

덕산네오룩스 (213420)

주가 상승을 위한 기다림의 시간

주목해야 할 두 가지 투자 포인트

① **삼성전자 중저가 스마트폰 OLED 패널 적용 확대:** 최근 최종 고객사인 삼성전자가 갤럭시 A 15, 35, 55 등 중저가 스마트폰 내 OLED 패널 적용 확대 흐름이 뚜렷해지고 있다. 이로 인해 계절적 비수기였던 상반기에도 삼성디스플레이의 리지드 OLED 패널 생산량이 전년 동기 대비 뚜렷하게 증가하면서 주력 소재 공급사인 동사의 수혜가 커지고 있다. 특히 리지드 OLED용 소재 구조에는 동사의 HTL, R', G', 레드 호스트 등이 다양하게 적용되고 있어 플렉서블 OLED 대비 패널 생산량 증가에 따른 매출 상승 효과가 크게 발생할 수 있다. 또한 하반기에는 아이폰 16 신제품 출시 효과와 새로운 소재 구조 적용에 따른 실적 개선세가 예상된다. 이를 반영한 2024년 동사의 실적은 매출액 2,084억원(+27% YoY), 영업이익 488억원(+49% YoY)을 기록할 것으로 전망된다.

② **2H26 애플 폴더블 스마트폰 출시 예상:** Apple의 새로운 성장 모멘텀이 될 것으로 예상되는 폴더블 스마트폰의 2H26 출시 가능성이 높아지고 있다. 형태는 7~8"의 북타입으로 논의되고 있으며, 갤럭시 Z폴드 대비 다소 넓직한 화면비일 것으로 보인다. 아직까지 100% 확정적이라고 볼 순 없지만 제품의 완성도와 내구성을 높이고 온디바이스 AI 환경에서 소비전력을 낮추기 위한 방법으로 삼성디스플레이의 무편광필름 OLED 패널 방식을 채택할 것으로 보인다. 이 때 동사가 최초 자체 개발한 Black PDL 적용이 필수적이다. 상대적으로 단가와 수익성이 높은 편이라는 점을 고려할 때 2027년경 Apple 폴더블 스마트폰으로 발생할 수 있는 영업이익은 약 150억원 규모에 이를 것으로 추정된다. 이는 2024년 예상 영업이익의 약 30% 비중이며, 밸류에이션 리-레이팅 가능성까지 고려할 때 Apple 폴더블 스마트폰 출시에 따른 시가총액 상승 여력은 약 50%에 달할 것으로 기대된다.

목표주가 60,000원으로 상향, 매수 투자 의견 유지

동사에 대한 목표주가를 60,000원으로 상향하고 매수 투자 의견을 유지한다. 목표주가는 2024년 예상 EPS에 최근 5년간 평균 P/E 중상단인 28.3배를 적용해 산출했다. 최근 스마트폰 시장 성장 둔화세로 대표적인 OLED 소재주인 동사 주가의 밸류에이션은 P/E 25배(평균)에서 20배 이하 수준까지 점진적으로 낮아져왔다. 그러나 리지드 OLED 패널 가격 하락으로 스마트폰 내 OLED 패널 채택이 중저가 시장까지 확대되고 있어 올해 동사 실적이 뚜렷한 성장세를 나타낼 것으로 예상된다. 특히 2H26에 Apple 폴더블 스마트폰이 출시될 경우 동사의 수혜가 클 수 있다는 점을 고려할 때 밸류에이션 리-레이팅에 무리가 없을 것으로 판단된다. 현 주가는 2024년 예상 실적 기준 P/E 22.0배 수준으로 단기간 내 상승 여력이 커 보이지 않을 수 있다. 그러나 Apple 폴더블 출시 효과가 연간 반영될 수 있는 2027년 예상 실적 기준으로는 P/E가 12~13배 수준까지 낮아질 것으로 추정되며, 이를 선반영하는 시점으로 보는 2025년 하반기에는 지금과는 다른 주가 수준에 위치해 있을 것으로 전망되는 바 긍정적인 시각을 유지한다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

