

# 이녹스첨단소재 (272290)

## 향후 분기 실적 계단식 상승 전망

### 4Q18 Review : OLED 소재 성장세 지속

2018년 4분기 실적은 매출 752억원(YoY -6%, QoQ -3%), 영업이익 106억원(YoY+51%, QoQ +6%)으로 컨센서스에 부합했다. 사업부별로 사 보면, 1) FPCB 및 방열시트 부문의 경우 중국을 중심으로한 스마트폰 수요 둔화로 부진한 실적을 보였으며, 2) 반도체 소재 부문의 경우 고수익성이 유지됐으며, 3) 핵심 사업부인 OLED 소재 부문의 공급 신제품 개수 증가에 따른 성장세가 성장세가 지속됐다.

### 모바일 OLED 소재가 전사 실적 성장 견인

2019년 1분기 실적은 매출 783억원(YoY -3%, QoQ +4%), 영업이익 110억원(YoY -3%, QoQ +4%)으로, 전년동기 대비 소폭 역성장 전망되나 OLED 소재로 핵심 사업 영역이 이동하는 과정에서의 성장통이라고 판단된다. 분기 실적은 연간 지속적으로 우상향하는 모습 나타내면서 연간 실적은 매출 3,234억원(YoY +11%), 영업이익 472억원(YoY +26%)으로 견조한 성장세가 지속될 전망이다. 1) Flexible OLED 패널 관련 소모성 필름 신제품 공급 및 국내 메이저 세트업체 향 공급 개시로 OLED 소재 부문이 전년 대비 39% 성장하면서 전사 실적 성장을 견인할 전망이다. OLED TV 봉지재 역시 LG디스플레이 광저우 라인이 3분기부터 본격 가동되며 실적에 기여할 것으로 전망된다.

### 실적 추정치 향후 상승 가능성 크다

글로벌 모바일 수요 부진 영향으로 전 사업부 실적 추정치 및 Target Multiple 조정 반영하여, 투자 의견 BUY를 유지하고 목표주가는 62,000원으로 하향한다. 목표주가 산출은 2019년 예상 EPS에 최근 5년 평균 PER 밴드 하단인 14.9배 적용하였다. 다만, 모바일 수요 부진 우려는 이미 현주가 수준에 반영됐다고 판단된다. 향후 모바일 OLED 소재 부문의 국내 및 해외 세트업체 향 신제품 공급 물량 상승이 확인될 경우 실적 추정치는 재차 상승 조정될 수 있으며 현시점에서 그 가능성은 높다고 판단된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 62,000원(하향) | CP(1월 29일): 46,000원

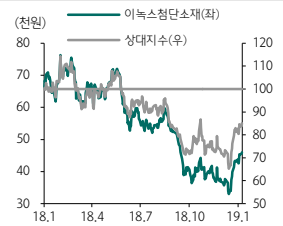
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	710.99
52주 최고/최저(원)	76,264/33,000
시가총액(십억원)	412.6
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	9,232.4
60일 평균 거래량(천주)	88.3
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.60
주요주주 지분율(%)	
이녹스 외 5인	33.73
	0.00
추가상승률	1M 6M 12M
절대	22.0 (15.3) (35.1)
상대	16.0 (7.7) (15.4)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	297.0	342.1
영업이익(십억원)	38.7	47.6
순이익(십억원)	32.8	39.4
EPS(원)	3,549	4,265
BPS(원)	17,376	21,811

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	0.0	193.1	291.7	323.4	352.3
영업이익	십억원	0.0	22.2	37.4	47.2	54.0
세전이익	십억원	0.0	21.1	39.0	46.5	53.7
순이익	십억원	0.0	17.3	31.2	38.2	43.6
EPS	원	0	3,226	3,382	4,142	4,721
증감률	%	N/A	N/A	4.8	22.5	14.0
PER	배	N/A	25.79	11.15	11.11	9.74
PBR	배	N/A	6.08	2.21	2.17	1.77
EV/EBITDA	배	N/A	27.91	7.67	7.13	5.79
ROE	%	0.00	13.80	22.51	22.36	20.57
BPS	원	0	13,679	17,057	21,199	25,920
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김현수  
02-3771-7503  
hyunsoo@hanafn.com

