기업브리프

키움증권
2019. 04. 16

기업코멘트

삼양통상(002170)

실적 성장 본격화는 이제부터

Not Rated

목표주가: Not Rated

주가(4/15): 61,300원

시가총액: 1,839억원

성장기업분석팀

Analyst 정승규

02) 3787-3693 sk12@kiwoom.com

RA 이지훈

02) 3787-4855 gihonlee@kiwoom.com

삼양통상은 소가죽(원피)을 수입가공하여 카시트용, 핸드백용 천연피혁 제품을 생산하는 업체이다. 피혁제품의 원재료인 원피 가격의 하락, 피혁제품 공급 차종의 확대 및 상위트림 비율 증가 등의 요인으로 올해 동사의 구조적 실적 성장이 전망된다.

>>> 카시트용, 핸드백용 천연피혁 제품 생산 업체

삼양통상은 GS그룹 계열사로 동물의 원피를 수입가공하여 카시트용, 핸드백용, 신발제조용 등 천연피혁 제품을 생산하는 업체이다. 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 품목은 카시트용 피혁제품이며, 핸드백용 피혁제품이 그 다음을 차지하고 있다. 동사 카시트용 피혁 제품의 주 고객사는 현대·기아차이며, 핸드백용 피혁제품은 코치이다. 매출 내 내수 비중은 83.6%로 대부분이 카시트용 피혁제품이며, 16.4%의 수출은 대부분이 핸드백용 피혁제품이다.

>>> C의 하락, Q의 상승으로 구조적 실적 성장 기대

동사는 원재료인 원피를 전량 해외에서 수입해오기 때문에 국제원피가격 추이에 따라 실적이 좌우되는 경향이 있다. 원피 가격이 본격적으로 하락하기 시작한 15년부터 동사의 실적을 살펴보면 매출원가율이 큰 폭으로 하락하면서 GPM이 8.2%→20.3%로 상승하였다. 동기간 판관비율은 평균 2% 후반 수준이 유지되면서 OPM 역시 5.6→17.5%로 상승하는 모습을 보였다. 원피 가격은 1) 신흥국 주도 글로벌 육류소비 증가로 인한 도축 증가→원피 공급 증가, 2) 동물보호 이슈 및 성능 개선으로 인한 합성피혁의 천연피혁 시장 대체(특히 신발제조용)→원피 수요 감소 등의 요인들로 현재의 낮은 가격 수준(19년 2월 기준, 파운드당 0.84달러)을 유지할 것으로 전망된다.

동사는 현재 소나타, 싼타페, 스포티지, K7 등의 차종에 납품을 하고 있으며, 제네시스 G70, G80에도 공급자로 선정된 바 있다. 또한, 자동차 공간에 대한 인식 변화 및 완성차 업체의 인테리어 고급화 전략으로 '나파 가죽 시트'가 제공되는 상위 트림 채택 비율이 증가하고 있다(경쟁사가 납품 중인 차종 펠리세이드의 상위 트림 비율 76%). 차종의 확대, 차종 내 상위 트림 채택 비율 증가로 인한 동사의 긍정적 매출 성장이 예상된다.

>>> 19년 BPS 기준 PBR 0.57배, 상승 여력 충분

동사의 18년 4분기 실적은 매출액 526억(+YoY 33.7%), 영업이익 121억(+YoY 90.4%), OPM 22.9%의 성과를 시현하였다. 키움증권은 동사가 구조적 실적 성장의 초입단계에 접어든 것으로 판단하며, 19년 매출액 1,966억, 영업이익 375억, OPM 19.1%로 실적 성장이 지속될 것으로 전망한다. 최근 동사의 주가는 급격히 상승하였음에도 19년 BPS 기준 PBR 0.57배로 실적 및 자산 가치 대비 여전히 저평가된 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI (4/15)		2242.88pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	67,500원	38,300원
등락률	-9.2%	60.1%
주가수익률	절대	상대
1M	37.0%	32.9%
6M	49.0%	42.5%
1Y	40.8%	54.1%

