

Mar,2016

음식료

고밸류에 속아 좋은 주식을 잊지 말자!

김승 | 3773-8919

음식료 업종은 실적 안정성을 바탕으로 코스피 대비 밸류에이션 프리미엄을 받아왔으며 '성장 가능성'이 높은 종목을 중심으로 프리미엄이 확대되고 있다. 주가는 성장률의 함수이며 지난 10년간 주가 흐름 또한 성장주가 좋은 모습을 보였다. 2016~2017년 매출성장률이 높은 삼립식품, CJ프레시웨이 등에 관심이 필요한 시점이다.

SK 증권



음식료/담배

고밸류에 속아 좋은 주식을 잃지 말자!

중립(유지)

Analyst

김승

seungeeee@sk.com

02-3773-8919

음식료 업종은 실적 안정성을 바탕으로 코스피 대비 밸류에이션 프리미엄을 받아왔으며 '성장 가능성'이 높은 종목을 중심으로 프리미엄이 확대되고 있다. 주가는 성장률의 함수이며 지난 10년간 주가 흐름 또한 성장주가 좋은 모습을 보였다. 2016~2017년 매출성장률이 높은 삼립식품, CJ 프레시웨이 등에 관심이 필요한 시점이다.

음식료 업종 Valuation Premium 확대

실적 안정성을 바탕으로 음식료 업종은 코스피 지수 대비 Valuation Premium에 거래되고 있다. 코스피 지수가 PER 10 배 수준에서 거래되는데 비해 음식료 업종은 18~20 배 수준으로 밸류에이션 프리미엄을 받아왔다. 하지만 최근 음식료 업종의 전반적인 밸류에이션 상승으로 프리미엄 폭이 확대되고 있다. PER 30 배, 40 배가 훌쩍 넘어가는 종목을 쉽게 찾아볼 수 있다. 음식료 업종 '고밸류에이션 시대'가 열린 것이다.

화두는 '성장 가능성'

음식료 업종 밸류에이션에 기준과 다른 요인이 작용하고 있으며, 그 요인은 바로 '성장 가능성'이다. 주가는 결국 성장률의 함수이며, 글로벌 저성장 시대 진입으로 '성장성'이 이전보다 높은 점수를 받는 상황이라고 판단된다. 지난 10년간 음식료 업종의 주가 흐름을 보더라도 '매출성장률'이 높은 종목들의 수익이 좋았다.

삼립식품, CJ 프레시웨이 등 유망

주가가 성장률의 함수라는 점을 감안하면 '매출 성장률'이 높고 '이익 개선'도 가능한 주식을 찾는 것이 중요하다. 하지만 이런 종목은 누가나 찾고 있는 종목이어서 투자기회를 포착하기가 쉽지 않다. 현실적으로 매출 성장률은 높으나 아직 본격적인 이익성장 국면에 진입하지 않은 종목들을 찾아내는 것이 좋은 투자전략이 될 것이라 판단된다. 음식료 업종은 2016~2017년 매출성장률이 가장 높을 것으로 예상되는 종목은 삼립식품, CJ 프레시웨이, 신세계푸드 등이며, 이익도 점차 개선이 예상되는 만큼 해당 종목에 대한 관심이 필요한 시점이라 판단된다.

Contents

1. Investment Summary	3
2. 음식료 Valuation Premium 의 시대	4
3. 화두는 '성장할 수 있는가?' 이다	9
4. 성장률이 높으면 수익률도 높다	12
5. 투자에 어떻게 적용하는가?	18
6. 투자유망종목	21
7. 개별기업분석	25
- CJ 프레시웨이	26
- 삼립식품	41

Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 26일 기준)

매수	95.39%	중립	4.61%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. Investment Summary

1) 음식료 밸류에이션 Premium 확대

음식료 업종은 실적 안정성을 바탕으로 코스피 지수 대비 Valuation Premium에 거래되고 있다. 코스피 지수가 PER 10 배 수준에 거래되는 반면 음식료 업종은 PER 20 배 수준에 거래되고 있어 10 배 가량의 프리미엄을 받아왔다. 하지만 최근 전반적인 음식료 업종 밸류에이션 상승으로 프리미엄 폭이 확대되고 있다. PER 30 배, 40 배가 훌쩍 넘어가는 종목도 쉽게 찾아볼 수 있고 업종 평균 Valuation 도 PER 25 배에 달해 음식료 ‘고밸류에이션 시대’가 열리고 있다.

2) 화두는 ‘성장 가능성’

음식료 업종 밸류에이션 확대에 기준과 다른 요인이 작용하고 있으며, 이는 ‘성장 가능성’이라고 할 수 있다. 주가는 결국 성장률의 함수이며, 글로벌 저성장 시대 진입으로 ‘성장가능성’이 이전보다 높은 점수를 받고 있는 것이다. 지금 당장 발생하는 이익이 크지 않더라도 실적 성장 가능성만 충분하다면 시장에서 가치를 높게 평가하는 것이다. 지난 10년간 음식료 업종 주가 흐름을 백테스팅을 해본 결과 ‘매출액성장률’, ‘저 PSR’ 종목의 주가흐름이 좋았다.

