LEADING

Mid-Cap Research

에스에프에이 (056190 KQ)

핵심 전공정 장비회사로 진화하는 단계

2012년 1월 16일

Analyst : 한용범
ybhan@leading.co.kr
82-2-2009-7195

R.A : 오상우
swoh@leading.co.kr
82-2-2009-7254

Leading Traffic Light: Green

에스에프에이는...

- ✓ 삼성 테크윈에서 분사한 후 국내 1 위 자동화시스템 (FA) 업체로 성장한 기업
- ✓ LCD 중심에서 AMOLED FA 시스템으로 확장
- ✓ AMOLED 핵심 장비까지 진출 추진 중

Green light because:

- ✓ 2012 년부터 AMOLED TV, AMOLED 태블릿 PC 수요 급격 상승의 수혜주
- ✓ AMOLED FA 시스템 수주 모멘텀 지속 중

성장 잠재력:

- ➢ 2012 년 AMOLED 업계의 투자 확대
- ➢ 전공정 장비 개발로 성공적인 제품 다변화
- ➢ 중국등으로 해외 매출 증가

경영진과 주주가치:

- ➢ 과거 10 년간 순이익 30%선의 배당성향 유지
- ➢ 무차입 경영을 추구하는 경영진의 철학 지속

탁월한 가치창출:

- ➢ 2011 년 ~ 2013 년 ROE 25% 이상 유지
- ➢ 2011 년부터 EVA 70%선 유지하며 높은 가치창출

Valuation:

- ➢ 2012 년과 2013 년 성장성 감안하여 Display 업계 연중 최고 PER 대비 15%의 Premium 부여
- ➢ 목표주가 73,200 원 = 22.2% 상승여력

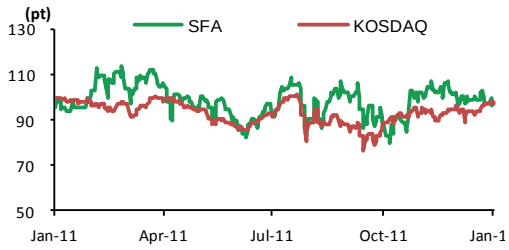
BUY

목표주가	73,200 원
현재주가	59,900 원
목표수익률	22.2%

Key Data	2012 년 1 월 13 일
산업분류	디스플레이
코스닥	523.13
시가총액 (십억원)	1,075.5
발행주식수 (백만주)	18.0
외국인 지분율 (%)	9.5%
52 주 고가 (원)	70,200
저가 (원)	49,250
60 일 평균거래대금 (십억원)	9.1
주요주주	(%)
디와이에셋 외5인	46.80
한국투자신탁운용 외3인	11.71

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	0.7	7.0	(2.4)
상대주가	(2.2)	3.8	(0.4)

Relative Performance



CAVEAT EMPTOR!!! – Watch out for…

- ➢ 분기별 수주물량이 꾸준하지 않으므로 분기별 매출액 변동이 크며 이에 따른 주가 변동성이 큼

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2008	433.9	40.4	53.8	12.4	49.8	5,465	18.4	13.4	11.4	23.4	3.0
2009	312.4	(28.0)	15.3	4.9	18.0	1,979	(63.8)	36.9	32.9	8.0	2.9
2010	431.3	38.1	37.5	8.7	39.4	2,192	10.8	33.3	30.8	16.0	3.7
2011E	741.3	71.9	89.0	12.0	78.7	4,386	100.1	16.6	13.8	26.7	4.0
2012E	866.7	16.9	105.7	12.2	95.9	5,343	21.8	13.7	11.6	26.5	3.3
2013E	1,113.1	28.4	145.8	13.1	128.9	7,177	34.3	10.2	8.6	28.8	2.6

목차

반도체 Supply Chain 의 유망기업 분석 시리즈 #2 – 에스에프에이... 3

핵심 투자포인트 5

Section 1: 기업 Snapshot 6

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가? 8

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은? 9

Section 4: 부채와 이자의 관리능력은? 10

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?..... 11

Section 6: CEO 와 경영진의 경영철학은? 12

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도 13

Section 8: 영업현황과 실적전망 14

Section 9-1: Valuation – Peer Valuation 비교..... 20

Section 9-2: Valuation – 목표주가..... 21

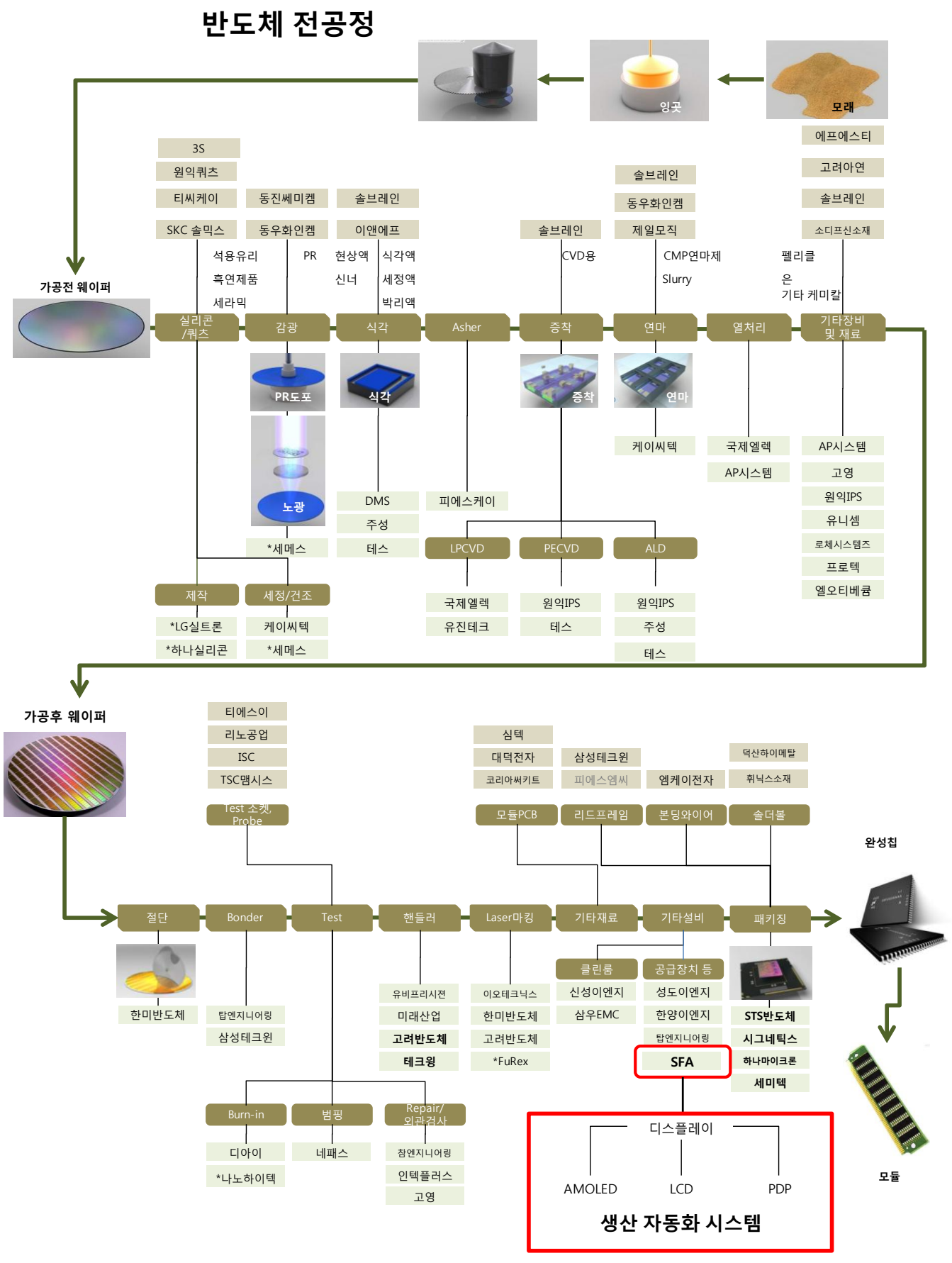
반도체 Supply Chain 의 유망기업 분석 시리즈 #2 – 에스에프에이

❖ 생산 자동화 시스템 국내 최고 기술력으로 과거 단순 자동화/물류시스템에서 클린 물류시스템과 디스플레이 (LCD, AMOLED) 제조장비 및 반도체 자동화 시스템으로 성장해온 기업

❖ 삼성전자와 공동 개발 프로젝트 진행으로 AMOLED 핵심 장비 개발 진행 중으로 핵심 장비 비중 증가

❖ 2012F 삼성 모바일디스플레이 (SMD)의 AMOLED 대규모 투자 (7 조원) 예상되어 수혜 가능성 높으며 AMOLED 투자는 지속 증가할 전망

Exhibit 1. 반도체 Supply chain



Source: Leading Research Center

핵심 투자포인트

✓ 생산 자동화 시스템으로 성장을 이룩한 에스에프에이

에스에프에이는 생산 자동화 시스템 (Factory Automation: FA) 분야에서 독보적인 기술력과 노하우를 가지고 있다. 설립 초기에는 일반 창고에서 쓰이는 자동화 시스템이 주 매출처였다. 그 후로 기술을 발전시켜 미세먼지 발생을 최소화 해야만 하는 LCD 와 PDP 클린룸 생산라인 내 자동화 시스템 분야까지 성공적으로 진출하였다. 2003 년부터 현재까지 LCD 라인 내 생산 자동화 시스템 점유율 1 위를 유지하며 성장해왔다. LCD 의 성장기간 동안 주요고객사의 신뢰를 얻었으며 1Q10 에는 주요고객사인 삼성전자가 10.1%의 지분을 취득했다. 과거 10 년 이상 동안의 거래를 통해 신뢰를 얻은 기업인 만큼 향후에도 삼성그룹의 투자 수혜를 입을 가능성이 높은 기업으로 평가된다 (Page 14).

✓ 미래 성장 동력 #1: LCD 물류시스템 노하우를 기반으로 AMOLED 생산 자동화 시스템 분야 성공적 진출

LCD 산업의 투자가 축소됐었던 2009 년 동사는 불가피한 매출 감소를 겪게 되었다. 그러나 2010 년 곧이어 LCD 에서 쌓았던 기술을 바탕으로 AMOLED 생산 자동화 시스템 분야에 성공적으로 진출하였다. 2010 년에는 겔럭시 시리즈의 주력 디스플레이로 사용되는 모바일용 AMOLED 의 급격한 성장으로 삼성모바일디스플레이 (SMD)의 약 2 조원 설비 투자가 집행 되었는데 이에 따라 동사는 7,431 억원 (전체사업 통합)의 신규수주를 받으며 새로운 성장국면에 진입했다. 2012F 은 테블릿 PC 가 본격적인 성장을 이룩하는 시장이 예상되고 AMOLED TV 양산도 시작될 것으로 기대되기 때문에 SMD 는 올해에도 공격적인 투자금액인 7 조원가량을 투자할 것으로 전망된다. 따라서 동사의 AMOLED 생산 자동화 시스템 수주 모멘텀은 당분간 이어질 전망이다 (Page 17).

