

에스에프에이 (056190)

디스플레이

최영산



02 3770 5728
yungsan.choi@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	56,000원 (U)
현재주가 (1/18)	36,200원
상승여력	55%

시가총액	12,999억원
총발행주식수	35,908,760주
60일 평균 거래대금	53억원
60일 평균 거래량	141,165주
52주 고	42,400원
52주 저	32,050원
외인지분율	27.88%
주요주주	디와이홀딩스 외 4 인 36.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.6	(1.8)	(11.3)
상대	1.9	3.2	14.4
절대(달려환산)	8.3	(0.6)	(15.3)

19년 OLED 장비 대장주

목표주가 상향, 신규 수주 올해 1.2조원으로 YoY 74% 증가 예상

에스에프에이(이하 동사)에 대해 투자 의견 BUY를 유지하며, 목표주가를 기존 51,000원에서 56,000원으로 상향한다. 2018년 신규수주는 중화권 패널 업체들의 수주 모멘텀 지연으로 약 7,239억원 수준에 그쳤으나, **2019년 신규수주는 1.2조원 수준으로 작년 대비 73.5% 증가할 전망이다**. 2018년말 기준 수주 잔고는 약 5,441억원 수준을 예상한다.

신규수주 1.2조원의 경우, (1) BOE B12 ph1~2, (2) GVO V3 ph 1, (3) HKC 8.5G LCD, (4) CSOT 10.5G LCD, (5) SDC QD-OLED 25K(1,000억원 수준 가정) 등을 반영한 규모이다. **증착기 수주나, SDC의 A5 POLED 증설 등의 아직 확정되지 않은 부분들을 제외한, 보수적인 수주 규모만 가정한 수치이다**. 작년 동사의 신규 수주 가이드선의 미스는 다소 공격적인 중화권 수주 물량 반영과 증착기 수주에 대한 무리한 반영 때문이었다. 그러나 19년 현재 당사는 보수적으로만 봐도 중화권 - 작년 12월 BOE의 B12(48K), B15(48K), GVO의 V3(30K) 공시내용에 따라 높은 확률로 진행 - 의 증설 모멘텀이 확연히 강해질 것으로 예상되고, 추가적으로 HKC와 CSOT의 각각 8.5G, 10.5G LCD 증설과, 삼성 QD-OLED 25K에 대한 수주가 미스할 가능성은 현저히 낮다.

SDC의 QD-OLED, POLED 투자에 대한 수혜와, 삼성 내에 압도적인 클린 물류 MS, 중화권 BOE와 GVO 중심의 POLED 투자 증가와, 중화권 LCD 투자 증가 모멘텀까지 모두 가져갈 수 있는 올해가 될 것으로 보인다. 무엇보다 SDC의 CAPEX가 연간 점증하고 있고, 이 CAPEX는 대형과 중소형 OLED로 분산되어 있다는 점에서, 동사와 같이 모두 수혜를 받을 수 있는 업종이 가장 큰 수혜를 받을 것으로 보인다. 특히나 LCD 시장의 공급과잉을 주도하는 중화권 LCD 증설 수혜까지 받는다는 점에서, 동사가 프리미엄을 받을 이유는 차고 넘친다.

실적보다 신규수주가 Key Factor, 무거우면서 강하다

4Q18 실적의 경우 매출액 3,767억원(YoY -4.1%), 영업이익 490억원(YoY -14%)으로, 컨센서스와 유사한 실적을 달성할 것으로 예상된다. 2019년 매출액은 1.6조원(YoY +6.4%), 영업이익 2,353억원(YoY +8.0%)을 예상한다. 19년 실적 upside가 신규수주 증가에 비해 적으나, 이는 주요 신규 수주가 올해 중반~하반기에 몰려있고, 진행률 기준으로 매출을 인식하는 동사의 특성에 기인한 것이다. **장비주는 실적보다는 신규 수주 모멘텀이 오히려 더 중요하기 때문에, 올해 신규수주의 증가율만으로도 동사에 대한 재평가가 시급하다고 판단된다**. 목표주가는 2019F EPS에 과거 3개년(15~17) 12M Fwd P/E 평균인 11.2x를 적용하였다, P/E 7~9x 구간에 갇혀있는 3구간을 벗어나, 본격적인 4구간으로의 진입이 올해부터 시작될 전망이다.

