기업브리프

키움증권

2013. 11. 7

☑ 실적 리뷰

# 제일모직 (001300)

## 강화되고 있는 전자재료 사업 경쟁력

**BUY(Maintain)**

목표주가: 120,000원

주가(11/6): 87,800원

시가총액: 46.040억원


디스플레이

Analyst 김병기

02) 3787-5063 bkkim@kiwoom.com



가전 및 디스플레이 수요부진에도 불구하고 3분기 영업이익은 전분기보다 14% 증가했다. 전자재료 사업부의 수익성 개선이 전사 이익성장을 이끌었다. 전자소재 사업의 체력이 강화되고 있음을 확인할 수 있다. 패션사업부 매각으로 확보된 현금은 전자재료 사업의 역량강화에 투자될 것이다. 기업비전이 명확하고 이를 실행할 수단도 확보됐다는 점에서 중장기 성장전망은 매우 밝다고 판단된다.


### Stock Data

| | | |
|---|---|---|
| KOSPI (11/06) | | 2,013.67pt |
| 시가총액 | | 46,040억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가대비 | 98,800원 | 83,100원 |
| 등락율 | -11.13% | 5.66% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | -5.3% | -6.1% |
| 6M | -9.1% | -11.5% |

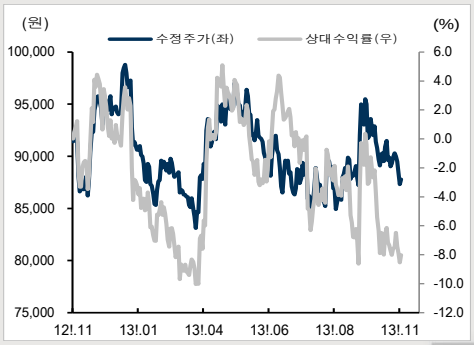
### Company Data

| | | |
|---|---|---|
| 발행주식수 | | 52,438천주 |
| 일평균 거래량(3M) | | 365천주 |
| 외국인 지분율 | | 23.86% |
| 배당수익률(13E) | | 0.85% |
| BPS(13E) | | 63,376원 |
| 주요 주주 | 국민연금공단 | 10.07% |

### 투자지표

| (억원, IFRS 연결) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 55,810 | 60,099 | 54,001 | 50,881 |
| 영업이익 | 2,225 | 3,217 | 3,048 | 3,545 |
| EBITDA | 3,842 | 5,304 | 5,488 | 6,239 |
| 세전이익 | 2,757 | 2,930 | 3,007 | 3,179 |
| 순이익 | 2,591 | 2,088 | 2,341 | 2,543 |
| 지배주주지분순이익 | 2,591 | 2,086 | 2,341 | 2,540 |
| EPS(원) | 5,079 | 3,979 | 4,464 | 4,844 |
| 증감률(%YoY) | -8.9 | -21.7 | 12.2 | 8.5 |
| PER(배) | 19.9 | 23.7 | 19.7 | 18.1 |
| PBR(배) | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.3 |
| EV/EBITDA(배) | 15.7 | 11.4 | 9.8 | 7.5 |
| 영업이익률(%) | 4.0 | 5.4 | 5.6 | 7.0 |
| ROE(%) | 8.7 | 6.4 | 7.0 | 7.1 |
| 순부채비율(%) | 23.4 | 34.5 | 21.7 | 1.5 |

### Price Trend




### >>> 3분기 실적 호조세 지속

제일모직 3분기 매출액은 1조1,255억원(+1%YoY, -3%QoQ), 영업이익은 842억원(+36%YoY, +14%QoQ)를 기록했다. 전방산업 업황 둔화로 매출액은 전분기 대비 소폭 역성장했으나, 원가절감 및 전자재료 사업의 수익성 개선에 힘입어 이익규모는 오히려 증가했다. 전자재료 부문의 영업이익률은 12.8%로 전년동기 대비 3.4%포인트 개선됐다.

### >>> 전방산업 사이클과 무관한 성장 가능

견조한 실적 성장세에도 불구하고 패션사업부 매각결정 이후 주가는 조정 양상을 보이고 있다. 이는 1) 주요 전방산업인 디스플레이 업황 침체, 2) 지배구조와 관련된 불확실성 등에 기인한다고 판단된다. 하지만 동사는 편광필름, AMOLED 소재 등에서 시장점유율을 끌어올릴 여지가 충분히 남아있어 전방산업 사이클과는 무관한 성장이 가능하다. 또 2차전지 분리막, 태양광 전극 페이스트 등 에너지 소재 부문이 새로운 성장 아이템으로 자리잡고 있다. 패션 사업부 매각대금 1.05조원은 전자재료 사업부의 경쟁력 강화에 집중적으로 투자될 것이다.

