

덕산네오룩스 (213420/KQ)

저평가 심화, 모멘텀 대기 중

SK증권 리서치센터

매수(신규)

목표주가: 39,000 원(신규)

현재주가: 22,850 원

상승여력: 70.7%



권민규

mk.kwon@sk.com
3773-8578

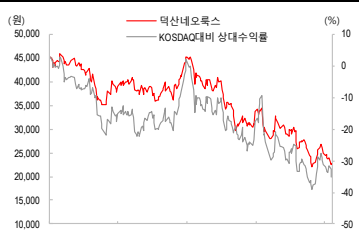
Company Data

발행주식수	2,483 만주
시가총액	567 십억원
주요주주	
이준호(와11)	47.55%
국민연금공단	5.59%

Stock Data

주가(24/12/10)	22,850 원
KOSDAQ	661.59 pt
52주 최고가	45,950 원
52주 최저가	22,150 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



4 분기: 성수기는 지나갔으나 이익률은 상승

4 분기 매출액 517 억원(QoQ -6%, YoY +14%), 영업이익 128 억원(QoQ -2%, YoY +9%)을 전망한다. 아이폰향 물량은 축소되고, 갤럭시향 물량이 증가한다. 다만 갤럭시 A 시리즈는 3 분기부터 조기 양산을 시작했으므로 효과는 미미하다. S 시리즈는 전년과 유사한 물량 수준인 것으로 파악된다. 영업이익률은 24.8%로 QoQ 상승이 예상된다. 개발 과제 마무리에 따른 연구개발비 축소, 성과급 충당금 환입 효과다.

25 년의 네가지 축: 1)사업다각화 2) 아이폰 3) AI, 폴더블 4) IT OLED

25 년 연간 매출액 3,373 억원(YoY +59%), 영업이익 714 억원(YoY +56%)을 전망한다(피인수기업 연결 편입 기준). 1) 현대중공업터보기계 인수: 사업포트폴리오 다각화와 피인수기업의 안정적인 성장세에 주목한다. 기존 사업과의 연관성 및 시너지는 제한적이나, ①사업다각화를 통해 주요 고객사 의존도 하락, ② 주요 사업인 펌프와 압축기의 25, 26 년 매출 성장 인한 기업 전체 이익규모 확대가 긍정적이다.

2) 아이폰: 하반기 아이폰 신모델향 P, Q 상승을 예상한다. 아이폰 17 시리즈부터 기본 모델까지 LTPO 가 확대 적용된다. 애플 인텔리전스의 흥행을 가정, 초도물량 확대시 Q 의 추가 상승 여력이 존재한다. 주요 고객사의 경쟁사인 LG 디스플레이의 POLED Capa 가 제한적이고, BOE 는 아직 LTPO 를 공급 이력이 없기 때문이다. LTPO 전환 시 Green Prime 소재가 추가 투입된다. 기존 공급 소재 대비 P 의 상승이 예상된다.

3) AI, 폴더블: 핵심 경쟁력인 Black PDL 이 본격적으로 부각된다. 갤럭시 폴드 시리즈 탑재를 시작으로 타 스마트폰 업체의 폴더블, 바형 스마트폰까지 탑재가 확대되고 있다. AI 공급과 함께 전력효율에 대한 중요도가 상승하며 침투율을 높이고 있다. 폴더블 아이폰 밸류체인 구축도 호재다. 폴더블 스마트폰은 대화면으로 전력효율이 더 중요하다. 주요 고객사 중심 밸류체인 구축 시 수혜가 기대된다. 기존 소재의 경우 Cannibalization 현상이 있을 수 있지만 Black PDL 은 다르다. 없던 Q 가 확대된다.

