

덕산네오룩스 (213420)

하반기부터 본격적인 실적 개선세 전망

2Q25 일시적인 영업이익률 둔화로 시장기대치 하회하는 실적 기록

동사의 2Q25 연결 실적은 매출액 809억원(+54% YoY, +28% QoQ), 영업이익 103억원(+4% YoY, +4% QoQ)으로 시장기대치(매출액 757억원, 영업이익 151억원) 대비 매출액은 상회했지만 영업이익은 큰 폭으로 하회했다. 이번 분기부터 연결 실적으로 편입된 현대중공업터보기계는 매출액은 330억원, 영업이익 2억원을 기록했다. 당초 현대중공업터보기계 실적이 양호할 것으로 기대됐지만 첫 연결 결산 과정에서 1분기 손실충당금과 라이선스 비용 등이 소급 반영되면서 수익성이 BEP 수준에 머물렀다. 기존 주력 사업인 OLED 소재 부문 2Q25 매출액이 477억원으로 전분기 대비 약 26% 증가했다. 그러나 주력 고객사인 삼성디스플레이의 중국향 리지드 OLED 패널의 재고 조정과 아이폰17 신제품향 패널 불량 이슈로 인한 출하 지연, 원-달러 환율 하락 등의 영향으로 영업이익률이 약 21%에 그치며 매출 성장에도 불구하고 이익 개선폭은 제한적이었다.

계절적 성수기인 하반기 실적 개선세 뚜렷할 전망

2025년 하반기에는 계절적 성수기 진입과 함께 동사의 실적 개선세가 본격화될 것으로 예상된다. 주력 고객사인 삼성디스플레이가 삼성전자 갤럭시 Z폴드7, Z플립7, 그리고 Apple 아이폰17 시리즈향 패널을 본격 양산함에 따라 동사의 플렉서블 OLED향 고부가가치 소재의 출하가 확대될 전망이다. 특히 아이폰 소재 구조 변화로 동사의 그린 프라임 소재 수요가 증가할 것으로 보인다. 올해부터 갤럭시 Z폴드뿐만 아니라 갤럭시 Z플립7에도 COE 기술이 최초로 적용되기 시작하면서 동사가 공급하는 블랙 PDL 수요가 점진적인 증가세를 나타낼 수 있다는 점도 긍정적인 요인이다. 또한 중국 패널 업체들을 대상으로 한 신규 프로젝트 수주가 확대되고 있으며, 자동차용 OLED 소재 채택 범위도 확대되면서 동사의 실적 성장 모멘텀은 더욱 강화될 것으로 전망된다. 이를 반영한 3Q25 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 900억원(+64% YoY, +11% QoQ), 158억원(+26% YoY, +54% QoQ)을 기록할 것으로 추정된다.

목표주가 60,000원으로 상향하며 매수 투자 의견 유지

동사에 대한 목표주가를 60,000원으로 상향하고, 투자 의견은 매수를 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 3,039원에 과거 5년 평균 P/E 밴드의 중하단 수준인 19.7배를 적용하여 산출했다. 최근 모바일향 OLED 패널 시장이 성숙기에 접어들고, 중국 내 자국 패널 업체들과의 경쟁 심화, 아이폰 미-중 상호관세 영향 우려 등으로 인해 전반적으로 멀티플 하락 압력이 존재했다. 그러나 동사는 COE OLED의 핵심 소재 중 하나인 블랙 PDL에 대한 독점적인 기술 경쟁력을 보유하고 있어 중장기적인 수혜 가능성이 높다는 점을 고려할 때 상대적으로 높은 멀티플 적용에 무리가 없다고 판단된다. 향후 블랙 PDL은 삼성전자 폴더블 시리즈뿐만 아니라 2026년 상반기 출시 예정인 갤럭시 S26 울트라, 하반기 공개될 아이폰 폴더블 모델에도 적용될 전망이다. 또한 Apple은 이르면 2027년부터 기존 아이폰 라인업에도 COE 기술 도입을 계획 중인 것으로 알려졌다. 이에 따라 고수익성 제품인 블랙 PDL 수요가 가파르게 확대될 것으로 전망된다. 이에 따라 동사 주가의 상승 여력이 여전히 클 것으로 예상되는 바 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

