

이녹스첨단소재(272290)

1Q19 Preview: 하반기부터의 성장을 보자

1분기 영업이익 110억원 예상

갤럭시S10향 방열시트 출하가 1분기에 본격적으로 시작됐고, 삼성디스플레이에 공급하는 신규 OLED 필름 공급 시작으로 1분기 매출액 808억원 (flat YoY, +5% QoQ), 영업이익 110억원 (-3% YoY, -4% QoQ)으로 추정한다. 2월중 아이폰향 OLED 생산 둔화로 고객사의 소재 재고조정이 있었음에도 OLED TV패널 생산량 증가로 봉지재 매출액이 견조해 OLED 소재부문(INNOLED) 매출액은 성수기였던 작년 3분기보다 조금 작은 268억원을 예상한다. OLED 매출액 비중은 33%로 전년동기대비 10%p 상승하는데, 신제품 효과 때문이다. 하반기에 비중은 더 빠르게 상승할 것이다. 갤럭시S10 수요 호조에도 스마트폰 관련 매출액은 크게 개선되진 않을 전망인데, 고객사가 재고를 타이트하게 가져가기 때문이다.

추가적인 업사이드 요인 발생할 것

주가 업사이드 요인은 복수의 패널 업체가 플렉서블 OLED 양산 시작에 이녹스첨단소재의 제품을 채택하는 것이다. 이미 해외 패널업체에 샘플을 공급한 것으로 추정된다. 양산용 소재로 채택되면 초기 매출액 증가가 가팔라(작년 3분기처럼) 실적 상향 여지가 있다. 두번째는 내년 애플 아이폰의 OLED 모델 비중 상승이다. 올해는 LCD 모델이 존재해 상승폭이 작지만 내년은 OLED 채택 모델수가 늘어나 상승폭이 클 것으로 예상된다(아이폰 OLED 비중 2018년 35%, 19년 42%, 20년 59%). OLED 채택률이 높아지면 이녹스첨단소재의 제품 수요는 증가한다.

OLED 확산 수혜를 실적으로 증명할 것, top pick 유지

이녹스첨단소재에 대해 매수의견과 목표주가 74,000원(2019년 추정 EPS에 목표 PER 18배)을 유지한다. 중소형 OLED향 제품 포트폴리오 다양화로 2019년 OLED 매출액은 전년대비 46% 증가한 1,385억원, 2020년에는 OLED TV패널 생산량이 연간 6백만대 수준까지 증가한 효과로 1,834억원(+32% YoY)으로 또 한번 성장할 전망이다. 전사 영업이익은 2019년 462억원(+21% YoY), 2020년 520억원(+13% YoY)이 예상되는데 OLED 소재 업체 중 성장 가시성이 높다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	193	22	17	1,891	NM	28	44.0	27.9	6.1	13.8	0.0
2018A	293	38	30	3,351	77.1	49	11.3	7.4	2.2	22.4	0.0
2019F	337	46	36	3,976	18.7	59	11.5	7.3	2.3	21.8	0.0
2020F	377	52	41	4,376	10.1	65	10.5	6.5	1.9	20.0	0.0
2021F	396	57	44	4,639	6.0	70	9.9	5.8	1.7	18.1	0.0

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 74,000원(유지)

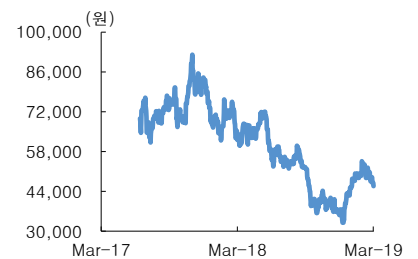
Stock Data

KOSPI(3/28)	2,128
주가(3/28)	45,900
시가총액(십억원)	412
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저(원)	71,984/33,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,010
유동주식비율/외국인지분율(%)	63.8/10.2
주요주주(%)	이녹스 외 5 인 33.7

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.5)	(11.5)	(26.2)
KOSDAQ 대비(%p)	(8.9)	1.0	(10.7)

