

# 덕산네오룩스 (213420)

디스플레이



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>56,000원 (M)</b>
현재주가 (4/13)	<b>43,300원</b>
상승여력	<b>29%</b>

시가총액	10,396억원		
총발행주식수	24,010,012주		
60일 평균 거래대금	153억원		
60일 평균 거래량	375,003주		
52주 고	48,450원		
52주 저	27,000원		
외인지분율	17.28%		
주요주주	이준호 외 9 인 57.11%		
주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.5	25.0	60.4
상대	(6.1)	21.1	(5.3)
절대(달러환산)	3.2	21.5	73.5

## 성장 포인트 다수, 면적 효과 + 구조 효과

### 1Q21 Preview : 영업이익 109억원 전망

1Q21 예상실적은 매출액 387억원(-10.9% QoQ, +22.0% YoY), 영업이익 109억원(-23.8% QoQ, +59.6% YoY)로 호실적 전망. 갤럭시 S21 출시 시점이 앞당겨졌고, 아이폰12 시리즈 판매 호조가 이어짐에 따라 계절적 비수기임에도 불구하고 소재 공급량 방어. 노트북용 신규 재료구조인 M10R 출하는 3월부터 본격화된 것으로 추정

### 성장 포인트는 여전히 많다. 면적 효과 + 구조 효과

올해 삼성디스플레이의 노트북과 태블릿용 OLED 패널 출하량은 전년대비 각각 +400%, +5% 증가 전망. 두 어플리케이션 모두 M10R 소재 사용되며 2Q21부터 본격적으로 실적 반영될 것으로 판단. IT제품향 매출 증가에 힘입어 올해 매출액 1,819억원(+26.3% YoY), 영업이익 535억원(+33.6% YoY) 달성 가능할 전망

IT제품(노트북/태블릿) 시장으로의 중 소형 OLED 저변 확대는 이제 초입 구간으로 동사에게는 기존 스마트폰 시장 외 신규 전방 시장이 생긴 것. 특히 IT제품은 해당 스마트폰 3~6대의 면적 증대 효과를 지니기 때문에 재료구조 내 소재 선정 개수의 증가보다 더 큰 파급력을 지님. 내년부터 애플까지 참여하게 됨에 따라 동사의 소재 공급량은 지속 증가할 전망. 그간 디스플레이 신기술 채택은 '삼성 채택 → 시장확대 → 애플 채택 → 시장 추가 확대'의 순으로 진행되어왔으며 IT제품에서도 유사한 흐름 전망. 애플은 지난해 아이폰12 시리즈에서 전 모델 OLED 채택을 완성함에 따라 내년부터 아이패드 → 맥북(23년) → 아이맥(24년) 등 IT제품으로의 확대 유력. 애플의 IT제품 내 OLED 채용은 현 수준 대비 2배 이상의 시장 규모를 창출할 것으로 판단.

또한 RGB Tandem 구조의 채용 가능성은 추가 성장요인. Tandem구조는 RGB 발광층을 double layer로 구성한 것으로 휘도 향상을 위해 채용 확대 가능성 높음. 이 경우 소재 사용량은 기존 대비 2배 증가. 이 외에도 하반기 닌텐도 스위치, 내년 상반기 QD-OLED 등에서 추가 성장할 수 있는 포인트들이 다수 존재한다는 점에서 상승여력은 여전히 충분

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	387	21.9	-10.9	381	1.7
영업이익	109	58.8	-24.0	104	4.4
세전계속사업이익	114	35.4	0.9	107	7.1
지배순이익	102	35.1	12.7	94	7.9
영업이익률 (%)	28.1	+6.5 %pt	-4.9 %pt	27.4	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	26.2	+2.6 %pt	+5.5 %pt	24.7	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F
매출액	907	979	1,442	1,819
영업이익	203	208	401	535
지배순이익	188	192	333	480
PER	21.2	23.4	22.9	21.7
PBR	2.8	2.8	4.0	4.9
EV/EBITDA	15.1	16.5	15.9	17.1
ROE	14.3	12.7	18.9	23.6

자료: 유안타증권

표1. 실적 추정치 변경

(단위 : 십억원, %)

