

2019. 9. 30



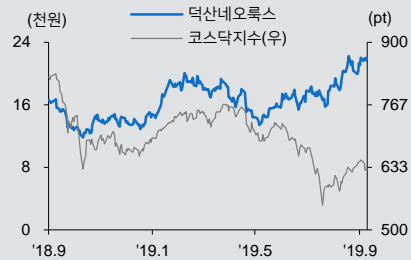
▲ 스몰캡  
 Analyst **이상현**  
 02. 6454-4877  
 sang-hyun.lee@meritz.co.kr  
 RA **이창석**  
 02. 6454-4889  
 changseok.lee@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월)	26,000 원
현재주가 (9.27)	21,900 원
상승여력	18.7%
KOSDAQ 시가총액	626.93pt
발행주식수	5,258억원
유동주식비율	2,401만주
외국인비중	42.86%
52주 최고/최저가	10.23%
평균거래대금	22,250원/11,800원
주요주주(%)	69.1억원
이준호 외 9 인	57.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.0	28.8	31.1
상대주가	13.5	49.7	74.2

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	100.4	18.4	16.8	699	258.8	5,101	35.2	4.8	25.0	14.5	21.9
2018	90.7	20.3	18.8	784	12.2	5,870	18.1	2.4	12.7	14.3	13.7
2019E	94.6	17.9	15.9	662	-15.5	6,532	33.1	3.4	22.5	10.7	16.4
2020E	116.8	25.7	23.1	963	45.5	7,495	22.7	2.9	15.8	13.7	16.6
2021E	133.6	30.9	28.4	1,182	22.7	8,677	18.5	2.5	12.9	14.6	17.3

# 덕산네오룩스 213420

## 3Q19 Preview: 공급 재료 다변화

- ✓ 3Q19 매출액 255억원(+2.4% YoY), 영업이익 56억원(-25.7% YoY)을 예상
- ✓ 영업이익의 역성장은 플래그십 스마트폰 OLED 공급 품목 감소가 원인
- ✓ 4Q19 Apple OLED 모델 본격적인 출하와 '20년 출시될 플래그십 초도 생산으로 실적 턴어라운드를 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 26,000원으로 상향

### 3Q19 Preview

3Q19 매출액 255억원(+2.4% YoY), 영업이익 56억원(-25.7% YoY, 영업이익률 22.0%)을 예상한다. 중국 스마트폰 업체의 Rigid OLED 패널 수요 확대와 삼성전자 'Galaxy Note10', 중저가 모델 출하 증가로 매출 회복을 전망한다. 전년 대비 부진한 영업이익률은 플래그십 스마트폰 OLED 재료구조의 공급 품목 감소 영향이다.

### 4Q19부터 실적 턴어라운드 예상

4Q19 Apple의 OLED 모델 'iPhone 11 Pro', 'iPhone Pro Max'의 본격적인 출하, '20년 출시될 플래그십 스마트폰 초도 물량 공급으로 매출액 271억원(+31.0% YoY), 영업이익 62억원(+27.2%, 영업이익률 23.0%)을 예상한다.

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 23,000원 → 26,000원으로 상향

'20년 실적 성장과 삼성디스플레이의 QD-OLED 투자 가시화로 투자의견 Buy, 적정주가 26,000원으로 상향한다. '20년 예상 EPS(963원)에 적정 PER 27배('17, 18년 평균 PER)를 적용하였다.

실적 성장 요인은 1) 삼성전자 플래그십 스마트폰향 공급 품목의 증가(M9: Red Prime, HTL → M10: Red Prime, Green Prime, HTL), 2) Apple과 삼성전자의 OLED 재료구조 통일(Apple LT2: Red Prime, HTL → M10: Red Prime, Green Prime, HTL)로 물량 증가가 예상된다. 삼성디스플레이 QD-OLED 대형 투자와 소재 업체 선정도 구체화될 것이다. QD-OLED향으로 HTL 등 품질 테스트를 진행하고 있어 선정 기대감은 여전히 유효하다.

