

덕산네오룩스(213420)

매수(분석재개) / TP: 20,000원

주가(7/3, 원)	14,400
시가총액(십억원)	346
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저가(원)	29,550/14,250
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	6,425
유동주식비율(%)	42.6
외국인지분율(%)	4.7
주요주주(%)	이준호 외 11 인
주요주주(%)	57.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	42	4	5	98	7.7	7	163.4	46.6	3.5	4.4	—
2017A	100	18	17	699	616.8	22	35.2	24.9	4.8	14.5	—
2018F	108	20	19	792	13.4	24	18.2	12.3	2.4	14.4	—
2019F	131	27	23	969	22.2	31	14.9	9.2	2.1	15.1	—
2020F	151	33	29	1,189	22.7	38	12.1	7.2	1.8	15.9	—

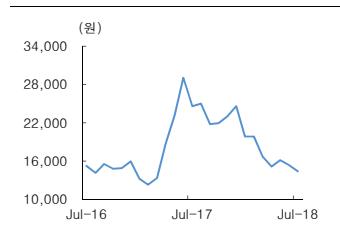
주: 순이익은 지분법 적용 순이익

소재는 진화하고 고객사는 늘어난다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(14.5)	(42.1)	(47.2)
상대주가(%p)	(4.6)	(38.8)	(67.5)

주가추이



3분기부터 신규 재료구조 선정 모멘텀 발생: OLED 패널용 유기소재를 공급하는 덕산네오룩스에 대해 매수의견과 목표주가 20,000원을 제시한다. 목표주가는 덕산네오룩스가 신규 소재 공급에 대한 기대감이 반영된 2017년초부터 현재까지 평균 12MF PER인 25배를 2018년 추정 EPS에 적용했다. 현재는 PER 20배 이하로 벤류에이션 저점이며 신규 소재 진입으로 실적이 개선된 작년 상반기는 40배였다. OLED 재료구조가 변경되면 구조 내 각 소재 층마다 공급사가 재선정되는데 덕산네오룩스는 내년초부터 적용될 신규 소재 선정이 3분기부터 차례로 확정돼 주가 모멘텀이 있다. 신규 소재 공급 시에는 매출액도 우리 추정치 및 컨센서스를 크게 상회할 전망이다. 현재로서는 대형 스마트폰 세트업체 2곳의 소재 교체와 중국향 재료구조의 개선 및 변경으로 수익성도 개선돼 실적 모멘텀도 내년초부터 발생한다.

신규 재료구조 채택이 내년 전반적 실적 개선 이끌어: 올해 매출액은 전년대비 2% 증가에 그칠 전망이지만 2019년부터 신규 재료구조가 채택돼 전반적인 스펙 상향으로 blended ASP가 개선되고 매출액은 22% 증가할 전망이다. 동일 재료구조에서 소재 ASP는 분기당 한자리수 초반% 하락하는 것으로 추정되나 2017년초 수익성 개선을 이끌었던 ASP가 높은 최신 소재가 적용되는 플렉서블 OLED 패널의 면적 출하량이 올해 73%, 내년 31% 증가하는 고성장세가 예상돼 blended ASP는 개선되기 때문이다.

중국이 OLED 양산 위한 소재 구매 늘릴 것: 중국 패널업체들이 2019년내로 OLED 생산라인을 가동할 것으로 예상돼 덕산네오룩스의 해외 패널고객향 소재 매출액이 증가할 전망이다. 하반기부터 중국 스마트폰업체들이 하이엔드 스마트폰(판매가 600유로 이상) 출시와 출하 비중을 높이면서 OLED 패널 채용 증가와 함께 자국의 중소형 OLED 패널 양산을 본격화할 것이기 때문이다. 마진이 좋은 Red host는 경쟁사가 Dow Chemical과 LG화학뿐 이고 HTL도 두산전자와 이데미츠코산으로 한정돼 중국 패널업체들의 양산 초기인 2019년에는 평균 단가가 높은 R&D용 소재공급, 2020년 본격 양산 시에는 중국의 가동률 상승과 신규 라인 추가 가동에 따른 물량효과로 매출액 업사이드가 가능하다. 중국을 포함한 해외향 R&D 소재 매출액은 현재 10% 내외로 추정된다.

