

# 덕산네오룩스(213420.KQ)

## 더 날아 오른다

1분기 어닝 서프라이즈 기록. 현재 동사를 둘러싼 OLED 산업 전반 여러 요인들을 종합할 때, 2017년 실적개선 모멘텀은 어느 때보다 강력할 것으로 전망. 목표주가는 실적 상향 조정 반영해 39,000원(기존 34,000원) 제시

### 1분기 사상최대 분기 실적 발표

1분기 별도 실적으로 매출액 196억원(+49% y-y, +91% q-q), 영업이익 36억원(+114% y-y, +263% q-q) 기록. 1분기 실적이 당사 추정치 및 시장 전망치를 크게 상회한 가운데, 서프라이즈 실적을 주도한 것은 단연 OLED 소재 제품 믹스 효과로 판단. 특히 1분기 삼성디스플레이 M8 OLED향 Red Host의 경우 독점공급(점유율 100%)으로 공급물량 증가 및 공급단가 동반 상승 효과 컸던 것으로 추정

### 2분기 영업이익 41억원 전망

1분기 실적호조를 반영하여 2분기 영업이익 추정치를 기존 28억원(영업이익률 14.2%) → 41억원(영업이익률 18.8%)으로 상향. 이는 2분기에도 Red Host 소재가 효자 역할을 톡톡히 할 것으로 예상하기 때문. 2분기에는 삼성디스플레이 M8 구조 적용된 OLED 패널 출하 본격화될 것이므로 동사 실적도 동반 개선될 전망. 참고로 북미 세트업체향 Red Host 공급 실패 이슈는 2분기 실적 추가 상향에 부담요인으로 지목되기도 했으나, 관련 영향 크지 않을 것으로 전망

### 비중확대 스탠스 유지 권고

최근 동사 주가상승 통해 1분기 실적호조 어느 정도 반영한 만큼 이제 투자자의 관심은 서프라이즈 실적발표 후 어떻게 대응할 것인가에 집중될 것. 당사는 동사에 대해 비중확대 스탠스 유지할 것을 권고. 단기적 관점에서 삼성디스플레이 OLED 소재 Supply Chain 내 점유율 상승, M8 구조 적용 OLED 패널 중국 세트 업체향 납품 가능성 확대 등을 예상하고, 중장기적 관점에서 글로벌 OLED 패널 출하 확대 수혜(OLED 소재) 등을 전망하기 때문. 이는 동사의 성장 체력 지속 강화로 연결될 것

### 덕산네오룩스 1분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P					2Q17E
					발표치	y-y	q-q	추정치	컨센서스	
매출액	13.2	9.9	8.9	10.3	19.6	48.6	90.6	14.0	13.9	21.6
영업이익	1.7	0.5	0.8	1.0	3.6	113.6	262.9	1.4	1.7	4.1
영업이익률	12.8	4.9	8.5	9.7	18.4			9.8	12.2	18.8
세전이익	1.6	0.7	0.4	1.8	3.6	124.2	104.1	1.5	1.8	4.3
순이익	1.4	0.9	0.4	1.9	3.6	151.9	85.5	1.3	1.6	3.6

자료: 덕산네오룩스, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Buy (유지)

목표주가 39,000원 (상향)

현재가 ('17/04/17) 28,700원

업종	디스플레이
KOSPI / KOSDAQ	2,145.76 / 629.47
시가총액(보통주)	344.6십억원
발행주식수(보통주)	12.0백만주
52주 최고가('16/09/22)	32,950원
최저가('16/06/16)	19,500원
평균거래대금(60일)	1,510백만원
배당수익률(2017E)	0.0%
외국인지분율	17.5%

주요주주	
이준호 외 10인	61.3%
Fidelity Management & Research	9.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	9.1	-3.9	-0.3
상대수익률 (%)	8.2	0.8	10.1

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	42.3	88.4	96.1	107.9
증감률	5.0	108.7	8.7	12.3
영업이익	3.9	16.1	17.5	20.0
영업이익률	9.3	18.2	18.2	18.5
(지배지분)순이익	4.7	14.8	15.7	17.9
EPS	389	1,235	1,307	1,487
증감률	115.6	217.3	5.9	13.8
PER	81.7	23.2	22.0	19.3
PBR	3.5	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	46.6	15.1	13.4	11.2
ROE	4.4	12.8	12.0	12.1
부채비율	8.9	16.3	15.7	15.6
순차입금	-41	-54	-71	-89

