

에스에프에이 (056190)

숲을 보면 흔들리지 않는다

LCD/반도체 장비

Results Comment
2013. 8. 22

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	80,000
현재주가(13/08/21, 원)	54,400
상승여력	47%

영업이익(13F, 십억원)	88
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	113
EPS 성장률(13F, %)	6.9
MKT EPS 성장률(13F, %)	17.1
P/E(13F, x)	12.8
MKT P/E(13F, x)	9.4
KOSDAQ	530.54
시가총액(십억원)	977
발행주식수(백만주)	18
유동주식비율(%)	52.1
외국인 보유비중(%)	11.1
배타(12M, 일간수익률)	0.78
52주 최저가(원)	39,750
52주 최고가(원)	69,100
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-0.6 -6.7 17.1
상대주가	-0.3 0.6 21.0



디스플레이

황준호

02-768-4140

j.hwang@dwsec.com

2Q13 실적: 매출액 1,494억원(+37% YoY), 영업이익 207억원(+39% YoY)

2분기 매출액은 연결 기준으로 1,494억원(+29% QoQ, +37% YoY), 영업이익 207억원(+13% QoQ, +39% YoY)을 기록했다. 대우 예상치(매출액 1,383억원, 영업이익 190억원)를 상회했으며 시장 컨센서스에는 부합하는 실적을 기록했다. 매출 총이익률과 영업이익률은 각각 25.1%(-1.4%p QoQ, +4.0%p YoY), 13.9%(-2.0%p QoQ, +3.2%p YoY)로 전기 대비 소폭 하락했지만 전년동기대비 여전히 높은 수익성을 유지하고 있다. 수익성이 소폭 하락한 이유는 R&D(연구개발) 비용 증가로 판관비가 168억원(+36% QoQ, +61% YoY)으로 크게 증가했다.

신규 수주는 1,233억원(-14% QoQ, +3% YoY)으로 예상치에 부합했다. 중국 LCD 투자, OLED 5.5세대 증설, 넥솔론 태양광 모듈 라인 수주가 있었다. 올해 상반기에 공정 장비 및 해외 수주가 크게 증가한 것이 특징적이다. 상반기 공정 장비 수주 금액은 1,366억원으로 전년대비 173%, 해외 수주 금액은 1,047억원으로 전년대비 240% 증가했다.

투자포인트: 1) OLED에 대한 삼성의 확신, 2) OLED를 활용한 신규 어플리케이션 확대

최근 삼성 그룹(삼성전자, 제일모직, 삼성벤처투자)은 3,455억원을 투자해 독일 OLED 재료 업체인 Novaled를 인수했다. 이번 인수를 통해 OLED 재료 수직 계열화, 500개 이상의 OLED 특허를 확보하게 되었다. 이는 삼성의 OLED 시장 확대에 대한 확신과 지속적으로 투자하겠다는 의지로 해석할 수 있다.

삼성전자는 최근 커브드 OLED TV의 가격을 1,500만원에서 990만원으로 대폭 인하했으며 미국 판매를 개시했다. 미국 컨슈머 리포트는 삼성전자의 OLED TV가 최고의 화면 품질을 보유하고 있고 향후 기존 TV 기술들을 밀어낼 수 있는 'Game Changer'가 될 것이라고 극찬했다. 미국 OLED 재료 업체인 UDC(Universal Display Corporation)는 OLED TV 확대 기대감으로 8월에만 주가가 30% 이상 급등했다.

삼성전자는 9월 4일 디스플레이 사이즈가 5.7인치로 더욱 커진 Galaxy Note 3와 스마트워치 Galaxy Gear를 출시할 예정이다. OLED가 차세대 디스플레이 기술인 이유는 부분 활성화 기능, 커브드, 플렉시블, 투명 디스플레이 등의 신규 어플리케이션이 가능하기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 80,000원 유지

에스에프에이의 투자의견 매수, 목표주가 80,000원을 유지한다. 최근 고객사의 신규 OLED 라인(A3) 투자 지연, 프리미엄 스마트폰의 성장 둔화 우려로 주가 약세가 이어지고 있다. OLED 기술의 잠재력은 단순히 기존 LCD를 대체하는 수준이 아닌 새로운 어플리케이션을 창출할 수 있다는 데 있다. 중장기적인 관점에서 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	603	823	929
영업이익(십억원)	69	109	70	88	119	140
영업이익률 (%)	10.5	13.9	13.8	14.6	14.5	15.1
순이익(십억원)	55	89	71	76	101	117
EPS (원)	3,049	4,943	3,972	4,245	5,595	6,506
ROE (%)	21.6	28.0	19.6	18.9	21.3	21.1
P/E (배)	16.1	12.3	11.9	12.8	9.7	8.4
P/B (배)	3.0	3.0	2.1	2.1	1.9	1.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 에스에프에이의 2013년 2분기 주요 손익 추정 및 컨센서스 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %, %p)

