

디스플레이/IT

이의진

02)739-5932

ujlee@heungkuksec.co.kr

(213420)

덕산네오룩스

BUY(유지)

노이즈에 가려진 2024년

| | |
|--------------------|-----------------------|
| 목표주가 | 52,000원(유지) |
| 현재주가(01/26) | 35,650원 |
| 상승여력 | 45.9% |
| 시가총액 | 885십억원 |
| 발행주식수 | 24,831천주 |
| 52주 최고가 / 최저가 | 48,350 / 29,300원 |
| 3개월 일평균거래대금 | 6십억원 |
| 외국인 지분율 | 6.4% |
| 주요주주 | |
| 이준호 (외 10인) | 55.1% |
| 자시주신탁 (외 1인) | 0.8% |
| 자시주 (외 1인) | 0.0% |
| 주간수익률(%) | 1개월 3개월 6개월 12개월 |
| 절대수익률 | -12.7 -8.0 11.6 -15.0 |
| 상대수익률 (KOSDAQ) | -19.1 -16.2 18.0 1.2 |

(단위: 십억원, 원, %, 배)

| 재무정보 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 144 | 191 | 176 | 192 |
| 영업이익 | 40 | 51 | 47 | 48 |
| EBITDA | 45 | 57 | 54 | 55 |
| 차배주주순이익 | 33 | 47 | 45 | 45 |
| EPS | 1,389 | 1,886 | 1,803 | 1,795 |
| 순차입금 | -50 | -112 | -104 | -130 |
| PER | 25.1 | 29.8 | 19.8 | 19.9 |
| PBR | 4.3 | 4.9 | 2.8 | 2.4 |
| EV/EBITDA | 17.5 | 22.4 | 14.4 | 13.6 |
| 배당수익률 | n/a | n/a | n/a | n/a |
| ROE | 18.9 | 19.5 | 14.8 | 13.1 |
| 컨센서스 영업이익 | 40 | 51 | 47 | 54 |
| 컨센서스 EPS | 1,389 | 1,886 | 1,691 | 1,937 |

주가추이



과도한 우려, 변한 건 없다

동사의 주가는 내년부터 BOE가 애플향 최대 공급사가 될 것이라는 전망으로 인해 약 -11% 하락(23/01/04 증가 대비)했다. BOE는 LTPO 양산 경험이 전무하기 때문에 내년부터 애플향 LTPO 대량 양산과 함께 최대 공급사로 채택되기는 어려울 것으로 판단된다. 또한 올해 삼성디스플레이의 애플향 패널출하가 전년대비 -10% 수준으로 감소함을 가정해도 동사의 매출액에 미치는 영향은 제한적(22년 예상 매출액의 5.6%)일 것으로 추정된다.

2022년 4분기 매출액은 478억원(+1.6% QoQ, -2.3% YoY), 영업이익은 122억원(+5.5% QoQ, -6.3% YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

증가하는 IT OLED 패널 출하와 신규 소재 기대감

2023년 매출액은 1,918억원(+9.1% YoY), 영업이익은 481억원(+2.2% YoY, OPM 25.0%)을 기록할 것으로 추정된다. 노트북 OLED 패널 출하량이 전년대비 43% 증가할 것으로 예상되며, TV향 소재 매출이 본격적으로 발생할 것으로 예상된다. 또한 중국 리오프닝 기대감에 따른 해외 매출비중의 증가와 Black PDL의 적용 어플리케이션 확장효과로 인해 신규소재 가정을 제외해도 작년 대비 매출액은 증가할 것으로 전망된다. 하반기에는 신규 소재인 B-HTL과 QD 재료의 양산 진입을 계획하고 있는 것으로 파악된다.

2023년 영업이익률은 북미 세트사의 이전 재료구조 채택으로 인해 전년대비 감소(22E 26.7% → 23E 25.0%)할 것으로 예상된다. 2024년은 애플의 아이패드 OLED 적용을 시작으로 IT OLED 시장이 개화하는 원년이 되며 동사의 실적 성장을 견인할 것으로 판단된다.

투자 의견 BUY, 목표주가 52,000원 유지

2023년 예상 P/E는 19.9배 수준인데, 최근 과도한 우려로 인해 주가는 하락했다. 노트북 OLED 패널 출하량 증가와 Black PDL의 적용 어플리케이션의 확대, 그리고 QD-OLED TV향 신규소재 진입 여부에 따라 멀티플 재평가 이루어질 것으로 판단된다. 투자 의견 BUY와 목표주가 52,000원(12M Forward EPS의 28.2배)을 유지한다.

