

2018. 6. 25 리서치센터

Hanyang Securities

기업분석

Analyst | 이동현
Tel. 3770-5481
dhlee@hygood.co.kr

에스와이패널(109610)

– 투자회수기가 다가온다

샌드위치패널 업계의 리더

– 동사는 건축자재인 조립식 샌드위치패널을 생산한다. 2000년 설립되었고 2015년 코스닥 시장에 상장되었다. 동사는 국내 패널시장에서 약 20.9%의 점유율로 1위업체이다. 패널은 대부분 생산이나 상업시설에 적용되어 일반주택시장의 변동성 대비 안정적인 면이 있다. 화재안전에 대한 정책강화로 패널시장은 지속적으로 성장하고 있다. 이외 신규사업 제품인 우레탄보드, 데크플레이트, 알루미늄복합패널, 데코레이션패널, 구조용단열패널 등을 생산한다. 데크플레이트는 매출이 급증하며 시장의 다크호스로 떠오르고 있다.

지속적인 외형 성장

– 1Q18 연결기준 실적은 매출액 855억원(+10.9% yoy) 영업손실 -8억원(적자축소 yoy)을 기록했다. 우레탄원액(MDI)의 가격상승으로 매출원가율 부담이 있었지만 공정내제화를 통한 원가절감과 판가인상으로 적자폭이 축소되었다. 작년과 재작년 꾸준한 투자로 CAPA가 증가했고 정책효과와 신규사업의 영향으로 외형이 급증했다. 반면 지속적인 원가상승과 투자증가로 이익은 하향세를 보였다. 올해는 데크플레이트와 우레탄보드가 성장을 이끌며 매출액 4,857억원(+23.4% yoy) 영업이익 149억원(+3.1% yoy)의 회복세를 예상한다.

투자회수기가 다가온다

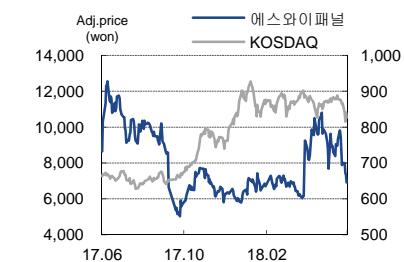
– 최근 3년 동안 투자된 CAPEX만 1,000억원에 달한다. 그사이 2014년 대비 건축외장용패널의 생산능력은 +188.1% 증가했고 우레탄보드, 컬러강판, 데크플레이트, 모듈러주택 등 의 신규사업에 대한 생산라인업을 갖추었다. 대부분의 투자가 마무리되었고 안정화 단계를 거치고 있다. 신규사업들의 점유율이 일정 수준에 도달하면 적정마진 확보가 가능해진다. 투자회수기가 다가오고 있다.

Rating	Not Rated
Target Price	–
Previous	–

■ 주가지표

KOSPI(06/22)	2,357P
KOSDAQ(06/22)	830P
현재주가(06/22)	7,100원
시가총액	1,771억원
총발행주식수	2,495만주
120일 평균거래대금	656억원
52주 최고주가	12,550원
최저주가	5,030원
유동주식비율	66.2%
외국인지분율(%)	1.75%
주요주주	총영돈 외 20인(31.1%) 이화춘(14.7%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2015A	2,617	150	77	74	555	3.8	0.9	6.2	5.7%	19.7%	10.2%
2016A	3,061	92	16	17	75	270.9	7.6	29.7	3.0%	3.0%	1.2%
2017A	3,935	95	5	3	21	300.4	1.3	14.6	2.4%	0.6%	0.8%
2018F	4,857	149	105	104	427	16.2	1.4	10.9	3.1%	8.8%	5.4%
2019F	5,950	268	178	177	712	9.7	1.2	7.4	4.5%	13.3%	9.8%

자료: 에스와이패널, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준.

■ 샌드위치패널 업계의 리더

동사는 건축자재인 조립식 샌드위치패널을 생산한다. 2000년 설립되었고 2015년 코스닥시장에 상장되었다. 국내 패널시장은 1조 5,500억원 정도로 추산되며 동사는 약 20.9%의 점유율로 1위업체이다. 업계에서 가장 많은 생산 CAPA와 제품 범위를 가지고 있다.

패널은 컬러강판 사이에 들어가는 심재에 따라 제품이 구분되며 EPS, 폴리우레탄, 그라스울 등으로 구분된다. EPS는 유기질 폼보드의 심재가 들어가며 경제성이 우수하다. 폴리우레탄은 난연성과 단열성이 우수하고 그라스울은 불연성이 우수하나 EPS 대비 상대적으로 비싸다. EPS는 제곱미터당 9천원, 폴리우레탄과 그라스울은 2.3만원, 2만원 선이다. 제품의 부피대비 가격이 낮아 물류비가 판매의 주요소이다. 동사는 전국을 1시간 이내 커버하는 생산 및 판매망을 구축했다.

