

2020. 4. 8

이베스트 사 과 나 무

시리즈 9

반도체/디스플레이
Analyst 최영산
02 3779 8425
danechoi@ebestsec.co.kr



이베스트 사 과 나 무 시리즈 9

반도체/디스플레이
Analyst 최영산
02 3779 8425
danechoi@ebestsec.co.kr



'사과나무 시리즈'를 발간합니다.

'내일 지구의 종말이 와도 나는 한 그루의 사과나무를 심겠다' 철학자 스피노자가 한 말로 알려져 있지만 어떤 이는 마틴 루터 킹이 한 말이라고도 합니다. 누가 한 말이냐는 중요하지 않습니다. 글로벌 증시가 마치 지구가 종말 하는 것처럼 폭락하는 상황에서 떠오른 문장이었기 때문입니다.

시장급락의 원인을 사후적으로 설명하기 보다, 이미 우리 앞에 주어진 상황에서 할 일을 찾아보았습니다. 안정적 재무구조와 경쟁우위를 확보한 기업, 지속 가능한 성장을 보여준 기업을 찾아내어, 변동성이 마무리 되는 구간에서는 다시 기업가치가 복원될 기업들을 소개하고자 합니다.

저 역시 정답은 모릅니다. 하지만 긴 호흡으로 볼 때, 주주가 되고 싶은 기업은 늘어나고 있습니다. 가을이 되면 풍성하게 수확할 수 있는 사과 나무를 심고 기다립시다. 더 뒤져보고, 더 고민하겠습니다.

우리는 가격이 아닌 시간과의 싸움을 준비하고 있습니다.

이베스트 투자증권
리서치 센터장 윤지호





기업분석 | 반도체/디스플레이

Analyst

최영산

02 3779 8425

danechoi @ebestsec.co.kr

NR

목표주가	NR
현재주가	9,240 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ (4/7)	606.9 pt
시가총액	686 억원
발행주식수	7,425 천주
52 주 최고가/최저가	13,150 / 4,600 원
90 일 일평균거래대금	29.18 억원
외국인 지분율	1.6%
배당수익률(20.12E)	0.0%
BPS(20.12E)	6,900 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월 -10.4%
	6 개월 51.1%
	12 개월 18.2%
주주구성	한경희 (외 9 인) 32.9%
	한국증권금융 (외 1 인) 6.3%
	자사주 (외 1 인) 2.2%

Stock Price



에프엔에스테크 (083500)

OLED 장비 중 Top Pick

OLED 장비 스몰캡 대장

에프엔에스테크(이하 동사)는 디스플레이 공정용 세정, 박리, 식각 등 OLED wet 장비를 주력으로 생산하는 업체로, 사실상 주력 고객사 내에서 Wet 장비 수주를 대부분 가져가고 있는 것으로 판단된다. 특히 이러한 동사의 경쟁력은 최근 연이은 수주 공시에서 이미 드러나고 있으며, 작년 12/31 공시된 694억원 수주 공시와 올해 2/20 공시된 112억원 공시금액을 포함하여 이미 확보된 수주 잔고만 약 952억원(2019년 매출액 341억원) 수준으로 추정된다. 가장 보수적으로 봐도 올해 매출액은 최소 1,100억원 이상으로 판단되며 당사는 올해 매출액 약 1,262억원, 영업이익 165억원을 제시한다.

OLED 장비를 선택한다면 필수

당사는 동사가 사실상 OLED 전공정 Wet 장비 대표주자가 된 것으로 판단되며, 당사가 판단하는 OLED 장비 선별 기준에 가장 부합한다고 판단된다. 1) 대형 디스플레이 투자와 중소형 투자 모두 수혜 강도 높으며, 2) 어떤 대형 투자가 진행되어도 수혜가 가능하고, 3) 이미 Q1 수주에서 그 수주 규모를 증명해냈으며, 4) 장비 포트폴리오가 과거대비 대폭 확대된 (펀더멘털이 강화된) 업체가 이번 OLED 사이클에서 가장 큰 힘을 발휘할 것이다.

여전히 5배, 이익 확보는 당연하고 A5 사이클엔 10x 초중반 이상

당사 03/31 '결국 오고야 마는 것들 in-depth' 종목으로 발간 이후, 주가는 약 19% 상승하였으나, 여전히 밸류에이션은 2020F P/E 5.3x 수준에 불과하다. OLED 전공정 장비의 독점력과 향후 A5 사이클까지 고려한다면, 현재의 밸류에이션 구간은 극히 매력적이다. 다른 장비업종들과 달리 올해 실적이 사상 최대로 증가하는 동시에, A5 사이클 본격화 시의 수주 금액 극대화 또한 필연적으로 동반될 것으로 보인다. A5 사이클이 없더라도 기본 전공정 밸류에이션인 8~10x 구간 형성이 필수적이며, A5 사이클 본격화 시에는 10x 초중반 이상의 밸류에이션 부여가 가능하다는 판단이다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	64.6	69.4	46.4	34.1	126.2
영업이익	9.0	-2.5	2.7	2.2	16.5
세전계속사업손익	8.4	-10.5	3.0	1.7	16.3
순이익	8.3	-10.2	3.2	1.4	13.0
EPS (원)	n/a	-1,559	476	210	1,751
증감률 (%)	n/a	적전	흑전	-55.9	766.8
PER (x)	n/a	n/a	8.7	29.3	5.3
PBR (x)	n/a	1.2	0.7	1.0	1.3
EV/EBITDA (x)	n/a	n/a	7.8	12.2	2.7
영업이익률 (%)	13.9	-3.6	5.8	6.3	13.1
EBITDA 마진 (%)	15.3	-1.9	8.8	8.8	14.2
ROE (%)	43.1	-33.2	8.0	8.0	25.6
부채비율 (%)	124.2	52.0	62.0	62.0	63.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 에프엔에스테크, 이베스트투자증권 리서치센터

