

이녹스첨단소재 (272290)

디스플레이

최영산



02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	63,000원 (U)
현재주가 (1/29)	46,000원
상승여력	37%

시가총액	4,126억원
총발행주식수	9,232,420주
60일 평균 거래대금	36억원
60일 평균 거래량	88,319주
52주 고	76,264원
52주 저	33,000원
외인지분율	10.60%
주요주주	이녹스 외 5 인 33.73%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	22.0	22.8	(35.1)
상대	16.0	8.8	(15.4)
절대(달려환산)	21.9	25.6	(38.1)

미워도 다시 한 번

2018, 기대치가 너무 높았었다

이녹스첨단소재(이하 동사)의 4Q18 실적은 매출액 753억원(YoY-6%), 영업이익 106억원(YoY+51%)을 기록, 매출액은 당사 추정치를 소폭 하회, 영업이익은 부합하였다. INNOFLEX가 188억원, SMARTFLEX가 185억원, INNOSEM이 80억원, INNOLED가 약 300억원 수준을 달성한 것으로 보인다. INNOFLEX(FPCB 소재) 부분이 크게 감소하였으나, 마진이 좋은 SMARTFLEX(방열시트, 디지털타이저)와, INNOLED(OLED)가 예상치를 상회하면서 전사 이익률을 14.1%로 방어해냈다. 2018년 연간 실적은 비록 컨센스를 크게 하회하는 안 좋은 한 해였지만, INNOLED의 매출 비중은 18년 전사 매출액의 약 33% 수준까지 상승하면서, 외형은 수축되었지만 내구성은 좋아졌다. 수익성은 17년 11%대비 약 1.8%p 증가한 12.8%를 기록하며 OLED 비중의 상승을 증명했다.

2019, 중소형 OLED 소재의 확장세가 심상치 않다

기존 OLED 사업부에 쉽게 프리미엄을 주지 못했던 이유는 1) 대형 Encap용 소재에서의 단가 인하 압력과 2) 경쟁사 LG화학의 진입, 3) 낮은 수익성 때문이었다. 그러나 1) 2Q18부터 시작된 수익성 높은 중소형 OLED 소재의 사용처가 점차 확대되어가고 있는 추세(XS MAX→XS MAX, S10)에 있고, 2) 소재 사용처 확장과 동시에 MS 확대가 진행 중이고, 3) 폴더블 소재로의 매출처도 다변화되어 가고 있는 상황이다. 결국, 18년 컨센 대부분을 미스하였으나, 동사의 본질적인 투자포인트였던 "OLED 소재기업으로서의 변화"라는 중심 기조가 살아있다는 것이 중요하다.

19년 매출액은 3,298억원(YoY 13%), 영업이익 467억원(YoY +25%)으로 추정한다. 1) FPCB 부분은 당연히 매출 감소, 2) 반도체 소재는 Flat, 3) 방열시트는 국내 고객사 노트 시리즈향 방열시트 신규 공급으로 인해 18년 대비 소폭 늘어날 것으로 예상된다. 핵심은 OLED 소재 부분이다. Encap 부분은 전년 대비 꾸준히 성장하나, 중소형 소재 부분의 성장 스토리에 주목한다. 18년 전체 OLED부분 매출은 968억원이었으나, 19년 1,388억원(YoY+43%) 수준으로 확대될 것으로 보인다.

19년 OLED 이익 비중 46% 예상, 12개월 목표주가 상향 조정

투자포인트는 구조적인 OLED 이익 비중의 상승 추세 지속이다. 밸류에이션 상으로 사실상 핸드셋 소재라 볼 수 있는 FPCB와 방열시트 사업부가 19년 매출의 46%(18년 53%)를 차지하기 때문에, 여전히 온전한 OLED 소재의 멀티플을 부여하기엔 어렵다. 그러나 1) 핸드셋 부분의 매출 비중이 지속 감소 중이며, 2) OLED 부분의 매출 비중이 18년 33%에서 19년 42%로 확대되고, 3) 이익 비중은 30%에서 46%로 확대되는 바, 19년 전체 영업이익의 절반 가까이를 OLED에서 실현할 것으로 보인다. **SOTP 밸류에이션을 사용, OLED 비중확대에 따른 Target P/E를 13.7x로 상향 조정한다. 실적에 대한 시장 의구심이 있는 바, 단기적인 주가흐름보다는 1, 2분기 긍정적 실적이 확인되면 밸류에이션 재평가가 빠르게 이뤄질 것으로 보이며, 이를 염두에 둘 필요가 있다.**