한편 지배구조 이슈는 동사에 대한 삼성그룹 내부 지분율이 5.1%에 불과하다는 데에 기인한다. 하지만 2차전지 분리막 사업을 동사가 담당하게 된 점, NOVALED 인수에 삼성전자와 삼성디스플레이가 측면지원했던 점 등을 감안할 때 제일모직이 삼성그룹의 핵심적 전자소재공급업체로서 역할을 강화하고 있다는 사실은 명백하다. 따라서 우리는 그룹 내부지분율이 낮다는 점이 동사의 기업가치 성장을 저해하는 요소가 될 수 없다고 판단한다. 오히려 시점과 방식을 확정할 수는 없으나, 그룹 내부지분율이 확대될 가능성도 배제할 수 없다.

### >>> 목표주가 '120,000원', 투자의견 'BUY' 유지

제일모직의 장기 성장성에 주목하여 현재의 주가조정을 비중확대의 기회로 활용할 것을 권고하며, 투자의견 'BUY' 및 목표주가 '120,000원'을 유지한다. AMOLED 소재시장의 본격적 성장, 편광필름 증설효과, 2차전지 분리막의 실적기여도 확대, 태양광 페이스트 사업의 글로벌 선두권 진입 등이 예상되는 14년 이후에 외형 및 수익성 확대추세가 한층 가팔라질 전망이다.

**전자재료 사업부 과거 10년간 경이적 성장세 기록**

과거 10년간 제일모직 전자재료 사업부는 눈부신 성장세를 보였다. 04년부터 13년까지 매출액은 연평균 30%, 영업이익은 연평균 28% 증가했다. 14년 이후에도 꾸준한 성장세가 지속될 것으로 예상한다. 이는 1)반도체소재 부문은 삼성전자의 신규라인 증설효과가 본격화하고, 2)AMOLED 소재 사업이 NOVALED 인수로 인해 매출 1,000억원대로 업그레이드될 것이며, 3)2차전지 분리막, 태양광 전극 페이스트 등 에너지관련 소재 아이템의 매출이 본격화할 전망이기 때문이다.

**명확한 중장기 비전과 이를 실행할 투자재원 마련에 성공**

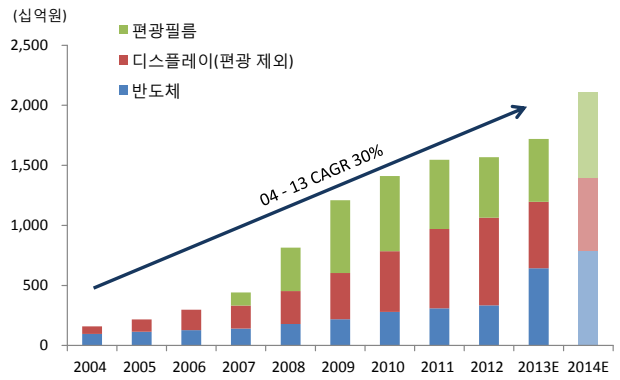
14년 전사 매출액은 5조881억원으로 15%YoY 성장할 전망이고, 영업이익은 3,545억원으로 26%YoY 증가할 것으로 추정한다. 성장의 원동력은 전자재료사업부에서 나타날 것이다. 기존 사업 아이템들의 점유율 확대가 지속되는 가운데 신규 제품군들의 실적기여가 순차적으로 시작되고 있다. 패션사업부 매각으로 탄탄한 성장스토리를 뒷받침할 투자재원도 마련됐다. IT 소재업체로서의 중장기 비전이 명확하고, 이를 실행할 수단을 확보했기 때문에 지난 10년간의 경이적인 성장세가 향후 10년에도 이어질 수 있다고 판단한다.

