

삼양패키징 (272550)

2019년, 원가하향의 수혜를 누릴 성장시장의 독과점적 사업자

PET 용기 산업의 압도적인 절대 강자

삼양패키징은 PET 용기 산업의 국내 1위 사업자이다. 특히, 시장규모가 YoY +12% 성장하고 OPM 14% 이상으로 추정되는 아셉틱(Aseptic) 음료 국내 OEM 시장을 독점하고 있다. 또한 PET Packaging OEM 사업에서도 국내 시장점유율 50% 이상을 유지하고 있으며 OPM은 8~9%으로 추정된다. 2018년은 PET Chip 급등분에 대한 평가 전가의 시차효과로 실적은 다소 부진하였으나, 본질적인 기업 역량은 변함이 없고 꾸준한 Capex 투자로 오히려 국내 독점적 경쟁력은 높아지고 있다. 2019년 실적은 2018년 기저효과를 바탕으로 YoY +81.5% 증익된 524억원의 영업이익을 기록하며 완전한 실적 개선세를 확인할 수 있을 것으로 전망한다.

2019~20년, 대규모 PX 증설에 따른 원가부담 큰 폭 경감

PET 용기의 최초 원재료인 PX의 글로벌 설비규모는 향후 3년간 약 30%가 증설될 전망이다. 이에 따라, PX-PTA-PET Chip 등 관련 업스트림 원재료의 가격은 동반 하락할 가능성이 높다. 2018년 PET Chip 가격 상승에 따라 실적이 다소 악화된 것과는 대조적으로, 2019~20년에는 원재료 부담이 완화되면서 평가-PET Chip 스프레드는 확대될 것이다. PX 대규모 증설 및 가격안정화에 따른 원가 부담 경감의 대표적인 수혜주라 판단한다.

2019년부터 본격적인 실적 턴어라운드 전망. Upside 45%

삼양패키징에 대해 투자이견 BUY, 목표주가 26,000원으로 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 EPS에 Target PER 11배를 적용하여 산정하였다. PET 가격이 안정화된다면 2019년에는 2016~17년에 기록했던 12~15% 영업이익률을 충분히 달성 가능하다고 판단한다. Target Multiple PER 11배는 정상적 영업환경을 보였던 2017년 PER 10.3배, 경쟁사인 동원시스템즈의 12M Fwd 기준 PER 15배를 고려해 적용했다. 1) 2019년 큰 폭의 증익 기대 2) 고성장하는 산업을 독과점적으로 지배하고 있다는 점을 감안하면 PER 11배는 적절한 Target Multiple로 판단된다.

Initiation

BUY(신규)

| TP(12M): 26,000원 | CP(1월 2일): 17,950원

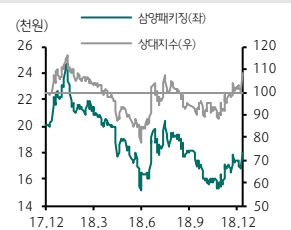
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,010.00	
52주 최고/최저(원)	24,700/15,200	
시가총액(십억원)	255.1	
시가총액비중(%)	0.02	
발행주식수(천주)	14,209.8	
60일 평균 거래량(천주)	32.9	
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6	
18년 배당금(예상, 원)	250	
18년 배당수익률(예상, %)	1.49	
외국인지분율(%)	9.97	
주요주주 지분율(%)	삼양사 외 1인 52.86	
SC PE 3호	9.16	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	6.5	8.5 (12.2)
상대	11.1	22.6 8.3

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	359.0	372.0
영업이익(십억원)	34.0	48.0
순이익(십억원)	21.0	31.0
EPS(원)	1,478	2,182
BPS(원)	18,719	20,549

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	310.1	333.4	349.1	364.6	382.3
영업이익	십억원	41.0	42.7	28.9	52.4	54.6
세전이익	십억원	31.3	36.1	21.1	44.2	46.5
순이익	십억원	24.2	27.9	15.9	33.9	35.6
EPS	원	1,704	1,966	1,118	2,385	2,506
증감률	%	1,091.6	15.4	(43.1)	113.3	5.1
PER	배	N/A	10.30	15.02	7.53	7.16
PBR	배	N/A	1.17	0.92	0.90	0.81
EV/EBITDA	배	N/A	6.84	7.12	4.92	4.48
ROE	%	11.92	12.05	6.31	12.48	11.90
BPS	원	15,343	17,296	18,164	20,049	22,055
DPS	원	0	0	250	500	500



Analyst **윤재성**
02-3771-7567
js.yoon@hanafin.com

RA **김정연**
02-3771-7617
jeonghyeon.kim@hanafin.com

1. 고성장하는 아셉틱 음료 사업에서 국내 독과점

1) 아셉틱(Aseptic) 음료 사업이란?






삼양패키징은 PET Packaging과 Aseptic 사업으로 나뉨

삼양패키징은 PET Chip을 외부 구매한 후 고객의 요구에 따라 금형에 넣고 원하는 모양의 PET 용기를 생산하는 사업을 영위하고 있다. 매출부문은 크게 PET Packaging과 Aseptic 음료 부문으로 나눌 수 있다. PET Packaging/Aseptic 음료 사업의 매출비중은 각각 67%/33%이고 이익 비중은 각각 50%/50%로 추정된다.

