

덕산네오룩스(213420)

매수(유지) / TP: 20,000원(유지)

주가(10/11, 원)	13,100
시가총액(십억원)	315
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저가(원)	27,900/13,100
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	3,748
유동주식비율(%)	42.9
외국인지분율(%)	6.7
주요주주(%)	이준호 외 9인 57.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	42	4	5	98	7.7	7	163.4	46.6	3.5	4.4	0.0
2017A	100	18	17	699	616.8	22	35.2	24.9	4.8	14.5	0.0
2018F	92	17	15	639	(8.5)	20	22.2	14.2	2.5	11.8	0.0
2019F	101	19	16	684	7.0	23	20.8	12.1	2.2	11.2	0.0
2020F	102	20	17	692	1.2	24	20.5	11.4	2.0	10.2	0.0

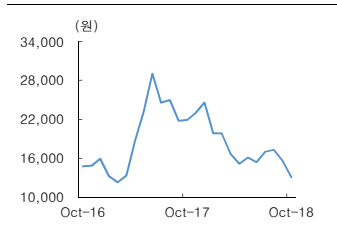
주: 순이익은 지분법적용 순이익

OLED의 어플리케이션 확대로 이어지는 성장

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(26.4)	(21.3)	(42.2)
상대주가(%p)	(12.6)	(1.2)	(49.0)

주가추이



2019년부터 고객사와 어플리케이션 확대: 삼성디스플레이가 내년부터 투자를 개시할 QD-OLED TV패널 생산라인에 덕산네오룩스의 OLED 공통층 소재인 HTL이 공급될 가능성이 있다. 본격적인 출하는 2020년부터 가능하고, 공급 성 공시 주요 어플리케이션을 스마트폰 패널에서 TV패널로 확대 가능할 전망이다. 중소형 OLED향 소재는 2019년 하반기부터 중국 패널업체 BOE, GVO, EDO의 패널 양산에 따른 출하 증가가 예상된다. 이들 업체들은 패널 생산에 적용할 다양한 OLED 소재 구조를 개발 중이고 덕산네오룩스를 포함한 여러 업체들로부터 샘플을 공급받는 중으로 파악된다. 덕산네오룩스가 중국 패널업체에 공급하는 소재 매출 비중은 10%에서 20% 수준까지 상승할 것이다. 거래선 다변화로 ASP 상승 마진도 개선하고 주요 거래선 가동률에 따른 실적 변동도 완화된다.

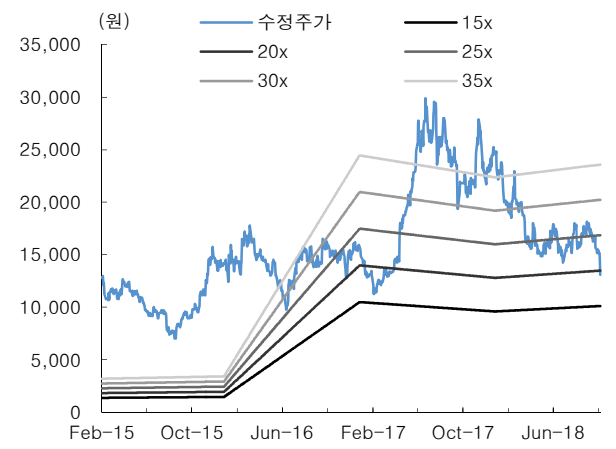
다양해지는 제품과 면적효과: 현재 삼성디스플레이에 공급 중인 HTL(Hole Transfer Layer) 소재는 단일 제품으로, 경쟁사와 소재의 특성 차이가 없고 프리미엄 패널과 중저가 패널에 동일하게 적용돼 BEP 수준의 마진밖에 확보할 수 없다. 하지만 중국 패널업체항이나 삼성디스플레이 QD-OLED용 HTL 소재는 고객사가 다르고 어플리케이션도 달라 새로운 제품을 공급해야 해 초기 ASP가 높게 형성될 수 있다. TV패널에 적용되면 해당 소재 수요 면적이 증가해 면적효과도 발생한다. 제품 다양화는 안정적인 매출 확대 방안이다.

프리미엄 패널의 기준, OLED: OLED 기술의 확대는 장기적으로 봐야 한다. 우선 중국 패널업체의 중소형 OLED 양산이 첫 번째고 그다음은 고색재현(WCG) TV 패널 시장 진입을 위한 중국 BOE와 CSOT의 대형 OLED 도입, 이후 삼성디스플레이의 QD-OLED TV패널, LG디스플레이의 OLED TV패널 생산 확대 등 2021년까지 OLED 성장 스토리는 열려있다. 패널의 프리미엄화가 스마트폰과 TV에서만 진행 중이지만 나아가 태블릿/모니터/노트북 패널, 차량용/가전용 디스플레이 등 프리미엄화가 발생할 어플리케이션이 아직 많다는 점에서 덕산네오룩스의 최근 주가 하락은 소재 채택 불발에 따른 모멘텀 부재 때문으로 본다. 매수 의견과 목표주가 20,000원을 유지한다. 2019년 추정 EPS에 목표 PER 25배를 적용했다.

