

2021.10.18

삼양사 (145990)

친환경차 보급확대 수혜, 저평가 탈피 기대

높은 자산가치 보유한 식품, 화학 기업

삼양사는 식품 및 화학 사업을 영위하는 기업으로 '20년 연결 매출액 기준 식품과 화학 부문의 비중은 각각 53%, 47%이다. 식품 부문의 경우 필수소비재라는 제품 특성상 판매량이 경기에 큰 영향을 받지 않는 가운데 판가 및 원가 변동에 따른 이익 스프레드 증감이 중요하다. 주요 변수는 곡물가 및 환율이다. 작년부터 이어진 곡물가의 급격한 상승으로 인해 동사 또한 원재료 가격이 상승했다. 다만, 적절한 판가 인상으로 2H21 식품 매출액은 YoY +8.0%, 세전이익은 +16.5% 증가했다. 주요 곡물 가격은 고점 이후 하향 안정세를 보이고 있는 상황이다. 국제 곡물가격이 하락 추세로 접어들어 이익 스프레드 확대로 이어져 식품 부문의 이익이 개선될 것이다.

동사는 상장사인 삼양패키징과 KCI를 연결 자회사로 각각 66%, 50% 지분을 가지고 있으며, 경영 참여 목적으로 JB금융지주의 지분 14.1%를 보유하고 있다. 세 회사에 대한 지분가치는 5,724억원이다. 그 외 단순투자 목적으로 보유 중인 상장회사들의 지분가치까지 합하면 6,470억원에 달한다.

엔지니어링 플라스틱 위시한 화학 부문 실적 호조

화학 부문의 주요 제품은 엔지니어링 플라스틱(이하 EP), PET병, 이온교환수지 등이다. 화학 매출액은 4Q20부터 YoY 증가추세를 이어오고 있다. 2Q21에는 YoY +42.4% 증가하며 전사 매출액을 견인했다. 자회사 삼양패키징의 성수기 진입 영향도 일부 있었으나 고성장은 매출 비중이 가장 높은 EP의 판가 상승 영향이 주요했던 것으로 추정된다. 판가 상승은 EP 수요 확대 속 제한적 공급으로 인한 수급적 요인에 기인한다. EP는 높은 강도와 내열성으로 금속을 대체할 수 있는 고기능성 플라스틱으로 전자제품, 자동차 등에 광범위하게 사용된다. 코로나19 영향으로 전자제품 수요가 급증했고, 전기차, 수소차 등 차량 경량화 소재로 필요성이 확대되며 전방위적 수요가 증가했다. 동사의 국내 EP 공장 가동률은 100%로 물량 확대를 위해서는 증설이 필요하나 과거 지속된 수급적 불확실성은 적극적인 증설을 제한한다. 다만, 중국 및 헝가리에도 EP 공장을 가동 중이며 2Q21부터 베트남 공장도 가동을 시작하면서 추가적인 물량 확대를 기대해 볼 수 있겠다. 계열사인 삼양이노켄이 PC 원료 생산, 삼양화성이 PC 생산을 하여 안정적인 수직계열화를 구축한 점도 긍정적이다.

(억원,연결)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	20,009	20,412	21,238	20,964	20,518
영업이익	1,473	889	970	816	1,116
영업이익률	7.4%	4.4%	4.6%	3.9%	5.4%
순이익[지배]	898	355	450	338	576
EPS(원)	8,456	3,330	4,219	3,173	5,396
PER(배)	12.4	27.9	13.0	15.9	11.2
PBR(배)	1.0	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	5.9	9.3	6.5	6.4	5.7

자료: 삼양사, 한양증권 리서치센터

N.R.

목표주가(12M)	-
현재주가(2021.10.15)	76,400원
상승여력	-

[미드/스몰캡]

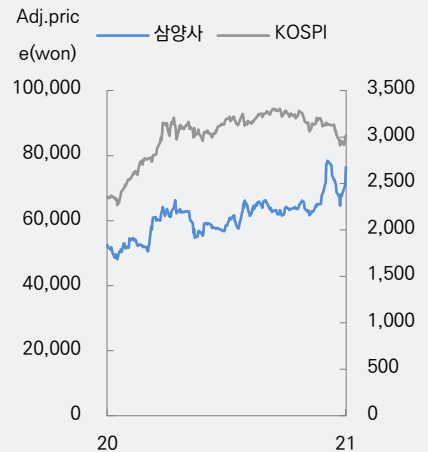
Analyst 김용호

yonghokim@hygood.co.kr
02-3770-5375

주가지표

KOSPI(10/15)	3,015P
KOSDAQ(10/15)	991P
현재주가(10/15)	76,400원
시가총액	805십억원
총발행주식수	1,068만주
120일 평균거래대금	32억원
52주 최고가	80,000원
52주 최저가	47,150원
유동주식비율	29.3%
외국인지분율(%)	6.60%
주요주주	삼양홀딩스 외 9인 (64.1%)

