

Key issues...

- ✓ 건축용 플라스틱 배관재인 PB 및 CPVC 배관을 생산하는 업체로, 향후 CPVC 배관의 고성장성 기대
- ✓ 국내 분양승인 고점에 따른 수혜 지속과 베트남 진출 가시화에 따른 성장성 전망
- ✓ 충주 공장 통합 및 원재료 내재화에 따른 원가경쟁력 강화
- ✓ 2016F 매출액 653 억원(+22% YoY), 영업이익 62 억원(+179% YoY), 당기순이익 54 억원(흑전)으로 예상

국내 건축배관 선도업체, 이제는 베트남이다!

국내 선도 플라스틱 배관재 업체로 CPVC배관 고성장성 기대

정산애강은 건축용 플라스틱 배관재를 공급하는 업체로 PB배관과 CPVC배관을 주력으로 하고 있으며, 각 소재별 배관 시장에서 30% 이상의 점유율을 차지하고 있는 선도업체이다. PB배관 시장은 타 소재의 높은 가격 경쟁력으로 경쟁이 심화되어 향후 성장성이 떨어질 것으로 예상된다. 반면, CPVC배관의 주 용도인 소방배관의 경우 한국소방산업기술원(KFI)의 인증을 필요로 하여 타 소재의 진입이 어려우며, 기존 강관 대비 가격이나 스펙 측면에서 우수하고 CPVC의 대체율이 절반 정도에 불과해 향후 꾸준한 성장성을 보일 것으로 기대된다. 2016년 CPVC배관의 매출액 비중이 44%로 증가할 것으로 예상되며 2017년 CPVC배관 매출 비중이 PB배관을 앞지를 것으로 예상된다.

관전포인트 1: 국내 건설경기 활성화

동사의 주 사업영역인 APT시장은 2015년 53만호의 역대 최대 분양승인을 기록했으며 2016년에도 40만호로 역대 두 번째의 기록 달성이 예상된다. 또한 2016년 하반기 뉴스테이 공급이 본격화되어 동사의 수혜가 예상되며 2017년에도 30만호로 과거 평균치보다 높은 분양승인을 기록할 것으로 보여 산업의 후행 수요 특성상 분양승인 고점에 따른 성장을 지속할 것으로 기대된다.

관전포인트 2: 베트남 직접 진출

모회사 태광실업의 해외사업과 연계하여 베트남 현지 건축자재 시장으로 국내 최초 직접 진출을 준비 중이며, 현재 베트남 상위권 건설사와 PB 및 CPVC 제품 공급 협의가 진행 중이다. 한국의 70년대 건설경기과 유사한 베트남의 전무한 PB 및 CPVC 건축자재 사용률로 보아, 향후 동사 제품의 기존 소재 대체에 따른 성장 잠재성이 기대된다. 초기에는 국내생산제품을 직접 수출할 것으로 예상되며, 추후 JV를 통한 현지 공장 설비 투자도 염두에 두고 있는 것으로 보인다.

관전포인트 3: 공장통합, 원료 내재화로 원가경쟁력 강화

기존 일본 업체에서 전량 수입하던 CPVC배관 원료를 2016년 기준 약 20%를 내재화하여 18% 정도의 원가절감 효과를 볼 것으로 예상된다. 2017년까지 50% 이상의 내재화율을 목표로 하고 있으며, 원료 판매로 인한 매출 다변화 역시 기대된다. 또한, 2015년 7월 환경사업부문 영업중단 결정 이후 청산 마무리 단계에 있어 추가적인 손실 반영 없이 핵심사업에 역량을 집중할 수 있는 사업 환경이 조성되었으며, 2015년 8월 충주 신공장으로 기존 4개 공장을 통합하여 연간 약 9.5억원의 비용 절감 효과가 예상된다.

Valuation Forecast

FY	Sales (Wbn)	% chg yoy	OP (Wbn)	OPM (%)	NP (Wbn)	EPS (W)	EPS Growth (%)	P/E (x)	EV/EBITDA (x)	ROE (%)	P/B (x)
2012	115.9	(36.4)	(2.0)	(1.7)	7.5	255.0	흑전	7.1	N/A	17.8	1.1
2013	85.6	(26.2)	(1.3)	(1.5)	(9.2)	(316.2)	적전	N/A	280.4	(23.3)	1.0
2014	48.6	(43.2)	(3.9)	(8.0)	(13.0)	(319.3)	적지	N/A	N/A	(30.5)	2.1
2015	53.4	10.0	2.2	4.2	(1.9)	(35.8)	적지	N/A	39.4	(3.6)	2.4
2016F	65.3	22.2	6.2	9.5	5.4	104.3	흑전	24.1	25.2	9.6	2.4