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 고정우

02)768-7462, j.ko@nhqv.com

표1. 덕산네오룩스 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	42.3	88.4	96.1	107.9
	- 수정 전		75.9	84.4	95.4
	- 변동률		16.4	13.8	13.1
영업이익	- 수정 후	3.9	16.1	17.5	20.0
	- 수정 전		10.2	14.9	16.9
	- 변동률		57.5	17.6	17.9
영업이익률(수정 후)		9.3	18.2	18.2	18.5
EBITDA		7.3	19.2	20.5	22.8
순이익		4.7	14.8	15.7	17.9
EPS	- 수정 후	389	1,235	1,307	1,487
BPS	- 수정 후	9,038	10,273	11,580	13,068
PER		81.7	23.2	22.0	19.3
PBR		3.5	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA		46.6	15.1	13.4	11.2
ROE		4.4	12.8	12.0	12.1

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 덕산네오룩스 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017E
<b>Key Assumption</b>											
DS Neolux HTL Material (kg)	514	537	470	568	495	646	758	832	4,002	2,089	2,730
DS Neolux Red Host (kg)	352	375	409	378	761	995	892	890	720	1,515	3,538
<b>매출액</b>	<b>13.2</b>	<b>9.9</b>	<b>8.9</b>	<b>10.3</b>	<b>19.6</b>	<b>21.6</b>	<b>23.2</b>	<b>23.9</b>	<b>40.3</b>	<b>42.3</b>	<b>88.4</b>
성장률	5%	-25%	-10%	16%	91%	10%	7%	3%	0%	5%	109%
HTL	11.2	8.0	6.8	8.1	12.6	12.0	13.4	14.0	33.3	34.0	52.0
Red Host	2.0	2.0	2.1	2.2	7.0	9.6	9.8	9.9	7.0	8.3	36.3
<b>영업이익</b>	<b>1.7</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>3.6</b>	<b>4.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>2.4</b>	<b>3.9</b>	<b>16.1</b>
성장률	2%	-71%	56%	32%	263%	13%	1%	5%	0%	61%	309%
영업이익률	12.8%	4.9%	8.5%	9.7%	18.4%	18.8%	17.6%	18.0%	6.0%	9.3%	18.2%

주: 1) 각 소재 출하 수치는 NH투자증권 추정치, 2) 분기 성장률은 Q-Q, 연간 성장률은 Y-Y 3) K-IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 덕산네오룩스 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2017E	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Net profit	15	16	18	20	23	27	33	43	52	65	81	99
Shareholder's equity	123	139	157	177	201	227	260	300	350	410	483	570
Forecast ROE (FROE)	12.8%	12.0%	12.1%	12.3%	12.3%	12.4%	13.6%	15.2%	16.1%	17.1%	18.2%	18.8%
Spread (FROE-COE)	4.2%	3.4%	3.5%	3.7%	3.8%	3.9%	5.0%	6.7%	7.6%	8.6%	9.7%	10.2%
Residual income	5	4	5	6	7	8	12	19	25	33	43	54
Cost of equity (COE)	8.6%											
Beta	0.7											
Market risk premium (Rm-Rf)	7.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	109											
PV of forecast period RI	110											
PV of continuing value	213											
Equity value (C+P)	431											
No of shares (common, mn)	12,008											
		12M TP										
Fair price (C)		39,007										
Current price (C)		28,700										
Upside (-downside)		35.9%										
Implied P/B (x)		4.1										
Implied P/E (x)		31.0										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

\* 잔여이익(Rit) = 당기순이익t - 자기자본t-1 \* 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 \* (ROEt - COEt)

