

삼양패키징(272550)

담보된 성장

3분기에 판가 인상으로 모멘텀 부활

주가 조정을 매수 기회로 활용할 것을 권고한다. 앞선 두 분기 연속 실적이 전년동기대비 감익되었고 2018년 2분기 역시 부진한 실적이 예상되어 주가 하락으로 이어졌다. 2017년 전체 매출의 63%를 차지한 PET 패키징 부문이 유가 상승에 따른 원재료 비용 증가와 겨울철 비수기 영향으로 타격 받았기 때문이다. 그러나 3분기에 제품가격이 인상되며 모멘텀이 되살아날 전망이다. 제품구성이 개선되면서 이익 구조도 완전히 재편될 것이다.

탄탄한 펀더멘털

삼양패키징의 PET 패키징 사업은 주요 원재료인 PET 가격 변동에 중장기적으로 거의 영향 받지 않는다. 원재료 가격이 특정 수준을 웃돌거나 밀돌 경우 이를 그대로 반영해 매분기 계약가격을 재조정하기 때문이다. 또한 국내 시장에서 지배적인 점유율로 꾸준히 성장하는 음료 시장의 수혜를 누리고 있다. 실제로 삼양패키징의 PET 패키징 사업은 매크로 요인보다는 국내 음료 수요에 더욱 밀접하게 연동된다.

제품 구성 개선으로 이익 구조 재편

아셉틱(aseptic, 무균충전) 음료와 카토캔(Cartocan, 종이 소재 용기) 음료 사업의 2017년 매출 비중은 35%에 불과했다. 그러나 수익성이 좋아 영업 이익 기여도는 이미 전사업부 가운데 최고 수준이다. 신규 아셉틱 및 카토캔 라인은 각각 2018년 하반기와 2019년에 가동될 전망이다. 완전 가동에 소요되는 기간을 보수적으로 가정해도 고마진 제품 생산 비중 확대에 2018년 대비 영업이익 증가율은 2020년 45%, 2022년 98%에 이를 전망이다.

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	310	333	356	378	397
영업이익(십억원)	41	43	42	51	61
세전이익(십억원)	31	36	35	44	55
순이익(십억원)	24	28	27	34	42
EBITDA(십억원)	67	67	66	76	87
순차입금(십억원)	208	171	156	132	80
영업이익률(%)	13.2	12.8	11.9	13.6	15.4
ROE(%)	11.9	12.0	10.4	11.8	13.2
배당수익률(%)	-	-	-	3.6	5.4
EPS(원)	1,704	1,966	1,894	2,399	2,976
(EPS 증가율, %)	1,091.6	15.4	(3.7)	26.7	24.0
BPS(원)	15,343	17,296	19,118	21,431	23,728
DPS(원)	0	0	0	576	858
PER(x)	NM	10.3	8.4	6.7	5.4
PBR(x)	NM	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(x)	3.1	6.9	5.8	4.7	3.5

매수(신규)

목표주가: 22,000원

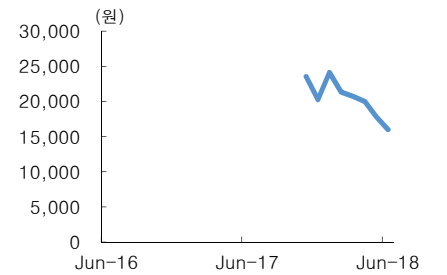
Stock Data

KOSPI(6/21)	2,338
주가(6/21)	16,000
시가총액(십억원)	227
발행주식수(백만)	14
52주 최고/최저가(원)	24,700/15,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	757
유동주식비율/외국인지분율(%)	27.2/12.0
주요주주(%)	삼양사 51.0
	스탠다드차타드 프라이빗에쿼티 9.2
	코리아 제삼호 사모투자전문회사

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(15.6)	(20.4)	-
KOSPI 대비(%p)	(10.4)	(16.6)	-

주가추이



자료: WISEfn

이도연

dy.daniel.lee@truefriend.com

Contents

I. Investment Highlight	2

II. 시장 선도업체	3

1. 아셉틱 음료 시장을 선도	
2. 국내 유일의 카토캔 업체	
3. 견조한 PET 패키징 사업	
III. 이익 전망	7

IV. 밸류에이션	9

V. 위험 요인	11

기업개요 및 용어해설	11

리포트 작성 목적

- PET 패키징 및 아셉틱 음료 사업 분석
- 이익전망 및 신제품 라인업 영향 전망
- EV/EBITDA 및 DCF 밸류에이션 기준 적정가격 분석

I. Investment Highlight

주가 하락은 매수 기회

삼양패키징에 대해 분석을 개시하며 투자의견 매수, 목표주가는 석유화학업체 평균 2018년 EV/EBITDA (7.6배)를 적용한 22,000원을 제시한다. 삼양패키징 주가는 2017년 11월 상장 이후 조정 받고 있는데, 이는 모멘텀이 없는 상황에서 일시적으로 마진이 하락한 것이 주요 원인이다. 최근 주가 하락을 매수 기회로 활용할 것을 권고한다. 탄탄한 이익 구조가 뒷받침하고 제품 믹스가 크게 개선되면서 하반기부터 이익 모멘텀이 살아날 것이다.

