이녹스첨단소재(272290)

매수(유지)

목표주가: 76,000원(유지)

4Q18 Preview : 반등 모멘텀 모색 중

영업이익 104억원으로 전분기와 유사할 전망

4분기 매출액 769억원, 영업이익 104억원으로 전분기와 유사한 수준을 예상한다. 스마트폰과 TV수요의 전반적인 부진에도 국내 고객사들의 OLED 라인 가동률은 양호했고, 삼성전자 갤럭시S10 FPCB 소재와 복합방열시트 매출액이 일부 선반영되기 때문이다. 마진이 좋은 애플 아이폰향 OLED 소재 출하가 4분기에도 큰 변화없이 계속됐고 전년동기에 발생했던 제품 관련 일회성 비용(4Q17 판관비 158억원 vs. 4Q18F 판관비 104억원)이 올해는 없어 영업이익률은 전분기와 비슷한 13.5%를 예상한다. 1Q19부터는 갤럭시S10 생산이 본격적으로 시작되고 해당 모델에 OLED 소재 공급도 시작한다면 단기 실적 개선 모멘텀도 예상된다.

OLED 확대와 삼성전자 스마트폰 신모델 효과가 기다려진다

2019년에 스마트폰 업체들의 OLED 패널 채용이 확대되고 LG디스플레이 광저우 OLED TV패널 라인도 가동하면서 OLED 소재 매출액은 1,250억원(+33%)으로 또 한번 성장할 전망이다. 애플 아이폰의 OLED 비중 확대도 삼성디스플레이의 가동률 상승을 이끌 것이다. 이로써 OLED향 매출액 비중은 37%까지 상승할 전망이다. OLED 소재는 스마트폰용 소재(INNOFLEX+SMARTFLEX) 대비 마진이 높다고 알려져 있다. 한편 스마트폰 수요 둔화로 2019년 실적에 대한 우려가 있지만 갤럭시S9 부진의 기저효과가 있어 스마트폰 관련 소재 매출은 실제로는 개선될 가능성이 크다. 추가적으로 폴더블 스마트폰은 시장 확대 기대감과 함께 실적 업사이드 요소로 작용할 전망이다.

연중 계속될 모멘텀. 목표주가 76,000원 유지

이녹스첨단소재에 대해 매수의견과 목표주가 76,000원을 유지한다. 지금 주가는 IT업체들의 전반적인 밸류에이션 하락(이녹스첨단소재 2019F PER 9배)과 스마트폰 시장 수요 둔화, OLED 성장에 대한 의구심 등 모든 악재가 이미 반영된 것으로 보인다. 내년 1분기 갤럭시S10, 2분기 폴더블 스마트폰 공개, 3분기 OLED TV 확대, 4분기 애플 아이폰의 OLED 채용 증가까지 모멘텀이 차례대로 기다리고 있어 반등을 모색할만한 주가와 타이밍으로 본다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
2017A	193	22	17	1,947	NM	28	43.9	27.9	6.1	13.8	0.0
2018F	293	37	31	3,462	77.8	45	10.6	8.5	2.2	21.9	0.0
2019F	336	42	35	3,895	12.5	51	9.4	7.1	1.8	20.2	0.0
2020F	353	42	35	3,768	(3.3)	55	9.7	6.7	1.6	16.7	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

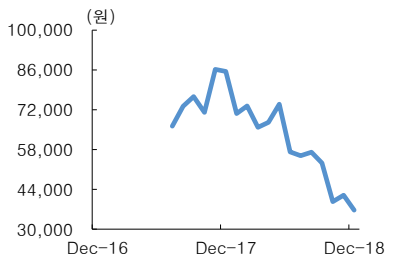
Stock Data

KOSPI(12/26)	2,028
주가(12/26)	36,700
시가총액(십억원)	329
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	86,400/36,700
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,951
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.0/10.3
주요주주(%) 이녹스 외 5 인	33.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.8)	(38.4)	(57.0)
KOSDAQ 대비(%p)	(6.6)	(18.5)	(44.3)

