2017. 2. 17

▲ 반도체/디스플레이
Analyst **김선우**
02. 6098-6688
sunwoo.kim@meritz.co.kr

# 에스에프에이 056190

## OLED 투자 사이클은 중장기적 추세

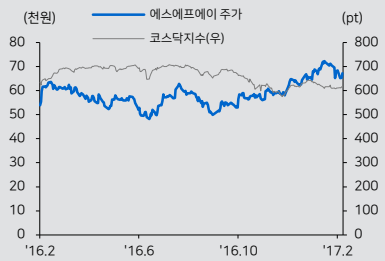
- ✓ 시장 기대치를 능가하는 4Q16P 실적 발표 (연결 영업이익 669억원)
- ✓ SDC의 OLED 투자 사이클 재개에 주목. L7-1 이후 신규 공장 설립 발표 역시 가능
- ✓ 중장기 관점에서 OLED 투자는 아직 초입 단계에 불과. 향후 폴더블 폼팩터 도입에 앞서 OLED 투자 규모는 가파르게 증가할 전망
- ✓ 적정주가 79,000원으로 상향조정하며 긍정적인 시각 유지

## Trading Buy

| | |
|---|---|
| **적정주가 (12 개월)** | **79,000 원** |
| **현재주가 (2.16)** | **67,200 원** |
| **상승여력** | **18.0%** |
| KOSDAQ | 616.58pt |
| 시가총액 | 12,065억원 |
| 발행주식수 | 1,795만주 |
| 유동주식비율 | 50.91% |
| 외국인비중 | 22.43% |
| 52주 최고/최저가 | 72,300원 / 48,150원 |
| 평균거래대금 | 65.8억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 디와이 홀딩스 | 32.28 |
| 삼성디스플레이 | 10.14 |

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|---|---|---|---|
| 절대주가 | -1.18 | 13.90 | 24.68 |
| 상대주가 | 0.53 | 26.85 | 27.41 |

**주가그래프**




### 4Q16 Review: 침체된 업황 분위기를 타개하는 견조한 실적과 수주액

4Q16 연결 실적은 매출 5,149억원 (+61% QoQ), 영업이익 669억원 (+126% QoQ)을 기록했으며, 특히 영업이익의 경우 시장 및 당사 기대치 550억원 · 510억원을 크게 능가했다. 양호한 실적은 중국 고객사들(GVO, BOE 등)로부터의 증착기와 클린물류장비 수주에 성공하며 분기 수주액이 4,000억원 수준으로 예상을 능가한 데 기인한다 (당사 예상 3,000억원). 아울러 동사는 2017년 수주액 가이던스를 1.5조원으로 제시했으며, 2016년 1.4조원에서 추가 성장을 예상했다.

### 중장기적 시각에서 OLED 투자는 폭발적으로 증가할 전망

실적보다 발주 모멘텀을 따라가는 장비주에 있어, 고객사의 투자 사이클은 주가에 절대적 의미를 지닌다. SDC의 A3 OLED 생산 장비 발주가 2H16에 집중되었고, 이에 따라 금년 초 장비주의 조정 국면은 불가피 했다. 하지만 당사는 올해 상반기 중 L7-1 30k/월을 시작으로 투자 사이클이 서서히 재개될 전망이다. 당사는 2018년 메가트렌드인 '스마트폰의 PC화'의 시작을 예상하며, 그 과정에서 물량기준으로 Plastic OLED capa는 1/4 수준으로 크게 하락함에 주목한다. 이를 위해 금년 중 신규 OLED Fab의 건설 역시 시작되어야 한다고 예상한다.

### 긍정적으로 바라볼 시기 · 적정주가 79,000 원으로 상향조정

2017년 연결기준 매출액·영업이익을 1.67조원·1,772억원으로 12%·22% 상향 조정한다.에스엔유 인수 이후 강화된 증착기 경쟁력을 바탕으로 중국업체로부터의 수주 규모가 견조하게 증가할 전망이다. 적정주가 역시 기존의 70,000원에서 79,000원으로 상향조정한다 (2017E BPS 1.98x 적용 vs 22.4% ROE).

