

이녹스첨단소재(272290)

| 하회 | 부합 | 상회 |
|-------------------|----|----|
| 영업이익의 컨센서스 대비를 의미 | | |

신제품 효과를 기대하자

영업이익 55억원으로 컨센서스 50% 하회. 매출 감소와 고정비 비중 상승 때문
삼성전자 스마트폰 수요 부진으로 고부가 소재 매출 급감해 수익성 하락
봉지재 점유율 하락에도 3분기 신제품/성수기 효과로 실적 반등 예상

Facts : 비수기와 고정비 효과로 영업이익 전분기대비 51% 감소

2분기 매출액 623억원, 영업이익 55억원으로 전분기대비 각각 23%, 51% 감소 했다. 영업이익은 컨센서스를 50% 하회했는데 전체 매출규모 축소로 고정비 효과가 예상보다 커지기 때문이다. 수익성이 좋은 삼성전자 스마트폰향 SMARTFLEX 소재 매출액이 스마트폰 수요 부진으로 전분기대비 50% 이상 급감했고, 대형 OLED 봉지재 매출액은 고객사향 점유율 하락으로 소폭 감소했다. 영업이익률은 8.8%로 전분기대비 5%p 이상 하락했는데 매출액 증감에 따른 이익 변화율이 큰 것으로 보인다. 긍정적인 부분은 삼성디스플레이향 OLED 소재로, 6월부터 매출이 발생했고 3분기 실적에 본격 반영돼 전사 수익성을 개선할 전망이다.

Pros & cons : 신규 소재 진입 확인, 기존 제품 점유율은 하락

3분기에는 삼성디스플레이향 신규 소재의 출하량이 증가해 전체 OLED향 (INNOLED 부문) 매출액은 전분기대비 97% 증가할 전망이다. 갤럭시노트향 소재와 아이폰향 FPCB 소재도 3분기가 성수기로 전사 매출액은 979억원(+57% QoQ, +13% YoY)을 예상한다. 매출 규모 확대로 영업이익률은 지난 1분기 수준 (14%대)으로 회복할 것이다. 우려되는 부분은 대형 OLED 봉지재로, OLED TV 패널 출하량이 전분기대비 25% 증가했지만 이녹스첨단소재의 점유율이 기존 60% 대에서 40%대로 하락한 것으로 보인다. 단기적으로 큰 폭의 점유율 회복은 어렵겠지만 LG디스플레이 광저우 fab 가동 시 이녹스첨단소재의 광저우 생산라인에서 소재를 효과적으로 공급할 수 있어 내년 하반기 본격적인 점유율 개선을 예상한다.

Action : 점유율 하락 리스크 반영해 목표주가 14% 하향

이녹스첨단소재에 대해 매수의견 유지하나 목표주가를 76,000원으로 14% 내린다. 고객사 내 봉지재 점유율 하락과 삼성전자 스마트폰 수요 부진 등 소재 매출 규모 축소에 따른 수익성 하락을 반영했다. 올해 영업이익 추정치를 445억원으로 25% 하향하지만 삼성디스플레이향 OLED 소재 매출액이 3분기부터 매출액 증가를 이끌 것이어서 목표주가 산출 시 EPS 적용기간을 2018년 기준에서 12MF로 변경한다. OLED 소재주 프리미엄과 성장성을 감안해 목표 PER 17배를 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 76,000원(하향)

Stock Data

| | |
|-------------------|---------------|
| KOSPI(7/27) | 2,295 |
| 주가(7/27) | 55,800 |
| 시가총액(십억원) | 500 |
| 발행주식수(백만) | 9 |
| 52주 최고/최저가(원) | 94,627/54,200 |
| 일평균거래대금(6개월, 백만원) | 7,566 |
| 유동주식비율/외국인지분율(%) | 65.7/11.2 |
| 주요주주(%) | 이녹스 외 5 인 |
| | 34.2 |

