



KOSDAQ
디스플레이

기업분석 2022.08.19

덕산테크피아 (317330)

OLED 대면적화와 반도체 전구체 국산화 수혜주

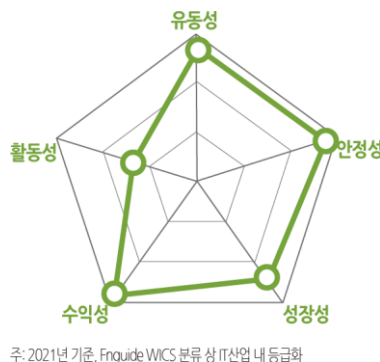
체크 포인트

- 덕산테크피아는 2006년 3월 16일에 설립하여 2019년 8월 2일 코스닥시장에 상장. OLED 디스플레이의 핵심 구성 요소인 유기재료 사업 영위. 2016년 11월 8일에 덕산유메트를 흡수 합병하며 반도체 전자재료용 화학제품(전구체) 사업 진출
- 2022년 상반기 매출 비중은 OLED 유기재료 39.4%, 반도체 소재 55.0%, 기타 5.6%. OLED 유기재료의 성장 동력은 적용처의 확대. 스마트폰 위주에서 TV, 노트북 PC 및 태블릿 PC 등으로의 대면적화. 반도체 소재의 성장 동력은 일본&미국산 수입 재료의 국산화
- 2022년 매출은 전년 대비 3% 증가한 1,158억원 전망. 반도체 소재 매출은 증가하나 중국 코로나 섯다운과 스마트폰 출하 둔화 영향으로 매출 증가 속도 제한적. 영업이익은 전년 대비 27% 감소한 160억원 전망. 중국발 스마트폰 관련 악재가 완화되는 2022년 4분기에 추가 턴어라운드 가시성 확대. 스마트폰 수요 회복 가정 시 2023년 매출과 영업이익은 각각 1,358억원(+17% YoY), 244억원(+53% YoY) 전망

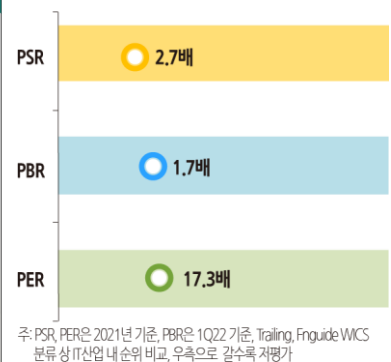
주가 및 주요 이벤트



재무 지표



밸류에이션 지표



덕산테크피아 (317330)

Analyst 김경민, CFA clairekmkim@kirs.or.kr

RA 김정은 jeongeunkim@kirs.or.kr

KOSDAQ
디스플레이

반도체와 OLED용 화학 소재 합성 기술 보유

덕산테크피아는 2006년 3월 16일에 설립하여 2019년 8월 2일 코스닥시장에 상장. OLED 디스플레이의 핵심 구성 요소인 유기재료 사업 영위. 2016년 11월 8일에 덕산유엠타를 흡수 합병하며 반도체 전자재료용 화학제품(전구체) 사업 진출. 반도체용 전구체는 증착 공정에서 반도체 회로에 남겨진 희생막으로 사용되는 재료. OLED용 유기재료는 전기가 통할 때 발광(發光), 발색(發色) 역할을 담당하는 재료

전방 산업의 성장 동력은 OLED 대면적화 및 반도체 재료 국산화

2022년 상반기 매출 비중은 OLED 유기재료 39.4%, 반도체 소재 55.0%, 기타 5.6%. OLED 유기재료의 성장 동력은 적용처의 확대. 스마트폰 위주에서 TV, 노트북 PC 및 태블릿 PC 등으로의 대면적화. 반도체 소재의 성장 동력은 일본&미국산 수입 재료의 국산화

2022년 실적 성장은 제한적이나 2023년 중국발 악재 완화 기대

2022년 매출은 전년 대비 3% 증가한 1,158억원 전망. 반도체 소재 매출은 증가하나 중국 코로나 섀도우와 스마트폰 출하 둔화 영향으로 매출 증가 속도 제한적. 영업이익은 전년 대비 27% 감소한 160억원 전망. 중국발 스마트폰 관련 악재가 완화되는 2022년 4분기에 추가 턴어라운드 가시성 확대. 스마트폰 수요 회복 가정 시 2023년 매출과 영업이익은 각각 1,358억원(+17% YoY), 244억원(+53% YoY) 전망

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액(억원)	618	784	1,124	1,158	1,358
YoY(%)	-12.8	26.7	43.4	3.0	17.3
영업이익(억원)	134	140	220	160	244
OP 마진(%)	21.7	17.9	19.6	13.8	17.9
지배주주순이익(억원)	111	127	178	137	216
EPS(원)	673	694	970	744	1,176
YoY(%)	N/A	3.1	39.9	-23.3	58.2
PER(배)	28.5	25.7	31.8	22.5	14.2
PSR(배)	5.1	4.2	5.0	2.7	2.3
EV/EBITDA(배)	16.3	13.4	17.8	11.3	8.1
PBR(배)	2.4	2.1	3.3	1.7	1.5
ROE(%)	7.7	8.4	10.8	7.6	11.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/17)	16,750원
52주 최고가	35,350원
52주 최저가	14,500원
KOSDAQ (8/17)	827.42p
자본금	92억원
시가총액	3,078억원
액면가	500원
발행주식수	18백만주
일평균 거래량 (60일)	7만주
일평균 거래액 (60일)	12억원
외국인지분율	1.67%
주요주주	덕산산업 외 1인 53.28%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.7	-44.2	-45.5
상대주가	-0.7	-41.0	-33.4

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '매출총이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

반도체나 OLED(Organic Light Emitting Diodes)

디스플레이 제조 공정에서

필요한 물질을 합성하는

기술력 뛰어나

반도체와 OLED 디스플레이용 화학 소재 합성 기술 보유

덕산테크피아는 반도체와 OLED(Organic Light Emitting Diodes, 유기 발광 물질을 사용해 이미지 표현) 디스플레이용 공정용 소재를 공급하는 기업이다.

반도체용 소재 시장에서 한솔케미칼, 디엔에프, 솔브레인, 레이크머티리얼즈 등이 덕산테크피아와 유사한 반도체용 케미칼을 공급한다. 동종 업종의 해외 공급사는 Adeka(4401 JP), Entegris(ENTG US) 등이다. 한편, OLED 디스플레이용 소재 분야에서 덕산테크피아는 천보(278280 KQ), 옥성화학(비상장), 한켐(비상장), 청화사(비상장), Xi'an Manareco(688550 CN), PPG(PPG US), USHIO Chemix(6925 JP) 등과 경쟁하고 있다.

반도체 분야이든 OLED 디스플레이 분야이든 공급사가 다양하지만 각 사가 1:1 관계로 첨예하게 경쟁한다고 보긴 어렵다. 각 사가 공급하는 소재의 응용처(비메모리, 메모리, OLED, 2차전지), 유전율(전하를 더욱 잘 저장하는지, 또는 아난지의 여부), 역할(최종 공정이 끝난 이후 어떤 형태로든 남아 있는지 또는 본래의 역할을 마친 후에 없어지는지 여부)에 따라 다양한 종류의 소재가 존재하기 때문이다.

이러한 종류의 공정용 케미칼은 합성, 정제 과정을 필요로 한다. 덕산테크피아는 그중에서 합성 기술에 상대적으로 강점을 보이고 있다. 주요 사업은 OLED 디스플레이용 소재와 반도체용 소재이지만 그 외에 합성 고무 소재(Solution Polymerized Styrene Butadiene Rubber 생산에 필요한 첨가 재료)도 공급한다. 한편, 반도체 공정용 소재의 경우에도 일부 공급사는 자체 합성을 하지 않고 정제만 하는 경우도 있는데 덕산테크피아는 합성을 직접 담당하여 원가 절감을 실현하고 있다.

덕산테크피아의 사업부는 Fine Chemical 부문과 반도체 부문으로 구분된다. 반도체 부문에서는 반도체 공정용 전구체를 공급한다. 전구체(前驅體, Precursor)는 전구물질(前驅物質) 또는 선구물질(先驅物質)이라고 불린다. 다른 화합물을 생성하는 화학 반응에 참여하는 화합물이다. 마치 조만간 결혼식을 앞두고 있는 예비신부, 예비신랑과 같은 존재이다. 반도체를 만드는 과정에서 어떤 종류의 특정한 공정(예: 증착 공정)이 전개될 때 특정한 역할을 담당하는 희생막 역할을 하다가 사라지거나, 증착 공정이 끝난 후 박막(얇은 막)의 형태로 증착되어 남기도 한다.

덕산테크피아가 기업 공개를 할 당시만 하더라도 반도체용 전구체 중에서 매출에 실질적으로 기여하는 제품은 헥사클로로디실란(Hexachlorodisilane)이라고 불리는 제품이었다. 이제는 신제품이 늘어나고 있다. 덕산테크피아에서는 기존 제품 수요증가와 신규 제품의 본격적인 양산을 대비하여 증설을 진행하고 있다.

Fine Chemical 부문의 주요 제품은 OLED 디스플레이용 소재이다. Fine Chemical 부문의 첨단소재연구소는 디스플레이 및 기능성 유기 소재 및 모바일로 대표되는 소형 OLED 디스플레이용 소재, TV로 대표되는 대형 OLED 디스플레이용 소재, 타이어로 대표되는 합성고무용 SSBR(Solution Polymerized Styrene Butadiene Rubber) 기능성

첨가제를 개발하는 업무를 수행하고 있으며, 신사업팀은 2차전지 전해액용 첨가제, 플렉서블 디스플레이용 기능성 소재를 개발하는 업무를 수행하고 있다. 제품 수요 증가와 생산량 증대를 위하여 지속적으로 설비 개선을 진행하고 있으며, 향후 신규 고객사의 증가, 신규 제품 추가에 따른 물량의 증가에 대비하여 신축공장 증설을 완료했다. 2차전지 전해액 첨가제 양산 등에 대비하여 신규 공장 증설을 진행 중이다.

