니치마켓

사양산업에 피는 꽃들

Niche Market

연구원 강신우
swkhang@etrade.co.kr
02 3779 8886

연구위원 임채구
cglim@etrade.co.kr
02 3779 0013

관련기업

신대양제지(016590/매수/TP: 30,000원)
일신방직(003200/Not Rated)
내쇼날푸라스틱(004250/Not Rated)

- **과거, 미래 고려하면 현 주가는 바닥**
- **사양산업이라 일컬어지지만 구조적 변화 후 실적 개선**
- **향후 추가적인 대규모 설비투자 필요없어 현금 쌓여갈 전망**

과거, 미래 고려하면 현 주가는 바닥

신대양제지, 일신방직, 내쇼날푸라스틱의 현 주가는 과거 5년간의 실적 개선에도 불구하고, 현저한 저평가 상태다. 또한 이들은 향후에도 각 업계 1위를 바탕으로 한 안정적인 수요 창출, 자회사 실적 개선이 기대되기 때문에 현 주가는 바닥이라고 판단된다.

[도표 1] Valuation 지표

(단위: 배, %)	11F PER	06~10 평균 PER	06~11F EPS CAGR	11F PBR	11F ROE
신대양제지	3.0	5.1	19%	0.2	8.5%
일신방직	3.4	11.1	50%	0.4	11.7%
내쇼날푸라스틱	4.8	6.9	30%	0.8	15.9%

사양산업이라 일컬어지지만 구조적 변화 후 실적 개선

1) 신대양제지: 업계의 구조적 변화+ 안정적 성장

골판지업계는 지속적인 M&A, 수직계열화로 산업의 집중도 상승, 연료비 절감을 위한 소각로 설비투자로 구조적 수익개선 단계에 진입했다. 또한 골판지 수요를 이끄는 택배 물량은 지속적으로 증가하고 있어 실적개선이 기대된다. 신대양제지는 골판지원지 부문 M/S 14%를 차지하는 업계 1위로 가격결정력/전가력을 갖추고 있다.

2) 일신방직: 중국 경제성장으로 면사수요 견조+ 우량자회사 보유

방직업계가 과거 생산성 및 수익성 저하로 설비투자를 외면할 때, 일신방직은 지속적인 설비투자, 최신식 설비도입으로 현재 그 결실을 맺고 있다. 중국의 경제성장에 따라 섬유/면사의 수요는 지속될 것으로 판단되기 때문에, 향후에도 안정적인 실적이 기대된다. 또한 우량 자회사로 The Body Shop, 지오다노, 신동와인 등을 보유하고 있어 향후 이익의 안정성 및 지분법 이익증가가 기대된다.

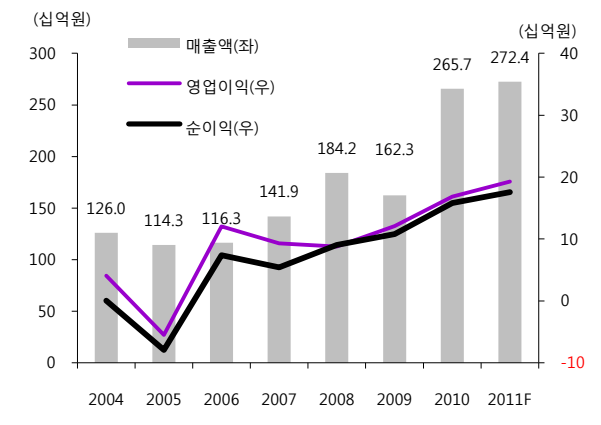
3) 내쇼날푸라스틱: 실적 개선은 지속된다

플라스틱 사출업계는 소규모 영세업체의 진입으로 인한 수익성 저하를 겪어왔으나, 내쇼날푸라스틱은 지속적인 CAPA확장(2004년 약 4만톤→2010년 약 11만톤)으로 대량주문의 적시생산, 고객 다변화, 이익위주의 수주선별 등이 가능해 실적이 개선되고 있다. 또한 최근 목재→플라스틱 파렛트로 대체, 일회용 수출 파렛트 수요증가, 한국파렛트풀(파렛트 렌탈업체) 인수로 인한 판매량 증가로 실적 개선은 지속될 전망이다.

향후 추가적인 대규모 설비투자 필요 없어 현금 쌓여갈 전망

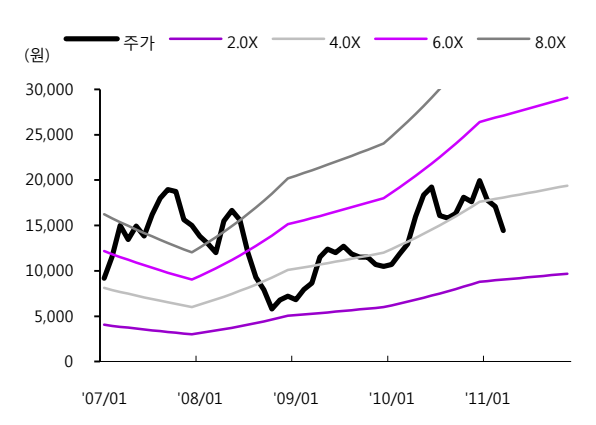
이들은 각 업계에서 1위의 지위를 확보하고 있고, 생산성, 수익성 등을 위해 과거 3~5년간 지속적인 투자를 해왔기 때문에, 이익 회수 단계에 진입할 것으로 판단된다.

[도표 2] 신대양제지 매출액 영업이익 추이



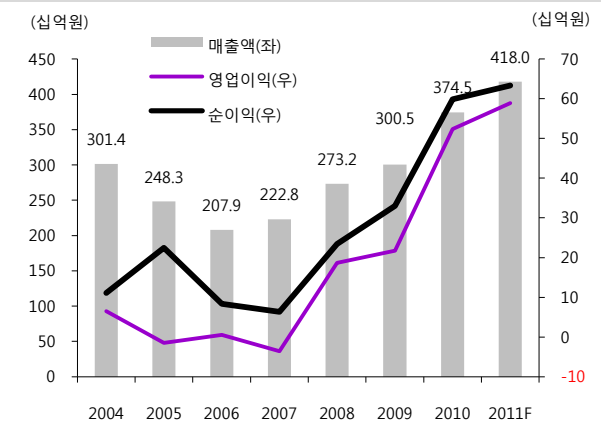
자료: 신대양제지, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 3] 신대양제지 PER 밴드



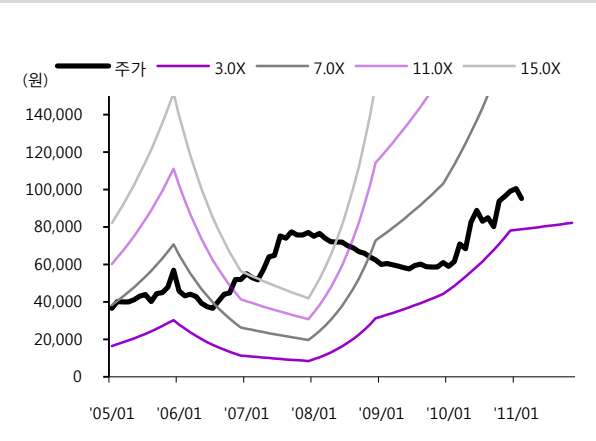
자료: Wisfn, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 4] 일신방직 매출액 영업이익 추이



