

기업분석

**덕산
네오룩스**
(213420)

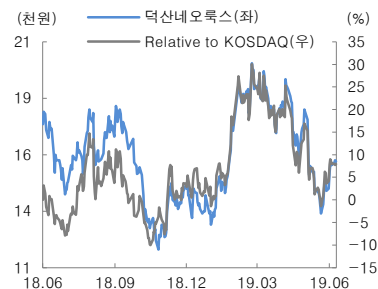
이수빈 subin.lee@daishin.com

투자이견 BUY
매수, 유지
6개월
목표주가 20,000
유지
현재주가 15,700
(19.06.12)
디스플레이업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

| | |
|-------------|-------------------|
| KOSDAQ | 724.32 |
| 시가총액 | 377십억원 |
| 시가총액비중 | 0.16% |
| 자본금(보통주) | 5십억원 |
| 52주 최고/최저 | 20,050원 / 11,800원 |
| 120일 평균거래대금 | 43억원 |
| 외국인지분율 | 7.36% |
| 주요주주 | 이준호 외 9인 57.12% |

| 주가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
|----------|-----|-------|------|-------|
| 절대수익률 | 1.3 | -20.3 | 11.0 | -10.0 |
| 상대수익률 | 1.1 | -17.0 | 3.6 | 8.7 |



폴더블폰 면적 증가가 곧 OLED 소재의 증가

투자이견 매수, 목표주가 20,000원 유지

- 목표주가 20,000원은 12개월 Forward EPS에 글로벌 OLED 소재사 Universal Display P/E 60배에 50%할인한 Target PER 30배 적용

2Q19년 매출 211억원(-5% YoY), 영업이익 28억원(-34% YoY) 전망

- 2Q19 영업이익 28억원(+29% QoQ, -34% YoY) 예상. 1분기에 이어 재고평가손실 5억원 발생 예상
- 2019년 매출 919억원(+1% YoY), 영업이익 182억원(-10% YoY) 예상. 상반기 발생한 일회성 비용과 단가 하락으로 전년 동기 대비 감익하나 3분기와 4분기는 영업이익 +5%, +8% YoY 예상
- 하이엔드에 사용하는 소재 구조가 하반기부터 미드엔드급에 적용 시작. 중저가 Flexible OLED 패널 출시와 함께 미드엔드 스마트폰의 Flexible OLED 채택률 증가할것으로 전망. 제품 라인업 하이-미드-로우로 정립. 하이엔드의 소재구조는 통합하여 브랜드별 의존도를 축소시키고 미드엔드와 로우엔드를 차별화하여 수익성 개선 전망
- 하반기 삼성전자 Rigid OLED 가동률 증가와 함께 로우엔드 소재 구조 변경되며 P와 Q 함께 증가 예상

폴더블폰 면적 증가가 곧 OLED 소재의 증가

- 갤럭시포드에 적용되는 소재는 하이엔드 Flexible OLED와 동일한 소재로 단가가 좋음. 패널면적 50% 증가하며 물량도 증가할 것으로 예상
- 2021년 폴더블폰 시장 본격 개화 시 삼성디스플레이의 폴더블 패널 독점 예상. 이에 따라 동사의 하이엔드 OLED 소재 공급량 증가하며 매출과 이익 증가 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 100 | 91 | 92 | 124 | 167 |
| 영업이익 | 18 | 20 | 18 | 27 | 36 |
| 세전순이익 | 18 | 21 | 19 | 27 | 36 |
| 총당기순이익 | 17 | 19 | 17 | 24 | 32 |
| 지배지분순이익 | 17 | 19 | 17 | 24 | 32 |
| EPS | 699 | 784 | 691 | 1,000 | 1,346 |
| PER | 35.2 | 18.1 | 22.7 | 15.7 | 11.7 |
| BPS | 5,101 | 5,870 | 6,562 | 7,561 | 8,908 |
| PBR | 4.8 | 2.4 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| ROE | 14.5 | 14.3 | 11.1 | 14.2 | 16.3 |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