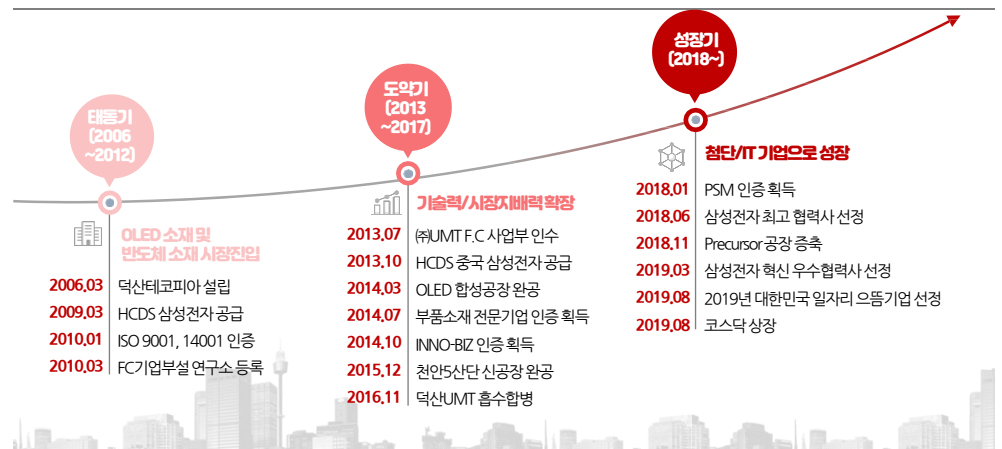
주요 제품별 매출 비중은 다음과 같다. 2022년 상반기 기준, OLED 디스플레이용 소재(유기재료) 매출은 230억원으로 매출 비중에서 39.4%를 차지했다. 반도체 소재 매출은 322억원으로 매출 비중은 55.0%를 차지했다. 그 밖의 기타 매출은 33억원으로 5.6%의 매출 비중을 차지했다.

주요 고객사가 반도체 및 OLED 디스플레이 부문의 국내 고객사이다 보니 수출보다 내수 비중이 높다. 2022년 상반기 매출 584억원 중에 수출은 162억원(28%), 내수는 422억원(72%)이다.

주요 주주와 지분율은 덕산산업 42.6%, 이수원(대표이사) 10.7%이다. 모회사인 덕산산업의 최대주주가 이수원, 이수훈이다. 2019년 기업 공개 당시의 5% 이상 주주는 덕산산업, 이수원, 이수훈, 피씨씨소재신기술제3호투자조합, 카움허어로제2호사모투자합자회사이다. 이를 살펴보면 기업 공개 이후 대표이사(이수원)의 책임 경영이 지속적으로 이루어지고 있다고 볼 수 있다.

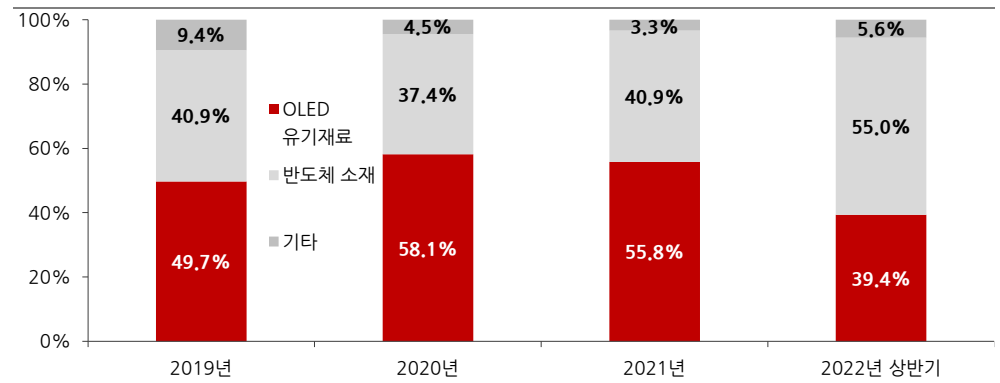
2022년 매출은 전년 대비 한 자릿수 성장할 것으로 예상된다. 반도체용 전구체 사업에서는 신제품 다변화에 따른 수혜가 기대되지만, OLED 디스플레이용 소재 사업에서는 중국 코로나 섰다운 여파와 중국 내의 스마트폰 판매 둔화 때문에 부정적 영향을 받기 때문이다. 그러나 중국발 악재가 끼쳤던 영향이 2023년에 완화된다면 실적 턴어라운드가 기대된다. 아울러 2차전지 전해액 첨가제 양산 사업을 추진하고 있다는 점을 고려해 보면 반도체, OLED 디스플레이용, 2차전지용 소재 분야에서 덕산테크피아가 삼두마차(三頭馬車)를 이끌고 있다는 점이 긍정적으로 부각될 것으로 기대된다.

연혁



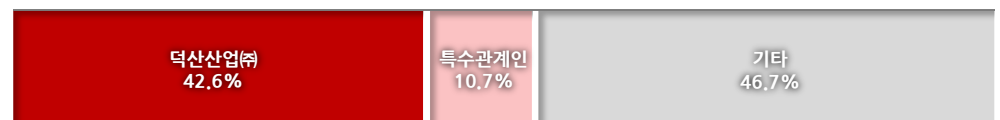
자료: 덕산테크피아, 한국IR협회의 기업리서치센터

응용처별 매출 비중



자료: 덕산테크피아, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주 구성



자료: 덕산테크피아, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

**OLED Display가
대면적화됨에 따라
적용처가 다변화됨.
이런 흐름은
덕산테크피아를 비롯한
OLED 유기재료 공급사들의
중장기적 실적 성장에 긍정적**

OLED 디스플레이의 대면적화와 반도체용 전구체의 국산화 전개

OLED(Organic Light Emitting Diode) 디스플레이 시장에서는 2009년 이후 삼성디스플레이와 LG디스플레이를 중심으로 제품 양산이 시작됐다. 초기에 OLED 디스플레이가 적용되던 분야는 삼성전자 브랜드로 판매되는 스마트폰이었다. 삼성전자의 스마트폰이 애플의 아이폰과 경쟁하기 위해 중점적으로 내세웠던 하드웨어 측면에서의 기술력이 OLED 디스플레이였다.

삼성전자에 OLED 디스플레이를 공급하던 협력사는 삼성디스플레이다. 삼성디스플레이의 설립 초기에 사명은 Samsung NEC Mobile Display였다. 회사 이름에 Mobile이 들어간 것으로 보아 응용처가 모바일 기기라는 점을 알 수 있다. 삼성디스플레이가 초기에 개발했던 디스플레이는 휴대폰용 2인치 디스플레이, 휴대폰용 2.2인치 풀 컬러 OLED 등이었다.

삼성디스플레이가 삼성전자의 스마트폰용 OLED 디스플레이를 대규모로 공급하기 위해 본격적으로 증설했던 시기는 2011~2012년이다. 이 시기에 본격적으로 증설된 OLED 디스플레이 생산 라인의 이름은 A2이다. 삼성디스플레이가 A2 생산 라인에서 제조한 OLED 디스플레이가 삼성전자의 갤럭시 스마트폰에 탑재됐다. 이후에 삼성디스플레이는 A3 생산 라인을 증설한다. 전방 산업에서 아이폰에도 OLED 디스플레이가 채택되기 시작했기 때문이다.

이처럼 스마트폰(갤럭시 스마트폰, 아이폰)에 주로 적용되던 OLED 디스플레이는 IT 패널이라고 불리는 시장에도 진입하기 시작했다. 디스플레이 업종에서 IT 패널이라는 용어는 노트북 PC용 패널 또는 태블릿 PC용 패널을 의미한다.

2021년 5월에 보도된 삼성디스플레이 관련 뉴스를 참고해 보면, 삼성전자의 최신 노트북 '갤럭시북 프로'와 '갤럭시북 프로 360'에 탑재되는 OLED가 글로벌 인증업체 SGS의 '게이밍 퍼포먼스(Gaming Performance)' 인증을 획득했다. SGS 평가 결과, 삼성디스플레이가 제조해서 삼성전자에 공급하는 OLED 디스플레이는 역동적이며 스피디한 액션 게임을 즐길 때 특히 중요한 화질 요소인 이미지 끌림(Blur Length)과 동영상 응답속도(Motion Picture Response Time)에서 각각 1.4mm 이하, 15.4ms(밀리초, 1ms는 1,000분의 1초) 이하를 기록했다. 영상에 선명함과 깊이감을 더하는 요소인 HDR 명암비(High Dynamic Range Contrast)는 100만대 1 이상으로 나타났다.

그렇다면 OLED 디스플레이는 화질 요소나 동영상 응답속도가 중요한 게이밍용 노트북 PC에만 적합할까? 그렇지 않다. 업무용 노트북 PC, 특히 여러 사람이 동시에 지켜보는 노트북 PC에도 적합하다. 2022년 4월에 삼성디스플레이의 노트북용 OLED(디스플레이)는 글로벌 인증 업체인 UL로부터 '헤일로 프리(Halo Free)' 디스플레이로 인정받았다. 디스플레이에 나타나는 '헤일로'는 밤하늘의 초승달이나 불꽃놀이처럼 명암 대비가 뚜렷한 이미지에

서 밝은 피사체의 경계선 부분이 하얗게 번져 보이는 ‘빛 번짐’ 현상이다. 삼성디스플레이가 내부적으로 실시한 ‘빛 번짐 정도(할레이션, Halation)’ 평가 결과에 따르면 자발광 OLED는 0.0%로 빛 번짐이 전혀 나타나지 않았다. 특히 여러 사람이 함께 노트북을 보는 경우를 가정해 45도, 60도 측면에서 빛 번짐 정도를 평가했을 때, OLED 디스플레이는 어떤 각도에서도 빛 번짐이 나타나지 않았다. 빛 번짐 현상은 화면 사이즈가 클수록 두드러져 보이므로 빛 번짐 현상이 최소화된 OLED 디스플레이는 노트북, 태블릿 등 대화면 IT기기에 적합한 최적의 솔루션이라는 것을 보여주고 있다.

이처럼 노트북 PC 시장에서 OLED 디스플레이의 적합성을 보여주는 증거가 하나씩 발견되고 있다. 그러나 이처럼 인식이 바뀌게 된 것은 최근 1~2년 동안의 일이다. 과거에는 OLED 디스플레이가 노트북 PC에 부적합하다는 생각이 일반적이었다. 노트북 PC의 화면을 장시간 켜 놓았을 때 발생하는 번인(Burn-in) 현상 때문이다. 번인은 발색과 발광 역할을 담당하는 유기재료의 수명이 끝났다는 의미이다. 소자가 열화(劣化)되어 망가지는 현상이다. 이렇게 번인 현상이 나타나면 디스플레이의 특정 위치에 잔상이 남는다.