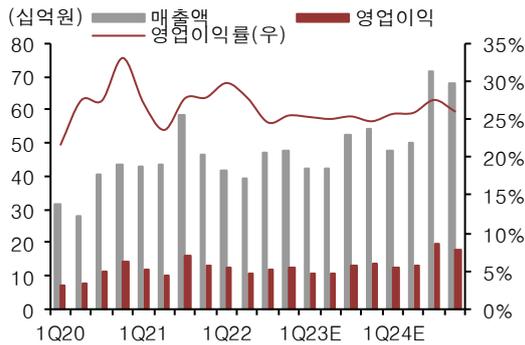
표 1 덕산네오룩스 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22E | 1Q23E | 2Q23E | 3Q23E | 4Q23E | 2021 | 2022E | 2023E |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 매출액 | 42 | 39 | 47 | 48 | 42 | 42 | 53 | 54 | 191 | 176 | 192 |
| HTL 등 | 37 | 35 | 44 | 45 | 39 | 38 | 47 | 49 | 171 | 161 | 173 |
| Red Host | 5 | 5 | 3 | 3 | 4 | 4 | 6 | 5 | 20 | 15 | 19 |
| 매출비중 | | | | | | | | | | | |
| HTL 등(%) | 88.4 | 88.5 | 94.0 | 94.0 | 91.4 | 89.8 | 89.4 | 90.6 | 89.5 | 91.5 | 90.3 |
| Red Host(%) | 11.6 | 11.4 | 6.0 | 6.0 | 8.6 | 10.2 | 10.6 | 9.4 | 10.5 | 8.5 | 9.7 |
| 매출총이익 | 16 | 15 | 15 | 17 | 15 | 15 | 18 | 18 | 68 | 62 | 66 |
| 매출총이익률(%) | 37.6 | 37.2 | 31.3 | 35.0 | 34.6 | 35.1 | 34.0 | 33.3 | 35.5 | 35.1 | 34.2 |
| 영업이익 | 12 | 11 | 12 | 12 | 11 | 11 | 13 | 13 | 51 | 47 | 48 |
| 영업이익률(%) | 29.7 | 27.8 | 24.5 | 25.4 | 25.2 | 25.0 | 25.3 | 24.7 | 26.6 | 26.7 | 25.0 |
| 당기순이익 | 11 | 10 | 12 | 12 | 10 | 10 | 12 | 12 | 47 | 45 | 45 |
| 당기순이익률(%) | 27.4 | 25.2 | 25.0 | 24.4 | 23.7 | 24.2 | 23.7 | 21.6 | 24.5 | 25.4 | 23.2 |