	1Q21E			2Q21E			2021E			2022E		
	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이	기존	변경	차이
매출	37.2	38.7	+4.0	38.6	40.0	+3.6	178.5	181.9	+1.9	203.2	204.5	+0.6
영업이익	10.0	10.9	+9.0	11.0	11.5	+4.5	51.7	53.5	+3.5	61.9	63.5	+2.6
당기순이익	9.3	10.2	+9.7	10.1	10.5	+4.0	47.1	48.0	+1.9	57.2	56.5	-1.2

자료: 유안타증권 리서치센터

표2. 덕산네오룩스 분기별 실적 추이

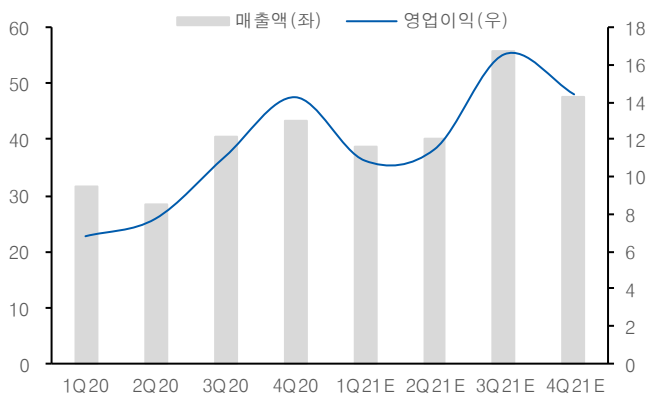
(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020A	Y2021E	Y2022E
매출액	31.8	28.3	40.6	43.5	38.7	40.0	55.7	47.5	144.1	181.9	204.5
HTL 등	23.2	21.3	34.4	37.5	31.2	31.9	44.6	38.2	116.4	145.9	164.1
Hed Host	8.6	7.0	6.2	6.0	7.6	8.1	11.1	9.3	27.7	36.0	40.5
YoY%	64.2%	25.1%	44.1%	56.7%	22.0%	41.5%	37.2%	9.3%	47.2%	26.3%	12.4%
HTL 등	52.7%	21.6%	52.1%	66.7%	34.6%	49.8%	29.6%	1.9%	49.6%	25.4%	12.5%
Hed Host	106.0%	37.1%	11.3%	13.7%	-12.0%	16.0%	79.7%	55.0%	38.1%	30.0%	12.3%
매출총이익	10.5	11.3	14.5	19.2	15.0	15.8	22.6	19.4	55.5	72.7	85.2
YoY%	106.3%	66.9%	67.2%	50.6%	42.6%	39.9%	56.1%	0.7%	66.8%	31.1%	17.1%
매출총이익율%	33.1%	40.0%	35.6%	44.2%	38.6%	39.6%	40.5%	40.8%	38.5%	40.0%	41.6%
영업이익	6.8	7.8	11.1	14.3	10.9	11.5	16.6	14.5	40.0	53.5	63.5
YoY%	218.1%	98.0%	102.3%	55.7%	59.6%	48.1%	49.5%	1.1%	92.8%	33.6%	18.6%
영업이익율%	21.5%	27.5%	27.4%	32.9%	28.1%	28.8%	29.8%	30.5%	27.8%	29.4%	31.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

그림 1. 분기별 매출액 및 영업이익 추이

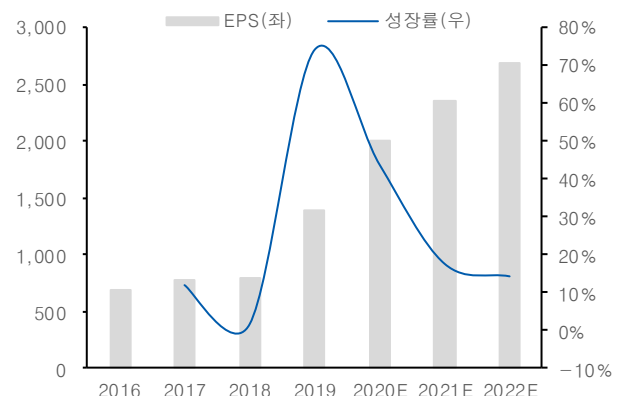
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

