

신대양제지(016590)

유사 이래 최고 호황을 입증한 골판지

1분기 골판지 3사 영업이익률 사상 최고치

골판지 원지 제조업체 중 상장사인 신대양제지, 대양제지, 아세아제지, 대림제지의 2017년 합산 매출액은 1조 426억원으로 사상 최초로 1조원을 돌파했다(그림 1). 그리고 별도기준 합계 1분기 영업이익률은 16%로 1990년 이후 연간 이익률 최고치를 상회했다(그림 2). 우리는 2분기 이후 이익률이 더욱 상승할 것으로 예상하고 있다. 2018년 골판지업체들의 영업이익률은 사상 최고치를 기록할 것이다.

급락한 폐지 가격 본격 반영되며 2분기는 더욱 개선 예상

국내 평균 폐지가격은 중국이 폐지 수입 제한을 강화한 3월부터 급락하기 시작해 4월에는 톤당 6.3만원으로 올해 1월 가격의 46% 수준까지 하락했다(그림 3). 반면 골판지 가격은 1분기에 오히려 상승했다. 2분기에는 소폭의 가격 조정은 예상되나 미미한 수준에 그칠 것으로 파악된다(그림 4). 2분기부터 하락한 폐지가 원가에 본격적으로 반영되면서 골판지업체들의 이익률은 더욱 상승할 것이다.

골판지 대장주는 신대양제지

신대양제지는 규모 면에서 국내 2위 업체지만 상장업체 중 가장 크다. 자회사로 같은 골판지 원지 업체인 대양제지와 판지업체(대양판지, 광신평지, 신대한판지)와 포장업체(대영포장)까지 자회사로 거느리고 있다(그림 5). 명실공히 국내 골판지 대장주라 할 수 있다. 골판지의 호황은 이제 시작에 불과하다. 국내 전자상거래 시장도 꾸준히 성장하고 있어 수요가 늘고 있다. 게다가 중국은 원재료인 폐지 수입이 제한되며 골판지 생산 차질을 빚고 있다. 이제는 폐지 대신 골판지를 수입해야 하는 상황이다. 이는 글로벌 골판지 공급 부족으로 이어질 수 있다. 폐지 가격 급락에도 불구하고 골판지 가격이 견조한 것이 벌써 이를 반영하고 있다고 판단한다. 2018년 예상 EPS에 목표 PER 7배를 적용한 목표주가 145,000원을 유지한다.

매수(유지)

목표주가: 145,000원(유지)

Value	Growth	Turn around	Issue
-------	--------	-------------	-------

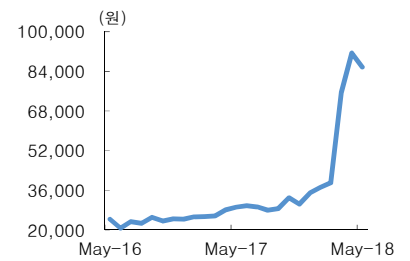
Stock Data

KOSPI(5/16)	2,460
주가(5/16)	85,600
시가총액(십억원)	345
발행주식수(백만)	4
52주 최고/최저가(원)	94,300/27,300
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,178
유동주식비율/외국인지분율(%)	43.2/5.4
주요주주(%)	권혁홍 외 7 인 56.8

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.8	173.5	200.4
KOSPI 대비(%p)	16.7	176.4	193.2

주가추이



자료: WISEfn

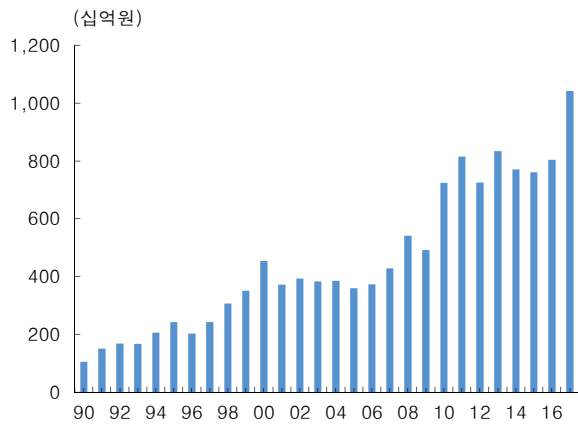
	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	253	8	16	4,028	NM	19	6.0	5.0	0.4	6.4	-
2017A	513	29	27	7,032	74.6	46	5.0	9.5	0.5	10.4	1.1
2018F	693	109	81	20,086	185.6	135	4.3	4.0	1.0	25.8	1.2
2019F	620	104	77	19,021	(5.3)	130	4.5	3.6	0.8	19.7	1.3
2020F	632	103	76	18,787	(1.2)	128	4.6	2.9	0.7	16.4	1.3

