

삼광유리 (005090/매수)

생활용품

글라스락으로 성장의 물꼬를 트다

투자의견 매수, 목표주가 88,000원으로 커버리지 개시

삼광유리에 대해 투자의견 매수와 목표주가 88,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주는 2013년 예상 EPS 5,879원에 국내 소비재 기업 평균 P/E 15배를 적용한 것이다. 동사는 주력 사업의 성장과 더불어 대규모 설비 증설을 선제적으로 완료함에 따라 2013년 EPS 성장률이 60%를 상회하는 등 강한 실적 모멘텀이 예상되므로 최소한 업종 평균 밸류에이션이 가능해 보인다. 국내외 밀폐용기업체와 비교해도 밸류에이션 매력이크다고 판단된다.

투자포인트는 1) 유리 식기의 웰빙(Well-being) 또는 친환경 이미지가 부각되면서 글라스락 수출이 증가하고 있고, 2) 선제적인 대규모 설비 증설을 통해 외형 성장 기반을 마련했으며, 3) 군장 에너지 등 알짜 자회사를 보유하고 있고, 4) 영업실적 개선, 법인세 면제, 인천 부지 매각대금 유입 등 2015년까지 현금흐름 개선 폭이 클 것으로 예상된다는 점이다.

글라스락 중국 수출 증가와 그 배경 - 웰빙 소비 트렌드 확산

동사 실적 성장의 물꼬를 트고 있는 것은 글라스락 수출이다. 특히 지역별로 중국 수출이 빠르게 증가하고 있다. 동사의 올해 글라스락 수출액은 전년대비 18% 증가한 530억원이고, 이 중 중국 수출은 53% 증가한 230억원으로 예상된다. 중국 수출 비중은 2010년 15%에서 2012년 43%, 2013년 50% 이상으로 확대될 전망이다.

글라스락의 수출 증가 배경은 1) 유리 식기의 웰빙 또는 친환경 이미지 부각과 동시에 플라스틱 용기의 유해성 논란이 지속되고 있고, 2) 중국 내 한국산 제품의 위상이 강화되고 있으며, 3) 동사의 대중국 마케팅 능력이 대리점, 대형마트, TV홈쇼핑, 온라인 등 판매채널 다변화를 통해 점차 개선되고 있기 때문이다.

2013년부터 실적 수확기 진입, 사상 최대 실적 예상

IFRS 개별 기준 2013년 실적은 매출액 3,159억원(YoY +11%), 영업이익 240억원(YoY +66%), 순이익 285억원(YoY +67%)으로 사상 최대 실적이 예상된다. 영업이익률은 수익성 높은 글라스락 매출 증가로 2009년 이후 최고치인 7.6%를 기록할 것으로 보인다. 꾸준한 지분법이익 발생과 논산 공장의 법인세 면제로 영업이익보다 순이익 규모가 더 큰 구조가 지속될 전망이다. 현재 다소 높은 부채비율은 영업실적 개선으로 점차 완화되다가 향후 인천 부지 매각시 큰 폭으로 개선될 전망이다.

Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	262	22	8.6	28	5,802	35	17	15.0	12.2	1.7	14.7
12/11	281	13	4.7	22	4,565	31	10	10.4	14.9	1.5	17.9
12/12F	285	14	5.1	17	3,514	33	11	7.6	18.5	1.4	18.4
12/13F	316	24	7.6	29	5,879	46	22	12.0	11.0	1.3	13.0
12/14F	348	31	8.8	37	7,514	52	28	13.8	8.6	1.1	11.1

주: K-IFRS 개별 기준

자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

Small Cap 박승현

02-768-4194

seunghyeon.park@dwsec.com

Small Cap 이규선

02-768-3071

gyusun.lee@dwsec.com

Trading Data & Share Price

매수	Initiate
목표주가(원, 12M)	88,000
현재주가(12/12/10, 원)	64,900
상승여력(%)	35.6
EPS 성장률(12F, %)	-23.0
MKT EPS 성장률(12F, %)	10.1
P/E(12F, x)	18.5
MKT P/E(12F, x)	10.4
KOSPI	1,957.42
시가총액(십억원)	315
발행주식수(백만주)	5
60D 일평균 거래량(천주)	22
60D 일평균 거래대금(십억원)	1
배당수익률(12F, %)	1.2
유동주식비율(%)	55.0
52주 최저가(원)	47,650
52주 최고가(원)	76,000
베타(12M, 일간수익률)	0.36
주가변동성(12M daily, %, SD)	2.2
외국인 보유비중(%)	4.6

