



한국IR협회의

기업리서치센터
Stock Research Center

KOSDAQ
반도체와반도체장비

기업분석 2022.08.29

케이엔더블유 (105330)

반도체와 2차전지 특수가스 공급사로 변신 중

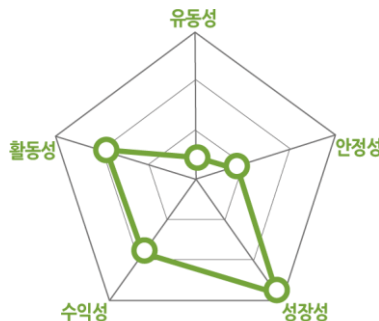
체크 포인트

- 케이엔더블유는 전자부품, 자동차, 그리고 반도체 및 2차전지 분야의 소재 제조 전문기업. 실적에 가장 큰 영향을 미치는 변수는 자회사 플루오린코리아의 반도체 공정용 특수가스(F2 가스, SF6 가스) 소재. 2022년 상반기 매출 426억원 중 반도체 소재는 279억원(매출 비중 65%) 기여
- 반도체 공정용 특수가스 수요는 2014년 이후 지속 증가. 메모리 반도체 중에 NAND 구조가 수직형, 입체형의 3D-NAND로 발전하며 수직 방향으로 고단화가 진행되기 때문. 플루오린코리아 제품 중 F2는 온실가스 이슈 없고, 반도체 공정 고도화 영향으로 도입 범위 확대
- 2022년 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 7%, 8% 증가한 769억원, 83억원으로 추정. 기존의 미국 및 멕시코 법인 매각 이후 남아 있는 자동차 부품 소재 부문의 안정적 실적 기여 기대. 반도체용 특수가스 충전시설 증설 및 고순도화 작업 추진 효과 기대

주가 및 주요 이벤트



재무 지표



밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 1Q22 기준, Trailing, Enguide WICS 분류 상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

케이엔더블유 (105330)

Analyst 김경민, CFA clairekmkim@kirs.or.kr
RA 김정은 jeongeunkim@kirs.or.kr

KOSDAQ
반도체와반도체장비

전자부품, 자동차 부품·소재 기업에서 반도체, 2차전지 수혜주로 변신

케이엔더블유는 전자부품, 자동차, 그리고 반도체 및 2차전지 분야의 소재 제조 전문기업. 2021년 솔베이코리아 온산 사업부를 인수한 이후 자회사로 편입해 기업명을 플루오린(弗素) 코리아로 변경. 실적에 가장 크게 영향을 끼치는 변수는 자회사 플루오린코리아의 반도체 공정용 특수가스(F2 가스, SF6 가스) 소재. 2022년 상반기 매출 426억원 중에 반도체 소재는 279억원 기여

자회사 플루오린(弗素)코리아의 주력 제품은 반도체 공정용 가스

반도체 공정용 특수가스 수요는 2014년 이후 지속 증가. 메모리 반도체 중에 NAND 구조가 수직형, 입체형의 3D-NAND로 발전하며 수직 방향으로 고단화가 진행되기 때문. 플루오린 코리아 제품 중 F2는 온실가스 이슈 없고, 반도체 공정 고도화 영향으로 도입 범위 확대. F2 가스는 반도체 산화/확산/이온주입/증착 공정에서의 열처리 장비 세정에 주로 사용. 또 다른 주력 제품 SF6 가스로 열처리 장비 세정에 주로 사용. 케이엔더블유는 국내에서 유일하게 SF6 자체 생산

기존 사업 구조조정 마무리 및 반도체 가스 실적 기여 효과 기대

2022년 매출과 영업이익은 전년 대비 각각 7%, 8% 증가한 769억원, 83억원으로 추정. 기존 사업을 영위하던 미국 및 멕시코 법인 매각 이후 남아 있는 자동차 부품 소재 부문의 안정적인 실적 기여 기대. 반도체용 특수가스 충전시설 증설 및 고순도화 작업 추진 효과 기대

Forecast earnings & Valuation

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	1,221	930	279	718	769
YoY(%)	30.2	-23.8	-70.0	157.6	7.1
영업이익(억원)	8	-34	-78	77	83
OP 마진(%)	0.7	-3.6	-28.0	10.7	10.8
지배주주순이익(억원)	6	-63	-99	10	94
EPS(원)	87	-909	-1,280	87	777
YoY(%)	흑전	적전	적지	흑전	788.6
PER(배)	37.6	N/A	N/A	177.3	15.0
PSR(배)	0.2	0.3	1.8	2.5	1.8
EV/EBITDA(배)	6.8	437.2	N/A	18.7	6.9
PBR(배)	0.6	0.7	1.5	3.3	2.1
ROE(%)	1.6	-17.2	-25.6	2.0	15.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (8/25)	11,650원
52주 최고가	16,150원
52주 최저가	8,340원
KOSDAQ (8/25)	807.37p
자본금	51억원
시가총액	1,414억원
액면가	500원
발행주식수	12백만주
일평균 거래량 (60일)	4만주
일평균 거래액 (60일)	4억원
외국인지분율	0.78%
주요주주	오원석 외 4인 42.76%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.2	11.0	29.2
상대주가	11.7	20.0	62.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '매출총이익률', 활동성지표는 '재고자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

전자 부품·소재와 자동차 부품·소재 기업에서 자회사 통해 특수가스 공급사로 변신

**2021년에 솔베이코리아의
특수가스사업부를 인수해
플루오린코리아로 사명 변경**

케이엔더블유는 2001년 1월 케이.엔.더블유라는 이름으로 설립됐다. 2008년 8월 주식회사 케이엔더블유로 상호를 변경했다. 또한 2009년 9월에 코스닥 시장에 상장했다. 본사는 경기도 파주시 문산읍에 자리잡고 있다. 주요 사업은 전자 부품·소재와 자동차 부품·소재(내장재)이다. 전자 부품·소재의 주요 제품은 광학필름, 글래스모듈 등이다. 자동차 부품·소재(내장재)의 주요 제품은 차량용 테이프, 좌석 열선용 부직포 등이다.

케이엔더블유는 2021년에 큰 변화를 겪었다. 종속회사 케이엔더블유매터리얼스를 통해 솔베이코리아로부터 일부 사업부문을 제외한 특수가스사업부(現 플루오린코리아)를 100% 인수했다. 솔베이코리아는 1975년부터 한국에서 사업 활동을 펼치고 있으며 솔베이그룹 본사는 소재, 화학제품 및 솔루션 분야의 글로벌 선도 기업이다. 비행기, 자동차, 배터리, 스마트 기기, 의료 기기, 수질 및 대기 처리 분야에 제품을 공급하고 있다. 케이엔더블유는 2020년 11월에 솔베이코리아의 사업을 인수할 것이라고 발표한 이후 2021년 3월 5일 전자공시를 통해 글로벌 화학 소재 전문기업 솔베이코리아주식회사의 주식을 최종 인수했다고 밝혔다.

당시 발표된 보도자료에 따르면, 솔베이코리아 온산사업부는 반도체 제조 공정에 있어 핵심 소재로 꼽히는 불소(F2, 반도체·디스플레이 제조의 공정별로 장비 내부의 세정에 사용되는 가스로서 지구온난화의 주범인 기존 NF3를 급속히 대체할 수 있는 청정가스) 가스와 육불화황(SF6, 무색, 무취의 난연성 기체로서 독성이 적을 뿐만 아니라 높은 화학적 안정성과 절연성으로 전기·전자 산업, 경량금속 산업에서 폭넓게 사용되고 있음)을 전문적으로 제조하고 있으며 이를 글로벌 1, 2위 파운드리 업체를 비롯한 반도체 생산 기업에 공급하고 있다. 케이엔더블유는 피인수회사의 이름을 플루오린코리아(Fluorine Korea)로 변경했다. 플루오린이 불소(弗素)를 의미한다. 따라서 플루오린코리아라는 사명은 불소가스를 전문적으로 공급하는 기업이라는 점을 분명하게 보여준다.

2022년 상반기 기준 매출 비중에서 가장 큰 비중을 차지하는 것은 자회사 플루오린코리아의 반도체용 특수가스이다. 매출 비중 65.0%를 기록했다. 케이엔더블유의 본업에 해당하는 자동차 부품·소재와 전자 부품·소재의 매출 비중은 각각 28.9%, 6.1%를 차지했다.

