

에스티아이 (039440)

2020년 잉크젯 디스플레이 장비 매출 840억원 전망

투자자의견 'BUY', 목표주가 25,700원 제시

에스티아이에 대해 투자자의견 'BUY', 목표주가 25,700원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 25,700원은 2020년 예상 EPS 2,572원에 디스플레이 장비 제조 업체 평균 20F PER 10.0배를 적용해 산출했다.

2020년 CCSS 3,217억원, 잉크젯 장비 840억원

1. 잉크젯 기술을 적용한 디스플레이 장비 개발

1) 중소형 OLED 잉크젯 기술을 적용한 OCR 장비: 에스티아이의 잉크젯 OCR 장비는 기존 필름 형태인 OCA 대비 낮은 가격, 기존 OCR 대비 resin 도포의 정교함과 신속함을 갖췄다는 점에서 OCA와 OCR의 단점을 보완하며 OCR만의 장점을 부각시켰다는 평가를 받고 있다. 계획대로 증자와 투자가 진행되고 있다는 점에서 신규 장비 생산의 큰 산을 넘었다고 판단되며, 2020년 초 양산 테스트를 거쳐 베트남 중소형 OLED 후공정 라인으로 확대될 것으로 전망한다. 2) 대형 디스플레이 '블랙베젤': 에스티아이는 잉크젯 기술을 적용한 대형 '블랙베젤' 장비를 보유하고 있으며, 2020년 초에 고객사 향 납품이 개시될 것으로 예상된다. 이 '블랙베젤' 기술은 향후 QD-OLED 패널에도 똑같이 적용할 수 있는 장비로 확장성이 매우 높을 것으로 평가한다.

2. 8월 Cash-cow CCSS 장비 1,200억원 수주

에스티아이의 Cash-cow인 CCSS는 반도체 및 디스플레이 제조 공정 중 가장 범용적으로 활용되는 장비로, 고순도 화학약품을 Fab의 사용 조건에 따라 공급하는 시스템이다. 에스티아이는 세계 최초로 CCSS에 ACQC(Automatic Clean Quick Coupler) System 적용, 슬러리 약품 자동화 시스템 개발 등을 통해 수주가 확대된 것으로 판단한다.

2020년 매출액 4,437억원, 영업이익 507억원 전망

에스티아이의 2020년 실적은 매출액 4,437억원(YoY, +35.4%), 영업이익 507억원(YoY, +71.9%)을 전망한다. 매출액 수년간 수주를 해온 CCSS 3,217억원과 2020년 초 수주가 예상되는 신규 잉크젯 디스플레이 장비 840억원을 포함했다.

Update

BUY(신규)

| TP(12M): 25,700원 | CP(11월 15일): 18,950원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	668.51
52주 최고/최저(원)	19,850/8,250
시가총액(십억원)	300.0
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	15,830.0
60일 평균 거래량(천주)	292.8
60일 평균 거래대금(십억원)	5.2
19년 배당금(예상, 원)	250
19년 배당수익률(예상, %)	1.32
외국인지분율(%)	2.35
주요주주 지분율(%)	
성도이엔지 외 4인	27.40
	0.00
추가상승률	1M 6M 12M
절대	3.6 30.2 85.8
상대	0.2 42.1 89.4

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	N/A	N/A
영업이익(십억원)	N/A	N/A
순이익(십억원)	N/A	N/A
EPS(원)	N/A	N/A
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	287.0	286.6	327.8	443.7	537.7
영업이익	십억원	33.2	22.1	29.5	50.7	71.9
세전이익	십억원	33.1	25.5	32.9	52.9	75.0
순이익	십억원	25.1	19.5	25.4	40.7	57.6
EPS	원	1,802	1,283	1,602	2,572	3,642
증감률	%	50.5	(28.8)	24.9	60.5	41.6
PER	배	14.92	7.14	11.83	7.37	5.20
PBR	배	4.22	0.91	1.66	1.38	1.11
EV/EBITDA	배	9.70	5.13	8.64	5.49	3.65
ROE	%	33.49	16.44	15.64	21.28	24.35
BPS	원	6,370	10,053	11,415	13,747	17,149
DPS	원	228	250	250	250	250



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 김규상
02-3771-8197
qkim@hanafn.com

