

피엔에이치테크 (239890)

디스플레이



김광진

02 3770 5594

kwangjin.kim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	55,000원 (I)
현재주가 (4/4)	33,000원
상승여력	67%

시가총액	3,038억원
총발행주식수	9,206,632주
60일 평균 거래대금	29억원
60일 평균 거래량	98,229주
52주 고	33,600원
52주 저	7,175원
외인지분율	2.99%
주요주주	현서용 외 1인 37.81%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	21.8	19.6	353.6
상대	15.8	30.2	364.5
절대(달려환산)	21.6	17.5	320.8

5년 전 덕산의 모습이 보인다

목표주가 55,000원으로 커버리지 개시

투자 의견 BUY, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시. 목표주가는 내년 예상 EPS에 Target P/E 30.X 적용. Target P/E는 덕산네오룩스의 '16~'17년 2개년 평균 P/E로 삼성디스플레이 내 역할 확대(M8 R/H, R/P 신규 진입)되며 실적 성장 본격화되던 시기. 당시 주가는 12M FWD P/E 39.X까지 확장. 피엔에이치테크는 LG디스플레이향 공급확대(WOLED 장수명 B/H, 아이패드 POLED)를 기반으로 올해부터 3년간 CAGR +65%로 성장 전망. **5년 전 덕산네오룩스와 비슷한 시점으로 판단. Target P/E 30.X 적용이 필요한 이유**

투자 포인트1 : 장수명 B/H 공급 증가

동사의 장수명 B/H는 지난해까지 스마트 워치용 패널에만 적용. 그러나 **올해부터 TV용 WOLED 패널로 적용처 확대**. LG디스플레이의 WOLED 신규 브랜드 OLED.EX에 사용되며, OLED.EX 침투율 상승에 따른 수혜 예상. OLED.EX는 TV패널 전 시리즈에 적용될 예정으로 연말까지 70% 침투율 전망. 당사는 OLED.EX의 침투율을 올해 32%, 내년 83%, 24년 97%로 전망하며, 이에 따른 **장수명 B/H 매출은 지난해 48억원 수준에서 올해 203억원, 내년 479억원, 24년 594억원으로 급증 전망**. 매출 추정 과정에서 LG디스플레이의 WOLED Capa 증설 가능성 높은 점을 감안하면 당사 추정치를 상회할 가능성 높음

투자 포인트2 : 아이패드 OLED 모델 출시 수혜

'24년 OLED 아이패드 출시에 따른 POLED 공급 증가 수혜 가능. 12.9", 10.9" 프로 모델 출시 유력. 900만대 판매 전망(통상 신규 프로 모델 750~950만대 판매). 이는 **6" 패널 기준 3,600만대 분. 투스택 탠덤 구조까지 고려하면 7,200만대 분에 달함**. 패널 공급사로는 LG디스플레이가 1번더가 될 가능성 높은 만큼 POLED 공급량을 약 650만대로 가정할 경우 동사의 소재 매출 증분 효과는 208억원 수준일 것으로 추정. 장수명 B/H 외 OLED 소재(고굴절 CPL, R/P, R/H) 매출은 지난해 171억원 수준에서 올해 214억원, 내년 240억원, 24년 464억원으로 성장 전망

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	8	126.4	-1.7	9	-5.7
영업이익	2	277.3	11.5	2	-11.8
세전계속사업이익	1	261.9	9.9		
지배순이익	1	261.9	9.9	2	-13.9
영업이익률 (%)	18.3	+7.3 %pt	+2.2 %pt	19.5	-1.2 %pt
지배순이익률 (%)	17.8	+6.6 %pt	+1.8 %pt	19.5	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	9	24	44	74
영업이익	-1	4	9	19
지배순이익	-6	4	9	17
PER	-11.3	41.8	35.1	18.3
PBR	10.4	7.8	10.0	6.5
EV/EBITDA	-92.7	33.7	31.6	15.3
ROE	117.8	28.5	34.9	43.2

