



기업분석 | 음료/의류

Analyst

심지현

02 3779 8640

simjin@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가	31,000 원
현재주가	21,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(2/19)	3,107.62 pt
시가총액	3,012 억원
발행주식수	14,210 천주
52주 최고가/최저가	22,800 / 11,900 원
90일 일평균거래대금	7.4 억원
외국인 지분율	12.6%
배당수익률(20.12E)	3.5%
BPS(20.12E)	22,169 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 0.7%
	6개월 -17.7%
	12개월 -12.1%
주주구성	삼양사(외 5인) 71.0%
	삼양패키징우리사주(외 1인) 5.0%

Stock Price

삼양패키징 (272550)

이제는 음료시장과 함께 보자

음료 OEM 시장 1위 사업자

삼양패키징(이하 동사)은 국내 최대 음료관련 OEM 제조사로, 크게 PET Bottle 생산과 아세트 음료 충전 OEM 두 가지의 사업을 영위하고 있다. 그 동안 동사가 시장에서 받아들이지던 방식은 화학 회사에 가까웠다. PET의 화학 원재료가 스프레드에 영향을 받는 특성이 있기 때문에 주로 시클리컬 업종 기반 업황 분석과 멀티플이 적용되어 왔다는 의미이다. 그러나 이제는 동사를 필수소비재 시장인 음료시장의 관점에서 바라봐야 할 때가 왔다. PET와 아세트 두 사업부 모두 전방산업이 음료시장라는 이유도 있지만, 무엇보다 두 사업부의 수익 비중에 있어 상당한 변화가 진행 중이다. 스프레드 산업에 가까운 PET 사업부의 비중이 줄어들고 보다 음료 산업에 가까운 아세트 사업부의 비중이 영업이익의 기준으로 절반 이상을 넘어섰다. 이러한 비중 변화가 무엇보다 중요한 이유는 다음과 같다.

아세트 사업부의 비중이 확대되며 이익 안정성 크게 상승

PET 사업부는 B2B 중간재 산업으로 전체 PET시장 CAGR 성장률은 3~5% 가량, 3Q20A 기준 전체시장 내 점유율은 2020P 기준 35%(국내 1위)이며 원재료비 비중이 높고 판가가 원재료 가격에 연동되는 스프레드 산업에 해당한다. 반면 아세트 사업부는 전체 아세트 시장 CAGR 성장률 16% 이상, 2020P 기준 아세트 시장점유율은 66%(국내 1위)이다. 또한 PET 사업부와는 달리 스프레드의 영향을 거의 받지 않으며, 라인당 투자비용 규모가 크고 최소 생산물량의 문턱이 높아 시장 진입이 힘들다. 즉 아세트쪽으로 비중이 넘어오면서 나타날 효과는 1)스프레드 영향 하락으로 이익 안정성 상승, 2)고성장 시장 비중 상승, 3)고마진 사업부 비중 상승, 4)경제적 해자 상승 등으로 정리된다.

5호기 증설 완료 & 카토캔 관련비용 마무리

이러한 아세트 모멘텀이 올해부터 본격적으로 강해질 것이라 생각하는 두 가지 포인트가 있다. 첫 번째, 증설 완료된 5호기가 올해 6~7월부터 상업생산을 하며 실적에 여겨진다. 올해는 성수기와 절반 정도만 겹치지만 22년부터는 온기로 반영되기 때문에 올해보다는 내년의 5호기 관련 증익 폭이 더 클 것으로 판단한다. 두 번째, 4Q20P 영업이익 하단에서 카토캔 설비 손상차손 관련 일시적 비용이 발생해 세전이익부터 적자가 나온 부분에서 힌트를 얻을 수 있다. 카토캔은 원래 당기순손실이 나고 있던 상황이었기 때문에 향후 이 부분이 제거되는데서 오는 증익효과 역시 기대 가능하다.

투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 신규 제시

정리하자면 안정적 음료 수요 베이스가 깔린 상태에서 음료 OEM 시장 1위 사업자 자리를 지키고 있으며 장기 성장성까지 충분히 마련되어 있는데, 주가 멀티플은 아직 화학 업종이라는 인식이 강해 시클리컬 디스카운트를 크게 받고 있는 상황이다. 아세트 비중 상승에 따른 안정성+고마진+고성장 모멘텀에 5호기 실적 추가분, 카토캔 손실 제거분이 합쳐져 올해 충분히 리레이팅되기 좋은 시점이라고 판단한다. PER, PBR 기준 밸류에이션을 평균해 투자의견 Buy, 목표주가 31,000원을 신규 제시한다.

