

이녹스첨단소재(272290)

2020년 : 5G + 폴더블 스마트폰 + 애플 OLED 100%

3Q19 Review : OLED 소재 부문 일본 경쟁사 대비 우위

이녹스첨단소재 3분기 실적은 매출 962억원(YoY +31%, QoQ +18%), 영업이익 131억원(YoY +31%, QoQ +30%)으로 컨센서스(영업이익 131억원)에 부합했다. 1) OLED 모바일 : 기관 필름의 경우 갤럭시 노트 패널용 필름 시장 경쟁에서 일본 경쟁사 Nitto Denko 대비 높은 점유율을 확보하며 매출이 증가한 것으로 추정되며, 2) 방열시트 및 디지털 : 디지털이저용 옵저버 필름 매출이 없었던 지난해 갤럭시 노트9 출시 당시와 달리 올해의 경우 노트10 시장 내 필름 점유율을 크게 높이며 전년 대비 부문 매출이 크게 증가했고, 특히 방열시트 기능이 추가된 옵저버 필름을 공급하면서 마진 측면에서도 상승이 있었던 것으로 추정된다.

2019년 : 5G + 폴더블 스마트폰 + 애플 OLED 확대 수혜

2019년 4분기 실적은 매출 849억원(YoY +31%, QoQ +18%), 영업이익 121억원(YoY +5%, QoQ -8%)으로 전년 대비 견조한 성장이 전망된다. 4분기 실적 성장의 Key Factor는 OLED TV 봉지재 부문으로, LG디스플레이가 컨퍼런스콜에서 언급한 것처럼 4분기 중 광저우 라인 가동 돌입할 것으로 전망하며, 이에 따라 OLED 부문 매출은 430억원으로 전년 동기 대비 37% 성장할 전망이다. 2020년 실적은 매출 3,884억원(YoY +11%), 영업이익 557억원(YoY +18%)으로 성장세가 지속될 전망이다. 1) OLED 부문의 경우 2020년 애플 신제품 100% OLED 패널 탑재, 5G 교체수요에 따른 스마트폰 시장 성장, 폴더블 스마트폰 판매 본격 증가에 따른 신제품 매출 증가로 전년 대비 매출 38% 성장이 전망된다. 2) FPCB 부문의 경우 5G용 FPCB 제품 출시에 따른 단가 및 마진 상승이 전망되고, 3) 반도체 소재 부문의 경우 신제품 출시에 따른 매출증가가 예상된다.

소재 업체들 평균 PER 대비 저평가

이녹스첨단소재에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 73,000원을 유지한다. OLED 소재 업체들의 PER Range(30배 이상) 및 2020년 예상 매출 대비 OLED 소재 비중 51% 감안하면, 2020년 실적 기준 PER 12배인 현 주가 수준은 지나친 저평가 상태라고 판단된다. 향후 실적 성장 및 전방 시장 확대 과정에서 Valuation 매력 지속 부각될 것으로 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 73,000원 | CP(10월 28일): 56,700원

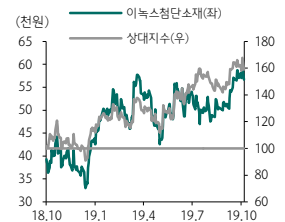
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	652.42
52주 최고/최저(원)	59,800/33,000
시가총액(십억원)	523.5
시가총액비중(%)	0.23
발행주식수(천주)	9,232.4
60일 평균 거래량(천주)	96.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.1
19년 배당금(예상, 원)	0
19년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	11.24
주요주주 지분율(%)	
이녹스 외 4인	33.47
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.8 7.6 55.9
상대	7.5 22.2 58.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	349.3	398.1
영업이익(십억원)	47.1	56.6
순이익(십억원)	37.3	44.6
EPS(원)	4,037	4,843
BPS(원)	17,483	21,731

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	193.1	293.1	348.4	388.4	467.2
영업이익	십억원	22.2	38.3	47.4	55.7	69.8
세전이익	십억원	21.1	37.9	47.2	55.2	70.0
순이익	십억원	17.3	30.5	37.1	43.1	54.6
EPS	원	3,226	3,302	4,014	4,666	5,913
증감률	%	N/A	2.4	21.6	16.2	26.7
PER	배	25.79	11.42	14.12	12.15	9.59
PBR	배	6.08	2.22	2.70	2.21	1.80
EV/EBITDA	배	27.90	7.54	8.62	7.00	5.26
ROE	%	13.80	22.40	22.48	21.06	21.54
BPS	원	13,679	16,964	21,002	25,669	31,581
DPS	원	0	0	0	0	0



