

이녹스첨단소재 (272290/KQ)

밸류에이션 최저점, 여전히 유효한 기대감

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 34,000 원(유지)

현재주가: 23,200 원

상승여력: 46.6%



Analyst
권민규

mk.kwon@sks.co.kr
02-3773-8578



Analyst
박형우

hyungwoo@sks.co.kr
02-3773-9035

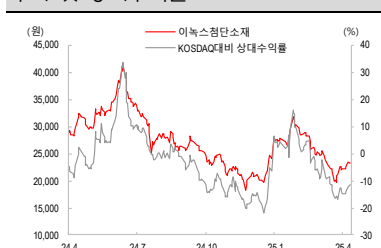
Company Data

발행주식수	2,023 만주
시가총액	469 십억원
주요주주	
이녹스(외4)	32.59%
국민연금공단	6.04%

Stock Data

주가(25/04/28)	23,200 원
KOSDAQ	719.41pt
52주 최고가	40,950 원
52주 최저가	18,240 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



1Q25 Review: 전방 불확실성에도 다변화된 고객 포트폴리오로 성장

1Q25 매출액 1,131 억원(YoY +11%, 이하), OP 264 억원(OPM 23%, +67%)을 기록, 컨센서스 매출액 1,092 억원, OP 271 억원에 부합했다. YoY 실적 상회 요인은 ①WOLED 봉지재 소재 변경에 따른 높은 점유율 유지, ②QD-OLED 모니터 출하 확대에 따른 AR(반사방지)필름 매출 확대, ③ 고환율 효과이다. OLED (INNOLED)의 성장이 돋보였으나, 반도체(INNOSEM), FPCB(SMARTFLEX)실적은 다소 아쉬웠다. INNOSEM의 경우 고객사의 레거시 가동률이 소폭 하락했고, SMARTFLEX의 경우 전략고객사의 신규 폴더블 모델에서 디지털라이저 제외 및 4Q24 조기 양산 영향으로 하락했다.

상반기 실적 강력, '26년 신사업 기대감

2Q25 매출액 1,170 억원(YoY +1%, 이하), OP 280 억원(OPM 24%, +1%)을 전망한다. ①WOELD 패널 출하량 확대 및 봉지재 필름에서 높은 점유율 지속이 예상된다. ②QD-OLED 패널도 모니터 출하량 확대에 따른 매출 성장을 전망한다. ③2 분기부터 주요고객사의 폴더블 패널 양산이 시작된다. ④통상적으로 5 월말~6 월부터 북미 고객사향 신모델 필름 납품이 시작된다. 상반기까지 호실적 지속이 예상된다.

26년 신사업 기대감도 존재한다.

① **북미 고객사 폴더블용 제품**: 2Q 중 공급사 밸류체인이 확정될 것으로 보인다. 이녹스첨단소재는 기존에도 국내 고객사향으로 폴더블용 필름을 납품해왔다. 레퍼런스도 충분한 상태다. 높은 점유율을 기대한다.

② **열폭주 방지필름**: 총 4 가지 아이템을 준비 중이다(면화패드, 덮게패드 등). 하반기 테스트 진행 이후 '26년부터 본격적인 매출이 발생할 것으로 전망된다.

