

# 덕산네오룩스 (213420)

## 디스플레이

김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com



투자 의견	BUY (M)
목표주가	100,000원 (U)
현재주가 (9/3)	69,900원
상승여력	43%

시가총액	16,783억원
총발행주식수	24,010,012주
60일 평균 거래대금	168억원
60일 평균 거래량	277,280주
52주 고	72,000원
52주 저	28,250원
외인지분율	17.16%
주요주주	이준호 외 9 인 57.11%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.9	56.4	104.4
상대	11.0	46.9	69.5
절대(달러환산)	12.1	50.5	109.9

## 블랙PDL 공급에 따른 실적 추정치 상향

### 블랙PDL 공급으로 추가 성장동력 확보

3Q부터 삼성디스플레이향 블랙PDL 공급 개시. 블랙PDL은 기존 투명PDL과 편광판을 모두 대체할 수 있는 소재로 광효율 및 소비전력을 획기적으로 개선. 갤럭시 Z폴드3에 처음 적용되기 시작했으며, 향후 적용 모델 확대 전망

기존 투명PDL은 도레이(일)에서 독점 공급 중으로, 소재 국산화 기조와 우수한 특성을 감안할 때 블랙PDL로 빠르게 대체될 전망. 동사에게는 연간 2,000억원 수준의 신규 잠재 시장이 생긴 것. 올해 블랙PDL매출은 100억원에 못 미치는 수준일 것으로 예상되나, 내년 약 400억원 이상으로 급증(S시리즈 채용 가정) 전망

### 성수기 진입 효과 기대. 3Q 매출 563억원 전망

3Q 계절적 성수기 효과 기대. 매출액 563억원(+30.0% QoQ), 영업이익 156억원(+53.4% QoQ) 전망. 신규 플래그십 스마트폰 모델(아이폰13 시리즈, 갤럭시 Z폴드/플립3) 판매 호조로 시장 기대치를 상회하는 실적 달성 가능할 것. 특히 Z폴드/플립3의 수요 강세로 예상 생산량이 700만대를 상회할 것으로 예상되는데, 이는 노트 시리즈 단종으로 인한 감소분을 훨씬 뛰어넘는 수준

또한 스마트폰 외 신규 어플리케이션향 실적 기여도 지속 확대될 것. 2Q부터 본격화된 노트 PC향 소재는 고객사의 출하량 상향 조정으로 공급 확대될 수밖에 없으며, 닌텐도 스위치 공급 효과도 추가로 반영되기 시작

### 목표주가 10만원으로 상향

목표주가를 기존 7.5만원에서 10만원으로 33% 상향. 블랙PDL 공급 개시에 따른 전방시장 확대 효과를 반영해 '21년 '22년 실적을 각각 +4%, +19% 상향조정. 목표주가는 블랙PDL 공급 효과가 온기로 반영되는 '22년 예상 EPS에 Target P/E 38.X 적용. Target P/E는 동사의 과거 4개년 P/E Band 고점 평균을 10% 할증한 것. 기존 발광소재에서 비발광소재로의 영역 확장은 새로운 성장 국면을 맞이한 것을 의미하며, Multiple 확장의 타당한 근거가 될 것

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	56	38.4	30.0	53	5.4
영업이익	16	40.3	53.5	16	-2.1
세전계속사업이익	16	51.4	53.6	17	-5.9
지배순이익	14	41.7	57.0	15	-6.1
영업이익률 (%)	27.8	+0.4 %pt	+4.3 %pt	29.9	-2.1 %pt
지배순이익률 (%)	24.4	+0.5 %pt	+4.2 %pt	27.4	-3.0 %pt

자료: 유안타증권

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

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	98	144	196	256
영업이익	21	40	53	74
지배순이익	19	33	48	65
PER	23.4	22.9	34.7	25.9
PBR	2.8	4.0	7.4	5.7
EV/EBITDA	16.5	15.9	29.0	19.7
ROE	12.7	18.9	23.1	24.9

