

이엔에프테크놀로지 (102710)

탐방노트: 저평가된 변신(變身)

매출구조에서 반도체 공정소재 비중 높아지는데 여전히 저평가

이엔에프테크놀로지 (이하 ENF)는 반도체/디스플레이 프로세스케미칼 (공정소재) 공급사이다. 2015년부터 연 매출이 3,000억 원을 넘기 시작했다. 디스플레이 공정소재의 중국향 매출이 본격화되었기 때문이다. 이제는 내수매출 (중국 제외) 기준으로 반도체 공정소재 매출비중이 디스플레이 공정소재 매출비중을 상회하는 것으로 추정된다. 매출구조 변화 (반도체 비중 확대)가 밸류에이션에 긍정적으로 반영되어야 하는데 아직 저평가 (2020년 P/E 5.2배, 2021년 P/E 4.5배)되어 있다. LCD 업종의 구조조정이 진행되어 디스플레이 공정소재 매출에 대한 우려가 남아 있기 때문이다. 그러나 국내 고객사향 디스플레이 공정소재 매출 감소는 2019년에 이루어졌고, 중국 고객사 (CSOT)향 디스플레이 공정소재 출하는 COVID-19 발발 이후에도 문제 없는 것으로 추정되며, 반도체 공정소재의 출하는 견조한 것으로 추정된다. 삼성전자가 ENF의 유의미한 매출처로 자리잡았기 때문이다.

동종업종 (SK머티리얼즈, 원익머티리얼즈)과 함께 실적 가시성 ↑

객관적 비교를 위해 다른 공정소재 (특수가스)를 공급하는 SK머티리얼즈의 제품별 출하 흐름을 추정해보면 LCD 공정소재의 매출 둔화 영향은 제한적으로 판단된다. SK머티리얼즈의 경우, 반도체/디스플레이용으로 모두 사용되는 NF3 (삼불화질소) 소재의 출하량은 전분기 대비 감소하지 않고 유지되는 것으로 추정되며, 반도체용으로만 사용되는 WF6 (육불화텅스텐)의 출하량은 10% QoQ에 근접한 수준으로 증가하는 것으로 추정된다. 4분기에서 1분기로 넘어갈 때 출하량이 유지되거나 증가되기는 원래 드물다. 1분기가 비수기이기 때문이다. SK머티리얼즈의 상황을 참고해 ENF의 1Q20 매출과 영업이익을 추정해보면 각각 1,235억 원, 137억 원으로 전망된다. 컨센서스 (매출 1,209억 원, 영업이익 178억 원)보다 보수적인 추정치이지만, 주요 가정은 1Q20 실적이 YoY 기준으로 10% 이상 증가하고, QoQ 기준으로 최소한 유지된다는 것이다. 동종업종 (공정소재)의 SK머티리얼즈나 원익머티리얼즈의 1Q20 실적이 컨센서스를 상회할 가능성이 높다는 점을 고려하면, 하나금융투자의 보수적 추정치와 무관하게 ENF의 실적 가시성도 높다고 판단된다.

무역분쟁 시기에도 실적 안정적이었던 공정소재 공급사에 관심 필요

COVID-19 발발 이후 반도체 업종의 투자심리는 회색지대에 놓여 있다. 실적이 안정적이라는 낙관론과 수요절벽이 장기화되면 실적이 불확실성이 높아진다는 비관론이 동시에 영향을 끼치고 있기 때문이다. 그러나 무역분쟁 시기 (2018~19년)에 지방산업 (특히 NAND)에서 감산이 전개될 때에도, 실적을 방어했던 공정소재 공급사 (ENF 포함)에 관심이 필요할 것으로 판단된다. (이하 공정소재 공급사의 실적은 본문 표, 그림 참고)

Update

Not Rated

CP(4월 3일): 21,000원

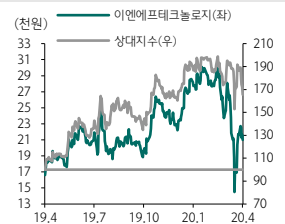
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	573.01
52주 최고/최저(원)	30,500/14,500
시가총액(십억원)	298.8
시가총액비중(%)	0.14
발행주식수(천주)	14,227.8
60일 평균 거래량(천주)	357.8
60일 평균 거래대금(십억원)	8.3
20년 배당금(예상, 원)	150
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	13.65
주요주주 지분율(%)	
한국알루미늄 외 7인	35.74
쿼드자산운용	6.65
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(14.8) 7.7 26.5
상대	(6.8) 17.4 65.4

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	508.5	556.0
영업이익(십억원)	74.9	83.0
순이익(십억원)	58.8	67.0
EPS(원)	4,077	4,639
BPS(원)	22,561	27,060

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	십억원	311.9	331.7	387.0	425.4	481.0
영업이익	십억원	37.9	45.1	45.3	35.6	59.6
세전이익	십억원	38.2	45.0	44.2	38.2	59.2
순이익	십억원	30.1	24.7	27.8	28.8	46.1
EPS	원	2,121	1,741	1,958	2,026	3,239
증감률	%	195.4	(17.9)	12.5	3.5	59.9
PER	배	8.84	13.61	13.18	6.20	8.83
PBR	배	1.90	2.07	1.95	0.81	1.53
EV/EBITDA	배	5.56	5.62	6.19	4.13	5.47
ROE	%	24.17	16.41	15.90	14.05	18.90
BPS	원	9,885	11,423	13,258	15,585	18,688
DPS	원	50	50	100	100	150



Semiconductor Analyst

김경민, CFA

02-3771-3398

clairekm.kim@hanafn.com

Semiconductor RA

김주연

02-3771-7775

kim_juyeon@hanafn.com

표 1. 이엔에프테크놀로지의 연구개발 실적: 식각액, 세정액, Thinner 등

연구과제	연구기관	연구개발완료	연구결과 및 기대효과
Cu/Mo용 Cu 식각액 개발	자체개발	2013	식각속도 개선을 통한 처리매수 향상 및 공정비용 절감
실리콘 산화막 제거용 식각액 개발	자체개발	2014	불산 관련한 연구개발 분야에 다각화 기대
접착제 제거 기술	자체개발	2014	웨이퍼 간 접착제 제거 기술
Hardmask용 재료 개발	공동개발	2014	SOH 공정용 재료
Top coat 용 polymer 개발	공동개발	2014	ArF immersion 공정에 적용되는 Top coat layer 적용
박막봉지재용 모노머 개발	자체개발	2014	Flexible 디스플레이의 박막봉지재료에 적용
반도체 고선택비 BOE (BUFFERED OXIDE ETCH) 개발	자체개발	2014	Si nitride 표면 보호 기술 확보
a-Si TFT용 Cu etchant 개발	자체개발	2014	공정상 active tail 최소화로 개구율 향상
포토리소스트 제거용 신너 개발	자체개발	2015	통합 신너 개발로 신규 PR에 대응 가능
유기절연막용 binder 개발	자체개발	2015	디스플레이용 유기절연막의 PR 원료로 사용 가능
Cu/Mo용 Cu 식각액 개발	자체개발	2015	배리어 금속을 Mo 적용 시 언더컷 발생하는 문제점 개선
에치 후 잔사 제거 세정제 개발	자체개발	2015	에치 후공정 시 잔사로 인한 불량 제어로 수율 향상 기대
디스플레이 글래스 석출물 감소 BOE (BUFFERED OXIDE ETCH)개발	자체개발	2016	Glass 석출물로 인한 불량 감소 기대
반도체 공정용 세정액 개발	자체개발	2016	Cu 배선 패터닝 공정 중 etch 후 잔류물 및 hardmask 제거 가능
친환경 포토리소스트 박리액 개발	자체개발	2018	유해물질을 배제한 박리액으로 친환경적 제품으로 활용 가능
디스플레이 저선택비 BOE (BUFFERED OXIDE ETCH) 개발	자체개발	2018	실리콘 옥사이드 표면 보호 기술 확보
OLED용 Cu 식각액 개발	자체개발	2018	OLED용 식각액으로 처리매수 향상
컬러필터 제거 케미컬 개발	자체개발	2019	불량 TFT 기판의 재사용 가능

