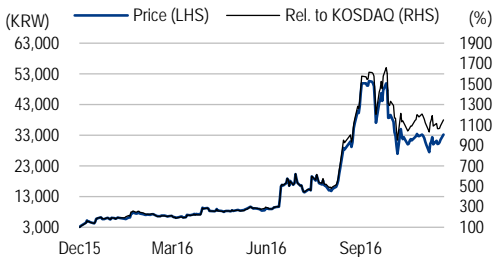


Company update

Korea / Construction				
23 December 2016	NOT RATED			
목표주가	N/A 원			
현재주가 (22 Dec 2016)	34,200 원			
Upside/downside (%)	-			
KOSDAQ	615.93			
시가총액 (십억원)	416			
52 주 최저/최고	3,122 - 50,700			
일평균거래대금 (십억원)	18.28			
외국인 지분율 (%)	0.1			
Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
매출액 (십억원)	144	191	241	262
영업이익 (십억원)	5.9	7.4	8.6	15.0
당기순이익 (십억원)	2.1	4.6	3.1	7.7
수정순이익 (십억원)	1.6	4.0	3.1	7.4
EPS (원)	0	0	0	1,194
EPS 성장률 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
P/E (x)	N/A	N/A	N/A	5.6
EV/EBITDA (x)	4.5	5.6	5.8	6.1
배당수익률 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A
P/B (x)	N/A	N/A	N/A	0.8
ROE (%)	8.6	18.7	12.6	19.6
순차입금/자기자본 (%)	190.8	220.3	283.1	171.5
Performance				



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	4.6	(3.1)	N/A
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	2.0	(2.4)	N/A

이광수, Analyst

3774 1457 kwangsoo.lee@miraeeasset.com

에스와이패널 (109610 KS)

수익성 하락은 일시적, 잠재 성장력 확대 중

에스와이패널은 수직계열화와 전국적인 생산, 유통망 투자를 통해 건축 외장 패널시장에서 독보적인 위치를 차지하고 있다. 2016년 3분기 실적에서 매출 증가에도 불구하고 수익성이 하락하였다. 그러나, 투자 확대와 신규 사업 진출을 위한 비용 증가가 원인이었기 때문에 장기 성장에 대한 우려는 크지 않다는 판단이다. 국내 건축 외장재 시장 상황이 중요하거나 2017년에는 의미 있는 수익성 개선이 가능할 전망이다. 일시적인 이익 감소에 대한 우려보다도 장기적인 성장에 대한 기대를 가져볼 시점이다.

국내 건축 외장 패널 시장에서 독보적 위치

에스와이패널은 2000년 설립되어 국내 샌드위치 패널시장에서 독보적인 1위를 차지하고 있다. 샌드위치 패널은 건축물의 외관, 기능, 시공 편의성으로 시장확대가 지속되고 있다. 주요 제품으로는 EPS, 그라스울, 우레탄 패널 등이 있다. 최근에는 난연 EPS 등 수익성 높은 제품 비중이 증가하고 있는 추세이다.

최근 에스와이패널의 시장 점유율은 지속 상승추세이다. 2016년 기준 에스와이패널의 시장 점유율은 2015년 17.8%에서 20%이상으로 상승하였다. 특히, 14개 공장 등 국내 최대 생산시설 및 유통망 보유를 통해 높은 진입장벽을 구축하고 있는 상황이다.

2016년 3분기 실적 - 외형 성장, 이익 감소

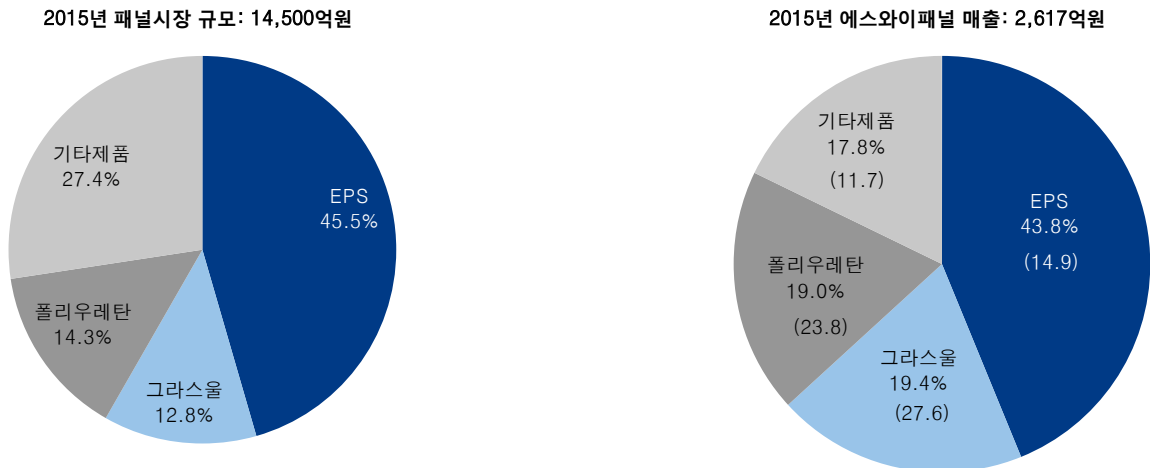
에스와이패널 2016년 3분기 실적은 매출 770억원(+11%, YoY), 영업이익 21억원(-62%, YoY)을 기록하였다. 지속적인 매출 증가 원인은 데코레이션, 구조용 패널 등 신규사업 확대가 빠르게 이루어지기 때문이다. 반면, 신규사업 확장에 따른 비용 증가로 영업이익은 감소하였다. 2016년 3분기 일반관리비는 68억원을 기록하여 2015년 3분기 대비 99.4% 증가하였다.