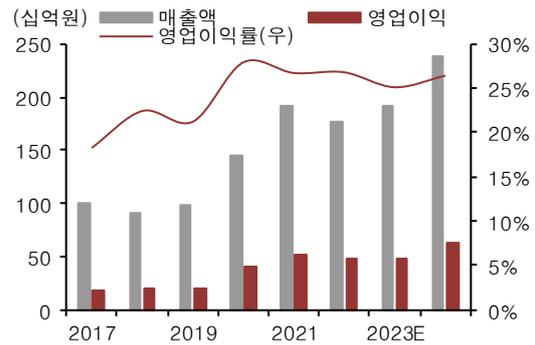
자료: 덕산네오룩스, 흥국증권 리서치센터

그림 1 덕산네오룩스 분기실적 추이



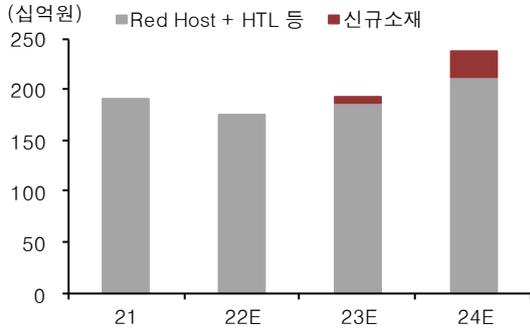
자료: 덕산네오룩스, 흥국증권 리서치센터 추정

그림 2 덕산네오룩스 연간실적 추이



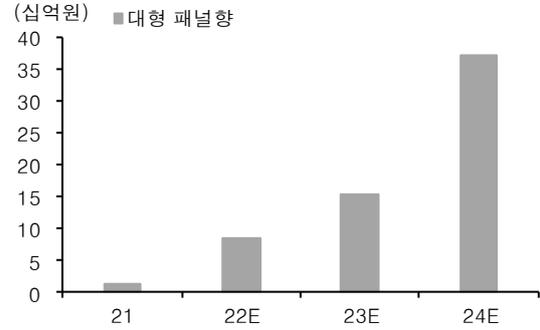
자료: 덕산네오룩스, 흥국증권 리서치센터 추정

그림 3 덕산네오룩스 신규소재 매출비중 추정



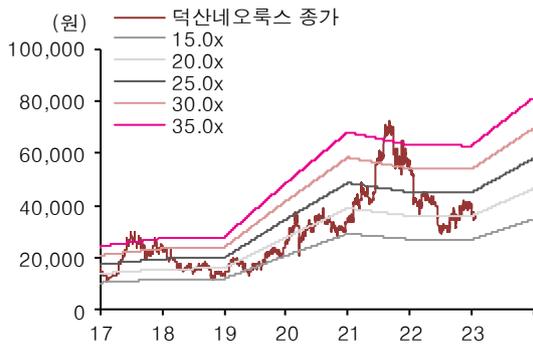
자료: 덕산네오룩스, 흥국증권 리서치센터 추정

그림 4 대형 패널향 매출 추정



자료: 흥국증권 리서치센터 추정

그림 5 12M Fwd P/E



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

그림 6 12M Fwd P/B



자료: Dataguide, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

| 결산기 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 매출액 | 144 | 191 | 176 | 192 | 237 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 47.3 | 32.7 | (8.1) | 9.1 | 23.8 |
| 영업이익 | 40 | 51 | 47 | 48 | 63 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 93.2 | 27.1 | (7.8) | 2.2 | 30.1 |
| EBITDA | 45 | 57 | 54 | 55 | 70 |
| 영업외손익 | (2) | 5 | 9 | 4 | 4 |
| 순이자수익 | 0 | 1 | 2 | 1 | 1 |
| 외화관련손익 | (3) | 4 | 3 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | (0) | 0 | (0) | 0 | 0 |
| 세전계속사업손익 | 38 | 56 | 55 | 55 | 71 |
| 당기순이익 | 33 | 47 | 45 | 45 | 57 |
| 지배기업당기순이익 | 33 | 47 | 45 | 45 | 57 |
| 증가율 (Y-Y,%) | 74.1 | 40.5 | (4.4) | (0.4) | 29.0 |
| 3 Yr CAGR & Margins | | | | | |
| 매출액증가율(3Yr) | 12.8 | 28.3 | 21.6 | 10.0 | 7.5 |
| 영업이익증가율(3Yr) | 29.7 | 35.9 | 31.3 | 6.2 | 7.0 |
| EBITDA증가율(3Yr) | 27.6 | 33.8 | 29.7 | 7.1 | 6.9 |
| 순이익증가율(3Yr) | 25.7 | 35.5 | 32.7 | 10.1 | 7.1 |
| 영업이익률(%) | 27.8 | 26.6 | 26.7 | 25.0 | 26.3 |
| EBITDA마진(%) | 31.3 | 30.0 | 30.8 | 28.9 | 29.5 |
| 순이익률 (%) | 23.1 | 24.5 | 25.4 | 23.2 | 24.2 |
| NOPLAT | 35 | 42 | 38 | 39 | 51 |
| (+) Dep | 5 | 6 | 7 | 7 | 7 |
| (-) 운전자본투자 | (3) | 10 | 37 | 9 | 16 |
| (-) Capex | 23 | 11 | 11 | 13 | 32 |
| OpFCF | 20 | 28 | (4) | 25 | 11 |

재무상태표

(단위: 십억원)

| 결산기 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산 | 91 | 184 | 205 | 249 | 288 |
| 현금성자산 | 51 | 131 | 118 | 152 | 173 |
| 매출채권 | 12 | 13 | 15 | 17 | 21 |
| 재고자산 | 26 | 39 | 45 | 52 | 65 |
| 비유동자산 | 130 | 153 | 153 | 163 | 192 |
| 투자자산 | 21 | 40 | 31 | 32 | 34 |
| 유형자산 | 72 | 76 | 84 | 90 | 116 |
| 무형자산 | 37 | 36 | 38 | 40 | 42 |
| 자산총계 | 221 | 337 | 358 | 412 | 480 |
| 유동부채 | 20 | 23 | 25 | 26 | 27 |
| 매입채무 | 12 | 11 | 9 | 10 | 12 |
| 유동성이자부채 | 1 | 1 | 8 | 7 | 5 |
| 비유동부채 | 8 | 27 | 14 | 23 | 32 |
| 비유동이자부채 | 0 | 17 | 7 | 16 | 24 |
| 부채총계 | 28 | 50 | 39 | 49 | 59 |
| 자본금 | 5 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | 94 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 이익잉여금 | 94 | 141 | 186 | 230 | 288 |
| 자본조정 | (0) | (0) | (13) | (13) | (13) |
| 자기주식 | (0) | (0) | (7) | (7) | (7) |
| 자본총계 | 193 | 287 | 318 | 363 | 421 |
| 투하자본 | 137 | 157 | 197 | 215 | 258 |
| 순차입금 | (50) | (112) | (104) | (130) | (143) |
| ROA(%) | 16.6 | 16.8 | 12.9 | 11.6 | 12.9 |
| ROE(%) | 18.9 | 19.5 | 14.8 | 13.1 | 14.7 |
| ROIC(%) | 27.9 | 28.8 | 21.5 | 19.0 | 21.5 |