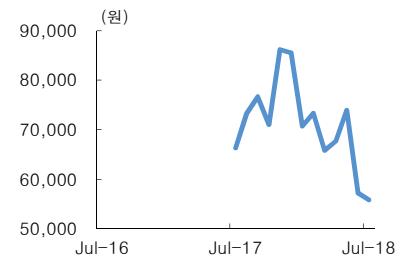
Valuation 지표

| | 2017A | 2018F | 2019F |
|--------------|--------|--------|--------|
| PER(x) | 43.9 | 14.6 | 10.9 |
| PBR(x) | 6.1 | 3.2 | 2.6 |
| ROE(%) | 13.8 | 24.1 | 25.8 |
| DY(%) | — | — | — |
| EV/EBITDA(x) | 27.5 | 10.7 | 7.6 |
| EPS(원) | 1,947 | 3,829 | 5,123 |
| BPS(원) | 14,080 | 17,335 | 21,831 |

주가상승률

| | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---------------|-------|--------|--------|
| 절대주가(%) | (5.9) | (22.8) | (22.6) |
| KOSDAQ 대비(%p) | 0.5 | (7.6) | (38.7) |

주가추이



자료: WISEfn

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

〈표 1〉 신규 OLED 소재 공급(3Q18~)과 대형 OLED 출하량 증가(3Q19~)에 따른 성장성 뚜렷

(단위: 십억원, 천대)

| 매출액(십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18P | 3Q18F | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | |
|-------------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| INNOFLEX | 64.2 | 76.2 | 86.5 | 80.4 | 80.9 | 62.3 | 97.9 | 106.6 | 101.0 | 85.6 | 132.8 | 133.3 | |
| SMARTFLEX | 21.2 | 23.1 | 33.7 | 28.7 | 18.6 | 17.8 | 28.3 | 24.7 | 21.5 | 20.4 | 32.3 | 28.4 | |
| INNOSEM | 22.5 | 28.3 | 22.5 | 23.7 | 33.0 | 14.8 | 20.5 | 22.3 | 29.4 | 14.8 | 22.5 | 23.0 | |
| INNOLED | 10.3 | 10.4 | 11.5 | 10.3 | 10.5 | 10.5 | 11.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 13.0 | 14.0 | |
| 대형 OLED 봉지재 | 10.1 | 14.4 | 18.9 | 17.5 | 18.8 | 19.4 | 38.2 | 47.5 | 38.1 | 38.4 | 65.0 | 67.9 | |
| OLED TV패널 출하량(천대) | 287 | 377 | 465 | 657 | 602 | 753 | 791 | 1,028 | 925 | 1,064 | 1,489 | 1,936 | |
| 중소형 OLED 필름 및 기타 | — | — | 1.1 | 2.4 | 0.5 | — | 5.6 | 22.1 | 26.8 | 19.0 | 13.9 | 27.8 | 26.5 |

주: 분할 전 이녹스의 연결자회사 알톤스포츠 실적은 제외함.

자료: 한국투자증권

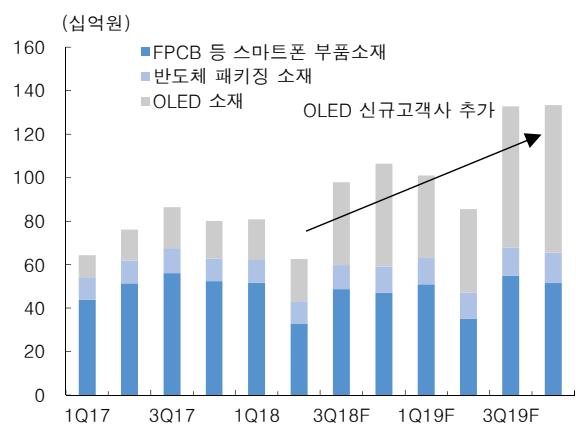
〈표 2〉 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

| | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18P | QoQ(%) | YoY(%) | 컨센서스 |
|----------|------|------|------|------|-------|--------|--------|------|
| 매출액 | 26.2 | 86.5 | 80.4 | 80.9 | 62.3 | (23.0) | 137.8 | 78.7 |
| 영업이익 | 2.6 | 12.6 | 7.0 | 11.3 | 5.5 | (51.3) | 111.5 | 11.1 |
| 영업이익률(%) | 9.9 | 14.6 | 8.7 | 14.0 | 8.8 | — | — | 14.1 |
| 세전이익 | 2.7 | 12.8 | 5.6 | 10.4 | 6.2 | (40.4) | 129.6 | 11.2 |
| 순이익 | 2.1 | 10.1 | 5.1 | 8.5 | 4.3 | (49.4) | 104.8 | 7.9 |

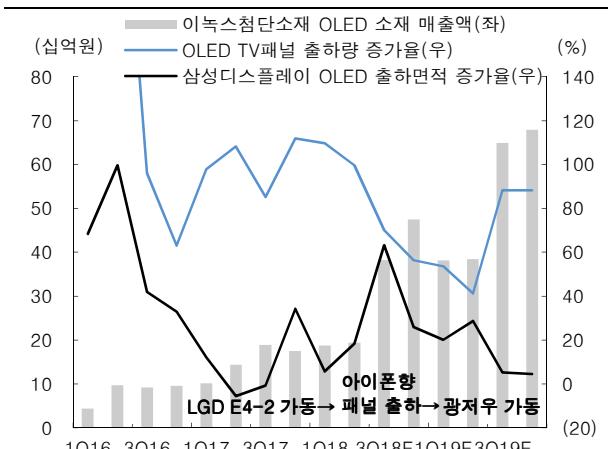
자료: 한국투자증권

[그림 1] OLED 소재 매출 증가폭 커 성장성 확보



자료: 한국투자증권

[그림 2] 대형/중소형 OLED 동시 성장, 안정적 매출 증가



자료: 한국투자증권

〈표 3〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

| 매출액 | 1Q18 | 2Q18P | 3Q18F | 4Q18F | 1Q19F | 2Q19F | 3Q19F | 4Q19F | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| | 80.9 | 62.6 | 97.9 | 106.6 | 101.0 | 85.6 | 132.8 | 133.3 | 180.0 | 307.1 | 347.9 | 452.8 |
| INNOFLEX(FPCB 소재) | 18.6 | 17.8 | 28.3 | 24.7 | 21.5 | 20.4 | 32.3 | 28.4 | 63.6 | 106.7 | 89.4 | 102.7 |
| SMARTFLEX(스마트폰 소재) | 33.0 | 14.8 | 20.5 | 22.3 | 29.4 | 14.8 | 22.5 | 23.0 | 47.0 | 97.0 | 90.6 | 89.7 |
| INNOSEM(반도체 PKG 소재) | 10.5 | 10.5 | 11.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 13.0 | 14.0 | 36.5 | 42.5 | 44.0 | 51.0 |
| INNOLED(OLED 소재) | 18.8 | 19.4 | 38.2 | 47.5 | 38.1 | 38.4 | 65.0 | 67.9 | 32.9 | 60.9 | 122.2 | 209.5 |
| 기타(분할전 매출액) | — | — | — | — | — | — | — | — | 52.5 | — | — | — |
| 이녹스첨단소재 매출 비중(%) | | | | | | | | | | | 51.7 | 41.8 |
| 스마트폰 소재/부품 | 63.8 | 52.2 | 49.8 | 44.1 | 50.4 | 41.1 | 41.3 | 38.6 | 61.5 | 66.3 | 51.7 | 42.5 |
| 반도체PKG 소재 | 13.0 | 16.8 | 11.2 | 11.3 | 11.9 | 14.0 | 9.8 | 10.5 | 20.3 | 13.8 | 12.7 | 11.3 |
| OLED 소재 | 23.2 | 31.0 | 39.0 | 44.6 | 37.7 | 44.9 | 48.9 | 50.9 | 18.3 | 19.8 | 35.1 | 46.3 |
| 매출총이익 | 18.7 | 13.5 | 23.2 | 24.7 | 27.1 | 21.5 | 33.9 | 36.6 | 63.2 | 53.2 | 80.1 | 119.2 |
| 매출총이익률 | 23.1 | 21.7 | 23.7 | 23.2 | 26.8 | 25.1 | 25.5 | 27.5 | 27.2 | 27.5 | 23.0 | 26.3 |
