

덕산네오룩스(213420)

2027년까지 성장 아이템 장착

4Q24 어닝 서프라이즈로 사상 최대 실적 기록

동사의 4Q24 실적은 매출액 520억원(+14% YoY, -5% QoQ), 영업이익 197억원(+71% YoY, +57% QoQ)으로 시장기대치(매출액 519억원, 영업이익 132억원)를 크게 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 분기와 연간으로 역사상 최대 실적이다. 주력 고객사의 애플 아이폰16형 OLED 소재 수요는 재고 조정 영향으로 전분기 대비 감소했지만, 삼성전자 갤럭시 S25형 OLED 패널 조기 생산 효과가 이를 상쇄했다. 특히 영업이익은 원-달러 환율 상승과 제품 믹스 개선, 연구개발비 감소 등이 긍정적으로 작용했고, 연말 성과급 및 보상 정책이 확정됨에 따라 선제적으로 비용 처리되었던 인건비(약 10억원 추정) 환입으로 크게 개선되며 영업이익률이 37.6%를 기록했다.

2025년, 2026년, 2027년까지 뚜렷한 실적 증가세 전망

2025년 실적은 매출액 3,153억원(+49% YoY), 영업이익 737억원(+40% YoY)을 기록하며 사상 최대 실적을 경신할 것으로 전망된다. 계절적 비수기인 상반기에는 지난 분기의 갤럭시 S26형 OLED 패널 조기 생산에 따른 기저 효과로 이익 감소세가 불가피할 것으로 보인다. 그러나 하반기에는 ① 기존 아이폰 프로 모델에만 적용되었던 M14 소재 구조가 아이폰16부터 일반 모델까지 확대되면서 그린 프라임 소재 수요가 증가할 것으로 예상되며, ② 이구환신 정책 보조금 확대에 따라 스마트폰 판매량 회복세를 보이고 있는 중화향 매출 상승이 기대된다. 또한 ③ 지난 12월 6일에 현대중공업 터보기계(지분 59.7%)를 인수함에 따라 2Q25부터 연결 실적으로 반영될 예정이다.

2026년에도 실적 증가세가 이어질 전망이다. 갤럭시 S26과 애플 폴더블 스마트폰 출시 효과가 상당히 클 것으로 예상되기 때문이다. 최근 삼성은 내년 초 출시 예정인 갤럭시S26 울트라에 편광필름을 없애 소비전력을 낮추고 빛 투과율을 높이는 한편, 폴더블 디스플레이에 유리한 CoE(Color filter on encapsulation) 기술을 적용하기로 결정했다. 또한 하반기 출시 예정인 애플 폴더블 스마트폰에도 CoE가 적용될 계획이다. 이를 구현하기 위해서는 동사가 독점 공급 중인 블랙 PDL 적용이 필수적이다. 현재 블랙 PDL은 갤럭시Z폴드에만 제한적으로 적용되고 있지만 향후 프리미엄 모델을 중심으로 기술 적용이 빠르게 확대될 전망이다. 또한 기존 아이폰 대비 면적이 2~3배(외, 내부 디스플레이 포함) 가량 커진다는 점을 고려할 때 당사가 전망하는 연간 애플 폴더블형 패널 출하량 2,000~2,500만대 가정시 기존 아이폰 5,000~6,500만대에 달하는 실적 효과를 발생시킬 수 있다. 이를 반영한 2026년 매출액과 영업이익은 각각 4,013억원(+27% YoY), 963억원(+31% YoY)으로 추정된다.

목표주가 50,000원으로 상향, 매수 투자 의견 유지

동사에 대한 목표주가를 50,000원으로 상향하고 매수 투자 의견을 유지한다. 목표주가는 2025년 예상 EPS에 지난 5년간 평균 P/E 배수 하단인 17.3배를 적용해 산출했다. 동사 주가의 밸류에이션은 과거에 평균적으로 P/E 25.0배 수준을 유지해왔지만 모바일 OLED 시장의 성숙기 진입과 중국 시장 내 자국 업체들의 진입, 국내외 매크로 리스크 등의 멀티플 디-레이팅 요인을 고려해 보수적으로 반영했다. 당사는 향후 스마트폰용 OLED 패널의 기술 발전의 뚜렷한 수혜와 타법인 주식 및 출자증권 양수를 통한 외형 성장 등을 통해 가파른 영업이익 증가세가 예상되는 2025, 2026년 예상 실적 기준 P/E 11.4배, 8.8배까지 하락한 주가는 상당히 저평가되었다고 판단된다. 현 주가에서의 적극적인 비중 확대를 추천한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	50,000원(상향)
증가(2025.02.12)	33,850원
상승여력	47.7%

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	2,483만주
시가총액	841십억원
외국인지분율	8.6%
52주 주가	22,150~45,250원
60일평균거래량	157,470주
60일평균거래대금	4.5십억원

