

# 에프에스티 (036810)

**반도체/장비**
**이재윤**

 02 3770 5727  
 jaeyun.lee@yuantakorea.com

 RA 임지혁  
 02 3770 5635  
 jihyeok.lim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>10,000원 (M)</b>
현재주가 (3/21)	<b>5,670원</b>
상승여력	<b>76%</b>

시가총액	1,108억원
총발행주식수	19,542,217주
60일 평균 거래대금	23억원
60일 평균 거래량	401,220주
52주 고	7,020원
52주 저	3,945원
외인지분율	2.68%
주요주주	장명식 외 5 인 27.18%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(2.2)	1.1	27.4
상대	(3.3)	(15.5)	(12.3)
절대(달러환산)	(1.9)	2.0	33.1

## 펠리클은 중요한 소재다

### 1분기 영업이익 37억원으로 추정

올 1분기 매출액과 영업이익은 각각 513억원(YoY 18%, QoQ 13%), 37억원(YoY 26%, QoQ 58%, OPM 7%)을 기록할 전망이다. 소재사업은 비수기 영향으로 전 분기 대비 실적 감소가 예상되지만, 장비사업부의 경우에는 삼성전자 평택 공장 증설 효과로 실적 모멘텀이 강화되고 있는 것으로 파악되기 때문이다.

### 2분기 영업이익 51억원 달성할 전망

올 2분기 매출액과 영업이익은 각각 626억원(YoY 17%, QoQ 22%), 51억원(YoY 32%, QoQ 37%, OPM 8%)에 달할 전망이다. 상대적 고마진 사업부인 소재사업이 계절적 성수기에 진입하고, 장비사업부의 평택 모멘텀은 2분기에 더욱 강화될 것으로 예상되기 때문이다.

### 투자의견 'Buy', 목표주가 10,000원 유지

동사 주가는 올해 예상 실적 기준 PER 7.5배에 불과하다. 최근 IT업종의 주가 부진과 EUV 관련 우려가 주가상승 걸림돌로 작용한 것으로 추정된다.

EUV 관련 우려는 EUV용 펠리클 시장 진입 여부의 문제가 아니었다. 삼성전자가 EUV를 도입하면서 펠리클을 사용하지 않는다는 일부 언론의 주장으로 인해 펠리클이라는 소재의 존재 가치가 크게 훼손된 것이다. 이는 사실이 아니다. 기존 펠리클은 불소수지 기반으로 생산되는 반면, EUV에서는 실리콘 기반으로 바뀌어야 한다. 하지만 동사와 같은 펠리클 업체의 개발속도가 데려 이번 상용화되는 EUV 양산 라인에는 ASML이 개발한 펠리클 소재를 활용하고 있는 것으로 파악되기 때문이다.

더불어 펠리클 시장은 규모가 너무 작기 때문에 ASML과 같은 대기업이 사업을 목적으로 시작한 것이다. 즉, 기존 펠리클 업체들의 EUV용 펠리클 개발이 완료되는 대로 공급이 시작될 것이다.

동사에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 10,000원을 유지하고 투자포인트는 다음으로 요약된다.

1) 삼성전자 Sys.LSI 사업 확대에 따른 수혜 집중도, 2) EUV관련 신규사업(펠리클, EUV 광원 등)에 대한 기대감, 3) 오로스테크놀로지의 고부가 장비(Overlay Metrology) 사업화 성공, 4) 신규 사업인 Scrubber 시장 진입 등이 동사 기업가치에 긍정적으로 작용할 전망이다.

#### Quarterly earning forecasts

	4Q17E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	454	44.7	-7.3	380	19.6
영업이익	23	-36.4	-41.2	17	36.1
세전계속사업이익	27	-14.1	-29.7	17	63.3
지배순이익	21	44.4	-29.6	12	77.3
영업이익률 (%)	5.2	-6.6 %pt	-2.9 %pt	4.5	+0.7 %pt
지배순이익률 (%)	4.7	0	-1.5 %pt	3.2	+1.5 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	846	1,123	1,917	2,252	
영업이익	87	97	131	171	
지배순이익	65	50	97	148	
PER	9.9	13.3	11.3	7.5	
PBR	1.1	1.0	1.3	1.1	
EV/EBITDA	7.9	6.4	7.7	6.3	
ROE	12.9	8.8	14.1	17.3	