2020년 CCSS 3,217억원, 잉크젯 장비 840억원

1. 잉크젯 기술을 적용한 디스플레이 장비 개발

1) 중소형 OLED: 잉크젯 기술을 적용한 OCR 장비

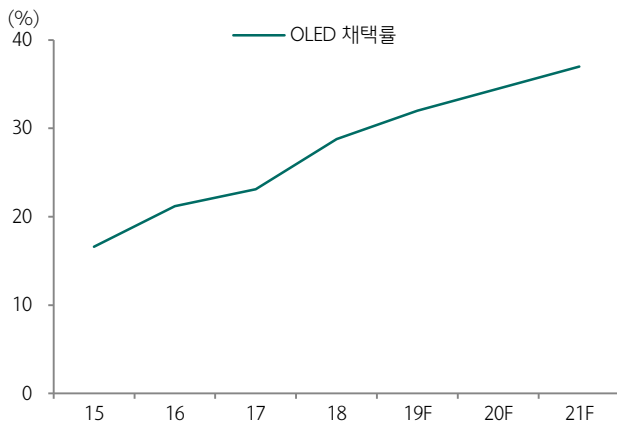
OCA필름은 두께가 일정하고 사용이 간편하다는 장점이 있지만, 장당 1,500원에 달하는 높은 가격과 패널 크기에 따라 여러 크기의 제품을 사용해야 한다는 번거로움이 존재

OLED 디스플레이 제조에서 잉크젯 기술이 가장 먼저 적용된 분야는 박막봉지(thin film encapsulation) 장비이며, 향후 폴리머 소재의 잉크화를 통한 RGB 발광층 형성공정에 적용이 가능할 것으로 보고 개발 중이다. 이외에도 OCR(Optically Clear Resin) 장비에 적용될 가능성이 높다. 현재 널리 사용되는 OCA(Optically Clear Adhesive) 필름은 두께가 일정하고 사용이 간편하다는 장점이 있지만, 장당 1,500원에 달하는 높은 가격과 패널 크기에 따라 여러 크기의 제품을 사용해야 한다는 번거로움이 존재한다. 이에 반해 OCR은 낮은 가격과 패널 크기에 상관없이 레시피와 사용량 변경만으로 여러 종류의 패널에 일괄적으로 사용 가능하다는 점에서 돋보이지만, 일정한 두께로 resin을 도포하기 어렵고, 공정 시간이 늘어난다는 단점이 존재한다. 최근 몇 년 동안 OCA가 높은 제품 신뢰성 때문에 주로 사용되고 있지만, 이미 성숙한 스마트폰 시장에서 세트 업체들은 경쟁력을 확보하기 위해 중저가 모델 확대와 이익률 방어를 위해 원가 절감을 단행하고 있다. 특히, 폴더블 OLED 패널에는 합착 레이어가 기존 평균 3회에서 2~3회 더 늘어날 것으로 예상되는 만큼, 잉크젯 OCR 장비가 각광을 받고 있다.

에스티아이의 잉크젯 OCR 장비는 기존 필름 형태인 OCA 대비 낮은 가격, 기존 OCR 대비 resin 도포의 정교함과 신속함을 갖췄다는 점에서 OCA와 OCR의 단점을 보완하며 OCR만의 장점을 부각

에스티아이의 잉크젯 OCR 장비는 기존 필름 형태인 OCA 대비 낮은 가격, 기존 OCR 대비 resin 도포의 정교함과 신속함을 갖췄다는 점에서 OCA와 OCR의 단점을 보완하며 OCR만의 장점을 부각시켰다는 평가를 받고 있다. 또한, 에스티아이의 잉크젯 OCR 장비는 그에 맞는 소재가 필요하다. 현재 이를 공급할 수 있는 업체가 에스티아이를 포함해 3~4 업체가 존재하는데, 아직 공급사가 결정되지 않았지만 향후 소재 공급 시에는 추가적인 매출 확대 가능성이 존재한다. 에스티아이는 2018년 520억원 투자를 위해 유상증자를 진행했고, 용인에 5천평 규모의 토지 80억원, 생산공장 390억원 등 총 470억원을 투자해 2020년 2월 내에 완공될 예정이나, 실질적으로는 이보다 이른 시일 내에 완공될 것으로 예상된다. 계획대로 증자와 투자가 진행되고 있다는 점에서 신규 장비 생산의 큰 산을 넘었다고 판단되며, 2020년 초 양산 테스트를 거쳐 베트남 중소형 OLED 후공정 라인으로 확대될 것으로 전망한다.