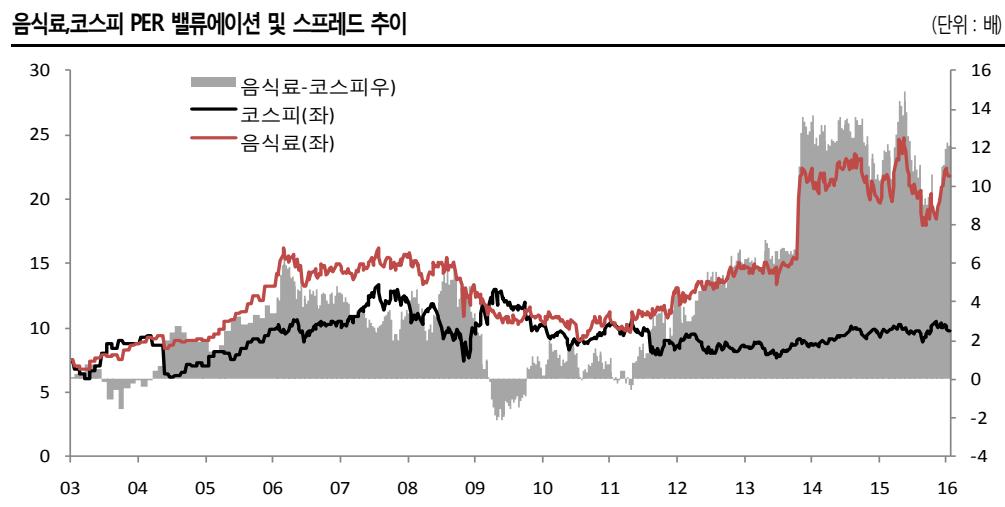
3) 매출/이익 성장 종목에 주목

주가가 성장률의 함수라는 점을 감안하면 결국 ‘매출성장이 뒷받침되는 이익성장주’를 찾는 것이 가장 중요하다. 오리온의 경우처럼 매출/이익이 동시에 성장하는 종목이 가장 좋으나 이런 종목에서 투자기회를 포착하기가 쉽지 않다는 점을 감안하면 매출은 성장하고 있으나 비용증가 등 일시적 요인으로 인해 아직 본격적인 이익성장 이전 국면에 있는 종목을 포착하는 것도 좋은 투자전략이 될 것이라 판단된다. 2016~2017년 컨센서스 기준으로 매출 성장률이 가장 높을 것으로 예상되는 삼립식품, CJ 프레시웨이, 신세계푸드 등에 관심이 필요한 시점이라고 판단된다.

2. 음식료 Valuation Premium 의 시대

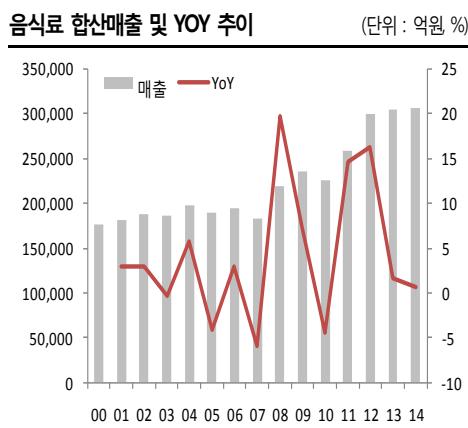
1) 음식료, 코스피 대비 Valuation Premium 에 거래

음식료 업종은 일반적으로 코스피 지수 대비 Valuation Premium 에 거래되고 있다. 코스피 지수가 PER 8~10 배 수준에서 등락을 거듭하는 반면 음식료 업종은 PER 18~20 배 사이에 거래되는 경우가 많아 코스피 지수 대비 약 10 배 가량 Premium 을 받고 있는 것이다. Valuation Premium 은 2014년 이후 확대되는 추세를 보이고 있으며 2015년 하반기에는 코스피 지수 대비 Premium 이 15 배에 달해 프리미엄이 크게 확대되는 모습을 보였다. 2015년 하반기 이후 주식시장 하락과 함께 프리미엄 폭이 약 10 배 이하로 잠시 회귀했지만 16년초부터 다시 12 배가 넘는 프리미엄 수준을 보여주고 있다. 프리미엄 확대와 함께 음식료 업종 평균 PER 이 약 25 배까지 상승했으며 시장에서 긍정적 모멘텀이 회자되는 기업의 경우 PER 40 배가 훌쩍 넘어가는 경우도 자주 보여왔다. 음식료 업종 ‘고밸류에이션 시대’가 열린 것이다.

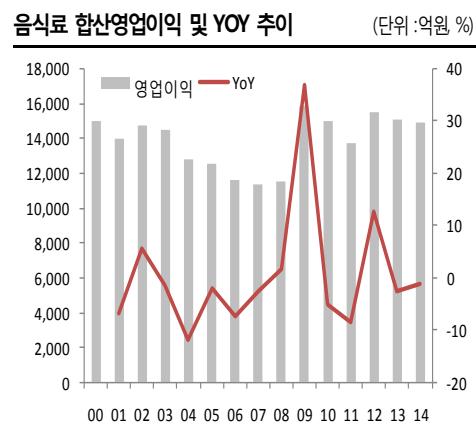


2) Valuation Premium 의 근거는 안정성, 배당 등

음식료 업종이 밸류에이션 프리미엄에 거래되는 가장 큰 이유는 실적의 안정성 때문이다. 필수소비재의 특성상 경기민감주와는 달리 이익의 부침이 일부 있다고 하더라도 이익이 적자전환 하거나 큰 폭의 변동성이 나타나는 경우가 많지 않아 경기 하강기에 민감주를 대체할 수 있는 투자 수단이 되기 때문이다. 이익의 안정성 외에 밸류에이션 프리미엄의 근거로는 배당을 들 수 있다. 개별 종목의 실적이 좋지 않은 경우 주가는 하락하는 것이 합당하나 음식료 업종의 경우 배당수익률이 높은 종목이 많아 주가가 일정 수준까지 하락한 이후 배당매력이 부각되며 주가의 추가하락이 제한되는 경우가 많다. 이 경우 실적이 좋지 않더라도 주가의 하방경직성으로 인해 밸류에이션이 높아지는 경우가 발생하기도 한다.



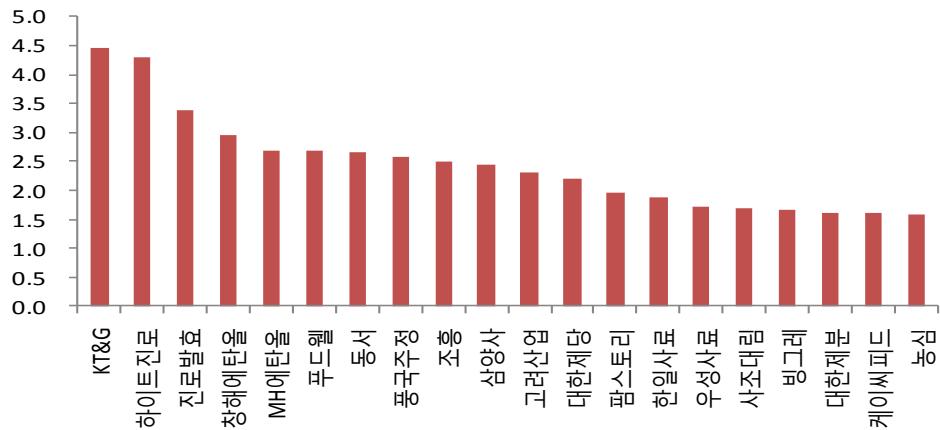
자료 : Dataguide



자료 : Dataguide

음식료 주요업종 배당수익률 추이

(단위 : %)