자료: 이엔에프테크놀로지, 하나금융투자

표 2. 실적 추정 (1페이지에서 기술한 것처럼 컨센서스보다 낮음)

(단위: 십억 원, %)

실적	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020	2021F
매출액	112.2	117.8	127.3	123.7	123.5	129.6	140.0	136.1	425.5	481.0	529.1	582.0
매출원가	89.8	92.3	96.5	95.3	98.3	101.0	105.6	104.3	349.6	373.8	409.2	447.8
매출총이익	22.4	25.6	30.8	28.4	25.2	28.6	34.4	31.8	75.8	107.2	120.0	134.2
판매비	10.5	11.6	11.0	14.4	11.5	12.7	12.1	15.8	40.2	47.6	52.0	57.0
영업이익	11.9	14.0	19.8	14.0	13.7	15.9	22.3	16.0	35.6	59.6	67.9	77.3
세전계속사업이익	12.0	13.7	21.3	12.2	14.3	15.3	23.9	13.8	38.2	59.2	67.2	76.5
법인세비용	2.3	1.8	5.3	3.0	3.1	3.4	5.3	3.0	9.2	12.4	14.8	16.8
당기순이익	9.8	11.8	15.9	9.2	11.2	11.9	18.6	10.7	29.0	46.7	52.4	59.7
마진	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020	2021F
매출총이익률	20.0%	21.7%	24.2%	23.0%	20.4%	22.1%	24.6%	23.3%	17.8%	22.3%	22.7%	23.1%
영업이익률	10.6%	11.8%	15.6%	11.3%	11.1%	12.3%	16.0%	11.7%	8.4%	12.4%	12.8%	13.3%
순이익률	8.7%	10.0%	12.5%	7.5%	9.0%	9.2%	13.3%	7.9%	6.8%	9.7%	9.9%	10.2%

자료: WISEfn, 하나금융투자

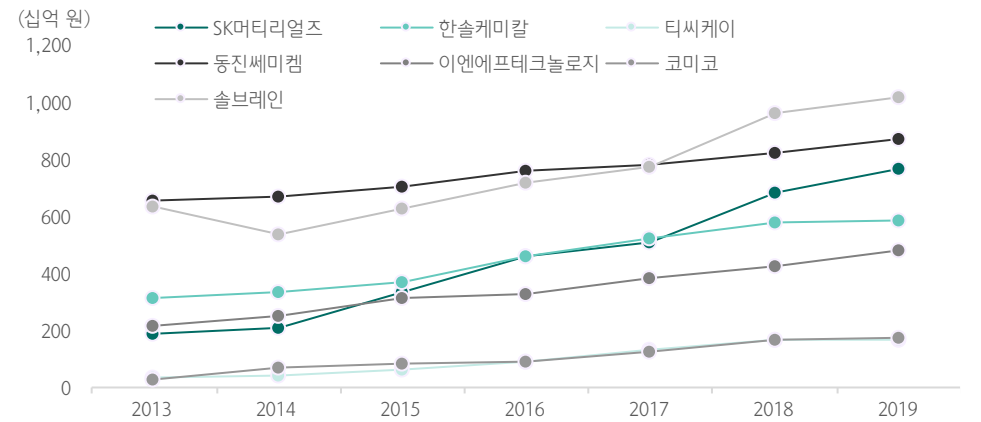
표 3. 국내 공정소재 공급사와 비교

(단위: 십억 원, 배)