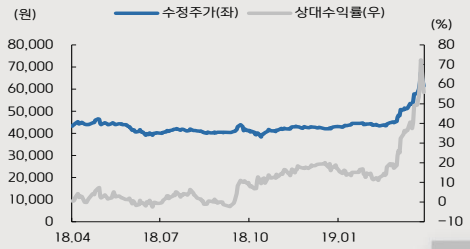
Company Data

발행주식수		3,000천주
일평균 거래량(3M)		11천주
외국인 지분율		7.0%
배당수익률(2019E)		9.85%
BPS(2019E)		7,618원
주요 주주	허준홍 외 7 인	52.9%

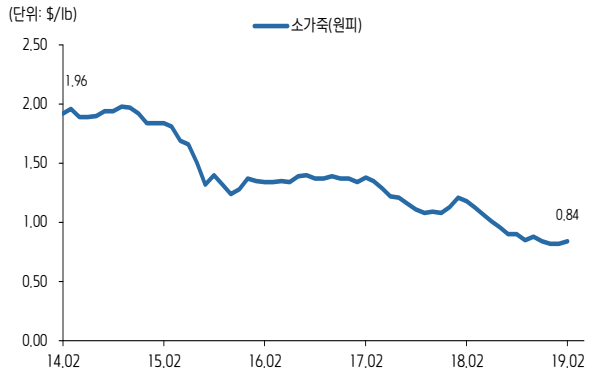
투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018	2019E
매출액	1,958	1,706	1,832	1,966
영업이익	311	302	321	375
EBITDA	349	339	359	410
세전이익	305	333	340	385
순이익	229	249	253	300
지배주주지분순이익	229	249	253	300
EPS(원)	7,618	8,310	8,432	10,016
증감률(%YoY)	117.1	9.1	1.5	18.8
PER(배)	7.0	5.0	5.1	6.1
PBR(배)	0.64	0.45	0.44	0.57
EV/EBITDA(배)	2.8	0.9	0.3	0.9
영업이익률(%)	15.9	17.7	17.5	19.1
ROE(%)	9.5	9.6	9.0	9.8
순부채비율(%)	-25.3	-33.8	-40.1	-46.3

