

OLED 멀티플 확장 구간. 목표주가 상향

매수
(유지)

목표가: 73,000원 ▲
상승여력: 54.5%

김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

목표주가 73,000원으로 상향

목표주가 73,000원으로 상향(기존 62,000원)

- 12개월 선행 EPS에 기존 적용하던 Target P/E 30배 적용 유지
- 21년 EPS +11%, 22년 EPS +17% 상향 조정
- LCD 가격 상승 → Set 원가 부담 → OLED 포트폴리오 확대, 침투율 상승 사이클
- 주요 고객사 22년 감가상각비 축소로 17년 이후 유의미한 증익 사이클 진입

17년 이후 다시 오는 OLED 사이클

17년 이후, 2차 OLED 사이클 진입 초기

- 16~17년과 마찬가지로 LCD 패널 가격 상승은 OLED 침투율 상승으로 연결 중
- 22년 글로벌 OLED 출하량 7.3억대로 올해 대비 +29% 증가할 것으로 예상
- 아이폰 향 Flexible OLED 출하 20년 1.2억대 → 21년 1.6억대 → 22년 2.2억대
- 노트북 및 태블릿 역시 LCD 패널 가격 상승으로 원가 부담 가중되고 있는 상황
- 최근 QHD 급 IT 패널에서 LTPS LCD와 Rigid OLED의 가격 차이 20~30달러 수준으로 축소(10~15% 수준)
- 삼성디스플레이 노트북 OLED 출하 연초 예상 4~500만대 → 6~700만대로 상향
- 특히 Rigid OLED 재료 구조(M10R)에는 동사의 레드 호스트 공급 중
- 제품 다변화, 고객사 다변화(중국) 지속되며 산업 성장률 이상의 매출 성장 기대

OLED 사이클의 대장. 벌어져 있는 Peer와의 갭

12개월 선행 P/E 기준 현 주가 밴드 하단. UDC와도 벌어져 있는 밸류에이션 갭

- 동사 12개월 선행 P/E 19.5배 역사적 밴드 하단
- 글로벌 Peer인 Universal Display와의 밸류에이션 갭도 역대 최고 수준
- 하반기 신제품 공급 시작으로 중장기 매출 성장 가시성 상승, 멀티플 리레이팅 기대

Key data



현재주가(21/6/16, 원)	47,250	시가총액(십억원)	1,134
영업이익(21F, 십억원)	57	발행주식수(백만주)	24
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	53	유동주식비율(%)	42.9
EPS 성장률(21F, %)	58.7	외국인 보유비중(%)	15.7
P/E(21F, x)	21.4	베타(12M) 일간수익률	0.95
MKT P/E(21F, x)	12.0	52주 최저가(원)	28,250
KOSDAQ	998.49	52주 최고가(원)	48,450

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.0	44.3	48.1
상대주가	9.4	35.8	9.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	100	91	98	144	197	256
영업이익 (십억원)	18	20	21	40	57	77
영업이익률 (%)	18.0	22.0	21.4	27.8	28.9	30.1
순이익 (십억원)	17	19	19	33	53	67
EPS (원)	699	784	798	1,389	2,204	2,784
ROE (%)	14.5	14.3	12.7	18.9	24.1	23.9
P/E (배)	35.2	18.1	33.0	25.1	21.4	17.0
P/B (배)	4.8	2.4	3.9	4.3	4.6	3.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 덕산네오룩스, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 덕산네오룩스 Valuation Table

비교		
12개월 선행 EPS (원)	2,446	21년, 22년 EPS 각각 +11%, +17% 상향 조정
Target P/E (x)	30	기존 적용 Target P/E 30배 유지
목표주가 (원)	73,000	
현재주가 (원)	47,250	
상승여력 (%)	54.5	

