



기업분석 | 반도체/디스플레이

Analyst

남대중 / 김광수

02 3779 8832

dynam @ebestsec.co.kr

gskim @ebestsec.co.kr

## Buy (maintain)

목표주가	60,000 원
현재주가	48,350 원

## 컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

## Stock Data

KOSDAQ(1/25)	889.44 pt
시가총액	12,006 억원
발행주식수	24,831 천주
52 주 최고가/최저가	72,000 / 33,550 원
90 일 일평균거래대금	160.51 억원
외국인 지분율	10.5%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	11,510 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -3.0%
	6개월 -1.0%
	12개월 -0.1%
주주구성	이준호(외 10인) 55.1%

## Stock Price



## 덕산네오룩스 (213420)

## 4Q21 실적 기대치 하회 예상

## 4Q21 실적 기대치 하회 예상

4Q21 실적은 매출액 488억원(-17%QoQ), 영업이익 122억원(-25%QoQ)으로 시장 컨센서스 매출액 536억원, 영업이익 156억원을 하회할 것으로 예상된다. 주요 고객사의 연말 재고조정이 있었으며, QD OLED 패널 양산이 11월부터 진행되었으나 수출 부진에 따른 물량 증가가 제한적이었던 점도 실적 부진의 주요 원인으로 파악된다.

## 1Q22 계절적 비수기 영향 지속

1Q22 실적도 계절적 비수기 영향에 따라 매출액 490억원(0%QoQ), 영업이익 120억원(-2%QoQ)으로 시장 컨센서스 매출액 536억원을 하회할 전망이다. 1Q22 삼성전자의 갤럭시 S22 시리즈 출시가 예정되어 있으나, 중국 스마트폰 업체들의 부진이 지속되고, 애플 역시 아이폰 13 판매량이 전분기대비 감소할 것이다. 2Q22 이후 갤럭시 S22 프로 모션이 지속되며 중저가 신규 아이폰 출시가 예정되어 있어 분기 실적은 회복세를 나타낼 전망이다. 삼성디스플레이의 2022년 QD OLED 라인에 대한 추가 투자 여부는 불확실성이 지속될 것으로 예상된다. 2022년 연간 실적은 매출액 2,352억원(+22%YoY), 영업이익 611억원(+22%YoY)으로 기존대비 각각 14%, 16% 하향 조정한다.

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 60,000원 하향

현 주가는 12M Fwd 기준 PER 22x, PBR 3.5x로 OLED 산업이 성장 산업이므로 높은 밸류에이션 평가를 받는 것은 타당하나, 1Q22 비수기 영향이 예상보다 크고, 연간 실적 전망을 하향 조정함에 따라 목표주가를 60,000원으로 기존대비 25% 하향한다. 목표주가 60,000원은 12M Fwd EPS 2,157원에 PER 밴드 중상단평균 28x를 적용한 것이다.

## Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	98	144	193	235	258
영업이익	21	40	50	61	66
세전계속사업손익	21	38	55	62	67
순이익	19	33	48	54	58
EPS (원)	798	1,389	1,995	2,157	2,345
증감률 (%)	1.8	74.1	43.6	8.1	8.7
PER (x)	33.0	25.1	24.2	22.4	20.6
PBR (x)	3.9	4.3	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA (x)	24.0	17.5	19.3	15.6	13.7
영업이익률 (%)	21.2	27.8	26.0	26.0	25.7
EBITDA 마진 (%)	25.3	31.3	29.2	28.9	28.9
ROE (%)	12.7	18.9	20.1	17.1	15.8
부채비율 (%)	13.4	14.6	21.5	19.0	16.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 4Q21 실적 기대치 하회 예상

4Q21 실적은 매출액 488억원(-17%QoQ), 영업이익 122억원(-25%QoQ)으로 시장 컨센서스 매출액 536억원, 영업이익 156억원을 하회할 것으로 예상된다. 주요 고객사의 연말 재고조정이 있었으며, 삼성디스플레이의 QD OLED 패널 양산이 11월부터 진행되었으나 수율 부진에 따른 물량 증가가 제한적이었던 점도 실적 부진의 주요 원인으로 파악된다. 참고로 삼성디스플레이는 8G 월 3만장 규모의 QD OLED 패널 양산라인을 갖추고 있으며, 모니터 및 TV 패널 양산을 지난 11월부터 시작했다.

