삼양패키징(272550)

하회	부합	상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

증설효과는 3분기부터

영업이익은 전분기대비 전년동기대비 모두 개선되었으나 추정치는 하회
성수기에 이례적으로 실시한 정기보수와 증설설비의 초기가동비용 때문
3분기는 더 큰 폭으로 실적이 개선될 전망

Facts : 이례적 성수기 정기보수로 추정치 하회

2분기 영업이익은 전년동기대비 10%, 전분기대비 501% 증가한 143억원을 기록했다. 매출액이 당사 추정치를 8% 하회하며 영업이익도 추정치를 11% 하회했다. 이유는 이례적으로 2분기까지 진행된 아셉틱(무균충전 음료병, 음료수 OEM 및 ODM 사업) 정기보수 영향과 신규 아셉틱 설비(4호기) 초기가동의 낮은 생산수율이 맞물렸기 때문이다. 정기보수는 비수기인 4분기에 집중되고 일부 1분기까지 실시하는 것이 일반적이다. 다만 작년 아셉틱 공급부족 영향으로 4분기에도 정상가동을 함에 따라 올해는 정기보수가 성수기인 2분기까지 이례적으로 실시되었다.

Pros & cons : Preform 증설과 원가하락이 전년동기대비 실적 견인

영업이익 기여도가 가장 높은 아셉틱 판매량은 전분기대비 44% 증가하며 실적개선을 견인했다. 그러나 신규 4호기 가동에도 불구하고 정기보수 영향으로 전년동기대비 판매량은 4% 증가에 그쳤다. 특히 4호기는 초기가동에 따른 낮은 생산수율로 이익증가에 기여하지 못한 것으로 추정된다. 따라서 전년동기대비 실적이 개선된 이유는 아셉틱 다음으로 고마진 제품인 PET preform(생수병 중간재) 판매량이 작년 4분기와 2분기 연이어 가동한 신규설비에 힘입어 전년동기대비 14% 증가하고 주요 원재료인 PET 가격 또한 하락했기 때문이다.

Action : 3분기는 더 큰 폭으로 실적개선

목표주가와 매수의견을 유지한다. 3분기 영업이익은 전분기대비 19%, 전년동기대비 39% 증가될 전망이며 실적 모멘텀은 내년에도 이어질 전망이다. 첫째, 제품믹스 개선이 본격화된다. 실적을 좌우해온 아셉틱의 신규 4호기 이익기여는 3분기부터 시작한다. 4월부터 시작한 3개월간의 초기 가동시기가 문제없이 지나갔다. 7월부터 생산속도 등 생산수율이 정상 범위에 진입한 것으로 보이기 때문이다. 둘째, 정기보수가 2분기에 마무리되었다. 3분기는 온전하게 여름성수기 수혜를 누릴 전망이다. 마지막으로 원가하락으로 마진이 개선된다. PET 원재료는 2개월 후행 가격이 원가에 반영된다. 즉, 5월부터 7월까지의 PET 원화기준 가격이 3분기 원가로 반영된다. 3분기에 반영될 원화기준 PET 가격은 전분기대비 8% 하락했다. 내년 대규모 PET 증설이 예정되어 있어 원가는 장기적으로 하락 안정될 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 24,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(7/31)	2,025
주가(7/31)	16,300
시가총액(십억원)	232
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	20,350/15,250
일평균거래대금(6개월, 백만원)	583
유동주식비율/외국인지분율(%)	25.3/9.2
주요주주(%)	삼양사 외 1 인 53.1
	스탠다드차타드 프라이빗에쿼티코리아 제삼호 사모투자전문회사 9.2

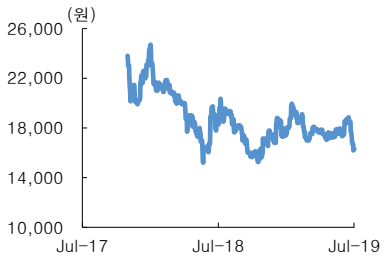
Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	11.1	10.2	7.3
PBR(x)	0.9	0.8	0.8
ROE(%)	8.4	8.3	10.8
DY(%)	3.0	3.1	4.3
EV/EBITDA(x)	7.6	5.7	4.5
EPS(원)	1,507	1,599	2,224
BPS(원)	18,679	19,810	21,535

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.1)	(7.6)	(10.7)
KOSPI 대비(%p)	(1.1)	0.5	1.1

