

덕산네오룩스 (213420) - Hold(유지), TP 1.6만원(유지)

2019년 고객사 다변화의 해

- 2019년 매출액 999억원(+9.2% YoY), 영업이익 188억원(+2.4% YoY) 추정
 - SDC: OLED Capa 정체와 M9 Red host 채택 불발 영향 2018년 수준 매출 유지 전망
 - 기타 고객사: 중국 스마트폰 업체 자국산 OLED 채택 확대 추세. 중국향 매출 점증 전망
- SDC Capa는 2020년부터 재차 증가. Foldable과 QD-OLED TV향 신규 투자 확대 예상
 - SDC 중소형 Fab 가동률은 여전히 저조. 하지만 Apple 전용 Capa를 제외하면, 현재 공급 여력은 제한적인 상황, 2H19 Foldable 양산을 위한 추가 증설 필요
 - QD-OLED는 2H19 투자, 1H20 가동 예상. 투자 규모는 8G 월 3만장, 2018년 SDC Capa 대비 약 +20% 증설 효과. 또한 QD-OLED는 3-Stack 구조로 중소형 OLED 대비 면적당 HTL 소요량 점증
- 동사 실적은 1H19 저점 중장기 개선될 것으로 추정. 전방 OLED 수요 증가와 고객 다변화 수혜 기대
- 투자의견 Hold, 목표주가 16,000원(2019E EPS 20x) 유지

Quarterly Earnings

(단위: 십억원, %, 배)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	42	100	91	100	125	148	173
영업이익	4	18	18	19	26	34	40
EBITDA	7	22	22	23	30	38	45
순이익	5	17	19	19	23	28	34
순차입금	(41)	(49)	(40)	(45)	(56)	(72)	(93)
매출증가율	5.0	137.2	(8.9)	9.3	25.0	18.3	17.0
영업이익률	9.3	18.3	20.2	18.8	21.1	22.7	23.2
순이익률	11.0	16.7	20.6	18.6	18.7	19.2	19.6
EPS증가율	115.6	258.5	12.2	(1.4)	26.0	21.5	19.5
ROE	4.4	14.5	14.3	12.3	13.6	14.4	14.9

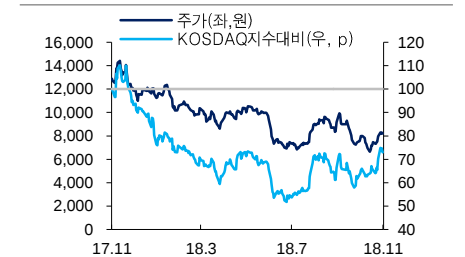
Stock Information

현재가 (11/15)	14,750원
예상 증가상승률	8.5%
시가총액	3,541억원
비중(KOSDAQ내)	0.16%
발행주식수	24,010천주
52주 최저가 / 최고가	11,800 - 27,900원
3개월 일평균거래대금	33억원
외국인 지분율	7.0%
주요주주지분율(%)	
이준호 (외 10인)	57.1
국민연금공단	6.9
강성기	0.0

	2017	2018E	2019E
PER	35.2	n/a	n/a
PBR	6.4	n/a	n/a
EV/EBITDA	25.0	n/a	n/a
배당수익률	0.0	0.0	0.0

(%)	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	13.0	(7.2)	(42.2)	(40.0)
KOSPI대비상대수익률	18.2	13.8	(30.9)	(25.4)