실적추정: 담보된 성장, 완전한 실적의 레벨 업

올해 동사의 실적은 매출액 약 1,262억원(yoy +270%), 영업이익 165억원(yoy +665%, OPM 13%) 수준을 예상하며, A5항 장비 발주까지 감안할 경우 내년 실적은 이를 더 상회할 것으로 예상된다. 당사 추정에 따르면, 동사는 매출액 약 400억원이 BEP 수준으로 판단되며, 이를 상회하는 초과 매출액에서는 고정비를 제외한 변동비(원자재 비용 등)를 감안할 경우, 초과 매출액의 20% 가량은 이익으로 확보 가능한 것으로 추정된다.

이를 기준으로 추정해본다면, 당사 올해 매출액 추정치 1,262억원에서 400억 BEP 수준을 제외한 약 862억원 매출액 내에서 20% 수준의 변동비를 제외 시 약 170억원 수준의 이익 확보가 가능한 것으로 추정된다. 또한 1) 분기 매출 규모가 100억원을 상회했던 2018년 2~4분기 영업이익률이 10% 수준을 상회하고, 2) 특히 좋았던 작년 4분기 영업이익률 18% 수준을 감안한다면 올해 동사의 매출액 규모를 감안할 때 13% 수준의 OPM은 결코 공격적인 수준은 아니라고 판단된다.

올해 매출액 추정의 가장 중요한 근거는 현재 동사가 확보한 수주 잔고이며, 매출인식까지 6개월 내외가 걸리는 특성상, 대부분 올해 실적에 반영될 수 있을 것으로 판단된다. 1) 장비 수주 잔고의 경우, 현재 약 952억원 수준으로 추정되며, (작년 12월 31일 수주 공시 금액 694억원, 올해 2월 수주금액 112억만 감안하더라도 약 806억원 수주 추정) 2) 올해 부품 소재 매출액 약 150억원 이상을 감안 시 최소한 1,100억원의 매출액은 확보 되었다고 판단된다. (부품 소재 매출액 '17~'19 77억원 → 110억원 → 140억원으로 꾸준히 성장) 3) 여기에 중화권 수주 매출까지 감안할 경우, 전체 매출규모는 당사 추정치인 1,262억원 달성은 결코 어렵지 않다고 판단된다.

표1 에프엔에스테크 연결 실적 추정

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	64.6	69.4	46.4	34.1	126.2
매출원가	51.7	66.9	39.8	27.3	108.1
매출원가율	80.1%	96.4%	85.8%	80.1%	85.6%
매출총이익	12.9	2.5	6.6	6.8	18.1
매출총이익률	19.9%	3.6%	14.2%	19.9%	14.4%
영업이익	9.0	-2.5	2.7	2.2	16.5
영업이익률	13.9%	-3.6%	5.8%	6.3%	13.1%
세전이익	8.4	-10.5	3.0	1.7	16.3
세전이익률	13.0%	-15.1%	6.4%	5.0%	12.9%
당기순이익	8.3	-10.2	3.2	1.4	13.0
순이익률	12.8%	-14.7%	6.9%	4.2%	10.3%

자료: FNS Tech, 이베스트투자증권 리서치센터

당사는 현재 동사의 장비 포트폴리오(OLED Wet 전공정 장비 - 세정, 박리, 식각)상으로 중소형 15K당 수주 금액 약 300억원을 추정하며, 대형 디스플레이 30K당 수주 금액 약 800억원(컬러필터 현상기 포함)을 추정한다. 경쟁사들의 물량 상당수를 동사가 수주하게 되면서, 향후 투자 단위당 동사의 수주 규모가 급증할 수 있는 사이클에 진입하였으며, 동사의 장비 특성상 대형 디스플레이 투자 기술이 어떤 방향성이 되든 수혜가 가능하며, 늘어나는 부품 소재 매출액이 실적의 안정성을 더해주고 있기 때문이다.

특히 동사의 주력 경쟁사였던 S社가 OLED Wet 장비에 사실상 집중하지 않는 것으로 판단되며, 다른 경쟁사 중 하나였던 케이씨텍 또한 OLED 장비 발주 사이클에서 수주 규모가 예상치를 크게 하회하고 있는 것으로 판단된다. 동사가 그 동안 꾸준히 집중해왔던 장비의 포트폴리오가 크게 확대되고 있으며, 향후 경쟁자들의 진입 가능성이 현저히 낮은 상황으로 판단된다. 또한 설사 일부 경쟁자들이 진입하더라도, 동사의 wet 장비 포트폴리오의 주력은 변하지 않을 것으로 판단된다. 매출액 300~400억원 수준의 OLED 세정 장비로 집중해왔던 업체가 이제는 매출액 1,100~1,500억원 수준의 OLED Wet Station(세정, 박리, 식각) 종합 장비 업체로 거듭나고 있다.