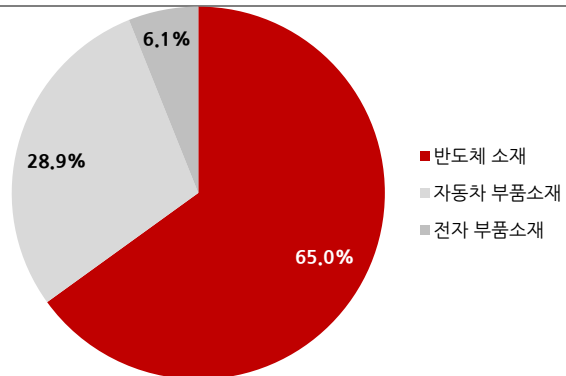
2022년 상반기 기준 주요 주주와 지분율은 오원석(대표이사) 20.3%, 오범석 16.5% 등이다. 연결대상 종속회사는 북경특가기차량부건유한공사(자동차용 내장재), KNW VIETNAM CO., LTD(자동차용 내장재), 창주특가기차량부건유한공사(자동차용 내장재), 케이엔더블유매터리얼스(플루오린코리아의 온산사업부 인수 담당), 플루오린코리아(반도체용, 산업용, 2차전지용 특수가스)이며 자회사 중에 플루오린코리아가 연결 실적에 가장 크게 기여하고 있다.

연혁



자료: 케이엔더블유, 한국IR협의회 기업리서치센터

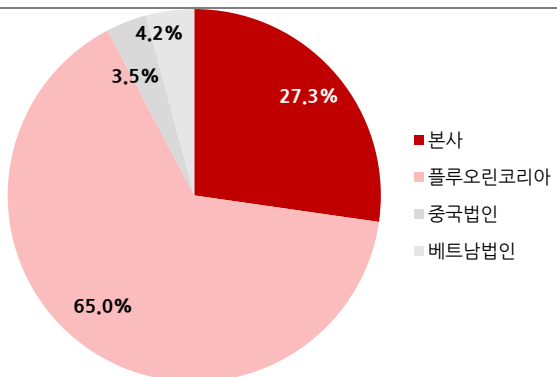
2022년 상반기 기준 사업부문별 매출 비중



자료: 케이엔더블유, 한국IR협의회 기업리서치센터

주: 연결조정(3억원) 반영 전 매출 기준

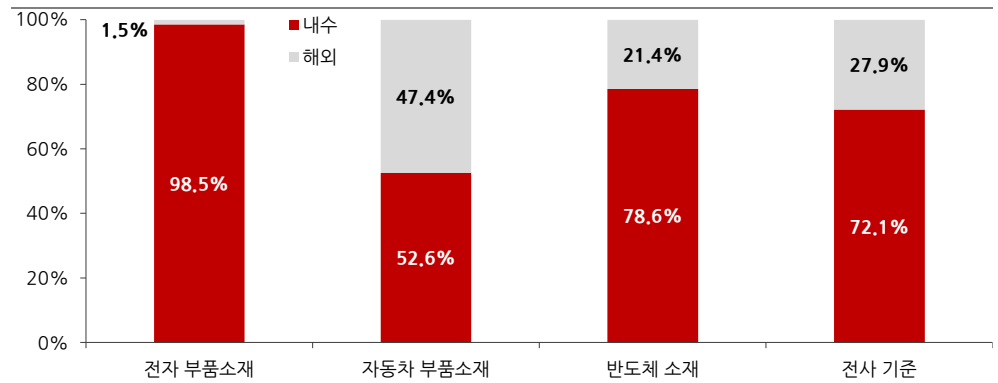
2022년 상반기 기준 주요 종속법인별 매출 비중



자료: 케이엔더블유, 한국IR협의회 기업리서치센터

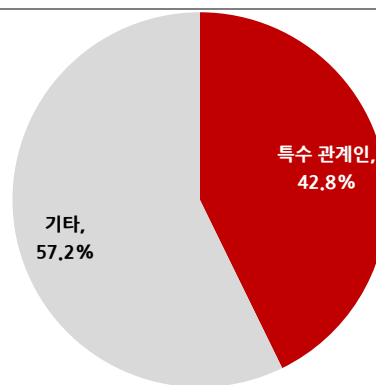
주: 2022년 2월 23일 미국/멕시코 법인 지분 매각, 중단사업으로 분류. 연결조정(3억원) 반영 전 매출 기준

2022년 상반기 기준 사업부문별 내수/해외 매출 비중



자료: 케이엔더블유, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주 구성



자료: 케이엔더블유, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 2022년 6월 30일 기준

산업 현황

케이엔더블유의 연결 실적에 가장 큰 영향을 미치는 것은 반도체용 특수가스

러시아-우크라이나 전쟁 계기로 반도체 공정용 특수가스 중요성 재부각

케이엔더블유 및 종속회사는 전자부품, 자동차, 그리고 반도체 및 2차전지 분야에서 사업을 영위하고 있다. 전사 연결 실적에서 가장 크게 영향을 끼치는 것이 반도체용 특수가스이고 특수가스의 적용처가 2차전지로 확대되고 있으므로 특수가스와 관련된 업황을 살펴보는 것이 유의미하다.

한국이 반도체 강국이므로 한국 시장에서 반도체 특수가스를 공급하는 기업이 많다. 상장기업 중에서는 원익머트리얼즈와 효성화학이 특수가스를 공급한다. 원익머트리얼즈는 100종에 가까운 다양한 가스를 주로 삼성전자와 삼성디스플레이에 공급하고 있다.

효성화학의 경우 본업은 폴리프로필렌 수지 등 전통적인 화학제품이지만 기타사업부를 통해 NF3(삼불화질소)라고 불리는 특수가스를 공급한다. NF3는 고순도 반도체 세정제로 수요가 증가하고 판가도 인상되며 수익성이 지속해서 향상되고 있다. 효성화학의 NF3 생산능력은 4,800톤 내외인데, 추가로 2,000톤 증설을 추진하고 있다. NF3의 수요가 워낙 크다 보니 효성화학 외에도 수천 톤의 생산능력을 보유한 곳이 있다. 버숨머트리얼즈코리아와 SK스페셜티(구 SK머트리얼즈)이다. 양사 모두 비상장 기업이라 효성화학만큼 자세한 정보를 확인하기 어렵다. 버숨머트리얼즈코리아의 본사인 버숨머트리얼즈(Versum Materials)는 미국의 공정소재 및 소모품 공급사 Entegris의 거의 대등한 비율의 합병을 추진하다가, 합병을 포기하고 독일의 화학기업 Merck KGaA에 인수됐다. SK스페셜티(구 SK머트리얼즈)는 원래 상장기업이었다가 2021년 12월에 SK그룹의 지주사에 합병되며 비상장기업이 되었다.

이처럼 한국의 반도체 특수가스 시장의 주요 공급사는 동사의 자회사인 플루오린코리아를 비롯, SK스페셜티, 원익머트리얼즈, 효성화학 등이며 그밖에 후성(상장기업), 백광산업(상장기업), 티이엠씨(IPO 추진 중인 내온가스 공급사), 엠에스머트리얼즈(비상장기업), 코아텍(비상장기업) 등이다.

이런 공급사 외에도 한국 반도체 특수가스 밸류 체인에서 유의미한 실적과 높은 위상을 기록하고 있는 기업은 외국계 가스 공급사의 한국법인 또는 비상장기업이다. 외국계 특수가스 기업에 해당하는 린데코리아, 에어퍼스트, 에어프로덕츠코리아는 2021년에 각각 별도 기준 매출 7,667억원, 4,006억원, 6,067억원을 기록했다. 토종 특수가스 및 산업가스 공급사 대성산업가스는 별도 기준 매출 6,068억원을 기록했다. 한국 내에서 반도체, 디스플레이, 산업용 수요가 워낙 크기 때문에 이들 특수가스 공급사의 연간 매출은 매년 꾸준히 성장해오며 연간 수천억원 규모의 매출을 달성하고 있다.

반도체 공정에서 사용되는 특수가스는 일반적으로 알려진 LPG 가스, LNG 가스 등과 다르다. 일반 산업용가스와는 달리 반도체 공정용 특수가스는 특정 고객의 주문에 따라 비교적 소수업체에 의해 생산, 공급되고 있다. NF3, F2, SF6, CF4 등 개별 특수가스 시장의 규모가 제한적이라서 블룸버그와 같은 데이터 조사 기관에서도 굳이 자세히 개별 특수가스 시장에 대해 조사하지 않는다. 다만 NF3의 경우 반도체 챔버(Chamber) 세정용으로 많이 쓰

이고 글로벌 시장의 상위 공급사가 SK스페셜티와 효성화학이라서 상대적으로 국내 시장에 많이 알려진 편이다.