패널은 대부분 생산이나 상업시설에 적용되어 일반주택 시장의 변동성 대비 안정적인 면이 있다. 화재안전에 대한 정책 강화로 패널시장은 지속적으로 성장하고 있다.

이외 신규사업의 제품들인 우레탄보드, 데크플레이트, 알루미늄복합패널, 데코레이션패널, 구조용단열패널 등을 생산한다. 알루미늄복합패널과 데코레이션패널은 시장 진입단계로 시간이 걸리겠지만 인테리어, 리모델링 시장 확대의 수혜를 받을 수 있다. 구조용단열패널은 모듈러하우스를 제작하며 평창올림픽 숙소로 제공되었다가 해체 후 군막사로 재판매되었다. 데크플레이트는 매출이 급증하며 시장의 다크호스로 떠오르고 있다.

〈도표1〉 주요연혁

2018	본점소재지 변경(수원에서 서울)
2017	캄보디아, 네팔법인 설립
2015	인도네시아 합작법인, (주)에스와이화학 설립
2014	에스와이패널 음성공장 설립
2013	베트남 현지법인 설립
2011	에스와이산업(주), 논산공장 설립
2009	쌍마패널 인수, (주)에스와이테크로 상호변경
2003	에스와이패널(주)로 상호변경
2000	(주)쌍용실업으로 설립

자료: 에스와이패널, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉 회사개요

대표이사	홍영돈
주요제품	EPS 패널, 우레탄패널, 글라스울패널, CCL 코일, 우레탄보드 등
소재지	서울시 역삼동 에스와이빌딩
설립일	2000년 9월 29일
상장일	2015년 12월 29일
종업원수	401명
홈페이지	www.sypanel.com

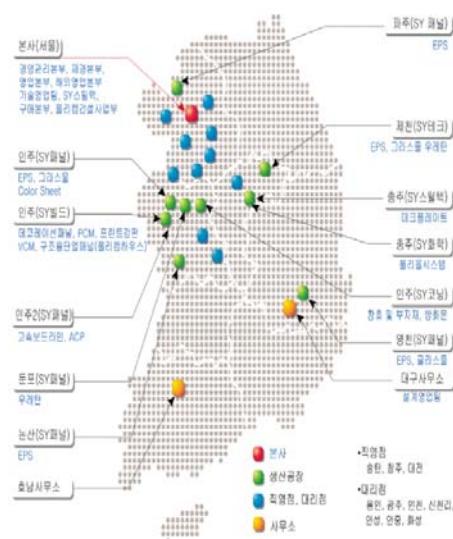
자료: 에스와이패널, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 주요제품

구분	기존사업			신규사업			
	EPS	그라스울 패널	폴리우레탄 패널	AL 복합 패널	데코레이션 패널	구조용 단열 패널(모듈러하우스)	데크플레이트
단열재							
	EPS	그라스울	경질 우레탄 및 PIR폼	폴리에틸렌	폴리우레탄 및 PIR or PUR폼	폴리우레탄 및 PIR or PUR폼	GI 강판

자료: 에스와이패널, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 국내사업장 현황



자료: 에스와이패널, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 해외사업장 현황



자료: 에스와이패널, 한양증권 리서치센터

■ 지속적인 외형 성장

1Q18 연결기준 실적은 매출액 855억원(+10.9% yoy) 영업순실 -8억원(적자축소 yoy)을 기록했다. 수량 기준으로는 3,748천m²(-8.9% yoy)가 판매되어 전년비 감소했지만 단가가 높은 신규제품 판매가 278억원(+19.1% yoy)으로 증가하며 외형이 성장했다. 고부가가치 매출비중이 증가하며 m²당 단가는 22,816원(+21.8% yoy)으로 증가했다.

1Q18 매출원가율은 90.2%(-2.0%p yoy)였다. 주요 원재료인 우레탄원액(MDI)의 단가가 kg당 3,522원(+39.9% yoy)으로 급등했지만 공정 내제화를 통한 원가절감과 판가인상으로 적자폭이 축소되었다. 우레탄원액은 제조업체들의 설비보수가 완료되며 공급이 늘어나고 있어 안정화될 것으로 기대한다.

작년과 재작년 지속적인 원가상승과 투자증가로 이익이 하향세를 보였다. 반면 매출액은 작년 3,935억원(+28.5% yoy), 재작년 3,061억원(+17.0% yoy)으로 지속 증가했다. 꾸준한 투자로 CAPA가 증가했으며 정책효과와 신규사업의 영향으로 외형이 급증하고 있다.