자료: 유안타증권

적정 시가총액 5,100억원

투자의견 BUY, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시

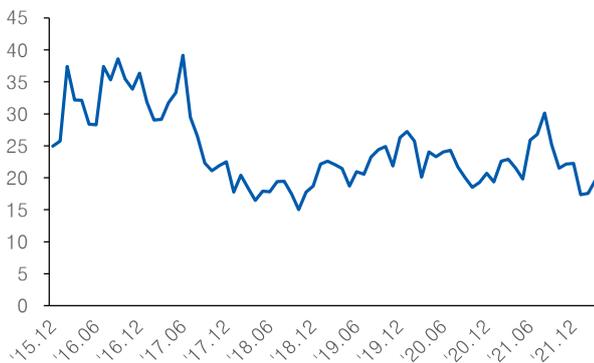
피엔에이치테크에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 55,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 내년 예상 EPS 1,807원에 Target P/E 30.X를 적용해 산출하였다. Target P/E는 덕산네오룩스(213420)의 16~17년 2개년 평균 P/E이다. 16~17년은 주요 고객사 삼성디스플레이 내 역할이 확대(M8 재료구조 R/H, R/P 신규 진입)되며 덕산네오룩스의 실적 성장이 본격화되던 시기로, 당시 주가는 12M FWD P/E 39.X 수준까지 확장되었던 바 있다. 당시 덕산네오룩스의 위치는 LG디스플레이 내 역할 확대로 본격적인 실적 성장을 앞둔 피엔에이치테크의 현 시점과 매우 유사하다. 따라서 Target P/E 30.X 적용은 합리적인 수준으로 판단된다.

피엔에이치테크 목표주가 산출

구분	추정가액	비고
EPS(원)	1,807	'23년 예상 EPS
Target P/E(배)	30.X	덕산네오룩스 '16~'17 2개년 P/E 평균
목표주가(원)	55,000원	
현재주가(원)	33,000원	4/4 증가
Upside(%)	66.7%	

자료: 유안타증권 리서치센터

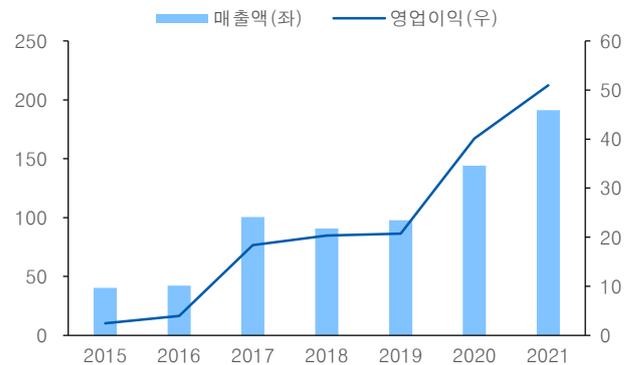
덕산네오룩스 12M FWD P/E Band



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

덕산네오룩스 실적 추이

(단위: 십억원)



자료: 덕산네오룩스, 유안타증권 리서치센터

실적 전망

3년간 CAGR +65% 성장. 매년 신규 모멘텀 존재

피엔에이치테크의 실적은 올해부터 향후 3년간 CAGR +65% 수준의 가파른 성장을 보일 것으로 판단된다. 동사의 예상 매출액은 올해 438억원(+81.7% YoY) 수준에서 23년 742억원(+69.5% YoY), 24년 1,082억원(+45.8% YoY)으로 급증할 것으로 예상된다.

성장의 주된 요인은 주력 고객사 LG디스플레이향 공급 확대에 기인한다. 내년까지는 OLED.EX (WOLED 신규 브랜드) 침투율 확대에 따른 장수명 B/H 공급 증가, 24년부터는 OLED 아이패드 모델 출시에 따른 POLED향 소재 공급 증가(고굴절 CPL, R/P, R/H 예상)가 실적 성장의 핵심 요인이 될 것으로 판단한다. 매년 새로운 성장 모멘텀이 존재한다는 점이 긍정적이며, 공급량 증가에 따라 수익성 개선도 가파르게 이루어질 것으로 전망한다.