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2014 | 415.1 | 45.7 | 41.3 | 2,301 | -34.5 | 26,594 | 29.2 | 2.5 | 7.5 | 8.7 | 28.4 |
| 2015 | 526.1 | 58.0 | 30.8 | 1,717 | -25.3 | 27,645 | 39.1 | 2.4 | 12.7 | 6.2 | 89.4 |
| 2016P | 1,319.8 | 120.9 | 78.7 | 4,384 | 155.2 | 33,054 | 15.3 | 2.0 | 5.9 | 14.8 | 126.0 |
| 2017E | 1,665.1 | 177.2 | 140.1 | 7,802 | 78.0 | 39,803 | 8.6 | 1.7 | 3.8 | 22.4 | 87.3 |
| 2018E | 2,020.9 | 225.4 | 181.1 | 10,084 | 29.3 | 48,027 | 6.7 | 1.4 | 2.8 | 23.8 | 72.0 |

표1 에스에프에이 4Q16P 실적개요

| (십억원) | Actual 4Q16P | Meritz 4Q16E | 차이 | 3Q16 | QoQ | 4Q15 | YoY |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **514.9** | **421.0** | **22%** | **320.2** | **61%** | **153.4** | **236%** |
| SFA (모회사) | 376.1 | 304.0 | 24% | 195.2 | 93% | 153.4 | 145% |
| 공정장비 | 41.4 | 35.9 | 15% | 27.6 | 50% | 38.4 | 8% |
| 물류장비 | 334.7 | 268.1 | 25% | 167.6 | 100% | 115.1 | 191% |
| SFA 반도체 | 128.1 | 107.0 | 20% | 114.2 | 12% | 104.0 | 23% |
| 기타 | 10.7 | 10.0 | 7% | 10.8 | -1% | 0.0 | nm |
| **영업이익** | **66.9** | **50.9** | **32%** | **29.6** | **126%** | **20.3** | **230%** |
| 영업이익률 | 13.0% | 12.1% | | 9.2% | | 13.2% | |
| 세전이익 | 37.7 | 48.1 | -22% | 32.8 | 15% | 19.8 | 90% |
| **순이익** | **24.9** | **92.0** | **-73%** | **25.4** | **-2%** | **14.3** | **75%** |
| 순이익률 | 4.8% | 7.5% | | 7.9% | -39% | 9.3% | |

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 에스에프에이 실적 추정치 변경

| | New | | | Old | | | 차이(%) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **(십억원)** | **1Q17E** | **2017E** | **2018E** | **1Q17E** | **2017E** | **2018E** | **1Q17E** | **2017E** | **2018E** |
| **매출액** | **380.3** | **1,665.1** | **2,020.9** | **331.4** | **1,480.7** | **1,979.0** | **15%** | **12%** | **2%** |
| SFA (모회사) | 261.2 | 1,137.1 | 1,444.2 | 227.2 | 1,003.0 | 1,457.6 | 15% | 13% | -1% |
| 공정장비 | 16.3 | 136.3 | 147.6 | 12.1 | 113.5 | 137.2 | 35% | 20% | 8% |
| 물류장비 | 244.9 | 1,000.8 | 1,296.6 | 215.1 | 889.6 | 1,320.4 | 14% | 13% | -2% |
| SFA 반도체 | 110.1 | 487.3 | 536.1 | 95.1 | 437.7 | 481.4 | 16% | 11% | 11% |
| 기타 | 9.1 | 40.7 | 40.7 | 9.1 | 40.0 | 40.0 | 0% | 2% | 2% |
| **영업이익** | **34.7** | **177.2** | **225.4** | **33.1** | **145.7** | **206.4** | **5%** | **22%** | **9%** |
| 영업이익률 | 9% | 11% | 11% | 10% | 10% | 10% | -9% | 8% | 7% |
| 세전이익 | 32.5 | 185.5 | 239.4 | 30.6 | 148.9 | 215.0 | 6% | 25% | 11% |
| **순이익** | **24.7** | **141.0** | **181.9** | **23.7** | **118.4** | **172.0** | **4%** | **19%** | **6%** |
| 순이익률 | 6% | 8% | 9% | 7% | 8% | 9% | -9% | 6% | 4% |

