

덕산네오룩스 (213420)



BUY(Initiate)

주가(2/26) 19,800원

목표주가 24,000원

반도체/디스플레이 Analyst 박유악

02)3787-5063 / yuak.pak@kiwoom.com

RA 김소원

02)3787-4736 / sowonkim@kiwoom.com

덕산네오룩스는 OLED의 공통층 및 발광층 소재를 공급하는 업체로, 삼성디스플레이를 주요 고객사로 두고 있다. 차세대 flagship 스마트폰 소재 구조인 M9향 Red Host를 경쟁사가 독점 공급하게 되어 단기 실적 약세는 불가피하나, 2020년 QD-OLED TV 양산 돌입과 중소형 OLED 패널의 가동률 상승 등에 힘입어 실적 성장이 재개될 것으로 판단한다.

Stock Data

KOSDAQ (2/26)	747.09pt		
시가총액	4,754억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	20,050원	11,800원	
최고/최저가대비	-1.25%	67.80%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	31.6%	25.3%
	6M	18.2%	26.3%
	1Y	-2.0%	14.7%

Company Data

발행주식수	24,010천주	
일평균 거래량(3M)	241천주	
외국인 지분율	9.80%	
배당수익률(18.E)	0.00%	
BPS(18.E)	5,865원	
주요 주주	이준호 외 9인	57.12%

Price Trend



냉정과 열정 사이

>>> 단기 실적 약세 속에서 피어나는

덕산네오룩스는 OLED 공통층 및 발광층 소재를 공급하는 업체로, 공통층의 HTL, 발광층의 Red Host 및 Prime 등을 주요 제품으로 두고 있다. 삼성디스플레이의 flagship 모델향 OLED 소재 구조인 M8 등에 HTL, Red Host, Red Prime을 공급한 이력이 있고, 북미 고객사 모델향으로 HTL 및 Red Prime을 공급 중에 있다. 그러나 차세대 flagship 모델(Galaxy S10 등)의 OLED 소재 구조인 M9향 Red host를 경쟁사가 독점 공급하게 됨에 따라, 단기적인 실적 약세는 불가피할 전망이다.

>>> 중장기 성장의 기대감

덕산네오룩스의 2019년 예상 매출액 899억원(-1%YoY), 영업이익은 170억원(-8%YoY)으로, M9향 Red Host 채택 불발로 인한 영향이 나타날 전망이다. 그러나 2020년 하반기 QD-OLED TV 양산 가동이 전망됨에 따라, 고객사의 투자 확대와 함께 실적 성장이 재개될 것으로 판단한다. 특히 대면적 OLED의 특성상 중소형 OLED 대비 소재 수요가 대폭 증가할 것으로 예상되어, HTL 등 주요 제품의 매출 성장으로 직결될 것이다. 더불어 중국향 실적의 안정적인 성장과 A3 라인의 가동률 상승 등이 가시화 될 경우, 장기적으로는 주가의 Re-rating도 가능할 것이다. 다만 주가는 이를 일정 부분 선반영하고 있는 것으로 보여, 단기적인 주가 조정이 나타날 가능성이 존재한다.

투자지표, IFRS 연결	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(억원)	1,004	909	899	1,295
영업이익(억원)	184	186	170	278
EBITDA(억원)	217	216	205	314
세전이익(억원)	184	193	171	279
순이익(억원)	168	183	156	253
지배주주지분순이익(억원)	168	183	156	253
EPS(원)	699	763	650	1,047
증감율(%YoY)	258.8	9.3	-14.9	61.1
PER(배)	35.2	25.9	30.5	18.9
PBR(배)	4.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA(배)	25.0	24.4	25.0	15.9
영업이익률(%)	18.3	20.4	18.9	21.5
ROE(%)	14.5	13.9	10.5	15.0
순부채비율(%)	-39.8	-44.7	-49.4	-53.6

이 보고서는 『코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안』의 일환으로 작성된 보고서입니다.

