Jina Kim
jnkim@leading.co.kr
+822-2009-7082

에스폴리텍 (050760 KQ)

엔지니어링 플라스틱 업계의 선두주자! 조금만 기다려보자!

주요 투자포인트

■ 글로벌 고객 다각화와 함께 엔지니어링 플라스틱의 국내 독보적 위치 (MS 60% 이상) 고수

■ 원재료 가격 안정세로 하반기 수익성 개선될 것으로 기대

엔지니어링 플라스틱의 높은 시장점유율로 국내 선두자리 고수

- PC/PMMA 국내 시장 점유율 60% (관도급 공사 80%)로 높은 시장 지배력에 따른 안정적 성장 유지 가능
- 남미 시장 (에콰도르) 을 시작으로 유럽까지 세계 시장 고객 다각화

고부가가치 신제품에서의 매출 증대 아직은...

- 2011년 1월부터 판매를 시작한 신제품 EVA Sheet 의 매출이 가시화 되기에는 아직 이르나 하반기부터 재차 주목 필요
- 원재료 값 상승으로 인한 저조한 엔지니어링 플라스틱 업황에서 동사 2Q11 4.8% 영업이익률 (K-GAAP 기준) 기록하며 비교적 양호한 수익 유지

2011 년 매출 및 수익성 전망

- 2011E 매출 +19.1% 성장하며 사상 최대 매출 기대
- 수익성은 1~2분기 원재료 값 상승의 영향으로 2010년 대비 낮을 것
- 그러나 2011년 말부터 차차 회복해 나갈 것으로 기대

CAVEAT EMPTOR!!! – Negatives of the company

- 부채로 인한 이자비용이 영업이익의 48%정도 차지하고 있어 향후 부채를 줄일 필요성 보임

Not Rated

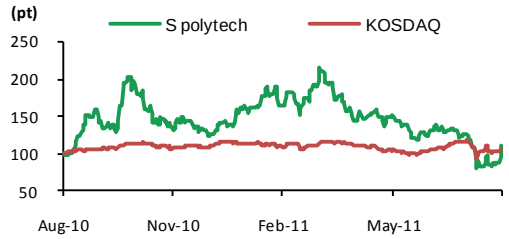
목표주가	N/A
현재주가	2,805
목표수익률 (%)	N/A

	2011 년 8 월 30 일
산업분류	산업재
코스닥	488.49
시가총액 (억원)	448.0
발행주식수 (천주)	15,963
외국인 지분률 (%)	0.88
52 주 고가 (원)	5,470
저가 (원)	2,060
60 일 평균거래량	141,925

주요 주주	(%)
이혁렬 외 2인	30.3
에스폴리텍 자사주	0.0

주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	-13.2	-33.1	10.4
상대주가	-4.3	-30.0	5.6

Relative Performance



Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/E (x)	P/B (x)
2008	48.6	7.3	(2.4)	(4.9)	(3.0)	(210.2)	적지	6.8	(13.2)	N/A	0.1
2009	67.6	39.2	4.1	6.1	3.6	251.9	흑전	7.5	15.0	7.2	1.0
2010	97.7	44.5	5.7	5.8	6.3	426.9	72.8	7.4	21.6	7.5	1.4
2011E	116.3	19.1	5.8	5.0	5.3	331.8	(22.3)	7.7	16.1	7.4	1.2
2012E	138.5	19.1	6.5	4.7	6.3	393.4	18.6	6.9	17.6	6.2	1.0

Source: Company data, Leading Research Center

2Q11 실적 Review

2분기 매출 272억 (+6.1%, YoY)
영업이익 12.4억 (-43.6%, YoY)
순이익 5.4억 (-85.5%, YoY)

에스폴리텍의 2분기 매출은 272.3억원으로 전년 동기대비 6.1% 증가하며 1분기에 이어 증가추세를 이어갔다. 그러나 영업이익과 순이익은 각각 43.6%와 85.5% 감소한 12.4억원과 5.4억원을 기록하며 다소 실망스러운 모습을 보였다.