주가수익률(%)	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	212	315	401
영업이익(십억원)	33	52	74	96
순이익(십억원)	36	48	73	95
EPS(원)	1,442	1,925	2,959	3,841
BPS(원)	14,220	16,163	19,140	22,999
PER(배)	30.9	17.6	11.4	8.8
PBR(배)	3.1	2.1	1.8	1.5
ROE(%)	10.6	12.7	16.8	18.2
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	25.8	13.2	9.1	6.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

[IT RA]

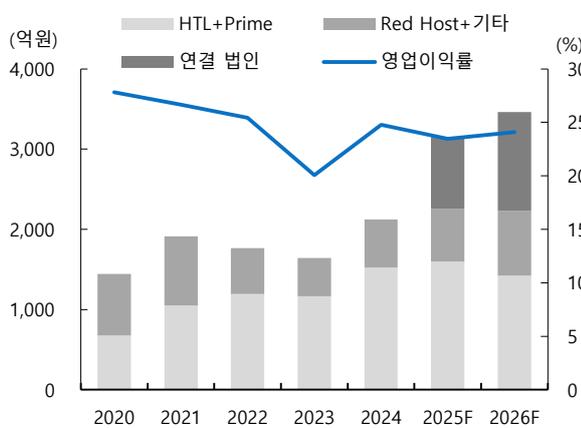
손우성 2122-9785 useong@imfnsec.com

표1. 덕산네오룩스 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	525	527	549	520	474	798	945	937	2,121	3,153	4,013
HTL+Prime	383	383	388	371	339	363	457	440	1,525	1,599	1,423
Red Host+기타	142	144	161	150	135	148	188	184	597	654	807
연결 법인					-	288	300	313		900	1,232
YoY	84%	23%	17%	14%	-10%	51%	72%	80%	30%	49%	27%
QoQ	15%	0%	4%	-5%	-9%	68%	18%	-1%			
매출원가	340	355	341	281	309	559	636	543	1,317	2,047	2,585
매출원가율	65%	67%	62%	54%	65%	70%	67%	58%	62%	65%	64%
매출총이익	184	172	207	240	164	239	309	394	804	1,107	1,428
매출총이익률	35%	33%	38%	46%	35%	30%	33%	42%	38%	35%	36%
판매비 및 관리비	81	73	82	44	59	95	105	111	279	370	465
판매비율	15%	14%	15%	8%	12%	12%	11%	12%	13%	12%	12%
영업이익	104	99	126	196	106	144	204	283	525	737	963
영업이익률	20%	19%	23%	37.65%	22%	18%	22%	30%	25%	23%	24%
YoY	11250%	10%	3%	70%	2%	45%	62%	45%	60%	40%	31%
QoQ	-10%	-4%	27%	56%	-46%	36%	42%	39%			
세전이익	100	120	135	206	124	179	239	318	561	859	1,117
당기순이익	86	99	107	186	105	143	203	282	478	735	954
당기순이익률	16%	19%	19%	36%	22%	18%	22%	30%	23%	23%	24%
YoY	109%	-15%	0%	99%	22%	45%	91%	52%	33%	54%	30%
QoQ	-8%	15%	7%	74%	-43%	36%	42%	39%			

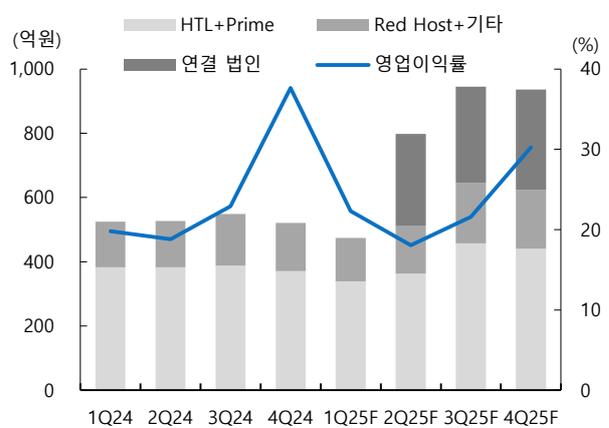
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림1. 덕산네오룩스 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림2. 덕산네오룩스 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



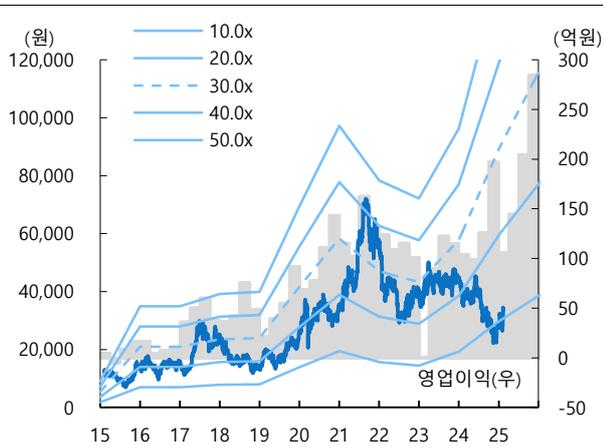
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