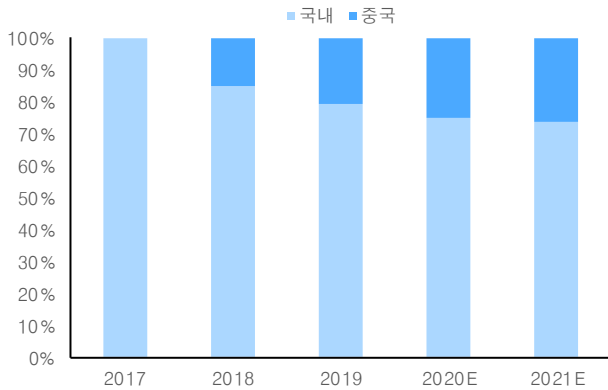
그림 2. 연도별 EPS 및 EPS 성장률 추이

(단위 : 원, %)



자료: 유안타증권 리서치센터

그림 3. 중국향 매출비중 전망 (단위 : %)



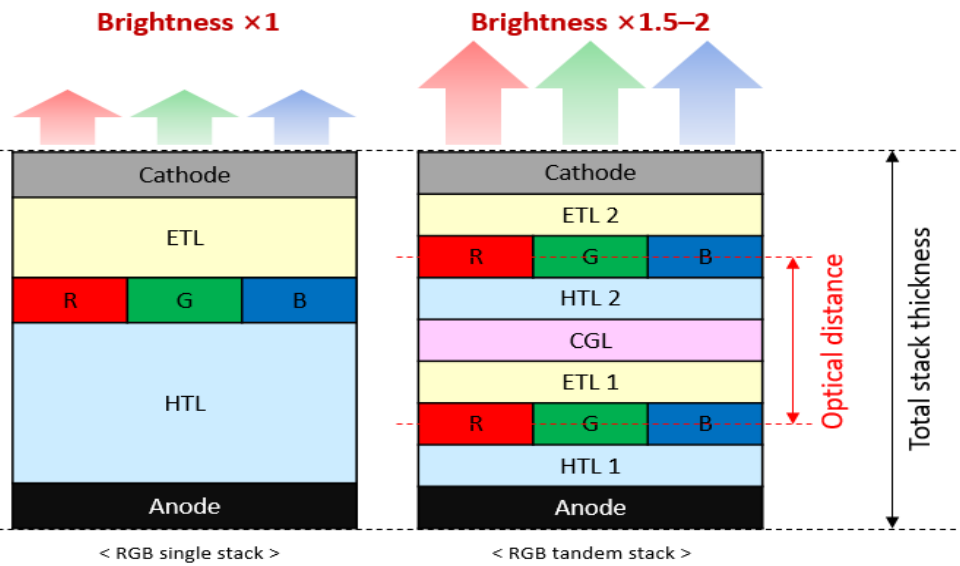
자료: 유안타증권 리서치센터

그림 4. OLED 발광원리



자료: SDC, 유안타증권 리서치센터

그림 5. 기존 RGB 구조와 RGB Tandem 구조의 차이



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)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	907	979	1,442	1,819	2,045
매출원가	606	646	905	1,092	1,194
매출충이익	301	333	536	727	852
판매비	98	125	135	192	217
영업이익	203	208	401	535	635
EBITDA	240	248	451	586	715
영업외손익	8	0	-24	18	20
외환관련손익	18	-2	-33	2	2
이자손익	8	9	5	6	8
관계기업관련손익	0	0	0	-1	-1
기타	-17	-7	5	10	10
법인세비용차감전순이익	211	208	378	553	655
법인세비용	23	16	44	73	90
계속사업순이익	188	192	333	480	565
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	188	192	333	480	565
지배지분순이익	188	192	333	480	565
포괄순이익	185	190	328	458	544
지배지분포괄이익	185	190	328	458	544

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	82	222	425	297	555
당기순이익	188	192	333	480	565
감가상각비	36	39	43	43	74
외환손익	1	5	32	-2	-2
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-155	-41	-42	-263	-122
기타현금흐름	12	27	59	39	40
투자활동 현금흐름	-177	-208	-277	-195	-174
투자자산	0	0	-5	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-64	-128	-231	-180	-160
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-113	-80	-41	-15	-14
재무활동 현금흐름	0	-2	-2	-2	-2
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	-2	-2	-2	-2
연결범위변동 등 기타	0	-4	-30	-221	7
현금의 증감	-96	7	117	-121	386
기초 현금	477	382	389	506	385
기말 현금	382	389	506	385	771
NOPLAT	203	208	401	535	635
FCF	17	93	194	117	395