자료: 유안타증권

덕산네오룩스 분기별 실적 추이

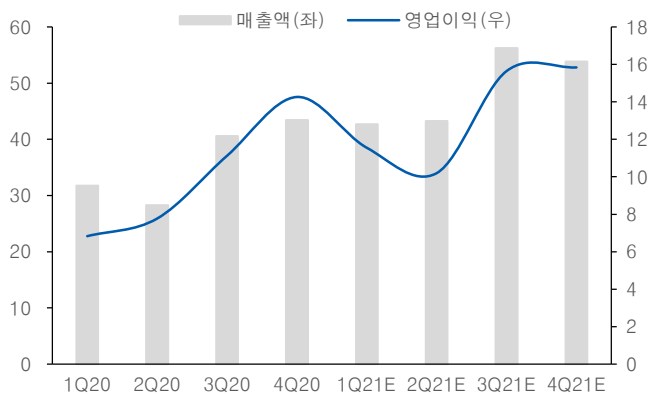
(단위 : 십억원, %)

	1Q20A	2Q20A	3Q20A	4Q20A	1Q21A	2Q21E	3Q21E	4Q21E	Y2020A	Y2021E	Y2022E
매출액	31.8	28.3	40.6	43.5	42.7	43.3	56.3	53.9	144.1	196.1	256.1
HTL 등	23.2	21.3	34.4	37.5	34.7	35.0	45.2	44.6	116.4	159.4	214.7
Hed Host	8.6	7.0	6.2	6.0	8.0	8.3	11.1	9.3	27.7	36.7	41.4
YoY%	64.2%	25.1%	44.1%	56.7%	34.5%	53.0%	38.5%	24.0%	47.2%	36.1%	30.6%
HTL 등	52.7%	21.6%	52.1%	66.7%	49.7%	64.1%	31.2%	19.0%	49.6%	37.0%	34.7%
Hed Host	106.0%	37.1%	11.3%	13.7%	-6.6%	19.2%	78.9%	55.1%	38.1%	32.3%	12.8%
매출총이익	10.5	11.3	14.5	17.3	15.3	13.8	20.7	20.3	53.5	70.1	96.0
YoY%	106.3%	66.9%	67.2%	35.3%	45.5%	22.3%	43.1%	17.5%	60.9%	30.9%	37.0%
매출총이익율%	33.1%	40.0%	35.6%	39.7%	35.8%	32.0%	36.8%	37.6%	37.1%	35.7%	37.5%
영업이익	6.8	7.8	11.1	14.3	11.5	10.2	15.6	15.8	40.0	53.2	74.4
YoY%	218.1%	98.0%	102.3%	55.1%	69.1%	31.2%	40.6%	11.1%	92.6%	33.1%	39.8%
영업이익율%	21.5%	27.5%	27.4%	32.8%	27.0%	23.6%	27.8%	29.4%	27.7%	27.1%	29.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 추이

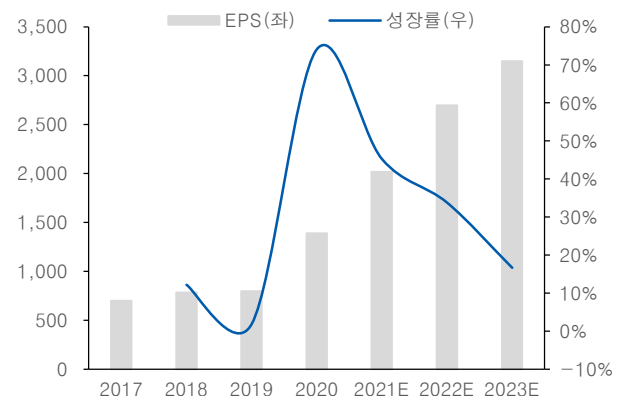
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