표1 덕산네오룩스 3Q19 Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	25.5	24.9	2.4	22.6	12.9	25.9	-1.5
영업이익	5.6	7.6	-25.7	3.9	43.0	6.6	-15.2
순이익	4.7	8.1	-41.7	3.9	20.6	6.2	-24.2
영업이익률(%)	22.0	30.3		17.4			
순이익률(%)	18.4	32.4		17.3			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 덕산네오룩스 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>19.3</b>	<b>22.6</b>	<b>25.5</b>	<b>27.1</b>	<b>25.9</b>	<b>27.3</b>	<b>32.0</b>	<b>31.6</b>	<b>90.7</b>	<b>94.6</b>	<b>116.8</b>	<b>133.6</b>
(% YoY)	-14.9	1.2	2.4	31	33.9	26.5	25.4	16.6	-9.7	4.3	23.5	14.4
(% QoQ)	-6.6	16.9	18.2	6.3	-4.5	5.4	17.2	-1.1				
Red Host	4.2	4.6	5.1	4.9	4.8	5.2	5.7	5.2	18.7	18.7	20.9	21.5
HTL 외	15.1	18.0	20.5	22.3	21	22.1	26.3	26.4	72.0	75.9	95.9	112.1
<b>제품별 비중(%)</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Red Host	21.7	20.4	19.8	17.9	18.7	19.1	17.7	16.4	20.6	19.5	17.9	16.1
HTL 외	78.3	79.6	80.2	82.1	81.3	80.9	82.3	83.6	79.4	80.5	82.1	83.9
<b>영업이익</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>	<b>5.6</b>	<b>6.2</b>	<b>3.9</b>	<b>5.3</b>	<b>7.8</b>	<b>8.7</b>	<b>20.3</b>	<b>17.3</b>	<b>25.7</b>	<b>30.9</b>
영업이익률(%)	11.1	17.4	22	23	15.1	19.3	24.5	27.5	22.4	18.5	22.0	23.2
(% YoY)	-41.2	-6.8	-25.7	27.2	81.9	34.3	39.7	39.2	10.4	-14.8	43.4	20.4
(% QoQ)	-56.3	82.7	69.8	11.4	-37.5	34.9	48.6	11.0				

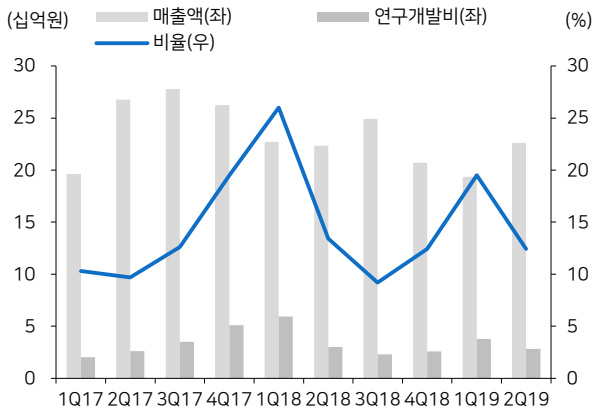
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 삼성디스플레이 OLED 소재 밸류체인

소재	공급 업체
EIL(Electron Injection Layer)	두산, Dow Chem
ETL(Electron Transport Layer)	LG화학, 삼성SDI
<b>Red Host</b>	<b>덕산네오룩스 Dw Chem</b>
Green Host	NSSC, 삼성SDI
Blue Host	Idemitsu Kosan, SFC
Red Dopant	UDC
Green Dopant	UDC
Blue Dopant	Idemitsu Kosan, SFC
<b>Red Prime</b>	<b>덕산네오룩스</b>
<b>Green Prime</b>	<b>덕산네오룩스, Merck</b>
Blue Prime	Idemitsu Kosan, SYRI
HTL(Hole Transport Layer)	덕산네오룩스, 두산솔루스
HIL(Hole Injection Layer)	덕산네오룩스, 삼성SDI

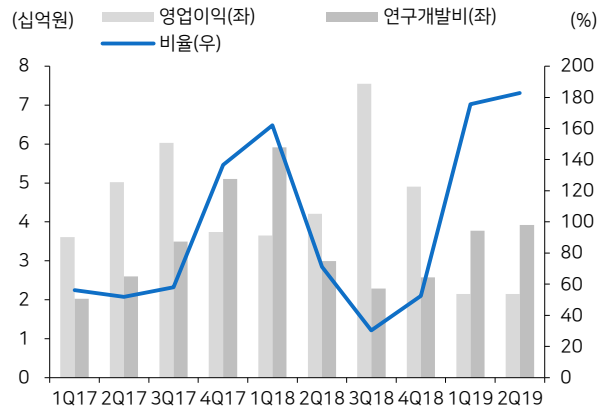
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 매출액, 연구개발비 추이



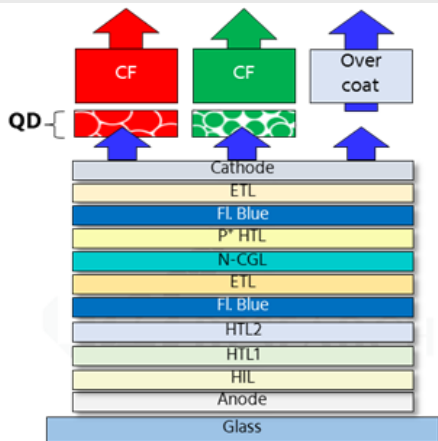
자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 영업이익, 연구개발비 추이



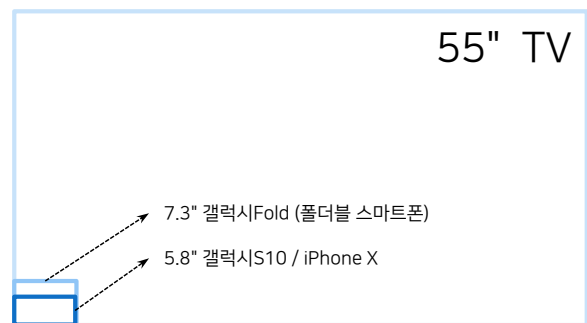
자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 QD-OLED 구조



