Morning Meeting Notes

2024-08-30

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

코스맥스(BUY/180,000) 코스맥스 NDR 후기
덕산네오룩스(BUY/50,000) IT OLED, Black PDL 확대에 거는 기대감

New Issue

뉴욕증시, 美 2분기 GDP 성장률 잠정치 예상 상회했으나 엔비디아 등 테크 하락 마감...나스닥 0.23%↓
뉴욕채권, 美 GDP 성장률 호조 및 실업보험 청구 감소에 경기침체 우려 완화...미 국채금리 상승
국제유가, 리비아 원유 생산 차질, 중동 지정학적 갈등, 美 원유 저장량 8개월래 최저... WTI 1.87%↑

New Publication

[게임] 게임의 법칙(2024-08-27)
[지주] Armageddon : 끝과 시작의 지주회사(2024-07-29)
[스몰캡] 실리콘 포토닉스가 불러온 글라스 기판 시장의 개화(2024-07-22)
[디스플레이] 중국 DIC 2024 탐방기 - OLED 패널 방향성 재확인(2024-07-10)
[스몰캡] The Coming Big Wave: 미국 학회 참석을 통해 본 반도체 변화의 물결(2024-07-01)
[중국 주식] 중국제조2025, Y-1 Review(2) - 중국제조2035의 시작(2024-06-28)
[반도체] 대만 COMPUTEX 및 기업 방문 후기: 대만 반도체 생태계 존재감 급상승(2024-06-14)
[경제/크레딧] 2024년 하반기 경제크레딧 전망 - Falling Slowly(2024-06-05)
[에너지/화학] AI, 이번에는 에너지다.(2024-06-04)
[투자전략/시황] 6월 증시: 정중동(2024-06-04)
[음식료/화장품] 2024년 하반기 산업 전망 - 2024 하반기에도, 거세게 커져가 Ah Oh Ay!(2024-05-31)

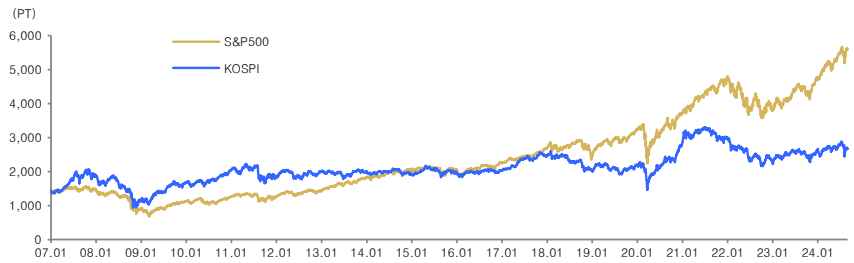
Rating, Target Price Changes

코스맥스	BUY	230,000 원 ▷	BUY	180,000 원	(2024-08-30)
덕산네오룩스	BUY	61,000 원 ▷	BUY	50,000 원	(2024-08-30)
한일시멘트	BUY	17,000 원 ▷	BUY	19,000 원	(2024-08-28)
크래프톤	BUY	400,000 원 ▷	BUY	440,000 원	(2024-08-27)
넥슨게임즈	INITIATION	▷	BUY	30,000 원	(2024-08-27)
한국철강	M.PERFORM	13,000 원 ▷	BUY	13,000 원	(2024-08-26)
카카오	BUY	70,000 원 ▷	BUY	65,000 원	(2024-08-21)
피엔에이치테크	BUY	27,000 원 ▷	BUY	14,500 원	(2024-08-21)
한국전력	BUY	32,000 원 ▷	BUY	29,000 원	(2024-08-21)
현대지에프홀딩스	BUY	4,900 원 ▷	BUY	5,100 원	(2024-08-20)
우주일렉트로	INITIATION	▷	BUY	22,000 원	(2024-08-20)
ISC	BUY	130,000 원 ▷	BUY	85,000 원	(2024-08-16)
에스티아이	BUY	60,000 원 ▷	BUY	50,000 원	(2024-08-16)
모두투어	M.PERFORM	16,000 원 ▷	M.PERFORM	13,500 원	(2024-08-16)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
LG에너지솔루션	62,466	LG에너지솔루션	87,579
현대차2우B	48,127	기아	69,901
현대차	47,525	삼성SDI	56,921
더블유씨피	27,658	SK바이오팜	46,269
POSCO홀딩스	21,700	하이브	28,248

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
삼성전자	-335,386	삼성전자	-323,403
SK하이닉스	-134,317	SK하이닉스	-220,308
한미반도체	-66,374	현대차	-88,622
하나금융지주	-36,000	HD현대일렉트릭	-66,344
알테오젠	-33,125	이수페타시스	-61,701

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,662.28	-1.02	-4.15
대형주	2,667.30	-1.08	-4.00
중형주	2,892.44	-0.66	-4.18
소형주	2,228.89	-0.82	-5.20
KOSDAQ	756.04	-0.85	-7.07

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	6,192	-4,208	-2,657
누적순매수(D-20)	29,118	-24,892	-8,115

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	184,309	174,171	168,364

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	74.65	-0.31	-0.80
금융	473.14	-0.32	-2.09
운수장비	2,699.37	-0.08	-3.50
유통	370.29	+0.41	-1.26
음식료	3,839.02	-2.38	-3.01
의약품	15,938.17	-2.00	+4.52
전기전자	26,999.96	-1.91	-7.50
철강금속	4,708.21	+1.20	-2.14
화학	3,864.25	+0.43	-7.61
유틸리티	801.34	-0.83	+10.35
통신	411.60	-0.70	+1.48

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	5,591.96	-0.00	+2.67
NASDAQ	17,516.43	-0.23	+1.87
일본	38,362.53	-0.02	+0.62
중국	2,823.11	-0.50	-3.73
독일	18,912.57	+0.69	+4.59

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	2.94	+2.00	-3.70
국고채 (10년)	3.08	+2.10	+6.50
은행채AAA (3년)	3.24	+2.60	+0.60
미국국채 (2년)	3.90	+2.80	-25.50
미국국채 (10년)	3.86	+2.55	-11.55

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,333.20	-0.43	-2.42
원/백 엔	919.63	-0.65	+0.55
원/위안	187.85	-0.05	-0.39
달러/유로	1.11	-0.38	+2.64
위안/달러	7.10	-0.38	-2.03
엔/달러	144.97	+0.21	-2.95
Dollar Index	101.39	+0.31	-2.83