PET 패키징 마진, 3분기부터 정상화

2015년 7월, PET 패키징 부문 국내 1, 2위를 다투던 효성의 PET 패키징 사업부와 삼양패키징이 합병했고 이후 삼양패키징은 국내 PET 패키징 시장에서 지배적인 위치에 올랐다. PET 패키징 시장에서 50%가 넘는 점유율을 확보해 원재료 가격 전가가 용이할 뿐만 아니라, 선두업체로서 국내 음료 시장의 꾸준한 성장세에서 수혜를 누리고 있다. 유가가 상승하며 2분기 연속 마진 하락을 경험했지만 회사가 7월부터 PET 패키징 가격을 인상할 것으로 보여 3분기부터 마진 정상화가 예상된다.

제품 구성 개선으로 신성장 동력 확보

고마진 제품 생산을 위한 설비투자는 2018년 하반기부터 2019년까지 순차적으로 완료될 전망이다. 삼양패키징은 아셉틱 음료와 카토켄 부문에서 국내 선도업체이자 독점 사업자다. 아셉틱 음료 및 카토켄의 합산 매출 비중은 2018년 35%에서 2019년 37%로 확대될 전망이다. 2022년 신규 설비가 완전(100%) 가동되면 동 부문의 매출 비중은 꾸준히 상승하여 총 영업이익률은 2018년 12%에서 2022년 19%로 향상될 것으로 예상된다.

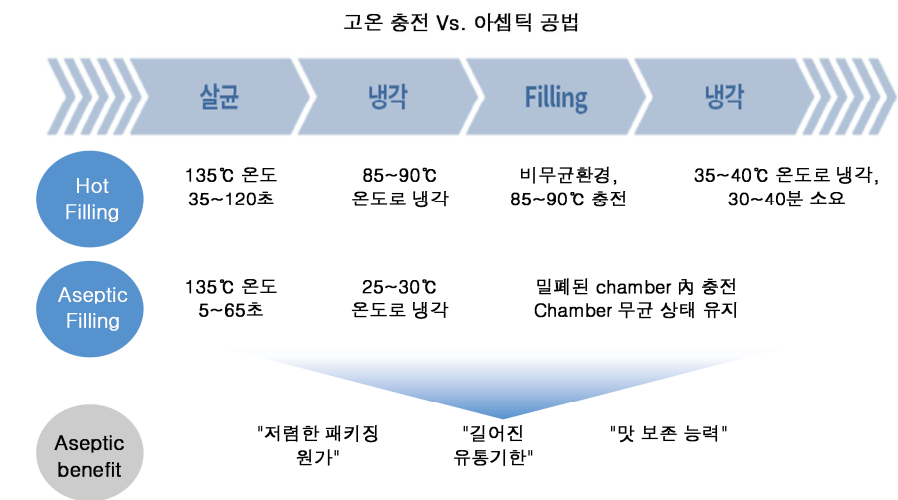
II. 시장 선도 업체

1. 아셉틱 음료 시장을 선도

영업이익 기여도
최대 사업부

아셉틱 음료 부문의 2017년 매출 기여도는 35%로 PET 패키징에 이어 두 번째로 높았다. 그러나 영업이익 기여도는 이미 전사업부 가운데 최고 수준으로 이는 높은 영업이익률 덕분이다. 삼양패키징은 고온충전(hot filling) 방식 대신 무균화된 용기에 음료를 충전하는 아셉틱 공법을 2007년 국내 최초로 도입했다. 무균충전 방식은 고객사 입장에서 고온충전 방식 대비 비용 부담이 적는데다 음료의 맛을 유지하고 유통기한을 연장하는 데도 유리하기 때문에 고온충전 시장을 빠르게 대체하며 연평균 12% 성장세를 기록 중이다. 삼양패키징은 PET 패키징 전문 업체 가운데 국내에서 유일하게 아셉틱 공법을 채택하고 있으며, 음료 업체의 자체 PET 패키징을 포함한 국내 시장점유율은 83%에 이른다.

[그림 1] 아셉틱 공법은 고온충전 방식을 빠르게 대체하며 성장



자료: 삼양패키징, 한국투자증권

4호 라인 연말 완공

삼양패키징은 2018년 말까지 4호 아셉틱 라인 증설을 마치고 2019년 2분기부터 본격적인 상업생산에 들어갈 계획이다. 100% 가동에 돌입할 경우 전체 아셉틱 음료 판매 규모는 30% 가까이 확대될 전망이다. 우리는 4호 라인의 완전 가동 시기를 2022년으로 보수적으로 가정했지만 그 시기가 앞당겨질 가능성도 고려해야 한다. 현재 국내 시장에서 아셉틱 공급은 수요를 충족하지 못하는 상태이고, 삼양패키징이 최근 인도네시아 등 해외 시장 진출을 시작했기 때문이다.

