한화투자증권

2023년 03월 14일
기업분석

# 덕산네오룩스 (213420)

## 과도한 우려 경계

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

**Buy** (유지)

목표주가(유지): 49,000원

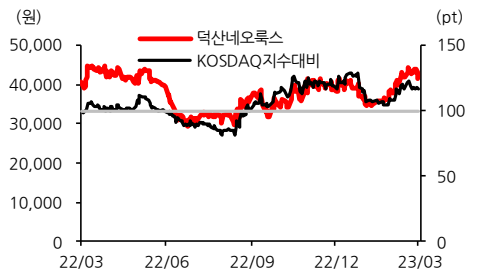
| | |
|---|---|
| 현재 주가(3/13) | 41,850원 |
| 상승여력 | ▲ 17.1% |
| 시가총액 | 10,392억원 |
| 발행주식수 | 24,831천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 44,850 / 29,300원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 58.47억원 |
| 외국인 지분율 | 7.4% |
| | |
| 주주 구성 | |
| 이준호 (외 10 인) | 55.1% |
| 자사주신탁 (외 1 인) | 0.8% |
| 자사주 (외 1 인) | 0.0% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|---|
| 절대수익률 | 10.4 | 9.8 | 10.3 | 3.1 |
| 상대수익률(KOSDA | 8.3 | -0.5 | 11.3 | 14.6 |

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 191 | 177 | 181 | 227 |
| 영업이익 | 51 | 45 | 46 | 60 |
| EBITDA | 57 | 54 | 59 | 73 |
| 지배주주순이익 | 47 | 39 | 42 | 53 |
| EPS | 1,886 | 1,568 | 1,677 | 2,120 |
| 순차입금 | -116 | -99 | -139 | -166 |
| PER | 29.8 | 20.2 | 25.0 | 19.7 |
| PBR | 4.9 | 2.5 | 2.9 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 22.3 | 12.7 | 15.1 | 12.0 |
| 배당수익률 | - | - | - | - |
| ROE | 19.5 | 12.8 | 12.2 | 13.6 |

주가 추이




### 4Q22 Review

4Q22 실적은 매출액 487억원(+3% QoQ), 영업이익 101억원(-13% QoQ) 기록. 전방 수요 부진 지속되었음에도 불구 애플 아이폰14 시리즈향 출하가 견조했고, 위축되었던 중국 고객사향 매출이 일부 회복되면서 매출 소폭 성장. 다만 지급수수료 등 일부 비용 증가와 환차손 등의 영향으로 영업이익과 순이익은 컨센서스 하회

### 애플향 매출 감소 우려 과도

올해 동사 실적에 대한 시장의 가장 큰 우려는 하반기 출시될 아이폰 15 시리즈에서의 SDC 점유율 하락에 따른 애플향 매출 감소 가능성. 경쟁사의 공격적인 점유율 확대를 감안하면 역성장은 불가피할 것으로 예상. 그러나 이는 타 Application에서의 매출 확대를 기반으로 충분히 Make-up 가능한 수준이라 판단

최근 동사 실적에서의 가장 중요한 변화는 기존 모바일에 집중되어 있던 전방 Application이 노트PC, TV 등으로 확대되고 있다는 점. 주력 고객사 SDC는 노트PC와 TV에서의 OLED 채용을 지속 확대하고 있음. 실제 SDC의 OLED 노트PC 출하량은 '21년 500만대 수준에서 지난해 692만대, 올해 867만대로 증가할 것으로 예상되며 OLED TV 출하량도 지난해 100만대 수준에서 올해 150만대 수준까지 확대될 것으로 추정. 동사는 노트PC향으로 4개 소재, TV향으로 1개 소재 담당 중으로 출하량 증가에 따른 수혜 가능. 이에 따라 올해 예상 실적은 매출액 1,813억원(+3% YoY), 영업이익 464억원(+3% YoY)으로 소폭 성장 전망. 실적 훼손에 대한 과도한 우려는 경계