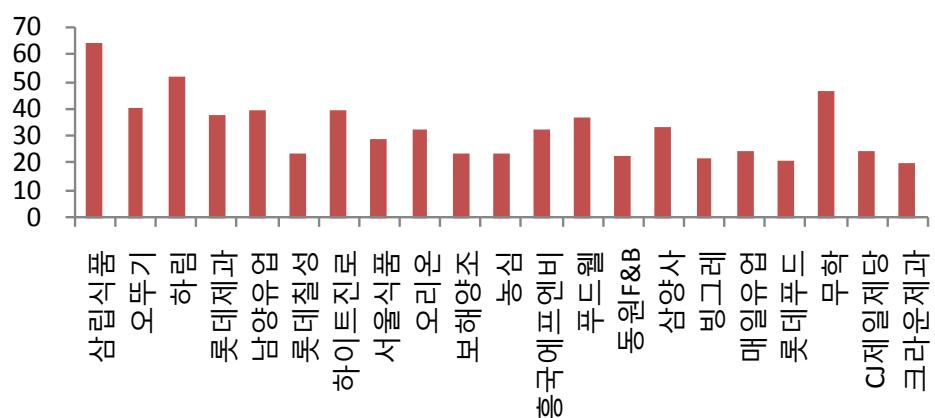
주 : 2014년 배당기준으로 산출 2015년은 주당 배당금 및 주가 수준에 따라 배당수익률 달라질 수 있음

3) 최근 Valuation Premium은 이전과 다른 모습으로 전개

최근 나타나고 있는 음식료 업종의 Valuation Premium은 이전과는 다소 다른 모습으로 전개되고 있다. Valuation Premium을 감안할 경우 PER 20~25 배 사이에서 거래되던 음식료 업종의 PER이 30 배, 40 배 혹은 그 이상까지 상승하는 경우가 자주 나타나고 있다. PER 30 배가 넘는 종목들을 기준 음식료 업종을 평가하던 잣대로 보면 해당 주식을 비우거나 솟포지션을 잡는 것이 맞지만 고밸류에이션에도 불구하고 주가가 지속적으로 오르는 기업들이 존재한다. 대표적으로 삼립식품, 오뚜기 등이 이에 해당한다. 삼립식품은 2015년 기준 PER이 64.8 배였으며 2016년 순이익 컨센서스 기준으로 PER 50.5 배에 거래되고 있다. 연초 이후 주식시장 하락으로 밸류에이션 부담이 다소 완화된 상황임을 감안하면 이를 주식의 밸류에이션은 현재보다 높게 형성되어 있었다. 이 두 종목뿐 아니라 기준 음식료 업종의 밸류에이션으로 판단하기 어려운 종목들이 많아지고 있다. 전통적으로 음식료 업종의 Valuation Premium의 원인이 되었던 실적의 안정성, 배당 외에 다른 요인이 작용하고 있다고 보는 것이 타당할 것으로 판단된다.

주요 음식료 업체별 PER 현황(2015년 기준)

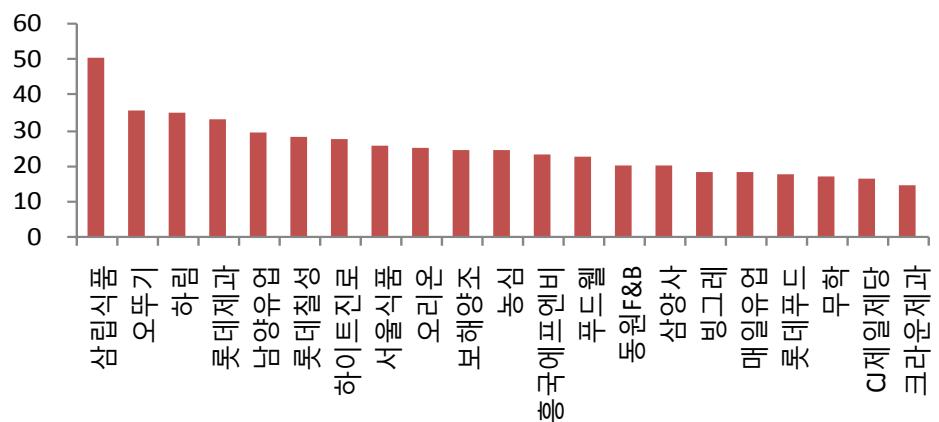
(단원 · 4)



자료 : Dataguide

주요 음식료 업체별 PER 현황(2016년 순이익 컨센서스 기준)

(단위 : 배)