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	75.91	+1.87	-0.52
금 (usd/oz)	2,560.30	+0.89	+3.20
BDI	1,755.00	1.98	+2.75
천연가스(NYMEX)	2.14	+10.73	+8.59

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Company Note
2024. 08. 30

코스맥스 (192820)

BUY
TP 180,000원

코스맥스 NDR 후기

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

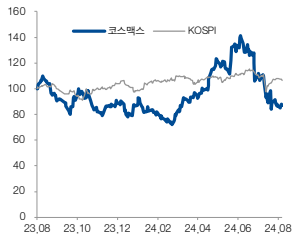
현재주가 (8/29)	121,500원
상승여력	48.1%
시가총액	1,379십억원
발행주식수	11,350천주
자본금/액면가	6십억원/500원
52주 최고가/최저가	197,800원/100,800원
일평균 거래대금 (60일)	27십억원
외국인지분율	29.35%
주요주주	코스맥스비티아이 외 12인 27.53%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-21.1	-26.9	12.9
상대주가(%p)	-18.0	-26.5	12.1

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	10,471	12,477	230,000
After	8,364	9,974	180,000
Consensus	8,568	11,085	196,083
Cons. 차이	-2.4%	-10.0%	-8.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

NDR 주요 내용 요약

- 코스맥스 2Q24 연결 기준 매출액은 5,515억원(+15%yoy), 영업이익 467억원(+1.4%yoy, OPM 8.5%)로 시장 기대치 대비 부진한 실적 기록. 주요 원인은 ①국내 대손상각비 97억원 반영+ ②중국 경기 둔화에 따른 이스트 법인 부진에 기인
- 1) 국내(별도): 매출 +26%yoy, 이익 +13.6%yoy(OPM 9.9%)
- 매출: 국내 여전히 Top Line 성장성은 견조. 특히, 직간접 수출 강세가 지속되고 있으며, 2Q24 국내 실적 내 해외 비중은 약 60% 정도로 추정. 국내 인디브랜드의 미국/일본/동남아향 견조한 간접 수출에 더하여, K-뷰티 선호 증가에 따른 직수출 매출 성장은 2Q24 +40%yoy를 상회하였으며, 신규 프로젝트 발주 증가, 리오더율도 지속 상승 중(2Q24 75%). 3분기에도 높은 베이스에도 불구하고 +20~25%yoy 매출 성장 기대
- 이익: 시장 컨센서스 대비 부진했던 가장 큰 요인은 국내 대손상각비. 업황 호조에 따른 GPM은 3.9%p 개선되었으나, 대손상각비 97억원 발생하며, 업황 수혜 충분히 누리지 못한 점 아쉬움. 대손상각비 구성은 경상적인 비용 50억원 + 미국 법인 대금 회수 지연 약 30억원 + 고객사 관련 손실 인식 30억원 반영. 향후에도 이러한 리스크 발생 가능성은 아직까지 잔존
- 2) 중국: 매출 -4%yoy(상해 -13%yoy, 광저우 +24%yoy). 중국 경기 위축에 따라, 6월 매출 큰 폭의 역성장. 특히, 상해는 온라인 채널, 색조 카테고리 부진한 모습. 광저우는 JV 법인 여전히 +50%yoy 이상 성장하고 있으나, 광저우 별도 기준 약 -10%yoy 하락하며 부진. 3분기에도 매출 성장 둔화 대비, 인건비/대손설정률/투자 집행 지속에 따라 중국 법인 보수적인 관점 유지.
- 3) 미국: 매출 -5.5%yoy. 3분기 서부 LA 오피스 오픈, 서부 고객사 유입 적극적으로 시작할 것으로 전망. 다만, 서부 고객사 유입에 의한 매출 반영 리드타임(9~12개월)을 감안하였을 때, 올해보다는 내년 성장성을 기대
- 4) 동남아: 인도네시아 +23%yoy, 태국 +51%yoy. 동남아 법인 매출 빠른 속도로 성장하고 있으며, 매출 규모는 미국 법인과 유사해진 상황. 향후 이익 기여도 확대될 것으로 전망

주가전망 및 Valuation

- 코스맥스 24~25F 이익 추정치 하향 조정에 따라 목표주가 기존 230,000원에서 180,000원으로 하향 조정. 코스맥스 국내/동남아 견조한 수주로 Top Line 성장성에는 의심 없으나, 여전히 업황 호조 상황 속 경쟁사 대비 충분한 레버리지 효과 누리고 있지 못하다는 점, 대손상각 리스크로 인한 이익 불확실성이 해소되고 있지 못하다는 점, 중국 경기 부진으로 인한 기존의 중국 성장 모멘텀 기대감 훼손으로 투자 심리 쉽게 회복되지 못하는 중. 다만, 현재 코스맥스 12M Fwd P/E는 13배 수준으로 주가 조정 충분히 이루어졌다고 판단, 추가적인 주가 하락은 제한적일 것으로 보임

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	1,600	53	21	112	1,837	-73.3	40.3	1.4	9.8	3.6	0.0
2023	1,777	116	57	175	5,034	174.1	25.1	4.0	10.3	12.1	0.4
2024F	2,123	175	95	246	8,364	66.1	14.7	3.0	7.7	23.1	0.4
2025F	2,324	199	113	273	9,974	19.3	12.3	2.5	6.7	22.1	0.4
2026F	2,493	218	124	292	10,953	9.8	11.2	2.0	6.0	19.9	0.4

