

# 이녹스첨단소재(272290)

## 꾸준한 성장과 낮은 가격

### 2Q19 Review : 전년 동기 대비 대폭 실적 증가

2019년 2분기 실적은 매출 816억원(YoY +31%, QoQ -5%), 영업이익 101억원(YoY +83%, QoQ -16%) 으로 컨센서스를 상회했다. 1) FPCB : 2분기 삼성전자 중저가 스마트폰 판매 호조에 따른 FPCB향 FCCL 소재 수요 증가로 전통적 비수기 불구 전분기 대비 매출이 증가했고, 2) 방열시트 : 삼성전자 플래그십 모델 판매 감소 영향으로 전분기 대비 매출이 감소했으며, 3) OLED 소재 : 삼성디스플레이 Flexible OLED 라인 가동률 하락 및 LG디스플레이 OLED TV 패널 판매 감소 영향으로 전분기 대비 매출은 소폭 감소했다. FPCB 부문을 제외하고 매출은 모두 전분기 대비 소폭 감소했으나 전 사업부문 모두 전방 수요 확대 및 제품 다각화에 힘입어 전년 동기 대비 큰 폭 성장했다.

### 하반기 OLED 소재 가파른 증가, 2019년 실적 가시성 높다

2019년 실적은 매출 3,440억원(YoY +17%), 영업이익 472억원(YoY +23%)으로 견조한 성장이 지속될 전망이다. 이녹스첨단소재 성장을 이끌고 있는 OLED 소재 부문의 경우, 1) 대형 패널 소재 부문에서 고객사의 광저우 신규 라인이 6월 부터 가동되며 매출 성장이 기대되고, 2) 소형 패널 소재의 경우 하반기 애플 신제품 출시 및 연말 갤럭시 S11 물량 공급 시작되면서 실적 성장을 견인할 전망이다.

### 반도체 및 OLED 소재 성장성 감안하면 PER 15배 부여 충분

전사 매출 대비 OLED 소재 비중은 2분기 34%, 3분기 45%, 4분기 48%로 증가할 전망이다(반도체+OLED 비중은 44%, 55%, 57%). 스마트폰 부품 및 OLED 패널 소재가 혼합되어 있는 이녹스첨단소재 사업 구조 특성상 반도체 소재 업체들의 평균 PER 15~20배, OLED 소재 전문 업체들의 평균 PER 이 20배 이상(미국 UDC의 경우 60배 이상) 감안하면, 이녹스첨단소재 Target PER은 최소 15배 이상 부여 가능하다고 판단된다(2018년 연 평균 PER 17배 수준). 현 주가 수준은 12M Fwd EPS 기준 9.9배 수준으로 지나친 저평가 상태라고 판단된다. 이녹스첨단소재에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 73,000원을 유지한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 Target PER 16배를 적용하여 산출하였다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 73,000원 | CP(7월 29일): 50,200원

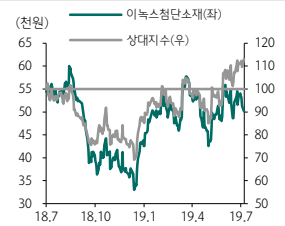
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	618.78
52주 최고/최저(원)	60,019/33,000
시가총액(십억원)	463.5
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	9,232.4
60일 평균 거래량(천주)	102.2
60일 평균 거래대금(십억원)	5.2
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	10.40
주요주주 지분율(%)	
이녹스 외 5인	33.73
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.3) 9.1 (7.5)
상대	4.5 25.4 15.7

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	341.6	394.0
영업이익(십억원)	47.5	57.6
순이익(십억원)	38.5	46.0
EPS(원)	4,179	4,999
BPS(원)	20,565	25,671

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	193.1	293.1	344.0	402.8	493.5
영업이익	십억원	22.2	38.3	47.2	56.0	71.7
세전이익	십억원	21.1	37.9	47.4	56.2	72.6
순이익	십억원	17.3	30.5	38.1	44.9	57.9
EPS	원	3,226	3,302	4,131	4,861	6,273
증감률	%	N/A	2.4	25.1	17.7	29.0
PER	배	25.79	11.42	12.15	10.33	8.00
PBR	배	6.08	2.22	2.37	1.93	1.56
EV/EBITDA	배	27.90	7.54	7.72	6.18	4.35
ROE	%	13.80	22.40	23.03	21.68	22.41
BPS	원	13,679	16,964	21,146	26,007	32,280
DPS	원	0	0	0	0	0