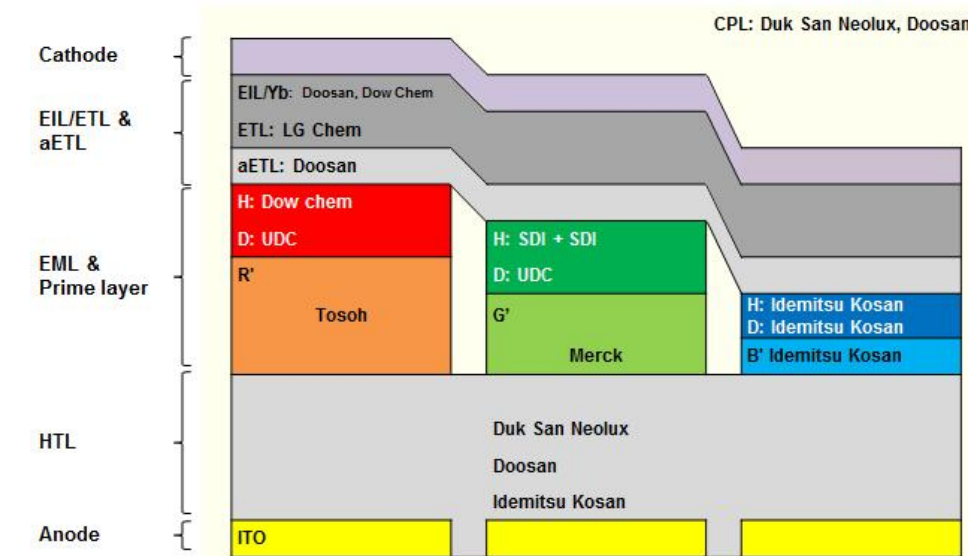
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1조~10조원 + 'A0'이상	M-cap 2천억~1조원+'BBB+'이상	M-cap 2천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

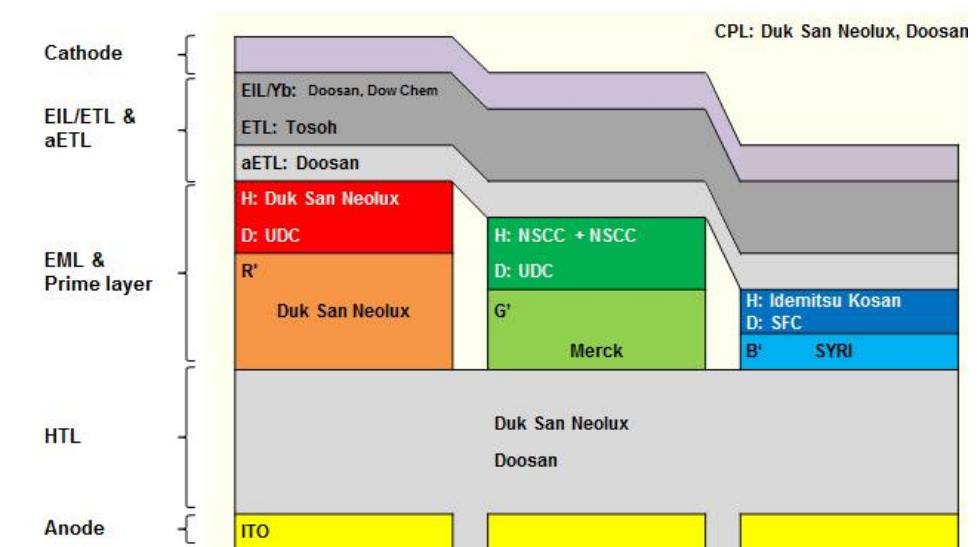
\* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

그림1. M7 Supply Chain - 갤럭시 S6, 갤럭시 S6 Edge, 갤럭시 노트 7 등에 적용



자료: IHS, NH투자증권 리서치본부

그림2. M8 Supply Chain - 갤럭시 S8 등에 적용 전망



자료: IHS, NH투자증권 리서치본부

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
매출액	42.3	88.4	96.1	107.9
증감률 (%)	5.0	108.7	8.7	12.3
매출원가	32.7	67.1	73.0	82.0
매출총이익	9.7	21.2	23.1	25.9
Gross 마진 (%)	22.8	24.0	24.0	24.0
판매비와 일반관리비	5.7	5.2	5.5	6.0
영업이익	3.9	16.1	17.5	20.0
증감률 (%)	61.2	309.2	9.2	13.8
OP 마진 (%)	9.3	18.2	18.2	18.5
EBITDA	7.3	19.2	20.5	22.8
영업외손익	0.6	0.7	0.9	1.0
금융수익(비용)	0.8	0.8	1.0	1.2
기타영업외손익	-0.2	-0.1	-0.1	-0.2
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	4.5	16.8	18.5	21.0
법인세비용	-0.2	2.0	2.8	3.2
계속사업이익	4.7	14.8	15.7	17.9
당기순이익	4.7	14.8	15.7	17.9
증감률 (%)	115.6	217.3	5.9	13.8
Net 마진 (%)	11.0	16.8	16.3	16.5
지배주주지분 순이익	4.7	14.8	15.7	17.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	0.3	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	4.9	14.8	15.7	17.9

