

덕산네오룩스 (213420/KQ)

중장기 우상향은 보장된 미래

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 48,000 원(상향)

현재주가: 33,700 원

상승여력: 42.4%

Analyst
권민규mk.kwon@sks.co.kr
02-3773-8578Analyst
박형우hyungwoo@sks.co.kr
02-3773-9035

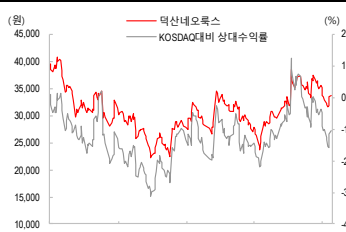
Company Data

발행주식수	2,483 만주
시가총액	837 십억원
주요주주	
이준호(외11)	46.83%
국민연금공단	7.84%

Stock Data

주가(25/07/14)	33,700 원
KOSDAQ	799.37 pt
52주 최고가	40,250 원
52주 최저가	22,150 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 Preview: 조금 아쉬운 실적 예상

2 분기부터 인수기업(터보기계)의 실적이 연결 편입된다. 2Q25 매출액 816 억원(본업 505 억원, 인수기업(터보기계) 311 억원), OP 152 억원(합산 OPM 18%, 본업 138 억원(OPM 27%), 인수기업 14 억원(OPM 5%))으로, 시장 기대치 대비 소폭 낮은 실적을 기록할 것으로 예상된다. 예상되는 본업 하회 요인은 ① 환율 하락(1Q 평균 1,452 > 1Q 평균 1,399 원) ② 북미 고객사의 모델 교체기, 국내 고객사의 플래그십 모델 생산량 조절로 Flexible OLED 패널 대비 Rigid OLED 패널 비중 증가에 따른 믹스 약화이다. 최근 주요 고객사의 단가, 양산 관련 이슈가 동사에 미치는 영향은 제한적인 것으로 판단된다. 인수기업(터보기계)의 하회 요인은 ① 1 분기 본제품(저마진) 매출이 2 분기로 이연되면서 고수익성의 소모품(애프터마켓) 매출 비중이 하락했고, ② 환율 하락에 따른 일시적 충당금이 반영될 것으로 전망되기 때문이다.

하반기 실적 정상화 기대, 중장기 우상향은 보장된 미래(BPDL, 8.6G)

상반기 부진했던 실적은 하반기에 정상화가 예상된다. ① 차세대 블루인광 관련 고부가 개발(샘플)매출의 지속 발생, ② Black PDL 의 고객사 신규 플래그십 모델 적용(모델 확대), ③ 북미 고객사의 신모델향 소재 공급 본격 확대가 예정되어 있다. 신규 시리즈부터 기본모델의 소재구조 변경으로 P 와 Q 상승이 동반된다. 믹스 개선을 예상된다.

Black PDL 의 성장도 주목해야 한다. CoE(Color on Encapsulation)의 핵심 기술인 Black PDL 의 적용 면적 규모는 '24 년 대비 '27 년 8.8 배까지 확대될 것으로 전망된다. 북미 고객사는 '26 년부터 폴더블 타입 기기에 CoE 기술을 도입, '27 년부터 바(Bar)형 타입에도 CoE 기술 적용하기 시작할 것으로 보인다. 추후 모든 모델 탑재 시 '24 년 대비 16 배 이상의 성장이 예상된다. '26 년부터 북미 고객사의 IT OLED 전환과 주요 고객사의 8.6 세대 팹 가동 예정으로, 중장기 그림의 실현이 임박한 시점이다.

