



# BUY(Maintain)

목표주가: 49,000원(하향)

주가(6/19): 40,800원

시가총액: 14,651억원

## 반도체 / 디스플레이

Analyst 박유악

02) 3787-5063 yuak.pak@kiwoom.com

RA 김소원

02) 3787-4736 sowonkim@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (6/19)		717.71pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
	47,500원	32,250원	
최고/최저가 대비 등락률	-14.1%	26.5%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	5.2%	4.6%
	6M	18.4%	10.9%
	1Y	18.4%	38.6%

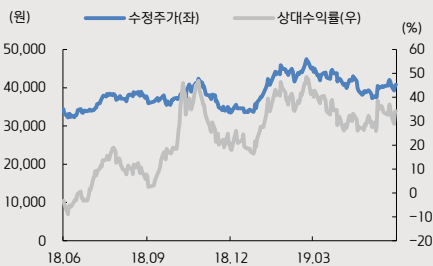
### Company Data

발행주식수	35,909천주	
일평균 거래량(3M)	164천주	
외국인 지분율	24.6%	
배당수익률(19E)	3.1%	
BPS(19E)	24,240원	
주요 주주	디와이홀딩스 외 4 인	36.2%

### 투자지표

(십억원, IFRS **)	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,920.4	1,560.1	1,493.1	1,758.2
영업이익	236.1	234.4	172.3	211.7
EBITDA	309.8	294.3	237.8	277.5
세전이익	265.2	224.2	173.0	207.0
순이익	203.3	169.7	133.7	159.4
지배주주지분순이익	196.9	157.9	124.5	148.4
EPS(원)	5,484	4,399	3,467	4,131
증감률(%YoY)	151.7	-19.8	-21.2	19.1
PER(배)	7.1	7.9	11.8	9.9
PBR(배)	1.8	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	3.9	4.7	6.1	5.0
영업이익률(%)	12.3	15.0	11.5	12.0
ROE(%)	29.3	20.2	15.0	16.0
순부채비율(%)	-39.4	-7.2	-22.2	-25.3

### Price Trend



# 에스에프에이 (056190)

## 공든 탑이 무너지라



삼성디스플레이 QD-OLED 투자가 당초 예상대비 지연되어, 이르면 4Q19 중에 집행될 전망이다. 2H19 중국 디스플레이 업체와 일반 물류 고객사향 장비 수주가 예상 대비 호조를 보일 것으로 예상되나, 삼성의 OLED 투자 지연에 따른 실적 하향 조정은 불가피. '19~'20년 EPS 조정치를 반영하여 목표 주가를 49,000원으로 하향하지만, 여전히 유효한 QD-OLED 투자와 수주 성장성을 감안하여 투자의견 'BUY' 유지함.

### >>> QD-OLED 투자 지연 예상

삼성디스플레이의 QD-OLED 투자가 당초 예상(2Q19) 대비 지연되며, 관련 투자를 이르면 4Q19에 집행할 것으로 파악된다. 삼성디스플레이가 처음 시도하는 'Quantum Dot과 OLED를 결합한 발광 방식'의 대형 패널인 만큼, 안정적인 양산이 가능한 기술력을 확보한 후 투자를 진행할 것으로 판단된다. 여전히 'LCD→OLED로의 구조적 전환'의 방향성에는 변함이 없을 것으로 보이며, 기술 안정화 후에는 투자를 점차 확대해나갈 것이다. 투자가 예상 대비 늦어짐에 따라 에스에프에이의 2분기 실적 전망에도 영향을 미칠 것으로 보인다. 이를 반영한 2Q19 실적은 매출액 3,302억원(+3%QoQ), 영업이익 351억원(-14%QoQ)으로, 기존 예상 대비 부진할 전망이다.

### >>> 체질 개선 지속 중

삼성디스플레이의 QD-OLED 투자는 예상 대비 지연되나, 2H19 중국 디스플레이 업체 및 일반 물류 고객사향 수주가 예상치를 상회할 것으로 판단된다. 이는 중국 업체들의 OLED 투자 재개가 활발히 진행됨에 따라 디스플레이 장비 수주 규모가 확대되고 있기 때문이다. 또한 일반 물류 부문에서도 고객사 다변화에 성공하며 예상치를 상회하는 실적 성장이 기대된다. 독보적인 장비 기술 경쟁력을 기반으로 고객사와 적용처를 넓혀가고 있으며, 이를 통한 체질 개선이 지속되고 있다. 2019년 신규 수주는 1.1조원(+57%YoY)으로, 견고한 수주 성장을 보여줄 것이다.