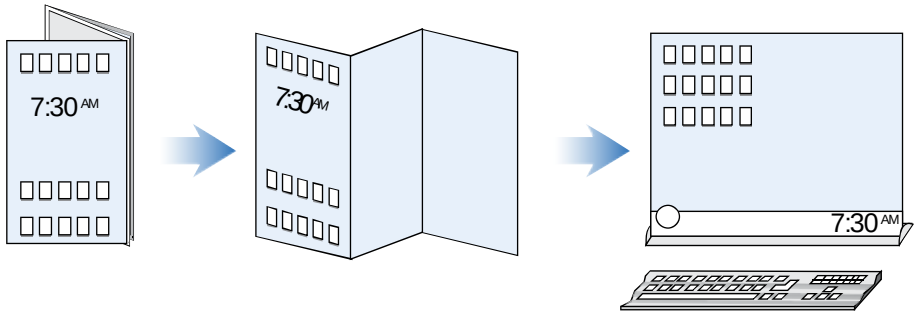
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표3 에스에프에이 실적 추정 (연결기준)

| (십억원) | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16P | 1Q17E | 2Q17E | 3Q17E | 4Q17E | 2015 | 2016P | 2017E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **205.3** | **279.4** | **320.2** | **514.9** | **380.3** | **410.8** | **444.5** | **429.4** | **526.1** | **1,319.8** | **1,665.1** |
| SFA (모회사) | 108.1 | 170.6 | 195.2 | 376.1 | 261.2 | 290.1 | 308.0 | 277.7 | 526.1 | 849.9 | 1,137.1 |
| 공정장비 | 12.1 | 20.9 | 27.6 | 41.4 | 16.3 | 28.2 | 48.3 | 43.5 | 133.9 | 102.0 | 136.3 |
| 물류장비 | 96.0 | 149.6 | 167.6 | 334.7 | 244.9 | 261.9 | 259.7 | 234.3 | 392.2 | 747.9 | 1,000.8 |
| SFA 반도체 | 88.1 | 98.8 | 114.2 | 128.1 | 110.1 | 110.6 | 125.7 | 141.0 | 516.5 | 429.2 | 487.3 |
| 기타 | 9.1 | 10.1 | 10.8 | 10.7 | 9.1 | 10.1 | 10.8 | 10.7 | - | 40.7 | 40.7 |
| **영업이익** | **4.8** | **19.6** | **29.6** | **66.9** | **34.7** | **44.2** | **54.1** | **44.2** | **58.0** | **120.9** | **177.2** |
| 영업이익률 | 2.3% | 7.0% | 9.2% | 13.0% | 9.1% | 10.8% | 12.2% | 10.3% | 11.0% | 9.2% | 10.6% |
| SFA (모회사) | 9.8 | 20.6 | 20.5 | 53.7 | 29.0 | 37.4 | 44.7 | 35.6 | 58.0 | 104.7 | 146.7 |
| 영업이익률 | 9.1% | 12.1% | 10.5% | 14.3% | 11.1% | 12.9% | 14.5% | 12.8% | 11.0% | 12.3% | 12.9% |
| SFA 반도체 | -4.7 | 3.4 | 6.1 | 10.0 | 5.7 | 6.7 | 9.4 | 8.6 | 7.8 | 14.8 | 30.5 |
| 영업이익률 | -5.3% | 3.4% | 5.3% | 7.8% | 5.2% | 6.1% | 7.5% | 6.1% | 1.5% | 3.5% | 6.3% |
| **순이익** | **12.8** | **16.5** | **25.4** | **24.9** | **24.7** | **43.4** | **39.8** | **33.0** | **30.8** | **79.6** | **141.0** |
| 순이익률 | 6.2% | 5.9% | 7.9% | 4.8% | 6.5% | 10.6% | 9.0% | 7.7% | 5.9% | 6.0% | 8.5% |
| 신규수주 | 350.6 | 134.7 | 558.0 | 388.7 | 185.0 | 161.5 | 386.0 | 747.5 | 433.7 | 1,397.5 | 1,480.0 |
| 수주잔고 | 418.7 | 397.8 | 742.2 | 754.8 | 678.7 | 550.0 | 628.0 | 1,097.8 | 207.2 | 754.8 | 1,097.8 |