자료: 유안타증권

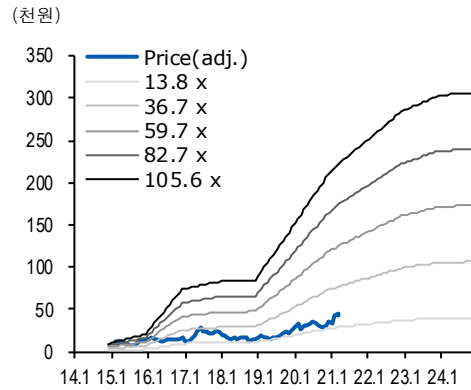
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
유동자산	721	784	909	964	1,397
현금및현금성자산	382	389	506	385	771
매출채권 및 기타채권	79	108	122	242	224
재고자산	235	232	264	319	384
비유동자산	882	1,029	1,300	1,429	1,509
유형자산	455	539	724	861	947
관계기업등 지분관련자산	0	0	5	5	5
기타투자자산	120	178	181	181	181
자산총계	1,603	1,813	2,209	2,394	2,906
유동부채	137	161	199	187	195
매입채무 및 기타채무	87	86	123	112	120
단기차입금	10	10	10	10	10
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	57	53	83	73	33
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	194	214	282	260	228
지배지분	1,409	1,599	1,928	2,134	2,678
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	938	942	942	942	942
이익잉여금	421	611	939	1,166	1,731
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,409	1,599	1,928	2,134	2,678
순차입금	-375	-379	-497	-386	-812
총차입금	10	12	11	1	-39

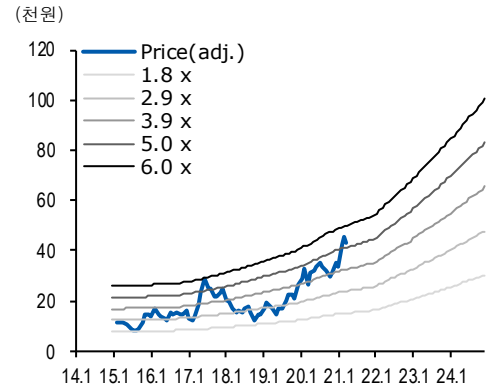
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
EPS	784	798	1,389	1,998	2,353
BPS	5,872	6,663	8,030	8,890	11,155
EBITDAPS	998	1,032	1,878	2,440	2,977
SPS	3,777	4,076	6,004	7,578	8,519
DPS	0	0	0	0	0
PER	21.2	23.4	22.9	21.7	18.4
PBR	2.8	2.8	4.0	4.9	3.9
EV/EBITDA	15.1	16.5	15.9	17.1	13.4
PSR	4.4	4.6	5.3	5.7	5.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	-9.7	7.9	47.3	26.2	12.4
영업이익 증가율 (%)	10.5	2.2	93.2	33.4	18.6
지배순이익 증가율 (%)	12.2	1.8	74.1	43.9	17.8
매출충이익률 (%)	33.2	34.0	37.2	40.0	41.6
영업이익률 (%)	22.4	21.2	27.8	29.4	31.0
지배순이익률 (%)	20.7	19.6	23.1	26.4	27.6
EBITDA 마진 (%)	26.4	25.3	31.3	32.2	35.0
ROIC	20.3	18.5	29.5	31.7	32.6
ROA	12.2	11.2	16.6	20.8	21.3
ROE	14.3	12.7	18.9	23.6	23.5
부채비율 (%)	13.7	13.4	14.6	12.2	8.5
순차입금/자기자본 (%)	-26.6	-23.7	-25.8	-18.1	-30.3
영업이익/금융비용 (배)	1,132.1	899.0	2,124.9	3,141.2	3,844.4

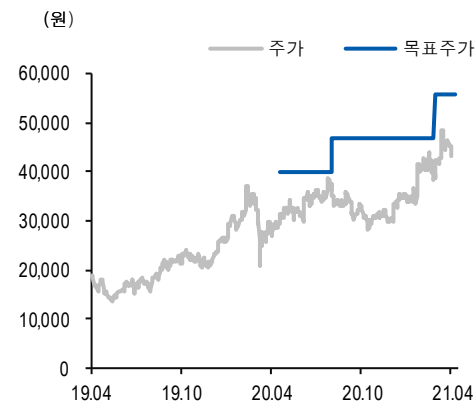
P/E band chart



P/B band chart



덕산네오룩스 (213420) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-14	BUY	56,000	1년		
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)	0.6
Buy(매수)	92.6
Hold(중립)	6.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-11

※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 투자결정은 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.