

이녹스첨단소재(272290)

실적은 1분기 바닥, 2분기부터 실적 및 멀티플 상승 전망

4Q19 Review : OLED 소재 매출 지속 증가

2019년 4분기 실적은 매출 859억원(YoY +12%, QoQ -11%), 영업이익 114억원(YoY -1%, QoQ -13%)로 컨센서에 부합했다. 1) OLED 소재 부문의 경우, LG디스플레이의 광저우 라인 가동 지연 불구 파주 라인 가동률 상승 및 중소형 OLED 기판 보호 필름 매출 증가로 전년 대비 +30% 증가했으나(2019년 매출 1,413억원 YoY +45% 증가), 2) 방열시트 부문의 경우 모바일 수요 부진 영향으로 고객사 가동률이 하락하며 4분기 부문 매출은 전년 대비 -6% 감소했다.

2020년 OLED 소재 부문 매출 YoY +36% 증가 전망

1분기 실적은 매출 781억원(YoY -9%, QoQ -9%), 영업이익 89억원(YoY -26%, QoQ -22%)으로 부진할 전망이다. 1) 방열시트의 경우 단가 하락 및 모바일 수요 부진으로 큰 폭의 매출 감소(YoY -55%)가 불가피할 전망이다. 2) OLED 소재의 경우 가동 지연됐던 LG디스플레이 광저우 라인이 코로나 바이러스 영향으로 당초 계획보다 한번 더 늦은 2월 말 가동 예상되며 이에 따라 실적 성장 속도가 더딜 것으로 판단된다(YoY +23%). 2020년 실적은 매출 3,917억원(YoY +12%), 영업이익 555억원(YoY +19%)으로 견조한 성장이 전망된다. LG디스플레이 OLED TV 패널 출하대수 및 삼성디스플레이 OLED 모바일 패널 출하대수의 전년 대비 증가는 각각 +78%, +33%가 예상되며, 각 시장 내 점유율 50% 추정되는 이녹스첨단소재 수혜가 전망된다. 이에 따라 2020년 OLED 소재 부문 매출은 1,924억원으로 전년 대비 +36% 증가하며 전사 매출 대비 OLED 소재 비중 역시 50%(2018년 33%, 2019년 40%)까지 상승할 전망이다.

OLED 비중 및 제품 가격 상승에 따른 멀티플 상승 전망

목표주가 73,000원을 유지한다. 분할 전 평균 PER 20배 이상 부여 받았으나 2017년 분할 이후 모바일 시장 수요 둔화로 멀티플이 크게 하락했다. 2020년 전사 매출 대비 OLED 소재 비중이 50%까지 상승한다는 점, 5G 및 폴더블 스마트폰 시장 개화에 따른 제품 가격 상승 가능성 높다는 점 감안하면 서플라이 체인 내 유사 업체들과 비슷한 수준(20배 이상)까지 멀티플 상승 가능하다고 판단한다.

Update

BUY

| TP(12M): 73,000원 | CP(2월 3일): 48,250원

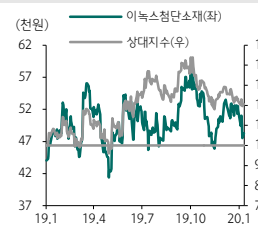
Key Data

| | |
|------------------|------------------|
| KOSDAQ 지수 (pt) | 646.85 |
| 52주 최고/최저(원) | 58,603/41,401 |
| 시가총액(십억원) | 445.5 |
| 시가총액비중(%) | 0.19 |
| 발행주식수(천주) | 9,502.5 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 80.7 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 4.2 |
| 19년 배당금(예상, 원) | 0 |
| 19년 배당수익률(예상, %) | 0.00 |
| 외국인지분율(%) | 11.45 |
| 주요주주 지분율(%) | 0.00 |
| 이녹스 외 4인 | 33.43 |
| | 0.00 |
| 주가상승률 | 1M 6M 12M |
| 절대 | (7.4) (4.0) 4.0 |
| 상대 | (4.1) (8.6) 15.2 |

