

# 덕산네오룩스(213420)

하회    부합    **상회**

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## OLED, 더 넓은 시장으로

아이폰 및 중국 OLED향 소재 공급으로 3분기 영업이익 전분기대비 79% 증가  
 차기 OLED 재료구조의 red host 진입 불발 악재는 이미 주가에 반영  
 중국의 OLED 양산, 삼성디스플레이 QD-OLED 기대감은 점차 현실화될 것

### Facts : 영업이익률 30% 달성

3분기 매출액은 249억원, 영업이익은 75억원으로 매출액은 우리 추정치에 부합했고 영업이익이 컨센서스를 42% 상회했다. 삼성디스플레이 플렉서블 OLED 라인 가동률은 높지 않았지만 아이폰 OLED 모델향 공통층/보조층 소재 출하 증가와 중국 OLED 패널업체향 샘플 매출 증가로 수익성이 크게 개선된 것으로 추정된다. R&D 비용도 감소해 영업이익은 전분기대비 79% 증가, 영업이익률은 30.3% (+11.4%p QoQ, +8.6%p YoY)로 역대 가장 높은 분기 수익성을 기록했다. 내년 중국향 매출 비중은 20%에 달할 것으로 전망한다.

### Pros & cons : 일부 소재 채택 불발에도 공통층/보조층이 실적 보완

삼성디스플레이의 차기 OLED 재료구조에 일부 소재 채택 불발로 전사 매출액의 20% 이상을 차지했던 red host 매출 비중은 내년에 10~15%로 하락할 전망이다. 하지만 OLED패널 채용 스마트폰 확대와 중국의 플렉서블 OLED 양산 시작으로 공통층/보조층(HTL, prime 등) 증가와 중국향 발광층 공급도 가능해 실적을 보완할 전망이다. 이미 미국 Universal Display의 중국향 OLED 소재 매출액은 3분기부터 빠르게 증가했다. 내년 매출액 증가율은 우려와는 다르게 소폭 상승한 11%로 예상된다. 앞으로의 실적과 주가는 특정 재료구조에 대한 소재 채택 여부보단 전체 OLED 시장 성장과 연동될 전망이다. 채택이 예상되는 QD-OLED 패널에도 공통층 소재가 사용되므로 장기적으로 OLED 확대에 따른 수혜를 전망한다.

### Action : 단일 고객사와 어플리케이션에서 탈피. 매수 유지

덕산네오룩스에 대해 매수의견과 목표주가 20,000원을 유지한다. 삼성디스플레이라는 단일 고객사와 스마트폰 OLED 패널이라는 단일 어플리케이션에서 다변화하면서 주가는 상승할 전망이다. 중국의 OLED 패널 양산은 새로운 수요 시장의 등장이고 OLED의 TV와 폴더블 패널로의 확장은 성장 동력이다. 폴더블 패널은 제한적인 생산량으로 소재 수요량이 크게 늘진 않겠지만 플렉서블 OLED의 어플리케이션 확장 가능성을 현실화했다는 점에서 의미가 있다. 국내 유일한 순수 OLED 소재 상장업체로서 실적 개선과 밸류에이션 상승을 예상된다.

## 매수(유지)

목표주가: 20,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(11/12)	2,080
주가(11/12)	14,450
시가총액(십억원)	347
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저(원)	27,900/11,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,686
유동주식비율/외국인지분율(%)	42.9/7.7
주요주주(%)	이준호 외 9 인 57.1

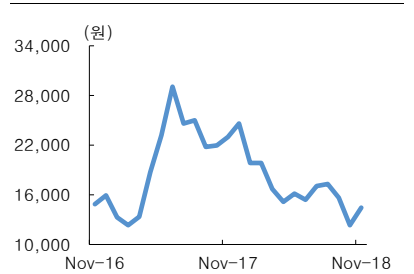
### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	35.2	17.3	18.8
PBR(x)	4.8	2.4	2.1
ROE(%)	14.5	15.1	12.1
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	25.0	12.6	11.4
EPS(원)	699	834	768
BPS(원)	5,107	5,951	6,729

