

전자재료

스마트폰 태풍의 눈을 찾아서...

비중확대 (Maintain)

Industry Report
2014.9.1

[반도체/IT부품전자재료]

조우형
02-768-4306
will.cho@dwsec.com장준호
02-768-3241
joonho.jang@dwsec.com

What's new: 생각보다 아픈 스마트폰 성숙화

삼성전자 스마트폰 부진으로 관련 소재를 납품하는 업체들의 상반기 실적은 전년동기 대비 큰 폭으로 감소했다. 특히 삼성전자 내 점유율 높았던 업체들의 타격이 더 컸다. 지금까지는 독점적인 지위를 바탕으로 다른 소재 업체들 대비 높은 수익성을 달성했지만, 최근에는 오히려 수익성 높은 소재 물량이 감소하면서 실적 하락폭이 상대적으로 더 컸다.

Our view: 스마트폰 관련 업체들의 컨센서스는 아직 높은 것으로 판단

하반기 전자재료 업종에 대한 보수적인 접근을 권한다. 스마트폰 관련 소재 업체들의 실적 개선은 제한적일 것으로 예상되기 때문이다. 3분기부터 삼성전자의 스마트폰 출하량 증가가 예상되지만 수요 둔화로 재고 확충 수요는 과거에 비해 약할 전망이다. 스마트폰 가격 인하 움직임으로 인해 부품 및 소재에 대한 단가 인하 압력이 완화될 가능성은 낮아 보인다.

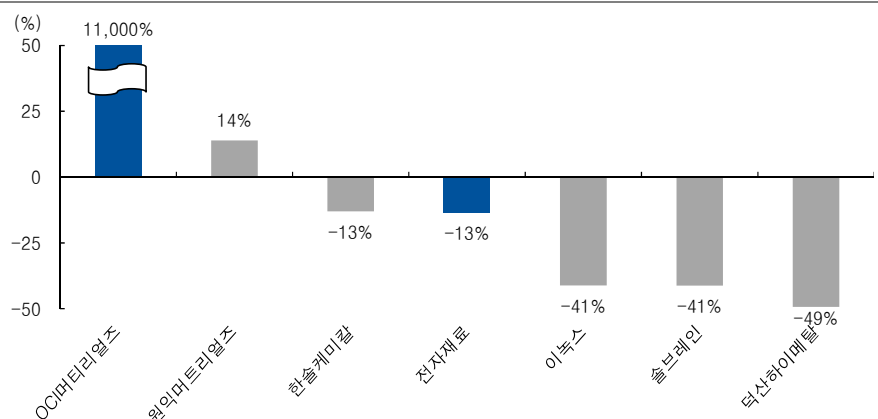
단기적으로 전자재료 업종 내에서 스마트폰 의존도가 낮은 업체들로의 선별적 투자가 필요한 시점이다. 스마트폰 관련 업체들의 주가는 이미 큰 폭으로 하락했지만 시장의 실적 추정치는 아직 높은 것으로 판단된다. 삼성전자의 3분기 실적 부진 영향이 소재 업체들의 실적에 반영되는 시점이 주가 측면에서 바닥이 될 전망이다.

Strategy: 부품 제조에 사용되는 공정 소재 주목, Top pick은 OCI머티리얼즈

삼성전자의 성장 축이 세트에서 부품으로 이동할 것으로 예상된다. 이에 따라 스마트폰 등 세트에 특화된 부품/소재보다는 반도체, LCD, 플렉서블 OLED 등 차세대 부품 제조에 필요한 공정 소재 업체에 주목할 필요가 있다.

Top pick으로는 LCD/반도체 비중이 높고, 산업 구조조정의 수혜가 예상되는 OCI머티리얼즈를 제시한다. 하반기 제품 가격과 물량이 동시에 증가함에 따라 큰 폭의 수익성 개선이 예상된다. 관심 종목은 솔브레인과 덕산하이메탈이다. 두 업체 모두 스마트폰에 집중된 사업 구조 때문에 상반기 실적이 부진했다. 그러나 실적 둔화에도 불구하고 재무 구조가 개선되는 점에 주목해야 한다. 두 업체 모두 상반기에 보유 현금이 증가했다. 재무 건전성은 업황 둔화기에 생존을 위한 필수 조건이며, 업황 개선 시 큰 폭의 실적 개선이 가능하게 만드는 체력이다.

하반기 전자재료 업종 영업이익 YoY 성장률: OCI머티리얼즈 턴어라운드 부각



주: 원익머티리얼즈 실적은 컨센서스 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

C O N T E N T S

어려웠던 상반기	3
상승 랠리에서 소외되었던 IT	3
잊혀졌던 Non-삼성/Non-스마트폰 업체들의 도약	4
전방 산업의 복사판: LCD/반도체 소재 Up, 스마트폰 소재 Down	5
화려했던 파티의 아쉬운 결말	6
생각보다 아픈 스마트폰 성숙화	6
스마트폰 부진 후폭풍 지속	7
소외되었던 LCD/반도체 소재의 약진	8
성장 전략의 변화	9
삼성전자의 전략 변화 예상: 세트 → 부품	9
투자전략 및 밸류에이션	11
하반기 보수적 접근, Top pick은 OCI머티리얼즈	11
Top Picks 및 관심종목	14
OCI머티리얼즈 (036490)	15
이녹스 (088390)	18
덕산하이메탈 (077360)	21
솔브레인 (036830)	24
일진머티리얼즈 (020150)	27

어려웠던 상반기

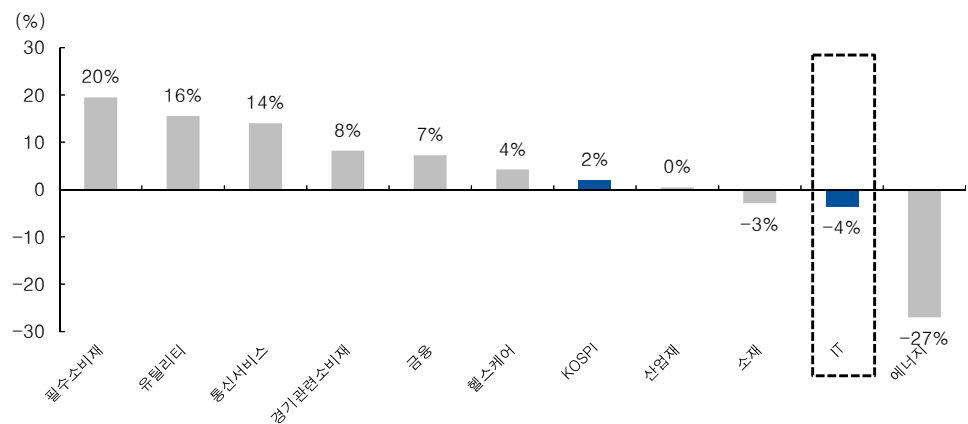
상승 랠리에서 소외되었던 IT

연초 이후 주가 상승 랠리에서 IT 업종은 소외되었다. 8월말까지 전 업종 중에서 연초 대비 주가가 하락한 업종은 소재와 에너지, 그리고 IT 업종 3개뿐이다. 올해 2월 4일 저점에서의 상승률도 IT 업종은 5%로 시장 수익률 9.2%를 하회했다.

IT 업종 주가 부진으로 전체 시가총액에서 IT 업종이 차지하는 비중도 2012년 이후 밴드 하단까지 내려왔다. 현재 전체 시가총액에서 IT 업종이 차지하는 비중은 26.6%로 2000년 이후 평균 25.8%에 근접했다. 이러한 현상의 주요인은 시가총액 비중이 큰 삼성전자의 부진 때문이다.

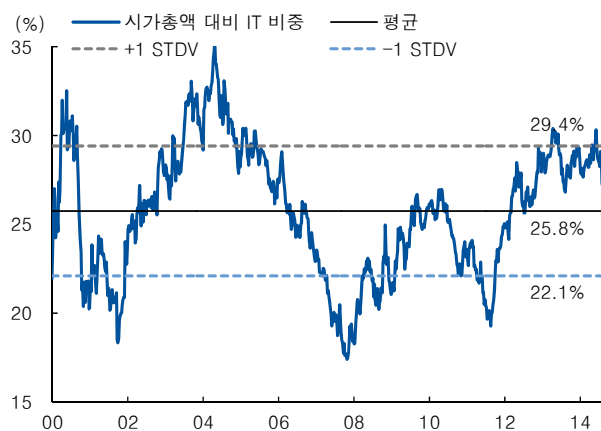
스마트폰 사업 부진으로 삼성전자의 2분기 영업이익은 전년동기 대비 25% 감소했다. **삼성전자의 실적 감소로 전체 IT 업종 영업이익은 2012년 이후 처음으로 전년동기 대비 역성장(-17% YoY)**을 기록했다. 실적 부진으로 삼성전자 주가는 연초 대비 10% 하락했고, 전체 IT 업종 주가 하락의 단초가 되었다.

그림 1. 한국 업종별 연초 대비 주가 상승률 추이: IT 부진



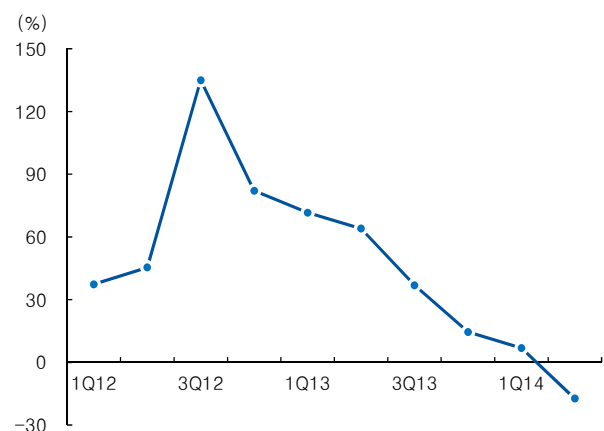
자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. KOSPI 시가총액 대비 IT 업종 비중: 2012년 이후 바닥권 근접



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. IT 업종 영업이익 YoY 성장률: 2Q14 역성장 진입



자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

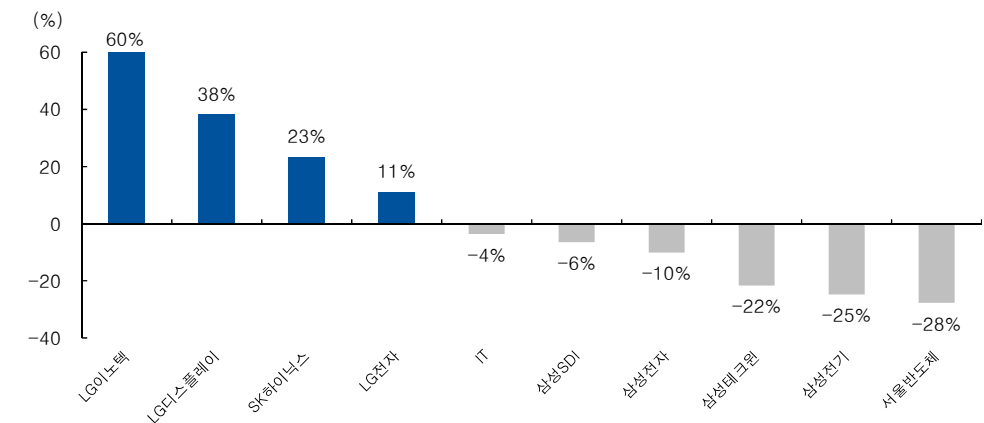
잊혀졌던 Non-삼성/Non-스마트폰 업체들의 도약

상반기에는 스마트폰 관련 사업 비중이 낮은 업체들의 주가 상승이 두드러졌다. 삼성전자를 비롯해 삼성전기, 삼성SDI, 삼성테크윈 등 삼성그룹 IT 업체들의 주가가 연초 대비 하락한 반면, LG이노텍, LG 디스플레이, LG전자 등 LG그룹 IT 업체들과 SK하이닉스 주가는 11~60% 상승했다.

LG이노텍과 LG디스플레이, LG전자는 스마트폰보다 TV에 대한 실적 의존도가 높다. 상반기 TV 시장 호조는 세 업체 실적 개선에 긍정적으로 작용했다. SK하이닉스는 DRAM 산업 과점화로 인한 가격 안정화로 실적 변동성이 급격히 줄어들었다.

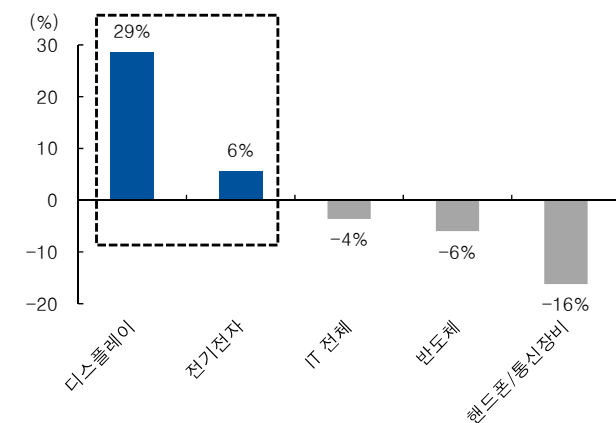
실적 개선은 실제로 주가에 반영되었다. 주가 상승률이 높았던 디스플레이와 전기전자 부문은 2분기에 영업이익 YoY 성장률이 개선되었다. 디스플레이 부문은 영업이익이 여전히 역성장 구간이지만 지난해 높은 기저 효과 영향이 컸다. 전기전자 부문 상반기 영업이익은 TV 및 가전 수요 호조로 전년 동기 대비 17% 증가했다. 반도체 부문 상반기 영업이익 감소는 삼성전자 때문이다. 실제로 SK하이닉스의 상반기 영업이익은 전년동기 대비 50% 증가했다.

그림 4. 한국 IT 대형주 연초 대비 주가 상승률: 스마트폰 비중이 낮은 업체 부각



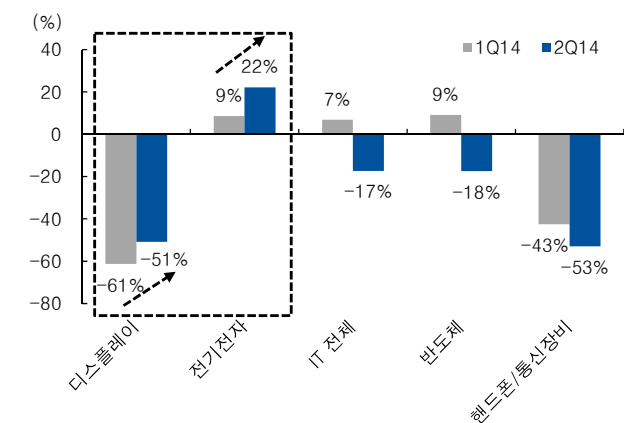
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 연초 대비 주가 상승률: 디스플레이 및 전기전자 아웃퍼폼



주: 삼성전자는 반도체에 포함
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 상반기 영업이익의 YoY 성장률: 디스플레이 및 전기전자 2Q 개선



주: 삼성전자는 반도체에 포함
자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

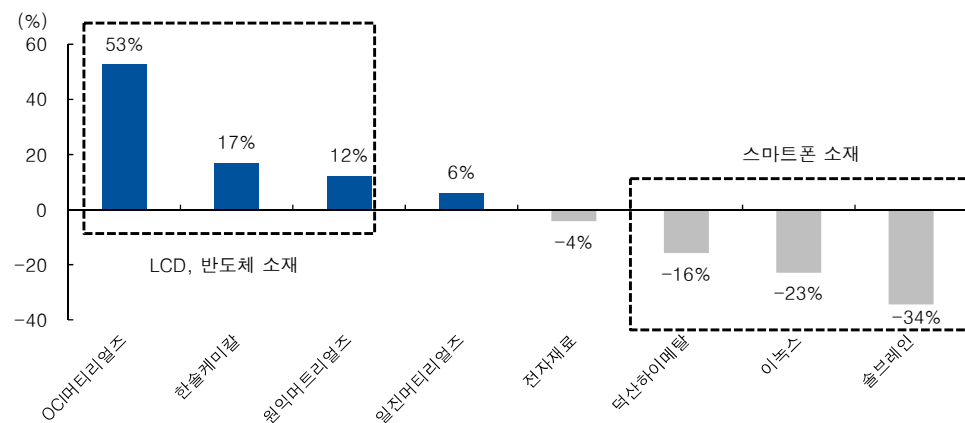
전방 산업의 복사전: LCD/반도체 소재 Up, 스마트폰 소재 Down

전자재료 업체들의 주가는 전방 업체들의 주가와 동일한 양상을 보였다. 스마트폰 산업 부진과 LCD/반도체 업황 개선은 전자재료 업종 실적이 직접적인 영향을 미쳤기 때문이다.

