

Company Brief

2020-06-25

이엔에프테크놀로지(102710)

완전히 달라졌다

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	50,000 원(상향)
증가(2020/06/24)	35,700 원
상승여력	40.1 %

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	1,423만주
시가총액	508십억원
외국인지분율	12.5%
52주 주가	14,500~35,700원
60일평균거래량	456,574주
60일평균거래대금	12.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.2	75.0	32.5	75.4
상대수익률	13.0	16.9	13.6	69.6



FY	2019	2020E	2021E	2022E
매출액(십억원)	481	494	532	560
영업이익(십억원)	60	78	82	88
순이익(십억원)	46	60	67	73
EPS(원)	3,239	4,230	4,676	5,108
BPS(원)	18,688	22,728	27,215	32,133
PER(배)	8.8	8.4	7.6	7.0
PBR(배)	1.5	1.6	1.3	1.1
ROE(%)	18.9	20.4	18.7	17.2
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	6.9	6.1	5.2	4.1

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

반도체 매출 비중 55%로 확대 → 주가 Multiple 할인 요인 해소

동사 주가는 반도체, 디스플레이 소재 업종 내에서 가장 저평가 받아왔다. 과거에는 상대적으로 기술적 진입 장벽이 낮은 디스플레이향 매출 비중이 높았었기 때문이다. 주력 고객사는 LG 디스플레이이다. 그러나 지난 2014 년경부터 삼성전자, SK 하이닉스를 고객사로 확보하고 메모리 반도체용 고순도 불산계 식각액과 메모리/비메모리 반도체용 PR(Photoresist) 박리액, PR 핵심 원료(Monomer, Polymer, PAG) 등 반도체향 매출 비중을 꾸준히 확대하고 있다. 동사는 이를 바탕으로 지난 2013 년 이후 메모리 반도체와 LCD 업황 모두 하락 Cycle 이 뚜렷했던 2018 년을 제외하고는 매년 꾸준한 실적 성장세를 보여왔다. 특히 현재 국내 반도체 전방 업체들의 KrF 및 ArF 공정에 동사 소재(PR 원료, PR 박리액)가 확대 적용되고 있다는 점을 고려할 때 향후 EUV 공정까지 진입할 가능성도 존재한다.

주요 부문별 매출 비중을 살펴보면 올해 예상 실적 기준 반도체향 약 55%, 디스플레이향 약 45%를 차지할 것으로 추정된다. 이미 동사 주가의 Multiple 할인 요인이 상당 부분 해소되었다는 것을 의미한다. 그럼에도 불구하고 지난 7 년간 국내 동종 업종 평균 대비 동사 주가의 P/E Valuation 할인율은 무려 35%에 달했다. 올해 예상 실적 기준 현 주가의 P/E 배수도 여전히 32% 저평가되어 있다. 반면 동사 ROE 는 동종 업종 내에서 SK 머티리얼즈, 한솔케미칼에 이어 3 번째로 높은 수준을 기록하고 있다. 최근 LG 디스플레이가 수익성 악화로 LCD 라인을 빠르게 구조조정 중이나 중국 주력 고객사인 CSOT 의 10.5 세대 신규 Capa. 가동 효과가 이를 충분히 상쇄하고 있으며, 7 월부터 LG 디스플레이 중국 광저우 OLED 신공장 가동이 본격화된다는 점도 긍정적이다. 더 이상 동사 주가가 저평가될 이유가 전혀 없다는 판단이다.

연간 내내 견조한 실적 이어질 것으로 전망

2Q20 반도체 부문 Chemical 소재 출하는 Server 중심의 Memory 반도체 업황 호조세로 견조할 것으로 예상되는 반면 디스플레이 부문은 COVID-19 확산으로 인한 TV 수요 부진으로 전분기 대비 출하 감소가 불가피할 것으로 전망된다. 다만 최근 달러 강세로 인한 환율 상승은 디스플레이향 매출 감소를 상쇄시킴과 동시에 수익성까지 개선될 수 있는 요인이다. 이를 반영한 동사의 2Q20 실적은 매출액 1,195 억원(YoY: +1%, QoQ: -1%), 영업이익 186 억원(YoY: +33%, QoQ: -1%)을 기록할 것으로 추정된다.