표1. 2분기 실적 review

(단위:십억원)	2Q10	2Q11	*YoY (%)*	1Q11	2Q11	*QoQ (%)*
매출액	25.7	27.2	6.1%	24.4	27.2	11.7%
영업이익	2.2	1.2	-43.6%	1.2	1.2	4.4%
이자비용	0.6	0.8	29.2%	0.6	0.8	31.1%
세전이익	2.7	0.6	-76.2%	0.8	0.6	-19.2%
당기순이익	3.8	0.5	-85.5%	0.6	0.5	-10.0%

Source: Company data, Leading Research Center

엔지니어링 플라스틱 (매출비중 83.5%) 13.8%, YoY 매출 증가

동사의 총 매출 중 83.5%를 차지하는 엔지니어링 플라스틱 (PC, PMMA, SR, EVA Sheet) 사업부분은 13.8%, YoY 의 매출 증가율을 기록하며 양호한 성장을 보이는 반면 매출의 16.5%를 차지하는 광학용시트 (도광판, 확산시트/필름) 사업부분은 -20.9%, YoY 의 역성장률을 보였다.

에콰도르에 수출시작하며 남미 시장 개척 중

동사의 주력 제품은 PC/PMMA 를 포함한 엔지니어링 플라스틱 부분으로 국내 시장점유율 60% 이상을 유지하는 한편, 수출을 늘려가며 매출증대를 이루고 있다. 현재 가장 큰 수출처인 중국과 동남아를 바탕으로 남미시장 개척 중에 있으며 그 시작으로 PC/PMMA 를 에콰도르에 공급하기 시작하였다. 향후 에콰도르를 발판으로 남미시장을 키워갈 예정이고 유럽 진출을 위한 노력도 꿰하고 있다. 엔지니어링 플라스틱 부분은 분기별로 약 10%의 성장률을 보이고 있으며 3Q 와 4Q11에도 이 성장률은 지속될 것으로 예상된다.

동사의 또 다른 사업부분인 광학용 시트 및 필름부분은 1Q11 대비 20.1%의 성장률을 보였으나 2Q10 대비 -20.9% 의 역성장률을 보였다. LCD TV 를 위한 도광판을 주 제품으로 하는 광학용 시트 및 필름 부분은 꾸준한 매출처를 통한 매출이 일어나고 있는 상황은 아니다. 동사 역시 엔지니어링 플라스틱 사업부분에 주력을 하며 광학용 시트 부분은 자연스럽게 발생하는 수주부분만을 소화하고 있어(있으면 하고 없으면 말고) 매출의 등락이 존재한다.

표2. 사업부분별 2분기 실적 review

사업부문	2Q10	2Q11	*YoY (%)*	1Q11	2Q11	*QoQ (%)*
광학용 시트/필름	5.7	4.5	*-20.9%*	3.7	4.5	*20.1%*
엔지니어링 플라스틱	20.0	22.8	*13.8%*	20.6	22.8	*10.2%*
합계	25.7	27.2	*106.1%*	24.4	27.2	*111.7%*

Source: Company data, Leading Research Center

영업이익은 감소
1. **원재료값 상승**
2. **IFRS 도입의 영향**

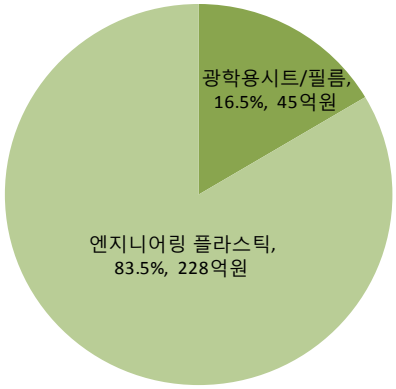
동사의 매출은 증가추세를 유지해 가고 있는 반면, 영업이익이 대폭 감소한 이유는 크게 두 가지로 볼 수 있다. 첫째, 유가가 오름에 따라 동사 제품의 주 원재료인 플라스틱 가격이 상승하였고 둘째, IFRS 도입으로 인하여 외환차손이 기타비용으로 귀속되어 차감 된 후 영업이익이 계산되었기 때문이다.

주 원재료 원유가격 1H10대비 1H11 26.4% 상승

동사 대부분의 매출이 창출되는 엔지니어링 플라스틱 부분의 원재료는 원유이다. 2011년 상반기 평균 원유 가격이 2010년 상반기 평균 가격인 77.9달러에서 98.5달러로 26.4% 상승하며 매출원가율 또한 2Q10 대비 11.7%, 1Q11 대비 13.1% 상승하였다. 뿐만 아니라 원자재의 풍기현상이 2010년부터 2011년 초까지 이어짐으로 인해 원재료 값 상승을 부추겼다.

