

2017/09/05

이엔에프테크놀로지(102710)

디스플레이 정원석

(2122-9203) wschung@hi-ib.com

영업이익률 정상 회복하며 불확실성 해소

Buy (Maintain)

■ 지난 1분기 일시적으로 하락했던 영업이익률의 정상 회복

동사 2Q17 실적은 매출액 941억원 (YoY: +17%, QoQ: +3%), 영업이익 110억원 (YoY: +30%, QoQ: +43%)으로 전분기 대비 수익성 개선이 뚜렷하게 나타나며 호실적을 기록하였다. 지난 1분기에 반도체, 디스플레이 전방 업체들의 업황 호조에도 불구하고 상당수의 불용 재고가 포함된 2차전지 NCM 양극재 매출이 증가하면서 일시적으로 영업이익률이 크게 하락하였으나 2분기 들어 각 사업부문들이 다시 정상화되면서 수익성이 예전 수준으로 빠르게 회복하는데 긍정적인 영향을 미친 것으로 분석된다.

■ 전방 업체들의 계절적 수요 증가로 양호한 3분기 실적 예상

하반기 전방 업체들의 계절적인 수요 증가로 양호한 실적이 전망된다. 반도체, 디스플레이 업체들의 가동률이 상승할 것으로 예상되는 가운데 아직까지 점유율이 높지 않은 삼성디스플레이 OLED형 박리액, Thinner 등의 출하가 점진적으로 확대되고 있으며, 지난 3분기부터 본격적으로 가동되기 시작한 삼성전자 평택 라인 3D NAND형 식각액 출하가 증가하고 있기 때문이다. 또한 2분기 Set-up이 완료된 LG디스플레이, CSOT 8세대 LCD Fab. 가동이 점차 본격화되고 있다는 점도 긍정적인 요인이다. 이를 반영한 3Q17 매출액과 영업이익은 각각 973억원 (YoY: +15%, QoQ: +3%), 114억원 (YoY: +11%, QoQ: +4%)을 기록할 것으로 추정된다.

■ 매수 투자 의견 유지, 목표주가는 27,500원으로 상향 조정

동사에 대한 매수 투자 의견 유지, 목표주가는 17년 예상 실적 신규 전망치를 반영하여 27,500원으로 10% 가량 상향 조정한다. 목표주가는 17년 예상 EPS에 국내 반도체, 디스플레이 소재 업종 평균 P/E 배수 14.7배와 동사의 최근 5년간 평균 P/E 배수 10.0배의 중간값인 12.3배를 적용하여 산출하였다.

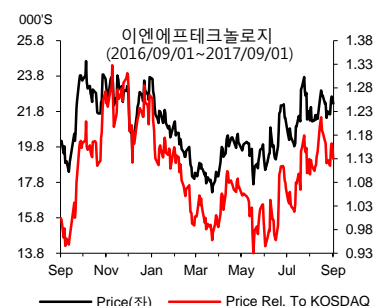
올해에도 반도체, 디스플레이 업체들의 신규 Capa. 증가와 점진적인 고객사 내 점유율 확대로 동사 실적은 매출액 3,841억원 (YoY: +15%), 영업이익 410억원 (YoY: +5%)을 기록하며 꾸준한 성장세를 이어갈 것으로 전망된다. 현재 주가가 17년 예상 실적 기준 P/E 10배 수준으로 동종 업종 내 Valuation 매력도가 가장 높은 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

목표주가(12M)	27,500원
종가(2017/09/01)	22,200원

Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	1,420만주
시가총액	315십억원
외국인지분율	14.2%
배당금(2016)	50원
EPS(2017E)	2,227원
BPS(2017E)	13,537원
ROE(2017E)	17.9%
52주 주가	17,200~24,600원
60일평균거래량	231,786주
60일평균거래대금	5.0십억원