주가추이

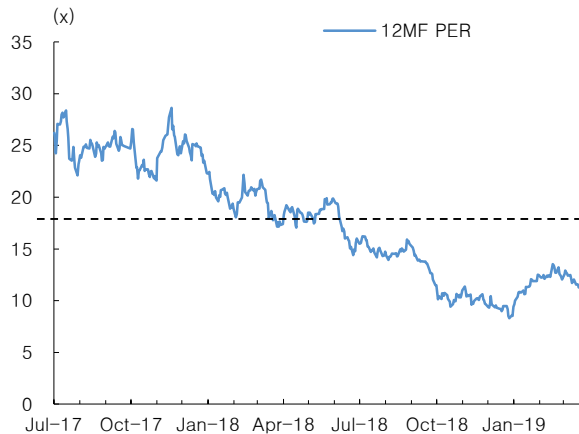


자료: FnGuide

김정환

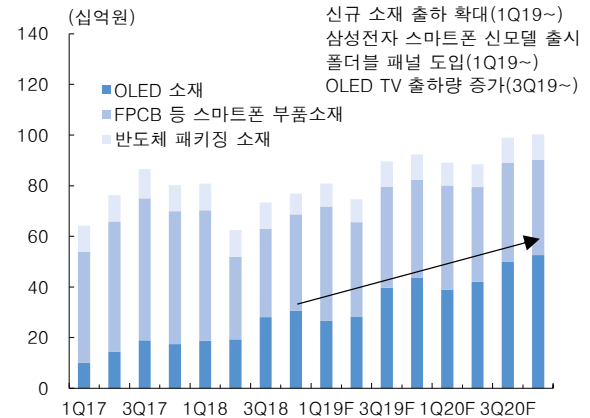
junghwan.kim@truefriend.com

[그림 1] 분할상장 이후 12MF PER 평균 18배



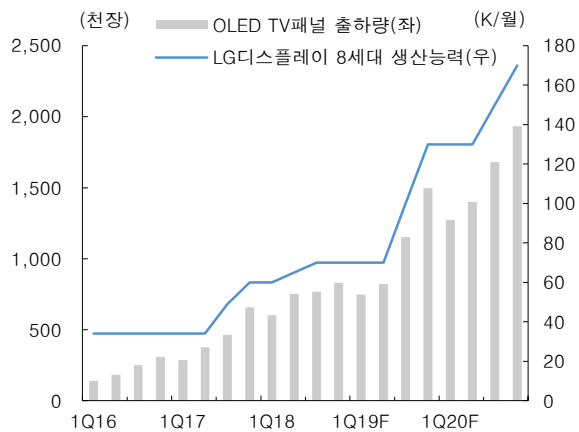
자료: 한국투자증권

[그림 2] OLED향 성장 뚜렷해 밸류에이션 리레이팅 전망



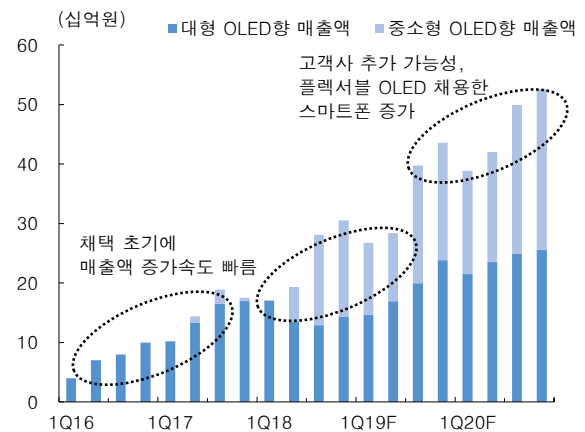
자료: 한국투자증권

[그림 3] 대형 OLED 출하량 올해 하반기부터 늘어나



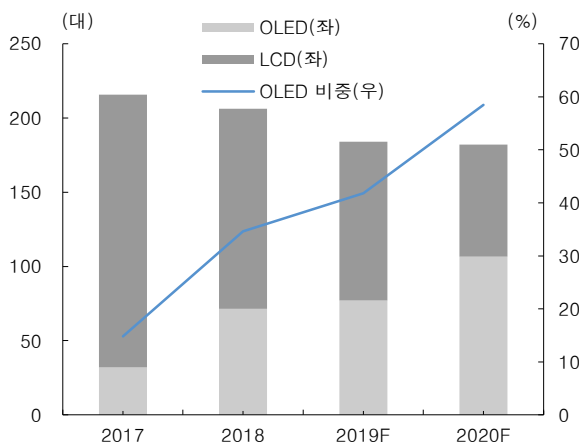
자료: 한국투자증권

[그림 4] 동시에 중소형 OLED향 매출액도 증가



자료: 한국투자증권

[그림 5] 아이폰 OLED 비중 확대 효과 2020년에 클 것



자료: 한국투자증권

[그림 6] 중국 패널업체들 플렉서블 OLED 양산 준비중

	1H18	2H18	1H19	2H19	1H20	2H20
삼성디스플레이					>A4 라인 가동	
LG디스플레이					>E6 라인 가동	
BOE					>플렉서블 OLED 양산 시작	
Visionox					>첫 6세대 플렉서블 라인 가동	
Tianma					>시양산 시작	
CSOT					>시양산 시작	

자료: 한국투자증권

〈표 1〉 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액(분할 전 매출액 포함)	80.9	62.5	73.3	76.9	80.8	74.6	89.6	92.3	307.1	293.6	337.3	376.8
INNOFLEX(FPCB 소재)	18.6	17.8	24.7	19.5	21.3	17.7	21.1	18.1	106.7	80.6	78.2	75.3
SMARTFLEX(스마트폰 소재)	33.0	14.8	10.1	18.6	23.7	19.5	18.8	20.6	97.0	76.6	82.6	80.2
