2019년 2월 12일 I Equity Research

에스에프에이 (056190)

압도적인 수익성 유지

4Q18 Review : 분기 영업이익률 7년만의 최고치

2018년 4분기 실적은 매출 3,910억원(YoY -8%, QoQ -1%), 영업이익 671억원(YoY -22%, QoQ -15%)으로 컨센서스를 36% 상회했으며, 영업이익률은 17.2%로 지난 2012년 4분기 이후 최고치를 기록했다. OLED 라인 클린 물류 장비 수주 잔고 인식 과정에서 당초 예상했던 예정원가보다 실제 비용이 적게 발생하며 영업이익률이 상승한 것이 실적 서프라이즈의 주 요인이다. 기타 OLED 및 일반 물류 신규 수주 물량 중 수익성이 높은 프로젝트 위주로 4분기에 매출 인식이 이뤄진 것 역시 수익성 개선에 기여한 것으로 추정된다.

2019년, 신규 수주 증가 전망

2018년 삼성디스플레이 신규 투자 급감으로 연말 기준 수주 잔고는 YoY -22% 감소했으나, 2019년 연간 신규 수주는 QD-OLED 투자 및 중국 OLED 투자 증가 영향으로 +17% 증가하며 실적은 Flat 수준이 유지될 것으로 전망한다. 이에 따라 2019년 실적은 매출 1,572억원(YoY +1%), 영업이익 2,379억원(YoY +1%)이 전망된다.

조정 시 지속적인 매수 권고

실적의 가파른 상승을 기대하기는 어렵지만 주가는 전방 세트 업체들의 전략 변화, 패널 업체들의 투자 방향성 확정으로 인해 Target PER 상향되며 우상향 추세 이어갈 것으로 전망한다. QD-OLED TV와 폴더블 스마트폰 대응 위한 삼성디스플레이의 CAPA 증익 Cycle 초입단계라는 점에서 Target PER은 최소한 10배 이상 부여 가능하다고 판단된다(패널 업체 투자 증익 Cycle PER 밴드의 최하단). 삼성디스플레이 QD-OLED 투자가 기존 LCD 라인을 전환하는 형태로 진행될 가능성이 높다는 점에서 2분기 중 예상되는 8세대 LCD 라인 감산 이슈에 주가는 한번 더 상승 모멘텀 받을 것으로 전망한다. 현 주가는 2019년 실적 기준 PER 8.7배로 Up-Cycle의 13~15배 대비 상당한 저평가 수준이다. 조정 시 지속적인 매수를 권고한다.

Update

BUY

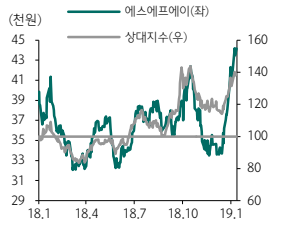
I TP(12M): 51,000원 I CP(2월 11일): 44,150원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	733.47
52주 최고/최저(원)	44,200/32,050
시가총액(십억원)	1,585.4
시가총액비중(%)	0.64
발행주식수(천주)	35,908.8
60일 평균 거래량(천주)	147.4
60일 평균 거래대금(십억원)	5.6
18년 배당금(예상,원)	1,245
18년 배당수익률(예상,%)	3.60
외국인지분율(%)	27.00
주요주주 지분율(%)	
디와이홀딩스 외 4 인	36.15
삼성디스플레이	10.15

주가상승률	1M	6M	12M
절대	29.5	14.8	19.2
상대	21.2	22.9	36.9

Consensus Data	2018	2019
매출액(십억원)	1,552.2	1,654.2
영업이익(십억원)	216.9	226.2
순이익(십억원)	170.7	179.9
EPS(원)	4,510	4,793
BPS(원)	25,055	29,317

