

# 덕산네오룩스 (213420)

디스플레이



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>47,000원 (U)</b>
현재주가 (8/12)	<b>37,450원</b>
상승여력	<b>26%</b>

시가총액	8,992억원
총발행주식수	24,010,012주
60일 평균 거래대금	96억원
60일 평균 거래량	280,206주
52주 고	38,950원
52주 저	16,100원
외인지분율	20.06%
주요주주	이준호 외 9 인 57.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.9	16.5	132.6
상대	(6.0)	(5.7)	63.4
절대(달러환산)	4.5	20.3	138.6

## 너무나 명확한 방향성

### 2Q20 Review : 어닝 서프라이즈!

2Q20 실적은 매출액 283억원(-11.1% QoQ, +25.0% YoY), 영업이익 78억원(+13.0% QoQ, +97.7% YoY)로 어닝 서프라이즈 기록. 영업이익 기준 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 각각 +41.8%, +34.5% 상회. 4~5월 부진했던 전방업체들의 소재 주문이 6월부터 빠르게 회복된 것에 기인. 중국 고객사들의 재고 소진이 예상대비 빠르게 이루어졌고, 주력 고객사 삼성디스플레이의 갤럭시 노트20, 아이폰12시리즈 대응을 위한 M10구조 주문도 재개되었기 때문으로 추정

### 너무나 명확한 하반기 방향성

하반기 동사의 실적 성장 그림은 명확. 삼성디스플레이 OLED라인 가동률 상승에 직접적으로 연동되기 때문. 약 7,000만대 대응이 예상되는 아이폰 12시리즈 출시가 1개월 지연됨에 따라 삼성디스플레이의 가동률도 3Q보다 4Q에 더욱 높은 수준을 유지할 것으로 예상. 따라서 동사의 실적도 3Q를 지나 4Q로 갈수록 성장할 것. 3Q 377억원, 4Q 407억원의 매출 전망

중국향 매출 증가도 주목할 필요. 올해 중국향 예상매출을 기존 270억원에서 328억원으로 상향조정. 상반기에는 Red Host 위주의 공급이 이루어졌으나, 하반기부터 Red Prime 물량 증가와 함께 Green Prime까지 신규 추가될 것으로 예상되기 때문. 또한 BOE 외 타 중국 패널업체로의 의미 있는 매출 증가 기대. 동사의 중국향 매출비중은 '19년 20% → '20년 24% → '21년 28%로 증가 전망

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 47,000원으로 상향

올해 실적 추정치 변경을 반영해 목표주가를 기존 40,000원에서 47,000원으로 17.5% 상향 조정. 하반기 명확한 실적 방향성과 중국 중소형 OLED 굴기의 집중 수혜가 가능한 업체라는 부분에 대한 가치를 주가에 반영할 필요. 내년 실적의 향방을 결정지을 M11구조와 QD-OLED 공급사 선정이 관건이나, 동사의 고객사 내 입지와 전반적인 소재 국산화 기초를 감안할 때 주가에 악영향을 미칠 수 있는 악재가 발생할 가능성은 제한적일 것으로 판단

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q20A	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	28	25.0	-11.1	26	10.0
영업이익	8	97.7	13.0	6	33.7
세전계속사업이익	7	96.9	-11.3	6	18.0
지배순이익	7	82.2	-5.4	6	20.0
영업이익률 (%)	27.4	+10.0 %pt	+5.8 %pt	22.6	+4.8 %pt
지배순이익률 (%)	25.2	+7.9 %pt	+1.6 %pt	23.1	+2.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	91	98	138	173
영업이익	20	21	37	48
지배순이익	19	19	35	44
PER	21.2	23.4	25.7	20.5
PBR	2.8	2.8	4.6	4.2
EV/EBITDA	15.1	16.5	20.1	15.0
ROE	14.3	12.7	19.8	21.4

