

2019. 2. 18



▲ 스몰캡

Analyst 이상현
02. 6098-6662
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

RA 이창석
02. 6098-6663

Buy

적정주가 (12개월) **23,000 원**

현재주가 (2.15) **18,350 원**

상승여력 **25.3%**

KOSDAQ	738.66pt
시가총액	4,406억원
발행주식수	2,401만주
유동주식비율	42.86%
외국인비중	9.29%
52주 최고/최저가	22,950원/11,800원
평균거래대금	33.0억원

주요주주(%)

이준호 외 9 인 57.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.9	16.9	-8.5
상대주가	14.0	20.6	5.1

주가그래프



덕산네오룩스 213420

실적보단 전방 확대 기대감

- ✓ 4Q18 매출액과 영업이익은 206억원과 39억원 예상
- ✓ 중국 OLED 패널 업체 등 고객사 다변화 지속
- ✓ 글로벌 스마트폰 OLED 탑재율 증가 전망
- ✓ 삼성디스플레이의 A5라인 투자 기대감 고조
- ✓ 삼성과 중국 패널업체의 OLED 투자 확대에 Valuation 상승 예상

4Q Preview: 시장 컨센서스 부합 전망

매출액 206억원(-21.6% YoY), 영업이익 39억원(+5.1% YoY)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 부문별 매출액은 HTL & Red Prime 172억원, Red Host 34억원을 예상한다. 전년대비 매출액의 역성장은 신규 재료구조(M9)가 적용된 고객사 플래그십 스마트폰의 초도 생산으로 Red Host의 실적 둔화에 따른 영향이다.

Valuation 상승 구간

삼성디스플레이의 A5라인 투자가 가시화 되고 있다. 대형(QD-OLED TV)과 중소형 OLED 투자 재개에 대한 기대감으로 OLED 산업의 Valuation 상승을 예상한다. QD-OLED TV는 Blue OLED를 TFT에 증착하고 컬러필터에 Red와 Green Quantum Dot을 적용하는 구조이다. 당사는 QD-OLED향 소재 샘플 테스트로 HTL 등을 진행하고 있다. 수익성 높은 중국 패널업체향 매출 증가도 valuation 상승 요인이다. 10%를 넘지 못했던 중국향 매출 비중은 '19년 18%로 확대가 예상된다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 18,000원 → 23,000원으로 상향

'19년 추정치와 적정 밸류에이션 상향조정으로 적정주가를 28% 상향한 23,000원을 제시한다. '16~'17년 삼성디스플레이의 OLED 투자 당시 UDC의 평균 PER 47배 대비 36% 할인된 PER 30배를 적용 받았다. 삼성디스플레이 A5라인 투자와 스마트폰의 OLED 채택 증가, 중국 OLED 투자 확대에 대한 방향성으로 Valuation을 기존 18배에서 27배로 상향한다. UDC의 12M Fwd PER 45.2배를 40% 할인한 수치다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	42.3	3.9	4.7	195	115.6	4,520	81.8	3.5	46.6	4.4	8.9
2017	100.4	18.4	16.8	699	258.8	5,101	35.2	4.8	25.0	14.5	21.9
2018E	90.6	19.3	18.5	768	10.0	5,870	18.5	2.4	12.6	14.0	15.4
2019E	97.2	21.4	20.7	864	12.4	6,733	21.8	2.8	15.4	13.7	20.3
2020E	120.8	27.3	26.6	1,106	28.0	7,839	17.0	2.4	11.6	15.2	19.1

투자의견 Buy,
적정주가 23,000원 상향

적정주가 18,000원 → 23,000원 상향

덕산네오룩스에 대해 투자의견 Buy를 유지, 적정주가를 18,000원에서 27.8% 상향한 23,000원을 제시한다.

'16~'17년 삼성디스플레이의 대규모 OLED 투자 당시 덕산네오룩스의 평균 멀티플은 UDC의 평균 PER 47배 대비 36% 할인된 PER 30배를 적용 받았다.

