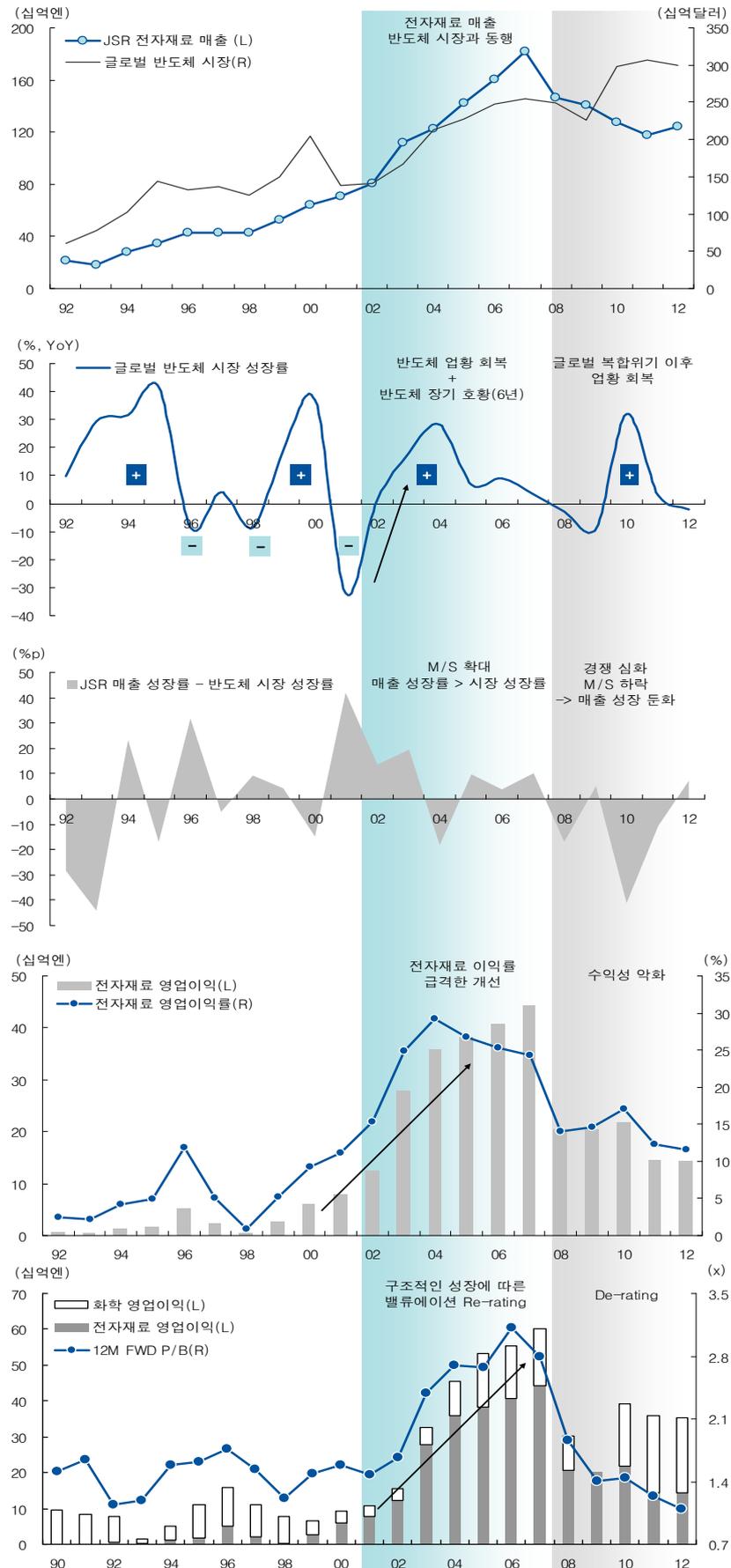
자료: JSR, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 반도체 포토레지스트 시장 내 JSR 점유율



자료: JSR, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 반도체 시장을 통해 본 JSR



자료: JSR, Bloomberg, Gartner, KDB대우증권 리서치센터

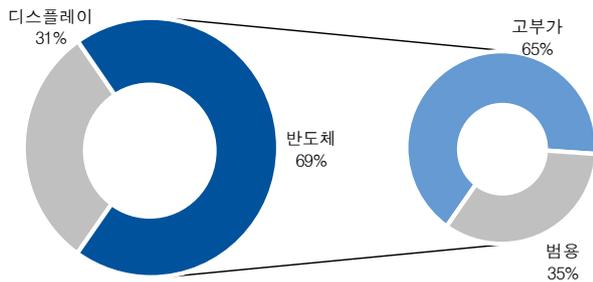
2. AZ Electronic Materials: 높은 M/S의 두 얼굴

AZ Electronic Materials (AZEM)은 고부가 반도체 공정 소재 부문에서 독보적인 기술력을 보유하고 있는 업체다. 전체 반도체 소재 시장에서 30% 차지하는 포토레지스트, 특수 소재(niche), CMP 슬러리 부문에서 동사의 점유율은 50%를 상회하는 것으로 추정된다. AZEM의 사업 영역은 규모 자체가 크지 않지만 기술적 진입 장벽이 높아 소수 업체가 과점하고 있는 시장이다. 공급자 우위 시장이기 때문에 수익성도 높다 (영업이익률 30% 수준).

성장 국면 (2009~2012): 반도체 산업 성장 구간에서 AZEM의 매출 성장률은 시장 성장률을 상회했다. 고부가 반도체 공정소재 시장에서 높은 점유율을 유지했고, 반도체 업체들이 차세대 기술을 채택하면서 AZEM 제품 수요가 증가했기 때문이다. 글로벌 복합 위기 이후 하락했던 영업이익률도 20% 수준으로 다시 회복했다. 반도체 산업 성장률이 안정화 국면에 접어들었지만, 고부가 소재의 성장성은 산업 성장률을 상회할 것이라는 기대감으로 2010~2012년까지 Re-rating도 지속되었다.

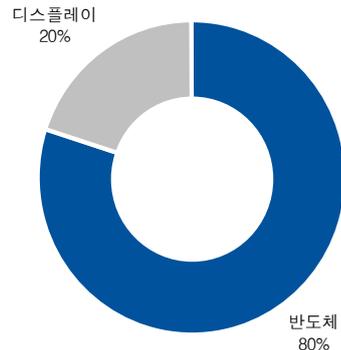
하강 국면 (2013): 2013년 4월에 이익 축소 우려가 대두되면서 동사의 주가는 단기간에 40% 급락했다. 동사가 독점하고 있던 SOD(spin on dielectric) 분야에서 한국 반도체 업체들이 공급업체를 이원화할 것이라는 우려가 컸다. 실적 성장의 핵심이었던 고부가 소재 분야에서의 높은 점유율 스토리가 훼손되면서 밸류에이션도 De-rating되었다.

그림 6. AZEM 부문별 매출 비중 (2012)



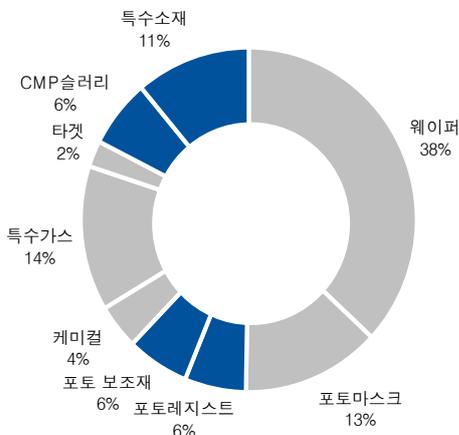
자료: AZEM, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. AZEM 부문별 영업이익 비중 (2012)



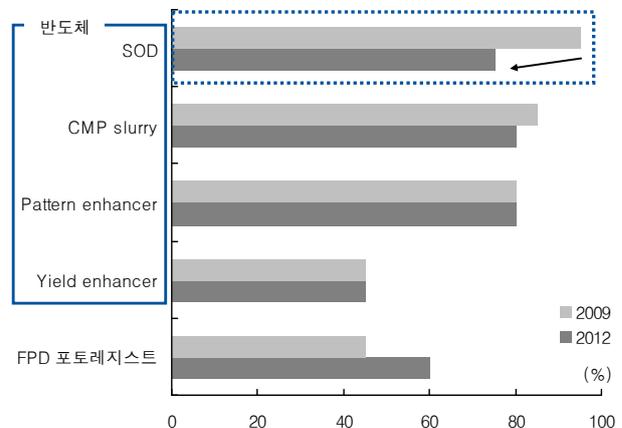
자료: AZEM, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 반도체 소재 시장 비중 및 AZEM 사업 영역



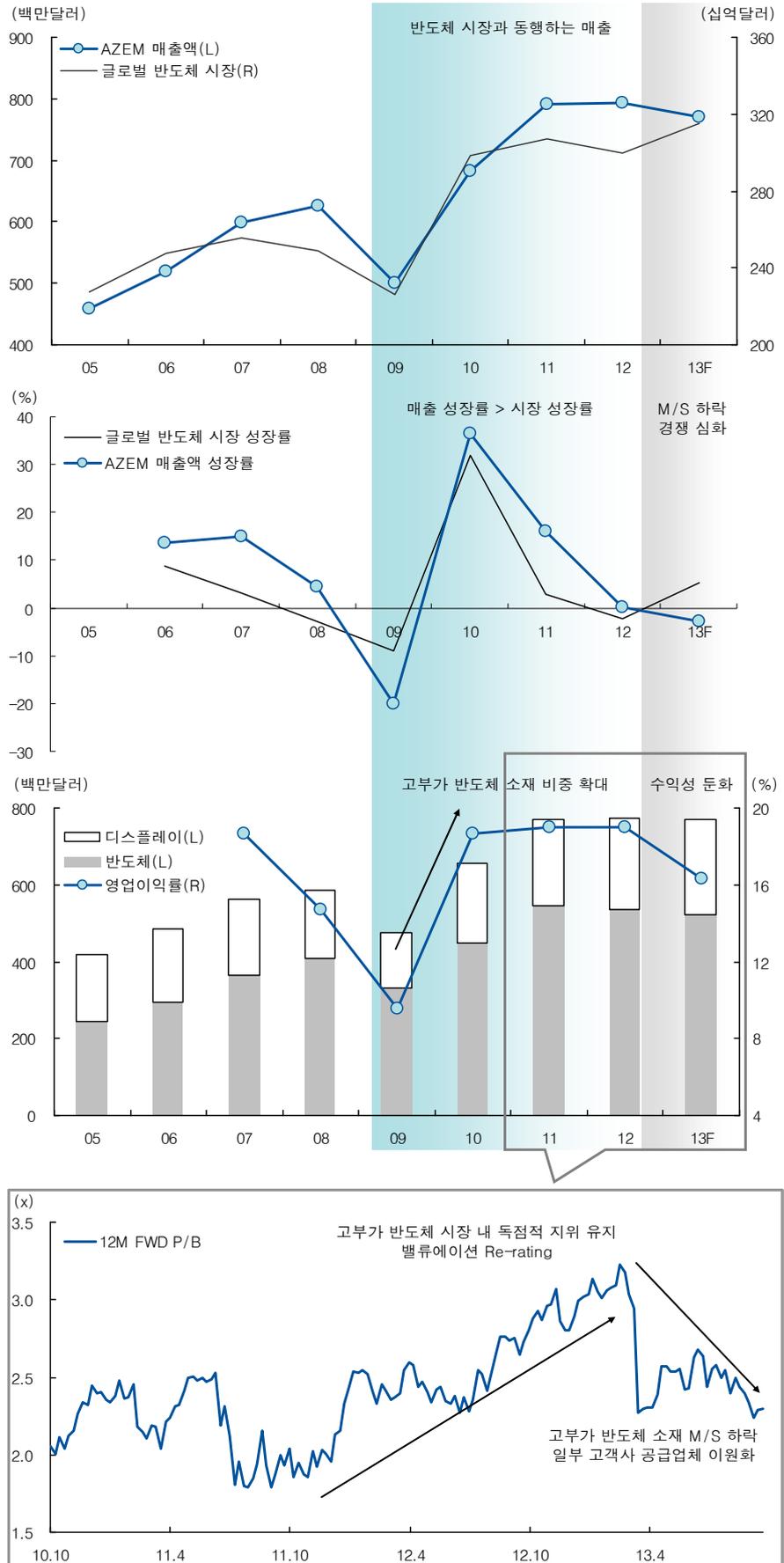
주: 파란색 부문이 AZEM 사업 영역
자료: AZEM, SEMI, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 소재별 AZEM 점유율 (2009)



자료: AZEM, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 반도체 시장을 통해 본 AZEM



자료: AZEM, Bloomberg, Gartner, KDB대우증권 리서치센터

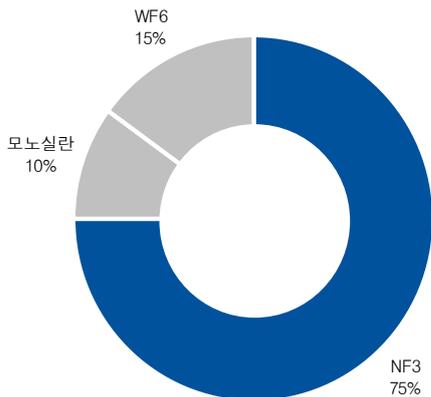
3. OCI머티리얼즈: 집중화 전략의 득과 실

OCI머티리얼즈는 LCD/반도체 제조용 특수 가스 국산화를 선도한 업체다. LCD/반도체 핵심 제조 공정인 화학기상증착(CVD) 공정에 사용되는 NF3와 모노실란 분야에서 동사의 글로벌 점유율은 각각 35%(1위), 20%(2위)이다. 특히 전체 매출의 75% 차지하는 NF3 부문에서는 지속적인 증설과 국산화 노력으로 국내 주요 고객사인 삼성전자, LG디스플레이, SK하이닉스 내 1위 공급 업체가 되었다.

성장 국면 (2006~2011): LCD 산업 성장 국면에서 OCI머티리얼즈의 매출 성장률은 산업 성장률을 상회했다. 수요 증가에 대비해 선제적으로 증설을 단행하면서 NF3 시장에서 지배력을 확대했기 때문이다. 산업 성장과 시장 점유율 상승이 동시에 이루어지면서 2009년 글로벌 복합 위기에도 불구하고 동사의 영업이익률은 30%를 상회했다. 수익성 개선과 증설을 통한 구조적인 성장 스토리가 맞물리면서 밸류에이션 Re-rating이 이루어졌다.

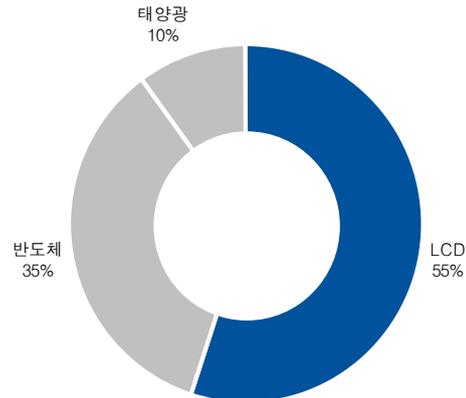
하강 국면 (2012~2013): LCD 산업 성장이 정체 국면에서 접어들면서 동사의 경쟁력이 약화되기 시작했다. 신규 업체들이 시장에 진입하면서 경쟁은 심화되었고(점유율 하락 + 단가 인하 심화), 단일 제품(NF3)에 대한 의존도가 높은 상황에서 수요가 정체되면서 외형은 축소되었다. 30%를 상회했던 영업이익률은 2013년 3분기에는 손익분기점까지 하락했다. 전방산업의 성장률 둔화와 단일 제품에 대한 높은 의존도는 밸류에이션 De-rating으로 연결되었다.

그림 11. OCI머티리얼즈 제품별 매출 비중



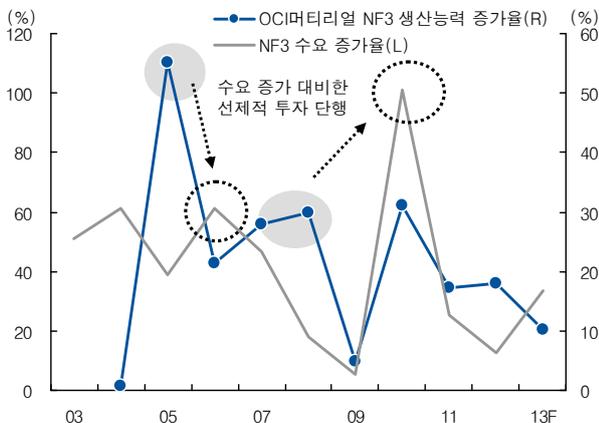
자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. OCI머티리얼즈 수요별 매출 비중



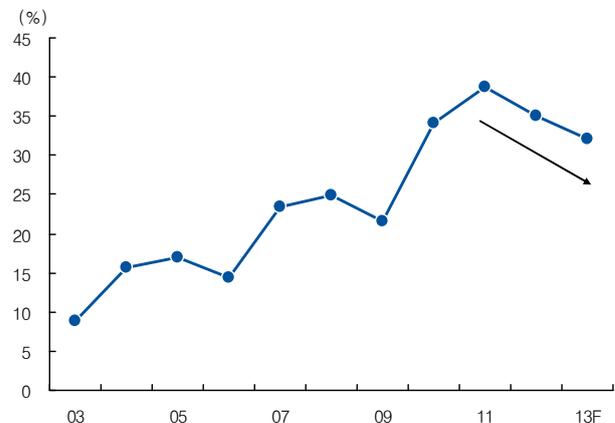
자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. NF3 수요 증가율과 OCI머티리얼즈 NF3 생산능력 증가율



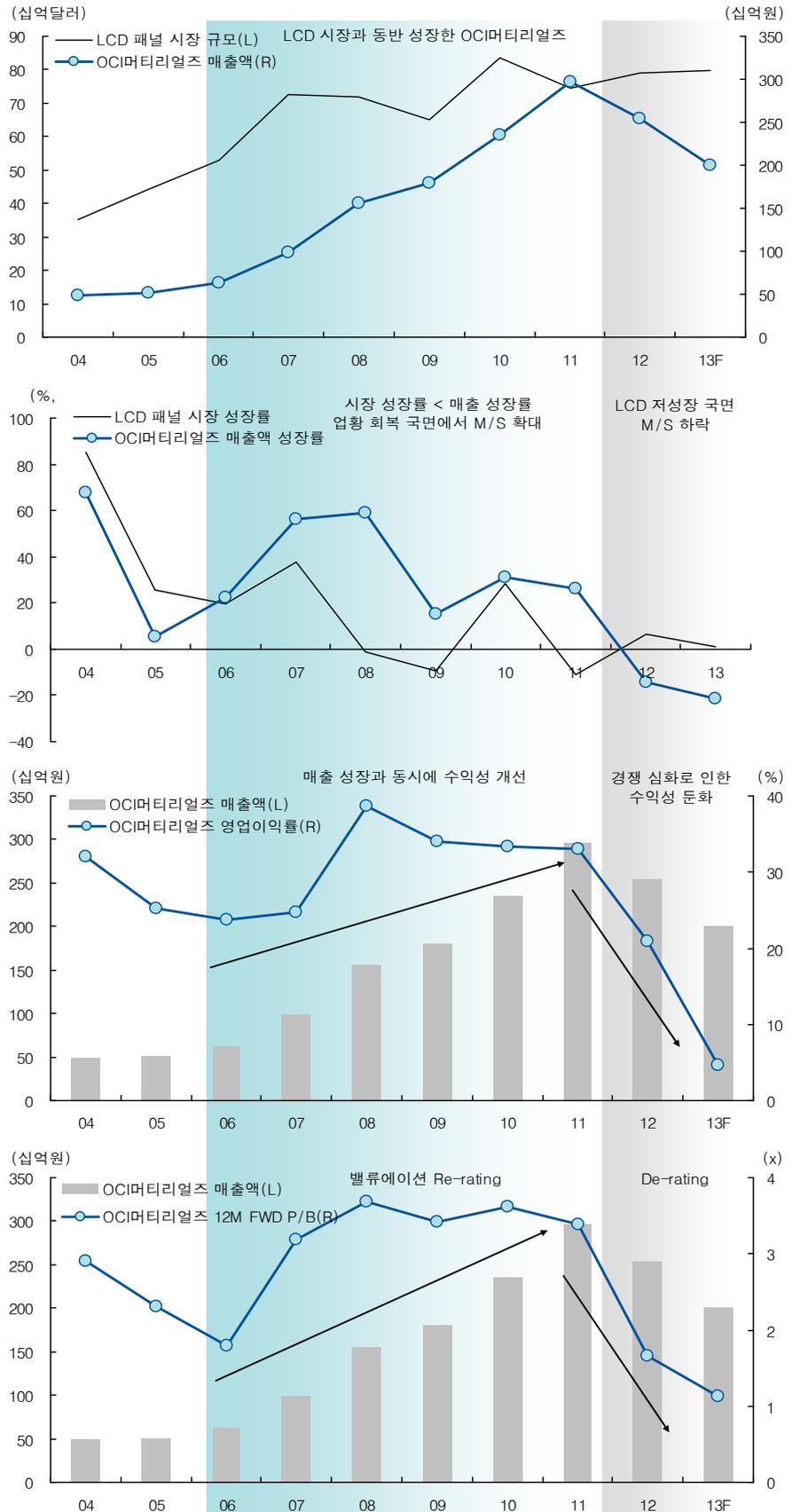
자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. OCI머티리얼즈 NF3 점유율 추이



자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. LCD 시장을 통해 본 OCI머티리얼즈



자료: DisplaySearch, OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

4. 솔브레인: 계란은 한 바구니에 담지 않는다

솔브레인은 LCD 및 반도체 관련 공정 소재와 2차 전지 전해액을 제조하는 대표적인 전자재료 업체이다. 설립 초기에는 LCD와 반도체 패터닝 공정에 사용되는 식각액을 주력으로 생산했지만 2006년 이후 패널 박막 공정인 Thin Glass 및 2차 전지용 전해액 사업 비중을 확대했다. 동사는 새롭게 성장하는 부문으로 사업영역을 확대함으로써 IT 업황 변동에 따른 실적 변동성을 줄였다.

