



BUY(Maintain)

목표주가: 100,000원(상향)

주가(8/31): 72,000원

시가총액: 17,287억원

디스플레이

Analyst 김소원

02) 3787-4736

sowonkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (8/31)	1,038.33pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
	72,000원	28,250원
최고/최저가 대비 등락률	0.0%	154.9%
주가수익률	절대	상대
	1M	17.6%
	6M	70.2%
	1Y	458.1%
		271.2%

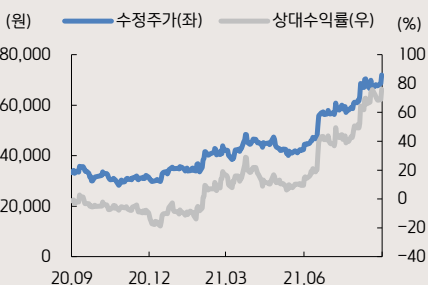
Company Data

발행주식수	24,010 천주
일평균 거래량(3M)	277천주
외국인 지분율	17.7%
배당수익률(21E)	0.0%
BPS(21E)	10,154원
주요 주주	이준호 외 9인 57.1%

투자지표

(억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	979	1,442	1,984	2,554
영업이익	208	401	566	764
EBITDA	248	451	662	865
세전이익	208	378	589	786
순이익	192	333	510	680
지배주주지분순이익	192	333	510	680
EPS(원)	798	1,389	2,126	2,834
증감률(% YoY)	2	74	53	33
PER(배)	33.0	25.1	33.9	25.4
PBR(배)	3.9	4.3	7.1	5.5
EV/EBITDA(배)	24.0	17.6	24.9	18.3
영업이익률(%)	21.2	27.8	28.5	29.9
ROE(%)	12.7	18.9	23.4	24.5
순차입금비율(%)	-22.8	-22.9	-33.9	-46.2

Price Trend



기업 업데이트

덕산네오룩스 (213420)

Black PDL이 불러올 기업가치 제고



OLED 발광 소재만으로도 안정적인 성장을 지속중인 덕산네오룩스가 최근 비(非)발광 소재로 영역을 넓히기 시작. 수 년간 개발한 Black PDL 소재를 갤럭시Z폴드3에 처음 탑재하기 시작했으며, 이를 통해 삼성디스플레이는 세계 최초로 무편광 OLED 패널 상용화 성공. Black PDL의 잠재적 시장 규모는 연 1,500~2,000억원 이상이 될 것으로 전망되며, 향후 Black PDL의 침투율 확대와 함께 동사의 기업가치 제고가 지속될 것으로 판단.

>>> Black PDL, 기존의 OLED 구조를 변화시킨 혁신 소재

OLED 발광 소재만으로도 안정적인 성장을 지속중인 동사가 비(非)발광 소재로 영역을 넓히기 시작했다. 수 년간 개발한 Black PDL 소재를 갤럭시Z폴드3에 처음 탑재하기 시작했으며, 이를 통해 빛 투과율을 높여 패널의 소비전력을 약 25% 절감할 수 있게 되었다. PDL(Pixel Defining Layer)이란 Red, Green, Blue 각 서브픽셀이 서로 간섭하지 않도록 구분해주는 소재로, 기존에는 폴리이미드를 사용한 투명색 PDL이 적용되었다. 기존 PDL은 일본의 도레이첨단소재 독점해 왔으며, 삼성디스플레이의 연간 PDL 사용 규모는 약 1,500억원 수준으로 추정된다.

삼성디스플레이는 이번 Black PDL 개발을 통해 세계 최초로 편광판을 없앤 '무편광(POL-Less) OLED 패널'을 상용화할 수 있었다. 기존의 OLED 편광판은 외부에서 패널로 들어오는 햇빛 등을 막아 야외시인성을 개선시키는 역할을 수행한다. 그러나 편광판을 통과하면 OLED 빛이 약 50% 가까이 감소하기 때문에 그만큼 더 높은 전류를 사용하여 OLED가 더 밝은 빛을 내도록 하고, 이는 OLED 수명에 부담을 주는 문제가 된다. 그러나 Black PDL이 외부에서 들어오는 빛을 흡수하여 편광판 역할을 대신할 뿐 아니라 기존 편광판이 초래했던 전력 소모 문제도 해결됐고, 패널 두께 또한 축소되었다. Black PDL이 기존의 OLED의 구조를 바꾼 혁신적인 소재라 해도 과언이 아니다. 향후 Black PDL이 기존 PDL 시장을 지속 대체해 나갈 것으로 예상되며, 동사 또한 현재 적극적으로 Black PDL Capa를 증설 중에 있다.