주요투자지표

(단위: 십억원, 원)

| 결산기 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------------------|-------|--------|--------|--------|---------|
| Per share Data (원) | | | | | |
| EPS | 1,389 | 1,886 | 1,803 | 1,795 | 2,316 |
| BPS | 8,028 | 11,558 | 12,827 | 14,621 | 16,936 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Multiples (배) | | | | | |
| PER | 25.1 | 29.8 | 19.8 | 19.9 | 15.4 |
| PBR | 4.3 | 4.9 | 2.8 | 2.4 | 2.1 |
| EV/ EBITDA | 17.5 | 22.4 | 14.4 | 13.6 | 10.6 |
| 배당수익율(%) | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| PCR | 17.4 | 21.6 | 17.6 | 16.9 | 13.6 |
| PSR | 5.8 | 7.3 | 5.0 | 4.6 | 3.7 |
| 재무건전성 (%) | | | | | |
| 부채비율 | 14.6 | 17.3 | 12.3 | 13.5 | 14.1 |
| Net debt/Equity | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Net debt/EBITDA | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 유동비율 | 457.3 | 812.5 | 805.8 | 961.3 | 1,052.1 |
| 이자보상배율 | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a |
| 이자비용/매출액 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 자산구조 (%) | | | | | |
| 투하자본 | 65.7 | 48.0 | 56.9 | 53.8 | 55.6 |
| 현금+투자자산 | 34.3 | 52.0 | 43.1 | 46.2 | 44.4 |
| 자본구조 (%) | | | | | |
| 차입금 | 0.6 | 6.1 | 4.3 | 5.8 | 6.6 |
| 자기자본 | 99.4 | 93.9 | 95.7 | 94.2 | 93.4 |

주) 재무제표는 별도기준으로 작성

현금흐름표

(단위: 십억원)

| 결산기 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 영업현금 | 42 | 44 | 47 | 44 | 50 |
| 당기순이익 | 33 | 47 | 45 | 45 | 57 |
| 자산상각비 | 5 | 6 | 7 | 7 | 7 |
| 운전자본증감 | (4) | (16) | 6 | (9) | (16) |
| 매출채권감소(증가) | (1) | (1) | 11 | (2) | (4) |
| 재고자산감소(증가) | (3) | (12) | (7) | (7) | (13) |
| 매입채무증가(감소) | 4 | (2) | 3 | 1 | 2 |
| 투자현금 | (28) | (30) | (40) | (18) | (36) |
| 단기투자자산감소 | 0 | 0 | (33) | 0 | 0 |
| 장기투자증권감소 | (1) | (5) | 7 | (1) | (1) |
| 설비투자 | (23) | (11) | (11) | (13) | (32) |
| 유무형자산감소 | (2) | 0 | (2) | (3) | (3) |
| 재무현금 | (0) | 65 | (20) | 8 | 7 |
| 차입금증가 | (0) | 45 | (14) | 8 | 7 |
| 자본금증가 | 0 | 20 | (7) | 0 | 0 |
| 배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금 증감 | 12 | 79 | (11) | 34 | 21 |
| 총현금흐름(Gross CF) | 48 | 65 | 50 | 52 | 65 |
| (-) 운전자본증가(감소) | (3) | 10 | 37 | 9 | 16 |
| (-) 설비투자 | 23 | 11 | 11 | 13 | 32 |
| (+) 자산매각 | (2) | 0 | (2) | (3) | (3) |
| Free Cash Flow | 26 | 44 | (0) | 27 | 14 |
| (-) 기타투자 | 1 | 5 | (7) | 1 | 1 |
| 잉여현금 | 25 | 39 | 7 | 26 | 14 |

덕산네오룩스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

| 날짜 | 투자의건 | 적정가격(원) | 평균주가 괴리율(%) | 최고(최저)주가 괴리율(%) |
|------------|-------|---------|-------------|-----------------|
| 2022-10-18 | 담당자변경 | | | |
| 2022-10-18 | Buy | 52,000 | (25.3) | (19.9) |
| 2023-01-27 | Buy | 52,000 | | |

투자의건(향후 12개월 기준)

| 기업 | Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하 | 산업 | OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상 |
|----|---|----|---|
| | | 산업 | |

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2022년 12월 31일 기준)

| | | |
|-------------|-------------|-------------|
| Buy (96.2%) | Hold (3.8%) | Sell (0.0%) |
|-------------|-------------|-------------|

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 if 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286