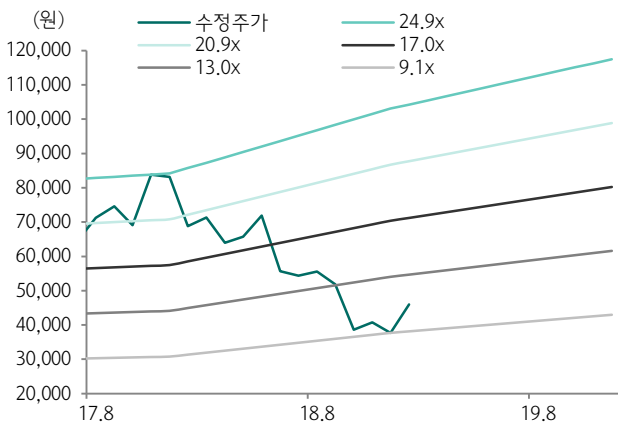
표 1. 이녹스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19f	2Q19f	3Q19f	4Q19f	2017	2018	2019F	2020F
<b>매출액</b>	80.9	62.3	73.3	75.2	78.3	76.3	80.9	88.0	307.3	291.7	323.4	352.3
FPCB소재	19.0	17.8	25.0	18.8	17.8	18.2	22.0	21.2	108.4	80.6	79.2	74.2
방열시트소재	32.6	14.6	10.0	18.4	22.0	18.7	11.4	19.6	94.4	75.6	71.6	74.0
반도체소재	10.5	10.4	10.3	8.0	10.2	9.9	9.6	8.9	42.8	39.2	38.6	37.1
<b>OLED 소재</b>	<b>18.8</b>	<b>19.5</b>	<b>28.0</b>	<b>30.0</b>	<b>28.2</b>	<b>29.4</b>	<b>38.0</b>	<b>38.3</b>	<b>61.7</b>	<b>96.3</b>	<b>134.0</b>	<b>167.0</b>
<b>영업이익</b>	11.3	5.5	10.0	10.6	11.0	11.0	12.4	12.7	32.9	37.4	47.2	54.0
세전이익	10.4	6.2	10.4	12.0	10.8	10.8	12.3	12.6	30.5	39.0	46.6	53.9
지배지분순이익	8.5	4.3	8.7	9.7	8.9	8.9	10.2	10.3	23.9	31.2	38.3	43.8
<b>수익성</b>												
영업이익률	14.0%	8.8%	13.6%	14.1%	14.1%	14.5%	15.4%	14.5%	10.7%	12.8%	14.6%	15.3%
세전이익률	12.9%	9.9%	14.1%	16.0%	13.8%	14.2%	15.2%	14.3%	9.9%	13.4%	14.4%	15.3%
지배지분순이익률	10.5%	6.9%	11.9%	12.8%	11.3%	11.7%	12.6%	11.7%	7.8%	10.7%	11.8%	12.4%
<b>성장률(QoQ/YoY)</b>												
전체 매출	1%	-23%	18%	3%	4%	-3%	6%	9%	72%	-5%	11%	9%
FPCB소재	-35%	-6%	40%	-25%	-5%	2%	20%	-4%	81%	-26%	-2%	-6%
방열시트소재	40%	-55%	-32%	84%	19%	-15%	-39%	72%	68%	-20%	-5%	3%
반도체소재	2%	-1%	-1%	-22%	28%	-4%	-3%	-7%	43%	-8%	-1%	-4%
<b>OLED 소재</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>44%</b>	<b>7%</b>	<b>-6%</b>	<b>4%</b>	<b>29%</b>	<b>1%</b>	<b>87%</b>	<b>56%</b>	<b>39%</b>	<b>25%</b>
<b>매출비중</b>												
FPCB소재	23%	29%	34%	25%	23%	24%	27%	24%	35%	28%	24%	21%
방열시트소재	40%	23%	14%	24%	28%	25%	14%	22%	31%	26%	22%	21%
반도체소재	13%	17%	14%	11%	13%	13%	12%	10%	14%	13%	12%	11%
<b>OLED 소재</b>	<b>23%</b>	<b>31%</b>	<b>38%</b>	<b>40%</b>	<b>36%</b>	<b>39%</b>	<b>47%</b>	<b>44%</b>	<b>20%</b>	<b>33%</b>	<b>41%</b>	<b>47%</b>

