

# 이녹스첨단소재 (272290)

최악의 2분기가 지나갔다. 매수 구간 진입

## 디스플레이 소재

# Company Report

2020.6.24

투자의견(유지)	매수		
목표주가(12M, 하향)	▼ 61,000원		
현재주가(20/06/24)	44,100원		
상승여력	38%		
영업이익(20F, 십억원)	34		
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	39		
EPS 성장률(20F, %)	-17.5		
MKT EPS 성장률(20F, %)	24.5		
P/E(20F, x)	14.7		
MKT P/E(20F, x)	14.7		
KOSDAQ	759.50		
시가총액(십억원)	419		
발행주식수(백만주)	10		
유동주식비율(%)	62.5		
외국인 보유비중(%)	11.8		
베타(12M) 일간수익률	0.79		
52주 최저가(원)	28,250		
52주 최고가(원)	58,603		
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월		
절대주가	20.7 -11.9 -18.8		
상대주가	12.6 -25.9 -23.3		
120	이녹스첨단소재		
100	— KOSDAQ		
80			
60			
40			
19.6	19.10	20.2	20.6

### [디스플레이/배터리]

김철중

02-3774-1464

chuljoong.kim@miraeasset.com

목표주가 61,000원, 매수 구간 진입

이녹스첨단소재에 대한 목표주가를 61,000으로 하향 조정한다. 21년 예상 EPS에 글로벌 디스플레이 소재 평균 P/E 15.0배를 적용하였다. COVID-19로 인한 수요 부진, 고객사들의 가동률 하락으로 2분기는 부진한 실적을 기록할 것으로 예상한다.

그러나 3분기부터 1) 삼성디스플레이 OLED 가동률 상승, 2) LG디스플레이 광저우 OLED 라인 가동으로 OLED 사업부 실적 성장이 본격화될 것으로 전망한다. 또한 삼성전자 갤럭시 Fold2 출시로 인한 신규 제품 매출 반영도 시작될 것으로 예상한다. **COVID-19로 인한 우려는 주가에 충분히 기 반영되어 있으며, 매우 관점의 접근이 필요한 구간이다.**

## 2020. 최악의 분기가 지나가고 있다

이녹스첨단소재의 2Q20 매출액은 648억원(-9.0% QoQ, -20.6% YoY), 영업이익은 43억 원(-18.6% QoQ, -57.0% YoY)을 기록할 것으로 예상한다. COVID-19로 인한 스마트폰 수요 감소로 인하여 전 사업부의 부진한 실적이 불가피하다.

특히 전사 실적 성장을 견인하던 OLED 사업부의 부진이 예상된다. **2분기 삼성디스플레이의 Flexible OLED 가동률은 30% 초반 수준에 머물 것으로 추정한다**(A3 Ph1, 2 50%, A3 Ph3~9 20%, A4 60%). 삼성전자 갤럭시 S 시리즈 판매 부진, 하반기 OLED 아이폰 생산 지연 등으로 인한 가동률 하락이 불가피한 상황이다.

LG디스플레이 광저우 WOLED 라인 가동도 지연되었으며, 국내 WOLED 라인 역시 수요 부진에 따라 가동률이 저조한 상황이다. 파주 E4 라인의 가동률은 1분기 95% → 2분기 60% 수준으로 하락한 것으로 추정된다. 고객사 WOELD 출하량 부진에 따라 동사의 봉지 필름 관련 매출도 부진할 것으로 예상된다.

3분기 사업 정상화 속도는 예상보다 빠를 것

**3분기부터 예상보다 빠른 사업 정상화가 예상된다.** 1) LG디스플레이 광저우 WOLED 라인은 3분기 중 점진적 라인 가동을 시작할 것으로 전망한다. 1~1.5개월의 소재 공급 리드타임을 고려할 시, 3분기부터 봉지 필름 관련 매출은 정상화될 것으로 판단한다. 2) 삼성디스플레이 Flexible OLED 가동률 역시 3분기 급격한 상승이 예상된다. 하반기 OLED 아이폰 모델(3개), 갤럭시 노트 시리즈, 갤럭시 Fold2 패널 생산이 본격화되기 때문이다. 삼성디스플레이 가동률 회복으로 인한 Flexible OLED 관련 소재 매출 증가가 기대된다.

추가적으로 1) 갤럭시 노트 및 탭 향 디지타이저 공급 시작(Smartflex), 2) 갤럭시 Fold2 용 신제품 매출 기여도 시작된다. 최악의 2분기만 지나가면 편한 구간에 진입하며, 3분기 사업 정상화 속도는 시장 예상 대비 빠를 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	-	193	293	349	311	381
영업이익 (십억원)	-	22	38	46	34	49
영업이익률 (%)	-	11.4	13.0	13.2	10.9	12.9
순이익 (십억원)	-	17	30	35	29	39
EPS (원)	-	3,134	3,208	3,635	3,000	4,087
ROE (%)	-	13.8	22.4	21.1	14.8	17.3
P/E (배)	-	25.8	11.4	14.7	14.7	10.8
P/B (배)	-	6.1	2.2	2.7	1.9	1.6
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 쿠솔 순이익

