

덕산네오룩스(213420) OLED 투자 확대 기대감

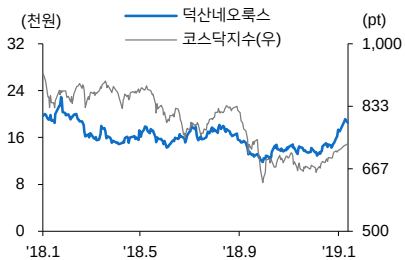
Analyst 이상현 02. 6098-6662
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	23,000원
현재주가 (2. 20)	18,900원
상승여력	21.7%
KOSDAQ	750.69pt
시가총액	4,538억원
발행주식수	2,401만주
유동주식비율	42.86%
외국인비중	9.15%
52주 최고/최저가	22,950dnjs/11,800원
평균거래대금	33.4억원
주요주주(%)	
이준호 외 9인	57.12

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	27.7	17.8	-11.9
상대주가	18.5	20.8	1.5

주가그래프



고객사와 어플리케이션 다변화

- 중국 스마트폰의 OLED 패널 채용 증가에 따라 중국 패널업체 본격적인 OLED Capa 증설 진행
- 중국 OLED Capa 증설에 따른 OLED 소재 수요 증가 전망
- OLED 적용 어플리케이션의 다변화

QD-OLED TV향 소재 공급 기대

- QD-OLED향 소재 샘플 테스트로 HTL 등을 진행
- TV는 면적과 수명으로 인해 스마트폰 대비 소재의 투입량이 200배 이상 증가
- QD-OLED TV향 HTL 기대 매출액은 연간 2,800억원 규모, 50% 점유시 1,400억원 수준

투자의견 Buy, 적정주가 23,000원 유지

- 2019년 예상 EPS 864원에 PER 27배 적용(UDC 12M Fwd PER 45배 40% 할인)
- 삼성디스플레이 A5라인 대형 및 중소형 OLED 투자 기대감, 중국 OLED 투자 확대에 대한 방향성으로 Valuation 확대 구간을 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	42.3	3.9	4.7	195	115.6	4,520	81.8	3.5	46.6	4.4	8.9
2017	100.4	18.4	16.8	699	258.8	5,101	35.2	4.8	25.0	14.5	21.9
2018E	90.6	19.3	18.5	768	10.0	5,870	18.5	2.4	12.6	14.0	15.4
2019E	97.2	21.4	20.7	864	12.4	6,733	21.8	2.8	15.4	13.7	20.3
2020E	120.8	27.3	26.6	1,106	28.0	7,839	17.0	2.4	11.6	15.2	19.1

덕산네오룩스(213420) OLED 투자 확대 기대감

MERITZ Collaboration Report
드디어 폴더블이 펼쳐진다

덕산네오룩스 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	22.7	22.3	24.9	20.6	19.3	20.7	25.2	32	100.4	90.6	97.2	120.8
(% YoY)	15.8	-16.5	-10.3	-21.6	-15.1	-7.4	1.2	55.5	137.2	-9.8	7.3	24.3
(% QoQ)	-13.4	-1.7	11.6	-17.4	-6.3	7.3	21.9	26.8				
Red Host	4.1	4.9	6	3.3	3.4	3.6	3.8	3.4	28.5	18.3	14.2	15
HTL 외	18.6	17.4	18.9	17.2	15.9	17.1	21.4	28.6	71.9	72.2	83	105.8
제품별 비중(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Red Host	18.0	22.0	24.0	16.2%	17.6	17.2	15.1	10.6	28.4	20.2	14.6	12.4
HTL 외	82.0	78.0	76.0	83.8	82.4	82.8	84.9	89.4	71.6	79.8	85.4	87.6
영업이익	3.7	4.2	7.6	3.9	3.3	3.6	7.3	7.2	18.4	19.3	21.4	27.3
영업이익률(%)	16.1	18.8	30.3	19.1	17.1	17.5	28.9	22.4	18.3	21.4	22.0	22.6
(% YoY)	1.1	-16.1	25.2	5.1	-9.9	-14.1	-3.6	82.4	368.2	5.1	10.4	27.9
(% QoQ)	-2.4	15.3	79.3	-47.9	-16.3	9.9	101.3	-1.5				