주요주주

이복영 외 4인(45.14%)

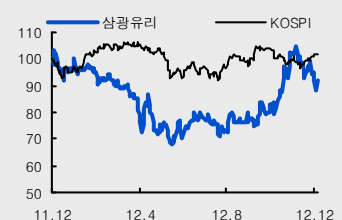
국민연금관리공단(8.13%)

프랭클린템플턴투자신탁운용(주)(5.18%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.4	22.9	-9.7
상대주가	-15.2	16.3	-14.2

주요사업

글라스락, 병, 캔 등 제조



I. Valuation.....	3
투자의견 매수, 목표주가 88,000원으로 커버리지 개시.....	3
II. 기업개요	4
글라스락으로 유명한 국내 1위 유리식기업체	4
III. 투자포인트.....	5
글라스락 중국 수출 증가와 그 배경 – 웰빙 소비 트렌드의 확산.....	5
2015년까지 현금흐름 크게 개선, 알짜 자회사에도 주목	6
IV. 영업실적 전망.....	7
2013년부터 실적 수확기 진입, 사상 최대 실적 예상.....	7

I. Valuation

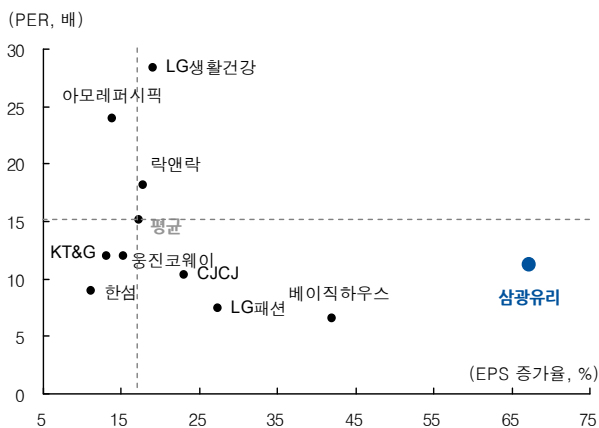
투자의견 매수, 목표주가 88,000원으로 커버리지 개시

업종 및 글로벌 경쟁사와 비교시 밸류에이션 매력 풍부

삼광유리에 대해 투자의견 매수와 목표주가 88,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2013년 예상 EPS 5,879원에 국내 소비재 기업 평균 P/E 15배를 적용한 것이다. 동사는 주력 사업의 성장과 더불어 대규모 설비 증설을 선제적으로 완료함에 따라 2013년 EPS 성장률이 60%를 상회하는 등 강한 실적 모멘텀이 예상되므로 최소한 업종 평균 밸류에이션이 가능해 보인다. 국내외 밀폐용기 업체와 비교해도 밸류에이션 매력이 크다고 판단된다.

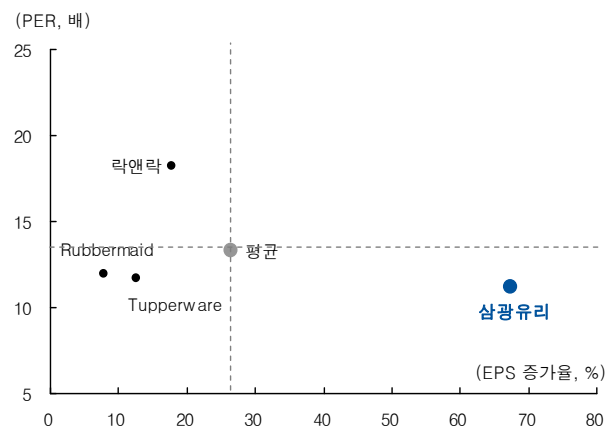
투자포인트는 1) 유리 식기의 웰빙 또는 친환경 이미지가 부각되면서 글라스락 수출이 증가하고 있고, 2) 선제적인 대규모 설비 증설을 통해 외형 성장 기반을 마련했으며, 3) 군장에너지 등 지분법대상 알짜 자회사를 보유하고 있고, 4) 영업실적 개선, 법인세 면제, 인천 부지 매각대금 유입 등 2015년까지 현금흐름이 큰 폭으로 개선될 것으로 예상된다는 점이다.

