

이녹스첨단소재 (272290/KQ)

기대감과 우려의 공존

SK증권 리서치센터

매수(신규)

목표주가: 27,000 원(신규)

현재주가: 19,280 원

상승여력: 40.0%



권민규

mk.kwon@sks.co.kr
3773-8578

Company Data

| | |
|---------|----------|
| 발행주식수 | 2,023 만주 |
| 시가총액 | 390 십억원 |
| 주요주주 | |
| 이녹스(외3) | 31.67% |
| 국민연금공단 | 5.06% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(24/12/10) | 19,280 원 |
| KOSDAQ | 661.59 pt |
| 52주 최고가 | 40,950 원 |
| 52주 최저가 | 18,240 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 3 십억원 |

주가 및 상대수익률



4 분기: 쉬어가는 시간

4 분기 매출액 915 억원(QoQ -9%, YoY +10%), 영업이익 140 억원(QoQ -24%, YoY +580%)을 전망한다. 4 분기 비수기 돌입에 따라 QoQ 실적 하락이 예상된다. 아이폰 출시효과가 축소되고, 세트업체의 4 분기 판촉 이벤트를 위한 재고 리스타킹은 3 분기에 마무리된다. 전방 시장의 불확실성 역시 지속되고 있다. 제품 믹스 개선을 통한 높은 이익률 레벨(15% 이상)은 지속될 것으로 보인다.

25년, 기대감과 우려의 공존. 그러나 모멘텀이 없는 것은 아니다

25년 연간 매출액 4,061 억원(YoY -1%), 영업이익 695 억원(YoY -8%) 전망한다.

<기대감> 1) 아이폰 LTPO 전환: 주요 고객사로부터 LTPO 용 필름 승인이 완료됐다. 아이폰 17 시리즈부터 기본모델 LTPO 확장에 따른 Q와 P의 상승이 예상된다.

2) 주요 고객사향 OCA 필름 진입 기대감: OCA 필름(광학용 접착소재)은 주로 폴더블 스마트폰이나 곡면 패널에 탑재된다. OCA 필름 Turn-key 제공을 통해 고객사 내 점유율 확대가 기대된다. **3) 중화권 침투 확대:** 중화권 고객사향 패턴드 필름 납품이 25년부터 시작된다. 중화권 고객사는 아이폰 SE4 출시에 맞춰 동사의 패턴드 필름을 활용할 것으로 예상된다. 기대 수익은 연간 약 150 억원 정도로 추정된다.

<우려> 1) SMARTFLEX 매출 감소: 주요 고객사의 일부 제품에서 디지털라이저가 빠질 것으로 보인다. 원가절감 및 제품 라인업 정비를 위해서다. FPCB 용 필름 중 자성필름(디지털라이저용 필름)은 높은 매출비중(60~70%)을 차지한다. 연간 약 250 억원의 매출 감소가 예상된다. **2) WOLED 용 봉지 필름 출하량 기준 점유율 감소 전망:** 프리미엄 점유율은 견고하나, 볼륨 모델에서의 점유율 하락이 예상된다. **3) 전기차 방열필름(열폭주 필름) 사업 26년으로 지연:** 고객사의 전동화 계획 변경에 따라 사업이 지연되었다. 열폭주 필름은 사고로 열폭주 발생 시 10~20 분간 온도를 제어해 탈출 시간을 벌여준다. 전기차의 안전기준이 높아질수록 탑재 확대가 전망된다. 하이브리드 차량에도 탑재할 수 있어 중장기 성장 동력으로서의 역할이 기대된다. **4) 신사업(리튬) 26년으로 연기:** 현재 리튬 판가의 하락세 감안시, 사업 연기는 긍정적이다. 하지만 공장 건설 속도 조정을 통해 지속적인 CAPEX가 발생하는 점은 부정적이다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------|-----|------|------|------|------|-------|-------|
| 매출액 | 십억원 | 336 | 487 | 489 | 387 | 410 | 406 |
| 영업이익 | 십억원 | 44 | 97 | 97 | 42 | 76 | 70 |
| 순이익(지배주주) | 십억원 | 25 | 80 | 85 | 33 | 59 | 52 |
| EPS | 원 | 129 | 408 | 424 | 162 | 290 | 259 |
| PER | 배 | 17.7 | 11.3 | 7.1 | 19.7 | 6.7 | 7.5 |
| PBR | 배 | 2.0 | 2.9 | 1.5 | 1.5 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 배 | 7.3 | 7.5 | 4.5 | 9.9 | 4.0 | 4.1 |
| ROE | % | 13.2 | 31.4 | 24.8 | 8.3 | 13.5 | 10.8 |

