



하나금융그룹

2020년 7월 28일 | Equity Research

# 이녹스첨단소재(272290)

## OLED 소재 비중 지속 상승, 리레이팅에 따른 주가 상승 강도 주목

### 2Q20 Review : 우려보다 선방

2분기 실적은 매출 738억원(YoY -10%), 영업이익 70억원(YoY -30%)으로 컨센서스를 상회했다. 1) OLED 부문(매출 비중 35%)의 경우 COVID-19 영향으로 인한 하이엔드 OLED TV 및 스마트폰 수요 부진으로 매출이 YoY -7% 감소했다. 2) 글로벌 스마트폰 수요 부진으로 FPCB 부문(매출 비중 28%) 및 방열시트/디지타이저 부문(매출 비중 25%) 역시 각각 매출 YoY -10%, -23% 감소했으나 디지타이저 신제품 매출 반영되며 우려했던 것 보다는 감소폭이 완화됐다. 3) 반도체 소재 부문의 경우 전방 수요 확장으로 매출 YoY+21% 증가하며 전사 수익성 훼손 방어한 것으로 추정된다.

### 상저하고 시즌의 과실 확인 시기

3분기 실적은 매출 971억원(YoY +1%), 영업이익 138억원(YoY +5%)로 상반기 대비 가파르게 성장하며 평년 수준을 회복할 전망이다. 하반기 글로벌 TV 수요 회복에 따른 LG 디스플레이 광저우 OLED 라인 가동률 지속 상승, 아이폰 신제품 출시에 따른 삼성디스플레이 가동률 상승이 OLED 소재 및 FPCB, 방열시트 부문 전반의 매출 성장을 견인할 전망이다. 2020년 실적은 매출 3,361억원(YoY -4%), 영업이익 391억원(YoY -16%)이 전망된다. 연간 영업이익의 약 70%가 하반기 집중될 것으로 전망되며 이에 대한 실적 확인 과정에서 주가 우상향 추세 지속될 것으로 판단한다.

### OLED 소재 비중 2020년 47%, 2021년 54% 전망

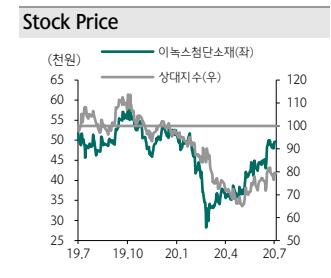
이녹스첨단소재에 대해 목표주가를 59,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M Fwd EPS에 OLED 소재 업체 평균 PER을 50% 할인한 16배를 적용하였다. 가장 중요한 Valuation Factor인 OLED 소재 비중은 2018년 33%, 2019년 40%, 2020년 47%, 2021년 54%로 상승하며 지속적인 리레이팅이 끌어낼 것으로 전망한다.

Update

BUY

| TP(12M): 59,000원(상향) | CP(7월 27일): 49,750원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSDAQ 지수 (pt)	801.23		
52주 최고/최저(원)	58,603/28,250	332.2	387.7
시가총액(십억원)	472.7	38.2	52.3
시가총액비중(%)	0.16	28.9	40.2
발행주식수(천주)	9,502.5		
60일 평균 거래량(천주)	154.6		
60일 평균 거래대금(십억원)	6.6		
20년 배당금(예상, 원)	0		
20년 배당수익률(예상, %)	0.00		
외국인지분율(%)	13.42		
주요주주 지분율(%)			
이녹스 외 4 인	33.43		
	0.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	11.7 (4.0) 0.2		
상대	4.6 (17.8) (19.4)		



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	293.1	349.3	336.1	401.3	453.4
영업이익	십억원	38.3	46.5	39.1	52.9	59.8
세전이익	십억원	37.9	45.2	38.5	53.1	60.7
순이익	십억원	30.5	34.5	27.6	38.5	44.0
EPS	원	3,208	3,635	2,908	4,056	4,632
증감률	%	2.4	13.3	(20.0)	39.5	14.2
PER	배	11.42	14.72	17.11	12.27	10.74
PBR	배	2.22	2.66	2.16	1.83	1.57
EV/EBITDA	배	7.54	8.11	8.11	6.12	5.06
ROE	%	22.40	21.10	14.38	17.28	16.65
BPS	원	16,482	20,150	23,075	27,131	31,763
DPS	원	0	0	0	0	0



