

이녹스첨단소재(272290)

매수(신규) / TP: 88,000원

주가(7/3, 원)	56,400
시가총액(십억원)	506
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	94,627/54,200
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	9,609
유동주식비율(%)	65.5
외국인지분율(%)	11.2
주요주주(%)	이녹스 외 5 인 34.3

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2017A	193	22	17	1,947	NM	28	43.9	27.9	6.1	13.8	0.0
2018F	394	59	46	5,183	166.2	67	10.9	8.3	3.0	31.2	0.0
2019F	492	79	62	6,734	29.9	88	8.4	6.1	2.3	30.6	0.0
2020F	623	94	74	7,814	16.0	107	7.2	4.8	1.8	27.3	0.0

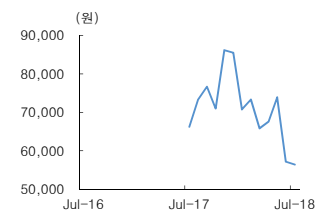
주: 순이익은 지분법적용 순이익

높아진 눈높이를 충족하고도 남을 실적

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(21.2)	(32.2)	-
상대주가(%p)	(11.3)	(29.0)	-

주가추이



소재업체 중 가장 저평가: 대표적인 국내 IT 소재업체로 2018년 추정 EPS 기준 현재 주가는 PER 11배로 소재업체 중 가장 저평가 되어있다. OLED 소재로 큰 폭의 매출 증가가 예상되는 이녹스첨단소재에 대해 매수의견과 목표주가 88,000원으로 분석을 시작한다. 목표 PER은 17배로, 작년 12MF PER 평균값이다. 현재 주가는 일본/미국 IT 소재업체 평균 PER인 15~20배 대비 낮고 OLED 소재업체(Universal Display 40배, 덕산네오룩스 20배 수준) 대비 저평가되어있다. 2분기에 신규 OLED 소재 공급을 시작해 2018년 전사 매출액은 전년대비 104% 증가가 예상된다. 높은 성장성이 확인되면 주가는 빠르게 반등할 전망이다.

대형 및 중소형 OLED 소재 매출액 올해 143%, 내년 61% 증가: 대형 OLED 패널과 신규 중소형패널향 소재를 모두 공급해 올해 OLED 소재 사업부(INNOLED) 매출액은 전년대비 143% 증가한 1,480억원을 예상한다. 2019년에는 신규 고객사의 중소형 OLED 패널 출하증가와 함께 기존 고객사 대형 OLED 신규 라인 가동으로 대형 패널 출하량이 전년대비 56% 증가한 4.8백만대로 늘어 OLED 소재 매출액이 61% 증가하는 고성장세를 지속할 것이다. 대형 OLED 패널 고객사 내 봉지필름 점유율도 경쟁업체 대비 높고 중소형 OLED 소재는 고부가 플렉서블 OLED 비중이 상승해 성장을 주도할 것이다.

새로운 성장 cycle은 신규 소재로부터: 공급 중인 소재 만으로도 2019년 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 25%, 34% 증가할 전망이다. 2015년 대형 OLED 소재, 2017년 방열시트 등 스마트폰향 소재 공급에 이어 올해 중소형 OLED 소재 공급까지 신규 소재 채택에 따른 매출 증가가 이어지고 있다. 내년에는 스마트폰 프리미엄화에 따른 신규 소재 도입, 반도체 패키징 소재의 국산화, 중국의 OLED 패널 생산 시작으로 중국향 소재 매출 증가도 예상돼 이녹스첨단소재의 성장 cycle은 계속될 전망이다. 작년 공급에 실패한 일부 스마트폰향 소재는 올해 정식으로 채택될 가능성도 있어 기대감이 커지고 있다. 국산화할게 많은 IT 소재 시장에서 제품 수를 늘리며 성장 모멘텀이 계속될 것이다.

