

## Company Update

Analyst 이건재

RA 손호성

02) 6915-5676

geonjaelee83@ibks.com

## 매수(신규)

목표주가 55,000원

현재가 (10/18) 43,300원

KOSDAQ (10/18)	808.89pt
시가총액	1,075십억원
발행주식수	24,831천주
액면가	200원
52주 최고가	50,100원
최저가	34,350원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	7.8%
배당수익률 (2023F)	0.0%

주주구성	
이준호 외 14 인	53.85%
국민연금공단	6.04%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	6%	8%	4%
절대기준	-4%	-4%	21%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	55,000	-	-
EPS(23)	1,497	-	-
EPS(24)	1,548	-	-

### 덕산네오룩스 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 덕산네오룩스 (213420)

## 기대가 현실로, OLED 확산 최대 수혜

### OLED 디스플레이 적용 솔루션 확대 감지

덕산네오룩스는 글로벌 2위의 OLED 소재 전문 기업으로 OLED 디스플레이 사용 어플리케이션 확대에 따른 실적 성장세 다시 도래할 것으로 전망. OLED는 상업화에 성공한 디스플레이 최고 기술로 LCD를 제치고 디스플레이 산업 내에서 가장 큰 시장 지배력을 나타내고 있음. 마이크로 LED와 같은 신규 기술의 개발 동향이 언론을 통해 알려지고 있지만 아직 OLED 디스플레이가 확보한 경제성을 따라잡기엔 투자 강도와 연구개발 진척 속도에 있어 아쉬운 부분이 명확함. 결론적으로 OLED 디스플레이는 앞으로도 상당기간 시장 수성에 문제없을 것으로 판단됨

동사의 주 고객사인 SDC는 OLED 디스플레이 산업 내 가장 큰 지배력을 나타내고 있는 기업으로 향후 OLED 디스플레이의 IT향 침투에 따른 수혜가 가장 강력할 것으로 예상되어 낙수 효과가 기대됨

### 애플발 OLED 디스플레이 IT향 사용 24년 현실화 전망

애플은 명실공히 시장을 주도하는 글로벌 최대 기업으로 애플의 전략 방향이 국내 반도체, 디스플레이 산업에 미치는 영향이 큼. 애플은 2016년 아이폰 X를 시작으로 OLED 디스플레이를 스마트폰에 적용하기 시작, 2020년 출시한 아이폰 12부터는 모든 디스플레이에 OLED를 사용해 의미 있는 고객사로 자리매김함. 최근 애플이 스마트폰을 넘어 IT기기 전반에 OLED 디스플레이 사용을 준비하고 있어 동사의 소재 매출 확대가 본격화 될 것으로 전망됨

### 투자의견 매수, 목표주가 55,000 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 매수 목표 주가 55,000원으로 커버리지 개시. 동사는 글로벌 2위 OLED 소재 전문기업으로 고객사의 OLED 디스플레이 어플리케이션 적용 확대에 따른 수혜가 전망되어 4Q23부터 본격 성장 기대감 나타날 것

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	191	177	170	190	232
영업이익	51	45	30	44	54
세전이익	56	45	43	44	53
지배주주순이익	47	39	37	38	46
EPS(원)	1,945	1,567	1,497	1,548	1,844
증가율(%)	0.0	-19.4	-4.5	3.4	19.1
영업이익률(%)	26.7	25.4	17.6	23.2	23.3
순이익률(%)	24.6	22.0	21.8	20.0	19.8
ROE(%)	16.3	12.8	11.0	10.2	11.0
PER	28.9	24.9	29.7	28.7	24.1
PBR	4.9	3.0	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	22.4	16.2	24.0	17.1	13.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

## 기업 개요

### 국내 1등, 글로벌 2등 OLED 소재 전문 기업

덕산네오룩스는 2014년 12월 덕산하이메탈 화학소재 사업부문이 인적 분할되어 2015년 상장한 OLED용 발광유기재료 생산업체다. 주력 제품인 HTL, Red Host, R Prime, G Prime, B Prime은 OLED 디스플레이 생산에 필수적으로 사용되는 소재로 동사 매출의 대부분을 차지한다.

