



하나금융그룹

2019년 11월 12일 | Equity Research

덕산네오룩스 (213420)

역대 최대 분기 매출, 2020년 기대감 상승

3Q19 Review : 매출 성장, 마진은 소폭 하락

2019년 3분기 실적은 매출 282억원(YoY +13%, QoQ +25%), 영업이익 55억원(YoY -27%, QoQ +40%)로 전분기 및 전년 동기 대비 매출이 크게 성장했으나 영업이익률이 소폭 하락했다. 1) 2018년 하반기에는 중국 패널 메이커들의 R&D 라인 가동에 따른 샘플 매출 증가로 마진이 단기 상승했으나 당해 분기의 경우 중국 고객사들의 수율 저하 문제로 가동률 상승이 예상보다 더디게 진행됨에 따라 중국향 매출 성장이 더뎠고, 2) 삼성디스플레이향 중저가 모델 제품 비중이 상승함에 따라 영업이익률이 하락한 것으로 추정된다. 다만 분기 기준 매출은 상장 이후 최고를 기록하며 OLED 생태계 확장에 따른 낙수 효과가 지속됐다.

2020년 EPS 성장을 +61% 전망

2020년 실적은 매출 1,243억원(YoY +31%), 영업이익 266억원(YoY +58%)으로 가파른 성장이 전망된다. 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 본격화 및 2020년 하반기부터 매출 반영 가능성, 3) 2020년 애플 신규 모델 전량 OLED 패널 탑재 및 삼성전자 폴더블 스마트폰 판매량 확대 등 영향으로 견조한 실적 성장이 전망된다.

향후 실적 추정치 상향 여력 충분

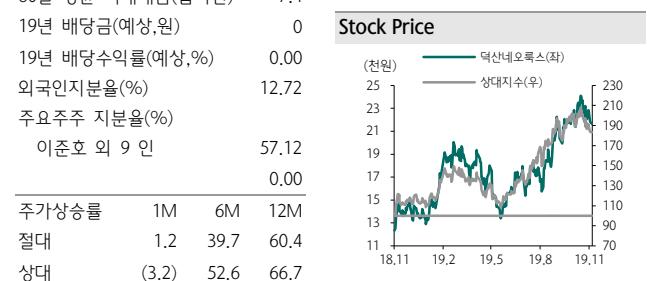
덕산네오룩스에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 31,000원을 유지한다. 목표주가는 2020년 예상 EPS에 최근 3년 평균 PER 29배를 적용하여 산출하였다. Universal Display가 Trailing PER 72배, 12M Fwd PER 42배를 부여 받고 있는 상황에서 국내 유일한 OLED 유기 재료 전문 업체인 덕산네오룩스의 Multiple 역시 UDC와의 Valuation Gap을 메워나갈 것으로 전망한다. 특히 2020년 삼성 QD-OLED 라인 가동 및 중국 Flexible OLED CAPA 가동에 따른 실적 추정치 상향 여력 크다는 점에서 가격 매력 역시 높아질 것으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 31,000원 | CP(11월 11일): 21,650원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	661.37		
52주 최고/최저(원)	24,100/12,900	93.4	117.9
시가총액(십억원)	519.8	17.4	25.9
시가총액비중(%)	0.22	16.1	23.4
발행주식수(천주)	24,010.0	EPS(원)	671 974
60일 평균 거래량(천주)	351.5	BPS(원)	6,541 7,504
60일 평균 거래대금(십억원)	7.4		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	12.72		
주요주주 지분율(%)			
이준호 외 9 인	57.12		
0.00			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	1.2 39.7 60.4		
상대	(3.2) 52.6 66.7		



Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	100.4	90.7	94.6	124.3	156.1
영업이익	십억원	18.4	20.3	16.8	26.6	33.0
세전이익	십억원	18.4	21.1	17.4	28.0	35.0
순이익	십억원	16.8	18.8	15.8	25.4	31.7
EPS	원	699	784	658	1,060	1,320
증감률	%	258.5	12.2	(16.1)	61.1	24.5
PER	배	35.22	18.12	32.93	20.43	16.40
PBR	배	4.82	2.42	3.31	2.85	2.43
EV/EBITDA	배	24.95	12.69	23.51	15.53	12.23
ROE	%	14.52	14.28	10.61	15.02	16.00
BPS	원	5,107	5,876	6,534	7,594	8,913
DPS	원	0	0	0	0	0