상대주가지트



수소차 핵심 소재, '이온교환수지' 국내 유일 생산업체

이온교환수지(Ion Exchange Resin)는 플라스틱에 이온교환기를 결합시킨 것으로 물을 포함한 모든 액체 속 이온과 미세 불순물들을 제거하는데 사용된다. 동사는 일반수처리용부터 원자력 및 화학 발전소용, 반도체 등에 활용되는 초순수용 등 다변화된 이온교환수지 제품 포트폴리오를 구축하고 있다. 국내 유일 이온교환수지 제조사이며, 아시아 최대 규모의 생산능력을 보유하고 있다. 공장은 울산(연간 생산능력 5.5백만리터) 및 군산(2천만리터)에 위치한다. 군산 공장은 삼양화인테크놀로지 공장으로 동사와 미쓰비시화학이 각각 50% 지분을 보유하고 있다.

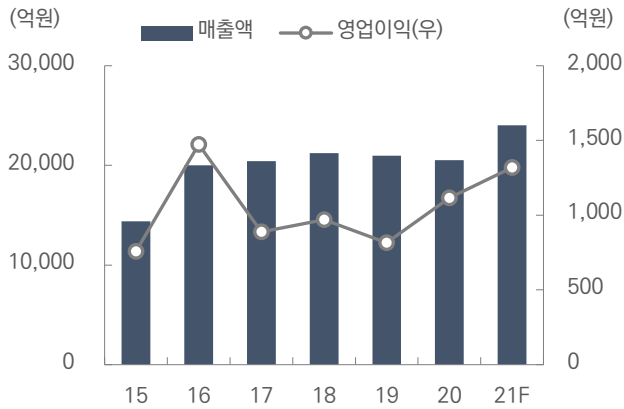
'20년 7월에는 수소차 이온교환필터에 사용되는 이온교환수지를 개발 완료했다. 이온교환필터는 냉각수 및 배관 속 이온을 제거하는데 사용되며 주행거리 약 6만km 마다 교체가 필요하다. 이온교환수지는 이온교환필터의 핵심소재이다. 동사는 수소차용 이온교환수지를 국내외 완성차 업체에 공급할 계획으로 향후 수소차 보급 확대에 따른 수혜를 예상한다. 또, 작년 11월에는 전량 수입하던 원자력발전소 수질관리용 이온교환수지 국산화에 성공, 한국수력원자력에 3년간 70만리터를 공급하는 계약을 체결하는 등 꾸준한 제품 다각화를 이루고 있다.

친환경 기업으로 진화, 멀티플 리레이팅 필요

동사의 '21년 연간 매출액은 2.4조원(YoY +17.1%), 영업이익은 1,320억원(YoY +18.3%)을 전망한다. 실적 고성장 전망은 식품 및 화학 양부문에 걸친 평가 인상으로 인한 ASP 상승에 기인한다. 특히 EP 평가 상승에 따른 화학 부문 호조에 주목할 필요가 있다. 그간 식품 매출액 대비 낮았던 화학 매출액이 2Q21에 식품 매출액을 넘어섰다. 1) 견조한 화학 및 식품 부문 실적, 2) 높은 자산 가치, 3) EP, 이온교환수지 등 친환경차 보급확대 수혜 기대감 등을 감안할 시 동사의 주가는 저평가되었다고 판단한다. 친환경차 보급확대 수혜 기대감이 반영되면서 주가가 급상승한 코로롱플라스틱 등 화학 부문 동종업체 대비 밸류에이션 매력도가 높아 보인다. 멀티플 리레이팅이 나타날 것으로 기대한다.

