

## 이녹스첨단소재 (272290.KQ)

## 사업구조 혁신 및 미래 성장동력 확보

전방산업 수요가 양호한 가운데 동사는 사업구조 변화와 비용 절감으로 시장 기대치 크게 상회하는 호실적 달성할 전망. 이를 반영해 목표주가 상향. 중장기적으로는 소재 및 고객사 다변화로 실적 증가세 이어질 것

Analyst 이규하  
02)768-7248, kyuha.lee@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

## 체질 개선 및 중장기 성장성 고려해 목표주가 상향

전방산업 수요 개선 및 고부가가치 제품으로 사업구조 변화, 전반적인 비용 감소에 따른 이익 개선세를 고려해 동사 목표주가를 기존 42,000원에서 54,000원으로 상향하고 투자 의견 Buy 유지. 목표 PER 16배는 그대로 유지하고 목표주가 기준 연도를 기존 2024년에서 2025년으로 변경

고객사 플래그십 스마트폰 판매량 확대, OLED TV 출하량 증가 등 전방산업 수요 개선세. 또한 FPCB 사업 철수 등 고부가가치 제품으로 사업 구조 변화, 품질 개선 및 자동화에 힘입어 이익률이 크게 개선되고 있는 상황. 이를 고려해 2024년 영업이익 전망치를 863억원(104.8% y-y)으로 기존 추정 대비 27.9% 상향

또한 향후 국내 및 중화권 업체들의 OLED 디스플레이 소재 매출 확대, 국내 완성차업체형 열폭주 방지필름, 반도체 소재 고객사 다변화 등 추가 성장동력도 갖추고 있다는 점 긍정적. 수산화리튬 가공 사업도 시장의 우려와는 달리 낮은 가격에서도 적자 폭이 제한적일 것으로 전망

## 실적 서프라이즈, 24년 PER 12배로 저평가 국면

2분기 영업이익은 268억원(+33% y-y)을 예상하며 당사 추정치 및 컨센서스 대폭 상회할 것. 3분기에도 사업구조 개편 및 전방수요 개선으로 시장 기대치 상회하는 276억원(+77.6% y-y)을 기록할 전망

동사 현재 주가는 2024년 주당순이익 기준 PER 12배로 여전히 역사적 밸류에이션 밴드 하단 수준. 실적 개선과 고객 및 제품 다변화 등이 가시화되는 경우 주가 재평가 가능성 높다고 판단

## 이녹스첨단소재 2분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E					3Q24F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	120.4	101.9	83.6	102.2	114.0	-5.3	11.5	118.7	121.3	123.8
영업이익	20.1	15.5	2.1	15.8	26.8	33.0	70.0	19.4	21.1	27.6
영업이익률	16.7	15.2	2.5	15.4	23.5			16.4	17.4	22.3
세전이익	19.9	18.4	-2.5	19.7	28.5	43.0	44.4	21.1	21.2	28.1
(지배)순이익	14.8	14.9	-3.8	14.9	22.5	52.0	50.8	17.1	16.6	22.2

자료: 이녹스첨단소재, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가 54,000원 (상향)

