덕산네오룩스 (213420)

SMIC 2026년 5월 6일

덕산네오looks super good!

넓어지고, 늘어나고, 접히는 - 투자포인트 ①

26년 Apple은 OLED 디스플레이를 탑재한 IT 제품군을 확장하게 되면서, 기존 LCD를 대체할 OLED 디스플레이 패널의 수요가 증가한 상황이다. 이와 더불어, 일부 모델에는 탠덤 구조를 사용하게 되면서, 패널 당 투입될 동사의 발광소재들의 수요가 2배로 증가한다. 동사의 경우, 폴더블 스마트폰에 사용되는 Black PDL 소재를 21년에 세계 최초로 양산에 성공하며 현재까지도 독보적인 지위를 지니고 있다. 이는 9월 출시될 iPhone Fold/Flip 모델에 사용되며 앞으로의 성장이 기대된다.

New cash cow, 현대중공업터보기계 - 투자포인트 ②

핵심 자회사인 현대중공업터보기계는 전방 가스터빈 및 원전 산업 순풍으로 동사의 든든한 캐시카우 역할을 할 것이다. 미쓰비시 중공업의 CAPA 증설에 따라 가스터빈 압축기 매출이 증가하는 동시에, 원전 보조급수펌프 매출도 견조할 것이다. 이에 더해, 극저온 LNG 펌프까지 국내 최초 국산화에 성공하며 중장기 먹거리까지 확보되었다.

Valuation - SOTP Method

SOTP Method를 통해 도출한 27E 목표주가 91,200원, 상승여력 73.7%로 투자의견 BUY를 제시한다. 동사는 Apple의 자사 IT OLED 탑재 제품군 확장과 일부 모델의 탠덤 구조 도입, Black PDL의 독자적 해자 및 24년 12월 인수한 자회사 현대중공업터보기계를 통해 다가올 26 ~ 27년에 확실한 실적 업사이드를 앞두고 있다.

덕산네오룩스(별도) 추정 손익계산서

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**176,677**	**163,702**	**212,252**	**202,284**	**269,048**	**305,827**
YoY(%)	*-7.7%*	*-7.3%*	*29.7%*	*-4.7%*	*33.0%*	*13.7%*
매출원가	116,927	107,483	132,228	120,372	157,814	179,344
매출총이익	59,750	56,220	80,024	81,911	111,234	126,483
GPM(%)	*33.8%*	*34.3%*	*37.7%*	*40.5%*	*41.3%*	*41.4%*
판매비와 관리비	14,817	23,375	27,621	31,380	38,569	45,706
영업이익	**44,934**	**32,845**	**52,403**	**50,532**	**72,665**	**80,777**
OPM(%)	*25.4%*	*20.1%*	*24.7%*	*25.0%*	*27.0%*	*26.4%*
기타손익	313	(181)	(1,478)	(4,268)	(144)	(124)
금융손익	(625)	8,776	4,427	6,160	7,392	9,387
지분법 손익	167	314	(1,444)	9,769	-	-
법인세비용차감전순이익	44,788	41,754	53,908	62,193	79,913	90,041
법인세비용	5,867	5,938	8,156	9,097	12,402	13,996
당기순이익	**38,921**	**35,816**	**45,752**	**53,097**	**67,511**	**76,045**
NPM(%)	*22.0%*	*21.9%*	*21.6%*	*26.2%*	*25.1%*	*24.9%*

추정 손익계산서(현대중공업터보기계)

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**112,031**	**114,742**	**125,307**	**159,173**	**180,432**	**198,267**
YoY(%)	*5.9%*	*2.4%*	*9.2%*	*27.0%*	*13.4%*	*9.9%*
매출원가	83,828	86,222	90,488	117,443	133,567	145,735
매출총이익	28,203	28,520	34,819	41,730	46,865	52,532
GPM(%)	*25.2%*	*24.9%*	*27.8%*	*26.2%*	*26.0%*	*26.5%*
판매비와 관리비	14,234	13,368	15,881	22,668	22,439	24,510
영업이익	**13,969**	**15,153**	**18,938**	**19,061**	**24,426**	**28,022**
OPM(%)	*12.5%*	*13.2%*	*15.1%*	*12.0%*	*13.5%*	*14.1%*
기타손익	2,785	2,277	1,556	6,049	30	30
금융손익	(837)	(1,061)	2,522	(2,621)	(498)	(426)
법인세비용차감전순이익	13,366	13,904	21,492	16,466	23,958	27,626
법인세비용	2,177	998	3,510	2,615	4,119	4,782
당기순이익	**11,189**	**12,906**	**17,982**	**13,852**	**19,838**	**22,845**
NPM(%)	*10.0%*	*11.2%*	*14.4%*	*8.7%*	*11.0%*	*11.5%*

Rating

Buy

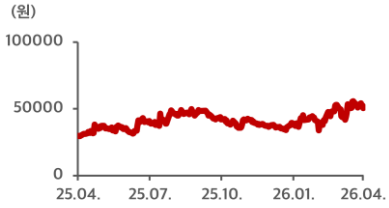
현재주가: 51,200 원

목표주가: 91,200 원

상승여력: 73.7%

12M 주가추이

시가총액 1 조 3,036 억 원



Key Metrics

자산총계 덕산(27E)	6,690 억 원
부채총계 덕산(27E)	735 억 원
자본총계 덕산(27E)	5,955 억 원
EBITDA 마진 덕산(27E)	30.5%
EV/EBITDA 덕산(27E)	20.3x
주당 EBITDA 덕산(27E)	93,137 원
주당 EBITDA 현대(27E)	30,969 원

주요 주주

덕산하이메탈	36.67%
국민연금공단	7.95%
삼성자산운용	5.19%

SMIC 5 팀

팀장 52 기 이채명

팀원 52 기 장동빈

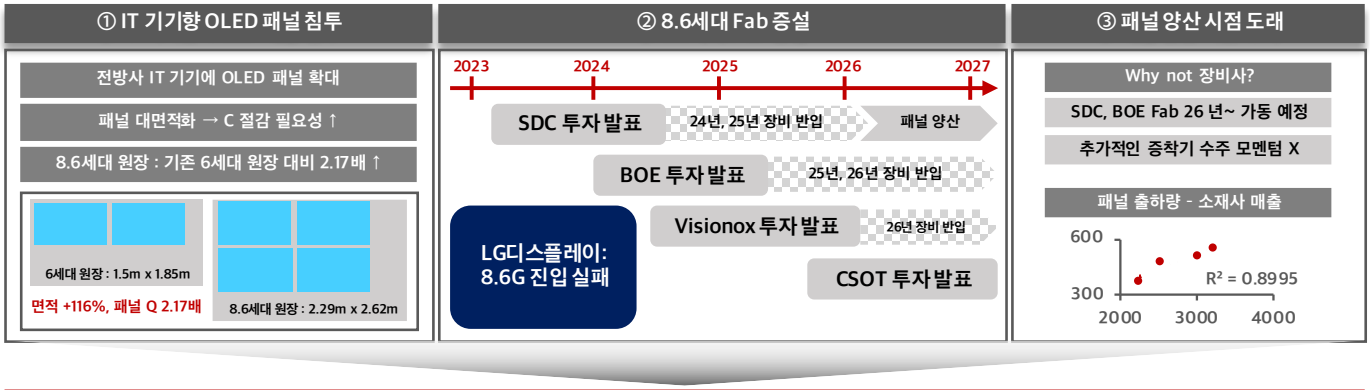
52 기 조진수

53 기 신지원

53 기 이하린

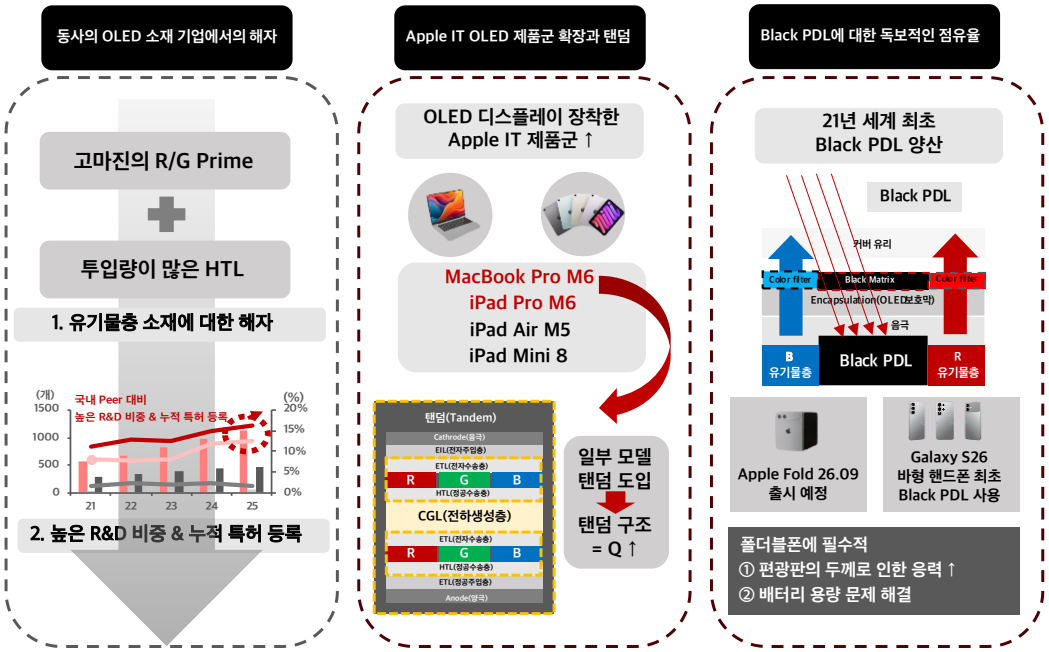
Key Charts

[산업분석 도식]



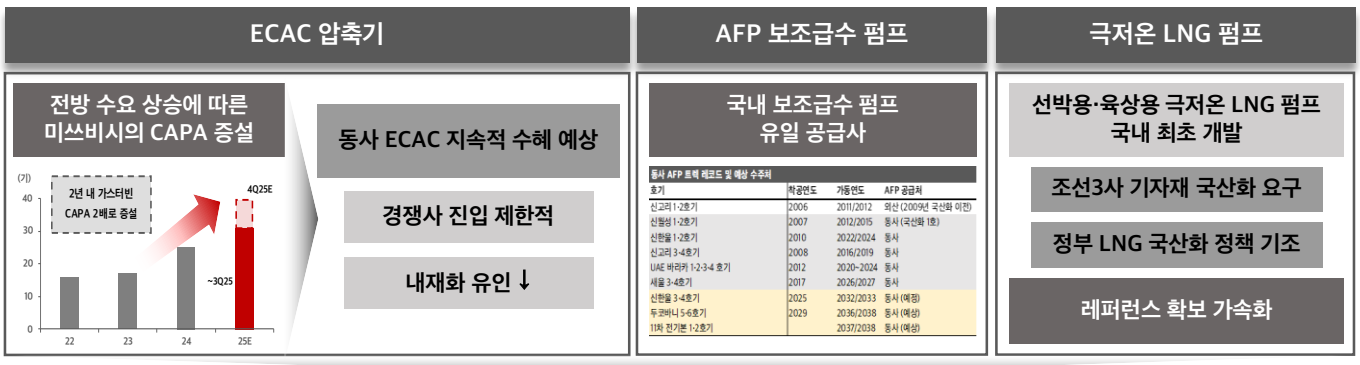
출처: SMIC 5팀

[투자포인트 1 도식]



출처: SMIC 5팀

[투자포인트 2 도식]



출처: SMIC 5팀

CONTENTS

1. **OLED All Ready** - 산업분석 04

2. **티끌 모아 덕산** - 기업분석 07

3. **Show Must Go On** - Pre-투자포인트 ① 09

4. **넓어지고, 늘어나고, 접히는** - 투자포인트 ① 11

5. **New Cash Cow, 현대중공업터보기계** - 투자포인트 ② 15

6. **Valuation** - SOTP Method 19

7. **Appendix** 29

1. OLED All Ready - 산업 분석

1.1. 지는 LCD, 뜨는 OLED

대세는 OLED

디스플레이의 종류는 크게 LCD와 OLED로 나뉘며, 둘은 발광 원리 및 구조가 상이하다. LCD는 백라이트에서 나온 빛이 RGB 컬러 필터를 통과해 색상을 표현하고, OLED는 전류가 흐르면 스스로 빛을 내는 유기물을 픽셀에 사용해 이미지를 표현한다. 이러한 차이로 인해 **OLED는 1) 빠른 응답속도, 2) 얇은 패널 두께, 3) 높은 전력 효율성, 4) 우수한 색재현율 등을 장점으로 갖는다.**

Commodity → Specialty

디스플레이 섹터의 재평가를 제한하는 가장 큰 요소는 바로 '패널 규격 표준화 → 선투자 기반의 공급 확대 → P 하락'이라는 LCD에서의 과거가 OLED에서도 반복될 수 있다는 우려이다. **그러나 Commodity 성격이 강했던 LCD와 달리, 수주형 비즈니스라는 OLED의 특성상 과거의 상황이 재연될 가능성은 희박하다.** OLED는 세트 업체별로 요구되는 사양이 상이하기 때문에, 보통 고객사를 선 확보 후 물량과 생산 라인을 협의하여 CapEx 집행이 이루어진다.

OLED의 구조

OLED 패널은 ①기판, ②유기물층, ③필름, ④편광판으로 구성되며 식각 - 증착 - 봉지 - 모듈의 공정을 거쳐 제조된다. ① 기판에는 TFT가 식각되며, TFT는 전기 신호를 전달하여 디스플레이의 기본 단위인 픽셀을 구동하는 역할을 한다. ② 유기물층은 기판에 식각된 TFT로부터 전기 신호를 받아 발광하며 ③ 필름은 유기물층을 방수/방공 처리하여 보호한다. ④ 편광판은 햇빛이 패널 안으로 들어와 반사되는 것을 방지하며, 유기물층의 빛이 밖으로 나갈 수 있도록 한다. **OLED 패널의 핵심이 되는 ② 유기물층에 대해서는 다음 장에서 소재사에 대한 설명과 함께 후술한다.**

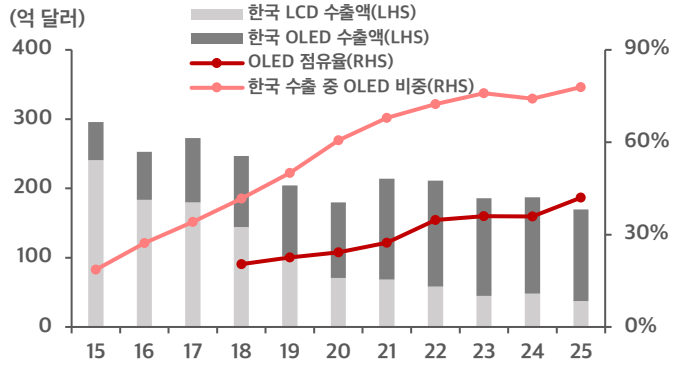
기판에 따른 분류: Rigid/Flexible/Hybrid

OLED는 사용되는 기판의 소재에 따라 유리 패널 기반의 Rigid OLED와 Polymide 패널 기반의 Flexible OLED로 구분할 수 있다. Rigid OLED는 비교적 두껍고 구부러지지 않기 때문에 TV나 중저가형 스마트폰에 적용된다. Flexible은 Rigid 대비 절반 수준으로 얇고 구부러질 수 있어 고가 스마트폰에 주로 적용된다. Flexible의 경우 가격이 비싸고 화면이 커지면 패널 우글거림이 발생하여, Rigid와 Flexible의 방식을 혼합하여 단점을 보완한 Hybrid OLED도 등장하였다.

TFT에 따른 분류: LTPS/LTPO/Oxide

또한 OLED는 기판에 식각되는 TFT의 종류에 따라 Oxide, LTPS, LTPO 방식으로 구분된다. LTPS 방식은 고해상도, 고주사율이 가능하지만 전력 소모량이 크고, Oxide 방식은 LTPS에 비해 성능이 떨어지지만 전력 소모가 적다. LTPO 방식은 두 방식의 장점을 모두 가졌으나 공정이 복잡하여 비용이 비싸다는 점이 특징이다. 현재 전력 효율이 좋은 LTPO와 Oxide가 주목받고 있다.

도표 1-1. 한국 디스플레이 수출 추이



출처: 산업통상부, Omdia, SMIC 5팀

도표 1-2. OLED의 구조

제품	Rigid OLED	Flexible OLED	Hybrid OLED
편광판			
필름	유리 봉지	박막 봉지	박막 봉지
유기물층	R	G	B
TFT	Oxide : 전력 효율 ↑		
	LTPS : 전자 이동속도 ↑		
	LTPO : 전자 이동속도 ↑, 전력 효율 ↑		
기판	유리 기판 두꺼움	Polymide 기판 얇음	유리 기판 + 식각 중간 두께

출처: SMIC 5팀

1.2. OLED 밸류체인 톺아보기

OLED 밸류체인 : 소재→패널→세트

OLED 디스플레이 밸류체인은 소재→패널→세트의 방향으로 진행한다. 소재사(동사, 피앤에이치테크)가 후술할 OLED 핵심 소재를 패널사(SDC, LGD, BOE)에 납품하면, 패널사는 세트사의 모델별 사양에 맞춰 패널을 양산하여 최종 전방사인 세트사(Apple, 삼성전자, Xiaomi)에 공급한다.

패널사의 특징 : 전후방 연관효과 ↑ 선제적 설비투자 必

패널사는 전방의 세트 수요에 강하게 영향받는 동시에 후방의 소재사 및 장비사의 실적에도 큰 영향을 미친다. 실제로 패널사들의 업황이 좋아지면 소재사 및 장비사의 실적이 좋아지는 모습을 보인다. **또한, 패널사는 패널 제조를 위해 선제적인 설비투자가 필요하다.** 이에 초기 투자 부담이 큰 구간에서는 패널사보다는 소재사가 이익을 누린다는 특징이 있다.

유기물층의 구조

소재사 설명에 앞서, 본 문단에서 OLED 패널의 핵심이 되는 **유기물층**의 구조를 살펴보겠다. **유기물층은 전자수송층(ETL), 정공수송층(HTL), 발광층(EML)으로 이루어져 있다**. 양극에서 발생한 정공과 음극에서 발생한 전자가 각각 HTL과 ETL을 거쳐 **발광층에서 결합하며 발광**하게 된다. **전자와 정공이 발광하는 장소인 발광층은 Dopant, Host, Prime으로 구성되어 있다**. Dopant는 Host로부터 에너지를 받아 실제로 빛을 방출하는 소재이며, Prime은 전자가 발광층을 벗어나지 않고 정공과 만나 발광할 수 있도록 돕는 보조적인 역할을 한다.

소재사(1) : 발광소재

소재사가 패널사에 공급하는 소재는 크게 발광소재와 비발광소재로 나뉘며, 발광소재는 유기물층에 들어가는 소재를 의미한다. OLED 소재사의 경우, R/G/B 각각의 Dopant, Host, Prime에 따라 공급업체를 구분할 수 있다. 동사가 메인 벤더인 SDC의 밸류체인 기준에서는, R/G Dopant는 원천 특허를 보유한 UDC가 독점 중이며, B Dopant는 SFC와 이데미츠 코산이 과점 중이다.

소재사 현황

반면 Host와 Prime 영역에서는 국내 기업의 약진이 두드러진다. 동사는 R Prime과 G Prime 소재의 SDC 메인 벤더이며, HTL 시장의 80%가량을 점유 중이다. R 호스트 시장은 다우케미칼과 DuPont가 양분하고 있으며, ETL 시장은 솔루스첨단소재가 과점 중이다. 동사의 Peer인 피엔에이치테크는 미국 소재사인 DuPont에 납품하는 방식으로 LGD에 간접적으로 소재를 공급한다.

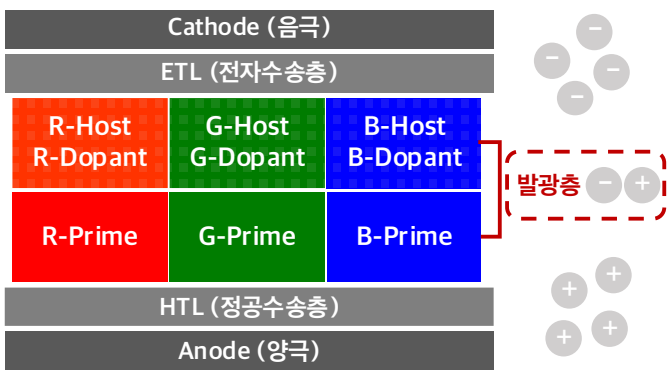
소재사(2) : 비발광소재

비발광소재는 유기물층을 제외한 패널 구성 요소를 이루는 소재를 의미한다. 대표적인 비발광소재인 PDL은 OLED 패널에서 발광층의 각 서브픽셀(R, G, B)이 서로 간섭하지 않도록 구분해 주는 층으로, 도레이가 독점 중인 시장이었으나 **21년 동사가 PDL의 한 종류인 Black PDL을 개발, 소비 전력과 두께를 효과적으로 감소시켜 SDC에 독점 공급 중이며 Apple향 폴더블 OLED로의 공급 역시 확정되었다.** Black PDL에 대해서는 [투자포인트 ①]에서 자세히 후술 예정이다.

