

에스에프에이 (056190)

디스플레이

최영산



02 3770 5728

yungsan.choi@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	58,000원 (U)
현재주가 (2/11)	44,150원
상승여력	31%

시가총액	15,854억원
총발행주식수	35,908,760주
60일 평균 거래대금	56억원
60일 평균 거래량	147,405주
52주 고	44,200원
52주 저	32,050원
외인지분율	27.00%
주요주주	디와이홀딩스 외 4 인 36.15%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	29.5	9.8	19.2
상대	21.2	2.9	36.9
절대(달러환산)	28.5	10.2	15.7

활시위를 떠난 화살

중요한 시점에 나온 서프라이즈, 결국 화살은 과녁에 도달할 것

에스에프에이(이하 동사)의 4분기 연결 잠정실적은 매출액 3,907억원(YoY -8.2%), 영업이익 670억 원(YoY +31%)으로 시장 컨센서스를 크게 상회하였다. **실적 서프라이즈의 원인은 1) 동사 개별 실적의 높은 수익성(OPM 21%) 달성과, 2) SFA반도체의 예상을 뛰어넘은 서프라이즈 때문이었다.** SFA반도체는 4Q18 매출액 1,393억원, 영업이익 163억원(OPM 11.7%)을 기록, 통상적인 분기별 영업이익 50~60억 수준의 3배에 달하는 영업이익을 보여주면서 실적 서프라이즈를 가장 크게 견인하였다. 필리핀 2공장의 신규 가동이 예상보다 빨라졌고, 매출제품 구성에 고부가 제품(범핑) 비중이 확대되면서 수익성이 크게 향상되었다.

개별 실적의 높은 OPM의 경우, 지속적인 SDC의 A3~A4 라인의 일부 개조 보수 프로젝트들의 원가가 예상보다 낮게 나오면서 발생하는 정산 차익에 기인한 것으로 보인다. 중요한 점은 이러한 개조 보수 프로젝트들이 결국 SDC의 주력 POLED라인에서의 일부 공정 변화에서 사용된다는 점인데, 이러한 해당 공정에는 당연히 Y-OCTA 등의 새로운 신공정들이 포함되면서 신규 개조 보수 수요를 창출해낼 것으로 예상된다. 또한 4분기 실적은 물류 사업부의 실적도 매출액 약 560억원 수준을 기록하면서 예상보다 좋은 흐름을 보여주었는데, 해당 물류 매출에는 SDI와 SK이노베이션의 해외 배터리 공장 증설에 동사의 클린물류가 반영된 것에 기인한다. 2018년에는 이차전지향 물류 매출액이 약 600억원 수준으로 반영된 것으로 보이며, 2019년에는 700억원 이상으로 규모가 지속확대 될 것으로 보인다.

단기간에 오른 주가에 대한 고민이 드는 시점, 오히려 당사는 목표주가 추가 상향

당사가 2019년 OLED 대표 장비주로 뽑았던 동사는 1월부터 현재까지 약 30% 가까이 오르며 폭발적인 상승을 보여주었다. 당사는 이미 시장에서 가장 높은 56,000원의 목표주가를 동사에 부여하고 있으나, 추가적으로 목표주가를 58,000원으로 상향한다. (2019F EPS에 과거 3개년(15~17) 12M Fwd P/E 평균인 11.2x를 적용) 아래 그림 2에도 있듯, 시장 컨센서스 기준 동사의 12M Fwd P/E는 이제서야 9배 수준까지 올라온 상황이다. 그러나 그마저도 동사의 신규수주가 작년대비 약 64% 증가한 1.2조원으로 예상되는 상황에서, SFA반도체까지 힘을 보태면서 시장 추정치가 상향됨에 따라, **결국 2019 Fwd P/E는 8x 수준까지 떨어진다.**

당사가 꾸준히 주장해왔듯, 현재 장비업종 cycle에 과거 3구간의 7~9x 수준의 멀티플은 무조건적으로 비중확대를 고려해야 하는 밸류에이션 구간이다. **2010년 이후로 동사의 12M Fwd P/E는 7~8x 구간이 가장 낮았던 밸류에이션이다. (그림2 참조)** 즉, 최악의 가정에 고객사의 신규수주가 거의 없다시피 했을 때의 구간이다. 단기간에 빠르게 오른 주가의 단기 조정이 올 수는 있으나, 과거의 박스권 하단에 도달하기는 쉽지 않아 보인다. 오히려 단기 조정에는 비중확대 전략 유효하며, 결국 주가 하단과 상단을 올려가면서 주가는 우상향할 것으로 보인다. **활시위를 떠난 화살의 과녁은 정해져 있다. 눈 앞에 있는 활시위를 보기 보다는, 결국 화살이 도달할 과녁을 보아야 한다.**