그림1 에프엔에스테크 연간 실적 추이

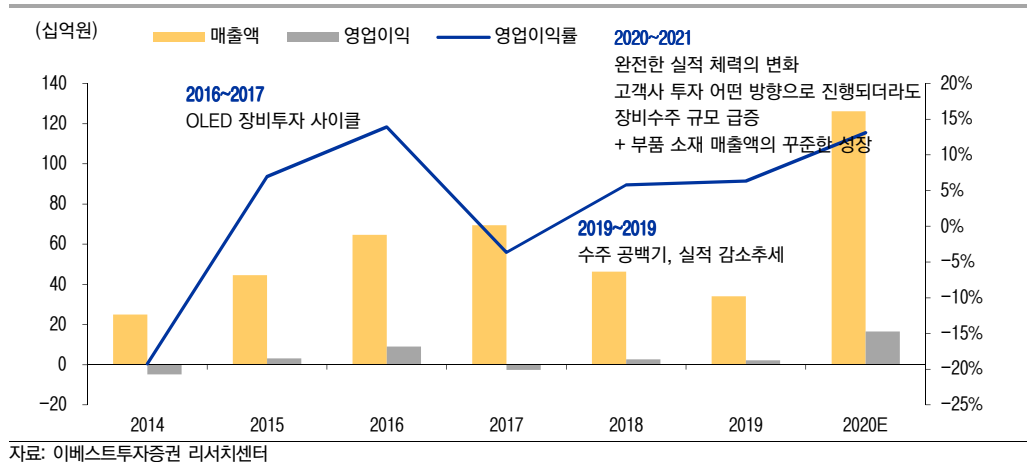
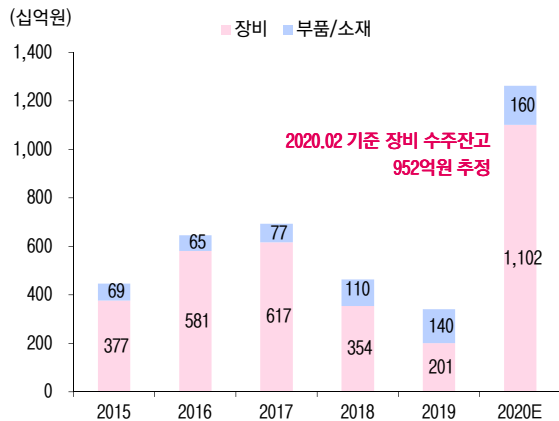


표2 에프엔에스테크 과거 분기실적 추이

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
매출액	4.2	8.7	15.3	18.2	5.4	9.0	6.4	13.3
매출원가	5.0	6.6	12.9	15.3	5.3	7.6	5.1	9.4
매출원가율	118.9%	76.3%	84.0%	84.3%	97.7%	84.2%	79.2%	70.7%
매출총이익	-0.8	2.1	2.5	2.8	0.1	1.4	1.3	3.9
매출총이익률	-18.9%	23.7%	16.0%	15.7%	2.3%	15.8%	20.8%	29.3%
영업이익	-1.8	1.1	1.5	1.8	-0.9	0.4	0.2	2.4
영업이익률	-42.5%	12.8%	10.0%	10.0%	-16.5%	4.7%	3.7%	17.9%
세전이익	-1.9	1.3	1.6	1.9	-0.9	0.4	0.4	1.8
세전이익률	-44.7%	14.9%	10.6%	10.5%	-16.6%	4.2%	6.0%	13.9%
당기순이익	-1.9	2.0	1.6	1.5	-0.9	0.4	0.4	1.6
순이익률	-44.7%	22.7%	10.6%	8.1%	-16.7%	4.1%	6.0%	11.9%

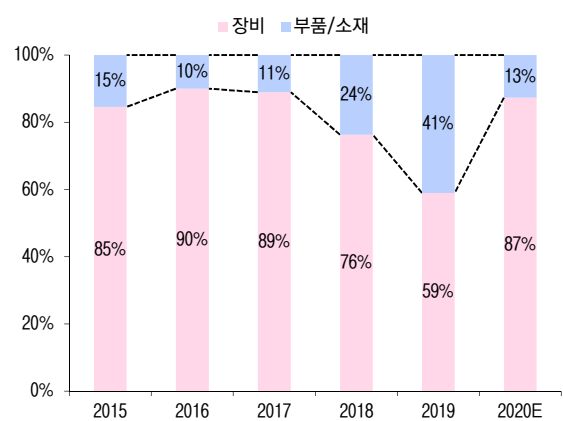
자료: FNS Tech, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 에프엔에스테크 장비, 부품 매출 추이



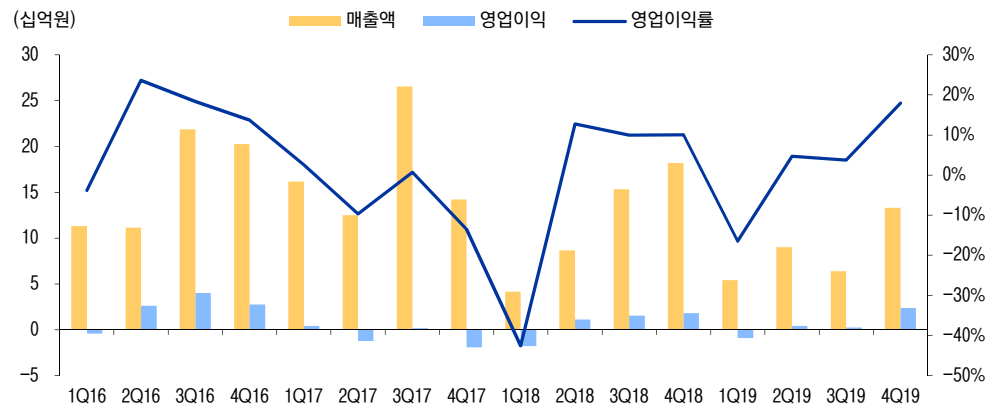
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 에프엔에스테크 장비, 부품 매출 비중 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 에프엔에스테크 분기 실적 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 주요 고객사향 수주 공시 내역(2019.12.31): 694 억원 공시