“차별적” 성장 국면 (2005~2011): 솔브레인의 실적은 특정 전방산업 업황에 연동되지 않았다. LCD 가동률 변화에도 불구하고 실적 변동성이 낮았고, LCD 산업 성장 국면에서 매출 성장률이 산업 성장률을 상회했지만 성장률의 방향성은 오히려 반대로 나타났다. 사업 부문이 반도체, 2차 전지, OLED 등으로 다각화되어 있었기 때문이다. 결과적으로 단일 제품에 대한 매출 의존도가 높은 업체 대비 산업 성장 국면에서 레버리지 효과는 낮았지만 안정적인 실적을 유지할 수 있었다. 밸류에이션은 수익성 하락으로 De-rating 되었지만, 매출 성장 및 안정적인 수익성이 부각되면서 다시 Re-rating 되었다.

“차별적” 안정 국면 (2012~2013): LCD 산업 성장이 정체 국면에서 접어들었지만 동사의 매출 성장률은 산업 성장률을 큰 폭으로 상회했다. 매출 확대와 더불어 수익성도 개선되었다. 제품 다각화와 규모의 경제를 달성했기 때문이다. 반도체 부문과 OLED 패널 식각 사업(thin glass)이 성장하면서 매출 성장을 주도했다. 2012년 대부분의 IT소재 업체들의 실적이 전방산업 둔화로 부진한 것과 상반되게 솔브레인은 사상 최대 실적을 기록했다. 다각화된 포트폴리오를 바탕으로 안정적인 실적 성장이 부각되면서 밸류에이션은 다시 Re-rating 국면에 진입했다.

그림 16. 솔브레인 제품별 매출 비중

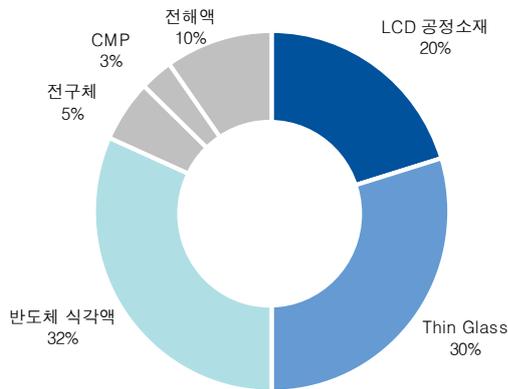
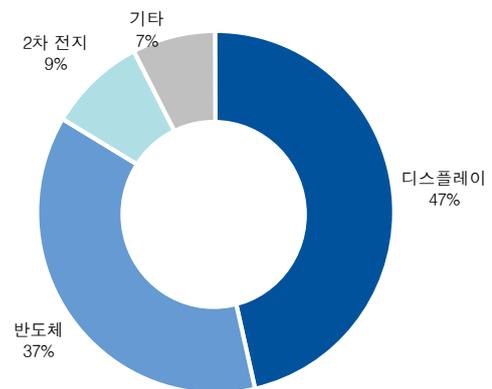


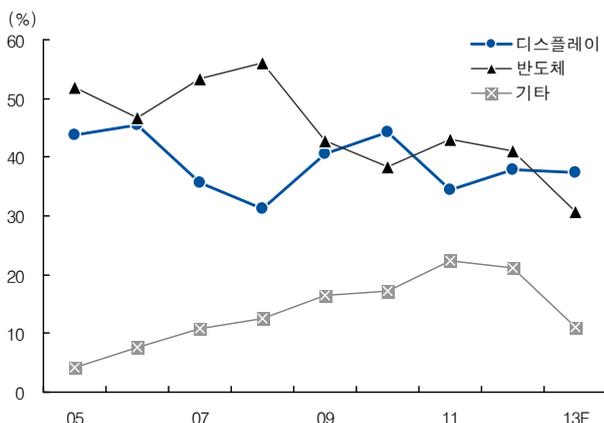
그림 17. 솔브레인 수요별 매출 비중



자료: 솔브레인, KDB대우증권 리서치센터

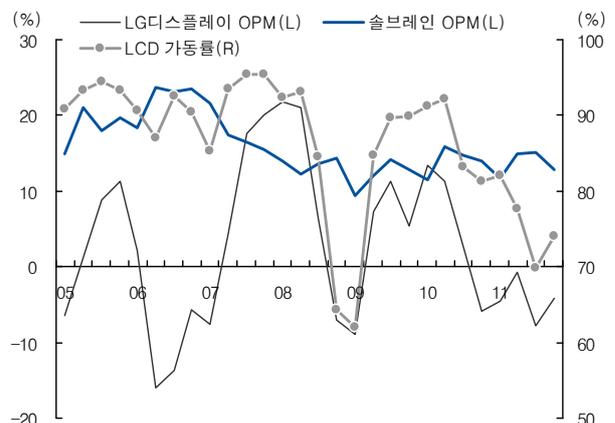
자료: 솔브레인, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 솔브레인 부문별 매출 비중 추이



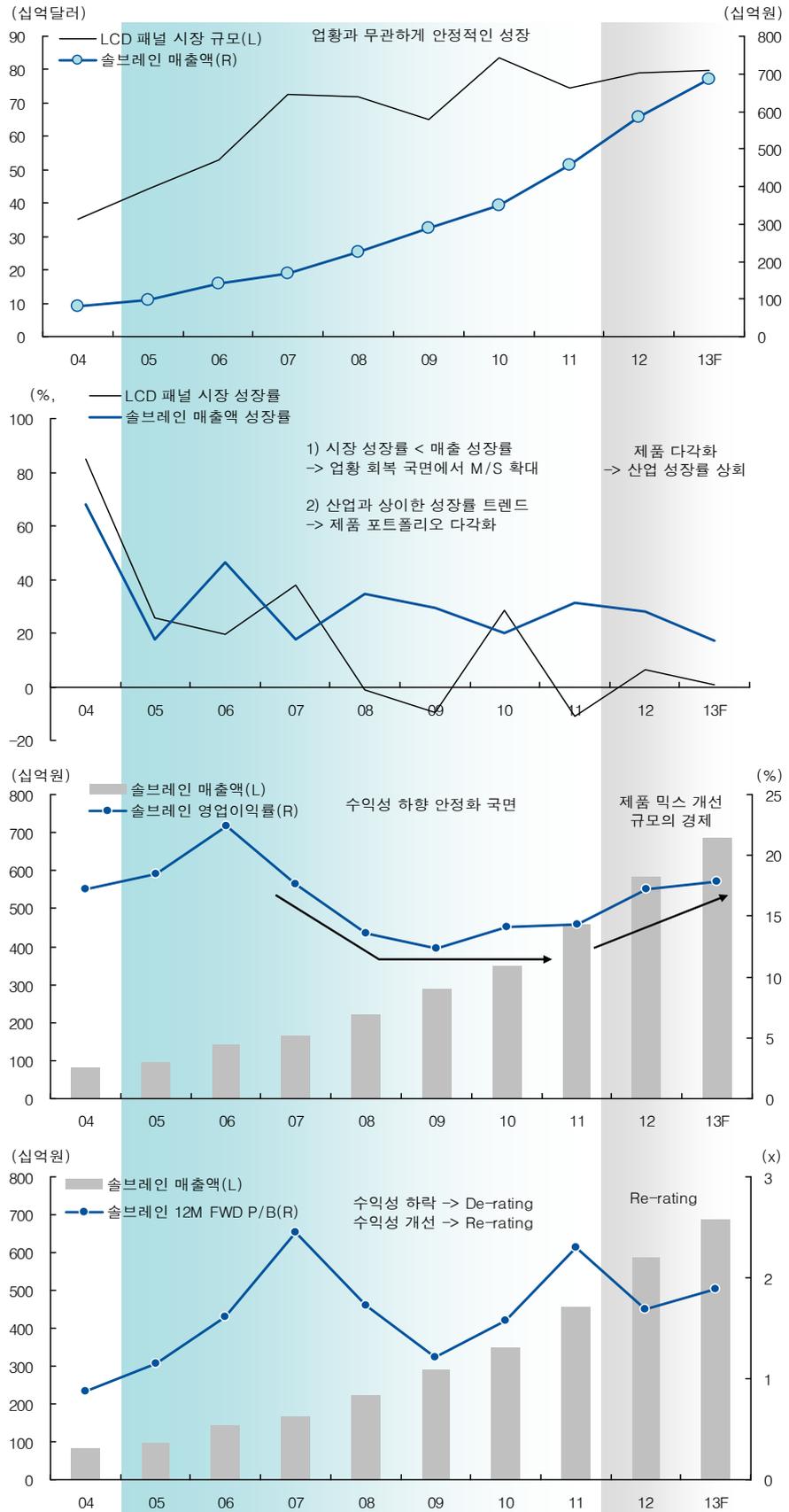
자료: 솔브레인, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. LCD 가동률과 솔브레인 영업이익 추이



자료: 솔브레인, KDB대우증권 리서치센터

그림 20. LCD 시장을 통해 본 솔브레인



자료: DisplaySearch, 솔브레인, KDB대우증권 리서치센터

집중화와 다각화의 마법

1. 성장 산업은 집중화, 성숙 산업은 다각화

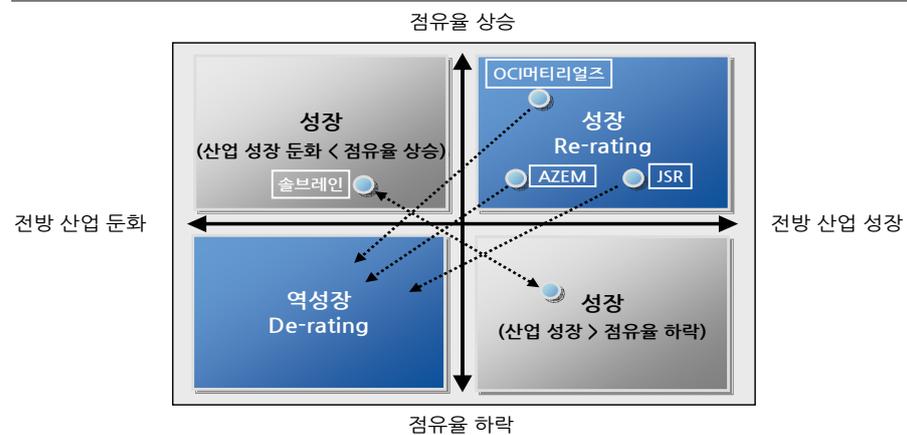
앞서 언급한 IT 소재 업체들의 사례 분석을 요약하면 다음과 같다.

- **성장과 Re-rating의 조건:** 산업 성장 국면에서 점유율 확대
- **성장의 조건:** 1) 점유율 상승이 산업 성장 둔화 상쇄, 2) 산업 성장이 점유율 하락 상쇄
- **역성장과 De-rating의 조건:** 산업 성숙화 국면에서 점유율 하락

반도체 성장 국면에서의 JSR과 AZEM, LCD 성장 국면에서의 OCI머티리얼즈는 모두 집중화 전략을 통해 성장을 달성했다. 세 업체 모두 **소수의 제품 혹은 한 가지 산업에 집중하면서 전방 산업 성장 국면에서 점유율이 상승했다.** 산업 성장의 레버리지 효과를 극대화하면서 밸류에이션 Re-rating이 이루어졌다. 반면 전방 산업 성장률이 둔화되는 구간에서 경쟁 심화로 세 업체 모두 점유율이 하락했다. 성장성이 높은 분야로 사업 영역을 넓히지 못하면서 외형은 오히려 축소되었고 밸류에이션은 De-rating 되었다.

솔브레인은 세 업체와는 다른 행보를 보였다. 솔브레인이 선택한 전략은 사업 다각화였다. 전방 산업이 반도체, LCD, 2차 전지, OLED 등으로 다양했기 때문에 특정 전방 산업 성장 국면에서 앞서 언급한 세 업체 대비 이익 성장률이 낮았다. 그러나 **전반적인 산업 성장이 둔화되는 구간에서는 다각화된 제품 포트폴리오를 바탕으로 안정적인 성장**을 달성할 수 있었다.

그림 21. 주요 IT 소재 업체들의 포지셔닝 변화



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 1. 주요 IT 소재 업체 성장 및 하강 국면 분석 요약

	JSR	AZEM	OCI머티리얼즈	솔브레인
핵심 전방 산업	반도체	반도체	LCD	LCD/반도체/스마트폰
성장 국면	기간 2002~2007 모멘텀 반도체 포토리저스트 M/S 확대 전방 산업 ◎ 매출 성장률 산업 성장률 상회	기간 2009~2012 모멘텀 고부가 반도체 소재 과점 전방 산업 ○ 매출 성장률 산업 성장률 상회	기간 2006~2011 모멘텀 NF3 증설을 통한 M/S 확대 전방 산업 ○ 매출 성장률 산업 성장률 상회	기간 2006~2013 모멘텀 제품 포트폴리오 다각화 전방 산업 ◎ 매출 성장률 산업 성장률 상회
하강 국면	기간 2008~2012 리스크 경쟁 심화, 반도체 공정 전환 지연 전방 산업 △ 매출 성장률 산업 성장률 하회	기간 2013 리스크 고부가 반도체 소재 M/S 하락 전방 산업 X 매출 성장률 산업 성장률 하회	기간 2012~2013 리스크 단일 제품 의존도 전방 산업 X 매출 성장률 산업 성장률 하회	기간 2007~2009 리스크 수익성 하락 전방 산업 △ 매출 성장률 산업 성장률 상회

주: 산업 성장률 기준 ◎ 매우 높음, ○ 높음, △ 보통, X 낮음

자료: KDB대우증권 리서치센터

2. 무거운 IT 소재 산업, 업체별 전략에 주목

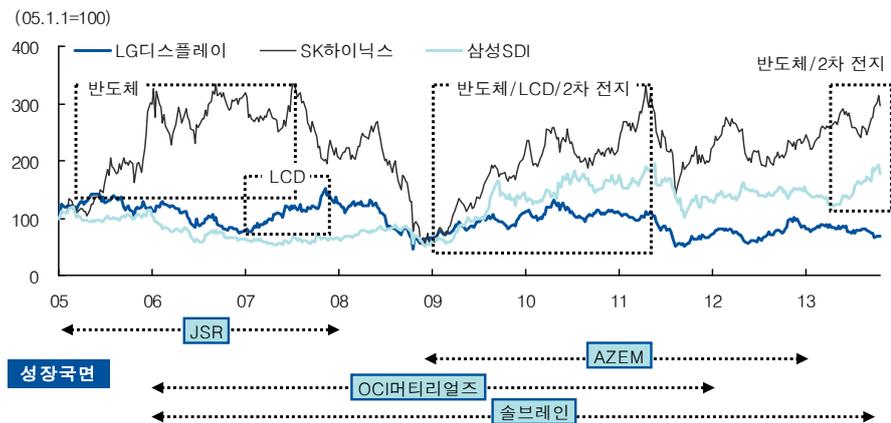
화학 기술 기반의 기초 소재 및 공정 소재를 생산하는 IT 소재 업체들은 일반적으로 전방 업체 대비 성장 국면이 길다. 진입 장벽이 높기 때문이다. IT 소재는 기술력 확보에 상당한 기간이 소요될 뿐 아니라, 생산 노하우, 품질 관리 등이 사업 역량에 녹아있기 때문에 모방이 쉽지 않다. IT 소재 업체와 세트 업체의 관계는 한 번 형성되면 고착화되는 경향이 있기 때문에 높은 진입 장벽은 더욱 공고히 유지된다.

반면 일단 점유를 하락할 경우 지배력 회복 역시 쉽지 않다. IT 소재의 특성상 새로운 성장 동력 확보에도 오랜 시간이 소요되기 때문이다. 따라서 성숙화 국면에 접어든 산업 내에서 시장 지배력이 약화된 IT 소재 업체들의 경우 하강 국면의 골이 더욱 깊고 긴 경향이 있다.

이처럼 IT 소재 업체는 성장과 하강 국면 사이의 변화가 느리게 진행되기 때문에 전방 산업 내에서 업체별 전략에 주목해야 한다. 앞서 언급한 IT 소재 업체들의 사례에서도 알 수 있듯이 전방 산업이 성장 국면일 경우에는 집중화 전략, 성숙화 국면에 진입한 경우에는 다각화 전략이 성장의 조건이다.

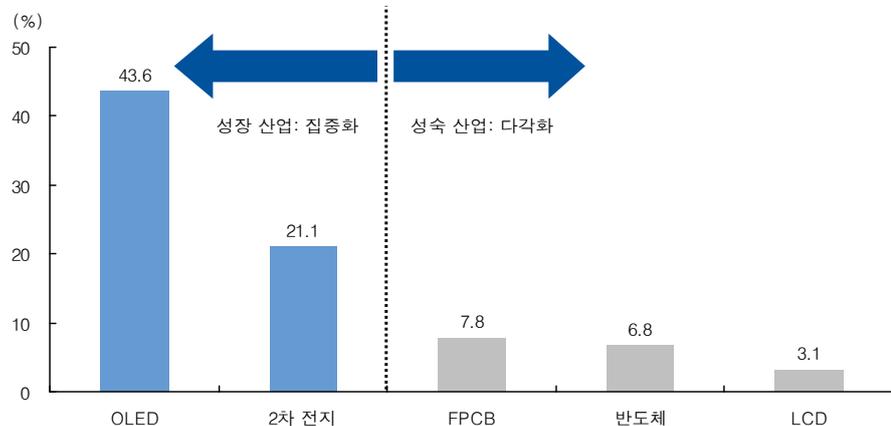
반도체, LCD, FPCB의 경우 이미 시장 규모가 크고 성장률이 하향 안정화되는 국면에 진입했기 때문에 성숙 산업으로 볼 수 있다. 반면 차세대 디스플레이인 OLED와 중대형 애플리케이션으로 확대가 예상되는 2차 전지는 성장 산업이다. 따라서 **반도체/LCD/FPCB 관련 소재 업체 중에서는 사업 다각화를 진행 중인 업체가, OLED와 2차 전지 관련 소재 업체 중에서는 산업 내 집중도가 높은 업체가** 향후 성장성이 높을 것으로 판단한다.

그림 22. IT 소재 업체 성장 국면과 주요 전방 업체 추가 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 주요 IT 전방 산업 성장률 비교 (2012~2015F CAGR)



주: 금액 기준 성장률

자료: DisplaySearch, Gartner, IIT, KDB대우증권 리서치센터

3. 다각화 전략(성숙 산업): 반도체, FPCB

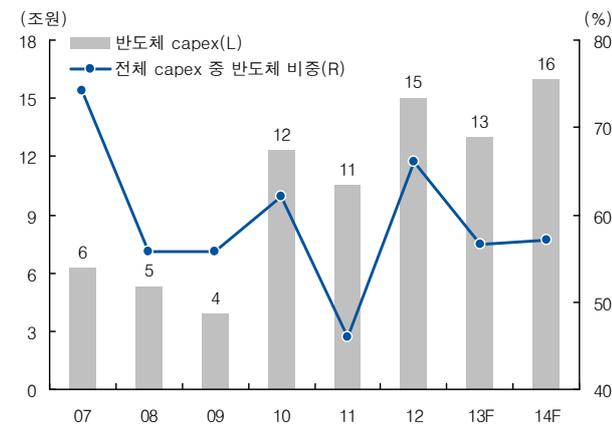
■ 반도체

올해와 내년 삼성전자 반도체 부문 투자액은 각각 13조원, 16조원에 이를 전망이다. 최근 삼성전자 시안 NAND 공장 1차 장비 발주가 시작되었다. 현재 약 50%가 진행되었고, 연말까지 추가적인 장비 발주가 예상된다. 내년 2분기에는 국내 17라인 투자, 3분기 이후에는 시안 공장 2차 발주도 가시화 될 전망이다. 이에 따라 최근 반도체 장비 업체들의 주가가 강세를 보이기 시작했고, 통상적인 낙수 효과 감안 시 다음은 소재 업체들 차례로 판단된다.

반도체 소재 업체들은 시장 성장(반도체 생산능력 확대)과 기술 진화(구조 변화/공정 전환)의 수혜를 모두 누릴 수 있다. 2014년 상반기에는 중국 시안 NAND 공장, 2014년 말에는 국내 17 라인이 가동 될 전망이다. (시장 성장). 중국 NAND 라인에서는 3D NAND 기술, 국내 17 라인에서는 14나노 공정 적용이 예상된다 (기술 진화). 반도체 필수 소재에서 신규 공정 소재로 제품을 다각화하고 있는 **솔브레인, 제일모직, 한솔케미칼을 반도체 소재 부문 최선호주로 제시한다.**

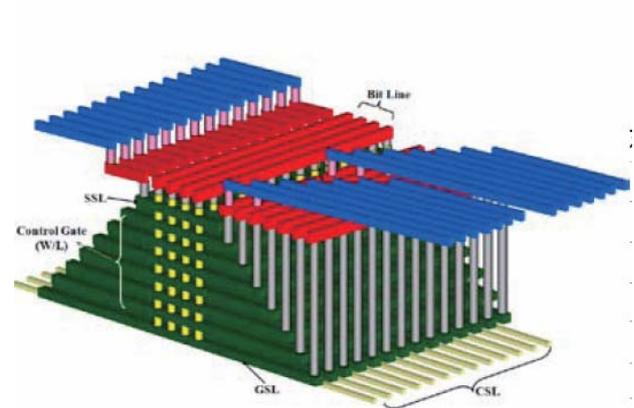
반도체 업체들은 공정 전환의 한계를 극복하기 위해 QPT(Quadruple Patterning Technology), 3D-NAND 등 새로운 기술 도입을 추진하고 있다. 이러한 새로운 기술의 도입으로 솔브레인의 3D-NAND 식각용 고선택비 인산(HSN: high selectivity nitride), 제일모직의 SOH(spin-on dielectric), 한솔케미칼의 QPT용 희생막(spacer) 등 관련 소재의 중요성이 더욱 부각될 전망이다.