### 투자의견, 목표주가 유지

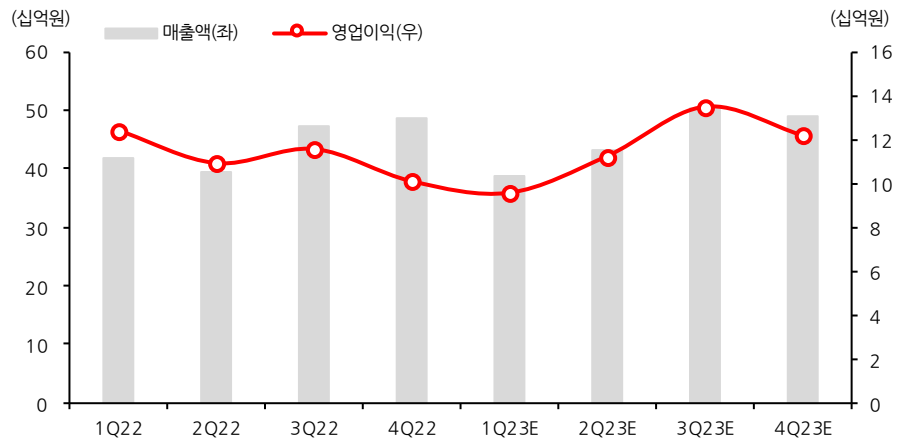
투자의견과 목표주가 유지. 동사의 주가는 하반기 애플향 매출 감소 가능성과 1Q23 단기 수요 공백을 선반영하며 최근 조정받은 상태. 그러나 2Q23부터는 실적 성장이 재개될 것이며, 애플향 매출 감소분도 노트PC와 TV향 공급 증가로 Make-up 가능한 수준. 또한 블랙PDL의 적용처 확대와 내년 아이패드 OLED 채용에 따른 수혜도 추가적으로 기대되는 상황. 주가 조정 구간에서의 매수 접근이 타당

[표1] 덕산네오룩스 실적 전망 (단위: 십억 원, %)

| 구분 | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 41.6 | 39.3 | 47.1 | 48.7 | 38.8 | 43.3 | 50.4 | 48.8 | 176.7 | 181.3 | 227.4 |
| HTL 등 | 37.5 | 35.0 | 42.5 | 43.3 | 34.0 | 38.1 | 45.1 | 42.4 | 158.2 | 159.6 | 194.5 |
| Red Host | 4.2 | 4.3 | 4.7 | 5.4 | 4.8 | 5.2 | 5.3 | 6.4 | 18.6 | 21.7 | 32.9 |
| *YoY* | *-2.5%* | *-9.3%* | *-19.5%* | *4.1%* | *-6.8%* | *10.3%* | *7.0%* | *0.2%* | *-7.6%* | *2.6%* | *25.4%* |
| *HTL 등* | *8.0%* | *0.0%* | *-17.5%* | *7.2%* | *-9.2%* | *9.0%* | *6.2%* | *-2.1%* | *-2.1%* | *0.9%* | *21.8%* |
| *Red Host* | *-47.9%* | *-48.4%* | *-33.8%* | *-15.3%* | *14.2%* | *20.3%* | *14.3%* | *18.6%* | *-37.7%* | *16.9%* | *51.6%* |
| **매출총이익** | 15.7 | 14.6 | 14.7 | 14.7 | 12.8 | 14.5 | 17.6 | 16.8 | 59.8 | 61.6 | 78.9 |
| *YoY* | *2.8%* | *5.4%* | *-30.7%* | *-15.8%* | *-18.4%* | *-0.8%* | *19.1%* | *13.7%* | *-11.9%* | *3.1%* | *28.0%* |
| 매출총이익률 | 37.7% | 37.2% | 31.3% | 30.2% | 33.0% | 33.5% | 34.8% | 34.3% | 33.8% | 34.0% | 34.7% |
| **영업이익** | 12.4 | 10.9 | 11.5 | 10.1 | 9.5 | 11.2 | 13.5 | 12.2 | 44.9 | 46.4 | 59.5 |
| *YoY* | *7.4%* | *6.9%* | *-29.0%* | *-22.5%* | *-23.0%* | *3.0%* | *16.8%* | *20.8%* | *-11.9%* | *3.3%* | *28.3%* |
| 영업이익률 | 29.8% | 27.8% | 24.5% | 20.7% | 24.6% | 25.9% | 26.7% | 24.9% | 25.4% | 25.6% | 26.2% |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 덕산네오룩스 매출액 및 영업이익 추이