올해 연결실적은 매출액 4,857억원(+23.4% yoy) 영업이익 149억원(+3.1% yoy) 영업이익률 3.1%(+0.7p yoy)을 예상한다. 데크플레이트가 700억원(+46.3% yoy), 우레탄보드가 700억원(+33.6% yoy)으로 성장을 이끌 전망이다. 작년 400억원 가량의 CAPEX 투자가 있었으나 대부분의 투자가 마무리되어 올해는 100억원 정도가 소요될 전망이다.

2Q18 연결실적은 매출액 1,131억원(+16.5% yoy) 영업이익 27억원(+278.7% yoy) 영업이익률 2.4%(+1.7%p yoy)를 예상한다. 통상 건설업 특성 상 1분기부터 4분기로 갈수록 실적이 좋아지는 계절성이 있다. 설비투자 이후 안정화 단계를 거치는 중이고 우레탄원액의 가격이 안정화되고 있다.

〈도표6〉 실적추정

	'16	'17	'18E	'19E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	(단위: 억원, %)
매출액	3,061	3,935	4,857	5,950	771	971	1,004	1,189	855	1,131	1,308	1,564	
yoy	17.0%	28.5%	23.4%	22.5%	39.0%	26.2%	30.5%	22.9%	10.9%	16.5%	30.2%	31.5%	
별도	1,818	2,986	3,808	4,702	430	566	948	1,042	728	739	1,104	1,236	
yoy	9.8%	64.3%	27.5%	23.5%	30.7%	11.7%	108.9%	97.3%	69.3%	30.5%	16.5%	18.6%	
별도 외	1,243	949	1,050	1,248	341	404	57	147	127	392	204	327	
yoy	29.4%	-23.7%	10.7%	18.9%	51.1%	54.2%	-82.0%	-66.6%	-62.8%	-3.1%	258.9%	122.8%	
내수	2,991	3,701			763	904	913	1,120	817				
yoy	19.0%	23.7%			44.0%	23.6%	18.9%	16.5%	7.1%				
수출	70	234			8	66	91	69	38				
yoy	-32.1%	233.3%			-68.6%	76.6%	6210%	952.4%	391.2%				
패널	2,086	2,125			441	531	529	624	395				
yoy	-0.8%	1.9%			6.6%	4.2%	2.6%	-3.6%	-10.4%				
우레탄보드	329	524			105	108	150	162	138				
yoy	41.3%	59.3%			99.2%	42.6%	109.8%	24.9%	31.7%				
데크플레이트	253	478			0	0	0	478	118				
yoy	89.1%							89.1%					
기타	393	808			225	332	326	(75)	203				
yoy	40.0%	105.4%			167.2%	79.2%	75.3%	20.8%	-9.6%				
매출원가	2,703	3,488	4,325	5,260	711	872	882	1,024	772	1,007	1,160	1,386	
원가율	88.3%	88.6%	89.0%	88.4%	92.2%	89.8%	87.8%	86.1%	90.2%	89.1%	88.7%	88.6%	
매출총이익	358	447	533	690	60	99	123	165	83	123	148	178	
판관비	265	352	384	422	73	91	85	102	92	96	89	108	
판관비율	8.7%	8.9%	7.9%	7.1%	9.5%	9.4%	8.4%	8.6%	10.7%	8.5%	6.8%	6.9%	
영업이익	92	95	149	268	(13)	7	38	63	(8)	27	59	71	
yoy	-38.2%	3.0%	56.3%	80.0%	적전	-83.6%	84.7%	433.7%	적축	278.7%	54.9%	12.4%	
opm	3.0%	2.4%	3.1%	4.5%	-1.7%	0.7%	3.8%	5.3%	-1.0%	2.4%	4.5%	4.5%	
기타이익	3	21	148	67	1	1	14	5	126	5	7	9	
기타손실	3	19	104	55	1	1	0	17	90	5	1	8	
금융수익	2	9	11	12	2	0	3	4	4	2	2	3	
금융원가	52	61	58	52	14	12	15	20	11	15	13	18	
관계기업손익	(5)	(3)	(4)	(3)	(1)	(1)	0	(1)	(2)	(1)	(0)	(0)	
세전이익	37	41	142	237	(26)	(6)	39	33	18	14	53	57	
법인세비용	21	36	37	59	(0)	0	3	33	5	4	14	14	
법인세율	57.3%	88.0%	26.0%	25.0%	1.1%	-5.3%	8.2%	98.2%	28.3%	26.5%	25.5%	25.5%	
당기순이익	16	5	105	178	(26)	(6)	36	1	13	10	40	42	
지배순이익	17	3	104	177	(25)	(6)	34	(1)	14	10	39	42	
yoy	-76.5%	-83.6%	3566%	68.9%	적전	적전	753.5%	-86.0%	흑전	흑전	13.1%	흑전	
nim	0.6%	0.1%	2.2%	3.0%	-3.3%	-0.6%	3.4%	-0.1%	1.6%	0.9%	3.0%	2.7%	
지배순이익률	109.1%	58.2%	99.4%	99.4%	97.7%	95.0%	95.5%	-114.5%	105.8%	98.5%	98.5%	98.5%	
비지배순이익	(1)	2	2	1	(1)	(0)	2	1	(1)	0	1	1	