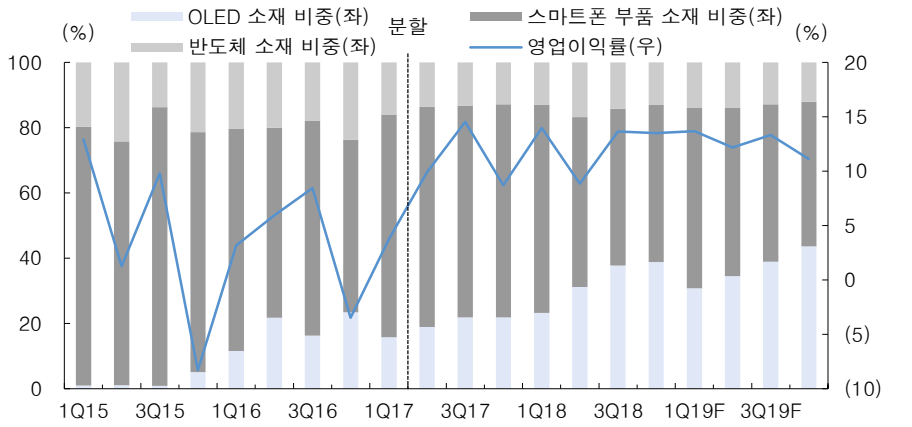
주가추이



자료: FnGuide

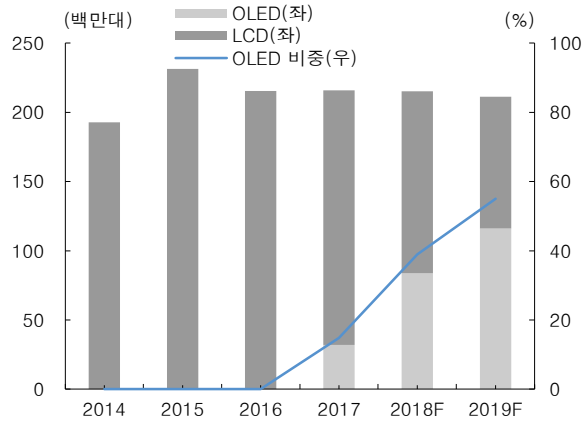
김정환
junghwan.kim@truefriend.com

[그림 1] OLED향 소재 상승 뚜렷해져 영업이익률도 안정화



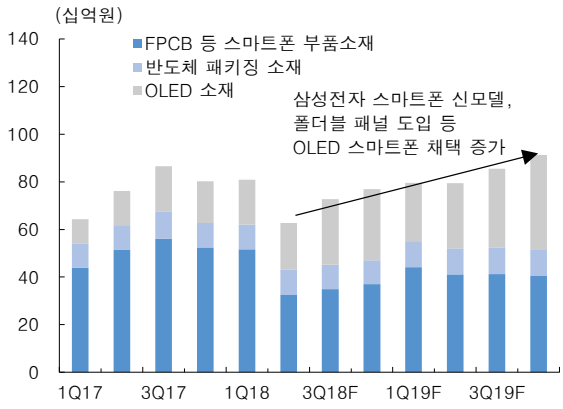
자료: 한국투자증권

[그림 2] 애플 아이폰 OLED 비중 2019년에도 상승



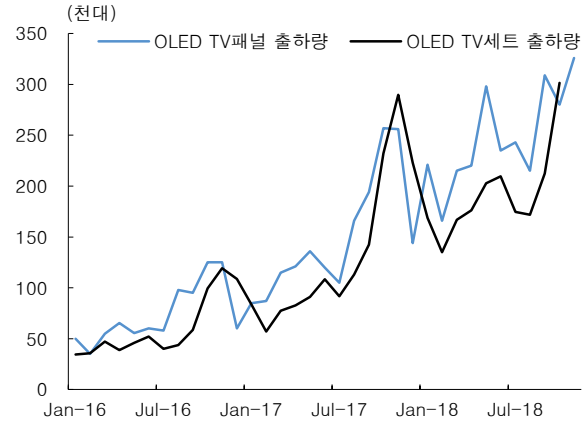
자료: 한국투자증권

[그림 3] 스마트폰 신모델 효과+OLED 채택 증가 효과



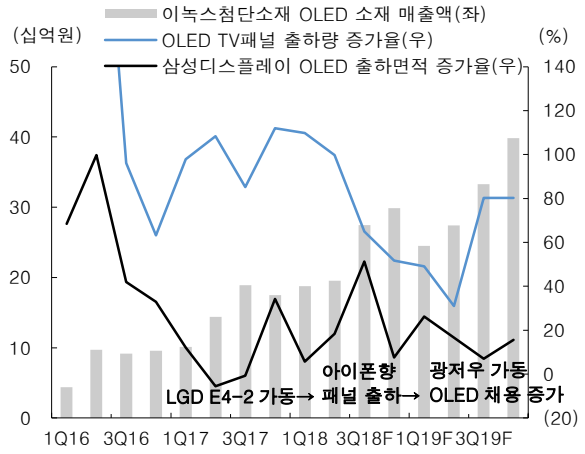
자료: 한국투자증권

[그림 4] 성수기인 11월까지 대형 OLED 패널 수요 견조



주: 패널은 2018년 11월, 세트는 10월 출하량까지 포함
자료: IHS, 한국투자증권

[그림 5] 중소형 OLED 견조, 대형 OLED는 크게 증가



자료: 한국투자증권

<표 1> 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (분할 전 매출액 포함)	**80.9**	**62.7**	**72.7**	**76.9**	**79.6**	**79.5**	**85.5**	**91.2**	**180.0**	**307.1**	**293.2**	**335.9**
INNOFLEX(FPCB 소재)	18.6	17.8	24.8	21.8	21.5	20.4	25.9	24.2	63.6	106.7	83.1	92.0
SMARTFLEX(스마트폰 소재)	33.0	14.8	10.1	15.2	22.6	20.7	15.3	16.2	47.0	97.0	73.1	74.8
INNOSEM(반도체 PKG 소재)	10.5	10.5	10.3	10.0	11.0	11.0	11.0	11.0	36.5	42.5	41.3	47.1
INNOLED(OLED 소재)	18.8	19.5	27.4	29.9	24.5	27.4	33.3	39.8	32.9	60.9	93.9	125.0
이녹스첨단소재 매출 비중(%)												
스마트폰 소재/부품	63.8	52.1	48.1	48.1	55.4	51.7	48.3	44.3	61.5	66.3	53.3	49.7
반도체PKG 소재	13.0	16.7	14.2	13.0	13.8	13.8	12.9	12.1	20.3	13.8	14.1	14.0