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,319.7	1,920.4	1,560.7	1,572.0	1,851.9
영업이익	십억원	120.8	236.1	236.0	237.9	296.7
세전이익	십억원	105.3	265.2	241.0	244.7	308.9
순이익	십억원	78.2	196.9	175.2	182.0	229.8
EPS	원	2,179	5,484	4,879	5,067	6,401
증감률	%	153.7	151.7	(11.0)	3.9	26.3
PER	배	14.80	7.07	7.09	8.71	6.90
PBR	배	1.96	1.79	1.40	1.54	1.30
EV/EBITDA	배	7.02	3.91	3.32	3.88	2.62
ROE	%	14.69	29.26	22.10	20.72	22.05
BPS	원	16,464	21,646	24,785	28,691	33,930
DPS	원	560	1,245	1,245	1,245	1,245

Analyst 김현수
02-3771-7503
hyunsoo@hanafn.com

Analyst 김현수 02-3771-7503

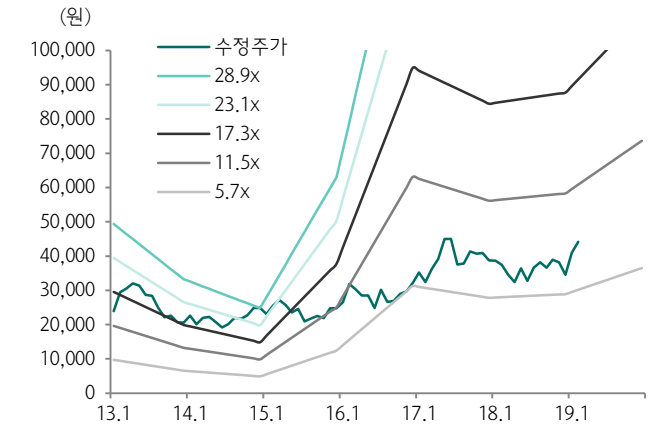
표 1. 에스에프에이 실적 추이 및 전망

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	404.3	372.8	392.7	391.0	385.2	408.7	385.3	392.7	1,920.4	1,560.7	1,572.0	1,851.9
SFA	259.5	235.5	231.7	217.7	215.3	236.9	211.6	217.1	1,313.9	944.3	880.9	1,142.6
LCD	48.7	64.5	76.1	55.4	44.2	43.2	43.3	43.4	192.1	244.7	174.1	159.1
OLED	184.4	136.0	102.1	96.5	119.2	148.7	129.7	140.0	1,038.1	519.0	537.6	837.1
반도체	8.2	5.5	5.7	9.9	9.8	9.8	6.6	6.0	24.3	29.2	32.2	24.9
일반 물류 등	18.1	29.5	47.8	55.9	42.0	35.3	32.0	27.7	59.4	151.4	136.9	121.5
SFA반도체	103.0	104.3	111.3	139.3	140.4	141.5	142.7	143.8	449.5	457.9	568.4	586.8
SNU	30.2	16.2	23.2	13.7	13.4	13.2	12.9	12.6	115.7	83.3	52.1	48.1
연결조정	11.6	16.8	26.5	20.3	16.1	17.1	18.1	19.2	41.3	75.2	70.5	74.4
영업이익	51.4	60.6	55.9	67.1	54.9	60.3	59.5	63.2	236.1	235.0	237.9	296.7
세전이익	52.6	65.4	55.2	67.8	56.8	62.2	61.1	65.6	265.2	241.1	245.7	311.5
지배지분순이익	37.4	47.0	40.1	50.7	42.1	46.2	45.2	48.4	203.3	175.2	182.0	229.8
수익성												
영업이익률	12.7%	16.3%	14.2%	17.2%	14.3%	14.8%	15.4%	16.1%	12.3%	15.1%	15.1%	16.0%
세전이익률	13.0%	17.6%	14.1%	17.3%	14.8%	15.2%	15.9%	16.7%	13.8%	15.4%	15.6%	16.8%
지배지분순이익률	9.3%	12.6%	10.2%	13.0%	10.9%	11.3%	11.7%	12.3%	10.6%	11.2%	11.6%	12.4%
성장률(QoQ/YoY)												
전체 매출	-5%	-8%	5%	0%	-1%	6%	-6%	2%	46%	-19%	1%	18%
SFA	1%	-9%	-2%	-6%	-1%	10%	-11%	3%	55%	-28%	-7%	30%
LCD	17%	32%	18%	-27%	-20%	-2%	0%	0%	20%	27%	-29%	-9%
OLED	-3%	-26%	-25%	-5%	24%	25%	-13%	8%	59%	-50%	4%	56%
반도체	17%	-33%	3%	75%	-1%	0%	-33%	-8%	9%	20%	10%	-23%
일반 물류 등	-1%	63%	62%	17%	-25%	-16%	-9%	-14%	11%	155%	-10%	-11%
SFA반도체	-12%	1%	7%	25%	1%	1%	1%	1%	-5%	2%	24%	3%
SNU	-24%	-46%	43%	-41%	-2%	-2%	-2%	-2%	6%	-28%	-37%	-8%
매출비중												
LCD	12%	17%	19%	14%	11%	11%	11%	11%	10%	16%	11%	9%
OLED	46%	36%	26%	25%	31%	36%	34%	36%	54%	33%	34%	45%
반도체	2%	1%	1%	3%	3%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	1%
일반 물류 등	4%	8%	12%	14%	11%	9%	8%	7%	3%	10%	9%	7%
SFA반도체	25%	28%	28%	36%	36%	35%	37%	37%	23%	29%	36%	32%
SNU	7%	4%	6%	4%	3%	3%	3%	3%	6%	5%	3%	3%