단일판매 · 공급계약 체결		
1. 판매 · 공급계약 내용	조건부 계약여부	FPD 제조용 기계장치
	확정 계약금액	미확정
	조건부 계약금액	69,401,000,000
2. 계약내역	계약금액 총액(원)	69,401,000,000
	최근 매출액(원)	46,350,227,854
	매출액 대비(%)	149.73
3. 계약상대방		삼성디스플레이
-최근 매출액(원)		-
-주요사업		FPD 제조장비를 이용한 제품생산
-회사와의 관계		-
-회사와 최근 3년간 통종계약 이행여부		해당
4. 판매 · 공급지역		국내
5. 계약기간	시작일	2019-12-31
	종료일	2020-08-31
6. 주요 계약조건		-
7. 판매 · 공급방식	자체생산	해당
	외주생산	미해당
	기타	-
8. 계약(수주)일자		2019-12-31
9. 공시유보 관련내용	유보기한	-
	유보사유	-
10. 기타 투자판단에 참고할 사항		-
- 최근 매출액은 2018년 회계연도 기준임.		
- 상시 계약금액은 VAT 별도 금액임.		
- 상기 계약금액 및 계약기간 등은 건별상황에 따라 변동될 수 있음.		
※ 관련공시		-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

결국 중요한 것: 이미 SDC의 CAPEX 상승 사이클은 시작되었다

결국 중요한 변수는 1) SDC의 CAPEX 증가 사이클은 이미 시작되었으며, 2) 내년 하반기 A5의 가동은 확고하다는 점이다. Q1 투자를 필두로 작년 하반기에 발표한 13조원의 CAPEX가 집행되기 시작했고, A5는 유틸리티 장비 발주 등의 흐름이 이어지고 있는 상황이다. 설사 당사가 예상하는 바대로 1) A5항 장비발주는 올해 4분기~내년 1분기, 2) Q2 발주는 올해 하반기 예상되는 그림이 진행되지 않더라도, 내년 하반기 A5 가동이라는 큰 그림은 변함이 없다.

정말 보수적으로 A5와 Q2 발주가 내년 상반기라고 가정하더라도, **결국에 도래할 SDC의 A5 투자 사이클은 중화권 수주와 더불어 올해 하반기~내년 상반기 IT 중소형주 투자 사이클에서 강력한 위치를 차지할 것으로 예상된다.** 근본적으로 A5의 가동이 2021년 하반기라는 관점 자체가 변하지 않는다면, 결국 올 사이클은 올 수밖에 없다. 일각에서 제시하는 A5에 대한 비관론이 그다지 중요하지 않은 이유이다.

1) 비록 애플이라는 큰 수요처는 없으나 폴더블이라는 새로운 application이 등장했고, 2) 2021년 하반기 A3와 A4라인의 Shortage 진입 확률이 매우 높은 상황이며, 3) A3라인의 감가상각비 종료는 향후 3년내로 완료되고, 4) 장비업체들의 A5항 장비 스펙 논의와 수주 기대감 등이 과거의 사이클과 다르게 진행되고 있으며, 5) QD-OLED든 QNED든 13조원의 대형 디스플레이 CAPEX는 지속 투자될 것이며, 6) LCD 스크랩의 속도가 점점 빨라지고 있는 상황이다. 언제나 그렇듯 A5는 시장 루머에 의존하며 갖가지 추측이 난무하지만, 이제는 천천히 중심을 잡아가도 좋다는 판단이다.

오히려 중요한 점은, 과거와 다른 투자 사이클임을 분명히 인지하고 이번 사이클에서의 새로운 **펀더멘털이 강화된 종목을 미리 선별하는 기준이 필요**하다는 점이다. 당사는 이러한 기준에 따라 1) Q1에서의 수주 규모가 압도적으로 많았으며, 2) A5에서의 장비 포트폴리오가 크게 확장될 수 있고, 3) 어떤 대형 디스플레이 투자가 나와도 손해가 가능하고, 4) 올해 실적은 수주잔고를 통해 확인할 수 있듯 일단 EPS 상승이 필연적으로 확보된 업체에 주목한다. 동사가 선택될 수밖에 없는 이유이다.

그림6 Long-term Winners 찾기



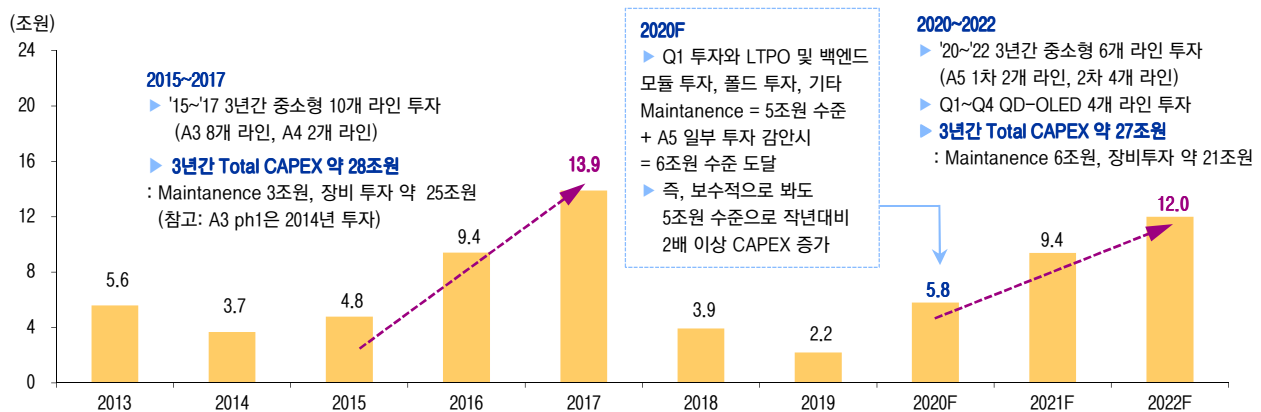
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 업체별 Q1 투자시 수주금액 추정 (당사 추정)

