

# 이녹스첨단소재 (272290)

2019. 01. 07

반도체/디스플레이

## OLED TV도 좋고, 폴더블도 좋고

Analyst 어규진

02. 3779-8425

kjsyndrome@ebestsec.co.kr

**Buy (initiate)**

목표주가 **50,000 원**

현재주가 **33,900 원**

### 필름 형태의 전문 IT 소재업체

이녹스첨단소재는 필름형태의 전문 IT소재업체로서 주요 제품은 FPCB용 소재인 INNOFLEX, 고부가 스마트폰용 소재인 SMARTFLEX, OLED 소재인 INNOLED, 반도체 패키징용 소재 INNOSEM으로 구분되어 있다. 초기 FPCB용 소재 중심의 사업에서 고부가가치 반도체, OLED 등으로 사업을 확대하며 수익성이 개선되고 있다. 2017년 기준 매출 비중은 각각 34.9%, 30.7%, 14.0%, 20.4% 수준이고 OLED행 매출 비중이 빠르게 증가하고 있다. SAMTFLEX는 삼성전자 플레그십 모델, INNOSEM은 SK하이닉스, INNOLED는 LG디스플레이 대형 OLED패널에 주로 적용되며 다양한 고객군을 보유하고 있다.

### 2019년에도 실적 성장

이녹스첨단소재는 2018년 역대 최대 연간 실적(영업이익 373억원) 달성이 유력해 보이는 가운데 2019년에도 매출액 3,182억원(+8.4%), 영업이익 464억원(+24.2%)으로 사상 최대 실적을 재 갱신할 전망이다. 삼성전자 플레그십 스마트폰 및 아이폰 판매 부진으로 인한 FPCB 및 SAMTFLEX 부분의 부정적인 시장 상황 속에서도 동사는 OLED행 매출 증가가 실적 호조에 기여할 전망이다. 2019년 LG디스플레이의 광저우 대형 OLED패널 가동과 중소형 OLED패널로의 제품 확대, 그리고 폴더블 스마트폰향 매출 발생이 기대되기 때문이다.

### 투자의견 매수, 목표주가 5만원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 매수와 목표주가 5만원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 OLED 향 소재 공급 증가로 실적 호조세가 지속되고 있다. 하지만 최근 삼성과 애플 등 고부가 스마트폰 판매 부진과 디스플레이 전방산업 투자감소 우려감으로 주가는 고점대비 58.0% 수준 급락하였다. 반면 최근 실적 성장과 주가 하락이 동시에 발생하며 동사의 PER은 8.7배(2019년 추정치) 수준으로 밸류에이션 매력도 충분하다. 이에 현 주가에서 동사에 대해 매수 추천한다

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

### Stock Data

KOSDAQ (1/3)	657.02 pt
시가총액	3,130 억원
발행주식수	9,232 천주
52 주 최고가 / 최저가	80,933 / 33,900
90 일 일평균거래대금	33.12 억원
외국인 지분율	10.3%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	16,436 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -11.4%
	6개월 -20.8%
	12개월 -7.3%
주주구성	이녹스외 5인 34.2%
	자사주 펀드 2.1%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	193	22	21	17	1,895	n/a	28	19.9	13.7	2.8	n/a
2018E	293	37	37	31	3,343	76.4	48	10.1	7.3	2.1	22.3
2019E	318	46	45	36	3,882	16.1	61	8.7	5.3	1.7	21.1
2020E	356	52	51	40	4,334	11.6	67	7.8	4.5	1.4	19.3