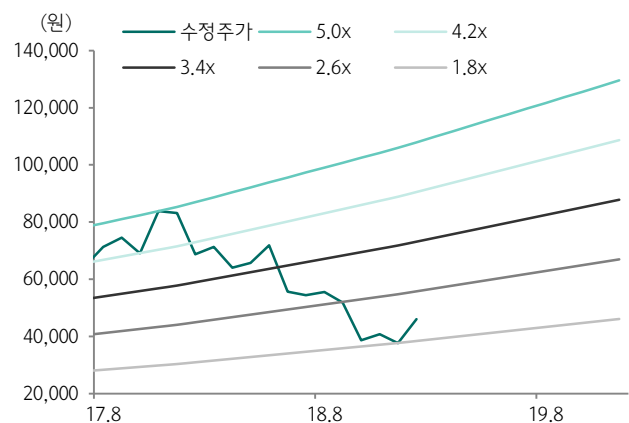
자료: 하나금융투자

그림 1. 이녹스첨단소재 12M Forward P/E 추이



자료: 하나금융투자

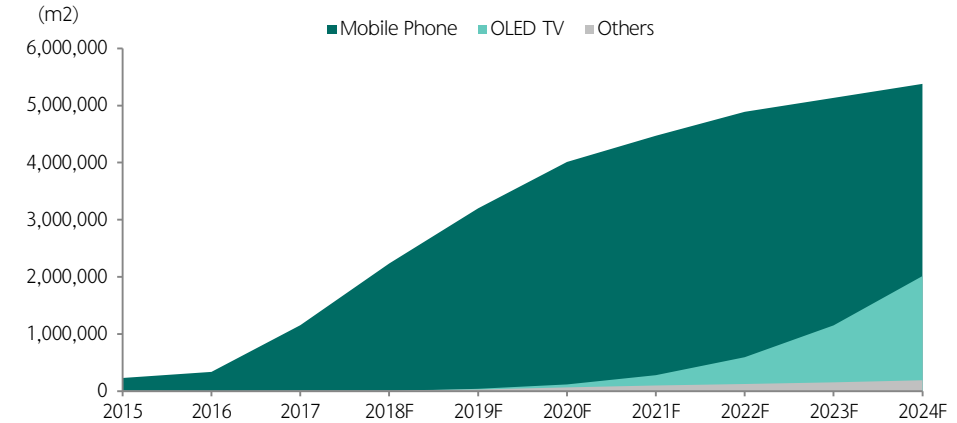
그림 2. 이녹스첨단소재 12M Forward P/B 추이



자료: 하나금융투자

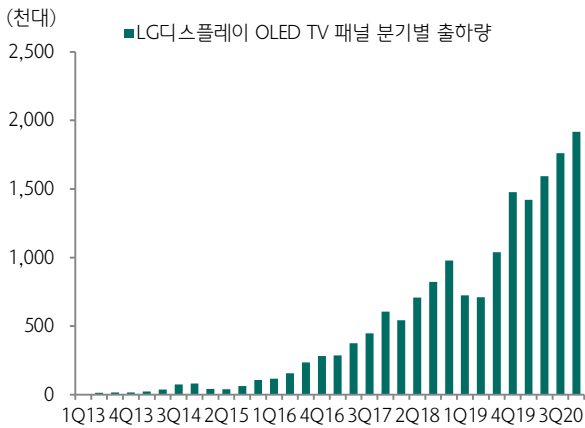
그림 3. 글로벌 Flexible OLED 패널 출하면적 추이 및 전망

Flexible OLED 패널 출하면적 증가에 따른 PI 필름 수요 증가 전망



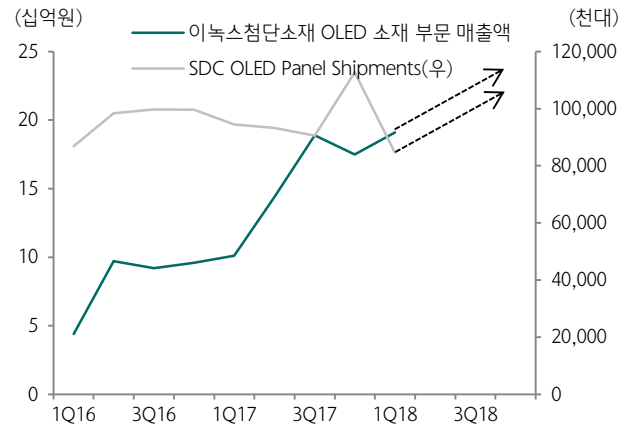
주: Others = 전장, 스마트 워치 등 합산  
자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 4. LG디스플레이 OLED TV 패널 분기별 출하량 추이 및 전망



