

2020. 1. 21



▲ 스몰캡

Analyst 이상현

02. 6454-4877

sang-hyun.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 33,000 원

현재주가 (1.20) 29,200 원

상승여력 13.0%

KOSDAQ 683.47pt

시가총액 7,011억원

발행주식수 2,401만주

유동주식비율 42.86%

외국인비중 17.19%

52주 최고/최저가 29,400원/13,400원

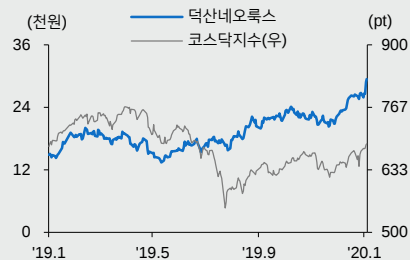
평균거래대금 55.8억원

주요주주(%)

이준호 외 9 인 57.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	24.5	64.0	97.3
상대주가	18.4	61.8	101.0

주가그래프



덕산네오룩스 213420

Q의 확대

- ✓ 4Q19 매출액 285억원(+37.7% YoY), 영업이익 65억원(+31.5% YoY)을 예상
- ✓ 2020년 매출액 1,240억원(+25.7% YoY), 영업이익 277억원(+53.5% YoY)으로 공급 품목수 확대에 따른 실적 증가를 전망
- ✓ 1H20 SDC의 QD디스플레이 재료 선정, A5 투자 기대감으로 주가를 리레이팅 예상
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 33,000원으로 상향

4Q19 Preview: 컨센서스 상회 예상

4Q19 매출액 285억원(+37.7% YoY), 영업이익 65억원(+31.5% YoY, 영업이익률 22.6%)을 예상한다. 삼성전자 플래그십 스마트폰 생산에 'M10' 적용으로 공급 품목 수 증가와 Apple OLED 적용 모델의 출하가 맞물린 영향이다.

* M10: 플래그십 스마트폰용 OLED 재료구조 명칭

2020년 실적 턴어라운드 전망

2020년 매출액 1,240억원(+25.7% YoY), 영업이익 277억원(+53.5% YoY, 영업이익률 22.3%)을 전망한다. 실적 증가의 요인은 플래그십 스마트폰용 OLED 재료의 공급 품목수 확대와 Apple도 독자적인 OLED 재료구조에서 벗어나 삼성전자와 동일한 재료구조 선정으로 물량 증가가 전망된다.

* Flagship: '19년 M9(Red Prime, HTL) → '20년 M10(Red Prime, Green Prime, HTL)

Apple: '19년 LT2(Red Prime, HTL) → '20년 M10(Red Prime, Green Prime, HTL)

투자의견 Buy 유지, 적정주가 26,000원 → 33,000원으로 상향

공급 품목 확대로 실적 성장을 반영하여 최근 한 달간 주가는 24% 상승했다. 1H20 SDC의 QD디스플레이 재료선정과 A5 투자 시기에 맞춰 지속적인 실적 성장으로 주가 리레이팅을 예상한다. 투자의견 Buy, 적정주가 33,000원으로 상향한다. 적정주가는 '20년 예상 EPS(1,109원)에 적정 PER 30.4배를 적용하였다. 적정 PER은 공급 품목수 확대로 137%의 매출액 증가를 보였던 '16년, '17년 12M Fwd PER의 평균이다.

(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	98.7	18.0	17.8	742	-5.3	6,612	35.5	4.0	27.4	11.9	17.0
2020E	124.0	27.7	26.6	1,106	49.1	7,718	26.4	3.8	20.4	15.4	17.8
2021E	156.7	36.5	34.8	1,447	30.9	9,165	20.2	3.2	15.6	17.1	19.1

표1 덕산네오룩스 4Q19 Preview

(십억원)	4Q19E	4Q18	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	28.5	20.7	37.7	28.2	1.2	25.8	10.6
영업이익	6.5	4.9	31.5	5.5	17.4	5.1	26.6
순이익	5.1	3.3	57.9	6.8	-24.0	4.0	28.3
영업이익률(%)	22.6	23.7		19.5			
순이익률(%)	18.0	15.7		24.0			