Quarterly earning forecasts

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	753	-6.4	2.8	805	-6.5
영업이익	106	51.1	5.9	105	0.6
세전계속사업이익	120	113.2	16.2	107	12.5
지배순이익	86	69.6	-1.3	83	4.6
영업이익률 (%)	14.1	+5.4 %pt	+0.5 %pt	13.1	+1.0 %pt
지배순이익률 (%)	11.5	+5.2 %pt	-0.4 %pt	10.2	+1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		0	1,931	2,918	3,298
영업이익		0	222	374	467
지배순이익		0	173	314	424
PER		-	23.0	11.1	10.0
PBR		-	5.4	2.2	2.1
EV/EBITDA		-	25.6	1.9	5.8
ROE		0.0	27.6	22.6	24.4

자료: 유안타증권

[표 1] 이녹스첨단소재 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018P	2019F	2020F
매출액	809	623	733	753	849	737	814	898	2,918	3,298	3,669
yoy(%)	26%	-18%	-15%	-6%	5%	18%	11%	19%	-5%	13%	11%
INNOFLEX	186	179	244	188	168	168	211	180	797	727	731
SMARTFLEX	330	145	100	185	333	165	94	192	760	784	821
INNOSEM	105	105	103	80	96	98	100	105	393	399	427
INNOLED	188	194	286	300	252	305	409	422	968	1,388	1,690
매출비중(%)											
INNOFLEX	23%	29%	33%	25%	20%	23%	26%	20%	27%	22%	20%
SMARTFLEX	41%	23%	14%	25%	39%	22%	12%	21%	26%	24%	22%
INNOSEM	13%	17%	14%	11%	11%	13%	12%	12%	13%	12%	12%
INNOLED	23%	31%	39%	40%	30%	41%	50%	47%	33%	42%	46%
매출총이익	187	134	197	205	240	197	227	256	724	920	1,067
영업이익	113	55	100	106	124	94	116	133	374	467	553
yoy(%)	96%	-36%	-20%	51%	9%	71%	16%	26%	10%	25%	19%
영업이익률(%)	14.0%	8.8%	13.6%	14.1%	14.5%	12.8%	14.2%	14.8%	12.8%	14.2%	15.1%

자료: 유안타증권 리서치센터

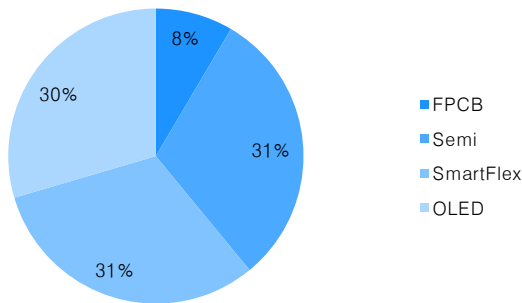
[표 2] 이녹스첨단소재 밸류에이션 Table

(단위: 원, 배, %)

	사업부별 EPS 추정(A)	Target P/E 배수(B)	적정 가치(AxB)	비고
2019F EPS(원)	4,589			
사업부별 Breakdown				사업부별 EPS는 영업이익 기준으로 Breakdown
INNOFLEX	299	5.5	1,641	비에이치 2019F P/E 적용(인터플렉스 2019 적자 예상으로 제외)
SMARTFLEX	1,037	7.3	7,530	Wisefn 핸드셋 sector 2019F P/E 적용
INNOSEM	1,150	9.6	10,989	원익머트리얼즈, SK 머트리얼즈 2019F P/E 적용
INNOLED	2,103	20.4	42,929	덕산네오룩스, SKC 코오롱 PI 2019F P/E 적용
이녹스첨단소재 적정주가			63,000	
2019F EPS			4,589	
2019 Target P/E			13.7x	

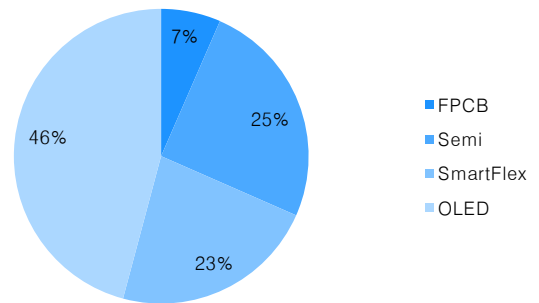
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 이녹스첨단소재 2018F 영업이익 구성 (유안타증권 추정)