도표 1-3. OLED 밸류체인

출처: 각 사, SMIC 5팀

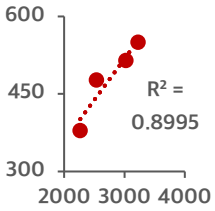
도표 1-4. 유기물층 구조 및 발광 원리



출처: SMIC 5팀

소재사의 시간이 도래했다

본서의 논조에 따르면 전방 IT OLED 성장의 수혜를 직접적으로 받게 될 업체는 장비사가 아닌 소재사이다. 장비사의 주가 driver는 전방 패널사의 CAPA 증설에 따른 수주 기대감이며, **주요 패널사들의 8.6세대 라인 증설이 완료되어 가고 패널 양산을 앞둔 현시점에서 해당 모멘텀은 더 이상 유효하지 않다**. 실제로 증착 장비 시장을 과점 중인 선익시스템의 주가는 전방사의 증설 기대감에 따라 상승해 왔으며, 26년 2월 BOE의 Phase 2 수주 기대감까지 반영된 상태이다.



남은 8.6세대 증설 모멘텀으로는 Visionox의 V5 라인이 거론되지만, (1) V5 Phase 1은 이미 25년 8월 선익시스템이 아닌 AMAT의 ViP 방식 증착기를 발주하였으며, (2) 최근 허페이 지방정부의 보조금이 줄어들며 Phase 2의 FMM 라인 발주 자체가 보류되거나 지연될 가능성 역시 존재한다. **반면, 소재 업체는 전방 패널사의 출하량에 직접적으로 영향받는 것이 확인된다.** 25년 동사의 디스플레이 소재 매출과 SDC의 OLED 출하량은 0.9의 높은 상관관계를 가진다.

삼성전자, Apple 스마트폰 출하량 견조

스마트폰 OLED 침투율은 성숙기에 진입한 상태이며, 메모리 단의 가격 상승으로 인해 전방 스마트폰 출하량 감소에 대한 우려가 제기되고 있다. **그러나, 고가 segment 위주인 Apple과 삼성전자는 메모리 P 상승분을 판가로 전가하기 용이하며**, Apple은 Micron LPDDR5의 first vendor이며 삼성전자는 자체 메모리 사업부를 보유했다는 점에서 공급망 역시 안정적이다. **실제로 1Q26 Xiaomi 스마트폰 출하량이 YoY -35% 감소하는 동안, Apple은 +42%의 성장을 기록했다.**

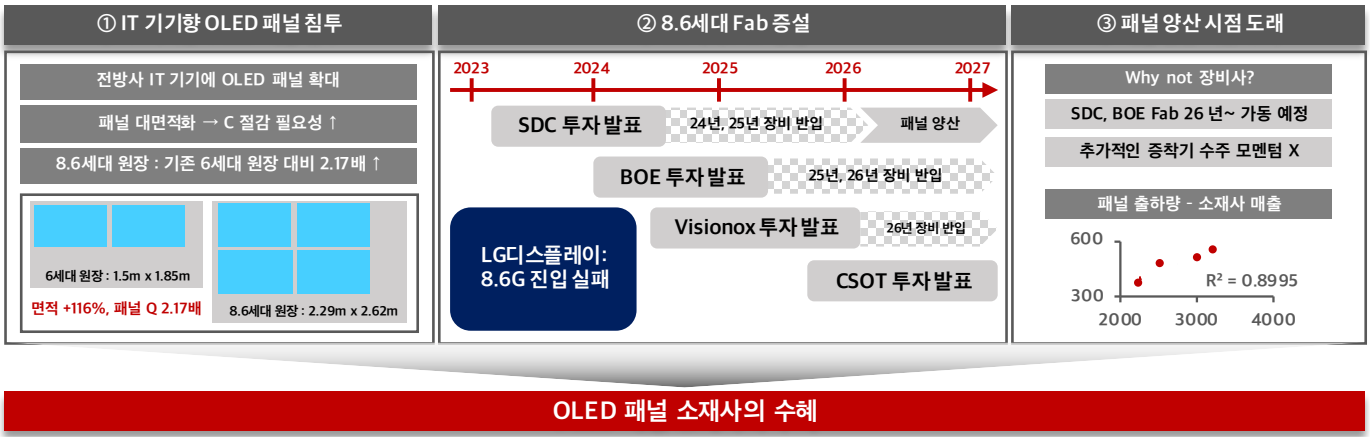
진짜는 IT OLED

디스플레이 산업의 다음 구조적 성장 동력은 IT 기기(노트북, 태블릿)로의 OLED 패널의 확산이다. 면적이 넓어질수록 가격 부담이 커지는 OLED 특성상, IT OLED는 패널 가격을 낮추는 것이 매우 중요하기 때문에, 패널사들은 선제적인 8.6세대 팹 증설을 통해 면취 효율을 높이고자 한다. **8.6세대 팹의 경우 기존 세대인 6세대 라인에 비해 원장당 생산성을 약 2.17배 효율화할 수 있다.** OLED 패널은 큰 유리 원장(mother glass) 위에 유기물층을 증착 후 제품 크기에 맞춰 잘라내는 방식으로 제조된다. 패널사의 양산 CAPA는 시간당 처리 가능한 원장 처리량(1K=1,000장/월)으로 측정되기 때문에, **원장당 생산성의 개선은 곧 원가 절감으로 직결된다.**

IT OLED 진입이 봉쇄된 LGD

23년 4월 8.6세대 팹 투자계획을 발표한 SDC와 다르게, LGD는 한 박자 늦은 OLED로의 전환으로 인해 중국발 LCD 공급 과잉의 타격을 크게 받았다. **25년말 기준 LGD의 부채비율은 307%에 달하며, 26년 4월의 설비 투자 공시 역시 6세대 팹 기술 고도화에 그쳤다.** 또한, 25년 11월 SDC와 BOE간의 특허 분쟁이 SDC가 BOE의 OLED 패널 판매에 따른 수수료를 수취하는 것으로 결론남에 따라 BOE 제재 시 LGD가 누릴 수 있었던 반사수혜 기대감마저 완전히 소멸한 상태이다.

도표 1-3. 소재사 투자 Flow



출처: SMIC 5팀

2. 티끌 모아 덕산 - 기업 분석

2.1. 기업 소개

동사 제품 소개

동사는 14년 덕산하이메탈로부터 인적 분할을 통해 설립된 **OLED 유기 발광 소재를 생산**하는 업체이다. 동사는 OLED 발광소재 중 양극에서 정공을 운반하는 정공수송층(HTL), 발광 역할을 하는 발광층의 R Host, 발광을 보조하는 역할을 하는 R Prime, G Prime, B Prime을 생산하며, **비발광 소재인 Black PDL 역시 세계 최초로 개발하여 양산 중이다.**

알짜 자회사 등장

동사는 25년 2월 펌프 및 압축기 생산 기업인 현대중공업터보기계의 지분 59.7%를 인수했다. 해당 자회사는 HD현대중공업 엔진기계 사업부에서 16년 분사한 회사로, 덕산그룹의 창업주인 이준호 명예회장이 현대중공업 공채 1기 출신이라는 배경이 작용한 것으로 보인다. **미쓰비시 중공업의 미국향 대형 가스터빈 판매에서 90% 이상을 차지하는 JAC 시리즈용 압축기를 독점 공급** 중이며, 매출의 약 90%가량이 원전과 가스터빈향이라는 점에서 지속적인 성장이 예상된다.

동사 매출 구조

동사의 매출의 58.8%는 디스플레이 소재, 나머지 41.2%는 자회사인 현대중공업터보기계의 펌프 및 압축기로부터 나온다. 동사의 주요 소재 고객사는 중소형 OLED 시장 점유율 1위인 삼성디스플레이(이하 SDC)로, 22년 이후 꾸준하게 동사 소재 매출의 90%가량이 SDC 향이다.

소재사의 lock-in

SDC 입장에서 단일 소재사 의존도를 낮추고 협상력을 확보할 유인이 있음에도 락인이 발생하는 이유는, 바로 **OLED 패널의 성능이 각 층을 이루는 소재의 조합으로 결정되기 때문이다**. 따라서 소재 한 종을 교체하면 주변 층의 소재까지 함께 재조합해야 하고, 신뢰성 검증 데이터 역시 새로 축적해야 한다. **이러한 이유로 OLED 소재 기업은 전 세계 통틀어 10여 개에 그칠 정도로 진입장벽이 높고, 한 번 형성된 공급망 역시 잘 변하지 않는다.**

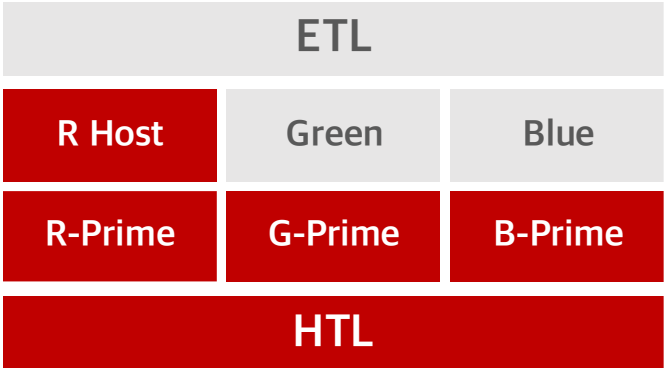
국내 유일 특허 보유

또한 OLED 소재의 경우, 양산 능력을 갖추었더라도 특허라는 진입장벽이 존재한다. **동사는 국내 OLED 소재사들 중 유일하게 발광층 소재에 대한 특허를 보유**하고 있다. 25년 기준 누적 1,126건의 특허 등록 건수를 보유하고 있으며, 이는 경쟁사 대비 압도적인 수치이다.

동사 재무상태

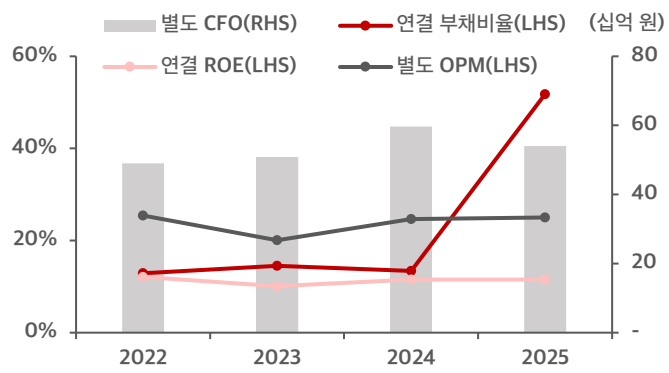
전사 OPM은 25년 현대중공업터보기계의 편입으로 일시적으로 낮아진 것처럼 보이지만, 기존 영위하던 소재 사업부의 경우 4개년 평균 OPM이 24%에 달한다. 후술할 투자포인트 논지에 따르면, 이는 27년 27%까지 상승할 것으로 보인다. **부채비율, 잉여현금흐름, ROE 역시 견조하다.**

도표 2-1. 동사 주요 양산 소재



출처: 동사, SMIC 5팀

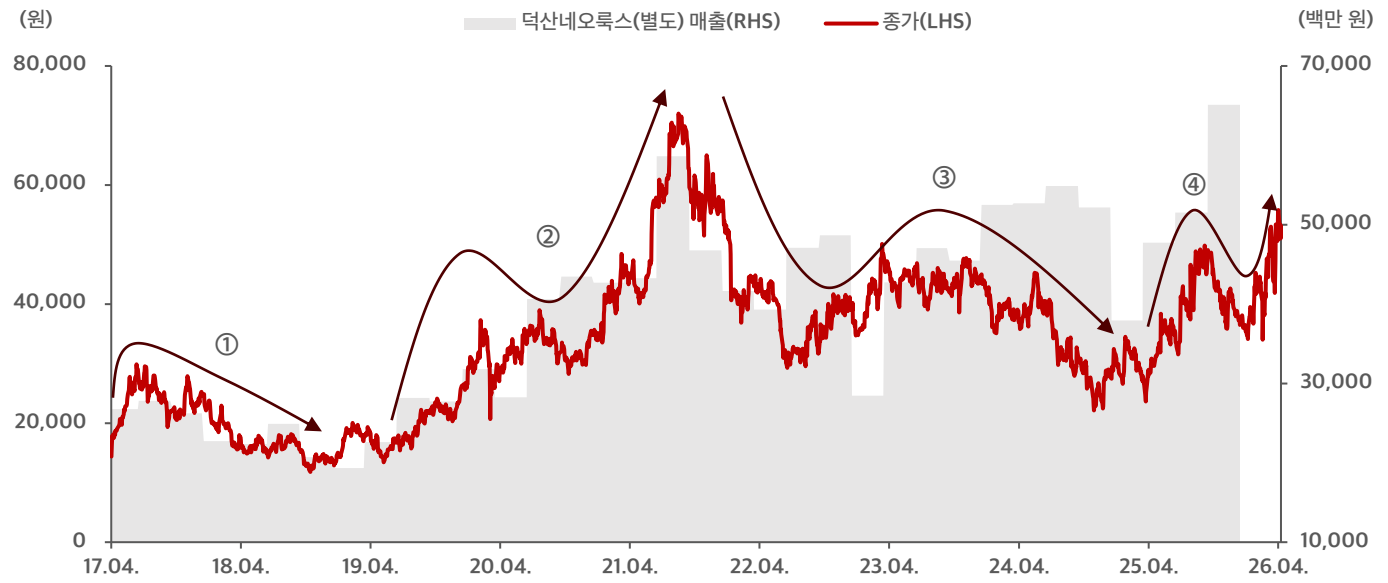
도표 2-2. 동사 재무 현황



출처: Dart, SMIC 5팀

2.2. 주가 분석

도표 2-3. 주가 분석



출처: Dart, KRX, SMIC 5팀

동사 주가 driver
: 실적 기대감

동사의 주된 주가 driver는 실적에 대한 기대감이다. 동사의 10년간의 주가 추이를 확인한 결과, 동사의 주가 상승 요인은 (1) 실적 성장에 가장 크게 영향을 미치는 Apple의 OLED 패널 채택 발표, (2) 동사의 신소재인 Black PDL에 대한 기대감, (3) 전방 수요의 증가 정도로 요약된다.

①'17 ~ '18
OLED iPhone 출시
SDC 에 소재 공급

① 17년 2월 Apple이 iPhone X 시리즈에 OLED 패널을 최초로 채택할 것임을 밝혔으며, 4월 SDC와 공급계약을 체결했다. 동사는 SDC의 유기재료 세트인 M8에 R Host를 공급하며 17년 매출액은 YoY +137%의 성장을 기록했다. **그러나 18년부터 iPhone X 판매 부진이 이어지며, SDC의 후속작인 M9에 동사의 R Host 채택이 불발됨에 따라 17년의 주가 상승분을 반납했다.**

②'19 ~ '21
전방 제품군 확대
+ Black PDL

② 19년 초부터 21년 중반까지 동사의 가장 큰 주가 상승이 있었던 시기로, Apple은 19년 초 iPhone 12 시리즈 전체에 OLED 패널을 채택할 것임을 발표하였다. 이에 따라 SDC도 A5 라인 투자를 가시화하며 동사의 주가는 HTL 납품 기대감으로 상승했다. **20년 실제로 iPhone 12 전 라인업에 OLED 패널이 채택되었으며 이후 Galaxy Z Fold/Flip 3 출시, 삼성 노트북에 OLED 패널 채택** 등 전방 확장이 동시다발적으로 발생하며 21년 매출액은 YoY +32.7% 성장했다. 신소재인 Black PDL의 공급 시작 역시 이 시기에 이루어졌으며 주가에 반영된 것으로 보인다.

③'21 ~'24
전방 업황 둔화

③ 21년 중반부터는 COVID-19발 펜트업 수요가 꺾이며 스마트폰 출하량이 둔화했으며, 22년부터 지속된 고금리 기조 역시 전방 수요 둔화에 박차를 가했다. 이는 실적에도 반영되어 매출액 역시 22년, 23년 2년 연속으로 역성장을 기록했고, 주가 역시 고점 대비 -69.2% 하락했다.

④'25~
iPhone Fold
기대감 반영

④ 25년 중반부터 본격적인 주가 반등이 시작되었다. 25년 5월 iPhone Fold에 SDC 제품이 채택될 예정임이 밝혀지며 주가는 MoM +25.2% 상승했으며, 8월에는 미국 ITC의 BOE OLED 수입 금지명령 등에 반응하며 상승했다. 25년 하반기에는 주도 섹터로 자금이 집중되며 조정의 과정을 거쳤다. **26년 들어 Bar 형 스마트폰 중 최초로 Galaxy S26 시리즈에 동사의 Black PDL이 탑재됨이 확정되며 주가는 지속적인 상승세를 이어오고 있다.** 본업인 OLED 소재의 적용처 확대와 자회사의 지속적인 성장이 동사의 주가를 견인할 것이다.

3. Show Must Go On - Pre-투자포인트 ①

메모리 가격이 비싸진 현 상황

[투자포인트 ①]에서 동사의 Apple의 IT OLED 제품군 확장으로 인한 핵심 모멘텀을 논하기에 앞서, **Apple의 입장에서 현 메모리 원가 상승으로 인한 부담에도 불구하고, IT OLED 제품군을 확장할 유인을 점검해보자.** 26년 2분기 기준, Apple의 NAND Flash, DRAM 계약 가격 자체가 25년 초 대비 각각 110%, 185% 상승하여, iPad mini 7 기준 원가 구성에서 메모리가 차지하는 비중이 25년 초 기준 13.2%에서 21.9%까지 높아진 상황이다. 이에 따라, Apple은 마진 회복을 위해 여러가지 방안들의 도입을 점검해보겠다는 입장을 밝혔다.

디스플레이 ↓ = 현실성 X

마진 확보를 위한 가장 직관적인 접근은 전체 원가 구성중 단일 비중이 큰 디스플레이의 사양을 낮추는 것인데, 이는 Apple의 제품 전략상 현실성이 없다. 우선 Apple이 디스플레이의 사양을 낮췄던 레퍼런스 자체도 없으며, 디스플레이는 Stage Manager, Reference Mode, ProMotion 등 iOS 및 iPadOS의 핵심 사용자 경험(UX)을 구현하는 필수 하드웨어 요소로 자리잡고 있어, 이를 하향 조정할 경우 소프트웨어 기능 구현 자체에 제약이 발생할 수밖에 없다.

OLED 도입 = ASP & 마진 ↑

따라서, Apple이 취할 수 있는 효과적인 전략은 OLED 패널 도입을 통해 판가를 상승시켜 마진을 확보하는 것이다. Apple은 눈에 보이지 않는 내부 메모리의 단가 상승 대신, 확실한 프리미엄 업그레이드로 인식되는 OLED 탑재를 내세워 소비자에게 가격 인상을 정당화할 수 있다. 예를 들어, iPad Mini 모델을 OLED 전환을 통해 $200의 가격 인상을 한다면, OLED 전환 없이 메모리 가격 부담을 받는 케이스 대비 6.8%p의 높은 마진을 확보할 수 있다. 이에 더해, Apple은 역사적으로 판매가를 인상한 사례가 디스플레이 사양 변경을 동반한 경우를 제외하고는 전무하다.

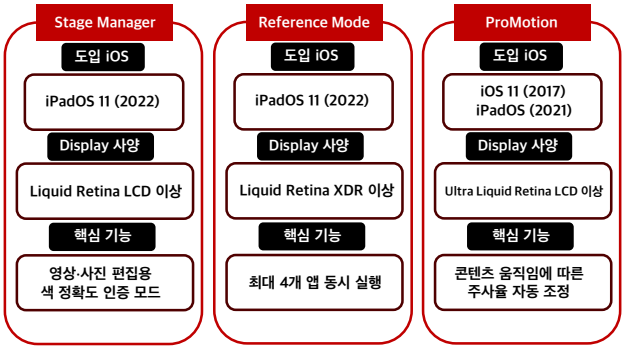
이전의 사례: iPhone X

실제로, Apple은 17년 iPhone X 출시 당시에도 동일한 전략을 활용한 바가 있다. 16~18년 메모리 슈퍼사이클 국면에서, NAND/DRAM 계약 가격의 급증으로 인해 17년 iPhone X용 메모리 비용이 2배 가까이 상승했었다. Apple은 이에 대응하여, iPhone 모델 최초로 OLED 패널을 채택하며 전작 대비 $300 인상한 가격을 책정하면서 메모리 상승 원가분을 상쇄하였다.