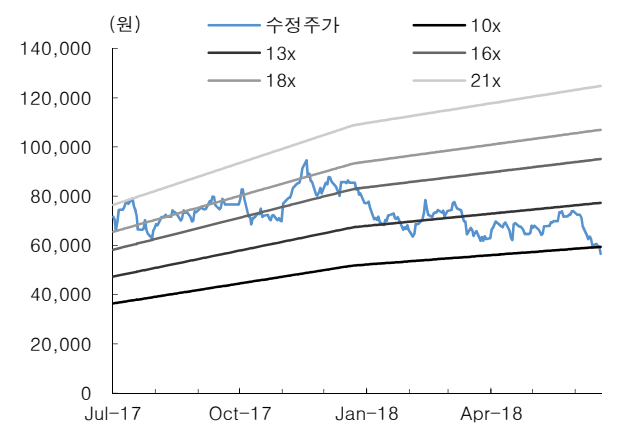
김정환

junghwan.kim@truefriend.com

스마트폰 및 부품 소재 사업에 대한 과도한 우려: 작년 매출액의 66%를 차지한 INNOFLEX(FPCB)와 SMARTFLEX(스마트폰용 소재) 사업부에 대한 우려가 지속되고 있다. 스마트폰 수요 둔화와 원재료인 PI필름, 동박 등의 가격 상승으로 매출 규모와 수익성이 둔화되고 있다. 하지만 두 사업부의 매출 비중이 올해 49%, 내년에는 40%로 하락해 익스포저가 축소되고 작년 하반기 주요 고객사향으로 채택되지 못했던 소재가 일부 채택될 것으로 예상돼 실적 감소 리스크는 적다. 오히려 전사 실적으로는 수익성이 개선돼 긍정적이다.

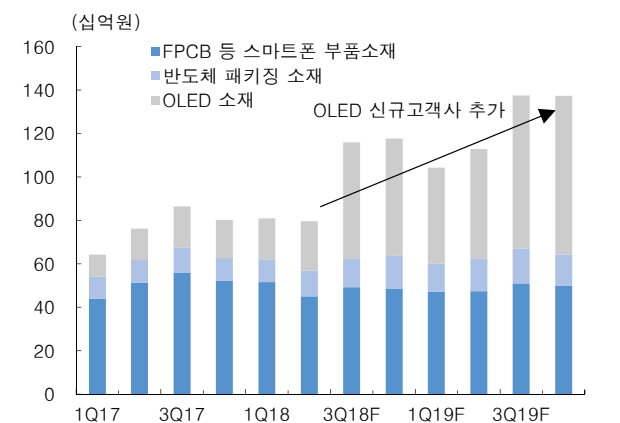
반도체 패키징 소재 꾸준히 확대: 반도체 소재 사업부(INNOSEM)는 Die Attach, 패키징 테이프 등 접착성을 가진 반도체 패키징 소재를 공급한다. 전체 반도체 패키징 소재 시장은 단가 인하와 수요 둔화로 축소되고 있지만, 국내 대형 반도체 업체를 고객으로 보유하고 있으며 일본 업체보다 공급단가를 낮춰 점유율을 확대하는 것으로 추정된다. 신규 고객 확보만 가능하다면, 반도체 패키징 소재 공급업체를 자주 변경할 수 없는 사업특성상 매년 고정적인 매출이 가능할 전망이다.