2. 국내 유일의 카토캔 업체

고마진 제품 영역 확대

삼양패키징은 아셉틱 공법과 마찬가지로 카토캔의 국내 사업권을 독점 확보해 올해 6~7월에 첫 선을 보일 예정이며, 카토캔 기술로 친환경 컨셉의 프리미엄 음료 시장을 공략할 계획이다. 카토캔은 아셉틱 방식을 활용하는 만큼 최소한 아셉틱 음료 수준의 높은 수익성이 기대된다.

[그림 2] 카토캔 타겟팅은 프리미엄 음료 시장

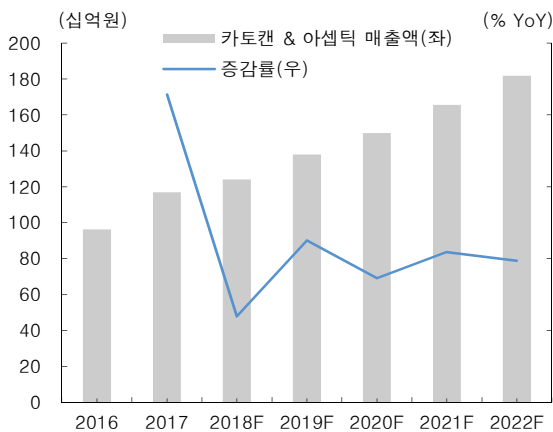


자료: 삼양패키징, 한국투자증권

고마진 제품 매출비중 2022년부터 40% 상회 전망

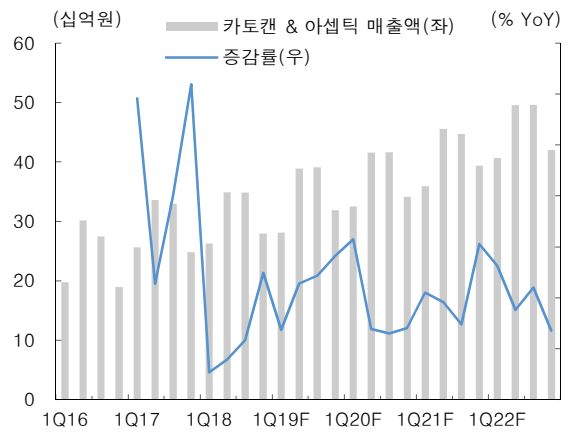
카토캔 1호 생산라인이 이미 완공됨에 따라 삼양패키징은 올 여름부터 음료 업체들과 제품 마케팅에 나설 예정이다. 1호 라인 가동률은 2018년 4분기 25%를 기록한 후 2022년에 100%에 이를 것으로 보이며 2호 라인 가동 시기는 2019년 2분기로 예상된다. 아셉틱 4호 라인까지 감안하면 카토캔 및 아셉틱 합산 매출은 2018년 대비 2020년 20%, 2022년 47% 증가할 전망이다. 잇따른 증설에 힘입어 합산 매출 비중 역시 2022년부터 40%를 넘어설 것이다.

