

2017/03/30

에스에프에이(056190)

모든 것이 좋다

디스플레이 정원석

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

Buy (Maintain)

목표주가(6M) 90,000원

종가(2017/03/29) 70,800원

■ 17년 실적 시장 예상 크게 상회할 전망

전세계 디스플레이 업체들의 중소형 OLED 신규 투자 확대로 17년 동사의 연결 기준 매출액은 1.9조원 (YoY: +40%), 영업이익은 2,105억원 (YoY: +74%)을 기록하며 전년 대비 큰 폭의 증가세를 나타낼 것으로 전망된다. 동사는 지난 1월 중국 Royole로부터 받은 5.5세대 OLED 증착기 구매 의향서와 3월 23일~24일 국내 고객사향으로 추정되는 5,064억원 규모의 신규 수주 공급 계약건을 공시한 바 있으며, 향후에도 중화권 업체들로부터의 OLED 생산 설비 관련 신규 수주가 지속될 것으로 예상된다. 특히 지난해 말 수주잔고가 약 7,100억원에 달할 것으로 추정된다는 점을 감안시 올해 별도 기준 연간 실적은 상향 조정된 당사의 전망치를 상회할 가능성도 상당히 높다는 판단이다.

■ OLED 증착기 업체의 완전체가 되어간다

향후 동사는 에스엔유 인수를 통해 OLED 증착 장비 분야에서 기술 경쟁력을 강화할 것으로 기대된다. 최근 업계에 따르면 증착 Source에 대한 평가에서 에스엔유의 기술력이 경쟁사 대비 상당히 앞서 있는 것으로 파악되기 때문이다. 지금까지 중소형 OLED 증착기 시장은 사실상 Tokki가 과점하고 있지만 전방 업체들의 중장기 OLED 신규 투자 계획 대비 Tokki의 연간 Capa를 감안할 때 병목 현상이 발생하면서 Line 가동 시점이 상당히 늦어질 수 있고, 증착 Source를 따로 제작해야 한다는 점 등을 감안할 때 일부 중화권 업체들의 경우 Turn-key 방식으로 동사의 진공 Chamber와 증착 Source를 공급받아 양산 Line에 적용할 가능성이 충분히 있을 것으로 판단되어 수혜가 예상된다.

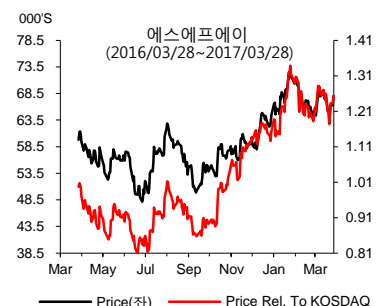
■ 매수 투자 의견 유지, 목표주가 90,000원으로 상향 조정

17년 전방 업체들의 신규 투자 확대 본격화로 사상 최대 실적과 25%의 높은 ROE를 기록할 것으로 전망되는 동사에 대한 매수 투자 의견 유지, 목표주가는 90,000원으로 상향 조정한다. 동사는 물류 장비뿐만 아니라 중소형 OLED 증착기 수주에 성공하며 물류 장비 업체에서 공정 장비로 빠르게 변화하고 있다. 특히 올해는 GVO, Truly 등으로부터 6세대 증착기의 의미 있는 수주가 가시화될 것으로 전망되어 Valuation 배수의 상승이 나타날 것으로 예상된다. 17년 예상 실적 기준 P/E 8배 수준인 현 주가에서 상승 여력이 충분히 존재한다는 판단이며 비중 확대를 권고한다.

Stock Indicator

자본금	9십억원
발행주식수	1,795만주
시가총액	1,271십억원
외국인지분율	23.6%
배당금(2015)	402원
EPS(2016E)	4,358원
BPS(2016E)	31,676원
ROE(2016E)	14.7%
52주 주가	48,150~72,300원
60일평균거래량	107,609주
60일평균거래대금	7.2십억원

Price Trend



17년 실적 시장 예상 크게 상회할 전망

전세계 디스플레이 업체들의 중소형 OLED 신규 투자 확대로 17년 동사의 연결 기준 실적은 매출액 1.9조원 (YoY: +40%), 영업이익 2,105억원 (YoY: +74%)을 기록하며 전년 대비 큰 폭의 증가세를 나타낼 것으로 전망된다. 현재 동사 실적에 대한 시장 Consensus는 매출액 1.5조, 영업이익 1,558억원 수준에 불과해 향후 이익 추정치 상향 조정이 나타날 경우 주가 상승에 긍정적인 것으로 판단된다.