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.3	(9.1)	(41.5)
KOSDAQ 대비(%p)	14.5	13.4	(34.6)

### 주가추이



자료: FnGuide

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

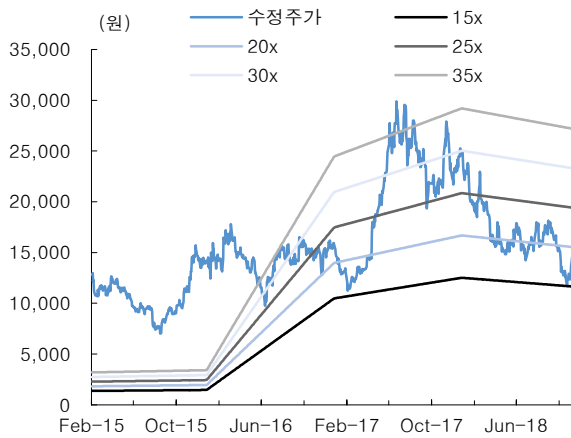
<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	27.8	26.2	22.7	22.3	24.9	11.7	(10.4)	26.6
영업이익	6.0	3.7	3.6	4.2	7.5	78.6	25.0	5.3
영업이익률(%)	21.6	14.1	15.9	18.8	30.1			19.9
세전이익	6.3	2.9	3.5	4.3	8.4	95.3	33.3	5.6
순이익	5.6	3.1	3.2	4.3	8.1	88.4	44.6	4.9

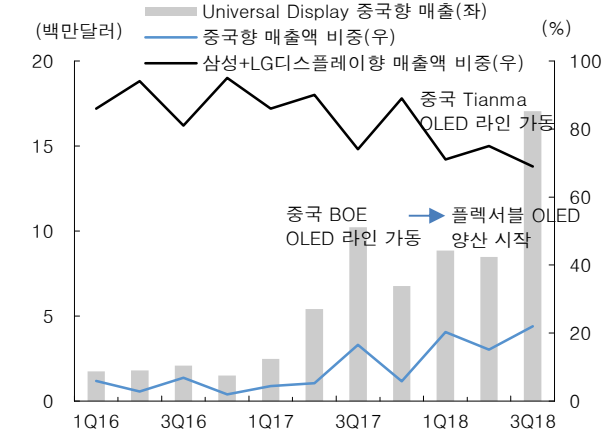
자료: 한국투자증권

[그림 1] 12MF PER은 15배까지 하락한 후 반등



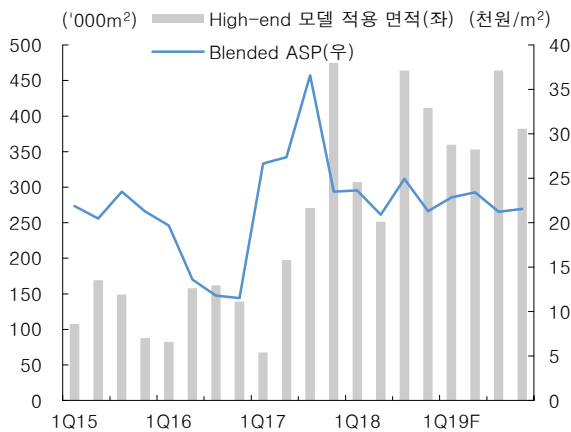
자료: 한국투자증권

[그림 2] 미국 Universal Display 3분기 중국향 실적 강해



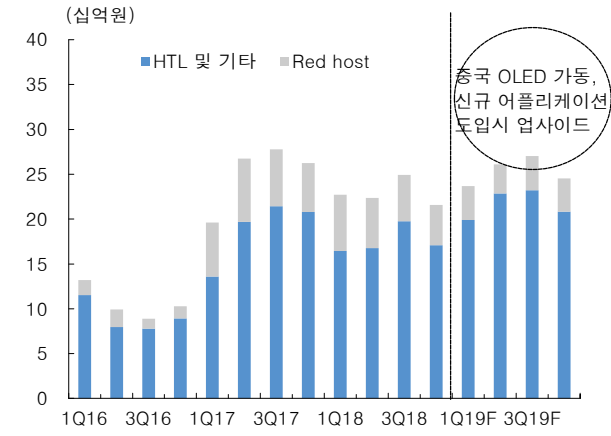
주: Universal Display는 미국 순수 OLED 소재 상장업체임. Dopant 독점 공급 업체  
자료: 한국투자증권