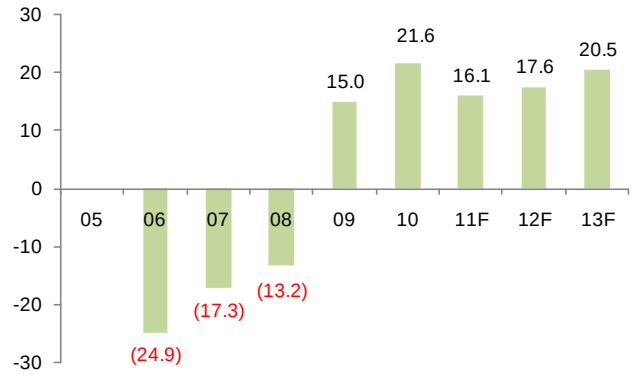
또한 IFRS 로 전환되며 전년동기 대비 117.8% 증가한 기타비용과 37.9% 감소한 기타수익 계정의 외환손익이 차감된 후 영업이익이 계산되어 동사 수익성을 감소 시켰다. 뿐만 아니라, 판매관리비 또한 전년 동기 대비 13.3% 증가하였는데 이는 엔지니어링 플라스틱의 수출처를 남미 등으로 다각화하며 마케팅비와 영업비용이 증가하였기 때문이다.

도표 1. 지역별 매출 (2Q11 기준)



Source: Company data, Leading Research Center

도표 2. ROE



Source: Company data, Leading Research Center

2011년 실적전망

2011E 매출 증가추세 이어져 1,163억 예상

동사의 2011E 매출은 기대했던 바와 같이 엔지니어링 플라스틱 시장에 대한 높은 점유율을 바탕으로 안정적인 성장이 4분기까지로 이어져 1,163억원을 기록할 것으로 예상된다.

엔지니어링 플라스틱 수출 부분 증가하며 매출증대에 기여

엔지니어링 플라스틱의 수출 부분이 소폭 증가하며 매출증대에 기여할 것으로 예상되고 국내 수요 또한 꾸준할 것으로 판단된다. 그러나 2011년 초부터 기대하고 있던 EVA sheet (태양광 모듈용 시트로 태양전지에 접착시켜 장시간 보호하는 충진재) 매출이 여전히 부진한 모습으로 매출뿐만 아니라 동사의 영업이익에도 영향을 미칠 것으로 예상된다.

EVA Sheet 매출 가시화는 2011년 말 이후부터

EVA Sheet 은 2011년 동사 총 매출 비중의 8%를 차지하며 신규 매출 창출처가 될 뿐만 아니라 고부가가치 상품으로 수익성에도 기여할 것으로 기대되었었다. 그러나 세계적 인증인 독일의 TUV 등과 같은 인증 획득 시간이 지연되며 매출이 지연되고 있다. EVA Sheet 인증은 동사 제품만을 단독적으로 받는 것이 아닌 태양광 모듈 업체와 함께 받도록 되어 있는데 태양광 모듈 부품 회사의 테스트가 지연되며 인증 획득이 늦어지고 있는 상황이다. 동사는 위와 같은 인증을 올해 말 안에는 취득할 것으로 예상하고 있으며 그에 따른 매출 추이는 지켜봐야 할 것으로 판단된다.

한편, 통상적으로 동사의 매출은 1분기에 가장 저조한 편이고 2분기부터 하반기로 갈수록 증가하는 추세를 띄고 있다. 따라서 매출 증가는 하반기 갈수록 점진적으로 이루어 질 것으로 판단된다.

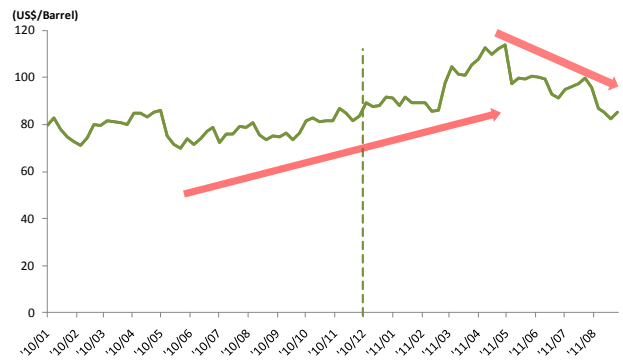
원재료 가격 상승과 IFRS 로의 전환에 따라 수익성 감소

동사는 2011년 매출 증가 추세는 유지해 가는 반면, 수익성 면에서는 기대치에 못 미칠 것으로 예상된다. 원재료 가격 상승분이 1~2분기 영업이익률을 대폭 하락시켰고 IFRS 로 전환되며 기타비용이 차감된 후 영업이익이 계산되어 감소폭이 증가하였다. 원재료 가격 상승으로 인해 2011년도 플라스틱 엔지니어링 제품의 저조했던 업황에 비해 동사의 수익성은 상대적으로 양호했다고 볼 수 있다.