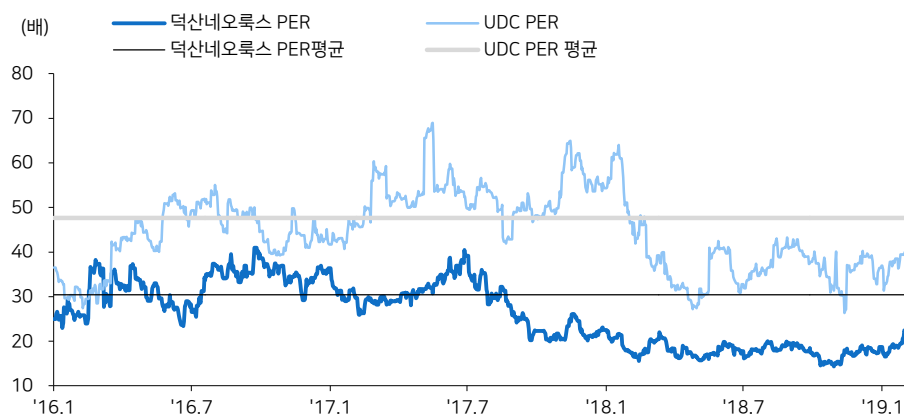
'19년은 삼성디스플레이 A5라인 투자 기대감과 스마트폰의 OLED 채택 증가, 중국 OLED 투자 확대에 대한 방향성으로 Valuation을 기존 18배에서 27배로 상향한다. 적정 PER 27배는 UDC(글로벌 OLED 소재 선두업체)의 12M Fwd PER 45.2배를 40% 할인하였다.

표1 Valuation Table

(단위: 원, 배, %)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	비고
PER(상단)	94.7	44.8	33.3	-	-	
PER(하단)	49.8	15.8	14.8	-	-	
PER(평균)	81.8	35.2	18.5	-	-	
PBR	3.5	4.8	2.4	2.8	2.4	
PSR	9.0	5.9	3.8	4.6	3.7	
ROE	4.4	14.5	14.0	13.7	15.2	
19E EPS				864		
적정 PER				27		UDC 12 Fwd PER 45배 40% 할인
적정주가				23,000		

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 덕산네오룩스 vs UDC 12M fwd PER 비교



자료: 메리츠증권 리서치센터

표1 덕산네오룩스 4Q18 Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	기존예상치	(% diff)
매출액	20.6	26.2	-21.6	24.9	-17.4	21.5	-4.3	23.2	-11.3
영업이익	3.9	3.7	5.1	7.6	-7.7	3.8	3.4	3.9	0.8
순이익	2.9	3.1	-8.1	8.1	-64.4	4.1	-29.8	3.3	-12.8
영업이익률(%)	19.1	14.3		30.3		17.7		17	
순이익률(%)	14	11.9		32.4		18.9		14.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	'18E	'19E	'18E	'19E	'18E	'19E
매출액	92.8	105.7	90.6	97.2	-2.4	-8
영업이익	16.3	20.7	19.3	21.4	18.6	3.2
당기순이익	14.7	19.7	18.4	20.7	25.5	5.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 덕산네오룩스 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22.7	22.3	24.9	20.6	19.3	20.7	25.2	32	100.4	90.6	97.2	120.8
(% YoY)	15.8	-16.5	-10.3	-21.6	-15.1	-7.4	1.2	55.5	137.2	-9.8	7.3	24.3
(% QoQ)	-13.4	-1.7	11.6	-17.4	-6.3	7.3	21.9	26.8				
Red Host	4.1	4.9	6	3.3	3.4	3.6	3.8	3.4	28.5	18.3	14.2	15
HTL 외	18.6	17.4	18.9	17.2	15.9	17.1	21.4	28.6	71.9	72.2	83	105.8
제품별 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
Red Host	18.0	22.0	24.0	16.2	17.6	17.2	15.1	10.6	28.4	20.2	14.6	12.4
HTL 외	82.0	78.0	76.0	83.8	82.4	82.8	84.9	89.4	71.6	79.8	85.4	87.6
영업이익	3.7	4.2	7.6	3.9	3.3	3.6	7.3	7.2	18.4	19.3	21.4	27.3
영업이익률(%)	16.1	18.8	30.3	19.1	17.1	17.5	28.9	22.4	18.3	21.4	22.0	22.6
(% YoY)	1.1	-16.1	25.2	5.1	-9.9	-14.1	-3.6	82.4	368.2	5.1	10.4	27.9
(% QoQ)	-2.4	15.3	79.3	-47.9	-16.3	9.9	101.3	-1.5				