그림 24. 삼성전자 반도체 설비 투자 추이 및 전망



자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 삼성전자 3D NAND 설계 구조



자료: 업계자료

표 2. 반도체 공정 소재

주요 소재	국내 업체	해외 업체
Double/Quadruple Patterning Spacer	한솔케미칼, 디엔에프, 유피케미칼(비상장)	Air Product, Air Liquide
High-K	한솔케미칼, 솔브레인, 디엔에프, 유피케미칼(비상장)	Adeka, Air Liquide
CVD 절연막 (HCDS → TSA)	한솔케미칼, 유엠티(덕산하이메탈 자회사)	Air Liquide
세정액 (이온수)	솔브레인	
식각액 (HSN)	솔브레인	
SOH (Spin-on Hardmask)	제일모직	
ACL (Amorphous Carbon Layer)	디엔에프, 원익머트리얼즈	
SOC (Spin-on Carbon)	디엔에프, 동진세미켄	AZEM, Nissan Chem., Shin-Etsu
SOD (Spin-on Dielectric)	제일모직, 디엔에프, 유피케미칼(비상장)	AZEM
디실란(Si2H6)	원익머트리얼즈, OCI머트리얼즈	Voltaix, Mitsui Chem

자료: KDB대우증권 리서치센터

■ FPCB

FPCB 시장은 2015년까지 연평균 8% 성장이 예상된다. 전체 FPCB 시장은 성숙 국면에 진입했지만 모바일 기기와 관련된 FPCB 시장은 성장이 지속될 전망이다. 모바일 제품에는 경박 단소화를 위해 고부가 FPCB가 탑재되는 추세이며, 기기당 채용량도 증가하고 있기 때문이다.

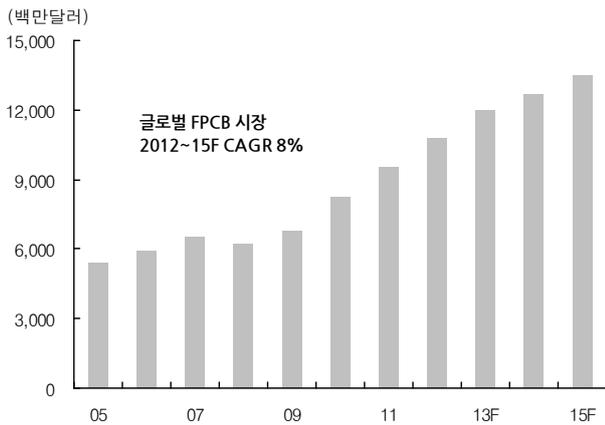
전방산업 호조로 FPCB 소재 업체들의 직접적인 수혜가 예상된다. 스마트폰, 태블릿PC 등 전방 수요의 견고한 성장뿐만 아니라, 제품이 고부가화(2-layer FCCL) 되고, 신규 제품(디지털타이저 소재)이 등장하고 있기 때문이다.

IT 기기가 경박 단소화됨에 따라 3-Layer가 2-Layer로 빠르게 대체되고 있다. 스마트폰과 태블릿PC 등 모바일 제품이 확산되면서 이러한 경향은 더욱 가속화 될 전망이다. 전체 FCCL 시장에서 2-Layer 비중은 2009년 55%에서 2015년 75%까지 상승할 전망이다.

펜 인식용 FPCB인 디지털타이저 소재 시장이 새로운 시장을 형성하고 있다. 스마트폰 및 태블릿PC에 펜 인식 기능 탑재율이 빠르게 상승하고 있기 때문이다. 디지털타이저 소재 시장은 펜 인식 기능 확산에 따라 지난해 370억원에서 690억원(13F) → 820억원(14F) → 1,000억원(15F)으로 성장할 전망이다.

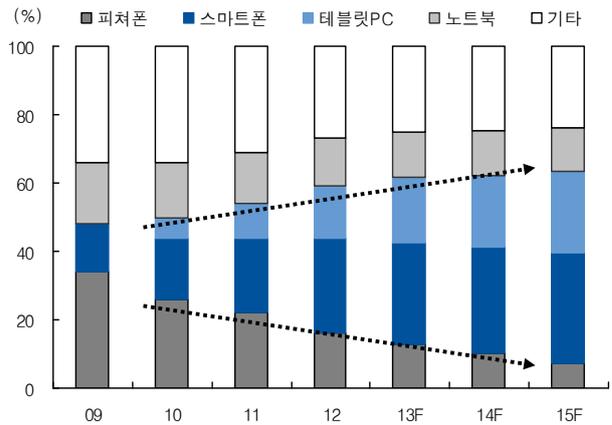
최선호 종목으로는 이녹스를 제시한다. 국내 FPCB 소재 부문 1위 업체로, 산업 성숙화 국면에서도 고부가 신규 사업 진출에 따른 수익성 개선이 예상되기 때문이다.

그림 26. 글로벌 FPCB 시장 추이 및 전망



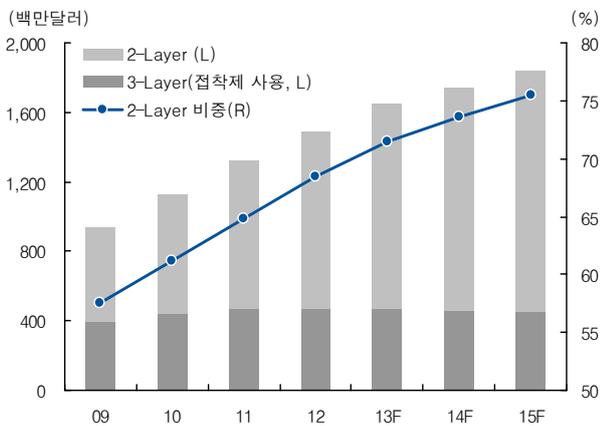
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 27. FPCB 애플리케이션 별 비중 추이 및 전망



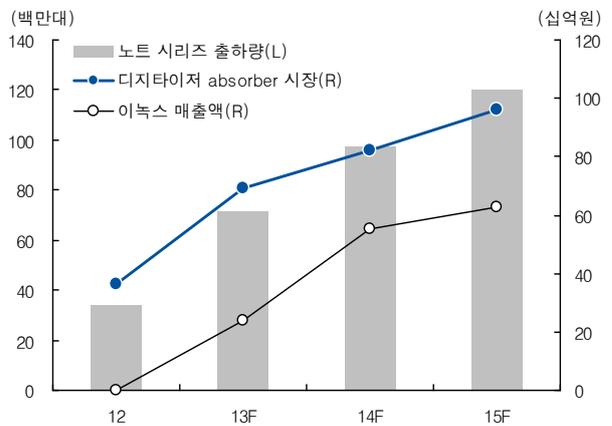
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 28. FCCL 제품별 시장 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 디지털타이저 absorber 필름 시장 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

4. 집중화 전략(성장 산업): OLED, 2차 전자

■ OLED

LCD와는 달리 OLED에서는 TV가 기술의 종착역이 아니다. OLED는 구조의 단순함과 플렉서블/투명 디스플레이 구현 가능성을 바탕으로 조명, 자동차 유리, 인테리어 유리, 상업용 간판 등 적용 분야가 폭넓다. 변동성과 계절성이 큰 가전(consumer electronics)에서 규모가 크고 안정적인 산업용 전기전자(industrial electronics)로 시장이 확대될 수 있는 부분이다.

대형 IT 업체들의 OLED에 대한 투자가 활발해지고 있다. 전형적인 산업 성장 초기 국면 양상이다. 삼성은 최근 그룹 차원에서 OLED 재료 업체인 Novaled 인수를 발표했다. 삼성 그룹의 OLED 시장 성장에 대한 확신과 지속적인 투자에 대한 의지로 해석할 수 있다. LG디스플레이도 올해 초부터 OLED 라인 투자를 본격화했고, 중국 최대 패널 업체인 BOE도 OLED 투자에 합류했다. **애플은 자사 제품에 OLED를 단 한 번도 채택한 적 없지만, 다수의 특허를 지속적으로 출원하고 있다.** 다수 업체의 시장 진입은 OLED 성장에 대한 확신을 의미한다.

향후 2~3년 내 모바일 제품에서 TV로 OLED의 적용 범위가 확대될 경우 재료 시장에 대한 파급 효과는 매우 클 전망이다. OLED TV 침투율을 1.5%(연간 300만대)로 가정할 경우 OLED 생산능력은 2012년 대비 4.4배, 재료 시장은 2.5배 성장이 예상된다. OLED TV 침투율이 1.5% → 3% → 6%로 확대될 경우 재료 시장 규모는 단가 인하를 감안해도 매년 50% 이상 성장이 가능할 전망이다.

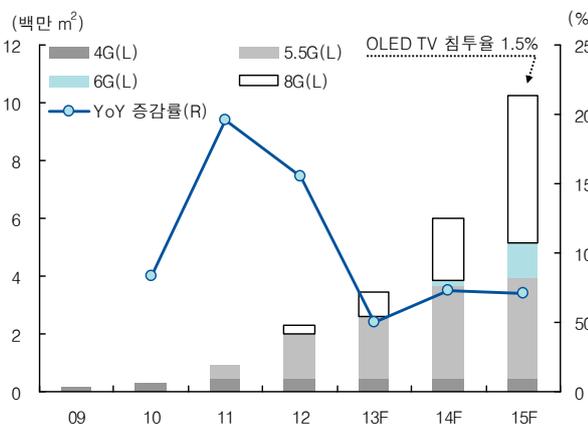
최선호 종목으로는 덕산하이메탈을 제시한다. OLED 사업에 대한 집중도가 산업 내 가장 높고(매출 비중 50%), 경쟁 업체 진입에 따른 점유율 하락에도 불구하고 산업 성장이 점유율 하락을 상쇄하면서 성장이 가능할 것으로 판단하기 때문이다.

표 3. 애플의 OLED 관련 특허

출원시기	OLED 관련 특허 내용	핵심 기술
2011.01	플렉서블 OLED 활용한 마우스	플렉서블 OLED
2011.02	터치 기술 탑재한 OLED 관련 특허 3개	OLED + 터치
2011.07	투명 OLED 활용한 무안경식 3D 기술	투명 OLED
2011.11	절전형 투명 OLED 디스플레이	투명 OLED
2011.11	LCD 디스플레이에 탑재 가능한 OLED BLU	OLED BLU
2012.04	OLED BLU 휘도 컨트롤	OLED BLU
2012.05	플렉서블 OLED 활용한 햅틱 디스플레이	플렉서블 OLED
2013.03	플렉서블 OLED 활용한 동글게 휘어진(wrap-around) 디스플레이	플렉서블 OLED
2013.08	광센서(photosensor)를 이용한 OLED 휘도 조절	OLED용 광센서

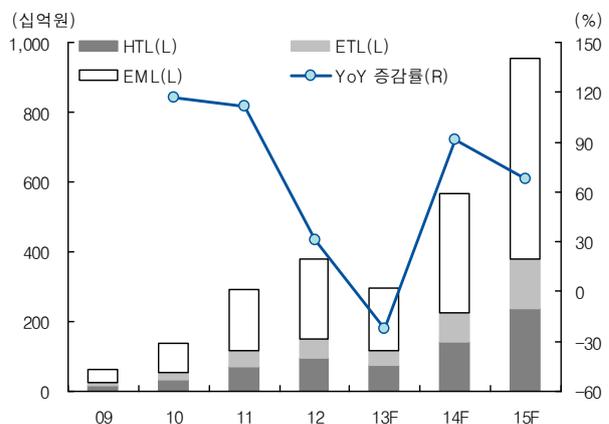
자료: Patently Apple, KDB대우증권 리서치센터

그림 30. 글로벌 OLED 생산능력 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 31. 글로벌 OLED 유기재료 시장 추이 및 전망



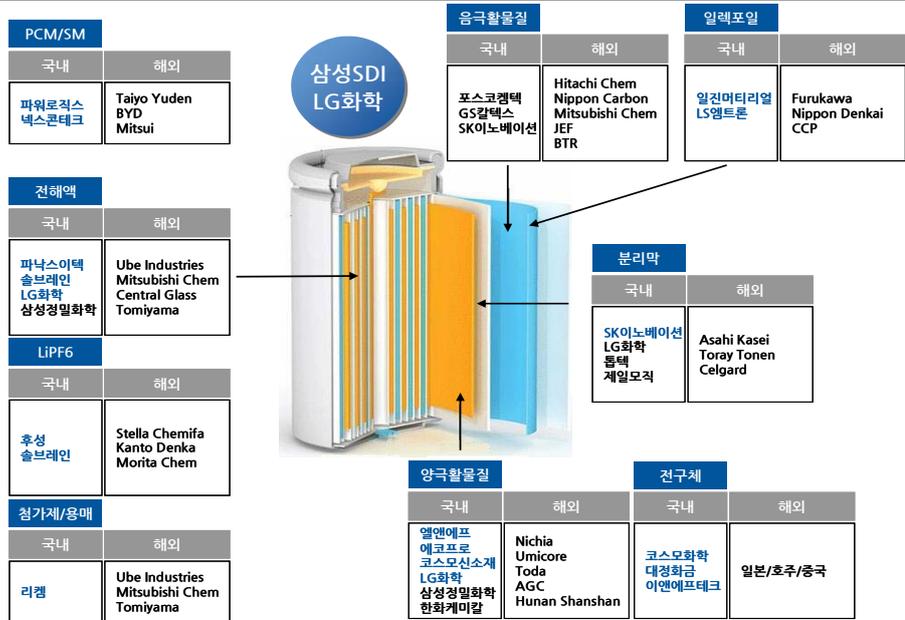
자료: KDB대우증권 리서치센터

■ 2차 전지

2차 전지 시장은 중장기 성장성이 높은 시장이다. 2차 전지가 중대형 애플리케이션인 xEV(HEV, PHEV, EV), ESS(에너지저장시스템) 등으로 확대 적용될 경우 2020년에는 현재 대비 4배 큰 시장이 형성되기 때문이다. EV에 사용되는 전지 용량과 가격은 노트북 전지의 1,000배 수준이다. EV, ESS 시장이 조금만 성장해도 2차 전지 시장에 미치는 영향은 클 수 밖에 없다. **2020년까지 2차 전지 시장은 연평균 19% 성장할** 전망이다. 중소형 IT 전지의 경우 성장이 제한적이겠지만, EV와 ESS가 각각 연평균 43%, 29% 성장하면서 시장 성장을 견인할 것이다.

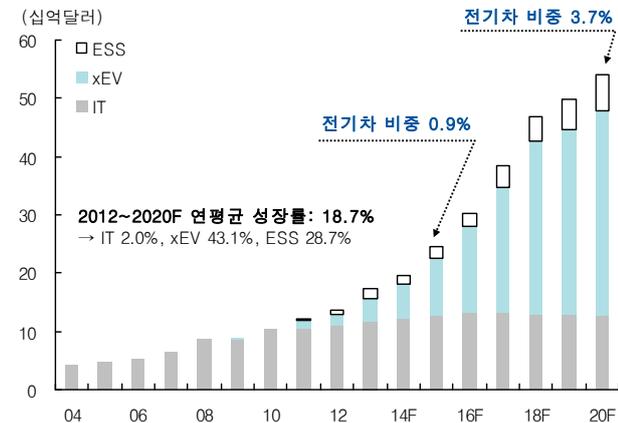
그럼에도 불구하고 **국내 소재 업체 입장에서 중대형 전지 시장의 과실은 크지 않아** 보인다. EV 시장 확대의 전체는 가격 하락이다. EV 가격을 낮추기 위해서는 차량 가격의 30%에 육박하는 2차 전지 가격 인하가 필수적이다. 2차 전지는 제조 원가에서 재료비가 차지하는 비중이 70%로 영업 레버리지가 낮은 산업이다. 변동비 비중이 높아 생산량을 늘린다고 단위당 제조 원가가 현저하게 떨어지지 않는다는 의미다. 따라서 전지 업체 입장에서는 전지 가격을 낮추기 위해 소재 단가 인하가 불가피하다. 획기적인 소재 개발이 없을 경우 소재 업체의 수혜는 제한적일 것으로 판단한다. 현재 중대형 전지 소재는 대부분 기술적으로 앞선 일본 업체들이 과점하고 있는 상황이다.

그림 32. 2차 전지 Supply Chain



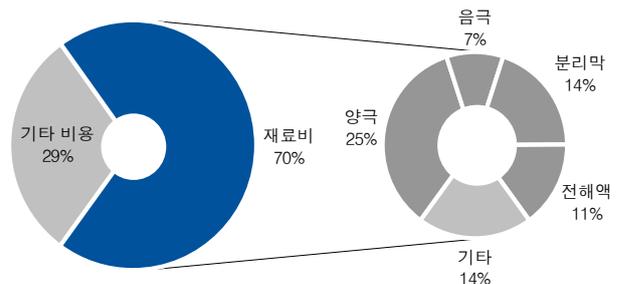
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 33. 2차 전지 시장 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 34. 2차 전지 원가 비중



자료: KDB대우증권 리서치센터

투자 전략 및 밸류에이션

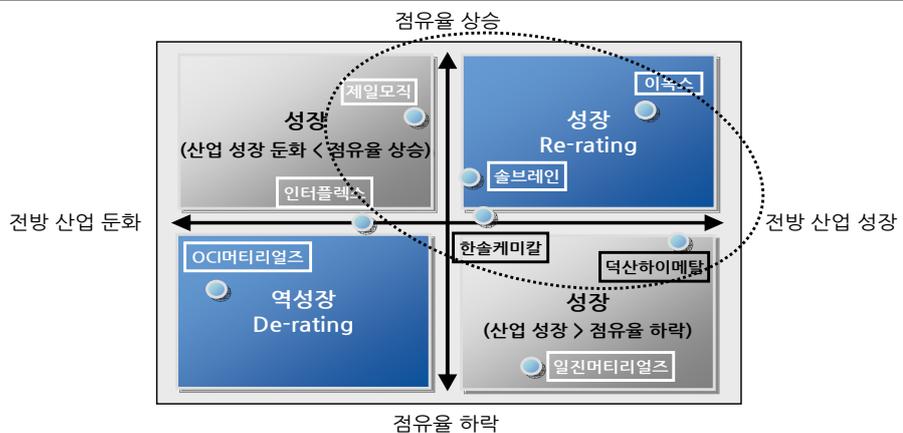
투자의견 비중 확대, Top picks는 솔브레인, 이녹스, 덕산하이메탈

IT부품/소재 산업에 대한 투자의견 비중확대를 유지한다. 당사는 지난 5월 30일 2013년 하반기 키워드로 반도체/OLED/FPCB 관련 소재를 의미하는 “SAFE” (Semiconductor + AMOLED + FPCB + Electronic materials)를 제시했다. SAFE에 속한 업체들은 스마트폰 이후 새로운 패러다임을 찾아보기 힘든 상황에서 성장 스토리와 실적 안정성을 동시에 보유하고 있기 때문이다.

2014년에도 산업에 대한 기존 관점은 유지한다. 다만 종목 선정에 있어서는 산업 내 업체별 전략에 주목할 것을 권한다. 과거 각 산업별 성장 국면에서 업체들의 전략을 분석한 결과 살아남은 업체들의 비밀 “SOS” (Secrets of Survivors)은 산업 국면에 따른 전략의 차별화였다. 전망 산업이 성장 국면일 경우에는 집중화 전략, 성숙 국면에 진입한 경우에는 다각화 전략이 성장의 조건이다. 성숙 산업인 반도체/FPCB 관련 소재 업체 중에서는 사업 다각화를 진행 중인 업체가, 성장 산업인 OLED 소재 업체 중에서는 산업 내 집중도가 높은 업체가 향후 성장성이 높을 것으로 판단한다.

Top picks로는 솔브레인(036830/매수/TP 68,000원), 이녹스(088390/매수/TP 35,000원), 덕산하이메탈(077360/매수/TP 34,000원)을 제시한다. 솔브레인과 이녹스는 고부가 사업으로의 다각화를 통해 전망 산업 둔화를 극복할 전망이다. 덕산하이메탈은 OLED 성장 국면에서 사업에 대한 집중도가 가장 높기 때문에 수혜가 예상된다. 관심 종목으로는 반도체 소재 물량 확대와 OLED를 포함한 전자재료 부문 구조적 성장이 예상되는 제일모직(001300/매수/TP120,000원), 실적 안정성과 반도체 소재 부문 성장이 예상되는 한솔케미칼(014680/매수/TP 35,000원)을 제시한다.