✓ 미래 성장 동력 #2: 대면적 AMOLED TV 양산을 위한 핵심 장비인 증착, 봉지장비 개발

생산 자동화 시스템에 기반한 성장을 이룩해왔던 동사의 영역이 핵심 전공정 장비까지 확대될 것으로 예상된다. 이미 LCD 증착 장비를 2 기 납품을 시작으로 LCD 전공정 장비 분야에 진출했고 SMD 와 협력하여 8 세대 AMOLED 용 증착과 봉지 장비를 개발하고 있기 때문에 AMOLED 전공정 핵심 장비를 납품할 가능성이 높은 것으로 전망된다. 2012F 에 양산될 가능성이 높은 AMOLED TV 가 가격 경쟁력을 갖추기 위해서는 8 세대 투자가 필요하기 때문에 동사의 진입 가능성은 높은 것으로 판단된다. 또한, 모바일용 Flexible AMOLED 장비에 있어서도 준비가 잘된 상태여서 고객사의 개발 방향 전환에 따른 위험도 작다 (Page 18).

✓ 높은 ROE 와 무차입 경영에 따른 재무적 안정성

동사는 2011 년 71.9%에 달하는 매출증가율을 기록할 것으로 보이고 10%를 초과하는 순이익률의 높은 수익성으로 2011 년부터 2013 년까지 2,158 억원의 FCF 를 창출할 것으로 예상된다. 동사는 설립 이후부터 무차입 경영체제로 운영되고 있어 2010 년에는 1,837 억원의 순현금 포지션을 보유하였고 2011 년에는 시가총액의 약 25%에 달하는 2,594 억원을 유지할 것으로 전망된다. 2011E 년부터 ROE 는 25% 를 상회하며 주주가치를 증대시킬 것으로 기대된다. 또한 매년 순이익의 20~30%를 배당 지급해왔던 과거 10 년간의 높은 배당성향 추세는 2011E 에도 이어질 것으로 보여 약 1,000 원/주의 배당금이 예상된다 (Page 9).

✓ 목표주가 73,200 원은 22.2%의 상승여력

동사가 신설하는 FA 시스템과 핵심장비 설비투자는 향후 Display 업계의 주력 상품으로 부상할 AMOLED 에 관계된 투자이다. 따라서 에스에프에이는 2012 년과 2013 년에 AMOLED 수혜주로 부상할 것으로 예상된다. 그러나 Display 업계 내 상당수의 업체들이 AMOLED 성장에 동참하지 못할 수 있다는 점을 감안하면 에스에프에이는 Display 업계의 2012 년 연중 최고 PER 대비 최소 15%의 Premium 은 받아야 한다는 판단이다. 따라서 Display 업계의 2012 년 최고 PER 인 11.9x 에 15%의 Premium 을 적용한 13.7x 의 PER 을 적정 Valuation 으로 산정하고 여기에 2012 년 예상 EPS 인 5,343 원을 적용한 73,200 을 적정 주가로 산정한다 (Page 21).

Section 1: 기업 Snapshot

국내 1 위 반도체/디스플레이 장비기업

에스에프에이는 지금까지 생산 자동화 시스템사업을 중심으로 성장

에스에프에이는 1998 년 삼성항공(현 삼성테크윈)의 자동화사업부가 분사하면서 설립된 회사로, 2001 년 12 월 코스닥에 상장했으며 디스플레이 제조장비사업, 생산 자동화시스템사업 FA (Factory Automation)을 주된 사업으로 하고있다.

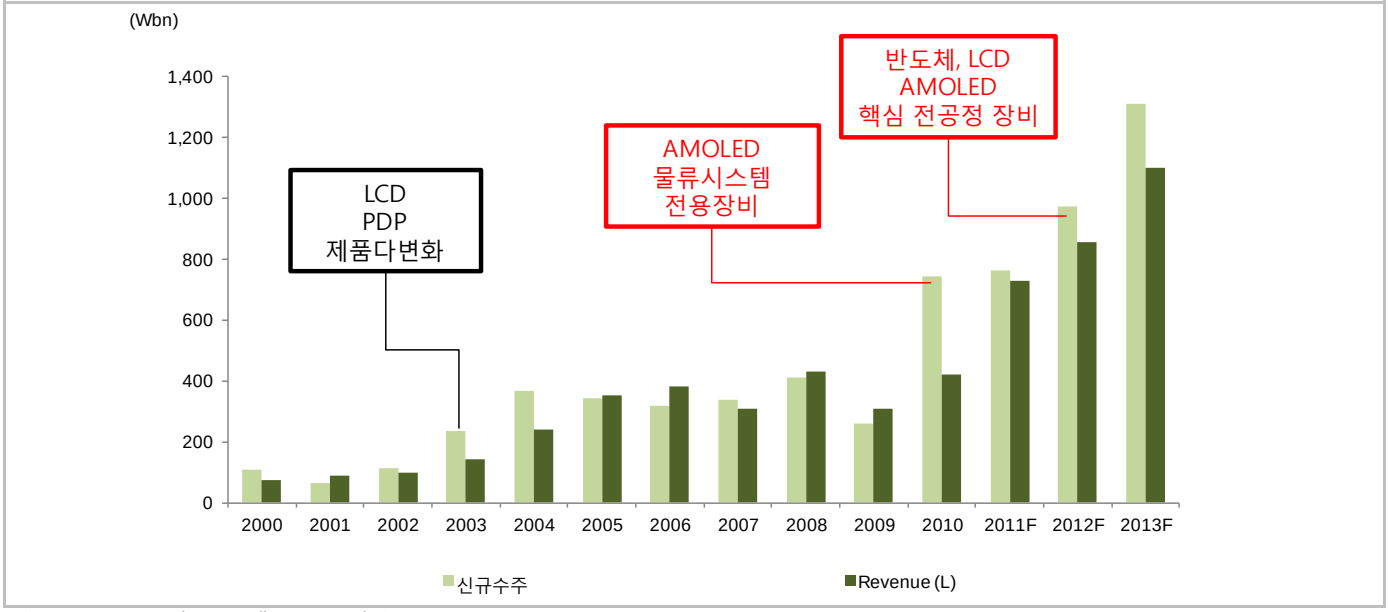
디스플레이 산업의 경험으로 AMOLED 의 새로운 성장국면에 진입

동사는 2000 년 이후 국내 디스플레이 산업의 급격한 성장을 견인해온 기업으로 LCD, PDP 기술과 노하우가 풍부한 기업이다. 그 동안의 노하우를 바탕으로 급성장하고 있는 AMOLED 장비 산업까지 성공적으로 진출하면서 새로운 성장국면을 맞이하고 있다.

전공정 핵심장비 분야까지 진출하여 글로벌 종합장비 기업으로 탈바꿈 진행중

전방산업으로는 반도체, LCD, PDP, 태양광 그리고 AMOLED 로 다양한 사업영역을 확보하고 있다. 사업부별로는 물류시스템 사업 (66.3%), FGA 사업 (12.4%), 전용장비 사업 (19.1%), 그리고 전공정장비 사업 (2.2%)의 매출비중을 가지고 있다. 그러나 차츰 물류시스템 사업에 치중됐던 매출 비중은 점차 전용장비와 전공정장비 사업으로 증가하는 추세이기 때문에 향후 글로벌 종합장비기업으로의 성장이 기대된다.

Exhibit 2. 에스에프에이의 신규수주와 매출액

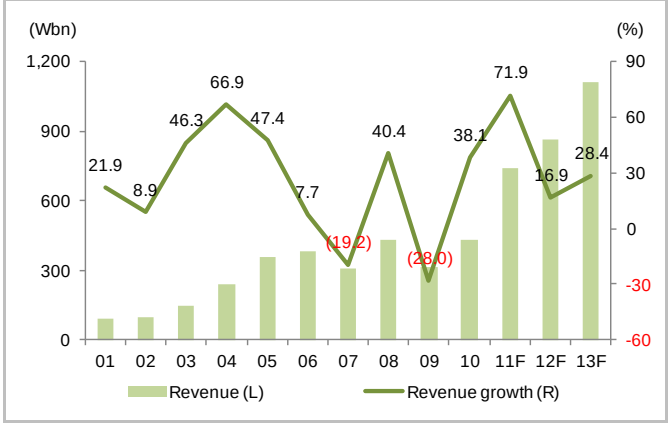


Source: Company data, Leading Research Center
**IFRS 개별기준*

성공적인 제품 다변화로 2010년 신규수주 급증 → 2012F 부터는 핵심 전공정 장비 수주 본격화

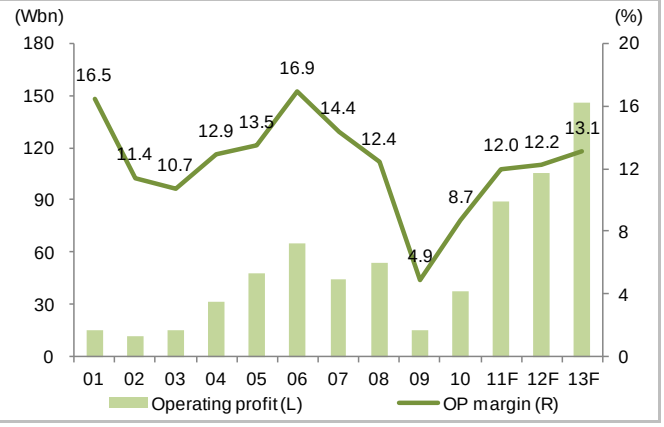
에스에프에이는 제품 다변화와 AMOLED 시장에 대한 준비로 2010 년 사상 최대 수주인 7,431 억원의 신규수주를 달성했다. 이러한 수주는 대부분 2011 년 매출로 이어질 전망이어서 2011 년에는 사상 최대 매출인 7,313 억원의 매출이 예상된다. 2011 년에는 이미 LCD 용 핵심 전공정 장비를 납품하였으며 2012F 에는 AMOLED 핵심 전공정 장비를 새롭게 납품할 가능성이 높다. 또한 반도체 분야와 태양광 분야에도 성공적으로 진출함으로써 2013 년에는 반도체, LCD, AMOLED, 태양광등 전 분야에 걸친 완전한 종합장비기업으로 탈바꿈을 할 것으로 보인다.

