

2017/08/10

에스에프에이 (056190)

디스플레이 정원석

(2122-9203) wschung@hi-ib.com

주가 하락을 무색하게 하는 실적 Surprise!

Buy (Maintain)

■ 하반기 견조한 실적 이어지며 연간 사상 최대 실적 기록할 전망

동사 2Q17 실적 (연결 기준)은 매출액 5,748억원 (YoY: +106%, QoQ: +25%), 영업이익 781억원 (YoY: +298%, QoQ: +76%)을 기록하며 당사 전망치 (매출액 5,117억원, 영업이익 550억원)를 큰 폭으로 상회하였다. 호실적의 주요 요인으로는 ① 수주 잔고의 매출 인식이 전반적으로 앞당겨져 반영되고 있으며, ② Royole로부터 수주 받았던 증착기 매출 인식 본격화로 제품 Mix가 개선되면서 매출과 영업이익이 모두 크게 증가한 것으로 분석된다.

상반기 주요 고객사들의 Flexible OLED 신규 투자 확대로 2분기 말 수주잔고가 8,224억원 규모에 달하며 하반기에 중국 업체 중심의 물류 설비 관련 신규 수주가 예상되어 하반기에도 양호한 실적을 나타낼 것으로 전망된다. 이를 반영한 하반기 실적은 상반기와 유사한 수준인 매출액 1조원, 영업이익 1,130억원을 기록하며 연간 사상 최대 실적을 달성할 것으로 추정된다.

■ OLED 증착기 수주 기대감은 여전히 높다

향후 동사는 관계사인 에스엔유와 협업으로 OLED 증착 장비 분야에서 기술 경쟁력이 강화될 것으로 기대된다. 최근 중국 시장 내 증착 Source에 대한 평가에서 에스엔유의 기술력이 경쟁사 대비 상당히 앞서 있는 것으로 평가되고 있기 때문이다. 지금까지 중소형 OLED 증착기 시장은 사실상 Tokki가 과점하고 있지만 핵심 부품인 증착 Source를 따로 공급받아야 하기 때문에 일부 중화권 업체들의 경우 Turn-key 방식으로 동사의 진공 Chamber와 증착 Source를 공급받아 양산 Line에 적용할 가능성이 높을 것으로 판단된다. 아직까지 중국 업체들이 OLED 생산 경험이 없어 증착 기술 확보 및 동사와의 신뢰 구축에 다소 시간이 필요하겠지만 향후 증착기 수주 확대에 공정 장비 공급 다변화가 본격화될 전망이다.

■ 매수 투자 의견 및 목표주가 유지

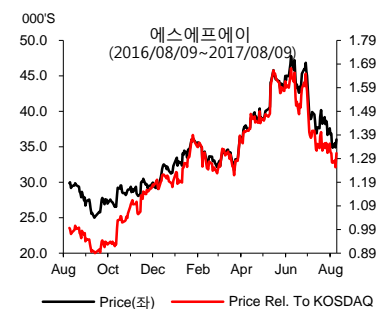
동사에 대한 매수 투자 의견 및 목표주가를 유지한다. 최근 주가는 GVO항 6세대 OLED 증착기 입찰 경쟁에서 경쟁사에게 밀린 것으로 확인된 이후 전고점 대비 24% 하락하였다. 그러나 중장기적인 관점에서 전세계 Flexible OLED 투자 Cycle은 여전히 진행 중이며 향후 증착기 수주 가능성을 감안할 때 17년 예상 실적 기준 P/E 7배 수준인 현 주가는 현저히 저평가되어 있다고 판단된다. 따라서 이번 주가 조정을 비중 확대의 기회로 활용할 것을 권고한다.

목표주가(12M)	51,000원
종가(2017/08/09)	36,000원

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	3,591만주
시가총액	1,293십억원
외국인지분율	26.5%
배당금(2016)	1,120원
EPS(2017E)	5,065원
BPS(2017E)	18,601원
ROE(2017E)	29.4%
52주 주가	24,950~47,750원
60일평균거래량	305,377주
60일평균거래대금	14.9십억원