LCD/반도체 소재를 생산하는 OCI머티리얼즈(NF3, 모노실란, WF6), 한솔케미칼(과산화수소, 반도체 전구체), 원익머티리얼즈(반도체/디스플레이용 특수 가스)는 전자재료 업종 내에서 상대적으로 주가 상승률이 높았다. 세 업체 모두 LCD 가동률 상승, 반도체 웨이퍼 생산능력 증가 효과 등으로 2분기에 전년동기 대비 영업이익의 성장률이 개선되었다.

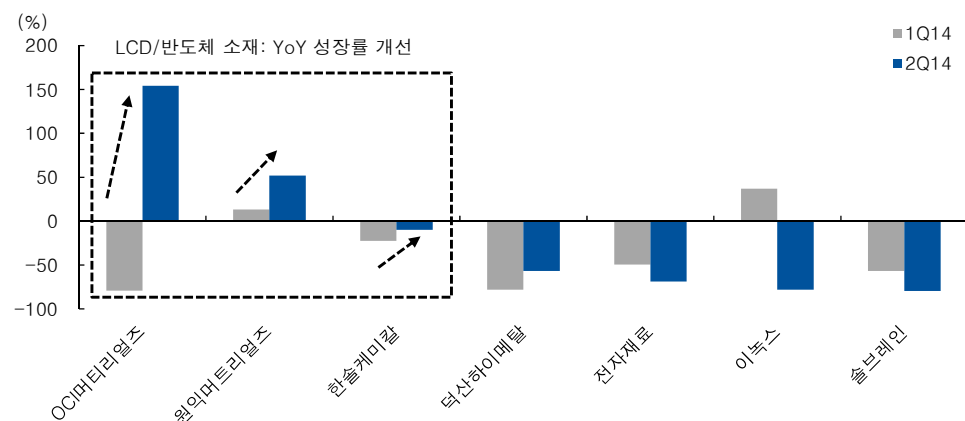
반면 스마트폰 관련 소재를 생산하는 업체들의 상반기 실적은 부진했다. 특히 2분기 삼성전자 스마트폰 재고 조정으로 인한 물량 감소 영향이 컸다. 스마트폰 소재를 생산하는 덕산하이메탈(OLED 소재), 이녹스(FPCB 소재), 솔브레인(Thin Glass: OLED 패널 식각)의 2분기 영업이익은 전년동기 대비 60~80% 감소했다.

그림 7. 주요 전자재료 업체 연초 대비 주가 상승률: LCD/반도체 소재 아웃퍼폼



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 주요 전자재료 업체 상반기 영업이익 YoY 성장률: LCD/반도체 소재 2Q14 개선



주: 일진머티리얼즈는 적자 지속

자료: Quantwise, KDB대우증권 리서치센터

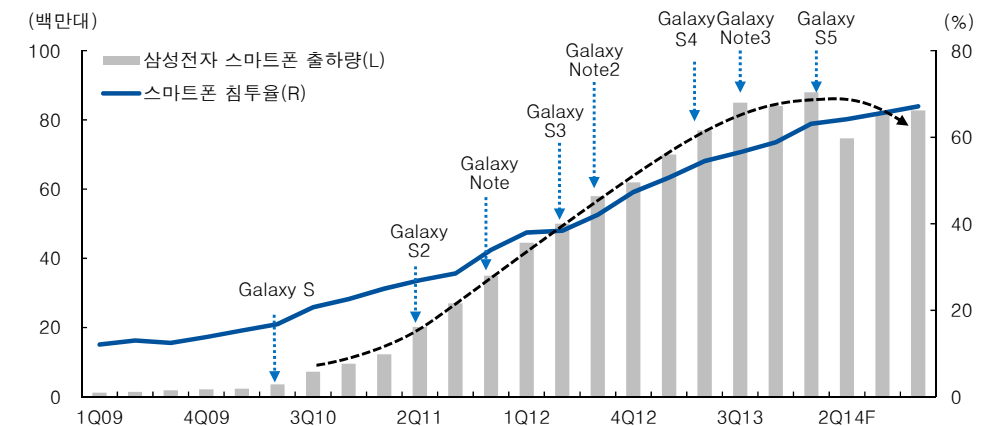
화려했던 파티의 아쉬운 결말

생각보다 아픈 스마트폰 성숙화

삼성전자의 IM 사업부 실적은 경착륙 양상을 보여주고 있다. 산업 성숙화로 인한 스마트폰 수요 성장률 둔화 및 경쟁 심화 영향은 예상보다 심각해 보인다. 삼성전자의 IM 부문 2분기 영업이익은 스마트폰 판매 부진으로 인한 재고 조정으로 전년동기 대비 30% 감소했다. 3분기 IM 부문 영업이익도 스마트폰 가격 인하와 마케팅 비용 증가로 전년동기 대비 50% 감소가 예상된다.

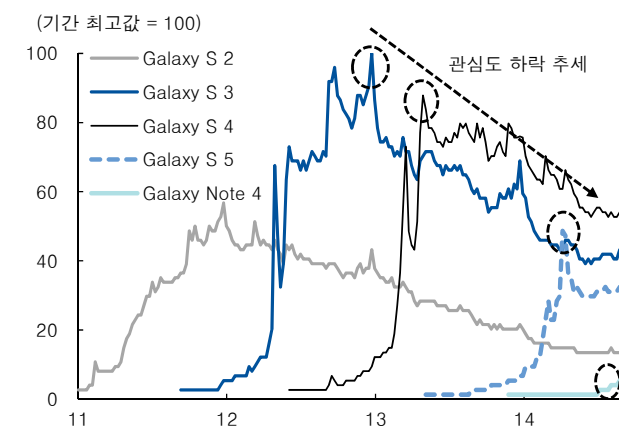
글로벌 스마트폰 침투율이 60%에 도달함에 따라 신규 스마트폰의 출시 효과는 과거에 비해 급격히 줄어들고 있다. 구글 검색 횟수를 기준으로 보면 삼성전자 스마트폰에 대한 소비자들의 관심도는 갤럭시S3를 정점으로 하락 추세를 보이고 있다. 실제로 삼성전자 IM 사업부의 영업이익률 고점도 갤럭시S3가 출시된 2012년이였다.

그림 9. 산업 성숙화에 따라 삼성전자 스마트폰 출하량 성장 둔화



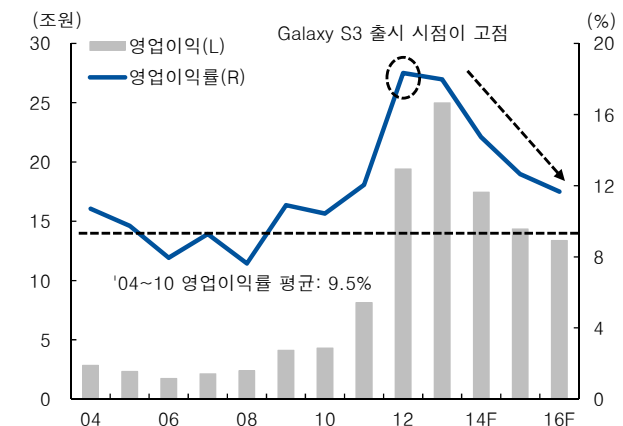
자료: IDC, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 삼성 주력 스마트폰 검색 횟수 상대 비교: 관심도 하락 추세



자료: Google Trends, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 삼성전자 IM 사업부 영업이익: 수익성 과거 평균으로 회귀



자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

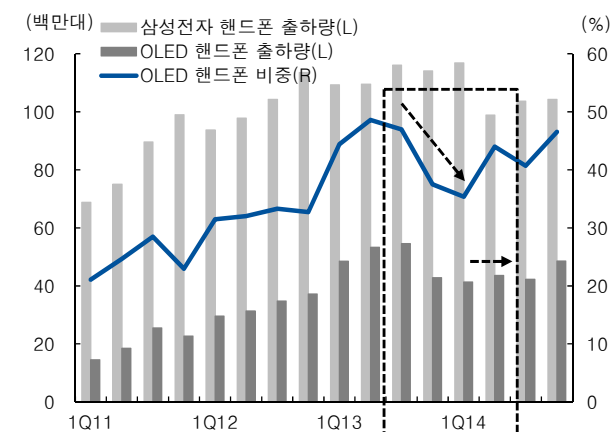
스마트폰 부진 후폭풍 지속

삼성전자 스마트폰 부진으로 관련 소재를 납품하는 업체들의 상반기 실적은 전년동기 대비 큰 폭으로 감소했다. 특히 삼성전자 내 점유율 높았던 업체들의 타격이 더 컸다. 지금까지는 독점적인 지위를 바탕으로 다른 소재 업체들 대비 높은 수익성을 달성했지만, 최근에는 오히려 수익성 높은 소재 물량이 감소하면서 실적 하락폭이 상대적으로 더 컸다.

OLED 패널 관련 소재를 납품하는 덕산하이메탈과 솔브레인의 삼성전자 내 점유율은 70%를 상회한다. 덕산하이메탈(OLED 유기물질)과 솔브레인(OLED 패널 식각)의 상반기 실적은 전년동기 대비 각각 68%, 70% 감소했다. 지난해 3분기 50% 수준이었던 삼성전자 내 OLED 핸드폰 비중이 1Q14에 35%까지 하락했기 때문이다. 3분기부터 삼성전자 스마트폰 출하량이 회복되고 있지만, 삼성디스플레이의 OLED 가동률 회복은 지연되고 있는 것으로 추정된다.

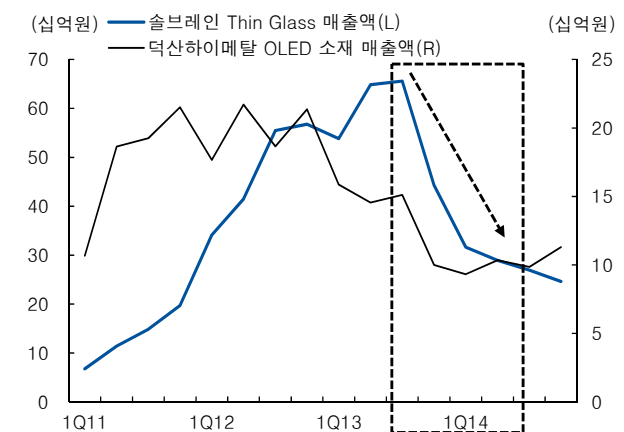
2분기 삼성전자 스마트폰 재고조정에 따라 FPCB 및 FPCB 소재 물량도 급감했다. 국내 1위 FPCB 업체인 인터플렉스와 국내 1위 FPCB 소재 업체인 이녹스의 출하량은 올해 2분기에만 전분기 대비 각각 34%, 25% 감소했다. 제품 물량 감소로 인해 인터플렉스의 상반기 영업이익은 전년동기 대비 적자전환했고, 이녹스의 상반기 영업이익은 전년동기 대비 25% 감소했다.

그림 12. 삼성전자 OLED 핸드폰 출하량 감소에 따라...



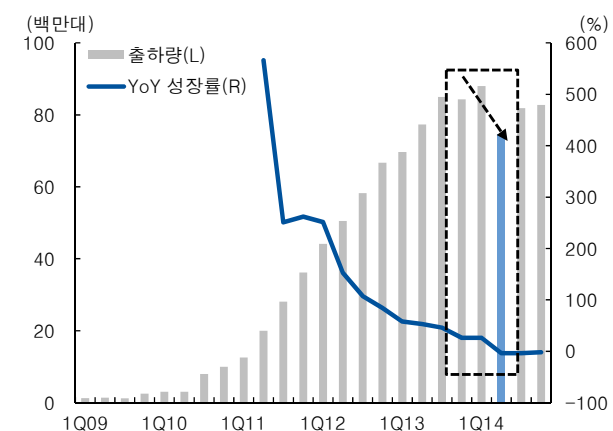
자료: DisplaySearch, IDC, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. OLED 관련 소재 매출 감소



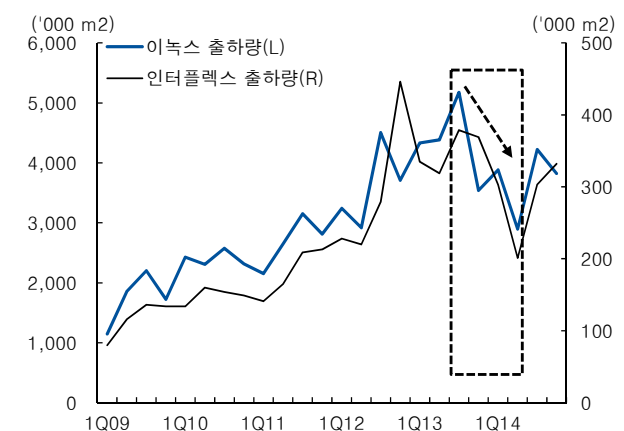
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 삼성전자 스마트폰 출하량 감소로...



자료: IDC, 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. FPCB 및 FPCB 소재 출하량 감소



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

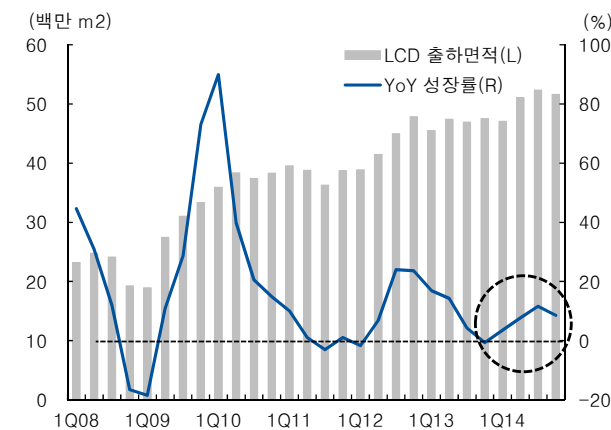
소외되었던 LCD/반도체 소재의 약진

스마트폰 성장기에 상대적으로 소외되었던 LCD 및 반도체 소재 업체들은 오히려 실적이 개선되고 있다. LCD TV 수요 호조로 LCD 패널 업체들의 가동률이 상승했고, 반도체는 국내 반도체 업체들의 웨이퍼 생산능력 증가 및 공정전환으로 소재 수요가 지속적으로 증가하고 있기 때문이다.

LCD 및 반도체 제조용 특수가스를 생산하는 OCI머티리얼즈는 2분기부터 실적이 본격적으로 개선되는 모습을 보이고 있다. OCI머티리얼즈는 경쟁 심화와 수요 둔화로 2011년 이후 실적이 큰 폭으로 감소했다. 그러나 수익성 둔화로 인한 경쟁 업체들의 생산능력 축소와 LCD 및 반도체 업황 개선이 맞물리면서 수익성이 빠르게 개선되고 있다. 특히 LCD 출하면적 YoY 성장률이 지난해 4분기부터 상승함에 따라 소재 수요도 지속적으로 증가하고 있다. 주력 제품인 NF3의 경우 타이트한 수급으로 인해 3분기에 가격 상승과 물량 증가가 동시에 나타날 전망이다.

