

OLED 산업

스프링캠프 끝내고 페넨트레이스 돌입

비중확대 (Maintain)

Sector Update
2013. 4. 9

황준호
02-768-4140
j.hwang@dwsec.com

조우형
02-768-4306
will.cho@dwsec.com

오세범
02-768-4135
brian.oh@dwsec.com

OLED는 아직 성장 초기 국면의 차세대 디스플레이 기술 → 전체 패널 시장의 7%에 불과
지난해 글로벌 LCD 패널 시장은 836억달러(94조원)을 기록했다. 올해 LCD 패널 시장은 전년 대비 2% 성장한 855억달러(92조원, 원화 기준 -2% YoY)에 그칠 전망이다. 반면 올해 OLED 패널 시장은 지난해 72억달러(8조원)에서 64% 성장한 118억달러(13조원, 원화 기준 +57% YoY)에 이를 전망이다. 2018년까지 연평균(CAGR) 29% 성장이 예상된다.

Catalyst: LG전자 OLED TV 2분기 글로벌 출시 → 삼성도 더 늦추기는 어려운 전망

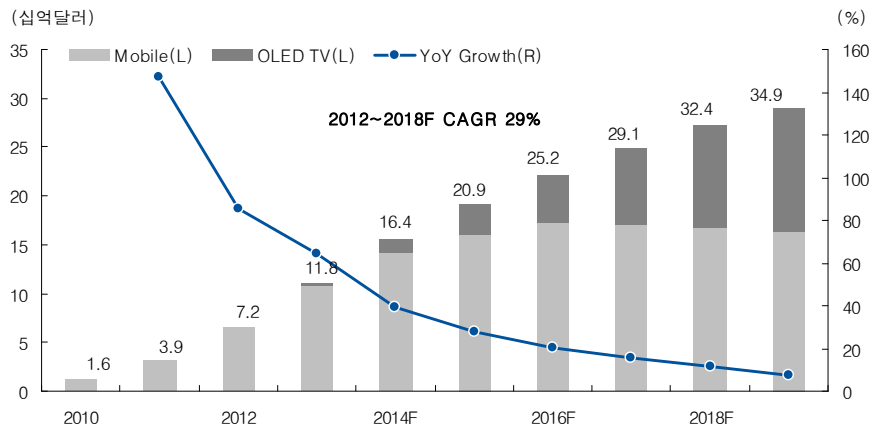
삼성디스플레이(SDC)의 OLED 추가 투자가 임박한 것으로 추정된다. 모바일용은 타이트한 수급으로 인해 A2(5.5G) Phase 4~6의 3개 라인이 추가될 전망이다. 추가되는 3개 라인의 생산 능력은 63K/월로 면적 기준으로 기존 생산능력 대비 59% 증가 요인이 된다.

OLED TV의 경우 LG가 주도권을 확보하기 위해 선제적인 투자에 나섰다. AUO, BOE 등의 해외 패널 업체들도 아직 파일럿 라인 단계이긴 하지만 OLED 설비 투자를 늘려가고 있다. 삼성은 중소형 OLED 시장에서 독점적인 지배력을 확보하고 있지만 대면적 OLED 생산을 위한 기술 방식, 투자 규모에 대해서는 여전히 신중하게 검토 중인 것으로 판단된다. **최근 경쟁사들의 행보를 감안했을 때 삼성도 더 이상 대면적 OLED 투자를 늦출 수 없을 것으로 예상된다.** 2분기 중에 삼성전자가 OLED TV를 시장에 출시하고 삼성디스플레이도 OLED TV 생산을 위한 양산 설비 투자가 예상된다. TV용 라인을 포함한 A3 라인(6G/8G)은 내년 3분기 가동을 목표로 올해 2분기부터 본격적인 장비 발주가 시작될 것으로 예상된다. **2015년까지 글로벌 OLED TV 시장은 300만대(전체 TV의 1.5%)에 불과하지만 OLED 패널 생산 면적은 지난해 대비 4.4배, 재료 시장은 4배 성장이 예상된다.**

Top picks는 에스에프에이와 덕산하이메탈, 차선호주는 제일모직과 아바코

OLED 관련 종목 중에서는 기술 표준(LTPS/Oxide, RGB/WRGB 등)에 무관한 업체들을 선호한다. 이에 해당하는 장비 업체는 에스에프에이와 아바코, 재료 업체는 덕산하이메탈과 제일모직이다. **올해 전공정 장비를 기반으로 글로벌 장비 업체로 도약하는 에스에프에이와 대면적 OLED 투자의 가장 큰 수혜가 예상되는 덕산하이메탈을 Top picks로 제시한다.**

글로벌 OLED 시장 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당시의 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 있으며 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

C O N T E N T S

투자포인트	3
1. 삼성의 대면적 OLED 투자 본격화 예상	3
2. Flexible OLED는 삼성전자 스마트폰의 마지막 카드	4
3. OLED 장비 supply chain: 2분기부터 수주 모멘텀 본격화	5
4. OLED 재료 supply chain: 2015년까지 시장 규모 4배 성장	6

Top Picks 및 관심종목	8
에스에프에이 (056190)	9
덕산하이메탈 (077360)	12
제일모직 (001300)	16
아바코 (083930)	19

투자포인트

1. 삼성의 대면적 OLED 투자 본격화 예상

올해 초 CES 2013에서 삼성전자, LG전자를 비롯해 Sony, Panasonic까지 OLED TV를 공개했다. 하지만 LG전자만 유일하게 지난 1분기에 국내 시장에 출시했으며 LG디스플레이는 OLED TV 생산을 위한 8세대 설비 투자 7,063억원을 발표했다. LG전자는 2분기에 글로벌 7개국(미국, 영국, 독일, 프랑스, 호주, 이란, 러시아)에서 OLED TV를 출시할 예정이다.

최근 LG전자 곡면 OLED TV가 Intertek(다양한 화질 평가를 해주는 인증 기관)으로부터 QPM(Quality and Performance Mark) 인증을 받은 것으로 보도되었다. 아직 제품의 신뢰성과 양산성을 검토하고 있는 단계지만 하반기 시장 출시 가능성도 있는 것으로 판단된다.

LG는 OLED TV의 주도권을 확보하기 위해 공격적인 투자를 이어갈 전망이다. AUO, BOE 등의 해외 패널 업체들도 아직 파일럿 라인 단계이긴 하지만 OLED 설비 투자를 늘려가고 있다. 삼성은 중소형 OLED 시장에서 독점적인 지배력을 확보하고 있지만 대면적 OLED 생산을 위한 기술 방식, 투자 규모에 대해서는 여전히 신중하게 검토 중인 것으로 판단된다. **최근 경쟁사들의 행보를 감안했을 때 삼성도 더 이상 대면적 OLED 투자를 늦출 수 없을 것으로 예상된다.** 2분기 중에 삼성전자가 OLED TV를 시장에 출시하고 삼성디스플레이도 OLED TV 생산을 위한 양산 설비 투자가 예상된다.

최근 삼성디스플레이 대면적 OLED 기술 방식에 대한 논란이 많다. 투자 규모가 큰 만큼 기술 방식에 대한 선택에 신중할 수 밖에 없다. 현재로서는 기존 방식인 LTPS 백플레인과 RGB 증착 방식을 먼저 투자할 가능성이 크지만 중장기적으로는 Oxide 백플레인과 WRGB 방식도 같이 가는 투트랙 전략이 예상된다.

표 1. 전세계 OLED 투자 계획

Company	Factory	Phase	MG size	Gen	TFT	OLED	Equip PO	MP Ramp	Capa (K/월)
Samsung Display	A2	4	650 x 750	5.5 (4 cut)	LTPS	RGB	4Q12	2Q13	27
		5	650 x 750	5.5G (4 cut)	LTPS	RGB	2Q13	1Q14	18
		6	650 x 750	5.5G (4 cut)	LTPS	RGB	4Q13	3Q14	18
	A3	1	1500 x 925	6G (Half)	LTPS	RGB	4Q13	4Q14	32
	V1	1	1100 x 830	8G (6 cut)	LTPS	RGB	2Q13	3Q14	24
LG Display	AP2-E2	2	730 x 460	4G (Half)	LTPS	RGB	2Q10	2Q11	5
	M1	1	2200 x 1250	8G (Half)	Oxide	White	1Q11	3Q12	8
	M2	1	2200 x 2500	8G	Oxide	White	4Q12	2Q14	26
2		2200 x 2500	8G	Oxide	White	2Q14	2Q15	40	
AUO	L4B AMOLED	1	730 x 460	4G (Half)	LTPS	RGB	2Q11	4Q13	8
	L6B AMOLEd R&D	1	1500 x 1850	6G	Oxide	White	2Q11	3Q12	1
	Tiachung G6 AMOLED	1	1500 x 1850	6G	LTPS	RGB	2Q14	2Q15	30
BOE	B5 WOLED	1	2200 x 1250	8G (Half)	Oxide	White	1Q13	2Q13	2
	B6 AMOLED	1	650 x 750	5.5 (4 cut)	LTPS	RGB	4Q13	1Q15	10
Tianma	Shanghai AMOLED 2	1	650 x 750	5.5G (4 cut)	LTPS	RGB	3Q13	4Q14	4
CSOT	Shenzen G4 OLED R&D	1	730 x 460	4G (Half)	LTPS	RGB	3Q12	3Q13	2
Tianma	Shanghai AMOLED 2	1	650 x 750	5.5G (4 cut)	LTPS	RGB	3Q13	4Q14	4
Hehui Opto	Shanghai 1	1	730 x 460	4G (Half)	LTPS	RGB	2Q13	4Q14	15
Visionox	Kunshan 3	1	1300 x 1500	5.5G	LTPS	RGB	4Q13	4Q14	15

자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

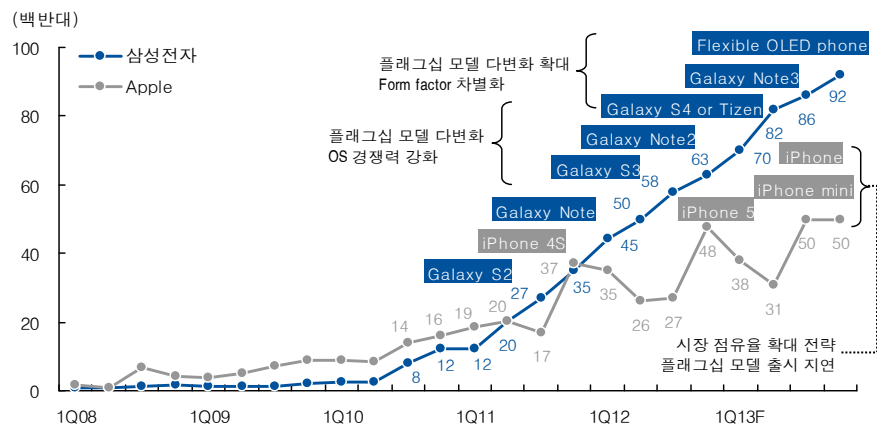
2. Flexible OLED는 삼성전자 스마트폰의 마지막 카드

Flexible OLED는 기존 유리기관 대신 플라스틱(Polyimide) 기관을 사용하는 패널을 의미한다. 기존 유리기관을 플라스틱 기관으로 대체할 경우 1) 깨지지 않고, 2) 얇고 가볍게 만들 수 있으며, 3) 배터리 공간을 더 확보 할 수 있는 장점이 있다. 최근 **하드웨어 차별화가 어렵다는 측면에서 굉장히 중요한 마케팅 포인트**가 될 수 있다. 현재 TFT 유리기관을 PI(Polyimide)로 대체하고 유리 봉지를 필름 봉지로 대체할 경우 LCD에 비해 두께는 1/6, 무게는 1/3 수준으로 줄일 수 있다.

