

이녹스첨단소재 (272290)

디스플레이

최영산



02 3770 5728

yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	70,000원 (U)
현재주가 (4/11)	57,700원
상승여력	21%

시가총액	5,175억원
총발행주식수	9,232,420주
60일 평균 거래대금	53억원
60일 평균 거래량	107,125주
52주 고	71,984원
52주 저	33,000원
외인지분율	11.00%
주요주주	이녹스 외 5인 33.73%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	13.1	44.8	(12.0)
상대	9.1	29.7	1.7
절대(달러환산)	12.6	41.9	(17.6)

동일한 스토리, 높아지는 기대감

1Q preview: 시장 컨센스 부합, 주가 레벨업 구간 진입

이녹스첨단소재(이하 동사)의 1분기 실적은 매출액 854억원(YoY +6%), 영업이익 124억원(YoY +9%)로, 시장 컨센서스에 부합 내지 소폭 상회할 것으로 예상된다. 단기간에 동사의 주가는 빠르게 상승하였으나, 이는 기존 실적 추정치에 대한 가파른 상향조정보다는, 중소형 OLED 소재로서의 성장 스토리가 유효했기 때문에 밸류에이션 구간이 12M Fwd P/E 기준 10x 내외에서 12~13x 구간까지의 상향 조정이 되었다고 당사는 판단한다.

2019년 매출액은 3,549억원(YoY +21%), 영업이익 497억원(YoY +30%)으로 추정하며, 기존 연간 실적 추정치 3,298억원, 467억원대비 각각 7%, 6% 상향 조정한다. 올해 매출액 구성은 INNOFLEX 787억원(YoY -1%), SMARTFLEX 801억원(YoY +5%), INNOSEM 399억원(YoY +2%), INNOLED 1,561억원(YoY +59%)을 예상한다. 결국 실적을 지키는 것은 기존 핸드셋 사업부분(FPCB_INNOFLEX, 방열시트 및 디지털타이저_SMARTFLEX)이 전방산업 둔화를 얼마나 버텨낼 수 있는지가 관건이며, **밸류에이션의 프리미엄은 OLED 사업부분(INNOLED)에서 만들어질 것이다.** 현재 주가 상승 추세는 후자에 해당하는 밸류에이션 레벨업 과정으로 판단된다.

동일한 스토리, 높아지는 기대감

당사가 동사를 보는 시각은 작년 11/26 리포트 '동일한 스토리, 낮아진 기대감'에서 올해 01/30 '미워도 다시 한 번'으로 긍정적으로 개선(+TP 상향조정)되었고, 이제는 '동일한 스토리, 높아지는 기대감'으로 한 번 더 주가 레벨업 구간을 예상한다. 올해 초 01/30 당시 리포트에서의 핵심과 현재의 핵심 투자포인트는 변화된 부분이 없다. 여전히 'OLED 소재기업으로서의 변화'라는 중심 기조가 살아있다. 실적 추정치를 소폭 상향조정, 밸류에이션을 15x 수준까지 상향 조정한다.

SOTP 밸류에이션 적용, 핸드셋 사업부분 감안하더라도 15x 수준 부여 가능

기존 밸류에이션 방식인 SOTP 방식을 유지한다. 동사의 올해 OLED 이익 비중이 47% 가까이 상승하면서, OLED 소재업종들의 평균 12M Fwd P/E인 21x 수준을 대부분 반영하였다. 12M Fwd EPS에 Target P/E 14.7x를 감안한 목표주가 70,000원을 제시한다. 작년 Historical P/E가 17x 수준이었다는 점을 고려한다면, 시장은 동사에 대해 SOTP보다는 OLED에 대한 프리미엄을 더 주길 선호하기 때문에, 주가 멀티플 상향 조정 여지는 언제든지 열려있다. **당사가 실적을 미스한 경우도 많았고, 시장에서 실망감도 많았으나, 밸류에이션 측면에서 시장은 동사에게 항상 상대적으로 관대했다.** 올해는 실적을 지켜낼 가능성이 높기 때문에, 시장의 기대감은 더욱 높아질 것으로 보인다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	854	5.6	11.5	807	5.9
영업이익	124	9.4	7.7	115	7.5
세전계속사업이익	122	16.7	12.4	113	8.0
지배순이익	95	11.7	23.7	88	7.7
영업이익률 (%)	14.5	+0.5 %pt	-0.5 %pt	14.3	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	11.1	+0.6 %pt	+1.1 %pt	10.9	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	1,931	2,931	3,549	4,236
영업이익	222	383	497	621
지배순이익	173	305	383	483
PER	23.0	17.4	11.1	8.8
PBR	5.4	3.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	25.6	11.4	9.0	7.1
ROE	27.6	22.4	23.1	23.1