자료: 한화투자증권 리서치센터

# [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | 144 | 191 | 177 | 181 | 227 |
| **매출총이익** | 54 | 68 | 60 | 62 | 79 |
| **영업이익** | 40 | 51 | 45 | 46 | 60 |
| **EBITDA** | 45 | 57 | 54 | 59 | 73 |
| 순이자손익 | 0 | 1 | 2 | 1 | 2 |
| 외화관련손익 | -3 | 4 | -6 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **세전계속사업손익** | 38 | 56 | 45 | 50 | 63 |
| **당기순이익** | 33 | 47 | 39 | 42 | 53 |
| 지배주주순이익 | 33 | 47 | 39 | 42 | 53 |
| **증가율(%)** | | | | | |
| 매출액 | 47.3 | 32.6 | -7.6 | 2.6 | 25.4 |
| 영업이익 | 93.2 | 27.5 | -11.9 | 3.3 | 28.3 |
| EBITDA | 82.0 | 26.7 | -5.7 | 9.8 | 22.1 |
| 순이익 | 74.1 | 42.4 | -16.9 | 6.9 | 26.4 |
| **이익률(%)** | | | | | |
| 매출총이익률 | 37.2 | 35.5 | 33.8 | 34.0 | 34.7 |
| 영업이익률 | 27.8 | 26.6 | 25.4 | 25.6 | 26.2 |
| EBITDA 이익률 | 31.3 | 30.0 | 30.6 | 32.8 | 31.9 |
| 세전이익률 | 26.2 | 29.4 | 25.4 | 27.6 | 27.8 |
| 순이익률 | 23.1 | 24.5 | 22.0 | 23.0 | 23.1 |

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **유동자산** | 91 | 188 | 212 | 253 | 304 |
| 현금성자산 | 51 | 135 | 126 | 166 | 193 |
| 매출채권 | 12 | 13 | 17 | 17 | 23 |
| 재고자산 | 26 | 39 | 42 | 42 | 60 |
| **비유동자산** | 130 | 149 | 157 | 158 | 162 |
| 투자자산 | 21 | 36 | 37 | 38 | 39 |
| 유형자산 | 72 | 76 | 81 | 80 | 81 |
| 무형자산 | 37 | 36 | 38 | 40 | 42 |
| **자산총계** | 221 | 337 | 368 | 411 | 466 |
| **유동부채** | 20 | 23 | 23 | 23 | 26 |
| 매입채무 | 12 | 11 | 6 | 6 | 8 |
| 유동성이자부채 | 1 | 1 | 8 | 8 | 8 |
| **비유동부채** | 8 | 27 | 26 | 27 | 27 |
| 비유동이자부채 | 0 | 17 | 19 | 19 | 19 |
| **부채총계** | 28 | 50 | 49 | 49 | 53 |
| 자본금 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 94 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 이익잉여금 | 94 | 141 | 180 | 222 | 274 |
| 자본조정 | 0 | 0 | -7 | -7 | -7 |
| 자기주식 | 0 | 0 | -7 | -7 | -7 |
| **자본총계** | 193 | 287 | 319 | 361 | 414 |

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업현금흐름** | 42 | 44 | 49 | 54 | 43 |
| 당기순이익 | 33 | 47 | 39 | 42 | 53 |
| 자산상각비 | 5 | 6 | 9 | 13 | 13 |
| 운전자본증감 | -4 | -16 | 5 | -1 | -23 |
| 매출채권 감소(증가) | -1 | -1 | 9 | 0 | -7 |
| 재고자산 감소(증가) | -3 | -12 | -4 | 0 | -17 |
| 매입채무 증가(감소) | 4 | -2 | 0 | 0 | 2 |
| **투자현금흐름** | -28 | -26 | -50 | -14 | -17 |
| 유형자산처분(취득) | -23 | -11 | -11 | -10 | -13 |
| 무형자산 감소(증가) | -2 | 0 | -2 | -3 | -3 |
| 투자자산 감소(증가) | 0 | 0 | -20 | 0 | 0 |
| **재무현금흐름** | 0 | 65 | -8 | 0 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | 0 | 45 | -1 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 20 | -7 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **총현금흐름** | 48 | 65 | 53 | 55 | 66 |
| (-)운전자본증가(감소) | -3 | 31 | 39 | 1 | 23 |
| (-)설비투자 | 23 | 11 | 11 | 10 | 13 |
| (+)자산매각 | -2 | 0 | -2 | -3 | -3 |
| Free Cash Flow | 26 | 22 | 2 | 40 | 27 |
| (-)기타투자 | 10 | 0 | -26 | 1 | 1 |
| 잉여현금 | 16 | 22 | 28 | 40 | 26 |
| **NOPLAT** | 35 | 42 | 39 | 39 | 50 |
| (+) Dep | 5 | 6 | 9 | 13 | 13 |
| (-)운전자본투자 | -3 | 31 | 39 | 1 | 23 |
| (-)Capex | 23 | 11 | 11 | 10 | 13 |
| OpFCF | 20 | 6 | -2 | 40 | 27 |

