



하나금융그룹

2020년 2월 20일 | Equity Research

덕산네오룩스 (213420)

4Q19 Review : 2020년 가파른 성장의 전주곡

4Q19 Review : 중국 소재 수요 급증

4분기 실적은 매출 277억원(YoY +34%, QoQ -2%), 영업이익 92억원(YoY +87%, QoQ +67%)로 컨센서스를 대폭 상회했다. 2020년 중국 세트메이커들의 5G 및 폴더블 스마트폰 본격 출시 예상되는 상황에서 OLED 패널 수요 증가 대비하기 위한 BOE 등 중국 메이커들의 OLED 소재 주문 급증이 있었던 것으로 추정된다. Coherent가 최근 컨퍼런스콜에서 언급했듯이 중국 메이커들은 여전히 낮은 수율에 머물고 있는 것으로 파악되며, 덕산네오룩스 입장에서는 고객사들의 낮은 수율이 예상보다 많은 소재 매출로 이어지고 있는 상황이다.

2020년 삼성디스플레이 및 중국 패널메이커 소재 수요 증가

1분기 실적은 매출 285억원(YoY +48%, QoQ +3%), 영업이익 65억원(YoY +204%, QoQ -30%)로 견조한 성장이 전망된다. 애플 신제품이 없는 비수기임에도 갤럭시 S20, Z Flip 출시로 삼성디스플레이 가동률이 예상보다 높은 수준 유지되며 전분기 대비 매출 증가 예상된다. 신제품 Green Prime 매출 역시 1분기부터 본격적으로 반영될 전망이다. 2020년 실적은 매출 1,238억원(YoY +26%), 영업이익 291억원(YoY +40%)으로 가파른 성장이 전망된다. 1) 애플의 OLED 채택 비중 상승 및 폴더블 스마트폰 출시, 중국 세트 메이커들의 OLED 패널 수요 증가에 따른 삼성디스플레이 OLED 패널 출하 증가, 2) 중국 패널 메이커들의 낮은 수율 및 출하량 증가 효과(BOE 2019년 출하량 1,700만대, 2020년 5,000만대 전망), 3) 4분기 QD-OLED 관련 매출 본격화되며 실적 및 Valuation Factor 모두 상승할 전망이다.

목표주가 47,000원으로 상향

목표주가를 47,000원으로 상향한다. 과거 P/E 멀티플 상단은 애플의 첫 OLED 패널 탑재 기대감 상승하던 2017년의 45배였다. 중국 패널메이커의 OLED 생산 본격화, 애플의 OLED 탑재율 상승, 폴더블 스마트폰 및 QD-OLED TV의 면적 증가 효과 감안하면 과거 멀티플 상단 부여 가능하다고 판단된다.

Update

BUY

| TP(12M): 47,000원(상향) | CP(2월 19일): 32,200원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSDAQ 지수 (pt)	684.78		
52주 최고/최저(원)	32,200/13,400	96.7	124.9
시가총액(십억원)	773.1	17.0	28.1
시가총액비중(%)	0.31	16.8	26.2
발행주식수(천주)	24,010.0	EPS(원)	698 1,085
60일 평균 거래량(천주)	260.0	BPS(원)	6,568 7,646
60일 평균 거래대금(십억원)	6.9		
19년 배당금(예상,원)	0		
19년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	18.34		
주요주주 지분율(%)			
이준호 외 9 인	57.11		
0.00			
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	9.5 75.0 72.2		
상대	10.1 52.0 88.1		

Stock Price	
(천원)	덕산네오룩스(자)
37	170
32	190
27	170
22	150
17	130
12	110
	90
	70
	50

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	100.4	90.7	97.9	123.8	156.2
영업이익	십억원	18.4	20.3	20.8	29.1	38.0
세전이익	십억원	18.4	21.1	20.8	30.2	39.7
순이익	십억원	16.8	18.8	19.2	27.9	36.5
EPS	원	699	784	798	1,163	1,521
증감률	%	258.5	12.2	1.8	45.7	30.8
PER	배	35.22	18.12	32.96	27.68	21.16
PBR	배	4.82	2.42	3.94	4.11	3.44
EV/EBITDA	배	24.95	12.69	24.53	21.93	16.74
ROE	%	14.52	14.28	12.73	16.05	17.71
BPS	원	5,107	5,876	6,674	7,837	9,359
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김현수