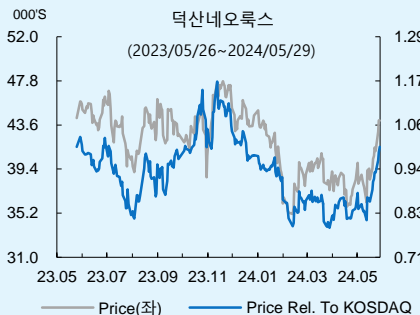
목표주가(12M)	60,000원(상향)
증가(2024.05.29)	44,000원
상승여력	36.4%

Stock Indicator

자본금	5십억원
발행주식수	2,483만주
시가총액	1,093십억원
외국인지분율	9.9%
52주 주가	35,100~47,750원
60일평균거래량	146,960주
60일평균거래대금	5.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	14.6	13.1	-4.6	-4.0
상대수익률	18.1	16.0	-5.4	-2.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	164	208	225	265
영업이익(십억원)	33	49	57	66
순이익(십억원)	36	50	63	74
EPS(원)	1,442	2,000	2,533	2,969
BPS(원)	14,220	16,238	18,789	21,776
PER(배)	30.9	22.0	17.4	14.8
PBR(배)	3.1	2.7	2.3	2.0
ROE(%)	10.6	13.1	14.5	14.6
배당수익률(%)				
EV/EBITDA(배)	25.8	17.6	14.4	11.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[이차전지/디스플레이]

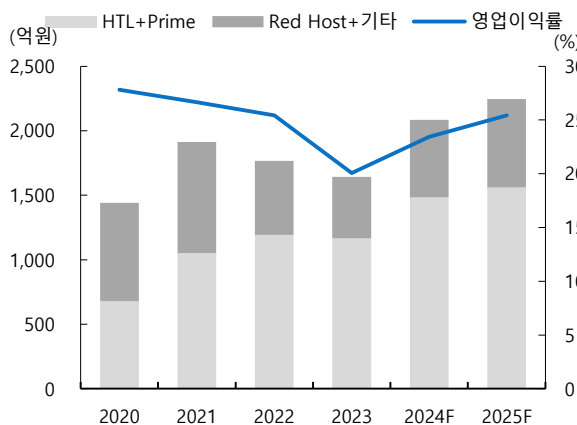
정원석 2122-9203 wschung@hi-ib.com

표 1. 덕산네오룩스 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	285	427	470	455	525	503	543	513	1,637	2,084	2,246
HTL+Prime	211	302	332	319	381	365	378	358	1,164	1,482	1,560
Red Host+기타	78	126	138	136	144	138	165	155	478	602	686
YoY	-32%	9%	0%	-7%	84%	18%	15%	13%	-7%	27%	8%
QoQ	-42%	50%	10%	-3%	15%	-4%	8%	-6%			
매출원가	224	270	291	289	340	332	325	302	1,075	1,300	1,343
매출원가율	79%	63%	62%	64%	65%	66%	60%	59%	66%	62%	60%
매출총이익	60	157	180	165	184	171	218	211	562	784	903
매출총이익률	21%	37%	38%	36%	35%	34%	40%	41%	34%	38%	40%
판매비 및 관리비	59	67	57	50	81	68	74	73	234	296	332
판매비율	21%	16%	12%	11%	15%	13%	14%	14%	14%	14%	15%
영업이익	1	90	122	115	104	103	144	137	328	488	571
영업이익률	0%	21%	26%	25%	20%	20%	27%	27%	20%	23%	25%
YoY	-99%	-18%	6%	14%	11250%	14%	18%	19%	-27%	49%	17%
QoQ	-99%	9723%	36%	-6%	-10%	-1%	40%	-5%			
세전이익	47	132	140	99	100	132	173	166	418	571	728
당기순이익	41	117	107	93	86	111	153	146	358	497	629
당기순이익률	14%	27%	23%	21%	16%	22%	28%	28%	22%	24%	28%
YoY	-64%	18%	-9%	60%	109%	-5%	43%	57%	-8%	39%	27%
QoQ	-30%	184%	-9%	-13%	-8%	29%	37%	-4%			