**제일모직 분기별 실적전망** (단위: 십억원)

| | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13E | 1Q14E | 2Q14E | 3Q14E | 4Q14E | 2012 | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,029.4** | **1,165.3** | **1,125.5** | **1,123.5** | **1,127.0** | **1,265.2** | **1,356.4** | **1,339.5** | **4,236.5** | **4,443.6** | **5,088.1** |
| 케미칼 | 642.3 | 731.1 | 716.8 | 717.7 | 710.3 | 771.2 | 822.7 | 774.0 | 2,666.8 | 2,807.8 | 3,078.1 |
| 전자재료 | 387.1 | 434.2 | 408.7 | 405.8 | 416.7 | 494.0 | 533.7 | 565.6 | 1,569.7 | 1,635.8 | 2,010.0 |
| **영업이익** | **46.7** | **73.8** | **84.2** | **75.7** | **64.9** | **91.2** | **107.0** | **91.4** | **240.0** | **280.4** | **354.5** |
| 케미칼 | 12.1 | 21.4 | 27.2 | 21.5 | 17.3 | 27.1 | 37.7 | 22.9 | 81.9 | 82.2 | 104.9 |
| 전자재료 | 34.6 | 52.4 | 57.0 | 54.2 | 47.7 | 64.2 | 69.3 | 68.5 | 158.1 | 198.2 | 249.7 |
| 세전이익 | 67.4 | 65.5 | 71.8 | 69.1 | 67.1 | 78.3 | 94.1 | 78.4 | 217.2 | 273.8 | 317.9 |
| 중단영업이익(패션) | 16.1 | -0.4 | -9.7 | | | | | | 49.1 | 6.0 | |
| 당기순이익 | 67.4 | 52.9 | 58.0 | 55.8 | 53.6 | 62.7 | 75.3 | 62.7 | 208.8 | 234.1 | 254.3 |
| **영업이익률** | **4.5%** | **6.3%** | **7.5%** | **6.7%** | **5.8%** | **7.2%** | **7.9%** | **6.8%** | **5.7%** | **6.3%** | **7.0%** |
| 케미칼 | 1.9% | 2.9% | 3.8% | 3.0% | 2.4% | 3.5% | 4.6% | 3.0% | 3.1% | 2.9% | 3.4% |
| 전자재료 | 8.9% | 12.1% | 13.9% | 13.4% | 11.4% | 13.0% | 13.0% | 12.1% | 10.1% | 12.1% | 12.4% |
| 세전이익률 | 6.5% | 5.6% | 6.4% | 6.1% | 5.9% | 6.2% | 6.9% | 5.9% | 5.1% | 6.2% | 6.2% |
| 당기순이익률 | 6.5% | 4.5% | 5.2% | 5.0% | 4.8% | 5.0% | 5.5% | 4.7% | 4.9% | 5.3% | 5.0% |
| **매출비중** | | | | | | | | | | | |
| 케미칼 | 62.4% | 62.7% | 63.7% | 63.9% | 63.0% | 61.0% | 60.7% | 57.8% | 62.9% | 63.2% | 60.5% |
| 전자재료 | 37.6% | 37.3% | 36.3% | 36.1% | 37.0% | 39.0% | 39.3% | 42.2% | 37.1% | 36.8% | 39.5% |
| **영업이익비중** | | | | | | | | | | | |
| 케미칼 | 25.9% | 29.0% | 32.3% | 28.4% | 26.6% | 29.7% | 35.2% | 25.0% | 34.1% | 29.3% | 29.6% |
| 전자재료 | 74.1% | 71.0% | 67.7% | 71.6% | 73.4% | 70.3% | 64.8% | 75.0% | 65.9% | 70.7% | 70.4% |

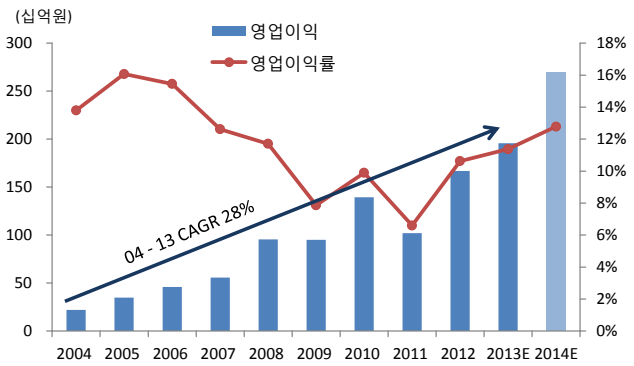
자료: 키움증권 추정

**제일모직 전자재료 사업부 매출액 전망**




자료: 키움증권 추정

**제일모직 전자재료 사업부 영업이익 전망**



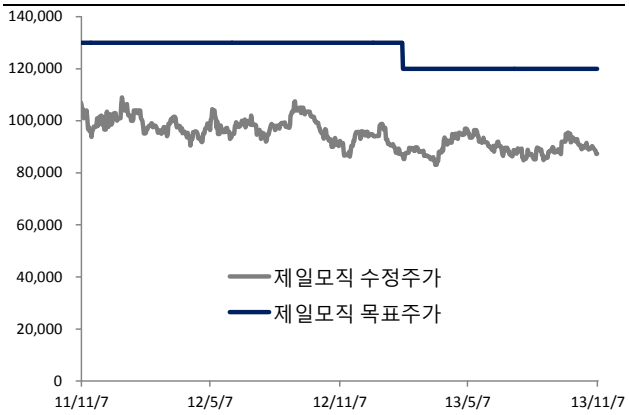

자료: 키움증권 추정

- 당사는 11월 6일 현재 '제일모직' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 |
|---|---|---|---|
| 제일모직 (001300) | 2011/11/02 | BUY(Maintain) | 130,000원 |
| | 2012/02/02 | BUY(Maintain) | 130,000원 |
| | 2012/03/12 | BUY(Maintain) | 130,000원 |
| | 2012/05/03 | BUY(Maintain) | 130,000원 |
| | 2012/08/01 | BUY(Maintain) | 130,000원 |
| | 2012/09/21 | BUY(Maintain) | 130,000원 |
| | 2012/10/31 | BUY(Maintain) | 130,000원 |
| | 2012/11/28 | BUY(Maintain) | 130,000원 |
| | 2013/02/04 | BUY(Maintain) | 120,000원 |
| | 2013/04/08 | BUY(Maintain) | 120,000원 |
| | 2013/05/06 | BUY(Maintain) | 120,000원 |
| | 2013/07/31 | BUY(Maintain) | 120,000원 |
| | 2013/09/24 | BUY(Maintain) | 120,000원 |
| | 2013/10/11 | BUY(Maintain) | 120,000원 |
| | 2013/11/07 | BUY(Maintain) | 120,000원 |

## 목표주가 추이




## 투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|---|---|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|---|---|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |