

Company Brief

2019-02-18

이엔에프테크놀로지(102710)

‘수익성+Valuation’의 정상화

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	25,000 원(상향)
증가(2019/02/15)	15,200 원

Stock Indicator	
자본금	7십억원
발행주식수	1,423만주
시가총액	216십억원
외국인지분율	12.9%
52주 주가	9,400~21,600 원
60일평균거래량	239,238 주
60일평균거래대금	3.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	16.0	26.7	10.9	-29.0
상대수익률	8.4	19.6	15.3	-16.1



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	387	422	464	508
영업이익(십억원)	45	37	49	52
순이익(십억원)	28	32	42	45
EPS(원)	1,958	2,223	2,919	3,149
BPS(원)	13,247	15,327	18,073	21,050
PER(배)	13.2	6.8	5.2	4.8
PBR(배)	1.9	1.0	0.8	0.7
ROE(%)	15.9	15.6	17.5	16.1
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	8.0	5.6	3.7	3.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

수익성 정상화로 19년 사상 최대 실적 갱신할 전망

올해 동사 실적은 매출액 4,641 억원(YoY: +10%), 영업이익 490 억원(YoY: +38)을 기록하며 사상 최대 실적을 갱신할 것으로 전망된다. 지난해 상반기에는 ① 원-달러 환율의 하락, ② 중국 정부의 환경 규제로 인한 광석 채굴량 감소 및 ③ 반도체 업황 호조에 따른 Tight한 수급 영향으로 불산(HF), 과산화수소(H₂O₂) 등 반도체, 디스플레이용 공정용 Chemical 원재료 가격이 상승하면서 수익성이 크게 악화되었다. 그러나 하반기 들어 전반적인 반도체, 디스플레이 공정용 Chemical 제품 단가 인상 조치가 취해지면서 동사 영업이익률도 예년 수준인 두 자릿수로 다시 회복하며 양호한 실적 흐름을 나타낼 것으로 예상된다.

특히 지난해에는 주력 고객사들의 신규 Capa. 증가가 제한적이었지만 올해는 상반기에 SK 하이닉스의 M15(NAND) 라인과 중국 CSOT의 10.5세대 LCD 라인, 하반기에 SK 하이닉스의 우시(DRAM) 라인과 LG 디스플레이의 중국 광저우 OLED 신규 공장 라인 가동이 예상되어 동사 매출 확대를 이끌 것으로 판단된다. 또한 삼성전자 평택 공장 2층 가동 효과가 연간 반영된다는 점도 긍정적인 요인이다.

Valuation의 정상화시 주가 상승 여력 크다

현 주가는 19년 예상 실적 기준 PER 5.2 배, PBR 0.84 배 수준으로 Valuation 매력도가 상당히 높아 과거 평균 수준으로만 회복되더라도 주가 상승 여력이 상당히 클 수 있다는 판단이다. 과거 동사 주가에 반영되었던 Valuation 배수 흐름을 살펴보면 최근 3년간(16~18년) PER 배수 평균값은 약 8.5 배, 전반적인 주가 하락 장세였던 18년을 제외한 16~17년간 PER 배수 평균은 약 11.2 배를 기록하였다. 또한 19년 예상 실적 기준 반도체, 디스플레이 소재 동종 업종의 평균 PER 배수인 9.1 배에 비해서도 절대적으로 낮은 수치이다. 당사는 미-중 무역 협상 타결 가능성, 경기 반등이 이끄는 제조업 출하재고 Cycle의 회복, 중국의 부양책 강화 등 Macro 환경을 고려할 때 올해 국내 증시가 저점을 통과할 것에 초점을 맞춰야 한다고 보고 있다. 따라서 올해 동사 실적이 전방 업체들의 신규 Capa. 가동 효과와 수익성 개선에 따른 성장세가 예상되는 가운데 Valuation 배수가 예년 평균 수준으로만 회복된다고 가정하더라도 주가 상승 여력이 무려 64~116%에 달할 것으로 추정된다.

매수 투자 의견 유지, 목표주가 25,000 원으로 상향 조정

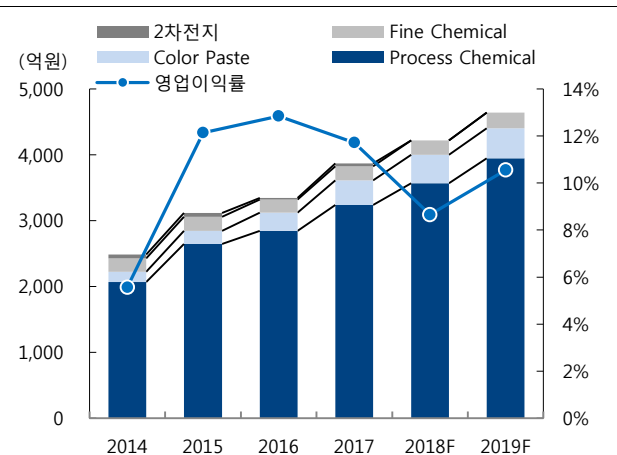
동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하고 지난 11월에 주가 괴리율을 고려하여 하향(금융감독원 권고 사항) 하였던 목표주가를 25,000 원으로 39% 가량 재상향 조정한다. 목표주가는 19년 예상 EPS 2,921 원에 최근 3년간 PER 배수 평균치인 8.5 배를 적용하여 산출하였다. 16~17년 PER 배수 평균값인 11 배를 적용할 경우에는 상승 여력이 더욱 커질 수 있다. 지난해 동사 주가는 원재료 가격 상승에 따른 수익성 악화와 Memory 반도체 업황 둔화 우려 영향으로 약 1년간 하락세를 보였으나 올해는 ‘수익성+Valuation 배수’의 정상화로 점진적인 상승세를 나타낼 것으로 전망된다. 올해 실적 기준 PER 5.2 배에 불과한 현 주가의 저평가는 과도하다고 판단되어 현 시점에서 동사에 대한 적극적인 비중 확대 전략을 권고한다.

표 1. 이엔에프테크놀로지 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)											
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액	951	1,025	1,108	1,135	1,099	1,148	1,187	1,208	3,870	4,218	4,641
YoY	4%	9%	9%	13%	16%	12%	7%	6%	17%	9%	10%
QoQ	-5%	8%	8%	2%	-3%	4%	3%	2%	-	-	-
Process Chemical	805	864	939	960	930	973	1,012	1,030	3,240	3,567	3,945
Color Paste	96	107	112	118	111	115	115	118	373	432	459
Fine Chemical	50	54	57	57	58	60	60	59	210	219	236
2차전지	-	-	-	-	-	-	-	-	47	-	-
제품별 매출액 비중	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Process Chemical	85%	84%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	84%	85%	85%
Color Paste	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Fine Chemical	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
2차전지	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
매출원가	790	858	901	904	895	914	932	953	3,043	3,454	3,693
매출원가율	83%	84%	81%	80%	81%	80%	78%	79%	79%	82%	80%
매출총이익	160	167	206	231	204	233	255	255	827	764	948
매출총이익률	17%	16%	19%	20%	19%	20%	22%	21%	21%	18%	20%
판매비 및 관리비	101	96	99	104	111	109	120	117	373	399	458
판매비율	11%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	10%
영업이익	60	71	108	127	93	124	135	138	453	365	490
YoY	-22%	-36%	-17%	-7%	55%	76%	25%	9%	6%	-19%	34%
QoQ	-56%	19%	52%	18%	-27%	34%	9%	2%	-	-	-
영업이익률	6%	7%	10%	11%	8%	11%	11%	11%	12%	9%	11%
세전이익	66	93	98	119	94	126	137	140	442	377	497
세전이익률	7%	9%	9%	11%	9%	11%	12%	12%	11%	9%	11%
당기순이익	53	71	91	71	72	97	105	107	260	286	382
YoY	25%	-24%	-15%	296%	37%	38%	15%	51%	20%	10%	34%
QoQ	흑전	33%	29%	-22%	2%	34%	8%	3%	0%	0%	0%
당기순이익률	6%	7%	8%	6%	7%	8%	9%	9%	7%	7%	8%

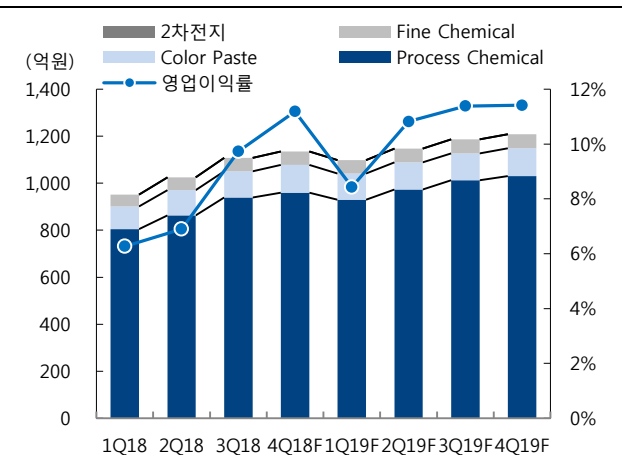
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권
 주: 18년부터 계열회사인 엘바텍의 이차전지 소재 사업 중단

그림1. 이엔에프테크놀로지 연간 실적 추이 및 전망



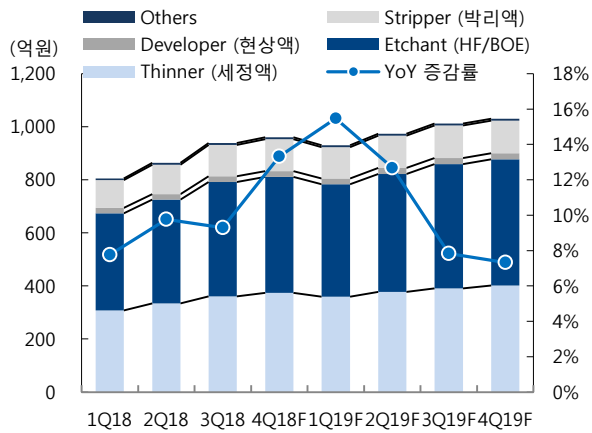
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림2. 이엔에프테크놀로지 분기별 실적 추이 및 전망



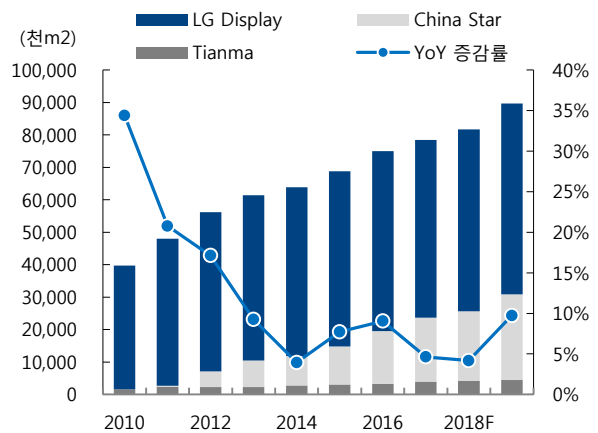
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림3. 이엔에프테크놀로지 Process chemical 제품별 매출액



자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림4. 디스플레이 주력 고객사 연간 Capa. 추이 및 전망 (면적 기준)



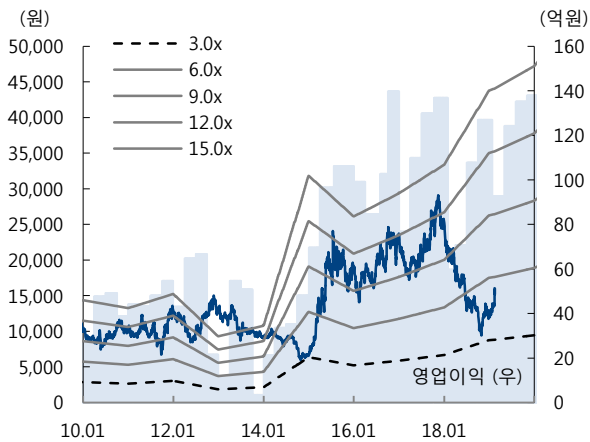
자료: IHS, 하이투자증권

표 2. 이엔에프테크놀로지 목표주가 산출

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019F	비고
EPS (원)	1,016	620	718	2,121	1,741	1,958	2,223	2,919	
BPS (원)	6,343	7,032	7,709	9,841	11,385	13,247	15,327	18,073	
고점 P/E (배)	14.8	22.0	14.4	11.4	14.1	14.9	11.3	5.5	최근 3년간 평균: 11.5
평균 P/E (배)	11.3	17.5	11.8	7.7	11.2	11.2	7.1	4.6	최근 3년간 평균: 8.5
저점 P/E (배)	8.3	14.0	8.3	3.1	8.1	8.8	4.2	4.1	최근 3년간 평균: 6.4
고점 P/B (배)	2.5	2.4	1.7	2.4	2.2	2.2	1.6	0.9	최근 3년간 평균: 1.7
평균 P/B (배)	1.8	1.8	1.3	1.4	1.7	1.7	1.0	0.7	최근 3년간 평균: 1.3
저점 P/B (배)	1.2	1.3	1.2	0.7	1.2	1.3	0.6	0.7	최근 3년간 평균: 1.0
ROE	17.3%	9.3%	9.7%	24.2%	16.4%	15.9%	15.6%	17.5%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)								8.5	최근 3년간 평균 P/E 배수
적용 EPS (원)=19년								2,919	
적정주가 (원)								24,940	
목표주가 (원)								25,000	19년 예상 실적 기준 P/E 8.6 배
전일 증가 (원)								15,200	19년 예상 실적 기준 P/E 5.2 배
상승 여력								64%	

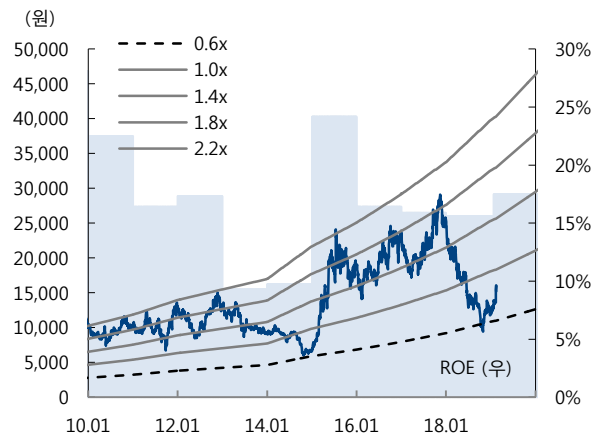
자료: 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권

그림5. 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림6. 이엔에프테크놀로지 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 3. 국내 주요 반도체, 디스플레이 소재 업종 Peervaluation table

업체명	주가 (원) (02/15)	시가총액 (억원)	P/E (배)			P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE (%)		
			2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F	2017	2018F	2019F
이엔에프테크놀로지	15,200	2,163	13.2	6.8	5.2	2.0	1.0	0.8	8.0	5.6	3.7	20%	10%	34%	15.9	15.6	17.5
SK머티리얼즈	170,500	17,984	18.6	15.3	12.1	4.7	3.6	3.0	10.9	8.9	7.6	-5.8%	19%	26%	25.3	31.2	33.9
한솔케미칼	88,800	10,030	15.1	13.4	11.0	2.5	2.6	2.1	8.5	8.6	7.0	-1.4%	34%	21%	18.0	24.4	23.3
솔브레인	52,200	9,082	27.4	7.6	7.1	1.8	1.2	1.0	9.1	3.6	3.0	-42%	184%	7.1%	6.9	18.2	16.5
티씨케이	57,700	6,736	24.1	13.6	10.6	6.2	3.6	2.8	14.9	5.7	5.8	64%	33%	29%	28.8	31.1	31.7
원익QnC	13,700	3,601	15.0	9.9	8.4	2.5	1.8	1.5	10.0	7.1	5.5	-34%	24%	19%	18.1	21.4	20.0
원익머트리얼즈	24,950	3,146	21.4	8.4	9.5	1.9	1.2	1.0	10.4	3.9	3.9	13%	106%	-8.0%	9.1	15.0	13.0
평균			19.2	10.7	9.1	3.1	2.1	1.7	10.2	6.2	5.2	2.1%	59%	18%	17.4	22.4	22.3

자료: Quantwise, 하이투자증권
 주: 2019년 2월 15일 종가 기준

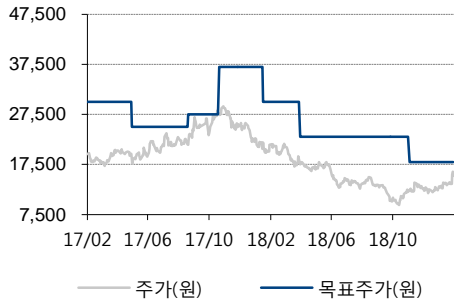
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	(단위:십억원,%)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	116	140	173	211	매출액	387	422	464	508
현금 및 현금성자산	16	27	52	78	증가율(%)	16.7	9.0	10.0	9.5
단기금융자산	0	0	0	0	매출원가	304	345	369	406
매출채권	70	78	85	93	매출총이익	83	76	95	102
재고자산	26	31	33	36	판매비와관리비	37	40	46	50
비유동자산	149	159	168	176	연구개발비	11	13	14	16
유형자산	127	127	128	128	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	6	6	6	6	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	265	299	341	387	영업이익	45	37	49	52
유동부채	68	71	75	78	증가율(%)	0.6	-19.5	34.2	6.2
매입채무	43	45	49	52	영업이익률(%)	11.7	8.7	10.6	10.2
단기차입금	17	17	17	17	이자수익	0	0	1	1
유동성장기부채	3	3	3	3	이자비용	1	1	1	1
비유동부채	6	6	6	6	지분법이익(손실)	2	2	2	2
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	1	1	1	1
장기차입금	5	5	5	5	세전계속사업이익	44	38	50	54
부채총계	74	77	81	84	법인세비용	10	9	12	13
자배주주지분	188	218	257	299	세전계속이익률(%)	11.4	8.9	10.7	10.5
자본금	7	7	7	7	당기순이익	26	29	38	41
자본잉여금	16	16	16	16	순이익률(%)	6.7	6.8	8.2	8.0
이익잉여금	168	199	239	282	지배주주귀속 순이익	28	32	42	45
기타자본항목	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	-1	-1	-1	-1
비지배주주지분	3	4	3	3	총포괄이익	25	28	37	40
자본총계	191	222	260	303	지배주주귀속총포괄이익	28	32	42	45

현금흐름표					주요투자지표				
(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	33	28	41	41	주당지표(원)				
당기순이익	26	29	38	41	EPS	1,958	2,223	2,919	3,149
유형자산감가상각비	0	0	0	0	BPS	13,247	15,327	18,073	21,050
무형자산상각비	1	1	1	1	CFPS	2,050	2,328	3,021	3,250
지분법관련손실(이익)	2	2	2	2	DPS	100	50	100	100
투자활동 현금흐름	-39	-24	-23	-22	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	0	-	-	-	PER	13.2	6.8	5.2	4.8
무형자산의 처분(취득)	-1	-1	-1	-1	PBR	1.9	1.0	0.8	0.7
금융상품의 증감	0	0	0	0	PCR	12.6	6.5	5.0	4.7
재무활동 현금흐름	-10	-1	0	-1	EV/EBITDA	8.0	5.6	3.7	3.0
단기금융부채의증감	-7	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	15.9	15.6	17.5	16.1
자본의증감	-	0	-	-	EBITDA 이익률	12.1	9.0	10.9	10.5
배당금지급	-1	-1	-1	-1	부채비율	39.0	34.7	31.0	27.7
현금및현금성자산의증감	-16	11	25	26	순부채비율	4.5	-1.1	-10.6	-17.8
기초현금및현금성자산	32	16	27	52	매출채권회전율(x)	5.9	5.7	5.7	5.7
기말현금및현금성자산	16	27	52	78	재고자산회전율(x)	14.6	14.7	14.5	14.8

자료 : 이엔에프테크놀로지, 하이투자증권 리서치센터

이엔에프테크놀로지
최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
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	-34.0%	-28.0%
2018-04-16	Buy	23,000	1년	-38.7%	-21.7%
2018-11-19	Buy	18,000	1년	-27.4%	-10.8%
2019-02-18	Buy	25,000	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) 종목투자 의견은 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 투자비용 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자이견 비율(%)	90.9%	9.1%	-