

덕산네오룩스(213420)

이제는 올라갈 때!

올해 역대 두 번째 높은 실적 수준에도 불구하고, 주가 연초 대비 44% 하락

동사 4Q24 실적은 매출 528억원(+16% YoY, -4% QoQ), 영업이익 127억원(+10% YoY, +1% QoQ)으로 시장 기대치에 부합하며 안정적인 흐름을 이어갈 전망이다. 매출액은 아이폰 16 신제품 OLED 패널 출하량 조정 영향으로 전분기 대비 소폭 감소하겠지만 원-달러 환율 상승과 성과평가충당금 환입으로 영업이익률은 개선될 것으로 예상된다. 이를 반영한 2024년 매출액과 영업이익은 각각 2,128억원(+30% YoY), 456억원(+20% YoY)을 기록할 것으로 추정된다. 지난 2021년을 제외한 역대 두 번째로 높은 실적 수준이다. 스마트폰 시장 내 중저가 제품까지 OLED 패널 적용이 확대되고 있으며, 주력 고객사인 삼성디스플레이 내 적용 소재(HTL, R', G', 레드 호스트) 점유율도 상승했기 때문이다. 그럼에도 불구하고 동사 주가는 올해 아이폰 신제품과 중국 스마트폰 시장 내 삼성디스플레이 점유율 하락 우려 영향으로 연초 대비 약 44% 하락했다.

너무나도 확실한 2가지 투자 포인트

당사는 향후 두 가지 관점에서 동사 주가의 상승세를 기대한다. 첫째, 당사는 지난 12월 6일, 발전소 및 선박 산업용 펌프 기업인 현대중공업터보기계 지분 59.7%를 710억원에 인수한다고 공시했다. 계약 종결일은 2025년 3월 6일로서 1Q25부터 연결 실적으로 반영될 예정이다. 현대중공업터보기계는 2023년 매출 1,147억원(+2% YoY), 영업이익 152억원(+8% YoY)을 기록했으며, 최근 해외 원자력 프로젝트와 극저온 펌프 국산화 관련 신규 수주 확보 올해 수주잔고가 크게 증가했다는 점을 고려할 때 향후 동사 ROE를 높일 수 있는 안정적인 캐시카우 역할을 할 것으로 보인다. 둘째, 2026년 하반기 출시 예정인 애플 아이폰 폴더블 신제품의 강한 수혜가 예상된다. 아이폰 폴더블에는 편광필름을 없애 소비전력을 낮추고 빛 투과율을 높이는 한편, 폴더블 디스플레이에 유리한 CoE(Color filter on encapsulation) 기술 적용될 계획이다. 이를 구현하기 위해서는 동사가 독점 공급 중인 블랙 PDL 적용이 필수적이다. 현재 블랙 PDL은 갤럭시Z폴드에만 제한적으로 적용이지만 향후 아이폰 폴더블을 통해 기술 적용이 빠르게 확대될 것이다. 또한 기존 아이폰 대비 면적이 2~3배(외부, 내부 디스플레이 포함) 가량 커진다는 점을 고려할 때 당사가 전망하는 연간 애플 폴더블당 패널 출하량 2,500~3,000만대 가정시 기존 아이폰 6,000~8,000만대에 달하는 실적 효과를 발생시킬 수 있다. 이를 반영한 동사의 2025년, 2026년 영업이익은 각각 649억원(+42% YoY), 826억원(+28% YoY)을 기록할 것으로 추정된다.