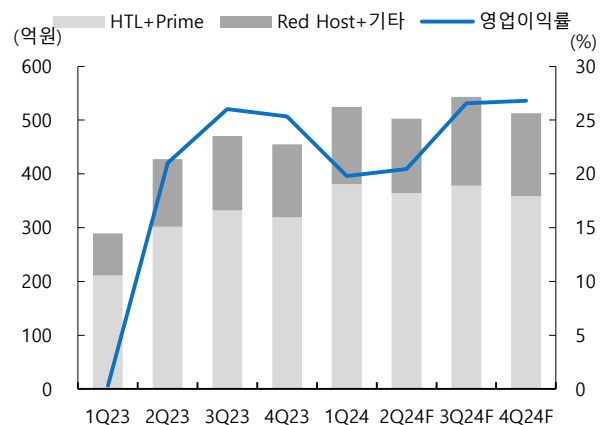
자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림1. 덕산네오룩스 연간 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림2. 덕산네오룩스 분기별 매출액과 영업이익률 추이 및 전망



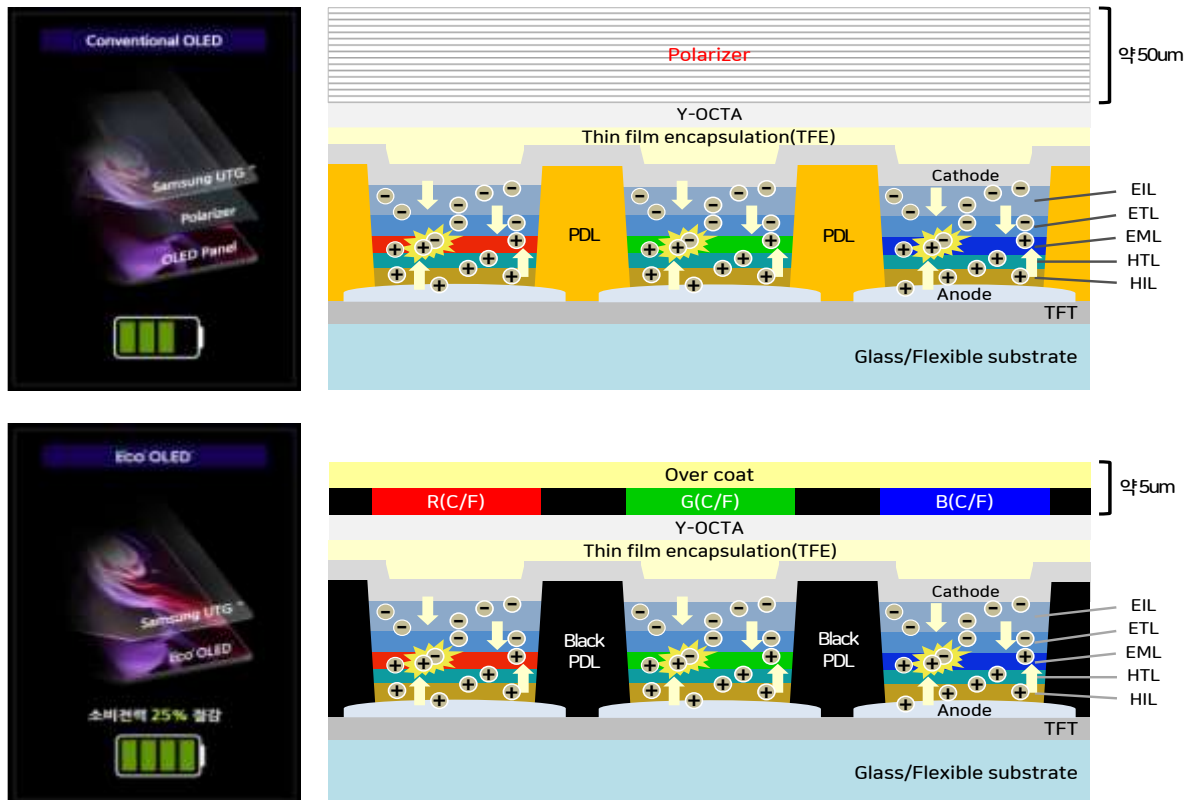
자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림3. Apple 스마트폰 패널 사양 비교