[그림 3] 아셉틱 신규 라인 순차적으로 가동 예정



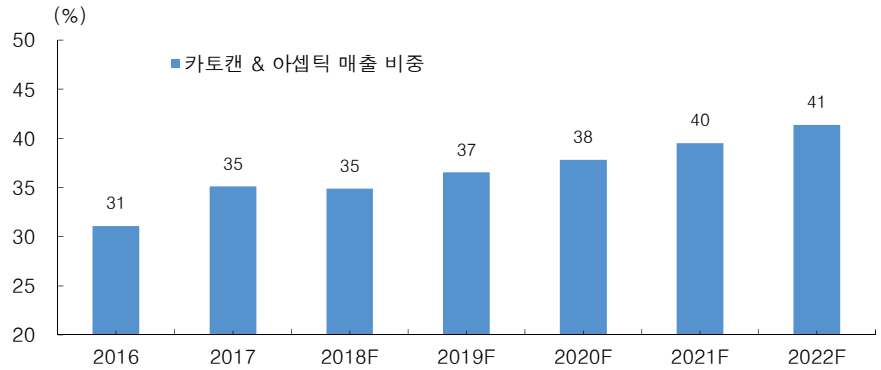
자료: 삼양패키징, 한국투자증권

[그림 4] 카토캔은 아셉틱 공법의 신성장 동력



자료: 삼양패키징, 한국투자증권

[그림 5] 개선되는 카토캔 및 아셉틱 합산 매출 비중



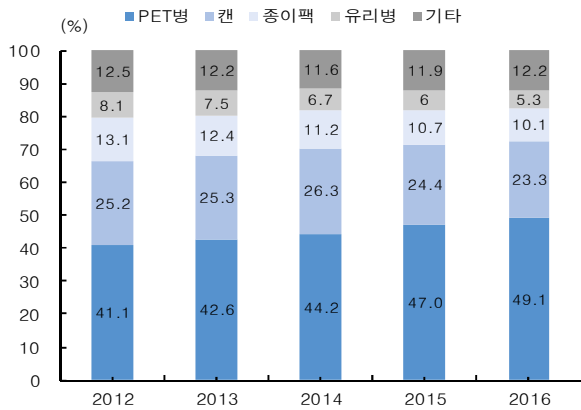
자료: 삼양패키징, 한국투자증권

3. 견조한 PET 패키징 사업

PET 패키징 업계의
선두주자

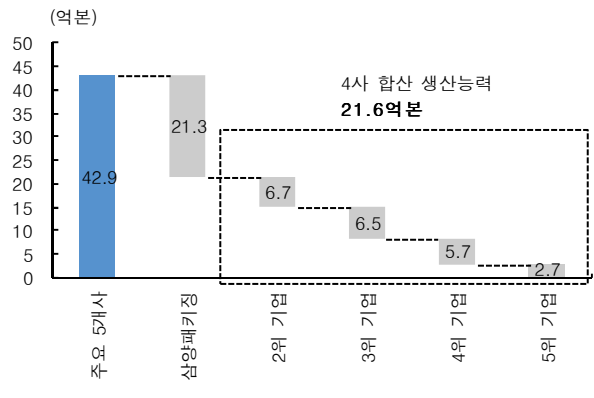
PET병이 기타 포장용기를 대체하면서 국내 PET 패키징 시장은 연평균 5% 성장하며 음료 시장의 성장세를 앞지르고 있다. 이처럼 안정적인 업황 가운데 삼양 패키징은 PET병 전문제조업체 기준 58%에 이르는 국내 시장점유율을 확보했다. 음료 업체의 자체 PET 패키징을 감안한 국내 시장점유율도 38%로 업계 1위다.

[그림 6] 국내 음료시장 내 포장용기 비중 변화



자료: 삼양패키징, 한국투자증권

[그림 7] 국내 주요 경쟁사 생산능력

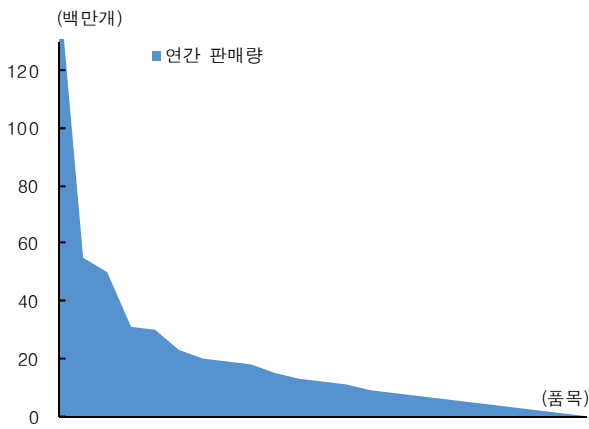


자료: 삼양패키징, 한국투자증권

PET 패키징 중기적으로 원
재료 가격 변동에 영향 없어

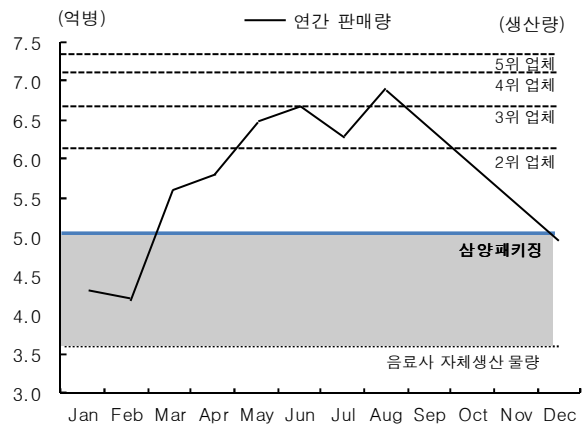
삼양패키징은 강력한 규모의 경제 효과로 국내 시장에서 유리한 고지를 선점했다. 음료 업체들은 앞다투어 새로운 제품을 출시하지만 대부분 제품 수명이 짧아 전망이 불확실하다. 그러나 차별화된 계절성을 동반한 음료 업체는 전반적으로 꾸준한 성장세를 보이고 있다. 이에 음료 제조사들은 불가피하게 패키징 공정을 위탁하고 있다. 현재 국내에서는 삼양패키징을 제외하면 대량 PET 패키징 공정을 믿고 맡길만한 전문업체가 없는 상황이다. 따라서 삼양패키징은 업계 1위 벤더 및 PET 패키징 위탁업체로서의 지위를 유지할 수 있을 전망이다. 또한 삼양패키징은 원재료 가격 변동 시 매 분기 계약가격에 이를 반영할 수 있는 가격협상력을 갖추고 있다.