아셉틱 사업의 우수성

아셉틱(Aseptic) 방식은 PET 용기에 내용물을 충전하는 방법 중 하나이며 부패/변질 위험이 높은 음료를 충전하는데 사용된다. PET Packaging 방식과 가장 큰 차이점은 PET Packaging 사업이 PET 병을 공병의 형태로 고객사에 납품하는 반면, 아셉틱 음료 부문은 음료 충전 과정까지 내재화한 사업 모델이다. 방식은 135°C의 초고온에서 순간적으로 살균하며 밀폐된 무균 Chamber 내에서 내용물을 충전한다. 유사한 살균 공정을 거치는 Hot Filling(내열 PET) 방식보다 상대적으로 짧은 고온처리 과정을 거치기 때문에 적은 양의 원재료(PET Chip)를 투입해도 PET 용기의 변형을 막을 수 있는 장점이 있다. 이는 원가 경쟁력으로 이어지게 된다.

표 1. PET 용기/생산방식 분류

분류	상압 PET	내열압 PET	내압 PET	내열 PET(Hot Filling)	Aseptic 방식
적용 사례					
PET 특징	가볍고 변형이 쉬움	내압, 내열 PET 특징 모두 보유	1. 탄산가스에 의한 변형을 막기 위한 유선형 몸체 2. 바닥에 5개의 발 모양	1. 고온에 의한 변형을 막기 위해 병목 결정화 2. 몸체의 문양(Panel)으로 변형을 막음	무균상태 음료를 초고온으로 순간 살균한 후 즉시 냉각/충전
내용물 특징	상온, 상압에서 섭취 가능한 음료	후살균(65~70°C) 처리가 필요한 음료	살균 과정을 거치지 않는 탄산음료	부패/변질 위험 있는 음료	부패/변질 위험 있는 음료
내용물 예시	생수, 식초, 간장 등	저과즙탄산음료, 우유탄산	콜라, 사이다	과즙음료, 이온음료, 커피	차음료, 밀크커피
공정상 특징	N/A	N/A	N/A	1. PET 살균 과정(135 °C 온도)이 35~120초로 김 2. 뜨거운 공병 상태로 충전하고 후에 냉각	1. PET 살균 과정(135 °C 온도)이 5~65초로 단축 2. 이미 냉각을 한뒤 음료충전

자료: 삼양패키징, 하나금융투자

2) 아셉틱 사업, 국내 OEM 100% 독점적 위치

아셉틱사업, 국내 OEM 100% 독점

삼양패키징은 아셉틱 OEM 음료 사업에서 시장점유율 100%의 독점 상태를 유지하고 있다. 자체적인 아셉틱 설비를 보유하고 있는 LG생활건강/롯데칠성 등이 직접 아셉틱 방식으로 음료를 생산하기는 하나 가동률은 높지 않은 것으로 추정되며 해당 물량을 고려 하더라도 시장점유율은 83%로 추정된다. 고객사는 웅진식품/광동제약/롯데/동서식품/빙그레 등으로 곡물음료/주스/커피 등을 OEM 방식으로 주문 받아 생산하는 방식을 취하고 있다.

그림 1. 삼양패키징 아선택 OEM 생산 제품 라인업

고객사는 웅진식품/광동제약/롯데/동서식품/빙그레 등



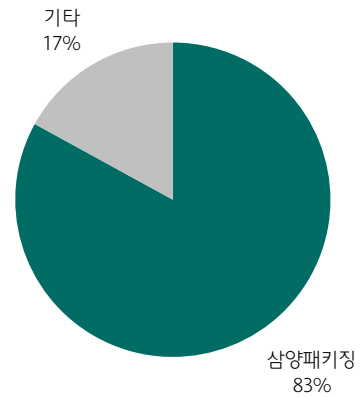
자료: 삼양패키징, 하나금융투자

그림 2. 아선택 OEM 국내 시장 점유율



자료: 삼양패키징, 하나금융투자

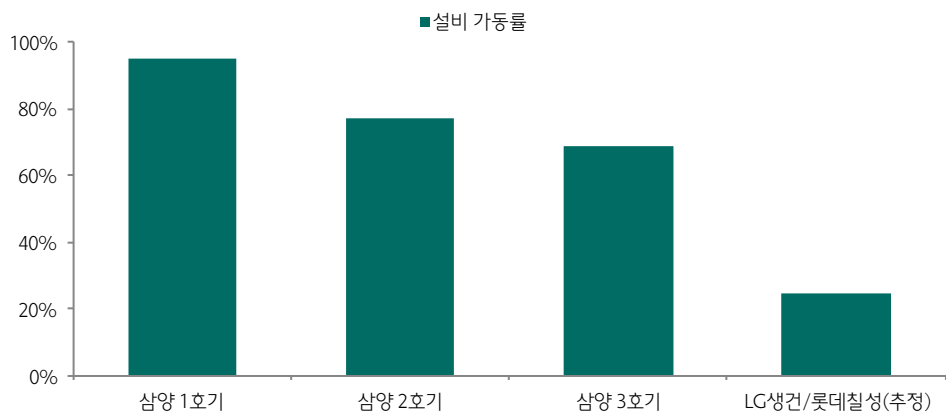
그림 3. 아선택 전체 국내 시장 점유율



자료: 삼양패키징, 하나금융투자

그림 4. 설비별 2018년 연간 추정 가동률(전체 아선택 시장 기준)

