

덕산네오룩스 (213420/KQ)

아쉬운 실적, 하반기 및 내년 기대감은 유지

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 50,000 원(상향)

현재주가: 42,800 원

상승여력: 16.8%

Analyst
권민규mk.kwon@sk.com
02-3773-8578Analyst
박형우hyungwou@sk.com
02-3773-9035

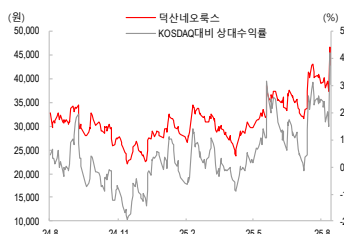
Company Data

발행주식수	2,483 만주
시가총액	1,063 십억원
주요주주	
이준호(외11)	44.14%
국민연금공단	7.84%

Stock Data

주가(25/08/14)	42,800 원
KOSDAQ	815.26 pt
52주 최고가	46,600 원
52주 최저가	22,150 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



2Q25 Review: 기대치 하회, 환경이 좋지 않다

본업(별도) 기준 2Q25 매출액 477 억원(YoY -10%,이하), OP 101 억원(+1%, OPM 21%)로, 시장 기대치를 하회했다. 하회 요인은 ① 중국발 Flexible OLED 공급 과잉으로 주요 고객사의 Rigid OLED 수요 감소 효과가 지속되었고, ② 북미 고객사향 물량 양산 일정 조정(6 월말(2Q) -> 7 월초(3Q)로 지연), ③ 환율 하락 효과, ④ 일회성 충당금 반영이다. 2Q 부터 연결편입된 터보기계는 매출액 332 억원, OP 2 억원(OPM 1%)을 기록, 매출 인식 지연에 따른 믹스 악화와 일시적 비용 반영으로 이익률이 악화되었다. 하반기에는 손익구조 정상화에 따라 회복세를 보일 것으로 예상된다.

올해는 중국발 공급 과잉이 발목, 하반기 및 내년 기대감은 유지

중국발 Flexible OLED 패널 공급 과잉으로 인한 패널 단가 하락으로 주요 고객사 제품의 수요 약세가 연중 지속되고 있다. 과거 '23 년에도 공급 과잉이 있었으나, 중국 패널 업체들의 재무구조 악화로 공급량이 조절되며 '24 년부터 주요 고객사 제품 수요가 상승하는 반사 수혜가 있었다(차트 1, 2 참고). 이번 중국발 공급 과잉 사이클 역시 '25 년 연간 실적에는 부정적인 영향이지만, '26 년부터 수요 정상화 및 반사수혜를 기대해 볼 수 있다. 이에 따라 '25 년 연간 실적은 하향, '26 년은 상향 조정했다. 상반기는 중국발 공급과잉, 주요 고객사의 양산일정 지연, 환율 하락 등 외부 환경의 악조건이 있었으나, 하반기 및 내년의 긍정적인 그림은 유지 중이다. 하반기부터 ①북미 고객사향 공급이 온기로 반영되고, ②Black PDL 신모델 탑재, ③블루 인광 및 OLED 제품군 확대대로 고부가 개발(샘플) 매출 확대가 반영된다. 내년에는 ①폴더블 아이폰, ②8.6 세대 팹 가동(맥북 프로 OLED), ③신규 아이패드(아이패드 미니 OLED, 차량 및 IT 용 제품군 확대)가 예정되어 있다. 중국 업체향 소재 퀵 테스트도 무난하게 진행 중이다. 이번 미국내 특허 심판이 동사의 중국 진출에 미치는 영향은 제한적일 것으로 보인다.