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

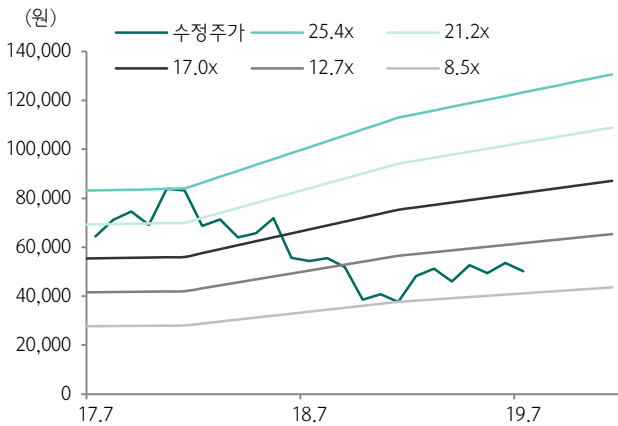
표 1. 이녹스첨단소재 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>80.9</b>	<b>62.3</b>	<b>73.3</b>	<b>76.7</b>	<b>85.7</b>	<b>81.6</b>	<b>86.7</b>	<b>90.0</b>	<b>307.3</b>	<b>293.1</b>	<b>344.0</b>	<b>402.8</b>	<b>493.5</b>
FPCB소재	19.0	17.8	25.0	18.9	19.5	22.8	22.2	18.6	108.4	80.7	83.0	81.0	78.9
방열시트	32.6	14.6	10.0	18.5	27.0	23.6	17.1	20.3	94.4	75.7	88.0	111.4	148.8
반도체소재	10.5	10.4	10.3	7.9	7.5	7.8	8.8	8.1	42.8	39.1	32.2	27.0	23.3
<b>OLED 소재</b>	<b>18.8</b>	<b>19.5</b>	<b>28.0</b>	<b>31.3</b>	<b>31.7</b>	<b>27.4</b>	<b>38.6</b>	<b>43.0</b>	<b>61.7</b>	<b>97.6</b>	<b>140.7</b>	<b>183.4</b>	<b>242.6</b>
<b>영업이익</b>	<b>11.3</b>	<b>5.5</b>	<b>10.0</b>	<b>11.5</b>	<b>12.0</b>	<b>10.1</b>	<b>12.0</b>	<b>13.0</b>	<b>32.9</b>	<b>38.3</b>	<b>47.2</b>	<b>56.0</b>	<b>71.7</b>
세전이익	10.4	6.2	10.4	12.0	10.8	10.8	12.3	12.6	30.5	39.0	46.6	58.3	73.3
지배지분순이익	8.5	4.3	8.7	9.7	10.1	9.0	10.1	11.8	23.9	31.2	41.0	47.4	59.5
<b>수익성</b>													
영업이익률	14.0%	8.8%	13.6%	15.0%	14.0%	12.4%	13.9%	14.5%	10.7%	13.1%	13.7%	13.9%	14.5%
세전이익률	12.9%	9.9%	14.1%	15.7%	12.6%	13.3%	14.2%	14.0%	9.9%	13.3%	13.5%	14.5%	14.8%
지배지분순이익률	10.5%	6.9%	11.9%	12.6%	11.7%	11.1%	11.7%	13.1%	7.8%	10.6%	11.9%	11.8%	12.1%
<b>성장률(QoQ/YoY)</b>													
전체 매출	1%	-23%	18%	5%	12%	-5%	6%	4%	72%	-5%	17%	17%	23%
FPCB소재	-35%	-6%	40%	-24%	3%	17%	-3%	-16%	81%	-26%	3%	-2%	-3%
방열시트	40%	-55%	-32%	85%	46%	-13%	-27%	19%	68%	-20%	16%	27%	34%
반도체소재	2%	-1%	-1%	-23%	-5%	5%	12%	-8%	43%	-9%	-18%	-16%	-14%
<b>OLED 소재</b>	<b>7%</b>	<b>4%</b>	<b>44%</b>	<b>12%</b>	<b>1%</b>	<b>-13%</b>	<b>41%</b>	<b>11%</b>	<b>87%</b>	<b>58%</b>	<b>44%</b>	<b>30%</b>	<b>32%</b>
<b>매출비중</b>													
FPCB소재	23%	29%	34%	25%	23%	28%	26%	21%	35%	28%	24%	20%	16%
방열시트	40%	23%	14%	24%	32%	29%	20%	23%	31%	26%	26%	28%	30%
반도체소재	13%	17%	14%	10%	9%	10%	10%	9%	14%	13%	9%	7%	5%
<b>OLED 소재</b>	<b>23%</b>	<b>31%</b>	<b>38%</b>	<b>41%</b>	<b>37%</b>	<b>34%</b>	<b>45%</b>	<b>48%</b>	<b>20%</b>	<b>33%</b>	<b>41%</b>	<b>46%</b>	<b>49%</b>

