



2018/04/16

이엔에프테크놀로지(102710)

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

원가 상승으로 인한 18년 실적 부진 불가피

Buy (Maintain)

■ 가파른 원재료 가격 상승으로 실적 부진 불가피할 전망

18년 동사 실적은 매출액 4,079억원 (YoY: +5%), 영업이익 314억원 (YoY: -31%)을 기록하며 전년 대비 역성장이 불가피할 것으로 전망된다. 원-달러 환율 하락 영향과 LG디스플레이, CSOT, SK하이닉스 등 동사 주력 고객사의 신규 Capex 증가분이 크지 않아 매출액 증가가 제한적인 가운데 영업이익은 원가 부담 상승으로 수익성 악화가 예상되기 때문이다. 중국 정부의 환경 규제 강화로 일부 업체들의 공장이 폐쇄 움직임을 보이면서 지난해 하반기부터 Solvent(용매) 원자재 가격이 전반적으로 상승하고 있는 것이 주된 요인이다. 특히 반도체, 디스플레이용 공정용 Chemical의 원재료가 되는 무소불산(HF), 과산화수소(H₂O₂) 공급 단가는 원자재 가격 상승 영향으로 전년 동기 대비 각각 74%, 102% 가량 인상된 것으로 파악된다. 다행히 업황 호조세인 반도체 공정용 Chemical 공급 가격은 고객사에게 전가되고 있는 분위기이지만 동사 매출의 55%를 차지하는 디스플레이항은 이마저도 쉽지 않은 상황이다.

■ 하반기 실적 개선 가능성에 주목

원가 부담 상승 영향을 반영한 1Q18 동사 매출액과 영업이익은 각각 980억원 (YoY: +7%, QoQ: -2%), 46억원 (YoY: -40%, QoQ: -66%)을 기록할 것으로 추정된다. 엘바텍 (2차전지 양극재)의 사업 중단 및 청산으로 관련 손익 (83억원)이 중단영업이익으로 반영되어 4Q17 실적의 착시 효과를 감안할 때 수익성 하락은 이미 진행되고 있는 것으로 판단된다. 다만 분기별 실적 흐름은 계절적 성수기 효과에 따른 반도체, 디스플레이 전방 업체들의 점진적인 가동률 상승과 원가 절감 효과로 1Q18 실적을 바닥으로 서서히 개선될 것으로 예상된다. 또한 4월 들어 불산(HF) 가격이 가파른 하락세를 보이고 있어 주요 원재료 가격 하향 안정세에 따른 원가 부담 완화 가능성도 존재한다.

■ 매수 투자 의견 유지하나 목표주가 23,000원으로 하향 조정

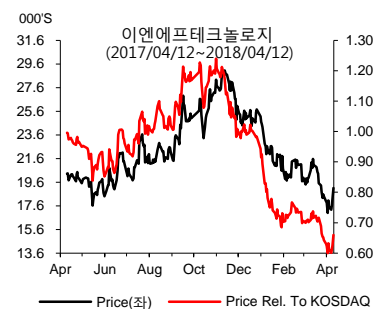
동종 업종 내 상대적으로 저평가되어 있는 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하나 목표주가는 18년 실적 전망치를 하향함에 따라 23,000원으로 23% 가량 하향 조정한다. 목표주가는 18년 예상 EPS에 국내 반도체, 디스플레이 소재 업종 평균 P/E 배수 12.6배를 적용하여 산출하였다. 지난해 하반기부터 본격화된 원재료 가격 상승으로 동사 상반기 실적 부진은 불가피하겠지만 최근 원재료 가격이 하락 반전 움직임이 나타나고 있다는 점에 지속적으로 주목할 필요가 있다.