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,909	-8.2	-0.4	3,838	1.9
영업이익	670	31.5	17.7	494	35.6
세전계속사업이익	510	-22.4	-7.6	497	2.5
지배순이익	347	-22.4	-9.0	361	-3.8
영업이익률 (%)	17.1	+5.1 %pt	+2.6 %pt	12.9	+4.2 %pt
지배순이익률 (%)	8.9	-1.6 %pt	-0.8 %pt	9.4	-0.5 %pt

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	13,197	19,204	15,607	16,877
영업이익	1,208	2,361	2,359	2,450
지배순이익	782	1,969	1,573	1,860
PER	13.0	7.1	9.2	7.8
PBR	1.7	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.3	3.7	5.4	4.4
ROE	14.7	29.3	19.7	20.8

당사가 보는 이번 장비주 cycle 의 5가지 포인트

1월부터 시작된 폭발적인 OLED 장비업종의 랠리는 여러가지 이유도 있겠지만, 사실 그 시작점은 가장 간단한 로직인 ‘SDC CAPEX 가 18년을 바닥으로 19 → 20년 점증하는 시나리오이기 때문에, 지금 사실상 바닥 구간인 7~9x 구간에 담자’라는 접근이었다. 그러나 1월 하반월에 A5에 대한 시장의 기대감이 급속도로 형성되기 시작하면서, 사실상 대표 장비업종인 에스에프에이, AP 시스템, 원익 IPS, HB 테크놀로지, 아이씨디 등은 30% 가까이 전부 폭발적으로 성장했다. 추가적으로 상대적으로 작은 업종인 케이팩, 이엘피, 예스티, 이오테크닉스, 필옵틱스 등도 30~40%가량 크게 상승하였다.

이에 따라 장비업종 주가가 과거 박스권의 상단 수준에 도달하게 되면서, 투자자들 사이에서는 차익실현이냐 추가 비중확대냐를 두고 많은 고민이 존재하는 것으로 보인다. **당사는 5가지의 주요 포인트를 가지고 올해의 장비주 cycle 을 분석한다.**

1) LCD 에서 QD-OLED 로의 전환투자와 Y-OCTA 전환 라인투자로 인한 SDC CAPEX 점증 시나리오 만으로도 장비업종 멀티플은 과거 박스권 구간 7~9x 보다 더 상향된 10~11x 수준까지는 최소 지지해야 한다.

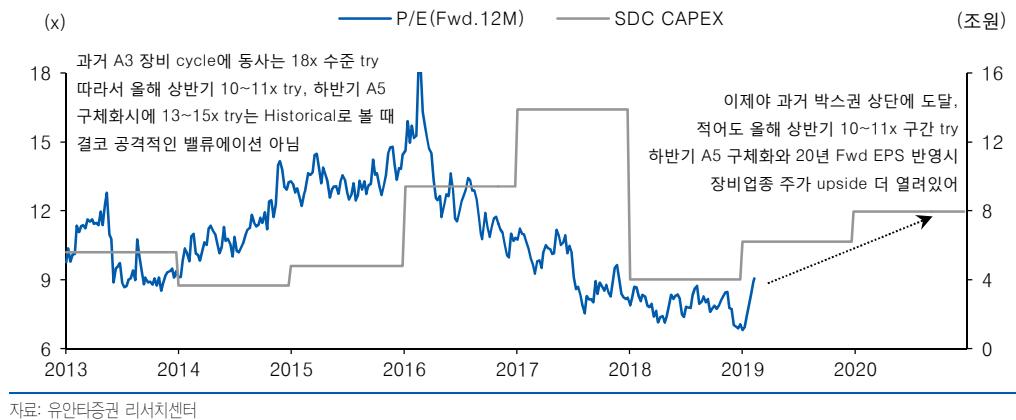
2) A5에 대한 방향성에 대해서는 시장이 믿고 있는 상황에서, SDC 자체적으로 직접 A5 Fab에 대한 방향성이 제시되는 시점에는 13~15x 수준까지 멀티플 try 가능하다.

3) A5에 대한 구체적인 application 과 투자 금액이 확정되는 시기가 올해 하반기나 4Q19에는 올 것으로 예상하는데, 그 금액과 비중에 따라, 장비업종 사이클이 과거 A3라인 때의 멀티플 (15~18x)을 넘어설 수 있을지 말지가 결정될 것으로 보인다.

4) 올해 하반기~연말에는 장비업종의 2020년 Fwd EPS를 반영하게 되는데, 대부분 장비업종들의 수주 공백이 2018년도에 심했던 만큼, 올해에는 신규수주 규모가 18년 대비 yoy 증가하게 되면서, 19년 하반기와 2020년 실적은 올해 대비 좋아지는 그림으로 나올 것으로 보인다. 즉, 2020년 Fwd EPS를 반영하면 추가 upside 가 생길 럼이 커질 것으로 보인다.