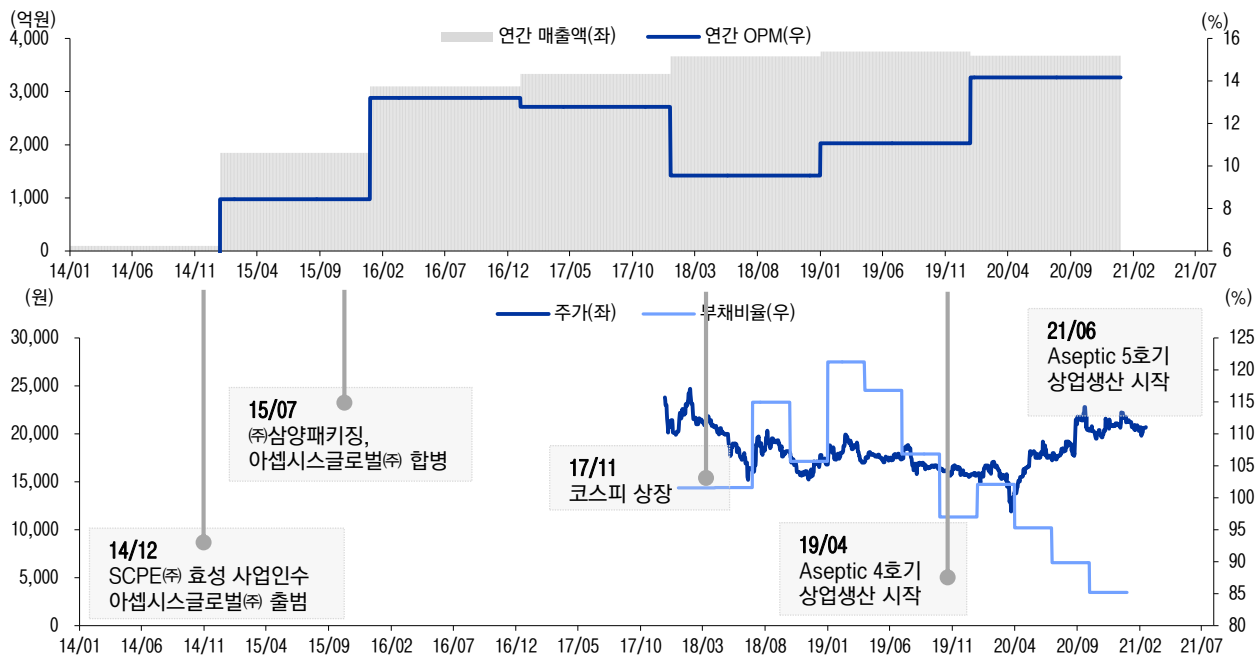
사업 기초

이제는 음료시장 관점에서 바라봐야 할 때

삼양패키징(이하 동사)은 국내 최대 음료관련 OEM 제조사로, 영위하는 사업은 크게 PET Bottle 제조와 아셉틱(음료 충전) 두 가지로 구분된다. 기존에 동사가 시장에서 받아들여지던 방식은 화학 회사에 가까웠다. PET의 경우 화학 원재료와 판가 사이의 스프레드에 이익이 크게 연동되는 특성이 있어 그동안 시클리컬 업종의 멀티플을 받아왔기 때문이다. 주가는 17년 상장 이후 19년 말까지 장기간 하락했는데 이는 해당 구간에서 유가 급등에 따라 PET Chip 가격이 크게 올랐고 이로 인해 이익 변동성이 커졌기 때문이다. 여기에 기존 PET 사업부의 성장성과 수익성이 낮다는 요인과, 아셉시스 글로벌 합병 및 아셉틱/카토켄 투자로 발생한 2,300억대 이자발생 부채 부담이 같이 주가 하방압력으로 작용했다.

그러나 이제는 동사를 필수소비재 시장 안의 음료사업의 관점에서 바라봐야 할 때가 왔다는 판단이다. PET와 아셉틱 두 사업부 모두 전방산업이 음료시장라는 이유도 있지만, 무엇보다 판가가 원가에 종속되지 않은 고마진 아셉틱 사업부의 매출 비중이 계속해서 높아지고 있기 때문이다. 아셉틱 사업부의 비중은 매출 기준으로는 대략 절반 아래까지, 영업이익 기준으로는 절반 가량을 넘어선 것으로 판단한다. 게다가 두 사업부 모두 전방산업이 음료 산업인 것을 감안하면 식품 수요 베이스가 안정적이라는 점에서도 스프레드의 영향이 타 화학 회사보다 다소 적다.

그림1 주가, 실적, 이벤트 장기시계열 차트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

PET 사업부

PET Bottle(내압병, 내열압병, 상압병 등) 제조 사업부는 식음료 산업이 전방산업, 석유화학산업이 후방산업인 B2B 중간재 산업으로 원가에 포함되는 PET resin, chip 가격이 변하면 PET Bottle 판가에 어느 정도 방식의 스프레드 산업에 해당한다. 원재료비 비중이 높으며 판가-원가 스프레드가 확대되면 수익성이 개선되는 구조다. 이에 대해 동사는 판가에 대한 가격정책 합리화를 통해 계속해서 스프레드 부담을 완화해나가는 방향으로 나아가고 있다.

음식료 산업에서 전체 음료 시장은 연간 1% 내외의 저성장 중이지만 PET, 캔, 유리 정도로 분류되는 음료 포장용기 시장만 놓고 본다면 캔과 유리음료의 점유율이 줄어들고 PET 음료의 비중이 늘어나고 있어 전체 PET Bottle 시장은 수량 기준 CAGR 4~5% 가량의 속도로 성장 중인 것으로 파악된다.

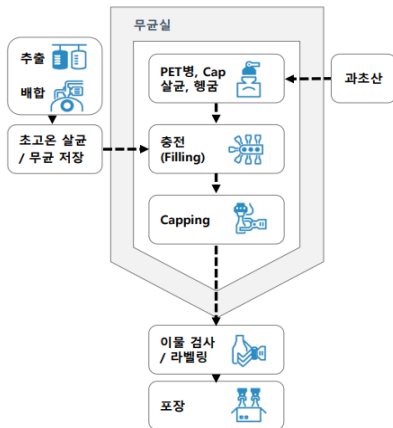
동사의 PET 사업부 영업이익률은 한 자리 수 중반 가량으로 추정되며 전체 PET Bottle 시장에서 2020P 기준 M/S 35% 가량을 확보해 오랜 기간 동안 시장 1위 사업자 자리를 지키고 있다. PET Bottle 시장에서는 생수같이 자가생산 유통 물량이 많은데, 이 자가 유통물량 비중을 제외한 경쟁시장 내에서의 M/S 비중은 2020P 기준 51%에 달한다. PET 시장은 음료시장과 마찬가지로 2~3Q의 여름 성수기에 매출이 영향 받는 계절성을 가진다. 성수기에는 음료 수요가 강해 공급부족 현상이 있기 때문에 고객사 입장에서는 보통 안정적으로 공급이 가능한 상위 플레이어를 우선적으로 고려한다. 이 때문에 오랜 기간 동안의 시장지배력 우위는 향후 경쟁력 판단에도 중요하다.