아선택 생산 방식에서 사실상 독점적 지위 유지



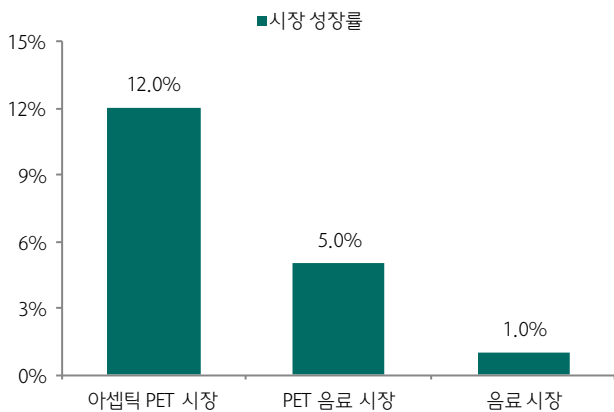
자료: 삼양패키징, 하나금융투자

3) 아셉틱 시장 YoY 12% 고성장 유지

아셉틱 시장 YoY 12% 고성장 중

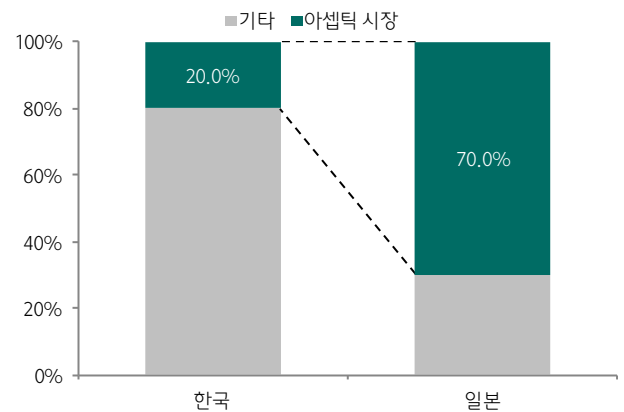
삼양패키징 측에 따르면 아셉틱 시장의 성장률은 YoY 12%에 달한다. 이러한 성장률은 전체 음료시장 성장률 1%(업계 추정), PET 음료시장 성장률 5%(업계 추정)를 넘어서는 고성장세이다. 고성장의 배경은 1) 원가 경쟁력 2) 신선한 맛 유지 3) 위생안정성 등이다. 위에서 상술했다시피 아셉틱 방식은 다른 살균 생산방식에 비해 PET Chip 투입량이 적기 때문에 고객사 입장에서 원가경쟁력을 유지할 수 있을 뿐만 아니라 고온에서 머무는 시간이 적기 때문에 음료 본연의 맛을 유지하는데 유리하다. 업계 추정에 따르면 현재 일본 음료 시장에서 아셉틱 방식이 차지하는 비중은 70%에 달하지만 한국은 20% 수준이다. 일본 시장을 고려한다면 향후에도 국내 아셉틱 시장의 고성장세는 유지될 가능성이 높다.

그림 5. 아셉틱 시장 성장률 비교



자료: 삼양패키징, 업계 추정, 하나금융투자

그림 6. 음료 시장에서 아셉틱 비중 국별 비교



자료: 삼양패키징, 업계 추정, 하나금융투자

4) Cartocan(아셉틱 생산 방식 중 하나) 설비 투자

종이 방식의 Cartocan

아셉틱 방식에는 PET 방식 외에도 종이 방식의 Cartocan 생산방식이 있다. 친환경 종이 소재를 Can 형상의 음료 용기로 만드는 것이다. 현재는 매출 비중이 그리 크지 않으나 향후 친환경 소재의 용기에 대한 수요가 증가할 경우 이익 기여도 역시 높아질 것을 판단된다. Cartocan 사업에서 Capex 투자(200억 규모) 역시 진행중이다. 회사 측에 따르면 4년 후 200억 수준의 매출을 기대하고 있다.

5) 리스크 요인: 아셉틱 PET 증설

증설로 인한 공급 과잉 우려 적어

2019년 아셉틱 PET 설비의 증설이 예정되어 있다. 우선 삼양패키징에서 기존 3개 설비(4.5억병 규모, 참고로, LG생건/롯데칠성 각각 1.5억병 규모)에 더해 550억 규모의 1개 설비(1.5억병 규모, 2019년 4월)를 신규 투자할 계획이다. 또한 경쟁사인 동원시스템즈에서도 2019년 PET 음료 성수기인 7~8월에 맞추어 아셉틱 신규 설비 도입을 발표했다. 현재 국내 시장에 5개 설비가 있는 것을 고려했을 때 생산 규모가 유사한 2개의 설비가 추가될 경우 일시적인 공급 과잉이 우려될 수 있다. 하지만 아셉틱 설비와 같이 설비의 안정성과 위생이 강조되는 설비의 경우, 단기간에 최대치로 생산을 늘릴 수 없고 약 4년 정도의 안정기가 필요해 경쟁사의 무리한 공급량 증는 어려울 전망이다. 현재의 성장세가 유지(YoY +12%)될 경우 6년이면 아셉틱 시장은 2배로 성장한다. 따라서 현재 삼양패키징의 독점적 지위를 고려했을 때 경쟁사의 신규 도입은 우려할 만한 일이 아니다.