표1 실적 변경 내역

		4Q21E			2021E			2022E		
		수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이	수정전	수정후	차이
매출액 (십억원)	SDC	46.5	44.2	-5%	159.0	156.7	-1%	211.7	194.2	-8%
	기타	10.7	4.6	-57%	42.9	36.7	-14%	63.0	41.0	-35%
	합계	57.2	48.8	-15%	201.8	193.4	-4%	274.7	235.2	-14%
매출 비중	SDC	81%	91%	9%	79%	81%	2%	77%	83%	6%
	기타	19%	9%	-9%	21%	19%	-2%	23%	17%	-6%
	합계	100%	100%	0%	100%	100%	0%	100%	100%	0%
QoQ / YoY	SDC	-6%	-10%	-5%	54%	51%	-2%	33%	24%	-9%
	기타	14%	-51%	-65%	5%	-10%	-15%	47%	12%	-36%
	합계	-2%	-17%	-14%	40%	34%	-6%	36%	22%	-15%
영업이익		15.2	12.2	-19%	53.2	50.2	-6%	72.8	61.1	-16%
QoQ / YoY		-7%	-25%	-18%	33%	25%	-7%	37%	22%	-15%
영업이익률		26%	25%	-1%	26%	26%	0%	26%	26%	-1%

자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 1Q22 계절적 비수기 영향 지속

1Q22 실적도 계절적 비수기 영향에 따라 매출액 490억원(0%QoQ), 영업이익 120억원(-2%QoQ)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 1Q22 삼성전자의 갤럭시 S22 시리즈 출시가 예정되어 있으나, 중국 스마트폰 업체들의 부진이 지속되고, 애플 역시 아이폰 13 판매량이 전분기대비 감소할 것이다. 2Q22 이후에는 갤럭시 S22 프로모션이 지속되며 중저가 신규 아이폰 출시가 예정되어 있어 분기 실적은 회복세를 나타낼 전망이다.

2022년 연간 실적은 매출액 2,352억원(+22%YoY), 영업이익 611억원(+22%YoY)으로 기존대비 각각 14%, 16% 하향 조정한다. 1Q22 비수기 영향이 예상보다 깊어지면서 매출액이 시장 컨센서스 536억원, 영업이익 156억원을 하회할 것으로 예상되며, 삼성디스플레이의 QD OLED 증설 모멘텀도 불확실성이 지속됨에 따라 2H22 이후 덕산네오룩스의 매출 확대에 대한 기대감도 축소될 수 있다. 삼성디스플레이는 QD OLED 라인 추가 투자에 대한 의사결정을 보류하는 대신 QNED 생산을 위한 R&D 라인을 조만간 증설할 것이다.

표2 분기별 실적 전망

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021E	2022E
매출액 (십억원)	SDC	27.7	35.5	49.2	44.2	42.2	47.9	54.2	50.0	156.7	194.2
	기타	15.0	7.7	9.4	4.6	6.8	7.2	15.2	11.8	36.7	41.0
	합계	42.7	43.3	58.6	48.8	49.0	55.1	69.4	61.7	193.4	235.2
매출 비중	SDC	65%	82%	84%	91%	86%	87%	78%	81%	81%	83%
	기타	35%	18%	16%	9%	14%	13%	22%	19%	19%	17%
	합계	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
QoQ / YoY	SDC	-14%	28%	39%	-10%	-5%	13%	13%	-8%	51%	24%
	기타	35%	-48%	22%	-51%	48%	6%	109%	-22%	-10%	12%
	합계	-2%	1%	36%	-17%	0%	12%	26%	-11%	34%	22%
영업이익		11.6	10.2	16.3	12.2	12.0	13.3	19.3	16.5	50.2	61.1
QoQ / YoY		-19%	-12%	60%	-25%	-2%	11%	45%	-14%	25%	22%
영업이익률		27%	24%	28%	25%	24%	24%	28%	27%	26%	26%