동사는 이미 지난 1월에 중국 Royole로부터 받은 5.5세대 FMM OLED 증착기 구매 의향서와 3월 23일~24일에 국내 고객사향으로 추정되는 5,064억원 규모의 공급 계약건을 공시한 바 있으며, 향후에도 공정 장비 및 증착권 업체들로부터의 OLED 생산 설비 관련 신규 수주가 지속될 것으로 예상된다. 특히 지난해 말 수주잔고가 약 7,100억 원에 달할 것으로 추정된다는 점을 감안할 때 올해 동사의 별도 기준 연간 실적은 당사의 전망치인 매출액 1.2조원 (YoY: +44%), 영업이익 1,726억원 (YoY: +65%)을 상회할 가능성도 상당히 높다는 판단이다.

동사의 분기별 연결 기준 실적은 주요 종속회사인 SFA 반도체의 상저하고 실적 계절성과 에스엔유의 영업 정상화가 뚜렷할 것으로 예상되는 2분기부터 개선세가 더욱 가파를 것으로 추정된다. 지난 12월에 인수한 에스엔유는 올해부터 연결 회사로 실적에 반영될 예정이나 연간 영업이익이 손익분기점 수준에 그칠 것으로 보인다. 따라서 이로 인한 17년 이익 증가는 미미할 전망이다. 그러나 에스엔유 인수로 향후 OLED 증착 장비 부문에서 동사와의 높은 기술적 시너지를 기대할 수 있다는 점에 대해 다음 장에서 언급하고자 한다.

<표 1> 에스에프에이 실적 추정치 변경

(단위: 억원)												
	기존				신규				차이			
	1Q17F	2Q17F	3Q17F	2017F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	2017F	1Q17F	2Q17F	3Q17F	2017F
매출액	3,924	4,437	4,648	17,299	3,734	4,879	4,947	18,528	-5%	10%	6%	7%
매출원가	3,194	3,617	3,778	14,084	3,174	4,067	4,130	15,530	-1%	12%	9%	10%
매출원가율	81%	82%	81%	81%	85%	83%	83%	84%	-	-	-	-
매출총이익	730	820	870	3,215	560	812	817	2,998	-23%	-1%	-6%	-7%
판관비	312	303	298	1,239	220	216	216	893	-30%	-29%	-27%	-28%
영업이익	418	517	572	1,976	340	596	601	2,105	-19%	15%	5%	7%
영업이익률	11%	12%	12%	11%	9%	12%	12%	11%	-	-	-	-
당기순이익	340	428	484	1,632	249	451	459	1,585	-27%	5%	-5%	-3%
당기순이익률	9%	10%	10%	9%	7%	9%	9%	9%	-	-	-	-