>>> 신규 소재를 통한 기업 가치 재평가 예상. 업종 Top Pick 유지

Black PDL의 높은 진입 장벽을 고려하면 기존 PDL 대비 단가가 높을 것으로 예상되며, 동사가 참여할 수 있는 잠재적 시장 규모는 연 1,500~2,000억원 이상이 될 것으로 추정된다. 내년 갤럭시S22(가칭)으로도 Black PDL 적용이 확대될 것으로 예상되며, 갤럭시S22의 내년 1월 출시 가정 시 동사의 Black PDL도 4Q21부터 출하 확대가 본격화될 전망이다. 이를 반영하여 올해 및 내년 실적 전망치를 상향하고, 2017년 고점 12M Fwd P/E인 40배를 적용하여 목표주가를 100,000원으로 상향한다. 향후 Black PDL의 침투율 확대와 함께 동사의 기업가치 제고가 지속될 것으로 판단된다.

덕산네오룩스 실적 추이 및 전망 (단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	317.9	282.7	406.4	434.7	427.0	432.7	547.5	577.3	1441.6	1984.5	2554.3
%QoQ / %YoY	15%	-11%	44%	7%	-2%	1%	27%	5%	47%	38%	29%
HTL & Prime	190.2	187.3	349.1	375.5	379.3	381.8	471.4	492.5	1102.2	1725.1	2161.5
Red Host 및 기타	127.7	95.3	57.3	59.1	47.7	50.9	76.1	84.7	339.4	259.4	632.8
매출원가	212.6	169.6	261.6	261.4	274.3	294.3	349.0	356.7	905.2	1274.3	1631.2
매출원가율	67%	60%	64%	60%	64%	68%	64%	62%	63%	64%	64%
매출총이익	105.3	113.1	144.8	173.3	152.7	138.4	198.5	220.6	536.5	710.2	923.1
판매비와관리비	36.7	35.5	33.4	29.8	37.2	36.6	34.7	35.7	135.4	144.1	159.6
영업이익	68.7	77.6	111.4	143.4	115.5	101.9	163.8	184.9	401.1	566.1	763.5
%QoQ / %YoY	-25%	13%	44%	29%	-19%	-12%	61%	13%	93%	41%	35%
영업이익률	22%	27%	27%	33%	27%	24%	30%	32%	28%	29%	30%
법인세차감전손익	84.3	74.9	105.4	113.1	138.5	103.9	169.3	177.6	377.6	589.3	785.6
법인세비용	9.1	3.7	8.5	23.0	15.9	16.4	13.6	33.1	44.2	78.9	105.2
당기순이익	75.2	71.2	97.0	90.1	122.6	87.5	155.8	144.5	333.4	510.4	680.4
당기순이익률	24%	25%	24%	21%	29%	20%	28%	25%	23%	26%	27%