목표주가 48,000 원으로 상향, 투자 의견 '매수' 제시

중장기 성장동력(BPDL, '26 년 북미고객사 신규 아이템) 및 인수기업(터보기계)의 전방시장(화력터빈, 원자력 등) 감안, 적용 Multiple 을 기존 16 배(3 개년 최하단 평균)에서 20 배로 상향 조정했다. 중장기 성장성을 감안, 매력적인 매수 시기라고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	191	177	164	212	313	416
영업이익	십억원	51	45	33	52	74	113
순이익(지배주주)	십억원	47	39	36	46	61	92
EPS	원	1,886	1,567	1,442	1,843	2,438	3,714
PER	배	29.8	24.9	30.9	15.1	13.8	9.1
PBR	배	4.9	3.0	3.0	1.7	1.8	1.5
EV/EBITDA	배	22.3	16.0	25.8	10.2	9.4	6.3
ROE	%	16.3	12.8	10.6	12.2	14.1	18.2

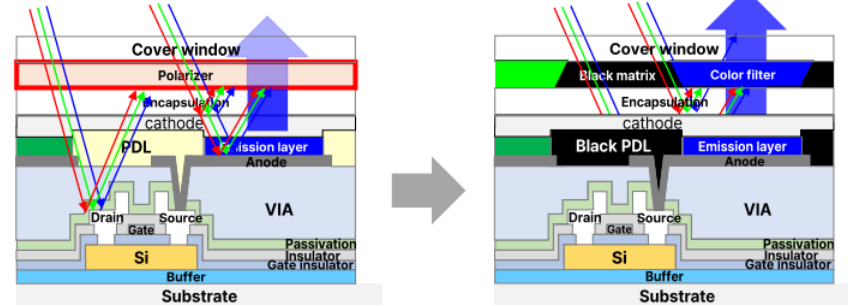
Black PDL 설명

Black PDL 적용시 편광판 제거
-> 두께 감소

Black Pixel Define Layer

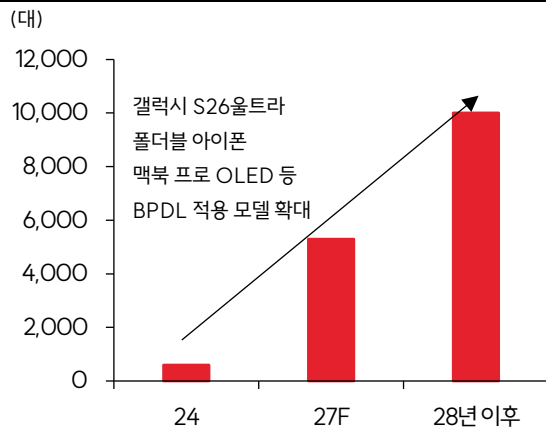
White PDL VS BLACK PDL

발광효율 20% 이상 상승
소비전력 Max 25% 감소



자료: 덕산네오룩스, SK 증권

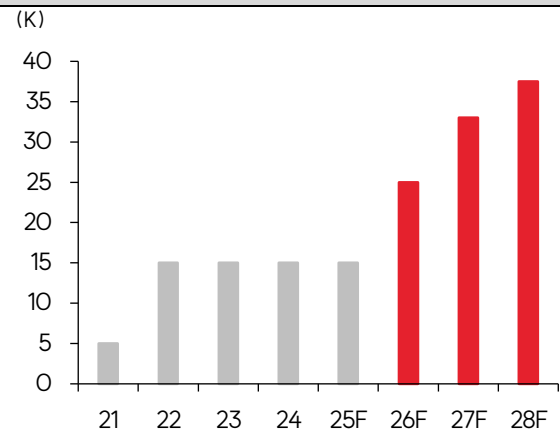
삼성디스플레이 Black PDL 적용 대수 전망



자료: SK 증권 추정

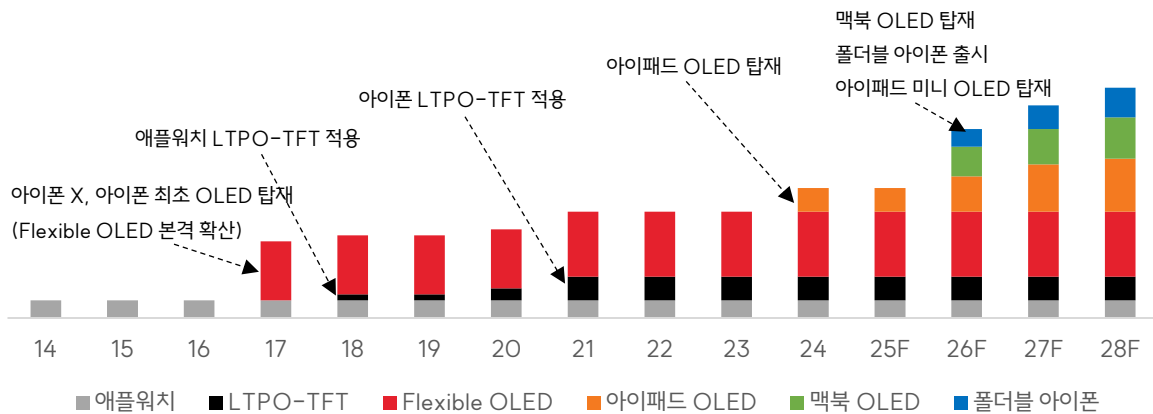
주: 7.6인치 폴더블 메인디스플레이 면적 = 1대로 추정

삼성디스플레이 6G CoE Capa 추이(월 기준)



자료: 산업자료, SK 증권

애플의 OLED 도입 및 기술변화에 따른 국내 디스플레이 산업 수혜 전망



자료: SK 증권