목표주가 40,000원으로 하향 조정하나 주가 상승 여력 충분

동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 40,000원으로 하향한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 역사적 하단 P/E 배수인 15.0배를 적용해 산출했다. 동사 주가의 밸류에이션은 평균적으로 P/E 25.0배 수준을 유지해왔지만 모바일 OLED 시장의 성숙기 진입과 중국 시장 내 자국 업체들의 진입, 국내외 정치 리스크 등의 멀티플 디-레이팅 요인을 반영해 보수적으로 적용했다. 그러나 최근 타법인 주식 및 출자증권 양수를 통한 외형 성장과 향후 애플 폴더블의 뚜렷한 수혜 가능성 등을 고려할 때 2025년 예상 실적 기준 P/E 9.5배까지 하락한 주가 조정은 과도하다는 판단이다. 현 주가에서의 적극적인 비중 확대를 추천한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	40,000원(하향)
증가(2024.12.11)	25,000원
상승여력	60.0%

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	2,483만주
시가총액	567십억원
외국인지분율	10.6%
52주 추가	22,150~45,950원
60일평균거래량	139,285주
60일평균거래대금	3.9십억원

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-6.5	-22.5	-42.1	-48.6
상대수익률	2.7	-15.8	-18.3	-27.8

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	164	213	346	395
영업이익(십억원)	33	46	65	83
순이익(십억원)	36	45	67	86
EPS(원)	1,442	1,797	2,714	3,461
BPS(원)	14,220	16,035	18,767	22,245
PER(배)	30.9	13.9	9.2	7.2
PBR(배)	3.1	1.6	1.3	1.1
ROE(%)	10.6	11.9	15.6	16.9
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	25.8	10.2	6.9	4.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

[IT RA]

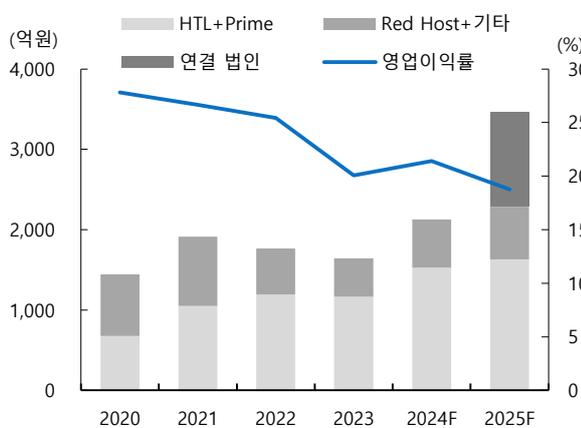
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 덕산네오룩스 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
매출액	525	527	549	528	823	847	893	897	1,637	2,128	3,461
HTL+Prime	383	383	388	374	399	402	418	409	1,164	1,528	1,628
Red Host+기타	142	144	161	154	150	158	175	176	478	601	658
연결 법인					275	288	300	313			1,175
YoY	84%	23%	17%	16%	57%	61%	63%	70%	-7%	30%	63%
QoQ	15%	0%	4%	-4%	56%	3%	5%	0%			
매출원가	340	355	341	322	557	577	585	582	1,075	1,359	2,301
매출원가율	65%	67%	62%	61%	68%	68%	65%	65%	66%	64%	66%
매출총이익	184	172	207	206	267	270	308	315	562	770	1,161
매출총이익률	35%	33%	38%	39%	32%	32%	35%	35%	34%	36%	34%
판매비 및 관리비	81	73	82	79	120	125	134	133	234	314	512
판매비율	15%	14%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	14%	15%	15%
영업이익	104	99	126	127	147	145	174	183	328	456	649
영업이익률	20%	19%	23%	24%	18%	17%	19%	20%	20%	21%	19%
YoY	11250%	10%	3%	10%	42%	46%	38%	44%	-27%	39%	42%
QoQ	-10%	-4%	27%	1%	16%	-2%	20%	5%			
세전이익	100	120	135	140	173	173	202	211	418	495	759
당기순이익	86	99	107	139	149	147	176	185	358	431	656
당기순이익률	16%	19%	19%	26%	18%	17%	20%	21%	22%	20%	19%
YoY	109%	-15%	0%	49%	73%	48%	65%	33%	-8%	20%	52%
QoQ	-8%	15%	7%	30%	7%	-1%	20%	5%			