[그림 33] 상장 후 지난 1년간 평균 12MF PER 15배 수준



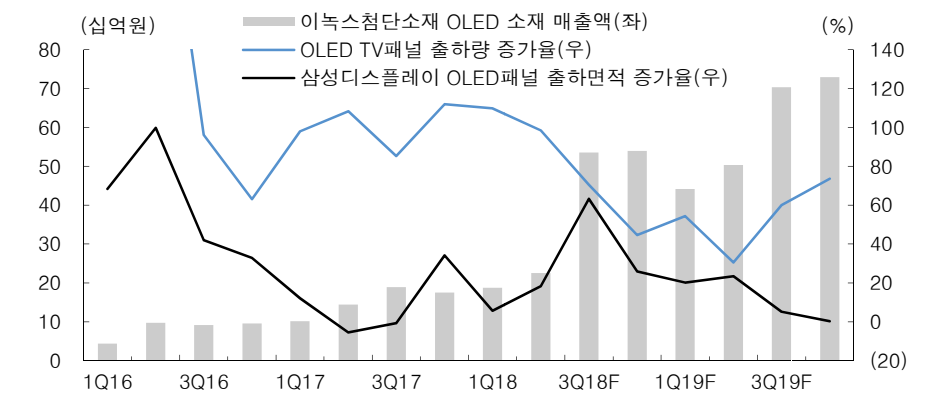
자료: 한국투자증권

[그림 34] OLED 소재 매출 증가폭 커 성장성 확보



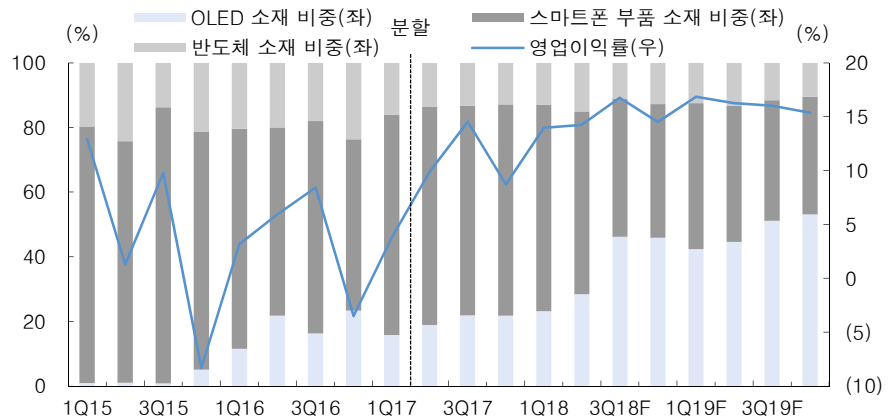
주: 부문별 매출액으로, 인적분할되기 이전 부문별 매출액은 자체 추정치임
자료: 한국투자증권

[그림 35] 대형과 중소형 OLED 동시에 성장해 안정적인 매출액 증가 예상



자료: 한국투자증권

[그림 36] 신규 OLED 소재로 수익성 변동과 스마트폰 부품향 수익성 악화 개선 가능



주: 2017년 1분기까지 영업이익률은 이녹스(지주회사) 연결 실적 기준이며, 2017년 2분기부터는 분할회사(이녹스첨단소재)만 포함
자료: 한국투자증권

<표 6> 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	80.9	79.6	115.9	117.7	104.3	112.8	137.5	137.3	232.5	307.1	394.0	491.9
INNOFLEX(FPCB 소재)	20.2	25.5	28.6	28.9	20.0	26.6	30.8	30.3	63.6	106.7	103.2	107.7
SMARTFLEX(스마트폰 소재)	31.4	19.5	20.7	19.8	27.1	20.8	20.3	19.6	47.0	97.0	91.3	87.8
INNOSEM(반도체 PKG 소재)	10.5	12.0	13.0	15.0	13.0	15.0	16.0	14.5	36.5	42.5	50.5	58.5
INNOLED(OLED 소재)	18.8	22.6	53.6	54.0	44.2	50.4	70.4	73.0	32.9	60.9	148.0	237.9
기타(분할전 매출액)	-	-	-	-	-	-	-	-	52.5	-	-	-
이녹스첨단소재 매출 비중(%)												
스마트폰 소재/부품	63.8	56.5	42.5	41.4	45.2	42.0	37.2	36.3	61.5	66.3	49.4	39.7
반도체PKG 소재	13.0	15.1	11.2	12.7	12.5	13.3	11.6	10.5	20.3	13.8	12.8	11.9
OLED 소재	23.2	28.4	46.2	45.9	42.4	44.7	51.2	53.1	18.3	19.8	37.6	48.4
매출총이익	18.7	22.7	32.9	31.2	30.1	30.7	36.4	39.6	63.2	53.2	105.5	136.9
매출총이익률	23.1	28.5	28.4	26.5	28.8	27.3	26.5	28.9	27.2	27.5	26.8	27.8
판매비와관리비	7.4	11.4	13.5	14.1	12.5	12.4	14.4	18.5	53.7	31.0	46.4	57.9
판매비율	9.1	14.3	11.7	12.0	12.0	11.0	10.5	13.5	29.8	10.1	11.8	11.8
영업이익	11.3	11.3	19.4	17.1	17.6	18.3	22.0	21.1	9.5	22.2	59.1	79.0
영업이익률	14.0	14.2	16.7	14.5	16.8	16.3	16.0	15.4	4.1	11.5	15.0	16.1
세전이익	10.4	12.5	19.2	16.9	17.3	18.1	21.8	20.9	4.7	21.1	59.1	78.2
세전이익률	12.9	15.7	16.6	14.3	16.6	16.1	15.9	15.2	2.0	10.9	15.0	15.9
순이익	8.5	9.8	15.0	13.2	13.6	14.3	17.1	16.4	3.2	17.3	46.4	61.4
순이익률	10.5	12.3	12.9	11.2	13.1	12.6	12.5	12.0	1.4	9.0	11.8	12.5