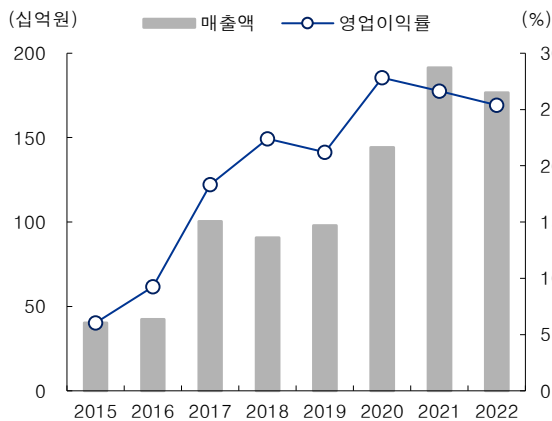
동사가 생산 공급하는 OLED 소재는 전기에너지를 → 빛 에너지로 전환해 OLED 디스플레이가 자체적으로 발광 및 발색하게 도와주는 역할을 한다. 이러한 자발광을 통해 LCD에는 필수적인 백라이트(BLU)가 OLED 디스플레이에는 필요가 없어 LCD에서는 표현하기 어려운 리얼 블랙 표현이 가능하고 전력 효율, 폼팩터 변화 측면에서 LCD보다 유리해 디스플레이 시장에서 OLED 입지는 점차 확대되고 있다.

동사는 2015년 상장 이후 삼성디스플레이, BOE, CSOT 등을 주요 고객으로 확보했으며 당시 매출액 20%에 달하는 연구개발비를 기반으로 제품 개발에 매진해왔다. 연구개발을 통해 제품 개발을 확대한 동사는 고객사에 공급하는 소재 종류가 점진적으로 확대되었고 현재는 소재 효율성, 수명 및 단가 차별화를 통해 국내 OLED 소재 1위, 글로벌 2위의 지위를 공고히 하는 단계에 진입해 있다.

산업 특성상 고객사 Lock-in, 장기공급계약 및 신규고객 유치는 동사가 보유하고 있는 기술력에 비례한다. 2022년 기준 누적 특허 출원 건수는 1,734건, 등록 건수는 675건으로 지속 증가하고 있어 동사의 OLED소재 기술 경쟁력은 상당기간 유지될 것으로 판단된다.

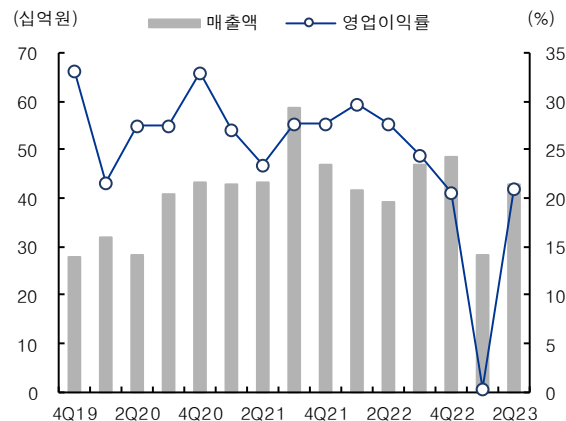
스마트폰 중심으로 형성된 OLED 시장은 최근 스마트폰 출하량 감소로 실적 감소가 나타났지만 노트북, 태블릿과 같은 IT와 전장향 OLED 어플리케이션이 확대되고 있고 신규 성장동력인 PDL 채용 확대를 통한 후호적 사업환경이 전개되고 있어 귀추가 주목되는 상황이다.