덕산네오룩스(본업) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	525	527	549	522	379	515	628	607	2,122	2,130	2,722
QoQ	15%	0%	4%	-5%	-27%	20%	38%	-5%	-	-	-
YoY	84%	23%	17%	15%	-28%	-2%	14%	16%	30%	0%	28%
영업이익	103	100	125	196	99	138	197	180	525	614	793
영업이익률	19.6%	19.1%	22.9%	37.6%	26.1%	26.8%	31.3%	29.6%	24.7%	28.8%	29.1%
QoQ	-12%	-2%	25%	56%	-50%	40%	43%	-8%	-	-	-
YoY	11842%	12%	3%	68%	-4%	37%	57%	-8%	59%	17%	29%

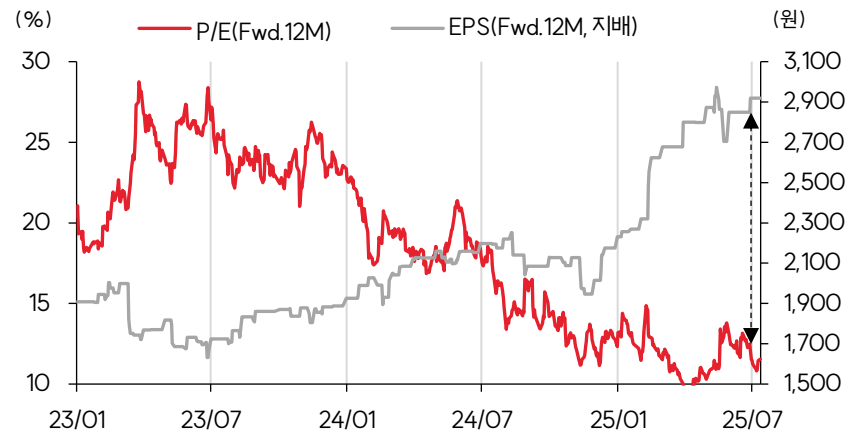
자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스(터보기계 연결 편입 기준) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	525	527	549	522	379	826	970	958	2,123	3,134	4,155
덕산네오룩스	525	527	549	522	379	515	628	607	2,123	2,130	2,722
인수기업(터보기계)	-	-	-	-	-	311	342	351	-	1,004	1,433
영업이익	103	100	125	196	99	152	244	243	525	737	1,131
덕산네오룩스	103	100	125	196	99	138	197	180	525	614	944
인수기업(터보기계)	-	-	-	-	-	14	47	62	-	123	186
영업이익률	20%	19%	23%	38%	26%	18%	25%	25%	25%	24%	27%
덕산네오룩스	20%	19%	23%	38%	26%	27%	31%	30%	25%	29%	35%
인수기업(터보기계)	-	-	-	-	-	5%	14%	18%	-	12%	13%

