

이녹스첨단소재(272290)

다시 돌아온 성장주

4분기 영업이익 106억원으로 컨센서스 부합
전방산업 부진에도 갤럭시S8향 방열시트 및 OLED 소재가 매출액과 수익성 견인
OLED향 소재의 가짓수도 늘어나고 적용 제품군과 고객사 확대에 성장성 커

Facts : OLED향 매출액 비중 40%까지 상승

매출액 752억원(+3% QoQ, -6% YoY), 영업이익 106억원(+6% QoQ, +51% YoY)으로 컨센서스에 부합했다. 애플 아이폰향 OLED 소재는 생산량 둔화로 감소했지만 갤럭시S10향 방열시트 등의 매출이 4분기부터 반영돼 영업이익은 높게 유지됐다. 삼성전자 스마트폰향으로도 OLED 소재 신규 공급이 일부 시작된 것으로 파악되고, OLED 소재 매출 비중이 40%까지 상승했다. 이익률 좋은 OLED 소재 비중 상승으로 영업이익률도 14.1%까지 올랐다. 한편 FPCB향 소재는 supply chain 내 타업체들과 마찬가지로 고객사 재고조정으로 매출액이 전분기대비 감소했고, 반도체 패키징 소재 매출액 감소는 중국 고객사들의 주문감소 영향으로 추정된다.

Pros & cons : 단기 실적 둔화 우려보단 OLED 장기 성장성에 무게

스마트폰 부품/소재업체들의 타이트한 재고관리와 스마트폰 업체들의 생산량 조절을 반영해 1Q19 매출액은 전분기 수준을 유지할 전망이다. 중소형 및 대형 OLED 라인 가동률이 갤럭시S10향을 제외하면 1분기가 저점이기 때문이다. 하지만 신규 소재 공급 확대와 광저우 대형 OLED 공장 가동, 작년에 일부 공급이 중단된 중소형 OLED 소재와 스마트폰 소재의 공급 재개로 하반기로 가면서 OLED향 소재 매출액이 계속 증가할 전망이다. 2019년 OLED 소재 매출액은 1,257억원으로 33% 증가할 것으로 예상된다. 폴더블 패널 적용으로 2020년 이후의 장기적 소재 성장성도 높다. OLED 패널의 형태와 구성 소재 변화, 특성 요구 수준이 높아지면 신규 소재가 필요하다. 당장 상반기부터 공급 소재 개수가 많아지면서 전년대비 OLED향 매출액 증가가 가시화될 것이다.

Action : 매수 추천, 목표주가 유지

이녹스첨단소재에 대해 매수의견과 목표주가 74,000원(2019년 추정 EPS 기준 PER 18배)을 유지한다. IT 업황 둔화에도 OLED 소재 매출액 증가와 신규 아이템 추가로 2019년 실적 성장이 뚜렷해지고 있다. 업황을 고려해 보수적으로 추정 한 올해 영업이익은 432억원으로 16% 증가를 예상한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 74,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(1/28)	2,177
주가(1/28)	45,550
시가총액(십억원)	409
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저(원)	76,264/33,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	3,933
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.8/10.9
주요주주(%)	이녹스 외 5 인 33.7

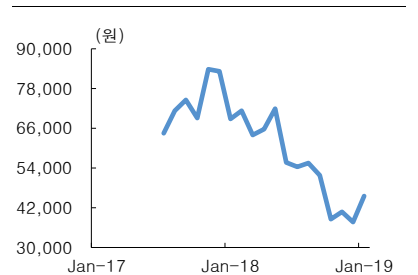
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	42.7	13.2	11.7
PBR(x)	5.9	2.7	2.3
ROE(%)	13.8	21.9	20.2
DY(%)	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA(x)	27.9	10.3	8.6
EPS(원)	1,947	3,462	3,895
BPS(원)	14,080	16,961	20,195

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	20.8	(16.1)	(35.2)
KOSDAQ 대비(%)	15.1	(8.4)	(13.5)