유가 안정세

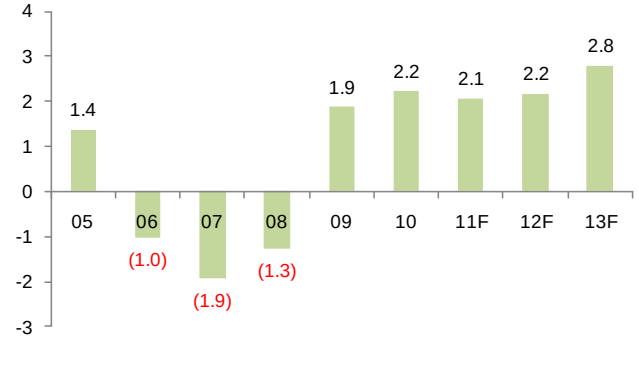
또한 최근 유가가 하락 추세를 보이고 있으며 원자재 풍기현상의 완화로 하반기에는 수익성 개선 효과가 있을 것으로 기대된다.

도표 3. Crude Oil 가격 동향



Source: Company data, Leading Research Center

도표 4. 이자보상배율 (배)



Source: Company data, Leading Research Center

표3. 2011E & 2012F 실적 전망

(단위:십억원)	2011E(수정전)	2011E(수정후)	(% chg)
매출액	124.6	116.3	(6.7)
매출총이익	19.3	16.3	(15.5)
영업이익	9.3	5.8	(37.6)
세전이익	7.9	4.8	(39.2)
순이익	7.3	5.3	(27.4)
마진율 (%)			
매출총이익	15.5%	14.0%	(1.5)
영업이익	7.5%	5.0%	(2.5)
세전이익	6.3%	4.1%	(2.2)
순이익	5.9%	4.6%	(1.3)

Source: Company data, Leading Research Center

단기차입금 중 54%가 회전성 한도 자금

동사의 순이익은 큰 부분 이자비용으로 인하여 감소할 것으로 판단되는데 1분기 대비 2분기 이자비용이 31.1% 증가하며 그 부담감을 더한 모습이다. 이자비용이 증가한 이유는 단기차입금이 2010년 상반기 대비 2011년 상반기 100억원 가량 증가하며 370억원이 되었기 때문이다. 증가한 100억원의 단기차임금 중 85%는 회전성 자금으로 수출과 수입의 실적에 따라 받을 수 있는 한도성 자금이다. 2011년 상반기 총 단기차임금 370억원 중 54%를 차지하는 195억원이 LC 오픈 용 한도 (Banker's USANCE) 및 무역금융 한도이다. 하반기 추가적인 단기부채 증가는 없을 것으로 예상되고 이자비용 역시 유지될 것으로 판단된다. 동사의 2011E 년 이자보상배율은 2.1배로 예상되며 점진적으로 높아질 것으로 판단된다.

표 4. 에스폴리텍의 제품 및 용도와 특성

	제품	용도	특성
엔지니어링 플라스틱 (EP)	PC & PMMA	방음벽, 지붕재, 계기판, 전자제품 판넬 및 내장재(세탁기, TV, 냉장고 등), 조명장치, 광고표시판	탁월한 충격강도, 투명성, 성형성, 인쇄의 용이성
	SR (PC 복층판)	온실, 식물원, 수영장 지붕	양면 UV 코팅처리, 내충격성, 경량성, 단열성, 유연성
	EVA Sheet (신제품)	태양광 모듈용 충진재	우수한 내후성 및 접착강도, 우수한 전광선 투과율, 수축률
광학용소재	LGP (도광판)	LCD, LED TV, 노트북, 액정모니터, 휴대폰, 디스플레이, 실내용 LED 조명	뛰어난 광도, 높은 가시광선 투과율, 우수한 휘도와 균일도