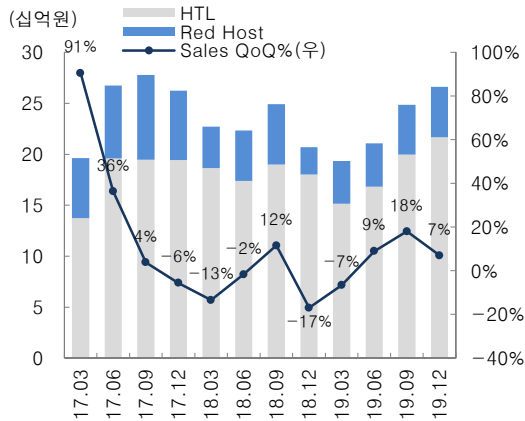
표 27. 덕산네오룩스 영업실적 추정

(단위: 십억원, %)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2018 | 2019F | 2020F |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 매출 | | | | | | | | | | | |
| 1) HTL | 18.6 | 17.4 | 19.0 | 18.0 | 15.1 | 16.8 | 20.0 | 21.7 | 73.0 | 73.6 | 99.6 |
| 2) Red Host | 4.1 | 5.0 | 5.9 | 2.7 | 4.2 | 4.2 | 4.9 | 4.9 | 17.6 | 18.3 | 24.3 |
| Total | 22.7 | 22.3 | 24.9 | 20.7 | 19.3 | 21.1 | 24.9 | 26.6 | 90.7 | 91.9 | 123.8 |
| 점유율(%) | | | | | | | | | | | |
| 1) HTL | 82% | 78% | 76% | 87% | 78% | 80% | 80% | 81% | 76% | 76% | 76% |
| 2) Red Host | 18% | 22% | 24% | 13% | 22% | 20% | 20% | 19% | 24% | 24% | 24% |
| Total | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 매출 QoQ % | | | | | | | | | | | |
| 1) HTL | -4% | -7% | 9% | -5% | -16% | 11% | 19% | 8% | 1% | 1% | 35% |
| 2) Red Host | -40% | 22% | 19% | -55% | 57% | 1% | 15% | 1% | -37% | 4% | 33% |
| Total | -13% | -2% | 12% | -17% | -7% | 9% | 18% | 7% | -10% | 1% | 35% |
| 영업이익 | 3.6 | 4.2 | 7.5 | 4.9 | 2.1 | 2.8 | 8.0 | 5.3 | 20.3 | 18.2 | 26.9 |
| YoY% | 1% | -16% | 25% | 31% | -41% | -34% | 5% | 8% | 10% | -10% | 48% |
| QoQ% | -2% | 15% | 79% | -35% | -56% | 29% | 187% | -33% | | | |
| OPM% | 16% | 19% | 30% | 24% | 11% | 13% | 32% | 20% | 22% | 20% | 22% |

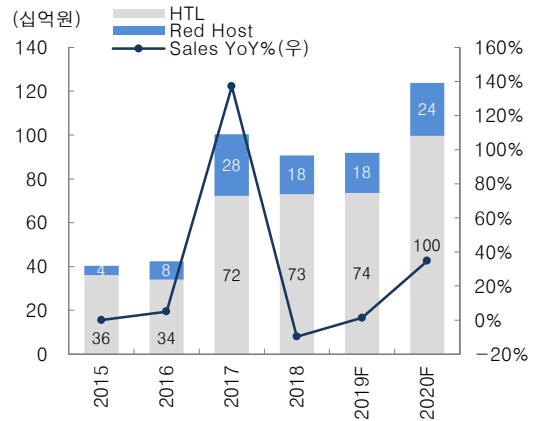
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 50. 연간 매출 추이



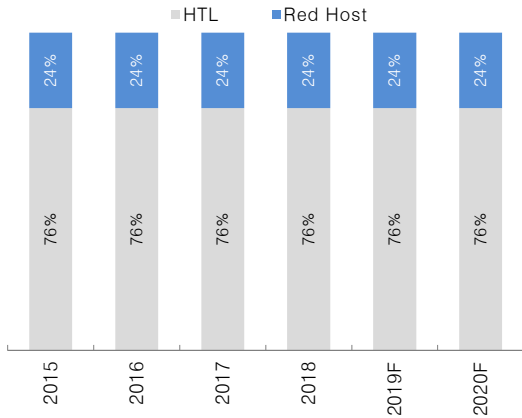
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 51. 분기 매출 추이