Exhibit 3. 매출액 및 매출증가율 추이



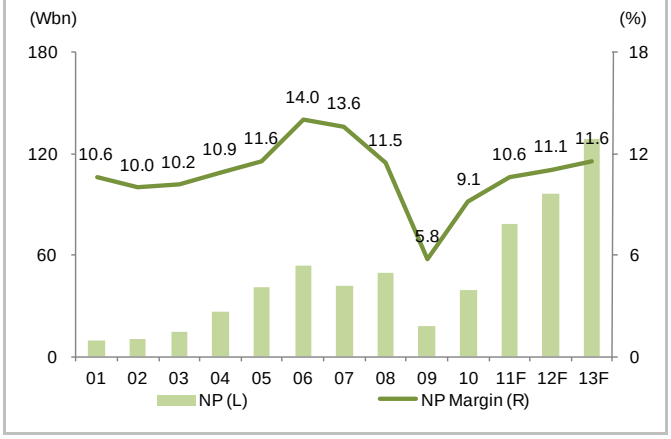
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 영업이익 및 영업이익률 추이



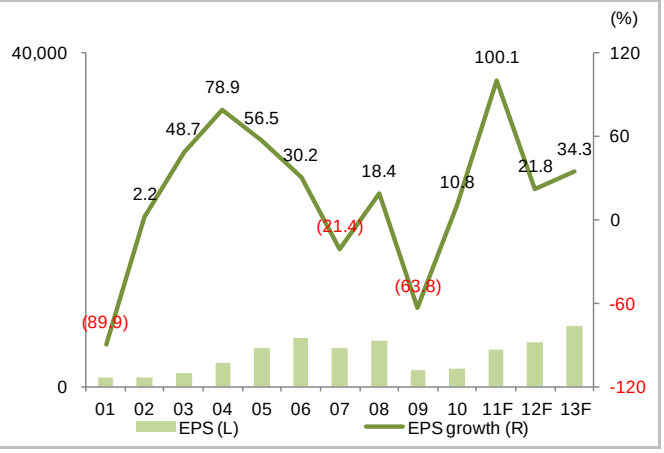
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. 순이익 및 순이익률 추이



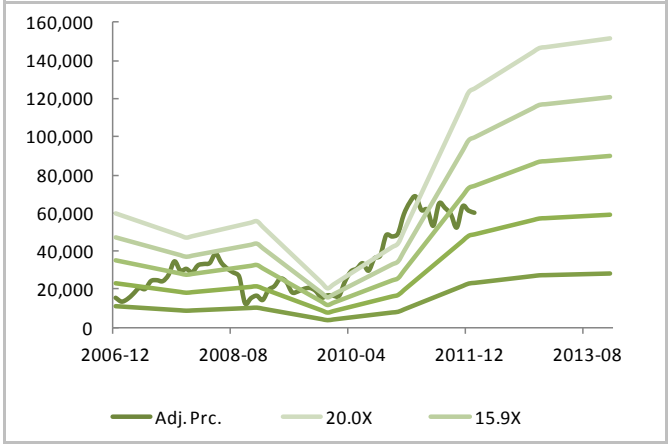
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 6. EPS 및 EPS 성장률 추이



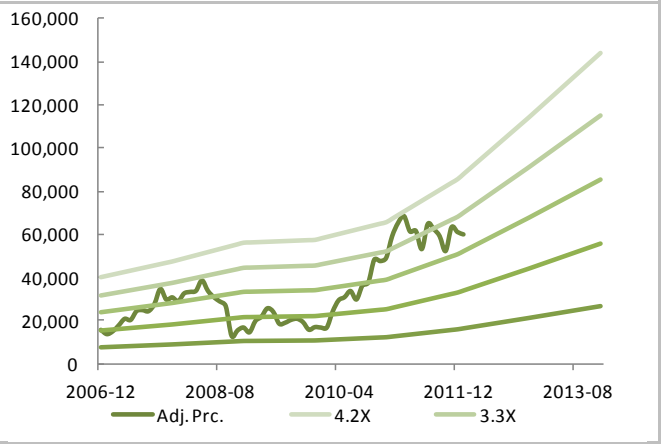
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 7. PER Band



Source: FnGuide

Exhibit 8. PBR Band



Source: FnGuide

Section 2: 가치를 창출하는 기업인가?

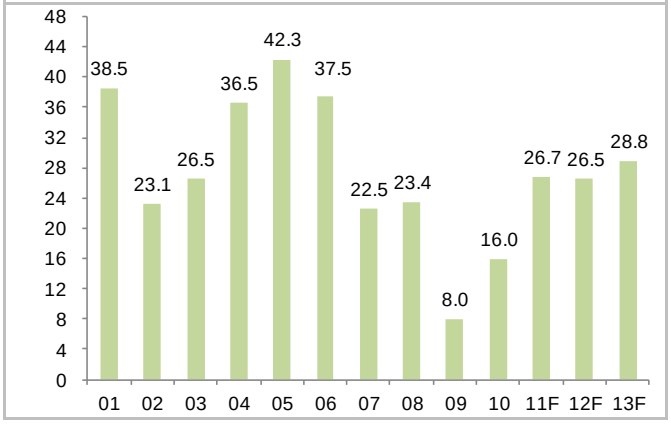
AMOLED 로 높은 ROE 회복

2013년까지 25% 이상의 ROE 유지 전망

동사는 디스플레이 산업의 호황기였던 2005 년 42.3%에 달하는 ROE 를 보였으며 글로벌 금융위기로 전방산업의 투자가 위축됐던 2009 년을 제외하고 20% 수준의 높은 ROE 를 유지해왔다. 2010 년부터는 AMOLED 분야로 신규 진출하면서 사업다각화에 성공하였다. AMOLED 의 풍부한 성장성은 매출로 이어지고 있어 2011 년부터는 25% 이상의 ROE 를 유지할 수 있을 것으로 전망된다.

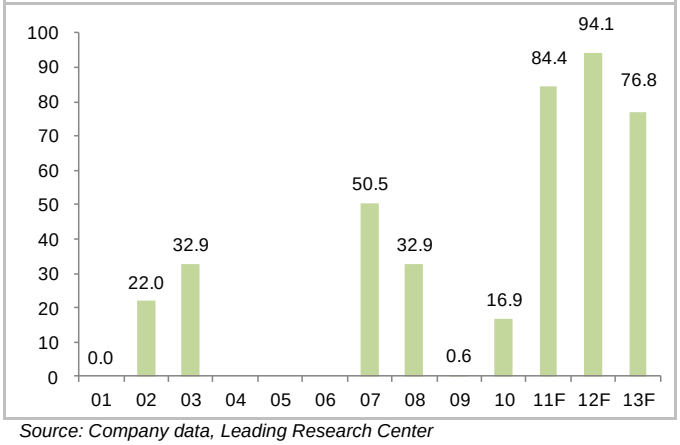
.

Exhibit 9. ROE (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 10. EVA: ROIC less WACC (%)



Source: Company data, Leading Research Center
**2004~2006 년의 EVA 큰 의미가 없는 숫자임*

2011년 부터 안정적인 가치창출

동사는 과거 LCD 산업의존도가 높았기 때문에 높은 EVA (ROIC less WACC)를 보이다가도 마이너스를 기록하는 등 전방산업의 경기 변동성에 상당히 취약한 모습을 보여왔다. 또한 2009 년에는 AMOLED 와 반도체 산업으로 사업다각화를 위한 평균투하자본이 908 억원에서 1,232 억원으로 35.7% 증가하면서 EVA 가 0.6%까지 감소하였다.

그러나 2010 년부터 폭발적인 성장을 보인 AMOLED 로 인한 매출이 본격화되면서 16.9%의 EVA 를 시현하며 양호한 가치창출흐름을 보였다. 2010 년에는 AMOLED 의 성공적인 진출과 함께 반도체 분야로도 사업범위를 넓히면서 사업다각화에 성공하였다. 따라서 2011 년부터 2012 년 기간에는 영업이익이 급격히 증가하는 반면 연간 700 억~1,000 억 수준으로 증가하는 FCF 로 인한 현금성 자산이 증가로 투하자본이 급격히 감소하며 80%를 초과하는 EVA 가치창출이 가능할 것으로 전망된다.

Section 3: 현금창출 능력과 배당정책은?

2011~2013F 연간 700~1,000 억 수준의 잉여현금흐름 창출

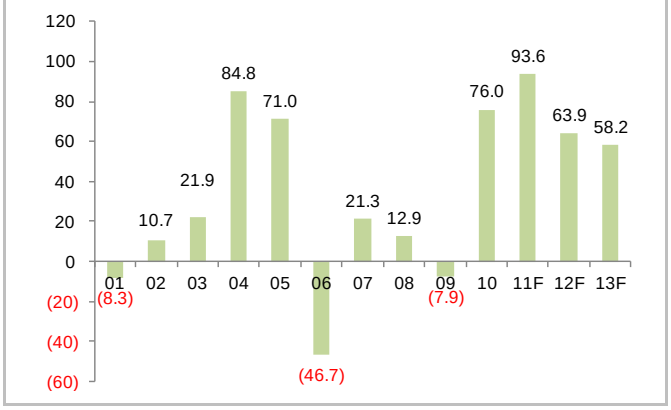
2010년부터 AMOLED 물류시스템 중심의 대규모 수주로 증가하는 매출의 영향으로 FCG 급격히 증가

2006 년 마이너스 467 억원의 잉여현금흐름을 기록하고 2009 년 전방산업의 침체 영향으로 마이너스를 기록하기도 했으나 2010 년부터는 AMOLED 물류 시스템을 중심으로 신규수주가 7,431 억원 (184.3% YoY)으로 급증하였고 2010 년에만 760 억원의 잉여현금흐름을 창출하였다.

2011년~2013년 2,158억원 잉여현금흐름 창출

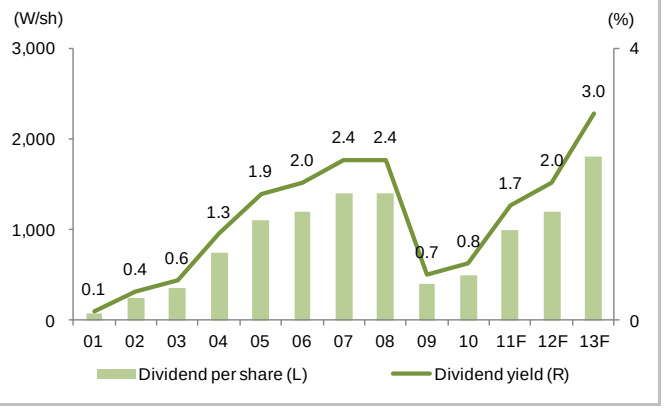
2010 년 대규모 투자의 결과로 성공적인 AMOLED 사업 안착을 이루었으며 2011 년 연결기준으로 7,413 억원의 매출과 787 억원의 순이익 달성이 가능할 것으로 전망된다. 따라서 우량한 영업활동현금흐름으로 2011 년부터 2013 년까지 3 년간 총 2,158 억원 규모의 잉여현금흐름을 창출할 것으로 예상한다.

Exhibit 11. 잉여현금흐름 추이 (십억원)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 12. 주당 배당금 및 배당수익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

2011년 배당금 1,000원/주 예상

동사는 이익의 20~30%를 배당하는 정책으로 지난 10 년간 꾸준한 배당을 지급했다. 2011E 787 억원의 순이익을 달성할 전망이어서 2011E EPS 4,386 원에 지난 10 년간 배당 성향을 보수적으로 고려하여 EPS 의 23%를 가정한 약 1,000 원/주의 배당이 예상된다.

2013년에는 현재주가 대비 3.0%인 주당 1,800원 예상

2012 년과 2013 년에는 순이익이 각각 21.8%와 34.3% 증가하는 반면 경영진의 20%~30% 배당성향 정책은 유지될 것으로 보인다. 따라서 2013 년에는 1,800 원의 배당금이 예상되며 이는 현재 주가의 3.0% 배당 수익률이다.