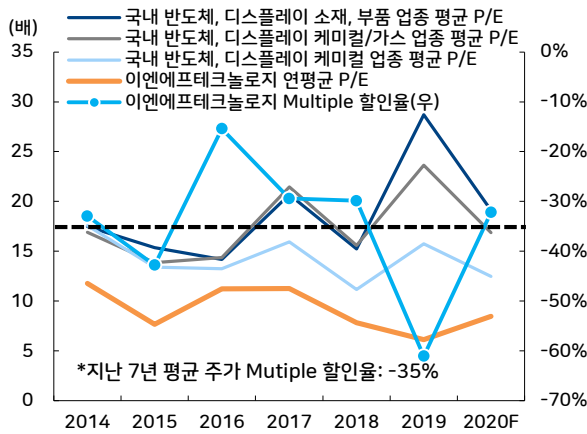
하반기에는 Server 향 수요 둔화 가능성이 존재하나 북미, 유럽 경제 활동 재개에 따른 IT 수요 회복세로 Mobile 향 반도체 수요가 증가할 가능성이 존재한다. 또한 COVID-19 영향으로 상반기 동안 일시적인 공급 차질, TV 수요 부진, 패널 재고 상승 등 최악의 상황을 겪은 디스플레이 업황은 하반기 들어 회복될 일만 남았다. 이를 반영한 2020 년 매출액과 영업이익은 각각 4,936 억원(YoY: +3%), 778 억원(YoY: +30%)을 기록할 전망이다.

목표주가 50,000 원으로 상향, 매수 투자 의견 유지

동사에 대한 목표주가를 50,000 원으로 상향 조정하고 매수 투자 의견을 유지한다. 목표주가는 2020 년 예상 EPS 에 최근 3 년간 고점 P/E 평균이자 국내 반도체, 디스플레이 케미칼 업종

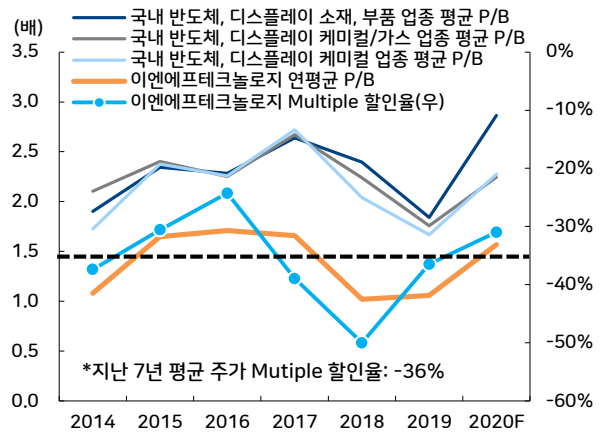
평균 P/E 배수인 12 배를 적용하여 산출했다. 최근 주가는 COVID-19 사태로 인한 큰 폭의 조정 이후 빠르게 상승했지만 여전히 올해 예상 실적 기준 P/E 8.4 배로 동종 업종 내에서 가장 저평가 되어있어 매력적이다. 특히 올해 초에 착공된 미국 Austin 생산시설 구축을 통해 삼성전자 Austin 반도체 공장(SAS)과 함께 Global Foundry, Texas Instruments, Intel 등 현지 해외 업체까지 고객사로 확보한다면 외형 성장 가능성과 System 반도체향 매출 비중 확대의 방향성이 주가 Multiple 상승을 이끌 것으로 판단된다. 향후 꾸준한 실적 성장과 더불어 비메모리향 매출 비중 확대에 따른 점진적인 Multiple re-rating 으로 추가적인 주가 상승 여력이 클 것으로 전망되는 동사에 대한 비중 확대 전략을 유지한다.

