

에스에프씨 (112240)

www.sfcld.co.kr

탐방일 2012.1.26 작성일 2012.2.9

주소 350-841 충남 홍성군 구항면 공리 456-3

전화 041-632-0700

IR 담당자 박종일 실장

BM & Corp Summary

- 20여년간 필름 및 코팅 기술 축적으로 PV 백시트를 새로운 성장 동력으로 고성장중인 기업.

- 듀폰사의 테트라(PVF)를 공급받아 표면 처리 및 첨가 등을 통해 백시트를 제조, 중국 모듈 업체에 납품하는 구조.

- 국내 중대형 배터리 업체인 C사와 고부가가치 제품인 이차전지 절연막 개발에 성공해, 해외 D사로 납품.

Stock Price Info

현재가	11,300	52주 최고가	12,600	52주 최저가	7,710
시총(억 원)	744	외국인비중	2.2	베타계수	-
발행주식수	6,585,681	유동주식수	1,619,341	유동주식비율	25%
일평균거래량	90,000	trailing PER	8.5	PBR	3.10

Shareholders

성명/법인명	구분	수량	지분율
박원기 외	최대 주주 외	3,462,305	52.57
드림자산운용	기관	861,122	13.08
-	-	-	-
-	-	-	-
-	-	-	-
-	-	-	-
-	-	-	-
-	-	-	-
최대 주주 및 5%이상 주주 합계		4,323,427	65.65

Points & Risk

- ▲ 태양광 모듈 시장에서의 중국 업체 경쟁력 독보적 : 지리적, 기술적, 원가 경쟁력을 보유한 동사의 수혜
- ▲ 중국의 모듈 업체와 신규 계약 가속화 : 폭발적인 매출 상승 이끌어 낼 전망
- ▲ 중국 정부 향후 10년간 태양광 발전소 매년 5GW(동사의 Full CAPA 수준)설치 : 동사는 중국 매출 비중이 절대적임
- ▼ 유럽 태양광 시장의 침체에 따른 태양광 산업의 전방위적 침체
- : 11년 유럽 주요국의 지원금 축소 및 정책 불확실성으로 수요 감소했으나 Grid-Parity 조기화 및 풍부한 유동성에 따른 유가 강세가 지속될 가능성이 높아 신규 수요 창출되는 중(중국, 일본, 인도 등)
- ▼ 2012년 11월 30일 보호예수물량(최대주주 346만주, 기관 96만주, 기타법인 43만주)풀리면 주가 충격 나타날 것, 지금은 고려할 사항이 아님.

Earnings Analysis & Valuation

2012년
백시트 신규 거래처의 공급 계약에 따라 매출액은 전년 대비 1600억 수준으로 예상됨.
OPM은 마진이 높은 백시트의 매출 비중이 확대됨에 따라 18%수준이며, 이에 따라 OP는 300억 가량.
NP는 240억으로 **Forward P/E 3.1배** -> 현재 진행중인 계약에 대해서는 보수적으로 추정했음에도 불구하고, 매우 저평가된 상태임.
2차 전지 신규사업이 본격화되고, 백시트 신규 계약 매출액이 fully 반영되는 '13년에도 성장이 지속될 가능성 높음.

Earnings & Key ratios

	매출액	영업이익	OPM	세전이익	순이익	NPM	ROE	순현금	EBITDA	부채비율	유동비율
2007년	237	13	5%	3	3	1%	4	(29)	21	128	133
2008년	401	46	11%	7	5	1%	8	(79)	54	215	109
2009년	582	61	10%	55	47	8%	51	(73)	68	152	178
2010년	889	149	17%	109	88	10%	57	(60)	156	90	206
2011년	866	138	16%	138	110	13%					

Quarterly Earnings

	2010/1Q	2010/2Q	2010/3Q	2010/4Q	2011/1Q	2011/2Q
매출액	0	0	0	307	0	0
영업이익	0	0	0	88	0	0
OPM	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	29%	#DIV/0!	#DIV/0!
세전이익	0	0	0	54	0	0
순이익	0	0	0	41	0	0
NPM	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	13%	#DIV/0!	#DIV/0!

Sales Breakdown

	2010년	2009년	2008년
0	0	0	0
0	0	0	0
0	0	0	0
0	0	0	0
-	-	-	-

Implication & Conclusion

일단 매수.
전방 산업은 바닥을 찍었고, 기도 있고 기술력도 있으며, 구조적인 경쟁력도 보유한 것으로 판단함.
2차 전지, ITO 코팅 등의 신규 사업도 매력적임.
게다가 P/E는 3배 수준으로 매우 싸다고 판단.