그림 1. 덕산네오룩스 연간 실적 추이



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 2. 덕산네오룩스 분기 실적 추이



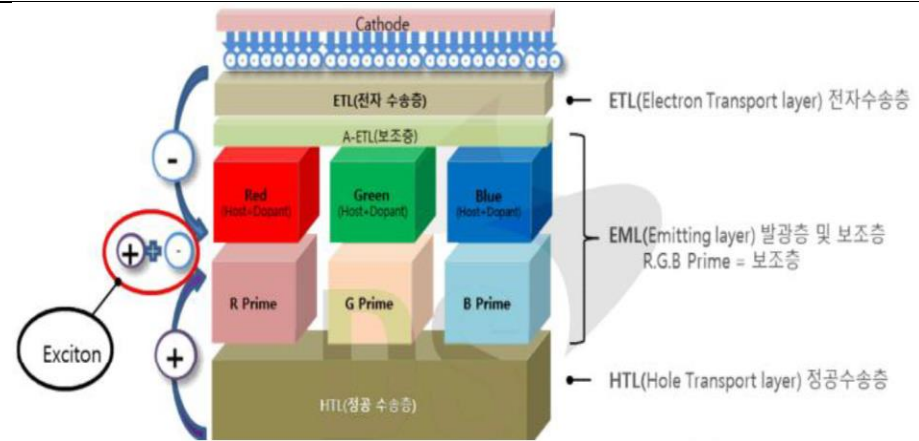
자료: Quantwise, IBK투자증권

표 1. 덕산네오룩스 연혁

연도	내용
1999	덕산하이메탈 설립
2008	Ludis 인수, 덕산하이메탈 EL 소재 사업부 편입
2009	HTL, CPL 소재 공급개시
2010	천안 공장 준공 및 이전
2014	자체 IP Red Host 최초 양산 공급
2014	기업분할 결정 (덕산하이메탈-)>덕산네오룩스)
2015	덕산네오룩스 KOSDAQ 상장
2017	자체 IP Red Prime 양산/공급
2020	자체 IP Green Prime 양산/공급
2021	Black PDL 자체 개발, 양산 개시

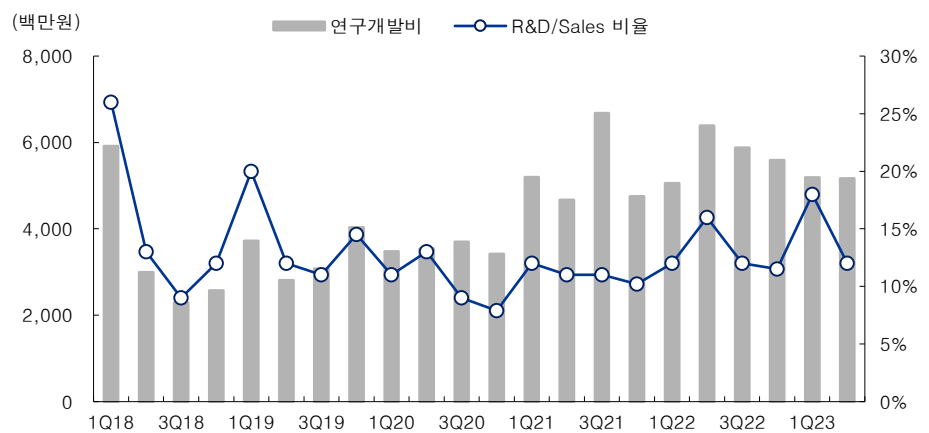
자료: 덕산네오룩스, IBK투자증권

그림 3. OLED 정공수송층(HTL) 기술



자료: 덕산네오룩스, IBK투자증권

그림 4. 덕산네오룩스 연구개발비 비율 추이



자료: 덕산네오룩스, IBK투자증권

## 투자 포인트

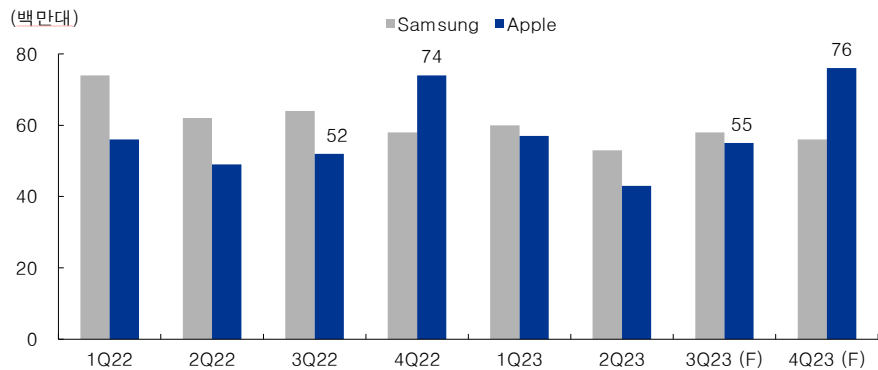
### 확산되는 OLED, 커져가는 기대감

스마트폰 시장 성장세가 최근 빠르게 감소하며 시장 초과 수요에 대한 기대감이 낮아지고 있다. 특히 과거와 달리 플래그십 스마트폰 출시가 시장에 큰 반향을 일으키지 않고 있어 제조업체의 고민이 깊어지고 있는 시기이기도 하다.

