

EARNINGS  
REVIEW

## 덕산네오룩스 (213420/KQ)

방향성은 명확하지만 중국이 발목을 잡는다

IT 중소형, 디스플레이. 권민규 / mk.kwon@sks.co.kr /

**Signal:** 3Q25 까지도 부진 지속, 아쉬운 실적**Key:** 4Q25 는 역대급 실적, 그러나 중국발 공급과잉은 지속 우려**Step:** 최근 조정은 매수 기회로 작용 가능

## 매수(유지)

목표주가: 50,000 원(유지)

현재주가: 39,150 원

상승여력: 27.7%

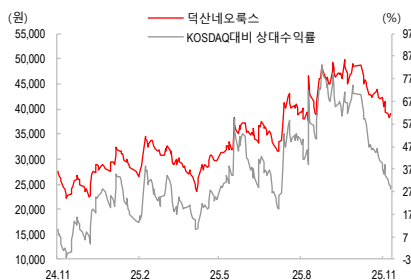
## STOCK DATA

|              |           |
|--------------|-----------|
| 주가(25/11/13) | 39,150 원  |
| KOSDAQ       | 918.37 pt |
| 52 주 최고가     | 49,850 원  |
| 60 일 평균 거래대금 | 11 십억원    |

## COMPANY DATA

|           |          |
|-----------|----------|
| 발행주식수     | 2,483 만주 |
| 시가총액      | 972 십억원  |
| 주요주주      |          |
| 이수훈(외 12) | 44.14%   |
| 국민연금공단    | 8.97%    |
| 외국인 지분율   | 9.53%    |

## 주가 및 상대수익률



## 추정치 변경 및 컨센서스 비교

|              | 25년 3분기   |              |       |      |       | 25년 연간실적  |           |      |      |      |
|--------------|-----------|--------------|-------|------|-------|-----------|-----------|------|------|------|
|              | 실적<br>확정치 | SK 증권<br>추정치 | 차이    | 컨센서스 | 차이    | 신규<br>추정치 | 이전<br>추정치 | 차이   | 컨센서스 | 차이   |
| 매출액(십억원)     | 98        | 102          | -3.9  | 97   | 1.8   | 339       | 332       | 2.1  | 314  | 8.0  |
| 영업이익(십억원)    | 18        | 22           | -21.2 | 19   | -8.9  | 68        | 67        | 1.5  | 66   | 3.5  |
| 지배주주순이익(십억원) | 13        | -            | -     | 17   | -20.0 | 57        | 58        | -1.7 | 59   | -2.9 |
| 영업이익률(%)     | 17.8      | 21.7         | -     | 19.9 | -     | 20.1      | 20.2      | -    | 20.9 | -    |
| 지배주주순이익률(%)  | 13.7      | -            | -     | 17.4 | -     | 16.8      | 17.5      | -    | 18.7 | -    |

자료: SK 증권

## 3Q25 Review: 본업 부진, 아쉬운 실적

3Q25 매출액 983 억원(YoY +79%, 이하), OP 175 억원(+40%, OPM 18%)을 기록, 컨센서스 매출액(966 억원) 소폭 상회, OP(192 억원)는 하회했다. 매출액 컨센서스는 상회했으나, 본업이 부진했기에 다소 아쉬운 실적이다. 부진 요인은 ①Rigid OLED(중저가)의 부진 지속, ②북미 고객사향 신규 스마트폰 패널 양산 일정 지연으로 물량이 4Q 로 이연, ③ BPD L 신규 탑재 폴더블 모델의 수요 부진, ④ 중국 패널 고객사의 부진, ⑤ 터보기계 제품 인도 시점 지연으로 매출 이연이 주요했다. OP 는 물량 축소 외에 개발 매출의 일정 변경으로 인한 감소 영향도 일부 받은 것으로 파악된다.