[그림 3] Red host 탈락해 blended ASP 상승 제한적이나



주: High-end 모델은 갤럭시S/노트 시리즈, 아이폰 OLED 모델만 포함  
자료: IHS, 한국투자증권

[그림 4] 중국 매출과 신규 수요 등장에 매출액 반등 예상



주: 중국 패널업체 BOE, Tianma, GVO가 내년 OLED 양산 유력  
자료: 한국투자증권

<표 2> 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
<b>매출액</b>	<b>22.7</b>	<b>22.3</b>	<b>24.9</b>	<b>21.6</b>	<b>23.7</b>	<b>26.1</b>	<b>27.0</b>	<b>24.5</b>	<b>42.3</b>	<b>100.4</b>	<b>91.6</b>	<b>101.3</b>
매출액 증가율(YoY)	15.8	(16.5)	(10.3)	(17.7)	4.2	16.8	8.4	13.6	5.0	137.2	(8.8)	10.7
HTL 등	14.9	16.5	19.8	17.1	19.9	22.9	23.2	20.8	35.2	76.0	68.3	86.8
Red Host	6.3	5.6	5.2	4.5	3.8	3.2	3.8	3.7	6.1	24.9	21.5	14.5
<b>매출총이익</b>	<b>4.8</b>	<b>6.8</b>	<b>10.0</b>	<b>7.3</b>	<b>6.6</b>	<b>6.5</b>	<b>10.3</b>	<b>8.3</b>	<b>9.7</b>	<b>32.2</b>	<b>29.0</b>	<b>31.8</b>
매출총이익률	21.3	30.3	40.2	34.0	28.0	25.0	38.0	34.0	22.8	32.1	31.6	31.3
판매비와관리비	1.2	2.6	2.5	2.3	2.5	2.7	2.6	2.4	5.7	13.9	8.5	10.1
판매비율	5.3	11.5	9.9	10.7	10.6	10.2	9.4	9.6	13.6	13.8	9.3	9.9
<b>영업이익</b>	<b>3.6</b>	<b>4.2</b>	<b>7.5</b>	<b>5.0</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>7.7</b>	<b>6.0</b>	<b>3.9</b>	<b>18.4</b>	<b>20.4</b>	<b>21.7</b>
영업이익률	16.1	18.8	30.3	23.3	17.4	14.8	28.6	24.4	9.3	18.3	22.3	21.4
세전이익	3.5	4.3	8.4	4.6	4.1	3.9	7.7	6.0	4.5	18.4	20.8	21.7
세전이익률	15.4	19.1	33.6	21.5	17.4	14.8	28.6	24.4	10.6	18.3	22.7	21.4
<b>순이익</b>	<b>3.2</b>	<b>4.3</b>	<b>8.1</b>	<b>4.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.3</b>	<b>6.6</b>	<b>5.1</b>	<b>4.7</b>	<b>16.8</b>	<b>20.0</b>	<b>18.4</b>
순이익률	14.1	19.2	32.4	20.7	14.8	12.6	24.3	20.7	11.0	16.7	21.9	18.2

자료: 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 차지함. HTL의 경쟁사는 두산전자, Red host의 경쟁사는 다우케미칼임.

