Company Note
2024. 08. 30

덕산네오룩스 (213420)

BUY
TP 50,000원

IT OLED, Black PDL 확대에 거는 기대감

Analyst 김종배
02-3787-2074 kjb6551@hmsec.com

현재주가 (8/29)	30,900원
상승여력	61.8%
시가총액	767십억원
발행주식수	24,831천주
자본금/액면가	5십억원/200원
52주 최고가/최저가	47,750원/29,750원
일평균 거래대금 (60일)	6십억원
외국인지분율	9.93%
주요주주	이준호 외 11 인 47.55%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-12.7	-29.8	-20.6
상대주가(%p)	-6.7	-22.1	-9.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	2,007	2,511	61,000
After	1,767	2,320	50,000
Consensus	1,773	2,326	52,286
Cons. 차이	-0.3%	-0.3%	-4.4%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사는 상반기 보급형 스마트폰 Rigid OLED 확대 적용에 따른 소재 공급 증가로 계절성을 상쇄하는 호실적을 기록하였으나, Flexible이 아닌 Rigid향 매출 증가 주도, 샘플 소재 개발 및 신규사업 인력 충원 등으로 인한 비용 증가로 인한 수익성 우려로 주가는 조정 받았음. 다만, 이러한 비용 증가는 IT OLED 및 신규 응용처에 대한 준비의 과정이며, 향후 IT OLED 시장에 대한 준비는 차질없이 진행 중

주요이슈 및 실적전망

- On-device로 인한 Set 수요가 최근 Macro 상황 등을 고려했을 때 단기적으로 크진 않지만, Mega Trend은 분명한 사실임. 전력 소모를 줄이기 위한 OLED 패널 채용 확대뿐 아니라 패널 내에서도 동사의 Black PDL 등 다양한 교체 시도가 일어날 것으로 보임. Black PDL은 소비전력 효과에도 불구하고 높은 가격으로 인해 적용이 지연된 것으로 보임. 다만 기존의 OLED 내 편광필름을 대체할 수 있어, 라인 초기부터 BPDL을 고려하여 공정을 설계한다면 비용 측면에서 봤을 때도 크게 부담스럽지 않음. 현재 폴더블 위주로 적용되고 있고, 향후에도 폴더블폰뿐 아니라 AI Smartphone, PC 등에서 점차 확대 적용될 것으로 보임
- IT OLED 패널 양산을 위한 8.6세대 라인은 차질없이 진행되고 있는 것으로 파악됨. 올해 하반기부터 pilot 가동을 진행할 것으로 예상되고, 동사의 샘플 매출 역시 발생할 것. 현재 북미 세트업체의 Tablet 상위 모델에 OLED 패널이 적용되었고, 이는 PC 등으로 점차 확대 적용될 것. 8.6G로 인한 고객사의 신규 매출이 발생한다는 것은 곧 OLED 소재 소요량 증가를 의미함

주가전망 및 Valuation

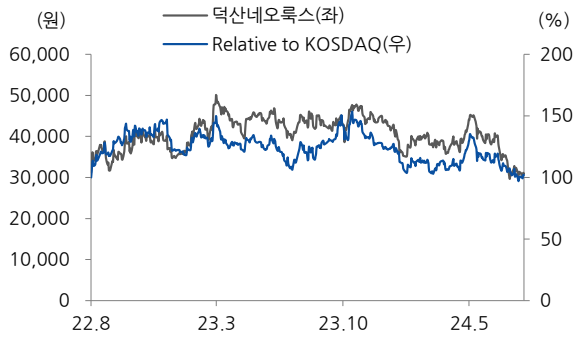
- 단기적인 모멘텀의 부재, 비용 증가로 인한 마진 축소는 최근 기술주 투심 약세와 맞물려 주가에는 좋지 않은 영향을 미치고 있지만, 하반기 Flexible OLED로 인한 실적 증가, IT OLED 시장 개화, Black PDL 적용 확대 등을 고려하여 단기적으로는 Buy & Trading의 전략이 유효하다고 판단. 목표주가는 비용 증가를 반영하여 EPS 하향 조정한 50,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	177	45	39	53	1,567	-19.4	24.9	3.0	16.0	12.8	0.0
2023	164	33	36	42	1,442	-8.0	30.9	3.1	25.7	10.6	0.0
2024F	218	46	44	56	1,767	22.5	17.6	1.9	13.1	11.7	0.0
2025F	247	64	58	73	2,320	31.3	13.4	1.7	9.6	13.5	0.0
2026F	315	91	80	101	3,212	38.5	9.7	1.4	4.9	16.1	0.0