기업	종가	시총	매출액			영업이익			순이익			P/E		P/B	
			2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2018	2019	2020F	2020F	2021F	2020F	2021F
SK머티리얼즈	131,000	1,381.8	687.3	772.2	856.8	182.9	214.8	224.5	123.4	143.3	152.4	9.8	8.3	2.2	1.8
솔브레인	63,000	1,096.1	963.4	1,021.3	1,074.4	164.1	174.2	189.9	103.0	119.3	147.9	7.6	6.9	1.1	1.0
한솔케미칼	74,100	837.0	582.0	587.6	634.1	93.6	111.4	129.7	67.8	91.0	102.0	8.2	7.0	1.5	1.3
티씨케이	61,100	713.3	170.5	171.4	194.1	59.1	59.2	68.5	46.9	46.8	55.3	12.9	10.9	2.7	2.2
동진썬미켄	13,050	671.0	827.2	875.3	N/A	71.0	104.9	N/A	48.0	58.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
후성	6,110	565.8	274.9	248.9	282.6	39.6	13.4	28.5	28.1	0.2	20.6	27.5	12.9	N/A	N/A
에스엔에스텍	15,950	314.8	61.0	84.5	N/A	5.2	11.1	N/A	4.6	10.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
이엔에프테크놀로지	21,000	298.8	425.5	481.0	508.5	35.6	59.6	74.9	29.0	46.7	58.8	5.2	4.5	0.9	0.8
원익QnC	11,300	297.1	266.5	263.1	502.5	41.2	27.4	62.1	41.2	3.6	43.5	7.9	5.7	1.2	1.0
하나머티리얼즈	13,350	262.0	165.2	154.8	190.6	49.4	40.9	49.4	36.3	27.7	38.2	6.9	5.5	1.5	1.2
원익머티리얼즈	18,800	237.0	233.5	220.8	248.1	42.2	36.1	41.9	41.2	28.1	31.6	7.1	6.6	0.7	0.6
코미코	22,550	197.9	166.6	173.5	194.4	40.6	34.5	39.2	30.3	22.8	30.4	6.7	5.5	1.1	0.9

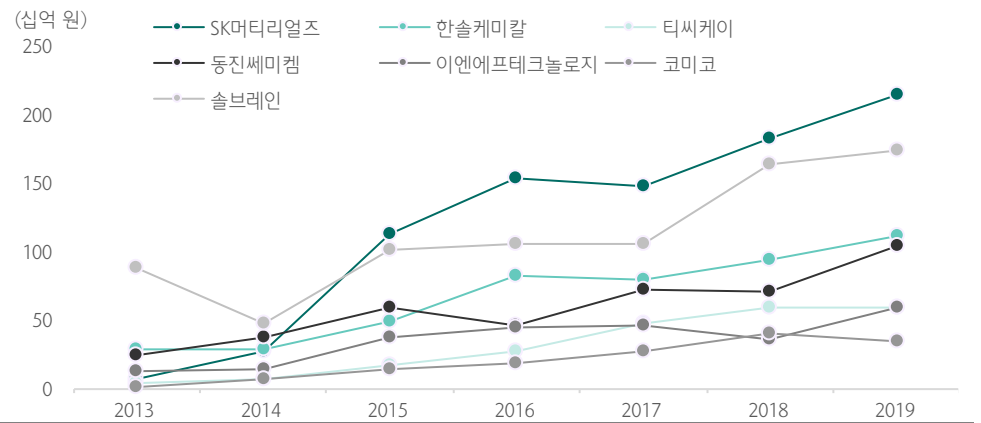
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 1. 무역분쟁 시기에 전방산업에서 감산이 전개될 때에도, 실적 방어했던 공정소재 공급사의 매출



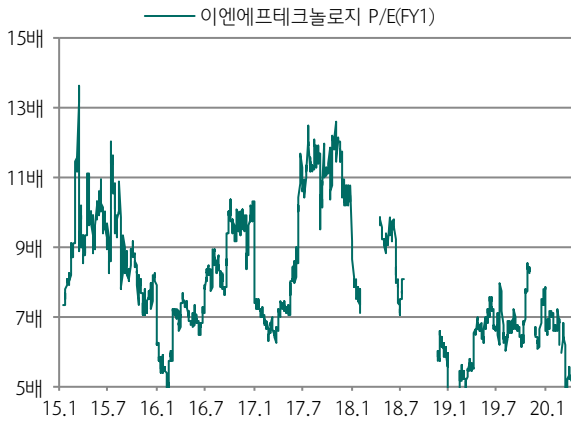
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 2. 무역분쟁 시기에 전방산업에서 감산이 전개될 때에도, 실적 방어했던 공정소재 공급사의 영업이익