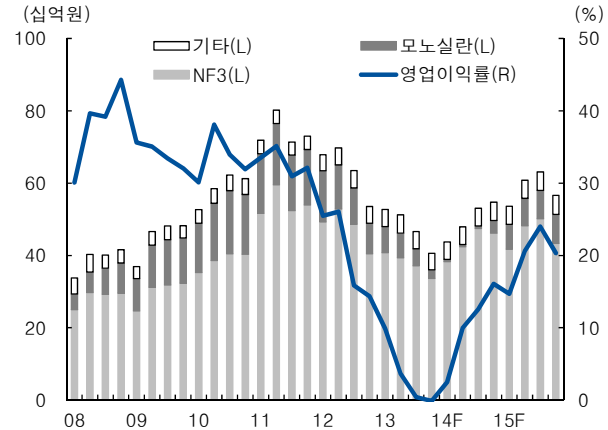
반도체용 특수가스를 주력으로 생산하는 원익머티리얼즈는 고객사내 높은 점유율과 다품종 소량 생산 전략으로 안정적인 실적 성장을 보여주고 있다. 반도체는 높은 고정비 부담으로 인해 가동률이 높은 수준에서 유지되는 특성이 있다. 따라서 소재 수요도 안정적이다. 다품종 소량 생산 제품의 경우 경쟁 강도도 낮다. 삼성전자와 SK하이닉스 등 국내 반도체 업체들의 증설 및 공정전환이 지속됨에 따라 원익머티리얼즈의 상반기 영업이익은 전년동기 대비 34% 증가했다.

그림 16. LCD 출하면적 성장률 개선으로...



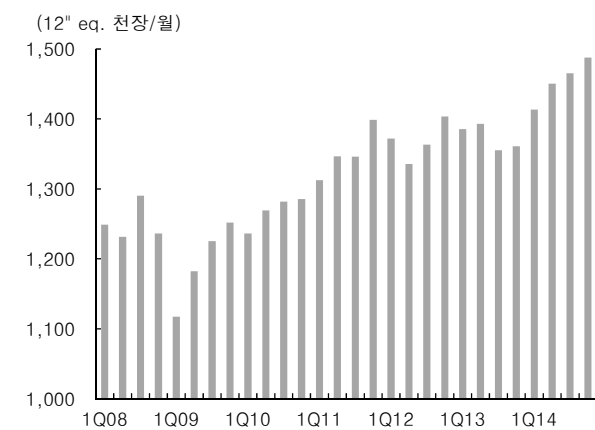
자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. OCI머티리얼즈 실적 턴어라운드



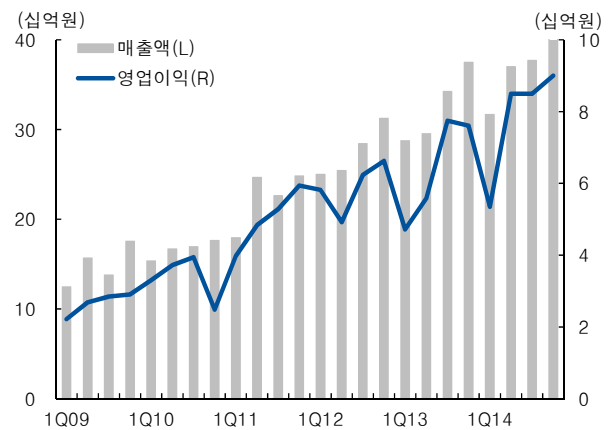
자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

그림 18. 국내 반도체 웨이퍼 생산능력 안정적인 증가에 따라...



자료: IDC, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 원익머티리얼즈 실적 증가 지속



주: 3Q14~4Q14 실적은 컨센서스 기준
자료: 원익머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

성장 전략의 변화

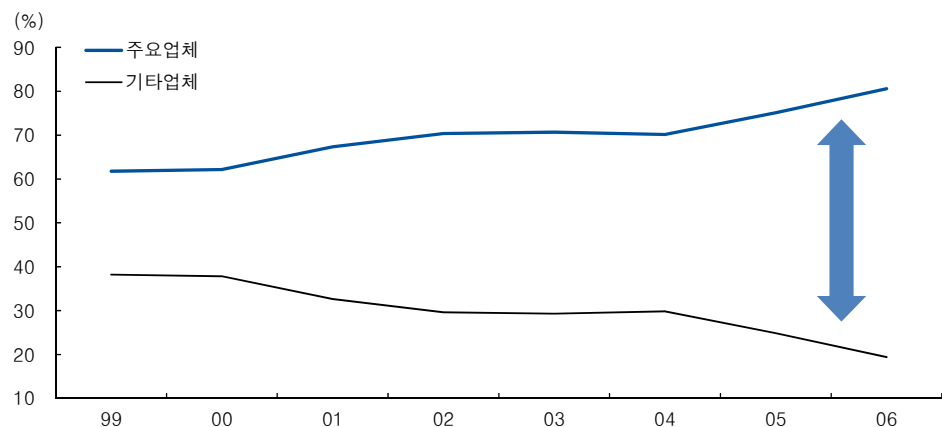
삼성전자의 전략 변화 예상: 세트 → 부품

삼성전자의 전략 변화가 감지되고 있다. **중장기적으로 세트에서 부품으로의 성장 축이 이동할 것으로 보인다.** 세트의 경우 물량은 급증하지만 경쟁 심화로 인해 가격이 빠른 속도로 하락하고 있다. 세트의 경쟁 심화를 피하면서 물량 증가의 수혜를 누리기 위해서는 기술 우위를 바탕으로 부품 분야에서 규모의 경제를 달성해야 한다.

피쳐폰 시장은 산업 성숙화와 함께 과점화가 심화되었다. 반면 스마트폰 시장은 성숙화됨에 따라 업체 수가 많아지는 세분화가 진행될 전망이다. Google과 같은 OS 업체들이 최대한 많은 플레이어가 시장에 진입하도록 지원하고 있기 때문이다. 물량과 업체 수가 동시에 증가하는 이러한 스마트폰 시장에서는 차별화된 부품이 경쟁력이다.

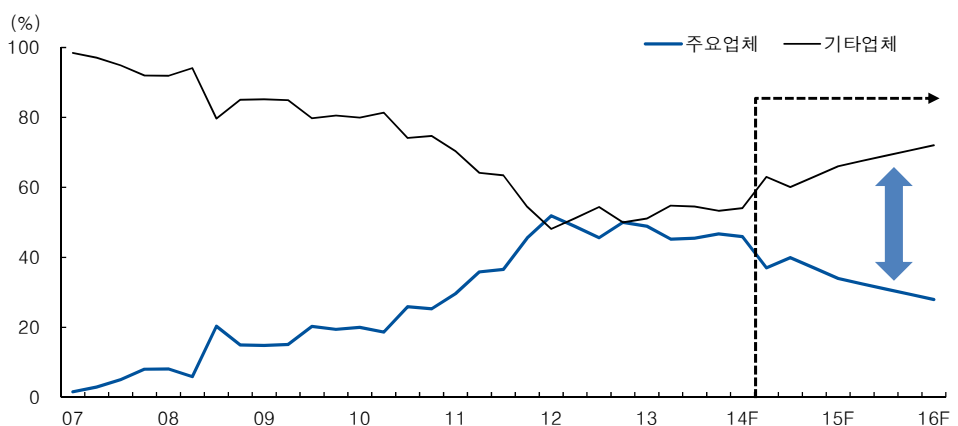
실적 부진에도 불구하고 삼성전자의 올해 설비 투자는 지난해와 비슷한 24조원을 유지할 전망이다. 향후 투자가 집행될 부문은 DRAM 증설, V-NAND 인프라, 14nm Fin-FET, 플렉서블 OLED 등 차세대 부품 분야다. **삼성전자의 차세대 부품 생산에 필요한 공정 소재 업체들에 주목할 필요가 있다.**

그림 20. 피쳐폰 시장 점유율 추이: 과점화로 인한 규모의 경제 달성 가능



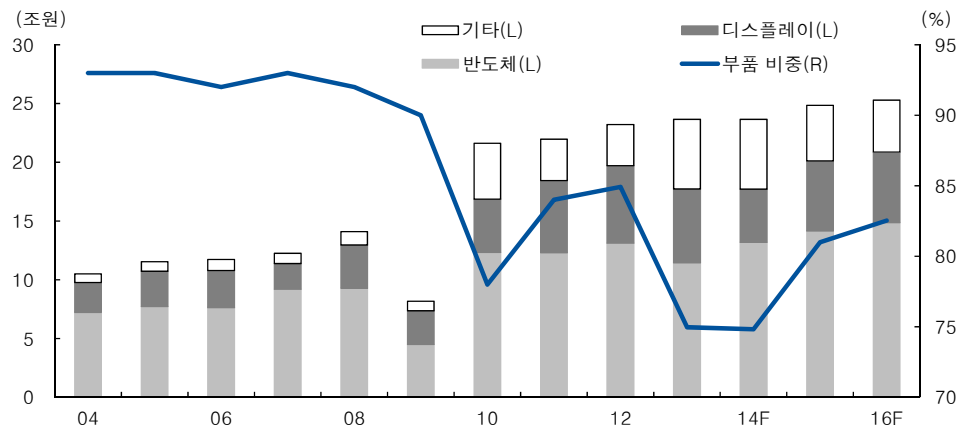
주: 주요 업체는 Nokia, Motorola, Sony, 삼성전자, LG전자
자료: IDC, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 스마트폰 시장 점유율 추이: 세분화 심화로 규모의 경제 달성이 힘들 전망



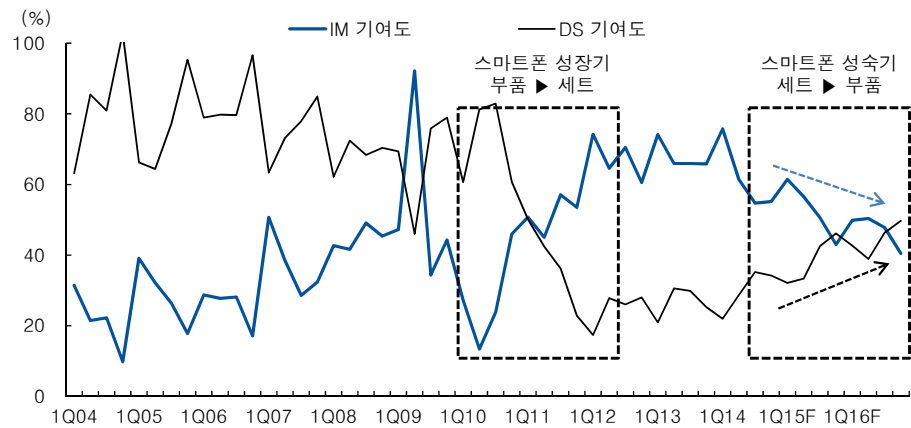
주: 주요 업체는 삼성전자, Apple
자료: IDC, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 삼성전자 설비투자 추이 및 전망: 부품에 대한 투자 확대 지속



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 삼성전자 영업이익 기여도 변화: 다시 부품으로 성장 축 이동



자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 주요 업체별 전방 산업 매출 비중

	LCD	반도체	OLED	2차 전지	스마트폰
OCI머티리얼즈					
솔브레인					
한솔케미칼					
이녹스					
덕산하이메탈					
일진머티리얼즈					
원익머티리얼즈					

주: 색이 진할수록 매출 비중이 높음

자료: KDB대우증권 리서치센터

투자전략 및 밸류에이션

하반기 보수적 접근, Top pick은 OCI머티리얼즈

하반기 전자재료 업종에 대한 보수적인 접근을 권한다. 스마트폰 관련 소재 업체들의 실적 개선은 제한적일 것으로 예상되기 때문이다. 3분기부터 삼성전자의 스마트폰 출하량 증가가 예상되지만 수요 둔화로 재고 확충 수요는 과거에 비해 약할 전망이다. 스마트폰 가격 인하 움직임으로 인해 부품 및 소재에 대한 단가 인하 압력이 완화될 가능성은 낮아 보인다.

단기적으로 전자재료 업종 내에서 스마트폰 의존도가 낮은 업체들로의 선별적 투자가 필요한 시점이다. 스마트폰 관련 업체들의 주가는 이미 큰 폭으로 하락했지만 시장의 실적 추정치는 아직 높은 것으로 판단된다. 삼성전자의 3분기 실적 부진 영향이 소재 업체들의 실적에 반영되는 시점이 주가 측면에서 바닥이 될 전망이다.

삼성전자의 성장 축이 세트에서 부품으로 이동할 것으로 예상된다. 이에 따라 스마트폰 등 세트에 특화된 부품/소재보다는 반도체, LCD, 플렉서블 OLED 등 차세대 부품 제조에 필요한 공정 소재 업체에 주목할 필요가 있다.

Top pick으로는 LCD/반도체 비중이 높고, 산업 구조조정의 수혜가 예상되는 OCI머티리얼즈를 제시한다. 하반기 제품 가격과 물량이 동시에 증가함에 따라 큰 폭의 수익성 개선이 예상된다. 관심 종목은 솔브레인과 덕산하이메탈이다. 두 업체 모두 스마트폰에 집중된 사업 구조 때문에 상반기 실적이 부진했다. 그러나 실적 둔화에도 불구하고 재무 구조가 개선되는 점에 주목해야 한다. 두 업체 모두 상반기에 보유 현금이 증가했다. 재무 건전성은 업황 둔화기에 생존을 위한 필수 조건이며, 업황 개선 시 큰 폭의 실적 개선이 가능하게 만드는 체력이다.

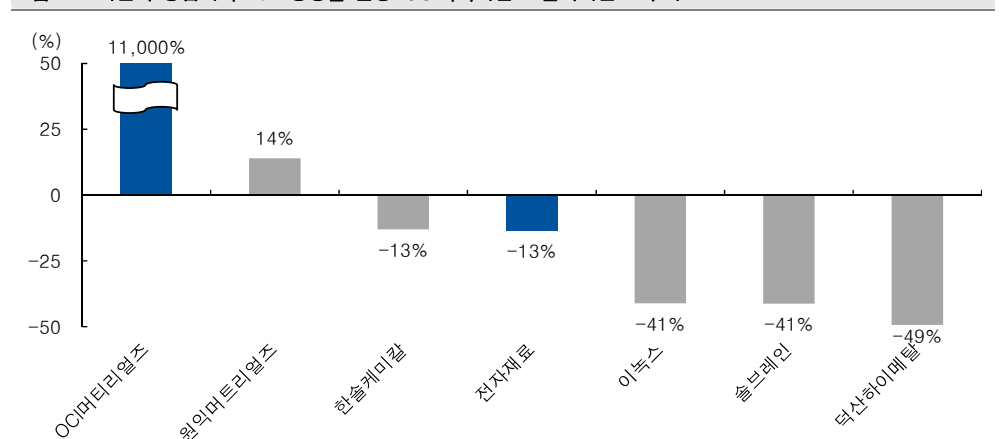
표 1. KDB대우증권 전자재료 유니버스 투자 의견 및 목표주가 변경 내역

(원, %)

종목	코드	투자 의견			목표주가			현재주가	상승여력
		신규	기존	변경여부	신규	기존	변경률		
OCI머티리얼즈	036490	매수	매수	유지	62,000	52,000	19.2	45,400	36.6
솔브레인	036830	매수	매수	유지	41,000	68,000	-39.7	29,250	40.2
덕산하이메탈	077360	매수	매수	유지	20,000	28,000	-28.6	16,000	25.0
이녹스	088390	매수	매수	유지	23,000	35,000	-34.3	16,950	35.7
일진머티리얼즈	020150	중립	중립	유지	-	-	-	11,300	-

자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 25. 하반기 영업이익 YoY 성장률 전망: OCI머티리얼즈 턴어라운드 부각



주: 일진머티리얼즈는 적자 지속, 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 2. KDB대우증권 전자재료 유니버스 실적 추정 변경 내역

(십억원, %)

