



BUY(Reinitiate)

목표주가: 28,000원
주가(11/21): 20,700원
시가총액: 4,970억원

반도체 / 디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com

RA 김소원

02) 3787-4736 sowonkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (11/21)	635.99pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	24,100원	12,900원	
최고/최저 대비 등락률	-14.1%	60.5%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-14.1%	-12.3%
	6M	44.8%	60.2%
	1Y	60.5%	74.3%

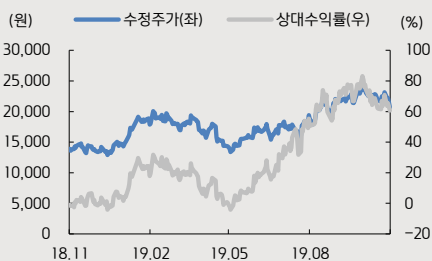
Company Data

발행주식수	24,010천주	
일평균 거래량(3M)	327천주	
외국인 지분율	12.1%	
배당수익률(19E)	0.0%	
BPS(19E)	6,552원	
주요 주주	이준호 외 9인	57.1%

투자지표

(억원)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	1,004	907	955	1,128
영업이익	184	203	165	207
EBITDA	217	240	208	262
세전이익	184	211	180	212
순이익	168	188	167	192
지배주주지분순이익	168	188	167	192
EPS(원)	699	784	696	801
증감률(% YoY)	259	12	-11	15
PER(배)	35.2	18.1	29.8	25.9
PBR(배)	4.82	2.42	3.2	2.8
EV/EBITDA(배)	25.0	12.7	22.0	17.4
영업이익률(%)	18.3	22.4	17.3	18.4
ROE(%)	14.5	14.3	11.2	11.5
순차입금비율(%)	-39.2	-25.2	-25.2	-23.9

Price Trend



덕산네오룩스 (213420)

소재 공급 다변화 성공



4Q19 영업이익 50억원(-10%QoQ, +1%YoY) 전망. 갤럭시S11에 적용될 신규 소재 구조(M10)의 출하가 본격화되고, 중저가형 제품의 출하도 안정적인 것으로 예상되기 때문. 2020년에는 OLED 가동률 상승과 QD-OLED TV 출시 영향으로, 207억원(+25%YoY)의 사상 최대의 영업이익을 기록할 것으로 판단. 신규 소재 구조(M10)의 매출 확대가 본격화되는 올 연말/연초를 비중 확대 적기라고 판단하며, 목표주가 28,000원으로 커버리지를 재개함.

>>> 4Q19 영업이익 50억원 전망

4Q19 실적은 매출액 254억원(-10%QoQ, +23%YoY), 영업이익 50억원(-10%QoQ, +1%YoY)으로, 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 계절적 비수 기임에도 불구하고, 내년도 갤럭시S 시리즈 등에 적용될 신규 소재 구조(M10)의 실적이 반영되기 시작할 것으로 예상하기 때문이다. 또한 지난 3Q19부터 공급되기 시작한 M8 소재 역시 갤럭시 A 시리즈와 중국 스마트폰 업체들로 꾸준히 판매되며, 안정적인 실적에 기여할 것으로 보인다.

>>> Green Prime 국산화 및 QD-OLED 투자 수혜

2020년에는 매출액 1,128억원(+18%YoY), 영업이익 207억원(+25%YoY)으로, 사상 최대 실적을 기록할 것으로 전망된다. 갤럭시S와 아이폰 신제품에 HTL, Red Prime, Green Prime을 공급하기 시작하며, 올해(HTL, Red Prime) 대비 공급하는 소재의 개수가 늘어날 것으로 예상되기 때문이다. 이 중 Green Prime의 경우 경쟁사인 Merck가 그간 독점 공급해왔던 소재이나, 덕산네오룩스가 대체한 것으로 파악된다. 갤럭시S와 같은 flagship 제품에 Green Prime을 공급함에 따라, 향후 중국 고객들로의 다변화 가능성도 더욱 높아졌다. 고객사 다변화에 성공 시 소재 채택 불발로 인한 실적 변동 폭도 대폭 줄어들 것으로 기대된다. 내년 연말부터는 삼성디스플레이의 QD-OLED TV에도 소재(HTL 등)를 공급하기 시작하며, 중장기적 실적 성장이 지속될 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 28,000원 제시

