



덕산네오룩스 (213420)

내년부터 성장성 재부각

▶ Analyst 김광진 Kwangjin.kim@hanwha.com 02-3772-7583

Buy (신규)

목표주가(신규): 49,000원

현재 주가(10/17)	35,800원
상승여력	▲36.9%
시가총액	8,890억원
발행주식수	24,831천주
52 주 최고가 / 최저가	65,000 / 29,300원
90 일 일평균 거래대금	47.77억원
외국인 지분율	6.2%

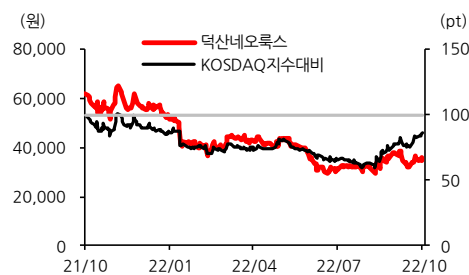
주주 구성	
이준호 (외 10 인)	55.1%
자사주신탁 (외 1 인)	0.7%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.1	15.9	-15.2	-41.9
상대수익률(KOSDAQ)	8.3	26.4	11.1	-10.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	144	191	184	205
영업이익	40	51	53	60
EBITDA	45	57	63	73
지배주주순이익	33	47	47	53
EPS	1,389	1,886	1,875	2,130
순차입금	-50	-116	-84	-123
PER	25.1	29.8	19.1	16.8
PBR	4.3	4.9	2.7	2.3
EV/EBITDA	17.5	22.3	12.7	10.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	18.9	19.5	15.1	14.9

주가 추이



목표주가 49,000원으로 커버리지 개시

덕산네오룩스에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 49,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 내년 예상 EPS 2,130원에 Target P/E 23.X를 적용해 산출했다. Target P/E는 과거 3개년('19~'21년) 동사 P/E 평균으로 내년부터 부각될 Application 확대 모멘텀을 고려하면 합리적인 수준이다. 동사의 현 주가는 중국 매출 감소 및 모바일 수요 둔화에 기인한 두 차례 실적 가이던스 하향 조정 영향으로 역사적 저점 수준에 근접한 P/E 16.X('23E)까지 하락해있어 부담이 없다.

내년부터 아이패드, 노트PC향 Application 확대 모멘텀 부각

내년부터 1) 아이패드 OLED 모델 신규 출시('24년 예정), 2) OLED 노트PC 출하 확대에 따라 Application 확대 모멘텀이 부각될 것으로 판단한다. 기존 스마트폰에 집중된 전방 시장 구성이 본격적으로 타 Application으로 다변화된다는 점이 핵심이다.

1) OLED 아이패드: 현재 애플은 아이폰에 이어 아이패드에 OLED 패널 탑재를 계획 중이며, '24년 12.9인치, 10.9인치 두 가지 프로 모델에 OLED 탑재가 유력한 상황이다. 일반적으로 아이패드 프로 신모델 합산 판매량은 750~950만대 수준이었는데, '24년 IT기기 수요 회복 가능성과 첫 OLED 모델 출시임을 감안하면 상단 값에 근접한 판매량을 기록할 가능성이 높다. 900만대 판매를 가정 할 경우 OLED 아이패드 출시에 따른 면적 효과는 6인치 스마트폰 패널 기준 3,600만대이며, 적용 유력한 투 스택 텐덤 구조까지 고려할 경우 7,200만대 분에 달한다. 동사는 현재 아이패드용 패널 대응을 위한 3~4 종류의 소재가 고객사에서 테스트 진행 중인 것으로 추정된다. 빠르면 내년 하반기 중 가시적인 성과가 확인될 것으로 판단한다.

2) OLED 노트PC: 삼성전자는 지난해부터 OLED 모델을 활용한 적극적 판매 국가 확대로 노트PC 판매 전략을 변경한 바 있으며, 이에 따라 삼성디스플레이의 노트PC용 OLED 패널 출하량도 꾸준히 증가 추세다('20년 96만대, '21년 500만대, '22년 702만대, '23년 1,000만대 예상). 동사는 현재 노트PC용 패널 재료구조에서 총 4개 소재를 공급 중이다. 고객사 출하량 증가에 따른 꾸준한 수혜 확대가 예상된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 49,000 원으로 커버리지 개시

