2019년 9월 26일 I Equity Research

덕산네오룩스 (213420)

2020년 가파른 상승 재개 전망

3Q19 Preview : 고객사 가동률 상승에 따른 매출 증가

덕산네오룩스 3분기 실적은 매출 254억원(YoY +2%, QoQ +12%), 영업이익 56억원(YoY -25%, QoQ +44%)이 전망된다. 1) 삼성전자 중저가 스마트폰 판매 호조에 따른 삼성디스플레이 Rigid OLED 라인 가동률 상승 및 Flexible OLED 패널의 중국향 출하 증가로 매출의 경우 전년 동기 및 전분기 대비 상승세를 이어갈 것으로 전망되나, 2) 영업이익의 경우 2018년 3분기 주식보상비용 환입(약 15억원)에 따른 기고 효과로 전년 동기 대비 역성장이 불가피할 전망이다.

2020년부터 가파른 성장 재개 전망

2019년 실적은 매출 914억원(YoY +1%), 영업이익 170억원(YoY -16%)로 전년 대비 역성장이 전망된다. 2018년 하반기의 경우 중국 패널 업체들의 R&D 라인 가동에 따른 고가의 샘플 소재 수요 증가로 마진이 상승한바 있으나 2019년 하반기는 중국 패널 업체들의 본격적인 양산 돌입전 과도기로서 전년 대비 평균 단가가 하락하며 마진이 다소 하락할 전망이다. 그럼에도 불구하고 최근 주가는 가파른 상승세를 이어가며 52주 신고가를 경신하고 있다. 이는 향후 1) 중국 주요 패널 업체들의 OLED 양산 돌입에 따른 소재 수요 증가, (Universal Display, 2020년까지 중국 모바일 OLED CAPA 150K/월 수준 전망), 2) 2020년 삼성의 대형 OLED 라인 투자 본격화에 따른 멀티플 상승, 3) 2020년 애플 신규 모델 전량 OLED 패널 탑재 및 삼성전자 폴더블 스마트폰 판매량 확대 기대감에 기반한 주가 흐름이라고 판단된다. 1)~3) 모두 가시성이 높다고 판단되며 이에 따라 2020년 영업이익 추정치를 265억원으로 약 10% 상향 조정하였다.

UDC PER 73배 감안, 지나친 저평가

덕산네오룩스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 31,000원으로 상향한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS에 최근 3년 평균 PER 29배를 적용하여 산출하였다. Universal Display가 Trailing PER 73배, 12M Fwd PER 43배를 부여 받고 있는 상황에서 국내 유일한 OLED 유기재료 전문 업체인 덕산네오룩스의 Multiple 역시 UDC와의 Valuation Gap을 메워나갈 것으로 전망한다.

Update

BUY

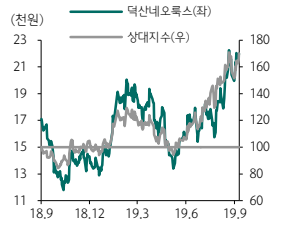
I TP(12M): 31,000원(상향) I CP(9월 25일): 22,000원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	626.76
52주 최고/최저(원)	22,250/11,800
시가총액(십억원)	528.2
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	24,010.0
60일 평균 거래량(천주)	364.0
60일 평균 거래대금(십억원)	6.9
19년 배당금(예상,원)	0
19년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	10.31
주요주주 지분율(%)	
이준호 외 9 인	57.12
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	18.3	22.2	35.4
상대	14.9	41.8	78.8

Consensus Data	2019	2020
매출액(십억원)	93.1	115.2
영업이익(십억원)	18.6	25.8
순이익(십억원)	17.0	23.2
EPS(원)	707	964
BPS(원)	6,582	7,537

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	100.4	90.7	91.4	119.6	144.2
영업이익	십억원	18.4	20.3	17.0	26.5	31.7
세전이익	십억원	18.4	21.1	17.6	27.9	33.7
순이익	십억원	16.8	18.8	16.0	25.3	30.5
EPS	원	699	784	665	1,054	1,272
증감률	%	258.5	12.2	(15.2)	58.5	20.7
PER	배	35.22	18.12	33.08	20.87	17.29
PBR	배	4.82	2.42	3.36	2.90	2.48
EV/EBITDA	배	24.95	12.69	23.66	15.85	12.79
ROE	%	14.52	14.28	10.72	14.92	15.47
BPS	원	5,107	5,876	6,541	7,595	8,868
DPS	원	0	0	0	0	0

