에스티아이 (039440)

스몰캡

권명준
02 3770 5587
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	BUY (U)
목표주가	18,850원 (U)
현재주가 (11/16)	14,650원
상승여력	29%

시가총액	2,319억원
총발행주식수	15,830,000주
60일 평균 거래대금	19억원
60일 평균 거래량	141,860주
52주 고	21,650원
52주 저	12,000원
외인지분율	6.84%
주요주주	성도이엔지 외 3 인 27.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.3	(6.4)	(10.9)
상대	2.5	5.2	24.1
절대(달러환산)	21.7	(7.1)	(20.2)

이미 작년 연간 실적 상회

에이스: C.C.S.S.

동사의 주력제품인 C.C.S.S.의 성장세는 이어질 것으로 기대된다. 주요 고객사인 삼성전자는 평택 3공장에 이어 평택 4공장, 미국 텍사스 테일러 공장 내 신규 Fab 투자가 이어질 것으로 예상되기 때문이다. 미국 현지 대응을 위해 현지법인도 구축한 상황이다.

조커: 신규 장비

지속적인 R&D 투자의 결실이 2021년 하반기부터 확인되고 있다. 반도체 후공정 Reflow 장비, 반도체 기판 FC-BGA 현상기 장비, 디스플레이 OCR 장비들을 개발, 수주에 성공하였다. 2022년부터 신규 장비 매출 인식 본격화로 인프라 장비 기업에서 공정장비 기업으로의 인식 변화가 기대된다. 밸류에이션 상향 요인으로 작용될 수 있다.

히든: OCR 장비

폴더블 폰에서 폴더블 노트북, 태블릿 등으로 확대됨에 따라 폴더블 디스플레이 시장 성장 및 투자 확대가 예상된다. 동사는 폴더블 OLED향 OCR 장비를 개발했으며, 수주 경험을 보유하고 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 18,850원으로 커버리지 개시

목표주가는 2022년 추정 EPS 2,269원에 동사의 최근 5년 PER의 하단인 8.3배를 적용하여 산정하였다. 2022년 예상 실적은 매출액 4,186억원, 영업이익 342억원으로 각각 전년대비 31.0%, 33.8% 성장할 것으로 전망한다. 수주잔고 상승세가 이어지고 있다는 점에서 실현 가능성이 높다고 판단된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	2,691	3,195	4,186	4,688
영업이익	154	256	342	431
지배순이익	109	232	359	388
PER	24.0	12.3	6.5	6.0
PBR	1.4	1.4	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.1	9.6	4.4	3.0
ROE	6.4	12.6	16.9	15.7

자료: 유안타증권

투자의견 BUY, 목표주가 18,850원 제시

에스티아이의 투자의견 BUY, 목표주가 18,850원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2022년 추정 EPS 2,269원에 동사의 지난 5년간의 평균 PER의 하단인 8.3배를 적용하여 산정하였다.

2022년 예상 실적은 매출액 4,186억원, 영업이익 342억원으로 각각 전년대비 31.0%, 33.8% 성장할 것으로 전망된다. 2022년 3분기 누적 영업이익 271.6억원으로 전년도 연간 영업이익(256억원)을 이미 상회하였으며, 안정적인 수주를 확보했다는 점에서 실현 가능성이 높다고 판단된다.