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 덕산네오룩스 실적 테이블

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	19.3	22.6	28.2	28.5	26.0	27.1	35.5	35.3	90.7	98.7	124.0	156.7
(% YoY)	-14.9	1.2	13.1	37.7	34.6	20.0	26.0	23.7	-9.7	8.8	25.7	26.4
(% QoQ)	-6.6	16.9	24.7	1.2	-8.7	4.2	31.0	-0.7				
Red Host	4.2	4.6	5.8	4.9	5.3	5.6	5.8	5.5	18.7	19.5	22.2	21.0
HTL 외	15.1	18.0	22.4	23.7	20.7	21.5	29.7	29.8	72.0	79.1	101.7	135.7
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	21.7	20.4	20.7	17.1	20.4	20.7	16.4	15.6	20.6	19.8	17.9	13.4
HTL 외	78.3	79.6	79.3	82.9	79.6	79.3	83.6	84.4	79.4	80.2	82.1	86.6
영업이익	2.1	3.9	5.5	6.5	5.5	5.8	8.3	8.0	20.3	18.0	27.7	36.5
영업이익률(%)	11.1	17.4	19.5	22.6	21.1	21.6	23.5	22.6	22.4	18.3	22.3	23.3
(% YoY)	-41.2	-6.8	-27.2	31.5	155.6	49.0	51.6	23.8	10.4	-11.3	53.5	31.9
(% QoQ)	-56.3	82.7	40.1	17.4	-15.0	6.5	42.5	-4.2				

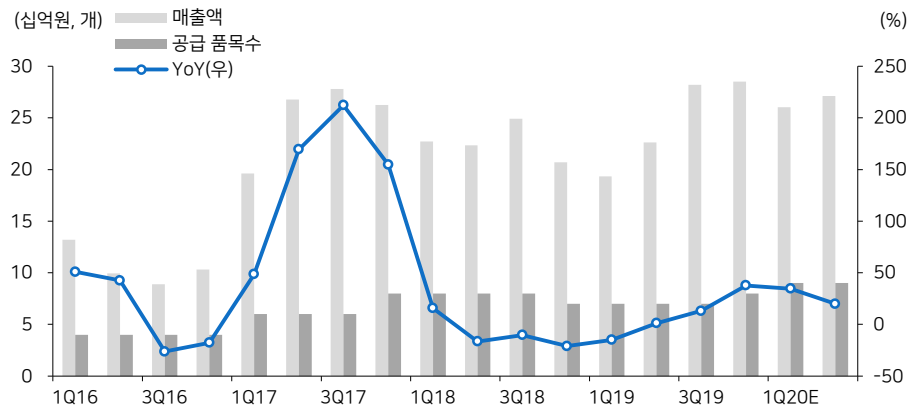
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 덕산네오룩스 적정주가 산정표

(원, 배, %)	2020E	비고
EPS	1,109	2020년 EPS 예상치
적정배수	30.4	16, '17년 12M Fwd PER 평균 적용
적정주가	33,000	
현재주가	29,200	2020.1.20 종가 기준
상승여력	13.0%	

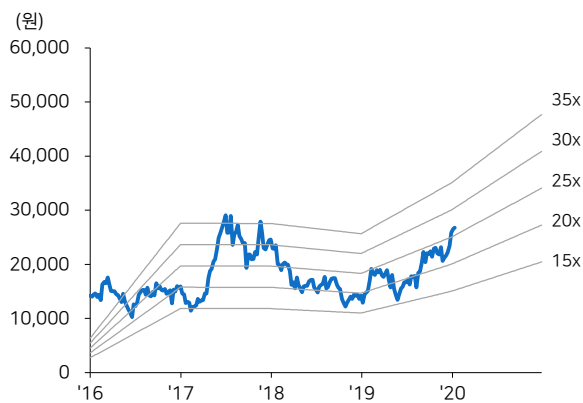
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 덕산네오룩스 매출액, 공급 품목수 추이