2. PET Packaging 사업도 1등

1) 높은 PET Packaging 경쟁력과 양호한 수익성 유지

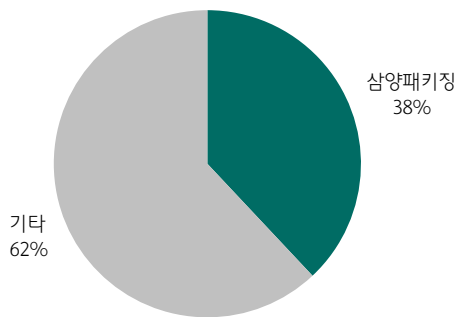
PET Packaging 사업은 다양한 형태의 제품을 적시에 납품할 수 있는 역량 갖추어야

PET Packaging 사업이란 PET Chip 등을 구매하여 PET 병의 형태로 제작하여 공병을 음료 제조업체에 공급하는 비즈니스를 말한다. 내용물의 종류에 따라 상압/내열압/내압/내열/프리폼(Pre-form) 형태로 공병을 만들어 음료업체에 납품하는 사업구조를 가지고 있다. 해당 사업의 핵심 경쟁력은 고객사의 요구에 따라 다양한 형태의 음료를 적시에 공급할 수 있는 역량을 갖추는 것이다.

PET Packaging 사업도 1등

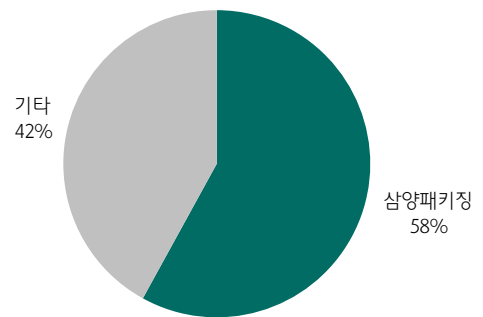
삼양패키징은 PET Packaging 부문에서 시장점유율 1위이다. 설비 규모가 가장 클 뿐만 아니라 금형 수도 가장 많아서 경쟁사에 비해 비교적 다양한 제품 등을 적기에 공급할 수 있다. 현재 삼양패키징의 PET Packaging 부문의 영업이익률은 8~9%로 추정된다. 전체 PET 음료 시장은 연 5% 성장하고 있는데 이에 맞추어 100억 대 이상의 플라스틱 초고속 사출기 설비 투자 역시 꾸준히 진행되고 있다.

그림 7. PET Packaging 전체 국내 시장 점유율(자체 생산 포함)



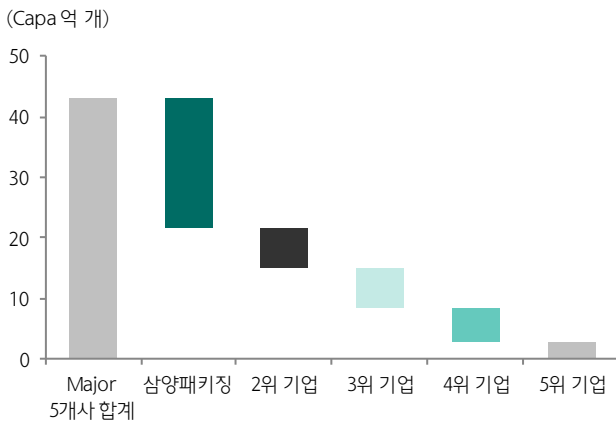
자료: 삼양패키징, 하나금융투자

그림 8. PET Packaging 경쟁 국내 시장 점유율(자체 생산 제외, OEM 만)



자료: 삼양패키징, 하나금융투자

그림 9. 국내 PET Packaging 설비 규모



자료: 삼양패키징, 하나금융투자

그림 10. 공급 Flexibility/운용 효율 현황

	삼양패키징	2위기업	3위기업	4위기업	5위기업
Line수	35	5	8	8	6
Mold수	113	39	16	32	4
가동율	73%	48%	55%	61%	43%

자료: 삼양패키징, 하나금융투자

3. 2019~20년 대규모 PX증설에 따른 원가안정화의 수혜

1) PX/PET Chip가격 급등. 2018년 부진한 실적의 원인

PET Chip 가격에 판매가 연동

삼양패키징 PET 용기의 판가는 PET Chip 가격 변화에 연동되도록 결정되어 있다. PET Chip 가격이 오를 경우 메이저 고객사들이 이를 반영하여 납품가를 정하고 나머지 고객사들에게는 이에 준하는 가격을 적용하는 것으로 추정된다. 따라서, 이론적으로는 PET Chip 가격 상승분을 판가에 전가할 수 있기 때문에 원재료 가격 변동에 큰 영향을 받지 않는다고 할 수 있다.

PET Chip 가격 변화를 전가하지 못할 경우 실적 변동성 확대

하지만 실시간으로 변동하는 PET Chip 스팟 가격을 매번 판가에 반영하기는 실무적으로 불가능하기 때문에 전 분기 평균 원재료 가격을 다음 분기 판가에 적용하게 된다. 그리고 가격 변화가 일정 변동률을 넘지 않는다면 전년 분기 가격을 그대로 다음 판가로 결정하게 된다. 장기적으로 봤을 때 원가 변동 대부분을 판가에 전가할 수 있을 것으로 보이나 단기적으로는 원재료 가격 변화에 노출되어 실적 변동성이 높아질 수 있다. 2018년 외형 성장에도 불구하고 2017년에 비해 실적이 악화된 것은 PET Chip 가격이 상승했으나 원재료 가격 상승을 판가에 제대로 전가하지 못했기 때문(판가 전가의 시차효과)이다. 참고로, 판가를 결정하는 PET 가격은 원화 기준이다.

