

KOSDAQ | 반도체와반도체장비

# 이엔에프테크놀로지 (102710)

## 하반기부터는 소재도 증가

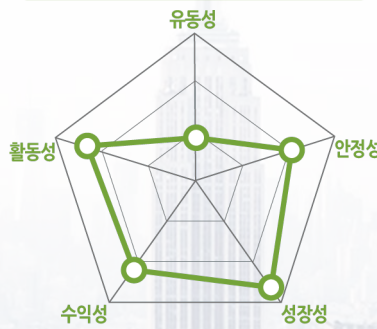
### 체크포인트

- 이엔에프테크놀로지는 Process Chemical, Fine Chemical, Color Paste를 삼성전자, SK하이닉스, 삼성디스플레이, LG디스플레이 등에 공급하는 소재 업체
- 반도체 업체의 감산으로 Process Chemical 수요 감소. 하지만 제한된 공급 상황에서 AI를 시작으로 수요 회복이 될 것으로 예상. 수급상황이 일부 개선되면 하반기 중에는 가동률이 소폭 상승할 것
- 2023년 매출액 5,392억원(-20.7% YoY), 영업이익 426억원(-34.0% YoY)을 전망. 삼성전자와 SK하이닉스의 감산 강도가 더 강해지지 않는다면 동사의 실적은 2분기를 저점으로 하반기 점진적인 개선세로 돌아설 것

### 주가 및 주요이벤트

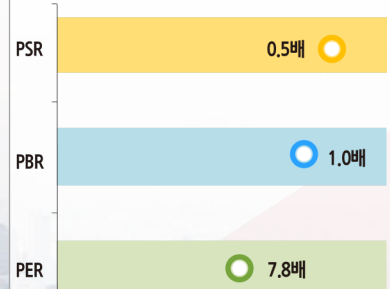


### 재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 IT산업 내 등급화

### 벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 1Q23 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 IT산업 내 순위 비교, 우측으로 갈 저평가

# 이엔에프테크놀로지 (102710)

Analyst 박성순 sspark@kirs.or.kr  
RA 김정은 jeongeunkim@kirs.or.kr

KOSDAQ

반도체와반도체장비

## 반도체 및 디스플레이 소재 업체

이엔에프테크놀로지는 반도체 및 디스플레이 소재 업체로서 주요 사업부서는 Process Chemical, Fine Chemical, Color Paste로 구분. 삼성전자, SK하이닉스, 삼성디스플레이, LG디스플레이 등이 주요 고객사이며 적용 시장별 매출액 비중은 반도체 60%, 디스플레이 40% 수준

## 감산으로 소재 수요 하락

현재 반도체 업체들은 강력한 감산을 통해 수급 개선을 꾀하는 중. 반도체 업체의 감산은 곧 Process Chemical의 수요 감소를 의미. 소재는 부품과 달리 반도체 업체들의 보유 재고가 낮은 수준으로 유지되기 때문에 감산이 소재 수요에 바로 영향을 끼침. 4Q22 SK하이닉스의 감산이 시작되며 동사 실적도 전분기 대비 하락하였고 1Q23에는 삼성전자가 감산 대열에 합류하며 실적 하락폭을 확대. 제한된 공급 상황에서 AI를 시작으로 수요 회복이 될 것으로 예상. 2023년의 공급은 이미 상반기 감산을 통해 조절되었고 하반기 가동률은 2024년의 메모리 공급에 영향을 미칠 것. 따라서 수급상황이 일부 개선되면 하반기 중에는 가동률이 소폭 상승할 것으로 전망. 동사 실적도 2Q23을 저점으로 반등할 것

## 2분기 실적 저점으로 개선 기대

2023년 매출액 5,392억원(-20.7% YoY), 영업이익 426억원(-34.0% YoY)을 전망. 매출액 하락은 LG디스플레이 LCD 팹 섀다운 영향이 지속되고 반도체 고객사들의 감산으로 소재 공급 물량이 감소한 것에 기인. 삼성전자와 SK하이닉스의 감산 강도가 더 강해지지 않는다면 동사의 실적은 2분기를 저점으로 하반기 점진적인 개선세로 돌아설 것

## Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	4,810	4,866	5,218	6,802	5,392
YoY(%)	13.1	1.2	7.2	30.4	-20.7
영업이익(억원)	596	682	260	646	426
OP 마진(%)	12.4	14.0	5.0	9.5	7.9
지배주주순이익(억원)	461	462	185	468	332
EPS(원)	3,239	3,245	1,296	3,276	2,325
YoY(%)	59.9	0.2	-60.1	152.7	-29.0
PER(배)	8.8	14.7	26.4	6.2	11.3
PSR(배)	0.8	1.4	0.9	0.4	0.7
EV/EBIDA(배)	5.5	7.9	11.2	4.2	4.8
PBR(배)	1.5	2.2	1.5	0.8	0.9
ROE(%)	18.9	16.1	5.8	13.1	8.4
배당수익률(%)	0.5	0.3	0.4	0.7	0.6

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

## Company Data

현재주가 (7/18)	26,300원
52주 최고가	31,200원
52주 최저가	19,110원
KOSDAQ (7/18)	914.14p
자본금	71억원
시가총액	3,758억원
액면가	500원
발행주식수	14백만주
일평균 거래량 (60일)	9만주
일평균 거래액 (60일)	21억원
외국인지분율	12.07%
주요주주	한국알콜산업 외 6인 35.64%

## Price & Relative Performance



## Stock Data

주기수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.4	15.9	-2.0
상대주가	6.2	-9.8	-16.8

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '당좌비율'임.  
2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

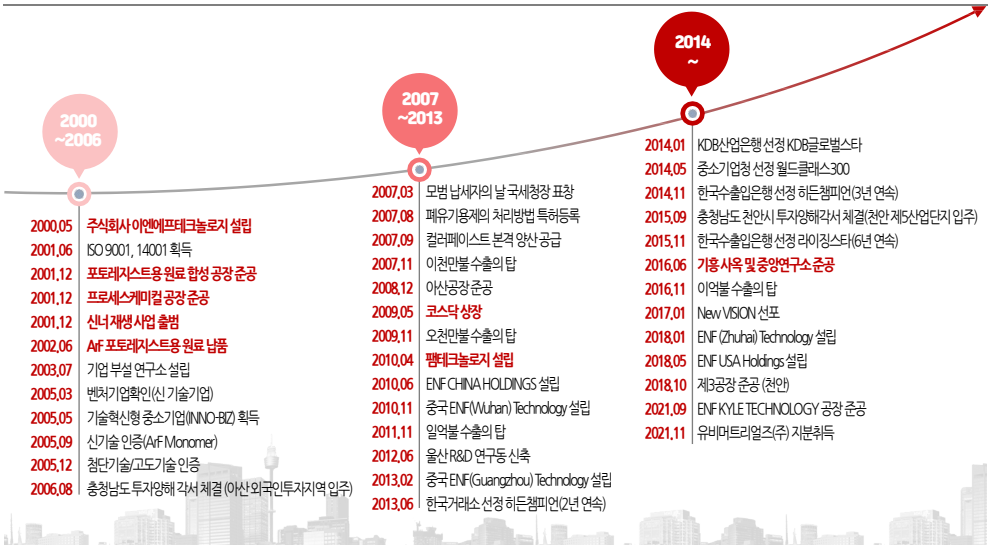
## ■ 기업 개요

### 전자재료 및 정밀화학 제품 생산

### 1 반도체, 디스플레이 소재 업체

이엔에프테크놀로지는 반도체와 디스플레이 등의 제조 공정에 사용되는 전자재료 및 정밀화학 제품을 생산할 목적으로 2000년 5월에 설립되었다. 설립 초기 ArF 포토레지스트용 모노머, 반도체/LCD용 프로세스 케미칼 등을 개발하기 시작했으며, 2001년 포토레지스트용 원료 합성 공장과 프로세스케미칼 공장을 준공하며 양산공급체계를 구축했다. 2002년 신너(Thinner) 재생 사업을 출범했으며, 국내 최초로 ArF 포토레지스트용 모노머를 국내 및 일본에 판매하기 시작했다. 2004년 컬러레지스트용 컬러페이스트 개발에 착수해 2006년 LG화학의 납품을 개시했다. 2006년 신규 프로세스케미칼로 LCD스트리퍼, LCD에천트 등에 대한 개발을 시작했으며 2009년 5월 코스닥 시장에 상장했다. 2010년 일본 모리타사와 반도체 식각액 생산을 위한 합작법인인 팜테크놀로지를 설립하는 등 지속적으로 제품 다각화를 추진해 왔으며, 2016년 기흥 신사옥으로 본사를 이전했다.