그림 1. 국내 소비재 기업 PER-EPS 증가율 비교 (2013F)



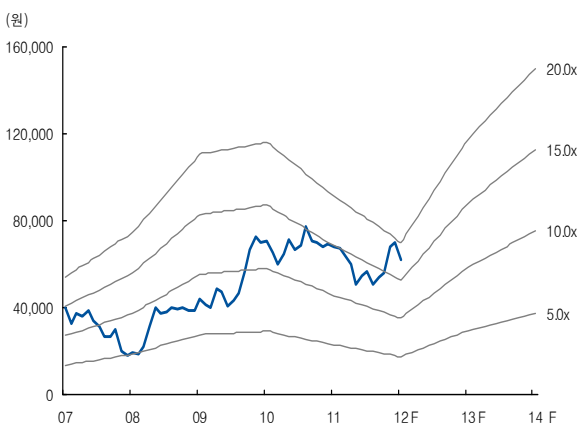
자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 밀폐용기업체 PER-EPS 증가율 비교 (2013F)



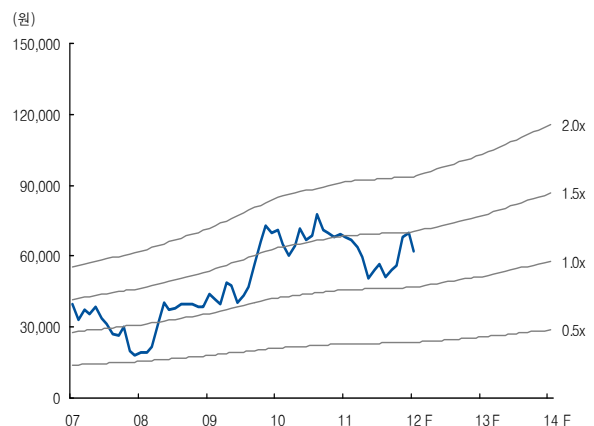
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 삼광유리 PER 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 삼광유리 PBR 밴드 차트



자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 기업개요

글라스락으로 유명한 국내 1위 유리식기업체

글라스락 수출 증가에 주목

삼광유리는 1967년에 설립되어 1994년 OCI(구 동양제철화학)에 인수됐으며 유리식기 브랜드 글라스락으로 유명하다. 제품별 매출 비중은 2011년 기준 글라스락 34%, 캔 34%, 유리병 28%, 기타 4% 순이다. 글라스락 제품의 내수 시장 점유율은 62%로 1위이고 경쟁사 락앤락이 18%로 2위이다. 글라스락 수출 증가로 동사의 수출 비중도 2010~2012년 14%, 16%, 19% 순으로 확대 추세이다. 유리병 및 캔사업은 내수 일변도 시장과 업체간 경쟁 심화로 성장에 제약 조건이 있다.

