덕산네오룩스 (213420)

Analyst 김종배 kjb6551@hmsec.com

3분기보다 중요한 것은 4분기와 내년

BUY **TP 65,000원**

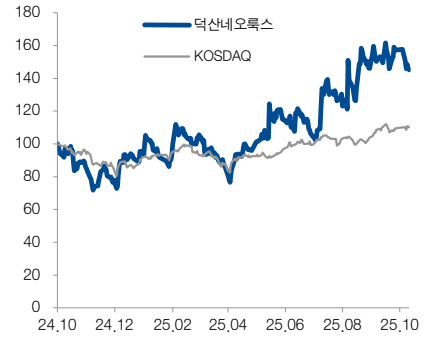
현재주가 (10/17)	44,800원
상승여력	45.1%
시가총액	1,112십억원
발행주식수	24,831천주
자본금/액면가	5십억원/200원
52주 최고가/최저가	49,850원/22,150원
일평균 거래대금 (60일)	13십억원
외국인 지분율	6.94%
주요주주 지분율	
이수훈 외 12인	44.14%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.7	9.7	57.7
상대주가(%p)	-6.2	4.4	30.6

* K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(25F)	EPS(26F)	T/P
Before	2,430	3,318	53,500
After	2,339	3,233	65,000
Consensus	N/A	N/A	56,500
Cons. 차이	N/A	N/A	15.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 3분기 별도 매출액은 560억원(YoY +2%), 영업이익은 131억원(YoY +4%, OPM 23.5%)으로 당사의 기존 추정치와 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 예상. 1) M14 재료구조 공급으로 인해 발광층 소재 확대, 2) 계절적 성수기 진입, 3)우호적인 환율 등은 분명 긍정적인 부분임. 다만, 1) M10R 중화향 부진, 2) 패널 고객사 출하 지연 이슈 등은 단기 실적 부진 요소가 될 것. 단기 실적보다는 4분기와 내년 흐름이 양호하고, 26년 실적 추정치를 반영한 목표주가 65,000원으로 상향

주요이슈 및 실적전망

- 3분기는 통상적으로 계절적 성수기로 인해 마진이 회복되는 구간이지만, 매출액과 영업이익 각각 YoY +2%, YoY +4% 소폭 성장 수준에 그칠 것으로 전망. 패널 고객사의 출하 지연 이슈와 M10R의 판매 부진 등이 분기 실적의 하방 압력으로 작용할 것
- 다만, 3분기의 실적 부진은 4분기에 상당 부분 상쇄될 것으로 예상됨. 4분기 영업이익은 255억원으로 YoY 31% 성장할 것으로 예상. 가장 중요한 것은 M14의 Series 확대 적용으로 인한 Green Prime 매출 확대가 3분기에 온전히 반영되지 못했지만 4분기에 이연 반영될 것이라는 점임. 이를 감안하였을 때, 동사의 방향성은 여전히 순항 중에 있다고 판단됨
- Rigid OLED의 불확실성이 지속되지만, 이보다 중요한 것은 Black PDL의 확대 및 8.6G으로 인한 IT OLED향 소재 매출 확대 등임. 북미 Foldable Smartphone은 내년 하반기에 출시될 것으로 예상되고, 내년 초에 출시되는 국내 Flagship Bar type 1종에도 CoE가 추가 적용될 것으로 예상되는 바, Black PDL의 성장은 26년부터 유의미하게 이뤄질 것. Black PDL은 26년을 원년으로 27년 북미향 Bar type 확대 적용으로 인해 본격적인 실적 성장을 예상. 8.6G향 양산 매출 역시 내년 2분기부터 발생할 것으로 예상되고, 이전 샘플 매출은 지속 발생할 것으로 보임. 내년에는 보수적으로 7.5K/월 수준의 라인 가동을 예상하지만, 추가적인 고객사를 이르게 확보한다면 패널 출하향 소재 매출은 더욱 확대될 것

주가전망 및 Valuation

- 단기 이벤트(중국 패널사 대미 수출 제재, Foldable 등)에 따라 주가는 등락을 시현하였지만, 현재는 단기 방향성보다는 장기적인 관점을 두고 기간 조정 중에 있다고 판단됨. 다만, 방향성은 여전히 순항 중에 있으며, 동사만의 뚜렷한 성장 모멘텀을 보유하고 실현되는 것은 여전히 유효함. 세트 수요 불확실성은 여전하지만, 신규 폼팩터인 Foldable 출시와 IT OLED 전환에 있어 동사는 지속적인 수혜를 누릴 것. 26F EPS 3,268원에 Target Multiple 17배를 적용(현대중공업터보기계와 SOTP 방식으로 주가 산출)