INNOSEM(반도체 PKG 소재)	10.5	10.5	10.4	8.2	9.0	9.0	10.0	10.0	42.5	39.6	38.0	38.0
INNOLED(OLED 소재)	18.8	19.3	28.1	30.5	26.8	28.4	39.7	43.6	60.9	95.0	138.5	183.4
이녹스첨단소재 매출 비중(%)												
스마트폰 소재/부품	63.8	52.2	47.5	49.6	55.7	49.9	44.5	42.0	66.3	53.5	47.7	41.3
반도체PKG 소재	13.0	16.8	14.2	10.7	11.1	12.1	11.2	10.8	13.8	13.5	11.3	10.1
OLED 소재	23.2	31.0	38.3	39.7	33.1	38.1	44.3	47.2	19.8	32.4	41.1	48.7
매출총이익	18.7	13.4	19.7	22.0	20.7	19.4	23.8	24.2	53.2	73.9	88.1	99.0
매출총이익률	23.1	21.5	26.9	28.0	25.6	26.0	26.6	26.2	27.5	25.2	26.1	26.3
판매비와관리비	7.4	7.9	9.7	10.5	9.7	10.4	10.8	11.1	31.0	35.6	42.0	47.0
판매비율	9.1	12.7	13.3	13.7	12.0	14.0	12.0	12.0	10.1	12.1	12.4	12.5
영업이익	11.3	5.5	10.0	11.5	11.0	9.0	13.0	13.1	22.2	38.3	46.2	52.0
영업이익률	14.0	8.8	13.6	15.0	13.6	12.0	14.6	14.2	11.5	13.1	13.7	13.8
세전이익	10.4	6.2	10.4	10.8	10.6	8.0	14.0	12.1	21.1	37.9	44.8	52.0
세전이익률	12.9	10.0	14.1	14.1	13.2	10.7	15.7	13.2	10.9	12.9	13.3	13.8
순이익	8.5	5.5	8.7	7.7	8.5	6.4	11.2	9.7	17.3	30.5	35.8	40.6
순이익률	10.5	8.9	11.9	10.0	10.5	8.5	12.5	10.5	9.0	10.4	10.6	10.8

