

덕산네오룩스 (213420)

아직 반영되지 않은 가치에 주목

4분기 실적 역성장 불가피

2019년 실적은 매출 916억원(YoY +5%), 영업이익 194억원(YoY +4%)로, 소폭 성장이 전망된다. 삼성디스플레이 신규 패널 재료가조도(M9)향 Red Host 부문 실적 타격이 불가피한 상황에서, 최근 아이폰XS 오더컷 이슈 영향으로 12월 삼성디스플레이 Flexible OLED 라인 가동률 하락이 전망됨에 따라 4분기 실적 역시 매출 213억원(YoY -19%), 영업이익 32억원(YoY -18%)으로 역성장이 전망된다.

현 주가는 우려 이미 반영된 수준

삼성디스플레이의 공정 수율 상승에 따른 소재 수요 감소, 애플의 OLED 패널 채택 비중 증가 속도 둔화, Red Host 매출 감소 등 영향으로 덕산네오룩스에 대한 시장의 기대감은 상당히 낮아진 상태다. 중요한 것은 이러한 우려들이 이미 주가에 반영되었는지 여부다. 올해 YTD -38% 하락한 현 주가는 역사적 최하단까지 떨어진 Multiple(2018년 예상 실적 기준 PER 18배) 및 UDC와의 Multiple 괴리를 감안하면 이러한 우려들을 이미 반영한 상태라고 판단된다. 기대감이 낮아진 상황에서 2019년 모멘텀에 주목할 필요가 있다.

아직 반영되지 않은 가치 : 중국의 모바일과 삼성의 TV

덕산네오룩스에 대해 투자 의견을 Buy로 상향한다. 2018년 말 현재 업황은 부정적이나 2019년 두가지 모멘텀이 존재한다. 먼저, 하나금융투자 실적 추정치 및 컨센서스에는 아직 2019년 중국 Flexible OLED 라인 양산 가동에 따른 소재 수요 증가(실적 Factor)가 반영되어 있지 않다. 아직은 구체적인 수익 추정이 어렵지만 전방 수요 증가는 명약관화한 상황이다. 특히 중국 패널 업체들의 경우 초기 수율 저하에 따른 유기 재료 수요가 가파르게 증가할 가능성이 높기 때문에 후공정 장비 업체들의 수주 동향 통해 중국 Flexible OLED 라인 가동 시기를 유심히 지켜볼 필요가 있다. 또한 향후 삼성디스플레이의 QD-OLED 투자(Valuation Factor)에 대한 부분 역시 현 주가에는 반영되어 있지 않다는 점에서 2019년 긍정적인 주가 흐름을 전망한다.

Update

BUY(상향)

TP(12M): 19,000원 | CP(12월 3일): 14,650원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	695.76
52주 최고/최저(원)	25,250/11,800
시가총액(십억원)	345.7
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	24,010.0
60일 평균 거래량(천주)	207.2
60일 평균 거래대금(십억원)	3.1
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	6.91
주요주주 지분율(%)	
이준호 외 9인	57.12
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	15.7 (14.8) (37.4)
상대	7.1 7.1 (30.6)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	93.0	107.6
영업이익(십억원)	18.6	21.9
순이익(십억원)	18.1	19.6
EPS(원)	755	817
BPS(원)	5,846	6,615

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	42.3	100.4	91.3	96.2	121.8
영업이익	십억원	3.9	18.4	18.6	19.4	25.1
세전이익	십억원	4.5	18.4	19.6	20.6	26.7
순이익	십억원	4.7	16.8	18.5	19.0	24.7
EPS	원	195	699	771	792	1,028
증감률	%	116.7	258.5	10.3	2.7	29.8
PER	배	81.84	35.22	18.68	18.18	14.01
PBR	배	3.52	4.82	2.45	2.16	1.87
EV/EBITDA	배	46.63	24.95	13.32	12.25	8.95
ROE	%	4.39	14.52	14.05	12.63	14.32
BPS	원	4,526	5,107	5,872	6,664	7,692
DPS	원	0	0	0	0	0



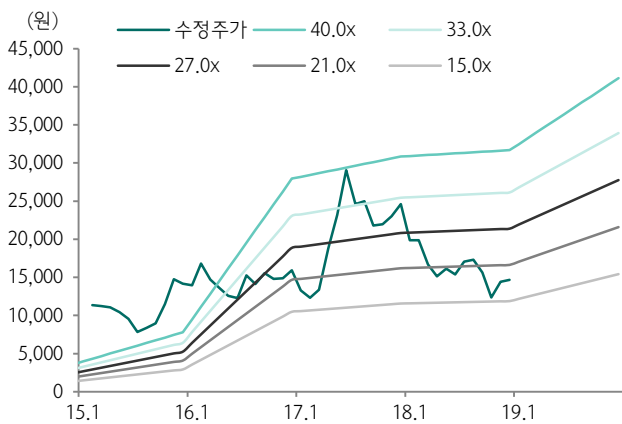
Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