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

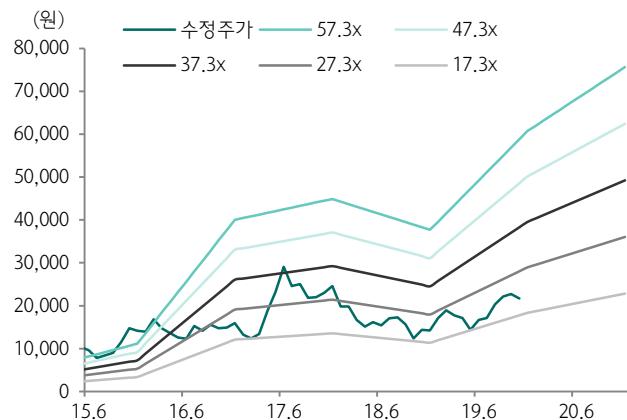
표 1. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	22.7	22.3	24.9	20.7	19.3	22.6	28.2	24.5	90.7	94.6	124.3
YoY	16%	-16%	-10%	-21%	-15%	1%	13%	18%	-10%	4%	31%
QoQ	-13%	-2%	12%	-17%	-7%	17%	25%	-13%			
HTL & R-Prime	17.6	16.8	19.5	18.3	15.1	17.9	22.3	20.5	72.1	75.9	100.7
Red Host	5.1	5.6	5.4	2.4	4.2	4.7	5.9	4.0	18.6	18.7	23.6
영업이익	3.6	4.2	7.5	4.9	2.2	3.9	5.5	5.2	20.3	16.8	26.6
YoY	1%	-16%	25%	31%	-41%	-7%	-27%	7%	10%	-17%	58%
QoQ	-2%	15%	79%	-35%	-56%	83%	40%	-5%			
영업이익률	16.1%	18.8%	30.3%	23.7%	11.1%	17.4%	19.5%	21.4%	18.3%	17.8%	21.4%

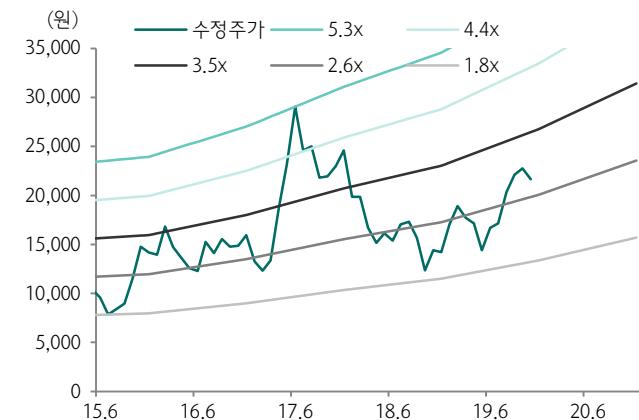
자료: 하나금융투자

그림 3. 덕산네오룩스 12M Fwd PER 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 4. 덕산네오룩스 12M Fwd PBR 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

폴더블 디바이스와 OLED TV의 이중주

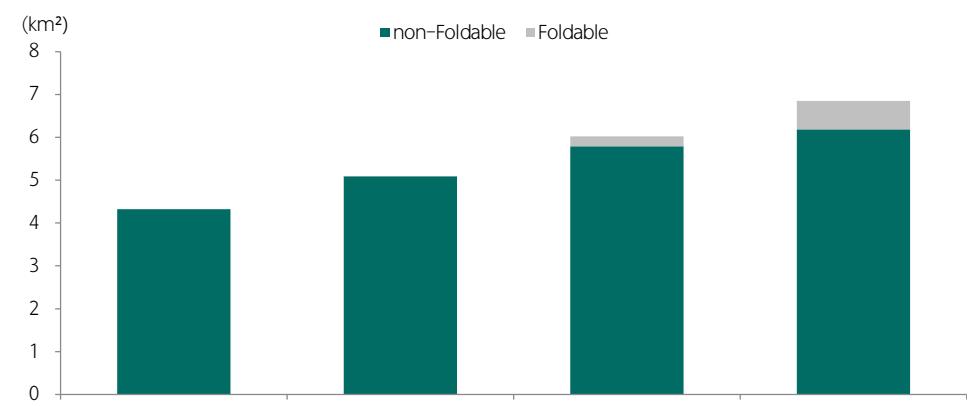
폴더블 디바이스 출시에 따른
삼성디스플레이 모바일 OLED 패널
출하 면적 증가 수혜

삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 면적은 향후 폴더블 디바이스 출시와 함께 그 증가 추세가 더욱 가속화될 전망이다. 2018년 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 약 4.2억대(Flexible 1.5억대, Rigid 2.7억대)로 추정된다. 하이엔드~미들엔드 스마트폰 시장 평균 사이즈인 5.8인치(가로길이 7cm, 세로길이 14.7cm)를 기준으로 면적 계산시(대당 면적 103cm²) 삼성디스플레이의 2018년 모바일 OLED 패널 출하면적은 약 4.3km²다. 향후 삼성디스플레이의 OLED 패널 출하 대수는 2019년 4.8억대, 2020년 5.3억대, 2021년 5.5억대로 증가할 전망이며 평균 인치 상승에 따라 출하 면적은 2019년 5.1km², 2020년 5.8km², 2021년 6.2km²로 증가할 전망이다.