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

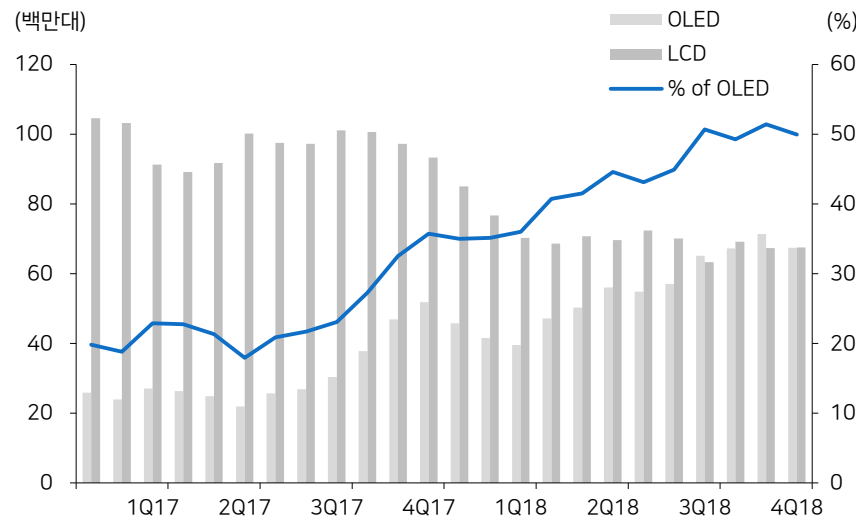
덕산네오룩스(213420) OLED 투자 확대 기대감

MERITZ Collaboration Report
드디어 폴더블이 펼쳐진다

고객사와 어플리케이션의 다변화

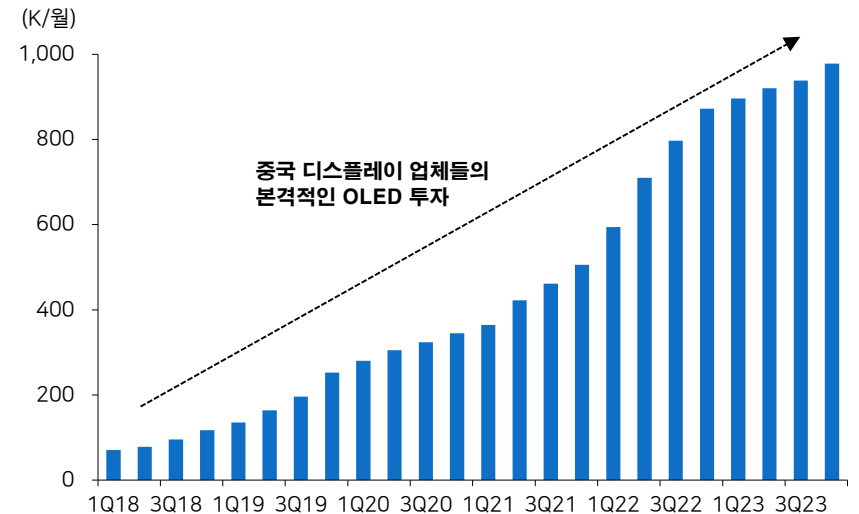
- Apple의 OLED 채용 모델 증가 1개 → 2개
- 중국 OLED Capa '18년 117K/월 → '19년 252K/월로 증설에 따른 OLED 소재 수요 증가 전망
- 중국 패널업체향 매출액 비중 '17년 7% → '19년 18% 수준으로 확대 예상
- 폴더블 스마트폰, 노트북PC 등 OLED 적용 어플리케이션의 확대
- '19년 영업이익 214억원(+10.4% YoY), '20년 영업이익 273억원(+27.9% YoY) 예상

글로벌스마트폰 OLED 탑재율 추이



자료: CounterPoint, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 OLED 예상 Capa 추이

