COMPANY ANALYSIS

이녹스첨단소재 (272290)

날아라 OLED

2022.5.30

매수
(신규)

목표가: 65,000원
상승여력: 46.1%

차유미 yumi_cha@miraeasset.com

투자의견

투자의견 '매수' 및 목표주가 '65,000원'으로 커버리지 개시

- 목표주가는 22년 예상 EPS 4,969원에 과거 디스플레이 업황 둔화기였던 18년~19년 평균 P/E 수준인 13배 적용하여 산출
- TV 세트 수요 둔화로 올해 국내 주요 TV 세트 업체의 OLED 시장 진입이 지연될 것으로 예상되며 시장 수요 회복은 연내 불가능할 것으로 판단하나
- 업황 둔화에도 동사는 1)고객사 내 M/S 확대로 OLED 소재 매출 증가가 가능할 것으로 판단하며, 2)저수익성 사업부인 FPCB 매출 감소로 제품 믹스 효과 기대
- 동사의 22년 예상 P/E는 9배 수준으로 주요 경쟁사 평균 P/E 17배 대비 밸류에이션 매력도는 높다고 판단

투자 포인트

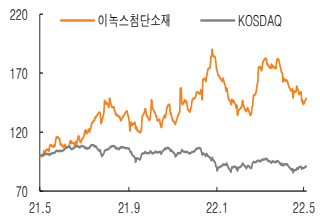
OLED 패널이 탑재되는 어플리케이션 확대 수혜 기대

- 대형과 중소형 OLED 시장 성장 모두 수혜 가능할 것으로 전망. 22년 Smart Flex와 INNOLED 사업부 매출액은 1,306억원(+41% YoY) 및 3,138억원(+11% YoY) 전망
- 고객사 내 M/S 확대 및 가동률 증가(약 90% 추정)로 OLED용 봉지 소재 매출 증가
- 22년 폴더블 시장의 볼륨 성장이 본격적으로 수반되며 Smart FLEX 중장기 성장 기대

FPCB향 매출 비중 감소→제품 믹스 효과에 따른 수익성 개선

- 22년 영업이익은 1,240억원으로 전년대비 약 28% 수준까지 성장할 것으로 예상
- FPCB 사업부 매출 비중이 감소하며 원가 부담 증가에 따른 수익성 훼손보다 제품 믹스 개선에 따른 전사 영업이익 개선 효과가 가능할 것으로 판단
- FPCB 사업부 주요 원재료는 PI필름과 동박으로 원재료 가격 변동성이 높기 때문

Key data



현재주가(22/5/30,원)	44,500	시가총액(십억원)	896
영업이익(22F,십억원)	124	발행주식수(백만주)	20
Consensus 영업이익(22F,십억원)	127	유동주식비율(%)	69.0
EPS 성장률(22F,%)	21.4	외국인 보유비중(%)	22.7
P/E(22F,x)	9.0	베타(12M) 일간수익률	1.10
MKT P/E(22F,x)	10.1	52주 최저가(원)	29,850
KOSDAQ	886.44	52주 최고가(원)	56,900

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.2	17.4	48.8
상대주가	-8.3	27.9	64.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F
매출액 (십억원)	293	349	336	487	552	594
영업이익 (십억원)	38	46	44	97	124	120
영업이익률 (%)	13.0	13.2	13.1	19.9	22.5	20.2
순이익 (십억원)	30	35	25	80	99	95
EPS (원)	1,559	1,767	1,290	4,091	4,969	4,725
ROE (%)	22.4	21.1	13.2	31.4	27.9	21.2
P/E (배)	11.4	14.7	17.7	11.3	9.0	9.4
P/B (배)	2.2	2.7	2.0	2.9	2.2	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋증권

I. 실적 전망 및 투자의견

커버리지 개시: 투자의견 '매수' 및 목표주가 '65,000원'

이녹스첨단소재에 대해 투자의견 '매수' 및 목표주가 '65,000원'으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 22년 12개월 선행 EPS 4,969원에 디스플레이 업황 둔화기였던 18년~19년 동사의 평균 P/E 13배를 적용하여 산출하였다. 22년 TV 수요 둔화 및 국내 주요 TV 세트 업체의 OLED 시장 진입은 지연될 것으로 예상한다. 디스플레이 업황 부진에도 고객사 내 OLED 소재 M/S가 상승하며 22년 호실적을 기록할 것으로 판단한다. 또한 폴더블 1,500만대 수준의 출하량을 기록하며 중장기적으로 폴더블 관련 매출 상승세가 가능할 것으로 기대한다.