표2. 덕산네오룩스 목표주가 산출

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	비고
EPS(원)	798	1,389	1,945	1,567	1,442	1,925	2,959	3,841	
BPS(원)	6,662	8,028	11,558	12,896	14,220	16,163	19,140	22,999	
고점 P/E(배)	33.0	28.0	37.0	36.6	347.7	23.5			최근 5년간 평균: 32.0
평균 P/E(배)	23.4	22.9	26.7	24.9	29.8	18.1			최근 5년간 평균: 24.5
저점 P/E(배)	16.2	14.9	17.2	18.7	24.1	11.5			최근 5년간 평균: 17.3
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	2.7	2.9	2.3	2.4	1.4			최근 5년간 평균: 2.3
ROE	12.7%	18.9%	19.5%	12.8%	10.6%	12.7%	16.8%	18.2%	지배주주 순이익 기준
적용 EPS(원)							2,959		2025년 예상 EPS 적용
Target P/E (배)							17.3		24년 이전 역사적 하단 배수 적용
적정 주가 (원)							51,134		
목표 주가 (원)							50,000		25년 예상 실적 기준 P/E 16.9배
전일 증가 (원)							33,850		25년 예상 실적 기준 P/E 11.4배
상승 여력							47.7%		

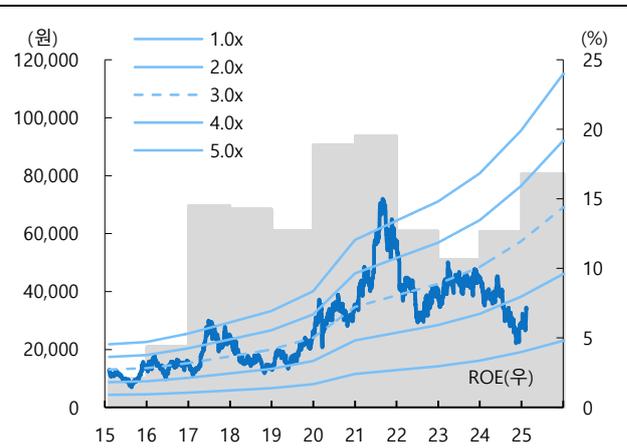
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림3. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/E chart



