

# 덕산네오룩스(213420)

## 향후 높은 성장성 대비 여전히 싼 주가

### 현대중공업터보기계 2Q25 연결 실적 반영 시작

동사가 지난 12월 6일에 지분 59.7%를 인수한 현대중공업터보기계가 2Q25부터 연결 실적으로 반영될 예정이다. 현대중공업터보기계는 펌프, 압축기, 스팀터빈 등 산업용 및 선박용 터보기계의 제품 개발부터 설계, 제작, 시운전, 유지보수 서비스까지 아우르는 밸류체인을 영위하고 있으며, 최초 설립된 2016년 이후 매년 꾸준한 실적 성장세를 기록하고 있다(2024년 매출 1,253억원(+9% YoY), 영업이익 189억원(+25% YoY)). 최근 LNG, 원유 선박용 펌프, 해외 원자력 프로젝트와 극저온 펌프 국산화 관련 신규 수주 확보로 지난해 수주잔고가 크게 증가했다는 점을 고려할 때 향후 동사의 ROE를 높일 수 있는 안정적인 캐시카우 역할을 할 것으로 보인다. 이를 반영할 때 계절적 최대 비수기인 2Q25 실적은 매출액 744억원(+41% YoY, +96%), 영업이익 161억원(+63% YoY, +62% QoQ)을 기록할 것으로 전망된다.

### COE 기술 변화로 고부가가치 제품인 블랙 PDL 수요 증가세 이어질 전망

주력 고객사 내 독점적 지배력을 확보하고 있는 블랙 PDL 적용이 빠르게 확대될 것으로 예상되어 동사의 OLED 소재 사업의 중장기적인 실적 성장세가 뚜렷할 것으로 전망된다. 삼성디스플레이가 COE(Color filter on encapsulation) 기술을 토대로 세계 최초 상용화한 무(無)편광필름 OLED는 패널 두께를 줄여 유연성을 높이고, 빛 투과율을 높여 소비전력을 낮추는데 유리한데, 이를 구현하기 위해서는 동사가 독점 공급 중인 블랙 PDL 적용이 필수적이다. 현재 블랙 PDL은 갤럭시Z 폴드에만 제한적으로 적용 중이지만 2026년 상반기와 하반기에 각각 출시 예정인 갤럭시S26 울트라, 아이폰 폴더블 스마트폰을 시작으로 기술 적용이 점차 확대될 것으로 예상된다. Apple의 첫 폴더블 스마트폰의 디스플레이 면적이 기존 아이폰 대비 약 2.8배(외부, 내부 디스플레이 포함) 가량 커진다는 점을 고려할 때 연간 애플 폴더블향 패널 출하량 2,000~2,500만대 가정시 기존 아이폰 5,500~6,500만대에 달하는 실적 효과를 발생시킬 것으로 전망되어 동사의 강한 수혜가 예상된다. 특히 Apple은 2028년부터 기존 아이폰 모델에도 COE 기술 적용을 계획하고 있는 것으로 알려졌다. 이를 대응하기 위한 삼성디스플레이의 COE 캐파는 현재 10K/월에서 2028년 70K/월 규모까지 꾸준히 확대되면서 동사의 블랙 PDL 소재 수요 증가세가 2028년 이후까지 지속될 것으로 보인다.

### 목표주가와 매수 투자 의견 유지

동사에 대한 목표주가와 매수 투자 의견을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS에 역사적 하단 P/E 배수인 15.0배를 적용해 산출했다. 과거 동사 주가의 밸류에이션은 평균적으로 P/E 25.0배 수준을 유지해왔지만 모바일 OLED 시장의 성숙기와 중국 시장 내 자국 업체들의 진입, 아이폰 미-중 상호관세 영향 우려 등의 멀티플 디-레이팅 요인을 반영해 보수적으로 적용했다. 향후 현대중공업터보기계의 연결 실적 반영과 COE OLED 적용 확대에 따른 블랙 PDL 소재 수혜 가능성 등을 반영한 2025년, 2026년 예상 영업이익은 각각 719억원(+37% YoY), 1,025억원(+43% YoY)을 기록하며 가파른 실적 성장세를 나타낼 것으로 전망된다. 현 주가는 2026년 예상 실적 기준 P/E 9.4배 수준에 불과해 여전히 저평가되어 있어 상승 여력이 클 것으로 판단되는 바 동사에 대한 긍정적 의견을 유지한다.

