

2013. 8. 26 기업분석

디스플레이

Analyst 전병기

02.3779-8425

bk.jeon@etrade.co.kr

에스에프에이 (056190)

Marketperform(initiate)



목표주가: 65,000원

현재주가: 54,900원

Stock Data

KOSDAQ(8/23)	529.19pt
시가총액	9,857억원
발행주식수	17,954천주
52주 최고가 / 최저가	67,700 / 40,000원
90일 일평균거래대금	35.27억원
외국인 지분율	11.2%
배당수익률(13.12E)	2.0%
BPS(13.12E)	25,372원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	3.0%
	6개월	-5.3%
	12개월	9.7%

주주구성

㈜디아이에셋외 4인	36.8%
삼성디스플레이	10.2%
국민은행(한국투신)	9.7%
신영자산운용	5.0%

Stock Price



보릿고개가 다가온다

삼성디스플레이 투자 이후가 걱정

삼성디스플레이는 올해 하반기와 내년 상반기에 걸쳐 소형 6세대 A3-P1 라인과 대형 8세대 V1-P1라인 투자를 단행할 것으로 전망된다. 스마트폰에 채용되는 소형 OLED 패널의 꾸준한 수요 증가와 OLED TV 시장 개화가 신규 OLED 라인의 증설 유인이 되고 있다. 하지만 금번 투자 이후 18개월 이상의 투자 공백이 발생할 가능성이 높다고 판단된다. 6세대 24K/월 규모, 8세대 16K/월 규모의 투자로 2016년까지 OLED 수요에 대응 가능하기 때문이다.

내년 상반기까지 실적은 우상향 가능하나 추가 투자 모멘텀 부재

에스에프에이는 올해 하반기부터 내년 상반기까지 예상되는 삼성의 OLED 신규 라인 투자 수혜로 실적 개선이 이뤄질 것으로 전망된다. 하지만 장비업체의 특성상 주가에 미치는 영향은 실적보다는 '향후 수주 가능성'의 영향이 크다. 이미 예상되는 투자수혜가 아닌 그 다음을 대비해야 한다. 가을철 수확기 이후 보릿고개를 걱정해야 하는 것이다.

12M Fwd BPS에 Target PBR 2.4배 적용, 목표주가 65,000원으로 커버리지 개시

투자의견 중립, 목표주가 65,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 예상 12M Fwd BPS 27,000원에 mid-cycle 중단 PBR 2.4배를 적용하여 산정하였다. 현재 12M Trailing ROE 18.4%에서 예상 12M Fwd ROE 18.7%로 제한적으로 소폭 상승하면서 동사의 주가는 mid-cycle 중단에 머무를 것으로 판단된다. 동사의 주가가 12M Fwd ROE에 예민하게 후행하는 모습을 그려왔던 점을 고려할 때 Fwd ROE의 의미있는 상승 없이는 향후 주가 상승 또한 제한적일 것이라고 판단된다.

Financial Data	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(십억원)	781	507	579	654	714
영업이익(십억원)	108	70	83	88	100
세전계속사업손익(십억원)	111	93	98	103	116
순이익(십억원)	89	71	74	79	89
EPS(원)	4,943	3,972	3,997	4,398	4,952
증감률(%)	62.0	-19.6	0.6	10.0	12.6
PER(배)	12.3	11.9	13.7	12.5	11.1
PBR(배)	3.1	2.3	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	7.3	7.3	6.6	6.1	5.2
영업이익률(%)	13.9	13.8	14.3	13.4	14.0
EBITDA 마진(%)	14.8	15.5	15.8	14.7	15.3
ROE(%)	28.0	19.6	17.8	16.4	16.5
부채비율(%)	60.6	55.1	46.3	40.2	37.7

주: IFRS 연결 기준

Contents

Investment Summary	3
I. 글로벌 OLED 투자 전망	4
II. 삼성디스플레이 OLED 투자 전망	7
1. 소형 OLED 투자 전망	7
2. 대형 OLED 투자 전망	11
3. 대형 OLED 투자를 결정짓는 소형 OLED 투자 규모	14
III. 향후 수주 및 실적 전망	15
1. 전방산업 투자에 따른 기간별 수주 및 매출 전망	15
2. 향후 실적 전망	16
3. 증가하는 공정장비 비중	17
IV. Valuation 및 투자 의견	18

Investment Summary

삼성디스플레이, OLED 시설투자 필요

삼성전자의 연간 OLED 채용 스마트폰 출하량은 작년 8,600만대 수준에서 올해 1억 2,800만대, '14년 1억 5,300만대, '15년 1억 8,000만대 수준으로 전망된다. 예상 수요를 감당하기 위해서는 올해 하반기 A3 Phase1 증설이 필요하다. 삼성전자는 미국시장에까지 990만원 수준의 OLED TV를 출시했다. 현재 6K/월 규모의 파일럿 라인에서 OLED TV 패널을 생산하고 있다. 향후 OLED TV판매량의 증가속도(삼성전자 OLED TV 예상 판매량 '14년 5만대, '15년 26만대, '16년 53만대)에 맞춰 V1 Phase1 양산라인 증설이 필요하다.

에스에프에이, 실적은 우상향, 하지만 장비산업은 수주산업

올해 하반기부터 내년 상반기까지 집중될 것으로 예상되는 삼성디스플레이의 OLED 투자로 에스에프에이의 실적은 우상향 할 것으로 전망된다. 에스에프에이의 하반기 실적은 연결기준 매출액 3,136억원(+18.3%HoH), 영업이익 438억원(+12.3%HoH)을 기록할 것으로 전망된다. 실적 모멘텀은 내년 상반기가 가장 클 것으로 전망된다. 내년 상반기 실적은 연결기준 매출액 3,841억원(+22.5%HoH), 영업이익 546억원(+24.7%HoH)을 기록하며 두 반기 연속 두 자릿수의 성장을 보이며 강한 실적 개선을 나타낼 것으로 전망된다.

하지만 장비업체는 실적이 아닌 수주 가능성이 더 중요하다. 실적은 후행적으로 따라오는 것일 뿐, 주가에 미치는 영향은 수주이기 때문이다.

이미 거론되는 투자 그 이후를 바라보자 - 높은 투자공백 가능성

현시점 삼성디스플레이의 투자는 가시성이 높지만 금번 투자 이후 18개월 이상의 투자 공백이 발생할 가능성이 높다. 소형 6세대 라인 24K/월 규모, 대형 8세대 라인 16K/월 규모의 투자로 2016년까지 OLED 패널 수요에 대응 가능하기 때문이다. 가을철 수확기 이후 보릿고개를 걱정해야 하는 것이다.

내년 상반기까지 실적은 우상향 하겠지만 금번 투자 이후 연이은 추가투자 필요성에 대한 유인을 현재로선 찾기 어렵다는 점이 동사의 주가 상승을 제한하는 요인이다. 향후 프리미엄 스마트폰 시장상황 개선, 태블릿PC OLED 채용, 기대이상의 OLED TV시장 확대 등 시장환경의 개선이 필요하다. 이러한 시그널들이 삼성디스플레이의 OLED 추가투자 가능성을 열어줄 것이고, 에스에프에이의 수혜가 다시 시작될 것이다. 하지만 이러한 시그널이 감지되기 전까지 동사에 대한 보수적인 투자의견이 유효할 전망이다.

삼성디스플레이의 추가투자 유인 발견 전까지 보수적인 투자 의견 제시

삼성의 OLED 투자로 인해 현시점 ROE 18.4%에서 12M fwd ROE (3Q13~2Q14)는 18.7%로 제한적으로 소폭 상승할 것으로 전망된다. 제한적인 ROE 상승으로 인해 향후 주가는 밴드의 mid-cycle의 중단인 2.4배 수준에서 머무를 가능성이 높다고 판단된다.

이에 따라 동사의 투자의견 중립과 목표주가 65,000원을 제시한다. 목표주가 65,000원은 동사의 3Q14 예상 BPS 27,000원에 Target PBR 2.4배를 적용하여 산출하였다. 현재주가는 12M fwd PBR 2.2배 수준이며, 목표주가 65,000원은 현 주가(8/23) 54,900원 대비 상승 잠재력 18.4%이다.

I. 글로벌 OLED 투자 전망

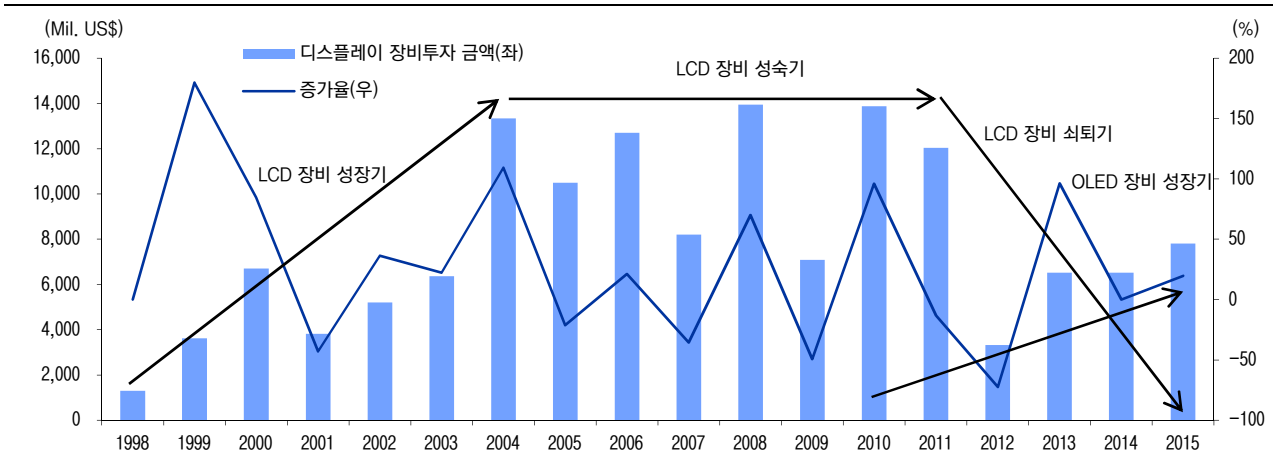
장치산업의 특성 - 본 산업의 사이클보다 선행하는 장비 투자

당연한 얘기지만 반도체 및 디스플레이 등 장치산업은 장비 시장이 해당 산업의 사이클보다 선행하게 된다. 디스플레이 산업은 앞으로도 LCD가 수년간 주도적인 자리를 유지하겠지만, 차세대 디스플레이인 OLED에게 그 시장을 잃어갈 것으로 전망된다. LCD 장비 산업은 그에 선행해서 투자가 감소되는 추세이다. 지난 20여년간의 LCD 장비 빅 사이클이 마무리 되려는 것이다. 끊임없이 발전하는 디스플레이 시장에서 LCD의 대안이 되는 것은 OLED이며(이견이 있겠지만, OLED 외에 대안이 될 수 있는 디스플레이를 떠올리기가 힘들며, 앞으로도 주구장창 LCD가 디스플레이 시장을 주도할 것이라고 보기도 어렵다. 게다가 플렉서블, 투명 등의 특성을 갖춘 디스플레이를 고려한다면 OLED로의 방향성은 분명하다.) OLED의 빅 사이클이 오기 전에 OLED 장비투자가 선행 될 것은 자명하다.