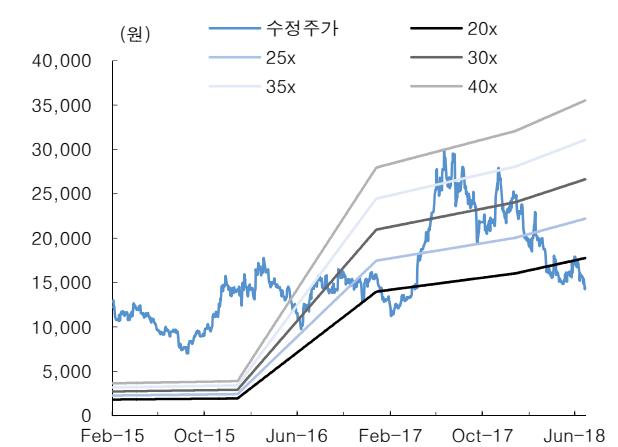
김정환

junghwan.kim@truefriend.com

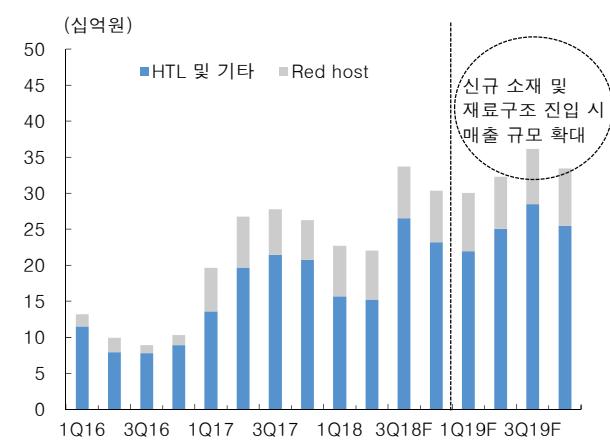
두 가지 단상 – 폴더블과 QD-OLED: 폴더블 디스플레이에서 OLED 패널을 사용하므로 폴더블 스마트폰 출시와 대당 패널 면적 증가(기준 대비 2~3배 추정)에 따른 모멘텀은 있겠으나 초기 출하대수가 양산모델 때비 크지 않아 매출액 증가에는 크게 기여하지 않을 전망이다. 하지만 패널 스펙 업그레이드로 새로운 재료구조가 채택되면 blended ASP가 상승하고, 2019년 대량 양산 시 유의미한 매출 기여가 예상된다.

삼성전자와 삼성디스플레이가 추진할 것으로 알려진 신규 QLED 패널 투자는 QD-OLED 방식으로 알려져 있는데 이는 OLED 기술을 적용한 백라이트와 퀸텀닷 적용 컬러필터를 사용하는 방법이다. OLED를 사용하면 발광층 소재는 기술에 따라 선별적으로 수요가 증가하지만 공통층 수요량은 면적에 비례해 늘어난다. 패널 당 소재 사용량이 중소형 패널보다 대형패널에서 커 대수 증가에 따른 공통층 소재 시장이 빠르게 확대될 수 있다. 전사 매출액의 7~80%는 공통층 소재로, 삼성디스플레이의 2021년 QLED 패널 양산에 소재 공급 시 수혜가 예상된다.