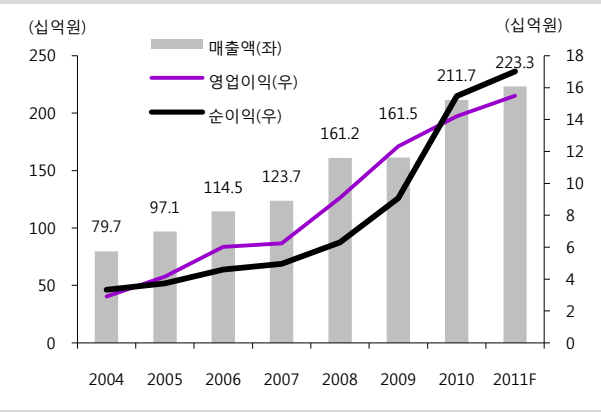
자료: 일신방직, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 5] 일신방직 PER 밴드



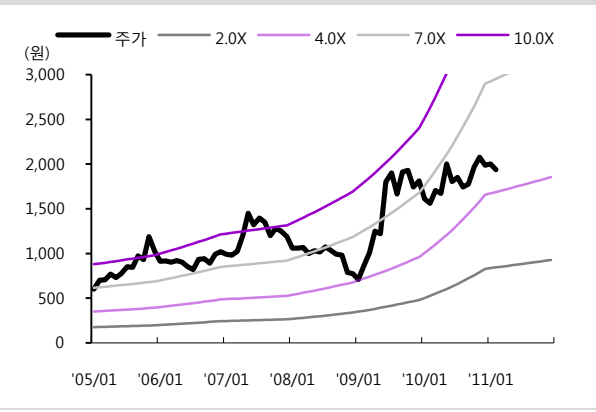
자료: Wisfn, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 6] 내쇼날푸라스틱 매출액 영업이익 추이



자료: 내쇼날푸라스틱, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 7] 내쇼날푸라스틱 PER 밴드



자료: Wisfn, 이트레이드증권 리서치센터

신대양제지
016590/매수유지

업계의 구조적 변화+안정적 성장

Niche Market

연구원 강신우
swkhang@etrade.co.kr
02 3779 8886

연구위원 임채구
cglim@etrade.co.kr
02 3779 0013

매수 (유지)

목표주가(12M)	30,000원
현재주가('11/3/31)	14,450원
업종투자의견	N/A

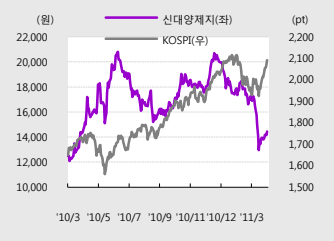
Stock Data

KOSPI('11/3/31)	2106.70pt
시가총액	52십억원
발행주식수	3,591천주
액면가	5,000원
52주 최고가/최저가	20,800/12,950원
60일 일평균거래대금	2억원
외국인 지분율	0.1%
배당수익률('10/12)	2.5%
주주구성:	
권혁홍 외 5	62.8%

Company Performance

상대수익률	1개월	-24.1%
	6개월	-23.8%
	12개월	-12.9%

Company vs Composite



- **골판지업계의 구조적 변화+골판지원지 M/S 1위 업체**
- **지속적인 수요 창출: 택배 물량은 지속적으로 증가**
- **저평가 + 향후 대규모 설비투자 없어 현금 회수 단계 진입**

골판지업계의 구조적 변화+골판지원지 M/S 1위 업체

골판지업계는 1) '06년 이후 M&A를 통해 신대양제지(016590), 아세아제지(002310), 삼보판지(023600), 태림포장(011280), 한국수출포장(002200)의 TOP5로 재편되어 산업의 집중도가 높아졌고, 2) 원지/판지회사로 수직계열화를 구축함으로서 원지회사는 원재료(고지)가격 상승분을 탄력적으로 제품가격에 반영할 수 있으며, 판지회사는 1~2개월 내에 인상할 수 있어 전체적으로 구조적 수익개선 단계 진입했다. 또한 3) 과거 3~5년간 지속적으로 연료비 절감을 위한 소각로설비 설치/확충(벙커C유 비중감소, 쓰레기 소각 스팀재활용)의 자구노력으로 이익회수 단계 진입할 것으로 판단된다.

신대양제지는 1) 골판지원지 부문 M/S 14%를 차지하는 업계 1위로 가격결정력/전가력을 갖추고 있다. 또한 2) 자회사(판지회사: 대영포장)의 CAPA확장을 통해 내부매출 비중을 높여, 이익의 안정성 및 지분법 이익증가가 기대된다. 신대양제지의 내부매출 비중은 2004년 약 41%→2010년 약 58%로 증가했으며, 자회사인 대영포장의 CAPA확장/판지회사인수로 내부매출 비중은 2011년 말까지 70% 수준에 도달할 것으로 전망된다.

지속적인 수요 창출: 택배 물량은 지속적으로 증가

국내 골판지 원지 수요는 1)홈쇼핑 활성화로 인한 택배 물량증가(04~10년 1인당 연간 택배이용횟수는 8회→25회로 증가), 2)비닐봉지를 대체한 친환경/재활용 박스사용 증가, 3)박스제품의 특성상 지속적인 교체수요 발생(한번 쓰고 버림), 4)유통비용과 쓰레기 절감을 위한 농산물 포장 유통 장려로 인해 지속적으로 증가할 것으로 전망한다.

저평가 + 향후 대규모 설비투자 없어 현금 회수 단계 진입

2011년 예상 PER은 3.0배, PBR은 0.2배로 현 주가는 절대 저평가 상태다. 또한 동사는 '06~09년까지 에너지절감과 CAPA확대, 품질 향상을 위해 설비 투자를 했으며(약 720억원), 수요증가, 가격인상 등으로 현금 회수 단계에 접어들 것으로 전망한다.

Valuation Summary

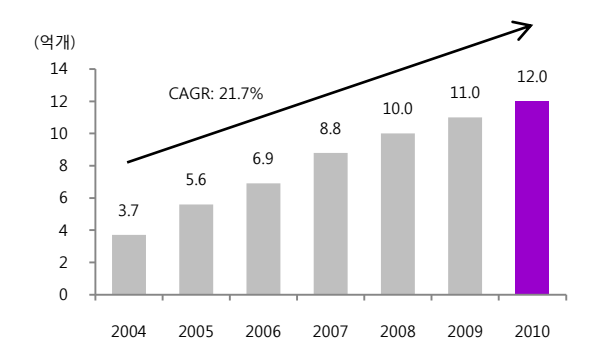
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2009	162.3	12.1	12.3	10.8	3,003	19.1	21.2	3.5	4.3	0.2	8.2
2010	265.7	16.9	20.6	15.8	4,401	46.5	27.6	4.5	4.5	0.4	8.2
2011F	272.4	19.3	23.1	17.6	4,891	11.1	27.2	3.0	3.3	0.2	8.5
2012F	286.2	20.9	26.1	19.9	5,535	13.1	28.7	2.6	2.6	0.2	8.9
2013F	300.7	22.5	29.0	22.0	6,130	10.8	29.0	2.4	2.1	0.2	9.1