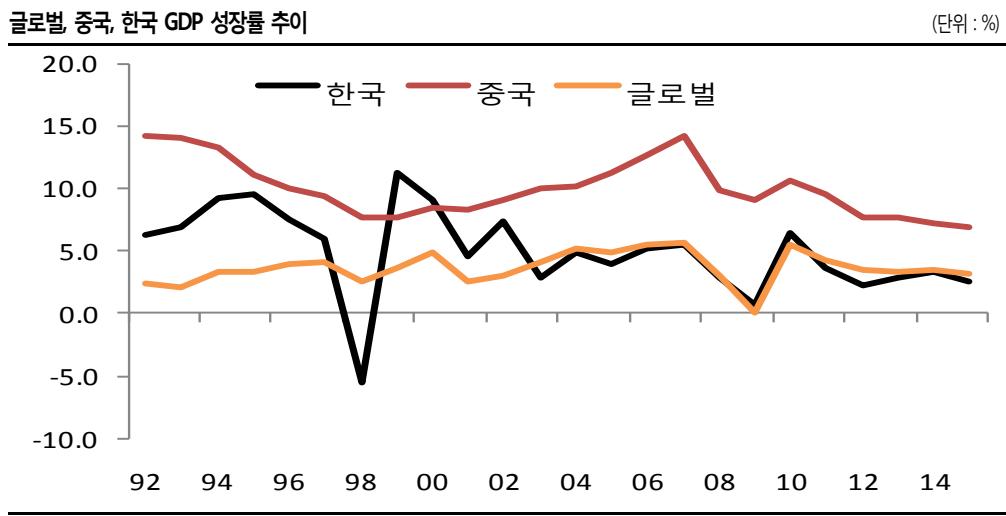


자료 : Dataguide

3. 화두는 '성장할 수 있는가?' 이다

1) 글로벌 저성장 국면 진입

글로벌 경제는 저성장 국면에 진입하고 있고 이는 우리나라도 예외일 수 없다. 2015년 기준 전세계 GDP 성장률은 3.1%에 불과했고 우리나라도 2.6%로 낮은 성장률을 기록했다. 올해 우리나라의 GDP 성장률은 3% 미만이 될 것으로 예상된다. 글로벌 저성장 트렌드는 피할 수 없는 현실이며, 기업들은 생존을 위해 성장이 가능한 사업/시장을 찾으려고 노력하고 있다. 이런 측면에서 본다면 인구가 많아 시장이 크고 경제가 급발전하고 있어 아직까지 7% 정도의 높은 GDP 성장률을 유지하고 있는 중국으로 글로벌 업체들의 관심이 쏠리는 건 당연한 현상이라 할 수 있을 것이다. 오리온이 중국에 성공적으로 진출한 이후 새로운 성장동력을 찾아 음식료 업체들도 중국 진출을 서두르고 있다.



자료 : CEIC

2) 주가는 결국 성장률의 함수

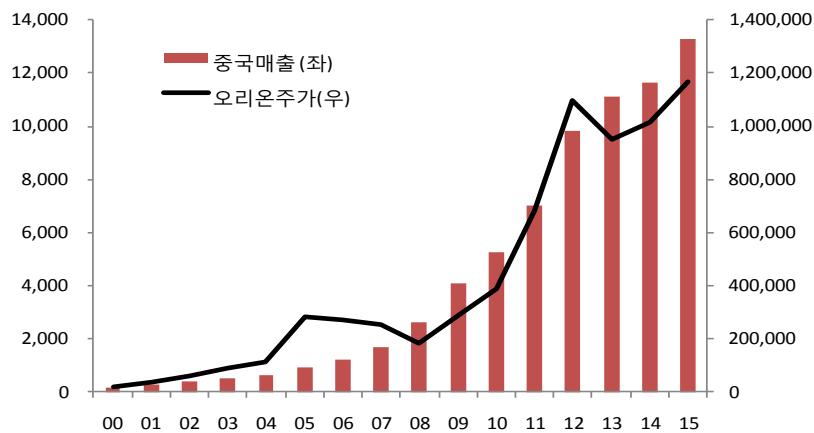
주가는 성장률의 함수이다. 우리가 자주 접하는 Gordon의 배당할인모형 ‘ $P=D_1/(k-g)$ ’ 공식을 인용하면 주가는 성장률이 얼마나 높으냐에 따라 결정되게 된다. 성장률(g)이 높아짐에 따라 분모($k-g$)는 낮아지게 되고 주가도 오르게 되는 것이다. 성장률이 ‘0’이라면 해당 주식의 주가는 ‘ D_1/k ’라는 금액에서 움직이지 않는 영구채의 가치와 동일하게 된다. 다소 이론적인 얘기였지만, 성장률과 관련된 이슈는 실제로 투자를 집행할 때도 적용되고 있다. 현재 사업에서 현금을 많이 창출하고 있더라도 장래 먹거리가 없어서 주가의 움직임이 거의 없는 종목이 있는 반면에 지금 당장은 매출/이익이 크지 않지만 회사의 성장성에 높은 점수를 주고 투자를 집행하는 경우도 많다. 최근 주가흐름이 좋은 제약/바이오 업종이 대표적인 케이스라고 볼 수 있다. 결국 주가는 성장성에 대한 베팅이라고 볼 수 있고, 이는 음식료 업종에서도 마찬가지이다.

3) 음식료 업종에서도 성장하는 종목은 분명 있다

음식료 업종은 일반적으로 ‘낮은 성장률 및 낮은 주가 변동성’을 가진 업종으로 분류되지만 음식료 업종 내에서도 성장하는 종목은 분명히 존재한다. 중국 시장에서 성공적으로 자리잡으며 매출/이익이 급성장한 오리온의 경우가 가장 대표적이다. 외형/이익의 성장과 함께 오리온의 주가도 큰 폭 상승을 기록했다. 오리온 주가가 대세상승을 하던 시기는 음식료 업종 벤류에이션이 현재처럼 높지 않았고, 그로 인해 오리온은 항상 고벤류에이션 논란에 시달렸다. 2000년대 후반 오리온의 PER 벤류에이션은 40배가 넘었다. 음식료 업종에서도 이제 성장성에 눈을 돌려야 할 시점이라고 판단된다. 물론 벤류에이션이 낮은 종목은 여전히 매력적인 투자 대상이지만 업종 벤류에이션이 전체적으로 높아진 상황에서 이런 종목을 찾기는 쉽지 않을 것으로 보인다. 반면 성장성을 갖춘 기업을 찾아낼 수 있다면 음식료 업종의 ‘안정성’에 ‘성장성’도 갖출 수 있어 금상첨화라고 판단된다.

오리온 중국매출 및 주가 추이

(단위 : 억원 원)



자료 : 오리온

4. 성장률이 높으면 수익률도 높다

1) 성장성이 수익률을 담보하는가?