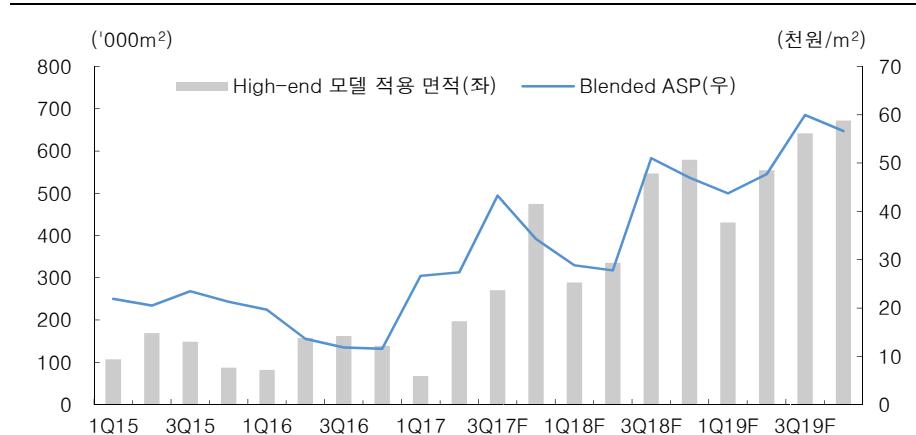
[그림 37] 12MF PER은 역사적 하단인 20배 하향 돌파



[그림 38] 올해 하반기 신규 소재로 선정되면 내년에 공급



[그림 39] OLED 소재 blended ASP는 하이엔드 스마트폰 면적출하 증가로 지속 상승



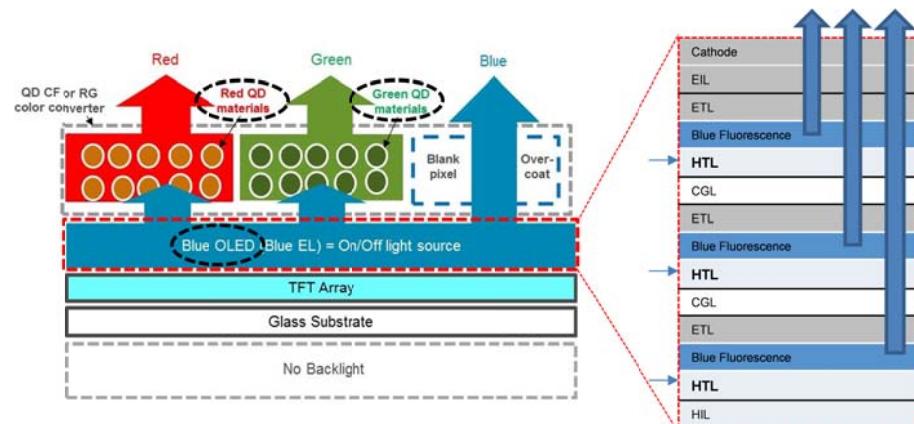
〈표 7〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	22.7	21.9	33.4	30.0	29.5	32.5	36.1	33.4	42.3	100.4	108.1	131.5
매출액 증가율(YoY)	15.8	(18.0)	20.0	14.5	29.9	48.2	8.1	11.1	5.0	137.2	7.6	21.7
HTL 등	15.6	15.2	26.2	22.9	21.6	25.3	28.5	25.4	35.2	75.4	80.0	100.8
Red Host	6.9	6.8	7.1	7.1	7.9	7.3	7.6	7.9	6.1	24.9	27.9	30.7
매출총이익	4.8	5.9	11.7	8.7	8.0	9.8	12.6	10.0	9.7	32.2	31.2	40.4
매출총이익률	21.3	27.0	35.0	29.0	27.0	30.0	35.0	30.0	22.8	32.1	28.8	30.7
판매비와 관리비	1.2	2.5	3.0	4.0	3.1	3.1	3.6	3.6	5.7	13.9	10.7	13.4
판관비율	5.3	11.4	9.0	13.3	10.5	9.5	10.0	10.8	13.6	13.8	9.9	10.2
영업이익	3.6	3.4	8.7	4.7	4.9	6.7	9.0	6.4	3.9	18.4	20.5	27.0
영업이익률	16.1	15.6	26.0	15.7	16.5	20.5	25.0	19.2	9.3	18.3	18.9	20.5
세전이익	3.5	3.7	8.9	4.7	5.0	7.0	9.1	6.3	4.5	18.4	20.8	27.4
세전이익률	15.4	17.0	26.6	15.7	16.8	21.4	25.3	18.9	10.6	18.3	19.3	20.8
순이익	3.2	3.4	8.1	4.3	4.2	5.9	7.8	5.4	4.7	16.8	19.0	23.3
순이익률	14.1	15.5	24.3	14.3	14.3	18.2	21.5	16.1	11.0	16.7	17.6	17.7

자료: 한국투자증권

〔그림 40〕 새로 제안되고 있는 QD-OLED 방식에서 HTL 공통층 대량 사용



자료: IHS, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

동사는 덕산하이메탈로부터 인적분할해 2015년 2월 6일에 화학소재 사업부문을 분할 재상장하였음. 주요 제품은 OLED 유기재료인 HTL(정공수송층)과 Red Phosphorescent Host (적색인광)임. 주요 납품업체는 삼성디스플레이로 매출의 대부분을 차지. HTL의 경쟁사는 두산전자, Red host의 경쟁사는 다우케미칼.