그림 35. KDB대우증권 IT부품/소재 유니버스 포지셔닝



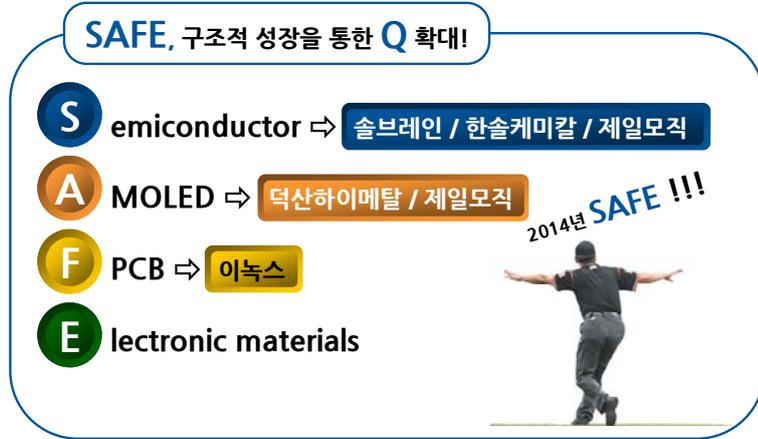
자료: KDB대우증권 리서치센터

표 4. KDB대우증권 IT부품/소재 유니버스 투자의견 및 밸류에이션

	투자의견	목표주가 (원)	현재주가 (원)	상승여력 (%)	P/E (x)			P/B (x)			EPSG (%)			ROE (%)		
					12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F
솔브레인	매수	68,000	53,000	28.3	10.1	10.1	8.5	2.4	2.2	1.8	864.3	14.3	17.9	26.4	22.9	21.9
이녹스	매수	35,000	25,500	37.3	13.6	10.5	7.5	2.4	3.1	2.2	30.1	109.0	39.5	18.1	31.1	33.5
덕산하이메탈	매수	34,000	20,950	62.3	14.9	16.3	12.2	3.7	2.9	2.4	20.8	-10.0	34.1	26.1	18.7	20.6
제일모직	매수	120,000	90,000	33.3	23.7	12.2	14.7	1.7	1.7	1.7	-21.7	85.7	-17.0	6.5	11.9	9.8
한솔케미칼	매수	35,000	27,300	28.2	7.5	12.9	9.6	1.6	1.6	1.4	93.4	-33.9	35.1	21.6	12.4	14.6
인터플렉스	매수	43,000	31,700	35.6	13.7	20.0	10.1	2.5	1.6	1.4	70.5	-58.5	98.8	19.8	7.5	15.0
OCI머티리얼즈	중립	-	33,200	-	13.9	-	44.7	1.2	1.1	1.1	-55.8	적전	흑전	8.7	-0.8	2.5
일진머티리얼즈	중립	-	12,200	-	-	62.6	31.0	1.3	1.7	1.6	적전	흑전	102.1	-17.4	2.7	5.2

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 36. 저성장 국면에서의 투자 전략 "SAFE"



자료: KDB대우증권 리서치센터

표 5. 글로벌 IT소재 업체 밸류에이션 비교

(십억원, %, x)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
		13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F
솔브레인	859	707	809	121	138	87	100	23.3	22.0	9.8	8.5	2.1	1.7	5.8	5.1
이녹스	314	205	308	37	57	29	45	28.9	32.1	10.4	7.1	2.7	2.0	7.4	5.1
덕산하이메탈	616	144	186	40	51	42	52	20.3	20.4	14.3	11.6	2.6	2.1	13.7	10.7
제일모직	4,719	6,511	6,531	325	407	287	320	8.9	9.0	16.0	14.6	1.4	1.3	10.3	8.9
한솔케미칼	308	330	403	28	37	24	32	12.7	15.0	12.7	9.6	1.7	1.4	10.6	8.5
OCI머티리얼즈	350	219	241	21	35	9	21	2.7	6.2	38.4	16.7	1.1	1.0	5.0	4.4
일진머티리얼즈	478	280	302	7	14	16	23	5.7	7.6	19.2	21.1	1.6	1.4	-	-
원익머트리얼즈	226	130	154	26	33	22	28	18.8	18.4	10.5	8.1	1.6	1.3	5.5	4.5
국내평균								16.5	17.6	16.4	12.2	1.9	1.5	8.3	6.7
Shin-Etsu Chemical	25,778	12,189	12,732	1,989	2,209	1,347	1,486	7.6	8.0	18.9	17.1	1.4	1.3	7.0	6.5
Hitachi Chemical	3,378	5,369	5,601	339	402	258	264	7.5	7.5	12.8	12.6	1.0	0.9	4.9	4.3
SUMCO	2,475	1,961	2,289	182	385	12	251	1.1	12.8	474.9	10.4	1.8	1.4	12.9	8.5
Sumitomo Chemical	6,393	24,158	24,785	1,027	1,147	349	567	6.4	10.2	18.2	11.2	1.1	1.0	8.7	8.2
JSR	4,780	4,294	4,571	416	480	306	350	8.9	9.7	15.6	13.6	1.3	1.3	6.0	5.4
Mitsubishi Chemical	7,442	37,323	37,409	1,531	1,703	519	581	5.1	6.5	14.1	12.5	0.8	0.8	7.7	7.1
Showa Denko	2,148	8,944	9,050	279	373	107	155	3.8	4.8	20.0	13.6	0.7	0.7	8.5	7.4
Furukawa	1,730	9,923	9,080	266	279	72	154	4.2	8.6	24.1	11.3	0.9	0.9	9.9	10.3
Sumitomo Bakelit	1,001	2,207	2,186	124	136	64	73	4.7	5.2	14.1	12.3	0.6	0.6	4.3	4.0
Nitto Denko	9,616	8,235	8,754	998	1,150	689	797	12.4	13.0	13.5	11.7	1.6	1.5	5.6	5.0
UDC	1,558	135	193	31	74	24	56	7.9	15.0	63.2	26.2	4.0	3.5	28.6	14.4
DuPont	59,935	38,091	40,450	5,496	6,137	3,614	4,093	30.6	30.5	15.9	14.1	4.1	3.2	9.7	8.9
Cabot Microelec.	1,038	479	502	97	106	66	72	-	17.5	16.9	15.2	-	-	8.2	7.6
해외평균								8.3	11.5	16.7	14.0	1.4	1.2	7.8	6.9
평균								12.4	14.5	16.6	13.1	1.6	1.4	8.0	6.8

자료: Bloomber 컨센서스, KDB대우증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

솔브레인 (036830/매수) 조용한 진화

- 2014F Outlook: 전 사업부 모두 고른 성장
- Catalyst: 1) 반도체 생산능력 확대, 2) 반도체 신규 소재, 3) OLED 패널 확산
- Valuation: 목표주가 68,000원으로 상향, 12M FWD P/E 9배로 저평가

이녹스 (088390/매수) 성장으로 보여준다

- 2014F Outlook: 소재 업체로서의 강한 면모
- Catalyst: 1) FPCB 수요 증대, 2) 신규 사업 본격화, 3) 탁월한 생산 관리 능력
- Valuation: 목표주가 35,000원 유지, 12M FWD P/E 8배 (동종업체 평균 13배)

덕산하이메탈 (077360/매수) OLED는 포기할 수 없다

- 2014F Outlook: OLED 소재 뜨거운 반등
- Catalyst: OLED 성장에 대한 확신
- Valuation: 목표주가 34,000원 유지, 12M FWD P/E 13배(OLED 사업 시작 이후 최저 수준)

제일모직 (001300/매수) 완성되어 가는 큰 그림

- 2014F Outlook: 순수 전자재료 업체로서의 원년
- Catalyst: 1) 반도체 소재 확대, 2) 편광판 수익성 개선, 3) OLED 소재 매출 증가
- Valuation: 목표주가 120,000원 유지, 12M FWD P/E 14.2배 (vs. 5년 평균 18배)

한솔케미칼 (014680/매수) 구조적 성장 국면 진입

- 2014F Outlook: 과산화수소 성장과 라텍스 회복, 자회사 호조
- Catalyst: 1) 삼성전자 반도체 생산능력 확대, 2) 전자재료 사업 본격화
- Valuation: 목표주가 35,000원 유지, 12M FWD P/E 10배 매력적

인터플렉스 (051370/매수) 수익성 개선이 필요한 시점

- 2014F Outlook: 단가 인하 불가피, 수익성에 초점
- Catalyst: 1) FPCB 점유율 확대, 2) 터치 사업 본격화
- Valuation: 목표주가 43,000원으로 하향, 12M FWD P/E 11배(동종 업체 평균 수준)

OCI머티리얼즈 (036490/중립) 새로운 성장 엔진이 필요하다

- 2014F Outlook: NF3 수급 개선 제한적
- Catalyst & Risk: 태양광 업황 턴어라운드 ↔ 신규 성장 동력 부재
- Valuation: 14F P/E 45배, 투자의견 중립 유지

일진머티리얼즈 (020150/중립) 날씨는 풀렸지만 아직은 겨울

- 2014F Outlook: 2차 전지 비중 확대로 수익성 개선
- Catalyst & Risk: 중대형 2차 전지 시장 확대 ↔ 단가 인하
- Valuation: 밸류에이션 부담 잔존, 투자의견 중립 유지

솔브레인 (036830)

조용한 진화

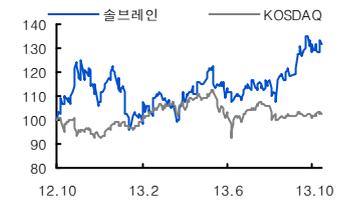
LCD/반도체 장비

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	68,000
현재주가(13/10/31,원)	53,000
상승여력	28%

영업이익(13F,십억원)	119
Consensus 영업이익(13F,십억원)	121
EPS 성장률(13F,%)	14.3
MKT EPS 성장률(13F,%)	17.0
P/E(13F,x)	10.1
MKT P/E(13F,x)	10.9
KOSDAQ	532.44

시가총액(십억원)	859
발행주식수(백만주)	16
유동주식비율(%)	54.9
외국인 보유비중(%)	24.0
베타(12M,일간수익률)	0.63
52주 최저가(원)	37,700
52주 최고가(원)	55,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	15.3	20.7
상대주가	1.3	12.0	14.6



2014F Outlook: 전 사업부 모두 고른 성장

전방 산업 성장성 둔화에도 불구하고 사업 다각화를 통해 2014년에도 전 사업부 고른 성장이 예상된다. 반도체 식각액 원료인 불산, 전해액 원료인 전해질 등 원재료 내재화가 가속화되면서 단가 인하에도 불구하고 수익성 방어도 가능할 전망이다.

반도체 부문은 칩 메이커들의 증설과 신기술 도입의 수혜가 예상된다. 디스플레이 부문은 OLED 패널 식각에 사용되는 Thin Glass(TG)가 여전히 성장의 축이다. 2차 전지 전해액은 고객사 내 점유율 상승과 미국 공장 매출 확대(전기차용 전지 수요 증가)가 예상된다.

Catalyst: 1) 반도체 생산능력 확대, 2) 반도체 신규 소재, 3) OLED 패널 확산

▶ **삼성전자 반도체 투자 확대의 수혜**가 예상된다. 올해와 내년 삼성전자 반도체 부문 투자는 각각 13조원, 16조원에 이를 전망이다. 2014년 삼성전자 중국 3D NAND 라인과 국내 17라인 가동은 솔브레인 식각액 물량 증가 요인이다. 현재 삼성전자 내에서 점유율이 낮은 CMP 슬러리도 시장 성장과 점유율 확대 수혜를 동시에 누릴 전망이다.

▶ **반도체 기술 진화(구조 변화/공정 전환)와 관련된 신규 소재가 부각될** 전망이다. 삼성전자 중국 NAND 라인에서는 3D NAND, 국내 17라인에서는 14나노 공정 적용이 예상된다. 동사는 삼성전자와 3D NAND 제조를 위해 고선택비 인산(HSN)을 공동 개발했다. 14나노 이하 공정에서는 미세 먼지 제거를 위해 세정액의 중요성이 높아진다. 동사가 지난해부터 삼성전자에 납품하기 시작한 이온수 장비는 공정 전환에 따라 채택률 확대가 예상된다.

▶ **Thin Glass 성장은 지속될 것으로 보인다.** 삼성전자는 여전히 OLED 스마트폰에 역량을 집중하고 있으며, 태블릿PC에도 차별화를 위해 OLED 패널 탑재 가능성이 있다. 삼성디스플레이로부터 Thin Glass 및 ITO 코팅 사업을 인수할 경우 추가적인 매출 확대가 예상된다.

Valuation: 목표주가 68,000원으로 상향, 12M FWD P/E 9배로 저평가

솔브레인에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가는 68,000원으로 13% 상향한다. 적용 EPS를 2014년으로 변경했고, 제품 믹스 개선을 반영해 14F EPS를 4% 상향했기 때문이다. 솔브레인은 IT 업종 내에서 가장 안정적인 실적과 제품 포트폴리오를 보유하고 있는 업체다. 스마트폰, 태블릿PC, OLED, 비메모리 반도체, 반도체 공정 전환 등 현재 IT 산업 내 주요 이슈에 모두 연관되어 있다. 그럼에도 불구하고 현재 주가는 12M FWD P/E 9배 수준으로 동종업체 평균(13배) 대비 저평가 된 것으로 판단된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	359	481	664	668	759	848
영업이익(십억원)	45	59	107	119	135	146
영업이익률 (%)	12.5	12.2	16.1	17.8	17.8	17.3
순이익(십억원)	32	7	74	86	101	110
EPS (원)	2,206	479	4,614	5,275	6,220	6,774
ROE (%)	16.5	3.2	26.4	22.9	21.9	19.6
P/E (배)	13.9	80.7	10.1	10.1	8.5	7.8
P/B (배)	2.2	2.6	2.4	2.2	1.8	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 솔브레인, KDB대우증권 리서치센터

표 6. 솔브레인 수익예상 변경

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			% 변경률			변경근거
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	686	784	858	668	759	848	-2.6	-3.2	-1.2	원재료 내재화로 수익성 개선 제품 믹스 개선
영업이익	122	130	137	119	135	146	-2.8	3.9	6.6	
세전이익	115	124	132	112	129	141	-3.0	4.1	6.9	
당기순이익	88	97	103	85	101	110	-3.1	4.1	6.9	
EPS(원)	5,440	5,973	6,337	5,275	6,220	6,774	-3.1	4.1	6.9	
영업이익률	17.8	16.6	16.0	17.8	17.8	17.3	-	-	-	
순이익률	12.9	12.4	12.0	12.8	13.3	12.9	-	-	-	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 7. 솔브레인 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	158.8	167.4	170.2	171.7	165.0	186.5	201.2	206.1	663.6	668.0	758.9	847.6
디스플레이	83.7	93.7	94.9	93.0	82.7	91.0	99.4	110.6	307.2	365.3	383.7	421.8
식각액	29.9	28.8	29.8	31.6	30.1	33.4	34.4	32.1	123.7	120.1	130.0	134.1
Thin Glass	53.8	64.9	65.1	61.4	52.7	57.6	65.0	78.5	183.5	245.2	253.8	287.7
반도체	53.5	51.0	49.8	55.3	57.5	68.7	73.6	72.7	247.3	209.7	272.6	316.2
식각액	42.0	39.1	37.3	41.9	43.1	51.8	52.2	51.5	194.6	160.3	198.6	222.0
전구체	6.0	5.6	5.5	5.4	6.3	8.1	11.4	10.7	32.9	22.6	36.5	48.0
CMP 슬러리	5.5	6.3	7.0	8.0	8.2	8.8	10.0	10.5	19.8	26.8	37.5	46.1
2차 전지	12.4	12.0	14.9	14.6	16.0	17.7	19.2	15.3	59.4	53.9	68.2	79.7
기타	9.3	10.6	10.5	8.7	8.6	9.1	9.1	7.5	49.8	39.2	34.4	30.0
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
디스플레이	52.7	56.0	55.7	54.2	50.2	48.8	49.4	53.6	46.3	54.7	50.6	49.8
반도체	33.7	30.5	29.3	32.2	34.9	36.8	36.6	35.3	37.3	31.4	35.9	37.3
2차 전지	7.8	7.2	8.8	8.5	9.7	9.5	9.5	7.4	8.9	8.1	9.0	9.4
기타	5.9	6.3	6.2	5.1	5.2	4.9	4.5	3.7	7.5	5.9	4.5	3.5
영업이익	23.7	33.0	32.1	30.2	26.7	35.6	38.4	34.5	107.0	119.0	135.2	146.3
세전이익	21.5	30.2	31.4	28.6	25.4	33.8	37.0	33.0	96.0	111.7	129.2	140.7
당기순이익	16.7	21.9	24.5	22.3	19.8	26.3	28.8	25.8	74.2	85.4	100.8	109.7
영업이익률	14.9	19.7	18.9	17.6	16.2	19.1	19.1	16.8	16.1	17.8	17.8	17.3
순이익률	10.5	13.1	14.4	13.0	12.0	14.1	14.3	12.5	11.2	12.8	13.3	12.9
QoQ 증감률												
매출액		5.4	1.7	0.9	-3.9	13.1	7.9	2.4		0.7	13.6	11.7
디스플레이		12.0	1.2	-1.9	-11.1	9.9	9.3	11.2		18.9	5.1	9.9
반도체		-3.4	3.1	6.3	-4.8	10.9	3.2	-6.7		-2.9	8.2	3.2
2차 전지		20.6	0.3	-5.7	-14.3	9.4	12.8	20.7		33.6	3.5	13.4
기타		-4.6	-2.4	11.1	4.0	19.4	7.1	-1.1		-15.2	30.0	16.0
영업이익		39.7	-2.9	-5.9	-11.7	33.4	7.9	-10.0		11.2	13.6	8.2
세전이익		40.2	4.2	-8.9	-11.3	33.0	9.4	-10.6		16.4	15.7	8.9
당기순이익		30.8	12.0	-8.9	-11.3	33.0	9.4	-10.6		15.2	17.9	8.9

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

솔브레인 (036830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	664	668	759	848
매출원가	508	497	565	635
매출총이익	155	171	194	213
판매비와관리비	48	52	59	66
조정영업이익	107	119	135	146
영업이익	107	119	135	146
비영업손익	-11	-7	-6	-6
순금융비용	6	0	0	0
관계기업등 투자손익	1	6	6	6
세전계속사업손익	96	112	129	141
계속사업법인세비용	22	26	28	31
계속사업이익	74	86	101	110
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	74	86	101	110
지배주주	74	86	101	110
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	74	86	102	111
지배주주	74	86	102	111
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	137	136	171	183
FCF	70	50	67	76
EBITDA마진율 (%)	20.7	20.4	22.5	21.5
영업이익률 (%)	16.1	17.8	17.8	17.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.1	12.8	13.3	13.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	127	123	128	143
당기순이익	96	86	101	110
비현금수익비용가감	41	67	70	73
유형자산감가상각비	29	17	35	36
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	-6	-37	-8	-8
영업활동으로인한자산및부채의변동	6	-5	-14	-8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-4	-16	-10
재고자산 감소(증가)	13	-2	-8	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	2	11	6
법인세납부	-17	-26	-28	-31
투자활동으로 인한 현금흐름	-64	-54	-60	-66
유형자산처분(취득)	-58	-54	-59	-65
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	-2	0	0
기타투자활동	-4	2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-39	-12	21	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-28	-20	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	-6	-6	-6
기타채무활동	-5	-2	0	0
현금의증가	23	58	89	72
기초현금	26	49	107	197
기말현금	49	107	197	268

자료: 솔브레인, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	173	233	347	433
현금 및 현금성자산	49	107	197	268
매출채권 및 기타채권	70	82	98	108
재고자산	46	42	50	55
기타유동자산	7	0	0	0
비유동자산	354	371	401	437
관계기업투자등	56	60	66	72
유형자산	253	276	300	329
무형자산	24	20	20	20
자산총계	527	604	748	870
유동부채	155	153	164	170
매입채무 및 기타채무	32	54	65	71
단기금융부채	93	99	99	99
기타유동부채	29	0	0	0
비유동부채	39	38	76	86
장기금융부채	32	27	54	54
기타비유동부채	7	11	22	33
부채총계	194	191	239	256
지배주주지분	333	413	509	613
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	70	70	70	70
이익잉여금	255	335	430	533
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	333	414	509	614

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	10.1	10.1	8.5	7.8
P/CF (x)	7.2	8.4	6.3	5.9
P/B (x)	2.4	2.2	1.8	1.4
EV/EBITDA (x)	6.1	6.4	4.8	4.1
EPS (원)	4,614	5,275	6,220	6,774
CFPS (원)	6,490	6,348	8,414	9,012
BPS (원)	19,284	24,490	30,361	36,786
DPS (원)	375	375	375	375
배당성향 (%)	8.2	7.0	6.0	5.5
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	37.9	0.7	13.6	11.7
EBITDA증가율 (%)	73.7	-0.5	25.2	6.9
영업이익증가율 (%)	82.5	11.2	13.6	8.2
EPS증가율 (%)	864.3	14.3	17.9	8.9
매출채권 회전율 (회)	10.0	8.8	8.4	8.2
재고자산 회전율 (회)	12.3	15.2	16.6	16.2
매입채무 회전율 (회)	27.0	17.2	12.8	12.5
ROA (%)	14.8	15.1	14.9	13.6
ROE (%)	26.4	22.9	21.9	19.6
ROIC (%)	24.7	25.8	27.4	27.0
부채비율 (%)	58.2	46.2	47.0	41.8
유동비율 (%)	111.8	152.5	212.0	254.8
순차입금/자기자본 (%)	22.8	3.9	-9.1	-19.3
영업이익/금융비용 (x)	15.8			

이녹스 (088390)

성장으로 보여준다

전자부품

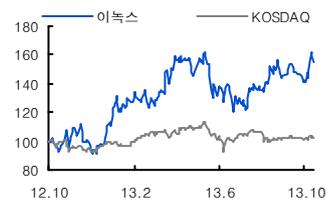
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	35,000
현재주가(13/10/31,원)	25,500
상승여력	37%

영업이익(13F,십억원)	37
Consensus 영업이익(13F,십억원)	37

EPS 성장률(13F,%)	74.1
MKT EPS 성장률(13F,%)	17.0
P/E(13F,x)	10.5
MKT P/E(13F,x)	10.9
KOSDAQ	532.44

시가총액(십억원)	314
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	72.2
외국인 보유비중(%)	5.6
베타(12M,일간수익률)	1.02
52주 최저가(원)	17,800
52주 최고가(원)	32,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	-1.2	61.0
상대주가	-0.1	-4.6	54.8



2014F Outlook: 소재 업체로서의 강한 면모

FPCB 수요는 여전히 견조하다. 모바일 제품에는 경박 단소화를 위해 고부가 FPCB가 탑재되는 추세이며, 기기당 채용량도 증가하고 있다. 중저가 제품 확산에 대한 우려가 있지만 동사와 같은 소재 업체에게는 오히려 호재다. 소재 업체 입장에서는 가격과 직결되는 제품의 스펙보다는 물량 자체가 중요하기 때문이다.