현재가 (24/07/02) 39,250원

업종 일반전기전자

KOSPI / KOSDAQ 2780.9 / 829.9

시가총액(보통주) 792.9십억원

발행주식수(보통주) 20.2백만주

52주 최고가('23/07/20) 48,250원

최저가('23/10/31) 26,650원

평균거래대금(60일) 10,455백만원

배당수익률(2024E) 0.63%

외국인지분율 18.8%

주요주주

이녹스 외 3 인 30.8%

국민연금공단 6.1%

추가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%) 33.9 23.4 2.1

상대수익률 (%p) 44.2 26.3 4.6

2023 2024E 2025F 2026F

매출액 387.0 450.7 503.2 910.0

증감률 -20.9 16.5 11.6 80.8

영업이익 42.2 86.3 96.6 121.5

증감률 -56.6 104.8 12.0 25.7

영업이익률 10.9 19.2 19.2 13.4

(지배지분)순이익 32.8 68.5 72.6 92.3

EPS 1,624 3,390 3,596 4,568

증감률 -61.9 108.7 6.1 27.0

PER 19.7 11.7 11.0 8.6

PBR 1.6 1.7 1.5 1.3

EV/EBITDA 9.9 7.4 6.3 5.1

ROE 8.3 15.6 14.4 15.9

부채비율 40.8 36.4 32.0 30.2

순차입금 -15.1 2.3 -59.2 -62.3

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### Summary

이녹스첨단소재는 OLED 디스플레이 소재를 생산하는 INNOLED, FPCB 소재를 생산하는 INNOFLEX, 반도체 패키징 소재를 생산하는 INNOSEM으로 구성된 3개 사업부문 영위. 부문별 제품으로는 INNOLED의 OLED 소자 손상 방지용 봉지재, INNOFLEX의 FPCB 적층면 접착 Sheet, INNOSEM의 Wafer 분할 시 지지용으로 점착하는 UV-Dicing Tape 등이 있음. 중장기적으로 OLED 디스플레이 시장 확대의 수혜를 입을 수 있을 것으로 예상됨

#### Share price drivers/Earnings Momentum

- 폴더블 스마트폰 출하량의 본격적 증가에 따른 중소형 OLED 패널 사이즈 및 출하량의 지속적인 확대
- 국산화 수혜로 중소형 OLED 공정소재 점유율 확대

#### Downside Risk

- 수요 둔화로 OLED 패널 출하량 증가세 둔화
- 고객사 재고조정 가능성

#### Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2024E	2025F	2024E	2025F	2024E	2025F
Universal Display	43.1	37.0	6.1	5.5	14.2	14.7
Nitto Denko	15.6	14.4	1.7	1.6	10.9	10.9
O-Film	82.2	51.2	6.2	5.9	7.6	11.6
덕산네오룩스	22.6	18.3	2.5	2.2	11.0	11.9
PI 첨단소재	23.4	18.7	2.3	2.1	9.9	11.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

#### Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2022	2023	2024E	2025F	2026F
PER	7.1	19.7	11.7	11.0	8.6
PBR	1.6	1.6	1.7	1.5	1.3
PSR	1.2	1.7	1.8	1.6	0.9
ROE	24.8	8.3	15.6	14.4	15.9
ROIC	32.1	10.9	18.9	18.8	21.2

자료: NH투자증권 리서치본부

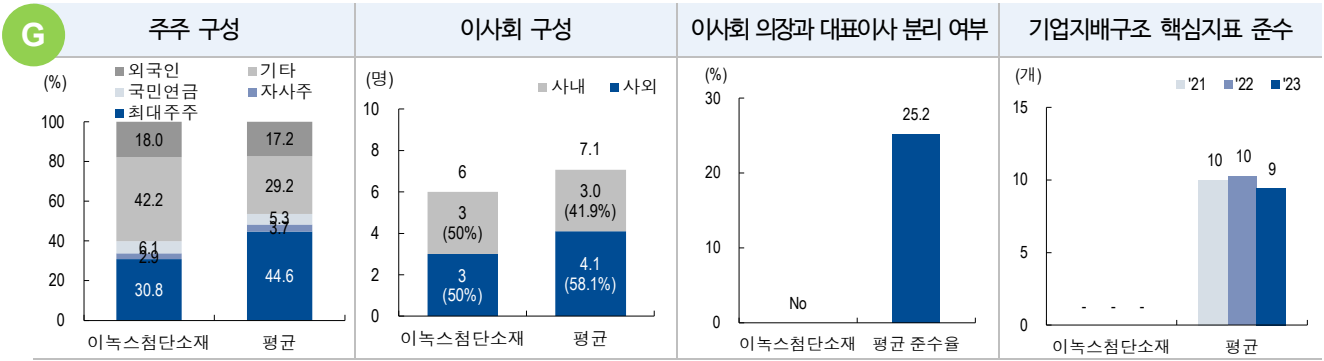
#### Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