주가추이



자료: FnGuide

김정환

junghwan.kim@truefriend.com

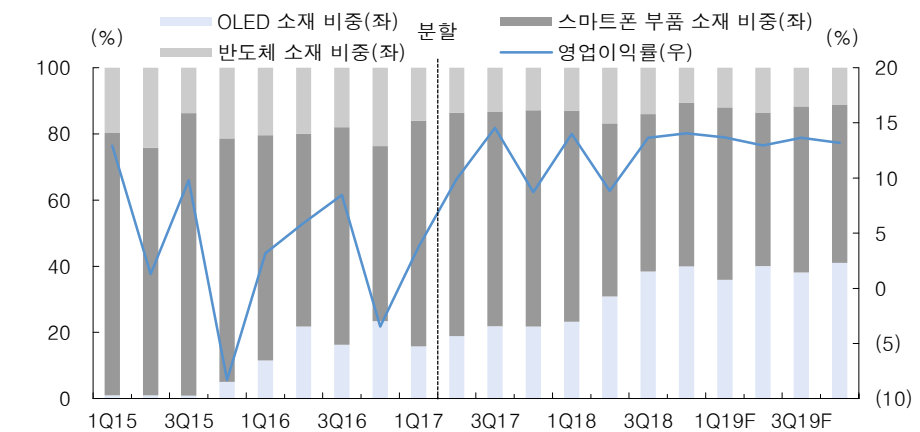
〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	80.4	80.9	62.3	73.3	75.2	2.7	(6.5)	80.5
영업이익	7.0	11.3	5.5	10.0	10.6	5.8	50.9	10.5
영업이익률(%)	8.7	14.0	8.8	13.6	12.8			13.0
세전이익	5.6	10.4	6.2	10.4	11.9	15.2	111.4	10.7
순이익	5.1	8.5	5.5	8.4	8.1	(3.6)	65.5	8.3