그림 1. 스마트폰 OLED 채택률



자료: IHS, 하나금융투자

그림 2. OCA vs OCR vs OCI(잉크젯 OCR)

	OCA	OCR	OCI
형태	필름	레진	레진
두께	일정함	불일정	비교적 일정함
공정 시간	짧음	늘어남	중간
가격	높음	낮음	낮음

자료: 에스티아이, 하나금융투자

그림 3. OCI Printing System



자료: 에스티아이, 하나금융투자

에스티아이는 잉크젯 기술을 적용한
대형 '블랙베젤' 장비를 보유

2020년 초에 고객사 향 납품이 개시
될 것으로 예상

2) 대형 디스플레이 패널: '블랙베젤'

잉크젯 기술은 중소형 OLED용 OCR 장비뿐만 아니라 대형 OLED 장비에도 적용이 가능하다. 그 동안 디스플레이는 슬림베젤을 통해 디자인과 몰입도 향상을 도모해왔다. 다만, 베젤이 과도하게 좁아지며 빛샘현상이 발생해 디스플레이 효율을 떨어뜨리는 결과를 초래했다. 그러나 짙은 검정색 잉크를 디스플레이 베젤의 접착제로 사용하면 접착과 동시에 빛샘현상을 방지할 수 있다. 에스티아이는 잉크젯 기술을 적용한 대형 '블랙베젤' 장비를 보유하고 있으며, 2020년 초에 고객사 향 납품이 개시될 것으로 예상된다. 이 '블랙베젤' 기술은 향후 QD-OLED 패널에도 똑같이 적용할 수 있는 장비로 확장성이 매우 높을 것으로 평가한다.

2. 8월 Cash-cow CCSS 장비 1,200억원 수주

CCSS는 지속적인 Cash-cow 역할을
해줄 것

3분기 에스티아이는 매출액 918억원(YoY, +38.8%), 영업이익 94억원(YoY, +46.3%)이라는 호실적을 달성했는데, 이중 CCSS(Central Chemical Supply System)의 매출은 864억원으로 전체 매출의 94.2%를 차지했다. 에스티아이의 Cash-cow인 CCSS는 반도체 및 디스플레이 제조 공정 중 가장 범용적으로 활용되는 장비로, 고순도 화학약품을 Fab의 사용 조건에 따라 공급하는 시스템이다. CCSS는 에스티아이를 포함한 3사가 경쟁 중인데, 8월 수주에서 1,200억원을 수주하며 가장 높은 점유율을 차지한 것으로 추정된다. 에스티아이는 세계 최초로 CCSS에 ACQC(Automatic Clean Quick Coupler) System 적용, 슬러리 약품 자동화 시스템 개발 등을 통해 수주가 확대된 것으로 판단한다.

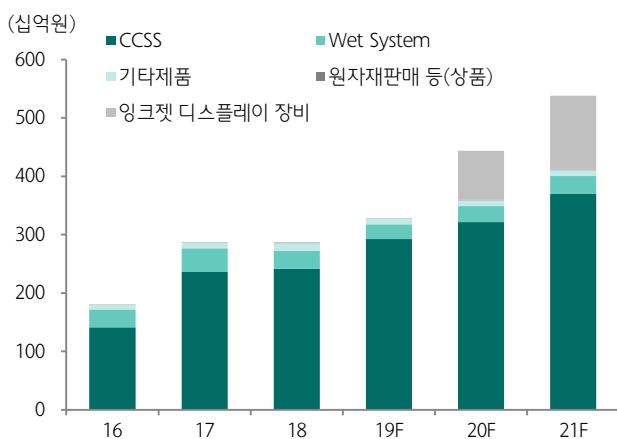
그림 4. 에스티아이의 CCSS 장비

CHEMICAL (ACQC, Transfer, Supply, Mixing and Dilution)