Exhibit 13. 주당 배당금 및 배당수익률 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11E	12F	13F
영업활동에 의한 현금	(1.4)	14.3	30.3	109.1	91.6	(32.6)	35.7	26.6	(2.8)	84.8	104.6	73.7	68.6
CAPEX	6.9	3.6	8.4	24.3	20.6	14.1	14.3	13.7	5.1	8.8	11.0	9.8	10.4
잉여현금흐름	(8.3)	10.7	21.9	84.8	71.0	(46.7)	21.3	12.9	(7.9)	76.0	93.6	63.9	58.2
총 배당금	0.0	0.7	2.2	3.2	6.4	9.4	10.9	12.8	12.4	3.5	18.0	21.5	32.3
주당 배당금(원)	75	250	350	750	1,100	1,200	1,400	1,400	400	500	1,000	1,200	1,800
배당 수익률 (%)	1.3	3.3	2.2	4.5	4.3	3.9	2.3	4.2	1.2	1.0	1.7	2.0	3.0

Source: Company data, Leading Research Center

Note: 배당 수익률은 해당연도 종가기준

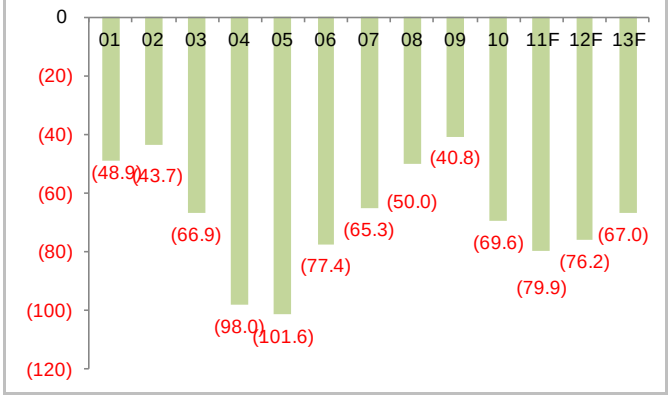
Section 4: 부채와 이자의 관리능력은?

무차입 경영 유지

향후에도 무차입 경영 유지 전망

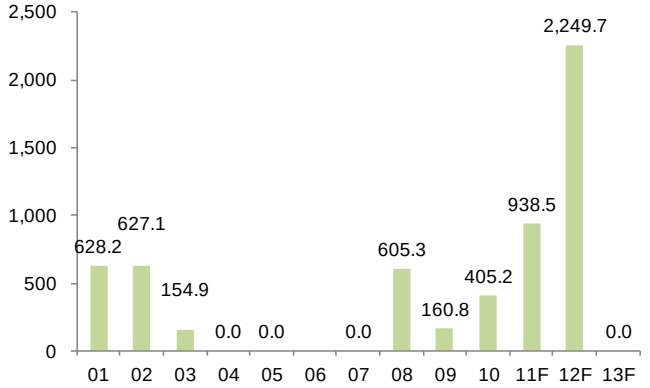
동사는 지난 10 년간 차입금이 거의 없는 무차입 경영상태를 유지하고 있다. 향후 3 년 동안 2,158 억원의 잉여현금흐름 창출 능력을 고려할 때에 향후에도 차입을 할 필요가 없을 것으로 판단된다. 따라서 안정적인 재무구조는 향후에도 지속 유지될 것으로 전망되며 장기적으로도 순현금 상태를 유지할 것으로 예상된다.

Exhibit 14. 순부채비율 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 15. 이자보상배율(배)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 16. 차입금과 이자보상비율

(Wbn)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
차입금	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.0	0.0
현금과 현금성 자산	20.2	20.4	42.8	78.3	116.4	132.5	132.1	113.4	95.2	185.7	261.4	304.3	331.9
순차입금	(18.9)	(20.4)	(42.8)	(78.3)	(116.4)	(132.5)	(132.1)	(111.4)	(93.2)	(183.7)	(259.4)	(304.3)	(331.9)
순차입금/총자본(%)	(48.9)	(43.7)	(66.9)	(98.0)	(101.6)	(77.4)	(65.3)	(50.0)	(40.8)	(69.6)	(79.9)	(76.2)	(67.0)
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율 (배)	628.2	627.1	154.9	N/A	N/A	N/A	N/A	605.3	160.8	405.2	946.4	2249.7	N/A

Source: Company data, Leading Research Center

Section 5: 증자, CB, BW 로 자금을 요구하는 회사인가?

주식을 통한 추가자금 조달 필요 없음

추가 자금 조달 없을 것

동사는 2001 년 코스닥 상장 이후 추가 자금을 조달 받지 않았으며 향후에도 추가 자금 조달은 없을 것으로 전망된다.

Exhibit 17. 주식 발행으로 인한 조달금 추이

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	증가분 '01-10
납입자본금	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	9.0	5.8
주식발행초과금	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	12.3	12.3
주식발행으로 인한 조달금	18.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	18.1

Source: Company data

Overhang – 없음

CB 나 BW 도 전혀 없다.

Section 6: CEO 의 경영철학은?

자동화 기술 권위자 배효점 대표

엔지니어 출신 배효점 대표

에스에프에이의 배효점 대표는 엔지니어 출신으로 2009 년부터 에스에프에이의 CEO 를 맡고있다. 1977 년 영남대학교 기계공학과를 졸업한 이후로 현재까지도 자동화 기술 분야 한 우물을 파온 인물이다. 삼성엔지니어링과 삼성테크윈에서 기계시스템 분야의 경력을 인정받았고 1999 년 에스에프에이의 상무보로 직위를 임명 받은 후 초기사업 구축기부터 현재까지 에스에프에이를 이끌어온 실세이다.

최근 해외 수주 확보로 2012년 매출 기대

배효점 대표가 가장 중요시 하는 부분은 역시 기술력이다. 기술력이 없는 기업은 산업에서 도태될 수 밖에 없다는 것이 배효점 대표의 철학이다. 끊임 없는 혁신과 R&D 가 있다면 경기 상황이 좋지 않다고 하더라도 반드시 보상을 받을 수 있다는 신념을 가지고 있다.

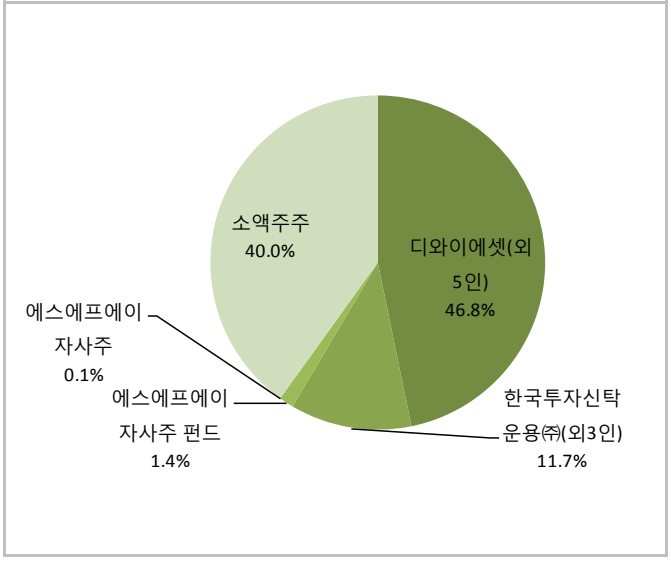
3대 경영철학
무차입, 무적자, 무사고 경영

에스에프에이는 창립 당시부터 무차입, 무적자, 무사고의 경영철학을 지키고 있다. 실제로 전방업체들의 투자 위축으로 시장 상황이 좋지 않았던 2009 년에도 흑자를 유지하며 2010 년을 대비하였다. 창립 이후 무차입 경영 상태도 지속 유지 중이며 순현금 포지션을 유지하고 있다. 따라서 동사의 재무건전성은 높게 평가 받을 수 있는 부분이라고 판단된다.

10년 동안 순이익의 20~30% 배당 유지
배당성향은 앞으로도 이어질 것

에스에프에이는 과거 10 년 동안 매년 순이익의 20~30%를 배당해왔다. 이러한 경영원칙은 주주와의 신뢰가 중요하다고 생각하는 동사 경영진의 철학과 맞물린다. 올해에도 순이익 737 억원의 25%를 가정한 1,000 원/주의 배당이 예상되고 이러한 배당성향은 경영진의 의지로 인해 지속될 것으로 전망된다.

Exhibit 18. 주주구성 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 19. CEO 프로필

배효점 대표이사

기간	경력과 학력
2011 년 현재	에스에프에이 대표이사 사장
2008 년	에스에프이에 대표이사 전무
2005 년	에스에프에이 FA/LO 부문총괄 전무
2004 년	에스에프에이 FA/LO 부문총괄 상무
1999 년	에스에프에이 물류사업부 상무보
1992 년	삼성테크윈 물류사업부 입사
1984 년	삼성엔지니어링 입사
1977 년	현대건설 입사
1977 년	영남대학교 기계공학과 졸업
1969 년	대구 대건고등학교 졸업

Source: Company data

Section 7: 환율에 대한 노출과 민감도

원/달러 환율 1% 변동시 영업이익 2.3% 변동

동사는 매출액의 14~22%가 해외 매출로발생하며 해외 매출 중 50%정도가 달러로 결재되고 나머지 50%정도가 엔화로 결재된다. 전체 매출의 67%가 원재료 비중이며 그 중 10% 가량이 수입원재료이다. 이 중 50%정도는 달러결재이고 50%는 엔화 결재이다. 따라서 2011 년 기준 원달러, 원엔화 환율 1% 상승시 매출은 0.1%, 순이익은 0.6% 상승한다. 그러므로 전제적인 환율 민감도는 크지 않은 것으로 판단된다.

Exhibit 20. 2011 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율 (KRW/US$)	1,028	1,071	1,082	1,093	1,136
연평균 기준 환율 (KRW/JPY)	14.5	15.1	15.2	15.4	16.0
매출액(십억원)	736.1	740.3	741.3	742.4	746.5
영업이익(십억원)	86.2	88.4	89.0	89.5	91.7
순이익(십억원)	75.5	77.7	78.2	78.8	81.0
주당순이익(원)	4,204	4,327	4,358	4,388	4,511
PER	14.1	13.7	13.6	13.5	13.1
매출액 증가율(%)	(0.7)	(0.1)	0.0	0.1	0.7
영업이익 증가율(%)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.1	0.4
순이익 증가율(%)	(3.1)	(0.6)	0.0	0.6	3.1
주당순이익 증가율(%)	(3.5)	(0.7)	0.0	0.7	3.5

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 21. 2012 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율 (KRW/US$)	979	1,020	1,030.0	1,040	1,082
연평균 기준 환율 (KRW/JPY)	13.1	13.7	13.8	14.0	14.5
매출액(십억원)	858.6	865.1	866.7	868.3	874.8
영업이익(십억원)	100.5	104.7	105.7	106.8	110.9
순이익(십억원)	89.4	93.5	94.6	95.6	99.8
주당순이익(원)	4,977	5,209	5,267	5,324	5,556
PER	11.9	11.4	11.3	11.1	10.7
매출액 증가율(%)	(0.9)	(0.2)	0.0	0.2	0.9
영업이익 증가율(%)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.1	0.4
순이익 증가율(%)	(4.9)	(1.0)	0.0	1.0	4.9
주당순이익 증가율(%)	(5.5)	(1.1)	0.0	1.1	5.5

Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 22. 2013 년 환율 민감도

환율 변동	-5%	-1%	Base	1%	5%
연평균 기준 환율 (KRW/US$)	1,002	1,044	1,055.0	1,066	1,108
연평균 기준 환율 (KRW/JPY)	11.2	11.7	11.8	11.9	12.4
매출액(십억원)	1,100.8	1,110.6	1,113.1	1,115.5	1,125.3
영업이익(십억원)	137.3	144.1	145.8	147.5	154.3
순이익(십억원)	118.4	125.2	126.9	128.6	135.4
주당순이익(원)	6,594	6,974	7,069	7,164	7,543
PER	9.0	8.5	8.4	8.3	7.9
매출액 증가율(%)	(1.1)	(0.2)	0.0	0.2	1.1
영업이익 증가율(%)	(0.4)	(0.1)	0.0	0.1	0.4
순이익 증가율(%)	(5.8)	(1.2)	0.0	1.2	5.8
주당순이익 증가율(%)	(6.7)	(1.3)	0.0	1.3	6.7

Source: Company data, Leading Research Center

Section 8: 영업현황 및 실적전망

생산 자동화 시스템으로 성장해온 기업

사업부는 크게 네 가지로 나누어짐
1. 물류사업부 2. 전용장비 사업부
3. FGA 사업부 4. 전공정장비 사업부

에스에프에이는 크게 네 가지 사업부로 분류된다. 각 사업부별로 다양한 제품 라인업을 보유하고 있으며 물류시스템 기술을 중심으로 전공정 장비 및 전용장비 개발 등으로 영역을 넓혀가고 있다.