김정환

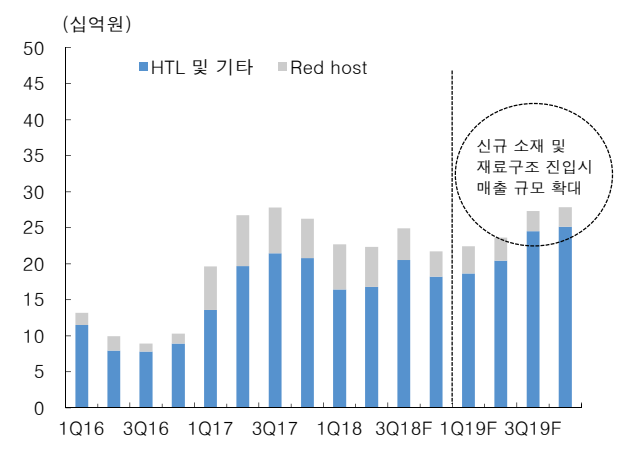
junghwan.kim@truefriend.com

[그림 36] 12MF PER은 역사적 하단인 20배 수준



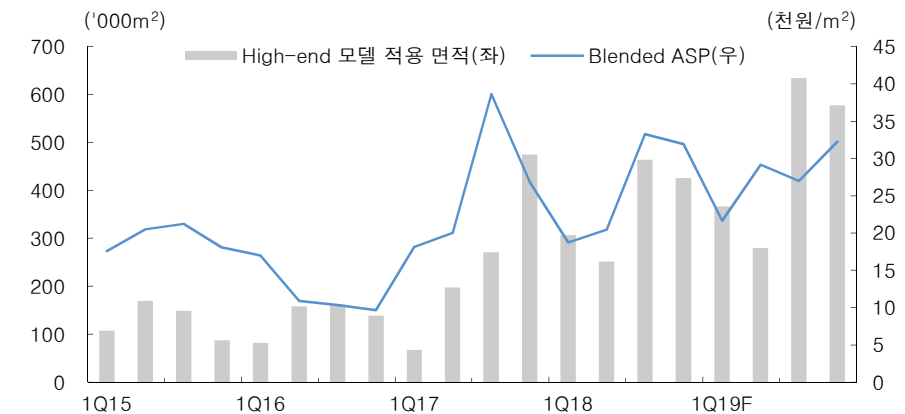
자료: 한국투자증권

[그림 37] 재료 특성별 매출액 추이: Red host 매출 감소



자료: 한국투자증권

[그림 38] 주요 소재 채택 불발에도 내년 ASP는 하이엔드 스마트폰 출하 증가로 유지



주: 최신 OLED 재료구조 적용 면적은 갤럭시S 시리즈와 갤럭시노트, 아이폰 OLED향 플렉서블 패널임
자료: 한국투자증권

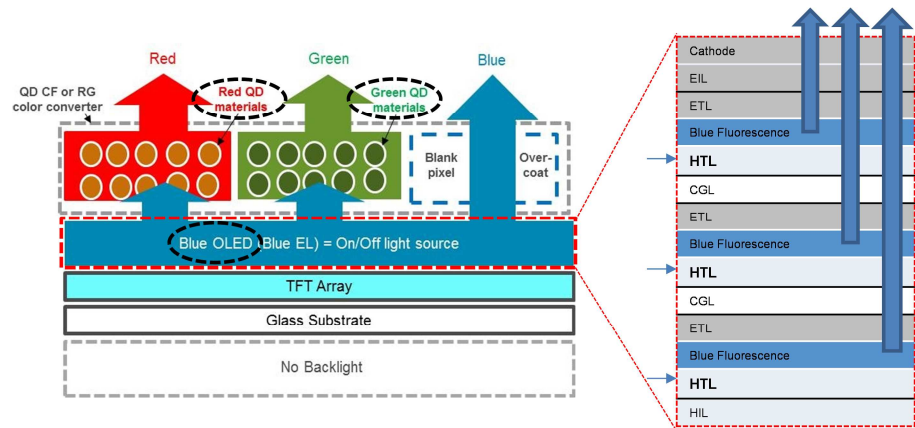
<표 9> 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	22.7	22.3	24.9	21.7	22.5	23.6	27.3	27.9	42.3	100.4	91.7	101.2
매출액 증가율(YoY)	15.8	(16.5)	(10.3)	(17.3)	(1.2)	5.7	9.5	28.4	5.0	137.2	(8.7)	10.4
HTL 등	14.9	16.5	20.5	18.2	18.6	20.4	24.5	25.2	35.2	76.0	70.1	88.7
Red Host	6.3	5.6	4.4	3.5	3.8	3.2	2.8	2.7	6.1	24.9	19.8	12.5
매출총이익	4.8	6.8	7.5	6.1	5.4	6.6	8.7	8.9	9.7	32.2	25.2	29.7
매출총이익률	21.3	30.3	30.0	28.0	24.0	28.0	32.0	32.0	22.8	32.1	27.5	29.3
판매비와관리비	1.2	2.6	2.3	2.3	2.5	2.6	2.7	2.5	5.7	13.9	8.4	10.3
판매비율	5.3	11.5	9.2	10.6	11.1	10.9	10.0	9.1	13.6	13.8	9.1	10.2
영업이익	3.6	4.2	5.2	3.8	2.9	4.0	6.0	6.4	3.9	18.4	16.8	19.3
영업이익률	16.1	18.8	20.8	17.4	12.9	17.1	22.0	22.9	9.3	18.3	18.3	19.1
세전이익	3.5	4.3	5.5	3.8	2.9	4.0	6.0	6.4	4.5	18.4	17.0	19.3
세전이익률	15.4	19.1	22.0	17.4	12.9	17.1	22.0	22.9	10.6	18.3	18.6	19.1
순이익	3.2	4.3	4.7	3.2	2.5	3.4	5.1	5.4	4.7	16.8	15.4	16.4
순이익률	14.1	19.2	18.7	14.8	10.9	14.5	18.7	19.5	11.0	16.7	16.7	16.2

