



하나금융그룹

2018년 5월 18일 | Equity Research

# 덕산네오룩스 (213420)

## 고객사 가동률 반등에 따른 낙수효과 기대

### 하반기 기대감 반영 가능한 시기

1분기 실적 발표 이후 상승 모멘텀을 다시 찾아가는 모습이다. 최대고객사의 OLED Fab 가동률이 저점을 찍는 1,2분기의 막바지에 접어들면서 가동률 반등 이후 실적 개선이 기대된다. 실제로 고객사의 OLED 라인 가동률 추이를 기울할 수 있는 월별 베트남향 디스플레이 수출 규모를 살펴보면 18년 3월, 5개월만에 반등하면서 2분기 중 가동률 상승도 기대할 수 있는 상황이다. 이에 따라 덕산네오룩스 실적 및 주가 역시 향후 고객사 가동률 상승과 연동되며 상승 추세를 이어나갈 것으로 판단된다.

### 고객사 패널 구조도 2018년에도 유지 ... 실적 가시성 확보

신규 스마트폰 모델 양산 6개월 전에 패널 재료 구조도가 확정되어야 함을 감안하면 2018년 삼성 및 애플의 신규 스마트폰 모델 패널 재료 구조는 기존과 동일한 형태로 유지될 전망이다. 이에 따라 덕산네오룩스 연간 실적은 하반기에도 안정적 성장이 전망된다. 2018년 연간 실적은 매출액 1,107억원(YoY +10%), 영업이익 217억원(YoY +18%)으로 견조한 성장을 이어나갈 전망이다.

### 적정 멀티플 재조정시기, PER 25배 수준 안착 전망

덕산네오룩스에 대해 투자의견 BUY를 유지하며 목표주가는 20,000원으로 하향한다. 목표주가 하향은 Flexible OLED 패널 시장 초기 개화 시 40배를 초과했던 OLED 유기 재료 업체들에 대한 멀티플 조정을 반영한 수치다. 현재는 시장이 순수 유기 재료 업체에 대한 적정 멀티플을 찾아가는 시기라고 판단된다. 목표주가 20,000원은 2018년 예상 EPS에 Target PER 25배를 적용했다. Target PER은 덕산네오룩스와 유사한 매출 구조를 지닌 유일한 업체인 UDC의 12MF PER 36배를 30% 할인한 수치다.

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	855.62		
52주 최고/최저(원)	29,900/14,850	매출액(십억원)	113.0 143.3
시가총액(십억원)	381.8	영업이익(십억원)	22.6 31.3
시가총액비중(%)	0.14	순이익(십억원)	19.8 26.7
발행주식수(천주)	24,010.0	EPS(원)	825 1,114
60일 평균 거래량(천주)	299.9	BPS(원)	5,978 7,071
60일 평균 거래대금(십억원)	5.6		
18년 배당금(예상,원)	0		
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	5.37		
주요주주 지분율(%)			
이준호 외 11 인	57.34		
0.00			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.7) (43.0) (23.3)		
상대	(1.8) (48.3) (42.7)		

Stock Price	
(천원)	덕산네오룩스(자)
33	33
28	28
23	23
18	18
13	13
17.5 17.8 17.11 18.2 18.5	160 140 120 100 80 60 40

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	42.3	100.4	110.7	130.3	162.9
영업이익	십억원	3.9	18.4	21.7	25.8	31.8
세전이익	십억원	4.5	18.4	21.8	26.3	32.5
순이익	십억원	4.7	16.8	18.9	22.6	27.9
EPS	원	195	699	786	943	1,164
증감률	%	116.7	258.5	12.4	20.0	23.4
PER	배	81.84	35.22	20.24	16.86	13.66
PBR	배	3.52	4.82	2.70	2.33	1.99
EV/EBITDA	배	46.63	24.95	12.72	10.23	7.73
ROE	%	4.39	14.52	14.30	14.83	15.70
BPS	원	4,526	5,107	5,893	6,836	8,000
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

