

덕산네오룩스(213420)

하회 부합 상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중국향 매출액 증가는 하반기로

국내 고객사 플렉서블 OLED 가동률 하락 여파로 영업이익 컨센서스 하회
중국 업체들의 OLED 라인 가동 시작이 하반기 이후 실적 증가 가능성 높일 것
QD-OLED는 장기적 관점의 투자 포인트, Y-OCTA는 단기 모멘텀

Facts : 영업이익 21억원으로 컨센서스 하회

1분기 매출액은 193억원으로 전년동기대비 15% 감소했다. 삼성디스플레이의 OLED 가동률이 전년대비 개선되지 않았기 때문이다. 영업이익은 21억원으로 영업이익률이 전년대비 5%p 하락한 11%였는데, 작년초 주가 하락에 따른 주식보상비용 환입(1Q18 15억원 환입)의 일시적 수익성 개선 효과를 제외하면 소재 수익성이 크게 훼손되지는 않은 것이다. 중국 패널업체들이 OLED 라인 가동을 위한 소재를 덕산네오룩스로부터 작년대비 많이 구매할 것으로 추정됐지만 아직은 시기 상조였던 것으로 보인다. 2019년 매출액 추정치를 기존 추정 대비 7% 낮은 933억원으로 추정한다.

Pros & cons : 중국 패널 고객사의 소재 채택 가능성 상존

덕산네오룩스의 중국 패널업체향 양산용 소재 공급 가능성에 대해 단정짓긴 어렵지만, 우리는 중국 '고객사(OLED 패널 업체) 수' 증가에 따른 소재 매출액 증가와 양산 소재 공급 가능성이 올라가고 있음에 주목한다. 중국 BOE의 첫 플렉서블 OLED 양산에 덕산네오룩스가 소재를 공급하지 못한 것으로 추정되지만 향후 중국 Visionox, Tianma, CSOT, EverDisplay 등 OLED 양산을 준비 중인 업체들에게 덕산네오룩스의 소재가 채택될 수 있는 가능성은 상존한다. 2019년, 2020년 매출액 증가율은 각각 3%, 24%로 추정하는데 중국향 소재 매출 증가와 아이폰의 Y-OCTA 채용과 내년 OLED 모델 수 증가에 따른 실적 증가가 예상된다.

Action : 충분히 낮아진 주가 수준, 목표주가 20,000원 유지

하반기로 가면서 중국향 OLED 소재 출하량 증가 시작과 플렉서블 OLED 가동률 개선이 예상되는 덕산네오룩스에 대해 매수의견과 목표주가 20,000원을 유지한다. 2019~2020년 평균 EPS에 목표 PER 25배 적용을 유지했다. 중국향 매출액 증가의 실적 반영, QD-OLED 패널 양산 가시화로 밸류에이션 상승이 예상돼 하반기로 가면서 주가 회복이 나타날 것이다. 미국 Universal Display의 밸류에이션 수준(현재 12MF PER 60배)을 받기 위해서 신규 소재 및 적용처 도입, 중국으로의 고객군 확대가 필요하다.

매수(유지)

목표주가: 20,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(5/10)	2,108
주가(5/10)	15,500
시가총액(십억원)	372
발행주식수(백만)	24
52주 최고/최저(가원)	20,050/11,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,320
유동주식비율/외국인지분율(%)	42.9/8.6
주요주주(%)	이준호 외 9 인 57.1

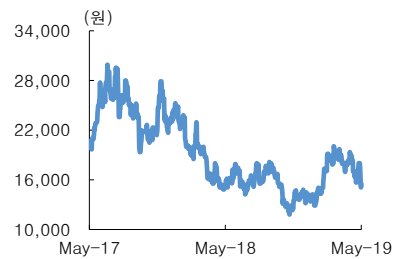
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	18.1	25.1	17.3
PBR(x)	2.4	2.4	2.1
ROE(%)	14.3	10.0	13.0
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	12.7	15.4	10.3
EPS(원)	784	617	897
BPS(원)	5,876	6,479	7,361

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(18.4)	14.8	2.3
KOSDAQ 대비(%p)	(13.5)	9.7	17.8