번인 현상을 쉽게 찾아볼 수 있는 기기는 공공장소이다. 전사용, 혹은 정보 표시용으로 하루 종일 켜놓는 OLED TV나 모니터의 화면을 보면 왼쪽 상단에 방송국 로고(MBC, KBS, SBS)가 바뀌지 않고 잔상이 남는 경우가 있다. 즉, 채널을 MBC에서 다른 채널로 바꾸었는데 화면 위에 흐릿하게 MBC 글자의 잔상이 보인다. 하루종일 MBC의 방송을 틀어 놓으면 MBC라는 글자에서 정지된 화면이 Red(적색), Green(녹색), Blue(청색) 유기재료의 수명 감소를 촉발해 번인 현상이 발생한다.

OLED 디스플레이에서 발색과 발광의 역할을 담당하는 유기재료의 수명이 한정적이고, 고정된 영상을 내보내는 경우에 번인 현상이 발생한다는 점 때문에 OLED 디스플레이가 중소형 기기에 해당하는 스마트폰 위주로 적용되다가 2010년 후반부터 TV, 노트북 PC, 태블릿 PC 등 대면적 기기에 적용되기 시작했다. 기본적으로 OLED 디스플레이가 기존 디스플레이보다 선명한 화질을 구현하고, 시력 저하를 유발하는 플리커 현상이 없으며, 블루 라이트의 방출량이 적어 눈에 편안하기 때문이다. 시장 조사기관 옴디아에 따르면 전 세계 OLED TV 누적 출하량은 2022년 4월 말 기준으로 2,000만대를 넘어섰다. 2013년 OLED TV가 시장에 처음 출시된 후 거의 10년 만에 거둔 성과다. 출하량 증가 속도도 점차 빨라지고 있다. OLED TV 누적 출하량이 1,000만대를 넘긴 시점은 2020년 9월로 첫 출시 후 7년 정도가 걸렸다. 하지만 누적 출하량이 1,000만대에서 2,000만대로 두 배 늘어나기까지는 2년이 채 걸리지 않았다. OLED TV 시장이 계속 성장하는 가운데 LG전자는 전 세계 시장에서 절반 이상의 점유율을 차지하고 있다. 2021년 기준으로 전체 OLED TV 출하량 가운데 LG전자 제품 비중은 62%에 달한다.

이처럼 TV용으로 OLED 디스플레이가 선호될 뿐만 아니라, IT 패널 시장에서도 OLED 디스플레이가 확산 중이다. 시장 조사 업체 유비리서치에 따르면 글로벌 IT용 OLED의 생산 면적은 올해 223만㎡에서 3년 뒤인 2025년에는 지금의 2배 수준인 443만㎡로 늘어난다. IT용 패널 시장은 2021년까지만 하더라도 OLED 디스플레이가 대세가 되긴 어렵다는 인식이 지배적이었다. 기존 디스플레이 기술은 기술적 성숙도가 높고 양산 비용이 저렴했기 때문이다. 그러나 기존 디스플레이의 판매가격 하락으로 삼성디스플레이, LG디스플레이, AUO(대만), Innolux(대만)가 기존 디스플레이 사업으로 수익성을 추구하는 것이 어려워졌다. 아울러 전방 산업의 응용처에서는 스마트폰에 이어 TV까지 고화질 OLED 디스플레이에 대한 수요가 늘었다.

이처럼 IT 패널 시장의 수요에 대응하기 위해 삼성디스플레이는 원래 스마트폰용 OLED 디스플레이 양산에 사용되던 충남 아산의 A3 생산 라인 일부를 IT용 OLED 디스플레이 제조에 할당할 것으로 전망된다. LG디스플레이의 경우에는 IT용 전용 제품을 만드는 E6-4 제조 라인에서 2023년 양산을 계획 중이다.

반도체 소재 국산화 움직임으로 국내 전구체 사업 영위 기업들의 중장기적 수혜 예상

이처럼 OLED 디스플레이의 전방 산업에서는 응용처가 스마트폰 → TV → IT 패널로 확대되는 움직임이 뚜렷하게 나타나고 있다. 이와 같은 흐름은 OLED 유기재료 공급사들의 중장기적 실적 성장에 긍정적 영향을 끼칠 것으로 전망된다. 그렇다면 덕산테크피아의 주요 사업을 이루고 있는 반도체용 전구체 업종에서는 어떤 일이 일어나고 있을까? OLED 디스플레이 시장에서는 대면적화가 성장의 키워드인 반면, 반도체용 전구체 시장에서는 소재 국산화가 키워드이다. OLED 디스플레이 시장의 경우 초기에 삼성전자와 삼성디스플레이가 각각 수요처와 공급사로서 높은 점유율을 기록하다 보니, 초기 국면부터 소재와 장비가 국산화된 경우가 상대적으로 많았다. 그러나 반도체용 전구체 시장에서는 아직도 국산화가 화두이다. 그동안 일본, 미국 등지의 반도체용 전구체 공급사가 선도하던 시장이기 때문이다.

전구체 국산화는 반도체에서만 등장하는 화두가 아니다. 2차전지 양극재 시장에서도 전구체 국산화가 화두이다. 2차전지 시장에서의 전구체는 양극재 이전 단계의 물질을 의미한다. 중국으로의 수입 의존도가 크기 때문에 2차전지 전구체 국산화가 화두이다. 한편, 반도체용 전구체 국산화는 2013~2014년부터 본격화되기 시작했다. 당시 반도체용 전구체 국산화를 주도한 주체는 삼성전자였다. 삼성전자의 메모리 반도체 사업에서 일어난 기술 부문의 변화가 전구체의 국산화를 촉진했다.

2013~2014년에 삼성전자의 메모리 반도체 사업에서 발생했던 기술 부문의 변화는 다음과 같다. 메모리 반도체 중 NAND Flash 반도체에서 구조 변화가 일어났다. 2013년부터 NAND Flash 구조가 2차원 평면형 구조에서 3차원 입체형 구조로 바뀌기 시작했다. 3차원 입체형 구조의 개발은 일본의 메모리 반도체 공급사 키옥시아(Kioxia, Toshiba Memory Corporation)에서 주도했다. 그러나 삼성전자가 대규모 증설과 양산을 주도했다.

한편, 메모리 반도체 중 비휘발성 메모리에 해당하는 DRAM에서는 회로 선평의 미세화 영향으로 20나노미터급으로의 공정 전환이 일반화됐다. 2013년에는 삼성전자의 DRAM 공정 중에 28나노미터와 25나노미터가 차지하는 비중(합산 기준)이 50%를 웃돌기 시작했고 2014년에는 본격적으로 20나노미터의 양산을 준비하기 시작했다. 이처럼 더욱 미세화된 수준의 회로를 형성하기 위해서 더블 패터닝, 트리플 패터닝 같은 기술이 필요했고, 증착 공정용 전구체 사용량이 늘어났다. 결론적으로 NAND Flash 구조의 변화(2차원 평면형 구조 → 3차원 입체형 구조)와 DRAM 미세화(28나노미터 → 25나노미터 → 20나노미터)가 삼성전자 밸류 체인 내에서 전구체 국산화를 이끌었다.

전구체 국산화가 증시의 화두로 다시 대두된 시기는 2019년 하반기이다. 미국과 중국이 반도체 산업을 중심으로 무역 분쟁을 전개하는 와중에 한국과 일본의 무역 분쟁 가능성이 불거졌다. 당시 매일경제에 보도된 기사를 참고하면 “일본 정부가 강제징용 피해자 배상 판결과 관련한 경제 보복 조치로 오는 4일부터 반도체 공정 등에 사용되는 핵심 제품에 대한 한국 수출을 규제할 것이라고 산케이신문이 30일 보도했다. 대상 품목으로 거론되는 것은

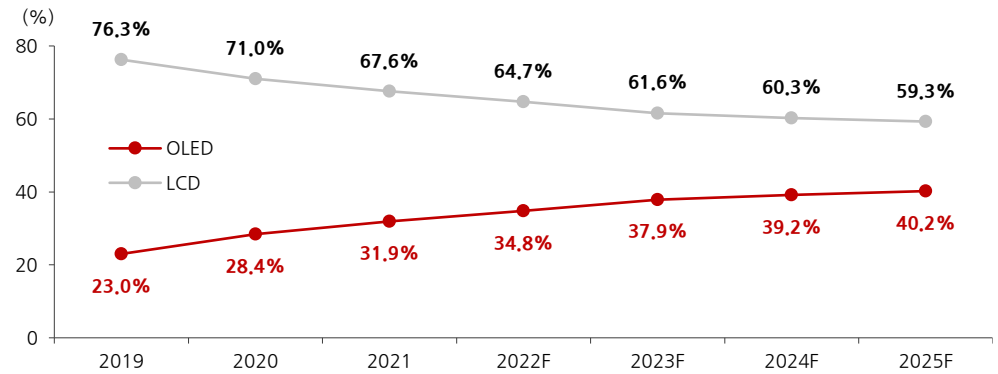
PR(포토레지스트라고 불리는 반도체 노광 공정용 감광액, 빛을 흡수하는 소재)와 불화수소, OLED 디스플레이 제조에 활용되는 플루오린 폴리이미드이다.”라고 나와 있다. 이 뉴스가 보도된 이후에 한동안 여의도 증권가에서는 불화수소 소재가 액체류냐 아니면 기체류냐를 놓고 갑론을박이 벌어졌다. 왜냐하면 반도체 소재 공급사 중에 액체 소재 공급사와 기체 소재 공급사가 나뉘어 구분되어 있었기 때문에 액체류냐 기체류냐에 따라서 특정 기업이 수혜를 입을 수도 있고 아닐 수도 있는 상황이었기 때문이다. 어쨌든 액체류이든, 기체류이든, 일본산이든, 중국산이든간에 국산화가 시급한 상황이었고, 관련 소재의 국산화를 추진할 수 있는 기업은 시장에서 큰 관심을 끌 수밖에 없었다. 덕산테크피아는 한국과 일본의 소재 무역 분쟁이 이슈화된 직후, 2019년 8월에 상장했다. 따라서 당시 애널리스트 간담회 때 부각됐던 덕산테크피아의 투자 포인트는 반도체 공정 소재의 국산화 수혜주라는 점이었다.

