



## BUY(Maintain)

목표주가: 34,000원

주가(02/07): 27,050원

시가총액: 3,448억원



스몰캡

Analyst 한동희

02) 3787-5292

donghee.han@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (02/07)		829.96pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	30,900원	9,473원
등락률	-12.46%	185.55%
수익률	절대	상대
1M	0.1%	-0.1%
6M	68.5%	31.6%
1Y	168.4%	96.8%

## Company Data

발행주식수	12,747천주
일평균 거래량(3M)	269천주
외국인 지분율	20.67%
배당수익률(18E)	1.11%
BPS(18E)	8,365원
주요 주주	성도이엔지 외
	27.01%

## 투자지표

(억원, IFRS)	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	1,804	2,870	4,159	4,786
보고영업이익	221	334	593	704
핵심영업이익	221	334	593	704
EBITDA	243	362	625	740
세전이익	215	333	611	730
순이익	171	249	476	569
지배주주지분순이익	166	246	476	569
EPS(원)	1,311	1,936	3,006	3,596
증감률(%YoY)	61.0	47.7	55.3	19.6
PER(배)	8.9	14.9	9.0	7.5
PBR(배)	2.3	4.3	3.2	2.3
EV/EBITDA(배)	5.2	8.7	5.5	3.9
보고영업이익률(%)	12.3	11.6	14.3	14.7
핵심영업이익률(%)	12.3	11.6	14.3	14.7
ROE(%)	29.5	32.8	43.3	35.1

## Price Trend



## 에스티아이 (039440)

## 운이 나빴을 뿐



에스티아이의 4Q17 실적은 시장 기대치를 크게 하회했다. 일시적 국내 투자 공백기에 상대적 저마진의 중국 수출비중이 크게 높아졌고, 원/달러 환율 하락까지 겹치면서 이익률이 크게 훼손되었기 때문이다. 일시적 실적부진은 아쉽지만, 삼성전자 평택 동편, 화성, 시안 2차, SK하이닉스 청주 신공장, 우시 2차 등의 국내 및 중화권 투자 지속으로 빈틈 없는 2018년이 될 가능성이 높다는 점에 주목할 것을 권고한다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q17 영업이익 35억원 (-60% YoY) 기록

4Q17 실적은 매출액 687억원 (+4% YoY), 영업이익 35억원 (-60% YoY)으로 시장 기대치를 크게 하회했다. 실적 부진은 삼성전자 평택 서편 C.C.S.S 투자가 3Q17 상당부분 진행된 가운데 상대적으로 이익률이 낮은 중국 디스플레이형 매출인식이 집중되면서 믹스가 악화되었고, 25억원 수준의 성과급 및 연구개발비 때문이다. 또한 원자재의 대부분이 원화결제라는 점을 고려하면, 일시적 수출 비중 급증과 원/달러 환율 하락이 겹친 상황에서는 이익률 훼손이 불가피했다고 추정된다. 세전이익은 20억원을 기록했는데, 기말 환율 하락에 따른 20억원 수준의 부정적 외환효과가 발생한 영향으로 추정된다.

## &gt;&gt;&gt; 1Q18부터 증익 사이클 진입 전망

1Q18 실적은 매출액 893억원 (+45% YoY), 영업이익 125억원 (+58% YoY)의 호실적이 예상된다. 1Q18부터 삼성전자 평택 동편, SK하이닉스 청주 신공장 C.C.S.S 투자가 시작될 것으로 전망되며, 중국 반도체 향 매출인식도 시작될 것으로 예상되기 때문이다. 이후 연내 삼성전자 화성 Fab, 시안 2차, SK하이닉스 우시 2차 등의 인프라 투자가 시작될 것으로 보이기 때문에 하반기 실적은 상반기 대비 레벨업 될 가능성이 매우 높다고 판단한다.