업체명	수주 금액 추정	장비 종류	비고	장비 확장도
AP시스템	200	Encap 물류	기존 예상치 500억원 하회	★
에스에프에이	450	클린물류	LCD 스크랩 라인 장비 일부 재활용, 기존 예상치 1,000억원 하회	★
에프엔에스테크	806	전공정 wet 장비 (세정, 박리, 식각), 컬러필터 현상기	경쟁사의 물량을 대규모 흡수, OLED Wet 장비의 거의 대부분 물량을 수주. 작년 전체 매출액 340억, 작년 12월 31일 695억원을 수주, 2월에 추가 공시	★★★
HB테크놀로지	595	AOI, Repair	경쟁사의 리페어 물량 흡수, 전공정 핵심 업체대비 월등히 높은 수주금액. (2019년 장비 매출액 약 600억원이었으나, 올해 1월 QD 30K 수주 금액만 595억원을 수주)	★★★
케이맥	156	SRCD, WLSI, ISE, SPD 검사장비	ISE 장비(잉크젯 실패던 측정) 확장 가능성 높음. 다만 QD 수주시에 OLED 3종 시스템 미수주가 아쉬운 부분	★
제이스텍	-	Bonding, Laser Cutting	후공정 장비로 아직 미수주. 대형 FPD에서 경쟁사 대비 강점 보유. 장비 포트폴리오가 여전히 변화가 없다는 점은 아쉬움	★
아이씨디	230	Dry Etcher	아이씨디 60%, TEL 40% 수주 추정. 기존 경쟁사 2개에서 1개로 축소. OLED Dry Etcher에서의 동사의 입지는 견고	★★
원익IPS	예상치 하회	공정 장비용 진공 챔버	Dry Etcher나 Encap 장비 등 기대했던 장비 미수주 추정	★
필옵틱스	200	레이저 드릴링	레이저 소스 시스템을 필옵틱스가 공급, 진공챔버를 타 업체가 공급 추정. 즉, 레이저 드릴링 장비의 핵심 부분은 필옵틱스가 공급	★★
영우디에스피	70~80	Cell 검사 장비	중소형과 대형 모두 적용가능한 검사 장비	★★
에스티	50 (+130?)	Auto Clave	Furnace와 Oven 장비 진입 여부에 따라 수주 금액 변동 여부 존재	★★

자료: 이베스트투자증권 리서치센터 추정

그림7 삼성디스플레이 CAPEX 추이('15~'17 vs. '20~'22)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

당사의 SDC 투자 주요 변수 6가지 결론 정리

당사가 판단하는 SDC의 주요 투자 사이클의 변수는 다음과 같다.

1) 중소형 투자 CAPEX는 L7 LCD Fab 공간 투자이기 보다는 A5에 진행될 가능성이 높다는 판단이다. A5에 대한 착공이 진행중이고, L7 등의 공간은 대형 패널 투자가 집행되는 것이 더 효율적이다. **다만, 장비 투자 관점에서는 어차피 L7이든 A5든 발주 플랜이 시작된다는 점에서 큰 상관관계를 없을 것으로 판단된다. 수주가 나온다는 사실 자체가 중요하다.**

2) A5 중소형 투자라인 타임플랜은 크게 1차와 2차로 나뉘어 진행될 것으로 판단되며, 당사가 예상하는 시나리오는 **올해 4분기~내년 1분기 1차투자 30K와 내년 4분기~내후년 1분기 2차투자 60K로, 총 90K를 예상한다.**

3) 올해 A5 중소형 투자의 경우, 당사는 올해 4분기 전공정 장비 LOI, 장비 PO는 연말 연초를 예상한다. LOI 등의 계약을 통한 실제 장비 제작 및 A5향 장비 스펙 논의는 더 빠르게 진행될 수 있다. 과거보다 장비 PO~라인 가동까지의 기간(과거 1년~1.5년)이 짧아진 이유는 과거에는 Fab 증설과 라인형성이 함께 진행되었고, 대규모 장비 수주에 대한 장비 리드타임이나 장비 셋업 및 가동 노하우가 적었기 때문이다. 현재는 A5를 올해 하반기 착공이 거의 완료되고, 장비 셋업 등에 대한 숙련도가 높기 때문에, 약 8~10개월 정도의 기간 소요가 예상될 것으로 추정된다. **즉, 과거보다 짧아진 증설 타임라인에 따라 올해 4분기 투자가 진행되어도 내년 하반기 가동이 충분히 가능해진다.**

4) 대형 투자에 대한 다양한 시나리오(QD-OLED와 QNED 등)에 대해서 당사는 QNED는 아직까지는 R&D 수준의 기술이며(이론적 완성도와 양산성 확보는 다른 문제이다), 작년 10월에 발표한 QD-OLED 13조원 Capex의 방향성은 견고하다고 판단된다. 다만, 만약 QNED 기술이 야기할 OLED 밸류체인에 대한 우려가 큰 투자자라면, 당사는 QNED와 QD-OLED, POLED 모두 대응가능한 장비 업체를 추천한다. 또한 **오히려 중요한 점은, QNED든 QD-OLED든 대형 디스플레이의 투자는 무조건 13조원 CAPEX를 통해 집행될 것이라는 점이다.**

5) 당사가 예상하는 QD-OLED 장비투자는 작년 연말~올해 연초 Q1 투자(약 2조원), 올해 연말~내년 연초 Q2 투자(약 2조원)으로 추후 Q5까지 총 5개 라인을 형성할 것으로 예상된다. SDC의 총 LCD CAPA 653K 중 국내 CAPA 528K(7세대와 8세대 단순 합 기준)를 전부 스크랩하여 **150K의 QD-OLED 5개 라인을 형성(총 10조원, 라인당 2조원)할 것으로 예상된다.**