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,767	-11.5	-4.1	3,904	-3.5
영업이익	490	-3.9	-14.0	502	-2.5
세전계속사업이익	512	-22.1	-7.3	521	-1.8
지배순이익	383	-14.3	0.4	361	6.2
영업이익률 (%)	13.0	+1.0 %pt	-1.5 %pt	12.9	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	10.2	-0.3 %pt	+0.5 %pt	9.2	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		13,197	19,204	15,465	16,448
영업이익		1,208	2,361	2,179	2,353
지배순이익		782	1,969	1,609	1,790
PER		13.0	7.1	9.0	8.1
PBR		1.7	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA		6.3	3.7	4.5	3.4
ROE		14.7	29.3	20.1	20.0

자료: 유안타증권

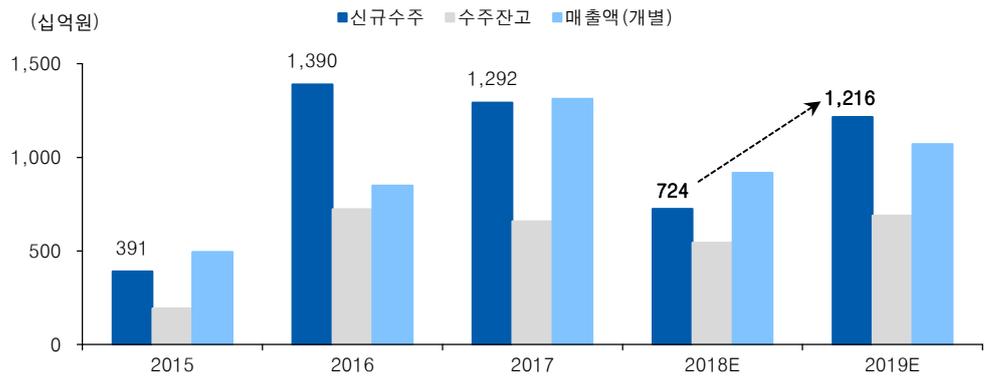
[표 1] 에스에프에이 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액(연결)	4,043	3,728	3,927	3,767	3,590	3,929	4,364	4,565	19,204	15,465	16,448
YoY(%)	-5.1%	-7.8%	5.3%	-4.1%	-4.7%	9.4%	11.1%	4.6%	0.0%	-19.5%	6.4%
매출액(개별)	2,595	2,355	2,317	1,910	2,341	2,669	2,866	2,837	13,139	9,176	10,714
디스플레이	2,332	2,035	1,782	1,535	1,960	2,306	2,494	2,474	12,279	7,684	9,234
일반물류,	262	320	535	375	381	363	372	363	859	1,492	1,480
SNU 및 기타	1,448	1,373	1,610	1,857	1,249	1,260	1,497	1,727	6,065	6,289	5,734
신규수주	3,461	1,116	1,513	1,149	2,810	3,299	3,241	2,812	12,922	7,239	12,163
매출총이익	739	828	829	753	682	825	873	913	3,251	3,150	3,293
영업이익	514	606	569	490	498	609	644	602	2,361	2,179	2,353
YoY(%)	1%	18%	-6%	-14%	2%	22%	6%	-6%		-8%	8%
영업이익률	13%	16%	14%	13%	14%	16%	15%	13%	12%	14%	14%