패널 공급사 단가 압박은 유효하지 X

한편, Apple이 마진 회복을 위해 패널 공급사에 단가 인하 압박을 가하는 시나리오를 떠올려볼 수 있으나, 이는 현실적으로 더 이상 유효한 옵션이 아니다. 과거 Apple은 BOE를 활용한 단가 압박, LGD를 통한 SDC 견제 등 다양한 협상 카드를 시도해왔으나, 매번 품질 이슈, 수율 부진 등의 기술적 한계에 부딪혔다. 또한, 최근 iPhone SE4 사례에서 SDC가 Apple의 단가 인하 요구를 정면으로 거부한 사건은, Apple조차 무한한 협상력을 보유하지 않으며 단가 압박이 오히려 제품 품질 저하 등의 결과를 초래할 수 있음을 명확히 보여준다.

도표 3-1. iOS와 디스플레이



출처: Apple, SMIC 5팀

도표 3-2. 판가 상승으로 인한 마진 확보

메모리 가격 변동 BOM

기종	ASP	BOM	Display	Display 비중	메모리 합계	메모리 비중	GPM
iPad mini 7	$499	$244.5	$55	22.5%	$53.5	21.9%	30%

ASP 상승 / Liquid Retina LCD ↓ Super Retina XDR OLED / GPM 상승

메모리 가격 변동 + OLED 채택 BOM + ASP 200달러 인상

기종	ASP	BOM	Display	Display 비중	메모리 합계	메모리 비중	GPM
iPad mini 8	$699	$309.5	$120	38.8%	$53.5	17.3%	36.8%

출처: Apple, Omdia, SMIC 5팀

협상 결과와 무관하게 소재 ASP 훼손 X

만일 OLED 도입 후, Apple의 단가 압박이 패널사로 전가되더라도, 소재사의 ASP는 협상 결과와 무관하게 훼손되지 않을 것이다. 패널사의 경우 디자인이 바뀔 때마다 ASP가 재책정되기에, 신규 디자인이 탑재된 모델의 출하량이 증가할 때마다, 신규 디자인의 패널 위주로 mix가 개선되며, 이로 인해 기존에 CR(Cost Reduction)로 인해 분기마다 계속하여 할인되던 패널 부품사의 ASP 또한 협상 결과에 따라 책정된 새로운 ASP에 수렴하게 된다.

Prime & HTL = ASP 증분 공유 O

동사가 주로 영위하는 R/G Prime과 HTL의 경우, 향후 디자인에 필수적으로 편입될 수밖에 없는 소재이기에 패널 ASP 증분을 공유 가능하다는 해자를 지닌다. 기존 발광소재가 신규 발광소재의 에너지 레벨에 맞추어 매번 맞춤형 원소로 재설계되지 않으면, 새 패널의 밝기와 전력 효율은 공정상 특성으로 인해 이전 디자인 이하로 저하될 수밖에 없다. 따라서 유기물층 소재의 경우에는 양산 가능 물품들과는 달리 매 디자인마다 새롭게 추가되는 유기물층 소재 기술에 따라 맞춤형 원소 제작을 기반으로 재설계 될 수밖에 없다. **이로 인해 유기물층 소재 기업들의 OPM은 평균적으로 20%대를 유지하나, 기타 양산형 부품 기업들은 10% 내외에 그치게 된다.**

Why 마진 차감 후순위? : 특허 과점 중이라!

전방의 단가 절감 요구로 인해 패널 ASP가 감소한다고 한들, 이러한 감소분은 위 3가지 소재가 아닌 편광판 등 단순제작품으로 전이될 수밖에 없다. 이는 R/G Prime과 HTL 모두 경쟁업체의 신규 진입이 어렵다는 점이 동사의 협상 우위를 강화시키고 있기 때문이다. 현재 OLED 소재업의 경우, 동사, UDC, LG화학 등 글로벌 7개사가 특허 등록의 80% 이상을 점유하고 있는 구조이다. **이에 따라 진입 의사를 갖춘 업체가 있다고 한들 특허 침해로 인한 위약금 및 패널사와의 레퍼런스 부재로 인하여 업계 진입이 사전적으로 차단될 수밖에 없다..**

꾸준한 R&D, 다지는 독점력

동사는 OLED 패널 소재사 대비 높은 R&D 지출 비중을 유지하고, 연 평균 143건의 특허 등록을 지속하여 적극적으로 투자하는 경쟁사들의 추격을 따돌리고 있다. 동사는 매출액 대비 R&D 비용으로 매년 15~20%를 지출하였으며, 근 4년간 571건의 특허를 신규 등록했는데, 이는 한국 OLED 유기물층 소재사의 평균인 11%, 154건 대비 월등히 높다는 점을 확인할 수 있다.

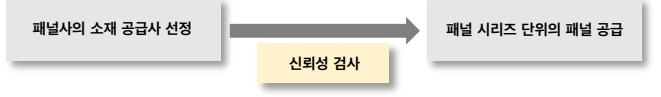
기존 경쟁사들? 한눈 팔거나 레퍼런스가 없다.

기존의 주요 경쟁사들 또한 투자 및 레퍼런스 확보에 있어 소극적인 모습을 보여주고 있다. 대표적인 HTL 제조사 peer인 솔루스첨단소재는 21년 57.3%였던 전지박 매출 비중이 25년 79.5%까지 증가하는 등 동박 사업에 집중하는 모습이 확인되었다. 이는 17분기 연속 영업손실에도 불구하고 매년 2천억원 이상의 CapEx를 통해 전지박 설비시설에 투자 중임으로 검증 가능하다. 또한 동사의 R/G Prime peer인 LG화학은 OLED 소재를 포함한 첨단소재 사업부의 매출 비중이 25년 기준 5.7%에 불과하며, SDC 내 주요 소재에서는 다수의 레퍼런스를 쌓지 못한 상황이다.

도표 3-3. SDC의 패널 시리즈 소재 공급사

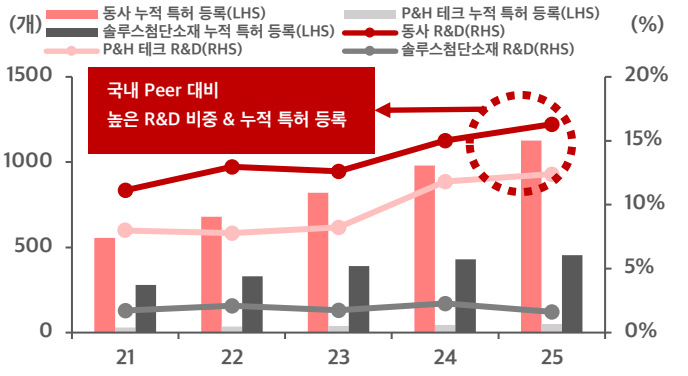
SDC 유기재료 세트 체택 및 사용 제품(M, 싱글스택)

유기재료 세트	HTL	R host	G Host	청색	R/G 도판트	R/G 프라임
M9	덕산네오룩스	다우케미칼	신일본제철주금	SFC. 이데미츠코산	UDC	덕산네오룩스, 머크
M10	덕산네오룩스	다우케미칼	삼성 SDI	SFC. 이데미츠코산	UDC	덕산네오룩스
M11	덕산네오룩스	듀폰	삼성 SDI	SFC. 이데미츠코산	UDC	덕산네오룩스
M12	덕산네오룩스	듀폰	삼성 SDI	SFC. 이데미츠코산	UDC	덕산네오룩스
M12S(폴더블용)	덕산네오룩스	듀폰	삼성 SDI	SFC. 이데미츠코산	UDC	덕산네오룩스
M13	덕산네오룩스	듀폰	삼성 SDI, LG화학	SFC. 이데미츠코산	UDC	덕산네오룩스(R)/머크(G)
M14	덕산네오룩스	듀폰	삼성 SDI	SFC. 이데미츠코산	UDC	덕산네오룩스
M14R(유리기판 IT용)	덕산네오룩스	듀폰	삼성 SDI	SFC. 이데미츠코산	UDC	덕산네오룩스
M16	덕산네오룩스	듀폰	삼성 SDI	SFC. 이데미츠코산	UDC	덕산네오룩스
M15	미정	미정	미정	미정	미정	미정



출처: SDC, 동사, Dart, SMIC 5팀

도표 3-4. Peer의 R&D 비중 및 특허 등록 추이



출처: Dart, 각사, KIPRIS, WIPO, SMIC 5팀

4. 넓어지고, 늘어나고, 접히는 - 투자포인트 ①

Apple은 26년부터 OLED 디스플레이를 장착한 자사 IT 제품군을 확장하며, 일부 모델에는 탠덤 구조를 도입한다. 이에 더해, iPhone Fold 출시로 동사의 Black PDL 소재가 투입되는 제품군 역시 확장된다. 이를 종합하여, 본 [투자포인트 ①]을 통해, 동사에게 발생할 수혜를 확인해보자.

4.1. Apple IT OLED X Tandem

Apple 은 IT OLED 제품군 확장

Apple은 26년부터 OLED 디스플레이를 장착한 IT 기기 제품군을 확장하며, 동사는 Apple의 메인 벤더인 SDC를 통한 직접적인 낙수효과가 기대된다. Apple은 24년에 출시했던 iPad Pro M4 모델에 OLED 디스플레이를 자사 IT 제품 최초로 사용한 이후, 타 iPad 및 MacBook 모델로의 OLED 디스플레이 적용을 암시한 바 있었다. 이에 발맞춰, 26년에 출시될 iPad Mini 8, MacBook Pro M6, 27년 출시 예정인 iPad Air M5에 OLED 디스플레이를 신규 탑재할 것으로 예상된다.

IT OLED ↑
= OLED 패널 ↑

IT 제품의 OLED 디스플레이 채택 확장은, OLED 패널 Q의 증가로 이어진다. 이는 ① 기존 LCD 패널을 대체하여 OLED가 새롭게 투입된다는 점, ② IT 제품 하나 당 모바일 대비 투입되는 패널 면적 자체가 넓어진다는 점에서 기인한다. OLED 패널을 탑재하여 출시될 Apple의 IT 제품은 스테디셀러 모델들이기에 LCD를 대체할 OLED 패널 자체 수요가 증가한다. 또한, OLED 디스플레이를 사용했던 아이폰 17 기본형 모델과 iPad Mini, MacBook Pro 14인치 모델을 비교해보면, 패널 면적이 아이폰 17 대비 각각 2.53배, 5.56배 커지는 점에서 투입 면적 자체가 커진다.

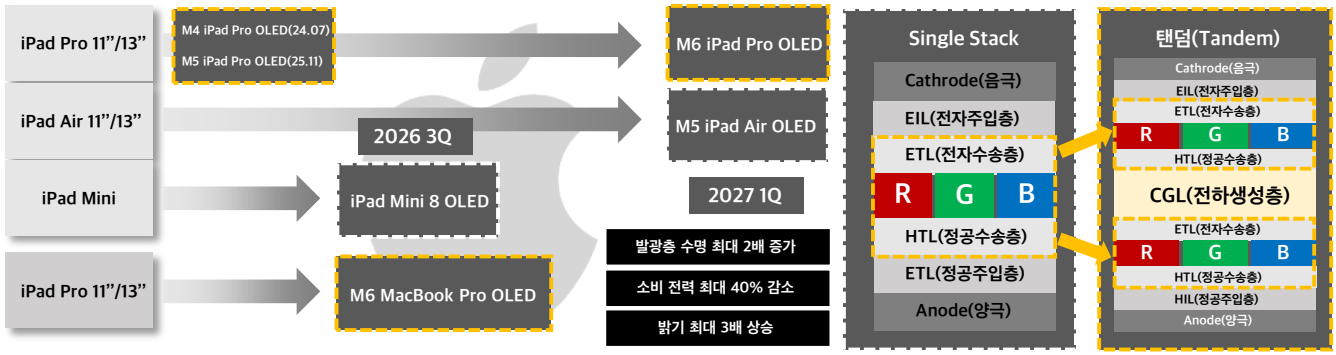
탠덤 구조가 도입될 일부 IT OLED

③ IT OLED 제품 중 일부 도입되는 탠덤(Tandem)구조 또한 패널 Q를 증가시키는 요인이다. 탠덤 구조는 1개의 유기물층만 들어가던 싱글 스택 구조에 CGL(전하수송층)을 추가해 유기물층을 2개로 늘린 형태이다. 즉, 기존 싱글 스택 구조에서 유기물층 1개가 담당하던 발광의 역할을 탠덤 구조에서는 2개의 유기물층이 각각 분담하게 된 것이다. 이러한 탠덤 구조는 24년 출시한 iPad Pro 모델을 시작으로, 추후 출시될 iPad Pro 모델들과 MacBook Pro 모델에도 도입된다.

탠덤 구조의 장점: 밝기, 수명, 소비 전력

탠덤 구조는 디스플레이의 밝기, 수명, 소비 전력 측면에서 싱글 스택 대비 우월한 성능을 보인다. 전술했듯, 유기물층 2개가 발광의 역할을 안분하면서, 유기물층 1개 당 전력 밀도가 낮아지며 발광층의 수명이 최대 2배 증가한다. 또한, 한번의 전자 흐름만으로도 유기물층의 발광 반응이 2번 발생하여 소비 전력을 최대 40% 감소시킬 수 있으며, 발광층 간의 빛이 서로 공명하며 밝기가 최대 3배 증가된다. 고가 모델인 iPad Pro 및 MacBook Pro의 경우, 구매자는 높은 성능을 기대한다는 점에서, 이와 같은 탠덤 구조의 도입은 Apple 입장에서도 합리적이다.

도표 4-1. Apple 제품 로드맵과 Tandem



출처: Apple, 언론 종합, Dart, SDC, SMIC 5팀

탠덤 구조
= 유기물층 소재 * 2

탠덤 구조의 도입으로 OLED 패널 당 납품하는 유기물층 소재는 2배가 된다. 이때, 모든 유기물층 소재가 2배가 되는 것은 아니다. 유기물층 소재에서 전하주입층과 정공주입층을 제외하고, HTL(정공수송층)-EML(발광층)-ETL(전자수송층) 소재만 2배로 늘어난다. **이를 미루어보았을때, 탠덤 구조가 적용되는 OLED 패널에 한해, 현재 SDC에 HTL 및 EML내의 Red/Green Prime 소재를 공급하고 있는 동사의 소재 공급량이 기존 대비 2배로 증가한다고 판단된다.**

청색 인광 소재
양산의 어려움 →
최고의 선택인 탠덤

탠덤 구조는 현재로서는 고성능 IT OLED 제품을 위한 최선의 선택지이다. 현재까지도 발광층 내 청색 영역에 있어서는 인광 소재가 양산되지 않아, 아직까지도 소비 전력이 인광 대비 4배 많은 형광 소재를 사용하고 있다. 그로 인해, 적색/녹색 대비 유기물층의 수명이 짧아져 화면에 잔상이 남는 열화 현상이 자주 발생했다. 탠덤 구조는 디스플레이 수명 자체를 늘려준다는 점에서 현재로서는 해당 문제에 대한 최선의 선택지이다.

LGD&SDC 만
양산 가능한
Apple 탠덤 IT OLED

현 시점에서, Apple 향 탠덤 IT OLED 패널을 실질적으로 양산 가능한 기업은 SDC, LGD(LG 디스플레이)가 유일하다. 24년부터 양사는 iPad Pro M4용 OLED 패널을 납품한 이력이 있으며, 현재 출시중인 iPad Pro M5 모델에 대해서도 두 기업이 양분하여 납품 중이다. 또한, Apple사의 부품으로 납품하기 위해서는 2년에 가까운 오랜 검증기간을 거쳐야하는데, 현재 타 디스플레이 기업들은 Apple IT 제품용 OLED 패널에 대한 인증 절차를 거치지 않은 것으로 알려졌다. 또한, 탠덤 구조를 사용하는 IT OLED용 패널 시리즈를 보유하는 것도 양사가 유일하다.

LGD 와 SDC 중
베스트는 SDC

그중, 동사의 핵심 고객사인 SDC의 IT OLED용 8.6세대 팹 증설로 인한 가격 경쟁 우위로 인해 동사가 더 큰 수혜를 받을 것이다. 탠덤 구조가 도입될 경우의 많은 장점들에도 불구하고, 이전까지 도입하지 못했던 주된 원인은 유기물층이 2배로 들어가게 되면서 발생하는 높은 단가 문제였다. **올해 2분기부터 가동될 8.6세대 팹의 이전 대비 117% 늘어난 원장 당 생산량으로, 디스플레이 단가를 약 18.8% 절감하여 이러한 비용 문제를 해소할 수 있을 것이다.**

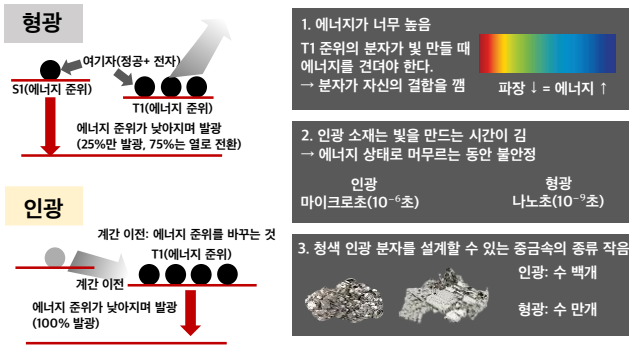
Apple IT OLED 로
얼마나 Q 가 증가?

본서의 논지와 추정에 따르면, SDC는 Apple에게 27년까지 기존 LCD 패널을 OLED 패널 제품으로 대체하기 위해 MacBook Pro M6용 1,067,040m^2, iPad mini 8용 874.5m^2, iPad Air M5용 329,250m^2, iPad Pro M6용 2,889.6m^2의 디스플레이 패널을 납품할 것이다.

Apple IT OLED 로
기대되는 동사의
추가적인 매출은?

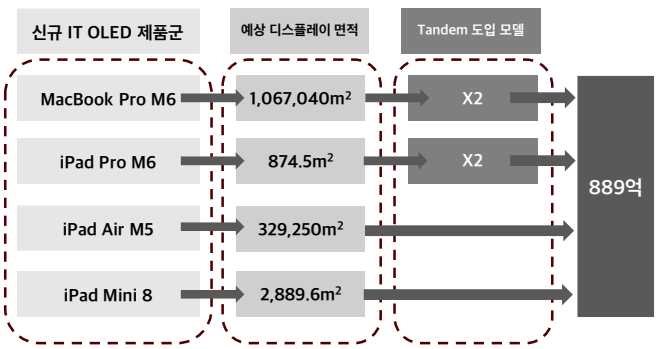
이에 더해, Apple이 OLED 디스플레이를 장착할 IT 제품군 중 일부 모델(MacBook Pro M6, iPad Pro M6)은 동사의 소재가 2배로 사용될 탠덤 구조를 사용하게 될 것을 고려해본다면, **27년 기준 동사에게는 OLED 패널 발광소재 부문에서 889억 원의 추가적인 매출이 기대된다.**

도표 4-2. 형광과 인광



출처: LGD, SDC Newsroom, SMIC 5팀

도표 4-3. IT OLED 제품군 확장 및 탠덤 구조로 인한 수혜



출처: SMIC 5팀

4.2. Black PDL과 iPhone Fold

비발광소재도 잘하는 동사

동사의 해자는 기존 핵심 타겟인 발광 소재(HTL, Prime)에만 국한되지 않는다. **21년, 기존 PDL의 한계를 극복한 'Black PDL'을 세계 최초로 상용화하며, 비발광 소재에 대한 확실한 차별점을 확보하는 데 성공했다.** 이는 PDL을 Black PDL로, 편광판을 Color filter 및 Black matrix로 대체하는 구조이다. 기존 편광판은 외부의 빛과 내부에서 방출하는 빛 모두를 50% 흡수하여 빛 송출 과정에서 전력 소모의 증가와 배터리 성능 저하의 결과를 초래했다.

Black PDL 의 강점: 소비 전력 개선 & 패널 두께 감소

Black PDL은 소비 전력 개선 및 패널 두께 감소라는 강점을 지닌다. Black PDL은 빛을 방출하는 발광층과 분리돼있어 외부의 빛만 흡수하여 기존 PDL 및 편광판 구조 대비 소비 전력이 약 37% 낮다. 또한, 기존 편광판의 두께는 0.1mm 정도였지만, Black PDL을 통해 편광판이 0.01mm의 Color filter 및 Black Matrix로 대체되며 패널의 두께가 기존 대비 약 20% 감소되었다.