Flexible OLED는 지난해부터 높은 기대감이 있었지만 현실화되지 못하고 있다. 가장 큰 이유는 삼성전자의 스마트폰이 이미 너무 잘 팔리고 있고 경쟁사들과 격차는 더욱 벌어지고 있기 때문이다. 삼성디스플레이의 flexible OLED 기술이 양산성을 확보했다고 하더라도 삼성전자는 전략적인 측면에서 flexible OLED 도입을 서두를 이유가 없는 것이다. 즉, 삼성전자의 전략 스마트폰 판매가 부진하고 경쟁사들의 추적이 가시화되면 차별화를 위해 flexible OLED 도입을 검토할 것으로 예상된다.

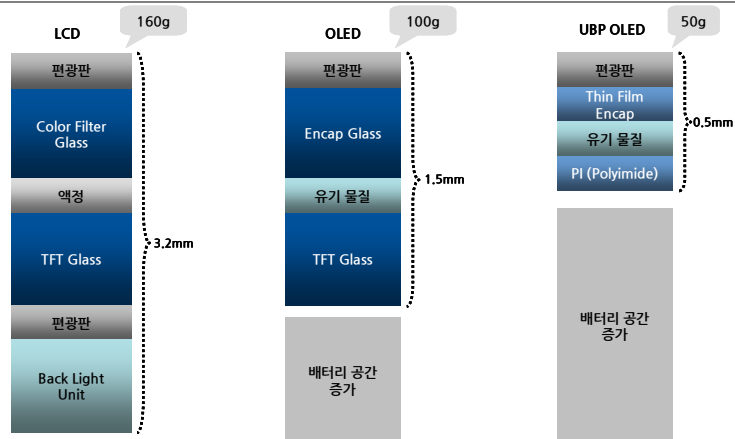
현재 삼성디스플레이의 flexible OLED 패널 생산 능력은 400만대/분기(수율 70% 가정) 수준이므로 전략 스마트폰에 적용하기 위해서는 생산 능력이 절대적으로 부족하다. **삼성전자가 올해 flexible OLED를 전략 스마트폰에 도입할 가능성은 낮으며 소량의 모델에 적용할 가능성은 있다.** 이미 독보적인 위치에 오른 스마트폰(flexible OLED)보다는 경쟁이 심화되고 차별화가 어려운 TV에서 대규모 OLED 투자 결정이 먼저 나올 가능성이 높다.

그림 1. 삼성전자의 스마트폰 출하량 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. LCD, OLED, flexible(UBP) OLED 두께와 무게 비교



자료: KDB대우증권 리서치센터

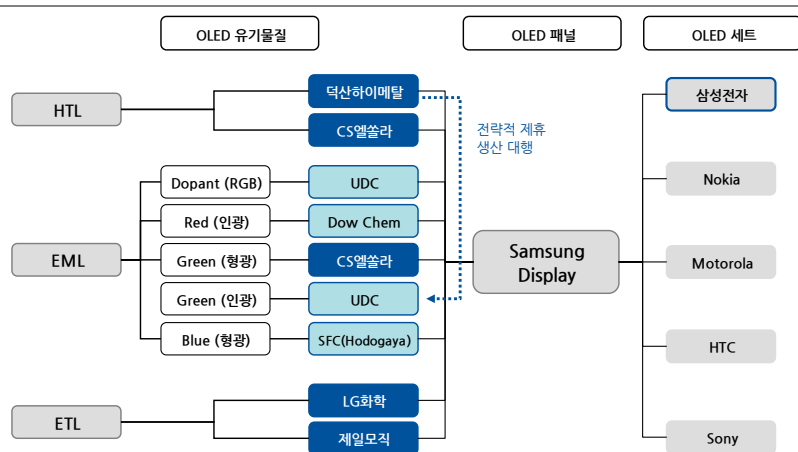
4. OLED 재료 supply chain: 2015년까지 시장 규모 4배 성장

OLED 대면적 투자 본격화로 재료 업체들의 직접적인 수혜가 예상된다. OLED 생산능력이 확대될 경우 재료 투입량도 비례해서 증가하기 때문이다. 또한 재료는 장비와 달리 기술 표준에 무관하게 필수적으로 사용되는 특성이 있기 때문에 안정적인 성장이 가능하다. 특히, OLED 시장을 선도하고 있는 삼성디스플레이에 재료를 납품하고 있는 업체들의 경우 그 수혜가 더 클 것으로 판단된다. 삼성디스플레이 내 핵심 재료 업체인 덕산하이메탈과 제일모직을 OLED 재료 부문 최선호주로 제시한다.

글로벌 세트 업체들의 OLED TV 출시 경쟁이 심화되면서 8세대 OLED 생산능력 비중은 2013년 25%에서 2015년 50%까지 상승할 전망이다. 8세대 라인 증설에 따라 글로벌 OLED 생산능력은 2012년부터 2015년까지 연평균 64% 증가할 것으로 예상된다. **OLED 생산능력 확대에 따라 글로벌 OLED 재료 시장도 2015년까지 연평균 59% 성장할 전망이다.** 단순히 OLED 면적 확대에 따른 재료 투입량 증가뿐만 아니라, WRGB의 도입과 초기 수율 저하로 인한 단위 면적당 재료 투입량 증가를 감안하면 재료 시장 성장폭은 더 클 것으로 판단된다.

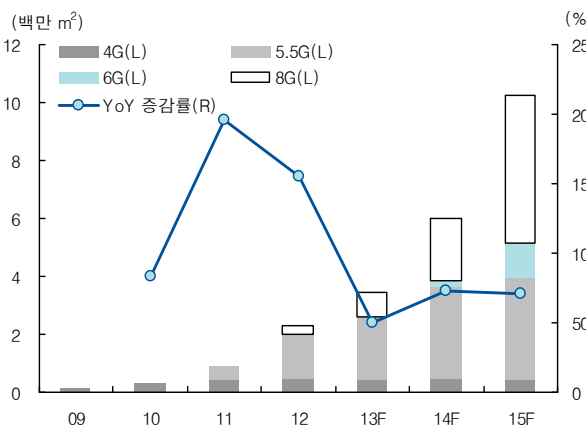
그럼에도 불구하고 2015년에 생산 가능한 55인치 OLED TV는 570만대에 수준이다. 수율까지 감안하면 실질적으로 생산 가능한 수량은 300만대에 불과하다. 현재 LCD TV 시장(연간 2억대)과 비교하면 OLED TV 침투율은 1.5% 수준이다. **침투율 1.5%를 가정했음에 불구하고 2015년 OLED 생산능력은 2012년 대비 4.4배, 재료 시장은 4배 성장**이 예상된다. 2015년 이후 OLED TV 침투율이 3% → 6% → 9%로 확대될 경우 재료 시장 규모는 매년 50% 이상 성장이 가능할 것으로 판단된다.

그림 4. 삼성디스플레이(SDC) OLED 재료 Supply Chain



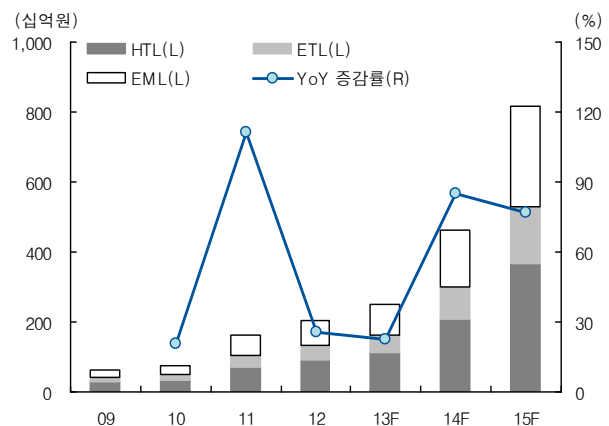
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 OLED 생산능력 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 글로벌 OLED 유기물질 시장 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

삼성 그룹은 2011년부터 다수의 해외 OLED 유기물질 업체들과 전략적 제휴를 체결했다. 삼성디스플레이는 2011년 8월에 미국의 UDC 및 일본의 Hodogaya와 공동 개발에 합의했다. 삼성벤처투자에서도 2011년 Hodogaya 자회사인 선화인케미칼 지분을 추가 매입했으며, 당해 9월에는 독일의 OLED 유기물질 업체인 Novaled의 지분 투자에도 참여했다. 최근 제일모직은 Novaled 인수를 검토하고 있는 것으로 추정된다. 이러한 삼성 그룹의 움직임은 포괄적인 협력 관계 구축을 통해 OLED 유기물질 특허 관련 문제를 원천적으로 차단하기 위한 것으로 판단된다. 또한 삼성의 이러한 행보는 **국내 OLED 유기물질 업체들의 입지를 축소시키기 보다는 특허 및 생산 기술 공유를 통해 재료 국산화를 더욱 촉진시킬 것으로 예상된다.**