**비메모리 반도체 파운드리에서의
회로 선폭 미세화,
고단화 영향으로
특수가스 수요 증가.
온실가스 감축 등
환경 관련 규제로
대체가스 개발도 활발해질 것**

각 공정에 소요되는 특수가스의 수요가 늘어나고 있다. 비메모리 반도체 파운드리에서의 회로 선폭 미세화가 전개되고 있으며, 3D-NAND에서 고단화가 진행되고 있기 때문이다. 또한 향후 온실가스 감축 등 환경관련 규제가 강화됨에 따라 대체가스 개발 및 적용이 더욱 활발해질 것으로 전망된다.

반도체용 특수가스가 언론의 집중적인 관심을 받은 계기는 러시아-우크라이나 전쟁이다. 이미 2014년에 돈바스 전쟁 영향으로 반도체용 내온가스 가격이 100배 폭등했던 적이 있다. 한국의 반도체 제조사가 내온가스를 수입할 수 있는 경로는 러시아, 우크라이나, 중국 등 제한적이다. 내온가스는 공기 중에 미량으로 포함되어 있기 때문에 희귀가스로 불린다. 따라서 원하는 분량만큼 내온가스를 구하려면 효율적으로 이를 포집해야 한다. 내온가스가 많이 포집되던 곳은 우크라이나의 제철소이다. 2014년 돈바스 전쟁 때문에 공급 부족이 발생했던 반도체용 내온가스 시장에서 다시 러시아-우크라이나 전쟁 때문에 내온가스 공급 부족이 이어지고 있다. 최근 러시아-우크라이나 사태와 지속적인 물류 대란의 영향으로 국내에서의 공급 부족 현상은 당분간 지속될 것으로 예상된다. 단기적으로는 기업들(반도체 제조사)의 재고 비축량 확대, 대체 공급선 확보 및 우선적인 물류 처리 등의 행정 지원이 필요한 실정이다.

케이엔더블유의 자회사 플루오린코리아가 공급하는 주력 특수가스는 F2와 SF6 가스이다. 특수가스는 반도체 공정에서 쓰이는 용도에 따라 구분 가능하다. F2와 SF6의 원소기호를 살펴보면 불소계(F) 가스라는 것을 알 수 있다. 일상생활에서 접하는 불소는 치약이나 수돗물에서 볼 수 있다. 반도체 공정에서 사용되는 불소계 가스는 F2, C4F6, C4F8 등이다. 이렇게 F라는 원소기호가 포함되어 있으면, 대부분 반도체 공정에서 필요없는 물질을 제거하는 데 사용된다. 주로 세정 공정이나 식각 공정에 사용되는 물질이다.

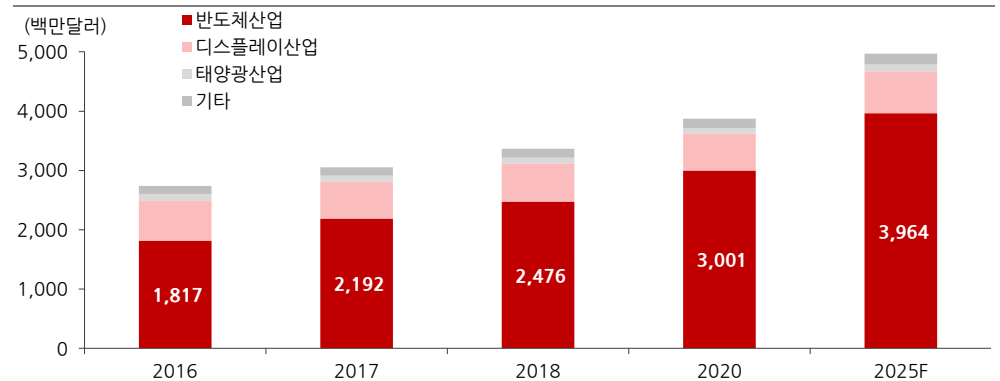
불소계 가스 중에 압도적으로 사용량이 많은 것은 NF3이다. SK스페셜티, 효성화학 등이 NF3를 공급한다. NF3는 반도체 챔버(Chamber: 일정한 진공도를 유지하면서 반도체 공정이 진행되는 곳이며 불순물이 있으면 안 되는 공간)를 세정하는 데 사용된다. 반도체 제조사들은 챔버를 깨끗하게 유지하기 위해 NF3라는 특수가스로 챔버 내를 깨끗하게 세정하기도 하고, 챔버 내의 찌꺼기를 빨아들이는 배기 시스템을 설치하기도 한다. 반도체 구조의 고단화, 또는 미세화가 진행될수록 회로 간격이 더욱 좁아지기 때문에 수 년 전에는 불량을 유발하지 않았던 미세한 찌꺼기가 이제는 불량을 유발할 수 있다. 그런 점에서 반도체 기술이 발전할수록 특수가스의 세정(또는 식각) 역할은 더욱 중요해지고 있다.

플루오린코리아의 F2 가스도 NF3처럼 세정용으로 사용된다. 그러나 반도체 산화, 이온(불순물) 주입, 증착 공정이 끝난 이후 세정 목적으로 사용된다. 예를 들어 증착 장비 중에 압력이 낮은 환경(Low Pressure)에서 증착을 전개하는 LPCVD(Low Pressure Chemical Vapor Deposition) 장비에서 장비의 증착 공정(작동)이 끝난 이후 장비를 세정하는데 F2 가스가 사용된다. 증착 장비는 LPCVD 외에도 PECVD, ALD 등 다양한 증착 장비가 존재하는데 ALD(Atomic Layer Deposition)의 경우 공정이 끝난 이후 F2 가스로 세정이 필요하기도 하고, PECVD(Plasma Enhanced Chemical Vapor Deposition)의 경우에는 공정이 끝난 이후 아직까지 대부분 NF3 가스를 통해 세정이

이루어진다. F2 시장의 공급사는 플루오린코리아, 원익머트리얼즈, Central Glass(일본), 효성화학, 린데 등이며 상위권 공급사는 Central Glass와 플루오린코리아로 추정된다. F2 가스는 동일한 용도(세정용 또는 식각용 등 반도체 공정 내에서 필요 없는 물질을 제거하는 용도)로 사용되는 다른 특수 가스(NF3, CF4, C2F6) 대비 친환경인 장점을 보유하고 있다.

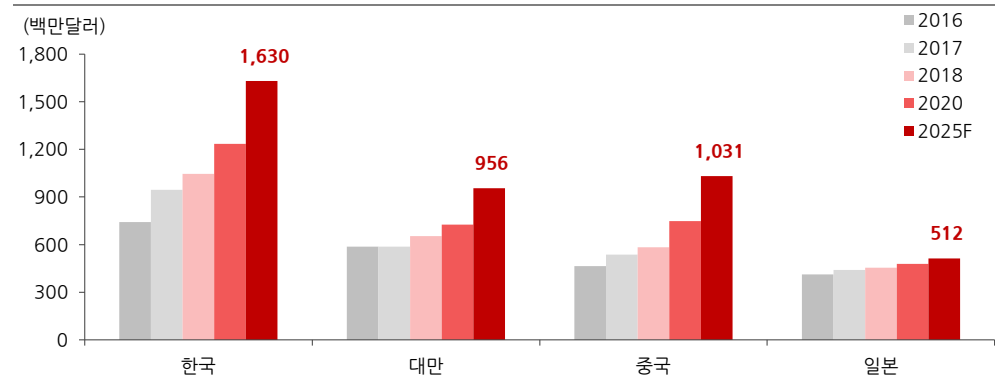
플루오린코리아의 SF6 가스는 안정도가 높은 불활성 기체로, 반도체 공정에서 쓰이기도 하지만 절연 목적의 공기를 대체하는 절연용 가스로 적합하다. 즉, 초고압 전선, 변압기, 변환기, 입자전자가속기 등을 설치할 때 절연용 가스로 사용된다. 플루오린코리아는 동일한 생산설비의 생산능력 한도 내에서 최종 생산 제품인 F2/SF6를 생산계획에 따라 유연하게 조정하고 있다.