자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스 PER vs EPS(Fwd. 12M) 비교: 저평가 지속



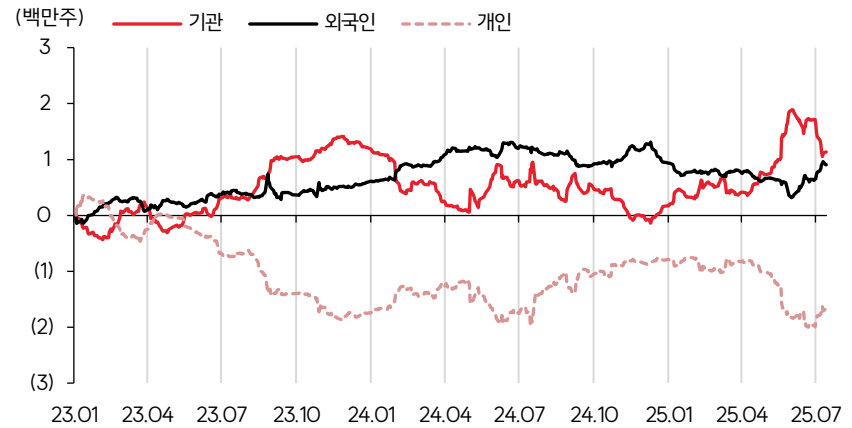
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 PER(Fwd. 12M) 추이



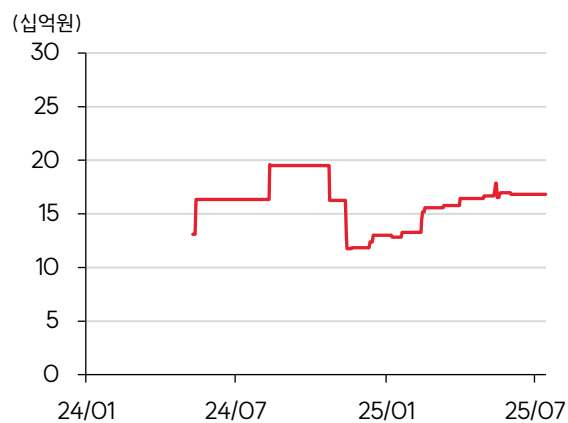
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 투자자별 누적순매수 추이



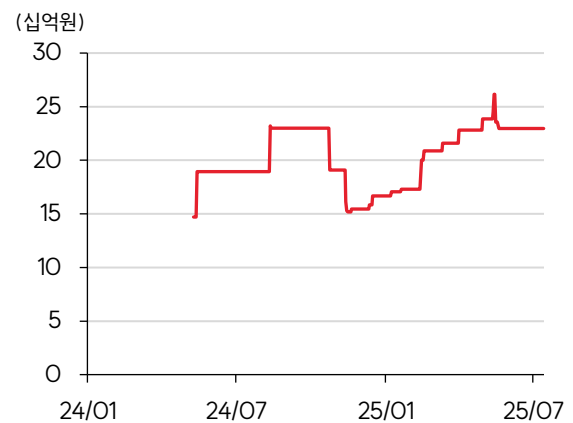
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 2Q25F 영업이익 컨센서스 추이