## 4Q 역대 최대 실적 전망. '26년 성장은 확실하나, 중국이 아쉽다

4Q25 매출액 1,215 억원(+133%), OP 307 억원(+56%)을 전망한다. 역대 최대 분기 실적이다. 이연된 북미 고객사향 신규 모델 납품, 국내 고객사 플래그십 모델 양산 및 소재구조 변경(M14), BPD L 탑재 모델 확대가 반영된다. '26년에는 8.6G 팜에서 양산되는 북미 모델에 OLED 소재와 BPD L 이 추가된다. 또한 북미 고객사의 폴더블 제품 출시로 BPD L 적용 물량이 대폭 확대된다('25년 대비 3 배 이상 추정). 방향성은 명확하게 성장을 바라보고 있다. 다만 우려되는 점은 중국발 공급과잉으로 인한 Rigid OLED 의 수요 감소 영향이 '25년에 이어 '26년에도 지속될 것으로 보인다는 점이다. Rigid 물량(M10R)은 Flexible(M14 등)대비 저수익이지만, 물량에서 큰 비중을 차지한다. 공급과잉이 해소되지 못한다면 큰 폭의 성장을 장담하기 어려운 상황이다.

## 목표주가 '50,000 원' 유지, 투자 의견 '매수' 유지

최근 조정을 통해 중국발 공급과잉 우려를 어느정도 소화된 밸류에이션 수준에 도달했다. 여전히 BPD L 의 잠재력과 및 폴더블 제품에 대한 기대감은 유효하며, 자회사 터보 기계의 '26년 풀부킹에 따른 성장세에 주목할 시점이다. 매수 의견을 제시한다.

덕산네오룩스 실적추정 변경표

| 구분      | 변경전   |       | 변경후   |       | 변경율 (%) |        |
|---------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|
|         | 2025F | 2026F | 2025F | 2026F | 2025F   | 2026F  |
| 매출액     | 322   | 418   | 339   | 398   | 5.3     | (4.8)  |
| 영업이익    | 67    | 108   | 68    | 89    | 1.5     | (17.6) |
| 순이익     | 55    | 88    | 57    | 72    | 3.6     | (18.2) |
| OPM (%) | 20.8  | 25.8  | 20.1  | 22.4  | -       | -      |
| NPM     | 17.1  | 21.1  | 16.8  | 18.1  | -       | -      |

자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스(본업) 실적 추이 및 전망

| (단위: 억원) | 1Q24   | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25P | 4Q25E | 2024  | 2025E | 2026E |
|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 525    | 527   | 549   | 522   | 379   | 477   | 515   | 674   | 2,122 | 2,046 | 2,209 |
| QoQ      | 15%    | 0%    | 4%    | -5%   | -27%  | 20%   | 13%   | 28%   |       |       |       |
| YoY      | 84%    | 23%   | 17%   | 15%   | -28%  | -9%   | -6%   | 29%   | 30%   | -4%   | 8%    |
| 영업이익     | 103    | 100   | 125   | 196   | 99    | 101   | 110   | 245   | 525   | 556   | 594   |
| 영업이익률    | 19.6%  | 19.1% | 22.9% | 37.6% | 26.1% | 21.2% | 21.4% | 36.4% | 24.7% | 27.2% | 26.9% |
| QoQ      | -12%   | -2%   | 25%   | 56%   | -50%  | 2%    | 9%    | 122%  |       |       |       |
| YoY      | 11842% | 12%   | 3%    | 68%   | -4%   | 1%    | -12%  | 25%   | 59%   | 6%    | 7%    |