자료: 이트레이드증권 리서치센터

2011년 1분기 preview: 매출액 677억원(+8.3% YoY)

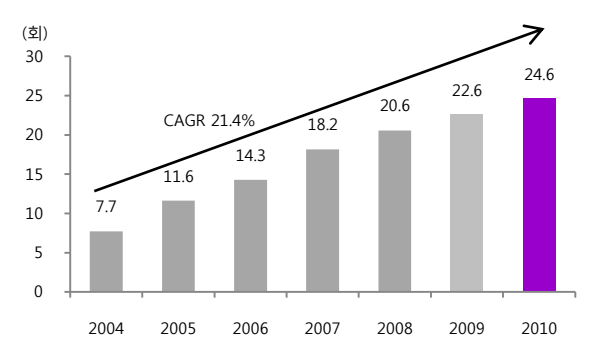
2011년 1분기 매출액은 677억원(+8.3% YoY), 영업이익은 36억원(+15.9% YoY)으로 전망한다. 전년 동기 대비 매출액, 영업이익이 증가할 것으로 보는 이유는 전년 3~5월 시행된 제품가격 인상(30~40%, 10~15만원)과 판매량 증가에 기인하며, 전 분기 대비 매출액이 감소할 것으로 보는 이유는 계절적 영향으로 인한 수요감소 때문이다. 한편 2011년 1월, 2월 혹한/폭설로 원재료인 고지회수가 어려워 고지가격이 폭등했는데, 3월 현재는 고지가격이 안정화(약 20만원/톤 수준)되어 2분기 이익은 1분기에 비해 개선될 것으로 보인다.

[도표 8] 국내 택배 물량: '04~10년 CAGR 21.7%



자료: 전자공시(대한통운), 이트레이드증권 리서치센터

[도표 9] 1인당 연간 택배 이용횟수: '04~10 CAGR 21.4%



자료: 이트레이드증권 리서치센터

분기 실적 추이

2011년 1분기 매출액

→677억원(+8.3% YoY) 전망

2011년 1분기 영업이익

→36억원(+15.9% YoY) 전망

[도표 10] 분기실적 추이

(단위:십억원,%)	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F
매출액	35.8	48.0	43.4	62.5	66.4	65.8	71.1	67.7
영업이익	3.8	-0.9	4.9	3.1	7.4	3.1	3.3	3.6
세전이익	3.1	-1.0	6.3	3.1	8.4	6.0	3.2	4.5
순이익	2.2	-0.3	5.8	2.3	6.4	4.5	2.6	3.4
% of sales								
영업이익	10.5	-1.8	11.4	5.0	11.1	4.7	4.7	5.4
세전이익	8.5	-2.1	14.4	5.0	12.6	9.1	4.5	6.7
순이익	6.1	-0.5	13.4	3.7	9.6	6.9	3.6	5.1
% YoY								
매출액					85.4	36.9	63.9	8.3
영업이익					94.8	흑전	-33.2	15.9
세전이익					173.6	흑전	-49.3	46.0
순이익					193.1	흑전	-55.7	48.6
% QoQ								
매출액	2.2	34.1	-9.8	44.1	6.3	-1.0	8.1	-4.8
영업이익	-10.4	적전	흑전	-36.6	134.7	-58.1	7.4	9.9
세전이익	-22.7	적전	흑전	-50.6	170.5	-28.5	-46.9	42.1
순이익	-28.6	적전	흑전	-60.4	176.0	-28.8	-43.1	33.0

자료: 신대양제지, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 11] ROE 분석

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F
ROE (%)	1.6%	0.0%	-12.9%	12.0%	8.1%	12.5%	8.2%	8.2%	8.5%	8.9%
당기순이익률 (%)	0.8%	0.0%	-6.9%	6.3%	3.8%	4.9%	6.6%	5.9%	6.4%	6.9%
총자산 회전률 (배)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	0.7	0.9	0.9	0.9
재무 레버리지 (배)	1.8	1.8	1.9	2.0	2.0	2.2	1.8	1.5	1.4	1.4

자료: 이트레이드증권 리서치센터

2011년 지분법 이익 40억원 전망

[도표 12] 신대양제지 지분법적용 투자주식의 평가내용 (2010년 말 기준)

(단위:십억원)	회사유형	지분율(%)	지분법손익	장부가액
계			3.1	56.7
광신판지	판지	58.6	1.2	18.5
대양제지	원지	15.3	0.6	6.7
신대한판지	판지	42.6	0.5	8.2
대영포장	판지	16.7	0.8	15.6
대양판지	판지	27.0	0.0	8.3

자료: 신대양제지, 이트레이드증권 리서치센터

신대양제지(016590)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
유동자산	60.0	61.1	77.5	95.0	112.9
현금성자산	24.9	0.5	15.1	29.9	44.9
매출채권	18.2	29.7	30.8	32.4	34.0
재고자산	12.4	22.8	23.5	24.7	25.9
비유동자산	237.4	229.3	228.9	229.1	231.1
투자자산	59.3	58.6	62.6	67.1	72.1
유형자산	177.7	170.7	166.3	162.0	159.0
무형자산	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	**297.4**	**290.5**	**306.4**	**324.1**	**344.0**
유동부채	53.6	44.5	44.7	45.0	45.4
매입채무	3.9	6.6	6.8	7.1	7.4
단기차입금	20.0	17.5	17.5	17.5	17.5
유동성장기부채	22.5	9.0	9.0	9.0	9.0
비유동부채	56.0	47.4	47.4	47.4	47.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	35.3	26.3	26.3	26.3	26.3
부채총계	**109.6**	**91.9**	**92.1**	**92.4**	**92.8**
자본금	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
자본잉여금	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
이익잉여금	55.5	70.0	85.8	103.1	122.6
자본조정	101.3	97.5	97.5	97.5	97.5
자본총계	**187.8**	**198.6**	**214.3**	**231.7**	**251.2**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
매출액	162.3	265.7	272.4	286.2	300.7
매출원가	141.3	237.8	241.8	253.6	266.2
매출총이익	21.0	27.9	30.6	32.5	34.5
판관비	8.9	11.0	11.4	11.7	12.0
영업이익	12.1	16.9	19.3	20.9	22.5
영업외수익	5.4	7.1	6.0	7.4	8.6
금융수익	1.5	0.3	0.3	1.2	1.8
외환관련이익	0.2	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법 평가이익	2.6	3.1	4.0	4.5	5.0
영업외비용	5.2	3.3	2.1	2.2	2.2
이자비용	3.7	2.3	1.6	1.6	1.6
외환관련손실	0.5	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손실	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	12.3	20.6	23.1	26.1	29.0
법인세비용	1.5	4.8	5.5	6.3	7.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.8	15.8	17.6	19.9	22.0
EBITDA	21.2	27.6	27.2	28.7	29.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
영업활동현금흐름	30.2	3.8	18.8	19.7	19.8
당기순이익	10.8	15.8	17.6	19.9	22.0
유형자산감가상각비	9.0	10.3	7.9	7.8	6.5
무형자산상각비	0.2	0.4	0.0	0.0	0.0
자산부채변동	11.3	-19.3	-1.6	-2.4	-2.5
기타	-1.1	-3.5	-5.1	-5.6	-6.2
투자활동현금흐름	-16.4	43.1	-2.3	-11.4	-11.3
유형자산투자	-15.7	-2.6	-3.5	-3.5	-3.5
유형자산매각	0.2	2.9	0.0	0.0	0.0
유동자산순증	8.0	-1.1	-16.4	-17.5	-17.8
투자자산순증	-1.5	23.5	0.2	0.0	0.0
기타	-7.4	20.5	17.5	9.7	10.0
재무활동현금흐름	-12.2	-26.7	-1.8	6.5	6.5
자본금및자본잉여금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의순증	-10.9	-25.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-1.4	-1.8	-1.8	-2.5	-2.5
기타	0.1	0.1	0.0	9.0	9.0
현금의 증가	1.6	20.2	14.8	14.8	15.0