LCD에 미치지 못하는 OLED 장비투자 규모

¹⁾'98~'01년 사이의 LCD 장비투자 추이와 '09~'12년 사이의 OLED 장비투자 추이를 비교해 보았다[그림2]. 1)LCD는 모니터 및 노트북 등 10~15인치대 크기에서 산업이 성장한 반면 OLED는 스마트폰 등 평균 3~5인치대 크기에서 산업이 성장했으며, 2)LCD는 광원 역할을 하는 BLU(Back Light Unit)가 필요하기 때문에 모듈 조립라인 투자가 함께 진행되었지만 OLED는 BLU가 필요 없다. 3)또한 OLED는 LCD에서 사용되었던 백플레인(TFT) 장비를 전환투자 및 보완투자하여 대부분 재사용할 수 있다. 상기 3가지 이유로 초기 OLED 절대 투자 규모는 LCD의 경우보다 작다.

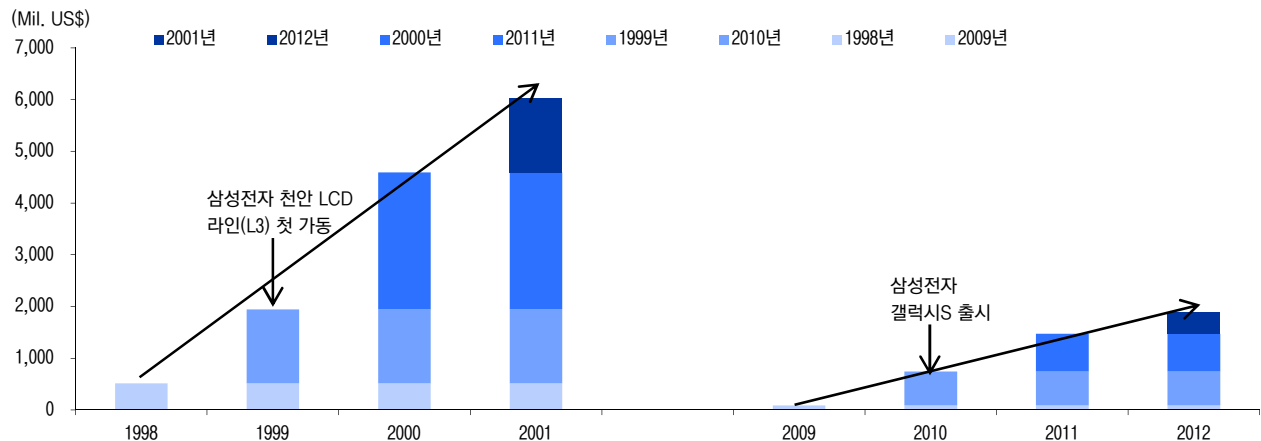
[그림1] 글로벌 디스플레이(LCD & AMOLED) 장비투자 규모 추이 및 전망



자료: DisplaySearch, 이트레이드증권 리서치본부

¹⁾[그림2], [그림3]에서 '98~'01년의 LCD 장비투자자와 '09~'12년의 OLED 장비투자자를 비교한 것은, 초기 OLED 장비투자자의 대부분이 삼성디스플레이와 LG디스플레이에서 이루어진 점을 고려하여 LCD 장비투자 또한 한국 업체들이 주도하던 시기로 선택하였다. '95~'96년은 LCD 시장상황 악화로 글로벌 장비투자가 전무하다시피 했다. '97년에는 삼성전자가 처음으로 천안에 L3라인을 착공하여 '99년부터 패널을 양산하기 시작했으며, '98년에는 LG필립스LCD가 공식 출범하여 4세대 생산라인에 투자하기 시작하였다. 1985년 도시바가 LCD를 탑재하여 '노트북'을 최초로 출시했던 것을 차치하고서라도 LCD의 역사는 상당히 오래되었으나, 의미 있는 장비투자 성장은 한국업체들이 주도한 '90년대 후반이 두드러진다.

[그림2] AMOLED 장비투자 규모 추이 및 전망



주: 백플레인(TFT) 장비, 모듈장비 제외
 자료: DisplaySearch, 이트레이드증권 리서치본부

LG디스플레이 OLED 투자

²⁾ LG디스플레이는 올해 2월 7천억원 수준의 대형 OLED 투자를 감행했다. 8세대 월 26K 규모로 수율 100% 가정시, 55인치 OLED TV 패널을 연간 187만대 생산할 수 있는 규모이다. 8월부터는 장비반입이 시작되었고, 내년 하반기부터는 본격적인 가동에 들어갈 것으로 전망된다. 26K/월이라는 큰 규모의 투자는 LG디스플레이 입장에서 공격적으로 OLED 드라이브를 걸겠다는 의지이며, 항상 문제가 되고 있는 수율에 대한 자신감이다. LG전자는 LG디스플레이의 OLED 패널을 채용하여 올해 1월 55인치 평면 OLED TV 출시에 이어 올해 4월에는 곡면 모델까지 국내에 출시했으며 7월에는 미국시장에 출시하였다.

해외 경쟁국 중 가장 적극적인 중국

규모의 차이는 있지만 일본, 대만, 중국 등 해외 경쟁 업체들도 투자에 나서고 있다. 해외 업체들 중 가장 적극적인 곳은 중국이다. BOE의 경우 현재 구축 중인 허페이 B5와 오르도스 B6라인에 이어 베이징 B7과 청두 B9에서도 OLED를 생산할 계획이다. 특히 B7과 B9은 B6와 달리 대면적 OLED 패널 생산을 목표로 하고 있는 것으로 알려졌다. 티안마는 작년 12월 상해에서 중국 최초의 4.5세대 AMOLED 생산시험라인의 가동에 들어갔으며, CSOT의 경우 올해 초 4.5세대 OLED 파일럿 라인을 구축했다.

지난 4월 10일부터 12일까지 3일 동안 중국에서 열렸던 CODE 2013에서 티안마는 Top Emission 방식(3.2인치, 4.3인치)과 Bottom Emission 방식(12인치)의 AMOLED 패널을 전시하며 OLED 기술을 적극 홍보했다. 중국은 2015년 까지 \$85억 수준의 금액을 OLED 라인 구축에 투자할 것으로 전망된다.

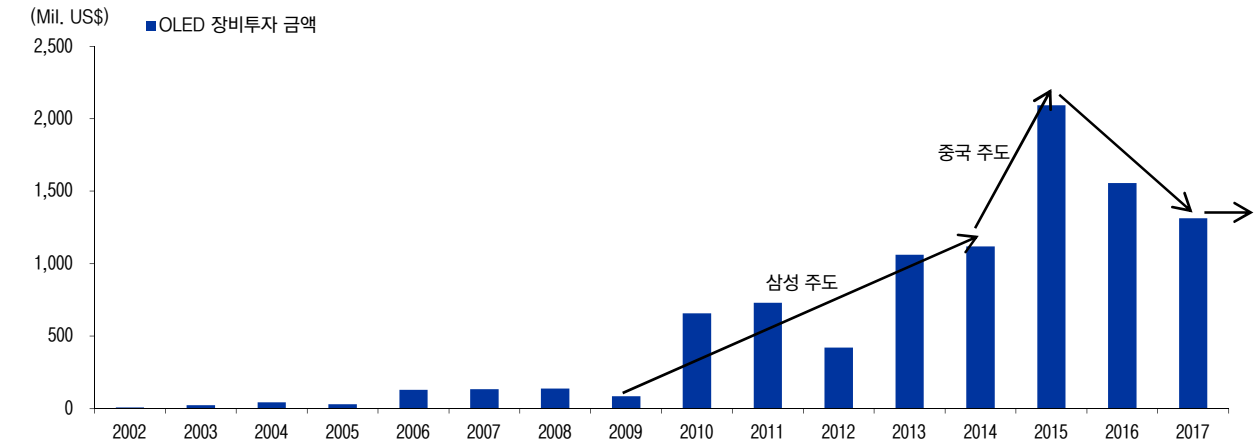
글로벌 OLED 투자 수혜를 받기 위한 조건

향후 3~4년간 글로벌 패널업체들의 OLED 시설투자로 장비업체들이 수혜를 볼 것으로 전망된다. OLED 라인이 구축된 후 만족할 만한 수율과 판매량이 달성된 이후에 후행적으로 패널업체들은 새로운 성장을 이룰 것이다. OLED 산업의 업종 사이클은 장비업체 → 소재업체 → 패널업체 순으로 이어질 것이다.

²⁾ 투자액 7,063억원은 Oxide TFT 전환은 포함되지 않음. 상대적으로 시간이 많이 걸리는 증착 투자만 먼저 발표. Oxide TFT 전환까지 포함할 경우 투자 규모는 1조원 상회.

다만, 향후 투자를 급진적으로 진행할 중국 패널업체에도 장비를 적극적으로 납품할 수 있는 장비업체들이 장비투자 사이클의 수혜를 온전히 받을 수 있을 것이다. 국내 장비업체들의 경우 몇몇 회사를 제외하곤 대부분 삼성디스플레이 및 LG디스플레이 중 한쪽 고객사로 치우쳐져 있는 것이 대부분이다. 게다가 공동 연구개발을 진행하는 경우 해외 기술유출 가능성으로 인해 해외업체에 수출하지 못하는 업체들이 많다.