목표주가(12M)	23,000원
종가(2018/04/13)	18,550원

Stock Indicator

자본금	7십억원
발행주식수	1,420만주
시가총액	272십억원
외국인지분율	8.8%
배당금(2017)	100원
EPS(2018E)	2,059원
BPS(2018E)	15,150원
ROE(2018E)	14.5%
52주 주가	17,050~29,100원
60일평균거래량	161,389주
60일평균거래대금	3.3십억원

Price Trend



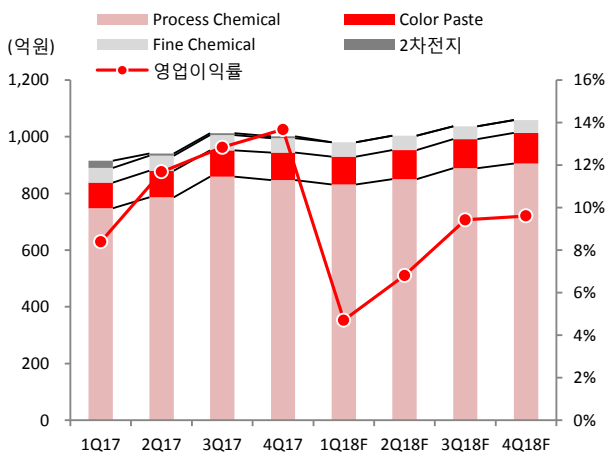
<표 1> 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	915	941	1,012	1,002	980	1,003	1,037	1,059	3,317	3,870	4,079
YoY	14%	17%	19%	16%	7%	7%	2%	6%	6%	17%	5%
QoQ	6%	3%	8%	-1%	-2%	2%	3%	2%	-	-	-
Process Chemical	747	787	859	847	831	850	889	906	2,846	3,240	3,476
Color Paste	91	93	93	97	98	102	102	108	273	373	410
Fine Chemical	51	53	54	51	51	51	46	46	201	210	193
2차전지	25	8	7	7	-	-	-	-	23	47	-
제품별 매출액 비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Process Chemical	82%	84%	85%	85%	85%	85%	86%	86%	86%	84%	85%
Color Paste	10%	10%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	8%	10%	10%
Fine Chemical	6%	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	6%	5%	5%
2차전지	3%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%
매출원가	737	730	786	790	828	831	836	858	2,545	3,043	3,354
매출원가율	81%	78%	78%	79%	85%	83%	81%	81%	77%	79%	82%
매출총이익	178	211	227	211	152	172	201	201	772	827	726
매출총이익률	19%	22%	22%	21%	15%	17%	19%	19%	23%	21%	18%
판매비 및 관리비	101	101	97	74	106	104	103	99	346	373	412
판매비율	11%	11%	10%	7%	11%	10%	10%	9%	10%	10%	10%
영업이익	77	110	130	137	46	68	98	102	426	453	314
YoY	-23%	30%	26%	-2%	-40%	-38%	-25%	-26%	13%	6%	-31%
QoQ	-45%	43%	18%	5%	-66%	48%	43%	4%	-	-	-
영업이익률	8%	12%	13%	14%	5%	7%	9%	10%	13%	12%	8%
세전이익	57	122	141	122	49	71	101	105	450	442	326
세전이익률	6%	13%	14%	12%	5%	7%	10%	10%	14%	11%	8%
당기순이익	43	93	107	18	31	53	79	84	216	260	247
YoY	-43%	43%	40%	흑전	-28%	-43%	-26%	흑전	-26%	20%	-5%
QoQ	흑전	117%	15%	-83%	흑전	73%	49%	5%	0%	0%	0%
당기순이익률	5%	10%	11%	2%	3%	5%	8%	8%	7%	7%	6%