Company Brief

Buy (Maintain)

| | |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M) | 60,000원(상향) |
| 증가(2025.08.14) | 42,800원 |
| 상승여력 | 40.2% |

Stock Indicator

| | |
|-----------|----------------|
| 자본금 | 5십억원 |
| 발행주식수 | 2,483만주 |
| 시가총액 | 1,063십억원 |
| 외국인지분율 | 8.4% |
| 52주 추가 | 22,150~46,600원 |
| 60일평균거래량 | 329,561주 |
| 60일평균거래대금 | 12.7십억원 |

| | | | | |
|----------|-----|------|------|------|
| 추가수익률(%) | 1M | 3M | 6M | 12M |
| 절대수익률 | 6.6 | 28.1 | 27.2 | 32.3 |
| 상대수익률 | 7.3 | 15.7 | 21.8 | 28.6 |

Price Trend



| FY | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 212 | 297 | 361 | 400 |
| 영업이익(십억원) | 52 | 57 | 92 | 110 |
| 순이익(십억원) | 46 | 55 | 88 | 110 |
| EPS(원) | 1,843 | 2,200 | 3,552 | 4,439 |
| BPS(원) | 16,065 | 18,267 | 21,821 | 26,262 |
| PER(배) | 15.1 | 19.5 | 12.0 | 9.6 |
| PBR(배) | 1.7 | 2.3 | 2.0 | 1.6 |
| ROE(%) | 12.2 | 12.8 | 17.7 | 18.5 |
| 배당수익률(%) | | | | |
| EV/EBITDA(배) | 10.2 | 14.4 | 8.7 | 6.6 |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

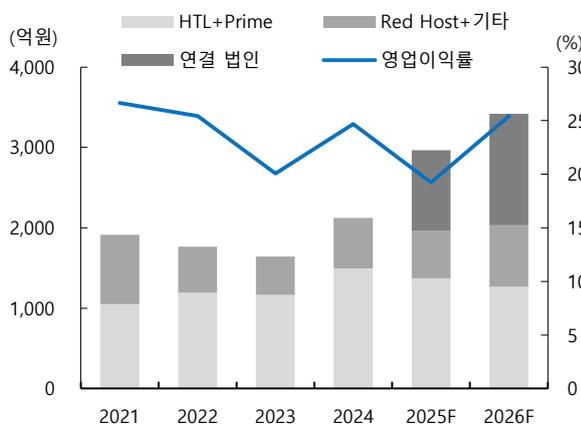
[이차전지/디스플레이]
정원석 2122-9203 wschung@imfnsec.com