[그림 8] 국내 음료 제품별 연간 판매량



주: 품목은 개별 음료 제품
 자료: 삼양패키징, 한국투자증권

[그림 9] 국내 PET 음료 시장: 계절성 vs. 생산능력



자료: 산업자료, 한국투자증권

III. 이익전망

2018년 영업이익은 다소 정체될 전망

2018년 영업이익은 전년대비 1% 감소할 전망이다. 1분기까지의 원재료 가격 상승이 제품가격 인상으로 이어질 만큼 충분하지 못했기 때문이다. 원재료 가격이 최근 제품 가격 조정 이후 다시 특정 수준을 웃돌거나 밀돌 경우, 이를 반영해 매 분기 초마다 기간계약가격이 재조정된다.

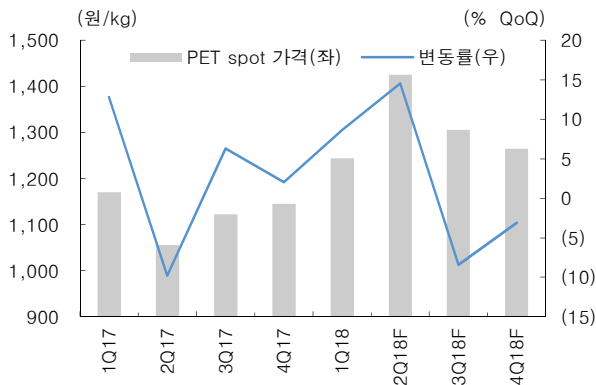
2017년 4분기 및 2018년 1분기 실적 부진의 원인은 유가 급등과 계절적 비수기

유가 급등에 따라 주요 원재료인 PET 가격은 2017년 4분기에 전분기대비 2% 상승한 데 이어 2018년 1분기에는 9% 상승했다. 원재료 가격 상승이 PET 패키징 가격 인상으로 이어지려면 일정 수준에 도달해야 하지만 요건을 충족하지 못해 마진 하락이 불가피했다. 또한 겨울철인 4분기와 1분기는 음료 시장의 비수기여서 매출은 크게 감소하고 고정비가 증가한다. 결국 원재료 가격 상승과 계절적 수요 약세가 겹치면서 2017년 11월 상장 이후 2분기 연속 이익이 감소했다. 상장 이후 이어진 주가 약세는 바로 이 때문이다.

원재료 가격 상승으로 2018년 2분기까지 실적 부진

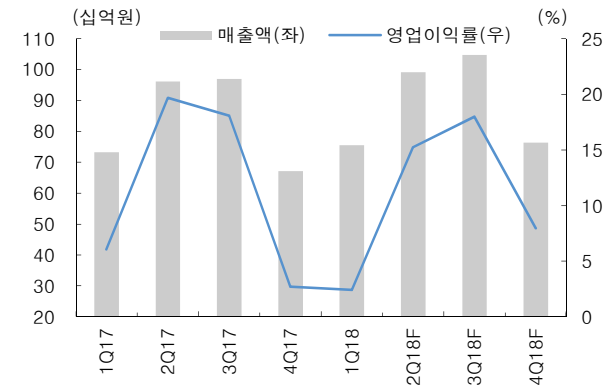
음료 시장 성수기 영향으로 2018년 2분기 영업이익은 전분기대비 741% 증가하겠지만 원재료 가격 급등에 따라 전년동기대비 20% 감소할 전망이다. 2분기 PET 패키징 가격은 앞선 두 분기와 동일한 수준을 유지한 반면 원재료인 PET 가격은 2분기 누적 평균 기준 전분기대비 15% 상승했다.