최종 수요처별로 과거 LCD 에 치중됐던 비중이 점차 AMOLED 분야로 이동하고 있으며 반도체와 태양광 분야에도 성공적으로 진입하여 사업분야 다변화가 잘 이루어진 상황이다.

Exhibit 23. 에스에프에이의 사업부

물류시스템 전용장비 FGA 전공정장비

Source: Company data, Leading Research Center

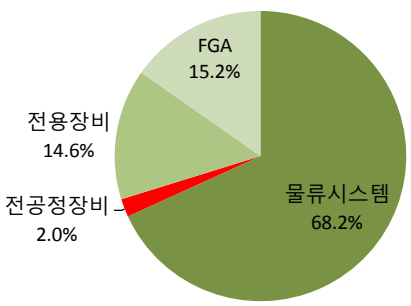
현재 매출 비중은 2011E 기준 68.2%, 14.6%, 15.2%, 2.0%

2011E 기준 매출 비중은 물류시스템사업부가 68.2%로 여전히 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 전용장비와 FGA 사업부가 각각 14.6%, 15.2%를 차지하고 있다. 전공정 장비 매출은 이제 시작단계이기 때문에 비중은 2.0% 수준에 불과하지만 AMOLED 핵심 장비이고 SMD 와 공동 개발 중이기 때문에 향후 성장성이 기대되는 사업부이다.

2013년 전공정 장비 비중 20% 수준 예상
➔ 전공정 장비는 수익성을 끌어올릴 것

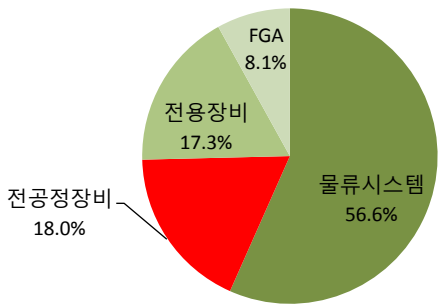
동사는 AMOLED 8세대 생산라인 설립이 진행되는 시기에 물류시스템 분야에서 SMD 투자의 수혜를 받을 것으로 예상되는데 이때에 핵심 전공정 장비가 동시에 채택될 가능성이 상당히 높다. 8세대 AMOLED 생산라인이 완전히 구축될 것으로 예상되는 2013년에는 전공정 장비 비중이 약 20% 수준까지 증가할 것으로 전망된다. 전공정 장비는 생산 자동화 시스템에 비해 높은 마진율을 가지기 때문에 동사의 수익성 또한 증가할 것으로 예상된다.

Exhibit 24. 2011 년 매출비중 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 25. 2013 년 매출비중 (%)



Source: Company data, Leading Research Center

I. 자동화시스템은 에스에프에이의 뿌리

1. 물류사업부는 클린물류사업부와 일반물류사업부로 구분

클린물류 (생산자동화)는 일반물류시스템과 클린물류시스템으로 나누어진다. 일반물류시스템은 물류창고 등에서 흔히 볼 수 있는 자동화 시스템들이다. 고객층은 IT 분야 뿐만 아니라 자동차, 식품회사등 다양한 산업분야이다. 클린물류시스템은 일반물류시스템 기술을 발전시켜 LCD, PDP, 반도체, 그리고 AMOLED 공정 내부에서 사용되는 물류시스템을 의미하며 일반물류시스템 보다 상대적으로 높은 수익성을 보인다.

AMOLED 와 반도체 클린물류시스템은 성장성이 기대되는 분야

클린물류 자동화시스템에서 가장 높은 비중은 디스플레이 물류시스템이며 과거 삼성전자와 LG 전자의 LCD 물류시스템을 해왔던 경험과 노하우는 최근 각광받고 있는 AMOLED 에 적용이 가능하기 때문에 최근 급격한 성장을 하고 있는 AMOLED 관련 수주가 증가하는 추세에 있다. 또한 한 단계 더 어려운 기술인 반도체 공정의 클린물류시스템에도 일부 진입했기 때문에 향후에도 동사를 주력으로 이끌어갈 분야이다.

Exhibit 26. 물류사업부의 주요제품

Source: Company data, Leading Research Center

II. 전용장비 사업과 FGA 사업은 에스에프에이의 열매

2. 전용장비 사업은 Turn-key 방식의 토털 후공정 솔루션 제공

전용장비 사업은 LCD, AMOLED 의 후공정 장비와 태양광 모듈장비 분야이다. 전체 매출의 14.6%가 전용장비 사업부에서 발생하고 있다. 제품들은 주로 공정이 거의 완료된 디스플레이의 모서리를 연마하고 붙이는 장비들로 구성되어있다. 후공정 장비이기 때문에 큰 기술력을 요하지는 않으나 동사가 가진 노하우와 기술력으로 Turn-key 방식으로 제공되고 있기 때문에 디스플레이 후공정의 종합 솔루션을 제공한다는 측면에서 의미 있는 분야이다.

3. FGA 사업은 투자의 결실을 맺는 중

FGA (Fine Glass and Automation)사업은 디스플레이 사업분야에 LCD 원판 유리 제조 설비와 항공, 핵융합분야등에 사용되는 자동화 설비를 제조하고 있어 높은 기술력이 필요한 분야이며 전체 매출의 15.2% 정도를 차지하고 있다.

Exhibit 27. 전용장비 주요 제품과 FGA 주요 제품

원판글라스 제조설비

- NDA규정에 의해 제품사진 공개 불가
- Gen1~Gen10 장비 공급
- LCD 및 OLED용 원판 Glass 성형, 가공, 검사, Packing 설비

디스플레이용 필름설비

- 면처리,건조,세정,검사등을 수행하는 Roll to Roll 장비, 원하는 크기로 절단하는 Roll to Sheet, 단면 가공, Laminating 을 수행하는 Sheet to Sheet 장비 등으로 구성

자동화 설비

Source: Company data, Leading Research Center

III. 전공정 장비 사업은 에스에프에이의 씨앗

4. 전공정 장비 사업 진출로 종합 장비 기업 도약 추진 중

전공정 장비 사업은 디스플레이, 반도체등의 전공정에 필요한 핵심장비를 개발하고 판매하는 사업으로 동사의 성장성을 대표하는 사업이다. 현재 매출 비중은 전체 매출의 2% 수준이지만 현재 개발 중인 프로젝트를 감안할 때에 향후 비중 증가가 전망된다.

LCD 용 PECVD 는 높은 기술력을 인정받아 이미 공급 시작

현재 판매되는 주요 제품은 LCD 용 플라즈마 증착장비 (PECVD-Plasma enhanced chemical-mechanical vapor deposition)와 인쇄전자장비로 LCD PECVD 는 현재 8세대 LCD 라인에 두 대가 공급되었다. 국내외 특허 88건을 보유하고 있고 기술력에 있어서 경쟁사 대비 우수한 평가를 받고 있다. 또한, 8세대 기술은 AMOLED 로 적용될 수 있어 8세대 AMOLED 장비 수주를 위한 경험이 될 수 있다.

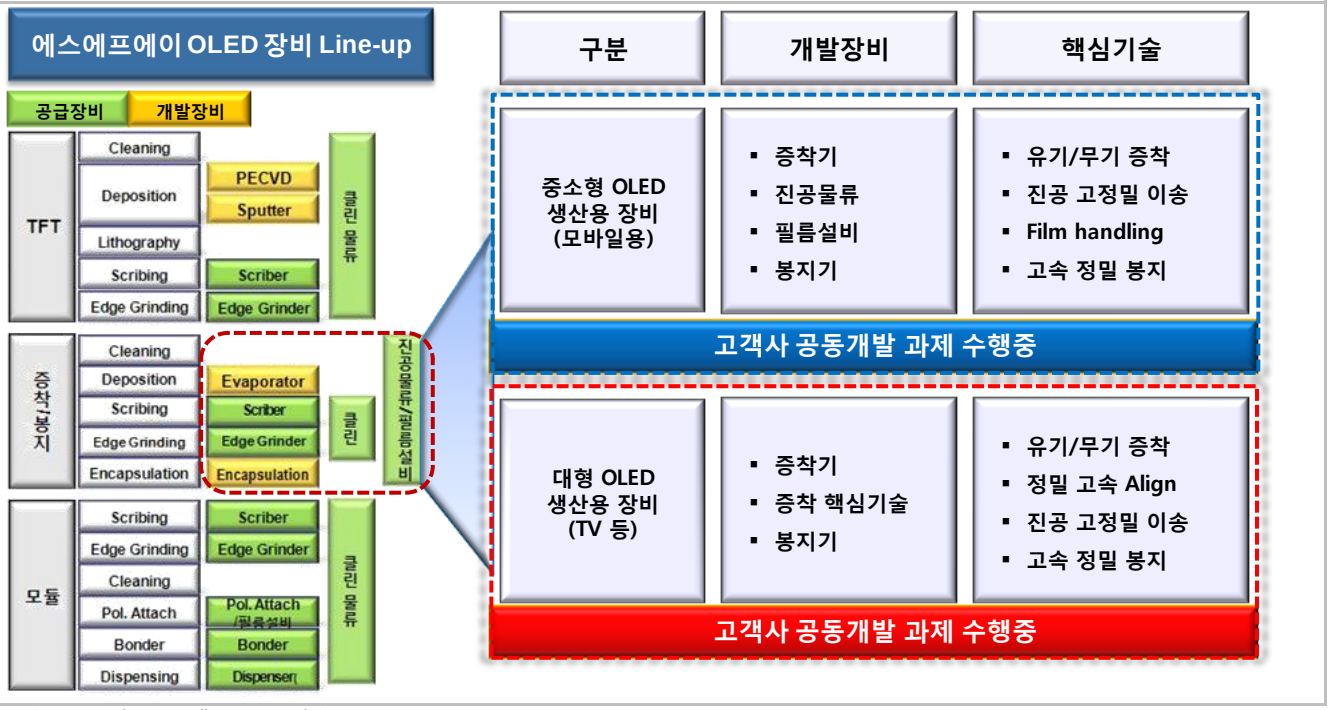
5.5세대 모바일용 AMOLED 전공정 핵심장비 Evaporator 협력 개발중

현재 개발 중인 전공정 장비는 AMOLED 핵심 전공정 장비인 Evaporator 와 Encapsulator 이다. Evaporator 는 중소형 AMOLED 생산용 장비로 5.5세대 장비이다. 향후 모바일용 AMOLED 증설에 대비한 장비로 고객사와 공동개발 과제를 수행 중에 있어 올해 고객사의 5.5세대 AMOLED 투자에 따른 매출이 기대되는 분야이다.