[그림3] AMOLED 장비투자 규모 추이 및 전망



주: 백플레인(TFT) 장비, 모듈장비 제외

자료: DisplaySearch, 이트레이드증권 리서치본부

II. 삼성디스플레이 OLED 투자 전망

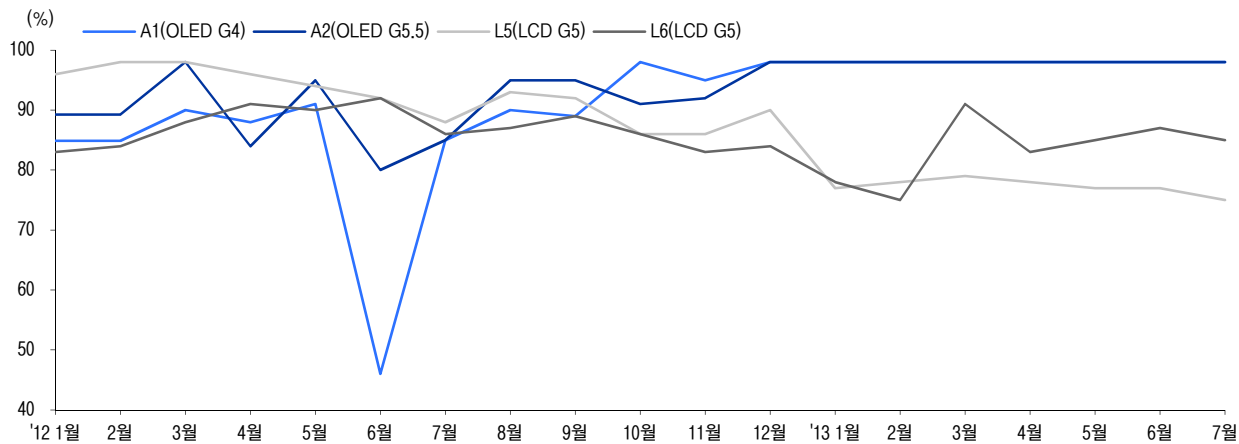
1. 소형 OLED 투자 전망

삼성디스플레이 A1, A2 라인 풀가동

LCD와 OLED의 생산라인 가동률 추이를 비교해 보면 LCD 라인은 평균 80% 수준인 반면에 OLED 라인은 풀 가동 중이다(작년 12월부터 가동률 98%). 삼성전자의 OLED 탑재 스마트폰 출하량 증가 속도보다 OLED 라인 증설 속도가 늦었기 때문이다. 2010년 갤럭시S부터 1년 주기로 출시된 갤럭시S 후속모델들 및 갤럭시 노트 시리즈 등 OLED 패널을 채용한 프리미엄 스마트폰 판매량이 매년 크게 증가했다.

A3 라인은 건물은 완공이 된 상태에서 장비 발주가 지연되고 있는 상황이다. 삼성전자가 2분기 실적 컨퍼런스 콜에서 OLED 투자 기조를 강하게 밝힌 만큼 하반기 A3라인 장비투자는 가시성이 상당히 높다. 삼성은 올해 디스플레이 투자 예정 규모를 6.5조원이라고 밝혔으며 올해 상반기까지 2.7조원을 투자했다. 하반기에 나머지 3.8조원의 디스플레이 시설투자가 진행될 것으로 전망되며 투자의 대부분은 OLED에 집중될 것이다. 삼성디스플레이의 A3 라인 신규투자자가 올해 하반기 안에 시작될 것으로 전망된다.

[그림4] 삼성디스플레이 중소형 패널 라인 월별 가동률 추이



자료: DisplaySearch, 이트레이드증권 리서치본부

[표1] 삼성디스플레이 OLED Capa 현황 및 투자 전망

(단위: K sheet/month)

Fab.(Gen.)	Phase	Application	Size	OLED Gen.	Substrate	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
A1 (G4)	1	Mobile	730 x 920	Half G4	Rigid	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
A2 (G5.5)	1	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
	2	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
		Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Flexible	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
	3	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid/Flex.	16	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
	4	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid			16	24	27	27	27	27	27	27	27	27
	5	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid				16	24	24	24	24	24	24	24	24
A3 (G6)	1	Mobile	1500 x 1850	Half G6	Rigid			신규투자				16	24	24	24	24	24
V1 (8G)	Pilot	TV	1100 x 830	6th G8	Rigid	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
V1 (8G)	1	TV	1100 x 830	6th G8	Rigid					신규투자				8	8	16	16

자료: DisplaySearch, 이트레이드증권 리서치본부

올해 하반기 A3 Phase1 라인 투자 필요

중소형 OLED를 생산하는 A1, A2 라인은 생산량의 90% 정도가 삼성전자의 플래그쉽 스마트폰 디스플레이로 사용되고 있다. 삼성전자의 연간 OLED 채용 스마트폰 출하량은 작년 8,600만대 수준에서 올해 1억 2,800만대, '14년 1억 5,300만대, '15년 1억 8,000만대 수준으로 전망된다. 예상 수요를 감당하기 위해서는 올해 하반기 A3 Phase1 증설이 필요하다.

올해 하반기부터 가동되는 A2-Phase4/Phase5 라인과 신규투자가 예상되는 A3라인의 Capa를 고려하여 스마트폰용 OLED 패널 생산능력을 산출하였다([표2],[표3]). 삼성디스플레이의 스마트폰용 패널 생산능력은 올해 2억대 수준에서 '14년 2억 8천만대, '15년에는 3억 3천만대 수준까지 도달할 것으로 판단된다.

[표2] 삼성디스플레이 OLED 중소형 패널 기준 Capa 추정

(단위: K)

Fab.(Gen.)	Phase	Size	Unit	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
			Avg. Size of Panel	5.0"				5.2"				5.2"			
A1 (G4)	1	730 x 920	sheet/month	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
			N of Panel/sheet	72	72	72	72	63	63	63	63	63	63	63	63
			Yield	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
			Panel Capa/month	3,121	3,121	3,121	3,121	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731	2,731
A2 (G5.5)	1	1300 x 1500	sheet/month	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
	2	1300 x 1500	sheet/month	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
	3	1300 x 1500	sheet/month	8	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
	4	1300 x 1500	sheet/month			16	24	27	27	27	27	27	27	27	27
	5	1300 x 1500	sheet/month				16	24	24	24	24	24	24	24	24
			Total	64	72	88	112	123	123	123	123	123	123	123	123
			N of Panel/sheet	216	216	216	216	200	200	200	200	200	200	200	200
			Yield	78%	74%	70%	75%	73%	79%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
			Panel Capa/month	10,783	11,508	13,306	18,144	17,958	19,434	19,680	19,680	19,680	19,680	19,680	19,680
A3 (G6)	1	1500 x 1850	sheet/month							16	24	24	24	24	24
			N of Panel/sheet	315	315	315	315	300	300	300	300	300	300	300	300
			Yield							30%	43%	63%	70%	70%	70%
			Panel Capa/month							1,440	3,096	4,536	5,040	5,040	5,040
Total Panel Capa / Month				13,904	14,630	16,427	21,265	20,689	22,165	23,851	25,507	26,947	27,451	27,451	27,451
Total Panel Capa / Quarter				41,712	43,889	49,280	63,796	62,067	66,495	71,553	76,521	80,841	82,353	82,353	82,353
Total Panel Capa / Year				198,677				276,637				327,901			

주: 패널 사이즈 16:9 비율 가정, Flexible Capa 제외, 가동률 100% 가정한 Max Capa

자료: DisplaySearch, 이트레이드증권 리서치본부

[표3] 삼성전자 OLED 채용 스마트폰 연간 판매량 매트릭스 (가로: 스마트폰 판매량, 세로: OLED 채용 비중)

(단위: 백만대)

	200	220	240	260	280	300	320	340	360	380	400	420	440	460	480	500	520	540
35%	70.0	77.0	84.0	91.0	98.0	105.0	112.0	119.0	126.0	133.0	140.0	147.0	154.0	161.0	168.0	175.0	182.0	189.0
37.5%	75.0	82.5	90.0	97.5	105.0	112.5	120.0	127.5	135.0	142.5	150.0	157.5	165.0	172.5	180.0	187.5	195.0	202.5
40%	80.0	88.0	96.0	104.0	112.0	120.0	128.0	136.0	144.0	152.0	160.0	168.0	176.0	184.0	192.0	200.0	208.0	216.0
42.5%	85.0	93.5	102.0	110.5	119.0	127.5	136.0	144.5	153.0	161.5	170.0	178.5	187.0	195.5	204.0	212.5	221.0	229.5
45%	90.0	99.0	108.0	117.0	126.0	135.0	144.0	153.0	162.0	171.0	180.0	189.0	198.0	207.0	216.0	225.0	234.0	243.0
47.5%	95.0	104.5	114.0	123.5	133.0	142.5	152.0	161.5	171.0	180.5	190.0	199.5	209.0	218.5	228.0	237.5	247.0	256.5
50%	100.0	110.0	120.0	130.0	140.0	150.0	160.0	170.0	180.0	190.0	200.0	210.0	220.0	230.0	240.0	250.0	260.0	270.0
52.5%	105.0	115.5	126.0	136.5	147.0	157.5	168.0	178.5	189.0	199.5	210.0	220.5	231.0	241.5	252.0	262.5	273.0	283.5
55%	110.0	121.0	132.0	143.0	154.0	165.0	176.0	187.0	198.0	209.0	220.0	231.0	242.0	253.0	264.0	275.0	286.0	297.0

주: 파란 음영 부분은 삼성전자의 OLED 패널 채용 스마트폰 판매량 추정치 및 전망(좌측부터 2012년, 2013년, 2014년, 2015년, 2016년)

자료: 이트레이드증권 리서치본부

A3-Phase1 투자로 2016년까지 스마트폰용 OLED 패널 수요대응 충분

작년 12월부터 올해 7월까지 풀가동 했던 A1, A2 라인인 3분기와 4분기에 각각 A2 Phase4 라인과 A2 Phase5 라인 가동으로 인해 숨통을 틔울 것을 전망된다. 올해 하반기 월 24K 규모의 A3 Phase1 투자가 진행된다면 내년 3분기부터 가동을 시작하게 되면서 여유Capa가 늘어날 전망이다. 여유Capa 규모는 '14년, '15년에 28% 수준까지 이르렀다가 점진적인 패널수요 상승으로 '16년에는 21% 수준으로 다시 내려올 것으로 전망된다.

18개월 가량의 투자 공백 가능성

24K/월 규모의 A3 Phase1의 투자가 이뤄지고 나면 2016년까지 스마트폰용 OLED 패널 수요는 모두 대응할 수 있을 것이다. 2016년에 이르러서야 추가 투자 필요성이 제기될 것으로 전망된다. 즉, A3 Phase2 투자까지 18개월 이상의 투자공백이 생길 가능성이 높다. 가을철 수확기 이후 다음해 보릿고개를 걱정해야 하는 것이다.

