

이녹스첨단소재 (272290)

2022.1.4

4Q도 서프라이즈 전망, 성장성 대비 저평가

매수
(유지)목표가: 65,000원 ▲
상승여력: 42.4%

김철중 chuljoong.kim@miraeeasset.com

목표주가 65,000원으로 상향

목표주가 65,000원으로 상향(기존 55,000원, 무상증자 반영)

- 22년 예상 EPS에 Target P/E 15배 적용. Target 멀티플 유지
- 21년, 22년 예상 EPS +14% 상향 조정, OLED 비중 확대에 따른 수익성 상향 조정
- OLED 매출 비중 확대 지속되며, 기존 예상대비 4Q21 영업이익률 견조할 것으로 판단
- 22년 역시 1) LGD WOLED 물량 확대, 2) 중화권 Flexible OLED 물량 증가 본격화되며, 동사의 OLED 소재 매출 비중 61%까지 확대될 것으로 전망
- 특히 1) 현재 진행 중인 LGD WOLED의 삼성VD 향 중장기 공급 여부, 2) 동사의 Flexible OLED 소재 중화권 고객사 확보 여부에 따라 추가적인 증설도 필요한 상황

4Q21 Preview:
달라진 이익 체력

4Q21 매출액 1,340억원(+57% YoY), 영업이익 306억원(+153% YoY) 예상

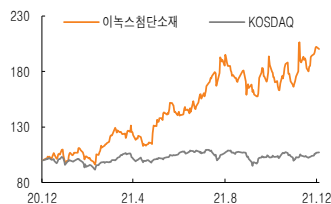
- 연말 비수기에도 불구하고, 영업이익률 23%로 전분기 대비 수익성 개선 예상
- 시장 예상 영업이익 270억원을 +13% 상회한 견조한 실적 기록할 것으로 전망
- 고수익성의 주된 원인은 OLED 매출 비중 상승 지속 때문, 4Q21 기준 OLED 매출 비중 62%를 상회할 것으로 전망

22년에도 이어지는
21년의 성장 스토리

21년 실적 성장 동력, 22년에도 여전히 유효

- 21년 전사 수익성 개선을 이끌었던 전방 산업, 22년에도 성장 지속
 - 1) WOLED: LGD WOLED 물량 확대(+25% YoY). 동사 23년 신규 라인 가동 시작
 - 2) Flexible OLED: 중화권 신규 고객사 확보 여부에 따른 추가 증설 필요
 - 3) 폴더블 수요 증가 지속: 삼성전자 폴더블 제품 21년 600만대 → 22년 1,100만대
- 22년 예상 P/E 10배 수준. 산업 및 동사 실적 성장성 대비 저평가 상황이라고 판단

Key data



현재주가(22/1/3, 원)	45,650	시가총액(십억원)	897
영업이익(21F, 십억원)	95	발행주식수(백만주)	20
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	91	유동주식비율(%)	67.8
EPS 성장률(21F, %)	211.0	외국인 보유비중(%)	21.4
P/E(21F, x)	11.5	베타(12M) 일간수익률	1.20
MKT P/E(21F, x)	10.4	52주 최저가(원)	21,975
KOSDAQ	1,037.83	52주 최고가(원)	47,100

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.1	42.4	100.2
상대주가	9.8	42.5	86.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액 (십억원)	293	349	336	479	541	631
영업이익 (십억원)	38	46	44	95	111	132
영업이익률 (%)	13.0	13.2	13.1	19.8	20.5	20.9
순이익 (십억원)	30	35	25	79	85	102
EPS (원)	1,559	1,767	1,290	4,012	4,315	5,179
ROE (%)	22.4	21.1	13.2	30.9	24.2	23.0
P/E (배)	11.4	14.7	17.7	11.5	10.6	8.8
P/B (배)	2.2	2.7	2.0	3.0	2.3	1.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

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

표 1. 이녹스첨단소재 Valuation Table

비고		
22년 예상 EPS (원)	4,315	21년, 22년 예상 EPS +14% 상향 조정
Target P/E (x)	15	기존 적용 Target P/E 15배 유지
목표주가 (원)	65,000	
현재주가 (원)	45,650	
상승여력 (%)	42.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