표 1. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017	2018F	2019F
매출액	22.7	22.3	24.9	21.3	18.9	19.7	29.5	28.0	100.4	91.2	96.2
YoY	16%	-17%	-10%	-19%	-16%	-12%	19%	31%	137%	-9%	6%
QoQ	-14%	-2%	12%	-14%	-11%	4%	50%	-5%			
HTL & R-Prime	17.5	16.7	19.5	17.5	15.1	15.8	25.1	23.8	72.0	71.2	79.8
Red Host	5.1	5.6	5.4	3.8	3.8	3.9	4.5	4.2	28.5	16.4	16.4
영업이익	3.6	4.2	7.5	3.2	3.11	3.69	6.19	6.40	18.4	18.5	19.4
YoY	1%	-16%	24%	-15%	-15%	-12%	-17%	100%	369%	1%	5%
QoQ	-2%	16%	77%	-57%	-3%	19%	67%	3%			
영업이익률	16%	19%	30%	15%	16%	19%	21%	23%	18%	20%	20%

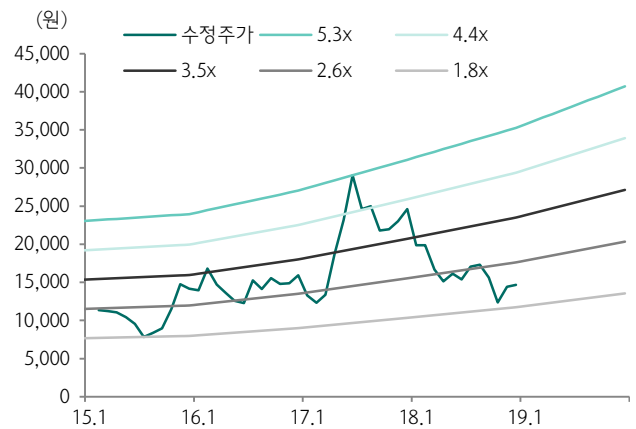
자료: 하나금융투자

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)	780	12MF 예상
Target PER(x)	24.3	UDC 12MF 30% 할인
적정주가(원)	18,954	
목표주가(원)	19,000	
현재주가(원)	14,650	
상승여력	30%	

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

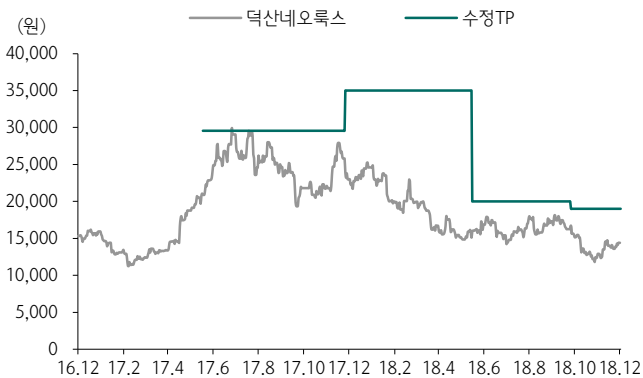
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	42.3	100.4	91.3	96.2	121.8
매출원가	32.7	68.2	63.7	64.4	81.0
매출총이익	9.6	32.2	27.6	31.8	40.8
판관비	5.7	13.9	9.0	12.4	15.7
영업이익	3.9	18.4	18.6	19.4	25.1
금융손익	0.8	0.1	0.4	1.2	1.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	(0.1)	0.6	0.0	0.0
세전이익	4.5	18.4	19.6	20.6	26.7
법인세	(0.2)	1.6	1.1	1.5	2.0
계속사업이익	4.7	16.8	18.5	19.0	24.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.7	16.8	18.5	19.0	24.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	4.7	16.8	18.5	19.0	24.7
지배주주지분포괄이익	4.9	17.0	18.5	19.0	24.7
NOPAT	4.1	16.8	17.6	17.9	23.2
EBITDA	7.3	21.7	22.2	22.7	28.6
성장성(%)					
매출액증가율	5.0	137.4	(9.1)	5.4	26.6
NOPAT증가율	115.8	309.8	4.8	1.7	29.6
EBITDA증가율	28.1	197.3	2.3	2.3	26.0
영업이익증가율	62.5	371.8	1.1	4.3	29.4
(지배주주)순이익증가율	113.6	257.4	10.1	2.7	30.0
EPS증가율	116.7	258.5	10.3	2.7	29.8
수익성(%)					
매출총이익률	22.7	32.1	30.2	33.1	33.5
EBITDA이익률	17.3	21.6	24.3	23.6	23.5
영업이익률	9.2	18.3	20.4	20.2	20.6
계속사업이익률	11.1	16.7	20.3	19.8	20.3
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	195	699	771	792	1,028
BPS	4,526	5,107	5,872	6,664	7,692
CFPS	346	1,063	913	947	1,190
EBITDAPS	305	904	924	947	1,190
SPS	1,763	4,182	3,803	4,006	5,075
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	81.8	35.2	18.7	18.2	14.0
PBR	3.5	4.8	2.5	2.2	1.9
PCFR	46.0	23.1	15.8	15.2	12.1
EV/EBITDA	46.6	25.0	13.3	12.2	9.0
PSR	9.0	5.9	3.8	3.6	2.8
재무비율(%)					
ROE	4.4	14.5	14.1	12.6	14.3
ROA	4.0	12.5	11.9	10.9	12.3
ROIC	5.5	21.7	19.6	18.2	22.8
부채비율	8.9	21.9	14.5	16.4	16.9
순부채비율	(37.4)	(39.8)	(35.8)	(42.0)	(48.8)
이자보상배율(배)	261.2	890.0	1,164.0	1,390.2	1,469.1