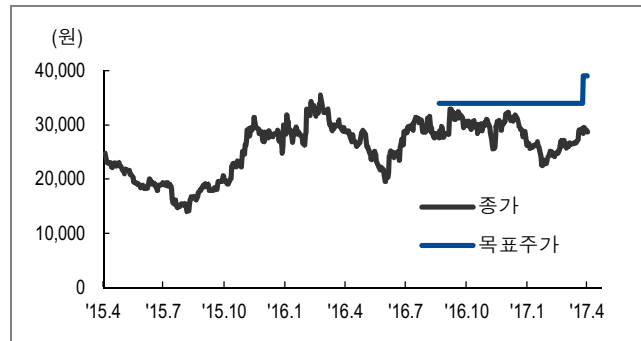
Valuation / Profitability / Stability				
	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
PER(배)	81.7	23.2	22.0	19.3
PBR(배)	3.5	2.8	2.5	2.2
PCR(배)	46.0	18.0	16.9	15.3
PSR(배)	9.0	3.9	3.6	3.2
EV/EBITDA(배)	46.6	15.1	13.4	11.2
EV/EBIT(배)	86.9	18.1	15.6	12.8
EPS(원)	389	1,235	1,307	1,487
BPS(원)	9,038	10,273	11,580	13,068
SPS(원)	3,525	7,359	8,002	8,988
자기자본이익률(ROE, %)	4.4	12.8	12.0	12.1
총자산이익률(ROA, %)	4.0	11.3	10.3	10.4
투자자본이익률 (ROIC, %)	5.2	22.9	20.4	23.5
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-37.4	-43.9	-51.0	-56.8
총부채/ 자기자본(%)	8.9	16.3	15.7	15.6
이자발생부채	1	2	2	3
유동비율(%)	885.2	637.4	726.6	790.1
총발행주식수(백만주)	12	12	12	12
액면가(원)	200	200	200	200
주가(원)	31,800	28,700	28,700	28,700
시가총액(십억원)	382	345	345	345

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
현금및현금성자산	29.3	30.5	45.1	60.3
매출채권	2.3	4.7	5.1	5.8
유동자산	52.4	78.8	97.6	119.2
유형자산	35.7	34.0	32.5	31.2
투자자산	0.6	1.2	1.3	1.4
비유동자산	65.7	64.7	63.3	62.2
자산총계	118.1	143.4	160.9	181.4
단기성부채	1.0	2.1	2.3	2.5
매입채무	2.4	5.0	5.4	6.1
유동부채	5.9	12.4	13.4	15.1
장기성부채	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	0.6	1.2	1.3	1.5
비유동부채	3.7	7.7	8.4	9.4
부채총계	9.6	20.1	21.8	24.5
자본금	2.4	2.4	2.4	2.4
자본잉여금	96.2	96.2	96.2	96.2
이익잉여금	6.6	21.4	37.1	55.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	108.5	123.4	139.1	156.9

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2016/12A	2017/12E	2018/12F	2019/12F
영업활동 현금흐름	9.1	15.6	18.3	20.0
당기순이익	4.7	14.8	15.7	17.9
+ 유/무형자산상각비	3.4	3.2	3.0	2.8
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	8.3	19.1	20.4	22.6
- 운전자본의증가(감소)	0.3	-2.4	-0.4	-0.6
투자활동 현금흐름	-3.7	-15.5	-3.9	-5.1
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-0.9	-1.5	-1.5	-1.5
+ 투자자산의매각(취득)	-0.2	-0.6	-0.1	-0.2
Free Cash Flow	8.2	14.1	16.8	18.5
Net Cash Flow	5.4	0.1	14.4	14.9
재무활동 현금흐름	1.0	1.1	0.2	0.3
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	1.0	1.1	0.2	0.3
현금의증가	6.5	1.2	14.6	15.2
기말현금 및 현금성자산	29.3	30.5	45.1	60.3
기말 순부채(순현금)	-40.6	-54.1	-70.9	-89.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
덕산네오룩스	213420.KQ	2017.04.18	Buy	39,000원(12개월)
		2016.09.05	Buy	34,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : -15% ~ 15%
  - Sell : -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 4월 14일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
74.8%	25.2%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.