아셉틱 사업부

아셉틱 기술이란 식품 OEM 사업의 일종으로, 무균챔버에서 음료를 PET Bottle에 주입하는 기술로 요약된다. 음료 회사들이 제조 단계에서 주의를 기울이는 핵심 요소 중 하나는 세균/박테리아 증식이며, 생수와 탄산음료 외의 제품류에서 통상 이런 고민이 발생한다. 보통 생수 같은 상하병(바틀만 나가면 되는 것)은 박테리아가 먹을 게 없어서 증식을 못하며, 내압병(탄산음료)의 경우 산도가 높아서 세균 증식이 어렵기 때문에 그냥 탭핑해서 유통하면 되기 때문이다.

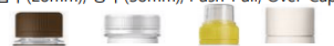
음료회사들이 전통적으로 채택해오던 방식은 고온 살균 방식(Hot-Filling)이다. 보통 135도까지 끓인 후 바로 넣을 수 없기 때문에 85~90도까지 냉각하고 충전하고 캡핑한다. 다만 이 경우 고온에서 음료의 맛/향이 잘 유지되지 않고, 위생 안정성 확보에도 문제가 있을 수 있다. 또한 핫필링은 90도를 견뎌야 하기 때문에 PET 공병에서 가장 많이 차지하는 PET Chip이 많이 들어가서 두껍다는 특징이 있다. 그래서 새로 등장한 방식이 아셉틱 충전 기술이다. 똑같이 135도까지 끓여 살균하는데, 이를 25~30도까지 급속 냉각한 후 아셉틱 공정(의학, 반도체 공정에 필요)에 의해 상온에서 충전하는 방식이다.

그림2 아셉틱 생산 공정



자료: 삼양패키징 IR, 이베스트투자증권 리서치센터

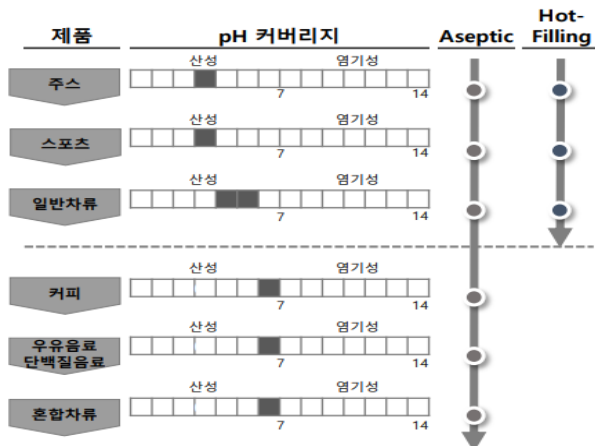
표1 아셉틱 생산 현황, 품목

구분	Aseptic
라인 증설	4개 라인('07, '10, '14, '19년) 가동 중 1개 라인 증설 ('21년)
생산 Capa	12.6억병/년*
용량	상온(20~25° C)
냉각 방법	100ml~2,000ml
규격	협구(28mm), 광구(38mm), Push-Pull, Over-Cap 
생산 가능 품목	차류, 커피, 조제유, 두유, 어린이음료, 가공유, 스포츠음료, 단백질음료, Sac음료, 탄산음료

자료: 삼양패키징 IR, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 4개 라인 1년 full 가동시 이론적 생산 Capa, 실질 Capa와는 차이 있음

그림3 아셉틱 vs 핫필링 적용 범위: 제품 다양화 가능



자료: 삼양패키징 IR, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 탄산음료, 생수는 균 증식이 어려운 환경으로 상온 충전 가능

표2 아셉틱 vs 핫필링 생산 방식: 안정성 우위

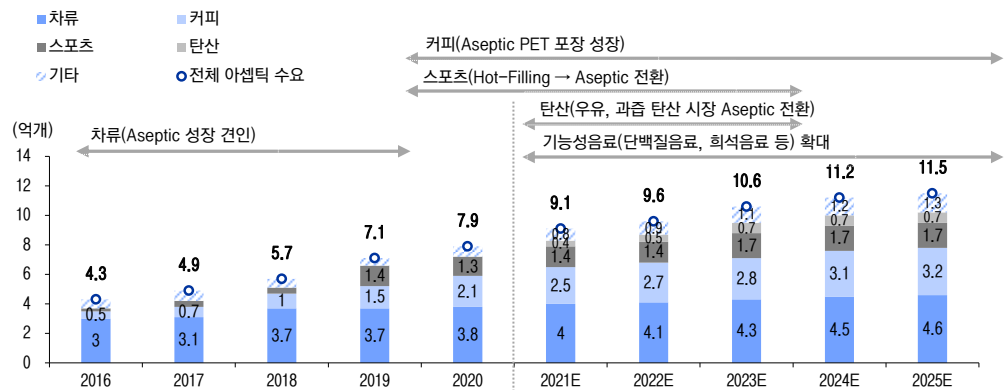
구분	Aseptic	Hot-Filling
살균방식	135° C 초고온 살균	98° C 내열 PET
충전 방식	용기 멸균 후 무균수로 세척하고, 무균환경에서 충전	내용물을 120° C에서 1~2분간 살균 후 장시간 체류 충전
충전 온도	상온(20~25° C)	88~92° C
냉각 방법	25° C 즉시 냉각	40° C 이하 냉각
용기	상압 PET	90° C 내열 PET
특징	- 균 관련 안정성 높음 - 상대적 높은 투자비	- 균 문제 발생 가능성 - 상대적 낮은 투자비

자료: 삼양패키징 IR, 이베스트투자증권 리서치센터

아셉틱 생산 방식은 1) 급속 냉각을 하여 핫필링 방식보다 맛/향이 잘 보존되며, 2) 용기가 열에 의해 변형될 위험이 적고, 3) 제품을 상온 유통 가능하며 유통기한은 12개월 정도로(핫필링은 9개월 정도) 길기 때문에 고객사 입장에서 폐기 비용이 덜 소요된다. 4) 또한 PET Chip이 비교적 적게 들어가 얇은 용기 사용이 가능해 비교적 원료를 적게 투입할 수 있는 장점이 있으며(원가 절감 및 친환경), 5) 음료 브랜드 입장에서는 다양한 Bottle 디자인이 가능하고 품질이 높기 때문에 아셉틱으로의 전환 수요도 높다.