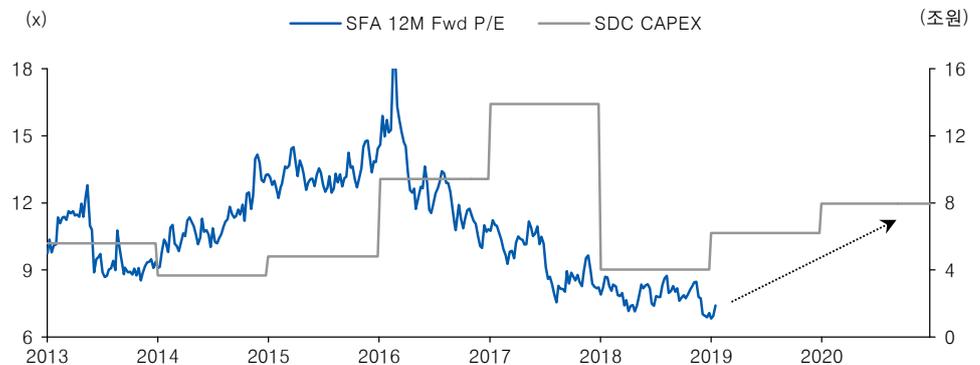
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] SFA 수주 추이 및 매출액(개별) 추이



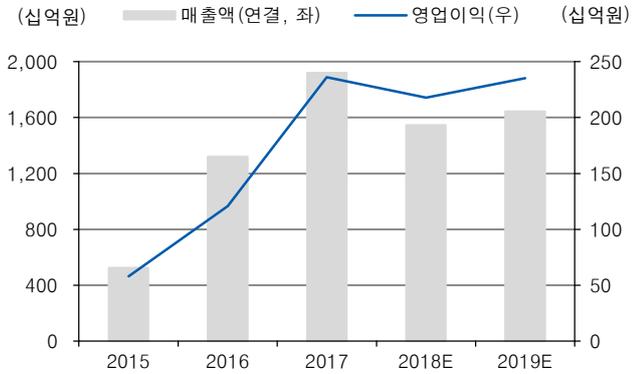
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 에스에프에이 12M Fwd P/E 와 SDC CAPEX 추이



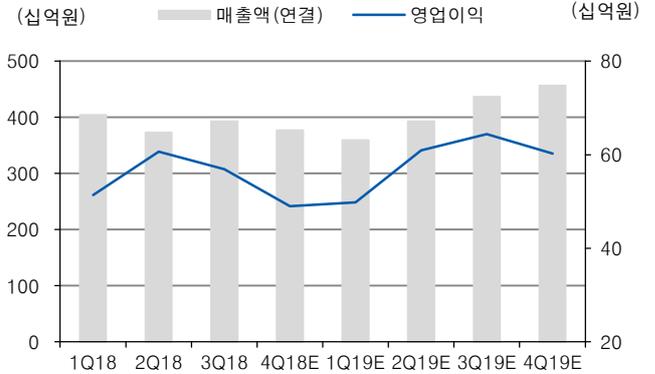
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] SFA 연간 매출액 및 영업이익 추이



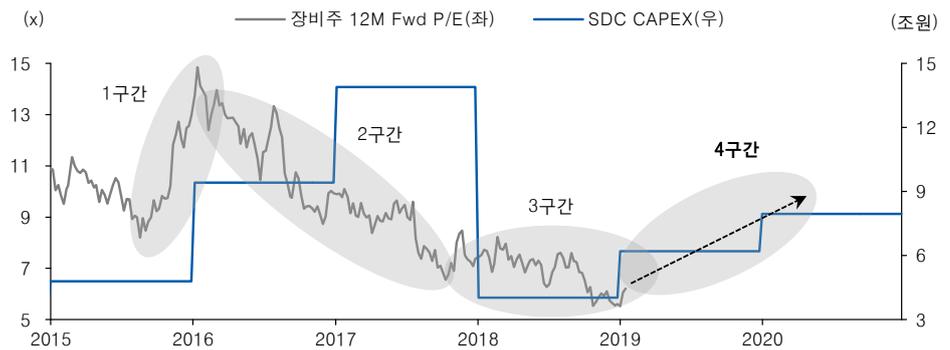
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] SFA 분기별 매출액 및 영업이익 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 장비주 12M Fwd P/E 와 SDC CAPEX 추이 - 제 1~4 구간까지의 구간별 구분