Price Trend



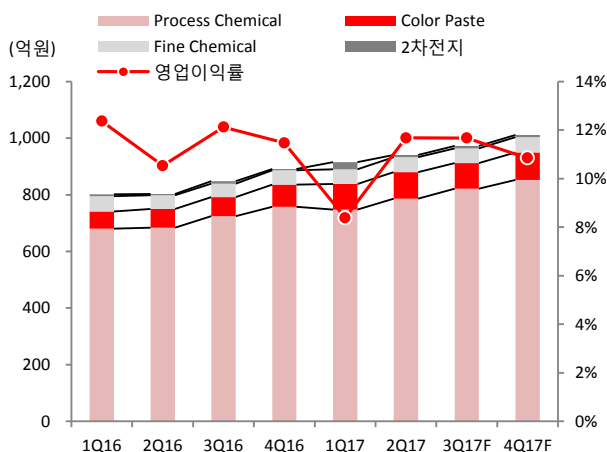
<표 1> 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액	801	803	848	891	915	941	973	1,012	3,119	3,343	3,841
YoY	11%	4%	5%	9%	14%	17%	15%	14%	25%	7%	15%
QoQ	-2%	0%	6%	5%	3%	3%	3%	4%	-	-	-
Process Chemical	681	683	724	757	747	787	821	852	2,646	2,846	3,208
Color Paste	60	67	68	78	91	93	90	97	197	273	371
Fine Chemical	55	48	47	51	51	53	52	54	217	201	211
2차전지	6	4	9	4	25	8	9	8	59	23	50
제품별 매출액 비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Process Chemical	85%	85%	85%	85%	82%	84%	84%	84%	85%	85%	84%
Color Paste	8%	8%	8%	9%	10%	10%	9%	10%	6%	8%	10%
Fine Chemical	7%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	7%	6%	6%
2차전지	1%	1%	1%	0%	3%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
매출원가	609	630	648	679	737	730	753	781	2,355	2,566	3,001
매출원가율	76%	76%	76%	76%	81%	78%	77%	77%	76%	77%	78%
매출총이익	193	173	200	211	178	211	221	231	763	777	840
매출총이익률	24%	22%	24%	24%	19%	22%	23%	23%	24%	23%	22%
판매비 및 관리비	94	88	97	109	101	101	107	121	385	388	430
판매비율	12%	11%	11%	12%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	11%
영업이익	99	85	103	102	77	110	114	110	379	389	410
YoY	42%	-12%	-3%	-4%	-23%	30%	10%	7%	173%	3%	5%
QoQ	-7%	-15%	22%	-1%	-25%	43%	3%	-3%	-	-	-
영업이익률	12%	11%	12%	11%	8%	12%	12%	11%	12%	12%	11%
세전이익	98	105	100	31	57	122	96	94	382	333	369
세전이익률	12%	13%	12%	3%	6%	13%	10%	9%	12%	10%	10%
당기순이익	75	65	77	0	43	93	72	70	290	216	277
YoY	30%	-13%	-12%	-100%	-43%	43%	-6%	흑전	272%	-26%	28%
QoQ	5%	-14%	18%	-100%	흑전	117%	-22%	-3%	0%	0%	0%
당기순이익률	9%	8%	9%	0%	5%	10%	7%	7%	9%	6%	7%

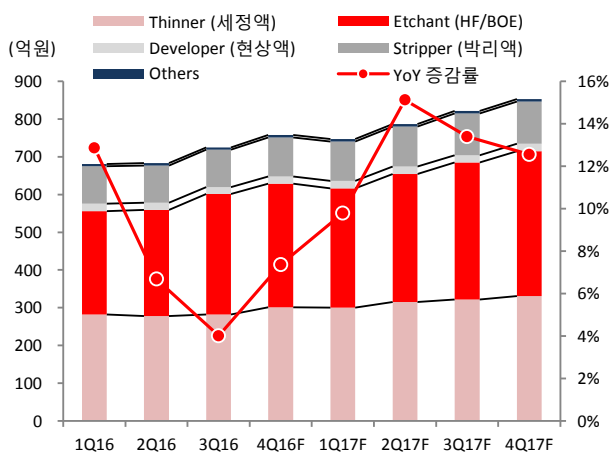
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 1> 이엔에프테크놀로지 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 2> 이엔에프테크놀로지 Process chemical 매출액 추정



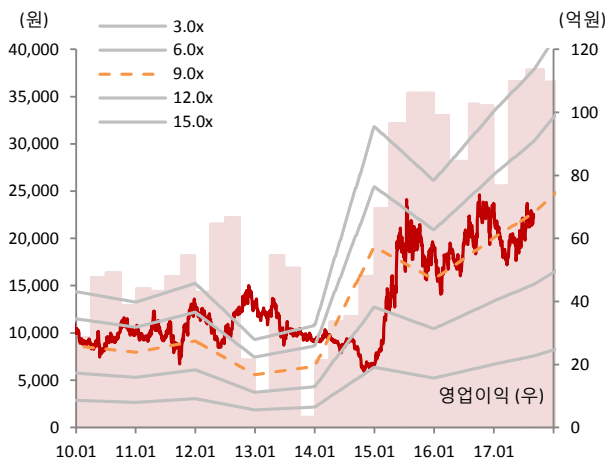
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<표 2> 이엔에프테크놀로지 목표주가 산출