## &gt;&gt;&gt; 2018년, 신규 Fab 사이클이 몰려온다

2018년 실적은 매출액 4,159억원 (+45% YoY), 영업이익 598억원 (+78% YoY)으로 예상한다. 앞서 언급한 국내 신규 Fab들의 투자가 2018년부터 집중되고, 중국 투자는 초입이라고 판단하기 때문에 에스티아이가 향유 할 수 있는 전방 투자 업사이클은 2019년에도 지속될 가능성이 높다고 판단된다.

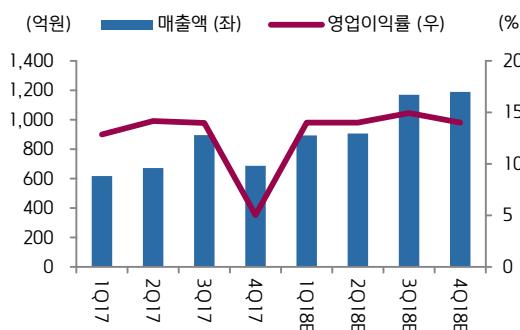
에스티아이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 34,000원을 유지한다. 유상증자에 따른 24%의 주식수 희석 예정을 반영했음에도 목표주가를 유지하는 이유는 ① C.C.S.S는 인프라 투자이므로 Fab 건설 시 기본적으로 설치가 되어야 한다는 점, ② 국내 뿐 아니라 중국 투자까지 수혜가 가능하다는 점, ③ 증설 결정을 통한 하반기 레벨업에 따른 고성장 가능성이 더 높아졌다는 점, ④ 향후 관전포인트인 증설에 따른 신규장비 가시화 정도에 따라 Multiple 상향 여지가 충분하다는 점에 기인한다. 현 주가는 2018E PER 9.0X 수준이다. 일시적 실적 부진에 따른 주가 하락 시 매수관점의 접근을 추천한다.

## 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

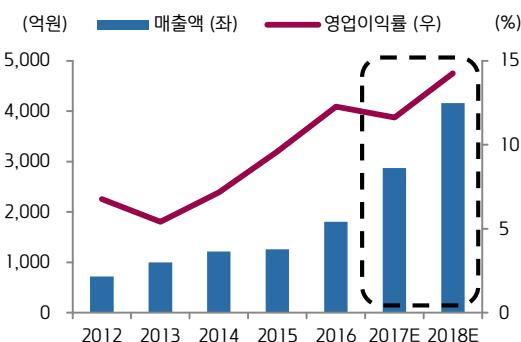
투자지표	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	617	671	895	687	893	907	1,170	1,190	1,255	1,804	2,870	4,159
증감율(%YoY)	135%	113%	58%	4%	45%	35%	31%	73%	4%	44%	59%	45%
증감율(%QoQ)	-7%	9%	33%	-23%	30%	1%	29%	2%				
영업이익	79	95	125	35	125	127	175	167	120	221	334	593
증감율(%YoY)	243%	241%	50%	-60%	58%	34%	40%	381%	39%	84%	51%	78%
증감율(%QoQ)	-9%	20%	32%	-72%	261%	1%	38%	-5%				
지배순이익	48	84	97	18	99	100	142	135	100	166	246	476
영업이익률(%)	13%	14%	14%	5%	14%	14%	15%	14%	10%	12%	12%	14%
지배순이익률(%)	8%	12%	11%	3%	11%	11%	12%	11%	8%	9%	9%	11%

자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 분기 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



