

이녹스첨단소재 (272290.KQ)

OLED 공정 소재 확대 전망

폴더블 디스플레이에서 패널 사이즈가 확대되며 OLED 공정 소재를 납품하는 동사 매출 확대 기대. 특수필름 신규 납품도 긍정적. 제품 믹스 개선, 원가 절감 등으로 실적 증가세 지속 전망

폴더블 디스플레이 OLED 소재 매출 확대 수혜

폴더블 디스플레이에서는 OLED 패널 및 FPCB 기판 사이즈가 확대되어 OLED 공정소재와 FPCB 소재 매출이 증가하고 추가적으로 특수 필름 납품도 기대되어 동사도 폴더블 스마트폰 수혜를 입을 것으로 예상

TV용 대형 OLED 패널 및 스마트폰용 중소형 OLED 출하량 확대 추세는 향후 지속될 것으로 예상되어 관련 공정소재를 납품하고 있는 동사의 꾸준한 성장세 기대. 마진이 상대적으로 높은 OLED 소재 매출 비중은 2018년 32.9%에서 2019년 39.1%, 2020년 44.3%까지 확대되어 믹스 개선 효과 긍정적

2019년 믹스 개선, 원가 절감 등으로 실적 확대 전망

스마트폰 출하량 감소, 방열필름 및 OLED 공정소재 경쟁 심화에 따른 실적 추정치 변경, 글로벌 OLED 소재 업체 밸류에이션 하락을 반영해 동사 목표주가를 59,000원(19F PER 12.8배)으로 하향. 추정치 하향에도 불구하고 투자의견 Buy를 유지하는 이유는 OLED 매출 비중 확대로 동사가 OLED 소재 업체로 변화하고 있으나 실적 하락세를 반영해 현재 주가가 매력적인 수준(19F PER 9.4배)으로 하락했기 때문

4분기 매출액 및 영업이익은 OLED 소재 매출 증가로 3분기와 유사한 실적을 달성할 것으로 전망. 과거 동사 4분기 실적은 스마트폰 계절적 비수기 진입으로 인해 통상적으로 3분기 대비 대폭 하락했으나 OLED 소재 매출 확대에 이번 4분기에는 견조한 실적을 달성할 것으로 기대

2019년 실적도 이익률이 양호한 OLED 소재 매출 증가, 방열 필름 생산기지 베트남 이전 효과에 따른 원가 절감에 힘입어 외형 및 마진 개선이 가능할 것으로 예상

Company Comment | 2018. 11. 8

Buy (유지)

목표주가 59,000원 (하향)

현재가 (18/11/06) 42,150원

업종	IT부품
KOSPI / KOSDAQ	2,089.62 / 691.55
시가총액(보통주)	378.1십억원
발행주식수(보통주)	9.0백만주
52주 최고가 ('17/11/27)	94,627원
최저가 ('18/10/26)	37,400원
평균거래대금(60일)	4,231백만원
배당수익률(2018E)	0.00%
외국인지분율	10.1%

주요주주
이녹스 외 2 인 34.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-23.1	-34.8	-40.0
상대수익률 (%p)	-13.1	-19.2	-38.9

	2017	2018E	2019F	2020F
매출액	193.1	300.2	370.1	423.7
증감률	N/A	55.4	23.3	14.5
영업이익	22.2	42.0	53.4	64.5
영업이익률	11.5	14.0	14.4	15.2
(지배지분)순이익	17	36	45	54
EPS	3,320	4,032	4,877	5,698
증감률	N/A	21.5	20.9	16.8
PER	25.8	10.5	8.6	7.4
PBR	6.1	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA	27.9	6.9	5.5	4.4
ROE	13.8	25.2	24.5	23.2
부채비율	77.9	62.0	49.8	40.2
순차입금	29	-8	-22	-47

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이규하

02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

표1. 이녹스첨단소재 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2017	2018E	2019F	2020F
매출액	- 수정 후	193.1	300.2	370.1	423.7
	- 수정 전	-	411.3	505.1	615.1
	- 변동률	-	-27.0	-26.7	-31.1
영업이익	- 수정 후	22.2	42.0	53.4	64.5
	- 수정 전	-	65.3	82.5	93.5
	- 변동률	-	-35.7	-35.3	-31.0
영업이익률(수정 후)		11.5	14.0	14.4	15.2
EBITDA		27.6	54.0	64.8	75.4
(지배지분)순이익		17.3	36.1	45.1	54.2
EPS	- 수정 후	3,320	4,032	4,877	5,698
	- 수정 전	-	5,978	7,588	8,626
	- 변동률	-	-32.5	-35.7	-33.9
PER		25.8	10.5	8.6	7.4
PBR		6.1	2.4	1.9	1.6
EV/EBITDA		27.9	6.9	5.5	4.4
ROE		13.8	25.2	24.5	23.2

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

표2. 이녹스첨단소재 연간 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2017	2018E	2019F	2020F	2021F
매출액	306.3	300.2	370.1	423.7	458.8
INNOFLEX	106.3	86.2	91.4	93.2	95.1
SMARTFLEX	96.6	72.0	91.1	90.2	89.3
INNOSEM	42.5	42.4	44.5	45.9	47.2
INNOLED	60.9	99.6	143.0	194.4	227.2
영업이익	33.0	42.0	53.4	64.5	71.7
영업이익률(%)	10.8	14.0	14.4	15.2	15.6
세전이익	30.3	44.1	55.6	66.8	75.2
지배지분순이익	23.8	36.1	45.0	54.1	60.9