주: 2016년 실적은 분할전(이녹스) 기준, 2017년부터 매출액은 이녹스첨단소재 사업부문의 분할전 매출액(2017년 1~5월)을 포함했고, 매출액 외에는 분할된 이녹스첨단소재 실적만 기재
자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

이녹스첨단소재는 이녹스(존속회사)로부터 인적분할해 2017년 7월 10일 코스닥에 상장한 IT 소재업체다. 주요 제품은 FPCB용 소재(INNOFLEX, SMARTFLEX 부문), 반도체 패키징용 소재(INNOSEM 부문), 디스플레이용 OLED 소재(INNOLED 부문)로 매출비중은 2017년 기준 각각 66%, 13%, 21%다. 주요 고객사는 FPCB 제조업체, 반도체 제조업체인 SK하이닉스와 삼성전자, 디스플레이 업체 LG디스플레이, 삼성디스플레이를 보유하고 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	-	117	171	216	268
현금성자산	-	24	51	59	75
매출채권및기타채권	-	61	71	89	106
재고자산	-	28	41	54	68
비유동자산	-	106	126	147	165
투자자산	-	0	0	0	0
유형자산	-	100	119	136	146
무형자산	-	1	2	2	6
자산총계	-	223	298	363	433
유동부채	-	95	70	72	66
매입채무및기타채무	-	26	20	32	37
단기차입금및단기사채	-	53	48	38	28
유동성장기부채	-	0	0	0	0
비유동부채	-	3	55	57	58
사채	-	0	50	50	50
장기차입금및금융부채	-	0	0	0	0
부채총계	-	98	126	129	124
지배주주지분	-	125	172	234	308
자본금	-	4	4	5	5
자본잉여금	-	103	103	103	103
기타자본	-	0	0	0	0
이익잉여금	-	17	64	126	200
비지배주주지분	-	0	0	0	0
자본총계	-	125	172	234	308

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	-	22	10	45	52
당기순이익	-	17	46	62	74
유형자산감가상각비	-	5	7	9	12
무형자산상각비	-	0	0	0	1
자산부채변동	-	(16)	(47)	(28)	(37)
기타	-	16	3	1	2
투자활동현금흐름	-	(12)	(27)	(27)	(26)
유형자산투자	-	(11)	(26)	(26)	(22)
유형자산매각	-	0	0	0	0
투자자산순증	-	0	0	0	0
무형자산순증	-	(0)	(1)	(1)	(5)
기타	-	(0)	0	0	0
재무활동현금흐름	-	(18)	45	(10)	(10)
자본의증가	-	1	(0)	0	(0)
차입금의순증	-	(19)	45	(10)	(10)
배당금지급	-	0	0	0	0
기타	-	(0)	(0)	(0)	(0)
기타현금흐름	-	(0)	0	0	0
현금의증가	-	(8)	28	8	16