### >>> 투자의견 BUY, 목표주가 49,000원으로 하향

QD-OLED 투자가 지연되자 주가는 빠르게 실망감을 반영하며 '20년 P/B 1.5배 수준까지 하락했다. 그러나 주목할 것은 '여전히 올해 신규수주가 1.1조원으로 전년 대비 +57%YoY 급증할 것'이라는 점과 '고객사 및 적용처 다변화를 통해 펀더멘탈이 지속 견고해지고 있다는 점'이다. 삼성의 QD-OLED, GoVisionox, HKC 등 2H19부터의 수주 확대는 2020년의 실적 강세로 이어질 전망이다. '19년과 '20년 실적 전망치 변경을 반영하여 목표주가를 49,000원으로 하향 조정하지만, 여전히 유효한 QD-OLED TV용 장비 수주 및 하반기 실적 턴어라운드 기대감을 고려하여 투자의견 'BUY'를 유지한다.

에스에프에이 연결실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
<b>매출액</b>	<b>404.3</b>	<b>372.8</b>	<b>392.7</b>	<b>390.3</b>	<b>319.3</b>	<b>330.2</b>	<b>387.3</b>	<b>456.3</b>	<b>1,920.4</b>	<b>1,560.1</b>	<b>1,493.1</b>
%QoQ/%YoY	-5%	-8%	5%	-1%	-18%	3%	17%	18%	46%	-19%	-4%
에스에프에이	259.5	235.5	231.7	217.7	168.6	175.0	215.1	298.4	1,313.9	944.3	857.0
SFA 반도체	103.0	104.3	111.3	139.3	117.0	126.4	133.5	128.3	449.6	457.9	505.3
SNU 및 기타	41.8	33.0	49.7	33.3	33.7	28.8	38.7	29.7	157.0	157.9	130.8
<b>매출원가</b>	<b>330.4</b>	<b>290.0</b>	<b>309.8</b>	<b>302.2</b>	<b>256.3</b>	<b>273.4</b>	<b>320.7</b>	<b>374.2</b>	<b>1,595.3</b>	<b>1,232.3</b>	<b>1,224.5</b>
매출원가율	82%	78%	79%	77%	80%	83%	83%	82%	83%	79%	82%
<b>매출총이익</b>	<b>73.9</b>	<b>82.8</b>	<b>82.9</b>	<b>88.1</b>	<b>63.0</b>	<b>56.8</b>	<b>66.6</b>	<b>82.1</b>	<b>325.1</b>	<b>327.7</b>	<b>268.6</b>
판관비	22.6	22.2	26.0	22.7	22.5	21.7	24.4	27.7	89.0	93.4	96.3
<b>영업이익</b>	<b>51.4</b>	<b>60.6</b>	<b>56.9</b>	<b>65.4</b>	<b>40.6</b>	<b>35.1</b>	<b>42.2</b>	<b>54.5</b>	<b>236.1</b>	<b>234.4</b>	<b>172.3</b>
%QoQ/%YoY	1%	18%	-6%	15%	-38%	-14%	20%	29%	95%	-1%	-26%
영업이익률	13%	16%	15%	17%	13%	11%	11%	12%	12%	15%	12%
<b>법인세차감전손익</b>	<b>52.7</b>	<b>65.5</b>	<b>55.2</b>	<b>50.9</b>	<b>40.8</b>	<b>35.1</b>	<b>42.5</b>	<b>54.6</b>	<b>265.2</b>	<b>224.2</b>	<b>173.0</b>
법인세비용	11.8	14.9	14.3	13.6	8.3	8.1	9.8	13.1	61.8	54.6	39.3
<b>당기순이익</b>	<b>40.9</b>	<b>50.5</b>	<b>40.9</b>	<b>37.4</b>	<b>32.5</b>	<b>27.1</b>	<b>32.7</b>	<b>41.5</b>	<b>203.3</b>	<b>169.7</b>	<b>133.7</b>
당기순이익률	10%	14%	10%	10%	10%	8%	8%	9%	11%	11%	9%

자료: 키움증권 리서치센터

에스에프에이 6개월 목표주가 49,000원 제시

Multiple	2019E	2020E	비고	
<b>PER</b>				
Normalized EPS	3,638	4,092	Market Risk Premium	7%
Intrinsic P/E	14.9	14.9	Risk Free Rate	2%
Intrinsic Value	54,214	60,987	Beta	0.9
<b>PBR</b>				
BPS	24,240	27,268	Normalized ROE	15%
ROE	15.0%	16.0%	Cost of Equity	8%
Intrinsic P/B	2.1	2.1	Terminal Growth	1%
Intrinsic Value	50,602	56,923		
<b>Target Price - 6M</b>	<b>48,657</b>			

자료: 키움증권 리서치센터

에스에프에이 연결실적 업데이트 (단위: 십억원)