02-3771-7503

hyunsoo@hanafn.com

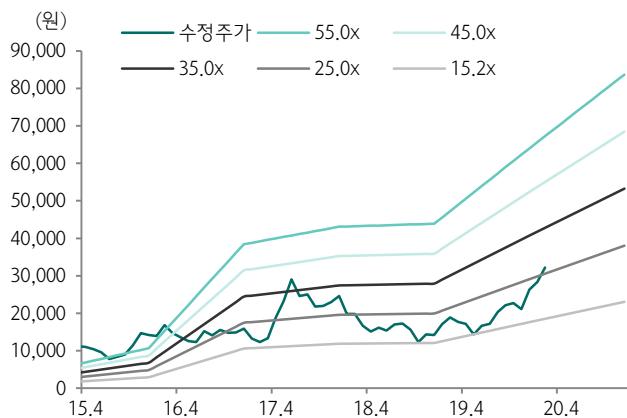
표 1. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	19.3	22.6	28.2	27.7	28.5	28.8	33.4	33.1	90.7	97.9	123.8
YoY	-15%	1%	13%	34%	48%	27%	18%	19%	-10%	8%	26%
QoQ	-7%	17%	25%	-2%	3%	1%	16%	-1%			
HTL & Prime	15.1	17.9	22.3	21.9	22.1	22.1	26.5	26.3	72.1	77.3	97.0
Red Host	4.2	4.7	5.9	5.8	6.4	6.7	6.9	6.8	18.6	20.6	26.8
영업이익	2.15	3.92	5.5	9.2	6.53	6.62	8.2	7.7	20.3	20.8	29.1
YoY	-41%	-7%	-27%	87%	204%	69%	50%	-16%	10%	2%	40%
QoQ	-56%	83%	40%	67%	-29%	1%	24%	-6%			
영업이익률	11.1%	17.4%	19.5%	33.1%	22.9%	23.0%	24.6%	23.4%	22.4%	21.2%	23.5%

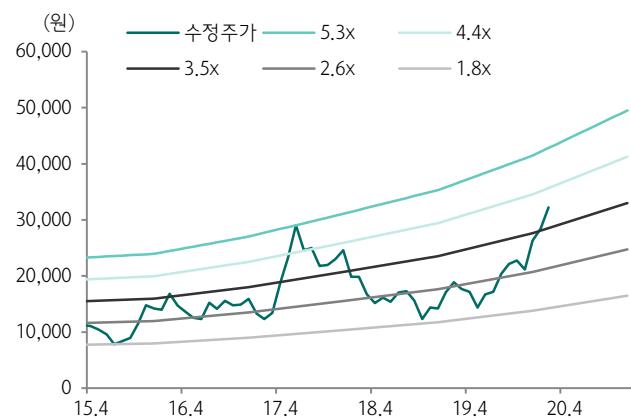
자료: 하나금융투자

그림 3. 덕산네오룩스 12M Fwd PER 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

그림 4. 덕산네오룩스 12M Fwd PBR 추이



자료: Valuewise, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	100.4	90.7	97.9	123.8	156.2
매출원가	68.2	60.6	64.8	78.7	98.2
매출총이익	32.2	30.1	33.1	45.1	58.0
판관비	13.9	9.8	12.3	16.0	20.0
영업이익	18.4	20.3	20.8	29.1	38.0
금융순익	0.1	0.5	1.0	1.1	1.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.1)	0.4	(1.0)	0.0	0.0
세전이익	18.4	21.1	20.8	30.2	39.7
법인세	1.6	2.3	1.6	2.3	3.1
계속사업이익	16.8	18.8	19.2	27.9	36.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	16.8	18.8	19.2	27.9	36.5
비지배주주지분					
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	16.8	18.8	19.2	27.9	36.5
지배주주지분포괄이익	17.0	18.5	19.2	27.9	36.5
NOPAT	16.8	18.1	19.1	26.9	35.0
EBITDA	21.7	24.0	24.7	33.2	42.0
성장성(%)					
매출액증가율	137.4	(9.7)	7.9	26.5	26.2
NOPAT증가율	309.8	7.7	5.5	40.8	30.1
EBITDA증가율	197.3	10.6	2.9	34.4	26.5
영업이익증가율	371.8	10.3	2.5	39.9	30.6
(지배주주)순익증가율	257.4	11.9	2.1	45.3	30.8
EPS증가율	258.5	12.2	1.8	45.7	30.8
수익성(%)					
매출총이익률	32.1	33.2	33.8	36.4	37.1
EBITDA이익률	21.6	26.5	25.2	26.8	26.9
영업이익률	18.3	22.4	21.2	23.5	24.3
계속사업이익률	16.7	20.7	19.6	22.5	23.4

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	699	784	798	1,163	1,521
BPS	5,107	5,876	6,674	7,837	9,359
CFPS	1,063	972	1,046	1,382	1,748
EBITDAPS	904	998	1,031	1,382	1,748
SPS	4,182	3,777	4,076	5,156	6,504
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	35.2	18.1	33.0	27.7	21.2
PBR	4.8	2.4	3.9	4.1	3.4
PCFR	23.1	14.6	25.1	23.3	18.4
EV/EBITDA	25.0	12.7	24.5	21.9	16.7
PSR	5.9	3.8	6.5	6.2	5.0
재무비율(%)					
ROE	14.5	14.3	12.7	16.0	17.7
ROA	12.5	12.2	11.2	14.1	15.5
ROIC	21.7	19.6	16.8	20.8	25.7
부채비율	21.9	13.7	13.9	13.9	14.3
순부채비율	(39.8)	(26.1)	(15.2)	(24.1)	(31.4)
이자보상배율(배)	890.0	1,132.1	932.9	1,745.2	1,895.8