자료: SK 증권 추정

덕산네오룩스(터보기계 연결 편입 기준) 실적 추이 및 전망

| (단위: 억원)   | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25P | 4Q25E | 2024  | 2025E | 2026E |
|------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액        | 525  | 527  | 549  | 522  | 379  | 809  | 983   | 1,215 | 2,123 | 3,387 | 3,981 |
| 덕산네오룩스     | 525  | 527  | 549  | 522  | 379  | 477  | 515   | 674   | 2,123 | 2,046 | 2,229 |
| 인수기업(터보기계) | -    | -    | -    | -    | -    | 332  | 468   | 541   |       | 1,341 | 1,752 |
| 영업이익       | 103  | 100  | 125  | 196  | 99   | 103  | 175   | 307   | 525   | 684   | 888   |
| 덕산네오룩스     | 103  | 100  | 125  | 196  | 99   | 101  | 110   | 245   | 525   | 556   | 677   |
| 인수기업(터보기계) | -    | -    | -    | -    | -    | 2    | 65    | 61    |       | 128   | 210   |
| 영업이익률      | 20%  | 19%  | 23%  | 38%  | 26%  | 13%  | 18%   | 25%   | 25%   | 20%   | 22%   |
| 덕산네오룩스     | 20%  | 19%  | 23%  | 38%  | 26%  | 21%  | 21%   | 36%   | 25%   | 27%   | 30%   |
| 인수기업(터보기계) | -    | -    | -    | -    | -    | 1%   | 14%   | 11%   |       | 10%   | 12%   |