업체	실적	수정 전			수정 후			변경률		
		3Q14F	2014F	2015F	3Q14F	2014F	2015F	3Q14F	2014F	2015F
OCI머티리얼즈	매출액	53	198	229	53	199	234	-0.8	0.6	2.2
	영업이익	7	21	43	7	21	47	-8.5	1.7	10.3
	당기순이익	4	8	27	3	8	29	-14.0	3.5	7.1
솔브레인	매출액	149	552	647	139	543	646	-6.6	-1.7	-0.2
	영업이익	12	42	73	9	36	63	-23.8	-15.6	-14.1
	당기순이익	10	34	56	8	28	53	-18.3	-15.5	-6.1
덕산하이메탈	매출액	39	137	176	26	104	151	-32.7	-24.2	-14.3
	영업이익	10	28	40	4	13	31	-60.4	-53.2	-23.2
	당기순이익	9	26	37	4	12	27	-60.9	-55.5	-26.3
이녹스	매출액	49	164	208	44	158	206	-10.2	-3.7	-0.6
	영업이익	9	25	36	6	22	36	-25.4	-10.5	1.5
	당기순이익	7	19	28	5	17	29	-26.7	-11.3	1.5
일진머티리얼즈	매출액	62	227	216	105	391	371	68.8	72.0	71.9
	영업이익	3	6	6	-5	-26	8	적전	적전	19.1
	당기순이익	4	2	3	-6	7	7	적전	201.3	144.7

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 3. KDB대우증권 전자재료 유니버스 실적 컨센서스 비교

(십억원, %)

업체	실적	KDB대우증권			컨센서스			차이		
		3Q14F	2014F	2015F	3Q14F	2014F	2015F	3Q14F	2014F	2015F
OCI머티리얼즈	매출액	53	199	234	54	203	253	-1.2	-1.7	-7.6
	영업이익	7	21	47	8	23	52	-17.6	-8.4	-8.8
	당기순이익	3	8	29	5	12	33	-35.7	-26.6	-10.8
솔브레인	매출액	139	543	646	154	593	641	-9.6	-8.4	0.8
	영업이익	9	36	63	20	71	85	-53.1	-49.4	-26.3
	당기순이익	8	28	53	14	56	67	-42.9	-49.1	-21.4
덕산하이메탈	매출액	26	104	151	39	134	170	-31.2	-22.3	-11.3
	영업이익	4	13	31	9	27	40	-58.7	-50.6	-21.4
	당기순이익	4	12	27	10	26	38	-63.1	-55.9	-27.4
이녹스	매출액	44	158	206	53	183	233	-16.6	-13.3	-11.5
	영업이익	6	22	36	10	31	44	-33.0	-27.6	-17.1
	당기순이익	5	17	29	7	24	34	-33.3	-28.7	-14.8
일진머티리얼즈	매출액	105	391	371	-	-	-	-	-	-
	영업이익	-5	-26	8	-	-	-	-	-	-
	당기순이익	-6	7	7	-	-	-	-	-	-

자료: KDB대우증권 리서치센터

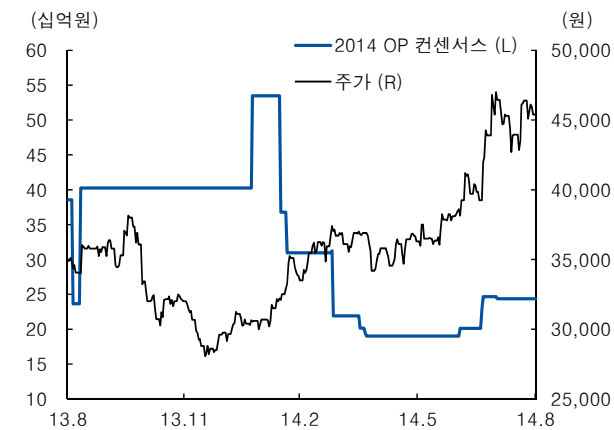
표 4. 글로벌 전자재료 업체 밸류에이션 비교

(십억원, %, x)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA	
		14F	15F	14F	15F	14F	15F	14F	15F	14F	15F	14F	15F	14F	15F
OCI머티리얼즈	479	199	234	21	47	8	29	2.7	9.0	58.0	16.8	1.6	1.5	9.6	7.0
솔브레인	479	543	646	36	63	28	53	6.9	12.0	17.2	9.3	1.2	1.1	8.4	5.1
덕산하이메탈	470	104	151	13	31	12	27	5.0	11.0	39.8	16.8	1.8	1.7	29.5	11.9
한솔케미칼	361	327	388	24	34	19	20	9.2	9.4	19.4	18.0	1.7	1.6	11.8	9.3
이녹스	209	253	304	51	58	38	43	26.3	23.2	7.1	6.3	1.6	1.3	4.6	3.9
일진머티리얼즈	443	227	216	6	6	14	7	4.9	2.4	34.3	66.7	1.7	1.6	21.1	19.2
원익머티리얼즈	285	150	172	31	36	25	28	28.6	20.6	14.7	10.0	2.3	1.9	6.4	5.5
국내평균								11.9	12.5	19.7	12.1	1.7	1.5	11.7	7.1
Shin-Etsu Chemical	27,230	11,937	12,403	1,889	2,059	1,255	1,367	7.1	7.4	21.5	19.6	1.5	1.4	7.8	7.3
Hitachi Chemical	3,938	5,098	5,337	346	437	200	298	6.0	8.7	19.6	13.0	1.2	1.1	5.9	5.0
SUMCO	2,254	2,113	2,202	249	310	151	200	8.5	10.9	16.3	11.5	1.5	1.3	10.4	9.2
Sumitomo Chemical	6,027	22,492	22,486	1,017	1,198	453	662	7.2	9.8	12.6	8.9	0.9	0.8	8.5	7.7
JSR	4,200	4,012	4,179	383	420	275	299	8.3	8.7	15.1	13.9	1.2	1.2	5.9	5.4
Mitsubishi Chemical	7,629	34,258	36,916	1,367	1,687	398	562	4.8	6.2	18.7	13.2	0.8	0.8	7.7	6.5
Showa Denko	2,192	8,743	9,239	324	396	88	174	3.2	5.7	23.6	12.3	0.7	0.7	8.0	7.1
Furukawa	1,543	8,616	8,978	233	290	86	154	5.0	8.5	17.8	10.3	0.9	0.8	9.5	8.2
Nitto Denko	9,244	7,686	8,030	806	868	581	623	10.8	10.7	15.2	14.0	1.6	1.5	6.2	5.8
UDC	1,639	213	279	73	110	52	80	13.3	13.5	30.7	20.1	3.4	2.9	15.9	10.9
해외평균								8.8	10.4	18.8	14.0	1.5	1.4	8.6	7.4
평균								10.4	11.5	19.2	13.0	1.6	1.4	10.2	7.3

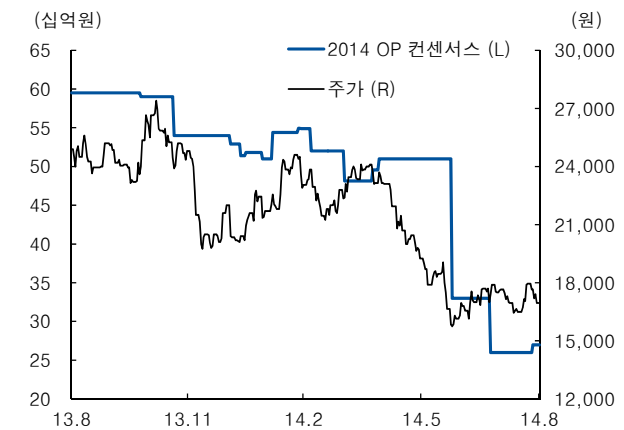
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 26. OCI머티리얼즈 실적 컨센서스와 주가 추이



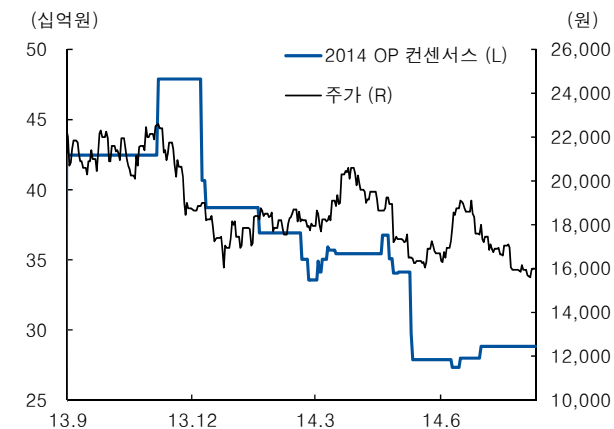
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 이녹스 실적 컨센서스와 주가 추이



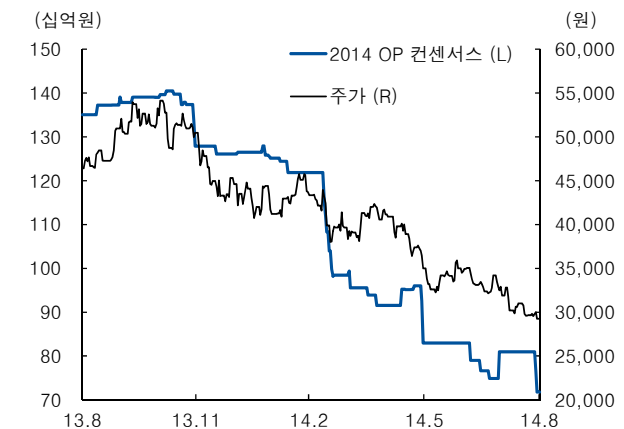
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 28. 덕산하이메탈 실적 컨센서스와 주가 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 솔브레인 실적 컨센서스와 주가 추이



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

OCI머티리얼즈 (036490/매수) 미운 오리의 비상

- What's new: NF3 물량과 가격의 동반 상승
- Catalyst: 적자 사업인 모노실란의 턴어라운드 예상
- Valuation: 투자의견 매수 유지, 목표주가 62,000원으로 상향

이녹스 (088390/매수) 새로운 칼을 꺼내야 할 시점

- What's new: 하반기에도 어려운 스마트폰
- Catalyst: 신제품 확대를 통한 수익성 개선
- Valuation: 목표주가 23,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

덕산하이메탈 (077360/매수) 단일 고객으로는 힘들다

- What's new: OLED 실적 개선 지연, 2분기 실적 부진
- Catalyst: 삼성디스플레이의 전략 변화 예상
- Valuation: 목표주가 20,000원으로 하향, 본격적인 실적 개선은 2Q15

솔브레인 (036830/매수) 성장 동력 공백기

- What's new: Thin Glass 부진 지속, 2분기 실적 부진
- Catalyst: 성장 동력 공백기를 채워줄 반도체 소재
- Valuation: 목표주가 41,000원으로 하향, 재무 건전성 개선 긍정적

일진머티리얼즈 (020150/중립) 실질적인 실적 개선이 필요한 시점

- What's new: 2분기 영업적자 확대, PCB용 일렉포일 및 LED 부진 지속
- Catalyst: 2차 전지용 일렉포일 신규 고객 확보가 관건
- Valuation: 실적 개선 지연, 투자의견 중립 유지

OCI머티리얼즈 (036490)

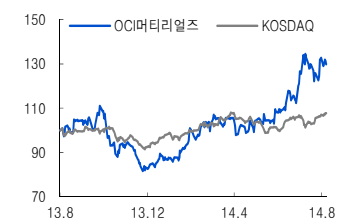
미운 오리의 비상

전자부품

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	62,000
현재주가(14/08/29, 원)	45,400
상승여력	37%

영업이익(14F, 십억원)	21
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	23
EPS 성장률(14F, %)	2,299.5
MKT EPS 성장률(14F, %)	12.7
P/E(14F, x)	56.7
MKT P/E(14F, x)	12.1
KOSDAQ	570.20
시가총액(십억원)	479
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	50.9
외국인 보유비중(%)	11.4
베타(12M) 일간수익률	0.40
52주 최저가(원)	28,550
52주 최고가(원)	47,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.3	35.5	31.4
상대주가	-6.2	25.7	19.9



What's new: NF3 물량과 가격의 동반 상승

OCI머티리얼즈의 주력 제품인 NF3의 타이트한 수급이 지속되고 있다. LCD 업체들의 가동률 상승 및 반도체 업황 호조로 전방 수요는 양호한 반면, 지난 3년간 공급 과잉으로 인한 수익성 악화로 업체들의 공급은 축소되었기 때문이다.

타이트한 NF3 수급으로 인해 가격 인상과 더불어 출하량이 증가하고 있다. 현재 재고 수준이 업황 둔화 국면인 2013년 상반기 수준으로 높음에도 불구하고 가격을 인상했다는 점이 타이트한 수급을 반영하고 있다. 3분기 NF3 출하량은 사상 최대 수준을 기록할 전망이다.

LG디스플레이와 삼성디스플레이의 중국 LCD 공장 가동, 삼성전자 중국 반도체(V-NAND) 공장 가동, BOE 등 중국 로컬 LCD 업체들의 증설 등 수요 증가 가시성은 여전히 높다. 하반기에 통상적인 정기 보수 가능성은 제한적일 것으로 판단된다.

Catalyst: 적자 사업인 모노실란의 턴어라운드 예상

2015년부터 모노실란 사업의 턴어라운드가 예상된다. 공급 과잉이 심각했던 모노실란 산업은 일부 경쟁사들이 수익성 악화로 생산능력을 축소함에 따라 수급이 안정화되고 있는 것으로 파악된다. 4분기부터 수익성 높은 디실란 매출도 확대될 것으로 예상된다.

올해 실적은 매출액 1,995억원(+ 4% yoy), 영업이익 213억원(+ 195% yoy)을 기록할 전망이다. 내년에는 물량 증가를 통한 영업 레버리지 효과와 모노실란 턴어라운드로 추가적인 실적 개선이 예상된다. 2015년 매출액은 올해 대비 17% 증가한 2,340억원, 영업이익은 121% 증가한 471억원을 기록할 전망이다.

Valuation: 투자 의견 매수 유지, 목표주가 62,000원으로 상향

OCI머티리얼즈에 대한 투자 의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 52,000원에서 62,000원으로 19% 상향한다. 목표주가를 상향하는 이유는 기준 실적을 12개월 선형에서 2015년으로 변경했고, NF3 가격 및 출하량 증가, 모노실란 가동률 상승을 반영해 2015F 영업이익을 10% 상향 조정했기 때문이다. 목표주가는 15F EBITDA에 글로벌 특수 가스 업체 15F EV/EBITDA 평균 9.1배를 적용한 영업가치와 순차입금을 고려해 산정했다.