다양한 시도들이 제안되고 있지만 유의미한 결과 값을 내고 있는 변화는 삼성이 제시하는 폴터블 디스플레이가 유일한 것으로 판단된다. 삼성이 제안한 폼팩터 변화(플립, 폴드)는 빠르진 않지만 서서히 시장에 스며들고 있으며 이를 통해 접을 수 있는 대형 OLED 디스플레이 사용의 당위성이 지속적으로 시장에 전파되고 있다. 디스플레이 산업 내에서 삼성의 영향력은 앞으로도 더 강화될 가능성이 높으며 동사의 최대 고객사 삼성의 약진은 곧 동사 실적 성장의 핵심 요소로 작용될 것으로 판단된다.

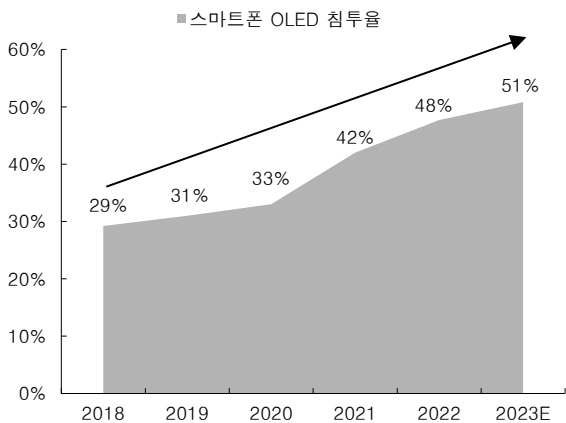
최근 출시된 iPhone 15은 시장 예상보다 양호한 판매량을 기록하고 있고 경쟁사 대비 삼성디스플레이의 가동률이 증가하고 있는 것으로 파악되고 있어 올해 하반기 동사 실적은 시장 기대치보다 호실적 나타낼 가능성이 높을 것으로 판단된다.

그림 5. iPhone15 판매량 예상치 상회할 전망



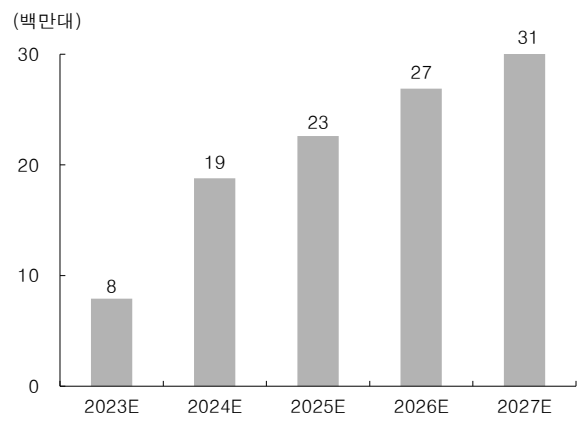
자료: Omdia, IBK투자증권

그림 6. 스마트폰 OLED 침투율 전망치



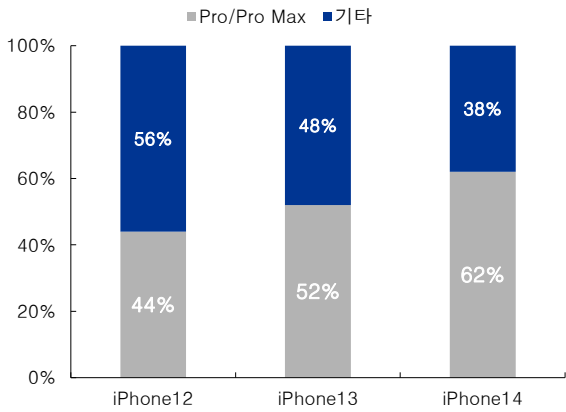
자료: Trendforce, IBK투자증권

그림 7. IT용 OLED 패널 출하량 전망 (테블릿, 노트북, 모니터)