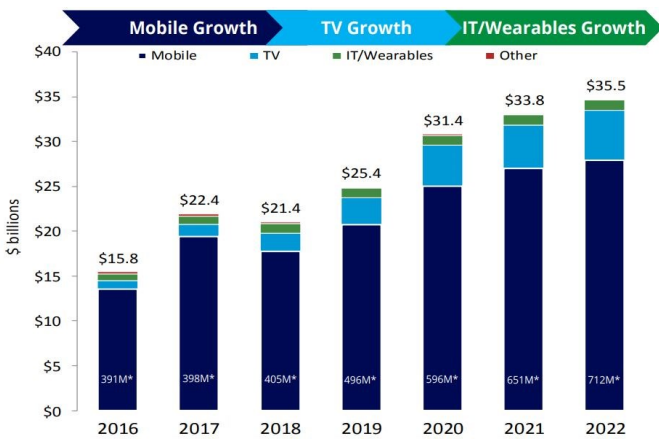
자료: LG디스플레이, 하나금융투자

그림 5. 이녹스첨단소재 OLED소재 부문 매출 추이



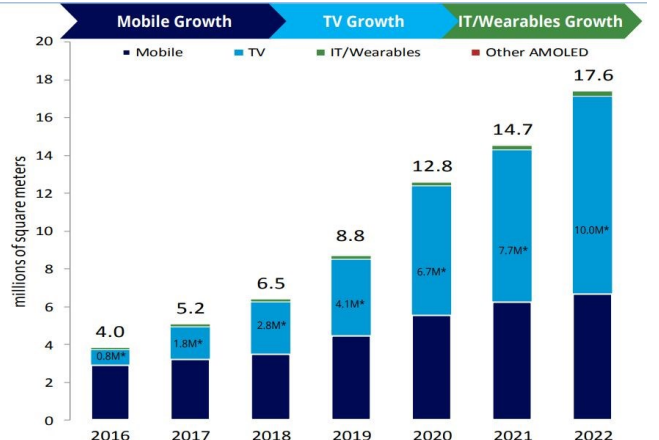
자료: 이녹스첨단소재, 하나금융투자

그림 6. Universal Display 전망 OLED 소재 시장 규모



자료: Universal Display, 하나금융투자

그림 7. Universal Display 전망 OLED 패널 면적 추이



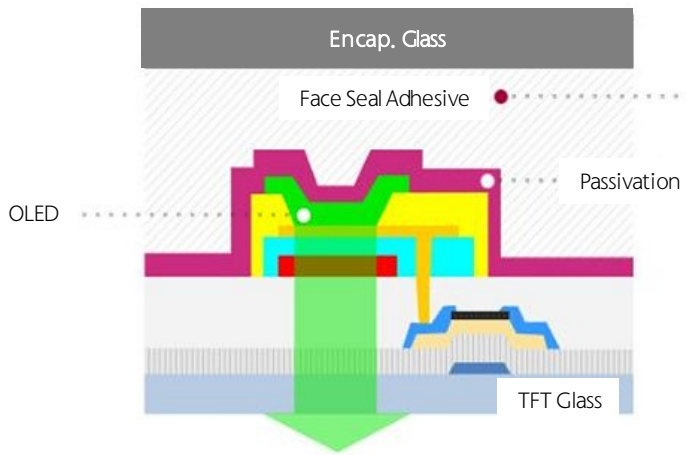
자료: Universal Display, 하나금융투자

**OLED봉지재**

OLED 소재는 유기물이라는 특성상 산소나 수분에 매우 취약하다. 때문에 산소나 수분 등 외기로부터 OLED를 보호하기 위하여 봉지 기술이 필요하다. 기술의 본질은 우리가 일상에서 접할 수 있는 과자 봉지, 혹은 맥주/탄산음료 포장 등과 다르지 않다. 다만 기술적 난이도가 훨씬 높을 뿐이다. OLED 봉지 기술로는 얇은 박막을 이용한 봉지 기술이나, 유리 재질인 frit를 이용한 봉지 기술 등이 적용되거 있으며 최근에는 최근 전면 합착 방식(face seal type)의 봉지 기술이 주목 받고 있다. LG디스플레이 OLED TV 봉지재 공급사로는 이녹스첨단소재와 LG화학이 있다.

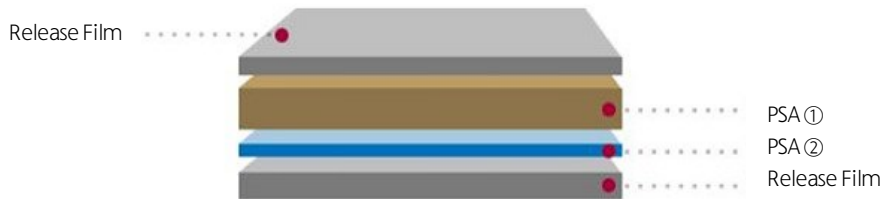
그림 8. OLED 봉지재 구조

**OLED 디스플레이 구조**



OLED 봉지재는 수분과 산소에 취약한 OLED 소자의 손상과 침식을 방지하는 역할을 하며 물리적인 충격으로부터 소자를 보호합니다.