Price Trend

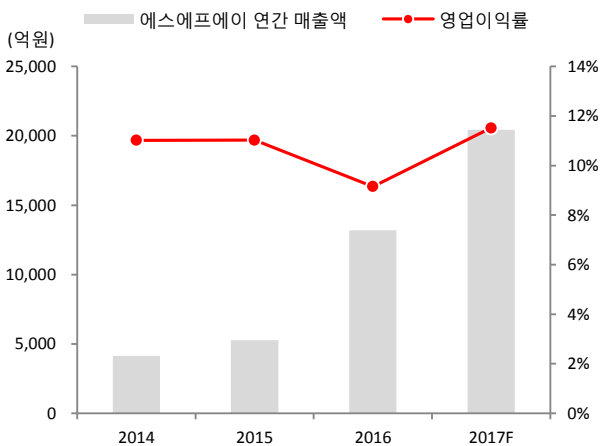


<표 1> 에스에프에이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(단위: 억원)											
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액 (연결 기준)	2,053	2,794	3,202	5,149	4,615	5,748	5,057	5,023	5,261	13,197	20,442
에스에프에이	1,081	1,706	1,952	3,761	3,081	4,315	3,413	3,303	4,966	8,500	14,112
SFA 반도체	881	988	1,142	1,281	1,158	1,090	1,285	1,346	5,165	4,292	4,879
에스엔유	-	-	-	-	279	239	259	272	-	-	1,049
기타	91	101	108	106	96	104	100	102	295	406	402
YoY	136%	96%	124%	236%	125%	106%	58%	-2%	27%	151%	55%
QoQ	34%	36%	15%	61%	-10%	25%	-12%	-1%	-	-	-
매출원가	1,838	2,426	2,759	4,238	3,956	4,751	4,272	4,243	4,184	11,261	17,222
매출원가율	90%	87%	86%	82%	86%	83%	84%	84%	80%	85%	84%
매출총이익	215	368	443	910	659	997	784	780	1,076	1,936	3,220
매출총이익률	10%	13%	14%	18%	14%	17%	16%	16%	20%	15%	16%
영업이익	48	196	296	669	444	781	567	563	580	1,208	2,354
영업이익률	2%	7%	9%	13%	10%	14%	11%	11%	11%	9%	12%
YoY	89%	11%	68%	230%	831%	298%	92%	-16%	27%	108%	95%
QoQ	-77%	311%	51%	126%	-34%	76%	-27%	-1%	-	-	-
세전이익	163	185	328	377	611	735	551	546	505	1,053	2,442
세전이익률	8%	7%	10%	7%	13%	13%	11%	11%	10%	8%	12%
당기순이익	128	165	254	249	471	560	415	410	308	796	1,856
당기순이익률	6%	6%	8%	5%	10%	10%	8%	8%	6%	6%	9%
YoY	298%	242%	197%	74%	268%	239%	64%	65%	-25%	158%	133%
QoQ	-10%	29%	53%	-2%	89%	19%	-26%	-1%	-	-	-

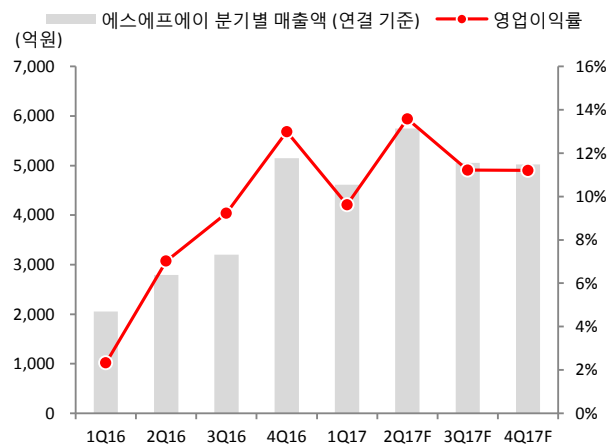
자료: 에스에프에이, 하이투자증권

<그림 1> 에스에프에이 연간 실적 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, 하이투자증권

<그림 2> 에스에프에이 분기별 실적 추이 및 전망



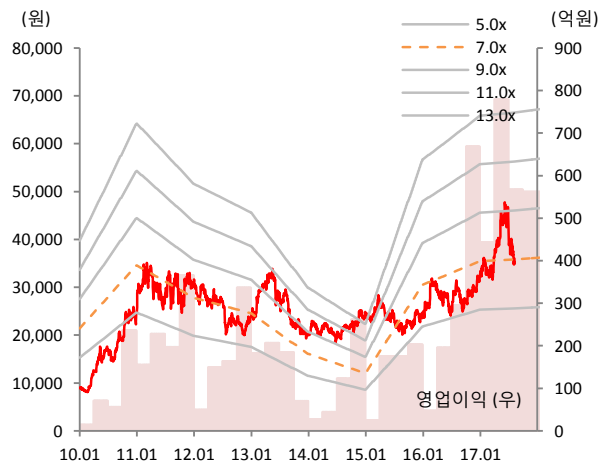
자료: 에스에프에이, 하이투자증권

<표 2> 에스에프에이 목표주가 산출

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	비고
EPS (원)	2,192	4,943	3,972	3,514	2,301	1,717	4,358	5,065	
BPS (원)	14,704	19,845	20,776	25,714	26,594	27,645	31,676	18,601	
고점 P/E (배)	8.5	7.1	8.0	9.6	11.0	16.5	7.4	9.4	최근 3년간 평균: 11.1
평균 P/E (배)	5.3	6.1	6.4	7.5	9.4	13.8	6.4	7.5	최근 3년간 평균: 9.3
저점 P/E (배)	2.7	5.0	5.0	5.5	8.0	11.7	5.4	6.2	최근 3년간 평균: 7.9
고점 P/B (배)	1.7	1.8	1.5	1.3	0.9	1.0	1.0	2.6	최근 3년간 평균: 1.4
평균 P/B (배)	1.0	1.5	1.2	1.0	0.8	0.9	0.9	2.0	최근 3년간 평균: 1.1
저점 P/B (배)	0.5	1.2	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	1.7	최근 3년간 평균: 1.0
ROE	16.0%	28.6%	19.6%	15.1%	8.8%	6.3%	14.7%	29.4%	지배주주순이익 기준
Target P/E (배)								9.3	최근 3년간 평균 P/E 배수
적용 EPS (원) = 17년								5,065	
적정주가 (원)								46,957	
목표주가 (원)								47,000	17년 예상 실적 기준 P/E 9.3배
전일 증가 (원)								36,000	17년 예상 실적 기준 P/E 7.1배
상승 여력								31%	