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 (%)
2023	164	33	36	42	1,442	-8.0	30.9	3.1	25.5	10.6	0.0
2024	212	52	46	63	1,843	27.7	15.1	1.7	10.2	12.2	0.0
2025F	215	59	58	70	2,339	27.0	19.2	2.4	16.5	13.6	0.0
2026F	282	76	80	86	3,233	38.2	13.9	2.1	13.2	16.2	0.0
2027F	322	95	103	104	4,139	28.1	10.8	1.7	10.2	17.5	0.0

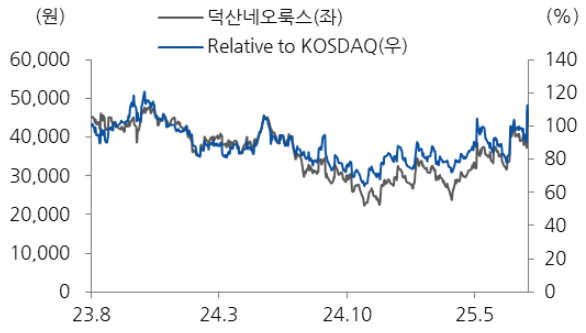
* K-IFRS 개별 기준

〈표1〉 덕산네오룩스 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	**52**	**53**	**55**	**52**	**38**	**48**	**56**	**74**	**212**	**215**	**282**
매출원가	**34**	**35**	**34**	**29**	**22**	**30**	**34**	**40**	**132**	**126**	**177**
매출원가율	*64.9%*	*67.3%*	*62.2%*	*54.7%*	*57.7%*	*61.9%*	*61.5%*	*55.0%*	*62.3%*	*58.7%*	*62.9%*
매출총이익	**18**	**17**	**21**	**24**	**16**	**18**	**22**	**33**	**80**	**89**	**105**
YoY	*195.4%*	*8.0%*	*14.0%*	*38.3%*	*-12.9%*	*5.7%*	*3.8%*	*40.2%*	*39.3%*	*11.1%*	*17.6%*
GPM	*35.1%*	*32.7%*	*37.8%*	*45.3%*	*42.3%*	*38.1%*	*38.5%*	*45.0%*	*37.7%*	*41.3%*	*37.1%*
판관비	**8**	**7**	**8**	**4**	**6**	**8**	**8**	**8**	**28**	**30**	**28**
판관비율	*15.3%*	*13.8%*	*14.9%*	*7.9%*	*16.2%*	*16.9%*	*15.0%*	*10.3%*	*13.0%*	*14.0%*	*10.0%*
영업이익	**10**	**10**	**13**	**20**	**10**	**10**	**13**	**26**	**52**	**59**	**76**
YoY	*12010.1%*	*10.8%*	*3.3%*	*66.8%*	*-4.4%*	*2.2%*	*4.5%*	*30.8%*	*59.2%*	*12.1%*	*29.8%*
OPM	*19.8%*	*18.8%*	*22.9%*	*37.4%*	*26.2%*	*21.3%*	*23.5%*	*34.7%*	*24.7%*	*27.3%*	*27.1%*
영업외손익	**0**	**2**	**1**	**-1**	**-1**	**2**	**4**	**5**	**2**	**10**	**20**
세전이익	**10**	**12**	**14**	**18**	**9**	**12**	**17**	**31**	**54**	**69**	**96**
법인세비용	1	2	3	2	1	3	3	5	8	11	16
당기순이익	**9**	**10**	**11**	**17**	**8**	**8**	**15**	**26**	**46**	**58**	**80**
YoY	*122.0%*	*-16.7%*	*-0.1%*	*77.4%*	*-4.9%*	*-18.7%*	*36.5%*	*58.7%*	*27.8%*	*27.0%*	*38.2%*
당기순이익률	*16.4%*	*18.8%*	*19.4%*	*31.7%*	*21.6%*	*16.9%*	*26.0%*	*35.7%*	*21.6%*	*27.0%*	*28.5%*