Price Trend

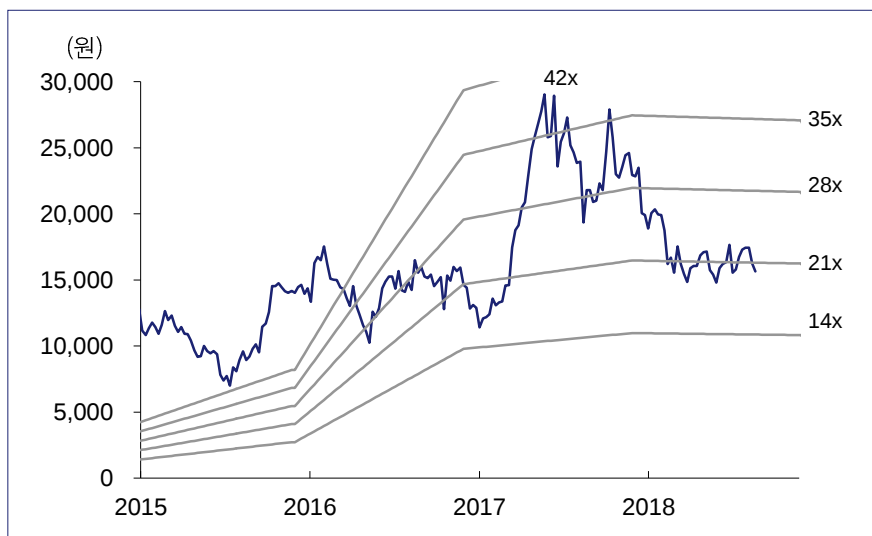


덕산네오룩스 (213420)

실적 및 Valuation

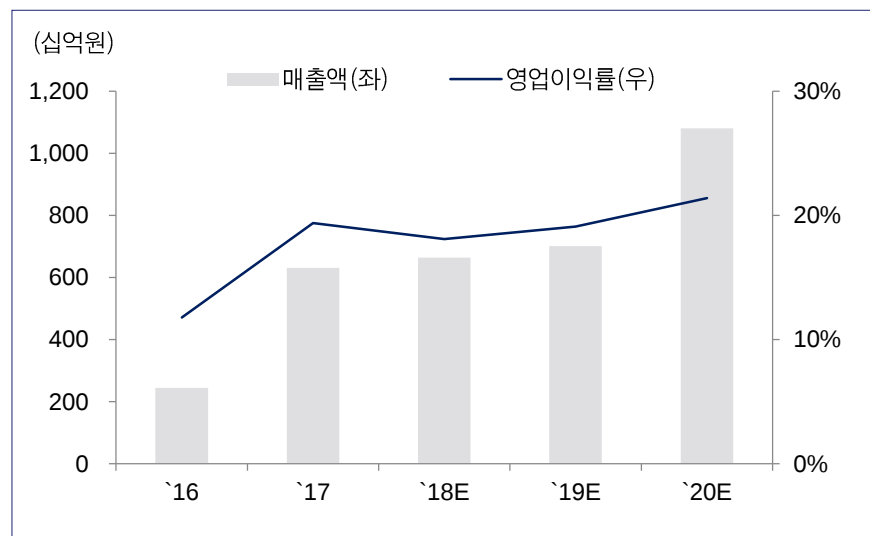
- 2019년 매출액 999억원(+9.2% YoY), 영업이익 188억원(+2.4% YoY) 추정
 - 주요 소재별 매출액은 HTL 847억원(+15% YoY), Red host 135억원(-24.1% YoY) 추정. SDC M9 채택 불발로 Red host 매출 감소 전망
- 2020E 매출액 1,249억원(+25% YoY), 영업이익 263억원(40.2% YoY) 추정
 - 1) SDC Foldable과 QD-OLED 증설, 2) 중화권 Display 업체 OLED Fab 본격 가동 수혜 전망
- 2019E PER 19.1x, PBR 2.8x 추정. 1H19 단기 실적 가시성은 악화되었으나, 2020년 이후 중장기 성장 모멘텀은 여전