자료: 에스와이패널, 한양증권 리서치센터 추정 * K-IFRS 연결 기준

■ 투자회수기가 다가온다

최근 3년 동안 투자된 CAPEX만 1,000억원에 달한다. 그사이 건축외장용패널의 CAPA가 2014년 1,975m²에서 5,690만 m²로 증가했고 우레탄보드 1,000만 m², 컬러강판 40만 톤, 데크플레이트 360만 m², 모듈러주택 1,400채의 생산능력을 갖추었다. 대부분의 품목이 업계 최대 생산능력으로 규모의 경제를 실현하고 있다.

아울러 컬러코팅라인(CCL)과 포리올시스템, 컬러강판라인, EPS심재 등의 라인을 내재화하고 수직계열화해 경쟁력을 높였다.

해외에서는 베트남, 인도네시아, 캄보디아, 네팔에 생산공장을 세웠다. 국내기업의 해외진출시장을 벌판으로 경쟁강도가 낮은 동남아 시장에 성공적으로 진입하고 있다. 베트남과 인도네시아에 각각 15만톤과 10만톤의 컬러강판 라인을 구축했다.

대부분의 투자가 마무리되었고 안정화 단계를 거치고 있다. 신규사업들의 점유율이 일정 수준에 도달하면 적정마진 확보가 가능해진다. 원재료 가격도 안정화되고 있어 상황에 따라 마진 개선폭이 더 커질수도 있다. 투자회수기가 다가오고 있다.

〈도표7〉 계열사 현황



자료: 에스와이패널, 한양증권 리서치센터

〈도표8〉 주요설비 현황

	EPS	GW	PIR	CCL	고속보드	SIP	ACP	DECK	화학
국내	7기	4기	3기	2기	1기	2기	1기	6기	8기
해외	5기	1기	-	3기	-	3기	-	-	4기

자료: 에스와이패널, 한양증권 리서치센터

■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
 - 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 종대한 이해관계가 없습니다.
 - 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
 - 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:이동현)
 - 기업 투자의견

매수	향후 12개월간 15% 이상 상승 예상
중립	향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
 - 산업 투자의견

비중확대	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- ※ 당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다.
- 투자의견 비율공시(기준: 2018.03.31)

구분	매수	중립	매도
비율	80%	20%	0%

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가	고리율(%)	
					평균	최고/최저
에스와이패널	109610	2018.06.25	Not Rated	-	-	-

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

요약 재무제표

(억원, %, 원, 배)

Income statement		2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	Balance sheet		2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
가		2,617	3,061	3,935	4,857	5,950			997	1,296	1,672	1,841	2,059
		2,273	2,703	3,488	4,324	5,259			180	389	460	471	577
		344	358	447	533	691			23	22	41	44	46
	(%)	13.1%	11.7%	11.4%	11.0%	11.6%			601	747	874	996	1,101
		194	265	352	384	423			182	123	248	279	281
		0	0	0	0	0			1,176	1,449	1,758	1,833	1,914
		150	92	95	149	268			1,079	1,307	1,482	1,491	1,505
	(%)	5.7%	3.0%	2.4%	3.1%	4.5%			17	29	31	29	27
		150	92	95	149	268			31	51	118	187	255
	EBITDA	209	170	183	252	366			2,173	2,745	3,430	3,674	3,972
EBITDA	(%)	8.0%	5.6%	4.6%	5.2%	6.2%			1,208	1,603	1,765	1,903	2,026
	EBITDA	209	170	183	252	366			440	688	520	520	520
		- 44	- 51	- 53	- 45	- 44			511	657	694	862	1,016
		- 41	- 47	- 49	- 47	- 46			459	577	527	527	527
		0	- 3	- 6	1	1			55	65	20	20	20
		6	0	1	41	16			351	461	451	451	451
		- 4	- 5	- 3	- 3	- 3			1,667	2,179	2,291	2,429	2,553
		108	37	41	142	237			493	487	1,063	1,168	1,342
		77	16	5	105	178			31	61	121	125	125
	(%)	2.9%	0.5%	0.1%	2.2%	3.0%			435	434	958	1,064	1,241
나		74	17	3	104	177			0	- 37	- 37	- 37	- 37
		3	- 1	2	1	1			13	79	76	77	77
		98	25	1	101	174			506	565	1,139	1,245	1,419

The best for you
www.hygood.co.kr



한양증권 점포현황

본점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 이차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자 의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.