[그림 10] PET spot 가격은 2분기에 정점 기록할 전망



자료: 삼양패키징, 한국투자증권

[그림 11] 3분기부터 마진 정상화

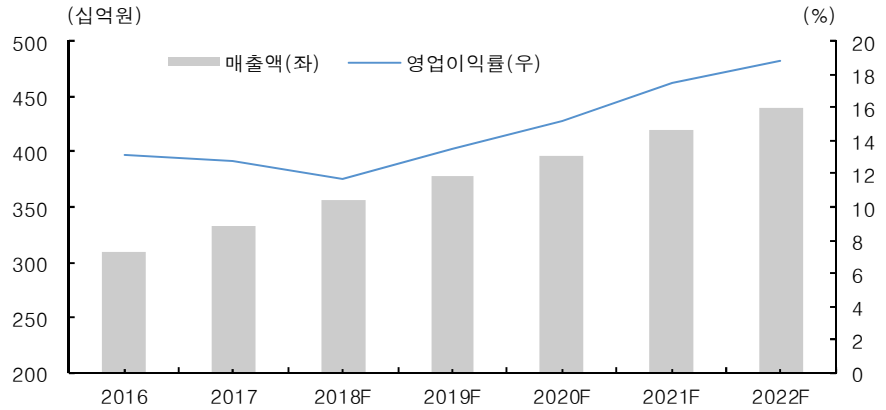


자료: 삼양패키징, 한국투자증권

2018년 3분기부터 이익 모멘텀 회복 전망

앞선 세 분기 동안 누적된 원재료 가격 상승분은 3분기 PET 패키징 가격에 반영될 것이다. PET 가격이 계약에 명시된 상한선을 분명히 넘어선 것으로 보이기 때문이다. 이에 3분기 영업이익은 전분기대비 25%, 전년동기대비 9% 증가해 정상화될 것으로 예상된다. 또한 유가 하락에 따라 PET 가격이 하락하지만 계약상 하한선 위에서 유지되며 PET 패키징 가격 결정에 영향을 미치지 않을 경우 하반기 수익률 개선 가능성도 완전히 배제할 수 없다. 아셉틱 음료와 카토크 등 새로운 고수익 제품 생산라인이 연이어 가동을 시작하며 2020년, 2022년 영업이익은 각각 610억원, 830억원을 기록해 2018년 대비 45%, 98% 증가할 전망이다.

[그림 12] 신규 생산능력과 향상되는 제품 믹스 비중으로 영업이익 증가할 전망



자료: 삼양패키징, 한국투자증권

<표 1> 매출액과 영업이익 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	73	96	97	67	76	99	105	77	333	356	378
PET병(PET프리폼 포함)	46	61	62	40	47	62	68	47	209	225	233
아설텍(카토캔 포함)	26	34	33	25	26	35	35	28	117	124	138
YoY(%)											
매출액	9.7	5.0	11.1	4.0	3.2	3.2	8.3	13.9	7.5	6.8	6.2
PET병(PET프리폼 포함)	4.0	3.0	7.5	(7.2)	3.3	2.9	9.9	15.5	2.3	7.5	3.6
아설텍(카토캔 포함)	29.6	11.4	20.0	30.9	2.7	3.9	5.8	12.4	21.4	6.0	11.2
영업이익	4	19	18	2	2	15	19	6	43	42	51
영업이익률(%)	6.1	19.7	18.1	2.7	2.4	15.2	17.9	7.9	12.8	11.7	13.5
영업이익 QoQ(%)	(22.7)	326.8	(7.4)	(89.7)	0.6	740.8	25.4	(67.2)			
영업이익 YoY(%)	479.6	5.0	6.6	(68.6)	(59.2)	(19.6)	8.9	248.1	4.2	(0.7)	20.1

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

자료: 한국투자증권

IV. 밸류에이션

2022년 주당 적정가치,
59,000원까지 상승 전망

우리의 목표주가는 석유화학 업체 평균인 2018년 EV/EBITDA 7.6배를 적용하여 산출했다. 삼양패키징은 유가 변동에 비교적 덜 민감하다. 또한 음료 수요가 안정적으로 증가하는 가운데 과점 시장의 지배적 선두업체로서 수혜가 예상된다. 이를 감안할 때 우리의 목표주가는 보수적인 수준이다. 아셈텍 음료 및 카토캔 생산 라인 증설 등 신규 동력에 따른 EBITDA 증가 가능성도 프리미엄 요인이다. 삼양패키징의 향후 2~4년 연평균 EBITDA 증가율은 15% 수준으로 석유화학업체의 향후 2년 연평균 EBITDA 증가율(5%)을 상회할 전망이다.

<표 2> 석유화학업체 EBITDA 성장 및 EV/EBITDA

(단위: %, x)

	2017~2019		2018
	연평균 EBITDA	증가율	EV/EBITDA
금호석유		19.6	5.9
SINOPEC		10.9	3.7
OCI		8.7	4.6
Eastman		7.4	9.1
Petrochina		7.2	5.7
Mitsui Chem		4.9	6.2
LG화학		4.5	5.9
Formosa Plastics		4.1	19.4
PTT Chem		3.9	6.0
한화케미칼		2.3	3.2
호남석유화학		1.3	2.6
Formosa		0.5	11.5
Nan Ya Plastics		(5.8)	14.6
평균		5.3	7.6

주: 6월 18일 종가 기준
자료: 한국투자증권

아셈텍 음료 및 카토캔 신규 라인이 2022년에 100% 가동될 경우 동일한 EV/EBITDA 배수를 적용한 주당 적정가치는 59,000원으로 상승한다.

