

덕산네오룩스 (213420)

디스플레이



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	47,000원 (M)
현재주가 (11/10)	30,500원
상승여력	54%

시가총액	7,323억원
총발행주식수	24,010,012주
60일 평균 거래대금	60억원
60일 평균 거래량	179,046주
52주 고	38,950원
52주 저	20,300원
외인지분율	18.77%
주요주주	이준호 외 9 인 57.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(7.4)	(18.0)	39.9
상대	(4.0)	(15.9)	10.6
절대(달러환산)	(4.2)	(12.7)	45.4

호실적 지속에도 역사적 저점 수준의 Valuation

3Q20 Review : 성수기 진입 효과. 예견된 호실적

3Q20 실적은 매출액 406억원(+ 43.8% QoQ, +44.1% YoY), 영업이익 111억원(+43.5% QoQ, +102.5% YoY)으로 사상 최대 분기실적 달성. 삼성디스플레이의 아이폰12시리즈 패널 공급이 3Q부터 본격화됨에 따라 소재 주문량 급증한 것에 기인. 지난해 아이폰11시리즈와 달리 아이폰12시리즈는 전 모델이 OLED패널을 채용. 삼성디스플레이의 패널 공급량 증가(11시리즈 4,500만대 → 12시리즈 7,000만대)에 따른 예견된 성장. 다만, 중국향 매출은 BOE 가동률 하락 영향으로 약 77억원(-35% QoQ) 기록한 것으로 추정

예년과 다를 4분기

4Q20 예상실적은 매출액 414억원(+2.0% QoQ), 영업이익 113억원(+2.0% QoQ) 전망. 통상 삼성디스플레이의 가동률 추이에 따라 3Q 계절적 성수기를 맞이한 후 4Q 소폭 매출 감소가 일어나는 것이 일반적이나 올해는 예년과 다를 것으로 판단. 아이폰 출시가 예년 대비 1개월 지연되면서 삼성디스플레이의 패널 공급 일정이 4Q20에 몰려있어 연말까지 높은 수준의 가동률이 유지될 것으로 예상되기 때문. 동사의 공급 리드타임은 약 2주정도로 짧아 고객사가 재고레벨을 높게 가져가지 않을 가능성이 크기 때문에 4Q20에도 최소한 3Q20 수준의 소재 공급이 가능할 것. 반면, 중국향 매출은 화웨이 제재에 따른 BOE 가동률 하락 영향 지속되며 주문 감소 불가피할 전망이다. 4Q20 중국향 매출은 약 69억원으로 매출비중 17% 수준 전망

중요한 것은 내년. 역사적 저점 수준의 Valuation

내년에도 아이폰13시리즈향 M11구조 매출 증가에 근거해 매출액 1,695억원(+19.4% YoY), 영업이익 474억원(+27.9% YoY)로 고성장 전망. 아이폰13 패널 공급선이 삼성디스플레이, LG디스플레이, BOE 3곳으로 확정될 경우, 최대 수혜주는 삼성디스플레이와 BOE를 고객사로 확보한 동사가 될 것. LG디스플레이의 공급 가능 수량이 TOE, LTPO 전환투자로 인해 Capa Loss 발생함에 따라 추가 증설 없이는 확대하기 어려울 것으로 판단되기 때문

그럼에도 동사의 주가는 올해 실적기준 P/E 21.1X, 내년 실적기준 16.9X 수준으로 역사적 저점 수준까지 하락한 상황. 적극 매수가 필요한 시점으로 판단

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	41	44.1	43.7	36	12.1
영업이익	11	102.3	43.3	10	9.7
세전계속사업이익	11	51.9	40.4	11	-2.0
지배순이익	10	43.3	36.0	10	0.6
영업이익률 (%)	27.4	+7.9 %pt	0	28.0	-0.6 %pt
지배순이익률 (%)	23.8	-0.2 %pt	-1.4 %pt	26.6	-2.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	91	98	142	170
영업이익	20	21	37	47
지배순이익	19	19	35	43
PER	21.2	23.4	21.1	16.9
PBR	2.8	2.8	3.8	3.4
EV/EBITDA	15.1	16.5	15.3	11.6
ROE	14.3	12.7	19.6	21.2

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	3Q20A			4Q20E			2020E			2021E		
	기준	변경	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이
매출	37.0	40.6	+9.7	39.4	41.4	5.1	136.5	142.0	4.0	167.3	169.5	1.3
영업이익	10.4	11.1	+6.7	11.4	11.3	-0.8	36.4	37.1	1.9	46.9	47.4	1.1
당기순이익	9.8	9.7	-1.0	10.5	10.5	0.0	34.9	34.8	-0.2	43.0	43.4	0.9