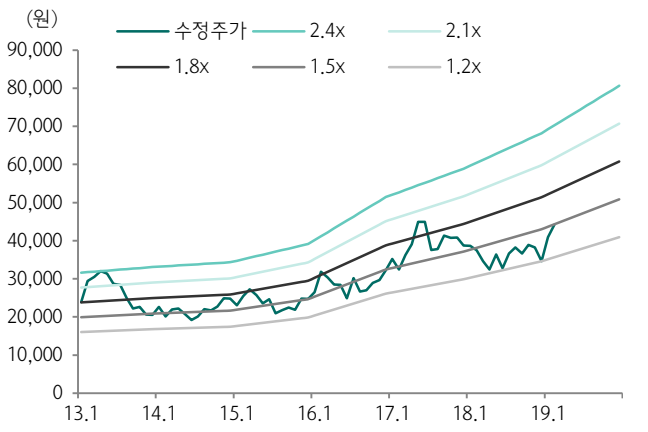
자료: 하나금융투자

그림 1. 에스에프에이 12M Fwd P/E 추이



자료: 하나금융투자

그림 2. 에스에프에이 12M Fwd P/B 추이



자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

표 2. 목표주가 산출

		비고
EPS (원)	5,067	2019년 추정
Target PER (배)	10.0	글로벌 장비주 평균
Premiun/Discount (%)	-	-
적정가치 (원)	50,670	
목표주가 (원)	**51,000**	
현재주가 (원)	44,150	2019.2.11 종가
상승 여력 (%)	**16%**	

자료: 하나금융투자

표 3. 삼성디스플레이 LCD 라인 CAPA 개요

Fab		TFT	세대	장비 발주	장비 입고	양산 가동	CAPA (K/월)	8세대 환산 CAPA (K/월)	분기 공급 면적(000 m²)	글로벌 공급 면적 대비 비중
탕정 L7-2	1	a-Si	7	2005-05	2005-09	2006-01	55	41	679	1%
	2	a-Si	7	2005-10	2006-06	2006-09	65	49	802	1%
	3	a-Si	7	2007-10	2008-03	2008-06	45	34	555	1%
탕정 L8-1	**1**	**a-Si**	**8**	**2006-07**	**2007-02**	**2007-08**	**80**	**80**	**1,320**	**2%**
	2	a-Si	8	2007-11	2008-04	2008-08	85	85	1,403	2%
	2b	a-Si	8	2009-12	2010-03	2010-06	30	30	495	1%
탕정 L8-2	1	a-Si	8	2008-03	2008-10	2009-05	70	70	1,155	2%
	2	a-Si	8	2010-04	2010-08	2010-12	62	62	1,023	2%
	3	a-Si/Oxide	8	2015-03	2015-09	2016-02	6	6	99	0%
	1b	a-Si	8	2009-12	2010-05	2010-08	30	30	495	1%