[표4] 삼성디스플레이 대형 OLED 패널 수급 전망

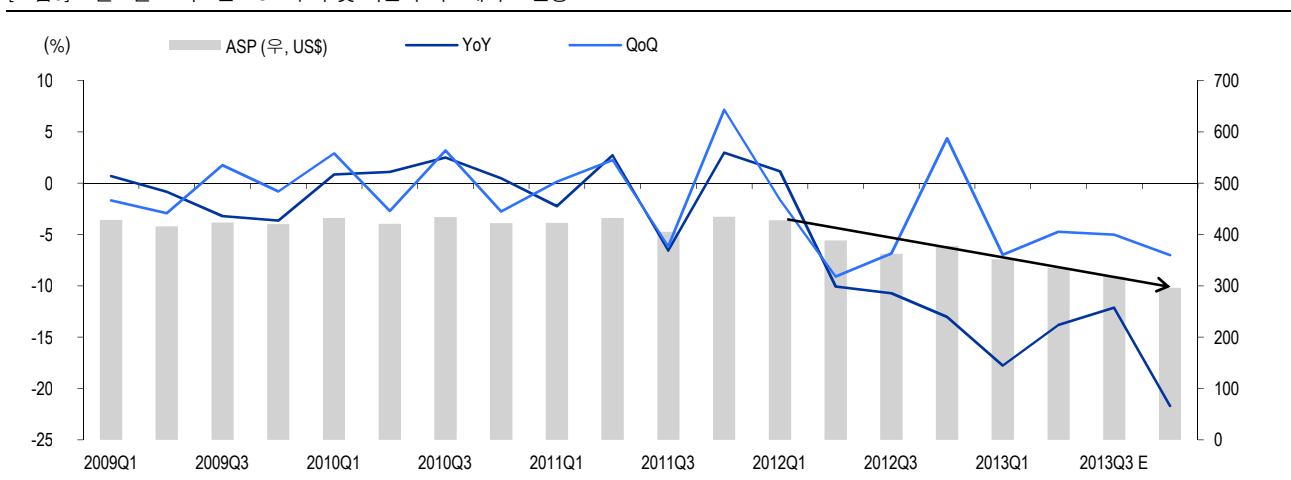
		2012	2013	2014	2015	2016	주요가점
예상 수요	삼성전자 전체 스마트폰 출하량(백만대)	218	310	350	400	440	'13년 이후 연평균 성장률 13%
	OLED 스마트폰 출하량(백만대)	86	128	153	180	198	
	OLED 스마트폰 비율	39.5%	41.3%	43.7%	45.0%	45.0%	OLED 탑재비율 MAX 45% 대비 필요
	패널 수요량(백만대)	103	154	184	216	238	적정재고 및 세트수율 감안 1.2배
	非삼성 & 非스마트폰 패널 수요량(백만대)	14	15	17	19	21	연간 출하량 증가율 10%
총 수요량(백만대)		117	169	201	235	258	
공급 능력	공급능력(백만대)	146	199	277	328	329	[표2] 참조
	여유Capa(1-수요/Capa)	20%	15%	28%	28%	21%	

자료: 이트레이드증권 리서치본부

스마트폰 ASP 하락추세

글로벌 스마트폰 ASP는 올해 4분기 \$300 이하로 떨어질 것으로 전망된다. 하드웨어의 상향 평준화로 인해 중저가 스마트폰의 시장 비중은 확대되는 반면 고가의 프리미엄 스마트폰 성장은 둔화되고 있기 때문이다. 이러한 스마트폰 가격 하락 추세는 PC 및 LCD TV 가격과 같이 기능은 더 좋아지더라도 가격은 계속해서 내려가는 구조를 보일 것으로 전망된다. 이에 따라 스마트폰 제조업체들은 원가절감을 통해 마진을 확보하려 할 것이다.

[그림5] 글로벌 스마트폰 ASP 추이 및 하반기 이트레이드 전망

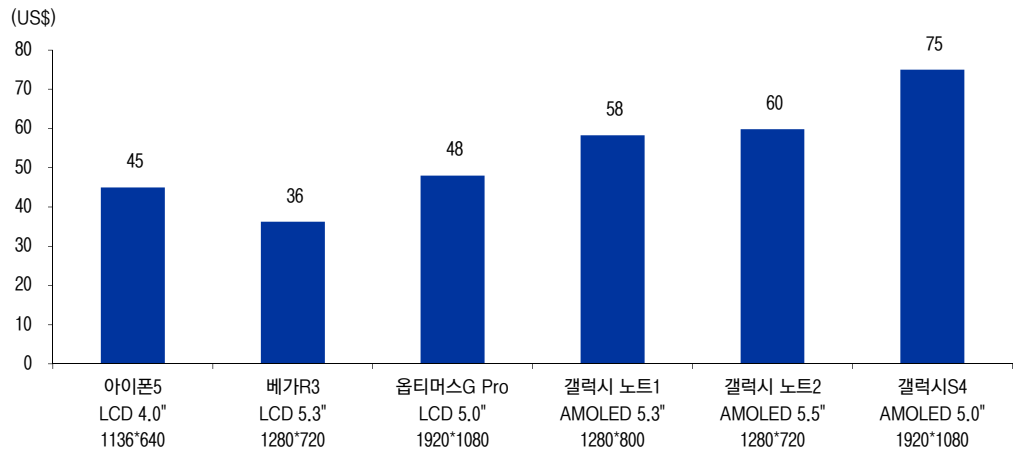


자료: IDC, 이트레이드증권 리서치본부

아직은 비싼 OLED

OLED 패널은 아직 LCD에 비해 가격이 비싼 편이다[그림6]. LCD는 생산라인 감가상각이 거의 다 끝났고 수율도 95% 수준으로 높다. OLED는 그 반대다. 앞으로 OLED의 수율이 잡혀나가고 감가상각비가 줄어들게 되면 재료비 측면에서는 OLED가 더 저렴해질 수 있다. 하지만 향후 2~3년 내에 OLED가 LCD보다 저렴해 지기는 어렵다.

[그림6] 주요 스마트폰 패널 가격(LCD와 OLED 비교)



주: 베가R3, 옵티머스G Pro, 갤럭시 노트1, 갤럭시 노트2 패널가격은 1Q13 당시 출하가격, 아이폰5, 갤럭시S4는 최초 출시시점 패널가격
 자료: DisplayBank, 이트레이드증권 리서치본부

추가 수요가 필요하다 → 플렉서블 패널이 양산되어야 한다

삼성전자는 앞으로도 갤럭시S, 갤럭시노트 시리즈에서 OLED 패널을 채용하는 기조를 유지할 것으로 전망된다. 하지만 단기간 내에 중저가 스마트폰까지 OLED 패널을 확대하기는 어렵다. 또한 마진 쥐어짜기에 여념이 없는 글로벌 스마트폰 제조업체들의 OLED 패널 채용 확대 또한 가능성이 낮다. OLED 패널 가격이 떨어지기 전까지, 또는 플렉서블(언브레이커블이 아닌 실제로 구부릴 수 있는 플렉서블) 패널이 양산되기 전까지 소형 OLED 패널 침투율은 높아지기 어렵다.

마찬가지로 태블릿PC로의 확대도 아직은 이른 것으로 판단된다. 스마트폰보다 더 심한 가격경쟁을 겪고 있을뿐만 아니라, 7~9인치의 사이즈의 OLED 패널은 수율 하락으로 면적증가분 보다 가격증가분이 더 높기 때문이다. 삼성그룹차원에서 삼성디스플레이의 OLED 성장 확대를 위해 삼성전자 무선사업부가 울며 겨자먹기로 태블릿PC에 OLED 패널을 쓸 가능성도 있지만, 최근 '갤럭시노트3'에 시스템LSI사업부의 AP '엑시노스5420'가 떨어지고 퀄컴의 AP '스냅드래곤800'가 채용된 걸 보면 마냥 밀어주기를 기대하기는 어렵다.

비싼 가격을 주고서라도 OLED 패널을 사용해야 하는 유인이 필요하다. 즉, 플렉서블이 구현되는 OLED 패널이 생산되어야 한다. 플렉서블 패널이 양산되기 시작할 경우 그 수요로 인해 A3 라인의 추가 투자가 본격적으로 이루어질 것이다.

2. 대형 OLED 투자 전망

55" Curved OLED TV, 1,500만원 → 990만원

최근 삼성전자는 시중에 1,500만원에 내놔던 55" 곡면 OLED TV를 990만원으로 인하했다. 출시한지 두 달이 채 안되어 34%의 가격인하가 이루어진 것이다. 큰 폭의 가격인하를 실행함으로써 시장을 주도적으로 이끌고 나가겠다는 삼성전자의 의지가 돋보인다.

또 하나의 중요한 점은 이번에 가격 인하한 모델이 일반 평면형 모델이 아니라는 점이다. 기술적으로 고난이도이며, 그에 따라 수율 개선 및 가격인하가 더 어려운 곡면 OLED TV가 천 만 원 이하로 내려왔다는 사실은 향후 삼성에서 출시할 평면 OLED TV 가격에 기대감을 갖게 한다. LG전자의 평면 OLED TV가 곡면 OLED TV 대비 27% 가량 싼 점을 고려할 때 삼성의 평면 OLED TV는 향후 700만원 초반대에서 출시될 수 있는 가능성을 보여준다.

삼성전자 55" 곡면 OLED TV가격은 동사의 동일사이즈 UHD LCD TV 가격의 1.55배 수준이다. 실제 아직 출시 하지는 않았지만 평면 OLED TV가 750만원이라고 가정할 경우 가격은 1.17배 수준으로 좁혀진다. 대중 소비자들의 마음을 움직일만한 가격이 머지 않아 보인다.