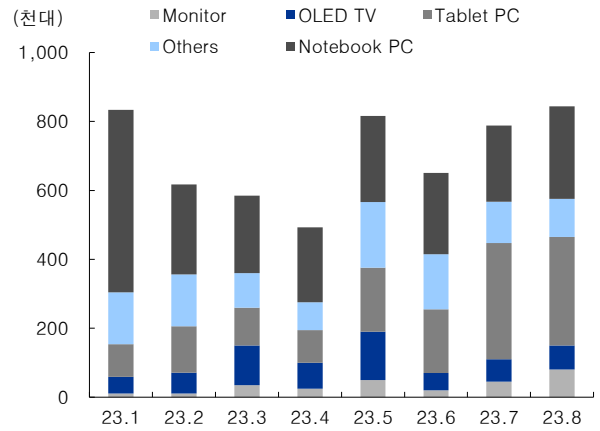
자료: Omdia, IBK투자증권

그림 8. 하이엔드 스마트폰 판매 비중 증가



자료: Trendforce, IBK투자증권

그림 9. SDC OLED 패널 물량 추이



자료: Omdia, IBK투자증권

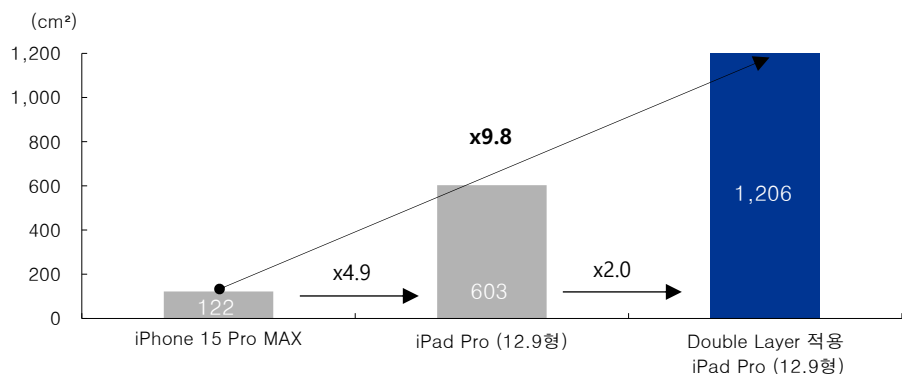
### Double Layer Tandem으로 폭발적인 성장 가능할 전망

애플의 IT향 OLED 디스플레이 패널 사용 첫 사례가 될 것으로 예상되는 아이패드드는 작업 및 영상 시청이 주목적인 기기로 모바일 대비 높은 휘도와 장시간 사용 조건을 필요로 한다.

큰 화면의 OLED 디스플레이를 높은 휘도로 장시간 사용할 경우 유기물질의 본질적 한계에 의해 디스플레이 수명이 단축될 가능성이 높다. 이를 해결하기 위해 디스플레이 제조사와 애플은 IT향 OLED 디스플레이에 Double Layer 방식으로 제작한 패널을 사용하는 것을 적극적으로 고려하고 있는 것으로 보인다.

Double Layer OLED 패널은 Single Layer OLED와 같은 전류량을 사용하더라도 두배의 밝기를 구현할 수 있으며, 전류량이 각 층에 동일하게 적용되어 수명과 내구성에서 고객사의 요구 조건을 충분히 충족하는 것으로 확인되고 있다. 하지만 이룸에서 추측할 수 있듯이 OLED 소재를 두께 층으로 쌓기 때문에 소재 사용량이 약 1.5 ~ 2배로 증가될 것으로 기대된다. Double Layer OLED패널이 적용된 아이패드는 2Q24에 출시될 것으로 예상되고 동사의 1H24 실적은 기저효과와 맞물려 시장 기대치보다 높은 실적 도출이 가능할 것으로 전망된다.