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

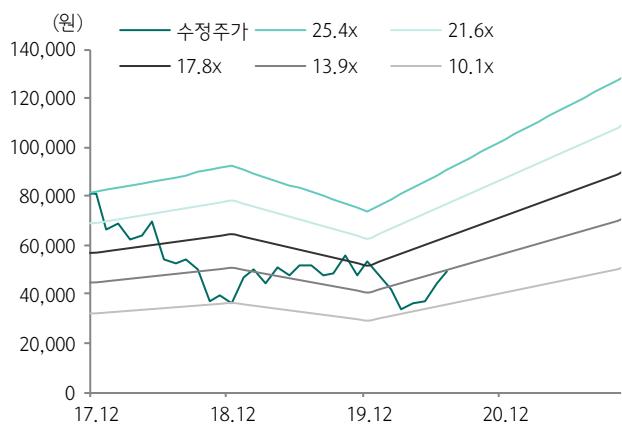
표 1. 이녹스첨단소재 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>85.7</b>	<b>81.6</b>	<b>96.2</b>	<b>85.9</b>	<b>71.2</b>	<b>73.8</b>	<b>97.1</b>	<b>94.0</b>	<b>307.3</b>	<b>293.1</b>	<b>349.3</b>	<b>336.1</b>	<b>401.3</b>
FPCB 소재	19.5	22.8	23.6	18.6	17.2	20.5	18.5	18.7	108.4	80.7	84.5	74.9	75.6
방열시트/디지타이저	27.0	23.6	23.0	17.5	14.0	18.2	17.5	14.9	94.4	75.7	91.1	64.6	70.8
반도체소재	7.5	7.8	8.1	9.0	9.4	9.5	9.7	9.7	42.8	39.1	32.5	38.3	40.1
<b>OLED 소재</b>	<b>31.7</b>	<b>27.4</b>	<b>41.5</b>	<b>40.7</b>	<b>30.6</b>	<b>25.5</b>	<b>51.4</b>	<b>50.7</b>	<b>61.7</b>	<b>97.6</b>	<b>141.3</b>	<b>158.3</b>	<b>214.8</b>
<b>영업이익</b>	<b>12.0</b>	<b>10.1</b>	<b>13.1</b>	<b>11.4</b>	<b>5.3</b>	<b>7.0</b>	<b>13.8</b>	<b>12.9</b>	<b>32.9</b>	<b>38.3</b>	<b>46.6</b>	<b>39.1</b>	<b>52.9</b>
세전이익	10.8	10.8	13.5	8.9	7.4	4.4	13.8	12.9	30.5	39.0	44.8	38.5	53.1
지배지분순이익	10.1	9.0	10.3	6.2	5.3	3.0	10.0	9.3	23.9	31.2	34.3	27.6	38.5
<b>수익성</b>													
영업이익률	14.0%	12.4%	13.6%	13.3%	7.5%	9.5%	14.3%	13.8%	10.7%	13.1%	13.3%	11.6%	13.2%
세전이익률	12.6%	13.3%	14.0%	10.4%	10.4%	6.0%	14.2%	13.7%	9.9%	13.3%	12.8%	11.5%	13.2%
지배지분순이익률	11.7%	11.1%	10.7%	7.2%	7.5%	4.0%	10.3%	9.9%	7.8%	10.6%	9.8%	8.2%	9.6%
<b>성장률(QoQ/YoY)</b>													
전체 매출	12%	-5%	18%	-11%	-17%	4%	32%	-3%	72%	-5%	19%	-4%	19%
FPCB 소재	3%	17%	4%	-21%	-8%	20%	-10%	1%	81%	-26%	5%	-11%	1%
방열시트	46%	-13%	-2%	-24%	-20%	30%	-4%	-15%	68%	-20%	20%	-29%	10%
반도체소재	-5%	5%	3%	11%	4%	1%	1%	1%	43%	-9%	-17%	18%	5%
<b>OLED 소재</b>	<b>1%</b>	<b>-13%</b>	<b>51%</b>	<b>-2%</b>	<b>-25%</b>	<b>-17%</b>	<b>101%</b>	<b>-1%</b>	<b>87%</b>	<b>58%</b>	<b>45%</b>	<b>12%</b>	<b>36%</b>
<b>매출비중</b>													
FPCB 소재	23%	28%	25%	22%	24%	28%	19%	20%	35%	28%	24%	22%	19%
방열시트	32%	29%	24%	20%	20%	25%	18%	16%	31%	26%	26%	19%	18%
반도체소재	9%	10%	8%	11%	13%	13%	10%	10%	14%	13%	9%	11%	10%
<b>OLED 소재</b>	<b>37%</b>	<b>34%</b>	<b>43%</b>	<b>47%</b>	<b>43%</b>	<b>35%</b>	<b>53%</b>	<b>54%</b>	<b>20%</b>	<b>33%</b>	<b>40%</b>	<b>47%</b>	<b>54%</b>