자료: SK 증권 추정

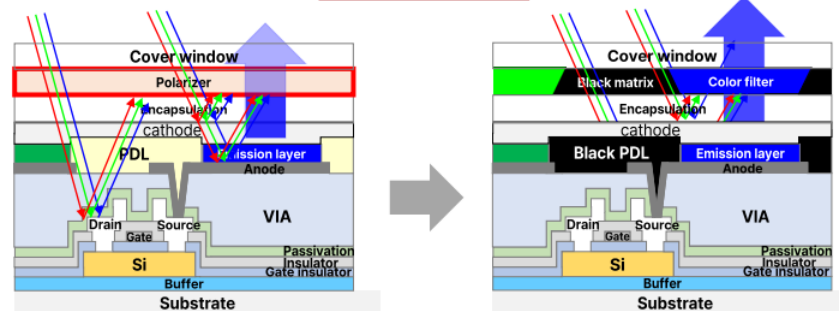
## Black PDL 설명

Black PDL 적용시 편광판 제거  
-> 두께 감소

## Black Pixel Define Layer

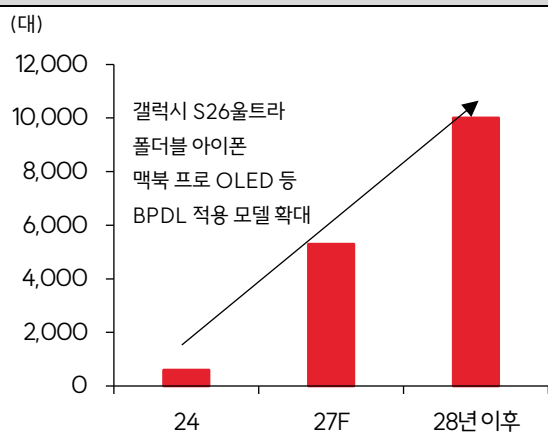
White PDL VS BLACK PDL

발광효율 20% 이상 상승  
소비전력 Max 25% 감소



자료: 덕산네오룩스, SK 증권

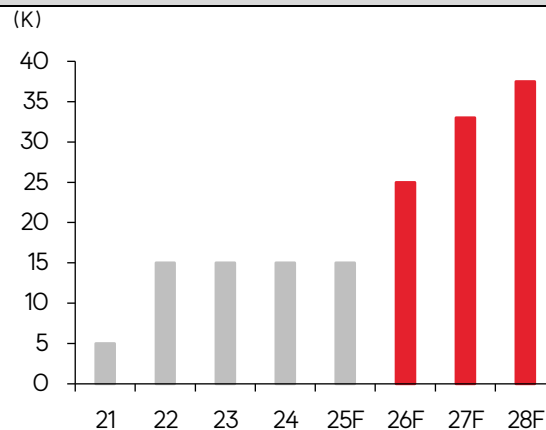
## 삼성디스플레이 Black PDL 적용 대수 전망



자료: SK 증권 추정

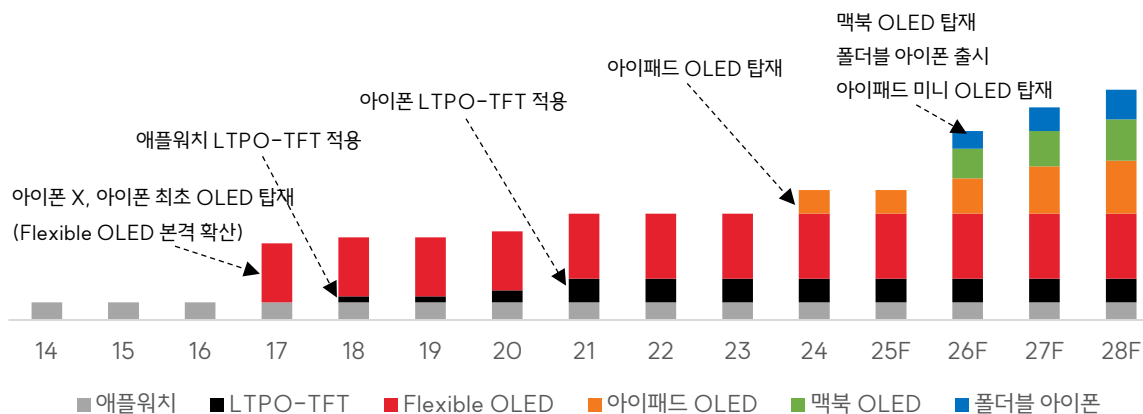
주: 7.6인치 폴더블 메인디스플레이 면적 = 1대로 추정

## 삼성디스플레이 6G CoE Capa 추이(월 기준)



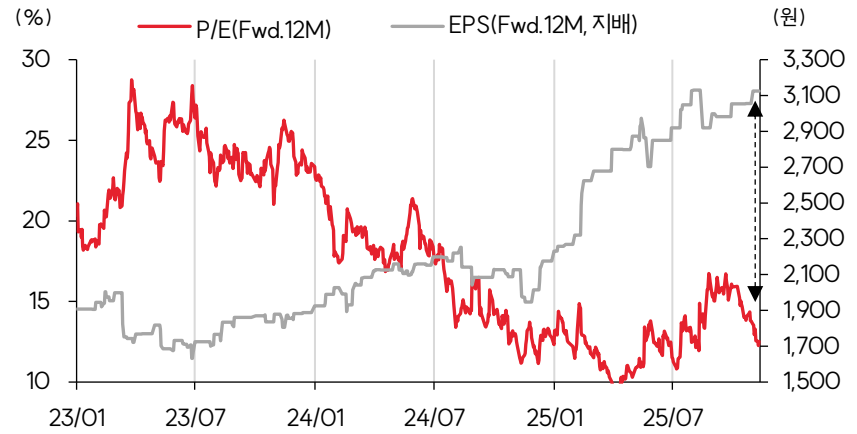
자료: 산업자료, SK 증권

## 애플의 OLED 도입 및 기술변화에 따른 국내 디스플레이 산업 수혜 전망



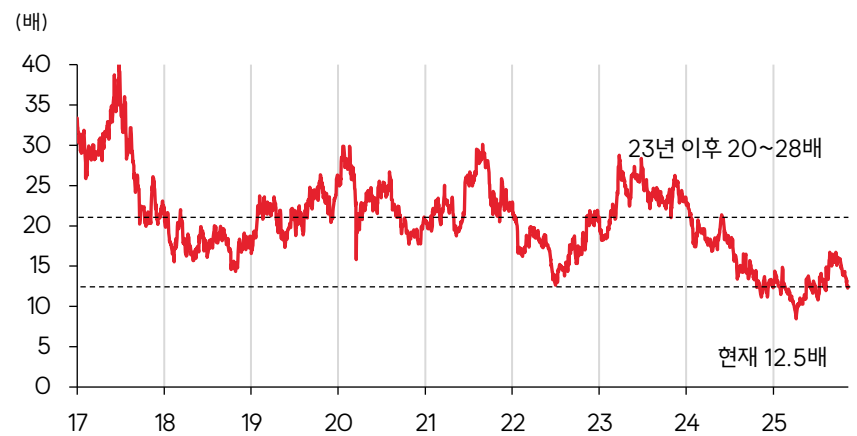
자료: SK 증권

### 덕산네오룩스 PER vs EPS(Fwd. 12M) 비교



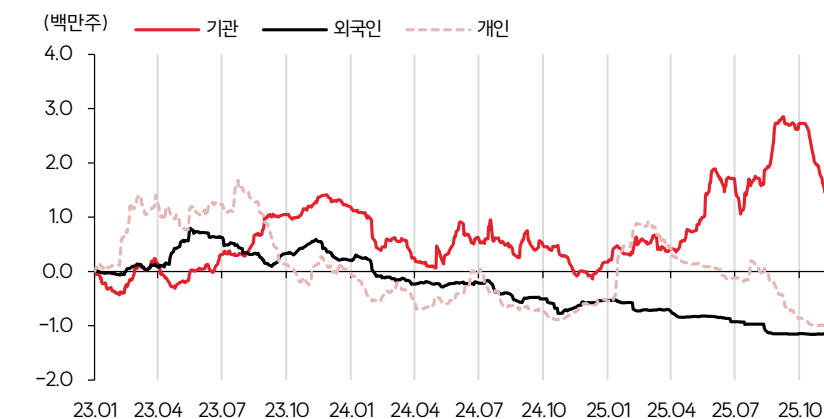
자료: QuantiWise, SK 증권

### 덕산네오룩스 PER(Fwd. 12M) 추이



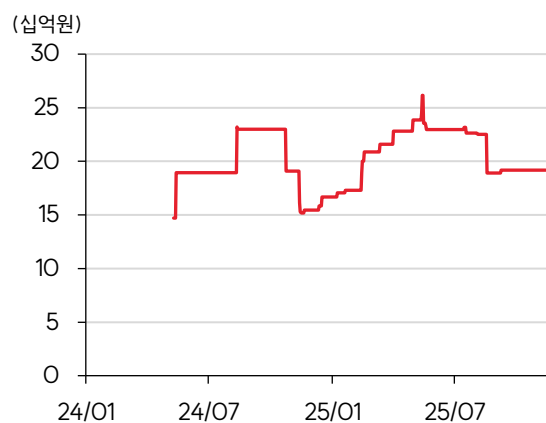
자료: QuantiWise, SK 증권

### 덕산네오룩스 투자자별 누적순매수 추이



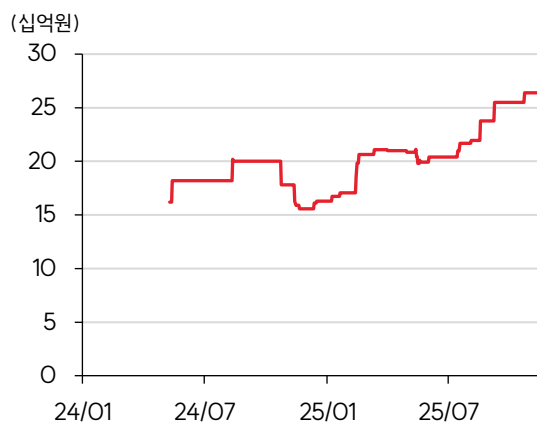
자료: QuantiWise, SK 증권

### 덕산네오룩스 3Q25P 영업이익 컨센서스 추이



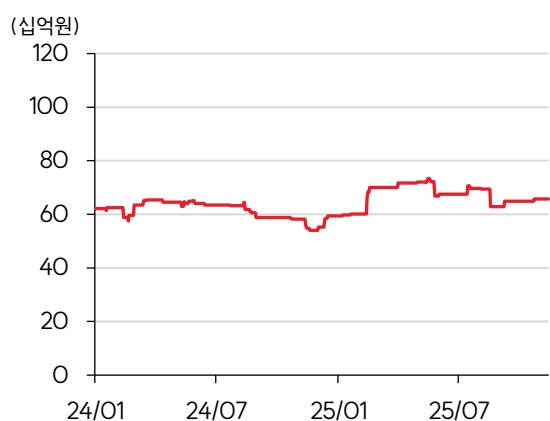