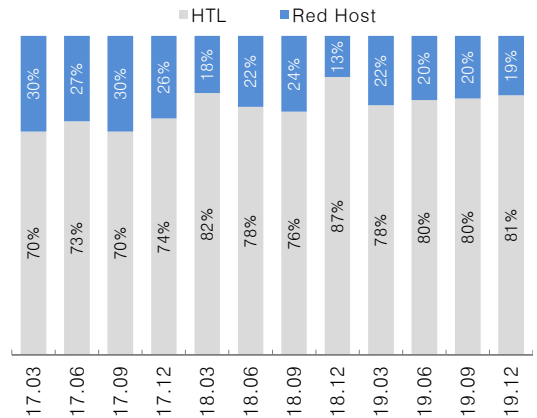
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 52. 연간 제품별 매출 비중 추이



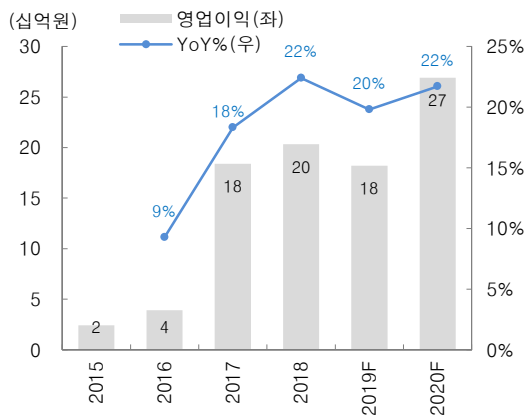
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 53. 분기 제품별 비중 추이



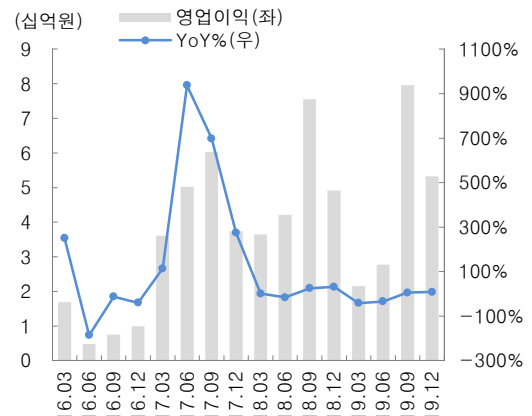
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 54. 연간 영업이익 추이



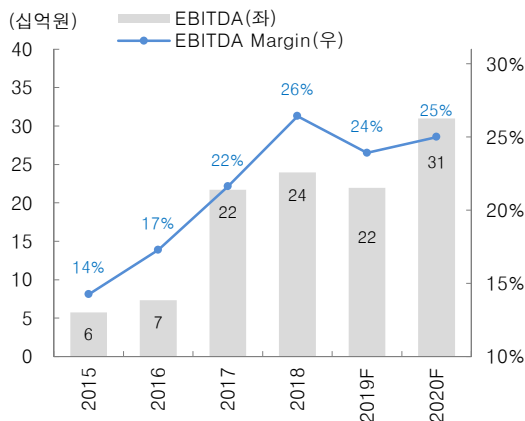
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 55. 분기 영업이익 추이



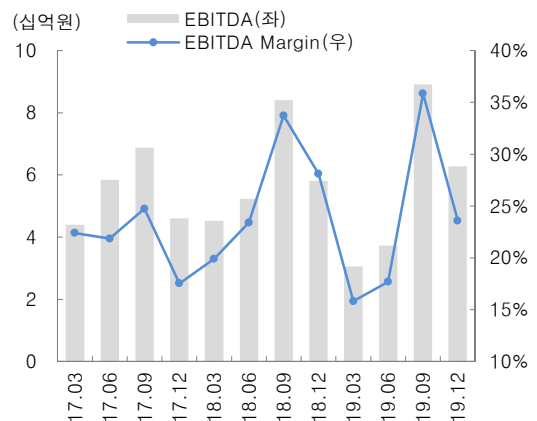
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 56. 연간 EBITDA 추이