자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

## 투자의견 Buy 유지, 목표주가 60,000원 하향

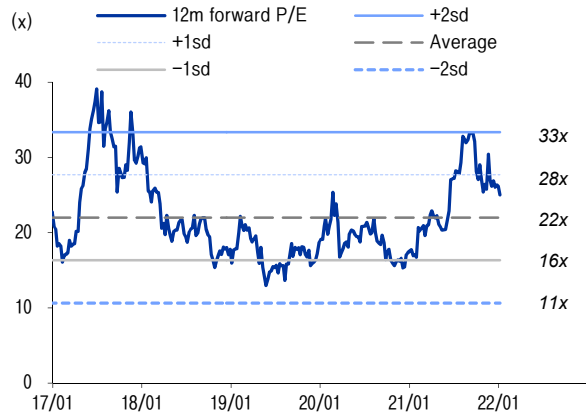
현 주가는 12M Fwd 기준 PER 22x, PBR 3.5x 로 OLED 산업이 성장 산업이므로 높은 밸류에이션 평가를 받는 것은 타당하며 이에 투자의견 Buy 를 유지하나, 1Q22 비수기 영향이 예상보다 크고, 수요 불확실성 증가에 따른 연간 실적 전망을 하향 조정함에 따라 목표주가를 60,000 원으로 기존대비 25% 하향한다. 목표주가 60,000 원은 12M Fwd EPS 2,157 원에 PER 밴드 중상단평균 28x 를 적용한 것이다.

그림1 PER 밴드



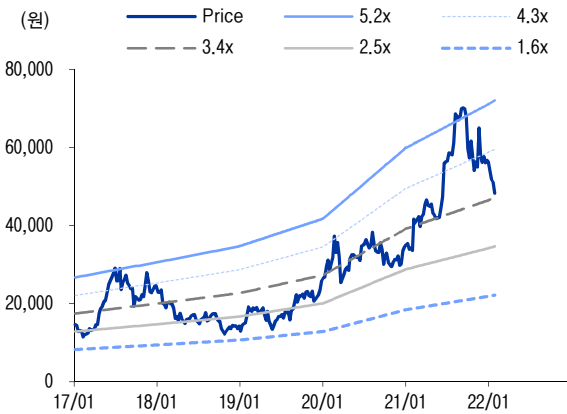
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 PER 표준편차



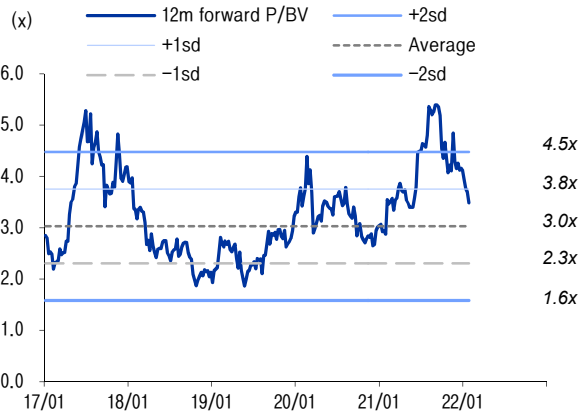
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 PBR 밴드