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	52.4	76.7	73.8	97.4	126.2
금융자산	41.6	49.8	51.9	68.6	91.5
현금성자산	29.3	47.7	50.2	66.4	88.9
매출채권 등	2.7	6.9	5.6	7.3	8.8
재고자산	6.6	17.9	14.5	19.1	23.0
기타유동자산	1.5	2.1	1.8	2.4	2.9
비유동자산	65.7	72.5	87.6	88.9	89.8
투자자산	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6
금융자산	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6
유형자산	35.7	42.3	44.7	45.9	46.8
무형자산	29.3	29.5	30.5	30.4	30.3
기타비유동자산	0.1	0.2	12.0	12.1	12.1
자산총계	118.1	149.2	161.4	186.3	215.9
유동부채	5.9	19.6	14.2	18.2	21.6
금융부채	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
매입채무 등	4.2	15.7	12.7	16.7	20.2
기타유동부채	0.7	2.9	0.5	0.5	0.4
비유동부채	3.7	7.1	6.2	8.1	9.6
금융부채	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
기타비유동부채	3.7	7.1	5.8	7.7	9.2
부채총계	9.6	26.8	20.4	26.3	31.3
지배주주지분	108.5	122.5	141.0	160.0	184.7
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
이익잉여금	6.6	23.6	42.1	61.1	85.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	108.5	122.5	141.0	160.0	184.7
순금융부채	(40.6)	(48.8)	(50.4)	(67.2)	(90.1)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	9.1	19.7	25.2	21.3	27.2
당기순이익	4.7	16.8	18.5	19.0	24.7
조정	4.1	9.3	3.4	3.3	3.4
감가상각비	3.4	3.3	3.6	3.4	3.4
외환거래손익	(0.1)	0.5	0.1	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.8	5.5	(0.3)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채	0.3	(6.4)	3.3	(1.0)	(0.9)
변동					
투자활동 현금흐름	(3.7)	(0.8)	(18.9)	(5.2)	(4.8)
투자자산감소(증가)	(0.2)	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(0.9)	(10.4)	(5.7)	(4.5)	(4.2)
기타	(2.6)	9.5	(13.3)	(0.6)	(0.5)
재무활동 현금흐름	1.0	(0.0)	(3.8)	0.0	0.0
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	(4.2)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	6.5	18.4	2.5	16.2	22.5
Unlevered CFO	8.3	25.5	21.9	22.7	28.6
Free Cash Flow	8.2	9.3	19.5	16.8	23.0

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

덕산네오룩스



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.12.4	BUY	19,000		
18.9.28	Neutral	19,000	-28.39%	-17.63%
18.5.18	BUY	20,000	-17.82%	-9.25%
17.11.28	Analyst Change	35,000	-43.82%	-
17.5.20	BUY	29,559	-16.33%	1.15%

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

- 투자이견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	94.3%	4.9%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2018년 12월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 12월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2018년 12월 04일 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.