신제품 출시를 통한 점유율 상승으로 업황 변동에 대한 내성도 확보할 전망이다. 점유율 상승을 통해 산업 성장률이 정체되는 구간에서도 성장이 가능할 것으로 보인다. 신규 사업은 기존 사업과의 시너지를 통해 수익성을 개선시키는 요인이 될 것이다.

Catalyst: 1) FPCB 수요 증가, 2) 신규 사업 본격화, 3) 탁월한 생산 관리 능력

▶ **FPCB 수요 증가**로 소재 업체인 동사에게 직접적인 수혜가 예상된다. 기존 FPCB 소재 매출액은 모바일 수요 호조와 고객사 증설에 따라 전년 대비 22%(13F) → 22%(14F) → 19%(15F) 증가할 전망이다.

▶ **신규 사업이 본격화**될 전망이다. 대부분의 신규 사업은 1) 새로운 디바이스의 출현 (디지털 타이저 필름), 2) 타이트한 수급 (2-Layer FCCL), 3) 낮은 국산화율 (EMI 차폐 필름)과 관련이 있기 때문에 고객사로부터의 생산 요청이 많은 상황이다. 디지털 타이저 필름을 시작으로 신규 사업 매출이 확대되면서 신규 사업의 매출 기여도는 16%(13F) → 32%(14F) → 38%(15F)로 급증할 전망이다.

▶ **생산 관리 및 수율 안정화** 능력이 뛰어나다. 지속적인 증설을 단행하면서도 큰 시차 없이 수익성이 개선된 것은 수율 향상 및 광폭 설비 도입을 통해 원재료 손실을 최소화했기 때문이다. 효율적인 생산 관리 능력은 향후 고부가 신규 사업 안정화 → 제품 믹스 개선 → 수익성 향상으로 이어질 전망이다.

Valuation: 목표주가 35,000원 유지, 12M FWD P/E 8배 (동종업체 평균 13배)

동사에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 35,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS에 FPCB 업체와 IT 소재 업체 평균 P/E 12배를 적용해 산정했다. 현재 동사의 주가는 12M FWD P/E 8배로 올해와 내년 EPS 성장률이 각각 72%, 39% 임을 감안하면 여전히 저평가 영역으로 판단한다. 동사는 국내 최대 FPCB 소재 업체로서 FPCB 업체들의 증설과 신규 사업 진출을 통한 점유율 확대를 동시에 누릴 전망이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	104	115	142	199	296	385
영업이익(십억원)	13	14	20	37	54	64
영업이익률 (%)	13.0	11.8	13.9	18.4	18.1	16.6
순이익(십억원)	9	9	13	28	42	49
EPS (원)	989	892	1,161	2,426	3,384	3,949
ROE (%)	23.1	16.0	18.1	31.1	33.5	28.9
P/E (배)	9.8	15.1	13.6	10.5	7.5	6.5
P/B (배)	2.1	2.5	2.4	3.1	2.2	1.7

주: K-IFRS 별도 기준
자료: 이녹스, KDB대우증권 리서치센터

표 8. 이녹스 수익예상 변경

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			% 변경률			변경근거
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	202	298	384	199	296	385	-1.3	-0.6	0.1	- 디지털타이저 소재 매출 상향 조정 - MCCL 사업 철수 반영
영업이익	36	54	63	37	54	64	3.5	-0.4	1.9	
세전이익	34	52	59	36	52	61	4.3	-0.2	2.1	
당기순이익	27	42	48	28	42	49	3.0	-0.2	2.1	
EPS(원)	2,355	3,392	3,867	2,425	3,384	3,949	3.0	-0.2	2.1	
영업이익률	17.6	18.1	16.3	18.4	18.1	16.6	-	-	-	
순이익률	13.4	14.0	12.4	14.0	14.0	12.6	-	-	-	

주: K-IFRS 별도 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 9. 이녹스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	40.0	40.9	62.0	56.5	58.7	70.1	80.4	87.3	142.3	199.4	296.4	384.6
FPCB	32.7	32.4	40.3	35.5	35.9	42.9	47.0	46.3	115.7	140.9	172.1	205.5
Coverlay	19.4	19.0	22.5	19.4	20.2	24.2	26.2	25.7	66.2	80.2	96.3	112.8
3-layer FCCL	5.8	5.3	9.4	8.3	7.5	9.4	11.1	10.4	21.9	28.8	38.4	48.7
기타	7.5	8.1	8.4	7.8	8.2	9.4	9.7	10.2	27.6	31.8	37.5	44.0
반도체	5.5	6.4	7.3	7.0	7.6	7.8	7.7	8.0	21.6	26.2	31.1	33.7
신규사업	1.8	2.1	14.4	14.1	15.2	19.3	25.7	33.0	5.0	32.4	93.2	145.4
EMI 필름	0.9	0.5	1.2	1.3	1.3	2.8	4.5	5.5	3.3	3.9	14.2	32.0
디지털타이저 필름	0.1	0.3	12.1	11.5	11.7	12.6	14.1	17.0	0.0	23.9	55.3	62.5
2-Layer FCCL	0.6	0.9	0.8	1.3	2.2	3.9	7.1	10.5	0.0	3.6	23.7	50.9
기타	0.2	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.8	1.0	0.0	0.0
출하면적 (000 m ²)	4,678	4,794	5,847	5,177	5,488	6,607	7,444	7,550	15,435	20,496	27,090	34,319
ASP (천원/m ²)	8.6	8.5	10.6	10.9	10.7	10.6	10.8	11.6	9.2	9.7	10.9	11.2
영업이익	6.3	7.5	12.0	11.0	9.6	12.8	16.0	15.3	19.8	36.8	53.7	64.0
세전이익	6.4	7.3	11.2	10.9	9.5	12.2	14.7	15.7	14.9	35.9	52.1	60.8
당기순이익	5.2	5.4	8.6	8.8	7.6	9.7	11.7	12.6	12.5	28.0	41.6	48.6
영업이익률	15.8	18.3	19.4	19.4	16.3	18.3	19.8	17.6	13.9	18.4	18.1	16.6
순이익률	12.9	13.1	13.9	15.6	12.9	13.9	14.6	14.4	8.8	14.0	14.0	12.6
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	8.8	2.2	51.7	-8.8	3.8	19.4	14.7	8.5	23.3	40.1	48.7	29.7
영업이익	55.3	18.2	60.8	-8.8	-12.6	34.1	24.2	-3.9	44.9	85.7	46.1	19.2
세전이익	212.7	14.9	53.4	-3.0	-13.0	28.5	20.2	7.4	30.0	141.2	45.2	16.7
당기순이익	128.9	4.1	60.9	2.4	-14.1	28.5	20.2	7.4	35.6	123.2	48.9	16.7

주: K-IFRS 별도 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

이녹스 (088390)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	142	199	296	385
매출원가	106	141	220	296
매출총이익	37	58	77	89
판매비와관리비	17	21	23	25
조정영업이익	20	37	54	64
영업이익	20	37	54	64
비영업손익	-5	-1	-2	-3
순금융비용	3	3	3	3
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	15	36	52	61
계속사업법인세비용	2	8	10	12
계속사업이익	13	28	42	49
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	13	28	42	49
지배주주	13	28	42	49
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	12	27	40	47
지배주주	12	27	40	47
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	27	46	64	74
FCF	2	-18	-4	16
EBITDA마진율 (%)	18.6	23.0	21.5	19.3
영업이익률 (%)	13.9	18.4	18.1	16.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.8	14.0	14.1	12.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	70	91	130	178
현금 및 현금성자산	17	12	9	25
매출채권 및 기타채권	28	43	66	83
재고자산	23	35	54	68
기타유동자산	1	1	2	2
비유동자산	78	105	120	131
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	74	102	118	131
무형자산	3	3	2	2
자산총계	147	196	250	309
유동부채	56	68	79	88
매입채무 및 기타채무	10	15	23	28
단기금융부채	43	47	47	47
기타유동부채	4	6	10	12
비유동부채	15	24	26	29
장기금융부채	12	19	19	19
기타비유동부채	0	0	0	2
부채총계	71	92	106	117
지배주주지분	76	104	144	192
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	33	34	34	34
이익잉여금	39	67	108	157
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	76	104	144	192

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	23	18	24	41
당기순이익	13	28	42	49
비현금수익비용가감	14	20	22	26
유형자산감가상각비	6	8	9	10
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-3	1	1	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-23	-30	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-14	-23	-17
재고자산 감소(증가)	-2	-12	-19	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	3	8	6
법인세납부	-2	-6	-10	-12
투자활동으로 인한 현금흐름	-21	-33	-24	-22
유형자산처분(취득)	-21	-35	-25	-23
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	1	0	0
기타투자활동	0	1	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	1	10	-3	-3
장단기금융부채의 증가(감소)	2	2	0	0
자본의 증가(감소)	2	2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-3	-3	-3
현금의증가	3	-5	-4	16
기초현금	14	17	12	9
기말현금	17	12	9	25

자료: 이녹스, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	13.6	10.5	7.5	6.5
P/CF (x)	8.9	7.9	6.1	5.3
P/B (x)	2.4	3.1	2.2	1.7
EV/EBITDA (x)	8.2	8.1	5.9	4.9
EPS (원)	1,161	2,426	3,384	3,949
CFPS (원)	2,139	3,213	4,202	4,778
BPS (원)	6,695	8,220	11,565	15,456
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 (%)	23.3	40.1	48.7	29.7
EBITDA증가율 (%)	46.2	72.9	39.1	16.3
영업이익증가율 (%)	44.9	85.6	46.1	19.2
EPS증가율 (%)	30.1	109.0	39.5	16.7
매출채권 회전율 (회)	5.3	5.7	5.5	5.2
재고자산 회전율 (회)	6.6	6.9	6.7	6.3
매입채무 회전율 (회)	26.5	23.7	22.9	21.7
ROA (%)	9.1	16.3	18.7	17.4
ROE (%)	18.1	31.1	33.5	28.9
ROIC (%)	15.4	20.6	23.1	22.5
부채비율 (%)	93.9	88.5	73.1	61.0
유동비율 (%)	123.2	133.6	163.9	202.7
순차입금/자기자본 (%)	48.4	52.0	40.1	21.7
영업이익/금융비용 (x)	5.9	12.4	15.8	18.8

덕산하이메탈 (077360)

OLED는 포기할 수 없다

반도체

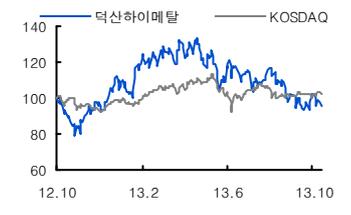
(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	34,000
현재주가(13/10/31,원)	20,950
상승여력	62%

영업이익(13F,십억원)	34
Consensus 영업이익(13F,십억원)	39

EPS 성장률(13F,%)	-10.0
MKT EPS 성장률(13F,%)	17.0
P/E(13F,x)	16.3
MKT P/E(13F,x)	10.9
KOSDAQ	532.44

시가총액(십억원)	616
발행주식수(백만주)	29
유동주식비율(%)	44.1
외국인 보유비중(%)	15.3
베타(12M,일간수익률)	0.69
52주 최저가(원)	16,500
52주 최고가(원)	29,600

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.7	-23.3	2.7
상대주가	-5.3	-26.6	-3.5



2014F Outlook: OLED 소재 뜨거운 반등

2014년 OLED 소재 수요가 큰 폭으로 증가할 전망이다. 라인 증설로 주요 고객사의 OLED 생산능력은 면적 기준으로 44% 증가할 것으로 예상된다. 아직 모바일 제품보다 재료 효율이 낮은 OLED TV 생산이 확대되면서 단위 면적당 투입 재료량도 증가할 것으로 보인다. OLED 스마트폰의 면적이 커지는 추세고, 태블릿PC에도 OLED 패널 탑재 가능성이 높아지고 있다. 경쟁사의 시장 진입이 지연되면서 점유율 하락 속도도 예상보다 느릴 전망이다. 내년 OLED 소재 매출액은 올해 대비 62% 증가한 1,000억원이 예상된다.

Catalyst: OLED 성장에 대한 확신

▶ **패러다임을 바꿀 OLED:** LCD와는 달리 TV는 OLED 기술의 종착역이 아니다. OLED는 구조의 단순함과 플렉서블/투명 디스플레이 구현 가능성을 바탕으로 조명, 자동차 유리, 인테리어 유리, 상업용 간판 등 적용 분야가 폭넓다. 변동성과 계절성이 큰 가전(consumer electronics)에서 규모가 크고 안정적인 산업용 전기전자(industrial electronics)로 시장이 확대될 수 있는 부분이다.

▶ **OLED 성장에 대한 확신:** 대형 IT 업체들의 OLED에 대한 투자가 활발해지고 있다. 삼성은 최근 그룹 차원에서 OLED 재료 업체인 Novaled 인수를 발표했다. LG디스플레이도 올해 초부터 OLED 라인 투자를 본격화했고, 중국 최대 패널 업체인 BOE도 OLED 투자에 합류했다. 애플은 자사 제품에 OLED를 단 한 번도 채택한 적 없지만, 다수의 특허를 지속적으로 출원하고 있다. 다수 업체의 시장 진입은 OLED 성장에 대한 확신을 의미한다.

▶ **OLED TV 침투율 1.5%, 재료 시장 3배 성장:** 향후 2~3년 내 모바일 제품에서 TV로 OLED의 적용 범위가 확대될 경우 재료 시장에 대한 파급 효과는 매우 클 전망이다. OLED TV 침투율을 1.5%(연간 300만대)로 가정할 경우 OLED 생산능력은 2012년 대비 4.4배, 재료 시장은 2.5배 성장이 예상된다. OLED TV 침투율이 1.5% → 3% → 6%로 확대될 경우 재료 시장 규모는 단가 인하를 감안해도 매년 50% 이상 성장이 가능할 것으로 판단한다.

Valuation: 12M FWD P/E 13배, OLED 사업 시작 이후 최저 수준

현재 동사의 주가는 12M FWD P/E 13배 수준이다. OLED 사업을 시작한 이래 최저 수준이다. 지난해 4분기 OLED TV 출시에 대한 의구심과 삼성이 갤럭시S4에 OLED 대신 LCD를 탑재할 것이라는 우려로 기록한 저점이 14배다. 결과적으로 이러한 우려들은 모두 해소되었다. 지금 상황이 지난해 말보다 심각해 보이지 않는다. 적극적 매수 구간으로 판단한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	73	129	144	132	184	220
영업이익(십억원)	20	39	42	34	50	58
영업이익률 (%)	27.7	30.4	29.0	26.0	27.1	26.3
순이익(십억원)	16	35	42	38	51	52
EPS (원)	638	1,181	1,426	1,284	1,721	1,760
ROE (%)	18.7	29.0	26.1	18.7	20.6	17.4
P/E (배)	31.8	21.5	14.9	16.3	12.2	11.9
P/B (배)	6.6	6.0	3.7	2.9	2.4	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 덕산하이메탈, KDB대우증권 리서치센터

표 10. 덕산하이메탈 수익예상 변경

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			% 변경률			변경근거
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	132	184	220	132	184	220	0.0	0.0	0.0	- 기존 전망 유지
영업이익	34	50	58	34	50	58	0.0	0.0	0.0	
세전이익	38	53	61	38	53	61	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	38	51	52	38	51	52	0.0	0.0	0.0	
EPS(원)	1,285	1,721	1,760	1,285	1,721	1,760	0.0	0.0	0.0	
영업이익률	26.0	27.1	26.3	26.0	27.1	26.3	-	-	-	
순이익률	28.7	27.5	23.6	28.7	27.5	23.6	-	-	-	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 11. 덕산하이메탈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	32.2	29.6	33.8	36.0	38.4	47.6	47.5	50.1	143.8	131.5	183.7	219.6
OLED	15.9	14.5	15.4	16.1	19.3	25.9	24.7	30.1	79.4	61.9	100.0	126.7
반도체	16.3	15.0	18.4	19.9	19.1	21.7	22.8	20.0	64.4	69.6	83.7	92.9
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	49.3	49.2	45.6	44.8	50.3	54.4	52.0	60.0	55.2	47.1	54.4	57.7
반도체	50.7	50.8	54.4	55.2	49.7	45.6	48.0	40.0	44.8	52.9	45.6	42.3
영업이익	9.2	7.5	8.4	9.1	10.4	12.9	12.7	13.7	41.7	34.2	49.7	57.8
세전이익	10.4	8.1	9.2	9.9	11.1	13.6	13.5	14.5	42.9	37.6	52.7	60.9
당기순이익	10.0	8.3	9.4	10.1	10.6	13.1	13.0	13.9	41.9	37.8	50.6	51.7
영업이익률	28.5	25.5	24.9	25.2	27.0	27.0	26.8	27.4	29.0	26.0	27.1	26.3
순이익률	31.0	28.1	27.8	28.1	27.7	27.5	27.3	27.7	29.1	28.7	27.5	23.6
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	-16.1	-8.2	14.4	6.4	6.8	24.0	-0.2	5.4	11.1	-8.5	39.7	19.5
OLED	-25.7	-8.4	5.9	4.7	19.8	34.2	-4.7	21.7	13.3	-22.0	61.5	26.7
반도체	-4.0	-8.1	22.7	7.9	-3.7	13.6	5.2	-12.2	8.6	8.0	20.3	10.9
영업이익	-16.1	-18.0	11.7	7.7	14.3	24.3	-1.0	7.6	5.9	-17.9	45.3	16.3
세전이익	-10.2	-21.8	13.2	7.8	11.8	23.3	-0.9	7.0	22.5	-12.5	40.3	15.5
당기순이익	-7.8	-16.9	13.2	7.8	5.0	23.3	-0.9	7.0	21.2	-9.8	33.9	2.2

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 12. 삼성디스플레이 OLED 생산능력 추정

	2012				2013F				2014F				2015F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
Total capacity ('000 m2)	434	577	627	627	674	738	773	826	931	984	1,101	1,285	1,416	1,612	1,941	2,138	
Growth rate (%)	8.8	32.9	8.6	0.0	7.5	9.6	4.8	6.8	12.7	5.7	11.9	16.7	10.2	13.9	20.4	10.1	
('000 sheets/month)	Type																
A1 (4G, 730 x 920)	Half		53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	53	
A2 (5.5G, 1300 x 1500)	Quarter		56	72	72	72	80	91	97	106	124	133	142	151	151	151	151
Phase 1	(32K/month)		32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Phase 2 (incl. flexible)	(32K/month)		24	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
Phase 3 (incl. flexible)	(24K/month)			8	8	8	16	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
Phase 4	(27K/month)							3	9	18	27	27	27	27	27	27	27
Phase 5	(18K/month)										18	18	18	18	18	18	18
Phase 6	(18K/month)										9	18	18	18	18	18	18
A3 (6G, 1500 x 1800)	Half										8	16	24	32	40	48	
Phase 1	(32K/month)										8	16	24	24	24	24	
Phase 2	(32K/month)												8	16	24	24	
V1 (8G, 2200 x 2500)	6th			3	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	
V2 (8G, 2200 x 2500)	Half												4	8	16	32	40
Phase 1	(24K/month)												4	8	16	24	24
Phase 2	(24K/month)														8	16	16

자료: DisplaySearch, KDB 대우증권 리서치센터

덕산하이메탈 (077360)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	144	132	184	220
매출원가	84	81	112	135
매출총이익	60	51	72	84
판매비와관리비	18	17	22	27
조정영업이익	42	34	50	58
영업이익	42	34	50	58
비영업손익	1	3	3	3
순금융비용	-1	-1	-1	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	38	53	61
계속사업법인세비용	1	0	2	9
계속사업이익	42	38	51	52
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	42	38	51	52
지배주주	42	38	51	52
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	42	37	50	51
지배주주	42	37	50	51
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	48	39	58	67
FCF	40	15	-9	-13
EBITDA마진율 (%)	33.0	29.5	31.6	30.4
영업이익률 (%)	29.0	26.0	27.1	26.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	29.2	28.7	27.5	23.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	51	53	47	52
당기순이익	42	38	51	52
비현금수익비용가감	11	7	8	15
유형자산감가상각비	5	3	7	8
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-5	-4	2	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	9	-9	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-3	-5	-3
재고자산 감소(증가)	1	2	-4	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	6	4	2
법인세납부	1	0	-2	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	-53	-59	-89	-97
유형자산처분(취득)	-4	-25	-57	-66
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-49	0	0	0
기타투자활동	1	-33	-31	-31
재무활동으로 인한 현금흐름	-3	15	49	38
장단기금융부채의 증가(감소)	0	15	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	0	-1	-2
현금의증가	-7	10	8	-7
기초현금	21	14	24	32
기말현금	14	24	32	24