- HTL (정공수송층): 양극에서 주입된 정공(Hole)을 발광층(Emission Layer)까지 수송하는데 필요한 유기재료 층.
- Red Host (적색인광): OLED소자에서 빛을 내는 발광층에 포함되는 적색 인광 호스트 소재. 인광소재의 이론적 최대 효율은 100%로 형광소재의 이론적 최대 효율(25%)보다 우수하여 널리 상용화 되었음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	52	77	84	104	119
현금성자산	29	48	49	55	62
매출채권및기타채권	3	7	13	17	20
재고자산	7	18	17	22	26
비유동자산	66	73	80	89	106
투자자산	1	0	0	1	1
유형자산	36	42	49	54	66
무형자산	29	30	30	34	39
자산총계	118	149	165	193	225
유동부채	6	20	15	19	25
매입채무및기타채무	4	16	13	14	17
단기차입금및단기사채	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	7	8	9	7
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	10	27	23	28	31
지배주주지분	2	5	5	5	5
자본금	96	94	94	94	94
자본잉여금	3	0	0	0	0
기타자본	7	24	43	66	94
이익잉여금	109	122	142	165	194
자본총계	70	99	111	135	158

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	42	100	108	131	151
매출원가	33	68	77	91	101
매출총이익	10	32	31	40	49
판매관리비	6	14	11	13	16
영업이익	4	18	20	27	33
금융수익	1	1	1	1	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	0	1	0	0	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	(0)	0	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	4	18	21	27	34
법인세비용	(0)	2	2	4	5
당기순이익	5	17	19	23	29
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	5	17	19	23	29
EBITDA	7	22	24	31	38

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	9	20	13	22	30
당기순이익	5	17	19	23	29
유형자산감가상각비	3	3	3	4	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	0	(6)	(10)	(5)	(3)
기타	1	6	(0)	(0)	0
투자활동현금흐름	(4)	(1)	(12)	(15)	(24)
유형자산투자	(1)	(10)	(10)	(9)	(17)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	10	0	0	0
무형자산순증	0	(0)	(1)	(4)	(5)
기타	(3)	(0)	(1)	(3)	(2)
재무활동현금흐름	1	(0)	(0)	0	0
자본의증가	0	0	(0)	0	0
차입금의순증	1	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(0)	0	0	0
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	6	18	1	7	7

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	98	699	792	969	1,189
BPS	4,526	5,107	5,909	6,887	8,085
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	5.0	137.2	7.6	21.7	14.6
영업이익증가율	61.2	368.6	11.2	31.8	23.9
순이익증가율	115.6	258.8	13.4	22.2	22.7
EPS증가율	7.7	616.8	13.4	22.2	22.7
EBITDA증가율	27.3	196.7	10.6	29.3	23.4
수익성(%)					
영업이익률	9.3	18.3	18.9	20.5	22.2
순이익률	11.0	16.7	17.6	17.7	18.9
EBITDA Margin	17.3	21.6	22.2	23.6	25.4
ROA	4.0	12.5	12.1	13.0	13.6
ROE	4.4	14.5	14.4	15.1	15.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(41)	(49)	(51)	(61)	(70)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
Valuation(X)					
PER	163.4	35.2	18.2	14.9	12.1
PBR	3.5	4.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	46.6	24.9	12.3	9.2	7.2

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
SKC코오롱 PI(178920)	2016.01.25	매수	16,000원	-32.8	-16.3	이녹스첨단소재 (272290)	2017.06.14	NR	-	-	-
	2016.09.30	NR	-	-	-		2018.06.14	1년경과	-	-	-
	2017.09.30	1년경과	-	-	-		2018.07.04	매수	20,000원	-	-
	2018.06.04	매수	56,000원	-	-		2018.07.04	매수	88,000원	-	-
덕산네오토스 (213420)	2016.07.27	매수	40,000원	-61.3	-30.6	(272290)					

SKC코오롱PI(178920)

덕산네오토스(213420)

이녹스첨단소재(272290)



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 4일 현재 SKC코오롱PI, 덕산네오룩스, 이녹스첨단소재 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준입니다

- 매수 : 시장 지수 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견입니다

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.