5) 당사가 꾸준히 제시해왔듯, 이번 cycle 은 과거 사이클처럼 단기에 폭발적인 사이클이 아닌, 1년을 넘기는 보다 긴 사이클이 될 것으로 예상한다. 이번 사이클과 과거 A3 사이클의 가장 큰 차이는 1) 과거 사이클은 수요처가 확보된 확실한 사이클이었고, 2) 현재 사이클은 수요처가 확보되어 진행하는 사이클은 아니나, A5 Fab 의 규모가 A3 대비 확연히 크다는 점이 각종 가능성 을 만들어내기에 충분하다는 점이다. 결국 확실한 수요처가 있었던 A3냐, 삼성의 의지가 가장 중요해지는 거대한 A5의 방향성느냐가 이번 사이클의 기울기를 결정할 것으로 보인다.

[그림 1] 에스에프에이 12M Fwd P/E 와 SDC CAPEX 추이



[그림 2] SFA 12M Fwd P/E 추이 (2010년~현재)



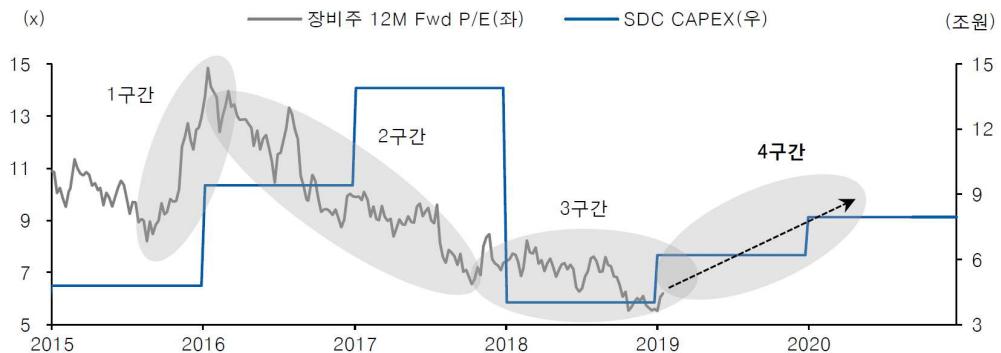
[표 1] 에스에프에이 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018F	2019F
매출액(연결)	4,043	3,728	3,927	3,909	3,660	4,089	4,559	4,569	19,204	15,607	16,877
YoY(%)	-12.4%	-35.1%	-14.3%	-8.2%	-9.5%	9.7%	16.1%	16.9%	0.0%	-18.7%	8.1%
매출액(개별)	2,595	2,355	2,317	2,177	2,255	2,638	2,828	2,698	13,139	9,443	10,419
디스플레이	2,332	2,035	1,782	1,519	1,821	2,174	2,326	2,121	12,279	7,667	8,442
일반물류,	262	320	535	658	434	464	502	577	859	1,776	1,977
SNU 및 기타	1,448	1,373	1,610	1,732	1,405	1,451	1,731	1,871	6,065	6,164	6,458
신규수주	3,461	1,116	1,513	1,292	2,703	3,603	3,330	2,642	12,922	7,382	12,279
매출총이익	739	828	829	890	775	852	937	868	3,251	3,286	3,432
영업이익	514	606	569	670	585	618	645	602	2,361	2,359	2,450
YoY(%)	16%	-22%	-9%	31%	14%	2%	13%	-10%		0%	4%
영업이익률	12.7%	16.3%	14.5%	17.1%	16.0%	15.1%	14.1%	13.2%	12.3%	15.1%	14.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 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	15,607	16,877	18,970
매출원가	11,261	15,953	12,321	13,445	15,112
매출총이익	1,936	3,251	3,286	3,432	3,857
판관비	728	890	927	982	1,103
영업이익	1,208	2,361	2,359	2,450	2,754
EBITDA	1,944	3,098	2,359	2,450	2,754
영업외순익	-155	291	-117	121	157
외환관련순익	11	-149	59	48	48
이자순익	-58	-46	12	73	109
관계기업관련순익	0	0	0	0	0
기타	-108	485	-188	0	0
법인세비용차감전순순익	1,053	2,652	2,243	2,571	2,911
법인세비용	257	618	544	566	640
계속사업순순익	796	2,033	1,698	2,006	2,270
증단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	796	2,033	1,698	2,006	2,270
지배지분순이익	782	1,969	1,573	1,860	2,106
포괄순이익	814	1,869	1,883	2,238	2,503
지배지분포괄이익	783	1,898	1,723	2,068	2,316