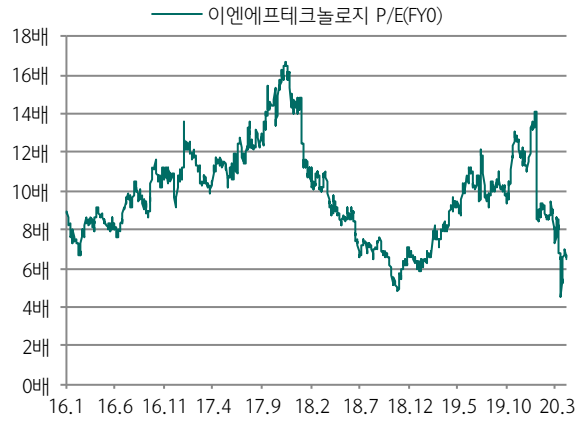
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 3. 이엔에프테크놀로지 P/E (FY1) 밸류에이션 저평가



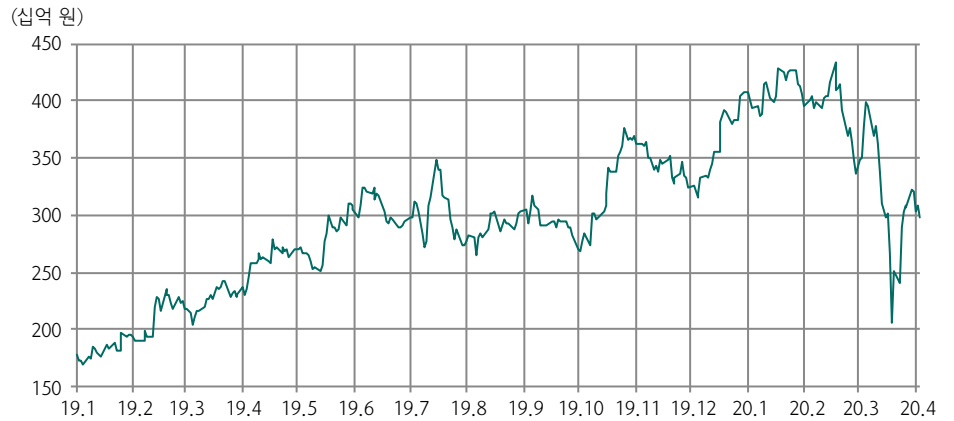
자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 4. 이엔에프테크놀로지 P/E (FY0) 밸류에이션 저평가



자료: WISEfn, 하나금융투자

그림 5. 이엔에프테크놀로지의 시가총액 추이와 주요 이벤트 (2019~20년)



2019년 1월	반도체 대형주 주가 상승 힘입어 소재주 투자심리 개선
2월	반도체 대형주 주가 상승 이어지며 중소형주 투자심리 개선 지속
3월	3/8, 주식 등의 대량보유상황보고서 공시. 브이아이피자산운용, 6.49% → 4.79%
4월	1Q19가 계절적 비수기이지만 실적이 견조하다는 기대감 확산
5월	5월 중순 미국 상무부의 화웨이 제재조치 시작된 이후 반도체업종 투자심리 둔화 이엔에프테크놀로지 주가는 상반기에 조정 받은 이후 반등. 5/15 분기보고서 통해 공시된 1Q19 실적이 높아진 기대치에 부합
6월	5월 주가 상승으로 시가총액 3,000억 원대 진입 이후 주가 조정
7월	일본 소재 수출 규제에 따른 수혜 가능성 부각. 7월 초 주가 급등 이후 급락하며 변동성 확대
8월	일본 소재의 국산화 기대감 지속
9월	일본 소재의 국산화 이슈가 주가에 반영된 이후 주가 조정
10월	10/1, 대표이사 변경 공시. 변경 전 지용석, 정진배 (각자대표). 변경 후 지용석 (단일대표) 3Q19 실적이 사상 최대 수준이라는 기대감이 주가 상승 견인
11월	무역분쟁 격화 우려로 반도체 업종에 대한 투자심리 둔화
12월	주식 등의 대량보유상황보고서 공시. 퀴드자산운용, 0% → 5.62% 12월 초 DRAM 현물가격 반등 이후 반도체 업황 개선에 대한 기대감 확산
2020년 1월	1/14, 타법인 주식 및 출자증권 취득 결정 공시. ENF USA, 취득금액 116억 원
2월	COVID-19 우려로 반도체 업종의 종목 주가 동반 하락
3월	COVID-19 우려로 반도체 업종의 종목 주가 변동성 확대 3/25, 대표이사 변경 공시. 변경 전 지용석 대표 (단일대표). 변경 후 지용석, 김정수 (각자대표)