투자 의견 매수, 목표주가 27,000 원으로 커버리지 개시

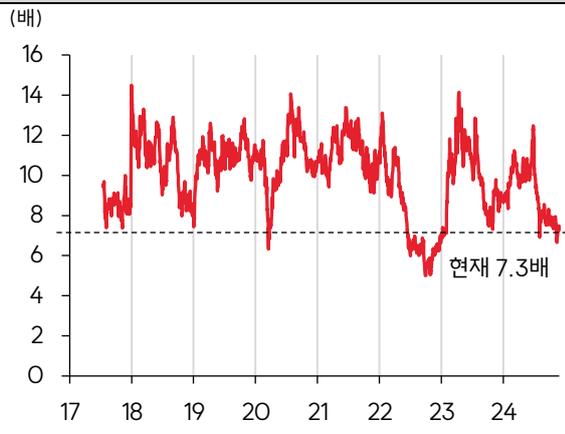
현재 주가는 25F 예상 EPS 기준 8.6 배 수준이다. Trailing PBR(TTM) 기준 현재 주가는 0.96 배다. 역대 최저점이다. 25 년에 기대와 우려가 공존하지만 이미 낮아진 주가는 부담감을 덜어준다. 신사업 진입은 26 년에 가시화될 전망이다. 25 년에도 아이폰 LTPO 전환에 따른 점유율 상승, OCA 필름 진입, 중화권 고객향 매출 확대 등 기대할 요소들이 존재한다. 열폭주 필름 개발 및 OCA 필름 사업 진입은 기술 경쟁력을 증명한다. 중장기적 성장 및 매수 의견을 제시한다.

이녹스첨단소재 Trailing PBR(TTM) 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 PER(Fwd. 12M) 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 PBR(Fwd. 12M) 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 목표주가 밸류에이션 분석

| | 2025E | 비고 |
|---------|----------|----------------------------|
| 목표주가 | 27,000 원 | |
| 25E EPS | 2,585 원 | |
| 목표 PER | 10.6 배 | 과거 3년 PER 평균 13.3배의 20% 할인 |
| 적정 가치 | 27,401 원 | |

