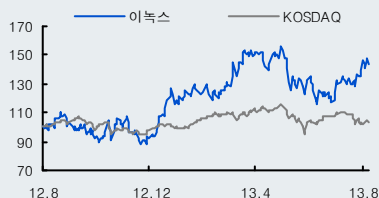


전자부품

Earnings Preview
2013. 9. 9

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	35,000
현재주가(13/09/06, 원)	24,500
상승여력	43%

영업이익(13F, 십억원)	36
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	36
EPS 성장률(13F, %)	69.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	23.1
P/E(13F, x)	10.4
MKT P/E(13F, x)	9.9
KOSDAQ	523.77
시가총액(십억원)	302
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	72.2
외국인 보유비중(%)	5.5
배타(12M, 일간수익률)	0.92
52주 최저가(원)	17,800
52주 최고가(원)	32,900
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	9.7 11.8 41.9
상대주가	7.2 15.1 38.0



IT부품/소재

조우형

02-768-4306

will.cho@dwsec.com

What's new: 3분기 사상 최대 실적 예상, 디지털소재 소재 매출 급증

3Q13 Preview: 이녹스의 3분기 실적은 매출액 608억원(+42% YoY), 영업이익 112억원(+65% YoY, OPM 18.5%)으로 사상 최대 실적을 기록할 전망이다. FPCB 소재 물량 증가 뿐만 아니라 갤럭시 노트 시리즈에 탑재되는 디지털소재(펜 인식용 FPCB) 소재 물량 급증을 반영해 3분기 매출액과 영업이익을 기존 추정치 대비 각각 10%, 9% 상향 조정했다.

디지털소재 소재 매출 본격화: 삼성의 갤럭시노트3 출시에 따라 동사의 디지털소재 소재 매출은 2분기 3억원에서 3분기 120억원으로 급증할 전망이다. 인터플렉스를 통해 삼성으로 납품하는 동사의 디지털소재 소재는 경쟁사 대비 가격 및 품질 경쟁력이 높아 최초 납품임에도 불구하고 갤럭시노트3 내 점유율이 80%를 상회하는 것으로 추정된다.

Catalyst: 1) 디지털소재 소재 시너지 효과, 2) 소재 업체로서의 강점 부각

디지털소재 소재 시너지 효과: 동사의 디지털소재 소재는 Coverlay 일체형에 동사가 생산하는 3-Layer FCCL까지 탑재되기 때문에 신제품 매출 확대가 기존 제품의 추가적인 매출 확대로 연결될 수 있다. 일반적으로 신규 제품은 규모의 경제를 달성하기 전까지 기존 사업의 수익성을 훼손시키는 경우가 많지만, 디지털소재 소재의 경우 기존 제품 물량이 동시에 늘어나기 때문에 매출 발생 초기부터 수익성이 방어 가능할 전망이다.

소재 업체로서의 강한 면모: 스마트폰 등 전방산업 수요 둔화에 대한 우려가 높다. 그러나 동사는 전방산업 수요 둔화를 1) 신제품 출시를 통한 점유율 상승으로 극복할 전망이다. 또한 2) 중저가 제품 확산 우려는 소재 업체에게는 오히려 호재다. 소재 업체 입장에서는 가격과 직결되는 제품의 스펙보다는 물량 자체가 중요하기 때문이다. 3) 효율적인 생산 관리 능력은 수익성 개선에 기여할 전망이다. 동사는 지속적인 증설을 단행하면서도 시차 없이 수익성이 개선되었다. 신규 라인 수율을 빠르게 안정화시켰기 때문이다. 효율적인 생산 관리 능력은 향후 고부가 신규 사업 안정화 → 제품 믹스 개선 → 수익성 향상으로 이어질 전망이다.

Valuation: 목표주가 35,000원 유지, 12M FWD P/E 8배 (동종업체 평균 12배)

동사에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 35,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS에 FPCB 업체와 IT 소재 업체 평균 P/E 12배를 적용해 산정했다. 디지털소재 매출 확대 및 제품 믹스 개선을 감안해 2014~2015년 EPS를 소폭 상향 조정했다.

