

2023. 3. 15



# 덕산네오룩스 (213420)

## 1H23 부진하나 2H23 기대

### Company Analysis | 반도체/디스플레이

Analyst 남대중 / 차용호

02 3779 8832 \_ djnam@ebestsec.co.kr

02 3779 8446 \_

eunyeon9569@ebestsec.co.kr

## Buy (유지)

목표주가 (상향)	47,000 원
현재주가	39,150 원
상승여력	20.1 %

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

### Stock Data

KOSDAQ (3/15)	781.17 pt
시가총액	9,721 억원
발행주식수	24,831 천주
52 주 최고가/최저가	44,850 / 29,300 원
90 일 일평균거래대금	59.04 억원
외국인 지분율	7.5%
배당수익률(22.12P)	0.0%
BPS(22.12P)	12,860 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -5.6%
	6 개월 3.3%
	12 개월 -14.9%
주주구성	이준호 (외 10인) 55.1%
	자사주신탁 (외 1인) 0.8%

### Stock Price



### 4Q23 실적은 기대치 부합

4Q24 실적은 매출액 487억원(+3%QoQ), 영업이익 101억원(-12%QoQ)으로 기존 추정치 영업이익 115억원을 하회했다. 영업이익률이 -3%pQoQ 감소했는데 주요 원인은 판관비 15억원(지급수수료)이 추가되었기 때문이다. 영업외손익은 -69억원을 기록했는데 원달러 환율 영향에 따른 평가손실이 반영되었기 때문이다. 지급수수료에 따라 영업이익이 기대치를 하회했지만, 매출액과 매출총이익을 고려할 때 기존 추정치에 부합했다고 평가할 수 있다.

### 1Q23 실적 저점 전망

1Q23 실적은 매출액 349억원(-28%QoQ), 영업이익 69억원(-31%QoQ)으로 스마트폰 비수기, 고객사 가동률 조정 등의 영향이 반영될 전망이다. 핵심 고객사인 삼성디스플레이의 1Q23 영업 환경은 삼성전자의 갤럭시 S23 시리즈 출시로 긍정적인 영향이 있었으나, 애플의 아이폰 14 시리즈 수요 감소에 따른 부정적 영향이 클 것으로 사료된다. 삼성디스플레이의 가동률은 아이폰 15 시리즈 출시에 따라 2H23 상승할 것이며, 노트북 등 IT 기기에 OLED 채용이 확대됨에 따라 덕산네오룩스의 실적도 2H23로 갈수록 개선될 전망이다. PDL도 적용 제품 확대를 추진하고 있어 가시적인 성과가 4Q23 실적에 영향을 미칠 수 있으며, 추가적인 주가 상승 모멘텀으로 작용될 수 있다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 47,000원 상향

현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/E 26.1x, P/B 2.7x로 과거 P/E 밴드 평균을 소폭 상회하고 있고, P/B 밴드는 평균을 하회하고 있다. 2023년 연간 매출성장률은 과거 3개년 평균 24% 대비 둔화될 것으로 예상되며, 향후 3년 평균 ROE도 11%에 그칠 것으로 예상하나, 2H23 실적 개선과 제품 확대 모멘텀을 고려하여 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 12M Fwd EPS 1,503원에 target PER 31.0x를 적용하여 47,000원으로 기존대비 12% 상향한다.

### Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	144	191	177	176	194
영업이익	40	51	45	42	52
순이익	33	47	39	36	43
EPS (원)	1,389	1,887	1,567	1,437	1,746
증감률 (%)	74.1	35.8	-17.0	-8.2	21.5
PER (x)	25.1	29.8	25.0	27.2	22.4
PBR (x)	4.3	4.9	3.0	2.7	2.4
영업이익률 (%)	27.8	26.6	25.4	24.0	26.9
EBITDA 마진 (%)	31.3	30.0	29.8	28.1	30.9
ROE (%)	18.9	19.5	12.8	10.6	11.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 4Q23 실적은 기대치 부합

4Q24 실적은 매출액 487억원(+3%QoQ), 영업이익 101억원(-12%QoQ)으로 기존 추정치 영업이익 115억원을 하회했다. 영업이익률이 3%pQoQ 감소했는데 주요 원인은 판관비 15억원(지급수수료)이 추가되었기 때문이다. 영업외손익은 -69억원을 기록했는데 원달러 환율 영향에 따른 평가손실이 반영되었기 때문이다. 지급수수료에 따라 영업이익이 기대치를 하회했지만, 매출액과 매출총이익을 고려할 때 기존 추정치에 부합했다고 평가할 수 있다.