표1. 덕산네오룩스 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

| (단위: 억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25F | 4Q25F | 2024 | 2025F | 2026F |
|-------------|--------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 525 | 527 | 549 | 522 | 379 | 809 | 900 | 876 | 2,123 | 2,965 | 3,610 |
| HTL+Prime | 383 | 383 | 377 | 353 | 268 | 340 | 402 | 363 | 1,496 | 1,374 | 1,269 |
| Red Host+기타 | 142 | 144 | 172 | 169 | 111 | 137 | 168 | 169 | 627 | 585 | 762 |
| 연결 법인 | | | | | - | 332 | 330 | 344 | | 1,006 | 1,387 |
| YoY | 84% | 23% | 17% | 15% | -28% | 54% | 64% | 68% | 30% | 40% | 22% |
| QoQ | 15% | 0% | 4% | -5% | -27% | 113% | 11% | -3% | | | |
| 매출원가 | 340 | 355 | 341 | 286 | 219 | 569 | 591 | 521 | 1,322 | 1,899 | 2,112 |
| 매출원가율 | 65% | 67% | 62% | 55% | 58% | 70% | 66% | 59% | 62% | 64% | 59% |
| 매출총이익 | 184 | 172 | 207 | 236 | 161 | 240 | 309 | 355 | 800 | 1,066 | 1,498 |
| 매출총이익률 | 35% | 33% | 38% | 45% | 42% | 30% | 34% | 41% | 38% | 36% | 41% |
| 판매비 및 관리비 | 81 | 73 | 82 | 41 | 61 | 138 | 151 | 146 | 276 | 496 | 581 |
| 판매비율 | 15% | 14% | 15% | 8% | 16% | 17% | 17% | 17% | 13% | 17% | 16% |
| 영업이익 | 104 | 99 | 126 | 195 | 99 | 103 | 158 | 210 | 524 | 570 | 918 |
| 영업이익률 | 20% | 19% | 23% | 37% | 26% | 13% | 18% | 24% | 25% | 19% | 25% |
| YoY | 11250% | 10% | 3% | 69% | -4% | 4% | 26% | 7% | 60% | 9% | 61% |
| QoQ | -10% | -4% | 27% | 55% | -49% | 4% | 54% | 32% | | | |
| 세전이익 | 100 | 120 | 135 | 184 | 88 | 122 | 192 | 244 | 539 | 646 | 1,041 |
| 당기순이익 | 86 | 99 | 107 | 165 | 82 | 90 | 162 | 213 | 458 | 546 | 882 |
| 당기순이익률 | 16% | 19% | 19% | 32% | 22% | 11% | 18% | 24% | 22% | 18% | 24% |
| YoY | 109% | -15% | 0% | 77% | -5% | -10% | 52% | 29% | 28% | 19% | 61% |
| QoQ | -8% | 15% | 7% | 55% | -50% | 9% | 80% | 32% | | | |

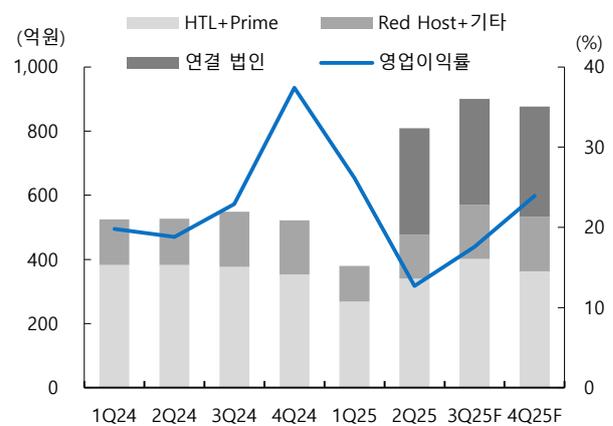
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림1. 덕산네오룩스 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림2. 덕산네오룩스 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



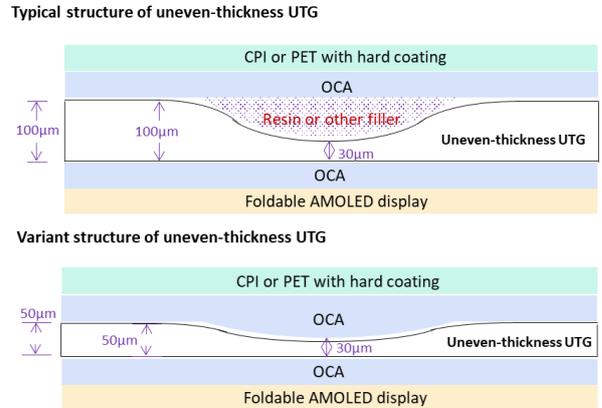
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림3. 2026년 하반기 Apple의 첫 폴더블 스마트폰 출시 예정