[그림7] 삼성전자 55인치 Curved OLED TV



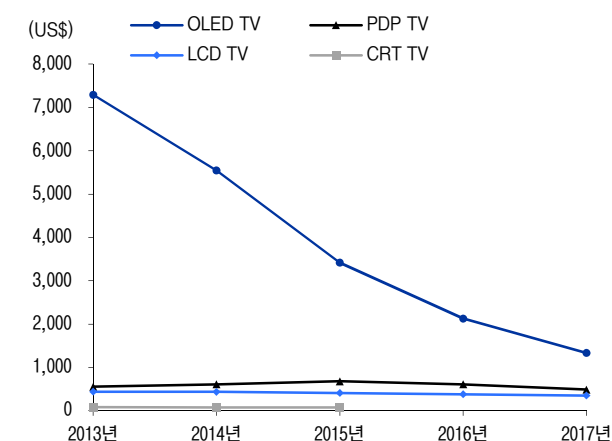
자료: 삼성전자, 이트레이드증권 리서치본부

[표5] OLED TV 와 LCD UHD TV 가격 비교('13년 8월16 현재)

구분	해상도	제조사	사이즈	구분	가격	출시일	
OLED	FHD	삼성전자	55	곡면	990만원	8월 11일	
		LG전자	55	곡면	1,500만원	1월 2일	
			55	평면	1,100만원	4월 30일	
LCD	UHD	삼성전자	65	단일모델	890만원	6월 28일	
			55	단일모델	640만원		
		LG전자	65	기본형	890만원	8월 11일	
			55	기본형	590만원		

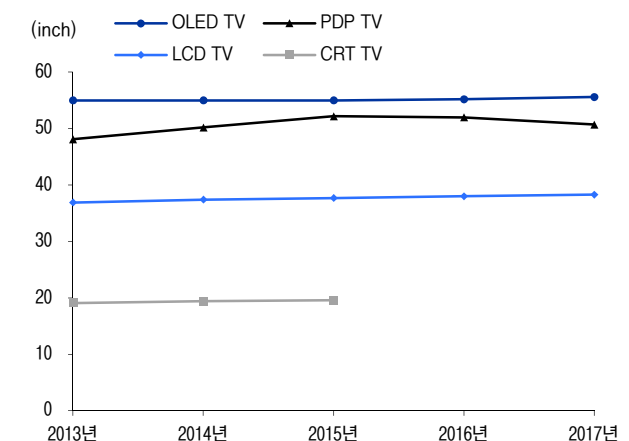
주: 출시일은 해당 가격 발표일
자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림8] 향후 TV ASP 전망



자료: DisplaySearch, 이트레이드증권 리서치본부

[그림9] 향후 TV 평균 크기 전망



자료: DisplaySearch, 이트레이드 리서치본부

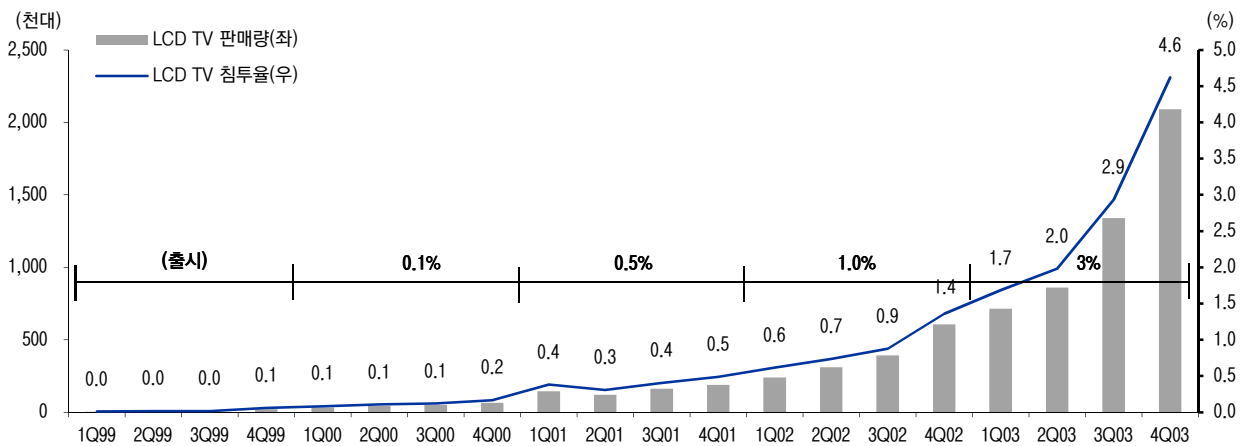
1% Rule – 인고의 시간 4년

1997년 가을, 당시 세계 최대 정보통신 전시회인 ‘세빗’(CeBIT 1997)에 삼성전자, 도시바 등은 21인치급의 LCD TV를 출품했다(출시[出市]가 아니다). 그 후 1999년 1분기에 본격적으로 LCD TV가 일본업체들을 위주로 한 선두 전자업체들에 의해 출시되었다. ‘09년 1분기 글로벌 LCD TV 출하량은 4천대 수준을 기록했다.

현재 TV 시장에서 절대 다수를 차지하고 있는 LCD TV도 시장 진입시에는 상당한 진통을 겪었다. LCD TV의 경우 1999년 1분기에 출시되며 시장 점유율 1%를 차지하는 데까지 만 4년이란 시간이 필요했다. 그 이후는 모두가 알고 있듯이 빠른 속도로 TV시장을 잠식시켜 나갔다(2012년 4분기 LCD TV 비중 90.4%).

LCD TV같은 대히트 아이템도 4년간의 진통이 있었는데, OLED TV 또한 최소 4년의 시간은 필요하다. 당장 OLED TV의 판매량(또는 시장침투율)을 가지고 OLED TV의 미래에 대해서 부정적으로 속단할 필요는 없다. OLED TV가 출시 후 만 4년안에 시장 침투율 1%를 달성할 수 있다면 LCD TV가 걸어왔던 길을 똑같이 걸을 가능성이 높다.

[그림10] LCD TV 초기 시장 침투율 추이



자료: 이트레이드증권 리서치본부

V1 Phase1 투자규모 월 16K + @ (8K) 투자 전망

삼성의 OLED TV는 앞으로 몇 대나 팔릴까? OLED가 LCD와 같은 ‘1% Rule’을 따라간다면 내년에는 5만대, 2015년에는 26만대, 2016년에는 53만대가 팔린다는 답이 도출된다.

삼성디스플레이의 대형 OLED 패널 생산시설은 V1 파일럿 라인(Pilot Line; 시험생산라인)으로 8세대 유리기판 투입기준 6K/월 수준의 규모를 가지고 있다. 파일럿 라인을 양산라인으로 전면 전환할 경우 내년 연간 13만대 수준의 TV 패널을 공급할 수 있을 것으로 판단된다. 내년까지는 OLED 패널 수요(약 6만대)를 감당할 수 있는 것이다. 하지만 2015년 수요를 위해서는 내년 상반기 최소 8K/월 수준의 양산라인 투자가 필요하다. 2016년을 위해서는 총 16K/월 수준의 투자가 필요하다.

파일럿라인을 양산라인으로 전환하지 않고 연구개발을 위한 용도로 계속해서 사용할 경우 그만큼의 추가 투자가 기대된다. LG디스플레이가 올해 초 26K/월 규모의 OLED 투자를 감행했다는 점을 상기한다면, 삼성디스플레이 또한 16K/월 수준을 넘어서는 투자를 감행할 가능성도 배제할 수는 없다.

[표6] 삼성디스플레이 OLED Capa 현황 및 장비투자 전망

(단위: K sheet/month)

Fab.(Gen.)	Phase	Application	Size	OLED Gen.	Substrate	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15
A1 (G4)	1	Mobile	730 x 920	Half G4	Rigid	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
A2 (G5.5)	1	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
	2	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32	32
		Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Flexible	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
	3	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid/Flex.	16	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
	4	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid			16	24	27	27	27	27	27	27	27	27
	5	Mobile	1300 x 1500	Quarter G5.5	Rigid				16	24	24	24	24	24	24	24	24
A3 (G6)	1	Mobile	1500 x 1850	Half G6	Rigid												
V1 (8G)	Pilot	TV	1100 x 830	6th G8	Rigid	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
V1 (8G)	1	TV	1100 x 830	6th G8	Rigid												
Area(K m2/month)																	
A1						34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34	34
A2						156	172	203	250	271	271	271	271	271	271	271	271
A3												44	67	67	67	67	67
V1						33	33	33	33	33	33	33	33	77	77	121	121
Total						223	239	270	317	338	338	383	405	449	449	493	493
QoQ(%)						27.8	7.0	13.1	17.3	6.8	0.0	13.1	5.8	10.9	0.0	9.8	0.0

주: 가동률 100%, 수율 100%의 Max Capa

자료: DisplaySearch, 이트레이드증권 리서치본부

V1 Phase1 투자로 2016년까지 OLED TV 패널 수요대응 충분

기존 Pilot 라인에 V1 Phase1라인의 추가 가동으로 인해 삼성디스플레이는 수율 100% 가정 시 2015년 연간 160만대 수준의 OLED TV 패널을 생산할 수 있는 능력을 갖추게 된다. 수율을 감안하더라도 2016년까지 OLED TV 패널 수요(64만대 수준)에 충분히 대응 가능하다. 2016년 패널수요 대비 여유Capa는 33%에 이를 정도로 생산여력이 증가되기 때문이다. OLED TV 판매량이 LCD TV가 보여줬던 '1% Rule'의 성장률을 뛰어넘는 모습을 보여준다면 여유Capa가 필자의 가정보다 줄어들겠지만 그럴 가능성은 상당히 낮다고 판단된다.

18개월 가량의 투자공백 가능성

기존 Pilot 라인을 양산전환 하지 않고(Pilot 라인은 계속 연구개발용으로 사용) V1 Phase1 16K/월 규모로만 양산라인을 가동할 경우 2016년 여유Capa는 8% 수준으로 작아진다. 때문에 V1 Phase1의 투자규모를 월 16K가 아닌 월 24K 규모로 투자할 가능성이 존재한다. 혹은 V1 Phase1 월 16K 규모 투자 이후 2015년 하반기에 V1 Phase2의 투자를 단행할 수도 있다. 하지만 이런 경우에도 18개월 가량의 투자공백은 피할 수 없을 것으로 전망된다. 필자가 가정한 대형 OLED의 생산 수율([표7참조])이 더 빠르게 증가할 경우 여유Capa는 더 늘어나게 되어 투자 공백은 더 길어질 가능성도 존재한다.