한편, Unit 기준 1대당 면적이 스마트폰 대비 100배 증가하는 OLED TV(5.8 인치 스마트폰 및 65인치 TV 기준) 면적 감안하면 OLED 소재 수요는 폭발적으로 증가할 전망이다. LG디스플레이가 유일한 플레이어였던 OLED TV 패널 시장은 출하면적 기준 성장률이 최근 4년간 지속적으로 하락해왔으나 전년대비 성장률은 2019년부터 매년 +31% → +79% → +106%로 성장폭이 가파르게 확대될 전망이다.

그림 1. 삼성디스플레이 Flexible OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

삼성디스플레이 모바일 OLED 패널
출하면적 전망 :
2018년 4.3km² → 2021년 6.9km²

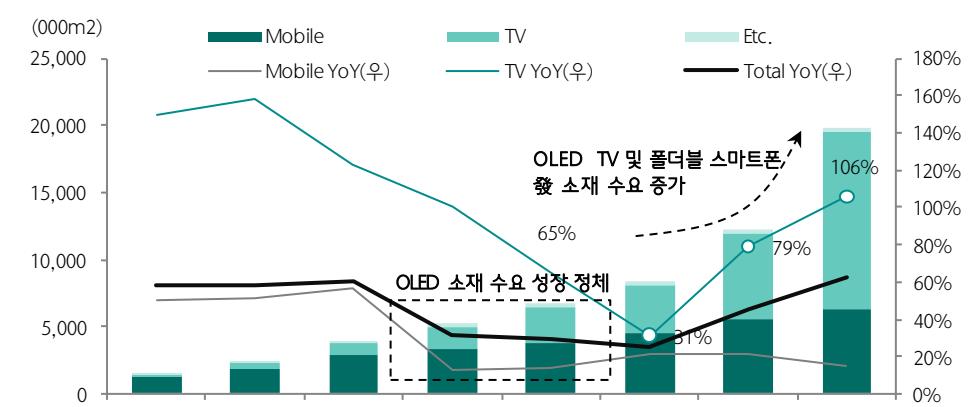


자료: 하나금융투자

그림 2. Application별 OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

2019년을 기점으로 하여 OLED
패널 출하 면적 증가율 반등 전망

OLED TV 및 폴더블 스마트폰
중심으로 OLED 소재 수요 증가 전
망



자료: IHS, DSCC, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	100.4	90.7	94.6	124.3	156.1
매출원가	68.2	60.6	65.9	81.7	103.2
매출총이익	32.2	30.1	28.7	42.6	52.9
판관비	13.9	9.8	11.9	16.0	20.0
영업이익	18.4	20.3	16.8	26.6	33.0
금융순익	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	17.4	28.0	35.0
법인세	1.6	2.3	1.6	2.6	3.3
계속사업이익	16.8	18.8	15.8	25.4	31.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	16.8	18.8	15.8	25.4	31.7
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	16.8	18.8	15.8	25.4	31.7
지배주주지분포괄이익	17.0	18.5	15.8	25.4	31.7
NOPAT	16.8	18.1	15.3	24.2	29.9
EBITDA	21.7	24.0	20.8	30.7	37.0
성장성(%)					
매출액증가율	137.4	(9.7)	4.3	31.4	25.6
NOPAT증가율	309.8	7.7	(15.5)	58.2	23.6
EBITDA증가율	197.3	10.6	(13.3)	47.6	20.5
영업이익증가율	371.8	10.3	(17.2)	58.3	24.1
(지배주주)순이익증가율	257.4	11.9	(16.0)	60.8	24.8
EPS증가율	258.5	12.2	(16.1)	61.1	24.5
수익성(%)					
매출총이익률	32.1	33.2	30.3	34.3	33.9
EBITDA이익률	21.6	26.5	22.0	24.7	23.7
영업이익률	18.3	22.4	17.8	21.4	21.1
계속사업이익률	16.7	20.7	16.7	20.4	20.3