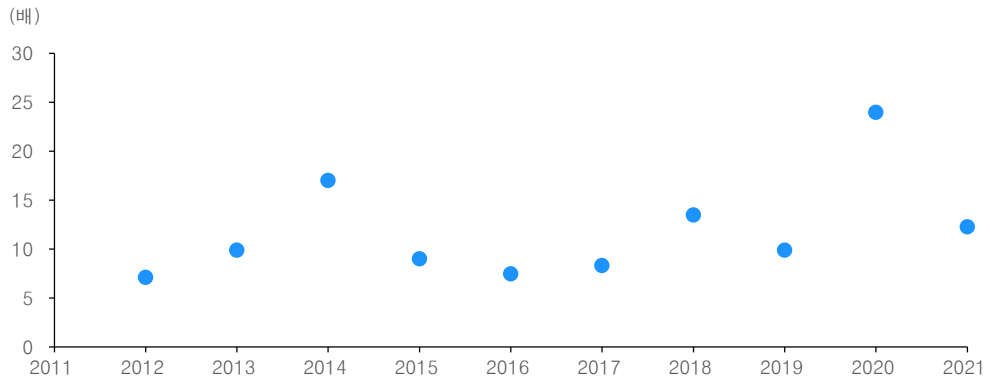
동사의 최근 5년간 PER은 8.3배~24.0배로 형성되었다. 실적 성장세가 이어지고 있다는 점에서 최근 5개년 PER 하단은 합리적인 수준이라고 판단된다.

[표 1] 에스티아이 목표주가 산정

		참조
22년 예상 지배순이익(억원)	359	
총발행주식수(만주)	1,583	
2022년 예상 EPS(원)	2,269	
Target PER(배)	8.3	동사의 5년 평균 PER 하단
적정주가(원)	18,850	
현재주가(원)	14,650	
상승여력(%)	28.7	

자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] PER 추이: 5 년(2017~2021) 평균 13.6 배, 10 년(2012~2021) 평균 11.8 배



자료: 에스티아이, 유안타증권 리서치센터

회사 개요

에스티아이는 반도체 및 디스플레이 장비 제조 기업으로 중앙약품공급시스템(C.C.S.S.: Central Chemical Supply System)과 Wet System 등을 생산 및 공급하고 있다. 1997년 회사를 설립했으며, 2002년에 코스닥 상장을 했다. 주요 매출처로는 삼성전자, SK하이닉스, 마이크론 및 인텔 등 메모리반도체 업체 위주로 구성되어 있다.

지속적으로 신규 장비 개발을 진행하고 있으며, 2021년부터 성과들이 확인되고 있다. 반도체 패키징 공정장비 '무연납 진공 리플로우장비' 개발에 성공했으며, 중국 및 국내 진출에 성공했다. 디스플레이 포토트랙시스템 장비를 수주하며 OLED 전공정 설비 등 전공정 장비 진출에도 성공했다.

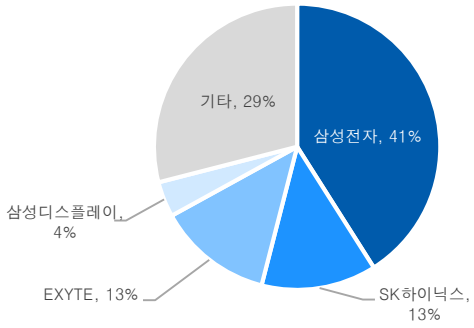
OCR(Optical Clear Resin) 장비 개발을 완료했으며, 올해 2배의 장비 수주에 성공했다. FC-BGA 현상기 장비는 국산화에 성공, 외산 장비를 사용하고 있는 국내 기판 업체에 장비 공급이 확대되고 있다.

수년 동안 연구 개발한 장비 성과들이 확인되고 있어 인프라 장비기업에서 반도체/디스플레이 장비기업으로의 인식 변화가 필요하다.

[그림 2] 주력 매출: C.C.S.S.(중앙약품공급시스템) 장비

자료: 에스티아이, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 2021 년 고객사별 매출 비중



자료: 에스티아이, 유안타증권 리서치센터

투자포인트 1. 에이스_C.C.S.S.