표 2. 글로벌 OLED 재료 업체 동향

국가	회사명	OLED 재료	비고		
한국	제일모직	ETL, HTL, PDL	SDC에 PDL/ ETL(2Q13), HTL(4Q13) 공급 예상		
		EML (개발 중)	개발 중, 1H14 SDC에 납품 예상		
		플렉서블 OLED 봉지재료	플렉서블 OLED 봉지용 유기재료 개발 완료		
	덕산하이메탈	HTL, HIL	SDC에 HTL 공급 (점유율 90%) UDC와 전략적 제휴 체결을 통해 SDC에 Green 인광물질 생산 대행		
	LG화학	ETL, HIL, HTL, EML(G/B)	SDC와 LG디스플레이에 ETL 공급 UDC와 인광물질 개발 관련 전략적 제휴 체결 OLED 조명 투자(1,000억원 이상) 계획 발표(2011)		
	선화인케미칼(SFC)	EML(G/B), ETL, HTL	Hodogaya 자회사 SDC에 EML Blue 형광 물질 공급		
일본	Hodogaya Chemical	HTL, ETL	SDC와 LGD에 HTL 공급, ETL 개발 중		
		EML(B)	SDC와 EML 관련 전략적 제휴 체결 (SFC를 통해 Blue 형광 물질 공급)		
	Idemitsu Kosan	HIL, HTL, ETL, EML(R/G/B)	LGD에 EML(형광) 공급	Blue 인광 물질 개발 관련 UDC와 제휴(2006) LGD디스플레이와 전략적 제휴 체결(2009) Global OLED Technology(LG 그룹사) 지분 32.73% 획득(2010) Panasonic Electric Work와 OLED 조명 관련 J/V 설립(2011) SDC에 HTL 공급 예상 (2H13)	
			Sumitomo Chemical	Polymer EML(R/G/B)	고분자 유기물질에 집중 Panasonic과 soluble printing 기술 개발 중
			Kodak	OLED 원천 특허	Global OLED Technology(LG 그룹)에 OLED 관련 특허 전체 매각(2009)
			Nippon Steel Chemical	EML(인광 R/G dopant, host)	R&D, SDC에 Green 인광 물질 납품 예상(2013)
	Toyo Ink	EML(R/G), HIL, HTL, ETL	R&D		
	Mitsubishi Chemical	Polymer EML, HIL	Pioneer와 조명용 개발 관련 제휴 체결(2010) 프린팅 가능한 물질 개발 중		
	Showa Denko	고분자 인광 EML	조명용		
	Toray	EML(R/B), ETL, HTL	R&D		
	미국	UDC (Universal Display Corporation)	EML(dopant), EML(G 인광)	EML 인광물질 원천 특허 보유 (독점) SDC에 EML(dopant) 공급 인광 물질 개발 관련 SDC와 제휴 체결(2011) Pioneer와 OLED 조명 관련 라이선스 계약 체결(2011) SDC에 Green 인광 물질 공급(2Q13)	
				Dow Chemical	EML(R/G/B)
		Dupont Chemical	EML(R/G/B), HIL, HTL, ETL	고분자 유기물질에 집중 유기물질 프린팅 방식 기술 보유	
독일	Novaled	HTL, p-dopant	p/n doping 기술 보유		
		ETL, n-dopant	삼성벤처투자 지분 참여 (2011. 9) 전면 발광 방식(top emitting) W-OLED 특허 보유 (조명)		
	Merck Chemical	HIL, HTL, EML(B)	저분자 및 고분자 유기물질 모두 개발 중 2012년 SDC에 HTL 일부 공급		

주: 음영은 삼성디스플레이 주력 납품 업체 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

에스에프에이 (056190/매수) OLED 기술 방식에 자유로운 장비 업체

- 삼성의 대면적 OLED 투자 시 가장 큰 수혜 → 올해 OLED 4,000억원 포함해 연간 7,880억원 수주 예상
- 어떤 기술 조합이라도 클린/진공 물류, 모듈, 전공정(증착기, PE-CVD) 장비는 필수적으로 들어감
- 1Q13 실적 전망: 매출액 1,350억원(+34% YoY), 영업이익 184억원(+128% YoY)
- 투자의견 매수 유지, 목표주가 75,000원으로 15% 상향 조정

덕산하이메탈 (077360/매수) OLED 시장의 독보적인 메이저리거

- 삼성디스플레이 OLED 투자 확대 최대 수혜
- OLED 생산능력 전년대비 33%(13F) → 43%(14F) → 65%(15F) 증가
- 덕산하이메탈 OLED 재료 매출액 전년대비 15%(13F) → 42%(14F) → 20%(15F) 증가
- 투자의견 매수, 목표주가 34,000원으로 13% 상향 조정

제일모직 (001300/매수) OLED의 날개를 편다

- OLED 재료(ETL) 양산 매출 개시 → 품질/가격 경쟁력 인정, OLED TV로 확대 가능성에 주목
- OLED 재료 매출: 353억원(13F) → 2,402억원(15F)
- 12M-FWD P/E 14배, OLED 프리미엄 사라진 상황 → OLED는 이제 +α
- 투자의견 매수, 목표주가 110,000원 유지

아바코 (083930/매수) OLED 좋고 Oxide는 더 좋다

- 올해 확실시되는 턴어라운드 → 신규 수주 1,654억원으로 전년대비 162% 증가 전망
- LGD의 OLED 장비 업체 중에서 안정적인 물류 장비와 핵심적인 스퍼터, 봉지 장비 라인업을 보유
- 1Q13 실적 전망: 매출액 282억원(+64% YoY), 영업이익 10억원(흑자전환 YoY)
- 투자의견 매수, 목표주가 10,000원 유지

에스에프에이 (056190)

OLED 기술 방식에 자유로운 장비 업체

삼성의 대면적 OLED 투자 시 가장 큰 수혜 예상

OLED는 아직 다양한 기술 방식들이 연구 개발되고 양산 검증이 되고 있는 차세대 디스플레이 기술이다. **최근 시장에서 삼성의 대면적 OLED 기술 방식에 대한 논란이 많은 것도 시장이 아직 초기 국면에 있기 때문이다.** 원판 글라스 크기는 1) 6세대와 8세대, TFT 백플레인 기술은 2) LTPS와 Oxide, OLED 증착 기술은 3) RGB와 White RGB 방식으로 다양한 조합이 가능하다. **주식시장 참여자들이 어떤 기술 조합으로 삼성이 투자를 결정할지 알기는 어렵다.** 그래서 **어떤 기술 조합이라도 크게 영향을 받지 않는 supply chain을 투자 대상으로 삼는 것이 바람직하다고 판단된다.** 장비 업체 중에서는 에스에프에이가 여기에 속한다. 동사가 이미 공급하고 있는 클린/진공 물류, 모듈 장비와 향후 공급이 예상되는 진공정(증착기, PE-CVD) 장비들은 어떤 기술 조합이라도 필요한 장비들이기 때문에 가장 선호한다.

1Q13 실적 전망: 매출액 1,350억원(+34% YoY), 영업이익 184억원(+128% YoY)

1분기 실적은 기존 예상치를 소폭 하회할 전망이다. 매출액은 1,350억원(-26% QoQ, +34% YoY), 영업이익 184억원(-45% QoQ, +128% YoY)을 예상한다. 지난 4분기에 1) 사업장 통폐합을 통한 생산성 개선, 2) 부품 국산화, 3) 원재료비 감소 효과로 영업이익률이 18.2%를 기록했다. 1분기 영업이익률은 매출 감소 영향으로 13.6%로 하락할 전망이다.

1분기 신규 수주는 1,649억원(-32% QoQ, +46% YoY)을 예상한다. 중국 8세대 LCD 투자가 예상보다 다소 지연되긴 했지만 ITER 핵융합 장비 664억원 수주로 기존 수주 예상치를 달성할 전망이다. 중국 8세대 LCD 장비 수주가 2분기로 넘어가면서 1분기 매출 인식이 예상보다 저조했지만 2분기 실적은 예상치를 상회할 전망이다. **당초 2분기는 수주 및 실적 모델이 둔화될 것으로 예상했지만 이제는 1분기를 바닥으로 4분기까지 지속적으로 실적이 개선되는 모습이 예상된다.** 2분기 매출액은 1,579억원(+17% QoQ, +56% YoY), 영업이익 224억원(+22% QoQ, +107% YoY)으로 기존 예상치(매출액 1,275억원, 영업이익 157억원)에서 각각 24%, 43% 상향 조정했다.

투자이견 매수 유지, 목표주가 75,000원으로 15% 상향 조정

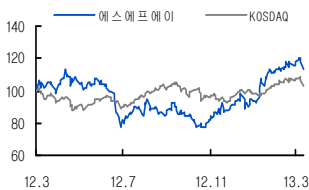
에스에프에이의 투자이견 매수를 유지하고 목표주가를 75,000원으로 15% 상향 조정한다. 올해 수주 5% 상향 조정, 수익성 개선(영업이익률 13.6%→14.7%)을 반영하여 13~14F EPS를 각각 11%, 7% 상향 조정했다. 현 주가는 12M-fwd EPS 6,780원 기준으로 9.1배 수준이기 때문에 추가 상승 여력이 충분한 것으로 판단된다.

