

이녹스첨단소재 (272290)

디스플레이



최영산

02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	70,000원 (M)
현재주가 (5/21)	45,850원
상승여력	53%

시가총액	4,233억원
총발행주식수	9,232,420주
60일 평균 거래대금	52억원
60일 평균 거래량	100,160주
52주 고	71,984원
52주 저	33,000원
외인지분율	10.02%
주요주주	이녹스 외 5 인 33.73%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.5)	(8.7)	(30.6)
상대	(7.3)	(3.0)	(13.9)
절대(달러환산)	(18.5)	(13.9)	(36.9)

짧게 봐도 좋고, 길게 봐도 좋다

OLED 소재의 견조함이 곧 투자포인트를 설명

이녹스첨단소재(이하 동사)의 1분기 실적은 매출액 857억원(YoY +6%), 영업이익 120억원(YoY +7%)을 기록, 예상보다 양호한 FPCB와 다소 부진한 반도체 부분이 서로 상쇄하였고, OLED 소재 부분의 성장세는 매우 견조하게 이뤄지고 있는 상황이다. 올해 FPCB와 SmartFlex 부분은 작년대비 유사하거나 소폭 성장하는 가운데, 반도체 부분 매출은 감소하나, OLED 사업부의 실적이 대폭 개선되면서 연간 매출액은 3,393억원(YoY +16%), 영업이익 468억원(YoY +22%)을 기록할 것으로 예상된다. 수익성은 OLED 비중 상승에 따라 자연스럽게 이뤄지며, 작년 하반기도 OLED 비중이 확대되면서 전사 수익성이 14~15% 수준을 형성하였듯이 올해도 연간 14% 수준은 충분히 달성 가능할 것으로 보인다.

2020까지 이어지는 OLED의 확장 스토리가 실적과 밸류에이션 견인

올해 동사의 OLED 매출액은 약 1,505억원 수준으로, 전사 매출의 약 44%를 담당할 것으로 보인다. 반도체 소재 부분까지 포함할 경우, OLED와 반도체 소재 합산 매출액이 올해는 53%, 내년에는 60% 수준까지 확대되면서 기업의 본격적인 체질 개선이 이뤄질 것으로 보인다.

중요한 점은, 내년부터 시작되는 1) 애플의 전모델 OLED 채택과, 2) 폴더블 시장의 확산, 3) 2020 LGD의 WOLED 출하물량 700만대 도달(올해 약 410만대 예상) 등 동사의 실적과 밸류에이션을 상승시킬 수 있는 우호적인 시장 환경이 지속 전개될 것으로 보인다. 중소형 OLED 후공정 소재 공급은 모델 수가 점점 확장되고 있고, WOLED Encap은 LG화학 진입 이슈가 있으나, 광저우 Fab은 동사가 초기 독점, 향후에도 WOLED 물량 전체 성장폭이 더 의미가 있을 것으로 판단된다. SDC 입장에서는 빠르게 하락하는 POLED 패널의 원가를 더 낮춰야 할 필요성이 크고, 이에 따라 이미 기술력이 검증된 동사의 제품 채택을 늘려가며 경쟁 일본업체의 비중을 줄일 수밖에 없는 환경이 지속될 것으로 예상된다.

2018 과도기 → 2019 가능성 확인 → 2020 본격적인 확장

1분기 실적 발표 이후, 삼성의 QD 투자 지연이슈로 인해 동사의 주가는 과도하게 하락한 상황이다. 중장기 방향성이 강화되고 있고, 동사 섹터 내에서 거의 유일하게 1분기 실적을 아웃퍼폼한 업체임에도 불구하고, 현재 12M Fwd P/E 10x 수준으로 지나친 낙폭으로 판단된다. 2020년까지 우상향할 수 있는 OLED 소재 기업으로 당사는 동사와 실리콘웍스를 강하게 추천한다. 투자 의견 매수와 목표주가 70,000원을 유지한다.

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	857	6.0	11.8	821	4.4
영업이익	120	6.5	4.9	116	3.8
세전계속사업이익	126	20.8	16.4	115	9.3
지배순이익	103	21.6	34.6	91	14.3
영업이익률 (%)	14.1	+0.1 %pt	-0.9 %pt	14.1	0
지배순이익률 (%)	12.1	+1.6 %pt	+2.1 %pt	11.0	+1.1 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		1,931	2,931	3,393	3,966
영업이익		222	383	468	580
지배순이익		173	305	371	451
PER		23.0	17.4	11.4	9.4
PBR		5.4	3.5	2.2	1.8
EV/EBITDA		25.6	11.4	7.7	6.1
ROE		27.6	22.4	22.4	21.8