덕산네오룩스 연결실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	227.2	223.5	249.2	209.1	199.6	208.5	218.4	272.8	1004.1	909.0	899.4
%QoQ / %YoY	-13%	-2%	12%	-16%	-5%	4%	5%	25%	137%	-9%	-1%
HTL 등	174.9	172.1	191.9	169.5	162.9	170.5	182.6	209.4	773.1	708.4	725.4
Red Host	52.3	51.4	57.3	12.3	18.6	19.0	16.0	18.0	230.9	173.3	71.5
매출원가	178.7	155.7	149.2	145.7	143.7	141.4	147.1	188.8	681.6	629.3	621.0
매출원가율	79%	70%	60%	70%	72%	68%	67%	69%	68%	69%	69%
매출총이익	48.5	67.7	100.1	63.4	55.9	67.1	71.4	84.0	274.8	279.7	278.4
판매비와관리비	12.0	25.6	24.6	31.9	29.4	23.9	21.6	33.5	138.5	94.1	108.3
영업이익	36.5	42.1	75.5	31.6	26.5	43.2	49.8	50.5	184.0	185.6	170.1
%QoQ / %YoY	-2%	15%	79%	-58%	-16%	63%	15%	1%	369%	1%	-8%
영업이익률	16%	19%	30%	15%	13%	21%	23%	19%	18%	20%	19%
법인세차감전손익	35.0	42.7	83.8	31.4	25.8	46.0	52.6	46.4	183.5	192.9	170.7
법인세비용	3.0	-0.2	3.0	3.8	2.3	4.3	4.0	4.2	15.8	9.6	14.8
당기순이익	32.0	42.9	80.8	27.6	23.5	41.7	48.6	42.2	167.7	183.3	155.9
당기순이익률	14%	19%	32%	13%	12%	20%	22%	15%	17%	20%	17%

주) 2019년 분기 및 연간 수치는 원익테라세미콘과의 합병이 반영된 실적. 재무상태표는 추후 업데이트 예정
 자료: 키움증권 리서치센터

OLED 소재 Supply Chain

Layer	Company
EIL	두산전자(비상장), Dow Chemical
ETL	Tosoh, LG 화학
aETL	두산전자(비상장)
Red Host	덕산네오룩스, Dow Chemical
Red Dopant	UDC
Red Prime	덕산네오룩스, LG 화학, Tosoh
Green Host	NSCC, 삼성 SDI, 희성전자(비상장)
Green Dopant	UDC
Green Prime	덕산네오룩스, Merck
Blue Host	Idemitsu Kosan, SFC
Blue Dopant	Idemitsu Kosan, SFC, Samsung Yokohama R&D Institute
Blue Prime	덕산네오룩스, Idemitsu Kosan, SFC
HTL	덕산네오룩스, 두산전자, Idemitsu Kosan, Hodogaya, Merck

자료: 키움증권 리서치센터

덕산네오룩스 6개월 목표주가: 24,000원 제시

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Sales [억원]	909.0	899.4	1,295.4	1,706.0	2,078.0	2,316.9
Growth	-9.5%	-1.1%	44.0%	31.7%	21.8%	11.5%
EPS [원]	763	650	1,047	1,415	1,746	1,912
Growth	9.3%	-14.9%	61.1%	35.2%	23.4%	9.5%
BPS [원]	5,865	6,514	7,561	8,926	10,622	12,484
Growth	15.0%	11.1%	16.1%	18.1%	19.0%	17.5%
ROCE(Return On Common Equity)	13.9%	10.5%	15.0%	15.9%	16.4%	15.3%
COE(Cost of Equity)	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
Residual Earnings(ROCE-COE)	7.2%	3.8%	8.2%	9.1%	9.7%	8.6%
PV of Residual Earnings		218	510	618	731	715
Equity Beta	0.7					
Risk Free Rate	1.8%					
Market Risk Premium	7.0%					
Terminal Growth	3.0%					
Cost of Equity	6.7%					
Continuing Value	19,712					
Beginning Common Shareholders' Equity	5,865					
PV of RE for the Forecasting Period	2,791					
PV of Continuing Value	14,228					
Intrinsic Value per Share - 6M TP	23,642					