주가추이



자료: FnGuide

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

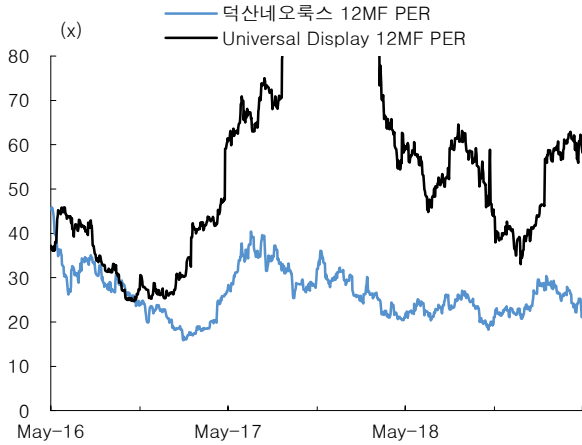
<표 1> 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	22.7	22.3	24.9	20.7	19.3	(6.6)	(14.9)	19.5
영업이익	3.6	4.2	7.5	4.9	2.1	(56.3)	(41.1)	3.3
영업이익률(%)	15.9	18.8	30.1	23.7	11.1			16.9
세전이익	3.5	4.3	8.4	5.0	2.3	(54.7)	(35.4)	3.4
순이익	3.2	4.3	8.1	3.3	2.0	(38.1)	(37.1)	2.8

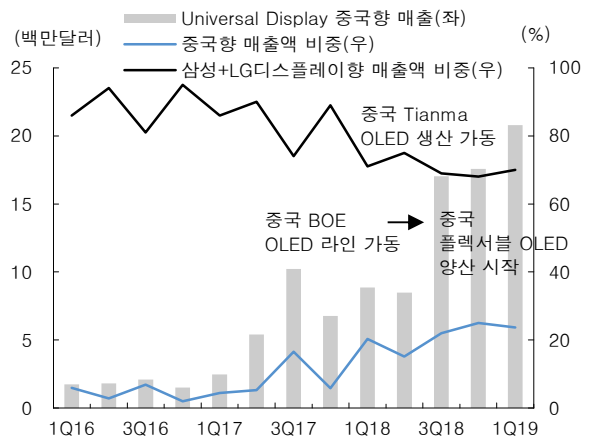
자료: 한국투자증권

[그림 1] 밸류에이션 차이는 독점성과 고객 확대 가능성 때문



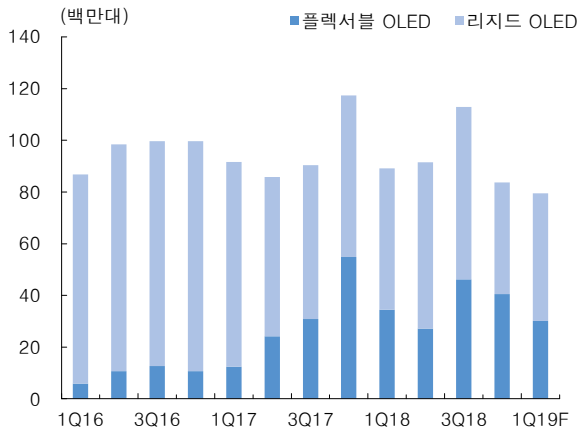
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] 미국 UDC의 중국향 매출액 지속 상승 중