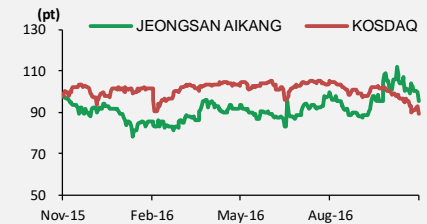
Source: Company Data, Leading Research Center

Not Rated

목표주가	-
현재주가	2,380 원
목표수익률	-

Key Data	2016년 11월 9일		
산업분류	자본재		
시가총액 (십억원)	123.3		
발행주식수 (백만주)	51.8		
외국인 지분율 (%)	0.4		
52 주 고가 (원)	2,925		
저가 (원)	1,900		
60 일 일평균거래대금 (십억원)	1.0		
주요주주	(%)		
태광실업	44.05		
양찬모 외 2인	9.37		
KOSDAQ	599.74		
주가상승률 (%)	1M	6M	12M
절대주가	(6.5)	1.7	(3.1)
상대주가	4.6	16.5	5.6

Relative Performance



LEADING RESEARCH

Analyst (스몰캡)

박정호

parkjh@leading.co.kr

+822-2009-7087

향후 베트남 진출과 원가절감효과에 따른 재평가 필요

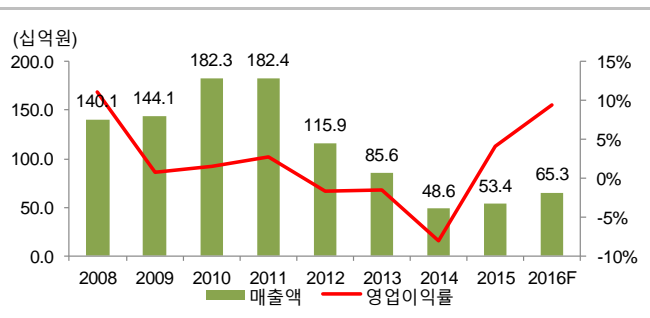
2015 년 매출액 534 억원(+10% YoY), 영업이익 22 억원(흑전), 당기순손실 19 억원(적지)을 기록하였다. 업황 호조로 영업이익단에서 흑자 전환에 성공하였으나, 환경사업부문 청산 등에 따른 비용 반영으로 20 억원가량의 손실을 추가 반영하며 당기순손실을 기록하였다.

**2016F PER 24x 로 역사적 PER 상단에 위치하여 다소 밸류에이션 부담 존재
해외 진출, 신사업 등의 재평가 요인 확인 필요**

2016 년에 매출액 653 억원(+22% YoY), 영업이익 62 억원(+179% YoY), 당기순이익 54 억원(흑전)을 기록할 것으로 전망된다. 과거 환경사업부 인수 과정에서 발생한 법인세 부과취소 행정소송을 2016 년 하반기에 승소하여 18 억원가량 환급받아 54 억원의 당기순이익을 기록할 것으로 예상된다.

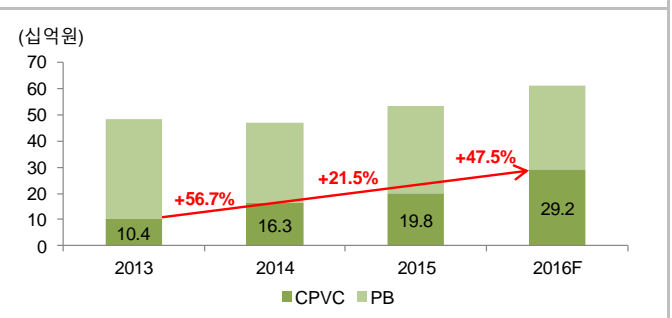
2016 년 기준 PER 24 배로 역사적 PER 상단에 위치하여, 현재의 주가는 다소 밸류에이션 부담이 있으며, 향후 베트남 진출과 원가절감 효과, 신사업에 따른 추가 성장성 확인 후 밸류에이션 재평가가 이뤄질 것으로 전망한다.