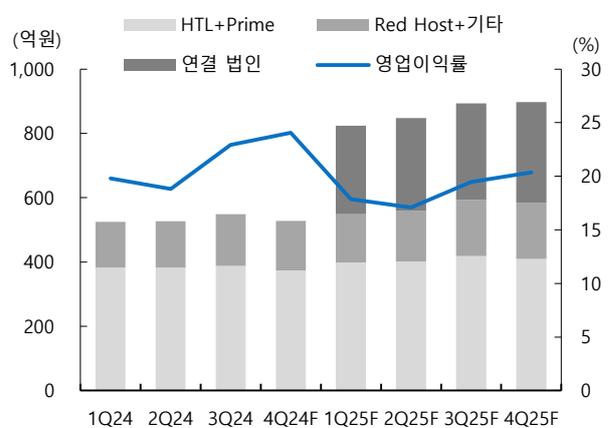
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림1. 덕산네오룩스 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림2. 덕산네오룩스 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



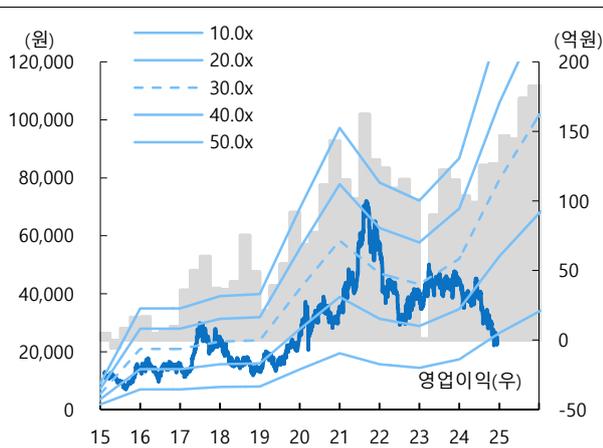
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

표2. 덕산네오룩스 목표주가 산출

	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	비고
EPS (원)	798	1,389	1,945	1,567	1,442	1,735	2,642	3,388	
BPS (원)	6,662	8,028	11,558	12,896	14,220	15,973	18,633	22,038	
고점 P/E (배)	33.0	28.0	37.0	36.6	34.7	26.1			최근 5년간 평균: 32.5
평균 P/E (배)	23.4	22.9	26.7	24.9	29.8	20.3			최근 5년간 평균: 24.9
저점 P/E (배)	16.2	14.9	17.2	18.7	24.1	12.8			최근 5년간 평균: 17.5
고점 P/B (배)	3.9	4.9	6.2	4.5	3.5	2.8			최근 5년간 평균: 4.4
평균 P/B (배)	2.8	4.0	4.5	3.0	3.0	2.2			최근 5년간 평균: 3.3
저점 P/B (배)	1.9	2.6	2.9	2.3	2.4	1.4			최근 5년간 평균: 2.3
ROE	12.7%	18.9%	19.5%	12.8%	10.6%	11.5%	15.3%	16.7%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원)							2,642		2026년 예상 EPS 적용
Target P/E (배)							15.0		2024년 이전 역사적 하단 배수 적용
적정주가 (원)							39,624		
목표주가 (원)							40,000		25년 예상 실적 기준 P/E 15.1배
전일 증가 (원)							25,000		25년 예상 실적 기준 P/E 9.5배
상승 여력							60.0%		