주요 투자지표

	2009	2010	2011F	2012F	2013F
EPS (원)	3,003	4,401	4,891	5,535	6,130
BPS (원)	52,311	55,293	59,685	64,519	69,950
DPS (원)	500	500	700	700	700
SPS (원)	45,194	73,996	75,859	79,697	83,730
매출증가율 (%)	-11.9	63.7	2.5	5.1	5.1
영업이익증가율 (%)	37.9	39.7	14.3	8.4	7.9
순이익증가율 (%)	19.1	46.5	11.1	13.1	10.8
EPS증가율 (%)	19.1	46.5	11.1	13.1	10.8
EBITDA증가율 (%)	30.9	29.9	-1.5	5.7	1.1
영업이익률 (%)	7.4	6.3	7.1	7.3	7.5
순이익률 (%)	6.6	5.9	6.4	6.9	7.3
EBITDA Margin (%)	13.1	10.4	10.0	10.0	9.7
ROA (%)	4.6	5.4	5.9	6.3	6.6
ROE (%)	8.2	8.2	8.5	8.9	9.1
배당수익률 (%)	4.8	2.5	4.8	4.8	4.8
순차입금 (십억원)	52.9	52.3	37.7	22.9	7.9
영업이익이자보상배율 (배)	3.3	7.2	12.2	13.2	14.2
차입금/자본총계비율 (%)	41.4	26.6	24.6	22.8	21.0
PER (배)	3.5	4.5	3.0	2.6	2.4
PBR (배)	0.2	0.4	0.2	0.2	0.2
PSR (배)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA (배)	4.3	4.5	3.3	2.6	2.1

자료: 이트레이드증권 리서치센터

일신방직
003200

1분기 사상 최대 실적 낼 듯

- 지속적인 설비투자, 종국에는 결실 맺어
- 원면가격 하반기 안정화 전망되나, 큰 폭의 하락은 없을 듯
- 신흥국 면사 수요는 지속될 전망이고, 고품질 면사 수요 견조해
- 매력적인 Valuation: 2011F PER 3.4배 + 우량 자회사 보유

Niche Market

연구원 강신우
swkhang@etrade.co.kr
02 3779 8886

연구위원 임채구
cglim@etrade.co.kr
02 3779 0013

기업 Brief

목표주가(12M)	Not Rated
현재주가('11/3/31)	93,700원
업종투자의견	N/A

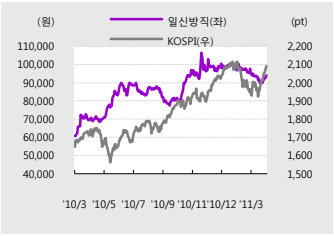
Stock Data

KOSPI('11/3/31)	2106.70pt
시가총액	225십억원
발행주식수	2,400천주
액면가	5,000원
52주 최고가/최저가	106,500/68,400원
60일 일평균거래대금	2억원
외국인 지분율	6.7%
배당수익률('10/12)	3.0%
주주구성:	
김영호 외 26	56.8%
신영자산운용	10.8%

Company Performance

상대수익률	1개월	-10.2%
	6개월	4.3%
	12개월	7.5%

Company vs Composite



지속적인 설비투자, 종국에는 결실 맺어

방직업계가 과거 생산성 및 수익성 저하로 설비투자를 외면할 때, 동사는 지속적인 설비투자를 하였고, 현재 그 결실을 맺고 있다. 특히 2005년 충북 청원 공장이 화재로 소실된 후 2006년 광주 평동에 최신식 공장을 다시 설립해, 현재 세계 최고의 품질을 갖춘 제품(면사)을 생산하고 있다.

원면가격 하반기 안정화 전망되나, 큰 폭의 하락은 없을 듯

원면가격은 2010년 내내 상승해, 2011년 3월 말 현재 2.3달러/파운드로 사상 최고 수준을 기록하고 있다. 원면가격 상승의 원인은 중국의 경제 성장으로 수요 증가, 글로벌 경작량 감소 등이다. 2010년 말부터 글로벌 원면 파종수량은 늘고 있으나, 원면 상승 기간 동안 옥수수, 콩 등의 대체작물의 가격 또한 크게 올라 원면 경작의 유인이 부족해 경작량은 당초 예상보다 크게 늘지는 않을 전망이다. 따라서 원면가격은 하락 안정화는 될 전망이나, 큰 폭의 하락은 없을 것으로 보인다. 참고로 국제면화자문위원회(ICAC)의 2010/2011 시즌 원면 가격 전망은 약 1.7달러/파운드다.

신흥국 면사 수요는 지속될 전망이고, 고품질 면사 수요 견조해

한국섬유산업연합회의 섬유통계에 따르면 중국의 섬유수입량은 증가추세에 있으며, 향후에도 중국의 섬유/면사의 수요는 지속될 것으로 전망된다. 또한 동사의 제품은 주로 중국으로 수출되는데, 최종 고객은 미국, 유럽의 바이어로 품질 좋은 면사로 만든 옷을 요구해 동사의 제품에 대한 수요는 향후에도 견조할 것으로 판단된다.

매력적인 Valuation: 2011F PER 3.4배 + 우량 자회사 보유

2011년 예상 PER은 3.4배, PBR은 0.4배로 현 주가는 절대 저평가 상태며, 연말 순현금은 약 830억원으로 전망된다. 또한 동사는 화장품 및 관련상품 판매업(The Body Shop), 부동산임대/보세창고업(신동), 창업투자자금운용 및 관리업(일신창투), 주류판매업(신동와인) 등의 우량 자회사를 보유하고 있어 향후 지분법이익 개선이 기대된다.