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이

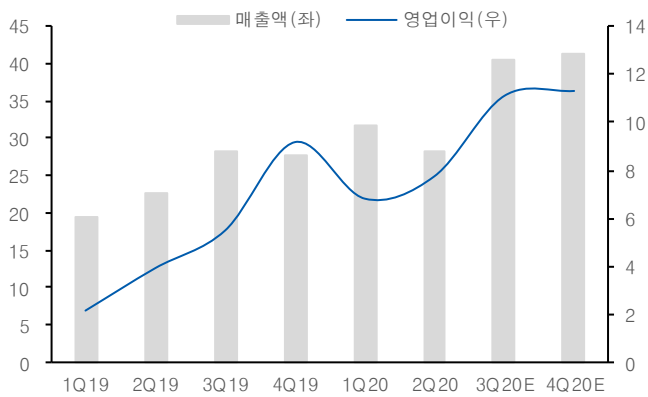
(단위 : 십억원, %)

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20E	Y2019A	Y2020E	Y2021E
매출액	19.3	22.6	28.2	27.7	31.8	28.3	40.6	41.4	97.9	142.0	166.9
HTL 등	15.2	17.5	22.6	22.5	23.2	21.3	31.6	33.4	77.8	109.4	130.1
Hed Host	4.2	5.1	5.6	5.3	8.6	7.0	9.1	8.0	20.1	32.6	36.9
YoY%	-14.9%	1.2%	13.1%	34.0%	64.2%	25.1%	44.1%	49.1%	7.9%	45.1%	17.5%
HTL 등	-13.8%	4.6%	16.1%	23.0%	52.7%	21.6%	39.5%	48.6%	7.9%	40.7%	18.8%
Hed Host	-18.8%	-9.1%	2.5%	115.8%	106.0%	37.1%	63.0%	51.1%	8.0%	62.3%	13.1%
매출총이익	5.1	6.8	8.6	12.8	10.5	11.3	14.5	16.0	33.3	52.3	64.2
YoY%	4.9%	0.1%	-13.6%	50.4%	106.3%	66.9%	67.3%	25.4%	10.5%	57.1%	22.7%
매출총이익율%	26.3%	30.0%	30.7%	46.0%	33.1%	40.0%	35.6%	38.7%	34.0%	36.8%	38.4%
영업이익	2.1	3.9	5.5	9.2	6.8	7.8	11.1	11.3	20.8	37.1	46.7
YoY%	-41.1%	-6.8%	-27.2%	87.1%	218.1%	98.0%	102.5%	23.3%	2.2%	78.5%	26.0%
영업이익율%	11.1%	17.4%	19.5%	33.1%	21.5%	27.5%	27.4%	27.4%	21.2%	26.1%	28.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 분기별 매출액 및 영업이익 추이

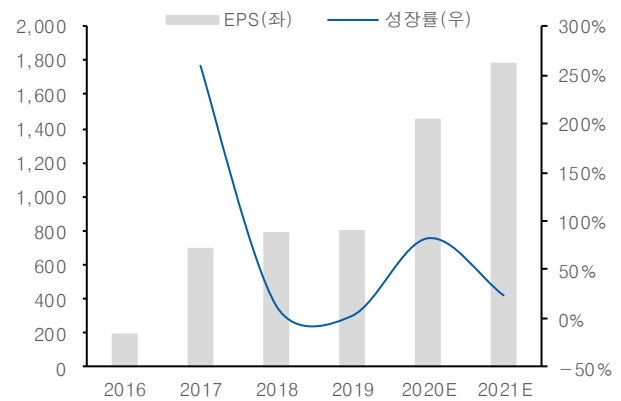
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

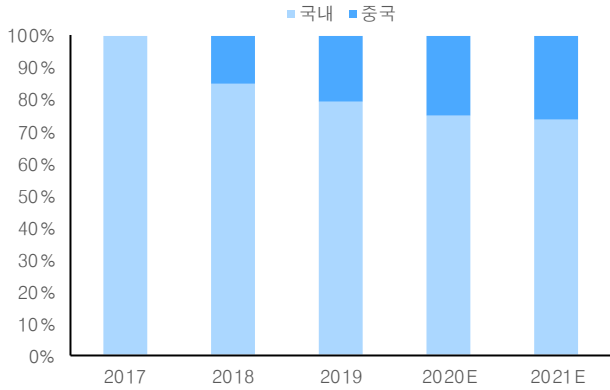
그림 2. 연도별 EPS 및 EPS 성장률 추이

(단위 : 원, %)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 중국향 매출비중 전망 (단위 : %)