대규모 설비 증설 완료

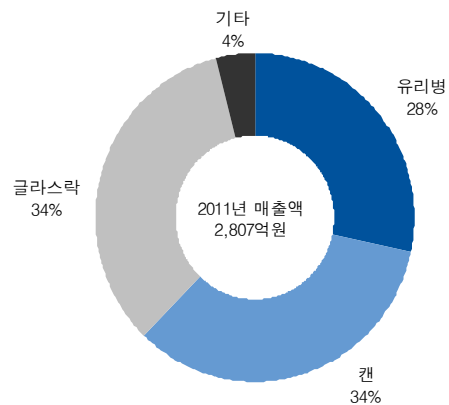
생산 설비는 논산(글라스락, 백색병), 천안(컬러병, 알루미늄캔), 대구(스틸캔)에 있다. 과거 2년여간 대규모 설비투자를 통해 기존 인천에 있던 글라스락 및 백색병 공장을 논산으로 이전 완료했다. 특히 글라스락 공장은 기존 생산능력 1천억원 규모에서 두 배 증설해 동사의 성장 동력으로 주목받고 있다. 논산 공장은 이전 후 7년간 법인세 100% 면제, 이후 3년간 법인세 50% 감면 혜택을 받는데 이는 동사의 현금흐름 개선에 기여할 전망이다.

그림 5. 삼광유리 제품 이미지



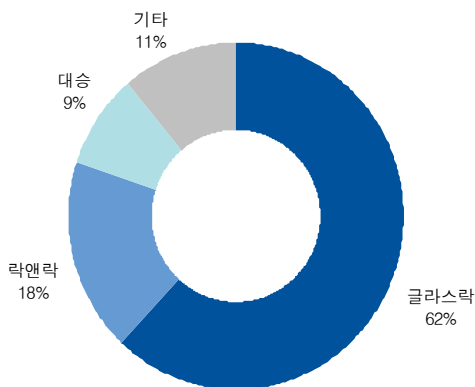
자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 삼광유리 부문별 매출 비중 (2011년)



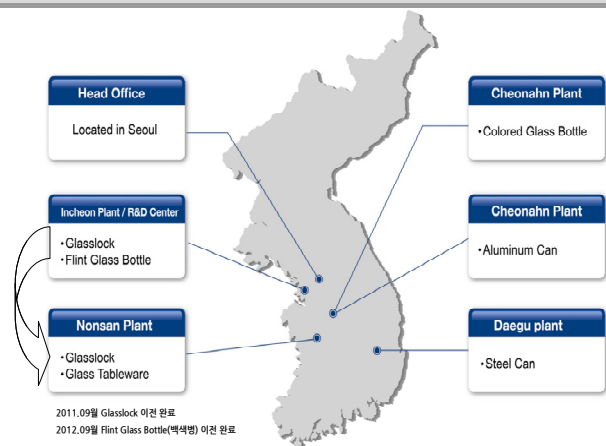
자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 국내 유리식기 점유율 현황 (2011년) - 동사가 1위



자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 삼광유리 생산설비 현황 - 논산 신공장 증설 이전 완료



자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

Ⅲ. 투자포인트

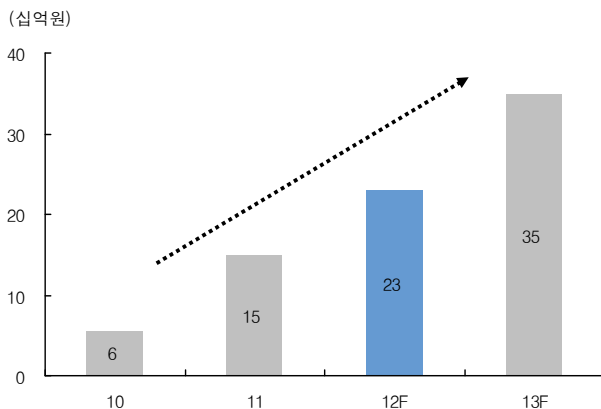
글라스락 중국 수출 증가와 그 배경 - 웰빙 소비 트렌드의 확산

유리 식기의 웰빙 이미지 한국산 제품 위상 강화 효과

동사 실적 성장의 물꼬를 트고 있는 것은 글라스락 수출이다. 특히 지역별로 중국 수출이 빠르게 증가하고 있다. 동사의 올해 글라스락 수출액은 전년대비 18% 증가한 530억원이고, 이 중 중국 수출은 53% 증가한 230억원으로 예상된다. 중국 수출 비중은 2010년 15%에서 2012년 43%, 2013년 50% 이상으로 확대될 전망이다.