이녹스첨단소재는 22년 매출액 5,518억원(+15% YoY) 및 영업이익 1,240억원(+28% YoY)의 견조한 실적을 기록할 것으로 예상한다. 시장 예상 매출액 5,676억원과 영업이익 1,272억원을 약 3% 하회하는 실적이다. 원재료 비중이 높은 FPCB 사업부 매출액 비중이 감소하며 제품 믹스 효과가 기대된다. 또한 주요 패널 고객사의 광저우 패널 가동률이 빠르게 올라오며, 영업레버리지에 따른 큰 폭의 수익성 개선이 지속되고 있는 것으로 판단한다.

표 14. 이녹스첨단소재 Valuation (원, x, %)

	2022F	비고
EPS	4,969	22년 12개월 선행 EPS
Target P/E	13	디스플레이 업황 둔화기였던 '18~'19년 평균 P/E 13x
적정주가	64,597	
목표주가	65,000	
현재가격	44,500	2022년 5월 30일 종가 기준
상승여력	46.1	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 이녹스첨단소재 실적 추이 및 전망 (십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
매출액	96	108	141	142	131	136	145	140	487	552	594
INNOFLEX	17	16	17	17	18	17	17	15	66	67	63
INNOSEM	9	10	11	11	10	10	10	10	40	40	43
Smart FLEX	16	22	30	29	27	28	38	37	98	131	156
INNOLED	54	60	84	85	75	80	80	79	283	314	331
영업이익	14	20	31	33	31	30	34	29	97	124	120
YoY	*155*	*185*	*58*	*173*	*128*	*48*	*11*	*21*	*102*	*28*	*-3*
QoQ	*12*	*47*	*54*	*6*	*27*	*-4*	*15*	*-14*			
영업이익률	14.2	18.4	21.9	22.9	23.6	21.8	23.5	21.0	19.9	22.5	20.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

1. 주요 고객사의 WOLED 출하량 증가 수혜

대형 및 중소형 OLED 시장 성장에 따른 이녹스첨단소재의 수혜가 가능할 것으로 판단한다. 전체 매출에서 INNOLED 사업부가 차지하는 비중은 약 60% 수준이다. 고객사의 광저우 OLED 패널 생산 라인 가동률이 90% 수준까지 올라오며, 영업레버리지에 따른 큰 폭의 수익성 개선 추이가 지속되고 있는 것으로 판단한다.

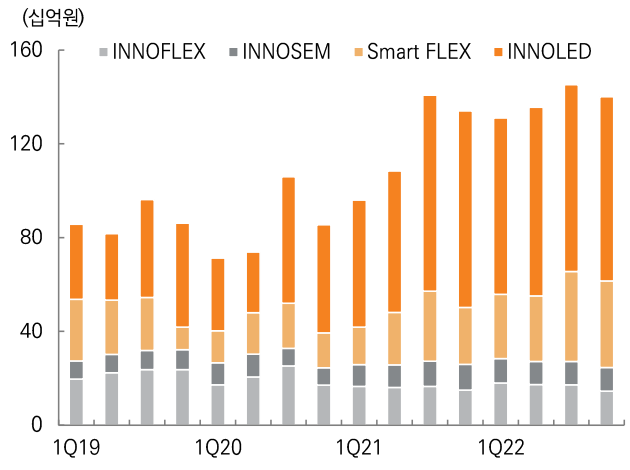
22년 LG디스플레이의 대형 OLED 추가 증설 가능성이 가시화되며 이녹스첨단소재의 수혜가 기대된다. LG디스플레이의 대형 OLED 패널 출하는 19년 330만대(+12% YoY), 20년 450만대(+36% YoY), 21년 740만대(+66% YoY), 22년 천만대(+35% YoY)까지 증가할 것으로 예상한다 동사의 대형 OLED 소재 매출액은 20년 1,566억원(+7% YoY), 21년 2,833억원(+80% YoY), 22년 3,138억원(+11% YoY)을 기록하며 고객사 WOLED 출하량 증가에 따른 수혜가 가능할 것이다.