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

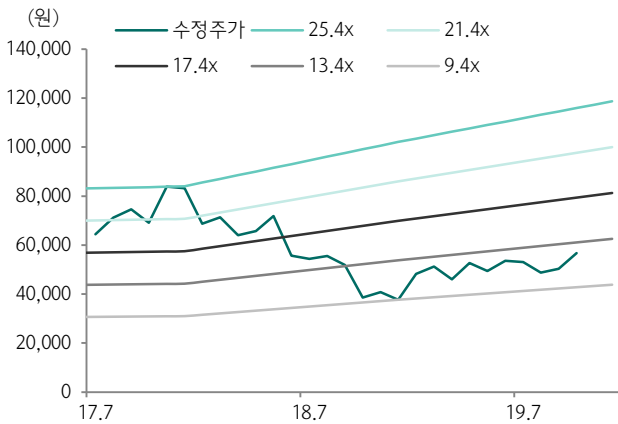
표 1. 이녹스첨단소재 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	80.9	62.3	73.3	76.7	85.7	81.6	96.2	84.9	307.3	293.1	348.4	388.4	467.2
FPCB소재	19.0	17.8	25.0	18.9	19.5	22.8	23.6	18.8	108.4	80.7	84.7	93.3	101.1
방열시트/디지털타이저	32.6	14.6	10.0	18.5	27.0	23.6	23.0	15.1	94.4	75.7	88.7	65.2	68.9
반도체소재	10.5	10.4	10.3	7.9	7.5	7.8	8.1	8.0	42.8	39.1	31.5	32.4	44.6
OLED 소재	18.8	19.5	28.0	31.3	31.7	27.4	41.5	43.0	61.7	97.6	143.6	197.6	252.6
영업이익	11.3	5.5	10.0	11.5	12.0	10.1	13.1	12.1	32.9	38.3	47.4	55.7	69.8
세전이익	10.4	6.2	10.4	12.0	10.8	10.8	13.5	11.9	30.5	39.0	47.2	55.2	70.0
지배지분순이익	8.5	4.3	8.7	9.7	10.1	9.0	10.3	9.1	23.9	31.2	37.1	43.1	54.6
수익성													
영업이익률	14.0%	8.8%	13.6%	15.0%	14.0%	12.4%	13.6%	14.2%	10.7%	13.1%	13.6%	14.4%	14.9%
세전이익률	12.9%	9.9%	14.1%	15.7%	12.6%	13.3%	14.0%	14.0%	9.9%	13.3%	13.7%	14.2%	15.0%
지배지분순이익률	10.5%	6.9%	11.9%	12.6%	11.7%	11.1%	10.7%	10.8%	7.8%	10.6%	10.7%	11.1%	11.7%
성장률(QoQ/YoY)													
전체 매출	1%	-23%	18%	5%	12%	-5%	18%	-12%	72%	-5%	19%	11%	20%
FPCB소재	-35%	-6%	40%	-24%	3%	17%	4%	-20%	81%	-26%	5%	10%	8%
방열시트	40%	-55%	-32%	85%	46%	-13%	-2%	-34%	68%	-20%	17%	-27%	6%
반도체소재	2%	-1%	-1%	-23%	-5%	5%	3%	-1%	43%	-9%	-19%	3%	38%
OLED 소재	7%	4%	44%	12%	1%	-13%	51%	4%	87%	58%	47%	38%	28%
매출비중													
FPCB소재	23%	29%	34%	25%	23%	28%	25%	22%	35%	28%	24%	24%	22%
방열시트	40%	23%	14%	24%	32%	29%	24%	18%	31%	26%	25%	17%	15%
반도체소재	13%	17%	14%	10%	9%	10%	8%	9%	14%	13%	9%	8%	10%
OLED 소재	23%	31%	38%	41%	37%	34%	43%	51%	20%	33%	41%	51%	54%