Consensus Data

| | 2019 | 2020 |
|-----------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 347.5 | 392.1 |
| 영업이익(십억원) | 46.5 | 55.3 |
| 순이익(십억원) | 36.9 | 42.8 |
| EPS(원) | 3,868 | 4,529 |
| BPS(원) | 19,792 | 24,414 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 단위 | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
|-----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 십억원 | 193.1 | 293.1 | 349.3 | 391.7 | 475.0 |
| 영업이익 | 십억원 | 22.2 | 38.3 | 46.7 | 55.5 | 69.4 |
| 세전이익 | 십억원 | 21.1 | 37.9 | 44.9 | 54.7 | 69.3 |
| 순이익 | 십억원 | 17.3 | 30.5 | 34.3 | 40.6 | 51.4 |
| EPS | 원 | 3,134 | 3,208 | 3,610 | 4,278 | 5,411 |
| 증감률 | % | N/A | 2.4 | 12.5 | 18.5 | 26.5 |
| PER | 배 | 25.79 | 11.42 | 14.82 | 11.28 | 8.92 |
| PBR | 배 | 6.08 | 2.22 | 2.65 | 1.98 | 1.62 |
| EV/EBITDA | 배 | 27.90 | 7.54 | 8.00 | 5.74 | 4.28 |
| ROE | % | 13.80 | 22.40 | 20.96 | 20.22 | 20.82 |
| BPS | 원 | 13,290 | 16,482 | 20,152 | 24,429 | 29,841 |
| DPS | 원 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |



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

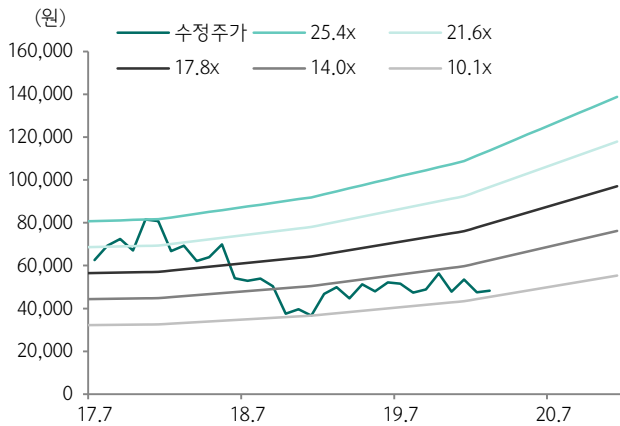
표 1. 이녹스첨단소재 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20F | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 2017 | 2018 | 2019 | 2020F | 2021F |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 85.7 | 81.6 | 96.2 | 85.9 | 78.1 | 82.1 | 124.1 | 107.5 | 307.3 | 293.1 | 349.3 | 391.7 | 475.0 |
| FPCB소재 | 19.5 | 22.8 | 23.6 | 18.6 | 18.4 | 22.8 | 27.9 | 22.5 | 108.4 | 80.7 | 84.5 | 91.6 | 97.9 |
| 방열시트/디지털타이저 | 27.0 | 23.6 | 23.0 | 17.5 | 12.3 | 14.8 | 25.9 | 20.6 | 94.4 | 75.7 | 91.1 | 73.6 | 81.9 |
| 반도체소재 | 7.5 | 7.8 | 8.1 | 9.0 | 8.6 | 6.9 | 9.8 | 8.9 | 42.8 | 39.1 | 32.5 | 34.2 | 48.2 |