표 16. 이녹스첨단소재 사업부별 주요 제품

사업부	주요 제품명	특징	매출 비중
INNOFLEX	Coverlay	PI 필름에 접착제를 코팅하여 FPCB의 노출된 면을 보호해주는 필름	12%
	FCCL	FPCB에서 회로를 형성하는 원판 필름	
	Bonding Sheet	FPCB 적층면에 접착 용도로 사용되는 시트	
	Stiffner(보강판)	Coverlay와 Bonding Sheet의 특징을 모두 가진 제품. FPCB의 견고함을 보강하여주는 복합 필름	
INNOSEM	DAF	반도체 패키징 과정에서 Die-Substrate, Die-Die의 접착을 위해 사용하는 필름	7%
	QFN Tape	리드프레임 후면에 부착되어 Mold의 leakage 방지하여주는 테이프	
Smart FLEX	TPU Tape	폴더블 폰에 외부 이물질이 유입하는 것을 차단하여주는 역할의 테이프	24%
	복합 방열시트	OLED 패널과 배터리 중간에 위치하여 높은 열전도율과 절연성, 유연성을 갖고 있는 테이프	
INNOLED	Protective Film	Flexible OLED 패널을 보호해주는 역할의 점착 필름	57%
	Encapsulation Film	OLED 패널에 산소 접촉을 차단하여 OLED 소자가 손상되는 것을 방지해주는 역할의 필름	
	OCA	OLED 패널의 광학 투명성을 높혀주는 접착 필름	
	Patterned Film	폴더블용 OLED 패널에 부착되어 패널을 보호하고 지지해주는 역할의 점착 필름	

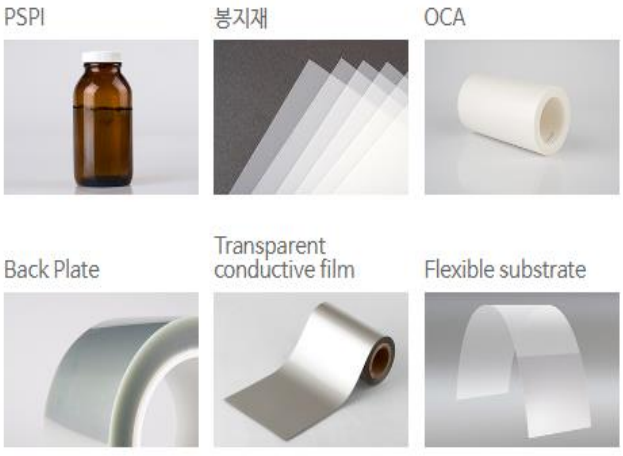
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 사업부별 매출액 비중 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 이녹스첨단소재 OLED 소재 사업



자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

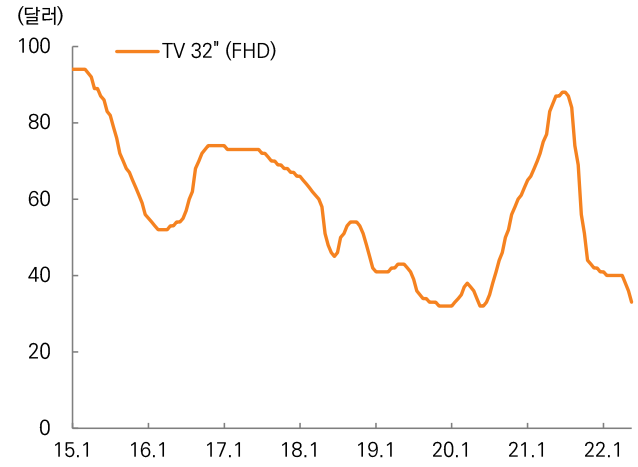
디스플레이 산업의 방향성은 결국 OLED이다. 국내 패널 업체들이 중국 업체들과의 LCD 가격 경쟁에 지속 가능한 우위를 점하기는 어려울 것으로 판단한다. LCD 패널 가격은 팬데믹 완화와 중국 경쟁사의 저가 물량 공세로 하락 추이가 지속되고 있다.

수요 둔화에 따른 공급 과잉 구간으로 진입하며 디스플레이 산업의 대한 우려가 높아지고 있다. 22년 LG디스플레이 OLED용 패널 벤더 목록에 국내 주요 TV 세트 업체가 신규로 추가될 것으로 예상되었으나 글로벌 TV 시장 수요 둔화로 진입 시기가 지연될 것으로 예상한다.