자료: WISEfn, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019	
매출액	311.9	331.7	387.0	425.4	481.0	
매출원가	235.5	252.0	304.3	349.6	373.8	
매출총이익	76.4	79.7	82.7	75.8	107.2	
판매비	38.5	34.6	37.3	40.2	47.6	
영업이익	37.9	45.1	45.3	35.6	59.6	
금융손익	(0.8)	(1.2)	(3.7)	(0.3)	(0.1)	
종속/관계기업손익	0.2	0.6	1.5	0.3	0.2	
기타영업외손익	1.0	0.6	1.0	2.6	(0.6)	
세전이익	38.2	45.0	44.2	38.2	59.2	
법인세	9.2	11.7	9.9	9.2	12.4	
계속사업이익	29.0	33.4	34.3	29.0	46.7	
중단사업이익	0.0	(11.7)	(8.3)	0.0	0.0	
당기순이익	29.0	21.6	26.0	29.0	46.7	
비배주주지분 손익	(1.1)	(3.1)	(1.8)	0.2	0.6	
지배주주순이익	30.1	24.7	27.8	28.8	46.1	
지배주주지분포괄이익	29.8	24.3	26.8	27.4	45.5	
NOPAT	28.8	33.4	35.2	27.0	47.1	
EBITDA	52.1	61.4	61.0	50.2	80.2	
성장성(%)						
매출액증가율	25.5	6.3	16.7	9.9	13.1	
NOPAT증가율	193.9	16.0	5.4	(23.3)	74.4	
EBITDA증가율	91.5	17.9	(0.7)	(17.7)	59.8	
영업이익증가율	174.6	19.0	0.4	(21.4)	67.4	
(지배주주)순이익증가율	195.1	(17.9)	12.6	3.6	60.1	
EPS증가율	195.4	(17.9)	12.5	3.5	59.9	
수익성(%)						
매출총이익률	24.5	24.0	21.4	17.8	22.3	
EBITDA이익률	16.7	18.5	15.8	11.8	16.7	
영업이익률	12.2	13.6	11.7	8.4	12.4	
계속사업이익률	9.3	10.1	8.9	6.8	9.7	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	2,121	1,741	1,958	2,026	3,239	
BPS	9,885	11,423	13,258	15,585	18,688	
CFPS	3,934	4,228	3,275	3,762	5,996	
EBITDAPS	3,672	4,326	4,297	3,528	5,634	
SPS	21,961	23,359	27,255	29,928	33,808	
DPS	50	50	100	100	150	
주가지표(배)						
PER	8.8	13.6	13.2	6.2	8.8	
PBR	1.9	2.1	1.9	0.8	1.5	
PCFR	4.8	5.6	7.9	3.3	4.8	
EV/EBITDA	5.6	5.6	6.2	4.1	5.5	
PSR	0.9	1.0	0.9	0.4	0.8	
재무비율(%)						
ROE	24.2	16.4	15.9	14.1	18.9	
ROA	14.8	10.4	10.7	10.0	13.2	
ROIC	18.6	19.9	19.7	12.8	18.2	
부채비율	52.1	53.7	39.0	38.6	43.6	
순부채비율	12.2	2.6	4.5	11.7	10.6	
이자보상배율(배)	42.2	58.0	77.4	43.3	48.7	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019	
유동자산	97.8	123.6	115.8	127.5	155.8	
금융자산	14.3	32.0	16.0	12.6	23.7	
현금성자산	9.4	32.0	15.8	12.6	23.7	
매출채권 등	48.4	62.2	70.0	78.0	83.0	
재고자산	29.1	26.7	26.2	31.1	41.3	
기타유동자산	6.0	2.7	3.6	5.8	7.8	
비유동자산	123.8	131.9	149.4	183.1	230.4	