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 PBR 표준편차



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 덕산네오룩스(213420)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	78	91	200	239	280
현금 및 현금성자산	39	51	139	169	207
매출채권 및 기타채권	11	12	17	21	21
재고자산	23	26	42	47	50
기타유동자산	6	2	2	2	2
<b>비유동자산</b>	103	130	147	165	184
관계기업투자등	0	0	2	2	2
유형자산	54	72	79	97	115
무형자산	31	37	36	36	35
<b>자산총계</b>	<b>181</b>	<b>221</b>	<b>347</b>	<b>404</b>	<b>464</b>
<b>유동부채</b>	16	20	32	35	37
매입채무 및 기타채무	8	12	16	18	20
단기금융부채	1	1	9	9	9
기타유동부채	7	7	8	8	8
<b>비유동부채</b>	5	8	29	29	30
장기금융부채	0	0	22	22	22
기타비유동부채	5	8	7	7	7
<b>부채총계</b>	<b>21</b>	<b>28</b>	<b>61</b>	<b>64</b>	<b>67</b>
<b>지배주주지분</b>	160	193	286	339	398
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	94	94	139	139	139
이익잉여금	61	94	142	195	254
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>160</b>	<b>193</b>	<b>286</b>	<b>339</b>	<b>398</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>21</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>54</b>	<b>66</b>
당기순이익(손실)	19	33	48	54	58
비현금수익비용가감	8	15	13	7	8
유형자산감가상각비	4	4	5	6	7
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타현금수익비용	1	3	7	0	0
영업활동 자산부채변동	-5	-3	-14	-7	-1
매출채권 감소(증가)	-3	-1	-4	-4	-1
재고자산 감소(증가)	0	-3	-16	-5	-2
매입채무 증가(감소)	-1	4	8	3	2
기타자산, 부채변동	-1	-3	-2	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-21</b>	<b>-28</b>	<b>-22</b>	<b>-25</b>	<b>-27</b>
유형자산처분(취득)	-13	-23	-11	-24	-26
무형자산 감소(증가)	0	-2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-5	0	0	0	0
기타투자활동	-3	-2	-11	-1	-1
<b>재무활동 현금</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	<b>67</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	1	-1	22	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	45	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>1</b>	<b>12</b>	<b>89</b>	<b>29</b>	<b>38</b>
기초현금	38	39	51	139	169
기말현금	39	51	139	169	207

자료: 덕산네오룩스, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>98</b>	<b>144</b>	<b>193</b>	<b>235</b>	<b>258</b>
매출원가	65	91	127	154	170
<b>매출총이익</b>	<b>33</b>	<b>54</b>	<b>67</b>	<b>81</b>	<b>89</b>
판매비 및 관리비	13	14	17	20	22
<b>영업이익</b>	<b>21</b>	<b>40</b>	<b>50</b>	<b>61</b>	<b>66</b>
(EBITDA)	25	45	57	68	75
금융손익	1	-3	5	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	1	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>21</b>	<b>38</b>	<b>55</b>	<b>62</b>	<b>67</b>
계속사업법인세비용	2	4	7	8	9
계속사업이익	19	33	48	54	58
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>58</b>
지배주주	19	33	48	54	58
<b>총포괄이익</b>	<b>19</b>	<b>33</b>	<b>48</b>	<b>54</b>	<b>58</b>
매출총이익률 (%)	34.0	37.2	34.6	34.5	34.3
영업이익률 (%)	21.2	27.8	26.0	26.0	25.7
EBITDA마진률 (%)	25.3	31.3	29.2	28.9	28.9
당기순이익률 (%)	19.6	23.1	24.8	22.8	22.6
ROA (%)	11.2	16.6	16.9	14.3	13.4
ROE (%)	12.7	18.9	20.1	17.1	15.8
ROIC (%)	16.9	26.7	27.3	28.2	27.4

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	33.0	25.1	24.2	22.4	20.6
P/B	3.9	4.3	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	24.0	17.5	19.3	15.6	13.7
P/CF	23.0	17.4	19.1	19.8	18.0
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.9	47.3	34.2	21.6	9.8
영업이익	2.2	93.2	25.2	21.6	8.8
세전이익	-1.7	81.7	46.7	11.4	8.7
당기순이익	1.8	74.1	44.1	11.4	8.7
EPS	1.8	74.1	43.6	8.1	8.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	13.4	14.6	21.5	19.0	16.8
유동비율	488.1	457.3	622.4	682.7	760.1
순차입금/자기자본(x)	-23.6	-25.7	-37.8	-40.5	-44.2
영업이익/금융비용(x)	899.0	2,124.9	1,990.4	958.2	1,042.3
총차입금 (십억원)	1	1	31	31	31
순차입금 (십억원)	-38	-50	-108	-137	-176
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	798	1,389	1,995	2,157	2,345
BPS	6,662	8,028	11,510	13,666	16,011
CFPS	1,145	2,001	2,538	2,446	2,685
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

덕산네오룩스 목표주가 추이		투자의견 변동내역									
일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2021.08.30	Buy	80,000	-10.0		-26.0						
2022.01.26	Buy	60,000									



**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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.  
 \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.1% 6.9%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2021. 1. 1 ~ 2021. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)