그림 1. 이엔에프테크놀로지 연간 P/E Valuation 할인율 추이



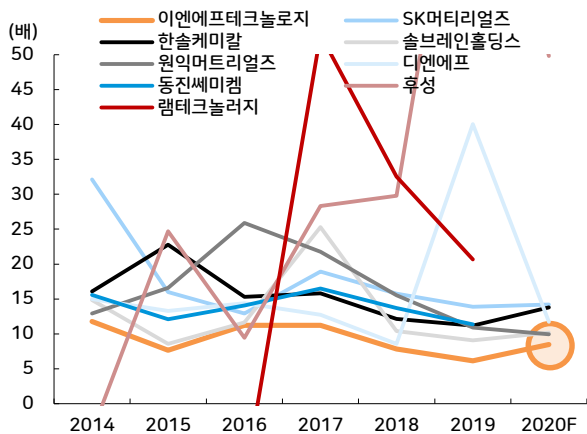
자료: Quantwise, 하이투자증권
주: 2020 년은 전일 증가 기준

그림 2. 이엔에프테크놀로지 연간 P/B Valuation 할인율 추이



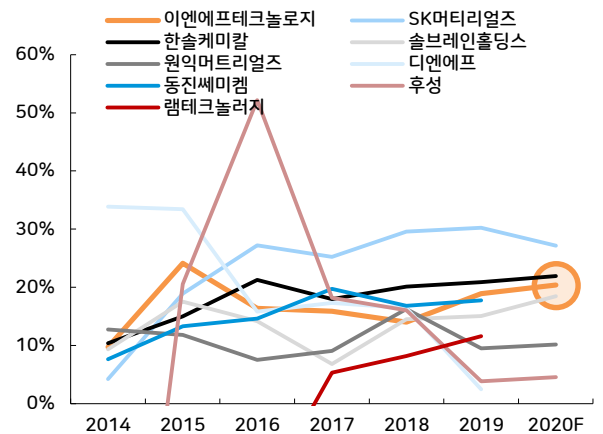
자료: Quantwise, 하이투자증권
주: 2020 년은 전일 증가 기준

그림 3. 국내 주요 반도체, 디스플레이 소재 업체 연평균 P/E 배수



자료: Quantwise, 하이투자증권
주: 2020 년은 전일 증가 기준

그림 4. 국내 주요 반도체, 디스플레이 소재 업체 ROE 추이 및 전망



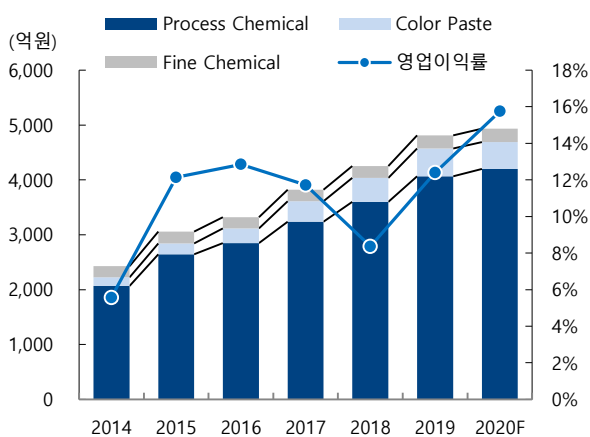
자료: Quantwise, 하이투자증권
주: 2020 년은 전일 증가 기준