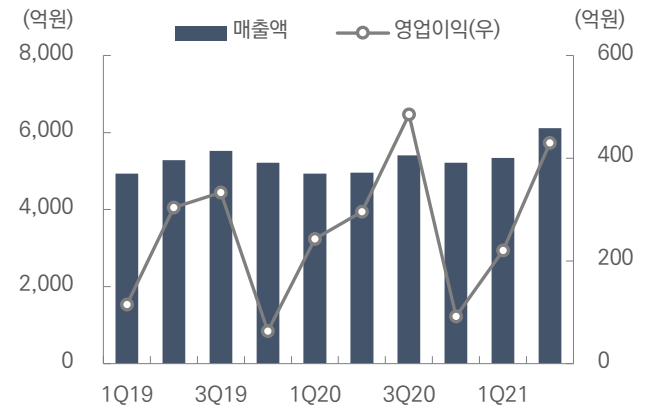
동사는 수소차용 이온교환수지 외에도 생분해성 플라스틱 사업을 본격화하는 등 친환경 기업으로 변모하는 상황이다. '14년에 국내 최초, 글로벌 두번째로 이소소르비드 양산기술을 확보했다. 이소소르비드는 식물에서 추출한 전분을 가공하여 만드는 친환경 소재로 생분해성 플라스틱의 주원료로 사용된다. 올해 4월에는 산업통산자원부 주관 '바이오매스 기반 생분해성 폴리카보네이트 및 부품 개발' 과제의 총괄 주도 업체로 선정되었으며, 10월 초에는 일회용 봉투에 사용되는 생분해성 플라스틱 'PBIAT' 양산을 시작하는 등 관련 사업을 본격화했다. 동사는 자동차 부품, 전자제품 등 생분해성 플라스틱의 제품 적용범위를 지속 확대해 나갈 것으로 예상된다.