자료: IHS, 하나금융투자

Appendix. 기업 소개

디스플레이 패널 이송 장비 업체

1998년 설립된 디스플레이 물류시스템 및 공정 장비 제조 업체다. 삼성테크윈 자동화사업부에서 분사하여 삼성전자 및 디스플레이 향 물류시스템을 공급하며 성장했다. 현재 주력은 디스플레이 패널 클린 물류 장비다.

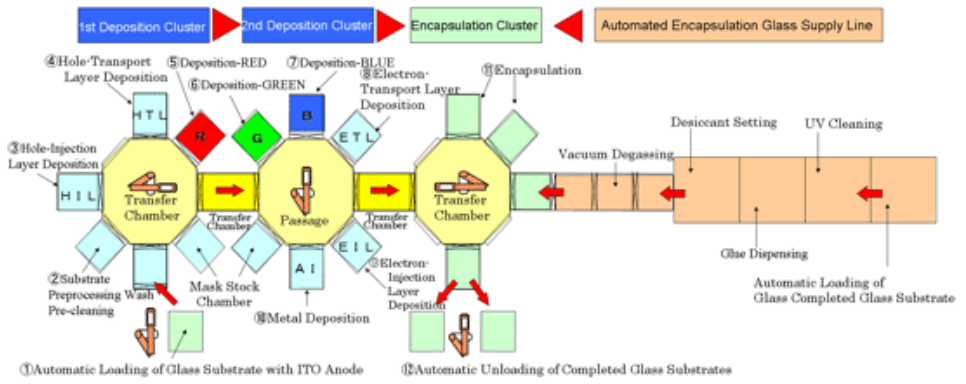
물류 설비

디스플레이/반도체 제조라인의 공정내 또는 공정간 물류자동화 설비인 Stocker, OHT(S), Indexer, 등의 클린 반송설비가 주요 제품이다. 최근에는 자동창고, 물류센터, 집배송시스템 에서 활용되는 일반 물류 시스템 매출 비중 역시 증가 추세에 있다.

증착기

기존 주력 사업부문과는 다소 성격이 다른 '공정' 장비다. OLED 패널 제조 공정에서 유기물을 디스플레이 패널에 증착하는 장비다. 글로벌 OLED 증착기 시장은 일본의 캐논-도끼가 사실상 독점하고 있다. 대당 단가가 매우 높고 부가가치가 높은 시장으로, 많은 공정 장비 업체들이 진입을 시도하고 있으나 아직까지 메이저 패널 업체들은 대부분 캐논-도끼 증착기를 구매하고 있다. 에스에프에이는 5년 이상 개발 끝에 GVO 등 중국 업체들에게 증착기를 판매한 바 있으며 2016년, 증착장비 전문 업체인 에스엔유를 인수하며 기술적 측면에서 완성도를 높였다.