| OLED 소재 | 31.7 | 27.4 | 41.5 | 40.7 | 38.8 | 37.5 | 60.5 | 55.5 | 61.7 | 97.6 | 141.3 | 192.4 | 247.0 |
| 영업이익 | 12.0 | 10.1 | 13.1 | 11.4 | 8.9 | 10.6 | 21.2 | 14.8 | 32.9 | 38.3 | 46.6 | 55.5 | 69.4 |
| 세전이익 | 10.8 | 10.8 | 13.5 | 8.9 | 8.6 | 10.4 | 21.0 | 14.7 | 30.5 | 39.0 | 44.8 | 54.7 | 69.3 |
| 지배지분순이익 | 10.1 | 9.0 | 10.3 | 6.2 | 6.6 | 7.8 | 15.5 | 10.8 | 23.9 | 31.2 | 34.3 | 40.6 | 51.4 |
| 수익성 | | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 14.0% | 12.4% | 13.6% | 13.3% | 11.3% | 13.0% | 17.0% | 13.8% | 10.7% | 13.1% | 13.3% | 14.2% | 14.6% |
| 세전이익률 | 12.6% | 13.3% | 14.0% | 10.4% | 11.1% | 12.7% | 16.9% | 13.6% | 9.9% | 13.3% | 12.8% | 14.0% | 14.6% |
| 지배지분순이익률 | 11.7% | 11.1% | 10.7% | 7.2% | 8.4% | 9.5% | 12.5% | 10.0% | 7.8% | 10.6% | 9.8% | 10.4% | 10.8% |
| 성장률(QoQ/YoY) | | | | | | | | | | | | | |
| 전체 매출 | 12% | -5% | 18% | -11% | -9% | 5% | 51% | -13% | 72% | -5% | 19% | 12% | 21% |
| FPCB소재 | 3% | 17% | 4% | -21% | -1% | 24% | 22% | -19% | 81% | -26% | 5% | 8% | 7% |
| 방열시트 | 46% | -13% | -2% | -24% | -30% | 20% | 75% | -21% | 68% | -20% | 20% | -19% | 11% |
| 반도체소재 | -5% | 5% | 3% | 11% | -5% | -19% | 41% | -9% | 43% | -9% | -17% | 5% | 41% |
| OLED 소재 | 1% | -13% | 51% | -2% | -5% | -3% | 61% | -8% | 87% | 58% | 45% | 36% | 28% |
| 매출비중 | | | | | | | | | | | | | |
| FPCB소재 | 23% | 28% | 25% | 22% | 24% | 28% | 22% | 21% | 35% | 28% | 24% | 23% | 21% |
| 방열시트 | 32% | 29% | 24% | 20% | 16% | 18% | 21% | 19% | 31% | 26% | 26% | 19% | 17% |
| 반도체소재 | 9% | 10% | 8% | 11% | 11% | 8% | 8% | 8% | 14% | 13% | 9% | 9% | 10% |
| OLED 소재 | 37% | 34% | 43% | 47% | 50% | 46% | 49% | 52% | 20% | 33% | 40% | 49% | 52% |