그림 11. PET 스팟 가격 및 전분기 평균 가격 추이

전분기 스팟 평균 가격(원화 기준)이 당 분기 판가 기준이 됨



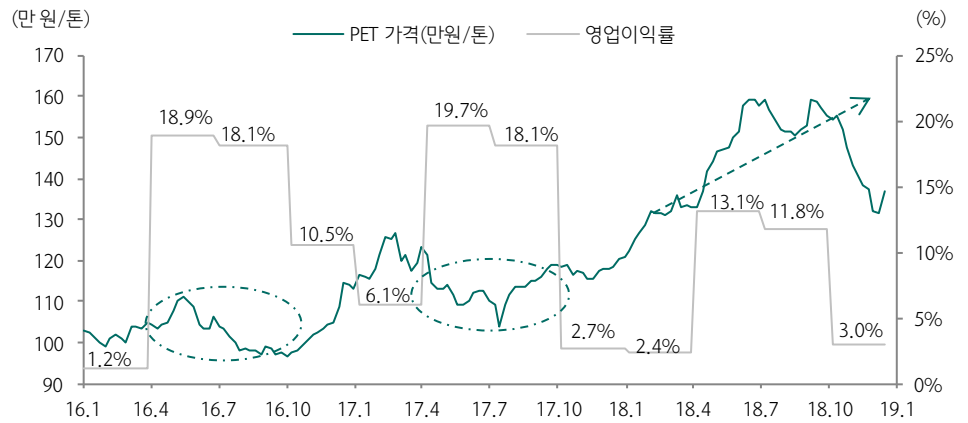
자료: 하나금융투자

우수한 비용 구조 보유

원료 PET 가격이 급등하는 시기를 제외하면 삼양패키징은 상당히 안정적인 원가 구조를 보유하고 있다. 2016~17년 연간 기준 매출원가율은 76~77% 내외로 일정한 수준을 유지하였는데 이는 원료 가격이 안정적인 밴드 내에서 안정화할 경우 2016~17년의 높은 실적은 결코 이례적인 호실적이 아님을 의미한다. 하나금융투자 추정에 따르면 원재료 가격을 제외하면 나머지 비용은 큰 변화 없이 안정적인 수준에서 관리되고 있다.

그림 12. PET 가격 추이와 영업이익률

PET 가격 급등으로 영업이익률 하락



자료: 삼양패키징, 하나금융투자

2) 2018년 PET 가격 급등은 일시적 설비트러블 영향

2017년 말부터 PET 설비 트러블 이어져

2017년 말부터 PET 가격은 점진적으로 상승한 바 있다. 2017년 말 미국의 M&G PET 플랜트 파산에 따라 PET 공급이 줄어든 것을 시작으로 2018년에는 PET/PTA 체인의 불가항력 선언이 잇따르는 등 비정상적인 수급 변화가 이어졌기 때문이다. 2018년에는 유럽/중국/오만 PET 플랜트들의 불가항력 선언 및 가동을 저하 소식이 잇따르면서 원재료인 PTA가격보다 PET 가격이 더 큰 폭으로 상승했다. 2018년 실제로 PET 가격이 급등하면서 기타 PET 다운스트림 기업들의 수익성이 전반적으로 악화된 바 있다.

표 2. PET/PTA 비정상적인 이벤트에 의한 수급 변화 일지

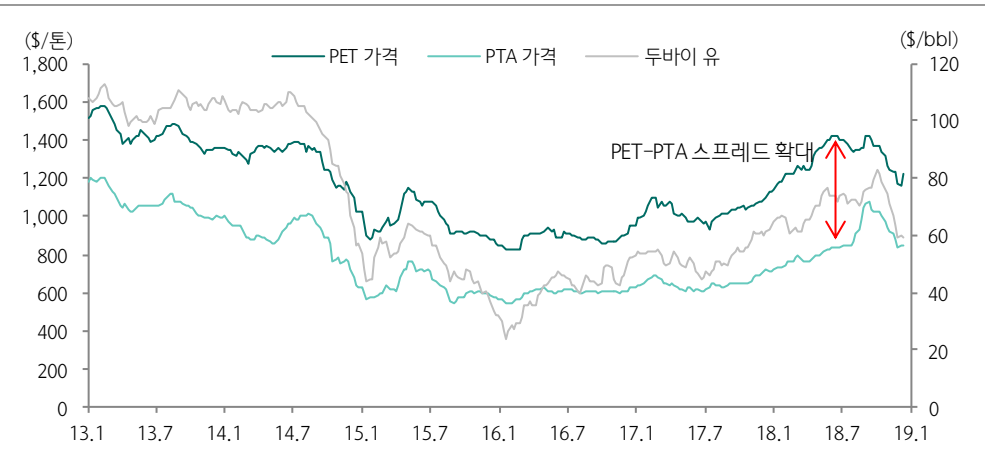
2017년 말부터 2018년 9월까지 PET의 비정상적인 수급 트러블 이어져