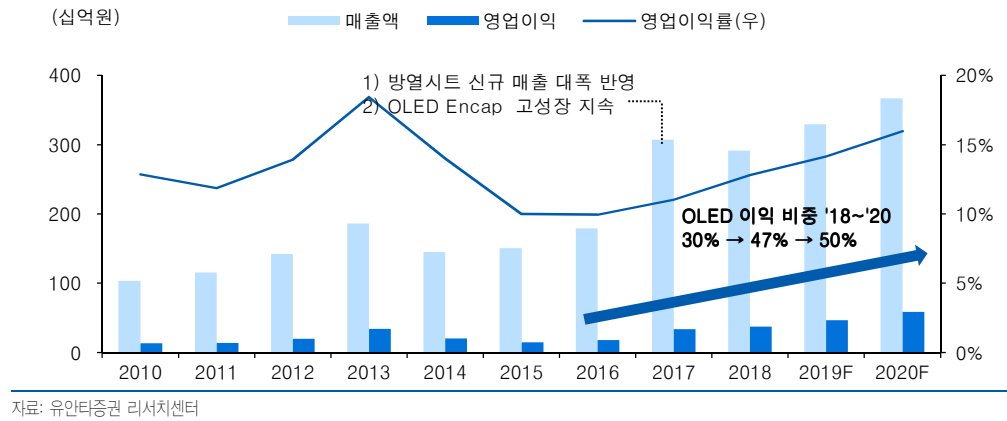
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 이녹스첨단소재 2019F 영업이익 구성 (유안타증권 추정)

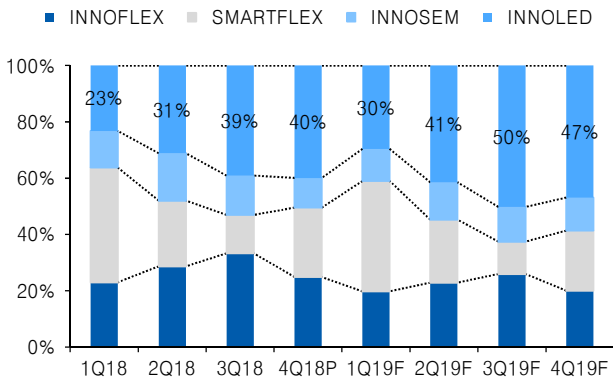


자료: 유안타증권 리서치센터

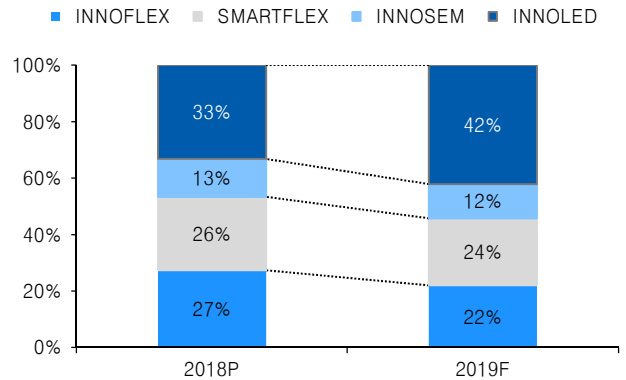
[그림 3] 이녹스첨단소재 매출액 및 영업이익 추이



[그림 4] 이녹스첨단소재 매출 비중 추이 (분기별)



[그림 5] 이녹스첨단소재 매출 비중 추이 (연간)



이녹스첨단소재 (272290) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	0	1,931	2,918	3,298	3,669
매출원가	0	1,399	2,194	2,378	2,618
매출총이익	0	532	724	920	1,052
판매비	0	310	350	453	499
영업이익	0	222	374	467	553
EBITDA	0	276	1,717	510	595
영업외손익	0	-11	17	61	65
외환관련손익	0	-9	12	27	27
이자손익	0	-8	-12	-5	-1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	6	16	39	39
법인세비용차감전순이익	0	211	391	528	619
법인세비용	0	38	77	104	124
계속사업순이익	0	173	314	424	495
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	173	314	424	495
지배지분순이익	0	173	314	424	495
포괄순이익	0	174	315	428	499
지배지분포괄이익	0	174	315	428	499

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	0	1,166	3,254	3,434	3,781
현금및현금성자산	0	236	2,304	2,284	2,464
매출채권 및 기타채권	0	610	549	656	754
재고자산	0	280	341	433	502
비유동자산	0	1,064	59	56	54
유형자산	0	1,002	0	0	0
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	0	2,230	3,313	3,490	3,835
유동부채	0	951	1,146	898	748
매입채무 및 기타채무	0	261	325	347	373
단기차입금	0	530	782	513	337
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	26	646	646	646
장기차입금	0	0	90	90	90
사채	0	0	500	500	500
부채총계	0	977	1,792	1,544	1,394
지배지분	0	1,253	1,521	1,946	2,441
자본금	0	43	45	46	46
자본잉여금	0	1,032	1,041	1,041	1,041
이익잉여금	0	174	487	911	1,406
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	1,253	1,521	1,946	2,441
순차입금	0	295	-924	-1,174	-1,530
총차입금	0	531	1,389	1,120	944