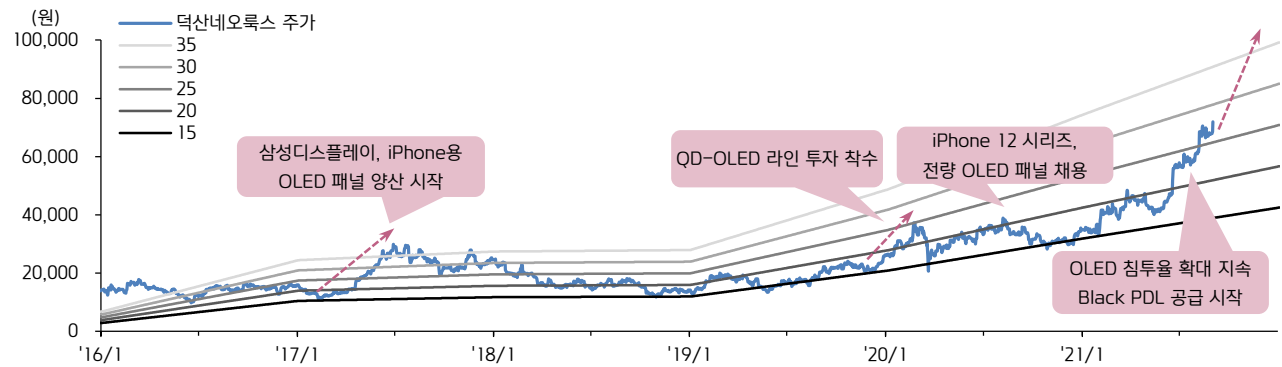
자료: 키움증권 리서치센터

덕산네오룩스 실적 업데이트 (단위: 억원)

	3Q21E					2021E		
	수정전	수정후	증감률	컨센서스	차이	수정전	수정후	증감률
매출액	533.1	547.5	3%	533.0	3%	1,906.4	1,984.5	4%
HTL & Prime	458.1	471.4	3%	-		1,659.9	1,725.1	4%
Red Host 및 기타	75.0	76.1	1%	-		246.5	259.4	5%
영업이익	153.3	163.8	7%	159.0	3%	534.1	566.1	6%
세전이익	158.8	169.3	7%	-		558.8	589.3	5%
당기순이익	146.1	155.8	7%	145.0	7%	484.5	510.4	5%
영업이익률	28.8%	29.9%	+1.2%p	29.8%		28.0%	28.5%	0.5%p
세전이익률	29.8%	30.9%	+1.1%p	-		29.3%	29.7%	0.4%p
순이익률	27.4%	28.4%	+1.0%p	-		25.4%	25.7%	0.3%p

자료: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

덕산네오룩스 12개월 Forward P/E Chart



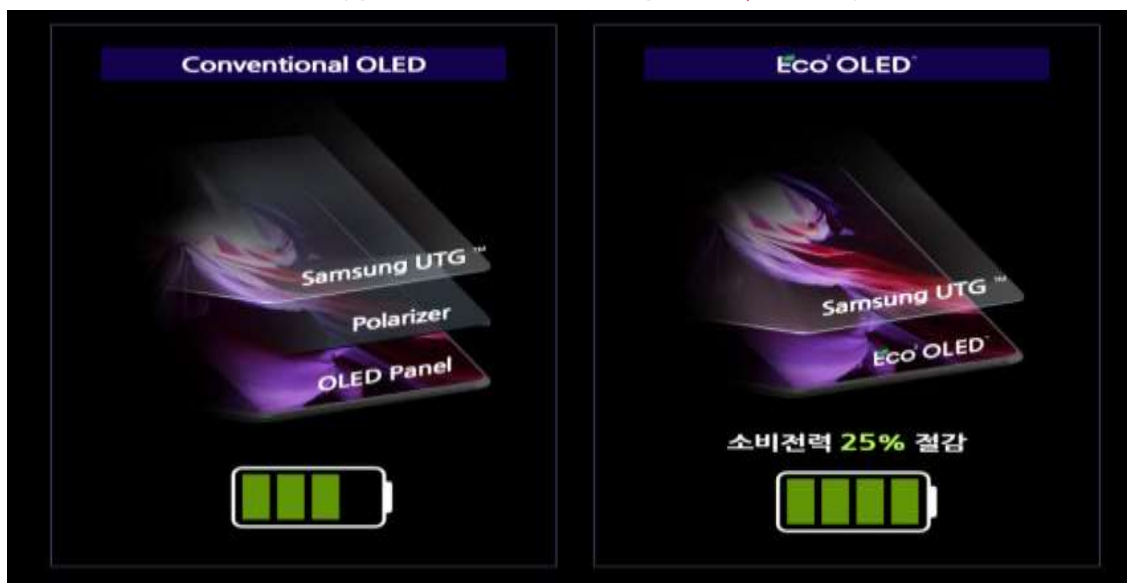
자료: 키움증권 리서치센터

덕산네오룩스 목표주가 100,000원 제시

EPS(원)	2,595 원	12개월 Forward EPS
Target PER(배)	40.4 배	2017년 고점 12개월 Forward P/E
목표주가(원)	104,838 원	