Valuation Summary

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2007	222.8	-3.6	7.4	6.3	2,795	-25.7	10	27.5	20.2	0.4	1.6
2008	273.2	18.7	20.7	23.4	10,402	272.1	31	6.0	5.3	0.3	5.8
2009	300.5	21.7	39.7	33.0	14,722	41.5	34	4.1	4.8	0.3	7.7
2010	374.5	52.4	74.8	59.9	26,015	76.7	65	3.8	3.1	0.4	12.4
2011F	418.0	58.9	81.2	63.3	27,520	5.8	70	3.4	2.0	0.4	11.7

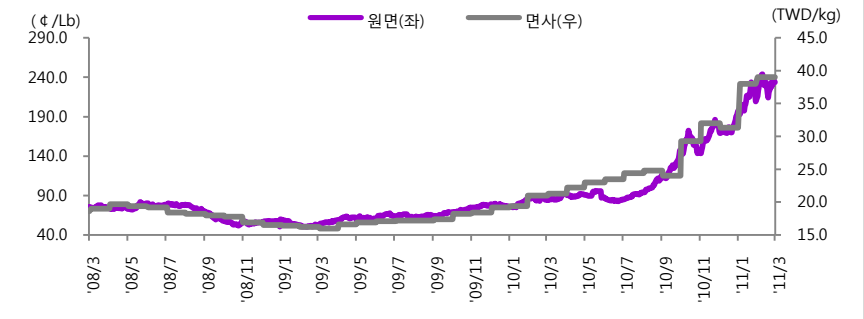
자료: 이트레이드증권 리서치센터

2011년 1분기 preview: 사상 최대 실적 전망

2011년 1분기 실적 전망은 매출액 1,192억원(+44.9% YoY), 영업이익 188억원(+75.5% YoY)으로 사상 최대를 기록할 전망이다. 매출액과 영업이익이 전년대비 증가할 것으로 보는 이유는 제품가격 상승(원면가격 상승분 전가)과 중국 등으로의 판매량 증가 때문이다. 2011년 실적은 매출액 4,180억원(+11.6% YoY), 영업이익 589억원(+12.4% YoY)로 전망한다. 하반기로 갈수록 원면가격은 하락할 것으로 예상되며. 이로 인한 제품가격하락을 실적추정에 반영하였다. 그러나 신흥시장의 면사수요는 견조할 것으로 보여, 제품가격 하락률은 원면 가격 하락률보다 낮을 전망이다.

원면(raw cotton) 가격 추이
2011년 3월 말
→2.3달러/파운드 수준

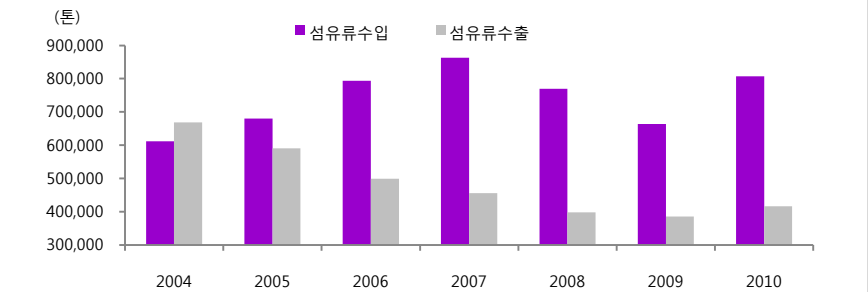
[도표 13] 원면(raw cotton), 면사 가격 추이



자료: Datastream, 이트레이드증권 리서치센터

중국 섬유류 수입 추이
2008~2009 글로벌 경제 위기로 수입량 감소 했으나, 경기회복으로 2010년 증가
2010년 806,851톤 수입

[도표 14] 중국 섬유류 수입 추이



자료: 한국섬유산업연합회, 이트레이드증권 리서치센터

분기 실적 추이
2011년 1분기 매출액
→1,192억원(+44.9% YoY) 전망
2011년 1분기 영업이익
→188억원(+75.5% YoY) 전망

[도표 15] 분기실적 추이

(단위:십억원,%)	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F
매출액	78.9	73.7	73.3	82.3	97.4	85.8	109.0	119.2
영업이익	5.9	6.9	3.8	10.7	16.2	9.1	16.3	18.8
세전이익	14.4	11.7	11.2	15.6	20.1	16.6	22.4	23.2
순이익	11.8	9.9	9.5	12.6	15.8	13.2	18.2	18.1
% of sales								
영업이익	7.4	9.3	5.2	13.1	16.6	10.7	14.9	15.8
세전이익	18.2	15.9	15.2	19.0	20.7	19.4	20.6	19.5
순이익	14.9	13.4	12.9	15.3	16.3	15.4	16.7	15.2
% YoY								
매출액					23.5	16.4	48.7	44.9
영업이익					176.7	33.5	325.4	75.5
세전이익					40.4	41.9	101.0	48.5
순이익					34.6	34.3	92.4	44.0
% QoQ								
매출액	5.7	-6.6	-0.5	12.2	18.4	-11.9	27.1	9.3
영업이익	13.4	17.0	-44.1	180.3	51.0	-43.6	78.1	15.6
세전이익	479.5	-18.3	-4.8	39.8	29.1	-17.4	34.9	3.3
순이익	508.1	-16.3	-3.8	32.5	26.1	-16.4	37.8	-0.8

자료: 일신방직, 이트레이드증권 리서치센터

지분법적용 투자주식의 평가내용
→2010년 말 지분법 손익 176억원

[도표 16] 일신방직 지분법적용 투자주식의 평가내용 (2010년 말 기준)

(단위:십억원)	회사유형	지분율(연결기준)	지분법손익	장부가액
계			17.6	129.3
신동	보세창고업	100%	3.7	30.1
일신창업투자	창업투자업	90.6%	12.6	90.0
비에스케이	화장품 등	100%	1.1	6.1
일신산업개발	건물관리	100%	0.1	1.9

자료: 일신방직, 이트레이드증권 리서치센터

연결대상 종속회사 요약 FS

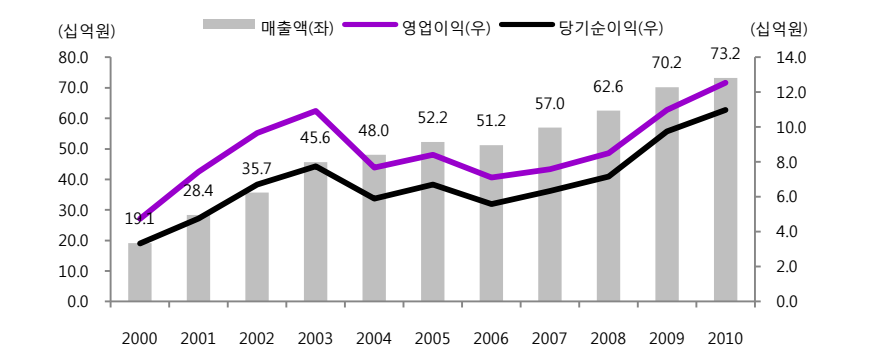
[도표 17] 연결대상 종속회사 요약 FS (2010년 말 기준)

(단위: 십억원)	자산	부채	자본	매출	순이익
계	226.7	30.8	194.9	100.9	29.1
신동	31.5	5.2	26.3	5.6	3.1
일신창업투자	118.6	13.3	105.3	20.4	14.8
비에스케이	74.5	12.2	61.3	73.2	11.0
일신산업개발	2.1	0.1	2.0	1.7	0.2

자료: 일신방직, 이트레이드증권 리서치센터

2000~2010년
→매출액 CAGR 14.4%
→영업이익 CAGR 10.2%
→순이익 CAGR 12.7%

[도표 18] 비에스케이코퍼레이션(The Body Shop) 매출액, 영업이익, 순이익 추이



자료: 비에스케이코퍼레이션, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 19] 일신방직 ROE 분석