	2Q12	1Q13	2Q13P			성장률	
			잠정치	KDB대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	109	116	149	138	150	36.6	29.1
영업이익	15	18	21	19	22	38.7	13.3
영업이익률	14	16	13.9	13.7	14	0.2	-1.9
세전이익	17	22	24	21	25	42.8	10.4
순이익	14	17	17	17	19	22.9	-1.1

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터, WISEfn 컨센서스

표 2. 에스에프에이의 분기별 영업실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)

	변경전			변경후			변경률			변경 이유
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	
매출액	612	853	912	603	822	929	-1.5	-3.5	1.9	- OLED 신규라인 투자 지연
영업이익	91	128	135	88	119	140	-3.9	-6.6	4.2	
순이익	80	107	112	76	100	117	-4.4	-5.7	4.3	
EPS	4,442	5,936	6,240	4,245	5,595	6,506	-4.4	-5.7	4.3	
영업이익률	14.9	15.0	14.8	14.6	14.5	15.1	-0.4	-0.5	0.3	
순이익률	13.0	12.5	12.3	12.6	12.2	12.6	-0.4	-0.3	0.3	
원/달러 환율	1,088	1,065	1,065	1,085	1,090	1,090	-0.3	2.3	2.3	

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

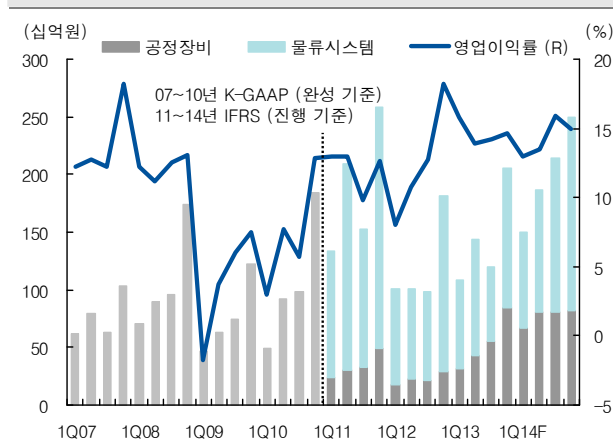
표 3. 에스에프에이 분기별 영업실적 추이 및 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(십억원, %)

	1Q13P	2Q13P	3Q13F	4Q13F	1Q14F	2Q14F	3Q14F	4Q14F	2012	2013F	2014F
신규 수주	143	123	133	233	192	183	153	294	517	633	821
매출액	116	149	125	213	155	192	220	256	508	603	822
공정장비	31	43	56	85	67	80	81	82	91	215	310
물류시스템	77	100	65	121	83	106	134	168	390	362	491
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	44.6	39.8	43.2	41.8	36.7	32.0	17.9	35.6	37.7
물류시스템	66.2	67.1	51.7	56.8	53.7	55.4	60.8	65.8	76.8	60.1	59.7
영업이익	18.3	20.7	17.8	31.1	20.1	25.9	35.1	38.2	70.0	87.9	119.2
영업이익률	15.8	13.9	14.2	14.6	13.0	13.5	15.9	14.9	13.8	14.6	14.5
순이익	17.3	17.1	15.7	26.1	17.5	22.1	29.2	31.7	71.3	76.2	100.5
순이익률	15.0	11.4	12.6	12.3	11.3	11.5	13.3	12.4	14.1	12.6	12.2

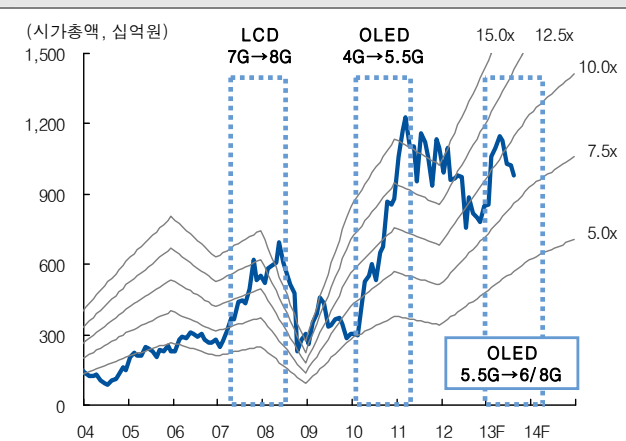
자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 분기 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 에스에프에이 P/E 밴드 추이