| 판매비와관리비 | 7.4 | 8.0 | 9.9 | 10.3 | 12.1 | 12.0 | 15.9 | 18.0 | 53.7 | 31.0 | 35.6 | 58.0 |
| 판관비/율 | 9.1 | 12.8 | 10.1 | 9.7 | 12.0 | 14.0 | 12.0 | 13.5 | 29.8 | 10.1 | 10.2 | 12.8 |
| 영업이익 | 11.3 | 5.5 | 13.3 | 14.4 | 15.0 | 9.5 | 18.0 | 18.6 | 9.5 | 22.2 | 44.5 | 61.1 |
| 영업이익률 | 14.0 | 8.8 | 13.6 | 13.5 | 14.8 | 11.1 | 13.5 | 14.0 | 4.1 | 11.5 | 12.8 | 13.5 |
| 세전이익 | 10.4 | 6.2 | 13.5 | 14.1 | 13.7 | 8.7 | 19.2 | 18.3 | 4.7 | 21.1 | 44.2 | 59.9 |
| 세전이익률 | 12.9 | 10.0 | 13.8 | 13.2 | 13.5 | 10.2 | 14.4 | 13.7 | 2.0 | 10.9 | 12.7 | 13.2 |
| 순이익 | 8.5 | 4.3 | 10.5 | 11.0 | 10.6 | 6.8 | 14.9 | 14.2 | 3.2 | 17.3 | 34.3 | 46.4 |
| 순이익률 | 10.5 | 6.9 | 10.7 | 10.3 | 10.5 | 7.9 | 11.2 | 10.7 | 1.4 | 9.0 | 9.9 | 10.3 |

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(조속회사)로부터 인적분할해 2017년 7월 10일 코스닥에 상장한 IT 소재업체. 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%. 주요 고객사는 FPCB 제조업체, 반도체 제조업체 인 SK하이닉스와 삼성전자, 디스플레이 업체 LG디스플레이, 삼성디스플레이를 보유.

재무상태표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | — | 117 | 149 | 195 | 231 |
| 현금성자산 | — | 24 | 42 | 50 | 60 |
| 매출채권및기타채권 | — | 61 | 63 | 82 | 93 |
| 재고자산 | — | 28 | 38 | 50 | 60 |
| 비유동자산 | — | 106 | 138 | 152 | 169 |
| 투자자산 | — | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산 | — | 100 | 132 | 142 | 152 |
| 무형자산 | — | 1 | 2 | 2 | 5 |
| 자산총계 | — | 223 | 288 | 346 | 400 |
| 유동부채 | — | 95 | 73 | 83 | 74 |
| 매입채무및기타채무 | — | 26 | 21 | 29 | 33 |
| 단기차입금및단기사채 | — | 53 | 48 | 38 | 28 |
| 유동성장기부채 | — | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | — | 3 | 55 | 56 | 57 |
| 사채 | — | 0 | 50 | 50 | 50 |
| 장기차입금및금융부채 | — | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | — | 98 | 128 | 139 | 132 |
| 지배주주지분 | — | 125 | 160 | 207 | 268 |
| 자본금 | — | 4 | 4 | 5 | 5 |
| 자본잉여금 | — | 103 | 103 | 103 | 103 |
| 기타자본 | — | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | — | 17 | 52 | 99 | 159 |
| 비지배주주지분 | — | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | — | 125 | 160 | 207 | 268 |