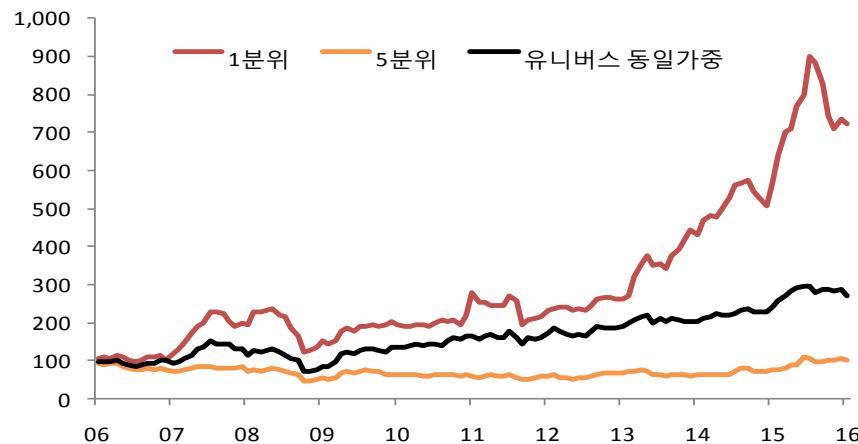
고밸류에이션에 논란에도 불구하고 오리온은 중국내 매출/이익 성장을 바탕으로 주가가 꾸준히 상승했으며, 결과적으로 밸류에이션과 상관없이 성장성에 베팅한 투자자들이 성공한 투자자가 되었다. 이를 음식료 업종 전체로 확대 적용시키면 어떻게 될까? 성장률과 수익률의 상관관계를 검증해보기 위해 1)매출액 성장률, 2) PSR 수준, 3)매출액성장률+PSR(혼합팩터) 3 가지로 나눠서 백테스트를 진행해보았다. 테스트 유니버스는 1년 이상 컨센서스가 존재하는 음식료 및 담배(GICS 분류) 종목을 대상으로 했으며, 각각의 항목에 대해 5분위 동일가중방식으로 결과값을 측정했다. 테스트 기간은 2006년부터 10년간의 데이터이며, 혼합팩터는 매출액성장률과 PSR 팩터를 각각 50%씩 반영해 랭킹을 산정했다. 백테스트에서 얻은 결론은 ‘성장성이 높으면 수익률도 높다’이다. 각각에 대한 백테스트 결과는 아래와 같다.

2) 매출액성장률 백테스트

매출액성장률을 상위~하위까지 20%씩 5개 분위로 나눠 10년간의 수익률을 테스트해본 결과 1분위(매출액성장률 상위 20%)의 투자수익률이 621.2%로 5분위(매출액성장률 하위 20%)의 투자수익률 -0.4%를 크게 아웃퍼폼했다. 1분위의 월평균수익률은 1.95%, 연율화수익률은 21.6%로 투자성과가 좋았으며 Hit ratio(월별로 벤치마크 대비 아웃퍼폼할 확률)도 52.9%로 높았다. 분위별로 보면 Hit ratio, 표준편차 등 일부 항목에서 1분위와 2분위의 순서가 바뀌는 경우도 있었지만 전체적으로 상위 분위로 갈수록 실적이 좋아지는 모습을 보였다. 당연한 얘기일 수 있지만 백테스트 결과를 바탕으로 매출액 성장률이 높을수록 투자실적이 좋아진다고 할 수 있으며, 위험대비 수익률도 가장 우수하다고 할 수 있다.

매출액성장을 기준 백데스트 결과

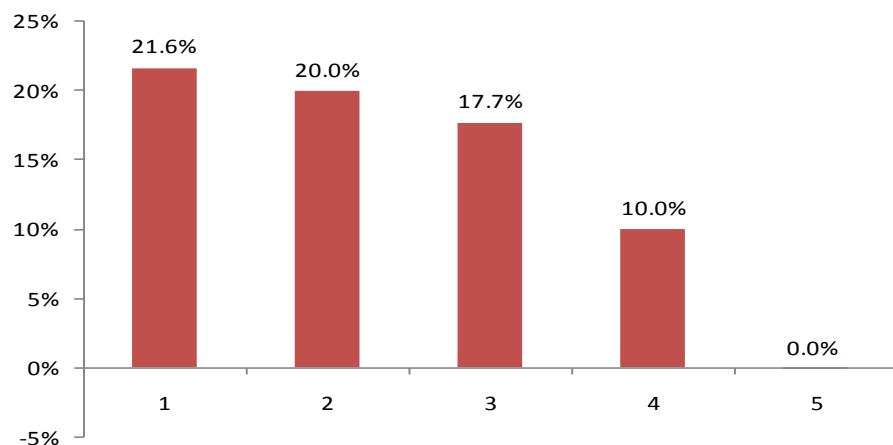
(단위 : 2006-01-01=100)



자료 : SK 증권

매출액성장을 기준 분위별 연율화 수익률 현황

(단위 : %)



자료 : SK 증권

매출액성장을 기준 백테스트 결과

(단위 %)

분위	수익률	월평균수익률	연율화수익률	STDEV	Ann IR	Hit ratio
1	621.2%	1.95%	21.6%	7.80%	0.38	52.9%
2	526.5%	1.80%	20.0%	7.30%	0.34	59.5%
3	417.4%	1.53%	17.7%	5.74%	0.28	53.7%
4	160.7%	0.98%	10.0%	6.05%	-0.02	45.5%
5	-0.4%	0.23%	0.0%	6.80%	-0.37	43.8%
유니버스 동일가중	169.5%	1.02%	10.3%	6.14%	0.00	0.0%

자료: SK 증권

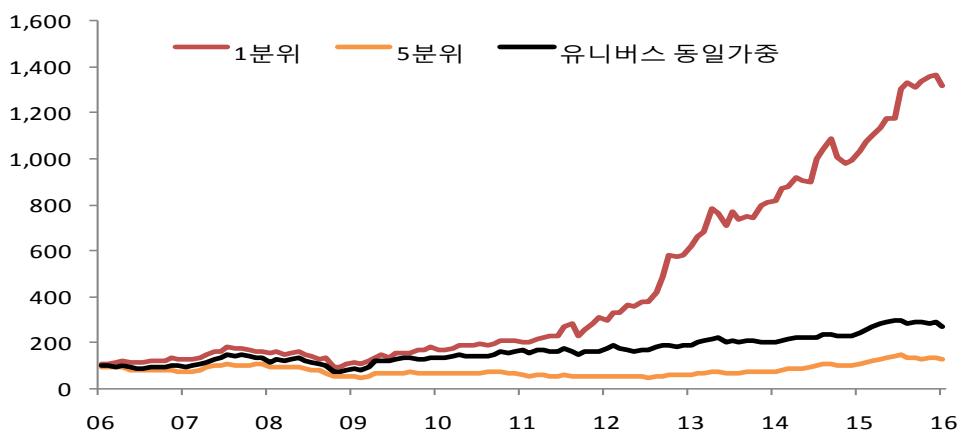
주: IR은 정보비율, Hit ratio는 Benchmark 대비 Outperform 할 확률. Benchmark는 음식료 업종 유니버스 동일가중으로 산출