4) IT OLED: 주요 고객사의 IT OLED 용 8.6 세대 팹(A6)가 25 년 연말부터 양산 시작된다. 상반기는 샘플 매출, 하반기는 양산 매출이 발생할 수 있다. IT OLED 침투율 확대 추세도 긍정적이다. Q 의 중장기 성장 동력이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	십억원	191	177	164	212	337	421
영업이익	십억원	51	45	33	46	71	89
순이익(지배주주)	십억원	47	39	36	41	58	73
EPS	원	1,886	1,567	1,442	1,653	2,346	2,946
PER	배	29.8	24.9	30.9	13.6	9.6	7.6
PBR	배	4.9	3.0	3.0	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	22.3	16.0	25.8	9.8	7.2	5.8
ROE	%	16.3	12.8	10.6	11.0	13.8	15.0

현대중공업터보기계 인수, 실적엔 긍정적이나 멀티플 하락은 불가피

공시 내용

- 12월 6일, 현대중공업터보기계 양수 결정
- 지분 60%, 양수금액 710억원
- 양수 예정일자: 25년 3월 6일
- 대금 현금 지급, 보유현금 및 차입으로 지급(3Q 기준 보유 현금 433억원)
- 계약금 71억원: 24년 12월 6일 지급
- 잔금 639억원: 25년 3월 6일 지급

인수 목적

- 사업 포트폴리오 확장, 미래 성장동력 발굴
- 기존 고객사 의존도 하락, 기업 외형성장 및 수익성 증대

인수 회사 정보

- 회사명: 현대중공업터보기계
- 설명: 산업용 펌프 및 압축기 일괄 제작 가능한 국내 유일 회전기계 전문업체
- 사업 분야: 발전소, 석유화학, 선박, 담수 등 다양한 산업(대형 플랜트)에 사용되는 펌프, 압축기 설계·생산 사업. 원자력, 액화천연가스(LNG)용 극저온 액화펌프 등 차세대 친환경 분야 진출

- 주요 제품:

- 1) 펌프(산업용, 원자력, 극저온): 다양한 산업에서 유체와 가스 전달. LNG 운반선의 양하 및 LNG 추진선의 연료 공급을 위한 극저온 펌프
- 2) 가스, 공기 압축기: 기체의 압축을 통한 압축 기체의 생산 및 전달

- 투자 포인트

- 1) 탈원전 정책 폐기, AI 발전 전력 수요 증가로 인한 SMR 용 펌프 수주 확대
- 2) LNG 용 선박수요 증가. 동사는 LNG 용 극저온 펌프 국내 유일 생산 가능 업체로, 현재 국책 개발 과제 진행 중. 내년부터 신제품으로 수요 대응 예정
- 3) 펌프 및 압축기 25~26년 신규 수주 증가로 매출 규모 확대 예상

실적 추정

- 글로벌 산업 성장률 반영, 보수적 매출 추정

1) 글로벌 원심펌프 시장 22~28년 CAGR 4.9% 성장

2) 글로벌 공기압축기 시장 22~28년 CAGR 4.4% 성장

3) 글로벌 가스압축기 시장 22~28년 CAGR 4.9% 성장

(출처: 현대중공업터보기계)

- 피인수기업 실적 연결 편입 시점(예상)

양수 완료 시점 이후인 25년 2분기

현대중공업터보기계 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,058	1,137	1,396	1,257	1,341	1,455
- 펌프	270	473	414	434	455	478
- 압축기	374	309	359	375	393	411
- 서비스	245	233	372	428	493	566
- 기타	170	122	251	19	0	0
매출원가	825	838	862	894	923	979
매출총이익	233	282	285	363	417	476
판매비와관리비	103	142	134	134	146	151
영업이익	130	140	152	229	271	326
영업이익률	12%	12%	13%	18%	20%	22%
법인세차감전손익	138	134	139	226	264	318
법인세비용	23	22	10	50	58	70
당기순이익	114	112	129	176	206	248
당기순이익률	11%	10%	11%	14%	15%	17%

자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스(피인수기업 연결 편입 전) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024E	2025E
매출액	525	527	549	517	456	573	660	613	1,637	2,118	2,242
보조충 및 기타	252	388	448	409	486	490	512	487	1,497	1,975	2,057
발광충	39	37	37	31	23	40	42	33	140	143	137
QoQ											
매출액	15%	0%	4%	-6%	-15%	26%	16%	-7%			
보조충 및 기타	19%	1%	5%	-5%	-18%	24%	23%	-6%			
발광충	-15%	-5%	-1%	-16%	-24%	70%	6%	-22%			
YoY											
매출액	84%	23%	17%	14%	-16%	6%	18%	16%	-7%	29%	6%
보조충 및 기타	93%	26%	14%	19%	-18%	0%	18%	16%	-10%	32%	4%
발광충	18%	-5%	67%	-33%	-40%	7%	14%	7%	27%	2%	-4%
영업이익	103	100	125	128	108	142	167	143	329	457	560
영업이익률	19.6%	19.1%	22.9%	24.8%	23.7%	24.7%	25.3%	23.3%	20.1%	21.6%	24.3%
QoQ	-12%	-2%	25%	2%	-16%	31%	18%	-15%			
YoY	11842%	12%	3%	9%	5%	41%	33%	11%	-27%	39%	23%