표1 실적 변경 내역

(십억원)		4Q22P			1Q23E			2022P			2023E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액 (십억원)	SDC	46.1	47.1	2%	44.2	33.3	-25%	166.5	167.6	1%	187.7	169.4	-10%
	기타	1.6	1.6	0%	1.6	1.6	0%	9.1	9.1	0%	7.1	7.1	0%
	합계	47.6	48.7	2%	45.8	34.9	-24%	175.6	176.6	1%	194.7	176.5	-9%
매출 비중	SDC	97%	97%	0%	97%	96%	-1%	95%	95%	0%	96%	96%	0%
	기타	3%	3%	0%	3%	4%	1%	5%	5%	0%	4%	4%	0%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
QoQ / YoY	SDC	1%	3%	2%	-4%	-29%	-25%	9%	9%	1%	13%	1%	-12%
	기타	3%	3%	0%	0%	0%	0%	-76%	-76%	0%	-22%	-22%	0%
	합계	1%	3%	2%	-4%	-28%	-24%	-8%	-8%	1%	11%	0%	-11%
영업이익		11.5	10.1	-12%	10.2	6.9	-32%	46.2	44.8	-3%	47.7	42.3	-11%
QoQ / YoY		0%	-12%	-12%	-11%	-31%	-20%	-8%	-11%	-3%	3%	-6%	-9%
영업이익률		24%	21%	-3%	22%	20%	-2%	26%	25%	-1%	25%	24%	-1%

자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 1Q23 실적 저점 전망

1Q23 실적은 매출액 349억원(-28%QoQ), 영업이익 69억원(-31%QoQ)으로 스마트폰 비수기, 고객사 가동률 조정 등의 영향이 반영될 전망이다. 핵심 고객사인 삼성디스플레이의 1Q23 영업 환경은 삼성전자의 갤럭시 S23 시리즈 출시로 긍정적인 영향이 있겠으나, 애플의 아이폰 14 시리즈 수요 감소에 따른 부정적 영향이 클 것으로 사료된다.

삼성디스플레이의 가동률은 아이폰 15 시리즈 출시에 따라 2H23 상승할 것이며, 노트북 등 IT 기기에 OLED 채용이 확대됨에 따라 덕산네오룩스의 실적도 2H23로 갈수록 개선될 전망이다. 중국 패널업체 BOE가 아이폰 OLED 패널 공급 확대를 추진하고 있으나 품질 문제 등으로 공급 확대가 여의치 않은 것으로 추정되며 이는 오히려 2H23 삼성디스플레이가 아이폰 15 시리즈 전 제품에 OLED 패널을 공급할 가능성이 높아지고 있다는 것을 의미한다.

기존 HTL 및 유기물 Prime/Host 제품 외에도 PDL에 대한 적용 제품 확대를 추진하고 있어 가시적인 성과가 4Q23 실적에 영향을 미칠 수 있으며, 추가적인 주가 상승 모멘텀으로 작용될 수 있다.

표2 분기별 실적 전망

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
매출액 (십억원)	SDC	38.3	36.6	45.5	47.1	33.3	41.3	48.5	46.3	153.4	167.6	169.4
	기타	3.3	2.7	1.5	1.6	1.6	1.6	2.0	2.0	38.0	9.1	7.1
	합계	41.6	39.3	47.1	48.7	34.9	42.9	50.4	48.2	191.4	176.6	176.5
매출 비중	SDC	92%	93%	97%	97%	96%	96%	96%	96%	80%	95%	96%
	기타	8%	7%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	20%	5%	4%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QoQ / YoY	SDC	-4%	-5%	24%	3%	-29%	24%	17%	-5%	48%	9%	1%
	기타	-53%	-19%	-43%	3%	0%	0%	25%	0%	-7%	-76%	-22%
	합계	-11%	-6%	20%	3%	-28%	23%	18%	-4%	33%	-8%	0%
영업이익		12.4	10.9	11.5	10.1	6.9	9.4	13.6	12.4	50.3	44.8	42.3
QoQ / YoY		0%	-12%	6%	-12%	-31%	36%	45%	-9%	26%	-11%	-6%
영업이익률		30%	28%	24%	21%	20%	22%	27%	26%	26%	25%	24%

