

# 이녹스첨단소재 (272290)

## 디스플레이



최영산

02 3770 5728

yungsan.choi@yuantakorea.com

| 투자의견        | BUY (M)     |
|-------------|-------------|
| 목표주가        | 70,000원 (U) |
| 현재주가 (4/11) | 57,700원     |
| 상승여력        | 21%         |

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 시기총액        | 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 5 인<br>33.73% |

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

## 동일한 스토리, 높아지는 기대감

### 1Q preview: 시장 컨센 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 디지타이저\_SMARTFLEX)이 전방산업 둔화를 얼마나 버텨낼 수 있는지가 관건이며, **밸류에이션의 프리미엄은 OLED 사업부분(INNOLED)에서 만들 어질 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/E 가 17x 수준이었다는 점을 고려한다면, 시장은 동사에 대해 SOTP보다는 OLED에 대한 프리미엄을 더 주길 선호하기 때문에, 주가 멀티플 상향 조정 여지는 언제든지 열려있다. **동사가 실적을 미스한 경우도 많았고, 시장에서 실망감도 많았으나, 밸류에이션 측면에서 시장은 동사에게 향상 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 |

### 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  |

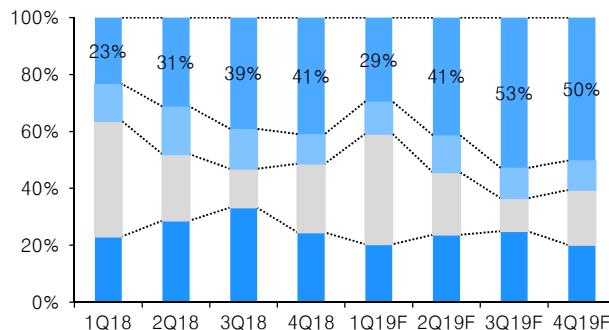
[표 1] 이녹스첨단소재 분기별 실적 추이 (단위: 억원)

|           | 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

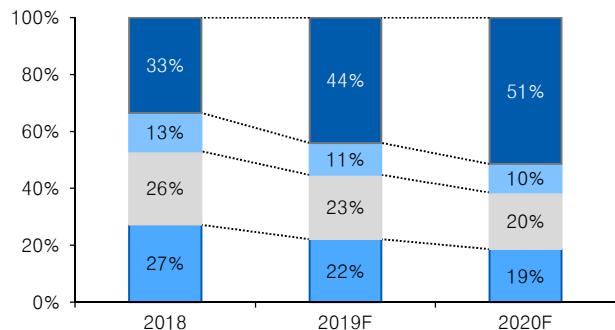
■ INNOFLEX ■ SMARTFLEX ■ INNOSEM ■ INNOLED



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 이녹스첨단소재 연간 매출액 구성 추이

■ INNOFLEX ■ SMARTFLEX ■ INNOSEM ■ INNOLED



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) |
| SMARTFLEX      | 1,044          | 7.5              | 7,829  | Wisefn 핸드셋 sector 12M Fwd P/E 적용    |
| INNOSEM        | 1,103          | 10.3             | 11,403 | 원익머티리얼즈, SK 머티리얼즈 12M Fwd P/E 적용    |
| INNOLED        | 2,219          | 21.1             | 46,917 | 덕산네오룩스, SKC 코오롱 PI 12M Fwd P/E 적용   |
| 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 |
| 판관비         | 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     |
| 법인세비용차감전순손익 | 0        | 211   | 379   | 491   | 619   |
| 법인세비용       | 0        | 38    | 74    | 108   | 136   |
| 계속사업순손익     | 0        | 173   | 305   | 383   | 483   |
| 중단사업순손익     | 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 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 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 |
| 관계기업등 지분관련자산 | 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     |
| 증속,관계기업관련손익     | 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. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

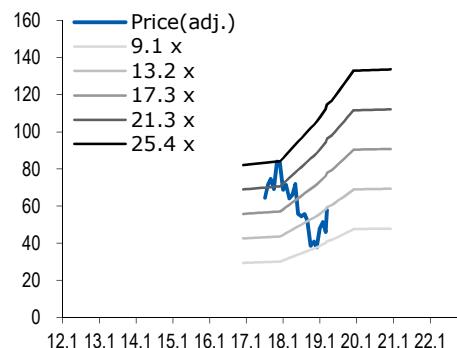
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

| 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  |

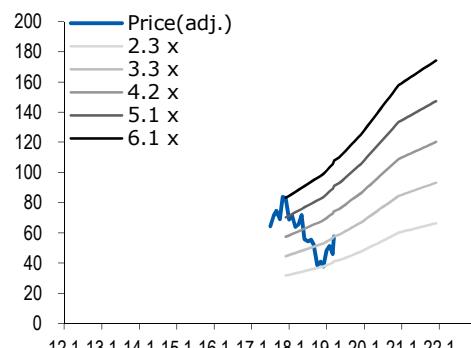
P/E band chart

(천원)

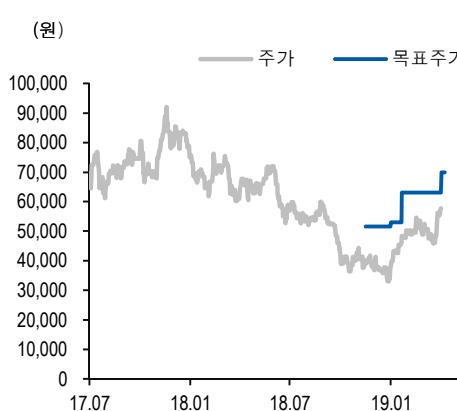


P/B band chart

(천원)



이녹스첨단소재 (272290) 투자등급 및 목표주가 추이



| 일자         | 투자 의견 | 목표가 (원) | 목표가격 대상시점 | 괴리를     |              |
|------------|-------|---------|-----------|---------|--------------|
|            |       |         |           | 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: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 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(비중축소)     | 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 입력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영선)
- 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 기준 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 투자 의사결정은 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.