이러한 공정상의 이점 때문에 전체 아셉틱 시장은 CAGR 16% 가량의 고성장이 가능하며, 차류, 커피, 스포츠 음료, 기능성 음료에서 선호도가 높다. 특히 커피가 최근에 성장성이 큰데 이는 시중에 판매되는 커피가 점차 대용량으로 바뀌는 추세기 때문에 판매 금액대가 자연스럽게 올라가는데 따른 영향이다.

그림4 아셉틱 성장 동력: 차류 중심 성장에서 커피, 스포츠음료, 탄산, 기능성 음료까지 확대 전망



자료: 삼양패키징 IR, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 1~4호 라인 1년 full 가동시 생산 Capa

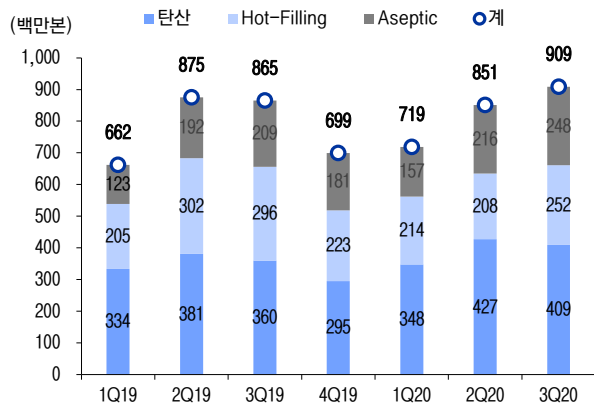
또한 아셉틱 방식 하에서는 PET Chip만 들어가는 것이 아니라 Bottle 공병을 사다가 음료를 충전하는 고객들의 PET Bottle에 대한 마진까지 포함되는데, 동사의 경우 Bottle 공정까지 같이 영위하기에 운반비 등 여러 제반 비용이 덜 들어가 마진 측면에서도 강점이 있다. 즉 자체 생산한 PET에 자체 가공한 음료를 주입해 납품하기 때문에 가공마진 또한 확보 가능하다. 국내 음료시장의 OEM 제조 수요가 생각보다 높기 때문에 이런 식으로 음료 OEM 쪽의 공정을 수직계열화 식으로 가져가게 되면 상당히 유리하다. 국내 음료 시장은 대략 절반 정도만 자가 생산을 하는 것으로 파악된다. 이런 유리한 마진 구조 하에 동사 아셉틱 사업부의 영업이익률은 PET 사업부보다 훨씬 높은 10%대 중후반 정도인 것으로 추정되며, 스프레드의 영향을 받지 않아 훨씬 안정적이다.

아셉틱 시장점유율 66%(국내 1위)인 점도 매력적이다. 아셉틱이 가능한 회사 전체는 4개인데 그 중 자가물량 대응이 아닌 OEM 시장으로만 보면 과거에 동사가 100%를 차지하다가 최근 동원시스템즈가 경쟁사로 들어온 상황이다. 자가물량 대응 회사는 LG 계열, 롯데칠성이 있다.

아셉틱 사업부의 또 다른 특징은 진입장벽이 높다는 점이다. 기본적으로는 라인당 투자 비용이 400억이 넘어 중소기업 진입이 사실상 불가능하고, 다품종 소량생산에 비용이 많이 소모되어 최소 생산물량의 문턱이 높으며, 최근 시장 수요가 강해 수급 균형을 위해 빠른 속도로 증설이 가능해야 고객사와의 수급에 안정적인 대응이 가능하다. 동사는 대형 음료회사를 고객사로 가지고 있으며 상위 5개 고객사가 매출비중 40%를 차지하기 때문에 고객사도 골고루 분포되어 있다.

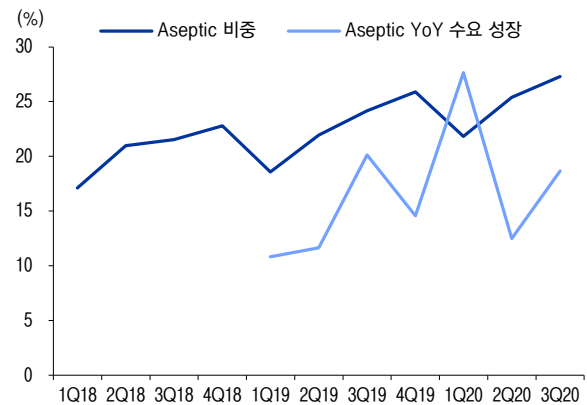
요약하자면 앞서 언급했던 PET Bottle에서 아셉틱으로의 수익 비중 변화가 무엇보다 중요한 이유는 다음과 같이 정리된다. 1)스프레드 영향 하락으로 인해 수익 안정성 상승, 2)고성장 시장 비중 상승, 3)고마진 사업부 비중 상승, 4)경제적 해자 상승이 그것이다.

그림5 분기별 수요 추이



자료: 삼양패키징 IR, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 전체 시장에서 Aseptic 수요 및 비중 증가



자료: 삼양패키징 IR, 이베스트투자증권 리서치센터

올해부터 5호기 증설 실적 반영

동사의 이러한 아셉틱 모멘텀이 향후 더 강해질 것으로 생각하는 또 다른 포인트는 증설 완료된 5호기가 올해 6~7월경부터 상업생산을 하며 실적에 추가된다는 사실이다. 올해는 성수기와 절반 정도만 겹치지만 22년부터는 온기로 반영되기 때문에 5 호기 증설 관련 증익분은 올해보다 내년에 더 많이 반영될 것으로 추정한다. 현재의 높은 시장 수요가 유지된다면 향후 아셉틱 라인의 추가 증설도 충분히 고려 가능한 상황이다.