자료: 키움증권 리서치센터

기존 OLED 패널 vs. Black PDL을 적용한 Eco OLED 패널: 편광판 제거, 소비전력 25% 절감



자료: 삼성디스플레이

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	979	1,442	1,984	2,554	3,257
매출원가	646	905	1,274	1,631	2,063
매출총이익	333	536	710	923	1,194
판매비	125	135	144	160	264
영업이익	208	401	566	764	931
EBITDA	248	451	662	865	1,025
영업외손익	0	-24	23	22	33
이자수익	10	5	9	15	22
이자비용	0	0	0	0	0
외환관련이익	11	17	23	30	38
외환관련손실	12	50	18	18	18
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-9	4	9	-5	-9
법인세차감전이익	208	378	589	786	964
법인세비용	16	44	79	105	129
계속사업손익	192	333	510	680	835
당기순이익	192	333	510	680	835
지배주주순이익	192	333	510	680	835
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감률	7.9	47.3	37.6	28.7	27.5
영업이익 증감률	2.4	92.8	41.1	35.0	21.9
EBITDA 증감률	3.5	81.9	46.8	30.7	18.5
지배주주순이익 증감률	2.1	73.4	53.2	33.3	22.8
EPS 증감률	1.8	74.1	53.1	33.3	22.7
매출총이익률(%)	34.0	37.2	35.8	36.1	36.7
영업이익률(%)	21.2	27.8	28.5	29.9	28.6
EBITDA Margin(%)	25.3	31.3	33.4	33.9	31.5
지배주주순이익률(%)	19.6	23.1	25.7	26.6	25.6

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	784	909	1,383	2,102	2,964
현금 및 현금성자산	389	506	886	1,498	2,194
단기금융자산	1	1	2	2	3
매출채권 및 기타채권	108	122	158	204	260
재고자산	232	264	315	370	471
기타유동자산	54	16	22	28	36
비유동자산	1,029	1,300	1,356	1,337	1,340
투자자산	178	186	191	196	201
유형자산	539	724	781	779	793
무형자산	310	366	360	338	322
기타비유동자산	2	24	24	24	24
자산총계	1,813	2,209	2,739	3,439	4,303
유동부채	161	199	223	246	276
매입채무 및 기타채무	86	123	148	170	200
단기금융부채	21	43	43	43	43
기타유동부채	54	33	32	33	33
비유동부채	53	83	78	75	75
장기금융부채	6	23	18	15	15
기타비유동부채	47	60	60	60	60
부채총계	214	282	301	320	350
지배지분	1,599	1,928	2,438	3,118	3,953
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	942	942	942	942	942
기타자본	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	611	939	1,449	2,130	2,964
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,599	1,928	2,438	3,118	3,953

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	222	425	553	712	809
당기순이익	192	333	510	680	835
비현금항목의 가감	83	147	181	207	217
유형자산감가상각비	39	43	72	79	79
무형자산감가상각비	1	7	24	22	16
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	43	97	85	106	122
영업활동자산부채증감	-41	-42	-68	-85	-135
매출채권및기타채권의감소	-31	-12	-37	-46	-56
재고자산의감소	2	-32	-50	-55	-102
매입채무및기타채무의증가	-13	43	24	22	30
기타	1	-41	-5	-6	-7
기타현금흐름	-12	-13	-70	-90	-108
투자활동 현금흐름	-208	-277	-167	-97	-112
유형자산의 취득	-128	-231	-128	-77	-92
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	-23	-18	0	0
투자자산의감소(증가)	-58	-8	-5	-5	-5
단기금융자산의감소(증가)	2	0	0	-1	-1
기타	-24	-15	-16	-14	-14
재무활동 현금흐름	-2	-2	-2	-2	-2
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-2	-2	-2	-2	-2
기타현금흐름	-4	-30	-4	-2	1
현금 및 현금성자산의 순증가	7	117	380	611	696
기초현금 및 현금성자산	382	389	506	886	1,498
기말현금 및 현금성자산	389	506	886	1,498	2,194