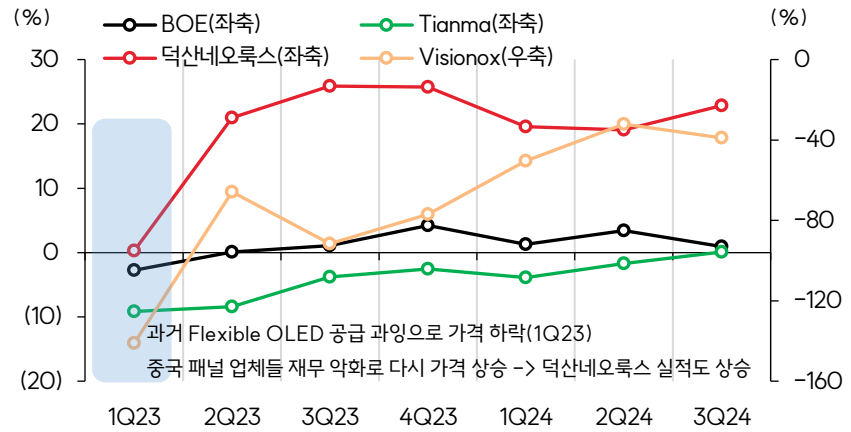
목표주가 50,000 원으로 상향, 투자 의견 '매수' 유지

최근 디스플레이 산업 기대감 상승 및 하반기, 내년 실적 우상향 기대감 반영, 적용 Multiple 소폭 상향에 따라 목표주가를 기존 48,000 원에서 50,000 원으로 상향했다. 중장기적 실적 우상향 및 모멘텀 요소 다수 보유에 따라 매수 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

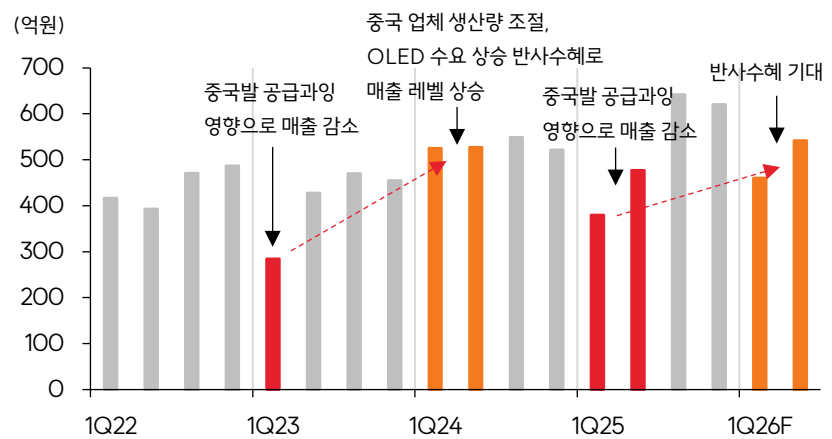
구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	191	177	164	212	322	418
영업이익	십억원	51	45	33	52	67	108
순이익(지배주주)	십억원	47	39	36	46	58	89
EPS	원	1,886	1,567	1,442	1,843	2,349	3,585
PER	배	29.8	24.9	30.9	15.1	18.2	11.9
PBR	배	4.9	3.0	3.0	1.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	배	22.3	16.0	25.8	10.2	12.9	8.4
ROE	%	16.3	12.8	10.6	12.2	13.6	17.7