시기	내용
2017/11	미국 M&G PET 146만톤/년, PTA 244만톤/년(건설 중인 플랜트 포함) 파산
2018/5	벨기에 BP PTA 130만톤/년, 벨기에 JBF PET 43.2만톤/년 불가항력 선언,
2018/5	스페인 Novapet PET 가동을 현저한 하락
2018/5	유럽, 인도발 PET 수입 물량에 대한 반덤핑조사 시행
2018/6	오만 Octal PET 85만톤/년 사이클론에 의한 불가항력 선언
2018/6	중국 Formosa PTA 120만톤/년 불가항력 선언
2018/6	중국 환경 규제로 중국 Resources Packaging PET 가동을 50% 수준으로 하향
2018/7	멕시코 Alpek PTA 100만톤/년 화재 발생
2018/8	중국 Sanfangxiang PET 40만톤/년 비정기적 가동중단
2018/9	미국 상무부, 한국, 브라질, 인도네시아, 파키스탄, 대만의 PET 수입 물량 반덤핑 관세를 발표

자료: 업계자료, 하나금융투자

PET 수급 변화에 PET-PTA 스프레드 확대

그림 13. PET/PTA/두바이유 가격 추이



자료: Platts, 하나금융투자

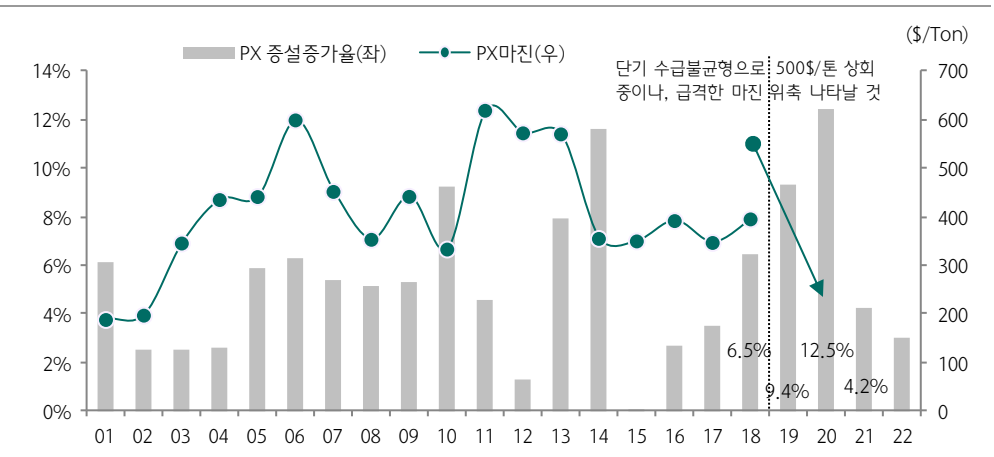
3) 향후 3년 간 글로벌 PX 증설 30%. 원재료 전반의 가격 하향 요인

향후 3년동안 PX 증설 30%

PX-PTA+MEG-PET Chip을 거쳐 PET 용기가 생산되는데 PX는 PET 용기의 가장 후방 단계의 원재료를 말한다. 현재 글로벌 PX 증설은 향후 3년 간 1,500만톤이 예정되어 있는데 이는 글로벌 전체 설비규모인 약 5천만톤의 30% 가량에 해당하는 부담스러운 규모다. 자세한 PX 증설 근거는 당사 보고서(2019년 전망-역발상(逆發想), 18.11.22 발간)를 참조 바란다.

글로벌 PX 증설증가율은 향후 3년 간 30%에 육박할 전망이다. 마진은 2018년 하반기가 Peak 일 것으로 전망됨

그림 14. 글로벌 PX 증설 추이와 PX 마진 비교



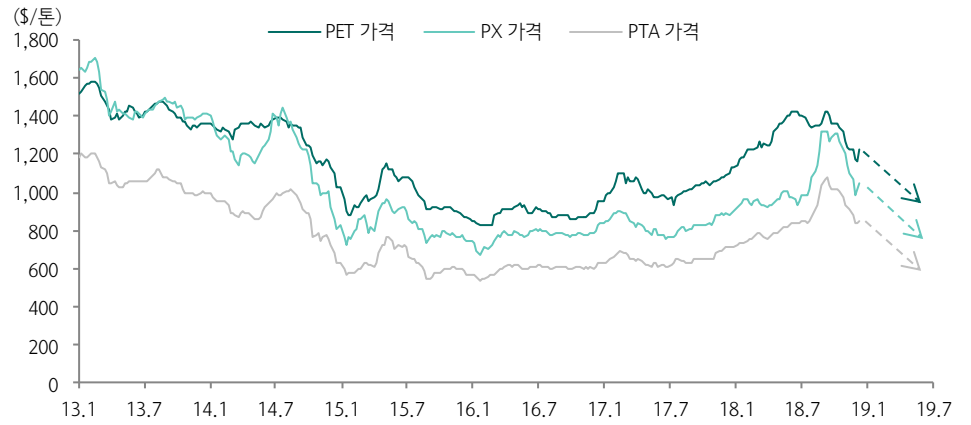
자료: Cischem, Industry Data, 하나금융투자

2019년부터 PX 및 다운스트림 동반 약세 전망

현재 PX 마진은 단기적인 수급불균형으로 인해 500\$/톤을 상회하고 있으나 현 시점은 PX 시장의 고점이며, 2019년 PX 신규 증설 물량이 시장에 공급되면서 시장은 약세 전환될 것으로 전망한다. PX 공급이 늘어나면서 관련 다운스트림들의 원가 부담은 현저히 낮아질 것이고, PET Chip 역시 이러한 가격 약세 흐름에 동행할 것으로 추정된다. PET 가격 하락 흐름이 완만하게 이어질 경우 삼양패키징의 원가 부담 역시 전반적으로 경감될 가능성이 높다. PET 가격이 점진적으로 하락할 경우 올해와는 반대로 원가 인하에 따른 실적 개선 효과를 누릴 수 있을 것으로 판단한다. 만약 원료 가격 흐름이 하향 안정화될 경우 2016~17년 호실적을 뛰어넘는 실적 개선 역시 가능한 상황이다.