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	75,000
현재주가(13/04/08,원)	59,000
상승여력	27%

영업이익(13F,십억원)	113
Consensus 영업이익(13F,십억원)	102
EPS 성장률(13F,%)	39.6
MKT EPS 성장률(13F,%)	22.2
P/E(13F,x)	11.6
MKT P/E(13F,x)	9.1
KOSPI	528.78

시가총액(십억원)	1,059
발행주식수(백만주)	18
유동주식비율(%)	48.2
외국인 보유비중(%)	12.5
베타(12M,일간수익률)	0.68
52주 최저가(원)	39,750
52주 최고가(원)	63,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	23.2	9.3
상대주가	4.9	26.4	14.7



결산기 (월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	632	753	481	763	955	1,075
영업이익 (십억원)	71	95	65	113	149	171
영업이익률 (%)	11.1	12.6	13.4	14.8	15.6	15.9
순이익 (십억원)	56	76	68	95	124	141
EPS (원)	3,138	4,212	3,806	5,313	6,911	7,860
ROE (%)	22.2	24.2	19.4	24.0	25.5	23.7
P/E (배)	15.6	14.5	12.4	11.6	8.9	7.8
P/B (배)	3.0	3.1	2.2	2.4	2.0	1.7

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 에스에프에이의 2012년 4분기 주요 손익 추정 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	1Q12	4Q12	1Q13F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	100	181	135	145	34.5	-25.6
영업이익	8	35	18	18	127.8	-44.5
영업이익률	8.0	19.1	13.6	12.6	5.6	-5.5
세전이익	22	36	21	21	-3.5	-41.9
순이익	17	28	16	17	-5.3	-41.4

주: K-IFRS 별도 기준 / 자료: 에스에프에이, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 4. 에스에프에이의 2012~2014년 수익예상 변경

(십억원, %, %p)

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	
매출액	481	734	912	481	763	955	0.0	3.9	4.7	- 삼성디스플레이 OLED 라인 증설 반영 (A2 P4~P6 및 A3 라인 추가)
영업이익	64	100	138	64	113	149	0.0	12.3	7.9	
순이익	68	86	116	68	95	124	0.0	11.2	7.4	
EPS	3,806	4,776	6,437	3,806	5,313	6,911	0.0	11.2	7.4	
영업이익률	13.4	13.6	15.2	13.4	14.7	15.6	0.0	1.1	0.5	
순이익률	14.2	11.7	12.7	14.2	12.5	13.0	0.0	0.8	0.3	
원/달러 환율	1,127	1,042	1,033	1,127	1,079	1,065	0.0	3.5	3.1	

주: K-IFRS 별도 기준 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

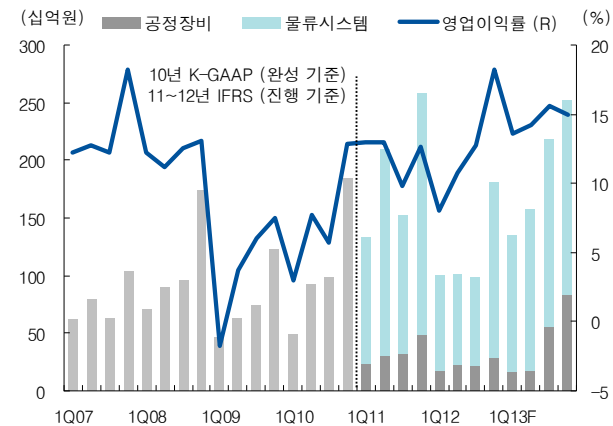
표 5. 에스에프에이의 분기별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
신규 수주	113	120	42	242	165	147	213	263	517	788	936
매출액	100	101	98	181	135	158	218	252	481	763	955
공정장비	17	23	22	29	16	18	56	83	91	172	254
물류시스템	83	78	76	152	119	140	162	169	390	590	701
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
공정장비	17.0	22.8	22.1	16.0	11.8	11.2	25.7	32.9	18.9	22.6	26.6
물류시스템	83.0	77.2	77.9	84.0	88.2	88.8	74.3	67.1	81.1	77.4	73.4
영업이익	8	11	12	33	18	22	34	38	64	113	149
영업이익률	8.0	10.7	12.7	18.2	13.6	14.2	15.6	15.0	13.4	14.7	15.6
순이익	17	12	12	28	16	19	28	31	68	95	124
순이익률	17.1	11.7	11.9	15.3	12.0	12.3	13.0	12.4	14.2	12.5	13.0

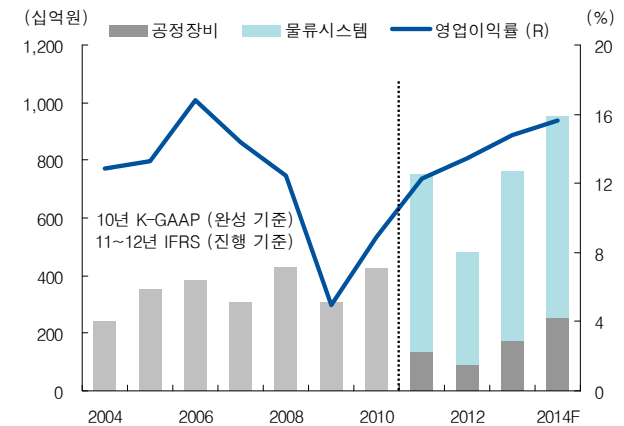
주: K-IFRS 별도 기준 / 자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 분기 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

에스에프에이 (056190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	481	763	955	1,075
매출원가	354	589	740	831
매출총이익	127	173	214	244
판매비와관리비	63	61	65	73
조정영업이익	65	113	149	171
발표영업이익	65	113	149	171
비영업손익	24	10	10	10
순금융비용	-10	-12	-16	-21
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	88	122	159	181
계속사업법인세비용	20	27	35	40
계속사업이익	68	95	124	141
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	68	95	124	141
지배주주	68	95	124	141
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	68	95	124	141
지배주주	68	95	124	141
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	73	118	156	178
FCF	18	86	122	129
EBITDA마진율(%)	15.1	15.5	16.4	16.6
영업이익률(%)	13.4	14.8	15.6	15.9
지배주주귀속 순이익률(%)	14.2	12.5	13.0	13.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	408	551	722	879
현금 및 현금성자산	27	107	220	341
매출채권 및 기타채권	159	221	277	311
재고자산	3	4	5	6
기타유동자산	2	3	3	4
비유동자산	153	168	184	198
관계기업투자등	22	22	22	22
유형자산	105	109	112	115
무형자산	14	23	31	40
자산총계	561	719	907	1,076
유동부채	179	249	312	351
매입채무 및 기타채무	159	221	277	312
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	20	28	35	39
비유동부채	23	34	57	74
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	20	30	53	70
부채총계	202	283	369	425
지배주주지분	358	436	538	651
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	20	20	20	20
이익잉여금	378	456	558	672
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	358	436	538	651

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	37	104	139	146
당기순이익	68	95	124	141
비현금수익비용가감	19	23	32	37
유형자산감가상각비	8	6	7	7
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	1	-1	-4	-10
영업활동으로인한자산및부채의변동	-18	12	18	7
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	-28	-62	-56	-35
재고자산 감소(증가)	6	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	18	62	56	35
법인세납부	-32	-27	-35	-40
투자활동으로 인한 현금흐름	-31	-7	-3	2
유형자산처분(취득)	-5	-10	-10	-10
무형자산감소(증가)	-9	-9	-9	-9
장단기금융자산의 감소(증가)	-40	0	0	0
기타투자활동	23	12	16	21
재무활동으로 인한 현금흐름	-54	-17	-22	-27
장단기금융부채의 감소(증가)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-31	0	0	0
배당금의 지급	-23	-17	-22	-27
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	-48	80	114	121
기초현금	75	27	107	220
기말현금	27	107	220	341

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E(x)	12.4	11.6	8.9	7.8
P/CF(x)	11.1	10.9	8.4	7.4
P/B(x)	2.2	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA(x)	8.4	6.6	4.3	3.1
EPS(원)	3,806	5,313	6,911	7,860
CFPS(원)	4,256	5,636	7,298	8,260
BPS(원)	21,872	25,730	30,903	36,741
DPS(원)	1,000	1,300	1,600	1,800
배당성향(%)	24.8	23.1	21.9	21.7
배당수익률(%)	2.1	2.1	2.6	2.9
매출액증가율(%)	-36.2	58.6	25.2	12.6
EBITDA증가율(%)	-28.2	63.1	32.1	14.1
조정영업이익증가율(%)	-31.9	74.5	32.7	14.6
EPS증가율(%)	-9.6	39.6	30.1	13.7
매출채권 회전율 (회)	3.3	4.0	3.8	3.7
재고자산 회전율 (회)	97.5	227.9	217.7	207.4
매입채무 회전율 (회)	3.6	4.4	4.2	4.0
ROA(%)	12.2	14.9	15.3	14.2
ROE(%)	19.4	24.0	25.5	23.7
ROIC(%)	65.8	96.3	130.7	151.2
부채비율(%)	56.4	64.8	68.6	65.3
유동비율(%)	227.6	221.4	231.6	250.4
순차입금/자기자본(%)	-68.1	-74.2	-81.3	-85.7
조정영업이익/금융비용(x)	3,532.5	86,689.1	115,038.2	131,862.3

덕산하이메탈 (077360)

OLED 시장의 독보적인 메이저리거

OLED 모멘텀이 살아난다

삼성디스플레이(SDC)의 OLED 추가 투자가 임박한 것으로 추정된다. 모바일용은 타이트한 수급으로 인해 5.5G A2 Phase4~6의 3개 라인이 추가될 전망이다. 추가되는 3개 라인의 생산능력은 63K/월로 면적 기준으로 기존 생산능력 대비 59% 증가 요인이 된다. TV용 라인을 포함한 A3 라인(6G + 8G)은 2014년 3분기부터 가동이 예상된다.

OLED 신규 투자로 인해 삼성디스플레이의 OLED 생산능력은 전년대비 33%(13F) → 43%(14F) → 65%(15F) 증가할 전망이다. M/S 하락과 단가 인하를 감안해도 OLED 생산 능력 확대에 따라 **덕산하이메탈의 OLED 재료 매출액은 전년대비 15%(13F) → 42%(14F) → 20%(15F) 증가할 것으로 예상된다.** 단순히 면적 확대에 따른 재료 투입량 증가뿐만 아니라, TV에서의 WRGB 기술 도입과 초기 수율 저하로 인한 단위 면적당 재료 투입량 증가를 감안하면 OLED 부문 성장폭은 더 클 것으로 판단된다.

1Q13 Preview: OLED TV용 물량 감소로 컨센서스 소폭 하회 예상

덕산하이메탈의 1분기 실적은 매출액 356억원(-7.2% QoQ, +9.7% YoY), 영업이익 95억원(-13.6% QoQ, +2.3% YoY, OPM 26.6%)으로 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 반도체 부문의 선전에도 불구하고 수익성 높은 OLED 부문 매출액이 전분기 대비 10% 감소할 것으로 예상되기 때문이다.

OLED 부문 매출액은 전분기 대비 10.4% 감소한 191억원을 기록할 전망이다. 삼성디스플레이의 OLED 신규 라인이 없는 상황에서 전분기에 급증했던 TV용 파일럿 라인 물량이 감소했기 때문이다. 반도체 부문 매출액은 165억원으로 비수기임에도 불구하고 전분기 대비 3.2% 감소하는 것에 그칠 전망이다. 신규 모바일 제품 출시를 위한 솔더볼 재고 확충 수요 덕분이다. 솔더볼은 원재료인 은 가격 하락에 따라 수익성도 개선된 것으로 추정된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 34,000원으로 상향

덕산하이메탈에 대한 투자의견 매수를 유지하나, 목표주가는 기존 30,000원에서 34,000원으로 13.3% 상향 조정한다. 목표주가를 상향하는 이유는 삼성디스플레이 OLED 라인 증설을 반영해 2014년 EPS를 10.4% 상향했고, 대면적 OLED 라인이 본격 가동되는 시점을 감안해 목표주가 산정에 기존 12개월 선행 EPS 대신 2014년 EPS를 사용했기 때문이다. 목표주가는 2014년 EPS 2,048원에 적정 P/E 16.5배(미국 OLED 업체 UDC 14F P/E 21배를 20% 할인)를 적용해 산정했다.