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	비고
EPS (원)	884	1,016	620	718	2,121	1,741	2,227	
BPS (원)	5,388	6,343	7,032	7,709	9,841	11,385	13,537	
고점 P/E (배)	13.4	14.8	21.9	12.7	12.6	11.7	10.6	최근 5년간 평균: 13.9
평균 P/E (배)	10.6	11.3	16.3	6.7	8.6	9.8	8.5	최근 5년간 평균: 10.0
저점 P/E (배)	6.9	8.3	12.7	3.1	3.2	7.9	7.4	최근 5년간 평균: 6.8
고점 P/B (배)	2.2	2.1	2.2	1.7	2.3	1.9	1.7	최근 5년간 평균: 1.9
저점 P/B (배)	1.9	1.7	1.7	1.3	1.3	1.6	1.4	최근 5년간 평균: 1.4
평균 P/B (배)	1.6	1.1	1.3	1.1	0.6	1.2	1.2	최근 5년간 평균: 1.1
ROE	16.4%	17.3%	9.3%	9.7%	24.2%	16.4%	17.9%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)							12.3	Peer group 평균 P/E 배수와
적용 EPS (원) = 17년							2,227	동사 5년 평균 P/E 배수 중간값 적용
적정주가 (원)							27,434	
목표주가 (원)							27,500	17년 예상 실적 기준 P/E 12.4 배
전일 증가 (원)							22,200	17년 예상 실적 기준 P/E 10.0 배
상승 여력							24%	

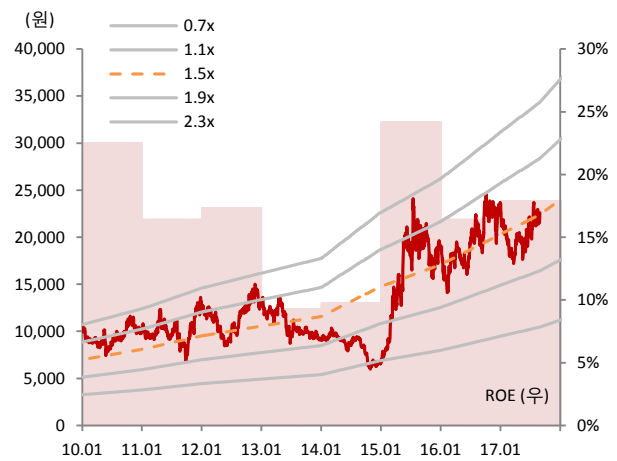
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 3> 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/E Chart



자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 4> 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/B Chart



자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<표 3> 국내 반도체/디스플레이 소재 업체 Peer group Valuation Table

업체명	주가(원) (9/1)	시가총액 (억원, 9/1)	P/E			P/B			EV/EBITDA			순이익 증가 (%)			ROE (%)		
			2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F	2015	2016	2017F
이엔에프테크놀로지	22,200	3,152	8.8	13.6	11.7	1.9	2.1	1.7	5.3	7.3	6.5	272	-25.5	8.4	24.2	16.4	15.4
SK머티리얼즈	181,500	19,144	18.6	17.4	16.5	3.3	4.5	4.2	9.2	10.0	9.6	386	67.0	6.1	18.9	27.2	30.4
솔브레인	63,900	10,584	8.3	13.4	13.5	1.3	1.8	1.7	4.8	6.7	6.1	121	-7.5	5.6	17.6	14.2	15.3
한솔케미칼	76,100	8,596	20.5	16.9	14.0	2.9	3.3	2.6	12.3	10.2	8.5	60.1	71.8	11.0	15.0	21.3	22.3
동진썸미캡	18,650	9,349	12.9	18.4	na	1.6	2.5	na	8.1	6.6	na	87.4	32.3	na	13.3	14.7	na
티씨케이	53,500	6,246	23.6	16.6	17.8	3.3	3.3	4.4	13.5	10.1	11.0	177	73	54	14.9	21.9	27.2
원익머트리얼즈	79,500	5,012	18.7	26.9	18.2	2.1	2.0	2.1	10.0	12.9	10.3	5.9	-26.2	68.9	11.8	7.6	11.9
원익QnC	11,650	3,063	14.8	5.4	11.5	2.2	1.6	1.7	9.1	3.5	8.4	78	178.2	-38.7	16.0	34.6	16.5
디엔에프	16,950	1,824	9.8	16.9	14.1	2.8	2.5	2.1	6.4	10.6	8.7	70.1	-39.6	23.6	33.4	15.8	18.8
에스앤에스텍	5,120	1,010	20.8	17.7	na	2.6	2.1	na	11.1	12.3	na	흑전	21.6	na	12.9	12.7	na
엘티씨	11,800	887	11.7	-131	na	1.0	1.2	na	6.9	36.2	na	-32	-129	na	9.3	-0.9	na
반도체/디스플레이 소재 업종 평균			15.3	16.3	14.7	2.3	2.4	2.6	8.8	11.5	8.6	123	19.6	17.4	17.0	16.9	19.7