[표7] 삼성디스플레이 대형 OLED 패널 수급 전망

		2012	2013	2014	2015	2016	주요가정
예상 수요	삼성전자 전체 TV 출하량(백만대)	49.0	50.0	51.0	52.0	53.1	연간 출하량 증가율 2%
	OLED TV 출하량(천대)			51	260	531	OLED TV 비중 '14년 0.1%, '15년 0.5%, '16년 1%
	OLED 패널 수요량(천대)			61	312	637	적정재고 및 세트수율 감안 1.2배
공급 능력	8세대 OLED V1 Capa(천대/월)		6	6	22	22	기존 Pilot 라인 6K 양산전환 + 16K 증설
	연간 환산(천대)		72	72	264	264	X 12(개월)
	55" OLED 패널 Capa 환산(천대)		432	432	1,584	1,584	X 6(장)
	수율 적용 OLED 패널 Capa(천대)		130	173	792	950	수율 '13년 30%, '14년 40%, '15년 50%, '16년 60%
	여유Capa(1-수요/Capa)			65%	61%	33%	

자료: 이트레이드증권 리서치본부

3. 대형 OLED 투자를 결정짓는 소형 OLED 투자 규모

A3 48K = A3 24K + V1 8K

필자는 '1. 소형 OLED 투자 전망'에서 A3 Phase1의 투자규모를 24K/월로 가정하였다. 만약 A3 Phase1의 투자규모가 48K/월 수준으로 결정된다면 이는 A3라인에서 OLED TV 패널을 생산하겠다는 의미이다. 자연스레 대형 전용 라인인 V1 Phase1의 투자는 뒤로 상당부분 지연 될 것이다.

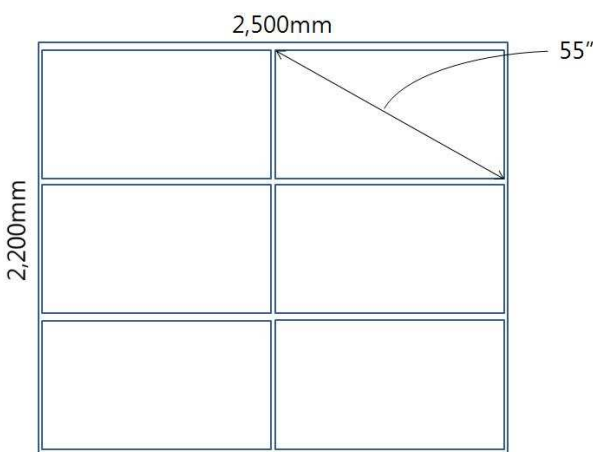
8세대 라인인 V1라인에서는 원장 유리기관(마더 글래스) 1장당 55인치 패널 6장이 생산가능 하며, 6세대 라인인 A3 라인에서는 원장 유리기관 1장당 55인치(최대 65인치)패널이 2장이 생산 가능하다. 즉 55인치 TV 패널 기준으로 비교하면 A3 24K 투자와 V1 8K 투자는 증가라고 할 수 있다.

유기물 증착에 있어서는 8세대(6분할 증착)로 투자하나 6세대(2분할 증착)로 투자하나 기술적 인 어려움은 크게 다르지 않을 것이다.

8세대에서 55인치 패널을 생산할 경우 총 6장을 생산할 수 있으며 면취효율(원장 유리기관 대비 패널이 차지하는 면적 비율)은 91% 수준으로 상당히 높다. 버려지는 유리의 비중이 굉장히 작은 것이다. 하지만 8세대 기관에서 65인치 패널을 생산할 경우 3장밖에 만들지 못하며 면취효율은 63.5%이다. 버려지는 유리가 너무 많아 실제 생산은 불가하다.

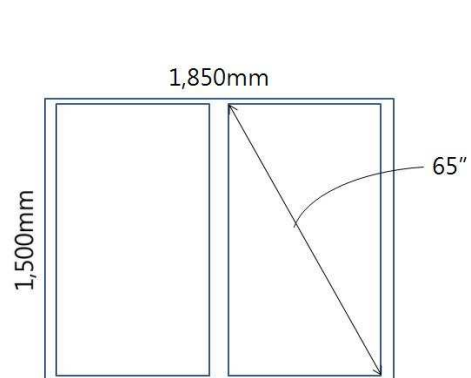
6세대 A3라인에서 55인치 패널을 생산할 경우 총 2장을 생산할 수 있으며 면취효율은 60%이다. 또한 65인치 패널을 생산할 경우에도 총 2장을 생산할 수 있으며 면취효율은 84%로 올라 간다. 즉, 8세대 라인에서는 55인치 패널생산이 적합하고, 6세대 라인에서는 65인치 패널생산이 적합하다. 결국엔 삼성이 OLED TV 패널의 주력 사이즈를 55인치로 가져갈 것이냐 65인치로 가져갈 것이냐에 따라 투자 방향이 달라질 것이다.

[그림11] 8세대 기관



자료: 이트레이드증권 리서치본부

[그림12] 6세대 기관



자료: 이트레이드증권 리서치본부

III. 향후 수주 및 실적 전망

1. 전방산업 투자에 따른 기간별 수주 및 매출 전망

삼성디스플레이의 OLED 투자

삼성디스플레이의 OLED 투자는 올해 하반기부터 내년 상반기 사이에 집중적으로 이뤄질 것으로 전망된다. 당장은 급한 중소형 A3라인의 장비 발주가 올해 10월경에 이뤄질 것으로 판단된다. 순차적으로 플렉서블 라인 투자, 대형 OLED생산 라인인 V1라인 투자순으로 투자가 이뤄질 것으로 전망된다.

에스에프에이는 2014년 상반기까지 집중되는 삼성디스플레이의 장비투자 규모에서 평균 20% 수준의 수주를 차지할 것으로 전망된다. 처음 시작되는 A3 Phase1 (24K/월 가정)에서는 물류 장비와 후공정장비, 전공정장비 납품을 통해 2,400억원 수준의 장비 매출이 이뤄질 것으로 전망된다. 향후에는 아직 양산용으로 납품된 적이 없는 OLED 유기물 증착기(Evaporator) 및 봉지장비(Encapsulator) 등 수익성 높은 전공정 장비들이 매출 라인업에 들어설 계획이다. 동일 장비가 납품 될 경우 연간 발생하는 단가인하의 영향을 전공정 장비의 추가 납품으로 상쇄시킬 것으로 판단된다.

[표8] 설비투자 및 에스에프에이 수주 전망

(단위: 억원)

구분	Company	Line	P.	Gen.	Appl.	Capa.	설비투자규모	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	
OLED	SDC	1			Mobile	24	12,000	2,400										
		A3	6		Flex.	8	1,200		400									
		2			Mobile	24	8,670									2,120		
		1	8		TV	16	13,000		2,400									
		2				16	11,000						2,840					
		AUO	G6	1	6	TV	30	9,600					800					
		BOE	B7	1	8	TV	40	7,800									180	
		TNM	S2	1/2	5.5	Mobile	24	6,000			80		400					
	Visionox	K3	1	5.5	Mobile	16	4,800	320										
태양광	SDI	200MW														600		
기존 납품장비 유지보수 및 업그레이드								60	60	65	65	65	65	70	70	70	70	
非디스플레이 向 자동화설비								320	320	340	340	340	340	360	360	360	360	
분기별 신규 수주액								1,740	1,740	2,048	1,645	405	1,605	1,850	1,850	1,880	1,880	
분기별 매출액								1,403	1,593	1,802	1,875	1,518	1,017	1,294	1,777	1,856	1,871	
반기별 매출액								2,996		3,677		2,535		3,071		3,727		
HoH								+18.5%		22.7%		-31.1%		21.1%		21.4%		
연간 매출액								5,525		6,212				6,798				
디스플레이 장비 매출가능시기					후공정장비													
					PECVD													
					Encapsulator													
					Evaporator													

주1: 당분기(T) 매출액 = 전전분기(T-2)수주액*0.3 + 전분기(T-1)수주액*0.5 + 당분기(T)수주액*0.2 로 일괄 적용

주2: 별도기준

자료: 이트레이드증권 리서치본부

[표9] 삼성디스플레이 OLED 투자에 따른 수주 전망(2H13~1H14)

(단위: 억원)

설비 투자 예상시기	2H13	1H14	1H14	합계	'11년, '12년 매출액 평균	'11년, '12년 수주액 평균
라인	A3 P1	A3 FLEX.	V1 P1			
세대	6세대(1500*1850)	6세대(1500*1850)	8세대(2200*2500)			
Capa	24K/월	8K/월	16K/월			
투자규모	12,000	1,200	13,000			
물류장비	1,200	0	1,000	2,200	6,171	6,389
후공정 장비	600	200	600	1,400		
전공정 장비	600	200	800	1,600		
합계	2,400	400	2,400	5,200		
수주비중	20.0%	33.3%	18.5%	19.9%		

자료: 이트레이드증권 리서치본부

2. 향후 실적 전망

에스에프에이 연간 실적 전망

에스에프에이의 하반기 실적은 연결기준 매출액 3,136억원(+18.3%HoH), 영업이익 438억원(+12.3%HoH)을 기록할 것으로 전망된다. 상반기부터 기대되었던 삼성디스플레이의 OLED 투자가 하반기로 미뤄지면서 3분기에는 매출인식률이 적어 3분기 실적은 저조할 것으로 예상된다. 반면 4분기에 수주의 본격적인 매출인식이 진행 될 것으로 전망된다.

실적 모멘텀은 내년 상반기가 가장 클 것으로 전망된다. 내년 상반기 실적은 연결기준 매출액 3,841억원(+22.5%HoH), 영업이익 546억원(+24.7%HoH)을 기록하며 두 반기 연속 두 자릿수의 성장을 보이며 강한 실적 개선을 나타낼 것으로 전망된다. 수주가 집중되는 올해 하반기부터 내년 상반기가 에스에프에이의 실적 성장에 있어서 가장 큰 구간으로 판단된다.