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	34,000
현재주가(13/04/08, 원)	26,050
상승여력	31%
영업이익(13F, 십억원)	47
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	49
EPS 성장률(13F, %)	13.4
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.2
P/E(13F, x)	16.0
MKT P/E(13F, x)	9.1
KOSDAQ	528.78
시가총액(십억원)	766
발행주식수(백만주)	29
유동주식비율(%)	44.0
외국인 보유비중(%)	18.3
베타(12M, 일간수익률)	1.13
52주 최저가(원)	16,500
52주 최고가(원)	28,800
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-3.5 18.4 15.0
상대주가	0.8 21.6 20.5



결산기 (월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	73	129	144	167	215	251
영업이익 (십억원)	20	39	42	47	61	69
영업이익률 (%)	27.7	30.4	29.0	28.2	28.1	27.5
순이익 (십억원)	16	35	42	48	60	61
EPS (원)	638	1,181	1,426	1,618	2,048	2,085
ROE (%)	18.7	29.0	26.1	23.1	23.2	19.2
P/E (배)	31.8	21.5	14.9	16.0	12.7	12.4
P/B (배)	6.6	6.0	3.7	3.5	2.8	2.3

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

표 6. 덕산하이메탈의 2013년 1분기 주요 손익 추정 및 컨센서스

(십억원, %)

	1Q12	4Q12	1Q13F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	32.5	38.4	35.6	36.5	9.7	-7.2
영업이익	9.3	11.0	9.5	10.2	2.3	-13.6
영업이익률	28.5	28.6	26.6	27.9	-	-
세전이익	9.5	11.6	9.8	10.4	2.9	-15.1
순이익	9.3	10.8	9.6	10.2	3.2	-11.3

주: K-IFRS 별도 기준 / 자료: 덕산하이메탈, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 7. 덕산하이메탈 목표주가 산정

비교	
EPS(원)	2,048 2014F 기준
비교 P/E (x)	20.7 미국 OLED 재료 업체 UDC의 14F P/E
할인율 (%)	20 경쟁사 진입으로 인한 MS 하락 반영
적정 P/E (x)	16.5
적정 주가(원)	33,877
목표주가(원)	34,000
현재 주가(원)	26,050 2013.4.8 증가
상승 여력(%)	30.5

자료: KDB대우증권 리서치센터

표 8. 덕산하이메탈의 2013~2015년 수익예상 변경

(십억원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	
매출액	165	197	251	167	215	251	1.3	9.3	0.0	- 삼성디스플레이 OLED 라인 증설 반영 (A2 P4~P6 및 A3 라인 추가)
영업이익	48	56	69	47	61	69	-1.1	7.8	0.0	
세전이익	49	57	70	49	62	70	-0.6	8.2	0.0	- TV 파일럿 라인 수주 안정화
당기순이익	48	55	61	48	60	61	-0.6	10.4	0.0	
EPS	1,627	1,854	2,085	1,618	2,048	2,085	-0.6	10.4	0.0	
영업이익률	28.9	28.5	27.5	28.2	28.1	27.5	-	-	-	
순이익률	29.0	27.7	24.4	28.5	28.0	24.4	-	-	-	

주: K-IFRS 별도 기준 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 9. 덕산하이메탈 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	32.5	37.0	36.0	38.4	35.6	41.3	45.8	44.2	143.8	166.9	215.2	250.9
OLED	17.7	21.7	18.7	21.4	19.1	23.0	24.7	24.3	79.4	91.2	129.9	156.2
반도체	14.8	15.3	17.4	17.0	16.5	18.3	21.0	19.9	64.4	75.7	85.3	94.7
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
OLED	54.5	58.7	51.8	55.7	53.7	55.7	54.0	55.1	55.2	54.6	60.4	62.2
반도체	45.6	41.3	48.2	44.3	46.3	44.3	46.0	44.9	44.8	45.4	39.6	37.8
영업이익	9.3	10.6	10.9	11.0	9.5	11.2	13.4	12.9	41.7	47.0	60.5	68.9
세전이익	9.5	10.8	11.0	11.6	9.8	11.6	13.9	13.3	42.9	48.5	62.1	70.5
당기순이익	9.3	10.9	10.9	10.8	9.6	11.3	13.6	13.0	41.9	47.5	60.2	61.3
영업이익률	28.5	28.6	30.2	28.6	26.6	27.1	29.3	29.2	29.0	28.2	28.1	27.5
순이익률	28.7	29.4	30.2	28.2	27.0	27.4	29.7	29.5	29.1	28.5	28.0	24.4
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	-12.2	13.9	-2.5	6.5	-7.2	16.1	10.8	-3.5	11.1	16.1	28.9	16.6
OLED	-17.8	22.8	-14.0	14.4	-10.4	20.2	7.6	-1.7	13.3	14.9	42.4	20.2
반도체	-4.3	3.2	13.9	-2.1	-3.2	11.3	14.8	-5.6	8.6	17.5	12.7	11.0
영업이익	-34.6	14.0	2.9	0.8	-13.6	18.3	19.8	-3.8	5.9	12.9	28.7	13.9
세전이익	-12.2	13.5	1.8	4.8	-15.1	18.0	19.8	-4.1	22.5	13.0	27.9	13.5
당기순이익	-14.0	16.6	0.3	-0.6	-11.3	18.0	19.8	-4.1	21.2	13.5	26.6	1.8

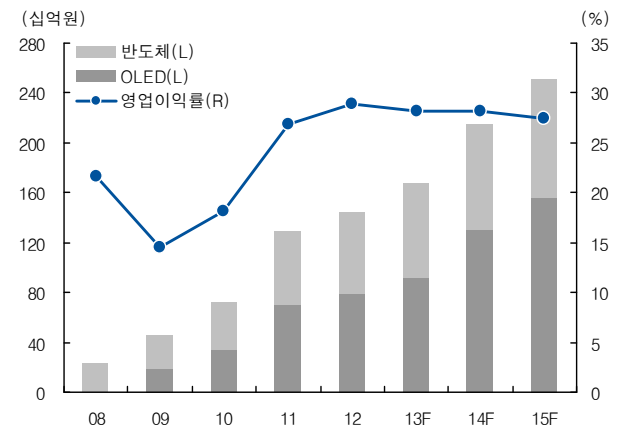
주: K-IFRS 별도 기준 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

표 10. 삼성디스플레이 OLED 생산능력 추정

('000 m ²)	Type	2012				2013F				2014F				2015F				
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
A1 (4G, 730 x 920)	Half	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107	107
A2 (5.5G, 1300 x 1500)	Quarter	328	421	421	421	468	532	567	620	725	778	831	883	883	883	883	883	883
Phase 1	(32K/month)	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187
Phase 2 (incl. flexible)	(32K/month)	140	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187	187
Phase 3 (incl. flexible)	(24K/month)		47	47	47	94	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140
Phase 4	(27K/month)						18	53	105	158	158	158	158	158	158	158	158	158
Phase 5	(18K/month)										105	105	105	105	105	105	105	105
Phase 6	(18K/month)											53	105	105	105	105	105	105
A3 (6G, 1500 x 1800)	Half											65	130	194	259	324	389	
Phase 1	(32K/month)											65	130	194	194	194	194	
Phase 2	(32K/month)														65	130	194	
V1 (8G, 2200 x 2500)	6th		50	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99	99
V2 (8G, 2200 x 2500)	Half												66	132	264	528	660	
Phase 1	(24K/month)												66	132	264	396	396	
Phase 2	(24K/month)															132	264	
Total capacity		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	
Duksan's M/S at SDC (%)		85.0	90.0	90.0	90.0	88.0	88.0	85.0	80.0	75.0	70.0	65.0	60.0	55.0	50.0	45.0	40.0	
('000 sheets/month)	Type																	
A1 (4G, 730 x 920)	Half	53	53	53	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	151	151
Phase 1	(32K/month)	32	32	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	32	32
Phase 3 (incl. flexible)	(24K/month)		8	8	8	16	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
Phase 4	(27K/month)						3	9	18	27	27	27	27	27	27	27	27	27
Phase 5	(18K/month)										18	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	
V1 (8G, 2200 x 2500)	6th		3	6	6	6	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	

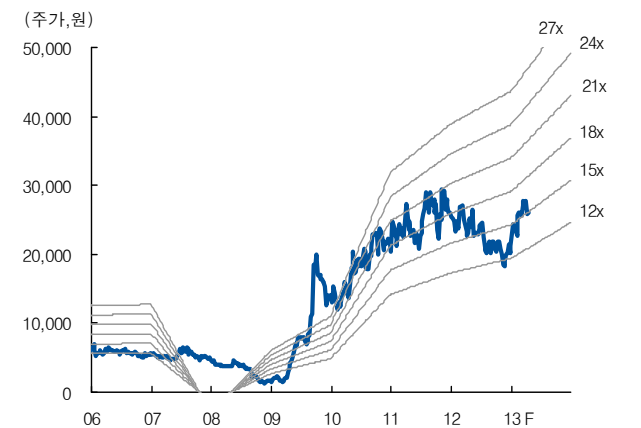
자료: DisplaySearch, KDB 대우증권 리서치센터

그림 9. 덕산하이메탈 실적 추이 및 전망



자료: KDB 대우증권 리서치센터

그림 10. 덕산하이메탈 12M-fwd P/E



자료: KDB 대우증권 리서치센터

덕산하이메탈 (077360)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	144	167	215	251
매출원가	84	99	128	151
매출총이익	60	68	87	100
판매비와관리비	18	21	27	31
조정영업이익	42	47	61	69
영업이익	42	47	61	69
비영업손익	1	2	2	2
순금융비용	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	49	62	71
계속사업법인세비용	1	1	2	9
계속사업이익	42	48	60	61
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	42	48	60	61
지배주주	42	48	60	61
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	42	47	60	61
지배주주	42	47	60	61
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	48	75	91	102
FCF	40	-4	-11	-12
EBITDA마진율 (%)	33.0	45.2	42.2	40.5
영업이익률 (%)	29.0	28.2	28.1	27.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	29.2	28.5	28.0	24.4