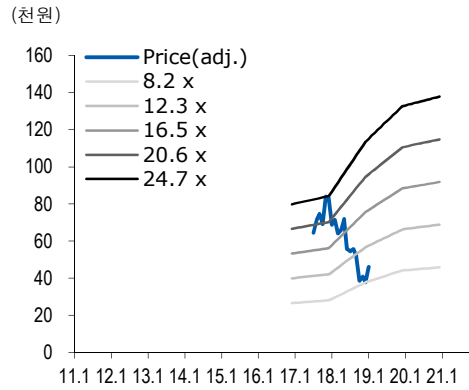
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	0	224	1,616	307	416
당기순이익	0	173	314	424	495
감가상각비	0	53	1,341	40	40
외환손익	0	3	-7	-27	-27
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	-164	-37	-177	-141
기타현금흐름	0	160	5	47	50
투자활동 현금흐름	0	-116	-346	-57	-58
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-115	-334	-40	-40
유형자산 감소	0	0	3	0	0
기타현금흐름	0	-1	-14	-17	-18
재무활동 현금흐름	0	-183	804	-255	-164
단기차입금	0	-192	252	-269	-177
사채 및 장기차입금	0	0	590	0	0
자본	0	0	0	1	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	10	-38	13	12
연결범위변동 등 기타	0	-1	-6	-14	-15
현금의 증감	0	-75	2,068	-19	179
기초 현금	0	311	236	2,304	2,284
기말 현금	0	236	2,304	2,284	2,464
NOPLAT	214682628	222	374	467	553
FCF	1	-43	1,273	201	303

자료: 유안타증권
 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

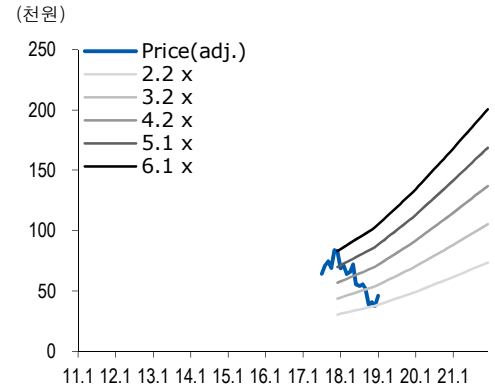
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	0	3,226	3,402	4,589	5,360
BPS	0	13,657	16,848	21,601	27,094
EBITDAPS	0	5,454	19,145	5,519	6,450
SPS	0	36,010	31,601	35,721	39,744
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	23.0	11.1	10.0	8.6
PBR	-	5.4	2.2	2.1	1.7
EV/EBITDA	-	25.6	1.9	5.8	4.4
PSR	-	2.1	1.2	1.3	1.2

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	51.1	13.0	11.3
영업이익 증가율 (%)	na	na	68.7	24.8	18.5
지배순이익 증가율 (%)	na	na	81.6	34.9	16.8
매출총이익률 (%)	0.0	27.5	24.8	27.9	28.7
영업이익률 (%)	0.0	11.5	12.8	14.2	15.1
지배순이익률 (%)	0.0	9.0	10.8	12.8	13.5
EBITDA 마진 (%)	0.0	14.3	58.9	15.4	16.2
ROIC	0.0	23.9	28.5	55.3	53.0
ROA	0.0	15.5	11.3	12.5	13.5
ROE	0.0	27.6	22.6	24.4	22.6
부채비율 (%)	0.0	77.9	117.8	79.4	57.1
순차입금/자기자본 (%)	0.0	23.6	-60.8	-60.3	-62.7
영업이익/금융비용 (배)	0.0	25.7	20.5	21.6	29.8

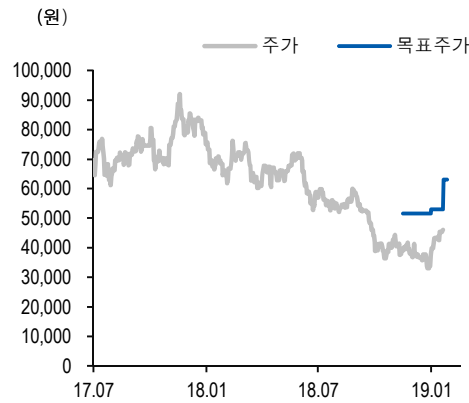
P/E band chart



P/B band chart



이녹스첨단소재 (272290) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-30	BUY	63,000	1년		
2018-11-25	BUY	51,556	1년	-23.58	-10.78

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-27

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영산)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.