



2015년 12월 15일 | Equity Research

삼양사 (145990)

원당 가격 오버슈팅 국면, 삼양제넥스 합병 시너지에 주목해야...

원당 가격 오버슈팅 국면, 삼양제넥스 합병 시너지에 주목

최근 삼양사 주가는 원당 가격 상승에 대한 우려가 반영되면서 박스권 흐름을 보이고 있다. 남미 호우와 인도 가뭄으로 사탕수수 수확량이 예상치를 하회했고, 브라질 및 인도 통화가 미달러 대비 회복세를 보이면서 원당 가격은 바닥 대비 35% 상승했다. 그러나, ① 글로벌 재고량이 4천만톤을 상회하고 있어 부담이 크지 않으며, ② 최근 유가 하락으로 에탄올에 대한 대체 수요 증가도 제한적인 것으로 전망된다. ③ 내년 초 미달러 강세가 유지될 가능성이 높은 만큼 원당 가격의 추세적 상승 가능성은 제한적이다. ④ 참고로, EIU는 내년 원당 가격을 현 수준인 15 Cent/lb으로 전망했다.

삼양제넥스 합병 시너지에 주목해야 할 시점

원당 가격 상승 우려는 과도하며 삼양제넥스와의 합병(합병기일 2016년 1월 1일)에 더욱 주목해야 한다고 판단한다. 삼양제넥스는 전분당 제조를 영위하고 있다. 전분당과 설탕은 대체 관계이다. 설탕-전분당 스프레드 확대시 대체 수요가 발생해 왔다. 최근 옥수수 가격은 약보합세를 보이며 전분당 업체들의 마진은 개선세가 지속되고 있다. 내년 양사 합병으로 원재료 구매 및 사업 영위 측면에서 상호 보완이 가능할 것으로 기대된다. 중장기적으로 삼양사 식품부문 이익 가시성은 높아질 것으로 판단한다.

삼양제넥스 합병 이후 식품 부문 이익 가시성 높아질 것

내년 삼양제넥스와의 합병을 통해 식품 부문의 이익 가시성은 더욱 높아질 것으로 판단한다. ② 삼양패키징은 원재료 내재화 및 글로벌 아셈시스의 기술력 이전을 통해 마진 Level-up이 기대된다. 식품 부문은 캐쉬카우, 화학 부문은 성장 드라이브로서의 역할 분담을 긍정적으로 판단한다. ③ 현 주가는 16년 예상 PER 10.8배 수준에 불과해 저가 매수가 유효하다.

Issue Comment

BUY

| TP(12M): 153,000원 | CP(12월 14일): 90,600원

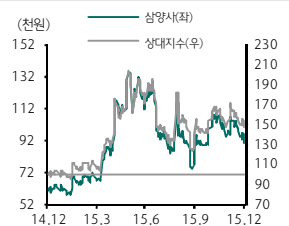
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,927.82
52주 최고/최저(원)	136,000/58,200
시가총액(십억원)	556.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	6,136.6
60일 평균 거래량(천주)	18.3
60일 평균 거래대금(십억원)	1.8
15년 배당금(예상, 원)	1,500
15년 배당수익률(예상, %)	1.66
외국인지분율(%)	2.87
주요주주 지분율(%)	
삼양홀딩스 외 1인	71.06
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(6.8) (22.6) 45.0
상대	(4.6) (17.6) 44.5

Consensus Data

	2015	2016
매출액(십억원)	1,414.0	1,500.3
영업이익(십억원)	68.8	83.5
순이익(십억원)	31.3	58.8
EPS(원)	5,840	8,411
BPS(원)	99,774	107,154

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	십억원	1,345.3	1,355.1	1,414.0	1,500.3	1,559.6
영업이익	십억원	20.9	37.2	68.8	83.5	122.8
세전이익	십억원	28.8	41.1	52.8	82.1	123.8
순이익	십억원	19.0	30.5	36.8	53.0	83.9
EPS	원	4,153	5,779	5,840	8,409	13,314
증감률	%	(29.6)	39.2	1.1	44.0	58.3
PER	배	10.69	10.68	15.51	10.77	6.81
PBR	배	0.48	0.67	0.94	0.88	0.79
EV/EBITDA	배	6.24	8.82	7.57	6.25	4.13
ROE	%	4.52	6.06	6.24	8.47	12.25
BPS	원	93,455	91,553	95,972	102,961	114,854
DPS	원	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500