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	51	72	80	90
당기순이익	42	48	60	61
비현금수익비용가감	11	28	31	40
유형자산감가상각비	5	28	30	33
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	-5	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-3	-3	-9	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-2	-6	-2
재고자산 감소(증가)	1	-2	-5	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	1	4	1
법인세납부	1	-1	-2	-9
투자활동으로 인한 현금흐름	-53	-74	-90	-101
유형자산처분(취득)	-4	-75	-91	-101
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	-49	0	0	0
기타투자활동	1	1	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	-3	0	14	11
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	0	0	0
현금의증가	-7	-3	4	1
기초현금	21	14	12	16
기말현금	14	12	16	16

자료: 덕산하이메탈, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	89	91	106	110
현금 및 현금성자산	14	12	16	16
매출채권 및 기타채권	13	15	21	22
재고자산	12	14	19	20
기타유동자산	2	2	3	3
비유동자산	109	158	222	292
관계기업투자등	0	1	1	1
유형자산	65	112	172	241
무형자산	34	35	35	35
자산총계	199	248	328	402
유동부채	14	16	21	22
매입채무 및 기타채무	10	11	15	16
단기금융부채	2	2	2	2
기타유동부채	2	3	4	4
비유동부채	2	3	17	29
장기금융부채	0	0	13	25
기타비유동부채	1	2	2	3
부채총계	16	19	38	52
지배주주지분	183	230	290	350
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	82	82	82	82
이익잉여금	113	161	221	282
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	183	230	290	350

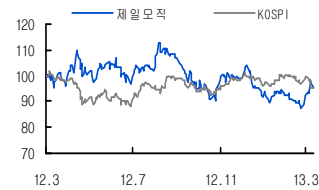
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	14.9	16.0	12.7	12.4
P/CF (x)	13.1	10.0	8.4	8.1
P/B (x)	3.7	3.5	2.8	2.3
EV/EBITDA (x)	11.9	9.3	7.9	7.1
EPS (원)	1,426	1,618	2,048	2,085
CFPS (원)	1,624	2,584	3,079	3,201
BPS (원)	5,793	7,386	9,411	11,473
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	16.1	29.0	16.6
EBITDA증가율 (%)	10.8	58.9	20.4	12.0
영업이익증가율 (%)	5.9	12.9	28.7	13.9
EPS증가율 (%)	20.8	13.4	26.6	1.8
매출채권 회전율 (회)	12.7	12.0	12.1	11.7
재고자산 회전율 (회)	11.8	13.2	13.2	12.8
매입채무 회전율 (회)	36.3	46.2	46.5	44.9
ROA (%)	23.9	21.3	20.9	16.8
ROE (%)	26.1	23.1	23.2	19.2
ROIC (%)	34.2	31.9	28.7	21.7
부채비율 (%)	8.7	8.1	13.3	14.7
유동비율 (%)	647.7	582.0	506.9	492.3
순차입금/자기자본 (%)	-33.4	-25.5	-16.9	-11.0
영업이익/금융비용 (x)	645.5	1,751.4	726.5	256.4

제일모직 (001300)

OLED의 날개를 편다

(Maintain)	매수		
목표주가(원, 12M)	110,000		
현재주가(13/04/08, 원)	90,900		
상승여력	21%		
영업이익(13F, 십억원)	423		
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	404		
EPS 성장률(13F, %)	52.0		
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.2		
P/E(13F, x)	15.3		
MKT P/E(13F, x)	9.1		
KOSPI	1,918.69		
시가총액(십억원)	4,767		
발행주식수(백만주)	52		
유동주식비율(%)	86.6		
외국인 보유비중(%)	23.7		
베타(12M, 일간수익률)	0.89		
52주 최저가(원)	82,100		
52주 최고가(원)	108,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.8	-7.0	-3.3
상대주가	9.2	-3.8	2.1



OLED 재료 양산 매출 개시

제일모직은 1분기 말부터 OLED 재료(ETL) 양산 매출을 시작했다. OLED 재료 개발에 착수한 이후 최초의 양산 매출이다. 최초 양산 제품인 ETL은 삼성 갤럭시 S4에 채택된 것으로 추정된다. 본격적인 물량 확대는 2분기로 예상된다. 올해 ETL 매출액은 120억원 수준으로 미미하겠지만, 고객사로 납품을 시작했다는 것에 의미를 뒀다. **품질과 가격 경쟁력을 갖 추었다는 의미이며, 향후 OLED TV로 납품할 가능성이 높아졌기 때문이다.**

올해는 2년간 지연되었던 OLED 재료 매출이 본격화될 전망이다. ETL(electron transport layer)은 갤럭시 S4 물량 확대와 더불어 2분기부터 매출 증가가 예상되며, PDL(pixel defining layer)도 2분기부터 매출이 발생할 전망이다. HTL(hole transport layer)은 이미 개발과 승인이 완료된 상황이며, 하반기부터 삼성디스플레이(SDC)로 납품이 예상된다. 하반기에 플렉서블 디스플레이가 출시될 경우 봉지(encapsulation) 유기 재료도 독점으로 납품할 가능성이 높다. SDC 내 점유율 확대, OLED TV 출시, 제품 포트폴리오 확대를 통해 **OLED 재료 매출액은 353억원(13F) → 1,040억원(14F) → 2,402억원(15F)로 증가할 전망이다.**

1Q13 Preview: 1분기 실적 부진은 이미 예상한 바

1분기는 실적 모멘텀이 약할 것으로 판단한다. IT 업체로 직접 납품하는 고부가 화학 제품 수요가 아직 부진하기 때문이다. 매출액은 1.5조원(+4.8% YoY), 영업이익 739억원(2.0% YoY)을 기록할 전망이다. 컨센서스(영업이익 848억원)을 하회하는 실적이지만, 기존 당사 예상치(영업이익 776억원)에는 부합하는 수준이다.

2분기부터 편광판 턴어라운드, IT 재고 확충 수요에 따른 화학 제품 출하량 회복으로 실적 개선이 예상된다. 2분기 매출액은 전분기 대비 8.2% 증가한 1.6조원(+7.0% YoY), 영업이익 전분기 대비 48% 증가한 1,093억원(-0.6% YoY)을 기록할 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 110,000원 유지

제일모직에 대한 투자의견 매수, 목표주가 110,000원을 유지한다. 현재 주가는 12M-fwd P/E 14배 수준이다. 역사적 고점 29배는 물론 최근 5년 평균 18배 대비해서도 충분히 낮은 상황이다. 최근 2년 동안 OLED 프리미엄이 지속적으로 축소되었기 때문이다. OLED 매출이 본격화되는 지금은 오히려 OLED 프리미엄이 부각될 시점으로 판단한다.

결산기 (월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	5,113	5,581	6,010	6,664	7,529	8,139
영업이익 (십억원)	330	223	322	423	537	569
영업이익률 (%)	6.5	4.0	5.4	6.4	7.1	7.0
순이익 (십억원)	279	259	209	317	409	435
EPS (원)	5,573	5,079	3,979	6,046	7,791	8,299
ROE (%)	11.8	8.7	6.5	9.5	11.5	11.4
P/E (배)	19.9	19.9	23.7	15.3	11.9	11.2
P/B (배)	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	1.4

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

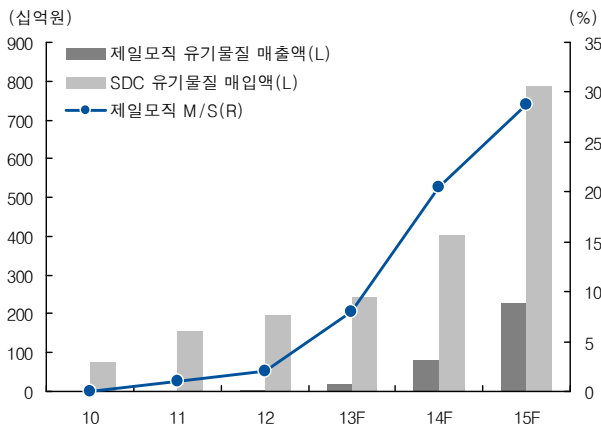
표 11. 제일모직 실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,429	1,513	1,488	1,581	1,496	1,619	1,709	1,839	6,010	6,664	7,529	8,139
화학	613	676	732	645	667	747	833	781	2,666	3,029	3,392	3,647
전자재료	376	407	385	401	358	406	471	487	1,569	1,723	2,118	2,347
패션	429	416	357	523	461	452	392	560	1,725	1,865	1,977	2,107
기타	10	14	14	12	10	13	13	11	50	46	42	37
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	42.9	44.7	49.2	40.8	44.6	46.1	48.8	42.5	44.4	45.5	45.0	44.8
전자재료	26.3	26.9	25.9	25.3	24.0	25.1	27.6	26.5	26.1	25.9	28.1	28.8
패션	30.1	27.5	24.0	33.1	30.8	27.9	22.9	30.5	28.7	28.0	26.3	25.9
기타	0.7	0.9	0.9	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5
영업이익	72	110	64	75	74	109	122	118	322	423	537	569
화학	19	35	31	5	11	29	38	22	89	99	157	165
전자재료	28	63	36	39	39	59	71	67	167	238	278	306
패션	26	12	-3	31	23	22	12	29	65	86	102	99
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	25.8	31.6	48.0	6.8	15.5	26.1	31.0	18.4	27.7	23.5	29.3	28.9
전자재료	39.0	57.2	56.5	52.3	53.5	54.2	58.8	56.9	51.8	56.1	51.8	53.7
패션	35.2	10.9	-5.1	41.1	31.0	19.7	10.2	24.7	20.2	20.3	18.9	17.3
영업이익률	5.1	7.3	4.3	4.8	4.9	6.8	7.1	6.4	5.4	6.4	7.1	7.0
화학	3.0	5.1	4.2	0.8	1.7	3.8	4.5	2.8	3.3	3.3	4.6	4.5
전자재료	7.5	15.5	9.4	9.8	11.0	14.6	15.2	13.8	10.6	13.8	13.1	13.0
패션	5.9	2.9	-0.9	5.9	5.0	4.8	3.2	5.2	3.8	4.6	5.1	4.7
세전이익	84	86	66	57	79	98	111	108	293	397	511	544
당기순이익	64	68	40	36	63	79	89	87	209	317	409	435
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	3.3	5.9	-1.7	6.3	-5.3	8.2	5.6	7.6	7.7	10.9	13.0	8.1
화학	11.3	10.2	8.3	-11.8	3.4	11.9	11.6	-6.3	10.4	13.6	12.0	7.5
전자재료	3.9	8.4	-5.4	4.0	-10.5	13.4	15.9	3.5	1.4	9.8	23.0	10.8
패션	-5.4	-3.2	-14.1	46.5	-11.9	-1.8	-13.4	42.9	13.4	8.1	6.0	6.6
기타	-39.9	37.5	-4.2	-16.1	-16.1	37.5	-4.2	-16.1	-48.8	-7.2	-10.2	-10.2
영업이익	34.6	51.9	-41.7	17.4	-1.9	48.0	11.2	-2.7	44.6	31.5	26.8	6.1
화학	663.3	86.0	-11.5	-83.4	124.3	149.2	32.0	-42.2	70.7	11.5	57.9	4.8
전자재료	-4.3	122.9	-42.4	8.5	0.4	50.0	20.6	-5.8	63.3	42.5	17.0	10.1
패션	9.0	-52.9	적전	흑전	-25.9	-6.1	-42.4	135.7	-2.2	32.2	18.2	-2.9
세전이익	171.1	2.7	-22.8	-13.6	38.1	24.5	12.8	-2.6	6.3	35.3	28.9	6.5
당기순이익	59.2	6.2	-40.8	-11.9	77.3	24.5	12.8	-2.6	-19.4	51.9	28.9	6.5