자료: PhoneArena, iM증권 리서치본부

그림4. Apple이 개발 중인 두께가 고르지 않은 UTG의 구조

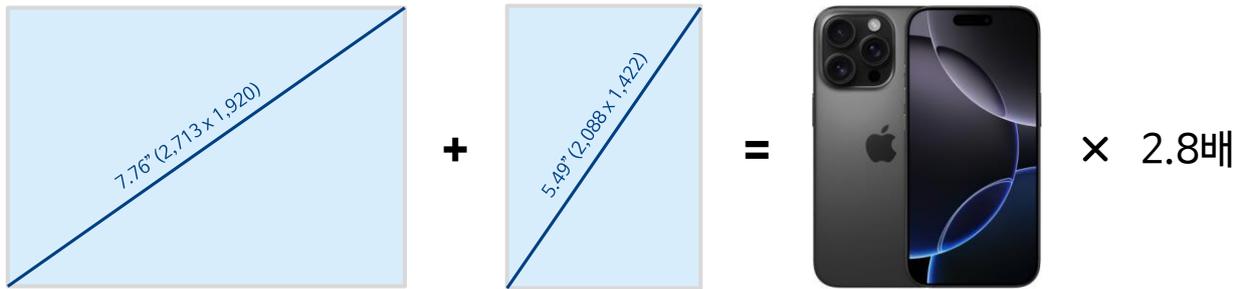


자료: OMDIA, iM증권 리서치본부

그림5. Apple 아이폰16 프로 대비 폴더블 스마트폰 디스플레이 면적

Apple 폴더블 스마트폰 디스플레이 총 면적 → 42.4 inch² = 28.4 inch² + 14.0 inch²

아이폰16 프로 디스플레이 총 면적 14.9 inch²



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)