자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 47,000원 상향

현 주가는 12M Fwd 실적 기준 P/E 26.1x, P/B 2.7x로 과거 P/E 밴드 평균을 소폭 상회하고 있고, P/B 밴드는 평균을 하회하고 있다. 2023년 연간 매출성장률은 과거 3개년 평균 24% 대비 둔화될 것으로 예상되며, 향후 3년 평균 ROE도 11%에 그칠 것으로 예상하나, 2H23 실적 개선과 제품 확대 모멘텀을 고려하여 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 12M Fwd EPS 1,503원에 target PER 31.0x를 적용하여 47,000원으로 기존대비 12% 상향한다.

덕산네오룩스의 연간 매출증가율은 2020년 +47%YoY, 2021년 +33%YoY를 기록했으나, 2022년 -8%YoY로 둔화되었다. 2020~2021년은 애플의 아이폰 시리즈 출하량이 확대되면서 점유율이 확대되었던 시기였고, 이에 따라 삼성디스플레이의 가동률도 확대되었던 시기이다.

2023년 글로벌 스마트폰 출하량은 6%YoY 역성장할 것으로 예상되는 가운데 아이폰 시리즈는 점유율을 확대할 수 있을 것이다. 2023년 덕산네오룩스의 매출 성장이 큰 폭으로 개선될 것으로 추정하지 않는 이유는 스마트폰 시장의 역성장과 주요 고객사들의 원가 압박이 심화될 것으로 예상하기 때문이며, 그럼에도 불구하고 분기별 실적은 1Q23를 저점으로 개선 추세를 형성할 전망이다.

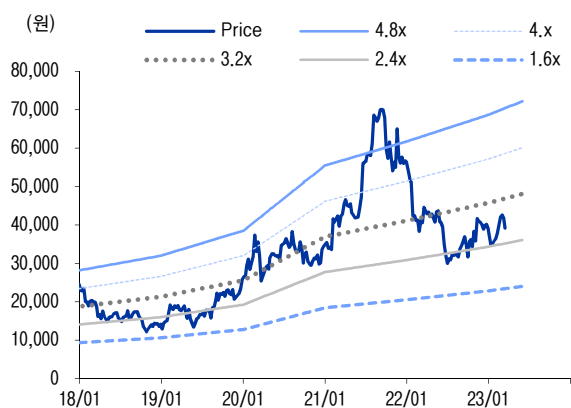
1H23 아이폰 수요 둔화가 예상보다 클 수 있고 이는 1H23 삼성디스플레이의 가동률에 영향을 미칠 수 있다. 이로 인해 덕산네오룩스의 주가가 조정 받는다면 매수 기회로 활용할 것을 권고한다. 2H23 BOE의 영향으로 삼성디스플레이의 가동률이 예상을 상회할 수 있기 때문이다.

그림1 12M Fwd P/E 밴드



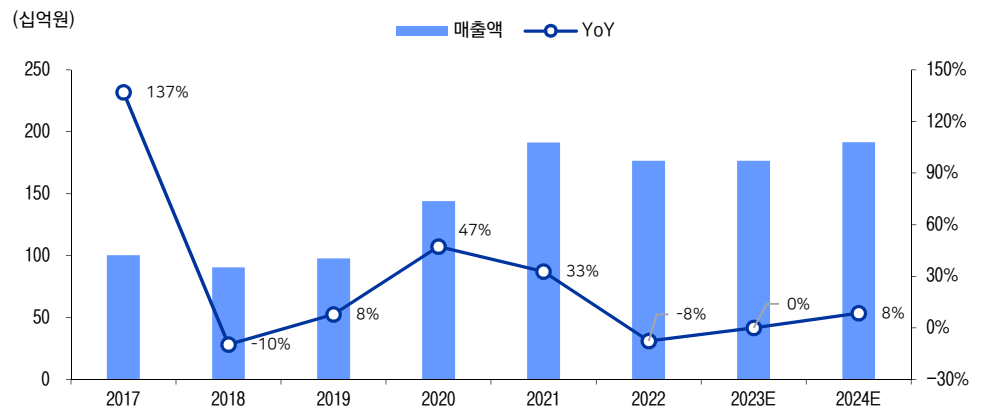
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 12M Fwd P/B 밴드