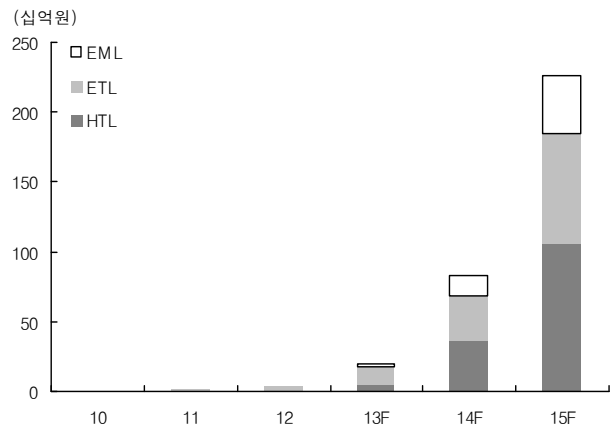
자료: 제일모직, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 제일모직 OLED 유기물질 매출액 및 SDC 내 점유율 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 제일모직 OLED 유기물질 매출액 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

제일모직 (001300)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	6,010	6,664	7,529	8,139
매출원가	4,155	4,696	5,358	5,811
매출총이익	1,855	1,968	2,171	2,328
판매비와관리비	1,533	1,544	1,634	1,759
조정영업이익	322	423	537	569
영업이익	322	423	537	569
비영업손익	-29	-27	-26	-25
순금융비용	33	40	50	51
관계기업등 투자손익	-15	-6	-5	-4
세전계속사업손익	293	397	511	544
계속사업법인세비용	84	79	102	-109
계속사업이익	209	317	409	435
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	209	317	409	435
지배주주	209	317	409	435
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	76	184	276	302
지배주주	76	184	276	302
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	530	657	783	852
FCF	-309	-306	-67	82
EBITDA마진율 (%)	8.8	9.9	10.4	10.5
영업이익률 (%)	5.4	6.4	7.1	7.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.5	4.8	5.4	5.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	1,837	2,156	2,473	2,643
현금 및 현금성자산	114	0	7	4
매출채권 및 기타채권	679	946	1,141	1,222
재고자산	909	1,058	1,162	1,245
기타유동자산	102	118	130	139
비유동자산	3,582	3,895	4,153	4,409
관계기업투자등	99	93	88	84
유형자산	1,696	1,976	2,206	2,440
무형자산	463	486	507	525
자산총계	5,419	6,051	6,626	7,052
유동부채	1,004	1,039	1,063	1,072
매입채무 및 기타채무	520	605	664	712
단기금융부채	358	288	238	188
기타유동부채	126	147	161	173
비유동부채	1,157	1,570	1,883	2,036
장기금융부채	912	1,204	1,407	1,452
기타비유동부채	209	325	430	534
부채총계	2,161	2,609	2,946	3,108
지배주주지분	3,254	3,438	3,676	3,940
자본금	262	262	262	262
자본잉여금	702	702	702	702
이익잉여금	1,538	1,855	2,226	2,623
비지배주주지분	3	3	4	4
자본총계	3,257	3,442	3,680	3,944

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	139	241	439	626
당기순이익	209	317	409	435
비현금수익비용가감	368	340	374	417
유형자산감가상각비	199	221	229	264
무형자산상각비	9	13	17	19
기타	-77	30	39	41
영업활동으로인한자산및부채의변동	-392	-337	-242	-118
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-162	-267	-194	-81
재고자산 감소(증가)	-171	-149	-104	-83
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	53	85	60	47
법인세납부	-47	-79	-102	-109
투자활동으로 인한 현금흐름	-459	-529	-491	-527
유형자산처분(취득)	-408	-500	-460	-497
무형자산감소(증가)	-37	-37	-37	-37
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	0	0	0
기타투자활동	20	8	6	7
재무활동으로 인한 현금흐름	338	174	59	-102
장단기금융부채의 증가(감소)	420	-220	-100	-100
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-38	0	-38	-38
기타재무활동	-45	-48	-56	-59
현금의증가	17	-114	7	-3
기초현금	96	114	0	7
기말현금	114	0	7	4

자료: 제일모직, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

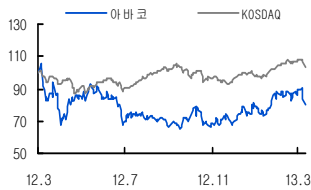
	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	23.7	15.3	11.9	11.2
P/CF (x)	11.8	8.8	7.4	6.8
P/B (x)	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	11.5	9.7	8.3	7.6
EPS (원)	3,979	6,046	7,791	8,299
CFPS (원)	7,958	10,507	12,481	13,698
BPS (원)	54,157	57,218	61,361	66,063
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	0.0	12.0	9.3	8.7
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	7.7	10.9	13.0	8.1
EBITDA증가율 (%)	38.1	23.9	19.1	8.9
영업이익증가율 (%)	44.6	31.5	26.9	6.1
EPS증가율 (%)	-21.7	52.0	28.9	6.5
매출채권 회전율 (회)	10.8	8.8	7.7	7.3
재고자산 회전율 (회)	7.3	6.8	6.8	6.8
매입채무 회전율 (회)	11.9	11.9	11.9	11.8
ROA (%)	4.0	5.5	6.5	6.4
ROE (%)	6.5	9.5	11.5	11.4
ROIC (%)	7.6	9.4	10.3	9.9
부채비율 (%)	66.3	75.8	80.1	78.8
유동비율 (%)	183.0	207.5	232.6	246.5
순차입금/자기자본 (%)	34.5	42.4	43.6	40.6
영업이익/금융비용 (x)	8.1	8.8	9.6	9.7

아바코 (083930)

OLED 좋고 Oxide는 더 좋다

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	10,000
현재주가(13/04/08,원)	6,760
상승여력	48%

영업이익(13F,십억원)	9		
Consensus 영업이익(13F,십억원)	-		
EPS 성장률(13F,%)	흑전		
MKT EPS 성장률(13F,%)	22.2		
P/E(13F,x)	14.9		
MKT P/E(13F,x)	9.1		
KOSPI	528.78		
시가총액(십억원)	108		
발행주식수(백만주)	16		
유동주식비율(%)	70.0		
외국인 보유비중(%)	1.8		
베타(12M,일간수익률)	0.88		
52주 최저가(원)	5,510		
52주 최고가(원)	9,480		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.1	16.2	-10.5
상대주가	-1.8	19.3	-5.1



올해 확실히되는 턴어라운드 → 신규 수주 1,654억원으로 전년대비 162% 증가 전망

올해 신규 수주는 1,654억원으로 지난해 631억원 대비 162% 증가할 전망이다. 부문별로는 LG디스플레이 OLED 장비 400억원, 광저우 8세대 LCD 장비 500억원, BOE 8세대 (B4/B5) LCD 장비 600억원이 예상된다. 지난 1분기 BOE 8세대 LCD 물류 장비 3,400만 달러 수주를 확보했으며 2분기에는 후속 투자로 783만달러를 추가 수주했다.

최근 LG디스플레이 OLED 발주가 개시되면서 84억원 물류 장비 수주를 기록했다. LG디스플레이의 OLED TV 라인은 내년 2분기 양산을 목표로 투자가 진행될 전망이다. OLED TV의 백플레인인 기존 P83 LCD 라인 개조를 통해 Oxide TFT 라인으로 전환할 예정이다. **올해 상반기에는 BOE와 LG디스플레이의 OLED 투자, 하반기에는 LG디스플레이의 중국 광저우 8세대 라인 투자가 동사의 실적 개선을 견인할 것으로 예상된다.**

1Q13 실적 전망: 매출액 282억원(+64% YoY), 영업이익 10억원(흑자전환 YoY)

지난 1분기 LG디스플레이는 OLED TV 양산을 위해 7,063억원 규모의 8세대 OLED 증착 라인 (M2) 투자를 결정했다. 지난해 LG디스플레이 OLED 파일럿 라인(M1)에서 동사는 봉지 장비 76억원을 공급한 바가 있다. 이번 M2 투자는 양산 설비임을 감안하면 봉지와 물류 장비를 포함해 연내 400억원대의 수주가 가능할 것으로 예상된다.

1분기 신규 수주는 374억원(+105% QoQ, +115% YoY), 매출액 282억원(+29% QoQ, +64% YoY), 영업이익 10억원(+19% QoQ, 흑자전환 YoY)을 예상된다. 지난해 이월된 수주 잔고가 미미해 1분기까지 실적 개선은 크지 않다. **실적 개선 모멘텀은 LG디스플레이의 발주 증가 예상되는 2분기부터 더욱 탄력 받을 전망이다.** OLED TV의 Oxide (IGZO) TFT를 위한 추가적인 스퍼터 장비 수주도 가능할 것으로 예상하지만 아직 가시성이 낮아 올해 예상 수주 금액에는 포함시키지 않았다. 동사는 국내 유일의 스퍼터 장비 업체이다. Oxide 공정에는 스퍼터 장비가 증가하기 때문에 중장기적으로 Oxide 공정 확대에 따른 수혜가 예상된다.