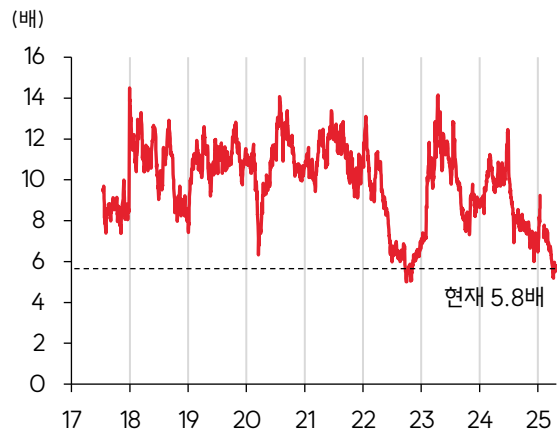
투자의견 매수, 목표주가 34,000 원 유지

최근 관세 우려에 따른 테크 업종 전반의 주가 하락 영향으로 현재 주가는 25FEPS 기준 5.9 배까지 하락했다. 밸류에이션 최저점 부근이다. 2 분기에는 호실적과 북미 고객사향 폴더블 밸류체인 확정, 신사업 테스트 기대감 등 주가를 견인할 요소가 존재한다. 모멘텀 돌입 전 현재 주가는 매력적이라 판단, 매수 의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	십억원	487	489	387	423	440	521
영업이익	십억원	97	97	42	87	104	95
순이익(지배주주)	십억원	80	85	33	71	80	73
EPS	원	4,080	4,241	1,622	3,496	3,967	3,616
PER	배	11.3	7.1	19.7	5.7	5.8	6.4
PBR	배	2.9	1.5	1.5	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	7.5	4.5	9.9	4.7	4.9	4.8
ROE	%	31.4	24.8	8.3	16.3	16.1	12.8

이녹스첨단소재 PER(Fwd. 12M) 추이



자료: QuantilWise, SK 증권

이녹스첨단소재 PBR(Fwd. 12M) 추이



자료: QuantilWise, SK 증권

이녹스첨단소재 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	1,022	1,157	1,007	1,042	1,131	1,170	1,035	1,059	4,229	4,396	5,210
INNOSEM	96	104	85	83	74	96	93	92	369	355	373
SMARTFLEX	348	432	286	366	318	270	249	307	1,432	1,145	1,247
INNOLED	578	621	636	593	739	804	692	660	2,428	2,896	2,875
QoQ											
매출액	22%	13%	-13%	3%	9%	3%	-12%	2%			
INNOSEM	16%	8%	-18%	-2%	-11%	29%	-2%	-2%			
SMARTFLEX	0%	24%	-34%	28%	-13%	-15%	-8%	23%			
INNOLED	42%	8%	2%	-7%	25%	9%	-14%	-5%			
YoY											
매출액	26%	-4%	-1%	25%	11%	1%	3%	2%	9%	4%	19%
INNOSEM	24%	-5%	-15%	1%	-23%	-8%	10%	10%	0%	-4%	5%
SMARTFLEX	25%	-8%	-21%	6%	-9%	-38%	-13%	-16%	-2%	-20%	9%
INNOLED	27%	-1%	14%	46%	28%	29%	9%	11%	19%	19%	-1%
영업이익	158	276	184	250	264	280	240	256	868	1,040	946
영업이익률	15%	24%	18%	24%	23%	24%	23%	24%	21%	24%	18%
QoQ	666%	75%	-33%	36%	5%	6%	-14%	6%			
YoY	256%	37%	19%	1115%	67%	1%	30%	2%	106%	20%	-9%

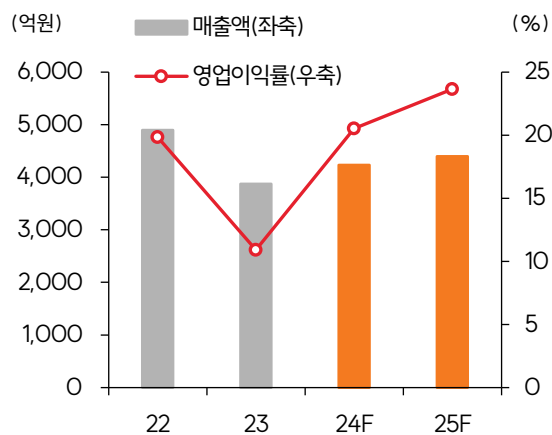
자료: SK 증권 추정

이녹스첨단소재 실적추정 변경표

구분	변경전		변경후		변경율 (%)	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	431	511	440	521	2.1	2.0
영업이익	94	103	104	95	10.6	(7.8)
순이익	75	76	80	73	6.7	(3.9)
OPM (%)	21.8	20.2	23.6	18.2	-	-
NPM	17.4	14.9	18.2	14.0	-	-

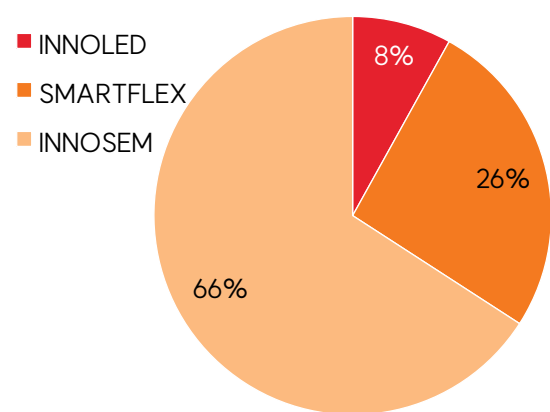
자료: SK 증권 추정

이녹스첨단소재 연간 실적 추이 및 전망



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 매출비중 (25F)



