

# 덕산네오룩스 (213420)

## 디스플레이



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>56,000원 (U)</b>
현재주가 (3/8)	<b>38,450원</b>
상승여력	<b>46%</b>

시가총액	9,232억원		
총발행주식수	24,010,012주		
60일 평균 거래대금	141억원		
60일 평균 거래량	379,512주		
52주 고	43,900원		
52주 저	20,700원		
외인지분율	17.72%		
주요주주	이준호 외 9 인 57.11%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.2)	27.5	8.0
상대	1.7	27.8	(23.3)
절대(달러환산)	(4.8)	22.9	14.4

## 노트PC 수혜로 Jump-up

### 삼성전자 노트PC 판매 확대로 신 성장동력 확보

삼성전자의 노트PC 판매 전략 강화에 따라 동사의 수혜를 전망. 삼성전자 전략의 핵심은 컨버터블, 울트라슬림 등 휴대용이성이 극대화된 슬림 타입 프리미엄 시장에서의 M/S 확대이며, 이를 위해 OLED패널 채용률을 적극적으로 상향할 계획. 지난해까지 삼성 노트PC 내 OLED패널 채택율은 미미했기 때문에 사실상 새로운 성장 활로가 열리는 것

프리미엄 노트PC 시장 공략이 핵심인 만큼 발광 재료구조는 하이엔드 재료구조인 M10R이 적용될 예정. 동사는 M10과 M11에서 3개 소재를 담당했으나 M10R에서는 4개를 담당하는 것으로 파악. 공급 소재 수 증가에 따른 매출 증대 효과도 기대

### 노트PC향 매출효과는 2Q21부터 확인 가능

1Q21 예상실적은 매출액 372억원(+17.2% YoY), 영업이익 100억원(+47.0% YoY) 전망. 갤럭시 S21 출시 시점이 예년 대비 빨랐고, 아이폰12 시리즈 판매도 견조해 YoY 성장 가능하며, QoQ 실적 감소폭도 크지 않을 것으로 판단

노트PC용 M10R 공급은 3월부터 본격화되는 만큼 매출 증대 효과는 2Q21부터 확인할 것으로 판단. 노트PC용 패널 1장의 소재 사용량은 스마트폰 4~6대분과 맞먹기 때문에 올해 삼성디스플레이 예상 노트PC OLED패널 생산량 500만대는 스마트폰 2,000~3,000만대 규모와 대등. 동사에게 갤럭시 S시리즈가 신규 추가되는 것과 동일한 효과. 향후 L7-2 전환투자를 통한 패널 추가 생산까지 감안하면 노트PC향 매출 비중은 더욱 상승할 것

### 목표주가 56,000원으로 상향

덕산네오룩스에 대해 목표주가를 기존 47,000원에서 56,000원으로 19.1% 상향조정. 노트PC향 소재 매출이 반영된 '21년 예상 EPS에 Target P/E 29.X 적용. 노트PC라는 신규 성장동력 추가된 것에 대한 가치를 주가에 반영할 필요. 또한 일정이 일부 지연되고 있으나 QD-OLED도 결국 양산 진입할 수밖에 없다는 점에서 동사 실적 우상향은 의심의 여지가 없음

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	43	56.7	6.9	39	10.3
영업이익	14	55.7	28.5	11	31.3
세전계속사업이익	14	82.9	35.4	11	26.3
지배순이익	13	102.8	35.6	10	37.0
영업이익률 (%)	32.9	-0.2 %pt	+5.5 %pt	27.7	+5.2 %pt
지배순이익률 (%)	30.2	+6.8 %pt	+6.3 %pt	24.3	+5.9 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	91	98	144	178
영업이익	20	21	40	52
지배순이익	19	19	37	47
PER	21.2	23.4	22.3	19.6
PBR	2.8	2.8	4.2	4.2
EV/EBITDA	15.1	16.5	18.3	17.0
ROE	14.3	12.7	21.0	22.5