Exhibit 1. 매출액 및 영업이익률 추이



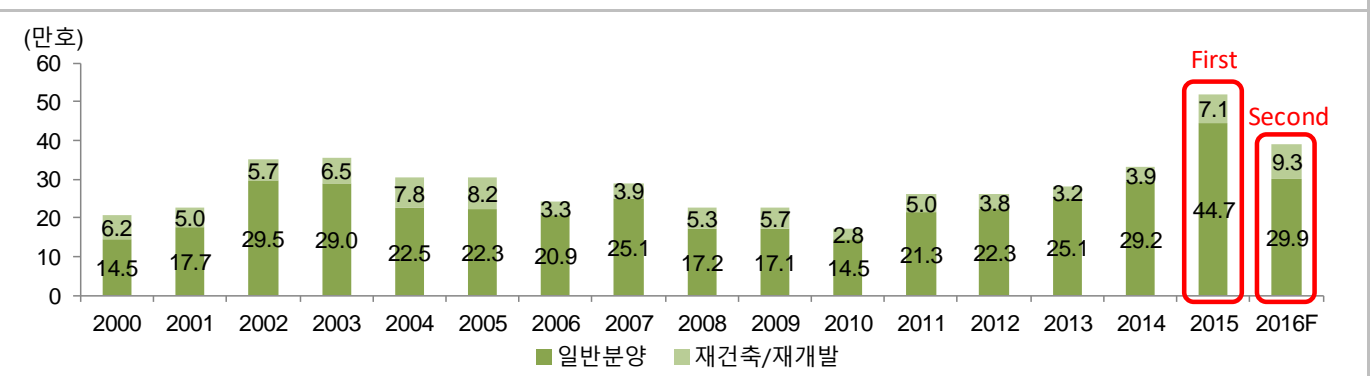
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 2. 제품별 매출액 추이



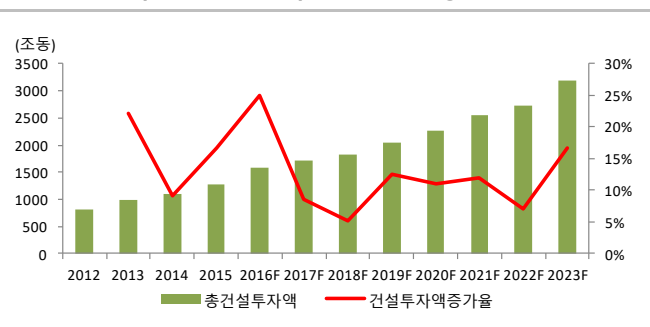
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 3. 국내 주택 공급 추이



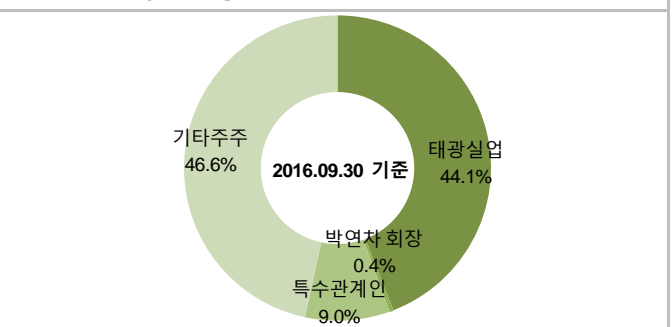
Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 4. 베트남 건설경기 추이 및 전망



Source: Company data, Leading Research Center

Exhibit 5. 지분 현황



Source: Company data, Leading Research Center

재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
유동자산	65.0	53.5	55.0	37.1	32.7
현금성자산	3.9	2.9	1.8	0.3	0.3
매출채권	18.4	22.8	27.6	21.7	17.5
재고자산	28.8	24.3	20.8	14.6	10.3
비유동자산	78.8	64.9	53.6	51.7	56.2
투자자산	6.7	12.8	11.7	9.8	16.9
유형자산	65.8	47.4	40.6	41.3	38.7
무형자산	6.2	4.6	1.4	0.7	0.6
자산총계	143.8	118.4	108.6	88.8	89.0
유동부채	90.9	61.9	71.1	32.5	31.7
매입채무	8.0	11.3	15.5	12.6	9.8
유동성이자부채	79.9	50.0	51.1	19.2	21.4
비유동부채	15.9	9.6	5.1	3.8	6.9
비유동이자부채	8.7	2.1	2.7	2.4	5.9
부채총계	106.8	71.5	76.2	36.3	38.6
자본금	14.6	14.6	14.6	25.9	25.9
자본잉여금	22.3	22.3	22.3	41.7	41.7
이익잉여금	(6.2)	4.2	(5.1)	(18.2)	(20.3)
자본조정	6.0	5.8	0.7	3.1	3.1
자기주식	(2.2)	(2.2)	(2.2)	0.0	0.0
자본총계	37.0	46.9	32.4	52.5	50.4
투하자본	117.9	91.2	80.4	70.2	73.9
순차입금	84.6	49.1	52.0	21.2	27.0
ROA	(2.5)	5.7	(8.1)	(13.1)	(2.1)
ROE	(9.3)	17.8	(23.3)	(30.5)	(3.6)
ROIC	3.2	(1.4)	(1.1)	(3.7)	2.2