Industry Brief

태양광 백시트 산업의 구조적 진입장벽이 존재함. 듀폰사의 원재료 독점에 의해 소수 업체만이 High-end급 백시트를 제조할 수 있음. 유럽 태양광 시장이 좋지 않음에도 불구하고, 중국 정부는 전력 부족 등의 문제로 정책적으로 태양광을 매년 5GW씩 증설할 예정임. 중국은 태양광 모듈 시장의 절반 이상을 차지하고 있는데 앞으로 원가 경쟁력을 바탕으로 시장을 장악할 것이 분명함. 백시트는 잉곳이나 모듈 가격에 비해 상당히 Stable한 가격을 유지하고 있으며, 앞으로도 그럴 가능성이 높음.

Brief

태양광 백시트 - 태양광 모듈의 자외선 차단, 습기 차단, 전기 차단, 내후성 등의 역할을 함. 셀, 글라스, EVA와 함께 모듈의 4대 소재.

i) **진입장벽**: TUV, UL 인증 기간 6~12개월이 소요되며, 종별(동사는 13종) 인증은 물론 모듈 차원의 인증을 거쳐야 하기 때문에 진입 자체가 쉽지 않음.

ii) **원재료 수급의 어려움**: 백시트는 원재료에 따라 크게 PVF, PVDF, PET 3가지로 나누어지는데 나열 순으로 고부가가치 제품임. 이 중 PVF는 미국의 듀폰사만 제조할 수 있으며, 이를 통해 백시트를 제조할 수 있는 업체는 동사를 포함해 5개 업체가 전부임(이소볼타, 크렘펠, 메디코, 타이플렉스). 백시트를 제조하는데에는 코팅 기술이 필요한데 동사는 20여년간 코팅 사업을 기반으로 4번째로 성공하게 되었음. 듀폰사가 M/S를 늘리기 위해 중국 업체에 컨택을 했었으나 실패했고, 이후 상위 5개 업체를 통해 M/S를 확대하는 전략으로 선회함. 따라서 하이엔드급 시장은 진입이 매우 어려움. PVDF, PET은 후발업체인 솔베이, 도요카, 아케마 등의 업체가 있으며, 이 역시 필름 제조 기술 및 접착/코팅 기술이 요구되어 쉽지 않은 시장임. 국내에서는 SKC, LG화학이 진출했으나 높은 불량을 및 고객사 클레임으로 실패함.

iii) **제품 수급 타이트**: 폴리실리콘, 모듈 가격의 하락에도 불구하고 백시트는 모듈 가격의 2~3% 수준이며, 공급이 제한적이기 때문에 모듈 업체의 입장에서 단가 인하의 유인이 낮아 가격 하락이 거의 없었음(글라스, EVA도 가격이 stable하게 유지되고 있음). 전세계 태양광 모듈 생산량의 절반이 중국에 집중되어 있으며, 중국 정부의 정책에 따라 모듈 업체의 증설이 지속되고 있음. 하지만 상위 5대 업체중 동사를 제외하곤 라인 증설 업체가 없는 상황임.

iv) **경쟁력**: 코팅 기술력을 제외하고, 현재 태양광 모듈 업체들이 기존 연간 단위에서 스팟 오더를 내고 있어 기존 선박으로 운반하다가 항공으로 대응하고 있는중. 타이플렉스(대만)과 동사를 제외한 나머지 업체들은 미국, 유럽 업체로 대응 능력이 떨어지게 됨. 그리고 동사와 타이플렉스의 경우 나머지 업체에 비해 가격 경쟁력까지 보유하고 있음.(10~15%)

Q&A PART 1

Q. 해당 시장에 대한 경영진 혹은 회사 내부의 관점

중국의 태양광 모듈 시장에 대해 긍정적으로 보고 있으며, 특히 중국 정부의 태양광 모듈 지원 정책에 매우 큰 기대를 하고 있음.

Q. 신규 사업 및 장기 Road-map

이차전지 절연막 + ITO 코팅(R&D중) -> 코팅 기술력을 기반으로 사업 확장 가능성 매우 높음.

Q. 영업 조직의 구성과 영업 방식의 특징

A. 타 업체의 경우 인증 비용을 모듈 업체가 부담하는 방식으로 TUV, UL을 진행하지만 동사는 인증 비용을 지원하고 있음.

Q. 사업부별, 제품별 영업이익률

라미네이팅(5% 내외), 백시트(20% 내외), 이차전지 절연막(매우 높음)