<표 3> 주당 적정가치는 신규 증설라인으로 상승할 것

(단위: 십억원)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F
EBITDA	65.6	76.4	87.1	97.2	105.9
수정 EV/EBITDA(배)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
사업가치	496.0	577.8	658.5	735.0	800.5
투자유가증권	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총자산가치	496.1	577.8	658.6	735.1	800.5
순부채	164.5	135.6	79.6	(11.1)	(74.7)
순자산가치	331.5	442.2	578.9	746.2	875.2
비지배주주 지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
발행주식수(천주)	14,790	14,790	14,790	14,790	14,790
주당 적정가치(원)	22,416	29,896	39,143	50,451	59,174
적정주가(원)	22,000				

자료: 한국투자증권

**Bear case 의 경우에도
DCF방식으로 산출한 적정
가치는 여전히 우리 목표
주가 대비 32% 높아**

신규 카토크 및 아셉틱 음료 사업이 본격화되면 안정적인 음료 시장의 특성상 현금흐름할인(DCF) 방식을 이용한 가치 평가가 더욱 적절할 것이다. 영업이익률이 2027년 6%로 급락하고 과점적 지위도 유지하지 못한다는 bear case를 가정한 밸류에이션으로도 주당적정가치는 29,000원으로 산출된다. 우리의 목표주가 22,000원은 충분히 보수적이다.

<표 4> Bear-case를 가정한 DCF 모델

(단위: 십억원)

	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	333	356	378	397	420	440	456	468	477	483	488
(% YoY)		6.8%	6.2%	5.0%	5.7%	4.9%	3.6%	2.6%	1.9%	1.4%	1.0%
매출총이익	75	81	94	106	121	133	110	91	74	60	49
매출총이익률(%)	22.6%	22.8%	24.8%	26.6%	28.8%	30.1%	24.2%	19.4%	15.6%	12.5%	10.0%
EBIT	43	42	51	61	74	83	69	57	46	38	30
영업이익률(%)	12.8%	11.9%	13.6%	15.4%	17.6%	19.0%	15.2%	12.1%	9.7%	7.8%	6.2%
EBIT 기준 법인세	8	9	11	14	17	20	14	11	9	8	6
NOPLAT	34	34	40	47	57	63	55	45	37	30	24
NOPLAT 이익률(%)	10.3%	9.4%	10.7%	11.9%	13.5%	14.4%	12.1%	9.7%	7.8%	6.2%	5.0%
감가상각비	24	23	25	26	23	22	22	22	22	22	22
총현금흐름(GCF)	59	57	65	73	80	86	78	68	59	52	47
순운전자본 증감	2	(3)	2	3	(46)	0	0	0	0	0	0
설비투자	16	48	32	6	8	8	8	10	12	14	16
총투자자금	18	45	34	9	(38)	8	8	10	12	14	16
현금흐름	77	102	100	82	42	94	86	78	71	66	63
영구가치											144
잔여기간(년)		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
WACC(%)	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
할인계수	1.00	1.12	1.26	1.41	1.59	1.78	2.00	2.25	2.52	2.83	3.18
잉여현금흐름의 현재가치(PV)	77	91	79	58	27	53	43	35	28	23	20
할인 PVFCF		456									
영구가치의 현재가치											144
순현금		(166)									
총주식가치		434									
(주식 수, 완전희석기준)		15									
적정주가		29,000									

WACC	12.30%
총부채(십억원)	200
총자기자본(십억원)	574
총자본 = (Vd+Ve)	774
가중부채 - Vd/(Vd+Ve)	25.9%
가중자기자본 - Ve/(Vd+Ve)	74.1%
법인세율	25.0%
부채비용(세후)	2.8%
자기자본비용	15.6%

CAPM	
베타 vs. KOSPI	1.2
무위험이자율(Rf)	2.2%
기대수익률(Rm)	13.1%
주식위험프리미엄(Rm-Rf)	10.9%
할인율(R) = Rf + (Rm-Rf)*B	15.6%

주: 기대수익률과 주식위험프리미엄은 Bloomberg 자료: 한국투자증권

영구가치(terminal value) 산출	
FCF(terminal year)	18
WACC	12.3%
영구성장률	0.0%
영구가치	144

V. 위협요인

유가 상승에 따른 실적 변동성 확대

원재료인 PET 가격의 상승폭이 판가인상으로 이어지는 계약상 상한선을 상회하지 못할 경우 2017년 4분기부터 이어진 실적 부진은 2분기 이후에도 발생할 수 있다. 그러나 미국과 OPEC의 원유 생산량이 증가할 전망이고 WTI 선물 곡선은 여전히 백워드이션 상태이다. 향후 PET 가격은 하향 안정화될 가능성이 높다.

기업개요 및 용어해설

■ 기업개요

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.