자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

OLED가 차세대 디스플레이 기술인 이유

1) 디스플레이 부분 활성화

최근 출시된 삼성전자 갤럭시 S4와 LG전자 G2 스마트폰의 액세서리로 투명한 창이 달린 커버를 제공하고 있다. 커버를 열지 않고도 전화를 받거나, 시계, 날씨, 알람, 음악 등을 조작할 수 있는 스마트 커버이다. 두 제품이 비슷한 기능을 하지만 결정적인 차이점이 있다. 삼성전자 갤럭시 S4는 OLED 디스플레이를 사용하며 LG전자 G2는 LCD 디스플레이를 사용한다.

OLED는 단위 픽셀이 각각 자체적으로 발광하는 방식이기 때문에 투명한 창 부분만 활성화시키고 나머지 부분은 완전히 꺼진 상태로 유지할 수 있다. 반면 LCD는 백라이트를 이용하기 때문에 화면 일부분만 활성화 시키는 것이 불가능하다. OLED는 부분적으로 화면을 활성화시키거나 검정색 배경 화면을 사용할 경우 전력 소모를 최소화할 수 있다. LCD는 스마트커버를 사용해도 전력 소모는 전체 화면을 활성화시키는 것과 동일하다. OLED의 부분 활성화 기능은 다양하게 활용될 수 있다.

2) 커브드 & 플렉시블 디스플레이 (Curved & Flexible Display)

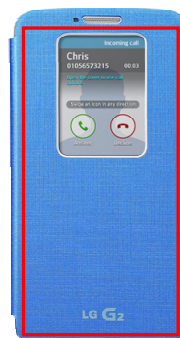
삼성전자는 최근 커브드 OLED TV의 가격을 1,500만원에서 990만원으로 대폭 인하했으며 미국 판매를 개시했다. 9월 4일에는 Galaxy Note 3와 함께 스마트워치인 Galaxy Gear를 출시할 예정이다. 두 제품의 공통점은 휘어진 디스플레이를 사용하는 점이다. **OLED이기 때문에 가능한 제품들이다.** 특히 Galaxy Gear는 2.5인치(해상도 320x320) 디스플레이, 듀얼코어 AP 및 다양한 센서들이 내장된 웨어러블 기기이다. Post-PC 시대의 핵심인 웨어러블 시장에서 OLED 기술은 더욱 부각될 전망이다.

그림 3. 삼성전자 갤럭시 S4 S-View 커버



OLED는 화면을 부분적으로 활성화 가능
→ 전력 소모 최소화

그림 4. LG전자 G2 Quick Window 커버



LCD는 화면을 부분적으로 활성화 못함
→ 전력 소모는 전체 화면과 동일함

자료: 삼성전자, KDB대우증권 리서치센터

자료: LG전자, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 삼성전자 Curved OLED TV (55인치)



SAMSUNG TOMORROW

자료: 삼성전자

그림 6. 삼성전자 스마트워치 (Galaxy Gear)



자료: Google Images

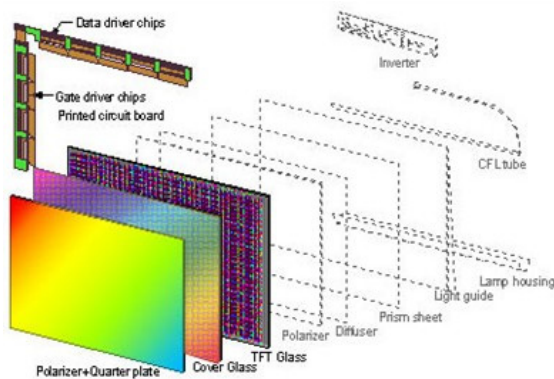
3) 투명 디스플레이 (양면 디스플레이)

OLED 디스플레이의 최대 장점은 간단한 구조에 있다. 생산하기는 매우 힘들지만 구조적으로만 보면 LCD에 비해 사용되는 부품이나 재료가 현저히 적다. 이러한 간단한 구조 때문에 다양한 어플리케이션이 가능하고 그 중 하나가 투명 디스플레이다. OLED 유기 재료는 일반적으로 투명하고 자체 발광하기 때문에 백라이트, 편광판, 컬러필터 등이 필요 없어 투명 디스플레이가 가능하다.