동사의 EBITDA 성장률은 올해 18%, 내년 26%로 글로벌 동종업체 평균인 4%, 10%보다 높은 수준이다. 안정적인 현금흐름을 바탕으로 1.5% 이상의 배당수익률도 기대된다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	296	254	191	199	234	250
영업이익 (십억원)	97	50	7	21	47	56
영업이익률 (%)	32.8	19.7	3.7	10.6	20.1	22.4
순이익 (십억원)	66	29	0	8	29	38
EPS (원)	6,230	2,756	33	800	2,758	3,574
ROE (%)	20.1	8.6	0.1	2.7	8.9	10.7
P/E (배)	12.8	13.9	891.8	56.7	16.5	12.7
P/B (배)	2.6	1.2	1.0	1.5	1.4	1.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

표 5. OCI머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F	13	14F	15F	16F
매출액	52.7	51.2	46.6	40.6	43.8	47.9	53.0	54.7	191.1	199.5	234.1	249.8
영업이익	5.2	1.9	0.2	0.0	1.1	4.8	6.7	8.8	7.2	21.3	47.1	55.6
세전이익	5.3	1.9	-3.3	-2.8	-1.6	2.1	3.8	6.1	1.2	10.4	37.6	48.7
당기순이익	3.5	1.9	-3.5	-1.6	-1.6	2.2	3.0	4.8	0.3	8.4	29.1	37.7
영업이익률	9.9	3.7	0.4	-0.1	2.5	10.0	12.6	16.1	3.8	10.7	20.1	22.3
순이익률	6.6	3.7	-7.4	-3.9	-3.7	4.7	5.7	8.8	0.2	4.2	12.4	15.1
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	-1.6	-2.8	-8.9	-12.8	7.8	9.4	10.7	3.2	-25.0	4.4	17.4	6.7
영업이익	-32.2	-64.1	-89.8	적전	흑전	342.9	39.5	31.7	-86.4	195.4	120.6	18.1
세전이익	112.4	-64.4	적전	적지	적지	흑전	81.5	59.4	-96.9	776.0	260.8	29.6
당기순이익	11.2	-45.7	적전	적지	적지	흑전	35.3	59.4	-98.9	2,382.0	244.6	29.6

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

표 6. OCI머티리얼즈 수익 예상 변경 내역

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			변경률			변경 이유
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	
매출액	198	229	242	199	234	250	0.6	2.2	3.2	NF3 가격 및 출하량 상향 조정 모노실란 가격 상향 조정 원/달러 환율 상향 조정
영업이익	21	43	51	21	47	56	1.7	10.3	9.8	
세전이익	10	34	45	10	38	49	3.5	9.8	9.0	
당기순이익	8	27	35	8	29	38	3.5	7.1	6.3	
EPS(원)	773	2,575	3,363	800	2,758	3,574	3.5	7.1	6.3	
영업이익률	10.6	18.6	22.3	10.7	20.1	22.3	-	-	-	
순이익률	4.1	11.9	15.1	4.2	12.4	15.1	-	-	-	

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

표 7. OCI머티리얼즈 목표주가 산정

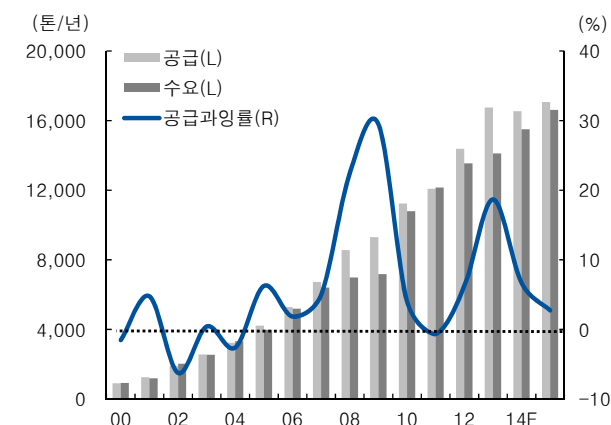
(십억원)

비고		
EBITDA	96	2015F EBITDA
적용 EV/EBITDA	9.1	글로벌 특수가스 업체 15F 평균
영업가치	875	
순차입금	221	2Q14말 기준
EV	653	
주식수 (천주)	10,548	
적정주가 (원)	61,944	
목표주가 (원)	62,000	
현재주가 (원)	45,400	2014.8.29 종가 기준
상승여력 (%)	36.6	

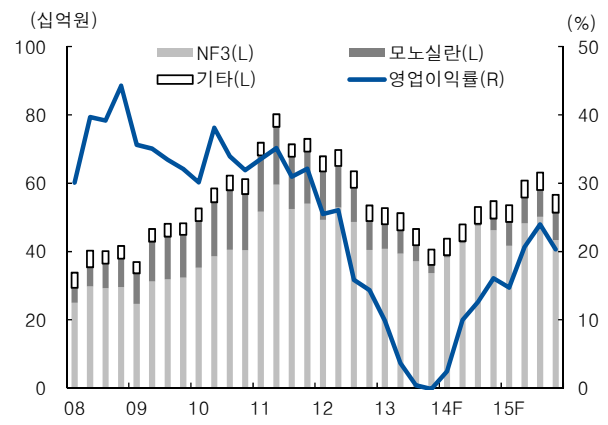
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 30. NF3 수급 추이 및 전망

그림 31. OCI머티리얼즈 실적 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터



자료: KDB대우증권 리서치센터

OCI머티리얼즈 (036490)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	191	199	234	250
매출원가	164	156	164	170
매출총이익	27	43	70	80
판매비와관리비	20	22	23	24
조정영업이익	7	21	47	56
영업이익	7	21	47	56
비영업손익	-6	-11	-9	-7
금융손익	-9	-11	-10	-7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	10	38	49
계속사업법인세비용	1	2	8	11
계속사업이익	0	9	29	38
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	0	9	29	38
지배주주	0	8	29	38
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	1	8	29	38
지배주주	1	8	29	38
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	63	74	96	106
FCF	67	12	46	52
EBITDA 마진율 (%)	33.0	37.2	41.0	42.4
영업이익률 (%)	3.7	10.6	20.1	22.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.0	4.0	12.4	15.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	99	112	124	176
현금 및 현금성자산	18	3	11	49
매출채권 및 기타채권	35	47	48	54
채고자산	45	60	63	70
기타유동자산	1	2	2	3
비유동자산	498	476	457	437
관계기업투자등	2	3	3	3
유형자산	475	453	435	415
무형자산	7	6	5	5
자산총계	597	588	581	613
유동부채	71	87	78	79
매입채무 및 기타채무	29	38	40	45
단기금융부채	37	41	31	26
기타유동부채	5	8	7	8
비유동부채	210	186	166	167
장기금융부채	206	181	161	161
기타비유동부채	4	5	5	6
부채총계	281	273	244	246
지배주주지분	317	316	337	366
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	68	68	68	68
이익잉여금	243	243	264	294
비지배주주지분	0	0	0	1
자본총계	317	316	337	367

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	97	42	76	82
당기순이익	0	9	29	38
비현금수익비용가감	111	66	67	69
유형자산감가상각비	54	51	48	50
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	56	14	18	18
영업활동으로인한자산및부채의변동	3	-20	-2	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6	-13	-1	-4
채고자산 감소(증가)	12	-17	-2	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-12	4	1	2
법인세납부	-8	-2	-8	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-25	-29	-30	-30
유형자산처분(취득)	-29	-29	-30	-30
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	0	0	0
기타투자활동	0	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-79	-26	-38	-13
장단기금융부채의 증가(감소)	-49	-21	-30	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-30	-4	-8	-8
기타재무활동	0	-1	0	0
현금의 증가	-7	-15	8	38
기초현금	25	18	3	11
기말현금	18	3	11	49

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	891.8	56.7	16.5	12.7
P/CF (x)	2.8	6.4	5.0	4.5
P/B (x)	1.0	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	8.6	9.5	6.9	5.8
EPS (원)	33	800	2,758	3,574
CFPS (원)	10,522	7,066	9,123	10,122
BPS (원)	30,028	29,924	31,924	34,748
DPS (원)	500	500	750	750
배당성향 (%)	1,499.2	61.9	27.0	20.8
배당수익률 (%)	1.7	1.1	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	-24.8	4.2	17.6	6.8
EBITDA증가율 (%)	-49.2	17.5	29.7	10.4
조정영업이익증가율 (%)	-86.0	200.0	123.8	19.1
EPS증가율 (%)	-98.8	2,324.2	244.8	29.6
매출채권 회전을 (회)	7.8	8.1	8.1	8.0
채고자산 회전을 (회)	3.8	3.8	3.8	3.8
매입채무 회전을 (회)	10.4	11.4	10.3	9.9
ROA (%)	0.1	1.4	5.0	6.4
ROE (%)	0.1	2.7	8.9	10.7
ROIC (%)	0.4	3.3	7.1	8.7
부채비율 (%)	88.6	86.3	72.5	66.9
유동비율 (%)	140.2	129.6	158.6	222.9
순차입금/자기자본 (%)	70.9	69.2	53.6	37.4
조정영업이익/금융비용 (x)	0.7	1.6	3.4	4.8

자료: OCI머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

이녹스 (088390)

새로운 칼을 꺼내야 할 시점

전자부품

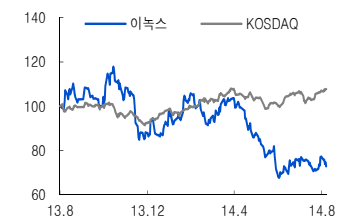
(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	23,000
현재주가(14/08/29, 원)	16,950
상승여력	36%

영업이익(14F, 십억원)	22
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	31

EPS 성장률(14F, %)	-42.3
MKT EPS 성장률(14F, %)	12.7
P/E(14F, x)	12.3
MKT P/E(14F, x)	12.1
KOSDAQ	570.20

시가총액(십억원)	209
발행주식수(백만주)	12
유통주식비율(%)	70.5
외국인 보유비중(%)	7.7
베타(12M) 일간수익률	1.28
52주 최저가(원)	15,750
52주 최고가(원)	27,400

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.1	-26.5	-28.8
상대주가	-8.0	-31.8	-35.0



What's new: 하반기에도 어려운 스마트폰

이녹스의 상반기 매출액은 737억원, 영업이익은 104억원으로 전년동기 대비 매출액은 9%, 영업이익은 25% 감소했다. 삼성전자 스마트폰 재고 조정으로 인한 FPCB 관련 소재 및 디지털타이저 흡수 필름 물량 감소와 단가 인하 때문이다. 특히 2분기에는 전분기 대비 출하량은 25%, ASP는 21% 감소하면서 1Q09 이후 가장 낮은 영업이익(16억원)을 기록했다.

3분기부터 갤럭시노트4, 갤럭시알파와 같은 신제품 출시와 재고 확충 수요로 인해 물량 회복이 예상되지만, 하반기에도 전년동기 대비 성장은 어려워 보인다. 전방 수요 부진으로 삼성전자의 스마트폰 출하량 증가가 제한적이고, 가격 경쟁 심화로 디지털타이저 등이 탑재된 고부가 모바일 제품의 판매 효과가 예년에 비해 낮을 것으로 예상하기 때문이다.

Catalyst: 신제품 확대를 통한 수익성 개선

스마트폰 성장률 둔화에도 불구하고 실적 성장을 기대할 수 있는 이유는 디지털타이저 흡수 필름, 2-Layer FCCL, EMI 차폐필름, OLED 관련 소재 등 신규 제품 매출 확대가 예상되기 때문이다. 디지털타이저 필름은 여전히 동사의 점유율이 지배적이다. 2-Layer FCCL 및 EMI 차폐필름, OLED 관련 소재는 내년부터 점유율 확대를 통해 매출 성장이 본격화 될 전망이다. 고수익의 제품 물량 증가를 통한 제품 믹스 개선과 규모 경제 효과가 예상된다.

3분기에는 갤럭시노트4에 탑재되는 고수익의 디지털타이저 흡수 필름 물량이 급증하면서 실적 회복을 견인할 전망이다. 3분기 매출액은 전분기 대비 60% 증가한 440억원, 영업이익은 293% 증가한 64억원이 예상된다.

Valuation: 목표주가 23,000원으로 하향, 투자의견 매수 유지

이녹스에 대한 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 23,000원으로 34% 하향한다. 목표주가를 하향하는 이유는 FPCB 출하면적 및 ASP, 디지털타이저 흡수 필름 출하량 전망치를 하향 조정하면서 2015년 EPS를 33% 낮췄기 때문이다. 목표주가는 2015년 EPS에 적정 P/E 9.8배를 적용해 산정했다. 적정 P/E는 2010년 이후 12M FWD P/E 평균 11배를 10% 할인한 수치이다.

매수 의견을 유지하는 이유는 1) 삼성전자 스마트폰 사업 부진에 대한 우려가 2분기부터 주가에 반영되었고, 2) 수익성이 상대적으로 높은 신규 소재들의 비중이 높아지면서 2분기를 저점으로 실적 회복이 예상되기 때문이다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	116	142	186	158	206	257
영업이익 (십억원)	14	19	34	22	36	42
영업이익률 (%)	12.1	13.4	18.3	13.9	17.5	16.3
순이익 (십억원)	9	13	28	17	29	34
EPS (원)	868	1,144	2,387	1,378	2,326	2,738
ROE (%)	14.8	18.3	27.5	12.7	18.3	17.9
P/E (배)	15.5	13.8	9.2	12.3	7.3	6.2
P/B (배)	2.3	2.3	2.1	1.4	1.2	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 이녹스, KDB대우증권 리서치센터

표 8. 이노스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13P	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	40.0	40.9	62.0	43.3	46.3	27.4	44.0	40.5	186.1	158.2	206.5	257.3
FPCB	32.7	32.4	40.3	27.5	29.3	18.8	27.4	24.5	132.8	99.9	130.1	141.9
Coverlay	19.4	19.0	22.5	14.9	15.0	10.3	14.8	13.2	75.7	53.3	70.4	77.8
3-layer FCCL	5.8	5.3	9.4	7.0	6.9	4.4	6.9	5.4	27.5	23.6	32.0	36.6
기타	7.5	8.1	8.4	5.6	7.3	4.1	5.7	5.8	29.6	23.0	27.7	27.5
반도체	5.5	6.4	7.3	6.1	6.7	6.5	7.0	7.1	25.3	27.3	31.4	36.2
신규사업	1.8	2.1	14.4	9.7	10.3	2.1	9.7	8.9	27.9	31.0	45.0	79.2
EMI 필름	0.9	0.5	1.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	3.0	1.7	7.9	21.6
디지털타이저 필름	0.1	0.3	12.1	8.6	9.4	1.5	8.7	8.0	21.0	27.7	30.5	36.1
2-Layer FCCL	0.6	0.9	0.8	0.5	0.5	0.2	0.4	0.5	2.9	1.6	6.6	21.4
기타	0.2	0.4	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	1.1	0.0	0.0	0.0
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
FPCB	81.8	79.2	65.0	63.5	63.2	68.6	62.2	60.4	71.4	63.2	63.0	55.2
Coverlay	48.5	46.4	36.3	34.4	32.5	37.4	33.6	32.7	40.7	33.7	34.1	30.2
3-layer FCCL	14.5	12.9	15.2	16.2	14.9	16.2	15.6	13.4	14.8	14.9	15.5	14.2
기타	18.8	19.9	13.5	12.9	15.9	15.0	13.0	14.4	15.9	14.5	13.4	10.7
반도체	13.8	15.6	11.8	14.1	14.6	23.8	15.8	17.5	13.6	17.3	15.2	14.1
신규사업	4.4	5.2	23.2	22.4	22.3	7.6	22.0	22.1	15.0	19.6	21.8	30.8
EMI 필름	2.1	1.1	1.9	1.0	0.8	1.4	1.2	1.0	1.6	1.1	3.8	8.4
디지털타이저 필름	0.2	0.6	19.5	19.9	20.4	5.6	19.8	19.8	11.3	17.5	14.8	14.0
2-Layer FCCL	1.5	2.3	1.3	1.2	1.1	0.6	0.9	1.3	1.6	1.0	3.2	8.3
기타	0.6	1.1	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
출하면적 (000 m ²)	4,678	4,794	5,847	4,072	4,504	3,367	4,884	4,478	19,390	17,234	24,259	29,420
ASP (천원/m ²)	8.6	8.5	10.6	10.6	10.3	8.1	9.0	9.0	9.6	9.2	8.5	8.7
영업이익	6.3	7.5	12.1	8.4	8.8	1.6	6.4	5.6	34.1	22.3	36.2	41.7
세전이익	6.4	7.3	11.3	8.3	8.9	0.5	5.9	5.2	33.3	20.5	34.9	41.1
당기순이익	5.2	5.4	8.6	6.4	7.4	0.4	4.9	4.3	27.7	16.9	28.6	33.7
영업이익률	15.8	18.3	19.4	19.4	18.9	5.9	14.5	13.8	18.3	14.1	17.5	16.2
순이익률	12.9	13.1	13.9	14.7	15.9	1.5	11.1	10.6	14.9	10.7	13.9	13.1
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	8.8	2.2	51.7	-30.2	7.0	-40.7	60.4	-8.0	30.8	-15.0	30.5	24.6
영업이익	55.3	18.2	61.3	-30.2	3.9	-81.5	293.0	-12.4	76.1	-34.6	62.4	15.2
세전이익	212.7	14.9	53.5	-25.9	4.2	-94.3	1,069.6	-11.8	122.5	-38.4	70.0	17.7
당기순이익	128.9	4.1	61.0	-26.3	-15.4	-94.4	1,069.6	-11.8	119.3	-38.9	69.0	17.7