6) 일각에서 제시되는 올 연말까지 국내 LCD Fab 전면 Shutdown은 다소 공격적으로 판단된다. 물론 **전면 Shutdown에 들어가게 될 경우에는 OLED로의 전환을 가속화한다는 의미로, OLED 업종들에게 분명 긍정적인 요소**이다. 다만, 현재 국내 LCD CAPA가 403K 정도 남은 상황에서, 400K 규모의 Fab을 1년내로 전부 가동 중단한다는 시나리오는 확신을 갖기 어렵다. 당사는 점진적인 LCD 라인 Shutdown을 예상하며, 올해는 L8-1 라인의 약 70~80K 수준의 Shutdown을 올해 하반기에 예상한다.

표4 연도별 글로벌 OLED 장비 투자 추정 (2015~2021F)

Panel	Fab	Gen	Type	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	Total	비고
BOE	B6	5.5G R&D	Rigid		4						4	B6 R&D Line
	B7	6G	Flex.			45					45	B7 ph1~3 CAPA 45K
	B11	6G	Flex.			15	30				45	B11 ph1~3 CAPA 45K
	B12	6G	Flex.						45		45	B12 ph1~3 CAPA 45K
	B15	6G	Flex.							15	15	B15 ph1~3 CAPA 45K
45GVO	V1	5.5G	Rigid		10						10	V1 ph1~2 CAPA 15K, ph1 5K 2013 PO
	V2	6G	Flex.			15			15		30	V2 ph1~2 CAPA 30K
	V3	6G	Flex.					30		△	30	V3 ph1~2 CAPA 30K
CSOT	T4	6G	Flex.			15			30		45	T5 ph1~3 CAPA 45K
Truly	Huizhoi	4.5G	Rigid		15					△	15	Huizhoi ph1~2 CAPA 30K
	Sichuan	6G	Flex.							△	15	Sichuan ph1 CAPA 15K
EDO	Shanghai 2	6G	Flex.			15	15				30	Shanghai 2 ph1~2 CAPA 30K
	Shanghai 3	6G	Flex.							△	-	Shanghai 3 ph1~2 CAPA 30K
Tianma	Wuhan	6G	Flex.		15			15		△	30	TNM ph1~2 CAPA 30K
중화권 Total				-	44	105	45	45	90	15	359	
Samsung	A3	6G	Flex.	15	105						120	A3 Equip PO: '14 15K, '15 15K. '16 105K, full CAPA 135K
	A4	6G	Flex.			30					30	A4 ph1~2 full CAPA 30K
	A5	6G	Flex.								90	17년 A4 발주 이후 3년 공백, 4Q20~ PO start
	Q1 (QD-OLED)	8G	Rigid					30	30		30	L8 Scrap 공간에 설치, Q1~Q4 or Q5까지 기대
	Q2	8G	Rigid						30		30	
	Q3	8G	Rigid							30	30	
	Q4	8G	Rigid							△	-	
LGD	E2	4G	Flex.	8							8	E2 ph1~3 full CAPA 22K
	E5	6G	Flex.		30						30	E5 ph1~2 full CAPA 30K
	E6	6G	Flex.		15	15					30	E6 ph1~2 full CAPA 30K, LGD POLED CAPEX 종료
국내 Total				23	150	45	-	30	60	90	398	
전체 Total				23	194	150	45	75	150	105	757	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: LGD의 WOLED 투자는 제외, 비교를 위해 4G, 5.5G, 6G, 8G 구분없이 단순 합산으로 K 산출

표5 성디스플레이 OLED 라인 추정

Fab	Ph.	Gen	Type	TFT	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F
A1	1	4	Rigid	LTPS	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17	17
	2	4	R/F	LTPS	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
	3	4	Rigid	LTPS	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
A1 Total					55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55	55
A2	1	5.5	Rigid	LTPS	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	2	5.5	Rigid	LTPS	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
	3	5.5	R/F	LTPS	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	4	5.5	Rigid	LTPS	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	5	5.5	Rigid	LTPS	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36
	6	5.5	Rigid	LTPS	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25	25
	7	5.5	R/F	LTPS	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	8	5.5	R/F	LTPS	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
A2E	1	5.5	Rigid	LTPS	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
A2 Total					189	189	189	189	189	189	189	189	189	189	189	189
A3	1	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	2	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	3	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	4	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	5	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	6	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	7	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	8	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	9	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
A3 Total					135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135	135
A4	1	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
	2	6	F	LTPS	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
A4 Total					30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
A5	1	6	F	LTPO	6G POLED 30K 발주				예상		8	12	15	15	15	15
	2	6	F	LTPO							8	12	15	15	15	15
	3	6	F	LTPO					6G POLED 30~60K 발주 예상					8	12	
	4	6	F	LTPO												
	5	6	F	LTPO												
	6	6	F	LTPO												
A5 Total									8	20		27	30	38	50	
L8 전환 QD-OLED	Q1	8	Rigid	Oxide	Q1 30K 발주 완료				15	30	30	30	30	30	30	30
	Q2	8	Rigid	Oxide	Q2 30K 발주				예상			15	30	30	30	30
	Q3	8	Rigid	Oxide					8G QD-OLED 30~60K 발주 예상						15	
	Q4	8	Rigid	Oxide												
	Q5	8	Rigid	Oxide												
L8 Total									15	30	30	45	60	60	60	75

