

SK COMPANY Analysis



Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

Company Data

자본금	243 억원
발행주식수	485 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,500 억원
주요주주	
이복영(외)	44.57%
국민연금공단	6.17%
외국인지분률	3.80%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(16/09/13)	70,800 원
KOSPI	1999.36 pt
52주 Beta	0.51
52주 최고가	101,500 원
52주 최저가	71,300 원
60일 평균 거래대금	8 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.2%	-7.9%
6개월	-15.5%	-19.0%
12개월	-19.3%	-23.4%

삼광글라스 (005090/KS | Not Rated)

점차 강화되는 펀더멘탈

삼광글라스의 중국 사업이 점차 안정화됨에 따라 삼광글라스는 중화권 매출이 빠르게 개선되고 있다. 특히 기존에 부진했던 중국 홈쇼핑 및 특판 매출 확대로 중국 내 동사의 인지도가 빠르게 상승하고 있다. 이에 더해 동사의 우량 자회사 군장에너지는 올해 증설에 힘입어 또 한번의 고성장이 예상된다.

생활용품 및 유리관련 제품 전문업체

1967년 설립된 삼광글라스는 대한민국 대표 유리용기 제조회사로 OCI 그룹에 속해 있다. 삼광글라스는 ①유리병사업(음료 및 주류용 백색병, 갈색병, 녹색병 제조 및 판매), ②생활용품사업: 강화유리밀폐용기(글라스락) 및 일반유리식기 제조 및 판매, ③ 캔사업: 음료 및 주류용 2PC 알루미늄 캔 및 3PC 스틸 캔 제조 및 판매 사업을 영위하고 있으며, 자회사로는 군장에너지, 이테크건설, 오텍 등을 보유하고 있다.

수출확대를 통한 수익개선 기대

지난해부터 중국 사업이 안정화되면서 매출이 빠르게 개선되고 있다. 중국 동방CJ 홈쇼핑과 러파이 홈쇼핑 등에서 글라스락의 판매를 시작하였으며, JD.COM, 까르푸 등 할인마트 및 기업 특판 시장을 공략하고 있다. 2016년 공격적인 마케팅을 바탕으로 중국내 글라스락 제품 인지도가 빠르게 상승함에 따라 2017년부터 중국시장의 높은 성장이 예상된다. 중국 이외 북미시장 역시 기대되는 신규 매출처이다. 최근 캐나다 매출을 시작으로, 하반기 미국 코스트코 판매가 기대된다.

자회사 가치에 주목

동사의 자회사 군장에너지(지분율 25%)에 주목할 필요가 있다. 군장에너지는 전라북도 군산시 산업단지내 위치한 열병합발전소로, 현재 17개 기업에 스팀을 공급하고 있으며, 한국전력에 전기를 판매하고 있다. 올해 5월 준공한 GE4의 올해 하반기 본격 가동을 통해 또 한번의 고성장이 예상된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E
매출액	억원	2,900	2,978	3,103	3,150
yoy	%	1.7	2.7	4.2	1.5
영업이익	억원	147	89	150	189
yoy	%	26.4	-39.0	67.4	26.2
EBITDA	억원	399	379	455	489
세전이익	억원	94	193	207	289
순이익(지배주주)	억원	94	215	228	250
영업이익률%	%	5.1	3.0	4.8	6.0
EBITDA%	%	13.8	12.7	14.7	15.5
순이익률	%	3.1	6.2	6.2	7.3
EPS	원	1,930	4,421	4,699	5,156
PER	배	24.2	14.1	20.3	14.0
PBR	배	0.9	1.2	1.6	1.2
EV/EBITDA	배	16.6	20.2	20.4	16.3
ROE	%	3.9	8.6	8.4	8.5
순차입금	억원	4,087	4,340	4,302	4,137
부채비율	%	190.0	183.5	164.2	164.0

1. 생활용품 및 유리관련 제품 전문업체

1967년 설립된 삼광글라스는 대한민국 대표 유리용기 제조회사로 OCI 그룹에 속해있다. 동사는 ①유리병사업(음료 및 주류용 백색병, 갈색병, 녹색병 제조 및 판매), ②생활용품사업: 강화유리밀폐용기(글라스락) 및 일반유리식기 제조 및 판매, ③캔사업: 음료 및 주류용 2PC 알루미늄 캔 및 3PC 스틸 캔 제조 및 판매 사업을 영위하고 있다.