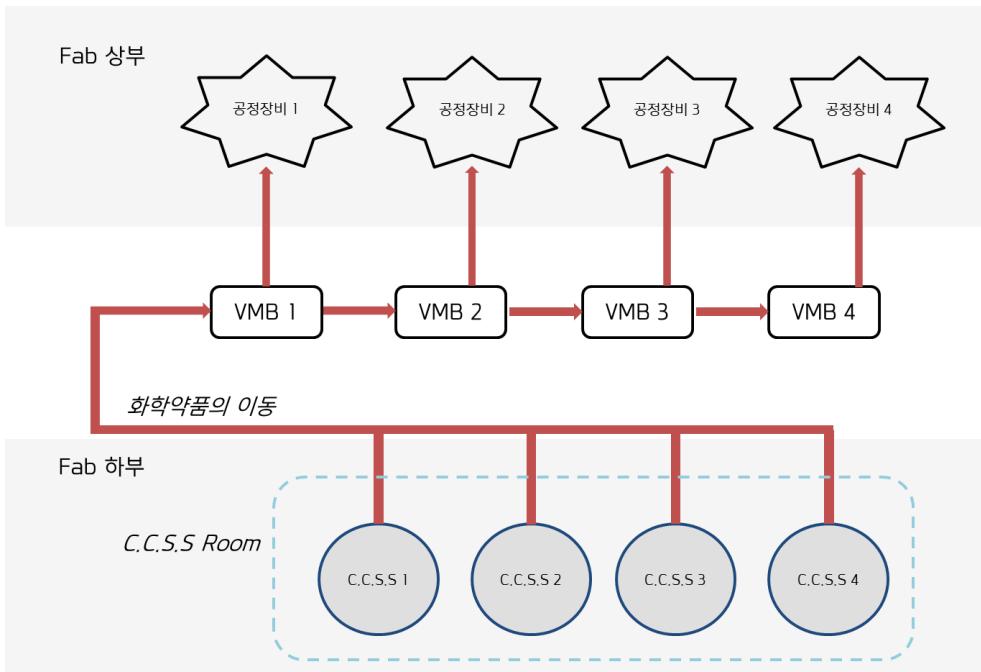
## 연간 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 전자공시, 키움증권 추정

자료: 전자공시, 키움증권 추정

## C.C.S.S (Central Chemical Supply System)의 개념도



자료: 키움증권

주: VMB는 화학약품량을 조절하는 밸브의 집합체

## 에스티아이의 수주공시 내역

계약일	시작	종료	상대방	금액	적용분야	비고
2017-09-19	2017-09-19	2018-02-28	Yungu(Gu'an) Technology	215.4	디스플레이	
2017-09-11	2017-08-01	2018-10-31	M+W Zander	266.8	반도체	Intel 의 중국 반도체 팝 외주 건설업체
2017-08-03	2017-07-26	2017-12-15	삼성전자	440.7	반도체	
2017-03-29	2017-03-29	2017-10-31	삼성전자	182.9	반도체	
2017-03-25	2017-03-25	2017-11-30	삼성디스플레이	218.5	디스플레이	
2016-10-31	2016-10-31	2017-06-30	BOE	217.4	디스플레이	
2016-10-07	2016-10-07	2017-05-30	삼성디스플레이	224.0	디스플레이	
2016-08-11	2016-08-10	2016-10-31	삼성전자	213.9	반도체	
2016-08-02	2016-07-25	2016-11-30	삼성전자	287.9	반도체	
2016-03-29	2016-03-29	2016-09-20	BOE	155.3	디스플레이	
2015-12-11	2015-12-09	2016-07-01	M+W Zander	73.4	반도체	Intel 의 중국 반도체 팝 외주 건설업체