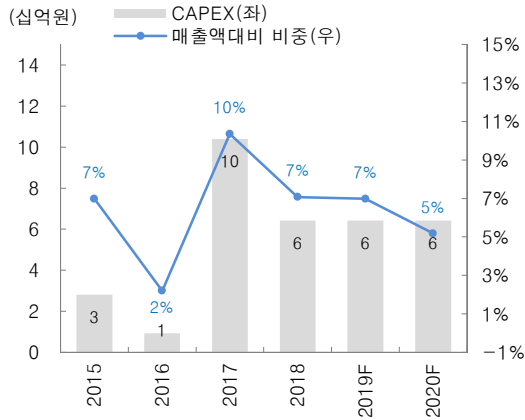
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 57. 분기 EBITDA 추이



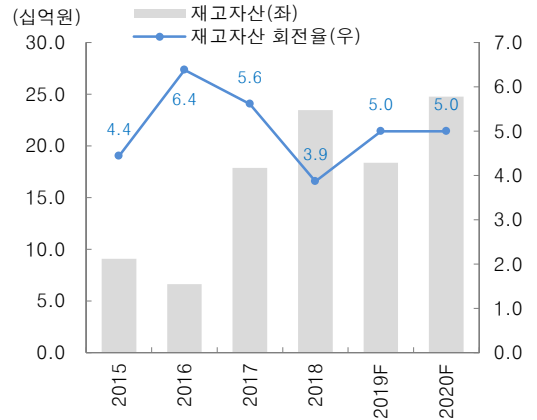
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 58. 설비투자액 추이



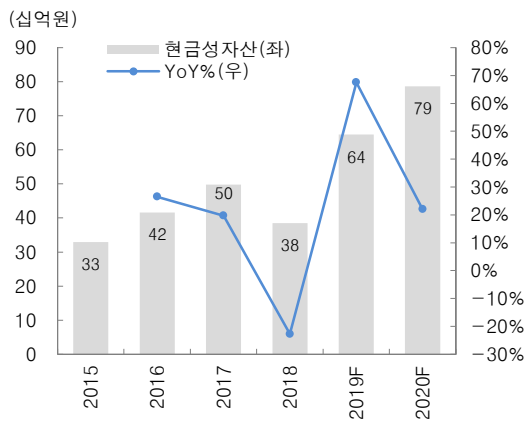
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 59. 재고자산 추이



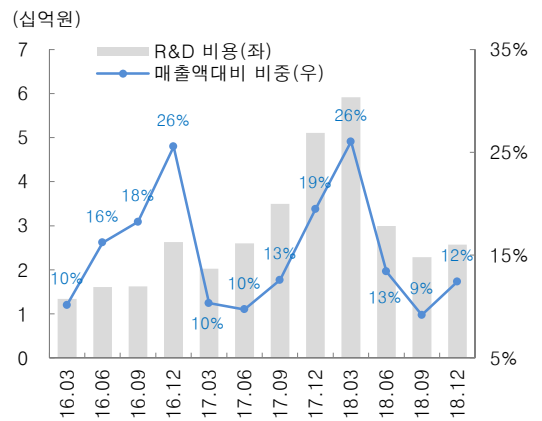
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 60. 현금 및 현금성자산 추이



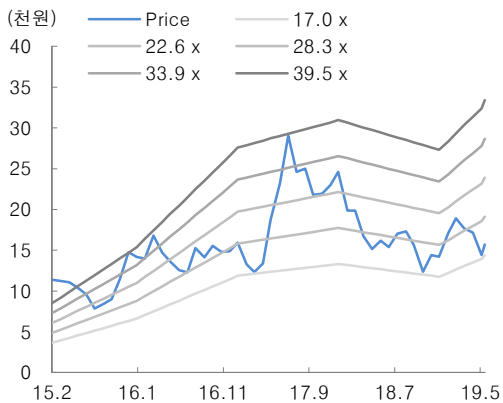
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 61. R&D 비용 추이



