

디스플레이 소재
Company Report
2020.5.29

투자 의견(유지)

매수

목표주가(12M, 상향) ▲ 36,000원

현재주가(20/05/28) 30,100원

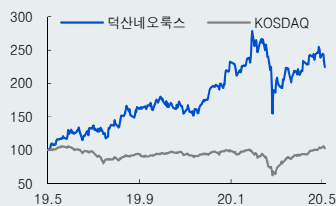
상승여력 20%

영업이익(20F, 십억원) 28
Consensus 영업이익(20F, 십억원) 31

EPS 성장률(20F, %) 44.5
MKT EPS 성장률(20F, %) -
P/E(20F, x) 26.1
MKT P/E(20F, x) -
KOSDAQ 708.75

시가총액(십억원) 723
발행주식수(백만주) 24
유동주식비율(%) 42.9
외국인 보유비중(%) 18.2
베타(12M) 일간수익률 0.84
52주 최저가(원) 14,400
52주 최고가(원) 37,300

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 2.7 39.0 106.9
상대주가 -6.5 25.6 105.1



[디스플레이/배터리]

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

덕산네오룩스 (213420)

2분기만 지나면 편하다

목표주가 36,000원. 2분기가 지나가기를 기다리자

덕산네오룩스에 대한 목표주가를 36,000원으로 기존 대비 +28% 상향 조정한다. 12개월 선행 EPS에 기존 적용하던 Target P/E 30배(과거 3개년 평균)를 적용하여 목표주가를 산정하였다. 국내 고객사 2분기 가동률 부진으로 인하여 디스플레이 소재/부품 업체들의 단기 실적 부진이 불가피한 구간이다. 하반기 섹터 수요 회복과 다가올 모멘텀을 기다리는 분할 매수 전략이 유효할 것으로 판단한다.

중국 고객사로 인한 안정적인 실적 지속할 것으로 예상

동사의 2Q20 매출액은 260억원(-18.1% QoQ, +15.2% YoY), 영업이익은 57억원(-16.5% QoQ, +46.1% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. COVID-19에도 불구하고 견조한 매출액 및 수익성을 지속할 것으로 판단한다.

다른 소재/부품 업체 대비 안정적인 실적이 기대되는 이유는 중국 고객사들의 가동률 상승 때문이다. BOE, Tianma, Visionox, CSOT 등 중국 내 상위 OLED 업체들의 고객사 확보 및 가동률 상승이 지속되고 있다.

1) 중국 고객사들의 수출이 높지 않아 국내 고객사 향 제품 대비 면적당 사용량이 많은 것으로 추정하며, 2) Set 업체별 재료 구조가 많아지고 있기 때문에, HTL, Red Host, R' 외 연구 개발 중이던 다양한 재료들의 공급이 가능할 것으로 예상된다.

하반기부터 실적 성장 + 모멘텀 부자

하반기부터는 1) 실적 성장이 본격화될 것으로 예상하며 동시에 2) 섹터 멀티플 확장이 가능한 모멘텀이 기다리고 있다.

실적 성장의 측면에서는 M10 재료 구조의 아이폰 향 채택으로 인한 신규 제품(Green Prime) 공급이 본격화될 전망이다. COVID-19로 인한 수요 부진으로 고객사 가동률의 급격한 상승을 가정하지 않더라도, 신규 제품의 매출을 시작으로 전년 동기 대비 안정적인 실적 성장을 지속할 것으로 예상된다.

하반기 섹터 멀티플 확장 역시 기대되는데 이는 1) 삼성디스플레이 QD-OLED 라인에 대한 재료 구조 선정(HTL 및 Blue 프라임 등 신규 매출 발생 기대), 2) 갤럭시 폴드2 출시, 3) 삼성디스플레이 OLED 투자 방향성 구체화 가능성 때문이다.

특히 삼성디스플레이의 투자 방향성이 중요하다. 당사는 삼성디스플레이의 OLED 관련 투자가 3분기 중 구체화될 것으로 판단하며, 이에 따라 동사를 포함한 OLED 관련 업체들의 멀티플 확장이 연내 가능할 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	42	100	91	98	123	150
영업이익 (십억원)	4	18	20	21	28	34
영업이익률 (%)	9.5	18.0	22.0	21.4	22.8	22.7
순이익 (십억원)	5	17	19	19	28	31
EPS (원)	195	699	784	798	1,153	1,276
ROE (%)	4.4	14.5	14.3	12.7	15.9	15.1
P/E (배)	81.8	35.2	18.1	33.0	26.1	23.6
P/B (배)	3.5	4.8	2.4	3.9	3.9	3.3
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 Valuation table