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Under discussion				iPhone SE 4 Flexible OLED (6.12" LTPS)	Foldable iPhone Foldable OLED (book type)	Original target of foldable iPhone
Normal lineup	iPhone 14 Flexible OLED (LTPS) 6.06" 2532x1170 460.3 PPI (PenTile)	iPhone 15 Flexible OLED (LTPS) 6.12" 2556x1179 460.0 PPI (PenTile)	iPhone 16 Flexible OLED (LTPS) 6.12" 2556x1179 460.0 PPI (PenTile)	iPhone 17 Flexible OLED (LTPO) 6.27" 2622x1206 460.3 PPI (PenTile)	iPhone 18 Flexible OLED (LTPO) 460 PPI (PenTile)	iPhone 19 Flexible OLED (LTPO) 460 PPI (PenTile)
	iPhone 14 Plus Flexible OLED (LTPS) 6.68" 2778x1284 458.1 PPI (PenTile)	iPhone 15 Plus Flexible OLED (LTPS) 6.69" 2796x1290 460.3 PPI (PenTile)	iPhone 16 Plus Flexible OLED (LTPS) 6.69" 2796x1290 460.3 PPI (PenTile)	iPhone 17 Plus Flexible OLED (LTPO) 6.69" 2796x1290 460.3 PPI (PenTile)	iPhone 18 Plus Flexible OLED (LTPO) 460 PPI (PenTile)	iPhone 19 Plus Flexible OLED (LTPO) 460 PPI (PenTile)
Pro lineup	iPhone 14 Pro Flexible OLED (LTPO) 6.12" 2556x1179 460.0 PPI (PenTile)	iPhone 15 Pro Flexible OLED (LTPO) 6.12" 2556x1179 460.0 PPI (PenTile)	iPhone 16 Pro Flexible OLED (LTPO) 6.27" 2622x1206 460.3 PPI (PenTile)	iPhone 17 Pro Flexible OLED (LTPO) 6.27" 2622x1206 460.3 PPI (PenTile)	iPhone 18 Pro Flexible OLED (LTPO) 460 PPI (PenTile)	iPhone 19 Pro Flexible OLED (LTPO) 460 PPI (PenTile)
	iPhone 14 Pro Max Flexible OLED (LTPO) 6.69" 2796x1290 460.3 PPI (PenTile)	iPhone 15 Pro Max Flexible OLED (LTPO) 6.69" 2796x1290 460.3 PPI (PenTile)	iPhone 16 Pro Max Flexible OLED (LTPO) 6.86" 2868x1320 460.2 PPI (PenTile)	iPhone 16 Pro Max Flexible OLED (LTPO) 6.86" 2868x1320 460.2 PPI (PenTile)	iPhone 18 Pro Max Flexible OLED (LTPO) 460 PPI (PenTile)	iPhone 19 Pro Max Flexible OLED (LTPO) 460 PPI (PenTile)
Normal feature	Notch	Dynamic island	Border reduction	Fanout in active area	Micro lens, pol-less	Under panel IR sensor
Pro feature	Dynamic island	Border reduction	Fanout in active area	Micro lens, pol-less (Newly considered)	Under panel IR sensor (Delayed from 2025)	Under panel Face ID (Delayed from 2026)

자료: OMDIA, 하이투자증권

그림4. 외부 시인성 개선을 위해 반사방지 편광필름이 적용된 기존 중소형 OLED 구조와 Black PDL이 적용된 Eco2(COE) OLED 구조