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 이녹스첨단소재 분기 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	64.1	76.2	86.5	80.4	80.9	63.0	73.3	83.0
INNOFLEX	21.2	23.1	33.7	29.4	19.2	18.0	25.0	24.0
SMARTFLEX	22.5	28.3	22.5	23.4	32.0	15.0	10.0	15.0
INNOSEM	10.3	10.4	11.4	10.3	10.6	10.0	10.3	11.5
INNOLED	10.1	14.4	18.9	17.5	19.1	20.0	28.0	32.5
영업이익	5.0	8.3	12.8	7.1	13.5	8.7	10.5	9.3
영업이익률(%)	7.8	10.9	14.8	8.8	16.7	13.8	14.4	11.2
세전이익	3.4	8.6	13.0	5.5	13.7	9.2	11.0	10.2
지배지분순이익	2.6	6.7	10.3	4.3	12.3	7.2	8.7	7.9

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 이녹스첨단소재 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, 원)

	2018E	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Net profit	36	45	54	60	68	89	98	109	121	135	149	166
Shareholder's equity	161	207	261	321	389	478	574	679	793	917	1,052	1,198
Forecast ROE (FROE)	25.2%	24.5%	23.2%	20.7%	19.2%	20.5%	18.7%	17.4%	16.5%	15.7%	15.2%	14.7%
Spread (FROE-COE)	15.2%	14.5%	13.2%	10.7%	9.2%	10.5%	8.7%	7.4%	6.5%	5.7%	5.2%	4.7%
Residual income	22	27	31	31	33	45	46	47	48	49	51	53
Cost of equity (COE)	10.0%											
Beta	1.0											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity	125											
PV of forecast period RI	273											
PV of continuing value	98											
Equity value (C+P)	496											
No of shares (common, mn)	9.2											
		12m TP										
Fair price (C)		59,021										
Current price (C)		42,150										
Upside (-downside)		40.0%										
Implied P/B (x)		3.4										
Implied P/E (x)		12.3										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주가가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

* 잔여이익(RI)_t = 당기순이익_t - 자기자본_{t-1} * 자기자본비용(Cost of Equity)_t = 자기자본_{t-1} * (ROE_t - COE_t)

RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
매출액	193	300	370	424
증감률 (%)	N/A	55.4	23.3	14.5
매출원가	140	208	255	290
매출총이익	53	93	115	134
Gross 마진 (%)	27.5	30.8	31.0	31.7
판매비와 일반관리비	31	51	61	70
영업이익	22	42	53	65
증감률 (%)	N/A	89.4	27.1	20.9
OP 마진 (%)	11.5	14.0	14.4	15.2
EBITDA	28	54	65	75
영업외손익	-1	2	2	2
금융수익(비용)	0	-1	-1	-1
기타영업외손익	-1	3	3	3
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	21	44	56	67
법인세비용	4	8	11	13
계속사업이익	17	36	45	54
당기순이익	17	36	45	54
증감률 (%)	N/A	109.0	24.6	20.3
Net 마진 (%)	9.0	12.0	12.2	12.8
지배주주지분 순이익	17	36	45	54
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	17	36	45	54

Valuation / Profitability / Stability				
	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
PER(X)	25.8	10.5	8.6	7.4
PBR(X)	6.1	2.4	1.9	1.6
PCR(X)	11.2	6.6	5.7	5.1
PSR(X)	2.3	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA(X)	27.9	6.9	5.5	4.4
EV/EBIT(X)	34.7	8.8	6.7	5.1
EPS(W)	3,320	4,032	4,877	5,698
BPS(W)	14,052	17,479	21,704	26,603
SPS(W)	37,065	33,484	40,057	44,526
자기자본이익률(ROE, %)	13.8	25.2	24.5	23.2
총자산이익률(ROA, %)	7.8	14.9	15.8	16.1
투자자본이익률 (ROIC, %)	N/A	23.7	26.2	26.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성장(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금(십억원)	0	0	0	0
보통주 주당배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/자기자본(%)	23.5	-4.9	-10.5	-18.2
총부채/ 자기자본(%)	77.9	62.0	49.8	40.2
이자발생부채	53	52	50	49
유동비율(%)	122.6	147.0	172.6	206.2
총발행주식수(mn)	9	9	10	10
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	85,500	42,150	42,150	42,150
시가총액(십억원)	741	378	378	378

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
현금및현금성자산	24	59	72	96
매출채권	57	50	62	71
유동자산	117	143	173	211
유형자산	100	113	131	150
투자자산	0	0	0	0
비유동자산	106	118	136	155
자산총계	223	262	309	366
단기성부채	53	51	50	48
매입채무	15	19	23	26
유동부채	95	97	100	102
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	2	2	2	2
비유동부채	3	3	3	3
부채총계	98	100	103	105
자본금	4	4	5	5
자본잉여금	103	103	103	103
이익잉여금	17	53	98	152
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	125	161	207	261

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2017/12A	2018/12E	2019/12F	2020/12F
영업활동 현금흐름	22	61	43	55
당기순이익	17	36	45	54
+ 유/무형자산상각비	5	12	11	11
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	40	58	68	79
- 운전자본의증가(감소)	-16	13	-13	-10
투자활동 현금흐름	-12	-29	-30	-30
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-11	-30	-30	-30
+ 투자자산의매각(취득)	0	0	0	0
Free Cash Flow	11	31	13	25
Net Cash Flow	11	32	13	25
재무활동 현금흐름	-18	-2	-2	-2
자기자본 증가	108	0	0	0
부채증감	-126	-2	-2	-2
현금의증가	-8	36	12	24
기말현금 및 현금성자산	24	59	72	96
기말 순부채(순현금)	29	-8	-22	-47