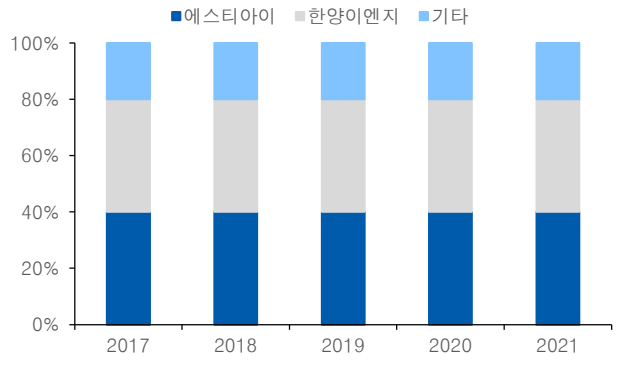
C.C.S.S.(Central Chemical Supply System, 중앙약품공급시스템)는 반도체 습식 및 세정 공정에서 사용되며 각종 화학약품을 원격으로 공급하는 자동화 장비이다. 반도체/디스플레이의 Fab 구축 시 초기에 투입되는 유틸리티 장비의 성향을 가지고 있다. 즉, Fab 투자와 실적이 연동되는 경향이 있다.

동사의 Cash Cow인 C.C.S.S.의 매출은 안정적인 성장을 이어갈 것으로 전망된다. 주요 고객사인 삼성전자는 평택 3공장에 이어 평택 4공장, 미국 텍사스 테일러 공장 내 신규 Fab 투자가 이어질 것으로 기대된다. 기반 공사를 담당하는 삼성물산과 삼성엔지니어링은 관련 수주를 받은 상황이며, 통상적으로 1년 뒤 인프라 관련 기업들의 매출이 발생한다는 점에서 2023년부터 신규수주 확대가 이어질 것으로 기대된다.

미국 테일러 반도체 Fab 대응을 위해 미국 현지 법인을 설립(22.09.29)했다. 삼성전자의 테일러 공장 대응 이외에도 인텔, 마이크론 등 반도체 기업 대상으로 C.C.S.S.와 반도체 리플로우 장비 영업이 가능하다는 점에서 긍정적이다.

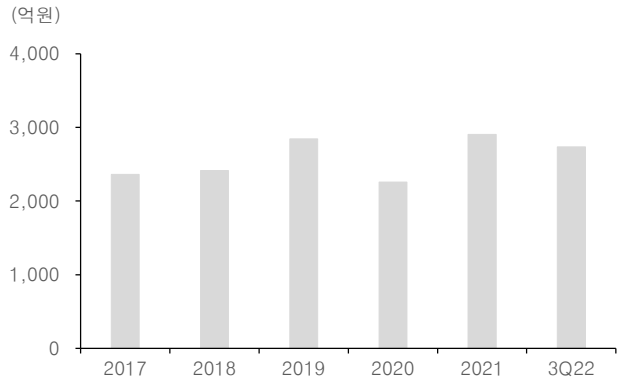
삼성전자의 지난 10월 27일 공시에 따르면, 2022년 시설투자 계획 54.0조원 중 3.0조원이 디스플레이로 배정되어 있으며, 중소형 OLED 증설 투자 및 인프라 투자에 집행될 예정이다. 동사는 디스플레이 C.C.S.S.에서 경쟁력을 보유하고 있어 삼성전자 디스플레이 인프라 투자에 따른 수주가 기대된다.

[그림 4] C.C.S.S. 시장점유율 추이(2017~2021)



자료: 에스티아이(추정), 유안타증권 리서치센터

[그림 5] Cash cow 의 C.C.S.S. 연도별 매출액 추이



자료: 에스티아이, 유안타증권 리서치센터

투자포인트 2. 조커_신규 장비

동사는 C.C.S.S. 장비를 주력으로 매출 성장세가 이어지고 있음에도 불구하고 신성장동력이 부족하다는 평가가 있다. 사업 다변화를 위해 동사의 선택은 R&D 투자였다. 2016~2021년까지 6년간 362.4억원이라는 대규모 자금을 R&D 투자에 집행하였다.