자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권 리서치센터

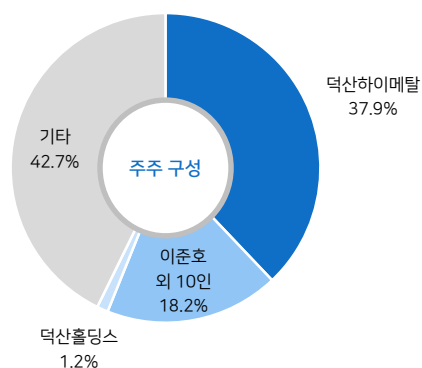
국내 Pure OLED 소재 업체, OLED 투자 확대의 핵심 수혜주

OLED 유기재료 업체
전방 투자 확대의 핵심 수혜주

덕산네오룩스는 OLED 유기재료(Red Host, Red Prime, HTL 등) 개발 및 생산 업체로 주요 고객사는 삼성디스플레이(SDC), 중국 BOE 등 디스플레이 패널업체이다. '07년 SDC가 OLED 패널 대량양산을 시작하였고 '09년부터 SDC에 OLED 유기재료를 공급하기 시작했다. '18년 예상 매출액 구성비는 HTL, Red Prime 79.8%, Red Host 20.2%를 전망한다.

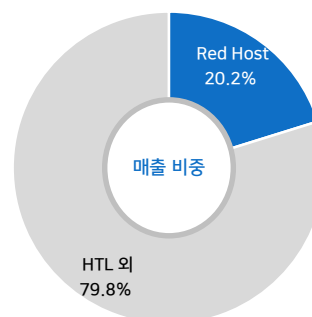
HTL은 정공수송층(Hole Transport Layer)으로 양극에서 주입된 정공을 발광층(Emitting Layer, EML)으로 전달하는 이동 경로이다. 동사와 두산전자가 양분해서 SDC에 공급하고 있다. Host는 EML을 구성하는 주된 재료로 Dopant와 혼합해서 사용된다. Dopant는 OLED의 성능 향상을 위해 Host 재료에 첨가되는 불순물로 Universal Display가 Red와 Green Dopant의 원천 기술을 대부분 보유하고 있다. Prime Layer는 EML과 HTL 사이에 증착 되어 발광효율을 높여주는 재료이다.

그림2 주주구성



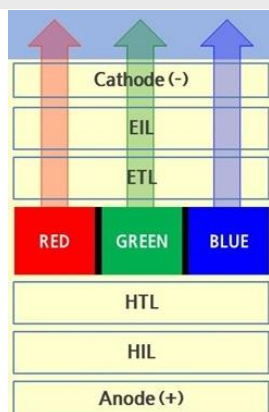
자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 매출 구성(2018E)



자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 OLED 패널 구조



자료: 삼성디스플레이, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 OLED 주요 Layer 소재 기능

OLED Layer	기능
EIL(Electron Injection Layer)	전자주입층, 음극으로 전자 주입
ETL(Electron Transport Layer)	높은 이동 특성을 가진 전자 이동층
EML(Emitting Layer)	Host 및 Dopant로 구성된 발광층
Host	R,G,B 발광층을 구성하는 주된 소재
Dopant	발광층을 향상시키는 첨가물
HTL(Hole Transport Layer)	높은 정공 이동도를 가진 층
HIL(Hole Injection Layer)	정공주입층, 양극으로 정공 주입