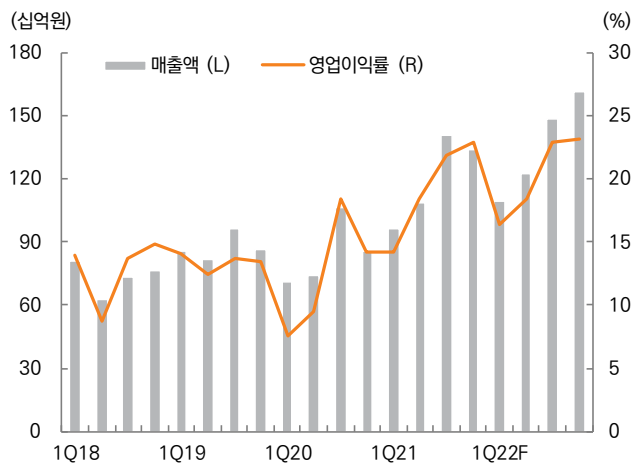
표 2. 이녹스첨단소재 분기 실적 추정

(십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	20	21F	22F
매출액	96.0	108.4	140.7	134.0	109.4	122.5	148.2	161.3	336.3	479.2	541.4
FPCB	16.6	16.1	16.5	15.0	15.4	15.8	16.6	14.6	80.2	64.2	62.4
Semiconductor	9.3	9.6	10.7	11.0	11.5	12.0	12.6	13.2	33.8	40.6	49.3
SmartFlex	16.0	22.3	29.9	24.3	19.0	23.8	30.1	25.1	65.6	92.5	98.0
OLED	54.2	60.3	83.6	83.8	63.5	70.8	88.9	108.4	156.6	282.0	331.6
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	17.3	14.9	11.7	11.2	14.1	12.9	11.2	9.1	23.9	13.4	11.5
Semiconductor	9.6	8.9	7.6	8.2	10.5	9.8	8.5	8.2	10.1	8.5	9.1
SmartFlex	16.6	20.6	21.2	18.1	17.4	19.5	20.3	15.6	19.5	19.3	18.1
OLED	56.4	55.7	59.4	62.5	58.0	57.8	60.0	67.2	46.6	58.8	61.2
영업이익	13.6	20.0	30.8	30.6	17.9	22.5	33.8	37.2	43.9	95.0	111.4
영업이익률	14.2	18.4	21.9	22.8	16.4	18.3	22.8	23.1	13.1	19.8	20.6
증감률(QoQ/YoY)											
매출액	12.4	12.9	29.8	-4.8	-18.4	12.0	21.0	8.8	-3.8	42.5	13.0
FPCB	-3.1	-2.8	2.5	-9.6	2.8	3.1	5.0	-12.2	-10.3	-20.0	-2.7
Semiconductor	26.4	4.0	11.0	3.0	4.5	4.5	5.0	4.5	5.1	19.9	21.5
SmartFlex	6.9	39.7	33.9	-18.8	-21.6	25.3	26.2	-16.6	-19.7	40.9	6.0
OLED	17.7	11.4	38.6	0.2	-24.3	11.6	25.6	22.0	7.1	80.0	17.6
영업이익	12.4	46.8	54.2	-0.5	-41.4	25.3	50.6	9.9	-6.1	116.3	17.4

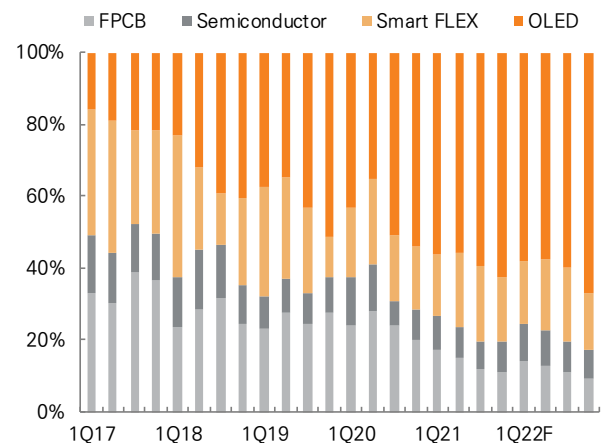
자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 이녹스첨단소재 분기 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. OLED 매출 비중 추이. OLED 매출 및 이익 비중 상승 지속