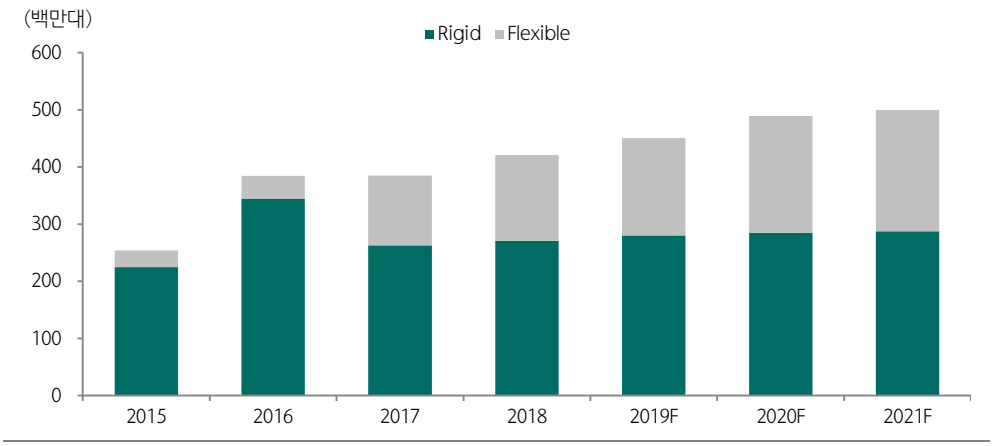
Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

삼성디스플레이 모바일 OLED 패널 출하량 증가 지속

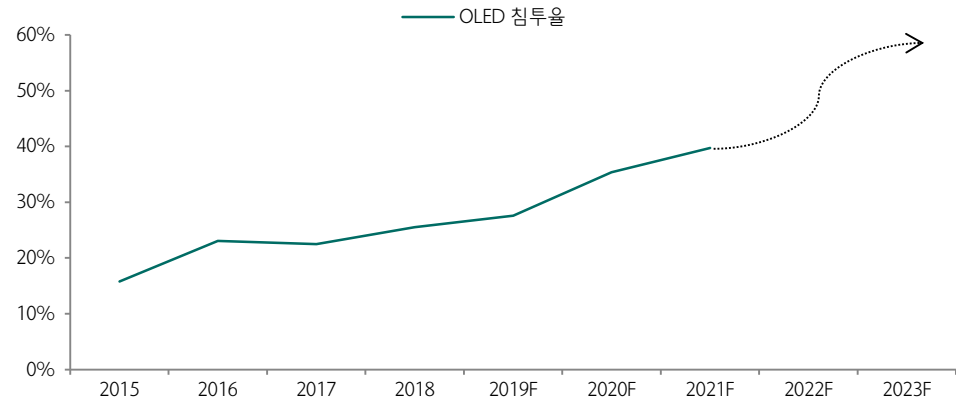
그림 1. 삼성디스플레이 모바일 OLED 패널 출하량 추이 및 전망



자료: IHS, 하나금융투자

아이폰 신규 모델 모두 OLED 패널 탑재, 폴더블 스마트폰 시장 수요 증가 영향으로 OLED 패널의 모바일 시장 침투율 상승세 지속 전망

그림 2. 글로벌 스마트폰 시장 內 OLED 패널 침투율 추이 및 전망



자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

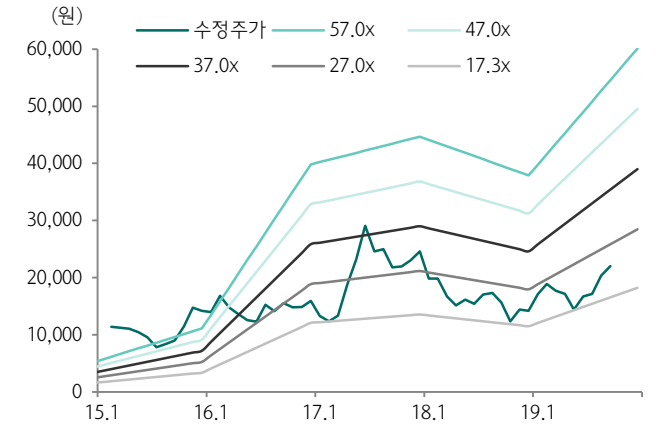
표 1. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	**22.7**	**22.3**	**24.9**	**20.7**	**19.3**	**22.6**	**25.4**	**24.1**	**90.7**	**91.4**	**119.6**
YoY	16%	-16%	-10%	-21%	-15%	1%	2%	16%	-10%	1%	31%
QoQ	-13%	-2%	12%	-17%	-7%	17%	12%	-5%			
HTL & R-Prime	17.6	16.8	19.5	18.3	15.1	17.9	21.7	20.0	72.1	74.7	95.7
Red Host	5.1	5.6	5.4	2.4	4.2	4.7	3.7	4.1	18.6	16.7	23.8
영업이익	**3.6**	**4.2**	**7.5**	**4.9**	**2.2**	**3.9**	**5.6**	**5.3**	**20.3**	**17.0**	**26.5**
YoY	1%	-16%	25%	31%	-41%	-7%	-25%	8%	10%	-16%	56%
QoQ	-2%	15%	79%	-35%	-56%	83%	44%	-6%			
영업이익률	**16.1%**	**18.8%**	**30.3%**	**23.7%**	**11.1%**	**17.4%**	**22.3%**	**21.9%**	**18.3%**	**22.4%**	**18.6%**