자료: Quantwise, 하이투자증권

주: 9월 1일 종가, Quantwise Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	124	165	208	259
현금 및 현금성자산	32	64	91	128
단기금융자산	-	-	-	-
매출채권	62	66	77	86
재고자산	27	33	36	42
비유동자산	132	129	128	127
유형자산	117	115	114	114
무형자산	6	5	4	4
자산총계	256	294	336	385
유동부채	79	87	90	95
매입채무	46	49	52	57
단기차입금	24	24	24	24
유동성장기부채	2	6	6	6
비유동부채	10	10	10	10
사채	-	-	-	-
장기차입금	9	9	9	9
부채총계	89	97	100	105
지배주주지분	162	192	231	275
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	16	16	16	16
이익잉여금	141	172	211	255
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	5	5	5	5
자본총계	166	198	236	280

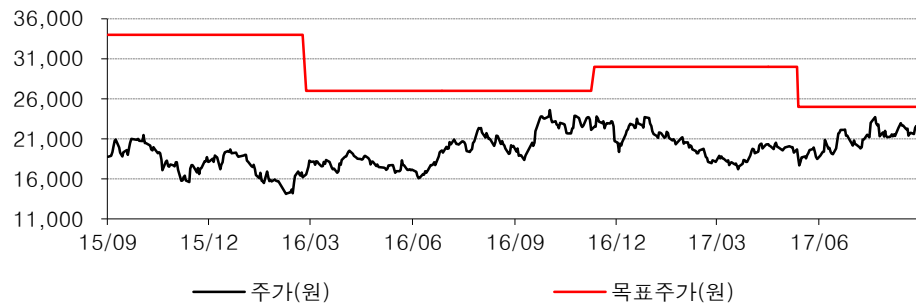
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	334	384	433	493
증가율(%)	7.2	14.9	12.7	13.8
매출원가	254	300	334	382
매출총이익	80	84	99	110
판매비와관리비	39	43	48	54
연구개발비	2	3	3	3
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	41	41	51	57
증가율(%)	9.1	-0.8	24.4	11.1
영업이익률(%)	12.4	10.7	11.8	11.5
이자수익	0	1	1	1
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-7	-3	-5	-4
세전계속사업이익	33	37	46	53
법인세비용	12	9	12	13
세전계속이익률(%)	10.0	9.6	10.7	10.7
당기순이익	22	28	35	40
순이익률(%)	6.5	7.2	8.0	8.0
지배주주귀속 순이익	25	32	40	45
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	21	27	34	39
지배주주귀속총포괄이익	25	32	40	45

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	45	45	58	59
당기순이익	22	28	35	40
유형자산감가상각비	4	4	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-25	-11	-12	-11
유형자산의 처분(취득)	2	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	5	-	-	-
재무활동 현금흐름	3	3	-1	-1
단기금융부채의증감	7	-	-	-
장기금융부채의증감	5	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-1	-1	-1
현금및현금성자산의증감	23	32	28	37
기초현금및현금성자산	9	32	64	91
기말현금및현금성자산	32	64	91	128

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	1,741	2,227	2,793	3,191
BPS	11,385	13,537	16,250	19,364
CFPS	2,114	2,597	3,158	3,535
DPS	50	50	50	50
Valuation(배)				
PER	13.6	10.0	7.9	7.0
PBR	2.1	1.6	1.4	1.1
PCR	11.2	8.5	7.0	6.3
EV/EBITDA	7.3	6.3	4.7	3.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.4	17.9	18.8	17.9
EBITDA 이익률	13.9	12.0	13.0	12.5
부채비율	53.7	49.1	42.4	37.6
순부채비율	2.3	-12.4	-22.1	-31.7
매출채권회전율(x)	6.0	6.0	6.1	6.0
재고자산회전율(x)	12.0	12.8	12.5	12.7

자료 : 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이(이엔에프테크놀로지)



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-09-05	Buy	27,500	1년		
2017-05-16	Buy	25,000	6개월	-16.4%	-5.2%
2016-11-14	Buy	30,000	6개월	-31.9%	-20.7%
2016-02-29	Buy	27,000	6개월	-27.1%	-8.9%

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-mail등을 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) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-