표3 삼양패키징 아셉틱 5 호기 투자 개요

구분	내용
총 투자금액	267억 (제조설비 207억, 창고 신축 60억)
판매량(예상)	연간 1억본* (200BPM x 2개 라인)
투자 기간	~2021년 5월
생산 개시	2021년 6월 상업 생산 시작
설비 특징	- Target 제품 및 투자 효율성 고려하여 기존 설비 대비 저속 라인 - 다품종 소량 생산에 적합 기종으로 생산 Flexibility 향상

자료: 삼양패키징 IR, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 판매량 예측의 경우 Aseptic 4호기(19/04 상업생산 시작)의 경우 투자 결정시(2017년) 2022(N+3) 100% 가동/판매 예상했으나, 실제 2020년 (N+1) 완전 가동 수준으로 운영되고 있음

이러한 증설 추이에 대해 고민해보려면 앞서 언급했던 최근 시장의 경쟁상황 변동을 먼저 생각해봐야 한다. 동원시스템즈의 경우 19년 10월 23일에 강원 횡성 아셉틱 공장 1호기 가동을 시작했다. 동원시스템즈는 강원도 횡성에 5호기까지 설비 가능한 부지를 확보한 상태며 언론 등을 통해 "횡성을 국내 최대 음료 생산기지로 육성해 아셉틱 음료 부문에서만 26년 2,000억 매출을 올릴 계획"이라고 발표했다. 즉 2026년까지 대략 5기를 설치하겠다는 계획이다. 동원시스템즈의 시장 진입 당시 동사는 19년 4월쯤에 4호기를 설치 완료한 상황이고 연 6억개의 Capa를 확보했다(계산 기준). 당초 4호기 완전자동 시점은 21년으로 계획되어 있었으나 신규수주가 빠르게 늘어나면서 2020년에

이미 완전가동을 하고 있던 상황이다.

100% 독점이었던 시장에 경쟁사가 진입하며 향후 경쟁심화와 판가하락 우려 등이 리스크 요인으로 언급된 적도 있다. 다만 그 이후 2019~2020년 2년간 확인한 생산 현황을 보면 신규 진입자가 들어옴으로 인해 나뉘지는 부분보다 시장 전체가 커지며 늘어나는 부분이 더 많다는 것을 알 수 있다.

현재 국내에 아셉틱 라인은 총 9개가 있으며, 그 중 4개 라인을 동사가 보유하고 있으며 올해 1개 라인이 더 놓일 예정이라 지배적인 시장지위를 가지고 있는 상황이라고 할 수 있다(그 외 롯데 3개, 코카콜라 하나, 동원시스템즈가 1개 라인이다가 최근 하나 더 늘리려고 하는 중). 즉 연말 기준으로는 11개 라인 중 5개를 동사가 보유하는 구조가 될 가능성이 유력하다. 롯데, 코카콜라는 자가물량만 생간하며 시장 전체에서 합쳐서 25~30% 정도의 비중을 갖는다. 나머지 70~75%가 OEM 경쟁시장 Capa인데 그 중 동사가 90% 이상의 비중을 갖는다.

아셉틱 Capa의 경우 처음 4개 라인이 1억 5천 정도며, 4호기 이전의 아셉틱 1개 라인 구축에는 CAPEX가 대략 500억씩 소요되었다. 다만 최근의 5호기에는 CAPEX 투자가 훨씬 적게 이루어진 점에 주목한다(5호기는 267억원 가량). 4호기보다 Capa가 약간 낮지만 기본적으로 CAPEX 대비 Capa 수준이 굉장히 높다. 다만 앞서도 언급했듯 컷해는 성수기 절반만의 효과와 초기의 가동률 수준을 근거로 5호기 증익분에 대해 다소 보수적으로 판단하며, 내년부터 본격 반영될 것으로 예상한다.

실적 추정 및 밸류에이션

투자의견 Buy, 목표주가 31,000원 신규 제시

표4 삼양패키징 분기 및 연간 실적 추정

(십억원, %)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출	77.5	103.3	106.6	88.0	81.6	96.3	107.8	81.9	83.2	101.2	116.0	84.6	375.4	367.6	385.0
YoY (%)	2.6	4.6	2.8	-0.4	5.2	-6.8	1.1	-6.9	2.0	5.1	7.7	3.3	2.5	-2.1	4.8
매출총이익	11.0	24.1	26.0	17.9	13.2	26.2	33.6	16.4	12.5	22.3	25.5	16.9	79.0	89.4	77.2
GPM (%)	14.1	23.3	24.4	20.4	16.2	27.2	31.2	20.0	15.0	22.0	22.0	20.0	21.0	24.3	20.0
영업이익	2.4	14.3	16.6	8.3	4.0	16.2	24.4	7.5	4.2	17.4	28.2	8.3	41.6	52.1	58.1
YoY (%)	31.0	10.1	35.9	3.8	68.0	13.3	46.8	-9.5	4.4	7.8	15.5	10.0	18.8	25.2	11.5
OPM (%)	3.1	13.8	15.6	9.5	4.9	16.8	22.6	9.2	5.0	17.2	24.3	9.8	11.1	14.2	15.1
당기순이익	0.4	9.6	12.2	6.2	2.0	14.2	18.1	-3.0	2.7	13.0	21.3	5.9	28.4	31.3	42.8
YoY (%)	1,051.0	12.2	52.8	27.3	363.5	48.0	48.7	작전	35.9	-8.7	17.5	흑전	32.5	10.3	36.7
NPM (%)	0.5	9.3	11.4	7.0	2.4	14.8	16.8	-3.7	3.2	12.8	18.4	6.9	7.6	8.5	11.1