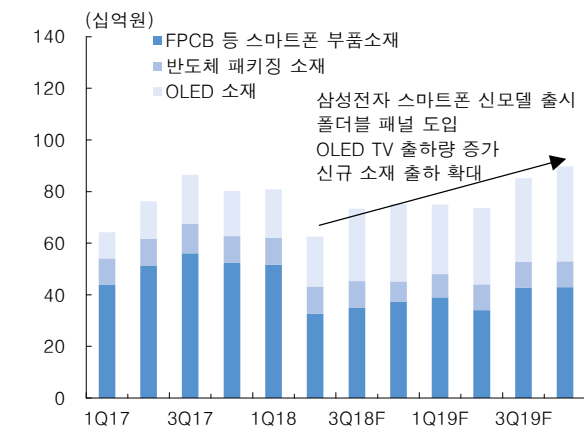
자료: 한국투자증권

[그림 1] OLED향 소재 매출 증가와 충분히 높아진 매출 비중에 이익률은 안정화



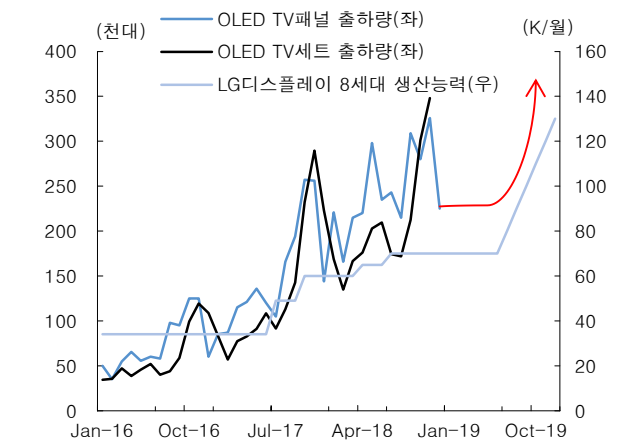
자료: 한국투자증권

[그림 2] 중소형 및 대형 OLED가 성장을 견인



자료: 한국투자증권

[그림 3] 하반기부터 대형 OLED 소재 매출액 증가 확실



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016	2017	2018P	2019F
매출액(분할 전 매출액 포함)	80.9	62.5	73.4	75.3	74.9	73.6	85.2	89.8	180.0	307.1	292.0	323.5
INNOFLEX(FPCB 소재)	18.6	17.8	24.8	18.7	16.5	17.1	22.0	21.3	63.6	106.7	79.9	76.8
SMARTFLEX(스마트폰 소재)	33.0	14.8	10.1	18.5	22.5	17.0	20.8	21.7	47.0	97.0	76.5	82.0
INNOCSEM(반도체 PKG 소재)	10.5	10.5	10.3	8.0	9.0	10.0	10.0	10.0	36.5	42.5	39.3	39.0
INNOLED(OLED 소재)	18.8	19.3	28.2	30.0	26.9	29.5	32.5	36.8	32.9	60.9	94.5	125.7
이녹스첨단소재 매출 비중(%)												
스마트폰 소재/부품	63.8	52.3	47.6	49.5	52.1	46.3	50.2	47.8	61.5	66.3	53.6	49.1
반도체PKG 소재	13.0	16.8	14.0	10.6	12.0	13.6	11.7	11.1	20.3	13.8	13.5	12.1
OLED 소재	23.2	30.9	38.4	39.9	35.9	40.1	38.1	41.0	18.3	19.8	32.4	38.9
매출총이익	18.7	13.4	19.7	20.4	19.2	18.4	21.8	22.6	63.2	53.2	72.2	82.0
매출총이익률	23.1	21.5	26.9	27.1	25.7	24.9	25.6	25.2	27.2	27.5	24.8	25.4
판매비와관리비	7.4	7.9	9.7	9.8	9.0	8.8	10.2	10.8	53.7	31.0	34.8	38.8
판매비율	9.1	12.7	13.2	13.0	12.0	12.0	12.0	12.0	29.8	10.1	11.9	12.0
영업이익	11.3	5.5	10.0	10.6	10.2	9.5	11.6	11.8	9.5	22.2	37.4	43.2
영업이익률	14.0	8.8	13.6	14.1	13.7	12.9	13.6	13.2	4.1	11.5	12.8	13.4
세전이익	10.4	6.2	10.4	11.9	9.7	8.5	12.6	12.3	4.7	21.1	39.0	43.2
세전이익률	12.9	10.0	14.1	15.9	13.0	11.6	14.8	13.7	2.0	10.9	13.4	13.4
순이익	8.5	5.5	8.7	8.4	7.8	6.8	10.1	9.9	3.2	17.3	31.2	34.6
순이익률	10.5	8.9	11.9	11.2	10.4	9.3	11.9	11.0	1.4	9.0	10.7	10.7

주: 2016년 실적은 분할전(이녹스) 기준, 2017년 실적은 매출액의 경우 분할전 매출액(2017년 1~5월)을 포함했고, 매출액 외에(이하)는 분할 후의 이녹스첨단소재 실적을 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	NM	117	158	165	184
현금성자산	NM	24	53	57	57
매출채권및기타채권	NM	61	59	60	71
재고자산	NM	28	41	37	46
비유동자산	NM	106	137	154	168
투자자산	NM	0	0	0	0
유형자산	NM	100	132	147	157
무형자산	NM	1	1	2	4
자산총계	NM	223	296	319	352
유동부채	NM	95	86	73	70
매입채무및기타채무	NM	26	23	22	21
단기차입금및단기사채	NM	53	53	43	43
유동성장기부채	NM	0	0	0	0
비유동부채	NM	3	54	55	55
사채	NM	0	50	50	50
장기차입금및금융부채	NM	0	0	0	0
부채총계	NM	98	139	127	125
지배주주지분	NM	125	156	192	227
자본금	NM	4	4	5	5
자본잉여금	NM	103	103	103	103
기타자본	NM	0	0	0	0
이익잉여금	NM	17	48	83	118
비지배주주지분	NM	0	0	0	0
자본총계	NM	125	156	192	227

현금흐름표

(단위: 십억원)

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

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

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

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	NM	1,947	3,462	3,895	3,768
BPS	NM	14,080	16,961	20,195	23,220
DPS	NM	0	0	0	0
성장성(%, YoY)					
매출증가율	NM	NM	51.9	14.5	5.2
영업이익증가율	NM	NM	67.8	13.2	(0.4)
순이익증가율	NM	NM	78.3	13.9	(0.4)
EPS증가율	NM	NM	77.8	12.5	(3.3)
EBITDA증가율	NM	NM	62.2	15.0	6.1
수익성(%)					
영업이익률	NM	11.5	12.7	12.5	11.9
순이익률	NM	9.0	10.5	10.5	9.9
EBITDA Margin	NM	14.3	15.3	15.3	15.5
ROA	NM	7.8	11.9	11.4	10.4
ROE	NM	13.8	21.9	20.2	16.7
배당수익률	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	NM	30	50	36	37
차입금/자본총계비율(%)	NM	42.4	66.0	48.7	41.2
Valuation(X)					
PER	NM	42.7	13.2	11.7	12.1
PBR	NM	5.9	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	NM	27.9	10.3	8.6	8.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
이녹스첨단소재 (272290)	2018.07.04	매수	85,602원	-33.3	-30.2
	2018.07.30	매수	73,929원	-39.2	-18.8
	2019.01.29	매수	74,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 30일 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 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.