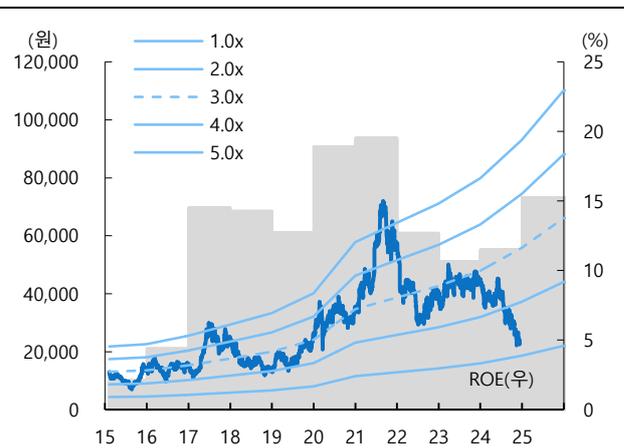
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림3. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/E chart



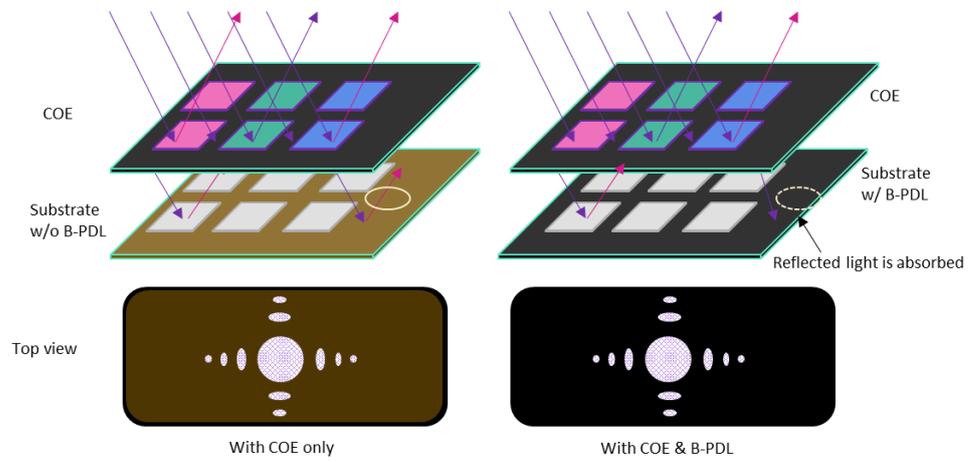
자료: iM증권 리서치본부

그림4. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/B chart



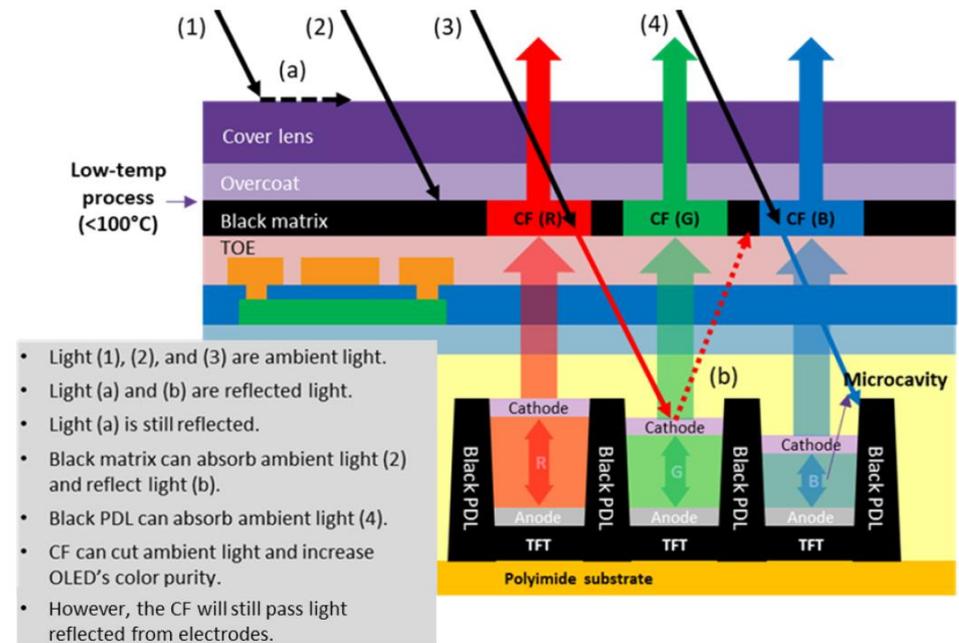
자료: iM증권 리서치본부

그림5. 블랙 PDL 적용 유무에 따른 COE OLED 디스플레이 빛 반사 원리



자료: OMDIA, iM증권 리서치본부

그림6. 블랙 PDL이 적용된 COE OLED 단면도와 빛 반사 형태



자료: OMDIA, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

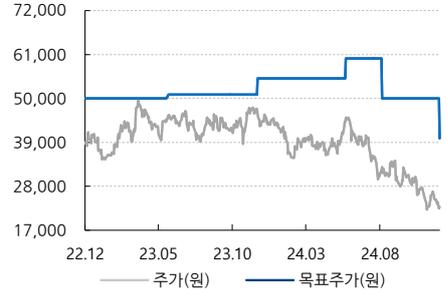
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	99	144	219	306	매출액	164	213	346	395
현금 및 현금성자산	38	77	117	200	증가율(%)	-7.3	30.0	62.6	14.1
단기금융자산	15	11	17	13	매출원가	107	136	230	253
매출채권	10	13	20	23	매출총이익	56	77	116	141
재고자산	31	37	60	65	판매비와관리비	234	314	512	587
비유동자산	307	307	307	308	연구개발비	4	3	15	17
유형자산	100	102	105	107	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	57	55	53	51	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	406	451	526	614	영업이익	33	46	65	83
유동부채	25	27	33	35	증가율(%)	-26.9	38.7	42.4	27.5
매입채무	15	16	23	24	영업이익률(%)	20.1	21.4	18.7	20.9
단기차입금	5	5	5	5	이자수익	5	5	11	15
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	27	27	27	27	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	19	19	19	19	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	1	1	1	1	세전계속사업이익	42	51	78	99
부채총계	53	53	60	61	법인세비용	6	7	11	13
지배주주지분	353	398	466	552	세전계속이익률(%)	25.5	24.1	22.5	25.1