표 1. 이엔에프테크놀로지 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)											
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F
매출액	1,122	1,178	1,273	1,237	1,204	1,193	1,263	1,269	4,254	4,810	4,930
YoY	18%	15%	15%	6%	7%	1%	-1%	3%	10%	13%	2%
QoQ	-4%	5%	8%	-3%	-3%	-1%	6%	0%	-	-	-
Process Chemical	946	991	1,078	1,048	1,021	1,017	1,078	1,085	3,598	4,064	4,201
Color Paste	120	128	133	129	124	117	125	124	438	509	491
Fine Chemical	56	59	61	60	59	59	60	60	219	236	238
제품별 매출액 비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Process Chemical	84%	84%	85%	85%	85%	85%	85%	86%	85%	84%	85%
Color Paste	11%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	11%	10%
Fine Chemical	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
매출원가	898	923	965	953	901	892	938	943	3,496	3,738	3,674
매출원가율	80%	78%	76%	77%	75%	75%	74%	74%	82%	78%	75%
매출총이익	224	256	308	284	303	301	325	326	758	1,072	1,255
매출총이익률	20%	22%	24%	23%	25%	25%	26%	26%	18%	22%	25%
판매비 및 관리비	105	116	110	144	116	116	104	144	402	476	480
판매비율	9%	10%	9%	12%	10%	10%	8%	11%	9%	10%	10%
영업이익	119	140	198	140	187	185	221	182	356	596	776
영업이익률	11%	12%	16%	11%	16%	16%	17%	14%	8%	12%	16%
YoY	100%	97%	84%	18%	57%	33%	12%	31%	-21%	67%	30%
QoQ	1%	17%	42%	-29%	34%	-1%	19%	-18%	-	-	-
세전이익	120	136	213	122	166	193	229	189	382	592	778
세전이익률	11%	12%	17%	10%	14%	16%	18%	15%	9%	12%	16%
당기순이익	97	118	159	92	132	153	181	141	290	467	607
당기순이익률	9%	10%	13%	7%	11%	13%	14%	11%	7%	10%	12%
YoY	84%	67%	75%	23%	35%	29%	14%	52%	12%	61%	30%
QoQ	29%	21%	35%	-42%	43%	16%	18%	-22%	-	-	-

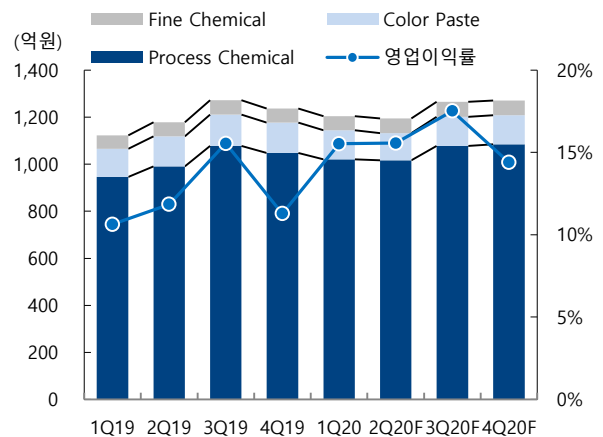
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 5. 이엔에프테크놀로지 연간 실적 추이 및 전망



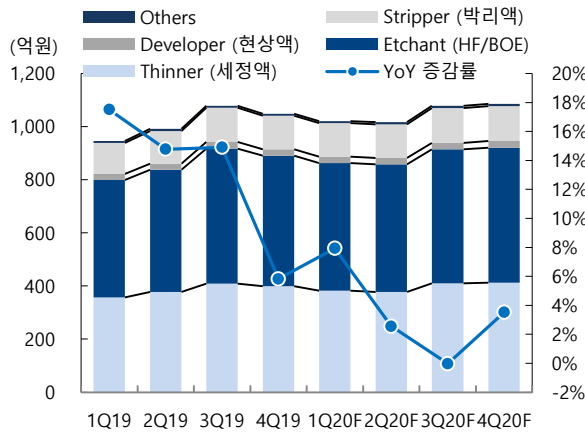
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 6. 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추이 및 전망



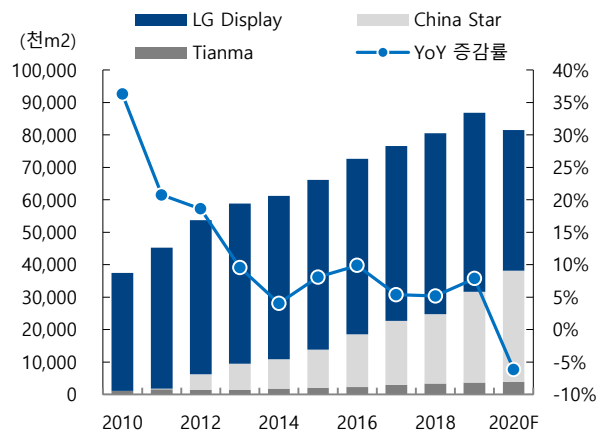
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 7. 이엔에프테크놀로지 Process chemical 제품별 매출액