현재 동사의 주가는 12M FWD P/E 8배로 올해와 내년 EPS 성장률이 각각 72%, 39% 임을 감안하면 최근 주가 상승에도 불구하고 여전히 저평가 영역으로 판단한다. 동사는 국내 최대 FPCB 소재 업체로서 FPCB 업체들의 증설과 신규 사업 진출을 통한 점유율 확대를 동시에 누릴 전망이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	104	115	142	202	298	384
영업이익(십억원)	13	14	20	36	54	63
영업이익률 (%)	13.0	11.8	13.9	17.6	18.1	16.3
순이익(십억원)	9	9	13	27	42	48
EPS (원)	989	892	1,161	2,356	3,392	3,867
ROE (%)	23.1	16.0	18.1	30.3	33.8	28.5
P/E (배)	9.8	15.1	13.6	10.4	7.2	6.3
P/B (배)	2.1	2.5	2.4	3.0	2.1	1.6

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 이녹스, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 이녹스 3Q13F Preview

(십억원, %)

	3Q12	2Q13	3Q13F				3Q13F 증감률	
			기존	변경	변경률	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	42.7	40.9	55.3	60.8	10.0	59.3	42.4	48.8
영업이익	6.8	7.5	10.3	11.2	8.8	10.8	65.0	50.5
영업이익률	15.9	18.3	18.7	18.5	-	18.2	-	-
세전이익	5.2	7.3	9.2	10.2	11.1	10.3	98.2	39.8
순이익	4.4	5.4	7.4	8.2	11.1	8.2	88.0	52.9

주: K-IFRS 별도 기준, 자료: 이녹스, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 이녹스 수익예상 변경

(십억원, %)

	수정 전			수정 후			% 변경률			변경근거
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출액	200	289	380	202	298	384	0.9	3.0	1.2	- 디지털타이저 소재 매출 상향 조정 - 반도체 소재/신규 제품 확대에 따른 제품 믹스 개선
영업이익	35	53	62	36	54	63	0.5	2.2	1.2	
세전이익	34	51	59	34	52	59	0.9	2.3	1.1	
당기순이익	27	41	47	27	42	48	-0.5	2.3	1.1	
EPS(원)	2,365	3,315	3,824	2,356	3,392	3,867	-0.5	2.3	1.1	
영업이익률	17.6	18.2	16.3	17.6	18.1	16.3	-	-	-	
순이익률	13.6	14.1	12.4	13.4	14.0	12.4	-	-	-	