2016년 과도기, 신규사업 확대 및 해외사업을 통해 안정적 성장 가능

최근 실적 부진 이유는 신규 제품과 해외사업 확대를 위한 투자(비용)가 증가하였기 때문이다. 그러나, 지속적인 M/S 확대 및 신규사업 비중 증가는 장기적인 성장이 가능할 수 있다는 증거를 충분히 보여주고 있다는 판단이다. 또한, 베트남과 인도네시아 등 해외진출도 가시적 성과를 내고 있다.

에스와이패널은 건축외장재 사업에서 수직계열화와 전국적인 생산, 유통망 투자를 통해 잠재성장력을 키우고 있다. 따라서, 향후 시장 확대가 가능하다면 기대보다 빠른 성장이 가능할 전망이다. 이러한 관점에서 고가/고기능 제품의 시장 성장을 관심 있게 지켜볼 필요가 있다는 판단이다.

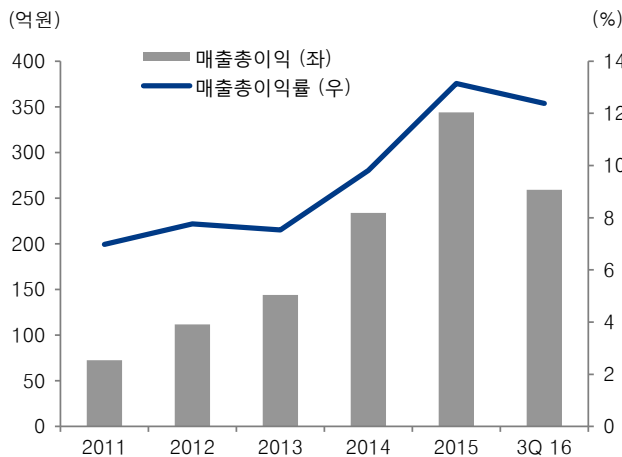
Figure 1 패널시장과 에스아이패널 매출 비중



자료: 에스아이패널, 미래에셋증권 리서치센터

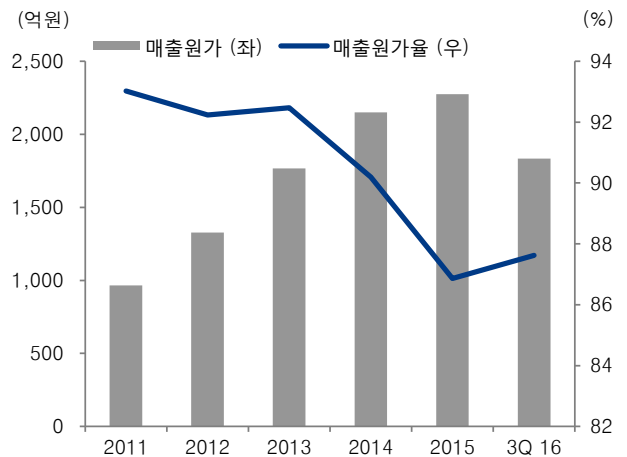
자료: 에스아이패널, 미래에셋증권 리서치센터 / ()는 시장 점유율임
주: 연결기준