자료: 유안타증권

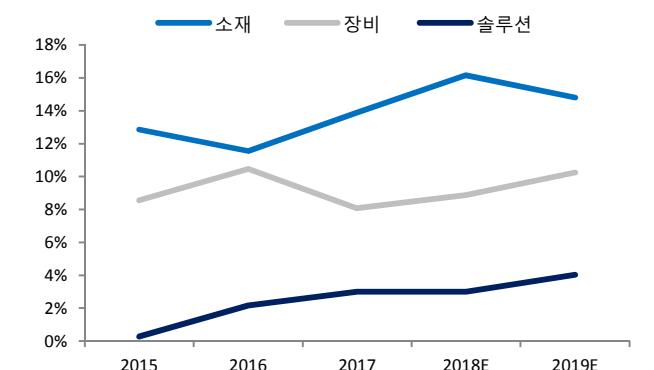
## 에프에스티 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
Sales	204	234	371	314	436	536	490	454	513	626	601	512	1,123	1,917	2,252
YoY	8%	4%	183%	4%	114%	129%	32%	45%	18%	17%	23%	13%	33%	71%	18%
QoQ	-32%	15%	58%	-15%	39%	23%	-9%	-7%	13%	22%	-4%	-15%	-	-	-
소재(펠리클)	111	104	113	107	103	104	116	129	115	128	147	153	435	452	543
장비(칠러)	71	88	132	178	185	199	194	150	238	255	253	203	468	727	949
솔루션(반도체진)	20	38	120	31	147	228	181	135	146	226	179	134	210	692	685
Others	2.8	3.5	2.9	0.8	1.8	1.9	1.9	40	15	17	22	23	10	45	76
OP	14	11	35	37	30	39	40	23	37	51	54	29	97	131	171
YoY	-50%	-60%	518%	44%	112%	244%	15%	-36%	26%	32%	35%	22%	11%	36%	30%
QoQ	-46%	-20%	211%	6%	-20%	31%	4%	-41%	58%	37%	6%	-47%	-	-	-
OPM	6.8%	4.8%	9.4%	11.8%	6.7%	7.2%	8.1%	5.2%	7.2%	8.1%	9.0%	5.6%	8.6%	6.9%	7.6%

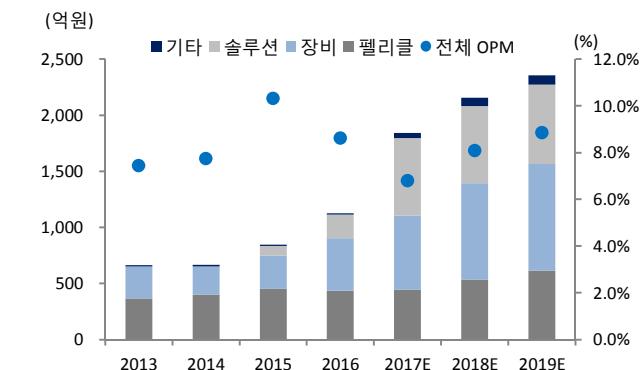
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