2016년 상반기 기준 매출액은 1,470 억원이며 사업부문별 매출비중은 유리사업부(유리병 및 생활용품 61.62%), 캔사업부(28.16%)로 구성되어 있다.

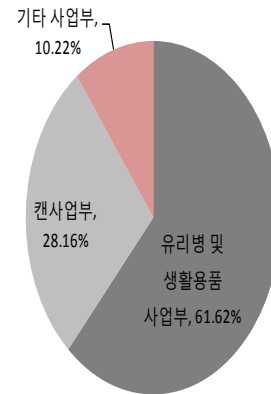
삼광글라스 개요

회사명	삼광글라스
설립일	1967.06.27
상장일	1993.01.06
대표이사	이복영, 이도행
주요사업	생활용품, 유리병, 캔
자본금	242 억 7,200 만원
종업원 현황	503 명(2015년 12월 기준)
공장	논산, 천안, 대구, 인천

자료: 삼광글라스, SK 증권

사업부문별 매출 비중

(단위: %)



자료: 삼광글라스, SK 증권

(1) 유리병사업

유리병사업은 음료, 주류, 제약회사, 화장품사 등에 유리병을 공급하는 중간재 산업으로 초기 투자비가 발생하는 장치산업이다. 2015년 기준 국내 제병시장의 규모는 약 4,400 억원으로 추정되며, 이 중 음료와 주류병이 전체의 70%를 차지하고 있다. 하지만 제병시장의 성장은 정체되어 있다.

삼광글라스 사업부문별 매출액 추이

(단위: 억원)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Glass Bottle	744	794	832	906	925	1038
CAN	958	955	912	917	825	921
Glasslock	914	947	1003	965	971	872
Domestic	538	497	478	489	509	552
Export	376	450	526	477	462	320
Others	-	112	105	94	117	133
Total	2,616	2,807	2,852	2,882	2,838	2,964

자료: 삼광글라스, SK 증권

(2) 캔사업

제관산업은 음료 및 주류회사 등에 알루미늄 캔과 스틸 캔을 공급하는 중간재 산업으로 국내 제관산업 시장의 규모는 6,600 억원으로 추정된다. 과거 전체의 70% 정도가 스틸캔, 30% 정도는 알루미늄 캔이었으나 현재 알루미늄캔이 대부분을 차지하고 있다.

삼광글라스 유리병



자료 : 삼광글라스

삼광글라스-글라스락

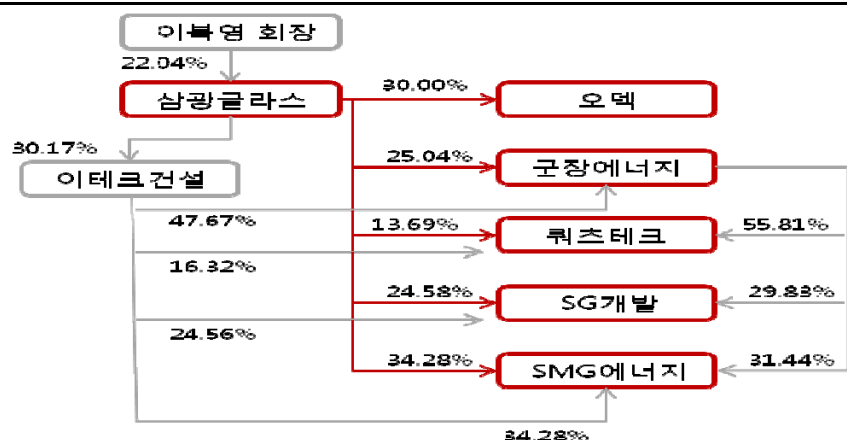


자료 : 삼광글라스

(3) 자회사

삼광글라스는 자회사로 군장에너지(지분율 25.04%, 열병합발전소), 이테크건설(지분율 30.17%, 건설사업), 오텍(지분율 30.0%, 자동차 부품제조), SG 개발(지분율 24.56%, 부동산업), SMG 에너지(지분율 34.28%, 증기 및 온수공급, 발전전기업) 등을 보유하고 있다.