산업 전체의 멀티플 조정 구간에도 22년 INNOLED 사업부 매출액은 3,138억원(+11% YoY)의 견조한 실적이 가능할 것으로 판단한다. 1)고수익성인 OLED 소재 비중이 높아지며 믹스 개선 효과, 2)OLED 관련 주요 제품의 고객사 내 M/S가 상승하며 물량이 증가하고 있기 때문이다.

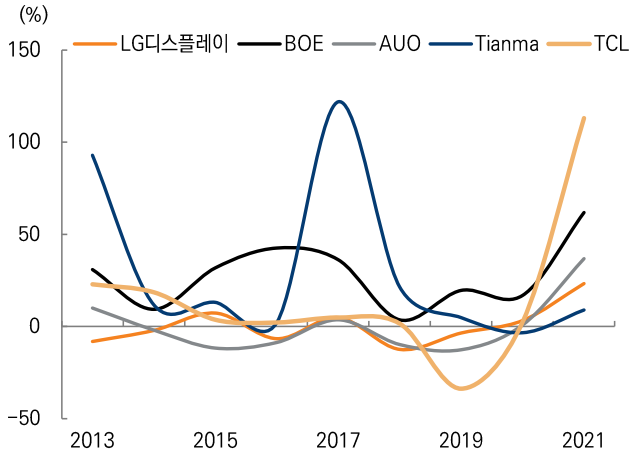
폴더블 제품의 출하 성장이 본격화되며 전방 수요 정체로 둔화되었던 중소형 OLED소재, 방열시트 등 스마트폰용 소재 매출 성장이 기대된다. 방열 시트는 스마트폰에만 탑재되는 특수 부품으로 과거 고객사의 배터리 폭발 사고 이후 열관리 효율성이 부각되며 공급을 시작하였다. 방열시트는 수익성이 높진 않지만, 동사가 고객사에 독점으로 공급하고 있어 고객사 물량 증대에 따른 온전한 수혜가 가능하다. 방열시트가 포함된 Smart FLEX 사업부의 21년 매출액은 975억원을 기록하였으나 23년 1,564억원 수준까지 상승하며 60%의 성장이 가능할 것으로 기대한다.

그림 51. LCD 패널 가격 추이



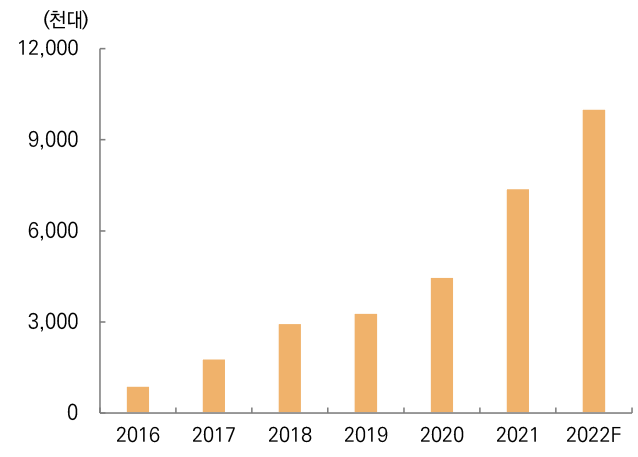
자료: Omdia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 52. 디스플레이 패널 업체들의 매출액 증감률



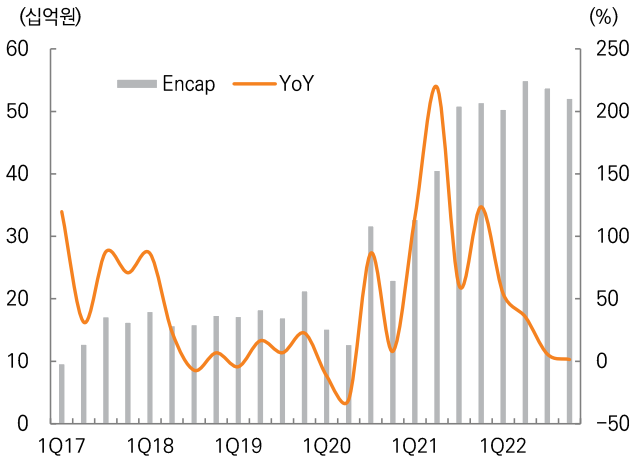
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. LG디스플레이 OLED TV용 패널 출하량 추이 및 전망