		비고
12개월 선행 EPS (원)	1,214	
현재 P/E (x)	26.1	
적정 P/E (x)	30.0	과거 3개년 평균 P/E 30배 적용
목표주가 (원)	36,000	
현재주가 (원)	30,100	
상승여력 (%)	20%	

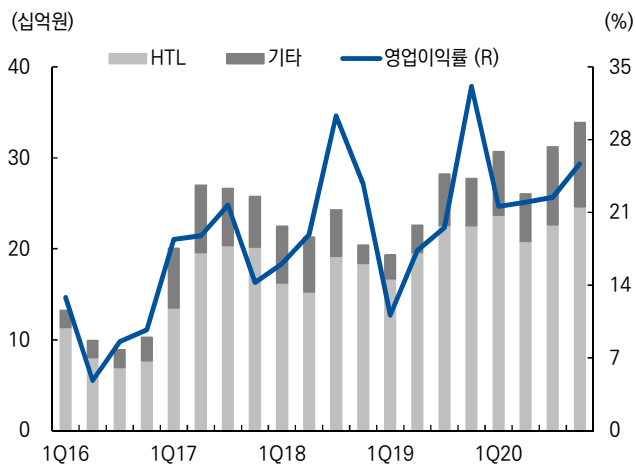
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 덕산네오룩스 실적 추이 및 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	19,340	22,610	28,190	27,740	31,790	26,049	31,198	33,891	90,690	97,880	122,928
HTL	16,705	19,607	22,572	22,539	23,712	20,810	22,645	24,600	69,014	81,423	91,766
기타	2,609	3,000	5,617	5,202	6,965	5,240	8,553	9,291	19,468	16,427	30,049
매출 비중	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
HTL	86	87	80	81	75	80	73	73	76	83	75
기타	13	13	20	19	22	20	27	27	21	17	24
영업이익	2,150	3,920	5,500	9,190	6,860	5,728	7,002	8,698	20,320	20,760	28,288
세전이익	2,260	3,800	6,920	7,800	8,420	5,848	7,602	9,218	21,130	20,780	31,088
당기순이익	2,010	3,900	6,760	6,480	7,520	5,204	6,766	8,204	18,820	19,150	27,694
영업이익률	11.1	17.3	19.5	33.1	21.6	22.0	22.4	25.7	22.4	21.2	23.0
세전이익률	11.7	16.8	24.5	28.1	26.5	22.4	24.4	27.2	23.3	21.2	25.3
당기순이익률	10.4	17.2	24.0	23.4	23.7	20.0	21.7	24.2	20.8	19.6	22.5
증가율 (QoQ/YoY, %)											
매출액	-6.6	16.9	24.7	-1.6	14.6	-18.1	19.8	8.6	-9.7	7.9	25.6
영업이익	-56.2	82.3	40.3	67.1	-25.4	-16.5	22.2	24.2	10.4	2.2	36.3
세전이익	-54.6	68.1	82.1	12.7	7.9	-30.6	30.0	21.3	15.2	-1.7	49.6
순이익	-38.2	94.0	73.3	-4.1	16.0	-30.8	30.0	21.3	12.2	1.8	44.6

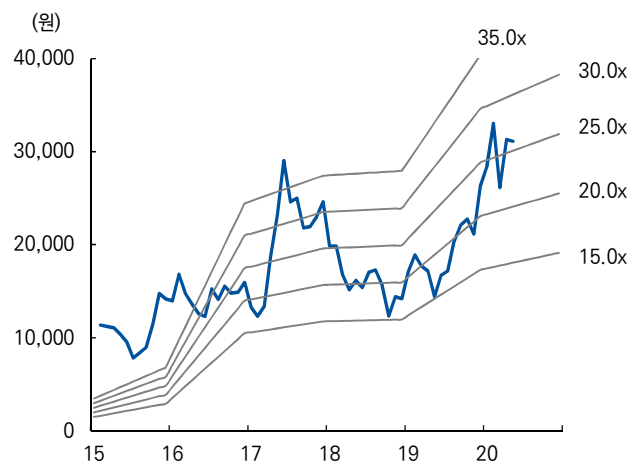
자료: 덕산네오룩스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 덕산네오룩스 분기 실적 추이 및 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 덕산네오룩스 12개월 선행 P/E 밴드