[차트 1] 공급과잉시기 중국 패널 업체 OPM vs 덕산네오룩스 OPM 변화



자료: 덕산네오룩스, SK 증권

[차트 2] 덕산네오룩스 매출액 추이



자료: 덕산네오룩스, SK 증권

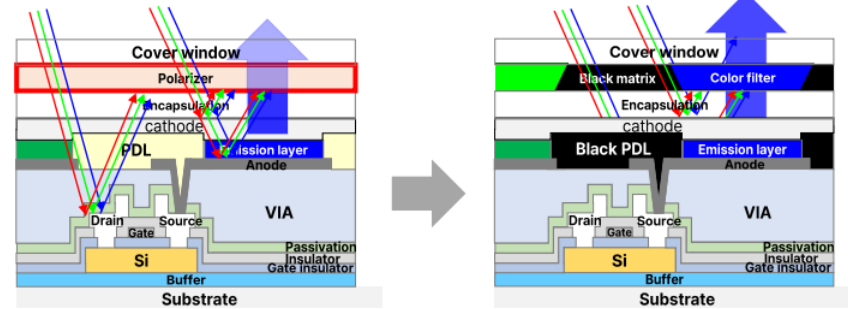
Black PDL 설명

Black PDL 적용시 편광판 제거
-> 두께 감소

Black Pixel Define Layer

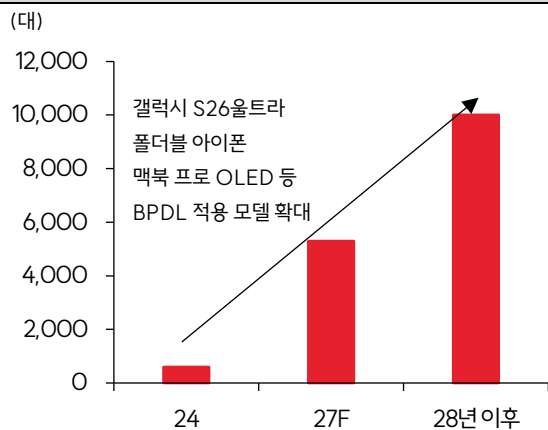
White PDL VS BLACK PDL

발광효율 20% 이상 상승
소비전력 Max 25% 감소



자료: 덕산네오룩스, SK 증권

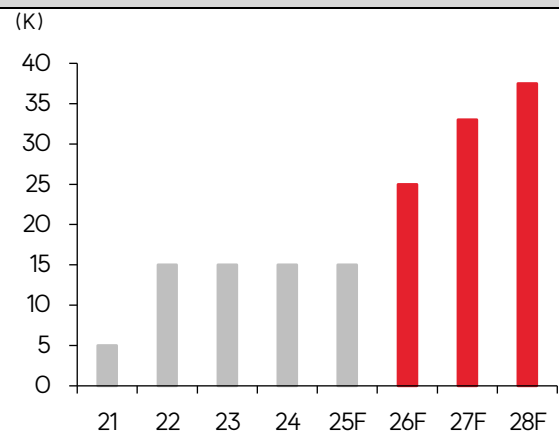
삼성디스플레이 Black PDL 적용 대수 전망



자료: SK 증권 추정

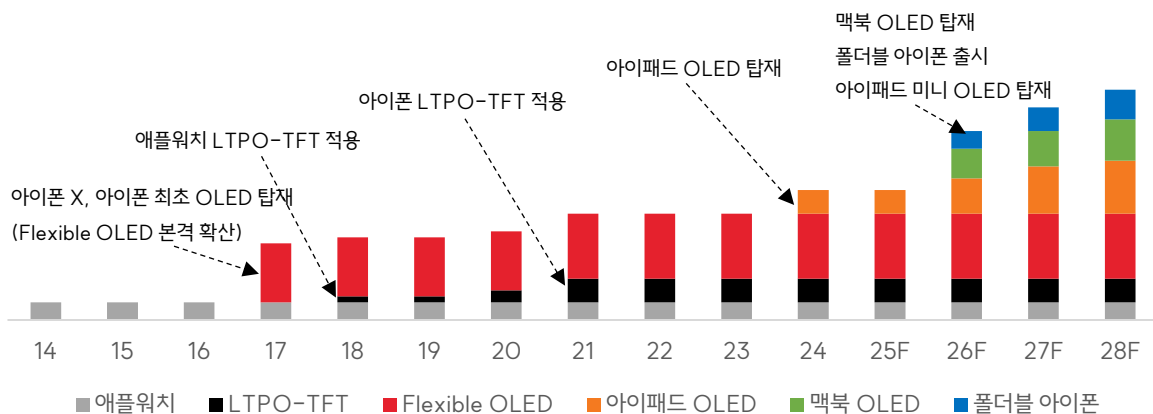
주: 7.6인치 폴더블 메인디스플레이 면적 = 1대로 추정

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	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	525	527	549	522	379	477	642	621	2,122	2,119	2,729
QoQ	15%	0%	4%	-5%	-27%	20%	41%	-5%			
YoY	84%	23%	17%	15%	-28%	-9%	17%	19%	30%	0%	29%
영업이익	103	100	125	196	99	101	180	204	525	585	722
영업이익률	19.6%	19.1%	22.9%	37.6%	26.1%	21.2%	28.1%	32.9%	24.7%	27.6%	26.5%
QoQ	-12%	-2%	25%	56%	-50%	2%	78%	13%			
YoY	11842%	12%	3%	68%	-4%	1%	44%	4%	59%	11%	24%