#### 이엔에프테크놀로지 연혁



자료: 이엔에프테크놀로지, 한국IR협의회 기업리서치센터

### 2 자회사

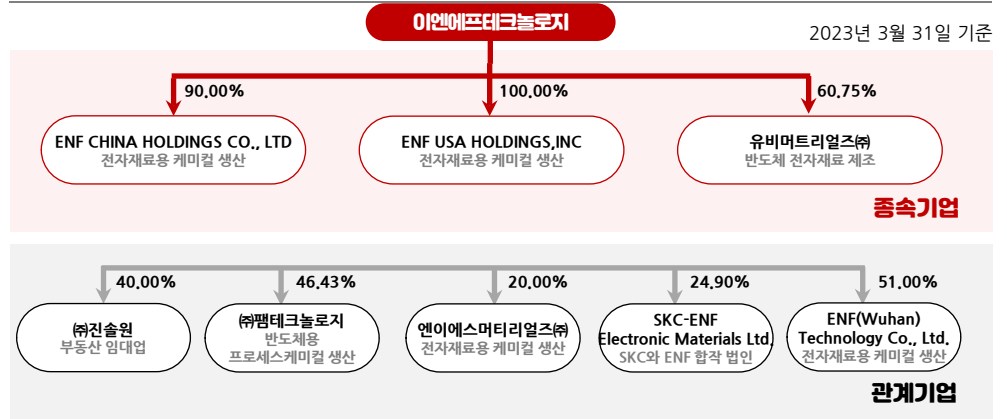
#### 사업 다각화 목적의 관계사 다수 보유

이엔에프테크놀로지는 전자재료 케미칼을 생산하는 3개의 종속회사를 보유하고 있다. ①ENF CHINA HOLDINGS는 2010년에 중국 진출 목적으로 홍콩에 설립되었으며, ②ENF USA HOLDINGS는 2018년에 미국 진출 목적으로 설립되었다. 2021년에는 반도체 CMP 공정용 슬러리를 생산하는 ③유비메트리얼즈의 주식 60.84% 취득해 연결대상 종속회사로 편입하였다(2023년 3월 31일 기준 유비메트리얼즈 지분 60.75% 보유).

관계기업으로는 부동산 임대업을 영위하는 진출원, 일본 모리타社와 합작으로 설립한 반도체 식각액 생산법인 팜테크놀로지, 전자재료용 케미칼을 생산하는 엔이에스메트리얼즈와 ENF(Wuhan) Technology, SKC와 ENF의 합

작법인인 SKC-ENF Electronic Materials가 있다.

관계사 보유 지분 및 사업



자료: Dart, 한국IR협의회 기업리서치센터

**3** 주요 사업 및 매출 구성

매출 비중은 Process Chemical 85%, Fine Chemical 10%, Color Paste 5% 수준

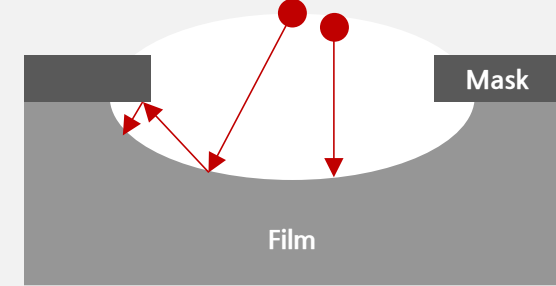
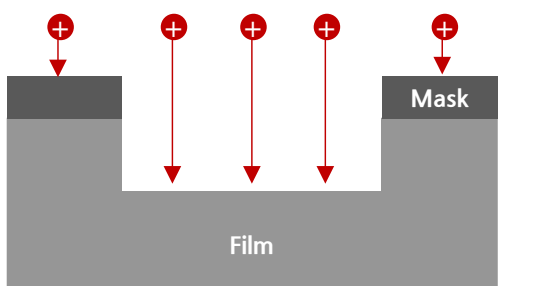
동사는 반도체 및 디스플레이 소재 업체로서 주요 사업부분은 Process Chemical, Fine Chemical, Color Paste로 구분된다. 매출 비중은 Process Chemical 85%, Fine Chemical 10%, Color Paste 5%의 구성을 보인다. 삼성전자, SK하이닉스, 삼성디스플레이, LG디스플레이 등이 주요 고객사이며 적용 시장별 매출액 비중은 반도체 60%, 디스플레이 40% 수준이다.

**Process Chemical**

동사는 식각액(Etchant), 신너(Thinner), 박리액(Stripper), 현상액(Developer), 세정액(Cleaner) 등을 생산한다.

식각액은 반도체 및 디스플레이 공정 중 Wet Etching 공정에서 산화막 등을 제거할 때 사용된다. 습식 식각은 미세 패터닝보다는 웨이퍼 표면 처리를 통한 세정이나 패터닝이 없는 전면 식각 등에 활용된다.

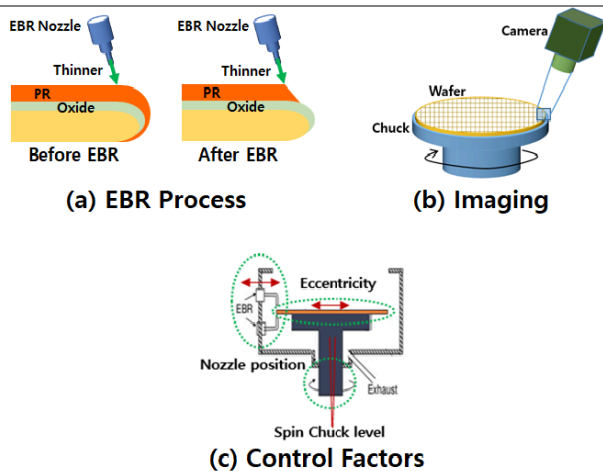
습식, 건식 식각 비교

		
식각 종류	습식 식각	건식 식각
방향성	Isotropic Etch	Anisotropic Etch
특징	등방성(방향성 없음) → 모든 방향으로 균일하게 파임	비등방성(방향성 있음) → 한 방향으로 균일하게 파임
Etchant	Chemical	반응성 Gas(라디칼) + ION(이온)
제어성	제어 어려움	제어 가능
Size	20nm 이하 패턴 불가	미세 패턴 가공 가능
Etch Rate	빠름	느림
Selectivity	높은 선택비	낮은 선택비
Damage	HF damage 있음	Plasma damage 있음
생산성	높음	낮음
가격	저렴	비쌈
응용	표면 세정, Pattern 없는 전면 식각	미세 Pattern 가공, Contact, Spacer