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

표 9. 이노스 수익 예상 변경 내역

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			변경률			변경 이유
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	
매출액	253	304	-	158	206	257	-37.4	-32.0	-	FPCB 출하면적 및 ASP 하향 조정 테블릿PC 출하량 하향 조정 2016년 실적 신규 추정
영업이익	51	58	-	22	36	42	-55.8	-37.7	-	
세전이익	49	55	-	21	35	41	-58.0	-36.8	-	
당기순이익	38	43	-	17	29	34	-55.0	-32.7	-	
EPS(원)	3,057	3,457	-	1,377	2,326	2,738	-55.0	-32.7	-	
영업이익률	17.9	16.4	-	14.1	17.5	16.2	-	-	-	
순이익률	13.8	12.4	-	10.7	13.9	13.1	-	-	-	

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

표 10. 이노스 목표주가 산정

비고	
EPS(원)	2,326 2015F EPS
적정 P/E(x)	9.8 2010년 이후 평균(10.8x) 10% 할인
적정주가(원)	22,832
목표주가(원)	23,000
현재가(원)	16,950 2014년 8월 29일 종가 기준
상승여력(%)	35.7

자료: KDB대우증권 리서치센터

이녹스 (088390)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	186	158	206	257
매출원가	129	111	145	190
매출총이익	57	47	61	67
판매비와관리비	23	25	25	26
조정영업이익	34	22	36	42
영업이익	34	22	36	42
비영업손익	-1	-1	-1	-1
금융손익	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	33	21	35	41
계속사업법인세비용	6	4	6	7
계속사업이익	28	17	29	34
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	28	17	29	34
지배주주	28	17	29	34
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	28	17	29	34
지배주주	28	17	29	34
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	43	31	44	49
FCF	12	24	26	28
EBITDA 마진율 (%)	23.1	19.6	21.4	19.1
영업이익률 (%)	18.3	13.9	17.5	16.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.1	10.8	14.1	13.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	91	113	159	210
현금 및 현금성자산	36	61	86	114
매출채권 및 기타채권	33	31	43	57
재고자산	21	20	27	36
기타유동자산	1	1	3	3
비유동자산	96	90	82	75
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	92	86	79	72
무형자산	3	2	2	1
자산총계	187	203	241	284
유동부채	57	56	64	72
매입채무 및 기타채무	11	10	14	19
단기금융부채	37	38	38	38
기타유동부채	9	8	12	15
비유동부채	5	4	6	8
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	5	4	6	8
부채총계	62	61	70	80
지배주주지분	125	142	171	205
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	54	54	54	54
이익잉여금	67	84	112	146
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	125	142	171	205

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	35	28	26	28
당기순이익	28	17	29	34
비현금수익비용가감	18	14	15	14
유형자산감가상각비	8	8	8	7
무형자산상각비	1	1	1	0
기타	9	5	6	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	-6	2	-11	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	2	-12	-13
재고자산 감소(증가)	2	1	-8	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	0	1	1
법인세납부	-3	-5	-6	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-22	-3	0	0
유형자산처분(취득)	-22	-3	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1	0	0	0
기타투자활동	-1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	5	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-17	1	0	0
자본의 증가(감소)	22	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	-1	0	0
현금의 증가	19	25	25	28
기초현금	17	36	61	86
기말현금	36	61	86	114

자료: 이녹스, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	9.2	12.3	7.3	6.2
P/CF (x)	5.6	6.8	4.8	4.3
P/B (x)	2.1	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	6.3	5.9	3.6	2.7
EPS (원)	2,387	1,378	2,326	2,738
CFPS (원)	3,959	2,509	3,512	3,912
BPS (원)	10,347	11,731	14,057	16,795
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 (%)	31.0	-15.1	30.4	24.8
EBITDA증가율 (%)	65.4	-27.9	41.9	11.4
조정영업이익증가율 (%)	78.9	-35.3	63.6	16.7
EPS증가율 (%)	108.7	-42.3	68.8	17.7
매출채권 회전율 (회)	6.2	5.0	5.7	5.2
재고자산 회전율 (회)	8.5	7.8	8.8	8.1
매입채무 회전율 (회)	25.4	32.3	36.5	35.4
ROA (%)	16.6	8.7	12.9	12.8
ROE (%)	27.5	12.7	18.3	17.9
ROIC (%)	23.1	14.6	23.8	26.1
부채비율 (%)	49.3	42.7	40.8	39.0
유동비율 (%)	160.1	200.2	249.4	292.4
순차입금/자기자본 (%)	0.9	-16.4	-28.6	-37.7
조정영업이익/금융비용 (x)	20.5	17.9	29.0	33.4

덕산하이메탈 (077360)

단일 고객으로는 힘들다

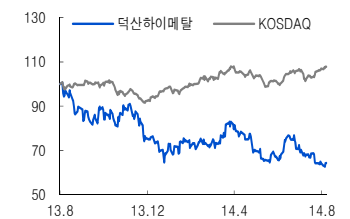
반도체

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	20,000
현재주가(14/08/29, 원)	16,000
상승여력	25%

영업이익(14F, 십억원)	13
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	27
EPS 성장률(14F, %)	-62.2
MKT EPS 성장률(14F, %)	12.7
P/E(14F, x)	40.6
MKT P/E(14F, x)	12.1
KOSDAQ	570.20

시가총액(십억원)	470
발행주식수(백만주)	29
유동주식비율(%)	43.9
외국인 보유비중(%)	10.4
베타(12M) 일간수익률	0.75
52주 최저가(원)	15,600
52주 최고가(원)	24,150

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.4	-8.8	-32.2
상대주가	-11.1	-15.4	-38.1



What's new: OLED 실적 개선 지연, 2분기 실적 부진

덕산하이메탈의 2분기 매출액은 매출액 249억원(+3% QoQ, -16% YoY), 영업이익 33억원으로 컨센서스(영업이익 52억원)을 하회했다. 주력 사업인 OLED 소재 부문이 예상보다 부진했기 때문이다. OLED 부문 매출액은 103억원으로 전분기 대비 11% 증가했지만, 전년 동기 대비해서는 29% 감소했다. 주력 고객사인 삼성디스플레이의 OLED 가동률 회복이 늦어지고 있기 때문이다.

3분기에도 과거처럼 20% 이상의 영업이익률을 기대하기는 힘들어 보인다. 수익성이 높은 OLED 소재 매출 증가가 제한적이기 때문이다. 3분기 삼성전자의 OLED 스마트폰 재고 조정에 따라 삼성디스플레이 OLED 부문의 가동률 하락이 예상된다. 덕산하이메탈의 OLED 부문 매출액은 신규 소재(Red 인광 재료) 납품에도 불구하고 고객사의 가동률 하락에 따라 전분기 대비 5% 감소한 99억원을 기록할 전망이다. 3분기 전사 매출액은 265억원, 영업이익은 38억원으로 전분기 대비 각각 6%, 17% 증가가 예상되지만, 시장의 눈높이(컨센서스 영업이익 91억원)에는 여전히 못 미칠 전망이다.

Catalyst: 삼성디스플레이의 전략 변화 예상

현재 덕산하이메탈의 주력 고객사인 삼성디스플레이의 OLED 패널은 전량 삼성전자 스마트폰에 사용된다. 삼성전자 OLED 스마트폰 수요가 부진할 경우 삼성디스플레이와 동사의 OLED 부문 실적 둔화는 불가피하다.

내년부터 이러한 구조를 타개하기 위해 삼성디스플레이의 전략 변화가 예상된다. OLED 패널의 원가 구조를 개선해 중저가 스마트폰으로 응용 범위를 확대할 뿐만 아니라, 가격 경쟁력을 바탕으로 삼성전자 이외 고객으로 고객 기반을 확대할 전망이다. OLED 패널 출하량 증가로 OLED 수요 확대가 예상된다. 또한 최근 2년간 높은 수준의 단가인하 압력으로 인해 신규 경쟁사의 진입 가능성도 낮아졌다.

Valuation: 목표주가 20,000원으로 하향, 본격적인 실적 개선은 2Q15

덕산하이메탈에 대한 목표주가를 기존 28,000원에서 20,000원으로 29% 하향한다. 삼성디스플레이 가동률 가정과 OLED 소재 ASP를 하향 조정해 2015년 EPS를 38% 낮췄기 때문이다. 하반기 실적 개선 폭은 제한적이다. 그러나 내년 2분기 이후 OLED 패널 확산과 신규 소재 물량 확대로 2015년 영업이익은 올해 대비 134% 증가할 전망이다. OLED 소재 분야에서의 독점적인 지위와 내년 실적 개선을 감안해 매수 의견은 유지한다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	129	144	124	104	151	192
영업이익 (십억원)	39	42	32	13	31	41
영업이익률 (%)	30.2	29.2	25.8	12.5	20.5	21.4
순이익 (십억원)	35	42	31	12	27	36
EPS (원)	1,181	1,426	1,044	394	933	1,223
ROE (%)	29.8	26.1	14.2	5.2	11.4	13.2
P/E (배)	21.5	14.9	18.2	40.6	17.1	13.1
P/B (배)	4.7	3.1	2.4	1.9	1.7	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 덕산하이메탈, KDB대우증권 리서치센터

표 11. 덕산하이메탈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13F	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	32.2	29.6	34.2	28.5	24.3	24.9	26.5	28.2	124.4	103.9	150.5	192.1
OLED	15.9	14.5	15.1	10.0	9.3	10.3	9.9	11.3	55.5	40.8	72.4	107.7
반도체	16.3	15.0	14.9	14.4	12.8	13.9	13.3	12.8	60.6	52.8	60.6	66.1
유엠티			4.2	4.1	2.2	0.6	3.3	4.1	8.3	10.3	17.5	18.3
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	44.2	35.1	38.4	41.5	37.2	40.1	44.6	39.3	48.1	56.1
반도체	50.7	50.8	43.5	50.5	52.6	56.0	50.2	45.2	48.7	50.8	40.3	34.4
유엠티	0.0	0.0	12.3	14.4	9.0	2.5	12.6	14.7	6.7	9.9	11.6	9.5
영업이익	9.2	7.5	8.9	6.8	2.0	3.3	3.8	4.1	32.4	13.2	31.0	40.8
세전이익	10.4	8.1	9.1	7.2	2.0	3.2	4.1	4.3	34.8	13.6	31.7	41.5
당기순이익	10.0	8.3	8.9	3.9	1.8	2.7	3.5	3.7	31.1	11.6	27.4	35.9
영업이익률	28.5	25.5	26.1	23.7	8.3	13.1	14.5	14.5	26.0	12.7	20.6	21.3
순이익률	31.0	28.1	26.2	13.7	7.2	10.7	13.3	13.1	25.0	11.2	18.2	18.7
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	-16.1	-8.2	15.6	-16.6	-14.7	2.6	6.3	6.5	-13.5	-16.5	44.9	27.6
OLED	-25.7	-8.4	3.9	-33.9	-6.6	10.8	-4.7	14.7	-30.1	-26.4	77.4	48.7
반도체	-4.0	-8.1	-1.0	-3.2	-11.2	9.3	-4.6	-4.1	-6.0	-12.8	14.8	9.1
유엠티				-2.5	-46.5	-71.1	426.2	24.6	0.0	24.3	69.9	4.4
영업이익	-16.1	-18.0	18.3	-24.3	-70.1	62.1	17.4	6.6	-22.2	-59.1	134.4	31.5
세전이익	-10.2	-21.8	12.1	-20.8	-72.8	65.1	26.1	5.0	-19.0	-61.0	133.7	31.0
당기순이익	-7.8	-16.9	7.9	-56.3	-55.0	52.0	31.5	5.0	-25.7	-62.8	136.7	31.0

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

표 12. 덕산하이메탈 수익 예상 변경 내역

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			변경률			변경 이유
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	
매출액	158	197	192	104	151	192	-34.1	-23.6	0.0	- 삼성디스플레이 가동률 하향 조정 - OLED 소재 ASP 하향 조정 - 유엠티 실적 하향 조정 - 2016년 실적 신규 추정
영업이익	40	49	41	13	31	41	-66.8	-36.8	0.0	
세전이익	41	50	42	14	32	42	-67.2	-37.2	0.0	
당기순이익	40	44	36	12	27	36	-70.8	-38.2	0.0	
EPS(원)	1,349	1,510	1,223	394	933	1,223	-70.8	-38.2	0.0	
영업이익률	25.3	24.9	21.3	12.7	20.6	21.3	-	-	-	
순이익률	25.2	22.5	18.7	11.2	18.2	18.7	-	-	-	

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

표 13. 덕산하이메탈 목표주가 산정

비고		
EPS(원)	933	2015F 기준
적정 P/E (x)	21.0	UDC 2015F P/E
적정 주가(원)	19,601	
목표주가(원)	20,000	
현재 주가(원)	16,000	2014.8.29 종가
상승 여력(%)	25.0	

자료: KDB대우증권 리서치센터

덕산하이메탈 (077360)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	124	104	151	192
매출원가	75	73	96	123
매출총이익	49	31	55	69
판매비와관리비	17	18	23	28
조정영업이익	32	13	31	41
영업이익	32	13	31	41
비영업손익	3	1	1	1
금융손익	2	0	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	35	14	32	42
계속사업법인세비용	4	2	4	5
계속사업이익	31	12	28	36
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	31	12	28	36
지배주주	31	12	27	36
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	30	12	28	36
지배주주	30	11	27	36
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	40	13	31	41
FCF	33	20	23	35
EBITDA 마진율 (%)	32.3	12.5	20.5	21.4
영업이익률 (%)	25.8	12.5	20.5	21.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	25.0	11.5	17.9	18.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	98	110	146	184
현금 및 현금성자산	13	32	24	49
매출채권 및 기타채권	10	10	15	17
재고자산	14	14	21	24
기타유동자산	61	54	86	94
비유동자산	149	149	151	151
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	71	72	72	72
무형자산	73	72	72	72
자산총계	247	259	296	336
유동부채	12	12	16	18
매입채무 및 기타채무	4	4	7	7
단기금융부채	3	3	3	3
기타유동부채	5	5	6	8
비유동부채	9	10	15	17
장기금융부채	0	1	1	1
기타비유동부채	9	9	14	16
부채총계	22	22	32	35
지배주주지분	216	227	255	291
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	82	82	82	82
이익잉여금	143	155	182	218
비지배주주지분	9	10	10	10
자본총계	225	237	265	301

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	41	21	23	35
당기순이익	31	12	28	36
비현금수익비용가감	14	7	4	5
유형자산감가상각비	6	0	0	0
무형자산상각비	2	0	0	0
기타	6	7	4	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	5	-5	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	4	0	-5	-2
재고자산 감소(증가)	0	-2	-8	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	-1	1	0
법인세납부	-1	-3	-4	-5
투자활동으로 인한 현금흐름	-42	1	-31	-9
유형자산처분(취득)	-7	-2	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-61	6	-31	-9
기타투자활동	26	-3	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	1	-3	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	3	0	0	0
자본의 증가(감소)	88	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-90	-3	0	0
현금의 증가	-1	19	-8	26
기초현금	14	13	32	24
기말현금	13	32	24	50