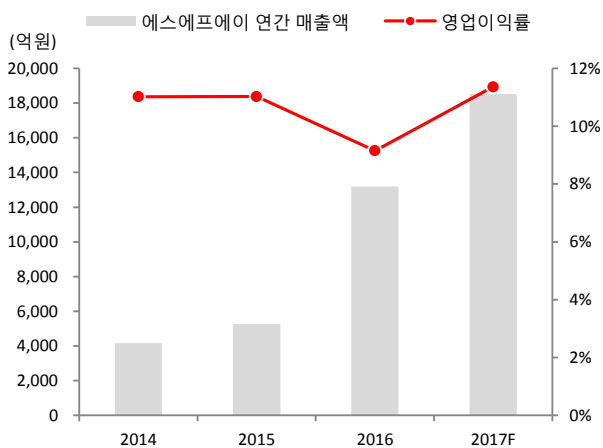
자료: 하이투자증권

<표 2> 에스에프에이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F
매출액 (연결 기준)	2,053	2,794	3,202	5,149	3,734	4,879	4,947	4,969	5,261	13,197	18,528
SFA	1,081	1,706	1,952	3,761	2,510	3,434	3,247	3,030	4,966	8,500	12,221
SFA 반도체	881	988	1,142	1,281	969	1,111	1,314	1,506	5,165	4,292	4,899
에스엔유	-	-	-	-	149	228	280	327	-	-	983
기타	91	101	108	106	107	106	106	106	295	406	426
YoY	136%	96%	124%	236%	82%	75%	54%	-3%	27%	151%	40%
QoQ	34%	36%	15%	61%	-27%	31%	1%	0%	-	-	-
매출원가	1,838	2,426	2,759	4,238	3,174	4,067	4,130	4,160	4,184	11,261	15,530
매출원가율	90%	87%	86%	82%	85%	83%	83%	84%	80%	85%	84%
매출총이익	215	368	443	910	560	812	817	809	1,076	1,936	2,998
매출총이익률	10%	13%	14%	18%	15%	17%	17%	16%	20%	15%	16%
영업이익	48	196	296	669	340	596	601	568	580	1,208	2,105
영업이익률	2%	7%	9%	13%	9%	12%	12%	11%	11%	9%	11%
YoY	89%	11%	68%	230%	615%	204%	103%	-15%	27%	108%	74%
QoQ	-77%	311%	51%	126%	-49%	75%	1%	-5%	-	-	-
세전이익	163	185	328	377	344	601	606	574	505	1,053	2,125
세전이익률	8%	7%	10%	7%	9%	12%	12%	12%	10%	8%	11%
당기순이익	128	165	254	249	255	459	467	434	308	796	1,615
당기순이익률	6%	6%	8%	5%	7%	9%	9%	9%	6%	6%	9%
YoY	298%	242%	197%	74%	99%	177%	84%	75%	-25%	158%	103%
QoQ	-10%	29%	53%	-2%	3%	80%	2%	-7%	-	-	-

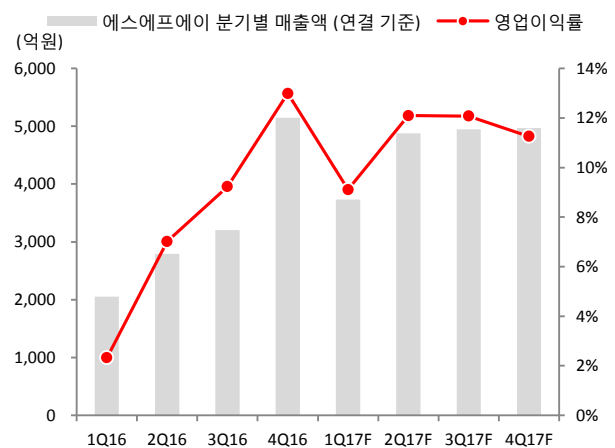
자료: 에스에프에이, 하이투자증권

<그림 1> 에스에프에이 연간 실적 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, 하이투자증권

<그림 2> 에스에프에이 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, 하이투자증권

OLED 증착기 업체의 완전체가 되어간다

지난 12월 5일 동사는 총 475억원을 들여 기존 대표 보유 주식과 유상증자 참여 및 전환사채 발행으로 에스엔유 지분 31%와 경영권을 인수한다고 밝혔다. 향후 동사는 에스엔유 인수를 통해 OLED 증착 장비 분야에서 기술 경쟁력을 강화할 것으로 기대된다.

지금까지 중소형 OLED 증착기 시장은 사실상 일본 업체인 Canon Tokki가 과점하고 있는 상황이다. 16년 기준 전세계 중소형 OLED Capa.에서 90%를 차지하고 있는 삼성디스플레이가 전부 Canon Tokki 증착기를 채택하고 있기 때문이다. 과거 동사를 포함한 국내 업체들도 OLED 증착 장비를 연구소 및 디스플레이 업체들에게 공급한 경험은 있지만 전세계 OLED 증착기 시장, 특히 중소형 OLED 증착기 시장에서 차지하고 있는 점유율은 약 10% 미만으로 미미한 수준이다.

OLED 증착기를 크게 두 부분으로 나누어보면 ‘진공 Chamber’와 ‘증착 Source’이다. 여기에서 증착 Source는 OLED 소재를 열로 가열하여 기화시켜 날려주는 장치를 의미하는 것으로 진공 Chamber와 함께 OLED 증착기의 핵심이라고 할 수 있다.