자료: 덕산하이메탈, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	89	98	115	114
현금 및 현금성자산	14	24	32	24
매출채권 및 기타채권	13	12	17	20
재고자산	12	11	15	18
기타유동자산	2	2	2	3
비유동자산	109	159	244	338
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	65	84	133	191
무형자산	34	33	33	33
자산총계	199	256	359	453
유동부채	14	34	38	41
매입채무 및 기타채무	10	9	12	15
단기금융부채	2	23	23	23
기타유동부채	2	2	3	4
비유동부채	2	2	50	89
장기금융부채	0	1	50	90
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	16	35	88	130
지배주주지분	183	221	271	322
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	82	82	82	82
이익잉여금	113	151	201	253
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	183	221	271	322

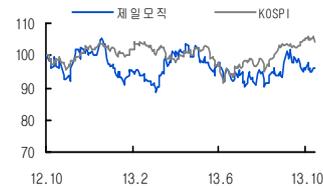
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	14.9	16.3	12.2	11.9
P/CF (x)	13.1	14.6	10.4	10.2
P/B (x)	3.7	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA (x)	11.9	14.6	10.5	9.8
EPS (원)	1,426	1,284	1,721	1,760
CFPS (원)	1,624	1,440	2,007	2,065
BPS (원)	5,793	7,128	8,841	10,593
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 (%)	11.1	-8.5	39.7	19.5
EBITDA증가율 (%)	10.8	-18.2	49.7	15.0
영업이익증가율 (%)	5.9	-17.9	45.3	16.3
EPS증가율 (%)	20.8	-10.0	34.1	2.2
매출채권 회전율 (회)	12.7	10.5	12.7	11.9
재고자산 회전율 (회)	11.8	11.5	13.9	13.0
매입채무 회전율 (회)	36.3	40.4	48.8	45.8
ROA (%)	23.9	16.6	16.4	12.7
ROE (%)	26.1	18.7	20.6	17.4
ROIC (%)	34.2	26.9	29.0	21.9
부채비율 (%)	8.7	16.0	32.6	40.5
유동비율 (%)	647.7	290.2	302.1	278.6
순차입금/자기자본 (%)	-33.4	-22.7	-2.9	12.2
영업이익/금융비용 (x)	645.5	100.8	53.4	37.5

제일모직 (001300)

완성되어 가는 큰 그림

(Maintain)	매수		
목표주가(원, 12M)	120,000		
현재주가(13/10/31, 원)	90,000		
상승여력	33%		
영업이익(13F, 십억원)	306		
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	323		
EPS 성장률(13F, %)	85.7		
MKT EPS 성장률(13F, %)	17.0		
P/E(13F, x)	12.2		
MKT P/E(13F, x)	11.1		
KOSPI	2,030.09		
시가총액(십억원)	4,719		
발행주식수(백만주)	52		
유동주식비율(%)	85.3		
외국인 보유비중(%)	24.2		
베타(12M, 일간수익률)	0.74		
52주 최저가(원)	82,100		
52주 최고가(원)	98,900		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.9	-5.2	-3.6
상대주가	-3.5	-8.5	-9.8



2014F Outlook: 순수 전자재료 업체로서의 원년

패션 사업부 매각 이후 삼성 그룹 내 전자재료 업체로서의 위상이 강화될 전망이다. 저수익 사업 구조조정은 마무리되었고, 1) 고부가 소재 확대(반도체 소재), 2) 성장 아이템 집중(OLED, 2차 전지), 3) 주력 고객사 내 점유율 확대(편광판)가 본격화될 것으로 판단한다.

삼성 그룹은 부품(반도체, 디스플레이, 통신 부품), 세트(휴대폰, TV) 분야에서 글로벌 선두 자리를 차지하고 있다. 다음 집중 전략은 아직까지 해외 의존도가 높은 소재 분야로 판단된다. 제일모직은 이러한 삼성 그룹 소재 부문 강화의 주역이 될 전망이다. 연말에 설립되는 삼성 전자소재연구단지를 통해 제일모직의 차세대 소재 개발이 더욱 가속화될 것이다. 삼성 전자, 삼성SDI 등 전방산업 내 계열사와의 시너지를 창출할 수 있기 때문이다.

Catalyst: 1) 반도체 소재 확대, 2) 편광판 수익성 개선, 3) OLED 소재 매출 증가

▶ **고부가 반도체 소재 물량 확대:** 삼성전자의 중국 NAND 라인 가동, DRAM 공정 전환 가속화에 따라 SOH(spin-on hardmask)를 포함한 고부가 반도체 소재 매출이 증가할 전망이다. SOH는 삼성의 중국 NAND 라인이 확대될 경우 증설 가능성도 있다. 반도체 소재는 2013년 기준 전체 영업이익의 55%를 차지할 만큼 이익 기여도가 크다. 수익성 높은 반도체 소재 매출 증가로 전체적인 제품 믹스 개선이 예상된다.

▶ **편광판 수익성 개선:** 편광판은 TV, 테블릿PC, OLED 스마트폰 등으로 적용 범위가 확대될 전망이다. 세 가지 제품은 기존 노트북/모니터용 편광판 대비 수익성이 2배 이상 높지만, 삼성전자 내에서 해외 업체들의 점유율이 90%를 상회하는 것으로 추정된다. 2014년부터 동사는 공격적인 점유율 확대를 통해 매출 성장과 수익성 개선을 동시에 달성할 전망이다.

▶ **OLED 소재 매출 본격화:** Novaled 인수를 통해 OLED 소재 매출이 급증할 전망이다. 제품 포트폴리오 다각화 및 점유율 확대를 통해 OLED 소재 매출액은 올해 170억원에서 내년 1,000억원 수준으로 증가할 것으로 예상된다.

Valuation: 목표주가 120,000원 유지, 12M FWD P/E 14.2배 (vs. 5년 평균 18배)

현재 주가는 12M FWD P/E 14.2배 수준이다. 역사적 고점 29배는 물론 최근 5년 평균 18배 대비해서도 충분히 낮아진 상황이다. 매출 성장을 상회하는 이익 성장, OLED 모멘텀 확대는 밸류에이션 프리미엄으로 작용할 전망이다. 투자 의견 매수, 목표주가 12만원(12M FWD P/E 19배)을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	73	129	144	132	184	220
영업이익 (십억원)	20	39	42	34	50	58
영업이익률 (%)	27.7	30.4	29.0	26.0	27.1	26.3
순이익 (십억원)	16	35	42	38	51	52
EPS (원)	638	1,181	1,426	1,284	1,721	1,760
ROE (%)	18.7	29.0	26.1	18.7	20.6	17.4
P/E (배)	31.8	21.5	14.9	16.3	12.2	11.9
P/B (배)	6.6	6.0	3.7	2.9	2.4	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 제일모직, KDB대우증권 리서치센터

표 13. 제일모직 수익예상 변경

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			% 변경률			변경근거
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	6,633	5,594	6,304	5,649	5,555	6,288	-14.8	-0.7	-0.3	- 패션 부문 매각 반영 - 화학 제품 스프레드 축소
영업이익	327	415	487	306	391	460	-6.3	-5.7	-5.4	
세전이익	491	430	507	461	406	481	-6.2	-5.5	-5.2	
당기순이익	413	340	401	387	321	380	-6.5	-5.5	-5.2	
EPS(원)	7,900	6,491	7,657	7,387	6,134	7,261	-6.5	-5.5	-5.2	
영업이익률	5.6	7.0	6.9	5.4	7.0	7.3	-	-	-	
순이익률	4.4	5.4	5.3	6.8	5.8	6.0	-	-	-	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 14. 제일모직 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,523	1,628	1,271	1,227	1,220	1,379	1,511	1,445	6,010	5,649	5,555	6,288
화학	642	731	835	775	776	876	963	913	2,666	2,984	3,528	4,025
전자재료	387	434	436	452	444	503	548	532	1,569	1,709	2,027	2,263
패션	481	447							1,725	1,896		
기타	13	16							50	58		
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
화학	42.2	44.9	65.7	63.2	63.6	63.5	63.8	63.2	44.4	52.8	63.5	64.0
전자재료	25.4	26.7	34.3	36.8	36.4	36.5	36.2	36.8	26.1	30.3	36.5	36.0
패션	31.6	27.4							28.7	33.6		
기타	0.9	1.0							0.8	1.0		
영업이익	72	73	89	73	71	101	127	92	322	306	391	460
화학	13	23	24	13	12	29	41	20	89	73	102	129
전자재료	36	54	65	60	59	72	86	72	167	214	289	331
패션	22	-6							65	30		
영업이익 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
화학	18.1	31.0	27.1	18.1	17.1	28.7	32.1	21.5	27.7	23.8	26.0	28.1
전자재료	49.4	73.9	72.9	81.9	82.9	71.3	67.9	78.5	51.8	69.7	74.0	71.9
패션	30.1	-7.6							20.2	9.9		
영업이익률	4.7	4.5	7.0	5.9	5.8	7.3	8.4	6.4	5.4	5.4	7.0	7.3
화학	2.0	3.1	2.9	1.7	1.6	3.3	4.2	2.2	3.3	2.4	2.9	3.2
전자재료	9.2	12.4	14.8	13.2	13.2	14.3	15.8	13.6	10.6	12.5	14.3	14.6
패션	4.5	-1.2							3.8	1.6		
세전이익	94	66	68	233	86	101	127	93	293	461	406	481
당기순이익	67	53	55	212	68	79	100	74	209	387	321	380
세전이익률	6.2	4.1	5.4	18.9	7.0	7.3	8.4	6.5	4.9	8.2	7.3	7.7
순이익률	4.4	3.2	4.3	17.2	5.6	5.8	6.6	5.1	3.5	6.8	5.8	6.0
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	-3.7	6.9	-21.9	-3.4	-0.6	13.0	9.6	-4.4	7.7	-6.0	-1.7	13.2
화학	-0.5	13.8	14.2	-7.1	0.1	12.8	10.0	-5.3	10.4	11.9	18.3	14.1
전자재료	-3.4	12.2	0.4	3.7	-1.8	13.3	8.9	-2.8	1.4	9.0	18.6	11.7
패션	-8.1	-7.1							13.4	9.9		
기타	13.9	25.2							-48.8	15.3		
영업이익	-4.2	0.8	21.9	-17.7	-3.2	43.2	25.8	-27.6	44.6	-4.8	27.6	17.7
화학	155.3	72.7	6.6	-44.9	-8.8	140.8	40.7	-51.5	70.7	-18.5	39.9	27.0
전자재료	-9.4	50.6	20.3	-7.6	-2.0	23.1	19.9	-16.4	63.3	28.1	35.3	14.4
패션	-29.7	적전							-2.2	-53.6		
세전이익	63.8	-29.6	3.6	240.0	-63.1	17.2	26.3	-26.6	6.3	57.2	-11.8	18.4
당기순이익	89.1	-21.6	3.6	286.8	-68.0	17.2	26.3	-26.6	-19.4	85.1	-17.0	18.4

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 제일모직, KDB대우증권 리서치센터

제일모직 (001300)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	6,010	5,649	5,555	6,288
매출원가	4,155	4,348	4,808	5,418
매출총이익	1,855	1,302	747	869
판매비와관리비	1,533	996	356	409
조정영업이익	322	306	391	460
영업이익	322	306	391	460
비영업손익	-29	154	15	21
순금융비용	33	33	23	29
관계기업등 투자손익	-15	-2	-2	-1
세전계속사업손익	293	461	406	481
계속사업법인세비용	84	74	85	-101
계속사업이익	209	387	321	380
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	209	387	321	380
지배주주	209	387	322	381
비지배주주	0	-1	-1	-1
총포괄이익	76	68	3	62
지배주주	76	69	3	62
비지배주주	0	-1	-1	-1
EBITDA	530	535	621	723
FCF	-309	253	11	12
EBITDA마진율 (%)	8.8	9.5	11.2	11.5
영업이익률 (%)	5.4	5.4	7.0	7.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.5	6.9	5.8	6.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,837	1,996	1,912	2,034
현금 및 현금성자산	114	640	399	341
매출채권 및 기타채권	679	537	556	623
재고자산	909	706	831	932
기타유동자산	102	79	93	104
비유동자산	3,582	3,515	3,540	3,784
관계기업투자등	99	97	95	94
유형자산	1,696	1,890	2,062	2,257
무형자산	463	514	559	599
자산총계	5,419	5,511	5,452	5,818
유동부채	1,004	1,019	1,008	980
매입채무 및 기타채무	520	404	475	533
단기금융부채	358	518	418	318
기타유동부채	126	98	115	129
비유동부채	1,157	1,204	1,192	1,562
장기금융부채	912	1,065	965	1,055
기타비유동부채	209	91	167	436
부채총계	2,161	2,223	2,200	2,542
지배주주지분	3,254	3,286	3,251	3,275
자본금	262	262	262	262
자본잉여금	702	702	702	702
이익잉여금	1,538	1,887	2,171	2,514
비지배주주지분	3	2	2	1
자본총계	3,257	3,288	3,253	3,277

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	139	744	466	516
당기순이익	209	387	321	380
비현금수익비용가감	368	185	300	343
유형자산감가상각비	199	213	208	235
무형자산상각비	9	16	22	28
기타	-77	140	50	61
영업활동으로인한자산및부채의변동	-392	256	-70	-106
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-162	160	-19	-68
재고자산 감소(증가)	-171	211	-125	-101
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	53	-75	72	58
법인세납부	-47	-83	-85	-101
투자활동으로 인한 현금흐름	-459	-437	-418	-480
유형자산처분(취득)	-408	-399	-380	-430
무형자산감소(증가)	-37	-67	-67	-67
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	-1	0	0
기타투자활동	20	30	30	17
재무활동으로 인한 현금흐름	338	218	-290	-94
장단기금융부채의 증가(감소)	420	272	-200	-200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-38	-38	-38	-38
기타재무활동	-45	-52	-52	-46
현금의증가	17	527	-241	-58
기초현금	96	114	640	399
기말현금	114	640	399	341

자료: 제일모직, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	23.7	12.2	14.7	12.4
P/CF (x)	11.8	7.7	8.6	7.3
P/B (x)	1.7	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA (x)	11.5	10.6	9.2	8.0
EPS (원)	3,979	7,387	6,134	7,261
CFPS (원)	7,958	11,752	10,525	12,272
BPS (원)	54,157	53,766	52,248	51,967
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	18.2	9.8	11.8	10.0
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	7.7	-6.0	-1.7	13.2
EBITDA증가율 (%)	38.1	0.9	16.1	16.4
영업이익증가율 (%)	44.6	-4.8	27.6	17.7
EPS증가율 (%)	-21.7	85.7	-17.0	18.4
매출채권 회전율 (회)	10.8	10.1	11.1	11.7
재고자산 회전율 (회)	7.3	7.0	7.2	7.1
매입채무 회전율 (회)	11.9	12.2	12.7	12.5
ROA (%)	4.0	7.1	5.9	6.7
ROE (%)	6.5	11.9	9.8	11.7
ROIC (%)	7.6	7.5	9.0	9.7
부채비율 (%)	66.3	67.6	67.6	77.6
유동비율 (%)	183.0	195.8	189.7	207.6
순차입금/자기자본 (%)	34.5	27.6	29.2	30.5
영업이익/금융비용 (x)	8.1	6.4	7.5	10.0

한솔케미칼 (014680)

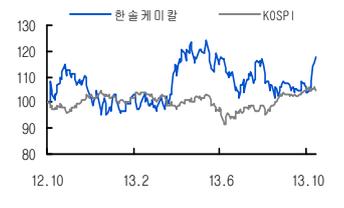
구조적 성장 국면 진입

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	35,000
현재주가(13/10/31, 원)	27,300
상승여력	28%

영업이익(13F, 십억원)	28
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	28
EPS 성장률(13F, %)	-33.9
MKT EPS 성장률(13F, %)	17.0
P/E(13F, x)	12.9
MKT P/E(13F, x)	11.1
KOSPI	2,030.09

시가총액(십억원)	308
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	63.5
외국인 보유비중(%)	2.8
베타(12M, 일간수익률)	0.22
52주 최저가(원)	21,600
52주 최고가(원)	29,550

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.5	-1.4	15.0
상대주가	8.9	-4.8	8.8



2014F Outlook: 과산화수소 성장과 리텍스 회복, 자회사 호조

동사가 국내 시장을 과점하고 있는 과산화수소는 2014년에도 안정적으로 성장할 전망이다. 특히 국내 반도체 업체들의 생산능력 확대로 고부가 반도체용 과산화수소의 매출 비중이 상승하면서 수익성이 개선될 것으로 판단한다.

올해 실적의 발목을 잡았던 리텍스도 회복이 예상된다. 전체 매출의 30%를 차지하는 리텍스 가격은 원료인 부타디엔 가격에 연동한다. 부타디엔 가격은 올해 들어 60% 급락했지만 최근 빠른 회복세에 있다. 4분기 들어서만 전분기 대비 45% 상승했다. 리텍스 매출은 올해 24% 감소에서 내년에 판매 증가와 가격 상승에 힘입어 다시 27% 증가할 전망이다.

자회사인 한솔씨엔피(IT기기 외장용 도료 생산)의 실적도 빠르게 개선되고 있어 전반적인 실적 개선에 기여할 전망이다. 삼성전자 핸드셋 향 매출이 급증하고 있기 때문이다. 올해 매출액은 전년 대비 60% 증가한 490억원, 내년은 37% 증가한 680억원을 기록할 전망이다.

Catalyst: 1) 삼성전자 반도체 생산능력 확대, 2) 전자재료 사업 본격화

▶ **안정적인 과산화수소:** 삼성전자 반도체 생산능력 확대는 동사의 과산화수소 판매량 확대와 직결된다. 국내 반도체용 과산화수소 점유율이 70%이기 때문이다. 2014년 삼성전자 중국 NAND 라인과 국내 17라인 가동은 한솔케미칼에게 과산화수소 물량 증가 요인이다. 내년부터 삼성전자 중국 NAND 공장 증설에 따른 수혜(과산화수소 독점 공급)가 예상된다.

▶ **성장하는 전자재료 사업:** 예상보다 전자재료 사업 본격화가 지연되면서 실적 개선이 더디다. 그러나 전자재료 사업의 경우 일반적으로 고객사 테스트부터 양산 단계까지 6개월~1년의 시간이 소요된다. 이후 양산 매출이 시작되면 매출 규모가 빠르게 증가하는 경향이 있다. 연내 테스트가 마무리되고 내년부터 본격적인 전자재료 매출 확대가 예상된다. 전체 매출에서 차지하는 비중은 미미하지만 영업이익 기여도는 3%(13F) → 18%(14F) → 23%(15F)로 상승하면서 전반적인 수익성 개선에 기여할 전망이다.