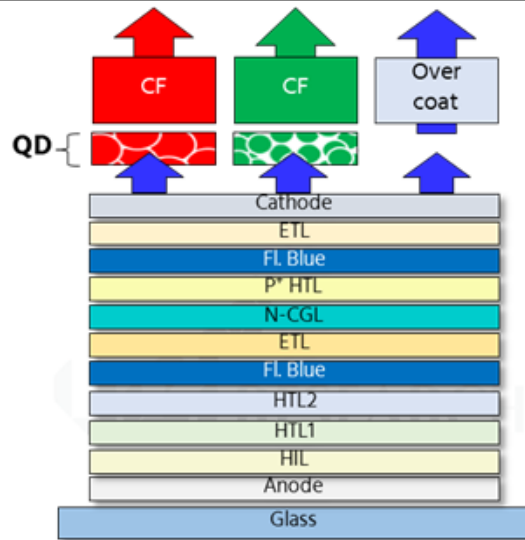


자료: IHS, 메리츠증권증권 리서치센터

QD-OLED TV 기대감 분석

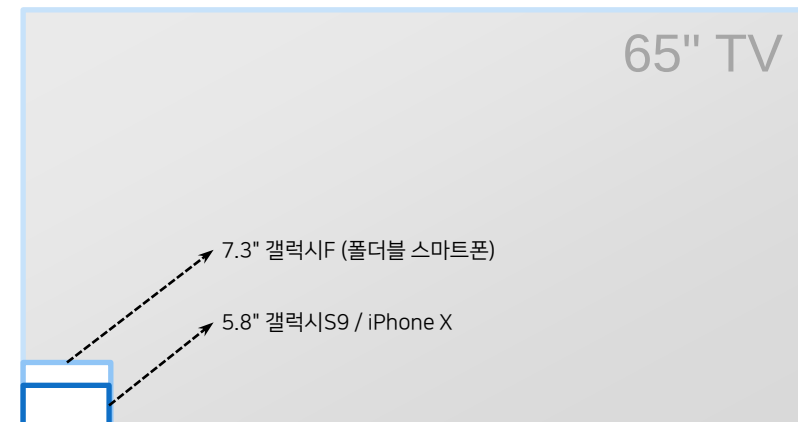
- 삼성전자는 LG전자의 WOLED TV 대항마로 QD-OLED TV 준비
- QD-OLED TV는 Blue OLED를 TFT에 증착하고 컬러필터에 Red, Green Quantum Dot을 적용
- 현재 QD-OLED TV향 HTL 등 소재 샘플 테스트 진행
- 5.8인치 스마트폰 대비 65인치 TV는 수명과 면적 차이로 소재 투입량이 200배 이상 증가
- 삼성전자의 하이엔드급 TV 연간 출하량은 3백만대 후반 수준
- QD-OLED TV향 HTL 소재 공급시 기대 매출액은 연간 2,800억원 규모, 50% 점유시 1,400억원 수준

QD-OLED 구조



자료: UBI Research, 메리츠증권증권 리서치센터

스마트폰, TV 면적 비교



자료: |메리츠증권증권 리서치센터

덕산네오룩스(213420) OLED 투자 확대 기대감

MERITZ Collaboration Report
드디어 폴더블이 펼쳐진다

투자의견 **Buy**,
적정주가 **23,000원**

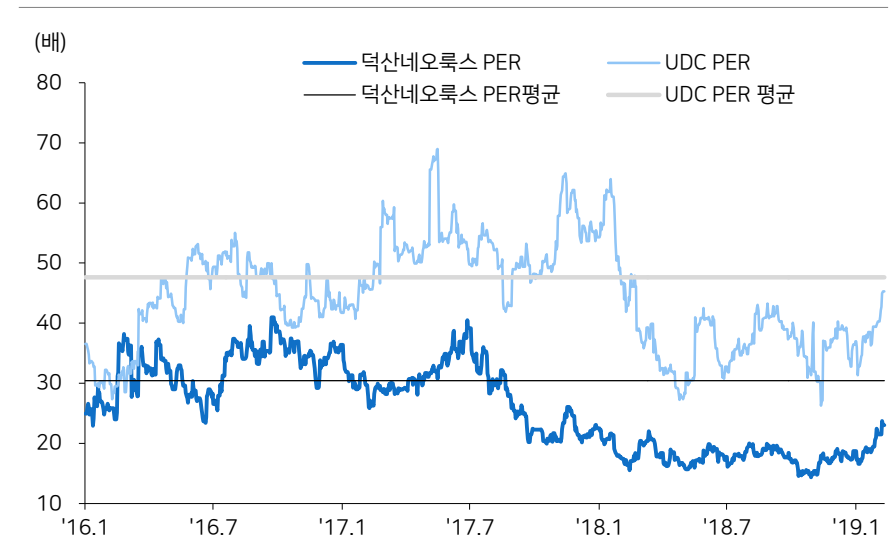
- '16~'17년 삼성디스플레이의 대규모 OLED 투자 당시 덕산네오룩스의 평균 PER 30배
- UDC의 평균 PER 47배 대비 36% 할인된 수준
- 삼성디스플레이 A5라인 투자 기대감, 스마트폰 OLED 채택 증가, 중국 OLED 투자 확대에 대한 방향성으로 Valuation 확대 구간을 전망