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

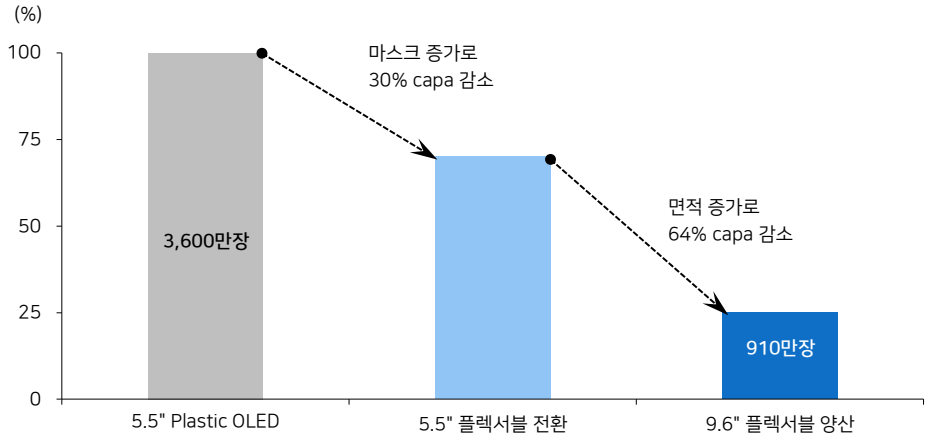
그림1 휴대 시 스마트폰, 확장 시 노트PC 사이즈 (메리츠종금증권 예상)




자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Flexible OLED 를 만들기 위해서는, 기존의 OLED capa 의 3/4 가 사라짐 (수량 기준)

그림2 5.5" 플라스틱 OLED가 9.6" 플렉서블 패널로 생산될 경우 생산량 감소 75%




참고: 15k/월 생산라인에서 연간 생산량 기준
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표4 에스에프에이 적정주가 산출

| (원) | 2017E |
|---|---|
| BVPS | 39,803 |
| 적정배수 (배) | 1.98 |
| 적정가치 | 78,810 |
| **적정주가** | **79,000** |
| 현재 주가 | 67,200 |
| 상승여력 (%) | 18% |

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 에스에프에이(056190)

## Income Statement

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016P | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **415** | **526** | **1,320** | **1,665** | **2,021** |
| 매출액증가율 (%) | -13.2 | 26.7 | 150.9 | 26.2 | 21.4 |
| 매출원가 | 333 | 418 | 1,126 | 1,404 | 1,696 |
| 매출총이익 | 83 | 108 | 194 | 261 | 325 |
| 판매비와관리비 | 37 | 50 | 73 | 84 | 99 |
| **영업이익** | **46** | **58** | **121** | **177** | **225** |
| 영업이익률 (%) | 11.0 | 11.0 | 9.2 | 10.6 | 11.2 |
| 금융수익 | -1 | -14 | 3 | 8 | 14 |
| 종속/관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | -1 | -14 | -16 | 8 | 14 |
| 세전계속사업이익 | 52 | 51 | 105 | 185 | 239 |
| 법인세비용 | 11 | 20 | 26 | 45 | 57 |
| **당기순이익** | **41** | **31** | **80** | **141** | **182** |
| 지배주주지분 순이익 | 41 | 31 | 79 | 140 | 181 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016P | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동현금흐름** | **20** | **19** | **-138** | **241** | **177** |
| 당기순이익(손실) | 41 | 31 | 80 | 141 | 182 |
| 유형자산감가상각비 | 10 | 11 | 80 | 80 | 80 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 운전자본의 증감 | -35 | -41 | -246 | 73 | -34 |
| **투자활동 현금흐름** | **238** | **-101** | **-4** | **-21** | **-21** |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -3 | -2 | -5 | -5 | -5 |
| 투자자산의 감소(증가) | 243 | -55 | 0 | 0 | 0 |
| **재무활동 현금흐름** | **-19** | **-14** | **-51** | **-30** | **-24** |
| 차입금증감 | 8 | -3 | -42 | -10 | 10 |
| 자본의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 240 | -95 | -198 | 190 | 132 |
| 기초현금 | 103 | 342 | 247 | 49 | 239 |
| 기말현금 | 342 | 247 | 49 | 239 | 371 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016P | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 482 | 520 | 847 | 913 | 1,103 |
| 현금및현금성자산 | 342 | 247 | 49 | 239 | 371 |
| 매출채권 | 60 | 113 | 380 | 317 | 346 |
| 재고자산 | 6 | 29 | 99 | 82 | 90 |
| 비유동자산 | 131 | 669 | 723 | 615 | 556 |
| 유형자산 | 104 | 495 | 418 | 343 | 268 |
| 무형자산 | 22 | 114 | 101 | 101 | 102 |
| 투자자산 | 1 | 2 | 7 | 7 | 7 |
| **자산총계** | **613** | **1,189** | **1,570** | **1,528** | **1,658** |
| 유동부채 | 121 | 259 | 578 | 422 | 401 |
| 매입채무 | 52 | 68 | 227 | 189 | 206 |
| 단기차입금 | 8 | 91 | 65 | 55 | 65 |
| 유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 15 | 302 | 297 | 290 | 294 |
| 사채 | 0 | 25 | 22 | 22 | 22 |
| 장기차입금 | 0 | 209 | 186 | 186 | 186 |
| **부채총계** | **136** | **562** | **875** | **712** | **694** |
| 자본금 | 9 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| 자본잉여금 | 27 | 27 | 29 | 29 | 29 |
| 기타포괄이익누계액 | 0 | 0 | -4 | -4 | -4 |
| 이익잉여금 | 464 | 482 | 554 | 676 | 823 |
| 비지배주주지분 | 0 | 131 | 130 | 130 | 130 |
| **자본총계** | **477** | **628** | **695** | **816** | **964** |

