

디스플레이/IT
이익진
 02)739-5932
 ujlee@heungkuksec.co.kr

(213420)

덕산네오룩스

BUY(유지)

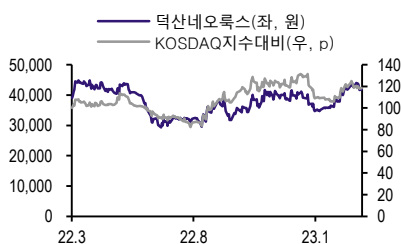
모두의 시선은 24년으로

목표주가	52,000원(유지)			
현재주가(03/13)	41,850원			
상승여력	24.3%			
시가총액	1,039십억원			
발행주식수	24,831천주			
52주 최고가 / 최저가	44,850 / 29,300원			
3개월 일평균거래대금	6십억원			
외국인 지분율	7.4%			
주요주주				
이준호 (외 10인)	55.1%			
자시주신탁 (외 1인)	0.8%			
자시주 (외 1인)	0.0%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	10.4	9.8	10.3	3.1
상대수익률 (KOSDAQ)	8.3	-0.5	11.3	14.6

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022	2023E
매출액	144	191	177	178
영업이익	40	51	45	40
EBITDA	45	57	52	47
지배주주순이익	33	47	39	37
EPS	1,389	1,886	1,570	1,493
순차입금	-50	-112	-97	-119
PER	25.1	29.8	26.7	28.0
PBR	4.3	4.9	3.3	3.0
EV/EBITDA	17.5	22.4	18.1	19.4
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	18.9	19.5	13.0	11.2
컨센서스 영업이익	40	51	47	48
컨센서스 EPS	1,389	1,886	1,772	1,812

주가추이



4Q22 Review: 매출액 +4%, 영업이익 -22% YoY

2022년 4분기 매출액은 487억원(+4% YoY), 영업이익은 101억원(-22% YoY, OPM 21%)을 기록했다. 매출액은 부진한 IT 전방 수요에도 불구하고 시장 컨센서스(매출액 474억원)에 부합하는 실적을 기록했는데, 이는 중국 고객사 매출이 증가한 것이 주요 원인이다. 반면 영업이익률은 2022년 3분기 누적 이익률인 27% 대비 부진했는데, 매출원가율은 전분기와 비슷한 수준이나 4분기 지급수수료 등의 비용이 반영되었기 때문이다. 이를 제외할 경우 영업이익률은 23% 수준일 것으로 판단된다. 작년 11월에는 중국 고객사 영업 및 품질 대응을 위한 중국 성도 DS법인을 100% 인수하였다.

모든 것은 내년을 위한 준비

2023년 1분기 매출액은 358억원(-14% YoY), 영업이익은 76억원(-39% YoY, OPM 21%)을 기록할 것으로 전망된다. 1분기는 고객사의 재고조정과 패널 출하량 감소로 매출액은 전년 대비 크게 감소할 것으로 예상되는 상황이지만, 1분기를 저점으로 2분기 말에는 주요 플래그쉽 매출이 본격적으로 발생되며 상저하고 실적이 전망된다. 2023년 매출액은 전년과 비슷한 수준을 유지할 것으로 추정된다. 동사의 높은 매출비중을 차지하는 주요 고객사의 모바일 패널 출하량이 감소할 것으로 전망되는 상황에서, 중화권 고객사의 매출 비중은 증가할 것으로 예상되기 때문이다. 또한 올해는 고객사의 OLED TV 라인업이 본격 추가되며 TV향 매출이 증가할 것으로 예상된다. IT OLED 패널은 올해 노트북 패널의 OLED 침투율이 크게 증가하며 전년 대비 IT향 소재 사용량 증가와 함께 Black PDL의 어플리케이션 확장 적용을 계획 중에 있다. 내년은 북미 태블릿 OLED 패널을 시작으로 IT OLED 시장이 개화하는 원년이 되며 동사의 실적 성장을 견인할 것으로 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 52,000원 유지

2023년 예상 P/E는 28.0배(과거 3년 평균 P/E 25.0배) 수준이다. 최근 중화권 패널 점유율 상승에 대한 과도한 우려는 해소되고 있는 국면이며, 내년에 시작되는 OLED 어플리케이션의 본격 다변화로 인한 수혜는 가시화되고 있는 상황으로 판단된다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 과거 3년 P/E 상단의 평균을 적용했다. 투자의견 BUY와 목표주가 52,000원을 유지한다.