자료: SK하이닉스, 한국IR협회의 기업리서치센터

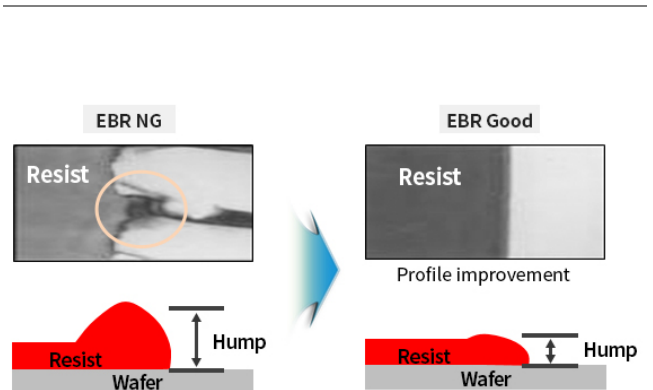
신너는 기판의 가장자리 부분이나 노즐의 불필요한 포토레지스트(PR)를 제거해주는 재료이다. PR 코팅 시 웨이퍼 엣지(Wafer Edge)가 PR에 의해 오염되거나 PR이 흘러 Backside도 오염시킬 수 있기 때문에 신너로 Wafer Edge(Edge Back Rinse, EBR)나 Wafer Backside(Back Rinse)를 세정한다. 또한 PR의 사용량을 줄이기 위한 RRC, 포토레지스트 Rework 및 배관의 세정공정에 사용된다. TFT-LCD 디스플레이의 경우 EBR 공정 이외에도 포토레지스트 분사 노즐 세정, Coater Cup 세정 등에 적용된다.

신너가 사용되는 EBR 공정



자료: 업계자료, 한국IR협회의 기업리서치센터

EBR 공정 전후 비교



자료: 동진세미캠, 한국IR협회의 기업리서치센터

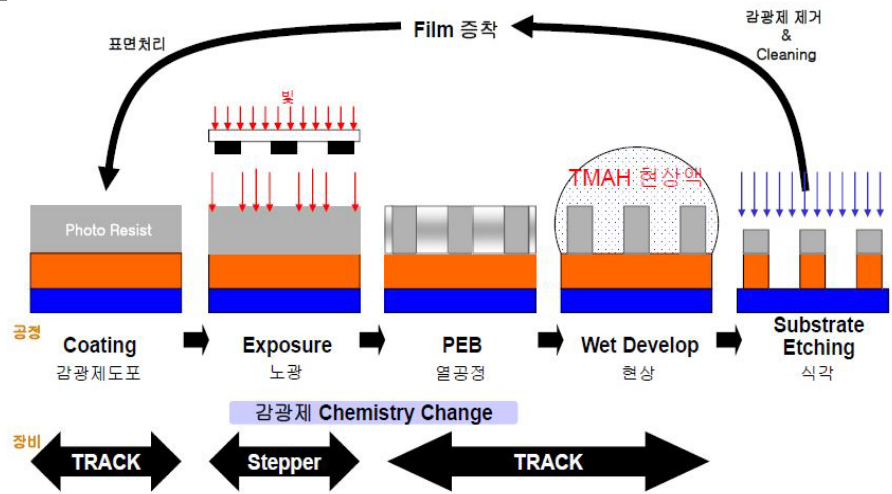


현상액은 리소그래피 공정에서 자외선에 노출된 포토레지스트의 노광/비노광 영역을 선택적으로 용해함으로써 패턴을 형성하는데 사용된다.

박리액은 식각 공정의 마스크로 사용되는 포토레지스트를 용해해서 제거하는 용도로 주로 사용되며, 건식식각(Dry Etching) 공정에서 발생하는 포토레지스트의 변형물인 폴리머를 제거하는 용도를 포함한다.

세정액은 공정 중 발생하는 잔여물 및 파티클 등을 제거하는 역할을 한다.

**노광 공정**



자료: 업계자료, 한국IR협의회 기업리서치센터

**Fine Chemical**

동사는 주로 반도체 포토레지스트의 원료인 모노머(Monomer), 폴리머(Polymer)와 광산발생제 및 반사방지막용 모노머, 폴리머 등을 생산한다.

**Color Paste**

OLED 및 LCD용 컬러필터에 활용되는 Red, Green, Blue 안료 분산액이다.

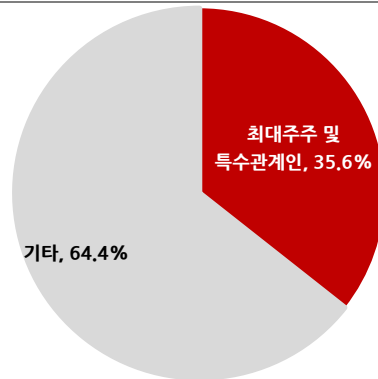
**최대주주**

**최대주주 지분율 26.1%**

이엔에프테크놀로지의 최대주주는 한국알콜산업(주)으로 지분 26.1%를 보유하고 있다. 7.0%를 보유하고 있는 지용석 대표이사는 2대주주이며, 동사와 한국알콜산업, 케이씨엔에이의 대표이사를 역임하고 있다. 이엔에프테크놀로지는 지용석 대표이사의 부친인 한국알콜산업의 지창석 창업주가 사업 다각화를 목적으로 설립한 바 있다.

주주 구성

---



---

자료: Dart, 한국IR협회의 기업리서치센터  
주: 2023년 3월 31일 기준

**산업 현황**

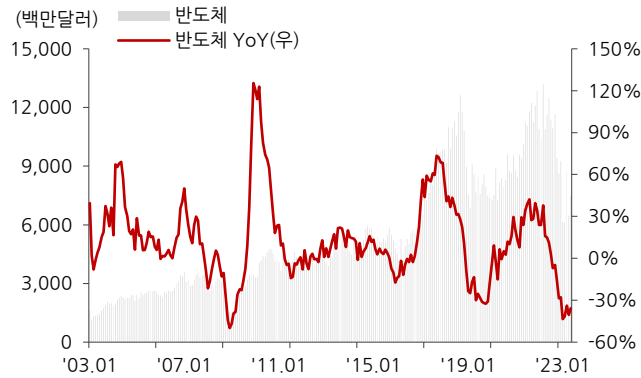
**1 반도체 업황 둔화의 막바지**

**고객사의 높은 재고 수준으로  
축발된 반도체 업체들의  
CAPEX 축소와 감산**

글로벌 반도체 시장은 업황 둔화의 후반부에 있다고 판단된다. 2020년부터 시작된 COVID-19으로 인한 IT 수요 증가는 공급망 이슈를 우려한 IT Set 업체들의 안전 재고 확보, 반도체 공급 부족을 타개하기 위한 반도체 업체들의 CAPA 확대로 이어졌다. 하지만 비대면 상황이 완화됨과 함께 PC를 시작으로 IT 수요가 크게 감소하였다. 중국에서는 제로 코로나 정책으로 인한 봉쇄가 빈번하게 발생하였고 이는 모바일 시장의 위축을 불러 일으켰다. IT 중 가장 견조하게 수요세가 지속되던 서버도 반도체 과잉 재고로 인해 구매 의지가 크게 감소된 상황이다. 이에 더해 2022년 연초부터 시작된 미국 FED의 금리 인상으로 인한 소비자 구매력 감소 및 IDC 업체들의 실적 부진은 Data Center 투자 규모 축소로 이어졌다.

