



덕산네오룩스 (213420)

Application 확대에 따른 면적 증대 효과 기대

▶ Analyst 김광진 kwangjin.kim@hanwha.com 3772-7583 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Buy (유지)

목표주가(상향): 56,000원

현재 주가(8/28)	43,900원
상승여력	▲ 27.6%
시가총액	10,901억원
발행주식수	24,831천주
52 주 최고가 / 최저가	50,100 / 31,250원
90 일 일평균 거래대금	58.71억원
외국인 지분율	8.1%

주주 구성	
이준호 (외 10인)	55.1%
국민연금공단 (외 1인)	5.0%
자사주신탁 (외 1인)	1.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.7	-0.8	-0.9	30.5
상대수익률(KOSDAQ)	8.2	-8.6	-15.8	17.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	191	177	167	206
영업이익	51	45	31	50
EBITDA	57	53	44	64
지배주주순이익	47	39	34	46
EPS	1,886	1,568	1,366	1,872
순차입금	-116	-125	-128	-167
PER	29.8	24.9	32.1	23.5
PBR	4.9	3.0	3.1	2.7
EV/EBITDA	22.3	16.0	22.1	14.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	19.5	12.8	10.1	12.3

주가 추이



상반기보다 나은 하반기

하반기 실적은 계절적 성수기 진입 효과 영향으로 상반기 대비 개선 전망. 분기별 예상 매출은 3Q 470억원(+10% QoQ), 4Q 489억원(+4% QoQ) 전망. 전방 수요 부진과 고객사 가동률 하락 영향으로 Rigid 패널향 공급은 여전히 회복이 더딘 상황이나 아이폰 15 시리즈향 공급 확대가 성장 견인할 것. 특히 LGD의 패널 초도 공급 지연으로 동사의 주력 고객사인 SDC의 점유율 확대 가능성 존재. 이 경우 실적 추가 개선 요인으로 작용할 것

내년 OLED 적용 확대에 따른 면적 증대 효과 기대

지난 2년간 1) 스마트폰 시장 수요 둔화, 2) 재료가조 변경 등의 이유로 역성장했으나, 내년부터는 성장 구간 진입 전망. 1) 첫 아이패드 OLED 모델 출시와 2) 노트북 OLED 침투율 확대 등 기존 스마트폰에서 IT제품으로의 OLED 적용처 확산 효과가 주요 실적 성장 모멘텀으로 작용할 것

내년에는 아이패드에서 첫 OLED 모델이 출시되며, 두 가지 프로 모델에 적용될 예정. 일반적으로 아이패드 프로 신모델 합산 판매량은 750~950만대 수준. 첫 OLED 모델 출시임을 감안 상단값에 근접한 900만대 판매를 가정하면, 이는 6" 스마트폰 패널 기준 3,600만대의 효과를 지니며, 투 스택 텐덤 구조 효과까지 고려할 경우 5,400만대 분에 달함. 동사의 점유율 50%를 가정하면 약 2,700만대의 6" 스마트폰 판매 증가 효과가 발생하는 것. 또한 SDC의 노트북용 OLED 패널 출하 확대도 추가 모멘텀. 전방 수요 부진으로 올해는 전년 대비 역성장 예상되나 OLED 모델 확대라는 삼성전자의 노트북 판매 전략을 고려하면 내년에는 공급량 재차 확대될 가능성 높음

목표주가 56,000원으로 상향

동사에 대해 목표주가를 기존 49,000원에서 56,000원으로 +14% 상향하고 투자 의견 유지. 목표주가는 아이패드로의 OLED 확대가 진행되는 내년 예상 EPS에 Target P/E 30.X 적용해 산출. Target P/E는 동사의 과거 5개년 P/E Band 상단 수준으로 향후 IT제품군으로 OLED 침투 확대에 따른 시장 성장 가능성을 고려하면 합리적인 수준이라 판단