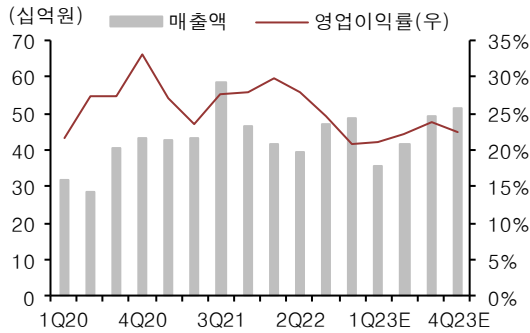
표 1 덕산네오룩스 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액	41.6	39.3	47.1	48.7	35.8	41.7	49.0	51.6	191.4	176.7	178.1
HTL 등	36.8	34.8	44.2	43.4	31.3	36.1	42.7	45.7	171.3	159.3	155.8
Red Host	4.8	4.5	2.8	5.3	4.6	5.6	6.3	5.9	20.1	17.4	22.3
매출비중											
HTL 등(%)	88.4	88.5	94.0	89.2	87.2	86.7	87.2	88.6	89.5	90.1	87.5
Red Host(%)	11.6	11.4	6.0	10.8	12.8	13.3	12.8	11.4	10.5	9.9	12.5
매출총이익	15.7	14.6	14.7	14.8	10.9	13.0	15.3	16.0	67.9	59.8	55.3
매출총이익률(%)	37.6	37.2	31.3	30.4	30.5	31.3	31.3	31.1	35.5	33.9	31.1
영업이익	12.4	10.9	11.6	10.1	7.6	9.2	11.6	11.6	51.0	44.9	40.0
영업이익률(%)	29.7	27.8	24.6	20.7	21.1	22.1	23.8	22.5	26.6	25.4	22.5
당기순이익	11.4	9.9	11.8	5.9	7.1	9.2	10.4	10.4	46.8	39.0	37.1
당기순이익률(%)	27.4	25.2	25.0	12.1	19.7	22.1	21.2	20.1	24.5	22.1	20.8

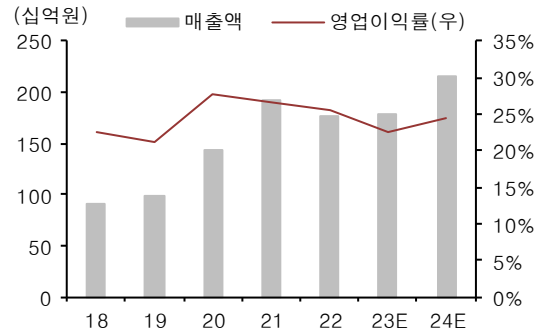
자료: 덕산네오룩스, 흥국증권 리서치센터

그림 1 덕산네오룩스 분기실적 추이



자료: 덕산네오룩스, 흥국증권 리서치센터 추정

그림 2 덕산네오룩스 연간실적 추이



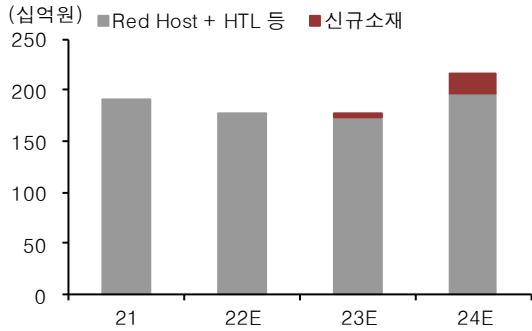
자료: 덕산네오룩스, 흥국증권 리서치센터 추정

표 2 덕산네오룩스 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2023E	2024E	비고
당기순이익 (십억원)	37	47	
적용주식수 (천주)	24,831	24,831	
EPS (원)	1,493	1,908	12M Fwd EPS 1,597원
목표 PER (배)		32.6	과거 3년 상단 P/E의 평균
목표주가 (원)		52,000	
현재주가 (원)		41,850	
상승여력 (%)		24.3	