전구체 국산화는 현재 진행형이다. 초기에 국산화를 주도했던 디엔에프는 2021년에 삼성전자로부터 지분 투자를 받았다. 디엔에프 부사장 출신인 김진동 대표이사가 설립한 레이크머티리얼즈는 2022년 상반기에 실적 서프라이즈를 기록했다. 매출과 영업이익이 각각 618억원, 171억원을 기록하며 2021년 상반기(매출 356억원, 영업이익 94억원) 대비 뺀어난 수준으로 증가했다. 한솔케미칼은 메모리 반도체용 전구체 사업을 시작한 이후 2021년부터 비메모리 반도체용 전구체 매출이 본격적으로 늘어나고 있어 비메모리 반도체용 전구체가 주가 상승의 기폭제로 작용하고 있다. 덕산테크피아가 M&A를 통해 반도체용 전구체 사업에 진출할 당시에 주요 제품(헥사클로로디실란)의 연간 매출은 100억원대 수준(2021년 매출 107억원)에 불과했는데, 2022년 상반기 덕산테크피아의 반도체 소재 매출은 321억원으로 연간 기준 600억원 이상을 충분히 기대해볼 수 있는 수준이다.

이후 전구체 국산화에서 좀 더 주목을 이끄는 이슈는 비메모리 반도체용 전구체 신제품의 개발이다. 한국 증시에서 비메모리 반도체 관련주에 관심이 커진 시기는 2020년 5월이다. TSMC가 미국 본토에 대규모 증설을 발표했기 때문이다. 이를 계기로 삼성전자도 미국 본토에 비메모리 반도체 설비투자를 빠르게 전개할 것이라는 기대감이 커지기 시작했다. 자연스럽게 TSMC와 삼성전자(비메모리 사업 부문)를 비교하며 궁금해하는 투자자들도 늘어나기 시작했다. 그리고 이는 한국의 반도체 관련 기업 중 TSMC에 소재, 부품, 장비를 납품하거나 TSMC와 우호적 관계를 맺고 있는 협력사가 없는지, 해당 협력사에 제품을 공급하는 기업은 없는지로 관심이 이어졌다.

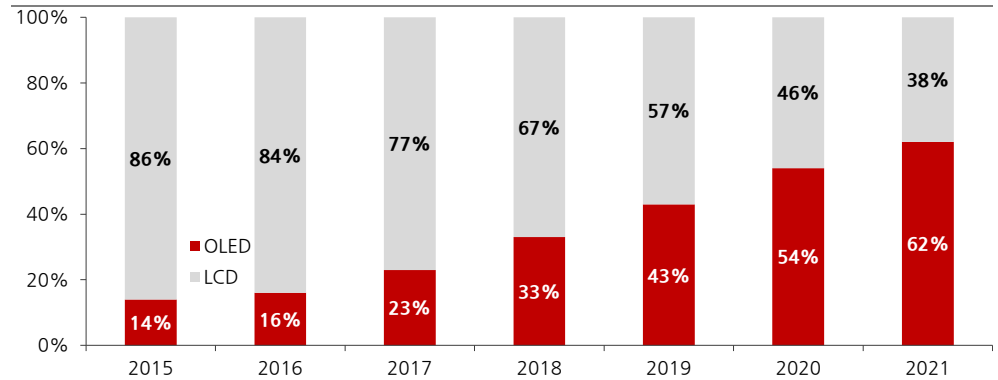
이러한 일은 TSMC 공급망뿐만 아니라 인텔 공급망에서도 동일하게 발생했다. 2021년 1분기에 인텔이 기존 수준의 2배를 웃도는 대규모 설비투자를 발표했다. 이런 일이 있고 나서 인텔에 소재, 부품, 장비를 공급하는 국내 중소기업들이 수혜주로 주목을 받기 시작했다. 인텔이 오랫동안 비메모리 반도체 시장 내에서 매출 1위였던 기업이었고, 비메모리 반도체 파운드리(위탁·제조) 시장에서는 TSMC가 1위를 유지하다 보니 인텔이나 TSMC로 납품하는 중소기업에 대한 관심이 커질 수밖에 없었다. 그리고 이는 또다시 비메모리 반도체 관련 중소기업에 관한 관심으로 연결되기 시작했다. 2022년 상반기에 기업 공개를 추진했던 기업 중에 가온칩스, 레이저셀, 빅스트칩도 비메모리 반도체 수혜주라는 공통점을 지니고 있다.

글로벌 디스플레이 시장에서 OLED 디스플레이와 LCD 비중 추이 및 전망



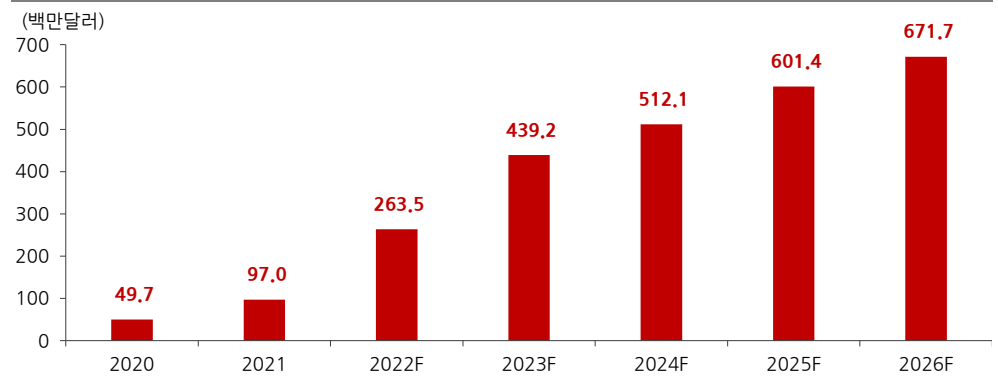
자료: 한국디스플레이산업협회, 한국IR협의회 기업리서치센터

스마트폰 시장에서 OLED 디스플레이와 LCD 비중 추이



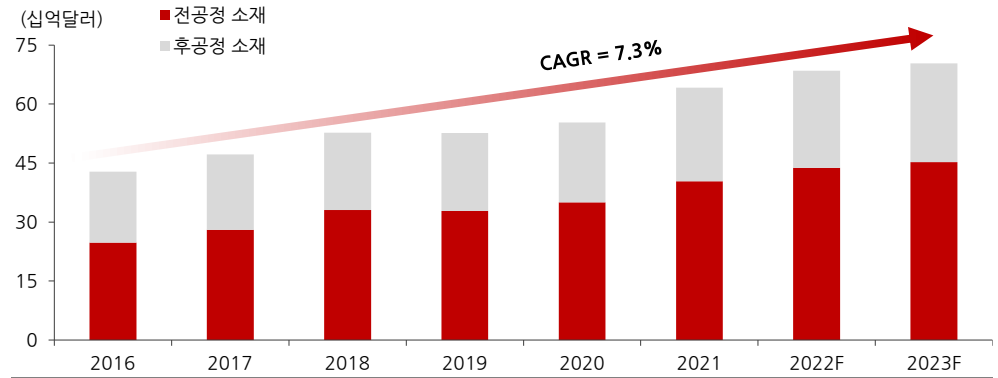
자료: UBI Research, 한국IR협의회 기업리서치센터

차량용 OLED 디스플레이 시장 전망



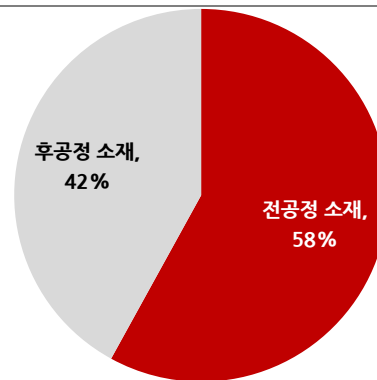
자료: OMDIA, 한국IR협의회 기업리서치센터

반도체 소재 시장 규모 추이 및 전망



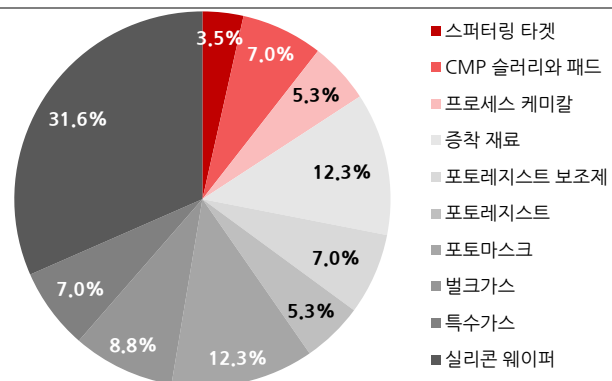
자료: SEMI, 한국IR협의회 기업리서치센터

반도체 소재의 공정별 비중



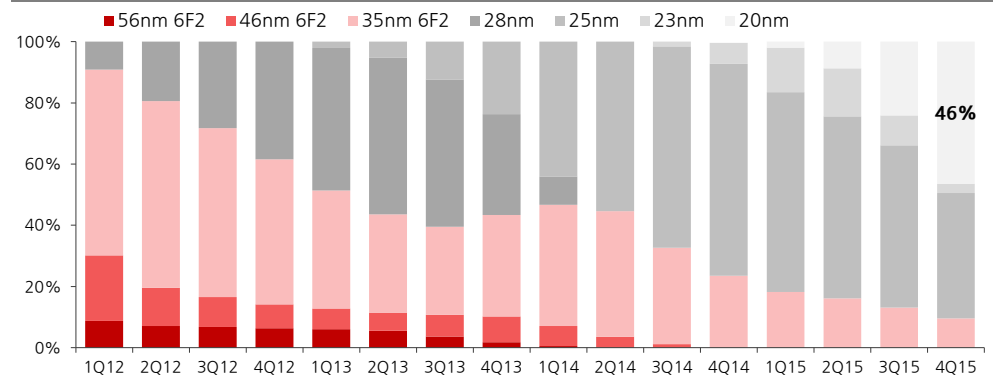
자료: IC Insights, Versum Materials(Merck KGaA), 한국수출입은행 해외경제연구소, 한국IR협의회 기업리서치센터