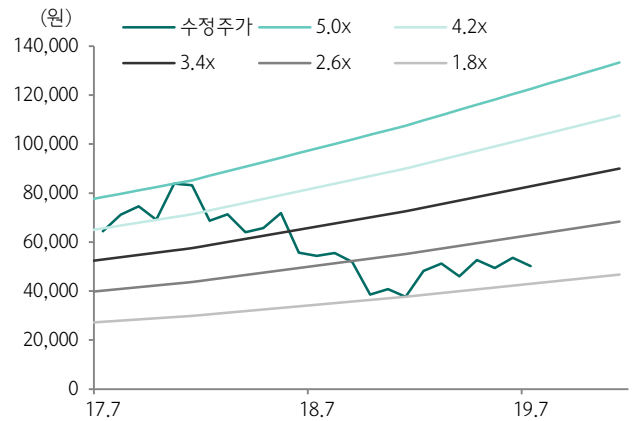
자료: 하나금융투자

그림 1. 이녹스첨단소재 12M Forward P/E 추이



자료: 하나금융투자

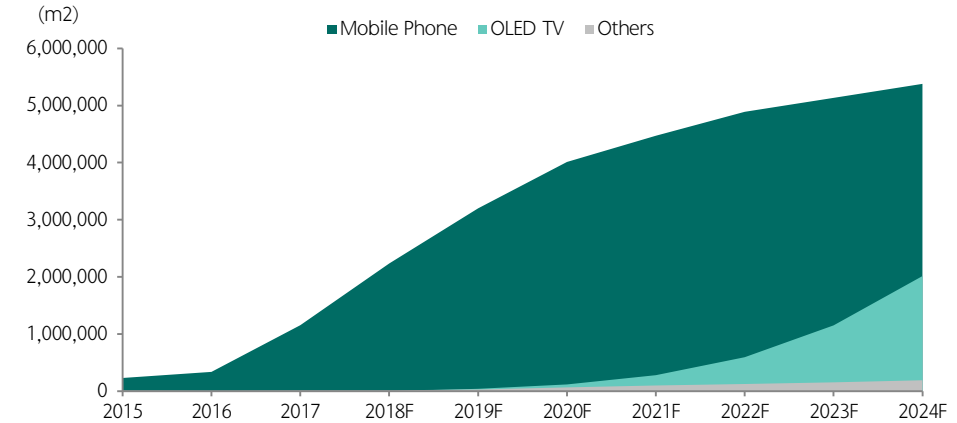
그림 2. 이녹스첨단소재 12M Forward P/B 추이



자료: 하나금융투자

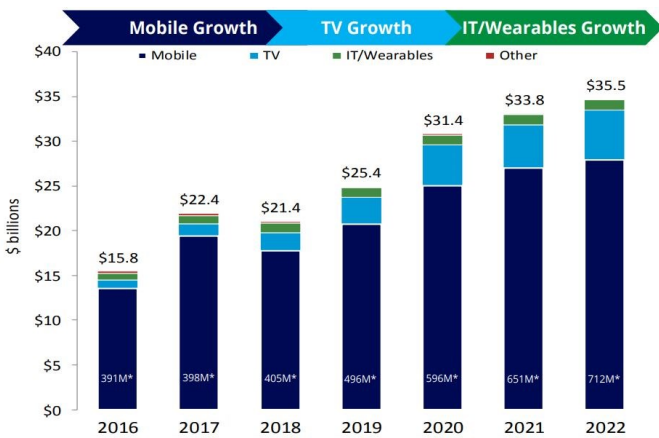
그림 3. 글로벌 Flexible OLED 패널 출하면적 추이 및 전망

Flexible OLED 패널  
출하면적 증가에 따른  
PI 필름 수요 증가 전망



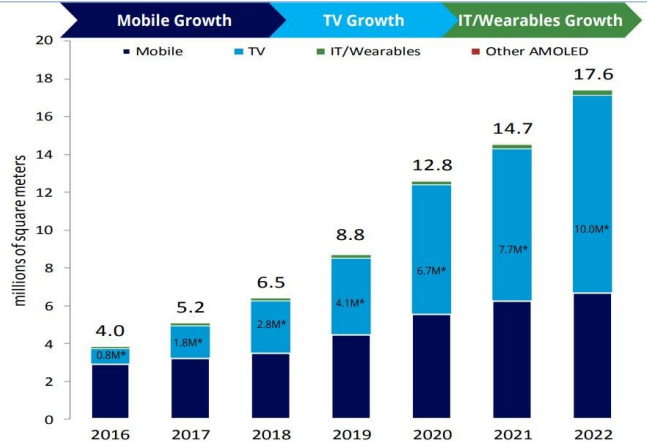
주: Others = 전장, 스마트 워치 등 합산  
자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 4. Universal Display 전망 OLED 소재 시장 규모