폴더블 휴대폰 → Black PDL 필수

Black PDL은 현재 출시되고 있는 폴더블폰에 있어 필수적인 기술이다. Black PDL을 최초로 사용했었던 Galaxy Z Fold/Flip 3 이전 모델들은 배터리 용량 문제와 디스플레이 불량 문제가 자주 발생했다. 배터리 용량 문제는 Black PDL 소재 사용으로 인한 전력 소모 감소와 두께 감소를 통해 개선되었다. 또한, 플라스틱으로 구성된 편광판 소재는 힌지 과정에서 강한 응력이 발생하여 유기물이 쉽게 손상되었는데, Black PDL을 사용하게 되면서 응력이 감소했고, 응력 분산이 용이한 PI(폴리이미드) 소재로 변경되면서 패널 자체에 가해지는 부담이 완화되었다.

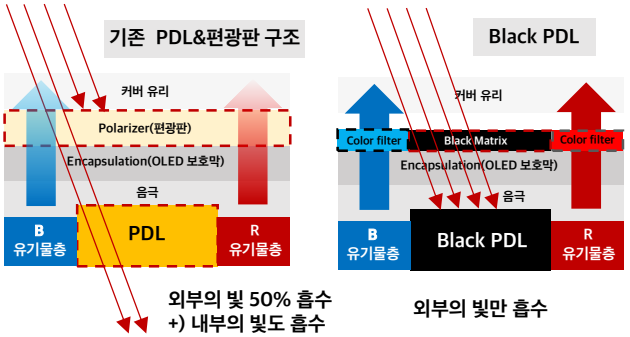
Apple 도 출시할 폴더블 스마트폰

올해 9월, Apple 최초의 폴더블 스마트폰 모델인 iPhone Fold가 출시될 예정이며, 해당 모델에 동사의 Black PDL 소재가 들어갈 것이다. 현재 SDC는 26년 4월부로 폴더블 스마트폰용 OLED 패널에 대해 3년 독점 공급 계약을 맺은 상황이다. Apple은 SDC의 Z Fold/Flip 시리즈에 사용된 무편광판 OLED 패널 레퍼런스를 반영해 공급사를 선정했으며, 그 결과 3년 동안 출시될 모든 Apple의 폴더블 스마트폰 모델에 동사의 Black PDL이 필수적으로 사용된다. **본 보고서의 추정에 따르면, 27년 기준 SDC가 납품할 폴더블 OLED 패널의 수는 25년 대비 약 3.4배이며, 각 기종별 디스플레이 패널의 면적을 고려해보았을 때, 242억 원의 매출이 기대된다.**

차질 없이 출시될 iPhone Fold

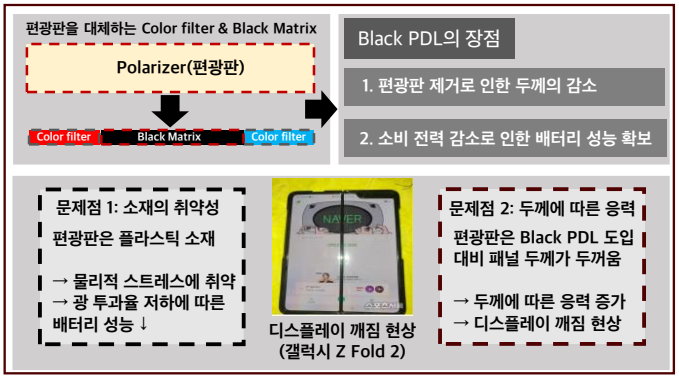
iPhone Fold는 올해 9월에 차질없이 출시될 가능성이 높다. 일각에서는 iPhone Fold의 출시가 내년 중으로 미뤄질 수 있다는 의견을 제시한다. 허나, 현재 Apple의 CEO가 팀 쿡에서 존 터너스로 올해 9월 중으로 변경되며, 그 시기에 맞춰 iPhone Fold 출시를 통해 새 CEO의 쇼케이스를 진행할 가능성이 높다. 또한, 그동안 iPhone Fold 출시의 병목이었던 힌지 공급사 선정 및 화면 주름 문제는 올해 SDC의 무주름 기술 개발과 더불어 공급사 선정 소식을 통해 해소되었다.

도표 4-4. Black PDL



출처: 동사, Dart, SMIC 5팀

도표 4-5. 기존 폴더블 스마트폰의 문제



출처: 언론종합, SDC, SMIC 5팀

Black PDL 의 확장성: 바형 스마트폰

폴더블 스마트폰에서 더 나아가, Black PDL의 바형 스마트폰 시장 진출 확장 또한 기대된다. 지금까지의 Black PDL 소재는 폴더블 스마트폰에만 사용되었다. 허나, SDC는 동사의 Black PDL 소재가 사용되는 무편광판 기술을 응용하여 사생활보호기능인 FMP(Flex Magic Pixel) 기술을 개발 후 올해 출시된 Galaxy S26 시리즈에 이를 접목하였다. 이는 Black PDL의 수평 각도를 조절하여 구현하기에, 기존 PDL 및 편광판 구조로는 구현할 수 없다. 따라서 FMP의 기술적 가치에 따라, Galaxy S 기종에 지속적으로 Black PDL이 사용될 가능성이 높다.

Black PDL 의 확장성: IT&전장 디스플레이

Black PDL은 스마트폰용 디스플레이 시장을 넘어 훗날 IT 디스플레이 시장들과 전장 디스플레이 시장으로도 진출할 수 있을 것이다. Black PDL은 발광 시의 소비 전력을 개선하는 동시에 발열을 감소시켜 패널의 수명을 증가시킨다. 이는 모바일 대비 교체 주기가 긴 IT 제품들과 전장에 적합하다. 결과적으로, 스마트폰 디스플레이 대비 IT 제품들과 전장이 요구하는 디스플레이 면적 자체가 크다는 점을 고려해보았을 때, Black PDL의 수요가 가파르게 증가할 수 있을 것이다.

SDC 레퍼런스가 없는 JSR 진입 X

다른 경쟁사들이 SDC향 Black PDL 공급망을 확보할 가능성은 낮다고 판단된다. 우선, 동사를 제외하고 유일하게 양산 가능한 일본의 JSR은 SDC향 레퍼런스가 전무하다. 동사는 21년 Galaxy Z Fold/Flip 3을 시작으로, 모든 폴더블 기종 및 최근 Galaxy S26 시리즈에도 Black PDL을 납품한 이력이 있다. 반면 JSR의 경우, SDC의 공급망을 확보한다고 한들 패널 재설계 및 신뢰성 검사 과정을 다시 거쳐야하며 이는 막대한 시간과 비용을 요구될 것이다.

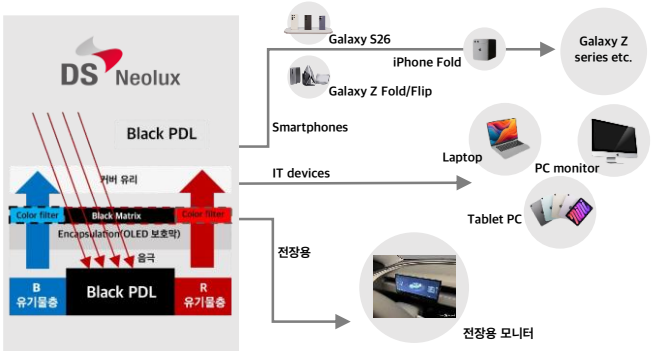
미쓰비시·도레이 → 수율 부족
미쓰비시 → LGD 향

양산 수율 확보 단계에 있는 미쓰비시와 도레이의 경우, 수율 증가 과정에서의 어려움이 있으며, 특히 미쓰비시의 경우, LGD향 공급을 목표로 한다는 측면에서 공급망 확보의 가능성이 낮다. 동사는 Black PDL 관련 오랜 레퍼런스를 통해 양산을 위한 수율의 기준 자체를 높인 상황이다. 이에 더해, FMP기술 구현을 위한 바형 스마트폰용 Black PDL 양산 레퍼런스가 유일무이한 점을 고려했을 때, 수율 확보의 기준을 맞추기에는 제한적이다. 또한 미쓰비시의 경우, 25년에 LGD향 Black PDL 관련 퀄리티 테스트를 진행하며, 현재 LGD향 공급망을 목표로 하는 것으로 예상된다.

기술 확보 자체의 어려움

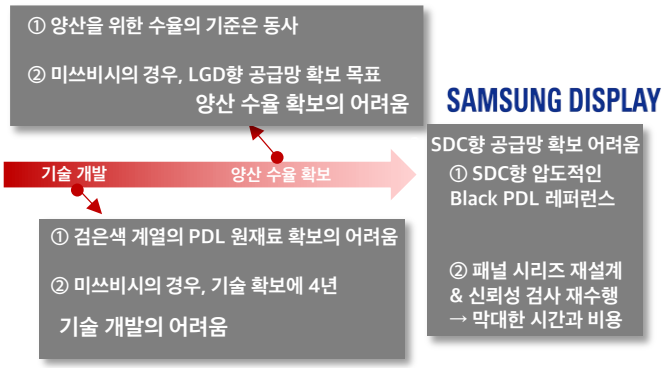
또한, 타 소재 기업들이 신규로 시장 진입하고자 기술을 확보하는 것 자체가 어려운 현실이다. 우선, 기술 확보의 핵심은 주황색 계열의 PDL 원재료인 FPI(광감응성 폴리이미드)를 빛 흡수를 위해 검은색 계열로 대체하는 것이다. 허나, 폴리이미드 자체의 자연색이 주황색이기 때문에, 인위적인 색소를 첨가하는 과정에서 빛에 반응하는 동시에 절연성을 띄여야하는 광감응성이 쉽게 충족되지 않는다. 미쓰비시의 경우 위 기술 확보에만 4년이 걸렸으며, 만일 기술 확보에 성공한다고 한들, 전술했던 논리에 의거하여 SDC향 공급망 확보는 쉽지 않다.

도표 4-6. Black PDL의 확장성



출처: SDC, Dart, 동사, SMIC 5팀

도표 4-7. Black PDL 경쟁사



출처: 각사, SDC, SMIC 5팀

5. New Cash Cow, 현대중공업터보기계 - 투자포인트 ②

동사의 든든한 캐시카우

덕산네오룩스가 24년 12월 인수해 25년 2분기부터 연결 편입한 현대중공업터보기계는 펌프·압축기·증기터빈 등의 회전기계를 제작하는 중공업 전문 자회사로, 덕산네오룩스의 안정적인 캐시카우이다. 사업부 비중은 펌프와 압축기가 각각 40%, 증기터빈은 10% 수준이므로, [투자포인트 ②]는 펌프·압축기를 중심으로 다룬다. 동사의 편입 직후, 총 현금성자산은 24년 기준 712.6억 원에서 25년 1,262.9억 원으로, 약 77.4% 급증하며 단숨에 천억 원대의 유동성이 확보되었다.

가스터빈·원전향 매출비중 ↑

동사의 매출 구조는 최근 LNG 가스터빈과 원전 향으로 집중되고 있다. 동사 회전기계는 본래 정유·석유화학·조선·발전 등 다양한 전방으로 분산되지만, 전 세계적 전력 수요 폭증이 LNG 복합화력 슈퍼사이클과 원전 르네상스를 동시에 불러일으키며 현재 매출의 90%가량이 원전과 가스터빈에서 발생하고 있다. **정유·석유화학 같은 전통 시장 대비 마진과 성장성이 비교적 높은 두 시장에 매출이 집중된다는 점에서 견조한 실적이 지속될 것으로 예상된다.**

5.1 미쓰비시를 등에 업은 압축기

ECAC: 가스터빈 냉각용 압축기

압축기는 기체에 압력을 가해 부피를 줄이고 에너지를 높이는 회전기계로, 발전소와 대형 플랜트에서 가스나 공기를 공정 곳곳으로 밀어 보내는 핵심 인프라이다. 이 중에서도 ECAC (Enhanced Cooling Air Compressor)는 연소기 냉각용 압축기로서 전술한 가스터빈 수요 상승의 수혜를 받으며 동사 압축기 매출을 견인하고 있다.

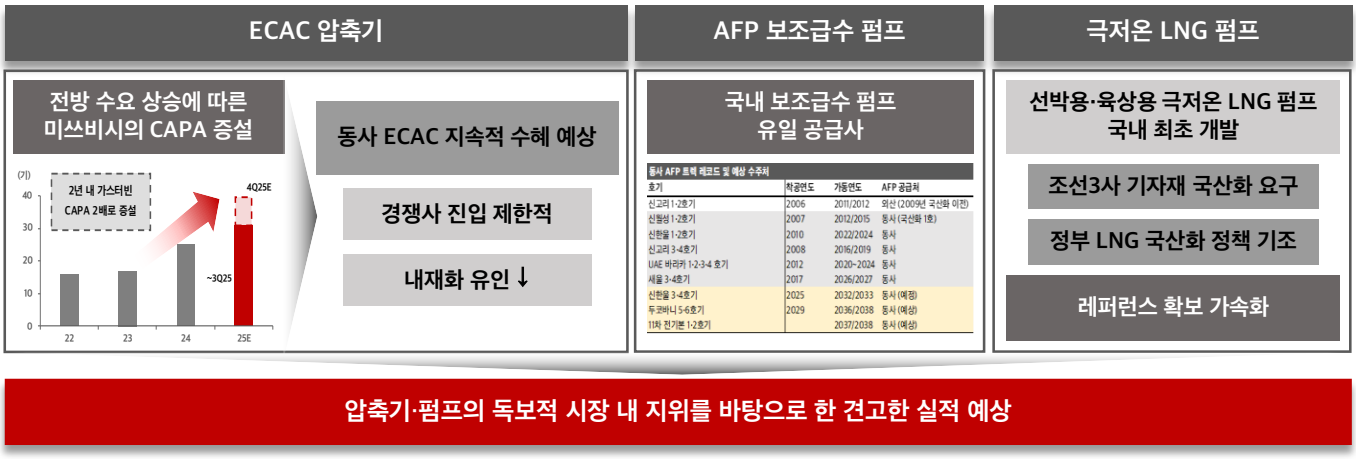
ECAC: 고온의 대형화 가스터빈에 필수적

ECAC는 가스터빈의 대형화 및 효율화를 위해 필수적이다. AI 데이터센터발 전력 수요 폭증으로, 출력과 효율을 동시에 높이기 위해 가스터빈을 대형화하고 터빈 입구 온도를 높이고 있어, 가스터빈 입구 온도는 약 1,650℃까지 치솟는다. 이 온도대에서는 합금 블레이드와 세라믹 코팅으로도 부품이 녹는 것을 막을 수 없어, 차가운 고압 공기를 강제 주입해 온도를 낮춰야 한다. 이러한 차가운 고압 공기를 주입하는 것이 ECAC이며, 가스터빈의 핵심 기자재로 자리 잡고 있다.

미쓰비시 중공업 ECAC Sole Vendor

세계 3대 가스터빈 OEM 중 하나인 미쓰비시 중공업은 동사에 ECAC를 외주하는 구조를 택했다. 가스터빈용 ECAC는 한 번만 작동이 중단되어도 발전소 전체의 정전으로 이어질 수 있기에 안정적인 레퍼런스가 절대적인데, 동사는 11년 기술제휴 이후 8년의 누적 검증 끝에 19년 JAC 시리즈용 ECAC 양산에 진입했다. **JAC는 미쓰비시의 전체 가스터빈 매출 중 90%가량을 차지하는 가장 높은 출력의 대형 가스터빈이며, 동사는 JAC 향 ECAC의 유일한 공급사이다.**

도표 5-1. 현대중공업터보기계 사업부 개괄



출처: 미쓰비시 중공업, 한국수력원자력, SMIC 5팀

전방 수요 폭증에 따른 CAPA 증설

현재 가스터빈 수요 상승에 따라 미쓰비시의 수주잔고는 29년까지 이어져 있는 것으로 알려져 있다. 이에 따라, 미쓰비시는 27년까지 가스터빈 생산능력을 현재 대비 두 배로 확대할 것을 밝힌 바 있다. **동사도 증설을 통해 전방 수주 증가에 선제적으로 대응할 것으로 예상되며, 이에 따른 견조한 매출이 기대된다.** 실제로, 16년 미쓰비시가 JAC 시리즈를 정식 출시한 후 누적 발주가 47기로 폭증하자, 동사는 이듬해 가스압축기 설비를 확장하며 ECAC 양산에 돌입한 바 있다.

JAC 한 대에 ECAC 도 한 대

미쓰비시 JAC 시리즈 1기당 ECAC 1세트가 필수적으로 탑재되는 구조임을 고려할 때, 미쓰비시의 가스터빈 생산능력 2배로 확장되며 동사의 압축기 매출 또한 동반 상승할 것으로 판단된다. 압축기 매출이 전사 매출의 약 40%를 차지하는 핵심 사업부라는 점에서, 고부가가치 압축기 확대는 수익성 제고로도 이어질 것이다. 이는 3대 가스터빈 OEM 사의 가스터빈에 1 대 1로 필수 탑재되는 핵심 부품인 만큼, 일반 압축기 대비 확고한 프리미엄을 인정받고 있기 때문이다.

레퍼런스 축적까지 오랜 기간 소요

미쓰비시 JAC향 ECAC 시장에서의 독점적 지위는 향후 최소 4~5년간 견고하게 유지될 것이다. 우선, 한화파워시스템이나 Ebara와 같은 국내외 산업용 압축기 업체들은 ECAC 관련 기술력을 확보하지 못했으며, 기술 개발부터 레퍼런스 확보까지는 상당한 기간이 소요된다. 실제로 동사는 미쓰비시와의 11년 기술제휴를 시작해 19년 ECAC 양산까지 총 8년이 소요되었다. **기술 개발에 성공한다 하더라도, 글로벌 3사로 발주를 받기 위해 필수적인 레퍼런스를 쌓는 과정까지 추가로 소요되므로 현재 기술을 갖추지 못한 업체들의 단기간 내 유입은 매우 제한적이다.**

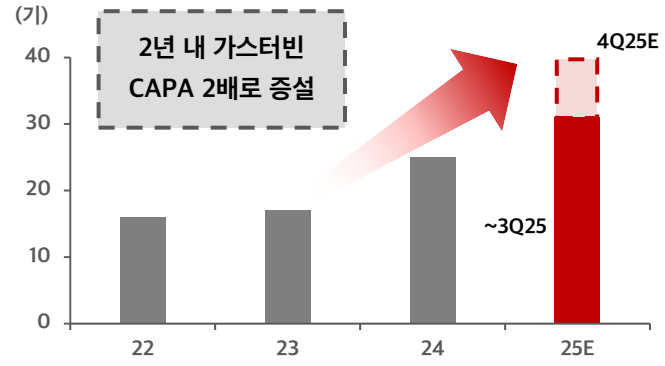
가스터빈 간 호환 문제 및 기술 유출 우려

GE Vernova나 Siemens Energy 등은 가스터빈용 압축기를 그룹 내부에서 직접 조달하는데, 호환 문제와 기술 유출의 우려로 미쓰비시사로의 압축기 수주는 사실상 어려울 것이다. 양사의 경우 미쓰비시와 달리 전력 업체로 출발하여, 초기 가스터빈 개발 시부터 관련 제품을 그룹 내부에서 개발 및 조달하였다. ECAC는 가스터빈 각각에 맞춤형으로 생산되는 주요 기자재로, 터빈 간 호환이 되지 않는다. 또한, 맞춤형으로 설계되는 만큼 압축기 설계를 위해 터빈 자체의 정보에 대한 높은 접근성이 요구된다. 따라서, 제조사와 기자재 공급사 간 공급망이 매우 폐쇄적이며, 기술 유출 우려로 한 벤더에서 두 개 이상의 메인 터빈 업체에 공급하는 것은 제한된다.