* K-IFRS 연결 기준

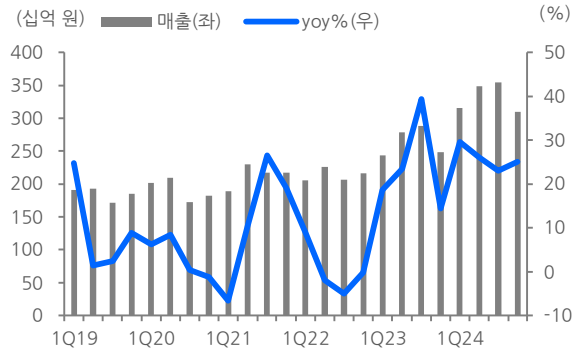
〈표1〉 코스맥스 NDR 주요 내용 요약

2Q24 실적 하이라이트	
2Q24 실적	매축액 5,515 억원(+15%yoy), 영업이익 467 억원(1.5%yoy, OPM 8.5%yoy) 시장 기대치 대비 약 100 억원 못미침. 이는 대부분 국내 대손상각비(97 억원)에 기인
국내 동향 및 전망	
국내 실적	국내 매출액 3,482 억원(+26%yoy), 영업이익 345 억원(+13.6%yoy, OPM 9.9%)
매출	매출액 크게 3 개 부문 = 국내 + 간접 수출 + 직접 수출 1) 국내: 국내 내수 방한객 증가, 주요 H&B 채널 외국인 관광객 제품 구매 비중 확대 효과 2) 간접 수출: 미국/일본/동남아향 수출 비중 높은 국내 고객사 꾸준히 고성장. 수출 증가 수혜 3) 직수출: 약 +40%yoy 이상 매출 성장 달성. K-뷰티 선호 올라감에 따라, 신규 프로젝트 확대, 기존 제품 리오더율 75%
이익	매출 성장 대비 레버리지 효과 다소 부진. 주요 원인은 대손상각비 97 억원 영향 ①경상적인 비용 반영 50 억원 ②미국법인 대금 회수 지연 30 억원 → 미국은 대여금을 없애는 의사 결정 하에 단기적인 자금 운용에 대한 유동성 부여 성격 ③일부 고객사 디폴트로 인한 매출채권 상각 20 억원 반영 → 전이율(roll-rate) 부정적인 영향. 정상 채권 대한 대손상각 설정 요율 상승, 기존 15% 수준에서 18~19%까지 상향 조정 향후에도 추가적인 대손 반영에 대한 가능성도 있으며, 환입에 대한 가능성도 있음. 추정이 어려움으로 보수적인 관점에서 접근 유지 대손 외 지급수수료 약 +66%yoy 증가. 수출 비중 증가에 따른 수출 지원 수수료 발생. 향후에도 높은 수준 유지될 것으로 전망
3 분기 전망	3 분기 매출 가이던스 +20~25%yoy 지난 3Q23 +39%yoy 매출 성장하며 베이스 부담 높아진 상황. 기존 +15~20%yoy 성장 전망했으나, 수주 긍정적인 흐름 지속됨에 따라, 3 분기 +20~25%yoy 매출 성장 기대
CAPEX	원래 연간 계획 800 억, 기존의 1 공장 설비 공간 마련 밑작업 대한 비용 2025 년 기계 비용 50~100 억 CAPEX 올해 집행 가능성도 있음
이스트 법인 동향 및 전망	
이스트 실적	매출액 1,476 억원(-4%yoy), 순손실 기록
상해 법인	매출 -13%yoy. 중국 경기 둔화, 6.18 행사 실패, 고객사 주문 하락, 온라인 채널 부진 4Q23~1Q24 어려운 업황 속 성장 온라인 베이스 색조 업체 多. 리오더율 경기 영향으로 다소 부진 매출 성장률 둔화 가운데, 고정비성 인건비 증가, 투자 집행 지속하며 이익 보수적 관점 유지 향후, 중국 로컬 고객사 동남아향 수출 수요 대응, 오프라인 고객사 대응하는 전략 가장 급선무는 중국 실적 회복을 위해 시장, 온라인 채널 회복 선행 되어야함
광저우 법인	매출 +24%yoy 잇센 JV 법인 2 분기에도 매출 +50%yoy 성장하며 매출 성장에 기여. 광저우 별도 -10%yoy 추측 JV 법인 6 월 월 BEP 는 달성
이스트 법인 순손실	상해, 광저우 법인 각 순이익, 이스트 법인 순손실 이유는 RCPS 발행에 대한 이자비용 35 억 반영 대손상각 2Q23 이스트 13 억 환입 vs 2Q24 이스트 법인 43 억원 대손상각 발생(+56 억원 yoy)
3 분기 전망	상해 7 월에도 역성장 지속되는 흐름, 3 분기에도 역성장 폭 확대 전망. 이익도 비용 계획에 변동 없음에 따라 보수적 관점 유지 광저우 JV 영향으로 3 분기에도 +20%yoy 성장 전망. 별도 법인도 2 분기랑 비슷한 분위기 예측
웨스트 법인 동향 및 전망	
미국 실적	매출액 360 억(-5.5%yoy). 순손실 기록 매출 부진의 이유는 신규 고객사 유입 다소 슬로우한 상황 3 분기 LA 서부 영업 오피스 오픈. 서부 고객사 태핑 시작 단계 하반기 서부 고객사 확대 주력. 다만, 매출 연결 리드타임 10~12 개월 필요 이에 따라, 올해보다는 내년 하반기 매출 성장성 기대 다만, 비용 정리 많이 한 상황. 적자 축소 상당히 많이 되었고, 고정비 낮아져, 외형 확대 가시화되면 레버리지 잘 날 수 있는 구조

동남아 법인 동향 및 전망	
동남아 실적	매출액 357 억원(+30%yoy)
인도네시아 법인	매출 +22.7%yoy. 현지 브랜드 온라인 Top 고객사 많고, 기초 비중 높아 볼륨 레버리지 구간, 수출 비중도 확대 중
태국 법인	매출 +51.5%yoy 동남아 법인 미국 법인 규모 도달. 시장 분위기 호조, 뷰티 관심도 높음 태국 1 분기 BEP 달성, 2 분기 순이익도 흑자. 향후 이익 기여도 확대될 것으로 기대
투자 계획	태국 공장 신설 10 월 착공, 2024 년 5 월 완공 전망 전체 투자 규모는 300 억 중반대 예상 현재 공장 임대 공장, 신공장으로 이관 시, 기존 공장 대비 20% CAPA 확대 전망 수요 강하게 지속된다면 임대 공장도 지속 사용할 가능성도 有 인도네시아는 내년 공장 신설 계획 중
3 분기 전망	인도네시아/태국 매출 +30%yoy 성장 전망