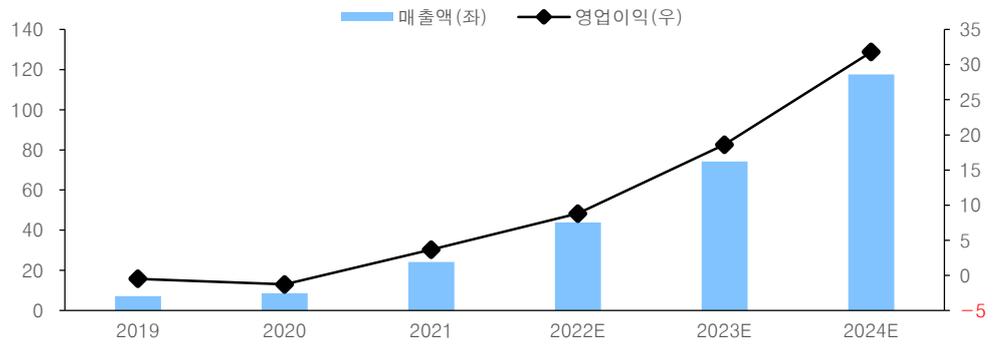
피엔에이치테크 분기별 실적 추이

(단위 : 십억원, %)

	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	Y2022E	Y2023E	Y2024E
매출액	8.2	9.9	11.7	14.0	15.0	17.0	20.8	21.5	43.8	74.2	108.2
장수명 B/H	2.6	4.2	5.7	7.7	9.0	11.3	13.6	14.1	20.3	47.9	59.4
고굴절 CPL 등	5.1	5.0	5.3	6.0	5.4	5.1	6.4	7.1	21.4	24.0	46.4
원료 및 기타	0.6	0.6	0.7	0.3	0.6	0.6	0.8	0.3	2.2	2.3	2.4
YoY%	126%	98%	64%	68%	83%	72%	77%	53%	82%	70%	46%
장수명 B/H					250%	165%	136%	84%		137%	24%
고굴절 CPL 등					7%	2%	22%	17%		12%	93%
원료 및 기타					5%	5%	7%	7%		6%	6%
매출총이익	2.9	3.6	4.3	5.0	5.7	7.0	8.8	9.0	15.8	30.5	47.7
YoY%	140%	161%	80%	93%	96%	97%	105%	79%	109%	93%	57%
매출총이익율%	35%	36%	37%	36%	38%	41%	42%	42%	36%	41%	44%
영업이익	1.5	2.0	2.5	2.8	3.3	4.2	5.5	5.6	8.8	18.6	30.5
YoY%	277%	329%	73%	108%	120%	110%	120%	100%	141%	111%	64%
영업이익율%	18.3%	20.2%	21.4%	20.0%	22.0%	24.7%	26.5%	26.0%	20.1%	25.1%	28.2%

피엔에이치테크 매출액 및 영업이익 추이

(단위 : 십억원)



자료: 유안타증권 리서치센터

피엔에이치테크 주요 연혁

연도	성과
2008	Pd 촉매 5종 개발 및 상용화
2009	HTL 중간체 상용화
2016	코넥스 상장
2019	고굴절 재료 상용화
2019	장수명 청색 발광재료 상용화
2020	레드 발광재료 상용화
2021	코스닥 상장