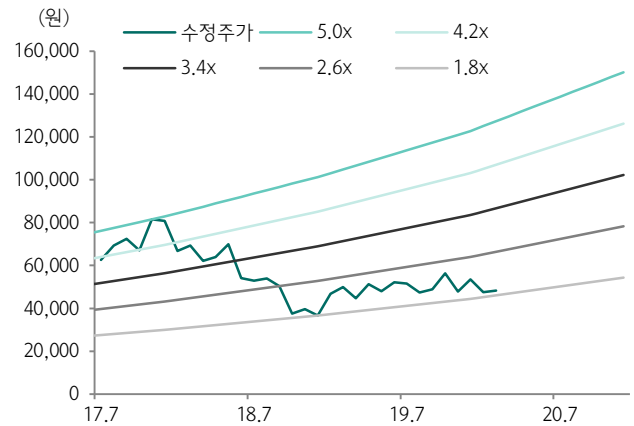
자료: 하나금융투자

그림 1. 이녹스첨단소재 12M Forward P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 이녹스첨단소재 12M Forward P/B 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

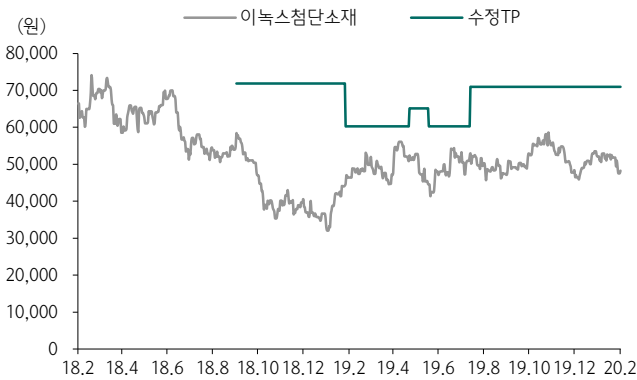
| 손익계산서 | (단위: 십억원) | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 매출액 | 193.1 | 293.1 | 349.3 | 391.7 | 475.0 |
| 매출원가 | 139.9 | 219.3 | 260.5 | 287.9 | 346.9 |
| 매출총이익 | 53.2 | 73.8 | 88.8 | 103.8 | 128.1 |
| 판매비 | 31.0 | 35.6 | 42.2 | 48.4 | 58.7 |
| 영업이익 | 22.2 | 38.3 | 46.7 | 55.5 | 69.4 |
| 금융손익 | (0.4) | (0.6) | (0.5) | (0.8) | (0.1) |
| 중속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | (0.6) | 0.2 | (1.2) | 0.0 | 0.0 |
| 세전이익 | 21.1 | 37.9 | 44.9 | 54.7 | 69.3 |
| 법인세 | 3.8 | 7.4 | 10.6 | 14.1 | 17.9 |
| 계속사업이익 | 17.3 | 30.5 | 34.3 | 40.6 | 51.4 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 17.3 | 30.5 | 34.3 | 40.6 | 51.4 |
| 비지배주주지분 손이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지배주주순이익 | 17.3 | 30.5 | 34.3 | 40.6 | 51.4 |
| 지배주주지분포괄이익 | 17.4 | 30.3 | 34.5 | 40.6 | 51.4 |
| NOPAT | 18.2 | 30.8 | 35.7 | 41.2 | 51.5 |
| EBITDA | 27.6 | 48.7 | 62.5 | 71.7 | 84.4 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | N/A | 51.8 | 19.2 | 12.1 | 21.3 |
| NOPAT증가율 | N/A | 69.2 | 15.9 | 15.4 | 25.0 |
| EBITDA증가율 | N/A | 76.4 | 28.3 | 14.7 | 17.7 |
| 영업이익증가율 | N/A | 72.5 | 21.9 | 18.8 | 25.0 |
| (지배주주)순이익증가율 | N/A | 76.3 | 12.5 | 18.4 | 26.6 |
| EPS증가율 | N/A | 2.4 | 12.5 | 18.5 | 26.5 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 27.6 | 25.2 | 25.4 | 26.5 | 27.0 |
| EBITDA이익률 | 14.3 | 16.6 | 17.9 | 18.3 | 17.8 |
| 영업이익률 | 11.5 | 13.1 | 13.4 | 14.2 | 14.6 |
| 계속사업이익률 | 9.0 | 10.4 | 9.8 | 10.4 | 10.8 |
| 투자지표 | | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,134 | 3,208 | 3,610 | 4,278 | 5,411 |
| BPS | 13,290 | 16,482 | 20,152 | 24,429 | 29,841 |
| CFPS | 7,179 | 5,547 | 6,953 | 7,549 | 8,885 |
| EBITDAPS | 4,999 | 5,124 | 6,575 | 7,549 | 8,885 |
| SPS | 34,986 | 30,863 | 36,762 | 41,224 | 49,986 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 주가지표(배) | | | | | |
| PER | 25.8 | 11.4 | 14.8 | 11.3 | 8.9 |
| PBR | 6.1 | 2.2 | 2.7 | 2.0 | 1.6 |
| PCFR | 11.3 | 6.6 | 7.7 | 6.4 | 5.4 |
| EV/EBITDA | 27.9 | 7.5 | 8.0 | 5.7 | 4.3 |
| PSR | 2.3 | 1.2 | 1.5 | 1.2 | 1.0 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 13.8 | 22.4 | 21.0 | 20.2 | 20.8 |
| ROA | 7.8 | 11.6 | 10.1 | 10.0 | 11.1 |
| ROIC | 10.8 | 17.3 | 18.5 | 20.6 | 25.3 |
| 부채비율 | 77.9 | 105.3 | 110.0 | 95.1 | 80.7 |
| 순부채비율 | 23.5 | 19.5 | 3.2 | (15.1) | (31.0) |
| 이자보상배율(배) | 25.7 | 21.6 | 17.4 | 18.3 | 22.8 |