그림 10. 아이패드 Double Layer 효과 추정치 (1)



자료: IBK투자증권

표 2. 아이패드 Double Layer 효과 추정치 (2)

	iPhone 15 Pro MAX	iPad 12.9형	Double Layer 적용 iPad 12.9형
OLED 적용 가능 면적	122cm <sup>2</sup>	603cm <sup>2</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 902cm<sup>2</sup></li> <li>● 1,206cm<sup>2</sup></li> </ul>
OLED 소재 사용량	x1	x4.9	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 4.9 x 1.5 = 7.4</li> <li>● 4.9 x 2.0 = 9.8</li> </ul>

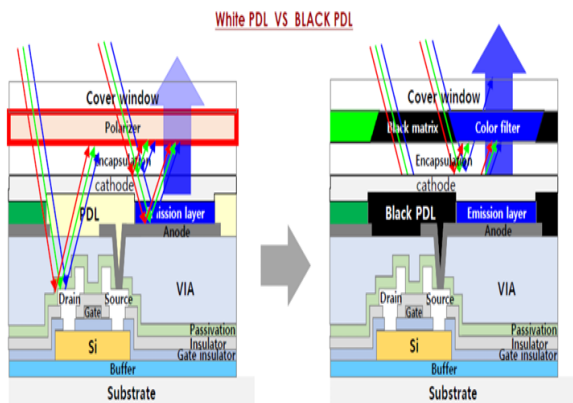
자료: IBK투자증권

면적으로 비교하면, iPhone 15Pro MAX의 면적은 122cm<sup>2</sup> (15.99cm x 7.67cm), iPad Pro (12.9형)는 약 603cm<sup>2</sup> (21.49cm x 28.06cm)다. iPad의 면적은 모바일 대비 약 4.9배 가량 넓다. Double Layer 적용으로 기존대비 소재가 약 1.5 ~ 2배 가량 더 사용된다고 가정한다면 OLED 소재는 기존 스마트폰 대비 총 7.4 ~ 9.8배 더 사용될 것으로 예상된다.

### 선제적 신기술 확보로 추가 성장동력 마련

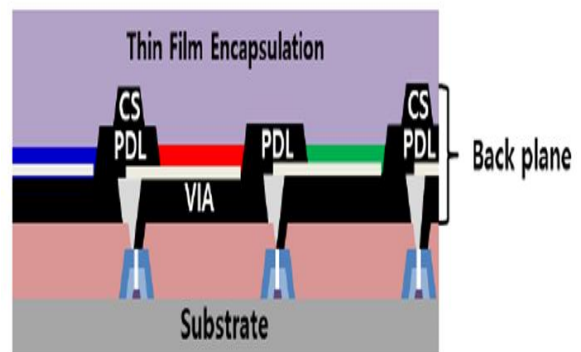
추가적으로 2021년 동사가 자체적으로 개발한 OLED 내부 RGB간 빛 간섭을 막아주는 블랙 PDL(Pixel Define Layer, 전력소비 25% 감소)은 향후 핵심 성장동력이 될 것으로 판단된다. 블랙 PDL 사용시 배터리 효율 개선과 디스플레이 두께 감소 효과가 확실해 폴더블 및 IT향 패널에 사용될 가능성이 높기 때문이다. 24년 하반기부터 블랙 PDL 수요가 나타날 것으로 전망되며 신규 소재 매출 추가는 25년 실적 성장까지 이끌 가능성이 존재하는 것으로 분석된다.

그림 11. PDL(Pixel Define Layer) 비교



자료: 덕산네오룩스, IBK투자증권

그림 12. Black PDL(Pixel Define Layer) 구조



자료: 덕산네오룩스, IBK투자증권

### 실적 추정 및 밸류에이션

23년 연간 예상 실적은 매출액 1,705억원(-3.5%, YoY), 영업이익 225억원(-34.4%, YoY)으로 전망한다. 올해 1분기 갑작스럽게 시행된 고객사 재고 조정 여파로 연간 실적이 전년 대비 부진한 것은 사실이나 매출액은 2분기부터 전년 대비 성장하고 있으며 이 추세는 하반기에도 명확히 나타나 실적 성장세가 다시 보여질 것으로 예상된다.