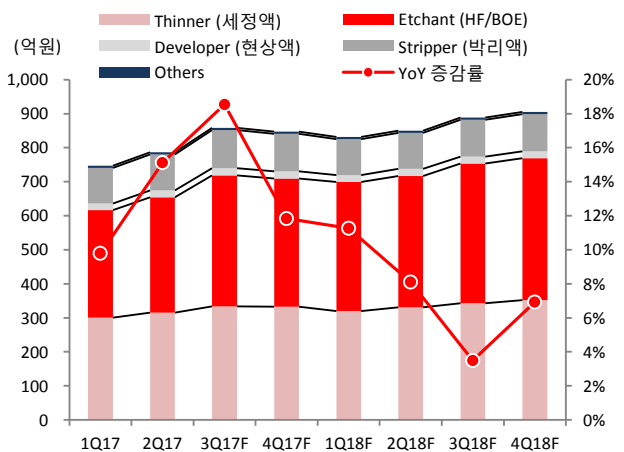
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 1> 이엔에프테크놀로지 부문별 매출액 추이 및 전망



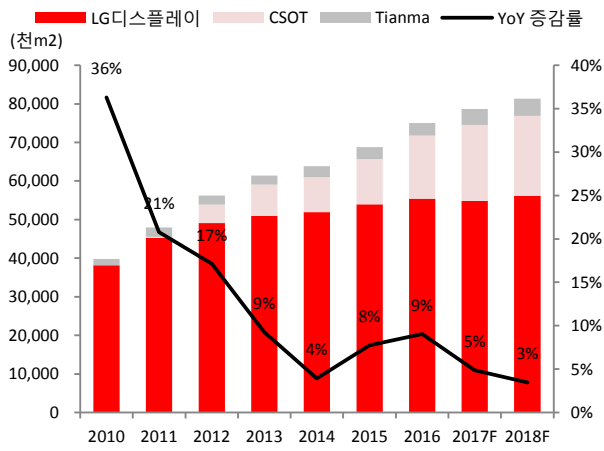
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 2> 이엔에프테크놀로지 Process chemical 매출액 추정



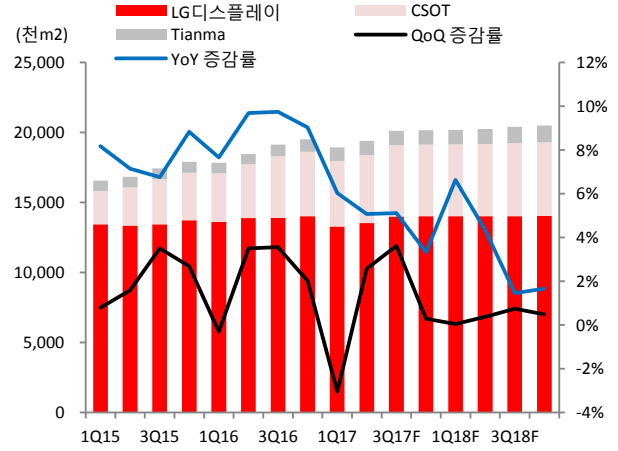
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 3> 디스플레이 주요 고객사 연간 Capa. 추이 및 전망