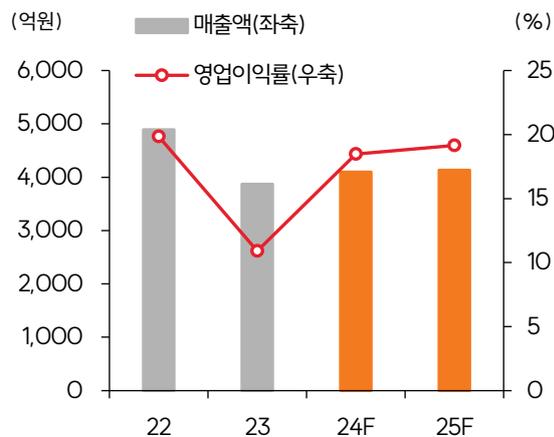
자료: SK 증권 추정

이녹스첨단소재 실적 추이 및 전망

| (단위: 억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24F | 1Q25F | 2Q25F | 3Q25F | 4Q25F | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,022 | 1,157 | 1,007 | 915 | 1,027 | 1,108 | 1,009 | 917 | 3,870 | 4,102 | 4,061 |
| INNOSEM | 96 | 104 | 85 | 87 | 91 | 98 | 81 | 82 | 369 | 372 | 352 |
| SMARTFLEX | 348 | 432 | 286 | 327 | 282 | 335 | 232 | 257 | 1,456 | 1,393 | 1,106 |
| INNOLED | 578 | 621 | 636 | 502 | 654 | 675 | 696 | 577 | 2,045 | 2,337 | 2,603 |
| QoQ | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 22% | 13% | -13% | -9% | 12% | 8% | -9% | -9% | | | |
| INNOSEM | 16% | 8% | -18% | 2% | 5% | 7% | -18% | 2% | | | |
| SMARTFLEX | 0% | 24% | -34% | 14% | -14% | 19% | -31% | 11% | | | |
| INNOLED | 42% | 8% | 2% | -21% | 30% | 3% | 3% | -17% | | | |
| YoY | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 26% | -4% | -1% | 9% | 0% | -4% | 0% | 0% | -21% | 6% | -1% |
| INNOSEM | 24% | -5% | -15% | 5% | -5% | -6% | -5% | -5% | -3% | 1% | -5% |
| SMARTFLEX | 25% | -8% | -21% | -6% | -19% | -22% | -19% | -21% | -11% | -4% | -21% |
| INNOLED | 27% | -1% | 14% | 23% | 13% | 9% | 9% | 15% | -29% | 14% | 11% |
| 영업이익 | 44 | 201 | 155 | 21 | 158 | 276 | 184 | 140 | 422 | 758 | 695 |
| 영업이익률 | 5% | 17% | 15% | 2% | 15% | 24% | 18% | 15% | 11% | 18% | 17% |
| QoQ | -30% | 356% | -23% | -87% | 666% | 75% | -33% | -24% | | | |
| YoY | -86% | -38% | -44% | -67% | 256% | 37% | 19% | 580% | -57% | 80% | -8% |

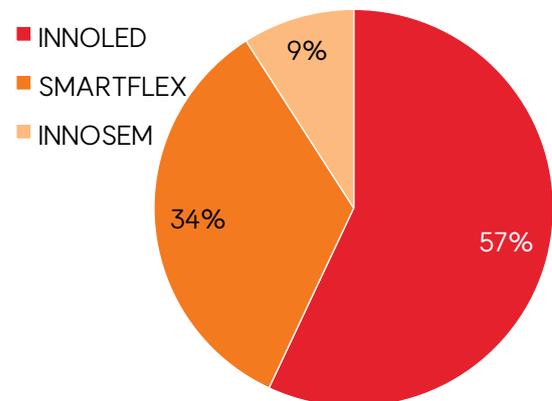
자료: SK 증권 추정

이녹스첨단소재 연간 실적 추이 및 전망



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 매출비중 (24F)



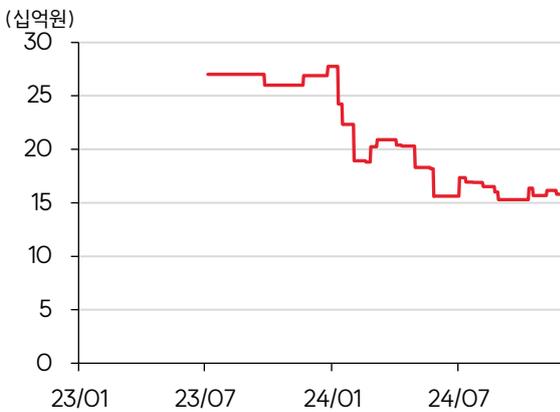
자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 사업부별 설명 요약

| 주요상표 | 사업 내용 | 주요 제품 | 최종 어플리케이션 |
|-----------|----------------|---------------------------|---------------------|
| INNOLED | 디스플레이용 OLED 소재 | 대형 OLED 용 봉지재 | TV, 모니터 |
| | | 패턴드 필름, OCA 필름, 공정용 커버 필름 | 스마트폰, 폴더블 |
| SMARTFLEX | 회로(FPCB)용 소재 | 방열 시트 | 스마트폰, 태블릿, 노트북 |
| | | 자성 시트(디지털타이저용) | 스마트폰, 폴더블, 태블릿, 노트북 |
| | | 전기차용 방열시트(열폭주 필름) | 전기차, 하이브리드 자동차 |
| INNOSEM | 반도체 패키징용 소재 | QFN, DAF, EMI Carrier 테이프 | 반도체 후공정(패키징) |

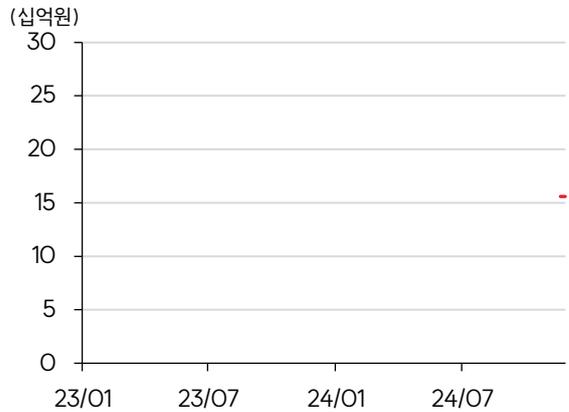
자료: SK 증권 추정 / 주: 현재 주가와외의 괴리로 EPS 조정에 따른 목표주가 상향조정 보류