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 제조업체 인 SK하이닉스와 삼성전자, 디스플레이 업체 LG디스플레이, 삼성디스플레이를 보유.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	117	161	206	237	274
현금성자산	24	76	91	102	115
매출채권및기타채권	61	43	61	75	87
재고자산	28	35	44	49	55
비유동자산	106	140	152	164	170
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	100	133	143	153	158
무형자산	1	1	2	4	4
자산총계	223	301	358	402	443
유동부채	95	79	99	102	99
매입채무및기타채무	26	32	40	45	48
단기차입금및단기사채	53	39	49	49	49
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	3	75	76	77	78
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	68	68	68	68
부채총계	98	155	175	179	176
지배주주지분	125	147	182	223	267
자본금	4	4	5	5	5
자본잉여금	103	104	104	104	104
기타자본	0	(10)	(10)	(10)	(10)
이익잉여금	17	48	83	124	168
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	125	147	182	223	267

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	22	51	28	35	31
당기순이익	17	30	36	41	44
유형자산감가상각비	5	10	12	12	12
무형자산상각비	0	0	0	1	1
자산부채변동	(16)	7	(21)	(18)	(26)
기타	16	4	1	(1)	0
투자활동현금흐름	(12)	(44)	(23)	(25)	(18)
유형자산투자	(11)	(42)	(22)	(22)	(17)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	0	(2)	(0)	(0)	(0)
무형자산순증	(0)	(0)	(1)	(3)	(1)
기타	(1)	0	0	0	0
재무활동현금흐름	(18)	45	10	(0)	(0)
자본의증가	1	1	0	0	0
차입금의순증	(19)	54	10	0	0
배당금지급	0	(0)	0	0	0
기타	0	(10)	0	0	0
기타현금흐름	(0)	(0)	0	0	0
현금의증가	(8)	53	15	11	13

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	193	293	337	377	396
매출원가	140	219	249	278	289
매출총이익	53	74	88	99	107
판매관리비	31	36	42	47	50
영업이익	22	38	46	52	57
금융수익	1	2	2	2	2
이자수익	0	1	1	1	1
금융비용	2	3	2	2	2
이자비용	1	2	2	1	1
기타영업외손익	(1)	0	(1)	1	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	21	38	45	52	57
법인세비용	4	7	9	11	13
연결당기순이익	17	30	36	41	44
지배주주지분순이익	17	30	36	41	44
기타포괄이익	0	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	17	30	36	40	44
지배주주지분포괄이익	17	30	36	40	44
EBITDA	28	49	59	65	70

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,891	3,351	3,976	4,376	4,639
BPS	13,679	16,964	20,237	23,799	27,514
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	NM	51.8	15.1	11.7	5.2
영업이익증가율	NM	72.8	20.6	12.7	9.6
순이익증가율	NM	76.1	17.6	13.3	9.2
EPS증가율	NM	77.1	18.7	10.1	6.0
EBITDA증가율	NM	76.4	20.7	9.9	8.3
수익성(%)					
영업이익률	11.5	13.1	13.7	13.8	14.4
순이익률	9.0	10.4	10.6	10.8	11.2
EBITDA Margin	14.3	16.6	17.4	17.1	17.6
ROA	7.8	11.6	10.9	10.7	10.5
ROE	13.8	22.4	21.8	20.0	18.1
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	29	31	26	15	2
차입금/자본총계비율(%)	42.3	72.9	64.1	52.5	43.8
Valuation(X)					
PER	44.0	11.3	11.5	10.5	9.9
PBR	6.1	2.2	2.3	1.9	1.7
EV/EBITDA	27.9	7.4	7.3	6.5	5.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
이녹스첨단소재 (272290)	2018.07.04	매수	85,602원	-33.3	-30.2
	2018.07.30	매수	73,929원	-39.0	-18.8
	2019.01.15	매수	74,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 3월 28일 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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.