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	699	784	658	1,060	1,320
BPS	5,107	5,876	6,534	7,594	8,913
CFPS	1,063	972	890	1,278	1,541
EBITDAPS	904	998	866	1,278	1,541
SPS	4,182	3,777	3,941	5,179	6,503
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	35.2	18.1	32.9	20.4	16.4
PBR	4.8	2.4	3.3	2.9	2.4
PCFR	23.1	14.6	24.3	16.9	14.0
EV/EBITDA	25.0	12.7	23.5	15.5	12.2
PSR	5.9	3.8	5.5	4.2	3.3
재무비율(%)					
ROE	14.5	14.3	10.6	15.0	16.0
ROA	12.5	12.2	9.4	13.2	14.0
ROIC	21.7	19.6	13.9	19.5	22.7
부채비율	21.9	13.7	12.6	14.7	14.5
순부채비율	(39.8)	(26.1)	(19.7)	(23.6)	(31.4)
이자보상배율(배)	890.0	1,132.1	702.3	1,070.7	1,100.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	76.7	72.1	73.3	101.3	134.8
금융자산	49.8	38.5	33.5	45.9	70.3
현금성자산	47.7	38.2	33.1	45.4	69.7
매출채권 등	6.9	7.9	9.4	13.0	15.2
재고자산	17.9	23.5	27.8	38.6	45.0
기타유동자산	2.1	2.2	2.6	3.8	4.3
비유동자산	72.5	88.2	103.2	107.7	110.0
투자자산	0.5	12.0	14.2	19.7	23.0
금융자산	0.5	12.0	14.2	19.7	23.0
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	12.7	12.6
자산총계	149.2	160.3	176.5	209.0	244.8
유동부채	19.6	13.7	12.3	16.7	19.3
금융부채	1.0	1.7	1.8	2.2	2.4
매입채무 등	15.7	8.7	10.3	14.4	16.8
기타유동부채	2.9	3.3	0.2	0.1	0.1
비유동부채	7.1	5.7	7.5	10.1	11.6
금융부채	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7
기타비유동부채	7.1	5.7	6.8	9.4	10.9
부채총계	26.8	19.4	19.8	26.8	30.9
지배주주지분	122.5	140.9	156.7	182.2	213.9
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	57.8	83.3	115.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	122.5	140.9	156.7	182.2	213.9
순금융부채	(48.8)	(36.8)	(30.9)	(43.0)	(67.2)

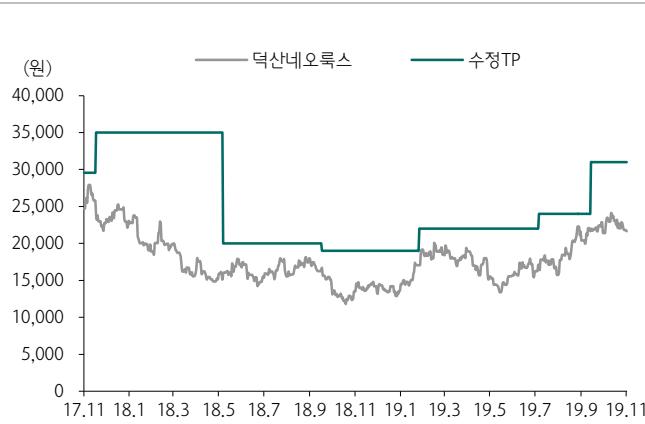
현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	19.7	8.2	17.4	20.6	30.4
당기순이익	16.8	18.8	15.8	25.4	31.7
조정	9.3	4.9	3.5	4.1	3.9
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)	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채	(6.4)	(15.5)	(1.9)	(8.9)	(5.2)
투자활동 현금흐름	(0.8)	(17.7)	(18.9)	(8.7)	(6.3)
투자자산감소(증가)	0.1	(11.5)	(2.2)	(5.5)	(3.3)
유형자산감소(증가)	(10.4)	(6.4)	(4.0)	(3.0)	(3.0)
기타	9.5	0.2	(12.7)	(0.2)	0.0
재무활동 현금흐름	(0.0)	0.0	(3.4)	0.3	0.2
금융부채증가(감소)	0.0	0.7	0.9	0.3	0.2
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.7)	(4.3)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	18.4	(9.6)	(5.0)	12.2	24.3
Unlevered CFO	25.5	23.3	21.4	30.7	37.0
Free Cash Flow	9.3	1.7	13.4	17.6	27.4



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

덕산네오룩스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			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	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 입력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 11월 12일 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.