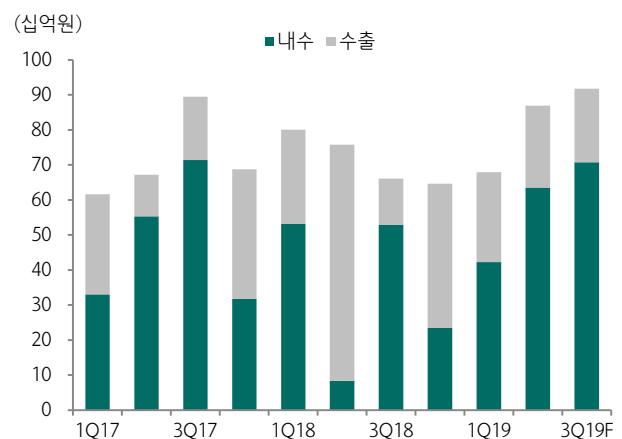
자료: 에스티아이, 하나금융투자

그림 5. 사업부문별 매출액 추이 및 전망



자료: 에스티아이, 하나금융투자

그림 6. 국내외 매출 추이



자료: 에스티아이, 하나금융투자

투자의견 'BUY', 목표주가 25,700원

2020년 매출액 4,437억원, 영업이익 507억원 전망

신규 잉크젯 디스플레이 장비 매출
840억원 예상

에스티아이의 2020년 실적은 매출액 4,437억원(YoY, +35.4%), 영업이익 507억원(YoY, +71.9%)을 전망한다. 매출액은 수년간 수주를 해온 CCSS 3,217억원과 2020년 내 수주가 예상되는 신규 잉크젯 디스플레이 장비 840억원을 포함했다.

투자의견 BUY, 목표주가 25,700원
PER 10배 적용

에스티아이에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 25,700원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 25,700원은 2020년 예상 EPS 2,572원에 디스플레이 장비 제조 업체 평균 20F PER 10.0배를 적용해 산출했다. 현 주가는 2020년 예상 EPS 대비 7.37배로, 디스플레이 투자 사이클을 앞둔 시점에서 상당히 저평가된 상태라고 판단된다. 향후 국내외 디스플레이 패널 제조사의 OLED 투자 증가에 따른 주가 상승이 예상된다.

표 1. 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	80.1	75.7	66.1	64.7	67.9	86.9	91.8	81.2	286.6	327.8	443.7
YoY(%)	29.9	12.8	(26.1)	(5.9)	(15.3)	14.7	38.8	25.6	(0.1)	14.4	35.4
CCSS	72.2	64.8	52.8	51.7	53.6	84.2	86.4	68.2	241.4	292.4	321.7
Wet System	5.9	8.2	10.5	6.2	8.3	6.2	4.3	6.2	30.8	25.0	27.5
기타제품	1.5	2.6	2.5	6.5	5.9	(3.8)	0.8	6.5	13.2	9.4	9.4
원자재판매 등(상품)	0.5	0.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2	1.1	0.9	1.1
잉크젯 디스플레이 장비											84.0
영업이익	6.7	5.9	6.4	3.0	4.5	8.5	9.4	7.1	22.1	29.5	50.7
OPM(%)	8.4	7.8	9.7	4.7	6.6	9.8	10.2	8.8	7.7	9.0	11.4
(지배)순이익	4.9	5.9	6.2	2.5	5.2	6.9	7.8	5.7	19.5	25.4	40.7
NPM(%)	6.1	7.8	9.3	3.9	7.7	8.0	8.5	7.0	6.8	7.7	9.2