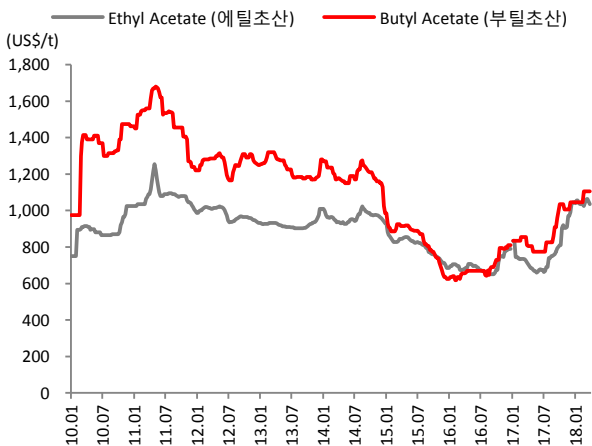
자료: IHS, 하이투자증권

<그림 4> 디스플레이 주요 고객사 분기별 Capa. 추이 및 전망



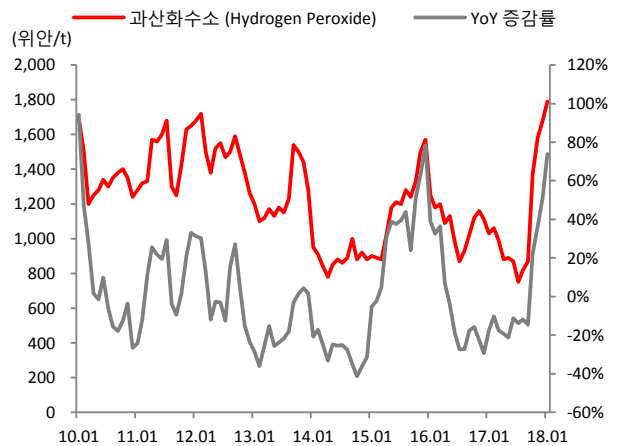
자료: IHS, 하이투자증권

<그림 7> 에틸초산 (Ethyl Acetate) 가격 월별 추이



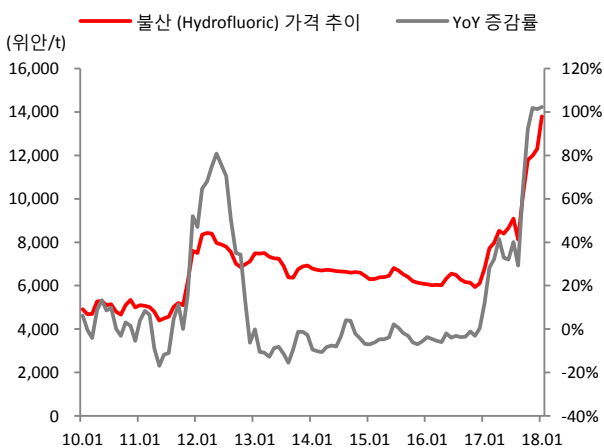
자료: Ciscem, 하이투자증권
주: 2018년 3월까지 Update

<그림 8> 과산화수소 (Hydrogen Peroxide) 가격 월별 추이



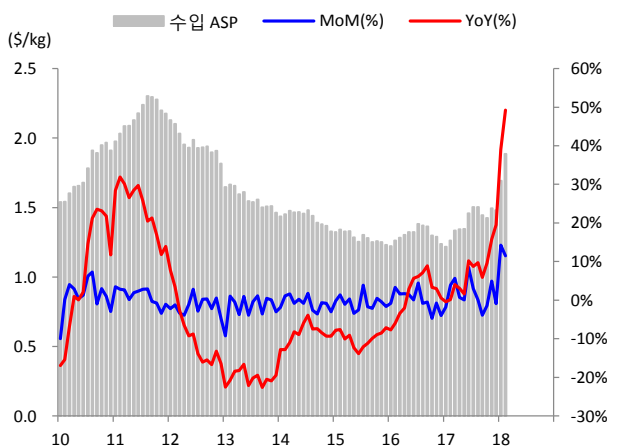
자료: CEIC, 하이투자증권
주: 2018년 1월까지 Update

<그림 9> 불산 (Hydrofluoric acid) 가격 월별 추이



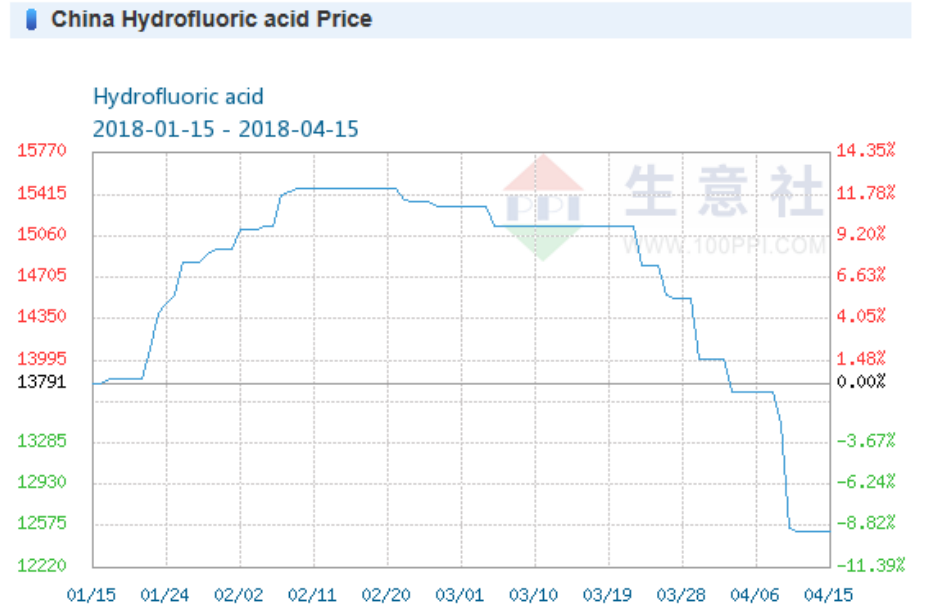
자료: CEIC, 하이투자증권
주: 2018년 1월까지 Update

<그림 10> 한국 반도체 제조용 불산(HF) 수입 ASP 월별 추이



자료: KITA, 하이투자증권
주: 2018년 2월까지 Update

<그림 11> 최근 불산 (Hydrofluoric acid) 가격 주간 동향



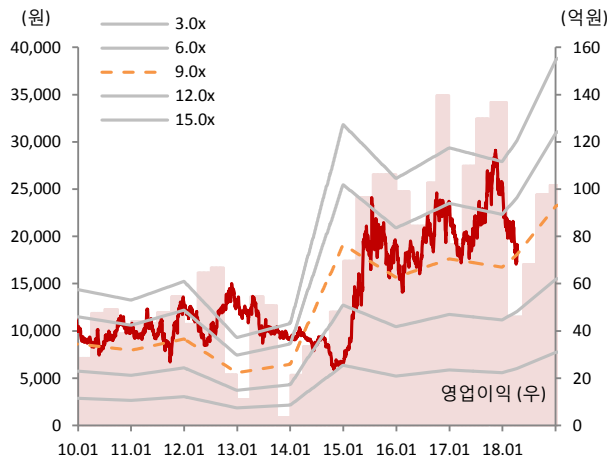
자료: 업계 하이투자증권
주: 2018년 4월까지 Update

<표 2> 이엔에프테크놀로지 목표주가 산출

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	비고