자료: 하나금융투자

| 대차대조표 | (단위: 십억원) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 유동자산 | 116.6 | 161.5 | 233.8 | 296.5 | 366.5 |
| 금융자산 | 23.6 | 78.2 | 140.6 | 179.8 | 230.9 |
| 현금성자산 | 23.6 | 76.2 | 87.0 | 126.3 | 177.4 |
| 매출채권 등 | 61.0 | 42.8 | 47.9 | 60.0 | 69.7 |
| 재고자산 | 28.0 | 35.4 | 39.6 | 49.6 | 57.7 |
| 기타유동자산 | 4.0 | 5.1 | 5.7 | 7.1 | 8.2 |
| 비유동자산 | 106.4 | 139.8 | 145.6 | 135.4 | 126.3 |
| 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 | 132.5 | 122.9 | 114.3 |
| 무형자산 | 0.8 | 1.5 | 2.4 | 1.9 | 1.4 |
| 기타비유동자산 | 5.4 | 5.3 | 10.7 | 10.6 | 10.6 |
| 자산총계 | 223.0 | 301.2 | 379.4 | 431.9 | 492.8 |
| 유동부채 | 95.1 | 79.4 | 174.1 | 184.0 | 191.9 |
| 금융부채 | 53.0 | 38.9 | 129.8 | 129.8 | 129.8 |
| 매입채무 등 | 26.1 | 31.8 | 35.6 | 44.6 | 51.8 |
| 기타유동부채 | 16.0 | 8.7 | 8.7 | 9.6 | 10.3 |
| 비유동부채 | 2.6 | 75.2 | 24.6 | 26.6 | 28.2 |
| 금융부채 | 0.0 | 68.0 | 16.6 | 16.6 | 16.6 |
| 기타비유동부채 | 2.6 | 7.2 | 8.0 | 10.0 | 11.6 |
| 부채총계 | 97.7 | 154.5 | 198.7 | 210.6 | 220.1 |
| 지배주주지분 | 125.3 | 146.7 | 180.7 | 221.3 | 272.7 |
| 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) | (10.4) | (10.4) | (10.4) |
| 기타포괄이익누계액 | 0.4 | 0.4 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 이익잉여금 | 17.4 | 47.5 | 81.5 | 122.2 | 173.6 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 125.3 | 146.7 | 180.7 | 221.3 | 272.7 |
| 순금융부채 | 29.5 | 28.6 | 5.8 | (33.5) | (84.5) |
| 현금흐름표 | (단위: 십억원) | | | | |
| | 2017 | 2018 | 2019F | 2020F | 2021F |
| 영업활동 현금흐름 | 22.4 | 51.4 | 46.7 | 45.3 | 57.1 |
| 당기순이익 | 17.3 | 30.5 | 34.3 | 40.6 | 51.4 |
| 조정 | 21.5 | 13.7 | 20.3 | 16.3 | 15.1 |
| 감가상각비 | 5.4 | 10.4 | 15.8 | 16.3 | 15.0 |
| 외환거래손익 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 15.8 | 3.1 | 4.5 | 0.0 | 0.1 |
| 영업활동 현금흐름 | (16.4) | 7.2 | (7.9) | (11.6) | (9.4) |
| 투자활동 현금흐름 | (11.6) | (43.8) | (66.6) | (6.0) | (6.0) |
| 투자자산감소(증가) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 유형자산감소(증가) | (11.5) | (41.5) | (15.0) | (6.0) | (6.0) |
| 기타 | (0.1) | (2.3) | (51.6) | 0.0 | 0.0 |
| 재무활동 현금흐름 | (18.3) | 45.1 | 30.7 | 0.0 | 0.0 |
| 금융부채증가(감소) | 53.0 | 53.8 | 39.5 | 0.0 | 0.0 |
| 자본증가(감소) | 107.6 | 0.9 | (0.0) | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (178.9) | (9.6) | (8.8) | 0.0 | 0.0 |
| 배당지급 | 0.0 | (0.0) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증감 | (7.5) | 52.7 | 10.8 | 39.3 | 51.1 |
| Unlevered CFO | 39.6 | 52.7 | 66.1 | 71.7 | 84.4 |
| Free Cash Flow | 10.9 | 9.8 | 31.7 | 39.3 | 51.1 |

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이녹스첨단소재



| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|---------|------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 19.7.17 | BUY | 70,946 | | |
| 19.5.22 | BUY | 60,255 | -18.74% | -9.84% |
| 19.4.26 | BUY | 65,114 | -25.32% | -18.96% |
| 19.1.30 | BUY | 60,255 | -17.44% | -6.94% |
| 18.9.5 | BUY | 71,849 | -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 | 89.6% | 10.4% | 0.0% | 100.0% |

** 기준일: 2020년 2월 3일

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 2020년 02월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 02월 04일 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.