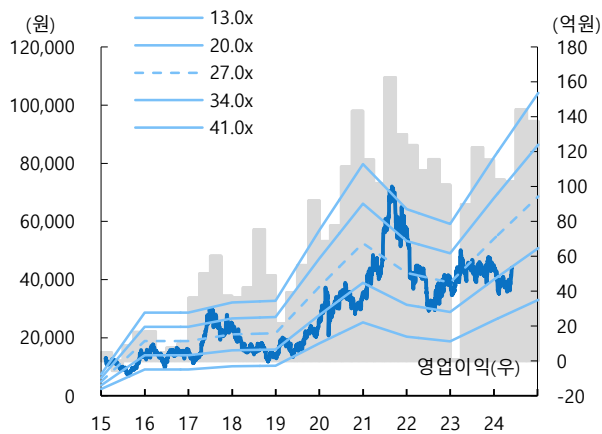
자료: 삼성디스플레이, 하이투자증권

표2. 덕산네오룩스 목표주가 산출

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	비고
EPS (원)	784	798	1,389	1,945	1,567	1,442	2,000	2,533	
BPS (원)	5,870	6,662	8,028	11,558	12,896	14,220	16,238	18,789	
고점 P/E (배)	31.7	33.0	28.0	37.0	36.6	34.7	22.5		최근 5년간 평균: 31.8
평균 P/E (배)	21.2	23.4	22.9	26.7	24.9	29.8	19.6		최근 5년간 평균: 24.8
저점 P/E (배)	15.1	16.2	14.9	17.2	18.7	24.1	17.5		최근 5년간 평균: 18.5
고점 P/B (배)	4.2	3.9	4.9	6.2	4.5	3.5	2.8		최근 5년간 평균: 4.4
평균 P/B (배)	2.8	2.8	4.0	4.5	3.0	3.0	2.4		최근 5년간 평균: 3.4
저점 P/B (배)	2.0	1.9	2.6	2.9	2.3	2.4	2.2		최근 5년간 평균: 2.5
ROE	14.3%	12.7%	18.9%	19.5%	12.8%	10.6%	13.1%	14.5%	지배주주순이익 기준
적용 EPS (원)							2,000		2024년 예상 EPS 적용
Target P/E (배)							28.3		최근 5년간 P/E 배수 중상단 적용
적정주가 (원)							56,579		
목표주가 (원)							60,000		24년 예상 실적 기준 P/E 30.0배
전일 종가 (원)							44,000		24년 예상 실적 기준 P/E 22.0배
상승 여력							36.4%		