자료: 이녹스첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

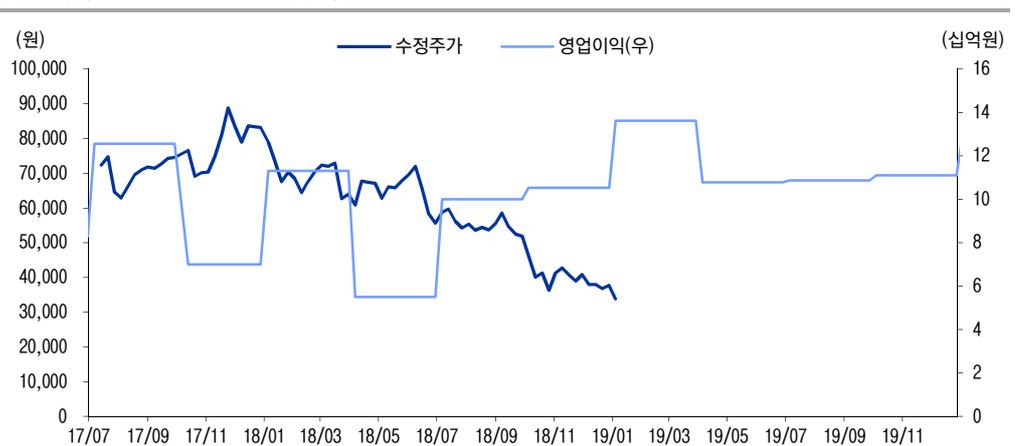
## 실적 추이 및 전망

표32 이녹스첨단소재 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
<b>매출액</b>	<b>307.5</b>	<b>293.4</b>	<b>318.2</b>	<b>80.9</b>	<b>62.3</b>	<b>73.3</b>	<b>76.9</b>	<b>86.6</b>	<b>74.0</b>	<b>78.1</b>	<b>79.4</b>
(YoY)	71.6%	-4.6%	8.4%	26.2%	-18.2%	-15.3%	-4.7%	7.1%	18.7%	6.6%	3.3%
(QoQ)				0.2%	-22.9%	17.6%	5.0%	12.6%	-14.6%	5.6%	1.7%
INNOLED	62.8	97.0	116.2	19.0	20.0	28.0	30.0	28.8	27.5	29.4	30.4
SMARTFLEX	94.5	71.8	74.3	32.0	14.8	10.0	14.9	27.6	18.5	12.5	15.7
INNOFLEX	107.3	83.4	84.7	19.4	17.5	24.5	22.0	19.7	17.8	24.9	22.3
INNOSEM	42.9	40.8	43.0	10.5	10.0	10.3	10.0	10.5	10.2	11.3	11.0
매출원가	189.3	220.4	225.3	62.2	48.9	53.5	55.7	61.5	52.5	55.1	56.2
매출원가율	61.6%	75.1%	70.8%	76.9%	78.5%	73.1%	72.5%	71.0%	71.0%	70.5%	70.8%
매출총이익	118.2	73.0	92.8	18.7	13.4	19.7	21.2	25.1	21.4	23.0	23.2
판관비	40.7	41.2	64.8	7.4	7.9	9.7	16.1	15.1	13.8	14.7	21.2
<b>영업이익</b>	<b>32.9</b>	<b>37.3</b>	<b>46.4</b>	<b>11.3</b>	<b>5.51</b>	<b>10.0</b>	<b>10.5</b>	<b>13.6</b>	<b>10.8</b>	<b>10.9</b>	<b>11.1</b>
(YoY)	84.7%	13.6%	24.2%	125.4%	-33.7%	-20.4%	50.3%	20.4%	95.9%	8.7%	5.5%
(QoQ)				61.5%	-51.3%	81.6%	5.3%	29.4%	-20.8%	0.8%	2.2%
영업이익률	10.7%	12.7%	14.6%	14.0%	8.8%	13.6%	13.7%	15.7%	14.6%	13.9%	14.0%
당기순이익	19.9	30.8	35.8	8.5	5.5	8.7	8.0	10.4	8.4	8.5	8.5
순이익률	6.5%	10.5%	11.2%	10.5%	8.9%	11.9%	10.4%	12.0%	11.3%	10.9%	10.7%
EPS(원)	1,895	3,343	3,882								
PER	45.1	11.3	8.7								
BPS(원)	13,667	16,436	20,316								
PBR	6.3	2.3	1.7								

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 이녹스첨단소재 주가 vs 실적



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 추정치 변화

(십억원)	4Q18E			1Q19E			2018E			2019E		
	종전	신규	차이									
매출액	76.9	76.9	0.0%	86.6	86.6	0.0%	293.4	293.4	0.0%	318.2	318.2	0.0%
영업이익	10.5	10.5	0.0%	13.6	13.6	0.0%	37.3	37.3	0.0%	46.4	46.4	0.0%
영업이익율	13.7%	13.7%		15.7%	15.7%		12.7%	12.7%		14.6%	14.6%	
순이익	8.0	8.0	0.0%	10.4	10.4	0.0%	30.8	30.8	0.0%	35.8	35.8	0.0%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 컨센서스 괴리율

(십억원)	4Q18E			1Q19E			2018E			2019E		
	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이	컨센서스	이베스트	차이
매출액	81.9	76.9	-6.1%	86.4	86.6	0.3%	299.0	293.4	-1.9%	361.0	318.2	-11.9%
영업이익	10.3	10.5	2.2%	12.6	13.6	8.1%	38.2	37.3	-2.2%	48.5	46.4	-4.3%
순이익	8.0	8.0	0.3%	10.5	10.4	-1.0%	32.0	30.8	-3.7%	40.4	35.8	-11.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표35 목표주가 산출