- 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	72	86	99
현금성자산	29	48	41	51	57
매출채권및기타채권	3	7	9	10	12
재고자산	7	18	16	18	21
비유동자산	66	73	84	87	97
투자자산	1	0	0	0	0
유형자산	36	42	49	53	61
무형자산	29	30	32	33	35
자산총계	118	149	155	173	195
유동부채	6	20	8	8	10
매입채무및기타채무	4	16	6	7	8
단기차입금및단기사채	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	7	5	3	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	10	27	12	12	13
자본금	2	5	5	5	5
자본잉여금	96	94	94	94	94
기타자본	3	0	0	0	0
이익잉여금	7	24	44	62	83
자본총계	109	122	143	161	182

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	9	20	10	20	21
당기순이익	5	17	20	18	21
유형자산감가상각비	3	3	3	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	0	(6)	(14)	(3)	(4)
기타	1	6	1	1	0
투자활동현금흐름	(4)	(1)	(16)	(10)	(14)
유형자산투자	(1)	(10)	(10)	(8)	(12)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	10	0	0	0
무형자산순증	0	(0)	(3)	(1)	(2)
기타	(3)	(1)	(3)	(1)	0
재무활동현금흐름	1	(0)	0	0	0
자본의증가	0	NM	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	(7)	9	7

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

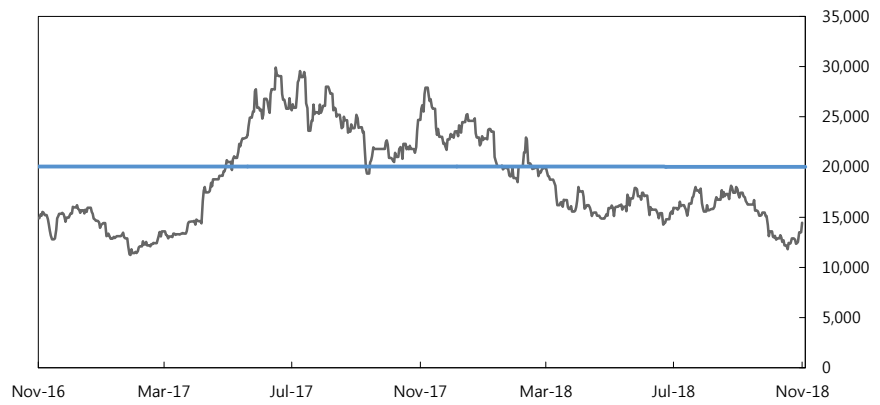
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	42	100	92	101	117
매출원가	33	68	63	70	80
매출총이익	10	32	29	32	37
판매관리비	6	14	9	10	11
영업이익	4	18	20	22	25
금융수익	1	1	2	1	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	0	1	2	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	0	0	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	4	18	21	22	25
법인세비용	(0)	2	1	3	5
당기순이익	5	17	20	18	21
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	5	17	20	19	21
EBITDA	7	22	24	26	29

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	98	699	834	768	861
BPS	4,526	5,107	5,951	6,729	7,599
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	5.0	137.2	(8.8)	10.7	15.5
영업이익증가율	61.2	368.6	11.2	6.1	16.5
순이익증가율	115.6	258.8	19.4	(7.9)	12.0
EPS증가율	7.7	616.8	19.4	(7.9)	12.0
EBITDA증가율	27.3	196.7	10.6	6.4	15.1
수익성(%)					
영업이익률	9.3	18.3	22.3	21.4	21.6
순이익률	11.0	16.7	21.9	18.2	17.6
EBITDA Margin	17.3	21.6	26.2	25.2	25.1
ROA	4.0	12.5	13.2	11.2	11.2
ROE	4.4	14.5	15.1	12.1	12.0
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)	(44)	(55)	(62)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
Valuation(X)					
PER	162.6	35.2	17.3	18.8	16.8
PBR	3.5	4.8	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	46.6	25.0	12.6	11.4	9.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
덕산네오룩스 (213420)	2016.07.27	매수	20,040원	-15.3	49.2
	2017.07.27	1년경과		3.2	39.7
	2018.07.04	매수	20,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 12일 현재 덕산네오룩스 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 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. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 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 돕기 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.