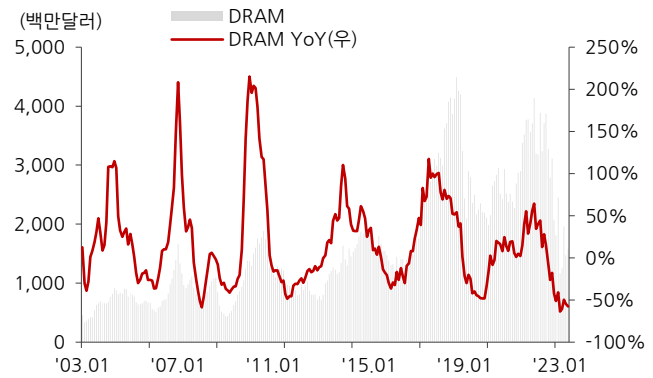
반면 반도체 업체들은 반도체 공급 부족을 타개하기 위해 CAPA를 지속적으로 확대하여 왔기 때문에 이는 고스란히 공급 과잉으로 이어졌다. 메모리 반도체의 경우 공급 업체들의 재고 수준은 역대 최고 수준이며 DRAM 가격은 4Q22에 이어 1Q23에도 약 -15~-20% 하락하였다. 메모리 공급 업체들은 이미 신규 CAPA 투자를 최소화하고 있다. SK하이닉스와 Micron의 장비 CAPEX는 -50% YoY 이상 감소하고 삼성전자도 신규 Fab, R&D 비용 등을 제외한 장비투자 금액의 하락폭은 클 것이다. 메모리 3사 모두 Wafer Input 조절에 들어가는 등 감산에 진입하였다.

반도체 수출 금액 추이



자료: 관세청, 한국R협회의 기업리서치센터

DRAM 수출 금액 추이



자료: 관세청, 한국R협회의 기업리서치센터

**2 공급사들은 강한 감산 진행 중**

**3Q23 감산 효과 기대**

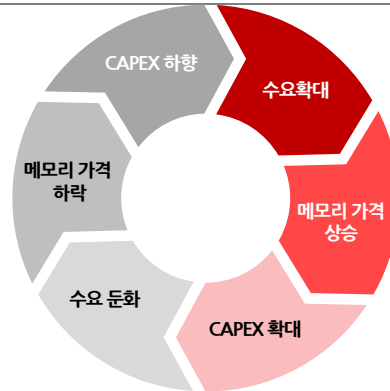
Micron은 Wafer 감산 규모를 1FQ23 20% → 2FQ23 25% → 3FQ23 30%로 매분기 확대시키고 있다. 2024년에도 감산이 이어질 것이라 밝혔다. SK하이닉스 역시 25% 수준의 감산을 진행 중이며, 자연적 감산을 추구했던 삼성전자도 업황 둔화가 깊어지자 1Q23부터 의미 있는 수준으로 메모리 생산량을 하향 조정하고 있다. 약 20% 이상의 감산이 진행 중이다. DRAM 3사가 모두 감산에 진입하며 3Q23부터 의미있는 감산효과가 나타



날 것이다. 메모리 반도체 재고는 1Q23에 Peak를 기록한 이후 2Q23부터는 Bit Growth가 크게 증가하기 시작하여 보유 재고 수준도 점진적으로 낮아질 것으로 보인다.

반도체 업황은 수요 확대 → 메모리 가격 상승 → CAPEX 확대 → 수요 둔화 → 메모리 가격 하락 → CAPEX 하향 → 수요 확대의 Cycle이 반복된다. 감산에 대한 카드는 충분히 나왔고 시장은 이를 반도체 주가에 반영하였다. 추세적인 상승을 위해서는 수요 확대가 동반되어야 한다.

반도체 Cycle



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

**3 AI 서버 수요는 이미 크게 성장 중**

**AI 서버 수요는 HBM 탑재로 이어져 메모리에도 긍정적**

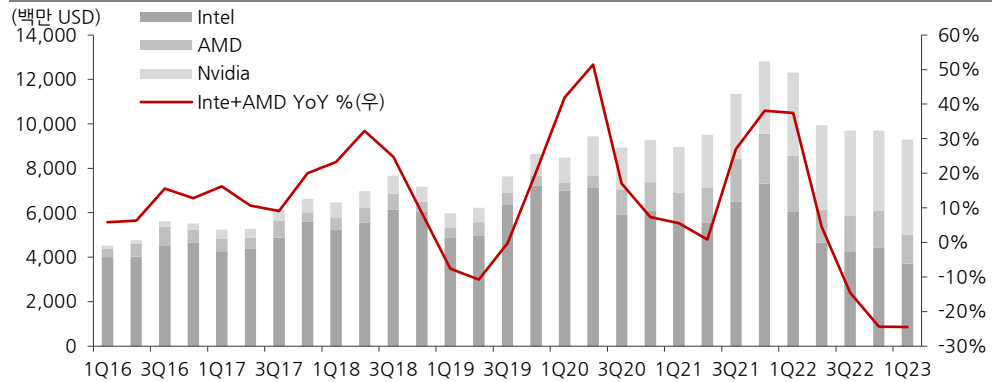
이번 Cycle 수요 개선의 시동은 AI가 걸었다. 연초 기대하였던 중국의 리오프닝에 따른 모바일 수요 회복은 아직 보이지 않는다. 하지만 AI 서버를 시작으로 Cloud 서버, PC, 모바일 등이 순차적으로 수요 개선세를 보일 것으로 예상된다. 모든 Application의 수요가 동시에 개선되지는 않는다.

1Q23 Intel과 AMD의 Data Center 부문 합산 매출액은 50.1억 달러로 -41.4% YoY 감소하였다. 반면 Nvidia의 1분기 Data Center 부문 매출액은 42.8억 달러로 +14.2% YoY 증가하였다. Data Center의 수요는 제한된 CAPEX 집행 하에 AI 서버를 중심으로 성장하였는데 Nvidia는 H100, A100 등 AI 수요 증가의 수혜를 받았기 때문이다. Nvidia의 Data Center 부문 매출액이 사상 처음으로 Intel의 Data Center 부문 매출액을 상회한 것은 큰 의미가 있어 보인다. Nvidia와 Intel, AMD와의 차이는 AI 시장에서의 지배력이다.

ChatGPT를 비롯한 생성형 AI의 확산으로 AI 서버 수요가 빠르게 증가하고 있고 이는 HBM 탑재로 이어져 서버 당 메모리 탑재량에도 긍정적인 영향을 끼치고 있다. AI 서버는 일반 서버 대비 DRAM 6~8x, NAND 3x 높은 메모리 탑재량이 요구된다. 또한 AI 서버 증가는 기존 서버 확대에 이어질 것으로 예상된다. AI 서버에서 학습 및 생성은 기존 서버와의 연결이 필요하기 때문이다.

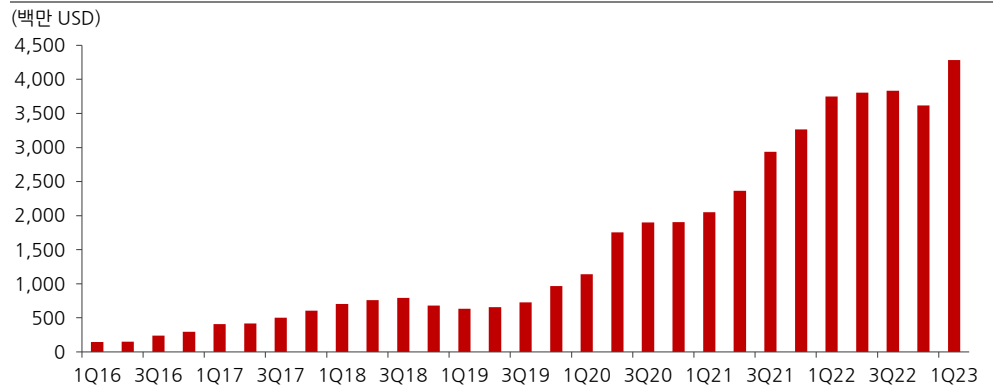
2분기 말 미국 Hyperscale Data Center 업체의 메모리 재고는 1분기 말 대비 약 1~2주 정도 감소한 7~11주로 파악된다. 여전히 높은 수준이나 감소함에 의미가 있다. 1월에 출시된 Intel의 Sapphire Rapids 서버 CPU 일부 제품에서 문제가 발생하여 6월 중순부터 2주간 출하가 중단되었던 악재도 있었다. 하지만 우려와는 달리 최근 출하가 재개되어 하반기 신규 CPU 효과는 여전히 기대할 수 있을 것으로 보인다. AI 서버 확산과 신규 CPU 효과로 서버 수요도 개선될 것으로 예상된다.