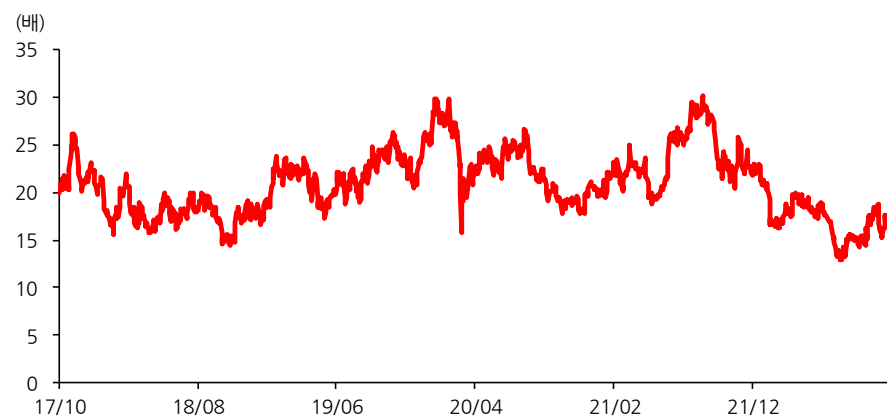
덕산네오룩스에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 49,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 내년 예상 EPS 2,130원에 Target P/E 23.X를 적용해 산출했다. Target P/E는 과거 3개년('19~'21년) 동사 P/E 평균으로 내년부터 부각될 Application 확대 모멘텀(OLED 아이패드 신규 출시, OLED 노트북 출하 확대)을 고려하면 합리적 수준이라 판단한다. 동사의 현 주가는 중국 매출 감소('21년 379억원 → '22E 103억원) 및 모바일 수요 둔화에 기인한 두 차례의 실적 가이드스 하향 조정 영향이 이미 충분히 반영됨에 따라 내년 실적 기준 P/E 16.X 수준까지 하락한 상태다. 이는 과거 3개년 P/E 저점 평균(16.11)에 근접한 수준이다.

[표1] 목표주가 산정

구분	값	비고
EPS(원)	2,130	'23년 예상
Target P/E(배)	23.X	과거 3개년 P/E 평균
목표주가(원)	49,000	
현재주가(원)	35,800	10/17 종가
Upside(%)	36.9%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 덕산네오룩스 12M Fwd P/E 차트



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

내년부터 아이폰, 노트 PC 향 Application 확대 모멘텀 부각

내년부터 1) 아이폰 OLED 모델 신규 출시('24년 예정), 2) OLED 노트PC 출하 확대에 따라 Application 확대 모멘텀이 부각될 것으로 판단한다. 기존 스마트폰에 집중된 전방 시장 구성이 본격적으로 타 Application으로 다변화된다는 점이 핵심이다.

현재 애플은 아이폰에 이어 아이폰에 OLED 패널 탑재를 계획 중이며, '24년 12.9인치, 10.9인치 두 가지 프로 모델의 출시가 유력한 상황이다. 통상 아이폰 신모델은 총 4가지 모델로 출시되어 왔으며, 합산 연간 판매량은 약 2,200만~2,500만대 수준이다. 이 중 프로 모델이 12.9인치, 10.9인치 두 가지 타입으로 출시되는데, 두 모델의 합산 판매량은 약 750만~950만대 수준이다. '24년 IT기기 수요 회복 가능성과 첫 OLED 모델 출시임을 감안하면 상단 값에 근접한 판매량을 기록할 가능성이 높다. 900만대 판매를 가정할 경우 OLED 아이폰 출시에 따른 면적 효과는 6인치 스마트폰 패널 기준 3,600만대(12.9인치, 10.9인치 50:50 가정) 분이며, 현재 적용 유력한 두 스택 텀덤 구조까지 고려할 경우 6인치 패널 7,200만대 분에 달한다.