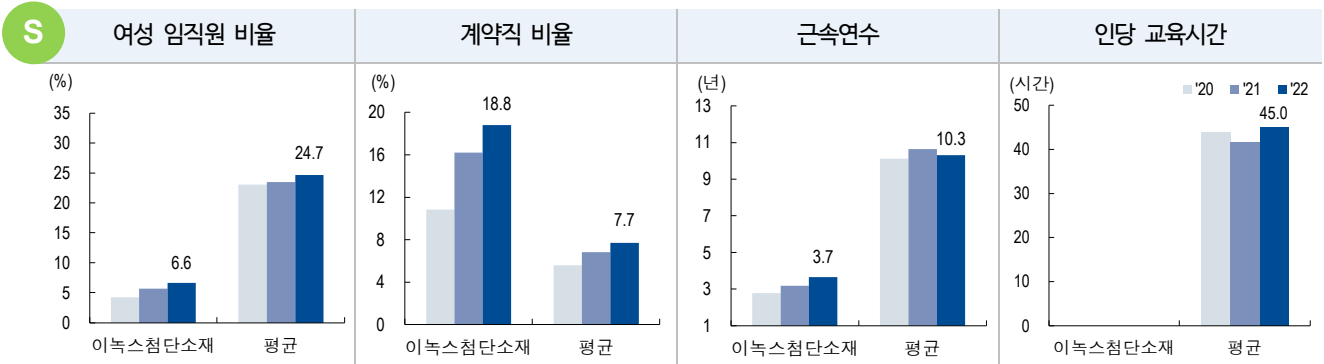
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	-	-	193	293	349	336	487	489	387
영업이익	-	-	22	38	46	44	97	97	42
영업이익률(%)	-	-	11.5	13.1	13.3	13.0	19.8	19.8	10.9
세전이익	-	-	21	38	45	32	100	102	44
순이익	-	-	17	30	35	25	80	85	33
지배지분순이익	-	-	17	30	35	25	80	85	33
EBITDA	-	-	28	49	62	61	115	118	64
CAPEX	-	-	11	42	19	17	19	41	141
Free Cash Flow	-	-	11	10	26	15	42	52	-53
EPS(원)	-	-	3,046	3,118	3,533	2,580	4,091	4,263	1,624
BPS(원)	-	-	12,893	15,006	18,479	20,712	15,712	18,895	20,098
DPS(원)	-	-	0	0	0	0	350	450	250
순차입금	-	-	29	31	22	11	-49	-79	-15
ROE(%)	-	-	13.8	22.4	21.1	13.2	31.4	24.8	8.3
ROIC(%)	-	-	N/A	19.8	18.8	16.5	33.2	32.1	10.9
배당성향(%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	8.6	10.3	15.0
배당수익률(%)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.8	1.5	0.8
순차입금 비율(%)	-	-	23.5	20.9	12.0	5.4	-15.7	-20.7	-3.7

