

이녹스첨단소재(272290)

진정한 소재주로 재평가

2Q21 Review : 영업이익률 18% 돌파

2분기 실적은 매출 1,084억원(YoY +47%, QoQ +13%), 영업이익 199억원(YoY +185%, QoQ +47%)으로 컨센서스(영업이익 170억원)를 상회했다. 일반적으로 스마트폰 신제품이 없는 2분기는 비수기임에도 OLED TV 판매 호조 힘입어 분기 역대 최고 매출 시현했다. 특히, OLED 소재 관련 매출(TV+모바일) 비중이 56%까지 상승하며 전사 수익성이 크게 개선돼 분기 영업이익률 18.4%로 상장 이후 최고치를 기록했다. 1) OLED 소재 부문(매출 비중 56%)의 경우 TV와 모바일 각각 YoY 매출 217%, 55% 증가하며 부문 매출은 136% 증가했다. 글로벌 TV 수요 강세 속 LG디스플레이 OLED TV 패널 출하 증가와 함께 이녹스첨단소재의 해당 시장 내 점유율 상승 맞물리며 매출 성장 및 수익성 개선 동반됐다. OLED 모바일 소재 매출 역시 아이폰 시장 내 OLED 침투율 상승세 지속되며 YoY 매출 성장세 이어갔다. 2) FPCB 소재 부문(매출 비중 15%)의 경우 갤럭시 S21 판매 부진 영향으로 매출 YoY 22% 감소했고, 3) 방열시트/디지타이저 필름 부문(매출 비중 21%)은 아이폰 12 판매 호조 및 폴더블형 신제품 매출 증가로 매출 YoY 23% 증가했다. 한편, 세전이익과 당기순이익이 큰 차이가 없었는데, 이는 R&D 지출 관련 법인세 환급 21억원이 발생했에 따른 것이다.

수익성 상승에 따른 Re-rating 가능성

3분기 실적은 매출 1,232억원(YoY +16%, QoQ +14%), 영업이익 230억원(YoY +18%, QoQ +15%)으로 성장세 지속될 전망이다. 향후 실적 및 추가 방향의 핵심은 높아진 수익성의 유지 혹은 추가 상승 가능 여부다. 이녹스첨단소재는 OLED 소재주로 분류됨에도 분할 상장 이후 부품 업체에 가까운 마진율(10% 내외)에 머물렀기 때문에 이번 2분기와 같이 10% 후반의 영업이익률이 유지된다면 향후 실적 추정치 추가 상향 및 13~14배 수준인 Implied PER의 Re-rating 가능성이 높다. 하반기에도 OLED 매출 비중이 50% 이상을 유지하며 영업이익률은 17~18% 수준 방어 가능할 전망이다. 2021년 실적은 매출 4,411억원(YoY +31%), 영업이익 765억원(YoY +75%), 지배순이익 626억원(YoY +148%)이 전망된다. 매출 증가 추세 속 고마진 OLED 사업부 매출 비중 상승으로 이익 증가율이 매출 증가율을 상회할 전망이다.

구조적 성장 가능한 매출 포트폴리오로 변화

세트(TV 및 모바일) 시장의 OLED 침투율 상승, 폴더블 스마트폰 시장 확대, FPCB의 수요처 확대(전장 등) 과정에서 디스플레이/PCB 소재 합성 및 레진 업체들의 수혜 지속될 것으로 판단한다. 합성 및 레진 업체인 이녹스첨단소재 매출은 PCB 및 방열시트 매출 비중이 50% 이상이던 최근 4년간 1년 성장과 1년 역성장을 반복해왔으나 구조적 성장 가능한 OLED 소재와 반도체 소재 매출 비중이 2022년에는 각각 60%, 8%를 넘어서며 Top line의 구조적 성장이 가능할 전망이다. 12M Fwd EPS에 최근 4년 평균 PER 14배를 적용하여 목표주가를 98,000원으로 상향한다.