자료: Omdia, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 이녹스첨단소재 봉지 소재 매출액 추이 및 전망

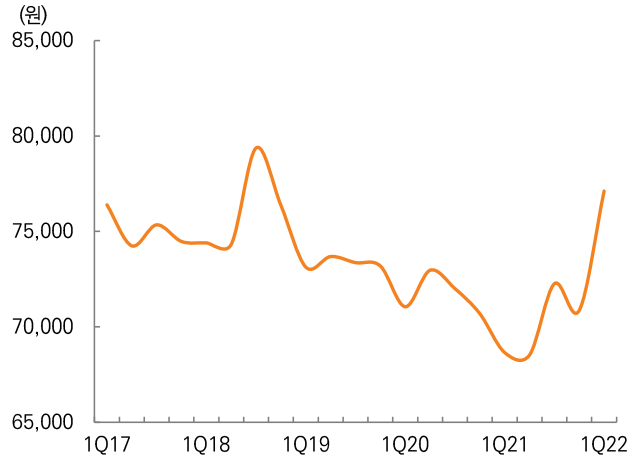


자료: 미래에셋증권 리서치센터

2. FPCB향 매출 비중 감소 → 수익성 개선 효과

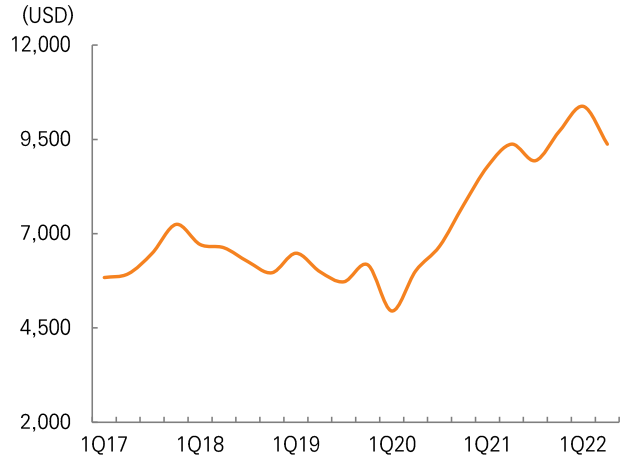
FPCB의 주요 원재료인 PI필름과 동박의 가격이 지속 인상되며 수익성 훼손에 대한 우려가 존재한다. 이녹스첨단소재는 PI필름 물량을 PI첨단소재로부터 공급받고 있으며, 전사 원재료 구매액에서 PI필름과 동박이 차지하는 비중은 50% 이상으로 원재료 가격 상승에 따른 수익성 악화 부담이 크다.

그림 55. PI첨단소재 PI필름 평균 단가 추이



자료: PI첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

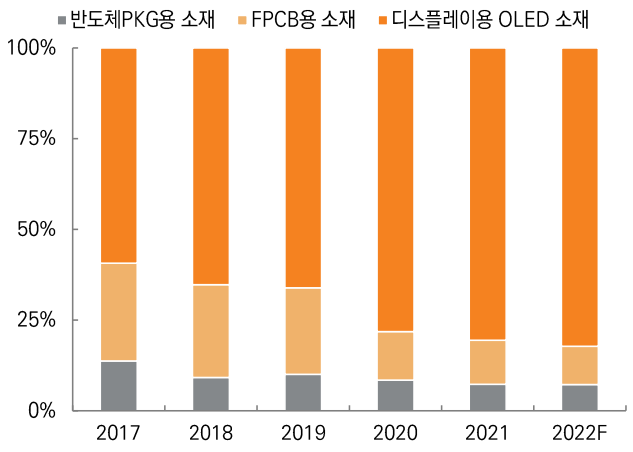
그림 56. 동박(구리) 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