도표 5. 엔지니어링 플라스틱 제품

PC, PMMA

PMMA

EVA Sheet

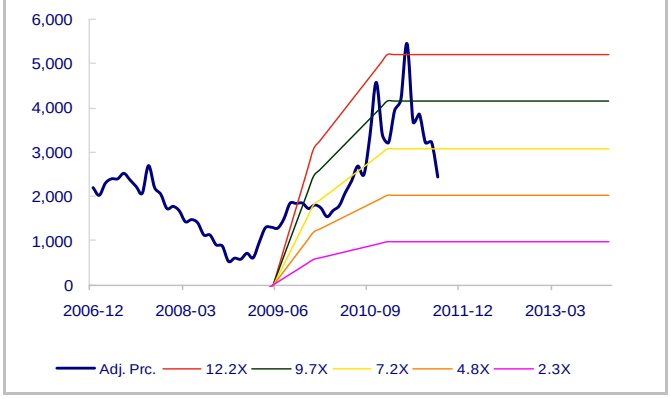
PMMA

SR

PMMA

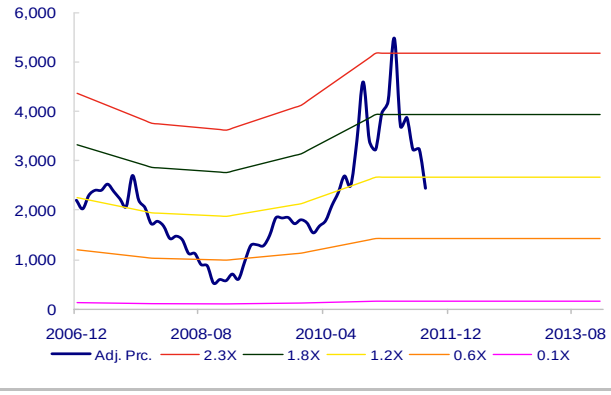
Source: Company data, Leading Research Center

도표 6. PER 밴드



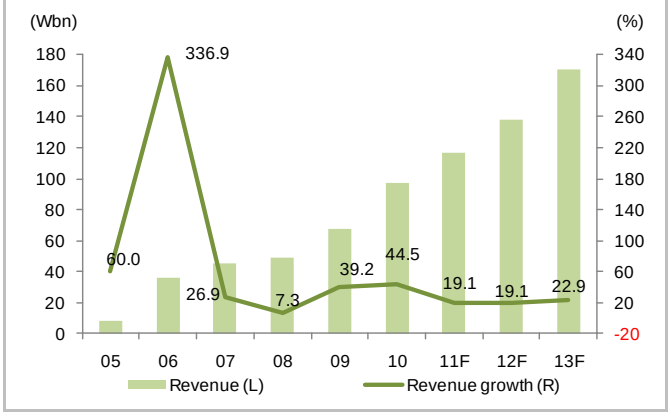
Source: Company data, Leading Research Center

도표 7. PBR 밴드



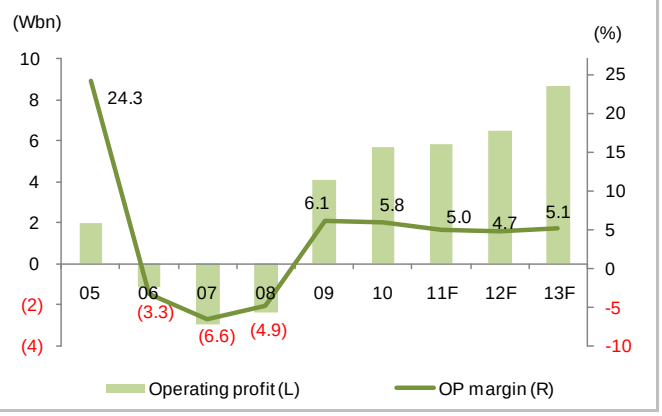
Source: Company data, Leading Research Center

도표 8. 매출액 및 매출증가율 추이



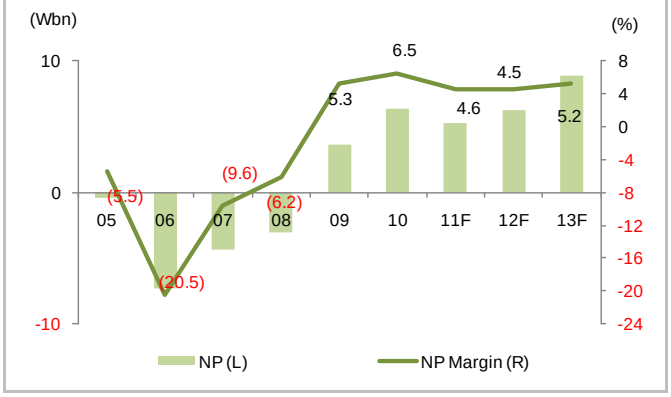
Source: Company data, Leading Research Center