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

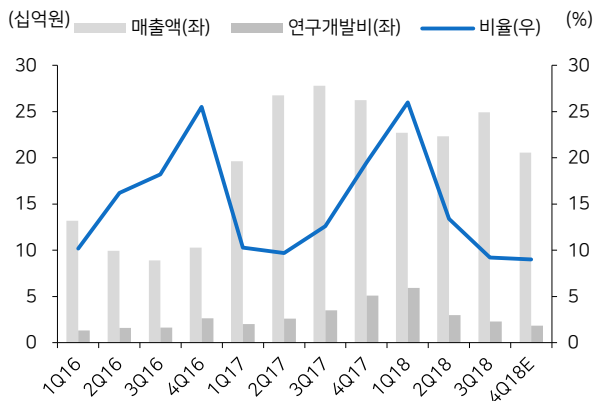
지속적인 연구개발이 실적 성장의 핵심

연구개발을 통한 신규 소재 공급
으로 실적 성장

'16~'17년 Apple의 iPhone에 OLED 패널 채택으로 SDC의 대규모 OLED 생산 라인 투자가 있었다. 스마트폰 제조사는 차기 모델에 적용할 디스플레이의 스펙을 패널 제조사에 의뢰해 조건에 부합된 디스플레이 패널을 채택한다. 이 과정에서 패널 업체는 요구 스펙에 최적화된 구조와 소재를 선정하여 스마트폰 제조사와 테스트 과정을 거친 후 디스플레이 패널을 공급한다.

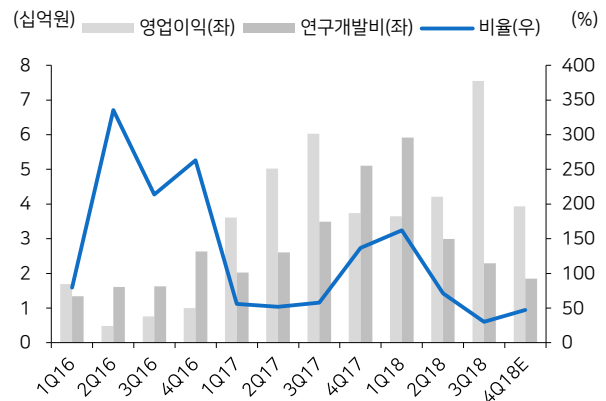
OLED 유기재료는 구성 물질의 배합과 적용 비율 등에 따라 패널의 수명 및 성능이 좌우된다. 소재업체 실적 성장의 핵심은 패널업체의 OLED Structure 대상 신규 소재 공급으로 지속적인 연구개발이 뒷받침 되어야 한다. 당사는 '16년 연구개발비 72억원을 투자해 신규 소재를 개발, '17년 SDC의 신규 OLED Structure에 소재를 공급하여 '17년 매출액 1,004억원(137% YoY), 영업이익 184억원(368% YoY)으로 큰 폭의 실적 성장세를 보였다.

그림6 매출액, 연구개발비 추이



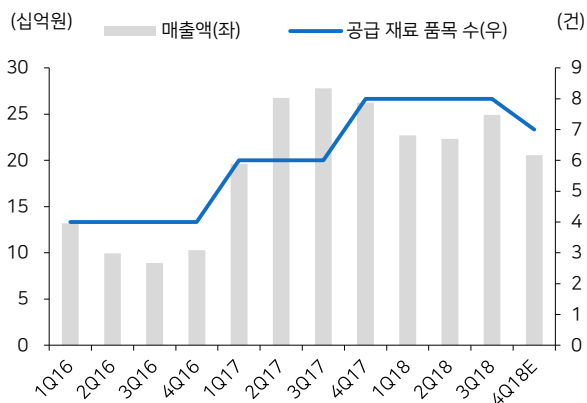
자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권 리서치센터

