KDB대우증권 리서치센터

에스에프에이 (056190)

시간의 문제일 뿐...

LCD/반도체 장비

Results Comment
2013. 11. 21

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	65,000
현재주가(13/11/20,원)	43,300
상승여력	50%

영업이익(13F,십억원)	76
Consensus 영업이익(13F,십억원)	80
EPS 성장률(13F,%)	-3.4
MKT EPS 성장률(13F,%)	14.5
P/E(13F,x)	11.3
MKT P/E(13F,x)	11.2
KOSDAQ	504.16
시가총액(십억원)	777
발행주식수(백만주)	18
유동주식비율(%)	52.1
외국인 보유비중(%)	15.4
베타(12M,일간수익률)	0.80
52주 최저가(원)	40,050
52주 최고가(원)	69,100

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.0	-34.9	6.9
상대주가	-2.3	-36.7	0.2

디스플레이/2차전지

황준호
02-768-4140
j.hwang@dwsec.com

3Q13 실적: 매출액 1,183억원(+14% YoY), 영업이익 185억원(+13% YoY) 예상치 부합

3분기 매출액은 연결 기준으로 1,183억원(-21% QoQ, +14% YoY), 영업이익 185억원(-11% QoQ, +13% YoY)을 기록했다. 대우 예상치(매출액 1,250억원, 영업이익 178억원)와 시장 컨센서스에 부합하는 실적이다. 수익성도 개선되었다. 매출 총이익률(GPM)은 전기대비 4.7%p 개선되며 2009년 이후 지속되고 있는 원가 절감 활동들이 실적에 반영되고 있다. **내부적인 체질 개선은 긍정적으로 평가**된다.

다만 외부 환경은 여전히 어렵다. 지난 3분기 신규 수주는 597억원(-55% QoQ, +25% YoY)으로 예상치를 하회했다. 올해 하반기에 기대했던 고객사의 OLED 투자가 지연되면서 신규 수주가 전기대비 크게 감소했다. 올해 누적 신규 수주는 3,450억원으로 지난해 2,975억원보다 증가했지만 지난해에는 4분기에 대규모 장비 발주(2,400억원)가 집중되었다. 올해 삼성디스플레이의 설비투자 가이던스는 6.5조원이며 3분기까지 4.7조원이 집행되었다. **삼성디스플레이가 기존 계획대로 투자를 집행한다면 4분기에 추가적으로 1.8조원의 투자여력이 있다.** 중국(쑤저우) 8세대 LCD 라인의 투자가 완료되었기 때문에 투자 대상은 OLED가 될 가능성이 높다. 다만 삼성전자의 프리미엄 스마트폰 성장이 둔화되면서 OLED 증설 계획이 당초 예상보다 다소 늦춰질 가능성도 있어 4분기 투자 여부는 여전히 불투명한 상황이다.

삼성디스플레이의 OLED 전략은 명확하다 → 다양한 어플리케이션으로 확대

삼성전자는 최근 Analyst Day를 통해 디스플레이 성장 전략 중심에는 OLED가 있다는 점을 강조했다. **중장기적으로 LCD 산업의 성장은 정체된 반면 OLED는 2020년까지 연평균 15%씩 성장할 것으로 예상**하고 있다. 아직까지 OLED 디스플레이가 프리미엄 스마트폰에만 적용되고 있지만 내년부터는 테블릿PC, 다양한 폼펙터를 가진 웨어러블 기기로 확대될 전망이다.

OLED TV는 아직까지 기존 LCD TV에 비해 가격이 비싸 본격적인 양산은 시간이 더 필요할 것으로 예상된다. TV를 위한 8세대 OLED 투자는 내년 하반기 이후로 예상된다. 다만 테블릿PC용 OLED 패널을 생산하기 위해서는 현재 5.5세대 라인으로는 부족하기 때문에 내년 상반기에 6세대 OLED 투자가 이루어질 것으로 예상한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 65,000원으로 19% 하향 조정