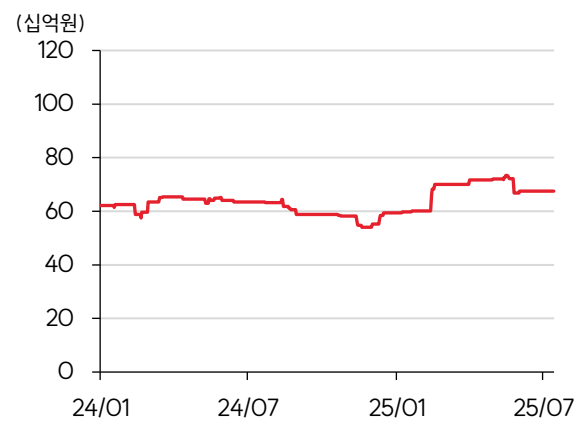
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 3Q25F 영업이익 컨센서스 추이



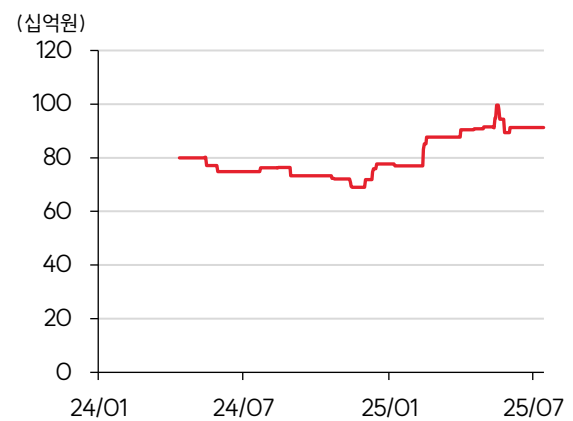
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 2025F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 2026F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	321	425	313	416	(2.5)	(2.1)
영업이익	84	114	74	113	(11.9)	(0.9)
순이익	72	93	61	92	(15.3)	(1.1)
OPM (%)	26.2	26.8	23.6	27.2	-	-
NPM	22.4	21.9	19.5	22.1	-	-

자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스 목표주가 밸류에이션 분석

	2025E	비고
목표주가	48,000 원	
25F EPS(연결 편입 후)	2,438 원	인수기업 연결 편입 이후 25F 예상 EPS
Target PER	20 배	과거 3개년 PER 평균치 25 배에 20% 할인 적용 할인 근거는 과거 평균 대비 ROE 하락치 반영
적정 가치	48,760 원	

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	189	101	124	165	179
현금및현금성자산	133	40	71	96	96
매출채권 및 기타채권	13	10	16	20	24
재고자산	29	31	32	39	46
비유동자산	172	303	328	439	498
장기금융자산	25	117	130	183	236
유형자산	92	105	112	164	165
무형자산	38	58	60	59	59
자산총계	362	404	452	604	677
유동부채	16	24	23	49	48
단기금융부채	1	4	1	17	8
매입채무 및 기타채무	9	15	13	21	28
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	25	27	30	95	78
장기금융부채	18	19	22	85	65
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	41	51	53	144	126
지배주주지분	320	353	399	459	552
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141	141
기타자본구성요소	-7	-10	-10	-10	-10
자기주식	-7	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	181	217	262	323	415
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	320	353	399	460	552
부채와자본총계	362	404	452	604	677

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	49	50	59	73	102
당기순이익(손실)	39	36	46	61	92
비현금성항목등	17	11	19	26	34
유형자산감가상각비	7	7	8	14	14
무형자산상각비	1	2	2	2	2
기타	9	2	9	10	18
운전자본감소(증가)	2	5	-6	-1	-3
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1	4	-5	-4	-4
재고자산의감소(증가)	10	-1	-1	-8	-7
매입채무및기타채무의증가(감소)	-0	2	-3	9	7
기타	-20	-8	-7	-26	-43
법인세납부	-11	-6	-7	-13	-22
투자활동현금흐름	-38	-141	-27	-124	-73
금융자산의감소(증가)	0	0	1	0	1
유형자산의감소(증가)	-14	-16	-14	-67	-15
무형자산의감소(증가)	-1	0	-5	-2	-2
기타	-23	-125	-9	-55	-57
재무활동현금흐름	-8	-2	-1	80	-29
단기금융부채의증가(감소)	0	2	-3	17	-9
장기금융부채의증가(감소)	-2	-1	2	63	-20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-6	-3	0	0	0
현금의 증가(감소)	-1	-93	32	25	-0
기초현금	134	133	40	71	96
기말현금	133	40	71	96	96
FCF	35	34	44	5	87