특수가스시장 응용산업별 규모



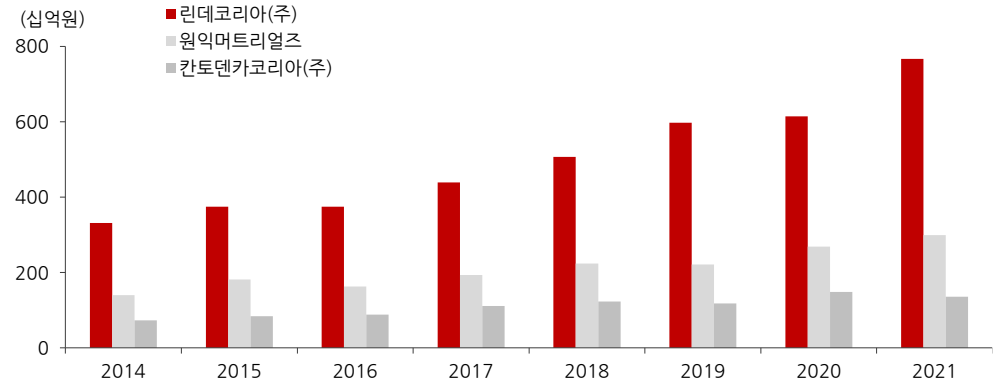
자료: 업계자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

국가별 특수가스 사용 추이 및 전망



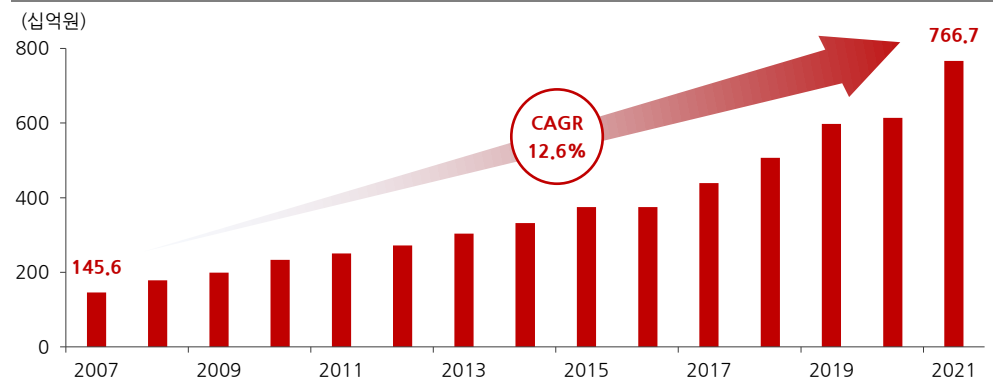
자료: 업계자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

반도체 공정용 특수가스를 공급하는 업체들의 매출은 2014년 이후 지속적으로 증가



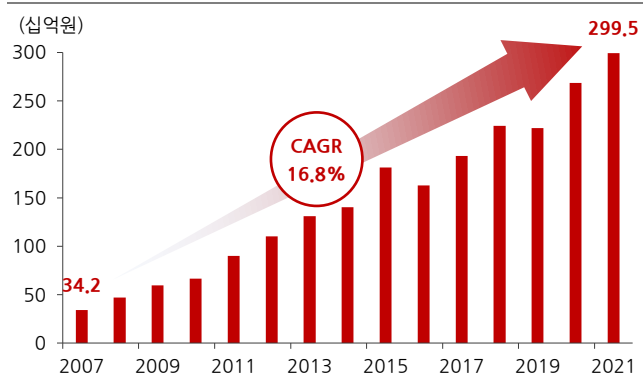
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

린데코리아 매출액 추이



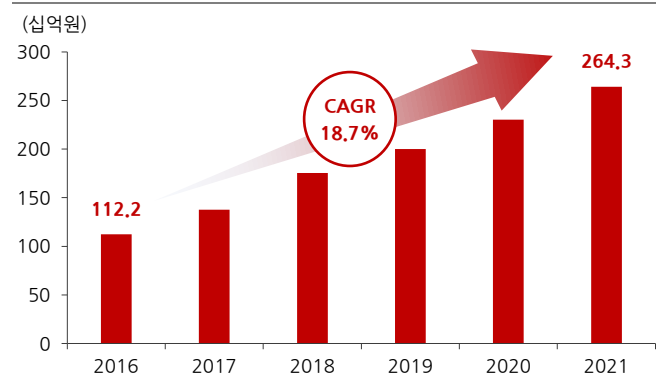
자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

원익머트리얼즈 매출액 추이



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

버숨머트리얼즈코리아 매출액 추이



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

투자포인트

[1] 본업의 구조 조정을 통해 손실 요인 최소화

해외 적자 법인 매각 통해
본업에서 구조 조정
활발히 전개

케이엔더블유의 첫번째 투자 포인트는 본업(자동차용, 전자부품용 제품)에서 구조 조정을 활발히 전개해 본사(별도) 기준 및 연결 기준 실적에서 적자를 탈피했다는 점이다. 해외 법인 중 적자가 지속되는 곳을 매각했다. AMERICAN KNW, INC.(AMERICAN KNW, INC.의 종속회사인 KNW Mexico S. de R.L. de C.V. 포함)의 회사 소유 자본 100%를 2022년 2월 23일에 매각하여 종속회사에서 제외했다. 이와 같은 사업 구조 조정은 몇 년 전부터 진행되고 있다. 2018년 9월에는 케이글라스(2015년에 투자한 유리 제도가공 기업) 투자지분 전부를 매각했다. 이와 같은 구조 조정의 결과로 원래 연결 기준 실적에서 높은 비중을 차지하던 자동차 부품·소재(내장재) 매출 비중이 감소했다. 2022년 상반기 기준으로 자동차 부품·소재(내장재) 매출 비중은 28.9%를 기록했고, 연결자회사 플루오린코리아의 반도체용 특수가스는 65.0%로 가장 높은 비중을 차지했다.

미국 법인과 멕시코 법인의 매각이 완료됨에 따라 2022년 상반기에 중단 사업으로 분류가 되었고, 해외 법인 지분 매각 과정에서 일회성 비용(매각자문수수료) 6.8억원이 발생했다. 이제 몸집이 가벼워진 자동차 부품·소재(내장재) 사업에서는 글로벌 자동차 수요 회복에 따라 안정적인 매출이 실현될 것으로 전망된다. 케이엔더블유는 자동차 밸류 체인 내에서 전기차량 영업에 집중할 예정이다.

[2] 반도체 특수가스의 충전시설 증설과 고순도화 작업으로 수요 증가 대응

F2가스 수요 증가 전망

케이엔더블유의 자회사 플루오린코리아가 공급하는 F2가스는 반도체 산화/확산/이온주입/증착 공정에서의 열처리 장비 세정 분야에서 기존 특수가스의 새로운 대체재로 부각되고 있으며, 오존영향이 제로이고 세척력은 5배 이상 되는 것이 특징이다. 언론 보도에 따르면, 글로벌 F2가스 시장은 2020년 3억 2천만달러 규모로, 연간 평균 12.2% 성장해 오는 2025년엔 5억 7천만달러까지 확대될 전망이다. 케이엔더블유는 플루오린코리아를 인수한 이후에 고객 수요 증대에 즉각 대응하는 한편 F2 가스를 공급하는 용기(실린더)와 충전(Filling) 시설의 확충에도 힘쓰고 있다.