에스에프에이 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 80,000원에서 65,000으로 19% 하향 조정한다. 고객사의 신규 OLED 라인(A3) 투자 지연, 프리미엄 스마트폰의 성장 둔화를 반영해 13~14F EPS를 각각 10%, 21% 하향 조정했기 때문이다. 그러나 OLED 산업에 대한 긍정적인 시각은 유효하다. **OLED 기술의 잠재력은 단순히 기존 LCD를 대체하는 수준이 아닌 새로운 어플리케이션을 창출할 수 있다는데 있다.** 최근 주가 약세는 매수 기회로 판단된다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	655	782	508	512	650	709
영업이익(십억원)	69	109	70	76	92	106
영업이익률 (%)	10.5	13.9	13.8	14.8	14.2	15.0
순이익(십억원)	55	89	71	69	80	92
EPS (원)	3,049	4,943	3,972	3,837	4,437	5,144
ROE (%)	21.6	28.0	19.6	16.4	16.1	16.6
P/E (배)	16.1	12.3	11.9	11.3	9.8	8.4
P/B (배)	3.0	3.0	2.1	1.7	1.5	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

삼성디스플레이의 메시지는 명확하다 → OLED 중심의 성장

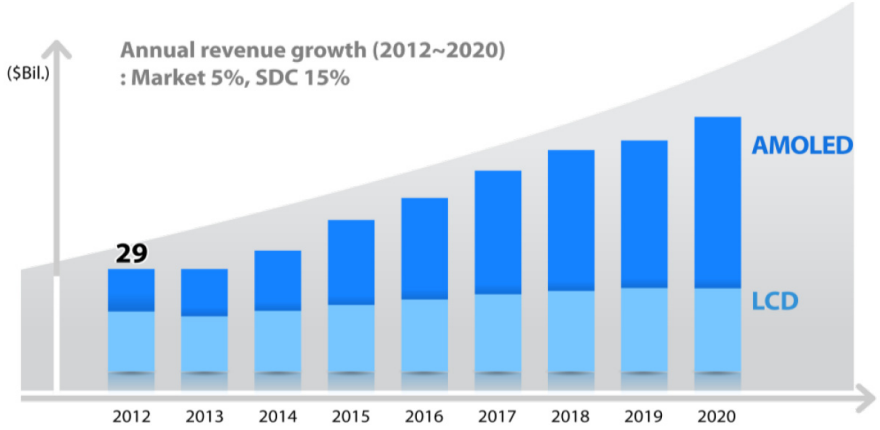
삼성디스플레이가 최근 Analyst Day 2013를 통해 전달하고자 했던 메시지는 명확하다. LCD 산업의 성장은 정체되겠지만 OLED를 통해 성장을 지속해 나간다는 전략이다. 이를 위해서 프리미엄 스마트폰에만 적용되던 OLED 기술을 테블릿PC, TV, 웨어러블 기기, 자동차용으로 확대한다는 전략이다. **OLED 기술의 잠재력은 단순히 기존 LCD를 대체하는 수준이 아닌 커브드, 플렉시블, 투명 디스플레이를 통해 새로운 어플리케이션을 창출할 수 있다는데 있다.**

중국 LCD 패널 업체(BOE, CSOT)들의 공격적인 증설이 지속되면서 LCD 산업의 경쟁은 더욱 심화될 전망이다. LCD의 기술 진화가 정체되는 동안 국내 패널 업체들의 가격 경쟁력은 점차 축소되고 있다. LCD 산업의 주도권이 중국 업체들에게 넘어가는 것은 시간의 문제일 뿐이라는 위기감이 확산되고 있다. 국내 패널 업체들이 기술력을 바탕으로 차별화 전략에 더욱 집중해야 하는 이유이다. 그리고 디스플레이 산업에서 차별화할 수 있는 가장 확실한 기술이 OLED이다.

올해 상반기까지 공격적으로 OLED 캐파를 확대해오던 삼성디스플레이가 최근 프리미엄 스마트폰의 성장률 둔화로 투자 속도 조절에 나서고 있는 것은 사실이다. 하지만 OLED 전략의 방향성에는 변한 것이 없다. **단기적으로 수주 공백이 나타날 수는 있지만 큰 그림에서 OLED 산업은 여전히 매력적**이다.