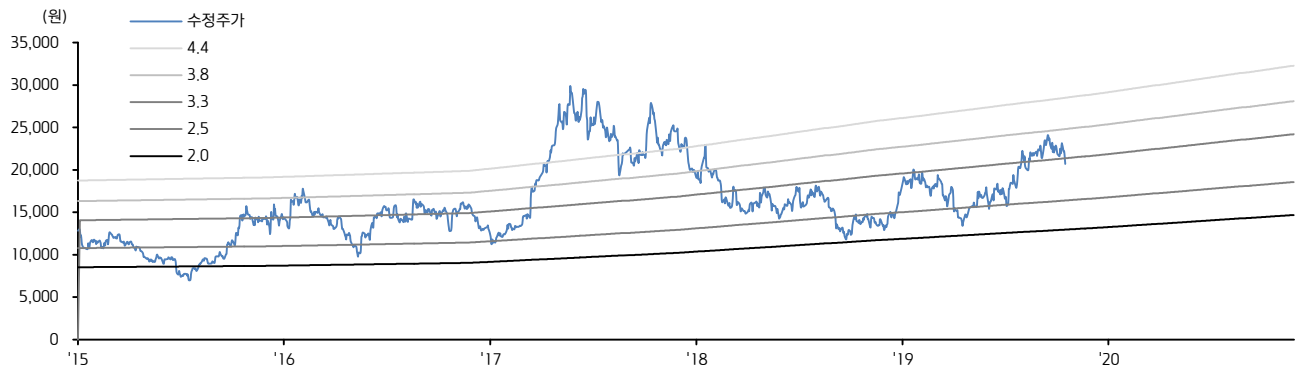
2020년에는 차세대 아이폰을 포함한 스마트폰 시장 내에서 OLED 패널의 침투율이 확대되고, 2021년부터는 고객사의 QD-OLED TV 라인 가동이 본격화될 전망이다. 해당 라인들에 소재를 공급하는 덕산네오룩스의 실적도 소재 구조 변경에 따른 변동성은 일부 발생하겠지만, QD-OLED TV 시장 개화에 따른 구조적인 성장이 나타날 가능성이 더욱 높다고 판단된다. 동사의 주가는 삼성디스플레이의 신규 라인(A5) 증설 기대감이 반영되며, 직전 3개월 대비 최대 36% 급등 후 기간 조정을 보이고 있다. 당사는 신규 소재 구조의 매출 확대가 본격화되는 올 연말/연초를 동사에 대한 중장기적인 비중 확대 적기라고 판단한다. 목표주가 28,000원으로 커버리지를 재개한다.

덕산네오룩스 연결실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E
매출액	193.4	226.1	281.9	253.9	236.7	268.7	316.6	306.4	906.9	955.2	1128.3
%QoQ / %YoY	-7%	17%	25%	-10%	-7%	14%	18%	-3%	-10%	5%	18%
HTL & Prime	149.4	173.5	215.3	203.5	190.3	220.0	258.7	262.5	683.9	741.7	931.5
Red Host 등	44.0	52.6	66.6	50.4	46.3	48.7	58.0	43.8	223.0	213.6	196.8
매출원가	142.5	158.3	195.4	176.0	172.3	185.7	213.8	212.4	605.9	672.2	784.2
매출원가율	74%	70%	69%	69%	73%	69%	68%	69%	67%	70%	70%
매출총이익	50.9	67.8	86.5	77.9	64.4	83.0	102.8	94.0	301.1	283.0	344.1
판매비와관리비	29.4	28.6	31.5	28.2	29.6	28.8	41.8	36.8	97.9	117.7	137.0
영업이익	21.5	39.2	55.0	49.7	34.8	54.2	61.0	57.2	203.2	165.4	207.2
%QoQ / %YoY	-56%	83%	40%	-10%	-30%	56%	13%	-6%	10%	-19%	25%
영업이익률	11%	17%	19%	20%	15%	20%	19%	19%	22%	17%	18%
법인세차감전손익	22.6	38.0	69.2	50.4	34.7	55.6	66.6	54.9	211.4	180.2	211.8
법인세비용	2.5	-1.1	1.6	10.1	3.4	-0.9	2.0	15.1	23.2	13.1	19.5
당기순이익	20.1	39.0	67.6	40.3	31.3	56.5	64.6	39.9	188.1	167.0	192.2
당기순이익률	10%	17%	24%	16%	13%	21%	20%	13%	21%	17%	17%