자료: UBI Research, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 스마트폰, TV 면적 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 덕산네오룩스 (213420)

### Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>100.4</b>	<b>90.7</b>	<b>94.6</b>	<b>116.8</b>	<b>133.6</b>
매출액증가율 (%)	137.2	-9.7	4.3	23.5	14.4
매출원가	68.2	60.6	64.3	78.9	89.1
매출총이익	32.3	30.1	30.3	37.9	44.5
판매관리비	13.9	9.8	12.3	12.2	13.6
<b>영업이익</b>	<b>18.4</b>	<b>20.3</b>	<b>17.9</b>	<b>25.7</b>	<b>30.9</b>
영업이익률	18.3	22.4	19.0	22.0	23.2
금융손익	0.1	0.5	0.3	0.8	1.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	0.4	-0.4	-0.2	-0.2
세전계속사업이익	18.4	21.1	17.9	26.3	32.3
법인세비용	1.6	2.3	2.0	3.2	3.9
<b>당기순이익</b>	<b>16.8</b>	<b>18.8</b>	<b>15.9</b>	<b>23.1</b>	<b>28.4</b>
지배주주지분 순이익	16.8	18.8	15.9	23.1	28.4

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>19.8</b>	<b>8.2</b>	<b>19.6</b>	<b>25.1</b>	<b>29.1</b>
당기순이익(손실)	16.8	18.8	15.9	23.1	28.4
유형자산상각비	3.3	3.6	4.2	5.3	6.1
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-6.4	-15.5	-0.2	-3.5	-5.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-0.8</b>	<b>-17.7</b>	<b>-26.5</b>	<b>-18.7</b>	<b>-16.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-10.4	-6.4	-10.0	-16.0	-12.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-11.5	-3.7	-2.6	-4.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-3.3</b>	<b>0.2</b>	<b>0.3</b>
차입금의 증감	0.0	0.7	0.9	0.2	0.3
자본의 증가	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	18.5	-9.6	-10.4	6.6	13.1
기초현금	29.3	47.7	38.2	27.8	34.4
기말현금	47.7	38.2	27.8	34.4	47.5

### Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	<b>76.7</b>	<b>72.1</b>	<b>72.3</b>	<b>86.3</b>	<b>111.0</b>
현금및현금성자산	47.7	38.2	27.8	34.4	47.5
매출채권	6.6	7.8	10.2	11.9	14.5
재고자산	17.9	23.5	30.7	35.8	43.9
<b>비유동자산</b>	<b>72.5</b>	<b>88.2</b>	<b>110.3</b>	<b>123.5</b>	<b>133.4</b>
유형자산	42.4	45.5	51.4	62.1	68.0
무형자산	29.5	30.6	30.6	30.5	30.4
투자자산	0.5	12.0	15.7	18.3	22.5
<b>자산총계</b>	<b>149.2</b>	<b>160.3</b>	<b>182.6</b>	<b>209.7</b>	<b>244.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>19.6</b>	<b>13.7</b>	<b>17.6</b>	<b>20.4</b>	<b>24.7</b>
매입채무	8.1	4.8	6.3	7.3	8.9
단기차입금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>7.2</b>	<b>5.7</b>	<b>8.2</b>	<b>9.4</b>	<b>11.4</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>26.8</b>	<b>19.4</b>	<b>25.8</b>	<b>29.8</b>	<b>36.1</b>
자본금	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	93.8	93.8	93.8	93.8	93.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	23.6	42.1	58.0	81.1	109.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>122.5</b>	<b>141.0</b>	<b>156.8</b>	<b>180.0</b>	<b>208.3</b>

### Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	4,182	3,777	3,939	4,865	5,565
EPS(지배주주)	699	784	662	963	1,182
CFPS	1,063	973	929	1,278	1,545
EBITDAPS	904	998	928	1,298	1,547
BPS	5,101	5,870	6,532	7,495	8,677
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	35.2	18.1	33.1	22.7	18.5
PCR	23.1	14.6	23.6	17.1	14.2
PSR	5.9	3.8	5.6	4.5	3.9
PBR	4.8	2.4	3.4	2.9	2.5
EBITDA	21.7	24.0	22.3	31.2	37.2
EV/EBITDA	25.0	12.7	22.5	15.8	12.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.5	14.3	10.7	13.7	14.6
EBITDA 이익률	21.6	26.4	23.6	26.7	27.8
부채비율	21.9	13.7	16.4	16.6	17.3
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	890.0	1,132.1	858.9	1,360.7	1,543.8
매출채권회전율(x)	22.6	12.6	10.5	10.6	10.1
재고자산회전율(x)	8.2	4.4	3.5	3.5	3.4

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**덕산네오룩스 (213420) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