자료: 유안타증권

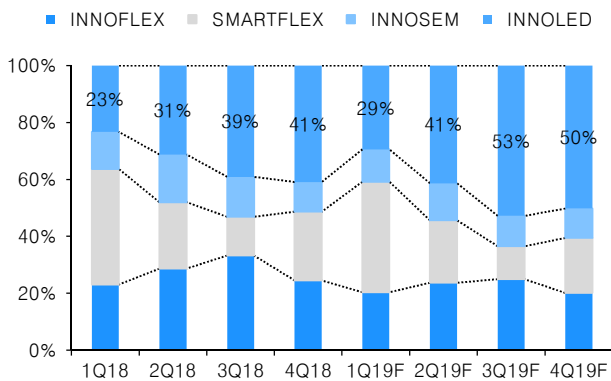
[표 1] 이녹스첨단소재 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	809	623	733	767	854	753	929	1,012	2,931	3,549	4,236
yoy(%)	26%	-18%	-15%	-5%	6%	21%	27%	32%	-5%	21%	19%
INNOFLEX	186	179	244	188	173	179	231	204	797	787	792
SMARTFLEX	330	145	100	185	333	165	108	195	760	801	839
INNOSEM	105	105	103	80	96	98	100	105	393	399	427
INNOLED	188	194	286	314	252	311	490	508	982	1,561	2,178
매출비중(%)											
INNOFLEX	23%	29%	33%	24%	20%	24%	25%	20%	27%	22%	19%
SMARTFLEX	41%	23%	14%	24%	39%	22%	12%	19%	26%	23%	20%
INNOSEM	13%	17%	14%	10%	11%	13%	11%	10%	13%	11%	10%
INNOLED	23%	31%	39%	41%	29%	41%	53%	50%	33%	44%	51%
영업이익	113	55	100	115	124	99	128	147	383	497	621
yoy(%)	96%	-36%	-20%	63%	9%	79%	28%	28%	13%	30%	25%
영업이익률(%)	14.0%	8.8%	13.6%	15.0%	14.5%	13.1%	13.7%	14.5%	13.1%	14.0%	14.6%

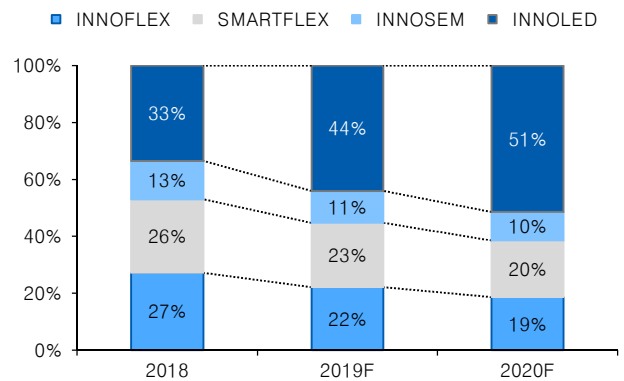
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 이녹스첨단소재 분기별 매출액 구성 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 이녹스첨단소재 연간 매출액 구성 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 이녹스첨단소재 밸류에이션 Table

(단위: 원, 배, %)

	사업부별 EPS 추정(A)	Target P/E 배수(B)	적정 가치	비고
12M Fwd EPS	4,688			
사업부별 breakdown				
INNOFLEX	321	9.5	3,044	비에이치, 대덕전자 12M Fwd P/E 적용(인터플렉스 제외) Wisefn 핸드셋 sector 12M Fwd P/E 적용 원익머트리얼즈, SK 머티리얼즈 12M Fwd P/E 적용 덕산네오룩스, SKC 코오롱 PI 12M Fwd P/E 적용
SMARTFLEX	1,044	7.5	7,829	
INNOSEM	1,103	10.3	11,403	
INNOLED	2,219	21.1	46,917	
이녹스첨단소재 적정주가			70,000	
Target P/E			14.9	

자료: 유안타증권 리서치센터

이녹스첨단소재 (272290) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	0	1,931	2,931	3,549	4,236
매출원가	0	1,399	2,193	2,564	3,037
매출총이익	0	532	739	985	1,199
판매비	0	310	356	488	578
영업이익	0	222	383	497	621
EBITDA	0	276	487	621	754
영업외손익	0	-11	-4	-6	-2
외환관련손익	0	-9	6	0	0
이자손익	0	-8	-11	-6	-2
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	6	1	0	0
법인세비용차감전순이익	0	211	379	491	619
법인세비용	0	38	74	108	136
계속사업순이익	0	173	305	383	483
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	173	305	383	483
지배지분순이익	0	173	305	383	483
포괄순이익	0	174	303	383	483
지배지분포괄이익	0	174	303	383	483