Price Trend

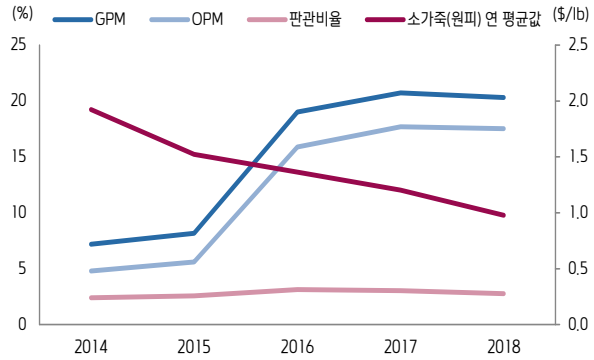


소가죽(원피) 가격 추이



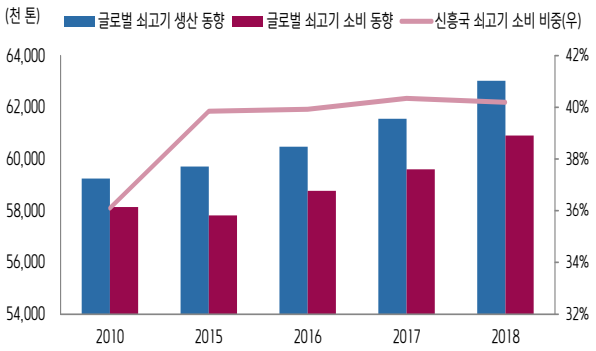
자료: KOIMA

소가죽(원피) 가격과 삼양통상의 수익성 비율 추이



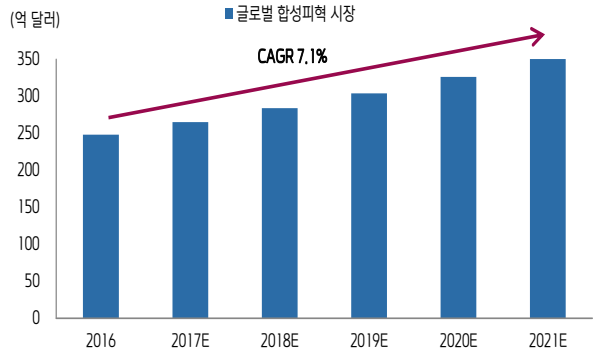
자료: KOIMA, 전자공시, 키움증권

글로벌 쇠고기 생산 및 소비량 추이



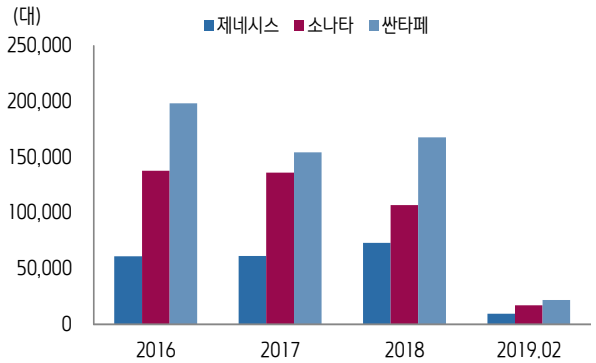
자료: USDA FAS psdonline, 키움증권
주1) 상위 10개국 데이터만 추출