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

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,237	11,331	12,106	14,352	16,198
현금및현금성자산	2,764	5,859	6,674	8,552	10,105
매출채권 및 기타채권	4,393	4,066	1,596	1,852	2,074
재고자산	397	285	411	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	19,691	22,043	23,948
유동부채	4,572	5,409	6,823	7,906	8,341
매입채무 및 기타채무	3,476	4,439	4,045	5,163	5,619
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	9,330	10,238	10,455
지배지분	5,687	7,773	8,221	9,665	11,354
자본금	90	180	180	180	180
자본잉여금	285	354	349	349	349
이익잉여금	5,526	7,301	8,235	9,678	11,367
비지배지분	2,069	2,076	2,139	2,139	2,139
자본총계	7,756	9,849	10,361	11,804	13,493
순차입금	7	-3,884	-5,210	-7,298	-9,091
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	3,729	2,766	2,456
당기순이익	796	2,033	1,698	2,006	2,270
감가상각비	736	738	0	0	0
외환손익	-3	98	-24	-48	-48
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-348	846	2,891	1,099	528
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	-486	-676	-734
현금의 증감	294	3,095	815	1,878	1,553
기초 현금	2,471	2,764	5,859	6,674	8,552
기말 현금	2,764	5,859	6,674	8,552	10,105
NOPLAT	1,208	2,361	2,359	2,450	2,754
FCF	1,012	2,570	4,421	2,905	2,617

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

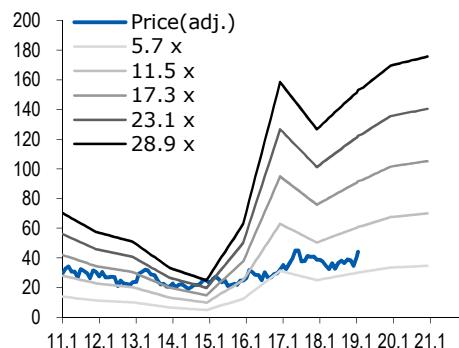
2. PER은 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,179	5,484	4,382	5,181	5,865
BPS	16,296	21,646	24,545	28,854	33,896
EBITDAPS	10,828	8,629	6,571	6,823	7,669
SPS	36,753	53,480	43,462	46,999	52,827
DPS	560	1,245	1,245	1,245	1,245
PER	13.0	7.1	9.2	7.8	6.9
PBR	1.7	1.8	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.3	3.7	5.4	4.4	3.2
PSR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	150.9	45.5	-18.7	8.1	12.4
영업이익 증가율 (%)	108.3	95.4	-0.1	3.8	12.4
지배순이익 증가율 (%)	153.7	151.7	-20.1	18.2	13.2
매출총이익률 (%)	14.7	16.9	21.1	20.3	20.3
영업이익률 (%)	9.2	12.3	15.1	14.5	14.5
지배순이익률 (%)	5.9	10.3	10.1	11.0	11.1
EBITDA 마진 (%)	14.7	16.1	15.1	14.5	14.5
ROIC	12.8	27.5	37.8	55.4	69.9
ROA	5.8	11.9	8.3	8.9	9.2
ROE	14.7	29.3	19.7	20.8	20.0
부채비율 (%)	94.1	83.9	90.1	86.7	77.5
순차입금/자기자본 (%)	0.1	-50.0	-63.4	-75.5	-80.1
영업이익/금융비용 (배)	11.0	21.3	23.2	26.1	32.7

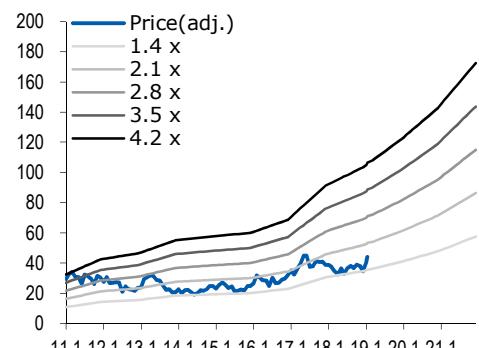
P/E band chart

(천원)



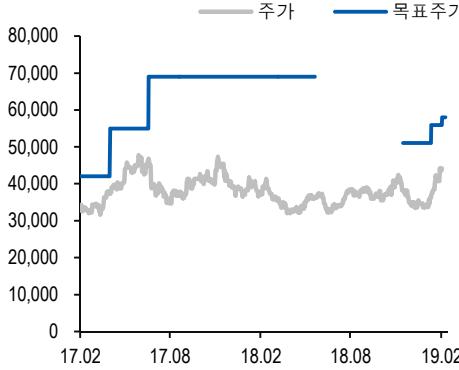
P/B band chart

(천원)



에스에프에이 (056190) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표기준 대상시점	괴리율		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2019-02-12	BUY	58,000	1년			
2019-01-21	BUY	56,000	1년	-27.27	-21.07	
2018-11-25	BUY	51,000	1년	-31.12	-25.10	
	담당자 변경					
2018-06-28	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: 괴리율 = (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)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-09

※ 해외 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 신뢰할만하다고 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.