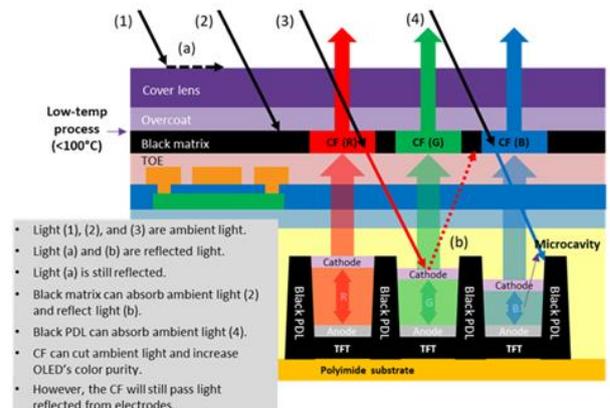
자료: iM증권 리서치본부

그림6. 기존 방식과 COE 방식 OLED의 발광 구조 비교



자료: PhoneArena, iM증권 리서치본부

그림7. 블랙 PDL이 적용된 COE OLED 단면도와 빛 반사 형태



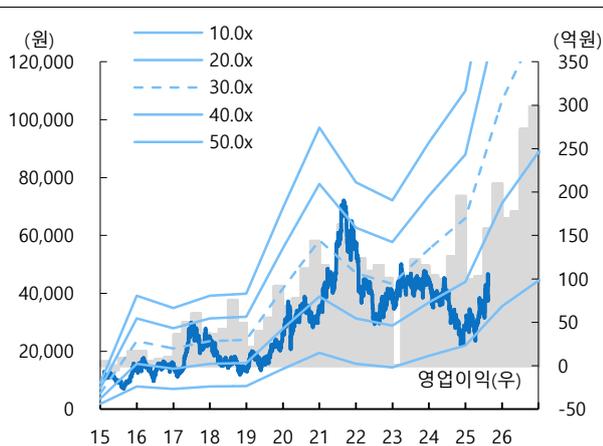
자료: OMDIA, iM증권 리서치본부

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 | 2,200 | 3,552 | |
| BPS (원) | 6,662 | 8,028 | 11,558 | 12,896 | 14,220 | 16,065 | 18,267 | 21,821 | |
| 고점 P/E (배) | 33.0 | 28.0 | 37.0 | 36.6 | 34.7 | 24.6 | 21.2 | | 최근 5년간 평균: 30.3 |
| 평균 P/E (배) | 23.4 | 22.9 | 26.7 | 24.9 | 29.8 | 18.9 | 14.8 | | 최근 5년간 평균: 23.0 |
| 저점 P/E (배) | 16.2 | 14.9 | 17.2 | 18.7 | 24.1 | 12.0 | 10.8 | | 최근 5년간 평균: 16.2 |
| 고점 P/B (배) | 3.9 | 4.9 | 6.2 | 4.5 | 3.5 | 2.8 | 2.6 | | 최근 5년간 평균: 4.1 |
| 평균 P/B (배) | 2.8 | 4.0 | 4.5 | 3.0 | 3.0 | 2.2 | 1.8 | | 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% | 12.8% | 17.7% | 지배주주순이익 기준 |
| 적용 EPS (원) | | | | | | | 3,039 | | 12개월 선행 EPS |
| Target P/E (배) | | | | | | | 19.7 | | 최근 5년간 평균 P/B 배수 중하단 |
| 적정주가 (원) | | | | | | | 59,709 | | |
| 목표주가 (원) | | | | | | | 60,000 | | 26년 예상 실적 기준 P/E 16.9배 |
| 전일 증가 (원) | | | | | | | 42,800 | | 26년 예상 실적 기준 P/E 12.1배 |
| 상승 여력 | | | | | | | 40.2% | | |

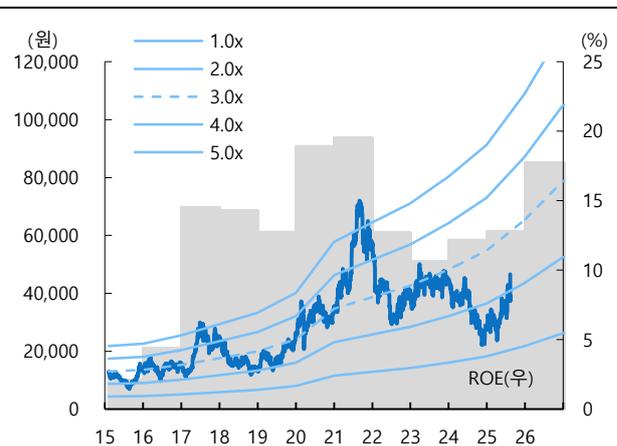
자료: 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

그림8. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/E chart



자료: iM증권 리서치본부

그림9. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/B chart



자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

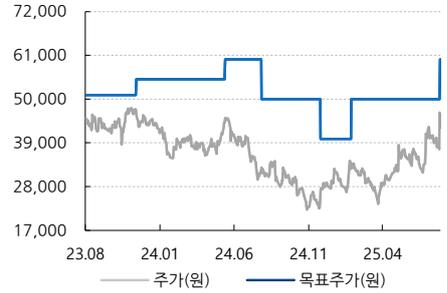
| 재무상태표 | | | | | 포괄손익계산서 | | | | |
|------------|------|-------|-------|-------|-------------|------|-------|-------|-------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | (십억원, %) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 유동자산 | 121 | 187 | 273 | 387 | 매출액 | 212 | 297 | 361 | 400 |
| 현금 및 현금성자산 | 69 | 115 | 191 | 299 | 증가율(%) | 29.7 | 39.7 | 21.8 | 10.8 |
| 단기금융자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 매출원가 | 132 | 190 | 211 | 228 |
| 매출채권 | 16 | 19 | 24 | 25 | 매출총이익 | 80 | 107 | 150 | 172 |
| 재고자산 | 32 | 47 | 53 | 58 | 판매비와관리비 | 276 | 496 | 581 | 622 |
| 비유동자산 | 333 | 324 | 326 | 323 | 연구개발비 | 7 | 18 | 22 | 24 |
| 유형자산 | 107 | 109 | 110 | 111 | 기타영업수익 | - | - | - | - |
| 무형자산 | 59 | 56 | 53 | 51 | 기타영업비용 | - | - | - | - |
| 자산총계 | 454 | 510 | 599 | 711 | 영업이익 | 52 | 57 | 92 | 110 |
| 유동부채 | 26 | 26 | 27 | 28 | 증가율(%) | 59.5 | 8.8 | 61.0 | 19.5 |
| 매입채무 | 14 | 16 | 16 | 18 | 영업이익률(%) | 24.7 | 19.2 | 25.4 | 27.4 |
| 단기차입금 | 3 | 3 | 3 | 3 | 이자수익 | 6 | 8 | 15 | 22 |
| 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 | 65 | 104 | 130 |
| 부채총계 | 55 | 56 | 57 | 58 | 법인세비용 | 8 | 10 | 16 | 20 |
| 지배주주지분 | 399 | 454 | 542 | 652 | 세전계속이익률(%) | 25.4 | 21.8 | 28.8 | 32.6 |
| 자본금 | 5 | 5 | 5 | 5 | 당기순이익 | 46 | 55 | 88 | 110 |
| 자본잉여금 | 141 | 141 | 141 | 141 | 순이익률(%) | 21.6 | 18.4 | 24.4 | 27.6 |
| 이익잉여금 | 262 | 317 | 405 | 515 | 지배주주귀속 순이익 | 46 | 55 | 88 | 110 |
| 기타자본항목 | -10 | -10 | -10 | -10 | 기타포괄이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비지배주주지분 | - | - | - | - | 총포괄이익 | 46 | 55 | 88 | 110 |
| 자본총계 | 399 | 454 | 542 | 652 | 지배주주귀속총포괄이익 | 46 | 55 | 88 | 110 |