주가추이



이도연
daniel.dy.lee@truefriend.com

<표 1> 2분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	컨센서스
매출액	98.8	103.6	88.4	77.5	103.3	33.2	4.6	112.9
영업이익	12.9	12.2	8.0	2.4	14.3	501.1	10.1	16.0
영업이익률	*13.1*	*11.8*	*9.0*	*3.1*	*13.8*	*10.7*	*0.7*	*14.2*
세전이익	11.0	10.3	6.2	0.6	12.2	2,039.9	10.8	NM
순이익	8.6	8.0	4.8	0.4	9.6	2,166.4	12.8	10.7

자료: 한국투자증권

<표 2> 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	2019F			2020F		
	변경전	변경후	차이	변경전	변경후	차이
매출액	373	360	(3.6)	391	372	(4.6)
영업이익	40	38	(4.5)	50	50	(0.0)
영업이익률	*10.7*	*10.6*	*(0.1)*	*12.7*	*13.3*	*0.6*
세전이익	33	30	(7.1)	43	42	(1.6)
순이익	24	23	(5.1)	32	32	(1.6)

자료: 한국투자증권

<표 3> 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	76	99	104	88	78	103	105	74	333	366	360	372
영업이익	2	13	12	8	2	14	17	5	43	35	38	50
영업이익률(%)	*2.4*	*13.1*	*11.8*	*9.1*	*3.1*	*13.8*	*16.2*	*6.1*	*12.8*	*9.6*	*10.6*	*13.3*
순이익	0	9	8	5	0	10	11	2	28	21	23	32
증가율(% YoY)												
매출액	3.2	2.7	6.9	31.5	2.6	4.6	1.0	(16.1)	7.5	9.9	(1.8)	3.5
영업이익	(59.2)	(31.6)	(30.1)	346.4	31.0	10.1	39.0	(43.9)	4.2	(17.9)	8.9	30.0
순이익	(98.3)	(42.0)	(25.8)	1,496.6	1,075.6	12.8	39.7	(59.6)	14.3	(23.3)	8.3	36.3
증가율(% QoQ)												
매출액	12.5	30.7	4.9	(14.7)	(12.3)	33.2	1.3	(29.2)				
영업이익	0.6	615.3	(5.5)	(34.4)	(70.5)	501.1	19.3	(73.5)				
순이익	690.0	23,515.4	(6.7)	(39.4)	(91.2)	2,166.4	15.5	(82.5)				
컨센서스 추정 영업이익							17	5			40	50
차이(%)							(0.0)	(10.0)			(4.2)	(0.5)
KIS 추정 영업이익 변화(%)							(0.0)	0.0			(4.5)	(0.0)

자료: FnGuide, 한국투자증권

<표 4> 매출액과 영업이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	76	99	104	88	78	103	105	74	333	366	360	372
PET병(PET프리폼 포함)	47	62	66	54	52	65	65	44	209	229	227	233
아셉틱(카토캔 포함)	26	36	37	35	25	38	39	30	117	135	133	140
% YoY												
매출액	3.2	2.7	6.9	31.5	2.6	4.6	1.0	(16.1)	7.5	9.9	(1.8)	3.5
PET병(PET프리폼 포함)	3.3	2.4	7.0	32.6	10.6	4.8	(1.4)	(17.8)	2.3	9.8	(1.1)	2.6
아셉틱(카토캔 포함)	2.7	7.5	13.3	40.0	(3.5)	5.8	5.6	(13.4)	21.4	15.0	(1.0)	4.9

주: 사업부문의 재활용 및 기타 부문이 제외되어 전체 매출액과 각 사업부문의 합이 일치하지 않음
자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

국내 최초 PET병 및 PET재활용 공장을 설립하여 국내 유일 PET병 생산, 유통 및 재활용 단계를 아우르는 업체. 2014년 11월 사업전문성 제고와 경영 효율성 강화 목적으로 용기 및 재활용 사업부문을 삼양사에서 물적분할하여 설립. 2015년 7월 아셉시스글로벌(구 효성 패키징PU)과 합병 후 PET병 국내 절대적인 1위 사업자로 올라섬.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	103	94	158	195	190
현금성자산	25	17	55	85	73
매출채권및기타채권	60	57	73	78	83
재고자산	17	20	29	30	33
비유동자산	395	452	444	417	394
투자자산	0	0	5	5	5
유형자산	197	269	268	247	231
무형자산	181	179	174	167	161
자산총계	497	546	602	612	584
유동부채	78	68	107	156	111
매입채무및기타채무	44	50	88	88	95
단기차입금및단기사채	0	10	10	10	10
유동성장기부채	30	5	15	65	13
비유동부채	173	213	214	150	136
사채	0	50	50	0	0
장기차입금및금융부채	167	153	148	133	120
부채총계	252	281	321	306	248
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	59	79	95	119	150
자본총계	246	265	282	306	336