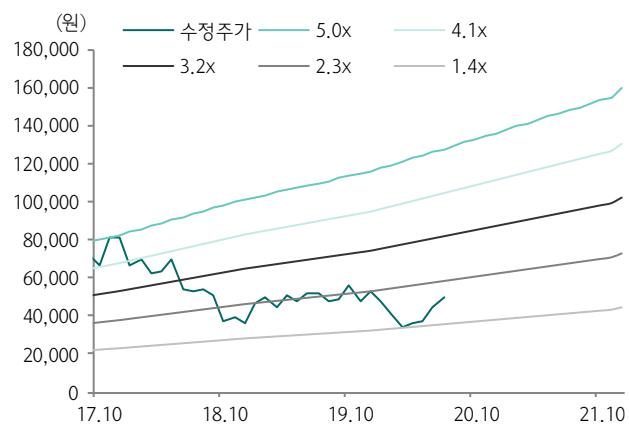
자료: 하나금융투자

그림 1. 이녹스첨단소재 12M Forward P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 이녹스첨단소재 12M Forward P/B 추이



자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

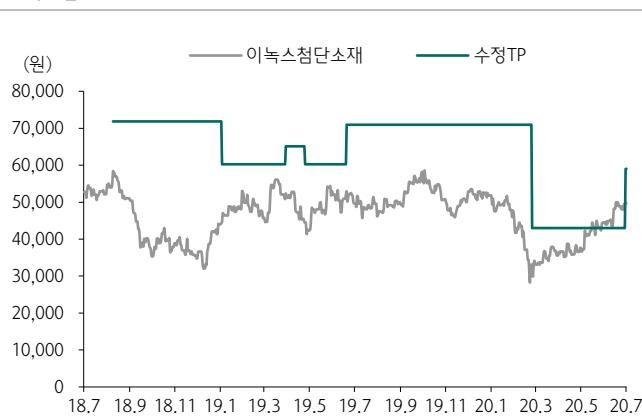
손익계산서		(단위: 십억원)					대차대조표		(단위: 십억원)				
		2018	2019	2020F	2021F	2022F			2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>293.1</b>	<b>349.3</b>	<b>336.1</b>	<b>401.3</b>	<b>453.4</b>		<b>유동자산</b>	<b>161.5</b>	<b>185.5</b>	<b>263.6</b>	<b>322.3</b>	<b>390.1</b>	
매출원가	219.3	262.7	254.3	298.9	337.6		금융자산	78.2	95.0	164.4	201.1	248.2	
매출총이익	73.8	86.6	81.8	102.4	115.8		현금성자산	76.2	52.6	110.5	140.6	181.4	
판관비	35.6	40.1	42.7	49.6	56.0		매출채권 등	42.8	46.5	51.0	62.2	72.9	
<b>영업이익</b>	<b>38.3</b>	<b>46.5</b>	<b>39.1</b>	<b>52.9</b>	<b>59.8</b>		재고자산	35.4	36.6	40.1	48.9	57.3	
금융순익	(0.6)	(2.0)	1.1	0.2	0.9		기타유동자산	5.1	7.4	8.1	10.1	11.7	
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		<b>비유동자산</b>	<b>139.8</b>	<b>151.9</b>	<b>141.0</b>	<b>131.3</b>	<b>117.3</b>	
기타영업외순익	0.2	0.7	(1.6)	0.0	0.0		투자자산	0.0	0.5	0.5	0.7	0.8	
<b>세전이익</b>	<b>37.9</b>	<b>45.2</b>	<b>38.5</b>	<b>53.1</b>	<b>60.7</b>		금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
법인세	7.4	10.7	10.9	14.6	16.7		유형자산	133.0	137.7	127.4	118.1	104.4	
계속사업이익	30.5	34.5	27.6	38.5	44.0		무형자산	1.5	2.4	1.8	1.3	0.9	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		기타비유동자산	5.3	11.3	11.3	11.2	11.2	
<b>당기순이익</b>	<b>30.5</b>	<b>34.5</b>	<b>27.6</b>	<b>38.5</b>	<b>44.0</b>		<b>자산총계</b>	<b>301.2</b>	<b>337.4</b>	<b>404.6</b>	<b>453.6</b>	<b>507.4</b>	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		<b>유동부채</b>	<b>79.4</b>	<b>126.1</b>	<b>170.0</b>	<b>178.7</b>	<b>186.9</b>	
순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		금융부채	38.9	82.8	125.1	125.5	125.9	
<b>지배주주순이익</b>	<b>30.5</b>	<b>34.5</b>	<b>27.6</b>	<b>38.5</b>	<b>44.0</b>		매입채무 등	31.8	31.7	34.7	42.4	49.6	
지배주주지분포괄이익	30.3	34.4	27.6	38.5	44.0		기타유동부채	8.7	11.6	10.2	10.8	11.4	
NOPAT	30.8	35.5	28.0	38.4	43.4		<b>비유동부채</b>	<b>75.2</b>	<b>30.7</b>	<b>30.8</b>	<b>32.5</b>	<b>34.1</b>	
EBITDA	48.7	62.3	56.3	68.7	73.9		금융부채	68.0	23.7	23.2	23.2	23.2	
<b>성장성(%)</b>							기타비유동부채	7.2	7.0	7.6	9.3	10.9	
매출액증가율	51.8	19.2	(3.8)	19.4	13.0		<b>부채총계</b>	<b>154.5</b>	<b>156.8</b>	<b>200.8</b>	<b>211.2</b>	<b>221.1</b>	