삼광글라스 지배구조도



자료 : 삼광글라스 SK 증권

삼광글라스 자회사 실적추이

(단위: 억원)

		2010	2011	2012	2013	2014	2015
이테크건설	매출액	6,639	6,703	6,956	5,041	6,776	7,885
	영업이익	121	229	159	-287	48	135
오텍	매출액	3,420	3,800	3,499	3,478	3,359	4,527
	영업이익	253	238	117	146	141	191
군장에너지	매출액	1,616	2,004	1,887	1,788	2,119	2,542
	영업이익	421	490	507	503	653	658
귀츠테크	매출액	20	94	111	100	100	94
	영업이익	-15	7	67	-1	-15	-25
SG개발	매출액	-	-	-	-	45	53
	영업이익	-	-	-	-	21	18

자료: 삼광글라스, SK증권

2. 투자포인트

(1) 수출확대를 통한 수익개선 기대

유리병 산업은 '자원재활용 촉진법 및 시행령'에 따라 규제를 받고 있으며, 2017년 1월부터 새롭게 시행되는 공병보증금 반환제도에 따라 소주병은 40원에서 100원으로, 맥주병은 50원에서 130원으로 인상될 예정이다. 이로 인해 공병 사재기 현상으로 16년 하반기까지는 신병 수요가 증가할 것으로 예상된다.

최근 화장품병 및 커피병의 수요가 감소, 내수 경기 부진에 따라 매출은 정체 양상을 나타내고 있는 것으로 판단된다. 하지만 중국과 북미 지역수출 증대를 통해 2016년 하반기부터는 수익성 개선이 예상된다.

지역별 글라스락 수출금액 추이

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015	2016 1Q
북미	205	99	93	110	32
중화권	83	182	228	119	53
중국	64	128	188	100	46
대만	19	53	40	19	7
기타	93	145	129	91	31
Total	526	483	462	320	116

자료: 삼광글라스, SK증권

동사는 2005 년 ‘글라스락’ 브랜드로 중국 시장에 진출하였으며, 중국 시장에서 연 200 억원 규모의 매출을 기록하였으나, 중국 로컬 대리상을 통한 판매로 중국내 체계적인 마케팅과 사업 관리가 이뤄지지 않음에 따라 성장의 정체가 나타났다. 이를 개선하기 위해 2014 년 중국 법인을 설립하였으며 사업이 안정화됨에 따라 중국향 매출이 빠르게 개선되고 있다. 중국 자회사 설립 후 중국 동방 CJ 홈쇼핑과 러파이 홈쇼핑 등에서 글라스락의 판매를 시작하였으며, JD.COM, 까르푸 등 할인마트 및 기업 특판 시장을 공략하고 있다. 2016 년 공격적인 마케팅을 바탕으로 중국내 글라스락 제품 인지도가 빠르게 상승함에 따라 2017 년부터 중국시장에서 높은 성장이 예상된다.