## 주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당지표** | | | | | |
| EPS | 1,389 | 1,886 | 1,568 | 1,677 | 2,120 |
| BPS | 8,028 | 11,558 | 12,862 | 14,539 | 16,658 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| CFPS | 2,001 | 2,605 | 2,145 | 2,211 | 2,655 |
| ROA(%) | 16.6 | 16.8 | 11.0 | 10.7 | 12.0 |
| ROE(%) | 18.9 | 19.5 | 12.8 | 12.2 | 13.6 |
| ROIC(%) | 27.9 | 28.8 | 22.1 | 19.6 | 23.5 |
| **Multiples(x,%)** | | | | | |
| PER | 25.1 | 29.8 | 20.2 | 25.0 | 19.7 |
| PBR | 4.3 | 4.9 | 2.5 | 2.9 | 2.5 |
| PSR | 5.8 | 7.3 | 4.5 | 5.7 | 4.6 |
| PCR | 17.4 | 21.6 | 14.8 | 18.9 | 15.8 |
| EV/EBITDA | 17.5 | 22.3 | 12.7 | 15.1 | 12.0 |
| 배당수익률 | - | - | - | - | - |
| **안정성(%)** | | | | | |
| 부채비율 | 14.6 | 17.3 | 15.3 | 13.7 | 12.7 |
| Net debt/Equity | -25.7 | -40.5 | -31.1 | -38.6 | -40.1 |
| Net debt/EBITDA | -109.9 | -202.9 | -183.8 | -234.6 | -228.5 |
| 유동비율 | 457.3 | 830.1 | 939.4 | 1,103.3 | 1,184.0 |
| 이자보상배율(배) | 2,124.9 | 669.7 | 59.2 | 65.9 | 84.5 |
| **자산구조(%)** | | | | | |
| 투하자본 | 65.7 | 48.0 | 54.5 | 49.2 | 49.2 |
| 현금+투자자산 | 34.3 | 52.0 | 45.5 | 50.8 | 50.8 |
| **자본구조(%)** | | | | | |
| 차입금 | 0.6 | 6.1 | 7.7 | 6.9 | 6.1 |
| 자기자본 | 99.4 | 93.9 | 92.3 | 93.1 | 93.9 |

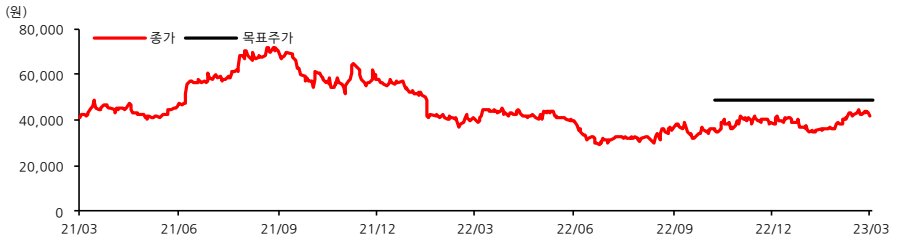
주: IFRS 연결 기준

**[ Compliance Notice ]** (공표일: 2023 년 03 월 14 일)

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

**[ 덕산네오룩스 주가와 목표주가 추이 ]**




**[ 투자의견 변동 내역 ]**

| 일 시 | 2022.10.17 | 2022.10.18 | 2022.10.31 | 2022.11.16 | 2023.03.14 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 투자의견 | 담당자변경 | Buy | Buy | Buy | Buy | |
| 목표가격 | 김광진 | 49,000 | 49,000 | 49,000 | 49,000 | |

**[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]**

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

**[ 종목 투자등급 ]**

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2022 년 12 월 31 일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|---|---|---|---|---|
| 금융투자상품의 비중 | 95.2% | 4.8% | 0.0% | 100.0% |