2분기말~3분기 가동률 반등에 따른  
실적 개선 전망, 현주가 수준 바닥

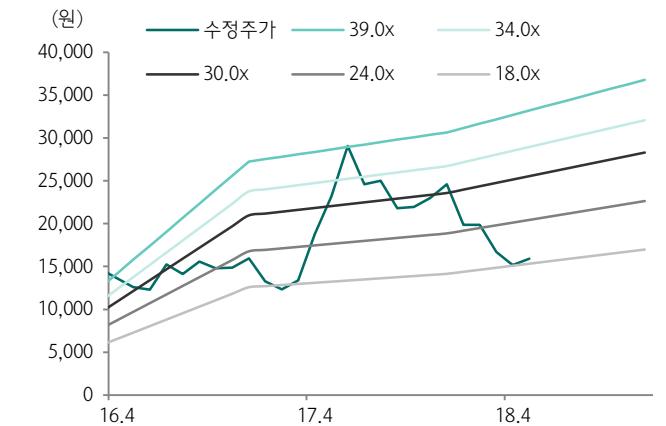
덕산네오룩스 2분기 실적은 매출액 245억원(YoY -9%), 영업이익 47억원(YoY -6%)로 전년 동기 대비 역성장이 불가피할 전망이다. 하지만 고객사의 가동률이 2분기에 최저점 까지 하락하는 것은 매년 반복되는 것으로, 3분기 가동률 반등에 따른 실적 개선 효과 감안하면 현 주가 수준이 바닥이라고 판단된다.

표 1. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	19.6	26.8	27.8	26.2	22.7	24.5	32.9	30.7	100.4	110.7	130.3
YoY	48%	170%	212%	155%	16%	-9%	18%	17%	137%	10%	18%
QoQ	91%	36%	4%	-6%	-13%	8%	34%	-7%			
HTL & R-Prime	13.1	18.4	20.4	19.0	16.8	15.7	23.6	21.0	70.9	77.1	81.7
Red Host	6.5	8.4	7.4	7.2	5.9	8.8	9.2	9.7	29.5	33.6	48.6
<b>영업이익</b>	3.6	5.0	6.0	3.7	3.6	4.7	7.0	6.3	18.3	21.7	25.8
YoY	114%	937%	698%	275%	1%	-6%	17%	71%	369%	18%	19%
QoQ	263%	39%	20%	-38%	-2%	30%	50%	-10%			
영업이익률	18%	19%	22%	14%	16%	19%	21%	21%	18%	20%	20%
<b>순이익</b>	3.6	4.5	5.6	3.1	3.2	4.1	6.1	5.5	16.8	18.9	22.6
YoY	152%	414%	1208%	61%	-11%	-9%	9%	76%	257%	12%	20%
QoQ	86%	23%	25%	-44%	2%	27%	50%	-9%			
순이익률	18%	17%	20%	12%	14%	17%	19%	18%	17%	17%	17%

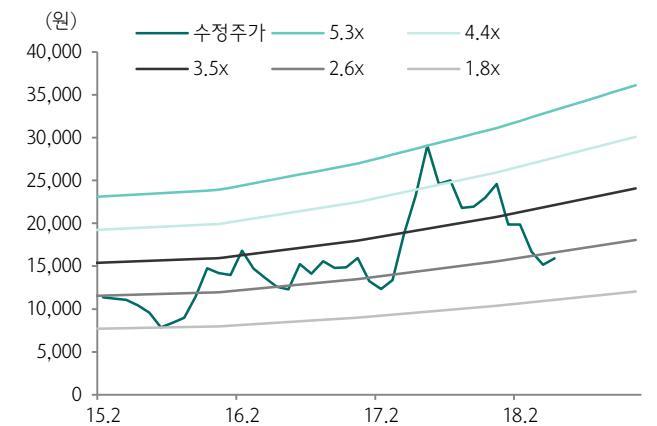
자료: 하나금융투자

그림 1. 덕산네오룩스 12M Fwd PER 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 2. 덕산네오룩스 12M Fwd PBR 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

