신대양제지(016590)

매수(유지)

목표주가: 130,000원(유지)

Value	Growth	Turn around	Issue

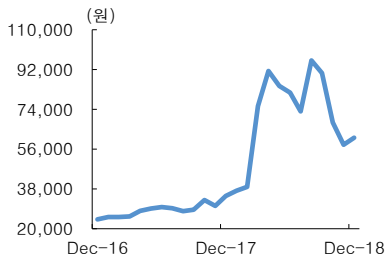
Stock Data

KOSPI(12/4)	2,114
주가(12/4)	61,200
시가총액(십억원)	247
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	104,000/29,850
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,377
유동주식비율/외국인지분율(%)	46.7/8.0
주요주주(%) 권혁홍 외 7 인	53.4

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(16.5)	(21.7)	105.0
KOSPI 대비(%p)	(17.4)	(8.1)	120.5

주가추이



자료: WISEfn

오해가 만든 초저가 매수 기회

스프레드에 비해 과도한 주가 하락

골판지 원지 지수는 7월 이후 변동이 없다(그림 3). 폐지 가격은 3분기 대비 6.6% 상승했다(그림 4). 결국 4분기 톤당 매출총이익은 17만 6천원으로 3분기 18만 천원 대비 2.6% 하락이 예상된다(그림 5). 이에 비해 주가는 9월 고점 대비 43% 나 하락했다. 스프레드에 비해 주가가 지나치게 하락했다(그림 6). 밸류에이션과 별개로 주가와 스프레드의 관계만 볼 때 현재 주가는 스프레드가 32% 축소되는 것을 반영하고 있다. 이는 시장 조정과 폐지 가격 급등에 대한 우려가 주가에 지나치게 반영된 결과라 판단된다.

세계적으로 남아도는 폐지, 가격 급등 우려는 오해

국내 폐지의 중국 수출량이 늘어 국내 폐지의 수급이 타이트해질 것이라는 우려가 주가 하락의 주요 원인이다. 국내 폐지의 중국 수출이 늘어난 것은 사실이다(그림 7). 중국이 미국산 폐지에 대해 25%의 관세를 부과하면서 중국이 한국으로부터 폐지 수입을 늘렸기 때문이다. 반대로 갈 곳 없는 미국산 폐지가 국내로 더 많이 수입되었다(그림 8). 결국 전체 폐지 순수입은 6만톤대를 유지하고 있다(그림 9). 빠져나가는 양보다 들어오는 양이 많으니 국내 폐지는 계속 남을 수밖에 없다. 중국으로 폐지 수출이 늘었지만 폐지 가격의 저가 기조가 유지되는 이유다. 수입산 폐지 가격은 계속 하락하고 있다(그림 10). 국내 폐지 가격이 상승하기 어렵다.

PER 3배 이하, 우려가 낮은 초저가 매수 기회

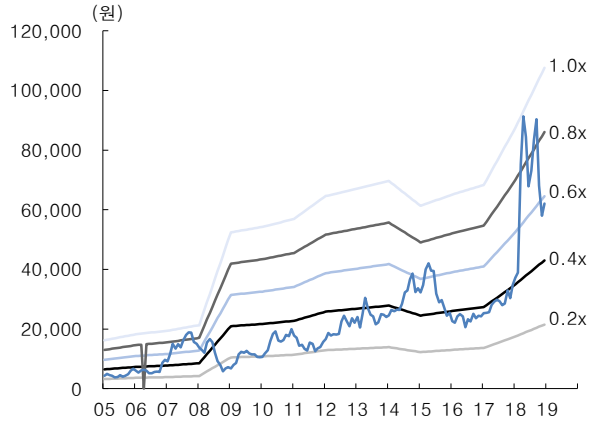
시장과 소통하지 않고 배당성향은 5%에 불과하다. 주주가치를 제고하기 위한 회사의 노력이 보이지 않는다. 이는 분명한 주가의 할인 요인이다. 그러나 2019년 실적 전망 기준 PER이 2.7배에 불과하다. 할인 요인을 감안해도 지나치게 저평가되어 있다. 중국은 2017년에 2,310만톤의 폐지를 수입했으나 2018년에는 1,800만톤으로 감소가 예상되고 2020년까지 점진적으로 줄여나갈 예정이다. 골판지의 호황이 2018년에 그치지 않고 적어도 2020년까지 이어질 것이다. 목표주가 130,000원(목표 PER 5.5배)을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	253	8	16	4,028	NM	19	6.0	4.9	0.4	6.4	0.0
2017A	513	29	27	7,032	74.6	46	5.0	9.5	0.5	10.4	1.1
2018F	705	121	80	19,919	183.3	148	3.1	3.2	0.7	25.6	1.6
2019F	756	131	91	22,674	13.8	160	2.7	2.6	0.6	23.1	1.8
2020F	803	147	103	25,582	12.8	178	2.4	1.7	0.5	21.1	1.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