자료: 유안타증권 리서치센터

에스에프에이 (056190) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	13,197	19,204	15,465	16,448	18,488
매출원가	11,261	15,953	12,315	13,155	14,786
매출총이익	1,936	3,251	3,150	3,293	3,701
판매비	728	890	971	940	1,056
영업이익	1,208	2,361	2,179	2,353	2,645
EBITDA	1,944	3,098	2,179	2,353	2,645
영업외손익	-155	291	66	120	154
외환관련손익	11	-149	59	48	48
이자손익	-58	-46	12	72	106
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-108	485	-6	0	0
법인세비용차감전순이익	1,053	2,652	2,245	2,474	2,799
법인세비용	257	618	508	544	616
계속사업순이익	796	2,033	1,737	1,929	2,183
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	796	2,033	1,737	1,929	2,183
지배지분순이익	782	1,969	1,609	1,790	2,026
포괄순이익	814	1,869	1,921	2,162	2,416
지배지분포괄이익	783	1,898	1,760	1,998	2,236

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,237	11,331	12,137	14,270	16,029
현금및현금성자산	2,764	5,859	6,777	8,472	9,939
매출채권 및 기타채권	4,393	4,066	1,539	1,850	2,072
재고자산	397	285	397	524	594
비유동자산	6,815	6,777	7,585	7,690	7,750
유형자산	4,976	5,037	5,063	5,168	5,228
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	88	111	1,010	1,010	1,010
자산총계	15,053	18,108	19,722	21,960	23,779
유동부채	4,572	5,409	6,818	7,859	8,287
매입채무 및 기타채무	3,476	4,439	4,041	5,116	5,565
단기차입금	0	0	301	267	246
유동성장기부채	772	369	0	0	0
비유동부채	2,725	2,850	2,507	2,332	2,114
장기차입금	1,863	1,922	1,818	1,643	1,425
사채	210	197	198	198	198
부채총계	7,296	8,260	9,326	10,191	10,401
지배지분	5,687	7,773	8,257	9,630	11,239
자본금	90	180	180	180	180
자본잉여금	285	354	349	349	349
이익잉여금	5,526	7,301	8,271	9,643	11,252
비지배지분	2,069	2,076	2,139	2,139	2,139
자본총계	7,756	9,849	10,397	11,770	13,378
순차입금	7	-3,884	-5,314	-7,218	-8,924
총차입금	3,223	2,846	2,694	2,484	2,245

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,645	3,766	3,836	2,577	2,363
당기순이익	796	2,033	1,737	1,929	2,183
감가상각비	736	738	0	0	0
외환손익	-3	98	-24	-48	-48
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-348	846	2,959	986	523
기타현금흐름	464	51	-836	-290	-295
투자활동 현금흐름	-770	-529	-1,309	415	488
투자자산	61	-413	-2,551	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-289	-823	-257	-105	-60
유형자산 감소	26	44	1	0	0
기타현금흐름	-568	664	1,498	520	548
재무활동 현금흐름	-582	-60	-1,118	-627	-656
단기차입금	0	0	-33	-35	-21
사채 및 장기차입금	-489	-294	-159	-175	-218
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-70	-195	-447	-417	-417
기타현금흐름	-23	430	-480	0	0
연결범위변동 등 기타	1	-83	-489	-671	-728
현금의 증감	294	3,095	919	1,695	1,467
기초 현금	2,471	2,764	5,859	6,777	8,472
기말 현금	2,764	5,859	6,777	8,472	9,939
NOPLAT	1,208	2,361	2,179	2,353	2,645
FCF	1,012	2,570	4,388	2,716	2,526