3) PSR 관련 백테스트

PSR은 저 PSR 종목을 상위, 고 PSR 종목을 하위로 두고, PSR 상위~하위까지 20% 씩 5개 분위로 나눠 10년간의 수익률을 테스트 해본 결과 1분위(PSR이 낮은 20% 종목)의 투자수익률이 1,219.6%로 5분위(PSR이 높은 20%)의 투자수익률 29.2%를 크게 아웃퍼포먼스했다. 1분위의 월평균수익률은 2.40%, 연율화 수익률은 29.2%로 투자 성과가 좋았으며, Hit Ratio도 56.2%로 높은 수준을 보였다. 1분위에서 5분위로 갈수록 투자수익률이 좋지 못했으며, 4분위와 5분위는 벤치마크인 '유니버스 동일가중'에 비해에서도 수익률이 좋지 못했다. PSR 기준으로 봤을 때 저 PSR 종목이 고 PSR 종목에 비해서 투자성과가 좋음을 확인할 수 있었다.

PSR 기준 백테스트 결과

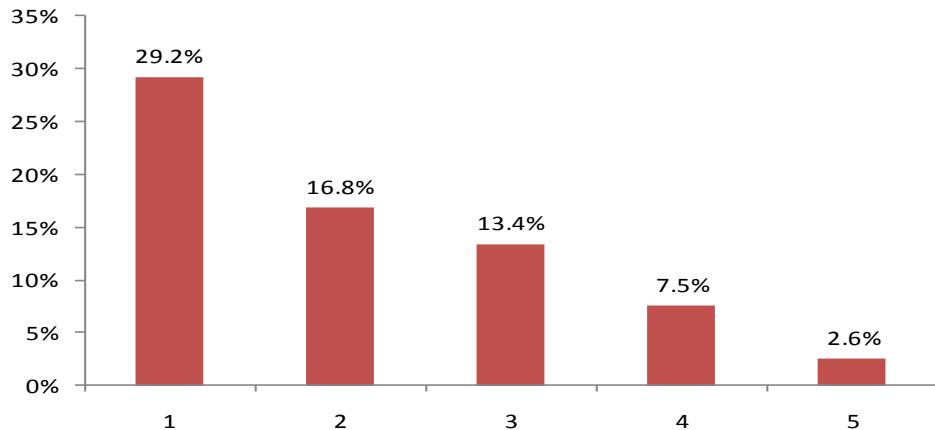
(단위 : 2006-01-01=100)



자료 : SK 증권

PSR 기준 분위별 연율화 수익률

(단위 : %)



자료 : SK 증권

PSR 기준 백테스트 결과

(단위: %)

분위	수익률	월평균수익률	연율화수익률	STDEV	Ann IR	Hit Ratio
1	1219.6%	2.40%	29.2%	6.92%	0.63	56.2%
2	378.0%	1.58%	16.8%	7.44%	0.24	57.0%
3	253.9%	1.24%	13.4%	6.06%	0.12	52.9%
4	107.8%	0.85%	7.5%	7.08%	-0.07	47.9%
5	29.2%	0.40%	2.6%	6.07%	-0.33	46.3%
유니버스 동일가중	169.5%	1.02%	10.3%	6.14%	0.00	0.0%

자료: SK 증권

주: IR은 정보비율, Hit ratio는 Benchmark 대비 Outperform 할 확률. Benchmark는 음식료 업종 유니버스 동일가중으로 산출

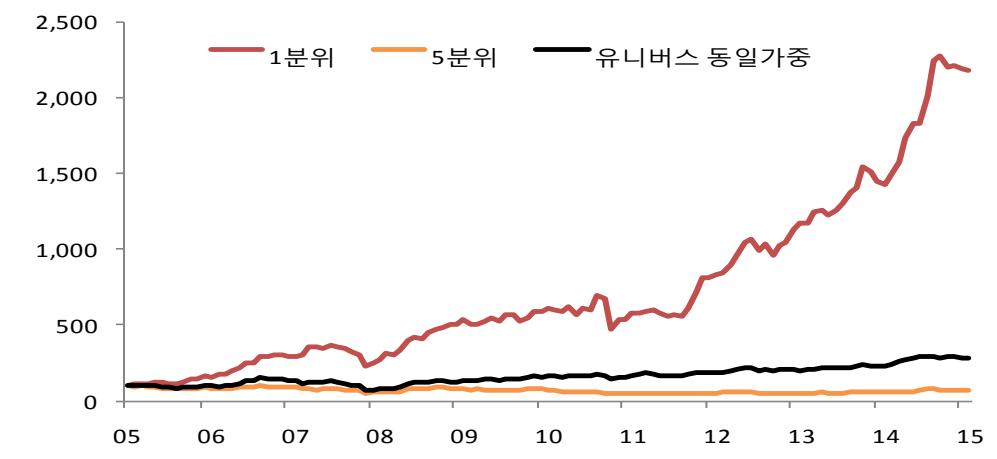
4) 매출액성장률+PSR 혼합팩터 백테스트

매출액성장률과 PSR 을 50%씩 반영한 혼합팩터를 백테스트 해보았다. 두 지표 모두 한 회사의 성장 및 현재 뱌류에이션 수준을 반영하고 있는 지표이기 때문에 두 지표를 혼합한 경우에도 의미있는 결과를 얻을 수 있었다.

매출액/PSR 혼합팩터를 매출액성장률 상위 20%/저 PSR 상위 20%를 1 분위로 두고 상위~하위까지 20%씩 5 개 분위로 나누어 10 년간의 수익률을 테스트해본 결과 역시 1 분위의 수익률이 2,079.4%로 5 분위의 -30.2%를 크게 아웃퍼폼 했다. 1 분위의 월 평균 수익률은 2.88%, 연율화수익률은 36.1%로 투자성과가 좋았으며 Hit Ratio 도 63.3%로 5 개 분위중 가장 높았다. 1 분위는 투자수익률 및 위험대비 초과성과, Hit Ratio 등 평가항목에서 고르게 1 위를 달성했다. 매출액성장률/PSR 혼합팩터에서도 이전 백테스트와 비슷한 결과가 도출되었지만, 단일팩터의 경우보다 수익률, 위험대비 초과성과 등에서 우월한 모습을 보였다.