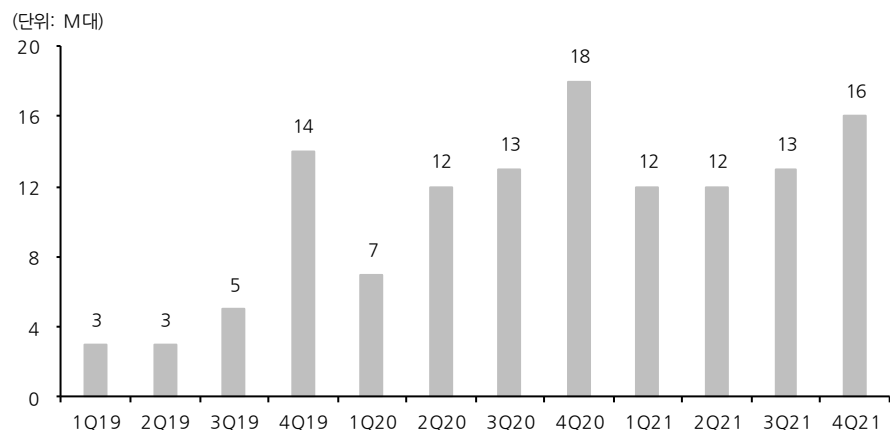
패널 공급사는 삼성디스플레이가 1벤더가 될 가능성이 높아, 주요 소재 공급사인 동사의 수혜가 클 것으로 예상된다. 현재 아이폰용 패널 대응을 위해 동사의 소재 3~4 종류가 테스트 진행 중인 것으로 추정된다. 빠르면 내년 하반기 중 가시적인 성과가 확인될 것으로 판단한다.

[표2] 아이폰 면적 효과 환산

	아이패드(12.9", 10.9" 50:50 가정)		
	750만대	900만대	1,000만대
6"패널 확산	3,000만대	3,600만대	4,000만대
탠덤 구조 적용 출시 효과 (6"기준)	X2	X2	X2
	6,000만대	7,200만대	8,000만대

자료: 한화투자증권 리서치센터

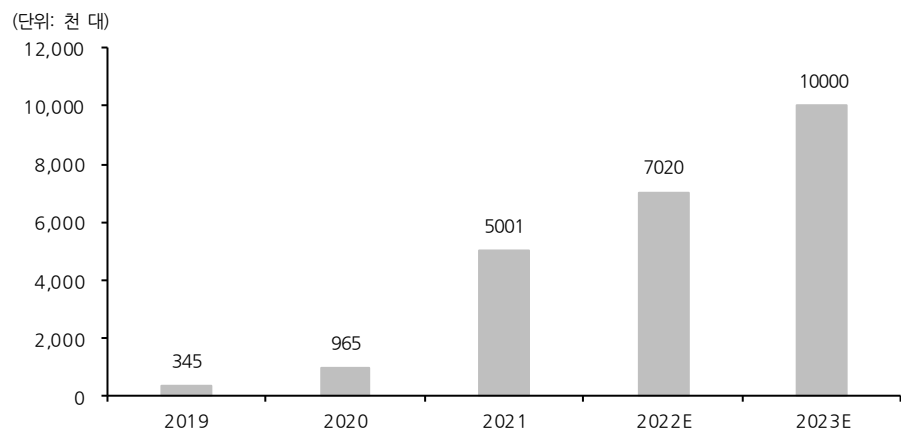
[그림2] 글로벌 아이폰 판매량 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권

OLED 노트북 출하 확대도 중요하다. 삼성전자는 지난해부터 노트북 판매 전략을 변경(기존 국내 시장 위주의 소극적 판매 → OLED 노트북을 활용한 적극적 라인업 및 판매 국가 확대)한 바 있으며, 이에 따라 삼성디스플레이의 노트북용 OLED 패널 출하량도 꾸준히 증가 추세에 있다. '20년 100만장이 채 되지 않았던 노트북용 OLED 패널 출하량은 지난해 500만장으로 급증했으며, 올해 약 702만장이 출하될 것으로 예상된다. 내년에는 약 1,000만장에 이를 것으로 전망된다. 동사는 현재 노트북용 패널 재료구조에서 총 4개 소재를 공급 중이다. 출하량 증가에 따른 꾸준한 수혜 확대가 예상된다.

[그림3] 삼성디스플레이의 노트북용 OLED 패널 출하량



자료: 한화투자증권 리서치센터

실적 전망 : 내년부터 성장 재개

올해 동사의 실적은 매출액 1,842억원(-3.7% YoY), 영업이익 528억원(+3.6% YoY)으로 탑라인 기준 소폭 역성장 예상된다. 지난 2년간 +30% 이상의 높은 매출 성장을 보여줬던 점을 고려하면 다소 아쉬운 실적으로 전방 수요 위축과 중국 매출 감소에 기인한다. 그러나 역사적 저점 수준까지 하락한 동사의 현 주가를 고려하면 올해 성장 둔화에 대한 부분은 이미 충분히 반영된 것으로 판단된다.