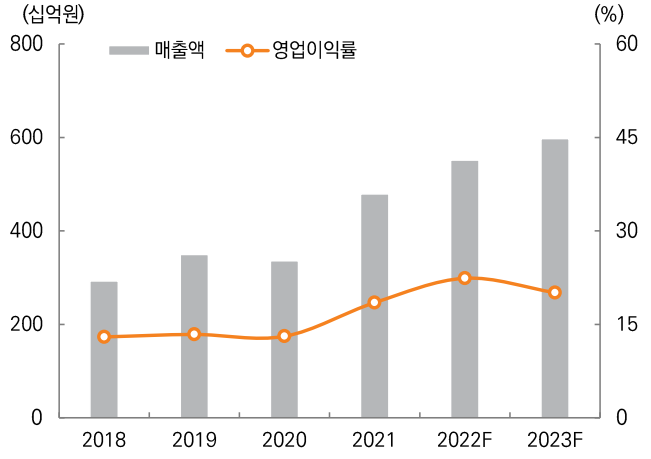
22년 INNOFLEX 사업부 예상 매출액은 670억원(+4% YoY)으로 저수익성 소재 부문 매출 축소로 수익성 개선 효과가 가능할 것으로 판단한다. FPCB용 필름은 원재료 가격의 변동성이 높은 PI필름을 주로 하여 수익성에 부정적이다. 그러나 OLED 소재는 다른 소재 제품과 달리 PI필름을 원재료로 사용하지 않으며, 고정비 비중이 높다. 고객사의 OLED 라인 가동률 상승에 따른 수익성 개선 효과가 가속화될 것이라는 점에서 더욱 긍정적이다. 22년 반도체용 및 OLED용 소재 매출 비중이 90%까지 증가하며 제품 믹스 효과가 가능할 것으로 예상한다.

그림 57. PI필름이 사용되지 않는 제품군의 매출액 비중



자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 이녹스첨단소재 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 Peer Group

IT 첨단소재 업체

표 17. IT 첨단소재 업체 실적 관련 지표 (십억원, %)

회사명	주가상승률		시가총액	매출액		영업이익		영업이익률		순이익	
	-1M	-3M		2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
이녹스첨단소재	-10.2	3.2	896	553	594	124	120	22.5	20.2	99	95
Nitto Denko	4.1	9.1	13,413	8,731	8,951	1,438	1,484	16.5	16.6	1,041	1,086
UDC	0.9	-16.8	7,605	817	922	345	406	42.2	44.1	277	331
PI첨단소재	0.3	11.0	1,413	355	404	85	103	24.1	25.4	67	79
덕산네오룩스	-2.5	5.7	1,016	209	262	59	74	28.1	28.2	53	65
비에이치	4.2	47.3	967	1,435	1,574	134	149	9.3	9.5	112	120
원익머트리얼즈	2.0	8.7	480	398	430	64	67	16.1	15.6	53	55
인터플렉스	-8.3	-23.0	359	606	745	44	55	7.2	7.3	35	48
에스케이머티리얼즈	-	-	-	1,349	1,521	373	427	27.7	28.1	247	283
IT 첨단소재 평균	**-1.2**	**5.6**						**21.5**	**21.7**		

자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. IT 첨단소재 업체 주가 관련 지표 (배, %)

회사명	ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
이녹스첨단소재	27.9	21.2	9.0	9.4	2.2	1.8	5.2	4.8
Nitto Denko	12.2	11.7	13.1	12.6	1.6	1.4	5.6	5.4
UDC	17.7	17.7	27.8	23.8	4.8	4.0	17.1	14.7
PI첨단소재	19.6	20.4	20.9	17.7	3.9	3.4	12.3	10.1
덕산네오룩스	17.0	17.8	19.2	15.6	3.0	2.6	13.0	9.9
비에이치	24.4	21.1	8.6	8.0	1.7	1.4	5.5	4.6
원익머트리얼즈	12.8	11.9	9.2	8.8	1.1	1.0	4.7	4.2
인터플렉스	18.0	20.3	10.6	7.7	1.8	1.4	5.5	4.1
에스케이머티리얼즈	32.6	28.9	-	-	-	-	-	-
IT 첨단소재 평균	**20.2**	**19.0**	**14.8**	**13.0**	**2.5**	**2.1**	**8.6**	**7.2**