Valuation: 목표주가 35,000원 유지, 12M FWD P/E 10배 매력적

동사에 대한 투자의견 매수, 목표주가 35,000원을 유지한다. 목표주가는 12M FWD EPS 2,725원에 P/E 13배(전자재료 업체 평균)를 적용해 산정했다. 현재 동사의 주가는 12M FWD P/E 10배로 국내 화학 업체 평균 수준이다. 과점화된 과산화수소 사업의 안정성과 전자재료 사업의 성장성 감안 시 매력적인 구간으로 판단한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	244	297	319	333	430	509
영업이익 (십억원)	20	24	27	28	40	54
영업이익률 (%)	8.1	8.2	8.4	8.5	9.2	10.6
순이익 (십억원)	16	19	36	24	32	43
EPS (원)	1,377	1,652	3,195	2,111	2,852	3,762
ROE (%)	12.1	12.7	21.6	12.4	14.6	16.6
P/E (배)	11.4	11.4	7.5	12.9	9.6	7.3
P/B (배)	1.2	1.4	1.6	1.6	1.4	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한솔케미칼, KDB대우증권 리서치센터

표 15. 한솔케미칼 수익예상 변경

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			% 변경률			변경근거
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	338	422	495	333	430	509	-1.3	1.9	2.9	-SB라텍스 가격 소폭 상향
영업이익	28	39	53	28	40	54	1.5	0.4	2.4	
세전이익	29	40	52	29	40	53	0.4	0.2	1.5	
당기순이익	24	32	42	24	32	42	0.4	0.2	1.5	
EPS(원)	2,100	2,847	3,705	2,111	2,852	3,762	0.4	0.2	1.5	
영업이익률	8.3	9.3	10.7	8.5	9.2	10.6	-	-	-	
순이익률	7.0	7.6	8.5	7.1	7.5	8.3	-	-	-	

주: K-IFRS 연결 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 16. 한솔케미칼 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	74.8	80.4	90.7	87.3	96.1	104.3	110.0	119.7	322.5	333.2	430.1	508.9
한솔케미칼	66.5	70.1	77.3	74.4	77.9	84.5	89.1	96.9	291.7	284.0	348.4	398.8
한솔씨앤피	10.5	12.4	13.4	13.0	15.1	16.4	17.3	18.8	30.8	49.3	67.5	85.2
한솔전자재료(시안)	0.0	0.0	0.0	0.0	3.2	3.5	3.6	4.0		0.0	14.3	24.9
매출원가	61.1	65.4	74.2	70.6	78.9	85.7	88.2	100.6	243.8	271.1	353.3	413.5
판권비	6.6	7.8	8.8	10.4	8.0	9.0	9.2	10.9	24.2	33.7	37.2	41.4
영업이익	7.1	7.2	7.8	6.3	9.2	9.6	12.6	8.2	25.9	28.4	39.6	54.0
영업외손익	0.5	0.1	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	11.2	1.0	0.7	-0.9
세전이익	7.6	7.3	8.2	6.3	9.3	9.6	12.8	8.5	37.1	29.4	40.3	53.1
당기순이익	5.5	6.7	6.5	5.1	7.4	7.7	10.3	6.8	31.2	23.8	32.2	42.5
영업이익률	9.5	9.0	8.6	7.2	9.6	9.2	11.5	6.8	8.0	8.5	9.2	10.6
세전이익률	10.1	9.1	9.0	7.3	9.6	9.3	11.6	7.1	11.5	8.8	9.4	10.4
순이익률	7.4	8.4	7.2	5.8	7.7	7.4	9.3	5.7	9.7	7.1	7.5	8.3
증감률(QoQ/YoY)												
매출액		7.5	12.8	-3.8	10.2	8.5	5.5	8.8			29.1	18.3
영업이익		1.7	7.4	-19.4	46.7	3.8	31.9	-35.0			39.2	36.5
세전이익		-3.2	11.4	-22.5	46.5	4.0	32.9	-33.5			37.0	31.9
당기순이익		22.0	-2.8	-22.5	46.5	4.0	32.9	-33.5			35.2	31.9

주: K-IFRS 연결 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 17. 한솔케미칼 연간 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 별도 기준)

(십억원, %)

	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F
과산화수소 출하량 (천톤)	54	56	70	81	87	95
삼성전자 반도체 출하량 (백만개)	10,004	15,863	20,781	32,829	51,089	77,301
LG디스플레이 LCD 패널 출하면적 ('000 m ²)	27,852	32,238	36,048	40,013	43,934	48,108
SB라텍스 출하량 (천톤)	70	79	81	87	94	102
매출액	228.3	278.6	291.7	284.0	348.4	398.8
과산화수소	57.0	66.0	77.0	83.0	90.9	104.6
SB라텍스	85.0	111.0	106.5	81.3	103.6	115.3
정밀화학	86.3	99.5	104.7	109.7	118.9	128.9
전자재료	0.0	2.0	3.5	10.0	35.0	50.0
반도체 소재	0.0	0.0	1.0	6.5	15.0	20.0
디스플레이 소재	0.0	2.0	2.5	3.5	20.0	30.0
영업이익	20.1	23.7	24.9	23.6	33.4	40.9
영업이익률	8.8	8.5	8.5	8.3	9.6	10.3
세전이익	17.4	12.0	29.5	18.4	29.0	36.8
당기순이익	14.7	7.6	25.2	15.2	24.0	29.6
순이익률	6.5	2.7	8.6	5.4	6.9	7.4
YoY 증감률						
매출액	18.7	22.0	4.7	-2.6	22.7	14.5
영업이익	8.4	17.6	5.2	-5.2	41.5	22.5
세전이익	23.0	-31.1	146.3	-37.6	58.0	26.8
당기순이익	-10.8	-48.2	230.2	-39.6	57.8	23.5

주: K-IFRS 별도 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

한솔케미칼 (014680)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	319	333	430	509
매출원가	264	271	353	414
매출총이익	55	62	77	95
판매비와관리비	28	34	37	41
조정영업이익	27	28	40	54
영업이익	27	28	40	54
비영업손익	15	1	1	-1
순금융비용	5	6	7	8
관계기업등 투자손익	8	3	0	0
세전계속사업손익	42	29	40	53
계속사업법인세비용	6	6	8	11
계속사업이익	36	24	32	43
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	36	24	32	43
지배주주	36	24	32	43
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	21	28	37	47
지배주주	21	28	37	47
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	37	42	55	71
FCF	-32	-27	0	17
EBITDA마진율 (%)	11.7	12.5	12.7	13.9
영업이익률 (%)	8.4	8.5	9.2	10.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.3	7.2	7.5	8.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	100	134	172	207
현금 및 현금성자산	12	33	34	39
매출채권 및 기타채권	64	74	102	124
재고자산	22	27	37	44
기타유동자산	1	0	0	0
비유동자산	259	302	329	353
관계기업투자등	27	27	27	27
유형자산	193	238	250	261
무형자산	16	18	21	23
자산총계	359	435	501	560
유동부채	76	85	106	122
매입채무 및 기타채무	46	55	76	92
단기금융부채	19	30	30	30
기타유동부채	11	0	0	0
비유동부채	101	145	159	160
장기금융부채	98	141	154	154
기타비유동부채	2	3	3	3
부채총계	177	231	265	282
지배주주지분	181	204	236	278
자본금	57	57	57	57
자본잉여금	31	31	31	31
이익잉여금	92	110	137	175
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	182	204	236	278

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	32	33	30	48
당기순이익	36	24	32	43
비현금수익비용가감	1	18	22	28
유형자산감가상각비	10	13	15	17
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	11	3	8	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	-1	-16	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	-11	-28	-22
재고자산 감소(증가)	0	-4	-10	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	6	21	16
법인세납부	-2	-9	-8	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-30	-54	-29	-29
유형자산처분(취득)	-53	-57	-27	-27
무형자산감소(증가)	-5	-3	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	23	0	0	0
기타투자활동	4	5	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	10	41	0	-14
장단기금융부채의 증가(감소)	20	33	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	-6	-5	-5
기타재무활동	-5	-7	-8	-9
현금의증가	11	20	1	5
기초현금	1	12	33	34
기말현금	12	33	34	39

예상 주당가치 및 valuation (요약)

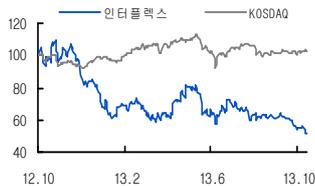
	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	7.5	12.9	9.6	7.3
P/CF (x)	5.8	8.3	6.5	5.2
P/B (x)	1.6	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	10.1	10.8	8.5	6.4
EPS (원)	3,195	2,111	2,852	3,762
CFPS (원)	4,115	3,278	4,178	5,255
BPS (원)	14,831	16,635	19,231	22,742
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	15.4	21.2	15.7	11.9
배당수익률 (%)	2.1	1.8	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	7.4	4.5	29.1	18.3
EBITDA증가율 (%)	14.6	11.9	31.1	29.9
영업이익증가율 (%)	10.7	6.1	39.2	36.5
EPS증가율 (%)	93.4	-33.9	35.1	31.9
매출채권 회전율 (회)	4.7	4.9	4.9	4.5
재고자산 회전율 (회)	14.4	13.6	13.6	12.6
매입채무 회전율 (회)	7.9	7.1	6.5	6.1
ROA (%)	10.6	6.0	6.9	8.0
ROE (%)	21.6	12.4	14.6	16.6
ROIC (%)	10.4	8.4	10.0	12.5
부채비율 (%)	97.5	112.8	112.3	101.4
유동비율 (%)	131.6	156.7	163.0	169.7
순차입금/자기자본 (%)	56.8	67.4	63.4	52.0
영업이익/금융비용 (x)	5.2	4.1	4.7	6.1

자료: 한솔케미칼, KDB대우증권 리서치센터

인터플렉스 (051370)

수익성 개선이 필요한 시점

(Maintain)	매수		
목표주가(원, 12M)	43,000		
현재주가(13/10/31, 원)	31,700		
상승여력	36%		
영업이익(13F, 십억원)	26		
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	60		
EPS 성장률(13F, %)	-59.2		
MKT EPS 성장률(13F, %)	17.0		
P/E(13F, x)	20.0		
MKT P/E(13F, x)	11.1		
KOSDAQ	532.44		
시가총액(십억원)	519		
발행주식수(백만주)	16		
유동주식비율(%)	45.5		
외국인 보유비중(%)	3.0		
베타(12M, 일간수익률)	1.37		
52주 최저가(원)	31,650		
52주 최고가(원)	71,200		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-16.9	-29.5	-47.4
상대주가	-16.4	-24.0	-52.2



2014F Outlook: 단가 인하 불가피, 수익성에 초점

모바일 시장 확대와 기기당 채용량 증가로 FPCB 수요는 내년에도 견조할 것으로 보인다. 내년 스마트폰 출하량은 올해 대비 20% 증가한 12억대로 예상된다. 스마트폰 시장 성장으로 인터플렉스의 FPCB 출하 면적은 올해 대비 25% 증가할 전망이다.

그러나 문제는 가격이다. 중저가폰 시장이 커지면서 내년 ASP는 14% 하락할 것으로 예상된다. 국내 주요 FPCB 업체들의 생산능력이 올해 30% 이상 증가할 것으로 보여 내년 수요가 예상보다 부진할 경우 경쟁 심화와 단가 인하는 불가피할 전망이다. 따라서 동사는 점유율 확대를 통한 물량 증가와 고부가 제품 비중 확대를 통한 수익성 제고 전략을 펼칠 것으로 예상된다.

Catalyst: 1) FPCB 점유율 확대, 2) 터치 사업 본격화

▶ **FPCB 점유율 확대:** 스마트폰 출하량 확대뿐만 아니라 고객사 내 점유율 상승으로 FPCB 판매가 증가할 전망이다. 실제로 삼성전자 내에서 동사의 점유율이 높아지고 있다. 국내 최대 생산능력을 보유하고 있고 고부가 제품 관련 기술력이 경쟁사 대비 앞서 있기 때문이다. 동사는 이미 갤럭시노트3의 주력 납품 업체로 선정되었다. 디지털타이저뿐만 아니라 지금까지 부진했던 카메라모듈용 FPCB도 1차 벤더로 납품 중이다.

▶ **터치 사업 본격화:** 동사는 지난해 플렉서블 디스플레이에 적합한 터치 센서를 삼성디스플레이와 공동으로 개발했다. 동사의 기술은 포토(photolithography) 방식으로 ITO 필름 한쪽면에 X, Y 축을 모두 패터닝함으로써 디스플레이의 두께를 얇게 만들 수 있을 뿐만 아니라 얇은 베젤을 구현할 수도 있다. 삼성전자가 플렉서블 디스플레이를 탑재한 스마트폰을 출시할 경우 동사의 터치 센서가 채택될 가능성이 높다. 국내에서는 동사가 유일한 생산 업체다. 터치 사업 매출액은 올해 550억원에서 내년 1,560억원으로 증가할 전망이다.

Valuation: 목표주가 43,000원으로 하향, 12M FWD P/E 11배(동종 업체 평균 수준)

동사에 대한 투자 의견 매수를 유지하나 목표주가는 43,000원으로 17% 하향한다. 목표주가를 하향하는 이유는 FPCB 단가 인하 확대와 터치 사업 고정비 증가를 반영해 13F~14F EPS를 각각 50%, 30% 하향했기 때문이다. 목표주가는 12M FWD EPS 3,155원에 P/E 13.6배(동종업체 평균 대비 15% 할인)를 적용해 산정했다. 현재 주가는 12M FWD 11배로 글로벌 동종 업체 평균 수준이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	419	518	765	1,087	1,251	1,470
영업이익 (십억원)	31	40	47	27	67	76
영업이익률 (%)	7.3	7.8	6.1	2.4	5.4	5.2
순이익 (십억원)	31	31	54	23	52	59
EPS (원)	2,440	2,241	3,822	1,587	3,155	3,601
ROE (%)	20.9	14.8	19.8	7.5	15.0	14.9
P/E (배)	13.2	16.1	13.7	20.0	10.1	8.8
P/B (배)	2.4	2.1	2.5	1.6	1.4	1.2

주: K-IFRS 별도 기준
자료: 인터플렉스, KDB대우증권 리서치센터

표 18. 인터플렉스 수익예상 변경

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			% 변경률			변경근거
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	1,070	1,222	1,444	1,087	1,251	1,470	1.6	2.4	1.8	- FPCB 가격 하향 조정 - 터치 사업 고정비 증가
영업이익	55	91	109	26	67	76	-52.0	-25.9	-29.6	
세전이익	56	92	120	27	65	74	-51.1	-30.0	-38.6	
당기순이익	46	74	96	23	52	59	-49.5	-30.0	-38.6	
EPS(원)	3,199	4,508	5,867	1,587	3,155	3,601	-50.4	-30.0	-38.6	
영업이익률	5.2	7.4	7.5	2.4	5.4	5.2	-	-	-	
순이익률	4.3	6.0	6.7	2.2	4.1	4.0	-	-	-	

주: K-IFRS 별도 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 19. 인터플렉스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	12	13F	14F	15F
매출액	227.3	250.3	291.9	318.0	257.4	307.8	322.6	363.2	765.4	1,087.4	1,251.0	1,470.3
S/S	2.9	2.3	2.6	2.7	2.3	2.5	2.5	2.7	6.6	10.5	10.0	9.9
D/S	106.8	94.8	122.6	138.0	110.3	122.0	121.9	141.2	418.1	462.1	495.4	534.0
Multi	55.0	110.8	87.6	83.6	70.5	86.8	91.1	101.0	107.7	337.0	349.4	411.3
R/F	35.4	21.3	52.5	51.5	42.9	52.1	55.8	62.1	140.3	160.7	213.0	254.8
TSP	0.0	9.0	22.4	23.8	25.1	39.0	44.1	47.6		55.1	155.9	203.4
기타	27.1	12.1	4.3	18.5	6.3	5.4	7.2	8.6	92.7	62.0	27.4	56.9
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
S/S	1.3	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7	0.9	1.0	0.8	0.7
D/S	47.0	37.9	42.0	43.4	42.8	39.7	37.8	38.9	54.6	42.5	39.6	36.3
Multi	24.2	44.3	30.0	26.3	27.4	28.2	28.2	27.8	14.1	31.0	27.9	28.0
R/F	15.6	8.5	18.0	16.2	16.7	16.9	17.3	17.1	18.3	14.8	17.0	17.3
TSP	0.0	3.6	7.7	7.5	9.8	12.7	13.7	13.1	0.0	5.1	12.5	13.8
기타	11.9	4.8	1.5	5.8	2.4	1.7	2.2	2.4	12.1	5.7	2.2	3.9
출하면적 ('000 m ²)	313.7	292.6	370.8	412.5	353.8	415.5	458.0	510.8	1,173.0	1,460.7	1,798.9	2,284.7
S/S	8.8	9.5	3.6	3.9	3.6	4.0	4.2	4.5	17.7	25.8	16.4	17.8
D/S	226.4	190.6	173.6	199.3	174.7	195.0	207.1	236.4	854.0	790.0	813.1	962.5
Multi	47.0	72.1	124.0	120.7	111.7	138.6	154.8	169.1	113.7	363.8	574.3	741.6
R/F	31.6	20.4	74.4	74.4	68.0	83.3	94.8	104.0	163.0	200.7	350.1	459.5
ASP (천원/m ²)	678.5	784.7	706.2	692.1	631.2	626.1	588.5	597.3	652.5	706.7	608.8	554.5
영업이익	-9.7	21.1	2.9	12.2	9.0	16.0	18.2	24.2	46.5	26.5	67.4	76.4
세전이익	-8.8	21.9	3.9	10.4	9.5	15.9	17.1	22.1	69.0	27.4	64.6	73.7
당기순이익	-5.7	17.6	3.1	8.3	7.6	12.7	13.7	17.7	54.5	23.4	51.7	59.0
영업이익률	-4.3	8.4	1.0	3.8	3.5	5.2	5.6	6.7	6.1	2.4	5.4	5.2
순이익률	-2.5	7.0	1.1	2.6	3.0	4.1	4.2	4.9	7.1	2.2	4.1	4.0
QoQ/YoY 성장률												
매출액	-29.4	10.1	16.6	8.9	-19.0	19.6	4.8	12.6	47.8	42.1	15.0	17.5
S/S	102.6	-21.9	12.6	5.0	-14.7	7.8	0.3	9.0	1.7	59.0	-4.7	-1.1
D/S	-27.5	-11.3	29.4	12.5	-20.1	10.7	-0.2	15.9	62.6	10.5	7.2	7.8
Multi	-4.6	101.4	-21.0	-4.6	-15.6	23.1	5.0	10.8	-5.9	212.8	3.7	17.7
R/F	-19.6	-39.9	146.6	-2.0	-16.6	21.5	6.9	11.4	59.0	14.6	32.5	19.6
TSP			149.8	6.4	5.7	55.0	13.2	8.0			182.9	30.5
기타	-62.2	-55.3	-64.9	334.6	-66.0	-14.8	35.3	18.2	80.3	-33.1	-55.8	107.5
영업이익	적전	흑전	-86.3	321.1	-26.3	78.4	13.6	33.3	15.2	-43.1	154.5	13.3
세전이익	적전	흑전	-82.1	165.4	-8.9	67.3	7.8	28.9	76.1	-60.3	135.7	14.1
당기순이익	적전	흑전	-82.2	165.4	-8.9	67.3	7.8	28.9	75.2	-57.0	120.8	14.1

주: K-IFRS 별도 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

인터플렉스 (051370)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	765	1,087	1,251	1,470
매출원가	702	1,039	1,164	1,371
매출총이익	63	49	88	99
판매비와관리비	17	22	20	23
조정영업이익	47	27	67	76
영업이익	47	27	67	76
비영업손익	23	1	-3	-3
순금융비용	4	6	5	4
관계기업등 투자손익	19	2	2	2
세전계속사업손익	69	27	65	74
계속사업법인세비용	15	4	13	15
계속사업이익	54	23	52	59
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	54	23	52	59
지배주주	54	23	52	59
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	52	21	49	56
지배주주	52	21	49	56
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	80	75	155	162
FCF	-185	-29	43	60
EBITDA마진율 (%)	10.5	6.9	12.4	11.0
영업이익률 (%)	6.1	2.4	5.4	5.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.1	2.2	4.1	4.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	-24	114	125	126
당기순이익	54	23	52	59
비현금수익비용가감	34	91	104	103
유형자산감가상각비	33	48	87	85
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	-5	-35	0	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-101	14	-18	-21
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-148	-50	-45	-53
재고자산 감소(증가)	-77	-9	-19	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	146	83	42	50
법인세납부	-11	-15	-13	-15
투자활동으로 인한 현금흐름	-148	-73	-75	-59
유형자산처분(취득)	-178	-98	-78	-62
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	27	23	0	0
기타투자활동	3	2	4	5
재무활동으로 인한 현금흐름	153	-20	-7	-41
장단기금융부채의 증가(감소)	159	-36	-50	-50
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	-3
기타재무활동	-4	-8	-9	-8
현금의증가	-20	21	43	26
기초현금	24	4	26	68
기말현금	4	26	68	94

자료: 인터플렉스, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	519	524	631	733
현금 및 현금성자산	4	26	68	94
매출채권 및 기타채권	318	314	358	411
재고자산	136	134	153	176
기타유동자산	4	4	4	5
비유동자산	356	359	352	332
관계기업투자등	15	18	20	22
유형자산	322	328	319	297
무형자산	2	2	3	3
자산총계	875	883	983	1,065
유동부채	521	481	476	478
매입채무 및 기타채무	302	298	340	390
단기금융부채	204	169	119	69
기타유동부채	15	14	17	19
비유동부채	54	81	138	163
장기금융부채	45	69	121	141
기타비유동부채	3	3	6	9
부채총계	575	562	613	641
지배주주지분	300	321	370	424
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	63	63	63	63
이익잉여금	230	253	305	361
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	300	321	370	424

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	13.7	20.0	10.1	8.8
P/CF (x)	8.4	6.5	3.7	3.6
P/B (x)	2.5	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	11.8	9.2	4.2	3.7
EPS (원)	3,822	1,587	3,155	3,601
CFPS (원)	6,301	4,899	8,521	8,820
BPS (원)	20,945	19,461	22,427	25,695
DPS (원)	0	0	150	150
배당성향 (%)	0.0	0.0	4.8	4.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	47.8	42.1	15.1	17.5
EBITDA증가율 (%)	35.5	-6.0	106.1	4.2
영업이익증가율 (%)	15.2	-43.1	154.6	13.3
EPS증가율 (%)	70.5	-58.5	98.8	14.1
매출채권 회전율 (회)	3.8	4.0	4.3	4.4
재고자산 회전율 (회)	7.9	8.1	8.7	9.0
매입채무 회전율 (회)	4.4	4.5	4.8	5.0
ROA (%)	8.0	2.7	5.5	5.8
ROE (%)	19.8	7.5	15.0	14.9
ROIC (%)	10.7	4.1	11.3	12.7
부채비율 (%)	191.5	175.1	165.7	151.3
유동비율 (%)	99.8	108.9	132.7	153.3
순차입금/자기자본 (%)	62.2	51.6	33.7	16.1
영업이익/금융비용 (x)	8.7	3.3	7.8	9.3

OCI머티리얼즈 (036490)

새로운 성장 엔진이 필요하다

전자부품

(Maintain)	중립
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/10/31,원)	33,200
상승여력	-

영업이익(13F,십억원)	5
Consensus 영업이익(13F,십억원)	7

EPS 성장률(13F,%)	적전
MKT EPS 성장률(13F,%)	17.0
P/E(13F,x)	-
MKT P/E(13F,x)	10.9
KOSDAQ	532.44

시가총액(십억원)	350
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	50.9
외국인 보유비중(%)	4.8
베타(12M,일간수익률)	0.79
52주 최저가(원)	28,800
52주 최고가(원)	41,050

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.4	4.4	2.6
상대주가	-9.1	1.0	-3.5



2014F Outlook: NF3 수급 개선 제한적

LCD 업황 둔화 및 경쟁 심화로 올해 동사의 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 24%, 91% 감소할 것으로 예상된다. 내년에는 중국 NF3 공장 가동, 일부 공장 폐쇄로 인한 감가 상각비 축소, 수익성 높은 신규 제품 매출 본격화 등 긍정적인 요인에도 불구하고 실적 개선은 제한적일 전망이다. 전체 매출의 70%를 차지하고 있는 NF3의 수급 개선이 쉽지 않아 보이기 때문이다.