OLED 소재	23.2	31.2	37.8	38.9	30.8	34.5	38.9	43.6	18.3	19.8	32.0	37.2
매출총이익	**18.7**	**13.4**	**19.7**	**20.0**	**20.4**	**19.2**	**22.5**	**22.0**	**63.2**	**53.2**	**71.8**	**84.2**
매출총이익률	*23.1*	*21.5*	*26.9*	*26.0*	*25.7*	*24.2*	*26.3*	*24.1*	*27.2*	*27.5*	*24.5*	*25.1*
판매비와관리비	7.4	7.9	9.7	9.6	9.6	9.5	11.1	11.9	53.7	31.0	34.6	42.1
판관비율	*9.1*	*12.6*	*13.4*	*12.5*	*12.0*	*12.0*	*13.0*	*13.0*	*29.8*	*10.1*	*11.8*	*12.5*
영업이익	**11.3**	**5.5**	**10.0**	**10.4**	**10.9**	**9.7**	**11.4**	**10.1**	**9.5**	**22.2**	**37.2**	**42.1**
영업이익률	*14.0*	*8.8*	*13.6*	*13.5*	*13.7*	*12.2*	*13.3*	*11.1*	*4.1*	*11.5*	*12.7*	*12.5*
세전이익	**10.4**	**6.2**	**10.4**	**10.1**	**9.9**	**8.7**	**12.9**	**10.1**	**4.7**	**21.1**	**37.1**	**41.6**
세전이익률	*12.9*	*10.0*	*14.1*	*13.1*	*12.4*	*10.9*	*15.1*	*11.1*	*2.0*	*10.9*	*12.7*	*12.4*
순이익	**8.5**	**5.5**	**8.7**	**8.1**	**8.2**	**7.2**	**10.7**	**8.4**	**3.2**	**17.3**	**30.8**	**34.6**
순이익률	*10.5*	*8.9*	*11.9*	*10.5*	*10.3*	*9.1*	*12.5*	*9.2*	*1.4*	*9.0*	*10.5*	*10.3*

주: 2016년 실적은 분할전(이녹스) 기준, 2017년부터 매출액은 이녹스첨단소재 사업부문의 분할전 매출액(2017년 1~5월)을 포함했고, 매출액 외에는 분할된 이녹스첨단소재 실적만 기재
자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