그림 4. Canon-Tokki의 증착시스템 개념도



자료: Canon-Tokki, 하나금융투자

그림 5. Clean Stocker 제품 사진

자료: 에스에프에이, 하나금융투자

그림 6. Clean Lifter 제품 사진

자료: 에스에프에이, 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	**1,319.7**	**1,920.4**	**1,560.7**	**1,572.0**	**1,851.9**
매출원가	1,126.1	1,595.3	1,232.1	1,248.0	1,455.2
매출총이익	193.6	325.1	328.6	324.0	396.7
판관비	72.8	89.0	92.7	86.0	100.1
영업이익	**120.8**	**236.1**	**236.0**	**237.9**	**296.7**
금융손익	4.0	(7.9)	4.2	6.7	12.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(19.5)	37.0	0.9	0.0	0.0
세전이익	**105.3**	**265.2**	**241.0**	**244.7**	**308.9**
법인세	25.7	61.8	56.9	58.7	74.0
계속사업이익	79.6	203.3	184.1	185.9	234.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**79.6**	**203.3**	**184.1**	**185.9**	**234.8**
비지배주주지분 순이익	1.3	6.4	8.9	4.0	5.0
지배주주순이익	**78.2**	**196.9**	**175.2**	**182.0**	**229.8**
지배주주지분포괄이익	78.3	189.8	178.6	188.3	237.8
NOPAT	91.3	181.0	180.3	180.8	225.6
EBITDA	194.4	309.8	298.7	294.5	347.0
성장성(%)					
매출액증가율	150.8	45.5	(18.7)	0.7	17.8
NOPAT증가율	157.9	98.2	(0.4)	0.3	24.8
EBITDA증가율	181.7	59.4	(3.6)	(1.4)	17.8
영업이익증가율	108.3	95.4	(0.0)	0.8	24.7
(지배주주)순익증가율	153.9	151.8	(11.0)	3.9	26.3
EPS증가율	153.7	151.7	(11.0)	3.9	26.3
수익성(%)					
매출총이익률	14.7	16.9	21.1	20.6	21.4
EBITDA이익률	14.7	16.1	19.1	18.7	18.7
영업이익률	9.2	12.3	15.1	15.1	16.0
계속사업이익률	6.0	10.6	11.8	11.8	12.7

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,179	5,484	4,879	5,067	6,401
BPS	16,464	21,646	24,785	28,691	33,930
CFPS	6,202	9,195	4,631	8,202	9,663
EBITDAPS	5,414	8,629	8,319	8,202	9,663
SPS	36,753	53,480	43,463	43,776	51,572
DPS	560	1,245	1,245	1,245	1,245
주가지표(배)					
PER	14.8	7.1	7.1	8.7	6.9
PBR	2.0	1.8	1.4	1.5	1.3
PCFR	5.2	4.2	7.5	5.4	4.6
EV/EBITDA	7.0	3.9	3.3	3.9	2.6
PSR	0.9	0.7	0.8	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	14.7	29.3	22.1	20.7	22.1
ROA	5.8	11.9	9.8	9.9	11.5
ROIC	12.2	25.5	30.2	33.8	46.1
부채비율	94.1	83.9	74.4	61.1	55.1
순부채비율	0.1	(39.4)	(45.6)	(56.6)	(66.1)
이자보상배율(배)	11.0	21.3	23.0	26.6	41.3

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	**823.7**	**1,133.1**	**1,187.2**	**1,332.9**	**1,604.3**
금융자산	321.6	672.9	764.8	908.6	1,097.1
현금성자산	276.4	585.9	684.8	828.3	1,001.1
매출채권 등	439.3	406.6	373.3	374.9	448.3
재고자산	39.7	28.5	26.2	26.3	31.4
기타유동자산	23.1	25.1	22.9	23.1	27.5
비유동자산	**681.5**	**677.7**	**595.7**	**546.2**	**504.9**
투자자산	8.8	11.1	10.2	10.3	12.3
금융자산	8.8	11.1	10.2	10.3	12.3
유형자산	497.6	503.7	439.2	389.6	346.3
무형자산	**124.4**	**107.6**	**96.9**	**96.9**	**96.9**
기타비유동자산	**50.7**	**55.3**	**49.4**	**49.4**	**49.4**
자산총계	**1,505.3**	**1,810.8**	**1,783.0**	**1,879.1**	**2,109.3**
유동부채	**457.2**	**540.9**	**481.7**	**483.5**	**563.7**
금융부채	80.2	37.6	54.8	54.8	54.8
매입채무 등	347.6	443.9	407.5	409.3	489.4
기타유동부채	29.4	59.4	19.4	19.4	19.5
비유동부채	**272.5**	**285.0**	**278.7**	**228.9**	**185.7**
금융부채	**242.1**	**247.0**	**243.8**	**193.8**	**143.8**
기타비유동부채	30.4	38.0	34.9	35.1	41.9
부채총계	**729.6**	**826.0**	**760.4**	**712.3**	**749.4**
지배주주지분	**568.7**	**777.3**	**808.0**	**948.3**	**1,136.4**
자본금	**9.0**	**18.0**	**18.0**	**18.0**	**18.0**
자본잉여금	28.5	35.4	35.0	35.0	35.0
자본조정	(22.5)	0.0	(82.0)	(82.0)	(82.0)
기타포괄이익누계액	1.1	(6.1)	(4.1)	(4.1)	(4.1)
이익잉여금	552.6	730.1	841.2	981.5	1,169.6
비지배주주지분	**206.9**	**207.6**	**214.6**	**218.5**	**223.5**
자본총계	**775.6**	**984.9**	**1,022.6**	**1,166.8**	**1,359.9**
순금융부채	0.7	(388.4)	(466.2)	(660.0)	(898.5)