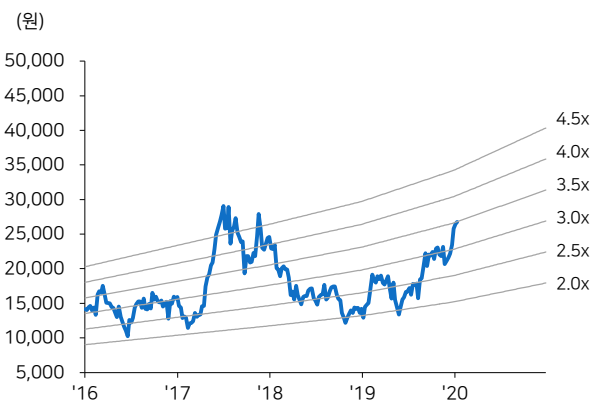
자료: 덕산네오룩스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 덕산네오룩스 PER band



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 덕산네오룩스 PBR band



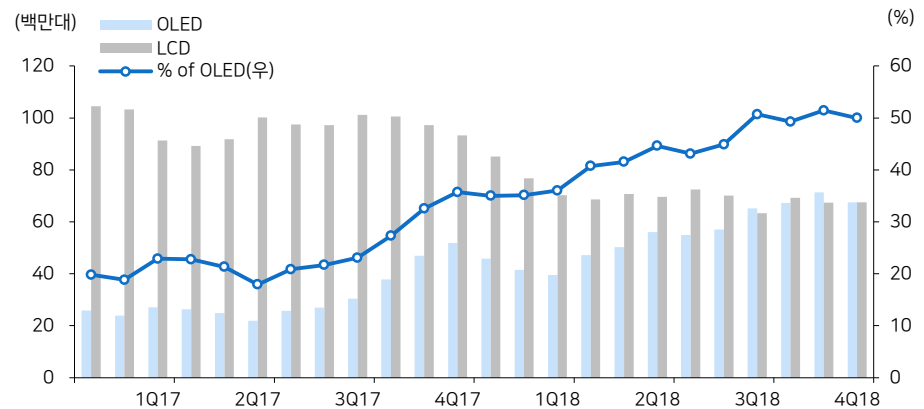
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 삼성디스플레이 OLED 소재 밸류체인

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

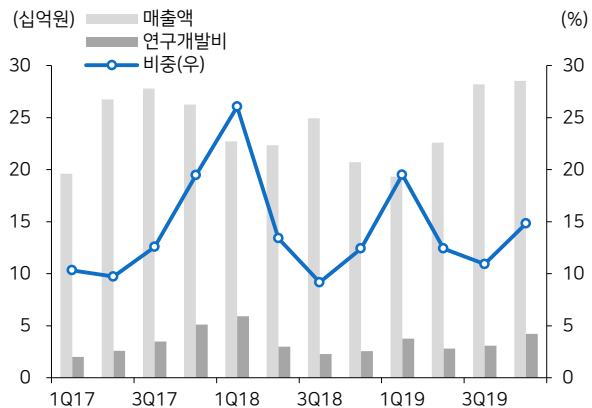
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 스마트폰 OLED 패널 비중



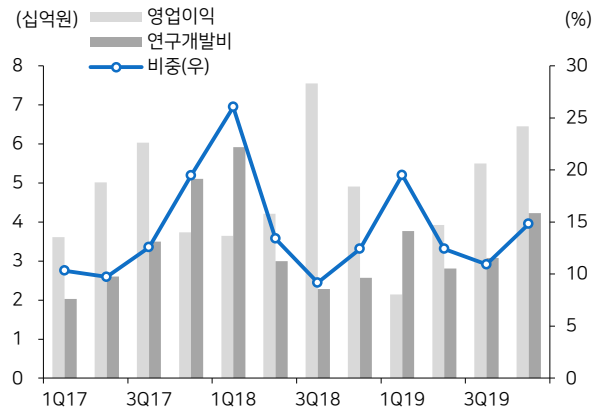
자료: Counter Point, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 매출액, 연구개발비 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 영업이익, 연구개발비 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