[표10] 에스에프에이 부문별 실적 추이 및 전망

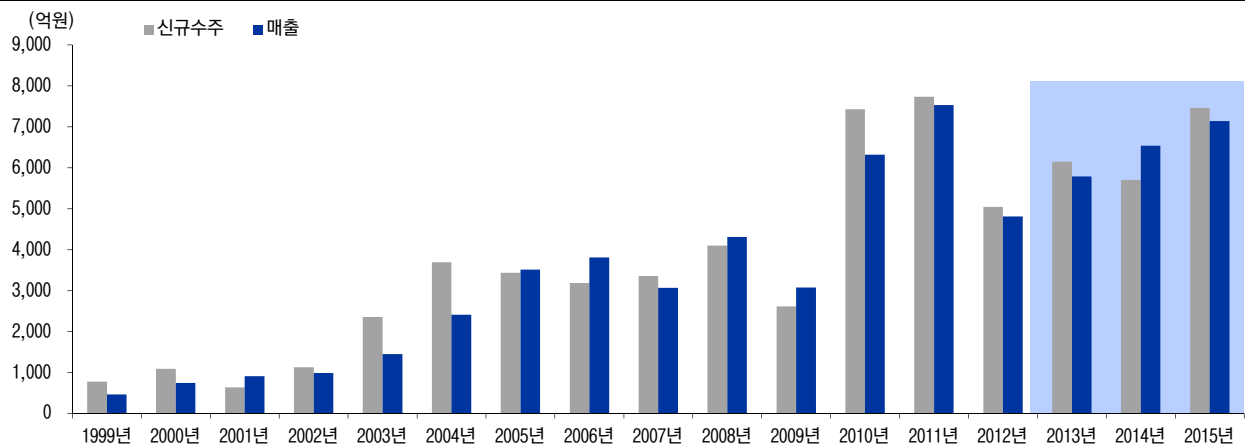
(단위: 억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13A	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F	2015F
신규수주	1,132	1,198	424	2,289	1,433	1,233	1,740	1,740	2,048	1,645	405	1,605	5,043	6,146	5,703	7,460
매출액	1,003	1,011	980	1,815	1,157	1,494	1,473	1,663	1,884	1,957	1,600	1,099	5,075	5,787	6,540	7,142
물류장비	830	781	764	1,524	844	908	1,067	1,408	1,455	1,248	914	658	4,165	4,227	4,275	4,668
공정장비	173	230	216	291	313	585	405	255	429	709	686	441	910	1,558	2,265	2,474
QoQ/YoY(%)	-61.1%	0.7%	-3.0%	85.1%	-36.3%	29.1%	-1.4%	12.9%	13.3%	3.9%	-18.2%	-31.3%	-35.1%	14.0%	13.0%	9.2%
매출원가	769	798	722	1247	850	1,119	1,098	1,239	1,405	1,468	1,200	824	3,718	4,306	4,897	5,356
매출원가율	76.7%	78.9%	73.6%	68.7%	73.5%	74.9%	74.5%	74.5%	74.6%	75.0%	75.0%	75.0%	73.3%	74.4%	74.9%	75.0%
매출총이익	234	213	258	567	307	375	375	424	479	489	400	275	1,357	1,481	1,643	1,789
영업이익	76	103	130	336	183	207	198	240	266	280	208	124	700	828	878	1,003
QoQ/YoY(%)	-79.3%	36.4%	26.1%	157.8%	-45.5%	13.1%	-4.3%	21.2%	10.8%	5.3%	-25.7%	-40.4%	-35.5%	18.2%	6.0%	14.2%
영업이익률	7.5%	10.2%	13.3%	18.5%	15.8%	13.9%	13.4%	14.4%	14.1%	14.3%	13.0%	11.3%	13.8%	14.3%	13.4%	14.0%
세전이익	216	147	162	359	221	244	236	277	301	318	246	162	928	978	1,027	1,158
QoQ/YoY(%)	-30.2%	-31.8%	10.0%	121.7%	-38.4	10.4%	-3.3%	17.4%	8.7%	5.6%	-22.6%	-34.1%	-16.2%	5.3%	5.0%	12.8%
당기순이익	172	118	116	277	173	171	181	213	231	244	189	125	713	738	789	889
QoQ/YoY(%)	-23.1%	-31.1%	-1.5%	138.2%	-37.6	-1.2%	5.8%	17.7%	8.5%	5.6%	-22.5%	-33.9%	-19.6%	3.5%	6.9%	12.7%
당기순이익률	17.1%	11.7%	11.9%	15.3%	15.0%	11.4%	12.3%	12.8%	12.3%	12.5%	11.8%	11.4%	14.1%	12.8%	12.1%	12.4%

주: 2012년 분기실적은 IFRS 별도기준, 그 외 IFRS 연결기준

자료: 에스에프에이, 이트레이드증권 리서치본부

[그림13] 신규수주 / 매출 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, 이트레이드증권 리서치본부

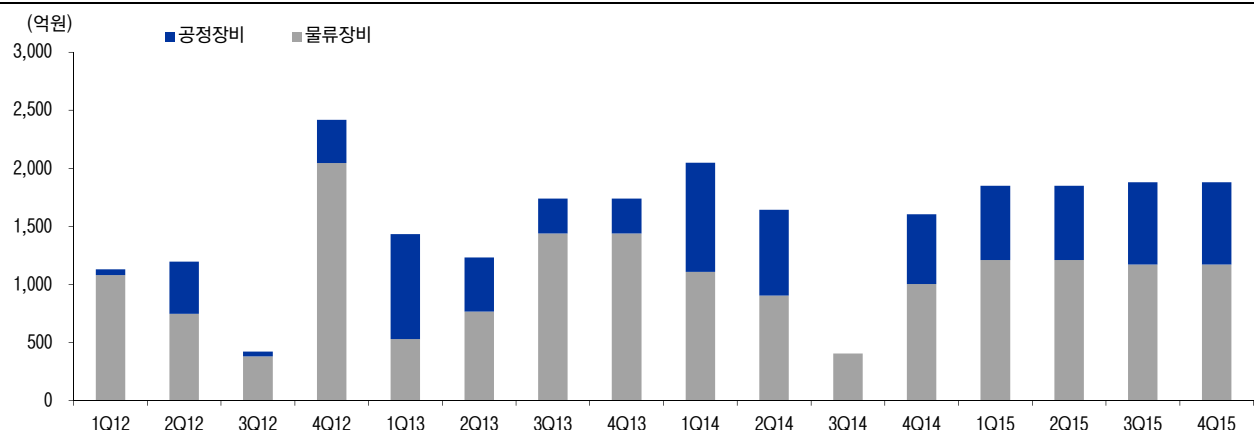
3. 증가하는 공정장비 비중

고부가가치 전공정 장비로의 제품 다변화

에스에프에이는 물류(공정자동화, 진공물류)장비에서부터 후공정 장비, PECVD 장비까지 제품을 다변화 해왔다. 전체 매출액 대비 공정장비 매출액 비중은 '11년 18%, '12년 19%에서 올해 27% 수준까지 상승할 전망이다. OLED에서 중요한 공정장비 중에 하나인 봉지장비의 경우 PECVD를 이용하여 무기물을 증착하는 박막봉지장비, 플렉서블 OLED에 적용되는 메탈 시트(Metal Sheet/Metal Foil)방식의 봉지장비 등 수주 가능성이 높아지고 있다.

증착기(Evaporator)의 경우 지금까지 토키社, 히타치社 등 일본 업체들의 독점이 지속되었지만 향후 에스에프에이가 진입할 가능성이 높아지고 있다. SMS 증착기가 V1 파일럿 라인에 개발용으로 납품됐었으며, 삼성디스플레이의 증착장비 국산화 의지가 매우 강력함을 고려하면 삼성디스플레이와 증착기 공동개발을 지속하고 있는 에스에프에이가 수주 진입 가능성이 높다. 증착장비 분야에서 국내 장비업체 중 에스에프에이가 가장 선두에 있는 것으로 판단되며 SMS 증착기부터 점진적으로 M/S를 늘려나갈 것으로 전망된다.

[그림14] 물류장비 / 공정장비 수주 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, 이트레이드증권 리서치본부

IV. Valuation 및 투자의견

목표주가 및 투자의견

2010년 삼성전자의 갤럭시S가 처음 출시되고 OLED 패널에 대한 수요가 급증하면서 삼성모바일디스플레이(現 삼성디스플레이)는 중소형 OLED 2번째 생산시설인 A2라인에 투자하기 시작했다. 이에 따른 수혜로 에스에프에이는 2011년 사상최대의 실적(매출액 7,814억원, 영업이익 1,085억원)을 기록하였다. 주가는 이에 선행하여 2010년 연초(1/4) 17,932원에서 2011년 1분기(3/8)에 70,200원으로 최고점을 찍었다. 다시 만나기 힘든 대규모 투자 시즌이었다.

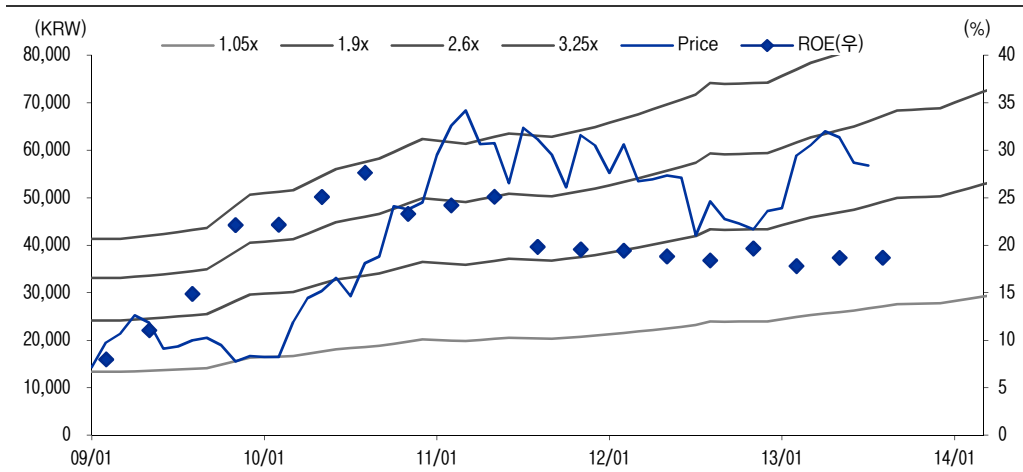
에스에프에이의 지난 4개년 “12M fwd PBR 밴드 & ROE” 차트를 확인하면, 동사의 주가는 12M fwd ROE에 후행하는 모습을 보여왔다. 2010년은 OLED의 투자기대와 함께 주가의 레벨업 시기였으며, 2011년은 실제로 사상최대의 수주와 매출을 기록했다. 하지만 2012년에는 얼어붙은 전방산업의 투자기조로 인해 역성장과 함께 주가도 PBR 밴드 mid-cycle 영역의 하단 부분까지 내려왔다.

내년 상반기까지 삼성의 OLED 투자로 인해 현시점 ROE 18.4%에서 12M fwd ROE (3Q13~2Q14)는 18.7%로 소폭 상승할 것으로 전망된다. 제한적인 ROE 상승으로 인해 향후 주가는 밴드의 mid-cycle의 중단인 2.4배 수준에서 머무를 가능성이 높다고 판단된다.