도표 9. 영업이익 및 영업이익률 추이



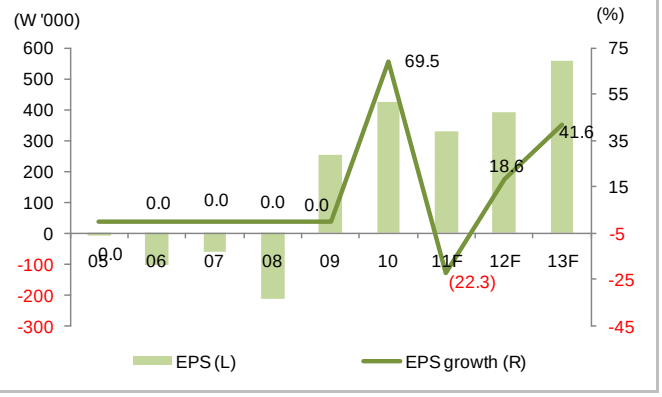
Source: Company data, Leading Research Center

도표 10. 순이익 및 순이익률 추이



Source: Company data, Leading Research Center

도표 11. EPS 및 EPS 성장률



Source: Company data, Leading Research Center

손익계산서

(십억원)	2008	2009	2010	2011F	2012F
매출액	**48.6**	**67.6**	**97.7**	**116.3**	**138.5**
매출액증가율(%)	7.3	39.2	44.5	19.1	19.1
매출원가	41.2	56.6	83.6	100.0	119.2
매출총이익	**7.4**	**11.0**	**14.1**	**16.3**	**19.2**
매출총익률(%)	15.2	16.3	14.4	14.0	13.9
판매관리비	**9.8**	**6.9**	**8.4**	**10.5**	**12.7**
영업이익	**(2.4)**	**4.1**	**5.7**	**5.8**	**6.5**
영업이익률(%)	(4.9)	6.1	5.8	5.0	4.7
영업외수익	6.2	4.4	6.4	5.3	5.3
이자수익	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
외환관련이익	0.6	(0.2)	0.2	0.4	0.6
영업외비용	6.8	6.0	6.4	6.3	6.1
이자비용	1.8	2.2	2.6	2.8	3.0
외환관련손실	2.5	3.3	2.9	2.8	2.5
세전이익	**(3.0)**	**2.4**	**5.7**	**4.8**	**5.7**
법인세	0.0	(1.2)	(0.7)	(0.5)	(0.6)
Tax rate (%)	0.0	(48.1)	(11.4)	(10.0)	(10.0)
당기순이익	**(3.0)**	**3.6**	**6.3**	**5.3**	**6.3**

재무안정성 지표

	2008	2009	2010	2011F	2012F
유동비율 (%)	111.1	85.9	93.1	87.8	91.4
당좌비율 (%)	61.7	52.2	48.8	51.1	57.7
재고보유기간 (일)	29.4	24.5	26.8	28.8	25.3
매출채권 회수기간 (일)	134.2	98.8	71.3	69.7	74.5
매입채무 지급기간 (일)	57.4	41.1	29.5	31.5	33.0
순차입금 (십억원)	19.5	22.3	26.1	30.3	32.5
순차입금/자기자본 (%)	87.1	87.5	78.3	92.9	83.5
부채비율 (%)	159.2	193.5	180.1	220.4	205.7
이자보상배율 (배)	-1.3	1.9	2.2	2.1	2.2

Valuations and margins

	2008	2009	2010	2011F	2012F
EV/EBITDA (X)	17.6	11.6	8.1	8.3	7.4
EPS (원)	(70)	252	427	332	393
EPS 변동률 (%)	15.5	흑전	72.8	(22.3)	18.6%
PER (X)	(52.8)	14.7	8.5	8.5	7.1
BVPS (W)	522	1,783	2,282	2,118	2,437
P/BVPS (X)	7.1	2.1	1.6	1.3	1.2
배당금 (원)	0	0	0	0	0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	(13.2)	15.0	21.6	16.1	17.6
ROA (%)	(2.0)	10.3		5.4	5.6
매출총이익률(%)	15.2	16.3	14.4	14.0	13.9
영업이익률 (%)	(4.9)	6.1	5.8	5.0	4.7
순이익률 (%)	(6.2)	5.3	6.5	4.6	4.5
EBITDA 이익률 (%)	8.4	9.6	10.2	7.8	7.5
ROIC (%)	(13.8)	43.7	36.5	14.3	14.2
WACC (%)	8.0	9.4	8.4	8.0	9.3
ROIC - WACC (%)	(21.8)	34.3	28.1	6.2	4.9