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

최문선

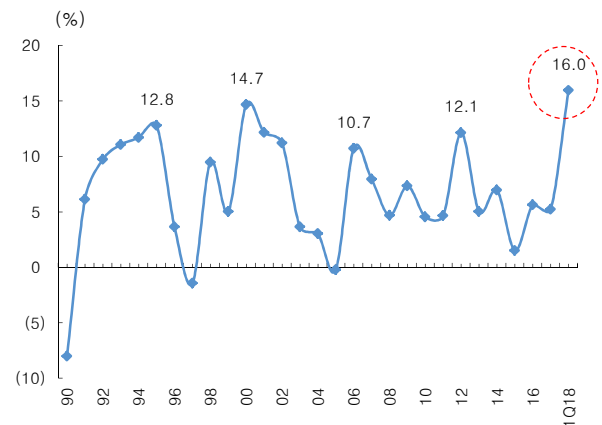
moonsun@truefriend.com

[그림 1] 골판지 업체 매출액 2017년이 최대



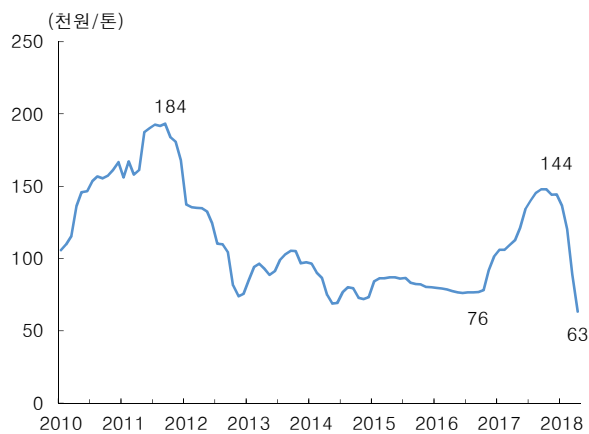
주: 신대양제지, 대양제지, 아세아제지, 대림제지 합계
자료: 한국투자증권

[그림 2] 영업이익률은 이번 1분기가 과거 연간보다 높아



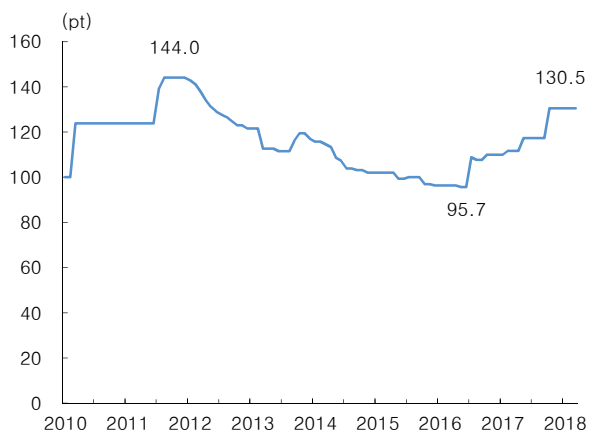
주: 신대양제지, 대양제지, 아세아제지, 대림제지 합계
2018년 1분기는 대림제지 제외
자료: 한국투자증권

[그림 3] 국내 폐지 가격은 급락했는데



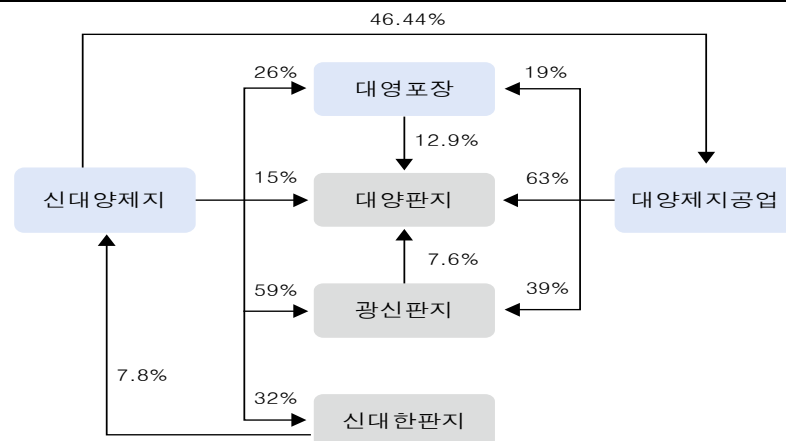
자료: 한국환경공단, 한국투자증권

[그림 4] 골판지 가격은 오히려 상승세



자료: 한국은행, 한국투자증권

[그림 5] 신대양제지 지배 구조



주: 2017년 4분기 기준
자료: 한국투자증권

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	99	181	321	366	456
현금성자산	5	6	55	93	158
매출채권및기타채권	42	109	148	132	135
재고자산	16	42	56	62	63
비유동자산	263	544	551	550	552
투자자산	44	11	15	13	13
유형자산	219	530	531	532	533
무형자산	1	4	5	5	5
자산총계	363	726	871	916	1,008
유동부채	47	219	270	253	273
매입채무및기타채무	27	64	87	78	79
단기차입금및단기사채	18	131	121	111	101
유동성장기부채	2	17	15	13	11
비유동부채	51	92	109	99	99
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	8	36	34	32	30
부채총계	98	310	379	352	372
지배주주지분	252	275	353	425	497
자본금	19	20	20	20	20
자본잉여금	15	18	18	18	18
기타자본	(3)	(11)	(11)	(11)	(11)
이익잉여금	222	248	325	397	469
비지배주주지분	13	140	140	139	139
자본총계	265	416	492	564	636