자료: 피엔에이치테크, 유안타증권 리서치센터

피엔에이치테크 증설



자료: 피엔에이치테크 유안타증권 리서치센터

투자 포인트 1: 장수명 B/H 공급 증가

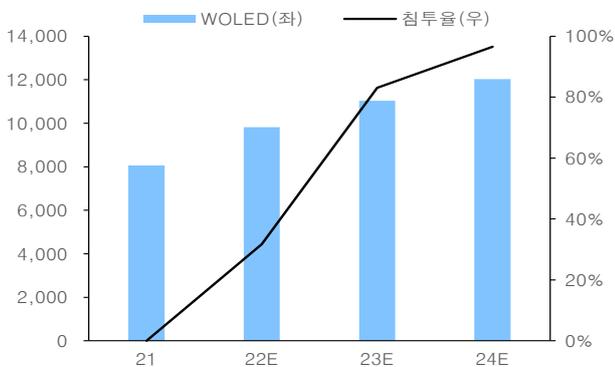
‘OLED.EX’ 침투율 확대 수혜. ‘24년 장수명 B/H 매출 594억원 전망

동사의 신규 성장 모멘텀인 장수명 B/H는 지난 2019년 공동 개발에 성공한 소재로 발광 소자의 핵심 원료로써 중(重)수소를 활용한 점이 가장 큰 특징이다. 중수소를 활용할 경우 기존 일반 수소 원소를 활용한 소재 대비 안정성, 효율, 수명 등의 측면에서 우수한 특성을 발휘하는 것으로 파악된다. 모바일 대비 상대적으로 교체주기가 긴 전자제품(TV, 스마트 워치 등)에서 활용 가치가 높을 것으로 판단된다.

동사의 장수명 B/H는 지난해까지 스마트 워치용 패널에만 적용되었으나 올해부터 TV용 WOLED 패널로 적용처가 확대된다. 동사의 소재는 LG디스플레이의 WOLED 신규 브랜드인 OLED.EX에 사용되며, OLED.EX의 침투율 상승에 따른 수혜가 예상된다. LG디스플레이는 OLED.EX를 TV패널 전 시리즈에 적용할 예정으로, 2Q22부터 본격적인 생산을 시작해 연말까지 약 70% 수준까지 침투율을 끌어올릴 계획인 것으로 파악된다.

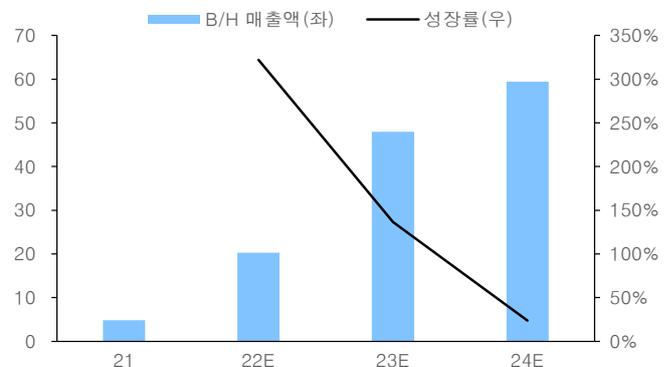
당사는 OLED.EX의 침투율을 올해 32%, 내년 83%, 24년 97%으로 전망하며, 이에 따른 공급량 증가로 장수명 B/H 매출은 지난해 48억원 수준에서 올해 203억원, 내년 479억원, 24년 594억원으로 급증할 것으로 판단한다. 매출 추정 과정에서 LG디스플레이의 WOLED 출하량을 다소 보수적으로 가정(올해 982만장, 내년 1,100만장, 24년 1,200만장)하였는데, WOLED Capa 추가 증설 가능성 높은 점을 감안하면 당사의 추정치를 상회할 가능성이 높을 것으로 판단한다.

WOLED 출하량 및 OLED.EX 침투율 전망 (단위 : K 장, %)



자료: 유안타증권 리서치센터

장수명 B/H 매출 전망 (단위 : 십억원, %)



자료: 유안타증권 리서치센터

OLED TV 소재 구조

Cathode(-)
EIL/ETL
Blue EML
HTL
CGL
ETL
Yellow Green EML
HTL
CGL
ETL
Blue EML
HTL/HIL
Anode(+)