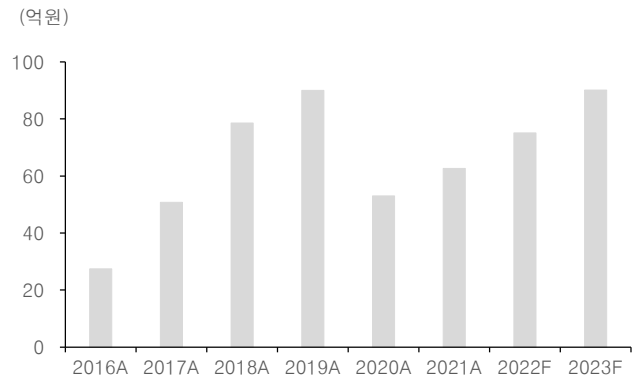
2021년 하반기부터 R&D 투자에 대한 결실이 확인되고 있다. 반도체 후공정 Reflow 장비, 반도체 기판 FC-BGA 현상기 장비, 디스플레이 OCR 장비들의 수주에 성공하였다. 2022년부터 매출 인식이 본격화됨에 따라 인프라 기업이라는 인식에서 공정장비 기업이라는 인식으로 변화하는 변곡점에 직면해 있다. 밸류에이션 상향 요인으로 작용될 수 있다.

변화의 선봉대 역할은 반도체 장비들이다. 반도체 Reflow 장비와 반도체 기판 FC-BGA 현상기 장비의 매출이 2022년부터 본격화되고 있다. Reflow는 반도체 플립칩(Flip Chip) 공정 중에 전기적인 신호를 전달하기 위한 Bumping Ball을 형성하는 반도체 후공정 패키징 관련 장비이다. 2021년 말, SK하이닉스와 리플로우 장비(Flux Reflow)의 공동 개발을 성공했으며, 이를 통한 납품이 시작되었다. 올해는 SK하이닉스향 추가 수주와 글로벌 OSAT(Outsourced Semiconductor Assembly & Test)향 수주가 기대된다. 본격적으로 시장에 진입하고 있다.

FC-BGA 현상기 장비 역시 국산화에 성공하였고, 외산 장비를 사용하고 있는 국내 기판 업체에 장비 공급이 시작되었다. 2023년에는 주요 거래처의 매출 확대 및 신규 거래처 확대를 통해 매출 성장이 기대된다.

포트트랙시스템(Photo Track System)은 디스플레이용 장비이다. 세정-코팅-노광-현상 공정을 인라인(In-Line) 하게 연결한 시스템이다. 충남테크노파크와 도레이에 납품한 경험이 있다. 기존 후공정 세정장비 대비 고가의 제품이라는 점에서 향후 고객사의 디스플레이 투자 시 동사의 매출 성장에 기여할 수 있을 것으로 기대된다. 이 외에도 잉크젯 프린터 관련 장비들도 준비되어 있다.

[그림 6] R&D 투자 추이 및 예상



자료: 에스티아이, 유안타증권 리서치센터 추정

[그림 7] 반도체 기판 Developer(현상)

자료: 에스티아이, 유안타증권 리서치센터

투자포인트 3. 히든_OCR 장비

언론 보도에 따르면 삼성디스플레이는 폴더블 OLED에 투명테이프(OCA, Optical Clear Adhesive) 대신 액체 형태의 투명접착체(OCR, Optical Clear Resin)를 사용할 계획으로 알려져 있다.

기존 플렉서블 OLED에서는 OCA를 사용했다. OCA는 필름 형태의 투명테이프를 여러 겹 붙여야 한다는 점에서 공정시간이 길다는 점과 디스플레이 사이즈 확대에 따른 비용이 증가된다는 단점이 있다. OCR을 적용할 경우 공정시간 단축과 비용 절감 효과를 기대할 수 있다. 또한 곡면에도 유리하다는 장점이 있다.

시장 상황 역시 긍정적이다. 폴더블 디스플레이의 적용처가 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 폴더블 디스플레이가 스마트폰용에서 태블릿, 노트북 등으로 확장될 것으로 기대되고 있어 OCR 장비 수요 역시 확대될 것으로 예상된다. 대만 업체인 Asus는 2022년 9월에 Zenbook 17 fold OLED를 출시하였다. 접었을 때는 12.5인치로 일반 노트북 사이즈, 펼치면 17.3인치의 대화면으로 사용이 가능하다.