이에 따라 동사의 목표주가 65,000원을 제시한다. 목표주가 65,000원은 동사의 3Q14 예상 BPS 27,000원에 Target PBR 2.4배를 적용하여 산출하였다. 현재주가는 12M fwd PBR 2.2배 수준이며, 목표주가 65,000원은 현 주가(8/23) 54,900원 대비 상승 잠재력 18.4%이다.

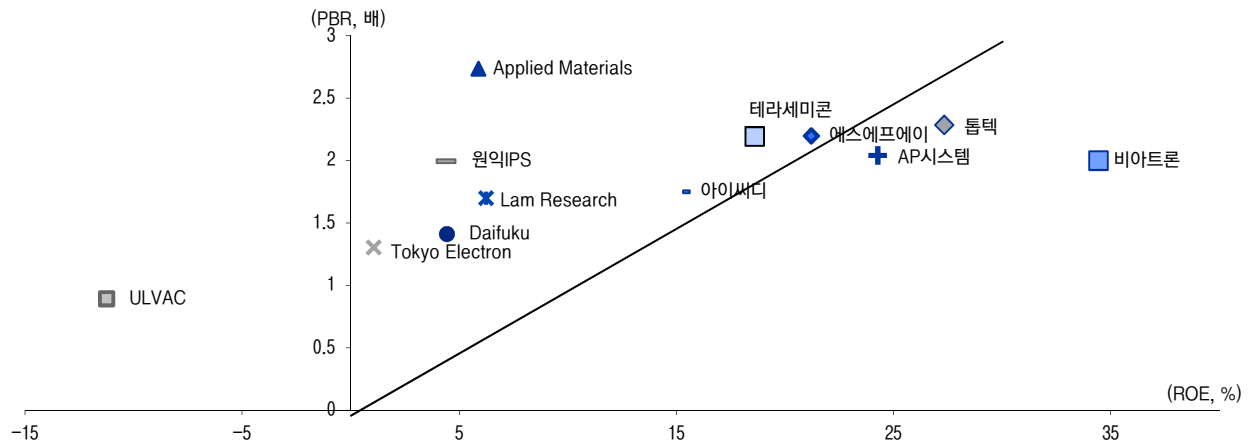
현시점 삼성디스플레이의 투자는 가시성이 높지만 금번 투자 이후 18개월 이상의 투자 공백이 발생할 가능성이 높다고 판단된다. 가을철 수확기 이후 다음해 보릿고개를 걱정해야 하는 것이다. 내년 상반기까지 실적은 우상향 하겠지만 삼성의 금번 투자 이후 연이은 추가투자 필요성에 대한 유인을 현재로선 찾기 어렵다는 점이 동사의 주가 상승을 제한하는 요인이다. 향후 프리미엄 스마트폰 시장상황 개선, 태블릿PC OLED 채용, 기대이상의 OLED TV시장 확대 등 시장환경의 개선이 필요하다. 이러한 시그널들이 삼성디스플레이의 OLED 추가투자 가능성을 열어줄 것이고, 에스에프에이의 수혜가 다시 시작될 것이다. 하지만 이러한 시그널이 감지되기 전까지 동사에 대한 보수적인 투자의견이 유효할 전망이다.

[그림15] 에스에프에이 12M fwd PBR 밴드 및 ROE 추이



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[그림16] 글로벌 Peer ROE vs. PBR 분포 (2013년 8월 23일 현재 추정)



자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

[표11] 에스에프에이 Peer 그룹 Valuation 지표 (2013년 8월 23일 현재 추정)

	시가총액(십억원) (08/23)	P/E(배)		P/B(배)		EV/EBITDA(배)		ROE(%)	
		2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
에스에프에이	986	13.7	12.5	2.2	1.9	6.6	6.1	17.8	16.4
ULVAC	514	27.2	11.0	0.9	0.9	9.3	7.6	-11.3	6.6
AMAT	20,931	26.5	14.0	2.7	2.6	13.2	8.9	5.9	16.9
Tokyo Electron	8,682	123.9	45	1.3	1.3	17.4	12.6	1.1	2.6
Lam Research	8,748	22.5	12.5	1.7	1.6	9.4	6.3	6.2	12.1
Daifuku	1,266	32.5	19.1	1.4	1.2	12.5	9.5	4.4	6.9
AP시스템	243	9.4	7.3	2.0	1.6	6.9	5.9	24.3	22.8
아이씨디	196	12.4	9.0	1.7	1.5	8.1	7.4	15.3	17.6
원익IPS	485	46.8	11.8	2.0	1.7	21.6	8.2	4.4	15.7
토텍	289	9.0	5.2	2.3	1.6	7.4	6.5	27.3	34.5
테라세미콘	161	12.9	8.1	2.2	1.7	8.0	5.2	18.6	23.9
비아트론	147	6.8	4.9	2.0	1.4	5.9	4.0	34.4	33.7

자료: Bloomberg, 이트레이드증권 리서치본부

에스에프에이 (056190)

재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
유동자산	427	439	527	567	626
현금 및 현금성자산	87	40	164	165	174
매출채권 및 기타채권	140	162	130	160	200
재고자산	15	5	8	9	9
기타유동자산	184	231	225	234	243
비유동자산	145	140	140	144	158
관계기업투자등	5	3	3	3	3
유형자산	116	114	110	110	117
무형자산	10	14	18	22	29
자산총계	572	578	667	711	784
유동부채	195	183	186	178	188
매입채무 및 기타채무	134	160	138	128	136
단기금융부채	5	0	1	1	1
기타유동부채	57	23	47	49	51
비유동부채	21	23	25	26	27
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	21	23	25	26	27
부채총계	216	205	211	204	215
지배주주지분	356	373	456	508	570
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	20	20	27	27	27
이익잉여금	344	392	429	481	543
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	357	373	456	508	570

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업활동 현금흐름	116	61	98	49	69
당기순이익(손실)	89	71	74	79	89
비현금수익비용가감	48	22	15	9	10
유형자산감가상각비	7	9	9	8	9
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	0	0	6	1	1
영업활동 자산부채변동	-14	-7	8	-39	-30
매출채권 감소(증가)	-10	-26	32	-30	-40
재고자산 감소(증가)	8	11	-3	-1	0
매입채무 증가(감소)	-8	11	-30	-10	8
기타자산, 부채변동	-4	-3	9	2	2
투자활동 현금	-98	-51	1	-22	-33
유형자산처분(취득)	-24	-5	-4	-8	-16
무형자산 감소(증가)	-9	-9	-4	-4	-7
투자자산 감소(증가)	-59	-33	6	-9	-9
기타투자활동	-6	-5	3	0	0
재무활동 현금	-9	-56	26	-27	-27
차입금의 증가(감소)	0	-2	0	0	0
자본의 증가(감소)	-9	-23	26	-27	-27
배당금의 지급	9	23	20	27	27
기타재무활동	0	-31	0	0	0
현금의 증가	9	-47	125	1	9
기초현금	78	87	40	164	165
기말현금	87	40	164	165	174

주: IFRS 연결 기준

자료: 이트레이드증권 리서치본부

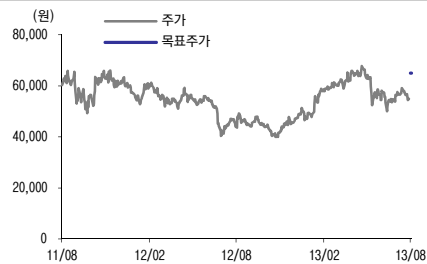
손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	781	507	579	654	714
매출원가	621	372	431	490	536
매출총이익	160	136	148	164	179
판매비 및 관리비	52	66	65	76	78
영업이익	108	70	83	88	100
(EBITDA)	115	79	91	96	109
금융손익	5	8	10	11	12
이자비용	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	15	5	4	4
세전계속사업이익	111	93	98	103	116
계속사업법인세비용	22	22	24	24	27
계속사업이익	89	71	74	79	89
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	89	71	74	79	89
지배주주	89	71	74	79	89
총포괄이익	89	71	74	79	89
매출총이익률	20.5	26.7	25.6	25.1	25.0
영업이익률	13.9	13.8	14.3	13.4	14.0
EBITDA마진률	14.8	15.5	15.8	14.7	15.3
당기순이익률	11.4	14.1	12.8	12.1	12.4
ROA	16.1	12.4	11.9	11.5	11.9
ROE	28.0	19.6	17.8	16.4	16.5
ROIC	97.0	55.1	74.7	76.5	58.8

주요 투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
투자지표(배, %)					
P/E	12.3	11.9	13.7	12.5	11.1
P/B	3.1	2.3	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	7.3	7.3	6.6	6.1	5.2
P/CF	8.0	9.1	11.5	11.2	10.0
배당수익률(%)	2.1	2.1	2.0	2.7	2.7
성장성(%)					
매출액	19.4	-35.1	14.0	13.0	9.2
영업이익	57.8	-35.5	18.3	6.1	14.2
세전이익	51.2	-16.2	5.3	5.2	12.6
당기순이익	63.5	-19.8	3.5	7.0	12.6
EPS	62.0	-19.6	0.6	10.0	12.6
안정성(%, 십억원)					
부채비율	60.6	55.1	46.3	40.2	37.7
유동비율	218.6	239.9	282.6	318.2	332.4
순차입금/자기자본	-72.0	-72.2	-84.5	-77.8	-72.6
영업이익/금융비용	769.0	1,488.5	-	-	-
총차입금	5	0	1	1	1
순차입금	-257	-269	-385	-395	-413
주당지표(원)					
EPS	4,943	3,972	3,997	4,398	4,952
BPS	19,845	20,776	25,372	28,270	31,722
CFPS	7,607	5,191	4,785	4,919	5,500
DPS	1,280	1,000	1,100	1,500	1,500

에스에프에이 목표주가 추이



투자이전 변동내역

일시	2013.02.19	2013.03.05	2013.08.26
투자이전	N.R.	N.R.	Marketperform
목표가격	-	-	65,000

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 전병기)
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치분부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

종목투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)
업종투자등급 guide line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계 (Overweight/ Neutral/ Underweight)
2012년 5월 14일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 (Buy/ Hold/ Sell)에서 4단계 (Strong Buy/ Buy/ Marketperform/ Sell)로 변경

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	
Report(기업)	Strong Buy (강력매수)	절대수익률 기준 50% 이상 기대
	Buy (매수)	절대수익률 기준 15%~50% 기대
	Marketperform(시장수익률)	절대수익률 기준 -15%~15% 기대
	Sell(매도)	절대수익률 기준 -15% 이하 기대
	N.R.(Not Rated)	등급보류