8세대 TV 용 대면적 AMOLED 전공정 핵심장비 Encapsulator 협력 개발중으로 성장성 풍부

Encapsulator 는 AMOLED 가 제조과정에서 공기와 접촉할 경우 산화되는 특성 때문에 반드시 필요한 핵심 장비로 8세대 AMOLED 시장을 대비한 개발을 고객사와 함께 진행하고 있다. 향후 AMOLED TV 를 양산하기 위해서는 가격 경쟁력 때문에 8세대 대면적 AMOLED 투자가 반드시 필요하다. 따라서 8세대용 전공정 핵심 장비인 Encapsulator 의 공동개발은 향후 높은 성장성을 기대할 수 있는 것으로 판단된다. 또한, 모바일용 Flexible AMOLED 용 장비에 있어서도 준비가 된 상태여서 향후 AMOLED 전공정 장비에 대해서 탄탄하게 준비되고 있는 상황이다.

Exhibit 28. 전공정 장비사업 부 주력 개발제품인 AMOLED용 Encapsulator와 Evaporator



Source: Company data, Leading Research Center

AMOLED 투자는 2013 년에도 증가할 것

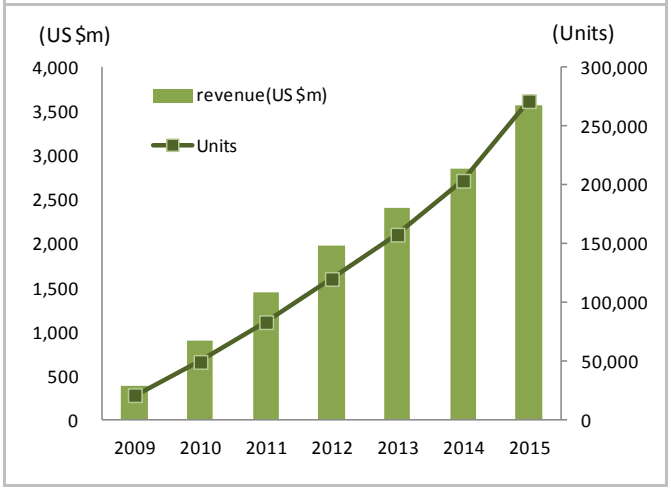
AMOLED 투자규모 증가

현재 AMOLED 시장은 SMD 가 세계시장의 90% 이상을 점유하고 있다. SMD 의 연도별 투자금액은 점차 증가 추세에 있으며 LGD 또한 AMOLED 투자를 증액하고 있다. 올해에도 SMD 의 AMOLED 투자가 7조원에 육박하는 것으로 예상되며 SMD 가 선제 투자하고 LGD 가 추격하는 양상으로 삼성그룹과 LG 그룹간의 디스플레이 경쟁이 과거 CRT, LCD 에서 AMOLED 로 이동하는 추세에 있다.

AMOLED 는 하드웨어 경쟁력이므로 반드시 투자 지속될 것

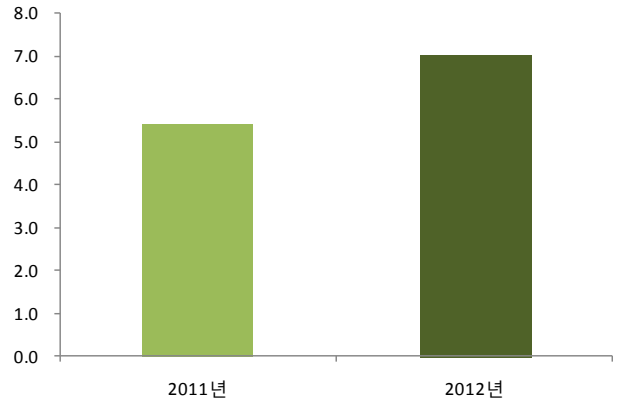
AMOLED TV 가 LCD TV 를 완전히 대체할 수 있을 것인가에 대한 의문은 여전히 남아있지만 더 이상 LCD 로는 디스플레이 경쟁에서 살아남기 힘들다는 것이 디스플레이 업계의 컨센서스이다. 따라서 하드웨어 경쟁력 강화를 위한 AMOLED 투자는 반드시 이루어질 것으로 보여 향후 AMOLED 장비 분야의 성장성은 밝은 것으로 전망된다.

Exhibit 29. 글로벌 AMOLED 출하량과 매출액 (%)



Source: isuppli, Leading Research Center

Exhibit 30. SMD 의 AMOLED 예상 투자규모



Source: Company data, Leading Research Center

AMOLED 의 두 가지 방향: 모바일용 Flexible vs. 대면적 TV

AMOLED 의 방향성은
1. Flexible 디스플레이
2. 대면적 디스플레이

AMOLED 는 Flexible 디스플레이로서 가장 적합한 물질로 기존 LCD 나 PDP 와는 가장 차별화된 특성이다. AMOLED 의 Flexible 한 특징은 상당히 매력적이지만 End application 의 수요가 얼마나 될지를 예측하기는 상당히 어려운 상황이다. 또한, 대면적 디스플레이로서 사용될 것인가는 LCD 보다 가격 경쟁력이 떨어진다는 점에서 의문점이 남아있다.

그러나 AMOLED 의 개발은 어느 방식으로든 디스플레이 경쟁력 강화를 위한 필수 과제이며 향후 주력 개발 방향이 두 방향 중 어느 방향으로 진행되더라도 동사가 대응 가능한 포트폴리오를 보유하고 있다.

따라서 AMOLED 관련 업체 투자에 있어서 가장 안전한 포트폴리오를 확보하고 있는 에스에프에이가 AMOLED 관련 장비업체 중에서 가장 안정적인 성장을 할 수 있을 것으로 전망한다.

분기실적 전망

4Q11 매출액 2,360억원 (28.6% YoY)
영업이익 337억원 (42.9% YoY)
순이익 245억원 (14.7% YoY) 전망

4Q11 실적은 매출액 2,360억원 (28.6% YoY), 영업이익 337억원 (42.9% YoY), 순이익 245억원 (14.7% YoY) 이 전망된다. 3Q11기준 수주잔고만 해도 2,100억원에 달하고 이후에 공시된 10월 530억원, 11월 690억원, 그리고 12월에 600억원으로 12월 13일 까지 총 1,820억원 규모의 대규모 신규수주 등을 감안하면 2,360억원의 매출달성이 충분히 가능할 것으로 전망된다. 이는 3Q11 예상됐던 SMD 의 투자가 4Q11에 집중됐기 때문이며 4Q11E 영업이익률이 증가하여 2011E 평균 영업이익률은 12%에 근접할 것으로 예상한다.

Exhibit 31. 분기 실적 전망

(Wbn,%)	1Q11	2Q11	3Q11P	4Q11E	2011E
매출	134.1	209.1	152.1	236.0	731.3
영업이익	15.5	22.8	14.9	33.7	87.0
세전이익	18.1	28.7	15.6	33.2	95.6
순이익	14.4	24.7	11.7	24.5	75.3
영업이익률(%)	11.6	10.9	9.8	14.3	11.8
순이익률(%)	10.7	11.8	7.7	10.4	10.3

Source: Company data, Leading Research Center
IFRS 개별 기준

연간실적 전망

2011E 매출 7,313억원 (72.9% YoY)
영업이익 870억원 (130.5% YoY)
순이익 753억원 (91.3% YoY) 전망

2011년 매출은 사상최대 금액인 7,313억원 (72.9% YoY), 영업이익 870억원 (130.5% YoY), 순이익 753억원 (91.3% YoY)을 기록할 전망이다. 2011년 AMOLED 시장점유율 90% 이상을 차지하고 있는 SMD 가 공격적인 투자로 생산량을 늘리면서 에스에프에이의 수혜가 이어졌다.

현재 SMD 에서 생산하고 있는 AMOLED 는 주로 모바일용이며 End application 으로는 사용된 최대 크기가 겔럭시 텝 7.7인치이다. 최근 7인지급 테블릿 PC 가 사용자가 가장 선호하는 것으로 예상되어 2011년에 주로 겔럭시 시리즈에 쓰였던 4.3인치 보다 많은 생산량이 요구될 것으로 보인다. 따라서 올해는 스마트폰 증가와 테블릿 PC 만 감안하더라도 AMOLED 생산량을 늘려야 하므로 동사의 수혜는 이어질 전망이다.

Exhibit 32. 연간 실적 전망

(Wbn,%)	매출추정				성장률(%)		
	2010	2011E	2012F	2013F	2011E	2012E	2013E
매출	423.0	731.3	854.7	1,099.1	72.9%	16.9%	28.6%
영업이익	37.8	87.0	104.3	144.0	130.5%	19.8%	38.1%
세전이익	50.0	95.6	112.7	152.7	91.0%	17.9%	35.5%
순이익	39.4	75.3	90.0	121.6	91.3%	19.6%	35.0%
주당순이익	2,192	4,358	5,267	7,069	-	-	-
매출비중(%)							
물류시스템	55.7%	68.2%	70.8%	56.6%	-	-	-
전공정장비	0.0%	2.0%	7.1%	18.0%	-	-	-
전용장비	17.8%	14.6%	12.9%	17.3%	-	-	-
FGA	26.5%	15.2%	9.2%	8.1%	-	-	-
영업이익률(%)	8.9	11.8	12.2	13.1	-	-	-
순이익률(%)	9.3	10.3	10.5	11.1	-	-	-

Source: Company data, Leading Research Center
IFRS 개별기준

Section 9-1: 동종업계 기업들과 Valuation 비교

상대적으로 높은 ROE

동사는 현재 AMOLED 에 그 성장성을 두고 있기 때문에 대표적인 AMOLED 장비 기업인 AP 시스템과 아이씨디를 동종기업으로 삼고 향후 태양광과 반도체 분야에서도 그 영역을 넓힐 예정이어서 주성엔지니어링과 원익 IPS 를 비교 대상으로 선정하였다.

2012E PER 11.1X 은 동종업계 평균수준

2012F PER 은 11.1X 동종 5 개 기업의 2012F 평균 PER 11.5X 보다 약간 낮은 수준이다. ROE 를 비교하더라도 평균값인 27.2%와 유사한 수준인 26.5%로 기타 지표들을 비교해도 동종 업계 평균과 유사한 수준이다.