투자자산	4.6	8.0	14.4	19.0	22.6	
금융자산	0.2	2.6	0.8	1.2	1.2	
유형자산	112.2	116.6	127.0	155.0	184.1	
무형자산	6.6	6.1	6.1	7.1	5.2	
기타비유동자산	0.4	1.2	1.9	2.0	18.5	
자산총계	221.6	255.6	265.2	310.7	386.2	
유동부채	69.4	79.4	68.2	82.8	90.4	
금융부채	26.1	26.7	19.2	36.0	26.9	
매입채무 등	34.4	45.6	42.7	45.8	49.9	
기타유동부채	8.9	7.1	6.3	1.0	13.6	
비유동부채	6.4	9.9	6.2	3.7	26.8	
금융부채	6.0	9.6	5.5	2.9	25.4	
기타비유동부채	0.4	0.3	0.7	0.8	1.4	
부채총계	75.9	89.3	74.4	86.5	117.2	
지배주주지분	139.7	161.7	188.1	221.7	265.9	
자본금	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1	
자본잉여금	16.2	16.2	16.2	16.5	16.5	
자본조정	(0.5)	(2.2)	(1.9)	0.0	0.1	
기타포괄이익누계액	0.2	(0.3)	(1.1)	(1.2)	(0.9)	
이익잉여금	116.8	140.9	167.8	199.3	243.0	
비지배주주지분	6.0	4.6	2.7	2.5	3.1	
자본총계	145.7	166.3	190.8	224.2	269.0	
순금융부채	17.8	4.3	8.7	26.3	28.6	
현금흐름표						
					(단위: 십억원)	
	2015	2016	2017	2018	2019	
영업활동 현금흐름	38.7	45.1	32.9	30.7	61.2	
당기순이익	29.0	21.6	26.0	29.0	46.7	
조정	21.5	25.0	8.8	15.8	35.3	
감가상각비	14.3	16.4	15.7	14.5	20.5	
외환거래손익	2.2	3.5	2.7	2.6	3.1	
지분법손익	(0.2)	(0.6)	(1.5)	(0.3)	(0.2)	
기타	5.2	5.7	(8.1)	(1.0)	11.9	
영업활동 변동	(11.8)	(1.5)	(1.9)	(14.1)	(20.8)	
투자활동 현금흐름	(32.1)	(24.7)	(38.7)	(45.8)	(47.5)	
투자자산감소(증가)	(0.7)	(2.9)	(6.4)	(3.7)	(2.5)	
유형자산감소(증가)	(26.4)	(28.6)	(32.1)	(41.1)	(49.3)	
기타	(5.0)	6.8	(0.2)	(1.0)	4.3	
재무활동 현금흐름	(5.7)	3.4	(10.0)	12.7	(2.4)	
금융부채증가(감소)	(4.0)	4.2	(11.6)	14.2	13.4	
자본증가(감소)	0.5	0.1	0.0	0.3	0.0	
기타재무활동	(1.5)	(0.2)	2.3	(0.4)	(14.4)	
배당지급	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(1.4)	(1.4)	
현금의 증감	0.9	22.6	(16.2)	(3.2)	11.1	
Unlevered CFO	55.9	60.0	46.5	53.5	85.3	
Free Cash Flow	11.8	14.6	0.5	(13.6)	11.7	

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이엔에프테크놀로지



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 04월 06일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민,CFA)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 04월 06일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김경민,CFA)는 2020년 04월 06일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.