그림7 영업이익, 연구개발비 추이



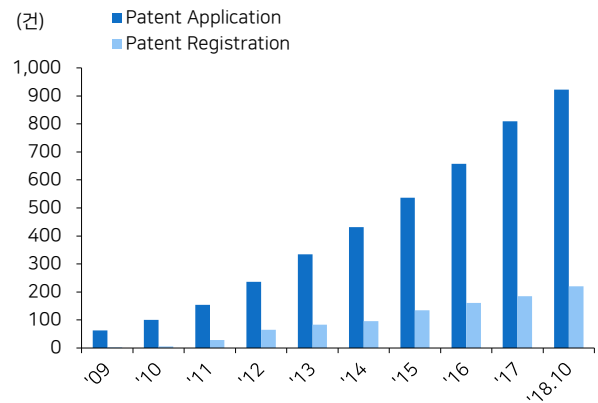
자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권 리서치센터

그림8 매출액, 신규 재료 공급 품목 수 추이



자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권 리서치센터

그림9 지적재산권 현황



자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권 리서치센터

고객사와 어플리케이션의 다변화

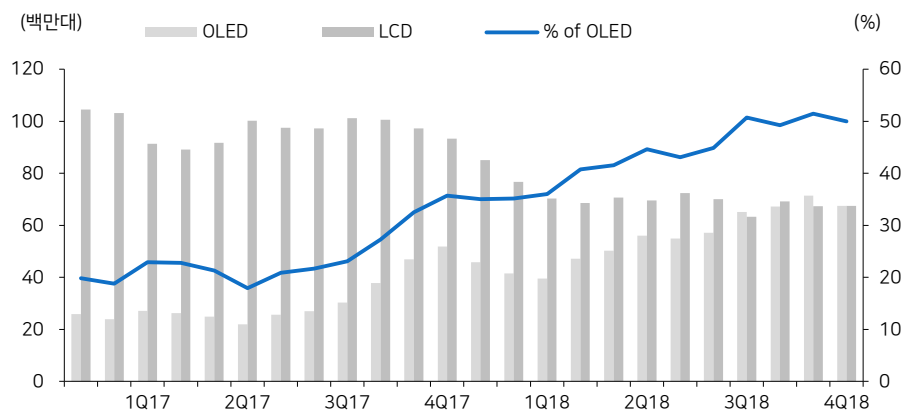
중국 패널업체향 매출액 비중
'17년 7% → '19년 18%로 확대

'19년 덕산네오룩스의 매출액은 전년대비 7.3% 성장한 972억원을 예상한다. Apple의 OLED 채용 모델 증가와 중국 스마트폰의 OLED 탑재율 확대, 중국 패널업체 등 고객사 다변화, OLED 적용 어플리케이션의 확대 등이 실적 성장을 견인할 것이다.

중국 패널업체는 자국 스마트폰의 OLED 패널 채용 증가에 따라 본격적인 OLED 증설을 진행할 것으로 전망된다. 중국의 OLED 패널 생산 Capa는 '18년 117 K/월 수준에서 '19년 252 K/월로 증가가 예상된다. 중국 패널업체의 투자 확대로 OLED 소재의 수요가 증가할 것이다.

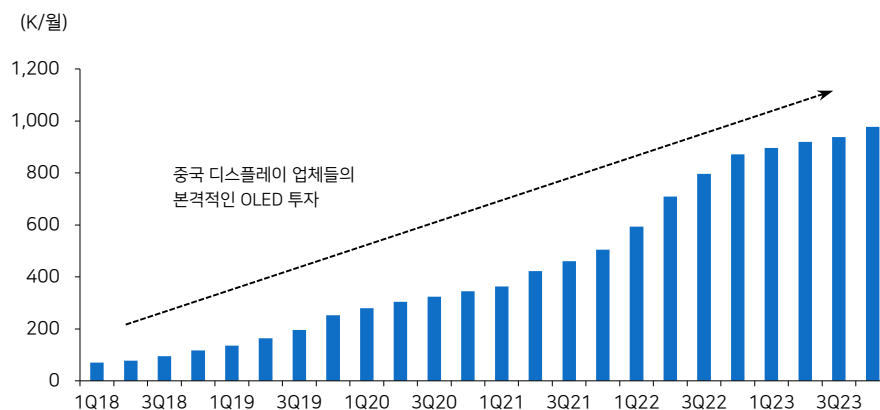
덕산네오룩스의 중국 패널업체향 매출액 비중은 '17년 7%에서 '19년 18% 수준으로 확대가 예상되며 기존 고객사 대비 다양한 소재의 공급과 높은 단가로 수익성 향상을 전망한다.