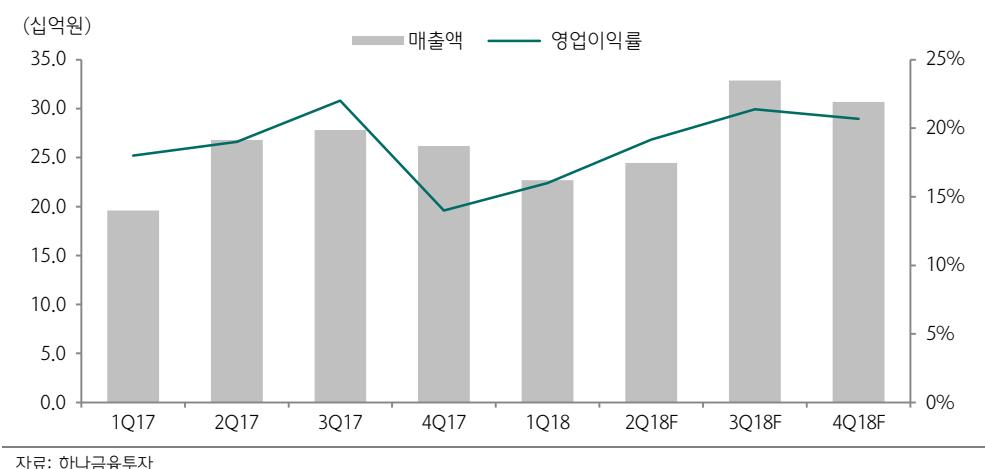
표 2. 덕산네오룩스 목표주가 산출

항목	내용	비고
EPS(원)	786	2018년 예상
Target PER(x)	25.2	UDC 12MF 30% 할인
적정주가(원)	19,807	
<b>목표주가(원)</b>	<b>20,000</b>	
현재주가(원)	15,900	
<b>상승여력</b>	<b>26%</b>	