자본금	5	5	5	5	당기순이익	36	45	67	86
자본잉여금	141	141	141	141	순이익률(%)	21.9	21.0	19.5	21.8
이익잉여금	217	262	329	415	지배주주귀속 순이익	36	45	67	86
기타자본항목	-10	-10	-10	-10	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	36	45	68	86
자본총계	353	398	466	552	지배주주귀속총포괄이익	36	45	68	86

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	51	35	45	79	주당지표(원)				
당기순이익	36	45	67	86	EPS	1,442	1,797	2,714	3,461
유형자산감가상각비	8	7	8	8	BPS	14,220	16,035	18,767	22,245
무형자산상각비	1	2	2	1	CFPS	1,799	2,165	3,095	3,836
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-141	-37	-46	-37	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-16	-10	-10	-10	PER	30.9	13.9	9.2	7.2
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	3.1	1.6	1.3	1.1
금융상품의 증감	-90	35	45	79	PCR	24.7	11.5	8.1	6.5
재무활동 현금흐름	-3	-2	-2	-2	EV/EBITDA	25.8	10.2	6.9	4.7
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	10.6	11.9	15.6	16.9
자본의증감	3	-1	0	0	EBITDA이익률	25.5	25.7	21.5	23.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	14.9	13.4	12.9	11.1
현금및현금성자산의증감	-93	39	39	84	순부채비율	-8.2	-16.2	-23.5	-34.2
기초현금및현금성자산	132	38	77	117	매출채권회전율(x)	14.4	18.5	20.7	18.5
기말현금및현금성자산	38	77	117	200	재고자산회전율(x)	5.5	6.2	7.1	6.3

자료 : 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

덕산네오룩스 투자이전 및 목표주가 변동추이

일자	투자이전	목표주가	과리율	
			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		



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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%