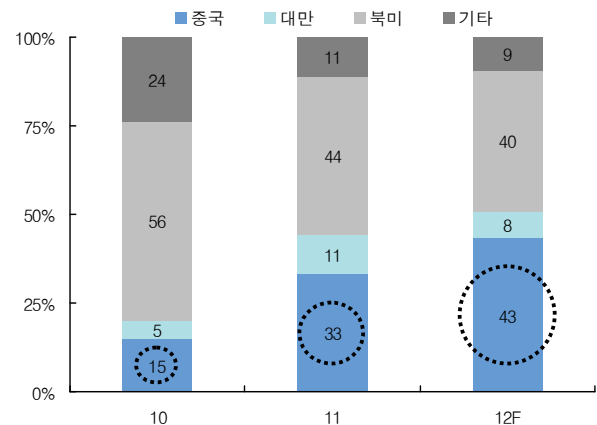
글라스락의 수출 증가의 배경은 1) 유리 식기의 웰빙 또는 친환경 이미지 부각과 동시에 플라스틱 용기의 유해성 논란이 지속되고 있고, 2) 중국 내 한국산 제품의 위상이 강화되고 있으며, 3) 동사의 대중국 마케팅 능력이 대리점, 대형마트, TV홈쇼핑, 온라인 등 판매채널 다변화를 통해 점차 개선되고 있기 때문이다.

그림 9. 글라스락 중국 수출액 추이 및 전망



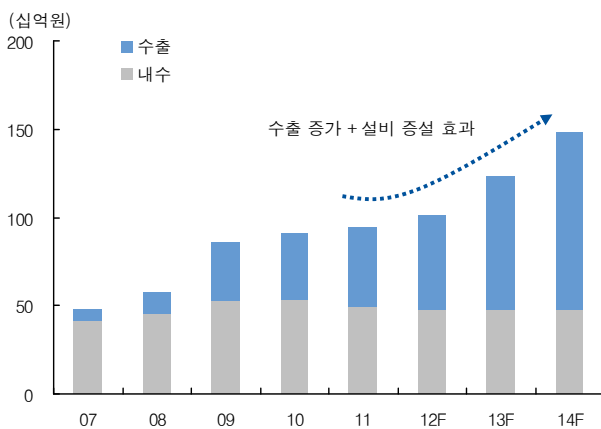
자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 지역별 글라스락 수출 비중 - 중국 확대



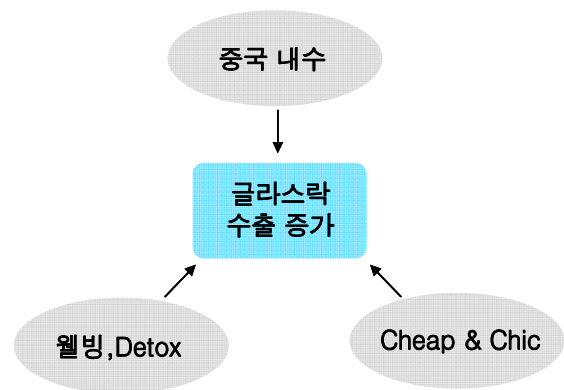
자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 글라스락 매출 추이 및 전망 - 수출이 성장 견인



자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 글라스락 수출 증가 배경



자료: KDB대우증권 리서치센터

2015년까지 현금흐름 크게 개선, 알짜 자회사에도 주목

공장 이전으로 인해
과거 2년 영업실적 부진

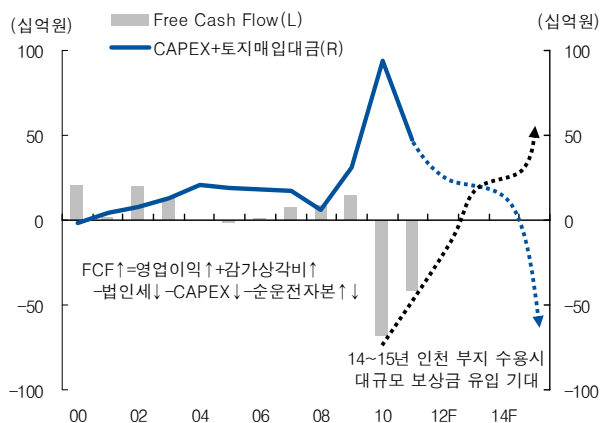
동사는 글라스락 매출 증가에도 불구하고 과거 2년여간 실적 부진에 시달렸다. 이유는 1) 공장 이전 시 제품 생산을 위해 인천, 논산 2개 공장을 동시에 가동하면서 고정비 부담이 컸고, 2) 대규모 설비 투자를 위한 차입으로 이자비용이 증가했기 때문이다.