자료: QuantiWise, SK 증권

### 덕산네오룩스 4Q25F 영업이익 컨센서스 추이



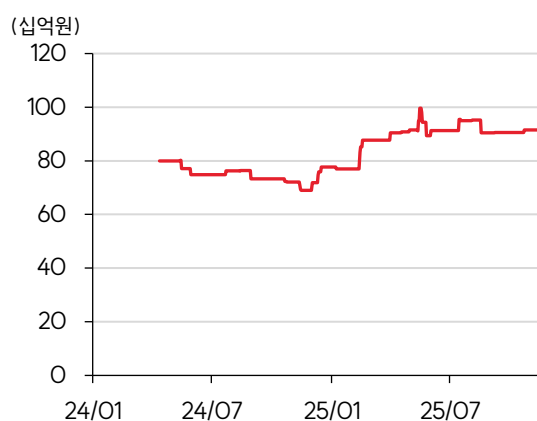
자료: QuantiWise, SK 증권

### 덕산네오룩스 2025F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

### 덕산네오룩스 2026F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

## 재무상태표

| 12월 결산(십억원)    | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>유동자산</b>    | 101  | 124  | 150   | 164   | 175   |
| 현금및현금성자산       | 40   | 71   | 77    | 83    | 84    |
| 매출채권 및 기타채권    | 10   | 16   | 20    | 24    | 27    |
| 재고자산           | 31   | 32   | 42    | 44    | 49    |
| <b>비유동자산</b>   | 303  | 328  | 453   | 488   | 533   |
| 장기금융자산         | 117  | 130  | 196   | 227   | 250   |
| 유형자산           | 105  | 112  | 164   | 165   | 184   |
| 무형자산           | 58   | 60   | 59    | 59    | 60    |
| <b>자산총계</b>    | 404  | 452  | 603   | 652   | 707   |
| <b>유동부채</b>    | 24   | 23   | 51    | 46    | 51    |
| 단기금융부채         | 4    | 1    | 17    | 8     | 9     |
| 매입채무 및 기타채무    | 15   | 13   | 23    | 27    | 30    |
| 단기충당부채         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>비유동부채</b>   | 27   | 30   | 96    | 77    | 46    |
| 장기금융부채         | 19   | 22   | 85    | 65    | 32    |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 1    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 장기충당부채         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>부채총계</b>    | 51   | 53   | 147   | 124   | 97    |
| <b>지배주주지분</b>  | 353  | 399  | 456   | 528   | 611   |
| 자본금            | 5    | 5    | 5     | 5     | 5     |
| 자본잉여금          | 141  | 141  | 141   | 141   | 141   |
| 기타자본구성요소       | -10  | -10  | -10   | -10   | -10   |
| 자기주식           | -10  | -10  | -10   | -10   | -10   |
| 이익잉여금          | 217  | 262  | 319   | 391   | 474   |
| 비지배주주지분        | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>자본총계</b>    | 353  | 399  | 456   | 528   | 611   |
| <b>부채와자본총계</b> | 404  | 452  | 603   | 652   | 707   |