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	(2)	19	134	99	130
당기순이익	17	27	80	76	75
유형자산감가상각비	11	17	25	25	25
무형자산상각비	0	0	1	1	1
자산부채변동	(26)	(29)	27	(2)	30
기타	(4)	4	1	(1)	(1)
투자활동현금흐름	(11)	(60)	(67)	(43)	(48)
유형자산투자	(32)	(24)	(27)	(27)	(27)
유형자산매각	0	1	1	1	1
투자자산순증	(13)	15	(3)	2	0
무형자산순증	0	0	(2)	(0)	(1)
기타	34	(52)	(36)	(19)	(21)
재무활동현금흐름	16	42	(17)	(18)	(18)
자본의증가	0	3	0	0	0
차입금의순증	14	40	(14)	(14)	(14)
배당금지급	0	0	(2)	(4)	(4)
기타	2	(1)	(1)	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	4	1	49	38	65

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

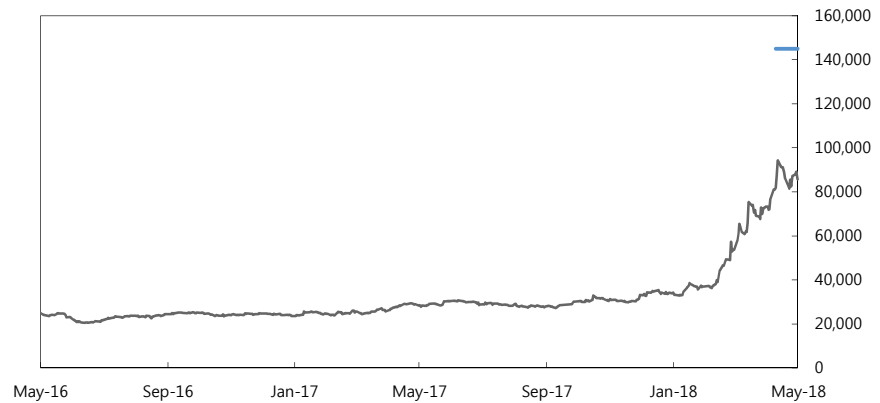
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	253	513	693	620	632
매출원가	225	448	521	460	473
매출총이익	28	65	172	160	159
판매관리비	19	36	63	56	57
영업이익	8	29	109	104	103
금융수익	1	1	0	0	0
이자수익	1	1	1	2	4
금융비용	1	3	4	4	4
이자비용	1	3	4	3	3
기타영업외손익	19	23	1	0	0
관계기업관련손익	2	(14)	0	0	0
세전계속사업이익	30	35	106	100	99
법인세비용	11	8	26	24	24
연결당기순이익	17	27	80	76	75
지배주주지분순이익	16	27	81	77	76
기타포괄이익	(2)	0	0	0	0
총포괄이익	15	28	81	77	76
지배주주지분포괄이익	14	28	81	77	76
EBITDA	19	46	135	130	128

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,028	7,032	20,086	19,021	18,787
BPS	65,091	68,314	87,495	105,510	123,292
DPS	0	375	1,000	1,100	1,100
성장성(% YoY)					
매출증가율	5.5	103.1	35.1	(10.6)	2.0
영업이익증가율	(0.6)	248.8	278.5	(4.7)	(1.2)
순이익증가율	NM	75.4	196.1	(5.3)	(1.2)
EPS증가율	NM	74.6	185.6	(5.3)	(1.2)
EBITDA증가율	(9.7)	138.8	193.0	(3.8)	(0.9)
수익성(%)					
영업이익률	3.3	5.6	15.7	16.7	16.2
순이익률	6.2	5.3	11.7	12.4	12.0
EBITDA Margin	7.6	9.0	19.5	20.9	20.3
ROA	4.6	5.0	10.1	8.5	7.8
ROE	6.4	10.4	25.8	19.7	16.4
배당수익률	—	1.1	1.2	1.3	1.3
배당성향	0.0	5.5	5.0	5.8	5.9
안정성					
순차입금(십억원)	(12)	158	59	(11)	(111)
차입금/자본총계비율(%)	10.5	44.2	34.5	27.6	22.3
Valuation(X)					
PER	6.0	5.0	4.3	4.5	4.6
PBR	0.4	0.5	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.0	9.5	4.0	3.6	2.9

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	—	—



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 5월 16일 현재 신대양제지 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

※ 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.