**OLED 봉지재(FSA필름) 구조**



자료: LC케미토피아, 하나금융투자



추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>0.0</b>	<b>193.1</b>	<b>291.7</b>	<b>323.4</b>	<b>352.3</b>
매출원가	0.0	139.9	221.6	241.3	260.2
매출총이익	0.0	53.2	70.1	82.1	92.1
판매비	0.0	31.0	32.7	35.0	38.1
<b>영업이익</b>	<b>0.0</b>	<b>22.2</b>	<b>37.4</b>	<b>47.2</b>	<b>54.0</b>
금융손익	0.0	(0.4)	(0.7)	(0.7)	(0.2)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	1.6	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	(0.6)	0.7	0.0	0.0
<b>세전이익</b>	<b>0.0</b>	<b>21.1</b>	<b>39.0</b>	<b>46.5</b>	<b>53.7</b>
법인세	0.0	3.8	7.8	8.3	10.2
계속사업이익	0.0	17.3	31.2	38.2	43.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>17.3</b>	<b>31.2</b>	<b>38.2</b>	<b>43.6</b>
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>17.3</b>	<b>31.2</b>	<b>38.2</b>	<b>43.6</b>
지배주주지분포괄이익	0.0	17.4	31.2	38.2	43.6
NOPAT	0.0	18.2	29.9	38.8	43.8
EBITDA	0.0	27.6	47.6	57.6	64.6
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	N/A	N/A	51.1	10.9	8.9
NOPAT증가율	N/A	N/A	64.3	29.8	12.9
EBITDA증가율	N/A	N/A	72.5	21.0	12.2
영업이익증가율	N/A	N/A	68.5	26.2	14.4
(지배주주)순이익증가율	N/A	N/A	80.3	22.4	14.1
EPS증가율	N/A	N/A	4.8	22.5	14.0
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	N/A	27.6	24.0	25.4	26.1
EBITDA이익률	N/A	14.3	16.3	17.8	18.3
영업이익률	N/A	11.5	12.8	14.6	15.3
계속사업이익률	N/A	9.0	10.7	11.8	12.4
<b>투자지표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	0	3,226	3,382	4,142	4,721
BPS	0	13,679	17,057	21,199	25,920
CFPS	0	7,389	5,579	6,239	7,002
EBITDAPS	0	5,146	5,156	6,239	7,002
SPS	0	36,010	31,611	35,034	38,158
DPS	0	0	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>					
PER	N/A	25.8	11.1	11.1	9.7
PBR	N/A	6.1	2.2	2.2	1.8
PCFR	N/A	11.3	6.8	7.4	6.6
EV/EBITDA	N/A	27.9	7.7	7.1	5.8
PSR	N/A	2.3	1.2	1.3	1.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	0.0	13.8	22.5	22.4	20.6
ROA	0.0	7.8	11.5	11.1	11.2
ROIC	0.0	10.8	16.8	20.0	21.5
부채비율	0.0	77.9	111.6	92.4	77.0
순부채비율	0.0	23.6	17.6	(1.1)	(16.5)
이자보상배율(배)	0.0	25.7	20.2	20.5	23.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>116.6</b>	<b>191.9</b>	<b>235.5</b>	<b>282.6</b>
금융자산	0.0	23.6	104.8	133.7	170.2
현금성자산	0.0	23.6	104.8	133.7	170.2
매출채권 등	0.0	61.0	57.0	66.7	73.7
재고자산	0.0	28.0	26.2	30.7	33.9
기타유동자산	0.0	4.0	3.9	4.4	4.8
<b>비유동자산</b>	<b>0.0</b>	<b>106.4</b>	<b>129.5</b>	<b>130.2</b>	<b>131.1</b>
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	0.0	100.2	123.6	124.6	125.7
무형자산	<b>0.0</b>	<b>0.8</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>0.9</b>