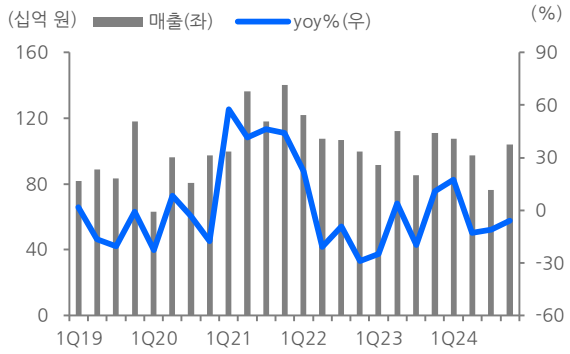
자료: 코스맥스, 현대차증권

<그림1> 코스맥스 국내 매출 및 성장률 추이



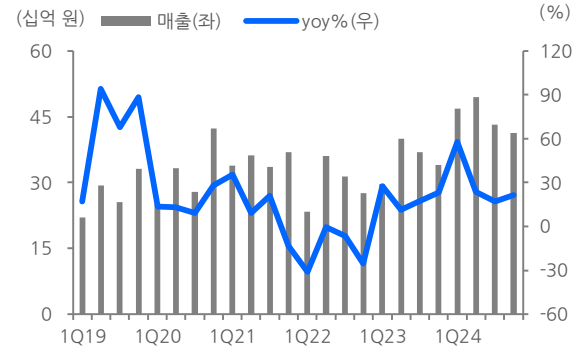
자료 : 코스맥스, 현대차증권

<그림2> 코스맥스 상해 매출 및 성장률 추이



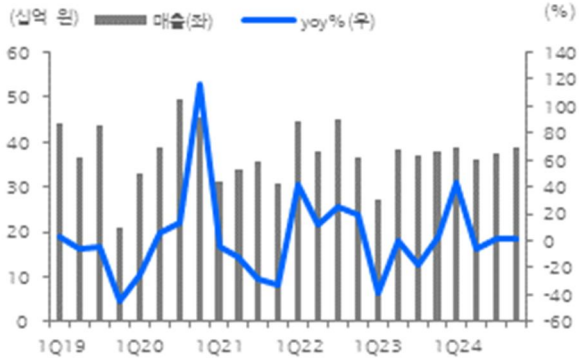
자료 : 코스맥스, 현대차증권

<그림3> 코스맥스 광저우 매출 및 성장률 추이



자료 : 코스맥스, 현대차증권

<그림4> 코스맥스 미국 매출 및 성장률 추이



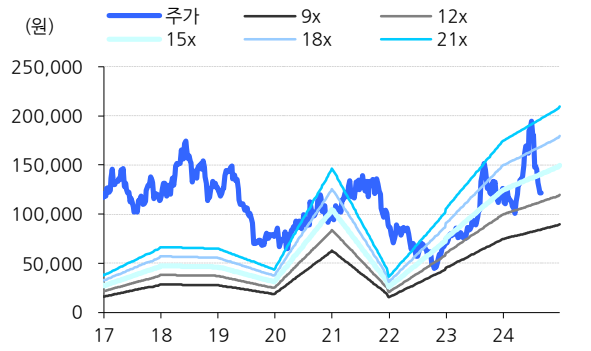
자료 : 코스맥스, 현대차증권

〈표2〉 코스맥스 Valuation

	내용	비고
영업가치	**2,089**	
12M Fwd 지배주주순이익	107	12M Fwd 지배주주순이익
Target P/E(배)	20	글로벌 Peer 12M Fwd P/E 적용
유통주식수(천 주)	11,346	
목표주가(원)	180,000	
전일 종가(원)	121,500	2024.08.29 종가
상승여력(%)	48.1%	
투자의견	**BUY**	

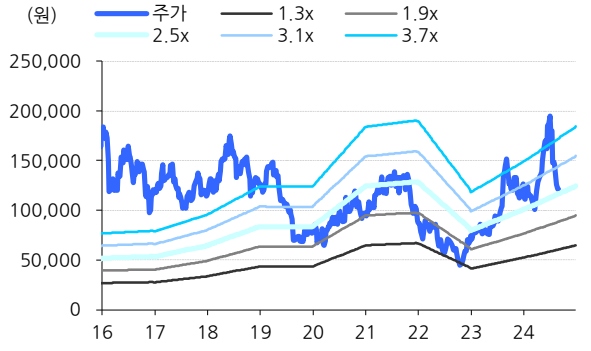
자료: 현대차증권

〈그림5〉 코스맥스 P/E Band Chart



자료 : Quantiwise, 현대차증권

〈그림6〉 코스맥스 P/B Band Chart



자료 : , Quantiwise, 현대차증권

〈표3〉 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	403	479	458	437	527	551	532	512	1,778	2,123	2,324
YoY(%)	*1%*	*18%*	*15%*	*9%*	*31%*	*15%*	*16%*	*17%*	*11%*	*19%*	*9%*
1. 한국(별도)	243	278	288	248	315	348	354	310	1,058	1,328	1,480
YoY(%)	*19%*	*23%*	*39%*	*14%*	*30%*	*26%*	*23%*	*25%*	*24%*	*26%*	*11%*
2. 중국	122	154	124	148	157	148	121	147	547	573	608
YoY(%)	*-18%*	*12%*	*-8%*	*8%*	*29%*	*-4%*	*-2%*	*0%*	*-2%*	*5%*	*6%*
2-1) 상해	92	112	86	111	108	98	76	104	400	385	405
YoY(%)	*-25%*	*4%*	*-20%*	*11%*	*18%*	*-13%*	*-11%*	*-6%*	*-8%*	*-4%*	*5%*
2-2) 광저우	30	40	37	34	47	50	43	41	141	181	196
YoY(%)	*27%*	*11%*	*18%*	*23%*	*58%*	*24%*	*17%*	*21%*	*19%*	*29%*	*8%*
3. 미국	27	38	37	38	39	36	37	39	140	151	159
YoY(%)	*-39%*	*0%*	*-18%*	*3%*	*43%*	*-6%*	*1%*	*2%*	*-15%*	*8%*	*6%*
4. 인도네시아	19	21	23	23	24	25	29	27	86	106	121
YoY(%)	*34%*	*44%*	*26%*	*18%*	*26%*	*23%*	*25%*	*21%*	*29%*	*24%*	*14%*
5. 태국	5	7	7	7	10	10	9	10	26	39	44
YoY(%)	*84%*	*100%*	*-2%*	*9%*	*86%*	*51%*	*38%*	*37%*	*32%*	*51%*	*14%*
영업이익	14	46	33	23	45	47	44	38	116	175	199
OPM(%)	*3%*	*10%*	*7%*	*5%*	*9%*	*8%*	*8%*	*7%*	*7%*	*8%*	*9%*
YoY(%)	*1%*	*167%*	*69%*	*842%*	*229%*	*1%*	*33%*	*70%*	*118%*	*51%*	*14%*
1. 한국(별도)	13	30	26	18	30	35	33	28	126	143	157
OPM(%)	*5.4%*	*10.9%*	*9.0%*	*7.1%*	*9.5%*	*9.9%*	*9.4%*	*9.0%*	*9.5%*	*9.7%*	*9.9%*
YoY(%)	*35%*	*63%*	*121%*	*500%*	*131%*	*14%*	*29%*	*59%*	*45%*	*14%*	*10%*
2. 해외 및 연결조정	1	16	7	5	15	12	11	10	49	55	61
OPM(%)	*0.5%*	*7.1%*	*3.9%*	*2.3%*	*6.7%*	*5.5%*	*5.6%*	*4.7%*	*5.6%*	*5.9%*	*6.1%*
YoY(%)	*-81%*	*흑전*	*-7%*	*흑전*	*1843%*	*-22%*	*48%*	*109%*	*69%*	*13%*	*10%*