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	0	1,166	1,615	1,688	2,029
현금및현금성자산	0	236	762	484	542
매출채권 및 기타채권	0	610	428	641	806
재고자산	0	280	354	492	611
비유동자산	0	1,064	1,398	1,544	1,571
유형자산	0	1,002	1,330	1,479	1,508
관계기업 등 자본관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	0	2,230	3,012	3,232	3,600
유동부채	0	951	794	755	743
매입채무 및 기타채무	0	261	318	351	399
단기차입금	0	530	389	317	258
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	26	752	626	523
장기차입금	0	0	680	554	451
사채	0	0	0	0	0
부채총계	0	977	1,545	1,380	1,266
지배지분	0	1,253	1,467	1,851	2,334
자본금	0	43	45	46	46
자본잉여금	0	1,032	1,041	1,041	1,041
이익잉여금	0	174	475	858	1,341
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	0	1,253	1,467	1,851	2,334
순차입금	0	295	306	386	167
총차입금	0	530	1,069	870	709

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	0	224	514	253	447
당기순이익	0	173	305	383	483
감가상각비	0	53	101	121	131
외환손익	0	3	2	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	0	-164	72	-293	-211
기타현금흐름	0	160	34	42	44
투자활동 현금흐름	0	-116	-438	-271	-160
투자자산	0	0	-20	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	0	-115	-416	-270	-160
유형자산 감소	0	0	1	0	0
기타현금흐름	0	-1	-3	-1	0
재무활동 현금흐름	0	-183	451	-193	-158
단기차입금	0	-192	-142	-72	-59
사채 및 장기차입금	0	0	680	-126	-103
자본	0	0	0	1	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	10	-87	4	4
연결범위변동 등 기타	0	-1	0	-69	-72
현금의 증감	0	-75	527	-278	57
기초 현금	0	311	236	762	484
기말 현금	0	236	762	484	542
NOPLAT	0	222	383	497	621
FCF	0	-43	68	-52	246

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

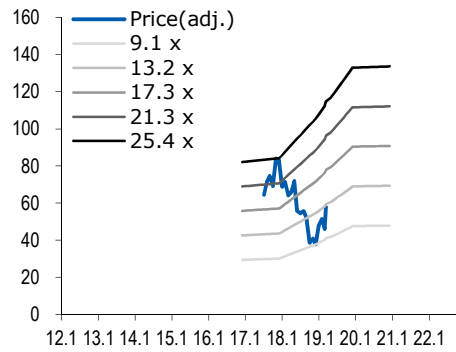
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	0	3,226	3,302	4,148	5,228
BPS	0	13,657	16,262	20,550	25,909
EBITDAPS	0	5,454	5,429	6,723	8,163
SPS	0	36,010	31,766	38,442	45,880
DPS	0	0	0	0	0
PER	-	23.0	17.4	11.1	8.8
PBR	-	5.4	3.5	2.2	1.8
EV/EBITDA	-	25.6	11.4	9.0	7.1
PSR	-	2.1	1.8	1.2	1.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	0.0	0.0	51.8	21.1	19.3
영업이익 증가율 (%)	na	na	72.8	29.7	24.9
지배순이익 증가율 (%)	na	na	76.1	25.7	26.0
매출총이익률 (%)	0.0	27.5	25.2	27.8	28.3
영업이익률 (%)	0.0	11.5	13.1	14.0	14.6
지배순이익률 (%)	0.0	9.0	10.4	10.8	11.4
EBITDA 마진 (%)	0.0	14.3	16.6	17.5	17.8
ROIC	0.0	23.9	18.7	19.2	20.3
ROA	0.0	15.5	11.6	12.3	14.1
ROE	0.0	27.6	22.4	23.1	23.1
부채비율 (%)	0.0	77.9	105.3	74.6	54.2
순차입금/자기자본 (%)	0.0	23.5	20.9	20.9	7.2
영업이익/금융비용 (배)	0.0	25.7	21.6	36.8	64.8

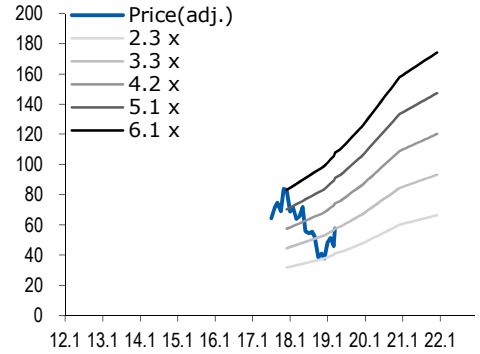
P/E band chart

(천원)

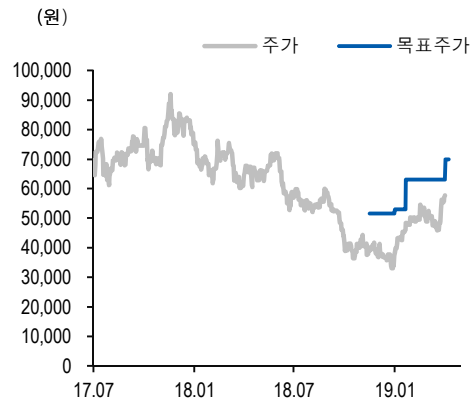


P/B band chart

(천원)



이녹스첨단소재 (272290) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-12	BUY	70,000	1년		
2019-01-30	BUY	63,000	1년	-19.78	-8.41
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)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-09

※ 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.