본업 바쁜 상황에서 내재화 유인도 ↓

이러한 상황에서 미쓰비시가 GE나 Siemens처럼 압축기를 내재화할 가능성은 매우 낮다. 전술한 것처럼 메인 가스터빈이 수요 폭증으로 인해 CAPA를 2배로 증설해야 하는 상황에서, 전체 터빈 단가 대비 비중이 1%도 되지 않는 압축기 시장으로 신규 진입할 유인이 적다. **결과적으로, 동사의 압축기 사업부는 가스터빈향 수주에서 지속적인 수익이 발생할 것으로 예상되며, 중장기적으로 전방 미쓰비시의 증설에 따른 추가적인 매출 성장을 이룩할 것으로 기대된다.**

도표 5-2. 미쓰비시 중공업 가스터빈 신규 수주 규모



출처: 미쓰비시 중공업, SMIC 5팀

도표 5-3. ECAC 잠재 경쟁사 분석

출처: SMIC 5팀

5.2. DS DS Pump this party!

원전용 펌프 부상

동사의 펌프 사업부는 적용 환경에 따라 크게 세 갈래로 나뉜다. 첫째는 원자력 발전소에 들어가는 안전등급펌프, 둘째는 복합화력 발전소에 들어가는 보일러 급수펌프와 순환수펌프, 셋째는 LNG 터미널이나 운반선에 들어가는 극저온 펌프이다. 이 중 동사 매출의 핵심은 원자력 펌프, 그중에서도 동사가 국내 단독으로 공급하는 보조급수 펌프(AFP)이다. **전력 수요 폭증으로 부활한 원전 르네상스 사이클의 수혜로 향후 지속적인 매출이 발생할 것으로 기대된다.**

보조급수 펌프는 원전에 필수적

보조급수 펌프는 원전의 안정적 운영을 위해 필수적이며, 안전계통 1·2 등급(Q-Class)의 가장 까다로운 인증을 요구하는 핵심 기자재이다. 원전은 핵분열로 발생한 열로 증기를 만들어 터빈을 돌리는데, 이러한 증기를 만들기 위해서는 증기 발생기에 끊임없이 급수를 공급해야 한다. 평시에는 메인 보일러급수펌프(BFP)가 이 역할을 하나, 정전이나 고장 등으로 BFP가 멈추면 증기발생기가 말라 노심의 잔열을 빼지 못해 노심 용융과 같은 후쿠시마형 사고로 직결된다. **AFP는 이러한 상황에서 작동해 비상 급수를 공급하는 마지막 백업이며 높은 안전 인증 수준이 요구된다.**

국내 보조급수 펌프 단독 공급자

동사는 이러한 국내 보조급수 펌프 시장에 있어 사실상의 단독 공급자이다. 동사는 09년 AFP를 최초로 국산화한 이후, 가동된 모든 신규 원전에 단독 납품해 왔다. 또한, 한국수력원자력(한수원) 동반성장 우수협력기업으로 지정되어, 발주 단계부터 우선 협력사 지위를 부여받고 있다. 실제로 신고리 3·4호기, 신한울 1·2호기, 신고리 5·6호기, UAE 바라카 1·2·3·4호기 등에 보조급수 펌프를 공급했으며, 사실상의 독점을 유지하고 있다.

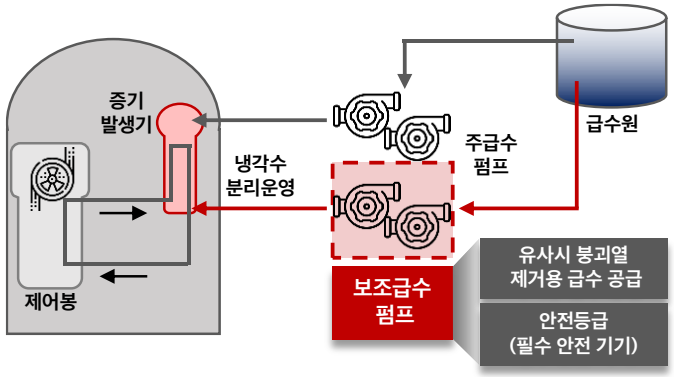
신규 경쟁사 진입 제한적

AFP 사업부 내 경쟁사가 단기간 내 유입될 가능성은 작다. 한수원 유자격 업체는 동사를 제외하고 효성굿스프링스와 Celeros사가 존재한다. 다만 이들은 1차 회로 펌프에 주력하는 기업으로, 국내 APR1400 원전향 AFP 납품 레퍼런스는 없다. **AFP는 작동 실패가 곧 노심 용융으로 직결되는 핵심 기자재인 만큼, 누적 레퍼런스 없는 신규 진입자의 단기간 내 침투는 어려울 것이다.**

국내 보조급수 수주는 동사에게로!

따라서, 향후 국내외 원전 보조급수 펌프 발주는 동사가 지속 확보할 가능성이 높다. 25년 5월 콘크리트 타설에 들어간 신한울 3·4호기를 시작으로 두코바니 5·6호기, 제 11차 전력수급기본계획에 따른 신규 원전 2기 등 AFP 발주가 차례대로 이어질 것으로 예상된다. **또한, 신규 호기 납품 외에도 기존 가동 원전 12기의 정기 교체 수요 또한 안정적으로 발생해 동사 펌프 사업부의 이익 지속성을 뒷받침할 것이다.** 즉, 단발성 수주 모멘텀에 그치지 않고, 안정적인 캐시카우로써 전사의 실적 하방을 단단하게 지지해 줄 것이다.

도표 5-4. 원전 보조급수 펌프 구조도



출처: 한국수력원자력, SMIC 5팀

도표 5-5. 동사 AFP 수주처

동사 AFP 트렉 레코드 및 예상 수주처

호기	착공연도	가동연도	AFP 공급처
신고리 1·2호기	2006	2011/2012	외산 (2009년 국산화 이전)
신월성 1·2호기	2007	2012/2015	동사 (국산화 1호)
신한울 1·2호기	2010	2022/2024	동사
신고리 3·4호기	2008	2016/2019	동사
UAE 바라카 1·2·3·4 호기	2012	2020~2024	동사
새울 3·4호기	2017	2026/2027	동사
신한울 3·4호기	2025	2032/2033	동사 (예정)
두코바니 5·6호기	2029	2036/2038	동사 (예상)
11차 전기본 1·2호기		2037/2038	동사 (예상)

+

기존 가동 원전 12기 정기 교체 수요

출처: 한국수력원자력, 언론종합, SMIC 5팀

5.3. One and Only 극저온 펌프

극저온 LNG 펌프 최초 국산화

극저온 펌프는 LNG를 -163℃ 상태에서 이송할 수 있게 하는 특수 펌프로, 선박용과 육상 터미널용 두 갈래로 나뉘는 동사의 미래 성장 동력이다. 그간 한국은 글로벌 대형 LNG선 발주 1위와, LNG 수입 5위라는 거대한 시장을 가지고 있음에도 극저온 펌프 자체는 미국·프랑스·일본·이탈리아 등으로부터 전량 수입에 의존해 왔다. **동사는 20년 정부 국책과제 선정을 계기로, 국내 최초로 선박용 및 육상 터미널용 펌프 국산화에 성공했으며 차세대 매출 동력을 확보했다.**

중장기 조선 3 사 진입 가능성 ↑

동사는 LNG 추진선 연료 공급 펌프 국산화를 기반으로 향후 국내 조선 3사 향 진입이 가능할 것이다. 23년 관련 제품 개발을 완료했으며 현재는 저가 수주를 통해 초기 레퍼런스 확보에 집중하고 있다. 동사의 잠재 수주처인 HD한국조선해양, 삼성중공업, 한화오션 3사는 글로벌 LNG선 발주의 과반 이상을 점유하고 있다. 또한, IMO 환경규제 강화로 LNG 추진선 발주까지 본격화되며 대체 발주 수요가 확대되고 있다. **즉, 전방 시장은 구조적으로 확대되고 있으며, 동사가 개발한 연료공급펌프의 레퍼런스가 확보되면 견조한 실적으로 이어질 수 있을 것이다.**

조선 3 사 LNG 기자재 국산화 요구

조선 3사 입장에서도 연료 공급 펌프의 국산화 필요성이 높아지고 있다. 실제로, 삼성중공업 최성안 부회장은 최근 정부 간담회에서 동사의 연료 펌프 개발 완료를 직접 언급하며 국책선 건조 시 국산 펌프 채택을 공개 요청했다. 일반 상선은 선주의 요구에 따라 외산 채택이 불가피할 수 있지만, 국책선은 정부의 의지에 따라 국산 적용이 가능하여, 기자재의 빠른 국산화를 요구한 것이다. **중국이 글로벌 조선업에서의 영향력을 키워나가는 상황에서, 국내 조선 3사 입장에서도 외산에 의존하는 구조에서 벗어나 기자재 국산화를 통해 비용 효율화를 꾀하고자 하는 것이다.**

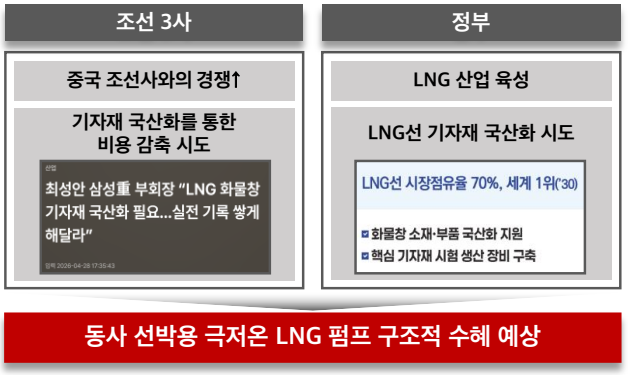
정부 LNG 기자재 국산화 시도

정부의 LNG 기자재 국산화 기조 역시 동사의 레퍼런스 확보를 가속할 것이다. 정부는 LNG 화물창 국산화를 초혁신경제 15대 프로젝트로 지정했으며, 30년 LNG선 점유율 70%를 목표로 하는 등 관련 산업 육성에 만전을 기하고 있다. 이에 따라 국책선에 동사의 펌프가 사용될 경우, 이른 레퍼런스 확보로 조선 3사 향 매출이 근시일 내 더 발생할 수 있을 것이다.

육상용 극저온 LNG 펌프까지 국산화

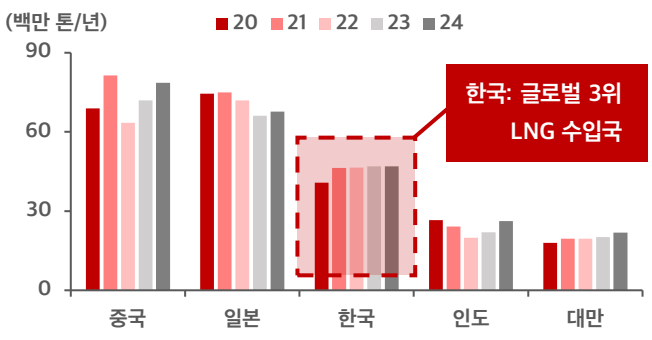
선박용 LNG 펌프에 더해, 25년 12월 동사는 육상 LNG 터미널용 극저온 펌프까지 국내 최초 국산화에 성공했다. 한국은 글로벌 LNG 수입량 순위가 5위에 달하는 국가로, LNG 저장탱크에 연료를 주입하고 이송하는 과정에서 극저온 펌프의 활용도가 매우 높다. 따라서, 향후 가스 공사의 인천·평택·통영·삼척·제주 5개 기지의 추가 발주가 가시화되면, 국내 첫 상용 레퍼런스 확보와 함께 중장기 수주 확대가 지속될 것으로 기대된다.

도표 5-6. 동사 선박용 LNG 펌프의 구조적 수혜



출처: 재정경제부, 언론종합, SMIC 5팀

도표 5-7. 국가별 LNG 수입량



출처: International Gas Union, SMIC 5팀

6. Valuation - SOTP Method

6.1. 매출 추정

동사는 사업보고서상 소재별로 제품군 분류를 거치지 않으며 소재와 가스터빈으로 양분된다. 그러나 본서에서는 투자포인트에서 상술하였듯 전방의 출하량에 의한 Q 상승을 규명하기 위해, 동사의 매출을 임의로 SDC향 매출, 비SDC향 매출, 현대중공업터보기계 매출로 분류해 추정하였다.

최종 매출 추정 Table

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**278,441**	**337,607**	**361,373**	**449,480**	**504,094**
YoY (%)		***21.2%***	***7.0%***	***24.4%***	***12.2%***
SDC향 매출	142,700	193,700	182,100	248,948	285,727
% of sales	*51.2%*	*57.4%*	*50.4%*	*55.4%*	*56.7%*
비SDC향 매출	21,000	18,600	20,100	20,100	20,100
% of sales	*7.5%*	*5.5%*	*5.6%*	*4.5%*	*4.0%*
현대중공업터보기계 매출	114,741	125,307	159,173	180,432	198,267
% of sales	*41.2%*	*37.1%*	*44.0%*	*40.1%*	*39.3%*

(1) OLED 매출

SDC향 매출 추정

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**142,700**	**193,700**	**182,100**	**248,948**	**285,727**
YoY (%)		***35.7%***	***-6.0%***	***36.7%***	***14.8%***
기존 유기발광소재 매출	133,571	152,430	165,478	181,745	172,453
% of SDC향 매출	*93.6%*	*78.7%*	*90.9%*	*73.0%*	*60.4%*
신규 제품군 유기발광소재 매출				48,777	88,995
% of SDC향 매출				*19.6%*	*31.1%*
Black PDL 매출	1,130	1,271	6,463	18,426	24,279
% of SDC향 매출	*0.8%*	*0.7%*	*3.5%*	*7.4%*	*8.5%*
기타 SDC향 매출	7,999	39,999	10,159	0	0
% of SDC향 매출	*5.6%*	*20.6%*	*5.6%*	*0.0%*	*0.0%*

SDC향 매출은 OLED 제품군 및 Black PDL 등으로 분류하고, 모델별 출하량 및 점유율을 대입하여 산출하였다. 동사 OLED 소재 ASP는 2026년 1분기 수출 데이터 기준가에 2024년 연간 누적 변화율(-1.4%)을 2개년 누계 적용하여 추정하였다. M13 교체 및 M14 도입기였던 2024년의 시계열 구조가, M14 적용 직후이자 M16 도입을 앞둔 현시점의 제품 믹스와 정량적으로 유사하므로 Proxy로서의 적합성을 갖추었다는 판단에 기인한다.

Black PDL은 기존 소재 대비 2배 높은 무게당 ASP와 SDC의 특허 내용을 반영하여 도출한 전체 면적 대비 Black PDL이 도포되는 면적(40%)을 상쇄하여 산출한 기존 소재 80%의 ASP를 적용하였으며, 매출 인식 시점은 전방 출하량 대비 1반기 선행하는 리드타임을 반영하였다.

① 기존 OLED 제품군 매출

기존 OLED 제품군 매출 추정					
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
기존 제품군 매출	**133,571**	**152,430**	**165,478**	**181,745**	**172,453**
ASP (원/cm²/개)	4.66	4.72	5.28	6.02	5.83
iPhone OLED 매출	**54,373**	**65,696**	**73,464**	**73,066**	**67,030**
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)	233	242	246	215	203
SDC 점유율 (단위: %)	*50%*	*57%*	*57%*	*57%*	*57%*
가중평균 면적 (단위: cm²)	100	101	100	100	100
Samsung Galaxy OLED 매출	**77,235**	**78,774**	**84,606**	**98,219**	**99,279**
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)	236	238	246	220	215
SDC 점유율 (단위: %)	*68%*	*68%*	*63%*	*72%*	*77%*
가중평균 면적 (단위: cm²)	104	103	103	103	103
iPad Pro OLED 매출	**1,963**	**7,960**	**7,408**	**10,460**	**6,144**
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)	2	6	5	6	3
SDC 점유율 (단위: %)	*40%*	*40%*	*40%*	*45%*	*50%*
가중평균 면적 (단위: cm²) ×2 텐덤	702	702	702	702	702

iPhone 및 Galaxy 기존 제품군 출하량은 2017~2018년 Galaxy 저가 세그먼트의 출하량 하락률(-7.85%)을 Proxy로 적용하여 산출하였다. 이는 당시 저가폰 ASP 대비 메모리 원가 비중이 현재 양사 Mixed ASP 대비 메모리 원가 비중과 유사하므로, 메모리 가격 상승에 따른 수요 탄력성을 소명하기에 가장 적절한 지표라는 판단에 기반한다.

iPhone 내 SDC 점유율 56.5%는 BOE의 저가 세그먼트 진입으로 인해 추가 상승이 제한적이므로, **2025년 수치를 flat 처리하여 추정하였다.** Galaxy의 경우, LCD를 차용한 A 시리즈의 출하량 감소로 인해 점유율을 확대할 것이라 가정하였다. 자세한 추정은 [Appendix]에 첨부하였다.

iPad Pro 출하량은 M3·M4 모델의 제품 생애주기 내 총 출하량을 Proxy로 채택하여 추정하였으며, SDC 점유율은 M4 단종, M5 Mix 확대에 따라 2027년 50%에 다다를 것이라 가정하였다.

② 신규 IT OLED 제품군 매출

신규 제품군 매출은 전작의 출하량을 기저로 하되, OLED 전환 기종(M6 MacBook Pro, iPad mini 8, M5 iPad Air)에 대해서는 ASP 상승에 따른 수요 이탈분을 별도로 반영하여 산출하였다. 구체적으로 iPad Pro(M2 -> M4) 전환 사례에서 도출된 ASP 증가율 대비 출하량 감소율(1.36배)을 각 기종의 예상 ASP 증분율에 대입하여 실질 수요를 산출하였다. iPad Mac과 iPad Pro 모두 교체 주기가 길고, 디스플레이 프리미엄화에 대한 수용도가 저가 세그먼트 사용자 대비 높다는 점에서 유사성을 공유하고 있기에 Proxy로서의 적합성을 갖추었다고 판단하였다.

신규 Mac OLED 매출									
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	1H26E	2H26E	1H27E	2H27E	2026E	2027E
Mac 카테고리 매출				**8,528**	**14,240**	**18,980**	**21,139**	**22,768**	**40,119**
ASP (원/cm²/개)				6.07	5.97	5.88	5.79	6.02	5.83
M6 MacBook Pro OLED 매출 (단위: 백만 원)				**8,528**	**14,240**	**18,980**	**21,139**	**22,768**	**40,119**
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)				1.00	1.70	2.30	2.60	2.70	4.90
SDC 점유율 (단위: %)				*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
적용 면적 (단위: cm²) ×2 텐덤				1,404	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404

M6 MacBook Pro는 탠덤 OLED 탑재에 따른 원가 가산으로 ASP가 이전 모델 대비 21% 상승할 것으로 추정되며, 이에 따라 출하량은 이전 모델 대비 29% 감소할 것으로 추정한다. 점유율 및 면적의 경우, SDC A6 라인의 독점 공급 계약에 따른 100%와, 전작의 출하량 Mix(14인치 70% : 16인치 30%)를 유지한 가중평균 면적을 일괄 적용하여 산출하였다.

신규 패드 OLED 매출									
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	1H26E	2H26E	1H27E	2H27E	2026E	2027E
패드 카테고리 매출				**301**	**15,611**	**16,628**	**9,042**	**15,912**	**25,670**
ASP (원/cm²/개)				6.07	5.97	5.88	5.79	6.02	5.83
iPad mini 8 OLED 매출 (단위: 백만 원)				**301**	**3,938**	**970**	**-**	**4,239**	**970**
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)				0.30	4.00	1.00	-	4.30	1.00
SDC 점유율 (단위: %)				*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
적용 면적 (단위: cm²)				165	165	165	165	165	165
M5 iPad Air OLED 매출 (단위: 백만 원)				**-**	**6,286**	**9,289**	**3,813**	**6,286**	**13,102**
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)				-	4.00	6.00	2.50	4.00	8.50
SDC 점유율 (단위: %)				60%	60%	60%	60%	60%	60%
적용 면적 (단위: cm²)				439	439	439	439	439	439
M6 iPad Pro OLED 매출 (단위: 백만 원)				**-**	**5,387**	**6,369**	**5,229**	**5,387**	**11,598**
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)				-	2.50	3.00	2.50	2.50	5.50
SDC 점유율 (단위: %)				*42%*	*42%*	*42%*	*42%*	*42%*	*42%*
적용 면적 (단위: cm²) ×2 텐덤				860	860	860	860	860	860

신규 iPad 출하량은 OLED 전환에 따른 ASP 상승 영향을 반영하고자 mini와 Air에는 iPad Pro의 Proxy를, 전환이 없는 M6 Pro의 경우는 전작 출하량만을 Proxy로 활용하여 산출하였다.

iPad mini 8은 LTPS 공정상 LGD 진입이 불가해 SDC 100%를, M5 Air는 전작인 11인치 Pro의 점유율을 Proxy로 적용하였고, M6 iPad Pro의 SDC 점유율은 신규 라인(A6) 가동에 따른 기존 A4의 11인치 전용 전환 효과를 반영하여 42%로 산출하였다. MacBook 전용 라인(A6) 가동으로 기존 A4의 탠덤 CAPA가 iPad 11인치 물량으로 집중 배정될 수 있는 환경이 조성됐기 때문이다. 이에 따라 SDC의 11인치 CAPA(8M)가 LGD(2.5M) 대비 우위에 서며 점유율은 76%까지 상승할 것으로 보았다. 반면 13인치는 LGD 독점 공급 구조가 유지되므로, 최종 점유율은 초기 13인치 쏠림이 정상화된 이후의 CAPA 기반 믹스(55:45)를 가중 평균하여 도출하였다.

신규 폴더블 OLED 매출 추정 결과는 [Appendix]에 별도 기재하였다.