자료: 코스맥스, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,600	1,777	2,177	2,394	2,590
증가율 (%)	0.6	11.1	22.5	10.0	8.2
매출원가	1,395	1,484	1,767	1,942	2,098
매출원가율 (%)	87.2	83.5	81.2	81.1	81.0
매출총이익	205	294	410	452	492
매출이익률 (%)	12.8	16.5	18.8	18.9	19.0
증가율 (%)	-26.3	43.4	39.5	10.2	8.8
판매관리비	152	178	213	229	244
판관비율(%)	9.5	10.0	9.8	9.6	9.4
EBITDA	112	175	266	293	320
EBITDA 이익률 (%)	7.0	9.8	12.2	12.2	12.4
증가율 (%)	-35.6	56.3	52.0	10.2	9.2
영업이익	53	116	198	223	248
영업이익률 (%)	3.3	6.5	9.1	9.3	9.6
증가율 (%)	-56.9	118.9	70.7	12.6	11.2
영업외손익	-46	-29	-20	-17	-13
금융수익	19	21	31	30	39
금융비용	36	44	47	43	45
기타영업외손익	-29	-6	-4	-4	-7
종속/관계기업관련손익	0	-2	-2	-2	0
세전계속사업이익	6	84	175	204	236
세전계속사업이익률	0.4	4.7	8.0	8.5	9.1
증가율 (%)	-92.3	1,300.0	108.3	16.6	15.7
법인세비용	23	46	57	61	71
계속사업이익	-16	38	118	143	165
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-16	38	118	143	165
당기순이익률 (%)	-1.0	2.1	5.4	6.0	6.4
증가율 (%)	적전	흑전	210.5	21.2	15.4
지배주주지분 순이익	21	57	116	140	162
비지배주주지분 순이익	-37	-19	2	3	3
기타포괄이익	2	-9	0	0	0
총포괄이익	-15	29	118	143	165

(단위:십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	737	822	1,021	1,159	1,352
현금성자산	169	257	332	405	540
단기투자자산	10	14	20	21	23
매출채권	303	272	333	366	395
재고자산	202	218	268	295	318
기타유동자산	47	34	42	46	50
비유동자산	659	735	743	761	777
유형자산	491	547	541	554	565
무형자산	50	54	51	48	45
투자자산	70	82	98	107	114
기타비유동자산	48	52	53	52	53
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,396	1,557	1,764	1,921	2,129
유동부채	812	874	981	984	1,041
단기차입금	434	403	423	413	423
매입채무	176	241	296	325	350
유동성장기부채	70	35	45	36	41
기타유동부채	132	195	217	210	227
비유동부채	140	325	312	328	321
사채	36	48	38	43	39
장기차입금	21	59	49	54	44
장기금융부채	0	116	116	116	116
기타비유동부채	83	102	109	115	122
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	952	1,199	1,293	1,312	1,362
지배주주지분	581	363	473	608	764
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	287	29	29	29	29
자본조정 등	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익누계액	21	16	16	16	16
이익잉여금	268	313	423	558	714
비지배주주지분	-137	-4	-2	1	4
자본총계	444	359	471	609	768

(단위:십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	103	231	149	176	228
당기순이익	-16	38	118	143	165
유형자산 상각비	55	56	65	67	69
무형자산 상각비	4	4	4	3	2
외환손익	5	2	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	28	79	-39	-37	-9
기타	27	52	1	0	1
투자활동으로인한현금흐름	-31	-104	-82	-91	-89
투자자산의 감소(증가)	-17	-6	-16	-9	-8
유형자산의 감소	2	5	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-84	-86	-60	-80	-80
기타	68	-17	-6	-2	-1
재무활동으로인한현금흐름	3	-39	8	-13	-3
차입금의 증가(감소)	-24	153	-10	5	-10
사채의증가(감소)	-15	11	-10	5	-4
자본의 증가	-6	-258	0	0	0
배당금	-6	0	-6	-6	-6
기타	54	55	34	-17	17
기타현금흐름	-5	0	0	0	0
현금의증가(감소)	70	88	75	73	136
기초현금	100	169	257	332	405
기말현금	169	257	332	405	540

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	-1,449	3,331	10,428	12,609	14,536
EPS(지배순이익 기준)	1,837	5,034	10,230	12,369	14,260
BPS(자본총계 기준)	39,142	31,593	41,521	53,630	67,666
BPS(지배지분 기준)	51,203	31,941	41,671	53,541	67,301
DPS	0	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	-51.1	38.0	15.1	12.5	10.8
P/E(지배순이익 기준)	40.3	25.1	15.4	12.7	11.1
P/B(자본총계 기준)	1.9	4.0	3.8	2.9	2.3
P/B(지배지분 기준)	1.4	4.0	3.8	2.9	2.3
EV/EBITDA(Reported)	9.8	10.3	6.5	5.6	4.7
배당수익률	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	적전	흑전	213.1	20.9	15.3
EPS(지배순이익 기준)	-73.3	174.1	103.2	20.9	15.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	-3.6	9.4	28.5	26.5	24.0
ROE(지배순이익 기준)	3.6	12.1	27.8	26.0	23.6
ROA	-1.2	2.6	7.1	7.8	8.1
안정성 (%)					
부채비율	214.3	334.3	274.4	215.6	177.3
순차입금비율	87.6	105.4	66.1	37.7	12.4
이자보상배율	2.5	3.6	5.1	5.8	6.4

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 08. 30

덕산네오룩스 (213420)

BUY
TP 50,000원

IT OLED, Black PDL 확대에 거는 기대감

Analyst 김종배
02-3787-2074 kjb6551@hmsec.com

현재주가 (8/29)	30,900원
상승여력	61.8%
시가총액	767십억원
발행주식수	24,831천주
자본금/액면가	5십억원/200원
52주 최고가/최저가	47,750원/29,750원
일평균 거래대금 (60일)	6십억원
외국인지분율	9.93%
주요주주	이준호 외 11 인 47.55%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-12.7	-29.8	-20.6
상대주가(%p)	-6.7	-22.1	-9.3