중국 PC 제조업체인 레노버도 2022년 9월 '테크 라이프 2022' 행사에서 폴더블 PC부터 태블릿까지 다양한 제품군을 선보였다. 삼성전자와 애플 역시 폴더블 태블릿 및 폴더블 노트북을 준비하고 있는 것으로 알려져 있다.

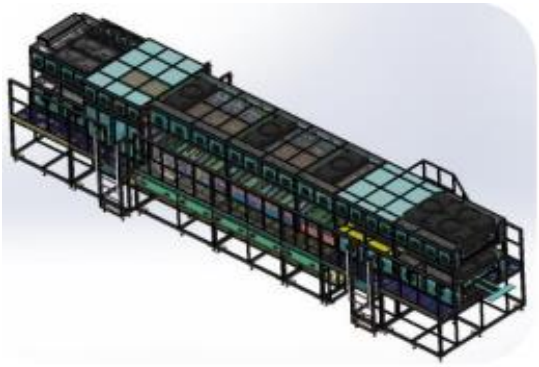
폴더블 디스플레이는 다양한 화면을 사용할 수 있다는 점과 멀티태스킹이 가능하다는 장점이 있다. 이미 업계에서 노트북과 태블릿 폴더블 제품이 나왔으며, 애플이 시장에 진입할 가능성이 있다는 점에서 대면적의 폴더블 디스플레이 시장이 확대될 것으로 예측된다.

동사는 2020년 삼성디스플레이로부터 폴더블 OLED 모듈 공정용 잉크젯 OCR 장비를 수주한 경험을 보유하고 있으며 2022년에도 수주경험을 보유하고 있다. 향후 폴더블 디스플레이 시장 성장 → 폴더블 OLED 투자 확대 → OCR 장비 수주 확대로 이어질 것으로 기대된다.

[그림 8] 디스플레이 OCR

자료: 에스티아이, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 디스플레이 Photo Track System



자료: 에스티아이, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 대만 Asus 폴더블 노트북

자료: Asus, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 중국 레노버 폴더블 태블릿

자료: Lenovo, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 애플 폴더블 아이패드 출시 예상

자료: CCS 인사이트, 유안타증권 리서치센터

[그림 13] 삼성전자 개발 중인 갤럭시북 폴드 17 가상도

자료: 삼성전자, 유안타증권 리서치센터

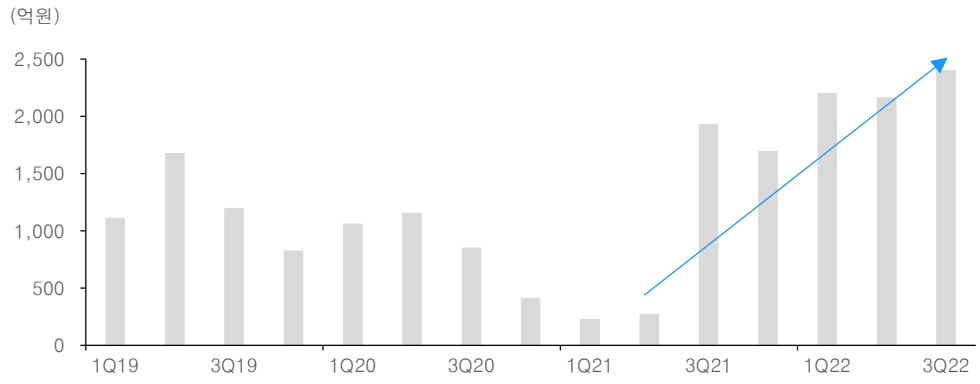
밸류에이션 매력

동사의 수주잔고 추이를 보면 2021년 3분기부터 큰 폭의 성장세를 보이고 있다. 2019~2020년 1,000억원 내외였던 반면, 2021년 3분기 이후 3개 분기 연속 1,500억원 이상을 유지하고 있다.