마이크로소프트는 삼성의 투명 OLED 디스플레이와 Xbox의 Kinect 센서를 이용해 3D 데스크탑 환경을 개발했다. 손을 투명한 화면 뒤쪽으로 넣어서 폴더나 웹 브라우저를 직접 제어할 수 있는 기술이다. Kinect 센서를 이용해 눈과 머리의 움직임을 추적하고 3D 화면을 구성한다. 투명 디스플레이의 응용 분야는 IT에 국한되지 않고 다양한 산업에 적용될 수 있다. 예를 들어 투명한 OLED 패널을 평상시에는 창문으로 활용하고 필요에 따라 PC 또는 TV 화면으로 전환할 수 있다. 자동차, 비행기의 HUD(Head Up Display)로 사용할 수 있고 일반 가구, 가전 제품에도 활용이 가능하다.

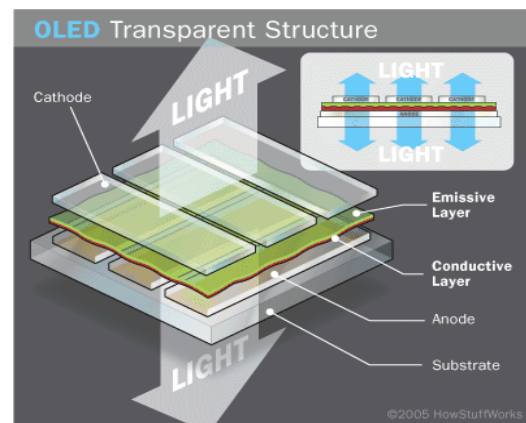
현재 투명 디스플레이의 투과도는 60% 수준이다. 이를 개선하기 위해서는 TFT의 투명성을 높일 수 있는 대면적 산화물(Oxide) TFT 개발이 필요하다. 그 외에 투명 배선, 자외선(UV)에 강한 OLED 발광 소재 개발도 필요하다. 향후 **대면적 투명 디스플레이 시장은 2017년 10억달러에서 2022년에는 10배 성장한 100억달러에 이를 것으로 예상된다.**