매출액성장률/PSR 혼합팩터 기준 백테스트 결과

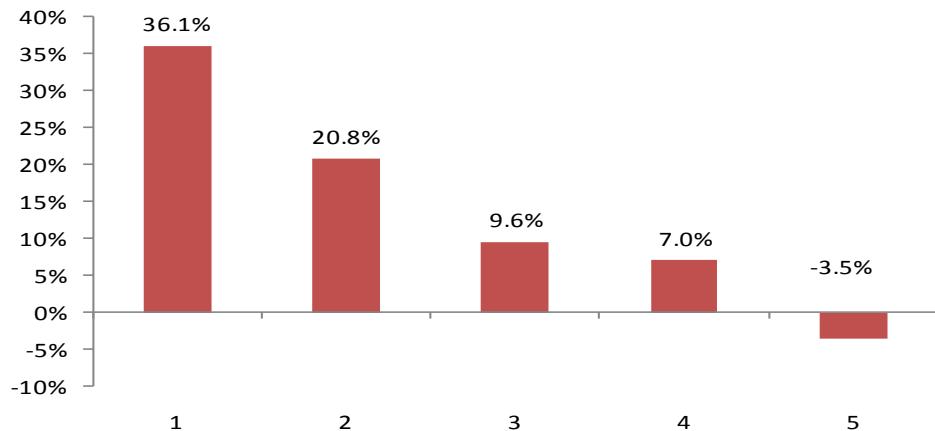
(단위 : 2006-01-01=100)



자료 : SK증권

매출액성장률/PSR 혼합팩터 기준 분위별 연율화 수익률

(단위 : %)



자료 : SK 증권

매출액성장률/PSR 혼합팩터 기준 백테스트 결과

(단위 %)

분위	수익률	평균수익률	연율화수익률	STDEV	Ann IR	Hit Ratio
1	2079.4%	2.88%	361%	7.33%	0.78	63.3%
2	564.3%	1.91%	20.8%	8.01%	0.33	55.8%
3	150.0%	0.98%	9.6%	6.54%	-0.04	50.0%
4	97.3%	0.76%	7.0%	6.21%	-0.16	50.0%
5	-30.2%	-0.07%	-3.5%	6.88%	-0.53	40.0%
유니버스 동일가중	186.4%	1.07%	11.1%	6.13%	0.00	0.0%

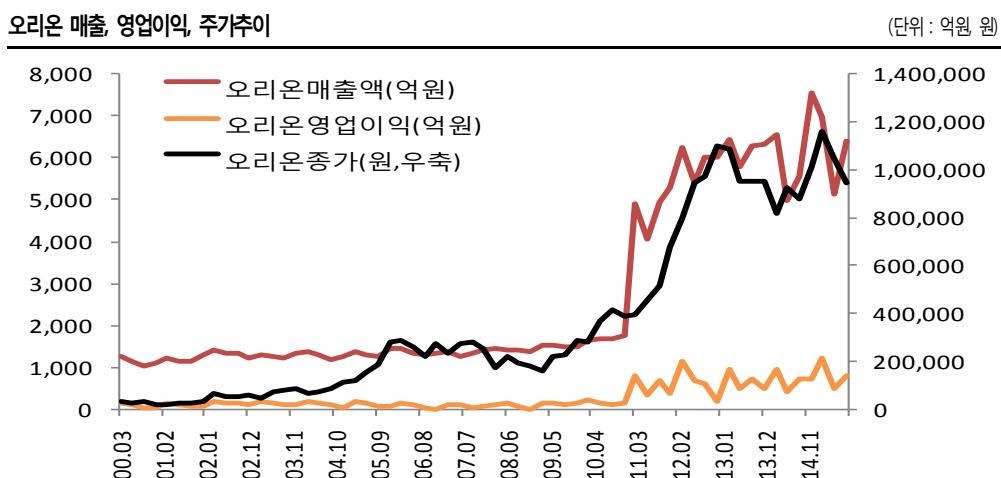
자료: SK 증권

주: IR은 정보비율, Hit ratio는 Benchmark 대비 Outperform 할 확률, Benchmark는 음식료 입증 유니버스 동일가중으로 산출

5. 투자에 어떻게 적용하는가?

1) 매출/이익이 성장하는 종목

‘매출액성장률+PSR 저평가’ 혼합팩터의 수익률이 가장 좋았지만 주가는 기본적으로 성장률의 함수이기 때문에 ‘매출액성장률+PSR 저평가’는 사실 ‘매출액성장률이 높은 종목 중에 PSR이 저평가된 종목’으로 해석해야 한다. PSR이 낮다는 것은 매출이 성장하고 있음에도 불구하고 주가나 시가총액이 아직 상승하지 않은 종목으로 해석해야 한다. 매출의 성장과 함께 이익의 성장까지 본다면, 매출과 이익이 성장하면서 동시에 주가/시가총액이 아직 상승하지 않은 종목이 가장 유망하다. 하지만 이는 누구나 찾고 있는 종목이므로 PSR이 낮은(아직 주가가 오르지 않은) 경우가 많지 않을 것이라 생각된다. 가장 대표적인 종목인 오리온의 경우를 예를 들면 매출액(특히 중국 매출액)이 급격히 증가하며 영업이익도 같이 늘기 시작했고, 주가도 동시에 오르기 시작했다. 고밸류에이션 상태에서 주가가 지속적으로 올랐기 때문에 초기 상승기를 놓친 이후 진입 타이밍을 잡기가 쉽지 않았다.