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

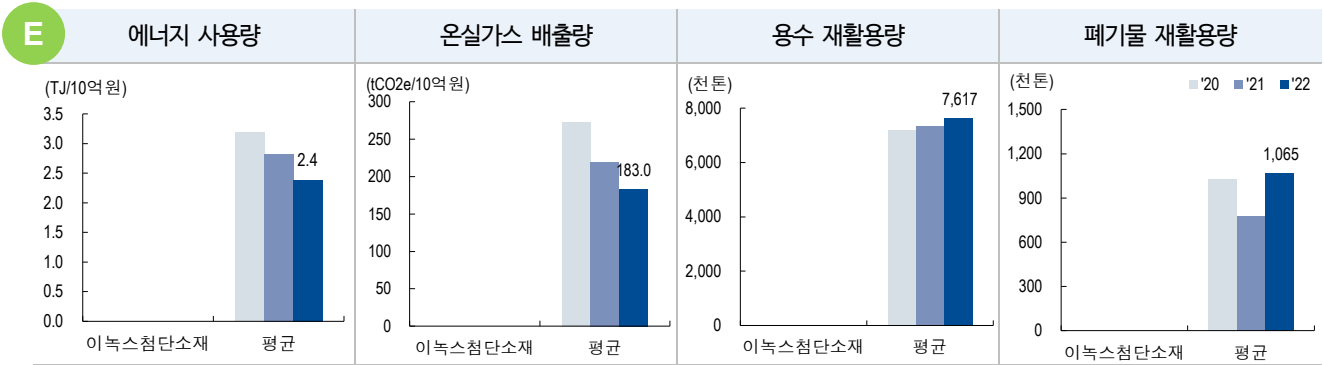
ESG Index & Event



주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 이녹스첨단소재, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 124개사 대상  
 자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

ESG Event		
E	2006.5	- ISO 14001(환경경영시스템) 인증 획득
S	2018.11	- 산업통상자원부 주관 2018 세계일류상품 선정 (OLED용 봉지재 필름)
	2018.9	- 교육부 주관 인적자원개발 우수기관(Best HRD) 인증 획득
G	2017.1	- 이녹스가 지주회사 이녹스와 사업회사 이녹스첨단소재로 인적분할

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부

		2023	2024E	2025F	2026F
매출액	- 수정 후	387.0	450.7	503.2	910.0
	- 수정 전	-	476.6	666.0	1,133.6
	- 변동률	-	-5.4	-24.4	-19.7
영업이익	- 수정 후	42.2	86.3	96.6	121.5
	- 수정 전	-	67.5	83.7	110.2
	- 변동률	-	27.9	15.5	10.3
영업이익률(수정 후)		10.9	19.2	19.2	13.4
EBITDA		63.6	107.4	117.8	143.2
(지배지분)순이익		32.8	68.5	72.6	92.3
EPS	- 수정 후	1,624	3,390	3,596	4,568
	- 수정 전	-	2,721	3,048	4,048
	- 변동률	-	24.6	18.0	12.8
PER		19.7	11.7	11.0	8.6
PBR		1.6	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA		9.9	7.4	6.3	5.1
ROE		8.3	15.6	14.4	15.9

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

항 목	비 고	
Target PER	글로벌 Peer 평균 30% 할인 (Peer: 덕산네오룩스, UDC, Nitto Denko)	16
EPS	Expectation 2025	3,596
Fair Value Per Share	Target PER * EPS	54,000

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 이녹스첨단소재 부문별 분기 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24F	4Q24F
<b>매출액</b>	<b>81.1</b>	<b>120.4</b>	<b>101.9</b>	<b>83.6</b>	<b>102.2</b>	<b>114.0</b>	<b>123.8</b>	<b>110.8</b>
SMARTFLEX	27.9	42.1	40.9	31.5	34.6	26.4	36.1	34.0
INNOSEM	7.7	11.0	10.0	8.3	9.6	10.6	11.1	11.6
INNOLED	45.5	67.3	51.0	43.8	58.0	77.0	76.6	65.1
<b>영업이익</b>	<b>4.4</b>	<b>20.1</b>	<b>15.5</b>	<b>2.1</b>	<b>15.8</b>	<b>26.8</b>	<b>27.6</b>	<b>16.2</b>
영업이익률(%)	5.5	16.7	15.2	2.5	15.4	23.5	22.3	14.6
<b>세전이익</b>	<b>8.3</b>	<b>19.9</b>	<b>18.4</b>	<b>-2.5</b>	<b>19.7</b>	<b>28.5</b>	<b>28.1</b>	<b>11.2</b>
<b>지배지분순이익</b>	<b>6.9</b>	<b>14.8</b>	<b>14.9</b>	<b>-3.8</b>	<b>14.9</b>	<b>22.5</b>	<b>22.2</b>	<b>8.9</b>

