덕산네오룩스(213420.KQ)

회복의 가시성 확보 필요

NH투자증권

Company Report | 2018. 11. 8

삼성디스플레이의 차세대 소재 구조(M9) 내 동사 핵심 소재(Red Host) 공급 실패 현실화. 동사 실적은 '18년 4분기부터 '19년 상반기까지 성장 둔화 불가피. 향후 중국 OLED 사업의 실적 기여 확대와, '19년 애플 OLED 아이폰향 동사 소재 공급 성공 여부가 투자 센티먼트 개선 여부를 결정할 것. Hold 의견 유지

실적 전망 관련 부담 요인들 여전한 상황

덕산네오룩스의 실적 눈높이를 하향. 이는 삼성디스플레이(주요 고객사)의 차세대 OLED 소재 구조인 M9향 Red Host 공급 실패에 따른 실적 영향이 4분기부터 발생할 것이기 때문. 알려진 대로 삼성디스플레이의 M9 구조는 삼성전자 갤럭시S10, Foldable 스마트폰 등에 적용될 계획. 스마트폰 Product Life Cycle 고려 시 M9 구조가 집중되는 '19년 상반기까지 실적 부담세가 이어질 전망

추가로 동사의 중국 OLED 사업은 수년째 가시화되고 있지 않은 상황. 실제 주요 중국 OLED 업체들의 패널 출하량은 증가 추세에 있다고 판단하지 않음. 중국의 OLED 패널 출하량은 월별/분기별 변동폭이 큰 국면. 중국 사업의 기초 여건은 개선되고 있다고 평가하기 어려움

상기 전망을 반영 시 동사의 '19년 상반기 성장률 감소 폭이 크게 축소되기 어려워 보임. '19년 하반기 실적은 애플 OLED 아이폰 소재 구조 변화 여부와 동사 소재 공급 성공 여부가 핵심일 것

'19년 실적은 매출액 948억원(+2% y-y), 영업이익 167억원(-1% y-y)으로 추정. 현 시점에서 영업 실적 개선 전망 어려운 상황

투자심리 개선 어려울 전망

동사의 OLED 영업 환경은 '19년 상반기까지 큰 변화를 찾기 어려울 전망. 차세대 애플 OLED 구조에 소재 공급 성공할 경우 실적 회복은 '19년 하반기에 가능할 것. 아직은 시기적으로 기대하기 무리한 상황. 삼성디스플레이의 Blue-OLED(대형OLED) 양산 여부도 전망하기 제한적인 바 실적 반영은 어려울 것. 따라서 동사의 투자 매력은 당분간 크게 회복되기 힘들 것

동사에 대한 Hold 투자의견을 지속하며 목표주가를 14,000원으로 하향. 목표주가 하향은 실적 추정치를 하향한 데 따른 것

Hold (유지)

목표주가	14,000원 (하향)
현재가 ('18/11/06)	12,350원
업종	디스플레이
KOSPI / KOSDAQ	2,089.62 / 691.55
시가총액(보통주)	296.5십억원
발행주식수(보통주)	24.0백만주
52주 최고가('17/11/17)	27,900원
최저가('18/10/29)	11,800원
평균거래대금(60일)	3,320백만원
배당수익률(2018E)	0.00%
외국인지분율	7.6%
주요주주	
이준호 외 9인	57.1%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-29.2	-16.8	-43.2
상대수익률 (%p)	-20.0	3.0	-42.2

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	100.4	93.1	94.8	122.8
증감률	137.2	-7.3	1.8	29.6
영업이익	18.4	16.8	16.7	22.6
영업이익률	18.3	18.0	17.6	18.4
(지배지분)순이익	16.8	15.8	14.0	18.3
EPS	699	660	583	762
증감률	258.8	-5.5	-11.7	30.7
PER	35.2	18.7	21.2	16.2
PBR	4.8	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	25.0	11.2	10.5	7.6
ROE	14.5	12.1	9.6	11.3
부채비율	21.9	18.3	16.9	19.5
순차입금	-49	-60	-69	-82