## 현금흐름표

| 12월 결산(십억원)       | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 50   | 59   | 66    | 84    | 96    |
| 당기순이익(손실)         | 36   | 46   | 57    | 72    | 82    |
| 비현금성항목등           | 11   | 19   | 27    | 31    | 31    |
| 유형자산감가상각비         | 7    | 8    | 14    | 14    | 17    |
| 무형자산상각비           | 2    | 2    | 2     | 2     | 1     |
| 기타                | 2    | 9    | 11    | 15    | 13    |
| 운전자본감소(증가)        | 5    | -6   | -3    | -1    | -4    |
| 매출채권및기타채권의감소(증가)  | 4    | -5   | -4    | -4    | -3    |
| 재고자산의감소(증가)       | -1   | -1   | -11   | -2    | -5    |
| 매입채무및기타채무의증가(감소)  | 2    | -3   | 10    | 4     | 3     |
| 기타                | -8   | -8   | -30   | -37   | -27   |
| 법인세납부             | -6   | -7   | -15   | -19   | -14   |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -141 | -27  | -138  | -48   | -62   |
| 금융자산의감소(증가)       | 0    | 1    | 1     | 1     | -0    |
| 유형자산의감소(증가)       | -16  | -14  | -67   | -15   | -35   |
| 무형자산의감소(증가)       | 0    | -5   | -2    | -2    | -2    |
| 기타                | -125 | -9   | -70   | -32   | -25   |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | -2   | -1   | 80    | -29   | -32   |
| 단기금융부채의증가(감소)     | 2    | -3   | 17    | -9    | 1     |
| 장기금융부채의증가(감소)     | -1   | 2    | 63    | -20   | -33   |
| 자본의증가(감소)         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 배당금지급             | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 기타                | -3   | 0    | -0    | 0     | 0     |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | -93  | 32   | 5     | 7     | 1     |
| 기초현금              | 133  | 40   | 71    | 77    | 83    |
| 기말현금              | 40   | 71   | 77    | 83    | 84    |
| FCF               | 34   | 44   | -1    | 69    | 61    |