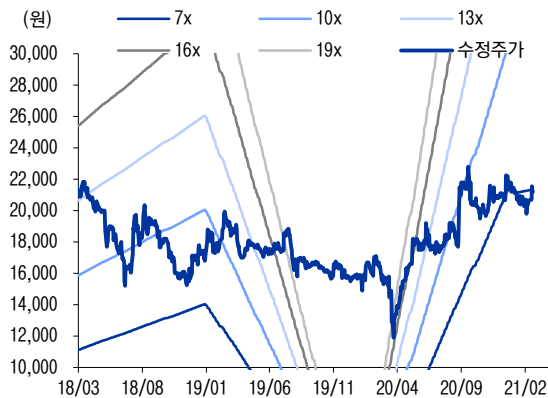
자료: 삼양패키징, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 PER, PBR Valuation

구분	추정치	비고
현재주가	21,200	21.02.19 기준
Target P/B	1.0	① 동사 PBR 밴드 중단
21E BPS	23,856.6	② -
P/B 기준 적정가치	23,859	(a) = ① x ②
Target P/E	13.0	③ 동사 PER 밴드 중단
21E EPS	3,013.2	④ -
P/E 기준 적정가치	39,172	(b) = ③ x ④
21E 평균 적정가치	31,515	((a) + (b))/2
Target Price	31,000	21E 평균에서 1,000원자리대 이하 내림
상승여력	46.2%	-

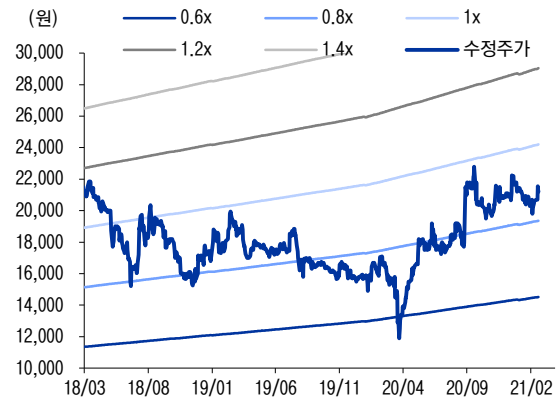
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 삼양패키징 PER Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 삼양패키징 PBR Band



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

4Q20P 및 Review 2021E Preview

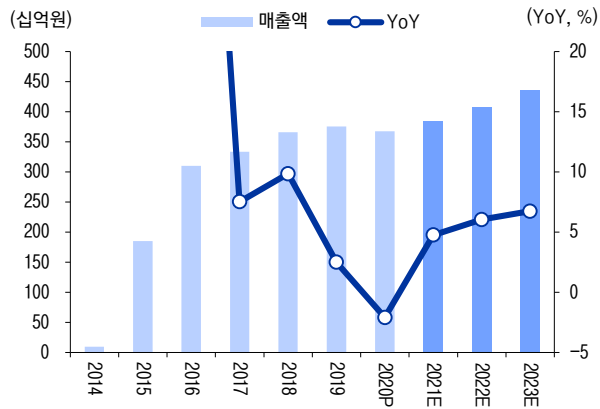
4Q20P 잠정실적 발표 기준 동사는 매출액 819억원(YoY -6.9%), 영업이익 75억원(YoY -9.5%), 당기순이익 -30억원(YoY 적전)을 시현했다. 전년동기대비 매출, 영업이익이 부진하게 나온 이유는 4Q19에 하나였던 오버홀 라인이 4Q20에 두 개로 늘어났기 때문이다(19년 4월에 시작된 4호기 관련). 올해는 20년 대비 같은 개수의 오버홀 라인이 잡혀 정상적으로 실적이 발생할 것이며, 4Q22에 5호기 관련 오버홀 라인이 하나 늘어나 같은 맥락의 조정이 있을 것으로 판단한다.

영업이익 하단에서는 카토크 설비 손상차손 관련 일시적 비용 발생이 있었으며, 이로 인해 세전이익부터 분기 기준 적자가 발생했다. 카토크는 원래 영업 손실이 나던 부분이라 계속 당기순이익 기준으로 적자가 나고 있었는데, 이를 아예 손상차손으로 반영시켜 어느 정도 정리한 것이다. 향후에는 이 손실 부분이 빠지고 6~7월부터 5호기 기여분이 더해지기 때문에 증익 효과가 전체 시장 성장률보다 훨씬 클 것으로 판단한다. 올해는 성수기 절반 정도 구간에 5호기 증익 효과가 더해지며 초기 가동이라 5호기 증익분은 보수적으로 가정했지만 내년부터는 전체 Capa가 실적에 영향을 미칠 것으로 판단해 보다 장기적인 이익 타임라인을 기대 가능하다.

2020P 연간 잠정실적은 매출액 3,676억원(YoY -2.1%), 영업이익 521억원(YoY +25.2%), 당기순이익 313억원(YoY +10.3)을 시현했으며, 2021E는 매출액 3,850억원(YoY +4.8%), 영업이익 581억원(YoY +11.5%), 당기순이익 428억원(YoY +36.7%)만큼 증익이 있을 것으로 전망한다.

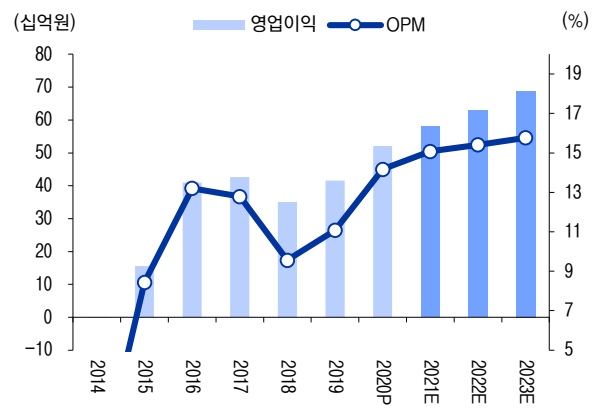
2018~2019년(주가 장기 하락기)에 유가 변동으로 인한 PET 스프레드 변화 외에 추가 리스크 요인이었던 자산 측면도 작년까지 어느 정도 안정된 상황이다. 2018년 당시 빠른 증설을 통한 CAPEX 급증으로 부채비율이 급증했고 이 때문에 2Q19까지 순차입금(약식 구분 기준)이 2,400억원대까지 상승해 자본 지출에 대한 부담이 컸다. 다만 2019년부터 CAPEX가 크게 지출되지 않아 이때를 기점으로 부채비율이 완만하게 하락했고, 2020년에 100% 미만으로 떨어졌다.