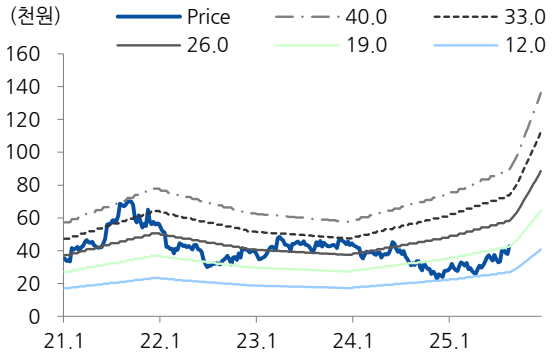
주: 별도 기준
자료: 현대차증권

〈그림1〉 덕산네오룩스 주가 추이



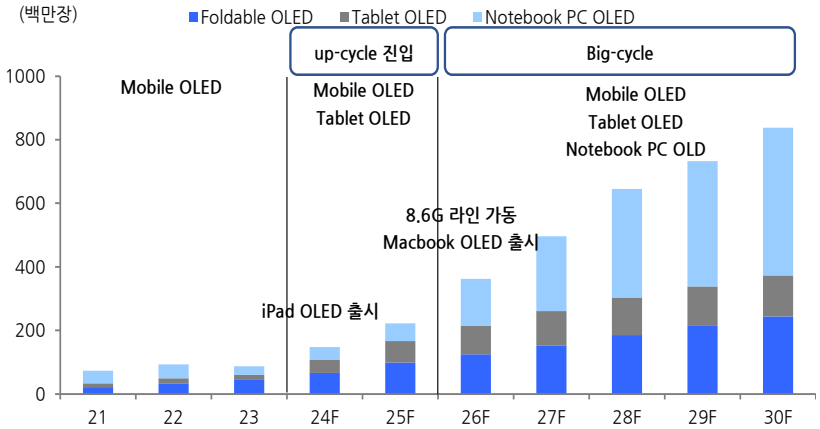
자료: 현대차증권

〈그림2〉 덕산네오룩스 P/E Band



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 최종 Valuation 및 목표주가 산출

구분	내용	비고
덕산네오룩스(인수 전) 기업가치 (단위: 십억원)	1,365	26F 덕산네오룩스 별도 당기순이익 803 억원 x Target Multiple 17x Target Multiple 은 24 년-25 년 평균 P/E
현대중공업터보기계 기업가치 (단위: 십억원)	239	26F 현대중공업터보기계 당기순이익 200 억원 x Target Multiple 20x, 지분율 59.7%반영
덕산네오룩스(인수 후) 기업가치 (단위: 십억원)	1,603	
유동주식수(주)	24,562,915	
목표주가(원)	65,000	
현재주가(원)	44,800	
상승여력(%)	45	

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**164**	**212**	**215**	**282**	**322**
증가율 (%)	-7.3	29.3	1.4	31.2	14.2
매출원가	**107**	**132**	**126**	**177**	**196**
매출원가율 (%)	65.2	62.3	58.6	62.8	60.9
매출총이익	**56**	**80**	**89**	**105**	**126**
매출이익률 (%)	34.1	37.7	41.4	37.2	39.1
증가율 (%)	-6.7	42.9	11.3	18.0	20.0
판매관리비	**23**	**28**	**30**	**28**	**30**
판관비율(%)	14.0	13.2	14.0	9.9	9.3
EBITDA	**42**	**63**	**70**	**86**	**104**
EBITDA 이익률 (%)	25.6	29.7	32.6	30.5	32.3
증가율 (%)	-20.8	50.0	11.1	22.9	20.9
영업이익	**33**	**52**	**59**	**76**	**95**
영업이익률 (%)	20.1	24.5	27.4	27.0	29.5
증가율 (%)	-26.7	57.6	13.5	28.8	25.0
영업외손익	**8**	**3**	**13**	**19**	**27**
금융수익	10	8	17	22	30
금융비용	2	4	3	3	3
기타영업외손익	-0	-1	-1	0	0
종속/관계기업관련손익	0	-1	-2	0	0
세전계속사업이익	**42**	**54**	**69**	**96**	**123**
세전계속사업이익률	25.6	25.5	32.1	34.0	38.2
증가율 (%)	-6.7	28.6	27.8	39.1	28.1
법인세비용	6	8	11	16	20
계속사업이익	36	46	58	80	103
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**36**	**46**	**58**	**80**	**103**
당기순이익률 (%)	22.0	21.7	27.0	28.4	32.0
증가율 (%)	-7.7	27.8	26.1	37.9	28.8
지배주주지분 순이익	36	46	58	80	103
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	-0	0	0
총포괄이익	36	46	58	80	103

(단위: 십억원)