자료: 피엔에이치테크, 유안타증권 리서치센터

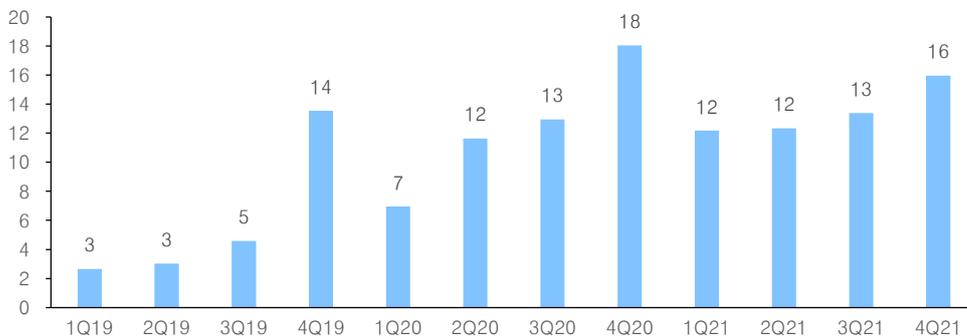
투자 포인트 2: 아이패드 OLED 모델 출시 수혜

아이패드 OLED 모델 출시로 POLED 공급 증가 수혜 전망

두 번째 모멘텀은 아이패드 OLED 모델 출시에 따른 POLED 공급 증가 수혜다. 애플은 아이폰에 이어 아이패드에 OLED 패널 탑재를 계획 중이며, 24년 12.9인치, 10.9인치 두 가지 프로 모델의 출시가 유력한 상황이다.

통상 아이패드 신 모델은 4가지 모델로 출시되어 왔으며, 이로 인한 판매 효과는 연간 2,200만~2,500만대 수준이다. 이 중 프로 모델이 12.9인치, 10.9인치 두 가지 타입으로 출시되며, 750만~950만대 수준의 판매 효과를 지닌다. 첫 OLED 모델 출시를 감안 상단 값인 900만대를 가정할 경우, OLED 아이패드 출시에 따른 면적 효과는 6인치 스마트폰 패널 기준 3,600만대 분이며, 현재 적용 유력한 투 스택 탠덤 구조까지 고려할 경우 **6인치 스마트폰 패널 7,200만대 분에 달한다.**

글로벌 아이패드 판매량 추이 (단위 : M 대)



자료: IDC, 유안타증권 리서치센터

아이패드 면적 효과 환산

	아이패드(12.9", 10.9" 50:50 가정)		
	750만대	900만대	1,000만대
6"패널 환산	3,000만대	3,600만대	4,000만대
탠덤 구조 적용	X2	X2	X2
출시 효과(6"기준)	6,000만대	7,200만대	8,000만대

자료: 유안타증권 리서치센터

패널 공급사로는 LG디스플레이가 1번터가 될 가능성이 높다. 패널 개발에서 경쟁사 대비 앞서 있는 것으로 파악되며, 이미 아이패드 대응을 위한 6G POLED 라인 증설(E7)이 진행 중이기 때문이다. 초기 증설 규모는 15K/월 수준으로 판단된다.

동사는 LG디스플레이의 아이폰용 POLED에 고굴절 CPL을 비롯 R/P, R/H를 공급 중에 있는 만큼 아이패드용 POLED에도 동일하게 참여 가능할 것으로 판단된다. LG디스플레이의 POLED 공급량을 약 650만대로 가정할 경우 동사의 소재 매출 증분 효과는 208억원 수준일 것으로 추정된다. 이에 따라 동사의 장수명 B/H를 제외한 나머지 OLED 소재 매출은 지난해 171억원 수준에서 올해 214억원, 내년 240억원, 24년 464억원으로 성장할 것으로 판단된다.