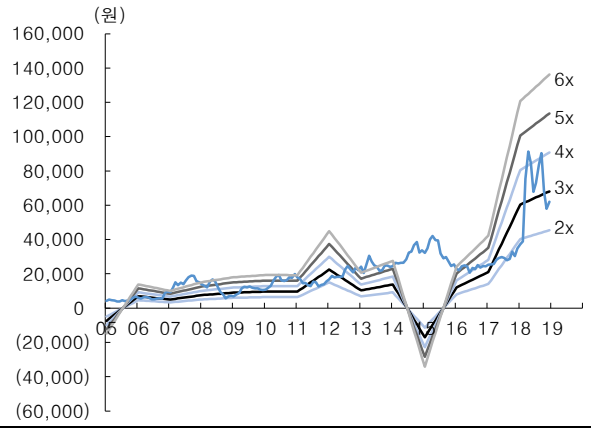
최문선
moonsun@truefriend.com

[그림 1] PBR band



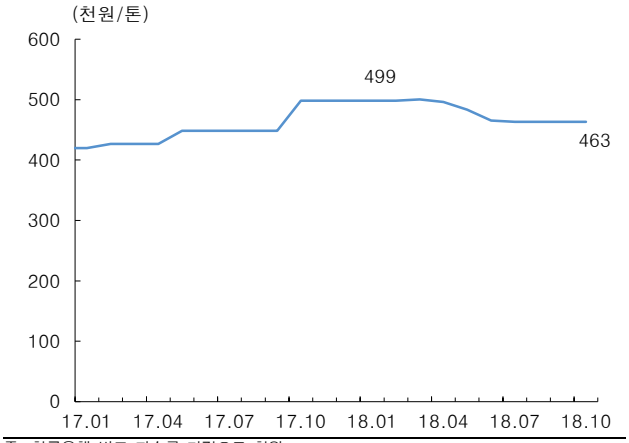
자료: 한국투자증권

[그림 2] PER band



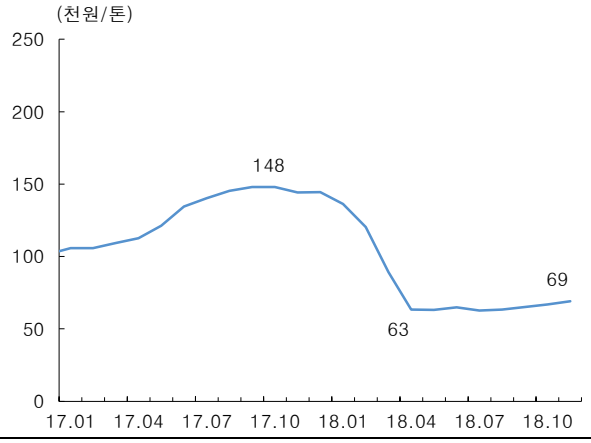
자료: 한국투자증권

[그림 3] 골판지 원지 가격 – 7월 이후 변동 없음



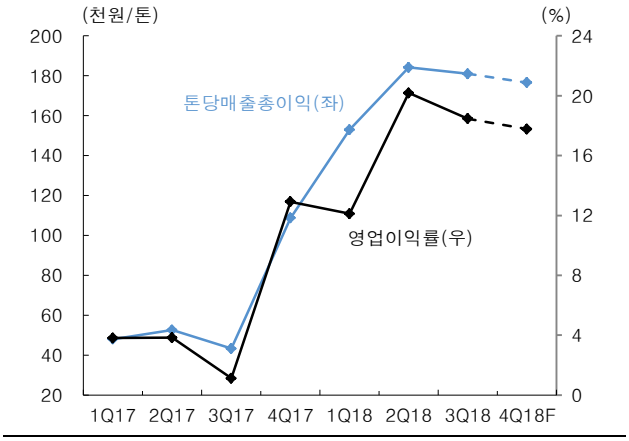
주: 한국은행 발표 지수를 가격으로 환원
자료: 한국투자증권

[그림 4] 폐지 가격 – 저가 기조 유지



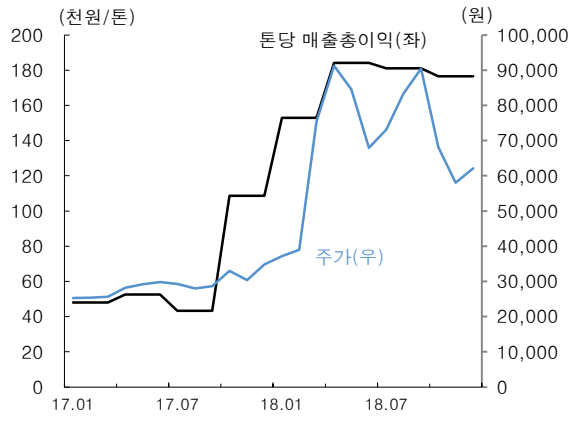
자료: 자원순환센터, 한국투자증권

[그림 5] 톤당 매출총이익과 영업이익률



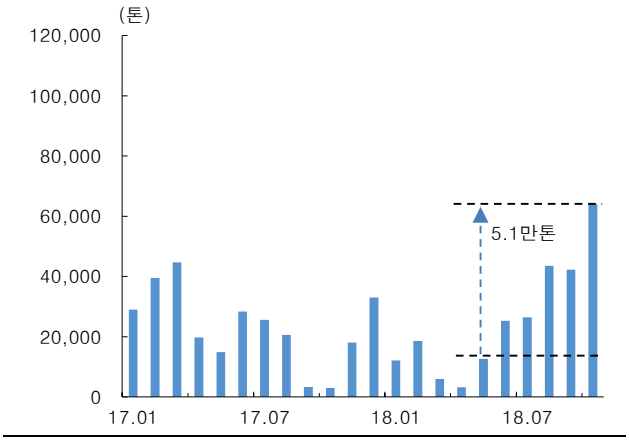
자료: 한국투자증권

[그림 6] 톤당 매출총이익과 주가



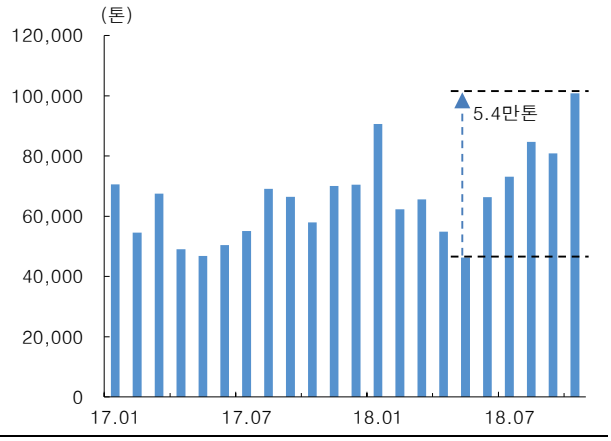
자료: 한국투자증권

[그림 7] 중국향 폐지 수출량



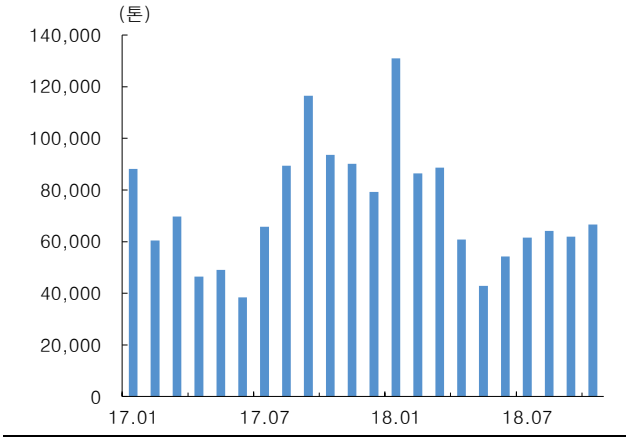
자료: 한국무역협회, 한국투자증권

[그림 8] 미국산 폐지 수입량



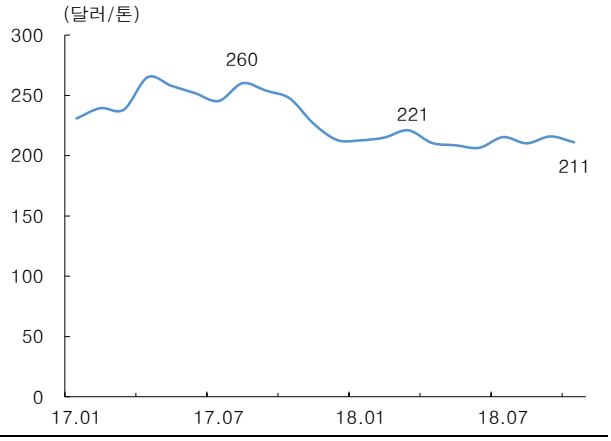
자료: 한국무역협회, 한국투자증권

[그림 9] 한국 폐지 순수입량 – 수출보다 수입이 많아



자료: 한국무역협회, 한국투자증권

[그림 10] 폐지 수입 가격



자료: 한국무역협회, 한국투자증권