자료: 이뉴스청단소재, 미래에셋대우 리서치센터

## 이녹스첨단소재

최악의 2분기가 지나갔다. 매수 구간 진입

표 1. 이녹스첨단소재 2020년 2분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, 원, %)

	2Q19	1Q20	2Q20F		성장률	
			미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	82	71	65	70	-20.6	-9.0
영업이익	10	5	4	6	-57.0	-18.6
영업이익률	12.4	7.5	6.7	8.8	-45.9	-10.0
세전이익	10	7	4	7	-56.8	-42.5
순이익	8	5	3	5	-55.4	-36.0

자료: 이녹스첨단소재, WISEfn, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 이녹스첨단소재 분기 실적 추정

(십억원, %)

	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20F	21F
매출액	71.2	64.8	85.2	90.0	84.8	84.7	99.4	112.5	349.6	311.2	381.4
FPCB	17.3	15.4	16.7	16.2	18.7	18.8	21.7	22.9	89.4	65.5	82.0
Semiconductor	9.3	9.7	9.9	10.0	10.2	10.3	10.5	10.6	32.2	38.9	41.6
SmartFlex	13.7	12.4	19.6	16.7	17.5	15.8	18.0	18.8	81.7	62.5	70.1
OLED	30.9	27.2	39.0	47.2	38.4	39.8	49.2	60.3	146.2	144.3	187.7
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
FPCB	24.2	23.8	19.6	18.0	22.0	22.2	21.8	20.3	25.6	21.1	21.5
Semiconductor	13.1	15.0	11.6	11.1	12.0	12.2	10.5	9.4	9.2	12.5	10.9
SmartFlex	19.3	19.2	23.0	18.5	20.7	18.6	18.1	16.7	23.4	20.1	18.4
OLED	43.4	42.0	45.8	52.4	45.3	47.0	49.5	53.5	41.8	46.4	49.2
영업이익	5.3	4.3	10.7	13.4	9.4	9.0	13.7	16.8	46.8	33.7	48.8
영업이익률	7.5	6.7	12.5	14.8	11.0	10.6	13.8	14.9	13.4	10.8	12.8
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	-17.3	-9.0	31.4	5.7	-5.9	-0.1	17.4	13.2	19.3	-11.0	22.6
FPCB	-27.3	-10.6	7.9	-2.9	15.3	0.6	15.6	5.5	13.3	-26.7	25.2
Semiconductor	9.5	4.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	-19.9	20.9	6.8
SmartFlex	42.8	-9.4	57.6	-14.9	4.9	-9.9	14.3	4.0	8.6	-23.6	12.2
OLED	-30.2	-12.1	43.5	20.9	-18.5	3.6	23.7	22.4	48.4	-1.3	30.1
영업이익	-53.6	-18.6	145.0	25.4	-30.0	-4.3	53.4	22.3	22.7	-27.9	44.9

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 이녹스첨단소재 분기 실적 추이 및 전망

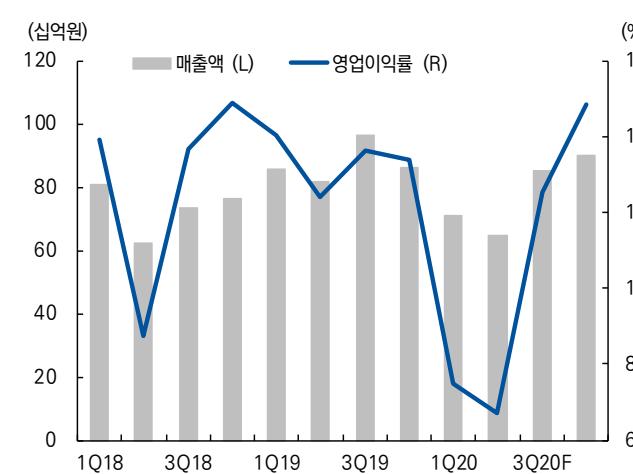
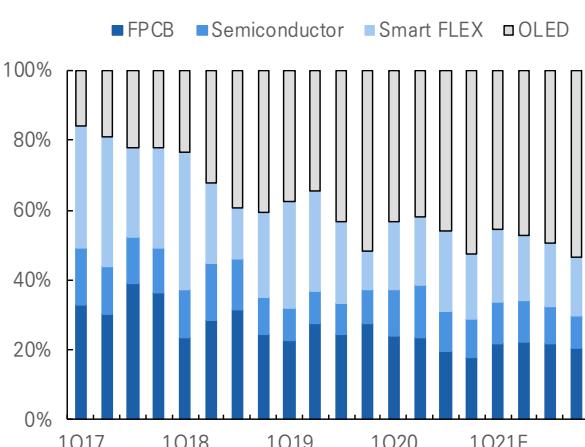