Valuation Table

(배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
PER(상단)	94.7	44.8	33.3	-	-
PER(하단)	49.8	15.8	14.8	-	-
PER(평균)	81.8	35.2	18.5	-	-
PBR	3.5	4.8	2.4	2.8	2.4
PSR	9	5.9	3.8	4.6	3.7
ROE (%)	4.4	14.5	14	13.7	15.2
2019E EPS (원)					864
적정 PER	UDC 12 Fwd PER 45배 40% 할인				27
적정주가 (원)					23,000

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

덕산네오룩스 vs UDC 12M Fwd PER 비교



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

덕산네오룩스 (213420)

MERITZ Collaboration Report
드디어 폴더블이 펼쳐진다

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	42.3	100.4	90.6	97.2	120.8
매출액증가율(%)	5.0	137.2	-9.8	7.3	24.3
매출원가	32.7	68.2	62.1	64.6	79.8
매출총이익	9.7	32.3	28.4	32.6	41.0
판매비와관리비	5.7	13.9	9.1	11.3	13.7
영업이익	3.9	18.4	19.3	21.4	27.3
영업이익률(%)	9.3	18.3	21.4	22.0	22.6
금융손익	0.8	0.1	0.1	1.7	2.4
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-0.1	0.6	-0.0	0.1
세전계속사업이익	4.5	18.4	20.1	23.0	29.8
법인세비용	-0.2	1.6	1.6	2.3	3.3
당기순이익	4.7	16.8	18.5	20.7	26.6
지배주주지분 순이익	4.7	16.8	18.5	20.7	26.6
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	52.4	76.7	73.0	98.1	118.7
현금및현금성자산	29.3	47.7	50.3	62.7	79.9
매출채권	2.3	6.6	5.2	8.1	8.9
재고자산	6.6	17.9	14.0	21.8	23.9
비유동자산	65.7	72.5	89.6	96.4	105.5
유형자산	35.7	42.4	46.6	53.4	62.4
무형자산	29.3	29.5	30.5	30.4	30.3
투자자산	0.6	0.5	0.4	0.6	0.6
자산총계	118.1	149.2	162.6	194.5	224.1
유동부채	5.9	19.6	15.6	23.7	25.9
매입채무	2.4	8.1	6.3	9.8	10.8
단기차입금	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.7	7.2	6.0	9.2	10.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	9.6	26.8	21.6	32.8	35.9
자본금	2.4	4.8	4.8	4.8	4.8
자본잉여금	96.2	93.8	93.8	93.8	93.8
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	6.6	23.6	42.0	62.8	89.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	108.5	122.5	140.9	161.7	188.2

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	9.1	19.8	27.2	24.1	30.9
당기순이익(손실)	4.7	16.8	18.5	20.7	26.6
유형자산감가상각비	3.3	3.3	3.6	3.8	4.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	0.3	-6.4	5.4	-0.5	-0.1
투자활동 현금흐름	-3.7	-0.8	-20.8	-11.6	-13.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.9	-10.4	-7.7	-10.5	-13.5
투자자산의 감소(증가)	-0.2	0.1	0.1	-0.2	-0.1
재무활동 현금흐름	1.0	-0.0	-3.8	0.0	0.0
차입금증감	1.0	0.0	0.4	0.0	0.0
자본의증가	0.0	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.5	18.5	2.5	12.5	17.1
기초현금	22.8	29.3	47.7	50.3	62.7
기말현금	29.3	47.7	50.3	62.7	79.9
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	1,763	4,182	3,772	4,048	5,030
EPS(지배주주)	195	699	768	864	1,106
CFPS	346	1,063	938	1,084	1,385
EBITDAPS	305	904	957	1,050	1,325
BPS	4,520	5,101	5,870	6,733	7,839
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	81.8	35.2	18.5	21.8	17.0
PCR	46.0	23.1	15.1	17.3	13.6
PSR	9.0	5.9	3.8	4.6	3.7
PBR	3.5	4.8	2.4	2.8	2.4
EBITDA	7.3	21.7	23.0	25.2	31.8
EV/EBITDA	46.6	25.0	12.6	15.4	11.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.4	14.5	14.0	13.7	15.2
EBITDA이익률	17.3	21.6	25.4	25.9	26.4
부채비율	8.9	21.9	15.4	20.3	19.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	261.2	890.0	1,157.9	1,337.6	1,376.1
매출채권회전율(x)	17.5	22.6	15.3	14.6	14.2
재고자산회전율(x)	5.4	8.2	5.7	5.4	5.3