반도체 전공정 소재별 비중



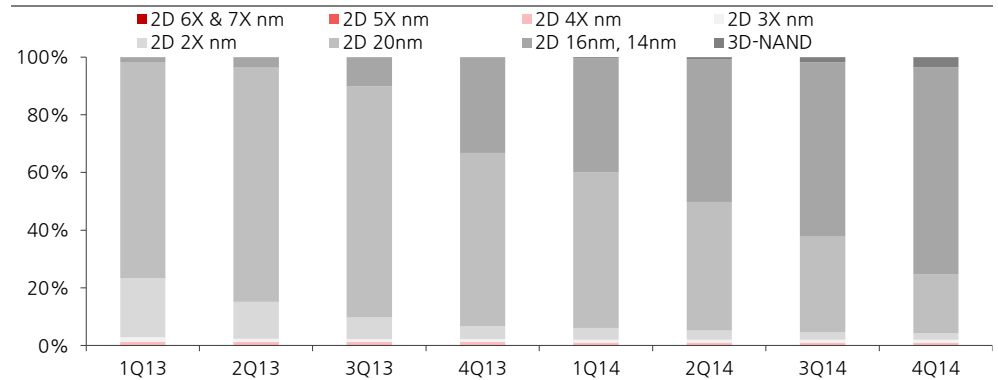
자료: IC Insights, Versum Materials(Merck KGaA), 한국수출입은행 해외경제연구소, 한국IR협의회 기업리서치센터

2013~2014년, 삼성전자 메모리 반도체 사업에서 DRAM 20나노미터 미세화 본격 전개



자료: 업계자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

2013~2014년, 삼성전자는 NAND Flash 메모리 반도체 구조 변경(2D 평면에서 3D 입체형) 주도



자료: 업계자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

HCDS가 주로 적용되는
3D-NAND Flash 업종에서는
고단화가 전개되는 한편
덕산테크피아는
DRAM용 전구체
신제품 매출 확대 추진

반도체용 전구체(前驅體)의 전방 산업에서 고단화, 미세화, 국산화 수혜

덕산테크피아의 투자포인트는 반도체용 전구체 사업에서 기존 제품 수요증가와 신규 제품의 본격적인 양산을 대비하여 증설을 진행해 반도체용 전구체 부문에서 연속적인 매출 성장이 기대된다는 점이다. 반도체용 전구체 제품 중에서 가장 크게 매출에 기여하는 것은 헥사클로로디실란(HCDS)이다. HCDS는 메모리 반도체 중에서 3D(입체형)-NAND Flash 공정에 사용 중인 증착용 액체소재이다. 국내 주요 고객사의 3D-NAND Flash 고단화, 신규 공장(평택 P3) 가동에 따른 사용량 증가로 덕산테크피아는 신규 공장을 건설해 2022년 하반기에 추가적인 양산 물량을 확보해 고객사에게 제안하는 것을 목표로 하고 있다.

한국에서 HCDS와 같은 반도체용 전구체를 공급하는 기업 중에 일부는 해외에서 원료를 구매해 정제 작업만 진행한다. 그러나 덕산테크피아는 HCDS 합성부터 초고순도 정제까지 일관되게 전개하여 고객사에 직접 공급하고 있는 만큼 안정적인 품질을 장점으로 내세울 수 있다.

HCDS가 주로 적용되는 3D-NAND Flash 업종에서는 고단화가 한창 전개되고 있다. 최근 국내 언론 보도에 따르면, 삼성전자는 236단 3D-NAND Flash 반도체를 2022년 연내에 양산(量産)한다. 지난달(2022년 7월) 미국 메모리 반도체 공급사 마이크론의 232단 양산 발표에 이어, 이달 들어 SK하이닉스(238단 개발), 중국 YMTC(232단 개발) 등 후발 주자들이 잇따라 200단 이상의 기술력을 과시하며 추격에 나선 가운데 업계 1위인 삼성전자도 본격 대응에 나서는 것이다.

3D-NAND Flash도 메모리 반도체이고 DRAM도 메모리 반도체인데, DRAM은 고속 작동이 중요한 휘발성 메인 메모리이고, NAND Flash는 장기적으로 데이터를 저장하는 역할이 더 많이 요구된다. NAND Flash에서 고용량을 구현하기 위해 2012년까지는 16나노미터, 14나노미터 등 회로 선폴을 좁히는 미세화가 진행됐다. 2013년 하반기부터는 삼성전자의 주도로 NAND의 개별 세포를 수직으로(위쪽 방향으로) 적층하는 기술이 구현되기 시작했다. 24단 적층으로 시작된 3D-NAND는 어느덧 9년 만에 200단 이상의 양산이 가능한 수준으로 발전했다. 고용량 데이터 저장을 가능하게 하기 위해 데이터 저장 공간을 마치 아파트나 주상복합건물처럼 높게 쌓는 것이 기술력의 척도이다.

덕산테크피아는 3D-NAND 공정용 HCDS 전구체 공급에 만족하지 않고 DRAM 공정용 전구체의 공급을 늘리고 있다. DRAM 공정에 사용되는 확산방지막용 증착 소재인 OMCTS(옥타 메틸 실리콘 테트라 실록산, 화학식 $[(CH_3)_2SiO]_4$ 로 표현되는 실리콘계 유기 화합물) 및 박막 보호막용 증착소재 시장에 신규 진입했다. 이와 관련한 매출이 발생, 점차 증가할 것으로 예상된다. 그 밖에 연구, 개발 중인 차세대 증착소재 또한 고객사와 협업하여 양산화하고자 준비 중이다.

이처럼 반도체 전구체용 아이템 증가에 따른 효과와 더불어 국산화에 따른 수혜도 이어질 것으로 전망된다. 반도체 전구체 시장에서는 2010년 이후 본격적으로 국산화가 전개되기 시작했다. 기존에는 일본(Adeka), 미국(Versum Materials(독일 Merck KGaA로 인수), Entegris, Air Products) 위주로 형성됐던 시장에서 덕산테크피아, 디엔에프, 레이크머티리얼즈, 오션브릿지, 한솔케미칼 등의 케미칼 공급사가 반도체용 전구체 매출을 유의미한 규모로 시현하고 있지만, 증권시장에 제대로 알려지지 않은 다양한 반도체용 전구체가 존재한다. 전구체를 국산화해서 고객사로부터 테스트 승인을 받는 것이 워낙 까다롭고 어렵다 보니 인수합병 시도도 활발하다. 독일의 Merck KGaA는 미국의 Versum Materials를 인수했다. 이와 더불어 2022년 8월 17일에 Merck KGaA는 한국의 반도체용 전구체 공급사 중에 메카로의 화학 사업을 인수하기로 계약했다고 밝혔다. 관련 뉴스에 따르면, 메카로 화학 사업 인원은 100여명이다. 인수 비용이 많게는 1억1천만유로(약 1,470억원)가 들 것으로 머크는 내다봤다. 현금 선불 계약금 7천500만유로에 조건부 지급금이 3천500만유로까지 더해진다. 메카로가 주로 공급하던 반도체용 전구체는 유전율이 높은(전하를 잘 품고 있는 성질을 띠고 있는) High-K 전구체이며 주요 고객사는 SK하이닉스이다. 메카로의 반도체용 전구체 매출은 2021년에 343억원, 2022년 상반기에 144억원을 기록했다. 국내업체 및 해외업체로부터 원재료를 조달받아 전구체 제품을 생산하고 있으며, 주요 원재료는 Zr(지르코늄), Ti(티타늄) 등이 있다. 메카로는 이와 별도로 DRAM Capacitor(테이터를 저장하는 공간이며 일반적인 형태는 가느다란 젓가락처럼 생겼음)의 High-K 박막을 형성하는 차세대 신규 전구체를 개발 완료해 고객사와 품질 테스트를 진행하고 있다.

이처럼 반도체용 전구체 시장에서 독일의 Merck KGaA는 2번의 인수합병을 통해 Versum Materials와 메카로를 에코 시스템으로 확장했다. 이와 같이 반도체용 전구체 공급사의 대주주 또는 주요 주주가 바뀌었던 경우를 추가적으로 발견할 수 있다. SK하이닉스로 반도체용 전구체를 공급하는 오션브릿지의 경우, 2016년에 코스닥 시장 상장 이후 2020년에 최대주주 변경이 이루어졌다. 오션브릿지처럼 SK하이닉스에 반도체용 전구체를 공급하던 유피케미칼은 2016년에 중국 화학기업으로 매각됐다. 한편 삼성전자 반도체 밸류 체인 내에서 유전율이 높은 High-K 전구체를 공급하는 디엔에프는 2021년에 고객사인 삼성전자를 대상으로 제3자 배정 유상증자를 실시했다. 이렇게ダイ내믹한 변화가 반도체용 전구체 시장에서 자주 발생하는 이유는 연구, 개발을 통해 신규 진입해서 유의미한 규모의 매출을 달성하는 데 많은 시간이 걸리기 때문이다.

따라서 고객사와 탄탄한 관계를 구축한 반도체용 전구체 공급사는 아이템 수를 늘리는 것이 향후 매출 성장에 이바지한다. 덕산테크피아의 경우 아이템의 다변화, 3D-NAND의 고단화, 고객사의 국산화 환경에 힘입어 반도체용 전구체 사업 분야에서 꾸준한 매출 성장을 기록할 것으로 전망된다. 2021년에 400억원을 상회했던 반도체용 전구체 매출은 2022년에 600억원을 상회할 것으로 기대된다. 중장기적으로 아이템 수 증가 및 신규 증설을 통해 1,000억원 이상의 반도체용 전구체 매출 시현을 꾀할 것으로 예상된다.

한편, 2022년을 기준으로 OLED 소재 매출은 아쉽게도 전년 대비 감소할 것으로 전망된다. 전방 산업에서 OLED 적용처의 대면적화(스마트폰, TV, 노트북 PC, 태블릿 PC)가 전개되고 있지만, 기존 응용처 중에 가장 큰 비중을 차지하는 스마트폰 시장에서 중국발 코로나 변이 확산으로 수요 둔화가 2022년 상반기에 발생했기 때문이다. 따라서 중국을 중심으로 스마트폰 수요가 회복되어야 덕산테크피아의 OLED 소재 사업에 긍정적인 턴어리

운드가 기대된다. 다만, 중장기적으로 OLED 대면적화에 따른 수혜는 변함없이 이어질 것으로 전망된다. 태블릿 PC의 경우 스마트폰 면적의 3배 이상, 노트북 PC의 경우 스마트폰 면적의 6배 이상 수준이므로 OLED 소재의 사용량 증가가 필수적이기 때문이다.