항목	산출내역	비고
EPS(원)	3,882	2019년 예상 EPS
적용 PER(배)	13.4	과거 6년 평균 PER
프리미엄(%)		
적정가치	51,939	
<b>목표주가</b>	<b>50,000</b>	
현주가	33,900	1월 3일 종가 기준
상승여력(%)	47.5%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 이녹스첨단소재 (272290)

### 재무상태표

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	117	189	221	260
현금 및 현금성자산	24	92	121	143
매출채권 및 기타채권	61	52	54	63
재고자산	28	39	40	47
기타유동자산	4	6	6	7
<b>비유동자산</b>	106	133	138	145
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	100	127	132	138
무형자산	1	1	1	1
<b>자산총계</b>	<b>223</b>	<b>322</b>	<b>359</b>	<b>404</b>
<b>유동부채</b>	95	106	107	112
매입채무 및 기타채무	20	24	25	29
단기금융부채	53	71	71	71
기타유동부채	22	11	11	12
<b>비유동부채</b>	3	65	65	65
장기금융부채	0	61	61	61
기타비유동부채	2	4	4	4
<b>부채총계</b>	<b>98</b>	<b>171</b>	<b>172</b>	<b>177</b>
<b>자배주주지분</b>	125	152	187	227
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	103	104	104	104
이익잉여금	17	48	84	124
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>125</b>	<b>152</b>	<b>187</b>	<b>227</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>22</b>	<b>34</b>	<b>48</b>	<b>44</b>
당기순이익(손실)	17	31	36	40
비현금수익비용가감	22	17	15	15
유형자산감가상각비	5	11	14	15
무형자산상각비	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	6	0	0
영업활동 자산부채변동	-16	-5	-2	-12
매출채권 감소(증가)	-7	5	-2	-9
재고자산 감소(증가)	0	-11	-1	-7
매입채무 증가(감소)	-4	-2	1	4
기타자산, 부채변동	-6	2	0	0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-12</b>	<b>-38</b>	<b>-19</b>	<b>-21</b>
유형자산처분(취득)	-11	-37	-19	-21
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	0	-1	0	0
<b>재무활동 현금</b>	<b>-18</b>	<b>73</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	-19	77	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	1	-4	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-8</b>	<b>68</b>	<b>29</b>	<b>22</b>
기초현금	31	24	92	121
기말현금	24	92	121	143

주: IFRS 연결 기준  
 자료: 이녹스첨단소재, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>193</b>	<b>293</b>	<b>318</b>	<b>356</b>
매출원가	140	220	225	250
<b>매출총이익</b>	<b>53</b>	<b>73</b>	<b>93</b>	<b>106</b>
판매비 및 관리비	31	36	46	54
<b>영업이익</b>	<b>22</b>	<b>37</b>	<b>46</b>	<b>52</b>
(EBITDA)	28	48	61	67
금융손익	-2	-1	-2	-2
이자비용	1	2	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
기타영업외손익	1	1	1	1
<b>세전계속사업이익</b>	<b>21</b>	<b>37</b>	<b>45</b>	<b>51</b>
계속사업법인세비용	4	6	9	11
계속사업이익	17	31	36	40
중단사업이익	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>17</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>40</b>
지배주주	17	31	36	40
<b>총포괄이익</b>	<b>18</b>	<b>31</b>	<b>36</b>	<b>40</b>
매출총이익률 (%)	27.5	24.9	29.2	29.7
영업이익률 (%)	11.5	12.7	14.6	14.6
EBITDA 마진률 (%)	14.3	16.5	19.1	18.8
당기순이익률 (%)	9.0	10.5	11.2	11.2
ROA (%)	n/a	11.3	10.5	10.5
ROE (%)	n/a	22.3	21.1	19.3
ROIC (%)	n/a	17.9	19.1	20.0

### 주요 투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
<b>투자지표 (x)</b>				
P/E	43.9	10.1	8.7	7.8
P/B	6.1	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	28.7	7.3	5.3	4.5
P/CF	19.2	6.5	6.2	5.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>성장성 (%)</b>				
매출액	n/a	51.9	8.4	12.0
영업이익	n/a	68.5	24.2	12.2
세전이익	n/a	76.2	20.7	12.6
당기순이익	n/a	78.1	16.1	11.6
EPS	n/a	76.4	16.1	11.6
<b>안정성(%)</b>				
부채비율	77.9	112.7	91.9	77.9
유동비율	122.6	178.0	206.2	231.7
순차입금/자기자본	23.6	25.5	5.0	-5.6
영업이익/금융비용	25.7	20.2	20.1	22.6
총차입금 (십억원)	53	132	132	132
순차입금 (십억원)	30	39	9	-13
<b>주당지표 (원)</b>				
EPS	1,895	3,343	3,882	4,334
BPS	13,667	16,436	20,316	24,649
CFPS	4,340	5,235	5,459	5,974
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a