## Company Brief

## Buy (Maintain)

목표주가(12M)	50,000원(유지)
증가(2025.05.30)	37,250원
상승여력	34.2%

### Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	2,483만주
시가총액	925십억원
외국인지분율	7.8%
52주 주가	22,150~45,250원
60일평균거래량	175,097주
60일평균거래대금	5.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.8	20.7	52.0	-17.7
상대수익률	24.1	22.0	43.4	-5.1

### Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	212	302	396	468
영업이익(십억원)	52	72	103	119
순이익(십억원)	46	68	98	120
EPS(원)	1,843	2,736	3,964	4,820
BPS(원)	16,065	18,803	22,770	27,592
PER(배)	15.1	13.6	9.4	7.7
PBR(배)	1.7	2.0	1.6	1.4
ROE(%)	12.2	15.7	19.1	19.1
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	10.2	10.0	6.5	4.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

[IT RA]

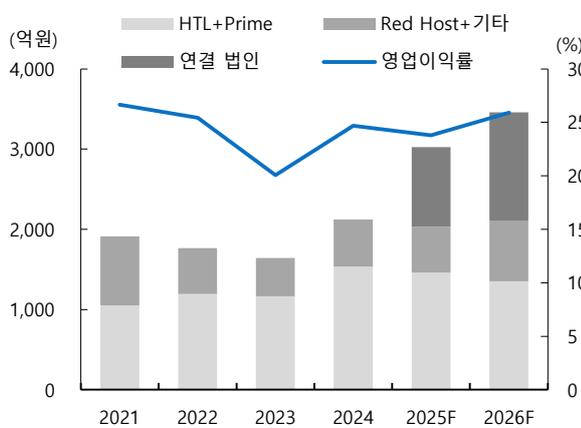
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 덕산네오룩스 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	525	527	549	522	379	744	953	947	2,123	3,023	3,957
HTL+Prime	383	383	388	380	270	300	453	437	1,533	1,459	1,353
Red Host+기타	142	144	161	142	110	128	170	166	589	574	752
연결 법인					-	316	330	344		990	1,355
YoY	84%	23%	17%	15%	-28%	41%	74%	81%	30%	42%	31%
QoQ	15%	0%	4%	-5%	-27%	96%	28%	-1%			
매출원가	340	355	341	286	219	486	603	587	1,322	1,895	2,406
매출원가율	65%	67%	62%	55%	58%	65%	63%	62%	62%	63%	61%
매출총이익	184	172	207	236	161	258	350	360	800	1,129	1,551
매출총이익률	35%	33%	38%	45%	42%	35%	37%	38%	38%	37%	39%
판매비 및 관리비	81	73	82	41	61	97	120	132	276	410	525
판매비율	15%	14%	15%	8%	16%	13%	13%	14%	13%	14%	13%
영업이익	104	99	126	195	99	161	230	228	524	719	1,025
영업이익률	20%	19%	23%	37%	26%	22%	24%	24%	25%	24%	26%
YoY	11250%	10%	3%	69%	-4%	63%	83%	17%	60%	37%	43%
QoQ	-10%	-4%	27%	55%	-49%	62%	43%	-1%			
세전이익	100	120	135	184	88	193	262	260	539	803	1,162
당기순이익	86	99	107	165	82	154	223	221	458	679	984
당기순이익률	16%	19%	19%	32%	22%	21%	23%	23%	22%	22%	25%
YoY	109%	-15%	0%	77%	-5%	55%	109%	33%	28%	49%	45%
QoQ	-8%	15%	7%	55%	-50%	88%	45%	-1%			

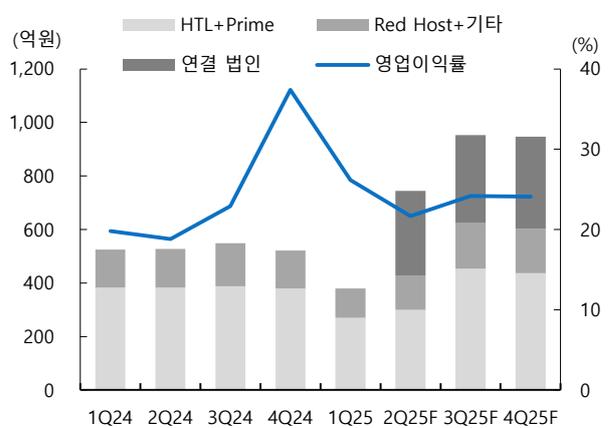
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림1. 덕산네오룩스 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림2. 덕산네오룩스 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