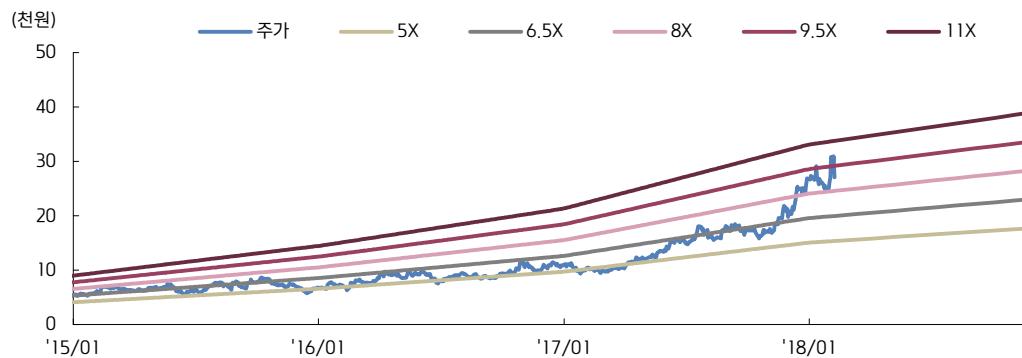
자료: 전자공시, 키움증권

## 목표주가 산정

	2018E	비고
지배순이익	476	
발행주식수 (희석기준)	15,830,000	유상증자 (3,083,330주)에 따른 24% 희석반영. 상장예정일 2018년 4월 4일
EPS	3,006	
Target multiple (X)	11.0	
목표주가 (원)	34,000	
현재주가	27,050	
Upside (%)	25.7	

자료: 전자공시, 키움증권 추정

## 에스티아이 12M Fwd PER Band Chart



자료: FnGuide, 키움증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,255	1,804	2,870	4,159	4,786
매출원가	1,018	1,456	2,323	3,241	3,661
매출총이익	238	348	547	919	1,125
판매비및일반관리비	117	127	213	326	421
영업이익(보고)	120	221	334	593	704
영업이익(핵심)	120	221	334	593	704
영업외손익	1	-6	-1	18	26
이자수익	1	2	1	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	12	20	2	4	8
이자비용	2	3	1	2	2
외환손실	7	13	44	8	12
관계기업지분법손익	0	-7	-1	-4	-4
투자및기타자산처분손익	0	0	0	-1	-1
금융상품평가및기타금융이익	-6	-5	24	11	21
기타	3	-1	18	17	16
법인세차감전이익	121	215	333	611	730
법인세비용	20	43	83	135	161
유효법인세율 (%)	16.2%	20.2%	25.0%	22.1%	22.0%
당기순이익	102	171	249	476	569
지배주주지분순이익(억원)	100	166	246	476	569
EBITDA	142	243	362	625	740
현금순이익(Cash Earnings)	123	193	277	508	606
수정당기순이익	107	175	226	468	553
증감율(% YoY)					
매출액	3.6	43.7	59.1	44.9	15.1
영업이익(보고)	38.7	83.6	51.1	77.5	18.6
영업이익(핵심)	38.7	83.6	51.1	77.5	18.6
EBITDA	36.1	70.9	49.1	72.9	18.4
지배주주지분 당기순이익	92.3	64.9	48.7	93.3	19.6
EPS	87.6	61.0	47.7	55.3	19.6
수정순이익	61.2	64.3	29.2	106.8	18.2

## 재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	732	1,104	1,172	1,630	2,194
현금및현금성자산	350	319	636	948	1,492
유동금융자산	1	0	1	1	1
매출채권및유동채권	360	749	482	613	630
재고자산	22	36	53	68	71
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	285	339	381	616	634
장기매출채권및기타비유동채권	27	27	11	19	22
투자자산	14	3	2	0	-3
유형자산	151	215	274	514	540
무형자산	66	62	58	44	34
기타비유동자산	28	33	35	38	42
자산총계	1,017	1,444	1,553	2,246	2,829
유동부채	497	761	665	875	885
매입채무및기타유동채무	410	668	543	723	723
단기차입금	63	43	79	79	79
유동성장기차입금	4	4	3	3	3
기타유동부채	19	47	41	70	81
비유동부채	19	24	27	34	37
장기매입채무및비유동채무	0	0	1	2	2
사채및장기차입금	6	2	0	0	0
기타비유동부채	13	21	26	32	35
부채총계	516	785	692	909	922
자본금	63	63	64	64	64
주식발행초과금	198	205	209	209	209
이익잉여금	210	355	580	1,056	1,626
기타자본	19	15	-4	-4	-4
자본총계	490	639	848	1,324	1,893
지분법적용자본총계	11	20	13	13	13
자본총계	501	659	861	1,337	1,906
순차입금	-278	-271	-556	-867	-1,412
총차입금	73	49	82	82	82