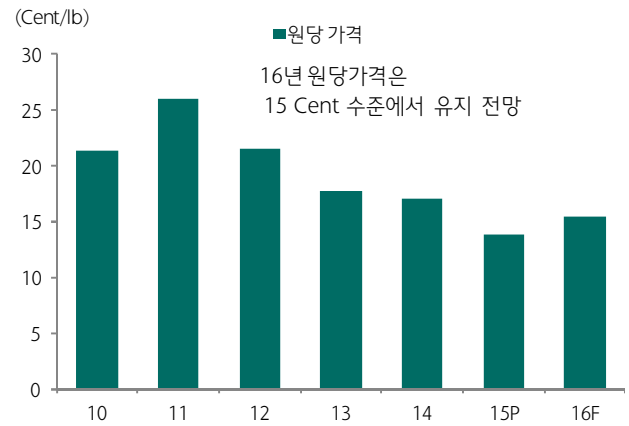
Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

그림 1. 주요 곡물 중 원당 가격만 상승



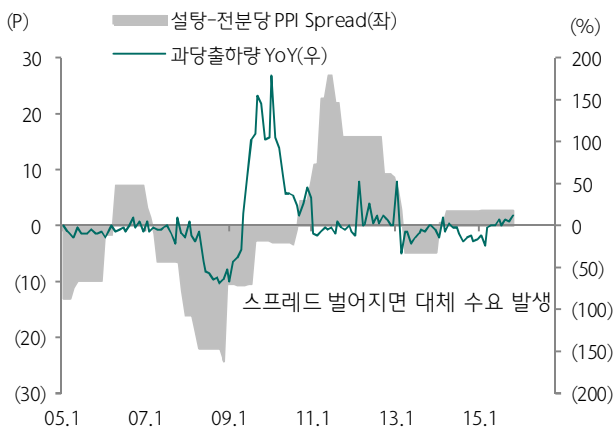
자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 2. 원당 가격 전망



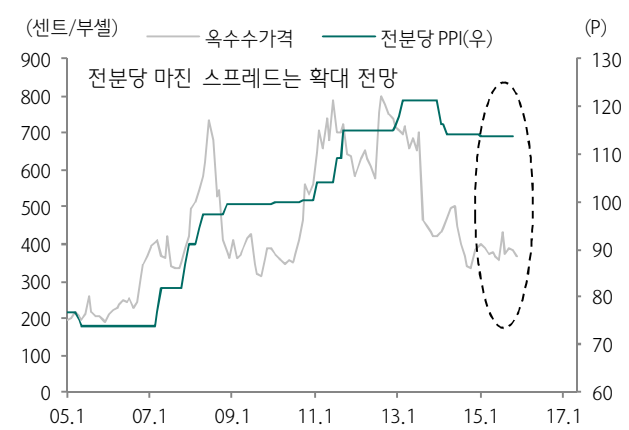
자료: EIU, 하나금융투자

그림 3. 설탕-전분당은 대체 관계



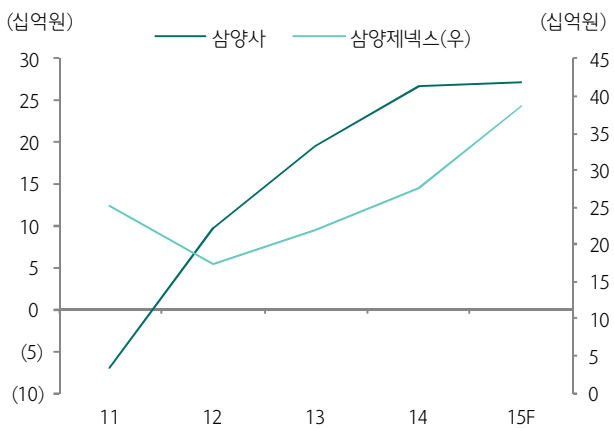
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 4. 전분당 마진 스프레드 확장 국면