NOPAT증가율	69.2	15.3	(21.1)	37.1	13.0		<b>지배주주지분</b>	<b>146.7</b>	<b>180.6</b>	<b>203.8</b>	<b>242.3</b>	<b>286.3</b>	
EBITDA증가율	76.4	27.9	(9.6)	22.0	7.6		자본금	4.5	4.6	4.8	4.8	4.8	
영업이익증가율	72.5	21.4	(15.9)	35.3	13.0		자본잉여금	104.1	104.1	104.1	104.1	104.1	
(지배주주)순익증가율	76.3	13.1	(20.0)	39.5	14.3		자본조정	(9.9)	(10.3)	(14.8)	(14.8)	(14.8)	
EPS증가율	2.4	13.3	(20.0)	39.5	14.2		기타포괄이익누계액	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7	
<b>수익성(%)</b>							이익잉여금	47.5	81.5	108.9	147.5	191.5	
매출총이익률	25.2	24.8	24.3	25.5	25.5		<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	
EBITDA이익률	16.6	17.8	16.8	17.1	16.3		<b>자본총계</b>	<b>146.7</b>	<b>180.6</b>	<b>203.8</b>	<b>242.3</b>	<b>286.3</b>	
영업이익률	13.1	13.3	11.6	13.2	13.2		<b>순금융부채</b>	<b>28.6</b>	<b>11.5</b>	<b>(16.1)</b>	<b>(52.4)</b>	<b>(99.1)</b>	
계속사업이익률	10.4	9.9	8.2	9.6	9.7								
<b>투자지표</b>													
		2018	2019	2020F	2021F	2022F							
<b>주당지표(원)</b>							<b>현금흐름표</b>						
EPS	3,208	3,635	2,908	4,056	4,632								
BPS	16,482	20,150	23,075	27,131	31,763								
CFPS	5,547	7,064	5,918	7,233	7,775								
EBITDAPS	5,124	6,560	5,928	7,233	7,775								
SPS	30,863	36,762	35,365	42,235	47,710								
DPS	0	0	0	0	0								
<b>주가지표(배)</b>													
PER	11.4	14.7	17.1	12.3	10.7								
PBR	2.2	2.7	2.2	1.8	1.6								
PCFR	6.6	7.6	8.4	6.9	6.4								
EV/EBITDA	7.5	8.1	8.1	6.1	5.1								
PSR	1.2	1.5	1.4	1.2	1.0								
<b>재무비율(%)</b>													
ROE	22.4	21.1	14.4	17.3	16.7								
ROA	11.6	10.8	7.4	9.0	9.2								
ROIC	17.3	18.2	13.9	19.1	21.4								
부채비율	105.3	86.8	98.6	87.2	77.2								
순부채비율	19.5	6.4	(7.9)	(21.6)	(34.6)								
이자보상배율(배)	21.6	18.0	17.4	22.7	25.6								

자료: 하나금융투자



### 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

#### 이녹스첨단소재



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.7.27	BUY	59,000		
20.3.23	BUY	43,000	-6.93%	16.28%
19.7.17	BUY	70,946	-30.00%	-17.40%
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 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

#### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 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	91.0%	9.0%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 7월 27일

### Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 07월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2020년 07월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.