그림 7. OLED 패널의 단순한 구조



자료: CMEL

그림 8. 투명 OLED 구조



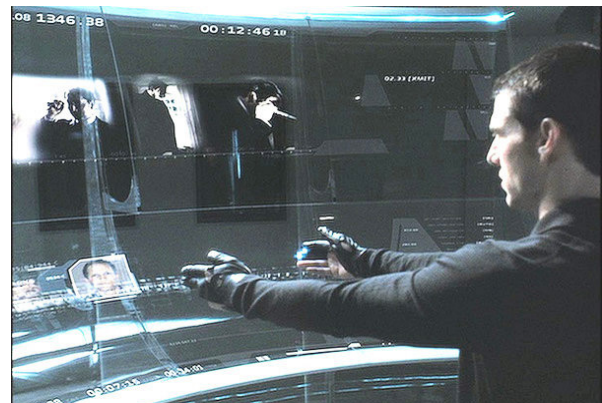
자료: HowStuffWorks

그림 9. 투명 OLED를 이용한 Microsoft 3D Desktop



자료: Microsoft

그림 10. 영화 'Minority Report'의 투명 디스플레이



자료: Google Images

글로벌 디스플레이 장비 업체 추가 및 Valuation 비교

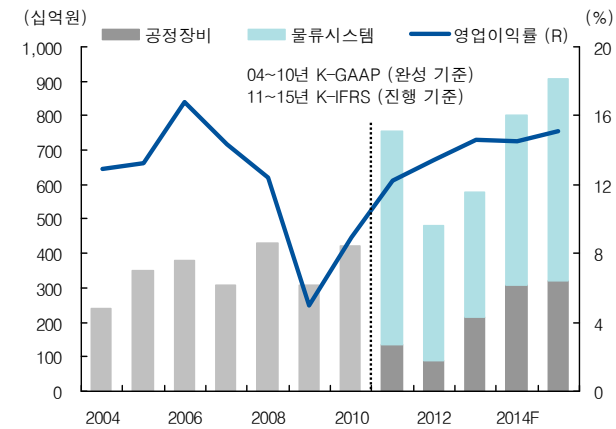
표 4. 글로벌 디스플레이 장비 업체 Valuation 테이블

(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	977	603	823	88	119	76	101	18.9	21.3	12.8	9.7	2.1	1.9	6.7	4.6
원익IPS	489	250	352	11	46	10	40	4.4	15.7	47.1	11.9	2.0	1.7	22.2	8.5
AP시스템	250	301	341	30	36	24	29	24.3	22.8	9.6	7.5	2.1	1.7	6.6	5.6
케이씨텍	165	178	196	17	20	15	18	7.8	8.3	10.8	9.4	0.9	0.8	7.2	6.5
아바코	82	157	198	7	14	5	12	5.9	13.2	16.2	7.2	1.1	1.1	14.4	8.5
AMAT (미)	20,890	8,417	10,420	965	2,011	447	1,503	5.9	16.9	26.4	13.9	2.7	2.6	13.1	8.9
TEL (일)	8,780	6,463	7,391	255	712	195	487	2.6	7.0	44.7	18.0	1.3	1.2	10.5	5.8
Lam Research (미)	8,772	4,915	5,187	817	940	653	733	12.1	12.3	12.5	11.0	1.6	1.4	6.3	5.7
Dainippon Screen (일)	1,395	2,413	2,648	79	159	47	102	5.6	11.6	27.2	12.6	1.4	1.2	11.9	7.1
Ulvac (일)	522	2,050	2,118	99	114	49	68	6.7	9.0	11.0	7.9	0.9	0.8	7.6	7.1
Daifuku (일)	1,246	2,585	2,703	109	126	65	75	6.9	8.2	18.5	16.1	1.2	1.1	9.3	8.0
평균								9.2	13.3	21.5	11.4	1.6	1.4	10.5	6.9

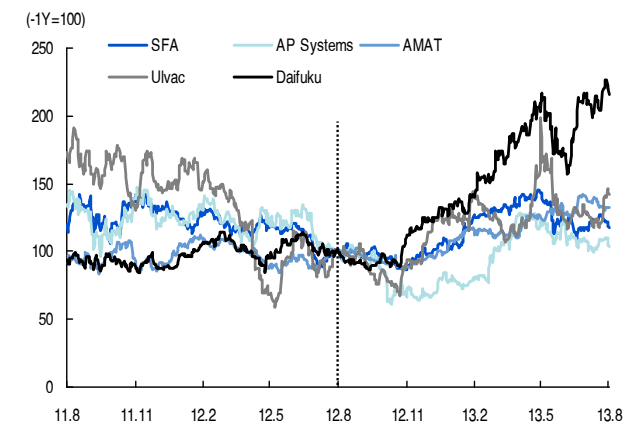
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



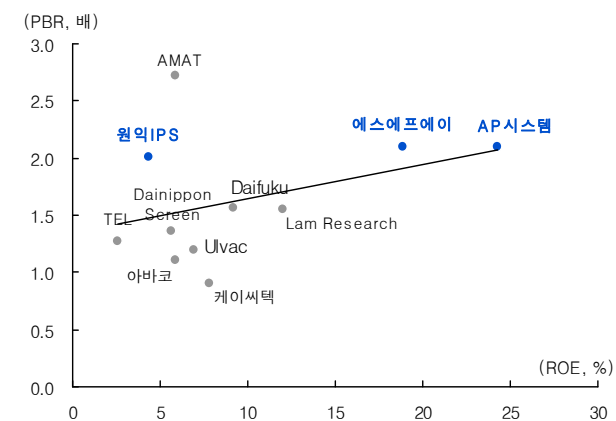
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 글로벌 디스플레이 장비 업체 상대주가 추이



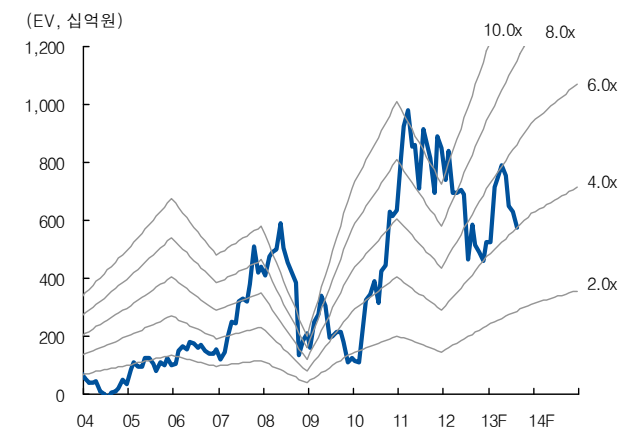
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 글로벌 디스플레이 장비 업체 ROE-P/B 비교 (13F)