지금부터는 내년부터 재개될 성장 가능성에 집중할 필요가 있다. 동사의 내년 예상실적을 매출액 2,050억원(+11.3% YoY), 영업이익 599억원(+13.4% YoY)으로 전망한다. 노트북용 OLED 출하 확대와 스마트폰 시장의 회복 등이 복합적으로 작용할 것으로 판단한다. 또한 '24년 출시를 앞두고 내년 하반기부터 부각될 OLED 아이패드형 공급 가시화 가능성도 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다.

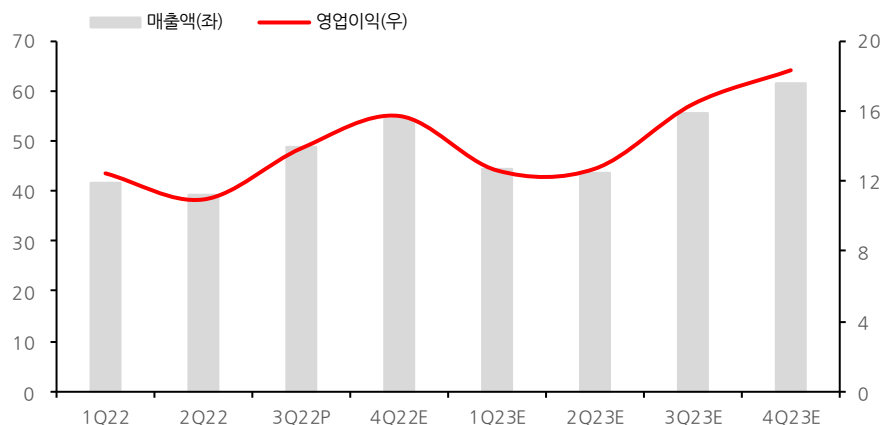
[표3] 덕산네오룩스 실적 전망

(단위: 십억 원, %)

구분	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	41.6	39.3	49.0	54.3	44.4	43.5	55.5	61.6	191.3	184.2	205.0
HTL 등	37.5	35.0	42.8	47.6	39.0	37.8	48.8	54.3	161.5	162.8	179.8
Red Host	4.2	4.3	6.2	6.7	5.4	5.8	6.7	7.4	29.8	21.4	25.3
YoY	-2.5%	-9.3%	-16.4%	16.0%	6.6%	10.9%	13.3%	13.5%	32.8%	-3.7%	11.3%
HTL 등	8.0%	0.0%	-17.0%	17.8%	4.0%	7.9%	14.0%	14.1%	38.8%	0.8%	10.4%
Red Host	-47.9%	-48.4%	-12.3%	5.0%	29.4%	34.5%	8.4%	9.4%	7.5%	-28.2%	18.0%
매출총이익	15.7	14.6	18.1	20.5	16.5	16.5	21.3	23.8	67.9	68.9	78.1
YoY	2.8%	5.4%	-14.7%	17.2%	5.3%	13.0%	17.6%	16.0%	26.8%	1.6%	13.3%
매출총이익률	37.7%	37.2%	37.1%	37.8%	37.2%	37.9%	38.5%	38.6%	35.5%	37.4%	38.1%
영업이익	12.4	10.9	13.8	15.7	12.6	12.7	16.4	18.3	51.0	52.8	59.9
YoY	7.4%	6.9%	-14.9%	20.8%	1.3%	16.2%	18.3%	16.7%	27.6%	3.6%	13.4%
영업이익률	29.8%	27.8%	28.3%	28.9%	28.3%	29.1%	29.5%	29.7%	26.7%	28.7%	29.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 덕산네오룩스 매출액 및 영업이익 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	98	144	191	184	205
매출총이익	33	54	68	69	78
영업이익	21	40	51	53	60
EBITDA	25	45	57	63	73
순이자손익	1	0	1	1	1
외화관련손익	0	-3	4	2	2
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	21	38	56	56	64
당기순이익	19	33	47	47	53
지배주주순이익	19	33	47	47	53
증가율(%)					
매출액	7.9	47.3	32.6	-3.7	11.3
영업이익	2.2	93.2	27.5	3.6	13.5
EBITDA	3.4	82.0	26.7	10.1	15.2
순이익	1.8	74.1	42.4	-0.6	13.6
이익률(%)					
매출총이익률	34.0	37.2	35.5	37.4	38.1
영업이익률	21.2	27.8	26.6	28.7	29.2
EBITDA 이익률	25.3	31.3	30.0	34.3	35.5
세전이익률	21.2	26.2	29.4	30.6	31.0
순이익률	19.6	23.1	24.5	25.3	25.8