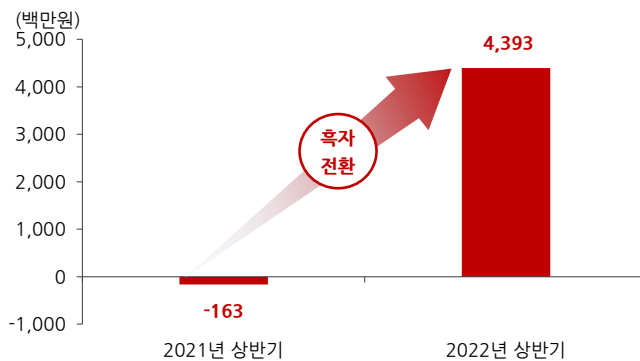
[3] 2차전지 특수가스의 생산과 탄소배출권 수익 확보로 ESG 수혜주 위상 확보

2021년 하반기 FEC 공급 재개
및 탄소배출권 사업 영위

플루오린코리아는 2021년부터 2차전지 전해액 첨가용 가스를 생산하고 있다. 플루오린코리아가 케이엔더블유에 인수되기 전, 과거 솔베이코리아 온산 사업부 시절에 2차전지용 FEC(Fluoro Ethylene Carbonate, 플루오르에틸렌 카보네이트)를 공급하다가 수익성이 낮아져 중단한 바 있다. FEC는 2차전지의 계면저항 감소와 이온전도도 향상 및 열화억제, 안전성 향상에 탁월한 효과가 있는 전해액 첨가제다. FEC를 전해액에 첨가하면 2차전지 충전 시 전해질 분해에 의한 성능 저하를 방어해 배터리 수명에 긍정적으로 기여한다. 최근 전기차 수요 증가로 전해액 첨가용 가스 수요도 동시에 증가하자 플루오린코리아는 2021년 하반기부터 FEC를 공급하기 시작했다. 반도체용 특수가스 대비 FEC의 매출 기여도는 미미하지만, FEC가 대량 생산하기 어려운 가스라는 점을 고려하면 플루오린코리아의 기업 가치에 영향을 끼치는 변수(EPS, PER) 중에 PER 밸류에이션에 긍정적 영향을 끼칠 것으로 전망된다.

한편 플루오린코리아는 2011년 초부터 페가스를 회수해 재처리(순도를 높여서 재사용)하는 기술을 통해 발전소의 탄소 저감에 기여했다는 점을 인정받아 탄소배출권(탄소를 상대적으로 적게 배출한 경우 이를 많이 배출한 곳에 팔 수 있도록 거래하는 제도) 사업의 영업이익을 시험하고 있다. 2022년에도 탄소배출권 사업이 영업이익에 일부 기여할 것으로 전망된다.

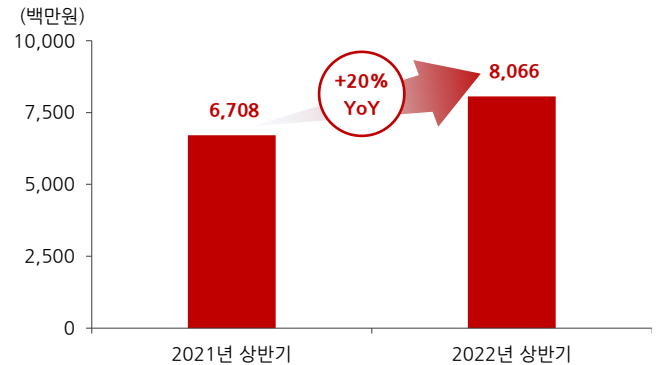
2022년 상반기 영업이익 턴어라운드 달성



자료: 케이엔더블유, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 미국/멕시코법인 매각 완료에 따라 2021년 상반기, 2022년 상반기 중단사업 분류 이후 수치

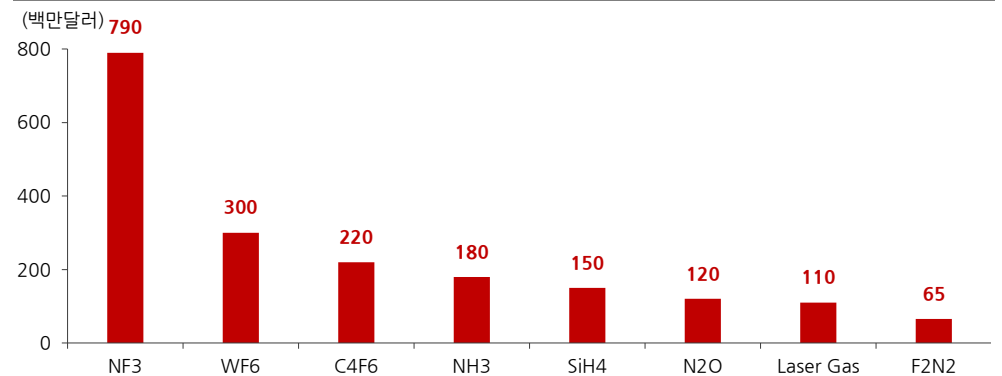
전년 동기대비 순이익 추이



자료: 케이엔더블유, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 미국/멕시코법인 매각 완료에 따라 2021년 상반기, 2022년 상반기 중단사업 분류 이후 수치

특수가스 시장 주요 품목



자료: 업계자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

국내 탄소배출권거래제도 현황

	1기(2015~2017)	2기(2018~2020)	3기(2021~2025)
적용부문	전환, 산업, 건물, 수송, 폐기물, 공공·기타 6개 부문		
온실가스	이산화탄소, 메탄, 아산화질소, 수소불화탄소, 과불화탄소, 육불화황		
ETS 커버리지	-	70.1%	73.5%
운영목표	제도 안착	상당 수준 감축	적극적 감축
할당업체	592개	609개	684개
할당	전량 무상할당	유상할당 3%	유상할당 10%
무상할당	전량 GF방식	BM방식 7개업종	BM방식 12개 업종
참여자	할당대상기업	할당대상기업, 시장조성자	할당대상기업, 시장조성자, 유동성공급자
거래대상	배출권현물	배출권현물	배출권현물, 배출권선물(예정)

자료: 언론보도, 자본시장연구원, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: ETS(Emission Trading System): 탄소배출권거래제

실적 추이 및 전망

2022년 상반기 실적 리뷰

연결 매출은

전년 대비 증가하고

연결 영업이익은 흑자 전환

2022년 상반기 연결 매출과 영업이익은 각각 426억원(+46% YoY), 44억원(흑자 전환)을 기록했다. 당기순이익은 81억원을 기록했다. 매출 증가에 가장 크게 기여한 것은 종속회사 플루오린코리아이다. 플루오린코리아는 꾸준한 반도체용 특수가스 수요를 바탕으로 2022년 상반기에 매출 279억원, 영업이익 43억원을 달성했다. 달러화 대비 원화 약세도 플루오린코리아의 실적에 긍정적 영향을 끼쳤다. 특수가스는 단위당 달러로 판매되기 때문이다. 2021년 3월에 케이엔더블유가 플루오린코리아를 인수했다는 점을 고려하면 2022년 상반기 실적과 2021년 상반기 실적을 그대로 비교하기는 어렵지만, 동종 업종에서 반도체용 특수가스(불소가스) 공급사 원익머트리얼즈가 2022년 상반기에 호실적을 기록한 것을 감안하면 플루오린코리아의 실적 기여가 유의미하다고 판단된다. 2022년 하반기에 반도체 특수가스 수요가 갑작스럽게 감소하지 않는 이상 플루오린코리아는 연간 500억원 이상의 매출을 달성할 것으로 기대된다. 한편, 2022년 상반기 케이엔더블유의 별도 기준 실적은 매출 117억원, 영업이익 4.4억원, 당기순이익 15.7억원으로 안정적인 실적을 기록했다. 2022년 2월 23일에 미국 및 멕시코 법인의 매각 완료에 따라 이들 법인의 실적은 중단사업으로 분류됐다. 본업의 구조 조정과 슬림화 영향으로 별도 기준 영업이익이 4.4억원을 상회할 수도 있었지만 그러지 못했던 이유는 미국 및 멕시코 법인 지분 매각 과정에서 일회성 비용(매각자문수수료)이 6.8억원 발생해 영업비용으로 반영됐기 때문이다.

2022년 연간 실적 전망

매출은 전년 대비

7% 증가한 769억원으로 추정.

영업이익은 전년 대비

8.0% 개선된 83억원으로 추정

2022년 매출은 전년 대비 7% 증가한 769억원으로 추정한다. 부문별 매출 전망치는 전자 부품소재 44억원, 자동차 부품소재 223억원, 반도체 부품소재 502억원이다. 2022년 상반기에 426억원의 매출을 기록해 연간 기준 800억원의 매출 달성 가시성이 뚜렷하나 보수적인 관점으로 매출을 769억원으로 추정한다. 플루오린코리아의 전방 산업에 해당하는 반도체 시장에서 미국의 반도체 기업(엔비디아, 마이크론)이 분기 매출 가이드نس에 대해 보수적인 입장을 취하고 있으며, 필라델피아 반도체 지수에 편입된 반도체 기업 중 가장 최근(2022년 8월 25일)에 분기 실적을 발표한 Marvell Technology가 시장의 예상(분기 매출 15.8억달러)을 소폭 하회하는 15.6억달러의 가이드نس를 제시했다는 점을 고려했다.