자료: Universal Display, 하나금융투자

그림 5. Universal Display 전망 OLED 패널 면적 추이



자료: Universal Display, 하나금융투자

추정 재무제표

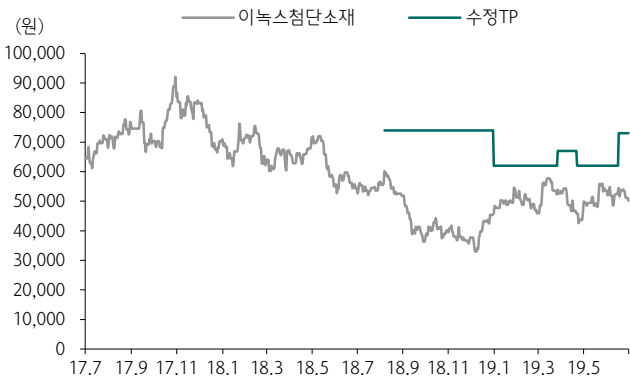
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	193.1	293.1	344.0	402.8	493.5
매출원가	139.9	219.3	254.1	297.0	360.9
매출총이익	53.2	73.8	89.9	105.8	132.6
판매비	31.0	35.6	42.7	49.8	60.9
영업이익	22.2	38.3	47.2	56.0	71.7
금융손익	(0.4)	(0.6)	(0.1)	0.1	0.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.2)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.6)	0.2	0.4	0.0	0.0
세전이익	21.1	37.9	47.4	56.2	72.6
법인세	3.8	7.4	9.2	11.3	14.7
계속사업이익	17.3	30.5	38.1	44.9	57.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.3	30.5	38.1	44.9	57.9
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	17.3	30.5	38.1	44.9	57.9
지배주주지분포괄이익	17.4	30.3	38.4	44.9	57.9
NOPAT	18.2	30.8	38.0	44.8	57.2
EBITDA	27.6	48.7	59.8	68.7	83.8
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	51.8	17.4	17.1	22.5
NOPAT증가율	N/A	69.2	23.4	17.9	27.7
EBITDA증가율	N/A	76.4	22.8	14.9	22.0
영업이익증가율	N/A	72.5	23.2	18.6	28.0
(지배주주)순이익증가율	N/A	76.3	24.9	17.8	29.0
EPS증가율	N/A	2.4	25.1	17.7	29.0
수익성(%)					
매출총이익률	27.6	25.2	26.1	26.3	26.9
EBITDA이익률	14.3	16.6	17.4	17.1	17.0
영업이익률	11.5	13.1	13.7	13.9	14.5
계속사업이익률	9.0	10.4	11.1	11.1	11.7
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,226	3,302	4,131	4,861	6,273
BPS	13,679	16,964	21,146	26,007	32,280
CFPS	7,389	5,710	6,597	7,443	9,073
EBITDAPS	5,146	5,274	6,474	7,443	9,073
SPS	36,010	31,766	37,257	43,626	53,456
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	25.8	11.4	12.2	10.3	8.0
PBR	6.1	2.2	2.4	1.9	1.6
PCFR	11.3	6.6	7.6	6.7	5.5
EV/EBITDA	27.9	7.5	7.7	6.2	4.4
PSR	2.3	1.2	1.3	1.2	0.9
재무비율(%)					
ROE	13.8	22.4	23.0	21.7	22.4
ROA	7.8	11.6	11.4	11.4	12.8
ROIC	10.8	17.3	19.8	22.1	27.5
부채비율	77.9	105.3	98.2	83.1	69.8
순부채비율	23.5	19.5	(1.1)	(17.0)	(34.5)
이자보상배율(배)	25.7	21.6	23.1	27.0	34.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	116.6	161.5	223.7	279.1	359.1
금융자산	23.6	78.2	125.9	162.8	223.0
현금성자산	23.6	76.2	113.9	150.8	211.0
매출채권 등	61.0	42.8	50.2	59.8	70.0
재고자산	28.0	35.4	41.6	49.5	57.9
기타유동자산	4.0	5.1	6.0	7.0	8.2
비유동자산	106.4	139.8	142.1	140.9	128.9