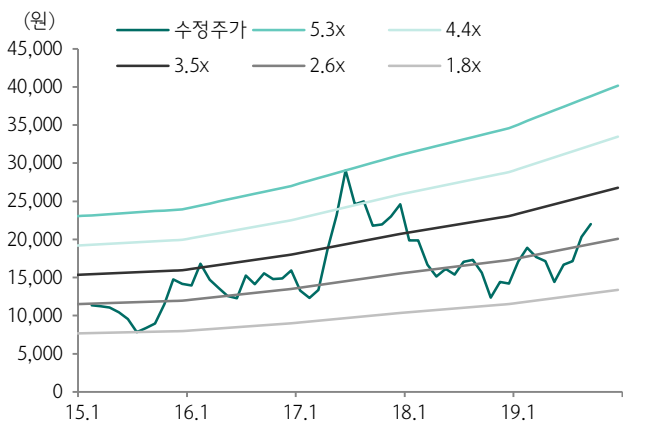
자료: 하나금융투자

그림 3. 덕산네오룩스 12M Fwd PER 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 4. 덕산네오룩스 12M Fwd PBR 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	**100.4**	**90.7**	**91.4**	**119.6**	**144.2**
매출원가	68.2	60.6	62.8	77.6	94.1
매출총이익	32.2	30.1	28.6	42.0	50.1
판관비	13.9	9.8	11.6	15.5	18.5
영업이익	**18.4**	**20.3**	**17.0**	**26.5**	**31.7**
금융손익	0.1	0.5	0.3	1.4	2.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.1)	0.4	0.3	0.0	0.0
세전이익	**18.4**	**21.1**	**17.6**	**27.9**	**33.7**
법인세	1.6	2.3	1.6	2.6	3.2
계속사업이익	16.8	18.8	16.0	25.3	30.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**16.8**	**18.8**	**16.0**	**25.3**	**30.5**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**16.8**	**18.8**	**16.0**	**25.3**	**30.5**
지배주주지분포괄이익	17.0	18.5	16.0	25.3	30.5
NOPAT	16.8	18.1	15.5	24.0	28.7
EBITDA	21.7	24.0	21.0	30.5	35.7
성장성(%)					
매출액증가율	137.4	(9.7)	0.8	30.9	20.6
NOPAT증가율	309.8	7.7	(14.4)	54.8	19.6
EBITDA증가율	197.3	10.6	(12.5)	45.2	17.0
영업이익증가율	371.8	10.3	(16.3)	55.9	19.6
(지배주주)순익증가율	257.4	11.9	(14.9)	58.1	20.6
EPS증가율	258.5	12.2	(15.2)	58.5	20.7
수익성(%)					
매출총이익률	32.1	33.2	31.3	35.1	34.7
EBITDA이익률	21.6	26.5	23.0	25.5	24.8
영업이익률	18.3	22.4	18.6	22.2	22.0
계속사업이익률	16.7	20.7	17.5	21.2	21.2

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	699	784	665	1,054	1,272
BPS	5,107	5,876	6,541	7,595	8,868
CFPS	1,063	972	898	1,271	1,486
EBITDAPS	904	998	874	1,271	1,486
SPS	4,182	3,777	3,806	4,979	6,008
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	35.2	18.1	33.1	20.9	17.3
PBR	4.8	2.4	3.4	2.9	2.5
PCFR	23.1	14.6	24.5	17.3	14.8
EV/EBITDA	25.0	12.7	23.7	15.9	12.8
PSR	5.9	3.8	5.8	4.4	3.7
재무비율(%)					
ROE	14.5	14.3	10.7	14.9	15.5
ROA	12.5	12.2	9.5	13.2	13.6
ROIC	21.7	19.6	14.1	19.5	22.3
부채비율	21.9	13.7	12.4	14.3	13.2
순부채비율	(39.8)	(26.1)	(20.2)	(24.5)	(33.8)
이자보상배율(배)	890.0	1,132.1	718.5	1,092.4	1,110.8