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	798	1,389	2,126	2,834	3,476
BPS	6,662	8,028	10,154	12,988	16,464
CFPS	1,145	2,001	2,881	3,697	4,381
DPS	0	0	0	0	0
주가배수(배)					
PER	33.0	25.1	33.9	25.4	20.7
PER(최고)	33.0	28.5	34.5		
PER(최저)	15.8	14.3	15.5		
PBR	3.9	4.3	7.1	5.5	4.4
PBR(최고)	3.9	4.9	7.2		
PBR(최저)	1.9	2.5	3.2		
PSR	6.5	5.8	8.7	6.8	5.3
PCFR	23.0	17.4	25.0	19.5	16.4
EV/EBITDA	24.0	17.6	24.9	18.3	14.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	11.2	16.6	20.6	22.0	21.6
ROE	12.7	18.9	23.4	24.5	23.6
ROIC	18.0	28.9	34.5	43.8	50.2
매출채권회전율	10.4	12.5	14.2	14.1	14.0
재고자산회전율	4.2	5.8	6.9	7.5	7.7
부채비율	13.4	14.6	12.3	10.3	8.9
순차입금비용	-22.8	-22.9	-33.9	-46.2	-54.1
이자보상배율	899.0	2,124.9	3,244.4	4,602.2	5,609.5
총차입금	27	66	61	58	58
순차입금	-364	-441	-827	-1,442	-2,138
NOPLAT	248	451	662	865	1,025
FCF	60	111	371	601	673

자료: 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 8월 31일 현재 '덕산네오룩스' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

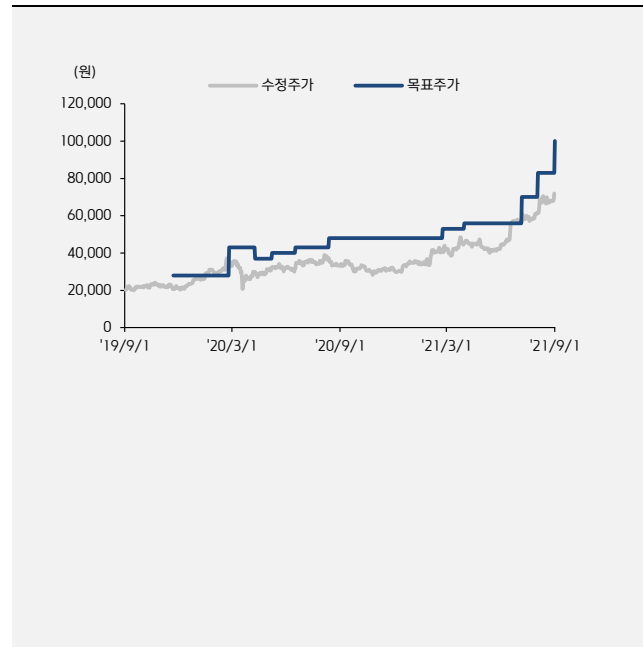
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자 의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표가 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
덕산네오룩스 (213420)	2019-11-22	BUY(Reinitiate)	28,000원	6개월	-4.64	33.21
담당자변경	2020-02-25	BUY(Reinitiate)	43,000원	6개월	-29.76	-16.98
	2020-04-09	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-20.08	-12.57
	2020-05-08	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-19.10	-18.75
	2020-05-13	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-19.25	-14.75
	2020-06-02	BUY(Maintain)	40,000원	6개월	-19.93	-14.75
	2020-06-17	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-17.67	-9.42
	2020-08-13	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-32.61	-23.54
	2020-11-11	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-32.83	-23.54
	2020-11-20	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-32.79	-23.54
	2021-01-06	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-31.86	-18.96
	2021-02-04	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-31.02	-13.33
	2021-02-22	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-19.67	-8.58
	2021-03-31	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-20.46	-15.45
	2021-05-11	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-22.13	-15.45
	2021-06-04	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-16.91	3.39
	2021-07-07	BUY(Maintain)	70,000원	6개월	-15.65	-12.57
	2021-08-03	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-20.47	-17.35
	2021-08-11	BUY(Maintain)	83,000원	6개월	-18.50	-13.25
	2021-09-01	BUY(Maintain)	100,000원	6개월		

목표주가추이(2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%