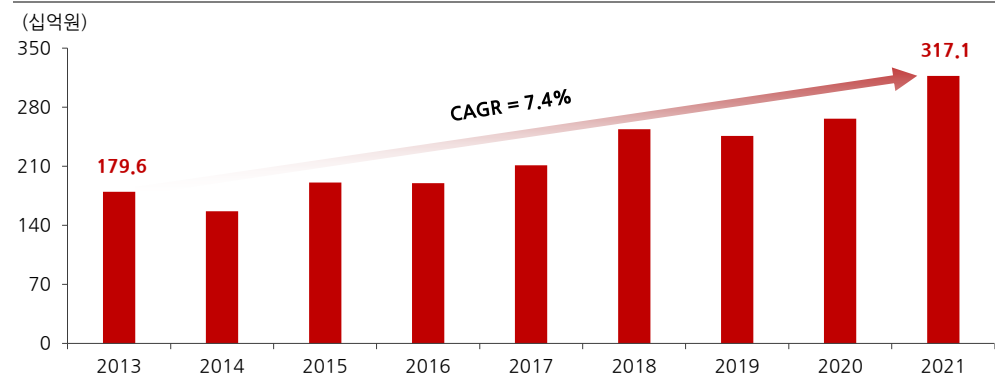
반도체와 OLED 소재뿐만 아니라 2차전지 전해액 첨가제 공급 및 에코시스템 확장

덕산테크피아는 Fine Chemical 부문에서 2차전지 전해액 첨가제 양산 등에 대비하여 신규 공장 증설을 진행 중이다. 2차전지는 전류와 물질 사이의 산화 및 환원 과정이 여러 번 이루어지며 충전, 방전이 가능함으로써, 재사용이 가능한 전자를 의미한다. 2차전지를 구성하는 4대 핵심 소재는 양극재, 분리막, 음극재, 전해질로 이루어져 있는데, 2차전지 제조업체(배터리 셀 공급사)는 개별 셀 단위당 용량을 늘리기 위해 지속적인 소재 개발을 진행하고 있다. 전해액 첨가제의 주요 기능은 배터리 수명 향상, 충방전 효율 개선, 저온 방전 억제 등이다. 2차전지 배터리 시장은 글로벌 친환경 정책 가속화에 따라 2030년까지 연평균 약 28%(용량 기준)씩 증가할 전망이며, 이에 따른 소재 시장의 성장도 기대되고 있다.

덕산테크피아는 2021년 3분기부터 액체 전해질용 첨가제의 소규모 양산을 시작했다. 아직까지는 기타 부문 매출에 포함되고 있어 대규모 실적에 기여하진 않는다는 것을 알 수 있지만, 첨가제가 적용되는 최종 제품 또한 신규로 출시되어 향후 지속적인 사용량의 증가와 성장을 기대할 수 있을 것으로 예상된다.

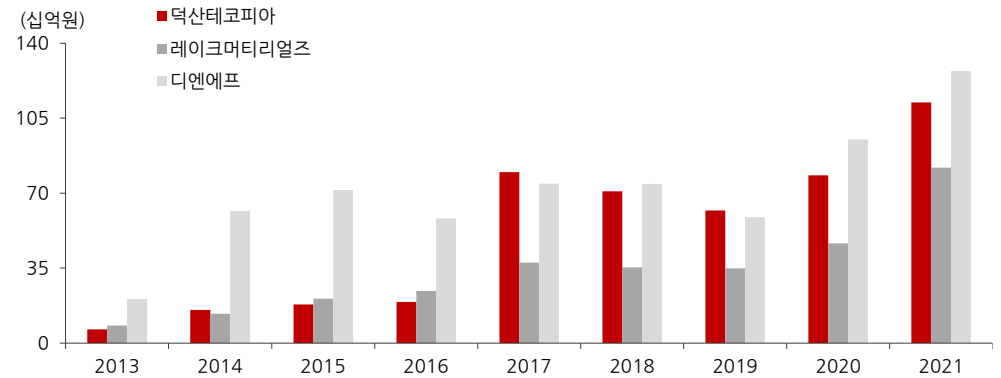
이와 별도로 덕산테크피아의 종속기업 덕산일렉테라(지분율 50.4%)에서는 2차전지용 전해액 제조를 추진하고 있다. 덕산일렉테라는 2021년 4월에 설립되었으며 본사는 세종특별자치시 소정면이다. 덕산테크피아의 생산설비(토지, 건물, 구축물, 기계장치, 건설중인 자산 등)에서 건설중인 자산 항목은 2022년 상반기에 363억원 증가했다. 전사적으로 제품 수요 증가와 생산량 증대를 위하여 지속적으로 설비 개선 및 증설을 진행하고 있으며 2차전지 전해액 첨가제 양산 등에 대비하여 신규 공장을 짓고 있기 때문이다. 중장기적으로 매출 증가를 위한 증설이 진행된다는 점에서 긍정적이다.

반도체용 전구체 시장의 일본계 공급사(Adeka Korea) 매출은 3,000억원대



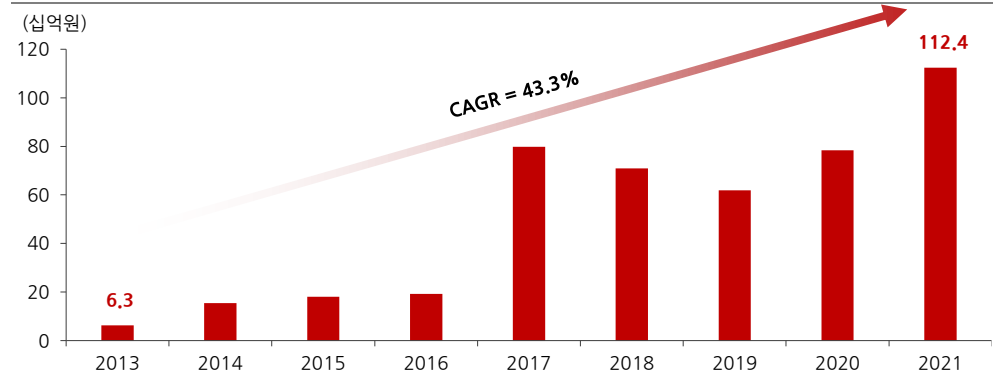
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

반도체용 전구체 국산화 추진 기업(덕산테크피아, 레이크머티리얼즈, 디엔에프) 매출액 추이



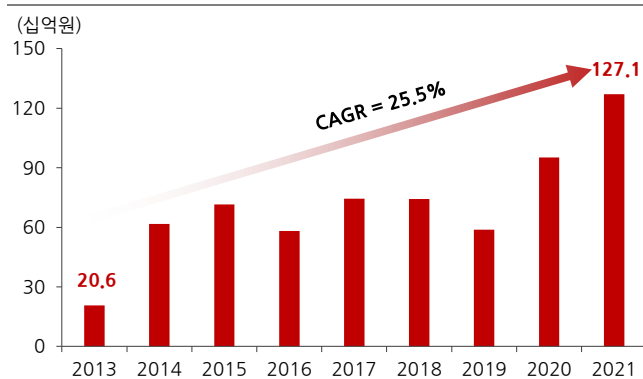
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

반도체용 전구체 국산화 기업 덕산테크피아 매출액 추이



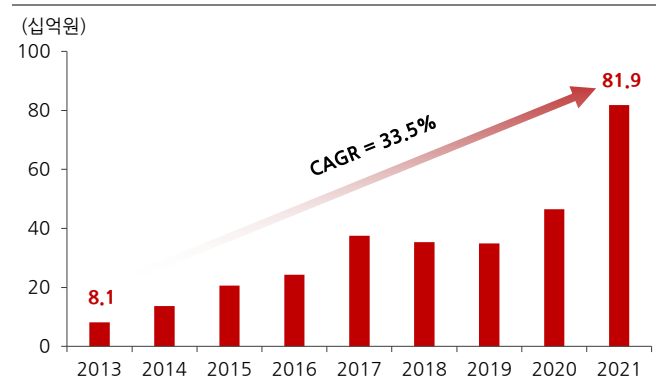
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

반도체용 전구체 국산화 기업 디엔에프 매출액 추이



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

반도체용 전구체 국산화 기업 레이크머티리얼즈 매출액 추이



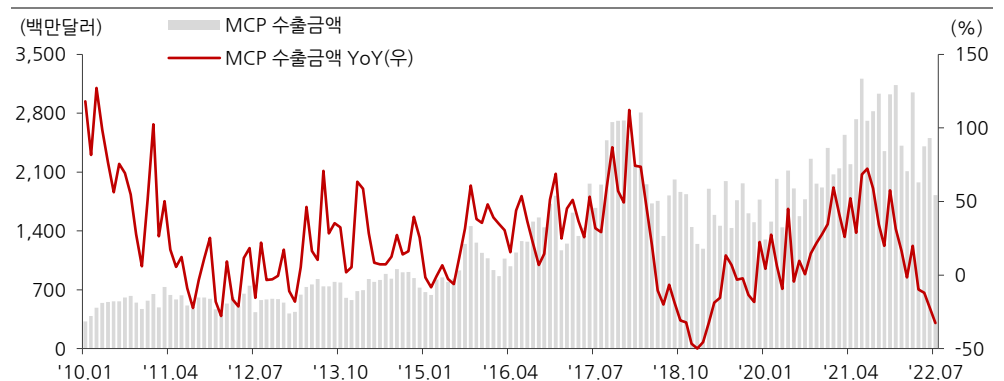
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

2022년 2분기 실적 리뷰

덕산테크피아의 2분기 매출은 296억원으로 전분기 대비 3% 증가하고 영업이익은 36억원으로 전분기 대비 19% 증가했다. 1분기에 매출 288억원, 영업이익 30억원을 기록했던 것을 고려하면, 분기 실적이 바닥을 지났다고 볼 수 있다. 다만 1분기이든 2분기이든 전년 동기 대비 감소했다. 2021년 1분기와 2분기의 매출과 영업이익은 각각 258억원, 56억원, 그리고 307억원, 64억원을 기록했다. 분기 실적 지표가 전분기 대비 기준으로는 바닥을 통과했으나 전년 동기 대비 감소한 이유는 전방 산업에서 스마트폰 수요가 부진하기 때문이다. 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 OLED 디스플레이용 소재는 아직까지 스마트폰에 가장 많이 적용되고 있다. 중국 스마트폰 업체들 중심으로 수요 둔화가 지속되고 있으며 이는 한국의 중국 관련 부품 수출 지표 중에 MCP(멀티 칩 패키징이라고 부르며 모바일 기기용 DRAM+NAND 복합제품을 의미) 수출이 2022년 상반기에 역성장한 것을 통해서 확인할 수 있다. 이와 같은 환경에서 OLED 디스플레이용 소재 매출은 2022년 상반기 기준으로 230억원을 기록했다. 2021년 상반기(333억원) 대비 103억원 감소했다.