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(24F)	EPS(25F)	T/P
Before	2,007	2,511	61,000
After	1,767	2,320	50,000
Consensus	1,773	2,326	52,286
Cons. 차이	-0.3%	-0.3%	-4.4%

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 동사는 상반기 보급형 스마트폰 Rigid OLED 확대 적용에 따른 소재 공급 증가로 계절성을 상쇄하는 호실적을 기록하였으나, Flexible이 아닌 Rigid향 매출 증가 주도, 샘플 소재 개발 및 신규사업 인력 충원 등으로 인한 비용 증가로 인한 수익성 우려로 주가는 조정 받았음. 다만, 이러한 비용 증가는 IT OLED 및 신규 응용처에 대한 준비의 과정이며, 향후 IT OLED 시장에 대한 준비는 차질없이 진행 중

주요이슈 및 실적전망

- On-device로 인한 Set 수요가 최근 Macro 상황 등을 고려했을 때 단기적으로 크진 않지만, Mega Trend은 분명한 사실임. 전력 소모를 줄이기 위한 OLED 패널 채용 확대뿐 아니라 패널 내에서도 동사의 Black PDL 등 다양한 교체 시도가 일어날 것으로 보임. Black PDL은 소비전력 효과에도 불구하고 높은 가격으로 인해 적용이 지연된 것으로 보임. 다만 기존의 OLED 내 편광필름을 대체할 수 있어, 라인 초기부터 BPDL을 고려하여 공정을 설계한다면 비용 측면에서 봤을 때도 크게 부담스럽지 않음. 현재 폴더블 위주로 적용되고 있고, 향후에도 폴더블폰뿐 아니라 AI Smartphone, PC 등에서 점차 확대 적용될 것으로 보임
- IT OLED 패널 양산을 위한 8.6세대 라인은 차질없이 진행되고 있는 것으로 파악됨. 올해 하반기부터 pilot 가동을 진행할 것으로 예상되고, 동사의 샘플 매출 역시 발생할 것. 현재 북미 세트업체의 Tablet 상위 모델에 OLED 패널이 적용되었고, 이는 PC 등으로 점차 확대 적용될 것. 8.6G로 인한 고객사의 신규 매출이 발생한다는 것은 곧 OLED 소재 소요량 증가를 의미함

주가전망 및 Valuation

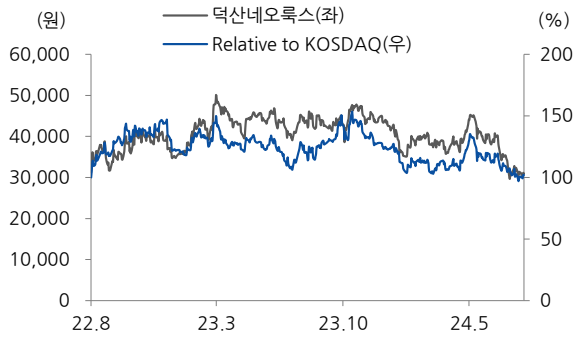
- 단기적인 모멘텀의 부재, 비용 증가로 인한 마진 축소는 최근 기술주 투심 약세와 맞물려 주가에는 좋지 않은 영향을 미치고 있지만, 하반기 Flexible OLED로 인한 실적 증가, IT OLED 시장 개화, Black PDL 적용 확대 등을 고려하여 단기적으로는 Buy & Trading의 전략이 유효하다고 판단. 목표주가는 비용 증가를 반영하여 EPS 하향 조정한 50,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	177	45	39	53	1,567	-19.4	24.9	3.0	16.0	12.8	0.0
2023	164	33	36	42	1,442	-8.0	30.9	3.1	25.7	10.6	0.0
2024F	218	46	44	56	1,767	22.5	17.6	1.9	13.1	11.7	0.0
2025F	247	64	58	73	2,320	31.3	13.4	1.7	9.6	13.5	0.0
2026F	315	91	80	101	3,212	38.5	9.7	1.4	4.9	16.1	0.0

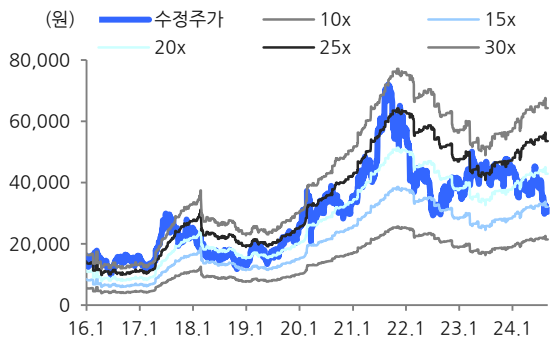
*K-IFRS 연결 기준

<그림1> 덕산네오룩스 주가 추이



자료: 현대차증권

<그림2> 덕산네오룩스 12M Fwd. P/E Band



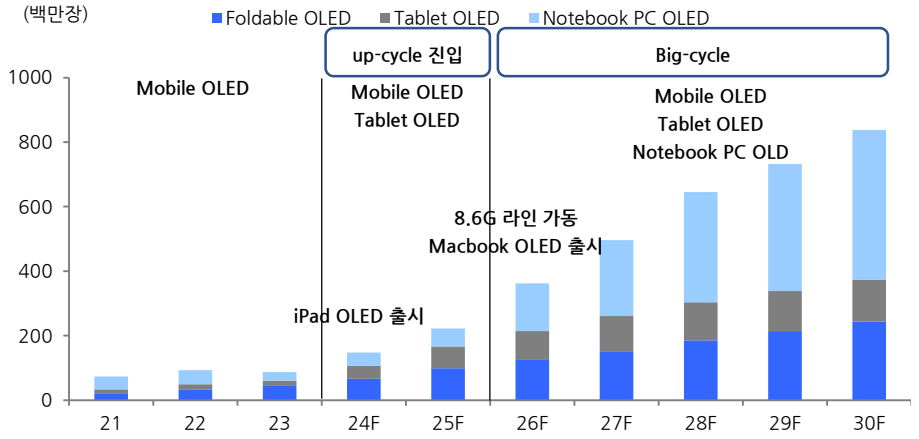
자료: Bloomberg, 현대차증권

<표1> IT OLED로 인한 국내 소재 시장 확대 규모(연간 fully 생산 가정)