**Intel & AMD, Nvidia Data Center 부문 매출액 추이**



자료: Intel, AMD, Nvidia, 한국IR협회의 기업리서치센터

**Nvidia Data Center 부문 매출액 추이**



자료: Nvidia, 한국IR협회의 기업리서치센터

**4 하반기 DRAM 가격 반등 전망**

**AI 수요는 장기 Cycle로 이어질 것**

결론적으로 수요는 최악의 구간 마무리 부분에 있다고 판단되고 AI 서버를 시작으로 수요 확산세가 이어질 것으로 예상된다. 특히 AI 수요는 단기에 마무리될 트렌드가 아니다. 후에 이번 상승 Cycle은 AI Cycle로 기억될 것이다. 반면 메모리 공급은 역사적으로 보아도 강한 감소가 이루어지고 있고, 이는 2024년의 공급 증가율에도 영향을 미칠 것이기 때문에 하반기부터는 DRAM을 시작으로 가격이 반등할 것으로 예상된다.



**투자포인트**

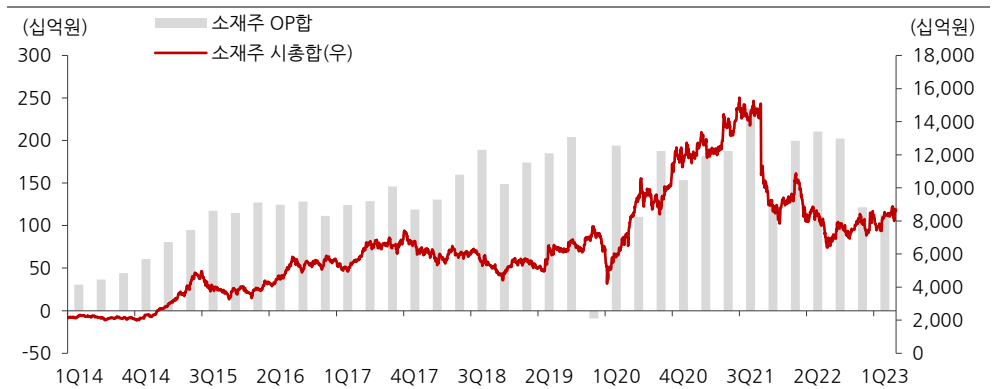
**1 하반기 반도체 업황 반등 기대**

수급 환경 개선 시 하반기  
가동률 소폭 상승 기대

반도체 소재 업체의 실적은 반도체 생산업체의 가동률과 직결되며 고객사 CAPA 확대로 향후 매출 증가를 기대할 수 있다. 현재 반도체 업체들은 강력한 감산을 통해 수급 개선을 꾀하고 있다. 반도체 업체의 감산은 곧 Process Chemical의 수요 감소를 의미한다. 소재는 부품과 달리 반도체 업체들의 보유 재고가 낮은 수준으로 유지되기 때문에 감산이 소재 수요에 바로 영향을 끼친다. 4Q22 SK하이닉스의 감산이 시작되며 동사 실적도 전분기 대비 하락하였고 1Q23에는 삼성전자가 감산 대열에 합류하며 실적 하락폭을 확대시킨 것도 이와 같은 이유이다.

제한된 공급 상황에서 AI를 시작으로 수요 회복이 될 것으로 예상된다. 2023년의 공급은 이미 상반기 감산을 통해 조절되었고 하반기 가동률은 2024년의 메모리 공급에 영향을 미칠 것이다. 따라서 수급상황이 일부 개선되면 하반기 중에는 가동률이 소폭 상승할 것으로 예상된다. 동사 실적도 2Q23을 저점으로 반등할 것으로 전망한다.

국내 반도체 소재주 시총 및 합산 영업이익 추이



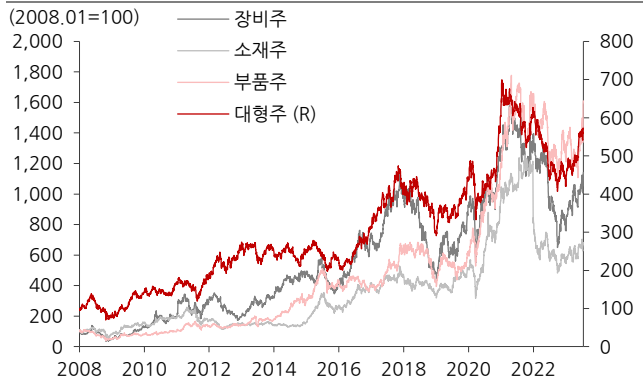
자료: WiseFN, 한국IR협의회 기업리서치센터  
주: 한솔케미칼, 동진세미켐, 솔브레인, 이엔에프테크놀로지, 후성, 원익머트리얼즈 합산

**2 분기 실적과 소재주 주가는 동행**

소재주는 분기 실적과 높은  
상관관계를 보임

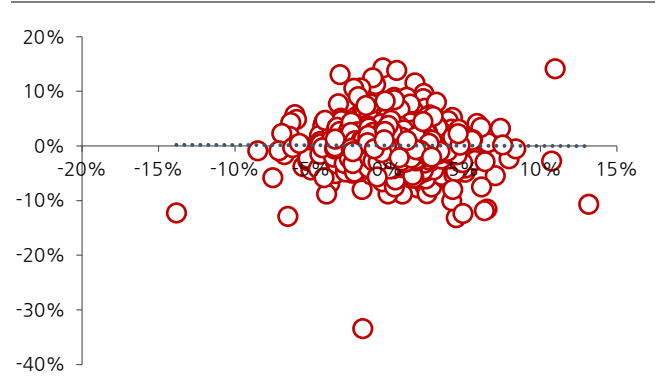
통상적으로 반도체 대형주와 Sub Sector 중 주가 상관관계가 가장 높은 것은 장비주이다. 대형주는 감산과 AI 수요 증가로, 후공정 장비는 HBM 관련 수혜로, 전공정 장비는 최근 DRAM 현물가 반등으로 주가가 실적 개선에 앞서 상승 중이다. 반면 역사적으로도 소재주와 대형주 주가는 큰 상관관계를 보이지 않는다. 소재주는 대형주의 주가보다는 분기 실적에 따라 움직이는 경향이 강하게 나타난다. 2Q23이 소재주의 분기 실적 저점이라면 주가가 향후 분기 실적 개선과 함께 동행할 가능성이 높다고 판단한다.