재무상태표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	**99**	**121**	**204**	**248**	**332**
현금성자산	38	69	130	150	220
단기투자자산	15	1	1	1	2
매출채권	9	15	21	28	32
재고자산	31	32	44	59	68
기타유동자산	6	6	8	10	12
비유동자산	**307**	**333**	**376**	**428**	**456**
유형자산	100	107	104	95	86
무형자산	57	59	58	58	57
투자자산	136	150	207	269	305
기타비유동자산	14	17	7	6	8
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	**406**	**454**	**581**	**676**	**788**
유동부채	**25**	**26**	**36**	**48**	**55**
단기차입금	3	0	0	0	0
매입채무	7	4	5	7	8
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	15	22	31	41	47
비유동부채	**27**	**30**	**88**	**92**	**94**
사채	19	19	20	20	20
장기차입금	0	3	58	58	58
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	8	10	14	16
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**53**	**55**	**124**	**140**	**149**
지배주주지분	353	399	457	537	640
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141	141
자본조정 등	-10	-10	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	-0	1	0	0	0
이익잉여금	217	262	320	401	503
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**353**	**399**	**457**	**537**	**640**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**51**	**60**	**62**	**80**	**106**
당기순이익	36	46	58	80	103
유형자산 상각비	8	9	10	9	8
무형자산 상각비	2	2	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	5	-6	-6	-10	-6
기타	0	9	-1	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-141**	**-27**	**-56**	**-62**	**-37**
투자자산의 감소(증가)	-91	-14	-55	-62	-36
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-16	-15	-5	0	0
기타	-34	1	4	0	-1
재무활동으로인한현금흐름	**-3**	**-3**	**56**	**1**	**1**
차입금의 증가(감소)	0	3	55	0	0
사채의증가(감소)	1	1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-4	-7	1	1	1
기타현금흐름	**-0**	**0**	**-0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-93**	**30**	**61**	**19**	**70**
기초현금	132	38	69	130	150
기말현금	38	69	130	150	220

(단위: 원, 배, %)

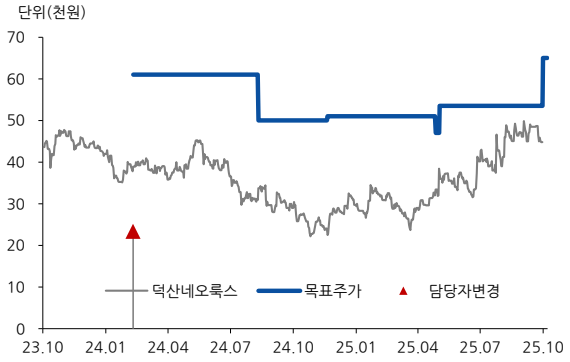
주요투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
EPS(당기순이익 기준)	1,442	1,843	2,339	3,233	4,139
EPS(지배순이익 기준)	1,442	1,843	2,339	3,233	4,139
BPS(자본총계 기준)	14,220	16,065	18,387	21,620	25,759
BPS(지배지분 기준)	14,220	16,065	18,387	21,620	25,759
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	30.9	15.1	19.2	13.9	10.8
P/E(지배순이익 기준)	30.9	15.1	19.2	13.9	10.8
P/B(자본총계 기준)	3.1	1.7	2.4	2.1	1.7
P/B(지배지분 기준)	3.1	1.7	2.4	2.1	1.7
EV/EBITDA(Reported)	25.5	10.2	16.5	13.2	10.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-8.0	27.7	27.0	38.2	28.1
EPS(지배순이익 기준)	-8.0	27.7	27.0	38.2	28.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.6	12.2	13.6	16.2	17.5
ROE(지배순이익 기준)	10.6	12.2	13.6	16.2	17.5
ROA	9.3	10.6	11.2	12.8	14.0
안정성 (%)					
부채비율	14.9	13.8	27.2	26.0	23.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	41.4	63.1	25.9	29.4	36.4

** K-IFRS 개별 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2024.02.29	BUY	61,000	-37.85	-25.82
2024.08.30	BUY	50,000	-44.12	-31.20
2024.12.09	BUY	51,000	-42.00	-32.35
2025.05.16	BUY	47,000	-27.48	-18.30
2025.05.22	BUY	53,500	-23.77	-6.82
2025.10.20	BUY	65,000		

▶ 최근 2년간 덕산네오룩스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Notice

- 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 (2024.10.01~2025.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	142건	89.3%
보유	17건	10.7%
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.