투자 의견 매수, 목표주가 10,000원 유지

아바코에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 10,000원을 유지한다. **LG디스플레이 OLED 장비 업체 중에서 안정적인 물류 장비와 핵심적인 전공정(스퍼터, 봉지) 장비 라인업을 보유하고 있다.** 향후 LG디스플레이 OLED 투자에서 가장 큰 수혜가 예상된다. 다만 Stion(동사가 343억원 투자)의 국내 태양전지 라인 투자가 예상보다 오래 지연되는 것은 리스크 요인이다.

결산기 (월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	228	249	95	156	197	218
영업이익 (십억원)	18	10	-1	9	15	17
영업이익률 (%)	7.8	4.1	-1.1	5.7	7.8	7.8
순이익 (십억원)	15	9	0	8	13	15
EPS (원)	1,173	706	-13	476	815	908
ROE (%)	26.1	12.9	-0.2	8.8	14.5	15.0
P/E (배)	10.9	13.3	-	14.9	8.7	7.8
P/B (배)	2.5	1.6	1.1	1.4	1.4	1.3

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 아바코, KDB대우증권 리서치센터

표 12. 아바코의 2013년 1분기 주요 손익 추정 및 컨센서스

(십억원, %, %p)

	1Q12	4Q12	1Q13F		성장률	
			KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	17	22	28	-	63.5	28.5
영업이익	-2	1	1	-	흑전	18.6
영업이익률	-13.4	3.9	3.6	-	17.1	-0.3
세전이익	-2	1	1	-	흑전	7.5
순이익	-1	1	1	-	흑전	2.5

주: K-IFRS 별도 기준, 당사만이 수익 추정 제공하고 있어 컨센서스 부재 / 자료: 아바코, FnGuide, KDB대우증권 리서치센터

표 13. 아바코의 2012~2014년 수익예상 변경

(십억원, %, %p)

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	12	13F	14F	12	13F	14F	12	13F	14F	
매출액	95	155	196	95	156	197	0.0	0.6	0.6	- 예상보다 우호적인 원/달러 환율 반영
영업이익	-1	9	15	-1	9	15	적전	1.8	1.4	
순이익	0	7	13	0	8	13	적전	1.8	1.4	
EPS	-13	467	804	-13	476	815	적전	1.8	1.4	
영업이익률	-1.1	5.7	7.7	-1.1	5.7	7.8	0.0	0.1	0.1	
순이익률	-0.2	4.8	6.6	-0.2	4.9	6.6	0.0	0.1	0.1	
원/달러 환율	1,126	1,064	1,045	1,126	1,079	1,065	0.0	1.4	1.9	

주: K-IFRS 별도 기준 / 자료: KDB대우증권 리서치센터

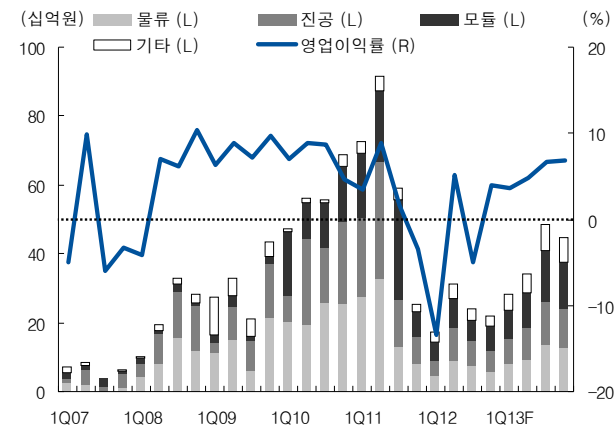
표 14. 아바코의 분기별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13F	2Q13F	3Q13F	4Q13F	2012	2013F	2014F
신규 수주	17.4	21.4	6.0	18.2	37.4	39.8	47.1	42.2	63.1	166.4	198.7
매출액	17.2	31.4	24.1	21.9	28.2	34.0	48.7	44.8	94.7	155.6	197.0
물류 장비	4.8	8.7	7.4	5.8	7.8	9.4	13.6	12.6	26.6	43.3	48.9
진공 장비	4.1	9.9	7.3	6.1	7.3	9.1	12.6	11.4	27.4	40.4	53.0
모듈 장비	5.3	8.4	5.9	7.1	8.6	10.3	14.9	13.7	26.7	47.5	64.7
기타	3.1	4.5	3.5	2.9	4.4	5.3	7.6	7.0	14.0	24.4	30.4
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
물류 장비	27.6	27.6	30.8	26.3	27.7	27.6	27.9	28.1	28.1	27.8	24.8
진공 장비	23.8	31.4	30.2	27.9	26.0	26.7	25.9	25.6	28.9	26.0	26.9
모듈 장비	30.6	26.7	24.5	32.5	30.6	30.2	30.6	30.7	28.2	30.5	32.8
기타	18.0	14.2	14.4	13.2	15.8	15.5	15.6	15.7	14.7	15.7	15.4
영업이익	-2.3	1.6	-1.2	0.9	1.0	1.6	3.3	3.0	-1.0	8.9	15.3
영업이익률	-13.4	5.2	-5.0	3.9	3.6	4.7	6.7	6.8	-1.1	5.7	7.8
순이익	-1.3	1.4	-1.2	0.9	0.9	1.4	2.8	2.6	-0.2	7.6	13.0
순이익률	-7.5	4.6	-5.0	3.9	3.1	4.1	5.7	5.8	-0.2	4.9	6.6

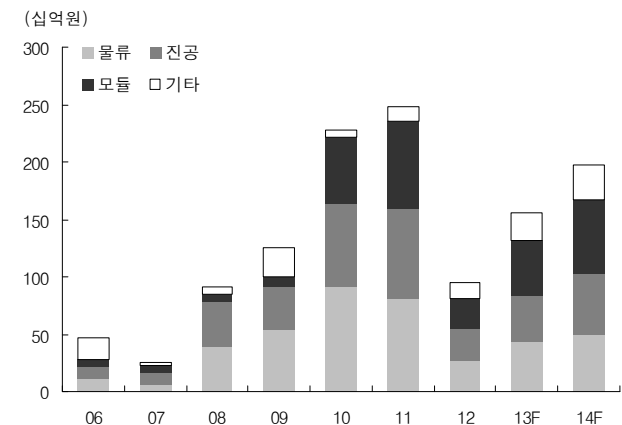
주: K-IFRS 별도 기준 / 자료: 아바코, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 분기 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 아바코, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 연간 제품별 매출액 추이 및 전망



자료: 아바코, KDB대우증권 리서치센터

아바코 (083930)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	95	156	197	218
매출원가	89	139	173	192
매출총이익	6	17	24	26
판매비와관리비	7	8	8	9
조정영업이익	-1	9	15	17
발표영업이익	-1	9	15	17
비영업손익	1	0	0	0
순금융비용	0	1	4	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	9	15	17
계속사업법인세비용	0	1	2	3
계속사업이익	0	8	13	15
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	0	8	13	15
지배주주	0	8	13	15
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	-7	0	6	7
지배주주	-7	0	6	7
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	0	10	18	20
FCF	-16	-29	-8	2
EBITDA마진율(%)	0.4	6.7	8.9	9.1
영업이익률(%)	-1.1	5.7	7.8	7.8
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.2	4.9	6.6	6.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	61	114	138	152
현금 및 현금성자산	5	4	0	0
매출채권 및 기타채권	49	101	128	141
재고자산	2	4	6	6
기타유동자산	0	1	1	1
비유동자산	64	70	76	80
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	29	30	31	32
무형자산	6	11	15	19
자산총계	125	184	214	233
유동부채	34	58	70	76
매입채무 및 기타채무	19	39	49	55
단기금융부채	11	11	11	11
기타유동부채	4	8	9	10
비유동부채	4	39	51	56
장기금융부채	0	27	36	40
기타비유동부채	1	8	11	12
부채총계	38	97	121	132
지배주주지분	87	87	93	101
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	41	41	41	41
이익잉여금	44	52	65	79
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	87	87	93	101

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	-7	-20	-1	9
당기순이익	0	8	13	15
비현금수익비용가감	4	3	5	5
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	1	1	2
기타	-2	1	4	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-29	-16	-8
매출채권 및 기타채권의 (증가)감소	12	-51	-27	-13
재고자산 감소(증가)	0	-2	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-23	20	10	5
법인세납부	0	-1	-2	-3
투자활동으로 인한 현금흐름	-9	-7	-7	-7
유형자산처분(취득)	0	-2	-2	-2
무형자산감소(증가)	-5	-5	-5	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	0	0	0
기타투자활동	0	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	19	26	4	-2
장단기금융부채의 감소(증가)	1	0	0	0
자본의 증가(감소)	19	0	0	0
배당금의 지급	-1	0	0	0
기타재무활동	1	-1	-5	-6
현금의증가	3	-1	-4	0
기초현금	1	5	4	0
기말현금	5	4	0	0

자료: 아바코, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E(x)	-	14.9	8.7	7.8
P/CF(x)	75.2	12.5	7.4	6.6
P/B(x)	1.1	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA(x)	290.2	14.4	9.2	8.4
EPS(원)	-13	476	815	908
CFPS(원)	79	569	956	1,076
BPS(원)	5,248	4,975	5,082	5,306
DPS(원)	0	0	0	0
배당성향(%)	-0.5	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율(%)	-61.9	64.3	26.6	10.4
EBITDA증가율(%)	-97.0	2,885.1	68.8	12.4
조정영업이익증가율(%)	적전	흑전	71.7	11.3
EPS증가율(%)	적전	흑전	71.3	11.3
매출채권 회전율 (회)	1.7	2.1	1.8	1.7
재고자산 회전율 (회)	40.2	47.4	39.4	37.0
매입채무 회전율 (회)	3.3	5.9	4.9	4.6
ROA(%)	-0.2	4.9	6.6	6.5
ROE(%)	-0.2	8.8	14.5	15.0
ROIC(%)	-1.8	9.2	11.7	11.3
부채비율(%)	43.8	110.9	129.9	131.8
유동비율(%)	179.3	197.3	197.6	200.1
순차입금/자기자본(%)	2.5	34.5	45.7	46.1
조정영업이익/금융비용(x)	-3.5	6.5	3.3	3.0

OLED 산업

스프링캠프 끝내고 페넨트레이스 돌입

Compliance Notice

- 에스에프에이: 자사주 금전신탁 위탁 법인. 제일모직: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. 제일모직: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 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)