12M Forward PER



Source: 덕산네오룩스, KTB투자증권

덕산네오룩스 실적 전망



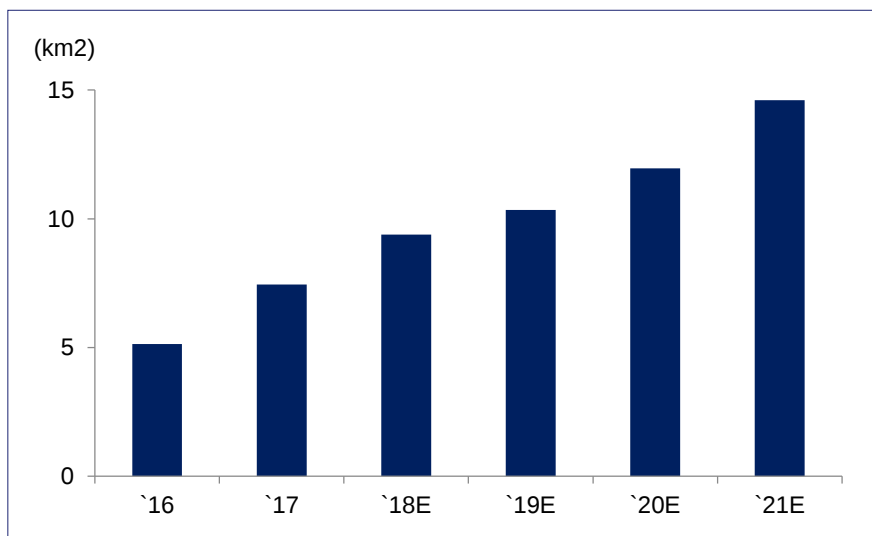
Source: 덕산네오룩스, KTB투자증권

덕산네오룩스 (213420)

OLED 수요 전망

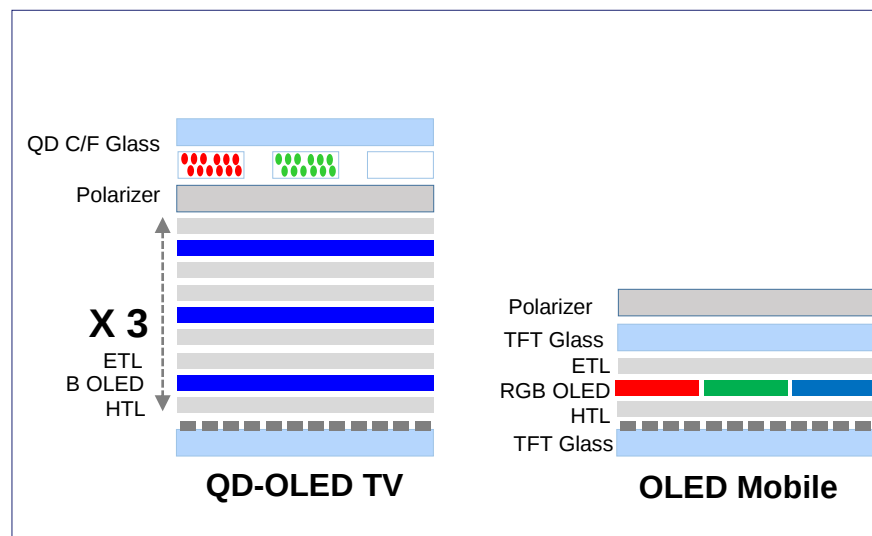
- 삼성디스플레이 OLED Capa는 2020년부터 본격적으로 증가. QD-OLED와 Foldable capa 증설 효과
 - 면적 기준 Capa는 2019E 10.3km²(+10% YoY), 2020E 12.0km² (+16% YoY), 2021E 14.6km² (+22% YoY)
- QD-OLED의 경우, 원판 사이즈가 크기 때문에 중소형 6세대 대비 약 2배 Capa 증설 효과 발생. 또한 3-Stack 구조로 면적당 HTL과 CPL 수요 점증
- Foldable 기기 면적은 기존 Flexible OLED 대비 약 50% 이상 대면적. Foldable 시장 개화 시 OLED 수요 면적 증가 → 추가 증설 → 소재 수요 증가