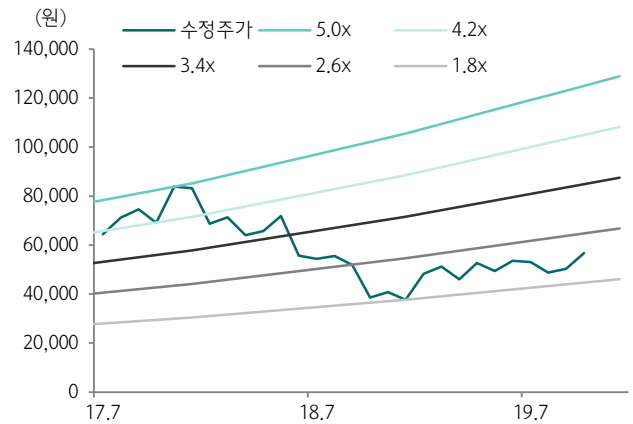
자료: 하나금융투자

그림 1. 이녹스첨단소재 12M Forward P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 이녹스첨단소재 12M Forward P/B 추이



자료: 하나금융투자

그림1. 폴더블 스마트폰과 일반 스마트폰 대당 면적 비교

스마트폰 1대당 패널 면적

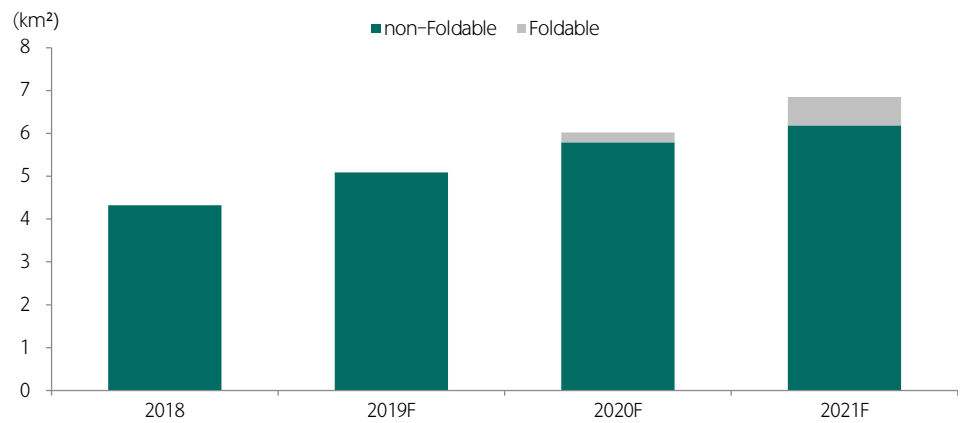
일반 스마트폰 : 103cm²
폴더블 스마트폰 : 250cm²



자료: 업계자료, 하나금융투자

그림2. 삼성디스플레이 Flexible OLED 패널 출하 면적 추이 및 전망

삼성디스플레이 모바일 OLED 패널 출하면적 전망 :
2018년 4.3km² → 2021년 6.9km²



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

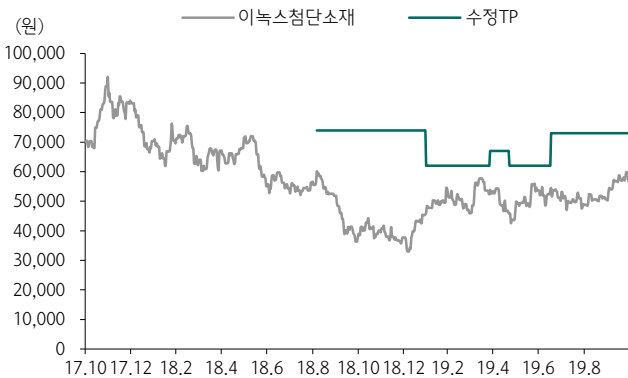
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	193.1	293.1	348.4	388.4	467.2
매출원가	139.9	219.3	258.4	284.6	339.7
매출총이익	53.2	73.8	90.0	103.8	127.5
판매비	31.0	35.6	42.6	48.0	57.7
영업이익	22.2	38.3	47.4	55.7	69.8
금융손익	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	0.3
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.6)	0.2	0.4	0.0	0.0
세전이익	21.1	37.9	47.2	55.2	70.0
법인세	3.8	7.4	10.1	12.1	15.4
계속사업이익	17.3	30.5	37.1	43.1	54.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.3	30.5	37.1	43.1	54.6
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	17.3	30.5	37.1	43.1	54.6
지배주주지분포괄이익	17.4	30.3	37.0	43.1	54.6
NOPAT	18.2	30.8	37.2	43.5	54.4
EBITDA	27.6	48.7	62.6	71.2	84.3
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	51.8	18.9	11.5	20.3
NOPAT증가율	N/A	69.2	20.8	16.9	25.1
EBITDA증가율	N/A	76.4	28.5	13.7	18.4
영업이익증가율	N/A	72.5	23.8	17.5	25.3
(지배주주)순이익증가율	N/A	76.3	21.6	16.2	26.7
EPS증가율	N/A	2.4	21.6	16.2	26.7
수익성(%)					
매출총이익률	27.6	25.2	25.8	26.7	27.3
EBITDA이익률	14.3	16.6	18.0	18.3	18.0
영업이익률	11.5	13.1	13.6	14.3	14.9
계속사업이익률	9.0	10.4	10.6	11.1	11.7
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	3,226	3,302	4,014	4,666	5,913
BPS	13,679	16,964	21,002	25,669	31,581
CFPS	7,389	5,710	7,194	7,709	9,126
EBITDAPS	5,146	5,274	6,784	7,709	9,126
SPS	36,010	31,766	37,737	42,067	50,601
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	25.8	11.4	14.1	12.2	9.6
PBR	6.1	2.2	2.7	2.2	1.8
PCFR	11.3	6.6	7.9	7.4	6.2
EV/EBITDA	27.9	7.5	8.6	7.0	5.3
PSR	2.3	1.2	1.5	1.3	1.1
재무비율(%)					
ROE	13.8	22.4	22.5	21.1	21.5
ROA	7.8	11.6	11.0	10.7	11.9
ROIC	10.8	17.3	18.7	20.4	25.2
부채비율	77.9	105.3	104.9	89.8	75.2
순부채비율	23.5	19.5	9.1	(11.0)	(28.6)