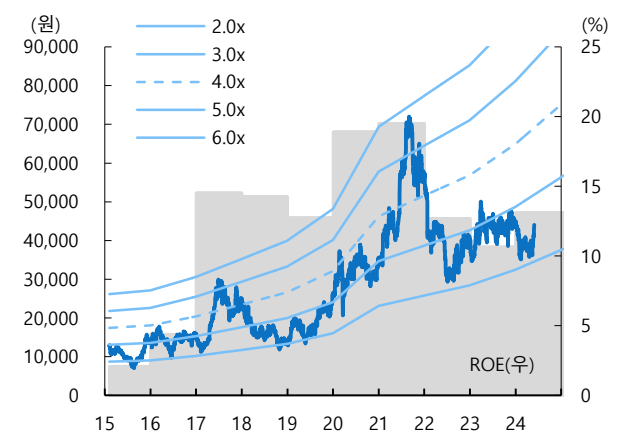
자료: 덕산네오룩스, 하이투자증권

그림5. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/E chart



자료: 하이투자증권

그림6. 덕산네오룩스 12개월 Forward P/B chart



자료: 하이투자증권

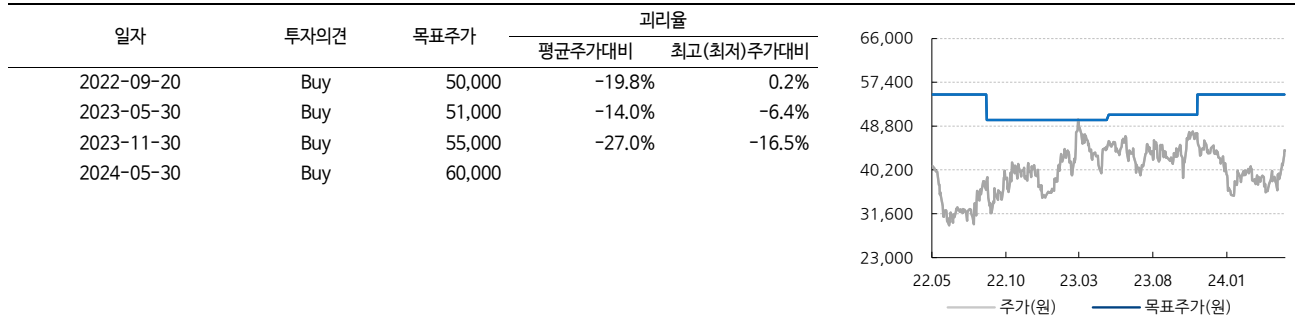
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	99	149	214	288	매출액	164	208	225	265
현금 및 현금성자산	38	83	140	212	증가율(%)	-7.3	27.3	7.8	18.0
단기금융자산	15	11	17	13	매출원가	107	130	134	160
매출채권	10	13	13	15	매출총이익	56	78	90	105
재고자산	31	37	39	44	판매비와관리비	234	296	332	384
비유동자산	307	307	307	308	연구개발비	4	3	9	11
유형자산	100	102	105	107	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	57	55	53	51	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	406	456	521	596	영업이익	33	49	57	66
유동부채	25	27	28	29	증가율(%)	-26.9	48.7	17.0	16.2
매입채무	15	16	18	19	영업이익률(%)	20.1	23.4	25.4	25.0
단기차입금	5	5	5	5	이자수익	5	6	13	16
유동성장기부채	-	-	-	-	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	27	27	27	27	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	19	19	19	19	기타영업외손익	0	0	0	0
장기차입금	1	1	1	1	세전계속사업이익	42	57	73	85
부채총계	53	53	55	56	법인세비용	6	7	10	11
지배주주지분	353	403	467	541	세전계속이익률(%)	25.5	27.4	32.4	32.1
자본금	5	5	5	5	당기순이익	36	50	63	74
자본잉여금	141	141	141	141	순이익률(%)	21.9	23.8	28.0	27.8
이익잉여금	217	267	330	403	지배주주귀속 순이익	36	50	63	74
기타자본항목	-10	-10	-10	-10	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	-	-	-	-	총포괄이익	36	50	63	74
자본총계	353	403	467	541	지배주주귀속총포괄이익	36	50	63	74

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	51	41	62	67	주당지표 (원)				
당기순이익	36	50	63	74	EPS	1,442	2,000	2,533	2,969
유형자산감가상각비	8	7	8	8	BPS	14,220	16,238	18,789	21,776
무형자산상각비	1	2	2	1	CFPS	1,799	2,368	2,914	3,345
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-141	-37	-46	-37	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-16	-10	-10	-10	PER	30.9	22.0	17.4	14.8
무형자산의 처분(취득)	-	-	-	-	PBR	3.1	2.7	2.3	2.0
금융상품의 증감	-90	41	62	68	PCR	24.7	18.6	15.1	13.2
재무활동 현금흐름	-3	-2	-2	-2	EV/EBITDA	25.8	17.6	14.4	11.8
단기금융부채의증감	0	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	0	-	-	-	ROE	10.6	13.1	14.5	14.6
자본의증감	3	-1	0	0	EBITDA이익률	25.5	27.8	29.6	28.6
배당금지급	-	-	-	-	부채비율	14.9	13.2	11.7	10.3
현금및현금성자산의증감	-93	45	57	72	순부채비율	-8.2	-17.5	-28.5	-37.1
기초현금및현금성자산	132	38	83	140	매출채권회전율(x)	14.4	18.3	17.2	18.8
기말현금및현금성자산	38	83	140	212	재고자산회전율(x)	5.5	6.2	6.0	6.4

자료 : 덕산네오룩스, 하이투자증권 리서치본부

덕산네오룩스 투자이전 및 목표주가 변동추이



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 기관투자가 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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매 수): 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 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-