2015년까지 현금흐름
큰 폭으로 개선될 전망

그러나 향후 2015년까지 현금흐름이 크게 개선될 전망이다. 이는 1) 글라스락 매출 증가 및 병사업 수익성 개선에 따른 영업이익 증가, 2) 논산 공장의 면세 혜택, 3) 설비투자 감소, 4) 2014~2015년 인천 공장부지(2만평, 공시지가 기준 800억원 수준) 개발시 대규모 매각대금 유입 가능성 때문이다.

또한 동사는 지분법대상 알짜 자회사를 보유 중이다. 군장에너지(지분율 25%, 열병합발전)를 중심으로 매년 150억원 이상 규모의 지분법이익이 안정적으로 발생할 것으로 예상된다.

그림 13. 삼광유리 잉여현금흐름(Free Cash Flow) 추이 및 전망



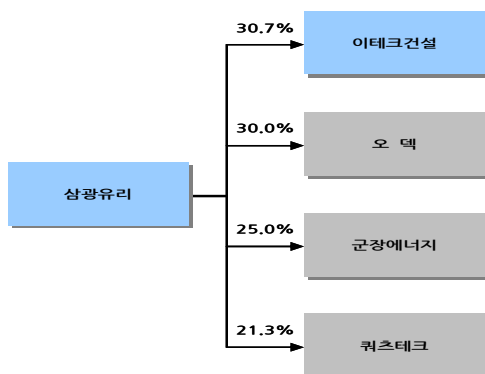
자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 인천 용현학익지구 복합단지 개발안 조감도



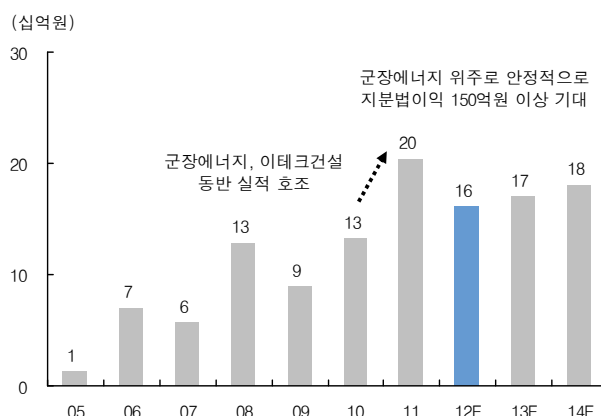
자료: 구글, KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 삼광유리 주요 자회사 현황 (12년 3분기말 기준)



자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 삼광유리 지분법이익 추이 및 전망



자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

IV. 영업실적 전망

2013년부터 실적 수확기 진입, 사상 최대 실적 예상

내년부터 본격적인
실적 수확기 진입 예상

IFRS 개별 기준 2013년 실적은 매출액 3,159억원(YoY +11%), 영업이익 240억원(YoY +66%), 순이익 285억원(YoY +67%)으로 사상 최대 실적이 예상된다. 영업이익률은 수익성 높은 글라스락 매출 증가로 2009년 이후 최고치인 7.6%를 기록할 것으로 보인다. 꾸준한 지분법이익 발생과 논산 공장의 법인세 면제로 영업이익보다 순이익 규모가 더 큰 구조가 지속될 전망이다. 현재 다소 높은 부채비율은 영업실적 개선으로 점차 완화되다가 향후 인천 부지 매각시 큰 폭으로 개선될 전망이다.