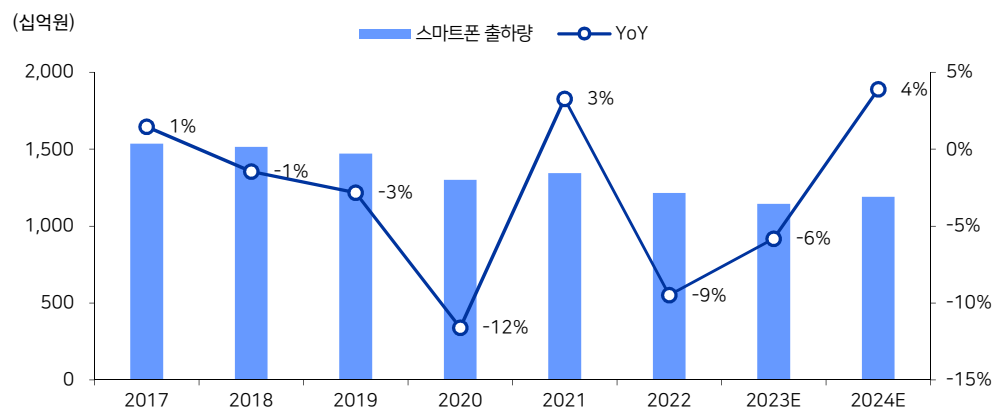
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 덕산네오룩스 연간 매출액과 증가율



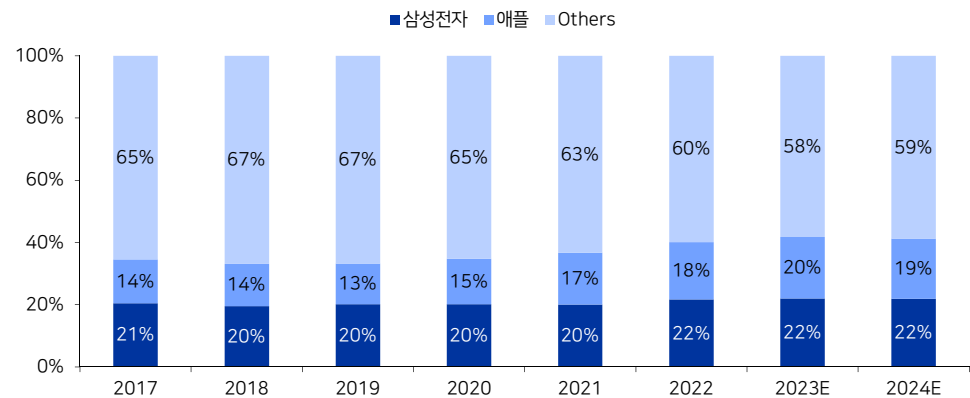
자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 스마트폰 출하량 및 출하 증가율



자료: SA 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 스마트폰 업체별 점유율 추이(출하량 기준)