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 98,000원(상향) | CP(7월23일): 67,900원

Key Data

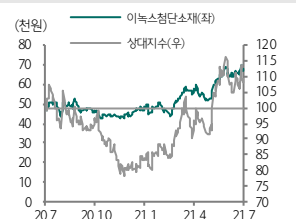
KOSDAQ 지수 (pt)	1,055.50
52주 최고/최저(원)	70,000/42,612
시가총액(십억원)	666.8
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	9,820.8
60일 평균 거래량(천주)	166.1
60일 평균 거래대금(십억원)	10.4
21년 배당금(예상, 원)	0
21년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	14.65
주요주주 지분율(%)	
이녹스 외 4인	33.32

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(0.4)	41.6	45.2
상대	(4.1)	31.5	10.3

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	435.0	490.4
영업이익(십억원)	66.7	75.0
순이익(십억원)	49.6	57.0
EPS(원)	5,051	5,805
BPS(원)	26,831	32,859

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	349.3	336.3	441.1	544.2	645.7
영업이익	십억원	46.5	43.8	76.5	96.3	118.7
세전이익	십억원	45.2	32.2	76.6	94.9	117.7
순이익	십억원	34.5	25.2	62.6	75.3	93.4
EPS	원	3,533	2,580	6,386	7,664	9,513
증감율	%	13.31	(26.97)	147.52	20.01	24.13
PER	배	14.73	17.67	10.63	8.86	7.14
PBR	배	2.66	2.04	2.34	1.85	1.47
EV/EBITDA	배	8.11	7.27	6.75	5.17	3.80
ROE	%	21.10	13.17	26.56	24.56	23.91
BPS	원	19,587	22,366	29,018	36,682	46,195
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

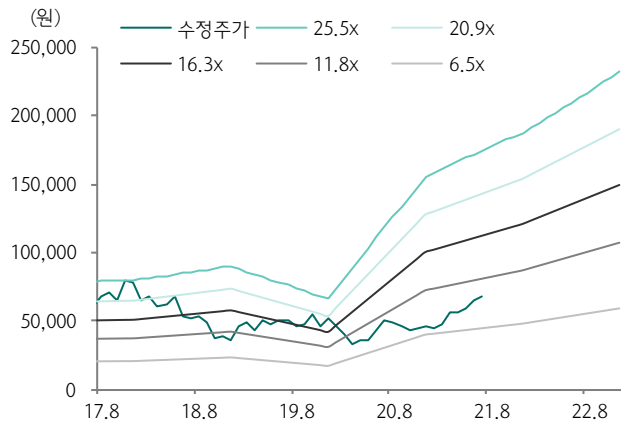
표 1. 이녹스첨단소재 분기 실적 추이 및 전망

(단위:십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	71.2	73.8	105.9	85.4	96.0	108.4	123.2	113.6	293.1	349.3	336.3	441.1	544.2
FPCB소재	17.2	20.5	25.6	17.2	16.6	16.1	24.1	17.1	80.7	84.5	80.4	73.9	68.7
방열시트/디지털타이저	14.0	18.2	19.1	15.0	16.0	22.3	23.7	19.7	75.7	91.1	66.3	81.7	100.7
반도체소재	9.4	9.5	7.5	7.3	9.3	9.6	10.1	11.3	39.1	32.5	33.8	40.2	46.0
OLED 소재	30.6	25.5	53.7	45.9	54.2	60.4	65.3	65.5	97.6	141.3	155.7	245.3	328.8
영업이익	5.3	7.0	19.4	11.9	13.6	20.0	23.0	19.8	38.3	46.6	43.7	76.5	96.3
세전이익	7.4	4.4	15.9	4.9	14.2	20.3	22.6	19.5	39.0	44.8	32.7	76.6	94.9
지배지분순이익	5.3	3.0	12.4	5.0	11.1	18.6	17.7	15.2	31.2	34.3	25.7	62.5	75.3
수익성													
영업이익률	7.5%	9.5%	18.3%	13.9%	14.2%	18.4%	18.7%	17.5%	13.1%	13.3%	13.0%	17.3%	17.7%
세전이익률	10.4%	6.0%	15.0%	5.8%	14.8%	18.7%	18.4%	17.1%	13.3%	12.8%	9.7%	17.4%	17.4%
지배지분순이익률	7.5%	4.0%	11.7%	5.8%	11.6%	17.2%	14.3%	13.4%	10.6%	9.8%	7.6%	14.2%	13.8%
성장률(YoY)													
전체 매출	-17%	-10%	10%	-1%	35%	47%	16%	33%	-5%	19%	-4%	31%	23%
FPCB소재	-12%	-10%	8%	-8%	-3%	-22%	-6%	-1%	-26%	5%	-5%	-8%	-7%
방열시트	-48%	-23%	-17%	-14%	14%	23%	24%	31%	-20%	20%	-27%	23%	23%
반도체소재	26%	21%	-7%	-19%	-1%	1%	33%	55%	-9%	-17%	4%	19%	14%
OLED 소재	-3%	-7%	29%	13%	77%	136%	22%	43%	58%	45%	10%	58%	34%
영업이익	-55%	-31%	48%	4%	155%	186%	18%	67%	16%	22%	-6%	75%	26%
매출비중													
FPCB소재	24%	28%	24%	20%	17%	15%	20%	15%	28%	24%	24%	17%	13%
방열시트	20%	25%	18%	18%	17%	21%	19%	17%	26%	26%	20%	19%	19%
반도체소재	13%	13%	7%	9%	10%	9%	8%	10%	13%	9%	10%	9%	8%
OLED 소재	43%	35%	51%	54%	56%	56%	53%	58%	33%	40%	46%	56%	60%