자료 : 덕산네오룩스, SK증권

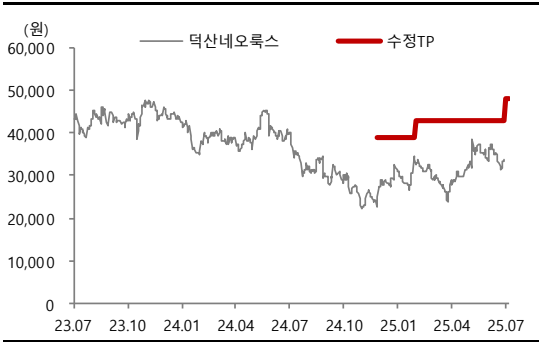
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	177	164	212	313	416
매출원가	117	106	131	195	244
매출총이익	60	57	82	119	171
매출총이익률(%)	33.8	35.1	38.4	37.9	41.3
판매비와 관리비	15	25	29	45	58
영업이익	45	33	52	74	113
영업이익률(%)	25.4	20.1	24.7	23.5	27.2
비영업손익	-0	9	1	-0	1
순금융손익	3	5	5	0	0
외환관련손익	-3	3	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	-1	0	0
세전계속사업이익	45	42	54	74	114
세전계속사업이익률(%)	25.3	25.5	25.4	23.5	27.4
계속사업법인세	6	6	8	13	22
계속사업이익	39	36	46	61	92
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	36	46	61	92
순이익률(%)	22.0	21.9	21.6	19.3	22.2
지배주주	39	36	46	61	92
지배주주귀속 순이익률(%)	22.0	21.9	21.6	19.3	22.2
비지배주주	-0	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	40	36	46	61	92
지배주주	40	36	46	61	92
비지배주주	-0	-0	-0	-0	-0
EBITDA	53	42	62	90	129

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-7.7	-7.3	29.7	47.7	32.6
영업이익	-12.0	-26.6	59.4	40.5	53.4
세전계속사업이익	-20.5	-6.8	29.2	36.7	54.5
EBITDA	-7.9	-21.1	49.9	43.9	43.7
EPS	-16.9	-8.0	27.8	32.3	52.3
수익성 (%)					
ROA	11.1	9.3	10.7	11.5	14.4
ROE	12.8	10.6	12.2	14.1	18.2
EBITDA마진	29.9	25.5	29.4	28.7	31.1
안정성 (%)					
유동비율	1,171.1	426.5	529.1	336.1	377.1
부채비율	12.9	14.5	13.4	31.4	22.8
순차입금/자기자본	-39.0	-9.0	-12.3	1.2	-4.3
EBITDA/이자비용(배)	68.0	52.9	76.9	175.8	180.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,567	1,442	1,843	2,438	3,714
BPS	13,166	14,626	16,471	18,909	22,623
CFPS	1,889	1,794	2,245	3,089	4,362
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	24.9	30.9	15.1	13.8	9.1
PBR	3.0	3.0	1.7	1.8	1.5
PCR	20.7	24.8	12.4	10.9	7.7
EV/EBITDA	16.0	25.8	10.2	9.4	6.3
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.07.15	매수	48,000원	6개월		
2025.02.13	매수	43,000원	6개월	-26.04%	-10.70%
2024.12.11	매수	39,000원	6개월	-24.41%	-11.54%



Compliance Notice

작성자(권민규)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 07 월 15 일 기준)

매수	96.18%	중립	3.82%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------