(IFRS 연결)	2Q19E			2019E		
	수정전	수정후	증감률	수정전	수정후	증감률
매출액	405.6	330.2	-19%	1583.2	1493.1	-6%
영업이익	56.0	35.1	-37%	233.4	172.3	-26%
세전이익	56.1	35.1	-37%	235.2	173.0	-26%
당기순이익	42.6	27.1	-36%	177.8	133.7	-25%
영업이익률	13.8%	10.6%	-3.2%p	14.7%	11.5%	-3.2%p
세전이익률	13.8%	10.6%	-3.2%p	14.9%	11.6%	-3.3%p
순이익률	10.5%	8.2%	-2.3%p	11.2%	10.2%	-1.0%p

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	1,920.4	1,560.1	1,493.1	1,758.2	1,849.6
매출원가	1,595.3	1,232.3	1,224.5	1,439.0	1,513.9
매출총이익	325.1	327.7	268.6	319.2	335.7
판관비	89.0	93.4	96.3	107.5	113.1
<b>영업이익</b>	236.1	234.4	172.3	211.7	222.7
<b>EBITDA</b>	309.8	294.3	237.8	277.5	287.6
영업외손익	29.1	-10.1	0.7	-4.7	-21.8
이자수익	6.5	9.9	10.2	8.1	7.9
이자비용	11.1	10.3	9.8	10.0	9.9
외환관련이익	8.9	26.7	15.7	18.5	19.5
외환관련손실	23.7	12.5	12.0	14.1	14.9
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	48.5	-23.9	-3.4	-7.2	-24.4
<b>법인세차감전이익</b>	265.2	224.2	173.0	207.0	200.9
법인세비용	61.8	54.6	39.3	47.6	46.2
계속사업순이익	203.3	169.7	133.7	159.4	154.7
<b>당기순이익</b>	203.3	169.7	133.7	159.4	154.7
<b>지배주주순이익</b>	196.9	157.9	124.5	148.4	144.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	45.5	-18.8	-4.3	17.8	5.2
영업이익 증감율	95.4	-0.7	-26.5	22.9	5.2
EBITDA 증감율	59.4	-5.0	-19.2	16.7	3.6
지배주주순이익 증감율	151.7	-19.8	-21.2	19.2	-3.0
EPS 증감율	151.7	-19.8	-21.2	19.1	-3.0
매출총이익율(%)	16.9	21.0	18.0	18.2	18.1
영업이익률(%)	12.3	15.0	11.5	12.0	12.0
EBITDA Margin(%)	16.1	18.9	15.9	15.8	15.5
지배주주순이익률(%)	10.3	10.1	8.3	8.4	7.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,133.1	958.6	1,080.9	1,221.8	1,353.9
현금 및 현금성자산	585.9	329.3	481.2	542.1	615.2
단기금융자산	87.1	28.7	34.9	43.0	52.9
매출채권 및 기타채권	171.6	173.1	180.9	188.0	213.8
재고자산	28.5	75.6	47.2	52.2	54.9
기타유동자산	347.1	380.6	371.6	439.5	470.0
<b>비유동자산</b>	677.7	702.0	641.9	616.5	592.9
투자자산	11.1	66.0	13.9	15.3	15.8
유형자산	503.7	495.5	487.5	464.5	450.3
무형자산	107.6	89.0	89.3	84.3	74.0
기타비유동자산	55.3	51.5	51.2	52.4	52.8
<b>자산총계</b>	1,810.8	1,660.5	1,722.8	1,838.3	1,946.9
<b>유동부채</b>	540.9	404.8	382.0	380.1	375.0
매입채무 및 기타채무	184.8	160.0	146.6	154.2	154.4
단기금융부채	37.6	44.3	42.4	49.9	52.5
기타유동부채	318.5	200.5	193.0	176.0	168.1
<b>비유동부채</b>	285.0	252.7	243.0	240.6	235.9
장기금융부채	247.0	241.1	230.2	227.4	222.4
기타비유동부채	38.0	11.6	12.8	13.2	13.5
<b>부채총계</b>	826.0	657.5	625.0	620.7	610.8
<b>지배지분</b>	777.3	784.9	870.4	979.2	1,086.9
자본금	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	35.4	35.0	35.0	35.0	35.0
기타자본	0.0	-87.0	-87.0	-87.0	-87.0
기타포괄손익누계액	-6.1	-4.7	-0.8	3.0	6.9
이익잉여금	730.1	823.7	905.3	1,010.2	1,114.0
비지배지분	207.6	218.1	227.4	238.4	249.1
<b>자본총계</b>	984.9	1,003.0	1,097.8	1,217.5	1,335.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	376.6	38.2	245.7	175.4	198.4
당기순이익	203.3	169.7	133.7	159.4	154.7
비현금항목의 가감	126.8	155.2	135.0	147.0	145.3