Figure 2 매출총이익 및 매출총이익률



자료: Dataguide, 에스아이패널, 미래에셋증권 리서치센터
주: 연결기준, 2016년 3분기는 3분기까지 누적 실적

Figure 3 매출원가 및 매출원가율



자료: Dataguide, 에스아이패널, 미래에셋증권 리서치센터
주: 연결기준, 2016년 3분기는 3분기까지 누적 실적

Figure 4 제품 소개

구분	기존사업				신규사업		
	EPS	그라스올 패널	폴리우레탄 패널	AL 복합 패널	데코레이션 패널	구조용 단열 패널(모듈러하우스)	데크플레이트
단열재	EPS	그라스올	경질 우레탄 및 PIR폼	폴리에틸렌	폴리우레탄 및 PIR or PUR폼	폴리우레탄 및 PIR or PUR폼	GI 강판
제품형태 (샌드위치형태)	컬러강판 / 유기질의 폼보드	컬러강판 / 무기질 광물 섬유	컬러강판 / PIR or PUR폼	AL컬러강판 / 폴리에틸렌	AL컬러강판 / 폴리우레탄	OSB합판 / 폴리우레탄	트러스 거더 / 성형 아연도 강판 평재형
용도	각종 공장, 냉동창고, 주차타워, 전시장 등	방화구획/내화구조 패널	냉동창고, 정밀기계 공장, 전자반도체공장 등	고층의 상업용 건물	전원주택, 빌라, 상업 건축물	교육시설, 의료시설, 국방시설, 오피스, 기숙사, 전원주택 등	기존 거푸집 대체할 수 평재 시스템 거푸집

자료: 에스아이패널, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015
매출액	144	191	241	262
매출원가	133	177	219	227
매출총이익	11	14	22	34
판매비와관리비	5	7	13	19
영업이익 (조정)	6	7	9	15
영업이익	6	7	9	15
순이자손익	(3)	(2)	(4)	(4)
지분법손익	0	0	0	(0)
기타	(1)	1	(0)	0
세전계속사업손익	3	6	5	11
법인세비용	1	1	2	2
당기순이익	2	5	3	8
당기순이익 (지배주주지분)	2	4	3	7
EPS (지배주주지분, 원)	0	0	0	1,194

증가율&마진 (%)	2012	2013	2014	2015
매출액증가율	38.5	32.9	26.0	8.7
매출총이익증가율	54.0	28.8	51.3	58.0
영업이익증가율	33.8	26.9	15.0	74.8
당기순이익증가율	(20.9)	149.8	(21.5)	138.3
EPS 증가율	N/A	N/A	N/A	N/A
매출총이익율	7.8	7.5	9.0	13.1
영업이익률	4.1	3.9	3.6	5.7
당기순이익률	1.1	2.1	1.3	2.8

자료: 에스와이패널, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015
영업현금	(1)	10	2	13
당기순이익	2	5	3	8
유무형자산상각비	4	3	5	6
기타	2	1	4	5
운전자본증감	(9)	1	(9)	(6)
투자현금	(5)	(26)	(19)	(27)
자본적지출	(3)	(22)	(12)	(26)
기타	(1)	(4)	(7)	(1)
재무현금	7	20	18	21
배당금	0	0	0	0
자본의증가 (감소)	0	0	0	11
부채의증가 (감소)	7	20	18	10
기초현금	3	5	8	11
기말현금	5	8	9	18

자료: 에스와이패널, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015
유동자산	45	64	68	100
현금및현금성자산	5	8	9	18
단기금융자산	3	3	2	2
매출채권	28	42	42	60
채고자산	7	9	13	18
기타유동자산	3	1	2	1
비유동자산	47	71	83	118
유형자산	43	62	70	108
투자자산	1	3	6	2
기타비유동자산	4	6	7	8
자산총계	92	135	151	217
유동부채	47	78	83	121
매입채무	15	34	30	49
단기금융부채	28	42	50	67
기타유동부채	4	2	4	5
비유동부채	23	29	40	46
장기금융부채	22	28	39	41
기타비유동부채	0	1	1	5
부채총계	70	107	124	167
지배주주지분	19	23	26	49
비지배주주지분	3	4	1	1
자본총계	23	27	27	51
BVPS (원)	0	0	0	7,955

자료: 에스와이패널, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2012	2013	2014	2015
자기자본이익률 (%)	8.6	18.7	12.6	19.6
총자산이익률 (%)	2.4	4.1	2.2	4.2
채고자산보유기간 (일)	13.2	15.0	16.6	21.5
매출채권회수기간 (일)	70.5	67.4	64.0	71.2
매입채무결제기간 (일)	41.9	46.9	48.5	54.7
순차입금/자기자본 (%)	190.8	220.3	283.1	171.5
이자보상배율 (x)	2.3	3.0	2.4	3.7

자료: 에스와이패널, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations		Distribution of Ratings
종목별 투자 의견 (12개월 기준) BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능	업종별 투자 의견 OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과	조사분석자료 투자등급 비율 (기준일: 20161130) BUY (매수) : 79.9% HOLD (중립/보유) : 19.4% REDUCE (매도) : 0.7% 합계 : 100%

Compliance Notice

·동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 ·당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 주식을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 유동성공급자가 아닙니다.
 ·미래에셋증권은 에스와이패널의 주권을 최초로 상장하기 위한 대표주관업무를 수행한 바 있습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 [작성자 : 이광수]

Target Price and Recommendation Chart

에스와이패널 (109610 KS)