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	76.7	72.1	72.4	102.2	141.0
금융자산	49.8	38.5	26.9	48.1	73.6
현금성자산	47.7	38.2	26.5	47.6	73.0
매출채권 등	6.9	7.9	10.6	12.7	15.8
재고자산	17.9	23.5	31.4	37.4	46.7
기타유동자산	2.1	2.2	3.5	4.0	4.9
비유동자산	72.5	88.2	110.0	112.0	115.7
투자자산	0.5	12.0	16.1	19.2	23.9
금융자산	0.5	12.0	16.1	19.2	23.9
유형자산	42.3	45.5	50.3	49.4	48.5
무형자산	29.5	30.6	30.8	30.7	30.5
기타비유동자산	0.2	0.1	12.8	12.7	12.8
자산총계	149.2	160.3	182.4	214.2	256.7
유동부채	19.6	13.7	14.0	16.4	20.1
금융부채	1.0	1.7	2.0	2.1	2.4
매입채무 등	15.7	8.7	11.7	14.0	17.4
기타유동부채	2.9	3.3	0.3	0.3	0.3
비유동부채	7.1	5.7	8.3	9.8	12.0
금융부채	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7
기타비유동부채	7.1	5.7	7.6	9.1	11.3
부채총계	26.8	19.4	22.3	26.2	32.1
지배주주지분	122.5	140.9	160.1	188.0	224.6
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	61.2	89.1	125.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	122.5	140.9	160.1	188.0	224.6
순금융부채	(48.8)	(36.8)	(24.3)	(45.3)	(70.5)

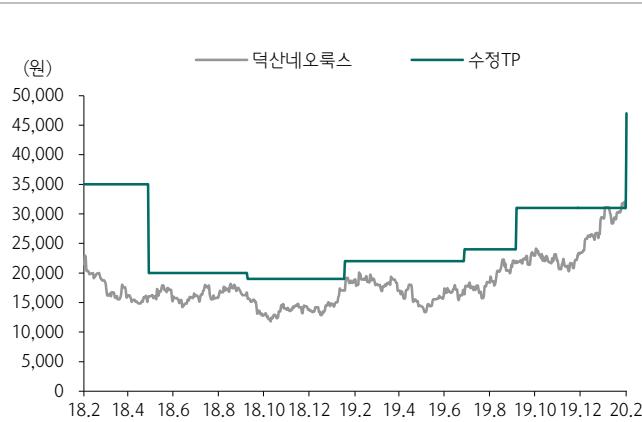
현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	19.7	8.2	21.1	25.9	31.3
당기순이익	16.8	18.8	19.2	27.9	36.5
조정	9.3	4.9	3.1	2.9	2.4
감가상각비	3.3	3.6	4.0	4.1	4.0
외환거래손익	0.5	0.1	(0.6)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	5.5	1.2	(0.3)	(1.2)	(1.6)
영업활동 자산부채	(6.4)	(15.5)	(1.2)	(4.9)	(7.6)
변동					
투자활동 현금흐름	(0.8)	(17.7)	(28.0)	(5.0)	(6.1)
투자자산감소(증가)	0.1	(11.5)	(4.1)	(3.1)	(4.7)
유형자산감소(증가)	(10.4)	(6.4)	(11.4)	(3.0)	(3.0)
기타	9.5	0.2	(12.5)	1.1	1.6
재무활동 현금흐름	(0.0)	0.0	(5.3)	0.2	0.3
금융부채증가(감소)	0.0	0.7	0.9	0.2	0.3
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.7)	(6.2)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	18.4	(9.6)	(11.6)	21.1	25.4
Unlevered CFO	25.5	23.3	25.1	33.2	42.0
Free Cash Flow	9.3	1.7	9.7	22.9	28.3



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

덕산네오룩스



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.2.20	BUY	47,000		
19.9.25	BUY	31,000	-20.53%	3.87%
19.7.17	BUY	24,000	-21.22%	-7.29%
19.2.6	BUY	22,000	-22.20%	-8.86%
18.12.4	BUY	19,000	-26.43%	-8.68%
18.9.28	Neutral	19,000	-28.50%	-18.42%
18.5.18	BUY	20,000	-17.78%	-9.25%
17.11.28	Analyst Change	35,000	-44.01%	-

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	89.3%	10.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 2월 20일

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 2020년 02월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 02월 20일 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.