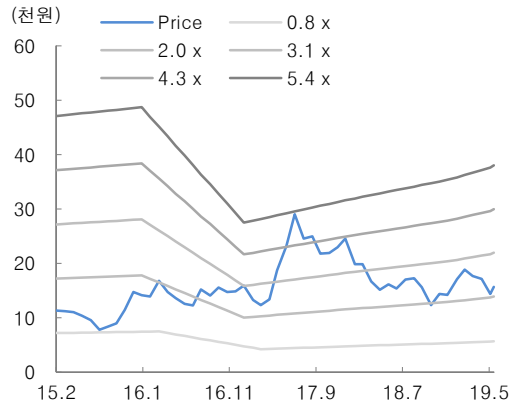
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 62. P/E band



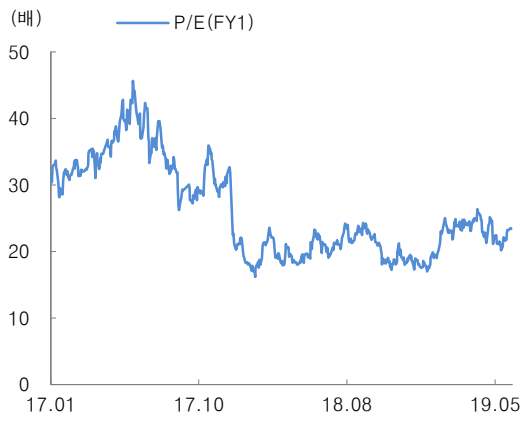
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 63. P/B band



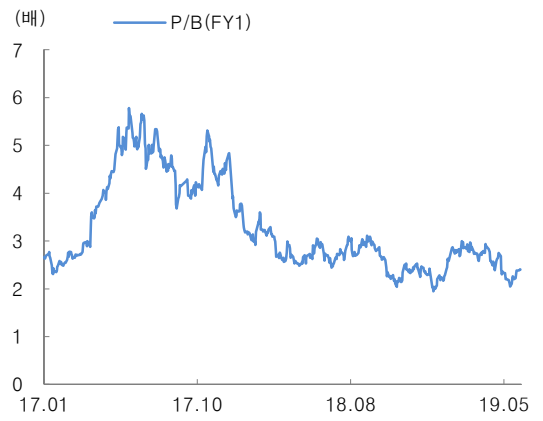
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 64. P/E 추이



자료: 덕산네오룩스, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 65. P/B 추이



자료: 덕산네오룩스, Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

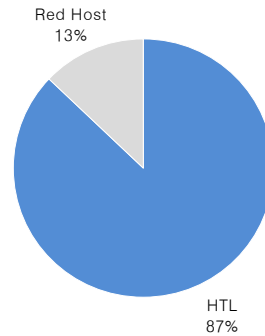
- AMOLED 유기물 재료 및 반도체 공정용 화학제품을 제조/판매하는 화학소재 사업부를 주된 사업으로 영위
- OLED의 핵심 구성요소인 유기재료를 생산
- 2014년 12월 30일 존속회사인 덕산하이메탈과 신설회사인 덕산네오룩스로 분할, 2015년 2월 6일 코스닥시장에 각각 변경상장 및 재상장
- 주주: 덕산하이메탈(주) 37.92%, 이준호 17.21%
- 발행주식수: 24,010,012주

주가 변동요인

- 고객사 OLED 패널 출하량
- 제품별 매출 비중 추이

주: 주식의 수는 보통주와 우선주 모두 포함, 2019년 3월 기준
 자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