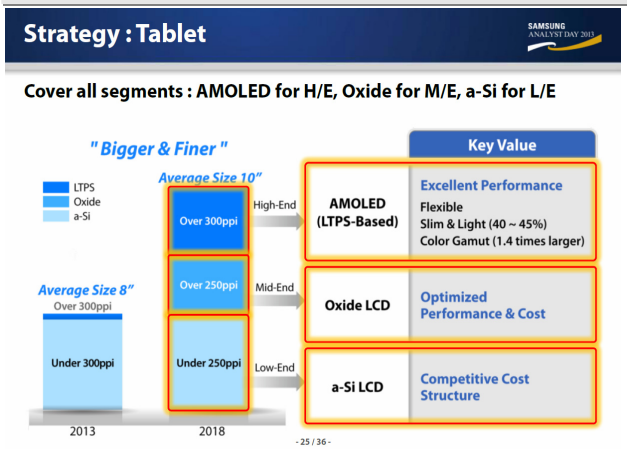
에스에프에이의 4분기 실적은 올해 A3 발주 여부에 따라 크게 바뀔 수 있다. 당사 수익 추정에는 A3 투자를 반영하지 않고 4분기 매출액 1,285억원(+9% QoQ, -29% YoY), 영업이익 183억원(-1% QoQ, -45% YoY)을 예상한다. **OLED 수주 모멘텀은 내년 상반기에 개선될 전망**이다.

그림 1. 삼성디스플레이 중장기 매출 전망



자료: 삼성전자 Analyst Day 2013

그림 2. 테블릿PC용 패널 전략



자료: 삼성전자 Analyst Day 2013

그림 3. 웨어러블 기기용 패널 전략

자료: 삼성전자 Analyst Day 2013

표 1. 에스에프에이의 2013년 3분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준) (십억원, %, %p)

	3Q12	2Q13	3Q13P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	104	149	118	125	136	14.2	-20.8
영업이익	16	21	19	18	18	12.6	-10.7
영업이익률	12.2	13.9	15.6	14.2	13.3	3.4	1.8
세전이익	20	24	24	20	21	19.7	-3.3
순이익	15	17	18	16	16	22	7.2

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터,WISEfn 컨센서스

표 2. 에스에프에이의 연간 수익 예상 변경 (K-IFRS 연결 기준) (십억원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	
매출액	603	822	929	512	650	709	-15.1	-21.0	-23.7	- OLED 투자 지연 반영
영업이익	88	119	140	76	92	106	-13.8	-22.7	-24.1	
순이익	76	100	117	69	80	92	-9.6	-20.7	-20.9	
EPS	4,245	5,595	6,506	3,837	4,437	5,144	-9.6	-20.7	-20.9	
영업이익률	14.6	14.5	15.1	14.8	14.2	15.0	0.2	-0.3	-0.1	
순이익률	12.6	12.2	12.6	13.5	12.3	13.0	0.8	0.1	0.5	
원/달러 환율	1,085	1,090	1,090	1,096	1,069	1,085	1.0	-1.9	-0.5	