PX/PTA/PET 가격이 점진적으로 하락할 경우 실적 개선 기대

그림 15. PET/PTA/PX 가격 추이 및 전망



자료: Cischem, Industry Data, 하나금융투자

4. 투자의견/Valuation 및 실적추정

1) BUY, TP 26,000원 제시. 단기 실적 부진에 의한 저평가 국면

목표주가는 2019년 EPS에 Target PER 11배를 적용하여 산정

BUY, 목표주가가 26,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 EPS에 Target PER 11배를 적용하여 산정하였다. PET 가격 상승에 따라 2018년 실적은 부진하였으나, 2019년에는 지속적인 물량 증가뿐만 아니라 PET 가격 하향 안정화에 따른 완연한 실적 턴어라운드를 시현할 것으로 기대되기 때문이다. 원재료 가격이 안정화된다면 2019년에는 2016~17년에 기록했던 12~15% 영업이익률 역시 충분히 달성 가능하다고 판단한다. Target Multiple PER 11배는 정상적인 영업환경을 보였던 2017년 PER 10.3배, 경쟁사인 동원시스템즈의 PER 15배(12M Fwd 기준, 컨센서스)를 고려해 적용하였다. 1) 2018년 부진한 실적을 기저효과로 2019년 대폭 증익될 것으로 기대되는 점 2) 고성장하는 산업에서 독점적인 경쟁력을 가지고 있는 점 3) 지속적인 증설을 통해 규모의 경제를 강화해나가고 있는 점을 감안한다면 Target PER 11배는 적절한 Multiple로 판단된다.

표 3. 삼양패키징 분기 실적 BreakDown(일부 추정)

(단위: 십억원)

	FY2017				FY2018F				FY2019F			
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액	73.2	96.1	96.9	67.2	75.5	98.8	103.6	71.2	78.9	102.0	109.7	74.0
QoQ(%)	32.7%	31.3%	0.8%	-30.7%	12.5%	30.7%	4.9%	-31.3%	10.7%	29.3%	7.6%	-32.5%
YoY(%)	5.8%	1.2%	6.8%	21.7%	3.2%	2.7%	6.9%	6.0%	4.4%	3.2%	5.9%	4.0%
영업이익	4.4	18.9	17.5	1.8	1.8	12.9	12.2	1.9	6.1	20.1	20.5	5.8
영업이익률(%)	6.1%	19.7%	18.1%	2.7%	2.4%	13.1%	11.8%	2.6%	7.7%	19.7%	18.7%	7.8%
QoQ(%)	-23.6%	326.8%	-7.4%	-89.7%	0.7%	615.0%	-5.5%	-84.6%	223.2%	229.1%	2.1%	-71.8%
YoY(%)	453.9%	5.1%	6.8%	-69.0%	-59.2%	-31.6%	-30.2%	5.0%	236.8%	55.0%	67.4%	206.0%
당기순이익	2.1	13.0	11.8	1.0	0.0	8.6	8.0	(0.7)	5.1	12.8	12.4	3.6
QoQ(%)	2.9%	13.6%	12.2%	1.4%	0.0%	8.7%	7.7%	-1.0%	6.5%	12.6%	11.3%	4.8%
YoY(%)	-24.4%	516.3%	-9.4%	-91.9%	-96.2%	23029%	-6.7%	적전	흑전	151.2%	-3.2%	-71.1%
	흑전	8.7%	13.6%	-65.6%	-98.3%	-34.4%	-32.4%	적전	13680%	49.7%	55.2%	흑전