공급 측면에서는 경쟁 심화로 NF3 단가 인하가 지속될 전망이다. 수요 측면에서는 주요 LCD 패널 업체들은 고부가 제품으로의 공정 전환을 위해 생산 능력을 축소시키고 있고, 반도체는 신규 투자가 제한적이다.

Catalyst & Risk: 태양광 업황 턴어라운드 ↔ 신규 성장 동력 부재

▶ **태양광 업황 턴어라운드:** 현지점에서 모노실란 수요 회복을 위해서는 태양광 업황 회복이 필요한 것으로 판단된다. 태양광 업황이 회복될 경우 폴리실리콘 수요가 증가하고, 이에 따라 FBR 공법(모노실란을 원료로 폴리실리콘 생산)을 채택한 업체들의 모노실란 수요가 증가하기 때문이다. REC와 같은 업체들이 폴리실리콘 생산을 위해 모노실란 자체 사용량을 늘릴 경우 시장에 출회되는 모노실란 공급량이 줄어들 수 있다. 태양광 시장 회복이 간접적으로 동사의 모노실란 사업에 영향을 주는 시나리오다. 만약 동사가 FBR 공법을 채택한 폴리실리콘 업체에 모노실란을 직접 납품할 경우 태양광 시장 회복은 동사에게 직접적인 수혜가 될 수 있다.

▶ **신규 성장 동력 부재:** 전망 산업 둔화로 주력 제품인 NF3 출하량 감소와 단가 인하가 지속되고 있다. 단일 제품에 대한 의존도가 높기 때문에 전망 수요가 호조일 때 긍정적인 레버리지 효과가 큰 반면, 업황 둔화 국면에서 타격도 클 수밖에 없다. 실적 개선을 위해서는 사업 다각화가 필요한 것으로 판단된다.

Valuation: 14F P/E 45배, 투자의견 중립 유지

동사에 대한 중립 의견을 유지한다. 태양광 시장 회복은 동사에게 긍정적인 시나리오지만, 아직까지 가시성은 낮기 때문이다. 높은 수준의 NF3 재고도 리스크 요인이다. 현재 동사의 주가는 14F P/E 45배로 과거 5년 평균 20배 대비 높은 수준이다. 주가 하락에도 불구하고 밸류에이션 매력은 높지 않은 것으로 판단한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	235	297	254	193	214	233
영업이익(십억원)	78	97	50	5	18	30
영업이익률 (%)	33.2	32.7	19.8	2.5	8.5	12.9
순이익(십억원)	59	66	29	-3	8	17
EPS (원)	5,600	6,230	2,756	-249	743	1,590
ROE (%)	24.2	22.2	8.7	-0.8	2.5	5.2
P/E (배)	18.3	12.8	13.9	-	44.7	20.9
P/B (배)	4.2	2.6	1.2	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

표 20. OCI머티리얼즈 수익예상 변경

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			% 변경률			변경근거
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	217	229	236	193	214	233	-11.4	-6.3	-1.4	- NF3 가격 및 출하량 하향 조정 - 모노실란 출하량 하향 조정 - 3Q13 실적 반영
영업이익	18	25	30	5	18	30	-72.7	-26.9	1.0	
세전이익	13	19	23	-1	10	22	-110.5	-46.9	-8.0	
당기순이익	11	15	18	-3	8	17	-124.9	-46.9	-8.0	
EPS(원)	1,001	1,399	1,728	-249	743	1,591	-124.9	-46.9	-8.0	
영업이익률	8.1	10.9	12.6	2.5	8.5	12.9	-	-	-	
순이익률	4.9	6.5	7.7	-1.4	3.7	7.2	-	-	-	

주: K-IFRS 연결 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 21. OCI머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	52.7	51.2	46.6	42.1	50.4	53.9	57.7	52.4	254.6	192.6	214.4	233.1
영업이익	5.2	1.9	0.2	-2.4	0.7	5.1	7.5	5.0	53.2	4.8	18.3	30.2
세전이익	5.3	1.9	-3.2	-5.4	-0.9	3.1	5.1	2.8	38.1	-1.4	10.0	21.5
당기순이익	3.5	1.9	-3.4	-4.6	-0.7	2.4	4.0	2.2	30.7	-2.6	7.8	16.8
영업이익률	9.9	3.7	0.4	-5.8	1.3	9.5	13.1	9.5	20.9	2.5	8.5	12.9
순이익률	6.6	3.7	-7.4	-10.8	-1.4	4.5	6.8	4.1	12.1	-1.4	3.7	7.2
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	-1.6	-2.8	-8.9	-9.6	19.6	6.9	7.2	-9.2	-14.1	-24.4	11.3	8.7
영업이익	-32.2	-64.1	-89.5	적전	흑전	681.0	47.7	-33.8	-45.7	-90.9	278.7	65.0
세전이익	112.4	-64.4	적전	적지	적지	흑전	61.9	-45.5	-55.6	-103.7	-812.9	114.1
당기순이익	11.2	-45.7	적전	적지	적지	흑전	61.9	-45.5	-54.2	-108.6	-397.9	114.1

주: K-IFRS 연결 기준(2012년은 별도 기준)

자료: KDB대우증권 리서치센터

OCI머티리얼즈 (036490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	254	193	214	233
매출원가	178	167	175	181
매출총이익	77	25	40	53
판매비와관리비	26	20	21	22
조정영업이익	50	5	18	30
영업이익	50	5	18	30
비영업손익	-15	-6	-8	-9
순금융비용	10	5	4	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	36	-1	10	22
계속사업법인세비용	7	1	2	5
계속사업이익	29	-3	8	17
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	29	-3	8	17
지배주주	29	-3	8	17
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	27	0	11	20
지배주주	27	0	11	20
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	124	58	78	86
FCF	-48	83	34	50
EBITDA마진율 (%)	48.6	29.9	36.2	37.0
영업이익률 (%)	19.8	2.5	8.5	12.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.4	-1.4	3.7	7.2

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	63	145	76	83
당기순이익	29	-3	8	17
비현금수익비용가감	95	109	70	70
유형자산감가상각비	72	52	59	56
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	-6	-48	-3	-3
영업활동으로인한자산및부채의변동	-44	42	1	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	41	0	0
재고자산 감소(증가)	-7	55	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	-39	0	0
법인세납부	-18	-3	-2	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	-116	-35	-40	-30
유형자산처분(취득)	-114	-24	-40	-30
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-11	0	0
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	74	-64	8	-12
장단기금융부채의 증가(감소)	92	-55	-9	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-8	-30	-7	-7
기타재무활동	-10	-5	-4	-4
현금의증가	22	47	45	41
기초현금	3	26	73	118
기말현금	26	73	118	159

자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	127	89	133	175
현금 및 현금성자산	26	73	118	159
매출채권 및 기타채권	39	0	0	0
재고자산	57	0	0	0
기타유동자산	1	1	1	1
비유동자산	564	510	491	465
관계기업투자등	2	2	2	2
유형자산	546	485	467	441
무형자산	5	4	4	4
자산총계	691	599	624	640
유동부채	135	86	86	86
매입채무 및 기타채무	39	0	0	0
단기금융부채	87	86	86	86
기타유동부채	10	0	0	0
비유동부채	210	197	219	222
장기금융부채	205	185	204	204
기타비유동부채	4	11	13	15
부채총계	345	283	305	308
지배주주지분	346	316	319	331
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	68	68	68	68
이익잉여금	273	240	241	250
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	346	316	319	331

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	13.9	-	44.7	20.9
P/CF (x)	3.9	7.0	5.2	4.8
P/B (x)	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	5.4	9.4	6.7	5.5
EPS (원)	2,756	-249	743	1,590
CFPS (원)	9,719	4,743	6,356	6,906
BPS (원)	32,286	29,528	29,859	31,035
DPS (원)	2,850	700	700	700
배당성향 (%)	103.4	-280.7	94.3	44.0
배당수익률 (%)	7.5	2.1	2.1	2.1
매출액증가율 (%)	-14.2	-24.3	11.3	8.7
EBITDA증가율 (%)	-24.6	-53.5	34.8	11.3
영업이익증가율 (%)	-48.1	-90.4	277.9	65.0
EPS증가율 (%)	-55.8	적전	흑전	114.1
매출채권 회전율 (회)	10.3	7.0	7.4	7.9
재고자산 회전율 (회)	4.8	3.4	3.6	3.8
매입채무 회전율 (회)	17.2	9.6	10.6	11.2
ROA (%)	4.5	-0.4	1.3	2.7
ROE (%)	8.7	-0.8	2.5	5.2
ROIC (%)	7.3	0.6	3.0	5.1
부채비율 (%)	99.6	89.5	95.7	93.1
유동비율 (%)	94.3	103.0	154.9	203.0
순차입금/자기자본 (%)	75.9	57.8	49.3	35.1
영업이익/금융비용 (x)	5.0	1.0	4.2	6.5

일진머티리얼즈 (020150)

날씨는 풀렸지만 아직은 겨울

전자부품

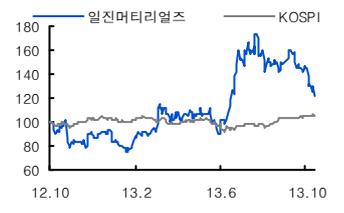
(Maintain)	중립
목표주가 (원, 12M)	-
현재주가(13/10/31,원)	12,200
상승여력	-

영업이익(13F,십억원)	5
Consensus 영업이익(13F,십억원)	-1

EPS 성장률(13F,%)	흑전
MKT EPS 성장률(13F,%)	17.0
P/E(13F,x)	62.6
MKT P/E(13F,x)	10.9
KOSPI	2,030.09

시가총액(십억원)	478
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	36.6
외국인 보유비중(%)	1.7
베타(12M,일간수익률)	0.99
52주 최저가(원)	7,250
52주 최고가(원)	18,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-22.3	14.6	31.3
상대주가	-24.0	11.2	25.2



2014F Outlook: 2차 전지 비중 확대로 수익성 개선

2014년에는 적자 사업인 PCB용 일렉포일 사업 축소와 고부가 2차 전지용 일렉포일 비중 증가로 수익성 개선이 예상된다. 지난해 말 공장 이전에 따른 생산능력 감소로 올해 매출액은 전년 대비 28% 감소하겠지만 영업이익률은 -0.7%에서 1.8%로 개선될 전망이다. 적자 사업인 PCB용 일렉포일 생산능력이 40% 감소했기 때문이다. 내년에도 수익성이 높은 2차 전지 부문 매출 비중이 32%에서 37%로 상승하면서 추가적인 수익성 개선이 예상된다.

내년까지는 대형 2차 전지보다는 중소형 2차 전지용 고부가 일렉포일이 실적 개선의 핵심으로 판단된다. 내년 2차 전지용 일렉포일 출하량 중에서 중대형 비중이 10% 미만일 것으로 예상되기 때문이다. ASP도 더 낮고 가벼운 중소형 제품이 높은 것으로 추정된다.

Catalyst & Risk: 중대형 2차 전지 시장 확대 ↔ 단가 인하

▶ **중대형 2차 전지 시장 확대:** EV와 ESS용 대형 전지 시장 확대는 소재 업체 입장에서는 확실한 물량 증가 요인이다. 전체 자동차 시장에서 EV 비중을 3.7%로 가정할 경우 2차 전지 시장은 2012년 대비 4배 커질 것으로 추산된다. BMW i3 연간 판매량 4만대, 수출 80%, 일진머티리얼즈 점유율 100%를 가정하면 동사의 대형 2차 전지용 일렉포일 수요는 연간 650톤이다. 현재 연간 판매량(5,000톤)의 13% 수준이다.

▶ **단가 인하:** 그럼에도 불구하고 단가 인하는 부담으로 작용할 전망이다. EV 시장 확대의 전제는 가격 하락이다. EV 가격을 낮추기 위해서는 차량 가격의 30%에 육박하는 전지 가격 인하가 필수적이다. 2차 전지는 제조 원가에서 재료비가 차지하는 비중이 70%로 영업 레버리지가 낮은 산업이다. 변동비 비중이 높아 생산량을 늘린다고 단위당 제조 원가가 현저하게 떨어지지 않는다는 의미다. 따라서 전지 업체 입장에서는 전지 가격을 낮추기 위해 소재 단가 인하가 불가피하다.

Valuation: 밸류에이션 부담 잔존, 투자의견 중립 유지

동사의 주가는 현재 12M FWD P/E 34배 수준이다. 내년 실적 개선 모멘텀에도 불구하고 아직 밸류에이션 매력은 크지 않아 보인다. 2차 전지용 일렉포일 비중이 상승하고 있지만 공급 과잉 상황인 PCB용 일렉포일 비중이 여전히 50%를 상회하고, 공장 이전에 따른 보상금을 제외할 경우 밸류에이션 부담은 더 높아질 수 있기 때문이다. 동사에 대한 투자의견 중립을 유지한다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	298	308	350	253	260	275
영업이익(십억원)	41	11	-3	5	14	21
영업이익률 (%)	13.7	3.5	-0.7	1.8	5.4	7.6
순이익(십억원)	34	14	-53	8	16	14
EPS (원)	1,202	365	-1,345	195	394	344
ROE (%)	27.4	5.8	-17.4	2.7	5.2	4.3
P/E (배)	0.0	46.6	-	62.6	31.0	35.5
P/B (배)	0.0	2.1	1.3	1.7	1.6	1.6

주: K-IFRS 별도 기준
자료: 일진머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

표 22. 일진머티리얼즈 수익예상 변경

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			% 변경률			변경근거
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	290	311	331	253	260	275	-12.7	-16.3	-17.0	- 공장 이전 관련 정부 보상금 반영 - 2차 전지용 일렉포일 수익성 개선
영업이익	7	14	18	5	14	21	-29.8	3.1	18.7	
세전이익	8	12	17	11	20	16	27.2	63.8	-4.4	
당기순이익	8	11	15	8	15	13	-3.9	38.3	-9.7	
EPS(원)	203	285	381	195	394	344	-3.9	38.3	-9.7	
영업이익률	8.9	10.0	10.0	1.8	5.4	7.6	-	-	-	
순이익률	8.3	9.1	9.1	3.0	5.9	4.9	-	-	-	

주: K-IFRS 별도 기준

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 23. 일진머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	65.8	62.7	64.3	60.5	57.5	66.8	70.2	65.7	308.0	349.5	253.3	260.2	274.7
PCB용 일렉포일(ICS)	44.5	39.3	38.9	35.5	33.7	37.1	38.9	35.8	194.6	225.5	158.2	145.4	146.8
2차 전지용 일렉포일(12B)	18.5	20.1	21.4	21.7	20.4	25.4	26.3	24.6	100.3	104.8	81.7	96.6	103.0
FPCB용 일렉포일(IHT)	2.5	1.9	2.2	2.1	2.0	2.6	3.2	3.5	12.4	13.0	8.7	11.3	15.0
LMO	0.1	0.6	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7			1.8	2.7	4.3
기타	0.1	0.9	1.1	0.7	0.9	1.1	1.1	1.1	0.7	5.3	2.8	4.2	5.6
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	100.0
PCB용 일렉포일(ICS)	67.6	62.7	60.5	58.6	58.6	55.5	55.4	54.5	63.2	64.5	62.4	55.9	53.4
2차 전지용 일렉포일(12B)	28.1	32.1	33.3	35.9	35.4	38.0	37.5	37.4	32.6	30.0	32.3	37.1	37.5
FPCB용 일렉포일(IHT)	3.9	3.0	3.4	3.5	3.5	4.0	4.5	5.4	4.0	3.7	3.5	4.3	5.5
LMO	0.2	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0			0.7	1.0	1.6
기타	0.2	1.4	1.8	1.1	1.5	1.6	1.6	1.7	0.2	1.5	1.1	1.6	2.0
영업이익	-1.5	2.5	2.3	1.4	0.1	4.4	5.5	4.0	10.7	-2.5	4.6	14.0	20.8
세전이익	1.5	1.9	4.1	3.1	1.8	5.7	7.2	5.7	16.7	-68.7	10.5	20.3	15.9
당기순이익	1.6	0.6	3.1	2.3	1.3	4.3	5.5	4.3	13.6	-52.7	7.6	15.5	13.5
영업이익률	-2.3	4.0	3.5	2.3	0.2	6.6	7.8	6.1	3.5	-0.7	1.8	5.4	7.6
세전이익률	2.2	3.1	6.4	5.1	3.1	8.5	10.2	8.7	5.4	-19.7	4.2	7.8	5.8
순이익률	2.4	1.0	4.8	3.9	2.3	6.5	7.8	6.6	4.4	-15.1	3.0	5.9	4.9
증감률(QoQ/YoY)													
매출액	-3.0	-4.7	2.6	-5.9	-5.0	16.1	5.2	-6.5	3.2	13.5	-27.5	2.7	5.6
PCB용 일렉포일(ICS)	-3.1	-11.6	-1.0	-8.9	-5.0	10.0	5.0	-8.0	-15.7	15.9	-29.9	-8.1	0.9
2차 전지용 일렉포일(12B)	1.3	8.7	6.6	1.2	-6.1	24.5	3.8	-6.7	74.6	4.5	-22.0	18.2	6.6
FPCB용 일렉포일(IHT)	-6.8	-27.1	18.4	-2.5	-7.2	32.7	19.8	11.1	24.4	5.2	-32.9	29.3	32.6
기타		323.1	10.0	-10.0	10.0	10.0	10.0	-5.0				46.0	61.6
영업이익	45.7	556.7	30.6	-41.1	25.9	25.3	5.3	-0.7		664.2	-46.8	46.4	35.3
세전이익	적지	흑전	-10.1	-38.4	-90.5	3,269.3	23.3	-26.8	-72.0	적전	흑전	202.2	48.6
당기순이익	흑전	31.5	113.6	-25.2	-42.4	223.1	25.8	-20.8	-60.0	적전	흑전	92.8	-21.9

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 일진머티리얼즈, KDB 대우증권 리서치센터

일진머티리얼즈 (020150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	350	253	260	275
매출원가	334	233	231	238
매출총이익	16	20	30	37
판매비와관리비	18	15	16	16
조정영업이익	-3	5	14	21
영업이익	-3	5	14	21
비영업손익	-66	6	6	-5
순금융비용	1	2	3	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-69	11	20	16
계속사업법인세비용	-16	3	5	2
계속사업이익	-53	8	16	14
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-53	8	16	14
지배주주	-53	8	16	14
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-51	8	16	14
지배주주	-51	8	16	14
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	23	34	42
FCF	59	-18	-4	35
EBITDA마진율 (%)	6.4	9.1	12.9	15.3
영업이익률 (%)	-0.7	1.8	5.4	7.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	-15.1	3.0	5.9	4.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	129	168	187	208
현금 및 현금성자산	20	70	81	96
매출채권 및 기타채권	35	32	34	36
재고자산	73	66	71	75
기타유동자산	1	1	1	1
비유동자산	319	430	544	615
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	150	167	179	159
무형자산	6	8	10	11
자산총계	448	598	731	822
유동부채	144	131	138	143
매입채무 및 기타채무	23	21	23	24
단기금융부채	47	44	44	44
기타유동부채	73	66	72	75
비유동부채	26	180	290	362
장기금융부채	12	166	275	346
기타비유동부채	4	4	4	4
부채총계	170	311	428	505
지배주주지분	278	287	304	318
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	188	188	188	188
이익잉여금	65	73	88	102
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	278	287	304	318

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	69	31	28	39
당기순이익	-53	8	16	14
비현금수익비용가감	77	24	18	29
유형자산감가상각비	24	18	18	20
무형자산상각비	1	1	1	2
기타	-52	0	11	-1
영업활동으로인한자산및부채의변동	47	0	-1	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-2	4	-3	-2
재고자산 감소(증가)	-17	7	-6	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	-6	2	1
법인세납부	-2	-2	-5	-2
투자활동으로 인한 현금흐름	-39	-127	-121	-88
유형자산처분(취득)	-37	-37	-30	0
무형자산감소(증가)	-4	-3	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-1	0	0	0
기타투자활동	3	-87	-88	-85
재무활동으로 인한 현금흐름	-2	147	104	63
장단기금융부채의 증가(감소)	2	-10	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-2	0	0	0
기타재무활동	-2	-3	-5	-8
현금의증가	18	50	10	15
기초현금	2	20	70	81
기말현금	20	70	81	96

자료: 일진머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	-	62.6	31.0	35.5
P/CF (x)	-12.7	18.3	13.7	13.8
P/B (x)	1.3	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA (x)	18.0	27.2	21.7	18.6
EPS (원)	-1,345	195	394	344
CFPS (원)	-710	666	892	887
BPS (원)	6,939	7,119	7,490	7,817
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 (%)	13.5	-27.5	2.7	5.6
EBITDA증가율 (%)	-15.8	3.3	45.1	25.5
영업이익증가율 (%)	적전	흑전	201.3	48.6
EPS증가율 (%)	적전	흑전	102.1	-12.7
매출채권 회전율 (회)	9.7	7.6	7.9	7.8
재고자산 회전율 (회)	4.4	3.7	3.8	3.8
매입채무 회전율 (회)	94.1	100.1	104.1	103.0
ROA (%)	-11.9	1.5	2.3	1.7
ROE (%)	-17.4	2.7	5.2	4.3
ROIC (%)	-1.0	1.0	5.4	9.0
부채비율 (%)	61.0	108.2	141.0	158.8
유동비율 (%)	89.8	128.5	135.2	145.3
순차입금/자기자본 (%)	14.1	48.7	78.4	92.5
영업이익/금융비용 (x)	-1.2	2.5	2.8	2.6

Compliance Notice

- 제일모직: 회사가 LP업무를 수행하는 E.W. 제일모직: 회사가 LP업무를 수행하는 E.W의 기초자산 발행법인. 제일모직: 회사가 발행한 E.W의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 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.
- 투자요건 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)