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, %)

		2017	2018E	2019F	2020F
매출액	- 수정 후	100.4	93.1	94.8	122.8
	- 수정 전		100.1	100.3	128.6
	- 변동률		-7.0	-5.5	-4.5
영업이익	- 수정 후	18.4	16.8	16.7	22.6
	- 수정 전		16.4	17.9	24.2
	- 변동률		2.4	-6.7	-6.5
영업이익률(수정 후)		18.3	18.0	17.6	18.4
EBITDA		21.7	21.1	21.7	28.2
순이익		16.8	15.8	14.0	18.3
EPS	- 수정 후	699	660	583	762
BPS	- 수정 후	5,101	5,761	6,344	7,105
PER		35.2	18.7	21.2	16.2
PBR		4.8	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA		25.0	11.2	10.5	7.6
ROE		14.5	12.1	9.6	11.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 덕산네오룩스 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018E	2019F
Key Assumption											
DS Neolux HTL Material (kg)	1,001	1,031	893	938	947	900	1,364	1,377	4,081	3,863	4,588
DS R' Prime Material (kg)	1,609	1,629	2,295	2,317	2,341	2,224	2,246	2,268	4,642	7,851	9,078
DS Neolux Red Host (kg)	687	690	663	174	88	167	674	681	2,527	2,213	1,610
매출액	**22.7**	**22.3**	**26.2**	**21.8**	**20.1**	**18.6**	**27.9**	**28.1**	**100.4**	**93.1**	**94.8**
성장률 y-y	16%	-17%	-6%	-17%	-11%	-17%	6%	29%	137%	-7%	2%
성장률 q-q	-13%	-2%	17%	-17%	-8%	-7%	50%	1%			
HTL 등	16.3	16.1	20.3	20.3	19.4	17.3	21.8	22.0	70.4	73.1	80.6
Red Host	6.4	6.2	5.9	1.5	0.7	1.3	6.0	6.1	30.0	20.1	14.2
영업이익	**3.6**	**4.2**	**5.0**	**3.9**	**3.7**	**3.4**	**4.8**	**4.8**	**18.4**	**16.8**	**16.7**
성장률 y-y	1%	-16%	-16%	4%	1%	-19%	-5%	24%	369%	-9%	-1%
성장률 q-q	-2%	15%	20%	-23%	-6%	-7%	41%	1%			
영업이익률	16%	19%	19%	18%	18%	18%	17%	17%	18%	18%	18%

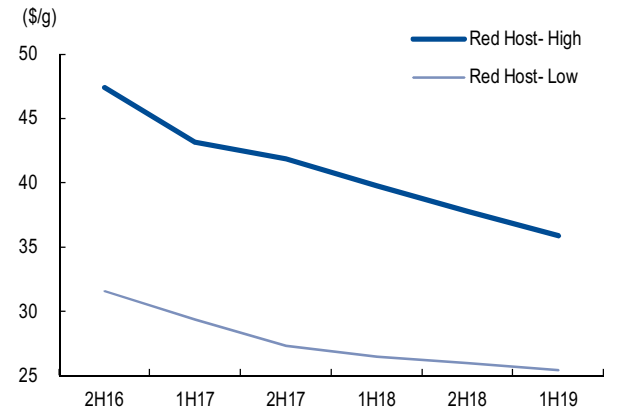
주: 1) 각 소재 출하 수치는 NH투자증권 추정치, 2) K-IFRS 별도 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 삼성디스플레이 OLED 구조 세대별 Supply Chain