한편, 영업이익은 전년 대비 8.0% 개선된 83억원으로 추정한다. 2022년 상반기에 43억원의 영업이익을 이미 달성했고 해외 법인의 구조 조정이 마무리 단계에 진입했으며 연결자회사 플루오린코리아에서 반도체용 특수가스의 가동률이 손익분기점(損益分岐點, Break-even Point, BEP) 수준 이상으로 꾸준히 유지되고 있기 때문이다. 지배주주순이익은 94억원으로 추정한다. 지배주주순이익의 규모가 영업이익의 수준을 상회하는 이유는 해외 법인의 구조 조정 이후 중단영업이익 42억원이 일회성으로 발생한다는 점을 고려했기 때문이다.

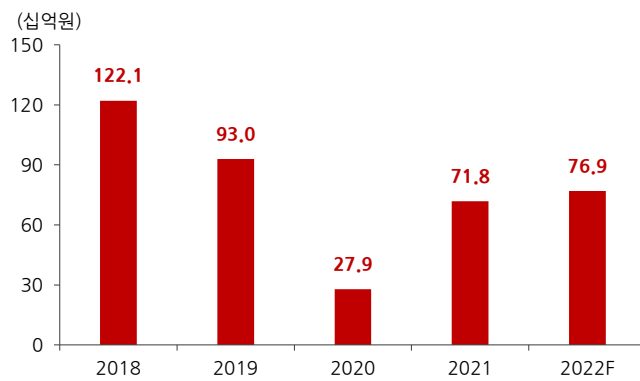
실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

구분	2019	2020	2021	2022F
매출액	930	279	718	769
전자 부품소재	334	135	60	44
자동차 부품소재	596	143	183	223
반도체 부품소재	-	-	476	502
영업이익	-34	-78	77	83
지배주주순이익	-63	-99	10	94
YoY 증감률				
매출액	-23.8	-70.0	157.6	7.1
영업이익	적전	적지	흑전	8.0
지배주주순이익	적전	적지	흑전	824.1
영업이익률	-3.6	-28.0	10.7	10.8
지배주주순이익률	-6.8	-35.4	1.4	12.3

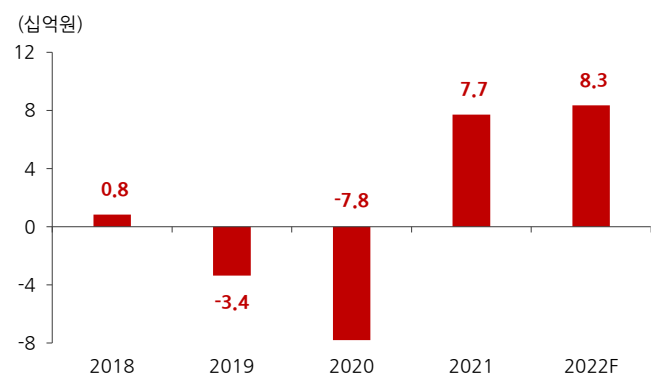
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

매출액 추이 및 전망



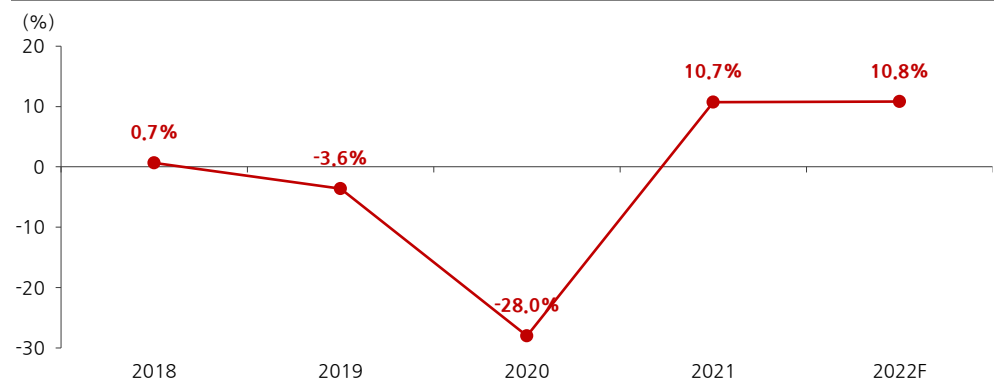
자료: 케이엔더블유, 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익 추이 및 전망



자료: 케이엔더블유, 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익률 추이 및 전망



자료: 케이엔더블유, 한국IR협회의 기업리서치센터



Valuation

반도체용 불소가스를
공급하는 기업들의
PER 밸류에이션은
상대적으로 낮은 편.
전방 산업의 응용처나
고객사 다변화 및
취급 가스 품목 증가시
밸류에이션 재평가 기대

한국의 불소가스 공급사는 글로벌 시장의 공급사 대비 저평가

케이엔더블유를 비롯해 반도체용 불소가스(일반적으로 원소기호 중에 'F'가 포함된 이름의 가스)를 공급하는 원익머트리얼즈, 후성의 PER 밸류에이션은 코스닥 지수의 PER 밸류에이션보다 낮다. 반도체용 불소가스 업종 중에 SK스페셜티(구 SK머트리얼즈)가 품목 다변화(반도체, OLED, 2차전지용 소재)를 기반으로 불소가스 업종의 PER 밸류에이션 재평가를 추진하다가 2021년 12월에 SK(주)에 흡수합병된 이후 전반적으로 불소가스 업종에 대한 증시의 관심이 줄어들었기 때문인 것으로 판단된다. 한국의 불소가스 업종에 해당하는 종목(케이엔더블유, 원익머트리얼즈, 후성) 내에서 원익머트리얼즈의 PER 밸류에이션이 상대적으로 낮은 편이다. 주요 고객사가 삼성전자가이고 기타 고객사의 매출 비중이 제한적이라는 점, 불소가스 이외에 희귀가스(네온가스 등) 실적이 탄탄하나 러시아-우크라이나 전쟁 효과로 인한 일시적 현상이라는 우려 때문이다. 한편, 전방 산업에 반도체와 2차전지가 공통적으로 존재한다는 점에서 케이엔더블유와 좀 더 가깝다고 볼 수 있는 후성은 코스닥 지수나 케이엔더블유 대비 낮은 PER 밸류에이션을 기록하고 있다. 중국의 제로 코로나 정책에 따른 섀도우로 중국 법인(2차전지용 전해질 등 생산)의 가동률이 하락하며 2022년 상반기 실적에 대한 기대감이 낮아졌기 때문이다. 이처럼 후성이나 원익머트리얼즈와 비교하면 케이엔더블유의 PER 밸류에이션은 높아 보인다.

그러나 케이엔더블유의 PER 밸류에이션(15배)은 글로벌 시장의 가스 공급사(Air Products and Chemicals, Linde, L'Air Liquide)의 PER 밸류에이션 대비 낮다. 글로벌 시장의 플레이어들은 최소한 20배 이상의 PER 밸류에이션을 기록하고 있다. 취급하고 있는 가스 품목이 다양하다는 점, 그리고 ESG 정책의 중요성 강화에 발맞추어 수소 관련 수혜주라는 점을 인정받고 있기 때문이다. 언론 보도에 따르면, Air Products and Chemicals는 수소 포집 기술을 비롯해 수소의 생산, 저장, 운송, 유통, 활용에 이르는 사업 역량을 강화하기 위해 향후 5년 동안 최소 40억 달러를 추가로 투자할 예정이다. Linde의 한국 법인 린데코리아는 한국 내에 6기의 수소 충전소를 구축했으며 효성그룹과 함께 울산에 아시아 최대 규모의 액화수소 플랜트를 건설 중이다. 이와 동시에 롯데케미칼과 부생수소 출하센터, 수소충전소 구축 공동 투자 등의 사업과 관련해 협력하기로 했다. 이러한 모습과 비교했을 때 케이엔더블유와 같은 토종 특수가스 기업의 PER 밸류에이션이 저평가 국면을 벗어나려면 전방 산업의 응용처 또는 고객사가 다양해지거나, 취급하는 특수가스 품목이 다변화되어야 할 것으로 판단된다. 케이엔더블유는 2021년부터 2차전지 전해액 첨가제 생산을 시작했으며 기존에 공급 중인 반도체용 특수가스의 고객사가 한국의 메모리 반도체 고객사에만 한정되지 않고 있어 토종 특수가스 기업 중에 비교적 빠르게 PER 밸류에이션 저평가 국면을 벗어날 것으로 전망된다.