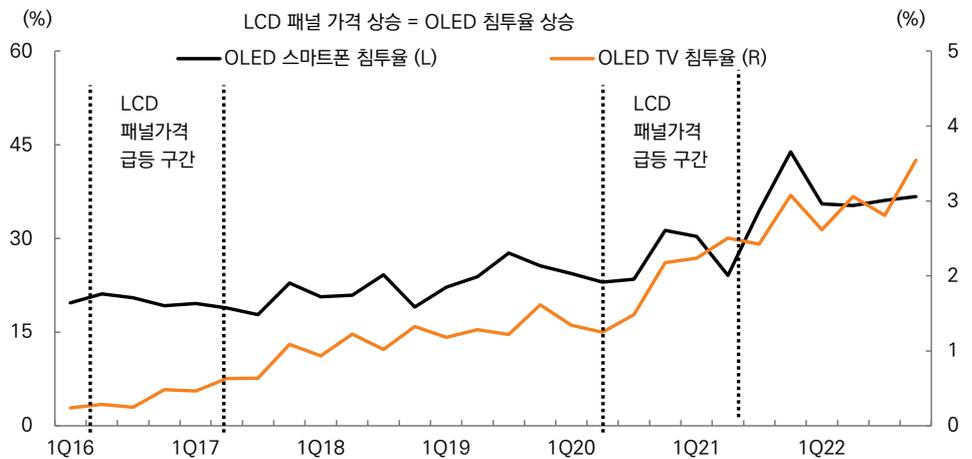
자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 덕산네오룩스 실적 추이 및 전망

	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	20	21F	22F
매출액	42,700	40,162	55,986	58,587	49,995	43,197	82,380	80,757	144,170	197,436	256,329
영업이익	11,550	10,167	16,940	18,063	13,509	11,551	26,807	25,620	40,110	56,720	77,487
세전이익	13,849	10,578	17,386	17,959	14,129	12,091	27,367	25,042	37,761	59,771	78,628
당기순이익	12,261	9,365	15,394	15,900	12,009	10,277	23,262	21,286	33,344	52,921	66,834
영업이익률	27.0	25.3	30.3	30.8	27.0	26.7	32.5	31.7	27.8	28.7	30.2
세전이익률	32.4	26.3	31.1	30.7	28.3	28.0	33.2	31.0	26.2	30.3	30.7
당기순이익률	28.7	23.3	27.5	27.1	24.0	23.8	28.2	26.4	23.1	26.8	26.1
증가율 (QoQ/YoY, %)											
매출액	-1.8	-5.9	39.4	4.6	-14.7	-13.6	90.7	-2.0	47.3	36.9	29.8
영업이익	-19.5	-12.0	66.6	6.6	-25.2	-14.5	132.1	-4.4	93.2	41.4	36.6
세전이익	22.5	-23.6	64.4	3.3	-21.3	-14.4	126.3	-8.5	81.7	58.3	31.5
순이익	36.1	-23.6	64.4	3.3	-24.5	-14.4	126.3	-8.5	74.1	58.7	26.3

자료: 덕산네오룩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. LCD 가격 상승은 OLED 침투율 상승으로 연결. 하반기부터 OLED 사이클 진입



자료: OMDIA, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 삼성디스플레이 노트북용 OLED 패널 가격, 20년 대비 15~20% 하락, LCD와의 격차 10~15% 수준

사이즈	해상도	가격(달러)
13.3	1,920 x 1,080	90~95
15.6	1,920 x 1,080	120~130
15.6	2,880 x 1,800	160~180
15.6	3,456 x 2,160	220~230

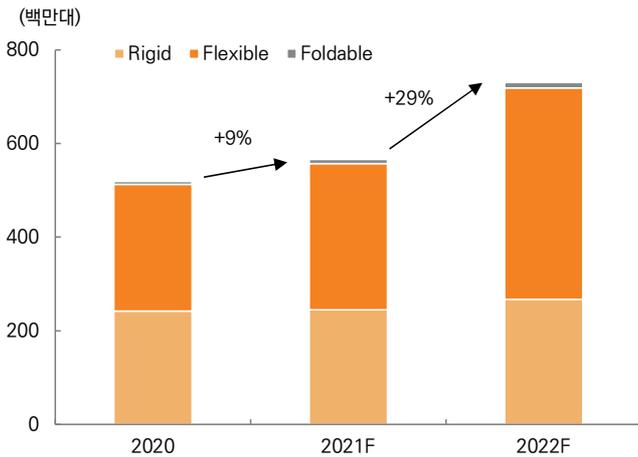
자료: 스톤파트너스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. A3 라인 감가상각비 종료 본격화, 삼성디스플레이 유의미한 증익 사이클 진입