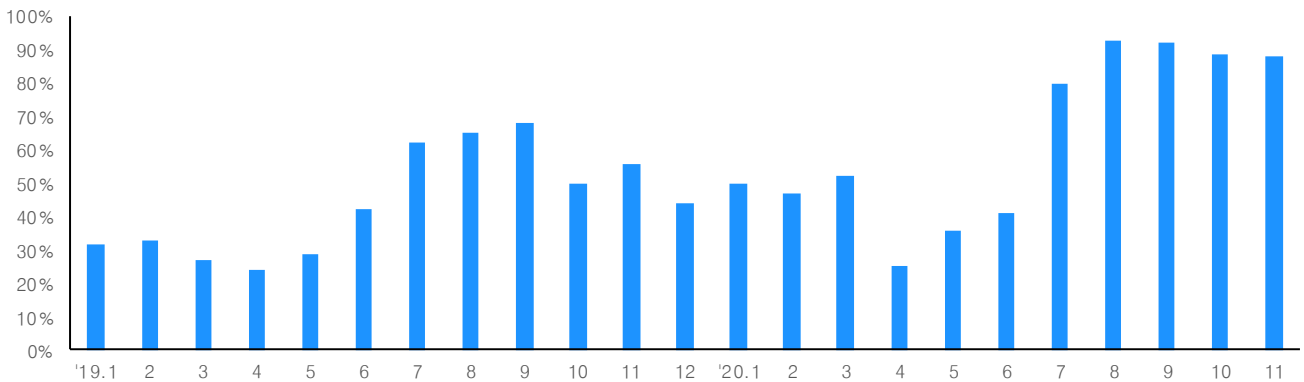
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. OLED 발광원리



자료: SDC, 유안타증권 리서치센터

그림 5. 삼성디스플레이 A3 월별 가동률 추이 (단위 : %)



자료: 산업자료, 유안타증권 리서치센터

표3. 삼성디스플레이 OLED 소재 밸류체인

	M11	M10	M9	M8	M7
Red Host	Dupont	Dupont	Dupont	덕산네오룩스	Dow Chem
Red Dopant	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC
Red Prime	덕산네오룩스	덕산네오룩스	덕산네오룩스	덕산네오룩스	Tosoh
Green Host	삼성 SDI	삼성 SDI	NSCM		
Green Dopant	UDC	UDC	UDC	UDC	UDC
Green Prime	덕산네오룩스	덕산네오룩스	Merck	Merck	Merck
Blue Host	SFC	SFC	SFC	SFC, Idemitsu Kosan	Idemitsu Kosan
Blue Dopant	SFC	SFC	JNC	SFC, Idemitsu Kosan	Idemitsu Kosan
Blue Prime	Idemitsu Kosan	SYRI	Idemitsu Kosan	SYRI	Idemitsu Kosan
HTL	덕산네오룩스, 두산솔루스	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	두산솔루스

자료: 유안타증권 리서치센터

덕산네오룩스 (213420) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	91	98	142	170	195
매출원가	61	65	90	104	117
매출총이익	30	33	52	65	78
판매비	10	13	15	18	22
영업이익	20	21	37	47	56
EBITDA	24	25	45	59	68
영업외손익	1	0	1	0	1
외환관련손익	2	0	0	-1	-1
이자손익	1	1	1	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	21	21	38	47	57
법인세비용	2	2	3	4	5
계속사업순이익	19	19	35	43	52
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	19	35	43	52
지배지분순이익	19	19	35	43	52
포괄순이익	18	19	35	43	52
지배지분포괄이익	18	19	35	43	52

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	8	22	28	48	57
당기순이익	19	19	35	43	52
감가상각비	4	4	7	11	12
외환손익	0	1	1	1	1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-15	-4	-18	-11	-10
기타현금흐름	1	3	3	3	3
투자활동 현금흐름	-18	-21	-20	-21	-18
투자자산	0	-5	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-13	-14	-18	-15
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-11	-3	-5	-3	-3
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	-22	1
현금의 증감	-10	1	7	4	40
기초 현금	48	38	39	46	50
기말 현금	38	39	46	50	90
NOPLAT	20	21	37	47	56
FCF	0	6	9	26	39