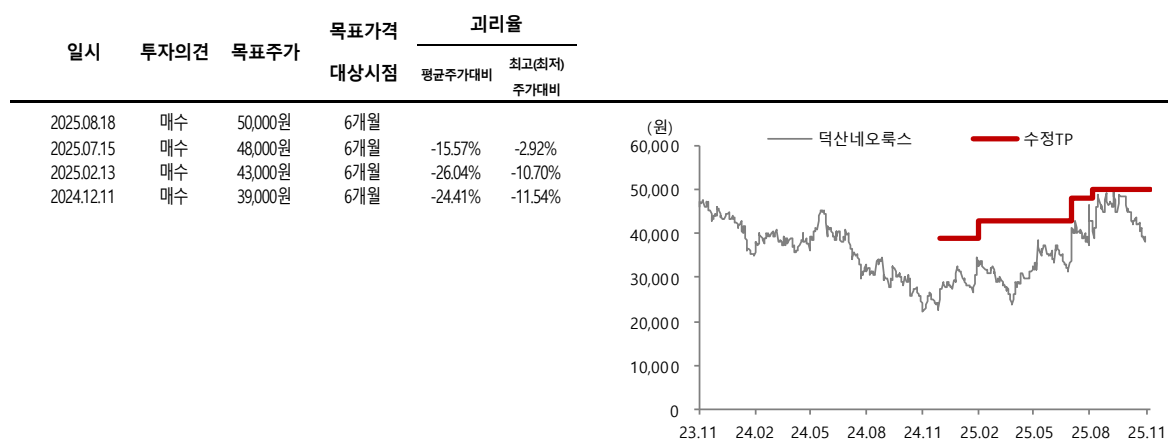
자료 : 덕산데오룩스, SK증권

## 포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원)     | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>      | 164  | 212  | 339   | 398   | 443   |
| <b>매출원가</b>     | 106  | 131  | 219   | 241   | 274   |
| <b>매출총이익</b>    | 57   | 82   | 119   | 157   | 169   |
| 매출총이익률(%)       | 35.1 | 38.4 | 35.3  | 39.4  | 38.2  |
| <b>판매비와 관리비</b> | 25   | 29   | 51    | 68    | 74    |
| <b>영업이익</b>     | 33   | 52   | 68    | 89    | 95    |
| 영업이익률(%)        | 20.1 | 24.7 | 20.2  | 22.3  | 21.5  |
| <b>비영업손익</b>    | 9    | 1    | 4     | 2     | 1     |
| 순금융손익           | 5    | 5    | 0     | -0    | 0     |
| 외환관련손익          | 3    | 2    | 2     | 2     | 0     |
| 관계기업등 투자손익      | 0    | -1   | 0     | 0     | 0     |
| <b>세전계속사업이익</b> | 42   | 54   | 72    | 91    | 96    |
| 세전계속사업이익률(%)    | 25.5 | 25.4 | 21.3  | 22.8  | 21.7  |
| <b>계속사업법인세</b>  | 6    | 8    | 15    | 19    | 14    |
| <b>계속사업이익</b>   | 36   | 46   | 57    | 72    | 82    |
| <b>중단사업이익</b>   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>*법인세효과</b>   | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>당기순이익</b>    | 36   | 46   | 57    | 72    | 82    |
| 순이익률(%)         | 21.9 | 21.6 | 16.8  | 18.1  | 18.6  |
| <b>지배주주</b>     | 36   | 46   | 57    | 72    | 82    |
| 지배주주귀속 순이익률(%)  | 21.9 | 21.6 | 16.8  | 18.1  | 18.6  |
| <b>비지배주주</b>    | -0   | -0   | -0    | -0    | -0    |
| <b>총포괄이익</b>    | 36   | 46   | 57    | 72    | 82    |
| <b>지배주주</b>     | 36   | 46   | 57    | 72    | 82    |
| <b>비지배주주</b>    | -0   | -0   | -0    | -0    | -0    |
| <b>EBITDA</b>   | 42   | 62   | 85    | 105   | 113   |

## 주요투자지표

| 12월 결산(십억원)            | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>성장성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 매출액                    | -7.3   | 29.7   | 59.6   | 17.5   | 11.4   |
| 영업이익                   | -26.6  | 59.4   | 30.4   | 29.7   | 7.1    |
| 세전계속사업이익               | -6.8   | 29.2   | 33.9   | 25.9   | 5.9    |
| EBITDA                 | -21.1  | 49.9   | 35.4   | 24.0   | 8.0    |
| EPS                    | -8.0   | 27.8   | 24.6   | 26.6   | 14.1   |
| <b>수익성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| ROA                    | 9.3    | 10.7   | 10.8   | 11.5   | 12.1   |
| ROE                    | 10.6   | 12.2   | 13.3   | 14.7   | 14.5   |
| EBITDA마진               | 25.5   | 29.4   | 25.0   | 26.3   | 25.6   |
| <b>안정성 (%)</b>         |        |        |        |        |        |
| 유동비율                   | 426.5  | 529.1  | 293.8  | 354.3  | 345.6  |
| 부채비율                   | 14.5   | 13.4   | 32.2   | 23.4   | 15.8   |
| 순차입금/자기자본              | -9.0   | -12.3  | 5.5    | -2.1   | -7.3   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 52.9   | 76.9   | 165.4  | 146.3  | 242.3  |
| 배당성향                   | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| <b>주당지표 (원)</b>        |        |        |        |        |        |
| EPS(계속사업)              | 1,442  | 1,843  | 2,297  | 2,909  | 3,318  |
| BPS                    | 14,626 | 16,471 | 18,768 | 21,677 | 24,995 |
| CFPS                   | 1,794  | 2,245  | 2,948  | 3,557  | 4,050  |
| 주당 현금배당금               | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                    | 30.9   | 15.1   | 17.0   | 13.5   | 11.8   |
| PBR                    | 3.0    | 1.7    | 2.1    | 1.8    | 1.6    |
| PCR                    | 24.8   | 12.4   | 13.3   | 11.0   | 9.7    |
| EV/EBITDA              | 25.8   | 10.2   | 10.2   | 7.9    | 7.0    |
| 배당수익률                  | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |



## COMPLIANCE NOTICE

작성자(권민규)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 11월 14일 기준)

매수 92.64% 중립 7.36% 매도 0.00%