POLED 용 소재 포트폴리오



피엔에이치테크 제품		주요 경쟁사
시작품 단계		토소, 호도가야
양산 공급 중		호도가야
전자 주입층 소재		이데미츠 코산
전자 수송층 소재		LG화학 / 이데미츠 코산 / 두산
청색 발광층 소재	양산 단계	BLUE: 이데미츠 코산 GREEN: 삼성SDI, LG화학
레드 발광층 소재	양산 단계	RED: Dupont, MERCK
프라이밍(전자 차단층 소재) 양산 단계		B': 이데미츠 코산, MERCK G': MERCK R': Dupont
정공 수송층 소재(HTL)		HTL: 이데미츠 코산, MERCK P-Dopant: 노발레드
정공 주입층 소재(HIL)		NOVALED, LG화학

자료: 피엔에이치테크, 유안타증권 리서치센터

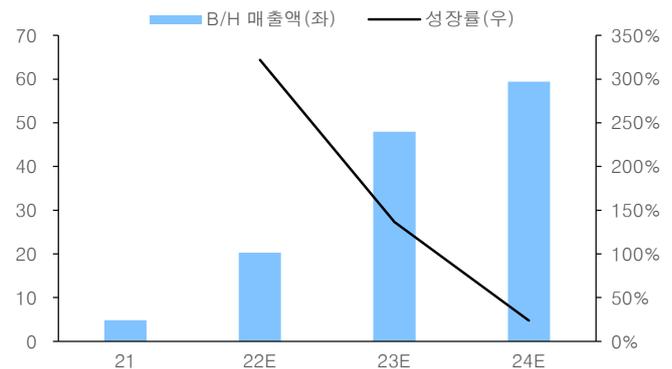
Key Chart

목표주가 산출.

구분	추정가액	비고
EPS(원)	1.807	'23년 예상 EPS
Target P/E(배)	30.X	덕산네오룩스 '16~'17 2개년 P/E 평균
목표주가(원)	55.000원	
현재주가(원)	33.000원	4/4 증가
Upside(%)	66.70%	

자료: 유안타증권 리서치센터

장수명 B/H 매출 전망(단위 : 십 억원, %).



자료: 유안타증권 리서치센터

아이패드 면적 효과 환산.

	아이패드(12.9", 10.9" 50:50 가정)		
	750만대	900만대	1,000만대
6"패널 환산	3,000만대	3,600만대	4,000만대
탠덤 구조 적용	X2	X2	X2
출시 효과 (6"기준)	6,000만대	7,200만대	8,000만대

자료: 유안타증권 리서치센터

피엔에이치테크 (239890) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	9	24	44	74	108
매출원가	7	17	28	44	61
매출총이익	1	8	16	30	48
판매비	3	4	7	12	17
영업이익	-1	4	9	19	31
EBITDA	-1	4	10	19	31
영업외손익	-4	0	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-4	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	-6	4	9	18	30
법인세비용	0	0	0	2	3
계속사업순이익	-6	4	9	17	27
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-6	4	9	17	27
지배지분순이익	-6	4	9	17	27
포괄순이익	-6	4	9	17	27
지배지분포괄이익	-6	4	9	17	27

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

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-1	0	4	11	19
당기순이익	-6	4	9	17	27
감가상각비	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-1	-5	-6	-7	-10
기타현금흐름	4	1	1	1	1
투자활동 현금흐름	-2	-8	0	0	0
투자자산	-1	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-1	-4	-1	-1	-1
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	-3	0	0	0
재무활동 현금흐름	3	9	3	1	1
단기차입금	3	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	-1	0	0	0
자본	0	9	2	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	1	1	1
연결범위변동 등 기타	0	0	-4	-5	-5
현금의 증감	0	1	3	6	14
기초 현금	2	2	3	6	12
기말 현금	2	3	6	12	26
NOPLAT	-1	4	9	19	31
FCF	-2	-4	4	10	18