천역피혁 시장을 대체하는 합성피혁 시장의 성장세



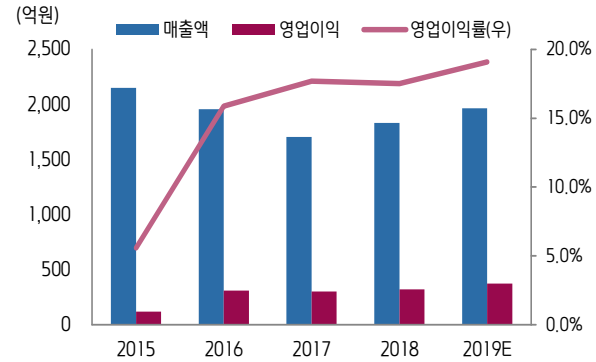
자료: Technavio(2017), 키움증권

제네시스, 쏘나타, 싼타페 판매량 추이



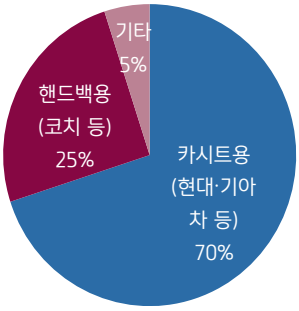
자료: 현대차, 키움증권
주1) 제네시스는 G70, G80

연간 실적 추이 및 전망



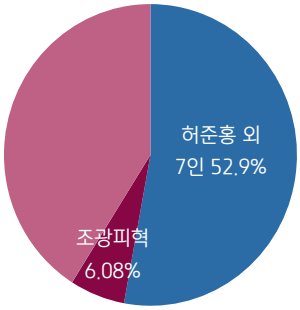
자료: 전자공시, 키움증권

18년 제품 및 고객사별 비중



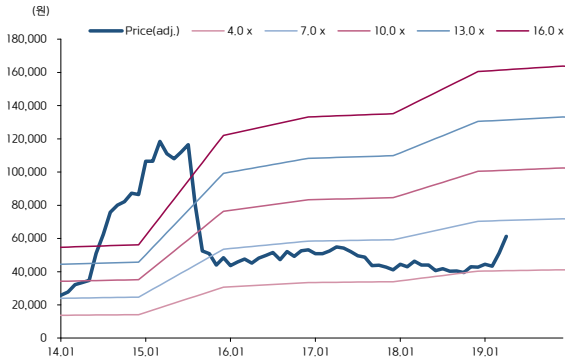
자료: 삼양통상

4Q18 기준 최대주주 및 지분율



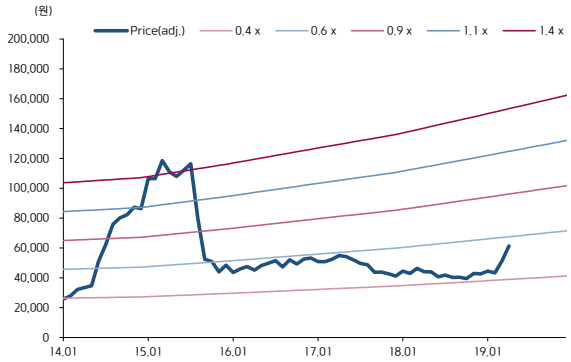
자료: 전자공시

삼양통상 12M Foward PER 밴드



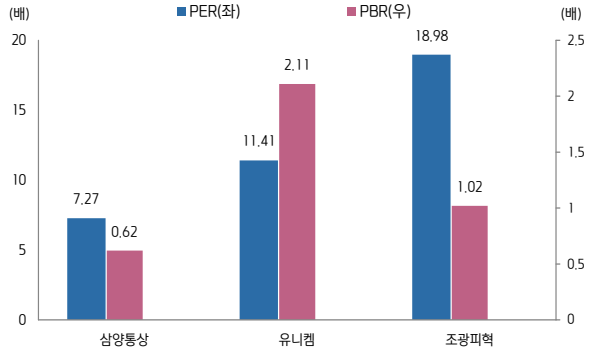
자료: Quantiwise, 키움증권

삼양통상 12M Foward PBR 밴드



자료: Quantiwise, 키움증권

Peer 그룹 Valuation 비교



자료: Quantiwise, 키움증권
주1) 18년 EPS, BPS 대비 현 주가 기준

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	2,150	1,958	1,706	1,832	1,966
매출원가	1,975	1,585	1,352	1,460	1,540
매출총이익	176	373	354	372	426
판관비	55	61	52	51	51
영업이익	120	311	302	321	375
EBITDA	156	349	339	359	410
영업외손익	19	-6	31	18	10
이자수익	19	9	14	21	23
이자비용	8	5	3	3	21
외환관련이익	12	19	21	5	23
외환관련손실	52	35	5	8	21
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	48	6	4	4	6
법인세차감전이익	139	305	333	340	385
법인세비용	34	76	84	87	85
계속사업순손익	105	229	249	253	300
당기순이익	105	229	249	253	300
지배주주순이익	105	229	249	253	300
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	8.0	-9.0	-12.9	7.4	7.3
영업이익 증감율	25.9	158.5	-3.0	6.5	16.8
EBITDA 증감율	21.5	123.7	-2.7	5.8	14.2
지배주주순이익 증감율	3.1	117.1	9.1	1.5	18.8
EPS 증감율	3.1	117.1	9.1	1.5	18.8
매출총이익율(%)	8.2	19.0	20.7	20.3	21.7
영업이익률(%)	5.6	15.9	17.7	17.5	19.1
EBITDA Margin(%)	7.2	17.8	19.9	19.6	20.9
지배주주순이익률(%)	4.9	11.7	14.6	13.8	15.3

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
유동자산	2,185	1,953	2,179	2,329	2,655
현금 및 현금성자산	10	78	94	110	241
단기금융자산	811	711	963	1,181	1,362
매출채권 및 기타채권	518	469	429	503	500
재고자산	834	690	685	450	447
기타유동자산	822	717	971	1,265	1,468
비유동자산	952	938	929	946	911
투자자산	218	219	219	219	219
유형자산	481	470	463	481	447
무형자산	10	10	9	10	10
기타비유동자산	243	240	237	235	235
자산총계	3,137	2,892	3,108	3,275	3,567
유동부채	746	294	289	255	268
매입채무 및 기타채무	127	87	102	84	97
단기금융부채	583	156	140	118	118
기타유동부채	36	51	48	53	53
비유동부채	85	99	103	92	92
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	85	99	103	92	92
부채총계	831	393	392	347	360
지배지분	2,306	2,499	2,716	2,928	3,206
자본금	150	150	150	150	150
자본잉여금	443	437	437	437	437
기타자본	0	0	0	-17	-17
기타포괄손익누계액	6	2	-3	-3	-4
이익잉여금	1,707	1,909	2,131	2,362	2,640
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,306	2,499	2,716	2,928	3,206