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F
ROE	3.9%	3.2%	6.3%	2.2%	1.6%	5.8%	7.7%	12.4%	11.7%
당기순이익률	4.8%	3.7%	9.0%	4.0%	2.8%	8.6%	11.0%	16.0%	15.2%
총자산 회전률 (배)	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
재무 레버리지 (배)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

자료: 이트레이드증권 리서치센터

일신방직(003200)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009	2010	2011F
유동자산	104.1	126.0	111.6	171.3	215.7
현금성자산	10.8	19.3	4.8	54.1	102.5
매출채권	27.9	32.8	30.5	37.4	38.7
재고자산	51.3	57.7	65.8	64.2	58.8
비유동자산	356.1	361.2	415.1	434.3	448.2
투자자산	121.7	120.3	157.2	181.4	199.9
유형자산	234.1	240.6	257.6	252.7	248.1
무형자산	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2
자산총계	**460.2**	**487.2**	**526.7**	**605.6**	**663.9**
유동부채	35.2	56.9	41.7	54.5	56.4
매입채무	8.0	6.2	12.9	17.4	19.4
단기차입금	19.7	28.0	9.2	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	3.0	9.7	12.4	12.4
비유동부채	30.8	21.8	32.9	37.5	37.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	3.2	5.1	7.4	7.4
부채총계	**66.0**	**78.7**	**74.6**	**92.0**	**94.0**
자본금	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
자본잉여금	187.2	189.6	194.5	196.6	196.6
이익잉여금	179.4	200.0	229.7	283.9	340.3
자본조정	15.5	6.9	15.9	21.0	21.0
자본총계	**394.2**	**408.5**	**452.1**	**513.5**	**569.9**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009	2010	2011F
매출액	222.8	273.2	300.5	374.5	418.0
매출원가	212.3	239.4	268.7	309.3	345.7
매출총이익	10.5	33.8	31.7	65.2	72.3
판관비	14.1	15.1	10.0	12.8	13.4
영업이익	-3.6	18.7	21.7	52.4	58.9
영업외수익	14.2	28.1	27.7	27.1	25.2
금융수익	1.2	1.0	1.0	0.7	2.5
외환관련이익	1.3	8.7	5.9	4.2	0.0
지분법 평가이익	5.1	17.1	18.7	17.6	18.5
영업외비용	3.2	26.1	9.7	4.6	2.9
이자비용	1.5	1.2	1.6	0.4	0.8
외환관련손실	1.2	10.1	5.9	3.5	0.0
지분법손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	7.4	20.7	39.7	74.8	81.2
법인세비용	1.1	-2.7	6.7	15.0	17.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	6.3	23.4	33.0	59.9	63.3
EBITDA	9.6	31.3	34.2	65.0	69.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009	2010	2011F
영업활동현금흐름	20.9	20.3	36.8	62.2	59.3
당기순이익	6.3	23.4	33.0	59.9	63.3
유형자산감가상각비	13.1	12.6	12.5	12.5	10.6
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
자산부채변동	8.8	-25.7	9.1	8.5	5.9
기타	-7.4	10.0	-17.9	-18.7	-20.6
투자활동현금흐름	-4.3	-18.1	-36.7	-101.2	-3.9
유형자산투자	-13.5	-18.8	-29.4	-7.5	-6.0
유형자산매각	0.7	0.4	0.0	0.3	0.0
유동자산순증	1.8	-22.0	14.4	-59.7	-44.4
투자자산순증	8.0	5.2	1.0	-52.2	0.0
기타	-1.3	17.0	-22.7	17.9	46.5
재무활동현금흐름	-10.7	4.5	-12.4	-2.7	-7.0
자본금및자본잉여금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의순증	-9.7	14.2	-10.2	-4.2	0.0
배당금지급	-2.8	-2.8	-3.4	-5.6	-7.0
기타	1.8	-6.8	1.1	7.2	0.0
현금의 증가	5.9	6.7	-12.3	-41.6	48.4

주요 투자지표

	2007	2008	2009	2010	2011F
EPS (원)	2,795	10,402	14,722	26,015	27,520
BPS (원)	174,922	181,696	201,410	223,138	247,618
DPS (원)	1,250	1,500	2,500	3,000	3,000
SPS (원)	98,863	121,505	133,868	162,713	181,640
매출증가율 (%)	7.2	22.6	10.0	24.6	11.6
영업이익증가율 (%)	적전	흑전	16.4	141.3	12.4
순이익증가율 (%)	-24.4	271.3	41.3	81.2	5.8
EPS증가율 (%)	-25.7	272.1	41.5	76.7	5.8
EBITDA증가율 (%)	91.5	225.6	9.5	89.7	7.0
영업이익률 (%)	-1.6	6.8	7.2	14.0	14.1
순이익률 (%)	2.8	8.6	11.0	16.0	15.2
EBITDA Margin (%)	4.3	11.4	11.4	17.4	16.6
ROA (%)	1.4	4.9	6.5	10.6	10.0
ROE (%)	1.6	5.8	7.7	12.4	11.7
배당수익률 (%)	1.6	2.4	4.1	3.0	3.2
순차입금 (십억원)	9.2	14.9	19.2	-34.4	-82.7
영업이익이자보상배율 (배)	영업손실	15.6	13.8	121.4	74.5
차입금/자본총계비율 (%)	5.1	8.4	5.3	3.8	3.5
PER (배)	27.5	6.0	4.1	3.8	3.4
PBR (배)	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
PSR (배)	0.8	0.5	0.5	0.6	0.5
EV/EBITDA (배)	20.2	5.3	4.8	3.1	2.0

자료: 이트레이드증권 리서치센터

내쇼날푸라스틱
004250

실적 개선은 지속된다

- 신규수요로 외형 성장은 지속될 것
- 7%이상의 영업이익률 유지/개선 가능
- 매력적인 Valuation: 2011F PER 4.8배로 저평가

Niche Market

연구원 강신우
swkhang@etrade.co.kr
02 3779 8886

연구위원 임채구
cglim@etrade.co.kr
02 3779 0013

기업 Brief

목표주가(12M)	Not Rated
현재주가('11/3/31)	2,165원
업종투자의견	N/A

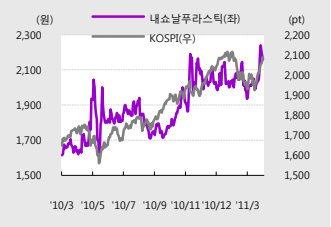
Stock Data

KOSPI('10/3/31)	2106.70pt
시가총액	86십억원
발행주식수	42,000천주
액면가	500원
52주 최고가/최저가	2,240/1,620원
60일 일평균거래대금	5억원
외국인 지분율	0.3%
배당수익률('10/12)	3.0%
주주구성:	
임익성 외 10	54.8%
신영자산운용	14.1%

Company Performance

상대수익률	1개월	3.3%
	6개월	9.5%
	12개월	2.5%

Company vs Composite



신규수요로 외형 성장은 지속될 것

동사는 플라스틱 업계의 선두주자로서 콘테이너, 파렛트, 환경제품 등 플라스틱 제품을 생산/판매 하고 있다. 동사의 매출액은 2004~2011F CAGR 15.9%로 증가할 것으로 전망하며, 이유는 1) 목재→플라스틱 파렛트로 대체(목재 파렛트는 주문 후 납기가 더 길고, 고객 제품 수출 시 방역절차가 필요해 수출납기가 더 길어지는 문제가 발생하기 때문), 2) 국내 제조업체 제품 수출 시, 제품과 함께 운반되는 일회용 수출 파렛트 증가(매출액 중 약 8%가 삼성전자향), 3) 국내 1위 CAPA, 많은 금형 보유로 대량주문에 따른 적시생산 가능, 4) 2009년 한국파렛트풀(파렛트 렌탈업체) 인수로 한국파렛트풀향 매출 증대 기반 마련, 아주렌탈(2008년 시장 진입)의 파렛트 매입량을 전량 공급, 5) 반복적인 교체수요 (내구연한 3~6년 정도), 고객 다변화로 안정적인 매출유지 때문이다.