자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스(피인수기업 연결 편입 후) 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,767	1,637	2,118	3,373	4,211
YoY	-8%	-7%	29%	59%	25%
영업이익	449	329	457	714	889
영업이익률	25%	20%	22%	21%	21%
YoY	-12%	-27%	39%	56%	25%
당기순이익	389	358	410	582	731
당기순이익률	22%	22%	19%	17%	17%
YoY	-17%	-8%	15%	42%	26%

자료: SK 증권 추정

투자의견 매수, 목표주가 39,000 원으로 커버리지 개시

피인수기업 연결 편입 이후 25F 예상 EPS 2,346 원(연결 편입 전 2,026 원)에 Target PER 16.9 배를 적용했다. Target PER 은 덕산네오룩스의 과거 3개년(21~23) PER 최저점 평균인 21.1배와 현대중공업터보기계의 Peer PER 8.2 배를 25F 예상 영업이익 비율(덕산네오룩스 6.7: 현대중공업터보기계 3.3)로 가중평균하여 산출했다.

피인수기업 연결 편입 이후 외형성장으로 이익 규모는 증가하나, 기존 사업과의 연관성 및 시너지 효과는 제한적이다. 또한 피인수회사 Peer 의 멀티플 (8.2 배) 또한 덕산네오룩스의 멀티플 대비 낮은 수준이다. 따라서 기술력 및 특허에 기반한 소재 기업에 적용되던 멀티플 수준(19~28 배)의 할인 적용이 필요하다고 판단한다.

덕산네오룩스 목표주가 밸류에이션 분석

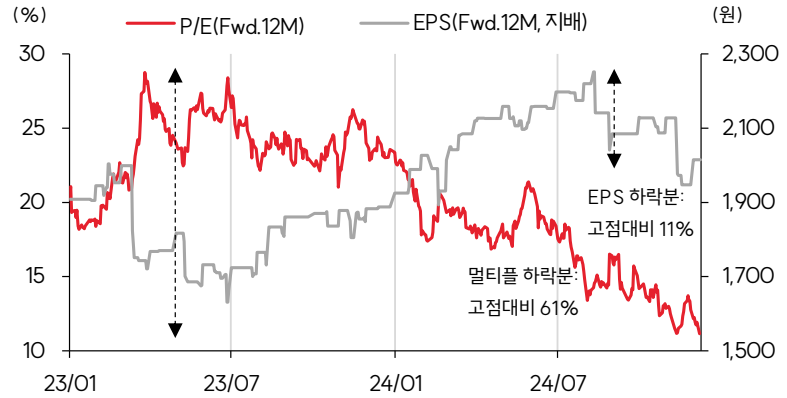
	2025E	비고
목표주가	39,000 원	
25F EPS(연결 편입 후)	2,346 원	피인수기업 연결 편입 이후 25F 예상 EPS
덕산네오룩스(연결 편입 전) 목표 PER	21.1 배	과거 3개년(21~23) PER 최저점 평균
현대중공업터보기계 목표 PER	8.2 배	Peer(영풍정밀, Torishima Pump, Nikkiso)평균
연결 편입 이후 목표 PER	16.9 배	25F 예상 영업이익 비율로 목표 PER 가중평균 덕산네오룩스 560 억원 : 현대중공업터보기계 271 억원 덕산네오룩스 6.7 : 현대중공업터보기계 3.3
적정 가치	39,624 원	

자료: SK 증권 추정

피인수기업 연결 편입 이전 기준으로, 현재 주가는 24F 예상 EPS 기준 PER 13.8 배다. 세트 수요가 저조했던 23년의 평균 PER 은 23.6 배였다. 역사적 저점 수준이다. 올해 연간 12MF EPS 는 고점 대비 11% 하락했으나, 12MF PER 은 고점 대비 61% 하락했다. 괴리가 과도하다.