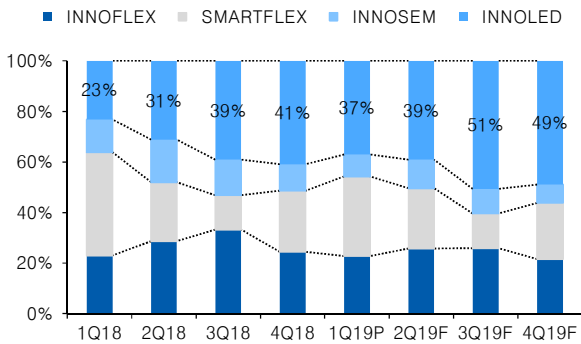
자료: 유안타증권

[표 1] 이녹스첨단소재 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

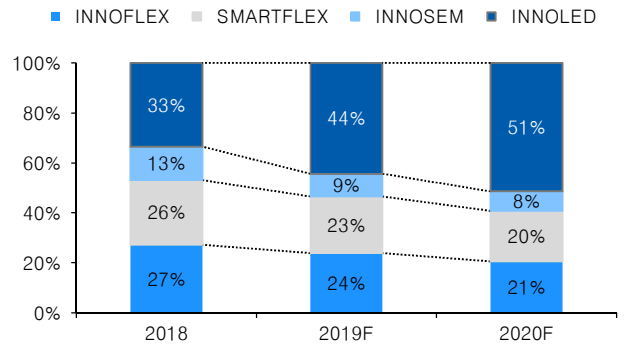
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	809	623	733	767	857	693	895	948	2,931	3,393	3,966
yoy(%)	26%	-18%	-15%	-5%	6%	11%	22%	24%	-5%	16%	17%
INNOFLEX	186	179	244	188	195	179	231	204	797	809	814
SMARTFLEX	330	145	100	185	270	165	123	211	760	770	806
INNOSEM	105	105	103	80	75	79	88	68	393	309	305
INNOLED	188	194	286	314	317	271	453	464	982	1,505	2,041
매출비중(%)											
INNOFLEX	23%	29%	33%	24%	23%	26%	26%	22%	27%	24%	21%
SMARTFLEX	41%	23%	14%	24%	32%	24%	14%	22%	26%	23%	20%
INNOSEM	13%	17%	14%	10%	9%	11%	10%	7%	13%	9%	8%
INNOLED	23%	31%	39%	41%	37%	39%	51%	49%	33%	44%	51%
영업이익	113	55	100	115	120	89	123	137	383	468	580
yoy(%)	96%	-36%	-20%	63%	7%	61%	23%	19%	13%	22%	24%
영업이익률(%)	14.0%	8.8%	13.6%	15.0%	14.1%	12.8%	13.7%	14.4%	13.1%	13.8%	14.6%

[그림 1] 이녹스첨단소재 분기별 매출액 구성 추이



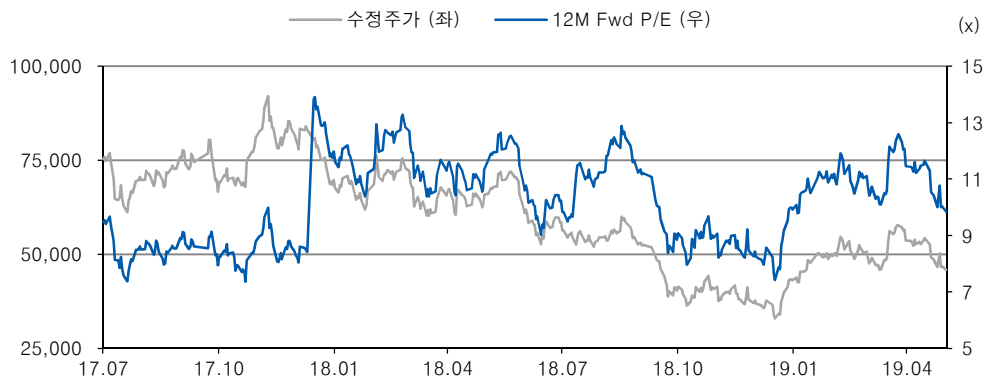
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 이녹스첨단소재 연간 매출액 구성 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 이녹스첨단소재 12M Fwd P/E 및 수정주가 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

이녹스첨단소재 (272290) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,931	2,931	3,393	3,966	4,528
매출원가	1,399	2,193	2,457	2,844	3,316
매출총이익	532	739	936	1,122	1,212
판매비	310	356	468	542	632
영업이익	222	383	468	580	580
EBITDA	276	487	592	713	704
영업외손익	-11	-4	4	-1	3
외환관련손익	-9	6	10	0	0
이자손익	-8	-11	-6	-1	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	6	1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	211	379	473	580	583
법인세비용	38	74	102	129	131
계속사업순이익	173	305	371	451	453
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	173	305	371	451	453
지배지분순이익	173	305	371	451	453
포괄순이익	174	303	371	451	453
지배지분포괄이익	174	303	371	451	453