자료: 하나금융투자

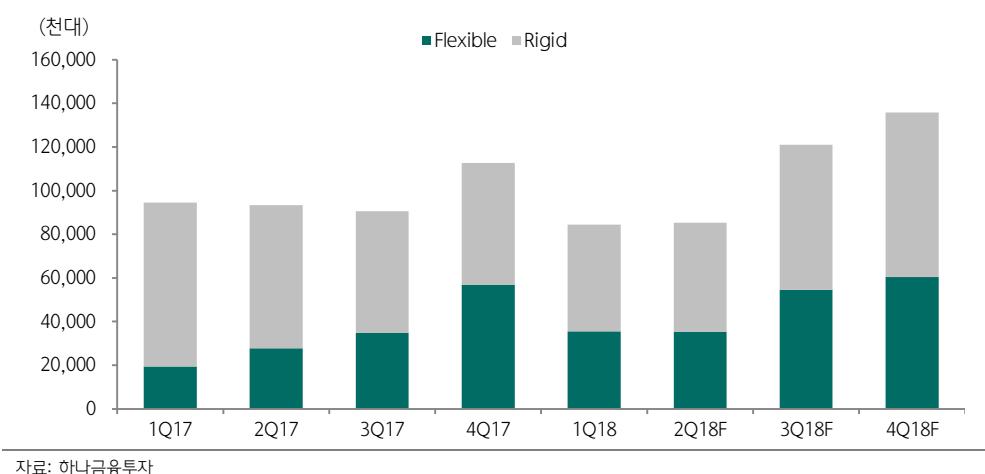
2018년 3분기, 분기 기준 최대 실적 전망

그림 3. 덕산네오록스 분기별 실적 추이 및 전망



2분기 ~ 3분기 최대 고객사 가동률 상승 및 출하량 증가에 따른 소재 수요 증대 전망

그림 4. 삼성디스플레이 OLED 패널 출하량 추정



삼성디스플레이 OLED 라인 가동률과 직결되는 베트남 수출 규모 4개월 만에 반등

그림 5. 디스플레이 부문 베트남 수출 규모 월별 추이



## 손익계산서

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>42.3</b>	<b>100.4</b>	<b>110.7</b>	<b>130.3</b>	<b>162.9</b>
매출원가	32.7	68.2	76.5	87.7	110.0
매출총이익	9.6	32.2	34.2	42.6	52.9
판관비	5.7	13.9	12.6	16.8	21.0
<b>영업이익</b>	<b>3.9</b>	<b>18.4</b>	<b>21.7</b>	<b>25.8</b>	<b>31.8</b>
금융손익	0.8	0.1	0.2	0.5	0.6
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>4.5</b>	<b>18.4</b>	<b>21.8</b>	<b>26.3</b>	<b>32.5</b>
법인세	(0.2)	1.6	3.0	3.6	4.5
계속사업이익	4.7	16.8	18.9	22.6	27.9
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>4.7</b>	<b>16.8</b>	<b>18.9</b>	<b>22.6</b>	<b>27.9</b>
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>4.7</b>	<b>16.8</b>	<b>18.9</b>	<b>22.6</b>	<b>27.9</b>
지배주주지분포괄이익	4.9	17.0	18.9	22.6	27.9
NOPAT	4.1	16.8	18.8	22.2	27.4
EBITDA	7.3	21.7	25.2	29.2	35.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	5.0	137.4	10.3	17.7	25.0
NOPAT증가율	115.8	309.8	11.9	18.1	23.4
EBITDA증가율	28.1	197.3	16.1	15.9	20.9
영업이익증가율	62.5	371.8	17.9	18.9	23.3
(지배주주)순익증가율	113.6	257.4	12.5	19.6	23.5
EPS증가율	116.7	258.5	12.4	20.0	23.4
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	22.7	32.1	30.9	32.7	32.5
EBITDA이익률	17.3	21.6	22.8	22.4	21.7
영업이익률	9.2	18.3	19.6	19.8	19.5
계속사업이익률	11.1	16.7	17.1	17.3	17.1

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	195	699	786	943	1,164
BPS	4,526	5,107	5,893	6,836	8,000
CFPS	346	1,063	1,000	1,218	1,472
EBITDAPS	305	904	1,048	1,218	1,472
SPS	1,763	4,182	4,612	5,428	6,784
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	81.8	35.2	20.2	16.9	13.7
PBR	3.5	4.8	2.7	2.3	2.0
PCFR	46.0	23.1	15.9	13.1	10.8
EV/EBITDA	46.6	25.0	12.7	10.2	7.7
PSR	9.0	5.9	3.4	2.9	2.3
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	4.4	14.5	14.3	14.8	15.7
ROA	4.0	12.5	11.8	12.4	13.1
ROIC	5.5	21.7	21.9	24.9	29.7
부채비율	8.9	21.9	20.3	19.1	19.9
순부채비율	(37.4)	(39.8)	(43.6)	(50.4)	(56.6)
이자보상배율(배)	261.2	890.0	692.8	701.7	718.7

