



2017/09/05

이엔에프테크놀로지(102710)

영업이익률 정상 회복하며 불확실성 해소

■ 지난 1분기 일시적으로 하락했던 영업이익률의 정상 회복

동사 2Q17 실적은 매출액 941억원 (YoY: +17%, QoQ: +3%), 영업이익 110억 원 (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 OLED향 박리액, Thinner 등의 출하가 점진적으로 확대되고 있으며, 지난 3분기부터 본격적으로 가동되기 시작한 삼성전자 평택 라인 3D NAND향 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 투자의견 유지, 목표주가는 27,500원으로 상향 조정

동사에 대한 매수 투자의견 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. 현주가가 17년 예상 실적 기준 P/E 10배 수준으로 동종 업종 내 Valuation 매력도가 가장 높은 동사에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

디스플레이 정원석

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

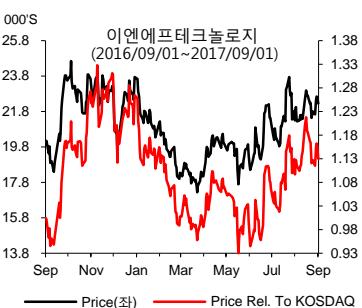
Buy (Maintain)

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

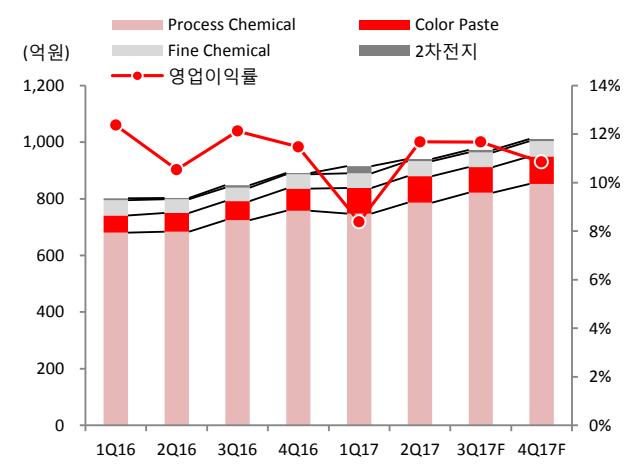


<표 1> 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추이 및 전망

	(단위: 억원)								2015	2016	2017F	
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F				
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	
판관비율	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%	

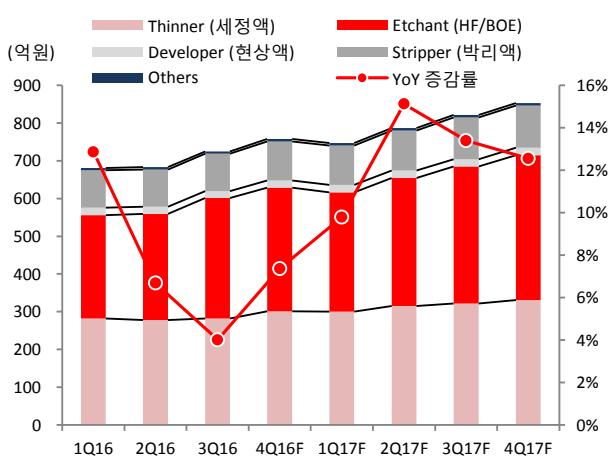
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 1> 이엔에프테크놀로지 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 2> 이엔에프테크놀로지 Process chemical 매출액 추정



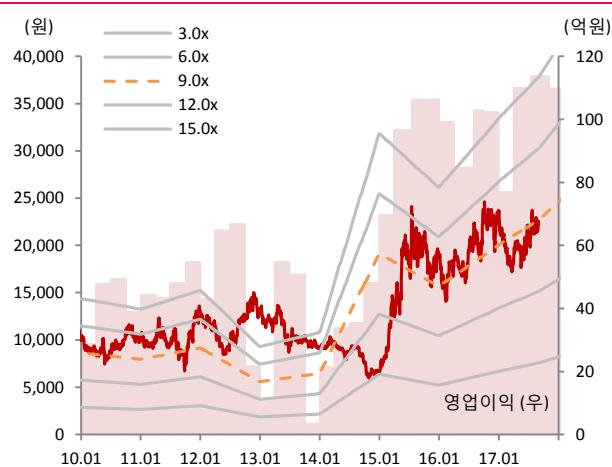
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<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 동사 5년 평균 P/E 배수 중간값 적용
적용 EPS (원) = 17년							2,227	
적정주가 (원)							27,434	
목표주가 (원)							27,500	17년 예상 실적 기준 P/E 12.4 배
전일 종가 (원)							22,200	17년 예상 실적 기준 P/E 10.0 배
상승 여력							24%	

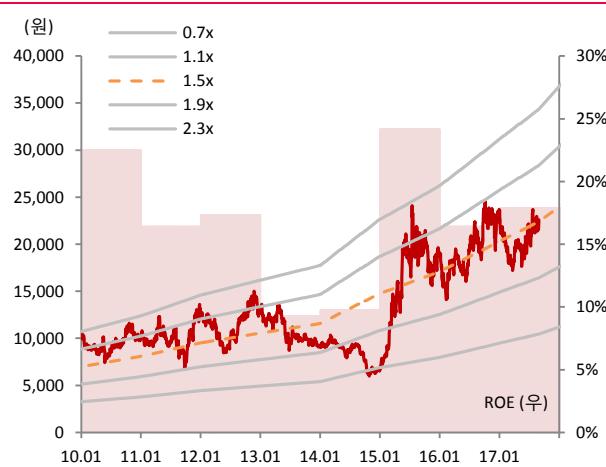
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