덕산네오룩스 (213420)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	100.4	90.7	98.7	124.0	156.7
매출액증가율 (%)	137.2	-9.7	8.8	25.7	26.4
매출원가	68.2	60.6	68.7	82.4	102.9
매출총이익	32.3	30.1	30.0	41.6	53.8
판매관리비	13.9	9.8	12.0	13.9	17.3
영업이익	18.4	20.3	18.0	27.7	36.5
영업이익률	18.3	22.4	18.3	22.3	23.3
금융손익	0.1	0.5	1.4	1.5	1.9
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	0.4	0.6	0.6	0.7
세전계속사업이익	18.4	21.1	20.0	29.8	39.0
법인세비용	1.6	2.3	2.2	3.3	4.3
당기순이익	16.8	18.8	17.8	26.6	34.8
지배주주지분 순이익	16.8	18.8	17.8	26.6	34.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	19.8	8.2	23.6	25.6	26.4
당기순이익(손실)	16.8	18.8	17.8	26.6	34.8
유형자산상각비	3.3	3.6	4.0	5.2	6.0
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-6.4	-15.5	2.6	-5.2	-13.2
투자활동 현금흐름	-0.8	-17.7	-28.4	-25.0	-16.7
유형자산의증가(CAPEX)	-10.4	-6.4	-11.4	-22.0	-12.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-11.5	-4.5	-3.9	-5.9
재무활동 현금흐름	-0.0	0.0	-5.3	0.2	0.4
차입금의 증감	0.0	0.7	1.0	0.2	0.4
자본의 증가	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	18.5	-9.6	-9.6	0.9	10.0
기초현금	29.3	47.7	38.2	28.6	29.5
기말현금	47.7	38.2	28.6	29.5	39.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	76.7	72.1	75.4	87.4	119.4
현금및현금성자산	47.7	38.2	28.6	29.5	39.5
매출채권	6.6	7.8	10.7	13.2	17.9
재고자산	17.9	23.5	32.3	40.0	56.0
비유동자산	72.5	88.2	110.3	130.9	142.6
유형자산	42.4	45.5	50.2	67.0	73.0
무형자산	29.5	30.6	30.8	30.7	30.5
투자자산	0.5	12.0	16.5	20.5	26.3
자산총계	149.2	160.3	185.7	218.3	262.0
유동부채	19.6	13.7	18.5	22.6	28.8
매입채무	8.1	4.8	6.6	8.1	10.5
단기차입금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	7.2	5.7	8.5	10.4	13.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	26.8	19.4	27.0	33.0	42.0
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	59.9	86.4	121.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	122.5	141.0	158.8	185.3	220.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	4,182	3,777	4,109	5,163	6,528
EPS(지배주주)	699	784	742	1,106	1,447
CFPS	1,063	973	1,017	1,423	1,828
EBITDAPS	904	998	921	1,375	1,775
BPS	5,101	5,870	6,612	7,718	9,165
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	35.2	18.1	35.5	26.4	20.2
PCR	23.1	14.6	25.9	20.5	16.0
PSR	5.9	3.8	6.4	5.7	4.5
PBR	4.8	2.4	4.0	3.8	3.2
EBITDA	21.7	24.0	22.1	33.0	42.6
EV/EBITDA	25.0	12.7	27.4	20.4	15.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.5	14.3	11.9	15.4	17.1
EBITDA 이익률	21.6	26.4	22.4	26.6	27.2
부채비율	21.9	13.7	17.0	17.8	19.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	890.0	1,132.1	741.5	1,153.6	1,297.3
매출채권회전율(x)	22.6	12.6	10.7	10.4	10.1
재고자산회전율(x)	8.2	4.4	3.5	3.4	3.3

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	79.4%
중립	20.6%
매도	0.0%

2019년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

덕산네오룩스 (213420) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	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	-23.2	-3.3	
2019.09.30	기업브리프	Buy	26,000	이상현	-10.7	13.1	
2020.01.21	기업브리프	Buy	33,000	이상현	-	-	