7%이상의 영업이익률 유지/개선 가능

동사의 영업이익률은 2004년 3.7%에서 2010년 6.7%로 상승했으며, 향후에도 7%수준의 영업이익률은 유지/개선될 것으로 전망한다. 이유는 1) 이익위주의 수주선별 가능(100여개 이상 금형 보유로 맞춤형 수주/생산가능→타사 대비 경쟁력 보유), 2) 국내 1위 업체로 가격결정자 역할가능, 3) 중고 제품(폐 플라스틱)을 재활용해 원재료 가격 변동에 따른 이익을 안정적으로 유지할 수 있기 때문이다.

매력적인 Valuation: 2011F PER 4.8배로 저평가

2011년 예상 PER은 4.8배, PBR은 0.8배로 현 주가는 저평가 상태다.

1Q preview: 매출액 523억원(+4.0% YoY)

2011년 1분기 실적은 매출액 523억원(+4.0% YoY), 영업이익 36억원(-17.7% YoY)으로 전망한다. 매출액은 전년동기와 유사할 것으로 판단되나, 영업이익의 감소는 유가 상승으로 인한 매출원가 상승분을 반영했다.

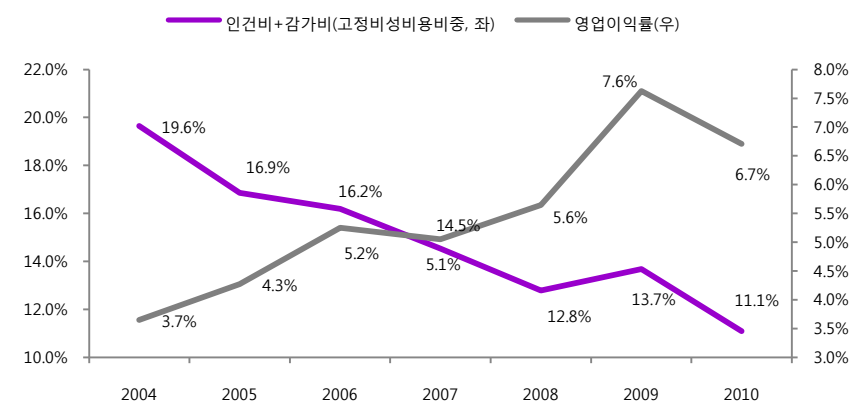
Valuation Summary

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2007	123.7	6.2	6.6	4.9	131	8.3	12.1	9.1	7.0	0.8	8.3
2008	161.2	9.1	8.3	6.3	169	28.9	14.9	4.6	5.1	0.5	9.8
2009	161.5	12.3	11.5	9.1	240	41.7	18.7	7.5	5.6	0.9	11.8
2010	211.7	14.2	18.8	15.5	414	72.5	21.6	4.8	5.9	0.8	16.7
2011F	223.3	15.5	20.8	17.0	452	9.1	21.7	4.8	5.7	0.8	15.9

자료: 이트레이드증권 리서치센터

내쇼날푸라스틱 고정비성비용 비중 VS 영업이익률

[도표 20] 내쇼날푸라스틱 고정비성비용 비중 VS 영업이익률



자료: 내쇼날푸라스틱, 이트레이드증권 리서치센터

분기 실적 추이

2011년 1분기 매출액

→523억원(+4.0% YoY) 전망

2011년 1분기 영업이익

→36억원(-17.7% YoY) 전망

[도표 21] 분기 실적 추이

(십억원,%)	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11F
매출액	34.9	48.2	46.5	50.3	47.7	57.1	56.6	52.3
영업이익	4.2	3.9	0.9	4.4	3.7	3.7	2.4	3.6
세전이익	5.2	4.5	-1.3	4.7	5.0	4.9	4.3	4.6
순이익	4.0	3.7	-0.9	3.6	4.0	3.8	4.0	3.8
% of sales								
영업이익	12.0	8.0	2.0	8.8	7.7	6.5	4.3	6.9
세전이익	14.9	9.3	-2.9	9.3	10.4	8.6	7.6	8.8
순이익	11.4	7.7	-1.8	7.1	8.5	6.7	7.1	7.2
% YoY								
매출액					36.8	18.6	21.7	4.0
영업이익					-12.8	-3.0	159.2	-17.7
세전이익					-4.4	9.5	흑전	-1.7
순이익					1.5	3.9	흑전	5.5
% QoQ								
매출액	9.3	38.3	-3.5	8.0	-5.2	19.9	-0.9	-7.6
영업이익	25.8	-8.1	-75.9	373.2	-16.9	2.2	-35.5	50.3
세전이익	64.7	-13.6	적전	흑전	6.0	-1.1	-12.6	7.2
순이익	76.2	-6.8	적전	흑전	12.8	-4.6	4.6	-6.2

자료: 내쇼날푸라스틱, 이트레이드증권 리서치센터

[도표 22] 내쇼날푸라스틱 ROE 분석

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011F
ROE	8.1%	6.6%	7.1%	8.2%	8.3%	9.8%	11.8%	16.7%	15.9%
당기순이익률	5.6%	4.2%	3.8%	4.0%	4.0%	3.9%	5.6%	7.3%	7.6%
총자산 회전률 (배)	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.3	1.1	1.3	1.2
재무 레버리지 (배)	1.3	1.5	1.8	1.9	1.9	2.0	1.9	1.8	1.7

자료: 이트레이드증권 리서치센터

내쇼날푸라스틱(004250)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009	2010	2011F
유동자산	51.2	63.1	60.7	75.0	86.5
현금성자산	2.4	7.7	4.5	1.3	11.0
매출채권	37.8	39.4	43.5	55.2	56.1
재고자산	10.2	12.2	11.7	17.6	18.4
비유동자산	66.0	73.7	91.2	102.5	105.6
투자자산	22.1	29.6	45.6	50.9	55.3
유형자산	43.8	43.9	45.5	51.5	50.3
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
자산총계	**117.3**	**136.8**	**152.0**	**177.5**	**192.1**
유동부채	37.4	57.0	56.5	62.5	62.6
매입채무	8.6	6.6	13.0	16.8	16.9
단기차입금	12.8	23.0	26.2	27.6	27.6
유동성장기부채	9.3	18.6	3.3	7.7	7.7
비유동부채	18.7	12.3	9.3	15.5	15.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	16.7	10.4	7.6	14.0	14.0
부채총계	**56.1**	**69.4**	**65.8**	**78.0**	**78.1**
자본금	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0
자본잉여금	12.4	12.4	17.6	17.6	17.6
이익잉여금	32.1	36.7	44.1	57.3	71.9
자본조정	-4.2	-2.7	3.5	3.5	3.5
자본총계	**61.2**	**67.4**	**86.2**	**99.5**	**114.0**