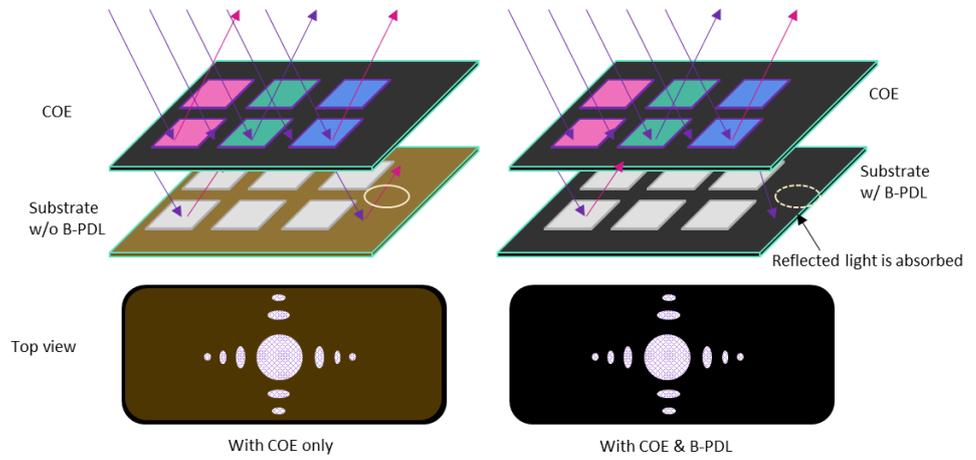
자료: iM증권 리서치본부

그림4. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/B chart



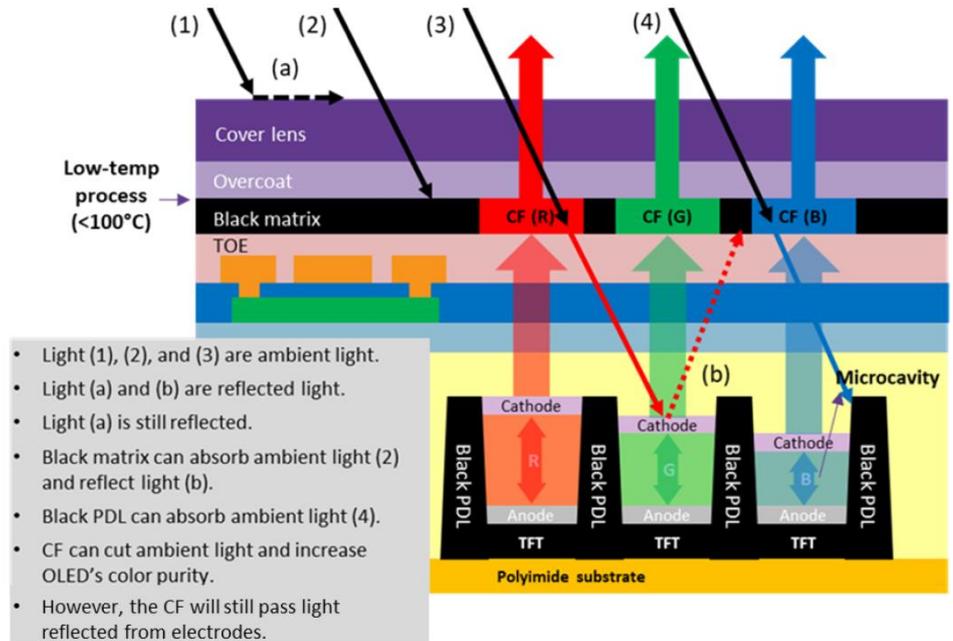
자료: iM증권 리서치본부

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

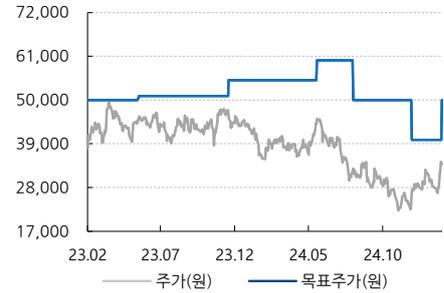
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	99	137	217	315	매출액	164	212	315	401
현금 및 현금성자산	38	71	122	208	증가율(%)	-7.3	29.6	48.7	27.3
단기금융자산	15	11	17	13	매출원가	107	132	205	258
매출채권	10	13	18	23	매출총이익	56	80	111	143
재고자산	31	37	54	66	판매비와관리비	234	279	370	465
비유동자산	307	347	347	348	연구개발비	4	3	13	17
유형자산	100	102	105	107	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	57	55	53	51	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	406	485	564	663	영업이익	33	52	74	96
유동부채	25	27	32	35	증가율(%)	-26.9	59.8	40.5	30.6
매입채무	15	16	22	25	영업이익률(%)	20.1	24.7	23.4	24.0
단기차입금	5	5	5	5	이자수익	5	5	11	16
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	2	2	2
비유동부채	27	57	57	57	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	19	19	19	19	기타영업외손익	0	-1	0	-1
장기차입금	1	31	31	31	세전계속사업이익	42	56	86	112
부채총계	53	83	89	91	법인세비용	6	8	12	16
지배주주지분	353	401	475	571	세전계속이익률(%)	25.5	26.4	27.2	27.8
자본금	5	5	5	5	당기순이익	36	48	73	95
자본잉여금	141	141	141	141	순이익률(%)	21.9	22.5	23.3	23.8
이익잉여금	217	265	338	434	지배주주귀속 순이익	36	48	73	95
기타자본항목	-10	-10	-10	-10	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	36	48	74	96
자본총계	353	401	475	571	지배주주귀속총포괄이익	36	48	74	96

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	51	38	56	82	주당지표(원)				
당기순이익	36	48	73	95	EPS	1,442	1,925	2,959	3,841
유형자산감가상각비	8	7	8	8	BPS	14,220	16,163	19,140	22,999
무형자산상각비	1	2	2	1	CFPS	1,799	2,293	3,340	4,217
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-141	-77	-46	-37	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-16	-10	-10	-10	PER	30.9	17.6	11.4	8.8
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	3.1	2.1	1.8	1.5
금융상품의 증감	-90	29	57	82	PCR	24.7	14.8	10.1	8.0
재무활동 현금흐름	-3	28	-2	-2	EV/EBITDA	25.8	13.2	9.1	6.4
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	10.6	12.7	16.8	18.2
자본의증감	3	29	0	0	EBITDA이익률	25.5	29.0	26.4	26.3
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	14.9	20.7	18.7	16.0
현금및현금성자산의증감	-93	33	51	86	순채비율	-8.2	-6.9	-17.8	-29.1
기초현금및현금성자산	132	38	71	122	매출채권회전율(x)	14.4	18.5	19.9	19.5
기말현금및현금성자산	38	71	122	208	재고자산회전율(x)	5.5	6.2	6.9	6.6

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 주권사로 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]

중목추천 투자등급

중목투자의견은 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 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%