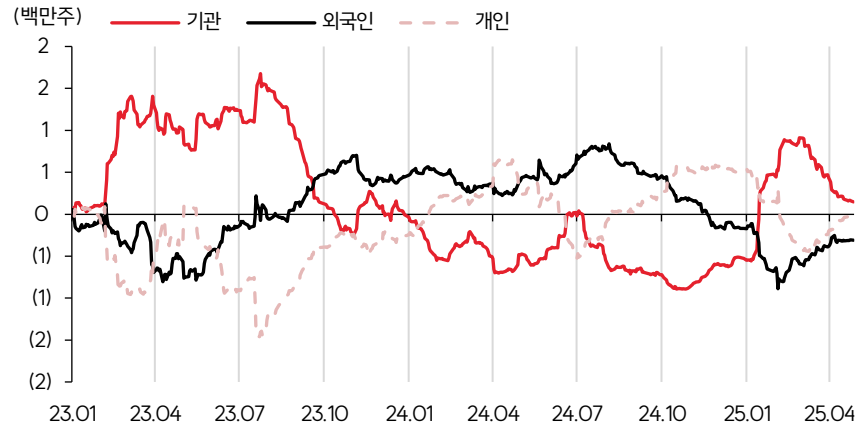
자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 사업부별 설명 요약

주요상표	사업 내용	주요 제품	최종 어플리케이션
INNOLED	디스플레이용 OLED 소재	대형 OLED 용 봉지재, 저반사필름 패턴드 필름, OCA 필름, 공정용 커버 필름	TV, 모니터 스마트폰, 폴더블
SMARTFLEX	회로(FPCB)용 소재	방열 시트 자성 시트(디지털타이저용) 전기차용 방열시트(열폭주 필름)	스마트폰, 태블릿, 노트북 스마트폰, 폴더블, 태블릿, 노트북 전기차, 하이브리드 자동차
INNOSEM	반도체 패키징용 소재	QFN, DAF, EMI Carrier 테이프	반도체 후공정(패키징)

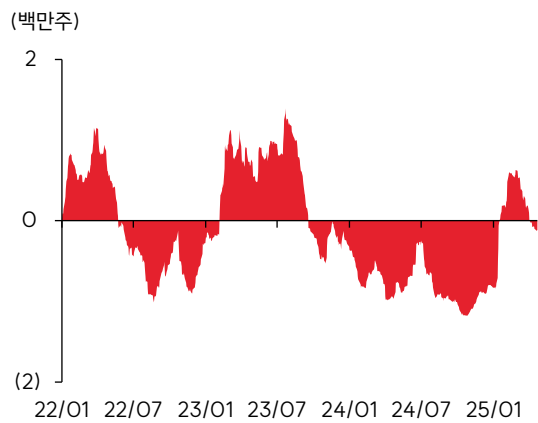
자료: SK 증권

이녹스첨단소재 투자자별 누적순매수 추이(2023~)



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 기관 누적순매수 추이(2022~)



자료: QuantiWise, SK 증권

이녹스첨단소재 외인비중 (2022~)



자료: QuantiWise, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	273	263	318	233	298
현금및현금성자산	114	134	187	97	137
매출채권 및 기타채권	66	75	76	73	86
재고자산	81	45	41	42	50
비유동자산	191	308	508	701	679
장기금융자산	10	14	16	17	17
유형자산	163	279	475	668	647
무형자산	6	5	4	3	2
자산총계	464	572	826	934	977
유동부채	79	109	162	178	175
단기금융부채	36	70	91	105	92
매입채무 및 기타채무	16	20	28	29	35
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	5	57	195	215	195
장기금융부채	3	52	193	213	193
장기매입채무 및 기타채무	2	4	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	84	166	357	393	370
지배주주지분	380	406	463	537	603
자본금	10	10	10	10	10
자본잉여금	119	122	131	131	131
기타자본구성요소	-18	-17	-37	-37	-37
자기주식	-20	-20	-39	-39	-39
이익잉여금	268	290	356	430	496
비지배주주지분	0	0	6	5	4
자본총계	380	406	469	541	607
부채와자본총계	464	572	826	934	977