## 사업부별 OPM 추이 및 전망



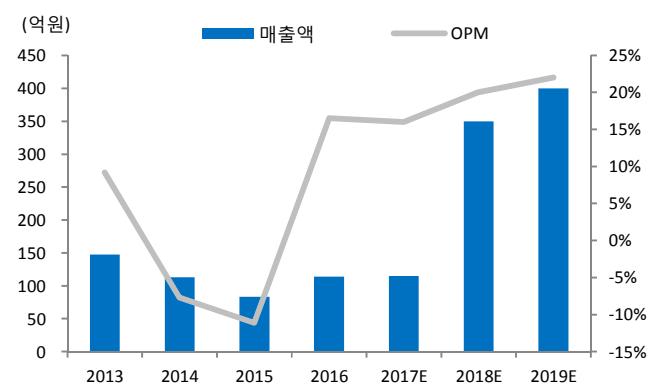
자료: 유안타증권 리서치센터

## 에프에스티 실적 전망



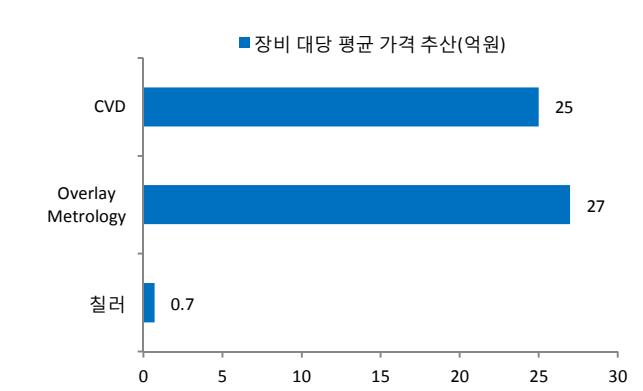
자료: 유안타증권 리서치센터

## 지분법지회사(지분율 44%) 오로스테크놀로지 실적 추이 및 전망



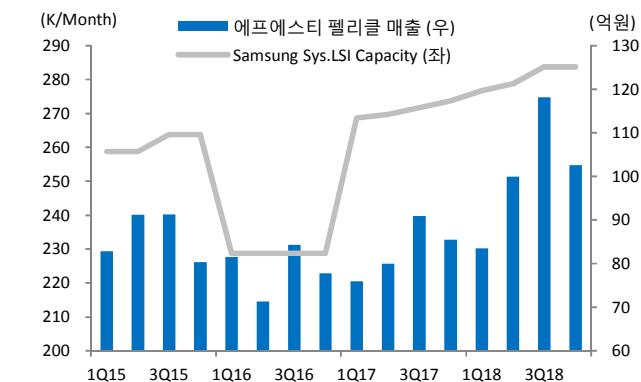
자료: 유안타증권 리서치센터

## 장비 대당 평균 가격 추산



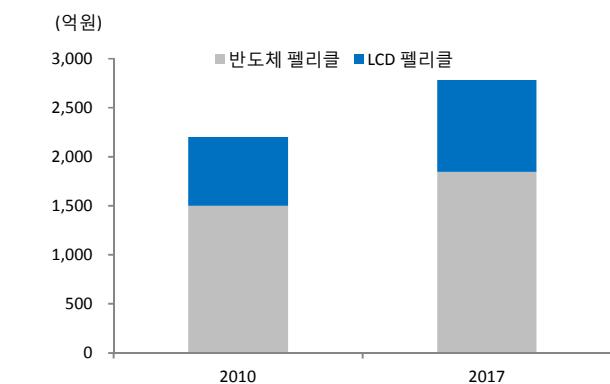
자료: 유안타증권 리서치센터

## 에프에스티 펠리클 매출 &amp; 삼성 Sys.LSI 생산능력 추이 및 전망



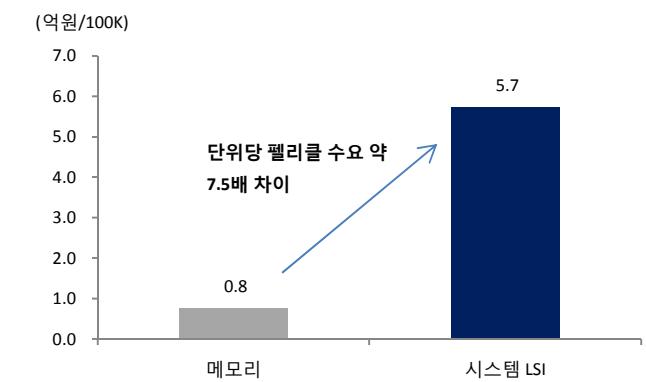
자료: 유안타증권 리서치센터

## 글로벌 펠리클 시장 규모 추산



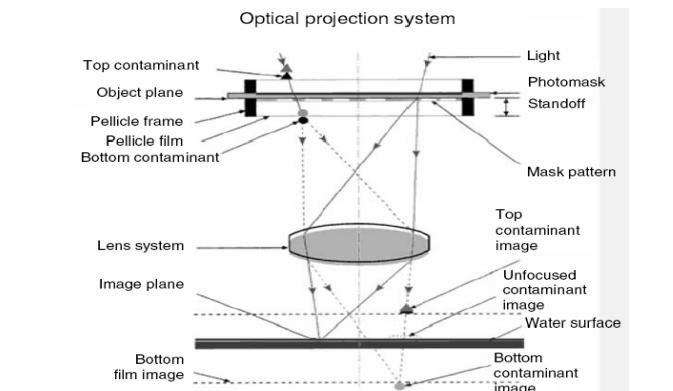
자료: 유안타증권 리서치센터

## 메모리 vs. 비메모리: 단위당 펠리클 수요



자료: 유안타증권 리서치센터

## 펠리클 용도 : Photomask 를 공정상 발생하는 오염으로부터 보호



자료: 에프에스티, 유안타증권 리서치센터

## 펠리클이란?

반도체용 펠리클이란 마스크(Mask)와 레티클(Reticle)표면을 대기 중 문자나 다른 형태의 오염으로부터 보호해 주는 박막이다. 막은 양극 산화된 알루미늄 프레임에 부착된 후 다시 레티클 위에 단단히 부착된다.