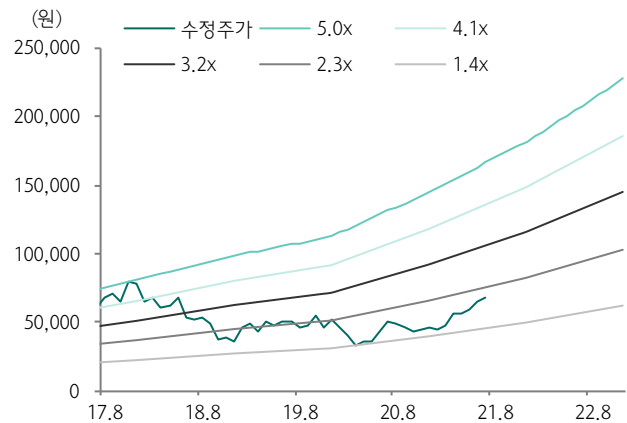
자료: 하나금융투자

그림 1. 이녹스첨단소재 12M Forward P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 이녹스첨단소재 12M Forward P/B 추이



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	349.3	336.3	441.1	544.2	645.7
매출원가	262.7	255.0	312.4	380.7	447.2
매출총이익	86.6	81.3	128.7	163.5	198.5
판매비	40.1	37.4	52.3	67.2	79.7
영업이익	46.5	43.8	76.5	96.3	118.7
금융손익	(2.0)	(2.6)	(1.0)	(1.3)	(1.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.7	(9.0)	1.1	0.0	0.0
세전이익	45.2	32.2	76.6	94.9	117.7
법인세	10.7	7.0	14.0	19.6	24.3
계속사업이익	34.5	25.2	62.6	75.3	93.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	34.5	25.2	62.6	75.3	93.4
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	34.5	25.2	62.6	75.3	93.4
지배주주지분포괄이익	34.4	25.3	62.5	75.3	93.4
NOPAT	35.5	34.3	62.5	76.3	94.2
EBITDA	62.3	60.6	93.8	112.9	134.9
성장성(%)					
매출액증가율	19.17	(3.72)	31.16	23.37	18.65
NOPAT증가율	15.26	(3.38)	82.22	22.08	23.46
EBITDA증가율	27.93	(2.73)	54.79	20.36	19.49
영업이익증가율	21.41	(5.81)	74.66	25.88	23.26
(지배주주)순이익증가율	13.11	(26.96)	148.41	20.29	24.04
EPS증가율	13.31	(26.97)	147.52	20.01	24.13
수익성(%)					
매출총이익률	24.79	24.17	29.18	30.04	30.74
EBITDA이익률	17.84	18.02	21.27	20.75	20.89
영업이익률	13.31	13.02	17.34	17.70	18.38
계속사업이익률	9.88	7.49	14.19	13.84	14.46

투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,533	2,580	6,386	7,664	9,513
BPS	19,587	22,366	29,018	36,682	46,195
CFPS	6,867	6,193	9,870	11,498	13,732
EBITDAPS	6,377	6,197	9,570	11,498	13,732
SPS	35,734	34,397	45,015	55,411	65,743
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	14.73	17.67	10.63	8.86	7.14
PBR	2.66	2.04	2.34	1.85	1.47
PCFR	7.58	7.36	6.88	5.91	4.94
EV/EBITDA	8.11	7.27	6.75	5.17	3.80
PSR	1.46	1.33	1.51	1.23	1.03
재무비율(%)					
ROE	21.10	13.17	26.56	24.56	23.91
ROA	10.82	7.69	16.50	15.44	15.82
ROIC	21.40	19.81	34.38	39.38	46.42
부채비율	86.79	57.36	63.69	55.39	47.69
순부채비율	6.35	3.46	(12.63)	(24.25)	(35.33)
이자보상배율(배)	18.03	16.45	37.66	45.14	55.48