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 에프엔에스테크 주요 소개

주요 항목	내용
주요 제품 소개	1) Cleaner: 기판 위에 세정제 또는 DI를 사용하여 기판 위의 자연 산화막, 이온, 유기물, 금속불순물을 제거하는 장비 2) Stripper: Etching 공정 후 회로를 형성할 금속막 위에 남아있는 감광액을 제거하는 장비 3) Wet Etcher: 기판 위에 증착된 금속막의 특정 부위를 Etchant를 사용하여 제거하는 장비 4) Metal Mask Cleaner: OLED 증착 공정에서 사용되는 New Mask 및 사용 후 오염된 Metal Mask를 특정 용액을 사용하여 오염물질을 제거하는 장비 5) TOC Oxidation System: UV Lamp를 사용, 초순수 내의 유기물을 제거하는 장치(TOC: Total Organic Carbon) 6) UV Lamp: 저압 수은 Lamp는 185nm, 254nm 파장의 자외선을 방사하며, 해당 파장의 반응을 이용하여 DI 초순수를 제작 및 가공하는데 사용되는 소모성 부품. TOC Oxidation 장비에 사용됨 7) CMP Pad: 반도체 공정에서 사용되는 CMP장치의 Platen에 부착하여, Slurry와 함께 웨이퍼 표면을 화학적, 기계적으로 연마하는 폴리우레탄 재질의 소모품 8) Metal Mask Cleaning: OLED 증착공정에서 사용되는 사용 전후의 Metal Mask를 특정 용액을 사용하여 오염물질을 제거하고 재생하는 사업
특징	A3 증설 시기에 600억이 조금 넘는 수준의 수주를 받았으나, 현재는 고객사의 대형 패널 파일럿 투자 라인에서만 806억원을 수주 받았다. 또한 장비군 자체가 세정, 박리, 식각이기 때문에 고객사의 대형 투자 기술의 변화에 전혀 상관없이 필수적으로 사용되어야 한다. 추가적으로 부품 소재 매출액은 UV 램프의 꾸준한 매출 상승을 기반으로 반도체 CMP Pad 사업부의 매출이 점점 가시화되고 있으며, 향후 소재 국산화의 흐름을 타고 반도체 소재로의 매출 비중 또한 올라갈 것으로 예상된다. 단순 세정 사업부를 하면서 세메스, 케이씨텍 등과 경쟁했던 과거와 달리, 이제는 전공정 Wet 장비를 고객사의 OLED 투자 전영역에서 사실상 독점하며, 진입장벽이 높은(국내 SKC만 존재) CMP Pad로의 진입이 시작되고 있다. 장비 마진 자체는 mid-high single 수준이나, 규모의 경제 효과와 함께 마진이 좋은 소재 부품 매출액이 상승하고 있는 부분이 긍정적이다.
경쟁관계	주요 고객사 내 OLED Wet 장비는 대형, 중소형 경쟁관계 없음. 일부 케이씨텍이 물량 가져갈 수 있으나 상당히 제한적일 것. 중국에서는 케이씨텍, DMS와 일부 경쟁.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 CMP Pad 연구개발 현황

연구과제	연구개발	연구결과 및 내용	상품화 여부
Micro Pore 구조를 가지는 ILD CMP용 Polyurethane Polishing Pad 개발	협력개발	1) 다공성 Pore 형성 기술 경쟁사 특허를 피하기 위한 Micro Channel 형태의 Pore 형성 2) Polymer를 이용한 PAD 제작 기술 Polymer, MOCA, MAT를 혼합하여 압축한 PAD 제작 3) Micro Channel 기술 Polymer 내의 잔여물이 존재하지 않아 Low Defect 발생 기술	사업화 완료
CMP 공정용 Polishing Pad 재활용 기술 개발	협력개발	1) CMP Pad 가공 기술 개발 2) CMP Pad 재생형 기술 개발 3) 접착제 및 Sub Pad 개발	개발 완료

자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 FNS Tech Cleaner



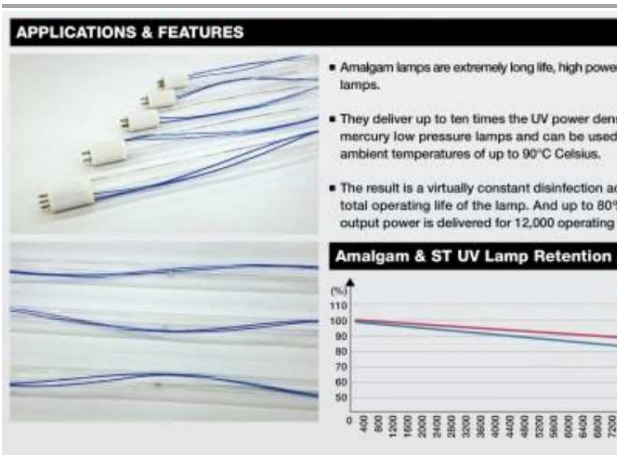
자료: FNS Tech, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 FNS Tech Wet Etcher



자료: FNS Tech, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 FNS Tech UV Lamp



자료: FNS Tech, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 FNS Tech Stripper



자료: FNS Tech, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 FNS Tech TOC Oxidation System



자료: FNS Tech, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 FNS Tech CMP Pad