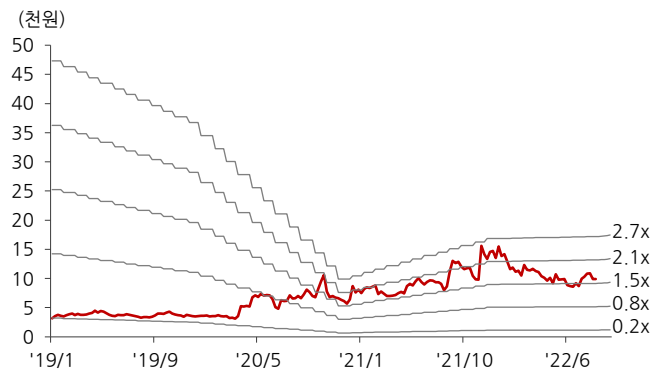
동종 업종 밸류에이션

(단위: 원, 십억원, 배)

기업명	종가	시가총액	매출액		PSR		PER		PBR	
			2021년	2022년F	2021년	2022년F	2021년	2022년F	2021년	2022년F
코스피	2,477	1,888,383	2,924,624	2,722,301	-	0.6	-	10.1	-	1.0
코스닥	807	366,758	274,227	126,104	-	1.4	-	17.0	-	2.2
케이엔더블유	11,650	141	72	77	2.5	1.8	177.3	15.0	3.3	2.1
원익머트리얼즈	30,400	383	311	518	1.4	0.7	8.5	5.4	1.1	0.8
후성	16,600	1,537	381	636	5.6	2.4	94.8	12.6	8.6	4.5
오션브릿지	13,650	137	94	-	1.8	-	12.5	-	1.9	-
Air Products and Chemicals	267	79,316	11,648	16,587	5.5	-	27.2	25.9	4.2	4.0
Linde	297	198,627	35,239	45,004	5.9	-	47.3	25.0	4.0	3.5
L'Air Liquide	132	92,414	31,578	37,559	3.1	-	28.3	22.8	3.4	3.0
Entegris	107	21,321	2,631	4,477	8.2	-	46.3	25.2	11.0	6.9

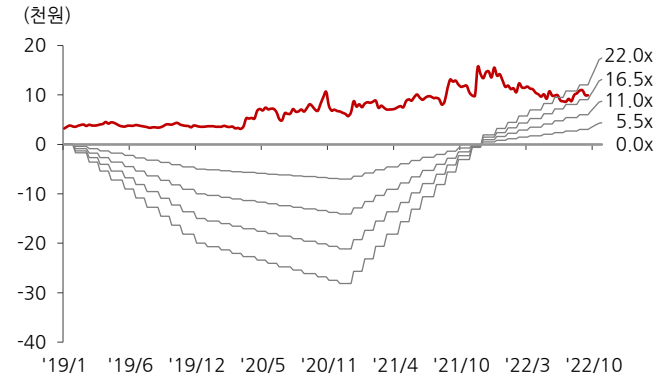
주: 2022년 8월 25일 종가기준, 2022년 비교 기업의 실적 추정은 컨센서스 기준, 자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

12개월 Forward PSR 밴드



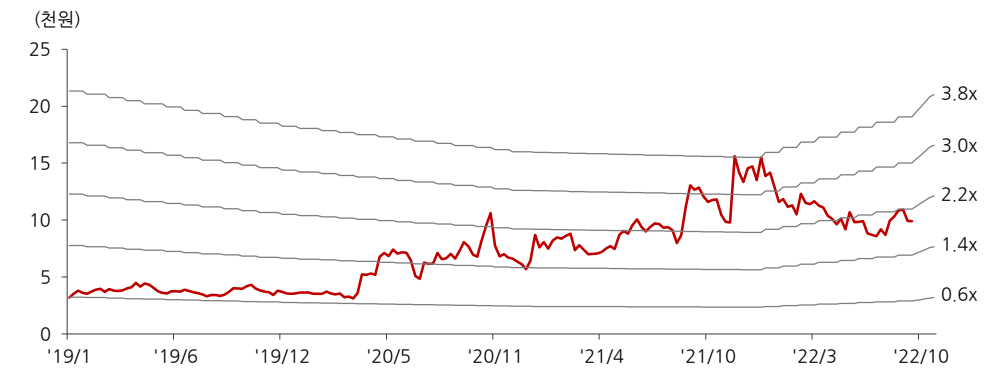
자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

12개월 Forward PER 밴드



자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

12개월 Forward PBR 밴드



자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

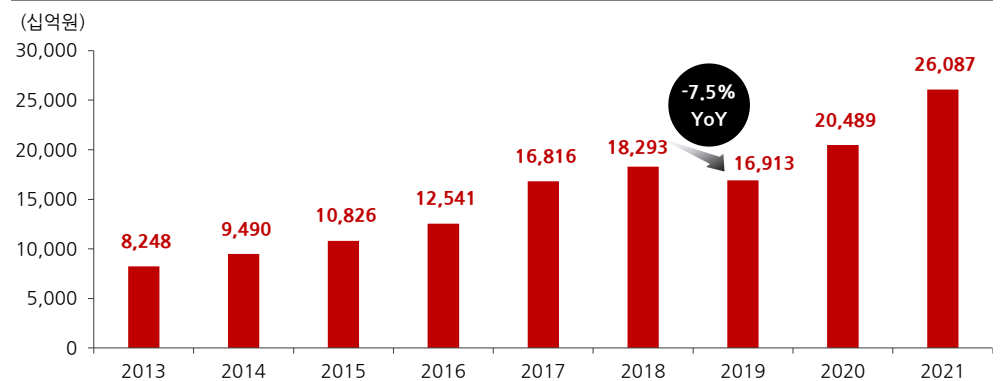
⚠ 리스크 요인

해외 주요 반도체 기업의 보수적인 실적 가이드선스와 특수가스 수요량 감소 가능성이 리스크 요인

실적에 가장 크게 영향을 끼칠 만한 부정적인 요인은 반도체 수요 감소

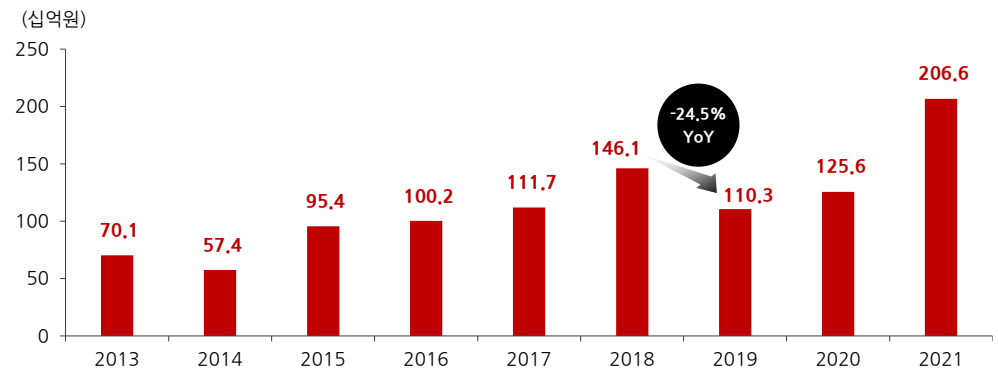
케이엔더블유(자회사 플루오린코리아 포함)의 전방 산업은 자동차, 전자부품, 반도체, 2차전지인데 그중에서 가장 크게 실적에 영향을 끼치는 산업은 반도체 산업이다. 반도체 업종에서 글로벌 기업의 실적 발표가 8월 마지막주에 마무리되고 있는데 마이크론, 엔비디아 등의 기업이 분기 매출 가이드선을 보수적으로 제시했다. 만약에 이들 기업이 전망했던 것처럼 반도체 수요가 지속적으로 감소해 결과적으로 반도체 제조사의 가동률이 하락한다면 이는 반도체 제조 공정용 특수가스 공급사의 실적에 부정적 영향을 끼칠 수 있다. 가장 최근에 이와 같은 일이 벌어졌던 시기는 2019년의 무역 분쟁 시기이다. 미국 상무부가 중국의 화웨이를 제재하고 메모리 반도체 분야에서 채고 조정과 가동률 하락이 발생했다. 사실상 이러한 현상이 발생하는 경우 반도체 소/부/장 업종 중에 타격을 가장 크게 받는 곳은 반도체 장비 업종이다. 예를 들어 글로벌 1위 반도체 장비사 Applied Materials는 2019년에 16.9조원의 매출을 기록하며 전년 대비 -7.5%의 역성장을 기록했다. 토종 반도체 중고장비 기업 서플러스글로벌도 같은 시기에 1,103억원의 매출을 기록하며 전년 대비 -24.5%의 역성장을 기록했다. 이와 달리 반도체용 특수가스 매출 비중이 높은 원익머트리얼즈는 2019년에 별도 기준으로 매출 2,218억원을 기록하며 전년(2018년 2,243억원) 대비 불과 -1.1%의 역성장세를 기록했다. 전방 산업에서 반도체 공장의 가동률이 하락하긴 했지만 24시간 운영 중인 반도체 공장을 완전히 멈출 수 없고, 개별 공정의 식각용, 세정용, 증착용으로 특수가스가 투입되기 때문이다. 마치 여의도에서 유명세를 떨치던 식당이 갑자기 코로나 확진자의 방문 소식으로 손님이 감소하더라도 식당 문을 열어 놓는 것과 비슷하다. 결론적으로 반도체 수요가 감소해 2019년처럼 반도체 제조사의 가동률 하락이 발생하더라도 원익머트리얼즈나 케이엔더블유처럼 반도체용 특수가스를 공급하는 기업의 실적은 반도체 장비사에 비해 상대적으로 안정적으로 유지될 것으로 전망된다. 그런 관점에서 살펴보면 사업적인 리스크가 제한적이라고 볼 수 있다.