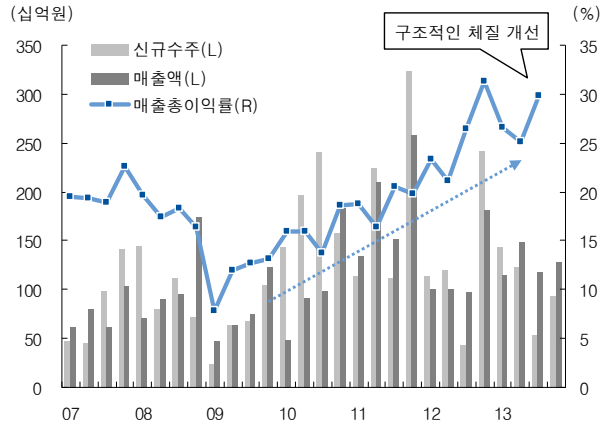
자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 에스에프에이 분기별 영업실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준) (십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13P	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
신규 수주	143	123	54	93	192	183	153	134	517	413	661
매출액	116	149	118	129	118	163	198	170	481	512	650
공정장비	31	43	80	55	53	69	73	77	91	209	272
물류시스템	77	100	31	66	59	86	117	87	390	274	349
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
공정장비	27.0	28.7	67.5	42.7	45.3	42.5	36.7	45.1	18.9	40.8	41.9
물류시스템	66.2	67.1	26.3	51.7	49.7	52.9	59.1	51.1	81.1	53.6	53.8
영업이익	18.3	20.7	18.5	18.3	15.5	25.2	30.7	20.7	64.5	75.8	92.1
영업이익률	15.8	13.9	15.6	14.2	13.1	15.4	15.5	12.2	13.4	14.8	14.2
순이익	17.3	17.1	18.4	16.0	14.1	21.6	25.9	18.1	68.3	68.9	79.7
순이익률	15.0	11.5	15.6	12.5	11.9	13.2	13.1	10.6	14.2	13.5	12.3

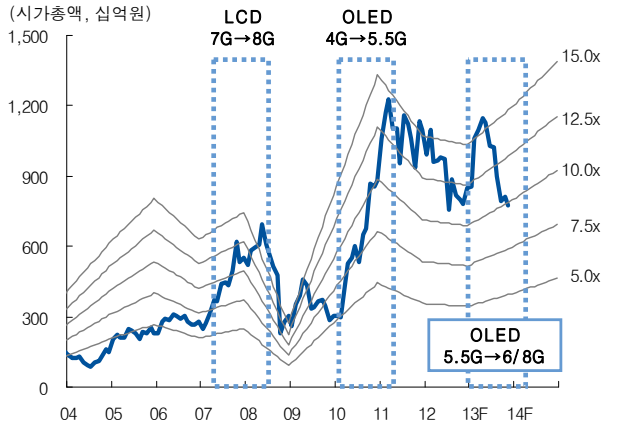
자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 분기 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



ㄴ자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 에스에프에이 P/E 밴드 추이



자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

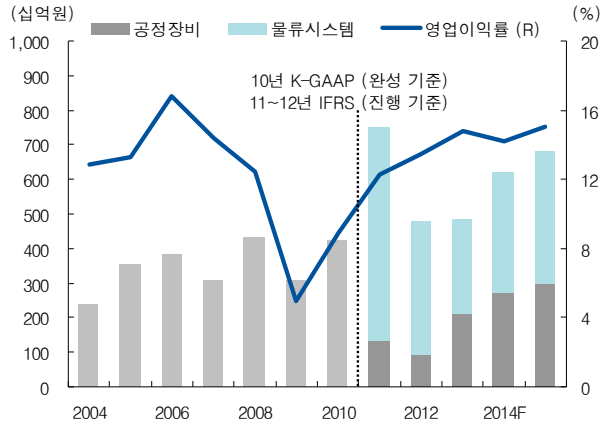
글로벌 디스플레이 장비 업체 주가 및 Valuation 비교

표 4. 글로벌 디스플레이 장비 업체 Valuation 테이블 (십억원, %, 배)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		ROE		PER		PBR		EV/EBITDA	
		13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F	13F	14F
에스에프에이	777	512	650	76	92	69	80	16.4	16.1	11.3	9.8	1.7	1.5	4.8	3.3
원익IPS	596	388	542	35	90	16	62	5.8	19.7	37.1	9.6	2.2	1.8	14.1	6.1
AP시스템	217	289	324	27	33	22	27	22.9	21.2	9.3	7.9	1.9	1.5	5.7	4.9
케이씨텍	155	178	196	17	20	15	18	7.8	8.3	10.2	8.9	0.8	0.7	6.7	6.1
아바코	60	157	198	7	14	5	12	5.9	13.2	11.7	5.2	0.8	0.8	11.7	7.1
AMAT (미)	21,385	9,782	10,610	1,931	2,320	1,346	1,645	17.0	17.5	15.4	13.2	2.6	2.4	9.3	8.1
TEL (일)	10,009	6,229	7,014	294	699	209	478	3.3	7.4	46.1	20.9	1.6	1.5	12.4	7.4
Lam Research (미)	8,620	4,735	4,987	830	923	653	703	13.4	12.6	12.2	11.1	1.6	1.4	7.0	6.1
Dainippon Screen (일)	1,407	2,415	2,552	88	147	56	98	6.8	11.3	24.1	13.8	1.5	1.3	11.8	8.2
Ulvac (일)	698	1,944	2,042	112	125	62	70	9.3	9.8	11.8	10.5	1.3	1.2	8.0	7.5
Daifuku (일)	1,587	2,448	2,643	110	134	63	80	6.9	8.5	25.2	19.8	1.6	1.5	11.7	9.9
평균								10.5	13.2	19.5	11.9	1.6	1.4	9.4	6.8