25년에는 아이폰 LTPO 전환, AI 모멘텀, 폴더블 밸류체인 구축, IT OLED 확대 모멘텀이 예상된다. 또한 고부가 제품 위주 Q 상승, 24년 이익률 하락의 원인이었던 연구개발비의 축소로 올해 대비 이익률도 추가 성장이 기대된다. 해당 모멘텀 이전 현재 주가는 매력적이다. 매수 의견을 제시한다.

덕산네오룩스 영업이익 PER vs EPS(Fwd.12M) 비교



자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 PER(Fwd. 12M) 추이



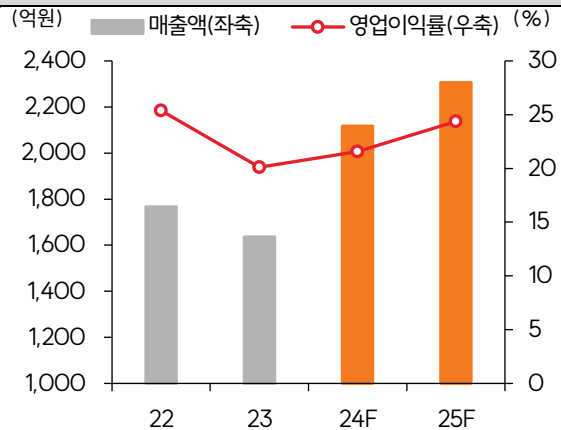
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 Trailing PBR(TTM) 추이



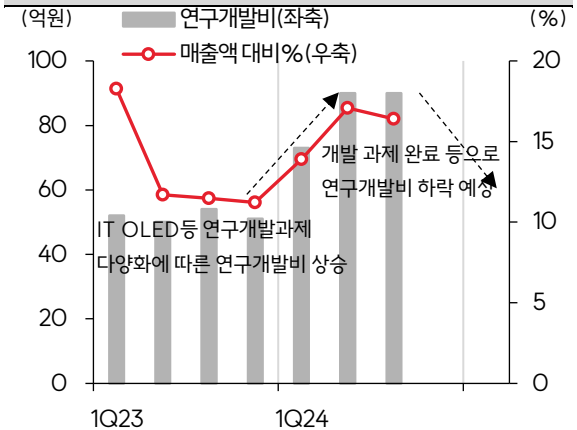
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스(피인수기업 연결 편입 전) 연간 실적 추이 및 전망



자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스(피인수기업 연결 편입 전) 연구개발비 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