② Black PDL, 기타, 비SDC향 매출 추정

Black PDL 매출 합계					
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Black PDL 매출	**1,130**	**1,271**	**6,463**	**18,426**	**24,279**
BPDL ASP (원/cm²/개)	3.73	3.78	4.22	4.82	4.67
Samsung Galaxy S Ultra 매출			3,816	9,796	10,548
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)			8.00	18.00	20.00
적용 면적 (단위: cm²)	113	113	113	113	113
iPhone Fold OLED 매출				3,371	7,001
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)				7.00	15.00
적용 면적 (단위: cm²)	100	100	100	100	100
Galaxy Z Fold OLED 매출	1,130	1,271	1,714	1,955	1,895
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)	2.09	2.32	2.80	2.80	2.80
적용 면적 (단위: cm²)	145	145	145	145	145
Galaxy Z Flip OLED 매출			933	2,630	2,548
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)			1.70	4.20	4.20
적용 면적 (단위: cm²)	130	130	130	130	130
Samsung Z TriFold OLED 매출				674	2,287
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)				1.00	3.50
적용 면적 (단위: cm²)	140	140	140	140	140

iPhone Fold 출하량은 26년 초도 물량인 3M과 Apple Watch Ultra의 2년 차 침투율 5%를 proxy로 적용하여 산출하였다. 이는 폴더블 제품군의 수요가 검증이 완료된 상황에서 후행 진입해 빠르게 ramp-up 하는 Apple 특유의 확장 방식을 반영한 것이므로, Z Fold 1세대 성장률은 동일 제품군에 속하지만 낮은 시장 성숙도로 인해 Proxy로 부적합하다고 판단하여 배제하였다.

Ultra 제품군 출하량은 S25 Ultra의 5개 반기 출하량을 기반으로 S26, S27 Ultra 출하 시점에 맞추어 산출하였다. 삼성 폴더블폰 출하량은 가이던스인 7M를 차용하였으나, 2027년은 iPhone Fold 진입에 따른 잠식 가능성을 고려하여 총 출하량 수준을 flat하게 유지하며 보수적으로 산출하였다.

기타 SDC향 매출 & 타 고객사향 매출					
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
기타 SDC향 매출	7,999	39,999	10,159	0	0
타 고객사향 매출	21,000	18,600	20,100	20,100	20,100

기타 SDC향 매출은 수요처가 명확하지 않으므로 zero-flat 처리했으며, 타 고객사향 매출의 경우 중국 고객사가 저가형 OLED CAPA 확장에 나서고 있으나 보수적 추정을 위해 flat 처리했다.

(2) 터보기계 매출

현대중공업터보기계 매출 추정					
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	114,742	125,175	159,173	180,432	198,267
ECAC 매출			29,161	50,419	68,254
기타 매출			130,012	130,012	130,012

현대중공업터보기계 매출의 경우, 미쓰비시 향 ECAC 매출과 기타 매출로 나누어 추정하였다. 가동률의 경우, 투자포인트 2에서 전술하였듯 미쓰비시향 압축기 수주가 2배 증가할 예정이며, 가시성 높은 원전 향 펌프 수주가 2027년, 2028년에 예정되어 있음을 기반으로 현재의 Full-CAPA 상황이 연년 동안 유지될 것을 전제하였다.

기수주잔고 및 원전 수주 P, Q 추정은 동사의 수출 데이터를 기반으로 추적한 AFP의 세트당 ASP 이집트 엘다바 원전 향 Data 참조), Q 추정의 경우, 한국 표준형 원전 1기당 8개의 세트(AFP 4계통 × (모터 1대 + 터빈 1대))구조가 적용되는 것을 기반으로 신한울 3·4호기(2025년 기수주), 두코바니 5·6호기(2026년 신수주), 11차 전기본 신규 원전 2기(2027년 신규 수주) 합계 6기를 적용하여 도출하였다. 추정 과정의 경우 [Appendix]에 첨부하였다.

동사는 미쓰비시 향 수주에 대응하기 위해 2027년 하반기까지 ECAC 20대에 대응하는 만큼의 CAPA가 증설될 예정이다. 따라서 경주2공장이 완전히 가동되는 2028년까지 Ramp-up 과정에서 연간 6~7대 분량의 CAPA가 추가될 것이라 가정하였다.

ECAC ASP의 경우, 동사의 2025년 미쓰비시 향 매출액에 인도 대수를 안분하여 도출한 ASP에, 인도 시점을 감안하여 GE Vernoba의 2023년 ~ 2025년 연간 신규 수주 대형 터빈 가격 증가율을 적용하였다. 이는 투자포인트 2에서 상술한 듯, 동사는 미쓰비시향 ECAC 독점을 통해 여타 기자재와 달리 가격 전가력을 갖추고 있다는 전제에서 기반한다.

ECAC Q의 경우, 2026년에는 리드타임을 감안하여 미쓰비시가 전년 수주한 대형 터빈 대수인 27대, 2027년의 경우에는 미쓰비시의 2026년 가이던스인 33대를 적용하였다. 상세한 P, Q 추정 과정은 [Appendix]에 첨부하였다.

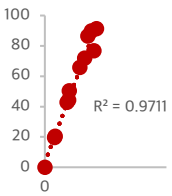
6.2. EBITDA 추정

(1) 덕산네오룩스(별도) 추정

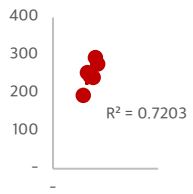
덕산네오룩스(별도) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**176,677**	**163,702**	**212,252**	**202,284**	**269,048**	**305,827**
YoY(%)	*-7.7%*	*-7.3%*	*29.7%*	*-4.7%*	*33.0%*	*13.7%*
매출원가	**116,927**	**106,253**	**132,228**	**120,372**	**157,814**	**179,344**
매출원가율(%)	*66.2%*	*64.9%*	*62.3%*	*59.5%*	*58.7%*	*58.6%*
GPM(%)	*33.8%*	*35.1%*	*37.7%*	*40.5%*	*41.3%*	*41.4%*
원재료비	86,561	71,926	91,283	76,743	102,072	116,026
% of sales	*49.0%*	*43.9%*	*43.0%*	*37.9%*	*37.9%*	*37.9%*
종업원급여	14,242	10,395	10,600	12,348	19,096	21,902
% of sales	*8.1%*	*6.3%*	*5.0%*	*6.1%*	*7.1%*	*7.2%*
감가상각비	5,520	6,732	6,766	7,322	6,472	7,454
% of sales	*3.1%*	*4.1%*	*3.2%*	*3.6%*	*2.4%*	*2.4%*
외주용역비	2,358	9,926	12,489	11,209	15,685	17,829
% of sales	*1.3%*	*6.1%*	*5.9%*	*5.5%*	*5.8%*	*5.8%*
사용권자산상각비	1,473	303	2,462	2,445	2,457	2,457
% of sales	*0.8%*	*0.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*0.9%*	*0.8%*
기타 매출원가	6,773	6,971	8,628	10,304	12,033	13,678
% of sales	*3.8%*	*4.3%*	*4.1%*	*5.1%*	*4.5%*	*4.5%*
판매비와관리비	**14,884**	**24,530**	**27,621**	**31,380**	**38,569**	**45,706**
판관비율(%)	*8.4%*	*15.0%*	*13.0%*	*15.5%*	*14.3%*	*14.9%*
OPM(%)	*25.4%*	*20.1%*	*24.7%*	*25.0%*	*27.0%*	*26.4%*
종업원급여비용	4,792	5,175	6,877	6,172	10,420	12,185
% of sales	*2.7%*	*3.2%*	*3.2%*	*3.1%*	*3.9%*	*4.0%*
감가상각비	801	1,490	1,691	1,858	2,098	2,365
% of sales	*0.5%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.9%*	*0.8%*	*0.8%*
지급수수료	6,569	10,119	10,361	13,567	13,910	17,368
% of sales	*3.7%*	*6.2%*	*4.9%*	*6.7%*	*5.2%*	*5.7%*
사용권자산상각비	182	226	72	95	84	84
% of sales	*0.1%*	*0.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
기타 판매비와관리비	2,539	7,520	8,619	9,688	12,056	13,704
% of sales	*1.4%*	*4.6%*	*4.1%*	*4.8%*	*4.5%*	*4.5%*
총 감가상각비	7,976	8,751	10,991	11,721	11,110	12,359
EBITDA	**52,843**	**41,671**	**63,394**	**62,252**	**83,776**	**93,137**
EBITDA Margin(%)	*29.9%*	*25.5%*	*29.9%*	*30.8%*	*31.1%*	*30.5%*

본서에서는 덕산네오룩스(별도)와 현대중공업터보기계의 마진구조가 상이하다는 측면에서 비용을 분리하여 추정하였다. 덕산네오룩스(별도)의 개별 계정에 대해서는 금액적 중요성을 가지는 ① 원재료비 ② 종업원급여 ③ 감가상각비 ④ 지급수수료를 중심으로 추정하였다.



① 동사의 원재료비는 유기 고분자 재료로, 재료가 다품종인 관계로 개별 추정이 불가하다. 따라서 매출액과 회귀식을 진행한 결과, 0.99라는 높은 상관성이 나타났다. **또한, 1Q26 동사의 SDC 향 수출데이터 ASP가 YoY 26% 증가했다는 점에서 26~27년 역시 25년 이상의 마진을 유지할 수 있다고 판단하여 보수적인 추정을 위해 25년 % of Sales 값으로 추정하였다.**



② 종업원 급여의 경우, 임원 급여와 직원 급여를 분리하여 추정하였다. 임원의 수와 임금은 유지된다고 가정하였으며, 직원의 수는 매출액과의 상관계수가 0.85로 회귀식을 바탕으로 추정하였다. 직원당 평균 보수의 경우, 25년 제조업평균임금인상률 3.5% 반영하여 추정하였다

③ 감가상각비는 유지 CapEx만으로 추정하였다. 동사는 현재 OLED 사업부에서 추가적인 설비투자계획이 없으며 가동률 역시 69.5% 수준이다. 이에 유지 CapEx 금액만 발생한다고 간주하여 이를 매출원가 및 판관비 과거 안분비율에 따라 안분하였다.

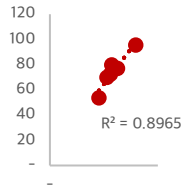
④ 지급수수료의 경우, 매출액 연동수수료와 그 외를 분리하여 추정하였다. 동사의 지급수수료는 브랜드 사용 계약 수수료, 료열티 지급 수수료와 기타로 분리되어 있으며 그 중 브랜드 관련 수수료와 기타 수수료는 매출액과 연동되는 구조를 보인다.

(2) 덕산네오룩스(별도) 추정

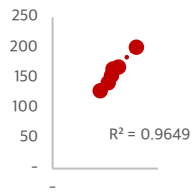
현대중공업터보기계(연결) 매출원가 및 판매비와관리비 추정

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**112,031**	**114,742**	**125,307**	**159,173**	**180,432**	**198,267**
YoY(%)	***5.9%***	***2.4%***	***9.2%***	***27.0%***	***13.4%***	***9.9%***
매출원가	**83,828**	**86,222**	**90,488**	**117,443**	**133,567**	**145,735**
매출원가율(%)	*74.8%*	*75.1%*	*72.2%*	*73.8%*	*74.0%*	*73.5%*
GPM(%)	***25.2%***	***24.9%***	***27.8%***	***26.2%***	***26.0%***	***26.5%***
원재료비	72,319	79,759	76,822	95,328	109,482	119,446
% of sales	*64.6%*	*69.5%*	*61.3%*	*59.9%*	*60.7%*	*60.2%*
인건비	3,831	3,218	4,683	5,267	5,917	6,410
% of sales	*3.4%*	*2.8%*	*3.7%*	*3.3%*	*3.3%*	*3.2%*
감가상각비	1,836	1,944	1,990	3,093	2,576	2,746
% of sales	*1.6%*	*1.7%*	*1.6%*	*1.9%*	*1.4%*	*1.4%*
기타	5,842	1,300	6,994	13,755	15,592	17,133
% of sales	*5.2%*	*1.1%*	*5.6%*	*8.6%*	*8.6%*	*8.6%*
판매비와관리비	**14,234**	**13,368**	**15,881**	**22,668**	**22,439**	**24,510**
판관비율(%)	*12.7%*	*11.7%*	*12.7%*	*14.2%*	*12.4%*	*12.4%*
OPM(%)	***12.5%***	***13.2%***	***15.1%***	***12.0%***	***13.5%***	***14.1%***
인건비	5,244	5,443	6,464	9,383	8,780	9,510
% of sales	*4.7%*	*4.7%*	*5.2%*	*5.9%*	*4.9%*	*4.8%*
감가상각비	170	124	658	244	192	201
% of sales	*0.2%*	*0.1%*	*0.5%*	*0.2%*	*0.1%*	*0.1%*
기타	8,820	7,801	8,760	13,041	13,467	14,799
% of sales	*7.9%*	*6.8%*	*7.0%*	*8.2%*	*7.5%*	*7.5%*
감가상각비	2,006	2,068	2,647	3,337	2,768	2,947
EBITDA	**15,975**	**17,221**	**21,585**	**22,399**	**27,194**	**30,969**
EBITDA Margin(%)	***14.3%***	***15.0%***	***17.2%***	***14.1%***	***15.1%***	***15.6%***

현대중공업터보기계(연결)의 경우, 금액적 중요성을 가지는 ① 원재료비, ② 인건비, ③ 감가상각비를 중심으로 추정하였다. 기타 항목의 경우 4개년 % of Sales로 추정하였다.



① 현대중공업터보기계는 비상장 자회사이기 때문에 주요 원재료(철강, 스테인리스)에 대한 정보가 전혀 제시되어 있지 않다. **따라서 원재료비는 매출액과의 상관관계가 0.95로 상관성이 높아 회귀식을 바탕으로 추정하였다.**



② 인건비의 경우, 직원 수 * 직원당 평균 보수로 추정하였다. 이때 직원 수는 매출액과 연동하여 증가시켰으며(R=0.88), 평균 급여는 최근 6개년 Avg Flat 처리하였다.

③ 감가상각비는 유지 CapEx와 확장 CapEx를 모두 고려하여 추정하였다. 현대중공업터보기계는 전방사인 미쓰비시 중공업의 CAPA 확장에 따른 추가 증설을 도모하고 있다. 다만, 과거 CapEx 대비 증가한 생산능력을 파악하는 것이 불가능해 최근 5개년 매출액/유형자산 비율을 고려하여 확장 CapEx 금액을 산출하였다. 안분비율의 경우, 과거 추이를 바탕으로 배정하였다.

(3) 기타손익, 금융손익, 법인세 추정

덕산네오룩스(별도) 기타손익

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
기타수익	**2,742**	**1,407**	**2,663**	**1,428**	**67**	**67**
외환차이	2,490	1,381	2,584	1,118	-	-
유형자산처분이익	3	-	2	-	-	-
무형자산처분이익	-	-	-	150	-	-
리스헤지이익	-	9	31	13	-	-
임대료수입	-	2	8	-	-	-
잡이익	249	14	38	147	67	67
기타비용	**2,429**	**1,821**	**4,141**	**5,695**	**211**	**211**
외환차이	2,015	1,539	569	1,700	-	-
유형자산처분손실	17	9	974	-	-	-
무형자산손상차손	0	-	2,495	3,737	-	-
무형자산평가손실	191	-	-	-	-	-
리스해지손실	5	-	-	-	-	-
기부금	200	249	102	255	202	202
잡손실	0	25	0	2	9	9

덕산네오룩스(별도) 금융손익

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
금융수익	**4,722**	**10,298**	**7,956**	**9,394**	**8,926**	**10,869**
이자수익	3,381	5,325	5,911	7,608	8,461	10,403
배당금수익	0	1	-	465	465	465
외환차익	879	3,189	100	-	-	-
외화환산이익	-	-	444	0	-	-
파생상품거래이익	321	692	505	655	-	-
파생상품평가이익	-	40	58	276	-	-
당기손익인식금융자산평가이익	140	1,051	938	390	-	-
금융비용	**5,341**	**1,504**	**3,530**	**3,234**	**1,535**	**1,482**
이자비용	777	788	830	1,519	1,535	1,482
외환차손	-	4	0	0	-	-
외환환산손실	4,163	29	-	26	-	-
파생상품거래손실	401	655	1,351	858	-	-
파생상품평가손실	-	-	33	-	-	-
당기손익인식금융자산평가손실	-	29	1,316	796	-	-
당기손익인식금융자산처분손실	-	-	-	36	-	-

현대중공업터보기계(연결) 기타손익

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
기타수익	**237**	**38**	**37**	**28**	**32**	**32**
유형자산처분이익	3	-	-	7	-	-
잡이익	234	38	37	21	32	32
기타비용	**3**	**226**	**5**	**3**	**2**	**2**
유형자산처분손실	-	0	3	-	-	-
기부금	3	2	2	2	2	2
잡손실	0	225	-	0	-	-

현대중공업터보기계(연결) 금융손익						
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
금융수익	**2,186**	**1,255**	**4,115**	**3,456**	**2,895**	**3,061**
이자수익	338	23	53	436	354	521
외화환산이익	140	172	1,629	326	567	567
외환차익	1,703	1,054	2,424	2,691	1,968	1,968
배당금수익	4	6	9	4	6	6
금융비용	**3,022**	**2,316**	**1,593**	**6,077**	**3,393**	**3,487**
이자비용	838	1,130	1,083	3,829	3,393	3,487
외화환산손실	1,011	197	9	930	-	-
외환차손	1,174	932	501	1,319	-	-
매출채권처분손실	-	57	-	-	-	-

기타손익, 금융손익, 법인세의 경우, 덕산네오룩스(별도)와 현대중공업터보기계(연결)를 동일한 논리로 추정하였다. 기타손익과 금융손익은 비경상적 항목, 헤지 성격의 항목은 0 Flat 처리하였으며, 경상적 항목은 최근 3개년 Avg Flat 처리하였다. 이자수익 및 이자비용은 이자부발생자산 및 이자부발생부채를 추정하여 이를 바탕으로 유효이자율을 계산해 산출하였다.

덕산네오룩스(별도) 법인세비용 추정						
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
법인세비용(환입)	**5,867**	**5,938**	**8,156**	**9,097**	**12,402**	**13,992**
법인세비용차감전순이익(손실)	44,788	41,754	53,908	62,193	79,913	90,020
유효법인세율(%)	*13.1%*	*14.2%*	*15.1%*	*14.6%*	*15.5%*	*15.5%*
현대중공업터보기계(연결) 법인세비용 추정						
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
법인세비용(환입)	**2,177**	**998**	**3,510**	**2,615**	**4,119**	**4,782**
법인세비용차감전순이익(손실)	13,366	13,904	21,492	16,466	23,958	27,626
유효법인세율(%)	*16.3%*	*7.2%*	*16.3%*	*15.9%*	*17.2%*	*17.3%*

법인세는 명목법인세율을 도출 후, 과거 유효법인세율/명목법인세율을 반영하여 추정하였다.

덕산네오룩스(별도) 추정 손익계산서						
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**176,677**	**163,702**	**212,252**	**202,284**	**269,048**	**305,827**
YoY(%)	***-7.7%***	***-7.3%***	***29.7%***	***-4.7%***	***33.0%***	***13.7%***
매출원가	116,927	107,483	132,228	120,372	157,814	179,344
매출총이익	59,750	56,220	80,024	81,911	111,234	126,483
GPM(%)	***33.8%***	***34.3%***	***37.7%***	***40.5%***	***41.3%***	***41.4%***
판매비와 관리비	14,817	23,375	27,621	31,380	38,569	45,706
영업이익	**44,934**	**32,845**	**52,403**	**50,532**	**72,665**	**80,777**
OPM(%)	***25.4%***	***20.1%***	***24.7%***	***25.0%***	***27.0%***	***26.4%***
기타손익	313	(181)	(1,478)	(4,268)	(144)	(144)
금융손익	(625)	8,776	4,427	6,160	7,392	9,387
지분법 손익	167	314	(1,444)	9,769	-	-
법인세비용차감전순이익	44,788	41,754	53,908	62,193	79,913	90,020
법인세비용	5,867	5,938	8,156	9,097	12,402	13,992
당기순이익	**38,921**	**35,816**	**45,752**	**53,097**	**67,511**	**76,027**
NPM(%)	***22.0%***	***21.9%***	***21.6%***	***26.2%***	***25.1%***	***24.9%***

상기 논의를 반영한 최종 손익계산서는 위와 같다. 계별 계정들의 구체적인 추정 논리와 현대중공업터보기계 추정손익계산서는 [Appendix.]에 첨부하였다.