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	100.2	133.0	135.6	134.6	122.8
무형자산	0.8	1.5	1.2	1.0	0.8
기타비유동자산	5.4	5.3	5.3	5.3	5.3
자산총계	223.0	301.2	365.8	420.0	488.0
유동부채	95.1	79.4	102.4	110.2	118.5
금융부채	53.0	38.9	53.5	53.5	53.5
매입채무 등	26.1	31.8	37.4	44.4	52.0
기타유동부채	16.0	8.7	11.5	12.3	13.0
비유동부채	2.6	75.2	78.8	80.4	82.1
금융부채	0.0	68.0	70.4	70.4	70.4
기타비유동부채	2.6	7.2	8.4	10.0	11.7
부채총계	97.7	154.5	181.2	190.6	200.6
지배주주지분	125.3	146.7	184.5	229.4	287.3
자본금	4.3	4.5	4.6	4.6	4.6
자본잉여금	103.2	104.1	104.1	104.1	104.1
자본조정	0.0	(9.9)	(10.4)	(10.4)	(10.4)
기타포괄이익누계액	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	17.4	47.5	85.4	130.3	188.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	125.3	146.7	184.5	229.4	287.3
순금융부채	29.5	28.6	(2.0)	(38.9)	(99.0)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	22.4	51.4	45.4	48.4	60.1
당기순이익	17.3	30.5	38.1	44.9	57.9
조정	21.5	13.7	15.7	12.7	12.1
감가상각비	5.4	10.4	12.6	12.7	12.0
외환거래손익	0.3	0.2	(0.3)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.8	3.1	3.4	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(16.4)	7.2	(8.4)	(9.2)	(9.9)
투자활동 현금흐름	(11.6)	(43.8)	(24.2)	(11.5)	0.0
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(11.5)	(41.5)	(14.2)	(11.5)	0.0
기타	(0.1)	(2.3)	(10.0)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(18.3)	45.1	16.1	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	53.0	53.8	17.1	0.0	0.0
자본증가(감소)	107.6	0.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(178.9)	(9.6)	(1.0)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(7.5)	52.7	37.7	36.9	60.1
Unlevered CFO	39.6	52.7	60.9	68.7	83.8
Free Cash Flow	10.9	9.8	31.2	36.9	60.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이녹스첨단소재



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.7.17	BUY	73,000		
19.5.22	BUY	62,000	-18.74%	-9.84%
19.4.26	BUY	67,000	-25.32%	-18.96%
19.1.30	BUY	62,000	-17.44%	-6.94%
18.9.5	BUY	73,929	-42.68%	-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	89.7%	9.7%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 29일

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 07월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 07월 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.