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 이녹스첨단소재 부문별 연간 실적 전망 (단위: 십억원, %)

	2023	2024E	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>387.0</b>	<b>450.7</b>	<b>503.2</b>	<b>910.0</b>
SMARTFLEX	142.4	131.1	138.0	143.3
INNOSEM	37.0	42.9	45.0	47.3
INNOLED	207.6	276.7	293.1	315.7
INNOX Lithium			27.0	403.7
<b>영업이익</b>	<b>42.2</b>	<b>86.3</b>	<b>96.6</b>	<b>121.5</b>
영업이익률(%)	10.9	19.2	19.2	13.3
<b>세전이익</b>	<b>44.1</b>	<b>87.5</b>	<b>92.7</b>	<b>117.8</b>
<b>지배지분순이익</b>	<b>32.8</b>	<b>68.5</b>	<b>72.6</b>	<b>92.2</b>

자료: 이녹스첨단소재, NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
매출액	387.0	450.7	503.2	910.0
증감률 (%)	-20.9	16.5	11.6	80.8
매출원가	283.6	293.1	312.0	614.1
매출총이익	103.4	157.7	191.2	295.9
Gross 마진 (%)	26.7	35.0	38.0	32.5
판매비와 일반관리비	61.3	71.3	94.6	174.4
영업이익	42.2	86.3	96.6	121.5
증감률 (%)	-56.6	104.8	12.0	25.7
OP 마진 (%)	10.9	19.2	19.2	13.4
EBITDA	63.6	107.4	117.8	143.2
영업외손익	2.0	1.2	-3.8	-3.6
금융수익(비용)	4.7	1.4	1.2	3.4
기타영업외손익	-2.7	-0.2	-5.0	-7.0
종속, 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	44.1	87.5	92.8	117.9
법인세비용	11.4	19.0	20.2	25.6
계속사업이익	32.8	68.5	72.6	92.3
당기순이익	32.8	68.5	72.6	92.3
증감률 (%)	-61.6	109.0	6.1	27.0
Net 마진 (%)	8.5	15.2	14.4	10.1
지배주주지분 순이익	32.8	68.5	72.6	92.3
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익	-1.5	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	31.3	68.5	72.6	92.3

Valuations/profitability/stability				
	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
PER(X)	19.7	11.7	11.0	8.6
PBR(X)	1.6	1.7	1.5	1.3
PCR(X)	9.5	7.4	7.0	5.8
PSR(X)	1.7	1.8	1.6	0.9
EV/EBITDA(X)	9.9	7.4	6.3	5.1
EV/EBIT(X)	15.0	9.3	7.6	6.1
EPS(W)	1,624	3,390	3,596	4,568
BPS(W)	20,098	23,245	26,598	30,923
SPS(W)	19,181	22,312	24,908	45,046
자기자본이익률(ROE, %)	8.3	15.6	14.4	15.9
총자산이익률(ROA, %)	6.3	11.3	10.8	12.1
투자자본이익률(ROIC, %)	10.9	18.9	18.8	21.2
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.6	0.6
배당성장률(%)	15.0	7.2	6.7	5.3
총현금배당금(십억원)	5	5	5	5
보통주 주당배당금(W)	250	250	250	250
순부채(현금)/자기자본(%)	-3.7	0.5	-11.0	-10.0
총부채/자기자본(%)	40.8	36.4	32.0	30.2
이자발생부채	122	118	115	112
유동비율(%)	241.2	227.5	277.1	313.3
총발행주식수(mn)	20	20	20	20
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	32,000	39,500	39,500	39,500
시가총액(십억원)	646	798	798	798