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

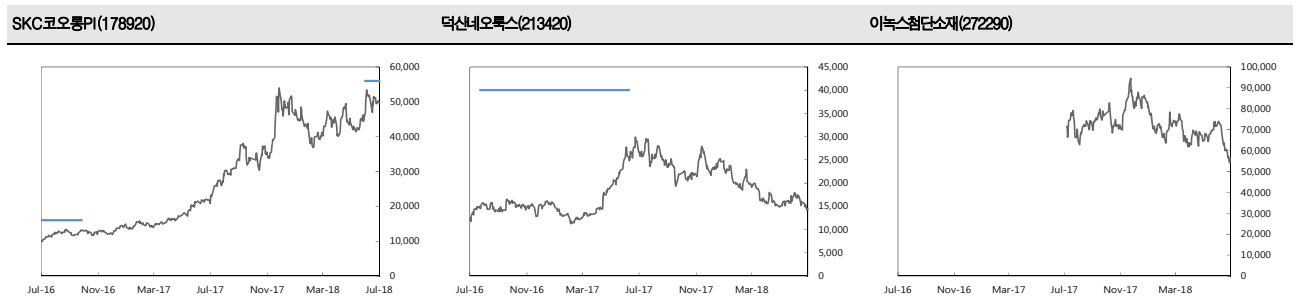
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	-	193	394	492	623
매출원가	-	140	288	355	451
매출총이익	-	53	105	137	172
판매관리비	-	31	46	58	78
영업이익	-	22	59	79	94
금융수익	-	1	2	2	2
이자수익	-	0	0	0	0
금융비용	-	2	3	3	3
이자비용	-	1	2	2	1
기타영업외손익	-	(1)	1	1	1
관계기업관련손익	-	0	0	0	0
세전계속사업이익	-	21	59	79	94
법인세비용	-	4	13	17	20
연결당기순이익	-	17	46	62	74
지배주주지분순이익	-	17	46	62	74
기타포괄이익	-	0	0	0	0
총포괄이익	-	17	47	62	74
지배주주지분포괄이익	-	17	47	62	74
EBITDA	-	28	67	88	107

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	1,947	5,183	6,734	7,814
BPS	-	14,080	18,649	24,673	31,574
DPS	-	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	-	-	104.0	24.9	26.6
영업이익증가율	-	-	166.7	33.6	19.4
순이익증가율	-	-	168.4	33.8	19.4
EPS증가율	-	-	166.2	29.9	16.0
EBITDA증가율	-	-	141.9	32.2	21.0
수익성(%)					
영업이익률	-	11.5	15.0	16.1	15.1
순이익률	-	9.0	11.8	12.6	11.9
EBITDA Margin	-	14.3	16.9	17.9	17.1
ROA	-	7.8	17.8	18.8	18.6
ROE	-	13.8	31.2	30.6	27.3
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	-	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	-	30	47	29	4
차입금/자본총계비율(%)	-	42.4	57.1	37.7	25.4
Valuation(X)					
PER	-	43.9	10.9	8.4	7.2
PBR	-	6.1	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA	-	27.9	8.3	6.1	4.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
SKC코오롱	2016.01.25	매수	16,000원	-32.8	-16.3		2017.06.14	NR	-	-	-
PI(178920)	2016.09.30	NR	-	-	-		2018.06.14	1년경과	-	-	-
	2017.09.30	1년경과	-	-	-		2018.07.04	매수	20,000원	-	-
	2018.06.04	매수	56,000원	-	-	이녹스첨단소재	2018.07.04	매수	88,000원	-	-
덕산네오룩스(213420)	2016.07.27	매수	40,000원	-61.3	-30.6	(272290)					



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 4일 현재 SKC코오롱PI, 덕산네오룩스, 이녹스첨단소재 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.