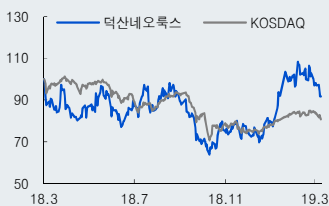


디스플레이 소재
Company Report
2019.3.29

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	24,000원
현재주가(19/03/28)	16,950원
상승여력	42%

영업이익(19F, 십억원)	21
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	20
EPS 성장률(19F, %)	0.3
MKT EPS 성장률(19F, %)	-22.6
P/E(19F, x)	21.6
MKT P/E(19F, x)	10.9
KOSDAQ	719.72
시가총액(십억원)	407
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	42.9
외국인 보유비중(%)	10.4
베타(12M) 일간수익률	1.24
52주 최저가(원)	11,800
52주 최고가(원)	20,050

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.3	8.3	5.6
상대주가	-8.9	23.7	24.9



[디스플레이/배터리]

김철중
02-3774-1464
chuljoong.kim@miraesasset.com

덕산네오룩스 (213420)

중국이 기대된다

올해도 상저하고

덕산네오룩스의 1분기 매출액은 197억원(-4.8% QoQ, -13.3% YoY), 영업이익은 32억원(-35.6% QoQ, -13.3% YoY)을 기록할 것으로 판단한다. 1) 고객사 가동률 하락(삼성디스플레이 A3), 2) M9 재료 구조 내 Red Host 진입 실패, 3) 주식보상비용 반영 등으로 인하여 실적이 소폭 하락할 것으로 예상된다.

올해도 실적은 상저하고의 모습일 것으로 판단한다. 상반기는 고객사 OLED 가동률이 매우 저조할 것으로 예상된다. 반면 하반기 전망은 매우 밝다. 1) 중국 외판 물량 증가에 따른 삼성디스플레이 가동률 상승이 예상되며, 2) 중국 패널 업체들의 Flexible OLED 가동이 본격화 될 것으로 예상되기 때문이다.

중국 후공정 투자 본격화, 중국 향 소재 공급 기대

올해 1월 이후 중국 상위 패널 업체들의 OLED 투자가 재개되고 있다. 특히 BOE의 경우, B7(청두), B11(면양) 라인 후공정 투자에 집중하는 모습이다. 올해 화웨이, 샤오미 등 신규 OLED 스마트폰 공급을 위해서이다. BOE의 Flexible OLED 공정 수율은 아직 저조한 수준이지만, 높은 가동률을 유지하며 출하량을 증가시킬 것으로 판단한다. 패널 업체의 낮은 수율은 소재업체의 실적 상황 요인이다. 하반기 BOE, Tianma, GVO, CSOT 등 중국 패널 업체 향 재료 구조에 동사의 소재가 선정될 경우, 시장 예상보다 높은 실적 성장이 가능할 것으로 판단한다.

QD-OLED, 새로운 시장의 개화

삼성디스플레이의 QD-OLED 파일럿 투자가 연중으로 진행될 것으로 판단한다. 초기 투자는 30K/월 수준이지만, 20년부터는 본 양산을 위한 2차 투자가 본격화 될 것으로 판단한다. QD-OLED 관련 매출 발생은 20년 하반기 일 것으로 예상된다. 모바일 대비 대당 면적이 넓고, 높은 단가(초기 시장)로 시작할 가능성이 높기 때문에, 20년 이후 동사 외형 성장에 큰 기여를 할 것으로 판단한다.

중국 OLED 가동 본격화, 목표주가 24,000원 유지

덕산네오룩스에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 24,000원을 유지한다. 중국 OLED 라인 가동 본격화에 따른 실적 성장이 본격화될 것으로 판단한다. BOE 등 중국 상위 패널 업체들은 올해부터 고객사를 확보하고 라인 가동을 본격화할 것으로 예상된다. 20년 하반기부터는 QD-OLED 향 소재 공급도 가능하다. 고객사 다원화, 제품 및 어플리케이션 다변화가 진행되고 있다. 삼성디스플레이 가동률 하락에 따른 상반기 실적 우려는 리스크이다. 올해 하반기를 보는 투자 전략이 유효하다는 판단이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	40	42	100	91	92	111
영업이익 (십억원)	2	4	18	20	21	27
영업이익률 (%)	5.0	9.5	18.0	22.0	22.8	24.3
순이익 (십억원)	2	5	17	19	19	24
EPS (원)	90	195	699	784	786	1,012
ROE (%)	2.1	4.4	14.5	14.3	12.5	14.1
P/E (배)	157.1	81.8	35.2	18.1	21.6	16.8
P/B (배)	3.3	3.5	4.8	2.4	2.5	2.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 덕산네오룩스, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 덕산네오룩스 2019년 1분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	1Q18	4Q18	1Q19F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	23	21	20	20	-13.3	-4.8
영업이익	4	5	3	4	-13.3	-35.6
영업이익률	16.1	23.7	16.1	18.1	0.0	-32.4
세전이익	4	5	3	4	-4.0	-32.4
순이익	3	3	3	3	-10.7	-11.9