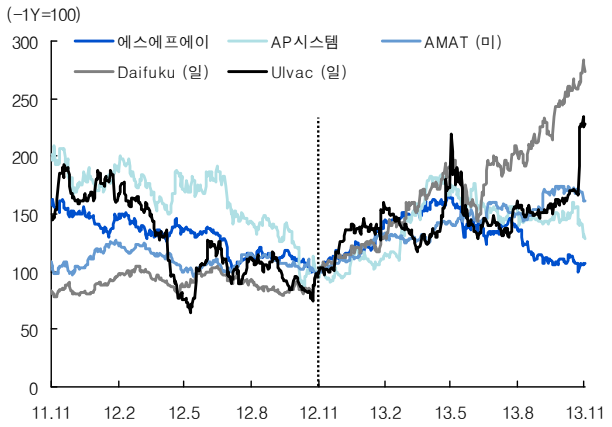
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



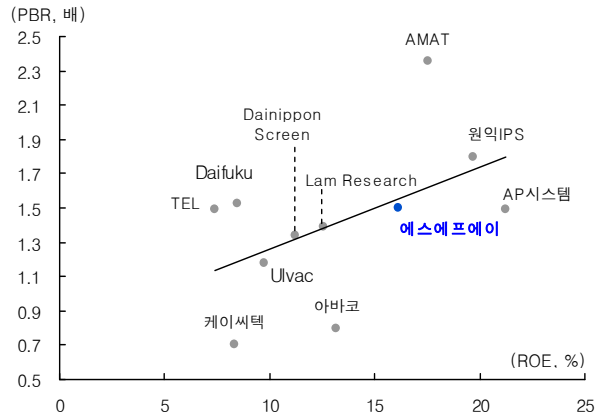
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 글로벌 디스플레이 장비 업체 상대주가 추이



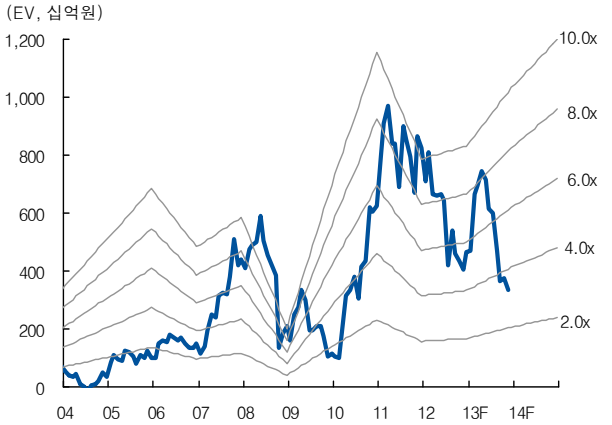
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 글로벌 디스플레이 장비 업체 ROE-P/B 비교 (14F)



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 에스에프에이의 EV/EBITDA 밴드 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