이녹스첨단소재 4Q24F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 1Q25F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 24F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 25F 영업이익 컨센서스 추이



자료: QuantiWise, SK 증권

재무상태표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 유동자산 | 283 | 273 | 263 | 429 | 343 |
| 현금및현금성자산 | 109 | 114 | 134 | 287 | 202 |
| 매출채권 및 기타채권 | 104 | 66 | 75 | 79 | 78 |
| 재고자산 | 57 | 81 | 45 | 48 | 47 |
| 비유동자산 | 167 | 191 | 308 | 445 | 525 |
| 장기금융자산 | 5 | 10 | 14 | 14 | 14 |
| 유형자산 | 148 | 163 | 279 | 416 | 497 |
| 무형자산 | 2 | 6 | 5 | 4 | 3 |
| 자산총계 | 451 | 464 | 572 | 874 | 868 |
| 유동부채 | 119 | 79 | 109 | 197 | 173 |
| 단기금융부채 | 46 | 36 | 70 | 156 | 132 |
| 매입채무 및 기타채무 | 34 | 16 | 20 | 22 | 21 |
| 단기충당부채 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 비유동부채 | 23 | 5 | 57 | 218 | 188 |
| 장기금융부채 | 18 | 3 | 52 | 217 | 187 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 1 | 2 | 4 | 4 | 4 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 142 | 84 | 166 | 415 | 361 |
| 지배주주지분 | 309 | 380 | 406 | 460 | 507 |
| 자본금 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 자본잉여금 | 106 | 119 | 122 | 122 | 122 |
| 기타자본구성요소 | 4 | -18 | -17 | -17 | -17 |
| 자기주식 | 0 | -20 | -20 | -20 | -20 |
| 이익잉여금 | 187 | 268 | 290 | 344 | 392 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 309 | 380 | 406 | 460 | 507 |
| 부채외자본총계 | 451 | 464 | 572 | 874 | 868 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 61 | 92 | 88 | 90 | 100 |
| 당기순이익(손실) | 80 | 85 | 33 | 59 | 52 |
| 비현금성항목등 | 46 | 48 | 35 | 57 | 68 |
| 유형자산감가상각비 | 17 | 19 | 20 | 40 | 51 |
| 무형자산상각비 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 |
| 기타 | 28 | 28 | 13 | 16 | 16 |
| 운전자본감소(증가) | -60 | -10 | 33 | -5 | 1 |
| 매출채권및기타채권의감소(증가) | -46 | 39 | -11 | -4 | 1 |
| 재고자산의감소(증가) | -21 | -26 | 36 | -3 | 0 |
| 매입채무및기타채무의증가(감소) | 5 | -17 | 5 | 1 | -0 |
| 기타 | -10 | -62 | -27 | -36 | -34 |
| 법인세납부 | -5 | -31 | -14 | -15 | -13 |
| 투자활동현금흐름 | -23 | -43 | -146 | -174 | -128 |
| 금융자산의감소(증가) | -3 | -1 | -4 | 0 | 0 |
| 유형자산의감소(증가) | -19 | -40 | -140 | -177 | -132 |
| 무형자산의감소(증가) | 0 | -0 | -0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1 | -2 | -2 | 3 | 4 |
| 재무활동현금흐름 | 14 | -44 | 78 | 246 | -59 |
| 단기금융부채의증가(감소) | -19 | -46 | -6 | 86 | -24 |
| 장기금융부채의증가(감소) | 31 | 19 | 88 | 165 | -30 |
| 자본의증가(감소) | 7 | 13 | 3 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -0 | -7 | -9 | -5 | -5 |
| 기타 | -5 | -23 | 2 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 52 | 5 | 20 | 153 | -85 |
| 기초현금 | 56 | 109 | 114 | 134 | 287 |
| 기말현금 | 109 | 114 | 134 | 287 | 202 |
| FCF | 42 | 52 | -52 | -87 | -32 |