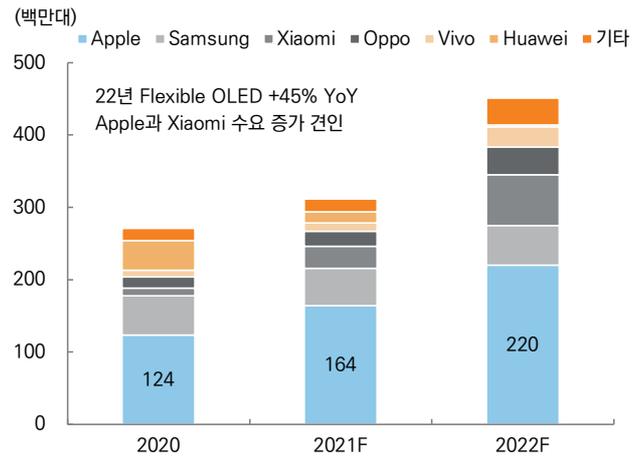
자료: OMDIA, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 모바일 용 OLED 패널 수요 전망(폼팩터 별)



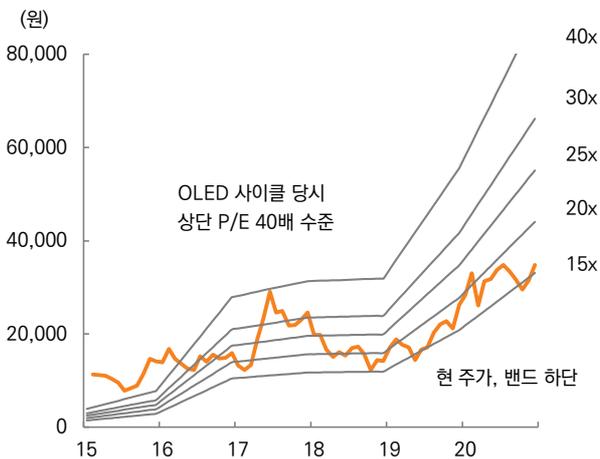
자료: 스펀파트너스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 모바일 용 OLED 패널 수요 전망(업체 별)



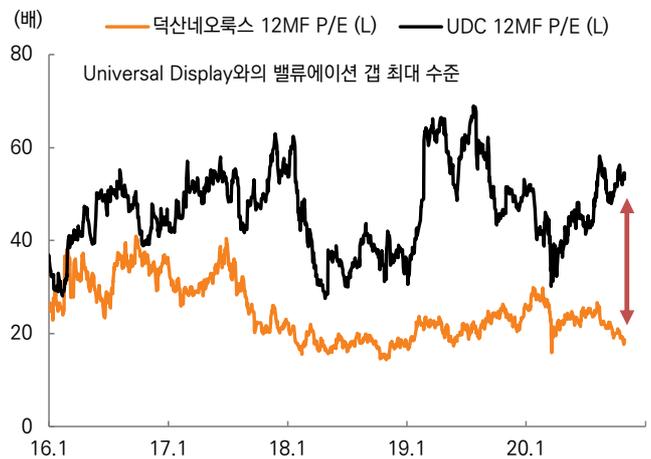
자료: 스펀파트너스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 덕산네오룩스 12개월 선행 P/E 추이, 밴드 하단



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Universal Display와의 밸류에이션 갭 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