주: K-IFRS 별도 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

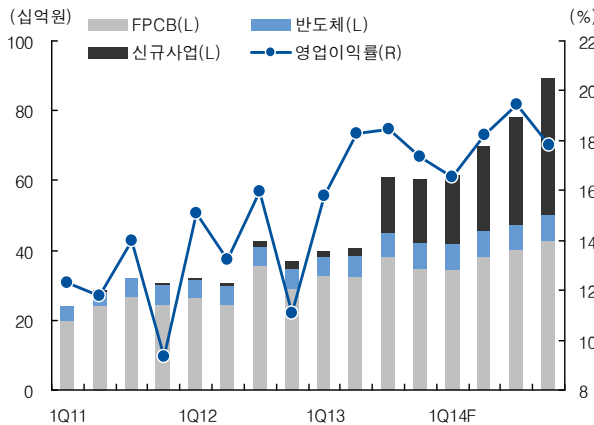
표 3. 이녹스 실적 추이 및 전망

(십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	40.0	40.9	60.8	60.4	61.2	69.6	78.2	89.0	142.3	202.1	298.1	384.2
FPCB	32.7	32.4	38.1	34.7	34.6	38.0	40.1	42.7	115.7	137.9	155.3	181.3
Coverlay	19.4	19.0	22.3	20.4	20.2	22.1	23.3	25.0	66.2	81.1	90.6	105.0
3-layer FCCL	5.8	5.3	6.8	6.0	6.0	6.7	7.2	7.5	21.9	23.9	27.3	33.0
기타	7.5	8.1	9.0	8.3	8.4	9.2	9.5	10.2	27.6	32.9	37.3	43.3
반도체	5.5	6.4	7.1	7.6	7.3	7.5	7.4	7.7	21.6	26.6	29.8	31.6
신규사업	1.8	2.1	15.6	18.1	19.4	24.1	30.8	38.7	5.0	37.6	113.0	171.3
EMI 필름	0.9	0.5	1.1	1.3	1.4	2.0	2.4	3.0	3.3	3.7	8.7	16.8
디지털타이저 필름	0.1	0.3	11.9	13.2	11.4	12.3	14.8	17.9	0.0	25.5	56.4	70.7
2-Layer FCCL	0.6	0.9	2.2	3.5	6.4	9.6	13.4	17.7	0.0	7.2	47.1	83.3
기타	0.2	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	1.8	1.2	0.8	0.6
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
FPCB	81.8	79.2	62.7	57.5	56.4	54.5	51.2	47.9	81.3	68.3	52.1	47.2
Coverlay	48.5	46.4	36.7	33.8	33.0	31.7	29.8	28.1	46.6	40.1	30.4	27.3
3-layer FCCL	14.5	12.9	11.2	10.0	9.8	9.6	9.2	8.4	15.4	11.8	9.2	8.6
기타	18.8	19.9	14.7	13.7	13.7	13.3	12.2	11.5	19.4	16.3	12.5	11.3
반도체	13.8	15.6	11.7	12.5	11.8	10.8	9.4	8.6	15.2	13.2	10.0	8.2
신규사업	4.4	5.2	25.6	30.0	31.7	34.6	39.4	43.5	3.5	18.6	37.9	44.6
EMI 필름	2.1	1.1	1.9	2.1	2.3	2.8	3.1	3.4	2.3	1.8	2.9	4.4
디지털타이저 필름	0.2	0.6	19.6	21.9	18.7	17.6	18.9	20.1	0.0	12.6	18.9	18.4
2-Layer FCCL	1.5	2.3	3.7	5.7	10.5	13.9	17.1	19.8	0.0	3.6	15.8	21.7
기타	0.6	1.1	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	1.2	0.6	0.3	0.2
출하면적 (000 m ²)	4,678	4,794	5,980	5,583	5,761	6,455	7,152	7,783	15,435	21,033	27,151	34,502
ASP (천원/m ²)	8.6	8.5	10.2	10.8	10.6	10.8	10.9	11.4	9.2	9.6	11.0	11.1
영업이익	6.3	7.5	11.2	10.5	10.1	12.7	15.2	15.9	19.8	35.5	53.9	62.8
세전이익	6.4	7.3	10.2	10.4	10.0	12.0	13.9	16.3	14.9	34.4	52.2	59.5
당기순이익	5.2	5.4	8.2	8.5	8.0	9.6	11.1	13.0	12.5	27.2	41.8	47.6
영업이익률	15.8	18.3	18.5	17.4	16.5	18.2	19.5	17.8	13.9	17.6	18.1	16.3
순이익률	12.9	13.1	13.5	14.0	13.1	13.8	14.2	14.6	8.8	13.4	14.0	12.4
증감률(QoQ/YoY)												
매출액	8.8	2.2	48.8	-0.7	1.4	13.7	12.3	13.8	23.3	42.0	47.5	28.9
영업이익	55.3	18.2	50.5	-6.7	-3.5	25.5	19.9	4.1	44.9	79.5	51.8	16.4
세전이익	212.7	14.9	39.8	1.9	-3.9	20.1	15.0	17.4	30.0	131.3	51.7	14.0
당기순이익	128.9	4.1	52.9	3.2	-5.1	20.1	15.0	17.4	35.6	116.8	53.7	14.0