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 에스에프에이의 EV/EBITDA 밴드 추이



자료: KDB대우증권 리서치센터

에스에프에이
숲을 보면 흔들리지 않는다

에스에프에이 (056190)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	508	603	823	929
매출원가	372	451	633	711
매출총이익	136	152	190	218
판매비와관리비	66	64	71	78
조정영업이익	70	88	119	140
영업이익	70	88	119	140
비영업손익	23	12	10	10
순금융비용	-10	-2	-3	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	93	100	129	150
계속사업법인세비용	22	24	28	33
계속사업이익	71	76	101	117
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	71	76	101	117
지배주주	71	76	101	117
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	71	76	101	117
지배주주	71	76	101	117
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	79	95	126	148
FCF	35	90	89	115
EBITDA마진율 (%)	15.5	15.7	15.3	15.9
영업이익률 (%)	13.8	14.6	14.5	15.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.1	12.7	12.2	12.6

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	53	91	109	134
당기순이익	71	76	101	117
비현금수익비용가감	22	23	25	31
유형자산감가상각비	9	7	7	8
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-1	7	8	8
영업활동으로인한자산및부채의변동	-7	11	11	19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-26	1	-33	-25
재고자산 감소(증가)	11	-3	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	16	38	29
법인세납부	-34	-19	-28	-33
투자활동으로 인한 현금흐름	-43	-47	-73	-78
유형자산처분(취득)	-5	-8	-10	-10
무형자산감소(증가)	-9	-11	-11	-11
장단기금융자산의 감소(증가)	-34	-33	-55	-60
기타투자활동	5	5	3	3
재무활동으로 인한 현금흐름	-56	0	-23	-28
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	0	0	0
자본의 증가(감소)	-31	0	0	0
배당금의 지급	-23	-17	-23	-28
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	-47	44	13	28
기초현금	87	40	84	97
기말현금	40	84	97	124

자료: 에스에프에이, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	439	520	623	738
현금 및 현금성자산	40	84	97	124
매출채권 및 기타채권	162	161	194	219
재고자산	5	9	10	12
기타유동자산	2	6	7	8
비유동자산	140	161	182	203
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	114	117	120	122
무형자산	14	25	36	46
자산총계	579	680	804	941
유동부채	183	207	249	281
매입채무 및 기타채무	160	184	222	251
단기금융부채	0	1	1	1
기타유동부채	23	21	26	29
비유동부채	23	41	46	61
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	19	36	39	55
부채총계	206	248	295	342
지배주주지분	373	432	510	598
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	20	20	20	20
이익잉여금	392	452	529	617
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	373	432	510	598

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	11.9	12.8	9.7	8.4
P/CF (x)	10.6	11.7	9.1	7.9
P/B (x)	2.1	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	7.4	6.7	4.6	3.3
EPS (원)	3,972	4,245	5,595	6,506
CFPS (원)	4,457	4,634	5,960	6,934
BPS (원)	22,686	25,396	29,109	33,438
DPS (원)	1,000	1,300	1,600	1,800
배당성향 (%)	23.8	30.2	28.2	27.3
배당수익률 (%)	2.1	2.4	2.9	3.3
매출액증가율 (%)	-35.1	18.8	36.5	13.0
EBITDA증가율 (%)	-31.8	20.5	32.6	17.6
영업이익증가율 (%)	-35.5	25.5	35.7	17.6
EPS증가율 (%)	-19.6	6.9	31.8	16.3
매출채권 회전율 (회)	3.4	3.7	4.6	4.5
재고자산 회전율 (회)	50.6	88.3	87.8	85.3
매입채무 회전율 (회)	3.9	3.8	4.4	4.2
ROA (%)	12.4	12.1	13.5	13.4
ROE (%)	19.6	18.9	21.3	21.1
ROIC (%)	57.3	73.7	113.1	133.7
부채비율 (%)	55.1	57.3	57.8	57.2
유동비율 (%)	239.9	250.8	250.2	262.5
순차입금/자기자본 (%)	-72.2	-79.4	-80.6	-83.3
영업이익/금융비용 (x)	1,488.5			

Compliance Notice

- 에스에프에이: 자사주 금전신탁 위탁 법인. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 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.
- 투자위험 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 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.