| 현금흐름표 | | | | | 주요투자지표 | | | | |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 영업활동 현금흐름 | 60 | 42 | 84 | 110 | 주당지표(원) | | | | |
| 당기순이익 | 46 | 55 | 88 | 110 | EPS | 1,843 | 2,200 | 3,552 | 4,439 |
| 유형자산감가상각비 | 9 | 8 | 9 | 9 | BPS | 16,065 | 18,267 | 21,821 | 26,262 |
| 무형자산상각비 | 1 | 2 | 2 | 2 | CFPS | 2,264 | 2,630 | 3,983 | 4,862 |
| 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 | 19.5 | 12.0 | 9.6 |
| 무형자산의 처분(취득) | 5 | - | - | - | PBR | 1.7 | 2.3 | 2.0 | 1.6 |
| 금융상품의 증감 | 16 | 46 | 76 | 108 | PCR | 12.3 | 16.3 | 10.7 | 8.8 |
| 재무활동 현금흐름 | -3 | -2 | -2 | -2 | EV/EBITDA | 10.2 | 14.4 | 8.7 | 6.6 |
| 단기금융부채의증감 | 0 | - | - | - | Key Financial Ratio(%) | | | | |
| 장기금융부채의증감 | 0 | - | - | - | ROE | 12.2 | 12.8 | 17.7 | 18.5 |
| 자본의증감 | 2 | 1 | 0 | 0 | EBITDA이익률 | 29.6 | 22.8 | 28.4 | 30.1 |
| 배당금지급 | - | - | - | - | 부채비율 | 13.8 | 12.4 | 10.5 | 9.0 |
| 현금및현금성자산의증감 | 30 | 46 | 76 | 108 | 순부채비율 | -11.2 | -20.0 | -30.8 | -42.2 |
| 기초현금및현금성자산 | 38 | 69 | 115 | 191 | 매출채권회전율(x) | 16.5 | 16.9 | 16.8 | 16.4 |
| 기말현금및현금성자산 | 69 | 115 | 191 | 299 | 재고자산회전율(x) | 6.8 | 7.5 | 7.2 | 7.2 |

자료 : 덕산네오룩스, iM증권 리서치본부

덕산네오룩스 투자이견 및 목표주가 변동추이

| 일자 | 투자이견 | 목표주가 | 과리율 | |
|------------|------|--------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 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 | -33.2% | -6.8% |
| 2025-08-18 | Buy | 60,000 | | |



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 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 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 2025-06-30 기준]

| 매수 | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|------|
| 92.5% | 6.8% | 0.7% |