Material	M4	M5	M6	New M4	M7	M8	LT2	M9
ETL	Novaled	SDI **(Novaled)**	Tosoh	LG Chem	LG Chem	Tosoh	LG Chem	LG Chem
a-ETL		Dow	SDI		Doosan	Doosan	Doosan	Doosan
Red Host	Dow	Dow	DS Neolux	DS Neolux	Dow	DS Neolux	Dow	Dow
Red Dopant	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC
Green Host	UDC+NSSC	UDC+NSSC	**SDI**	SDI	SDI	NSSC	SDI	NSCC
Green Dopant	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC
Blue Host	SFC, IK	SFC, IK	SFC, IK	IK	IK	SFC, IK	SFC, IK	SFC
Blue Dopant	Chisso	Chisso	IK	IK	IK	SFC	SFC	SFC
R prime	LG Chem	LG Chem	LG Chem	DS Neolux	Tosoh	DS Neolux	DS Neolux	DS Neolux
G prime	DS Neolux	DS Neolux	Merck	DS Neolux	Merck	Merck	Merck	Merck
B prime	Chisso	IK	IK	IK	IK	SYRI	SYRI	IK
적용 시점	13년 상반기	14년 상반기	14년 하반기	14년 10월 (소재 업체 선정)	15년 상반기	17년 상반기	17년 하반기	18년 말
적용 모델	-	-	Galaxy Note 4 등	중저가 스마트폰	Galaxy S6, S7, Note7	Galaxy S8, S9	iPhone X	Galaxy S10, Foldable

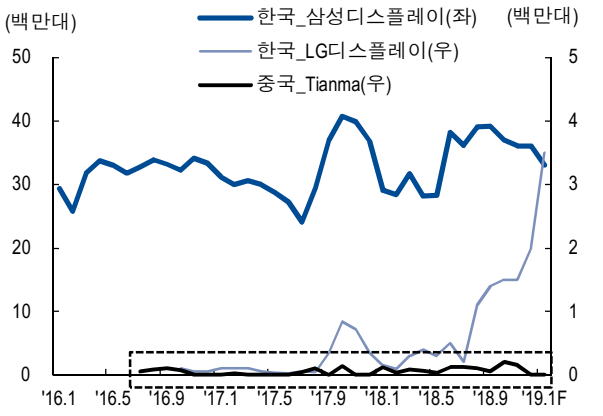
주: IK=Idemitsu Kosan, SDI=Samsung SDI, NSSC=NIPPON STEEL & SUMIKIN CHEMICAL, SYRI=Samsung Yokohama R&D Institute.
자료: NH 투자증권 리서치본부

그림1. Red Host 가격 하락 전망



자료: IHS, NH투자증권 리서치본부

그림2. 티안마의 OLED 출하가 증가추세에 있다고 보기 어려움



자료: IHS, NH투자증권 리서치본부

표4. 덕산네오룩스 잔여이익모델(RIM) (단위: 십억원, 원)

	2018E	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Net profit	16	14	18	20	23	25	33	41	52	60	71	83
Shareholder's equity	138	152	171	191	213	238	271	310	359	414	478	551
Forecast ROE (FROE)	12.1%	9.6%	11.3%	11.2%	11.1%	11.1%	12.9%	14.2%	15.5%	15.4%	16.0%	16.1%
Spread (FROE-COE)	2.6%	0.1%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%	3.4%	4.7%	6.0%	5.9%	6.4%	6.6%
Residual income	3	0	3	3	3	4	9	14	20	23	29	34
Cost of equity (COE)	9.5%											
Beta	0.8											
Market risk premium (Rm-Rf)	7.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	122											
PV of forecast period RI	68											
PV of continuing value	116											
Equity value (C+P)	307											
No of shares (common, mn)	24											
		12M TP										
Fair price (C)		**14,011**										
Current price (C)		12,350										
Upside (-downside)		13.4%										
12MF P/B (x)		2.5										
12MF P/E (x)		23.8										

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)