기타비유동자산	<b>0.0</b>	<b>5.4</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>0.0</b>	<b>223.0</b>	<b>321.4</b>	<b>365.7</b>	<b>413.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>95.1</b>	<b>106.5</b>	<b>112.2</b>	<b>116.3</b>
금융부채	0.0	53.0	70.9	70.9	70.9
매입채무 등	0.0	26.1	24.4	28.5	31.5
기타유동부채	0.0	16.0	11.2	12.8	13.9
<b>비유동부채</b>	<b>0.0</b>	<b>2.6</b>	<b>63.0</b>	<b>63.4</b>	<b>63.7</b>
금융부채	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>60.7</b>	<b>60.7</b>	<b>60.7</b>
기타비유동부채	0.0	2.5	2.3	2.7	3.0
<b>부채총계</b>	<b>0.0</b>	<b>97.7</b>	<b>169.5</b>	<b>175.6</b>	<b>180.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>125.3</b>	<b>151.9</b>	<b>190.1</b>	<b>233.7</b>
자본금	<b>0.0</b>	<b>4.3</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.5</b>
자본잉여금	0.0	103.2	104.1	104.1	104.1
자본조정	0.0	0.0	(5.6)	(5.6)	(5.6)
기타포괄이익누계액	0.0	0.4	0.3	0.3	0.3
이익잉여금	0.0	17.4	48.5	86.8	130.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>0.0</b>	<b>125.3</b>	<b>151.9</b>	<b>190.1</b>	<b>233.7</b>
순금융부채	0.0	29.5	26.8	(2.1)	(38.6)
<b>현금흐름표</b>					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>22.4</b>	<b>41.6</b>	<b>40.0</b>	<b>48.0</b>
당기순이익	0.0	17.3	31.2	38.2	43.6
조정	0.0	21.5	8.1	10.5	10.7
감가상각비	0.0	5.4	10.2	10.4	10.7
외환거래손익	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.0	15.8	(2.1)	0.1	0.0
영업활동 현금흐름	0.0	(16.4)	2.3	(8.7)	(6.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>(11.6)</b>	<b>(32.8)</b>	<b>(11.1)</b>	<b>(11.5)</b>
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	0.0	(11.5)	(32.7)	(11.1)	(11.5)
기타	0.0	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>(18.3)</b>	<b>72.6</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
금융부채증가(감소)	0.0	53.1	78.5	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	107.6	0.9	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(179.0)	(6.8)	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>0.0</b>	<b>(7.5)</b>	<b>81.3</b>	<b>28.9</b>	<b>36.5</b>
Unlevered CFO	0.0	39.6	51.5	57.6	64.6
Free Cash Flow	0.0	10.9	8.7	28.9	36.5

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이녹스첨단소재



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.30	BUY	62,000		
18.9.5	BUY	73,929	-42.86%	-19.47%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
 Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
 Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
 Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.4%	4.7%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 1월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 01월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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