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	22	42	44	36	56
당기순이익	19	33	47	47	53
자산상각비	4	5	6	10	13
운전자본증감	-4	-4	-16	-18	-10
매출채권 감소(증가)	-3	-1	-1	-3	-2
재고자산 감소(증가)	0	-3	-12	-21	-8
매입채무 증가(감소)	-1	4	-2	3	1
투자현금흐름	-21	-28	-26	-47	-16
유형자산처분(취득)	-13	-23	-11	-12	-12
무형자산 감소(증가)	0	-2	0	-2	-3
투자자산 감소(증가)	-5	0	0	-28	0
재무현금흐름	0	0	65	-7	0
차입금의 증가(감소)	0	0	45	-1	0
자본의 증가(감소)	0	0	20	-6	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	28	48	65	60	66
(-)운전자본증가(감소)	3	-3	31	65	10
(-)설비투자	13	23	11	12	12
(+)자산매각	0	-2	0	-2	-3
Free Cash Flow	12	26	22	-19	41
(-)기타투자	4	10	0	-42	1
잉여현금	8	16	22	23	40
NOPLAT	19	35	42	44	50
(+) Dep	4	5	6	10	13
(-)운전자본투자	3	-3	31	65	10
(-)Capex	13	23	11	12	12
OpFCF	8	20	6	-23	40

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	78	91	188	229	281
현금성자산	39	51	135	116	156
매출채권	11	12	13	17	20
재고자산	23	26	39	60	68
비유동자산	103	130	149	155	158
투자자산	18	21	36	37	38
유형자산	54	72	76	80	79
무형자산	31	37	36	38	41
자산총계	181	221	337	384	438
유동부채	16	20	23	30	32
매입채무	9	12	11	9	10
유동성이자부채	1	1	1	1	1
비유동부채	5	8	27	26	26
비유동이자부채	0	0	17	19	19
부채총계	21	28	50	56	58
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	141	141	141
이익잉여금	61	94	141	188	240
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	160	193	287	328	380

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	798	1,389	1,886	1,875	2,130
BPS	6,662	8,028	11,558	13,188	15,317
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	1,145	2,001	2,605	2,422	2,658
ROA(%)	11.2	16.6	16.8	12.9	12.9
ROE(%)	12.7	18.9	19.5	15.1	14.9
ROIC(%)	17.3	27.9	28.8	22.3	20.8
Multiples(x, %)					
PER	33.0	25.1	29.8	19.1	16.8
PBR	3.9	4.3	4.9	2.7	2.3
PSR	6.5	5.8	7.3	4.8	4.3
PCR	23.0	17.4	21.6	14.8	13.5
EV/EBITDA	24.0	17.5	22.3	12.7	10.5
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	13.4	14.6	17.3	17.2	15.2
Net debt/Equity	-23.6	-25.7	-40.5	-25.5	-32.4
Net debt/EBITDA	-152.2	-109.9	-202.9	-132.3	-169.2
유동비율	488.1	457.3	830.1	759.5	886.4
이자보상배율(배)	899.0	2,124.9	669.7	607.5	622.7
자산구조(%)					
투자자본	67.2	65.7	48.0	60.4	56.0
현금+투자자산	32.8	34.3	52.0	39.6	44.0
자본구조(%)					
차입금	0.8	0.6	6.1	9.0	7.9
자기자본	99.2	99.4	93.9	91.0	92.1

[Compliance Notice]

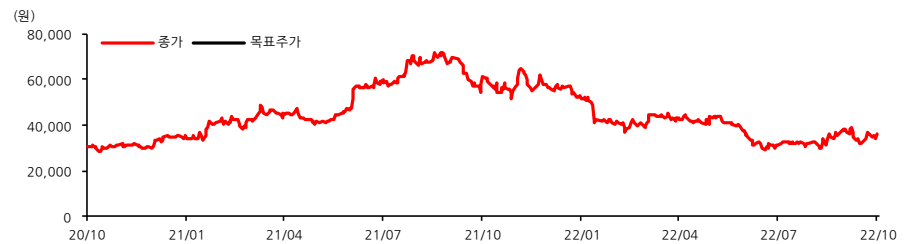
(공표일: 2022년 10월 18일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일시	2022.10.18	2022.10.18				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	김광진	49,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.10.18	Buy	49,000		

[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: 2022년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%