현금흐름표

(단위: 십억원)

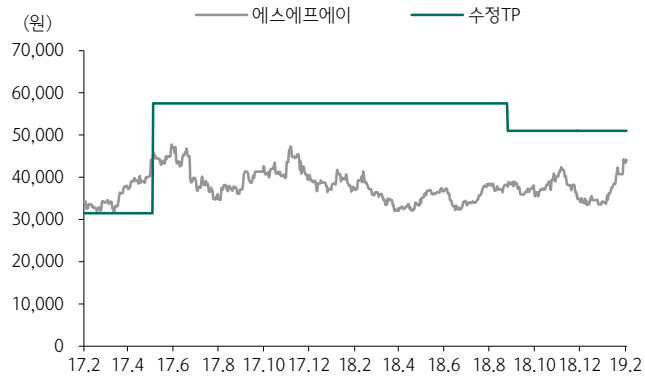
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	**164.5**	**376.6**	**251.8**	**242.6**	**289.2**
당기순이익	79.6	203.3	184.1	185.9	234.8
조정	119.7	88.7	(96.5)	56.6	50.4
감가상각비	73.6	73.8	62.7	56.6	50.3
외환거래손익	(0.3)	9.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	46.4	5.1	(159.2)	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(34.8)	84.6	164.2	0.1	4.0
투자활동 현금흐름	**(77.0)**	**(52.9)**	**(37.1)**	**(7.4)**	**(24.7)**
투자자산감소(증가)	(4.6)	(2.3)	0.9	(0.0)	(2.0)
유형자산감소(증가)	(26.3)	(77.9)	(32.7)	(7.0)	(7.0)
기타	(46.1)	27.3	(5.3)	(0.4)	(15.7)
재무활동 현금흐름	**(58.2)**	**(6.0)**	**(117.1)**	**(91.7)**	**(91.7)**
금융부채증가(감소)	(62.6)	(37.7)	14.0	(50.0)	(50.0)
자본증가(감소)	1.1	15.9	(0.4)	0.0	0.0
기타재무활동	10.3	35.3	(86.0)	0.0	0.0
배당지급	(7.0)	(19.5)	(44.7)	(41.7)	(41.7)
현금의 증감	**29.4**	**309.5**	**99.0**	**143.5**	**172.8**
Unlevered CFO	222.7	330.2	166.3	294.5	347.0
Free Cash Flow	135.5	294.2	219.0	235.6	282.2

자료: 하나금융투자

Analyst 김현수 02-3771-7503

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스에프에이



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.10.9	BUY	51,000		
18.9.5	Analyst Change	51,000	-26.18%	-
17.5.15	BUY	57,500	-33.39%	-16.96%
16.11.13	BUY	31,500	7.94%	40.48%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.2%	5.0%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2019년 2월 11일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김현수)는 2019년 02월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.