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>52.4</b>	<b>76.7</b>	<b>94.6</b>	<b>118.6</b>	<b>152.7</b>
금융자산	41.6	49.8	63.1	84.2	110.1
현금성자산	29.3	47.7	60.6	81.5	106.8
매출채권 등	2.7	6.9	8.0	8.8	10.9
재고자산	6.6	17.9	20.9	22.9	28.3
기타유동자산	1.5	2.1	2.6	2.7	3.4
<b>비유동자산</b>	<b>65.7</b>	<b>72.5</b>	<b>75.5</b>	<b>76.6</b>	<b>77.5</b>
투자자산	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
금융자산	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7
유형자산	35.7	42.3	43.7	44.8	45.6
무형자산	29.3	29.5	30.4	30.3	30.2
기타비유동자산	0.1	0.2	0.9	0.9	1.0
<b>자산총계</b>	<b>118.1</b>	<b>149.2</b>	<b>170.1</b>	<b>195.3</b>	<b>230.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>5.9</b>	<b>19.6</b>	<b>20.0</b>	<b>21.7</b>	<b>26.4</b>
금융부채	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
매입채무 등	4.2	15.7	18.3	20.0	24.8
기타유동부채	0.7	2.9	0.7	0.7	0.6
<b>비유동부채</b>	<b>3.7</b>	<b>7.1</b>	<b>8.8</b>	<b>9.6</b>	<b>11.8</b>
금융부채	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
기타비유동부채	3.7	7.1	8.4	9.2	11.4
<b>부채총계</b>	<b>9.6</b>	<b>26.8</b>	<b>28.8</b>	<b>31.3</b>	<b>38.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>108.5</b>	<b>122.5</b>	<b>141.3</b>	<b>164.0</b>	<b>191.9</b>
자본금	2.4	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	96.2	93.8	93.8	93.8	93.8
자본조정	3.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익증여금	6.6	23.6	42.5	65.1	93.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>108.5</b>	<b>122.5</b>	<b>141.3</b>	<b>164.0</b>	<b>191.9</b>
<b>순금융부채</b>	<b>(40.6)</b>	<b>(48.8)</b>	<b>(61.6)</b>	<b>(82.7)</b>	<b>(108.6)</b>

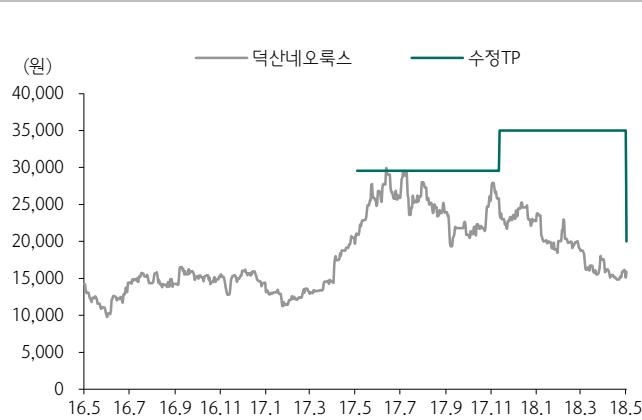
## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>9.1</b>	<b>19.7</b>	<b>27.1</b>	<b>25.6</b>	<b>30.2</b>
당기순이익	4.7	16.8	18.9	22.6	27.9
조정	4.1	9.3	2.9	3.4	3.5
감가상각비	3.4	3.3	3.5	3.5	3.5
외환거래손익	(0.1)	0.5	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.8	5.5	(0.8)	(0.1)	0.0
영업활동자산부채변동	0.3	(6.4)	5.3	(0.4)	(1.2)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(3.7)</b>	<b>(0.8)</b>	<b>(8.2)</b>	<b>(4.8)</b>	<b>(5.0)</b>
투자자산감소(증가)	(0.2)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(0.9)	(10.4)	(3.7)	(4.5)	(4.2)
기타	(2.6)	9.5	(4.4)	(0.2)	(0.7)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1.0</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(5.8)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	1.0	0.0	0.4	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	(6.2)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>6.5</b>	<b>18.4</b>	<b>12.9</b>	<b>20.9</b>	<b>25.3</b>
Unlevered CFO	8.3	25.5	24.0	29.2	35.3
Free Cash Flow	8.2	9.3	23.2	21.1	26.0



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

### 덕산네오룩스



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.5.18	BUY	20,000		
17.11.28	Analyst Change	35,000	-43.82%	-
17.5.20	BUY	29,559	-16.33%	1.15%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

- BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
- Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

- Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
- Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
- Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 5월 16일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 입력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 05월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2018년 05월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.