자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

이녹스첨단소재 (272290)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	336	479	541	631
매출원가	255	338	377	438
매출총이익	81	141	164	193
판매비와관리비	37	47	53	60
조정영업이익	44	95	111	132
영업이익	44	95	111	132
비영업손익	-12	3	-4	-3
금융손익	-1	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	32	98	107	129
계속사업법인세비용	7	20	23	27
계속사업이익	25	79	85	102
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	25	79	85	102
지배주주	25	79	85	102
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	25	79	85	102
지배주주	25	79	85	102
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	61	113	131	152
FCF	15	43	64	110
EBITDA 마진율 (%)	18.2	23.6	24.2	24.1
영업이익률 (%)	13.1	19.8	20.5	20.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.4	16.5	15.7	16.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	165	314	413	542
현금 및 현금성자산	56	141	205	315
매출채권 및 기타채권	56	100	120	132
재고자산	36	55	66	73
기타유동자산	17	18	22	22
비유동자산	153	155	155	136
관계기업투자등	0	0	0	1
유형자산	140	137	138	118
무형자산	2	2	1	1
자산총계	319	469	568	678
유동부채	85	129	141	148
매입채무 및 기타채무	25	36	44	48
단기금융부채	48	72	73	73
기타유동부채	12	21	24	27
비유동부채	31	33	35	37
장기금융부채	24	22	22	22
기타비유동부채	7	11	13	15
부채총계	116	162	176	184
지배주주지분	202	307	392	494
자본금	5	10	10	10
자본잉여금	104	108	108	108
이익잉여금	107	185	270	371
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	202	307	392	494

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동으로 인한 현금흐름	33	58	84	110
당기순이익	25	79	85	102
비현금수익비용가감	35	44	43	47
유형자산감가상각비	16	17	20	20
무형자산상각비	1	1	0	0
기타	18	26	23	27
영업활동으로인한자산및부채의변동	-14	-50	-20	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-10	-42	-20	-12
재고자산 감소(증가)	0	-19	-11	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	7	5	3
법인세납부	-12	-14	-23	-27
투자활동으로 인한 현금흐름	13	-18	-20	0
유형자산처분(취득)	-17	-14	-20	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	27	0	0	0
기타투자활동	3	-4	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-41	43	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-35	23	0	0
자본의 증가(감소)	0	9	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-6	11	0	0
현금의 증가	4	84	65	110
기초현금	53	56	141	205
기말현금	56	141	205	315

예상 주당가치 및 valuation (요약)

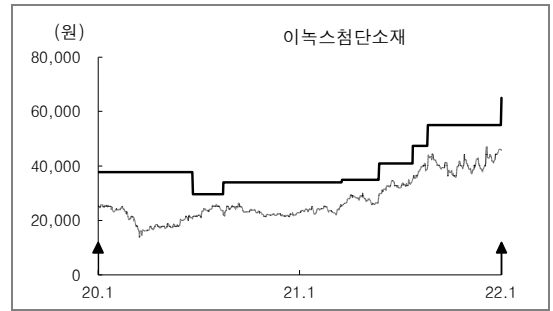
	2020	2021F	2022F	2023F
P/E (x)	17.7	11.5	10.6	8.8
P/CF (x)	7.4	7.4	7.0	6.0
P/B (x)	2.0	3.0	2.3	1.8
EV/EBITDA (x)	7.4	7.6	5.9	4.4
EPS (원)	1,290	4,012	4,315	5,179
CFPS (원)	3,096	6,242	6,489	7,548
BPS (원)	11,183	15,637	19,951	25,130
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-3.7	42.6	12.9	16.6
EBITDA증가율 (%)	-1.6	85.2	15.9	16.0
조정영업이익증가율 (%)	-4.3	115.9	16.8	18.9
EPS증가율 (%)	-27.0	211.0	7.6	20.0
매출채권 회전율 (회)	6.6	6.2	5.0	5.0
재고자산 회전율 (회)	9.2	10.5	9.0	9.1
매입채무 회전율 (회)	17.4	17.6	15.2	15.4
ROA (%)	7.7	20.0	16.3	16.3
ROE (%)	13.2	30.9	24.2	23.0
ROIC (%)	16.9	32.5	33.0	38.1
부채비율 (%)	57.4	52.8	45.0	37.4
유동비율 (%)	193.8	243.5	293.0	366.9
순차입금/자기자본 (%)	7.6	-16.9	-29.7	-45.7
조정영업이익/금융비용 (x)	16.4	52.8	93.6	110.8

자료: 이녹스첨단소재, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
이녹스첨단소재 (272290)				
2022.01.03	매수	65,000	-	-
2021.08.23	매수	55,000	-25.69	-14.36
2021.07.27	매수	47,500	-19.73	-13.79
2021.05.27	매수	41,000	-20.22	-14.63
2021.03.21	매수	35,000	-21.15	-14.29
2020.08.18	매수	34,051	-31.48	-22.43
2020.06.24	매수	29,673	-20.46	-12.95
2019.10.28	매수	37,820	-42.79	-24.62

* 과리율 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
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
80.69%	11.03%	6.90%	1.38%

* 2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.