구분	물량	비고
iPad OLED 탑재모델 연간 출하량(대)	8,000,000	연간 출하량 5,000 만대 중 Pro 라인업 비중 20%, 800 만대로 보수적 추정, SDC 는 11 인치, LGD 는 11 인치, 12.9 인치 모두 대응. LGD 와 SDC 물량 6:4 로 예상
iPhone 대비 iPad 면적(배)	4	iPad Pro 11 인치(178.5mm x 247.6mm) iPhone 6.1 인치(71.6mm x 147.6mm)
기존 패널 대비 OLED 소재 투입량(배)	2	Two-stack tandem 기술 적용으로 공통층부터 발광층까지 OLED 소재를 두 번 쌓는 구조였으나 두께 등을 고려하면 실질적인 소재 소요량은 2 배 수준
iPad OLED 소재 시장(Mobile 기준)(대)	64,000,000	기존 Mobile(iPhone) 기준
국내 패널사 OLED Mobile 시장(대)	370,000,000	국내 패널사는 사실상 삼성전자, Apple 이 주 고객사 연간 OLED 탑재 모델 출하량 Galaxy 1.5 억대, iPhone 2.2 억대 23 년 기준 약 SDC 3.2 억장, LGD 5,200 만장
iPad OLED로 인한 소재업체 증가효과	17.2%	기존 시장(Mobile)에서 새로운 증분(Tablet) OLED 발광층 소재 증가 효과

자료: 현대차증권

<그림3> IT OLED 출하량 전망(Mobile 기준 환산)



주: 패널 출하량을 면적을 기반으로 Mobile로 환산, Foldable 7.5", Tablet 11", Notebook PC 15"으로 하였을 때 각각 Mobile 6인치 대비 면적은 2배, 4배, 8배 수준
자료: 산업자료, 현대차증권

<표2> 덕산네오룩스 분기별 매출 추정

(단위: 십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	**28**	**43**	**47**	**45**	**52**	**53**	**57**	**56**	**177**	**164**	**218**
매출원가	**22**	**27**	**29**	**28**	**34**	**35**	**35**	**35**	**117**	**106**	**139**
매출원가율	*78.1%*	*62.7%*	*61.3%*	*62.4%*	*64.4%*	*66.4%*	*61.0%*	*62.0%*	*66.2%*	*64.9%*	*63.4%*
매출총이익	**6**	**16**	**18**	**17**	**19**	**18**	**22**	**21**	**60**	**57**	**80**
YoY	*-60.1%*	*8.8%*	*23.6%*	*15.9%*	*198.9%*	*11.1%*	*22.4%*	*25.0%*	*-11.9%*	*-3.9%*	*39.2%*
GPM	*21.9%*	*37.3%*	*38.7%*	*37.6%*	*35.6%*	*33.6%*	*39.0%*	*38.0%*	*33.8%*	*35.1%*	*36.6%*
판관비	**6**	**7**	**6**	**5**	**8**	**8**	**9**	**9**	**15**	**25**	**34**
판관비율	*21.6%*	*16.3%*	*12.8%*	*11.8%*	*16.0%*	*14.5%*	*15.0%*	*16.0%*	*8.4%*	*15.0%*	*15.4%*
영업이익	**0**	**9**	**12**	**12**	**10**	**10**	**14**	**12**	**45**	**33**	**46**
YoY	*-99.3%*	*-17.8%*	*5.5%*	*16.2%*	*11877.2%*	*12.2%*	*12.6%*	*5.6%*	*-12.0%*	*-26.6%*	*40.9%*
OPM	*0.3%*	*21.0%*	*25.9%*	*25.7%*	*19.6%*	*19.1%*	*24.0%*	*22.0%*	*25.4%*	*20.1%*	*21.2%*
영업외손익	**4**	**4**	**2**	**-2**	**0**	**2**	**0**	**4**	**0**	**9**	**6**
세전이익	**4**	**13**	**14**	**10**	**10**	**12**	**14**	**17**	**45**	**42**	**52**
법인세비용	1	1	3	1	1	2	2	3	6	6	8
당기순이익	**4**	**12**	**11**	**9**	**9**	**10**	**11**	**14**	**39**	**36**	**44**
YoY	*-65.9%*	*20.3%*	*-9.3%*	*59.6%*	*122.1%*	*-16.5%*	*7.0%*	*48.9%*	*-16.9%*	*-8.0%*	*22.5%*
당기순이익률	*13.6%*	*27.9%*	*22.7%*	*20.5%*	*16.4%*	*18.9%*	*20.0%*	*24.7%*	*22.0%*	*21.9%*	*20.1%*
지배주주순이익	**4**	**12**	**11**	**9**	**9**	**10**	**11**	**14**	**39**	**36**	**44**
YoY	*-65.9%*	*20.3%*	*-9.3%*	*59.6%*	*122.1%*	*-16.5%*	*7.0%*	*48.9%*	*-16.9%*	*-8.0%*	*22.5%*
지배주주순이익률	*13.6%*	*27.9%*	*22.7%*	*20.5%*	*16.4%*	*18.9%*	*20.0%*	*24.7%*	*22.0%*	*21.9%*	*20.1%*

자료: 현대차증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	**177**	**164**	**218**	**247**	**315**
증가율 (%)	-7.3	-7.3	32.9	13.3	27.5
매출원가	**117**	**106**	**139**	**154**	**194**
매출원가율 (%)	66.1	64.6	63.8	62.3	61.6
매출총이익	**60**	**57**	**80**	**93**	**121**
매출이익률 (%)	33.9	34.8	36.7	37.7	38.4
증가율 (%)	-11.8	-5.0	40.4	16.3	30.1
판매관리비	**15**	**25**	**34**	**29**	**30**
판관비율(%)	8.5	15.2	15.6	11.7	9.5
EBITDA	**53**	**42**	**56**	**73**	**101**
EBITDA 이익률 (%)	29.9	25.6	25.7	29.6	32.1
증가율 (%)	-7.0	-20.8	33.3	30.4	38.4
영업이익	**45**	**33**	**46**	**64**	**91**
영업이익률 (%)	25.4	20.1	21.1	25.9	28.9
증가율 (%)	-11.8	-26.7	39.4	39.1	42.2
영업외손익	**0**	**8**	**6**	**5**	**5**
금융수익	5	10	9	6	6
금융비용	5	2	4	1	1
기타영업외손익	0	-0	1	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	**45**	**42**	**52**	**69**	**96**
세전계속사업이익률	25.4	25.6	23.9	27.9	30.5
증가율 (%)	-19.6	-6.7	23.8	32.7	39.1
법인세비용	6	6	8	11	16
계속사업이익	39	36	44	58	80
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**39**	**36**	**44**	**58**	**80**
당기순이익률 (%)	22.0	22.0	20.2	23.5	25.4
증가율 (%)	-17.0	-7.7	22.2	31.8	37.9
지배주주지분 순이익	39	36	44	58	80
비지배주주지분 순이익	-0	-0	-0	-0	-0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
총포괄이익	40	36	44	58	80