그림10 글로벌 스마트폰 OLED 탑재율 추이



자료: Counter Point, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 중국 OLED 예상 Capa 추이



자료: IHS, 메리츠증권증권 리서치센터

QD-OLED TV 기대감 분석

QD-OLED TV향 HTL 소재
연간 2,800억원 규모
50% 점유시 1,400억원 수준

삼성전자는 LG전자의 WOLED TV 대항마로 QD-OLED TV를 준비하고 있다. 이에 SDC의 QD-OLED 라인 투자에 대한 기대감으로 OLED 산업의 Valuation이 상승하고 있다. QD-OLED는 Blue OLED를 TFT에 증착하고 컬러필터에 Red와 Green Quantum Dot을 적용하는 구조이다.

덕산네오룩스는 QD-OLED향 소재 샘플 테스트로 HTL 등을 진행하고 있다. 현재 SDC향 HTL 공급사는 동사와 두산전자가 양분해서 공급한다. 스마트폰(5.8인치) 대비 TV(65인치)는 패널의 사이즈가 약 100배 크고, 교체주기가 2~3년 정도인 스마트폰과 달리 7~10년 이상의 수명이 요구되어 소재의 두께가 두껍다. 그 결과 스마트폰 대비 소재 투입량이 200배 이상 증가한다. 향후 삼성 QD-OLED TV향 HTL 소재 공급으로 기대할 수 있는 연간 매출액은 2,800억원 규모, 50% 점유를 가정 할 경우시 1,400억원 수준이다.

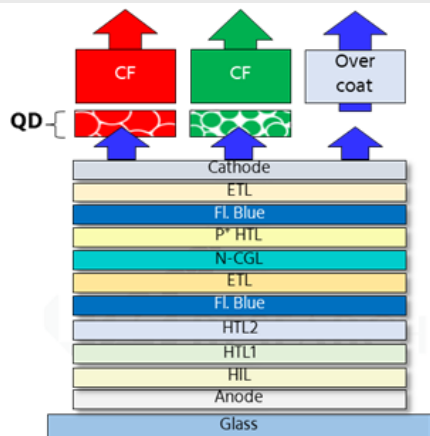
표4 '19년 글로벌 TV 시장 전망

Specs		2018 Market Share	2019 Market Share(E)
Size(inch)	≤ 32	32.0	28.9
	39-43	24.5	24.6
	48-50	16.0	15.5
	55-60	18.7	19.3
	≥ 65	8.8	11.7
Resolution	HD / FHD	54.5	46.3
	4K or above	45.5	53.5
	8K	0.04	0.2
High-end TV	QLED	1.4	1.7
	OLED	1.2	1.6
	Traditional LCD	97.4	96.7

* '19E 연간 글로벌 TV 출하량 223백만대 전망

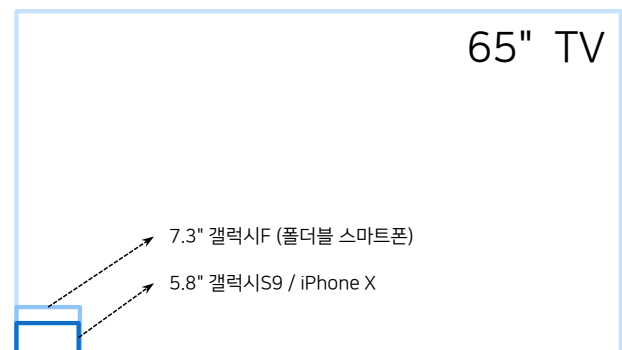
자료: WitsView, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 QD-OLED 구조



자료: UBI research, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 스마트폰, TV 면적 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