대차대조표

(십억원)	2008	2009	2010	2011F	2012F
현금 및 현금성자산	0.9	3.4	6.5	9.5	11.4
단기금융상품	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	18.2	18.4	19.7	24.7	31.9
기타	11.0	9.2	15.9	16.5	16.6
당좌자산	31.3	31.4	42.3	50.8	60.1
재고자산	3.1	4.5	7.8	8.0	8.5
유동자산	**34.4**	**35.9**	**50.0**	**58.8**	**68.6**
투자자산	7.6	17.5	16.6	17.0	19.3
고정자산	14.9	18.9	23.9	26.3	28.6
기타	1.1	2.3	2.5	2.5	2.5
비유동자산	**23.5**	**38.7**	**43.0**	**45.8**	**50.4**
자산총계	**57.9**	**74.7**	**93.0**	**104.6**	**119.0**
매입채무	6.7	6.4	7.6	9.7	11.9
단기차입금	14.7	20.4	27.1	36.9	40.6
유동성 장기차입금	4.0	0.0	1.0	0.0	1.0
기타	5.6	15.0	18.0	20.3	21.5
유동부채	**31.0**	**41.8**	**53.7**	**66.9**	**75.0**
사채	3.0	5.3	2.0	2.0	2.0
장기차입금	0.0	0.5	2.5	2.0	2.0
기타	0.6	0.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	**4.6**	**7.4**	**6.1**	**5.0**	**5.0**
부채총계	**35.6**	**49.2**	**59.8**	**71.9**	**80.0**
자본금	7.1	7.1	7.4	7.4	7.4
자본잉여금	29.6	13.1	14.2	9.9	9.9
이익잉여금	(16.6)	3.6	9.9	15.2	21.5
자본조정	2.3	1.6	1.7	0.1	0.1
자본총계	**22.3**	**25.4**	**33.2**	**32.6**	**38.9**

현금흐름분석

(십억원)	2008	2009	2010	2011F	2012F
당기순이익	**(3.0)**	**3.6**	**6.3**	**5.3**	**6.3**
비현금성 비용의 가산	10.3	4.8	6.1	6.5	7.2
감가상각비	2.8	2.3	4.3	3.1	3.7
지분법평가손실	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	7.5	2.5	1.8	2.5	2.4
비현금성 수익의 차감	4.5	2.3	3.0	**5.5**	**4.7**
지분법평가이익	0.0	1.1	1.4	1.3	1.2
기타	4.5	1.2	1.6	4.2	3.5
영업활동현금흐름	**1.4**	**0.3**	**2.0**	**2.3**	**2.2**
설비투자	2.3	3.1	7.4	4.0	1.0
운전자금의 증가(감소)	(0.4)	1.9	3.3	3.1	5.5
잉여현금흐름	**1.4**	**0.3**	**2.0**	**2.3**	**2.2**
투자자산	2.3	0.1	0.0	0.4	2.3
자본증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채증가	2.8	4.4	6.5	8.2	4.7
기타	(0.3)	(1.0)	(1.9)	0.0	0.0
순현금흐름	**(0.1)**	**2.5**	**3.1**	**6.1**	**3.6**
기초현금	0.9	0.9	3.4	6.5	12.6
기말현금	0.9	3.4	6.5	12.6	16.2

Source: 사업보고서, Leading Research Center, K-GAAP 기준

- 본 자료를 작성한 금융투자분석사는 동 자료를 작성함에 있어서 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 보고서 작성일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서를 작성한 금융투자분석사는 작성일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 작성일 기준 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전에 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 지난 6개월간 해당회사의 유가증권의 발행업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 고객의 투자에 정보제공 목적으로 작성되었으며, 작성된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 기반으로 한 것이나 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 그러므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며, 어떠한 경우에도 본 자료는 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료의 모든 저작권은 당사에 있으며, 무단복제, 변형 및 배포될 수 없습니다.