Exhibit 33. 동종업체 밸류에이션 비교

회사	종목코드	국가	시가총액 (백만 US$)	매출액 (백만 US$)				영업이익률 (%)			
				09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
에스에프에이	**056190 KQ**	**한국**	**918.4**	**242.0**	**366.0**	**741.3**	**866.7**	**4.9**	**8.9**	**11.8**	**12.2**
AP 시스템	054620 KQ	한국	251.7	72.5	133.5	207.3	290.7	3.9	-0.9	7.9	11.7
주성	036930 KQ	한국	330.2	134.1	366.3	298.9	327.5	8.5	11.6	5.7	8.9
원익IPS	030530 KQ	한국	586.3	71.8	149.8	258.2	378.8	6.3	11.0	10.5	12.9
아이씨디	040910 KQ	한국	359.9	30.4	129.6	137.2	233.5	12.1	22.7	23.1	22.2

회사	PER (X)				EV/EBITDA (X)				P/B (X)				ROE (%)			
	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E	09	10	11E	12E
에스에프에이	**16.4**	**22.0**	**13.5**	**11.1**	**10.3**	**16.3**	**11.2**	**9.5**	**1.3**	**3.3**	**3.3**	**2.7**	**6.9**	**16.2**	**26.7**	**26.5**
AP 시스템	34.5	N/A	19.9	10.3	6.5	16.3	11.4	6.0	1.1	2.7	3.6	2.6	6.1	-1.2	21.7	29.3
주성	272.2	18.2	26.3	16.3	34.7	14.5	16.5	10.4	3.3	3.0	1.6	1.4	1.3	16.5	8.5	10.1
원익IPS	11.7	11.0	18.5	11.4	11.9	23.4	17.0	9.3	1.6	1.5	2.8	2.2	14.8	12.0	11.7	21.7
아이씨디	N/A	13.0	12.4	8.5	N/A	11.0	9.3	6.1	N/A	4.6	5.4	3.2	29.5	50.9	69.4	48.6

Source: Company data, Bloomberg, Leading Research Center
2012 년 1 월 12 일 현재

Exhibit 34. 동종업체 PER vs. ROE

Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 35. 동종업체 EV/EBITDA vs. 영업이익률

Source: Bloomberg, Leading Research Center

Section 9-2: Valuation – 목표주가 73,200 원

2009년과 2010년 Display 업계 대비 최고 78.0%의 Premium 에 거래

동사는 2008 년까지 Display 산업의 연중 최고 PER 기준으로 꾸준히 Discount 에 거래되어왔다 (업계 전체가 적자를 기록한 2003 년과 2006 년 제외). 2009 과 2010 년에는 최고 78.0%의 Premium 까지 받았으나 2011 년에는 그 동안의 주가 급등세에 따른 숨 고르기를 하며 5.1%의 Discount 까지 기록하게 되었다.

향후 Display 산업의 주력상품으로 부상되는 AMOLED 수혜주

그러나 에스에프에이는 향후 Display 산업의 주력상품으로 부상할 것으로 예상되는 AMOLED FA 시스템과 AMOLED 핵심장비 사업을 확장하며 2012 년 16.9%와 2013 년 28.4%의 매출 성장을 이룰 전망이다. 이러한 매출성장은 2012 년 EPS 성장률은 21.8%와 2013 년 34.3%로 이어질 전망이다.

2012년과 2013년의 성장성 감안시 Display 업계 대비 최소 15%의 Premium 은 받아야 한다는 판단 하에 동사의 적정 PER 을 13.7x 로 산정

따라서 이러한 성장세가 실적으로 이루어지는 2012 년에는 적지 않은 수의 Display 업체들이 AMOLED 의 수혜를 충분히 받지 못할 수 있다는 상황을 감안하면 에스에프에이는 최소한 시장대비 15%의 Premium 은 받아야 한다는 판단이다.

따라서 2012 년 Display 업계의 연중 최고 PER 인 11.9x 에 15%의 Premium 을 적용한 13.7x 를 에스에프에이의 적정 PER Valuation 으로 산정한다. 따라서 2012 년 예상 EPS 인 5,343 원에 13.7x 의 적정 PER 을 적용한 73,200 원을 적정 주가로 산정한다. 이는 현재 주가인 59,900 원에서 22.2%의 상승 여력을 나타낸다.

Exhibit 36. 에스에프에이 Valuation VS. 국내 디스플레이산업 Valuation

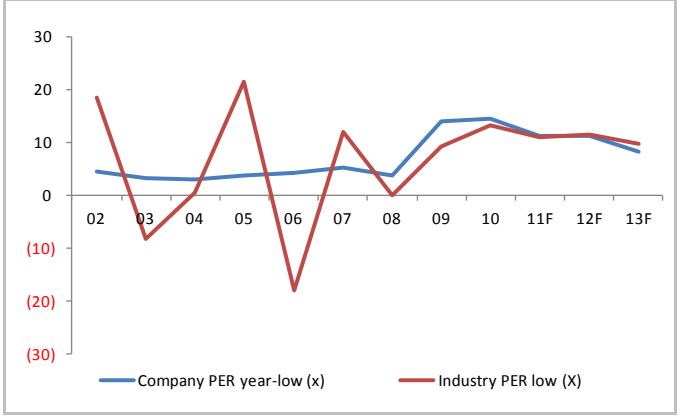
(X, %)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F
에스에프에이 year-high PER (X)	19.2	11.6	6.2	6.5	6.2	15.4	13.9	27.2	31.7	16.0	11.8	8.3
Display 산업 year-high PER (X)	53.9	N/A	7.8	33.6	N/A	23.4	N/A	19.7	17.8	16.9	11.9	9.6
Premium/(Discount) to market (%)	**(64.3)**	**N/A**	**(21.2)**	**(80.8)**	**N/A**	**(34.1)**	**N/A**	**38.3**	**78.0**	**(5.1)**	**(0.1)**	**(13.9)**
에스에프에이 year-low PER (X)	4.6	3.2	3.1	3.7	4.1	5.2	3.7	14.1	14.6	11.2	11.1	8.3
Display 산업 year-low PER (X)	18.6	N/A	0.5	21.5	N/A	11.9	N/A	9.3	13.1	11.0	11.4	9.6
Premium/(Discount) to market (%)	**(75.4)**	**N/A**	**477.5**	**(83.0)**	**N/A**	**(55.9)**	**N/A**	**50.8**	**10.9**	**1.8**	**(2.5)**	**(13.9)**

Source: Company data, Leading Research Center
**Market = KOSPI + KOSDAQ,*

Exhibit 37. 에스에프에이 VS. Display 업계 year-hi PER

Source: Bloomberg, Leading Research Center

Exhibit 38. 에스에프에이 VS. Display 업계 year-low PER



Source: Bloomberg, Leading Research Center

재무제표

손익계산서

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
매출액	**90.7**	**98.7**	**144.5**	**241.1**	**355.4**	**382.6**	**309.0**	**433.9**	**312.4**	**431.3**	**741.3**	**866.7**	**1,113.1**
매출액 증가율 (%)	21.9	8.9	46.3	66.9	47.4	7.7	(19.2)	40.4	(28.0)	38.1	71.9	16.9	28.4
매출원가	69.6	79.8	117.8	194.9	289.6	298.2	245.8	357.3	274.9	360.5	599.7	696.8	886.0
매출총이익	**21.1**	**18.9**	**26.6**	**46.2**	**65.8**	**84.4**	**63.2**	**76.6**	**37.6**	**70.8**	**141.6**	**169.9**	**227.1**
매출총이익율 (%)	23.2	19.1	18.4	19.1	18.5	22.1	20.5	17.6	12.0	16.4	19.1	19.6	20.4
판매관리비	**6.1**	**7.6**	**11.1**	**15.1**	**17.8**	**19.7**	**18.8**	**22.8**	**22.2**	**33.3**	**52.6**	**64.1**	**81.3**
조정영업이익	**14.9**	**11.3**	**15.5**	**31.1**	**47.9**	**64.7**	**44.4**	**53.8**	**15.3**	**37.5**	**89.0**	**105.7**	**145.8**
조정영업이익률 (%)	**16.5**	**11.4**	**10.7**	**12.9**	**13.5**	**16.9**	**14.4**	**12.4**	**4.9**	**8.7**	**12.0**	**12.2**	**13.1**
순 기타수익	(2.3)	0.3	4.0	2.2	2.4	0.5	4.6	10.6	(0.6)	7.5	(1.2)	0.2	0.1
발표영업이익	**14.9**	**11.3**	**15.5**	**31.1**	**47.9**	**64.7**	**44.4**	**53.8**	**15.3**	**37.5**	**87.8**	**105.9**	**145.9**
순 지분법 이익	0.0	0.0	(1.9)	(0.6)	(0.7)	2.2	0.8	0.4	1.0	2.3	2.5	2.6	2.7
금융수익	0.5	1.5	1.6	2.6	3.9	6.8	8.2	8.6	7.8	5.0	9.9	11.8	13.6
금융비용	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	3.3	0.4	4.7	0.2	2.3	0.2	0.2	0.3
법인세비용 차감전 순이익	13.1	13.1	19.1	35.2	53.5	70.8	57.6	68.7	25.1	50.0	99.9	120.1	161.9
법인세 비용	3.5	3.2	4.4	8.9	12.4	17.3	15.6	18.9	7.1	10.6	21.2	24.1	33.0
법인세율	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
당기순이익	**9.7**	**9.9**	**14.7**	**26.3**	**41.1**	**53.5**	**42.0**	**49.8**	**18.0**	**39.4**	**78.7**	**95.9**	**128.9**
지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	41.1	53.5	42.0	49.8	18.0	39.4	78.7	95.9	128.9
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	9.7	9.9	14.7	26.3	41.1	53.5	42.0	49.8	18.0	39.4	78.7	95.9	128.9

대차대조표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동자산	**72.3**	**73.8**	**165.1**	**254.9**	**228.2**	**236.6**	**251.4**	**279.3**	**173.9**	**513.0**	**587.3**	**628.8**	**713.9**
현금및 현금성 자산	2.5	1.7	9.9	17.6	39.0	17.0	12.7	39.2	30.0	72.6	81.4	84.3	81.9
단기금융자산	17.7	18.6	32.9	60.7	77.4	115.5	119.4	74.2	65.3	113.2	180.0	220.0	250.0
매출채권	22.2	30.4	48.4	48.4	34.5	61.8	62.6	48.0	41.6	92.6	111.2	97.1	126.9
재고자산	29.0	21.0	68.3	120.6	74.2	35.4	49.6	110.8	29.4	227.0	206.9	219.5	247.2
기타유동자산	0.9	1.9	5.7	7.6	3.1	6.9	7.2	7.2	7.7	7.8	7.8	7.9	7.9
비유동자산	**23.5**	**31.9**	**38.9**	**99.1**	**143.1**	**104.9**	**128.9**	**141.3**	**141.2**	**131.8**	**139.7**	**147.5**	153.7
유형자산	18.2	20.5	27.2	49.1	68.1	79.5	89.8	98.8	99.0	102.2	107.2	110.3	113.8
장기금융자산	3.7	3.0	2.9	34.7	61.2	4.7	17.4	22.2	23.5	8.0	8.0	9.0	9.0
관계기업투자	0.0	5.6	4.4	9.5	9.5	11.6	12.3	13.0	12.1	14.4	17.0	19.7	22.5
공동지배기업투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	1.6	2.8	4.3	5.8	4.4	9.1	9.4	7.3	6.6	7.2	7.5	8.5	8.4
자산총계	**95.8**	**105.7**	**204.0**	**354.0**	**371.4**	**341.5**	**380.3**	**420.6**	**315.2**	**644.8**	**726.9**	**776.2**	**867.5**
유동부채	**51.4**	**51.2**	**129.7**	**261.1**	**237.9**	**147.1**	**156.3**	**181.5**	**72.9**	**371.5**	**394.2**	**370.1**	**366.5**
매입채무	11.5	17.2	29.6	50.6	48.6	50.1	49.7	40.5	31.1	109.9	131.9	105.9	101.0
단기금융부채	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.0	0.0
기타유동부채	38.9	34.0	100.1	210.5	189.3	97.0	106.7	139.0	39.9	259.6	260.3	264.2	265.5
비유동부채	**5.8**	**7.8**	**10.3**	**13.1**	**18.9**	**23.2**	**21.7**	**16.4**	**13.9**	**9.3**	**7.9**	**6.9**	**5.3**
장기매입채무및기타채무	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기금융부채	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	5.5	7.8	10.3	13.1	18.9	23.2	21.7	16.4	13.9	9.3	7.9	6.9	5.3
부채총계	**57.2**	**59.0**	**140.0**	**274.2**	**256.8**	**170.3**	**178.0**	**197.9**	**86.9**	**380.8**	**402.1**	**377.0**	**371.8**
자본금	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	9.0	9.0	9.0	9.0
자본잉여금	16.8	16.8	19.2	19.2	19.2	24.7	24.7	24.7	24.7	20.2	20.2	20.2	20.2
기타포괄손익	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타자본구성요소	0.0	(2.4)	(0.0)	(7.1)	(7.1)	0.0	(0.0)	(16.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)	(16.9)
이익잉여금	17.3	27.8	40.3	63.3	98.0	142.1	173.2	210.3	215.9	251.7	312.5	386.9	483.4
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**38.6**	**46.6**	**64.0**	**79.9**	**114.6**	**171.2**	**202.3**	**222.7**	**228.3**	**264.0**	**324.8**	**399.2**	**495.7**