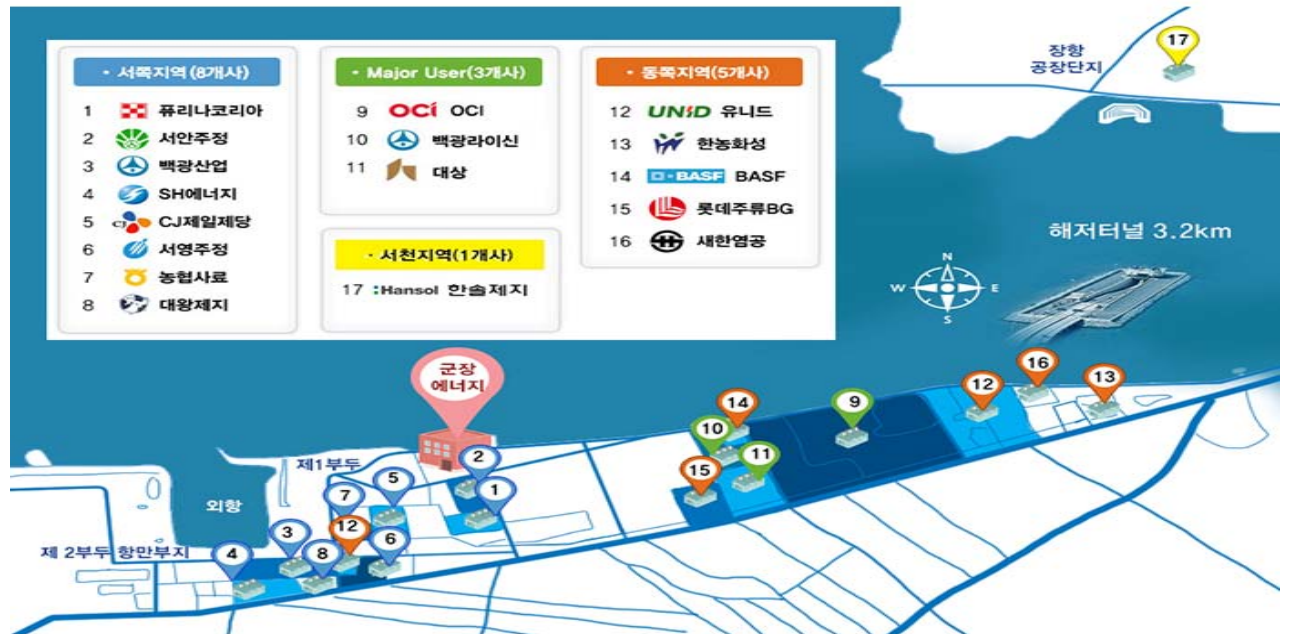
중국 이외 북미시장 역시 기대되는 신규 매출처이다. 동사는 미국 대형 유통업체인 ‘코스트코’를 통해 북미지역에서 진출하였다. 그리고 2012 년 연간 북미 지역의 매출은 205 억원을 기록하였다. 그러나 글로벌 유리용 밀폐용기 1 위업체인 파이렉스가 코스트코 공급업체로 선정됨에 따라 동사의 북미 매출이 큰 폭 감소한바 있다. 다행스럽게도 최근 캐나다 코스트코를 중심으로 매출이 재개됨에 따라, 하반기에는 미국 코스트코 판매가 재개될수 있을 것으로 기대된다.

백색병은 인천공장을 논산공장으로 이전하며 Capa 가 2 배 증설되었다. 유리사업의 경우 대규모 자금이 요구되는 장치산업으로 플라스틱 용기업체 대비 진입 장벽이 높다. 특히 유리 용광로의 경우 가동률과 상관없이 24 시간 1,600° C 를 유지해야 하기 때문에, 백색병 및 글라스락 매출 증대는 곧바로 수익성 개선으로 이어질 것으로 판단된다.

(2) 자회사 가치에 주목

동사의 자회사 군장에너지(지분율 25%)에 주목할 필요가 있다. 군장에너지는 전라북도 군산시 산업단지내 위치한 열병합발전소로, 현재 17 개 기업에 스팀을 공급하고 있으며, 한국전력에 전기를 판매하고 있다. 올해 5 월 준공한 GE4 의 올해 하반기 본격 가동을 통해 또 한번의 고성장이 예상된다. 특히 군장에너지 매출의 상당부분을 차지하는 전력 판매단가는 전력거래소에서 고시하는 SMP(계통한계가격)에 연동되는데, 1 분기를 저점으로 판가가 개선되고 있다.