EPS (원)	884	1,016	620	718	2,121	1,741	1,958	1,861	
BPS (원)	5,388	6,343	7,032	7,709	9,841	11,385	13,247	14,952	
고점 P/E (배)	13.4	14.8	21.9	12.7	12.6	12.9	15.5	13.5	최근 5년간 평균: 13.5
평균 P/E (배)	10.6	11.3	16.3	6.7	8.6	10.5	11.6	10.7	최근 5년간 평균: 9.6
저점 P/E (배)	6.9	8.3	12.7	3.1	3.2	8.0	8.9	8.5	최근 5년간 평균: 6.3
고점 P/B (배)	2.2	2.1	2.2	1.7	2.3	1.9	2.0	1.7	최근 5년간 평균: 1.9
저점 P/B (배)	1.9	1.7	1.7	1.3	1.3	1.6	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	1.3	1.1	최근 5년간 평균: 1.1
ROE	16.4%	17.3%	9.3%	9.7%	24.2%	16.4%	15.9%	13.2%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)								12.6	국내 반도체, 디스플레이 소재 Peer group 평균 P/E 배수
적용 EPS (원)=18년								1,861	
적정주가 (원)								23,443	
목표주가 (원)								23,000	18년 예상 실적 기준 P/E 12.4 배
전일 증가 (원)								18,550	18년 예상 실적 기준 P/E 10.0 배
상승 여력								24%	