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	2Q20A			3Q20E			2020E			2021E		
	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출	24.0	28.3	+17.9	36.0	37.7	+4.7	124.1	138.5	+11.6	153.9	172.8	+12.3
영업이익	5.5	7.8	+41.8	9.3	10.6	+14.0	30.0	37.0	+23.3	39.8	48.4	+21.6
당기순이익	5.4	7.1	+31.5	8.8	10.0	+13.6	29.3	35.0	+19.5	36.5	43.9	+20.3

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이

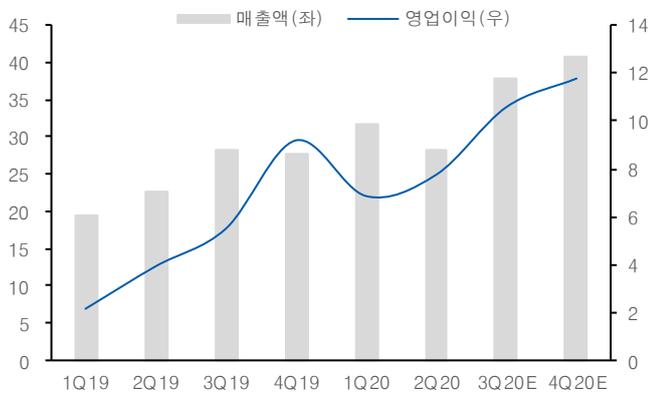
(단위 : 십억원, %)

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20E	4Q20E	Y2019A	Y2020E	Y2021E
매출액	19.3	22.6	28.2	27.7	31.8	28.3	37.7	40.7	97.9	138.5	172.8
HTL 등	15.2	17.5	22.6	22.5	22.7	21.5	30.6	33.6	77.8	108.4	136.6
Hed Host	4.2	5.1	5.6	5.3	9.1	6.8	7.1	7.1	20.1	30.1	36.2
YoY%	-14.9%	1.2%	13.1%	34.0%	64.4%	25.0%	33.9%	46.7%	7.9%	41.5%	24.7%
HTL 등	-13.8%	4.6%	16.1%	23.0%	49.7%	22.5%	35.4%	49.3%	7.9%	39.3%	26.0%
Hed Host	-18.8%	-9.1%	2.5%	115.8%	117.7%	33.8%	27.7%	35.6%	8.0%	50.0%	20.1%
매출총이익	5.1	6.8	8.6	12.8	10.5	11.3	15.0	16.6	33.3	53.4	69.1
YoY%	4.9%	0.1%	-13.6%	50.4%	107.0%	66.8%	73.3%	29.9%	10.5%	60.5%	29.4%
매출총이익율%	26.3%	30.0%	30.7%	46.0%	33.1%	40.0%	39.7%	40.7%	34.0%	38.5%	40.0%
영업이익	2.1	3.9	5.5	9.2	6.9	7.8	10.6	11.8	20.8	37.0	48.4
YoY%	-41.1%	-6.8%	-27.2%	87.1%	219.7%	97.7%	92.6%	28.2%	2.2%	78.2%	30.9%
영업이익율%	11.1%	17.4%	19.5%	33.1%	21.6%	27.4%	28.1%	29.0%	21.2%	26.7%	28.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 분기별 매출액 및 영업이익 추이

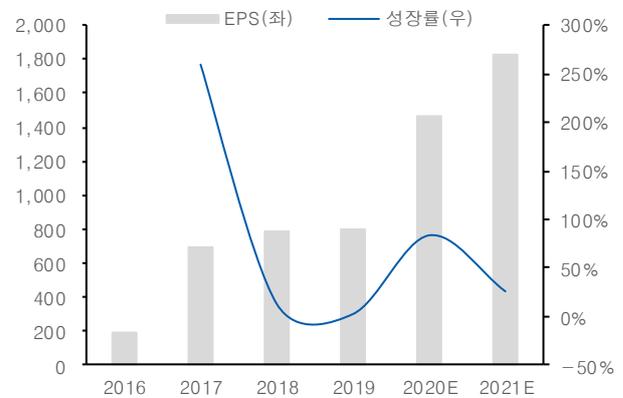
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