자료: 키움증권 리서치센터

덕산네오룩스 12개월 Trailing P/B Chart



자료: 키움증권 리서치센터

덕산네오룩스 6개월 목표주가: 28,000원 제시

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Sales [십억원]	907	955	1,128	1,531	1,952	2,372
Growth	-9.7%	5.3%	18.1%	35.7%	27.5%	21.5%
EPS [원]	784	696	801	1,144	1,501	1,872
Growth	12.2%	-11.2%	15.1%	42.9%	31.2%	24.7%
BPS [원]	5,870	6,552	7,338	8,467	9,954	11,812
Growth	15.1%	11.6%	12.0%	15.4%	17.6%	18.7%
ROCE(Return On Common Equity)	14.3%	11.2%	11.5%	14.5%	16.3%	17.2%
COE(Cost of Equity)	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
Residual Earnings(ROCE-COE)	7.7%	4.6%	4.9%	7.9%	9.7%	10.6%
PV of Residual Earnings		268	302	514	692	839
Equity Beta	0.7					
Risk Free Rate	1.7%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	6.6%					
Continuing Value	24,021					
Beginning Common Shareholders' Equity	5,870					
PV of RE for the Forecasting Period	2,615					
PV of Continuing Value	17,454					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	27,650					

주: Equity Beta는 월간 Beta 평균, Risk Free Rate은 10년물 국채 수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이하 7% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

OLED 소재 Supply Chain

Layer	Company
EIL	두산전자(비상장), Dow Chemical
ETL	Tosoh, LG 화학
aETL	두산전자(비상장)
Red Host	덕산네오룩스, Dow Chemical
Red Dopant	UDC
Red Prime	덕산네오룩스, LG 화학, Tosoh
Green Host	NSCC, 삼성 SDI, 화성전자(비상장)
Green Dopant	UDC
Green Prime	덕산네오룩스, Merck
Blue Host	Idemitsu Kosan, SFC
Blue Dopant	Idemitsu Kosan, SFC, Samsung Yokohama R&D Institute
Blue Prime	덕산네오룩스, Idemitsu Kosan, SFC
HTL	덕산네오룩스, 두산전자, Idemitsu Kosan, Hodogaya, Merck

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,004	907	955	1,128	1,531
매출원가	682	606	672	784	1,064
매출총이익	322	301	283	344	467
판매비	139	98	118	137	167
영업이익	184	203	165	207	300
EBITDA	217	240	208	262	368
영업외손익	0	8	15	5	3
이자수익	6	8	7	7	9
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	2	23	7	9	12
외환관련손실	10	5	4	4	4
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	2	-18	5	-7	-14
법인세차감전이익	184	211	180	212	303
법인세비용	16	23	13	20	28
계속사업순손익	168	188	167	192	275
당기순이익	168	188	167	192	275
지배주주순이익	168	188	167	192	275
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	137.2	-9.7	5.3	18.1	35.7
영업이익 증감율	368.7	10.3	-18.7	25.5	44.9
EBITDA 증감율	196.5	10.6	-13.3	26.0	40.5
지배주주순이익 증감율	259.4	11.9	-11.2	15.0	43.2
EPS 증감율	258.8	12.2	-11.2	15.1	42.9
매출총이익율(%)	32.1	33.2	29.6	30.5	30.5
영업이익률(%)	18.3	22.4	17.3	18.4	19.6
EBITDA Margin(%)	21.6	26.5	21.8	23.2	24.0
지배주주순이익률(%)	16.7	20.7	17.5	17.0	18.0