현금흐름표

(십억원)	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
당기순이익	**9.7**	**9.9**	**14.7**	**26.3**	**41.1**	**53.5**	**42.0**	**49.8**	**18.0**	**39.4**	**78.7**	**95.9**	**128.9**
비현금성 비용/수익 가감	**3.6**	**4.1**	**6.7**	**8.8**	**12.6**	**8.5**	**2.6**	**6.5**	**5.8**	**13.0**	**2.4**	**2.3**	**2.2**
감가상각비	0.8	1.3	1.7	2.4	2.9	3.6	4.0	4.7	4.9	5.0	6.0	6.7	6.9
충당부채전입금	0.8	1.1	1.4	2.0	2.7	3.6	3.7	4.3	5.1	5.3	2.6	2.8	3.0
순 외화평가차익	0.0	0.0	0.0	(0.6)	(0.3)	(0.2)	0.8	(0.4)	(1.0)	(0.4)	(0.1)	0.3	0.2
순 지분법투자이익	0.0	0.0	(1.9)	(0.6)	(0.7)	2.2	0.8	0.4	1.0	2.3	2.5	2.6	2.7
기타	2.0	1.8	1.7	3.2	5.9	3.4	(3.6)	(2.5)	(4.1)	4.5	4.0	4.5	5.0
영업자산과 부채의 가산	**(14.6)**	**0.3**	**8.9**	**74.0**	**37.9**	**(94.7)**	**(8.9)**	**(29.7)**	**(26.6)**	**32.4**	**23.5**	**(24.5)**	**(62.4)**
운전자금의증가(감소)	7.1	(5.5)	52.8	31.3	(58.3)	(13.0)	15.5	55.7	(78.3)	169.8	(23.5)	24.5	62.4
기타	7.5	5.2	(61.7)	(105.4)	20.4	107.7	(6.5)	(26.0)	104.9	(202.2)	0.0	0.0	0.0
영업활동현금흐름	**(1.4)**	**14.3**	**30.3**	**109.1**	**91.6**	**(32.6)**	**35.7**	**26.6**	**(2.8)**	**84.8**	**104.6**	**73.7**	**68.6**
설비투자	6.9	3.6	8.4	24.3	20.6	14.1	14.3	13.7	5.1	8.8	11.0	9.8	10.4
잉여현금흐름	**(8.3)**	**10.7**	**21.9**	**84.8**	**71.0**	**(46.7)**	**21.3**	**12.9**	**(7.9)**	**76.0**	**93.6**	**63.9**	**58.2**
배당금	0.0	0.7	2.2	3.2	6.4	9.4	10.9	12.8	12.4	3.5	18.0	21.5	32.3
투자자산증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.1	2.5	2.6	2.7
신주발행	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	1.0	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0	0.0	(2.0)	0.0
기타	(12.5)	8.2	(2.6)	46.2	26.6	(72.3)	10.9	22.0	3.4	(2.2)	(2.5)	(5.1)	(4.4)
순현금흐름	**(9.8)**	**(0.7)**	**8.1**	**7.7**	**21.4**	**(22.0)**	**(4.3)**	**26.5**	**(9.3)**	**42.6**	**8.9**	**2.9**	**(2.4)**
기초현금	12.3	2.5	1.7	9.9	17.6	39.0	17.0	12.7	39.2	30.0	72.6	81.4	84.3
기말현금	2.5	1.7	9.9	17.6	39.0	17.0	12.7	39.2	30.0	72.6	81.4	84.3	81.9

재무안정성 지표

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
유동비율 (%)	140.7	144.0	127.3	97.6	95.9	160.8	160.8	153.9	238.5	138.1	149.0	169.9	194.8
당좌비율 (%)	3.5	2.4	6.0	6.9	17.1	7.2	5.1	14.0	17.2	14.1	13.9	13.4	11.5
재고보유기간 (일)	131.1	204.1	292.5	182.3	69.0	52.0	119.1	71.6	170.2	219.7	129.8	122.2	50.9
매출채권 회수기간 (일)	105.9	145.7	122.2	62.7	49.5	59.3	65.3	37.7	78.4	86.2	51.3	47.2	20.8
매입채무 지급기간 (일)	111.8	72.9	51.7	59.2	74.4	69.4	70.0	39.3	67.6	46.1	76.1	61.2	41.3
차입금 (십억원)	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.0	2.0	2.0	0.0	0.0
현금과 현금등가물	20.2	20.4	42.8	78.3	116.4	132.5	132.1	113.4	95.2	185.7	261.4	304.3	331.9
순차입금 (십억원)	(18.9)	(20.4)	(42.8)	(78.3)	(116.4)	(132.5)	(132.1)	(111.4)	(93.2)	(183.7)	(259.4)	(304.3)	(331.9)
순차입금/자기자본 (%)	(48.9)	(43.7)	(66.9)	(98.0)	(101.6)	(77.4)	(65.3)	(50.0)	(40.8)	(69.6)	(79.9)	(76.2)	(67.0)
부채비율 (%)	148.0	126.6	218.9	343.3	224.2	99.5	88.0	88.9	38.1	144.2	123.8	94.4	75.0
이자보상배율 (배)	628.2	627.1	154.9	0.0	0.0	66,734.2	0.0	605.3	160.8	405.2	938.5	2,249.7	0.0

Valuations and margins

	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11F	12F	13F
EV/EBITDA (배)	33.1	41.4	28.9	13.8	8.3	7.9	11.2	9.2	26.8	25.0	11.2	9.5	7.0
EPS (원)	1,060	1,083	1,611	2,883	4,512	5,874	4,615	5,465	1,979	2,192	4,386	5,343	7,177
EPS 변동률 (%)	(89.9)	2.2	48.7	78.9	56.5	30.2	(21.4)	18.4	(63.8)	10.8	100.1	21.8	34.3
PER (배)	55.9	54.7	36.8	20.6	13.1	10.1	12.9	10.9	30.0	27.1	13.6	11.3	8.4
BVPS (원)	7,927	5,119	7,021	8,766	12,575	18,792	22,208	24,446	25,060	19,509	18,091	22,233	27,610
P/BVPS (배)	7.5	11.6	8.4	6.8	4.7	3.2	2.7	2.4	2.4	3.0	3.3	2.7	2.1
주당배당금 (원)	75	250	350	750	1,100	1,200	1,400	1,400	400	500	1,000	1,200	1,800
배당수익률 (%)	0.1	0.4	0.6	1.3	1.9	2.0	2.4	2.4	0.7	0.8	1.7	2.0	3.0
ROE (%)	38.5	23.1	26.5	36.5	42.3	37.5	22.5	23.4	8.0	16.0	26.7	26.5	28.8
ROA (%)	10.4	9.8	9.5	9.4	11.3	15.0	11.6	12.4	4.9	8.2	11.5	12.8	15.7
매출총이익률 (%)	23.2	19.1	18.4	19.1	18.5	22.1	20.5	17.6	12.0	16.4	19.1	19.6	20.4
영업이익률 (%)	16.5	11.4	10.7	12.9	13.5	16.9	14.4	12.4	4.9	8.7	12.0	12.2	13.1
순이익률 (%)	10.6	10.0	10.2	10.9	11.6	14.0	13.6	11.5	5.8	9.1	10.6	11.1	11.6
EBITDA 이익률 (%)	17.4	12.7	11.9	13.9	14.3	17.8	15.6	13.5	6.5	9.9	12.8	13.0	13.7
ROIC (%)	130.5	37.0	50.3	203.7	(25,137.2)	265.5	59.5	42.9	8.9	27.4	96.2	105.4	89.7
WACC (%)	N/A	15.0	17.4	17.1	10.0	8.0	8.9	10.1	8.4	10.5	11.9	11.4	12.9
ROIC less WACC (%)	N/A	22.0	32.9	186.6	(25,147.2)	257.4	50.5	32.9	0.6	16.9	84.4	94.1	76.8

▶ Compliance Notice

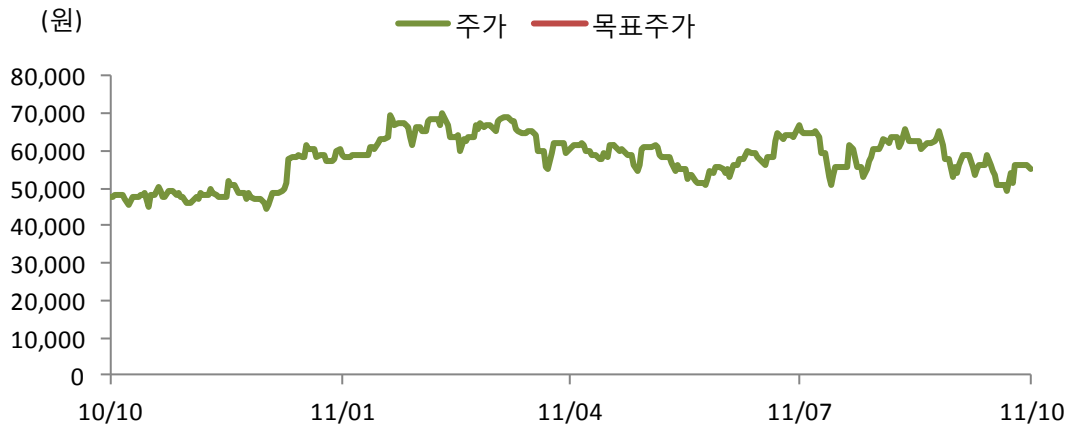
본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- *당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.*
- *본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.*
- *당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.*
- *본 자료는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.*
- *당사는 지난 6 개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.*
- *본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.*
- *본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.*

▶ 최근 2 년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

에스에프에이 (056190 KQ)	
일자	2012-01-16
투자의견	BUY
목표주가	72,500

▶ 최근 2 년간 목표주가 변경 추이



▶ 투자기간 및 투자등급

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 15% 이상
HOLD (중립)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 ± 10% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 시장대비 초과수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT (비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상회 예상
NEUTRAL (중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 ± 5% 예상
UNDERWEIGHT (비중축소)	향후 12 개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

©. 2011 **Leading Investment & Securities Co**. All rights reserved