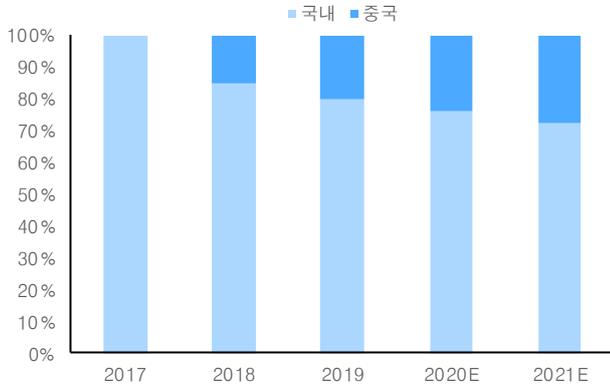
그림 2. 연도별 EPS 및 EPS 성장률 추이

(단위 : 원, %)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 중국향 매출비중 전망 (단위 : %)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. OLED 발광원리



자료: SDC, 유안타증권 리서치센터

표3. 삼성디스플레이 OLED 소재 밸류체인

	M10	M9	M8	M7
Red Host	Dupont	Dupont	덕산네오룩스	Dow Chem
Red Dopant	UDC	UDC	UDC	UDC
Red Prime	덕산네오룩스	덕산네오룩스	덕산네오룩스	Tosoh
Green Host	삼성 SDI	NSCM		
Green Dopant	UDC	UDC	UDC	UDC
Green Prime	덕산네오룩스	Merck	Merck	Merck
Blue Host	SFC	SFC	SFC, Idemitsu Kosan	Idemitsu Kosan
Blue Dopant	SFC	JNC	SFC, Idemitsu Kosan	Idemitsu Kosan
Blue Prime	SYRI	Idemitsu Kosan	SYRI	Idemitsu Kosan
HTL	덕산네오룩스, 두산솔루스	덕산네오룩스, 두산솔루스	덕산네오룩스, 두산솔루스	덕산네오룩스, 두산솔루스
EIL	Dupont, 두산솔루스	Dupont, 두산솔루스	Dupont, 두산솔루스	Dow Chem, 두산솔루스
ETL	LG Chem.	LG Chem.	Tosoh	LG Chem.
aETL	두산솔루스	두산솔루스	두산솔루스	두산솔루스

자료: 유안타증권 리서치센터

덕산네오룩스 (213420) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	91	98	138	173	207
매출원가	61	65	85	104	129
매출총이익	30	33	53	69	78
판매비	10	13	16	21	24
영업이익	20	21	37	48	54
EBITDA	24	25	42	55	61
영업외손익	1	0	1	-1	0
외환관련손익	2	0	2	0	0
이자손익	1	1	1	1	2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	21	21	38	48	54
법인세비용	2	2	3	4	4
계속사업순이익	19	19	35	44	50
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	19	35	44	50
지배지분순이익	19	19	35	44	50
포괄순이익	18	19	35	43	50
지배지분포괄이익	18	19	35	43	50

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	8	22	36	51	59
당기순이익	19	19	35	44	50
감가상각비	4	4	5	6	6
외환손익	0	1	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-15	-4	-7	-2	-1
기타현금흐름	1	3	3	3	3
투자활동 현금흐름	-18	-21	-26	-4	-4
투자자산	0	-5	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-13	-17	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-11	-3	-8	-4	-4
재무활동 현금흐름	0	0	0	0	0
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-26	-3
현금의 증감	-10	1	10	21	52
기초 현금	48	38	39	49	70
기말 현금	38	39	49	70	122
NOPLAT	20	21	37	48	54
FCF	0	6	15	49	56