자료: 덕산네오룩스, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터,

표 2. 덕산네오룩스 실적 추이 및 전망

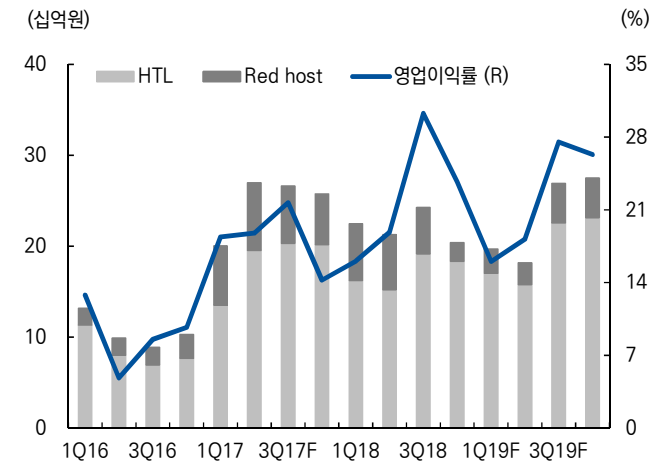
(백만원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18	19F
매출액	22,720	22,340	24,920	20,710	19,708	18,210	26,922	27,515	100,410	90,690	92,355
HTL	16,236	15,227	19,180	18,371	17,046	15,794	22,572	23,144	73,589	69,014	78,556
Red Host	6,256	6,055	5,109	2,049	2,662	2,416	4,350	4,371	25,825	19,468	13,799
매출 비중	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
HTL	71	68	77	89	86	87	84	84	73	76	85
Red Host	28	27	21	10	14	13	16	16	26	21	15
영업이익	3,650	4,210	7,550	4,910	3,163	3,312	7,412	7,243	18,400	20,320	21,130
세전이익	3,510	4,260	8,380	4,980	3,366	3,600	7,760	7,470	18,340	21,130	22,196
당기순이익	3,200	4,290	8,080	3,250	2,861	3,060	6,596	6,350	16,780	18,820	18,866
영업이익률	16.1	18.8	30.3	23.7	16.1	18.2	27.5	26.3	18.3	22.4	22.9
세전이익률	15.4	19.1	33.6	24.0	17.1	19.8	28.8	27.2	18.3	23.3	24.0
당기순이익률	14.1	19.2	32.4	15.7	14.5	16.8	24.5	23.1	16.7	20.8	20.4
증가율 (QoQ/YoY, %)											
매출액	-13.4	-1.7	11.5	-16.9	-4.8	-7.6	47.8	2.2	137.2	-9.7	1.8
영업이익	-2.4	15.3	79.3	-35.0	-35.6	4.7	123.8	-2.3	368.2	10.4	4.0
세전이익	20.2	21.4	96.7	-40.6	-32.4	7.0	115.6	-3.7	306.7	15.2	5.0
순이익	2.2	34.1	88.3	-59.8	-12.0	7.0	115.6	-3.7	258.5	12.2	0.2

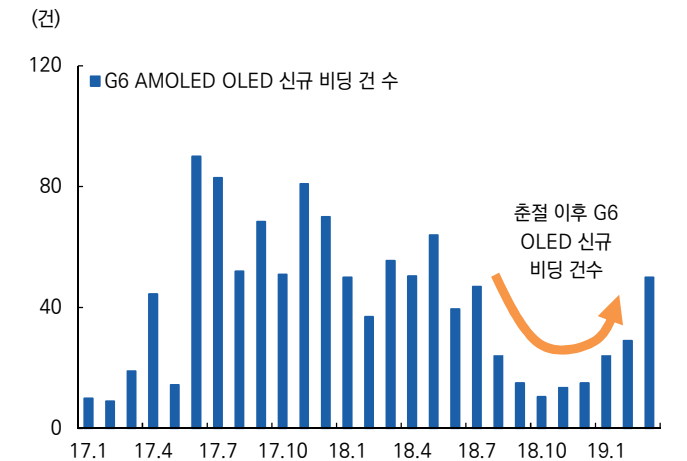
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 덕산네오룩스 매출액 및 영업이익률 추이