그러나 Canon Tokki도 증착 Source의 기술 완성도가 높지 않아 삼성디스플레이는 OLED 증착기 중 진공 Chamber만을 공급받고 있는 것으로 파악되며 증착 Source는 기술 유출 등을 우려해 삼성디스플레이가 자체 제작하여 내재화하고 있는 것으로 알려졌다. 따라서 LG디스플레이, 중화권 업체들이 Canon Tokki로부터 OLED 증착기를 공급 받더라도 삼성디스플레이와는 달리 증착 Source는 Canon Tokki 혹은 국내 업체인 에스엔유, 에스에프에이, 야스 등으로부터 따로 제작하여야 한다. 해외 업체들이 Canon Tokki 증착기를 양산 Line에 적용하더라도 당분간 삼성디스플레이와의 기술 격차가 존재할 수 밖에 없는 이유이다.

<그림 3> OLED 증착기는 크게 진공 Chamber와 Souce 증착부로 구분



자료: IHS, 업계, 하이투자증권

최근 업계에 따르면 증착 Source에 대한 평가에서 에스엔유 기술력이 Canon Tokki, 야스 등의 경쟁 업체들 대비 상당히 앞서 있는 것으로 파악된다. 에스엔유는 2013년에 중국 BOE로부터 6세대 증착기를 수주 받아 공급한 바 있으나 생산 수율 문제로 인해 오랜 기간 어려움을 겪으면서 재무 구조가 크게 악화되었다. 그러나 그 과정에서 에스엔유는 OLED 증착 관련한 상당한 기술력과 경험을 확보한 것으로 판단되며 최근에는 경쟁사 대비 우위에 있는 것으로 보인다.

동사도 과거 삼성디스플레이가 RGB 방식의 OLED TV 개발을 하던 당시 8세대 대형 OLED 증착기를 공급한 경험이 있다. 또한 14년부터 Truly와 GVO, Royole 등에 4.5세대, 5.5세대 중소형 OLED 증착기를 수주하였다. 따라서 당사는 동사가 진공 Chamber 기술에서는 경쟁사 대비 크게 뒤처지지 않을 것으로 판단하고 있다. 향후 동사는 에스엔유 인수로 OLED 증착 장비 분야에서 기술 경쟁력을 높이면서 진공 Chamber와 증착 Source와 관련한 기술을 모두 확보할 것으로 예상된다.

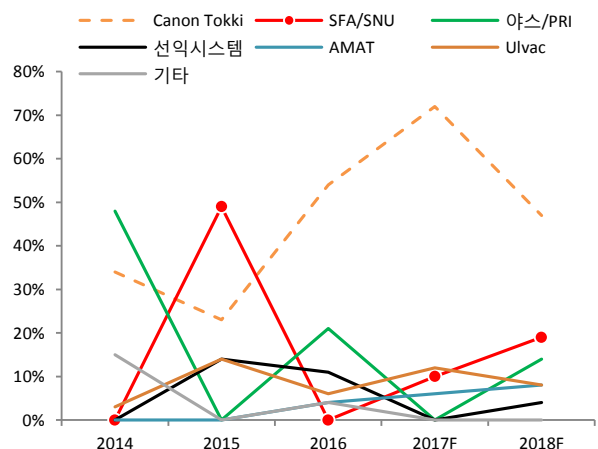
올해부터 OLED 신규 설비 투자를 본격화하고 있는 중화권 업체들은 대부분 삼성디스플레이향 진공 Chamber 수주 경험이 많은 Canon Tokki의 증착기를 우선적으로 고려할 것이다. 그러나 전방 업체들의 증장기 OLED 신규 투자 계획 대비 Canon Tokki의 연간 Capa.를 감안할 때 병목 현상이 발생하면서 Line 가동 시점이 상당히 늦어질 수 있고, 증착 Source를 따로 제작해야 한다는 점 등을 감안할 때 일부 중화권 업체들의 경우 Turn-key 방식으로 동사의 진공 Chamber와 증착 Source를 공급받아 양산 Line에 적용할 가능성이 충분히 있을 것으로 판단되어 동사의 손해가 예상된다.