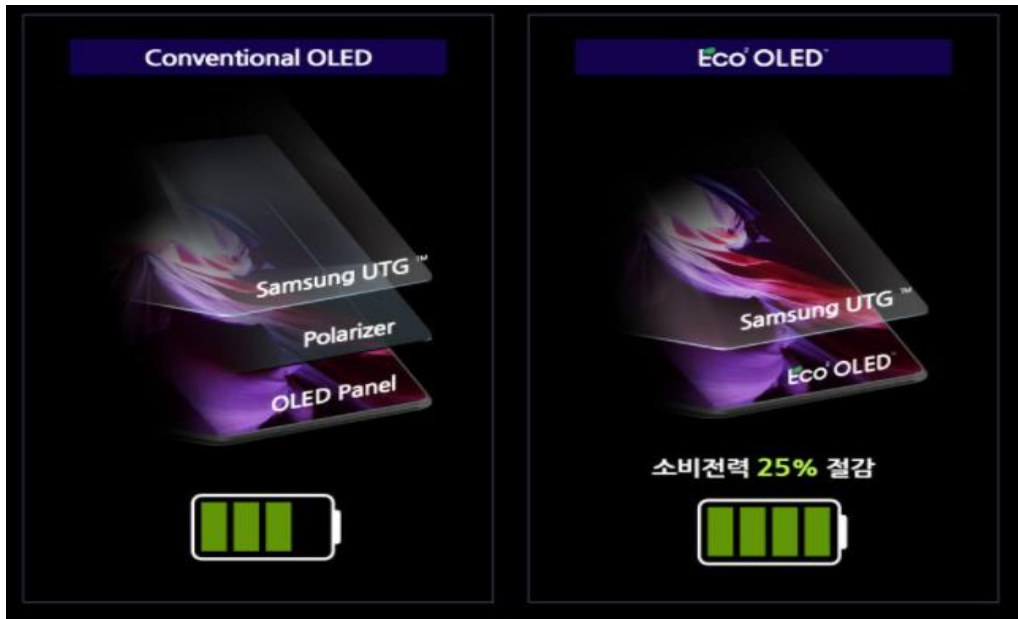
연도별 EPS 및 EPS 성장률 추이

(단위 : 원, %)



자료: 유안타증권 리서치센터

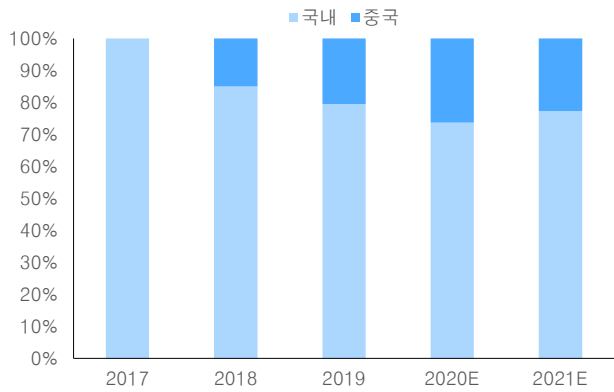
블랙 PDL 적용으로 편광판이 생략된 Eco OLED 패널



자료: 삼성디스플레이, 유안타증권 리서치센터

중국향 매출비중 전망

(단위 : %)



자료: 유안타증권 리서치센터

OLED 발광원리



자료: SDC, 유안타증권 리서치센터

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	Dupont, 두산솔루스	Dow Chem, 두산솔루스
ETL	LG Chem.	LG Chem.	LG Chem.	Tosoh	LG Chem.
aETL	두산솔루스	두산솔루스	두산솔루스	두산솔루스	두산솔루스