덕산네오룩스 (213420)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	42.3	100.4	90.6	97.2	120.8
매출액증가율 (%)	5.0	137.2	-9.8	7.3	24.3
매출원가	32.7	68.2	62.1	64.6	79.8
매출총이익	9.7	32.3	28.4	32.6	41.0
판매관리비	5.7	13.9	9.1	11.3	13.7
영업이익	3.9	18.4	19.3	21.4	27.3
영업이익률	9.3	18.3	21.4	22.0	22.6
금융손익	0.8	0.1	0.1	1.7	2.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.1	0.6	-0.0	0.1
세전계속사업이익	4.5	18.4	20.1	23.0	29.8
법인세비용	-0.2	1.6	1.6	2.3	3.3
당기순이익	4.7	16.8	18.5	20.7	26.6
지배주주지분 순이익	4.7	16.8	18.5	20.7	26.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	9.1	19.8	27.2	24.1	30.9
당기순이익(손실)	4.7	16.8	18.5	20.7	26.6
유형자산상각비	3.3	3.3	3.6	3.8	4.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	0.3	-6.4	5.4	-0.5	-0.1
투자활동 현금흐름	-3.7	-0.8	-20.8	-11.6	-13.8
유형자산의증가(CAPEX)	-0.9	-10.4	-7.7	-10.5	-13.5
투자자산의감소(증가)	-0.2	0.1	0.1	-0.2	-0.1
재무활동 현금흐름	1.0	-0.0	-3.8	0.0	0.0
차입금의 증감	1.0	0.0	0.4	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.5	18.5	2.5	12.5	17.1
기초현금	22.8	29.3	47.7	50.3	62.7
기말현금	29.3	47.7	50.3	62.7	79.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	52.4	76.7	73.0	98.1	118.7
현금및현금성자산	29.3	47.7	50.3	62.7	79.9
매출채권	2.3	6.6	5.2	8.1	8.9
재고자산	6.6	17.9	14.0	21.8	23.9
비유동자산	65.7	72.5	89.6	96.4	105.5
유형자산	35.7	42.4	46.6	53.4	62.4
무형자산	29.3	29.5	30.5	30.4	30.3
투자자산	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6
자산총계	118.1	149.2	162.6	194.5	224.1
유동부채	5.9	19.6	15.6	23.7	25.9
매입채무	2.4	8.1	6.3	9.8	10.8
단기차입금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.7	7.2	6.0	9.2	10.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	9.6	26.8	21.6	32.8	35.9
자본금	2.4	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	96.2	93.8	93.8	93.8	93.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	6.6	23.6	42.0	62.8	89.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	108.5	122.5	140.9	161.7	188.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	1,763	4,182	3,772	4,048	5,030
EPS(지배주주)	195	699	768	864	1,106
CFPS	346	1,063	938	1,084	1,385
EBITDAPS	305	904	957	1,050	1,325
BPS	4,520	5,101	5,870	6,733	7,839
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	81.8	35.2	18.5	21.8	17.0
PCR	46.0	23.1	15.1	17.3	13.6
PSR	9.0	5.9	3.8	4.6	3.7
PBR	3.5	4.8	2.4	2.8	2.4
EBITDA	7.3	21.7	23.0	25.2	31.8
EV/EBITDA	46.6	25.0	12.6	15.4	11.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	14.5	14.0	13.7	15.2
EBITDA 이익률	17.3	21.6	25.4	25.9	26.4
부채비율	8.9	21.9	15.4	20.3	19.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	261.2	890.0	1,157.9	1,337.6	1,376.1
매출채권회전율(x)	17.5	22.6	15.3	14.6	14.2
재고자산회전율(x)	5.4	8.2	5.7	5.4	5.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 2 월 18 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 2 월 18 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 2 월 18 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이상현,이창석)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018 년 12 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

덕산네오룩스 (213420) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.10.22	산업분석	Buy	18,000	이상현	-20.1	6.4	
2019.02.18	기업브리프	Buy	23,000	이상현	-	-	