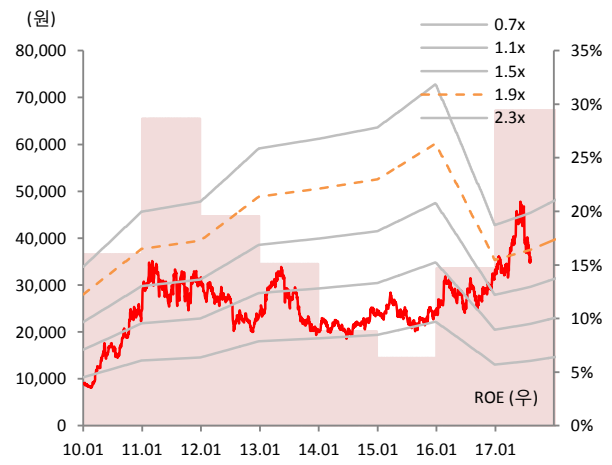
자료: 에스에프에이, 하이투자증권

<그림 3> 에스에프에이 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

<그림 4> 에스에프에이 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	824	1,039	1,193	1,338
현금 및 현금성자산	276	186	247	299
단기금융자산	45	43	45	43
매출채권	439	698	797	880
재고자산	40	88	79	89
비유동자산	682	650	606	576
유형자산	498	466	423	393
무형자산	124	124	124	124
자산총계	1,505	1,689	1,799	1,914
유동부채	457	541	554	566
매입채무	348	439	452	464
단기차입금	-	-	-	-
유동성장기부채	77	77	77	77
비유동부채	272	269	270	271
사채	21	21	21	21
장기차입금	186	186	186	186
부채총계	730	810	824	837
지배주주지분	569	668	760	859
자본금	9	18	18	18
자본잉여금	28	28	28	28
이익잉여금	553	641	731	828
기타자본항목	-22	-22	-22	-22
비지배주주지분	207	211	214	218
자본총계	776	879	975	1,077

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,320	2,044	2,149	2,246
증가율(%)	150.9	54.9	5.1	4.5
매출원가	1,126	1,722	1,795	1,875
매출총이익	194	322	354	371
판매비와관리비	73	87	106	107
연구개발비	10	12	13	12
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	121	235	248	265
증가율(%)	108.3	94.9	5.4	6.8
영업이익률(%)	9.2	11.5	11.5	11.8
이자수익	5	4	5	6
이자비용	11	8	10	9
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-20	11	4	3
세전계속사업이익	105	244	250	267
법인세비용	26	59	60	64
세전계속이익률(%)	8.0	11.9	11.6	11.9
당기순이익	80	186	190	203
순이익률(%)	6.0	9.1	8.8	9.0
지배주주귀속 순이익	78	182	186	199
기타포괄이익	2	2	2	2
총포괄이익	81	187	192	205
지배주주귀속총포괄이익	78	182	186	199

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	164	154	294	247
당기순이익	80	186	190	203
유형자산감가상각비	74	42	52	41
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-77	-58	-64	-61
유형자산의 처분(취득)	3	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-2	-	-	-
금융상품의 증감	5	2	-2	2
재무활동 현금흐름	-58	-13	-96	-98
단기금융부채의증감	-49	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	9	-	-
배당금지급	-7	-20	-94	-96
현금및현금성자산의증감	29	-91	61	53
기초현금및현금성자산	247	276	186	247
기말현금및현금성자산	276	186	247	299

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	4,358	5,065	5,180	5,546
BPS	31,676	18,601	21,170	23,917
CFPS	8,457	6,235	6,634	6,675
DPS	1,120	2,604	2,663	2,851
Valuation(배)				
PER	7.4	7.1	7.0	6.5
PBR	1.0	1.9	1.7	1.5
PCR	3.8	5.8	5.4	5.4
EV/EBITDA	2.8	4.9	4.3	4.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.7	29.4	26.0	24.6
EBITDA 이익률	14.7	13.6	14.0	13.6
부채비율	94.1	92.2	84.5	77.7
순부채비율	-4.8	6.3	-0.7	-5.3
매출채권회전율(x)	4.2	3.6	2.9	2.7
재고자산회전율(x)	38.2	32.0	25.8	26.8

자료 : 에스에프에이, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-10	Buy	51,000
2017-03-30	Buy	90,000
2017-02-27	Buy	85,000

Compliance notice

보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 정원석\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-