<표 1> 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017A	2018F	2019F
매출액	84	133	150	145	174	188	172	171	513	705	756
– 원지	74	116	133	127	122	132	118	120	450	492	505
– 상자	21	73	51	28	129	132	118	127	172	507	501
– 연결조정	(10)	(55)	(34)	(10)	(76)	(76)	(65)	(76)	(109)	(294)	(251)
영업이익	3.2	5.1	1.7	18.8	21.1	38.0	31.8	30.3	28.8	121.2	130.5
영업이익률(%)	3.8	3.8	1.1	12.9	12.1	20.2	18.5	17.7	5.6	17.2	17.3
지배지분순이익	2.1	4.4	(2.7)	23.5	13.0	23.9	22.6	20.8	27.3	80.3	91.4
기본가정											
골판지 ASP(천원/톤)	420	412	476	472	494	449	437	435	447	453	458
폐지 매입가격(천원/톤)	193	201	219	238	196	155	147	151	212	162	158
골판지 톤당 매출총이익	48	53	43	109	153	184	181	176	64	173	180

주: 연결조정은 연결 매출액 합계에서 별도 매출액 합계를 단순 차감한 수치임

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

1982년 설립되었으며 1995년 코스피에 상장. 주요 사업으로는 골판지 원지 제조 및 판매와 골판지 원단 및 상자 제조 및 판매가 있으며 2017년 기준 원지부문과 상자부문의 매출비중은 각각 75%, 25%. 제지사업을 영위하고 있는 대양그룹의 지주사 역할을 하고 있으며 골판지 제조 부문의 수직계열화에 성공. 주요 종속회사로는 대양제지, 광신판지, 대양판지, 대영포장 등이 있으며, 2017년 기준 원지시장 점유율은 23%로 태림포장에 이어 업계 2위.

- 골판지 원지: 골판지의 주재료로 폐골판지와 펄프의 혼합으로 만들어짐. 표면지, 이면지, 골심지 등이 있음
- OCC: Old Corrugated Containers의 약자로 폐골판지를 의미

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	99	181	312	394	515
현금성자산	5	6	42	76	161
매출채권및기타채권	42	109	151	161	171
재고자산	16	42	57	76	80
비유동자산	263	544	568	588	608
투자자산	44	11	15	16	17
유형자산	219	530	548	566	584
무형자산	1	4	6	6	6
자산총계	363	726	881	982	1,123
유동부채	47	219	261	262	289
매입채무및기타채무	27	64	88	95	101
단기차입금및단기사채	18	131	121	111	101
유동성장기부채	2	17	15	13	11
비유동부채	51	92	111	114	117
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	36	34	32	30
부채총계	98	310	372	376	406
지배주주지분	252	275	352	439	538
자본금	19	20	20	20	20
자본잉여금	15	18	18	18	18
기타자본	(3)	(11)	(11)	(11)	(11)
이익잉여금	222	248	325	411	510
비지배주주지분	13	140	157	167	179
자본총계	265	416	509	606	717