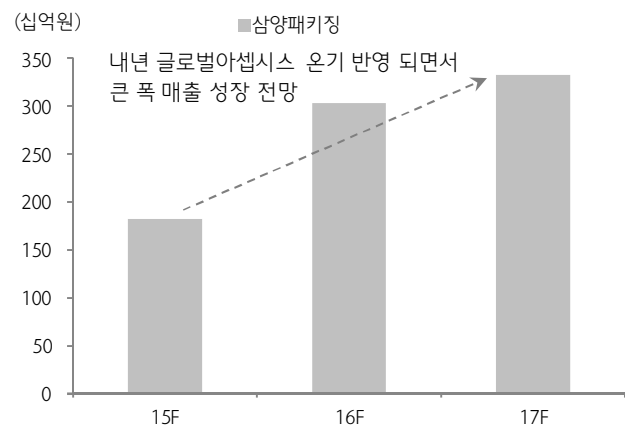
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 5. 삼양사 식품 부문 및 삼양제넥스 이익 추이
→ 합병시 이익 가시성 높아질 것



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 6. 삼양패키징은 중장기 성장 동력



자료: 삼양사, 하나금융투자

주정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	1,345.3	1,355.1	1,414.0	1,500.3	1,559.6
매출원가	1,164.3	1,156.4	1,183.3	1,244.3	1,260.6
매출총이익	181.0	198.7	230.7	256.0	299.0
판매비	160.1	161.5	161.9	172.5	176.2
영업이익	20.9	37.2	68.8	83.5	122.8
금융손익	(4.8)	1.4	(10.1)	(3.6)	(3.9)
중속/관계기업손익	0.0	0.1	0.1	2.2	4.9
기타영업외손익	12.7	2.4	(6.0)	0.0	0.0
세전이익	28.8	41.1	52.8	82.1	123.8
법인세	9.8	10.6	12.8	19.9	30.6
계속사업이익	19.0	30.5	40.0	62.3	93.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	19.0	30.5	40.0	62.3	93.2
포괄이익	0.0	0.0	3.2	9.3	9.3
(지분법제외)순이익	19.0	30.5	36.8	53.0	83.9
지배주주포괄이익	21.6	25.7	40.0	62.3	93.2
NOPAT	13.8	27.6	52.2	63.3	92.4
EBITDA	37.6	56.9	90.6	105.9	145.9
성장성(%)					
매출액증가율	(1.6)	0.7	4.3	6.1	4.0
NOPAT증가율	3.0	100.0	89.1	21.3	46.0
EBITDA증가율	18.2	51.3	59.2	16.9	37.8
(조정)영업이익증가율	29.0	78.0	84.9	21.4	47.1
(지분법제외)순이익증가율	(27.2)	60.5	20.7	44.0	58.3
(지분법제외)EPS증가율	(29.6)	39.2	1.1	44.0	58.3
수익성(%)					
매출총이익률	13.5	14.7	16.3	17.1	19.2
EBITDA이익률	2.8	4.2	6.4	7.1	9.4
(조정)영업이익률	1.6	2.7	4.9	5.6	7.9
계속사업이익률	1.4	2.3	2.8	4.2	6.0