그림9 삼양패키징 연간 매출액 추이 및 추정



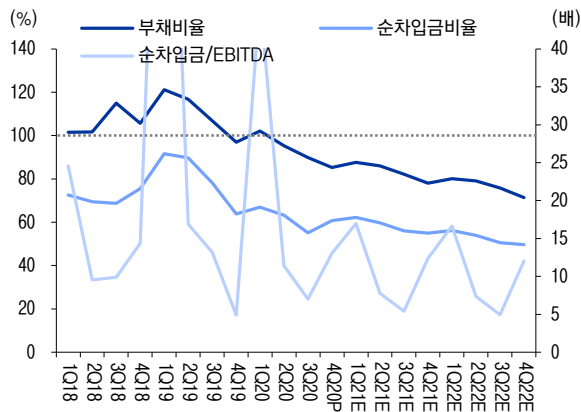
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 삼양패키징 연간 영업이익 추이 및 추정



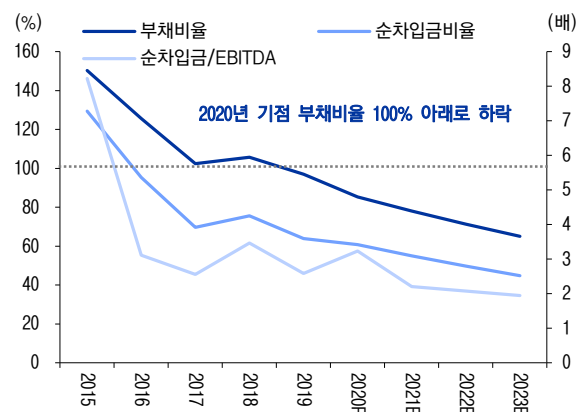
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 부채부담 추이 및 추정 - 분기



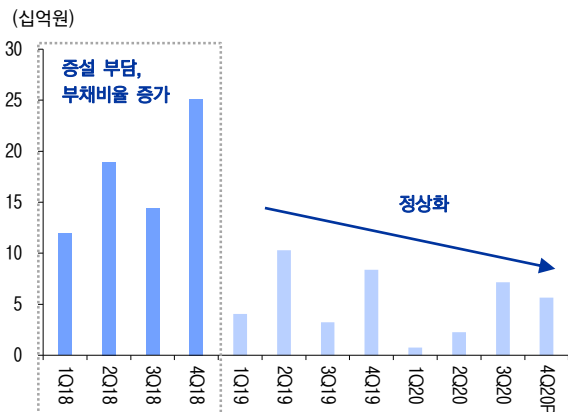
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 부채부담 추이 및 추정 - 연간



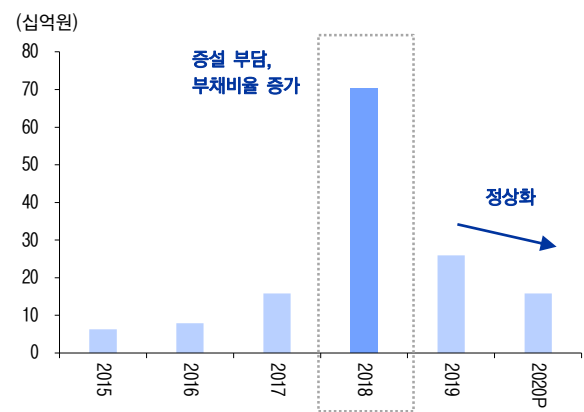
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 CAPEX 추이 - 분기



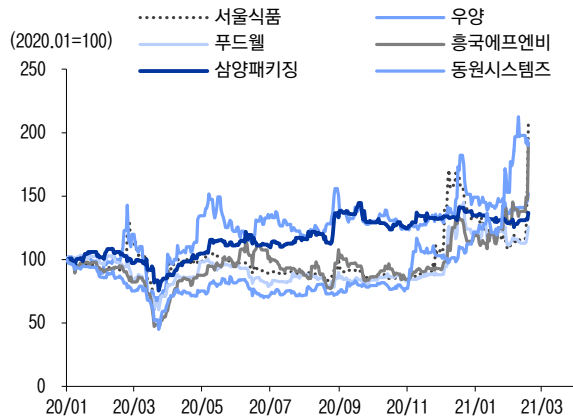
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 CAPEX 추이 - 연간



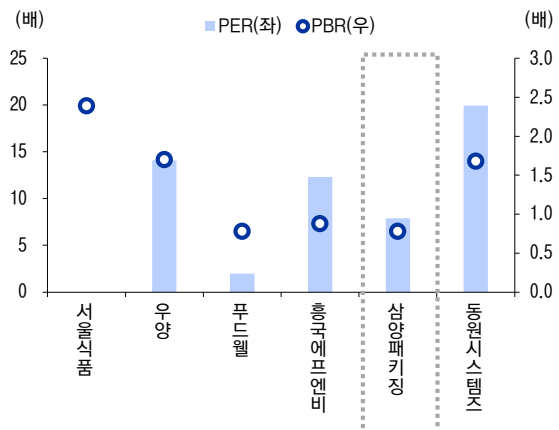
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 음식료 OEM 주요 종목 20년 이후 상대주가 추이



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 음식료 OEM 주요 종목 현재 기준 PER, PBR



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 서울식품은 PER 데이터 존재하지 않음

그림17 삼양패키징 지배구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

정리하자면 안정적 음식료 수요를 바탕으로 음료 OEM 시장 1위 사업자 자리를 지키고 있으며 장기 성장성까지 충분히 마련되어 있는데, 화학 기업의 수익구조로 인식되고 있기에 주가 멀티플 디스카운트를 받고 있는 상황이다. 앞서 정리한 아셉틱 비중 상승에 따른 안정성+고마진+고성장 모멘텀에 5호기 실적 추가분, 카토켄 손실 제거분이 합쳐져 올해 충분히 리레이팅되기 좋은 시점이라고 판단한다. 2021년 12m fwd EPS 3,013.2원에 Target Multiple 13배를 적용하고, 12m fwd BPS 23,858.6원에 Target Multiple 1배를 적용해 둘을 평균해 목표주가 31,000원을 신규 제시한다.