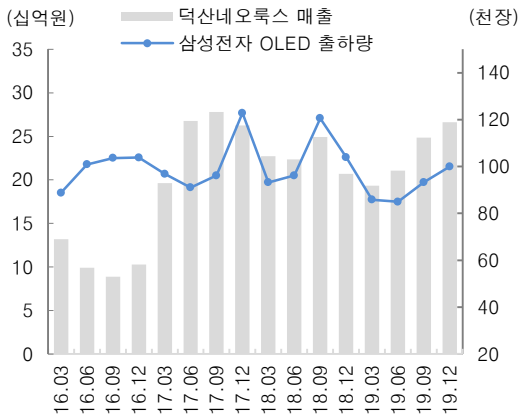
매출 비중



주: 2019년 매출액 추정치 기준
 자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

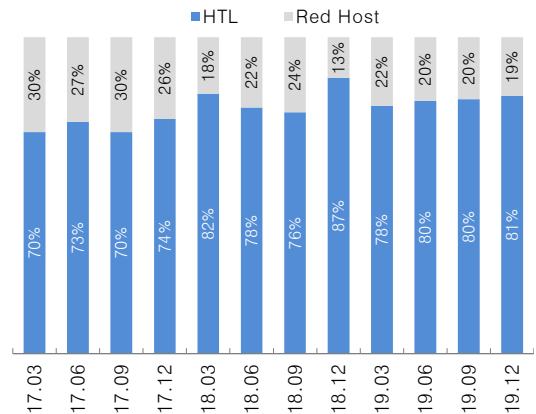
Earnings Driver

덕산네오룩스 vs 삼성전자 OLED 패널 출하량



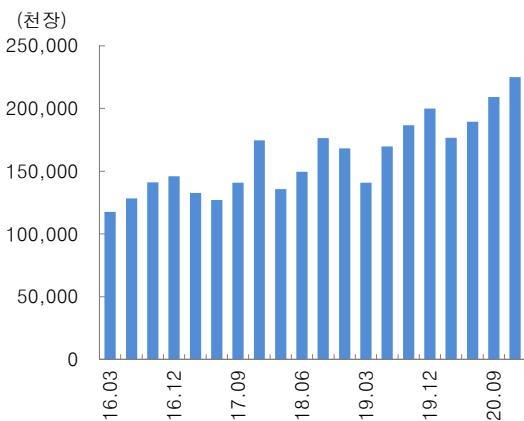
자료: IHS, 대신증권 Research&Strategy본부

제품별 매출 비중 추이



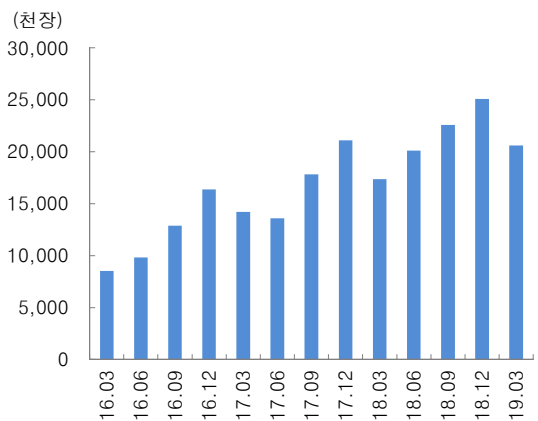
자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy본부

글로벌 OLED 패널 출하량 전망



자료: IHS, 대신증권 Research&Strategy본부

중화권 패널기업 OLED 출하량 추이



자료: IHS, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 100 | 91 | 92 | 124 | 167 |
| 매출원가 | 68 | 61 | 59 | 80 | 107 |
| 매출총이익 | 32 | 30 | 33 | 44 | 59 |
| 판매비와관리비 | 14 | 10 | 14 | 17 | 23 |
| 영업이익 | 18 | 20 | 18 | 27 | 36 |
| 영업이익률 | 18.3 | 22.4 | 19.8 | 21.7 | 21.7 |
| EBITDA | 22 | 24 | 22 | 31 | 41 |
| 영업외손익 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융수익 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 외환관련이익 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 금융비용 | -1 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 외환관련손실 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 법인세비용차감전순이익 | 18 | 21 | 19 | 27 | 36 |
| 법인세비용 | -2 | -2 | -2 | -3 | -4 |
| 계속사업순이익 | 17 | 19 | 17 | 24 | 32 |
| 중단사업순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 17 | 19 | 17 | 24 | 32 |
| 당기순이익률 | 16.7 | 20.7 | 18.1 | 19.4 | 19.4 |
| 비지배지분순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지배지분순이익 | 17 | 19 | 17 | 24 | 32 |
| 매도가능금융자산변화 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 포괄순이익 | 17 | 18 | 16 | 24 | 32 |
| 비지배지분포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지배지분포괄이익 | 17 | 18 | 0 | 0 | 0 |