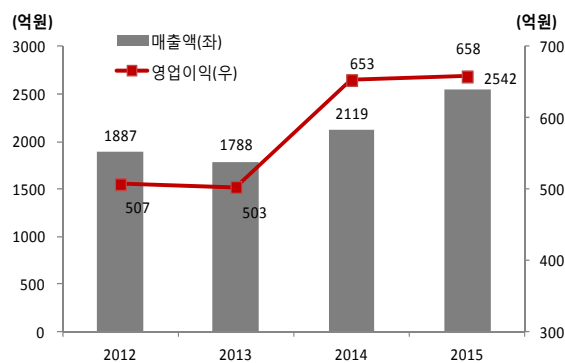
군장에너지 수요업체(현재기준)



자료: 군장에너지, SK 증권

군장에너지 실적추이

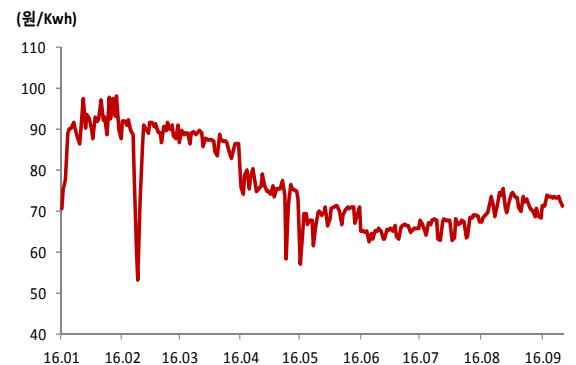
(단위: 억원)



자료: 군장에너지, SK 증권

SMP(계통한계가격) 추이

(단위: 원/Kwh)



자료: 전력거래소, SK 증권

3. Valuation 및 실적전망

2016년 예상 매출액과 영업이익(연결기준)은 각각 3,181억원(+2.5%, YoY), 165억원(+5.2%, YoY)으로 추정한다. 중국 및 북미 등 해외 수출확대와 자회사 군장에너지의 증설로 인해 성장성과 수익성을 확보할 수 있을 것으로 판단되며, 2017년에는 이와 같은 기조가 더욱 강화될 것으로 예상된다. 2016년 추정실적 기준 예상 PER은 14배 수준으로 글로벌 및 국내 소비재 업종 Peer 대비 저평가된 것으로 판단된다.

동사는 현재 인천광역시에 기존 공장부지를 현재 창고로 보유하고 있으며, 동 부지는 OCI의 100% 자회사인 DCRE에서 아파트 및 업무시설로 개발 예정이다. 현재 OCI와 DCRE가 법인세 및 지방세 관련 인천시와 행정소송을 진행하고 있는 가운데 대법원 판결만을 앞두고 있어 빠르면 2017년 상반기 개발에 착수할 수 있을 것으로 예상된다. 개발 착공시 동사에 부지매각대금이 유입되어 재무건전성 역시 개선될 것으로 판단된다.

투자의견변경

일시

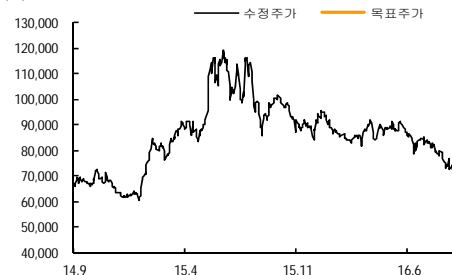
투자의견

목표주가

2016.09.19

Not Rated

(원)



Compliance Notice

- 작성자(이승욱)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 12일 기준)

매수	95.83%	중립	4.17%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
유동자산	2,235	2,325	2,491	2,985
현금및현금성자산	120	42	75	553
매출채권및기타채권	732	676	709	720
재고자산	905	1,096	1,281	1,300
비유동자산	5,432	5,809	5,921	5,926
장기금융자산	189	189	257	258
유형자산	2,699	2,632	2,504	2,317
무형자산	15	15	16	16
자산총계	7,667	8,133	8,412	8,910
유동부채	2,349	2,495	3,044	3,087
단기금융부채	1,808	1,952	2,452	2,486
매입채무 및 기타채무	480	500	502	510
단기충당부채	0	10	21	21
비유동부채	2,674	2,770	2,183	2,448
장기금융부채	2,471	2,535	1,942	2,206
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0
부채총계	5,023	5,264	5,228	5,536
지배주주지분	2,402	2,587	2,844	3,056
자본금	243	243	243	243
자본잉여금	145	144	179	179
기타자본구성요소	-32	-33	0	0
자기주식	-32	-33	0	0
이익잉여금	2,064	2,246	2,431	2,645
비지배주주지분	242	281	341	319
자본총계	2,644	2,869	3,184	3,375
부채외자본총계	7,667	8,133	8,412	8,910