일반적으로 펠리클은 반도체 노광장비, 프로젝션 얼라이너(Projection Aligner)에서는 레티클의 한쪽 크롬(Cr)면에, 스텝퍼(Stepper)에서는 레티클의 크롬면과 유리면 양쪽에 부착되어 웨이퍼 이미지에 영향을 주지 않도록 하는 역할을 한다.

더욱 중요한 점은 펠리클이 반도체 생산 원가에서 차지하는 비중은 극히 미미한 수준이지만 펠리클의 질에 따라 반도체/LCD 생산수율이 좌지우지되는 상황으로 Photomask를 위와 아래에서 감싸고 있는 펠리클은 Photomask를 보호함과 동시에 광원이 정상적으로 투과할 수 있어야 한다.

반도체의 미세화에 따라 광원이 진화되고 있어 그에 따른 펠리클 소재의 개발도 중요한 요소이다. 가장 큰 예로 2000년 초반~중반에는 KrF(불화크립톤) Excimer Laser가 주요 광원이었고, 그 이후에 파장이 더 짧아 미세화에 유리한 ArF(불화아르곤) Excimer Laser가 핵심광원으로 자리 잡았다. 이와 같이 광원이 진화하는 과정에서 그에 맞는 펠리클 소재의 개발도 뒷받침돼야 반도체 공정도 진화할 수 있다.

반도체 소모성 소재인 펠리클의 경우 지속적인 R&D 투자의 결과, 국내업체는 물론 대만, 일본, 미국 등 해외의 유수업체로부터 품질과 가격 면에서 좋은 평가를 받고 있어 1987년 설립이래 지속적인 매출성장을 시현해 오고 있다. 2016년 기준 펠리클 매출은 약 430억원로서 전체 매출액의 약 39%를 점하였다.

## 에프에스티 (036810) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	846	1,123	1,917	2,252	2,459
매출원가	528	767	1,485	1,689	1,844
매출총이익	318	356	432	563	615
판관비	231	260	300	393	396
영업이익	87	97	131	171	218
EBITDA	121	143	179	221	272
영업외손익	-10	-7	-10	15	16
외환관련손익	5	4	-3	3	3
이자손익	-5	-13	-14	-11	-10
관계기업관련손익	0	0	-3	0	0
기타	-9	2	10	23	23
법인세비용차감전순손익	77	89	122	186	235
법인세비용	12	39	24	38	48
계속사업순손익	65	50	97	148	187
증단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	50	97	148	187
지배지분순이익	65	50	97	148	187
포괄순이익	57	47	97	148	187
지배지분포괄이익	57	47	97	148	187

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산		338	493	580	642
현금및현금성자산		95	193	58	62
매출채권 및 기타채권		117	141	242	268
재고자산		92	140	252	284
비유동자산		756	789	818	865
유형자산		617	626	627	659
관계기업등 지분관련자산		30	47	63	80
기타투자자산		47	55	61	61
자산총계		1,094	1,282	1,399	1,506
유동부채		375	388	445	419
매입채무 및 기타채무		84	127	174	148
단기차입금		279	202	217	217
유동성장기부채		0	0	0	0
비유동부채		176	301	167	167
장기차입금		149	126	106	106
사채		0	133	0	0
부채총계		552	688	612	586
지배지분		542	594	787	921
자본금		82	82	97	97
자본잉여금		236	253	345	345
이익잉여금		270	305	391	525
비지배지분		0	0	0	0
자본총계		542	594	787	921
순차입금		316	251	282	279
총차입금		428	462	356	356