자료: 미래에셋대우 리서치센터

덕산네오룩스 (213420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액	91	98	123	150
매출원가	61	65	81	100
매출총이익	30	33	42	50
판매비와관리비	10	13	14	16
조정영업이익	20	21	28	34
영업이익	20	21	28	34
비영업손익	1	0	3	0
금융손익	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	21	21	31	34
계속사업법인세비용	2	2	3	4
계속사업이익	19	19	28	31
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	19	19	28	31
지배주주	19	19	28	31
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	18	19	28	31
지배주주	18	19	28	31
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	24	25	33	38
FCF	2	9	34	30
EBITDA 마진율 (%)	26.4	25.5	26.8	25.3
영업이익률 (%)	22.0	21.4	22.8	22.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.9	19.4	22.8	20.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
유동자산	72	78	95	132
현금 및 현금성자산	38	39	44	71
매출채권 및 기타채권	8	11	13	16
재고자산	23	23	28	35
기타유동자산	3	5	10	10
비유동자산	88	103	121	120
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	46	54	52	47
무형자산	31	31	36	36
자산총계	160	181	216	252
유동부채	14	16	19	23
매입채무 및 기타채무	8	8	10	12
단기금융부채	2	1	1	1
기타유동부채	4	7	8	10
비유동부채	6	5	9	10
장기금융부채	0	0	3	3
기타비유동부채	6	5	6	7
부채총계	19	21	28	34
지배주주지분	141	160	188	218
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94
이익잉여금	42	61	89	119
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	141	160	188	218

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	8	22	37	30
당기순이익	19	19	28	31
비현금수익비용가감	5	8	8	7
유형자산감가상각비	4	4	5	4
무형자산상각비	0	0	1	1
기타	1	4	2	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-15	-4	3	-5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-3	-2	-3
재고자산 감소(증가)	-6	0	-5	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-1	1	1
법인세납부	0	-2	-3	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-18	-21	-23	-3
유형자산처분(취득)	-6	-13	-2	0
무형자산감소(증가)	-1	0	-2	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-10	0	-3	-3
기타투자활동	-1	-8	-16	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	0	-8	0
장단기금융부채의 증가(감소)	1	0	2	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-1	0	-10	0
현금의 증가	-10	1	6	27
기초현금	48	38	39	44
기말현금	38	39	44	71

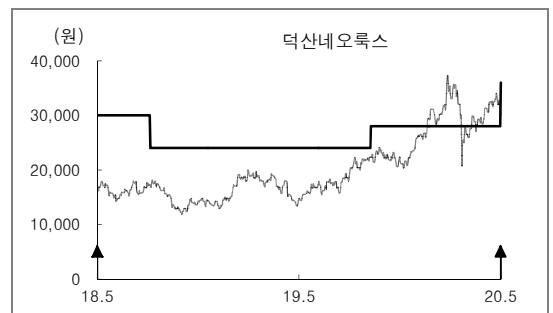
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19	12/20F	12/21F
P/E (x)	18.1	33.0	26.1	23.6
P/CF (x)	14.6	23.0	20.4	19.0
P/B (x)	2.4	3.9	3.9	3.3
EV/EBITDA (x)	12.7	24.0	20.3	17.0
EPS (원)	784	798	1,153	1,276
CFPS (원)	972	1,145	1,478	1,582
BPS (원)	5,876	6,667	7,815	9,090
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 (%)	-9.0	7.7	25.5	22.0
EBITDA증가율 (%)	9.1	4.2	32.0	15.2
조정영업이익증가율 (%)	11.1	5.0	33.3	21.4
EPS증가율 (%)	12.2	1.8	44.5	10.7
매출채권 회전을 (회)	12.6	10.6	10.3	10.3
재고자산 회전을 (회)	4.4	4.2	4.8	4.8
매입채무 회전을 (회)	9.4	15.7	21.2	21.4
ROA (%)	12.2	11.2	13.9	13.1
ROE (%)	14.3	12.7	15.9	15.1
ROIC (%)	20.3	18.4	21.7	23.7
부채비율 (%)	13.7	13.4	15.0	15.4
유동비율 (%)	527.3	488.1	488.2	563.8
순차입금/자기자본 (%)	-26.1	-23.6	-22.9	-32.0
조정영업이익/금융비용 (x)	1,132.1	899.0	1,167.8	937.7

자료: 덕산네오룩스, 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
덕산네오룩스(213420)				
2020.05.28	매수	36,000	-	-
2019.10.06	매수	28,000	-2.48	33.21
2019.09.02	1년 경과 이후		-	-
2018.09.02	매수	24,000	-32.79	-15.21
2018.03.02	매수	30,000	-45.05	-33.33



* 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)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 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.