덕산테크피아의 2022년 상반기 실적에 걸림돌이 되었던 중국발 스마트폰 수요 둔화 영향이 바닥 수준에 근접



주: 중국 스마트폰 수요 둔화 시 수출 지표가 부진해지는 MCP(멀티 칩 패키징이라고 부르며 모바일 기기용 DRAM+NAND 복합제품을 의미) 반도체 수출액 참고. MCP는 중화권의 안드로이드 스마트폰에 주로 장착되는 메모리 반도체 복합제품을 의미
자료: 무역통계, 한국IR협회의 기업리서치센터

2022년 및 2023년 연간 실적 전망

2022년 매출은 전년 대비 3% 증가한 1,158억원으로 전망한다. 2022년 상반기 중국 코로나 섯다운과 스마트폰 출하 둔화 영향으로 OLED 디스플레이용 소재 매출이 전년 대비 감소하지만 반도체용 전구체의 아이템별 매출 확대가 전사 매출의 정체를 방어할 것으로 예상한다. 반도체용 전구체 매출은 전년(460억원) 대비 40% 이상 증가한 650억원으로 추정한다. OLED 디스플레이용 소재 매출은 전년(627억원) 대비 25% 감소한 469억원으로 추정한다. OLED 디스플레이용 소재 매출의 감소 영향으로 전사 마진이 둔화되는 것을 감안해 영업이익은 전년 대비 27% 감소한 160억원으로 예상한다. 중국 스마트폰 수요 회복 가정 시, 2023년 매출과 영업이익은 각각 1,358억원(+17% YoY), 244억원(+53% YoY)으로 전망한다.

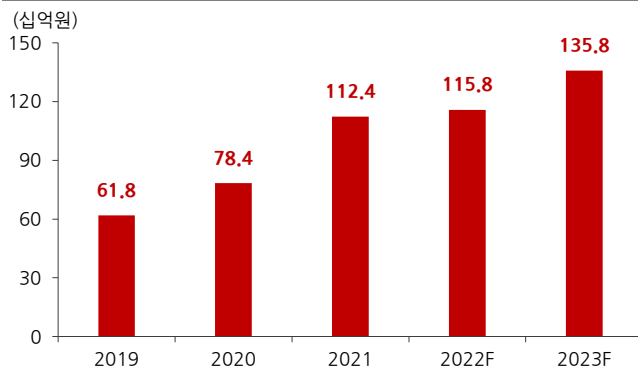
실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

구분	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	618	784	1,124	1,158	1,358
OLED 유기재료	307	456	627	469	563
반도체 소재	253	293	460	650	750
기타	58	35	37	39	45
영업이익	134	140	220	160	244
지배주주순이익	111	127	178	137	216
YoY 증감률					
매출액	-12.8	26.7	43.4	3.0	17.3
영업이익	-45.3	4.6	56.5	-27.4	52.6
지배주주순이익	-40.7	14.5	39.9	-23.3	58.2
영업이익률	21.7	17.9	19.6	13.8	17.9
지배주주순이익률	18.0	16.3	15.9	11.8	15.9

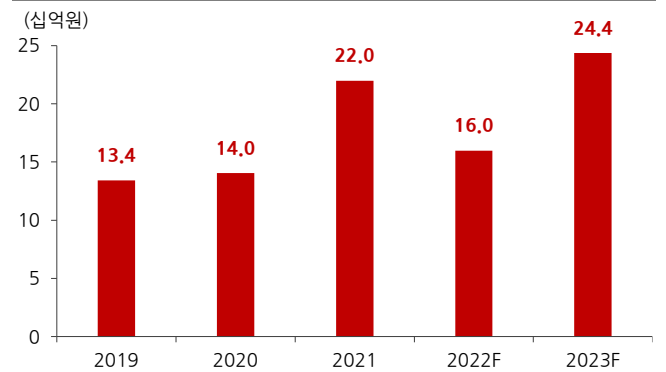
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

매출액 추이 및 전망



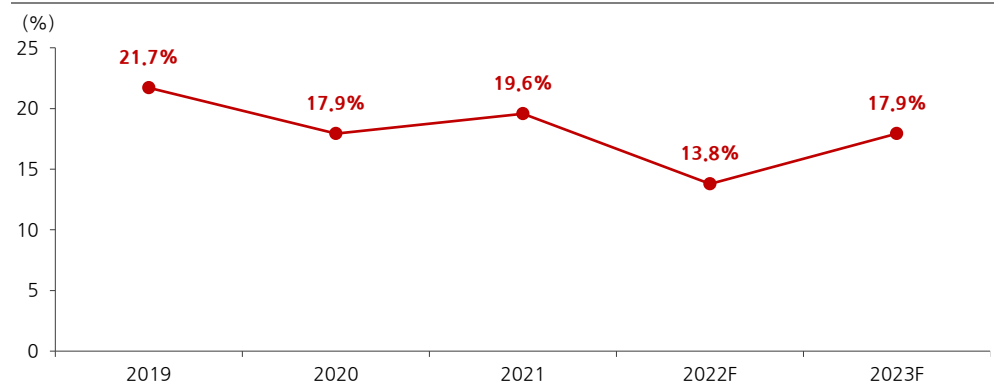
자료: 덕산테크피아, 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 추이 및 전망



자료: 덕산테크피아, 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익률 추이 및 전망



자료: 덕산테크피아, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

반도체용 전구체 기업의

PER 밸류에이션은

상대적으로 높은 편.

2023년 실적 턴어라운드 시

PER 밸류에이션 부담은

낮아질 것

덕산테크피아의 2022년 추정 실적 기준 PER 밸류에이션은 22.5배이다. 코스닥 지수 편입종목 평균(PER 17.3배) 대비 높다. 이처럼 덕산테크피아의 밸류에이션이 높은 이유는 반도체용 전구체 업종이나 OLED 디스플레이용 소재 업종에 기존 케미칼 공급사가 신규 진입하기 어렵기 때문이다. 반도체용 전구체 업종에서는 인수합병과 주요 주주(또는 대주주) 변경이 자주 발생한다. 누군가 처음부터 준비해서 수년 간을 기다려 고객사(반도체 제조사)의 Qualification Test를 통과해 양산용으로 공급할 때까지 시간이 많이 걸리기 때문이다.

앞서 언급했던 것처럼 반도체용 전구체 시장에서 독일의 Merck KGaA는 2번의 인수합병(Versum Materials, 메카로)을 추진했다. SK하이닉스로 반도체용 전구체를 공급하는 오션브릿지의 경우, 2016년에 코스닥 시장 상장 이후 2020년에 최대주주 변경이 이루어졌다. 오션브릿지처럼 SK하이닉스에 반도체용 전구체를 공급하던 유피케미칼은 2016년에 중국 화학기업으로 매각됐다. 한편 삼성전자 반도체 밸류 체인 내에서 유전율이 높은 High-K 전구체를 공급하는 디엔에프는 2021년에 고객사인 삼성전자를 대상으로 제3자 배정 유상증자를 실시했다.

연구, 개발을 통해 신규 진입해서 유의미한 규모의 매출을 달성하는 데 많은 시간이 걸리기 때문에 기존에 이미 공급사로서 안착한 기업들이 케미칼 공급사로서 높은 밸류에이션을 적용받는 것이 어느 정도 정당화되어 있다. 높은 밸류에이션을 잘 보여주는 기업은 미국의 반도체용 전구체 공급사 Entegris이다. 2021년 및 2022년 PER 밸류에이션은 각각 46.3배, 24.3배이다. Entegris는 반도체용 전구체 중에 메탈 소재 증착용(Metals Deposition) 전구체를 주로 공급하며 이와 동시에 전구체를 이송하는 이송 솔루션(전구체용 컨테이너 및 Vaporizer(기화기))을 공급한다.

2023년이 되면 덕산테크피아의 PER 밸류에이션 부담은 낮아질 것으로 전망된다. 중국 스마트폰 수요 회복 가정 시, 2023년 매출과 영업이익은 각각 1,358억원(+17% YoY), 244억원(+53% YoY)으로 실적 턴어라운드를 보여줄 가능성이 크기 때문이다.

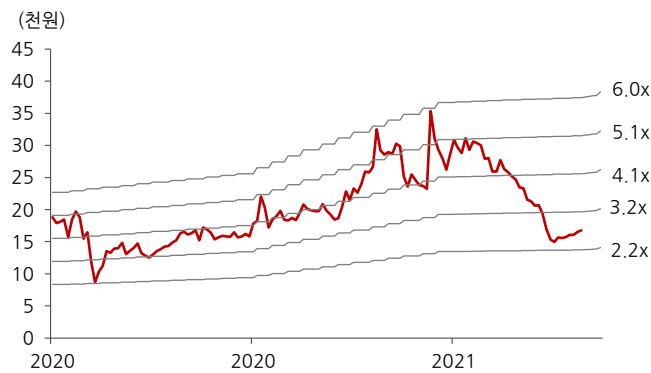
동종 업종 밸류에이션

(단위: 원, 십억원, 배)

기업명	종가	시가총액	매출액		PSR		PER		PBR	
			2021년	2022년F	2021년	2022년F	2021년	2022년F	2021년	2022년F
코스피	2,516	1,917,454	2,924,624	2,733,794	-	0.6	-	10.2	-	1.0
코스닥	827	374,991	274,227	127,740	-	1.4	-	17.3	-	2.3
덕산테크피아(OLED, 반도체)	16,750	308	112	116	5.0	2.7	31.8	22.5	3.3	1.7
디엔에프(반도체)	14,900	172	127	-	2.0	-	21.1	-	1.8	-
레이크머티리얼즈(반도체)	4,900	322	82	121	4.4	2.7	19.9	-	6.2	-
메카로(반도체)	12,600	128	83	-	1.7	-	17.8	-	0.9	-
한솔케미칼(반도체)	230,500	2,613	769	926	4.5	2.8	23.3	15.6	4.9	3.0
오션브릿지(반도체)	12,650	127	94	-	1.8	-	12.5	-	1.9	-
Adeka(반도체)	2,440	2,454	3,770	4,032	0.8	-	11.8	10.6	1.1	1.0
Entegris(반도체)	103	20,177	2,631	4,335	8.2	-	46.3	24.3	11.0	6.7
덕산네오룩스(OLED)	32,300	802	191	190	7.1	4.2	28.9	16.8	4.9	2.4
Universal Display(OLED)	124	7,653	633	785	14.1	-	42.7	30.2	7.2	4.6