반도체 대형주 및 Sub Sector 상대 주가 추이



자료: WISEFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

반도체 대형주와 소재주 주가 상승률 상관 관계



자료: WISEFN, 한국IR협의회 기업리서치센터

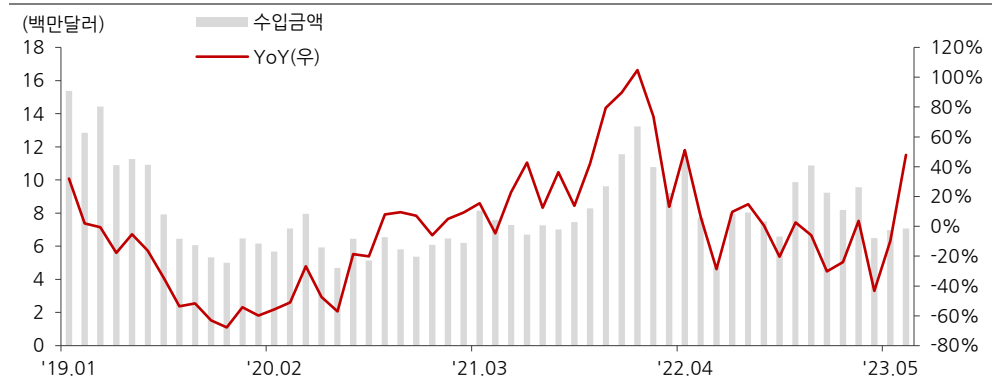
### 3 불산 내재화로 원가 절감 효과 기대

#### HF 식각액 설비 2기 투자

#### 1Q24 안료 예정

동사는 2020년 535억원을 투자하여 HF 식각액 설비를 구축하였고 2022년 말 509억원을 추가 투자하며 설비를 증설하였다. 1Q24에 2기 투자가 완료될 예정이다. 반도체용 불산 관련 총 투자액은 약 1,044억원 수준이다. 동사는 그동안 일본 모리타화학에서 불산을 수입하여 식각액(BOE)을 제조하여 고객사에 공급하여 왔다. 최근 일본의 수출규제 조치가 해제되었으나 안정적인 공급을 위한 소재 내재화는 지속될 것이다. 동사는 불산 판매보다는 BOE의 원재료로 사용한만큼 내재화를 통한 원가 절감효과를 기대할 수 있다.

반도체 불화수소 수입액 추이



자료: 관세청, 한국IR협의회 기업리서치센터

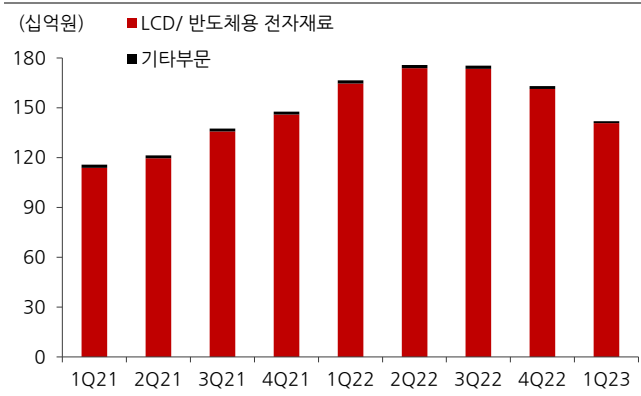
**실적 추이 및 전망**

**1 2022년 평가 인상 효과**

**원재료 가격을 평가에 일부 반영하며 이익률 개선**

2022년 동사의 실적은 매출액 6,802억원(+30.4% YoY), 영업이익 646억원(+148.6% YoY)을 기록하였다. 2021년의 경우 매출액 증가에도 영업이익률은 하락하였는데(-9.0%p YoY) 이는 인플레이션에 따른 원재료 가격 상승에 기인하였다. 2022년에는 원재료 가격 인상분을 평가에 일부 반영하였고 이에 따라 이익률도 9.5%로 다소 개선되었다. 다만 LG디스플레이의 국내 LCD 팹 셋다운과 반도체 업황 둔화 영향을 받으며 SK하이닉스의 감산으로 인해 4Q22부터 실적 감소세로 돌아섰다. 이에 더해 자회사 관련 일회성 비용(약 200억원)이 4분기에 크게 반영되었다.

이엔에프테크놀로지 부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 이엔에프테크놀로지, 한국IR협회의 기업리서치센터

이엔에프테크놀로지 OPM 추이 및 전망



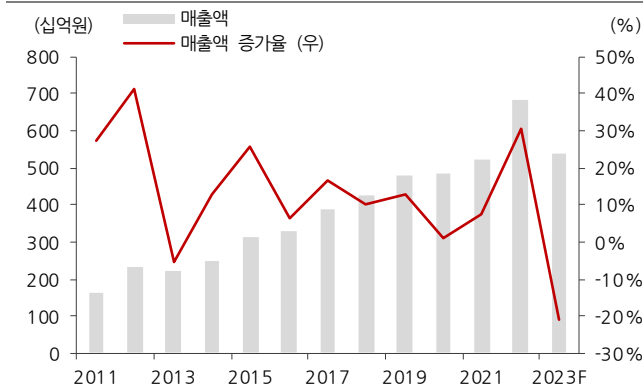
자료: 이엔에프테크놀로지, 한국IR협회의 기업리서치센터

**2 2023년 고객사 감산으로 소재 수요 감소**

**고객사 감산 강도가 더 강해지지 않으면 동사 실적은 2분기 저점으로 반등 기대**

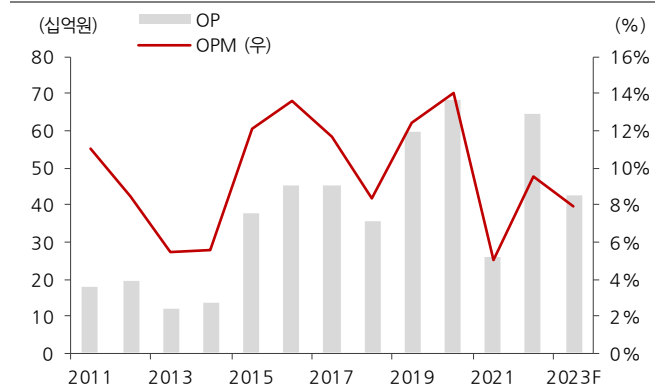
1Q23 실적은 매출액 1,419억원(-14.8% YoY, -12.9% QoQ), 영업이익 52억원(-62.2% YoY, -38.6% QoQ)을 기록하였다. LG디스플레이 LCD 팹 셋다운 영향이 지속되고 반도체 고객사들의 감산으로 소재 공급 물량이 감소하였기 때문이다. 반도체 업황 둔화에 따라 반도체 업체들은 강한 감산에 진입한 상태이다. SK하이닉스 대비 삼성전자의 감산이 늦게 진행되었기 때문에 삼성전자의 감산이 동사 소재 매출에 미치는 효과는 1분기부터 시작되어 2분기에도 확대될 것으로 예상된다. 삼성전자와 SK하이닉스의 감산 강도가 더 강해지지 않는다면 동사의 실적은 2분기를 저점으로 하반기 점진적인 개선세로 돌아설 것으로 보인다. 2023년 매출액 5,392억원(-20.7% YoY), 영업이익 426억원(-34.0% YoY)을 전망한다.