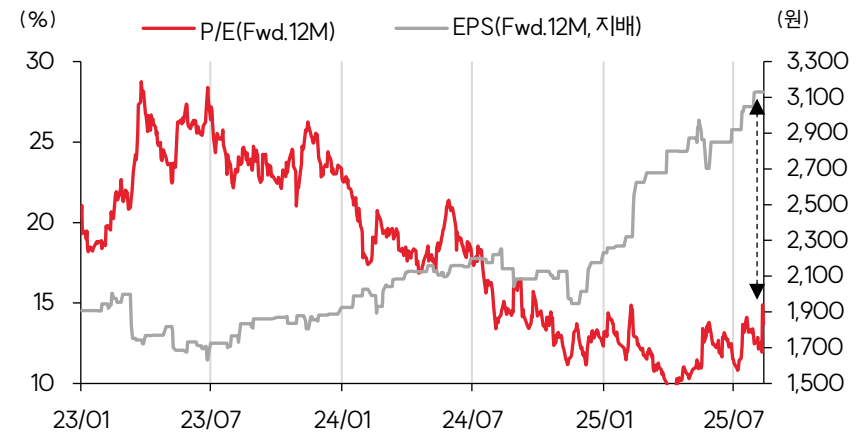
자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스(터보기계 연결 편입 기준) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	525	527	549	522	379	807	1,023	1,014	2,123	3,223	4,182
덕산네오룩스	525	527	549	522	379	477	642	621	2,123	2,119	2,749
인수기업(터보기계)	-	-	-	-	-	330	381	393		1,104	1,433
영업이익	103	100	125	196	99	103	222	250	525	674	1,080
덕산네오룩스	103	100	125	196	99	101	180	204	525	585	894
인수기업(터보기계)	-	-	-	-	-	2	42	46		89	186
영업이익률	20%	19%	23%	38%	26%	13%	22%	25%	25%	21%	26%
덕산네오룩스	20%	19%	23%	38%	26%	21%	28%	33%	25%	28%	33%
인수기업(터보기계)	-	-	-	-	-	1%	11%	12%		8%	13%

자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스 PER vs EPS(Fwd. 12M) 비교



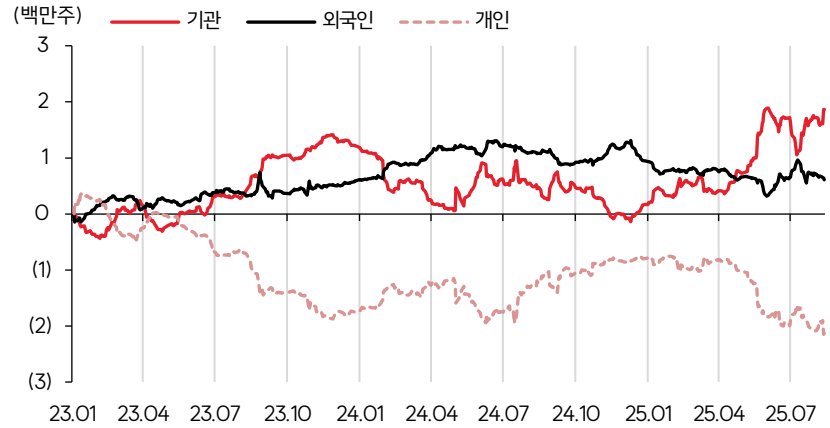
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 PER(Fwd. 12M) 추이