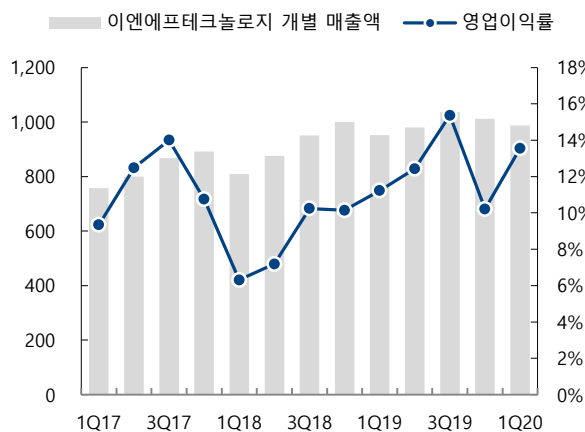
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 8. 디스플레이 주력 고객사 연간 Capa. 추이 및 전망(면적 기준)



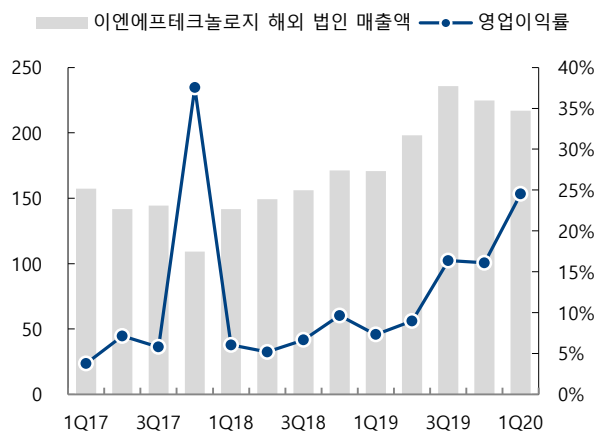
자료: OMDIA, 하이투자증권

그림 9. 이엔에프테크놀로지 국내 법인 별도 분기 실적 추이



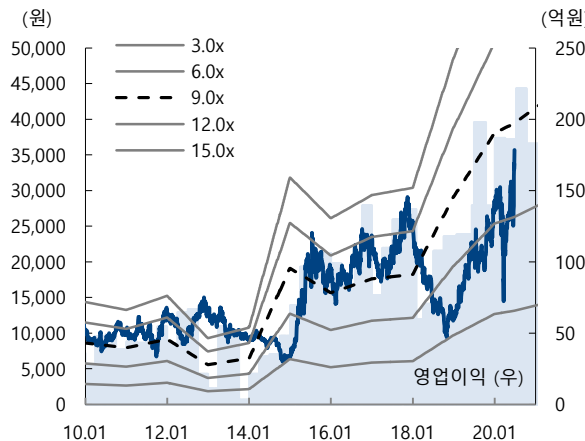
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 10. 이엔에프 해외(중국+미국) 법인 별도 분기 실적 추이



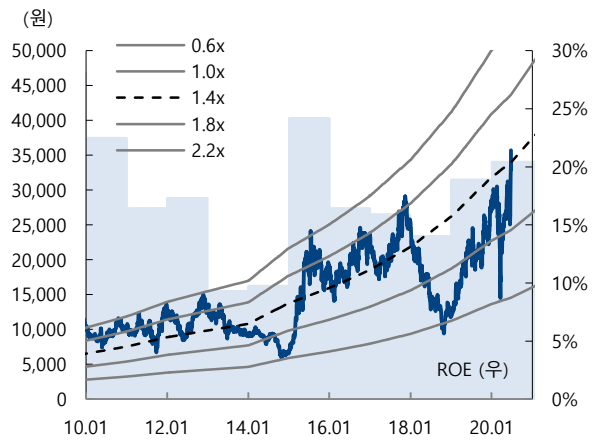
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림 11. 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 12. 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 2. 이엔에프테크놀로지 목표주가 산출