동사에 대한 투자의견 매수 목표 주가 55,000원을 제시한다. 목표주가 55,000원은 12MF EPS 1,539원에 Target Multiple 35배를 적용한 것으로 글로벌 1위 OLED 소재 기업인 Universal Display 멀티플이 현재 40배 수준인 점을 감안 했을 때 무리가 없는 수준이라 판단한다.

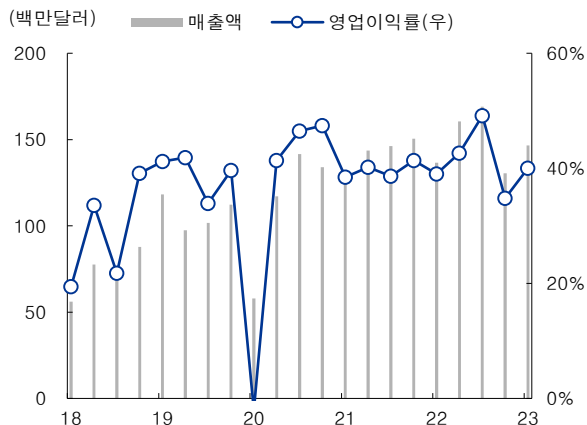
표 3. 실적 예상 추이

(단위:십억원)

	2023				2024				2023	2024
	1Q	2Q	3QE	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE	E	E
매출액	28.5	42.7	48.6	50.7	34.2	47.0	53.0	56.1	170.5	190.2
HTL, Prime 등	24.8	37.8	43.6	41.9	29.8	41.6	47.5	46.1	148.1	164.9
Red Host 등	3.7	4.9	5.0	8.8	4.4	5.4	5.5	10.0	22.5	25.3
영업이익	0.1	9.0	9.5	10.9	6.1	10.6	12.7	14.6	29.5	44.0
영업이익률	0.3%	21.0%	19.6%	21.5%	18.0%	22.5%	24.0%	26.0%	17.3%	23.1%
순이익	3.9	11.9	11.2	10.1	5.6	9.3	11.2	11.9	37.1	38.0
순이익률	13.6%	27.9%	23.0%	20.0%	16.5%	19.8%	21.1%	21.2%	21.8%	20.0%
%YOY										
매출액	-31.7%	8.7%	3.3%	4.3%	20.1%	9.9%	9.1%	10.5%	-3.5%	11.6%
영업이익	-99.3%	-17.8%	-17.5%	8.3%	7071.8%	18.0%	33.6%	33.7%	-34.3%	49.4%

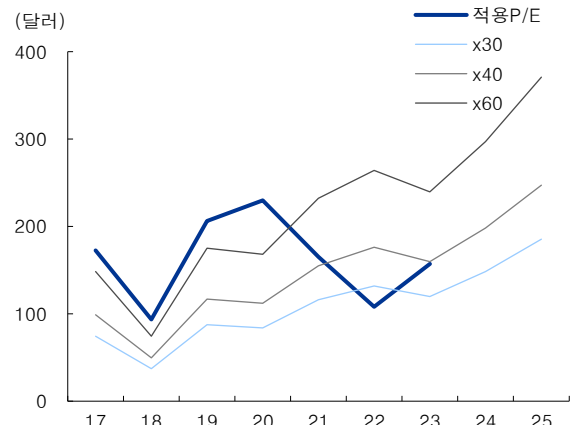
자료: IBK투자증권

그림 13. Universal Display 분기 실적 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 14. Universal Display PER Band