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	1Q21E			2Q21E			2021E			2022E		
	기준	변경	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이	기준	변경	차이
매출	33.7	37.2	10.4	31.2	38.6	23.7	169.5	178.5	5.3	195.0	203.2	4.2
영업이익	9.1	10.0	9.9	8.6	11.0	27.9	47.4	51.7	9.1	58.6	61.9	5.6
당기순이익	8.4	9.3	10.7	7.9	10.1	27.8	43.2	47.1	9.0	54.3	57.2	5.3

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이

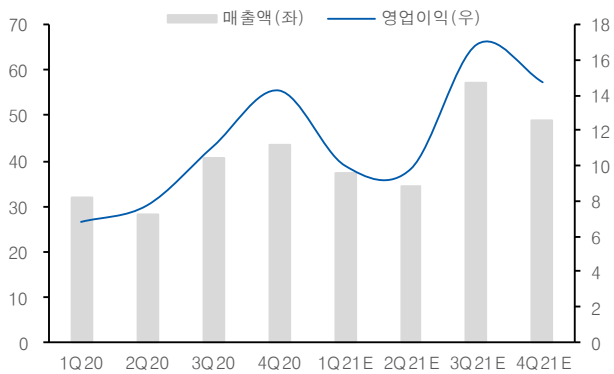
(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2019A	Y2020A	Y2021E
매출액	31.8	28.3	40.6	43.5	37.2	38.6	55.5	47.2	97.9	144.2	178.5
HTL 등	23.2	21.3	34.4	37.5	29.7	30.6	44.3	38.0	77.8	116.4	142.6
Hed Host	8.6	7.0	6.2	6.0	7.6	8.0	11.1	9.3	20.1	27.7	36.0
YoY%	64.2%	25.1%	44.1%	56.7%	17.2%	36.6%	36.6%	8.7%	7.9%	47.2%	23.9%
HTL 등	52.7%	21.6%	52.1%	66.7%	28.0%	43.7%	28.8%	1.3%	7.9%	49.6%	22.5%
Hed Host	106.0%	37.1%	11.3%	13.7%	-12.0%	14.8%	79.7%	55.0%	8.0%	38.1%	29.7%
매출총이익	10.5	11.3	14.5	19.2	14.2	15.3	22.4	19.2	33.3	55.5	71.1
YoY%	106.3%	66.9%	67.2%	50.6%	35.6%	34.8%	55.0%	0.0%	10.5%	66.8%	28.2%
매출총이익율%	33.1%	40.0%	35.6%	44.2%	38.3%	39.5%	40.4%	40.7%	34.0%	38.5%	39.8%
영업이익	6.8	7.8	11.1	14.3	10.0	11.0	16.4	14.2	20.8	40.1	51.7
YoY%	218.1%	98.0%	102.3%	55.7%	47.0%	41.9%	47.3%	-0.5%	2.2%	92.8%	29.1%
영업이익율%	21.5%	27.5%	27.4%	32.9%	27.0%	28.5%	29.5%	30.1%	21.2%	27.8%	28.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 분기별 매출액 및 영업이익 추이

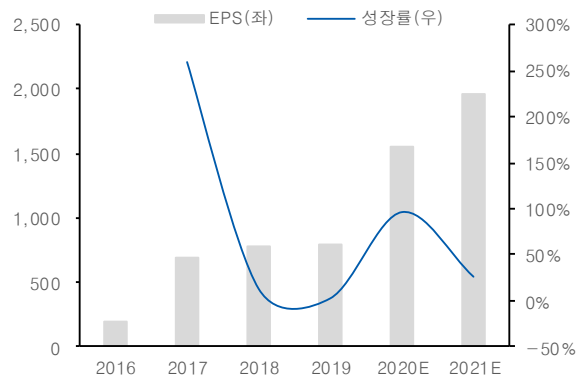
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