이자보상배율(배)	25.7	21.6	18.8	20.7	25.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	116.6	161.5	216.2	279.8	350.8
금융자산	23.6	78.2	124.0	165.6	220.9
현금성자산	23.6	76.2	105.9	147.5	202.8
매출채권 등	61.0	42.8	47.4	58.7	66.8
재고자산	28.0	35.4	39.2	48.6	55.3
기타유동자산	4.0	5.1	5.6	6.9	7.8
비유동자산	106.4	139.8	158.9	149.5	141.0
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	145.9	136.8	128.5
무형자산	0.8	1.5	2.0	1.7	1.5
기타비유동자산	5.4	5.3	11.0	11.0	11.0
자산총계	223.0	301.2	375.1	429.3	491.8
유동부채	95.1	79.4	157.0	166.2	172.7
금융부채	53.0	38.9	113.5	113.5	113.5
매입채무 등	26.1	31.8	35.2	43.7	49.6
기타유동부채	16.0	8.7	8.3	9.0	9.6
비유동부채	2.6	75.2	35.0	36.9	38.3
금융부채	0.0	68.0	27.1	27.1	27.1
기타비유동부채	2.6	7.2	7.9	9.8	11.2
부채총계	97.7	154.5	192.0	203.1	211.0
지배주주지분	125.3	146.7	183.1	226.2	280.7
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)	(10.5)	(10.5)	(10.5)
기타포괄이익누계액	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
이익잉여금	17.4	47.5	84.2	127.3	181.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	125.3	146.7	183.1	226.2	280.7
순금융부채	29.5	28.6	16.6	(25.0)	(80.3)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	22.4	51.4	49.4	47.6	61.3
당기순이익	17.3	30.5	37.1	43.1	54.6
조정	21.5	13.7	17.7	15.4	14.5
감가상각비	5.4	10.4	15.3	15.4	14.5
외환거래손익	0.3	0.2	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	15.8	3.1	2.2	0.0	0.0
영업활동 변동	(16.4)	7.2	(5.4)	(10.9)	(7.8)
투자활동 현금흐름	(11.6)	(43.8)	(44.1)	(6.0)	(6.0)
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(11.5)	(41.5)	(27.9)	(6.0)	(6.0)
기타	(0.1)	(2.3)	(16.2)	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(18.3)	45.1	24.6	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	53.0	53.8	33.7	0.0	0.0
자본증가(감소)	107.6	0.9	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(178.9)	(9.6)	(9.1)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(7.5)	52.7	29.7	41.6	55.3
Unlevered CFO	39.6	52.7	66.4	71.2	84.3
Free Cash Flow	10.9	9.8	21.5	41.6	55.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이녹스첨단소재



날짜	투자의견	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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 27일

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 10월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 10월 29일 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.