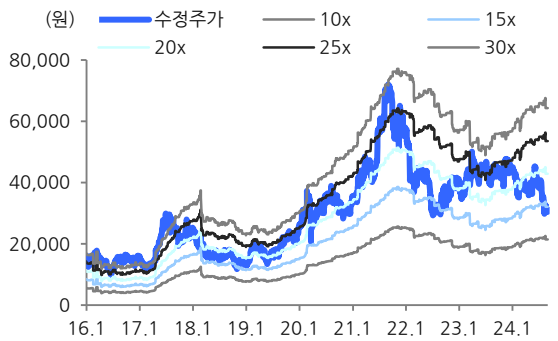
*K-IFRS 연결 기준

<그림1> 덕산네오룩스 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림2> 덕산네오룩스 12M Fwd. P/E Band



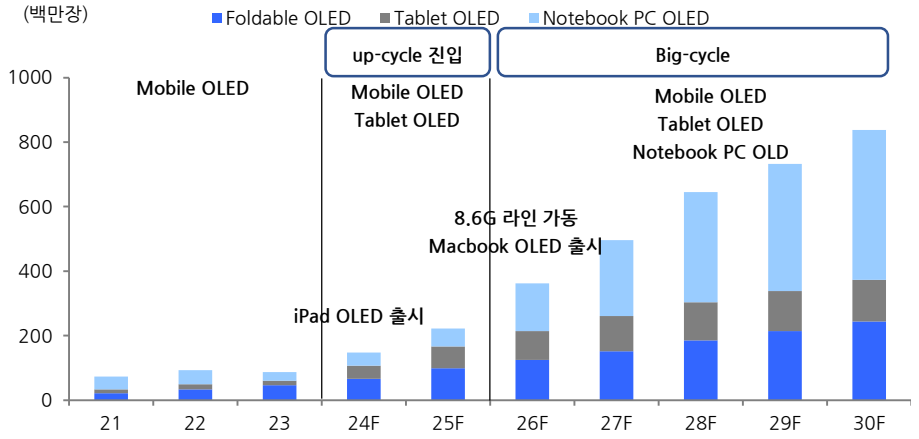
자료: Bloomberg, 현대차증권

<표1> IT OLED로 인한 국내 소재 시장 확대 규모(연간 fully 생산 가정)

구분	물량	비고
iPad OLED 탑재모델 연간 출하량(대)	8,000,000	연간 출하량 5,000 만대 중 Pro 라인업 비중 20%, 800 만대로 보수적 추정, SDC 는 11 인치, LGD 는 11 인치, 12.9 인치 모두 대응. LGD 와 SDC 물량 6:4 로 예상
iPhone 대비 iPad 면적(배)	4	iPad Pro 11 인치(178.5mm x 247.6mm) iPhone 6.1 인치(71.6mm x 147.6mm)
기존 패널 대비 OLED 소재 투입량(배)	2	Two-stack tandem 기술 적용으로 공통층부터 발광층까지 OLED 소재를 두 번 쌓는 구조였으나 두께 등을 고려하면 실질적인 소재 소요량은 2 배 수준
iPad OLED 소재 시장(Mobile 기준)(대)	64,000,000	기존 Mobile(iPhone) 기준
국내 패널사 OLED Mobile 시장(대)	370,000,000	국내 패널사는 사실상 삼성전자, Apple 이 주 고객사 연간 OLED 탑재 모델 출하량 Galaxy 1.5 억대, iPhone 2.2 억대 23 년 기준 약 SDC 3.2 억장, LGD 5,200 만장
iPad OLED로 인한 소재업체 증가효과	17.2%	기존 시장(Mobile)에서 새로운 증분(Tablet) OLED 발광층 소재 증가 효과

자료: 현대차증권

<그림3> IT OLED 출하량 전망(Mobile 기준 환산)



주: 패널 출하량을 면적을 기반으로 Mobile로 환산, Foldable 7.5", Tablet 11", Notebook PC 15"으로 하였을 때 각각 Mobile 6인치 대비 면적은 2배, 4배, 8배 수준
자료: 산업자료, 현대차증권