이엔에프테크놀로지 매출액 및 매출액 증가율 추이



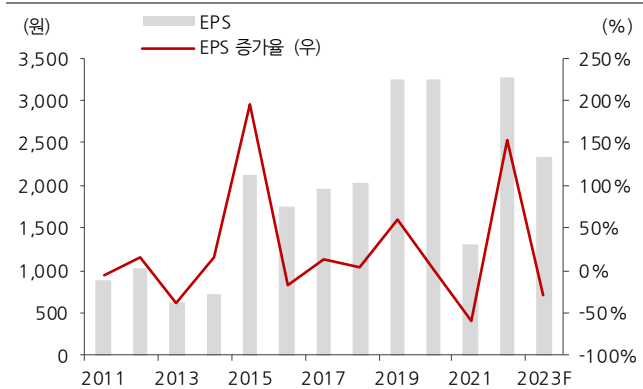
자료: WISEFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

이엔에프테크놀로지 영업이익 및 영업이익률 추이



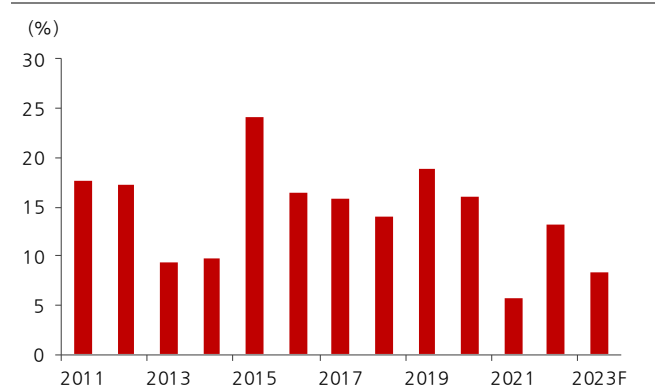
자료: WISEFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

이엔에프테크놀로지 EPS 및 EPS 증가율 추이



자료: WISEFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

이엔에프테크놀로지 ROE 추이



자료: WISEFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

이엔에프테크놀로지 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2020	2021	2022	2023F
매출액	115.7	121.2	137.4	147.6	166.5	175.6	175.2	162.9	141.9	486.6	521.8	680.2	539.2
Semi/Dip 소재	113.7	119.5	135.7	145.9	164.6	173.8	173.4	161.2	140.7	480.4	514.8	672.9	532.6
기타	2.0	1.7	1.7	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8	1.2	6.2	7.0	7.3	6.6
영업이익	4.7	5.4	13.2	2.7	13.8	21.7	20.6	8.5	5.2	68.2	26.0	64.6	42.6
지배주주순이익	5.3	1.0	12.0	0.2	11.2	18.1	19.1	-1.6	4.9	46.2	18.5	46.8	33.2
Margin(%)													
OPM	4.1	4.5	9.6	1.8	8.3	12.3	11.8	5.2	3.7	14.0	5.0	9.5	7.9
지배주주순이익률	4.6	0.8	8.7	0.1	6.7	10.3	10.9	-1.0	3.4	9.5	3.5	6.9	6.2
YoY Growth(%)													
매출액	-3.9	0.7	7.5	25.0	43.9	44.9	27.5	10.4	-14.8	1.2	7.2	30.4	-20.7
Semi/Dip 소재	-4.3	0.6	7.6	25.1	44.7	45.4	27.8	10.5	-14.5	1.1	7.2	30.7	-20.9
기타	19.7	10.3	0.4	20.5	-2.8	6.8	7.0	6.9	-36.2	8.4	12.3	4.2	-10.0
영업이익	-74.9	-75.5	-34.1	-63.4	195.2	300.1	56.4	214.4	-62.2	14.3	-61.9	148.6	-34.0
지배주주순이익	-58.7	-92.7	-23.6	-94.4	109.4	1,702.9	59.9	적전	-56.2	0.3	-59.9	152.8	-29.0
QoQ Growth(%)													
매출액	-2.0	4.8	13.4	7.4	12.8	5.5	-0.2	-7.0	-12.9				
Semi/Dip 소재	-2.5	5.1	13.6	7.5	12.8	5.6	-0.2	-7.1	-12.7				
기타	43.3	-12.7	-1.6	-2.1	15.5	-4.1	-1.3	-2.1	-31.1				
영업이익	-36.7	15.4	143.8	-79.5	410.6	56.4	-4.7	-58.7	-38.6				
지배주주순이익	35.3	-81.1	1,088.6	-98.2	4,951.2	62.6	5.4	적전	흑전				

자료: WISEFN, 한국IR협회의 기업리서치센터



## Valuation

### 1 2023F PBR 0.9x 수준

**고객사 감소로 인한 실적**

**감소가 충분히 반영된**

**Valuation**

동사의 현재주는 2023F PBR 0.9x(ROE 8.4%)로 Historical PBR Band 하단에 위치해 있다. 반도체 소재 동종 기업들의 2023F 평균 PBR은 2.4x수준이다(평균 ROE 18.0%). Peer들이 PR 및 프리커서 등을 생산하며 반도체 미세화와 EUV의 수혜를 받는 반면 동사는 식각액, 신너, 박리액 중심의 제품 구성을 보이고 있는 점이 저평가 사유라고 판단된다. 이에 더해 현재 진행 중인 반도체 감산에 따른 실적 부진이 역사적 저평가의 이유다. 단기적인 동사의 제품 포트폴리오의 변화는 크게 기대하지 않아 Peer 대비 Valuation Gap을 축소할 요인은 다소 부족하다. 하지만 동사의 실적은 2분기를 저점으로 개선되는 모습을 보일 것으로 예상하기 때문에 현재주는 실적 부진을 충분히 반영하고 있다고 판단한다.

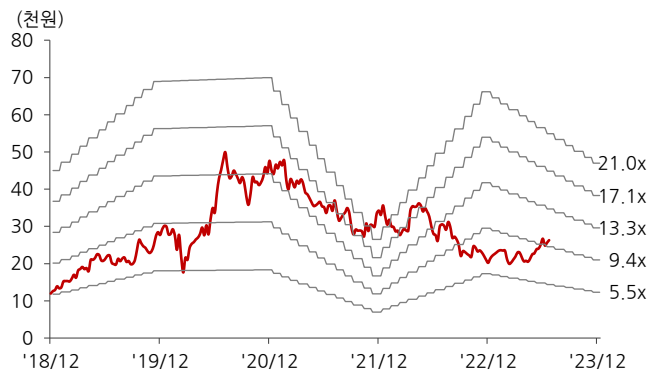
**동종 업종 밸류에이션**

(단위: 원, 십억원, 배)

기업명	종가	시가총액	매출액			PER			PBR		
			2021	2022	2023F	2021	2022	2023F	2021	2022	2023F
코스피	2,608	2,001,113	2,920,598	3,676,800	2,731,799	-	-	15.4	-	-	1.0
코스닥	914	441,338	272,094	328,770	144,783	-	-	26.5	-	-	2.9
<b>이엔에프테크놀로지</b>	<b>26,300</b>	<b>376</b>	<b>522</b>	<b>680</b>	<b>539</b>	<b>26.4</b>	<b>6.2</b>	<b>11.3</b>	<b>1.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>
솔브레인	272,500	2,120	1,024	1,091	971	14.6	10.4	14.0	3.4	2.2	2.3
동진세미켐	39,950	2,054	1,161	1,457	1,387	25.4	9.7	14.0	4.7	2.2	2.5
램테크놀로지	6,760	94	49	67	-	36.3	12.5	-	2.7	1.5	-
<b>동종업종 평균</b>	-	-	-	-	-	<b>25.4</b>	<b>10.9</b>	<b>14.0</b>	<b>3.6</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>

주: 2023년 7월 18일 종가기준, 2023년 비교 기업의 실적 추정은 컨센서스 기준, 자료: Quantwise, Refinitiv, 한국IR협회의 기업리서치센터

**PER Band**



자료: WiseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터

**PBR Band**



자료: WiseFN, 한국IR협회의 기업리서치센터


**리스크 요인**
**1 반도체 업황 개선 지연**
**시장 기대보다 업황 개선이  
지연될 리스크**

동사의 리스크는 반도체 업황 개선 시기 지연이다. 시장은 하반기 반도체 업황 반등에 대해 기대하고 있는 상황이고 업황이 개선된다면 공급을 축소시키고 있는 반도체 업체들도 향후 수요 대응을 위해 감산을 멈추고 투자를 재개할 것으로 생각할 수 있다. 글로벌 경기 침체가 심할 경우 시장에서 기대하고 있는 중화권 모바일의 수요 회복, Data Center 고객의 투자 재개 등의 수요 회복도 늦어질 것으로 보인다. 업황 개선의 속도가 시장의 예상보다 늦어질 경우 반도체 감산이 이어지고 신규 CAPA 투자 역시 지연될 것으로 보인다. 고객사 가동률은 단기적인 소재 실적으로 이어지고 신규 CAPA는 향후 매출 증가를 기대할 수 있는 부분이기 때문에 감산과 투자 지연 시 동사 실적 부진이 지속될 것이다.