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
영업활동현금흐름	123	262	250	447
당기순이익(손실)	89	184	193	229
비현금성항목등	344	231	292	284
유형자산감가상각비	252	289	305	299
무형자산상각비	0	1	1	1
기타	27	0	44	18
운전자본감소(증가)	-310	-153	-233	3
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-51	59	-37	14
재고자산감소(증가)	-193	-195	-192	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-65	3	20	26
기타	-1	-20	-24	-17
법인세납부	-1	-1	-2	-70
투자활동현금흐름	-430	-412	-111	-66
금융자산감소(증가)	-10	-29	25	14
유형자산감소(증가)	-155	-173	-161	-100
무형자산감소(증가)	3	-1	-2	-2
기타	-269	-208	27	21
재무활동현금흐름	304	72	-106	97
단기금융부채증가(감소)	-906	-486	-387	-301
장기금융부채증가(감소)	1,370	722	374	571
자본의증가(감소)	-32	-1	71	0
배당금의 지급	-36	-36	-36	-36
기타	-93	-128	-128	-136
현금의 증가(감소)	-5	-78	34	478
기초현금	125	120	42	75
기말현금	120	42	75	553
FCF	-72	133	88	325

자료 : 삼광글라스, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
매출액	2,900	2,978	3,103	3,150
매출원가	2,511	2,611	2,638	2,646
매출총이익	389	367	465	504
매출총이익률 (%)	13.4%	12.3	15.0	16.0
판매비와관리비	243	277	316	315
영업이익	147	89	150	189
영업이익률 (%)	5.1%	3.0	4.8	6.0
비영업손익	147	104	57	100
순금융비용	-52	160	144	131
외환관련손익	-123	9	13	3
관계기업투자등 관련손익	-5	215	201	218
세전계속사업이익	59	193	207	289
세전계속사업이익률 (%)	94	6.5	6.7	9.2
계속사업법인세	3.3%	9	14	60
계속사업이익	5	184	193	229
중단사업이익	89	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0
당기순이익	0	184	193	229
순이익률 (%)	89	6.2	6.2	7.3
지배주주	3.1%	215	228	250
지배주주귀속 순이익률(%)	94	7.21	7.35	7.95
비지배주주	3.2%	-30	-35	-22
총포괄이익	-4	194	189	227
지배주주	104	224	224	249
비지배주주	108	-30	-35	-22
EBITDA	-5	379	455	489

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E
성장성 (%)				
매출액	1.7	2.7	4.2	1.5
영업이익	26.4	-39.0	67.4	26.2
세전계속사업이익	-48.0	104.6	7.0	39.8
EBITDA	29.3	-5.0	20.0	7.3
EPS(계속사업)	-38.5	129.1	6.3	9.7
수익성 (%)				
ROE	1.3	8.6	8.4	8.5
ROA	3.9	2.3	2.3	2.6
EBITDA마진	13.8	12.7	14.7	15.5
안정성 (%)				
유동비율	95.2	93.2	81.8	96.7
부채비율	190.0	183.5	164.2	164.0
순차입금/자기자본	154.6	151.3	135.1	122.6
EBITDA/이자비용(배)	3.2	2.4	3.1	3.7
주당지표 (원)				
EPS(계속사업)	1,930	4,421	4,699	5,156
BPS	49,480	53,301	58,580	62,953
CFPS	7,133	10,395	10,996	11,333
주당 현금배당금	750	750	750	750
Valuation지표 (배)				
PER(최고)	39.8	16.4	25.4	18.4
PER(최저)	21.6	9.8	12.9	13.8
PBR(최고)	1.6	1.4	2.0	1.5
PBR(최저)	0.8	0.8	1.0	1.1
PCR	6.5	6.0	8.7	6.4
EV/EBITDA(최고)	20.3	21.5	23.0	18.6
EV/EBITDA(최저)	16.0	17.8	16.7	16.3