자료: FNS Tech, 이베스트투자증권 리서치센터

에프엔에스테크 (083500)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	18.9	29.0	21.6	28.4	38.5
현금 및 현금성자산	5.6	10.6	7.5	15.9	22.2
매출채권 및 기타채권	3.2	6.2	4.0	6.8	9.0
재고자산	8.9	9.4	7.2	5.2	7.1
기타유동자산	1.2	2.7	2.9	0.4	0.3
비유동자산	17.1	23.3	36.4	40.3	39.5
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	14.7	21.0	34.1	37.6	37.4
무형자산	1.5	1.3	0.4	0.3	0.3
자산총계	35.9	52.3	58.1	68.7	78.1
유동부채	13.7	22.6	12.2	13.6	21.1
매입채무 및 기타채무	3.1	10.3	6.7	3.5	4.2
단기금융부채	5.8	3.9	2.4	6.3	10.5
기타유동부채	4.8	8.4	3.1	3.8	6.4
비유동부채	7.2	6.4	7.7	12.7	11.1
장기금융부채	6.5	5.7	7.2	12.3	10.6
기타비유동부채	0.7	0.7	0.6	0.4	0.5
부채총계	20.8	29.0	19.9	26.3	32.2
지배주주지분	15.1	23.3	38.2	42.4	45.9
자본금	2.4	2.4	3.3	3.5	3.7
자본잉여금	4.1	4.1	28.2	31.3	32.8
이익잉여금	7.7	15.9	5.4	8.9	10.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	15.1	23.3	38.2	42.4	45.9

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	-0.2	15.7	-3.7	3.1	0.5
당기순이익(손실)	2.8	8.3	-10.2	3.2	1.4
비현금수익비용가감	2.3	3.5	9.2	3.0	4.8
유형자산감가상각비	0.6	0.5	0.9	1.2	1.5
무형자산상각비	0.5	0.3	0.2	0.2	0.0
기타현금수익비용	-0.2	-0.1	0.3	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	-4.7	3.9	-1.9	-3.5	-5.4
매출채권 감소(증가)	0.6	-3.0	2.6	-3.5	-1.9
재고자산 감소(증가)	-8.6	-0.6	2.2	2.0	-1.9
매입채무 증가(감소)	0.9	7.1	-3.6	-2.1	0.6
기타자산, 부채변동	2.4	0.3	-3.1	0.1	-2.3
투자활동 현금	-1.1	-7.5	-15.4	-3.8	-1.0
유형자산처분(취득)	-0.6	-6.8	-13.1	-5.8	-1.2
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.6	-0.1	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	0.0	-0.4	-2.1	2.3	0.3
기타투자활동	-0.1	0.3	-0.2	-0.4	0.0
재무활동 현금	0.1	-3.2	16.3	9.3	6.8
차입금의 증가(감소)	0.1	-3.2	2.4	9.9	6.8
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	13.8	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	-0.7	0.0
현금의 증가	-1.1	10.6	-3.2	8.5	6.3
기초현금	6.7	0.0	10.6	7.5	15.9
기말현금	5.6	10.6	7.5	15.9	22.2

자료: 에프엔에스테크, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	44.6	64.6	69.4	46.4	34.1
매출원가	38.4	51.7	66.9	39.8	27.3
매출총이익	6.2	12.9	2.5	6.6	6.8
판매비 및 관리비	3.1	3.9	5.0	3.9	4.6
영업이익	3.1	9.0	-2.5	2.7	2.2
(EBITDA)	4.2	9.9	-1.3	4.1	3.7
금융손익	0.0	0.0	-0.7	0.1	-0.4
이자비용	0.4	0.4	0.2	0.7	0.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-0.6	-7.3	0.2	-0.1
세전계속사업이익	2.9	8.4	-10.5	3.0	1.7
계속사업법인세비용	0.1	0.1	-0.3	-0.2	0.3
계속사업이익	2.8	8.3	-10.2	3.2	1.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	2.8	8.3	-10.2	3.2	1.4
지배주주	2.8	8.3	-10.2	3.2	1.4
총포괄이익	2.8	8.3	-10.2	3.2	1.4
매출총이익률 (%)	13.9	19.9	3.6	14.2	19.9
영업이익률 (%)	6.9	13.9	-3.6	5.8	6.3
EBITDA마진률 (%)	9.4	15.3	-1.9	8.8	10.7
당기순이익률 (%)	6.3	12.8	-14.7	6.9	4.2
ROA (%)	8.7	18.8	-18.5	5.1	2.0
ROE (%)	20.3	43.1	-33.2	8.0	3.3
ROIC (%)	14.9	40.8	-6.1	4.7	4.0

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	(4.6)	8.7	29.3
P/B	n/a	n/a	1.2	0.7	1.0
EV/EBITDA	1.6	(0.2)	(35.0)	7.8	12.2
P/CF	n/a	n/a	n/a	4.6	7.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장성 (%)					
매출액	-35.8	44.9	7.5	-33.2	-26.4
영업이익	흑전	193.0	적전	흑전	-19.6
세전이익	흑전	184.7	적전	흑전	-42.2
당기순이익	흑전	196.2	적전	흑전	-55.0
EPS	흑전	n/a	적전	흑전	-55.9
안정성 (%)					
부채비율	138.1	124.2	52.0	62.0	70.2
유동비율	137.8	128.3	178.1	208.7	183.0
순차입금/자기자본(x)	43.8	-6.6	-0.6	6.3	-2.3
영업이익/금융비용(x)	7.4	22.9	-10.7	3.6	2.4
총차입금 (십억원)	12	10	10	19	21
순차입금 (십억원)	7	-2	0	3	-1
주당지표(원)					
EPS	n/a	n/a	-1,559	476	210
BPS	2,963	4,838	5,764	6,047	6,180
CFPS	n/a	n/a	n/a	897	882
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

에프엔에스테크 목표주가 추이

(원)

14,000

12,000

10,000

8,000

6,000

4,000

2,000

0

18/04

18/10

19/04

19/10

20/04

주가

목표주가

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2020.04.08	변경	최영산									
2020.04.08	NR	NR									

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최영산)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	94.4% 5.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자 의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)