자료: 유안타증권

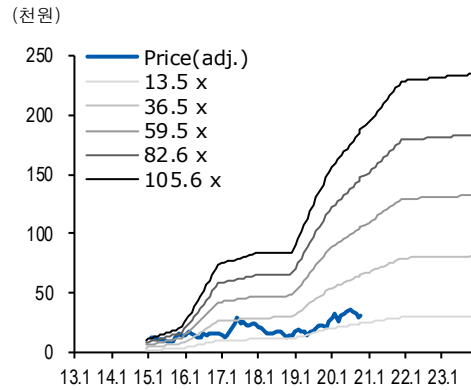
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	72	78	104	119	170
현금및현금성자산	38	39	46	50	90
매출채권 및 기타채권	8	11	20	25	28
재고자산	23	23	35	41	47
비유동자산	88	103	114	121	123
유형자산	46	54	59	66	70
관계기업 등 지분관련자산	0	0	1	1	1
기타투자자산	12	18	5	5	5
자산총계	160	181	219	240	293
유동부채	14	16	16	18	19
매입채무 및 기타채무	9	9	6	7	8
단기차입금	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	6	5	8	7	7
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	19	21	24	24	25
지배지분	141	160	195	215	268
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94	94
이익잉여금	42	61	96	117	169
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	141	160	195	215	268
순차입금	-37	-38	-43	-47	-88
총차입금	1	1	3	2	2

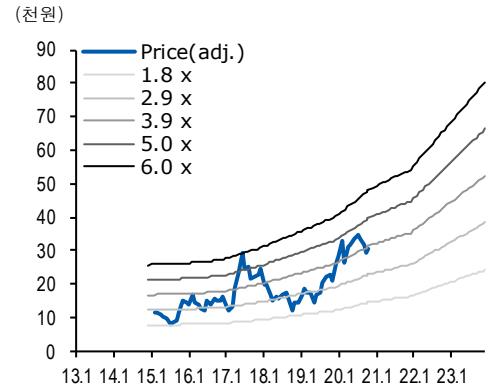
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	784	798	1,448	1,807	2,167
BPS	5,870	6,662	8,106	8,974	11,142
EBITDAPS	998	1,032	1,873	2,462	2,850
SPS	3,777	4,076	5,916	7,061	8,121
DPS	0	0	0	0	0
PER	21.2	23.4	21.1	16.9	14.1
PBR	2.8	2.8	3.8	3.4	2.7
EV/EBITDA	15.1	16.5	15.3	11.6	9.4
PSR	4.4	4.6	5.2	4.3	3.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-9.7	7.9	45.1	19.4	15.0
영업이익 증가율 (%)	10.5	2.2	78.6	27.8	18.3
지배순이익 증가율 (%)	12.2	1.8	81.5	24.8	19.9
매출총이익률 (%)	33.2	34.0	36.8	38.4	40.0
영업이익률 (%)	22.4	21.2	26.1	28.0	28.8
지배순이익률 (%)	20.7	19.6	24.5	25.6	26.7
EBITDA 마진 (%)	26.4	25.3	31.7	34.9	35.1
ROIC	20.3	18.5	26.9	28.4	31.0
ROA	12.2	11.2	17.4	18.9	19.5
ROE	14.3	12.7	19.6	21.2	21.5
부채비율 (%)	13.7	13.4	12.4	11.4	9.4
순차입금/자기자본 (%)	-26.6	-23.7	-21.9	-22.0	-32.9
영업이익/금융비용 (배)	1,132.1	899.0	1,598.0	2,097.6	2,482.2

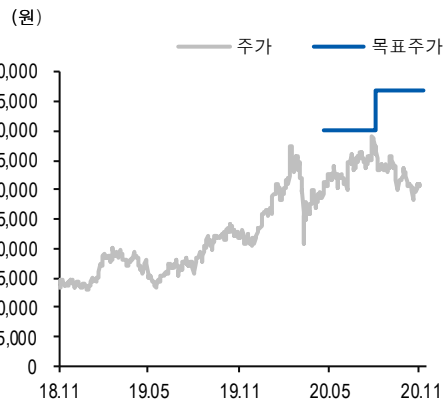
P/E band chart



P/B band chart



덕산네오룩스 (213420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-11	BUY	47,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	89.1
Hold(중립)	10.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-08

※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 투자의사결정은 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.