6.3. Why SOTP Method?

도표 6-1. 덕산네오룩스 SOTP Valuation 구조도

출처: SMIC 5팀

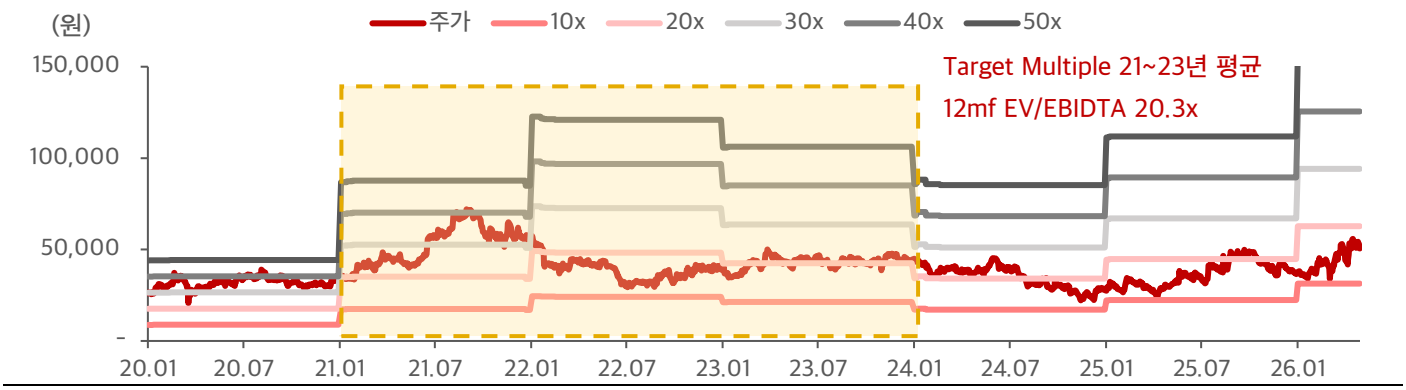
동사는 25년 2월 현대중공업터보기계의 지분을 인수하며 OLED 유기발광 소재 부문과 산업용 펌프·압축기라는 서로 다른 성격의 사업을 영위하고 있다. **두 사업부 모두 현재 성장성이 뛰어나지만 전방 시장, 산업의 변동성, 마진(OPM) 등을 고려했을 때, 단일 PER, PBR Multiple을 적용하면 양 사업의 본질적 가치를 왜곡할 가능성이 높다고 판단하여 SOTP Method를 채택하였다.**

각 사업부의 가치는 EV/EBITDA Multiple을 사용해 산정하였다. SOTP Method의 경우, Enterprise Value를 산출해야 하므로 Equity Value를 산출하는 PER, PBR은 적합하지 않으며, 현대중공업터보기계는 비상장사로 적합한 국내 Peer가 존재하지 않아 해외 상장기업을 Peer 비교하기 위해 EV/EBITDA를 채택하였다. 그와 반면에, 덕산네오룩스(별도)는 [투자포인트 ①]의 논지에 따라 OLED 소재사 중에서는 동사의 SDC향 공급우위, 기술력, 중화권 고객사 다변화 측면에서 경쟁우위에 있다고 판단하여 Historical EV/EBITDA로 과거 사이클로 비교하고자 했다.

본래 SOTP Valuation에서는 최종 Equity Value를 구할 때, 우선주와 순차입금 항목을 차감해야 한다. 하지만 동사의 경우, 우선주가 존재하지 않으며, 순차입금은 음수(-)가 나와 오히려 목표주가의 (+)요인으로 작용한다. **따라서 본서의 SOTP Valuation은 순차입금을 0으로 가정하였다.** 또한, 기타 종속 및 관계기업은 본사 영업과 무관하며, 동사 [투자포인트 ①], [투자포인트 ②] 논리와 무관하므로 할인율 100%를 적용하였다. 그와 반면에, OLED 사업을 위한 성도DS전자재료유한공사의 경우에는 할인율을 50%만 적용하였다.

6.4. Target Multiple 선정

도표 6-2. 덕산네오룩스(별도) SOTP Valuation 구조도



출처: SMIC 5팀

21~23년 Historical 12mf EV/EBITDA 20.3x를 덕산네오룩스(별도)의 Target Multiple로 제시한다. 해당 시기를 Target으로 선정한 이유는 아래와 같다. ① Black PDL 모멘텀과 전방 디바이스 라인업 확대 측면에서 정합성이 높다. 21년은 삼성 OLED 노트북 최초 출시(21년 5월), iPhone 전 라인업에서의 OLED 채택이 본격화된 시기다. 현재는 MacBook Pro(26년 9월), iPad mini 8(26년 9월), iPad Air M5(27년 3월) 등에서 OLED가 신규 투입된다는 유사성이 있다. 또한, 21년에는 양산화를 성공한 Black PDL이 Galaxy Z Fold/Flip 3(21년 8월)에 투입이 시작되었다면, 현재는 Galaxy S26 시리즈(26년 3월), iPhone Fold(26년 9월)에 공급된다. 다만, 현재는 주식시장에서 디스플레이 시장에 대한 관심도가 하락했고, 기존 디스플레이 시장이 시클리컬 산업으로 인식된다는 점에서 과거 사이클 전체의 평균적 Multiple을 보수적으로 적용했다.

이익의 양적, 질적 차원에서도 21~23년의 Multiple을 사용하는 것은 보수적이다. 과거 3년 사이클에서는 21년에만 매출액성장률이 YoY 32.7%를 기록했고 시장 환경 악화로 사이클 기간 CAGR은 4%에 그쳤다. 반면 본서가 추정한 예상 매출성장률은 26년 33.0%, 27년 13.7%로 CAGR 23.0%에 달해 과거 사이클을 압도한다. 마진 측면에서도 해당 시기 평균 OPM 24.2%, ROE 14.3% 대비 27E 기준 OPM 26.4%, ROE 13.6%로 현재와 유사하다고 판단된다. 마진의 경우, 원재료비 추정에 있어 보수적인 추정을 했기 때문에 ROE가 낮아 보이는 것이지만 실제로는 ASP가 계속 상승하고 있다는 점에서 추가적인 마진 상승 여력도 존재한다. 또한 PEG를 보조 지표로 고려할 경우 1.08로 1에 근접한다는 점에서 해당 시기의 Multiple은 디스플레이 시장을 둘러싼 부정적 시각을 고려하더라도 과도하지 않은 밸류에이션으로 판단한다.

현대중공업터보기계의 Target Multiple로는 Flowserve의 1Q26 12mf EV/EBITDA 12.8x를 적용한다. Flowserve는 펌프·압축기·터보기계를 종합적으로 생산하는 회전기기 전문 기업으로, 동사와 가장 유사한 사업 모델을 보유하고 있다. 특히, Flowserve는 최근 가스터빈 서비스 기업 Greenray를 인수한 데에 더해 글로벌 원전용 펌프 핵심 제조사로 자리매김하고 있어, 이는 동사의 원전 및 가스터빈향 부문 매출확대 기조와 궤를 함께한다. 이에 더해 LNG 극저온 펌프까지 제품 라인업으로 확보하고 있다는 점에서, 동사가 추진하는 미래 성장 방향성과도 일치한다.

SOTP Valuation							
(단위: 백만 원)							
(A) 덕산네오룩스(별도)		27E EBITDA	EV/EBITDA	지분율	할인율	평가액	비고
OLED	덕산네오룩스(별도)	93,137	20.3x			1,894,382	21~23년 12mf Avg EV/EBITDA
			장부가	지분율	할인율	평가액	비고
	성도DS전자재료유한공사		8,042	100.0%	100.0%	-	4Q25 연결 기준 장부가
	합계					1,894,382	
(B) 현대중공업터보기계		27E EBITDA	EV/EBITDA	지분율	할인율	평가액	비고
압축기, 펌프	현대중공업터보기계(연결)	30,969	12.8x	59.7%	50.0%	118,572	Flowserve 1Q26 12mf EV/EBITDA
	합계					118,572	
(C) 기타 영업가치		시가총액	장부가	지분율	할인율	평가액	비고
비상장사	티그리스투자조합42호		3,635	97.5%	100.0%	-	4Q25 연결 기준 장부가
	티그리스투자조합14호		142	43.5%	100.0%	-	4Q25 연결 기준 장부가
	티그리스-유온투자조합3호		-	21.4%	100.0%	-	4Q25 연결 기준 장부가
	PTR투게더전문1호1종		632	60.0%	100.0%	-	4Q25 연결 기준 장부가
	QB펀드포트폴리오사모1		5,508	90.0%	100.0%	-	4Q25 연결 기준 장부가
	티그리스Pre-IPO투자조합1호		4,845	38.2%	100.0%	-	4Q25 연결 기준 장부가
	합계					-	
(D) 비영업가치			장부가			평가액	비고
	투자부동산					-	4Q25 연결 기준 장부가
	금융자산 등		207,039			207,039	4Q25 연결 기준 장부가
	합계					207,039	
(E) 순차입금			(20,573)			(20,573)	4Q25 연결 기준 장부가 → 0 처리
(F) 목표 시가총액						2,240,566	(A) + (B) + (C) + (D) - (E)
(G) 발행주식수						24,562,915	27E 기준 자사주 100% 소각 반영
목표주가(원)						91,200	(G) / (H)
현재주가(원)						52,500	26.05.06 종가
상승여력(%)						73.7%	

실현시점 27년 초에 목표주가 91,200원, 상승여력 73.7%, 투자의견 BUY를 제시한다.

Appendix

Appx.1. 덕산네오룩스(별도) 추정 연결재무상태표와 추정 연결현금흐름표

덕산네오룩스(별도) 재무상태표

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
자산	**362,386**	**405,638**	**454,079**	**565,229**	**610,848**	**668,968**
유동자산	187,510	98,834	121,269	268,964	312,610	370,007
현금및현금성자산	131,584	38,318	68,759	89,690	124,476	173,573
매출채권	13,022	8,898	14,722	17,526	19,107	21,719
기타유동수취채권	12,173	15,772	2,074	99,502	99,502	99,502
기타유동금융자산	-	40	58	23,523	23,523	23,523
기타유동자산	1,968	5,013	4,147	4,315	4,315	4,315
재고자산	28,762	30,793	31,509	34,408	41,687	47,374
비유동자산	174,876	306,804	332,810	296,265	298,238	298,961
비유동 순확정급여자산	2,108	2,029	-	-	-	-
기타비유동수취채권	3,944	93,332	110,558	16,498	16,498	16,498
기타비유동금융자산	15,466	17,689	16,271	3,739	3,739	3,739
기타비유동자산	2,999	9,382	14,015	4,375	4,375	4,375
지분법적용 투자지분	24,680	24,523	23,322	99,964	99,964	99,964
유형자산	86,902	99,969	107,102	112,910	114,924	115,919
무형자산	36,983	57,269	58,827	56,106	56,106	55,876
사용권자산	1,793	2,610	2,714	2,673	2,632	2,591
부채	**42,153**	**52,531**	**55,169**	**113,326**	**91,434**	**73,527**
유동부채	17,524	25,368	25,559	49,534	48,019	42,278
매입채무	4,931	7,078	3,730	7,385	7,796	8,859
단기차입금	1,000	3,000	-	-	18,971	12,166
유동성장기차입금	-	-	-	626	-	-
유동전환사채	-	-	-	20,269	-	-
기타유동금융부채	6,084	9,855	11,635	14,100	14,100	14,100
기타 유동부채	2,626	2,440	4,584	2,716	2,716	2,716
당기법인세부채	2,882	2,994	5,610	4,437	4,437	4,437
비유동부채	24,629	27,164	29,610	63,792	43,414	31,249
장기차입금	-	-	2,500	56,874	36,497	24,331
비유동전환사채	17,995	18,723	19,481	-	-	-
기타비유동금융부채	691	1,242	1,144	1,253	1,253	1,253
기타 비유동 부채	916	547	749	757	757	757
순확정급여부채	-	-	990	119	119	119
이연법인세부채	5,027	6,651	4,745	4,789	4,789	4,789
자본	**320,233**	**353,107**	**398,910**	**451,903**	**519,414**	**595,441**
자본금	4,966	4,966	4,966	4,966	4,966	4,966
주식발행초과금	138,602	138,602	138,602	138,602	138,602	138,602
기타자본구성요소	(4,155)	(7,559)	(6,863)	(6,894)	(6,894)	(6,894)
이익잉여금	180,820	217,098	262,205	315,229	382,740	458,767
부채및자본총계	362,386	405,638	454,079	565,229	610,848	668,968

덕산네오룩스(별도) 현금흐름표

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동으로 인한 현금흐름	**48,986**	**50,900**	**59,659**	**54,042**	**65,943**	**76,172**
영업으로부터 창출된 현금	57,187	52,317	60,130	58,154	71,419	81,244
이자의 수취	3,116	4,793	6,854	6,811	8,461	10,403
이자의 지급	(77)	(65)	(73)	(720)	(1,535)	(1,482)
법인세의 납부	(11,240)	(6,146)	(7,252)	(10,203)	(12,402)	(13,992)
투자활동으로 인한 현금흐름	**(34,785)**	**(140,959)**	**(26,914)**	**(85,807)**	**(8,104)**	**(8,104)**
투자활동으로 인한 현금유입액	43,415	667	2,920	10,628	465	465
기타유동금융자산의 감소	40,941	-	1,440	324	-	-
기타유동수취채권의 감소	2,116	58	83	262	-	-
기타비유동수취채권의 감소	7	79	42	5	-	-
유형자산의 처분	79	-	903	-	-	-
무형자산의 처분	-	-	-	373	-	-
종속, 관계기업에 대한 투자자산의 처분	-	-	-	8,733	-	-
정부보조금의 수령	19	77	-	15	-	-
배당금 수취	252	452	453	917	465	465
투자활동으로 인한 현금유출액	(78,200)	(141,626)	(29,835)	(96,436)	(8,570)	(8,570)
기타유동금융자산의 증가	(40,715)	-	-	(10,000)	-	-
기타비유동금융자산의 증가	(15,400)	(1,200)	(400)	(1,480)	-	-
기타유동수취채권의 증가	(900)	-	(12)	(10)	-	-
기타비유동수취채권의 증가	(293)	(101,742)	(240)	(725)	-	-
기타비유동자산의 증가	(1,552)	(1,827)	(9,183)	(2,253)	-	-
유형자산의 취득	(14,489)	(15,835)	(15,221)	(11,122)	(6,556)	(6,556)
무형자산의 취득	(818)	-	(4,779)	(1,859)	(2,014)	(2,014)
관계기업투자자산의 취득	-	-	-	(5,000)	-	-
종속기업투자주식의 취득	(4,033)	-	-	(63,986)	-	-
사업양수로 인한 순현금유출	-	(21,021)	-	-	-	-
재무활동으로 인한 현금흐름	**(8,083)**	**(3,177)**	**(2,748)**	**52,722**	**(23,053)**	**(18,971)**
재무활동으로 인한 현금유입액	1,113	3,099	67,744	55,251	2,541	2,541
단기차입금의 증가	1,000	3,000	-	-	-	-
장기차입금의 증가	-	-	2,500	55,000	-	-
정부보조금의 수령	113	99	254	251	-	-
유상증자로 인한 자본증가	-	-	19,998	-	-	-
전환사채발행으로 인한 자본증가	-	-	44,992	-	-	-
비현금 리스부채의 증가	-	-	-	-	2,541	2,541
재무활동으로 인한 현금유출액	(6,276)	(9,197)	(183)	(188)	(25,594)	(21,511)
단기차입금의 상환	(1,000)	(1,000)	-	-	(2,033)	(18,971)
리스부채의 지급	(1,892)	(1,639)	(183)	(188)	(2,541)	(2,541)
전환사채의 상환					(21,020)	-
자기주식의 취득	(3,384)	(6,558)	-	-	-	-
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(29)	(4,163)	229	(2,952)	-	-
현금및현금성자산의 증가(감소)	(93,266)	1,955	79,038	11,686	34,786	49,098
기초 현금및현금성자산	131,584	129,629	50,591	38,904	89,690	124,476
기말현금및현금성자산	38,318	131,584	129,629	50,591	124,476	173,573

Appx.2. 현대중공업터보기계(연결) 추정 재무상태표, 현금흐름표

현대중공업터보기계(연결) 재무상태표

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
자산	**91,847**	**102,310**	**115,010**	**157,295**	**180,256**	**207,422**
유동자산	61,708	66,107	79,733	121,297	142,581	169,813
현금및현금성자산	12,529	3,834	25,513	34,209	53,438	72,731
매출채권및기타채권	19,723	35,801	33,586	49,621	48,168	52,929
재고자산	24,535	24,263	18,392	31,367	34,875	38,053
기타유동자산	4,921	2,208	2,190	6,017	6,017	6,017
기타유동금융자산	-	-	52	83	83	83
비유동자산	30,139	36,203	35,277	35,998	37,675	37,610
장기금융자산	814	820	828	832	832	832
장기매출채권및기타채권	2,924	2,682	981	2,033	3,161	3,473
유형자산	10,493	17,348	18,210	17,158	17,708	17,350
무형자산	694	774	516	307	307	287
사용권자산	11,298	10,765	11,681	9,957	9,957	9,957
이연법인세자산	3,626	3,578	2,831	5,443	5,443	5,443
기타비유동자산	291	236	77	67	67	67
기타비유동금융자산	-	-	10	-	-	-
순확정급여자산	-	-	142	200	200	200
부채	**59,178**	**61,367**	**65,768**	**130,578**	**133,701**	**138,023**
유동부채	39,016	42,829	37,321	60,947	62,968	66,007
매입채무및기타채무	17,087	26,441	19,512	32,065	33,364	36,403
단기금융부채	-	2,000	132	529	1,211	1,211
기타유동부채	2,626	2,712	975	2,193	2,193	2,193
유동계약부채	10,720	7,489	10,976	16,901	16,901	16,901
유동리스부채	1,011	1,061	1,148	1,186	1,226	1,226
유동충당부채	5,778	1,997	2,040	3,929	3,929	3,929
당기법인세부채	1,793	1,129	2,538	4,145	4,145	4,145
비유동부채	20,161	18,539	28,446	69,631	70,733	72,016
장기매입채무및기타채무	-	1	-	-	-	-
장기금융부채	3,700	3,700	5,728	4,843	3,633	2,422
순확정급여부채	-	-	4	11	11	11
비유동계약부채	2,038	943	8,173	12,860	12,860	12,860
비유동리스부채	11,294	11,000	11,904	10,347	10,346	10,388
비유동충당부채	3,081	2,846	2,586	2,937	2,937	2,937
상환전환우선주	-	-	-	38,552	40,865	43,316
기타비유동부채	48	48	51	81	81	81
자본	**32,670**	**40,942**	**49,242**	**26,717**	**46,555**	**69,400**
지배기업의소유주귀속자본	32,670	40,942	49,252	26,586	46,424	69,269
자본금	20,720	20,720	20,720	13,882	13,882	13,882
자본잉여금	2,871	2,871	2,871	5,919	5,919	5,919
자본조정	(9,832)	(9,832)	(9,832)	(42,264)	(42,264)	(42,264)
기타포괄손익누계액	-	-	2	5	5	5
이익잉여금	18,912	27,184	35,491	49,043	68,881	91,725
비지배지분	-	-	(10)	131	131	131
부채및자본총계	91,847	102,310	115,010	157,295	180,256	207,422

현대중공업터보기계(연결) 현금흐름표

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동으로 인한 현금흐름	**4,417**	**2,651**	**35,285**	**11,370**	**25,974**	**24,266**
영업으로부터 창출된 현금	7,325	4,977	35,735	14,516	29,733	28,522
당기순이익	11,189	12,906	17,982	13,852	19,838	22,845
조정항목	(3,864)	(7,929)	17,753	665	9,895	5,677
이자의 수취	494	24	53	423	354	521
배당금의 수취	0	-	-	-	6	6
법인세의 지급	(3,403)	(2,349)	(504)	(3,569)	(4,119)	(4,782)
투자활동으로 인한 현금흐름	**14,992**	**(7,755)**	**(2,749)**	**(825)**	**(4,510)**	**(2,102)**
단기금융상품의 증가	(6,500)	-	-	-	-	-
단기금융상품의 감소	27,500	-	-	-	-	-
유형자산의 취득	(5,658)	(7,752)	(2,717)	(818)	(4,409)	(2,002)
유형자산의 처분	22	-	2	7	-	-
무형자산의 취득	(372)	(332)	(14)	(4)	(100)	(100)
보증금의 증가	-	-	(22)	(11)	-	-
보증금의 감소	-	330	2	-	-	-
재무활동으로 인한 현금흐름	**(27,429)**	**(3,591)**	**(10,937)**	**(1,450)**	**(2,235)**	**(2,870)**
단기차입금의 증가	-	23,400	51,250	1,000	-	-
단기차입금의 상환	-	(21,400)	(53,250)	(1,000)	(529)	(1,211)
유동성장기차입금의 상환	-	-	-	(132)	-	-
장기차입금의 차입	3,700	-	2,160	-	-	-
배당금의 지급	(14,993)	(4,388)	(9,552)	-	-	-
이자의 지급	(24)	(248)	(364)	(825)	(1,080)	(1,035)
리스부채감소	(1,106)	(955)	(1,240)	(492)	(626)	(624)
자기주식의 취득	-	-	-	-	-	-
비지배지분의 증가	(15,007)	-	58	-	-	-
현금및현금성자산에 대한 환율변동효과	(134)	(0)	80	(398)	-	-
현금및현금성자산의 증가(감소)	(8,154)	(8,695)	21,678	8,696	19,229	19,294
기초 현금및현금성자산	20,683	12,529	3,834	25,513	34,209	53,438
기말현금및현금성자산	12,529	3,834	25,513	34,209	53,438	72,731