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS | 699 | 784 | 691 | 1,000 | 1,346 |
| PER | 35.2 | 18.1 | 22.7 | 15.7 | 11.7 |
| BPS | 5,101 | 5,870 | 6,562 | 7,561 | 8,908 |
| PBR | 4.8 | 2.4 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| EBITDAPS | 904 | 998 | 915 | 1,290 | 1,690 |
| EV/EBITDA | 25.0 | 12.7 | 14.3 | 9.7 | 6.9 |
| SPS | 4,182 | 3,777 | 3,827 | 5,158 | 6,950 |
| PSR | 5.9 | 3.8 | 3.6 | 2.7 | 2.0 |
| CFPS | 1,063 | 972 | 809 | 1,183 | 1,584 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

재무비율

(단위: 원 배, %)

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|----------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 성장성 | | | | | |
| 매출액 증가율 | 137.2 | -9.7 | 1.3 | 34.8 | 34.8 |
| 영업이익 증가율 | 368.6 | 10.5 | -10.4 | 47.7 | 34.8 |
| 순이익 증가율 | 258.8 | 12.2 | -11.8 | 44.6 | 34.7 |
| 수익성 | | | | | |
| ROC | 21.0 | 19.1 | 16.1 | 23.0 | 28.0 |
| ROA | 13.8 | 13.1 | 10.8 | 14.2 | 16.5 |
| ROE | 14.5 | 14.3 | 11.1 | 14.2 | 16.3 |
| 안정성 | | | | | |
| 부채비율 | 21.9 | 13.7 | 12.3 | 11.6 | 10.9 |
| 순차입금비율 | -39.8 | -26.6 | -40.3 | -42.8 | -45.8 |
| 이자보상배율 | 890.0 | 1,132.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |

자료: 덕산네오룩스, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 77 | 72 | 93 | 117 | 149 |
| 현금및현금성자산 | 48 | 38 | 64 | 78 | 99 |
| 매출채권 및 기타채권 | 7 | 8 | 8 | 11 | 14 |
| 재고자산 | 18 | 23 | 18 | 25 | 33 |
| 기타유동자산 | 4 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 비유동자산 | 73 | 88 | 84 | 86 | 88 |
| 유형자산 | 42 | 46 | 48 | 51 | 53 |
| 관계기업투자금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동자산 | 30 | 43 | 36 | 35 | 35 |
| 자산총계 | 149 | 160 | 177 | 203 | 237 |
| 유동부채 | 20 | 14 | 14 | 15 | 18 |
| 매입채무 및 기타채무 | 16 | 9 | 9 | 10 | 13 |
| 차입금 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 유동성채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 비유동부채 | 7 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 전환증권 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 7 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 부채총계 | 27 | 19 | 19 | 21 | 23 |
| 자배지분 | 122 | 141 | 158 | 182 | 214 |
| 자본금 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 94 | 94 | 94 | 94 | 94 |
| 이익잉여금 | 24 | 42 | 59 | 83 | 115 |
| 기타자본변동 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비지배지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 122 | 141 | 158 | 182 | 214 |
| 순차입금 | -49 | -37 | -63 | -78 | -98 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 20 | 8 | 17 | 13 | 19 |
| 당기순이익 | 17 | 19 | 17 | 24 | 32 |
| 비현금항목의 가감 | 9 | 5 | 3 | 4 | 6 |
| 감가상각비 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 외환손익 | 1 | 0 | -2 | -2 | -2 |
| 지분법평가손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 5 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 자산부채의 증감 | -6 | -15 | 0 | -13 | -15 |
| 기타현금흐름 | 1 | 0 | -2 | -3 | -4 |
| 투자활동 현금흐름 | -1 | -18 | -10 | -17 | -17 |
| 투자자산 | 0 | 0 | 7 | 0 | 0 |
| 유형자산 | | | | | -10 |
| 기타 | 10 | -11 | -10 | -10 | -10 |
| 재무활동 현금흐름 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 단기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유상증자 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금배당 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증감 | 18 | -10 | 26 | 14 | 20 |
| 기초 현금 | 29 | 48 | 38 | 64 | 78 |
| 기말 현금 | 48 | 38 | 64 | 78 | 99 |
| NOPLAT | 17 | 18 | 16 | 24 | 32 |
| FCF | 10 | 14 | 14 | 22 | 30 |