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	18.2	40.6	17.1	13.1
P/CF (x)	12.4	25.8	15.1	11.5
P/B (x)	2.4	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	12.5	30.2	12.2	8.5
EPS (원)	1,044	394	933	1,223
CFPS (원)	1,533	620	1,058	1,391
BPS (원)	8,078	8,492	9,426	10,648
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 (%)	-	-16.1	45.2	27.2
EBITDA증가율 (%)	-	-67.5	138.5	32.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-59.4	138.5	32.3
EPS증가율 (%)	-	-62.3	136.8	31.1
매출채권 회전율 (회)	13.0	10.9	12.4	12.3
재고자산 회전율 (회)	9.0	7.6	8.6	8.6
매입채무 회전율 (회)	33.0	32.1	33.3	33.0
ROA (%)	12.6	4.6	9.9	11.4
ROE (%)	14.2	5.2	11.4	13.2
ROIC (%)	17.8	7.0	16.1	20.4
부채비율 (%)	9.6	9.1	12.0	11.5
유동비율 (%)	807.4	943.2	883.1	1,028.0
순차입금/자기자본 (%)	-30.0	-33.8	-38.1	-44.9
조정영업이익/금융비용 (x)	237.7	13.0	24.9	33.5

자료: 덕산하이메탈, KDB대우증권 리서치센터

솔브레인 (036830)

성장 동력 공백기

LCD/반도체 장비

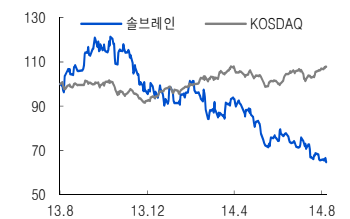
(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	41,000
현재주가(14/08/29, 원)	29,250
상승여력	40%

영업이익(14F, 십억원)	36
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	71

EPS 성장률(14F, %)	-54.7
MKT EPS 성장률(14F, %)	12.7
P/E(14F, x)	16.8
MKT P/E(14F, x)	12.1
KOSDAQ	570.20

시가총액(십억원)	479
발행주식수(백만주)	16
유동주식비율(%)	55.4
외국인 보유비중(%)	29.5
베타(12M) 일간수익률	1.05
52주 최저가(원)	29,250
52주 최고가(원)	54,700

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-11.1	-32.5	-37.4
상대주가	-15.5	-37.4	-42.8



What's new: Thin Glass 부진으로 2분기 실적 부진

솔브레인의 2분기 매출액은 매출액 1,333억원(+3% QoQ, -20% YoY), 영업이익 68억원(-34% QoQ, -80% YoY)으로 컨센서스(영업이익 176억원)을 큰 폭으로 하회했다. 전분기 대비 매출 증가에도 불구하고 수익성 높은 Thin Glass 부문 실적 개선이 지연되었고, 솔브레인 에스엘디 등 종속 연결회사의 적자도 확대되었기 때문이다.

고객사의 OLED 가동률 하락 및 글라스 두께 감소로 인한 수요 감소로 Thin Glass 부문 매출액은 전분기 대비 7% 감소했다. 2차 전지 부문 매출액도 단가 인하 확대, 중소형 2차 전지 재고 조정으로 전분기 대비 7% 감소했다. 반면 반도체 소재는 고객사 증설 효과 및 고부가 소재 점유율 확대로 매출액이 전분기 대비 3% 증가했다.

3분기 매출액은 전분기 대비 4% 증가한 1,391억원, 영업이익은 40% 증가한 94억원을 기록할 전망이다. 디스플레이 부문 부진에도 불구하고 반도체 소재 물량 증가로 실적 개선이 예상된다. 반도체 소재는 수익성 높은 전구체와 CMP 슬러리 매출 비중이 높아지면서 제품 믹스가 개선되고 있다.

Catalyst: 성장 동력 공백기를 채워줄 반도체 소재

솔브레인은 현재 성장 동력 공백기를 겪고 있다. 지난 3년간 성장을 견인했던 Thin Glass 부문 실적 둔화는 빠르게 진행되는 반면, 신규 성장 동력인 반도체 소재는 매출 확대 속도가 느리기 때문이다. 내년부터 반도체 소재의 본격적인 성장이 예상된다. 삼성전자 중국 NAND 공장 본격 가동 및 국내 S3 라인 가동에 따라 식각액과 전구체 출하량이 증가할 전망이다. 특히 매출 증가와 수익성 개선이 동시에 진행될 것으로 보인다. 3D V-NAND 향 신규 소재와 전구체, CMP 슬러리 매출 비중 증가는 반도체 소재의 전반적인 제품 믹스를 개선시킬 전망이다.

Valuation: 목표주가 41,000원으로 하향, 재무 건전성 개선 긍정적

솔브레인에 대한 투자 의견 매수를 유지하나, 목표주가는 41,000원으로 40% 하향한다. Thin Glass 수익성 및 전해액 매출액을 하향 조정해 2015년 EPS를 50% 낮췄기 때문이다. 실적 부진 및 단기 모멘텀 둔화는 최근 주가 하락에 반영된 것으로 판단된다. 실적 둔화에도 불구하고 투자 축소로 보유 현금이 지속적으로 증가하고 있다. 1Q10 이후 순차입금(281억원)은 최저 수준으로 내려갔다. 성장 공백기에 재무 건전성이 개선되는 것은 긍정적인 신호다. 실적 개선 시 현금 흐름이 큰 폭으로 개선될 수 있기 때문이다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	481	664	635	543	646	715
영업이익 (십억원)	59	107	88	36	63	78
영업이익률 (%)	12.3	16.1	13.9	6.6	9.8	10.9
순이익 (십억원)	7	74	62	28	53	64
EPS (원)	478	4,631	3,844	1,740	3,222	3,900
ROE (%)	3.2	26.4	17.3	7.2	12.4	13.3
P/E (배)	80.7	10.1	11.6	16.8	9.1	7.5
P/B (배)	2.5	2.3	1.8	1.2	1.1	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 솔브레인, KDB대우증권 리서치센터

표 14. 솔브레인 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	158.8	167.4	163.8	145.2	130.1	133.3	139.1	140.4	635.1	542.9	646.0	715.4
디스플레이	83.7	93.7	94.8	76.1	59.5	58.1	57.4	54.8	348.3	229.8	253.7	271.5
식각액	29.9	28.8	29.2	31.9	28.4	29.1	30.5	30.2	119.8	118.2	117.6	106.5
Thin Glass	53.8	64.9	65.6	44.2	31.1	28.9	26.9	24.6	228.5	111.6	136.1	165.0
반도체	53.5	51.0	50.1	51.8	53.8	58.3	65.5	68.7	206.5	246.3	312.5	368.9
식각액	42.0	39.1	37.6	39.7	40.3	43.6	47.8	49.9	158.4	181.6	230.4	270.9
전구체	6.0	5.6	5.7	5.3	5.9	6.5	8.4	9.3	22.7	30.1	39.4	43.7
CMP 슬러리	5.5	6.3	6.9	6.8	7.5	8.2	9.3	9.5	25.5	34.5	42.7	54.3
2차 전지	12.4	12.0	11.8	11.5	9.7	7.6	8.0	9.8	47.7	35.1	47.8	44.5
기타	9.3	10.6	7.1	5.8	7.1	9.3	8.3	7.0	32.7	31.6	32.0	30.5
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	57.9	52.4	45.8	43.5	41.3	39.1	54.8	42.3	39.3	37.9
반도체	33.7	30.5	30.6	35.7	41.3	43.7	47.1	49.0	32.5	45.4	48.4	51.6
2차 전지	7.8	7.2	7.2	7.9	7.4	5.7	5.7	7.0	7.5	6.5	7.4	6.2
기타	5.9	6.3	4.3	4.0	5.5	7.0	5.9	5.0	5.2	5.8	5.0	4.3
영업이익	23.7	33.0	26.4	5.4	10.3	6.8	9.4	9.3	88.5	35.7	62.6	77.9
세전이익	21.5	30.2	25.8	2.5	11.5	8.9	10.3	9.9	80.0	40.6	66.8	82.2
당기순이익	16.7	22.0	21.5	2.1	8.7	3.7	8.2	7.9	62.3	28.5	52.8	63.9
영업이익률	14.9	19.7	16.1	3.7	7.9	5.1	6.8	6.6	13.9	6.6	9.7	10.9
순이익률	10.5	13.2	13.1	1.5	6.7	2.8	5.9	5.6	9.8	5.2	8.2	8.9
QoQ/YoY 증감률												
매출액	-9.8	5.4	-2.1	-11.3	-10.4	2.5	4.3	0.9	-0.8	-14.5	19.0	10.7
디스플레이	-6.4	12.0	1.2	-19.8	-21.8	-2.5	-1.2	-4.4	10.4	-34.0	10.4	7.0
반도체	-16.9	-4.6	-1.8	3.3	3.8	8.4	12.3	5.0	-17.2	19.3	26.9	18.0
2차 전지	6.0	-3.1	-1.6	-2.3	-16.2	-21.1	4.4	23.5	-18.9	-26.4	36.1	-6.8
기타	-3.2	13.8	-33.5	-18.3	23.5	30.6	-10.9	-15.7	95.4	-3.3	1.2	-4.6
영업이익	-7.3	39.7	-20.1	-79.6	90.2	-34.0	39.5	-1.7	-17.3	-59.6	75.4	24.3
세전이익	40.9	40.2	-14.3	-90.3	359.4	-23.2	16.5	-3.8	-16.7	-49.2	64.5	23.0
당기순이익	11.8	32.2	-2.3	-90.0	306.1	-57.1	119.1	-3.0	-16.0	-54.3	85.2	21.0

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

표 15. 솔브레인 수익 예상 변경 내역

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			변경률			변경 이유
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	
매출액	724	802	715	543	646	715	-25.1	-19.4	0.0	삼성디스플레이 OLED 가동률 하향 조정
영업이익	123	133	78	36	63	78	-71.1	-53.0	0.0	Thin Glass 수익성 하향 조정
세전이익	118	129	82	41	67	82	-65.7	-48.1	0.0	전해액 매출액 하향 조정
당기순이익	95	103	64	28	53	64	-69.9	-48.8	0.0	2016F 실적 신규 추정
EPS(원)	5,879	6,394	3,900	1,740	3,222	3,900	-70.4	-49.6	0.0	
영업이익률	17.0	16.6	10.9	6.6	9.7	10.9	-	-	-	
순이익률	13.1	12.8	8.9	5.2	8.2	8.9	-	-	-	

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

표 16. 솔브레인 목표주가 산정

비고		
EPS (원)	3,900	2015F
적정 P/E (x)	10.6	2006년 이후 12M FWD P/E 평균
적정주가 (원)	41,416	
목표주가 (원)	41,000	
현재주가 (원)	29,250	2014.8.29 종가
상승여력 (%)	40.2	

자료: KDB대우증권 리서치센터

솔브레인 (036830)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	635	543	646	715
매출원가	491	459	527	576
매출총이익	144	84	119	139
판매비와관리비	55	49	56	61
조정영업이익	88	36	63	78
영업이익	88	36	63	78
비영업손익	-8	5	4	4
금융손익	-2	0	0	0
관계기업등 투자손익	6	5	5	6
세전계속사업손익	80	41	67	82
계속사업법인세비용	18	13	16	20
계속사업이익	62	27	51	62
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	62	27	51	62
지배주주	62	28	53	64
비지배주주	0	-1	-2	-1
총포괄이익	62	27	51	62
지배주주	63	28	52	64
비지배주주	0	-1	-1	-2
EBITDA	122	64	103	121
FCF	34	10	25	35
EBITDA 마진율 (%)	19.2	11.8	15.9	16.9
영업이익률 (%)	13.9	6.6	9.8	10.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.8	5.2	8.2	9.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	157	157	180	211
현금 및 현금성자산	62	64	73	92
매출채권 및 기타채권	57	55	63	70
재고자산	27	26	30	33
기타유동자산	11	12	14	16
비유동자산	410	420	453	486
관계기업투자등	60	58	67	74
유형자산	310	319	340	365
무형자산	17	16	16	16
자산총계	568	576	632	697
유동부채	167	164	173	181
매입채무 및 기타채무	37	36	41	46
단기금융부채	106	106	106	106
기타유동부채	24	22	26	29
비유동부채	12	11	12	12
장기금융부채	7	7	7	7
기타비유동부채	5	4	5	5
부채총계	179	175	185	193
지배주주지분	388	403	450	509
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	69	69	69	69
이익잉여금	312	326	374	432
비지배주주지분	0	-2	-3	-5
자본총계	388	401	447	504

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	123	63	87	103
당기순이익	62	27	51	62
비현금수익비용가감	52	50	56	64
유형자산감가상각비	32	28	40	43
무형자산상각비	2	0	0	0
기타	18	22	16	21
영업활동으로인한자산및부채의변동	11	2	-4	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	14	2	-8	-7
재고자산 감소(증가)	8	1	-4	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	-9	3	2
법인세납부	-21	-15	-16	-20
투자활동으로 인한 현금흐름	-88	-52	-64	-70
유형자산처분(취득)	-84	-48	-62	-68
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-3	1	-3	-2
기타투자활동	0	-5	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-21	-8	-5	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-12	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	-6	-7	-5	-6
기타재무활동	-2	0	0	0
현금의 증가	12	2	9	19
기초현금	49	62	64	73
기말현금	62	64	73	92

자료: 솔브레인, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	11.6	16.8	9.1	7.5
P/CF (x)	6.3	6.2	4.5	3.8
P/B (x)	1.8	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA (x)	6.3	8.2	5.0	4.0
EPS (원)	3,844	1,740	3,222	3,900
CFPS (원)	7,049	4,693	6,548	7,693
BPS (원)	24,178	24,796	27,721	31,274
DPS (원)	450	300	350	350
배당성향 (%)	11.6	17.8	11.2	9.1
배당수익률 (%)	1.0	1.0	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	-4.4	-14.5	19.0	10.7
EBITDA증가율 (%)	-10.9	-47.5	60.9	17.5
조정영업이익증가율 (%)	-17.8	-59.1	75.0	23.8
EPS증가율 (%)	-17.0	-54.7	85.2	21.0
매출채권 회전율 (회)	10.1	10.0	11.2	11.0
재고자산 회전율 (회)	17.4	20.8	23.4	22.9
매입채무 회전율 (회)	23.9	27.4	29.7	28.7
ROA (%)	11.3	4.8	8.4	9.4
ROE (%)	17.3	7.2	12.4	13.3
ROIC (%)	19.6	6.5	12.4	14.4
부채비율 (%)	46.2	43.7	41.4	38.3
유동비율 (%)	94.2	95.3	103.6	116.6
순차입금/자기자본 (%)	12.4	11.2	8.0	3.1
조정영업이익/금융비용 (x)	22.1	9.0	11.8	14.5

일진머티리얼즈 (020150)

실질적인 실적 개선이 필요하다

전자부품

(Maintain)	중립
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(14/08/29, 원)	11,300
상승여력	-

영업이익(14F, 십억원)	-26
Consensus 영업이익(14F, 십억원)	5

EPS 성장률(14F, %)	-
MKT EPS 성장률(14F, %)	12.7
P/E(14F, x)	60.3
MKT P/E(14F, x)	12.1
KOSPI	2,068.54

시가총액(십억원)	443
발행주식수(백만주)	39
유동주식비율(%)	36.5
외국인 보유비중(%)	1.2
베타(12M) 일간수익률	0.31
52주 최저가(원)	9,340
52주 최고가(원)	16,150

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	-12.1	-25.4
상대주가	6.3	-15.8	-31.2



What's new: 2분기 영업적자 확대, PCB용 일렉포일 및 LED 부진 지속

일진머티리얼즈의 2분기 실적은 매출액 995억원(+3% QoQ, +11% YoY), 영업적자 124억원(적자지속 QoQ/YoY)을 기록했다. 매출 증가에도 불구하고 PCB용 일렉포일 적자 지속과 일진 LED 적자 확대로 전분기 대비 영업적자가 확대되었다. 수익성이 상대적으로 높은 2차 전지용 일렉포일도 단가 인하로 전분기 대비 수익성이 둔화된 것으로 추정된다. 순이익은 공장 이전 관련 보상금 지급이 1분기에 완료되면서 다시 적자 전환했다.