자료: SA, 이베스트투자증권 리서치센터

## 덕산네오룩스 (213420)

### 재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	91	184	216	244	281
현금 및 현금성자산	51	130	148	169	204
매출채권 및 기타채권	12	13	14	14	15
재고자산	26	39	28	34	34
기타유동자산	2	2	27	28	29
비유동자산	130	153	159	166	175
관계기업투자등	6	17	25	26	27
유형자산	72	76	83	87	91
무형자산	37	36	38	40	42
<b>자산총계</b>	<b>221</b>	<b>337</b>	<b>375</b>	<b>410</b>	<b>456</b>
유동부채	20	23	29	29	31
매입채무 및 기타채무	12	11	12	12	13
단기금융부채	1	1	8	8	8
기타유동부채	6	11	9	9	10
비유동부채	8	27	26	27	27
장기금융부채	0	17	19	19	19
기타비유동부채	8	9	7	7	8
<b>부채총계</b>	<b>28</b>	<b>50</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>57</b>
지배주주지분	193	287	319	355	398
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	141	141	141	141
이익잉여금	94	141	180	216	259
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>193</b>	<b>287</b>	<b>319</b>	<b>355</b>	<b>398</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	42	44	71	36	51
당기순이익(손실)	33	47	39	36	43
비현금수익비용가감	15	18	13	8	8
유형자산감가상각비	4	6	7	6	7
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금수익비용	10	11	-1	0	0
영업활동 자산부채변동	-4	-16	29	-7	-1
매출채권 감소(증가)	-1	-1	12	0	-1
재고자산 감소(증가)	-3	-12	11	-6	0
매입채무 증가(감소)	4	-2	7	-1	2
기타자산, 부채변동	-4	0	-1	-1	-1
투자활동 현금	-28	-30	-47	-15	-16
유형자산처분(취득)	-23	-11	-11	-10	-11
무형자산 감소(증가)	-2	0	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	-1	-5	-33	-1	-1
기타투자활동	-2	-15	-1	-1	-1
재무활동 현금	0	65	-8	0	0
차입금의 증가(감소)	0	45	-1	0	0
자본의 증가(감소)	0	20	-7	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>12</b>	<b>79</b>	<b>18</b>	<b>21</b>	<b>35</b>
기초현금	39	51	130	148	169
기말현금	51	130	148	169	204

자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	144	191	177	176	194
매출원가	91	124	117	119	125
매출총이익	54	68	60	58	69
판매비 및 관리비	14	17	15	15	17
영업이익	40	51	45	42	52
(EBITDA)	45	57	53	50	60
금융손익	-3	5	5	1	1
이자비용	0	0	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	0	-5	4	4
세전계속사업이익	38	56	45	46	56
계속사업법인세비용	4	10	6	11	13
계속사업이익	33	47	39	36	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	33	47	39	36	43
지배주주	33	47	39	36	43
총포괄이익	33	47	39	36	43
매출총이익률 (%)	37.2	35.5	33.8	32.6	35.5
영업이익률 (%)	27.8	26.6	25.4	24.0	26.9
EBITDA 마진률 (%)	31.3	30.0	29.8	28.1	30.9
당기순이익률 (%)	23.1	24.5	22.0	20.2	22.3
ROA (%)	16.6	16.8	10.9	9.1	10.0
ROE (%)	18.9	19.5	12.8	10.6	11.5
ROIC (%)	27.9	28.8	23.5	18.0	21.0

### 주요 투자지표

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	25.1	29.8	25.0	27.2	22.4
P/B	4.3	4.9	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	17.5	22.4	16.2	16.7	13.3
P/CF	17.4	21.6	18.8	22.4	18.9
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	47.3	32.7	-7.7	-0.1	10.0
영업이익	93.2	27.1	-11.9	-5.8	23.5
세전이익	81.7	49.2	-20.4	3.4	21.5
당기순이익	74.1	40.5	-17.0	-8.2	21.5
EPS	74.1	35.8	-17.0	-8.2	21.5
안정성 (%)					
부채비율	14.6	17.3	17.3	15.6	14.4
유동비율	457.3	812.5	743.0	852.0	920.4
순차입금/자기자본(x)	-25.7	-39.2	-37.8	-40.0	-44.4
영업이익/금융비용(x)	2,124.9	669.8	59.2	60.0	74.1
총차입금 (십억원)	1	19	27	27	27
순차입금 (십억원)	-50	-112	-121	-142	-177
주당지표 (원)					
EPS	1,389	1,887	1,567	1,437	1,746
BPS	8,028	11,558	12,860	14,298	16,044
CFPS	2,001	2,605	2,086	1,749	2,073
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

덕산네오룩스 목표주가 추이		투자 의견 변동내역					
(원) — 주가 — 목표주가 100,000 80,000 60,000 40,000 20,000 0 21/03 21/09 22/03 22/09 23/03		일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
					최고 대비	최저 대비	평균 대비
		20210830	변경	남대중			
		20210830	Buy	80,000원	-10.0		-26.2
		20220126	Buy	60,000원	-25.3		-33.3
		20220713	Buy	42,000원	5.5		-12.2
		20230315	Buy	47,000원			

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 남대중).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	93.0% 7.0% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)