손익계산서

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | — | 193 | 348 | 453 | 550 |
| 매출원가 | — | 140 | 268 | 334 | 398 |
| 매출총이익 | — | 53 | 80 | 119 | 152 |
| 판매관리비 | — | 31 | 36 | 58 | 73 |
| 영업이익 | — | 22 | 44 | 61 | 79 |
| 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 | 44 | 61 | 78 |
| 법인세비용 | — | 4 | 10 | 14 | 18 |
| 연결당기순이익 | — | 17 | 34 | 47 | 61 |
| 지배주주지분순이익 | — | 17 | 34 | 47 | 61 |
| 기타포괄이익 | — | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | — | 17 | 34 | 47 | 61 |
| 지배주주지분포괄이익 | — | 17 | 34 | 47 | 61 |
| EBITDA | — | 28 | 52 | 71 | 91 |

현금흐름표

(단위: 십억원)

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | — | 22 | 13 | 38 | 47 |
| 당기순이익 | — | 17 | 34 | 47 | 61 |
| 유형자산감가상각비 | — | 5 | 8 | 9 | 12 |
| 무형자산상각비 | — | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 자산부채변동 | — | (16) | (31) | (20) | (28) |
| 기타 | — | 16 | 2 | 2 | 1 |
| 투자활동현금흐름 | — | (12) | (40) | (20) | (26) |
| 유형자산투자 | — | (11) | (40) | (19) | (22) |
| 유형자산매각 | — | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자자산순증 | — | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 무형자산순증 | — | (0) | (1) | (1) | (4) |
| 기타 | — | (1) | 1 | 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) | 18 | 8 | 11 |

주요투자지표

| | 2016A | 2017A | 2018F | 2019F | 2020F |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | — | 1,947 | 3,829 | 5,123 | 6,407 |
| BPS | — | 14,080 | 17,335 | 21,831 | 27,447 |
| DPS | — | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 성장성(%), YoY | | | | | |
| 매출증가율 | — | — | 80.0 | 30.2 | 21.4 |
| 영업이익증가율 | — | — | 100.7 | 37.4 | 28.5 |
| 순이익증가율 | — | — | 98.3 | 37.7 | 28.7 |
| EPS증가율 | — | — | 96.7 | 33.8 | 25.1 |
| EBITDA증가율 | — | — | 89.6 | 35.3 | 29.2 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | — | 11.5 | 12.8 | 13.5 | 14.3 |
| 순이익률 | — | 9.0 | 9.9 | 10.4 | 11.1 |
| EBITDA Margin | — | 14.3 | 15.1 | 15.6 | 16.6 |
| ROA | — | 7.8 | 13.4 | 14.9 | 16.3 |
| ROE | — | 13.8 | 24.1 | 25.8 | 25.6 |
| 배당수익률 | — | 0.0 | — | — | — |
| 배당성향 | — | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 안정성 | | | | | |
| 순차입금(십억원) | — | 30 | 56 | 38 | 18 |
| 차입금/자본총계비율(%) | — | 42.4 | 61.5 | 42.6 | 29.2 |
| Valuation(X) | | | | | |
| PER | — | 43.9 | 14.6 | 10.9 | 8.7 |
| PBR | — | 6.1 | 3.2 | 2.6 | 2.0 |
| EV/EBITDA | — | 27.9 | 10.7 | 7.6 | 5.7 |

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

| 종목(코드번호) | 제시일자 | 투자의견 | 목표주가 | 과거율 | |
|-----------------|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | | 평균주가 대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 이녹스첨단소재(272290) | 2018.07.04 | 매수 | 88,000원 | -33.3 | -30.2 |
| | 2018.07.30 | 매수 | 76,000원 | - | - |



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 30일 현재 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 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 투자의견은 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 돋기 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.