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업활동현금흐름	92	88	107	116	90
당기순이익(손실)	85	33	70	80	72
비현금성항목등	48	36	45	62	58
유형자산감가상각비	19	20	19	38	36
무형자산상각비	1	2	2	1	1
기타	28	14	24	23	21
운전자본감소(증가)	-10	32	6	3	-13
매출채권및기타채권의감소(증가)	39	-11	4	3	-13
재고자산의감소(증가)	-26	36	5	-2	-8
매입채무및기타채무의증가(감소)	-17	5	5	1	5
기타	-62	-27	-26	-51	-47
법인세납부	-31	-14	-12	-22	-20
투자활동현금흐름	-43	-146	-199	-227	-10
금융자산의감소(증가)	-1	-4	2	0	0
유형자산의감소(증가)	-40	-140	-201	-231	-15
무형자산의감소(증가)	-0	-0	-0	0	0
기타	-2	-2	0	4	5
재무활동현금흐름	-44	78	144	27	-40
단기금융부채의증가(감소)	-46	-6	11	14	-14
장기금융부채의증가(감소)	19	88	145	20	-20
자본의증가(감소)	13	3	10	0	0
배당금지급	-7	-9	-5	-7	-7
기타	-23	2	-17	0	1
현금의 증가(감소)	5	20	53	-90	39
기초현금	109	114	134	187	97
기말현금	114	134	187	97	137
FCF	52	-52	-94	-115	75

자료 : 이독스첨단소재, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	489	387	423	440	521
매출원가	337	284	277	269	343
매출총이익	153	103	145	171	178
매출총이익률(%)	31.2	26.7	34.4	38.9	34.1
판매비와 관리비	56	61	59	67	83
영업이익	97	42	87	104	95
영업이익률(%)	19.8	10.9	20.5	23.7	18.2
비영업손익	5	2	5	-3	-2
순금융손익	1	3	1	-7	-7
외환관련손익	3	-0	6	5	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	102	44	92	101	92
세전계속사업이익률(%)	20.8	11.4	21.8	23.0	17.7
계속사업법인세	17	11	22	22	20
계속사업이익	85	33	70	80	72
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	85	33	70	80	72
순이익률(%)	17.4	8.5	16.6	18.1	13.9
지배주주	85	33	71	80	73
지배주주귀속 순이익률(%)	17.4	8.5	16.7	18.3	14.0
비지배주주	0	0	-1	-1	-1
총포괄이익	87	31	71	80	72
지배주주	87	31	72	80	73
비지배주주	0	0	-1	-1	-1
EBITDA	118	64	107	143	131

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2022	2023	2024	2025E	2026E
성장성 (%)					
매출액	0.4	-20.9	9.3	4.0	18.5
영업이익	0.4	-56.6	105.9	19.8	-9.0
세전계속사업이익	1.7	-56.7	109.0	9.8	-8.9
EBITDA	2.9	-46.1	68.7	33.7	-8.3
EPS	3.9	-61.8	115.5	13.5	-8.9
수익성 (%)					
ROA	18.7	6.3	10.0	9.0	7.6
ROE	24.8	8.3	16.3	16.1	12.8
EBITDA마진	24.1	16.4	25.4	32.6	25.2
안정성 (%)					
유동비율	346.7	241.2	196.2	131.1	170.3
부채비율	22.0	40.8	76.3	72.5	60.9
순차입금/자기자본	-21.0	-4.2	20.8	40.8	24.4
EBITDA/이자비용(배)	92.6	53.0	17.9	17.7	16.2
배당성향	10.3	15.0	9.3	8.4	9.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,241	1,622	3,496	3,967	3,616
BPS	19,870	21,070	24,842	28,484	31,767
CFPS	5,272	2,682	4,506	5,915	5,440
주당 현금배당금	450	250	350	350	350
Valuation지표 (배)					
PER	7.1	19.7	5.7	5.9	6.5
PBR	1.5	1.5	0.8	0.8	0.7
PCR	5.7	11.9	4.5	4.0	4.3
EV/EBITDA	4.5	9.9	4.7	4.9	4.8
배당수익률	1.5	0.8	1.7	1.5	1.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.02.06	매수	34,000원	6개월		
2024.12.11	매수	27,000원	6개월	-12.30%	4.07%



Compliance Notice

작성자(권민규)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 04월 29일 기준)

매수	97.50%	중립	2.50%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------