자료: 한국투자증권

[그림 39] 새로 제안되고 있는 QD-OLED 방식에서 HTL 공통층 대량 사용



자료: IHS, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

동사는 덕산하이메탈로부터 인적분할해 2015년 2월 6일에 화학소재 사업부문을 분할 재상장하였음. 주요 제품은 OLED 유기재료인 HTL(정공수송층)과 Red Phosphorescent Host (적색인광)임. 주요 납품업체는 삼성디스플레이로 매출의 대부분을 차지.

- HTL (정공수송층): 양극에서 주입된 정공(Hole)을 발광층(Emission Layer)까지 수송하는데 필요한 유기재료 층
- Red Host (적색인광): OLED소자에서 빛을 내는 발광층에 포함되는 적색 인광 호스트 소재. 인광소재의 이론적 최대 효율은 100%로 형광소재의 이론적 최대 효율(25%)보다 우수하여 널리 상용화 되었음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	52	77	82	94	99
현금성자산	29	48	50	55	56
매출채권및기타채권	3	7	9	12	14
재고자산	7	18	17	19	19
비유동자산	66	73	77	84	92
투자자산	1	0	0	0	0
유형자산	36	42	49	53	61
무형자산	29	30	28	30	31
자산총계	118	149	159	178	192
부채	6	20	14	17	15
매입채무및기타채무	4	16	12	12	12
단기차입금및단기사채	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	4	7	7	7	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	10	27	21	24	20
지배주주지분	2	5	5	5	5
자본금	96	94	94	94	94
자본잉여금	3	0	0	0	0
기타자본	7	24	39	55	72
이익잉여금	109	122	138	155	172
비지배주주지분	207	208	213	219	224
자본총계	776	985	1,107	1,245	1,371

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	9	20	12	18	15
당기순이익	5	17	15	16	17
유형자산감가상각비	3	3	3	4	4
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	0	(6)	(7)	(3)	(6)
기타	1	6	(0)	(0)	0
투자활동현금흐름	(4)	(1)	(10)	(13)	(13)
유형자산투자	(1)	(10)	(10)	(8)	(12)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	10	0	0	0
무형자산순증	0	(0)	2	(3)	(0)
기타	(3)	(0)	(2)	(2)	(1)
재무활동현금흐름	1	(0)	(0)	0	(0)
자본의증가	0	0	(0)	0	0
차입금의순증	1	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	(0)	0	0	(0)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	6	18	2	5	1

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	42	100	92	101	102
매출원가	33	68	67	72	71
매출총이익	10	32	25	30	31
판매관리비	6	14	8	10	10
영업이익	4	18	17	19	20
금융수익	1	1	3	1	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	0	1	2	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	(0)	0	0	(0)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	4	18	17	19	20
법인세비용	(0)	2	2	3	4
연결당기순이익	5	17	15	16	17
지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	5	17	16	17	17
총포괄이익	7	22	20	23	24
지배주주지분포괄이익	78	190	159	180	169
EBITDA	194	310	272	300	288

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	98	699	639	684	692
BPS	4,526	5,107	5,756	6,449	7,151
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	5.0	137.2	(8.7)	10.4	0.9
영업이익증가율	61.2	368.6	(8.6)	14.9	5.1
순이익증가율	115.6	258.8	(8.5)	7.0	1.2
EPS증가율	7.7	616.8	(8.5)	7.0	1.2
EBITDA증가율	27.3	196.7	(6.2)	13.6	5.4
수익성(%)					
영업이익률	9.3	18.3	18.3	19.1	19.9
순이익률	11.0	16.7	16.7	16.2	16.3
EBITDA Margin	17.3	21.6	22.2	22.9	23.9
ROA	4.0	12.5	10.0	9.7	9.0
ROE	4.4	14.5	11.8	11.2	10.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(41)	(49)	(52)	(60)	(62)
차입금/자본총계비율(%)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
Valuation(X)					
PER	163.4	35.2	22.2	20.8	20.5
PBR	3.5	4.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	46.6	24.9	14.2	12.1	11.4