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



자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 4> 이엔에프테크놀로지 12 개월 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
SK마티리얼즈	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
동진쎄미켐	18,650	9,349	12.9	18.4	n.a	1.6	2.5	n.a	8.1	6.6	n.a	87.4	32.3	n.a	13.3	14.7	n.a
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
원익마트리얼즈	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
에스엔에스텍	5,120	1,010	20.8	17.7	n.a	2.6	2.1	n.a	11.1	12.3	n.a	흑전	21.6	n.a	12.9	12.7	n.a
엘티씨	11,800	887	11.7	-131	n.a	1.0	1.2	n.a	6.9	36.2	n.a	-32	-129	n.a	9.3	-0.9	n.a
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

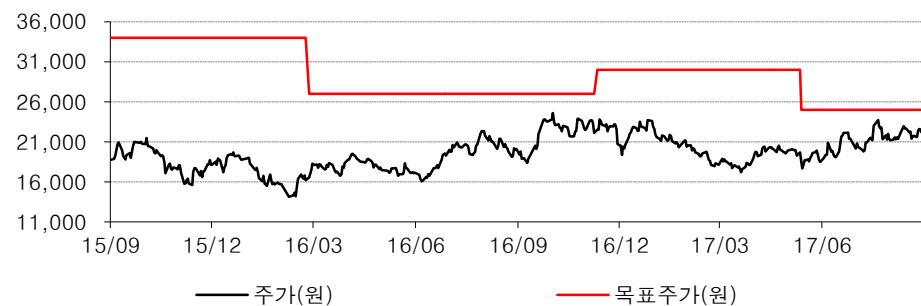
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표		포괄손익계산서							
		2016	2017E	2018E	2019E	(단위:십억원)	(단위:십억원%)		
유동자산	124	165	208	259	매출액	334	384	433	493
현금 및 현금성자산	32	64	91	128	증가율(%)	7.2	14.9	12.7	13.8
단기금융자산	-	-	-	-	매출원가	254	300	334	382
매출채권	62	66	77	86	매출총이익	80	84	99	110
재고자산	27	33	36	42	판매비와관리비	39	43	48	54
비유동자산	132	129	128	127	연구개발비	2	3	3	3
유형자산	117	115	114	114	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	6	5	4	4	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	256	294	336	385	영업이익	41	41	51	57
유동부채	79	87	90	95	증가율(%)	9.1	-0.8	24.4	11.1
매입채무	46	49	52	57	영업이익률(%)	12.4	10.7	11.8	11.5
단기차입금	24	24	24	24	이자수익	0	1	1	1
유동성장기부채	2	6	6	6	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	10	10	10	10	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-7	-3	-5	-4
장기차입금	9	9	9	9	세전계속사업이익	33	37	46	53
부채총계	89	97	100	105	법인세비용	12	9	12	13
지배주주지분	162	192	231	275	세전계속이익률(%)	10.0	9.6	10.7	10.7
자본금	7	7	7	7	당기순이익	22	28	35	40
자본잉여금	16	16	16	16	순이익률(%)	6.5	7.2	8.0	8.0
이익잉여금	141	172	211	255	지배주주귀속 순이익	25	32	40	45
기타자본항목	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	5	5	5	5	총포괄이익	21	27	34	39
자본총계	166	198	236	280	지배주주귀속총포괄이익	25	32	40	45

현금흐름표		주요투자지표							
		2016	2017E	2018E	2019E	(단위:십억원)	(단위:원)		
영업활동 현금흐름	45	45	58	59	주당지표(원)				
당기순이익	22	28	35	40	EPS	1,741	2,227	2,793	3,191
유형자산감가상각비	4	4	4	4	BPS	11,385	13,537	16,250	19,364
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	2,114	2,597	3,158	3,535
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	50	50	50	50
투자활동 현금흐름	-25	-11	-12	-11	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	2	-	-	-	PER	13.6	10.0	7.9	7.0
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-	PBR	2.1	1.6	1.4	1.1
금융상품의 증감	5	-	-	-	PCR	11.2	8.5	7.0	6.3
재무활동 현금흐름	3	3	-1	-1	EV/EBITDA	7.3	6.3	4.7	3.7
단기금융부채의증감	7	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	5	-	-	-	ROE	16.4	17.9	18.8	17.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	13.9	12.0	13.0	12.5
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	53.7	49.1	42.4	37.6
현금및현금성자산의증감	23	32	28	37	순부채비율	2.3	-12.4	-22.1	-31.7
기초현금및현금성자산	9	32	64	91	매출채권회전율(x)	6.0	6.0	6.1	6.0
기말현금및현금성자산	32	64	91	128	재고자산회전율(x)	12.0	12.8	12.5	12.7

자료 : 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(이엔에프테크놀로지)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리를 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 기관투자가 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 돋기 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 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -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
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-