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	100.4	93.1	94.8	122.8
증감률 (%)	137.2	-7.3	1.8	29.6
매출원가	68.2	67.1	66.4	84.8
매출총이익	32.2	26.0	28.4	38.1
Gross 마진 (%)	32.1	27.9	30.0	31.0
판매비와 일반관리비	13.9	9.2	11.7	15.5
영업이익	18.4	16.8	16.7	22.6
증감률 (%)	368.6	-8.7	-0.7	35.4
OP 마진 (%)	18.3	18.0	17.6	18.4
EBITDA	21.7	21.1	21.7	28.2
영업외손익	0.0	0.8	0.8	0.8
금융수익(비용)	0.1	0.7	0.7	0.7
기타영업외손익	-0.1	0.1	0.1	0.1
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	18.4	17.6	17.5	23.4
법인세비용	1.6	1.8	3.5	5.2
계속사업이익	16.8	15.8	14.0	18.3
당기순이익	16.8	15.8	14.0	18.3
증감률 (%)	258.8	-5.5	-11.7	30.7
Net 마진 (%)	16.7	17.0	14.8	14.9
지배주주지분 순이익	16.8	15.8	14.0	18.3
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	0.2	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	17.0	15.8	14.0	18.3

Valuation / Profitability / Stability

	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(배)	35.2	18.7	21.2	16.2
PBR(배)	4.8	2.1	1.9	1.7
PCR(배)	23.1	14.0	13.6	10.5
PSR(배)	5.9	3.2	3.1	2.4
EV/EBITDA(배)	25.0	11.2	10.5	7.6
EV/EBIT(배)	29.5	14.1	13.7	9.5
EPS(원)	699	660	583	762
BPS(원)	5,101	5,761	6,344	7,105
SPS(원)	4,182	3,878	3,948	5,116
자기자본이익률(ROE, %)	14.5	12.1	9.6	11.3
총자산이익률(ROA, %)	12.5	10.1	8.2	9.6
투하자본이익률 (ROIC, %)	24.2	18.3	15.6	20.2
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(원)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	-39.8	-43.2	-45.1	-48.1
총부채/ 자기자본(%)	21.9	18.3	16.9	19.5
이자발생부채	1	1	1	2
유동비율(%)	391.2	470.7	513.1	484.4
총발행주식수(백만)	24	24	24	24
액면가(원)	200	200	200	200
주가(원)	24,600	12,350	12,350	12,350
시가총액(십억원)	591	297	297	297

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	47.7	58.7	67.6	80.7
매출채권	6.6	6.2	6.3	8.1
유동자산	76.7	85.6	95.0	116.2
유형자산	42.3	48.1	53.1	57.5
투자자산	0.5	0.4	0.4	0.6
비유동자산	72.5	78.0	83.0	87.6
자산총계	149.2	163.6	178.1	203.8
단기성부채	1.0	0.9	0.9	1.2
매입채무	8.1	7.5	7.6	9.9
유동부채	19.6	18.2	18.5	24.0
장기성부채	0.0	0.5	0.5	0.5
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	7.1	7.1	7.2	9.2
부채총계	26.8	25.3	25.7	33.2
자본금	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	93.8	93.8	93.8	93.8
이익잉여금	23.6	39.4	53.4	71.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	122.5	138.3	152.3	170.6

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	19.7	20.2	18.9	23.5
당기순이익	16.8	15.8	14.0	18.3
+ 유/무형자산상각비	3.3	4.3	5.0	5.6
+ 종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	25.5	21.2	21.8	28.3
- 운전자본의증가(감소)	-6.4	0.1	0.0	-0.3
투자활동 현금흐름	-0.8	-9.6	-10.0	-10.7
+ 유형자산 감소	0.0	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-10.4	-10.0	-10.0	-10.0
+ 투자자산의매각(취득)	0.1	0.0	0.0	-0.1
Free Cash Flow	9.3	10.2	8.9	13.5
Net Cash Flow	19.0	10.6	8.9	12.8
재무활동현금흐름	0.0	0.4	0.0	0.3
자기자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증감	0.0	0.4	0.0	0.3
현금의증가	18.4	11.0	8.9	13.1
기말현금 및 현금성자산	47.7	58.7	67.6	80.7
기말 순부채(순현금)	-48.8	-59.7	-68.7	-82.1