<그림 4> 중소형 OLED 생산에 적용되는 OLED 증착기 System



자료: 업계, 하이투자증권

<그림 5> 증착기 업체별 매출액 기준 점유율 추이 및 전망



자료: IHS, 하이투자증권

매수 투자 의견 유지, 목표주가 90,000원으로 상향

17년 전방 업체들의 신규 투자 확대 본격화로 사상 최대 실적과 25% 수준의 높은 ROE를 기록할 것으로 전망되는 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하고 목표주가는 90,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 17년 예상 BPS 38,324원에 최근 5년간 고점 P/B 배수 평균을 적용하여 산출하였다. 이는 올해 예상 실적 기준 P/E 10배 수준에 불과하다.

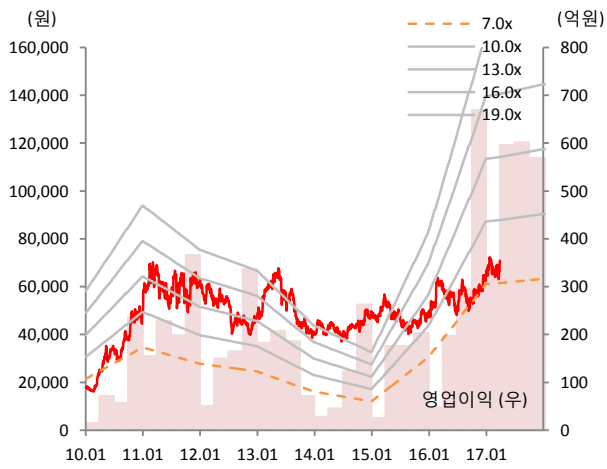
최근 동사 주가는 중장기적인 신규 수주 증가세가 예상됨에도 불구하고 물류 설비 업체라는 이유로 저평가 받아왔다. 그러나 동사는 중국 패널 업체들로부터 물류 장비뿐만 아니라 중소형 OLED 증착기 수주에 성공하며 물류 장비 업체에서 공정 장비로 빠르게 변화하고 있다. 지금까지 4.5세대와 5.5세대 증착기 수주에 머물렀다면 올해는 GVO, Truly 등으로부터 6세대 증착기의 의미있는 수주가 가시화될 것으로 전망되어 Valuation 배수의 상승이 나타날 것으로 예상된다. 따라서 17년 예상 실적 기준 P/E 8배 수준인 현 주가에서 상승 여력이 충분히 존재한다는 판단이며 비중 확대를 권고한다.

<표 3> 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	8,726	
BPS (원)	14,704	19,845	20,776	25,714	26,594	27,645	31,676	38,324	
고점 P/E (배)	17.0	14.2	15.9	19.3	21.9	33.1	14.9	8.3	최근 5년간 평균: 21.0
평균 P/E (배)	10.6	12.2	12.8	15.0	18.8	27.5	12.9	7.7	최근 5년간 평균: 17.4
저점 P/E (배)	5.3	10.0	10.1	11.0	16.1	23.4	10.8	7.2	최근 5년간 평균: 14.3
고점 P/B (배)	3.3	3.5	3.0	2.6	1.9	2.1	2.0	1.9	최근 5년간 평균: 2.3
평균 P/B (배)	2.1	3.0	2.4	2.1	1.6	1.7	1.8	1.8	최근 5년간 평균: 1.9
저점 P/B (배)	1.0	2.5	1.9	1.5	1.4	1.5	1.5	1.6	최근 5년간 평균: 1.6
ROE	16.0%	28.6%	19.6%	15.1%	8.8%	6.3%	14.7%	24.9%	지배주주순이익 기준
Target P/B (배)								2.3	최근 5년간 고점 P/B 배수 평균
적용 BPS (원) = 17년								38,324	
적정주가 (원)								89,510	
목표주가 (원)								90,000	17년 예상 실적 기준 P/E 10.3배
전일 증가 (원)								70,800	17년 예상 실적 기준 P/E 8.1배
상승 여력								27%	