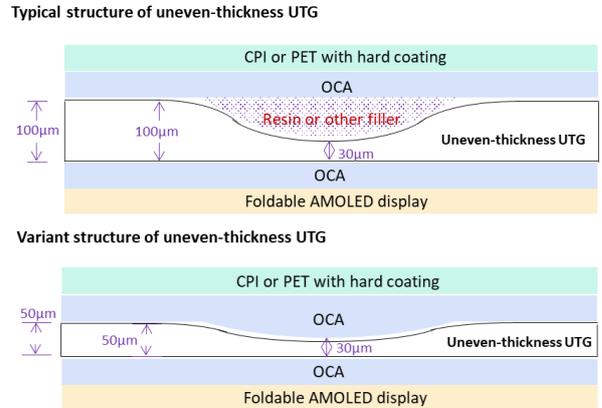
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림3. 2026년 하반기 Apple의 첫 폴더블 스마트폰 출시 예정



자료: PhoneArena, iM증권 리서치본부

그림4. Apple이 개발 중인 두께가 고르지 않은 UTG의 구조

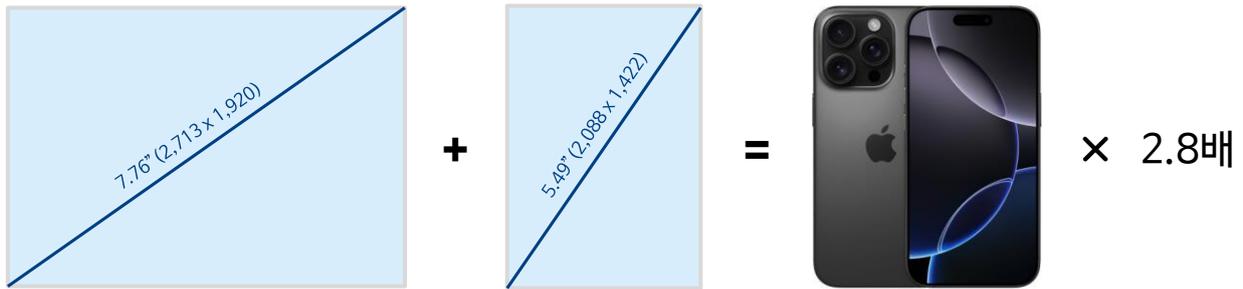


자료: OMDIA, iM증권 리서치본부

그림5. 덕산네오룩스 목표주가 산출

Apple 폴더블 스마트폰 디스플레이 총 면적 → 42.4 inch<sup>2</sup> = 28.4 inch<sup>2</sup> + 14.0 inch<sup>2</sup>

아이폰16 프로 디스플레이 총 면적 14.9 inch<sup>2</sup>



Apple 연간 스마트폰 판매량 약 2.2억대 중 폴더블 스마트폰 2,000만대 판매 가정시 디스플레이 면적은 아이폰 환산 2.6억대 효과 발생 (기존 대비 +16% 증가)