대차대조표

(단위: 십억원)

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	**76.7**	**72.1**	**73.5**	**101.2**	**133.1**
금융자산	49.8	38.5	34.3	47.4	74.8
현금성자산	47.7	38.2	34.0	46.9	74.3
매출채권 등	6.9	7.9	9.2	12.6	13.7
재고자산	17.9	23.5	27.3	37.4	40.6
기타유동자산	2.1	2.2	2.7	3.8	4.0
비유동자산	**72.5**	**88.2**	**102.9**	**107.1**	**107.7**
투자자산	0.5	12.0	13.9	19.2	20.8
금융자산	0.5	12.0	13.9	19.2	20.8
유형자산	42.3	45.5	45.8	44.8	44.0
무형자산	**29.5**	**30.6**	**30.6**	**30.5**	**30.4**
기타비유동자산	**0.2**	**0.1**	**12.6**	**12.6**	**12.5**
자산총계	**149.2**	**160.3**	**176.4**	**208.3**	**240.9**
유동부채	**19.6**	**13.7**	**12.1**	**16.2**	**17.5**
금융부채	1.0	1.7	1.8	2.1	2.2
매입채무 등	15.7	8.7	10.2	14.0	15.1
기타유동부채	2.9	3.3	0.1	0.1	0.2
비유동부채	**7.1**	**5.7**	**7.3**	**9.8**	**10.6**
금융부채	**0.0**	**0.0**	**0.7**	**0.7**	**0.7**
기타비유동부채	7.1	5.7	6.6	9.1	9.9
부채총계	**26.8**	**19.4**	**19.5**	**26.0**	**28.1**
지배주주지분	**122.5**	**140.9**	**156.9**	**182.2**	**212.8**
자본금	**4.8**	**4.8**	**4.8**	**4.8**	**4.8**
자본잉여금	93.8	93.8	93.8	93.8	93.8
자본조정	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	23.6	42.1	58.0	83.3	113.9
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**122.5**	**140.9**	**156.9**	**182.2**	**212.8**
순금융부채	(48.8)	(36.8)	(31.8)	(44.6)	(71.8)

현금흐름표

(단위: 십억원)

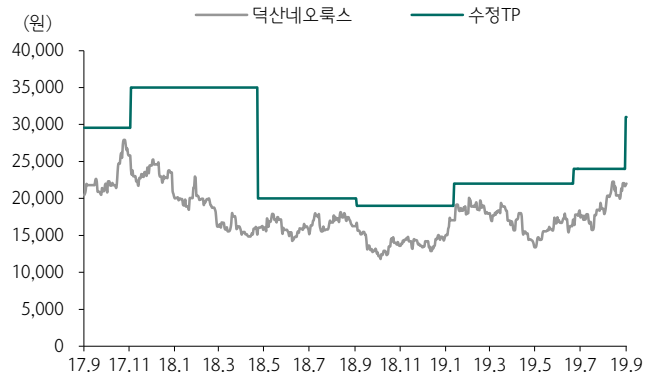
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	**19.7**	**8.2**	**18.0**	**21.0**	**31.9**
당기순이익	16.8	18.8	16.0	25.3	30.5
조정	9.3	4.9	3.5	4.0	4.0
감가상각비	3.3	3.6	4.0	4.1	4.0
외환거래손익	0.5	0.1	0.3	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.5	1.2	(0.8)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(6.4)	(15.5)	(1.5)	(8.3)	(2.6)
투자활동 현금흐름	**(0.8)**	**(17.7)**	**(18.7)**	**(8.3)**	**(4.7)**
투자자산감소(증가)	0.1	(11.5)	(1.9)	(5.2)	(1.6)
유형자산감소(증가)	(10.4)	(6.4)	(4.0)	(3.0)	(3.0)
기타	9.5	0.2	(12.8)	(0.1)	(0.1)
재무활동 현금흐름	**(0.0)**	**0.0**	**(3.4)**	**0.3**	**0.1**
금융부채증가(감소)	0.0	0.7	0.8	0.3	0.1
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.7)	(4.2)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**18.4**	**(9.6)**	**(4.2)**	**13.0**	**27.3**
Unlevered CFO	25.5	23.3	21.6	30.5	35.7
Free Cash Flow	9.3	1.7	14.0	18.0	28.9

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

덕산네오룩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.9.25	BUY	31,000		
19.7.17	BUY	24,000	-21.72%	-7.29%
19.2.6	BUY	22,000	-22.20%	-8.86%
18.12.4	BUY	19,000	-26.33%	-8.68%
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%	-
17.5.22	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	89.1%	10.2%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 9월 25일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 09월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 09월 26일 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.