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,166	1,615	1,664	1,962	2,180
현금및현금성자산	236	762	532	604	820
매출채권 및 기타채권	610	428	601	733	735
재고자산	280	354	461	555	555
비유동자산	1,064	1,398	1,544	1,571	1,447
유형자산	1,002	1,330	1,479	1,508	1,387
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,230	3,012	3,207	3,533	3,627
유동부채	951	794	743	720	671
매입채무 및 기타채무	261	318	339	375	375
단기차입금	530	389	317	258	210
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	26	752	626	523	439
장기차입금	0	680	554	451	367
사채	0	0	0	0	0
부채총계	977	1,545	1,368	1,243	1,111
지배지분	1,253	1,467	1,839	2,290	2,517
자본금	43	45	46	46	46
자본잉여금	1,032	1,041	1,041	1,041	1,041
이익잉여금	174	475	846	1,297	1,524
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,253	1,467	1,839	2,290	2,517
순차입금	295	306	339	105	-242
총차입금	530	1,069	870	709	577

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	224	514	291	462	641
당기순이익	173	305	371	451	453
감가상각비	53	101	121	131	122
외환손익	3	2	-10	0	0
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-164	72	-234	-164	23
기타현금흐름	160	34	42	44	44
투자활동 현금흐름	-116	-438	-271	-160	1
투자자산	0	-20	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-115	-416	-270	-160	0
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	-1	-3	-1	0	1
재무활동 현금흐름	-183	451	-193	-158	-128
단기차입금	-192	-142	-72	-59	-48
사채 및 장기차입금	0	680	-126	-103	-84
자본	0	0	1	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	10	-87	4	4	3
연결범위변동 등 기타	-1	0	-59	-72	-298
현금의 증감	-75	527	-231	72	215
기초 현금	311	236	762	532	604
기말 현금	236	762	532	604	820
NOPLAT	222	383	468	580	580
FCF	-43	68	-12	260	597

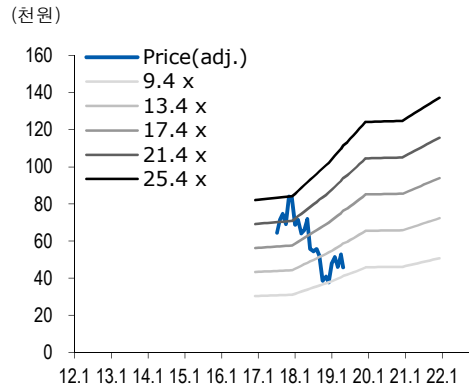
자료: 유안타증권

- 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

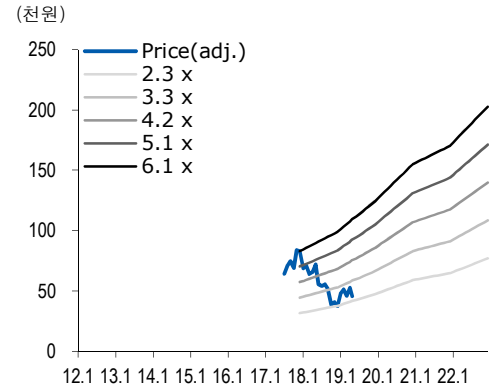
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	3,226	3,302	4,019	4,883	4,905
BPS	13,657	16,262	20,431	25,439	27,958
EBITDAPS	5,454	5,429	6,415	7,728	7,623
SPS	36,010	31,766	36,753	42,958	49,046
DPS	0	0	0	0	0
PER	23.0	17.4	11.4	9.4	9.4
PBR	5.4	3.5	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	25.6	11.4	7.7	6.1	5.7
PSR	2.1	1.8	1.2	1.1	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	0.0	51.8	15.8	16.9	14.2
영업이익 증가율 (%)	na	72.8	22.3	23.9	0.0
지배순이익 증가율 (%)	na	76.1	21.8	21.5	0.4
매출총이익률 (%)	27.5	25.2	27.6	28.3	26.8
영업이익률 (%)	11.5	13.1	13.8	14.6	12.8
지배순이익률 (%)	9.0	10.4	10.9	11.4	10.0
EBITDA 마진 (%)	14.3	16.6	17.5	18.0	15.5
ROIC	23.9	18.7	18.5	19.6	19.1
ROA	15.5	11.6	11.9	13.4	12.6
ROE	27.6	22.4	22.4	21.8	18.8
부채비율 (%)	77.9	105.3	74.4	54.3	44.1
순차입금/자기자본 (%)	23.5	20.9	18.4	4.6	-9.6
영업이익/금융비용 (배)	25.7	21.6	29.0	50.4	59.6

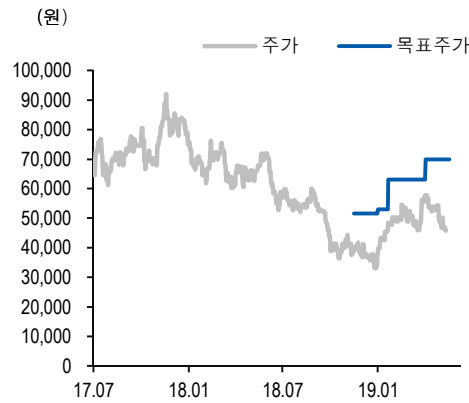
P/E band chart



P/B band chart



이녹스첨단소재 (272290) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-22	BUY	70,000	1년		
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 2019-05-19

※ 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.