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	767	721	781	866	1,148
현금 및 현금성자산	477	382	426	450	592
단기금융자산	21	3	0	0	0
매출채권 및 기타채권	69	79	83	99	134
재고자산	179	235	247	292	396
기타유동자산	21	22	25	25	26
비유동자산	725	882	969	1,072	1,077
투자자산	5	120	120	120	120
유형자산	423	455	541	641	643
무형자산	295	306	308	310	313
기타비유동자산	2	1	0	1	1
자산총계	1,492	1,603	1,750	1,938	2,226
유동부채	196	137	120	120	136
매입채무 및 기타채무	157	87	71	70	86
단기금융부채	13	25	25	25	25
기타유동부채	26	25	24	25	25
비유동부채	71	57	57	57	57
장기금융부채	4	5	5	5	5
기타비유동부채	67	52	52	52	52
부채총계	268	194	177	177	193
지배지분	1,225	1,409	1,573	1,762	2,033
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	938	938	938	938	938
기타자본	3	3	3	3	3
기타포괄손익누계액	0	0	-3	-7	-10
이익잉여금	236	421	588	780	1,055
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,225	1,409	1,573	1,762	2,033

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	197	82	152	161	195
당기순이익	168	188	167	192	275
비현금항목의 가감	88	45	25	44	65
유형자산감가상각비	32	36	40	52	66
무형자산감가상각비	1	1	2	2	2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	55	8	-17	-10	-3
영업활동자산부채증감	-64	-155	-34	-62	-125
매출채권및기타채권의감소	-45	-12	-4	-15	-35
재고자산의감소	-113	-56	-12	-45	-104
매입채무및기타채무의증가	57	-33	-16	-1	16
기타	37	-54	-2	-1	-2
기타현금흐름	5	4	-6	-13	-20
투자활동 현금흐름	-8	-177	-133	-163	-80
유형자산의 취득	-104	-64	-126	-153	-69
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	-2	-9	-4	-5	-5
투자자산의감소(증가)	1	-115	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	103	18	3	0	0
기타	-6	-7	-6	-5	-6
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	0	26	26	26
현금 및 현금성자산의 순증가	184	-96	44	25	141
기초현금 및 현금성자산	293	477	382	426	450
기말현금 및 현금성자산	477	382	426	450	592

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	699	784	696	801	1,144
BPS	5,101	5,870	6,552	7,338	8,467
CFPS	1,063	972	801	985	1,414
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	35.2	18.1	29.8	25.9	18.1
PER(최고)	44.8	32.6	34.8		
PER(최저)	15.8	14.5	18.1		
PBR	4.82	2.42	3.16	2.82	2.44
PBR(최고)	6.14	4.35	3.69		
PBR(최저)	2.17	1.93	1.92		
PSR	5.88	3.76	5.20	4.40	3.25
PCFR	23.1	14.6	25.8	21.0	14.6
EV/EBITDA	25.0	12.7	22.0	17.4	12.0
주요비율(%)					
배당성향(%(보통주, 현금))	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(%(보통주, 현금))	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	12.5	12.2	10.0	10.4	13.2
ROE	14.5	14.3	11.2	11.5	14.5
ROIC	23.8	20.8	14.6	15.8	20.3
매출채권회전율	21.0	12.3	11.7	12.4	13.2
재고자산회전율	8.2	4.4	4.0	4.2	4.5
부채비율	21.9	13.7	11.3	10.0	9.5
순차입금비율	-39.2	-25.2	-25.2	-23.9	-27.6
이자보상배율	890.0	1,132.1	921.2	1,154.2	1,669.6
총차입금	18	30	30	30	30
순차입금	-480	-355	-397	-421	-562
NOPLAT	217	240	208	262	368
FCF	45	-5	31	23	142

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 11월 21일 현재 '덕산네오룩스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

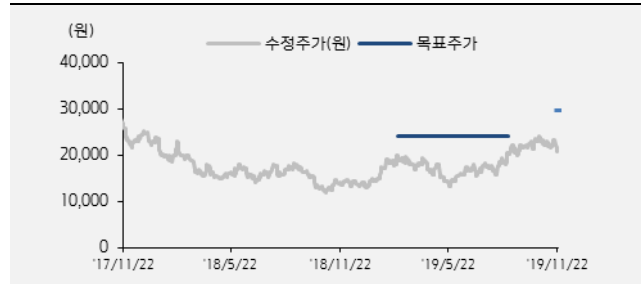
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
덕산네오룩스	2019-02-27	BUY(Initiate)	24,000원	6개월	-22.43	0.42
(213420)	2019-11-22	BUY(Reinitiate)	28,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%