## Key Financial Data

| | 2014 | 2015 | 2016P | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 23,122 | 29,300 | 73,510 | 92,738 | 112,558 |
| EPS(지배주주) | 2,301 | 1,717 | 4,384 | 7,802 | 10,084 |
| CFPS | 13,347 | -5,314 | -11,015 | 10,580 | 7,362 |
| EBITDAPS | 3,095 | 3,845 | 11,188 | 14,323 | 17,010 |
| BPS | 26,594 | 27,645 | 33,054 | 39,803 | 48,027 |
| DPS | 652 | 402 | 1,120 | 1,950 | 2,521 |
| 배당수익률(%) | 1.0 | 0.6 | 1.7 | 2.9 | 3.8 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 29.2 | 39.1 | 15.3 | 8.6 | 6.7 |
| PCR | N/A | N/A | N/A | 6.4 | 9.1 |
| PSR | 2.9 | 2.3 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| PBR | 2.5 | 2.4 | 2.0 | 1.7 | 1.4 |
| EBITDA | 56 | 69 | 201 | 257 | 305 |
| EV/EBITDA | 7.5 | 12.7 | 5.9 | 3.8 | 2.8 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 8.7 | 6.2 | 14.8 | 22.4 | 23.8 |
| EBITDA 이익률 | 64.2 | 49.5 | 58.3 | 61.2 | 64.4 |
| 부채비율 | 28.4 | 89.4 | 126.0 | 87.3 | 72.0 |
| 금융비용부담률 | -1.9 | -1.2 | 0.4 | 0.2 | 0.1 |
| 이자보상배율(x) | 534.5 | 189.3 | 11.7 | 26.4 | 33.9 |
| 매출채권회전율(x) | 8.7 | 6.1 | 5.4 | 4.8 | 6.1 |
| 재고자산회전율(x) | 57.9 | 24.0 | 17.6 | 15.5 | 19.7 |

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 17일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김선우)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

### 투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

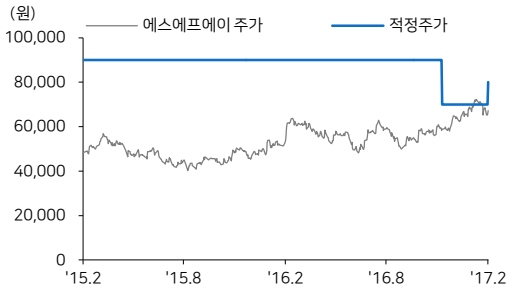
| 기업 | 향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|---|---|---|
| 추천기준일<br>직전 1 개월간<br>종가대비 4 등급 | Buy | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Trading Buy | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만 |
| **산업** | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일<br>시장지수대비 3 등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 92.7% |
| 중립 | 7.3% |
| 매도 | 0.0% |

2016 년 12 월 31 기준으로 최근 1 년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### 에스에프에이(056190) 투자등급변경 내용

| 추천확정일자 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가(원) | 담당자 |
|---|---|---|---|---|
| 2016.11.25 | 산업분석 | Trading Buy | 70,000 | 김선우 |
| 2017.02.17 | 기업분석 | Trading Buy | 79,000 | 김선우 |

주가 및 적정주가 변동추이