주: Equity Beta는 52주 월간 베타 평균, Risk Free Rate은 3년물 국채수익률, Market Risk Premium은 시가총액 2조원 이하 7% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	423	1,004	909	899	1,295
매출원가	327	682	629	621	863
매출총이익	97	322	280	278	432
판매비및일반관리비	57	139	94	108	154
영업이익(보고)	39	184	186	170	278
영업이익(핵심)	39	184	186	170	278
영업외손익	6	0	7	1	1
이자수익	5	6	6	6	8
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	4	2	21	19	28
이자비용	0	0	0	-1	-1
외환손실	3	10	12	13	19
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	-14	-14	-14
기타	0	3	7	2	-3
법인세차감전이익	45	184	193	171	279
법인세비용	-2	16	10	15	26
유효법인세율 (%)	-4%	9%	5%	9%	9%
당기순이익	47	168	183	156	253
지배주주지분순이익(억원)	47	168	183	156	253
EBITDA	73	217	216	205	314
현금순이익(Cash Earnings)	81	201	214	191	290
수정당기순이익	47	169	197	168	266
증감율(% YoY)					
매출액	5.0	137.2	-9.5	-1.1	44.0
영업이익(보고)	61.2	368.6	0.9	-8.4	63.4
영업이익(핵심)	61.2	368.6	0.9	-8.4	63.4
EBITDA	27.3	196.7	-0.3	-5.2	53.1
지배주주지분 당기순이익	115.6	258.8	9.3	-14.9	61.1
EPS	115.6	258.8	9.3	-14.9	61.1
수정순이익	115.4	261.9	16.5	-14.4	57.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	83	140	220	193	223
당기순이익	47	168	183	156	253
감가상각비	33	32	30	34	35
무형자산상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	8	-9	-6	-9
자산처분손익	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-4	-121	5	1	-68
기타	8	51	10	7	10
투자활동현금흐름	-37	-8	-71	-50	-56
투자자산의 처분	0	100	2	0	-10
유형자산의 처분	0	0	-1	-1	-1
유형자산의 취득	-9	-104	-67	-45	-40
무형자산의 처분	0	-2	-5	-4	-5
기타	-28	-2	0	0	0
재무활동현금흐름	18	57	-6	-1	27
단기차입금의 증가	18	58	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	-6	-1	26
현금및현금성자산의순증가	65	184	143	143	194
기초현금및현금성자산	228	293	477	621	763
기말현금및현금성자산	293	477	621	763	957
Gross Cash Flow	88	261	215	192	291
Op Free Cash Flow	61	-26	140	143	176

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	524	767	879	1,019	1,325
현금및현금성자산	293	477	621	763	957
유동금융자산	123	21	19	19	27
매출채권및유동채권	42	90	86	85	122
재고자산	66	179	154	152	219
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	657	725	766	780	791
장기매출채권및기타비유동채권	2	2	2	2	2
투자자산	6	5	4	4	6
유형자산	357	423	460	471	476
무형자산	293	295	300	303	306
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,181	1,492	1,645	1,799	2,116
유동부채	59	196	172	170	206
매입채무및기타유동채무	42	157	132	130	164
단기차입금	10	10	10	10	10
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	7	29	30	30	31
비유동부채	37	71	65	64	92
장기매입채무및비유동채무	8	4	4	4	6
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	29	67	61	60	87
부채총계	96	268	237	235	298
자본금	24	48	48	48	48
주식발행초과금	962	938	938	938	938
이익잉여금	66	236	419	575	826
기타자본	33	3	3	3	3
지배주주지분자본총계	1,085	1,225	1,408	1,564	1,817
비지배주주지분자본총계	1,085	1,225	1,408	1,564	1,817
순차입금	-406	-488	-629	-772	-974
총차입금	10	10	10	10	10

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	195	699	763	650	1,047
BPS	4,520	5,101	5,865	6,514	7,561
주당EBITDA	305	904	901	855	1,308
CFPS	336	837	892	796	1,206
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	81.8	35.2	25.9	30.5	18.9
PBR	3.5	4.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	46.6	25.0	24.4	25.0	15.9
PCFR	47.4	29.4	22.2	24.9	16.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.3	18.3	20.4	18.9	21.5
영업이익률(핵심)	9.3	18.3	20.4	18.9	21.5
EBITDA margin	17.3	21.6	23.8	22.8	24.3
순이익률	11.0	16.7	20.2	17.3	19.6
자기자본이익률(ROE)	4.4	14.5	13.9	10.5	15.0
투자자본이익률(ROIC)	9.3	36.1	33.2	27.9	42.0
안정성(%)					
부채비율	8.9	21.9	16.8	15.0	16.4
순차입금비율	-37.4	-39.8	-44.7	-49.4	-53.6
이자보상배율(배)	261.2	890.0	456.4	-286.7	-511.7
활동성(배)					
매출채권회전율	9.7	15.2	10.3	10.6	12.5
재고자산회전율	5.4	8.2	5.5	5.9	7.0
매입채무회전율	9.3	10.1	6.3	6.9	8.8