현금흐름표

결산기(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
영업현금	3.2	(2.1)	(3.9)	(2.1)	3.6
당기순이익	(3.7)	7.5	(9.2)	(13.0)	(1.9)
자산상각비	4.0	1.8	1.6	1.7	1.5
운전자본증감	(1.6)	1.6	0.3	0.1	1.3
매출채권감소(증가)	0.1	(1.9)	(5.8)	(1.3)	2.2
재고자산감소(증가)	(1.1)	4.3	3.5	6.0	2.4
매입채무증가(감소)	0.4	3.9	3.8	(2.3)	(4.3)
투자현금	(9.6)	21.5	0.0	0.6	(9.4)
단기투자자산감소	(2.8)	(0.1)	0.2	0.5	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(1.8)	(3.3)	(1.0)	(1.3)	(11.4)
유무형자산감소	0.2	0.5	0.3	0.1	0.3
재무현금	6.4	(19.5)	3.0	0.7	5.7
차입금증가	5.5	(19.4)	3.0	(32.2)	5.7
자본증가	0.9	0.0	0.0	32.9	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(0.0)	(0.1)	(0.9)	(0.9)	(0.0)
총현금흐름(Gross CF)	10.0	(0.4)	0.2	2.4	3.1
(-) 운전자본증가(감소)	8.5	(11.3)	(5.4)	(9.8)	(1.3)
(-) 설비투자	1.8	3.3	1.0	1.3	11.4
(+) 자산매각	0.2	0.5	0.3	0.1	0.3
Free Cash Flow	(0.2)	8.2	4.9	11.0	(6.7)
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(0.2)	8.2	4.9	11.0	(6.7)

Source: Company Data, Leading Research Center

손익계산서

결산기(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	182.4	115.9	85.6	48.6	53.4
증가율 (Y-Y,%)	0.0	(36.4)	(26.2)	(43.2)	10.0
영업이익	5.1	(2.0)	(1.3)	(3.9)	2.2
증가율 (Y-Y,%)	78.1	적진	적지	적지	흑전
EBITDA	9.0	(0.2)	0.3	(2.2)	3.7
영업외손익	(8.7)	4.1	(6.1)	(5.0)	(2.7)
순이자소득	(6.0)	(3.7)	(2.9)	(1.3)	(0.4)
외화관련손익	(0.1)	0.8	0.9	(0.1)	(0.2)
지분법손익	(1.8)	21.5	(0.6)	(0.6)	0.0
세전계속사업손익	(3.6)	2.1	(7.3)	(8.9)	(0.4)
당기순이익	(3.7)	7.5	(9.2)	(13.0)	(1.9)
지배기업당기순이익	(3.6)	7.5	(9.2)	(13.0)	(1.9)
증가율 (Y-Y,%)	적지	흑전	적진	적지	적지
NOPLAT	3.7	(1.4)	(0.9)	(2.8)	1.6
(+) Dep	4.0	1.8	1.6	1.7	1.5
(-) 운전자본투자	8.5	(11.3)	(5.4)	(9.8)	(1.3)
(-) Capex	1.8	3.3	1.0	1.3	11.4
OpFCF	(2.7)	8.4	5.1	7.3	(7.1)
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.2	(7.0)	(22.3)	(35.6)	(22.7)
영업이익증가율(3Yr)	(31.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
EBITDA 증가율(3Yr)	(21.2)	n/a	(68.5)	n/a	n/a
순이익증가율(3Yr)	n/a	103.0	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	2.8	(1.7)	(1.5)	(8.0)	4.2
EBITDA 마진(%)	5.0	(0.2)	0.4	(4.6)	6.9
순이익률 (%)	(2.0)	6.4	(10.8)	(26.7)	(3.5)

주요투자지표

결산기	2011	2012	2013	2014	2015
Per share Data					
EPS	(135)	279	(346)	(345)	(36)
BPS	1,379	1,757	1,215	1,013	973
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	(14.7)	7.1	(3.8)	(6.1)	(64.1)
PBR	1.4	1.1	1.1	2.1	2.4
EV/ EBITDA	15.2	(464.9)	281.5	(58.1)	39.4
배당수익율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	5.3	n/a	233.0	33.2	37.9
PSR	0.3	0.5	0.4	1.6	2.2
재무건전성 (%)					
부채비율	288.9	152.6	235.0	69.2	76.6
Net debt/Equity	228.9	104.8	160.5	40.4	53.5
Net debt/EBITDA	935.2	n/a	16,812.3	n/a	728.7
유동비율	71.4	86.4	77.4	114.0	103.3
이자보상배율	0.8	n/a	n/a	n/a	5.3
이자비용/매출액	3.6	3.8	4.0	3.7	1.6
자산구조					
투하자본(%)	91.7	85.3	85.6	87.4	81.1
현금+투자자산(%)	8.3	14.7	14.4	12.6	18.9
자본구조					
차입금(%)	70.5	52.6	62.4	29.1	35.1
자기자본(%)	29.5	47.4	37.6	70.9	64.9

▶ Compliance Notice

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 기관투자자 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.

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경 내용

정산애강 (022220 KQ)

일자	2016-11-10
투자의견	N/R
목표주가	-

©. 2016 Leading Investment & Securities Co. All rights reserved