[도표1] 삼양사 연간 실적 추이 및 전망



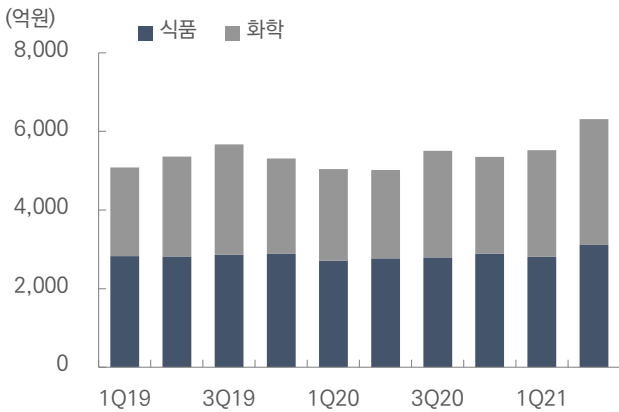
자료: 삼양사, 한양증권 리서치센터

[도표2] 분기별 실적 추이



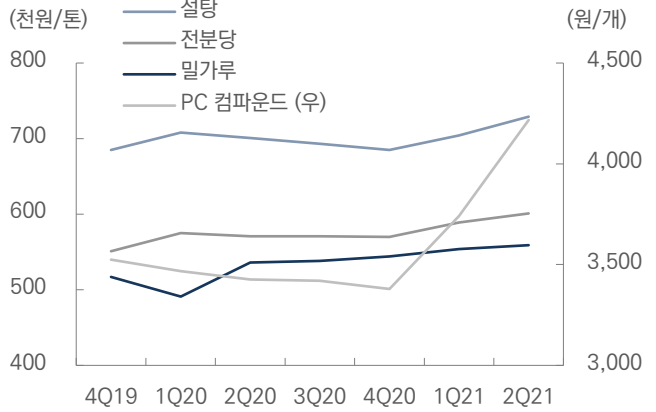
자료: 삼양사, 한양증권 리서치센터

[도표3] 부문별 연간 매출액 추이



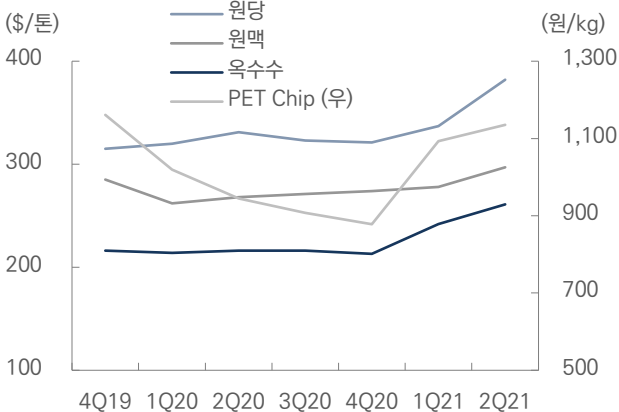
자료: 삼양사, 한양증권 리서치센터

[도표4] 주요 제품별 ASP 상승



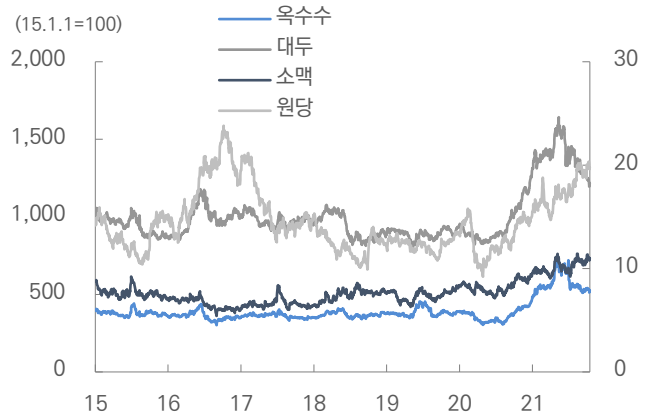
자료: 삼양사, 한양증권 리서치센터

[도표5] 주요 원재료 가격도 상승




자료: 삼양사, 한양증권 리서치센터

[도표6] 주요 곡물가는 하향 안정세 진입



자료: Bloomberg, 한양증권 리서치센터

[도표7] 전기차 용도별 적용 소재 및 EP 제품

용도	사진	소재	GRADE	비고
커넥터		PBT	TRIBIT 1503	
			TRIBIT 1503(s)	
		PBT GF	TRIBIT 1500GN1	
			TRIBIT 1500G15	
		Nylon GF	TRAMID 923G25	
			TRAMID 4210G15	
			TRAMID 210G15	
배터리 하우징		m PPE	TRIPPE BF873 BK	
		m PPE GF	TRIPPE EV855GV10	
		PC 난연	TIRIEX 3025N2 I(U)	

자료: 삼양사, 한양증권 리서치센터

[도표8] 전기차 충전기 용도별 적용 소재 및 EP 제품

용도	사진	소재	GRADE	비고
충전기 하우징		난연PC	TRIREX FB3025N2	
		난연 Si-PC	TRIREX SO4-3025UPNV	
		난연 PC/ABS	TRILOY 210NHF	
			TRILOY 210NHFL	
충전총		난연 Si-PC	TRIREX SO4-3025UPNV	

자료: 삼양사, 한양증권 리서치센터

[도표9] 연간 실적 추이 및 전망

(억원)	2017	2018	2019	2020	2021F
매출액	20,412	21,238	20,964	20,518	24,033
YoY %	2.0	4.0	-1.3	-2.1	17.1
영업이익	889	970	816	1,116	1,320
YoY %	-39.7	9.1	-15.9	36.8	18.3
영업이익률 (%)	4.4	4.6	3.9	5.4	5.5

출처: 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

Income Statement

(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	2,001	2,041	2,124	2,086	2,052
매출원가	1,598	1,685	1,741	1,713	1,651
매출총이익	403	356	383	384	401
매출총이익률(%)	20.1%	17.4%	18.0%	18.3%	19.5%
판매비와관리비등	256	267	286	302	289
기타영업손익	0	0	0	0	0
영업이익	147	89	97	82	112
영업이익률(%)	7.4%	4.4%	4.6%	3.9%	5.4%
조정영업이익(매출총이익-판매비)	147	89	97	82	112
EBITDA	209	140	155	159	191
EBITDA 마진율(%)	10.5%	6.9%	7.3%	7.6%	9.3%
조정 EBITDA	210	148	158	156	189
순금융손익	-8	-21	-10	-12	-10
이자손익	-10	-11	-13	-17	-16
외화관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-2	3	-7	-3	-5
중속기업및관계기업관련손익	-1	-1	1	1	1
법인세차감전계속사업손익	136	70	81	68	97
당기순이익	101	49	60	53	77
당기순이익률(%)	5.1%	2.4%	2.8%	2.5%	3.8%
지배지분순이익	90	35	45	34	58
비지배지분순이익	11	14	15	19	19
총포괄이익	106	52	38	49	86