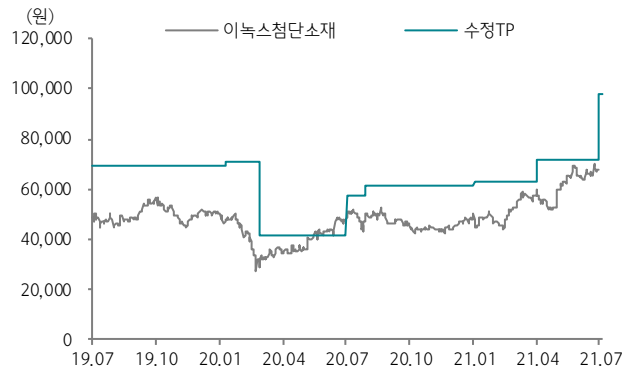
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	185.5	165.3	279.8	377.0	492.5
금융자산	95.0	64.8	146.3	196.4	268.1
현금성자산	52.6	56.4	139.5	189.6	261.3
매출채권	46.1	55.9	74.3	100.5	124.8
재고자산	36.6	36.3	48.3	65.3	81.2
기타유동자산	7.8	8.3	10.9	14.8	18.4
비유동자산	151.9	153.3	160.2	157.7	153.6
투자자산	0.5	0.3	2.4	2.5	2.6
금융자산	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0
유형자산	137.7	140.1	145.5	143.4	139.5
무형자산	2.4	2.1	1.5	1.0	0.6
기타비유동자산	11.3	10.8	10.8	10.8	10.9
자산총계	337.4	318.6	440.0	534.7	646.1
유동부채	126.1	85.3	118.9	135.1	150.2
금융부채	82.8	47.8	69.1	69.7	70.3
매입채무	13.4	15.8	21.1	28.5	35.4
기타유동부채	29.9	21.7	28.7	36.9	44.5
비유동부채	30.7	30.8	52.3	55.5	58.5
금융부채	23.7	24.0	43.2	43.2	43.2
기타비유동부채	7.0	6.8	9.1	12.3	15.3
부채총계	156.8	116.1	171.2	190.6	208.6
지배주주지분	180.6	202.5	268.8	344.1	437.5
자본금	4.6	4.8	4.9	4.9	4.9
자본잉여금	104.1	104.1	107.6	107.6	107.6
자본조정	(10.3)	(13.8)	(13.4)	(13.4)	(13.4)
기타포괄이익누계액	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	81.5	106.7	169.0	244.2	337.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	180.6	202.5	268.8	344.1	437.5
순금융부채	11.5	7.0	(34.0)	(83.4)	(154.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	44.4	32.8	59.3	82.4	100.7
당기순이익	34.5	25.2	62.6	75.3	93.4
조정	2	2	2	2	2
감가상각비	15.8	16.7	17.3	16.7	16.2
외환거래손익	1.3	0.7	(0.4)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.7	0.1	0.0	0.0
기타	(15.1)	(16.1)	(15.0)	(14.7)	(14.2)
영업활동 자산부채 변동	(13.7)	(13.9)	(23.3)	(9.6)	(8.9)
투자활동 현금흐름	(59.3)	12.7	(23.1)	(14.1)	(12.1)
투자자산감소(증가)	(0.5)	0.2	(2.1)	(0.1)	(0.1)
자본증가(감소)	(18.5)	(17.4)	(22.2)	(14.0)	(12.0)
기타	(40.3)	29.9	1.2	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(7.9)	(40.5)	43.1	0.6	0.6
금융부채증가(감소)	(0.4)	(34.6)	40.5	0.6	0.6
자본증가(감소)	(0.0)	(0.0)	3.5	0.0	0.0
기타재무활동	(7.5)	(5.9)	(0.9)	0.0	0.0
배당지급	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(23.7)	3.9	81.7	50.1	71.6
Unlevered CFO	67.1	60.5	96.7	112.9	134.9
Free Cash Flow	25.6	15.4	37.1	68.4	88.7

투자이전 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이녹스첨단소재



날짜	투자이전	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.7.26	BUY	98,000	-14.27%	-2.78%
21.4.27	BUY	72,000	-18.78%	-6.35%
21.1.27	BUY	63,000	-24.39%	-13.81%
20.8.24	BUY	61,292	-14.90%	-10.00%
20.7.27	BUY	57,400	-6.65%	16.28%
20.3.23	BUY	41,834	-39.84%	-29.18%
20.2.4	BUY	71,021	-27.99%	-17.40%
19.7.17	BUY	69,022		

투자등급 관련사항 및 투자이전 비율공시

- 투자이전의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.77%	6.23%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 07월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 7월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2021년 7월 26일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.