자료: Bloomberg, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

이녹스첨단소재 (272290)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	**336**	**487**	**552**	**594**
매출원가	**255**	**344**	**375**	**420**
매출총이익	**81**	**143**	**177**	**174**
판매비와관리비	**37**	**46**	**53**	**54**
조정영업이익	**44**	**97**	**124**	**120**
영업이익	**44**	**97**	**124**	**120**
비영업손익	**-12**	**3**	**3**	**1**
금융손익	-1	-1	0	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	32	100	127	121
계속사업법인세비용	7	20	27	26
계속사업이익	25	80	99	95
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**25**	**80**	**99**	**95**
지배주주	25	80	99	95
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**25**	**81**	**99**	**95**
지배주주	25	81	99	95
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	61	115	143	138
FCF	15	41	107	78
EBITDA 마진율 (%)	18.2	23.6	25.9	23.2
영업이익률 (%)	13.1	19.9	22.5	20.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.4	16.4	17.9	16.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
유동자산	**165**	**283**	**371**	**484**
현금 및 현금성자산	56	109	199	270
매출채권 및 기타채권	56	103	102	127
재고자산	36	57	57	71
기타유동자산	17	14	13	16
비유동자산	**153**	**167**	**156**	**150**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	140	148	134	130
무형자산	2	2	4	3
자산총계	**319**	**451**	**527**	**634**
유동부채	**85**	**119**	**98**	**116**
매입채무 및 기타채무	25	34	34	42
단기금융부채	48	46	26	27
기타유동부채	12	39	38	47
비유동부채	**31**	**23**	**24**	**25**
장기금융부채	24	18	19	19
기타비유동부채	7	5	5	6
부채총계	**116**	**142**	**122**	**141**
지배주주지분	**202**	**309**	**405**	**493**
자본금	5	10	10	10
자본잉여금	104	106	111	111
이익잉여금	107	187	279	367
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**202**	**309**	**405**	**493**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	**33**	**61**	**116**	**91**
당기순이익	25	80	99	95
비현금수익비용가감	35	46	46	43
유형자산감가상각비	16	17	18	17
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	18	28	27	25
영업활동으로인한자산및부채의변동	-14	-60	8	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-46	2	-25
재고자산 감소(증가)	0	-21	1	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	5	0	5
법인세납부	-12	-5	-38	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	**13**	**-23**	**-10**	**-13**
유형자산처분(취득)	-17	-19	-10	-13
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	27	0	0	0
기타투자활동	3	-4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**-41**	**14**	**-16**	**-7**
장단기금융부채의 증가(감소)	-35	-7	-19	0
자본의 증가(감소)	0	7	5	0
배당금의 지급	0	0	0	-7
기타재무활동	-6	14	-2	0
현금의 증가	**4**	**52**	**90**	**71**
기초현금	53	56	109	199
기말현금	56	109	199	270

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2020	2021	2022F	2023F
P/E (x)	17.7	11.3	9.0	9.4
P/CF (x)	7.4	7.1	6.1	6.5
P/B (x)	2.0	2.9	2.2	1.8
EV/EBITDA (x)	7.4	7.5	5.2	4.8
EPS (원)	1,290	4,091	4,969	4,725
CFPS (원)	3,096	6,455	7,291	6,870
BPS (원)	11,183	15,712	20,116	24,491
DPS (원)	0	350	350	350
배당성향 (%)	0.0	8.6	7.1	7.4
배당수익률 (%)	0.0	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	-3.7	44.9	13.3	7.6
EBITDA증가율 (%)	-1.6	88.5	24.3	-3.5
조정영업이익증가율 (%)	-4.3	120.5	27.8	-3.2
EPS증가율 (%)	-27.0	217.1	21.5	-4.9
매출채권 회전율 (회)	6.6	6.2	5.4	5.2
재고자산 회전율 (회)	9.2	10.4	9.7	9.3
매입채무 회전율 (회)	17.4	19.0	18.4	18.5
ROA (%)	7.7	20.8	20.4	16.4
ROE (%)	13.2	31.4	27.9	21.2
ROIC (%)	16.9	33.5	39.7	38.0
부채비율 (%)	57.4	46.0	30.1	28.7
유동비율 (%)	193.8	238.0	378.2	415.5
순차입금/자기자본 (%)	7.6	-14.3	-39.3	-46.6
조정영업이익/금융비용 (x)	16.4	52.9	120.2	147.5

자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

- 2022.5.30 [전기/전자부품: 스마트폰, 자세히 보아야 예쁘다]에서 분리된 자료 입니다.

- 각 조사분석자료에 해당하는 컴플라이언스 관련 고지사항은 당사 홈페이지에 게재된 원문에서 확인할 수 있습니다.

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.