에스에프에이 (056190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	**508**	**512**	**650**	**709**
매출원가	**372**	**371**	**486**	**524**
매출총이익	**136**	**141**	**164**	**185**
판매비와관리비	**66**	**65**	**71**	**79**
조정영업이익	**70**	**76**	**92**	**106**
영업이익	**70**	**76**	**92**	**106**
비영업손익	**23**	**15**	**10**	**12**
순금융비용	-10	-4	-6	-7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	93	91	102	118
계속사업법인세비용	22	22	23	26
계속사업이익	71	69	80	92
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**71**	**69**	**80**	**92**
지배주주	71	69	80	92
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**71**	**69**	**80**	**92**
지배주주	71	69	80	92
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	79	83	103	120
FCF	35	86	79	84
EBITDA마진율 (%)	15.5	16.3	15.9	16.9
영업이익률 (%)	13.8	14.8	14.2	15.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.1	13.5	12.3	13.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	**439**	**455**	**540**	**608**
현금 및 현금성자산	40	134	141	141
매출채권 및 기타채권	162	61	81	88
재고자산	5	5	7	7
기타유동자산	2	3	3	4
비유동자산	**140**	**160**	**175**	**188**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	114	115	121	127
무형자산	14	26	29	32
자산총계	**579**	**615**	**715**	**797**
유동부채	**183**	**114**	**150**	**163**
매입채무 및 기타채무	160	98	130	142
단기금융부채	0	3	3	3
기타유동부채	23	13	17	19
비유동부채	**23**	**34**	**41**	**46**
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	19	28	31	36
부채총계	**206**	**148**	**191**	**209**
지배주주지분	**373**	**467**	**524**	**588**
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	20	27	27	27
이익잉여금	392	444	501	565
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**373**	**467**	**524**	**588**

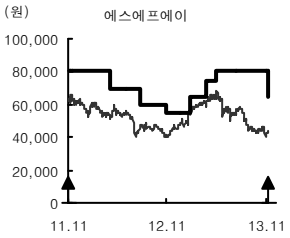
예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	53	100	101	103
당기순이익	71	69	80	92
비현금수익비용가감	22	22	24	27
유형자산감가상각비	9	3	3	4
무형자산상각비	0	4	8	9
기타	-1	3	5	6
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	30	20	9
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-26	102	-20	-7
재고자산 감소(증가)	11	0	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	-60	32	12
법인세납부	-34	-20	-23	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	-43	-35	-71	-75
유형자산처분(취득)	-5	-7	-10	-10
무형자산감소(증가)	-9	-12	-12	-12
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	-25	-55	-60
기타투자활동	5	9	6	7
재무활동으로 인한 현금흐름	-56	28	-23	-28
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	0	0	0
자본의 증가(감소)	-31	45	0	0
배당금의 지급	-23	-17	-23	-28
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	-47	94	8	0
기초현금	87	40	134	141
기말현금	40	134	141	141

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	11.9	11.3	9.8	8.4
P/CF (x)	10.6	10.2	8.6	7.4
P/B (x)	2.1	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	7.4	4.8	3.3	2.3
EPS (원)	3,972	3,837	4,437	5,144
CFPS (원)	4,457	4,252	5,057	5,887
BPS (원)	22,686	25,333	28,263	31,688
DPS (원)	1,000	1,300	1,600	1,800
배당성향 (%)	23.8	33.4	35.5	34.5
배당수익률 (%)	2.1	3.0	3.7	4.2
매출액증가율 (%)	-35.1	0.9	26.9	9.1
EBITDA증가율 (%)	-31.8	5.7	24.1	16.0
영업이익증가율 (%)	-35.5	8.2	21.6	15.5
EPS증가율 (%)	-19.6	-3.4	15.6	15.9
매출채권 회전율 (회)	3.4	4.6	9.2	8.4
재고자산 회전율 (회)	50.6	99.5	108.6	99.4
매입채무 회전율 (회)	3.9	4.4	6.2	5.7
ROA (%)	12.4	11.5	12.0	12.2
ROE (%)	19.6	16.4	16.1	16.6
ROIC (%)	57.3	65.5	101.6	123.8
부채비율 (%)	55.1	31.7	36.4	35.5
유동비율 (%)	239.9	400.4	360.4	372.5
순차입금/자기자본 (%)	-72.2	-82.2	-85.3	-86.2
영업이익/금융비용 (x)	1,488.5			

Compliance Notice

- 에스에프에이: 자사주 금전신탁 위탁 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(═), Not covered(▨))
  ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.