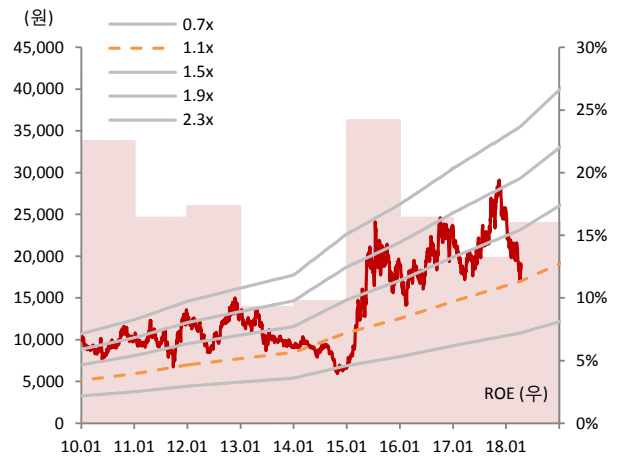
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 5> 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/E Chart



자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

<그림 6> 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/B Chart



자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

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

업체명	주가(원) (4/13)	시가총액 (억원, 4/13)	P/E			P/B			EV/EBITDA			순이익 증가 (%)			ROE (%)		
			2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F	2016	2017	2018F
이엔에프테크놀로지	18,550	2,634	13.6	13.2	10.3	2.1	2.0	1.3	5.5	7.3	8.2	-26	20.2	-5.0	16.4	15.9	13.2
SK머티리얼즈	157,500	16,613	17.4	18.6	13.6	4.5	4.7	3.1	10.0	10.9	8.2	67.0	-5.8	19.1	27.2	25.3	28.1
솔브레인	64,800	11,274	13.4	27.4	12.5	1.8	1.8	1.6	6.7	9.1	5.8	-7.5	-42.2	102.6	14.2	6.9	15.3
한솔케미칼	71,800	8,110	16.9	15.1	11.8	3.3	2.5	2.1	10.2	8.5	7.4	71.8	-1.4	28.3	21.3	18.0	21.5
동진세미켐	15,450	7,944	18.4	24.6	N/A	2.5	4.3	N/A	6.6	12.3	N/A	32.3	70.6	N/A	14.7	19.7	N/A
티씨케이	74,300	8,675	16.6	24.1	15.2	3.3	6.2	4.4	10.1	14.9	9.8	72.7	64.0	52.8	21.9	28.8	0.0
원익QnC	15,900	4,180	5.4	15.0	10.3	1.6	2.5	2.3	3.5	7.3	6.5	178	-33.6	34.0	34.6	18.1	16.4
원익머트리얼즈	64,000	4,035	26.9	21.4	12.3	2.0	1.9	1.5	12.9	10.4	6.3	-26	13.3	82.9	7.6	9.1	13.6
디엔에프	12,950	1,394	16.9	11.8	9.6	2.5	1.9	1.5	10.6	7.3	5.9	-40	26.7	9.6	15.8	17.3	17.0
엘티씨	13,800	1,038	-131	-75.7	13.3	1.2	1.2	1.1	36.2	32.4	N/A	적자	흑전	-370	-0.9	-1.6	8.6
반도체/디스플레이 소재 업종 평균			1.5	19.0	12.1	2.5	2.9	2.1	11.2	12.0	7.3	35.9	12.4	-5.0	17.3	15.7	14.8

자료: Quantwise, 하이투자증권
 주: 18년 4월 13일 종가, Quantwise Consensus 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	116	136	168	204
현금 및 현금성자산	16	27	49	77
단기금융자산	0	0	0	0
매출채권	70	75	82	89
재고자산	26	30	32	35
비유동자산	149	159	168	176
유형자산	127	127	128	128
무형자산	6	6	6	6
자산총계	265	295	335	380
유동부채	68	73	79	86
매입채무	43	47	54	61
단기차입금	17	17	17	17
유동성장기부채	3	3	3	3
비유동부채	6	6	6	6
사채	-	-	-	-
장기차입금	5	5	5	5
부채총계	74	79	86	92
지배주주지분	188	212	247	284
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	16	16	16	16
이익잉여금	168	193	228	266
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	3	4	3	3
자본총계	191	216	250	287