지난 1분기에는 2,000억원을 넘는 수주잔고(2,196억원)를 기록했으며, 최근 발표한 3분기에는 2,398억원을 기록했다. 장비별, 고객사별 상이하지만, 수주-장비제작-납품까지 평균 6개월~1년 정도 소요된다는 점에서 2022년에 이어 2023년에도 실적 성장 가능성이 높다고 판단된다.

2022년 예상되는 실적은 매출액 4,186억원, 영업이익 342억원으로 각각 전년대비 31.0%, 33.8% 성장할 것으로 전망된다. 예상 실적 기준으로 PER 6.5배, PBR 0.9배로 저평가 구간에 있다고 판단된다. 2023년에도 주력사업인 C.C.S.S.의 매출 성장세와 수년간의 R&D를 통해 개발한 다수의 장비들의 매출 성장이 기대된다.

[그림 14] 수주잔고 추이



자료: 에스티아이, 유안타증권 리서치센터

에스티아이 (039440) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	**3,189**	**2,691**	**3,195**	**4,186**	**4,688**
매출원가	2,575	2,227	2,602	3,432	3,821
매출총이익	614	464	593	753	867
판관비	343	309	338	411	436
영업이익	**271**	**154**	**256**	**342**	**431**
EBITDA	310	200	302	384	470
영업외손익	14	-51	47	124	73
외환관련손익	19	-44	53	146	75
이자손익	-5	-3	-2	-6	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	0	-3	-5	-15	-3
법인세비용차감전순손익	285	104	302	466	504
법인세비용	55	-4	70	107	116
계속사업순손익	230	107	232	359	388
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	230	107	232	359	388
지배지분순이익	**232**	**109**	**232**	**359**	**388**
포괄순이익	216	104	249	376	405
지배지분포괄이익	218	106	249	376	405

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	**760**	**278**	**-597**	**67**	**251**
당기순이익	230	107	232	359	388
감가상각비	24	38	40	38	35
외환손익	-9	37	-28	-146	-75
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	448	103	-949	-217	-130
기타현금흐름	67	-7	108	33	32
투자활동 현금흐름	**-774**	**-164**	**447**	**2**	**2**
투자자산	-347	-101	437	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-435	-69	-8	0	0
유형자산 감소	29	6	0	0	0
기타현금흐름	-21	1	17	2	2
재무활동 현금흐름	**-398**	**-26**	**150**	**142**	**143**
단기차입금	-323	41	178	178	178
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-38	-38	-23	-30	-30
기타현금흐름	-37	-29	-6	-6	-6
연결범위변동 등 기타	-1	-4	2	647	62
현금의 증감	**-413**	**83**	**1**	**859**	**458**
기초 현금	627	214	297	298	1,157
기말 현금	214	297	298	1,157	1,615
NOPLAT	**271**	**160**	**256**	**342**	**431**
FCF	**325**	**208**	**-605**	**67**	**251**

재무상태표 (단위: 억원)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	**1,718**	**1,323**	**2,336**	**2,804**	**3,453**
현금및현금성자산	214	297	298	1,157	1,615
매출채권 및 기타채권	875	336	1,104	1,442	1,614
재고자산	65	83	125	163	183
비유동자산	939	1,113	1,032	990	952
유형자산	850	884	857	819	784
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	4	1	1	1	1
자산총계	**2,657**	**2,436**	**3,368**	**3,794**	**4,404**
유동부채	932	672	1,396	1,476	1,741
매입채무 및 기타채무	393	197	681	867	954
단기차입금	128	169	346	524	702
유동성장기부채	7	5	5	5	5
비유동부채	46	38	21	21	21
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**978**	**711**	**1,417**	**1,497**	**1,762**
지배지분	1,670	1,731	1,952	2,297	2,643
자본금	79	79	79	79	79
자본잉여금	768	768	762	762	762
이익잉여금	919	987	1,203	1,532	1,861
비지배지분	9	-5	0	0	0
자본총계	**1,678**	**1,725**	**1,952**	**2,297**	**2,643**
순차입금	**-438**	**-583**	**47**	**-635**	**-915**
총차입금	146	183	362	540	717