**포괄손익계산서**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>매출액</b>	<b>4,810</b>	<b>4,866</b>	<b>5,218</b>	<b>6,802</b>	<b>5,392</b>
증가율(%)	13.1	1.2	7.2	30.4	-20.7
<b>매출원가</b>	<b>3,738</b>	<b>3,689</b>	<b>4,364</b>	<b>5,448</b>	<b>4,318</b>
매출원가율(%)	77.7	75.8	83.6	80.1	80.1
<b>매출총이익</b>	<b>1,072</b>	<b>1,177</b>	<b>854</b>	<b>1,354</b>	<b>1,073</b>
매출이익률(%)	22.3	24.2	16.4	19.9	19.9
<b>판매관리비</b>	<b>476</b>	<b>495</b>	<b>594</b>	<b>708</b>	<b>647</b>
판매비율(%)	9.9	10.2	11.4	10.4	12.0
<b>EBITDA</b>	<b>802</b>	<b>924</b>	<b>554</b>	<b>1,015</b>	<b>903</b>
EBITDA 이익률(%)	16.7	19.0	10.6	14.9	16.7
증가율(%)	59.8	15.2	-40.0	83.0	-11.1
<b>영업이익</b>	<b>596</b>	<b>682</b>	<b>260</b>	<b>646</b>	<b>426</b>
영업이익률(%)	12.4	14.0	5.0	9.5	7.9
증가율(%)	67.5	14.3	-61.9	148.6	-34.0
<b>영업외손익</b>	<b>-6</b>	<b>-53</b>	<b>23</b>	<b>-33</b>	<b>-22</b>
금융수익	74	68	69	177	120
금융비용	75	92	49	178	152
기타영업외손익	-6	-28	4	-32	9
종속/관계기업관련손익	2	5	9	25	0
<b>세전계속사업이익</b>	<b>592</b>	<b>634</b>	<b>292</b>	<b>638</b>	<b>404</b>
증가율(%)	54.8	7.1	-53.9	118.6	-36.7
법인세비용	124	159	112	188	85
계속사업이익	467	474	180	450	319
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>467</b>	<b>474</b>	<b>180</b>	<b>450</b>	<b>319</b>
당기순이익률(%)	9.7	9.7	3.5	6.6	5.9
증가율(%)	61.1	1.5	-62.0	149.5	-29.0
지배주주지분 순이익	461	462	185	468	332

**현금흐름표**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>612</b>	<b>740</b>	<b>147</b>	<b>609</b>	<b>1,150</b>
당기순이익	467	474	180	450	319
유형자산 상각비	202	232	285	348	464
무형자산 상각비	3	10	9	20	12
외환손익	18	15	6	49	0
운전자본의감소(증가)	-208	57	-376	-395	354
기타	130	-48	43	137	1
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>-475</b>	<b>-877</b>	<b>-840</b>	<b>-449</b>	<b>-399</b>
투자자산의 감소(증가)	12	-24	-190	-42	78
유형자산의 감소	3	19	5	126	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-496	-856	-653	-526	-480
기타	6	-16	-2	-7	3
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>-24</b>	<b>382</b>	<b>497</b>	<b>-10</b>	<b>-34</b>
차입금의 증가(감소)	29	409	554	60	-12
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	28	0	0	0
배당금	-14	-21	-21	-21	-21
기타	-39	-34	-36	-49	-1
<b>기타현금흐름</b>	<b>-2</b>	<b>-10</b>	<b>175</b>	<b>-4</b>	<b>-4</b>
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>111</b>	<b>236</b>	<b>-20</b>	<b>146</b>	<b>713</b>
기초현금	126	237	473	453	598
기말현금	237	473	453	598	1,311

**재무상태표**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>유동자산</b>	<b>1,558</b>	<b>1,693</b>	<b>2,156</b>	<b>2,591</b>	<b>2,774</b>
현금성자산	237	473	453	598	1,311
단기투자자산	0	0	12	16	13
매출채권	828	689	924	918	730
재고자산	413	459	636	938	624
기타유동자산	80	72	133	121	96
<b>비유동자산</b>	<b>2,304</b>	<b>2,942</b>	<b>3,672</b>	<b>4,031</b>	<b>3,957</b>
유형자산	1,841	2,438	2,965	3,145	3,160
무형자산	52	78	201	117	105
투자자산	226	260	303	375	297
기타비유동자산	185	166	203	394	395
<b>자산총계</b>	<b>3,862</b>	<b>4,635</b>	<b>5,828</b>	<b>6,623</b>	<b>6,732</b>
<b>유동부채</b>	<b>904</b>	<b>1,186</b>	<b>1,860</b>	<b>1,876</b>	<b>1,692</b>
단기차입금	229	535	916	839	839
매입채무	348	353	497	489	391
기타유동부채	327	298	447	548	462
<b>비유동부채</b>	<b>268</b>	<b>303</b>	<b>506</b>	<b>830</b>	<b>825</b>
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	158	233	356	573	573
기타비유동부채	110	70	150	257	252
<b>부채총계</b>	<b>1,172</b>	<b>1,490</b>	<b>2,366</b>	<b>2,706</b>	<b>2,517</b>
지배주주지분	2,659	3,095	3,326	3,796	4,106
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	165	171	176	181	181
자본조정 등	1	1	0	0	0
기타포괄이익누계액	-9	-13	36	38	38
이익잉여금	2,430	2,865	3,043	3,505	3,816
<b>자본총계</b>	<b>2,690</b>	<b>3,145</b>	<b>3,462</b>	<b>3,917</b>	<b>4,215</b>

**주요투자지표**

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	8.8	14.7	26.4	6.2	11.3
P/B(배)	1.5	2.2	1.5	0.8	0.9
P/S(배)	0.8	1.4	0.9	0.4	0.7
EV/EBITDA(배)	5.5	7.9	11.2	4.2	4.8
배당수익률(%)	0.5	0.3	0.4	0.7	0.6
EPS(원)	3,239	3,245	1,296	3,276	2,325
BPS(원)	18,688	21,710	23,281	26,565	28,740
SPS(원)	33,808	34,168	36,528	47,607	37,737
DPS(원)	150	150	150	150	150
<b>수익성(%)</b>					
ROE	18.9	16.1	5.8	13.1	8.4
ROA	13.4	11.2	3.4	7.2	4.8
ROIC	18.6	17.8	4.9	10.2	7.9
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	172.4	142.7	115.9	138.1	163.9
부채비율	43.6	47.4	68.3	69.1	59.7
순차입금비율	10.6	13.1	33.4	31.2	11.9
이자보상배율	48.7	49.1	14.7	17.1	7.1
<b>활동성(%)</b>					
총자산회전율	1.4	1.1	1.0	1.1	0.8
매출채권회전율	6.0	6.4	6.5	7.4	6.5
재고자산회전율	13.3	11.2	9.5	8.6	6.9

## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.