이녹스첨단소재는 이녹스(존속회사)로부터 인적분할해 2017년 7월 10일 코스닥에 상장한 IT 소재업체임. 주요 제품은 FPCB용 소재(INNOFLEX, SMARTFLEX 부문), 반도체 패키징용 소재(INNOSEM 부문), 디스플레이용 OLED 소재(INNOLED 부문)로 매출비중은 2017년 기준 각각 66%, 13%, 21%. 주요 고객사는 FPCB 제조업체, 반도체 제조업체인 SK하이닉스와 삼성전자, 디스플레이 업체 LG디스플레이, 삼성디스플레이를 보유

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	-	117	158	165	184
현금성자산	-	24	53	57	57
매출채권및기타채권	-	61	59	60	71
재고자산	-	28	41	37	46
비유동자산	-	106	137	154	168
투자자산	-	0	0	0	0
유형자산	-	100	132	147	157
무형자산	-	1	1	2	4
자산총계	-	223	296	319	352
유동부채	-	95	86	73	70
매입채무및기타채무	-	26	23	22	21
단기차입금및단기사채	-	53	53	43	43
유동성장기부채	-	0	0	0	0
비유동부채	-	3	54	55	55
사채	-	0	50	50	50
장기차입금및금융부채	-	0	0	0	0
부채총계	-	98	139	127	125
지배주주지분	-	125	156	192	227
자본금	-	4	4	5	5
자본잉여금	-	103	103	103	103
기타자본	-	0	0	0	0
이익잉여금	-	17	48	83	118
비지배주주지분	-	0	0	0	0
자본총계	-	125	156	192	227

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	-	193	293	336	353
매출원가	-	140	222	252	265
매출총이익	-	53	72	84	89
판매관리비	-	31	35	42	47
영업이익	-	22	37	42	42
금융수익	-	1	2	2	2
이자수익	-	0	0	0	0
금융비용	-	2	3	2	2
이자비용	-	1	3	2	1
기타영업외손익	-	(1)	1	1	1
관계기업관련손익	-	0	0	0	0
세전계속사업이익	-	21	37	42	42
법인세비용	-	4	6	7	7
연결당기순이익	-	17	31	35	35
지배주주지분순이익	-	17	31	35	35
기타포괄이익	-	0	0	0	0
총포괄이익	-	17	31	35	35
지배주주지분포괄이익	-	17	31	35	35
EBITDA	-	28	45	51	55

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	-	22	19	39	24
당기순이익	-	17	31	35	35
유형자산감가상각비	-	5	7	9	12
무형자산상각비	-	0	0	0	0
자산부채변동	-	(16)	(21)	(6)	(24)
기타	-	16	2	1	1
투자활동현금흐름	-	(12)	(40)	(25)	(24)
유형자산투자	-	(11)	(39)	(24)	(22)
유형자산매각	-	0	0	0	0
투자자산순증	-	0	0	0	0
무형자산순증	-	(0)	(1)	(1)	(2)
기타	-	(1)	0	0	0
재무활동현금흐름	-	(18)	50	(10)	0
자본의증가	-	1	(0)	0	0
차입금의순증	-	(19)	50	(10)	0
배당금지급	-	0	0	0	0
기타	-	0	0	0	0
기타현금흐름	-	(0)	0	0	0
현금의증가	-	(8)	29	4	(1)

주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-	1,947	3,462	3,895	3,768
BPS	-	14,080	16,961	20,195	23,220
DPS	-	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	-	NM	51.9	14.5	5.2
영업이익증가율	-	NM	67.8	13.2	(0.4)
순이익증가율	-	NM	78.3	13.9	(0.4)
EPS증가율	-	NM	77.8	12.5	(3.3)
EBITDA증가율	-	NM	62.2	15.0	6.1
수익성(%)					
영업이익률	-	11.5	12.7	12.5	11.9
순이익률	-	9.0	10.5	10.5	9.9
EBITDA Margin	-	14.3	15.3	15.3	15.5
ROA	-	7.8	11.9	11.4	10.4
ROE	-	13.8	21.9	20.2	16.7
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	-	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	-	30	50	36	37
차입금/자본총계비율(%)	-	42.4	66.0	48.7	41.2
Valuation(X)					
PER	-	43.9	10.6	9.4	9.7
PBR	-	6.1	2.2	1.8	1.6
EV/EBITDA	-	27.9	8.5	7.1	6.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
이녹스첨단소재 (272290)	2018.07.04	매수	88,000원	-33.3	-30.2
	2018.07.30	매수	76,000원	-	-

■ Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 26일 현재 이녹스첨단소재 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.