덕산네오룩스 (213420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	98	144	197	256
매출원가	65	91	125	160
매출총이익	33	53	72	96
판매비와관리비	13	14	15	18
조정영업이익	21	40	57	77
영업이익	21	40	57	77
비영업손익	0	-2	3	2
금융손익	1	0	0	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	21	38	60	79
계속사업법인세비용	2	4	7	12
계속사업이익	19	33	53	67
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	19	33	53	67
지배주주	19	33	53	67
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	19	33	53	67
지배주주	19	33	53	67
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	25	45	63	83
FCF	9	19	50	57
EBITDA 마진율 (%)	25.5	31.3	32.0	32.4
영업이익률 (%)	21.4	27.8	28.9	30.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.4	22.9	26.9	26.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	78	91	134	204
현금 및 현금성자산	39	51	79	129
매출채권 및 기타채권	11	12	16	22
재고자산	23	26	36	49
기타유동자산	5	2	3	4
비유동자산	103	130	152	163
관계기업투자등	0	0	1	1
유형자산	54	72	78	83
무형자산	31	37	36	35
자산총계	181	221	286	366
유동부채	16	20	26	36
매입채무 및 기타채무	8	12	16	22
단기금융부채	1	1	1	1
기타유동부채	7	7	9	13
비유동부채	5	8	14	18
장기금융부채	0	0	3	3
기타비유동부채	5	8	11	15
부채총계	21	28	40	54
지배주주지분	160	193	246	313
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	94	94
이익잉여금	61	94	147	214
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	160	193	246	313

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	22	42	60	67
당기순이익	19	33	53	67
비현금수익비용가감	8	15	12	18
유형자산감가상각비	4	4	5	5
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	4	10	6	12
영업활동으로인한자산및부채의변동	-4	-4	1	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-1	-4	-6
재고자산 감소(증가)	0	-3	-9	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	4	3	4
법인세납부	-2	-2	-7	-12
투자활동으로 인한 현금흐름	-21	-28	-27	-17
유형자산처분(취득)	-13	-23	-10	-10
무형자산감소(증가)	0	-2	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	-4	-6
기타투자활동	-8	-3	-13	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	0	0	-5	0
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	2	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	-7	0
현금의 증가	1	12	29	49
기초현금	38	39	51	79
기말현금	39	51	79	129

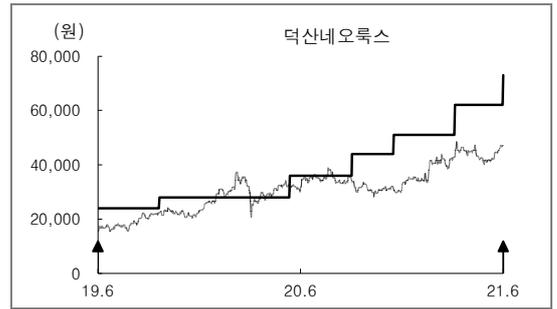
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	33.0	25.1	21.4	17.0
P/CF (x)	23.0	17.4	17.5	13.4
P/B (x)	3.9	4.3	4.6	3.6
EV/EBITDA (x)	24.0	17.5	16.9	12.1
EPS (원)	798	1,389	2,204	2,784
CFPS (원)	1,145	2,001	2,702	3,522
BPS (원)	6,667	8,034	10,238	13,022
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	7.7	46.9	36.8	29.9
EBITDA증가율 (%)	4.2	80.0	40.0	31.7
조정영업이익증가율 (%)	5.0	90.5	42.5	35.1
EPS증가율 (%)	1.8	74.1	58.7	26.3
매출채권 회전을 (회)	10.6	12.9	14.5	13.8
재고자산 회전을 (회)	4.2	5.8	6.4	6.1
매입채무 회전을 (회)	15.7	16.2	13.8	12.9
ROA (%)	11.2	16.6	20.9	20.5
ROE (%)	12.7	18.9	24.1	23.9
ROIC (%)	18.4	29.2	35.5	41.1
부채비율 (%)	13.4	14.6	16.3	17.2
유동비율 (%)	488.1	457.3	505.7	564.9
순차입금/자기자본 (%)	-23.6	-25.7	-30.9	-40.1
조정영업이익/금융비용 (x)	899.0	2,124.9	1,749.1	1,991.5

자료: 덕산네오룩스, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
덕산네오룩스 (213420)				
2021.06.17	매수	73,000	-	-
2021.03.21	매수	62,000	-28.64	-21.85
2020.12.01	매수	51,000	-27.86	-13.92
2020.09.17	매수	44,000	-29.30	-22.95
2020.05.28	매수	36,000	-4.49	8.19
2019.10.06	매수	28,000	-2.48	33.21
2019.09.02	1년 경과 이후	24,000	-10.66	-6.67
2018.09.02	매수	24,000	-32.79	-15.21



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.00%	13.00%	7.00%	1.00%

* 2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.