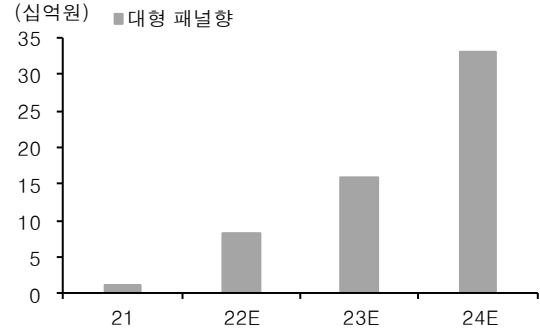
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 3 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	177	178	216
증가율 (Y-Y,%)	47.3	32.7	(7.7)	0.8	21.2
영업이익	40	51	45	40	53
증가율 (Y-Y,%)	93.2	27.1	(11.9)	(10.9)	31.3
EBITDA	45	57	52	47	60
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	45	45	58
당기순이익	33	47	39	37	47
지배기업당기순이익	33	47	39	37	47
증가율 (Y-Y,%)	74.1	40.5	(16.8)	(4.9)	27.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.8	28.3	21.8	7.3	4.1
영업이익증가율(3Yr)	29.7	35.9	29.3	(0.1)	1.0
EBITDA증가율(3Yr)	27.6	33.8	28.0	1.7	1.5
순이익증가율(3Yr)	25.7	35.5	26.7	3.6	0.4
영업이익률(%)	27.8	26.6	25.4	22.5	24.3
EBITDA마진(%)	31.3	30.0	29.4	26.6	27.8
순이익률 (%)	23.1	24.5	22.1	20.8	21.9
NOPLAT	35	42	39	33	43
(+) Dep	5	6	7	7	7
(-) 운전자본투자	(3)	10	38	5	12
(-) Capex	23	11	11	13	32
OpFCF	20	28	(4)	23	7

재무상태표

(단위: 십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	91	184	200	235	263
현금성자산	51	131	112	142	156
매출채권	12	13	15	16	19
재고자산	26	39	46	50	59
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	352	398	455
유동부채	20	23	26	25	26
매입채무	12	11	9	9	11
유동성이자부채	1	1	8	7	5
비유동부채	8	27	14	23	32
비유동이자부채	0	17	7	16	24
부채총계	28	50	39	49	58
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	141	141	141	141
이익잉여금	94	141	180	217	264
자본조정	(0)	(0)	(13)	(13)	(13)
자기주식	(0)	(0)	(7)	(7)	(7)
자본총계	193	287	313	350	397
투하자본	137	157	198	212	251
순차입금	(50)	(112)	(97)	(119)	(126)
ROA(%)	16.6	16.8	11.3	9.9	11.1
ROE(%)	18.9	19.5	13.0	11.2	12.7
ROIC(%)	27.9	28.8	22.0	16.1	18.7

주요투자지표

(단위: 십억원, 원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per share Data (원)					
EPS	1,389	1,886	1,570	1,493	1,908
BPS	8,028	11,558	12,594	14,086	15,993
DPS	0	0	0	0	0
Multiples (배)					
PER	25.1	29.8	26.7	28.0	21.9
PBR	4.3	4.9	3.3	3.0	2.6
EV/ EBITDA	17.5	22.4	18.1	19.4	15.2
배당수익율(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PCR	17.4	21.6	23.4	23.2	18.8
PSR	5.8	7.3	5.9	5.8	4.8
재무건전성 (%)					
부채비율	14.6	17.3	12.6	13.9	14.7
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	779.1	925.7	1,003.7
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	58.1	54.8	57.0
현금+투자자산	34.3	52.0	41.9	45.2	43.0
자본구조 (%)					
차입금	0.6	6.1	4.4	6.0	7.0
자기자본	99.4	93.9	95.6	94.0	93.0

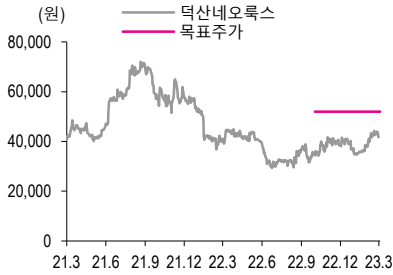
주) 재무제표는 별도기준으로 작성

현금흐름표

(단위: 십억원)

결산기	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금	42	44	41	40	43
당기순이익	33	47	39	37	47
자산상각비	5	6	7	7	7
운전자본증감	(4)	(16)	6	(5)	(12)
매출채권감소(증가)	(1)	(1)	11	(1)	(3)
재고자산감소(증가)	(3)	(12)	(8)	(4)	(10)
매입채무증가(감소)	4	(2)	4	0	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	(18)	30	14
총현금흐름(Gross CF)	48	65	44	45	55
(-) 운전자본증가(감소)	(3)	10	38	5	12
(-) 설비투자	23	11	11	13	32
(+) 자산매각	(2)	0	(2)	(3)	(3)
Free Cash Flow	26	44	(7)	24	8
(-) 기타투자	1	5	(7)	1	1
잉여현금	25	39	0	23	7

덕산네오룩스 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이건 및 목표주가 변경

날짜	투자이건	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-10-18	담당자변경			
2022-10-18	Buy	52,000	(24.4)	(14.8)
2023-03-14	Buy	52,000		

투자이건(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, 대어, 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