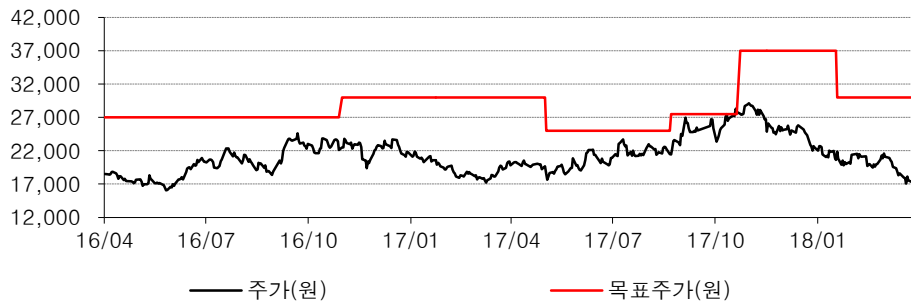
포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	387	408	451	487
증가율(%)	16.7	5.4	10.6	8.0
매출원가	304	335	363	392
매출총이익	83	73	88	95
판매비와관리비	37	41	44	48
연구개발비	11	13	14	15
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	45	31	44	47
증가율(%)	0.6	-30.8	39.9	7.3
영업이익률(%)	11.7	7.7	9.7	9.7
이자수익	0	0	1	1
이자비용	1	1	1	1
지분법이익(손실)	2	2	2	2
기타영업외손익	1	1	1	1
세전계속사업이익	44	33	45	49
법인세비용	10	8	10	12
세전계속이익률(%)	11.4	8.0	9.9	10.0
당기순이익	26	25	34	37
순이익률(%)	6.7	6.1	7.6	7.6
지배주주귀속 순이익	28	26	37	40
기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	25	24	33	36
지배주주귀속총포괄이익	28	26	37	40

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	33	30	46	47
당기순이익	26	25	34	37
유형자산감가상각비	0	0	0	0
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	2	2	2	2
투자활동 현금흐름	-39	-24	-23	-22
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-1	-1	-1	-1
금융상품의 증감	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-10	-1	-1	-1
단기금융부채의증감	-7	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-1	-1	-1
현금및현금성자산의증감	-16	11	23	27
기초현금및현금성자산	32	16	27	49
기말현금및현금성자산	16	27	49	77

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,958	1,861	2,580	2,794
BPS	13,247	14,952	17,366	19,994
CFPS	2,050	1,965	2,682	2,896
DPS	100	100	100	100
Valuation(배)				
PER	13.2	10.3	7.4	6.9
PBR	1.9	1.3	1.1	1.0
PCR	12.6	9.7	7.1	6.6
EV/EBITDA	8.0	8.2	5.4	4.5
Key Financial Ratio(%)				
ROE	15.9	13.2	16.0	15.0
EBITDA 이익률	12.1	8.1	10.1	10.0
부채비율	39.0	36.6	34.3	32.2
순부채비율	4.5	-1.0	-10.0	-18.2
매출채권회전율(x)	5.9	5.6	5.7	5.7
재고자산회전율(x)	14.6	14.5	14.5	14.7

자료 : 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권 리서치센터

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



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-11-14	Buy	30,000	6개월	-31.9%	-20.7%
2017-05-16	Buy	25,000	6개월	-16.4%	-5.2%
2017-09-05	Buy	27,500	1년	-7.6%	2.9%
2017-11-06	Buy	37,000	1년	-32.6%	-21.4%
2018-02-01	Buy	30,000	1년	-33.9%	-28.0%
2018-04-16	Buy	23,000	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 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 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) 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 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 2018-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자 의견 비율(%)	93.6 %	6.4 %	-