Cash Flow Statement

(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동으로인한현금흐름	180	-50	68	129	200
당기순이익	101	49	60	53	77
현금유출이없는비용및수익	114	113	112	123	128
유형자산감가상각비	58	55	56	69	73
무형자산상각비	5	4	5	5	5
기타	52	53	50	49	51
영업활동관련자산부채변동	6	-171	-79	-17	4
매출채권및기타채권의감소	6	-9	2	13	-2
재고자산의감소	-9	0	-51	21	-17
매입채무및기타채무의증가	12	-28	21	-21	23
기타	-3	-134	-50	-31	0
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	-42	-40	-24	-30	-10
투자활동으로인한현금흐름	-9	-212	-53	-282	-240
투자자산의 감소(증가)	-49	-88	-26	10	-50
유형자산의 감소	1	0	1	1	1
유형자산의 증가(CAPEX)	-86	-73	-140	-140	-113
무형자산의 감소(증가)	-1	0	-1	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-180	15	140	-152	-93
기타	305	-66	-26	-2	15
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-44	132	-18	182	50
장기차입금의증가(감소)	-36	30	157	23	17
사채의증가(감소)	0	140	50	250	140
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
기타	5	-23	-211	-72	-91
이자,배당,법인세 및 중단현금흐름	-13	-15	-14	-19	-16
기타현금흐름	-1	-1	0	0	0
현금의증가	129	-131	-2	29	8
기초현금	71	200	69	68	96
기말현금	200	69	68	96	105

Balance Sheet

(십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	859	738	652	807	923
재고자산	231	243	295	272	289
단기금융자산	191	177	37	189	282
매출채권및기타채권	231	242	245	234	233
현금및현금성자산	200	69	68	96	105
비유동자산	1,205	1,405	1,522	1,581	1,654
유형자산	848	908	1,016	1,035	1,121
무형자산	204	257	250	244	241
투자자산	117	205	231	221	271
자산총계	2,064	2,143	2,174	2,388	2,576
유동부채	571	424	474	400	466
단기차입금	257	143	100	120	70
매입채무및기타채무	247	212	258	224	253
비유동부채	327	473	434	694	758
사채	50	190	190	439	529
장기차입금	203	197	156	157	131
부채총계	898	897	908	1,094	1,223
지배주주지분	1,059	1,082	1,095	1,109	1,168
자본금	53	53	53	53	53
자본및이익잉여금	1,036	1,057	1,083	1,102	1,151
기타지분	-49	-49	-49	-49	-49
비지배지분	107	164	171	185	185
자본총계	1,166	1,246	1,266	1,294	1,353

Valuation Indicator

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
Per Share (원)					
EPS(당기순이익 기준)	9,521	4,614	5,604	4,961	7,214
EPS(지배순이익 기준)	8,456	3,330	4,219	3,173	5,396
BPS(자본총계 기준)	109,384	116,916	118,759	121,434	126,642
BPS(지배지분 기준)	105,764	108,090	109,300	110,768	116,622
DPS(보통주)	1,500	1,250	1,500	1,000	1,250
Multiples (배)					
PER(당기순이익 기준)	11.0	20.1	9.8	10.2	8.4
PER(지배순이익 기준)	12.4	27.9	13.0	15.9	11.2
PBR(자본총계 기준)	1.0	0.8	0.5	0.4	0.5
PBR(지배지분 기준)	1.0	0.9	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (발표 기준)	5.9	9.3	6.5	6.4	5.7

Financial Ratio

(%)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액증가율	39.1%	2.0%	4.0%	-1.3%	-2.1%
영업이익증가율	94.4%	-39.7%	9.1%	-15.9%	36.8%
EPS(당기순이익 기준) 증가율	17.6%	-51.5%	21.4%	-11.5%	45.4%
EPS(지배지분 기준) 증가율	12.1%	-60.6%	26.7%	-24.8%	70.0%
EBITDA(발표 기준) 증가율	90.6%	-33.2%	10.8%	2.4%	20.3%
ROE(당기순이익 기준)	10.8%	4.1%	4.8%	4.1%	5.8%
ROE(지배순이익 기준)	10.8%	3.3%	4.1%	3.1%	5.1%
ROIC	10.6%	5.7%	4.7%	4.3%	5.6%
ROA	5.8%	2.3%	2.8%	2.3%	3.1%
배당수익률	1.4%	1.3%	2.7%	2.0%	2.1%
부채비율	77.0%	72.0%	71.7%	84.5%	90.4%
순차입금비율(자본총계 대비)	12.0%	25.8%	33.7%	36.7%	33.7%
이자보상비율	10.3%	5.6%	5.9%	3.6%	5.3%



한양증권 점포현황

hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