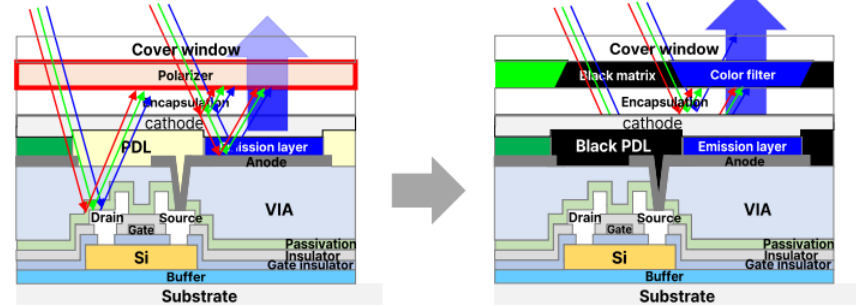
Black PDL 설명

Black PDL 적용시 편광판 제거
-> 두께 감소

Black Pixel Define Layer

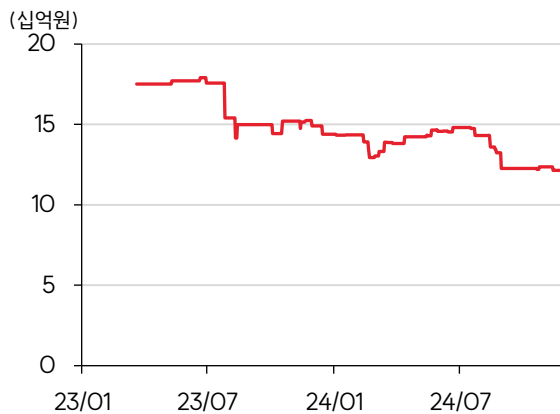
White PDL VS BLACK PDL

발광효율 20% 이상 상승
소비전력 Max 25% 감소



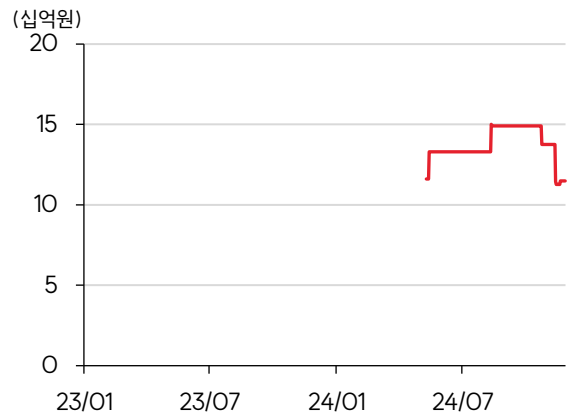
자료: 덕산네오룩스, SK 증권

덕산네오룩스 4Q24F 영업이익 컨센서스 추이



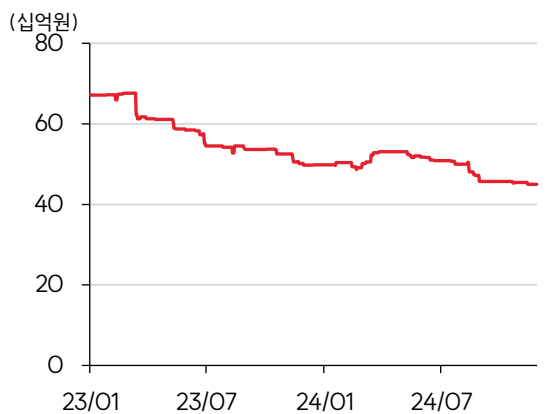
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 1Q25F 영업이익 컨센서스 추이



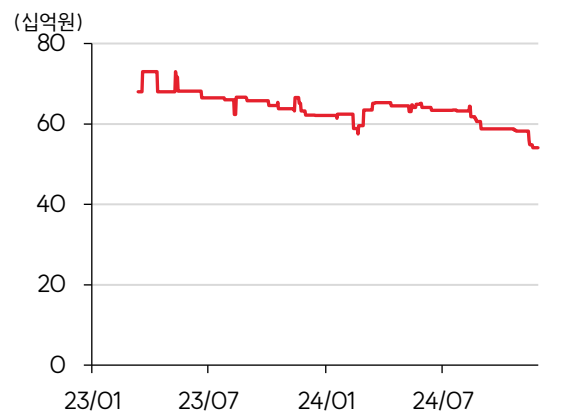
자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 24F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

덕산네오룩스 25F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	189	101	115	115	128
현금및현금성자산	133	40	40	15	9
매출채권 및 기타채권	13	10	12	14	17
재고자산	29	31	35	42	47
비유동자산	172	303	351	487	544
장기금융자산	25	117	145	218	267
유형자산	92	105	118	171	172
무형자산	38	58	58	58	59
자산총계	362	404	466	603	672
유동부채	16	24	27	50	53
단기금융부채	1	4	5	17	13
매입채무 및 기타채무	9	15	16	26	33
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	25	27	45	100	94
장기금융부채	18	19	35	85	75
장기매입채무 및 기타채무	0	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	41	51	71	150	147
지배주주지분	320	353	394	452	526
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141	141
기타자본구성요소	-7	-10	-10	-10	-10
자기주식	-7	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	181	217	258	316	390
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	320	353	394	452	526
부채와자본총계	362	404	466	603	672