PCB용 일렉포일과 일진LED의 실적 부진은 하반기에도 지속될 전망이다. PCB용 일렉포일은 수요 둔화와 경쟁심화로 지속적인 단가 인하가 예상된다. 일진LED는 2분기 불용 재고 소진 이후 3분기에 적자폭이 축소되겠지만, 신규 고객 확보를 통한 물량 확대가 없을 경우 실적 회복은 제한적일 전망이다. 3분기 실적은 매출액 1,052억원(+6% QoQ, +12% YoY), 영업적자 53억원(적자지속 QoQ/YoY)을 기록할 전망이다.

Catalyst: 2차 전지용 일렉포일 신규 고객 확보가 관건

동사의 실적이 의미 있는 개선을 보이기 위해서는 수익성이 높은 2차 전지용 일렉포일 물량 확대와 적자 사업인 PCB용 일렉포일 및 일진LED의 적자 축소가 동시에 이루어져야 한다. 그러나 PCB와 LED 부문의 실적 개선은 제한적인 상황이다. 중소형 2차 전지용 일렉포일 부문도 작년 3분기부터 경쟁 심화로 단가 인하가 지속되고 있다.

2차 전지용 일렉포일 신규 고객 확보는 실적 모멘텀이 될 수 있다. 특히 전기차용 일렉포일 판매가 확대될 경우 큰 폭의 물량 증가를 기대할 수 있다. 그러나 대형 2차 전지용 일렉포일 신규 고객 확보에 대한 기대감에도 불구하고 내년까지 실질적인 실적 개선 효과는 제한적으로 판단된다. 올해 상반기에 2차 전지용 일렉포일 출하량이 전년 동기 대비 34% 증가했음에도 불구하고 별도 기준 영업이익은 오히려 감소했다. 과거에 비해 2차 전지용 일렉포일 물량 증가 효과가 감소했음을 의미한다.

Valuation: 실적 개선 지연, 투자의견 중립 유지

동사의 주가는 현재 12M FWD P/E 61배 수준이다. 전기차 신규 고객 확보 기대감에도 불구하고 밸류에이션 매력은 크지 않아 보인다. 2차 전지용 일렉포일 비중이 상승하고 있지만 실적 개선 효과는 둔화되었고, PCB용 일렉포일과 LED의 실적 개선은 제한적이다. 내년 영업이익은 흑자전환이 예상되지만, 공장 이전 보상금이 제외됨에 따라 순이익은 오히려 3% 감소할 전망이다. 동사에 대한 투자의견 중립을 유지한다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	330	393	350	391	371	369
영업이익 (십억원)	11	-7	-15	-26	8	21
영업이익률 (%)	3.3	-1.8	-4.3	-6.6	2.2	5.7
순이익 (십억원)	14	-57	-7	7	7	20
EPS (원)	363	-1,459	-187	188	182	506
ROE (%)	4.1	-19.1	-2.7	2.7	2.5	6.7
P/E (배)	46.9	-	-	60.3	62.0	22.3
P/B (배)	2.0	1.3	1.6	1.6	1.6	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 일진머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

표 17. 일진머티리얼즈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14F	4Q14F	13	14F	15F	16F
매출액	92.8	90.0	94.1	73.1	96.6	99.5	105.2	89.5	350.0	390.8	370.9	369.2
PCB용 일렉포일(ICS)	44.5	39.3	44.5	33.9	39.0	37.1	35.8	25.5	162.2	137.4	94.9	70.0
2차 전지용 일렉포일(I2B)	18.5	20.1	20.8	19.4	22.7	21.1	21.9	20.9	78.8	86.6	93.7	108.3
FPCB용 일렉포일(IHT)	2.5	1.9	1.1	1.0	1.9	0.9	1.3	1.3	6.5	5.4	5.5	5.8
기타	0.3	1.4	0.8	0.1	0.2	0.4	0.4	0.4	2.6	1.4	1.9	2.6
연결회사	27.0	27.3	27.0	18.6	32.7	40.0	45.7	41.5	99.9	160.0	174.9	182.4
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
PCB용 일렉포일(ICS)	47.9	43.7	47.2	46.5	40.4	37.3	34.0	28.5	46.3	35.2	25.6	19.0
2차 전지용 일렉포일(I2B)	19.9	22.3	22.1	26.6	23.5	21.2	20.8	23.3	22.5	22.2	25.3	29.3
FPCB용 일렉포일(IHT)	2.7	2.1	1.2	1.4	2.0	0.9	1.3	1.4	1.9	1.4	1.5	1.6
기타	0.3	1.6	0.8	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.7	0.4	0.5	0.7
연결회사	29.1	30.3	28.7	25.4	33.9	40.2	43.4	46.4	28.5	40.9	47.2	49.4
출하량(톤)	4,809	4,433	5,158	4,334	5,011	5,142	5,417	4,529	18,676	20,099	20,761	22,816
PCB용 일렉포일(ICS)	3,480	3,082	3,749	2,902	3,333	3,449	3,621	2,803	13,213	13,207	12,831	13,307
2차 전지용 일렉포일(I2B)	1,205	1,218	1,360	1,389	1,591	1,648	1,727	1,661	5,172	6,627	7,645	9,198
FPCB용 일렉포일(IHT)	113	86	49	43	87	45	69	65	291	266	286	311
ASP (천원/kg)	13.7	13.9	12.9	12.5	12.7	11.5	10.9	10.5	13.4	11.5	9.4	8.2
PCB용 일렉포일(ICS)	12.8	12.8	11.9	11.7	11.7	10.8	9.9	9.1	12.3	10.4	7.4	5.3
2차 전지용 일렉포일(I2B)	15.3	16.5	15.3	14.0	14.3	12.8	12.7	12.6	15.2	13.1	12.3	11.8
FPCB용 일렉포일(IHT)	22.5	21.6	22.4	23.2	21.7	19.6	19.5	19.4	22.3	20.2	19.2	18.8
영업이익	-4.0	-1.9	-1.6	-7.4	-6.6	-12.4	-5.3	-2.0	-14.8	-26.2	7.5	21.1
세전이익	-1.6	-2.3	1.0	3.4	34.2	-8.8	-6.0	-1.2	0.6	18.2	5.6	18.9
당기순이익	-1.4	-4.0	0.6	-2.5	24.9	-11.7	-5.5	-0.4	-7.3	7.4	7.1	19.8
영업이익률	-4.3	-2.1	-1.6	-10.1	-6.8	-12.5	-5.1	-2.2	-4.2	-6.7	2.0	5.7
세전이익률	-1.7	-2.5	1.0	4.7	35.4	-8.9	-5.7	-1.3	0.2	4.7	1.5	5.1
순이익률	-1.6	-4.5	0.7	-3.4	25.8	-11.7	-5.2	-0.4	-2.1	1.9	1.9	5.4
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	5.9	-3.0	4.5	-22.3	32.1	3.1	5.7	-15.0	-11.0	11.6	-5.1	-0.5
PCB용 일렉포일(ICS)	-3.1	-11.6	13.1	-23.6	15.0	-4.9	-3.5	-28.9	-28.1	-15.3	-30.9	-26.2
2차 전지용 일렉포일(I2B)	1.3	8.7	3.3	-6.5	16.7	-6.8	3.7	-4.8	-24.8	10.0	8.2	15.6
FPCB용 일렉포일(IHT)	-6.8	-27.1	-40.9	-9.1	89.4	-53.2	52.6	-7.0	-50.2	-17.3	2.0	6.6
기타		441.7	-45.7	-82.0	42.9	91.0	17.6	-21.8		-47.0	39.5	34.8
연결회사	35.8	1.1	-1.1	-31.3	76.4	22.2	14.2	-9.2	128.6	60.2	9.3	4.3
출하량	-4.1	-7.8	16.4	-16.0	15.6	2.6	5.4	-16.4	-22.6	7.6	3.3	9.9
ASP	2.3	2.2	-7.8	-2.4	1.2	-9.4	-5.2	-3.6	-7.6	-14.3	-17.8	-13.3
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	180.6
세전이익	적지	적지	흑전	251.0	894.8	적전	적지	적지	흑전	3,040.4	-69.2	237.7
당기순이익	적지	적지	흑전	적전	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	-2.8	177.6

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

표 18. 일진머티리얼즈 수익 예상 변경 내역

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			변경률			변경 이유
	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	2014F	2015F	2016F	
매출액	371	374	369	390.8	370.9	369.2	5.4	-0.9	0.0	연결기준 실적 반영
영업이익	-5	9	21	-26.2	7.5	21.1	적자지속	-15.6	0.0	PCB용 일렉포일 적자폭 확대
세전이익	7	20	19	18.2	5.6	18.9	144.5	-72.0	0.0	일진LED 수익성 하향 조정
당기순이익	-1	16	20	7.4	7.1	19.8	흑자전환	-53.9	0.0	2016F 실적 신규 추정
EPS(원)	-34	367	506	188	182	506	흑자전환	-53.9	0.0	
영업이익률	1.8	5.4	7.6	-6.7	2.0	5.7	-	-	-	
순이익률	3.0	5.9	4.9	1.9	1.9	5.4	-	-	-	

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

일진머티리얼즈 (020150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
매출액	350	391	371	369
매출원가	342	377	322	307
매출총이익	8	14	49	62
판매비와관리비	22	40	42	41
조정영업이익	-15	-26	8	21
영업이익	-15	-26	8	21
비영업손익	16	44	-2	-2
금융손익	-2	-4	-6	-6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	18	6	19
계속사업법인세비용	10	12	-2	-1
계속사업이익	-9	6	7	20
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-9	6	7	20
지배주주	-7	7	7	20
비지배주주	-2	-1	0	0
총포괄이익	-10	7	7	20
지배주주	-8	8	7	21
비지배주주	-2	0	0	-1
EBITDA	15	-2	41	56
FCF	-57	26	11	25
EBITDA 마진율 (%)	4.3	-0.5	11.1	15.2
영업이익률 (%)	-4.3	-6.6	2.2	5.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	-2.0	1.8	1.9	5.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
유동자산	176	270	329	356
현금 및 현금성자산	7	63	124	148
매출채권 및 기타채권	61	75	74	75
재고자산	82	101	99	101
기타유동자산	26	31	32	32
비유동자산	405	398	393	389
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	275	267	263	258
무형자산	24	23	23	23
자산총계	581	668	722	745
유동부채	256	332	379	382
매입채무 및 기타채무	64	79	77	79
단기금융부채	98	138	188	188
기타유동부채	94	115	114	115
비유동부채	40	43	43	43
장기금융부채	19	18	18	18
기타비유동부채	21	25	25	25
부채총계	295	375	422	426
지배주주지분	269	278	285	305
자본금	20	20	20	20
자본잉여금	193	193	193	193
이익잉여금	51	58	66	85
비지배주주지분	16	15	15	15
자본총계	285	293	300	320

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	-4	53	41	55
당기순이익	-9	6	7	20
비현금수익비용가감	46	51	38	40
유형자산감가상각비	27	24	34	35
무형자산상각비	2	0	0	0
기타	17	27	4	5
영업활동으로인한자산및부채의변동	-36	33	0	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-18	-6	1	-1
재고자산 감소(증가)	-3	-23	2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	22	-1	1
법인세납부	-2	-32	2	1
투자활동으로 인한 현금흐름	-50	-36	-29	-31
유형자산처분(취득)	-52	-25	-30	-30
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-9	-13	1	-1
기타투자활동	13	2	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	38	40	50	0
장단기금융부채의 증가(감소)	50	40	50	0
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-17	0	0	0
현금의 증가	-16	56	62	24
기초현금	22	7	63	124
기말현금	7	63	124	148

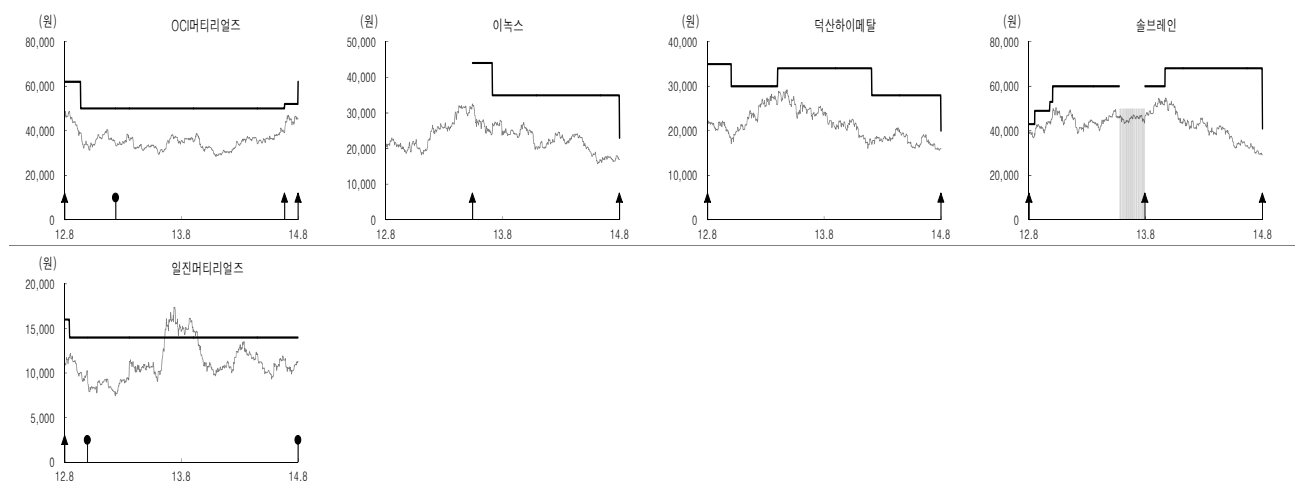
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14F	12/15F	12/16F
P/E (x)	-	60.3	62.0	22.3
P/CF (x)	11.4	7.7	9.8	7.4
P/B (x)	1.6	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	36.7	-	13.1	9.2
EPS (원)	-187	188	182	506
CFPS (원)	937	1,463	1,151	1,527
BPS (원)	6,861	7,072	7,254	7,760
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 (%)	-10.9	11.7	-5.1	-0.5
EBITDA증가율 (%)	-28.6	-	-	36.6
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	162.5
EPS증가율 (%)	-	-	-3.2	178.0
매출채권 회전율 (회)	7.2	5.7	5.0	4.9
재고자산 회전율 (회)	4.3	4.3	3.7	3.7
매입채무 회전율 (회)	12.3	7.8	6.1	5.8
ROA (%)	-1.7	1.0	1.0	2.7
ROE (%)	-2.7	2.7	2.5	6.7
ROIC (%)	78.5	-2.8	3.1	7.1
부채비율 (%)	103.5	128.2	140.7	133.1
유동비율 (%)	68.9	81.4	86.8	93.3
순차입금/자기자본 (%)	38.4	31.9	27.2	18.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-5.0	-5.6	1.2	3.3

자료: 일진머티리얼즈, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
OCI머티리얼즈(036490)	2014.09.01	매수	62,000원	솔브레인(036830)	2012.08.16	매수	35,000원
	2014.07.20	매수	52,000원		2014.09.01	매수	41,000원
	2013.02.07	중립	-		2013.10.31	매수	68,000원
	2012.10.21	매수	50,000원		2013.08.29	매수	60,000원
	2012.07.30	매수	62,000원		분석 대상 제외		
이녹스(088390)	2014.09.01	매수	23,000원	일진머티리얼즈(020150)	2012.11.14	매수	60,000원
	2013.07.30	매수	35,000원		2012.11.05	매수	53,000원
	2013.05.29	매수	44,000원		2012.09.19	매수	49,000원
덕산하이메탈(077360)	2014.09.01	매수	20,000원		2012.08.14	매수	43,000원
	2014.01.27	매수	28,000원	일진머티리얼즈(020150)	2012.11.11	중립	-
	2013.04.08	매수	34,000원		2012.09.16	매수	14,000원
	2012.11.14	매수	30,000원		2012.08.06	매수	16,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 이녹스(으)로부터 자사주 금전신탁 위탁을 받아 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.