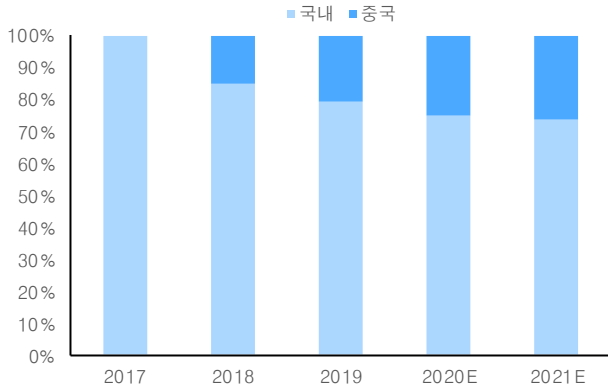
그림 2. 연도별 EPS 및 EPS 성장률 추이

(단위 : 원, %)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 중국향 매출비중 전망 (단위 : %)



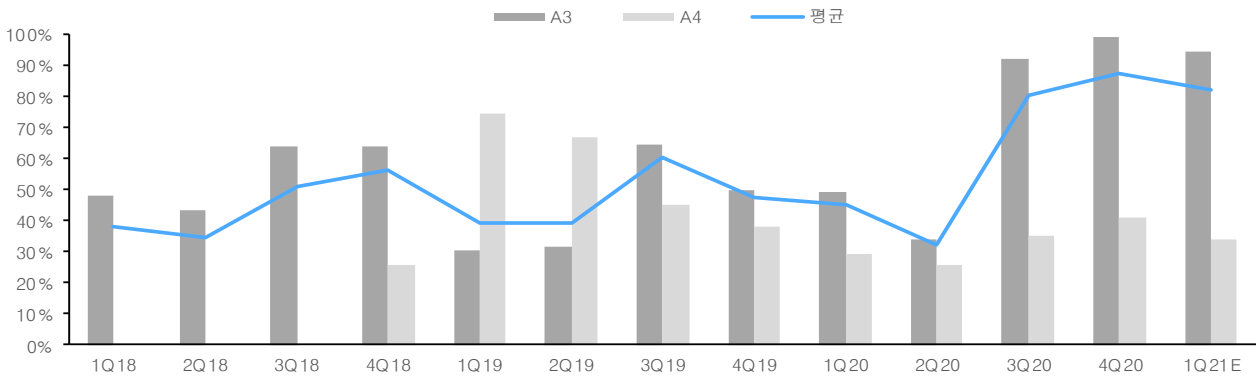
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. OLED 발광원리



자료: SDC, 유안타증권 리서치센터

그림 5. 삼성디스플레이 A3, A4 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

표4 노트 PC 패널의 파급력

(단위 : 장)

	#1			#2		
	노트 PC	스마트폰		노트 PC	스마트폰	
	13.3"	6.2"(S21)	6.8"(S21+)	15.6"	6.2"(S21)	6.8"(S21울트라)
시나리오1	500만	2,125만	1,875만	500만대	3,188만	2,813만
시나리오2	1,000만	4,250만	3,750만	1,000만대	6,375만	5,625만
시나리오3	2,000만	8,500만	7,500만	2,000만대	12,750만	11,250만

자료: 유안타증권 리서치센터

덕산네오룩스 (213420) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	91	98	144	178	205
매출원가	61	65	89	107	123
매출총이익	30	33	56	71	82
판매비	10	13	15	19	20
영업이익	20	21	40	52	62
EBITDA	24	25	44	52	77
영업외손익	1	0	1	0	0
외환관련손익	2	0	0	-1	-1
이자손익	1	1	1	0	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-1	0	1	1
법인세비용차감전순이익	21	21	41	51	62
법인세비용	2	2	3	4	5
계속사업순이익	19	19	37	47	57
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	19	37	47	57
지배지분순이익	19	19	37	47	57
포괄순이익	18	19	37	47	57
지배지분포괄이익	18	19	37	47	57