## 현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 억원)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	136	76	401	-50	656
당기순이익	102	171	249	476	569
감가상각비	9	10	13	18	26
무형자산상각비	12	12	15	14	11
외환손익	-4	-10	42	4	4
자산처분손익	0	8	0	1	1
지분법손익	0	0	1	4	4
영업활동자산부채 증감	-16	-157	136	56	-13
기타	33	42	-55	-624	54
투자활동현금흐름	119	-79	-85	-277	-68
투자자산의 처분	134	3	0	-3	-1
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-9	-74	-72	-258	-52
무형자산의 처분	-10	-8	-10	-12	-11
기타	4	0	-3	-4	-4
재무활동현금흐름	41	-30	1	638	-43
단기차입금의 증가	35	-20	36	0	0
장기차입금의 증가	-2	-4	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	663	0
배당금지급	-8	-12	-19	-31	-47
기타	16	7	-16	6	3
현금및현금성자산의순증가	295	-31	318	311	544
기초현금및현금성자산	54	350	319	636	948
기말현금및현금성자산	350	319	636	948	1,492
Gross Cash Flow	152	233	265	-107	669
Op Free Cash Flow	87	-41	403	283	551

## 투자지표

12월 결산, IFRS 연결	(단위: 원, 배, %)				
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	814	1,311	1,936	3,006	3,596
BPS	3,902	5,039	6,655	8,365	11,961
주당EBITDA	1,151	1,920	2,845	4,157	4,677
CFPS	997	1,525	2,179	3,378	3,829
DPS	100	150	250	300	350
주가배수(배)					
PER	8.9	8.9	14.9	9.0	7.5
PBR	1.9	2.3	4.3	3.2	2.3
EV/EBITDA	4.5	5.2	8.7	5.5	3.9
PCFR	7.3	7.6	13.2	8.0	7.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.6	12.3	11.6	14.3	14.7
영업이익률(핵심)	9.6	12.3	11.6	14.3	14.7
EBITDA margin	11.3	13.4	12.6	15.0	15.5
순이익률	8.1	9.5	8.7	11.4	11.9
자기자본이익률(ROE)	22.6	29.5	32.8	43.3	35.1
투하자본이익률(ROIC)	48.9	62.0	96.0	122.8	123.7
안정성(%)					
부채비율	102.9	119.1	80.4	68.0	48.4
순차입금비율	-55.4	-41.1	-64.5	-64.9	-74.1
이자보상배율(배)	68.5	85.4	453.9	364.4	466.0
활동성(배)					
매출채권회전율	4.0	3.3	4.7	7.6	7.7
재고자산회전율	70.4	62.9	64.8	69.0	69.1
매입채무회전율	3.5	3.3	4.7	6.6	6.6

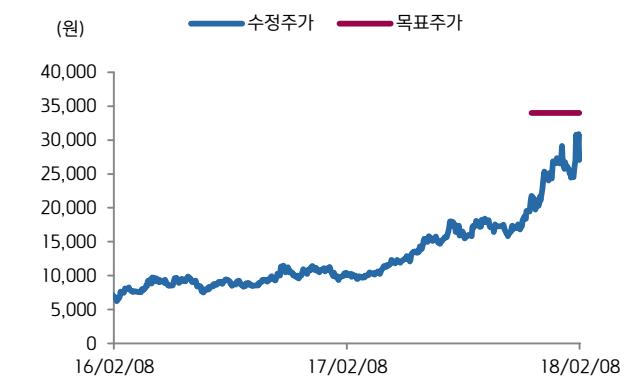
## Compliance Notice

- 당사는 2월 7일 현재 '에스티아이 (039440)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	고리율 (%)		
				목표가격 대상시점	평균 주가대비	최고 주가대비
에스티아이 (039440)	2017-12-11	BUY(Initiate)	34,000원	6개월	-22.75	-9.12
	2018-02-08	BUY(Initiate)	34,000원	6개월		

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2017/01/01~2017/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	95.21%
중립	7	4.19%
매도	1	0.60%