자료: 하나금융투자

표 3. 삼양패키징 연간 실적 BreakDown(일부 추정)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	310.1	333.4	349.1	364.6	382.3
YoY(%)		7.5%	4.7%	4.4%	4.9%
영업이익	41.0	42.7	28.9	52.4	54.6
영업이익률(%)	13.2%	12.8%	8.3%	14.4%	14.3%
YoY(%)		4.0%	-32.3%	81.5%	4.1%
당기순이익	242.0	279.0	159.0	339.0	356.0
당기순이익률(%)	78.0%	83.7%	45.5%	93.0%	93.1%
YoY(%)		15.3%	-43.0%	113.2%	5.0%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	310.1	333.4	349.1	364.6	382.3
매출원가	238.2	258.1	285.0	279.3	293.3
매출총이익	71.9	75.3	64.1	85.3	89.0
판매비	31.0	32.7	35.2	32.8	34.4
영업이익	41.0	42.7	28.9	52.4	54.6
금융손익	(9.8)	(7.9)	(7.8)	(8.3)	(8.0)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	1.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	31.3	36.1	21.1	44.2	46.5
법인세	7.1	8.2	5.2	10.3	10.9
계속사업이익	24.2	27.9	15.9	33.9	35.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.2	27.9	15.9	33.9	35.6
비지배주주지분순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	24.2	27.9	15.9	33.9	35.6
지배주주지분포괄이익	24.1	27.8	15.9	33.9	35.6
NOPAT	31.7	33.0	21.8	40.2	41.8
EBITDA	66.8	67.1	59.4	86.3	88.1
성장성(%)					
매출액증가율	61.6	7.5	4.7	4.4	4.9
NOPAT증가율	589.1	4.1	(33.9)	84.4	4.0
EBITDA증가율	125.7	0.4	(11.5)	45.3	2.1
영업이익증가율	530.8	4.1	(32.3)	81.3	4.2
(지배주주)순이익증가율	1,513.3	15.3	(43.0)	113.2	5.0
EPS증가율	1,091.6	15.4	(43.1)	113.3	5.1
수익성(%)					
매출총이익률	23.2	22.6	18.4	23.4	23.3
EBITDA이익률	21.5	20.1	17.0	23.7	23.0
영업이익률	13.2	12.8	8.3	14.4	14.3
계속사업이익률	7.8	8.4	4.6	9.3	9.3

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,704	1,966	1,118	2,385	2,506
BPS	15,343	17,296	18,164	20,049	22,055
CFPS	4,872	4,986	4,178	6,072	6,197
EBITDAPS	4,703	4,720	4,178	6,072	6,197
SPS	21,825	23,465	24,570	25,656	26,906
DPS	0	0	250	500	500
주기지표(배)					
PER	N/A	10.3	15.0	7.5	7.2
PBR	N/A	1.2	0.9	0.9	0.8
PCFR	N/A	4.1	4.0	3.0	2.9
EV/EBITDA	N/A	6.8	7.1	4.9	4.5
PSR	N/A	0.9	0.7	0.7	0.7
재무비율(%)					
ROE	11.9	12.0	6.3	12.5	11.9
ROA	5.0	5.6	3.0	6.1	6.0
ROIC	7.5	7.9	5.1	9.1	9.3
부채비율	125.6	102.4	111.3	101.6	93.3
순부채비율	95.4	69.7	71.2	59.4	44.6
이자보상배율(배)	4.2	5.3	3.5	5.9	6.2

자료: 하나금융투자

대차대조표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	89.7	102.6	126.9	144.9	178.5
금융자산	17.7	25.4	46.0	60.4	89.9
현금성자산	17.5	25.1	45.7	60.1	89.6
매출채권 등	57.6	59.6	62.5	65.2	68.4
재고자산	13.5	16.9	17.7	18.5	19.4
기타유동자산	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
비유동자산	402.3	394.8	418.3	429.5	427.1
투자자산	1.1	1.6	1.7	1.7	1.8
금융자산	1.1	1.6	1.7	1.7	1.8
유형자산	203.3	197.5	222.9	235.7	234.8
무형자산	183.3	181.1	179.2	177.5	176.0
기타비유동자산	14.6	14.6	14.5	14.6	14.5
자산총계	492.0	497.4	545.3	574.4	605.7
유동부채	73.5	78.5	63.7	65.8	68.2
금융부채	29.8	30.0	13.1	13.1	13.1
매입채무 등	38.8	43.8	45.9	47.9	50.3
기타유동부채	4.9	4.7	4.7	4.8	4.8
비유동부채	200.5	173.2	223.5	223.8	224.1
금융부채	195.7	166.7	216.7	216.7	216.7
기타비유동부채	4.8	6.5	6.8	7.1	7.4
부채총계	273.9	251.6	287.2	289.5	292.3
지배주주지분	218.0	245.8	258.1	284.9	313.4
자본금	71.0	71.0	71.0	71.0	71.0
자본잉여금	115.7	115.7	115.7	115.7	115.7
자본조정	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	31.3	59.0	71.4	98.1	126.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	218.0	245.8	258.1	284.9	313.4
손금유부채	207.9	171.3	183.7	169.4	139.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	52.3	54.1	45.2	66.6	67.7
당기순이익	24.2	27.9	15.9	33.9	35.6
조정	34.1	28.8	30.5	33.9	33.5
감가상각비	25.9	24.4	30.5	33.9	33.5
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	8.2	4.4	0.0	0.0	0.0
영업활동자산부채변동	(6.0)	(2.6)	(1.2)	(1.2)	(1.4)
투자활동 현금흐름	(8.2)	(16.6)	(54.1)	(45.1)	(31.1)
투자자산감소(증가)	(0.5)	(0.5)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(7.9)	(15.8)	(54.0)	(45.0)	(31.0)
기타	0.2	(0.3)	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	(28.6)	(29.9)	29.6	(7.1)	(7.1)
금융부채증가(감소)	(27.5)	(28.9)	33.1	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.1)	(1.0)	0.1	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	(3.6)	(7.1)	(7.1)
현금의 증감	15.5	7.6	20.7	14.4	29.5
Unlevered CFO	69.2	70.8	59.4	86.3	88.1
Free Cash Flow	44.4	38.2	(14.8)	16.6	36.7

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

삼양패키징



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.1.3	BUY	26,000		-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.6%	4.6%	0.9%	100.1%

* 기준일: 2019년 1월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 01월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(윤재성)는 2019년 01월 03일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.