자료: 유안타증권 리서치센터

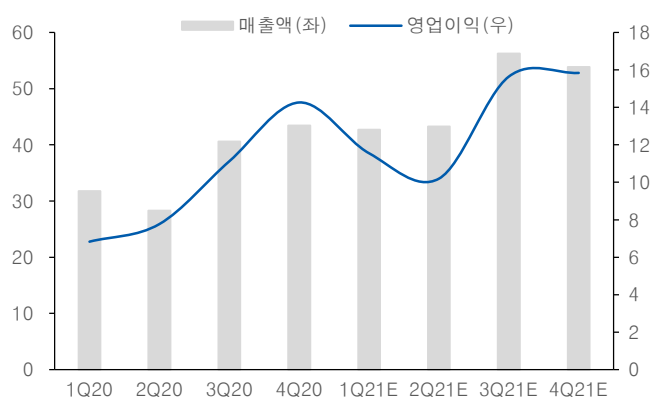
## Key Chart

블랙PDL 적용으로 편광판이 생략  
된 Eco OLED 패널



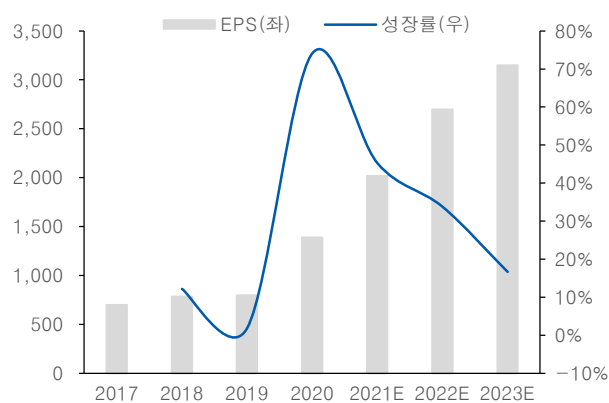
자료: 삼성디스플레이, 유안타증권 리서치센터

분기별 매출액 및 영업이익 추이  
(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

연도별 EPS 및 성장률 추이 (단  
위 : 원, %).



자료: 유안타증권 리서치센터

덕산네오룩스 (213420) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	98	144	196	256	299
매출원가	65	91	126	160	187
매출총이익	33	54	70	96	112
판매비	13	14	17	22	25
영업이익	21	40	53	74	87
EBITDA	25	45	57	81	94
영업외손익	0	-2	3	1	2
외환관련손익	0	-3	2	1	1
이자손익	1	0	0	0	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	21	38	56	76	88
법인세비용	2	4	8	11	13
계속사업순이익	19	33	48	65	76
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	33	48	65	76
지배지분순이익	19	33	48	65	76
포괄순이익	19	33	48	65	76
지배지분포괄이익	19	33	48	65	76

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	22	42	22	58	66
당기순이익	19	33	48	65	76
감가상각비	4	4	3	6	6
외환손익	1	3	-2	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-4	-4	-32	-16	-20
기타현금흐름	3	6	5	5	5
투자활동 현금흐름	-21	-28	-28	-24	-24
투자자산	0	-1	-10	-6	-6
유형자산 증가 (CAPEX)	-13	-23	-12	-12	-12
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-8	-4	-6	-6	-6
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	-3	-9	6	6
현금의 증감	1	12	-14	41	49
기초 현금	38	39	51	36	77
기말 현금	39	51	36	77	126
NOPLAT	21	40	53	74	87
FCF	9	19	10	46	54