<표2> 덕산네오룩스 분기별 매출 추정

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	**28**	**43**	**47**	**45**	**52**	**53**	**57**	**56**	**177**	**164**	**218**
매출원가	**22**	**27**	**29**	**28**	**34**	**35**	**35**	**35**	**117**	**106**	**139**
매출원가율	*78.1%*	*62.7%*	*61.3%*	*62.4%*	*64.4%*	*66.4%*	*61.0%*	*62.0%*	*66.2%*	*64.9%*	*63.4%*
매출총이익	**6**	**16**	**18**	**17**	**19**	**18**	**22**	**21**	**60**	**57**	**80**
YoY	*-60.1%*	*8.8%*	*23.6%*	*15.9%*	*198.9%*	*11.1%*	*22.4%*	*25.0%*	*-11.9%*	*-3.9%*	*39.2%*
GPM	*21.9%*	*37.3%*	*38.7%*	*37.6%*	*35.6%*	*33.6%*	*39.0%*	*38.0%*	*33.8%*	*35.1%*	*36.6%*
판관비	**6**	**7**	**6**	**5**	**8**	**8**	**9**	**9**	**15**	**25**	**34**
판관비율	*21.6%*	*16.3%*	*12.8%*	*11.8%*	*16.0%*	*14.5%*	*15.0%*	*16.0%*	*8.4%*	*15.0%*	*15.4%*
영업이익	**0**	**9**	**12**	**12**	**10**	**10**	**14**	**12**	**45**	**33**	**46**
YoY	*-99.3%*	*-17.8%*	*5.5%*	*16.2%*	*11877.2%*	*12.2%*	*12.6%*	*5.6%*	*-12.0%*	*-26.6%*	*40.9%*
OPM	*0.3%*	*21.0%*	*25.9%*	*25.7%*	*19.6%*	*19.1%*	*24.0%*	*22.0%*	*25.4%*	*20.1%*	*21.2%*
영업외손익	**4**	**4**	**2**	**-2**	**0**	**2**	**0**	**4**	**0**	**9**	**6**
세전이익	**4**	**13**	**14**	**10**	**10**	**12**	**14**	**17**	**45**	**42**	**52**
법인세비용	1	1	3	1	1	2	2	3	6	6	8
당기순이익	**4**	**12**	**11**	**9**	**9**	**10**	**11**	**14**	**39**	**36**	**44**
YoY	*-65.9%*	*20.3%*	*-9.3%*	*59.6%*	*122.1%*	*-16.5%*	*7.0%*	*48.9%*	*-16.9%*	*-8.0%*	*22.5%*
당기순이익률	*13.6%*	*27.9%*	*22.7%*	*20.5%*	*16.4%*	*18.9%*	*20.0%*	*24.7%*	*22.0%*	*21.9%*	*20.1%*
지배주주순이익	**4**	**12**	**11**	**9**	**9**	**10**	**11**	**14**	**39**	**36**	**44**
YoY	*-65.9%*	*20.3%*	*-9.3%*	*59.6%*	*122.1%*	*-16.5%*	*7.0%*	*48.9%*	*-16.9%*	*-8.0%*	*22.5%*
지배주주순이익률	*13.6%*	*27.9%*	*22.7%*	*20.5%*	*16.4%*	*18.9%*	*20.0%*	*24.7%*	*22.0%*	*21.9%*	*20.1%*

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**177**	**164**	**218**	**247**	**315**
증가율 (%)	-7.3	-7.3	32.9	13.3	27.5
매출원가	**117**	**106**	**139**	**154**	**194**
매출원가율 (%)	66.1	64.6	63.8	62.3	61.6
매출총이익	**60**	**57**	**80**	**93**	**121**
매출이익률 (%)	33.9	34.8	36.7	37.7	38.4
증가율 (%)	-11.8	-5.0	40.4	16.3	30.1
판매관리비	**15**	**25**	**34**	**29**	**30**
판관비율(%)	8.5	15.2	15.6	11.7	9.5
EBITDA	**53**	**42**	**56**	**73**	**101**
EBITDA 이익률 (%)	29.9	25.6	25.7	29.6	32.1
증가율 (%)	-7.0	-20.8	33.3	30.4	38.4
영업이익	**45**	**33**	**46**	**64**	**91**
영업이익률 (%)	25.4	20.1	21.1	25.9	28.9
증가율 (%)	-11.8	-26.7	39.4	39.1	42.2
영업외손익	**0**	**8**	**6**	**5**	**5**
금융수익	5	10	9	6	6
금융비용	5	2	4	1	1
기타영업외손익	0	-0	1	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**45**	**42**	**52**	**69**	**96**
세전계속사업이익률	25.4	25.6	23.9	27.9	30.5
증가율 (%)	-19.6	-6.7	23.8	32.7	39.1
법인세비용	6	6	8	11	16
계속사업이익	39	36	44	58	80
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**39**	**36**	**44**	**58**	**80**
당기순이익률 (%)	22.0	22.0	20.2	23.5	25.4
증가율 (%)	-17.0	-7.7	22.2	31.8	37.9
지배주주지분 순이익	39	36	44	58	80
비지배주주지분 순이익	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
총포괄이익	40	36	44	58	80