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

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	8	22	27	44	68
당기순이익	19	19	37	47	57
감가상각비	4	4	3	0	15
외환손익	0	1	1	1	1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-15	-4	-18	-6	-7
기타현금흐름	1	3	3	2	2
투자활동 현금흐름	-18	-21	-32	-20	-17
투자자산	0	-5	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6	-13	-22	-18	-15
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-11	-3	-10	-2	-2
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	0
현금의 증감	-10	1	-6	-3	50
기초 현금	48	38	39	33	31
기말 현금	38	39	33	31	81
NOPLAT	20	21	40	52	62
FCF	0	6	1	24	50

자료: 유안타증권

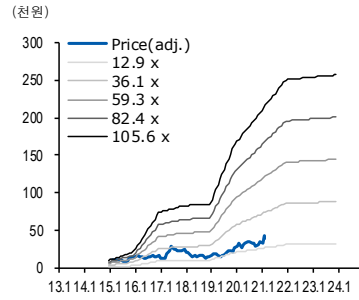
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	72	78	97	102	162
현금및현금성자산	38	39	33	31	81
매출채권 및 기타채권	8	11	21	25	28
재고자산	23	23	34	37	43
비유동자산	88	103	126	143	143
유형자산	46	54	71	89	89
관계기업 등 지분관련자산	0	0	1	1	1
기타투자자산	12	18	6	6	6
자산총계	160	181	224	245	304
유동부채	14	16	18	19	21
매입채무 및 기타채무	9	9	5	6	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	26	26	28
지배지분	141	160	197	220	277
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94	94
이익잉여금	42	61	99	121	178
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	141	160	197	220	277
순차입금	-37	-38	-35	-33	-84
총차입금	1	1	3	2	2

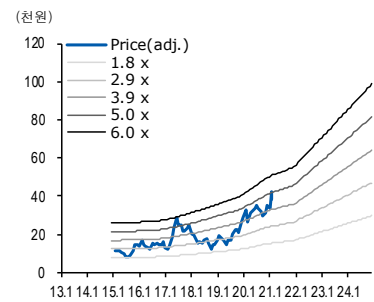
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	784	798	1,561	1,957	2,373
BPS	5,870	6,662	8,218	9,144	11,518
EBITDAPS	998	1,032	1,828	2,181	3,215
SPS	3,777	4,076	6,004	7,417	8,529
DPS	0	0	0	0	0
PER	21.2	23.4	22.3	19.6	16.2
PBR	2.8	2.8	4.2	4.2	3.3
EV/EBITDA	15.1	16.5	18.3	17.0	10.9
PSR	4.4	4.6	5.8	5.2	4.5

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-9.7	7.9	47.3	23.5	15.0
영업이익 증가율 (%)	10.5	2.2	93.1	28.7	19.4
지배순이익 증가율 (%)	12.2	1.8	95.6	25.4	21.3
매출총이익률 (%)	33.2	34.0	38.5	39.8	40.0
영업이익률 (%)	22.4	21.2	27.8	29.0	30.1
지배순이익률 (%)	20.7	19.6	26.0	26.4	27.8
EBITDA 마진 (%)	26.4	25.3	30.5	29.4	37.7
ROIC	20.3	18.5	27.8	28.0	30.9
ROA	12.2	11.2	18.5	20.0	20.7
ROE	14.3	12.7	21.0	22.5	23.0
부채비율 (%)	13.7	13.4	13.3	11.7	10.1
순차입금/자기자본 (%)	-26.6	-23.7	-17.7	-15.2	-30.3
영업이익/금융비용 (배)	1,132.1	899.0	1,768.7	2,262.4	2,701.3

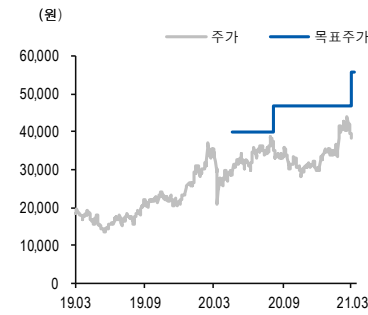
P/E band chart



P/B band chart



덕산네오룩스 (213420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-03-09	BUY	56,000	1년		
2020-08-13	BUY	47,000	1년	-27.77	-6.60
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)	1.2
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	6.9
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-03-06

※ 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.