삼양패키징 (272550)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	94	115	140	176	215
현금 및 현금성자산	17	36	43	76	111
매출채권 및 기타채권	57	57	68	71	73
재고자산	20	20	14	14	15
기타유동자산	1	2	15	15	16
비유동자산	452	448	435	434	433
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	269	269	258	258	260
무형자산	179	177	175	173	171
자산총계	546	564	575	610	648
유동부채	68	78	131	133	134
매입채무 및 기타채무	40	31	27	28	29
단기금융부채	15	32	85	85	85
기타유동부채	13	16	19	20	20
비유동부채	213	199	138	138	139
장기금융부채	203	187	120	120	120
기타비유동부채	10	12	17	18	19
부채총계	281	278	268	271	273
지배주주지분	265	286	307	339	375
자본금	71	71	71	71	71
자본잉여금	116	116	116	116	116
이익잉여금	79	99	120	152	188
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	265	286	307	339	375

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	43	62	61	71	75
당기순이익(손실)	21	28	31	43	46
비현금수익비용가감	39	48	12	29	29
유형자산감가상각비	21	27	7	26	26
무형자산상각비	2	2	1	2	2
기타현금수익비용	0	0	5	1	1
영업활동 자산부채변동	-7	-3	23	-1	-1
매출채권 감소(증가)	3	-1	30	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-3	-1	3	0	0
매입채무 증가(감소)	-2	1	-10	1	1
기타자산, 부채변동	-5	-3	0	1	1
투자활동 현금	-71	-26	-29	-27	-29
유형자산처분(취득)	-70	-26	-16	-27	-28
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
기타투자활동	0	0	-13	0	0
재무활동 현금	20	-17	-25	-11	-11
차입금의 증가(감소)	20	-10	-15	0	0
자본의 증가(감소)	0	-7	-11	-11	-11
배당금의 지급	0	7	11	11	11
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-8	19	7	33	35
기초현금	25	17	36	43	76
기말현금	17	36	43	76	111

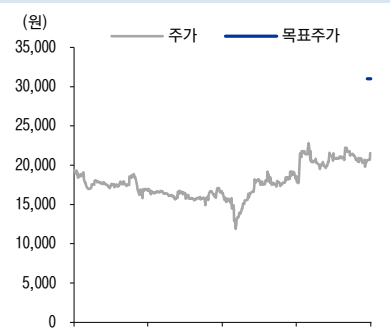
자료: 삼양패키징, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	366	375	368	385	408
매출원가	295	296	278	308	326
매출총이익	72	79	89	77	82
판매비 및 관리비	37	37	37	19	19
영업이익	35	42	52	58	63
(EBITDA)	58	71	59	87	92
금융손익	-8	-8	-7	-6	-6
이자비용	7	8	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	2	-7	2	2
세전계속사업이익	27	36	38	54	59
계속사업법인세비용	6	8	7	12	13
계속사업이익	21	28	31	43	46
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	28	31	43	46
지배주주	21	28	31	43	46
총포괄이익	21	28	31	43	46
매출총이익률 (%)	19.5	21.0	24.3	20.0	20.1
영업이익률 (%)	9.6	11.1	14.2	15.1	15.4
EBITDA마진률 (%)	15.8	18.8	16.1	22.5	22.4
당기순이익률 (%)	5.8	7.6	8.5	11.1	11.4
ROA (%)	4.1	5.1	5.5	7.2	7.4
ROE (%)	8.4	10.3	10.6	13.3	13.0
ROIC (%)	6.2	7.0	9.2	10.1	10.9

주요 투자지표

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	11.1	7.9	n/a	7.0	6.5
P/B	0.9	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.6	5.8	7.6	4.8	4.2
P/CF	4.0	2.9	n/a	4.2	4.0
배당수익률 (%)	3.0	4.8	3.5	3.5	3.5
성장성 (%)					
매출액	9.9	2.5	-2.1	4.8	6.0
영업이익	-17.9	18.8	25.2	11.5	8.4
세전이익	-23.9	31.1	6.6	41.5	8.5
당기순이익	-23.3	32.5	10.3	36.7	8.5
EPS	-23.3	32.5	n/a	n/a	8.5
안정성 (%)					
부채비율	105.7	97.0	87.5	79.9	72.9
유동비율	139.0	147.6	106.9	133.1	160.2
순차입금/자기자본(x)	75.5	63.8	48.5	34.0	21.1
영업이익/금융비용(x)	4.8	5.2	7.5	8.7	9.4
총차입금 (십억원)	218	219	205	205	205
순차입금 (십억원)	200	183	149	115	79
주당지표(원)					
EPS	1,507	1,998	n/a	3,013	3,271
BPS	18,679	20,142	21,595	23,859	26,379
CFPS	4,219	5,343	n/a	5,071	5,336
DPS	500	750	750	750	750

삼양패키징 목표주가 추이			투자의견 변동내역												
(원)		주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
							최고	최저	평균				최고	최저	평균
							대비	대비	대비				대비	대비	대비
				2021.02.22	신규	심지현									
				2021.02.22	Buy	31,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다..

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)