자료 : 이노스첨단소재, SK증권

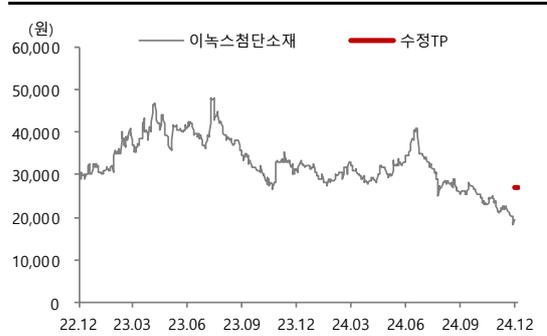
포괄손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|-----------------|------|------|------|-------|-------|
| 매출액 | 487 | 489 | 387 | 410 | 406 |
| 매출원가 | 344 | 337 | 284 | 272 | 275 |
| 매출총이익 | 143 | 153 | 103 | 138 | 131 |
| 매출총이익률(%) | 29.3 | 31.2 | 26.7 | 33.6 | 32.3 |
| 판매비와 관리비 | 46 | 56 | 61 | 62 | 62 |
| 영업이익 | 97 | 97 | 42 | 76 | 70 |
| 영업이익률(%) | 19.8 | 19.8 | 10.9 | 18.5 | 17.1 |
| 비영업손익 | 3 | 5 | 2 | -3 | -4 |
| 순금융손익 | -1 | 1 | 3 | -5 | -8 |
| 외환관련손익 | 7 | 3 | -0 | 3 | 4 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 100 | 102 | 44 | 73 | 65 |
| 세전계속사업이익률(%) | 20.6 | 20.8 | 11.4 | 17.8 | 16.1 |
| 계속사업법인세 | 20 | 17 | 11 | 15 | 13 |
| 계속사업이익 | 80 | 85 | 33 | 59 | 52 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 80 | 85 | 33 | 59 | 52 |
| 순이익률(%) | 16.5 | 17.4 | 8.5 | 14.3 | 12.9 |
| 지배주주 | 80 | 85 | 33 | 59 | 52 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 16.5 | 17.4 | 8.5 | 14.3 | 12.9 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 81 | 87 | 31 | 59 | 52 |
| 지배주주 | 81 | 87 | 31 | 59 | 52 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 115 | 118 | 64 | 117 | 122 |

주요투자지표

| 12월 결산(십억원) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 449 | 0.4 | -20.9 | 6.0 | -1.0 |
| 영업이익 | 120.7 | 0.4 | -56.6 | 79.8 | -8.3 |
| 세전계속사업이익 | 210.8 | 1.7 | -56.7 | 65.9 | -10.7 |
| EBITDA | 89.1 | 2.9 | -46.1 | 83.6 | 4.4 |
| EPS | 216.4 | 3.9 | -61.8 | 78.5 | -10.7 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROA | 20.8 | 18.7 | 6.3 | 8.1 | 6.0 |
| ROE | 31.4 | 24.8 | 8.3 | 13.5 | 10.8 |
| EBITDA마진 | 23.5 | 24.1 | 16.4 | 28.5 | 30.0 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 238.0 | 346.7 | 241.2 | 217.8 | 198.1 |
| 부채비율 | 46.0 | 22.0 | 40.8 | 90.2 | 71.1 |
| 순차입금/자기자본 | -16.1 | -21.0 | -4.2 | 17.5 | 22.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 62.6 | 92.6 | 53.0 | 17.6 | 13.1 |
| 배당성향 | 8.6 | 10.3 | 15.0 | 8.1 | 9.1 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 4082 | 4241 | 1622 | 2896 | 2585 |
| BPS | 15712 | 19870 | 21070 | 23696 | 26045 |
| CFPS | 4990 | 5272 | 2682 | 4918 | 5174 |
| 주당 현금배당금 | 350 | 450 | 250 | 250 | 250 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER | 11.3 | 7.1 | 19.7 | 6.7 | 7.5 |
| PBR | 2.9 | 1.5 | 1.5 | 0.8 | 0.7 |
| PCR | 9.2 | 5.7 | 11.9 | 3.9 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 7.5 | 4.5 | 9.9 | 4.0 | 4.1 |
| 배당수익률 | 0.8 | 1.5 | 0.8 | 1.3 | 1.3 |

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------|-------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 추가대비 |
| 2024.12.11 | 매수 | 27,000원 | 6개월 | |



Compliance Notice

작성자(권민규)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 12월 11일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|-------|
| 매수 | 96.88% | 중립 | 3.13% | 매도 | 0.00% |
|----|--------|----|-------|----|-------|