자료: 유안타증권

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

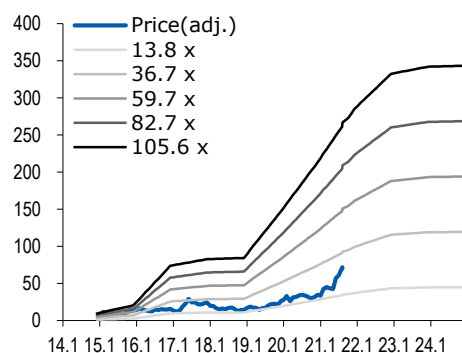
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	78	91	104	156	219
현금및현금성자산	39	51	36	77	126
매출채권 및 기타채권	11	12	28	29	33
재고자산	23	26	38	49	58
비유동자산	103	130	153	164	175
유형자산	54	72	83	89	95
관계기업 등 지분관련자산	0	0	5	10	16
기타투자자산	18	18	11	11	11
자산총계	181	221	257	320	394
유동부채	16	20	20	22	25
매입채무 및 기타채무	9	12	10	12	14
단기차입금	1	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	5	8	9	5	1
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	21	28	30	28	26
지배지분	160	193	227	292	368
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94	94
이익잉여금	61	94	129	193	269
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	160	193	227	292	368
순차입금	-38	-50	-34	-78	-131
총차입금	1	1	3	-1	-5

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	798	1,389	2,017	2,698	3,147
BPS	6,663	8,030	9,475	12,174	15,322
EBITDAPS	1,032	1,878	2,362	3,377	3,909
SPS	4,076	6,004	8,167	10,667	12,456
DPS	0	0	0	0	0
PER	23.4	22.9	34.7	25.9	22.2
PBR	2.8	4.0	7.4	5.7	4.6
EV/EBITDA	16.5	15.9	29.0	19.7	16.5
PSR	4.6	5.3	8.6	6.6	5.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	7.9	47.3	36.0	30.6	16.8
영업이익 증가율 (%)	2.2	93.2	32.7	39.8	16.7
지배순이익 증가율 (%)	1.8	74.1	45.2	33.8	16.6
매출총이익률 (%)	34.0	37.2	35.7	37.5	37.5
영업이익률 (%)	21.2	27.8	27.1	29.0	29.0
지배순이익률 (%)	19.6	23.1	24.7	25.3	25.3
EBITDA 마진 (%)	25.3	31.3	28.9	31.7	31.4
ROIC	18.5	29.5	30.3	35.6	38.1
ROA	11.2	16.6	20.3	22.5	21.2
ROE	12.7	18.9	23.1	24.9	22.9
부채비율 (%)	13.4	14.6	13.0	9.5	7.1
순차입금/자기자본 (%)	-23.7	-25.8	-14.9	-26.8	-35.6
영업이익/금융비용 (배)	899.0	2,124.9	3,177.5	4,853.3	5,699.7

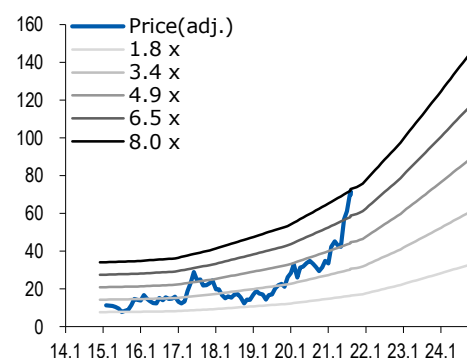
P/E band chart

(천원)



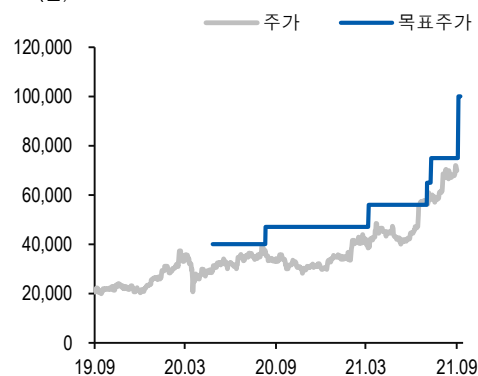
P/B band chart

(천원)



덕산네오룩스 (213420) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-09-06	BUY	100,000	1년		
2021-07-13	BUY	75,000	1년	-13.86	-4.00
2021-07-05	BUY	65,000	1년	-10.40	-6.31
2021-03-09	BUY	56,000	1년	-18.17	3.39
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)	0.0
Buy(매수)	91.3
Hold(중립)	8.7
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-09-03

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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.