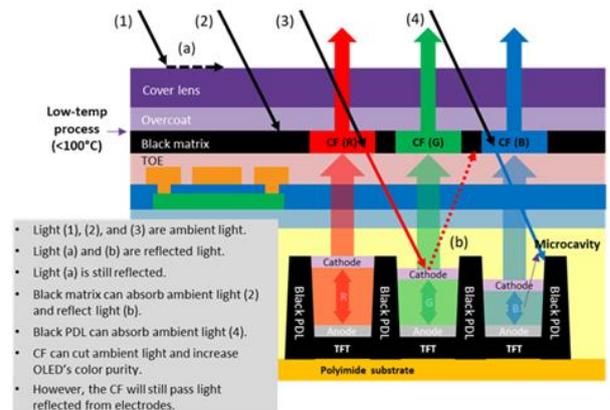
자료: iM증권 리서치본부

그림6. 기존 방식과 COE 방식 OLED의 발광 구조 비교



자료: PhoneArena, iM증권 리서치본부

그림7. 블랙 PDL이 적용된 COE OLED 단면도와 빛 반사 형태



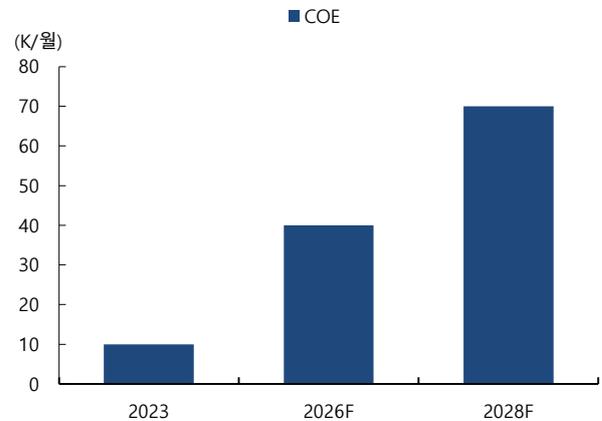
자료: OMDIA, iM증권 리서치본부

그림8. 삼성디스플레이 Apple향 6세대 OLED 캐파



자료: OMDIA, iM증권 리서치본부

그림9. 삼성디스플레이 6세대 COE 캐파



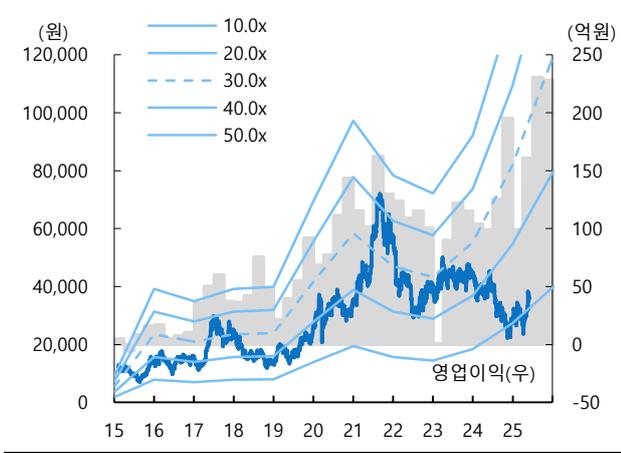
자료: OMDIA, iM증권 리서치본부

표2. 덕산네오룩스 목표주가 산출

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	비고
EPS (원)	798	1,389	1,945	1,567	1,442	1,843	2,736	3,964	
BPS (원)	6,662	8,028	11,558	12,896	14,220	16,065	18,803	22,770	
고점 P/E (배)	33.0	28.0	37.0	36.6	34.7	24.6	14.0		최근 5년간 평균: 29.2
평균 P/E (배)	23.4	22.9	26.7	24.9	29.8	18.9	11.1		최근 5년간 평균: 22.4
저점 P/E (배)	16.2	14.9	17.2	18.7	24.1	12.0	8.6		최근 5년간 평균: 15.9
고점 P/B (배)	3.9	4.9	6.2	4.5	3.5	2.8	2.0		최근 5년간 평균: 4.0
평균 P/B (배)	2.8	4.0	4.5	3.0	3.0	2.2	1.6		최근 5년간 평균: 3.1
저점 P/B (배)	1.9	2.6	2.9	2.3	2.4	1.4	1.3		최근 5년간 평균: 2.1
ROE	12.7%	18.9%	19.5%	12.8%	10.6%	12.2%	15.7%	19.1%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원)							3,243		12개월 선행 EPS
Target P/E (배)							15.0		2024년 이전 역사적 하단 배수 적용
적정주가 (원)							48,644		
목표주가 (원)							50,000		26년 예상 실적 기준 P/E 12.6배
전일 종가 (원)							37,250		26년 예상 실적 기준 P/E 9.4배
상승 여력							34.2%		

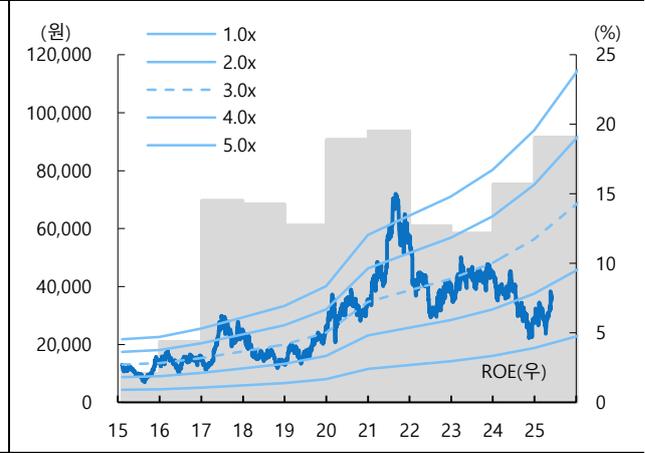
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림10. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/E chart