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
EPS	1,466	689	1,466	2,269	2,452
BPS	11,094	11,525	12,994	15,461	17,784
EBITDAPS	1,956	1,266	1,905	2,425	2,969
SPS	20,143	16,999	20,184	26,441	29,614
DPS	250	150	200	200	200
PER	**9.9**	**24.0**	**12.3**	**6.5**	**6.0**
PBR	**1.3**	**1.4**	**1.4**	**0.9**	**0.8**
EV/EBITDA	**6.0**	**10.1**	**9.6**	**4.4**	**3.0**
PSR	**0.7**	**1.0**	**0.9**	**0.6**	**0.5**

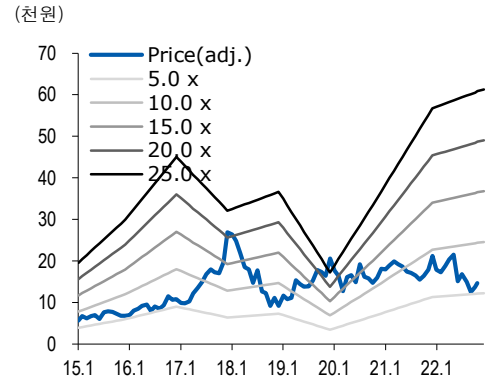
재무비율 (단위: 배, %)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	**11.3**	**-15.6**	**18.7**	**31.0**	**12.0**
영업이익 증가율 (%)	**22.9**	**-43.1**	**65.9**	**33.8**	**26.1**
지배순이익 증가율 (%)	**19.0**	**-53.0**	**112.6**	**54.8**	**8.0**
매출총이익률 (%)	19.3	17.2	18.6	18.0	18.5
영업이익률 (%)	**8.5**	**5.7**	**8.0**	**8.2**	**9.2**
지배순이익률 (%)	7.3	4.1	7.3	8.6	8.3
EBITDA 마진 (%)	9.7	7.4	9.4	9.2	10.0
ROIC	21.3	16.7	20.1	20.1	21.3
ROA	8.9	4.3	8.0	10.0	9.5
ROE	**14.6**	**6.4**	**12.6**	**16.9**	**15.7**
부채비율 (%)	58.3	41.2	72.6	65.2	66.7
순차입금/자기자본 (%)	-26.2	-33.7	2.4	-27.6	-34.6
영업이익/금융비용 (배)	24.5	31.5	72.7	40.0	47.9

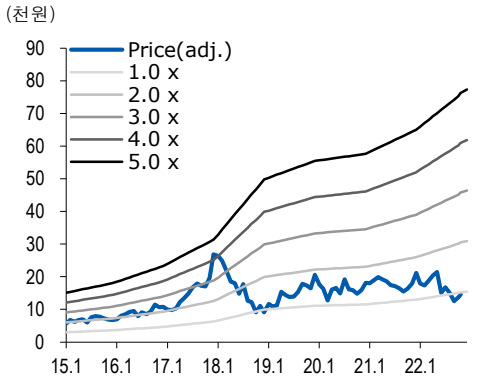
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

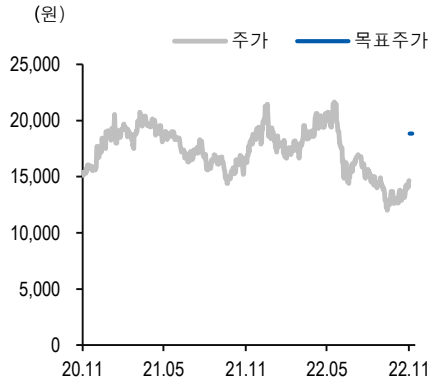
P/E band chart



P/B band chart



에스티아이 (039440) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-11-17	BUY	18,850	1년		
2022-07-06	Not Rated	-	1년		-

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	95.1
Hold(중립)	4.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-11-14

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.