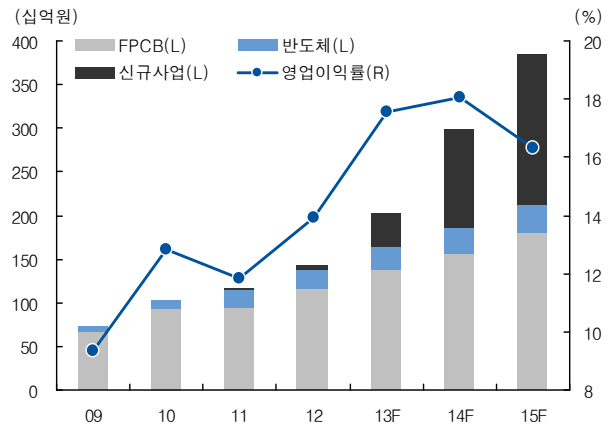
주: K-IFRS 별도 기준, 자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 이녹스 분기별 실적 추이 및 전망



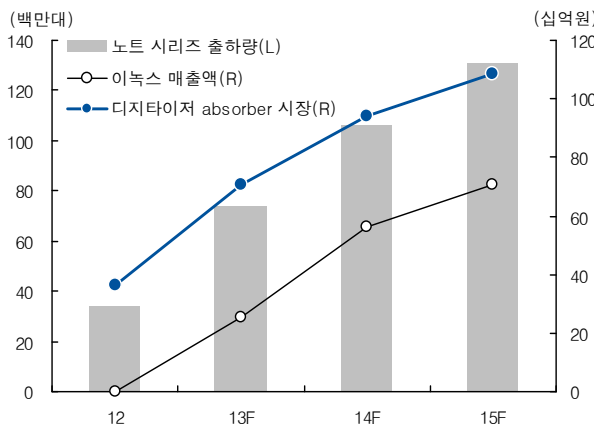
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 이녹스 연간 실적 추이 및 전망



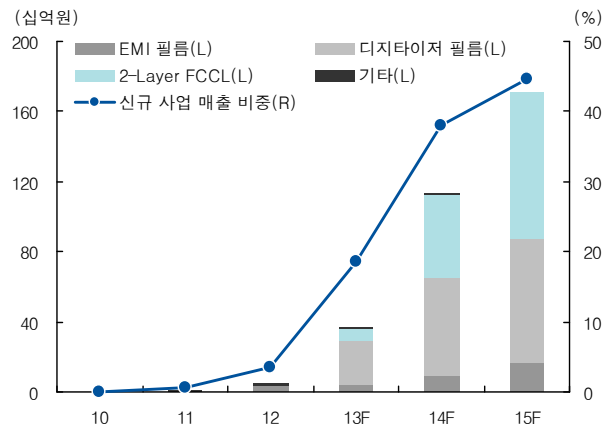
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 디지털라이저 absorber 필름 시장 추이 및 전망



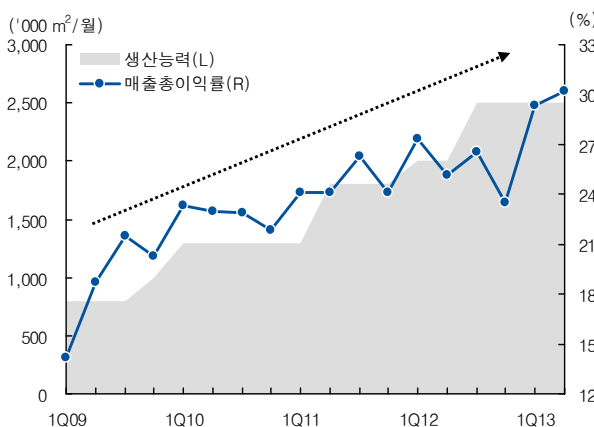
자료: 인터플렉스, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 이녹스 신규 사업 매출액 추이 및 전망



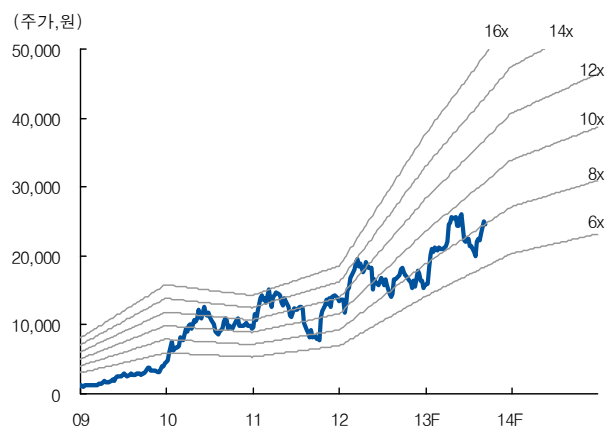
자료: 이녹스, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 이녹스 생산능력 및 매출총이익률 추이