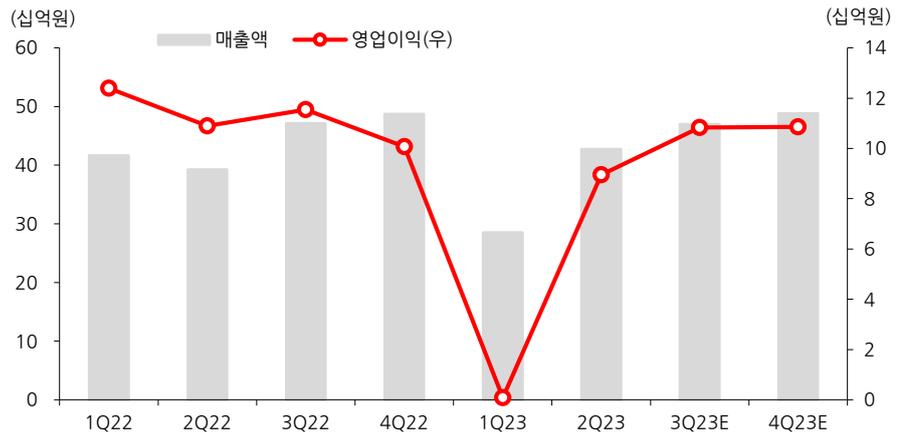
[표1] 덕산네오룩스 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	41.6	39.3	47.1	48.7	28.5	42.7	47.0	48.9	176.8	167.1	205.7
HTL 등	37.5	35.0	42.5	43.3	25.3	37.8	42.1	43.0	158.2	148.2	184.7
Red Host	4.2	4.3	4.7	5.4	3.2	4.9	4.9	5.9	18.6	18.9	21.0
YoY	-2.5%	-9.3%	-19.5%	4.1%	-31.5%	8.8%	-0.3%	0.3%	-7.6%	-5.5%	23.1%
HTL 등	8.0%	0.0%	-17.5%	7.2%	-32.4%	8.2%	-0.9%	-0.8%	-2.1%	-6.3%	24.6%
Red Host	-47.9%	-48.4%	-33.8%	-15.3%	-23.0%	14.2%	5.5%	8.4%	-37.7%	2.0%	10.8%
매출총이익	15.7	14.6	14.7	14.7	6.2	15.9	16.7	17.2	59.8	56.1	74.6
YoY	2.8%	5.4%	-30.7%	-15.8%	-60.2%	9.1%	13.6%	16.9%	-11.9%	-6.1%	33.0%
매출총이익률	37.7%	37.2%	31.3%	30.2%	21.9%	37.3%	35.6%	35.2%	33.8%	33.6%	36.3%
영업이익	12.4	10.9	11.5	10.1	0.1	9.0	10.8	10.9	44.9	30.7	49.7
YoY	7.4%	6.9%	-29.0%	-22.5%	-99.3%	-17.9%	-6.2%	7.8%	-11.9%	-31.6%	61.6%
영업이익률	29.8%	27.8%	24.5%	20.7%	0.3%	21.0%	23.0%	22.2%	25.4%	18.4%	24.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 덕산네오룩스 매출액 및 영업이익 추이



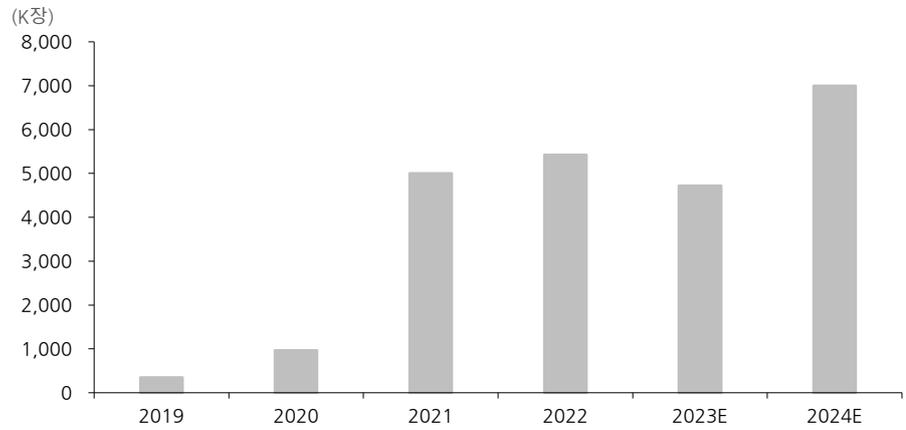
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 아이패드 면적 효과 환산

	아이패드(12.9", 10.9" 50:50 가정)		
	750만대	900만대	1,000만대
아이패드 OLED모델 예상 판매량	750만대	900만대	1,000만대
6"패널 환산	3,000만대	3,600만대	4,000만대
탠덤 구조 적용 출시 효과 (6"기준)	X1.5	X1.5	X1.5
	4,500만대	5,400만대	6,000만대
덕산네오룩스 TAM (SDC 50% M/S 가정)	2,250만대	2,700만대	3,000만대