그림 2. 중국 패널 업체 OLED 후공정 투자 본격화



자료: 미래에셋대우 리서치센터



자료: 미래에셋대우 리서치센터

덕산네오룩스 (213420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	100	91	92	111
매출원가	68	61	61	73
매출총이익	32	30	31	38
판매비와관리비	14	10	10	11
조정영업이익	18	20	21	27
영업이익	18	20	21	27
비영업손익	0	1	1	2
금융손익	1	1	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	18	21	22	29
계속사업법인세비용	2	2	3	4
계속사업이익	17	19	19	24
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	17	19	19	24
지배주주	17	19	19	24
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	17	18	19	24
지배주주	17	18	19	24
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	22	24	24	30
FCF	9	2	17	26
EBITDA 마진율 (%)	22.0	26.4	26.1	27.0
영업이익률 (%)	18.0	22.0	22.8	24.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	17.0	20.9	20.7	21.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	77	72	96	124
현금 및 현금성자산	48	38	51	76
매출채권 및 기타채권	7	8	10	11
재고자산	18	23	31	34
기타유동자산	4	3	4	3
비유동자산	73	88	89	87
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	42	46	42	39
무형자산	30	31	30	30
자산총계	149	160	185	212
유동부채	20	14	18	19
매입채무 및 기타채무	15	8	11	12
단기금융부채	1	2	2	2
기타유동부채	4	4	5	5
비유동부채	7	6	8	8
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	7	6	8	8
부채총계	27	19	25	27
지배주주지분	122	141	160	184
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94
이익잉여금	24	42	61	85
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	122	141	160	184

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	20	8	17	26
당기순이익	17	19	19	24
비현금수익비용가감	9	5	5	5
유형자산감가상각비	3	4	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	6	1	2	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-6	-15	-5	-2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-1	-3	-1
재고자산 감소(증가)	-11	-6	-8	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-3	2	1
법인세납부	0	0	-3	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-1	-18	-4	-1
유형자산처분(취득)	-10	-6	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	10	-10	-4	-1
기타투자활동	-1	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	0	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	0	1	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	-1	0	0
현금의 증가	18	-10	13	24
기초현금	29	48	38	51
기말현금	48	38	51	76

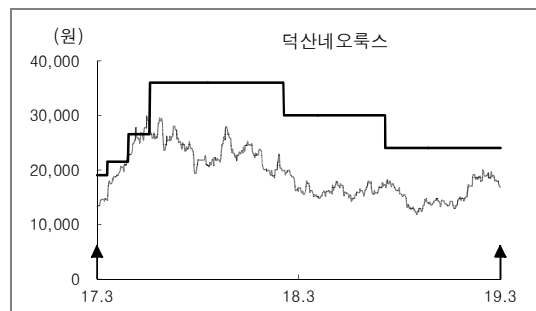
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	35.2	18.1	21.6	16.8
P/CF (x)	23.1	14.6	16.9	13.8
P/B (x)	4.8	2.4	2.5	2.2
EV/EBITDA (x)	25.0	12.7	14.6	10.9
EPS (원)	699	784	786	1,012
CFPS (원)	1,063	972	1,001	1,229
BPS (원)	5,107	5,876	6,662	7,674
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	138.1	-9.0	1.1	20.7
EBITDA증가율 (%)	214.3	9.1	0.0	25.0
조정영업이익증가율 (%)	350.0	11.1	5.0	28.6
EPS증가율 (%)	258.5	12.2	0.3	28.8
매출채권 회전율 (회)	22.6	12.6	10.2	10.3
재고자산 회전율 (회)	8.2	4.4	3.4	3.4
매입채무 회전율 (회)	13.0	9.4	11.1	11.0
ROA (%)	12.5	12.2	10.9	12.2
ROE (%)	14.5	14.3	12.5	14.1
ROIC (%)	22.2	20.3	19.4	23.5
부채비율 (%)	21.9	13.7	15.9	14.9
유동비율 (%)	391.2	527.3	540.4	647.2
순차입금/자기자본 (%)	-39.8	-26.1	-31.1	-40.2
조정영업이익/금융비용 (x)	890.0	1,132.1	719.4	793.1

자료: 덕산네오룩스, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
덕산네오룩스(213420)				
2018.09.02	매수	24,000	-	-
2018.03.02	매수	30,000	-45.05	-33.33
2017.07.03	매수	36,000	-34.72	-17.92
2017.05.25	매수	26,553	-1.59	12.60
2017.04.17	매수	21,543	-9.71	3.49
2017.03.06	매수	19,038	-28.09	-22.37



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
81.28%	9.63%	9.09%	0.00%

* 2018년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.