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	비고
EPS (원)	1,016	620	718	2,121	1,741	1,958	2,026	3,239	4,230	
BPS (원)	6,343	7,032	7,709	9,841	11,385	13,247	15,585	18,688	22,728	
고점 P/E (배)	14.8	22.0	14.4	11.4	14.1	14.9	12.4	8.8	8.4	지난 3년간 평균: 12.0
평균 P/E (배)	11.3	17.5	11.8	7.7	11.2	11.2	7.8	6.1	6.3	지난 3년간 평균: 8.4
저점 P/E (배)	8.3	14.0	8.3	3.1	8.1	8.8	4.6	3.7	3.4	지난 3년간 평균: 5.7
고점 P/B (배)	2.5	2.4	1.7	2.4	2.2	2.2	1.6	1.5	1.6	지난 3년간 평균: 1.8
평균 P/B (배)	1.8	1.8	1.3	1.4	1.7	1.7	1.0	1.1	1.2	지난 3년간 평균: 1.3
저점 P/B (배)	1.2	1.3	1.2	0.7	1.2	1.3	0.6	0.6	0.6	지난 3년간 평균: 0.9
ROE	17.3%	9.3%	9.7%	24.2%	16.4%	15.9%	14.1%	18.9%	20.4%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)									12.0	과거 3년간 평균 P/E 배수 적용
적용 EPS (원)=20년									4,230	
적정주가 (원)									50,755	
목표주가 (원)									50,000	20년 예상 실적 기준 P/E 11.8배
전일 증가 (원)									35,700	20년 예상 실적 기준 P/E 8.4배
상승 여력									40.1%	

자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

표 3. 국내 주요 반도체, 디스플레이 소재 업종 Peer valuation table

업체명	주가(원) (6/24)	시가총액 (억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE		
			2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F
SK머티리얼즈	192,500	20,304	15.8	13.9	14.2	4.2	3.4	3.2	8.8	8.7	8.2	19%	16%	12%	30%	30%	31%
솔브레인홀딩스	97,200	16,911	10.4	9.1	10.2	1.4	1.2	1.7	3.9	5.7	5.5	139%	16%	41%	15%	15%	20%
한솔케미칼	129,000	14,571	12.1	11.2	13.8	2.2	2.1	2.7	8.1	8.4	8.7	17%	34%	18%	20%	21%	24%
티씨케이	91,500	10,683	16.2	14.2	17.4	4.1	3.0	4.0	5.5	10.0	10.4	26%	0%	32%	28%	23%	25%
후성	8,230	7,622	29.8	94.6	49.8	4.4	3.6	3.4	13.1	25.8	16.1	-1%	-99%	n/a	16%	3.9%	4.6%
에스앤에스텍	40,550	8,003	17.5	14.7	51.0	1.0	1.6	7.4	6.5	13.1	28.6	48%	119%	55%	5.9%	12%	18%
이엔에프테크놀로지	35,700	5,079	7.8	6.1	8.5	1.0	1.1	1.6	5.8	8.4	6.8	12%	61%	21%	14%	19%	20%
원익QnC	14,100	3,707	9.5	125	13.5	1.8	1.5	1.5	5.6	32.1	6.0	40%	적전	흑전	21%	1.2%	16%
하나머티리얼즈	21,350	4,191	14.3	11.3	10.3	4.4	2.1	2.3	5.8	8.4	6.8	86%	-24%	47%	35%	21%	24%
원익머티리얼즈	25,350	3,196	15.5	10.9	9.9	2.3	1.0	1.0	3.5	6.6	4.2	132%	-32%	14%	16%	10%	11%
평균			14.9	31.1	19.9	2.7	2.1	2.9	6.7	12.7	10.1	52%	10%	30%	20%	16%	20%