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
영업활동 현금흐름	-205	435	327	427	313
당기순이익	105	229	249	253	300
비현금항목의 가감	26	131	107	123	95
유형자산감가상각비	35	37	37	37	35
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
지분법평가손익	-2	-2	-2	-2	0
기타	-7	96	71	87	60
영업활동자산부채증감	-306	125	45	119	-2
매출채권및기타채권의감소	-28	163	61	-58	3
재고자산의감소	-204	128	2	233	4
매입채무및기타채무의증가	-48	-151	-5	-32	13
기타	-26	-15	-13	-23	-22
기타현금흐름	-30	-49	-74	-68	-80
투자활동 현금흐름	116	83	-274	-353	-262
유형자산의 취득	-53	-22	-28	-57	0
유형자산의 처분	1	0	0	4	0
무형자산의 순취득	0	0	0	-1	0
투자자산의감소(증가)	0	-1	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	21	100	-252	-218	-180
기타	148	5	6	-82	-82
재무활동 현금흐름	70	-451	-36	-58	-22
차입금의 증가(감소)	92	-426	-14	-18	0
자본금,자본잉여금의증가(감소)	0	0	0	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	-17	0
배당금지급	-23	-25	-23	-23	-22
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	101
현금 및 현금성자산의 순증가	-19	67	17	16	130
기초현금 및 현금성자산	29	10	78	94	110
기말현금 및 현금성자산	10	78	94	110	241

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017	2018	2019E
주당지표(원)					
EPS	3,509	7,618	8,310	8,432	10,016
BPS	76,858	83,299	90,524	97,614	106,877
CFPS	4,382	11,984	11,865	12,526	13,172
DPS	825	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	13.8	7.0	5.0	5.1	6.1
PER(최고)	35.9	7.7	6.8	5.6	
PER(최저)	11.0	5.5	4.9	4.5	
PBR	0.63	0.64	0.45	0.44	0.57
PBR(최고)	1.64	0.71	0.62	0.49	
PBR(최저)	0.50	0.50	0.45	0.39	
PSR	0.68	0.82	0.72	0.70	0.94
PCFR	11.1	4.4	3.5	3.4	4.7
EV/EBITDA	7.8	2.8	0.9	0.3	0.9
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	23.5	9.8	9.0	8.8	7.3
배당수익률(%,보통주,현금)	1.7	1.4	1.8	1.8	1.2
ROA	3.4	7.6	8.3	7.9	8.8
ROE	4.6	9.5	9.6	9.0	9.8
ROIC	4.8	15.1	15.5	16.3	21.2
매출채권회전율	4.4	4.0	3.8	3.9	3.9
재고자산회전율	2.9	2.6	2.5	3.2	4.4
부채비율	36.1	15.7	14.4	11.8	11.2
순차입금비율	-10.3	-25.3	-33.8	-40.1	-46.3
이자보상배율	14.3	62.7	110.5	98.0	18.2
총차입금	583	156	140	118	118
순차입금	-238	-633	-918	-1,174	-1,484
NOPLAT	156	349	339	359	410
FCF	-249	382	284	335	326

Compliance Notice

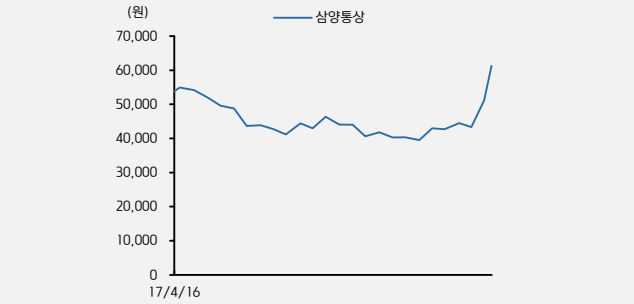
- 당사는 4월 15일 현재 '삼양통상(002170)' 발행주식을 1% 미만 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%)	
					평균주가대비	최고주가대비
삼양통상(002170)	2019/04/16	N/R	N/R			

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%