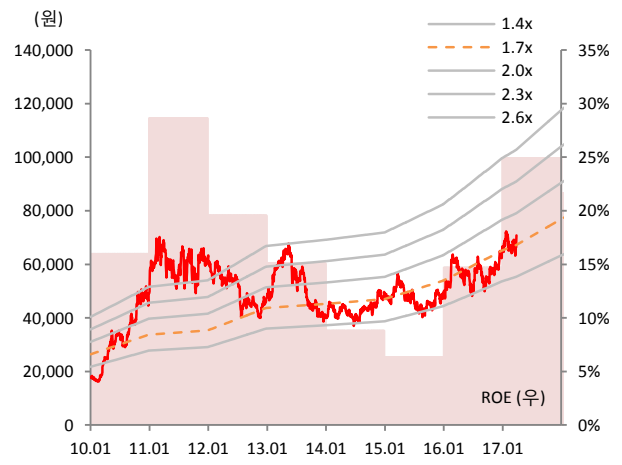
자료: 에스에프에이, 하이투자증권

<그림 6> 에스에프에이 12 개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

<그림 7> 에스에프에이 12 개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	520	824	1,036	1,231
현금 및 현금성자산	247	276	256	334
단기금융자산	51	45	43	45
매출채권	184	439	632	753
재고자산	29	40	80	74
비유동자산	669	682	650	606
유형자산	495	498	466	423
무형자산	114	124	124	124
자산총계	1,189	1,505	1,686	1,837
유동부채	259	457	517	539
매입채무	139	348	415	437
단기차입금	2	-	-	-
유동성장기부채	89	77	77	77
비유동부채	302	272	269	270
사채	25	21	21	21
장기차입금	209	186	186	186
부채총계	562	730	786	809
지배주주지분	496	569	688	812
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	27	28	28	28
이익잉여금	482	553	670	792
기타자본항목	-22	-22	-22	-22
비지배주주지분	131	207	212	217
자본총계	628	776	900	1,028

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	526	1,320	1,853	2,030
증가율(%)	26.7	150.9	40.4	9.6
매출원가	418	1,126	1,553	1,700
매출총이익	108	194	300	330
판매비와관리비	50	73	89	105
연구개발비	8	10	11	13
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	58	121	211	225
증가율(%)	26.8	108.3	74.2	6.9
영업이익률(%)	11.0	9.2	11.4	11.1
이자수익	6	5	5	6
이자비용	0	11	6	8
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-14	-20	-7	-13
세전계속사업이익	51	105	213	220
법인세비용	20	26	51	53
세전계속이익률(%)	9.6	8.0	11.5	10.8
당기순이익	31	80	162	167
순이익률(%)	5.9	6.0	8.7	8.2
지배주주귀속 순이익	31	78	157	162
기타포괄이익	-1	2	2	2
총포괄이익	30	81	163	169
지배주주귀속총포괄이익	31	78	157	162

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	19	164	188	279
당기순이익	31	80	162	167
유형자산감가상각비	11	74	42	52
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-101	-77	-58	-64
유형자산의 처분(취득)	0	3	-	-
무형자산의 처분(취득)	-1	-2	-	-
금융상품의 증감	-24	5	2	-2
재무활동 현금흐름	-14	-58	-22	-41
단기금융부채의증감	-3	-49	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-11	-7	-20	-39
현금및현금성자산의증감	-95	29	-20	78
기초현금및현금성자산	342	247	276	256
기말현금및현금성자산	247	276	256	334

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	1,717	4,358	8,726	9,039
BPS	27,645	31,676	38,324	45,206
CFPS	2,331	8,457	11,066	11,947
DPS	402	1,120	2,243	2,323
Valuation(배)				
PER	28.8	15.6	7.8	7.5
PBR	1.8	2.1	1.8	1.5
PCR	21.2	8.0	6.1	5.7
EV/EBITDA	13.3	6.1	4.8	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	6.3	14.7	24.9	21.6
EBITDA 이익률	13.1	14.7	13.6	13.7
부채비율	89.4	94.1	87.3	78.7
순부채비율	4.4	-4.8	-1.6	-9.2
매출채권회전율(x)	3.6	4.2	3.5	2.9
재고자산회전율(x)	30.1	38.2	31.0	26.4

자료 : 에스에프에이, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-03-30	Buy	90,000
2017-02-27	Buy	85,000
2016-06-08	Buy	70,000

Compliance notice

당 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 기관투자가 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) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 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 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

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