손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	333	366	360	372	391
매출원가	258	295	284	282	288
매출총이익	75	72	76	91	103
판매관리비	33	37	38	41	44
영업이익	43	35	38	50	59
금융수익	0	0	2	2	1
이자수익	0	0	0	1	1
금융비용	8	7	9	9	7
이자비용	8	7	8	8	7
기타영업외손익	1	(0)	(1)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	36	27	30	42	54
법인세비용	8	6	8	11	13
당기순이익	28	21	23	32	40
기타포괄이익	(0)	(2)	0	0	0
총포괄이익	28	20	23	32	40
EBITDA	67	58	70	79	86

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	54	43	68	54	66
당기순이익	28	21	23	32	40
유형자산감가상각비	22	21	29	27	24
무형자산상각비	2	2	2	2	2
자산부채변동	(3)	(7)	13	(6)	(1)
기타	5	6	1	(1)	1
투자활동현금흐름	(17)	(71)	(21)	(0)	(4)
유형자산투자	(16)	(70)	(28)	(6)	(8)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(1)	(0)	(5)	0	0
무형자산순증	0	0	3	4	4
기타	0	(1)	9	2	0
재무활동현금흐름	(30)	20	(1)	(22)	(75)
자본의증가	0	NM	0	0	0
차입금의순증	(30)	20	6	(15)	(65)
배당금지급	0	0	(7)	(7)	(10)
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	(8)	(2)	0
현금의증가	8	(8)	38	30	(13)

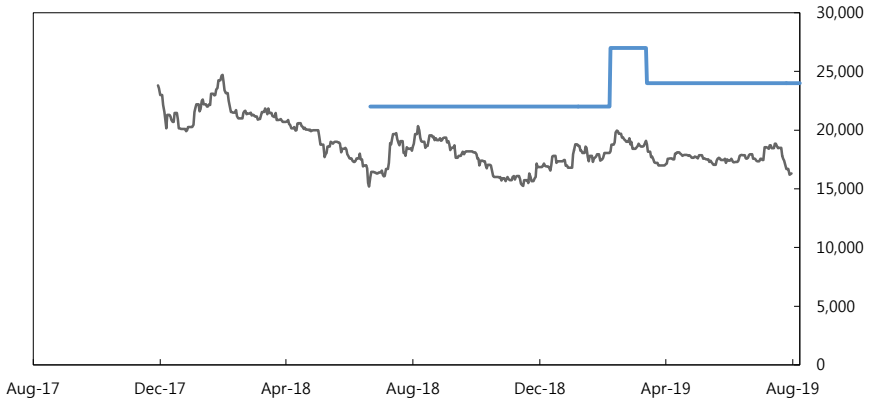
주: K-IFRS (개별) 기준

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,966	1,507	1,599	2,224	2,830
BPS	17,296	18,679	19,810	21,535	23,665
DPS	0	500	500	700	900
성장성(%, YoY)					
매출증가율	7.5	9.9	(1.8)	3.5	5.1
영업이익증가율	4.1	(17.9)	8.9	30.0	19.8
순이익증가율	15.4	(23.3)	6.1	39.1	27.2
EPS증가율	15.4	(23.3)	6.1	39.1	27.2
EBITDA증가율	0.4	(13.7)	20.2	13.0	9.0
수익성(%)					
영업이익률	12.8	9.6	10.6	13.3	15.2
순이익률	8.4	5.8	6.3	8.5	10.3
EBITDA Margin	20.1	15.8	19.3	21.1	21.9
ROA	5.6	4.1	4.0	5.2	6.7
ROE	12.0	8.4	8.3	10.8	12.5
배당수익률	0.0	3.0	3.1	4.3	5.5
배당성향	0.0	33.2	31.3	31.5	31.8
안정성					
순차입금(십억원)	171	200	168	122	70
차입금/자본총계비율(%)	80.0	82.0	79.3	68.0	42.6
Valuation(X)					
PER	10.3	11.1	10.2	7.3	5.8
PBR	1.2	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	6.8	7.6	5.7	4.5	3.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
삼양패키징 (272550)	2018.06.21	매수	22,000원	-20.3	-7.5
	2019.02.07	매수	27,000원	-29.4	-26.1
	2019.03.14	매수	24,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 8월 1일 현재 삼양패키징 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 삼양패키징 발행주식의 유가증권(코스닥)시장 상장을 위한 대표 주관업무를 수행한 증권사입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2019. 6. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
82.5%	17.5%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.