유형자산감가상각비	59.8	48.1	54.8	53.8	50.7
무형자산감가상각비	13.9	11.8	10.7	12.0	14.3
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	53.1	95.3	69.5	81.2	80.3
영업활동자산부채증감	84.6	-214.9	15.9	-81.5	-53.3
매출채권및기타채권의감소	-2.7	-16.4	-7.8	-7.1	-25.8
재고자산의감소	9.2	-3.5	28.5	-5.1	-2.7
매입채무및기타채무의증가	-40.7	-21.2	-13.4	7.6	0.2
기타	118.8	-173.8	8.6	-76.9	-25.0
기타현금흐름	-38.1	-71.8	-38.9	-49.5	-48.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-52.9	-162.6	-108.7	-114.0	-117.7
유형자산의 취득	-82.3	-38.1	-48.4	-32.5	-38.6
유형자산의 처분	4.4	0.2	1.5	1.7	2.1
무형자산의 순취득	1.9	-1.3	-11.0	-7.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	-2.3	-54.9	52.1	-1.4	-0.5
단기금융자산의감소(증가)	-41.9	58.3	-6.2	-8.1	-9.9
기타	67.3	-126.8	-96.7	-66.7	-66.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	-6.0	-133.9	-53.5	-35.2	-41.8
차입금의 증가(감소)	-29.4	-2.3	-10.7	7.7	1.7
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	43.0	-87.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-19.5	-44.7	-42.8	-42.8	-43.5
기타	-0.1	0.1	0.0	-0.1	0.0
기타현금흐름	-8.3	1.7	68.4	34.7	34.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	309.5	-256.6	151.9	60.9	73.1
기초현금 및 현금성자산	276.4	585.9	329.3	481.2	542.1
기말현금 및 현금성자산	585.9	329.3	481.2	542.1	615.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,484	4,399	3,467	4,131	4,009
BPS	21,646	21,857	24,240	27,268	30,268
CFPS	9,195	9,047	7,484	8,533	8,353
DPS	1,245	1,278	1,278	1,298	1,198
<b>주당배수(배)</b>					
PER	7.1	7.9	11.8	9.9	10.2
PER(최고)	9.3	9.7	14.0		
PER(최저)	5.8	7.1	9.6		
PBR	1.8	1.6	1.7	1.5	1.3
PBR(최고)	2.4	2.0	2.0		
PBR(최저)	1.5	1.4	1.4		
PSR	0.7	0.8	1.0	0.8	0.8
PCFR	4.2	3.8	5.5	4.8	4.9
EV/EBITDA	3.9	4.7	6.1	5.0	4.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	22.0	25.2	32.0	27.3	26.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	3.2	3.7	3.1	3.2	2.9
ROA	12.3	9.8	7.9	9.0	8.2
ROE	29.3	20.2	15.0	16.0	13.9
ROIC	26.3	25.6	16.2	19.5	19.5
매출채권회전율	6.3	9.1	8.4	9.5	9.2
재고자산회전율	56.3	30.0	24.3	35.4	34.5
부채비율	83.9	65.6	56.9	51.0	45.7
순차입금비율	-39.4	-7.2	-22.2	-25.3	-29.4
이자보상배율	21.3	22.8	17.6	21.2	22.5
<b>총차입금</b>	284.6	285.4	272.6	277.3	275.0
<b>순차입금</b>	-388.4	-72.7	-243.5	-307.8	-393.1
<b>NOPLAT</b>	309.8	294.3	237.8	277.5	287.6
<b>FCF</b>	257.3	-14.2	156.7	109.5	142.6

Compliance Notice

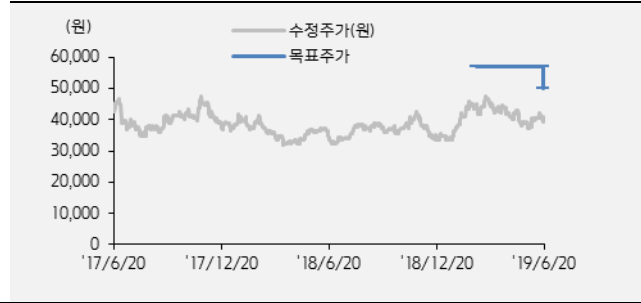
- 당사는 6월 19일 현재 '에스에프에이' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자이견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자이견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
에스에프에이	2019-02-27	BUY(Initiate)	57,000원	6개월	-23.93	-16.67
(056190)	2019-05-02	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-26.59	-16.67
	2019-06-20	BUY(Maintain)	49,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자이견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%