손익계산서

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009	2010	2011F
매출액	123.7	161.2	161.5	211.7	223.3
매출원가	104.4	136.6	133.3	178.5	188.1
매출총이익	19.3	24.6	28.2	33.2	35.2
판관비	13.1	15.5	15.9	19.0	19.7
영업이익	6.2	9.1	12.3	14.2	15.5
영업외수익	2.8	7.8	5.1	8.7	9.4
금융수익	1.7	2.6	3.2	3.0	2.7
외환관련이익	0.0	0.4	0.6	0.2	0.0
지분법 평가이익	0.3	1.4	0.8	4.5	4.5
영업외비용	2.4	8.6	5.9	4.0	4.2
이자비용	2.3	3.1	2.5	2.7	3.0
외환관련손실	0.0	4.6	0.1	0.1	0.0
지분법손실	0.0	0.0	2.8	0.1	0.1
세전계속사업이익	6.6	8.3	11.5	18.8	20.8
법인세비용	1.7	2.0	2.4	3.4	3.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	4.9	6.3	9.1	15.5	17.0
EBITDA	12.1	14.9	18.7	21.6	21.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2007	2008	2009	2010	2011F
영업활동현금흐름	5.6	4.4	24.2	-2.5	16.1
당기순이익	4.9	6.3	9.1	15.5	17.0
유형자산감가상각비	5.8	5.8	6.3	7.4	6.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산부채변동	-3.9	-6.9	8.6	-19.5	-1.7
기타	-1.2	-0.9	0.2	-5.9	-5.5
투자활동현금흐름	-4.7	-6.4	-22.1	-11.1	-3.9
유형자산투자	-5.3	-6.4	-7.8	-13.3	-5.0
유형자산매각	0.7	0.8	0.6	0.5	0.0
유동자산순증	-8.3	-11.9	2.4	-14.3	-11.5
투자자산순증	0.7	0.0	-17.4	2.3	0.0
기타	7.5	10.9	0.2	13.7	12.6
재무활동현금흐름	-0.5	7.2	-4.4	10.2	-2.5
자본금및자본잉여금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
차입금의순증	1.2	13.2	-15.0	12.3	0.0
배당금지급	-1.7	-1.7	-1.7	-2.3	-2.5
기타	0.0	-4.4	12.3	0.1	0.0
현금의 증가	0.4	5.1	-2.2	-3.4	9.7

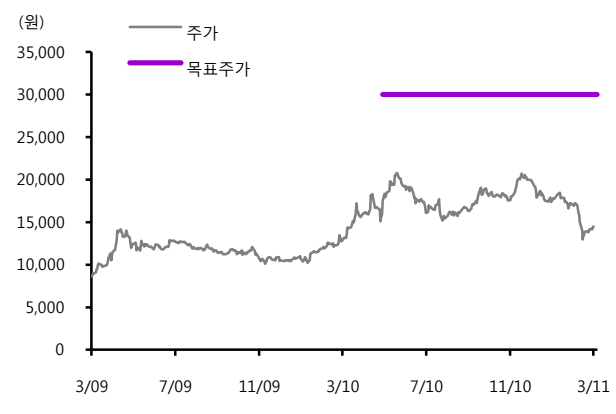
주요 투자지표

	2007	2008	2009	2010	2011F
EPS (원)	131	169	240	414	452
BPS (원)	1,491	1,643	2,108	2,432	2,788
DPS (원)	500	500	55	60	100
SPS (원)	3,013	3,925	3,948	5,175	5,459
매출증가율 (%)	8.0	30.3	0.2	31.1	5.5
영업이익증가율 (%)	3.9	45.6	35.3	15.4	9.0
순이익증가율 (%)	7.8	27.6	43.7	70.7	10.0
EPS증가율 (%)	8.3	28.9	41.7	72.5	9.1
EBITDA증가율 (%)	5.0	23.2	25.3	15.8	0.4
영업이익률 (%)	5.1	5.6	7.6	6.7	6.9
순이익률 (%)	4.0	3.9	5.6	7.3	7.6
EBITDA Margin (%)	9.8	9.3	11.6	10.2	9.7
ROA (%)	4.4	5.0	6.3	9.4	9.2
ROE (%)	8.3	9.8	11.8	16.7	15.9
배당수익률 (%)	42.0	64.7	3.0	3.0	4.6
순차입금 (십억원)	36.5	44.4	32.5	48.0	38.3
영업이익이자보상배율 (배)	2.7	2.9	5.0	5.2	5.2
차입금/자본총계비율 (%)	63.4	77.2	42.9	49.6	43.3
PER (배)	9.1	4.6	7.5	4.8	4.8
PBR (배)	0.8	0.5	0.9	0.8	0.8
PSR (배)	0.4	0.2	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA (배)	7.0	5.1	5.6	5.9	5.7

자료: 이트레이드증권 리서치센터

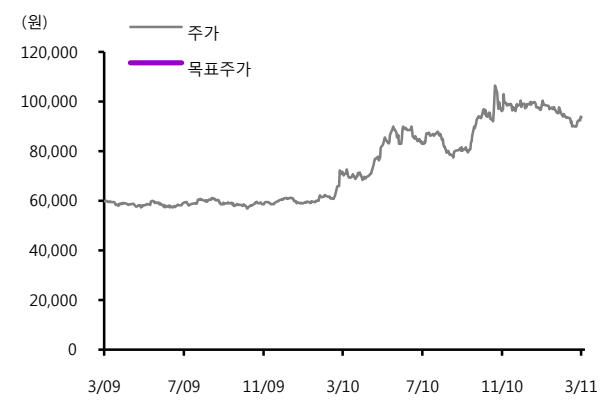
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
신대양제지(016590)	2010.05.28	매수	30,000원



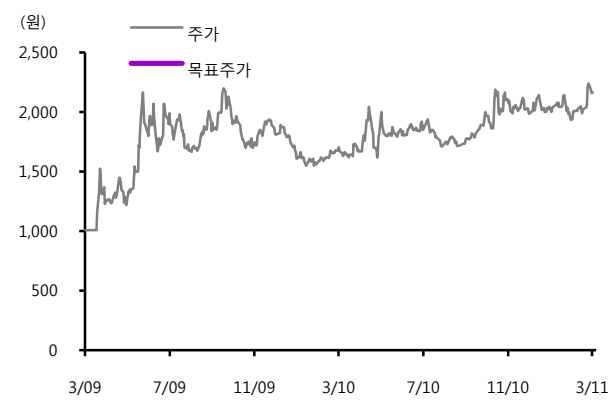
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
일신방직(003200)		N/R	



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
내쇼날푸라스틱(004250)		N/R	



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강신우,임채구).
본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급	적용기준(향후12개월)
Sector(업종)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7%이상 하락 예상
Report(기업)	BUY (매수)	추정 적정주가 10% 이상 상승 예상
	HOLD (중립)	추정 적정주가 -10%~10% 수익률 예상
	SELL(매도)	추정 적정주가 10% 이상 하락 예상