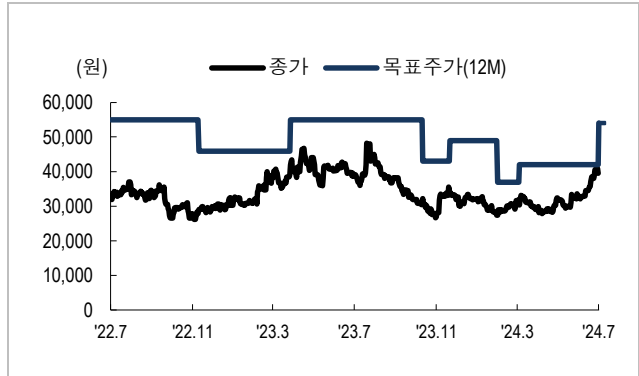
Statement of financial position				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
현금및현금성자산	134.0	113.2	171.4	171.4
매출채권	69.8	75.1	83.9	151.7
유동자산	263.4	262.9	324.8	419.2
유형자산	279.0	353.4	364.0	374.6
투자자산	13.0	10.3	8.1	8.5
비유동자산	308.4	377.8	384.6	394.3
자산총계	571.8	640.7	709.4	813.5
단기성부채	69.9	66.3	62.8	59.8
매입채무	10.8	18.0	20.1	36.4
유동부채	109.2	115.5	117.2	133.8
장기성부채	52.2	52.1	52.1	52.1
장기충당부채	0.7	0.5	0.4	0.4
비유동부채	56.6	55.6	54.9	55.0
부채총계	165.8	171.1	172.1	188.8
자본금	10.1	10.1	10.1	10.1
자본잉여금	121.8	121.8	121.8	121.8
이익잉여금	290.3	353.9	421.6	509.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	406.0	469.6	537.3	624.7

Cash flow statement				
(십억원)	2023/12A	2024/12E	2025/12F	2026/12F
영업활동 현금흐름	88.2	78.3	94.5	39.4
당기순이익	32.8	68.5	72.6	92.3
+ 유/무형자산상각비	21.4	21.1	21.1	21.7
+ 종속, 관계기업관련손익	0.1	0.0	0.0	0.0
+ 외화환산손실(이익)	1.4	0.0	0.0	0.0
Gross Cash Flow	67.7	108.4	113.8	138.2
- 운전자본의증가(감소)	33.3	-11.3	0.7	-74.6
투자활동 현금흐름	-145.6	-26.8	-27.9	-31.4
+ 유형자산 감소	0.3	0.0	0.0	0.0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-140.8	-30.0	-30.0	-31.0
+ 투자자산의매각(취득)	-5.1	2.7	2.1	-0.4
Free Cash Flow	-52.6	48.3	64.5	8.4
Net Cash Flow	-57.5	51.6	66.6	8.0
재무활동 현금흐름	78.2	-8.6	-8.3	-8.0
자기자본 증가	2.5	0.0	0.0	0.0
부채증감	75.7	-8.6	-8.3	-8.0
현금의증가	20.4	-20.8	58.3	0.0
기말현금 및 현금성자산	134.0	113.2	171.4	171.4
기말 순부채(순현금)	-15.1	2.3	-59.2	-62.3

투자 의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자 의견	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2024.07.03	Buy	54,000원(12개월)	-	-
2024.03.06	Buy	42,000원(12개월)	-24.0%	-2.5%
2024.02.02	Buy	37,000원(12개월)	-19.4%	-14.1%
2023.11.23	Buy	49,000원(12개월)	-36.5%	-30.9%
2023.10.13	Buy	43,000원(12개월)	-28.8%	-17.3%
2023.03.29	Buy	55,000원(12개월)	-28.2%	-12.3%
2022.11.12	Buy	46,000원(12개월)	-28.4%	-11.4%
2022.08.26	Buy	55,000원(12개월)	-44.6%	-34.2%
2022.04.28	Buy	78,000원(12개월)	-50.7%	-36.5%

이녹스첨단소재 (272290.KQ)



종목 투자등급 (Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급 (Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy: 15% 초과
  - Hold: -15% ~ 15%
  - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2024년 6월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
85.9%	14.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '이녹스첨단소재'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.