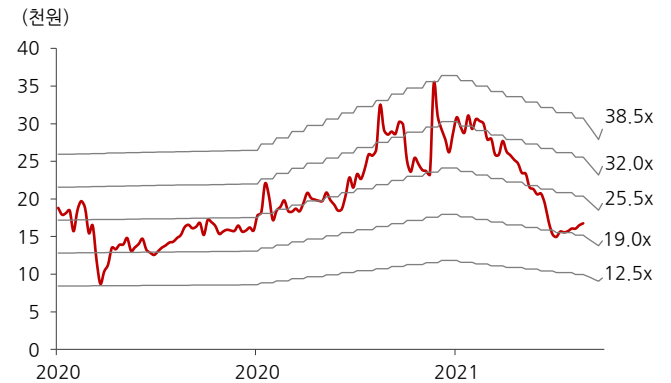
주: 2022년 8월 17일 종가기준, 2022년 비교 기업의 실적 추정은 컨센서스 기준, 자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협의회 기업리서치센터

12개월 Forward PSR 밴드



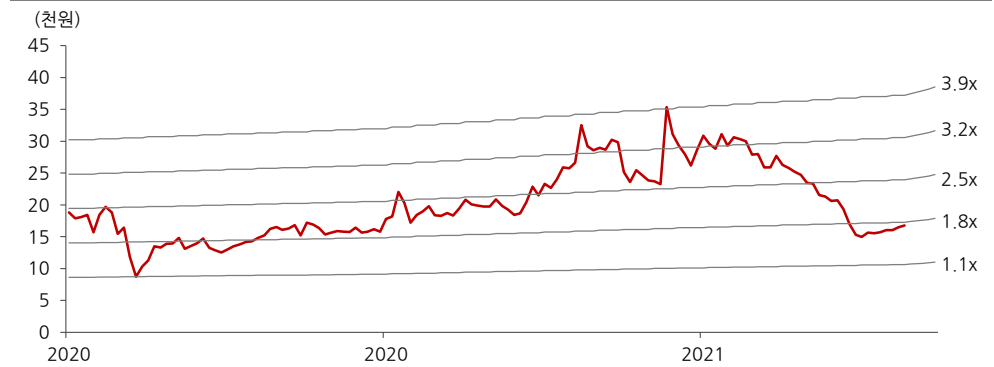
자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

12개월 Forward PER 밴드



자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

12개월 Forward PBR 밴드



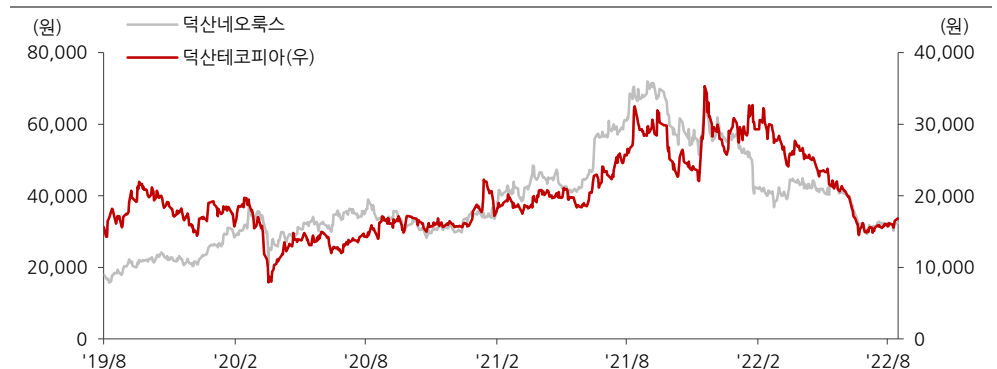
자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

덕산그룹 내의
덕산네오룩스의 주가와
상관관계가 커서
양사 주가가
동시에 움직이는 것이
리스크 요인

덕산테크피아의 리스크 요인은 덕산그룹 내의 상장기업 중에 덕산네오룩스와 주가의 상관성이 크다는 점이다. 2019년 8월 이후 양사의 주가 상관관계를 살펴 보면 0.75로 매우 큰 편이다. 덕산그룹 내의 상장기업은 덕산테크피아, 덕산네오룩스, 덕산하이메탈이 있는데 심리적인 관점에서 덕산네오룩스 주가는 덕산테크피아 또는 덕산하이메탈의 주가에 크게 영향을 끼친다. 덕산그룹이 2009년 하반기에 OLED 디스플레이용 공정 소재 사업을 인수한 이후 덕산네오룩스가 주요 제품(Hole Transport Layer, Red Host, R Prime, G Prime, B Prime)의 공급을 주도하며 덕산그룹의 성장을 이끌었다. 이런 상황이다 보니 덕산네오룩스의 주가가 하락하면 덕산테크피아와 덕산하이메탈의 주가도 함께 하락하는 경향을 보인다. 2022년 연초 이후 덕산테크피아의 주가가 하락한 이유를 살펴 보면 덕산네오룩스의 실적 부진이 원인이다. 중국향 수출 감소와 국내 고객사의 재고 조정 영향을 받았다. 얼마 전에 발표된 덕산네오룩스의 2분기 실적을 살펴 보면, 매출과 영업이익은 각각 393억원, 109억원을 기록하며 전분기 대비 감소했다. 그러나 2022년 하반기에 덕산네오룩스의 실적은 개선될 것으로 예상된다. 스마트폰 고객사 2곳의 신제품 출시, 상저하고의 성수기 효과 때문이다. 따라서 덕산네오룩스의 실적이 2022년 하반기에 개선되는 모습을 보인다면, 덕산네오룩스의 주가는 덕산테크피아의 주가에 긍정적 영향을 끼칠 가능성이 크다.

덕산테크피아와 덕산네오룩스의 주가 상관관계는 0.75로 매우 큰 편



자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액	618	784	1,124	1,158	1,358
증가율(%)	-12.8	26.7	43.4	3.0	17.3
매출원가	359	489	724	812	896
매출원가율(%)	58.1	62.4	64.4	70.1	66.0
매출총이익	259	295	400	346	462
매출이익률(%)	41.9	37.6	35.6	29.9	34.0
판매관리비	125	154	180	186	218
판매비율(%)	20.2	19.6	16.0	16.1	16.1
EBITDA	193	217	311	256	344
EBITDA 이익률(%)	31.3	27.7	27.7	22.1	25.4
증가율(%)	N/A	12.3	43.3	-17.8	34.7
영업이익	134	140	220	160	244
영업이익률(%)	21.7	17.9	19.6	13.8	17.9
증가율(%)	-45.3	4.6	56.5	-27.4	52.6
영업외손익	-1	1	-28	-12	-9
금융수익	6	13	15	7	8
금융비용	4	18	26	11	13
기타영업외손익	-3	7	-17	-7	-5
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	134	142	191	148	234
증가율(%)	N/A	6.1	35.0	-22.7	58.2
법인세비용	22	16	18	15	23
계속사업이익	111	126	174	133	211
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	111	126	174	133	211
당기순이익률(%)	18.0	16.1	15.5	11.5	15.5
증가율(%)	N/A	13.5	37.5	-23.3	58.2
지배주주지분 순이익	111	127	178	137	216

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	130	164	211	221	273
당기순이익	111	126	174	133	211
유형자산 상각비	59	76	91	96	100
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-2	-50	-121	-6	-36
기타	-38	12	67	-2	-2
투자활동으로인한현금흐름	-773	-178	-296	-165	-215
투자자산의 감소(증가)	-230	-94	-18	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-259	-165	-366	-160	-176
기타	-284	81	88	-5	-39
재무활동으로인한현금흐름	684	-22	455	0	0
차입금의 증가(감소)	-79	-11	-14	0	0
사채의증가(감소)	0	0	500	0	0
자본의 증가	607	0	1	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	156	-11	-32	0	0
기타현금흐름	0	-0	0	-0	-0
현금의증가(감소)	42	-37	370	56	59
기초현금	57	100	63	433	490
기말현금	100	63	433	490	548

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	603	643	1,041	1,115	1,282
현금성자산	100	63	433	490	548
단기투자자산	298	326	231	238	280
매출채권	62	84	89	92	108
재고자산	130	157	264	272	320
기타유동자산	13	13	22	23	27
비유동자산	985	1,062	1,403	1,467	1,542
유형자산	732	828	1,152	1,216	1,292
무형자산	16	56	42	42	41
투자자산	228	167	187	187	187
기타비유동자산	9	11	22	22	22
자산총계	1,589	1,705	2,443	2,582	2,824
유동부채	97	95	176	181	210
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	16	23	21	22	26
기타유동부채	81	72	155	159	184
비유동부채	40	29	538	538	540
사채	0	0	406	406	406
장기차입금	22	14	2	2	2
기타비유동부채	18	15	130	130	132
부채총계	137	124	713	719	750
지배주주지분	1,452	1,572	1,723	1,860	2,076
자본금	92	92	92	92	92
자본잉여금	765	765	763	763	763
자본조정 등	-1	-10	-38	-38	-38
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	595	726	906	1,043	1,259
자본총계	1,452	1,580	1,730	1,863	2,074

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022F	2023F
P/E(배)	28.5	25.7	31.8	22.5	14.2
P/B(배)	2.4	2.1	3.3	1.7	1.5
P/S(배)	5.1	4.2	5.0	2.7	2.3
EV/EBITDA(배)	16.3	13.4	17.8	11.3	8.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	673	694	970	744	1,176
BPS(원)	7,900	8,556	9,377	10,120	11,296
SPS(원)	3,739	4,265	6,115	6,299	7,388
DP5(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	7.7	8.4	10.8	7.6	11.0
ROA	7.0	7.7	8.4	5.3	7.8
ROIC	N/A	12.8	15.7	10.0	14.3
안정성(%)					
유동비율	624.8	674.5	591.4	616.5	610.1
부채비율	9.4	7.9	41.2	38.6	36.2
순차입금비율	-24.9	-22.9	-7.2	-10.1	-13.8
이자보상배율	67.1	284.1	162.1	61.8	94.2
활동성(%)					
총자산회전율	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
매출채권회전율	9.9	10.7	13.0	12.8	13.6
재고자산회전율	4.7	5.5	5.3	4.3	4.6

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.