Q. 영업이익률 개선 계획

백시트 매출 비중 확대 및 이차전지 절연막의 높은 OP기여도로 전사 OP 점진적으로 상승 가능

Q. 경쟁사 대비 경쟁력 - Brief 참고

Q. 투자 계획과 투자금 조달 방법

공모 자금으로 보령에 공장을 증설할 예정

Q&A PART 2

Q. 중국 PET 업체에 기술 이전을 하려고 하지 않았었나?

A. 그렇다. 로열티를 받고 이전하려 했으나 향후 걸림돌이 될 가능성이 있을 것이라 판단해 취소했다.

Q. 중국의 모듈 생산 경쟁력에 대해서 어떻게 생각하는가?

A. 중국의 임금, 셀 생산 능력 등을 고려했을 때 누구도 중국을 따라 잡을 수 없다. '11년 중국 M/S 50% 였으나 '12년 70%까지 상승할 것으로 본다.

Q. 이에 어떻게 대응하고 있는가?

A. 중국 영업 법인을 세우고, 현지 임원진을 공격적으로 배치하고 있다.

Q. CAPA는 어느 정도 수준인가?

A. 주5일 24시간 2교대 기준 5GW 수준(3,000~3,500억)이며, 기존 CAPA에 비해 5배 확대됨. 2010년 800MW 공급.

Q. 현재 신규 혹은 계약 진행중인 업체?

A. 1월 BYD와 매월 13억 체결, 2월 이징과 15월간 400억 체결 + 최종 TEST 진행중인 업체 잉니(6월), 트리나(4월), LDK(3~4Q)

한화가 인수하기 전부터 유대관계가 있었던 한화솔라원(구. 솔라원)과 장기공급 계약 협의중

Q. 리튬 이온 전지 관련 사항에 대한 설명

A. 기존의 방식과 다른 방식의 리튬 이온 전지에 들어가는 절연체를 납품. 12월 초기 물량 공급 계약, 2월 추가 물량. 아직 전사 매출 비중은 크지 않다.

C. 배터리 생산업체는 해외의 D사로 매우 성장성이 큰 기업임. 올 여름 관련 C사 상장으로 주목 받을 가능성 큼.

Following up

- 중국 정부의 태양광 지원 정책에 따른 모듈 업체의 증설 추이
-

Additional Info

Income Statement

	2007	2008	2009	2010
매출액(수익)	237	401	582	889
매출원가	204	313	468	682
매출총이익(손실)	33	89	114	207
기타(영업)수익	5	15	13	12
이자수익	0	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0
외환거래이익	1	11	12	9
자산처분이익	3	0	0	1
판매비와 관리비(물류원가 등 포함)	20	43	53	58
기타(영업)비용	13	18	16	46
이자비용	0	0	0	0
외환거래손실	3	15	12	14
자산처분손실	8	0	0	2
금융수익	1	2	4	4
배당금수익	0	0	0	0
외환거래이익	0	0	0	0
금융원가	2	38	7	9
이자비용	2	3	7	5
외환거래손실	0	0	0	0
종속기업, 공동지배기업 및 관계기업 권	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익(손실)	3	7	55	109
법인세비용	0	2	8	22
계속영업이익(손실)	3	5	47	88
중단영업이익(손실)	0	0	0	0
당기순이익(손실)	3	5	47	88

Statement of Cash Flow

	2007	2008	2009	2010
영업활동으로 인한 현금흐름(간접법)	27	(28)	44	113
* (직접법) 총현금유입	0	0	0	0
* (직접법) 총현금유출	0	0	0	0
당기순손익	3	5	47	88
현금 유출이 없는 비용 등 가산	18	14	15	43
* 유·무형감가상각비	8	8	8	7
(현금 유입이 없는 수익 등 차감)	3	3	5	1
영업활동으로 인한 자산부채 변동(운전	10	(45)	(13)	(16)
자산의 감소(증가)	(3)	(47)	(13)	(35)
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	(1)	(14)	4	(9)
미수수익의 감소(증가)	0	0	(0)	(0)
부채의 증가(감소)	13	2	(1)	19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	(6)	(28)	(25)	(94)
투자활동으로 인한 현금유입액	27	4	5	7
(투자활동으로 인한 현금유출액)	33	32	30	101
재무활동으로 인한 현금흐름	(22)	61	8	(14)
재무활동으로 인한 현금유입액	16	61	58	7
(장기)사채의 증가	0	0	0	0
(재무활동으로 인한 현금유출액)	38	0	50	21
(장기)사채의 감소	0	0	0	0

Financial Ratios

	2007	2008	2009	2010
매출액증가율	17.2	69.5	45.0	52.8
영업이익증가율(매출총이익-판관비)	흑전	263.3	33.3	145.2
순이익증가율	흑전	114.7	750.5	87.4
자기자본비율	43.9	31.7	39.8	52.6
부채비율	128.1	215.4	151.6	90.0
차입금의존도	20.3	41.2	39.6	26.9
유동비율	132.6	108.8	177.9	205.9
ROE	3.9	7.8	51.1	57.0
ROA	1.7	2.9	18.4	26.9
영업이익률	5.3	11.4	10.4	16.8
순이익률	1.1	1.4	8.0	9.8
영업이익증가율(보고서기재)	흑전	263.3	33.3	145.2
총자산회전율	1.6	2.1	2.3	2.7
타인자본회전율	2.7	3.3	3.6	5.2
자기자본회전율	3.6	5.7	6.4	5.8
자본금회전율	19.7	33.5	48.5	74.1
매출채권회전율	8.0	10.8	14.6	23.4