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동현금흐름	49	50	44	73	85
당기순이익(손실)	39	36	41	58	73
비현금성항목등	17	11	15	27	30
유형자산감가상각비	7	7	9	14	14
무형자산상각비	1	2	1	1	1
기타	9	2	5	11	15
운전자본감소(증가)	2	5	-4	2	0
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1	4	-2	-3	-3
재고자산의감소(증가)	10	-1	-5	-7	-5
매입채무및기타채무의증가(감소)	-0	2	2	10	6
기타	-19	-8	-16	-29	-37
법인세납부	-11	-6	-8	-14	-18
투자활동현금흐름	-38	-141	-58	-160	-76
금융자산의감소(증가)	0	0	-4	-11	-7
유형자산의감소(증가)	-14	-16	-22	-67	-15
무형자산의감소(증가)	-1	0	-2	-2	-2
기타	-23	-125	-31	-80	-52
재무활동현금흐름	-8	-2	17	63	-14
단기금융부채의증가(감소)	0	2	1	13	-4
장기금융부채의증가(감소)	-2	-1	16	50	-10
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	-6	-3	0	0	0
현금의 증가(감소)	-1	-93	0	-25	-6
기초현금	134	133	40	40	15
기말현금	133	40	40	15	9
FCF	35	34	22	5	70

자료 : 덕산네오룩스, SK증권

포괄손익계산서

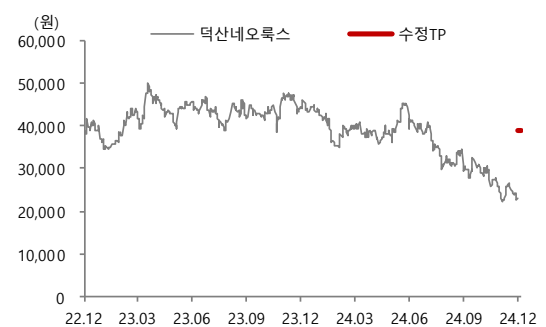
12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	177	164	212	337	421
매출원가	117	106	135	226	286
매출총이익	60	57	77	111	135
매출총이익률(%)	33.8	35.1	36.3	32.9	32.1
판매비와 관리비	15	25	31	40	46
영업이익	45	33	46	71	89
영업이익률(%)	25.4	20.1	21.6	21.2	21.1
비영업손익	-0	9	4	1	3
순금융손익	3	5	0	-0	-0
외환관련손익	-3	3	2	2	3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	45	42	49	73	91
세전계속사업이익률(%)	25.3	25.5	23.3	21.6	21.7
계속사업법인세	6	6	8	14	18
계속사업이익	39	36	41	58	73
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	36	41	58	73
순이익률(%)	22.0	21.9	19.4	17.3	17.4
지배주주	39	36	41	58	73
지배주주귀속 순이익률(%)	22.0	21.9	19.4	17.3	17.4
비지배주주	-0	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	40	36	41	58	73
지배주주	40	36	41	58	73
비지배주주	-0	-0	-0	-0	-0
EBITDA	53	42	56	87	104

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	-7.7	-7.3	29.4	59.3	24.8
영업이익	-12.0	-26.6	38.7	56.3	24.6
세전계속사업이익	-20.5	-6.8	18.4	47.3	25.8
EBITDA	-7.9	-21.1	33.7	56.0	20.2
EPS	-16.9	-8.0	14.6	41.9	25.6
수익성 (%)					
ROA	11.1	9.3	9.4	10.9	11.5
ROE	12.8	10.6	11.0	13.8	15.0
EBITDA마진	29.9	25.5	26.3	25.8	24.8
안정성 (%)					
유동비율	1,171.1	426.5	429.8	231.9	242.9
부채비율	12.9	14.5	18.1	33.2	27.9
순차입금/자기자본	-39.0	-9.0	-5.1	12.5	7.7
EBITDA/이자비용(배)	68.0	52.9	217.3	149.8	134.2
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,567	1,442	1,653	2,346	2,946
BPS	13,166	14,626	16,279	18,625	21,570
CFPS	1,889	1,794	2,057	2,972	3,571
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER	24.9	30.9	13.6	9.6	7.6
PBR	3.0	3.0	1.4	1.2	1.0
PCR	20.7	24.8	10.9	7.6	6.3
EV/EBITDA	16.0	25.8	9.8	7.2	5.8
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격	괴리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비

2024.12.11 매수 39,000원 6개월



Compliance Notice

작성자(권민규)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 12월 11일 기준)

매수	96.88%	중립	3.13%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------