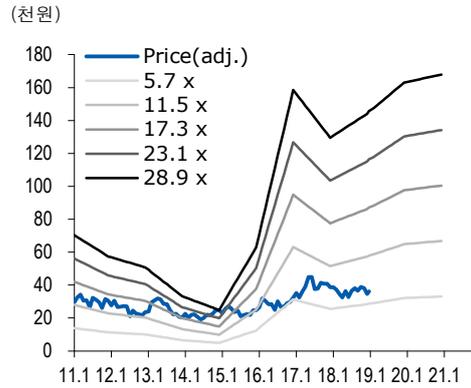
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주주 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

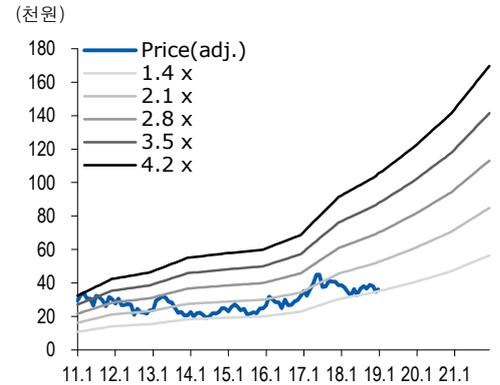
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,179	5,484	4,482	4,984	5,641
BPS	16,296	21,646	24,652	28,750	33,552
EBITDAPS	10,828	8,629	6,068	6,554	7,367
SPS	36,753	53,480	43,067	45,805	51,485
DPS	560	1,245	1,245	1,245	1,245
PER	13.0	7.1	9.0	8.1	7.2
PBR	1.7	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.3	3.7	4.5	3.4	2.3
PSR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	150.9	45.5	-19.5	6.4	12.4
영업이익 증가율 (%)	108.3	95.4	-7.7	8.0	12.4
지배순이익 증가율 (%)	153.7	151.7	-18.3	11.2	13.2
매출총이익률 (%)	14.7	16.9	20.4	20.0	20.0
영업이익률 (%)	9.2	12.3	14.1	14.3	14.3
지배순이익률 (%)	5.9	10.3	10.4	10.9	11.0
EBITDA 마진 (%)	14.7	16.1	14.1	14.3	14.3
ROIC	12.8	27.5	35.9	53.4	66.1
ROA	5.8	11.9	8.5	8.6	8.9
ROE	14.7	29.3	20.1	20.0	19.4
부채비율 (%)	94.1	83.9	89.7	86.6	77.7
순차입금/자기자본 (%)	0.1	-50.0	-64.4	-75.0	-79.4
영업이익/금융비용 (배)	11.0	21.3	21.5	25.1	31.4

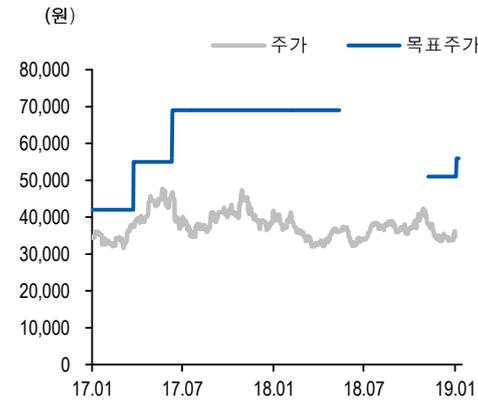
P/E band chart



P/B band chart



에스에프에이 (056190) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-21	BUY	56,000	1년		
2018-11-25	BUY	51,000	1년	-31.12	-25.10
2018-06-28	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-46.08	-38.55
2017-06-28	BUY	69,000	1년	-45.35	-31.45
2017-06-14	무상증자	55,000		-	-
2017-04-11	BUY	55,000	1년	-23.06	-13.18
2017-02-19	1년 경과 이후		1년	-18.47	-9.64
2016-02-19	BUY	42,000	1년	-28.66	-9.64

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	85.9
Hold(중립)	13.5
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-18

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 최영산)
- 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 기존 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 투자의사결정은 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.