자료: Bloomberg, IBK투자증권

덕산네오룩스 (213420)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	191	177	170	190	232
증가율(%)	na	-7.7	-3.5	11.6	21.9
매출원가	124	117	113	121	148
매출총이익	68	60	57	69	84
매출총이익률 (%)	35.6	33.9	33.5	36.3	36.2
판매비	17	15	28	25	30
판매비율(%)	8.9	8.5	16.5	13.2	12.9
영업이익	51	45	30	44	54
증가율(%)	na	-12.0	-34.2	48.9	23.5
영업이익률(%)	26.7	25.4	17.6	23.2	23.3
순금융손익	4	-1	11	5	0
이자손익	1	3	5	5	7
기타	3	-4	6	0	-7
기타영업외손익	2	0	2	-5	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	56	45	43	44	53
법인세	10	6	5	6	7
법인세율	17.9	13.3	11.6	13.6	13.2
계속사업이익	47	39	37	38	46
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	39	37	38	46
증가율(%)	na	-16.9	-4.5	3.4	19.1
당기순이익률 (%)	24.6	22.0	21.8	20.0	19.8
지배주주당기순이익	47	39	37	38	46
기타포괄이익	0	1	0	0	0
총포괄이익	47	40	37	38	46
EBITDA	57	53	41	55	64
증가율(%)	na	-7.9	-22.8	33.6	17.6
EBITDA마진율(%)	29.8	29.9	24.1	28.9	27.6

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,945	1,567	1,497	1,548	1,844
BPS	11,558	12,896	14,339	15,887	17,731
DPS	0	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	28.9	24.9	29.7	28.7	24.1
PBR	4.9	3.0	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	22.4	16.2	24.0	17.1	13.9
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	-7.7	-3.5	11.6	21.9
EPS증가율	0.0	-19.4	-4.5	3.4	19.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	16.3	12.8	11.0	10.2	11.0
ROA	13.9	11.1	9.6	8.8	9.5
ROIC	32.5	25.6	21.0	20.1	24.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	17.3	12.9	16.2	15.7	16.2
순차입금 비율(%)	-40.1	-35.3	-34.8	-42.5	-48.4
이자보상배율(배)	669.7	57.8	38.8	58.4	68.8
활동성지표(배)					
매출채권회전율	0.0	13.7	13.4	14.6	15.3
재고자산회전율	0.0	5.2	5.2	4.8	5.1
총자산회전율	0.0	0.5	0.4	0.4	0.5

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	188	189	214	266	328
현금및현금성자산	134	133	146	190	236
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	13	13	12	14	17
재고자산	39	29	37	41	50
비유동자산	149	172	200	191	184
유형자산	76	92	95	88	82
무형자산	36	38	56	52	49
투자자산	31	36	36	36	36
자산총계	337	362	414	456	512
유동부채	23	16	29	32	39
매입채무및기타채무	5	5	12	14	17
단기차입금	1	1	4	4	5
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	27	25	29	30	33
사채	17	18	18	18	18
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	50	41	58	62	71
지배주주지분	287	320	356	395	440
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141	141
자본조정등	0	-7	-8	-8	-8
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	141	181	218	256	302
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	287	320	356	395	440
비이자부채	32	22	36	40	48
총차입금	18	19	22	22	23
순차입금	-115	-113	-124	-168	-213

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	44	49	42	50	55
당기순이익	47	39	37	38	46
비현금성 비용 및 수익	18	17	6	10	11
유형자산감가상각비	6	7	8	7	7
무형자산상각비	1	1	4	3	3
운전자본변동	-16	2	-2	-4	-9
매출채권등의 감소	-1	-1	1	-1	-3
재고자산의 감소	-12	10	-8	-4	-9
매입채무등의 증가	-2	0	7	1	3
기타 영업현금흐름	-5	-9	1	6	7
투자활동 현금흐름	-26	-38	-37	-3	-15
유형자산의 증가(CAPEX)	-11	-14	-9	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-7	-19	-1	0	-7
기타	-8	-4	-27	-3	-8
재무활동 현금흐름	65	-8	7	-2	6
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	20	0	0	0	0
기타	45	-8	7	-2	6
기타 및 조정	0	-4	1	0	-1
현금의 증가	83	-1	13	45	45
기초현금	51	134	133	146	190
기말현금	134	133	146	190	236

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

**투자 의견 안내 (투자기간 12개월)**

종목 투자 의견 (절대 수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대 수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

**투자등급 통계 (2022.10.01~2023.09.30)**

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	145	91.8
Trading Buy (중립)	7	4.4
중립	6	3.8
매도	0	0

**최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이**

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

덕산네오룩스	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2023.10.16	매수	55,000							