자료: 이녹스, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 이녹스 12M FWD P/E band



자료: KDB대우증권 리서치센터

이녹스 (088390)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	142	202	298	384
매출원가	106	145	221	297
매출총이익	37	57	77	88
판매비와관리비	17	21	23	25
조정영업이익	20	36	54	63
영업이익	20	36	54	63
비영업손익	-5	-1	-2	-3
순금융비용	3	3	3	3
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	15	34	52	60
계속사업법인세비용	2	7	10	12
계속사업이익	13	27	42	48
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	13	27	42	48
지배주주	13	27	42	48
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	12	26	40	46
지배주주	12	26	40	46
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	27	45	64	73
FCF	2	-22	-1	17
EBITDA마진율 (%)	18.6	22.1	21.5	19.0
영업이익률 (%)	13.9	17.6	18.1	16.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.8	13.5	14.0	12.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	70	92	130	176
현금 및 현금성자산	17	8	6	24
매출채권 및 기타채권	28	46	67	83
재고자산	23	37	55	68
기타유동자산	1	1	2	2
비유동자산	78	105	120	131
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	74	102	118	131
무형자산	3	3	2	2
자산총계	147	197	250	307
유동부채	56	70	80	88
매입채무 및 기타채무	10	16	23	28
단기금융부채	43	47	47	47
기타유동부채	4	7	10	12
비유동부채	15	24	26	30
장기금융부채	12	19	19	19
기타비유동부채	0	0	0	2
부채총계	71	94	106	117
지배주주지분	76	103	144	190
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	33	34	34	34
이익잉여금	39	66	108	155
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	76	103	144	190

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	23	14	26	42
당기순이익	13	27	42	48
비현금수익비용가감	14	19	22	25
유형자산감가상각비	6	8	9	10
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-3	0	1	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-1	-27	-28	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-17	-22	-15
재고자산 감소(증가)	-2	-15	-18	-13
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	4	7	5
법인세납부	-2	-6	-10	-12
투자활동으로 인한 현금흐름	-21	-33	-24	-22
유형자산처분(취득)	-21	-35	-25	-23
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	1	0	0
기타투자활동	0	1	1	1
재무활동으로 인한 현금흐름	1	10	-3	-3
장단기금융부채의 증가(감소)	2	2	0	0
자본의 증가(감소)	2	2	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-3	-3	-3	-3
현금의증가	3	-10	-1	17
기초현금	14	17	8	6
기말현금	17	8	6	24

자료: 이녹스, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	13.6	10.4	7.2	6.3
P/CF (x)	8.9	7.8	5.8	5.2
P/B (x)	2.4	3.0	2.1	1.6
EV/EBITDA (x)	8.2	8.2	5.8	4.9
EPS (원)	1,161	2,356	3,392	3,867
CFPS (원)	2,139	3,143	4,210	4,696
BPS (원)	6,695	8,154	11,508	15,317
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 (%)	23.3	42.0	47.5	28.9
EBITDA증가율 (%)	46.2	68.3	43.4	14.1
영업이익증가율 (%)	44.9	79.4	51.8	16.4
EPS증가율 (%)	30.1	102.9	44.0	14.0
매출채권 회전율 (회)	5.3	5.5	5.3	5.1
재고자산 회전율 (회)	6.6	6.7	6.5	6.3
매입채무 회전율 (회)	26.5	23.1	22.2	21.5
ROA (%)	9.1	15.8	18.7	17.1
ROE (%)	18.1	30.3	33.8	28.5
ROIC (%)	15.4	19.9	22.8	22.0
부채비율 (%)	93.9	90.6	73.9	61.7
유동비율 (%)	123.2	132.1	162.9	201.2
순차입금/자기자본 (%)	48.4	56.8	41.8	22.5
영업이익/금융비용 (x)	5.9	12.0	15.8	18.4

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 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 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