자료: 에스티아이, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	287.0	286.6	327.8	443.7	537.7
매출원가	231.9	234.2	264.3	355.2	423.7
매출총이익	55.1	52.4	63.5	88.5	114.0
판매비	21.9	30.4	33.9	37.8	42.1
영업이익	33.2	22.1	29.5	50.7	71.9
금융손익	3.6	0.7	0.8	0.3	0.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.6)	2.8	2.6	1.9	2.9
세전이익	33.1	25.5	32.9	52.9	75.0
법인세	7.8	5.8	7.3	11.8	16.8
계속사업이익	25.2	19.8	25.6	41.1	58.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	25.2	19.8	25.6	41.1	58.2
비배주주지분	0.2	0.3	0.2	0.4	0.6
순이익	25.1	19.5	25.4	40.7	57.6
지배주주순이익	25.6	18.0	25.3	40.6	57.5
지배주주지분포괄이익	25.3	17.1	23.0	39.4	55.8
NOPAT	25.3	17.1	23.0	39.4	55.8
EBITDA	35.8	25.2	32.6	57.6	78.3
성장성(%)					
매출액증가율	59.1	(0.1)	14.4	35.4	21.2
NOPAT증가율	43.8	(32.4)	34.5	71.3	41.6
EBITDA증가율	47.3	(29.6)	29.4	76.7	35.9
영업이익증가율	50.2	(33.4)	33.5	71.9	41.8
(지배주주)순이익증가율	51.2	(22.3)	30.3	60.2	41.5
EPS증가율	50.5	(28.8)	24.9	60.5	41.6
수익성(%)					
매출총이익률	19.2	18.3	19.4	19.9	21.2
EBITDA이익률	12.5	8.8	9.9	13.0	14.6
영업이익률	11.6	7.7	9.0	11.4	13.4
계속사업이익률	8.8	6.9	7.8	9.3	10.8
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,802	1,283	1,602	2,572	3,642
BPS	6,370	10,053	11,415	13,747	17,149
CFPS	2,683	1,934	2,062	3,636	4,948
EBITDAPS	2,572	1,657	2,062	3,636	4,948
SPS	20,616	18,851	20,706	28,029	33,967
DPS	228	250	250	250	250
주가지표(배)					
PER	14.9	7.1	11.8	7.4	5.2
PBR	4.2	0.9	1.7	1.4	1.1
PCFR	10.0	4.7	9.2	5.2	3.8
EV/EBITDA	9.7	5.1	8.6	5.5	3.7
PSR	1.3	0.5	0.9	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	33.5	16.4	15.6	21.3	24.4
ROA	16.2	9.3	9.4	13.0	15.8
ROIC	45.6	16.6	15.7	20.5	23.2
부채비율	89.2	66.9	63.1	62.5	45.3
순부채비율	(23.7)	(11.2)	(11.2)	6.7	(6.1)
이자보상배율(배)	192.2	35.4	25.7	44.0	91.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	127.3	203.6	226.4	249.9	296.7
금융자산	24.6	62.9	65.5	32.1	32.8
현금성자산	24.3	62.7	65.3	31.8	32.4
매출채권 등	70.9	93.7	107.2	145.1	175.8
재고자산	7.4	12.6	14.4	19.5	23.6
기타유동자산	24.4	34.4	39.3	53.2	64.5
비유동자산	37.4	51.2	58.1	94.3	90.0
투자자산	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
금융자산	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
유형자산	26.3	40.2	46.8	81.2	77.0
무형자산	6.2	4.6	4.9	6.6	6.4
기타비유동자산	4.7	6.1	6.1	6.1	6.1
자산총계	164.7	254.8	284.5	344.2	386.7
유동부채	76.6	99.6	107.1	128.4	115.7
금융부채	4.0	45.9	46.0	46.3	16.6
매입채무 등	39.4	35.4	40.4	54.7	66.3
기타유동부채	33.2	18.3	20.7	27.4	32.8
비유동부채	1.0	2.6	2.9	4.0	4.8
금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	1.0	2.6	2.9	4.0	4.8
부채총계	77.6	102.1	110.1	132.4	120.5
지배주주지분	86.0	151.3	172.8	209.8	263.6
자본금	6.4	7.9	7.9	7.9	7.9
자본잉여금	22.9	77.1	77.1	77.1	77.1
자본조정	(2.5)	(7.7)	(7.7)	(7.7)	(7.7)
기타포괄이익누계액	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	59.2	74.0	95.6	132.5	186.4
비지배주주지분	1.1	1.3	1.6	1.9	2.5
자본총계	87.1	152.6	174.4	211.7	266.1
순금융부채	(20.6)	(17.0)	(19.5)	14.2	(16.2)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1.9	(32.6)	13.7	11.2	33.4
당기순이익	25.2	19.8	25.6	41.1	58.2
조정	5.4	1.8	0.5	5.0	3.5
감가상각비	2.6	3.1	3.1	6.9	6.4
외환거래손익	3.0	(1.1)	(2.6)	(1.9)	(2.9)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(0.2)	(0.2)	0.0	(0.0)	(0.0)
영업활동 현금흐름	(28.7)	(54.2)	(12.4)	(34.9)	(28.3)
투자활동 현금흐름	(3.7)	(17.4)	(7.5)	(41.3)	0.8
투자자산감소(증가)	0.1	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(6.0)	(16.5)	(8.0)	(39.0)	0.0
기타	2.2	(0.8)	0.5	(2.2)	0.9
재무활동 현금흐름	(5.4)	88.4	(3.7)	(3.5)	(33.5)
금융부채증가(감소)	(1.8)	41.9	0.1	0.3	(29.7)
자본증가(감소)	0.5	55.7	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.2)	(6.1)	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(1.9)	(3.1)	(3.8)	(3.8)	(3.8)
현금의 증감	(7.6)	38.4	2.6	(33.6)	0.6
Unlevered CFO	37.4	29.4	32.6	57.6	78.3
Free Cash Flow	(4.3)	(50.3)	5.7	(27.8)	33.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

에스티아이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.11.18	BUY	25,700		-
19.11.17				-
19.9.10				-

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 18일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2019년 11월 18일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.