자료: iM증권 리서치본부

그림11. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/B chart



자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원,%)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	121	200	297	422	매출액	212	302	396	468
현금 및 현금성자산	69	127	208	319	증가율(%)	29.7	42.4	30.9	18.3
단기금융자산	1	1	1	1	매출원가	132	189	241	286
매출채권	16	19	26	29	매출총이익	80	113	155	182
재고자산	32	48	58	68	판매비와관리비	276	410	525	626
비유동자산	333	324	326	323	연구개발비	7	18	24	29
유형자산	107	109	110	111	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	59	56	53	51	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	454	523	623	745	영업이익	52	72	103	119
유동부채	26	26	28	29	증가율(%)	59.5	37.2	42.6	16.4
매입채무	14	16	17	19	영업이익률(%)	24.7	23.8	25.9	25.5
단기차입금	3	3	3	3	이자수익	6	9	16	23
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	30	30	30	30	지분법이익(손실)	-1	-1	-1	-1
사채	19	19	19	19	기타영업외손익	-1	0	0	0
장기차입금	3	3	3	3	세전계속사업이익	54	80	116	141
부채총계	55	57	58	60	법인세비용	8	12	18	22
지배주주지분	399	467	565	685	세전계속이익률(%)	25.4	26.6	29.4	30.2
자본금	5	5	5	5	당기순이익	46	68	98	120
자본잉여금	141	141	141	141	순이익률(%)	21.6	22.5	24.9	25.6
이익잉여금	262	330	429	548	지배주주귀속 순이익	46	68	98	120
기타자본항목	-10	-10	-10	-10	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	46	68	98	120
자본총계	399	467	565	685	지배주주귀속총포괄이익	46	68	98	120

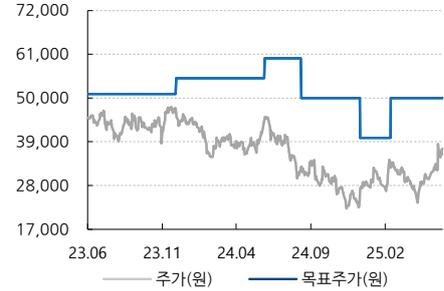
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	60	54	89	113	주당지표(원)				
당기순이익	46	68	98	120	EPS	1,843	2,736	3,964	4,820
유형자산감가상각비	9	8	9	9	BPS	16,065	18,803	22,770	27,592
무형자산상각비	1	2	2	2	CFPS	2,264	3,167	4,396	5,243
지분법관련손실(이익)	-1	-1	-1	-1	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-27	-10	-22	-16	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-14	-10	-10	-10	PER	15.1	13.6	9.4	7.7
무형자산의 처분(취득)	5	-	-	-	PBR	1.7	2.0	1.6	1.4
금융상품의 증감	16	58	81	111	PCR	12.3	11.8	8.5	7.1
재무활동 현금흐름	-3	-2	-2	-2	EV/EBITDA	10.2	10.0	6.5	4.8
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	12.2	15.7	19.1	19.1
자본의증감	2	1	0	0	EBITDA이익률	29.6	27.3	28.6	27.7
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	13.8	12.1	10.2	8.7
현금및현금성자산의증감	30	58	81	111	순부채비율	-11.2	-22.1	-32.5	-43.1
기초현금및현금성자산	38	69	127	208	매출채권회전율(x)	16.5	17.1	17.4	16.9
기말현금및현금성자산	69	127	208	319	재고자산회전율(x)	6.8	7.6	7.4	7.4

자료 : 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

덕산네오룩스 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-05-30	Buy	51,000	-14.0%	-6.4%
2023-11-30	Buy	55,000	-27.0%	-16.5%
2024-05-30	Buy	60,000	-36.5%	-24.6%
2024-08-13	Buy	50,000	-43.4%	-31.2%
2024-12-12	Buy	40,000	-26.1%	-13.8%
2025-02-13	Buy	50,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%