(단위: 십억원)

재무상태표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	**189**	**101**	**123**	**159**	**380**
현금성자산	133	40	52	79	278
단기투자자산	12	15	19	21	27
매출채권	13	9	9	11	13
재고자산	29	31	35	39	50
기타유동자산	3	6	8	9	11
비유동자산	**172**	**303**	**335**	**361**	**232**
유형자산	92	105	106	115	123
무형자산	38	58	74	90	87
투자자산	36	128	36	38	43
기타비유동자산	6	12	119	118	-21
기타금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**362**	**404**	**458**	**520**	**612**
유동부채	**16**	**24**	**27**	**31**	**39**
단기차입금	1	3	0	0	0
매입채무	5	7	10	12	15
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	10	14	17	19	24
비유동부채	**25**	**27**	**33**	**35**	**38**
사채	18	19	19	19	19
장기차입금	0	0	3	3	3
장기금융부채	0	0	1	1	1
기타비유동부채	7	8	10	12	15
기타금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**41**	**51**	**60**	**65**	**77**
지배주주지분	320	353	397	455	535
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	141	141	141	141	141
자본조정 등	-7	-10	-10	-10	-10
기타포괄이익누계액	0	-0	0	0	0
이익잉여금	181	217	261	319	398
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**320**	**353**	**397**	**455**	**535**

(단위: 십억원)

현금흐름표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	**49**	**50**	**70**	**65**	**85**
당기순이익	39	36	44	58	80
유형자산 상각비	7	7	7	6	7
무형자산 상각비	1	2	2	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	2	5	15	-2	-5
기타	0	0	2	0	0
투자활동으로인한현금흐름	**-38**	**-141**	**-51**	**-37**	**114**
투자자산의 감소(증가)	-5	-91	92	-2	-5
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-14	-16	-10	-15	-15
기타	-19	-34	-133	-20	134
재무활동으로인한현금흐름	**-8**	**-2**	**-8**	**0**	**0**
차입금의 증가(감소)	0	0	3	0	0
사채의증가(감소)	1	1	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	-9	-3	-11	0	0
기타현금흐름	**-4**	**-0**	**0**	**0**	**0**
현금의증가(감소)	**-1**	**-93**	**12**	**27**	**199**
기초현금	134	133	40	52	79
기말현금	133	40	52	79	278

(단위: 원, 배, %)

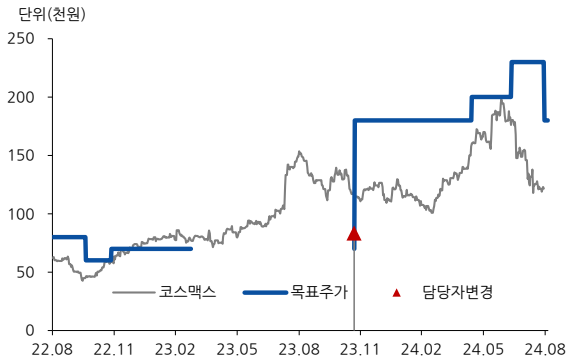
주요투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS(당기순이익 기준)	1,567	1,442	1,767	2,320	3,212
EPS(지배순이익 기준)	1,567	1,442	1,767	2,320	3,212
BPS(자본총계 기준)	12,900	14,224	16,004	18,324	21,536
BPS(지배지분 기준)	12,896	14,220	16,000	18,320	21,532
DPS	0	0	0	0	0
P/E(당기순이익 기준)	24.9	30.9	17.6	13.4	9.7
P/E(지배순이익 기준)	24.9	30.9	17.6	13.4	9.7
P/B(자본총계 기준)	3.0	3.1	1.9	1.7	1.4
P/B(지배지분 기준)	3.0	3.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA(Reported)	16.0	25.7	13.1	9.6	4.9
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-19.4	-8.0	22.5	31.3	38.5
EPS(지배순이익 기준)	-19.4	-8.0	22.5	31.3	38.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.8	10.6	11.7	13.5	16.1
ROE(지배순이익 기준)	12.8	10.6	11.7	13.5	16.1
ROA	11.1	9.3	10.2	11.8	14.1
안정성 (%)					
부채비율	12.9	14.5	15.2	14.3	14.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	57.8	41.8	59.4	80.9	109.1

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.05.18	BUY	80,000	-22.72	-10.00
2022.10.18	BUY	60,000	-13.97	-0.83
2022.11.25	BUY	70,000	6.89	22.57
2023.05.25	AFTER 6M	70,000	65.63	13.57
2023.11.21	담당자 변경	담당자 변경		
2023.11.22	BUY	180,000	-33.33	-12.39
2024.05.14	BUY	200,000	-12.14	-1.10
2024.07.12	BUY	230,000	-39.01	-22.39
2024.08.30	BUY	180,000		

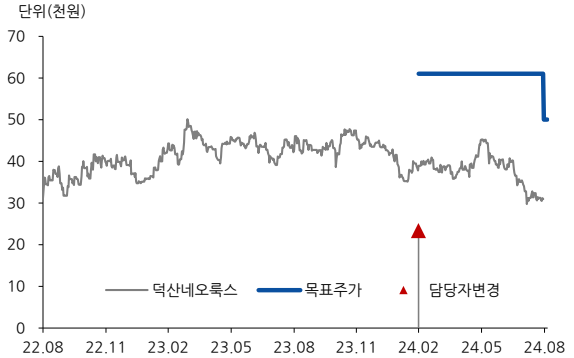
▶ 최근 2년간 코스맥스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2022.03.18	BUY	53,000	-23.58	-5.47
2024.02.29	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2024.02.29	BUY	61,000	-36.75	-25.82
2024.08.14	BUY	61,000	-49.08	-46.97
2024.08.30	BUY	50,000		

▶ 최근 2년간 덕산네오룩스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.07.01~2024.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156건	91.2%
보유	15건	8.8%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.