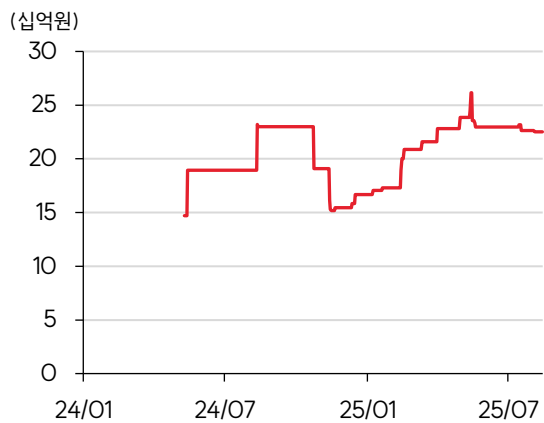
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 투자자별 누적순매수 추이



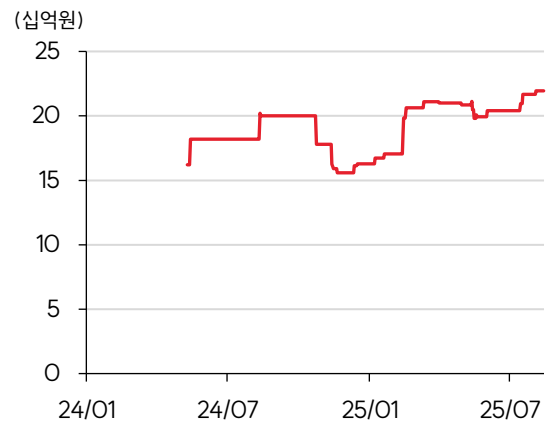
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 3Q25F 영업이익 컨센서스 추이



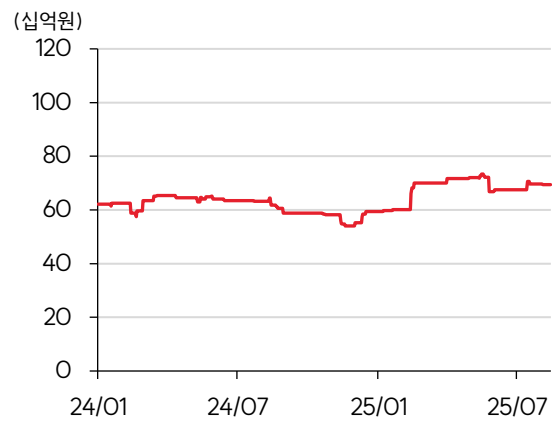
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 4Q25F 영업이익 컨센서스 추이



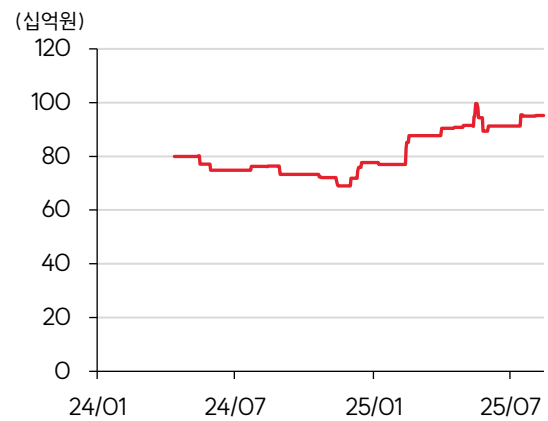
자료: QuantiWise, SK 증권

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	313	416	322	418	2.9	0.5
영업이익	74	113	72	108	(2.7)	(4.4)
순이익	61	92	59	88	(3.3)	(4.3)
OPM (%)	23.6	27.2	22.4	25.8	-	-
NPM	19.5	22.1	18.3	21.1	-	-

자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스 목표주가 밸류에이션 분석

	2025E	비고
목표주가	50,000 원	
25F EPS(연결 편입 후)	2,349 원	인수기업 연결 편입 이후 25F 예상 EPS
Target PER	21 배	과거 3개년 PER 평균치 25 배에 15% 할인 적용 할인 근거는 과거 평균 대비 ROE 하락치 반영
적정 가치	49,916 원	