표 1. 삼광유리 분기 영업실적 전망

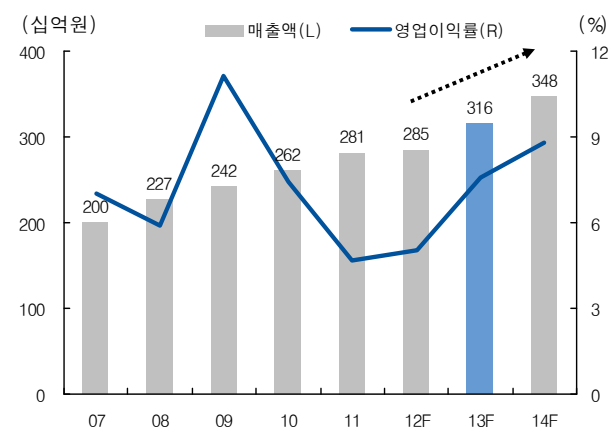
(십억원, %)

	2012F				2013F				2011	2012F	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF				
매출액	64.0	75.8	76.6	68.8	70.9	84.2	82.8	78.0	280.7	285.1	315.9	347.5
% QoQ	-3	18	1	-10	3	19	-2	-6	-	-	-	-
% YoY	5	-2	-0	5	11	11	8	13	7	2	11	10
유리병	17.3	22.0	23.2	20.5	19.1	22.6	23.9	22.5	79.4	83.0	88.2	91.7
캔	19.5	26.4	25.1	19.5	19.7	26.6	25.4	21.4	95.5	90.5	93.1	95.0
글라스락	24.4	24.8	25.8	26.0	29.2	32.2	30.9	31.2	94.7	101.0	123.6	148.3
기타	2.8	2.7	2.5	2.8	3.0	2.7	2.6	2.8	11.2	10.7	11.0	11.6
영업이익	2.7	4.1	4.0	3.6	4.8	7.0	6.5	5.7	13.2	14.4	24.0	30.6
% QoQ	-6	54	-2	-9	32	45	-7	-12	-	-	-	-
% YoY	-12	1	19	29	81	70	61	56	-32	9	66	28
지분법손익	5.6	4.4	4.5	5.8	4.6	4.7	3.1	3.7	20.4	16.1	17.0	18.0
세전이익	4.7	6.2	4.5	4.8	6.6	8.8	8.1	7.9	26.1	20.2	31.4	40.1
순이익	4.1	5.3	3.6	4.1	6.0	8.0	7.3	7.2	22.2	17.1	28.5	36.5
% QoQ	-27	30	-33	13	48	33	-8	-2	-	-	-	-
% YoY	-35	-4	-24	-28	48	50	104	77	-16	-23	67	28
영업이익률	4.2	5.4	5.2	5.3	6.8	8.3	7.8	7.3	4.7	5.1	7.6	8.8
순이익률	6.4	7.0	4.7	5.9	8.5	9.5	8.9	9.2	7.9	6.0	9.0	10.5

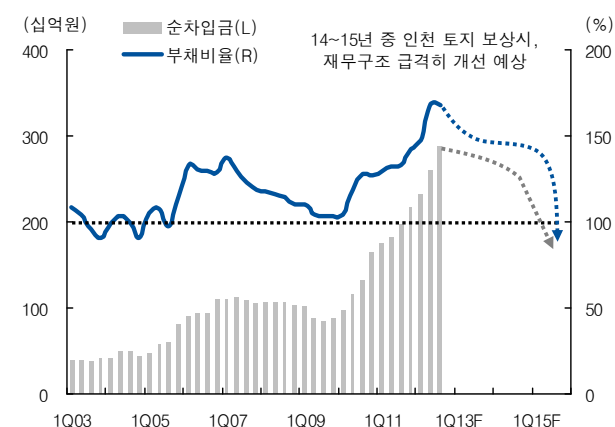
자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 삼광유리 연간 영업실적 전망

그림 18. 순차입금 및 부채비율 추이 및 전망



자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터



자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터

삼광유리 (005090)