■ 용어해설

- 아셉틱(Aseptic) 공법: 음료무균충전 방식의 공법. PET병과 병마개가 무균 상태로 제조되며 초고온 순간멸균으로 영양소 파괴 최소화, PET 중량 감소 효과 및 탄소 배출 감소에 기여
- PET: PET병과 PET 프리폼의 원료
- PET병: 플라스틱을 주 원료로 사용하며, 주로 물, 탄산음료, 기름 등 액체를 담는 병
- PET 프리폼: PET 칩을 녹여 최종 PET용기 제조 위해 사출 성형한 반제품
- 카토캔: 친환경 음료 보관 용기

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	90	103	157	170	226
현금성자산	17	25	76	84	136
매출채권및기타채권	58	60	62	66	69
재고자산	13	17	18	19	20
비유동자산	402	395	404	408	382
투자자산	1	2	5	5	5
유형자산	203	197	225	234	216
무형자산	183	181	176	169	163
자산총계	492	497	574	591	621
유동부채	73	78	95	78	76
매입채무및기타채무	39	44	59	58	56
단기차입금및단기사채	8	0	0	0	0
유동성장기부채	22	30	31	16	16
비유동부채	200	173	207	207	207
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	196	167	200	200	200
부채총계	274	252	302	285	283
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본	(0)	0	0	0	0
이익잉여금	31	59	85	118	151
자본총계	218	246	272	305	337

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	52	54	63	53	63
당기순이익	24	28	27	34	42
유형자산감가상각비	24	22	21	23	24
무형자산상각비	2	2	2	2	2
자산부채변동	(6)	(3)	12	(6)	(5)
기타	8	5	1	0	0
투자활동현금흐름	(8)	(17)	(46)	(29)	(0)
유형자산투자	(8)	(16)	(48)	(32)	(6)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(0)	(1)	(3)	(0)	(0)
무형자산순증	0	0	3	4	4
기타	0	0	2	(1)	2
재무활동현금흐름	(29)	(30)	34	(17)	(9)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(29)	(30)	35	(16)	0
배당금지급	0	0	0	0	(8)
기타	0	0	(1)	(1)	(1)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	15	8	50	7	53

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

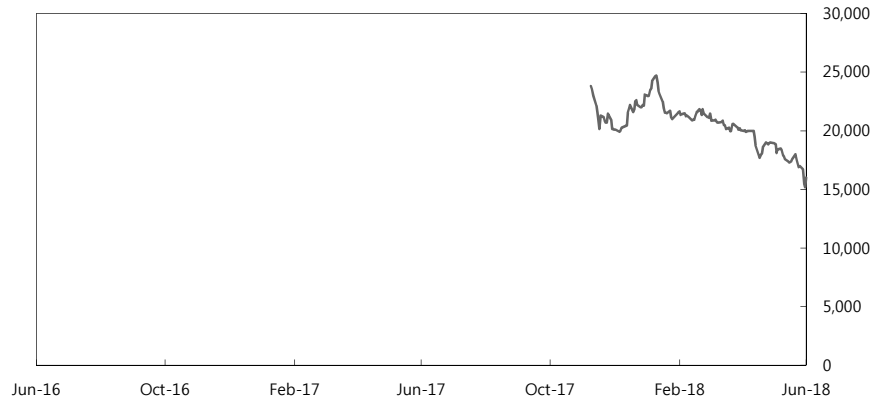
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	310	333	356	378	397
매출원가	238	258	275	284	292
매출총이익	72	75	81	94	106
판매관리비	31	33	39	42	45
영업이익	41	43	42	51	61
금융수익	0	0	1	1	2
이자수익	0	0	1	1	2
금융비용	10	8	9	9	8
이자비용	10	8	8	9	8
기타영업외손익	0	1	(0)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	31	36	35	44	55
법인세비용	7	8	8	10	12
당기순이익	24	28	27	34	42
기타포괄이익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	24	28	27	34	42
EBITDA	67	67	66	76	87

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,704	1,966	1,894	2,399	2,976
BPS	15,343	17,296	19,118	21,431	23,728
DPS	0	0	0	576	858
성장성(% YoY)					
매출증가율	61.6	7.5	6.8	6.2	5.0
영업이익증가율	532.1	4.1	(0.7)	21.5	18.6
순이익증가율	1,470.0	15.4	(3.7)	26.7	24.0
EPS증가율	1,091.6	15.4	(3.7)	26.7	24.0
EBITDA증가율	126.0	0.4	(2.2)	16.5	14.0
수익성(%)					
영업이익률	13.2	12.8	11.9	13.6	15.4
순이익률	7.8	8.4	7.6	9.0	10.6
EBITDA Margin	21.6	20.1	18.4	20.2	21.9
ROA	5.0	5.6	5.0	5.9	7.0
ROE	11.9	12.0	10.4	11.8	13.2
배당수익률	-	-	-	3.6	5.4
배당성향	0.0	0.0	0.0	24.0	28.8
안정성					
순차입금(십억원)	208	171	156	132	80
차입금/자본총계비율(%)	103.5	80.0	85.1	70.8	64.0
Valuation(X)					
PER	NM	10.3	8.4	6.7	5.4
PBR	NM	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.1	6.9	5.8	4.7	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	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 6월 21일 현재 삼양패키징 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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
- 중립 : 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 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.