자료: 유안타증권

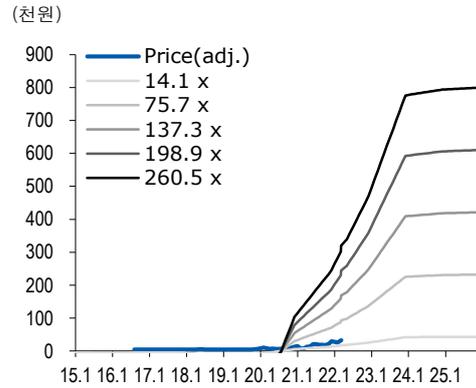
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	10	23	34	52	80
현금및현금성자산	2	3	6	12	26
매출채권 및 기타채권	2	4	6	8	12
재고자산	3	10	16	25	36
비유동자산	8	11	11	11	11
유형자산	7	11	11	11	10
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	18	34	45	63	91
유동부채	9	13	13	14	15
매입채무 및 기타채무	1	3	3	4	5
단기차입금	7	7	7	7	7
유동성장기부채	1	1	1	1	1
비유동부채	2	2	2	2	2
장기차입금	1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	12	15	15	16	17
지배지분	6	19	30	47	74
자본금	2	2	5	5	5
자본잉여금	27	36	36	36	36
이익잉여금	-23	-19	-10	6	34
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	6	19	30	47	74
순차입금	4	-1	-3	-10	-24
총차입금	9	9	9	9	9

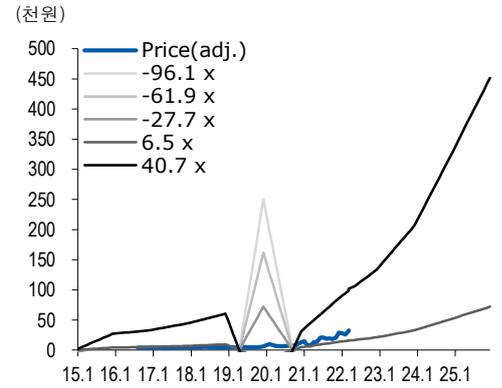
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-711	398	941	1,807	2,981
BPS	769	2,119	3,284	5,080	8,050
EBITDAPS	-128	974	1,033	2,094	3,384
SPS	1,267	2,692	4,757	8,064	11,754
DPS	0	0	0	0	0
PER	-11.3	41.8	35.1	18.3	11.1
PBR	10.4	7.8	10.0	6.5	4.1
EV/EBITDA	-92.7	33.7	31.6	15.3	9.0
PSR	6.3	6.2	6.9	4.1	2.8

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	19.8	181.7	82.1	69.5	45.8
영업이익 증가율 (%)	180.1	혹전	140.9	111.4	64.0
지배순이익 증가율 (%)	격지	혹전	138.3	92.1	64.9
매출총이익률 (%)	15.7	31.4	36.0	41.0	44.1
영업이익률 (%)	-15.7	15.2	20.1	25.1	28.2
지배순이익률 (%)	-66.6	15.1	19.8	22.4	25.4
EBITDA 마진 (%)	-6.0	18.1	21.7	26.0	28.8
ROIC	-12.2	23.5	36.6	50.2	60.9
ROA	-33.3	14.0	21.8	30.9	35.8
ROE	117.8	28.5	34.9	43.2	45.4
부채비율 (%)	188.8	76.8	49.6	33.6	22.8
순차입금/자기자본 (%)	68.8	-3.9	-11.3	-20.7	-32.2
영업이익/금융비용 (배)	-5.2	13.6	34.5	73.0	119.7

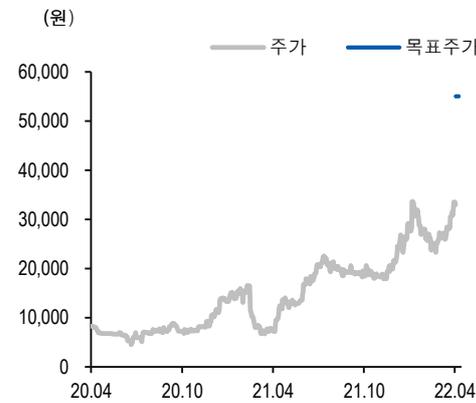
P/E band chart



P/B band chart



피엔에이치테크 (239890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-04-05	BUY	55,000	1년		

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)	92.1
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-04-02

※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.