자료: SK 증권 추정

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	189	101	124	159	173
현금및현금성자산	133	40	71	88	89
매출채권 및 기타채권	13	10	16	20	24
재고자산	29	31	32	40	46
비유동자산	172	303	328	444	499
장기금융자산	25	117	130	187	237
유형자산	92	105	112	164	165
무형자산	38	58	60	59	59
자산총계	362	404	452	602	672
유동부채	16	24	23	50	48
단기금융부채	1	4	1	17	8
매입채무 및 기타채무	9	15	13	22	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	145	126
지배주주지분	320	353	399	457	546
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	321	410
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	320	353	399	457	546
부채와자본총계	362	404	452	602	672

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	49	50	59	69	99
당기순이익(손실)	39	36	46	58	89
비현금성항목등	17	11	19	25	34
유형자산감가상각비	7	7	8	14	14
무형자산상각비	1	2	2	2	2
기타	9	2	9	9	18
운전자본감소(증가)	2	5	-6	-2	-3
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1	4	-5	-4	-4
재고자산의감소(증가)	10	-1	-1	-9	-6
매입채무및기타채무의증가(감소)	-0	2	-3	9	6
기타	-20	-8	-7	-25	-42
법인세납부	-11	-6	-7	-13	-21
투자활동현금흐름	-38	-141	-27	-128	-69
금융자산의감소(증가)	0	0	1	1	1
유형자산의감소(증가)	-14	-16	-14	-67	-15
무형자산의감소(증가)	-1	0	-5	-2	-2
기타	-23	-125	-9	-60	-53
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	17	1
기초현금	134	133	40	71	88
기말현금	133	40	71	88	89
FCF	35	34	44	1	84

자료 : 덕산네오룩스, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	177	164	212	322	418
매출원가	117	106	131	207	244
매출총이익	60	57	82	115	174
매출총이익률(%)	33.8	35.1	38.4	35.7	41.5
판매비와 관리비	15	25	29	48	66
영업이익	45	33	52	67	108
영업이익률(%)	25.4	20.1	24.7	20.9	25.8
비영업손익	-0	9	1	4	2
순금융손익	3	5	5	0	0
외환관련손익	-3	3	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	-1	0	0
세전계속사업이익	45	42	54	71	110
세전계속사업이익률(%)	25.3	25.5	25.4	22.1	26.3
계속사업법인세	6	6	8	13	21
계속사업이익	39	36	46	58	89
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	36	46	58	89
순이익률(%)	22.0	21.9	21.6	18.1	21.3
지배주주	39	36	46	58	89
지배주주귀속 순이익률(%)	22.0	21.9	21.6	18.1	21.3
비지배주주	-0	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	40	36	46	58	89
지배주주	40	36	46	58	89
비지배주주	-0	-0	-0	-0	-0
EBITDA	53	42	62	84	124
	177	164	212	322	418

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-7.7	-7.3	29.7	51.9	29.7
영업이익	-12.0	-26.6	59.4	28.4	60.3
세전계속사업이익	-20.5	-6.8	29.2	32.1	54.7
EBITDA	-7.9	-21.1	49.9	33.7	48.5
EPS	-16.9	-8.0	27.8	27.5	52.6
수익성 (%)					
ROA	11.1	9.3	10.7	11.1	14.0
ROE	12.8	10.6	12.2	13.6	17.7
EBITDA마진	29.9	25.5	29.4	25.9	29.7
안정성 (%)					
유동비율	1,171.1	426.5	529.1	318.9	361.6
부채비율	12.9	14.5	13.4	31.7	23.0
순차입금/자기자본	-39.0	-9.0	-12.3	2.9	-3.1
EBITDA/이자비용(배)	68.0	52.9	76.9	163.4	173.1
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,567	1,442	1,843	2,349	3,585
BPS	13,166	14,626	16,471	18,820	22,405
CFPS	1,889	1,794	2,245	3,000	4,233
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	24.9	30.9	15.1	18.2	11.9
PBR	3.0	3.0	1.7	2.3	1.9
PCR	20.7	24.8	12.4	14.3	10.1
EV/EBITDA	16.0	25.8	10.2	12.9	8.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.08.18	매수	50,000원	6개월		
2025.07.15	매수	48,000원	6개월	-15.57%	-2.92%
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 (2025년 08월 18일 기준)

매수	92.95%	중립	7.05%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------