그림 2. 이녹스첨단소재 사업부문별 매출 비중 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

자료: 미래에셋대우 리서치센터

## 이녹스첨단소재

최악의 2분기가 지나갔다. 매수 구간 진입

## 이녹스첨단소재 (272290)

### 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액	293	349	311	381
매출원가	219	263	237	288
매출총이익	74	86	74	93
판매비와관리비	36	40	40	44
조정영업이익	38	46	34	49
영업이익	38	46	34	49
비영업손익	0	-1	2	0
금융손익	-1	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	38	45	36	49
계속사업법인세비용	7	11	8	10
계속사업이익	30	35	29	39
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	30	35	29	39
지배주주	30	35	29	39
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	30	34	28	39
지배주주	30	34	28	39
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	49	62	51	64
FCF	10	26	37	33
EBITDA 마진율 (%)	16.7	17.8	16.4	16.8
영업이익률 (%)	13.0	13.2	10.9	12.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.2	10.0	9.3	10.2

### 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
유동자산	161	186	263	321
현금 및 현금성자산	76	53	88	107
매출채권 및 기타채권	43	46	49	61
재고자산	35	37	38	48
기타유동자산	7	50	88	105
비유동자산	140	152	142	138
관계기업투자등	0	1	1	1
유형자산	133	138	129	124
무형자산	1	2	2	1
자산총계	301	337	406	458
유동부채	79	126	171	182
매입채무 및 기타채무	26	23	24	30
단기금융부채	39	83	125	125
기타유동부채	14	20	22	27
비유동부채	75	31	31	32
장기금융부채	68	24	23	23
기타비유동부채	7	7	8	9
부채총계	155	157	201	215
지배주주자분	147	181	205	243
자본금	4	5	5	5
자본잉여금	104	104	104	104
이익잉여금	48	82	110	149
비지배주주자분	0	0	0	0
자본총계	147	181	205	243

### 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	51	44	44	43
당기순이익	30	35	29	39
비현금수익비용가감	22	33	25	25
유형자산감가상각비	10	15	16	14
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	12	17	8	10
영업활동으로인한자산및부채의변동	7	-14	0	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	11	-4	-2	-12
재고자산 감소(증가)	-7	-1	-2	-10
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	-3	0	4
법인세납부	-7	-8	-10	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	-44	-59	-46	-24
유형자산처분(취득)	-42	-19	-7	-10
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	-27	-29	-14
기타투자활동	-2	-13	-10	0
재무활동으로 인한 현금흐름	45	-8	37	0
장단기금융부채의 증가(감소)	54	0	42	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-10	-8	-5	0
현금의 증가	53	-24	35	19
기초현금	24	76	53	87
기말현금	76	53	87	107

### 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19	12/20F	12/21F
P/E (x)	11.4	14.7	14.7	10.8
P/CF (x)	6.6	7.6	7.8	6.6
P/B (x)	2.2	2.7	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	7.5	8.4	7.9	5.7
EPS (원)	3,208	3,635	3,000	4,087
CFPS (원)	5,547	7,064	5,655	6,704
BPS (원)	16,482	20,150	23,167	27,254
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	51.8	19.1	-10.9	22.5
EBITDA증가율 (%)	75.0	26.5	-17.7	25.5
조정영업이익증가율 (%)	72.7	21.1	-26.1	44.1
EPS증가율 (%)	2.4	13.3	-17.5	36.2
매출채권 회전율 (회)	5.9	7.9	6.6	7.0
재고자산 회전율 (회)	9.2	9.7	8.3	8.8
매입채무 회전율 (회)	14.1	17.6	17.2	18.2
ROA (%)	11.6	10.8	7.7	9.0
ROE (%)	22.4	21.1	14.8	17.3
ROIC (%)	17.9	18.9	13.8	20.1
부채비율 (%)	105.3	86.8	98.2	88.2
유동비율 (%)	203.5	147.1	154.5	175.9
순차입금/자기자본 (%)	19.5	14.8	-9.9	-21.9
조정영업이익/금융비용 (x)	21.6	18.0	15.0	20.9

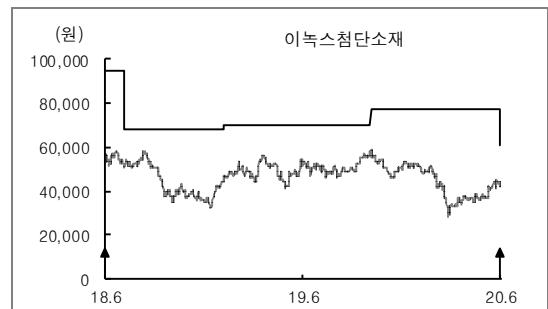
자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋대우 리서치센터

## 이녹스첨단소재

최악의 2분기가 지나갔다. 매수 구간 진입

### 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
이녹스첨단소재(272290)				
2020.06.24	매수	61,000	-	-
2019.10.28	매수	77,749	-42.79	-24.63
2019.01.30	매수	70,460	-29.18	-17.52
2018.07.29	매수	68,540	-36.15	-14.90
2018.02.20	매수	94,538	-33.56	-21.60



\* 고리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

### 투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	
매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■■)	

### 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

\* 2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 이녹스첨단소재의 자기주식 취득 및 처분을 위한 신탁 업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.