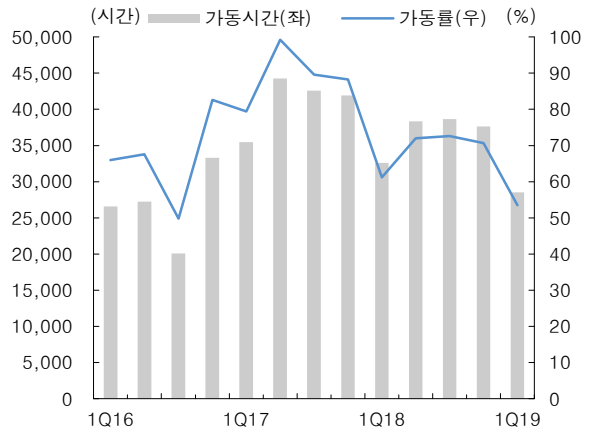
자료: Universal Display, 한국투자증권

[그림 3] 삼성디스플레이 OLED의 출하량 전년 대비 작을 듯



주: 삼성디스플레이의 출하량만 포함
자료: IHS, 한국투자증권

[그림 4] 덕산네오룩스 가동률, 가동시간 추이



자료: 한국투자증권

<표 2> 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	22.7	22.3	24.9	20.7	19.3	21.8	25.7	26.4	25.3	28.7	29.8	31.6	100.4	90.7	93.3	115.4
YoY 증가율	15.8	(16.5)	(10.3)	(21.1)	(14.9)	(2.3)	3.2	27.7	31.1	31.4	15.7	19.5	137.2	(9.7)	2.9	23.6
매출총이익	4.8	6.8	10.0	8.5	5.1	8.2	8.9	8.2	7.2	10.8	11.2	11.3	32.2	30.1	30.4	40.6
매출총이익률	21.3	30.3	40.2	40.9	26.3	37.7	34.7	30.9	28.4	37.8	37.7	35.9	32.1	33.2	32.6	35.2
판매비와관리비	1.2	2.6	2.5	3.6	2.9	3.2	3.5	4.0	3.5	3.7	3.8	4.0	13.9	9.8	13.6	15.0
판매비율	5.3	11.5	9.9	17.2	15.2	14.7	13.6	15.1	13.8	12.9	12.8	12.7	13.8	10.8	14.6	13.0
영업이익	3.6	4.2	7.5	4.9	2.1	5.0	5.4	4.2	3.7	7.1	7.4	7.3	18.4	20.3	16.8	25.6
영업이익률	16.1	18.8	30.3	23.7	11.1	23.1	21.1	15.7	14.6	24.9	24.9	23.2	18.3	22.4	18.0	22.2
세전이익	3.5	4.3	8.4	5.0	2.3	5.2	5.6	4.3	3.9	7.2	7.5	7.4	18.4	21.1	17.3	25.9
세전이익률	15.4	19.1	33.6	24.1	11.7	23.7	21.7	16.3	15.3	25.0	25.0	23.4	18.3	23.3	18.6	22.4
순이익	3.2	4.3	8.1	3.3	2.0	4.4	4.7	3.7	3.6	6.1	6.3	6.3	16.8	18.8	14.8	22.4
순이익률	14.1	19.2	32.4	15.7	10.4	20.2	18.4	13.8	14.3	21.3	21.3	19.9	16.7	20.8	15.9	19.4

자료: 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 차지함. HTL의 경쟁사는 두산전자, Red host의 경쟁사는 다투케미칼임.

- 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)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	77	72	84	99	121
현금성자산	48	38	47	55	63
매출채권및기타채권	7	8	11	14	19
재고자산	18	23	19	21	25
비유동자산	73	88	85	94	100
투자자산	0	12	0	0	1
유형자산	42	46	54	59	64
무형자산	30	31	31	35	36
자산총계	149	160	168	192	221
유동부채	20	14	8	11	14
매입채무및기타채무	16	9	5	8	10
단기차입금및단기사채	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	6	5	4	4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	27	19	13	16	17
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94	94
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	24	42	57	78	106
자본총계	122	141	155	177	204

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	20	8	13	23	23
당기순이익	17	19	15	22	28
유형자산감가상각비	3	4	4	5	5
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(6)	(15)	(6)	(3)	(9)
기타	6	0	0	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(1)	(18)	(5)	(15)	(16)
유형자산투자	(10)	(6)	(12)	(10)	(10)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	10	0	12	(0)	(0)
무형자산순증	(0)	(1)	(0)	(4)	(1)
기타	(1)	(11)	(5)	(1)	(5)
재무활동현금흐름	(0)	0	1	1	1
자본의증가	0	NM	0	0	0
차입금의순증	0	0	1	1	1
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	18	(10)	8	9	8

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	100	91	93	115	137
매출원가	68	61	63	75	88
매출총이익	32	30	30	41	49
판매관리비	14	10	14	15	17
영업이익	18	20	17	26	33
금융수익	1	2	1	2	2
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	1	2	1	2	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(0)	0	0	0	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	18	21	17	26	35
법인세비용	2	2	3	5	7
당기순이익	17	19	15	22	28
기타포괄이익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	17	18	14	21	27
EBITDA	22	24	21	30	38

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	699	784	617	897	1,152
BPS	5,107	5,876	6,479	7,361	8,498
DPS	0	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	137.2	(9.7)	2.9	23.6	18.9
영업이익증가율	368.6	10.5	(17.4)	52.6	28.1
순이익증가율	258.8	12.2	(21.3)	45.5	28.3
EPS증가율	616.8	12.2	(21.3)	45.5	28.3
EBITDA증가율	196.7	10.4	(12.7)	44.9	24.6
수익성(%)					
영업이익률	18.3	22.4	18.0	22.2	23.9
순이익률	16.7	20.7	15.9	18.7	20.1
EBITDA Margin	21.6	26.4	22.4	26.3	27.5
ROA	12.5	12.2	9.0	12.0	13.4
ROE	14.5	14.3	10.0	13.0	14.5
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)	(49)	(37)	(49)	(58)	(70)
차입금/자본총계비율(%)	0.8	1.2	1.6	1.8	1.9
Valuation(X)					
PER	35.2	18.1	25.1	17.3	13.5
PBR	4.8	2.4	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	25.0	12.7	15.4	10.3	8.0

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
덕산네오룩스 (213420)	2016.07.27	매수	20,040원	-15.3	49.2
	2017.07.27	1년경과		3.2	39.7
	2018.07.04	매수	20,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 13일 현재 덕산네오룩스 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.