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림2] SDC의 노트북용 OLED 패널 출하량



자료: OMDIA, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	144	191	177	167	206
매출총이익	54	68	60	56	75
영업이익	40	51	45	31	50
EBITDA	45	57	53	44	64
순이자손익	0	1	3	2	2
외화관련손익	-3	4	-3	3	2
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	38	56	45	41	56
당기순이익	33	47	39	34	46
지배주주순이익	33	47	39	34	46
증가율(%)					
매출액	47.3	32.6	-7.7	-5.4	23.1
영업이익	93.2	27.5	-12.0	-31.5	61.6
EBITDA	82.0	26.7	-7.9	-17.6	46.8
순이익	74.1	42.4	-16.9	-12.9	37.0
이익률(%)					
매출총이익률	37.2	35.5	33.8	33.6	36.3
영업이익률	27.8	26.6	25.4	18.4	24.1
EBITDA 이익률	31.3	30.0	29.9	26.1	31.1
세전이익률	26.2	29.4	25.3	24.3	27.2
순이익률	23.1	24.5	22.0	20.3	22.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	42	44	49	21	51
당기순이익	33	47	39	34	46
자산상각비	5	6	8	13	14
운전자본증감	-4	-16	2	-22	-10
매출채권 감소(증가)	-1	-1	-1	-3	-4
재고자산 감소(증가)	-3	-12	10	-18	-7
매입채무 증가(감소)	4	-2	0	8	2
투자현금흐름	-28	-26	-38	2	-12
유형자산처분(취득)	-23	-11	-14	-10	-12
무형자산 감소(증가)	-2	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	12	0
재무현금흐름	0	65	-8	0	0
차입금의 증가(감소)	0	45	-2	2	0
자본의 증가(감소)	0	20	-7	-2	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	48	65	56	43	61
(-)운전자본증감(감소)	-3	31	-2	31	10
(-)설비투자	23	11	14	10	12
(+)자산매각	-2	0	-1	0	0
Free Cash Flow	26	22	42	3	39
(-)기타투자	10	0	23	-8	0
잉여현금	16	22	19	11	39
NOPLAT	35	42	39	26	41
(+) Dep	5	6	8	13	14
(-)운전자본투자	-3	31	-2	31	10
(-)Capex	23	11	14	10	12
OpFCF	20	6	34	-2	34

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	91	188	189	233	284
현금성자산	51	135	145	156	195
매출채권	12	13	13	28	33
재고자산	26	39	29	47	54
비유동자산	130	149	172	171	169
투자자산	21	36	42	43	44
유형자산	72	76	92	90	89
무형자산	37	36	38	37	37
자산총계	221	337	362	404	453
유동부채	20	23	16	25	27
매입채무	12	11	10	12	14
유동성이자부채	1	1	1	8	8
비유동부채	8	27	25	26	26
비유동이자부채	0	17	18	19	19
부채총계	28	50	41	51	53
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	141	141	141	141
이익잉여금	94	141	181	215	261
자본조정	0	0	-7	-8	-8
자기주식	0	0	-7	-8	-8
자본총계	193	287	320	353	400

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,389	1,886	1,568	1,366	1,872
BPS	8,028	11,558	12,896	14,223	16,095
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	2,001	2,605	2,240	1,745	2,457
ROA(%)	16.6	16.8	11.1	8.9	10.8
ROE(%)	18.9	19.5	12.8	10.1	12.3
ROIC(%)	27.9	28.8	24.3	14.5	21.1
Multiples(x, %)					
PER	25.1	29.8	24.9	32.1	23.5
PBR	4.3	4.9	3.0	3.1	2.7
PSR	5.8	7.3	5.5	6.5	5.3
PCR	17.4	21.6	17.5	25.2	17.9
EV/EBITDA	17.5	22.3	16.0	22.1	14.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	14.6	17.3	12.9	14.4	13.3
Net debt/Equity	-25.7	-40.5	-39.0	-36.3	-41.9
Net debt/EBITDA	-109.9	-202.9	-236.6	-294.8	-261.8
유동비율	457.3	830.1	1,171.1	940.4	1,055.3
이자보상배율(배)	2,124.9	669.7	57.8	32.6	50.9
자산구조(%)					
투하자본	65.7	48.0	46.6	49.1	45.6
현금+투자자산	34.3	52.0	53.4	50.9	54.4
자본구조(%)					
차입금	0.6	6.1	5.8	7.2	6.4
자기자본	99.4	93.9	94.2	92.8	93.6

[Compliance Notice]

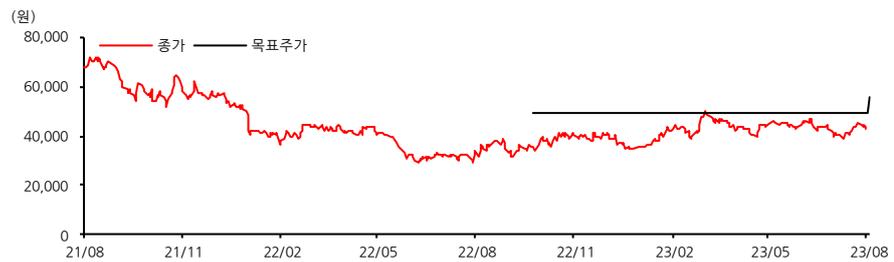
(공표일: 2023년 08월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김광진, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[덕산네오룩스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.10.17	2022.10.18	2022.10.31	2022.11.16	2023.03.14	2023.08.29
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	김광진	49,000	49,000	49,000	49,000	56,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.18	Buy	49,000	-15.21	2.24
2023.08.29	Buy	56,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.8%	5.6%	0.6%	100.0%