SDC OLED Capa 전망



Source: IHS

QD-OLED vs OLED 구조

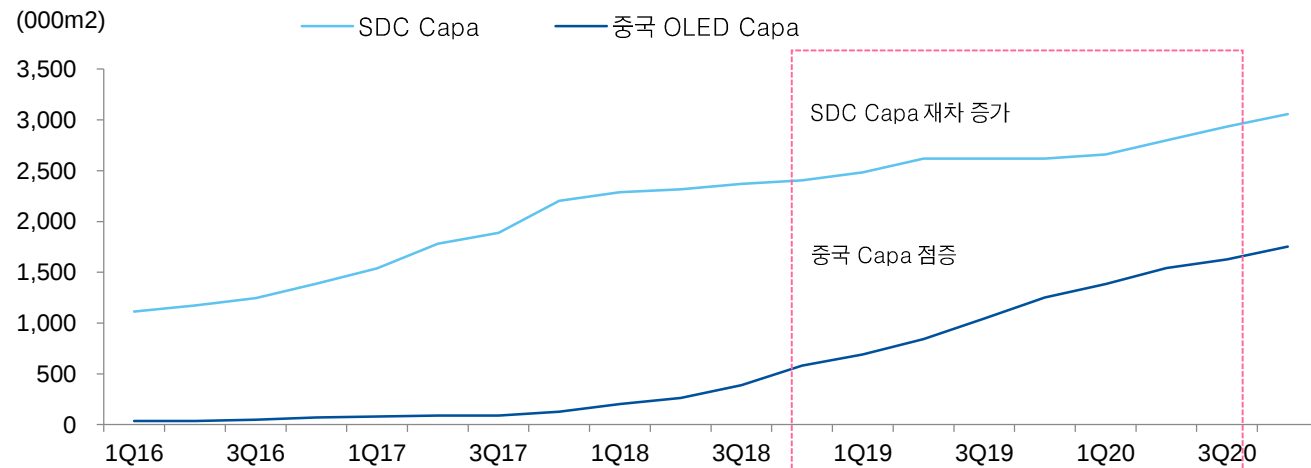


Source: KTB투자증권

덕산네오룩스 (213420)

사업 부문별 실적 및 전방 OLED Capa 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2016A	2017A	2018E	2019E
매출액																
Total	19.6	26.8	27.8	26.2	22.7	22.3	24.9	21.5	21.8	23.0	25.9	29.2	42.3	100.4	91.5	99.9
HTL	13.5	19.9	21.6	20.6	17.1	17.6	20.4	18.6	18.4	19.5	22.0	24.8	34.0	75.6	73.7	84.7
Red Host	6.1	6.9	6.2	5.6	5.6	4.8	4.6	2.9	3.5	3.3	3.4	3.4	8.3	24.9	17.8	13.5
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.5	1.0	0.0	0.0	0.0	1.7
영업이익																
Total	3.6	5.1	6.0	3.7	3.6	4.2	7.5	3.0	4.1	4.6	5.2	4.9	3.8	18.4	18.3	18.8
OPM	18.3%	19.0%	21.7%	14.1%	15.9%	18.7%	30.1%	14.1%	18.8%	20.0%	20.1%	16.7%	9.1%	18.4%	20.0%	18.8%



Source: 덕산네오룩스, KTB투자증권

재무제표-1

대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	52.4	76.7	68.4	79.4	95.0
현금성자산	41.6	49.8	45.1	48.5	56.9
매출채권	2.5	6.8	7.7	10.4	13.0
재고자산	6.6	17.9	13.4	18.2	22.7
비유동자산	65.7	72.5	89.9	96.7	103.7
투자자산	0.8	0.7	12.2	12.7	13.3
유형자산	35.7	42.3	46.7	51.0	55.3
무형자산	29.3	29.5	31.0	33.0	35.2
자산총계	118.1	149.2	158.3	176.1	198.8
유동부채	5.9	19.6	10.9	10.0	9.0
매입채무	4.0	15.3	2.8	3.8	4.8
유동성이자부채	1.0	1.0	4.8	2.8	0.8
비유동부채	3.7	7.1	6.0	6.2	6.5
비유동이자부채	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4
부채총계	9.6	26.8	17.0	16.2	15.5
자본금	2.4	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	96.2	93.8	93.8	93.8	93.8
이익잉여금	6.6	23.6	42.4	61.0	84.4
자본조정	3.3	0.3	0.3	0.3	0.3
자기주식	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
자본총계	108.5	122.5	141.3	159.9	183.3
투하자본	67.9	73.7	101.5	114.6	127.6
순차입금	(40.6)	(48.8)	(39.9)	(45.3)	(55.7)
ROA	4.0	12.5	12.3	11.1	12.5
ROE	4.4	14.5	14.3	12.3	13.6
ROIC	4.1	23.7	20.3	16.5	18.7