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	253	513	705	756	803
매출원가	225	448	517	557	584
매출총이익	28	65	188	199	219
판매관리비	19	36	67	68	72
영업이익	8	29	121	131	147
금융수익	1	1	1	0	0
이자수익	1	1	1	2	3
금융비용	1	3	5	4	4
이자비용	1	3	4	3	3
기타영업외손익	19	23	4	0	0
관계기업관련손익	2	(14)	1	0	0
세전계속사업이익	30	35	122	127	143
법인세비용	11	8	25	25	29
연결당기순이익	17	27	97	102	115
지배주주지분순이익	16	27	80	91	103
기타포괄이익	(2)	0	0	0	0
총포괄이익	15	28	97	102	115
지배주주지분포괄이익	14	28	81	92	103
EBITDA	19	46	148	160	178

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(2)	19	157	130	187
당기순이익	17	27	97	102	115
유형자산감가상각비	11	17	26	29	31
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(26)	(29)	16	(12)	29
기타	(4)	4	17	10	11
투자활동현금흐름	(11)	(60)	(86)	(68)	(72)
유형자산투자	(32)	(24)	(46)	(48)	(50)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(13)	15	(3)	(1)	(1)
무형자산순증	0	0	(2)	(1)	(1)
기타	34	(52)	(36)	(19)	(21)
재무활동현금흐름	16	42	(34)	(28)	(30)
자본의증가	0	3	0	0	0
차입금의순증	14	40	(14)	(14)	(14)
배당금지급	0	0	(2)	(4)	(4)
기타	2	(1)	(18)	(10)	(12)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	4	1	36	33	85

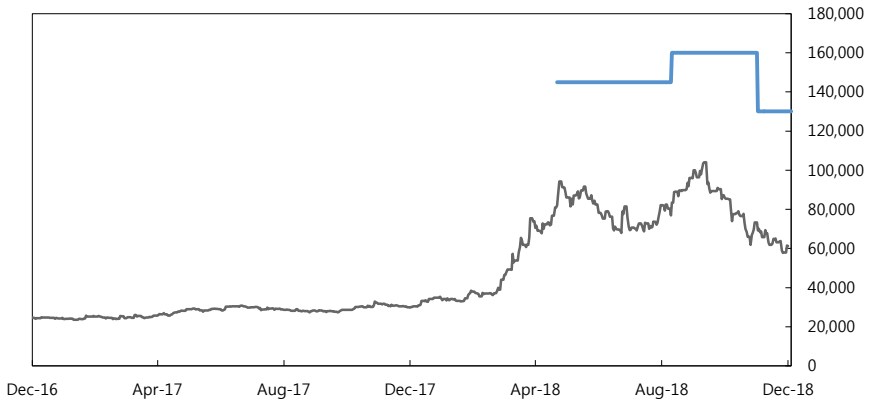
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,028	7,032	19,919	22,674	25,582
BPS	65,091	68,314	87,311	108,969	133,536
DPS	0	375	1,000	1,100	1,100
성장성(%, YoY)					
매출증가율	5.5	103.1	37.5	7.1	6.3
영업이익증가율	(0.6)	248.8	321.3	7.7	12.4
순이익증가율	NM	75.4	193.6	13.8	12.8
EPS증가율	NM	74.6	183.3	13.8	12.8
EBITDA증가율	(9.7)	138.8	222.3	7.9	11.6
수익성(%)					
영업이익률	3.3	5.6	17.2	17.3	18.3
순이익률	6.2	5.3	11.4	12.1	12.8
EBITDA Margin	7.6	9.0	21.0	21.2	22.2
ROA	4.6	5.0	12.1	10.9	10.9
ROE	6.4	10.4	25.6	23.1	21.1
배당수익률	0.0	1.1	1.6	1.8	1.8
배당성향	0.0	5.5	5.0	4.9	4.3
안정성					
순차입금(십억원)	(12)	158	71	5	(115)
차입금/자본총계비율(%)	10.5	44.2	33.4	25.7	19.8
Valuation(X)					
PER	6.0	5.0	3.1	2.7	2.4
PBR	0.4	0.5	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	4.9	9.5	3.2	2.6	1.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
신대양제지 (016590)	2018.03.29	NR	-	-	-
	2018.04.25	매수	145,000원	-45.9	-35.0
	2018.08.14	매수	160,000원	-46.4	-35.0
	2018.11.05	매수	130,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 12월 4일 현재 신대양제지 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.