예상 포괄손익계산서 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	281	285	316	348
매출원가	246	250	270	294
매출총이익	34	35	46	53
판매비와관리비	22	22	22	23
조정영업이익	13	13	24	31
영업이익	13	14	24	31
비영업손익	13	7	7	10
순금융비용	8	11	10	9
관계기업등 투자손익	20	16	17	18
세전계속사업손익	26	20	31	40
계속사업법인세비용	-4	-3	-3	-4
계속사업이익	22	17	29	37
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	22	17	29	37
지배주주	22	17	29	37
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	20	15	26	34
지배주주	20	15	26	34
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	31	33	46	52
FCF	10	11	22	28
EBITDA마진율 (%)	11.0	11.5	14.5	14.9
영업이익률 (%)	4.7	5.1	7.6	8.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.9	6.0	9.0	10.5

예상 현금흐름표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	4	21	33	41
당기순이익	22	17	29	37
비현금수익비용가감	11	18	17	15
유형자산감가상각비	18	20	22	21
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	9	1	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-24	-8	-10	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-1	-3	-9	-8
재고자산 감소(증가)	-20	-3	-8	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	7	7
법인세납부	-2	-1	-3	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-46	-76	-14	-11
유형자산처분(취득)	-48	-76	-26	-24
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1	-2	-2	-2
기타투자활동	1	2	14	15
재무활동으로 인한 현금흐름	42	53	-14	-27
장단기금융부채의 증가(감소)	46	63	-1	-15
자본의 증가(감소)	-1	0	0	0
배당금의 지급	-4	-7	-4	-4
기타재무활동	0	-3	-10	-9
현금의증가	-4	-4	5	3
기초현금	18	15	10	15
기말현금	15	10	15	18

자료: 삼광유리, KDB대우증권 리서치센터 예상

예상 재무상태표 (요약)				
(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	146	150	174	193
현금 및 현금성자산	15	10	15	18
매출채권 및 기타채권	67	70	79	87
재고자산	58	60	68	75
기타유동자산	0	1	1	1
비유동자산	388	458	465	471
관계기업투자등	129	142	145	148
유형자산	230	286	290	293
무형자산	1	1	1	1
자산총계	535	608	639	664
유동부채	139	249	246	239
매입채무 및 기타채무	55	55	61	69
단기금융부채	80	190	180	165
기타유동부채	4	5	5	5
비유동부채	175	132	143	145
장기금융부채	158	111	120	120
기타비유동부채	14	15	15	15
부채총계	314	381	389	384
지배주주지분	220	227	250	280
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	9	9	9	9
이익잉여금	193	203	228	260
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	220	227	250	280

예상 주당가치 및 valuation (요약)				
	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	14.9	18.5	11.0	8.6
P/CF (x)	8.2	8.5	6.3	5.5
P/B (x)	1.5	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	17.9	18.4	13.0	11.1
EPS (원)	4,565	3,514	5,879	7,514
CFPS (원)	8,298	7,606	10,384	11,880
BPS (원)	45,370	46,826	51,470	57,748
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	16.0	21.4	12.8	10.0
배당수익률 (%)	1.1	1.2	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	7.3	1.6	10.8	10.0
EBITDA증가율 (%)	-11.6	6.4	39.8	13.0
영업이익증가율 (%)	-41.1	9.3	66.2	27.6
EPS증가율 (%)	-21.3	-23.0	67.3	27.8
매출채권 회전율 (회)	4.4	4.4	4.5	4.4
재고자산 회전율 (회)	5.9	4.8	4.9	4.8
매입채무 회전율 (회)	10.4	10.5	10.2	9.1
ROA (%)	4.4	3.0	4.6	5.6
ROE (%)	10.4	7.6	12.0	13.8
ROIC (%)	3.7	3.5	6.2	7.7
부채비율 (%)	142.8	167.6	155.7	136.9
유동비율 (%)	105.3	60.1	70.5	80.8
순차입금/자기자본 (%)	98.2	124.2	110.0	90.9
영업이익/금융비용 (x)	1.6	1.4	2.5	3.6

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