반도체 장비사 Applied Materials는 2019년에 16.9조원의 매출을 기록하며 전년 대비 -7.5%의 역성장을 기록



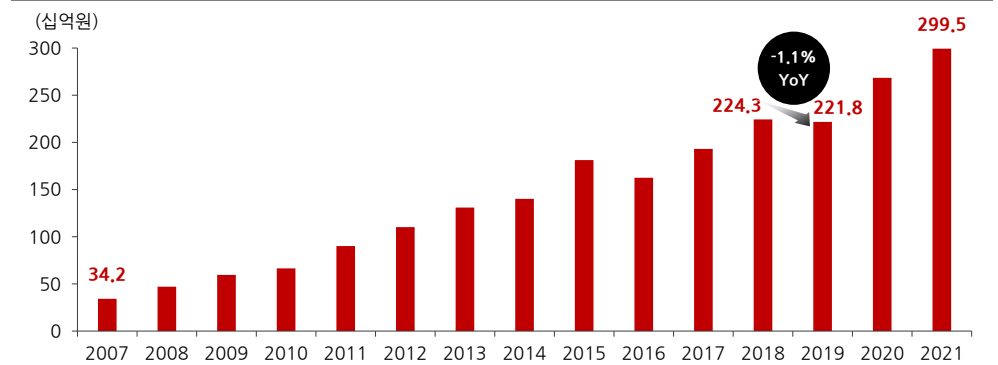
자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협의회 기업리서치센터

서플러스글로벌도 같은 시기에 1,103억원의 매출을 기록하며 전년 대비 -24.5%의 역성장을 기록



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

원익머트리얼즈 매출액 추이를 살펴보면 2019년 매출의 역성장 강도가 제한적. 전년 대비 -1.1% 수준에 불과



주: 2019년과 더불어 2016년에도 매출이 전년 대비 감소했는데 이는 반도체 업황 때문이 아니라 일회성 요인 때문. 2015년에 지정학적 요인으로 일부 가스에서 공급 부족이 발생해 원익머트리얼즈가 일부 회귀가스의 조달을 일시적으로 담당하게 되면서 당시 기준으로 설립 이후 사상 최대 매출 달성했고 2016년에는 이와 같은 일회성 요인이 제거되며 매출 역성장.

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	1,221	930	279	718	769
증가율(%)	30.2	-23.8	-70.0	157.6	7.1
매출원가	1,097	837	276	499	531
매출원가율(%)	89.8	90.0	98.9	69.5	69.1
매출총이익	123	93	3	219	238
매출이익률(%)	10.1	10.0	1.1	30.5	31.0
판매관리비	115	126	81	142	155
판매관리비율(%)	9.4	13.5	29.0	19.8	20.2
EBITDA	37	1	-43	120	240
EBITDA 이익률(%)	3.0	0.1	-15.5	16.8	31.2
증가율(%)	168.8	-97.9	적전	흑전	99.5
영업이익	8	-34	-78	77	83
영업이익률(%)	0.7	-3.6	-28.0	10.7	10.8
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	8.0
영업외손익	-6	-8	3	10	-18
금융수익	1	1	1	1	3
금융비용	4	6	4	44	24
기타영업외손익	-2	-4	6	53	3
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	3	-42	-75	87	65
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	-25.3
법인세비용	-3	21	3	5	-27
계속사업이익	6	-63	-75	83	52
중단사업이익	0	0	-21	-71	2
당기순이익	6	-63	-99	10	94
당기순이익률(%)	0.5	-6.8	-35.4	1.4	12.3
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	824.1
지배주주지분 순이익	6	-63	-99	10	94

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	35	-15	-18	148	231
당기순이익	6	-63	-99	10	94
유형자산 상각비	29	34	35	36	82
무형자산 상각비	0	0	0	7	75
외환손익	0	0	1	0	0
운전자본의감소(증가)	1	-11	40	98	-8
기타	-1	25	5	-3	-12
투자활동으로인한현금흐름	-1	-31	41	-676	-103
투자자산의 감소(증가)	6	1	24	17	-3
유형자산의 감소	5	0	32	26	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-10	-12	-13	-91	-100
기타	-2	-20	-2	-628	0
재무활동으로인한현금흐름	17	-9	182	480	19
차입금의 증가(감소)	16	-2	0	386	19
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	202	0	0
배당금	0	0	0	0	0
기타	1	-7	-20	94	0
기타현금흐름	-0	-0	-0	40	16
현금의증가(감소)	51	-57	205	-7	162
기초현금	44	96	39	244	237
기말현금	96	39	244	237	400

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	430	402	532	656	848
현금성자산	96	39	244	237	400
단기투자자산	0	20	0	1	1
매출채권	193	221	184	146	156
재고자산	132	110	98	72	77
기타유동자산	8	12	5	199	213
비유동자산	264	269	229	899	845
유형자산	233	253	215	687	705
무형자산	3	4	5	84	9
투자자산	11	11	9	60	63
기타비유동자산	17	1	0	68	68
자산총계	694	671	761	1,554	1,693
유동부채	260	281	280	635	676
단기차입금	80	77	69	34	44
매입채무	155	155	165	68	73
기타유동부채	25	49	46	533	559
비유동부채	38	55	45	341	344
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	38	31	31	290	290
기타비유동부채	0	24	14	51	54
부채총계	298	336	325	976	1,020
지배주주지분	396	335	436	579	673
자본금	28	28	51	61	61
자본잉여금	154	154	334	459	459
자본조정 등	-9	-9	-9	-10	-10
기타포괄이익누계액	-3	-1	-4	-4	-4
이익잉여금	225	162	63	74	168
자본총계	396	335	436	579	673

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	37.6	N/A	N/A	177.3	15.0
P/B(배)	0.6	0.7	1.5	3.3	2.1
P/S(배)	0.2	0.3	1.8	2.5	1.8
EV/EBITDA(배)	6.8	437.2	N/A	18.7	6.9
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	87	-909	-1,280	87	777
BPS(원)	5,721	4,847	4,248	4,768	5,544
SPS(원)	17,652	13,443	3,617	6,156	6,338
DPS(원)	0	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	1.6	-17.2	-25.6	2.0	15.1
ROA	0.9	-9.2	-13.8	0.9	5.8
ROIC	3.3	-8.6	-21.0	17.8	8.2
안정성(%)					
유동비율	165.0	143.2	190.1	103.3	125.5
부채비율	75.3	100.1	74.6	168.6	151.6
순차입금비율	6.9	28.5	-23.7	65.0	34.5
이자보상배율	2.1	-6.0	-22.0	3.4	2.2
활동성(%)					
총자산회전율	1.8	1.4	0.4	0.6	0.5
매출채권회전율	6.0	4.5	1.4	4.4	5.1
재고자산회전율	9.5	7.7	2.7	8.4	10.3

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.