2010/1Q	2010/2Q	2010/3Q	2010/4Q	2011/1Q	2011/2Q
0	0	0	307	0	0
0	0	0	214	0	0
0	0	0	94	0	0
0	0	0	(2)	0	0
0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0
0	0	0	(3)	0	0
0	0	0	1	0	0
0	0	0	5	0	0
0	0	0	5	0	0
0	0	0	0	0	0
0	0	0	1	0	0
0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0
0	0	0	2	0	0
0	0	0	(2)	0	0
0	0	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0
0	0	0	54	0	0
0	0	0	13	0	0
0	0	0	41	0	0
0	0	0	0	0	0
0	0	0	41	0	0

Balance Sheet

	2007	2008	2009	2010
자산	154	231	277	375
비유동자산	64	87	87	127
유형자산	44	64	59	108
투자부동산	0	0	0	0
영업권	2	1	1	0
무형자산	12	13	11	9
비유동생물자산	0	0	0	0
유동자산	91	143	190	248
재고자산	54	88	99	87
유동금융자산	1	0	13	55
매출채권 및 기타유동채권	30	45	35	41
현금및현금성자산	2	7	34	39
자본	68	73	110	197
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	0	0	0	0
기타자본	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	0	0
이익잉여금(결손금)	56	61	98	185
부채	87	157	167	177
*사채	0	0	0	0
비유동부채	18	26	60	57
*장기차입금	18	25	59	57
유동부채	68	132	107	120
단기차입금	13	61	48	42
유동성장기부채	0	9	2	2
매입채무 및 기타유동채무	52	58	40	44

APPENDIX

Figure 1. 태양광 모듈의 구조

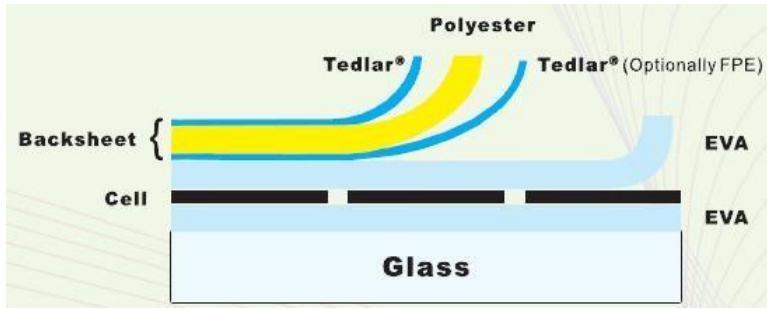


Figure 2. 백시트 타입별 구조

Isovoltaic	3M	Madico	LGC	DNP	SFC
EVA side	EVA side	EVA side	EVA side	EVA side	EVA side
Tedlar	PA 外	EVA	불소코팅	PE	Tedlar
PET (250μm)	PET	PET	PET (250μm)	PET	PET (250μm)
Tedlar	THV 불소	불소코팅	불소코팅	PET	Tedlar

Figure 3. 백시트 성능 비교

Competitive Benchmarking Test: Backsheet Performance

Backsheet Structure		PET	THV	PFAVE	PA	PVDF	PVF	PVF
		PET	PET	PET	PA	PET	PET	PET
		PRIMER	EVA	EVA	PA	PE	EVA	PVF
Damp Heat	EVA Adhesion	●	●	●	●	●	●	●
	Elongation	●	●	●	●	●	●	●
UV Exposure	Film Yellowing	●	●	●	●	●	●	●
	Laminate Yellowing/Degradation	●	●	●	●	●	●	●
	Elongation	●	●	●	●	●	●	●
Coefficient of Thermal Expansion		●	●	●	●	●	●	●
25+ Years Outdoor PV Exposure		?	?	?	?	?	?	●

● Poor ● Performance Spectrum ● Best

Figure 4. 기존 납품업체

(단위 : 천원)

매출 규모	제품분류	매출처	국가	2010년	2009년	2008년
제 품 매 출	Backsheet	CHANGZHOU EGING	중국	9,519,024	7,726,457	9,072,148
		JIANGYIN JETION SCIENCE	중국	4,879,288	1,071,660	92,546
		SHENGLONG	중국	3,731,713	459,746	-
		SIP HERI	중국	29,806,491	14,733,910	38,534
		WORLDWIDE ENERGIE(AMER ISOLAR)	중국	4,156,131	96,690	-
		현대중공업(주)	한국	5,443,628	3,291,177	790,060

Figure 5. 태양광 모듈 업체의 Capa 증설