투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	4,153	5,779	5,840	8,409	13,314
BPS	93,455	91,553	95,972	102,961	114,854
CFPS	10,616	13,207	12,388	16,803	23,149
EBITDAPS	8,214	10,788	14,371	16,803	23,149
SPS	293,962	256,993	224,401	238,095	247,500
DPS	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	10.7	10.7	15.5	10.8	6.8
PBR	0.5	0.7	0.9	0.9	0.8
PCFR	4.2	4.7	7.3	5.4	3.9
EV/EBITDA	6.2	8.8	7.6	6.2	4.1
PSR	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
재무비율(%)					
ROE	4.5	6.1	6.2	8.5	12.3
ROA	2.4	3.3	3.3	4.6	6.8
ROIC	2.8	4.9	7.7	9.0	12.9
부채비율	81.3	87.9	85.1	80.5	72.8
순부채비율	6.4	20.4	19.5	12.8	2.3
이자보상배율(배)	10.8	24.1	11.4	13.8	20.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	356.6	480.2	494.0	548.7	631.2
금융자산	100.4	145.2	144.4	177.8	245.7
현금성자산	68.2	122.0	120.3	152.2	219.1
매출채권 등	139.2	144.2	150.5	159.6	165.9
재고자산	111.2	180.2	188.0	199.5	207.4
기타유동자산	5.8	10.6	11.1	11.8	12.2
비유동자산	424.3	601.2	628.6	642.3	654.2
투자자산	24.9	95.4	99.6	105.6	109.8
금융자산	24.9	79.4	82.8	87.9	91.4
유형자산	383.5	487.1	511.3	519.6	528.1
무형자산	5.3	7.9	7.0	6.2	5.5
기타비유동자산	10.6	10.8	10.7	10.9	10.8
자산총계	780.9	1,081.4	1,122.6	1,190.9	1,285.5
유동부채	302.6	395.4	403.1	414.2	421.9
금융부채	121.5	212.2	212.2	212.2	212.2
매입채무 등	161.2	155.9	162.6	172.6	179.4
기타유동부채	19.9	27.3	28.3	29.4	30.3
비유동부채	47.6	110.5	113.2	117.0	119.6
금융부채	6.4	50.3	50.3	50.3	50.3
기타비유동부채	41.2	60.2	62.9	66.7	69.3
부채총계	350.2	506.0	516.2	531.2	541.5
지배주주지분	430.7	575.4	603.3	647.3	722.2
자본금	23.6	31.5	31.5	31.5	31.5
자본잉여금	380.3	480.0	480.0	480.0	480.0
자본조정	(11.1)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
기타포괄이익누계	0.8	6.8	6.8	6.8	6.8
이익잉여금	37.1	59.1	86.9	131.0	205.9
비지배주주지분	0.0	0.0	3.2	12.5	21.8
자본총계	430.7	575.4	606.5	659.8	744.0
순금융부채	27.5	117.3	118.1	84.8	16.9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	20.6	60.4	57.3	76.1	107.0
당기순이익	19.0	30.5	40.0	62.3	93.2
조정	24.2	32.7	21.6	20.2	18.2
감가상각비	16.7	19.6	21.8	22.4	23.1
외환거래손익	(2.5)	5.8	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.1)	(0.1)	(2.2)	(4.9)
기타	10.0	7.4	(0.1)	0.0	(0.0)
자산/부채의 변동	(22.6)	(2.8)	(4.3)	(6.4)	(4.4)
투자활동현금흐름	16.5	(48.2)	(50.0)	(35.3)	(31.1)
투자자산감소(증가)	(0.7)	(70.5)	(4.0)	(3.8)	0.8
유형자산감소(증가)	(28.3)	(30.2)	(45.0)	(30.0)	(30.9)
기타투자활동	45.5	52.5	(1.0)	(1.5)	(1.0)
재무활동현금흐름	(5.8)	42.1	(8.9)	(8.9)	(8.9)
금융부채증가(감소)	(60.8)	134.6	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	1.2	107.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	55.9	(195.9)	0.1	0.1	0.1
배당지급	(2.1)	(4.2)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
현금의 증감	31.2	53.8	(1.7)	31.9	66.9
Unlevered CFO	48.6	69.6	78.1	105.9	145.9
Free Cash Flow	(7.9)	30.2	12.3	46.1	76.1

Sector Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

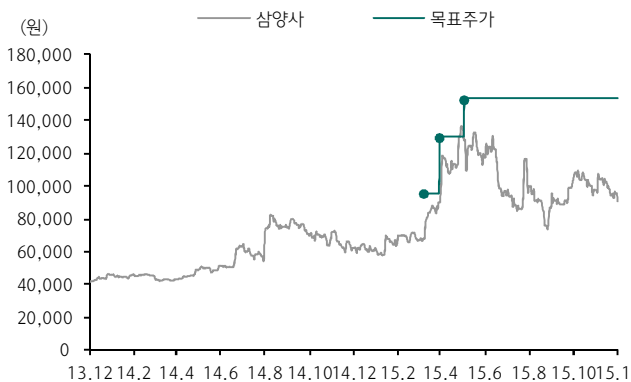
Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	FY1	FY2	12M Fwd	FY1	FY2
Korea					
Emerging Market					
World					

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 추이

삼양사



날짜	투자 의견	목표주가	날짜	투자 의견	목표주가
15.5.17	BUY	153,000			
15.4.13	BUY	130,000			
15.3.22	BUY	96,000			

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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(비중축소)_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%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(비중축소)	합계
금융투자상품의 비율	83.6%	13.5%	3.0%	100.1%

* 기준일: 2015년 12월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)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 2015년 12월 15일 현재 해당회사의 지분을 1% 이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2015년 12월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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.