자료: Quantwise, 하이투자증권

주: 2020년 6월 24일 증가, Consensus 기준

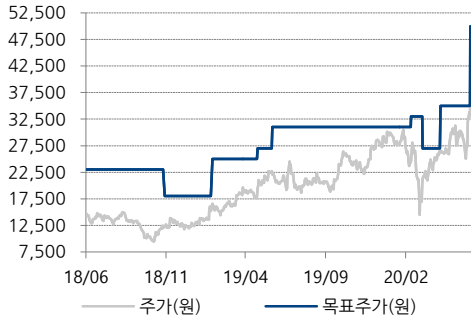
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E	(단위:십억원,%)	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	156	193	249	319	매출액	481	494	532	560
현금 및 현금성자산	24	57	104	166	증가율(%)	13.1	2.6	7.8	5.2
단기금융자산	-	-	-	-	매출원가	374	368	398	417
매출채권	83	88	93	99	매출총이익	107	126	134	143
재고자산	41	39	44	45	판매비와관리비	48	48	52	55
비유동자산	230	246	252	253	연구개발비	12	9	11	12
유형자산	184	198	205	206	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	5	6	6	5	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	386	439	501	572	영업이익	60	78	82	88
유동부채	90	86	84	85	증가율(%)	67.5	30.4	5.7	7.4
매입채무	50	50	54	55	영업이익률(%)	12.4	15.8	15.4	15.8
단기차입금	23	18	13	13	이자수익	0	1	2	4
유동성장기부채	1	1	1	1	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	27	27	27	27	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-1	-4	0	0
장기차입금	16	16	16	16	세전계속사업이익	59	78	86	94
부채총계	117	112	111	112	법인세비용	12	17	18	20
자배주주지분	266	323	387	457	세전계속이익률(%)	12.3	15.8	16.1	16.8
자본금	7	7	7	7	당기순이익	47	61	67	74
자본잉여금	17	17	17	17	순이익률(%)	9.7	12.3	12.7	13.1
이익잉여금	243	301	365	436	지배주주귀속 순이익	46	60	67	73
기타자본항목	0	0	0	0	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	3	3	3	3	총포괄이익	46	60	67	73
자본총계	269	326	390	460	지배주주귀속총포괄이익	46	60	67	73

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	61	83	89	96	주당지표(원)				
당기순이익	47	61	67	74	EPS	3,239	4,230	4,676	5,108
유형자산감가상각비	1	1	1	1	BPS	18,688	22,728	27,215	32,133
무형자산상각비	0	0	0	0	CFPS	3,329	4,325	4,778	5,214
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	150	150	150	150
투자활동 현금흐름	-48	-32	-25	-21	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	8.8	8.4	7.6	7.0
무형자산의 처분(취득)	0	-1	-	-	PBR	1.5	1.6	1.3	1.1
금융상품의 증감	-	-	-	-	PCR	8.5	8.3	7.5	6.8
재무활동 현금흐름	-2	-11	-11	-6	EV/EBITDA	6.9	6.1	5.2	4.1
단기금융부채의증감	-8	-5	-5	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	11	-	-	-	ROE	18.9	20.4	18.7	17.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	12.7	16.0	15.7	16.0
배당금지급	-1	-2	-2	-2	부채비율	43.6	34.4	28.4	24.4
현금및현금성자산의증감	11	34	46	63	순부채비율	5.8	-7.0	-19.0	-29.8
기초현금및현금성자산	13	24	57	104	매출채권회전율(x)	6.0	5.8	5.9	5.8
기말현금및현금성자산	24	57	104	166	재고자산회전율(x)	13.3	12.3	12.8	12.5

자료 : 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권 리서치본부

이엔에프테크놀로지
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-11-19	Buy	18,000	1년	-27.4%	-10.8%
2019-02-18	Buy	25,000	1년	-31.4%	-21.6%
2019-05-15	Buy	27,000	1년	-21.1%	-15.7%
2019-06-12	Buy	31,000	1년	-23.8%	-1.6%
2020-03-03	Buy	33,000	1년	-32.0%	-14.8%
2020-03-25	Buy	27,000	1년	-11.9%	-1.7%
2020-04-28	Buy	35,000	1년	-17.6%	2.0%
2020-06-25	Buy	50,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
 - Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시기총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2020-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	91.6%	8.4%	-