Source: K-IFRS 별도 기준, KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출	42.3	100.4	91.5	99.9	124.9
증가율 (Y-Y,%)	5.0	137.2	(8.9)	9.3	25.0
영업이익	3.9	18.4	18.4	18.8	26.3
증가율 (Y-Y,%)	61.2	368.6	0.2	1.8	40.3
EBITDA	7.3	21.7	22.0	22.5	30.4
영업외손익	0.6	(0.0)	1.1	0.8	0.9
순이자수익	0.5	0.6	0.7	0.6	0.8
외화관련손익	0.0	(0.8)	1.8	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	4.5	18.4	19.6	19.6	27.2
당기순이익	4.7	16.8	18.8	18.6	23.4
증가율 (Y-Y,%)	4.7	16.8	18.8	18.6	23.4
NOPLAT	115.6	258.8	12.3	(1.4)	26.0
(+) Dep	2.8	16.8	17.8	17.8	22.6
(-) 운전자본투자	3.4	3.3	3.6	3.7	4.1
(-) Capex	(1.8)	2.4	8.9	6.5	6.2
OpFCF	0.9	10.4	7.7	8.0	8.4
3 Yr CAGR & Margins	7.1	7.3	4.8	7.1	12.1
매출증가율(3Yr)					
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	31.4	33.2	7.6
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	96.3	68.4	12.7
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	56.5	45.4	11.9
영업이익률(%)	n/a	n/a	105.6	58.4	11.8
EBITDA마진(%)	9.3	18.3	20.2	18.8	21.1
순이익률(%)	17.3	21.6	24.1	22.5	24.4

재무제표-2

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	8.3	14.0	21.7	16.0	21.6
당기순이익	4.7	16.8	18.8	18.6	23.4
자산상각비	3.4	3.3	3.6	3.7	4.1
운전자본증감	(0.4)	(12.1)	(0.5)	(6.5)	(6.2)
매출채권감소(증가)	0.3	(4.5)	(0.6)	(2.7)	(2.6)
재고자산감소(증가)	2.5	(11.3)	4.5	(4.8)	(4.5)
매입채무증가(감소)	(1.3)	5.7	(5.2)	1.0	1.0
투자현금	(3.7)	(0.8)	(19.4)	(10.6)	(11.1)
단기투자자산감소	0.0	10.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(0.9)	(10.4)	(7.7)	(8.0)	(8.4)
유무형자산감소	0.0	(0.2)	(1.4)	(2.1)	(2.2)
재무현금	1.8	5.7	(4.9)	(2.0)	(2.0)
차입금증가	1.8	5.8	(4.9)	(2.0)	(2.0)
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	6.5	18.4	(2.7)	3.4	8.5
총현금흐름	8.3	25.5	22.1	22.5	27.8
(-) 운전자본증가(감소)	(1.8)	2.4	8.9	6.5	6.2
(-) 설비투자	0.9	10.4	7.7	8.0	8.4
(+) 자산매각	0.0	(0.2)	(1.4)	(2.1)	(2.2)
Free Cash Flow	4.2	12.6	2.1	5.4	10.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	4.2	12.6	2.1	5.4	10.5

주요투자지표

(단위:원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	195	699	785	774	975
BPS	3,306	3,872	4,596	5,286	6,169
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x, %)					
PER	81.7	35.2	18.8	19.1	15.1
PBR	4.8	6.4	3.2	2.8	2.4
EV/ EBITDA	46.6	25.0	14.3	13.7	9.8
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	46.0	23.1	16.1	15.7	12.8
PSR	9.0	5.9	3.9	3.5	2.8
재무건전성 (%)					
부채비율	8.9	21.9	12.0	10.2	8.4
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	885.2	391.2	625.0	794.7	1,057.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산구조					
투하자본(%)	61.6	59.4	63.9	65.2	64.5
현금+투자자산(%)	38.4	40.6	36.1	34.8	35.5
자본구조					
차입금(%)	0.9	0.8	3.6	2.0	0.7
자기자본(%)	99.1	99.2	96.4	98.0	99.3

Source: K-IFRS 별도 기준, KTB투자증권