(단위: 십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**189**	**101**	**123**	**159**	**380**
현금성자산	133	40	52	79	278
단기투자자산	12	15	19	21	27
매출채권	13	9	9	11	13
재고자산	29	31	35	39	50
기타유동자산	3	6	8	9	11
비유동자산	**172**	**303**	**335**	**361**	**232**
유형자산	92	105	106	115	123
무형자산	38	58	74	90	87
투자자산	36	128	36	38	43
기타비유동자산	6	12	119	118	-21
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**362**	**404**	**458**	**520**	**612**
유동부채	**16**	**24**	**27**	**31**	**39**
단기차입금	1	3	0	0	0
매입채무	5	7	10	12	15
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	10	14	17	19	24
비유동부채	**25**	**27**	**33**	**35**	**38**
사채	18	19	19	19	19
장기차입금	0	0	3	3	3
장기금융부채	0	0	1	1	1
기타비유동부채	7	8	10	12	15
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**41**	**51**	**60**	**65**	**77**
지배주주지분	320	353	397	455	535
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141	141
자본조정 등	-7	-10	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	0	-0	0	0	0
이익잉여금	181	217	261	319	398
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**320**	**353**	**397**	**455**	**535**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**49**	**50**	**70**	**65**	**85**
당기순이익	39	36	44	58	80
유형자산 상각비	7	7	7	6	7
무형자산 상각비	1	2	2	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	2	5	15	-2	-5
기타	0	0	2	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-38**	**-141**	**-51**	**-37**	**114**
투자자산의 감소(증가)	-5	-91	92	-2	-5
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-16	-10	-15	-15
기타	-19	-34	-133	-20	134
재무활동으로인한현금흐름	**-8**	**-2**	**-8**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	0	0	3	0	0
사채의증가(감소)	1	1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-9	-3	-11	0	0
기타현금흐름	**-4**	**-0**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-1**	**-93**	**12**	**27**	**199**
기초현금	134	133	40	52	79
기말현금	133	40	52	79	278

(단위: 원, 배, %)

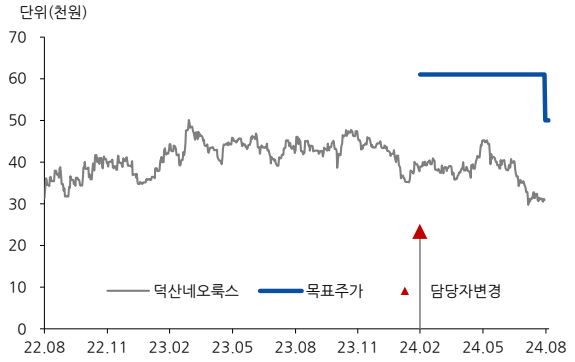
주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	1,567	1,442	1,767	2,320	3,212
EPS(지배순이익 기준)	1,567	1,442	1,767	2,320	3,212
BPS(자본총계 기준)	12,900	14,224	16,004	18,324	21,536
BPS(지배지분 기준)	12,896	14,220	16,000	18,320	21,532
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	24.9	30.9	17.6	13.4	9.7
P/E(지배순이익 기준)	24.9	30.9	17.6	13.4	9.7
P/B(자본총계 기준)	3.0	3.1	1.9	1.7	1.4
P/B(지배지분 기준)	3.0	3.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA(Reported)	16.0	25.7	13.1	9.6	4.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-19.4	-8.0	22.5	31.3	38.5
EPS(지배순이익 기준)	-19.4	-8.0	22.5	31.3	38.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.8	10.6	11.7	13.5	16.1
ROE(지배순이익 기준)	12.8	10.6	11.7	13.5	16.1
ROA	11.1	9.3	10.2	11.8	14.1
안정성 (%)					
부채비율	12.9	14.5	15.2	14.3	14.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	57.8	41.8	59.4	80.9	109.1

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.03.18	BUY	53,000	-23.58	-5.47
2024.02.29	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2024.02.29	BUY	61,000	-36.75	-25.82
2024.08.14	BUY	61,000	-49.08	-46.97
2024.08.30	BUY	50,000		

▶ 최근 2년간 덕산네오룩스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김종배의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156건	91.2%
보유	15건	8.8%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.