Appx.3. 현대중공업터보기계(연결) 추정 손익계산서

추정 손익계산서(현대중공업터보기계)						
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	**112,031**	**114,742**	**125,307**	**159,173**	**180,432**	**198,267**
YoY(%)	*5.9%*	*2.4%*	*9.2%*	*27.0%*	*13.4%*	*9.9%*
매출원가	83,828	86,222	90,488	117,443	133,567	145,735
매출총이익	28,203	28,520	34,819	41,730	46,865	52,532
GPM(%)	*25.2%*	*24.9%*	*27.8%*	*26.2%*	*26.0%*	*26.5%*
판매비와 관리비	14,234	13,368	15,881	22,668	22,439	24,510
영업이익	**13,969**	**15,153**	**18,938**	**19,061**	**24,426**	**28,022**
OPM(%)	*12.5%*	*13.2%*	*15.1%*	*12.0%*	*13.5%*	*14.1%*
기타손익	2,785	2,277	1,556	6,049	30	30
금융손익	(837)	(1,061)	2,522	(2,621)	(498)	(426)
법인세비용차감전순이익	13,366	13,904	21,492	16,466	23,958	27,626
법인세비용	2,177	998	3,510	2,615	4,119	4,782
당기순이익	**11,189**	**12,906**	**17,982**	**13,852**	**19,838**	**22,845**
NPM(%)	*10.0%*	*11.2%*	*14.4%*	*8.7%*	*11.0%*	*11.5%*

Appx.4. 유기발광소재 면적당 ASP 추정

유기발광소재 면적당 ASP 추정								
	1H24	2H24	1H25	2H25	1H26E	2H26E	1H27E	2H27E
유기발광소재 면적당 ASP (원/cm²/개)	**4.72**	**4.72**	**4.95**	**5.61**	**6.07**	**5.97**	**5.88**	**5.79**
무게당 ASP ($/kg)	24,387	24,391	24,498	27,772	29,411	28,975	28,547	28,124
환율 (KRW/$)	1,364	1,364	1,422	1,422	1,454	1,450	1,450	1,450
단위 사용량 (g/m²)	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42	1.42

Appx.5. Apple iphone향 SDC 점유율, 가중평균 면적

Apple iPhone향 점유율			
(단위: 백만 개)	2023	2024	2025
SDC 점유율 (%)	**50.0%**	**56.8%**	**56.5%**
iPhone OLED 총 출하량	98	113	138
SDC향 출하량	49	64	78
LG Display향 출하량	45	42	46
BOE향 출하량	4	7	14

Apple iPhone향 가중평균 면적					
(단위: %)	디스플레이	면적(cm²)	2023	2024	2025
가중평균 면적 (단위: cm²)			**100.2**	**100.9**	**100.1**
iPhone base (15/16/17) 점유율	6.1" / 6.3"	90	22%	20%	27%
iPhone Plus / Air 점유율	6.7" / 6.5"	105	18%	15%	7%
iPhone Pro 점유율	6.1" / 6.3"	95	30%	29%	28%
iPhone Pro Max 점유율	6.7" / 6.9"	110	30%	36%	38%

Appx.6. Samsung Galaxy향 SDC 점유율, 면적

Samsung Galaxy향 SDC 점유율, 면적							
(단위: %)	디스플레이	면적(cm^2)	2023	2024	2025	2026E	2027E
전체 SDC 점유율 (Galaxy A LCD 제외)			**67.6%**	**68.2%**	**63.0%**	**72.0%**	**76.5%**
OLED 제품군 내 SDC 점유율			97.4%	97.4%	90.0%	90.0%	90.0%
Galaxy S 기본형 (S+/Ultra)	6.7-6.9"	102	20%	23%	18%	21%	21%
Galaxy S base	6.2"	92	8%	9%	7%	8%	8%
Galaxy Z Fold	7.6+6.3"	145	4%	5%	5%	5%	6%
Galaxy Z Flip	6.7+3.4"	130	4%	4%	4%	4%	5%
Galaxy A OLED (A5x/A3x)	6.5"	100	32%	50%	36%	55%	58%
Galaxy A LCD (A1x/A2x) (OLED 출하 X)	6.5" LCD	0	31%	30%	30%	20%	15%
Galaxy M/F + FE	6.4"	95	3%	8%	6%	7%	6%
가중평균 면적 (OLED 모델만, cm^2)			**103.7**	**102.8**	**103.5**	**102.9**	**103.4**

Appx.7. 신규 폴더블 OLED 매출

신규 폴더블 OLED 매출									
(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	1H26E	2H26E	1H27E	2H27E	2026E	2027E
폴더블 카테고리 매출				**4,155**	**5,942**	**10,698**	**12,508**	**10,097**	**23,206**
ASP (원/cm^2/개)				6.07	5.97	5.88	5.79	6.02	5.83
iPhone Fold OLED 매출				**3,645**	**4,773**	**8,229**	**9,265**	**8,418**	**17,494**
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)				3.00	4.00	7.00	8.00	7.00	15.00
SDC 점유율 (단위: %)				*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
적용 면적 (단위: cm^2)				200	200	200	200	200	200
Samsung Z TriFold OLED 매출				**510**	**1,169**	**2,469**	**3,243**	**1,679**	**5,712**
출하량 (단위: 백만 개, 반기 래깅 적용)				0.30	0.70	1.50	2.00	1.00	3.50
SDC 점유율 (단위: %)				*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
적용 면적 (단위: cm^2)				280	280	280	280	280	280

Appx.8. ECAC ASP & 매출 추정

ECAC ASP 추정	
(단위: 백만 원)	2025
ECAC ASP	**1,458**
ECAC 매출액	29,161
ECAC Q	20

ECAC 매출 추정			
(단위: 백만 원)	2025	2026E	2027E
ECAC 매출액	**29,161**	**50,419**	**68,254**
Q	20	27	33
ASP	1,458	1,895	2,056

Appx.9. 현대중공업터보기계 수주잔고, 미공시수주, 유력 수주 ASP, Q 추정

11차 전기분 1·2 호기 AFP 수주 추정	
(단위: 백만 원)	2026
수주금액	**41,600**
ASP	2,600
Q	16

두코바니 5·6 호기 AFP 수주 추정	
(단위: 백만 원)	2026
수주금액	**41,600**
ASP	2,600
Q	16

미공시수주 추정		
(단위: 백만 원)	2024	2025
미공시수주		**42,486**
전체 수주액	311,599	266,727
매출액	125,175	158,119
신규 수주액 추정		**113,247**
신한울 3·4 호기 수주		41,600
ECAC 수주		29,161

수주잔고 추정				
(단위: 백만 원)	2024	2025	2026E	2027E
수주잔고	**311,599**	**266,727**	**220,801**	**174,875**
매출액	125,175	159,173	180,432	198,267
신규수주액		114,301	134,506	152,340
ECAC		29,161	50,419	68,254
AFP (두코바니, 11차 전기본)			41,600	41,600
미공시수주		42,486	42,486	42,486

Appx.10. 덕산네오룩스(별도) 비용 추정 논리

원재료비

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
원재료비	**65,891**	**89,951**	**86,561**	**71,926**	**91,283**	**76,743**	**102,072**	**116,026**
매출액	144,163	191,358	176,677	163,702	212,252	202,284	269,048	305,827
% of sales	*45.7%*	*47.0%*	*49.0%*	*43.9%*	*43.0%*	*37.9%*	*37.9%*	*37.9%*

인건비

(단위: 백만 원, 명)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
인건비	**17,545**	**20,926**	**20,521**	**20,634**	**26,439**	**24,312**	**29,516**	**33,853**
미등기임원 보수	3,445	3,094	1,641	1,540	1,851	1,665	1,665	1,665
미등기임원 수	6	7	9	10	8	13	13	13
평균 보수	574	442	182	154	231	128	128	128
등기임원 보수	1,076	1,197	860	547	450	722	722	722
등기임원 수	4	4	4	5	6	8	8	8
평균 보수	269	299	215	109	75	90	90	90
직원 보수	13,024	16,635	18,020	18,547	24,137	21,925	27,129	31,466
직원 수	194	241	245	254	277	294	351	394
직원 당 보수	67	69	74	73	87	75	77	80

외주용역비

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
외주용역비	**2,358**	**9,926**	**12,489**	**11,209**	**15,685**	**17,829**
매출액	176,677	163,702	212,252	202,284	269,048	305,827
% of sales	*1.3%*	*6.1%*	*5.9%*	*5.5%*	*5.8%*	*5.8%*

판매비와 관리비 지급수수료

(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
지급수수료	**6,345**	**8,059**	**6,569**	**10,119**	**10,361**	**13,567**	**13,910**	**17,368**
브랜드 사용 계약 수수료	3,808	3,873	3,561	4,485	7,045	8,328	9,126	10,374
% of sales	*2.6%*	*2.0%*	*2.0%*	*2.7%*	*3.3%*	*4.1%*	*3.4%*	*3.4%*
로열티 지급 계약 수수료	1,755	2,843	1,339	2,678	1,781	3,581	1,781	3,581
기타	782	1,343	1,669	2,955	1,536	1,658	3,003	3,413
% of sales	*0.5%*	*0.7%*	*0.9%*	*1.8%*	*0.7%*	*0.8%*	*1.1%*	*1.1%*

이자수익

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
이자수익	**3,381**	**5,325**	**5,911**	**7,608**	**8,461**	**10,403**
이자부자산	**147,461**	**146,765**	**179,752**	**213,830**	**262,913**	**320,998**
현금및현금성자산	131,584	38,318	68,759	89,690	125,511	153,241
단기금융상품	-	-	-	10,000	3,822	3,822
단기대여금	11,964	15,131	652	98,489	48,253	23,035
장기대여금	3,912	93,316	110,342	15,651	85,326	1,241
유효이자율(%)		***3.6%***	***4.0%***	***4.2%***	***4.0%***	***4.0%***

이자비용

(단위 : 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
이자비용	**788**	**830**	**1,519**	**1,535**	**1,482**
금융부채	101	9	723	1,489	1,437
리스부채	37	43	38	46	46
전환사채	650	778	758	751	-

차입금

(단위 : 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
총 차입금	3,000	2,500	57,500	55,467	36,497
단기차입금	3,000	-	626	18,971	12,166
장기차입금	-	2,500	56,874	36,497	24,331
이자비용	101	9	723	1,489	1,437
유효이자율(%)	*5.0%*	*0.3%*	*2.4%*	*2.6%*	*2.6%*

전환사채

(단위 : 백만 원)	2026E	2027E	2028E
기초 전환사채	20,269	-	-
이자 비용	751	-	-
상환	(21,020)	-	-
기말 전환사채	-	-	-

리스부채

(단위 : 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
기초 리스부채	1,819	2,625	2,731	2,688	2,688
리스부채의 상환	1,892	2,502	2,568	2,586	2,586
리스부채 이자비용	37	43	38	46	46
리스부채의 차입	2,660	2,565	2,487	2,541	2,541
기말 리스부채	2,625	2,731	2,688	2,688	2,688
유효이자율(%)	*2.0%*	*1.6%*	*1.4%*	*1.7%*	*1.7%*

유지 CapEx

(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
건물	1,358	1,358	1,358
구축물	121	121	121
기계장치	2,106	2,106	2,106
기타의 유형자산	2,971	2,971	2,971
산업재산권	1,158	1,158	1,158
소프트웨어	6	6	6
기타의 무형자산	849	849	849
합계	8,570	8,570	8,570

감가상각비 (CapEx 반영 후)

(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
건물	1,358	1,392	1,426
구축물	121	129	137
기계장치	2,106	2,340	2,575
기타의 유형자산	2,971	3,713	4,456
산업재산권	1,158	1,274	1,390
소프트웨어	6	8	9
기타의 무형자산	849	962	1,076
합계	8,570	9,819	11,068

사용권자산 취득

(단위: 백만 원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
기초	1,793	2,610	2,714	2,673	2,632
취득	2,735	2,663	2,522	2,522	2,522
상각	1,890	2,534	2,541	2,541	2,541
해지	28	24	22	22	22
기말	2,610	2,714	2,673	2,632	2,591

사용권자산 상각비

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025
부동산	66	302	357	350
차량운반구	132	137	131	141
기타유형자산	1,457	1,451	2,046	2,050
합계	1,655	1,890	2,534	2,541

유형자산 감가상각비 안분

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025
매출원가	5,144	5,182	5,618	6,023
% of 감가상각비	*94.9%*	*90.1%*	*86.5%*	*84.9%*
판매비와 관리비	279	567	878	1,074
% of 감가상각비	*5.1%*	*9.9%*	*13.5%*	*15.1%*

계정별 유무형자산 기말 항목

(단위: 백만 원)	2026E	2027E
토지	15,192	15,192
건물	42,251	44,775
구축물	605	476
기계장치	13,374	15,618
기타의 유형자산	14,276	12,780
건설중인자산	29,226	27,078
영업권	35,532	35,532
산업재산권	6,948	6,833
소프트웨어	38	37
기타의 무형자산	13,587	13,474
사용권자산	2,632	2,591
합계	173,662	174,386

기말 건설중인 자산

(단위: 백만 원)	2026E	2027E
기초건설중인자산	32,225	29,226
건설중인자산 취득	8,570	8,570
건설중인자산 대체	11,569	10,718
건물	4,227	3,916
구축물	-	-
기계장치	4,948	4,585
기타의 유형자산	2,394	2,218
기말건설중인자산	29,226	27,078

Assumption						
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출	176,677	163,702	212,252	202,284	269,048	305,827
매출원가	116,927	107,483	132,228	120,372	157,814	179,344
매출채권 % of Sales	7.4%	5.4%	6.9%	8.7%	7.1%	7.1%
재고자산 % of COGS	24.6%	28.6%	23.8%	28.6%	26.4%	26.4%
매입채무 % of COGS	4.2%	6.6%	2.8%	6.1%	4.9%	4.9%

순운전자본						
(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
순운전자본	**36,853**	**32,613**	**42,501**	**44,548**	**52,998**	**60,234**
△ 순운전자본	(9,112)	(4,240)	9,888	2,047	8,450	7,236
매출채권	13,022	8,898	14,722	17,526	19,107	21,719
△ 매출채권의 증가(감소)	273	(4,123)	5,824	2,804	1,581	2,612
재고자산	28,762	30,793	31,509	34,408	41,687	47,374
△ 재고자산의 증가(감소)	(9,850)	2,030	716	2,899	7,279	5,687
매입채무	4,931	7,078	3,730	7,385	7,796	8,859
△ 매입채무의 증가(감소)	(466)	2,147	(3,348)	3,655	410	1,064

Appx.11. 현대중공업터보기계(연결) 비용 추정

원재료비								
(단위: 백만 원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
원재료비	**53,487**	**69,753**	**72,319**	**79,759**	**76,822**	**95,328**	**109,482**	**119,446**
매출액	90,726	105,802	112,031	114,742	125,307	159,173	180,432	198,267
% of sales	*59.0%*	*65.9%*	*64.6%*	*69.5%*	*61.3%*	*59.9%*	*60.7%*	*60.2%*

인건비								
(단위: 백만 원, 명)	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
인건비	**9,535**	**9,382**	**9,075**	**8,661**	**11,147**	**14,650**	**14,697**	**15,920**
매출원가 인건비	4,186	3,784	3,831	3,218	4,683	5,267	5,917	6,410
판관비 인건비	5,348	5,598	5,244	5,443	6,464	9,383	8,780	9,510
매출액	90,726	105,802	112,031	114,742	125,307	159,173	180,432	198,267
직원수	129	142	154	165	168	201	226	245
직원 당 평균 급여	74	66	59	52	66	73	65	65

유지 CapEx			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
건물	30	30	30
구축물	3	3	3
기계장치	1,381	1,381	1,381
차량운반구	19	19	19
비품	569	569	569
산업재산권	1	1	1
소프트웨어	99	99	99
기타무형자산	-	-	-
합계	2,102	2,102	2,102

확장 CapEx			
(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
토지	428	-	-
건물	196	-	-
구축물	9	-	-
기계장치	1,342	-	-
차량운반구	6	-	-
비품	427	-	-
산업재산권	-	-	-
소프트웨어	-	-	-
기타무형자산	-	-	-
합계	2,407	-	-

감가상각비 (CapEx 반영 후)

(단위: 백만 원)	2026E	2027E	2028E
건물	30	35	36
구축물	3	4	4
기계장치	1,381	1,442	1,472
차량운반구	19	21	23
비품	569	659	711
산업재산권	1	1	2
소프트웨어	99	119	139
기타무형자산	-	-	-
합계	2,102	2,281	2,386

계정별 유형자산 기말 항목

(단위: 백만 원)	2026E	2027E
토지	3,469	3,469
건물	1,391	1,751
구축물	61	76
기계장치	8,765	10,022
차량운반구	40	30
건설중인자산	3,981	2,002
합계	17,708	17,350

기말 건설중인 자산

(단위: 백만 원)	2026E	2027E
기초건설중인자산	705	3,981
건설중인자산 취득	3,981	2,002
건설중인자산 대체	705	3,981
건물	70	395
구축물	3	18
기계장치	478	2,699
차량운반구	2	11
비품	152	858
기말건설중인자산	3,981	2,002

계정별 무형자산 기말 항목

(단위: 백만 원)	2026E	2027E
산업재산권	5	4
소프트웨어	298	278
기타무형자산	5	5
합계	307	287

사용권자산 장부가

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025
건물	11,076	10,583	11,519	9,756
기계장치	174	166	158	149
차량운반구	48	16	5	53
합계	11,298	10,765	11,681	9,957

사용권자산 상각비

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025
건물	630	564	669	681
기계장치	8	8	8	8
차량운반구	34	33	10	10
합계	672	605	687	699

이자수익

(단위 : 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
기초 현금및현금성자산	20,683	12,529	3,834	25,513	34,209	50,254
기말 현금및현금성자산	12,529	3,834	25,513	34,209	50,254	68,492
유효이자율(%)	*2.0%*	*0.3%*	*0.4%*	*1.5%*	*1.0%*	*1.0%*
이자수익	**338**	**23**	**53**	**436**	**354**	**521**

이자비용

(단위 : 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
이자비용	**838**	**1,130**	**1,083**	**3,829**	**3,393**	**3,487**
금융부채	180	493	456	778	481	433
리스부채	657	637	627	719	600	602
상환전환우선주	-	-	-	2,331	2,313	2,452

단기차입금

(단위 : 백만 원)	2026E	2027E
기초 단기차입금	529	1,211
단기차입금의 상환	529	1,211
장기차입금의 전환	1,211	1,211
기말 단기차입금	1,211	1,211

장기차입금

(단위 : 백만 원)	2026E	2027E
기초 장기차입금	4,843	3,633
장기차입금의 전환	1,211	1,211
기말 장기차입금	3,633	2,422

리스부채

(단위 : 백만 원)	2026E	2027E
기초 리스부채	11,533	11,572
리스부채의 상환	1,226	1,226
리스부채 이자비용	600	602
리스부채의 차입	666	666
기말 리스부채	11,572	11,614

상환전환우선주

(단위 : 백만 원)	2026E	2027E
기초 상환전환우선주	38,552	40,865
상환전환우선주 이자비용	2,313	2,452
기말 상환전환우선주	40,865	43,316

Assumption

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출	112,031	114,742	125,307	159,173	180,432	198,267
매출원가	83,828	86,222	90,488	117,443	133,567	145,735
매출채권 % of Sales	17.6%	31.2%	26.8%	31.2%	26.7%	26.7%
재고자산 % of COGS	29.3%	28.1%	20.3%	26.7%	26.1%	26.1%
장기매출채권 % of Sales	2.6%	2.3%	0.8%	1.3%	1.8%	1.8%
매입채무 % of COGS	20.4%	30.7%	21.6%	27.3%	25.0%	25.0%

순운전자본

(단위: 백만 원)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
순운전자본	**27,171**	**33,622**	**32,466**	**48,923**	**49,679**	**54,578**
△ 순운전자본	-	6,451	(1,156)	16,457	756	4,899
유동매출채권	19,723	35,801	33,586	49,621	48,168	52,929
△ 유동매출채권의 증가(감소)		16,078	(2,215)	16,035	(1,453)	4,761
재고자산	24,535	24,263	18,392	31,367	34,875	38,053
△ 재고자산의 증가(감소)		(271)	(5,871)	12,975	3,508	3,177
비유동매출채권	2,924	2,682	981	2,033	3,161	3,473
△ 비유동매출채권의 증가(감소)		(242)	(1,701)	1,052	1,128	312
매입채무	17,087	26,442	19,512	32,065	33,364	36,403
△ 매입채무의 증가(감소)		9,355	(6,930)	12,553	1,299	3,039

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.