자료: 유안타증권

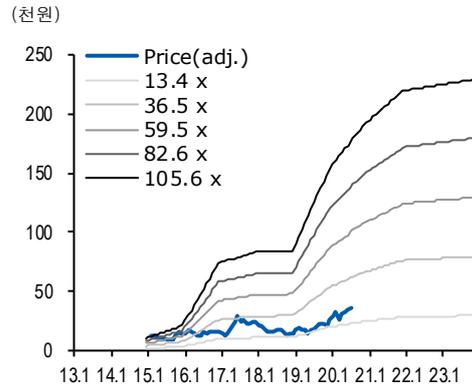
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	72	78	104	132	196
현금및현금성자산	38	39	49	70	122
매출채권 및 기타채권	8	11	17	20	23
재고자산	23	23	32	37	45
비유동자산	88	103	119	112	106
유형자산	46	54	65	58	52
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	12	18	5	5	5
자산총계	160	181	223	245	301
유동부채	14	16	21	22	28
매입채무 및 기타채무	9	9	6	7	13
단기차입금	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6	5	7	7	7
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	19	21	28	29	36
지배지분	141	160	195	215	265
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94	94
이익잉여금	42	61	96	117	167
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	141	160	195	215	265
순차입금	-37	-38	-47	-68	-120
총차입금	1	1	4	4	4

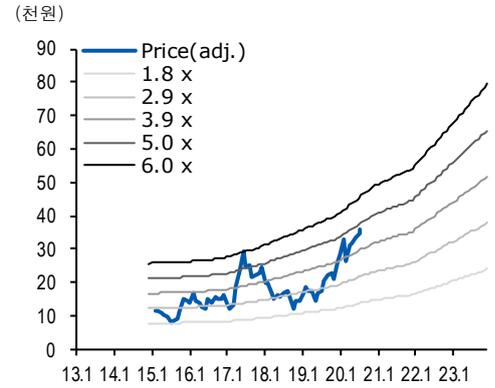
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	784	798	1,460	1,828	2,082
BPS	5,872	6,663	8,119	8,967	11,050
EBITDAPS	998	1,032	1,768	2,309	2,529
SPS	3,777	4,076	5,768	7,195	8,635
DPS	0	0	0	0	0
PER	21.2	23.4	25.7	20.5	18.0
PBR	2.8	2.8	4.6	4.2	3.4
EV/EBITDA	15.1	16.5	20.1	15.0	12.8
PSR	4.4	4.6	6.5	5.2	4.3

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-9.7	7.9	41.5	24.7	20.0
영업이익 증가율 (%)	10.5	2.2	78.2	30.9	11.6
지배순이익 증가율 (%)	12.2	1.8	82.9	25.2	13.9
매출총이익률 (%)	33.2	34.0	38.5	40.0	37.8
영업이익률 (%)	22.4	21.2	26.7	28.0	26.1
지배순이익률 (%)	20.7	19.6	25.3	25.4	24.1
EBITDA 마진 (%)	26.4	25.3	30.6	32.1	29.3
ROIC	20.3	18.5	27.0	31.3	35.1
ROA	12.2	11.2	17.3	18.8	18.3
ROE	14.3	12.7	19.8	21.4	20.8
부채비율 (%)	13.7	13.4	14.6	13.6	13.6
순차입금/자기자본 (%)	-26.6	-23.7	-24.3	-31.7	-45.4
영업이익/금융비용 (배)	1,132.1	899.0	1,651.0	2,144.7	2,393.8

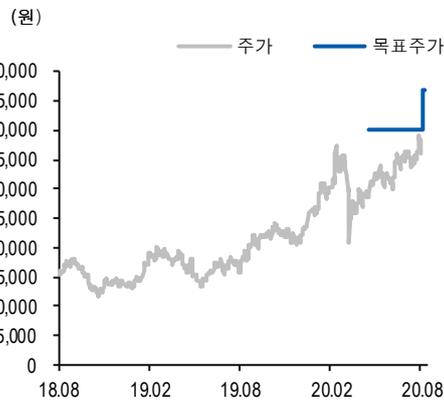
P/E band chart



P/B band chart



덕산네오룩스 (213420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-13	BUY	47,000	1년		
2020-04-28	BUY	40,000	1년	-15.33	-2.63

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-10

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김광진)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.