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	152	147	-19	141	279
당기순이익	65	50	97	148	187
감가상각비	31	44	45	48	51
외환손익	0	-2	-2	-3	-3
종속,관계기업관련손익	3	-9	3	0	0
자산부채의 증감	9	10	-291	-171	-75
기타현금흐름	44	54	128	119	119
투자활동 현금흐름	-231	-79	-74	-98	-98
투자자산	-63	-27	-14	-17	-17
유형자산 증가 (CAPEX)	-163	-58	-57	-80	-80
유형자산 감소	5	5	12	0	0
기타현금흐름	-10	1	-15	-1	-1
재무활동 현금흐름	66	29	-23	-13	-13
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	52	49	-6	0	0
자본	41	0	1	0	0
현금배당	-10	-12	-12	-14	-14
기타현금흐름	-17	-9	-6	1	1
연결범위변동 등 기타	0	2	-19	-27	-33
현금의 증감	-13	99	-135	3	135
기초 현금	108	95	193	58	62
기말 현금	95	193	58	62	196
NOPLAT	87	97	131	171	218
FCF	-48	53	-194	-64	72

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

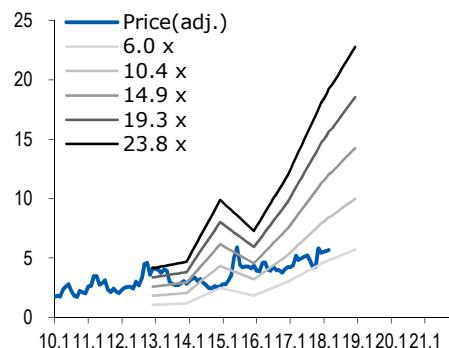
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
EPS	415	306	503	759	959
BPS	3,764	4,127	4,504	5,270	6,258
EBITDAPS	773	874	927	1,137	1,397
SPS	5,425	6,853	9,895	11,572	12,634
DPS	80	80	80	80	80
PER	9.9	13.3	11.3	7.5	5.9
PBR	1.1	1.0	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	7.9	6.4	7.7	6.3	4.6
PSR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액 증가율 (%)	26.7	32.7	70.6	17.5	9.2
영업이익 증가율 (%)	69.4	10.8	35.8	29.8	28.1
지배순이익 증가율 (%)	134.3	-22.6	94.1	51.8	26.3
매출총이익률 (%)	37.6	31.7	22.5	25.0	25.0
영업이익률 (%)	10.3	8.6	6.9	7.6	8.9
지배순이익률 (%)	7.7	4.5	5.1	6.6	7.6
EBITDA 마진 (%)	14.3	12.7	9.4	9.8	11.1
ROIC	9.9	6.9	11.9	13.0	15.6
ROA	6.4	4.2	7.3	10.2	11.7
ROE	12.9	8.8	14.1	17.3	18.5
부채비율 (%)	101.9	115.8	77.7	63.6	53.2
순차입금/자기자본 (%)	58.3	42.3	35.9	30.3	13.2
영업이익/금융비용 (배)	11.3	6.3	8.4	13.9	17.8

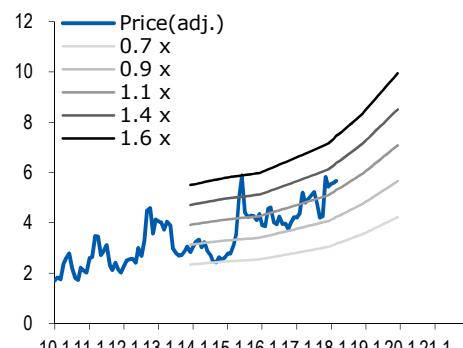
P/E band chart

(천원)

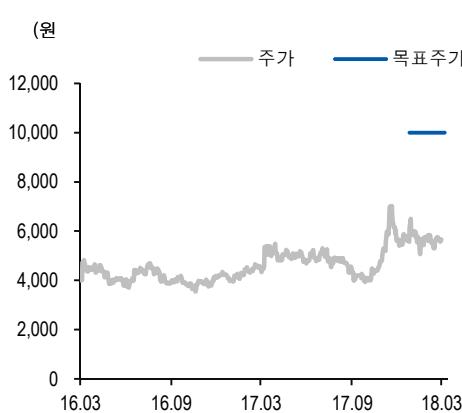


P/B band chart

(천원)



에프에스티 (036810) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-03-22	BUY	10,000	1년		
2018-01-16	BUY	10,000	1년		

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.4
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	13.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-03-19

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이재윤)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.