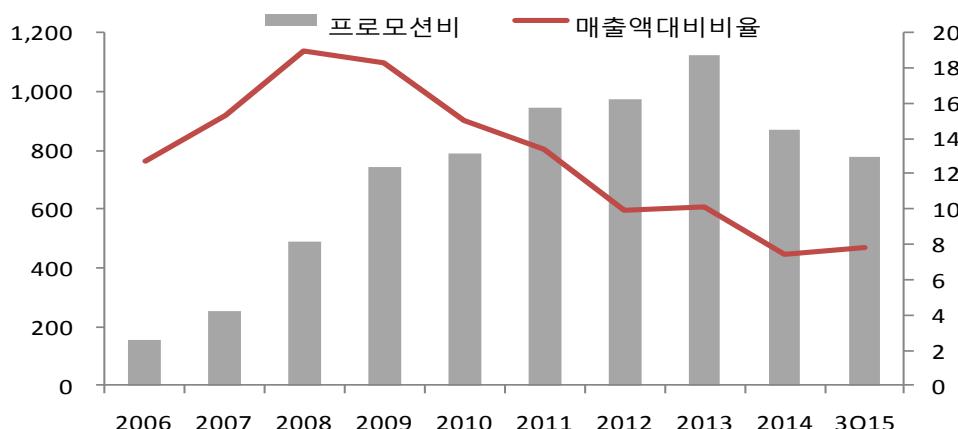
자료 : Dataguide

2) 매출 성장이 뚜렷한 종목

매출이 오르면 이익도 같이 상승하는 것이 일반적이나 성장의 초기 단계에서는 사업 정착을 위한 비용이 많이 드는 경우가 많다. 가동률도 바로 100% 수준으로 올라오는 것이 아니기 때문에 원가부담도 크고 관리비용도 많이 듈다. 매출은 성장하고 있으나 이익은 성장하지 못하는 경우가 자주 발생한다. 하지만 이런 경우 초기 국면이 지나고 사업이 정착되면 이익률이 정상으로 회복되는 경우가 많다. 오리온의 경우를 보더라도 중국진출 초기에는 매출액의 20%에 육박하는 비용을 프로모션비로 사용했으나 이 비율이 점차 낮아지고 있다. 아직 왕왕(약 5% 수준 사용) 수준에 도달하지는 못했으나 2015년 기준 7% 중반까지 하락했고, 향후 추가로 하락할 여지가 있을 것으로 보인다. 매출/이익이 동시에 성장하는 종목에서 투자 기회를 포착하기가 쉽지 않기 때문에 매출은 증가하지만 일시적인 이유로 아직 이익이 성장하지 못하는 종목을 선점하는 것이 가장 현실적인 투자방법이 될 것이라 생각된다.

오리온 중국법인 프로모션비 및 매출액 대비 비율 추이

(단위 : 억원 %)



자료 : 오리온

3) 향후 업종 성장이 기대되는 종목

지금 당장은 성장이 크지 않지만 장기적으로 성장이 가능할 것으로 보이는 업종에 속하는 종목들도 눈여겨봐야 한다. 소비 패러다임의 변화로 인한 산업/업종의 구조적 변화는 새로운 업종의 성장과 연결된다. 현재 음식료 업종에서는 1인 가구 증가로 인한 소비 트렌드 변화로 HMR(Home Meal Replacement) 산업이 새로운 성장산업으로 부각되고 있다. 1인 가구는 집에서 직접 요리를 하기보다 외식을 하거나 간편히 먹을 수 있는 가공식품을 주로 구매하는 경향이 있다. 간편식/편의식을 생산하는 업체의 성장을 기대할 수 있으며, 외식시장 또한 1인 가구를 타겟으로 한 새로운 메뉴로 성장에 대한 아이디어를 얻을 수도 있을 것이다.

피코크 주요 제품 현황



자료 : 이마트, 구글

6. 투자유망종목

1) 매출성장률이 높은 종목이 유망

주가가 성장률의 함수이기 때문에 주가 상승에 가장 중요한 팩터는 매출성장률이다. 이익성장 또한 중요한 요소이지만 매출 성장 없는 비용절감을 통한 이익성장은 의미가 반감된다. 모든 논의는 매출이 성장하는 종목 테두리 안에서 이루어져야 한다. 2015~2017년 컨센서스 기준 매출이 가장 큰 폭으로 성장할 것으로 예상되는 기업은 삼립식품이다. 삼립식품은 '삼립GFS'가 SPC 그룹내 구매/유통 물량을 전담하며 매출이 크게 성장할 것으로 기대된다. 신세계푸드는 1인가구 증가에 따른 피코크매출 증가가 기대된다. 16년에는 음성공장 완공으로 피코크/위드미향 HMR 제품 매출 증가가 기대된다. CJ프레시웨이는 'CJ프레시원'을 통해 중소 식자재 업체를 흡수하며 매출 성장이 가능할 것으로 기대된다.

2015~2017년 매출액성장 상위 종목 현황								
No.	종목명	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(단위: %)
1	삼립식품	32.9	27.9	3.9	23.5	28.6	25.6	22.1
2	신세계푸드	3.3	0.0	-9.6	39.3	9.6	7.0	8.2
3	CJ프레시웨이	16.9	0.2	-4.4	16.1	15.3	14.2	7.2
4	서울식품	7.9	9.1	1.0	12.7	122	14.5	7.7
5	현대그린푸드	164	132	11.5	103	102	8.8	129
6	팜스코	24.5	122	120	3.8	105	131	13.1
7	CJ제일제당	51.1	9.8	7.9	112	9.2	6.8	20.0
8	푸드웰	14.3	-3.9	0.4	10.3	5.7	10.8	5.3
9	동원F&B	6.4	1.6	6.3	6.3	8.5	6.4	5.1
10	크라운제과	1.9	-1.4	-3.1	11.5	5.6	3.8	2.2
11	보해양조	-7.2	-1.0	2.3	1.4	162	3.2	-1.1
12	농심	0.2	-4.1	-2.2	6.8	6.7	5.0	0.2
13	이지바이오	44.3	-2.6	-1.6	4.8	5.4	6.8	11.2
14	매일유업	9.9	272	6.1	6.0	5.5	5.2	12.3
15	오뚜기	5.3	2.5	3.1	5.6	5.9	4.5	4.1

자료: Dataguide

주: 2015~2017년은 컨센서스 데이터 기준

2) 이익, PSR 측면에서도 검토 필요

삼양사는 기업합병으로 인한 외부요인이 있고, 흥국에프엔비는 아직 이익 절대규모가 크지 않다는 점을 감안시 이익성장 측면에서는 신세계푸드, 팜스코, CJ 프레시웨이 등이 유망해 보인다. 짜왕, 맛짬뽕 등의 유행으로 라면 ASP가 상승하고 있는 농심도 이익 증가폭이 클 것으로 예상되며, 삼립식품 또한 매출 증가와 함께 이익이 증가할 것으로 예상된다. PSR 기준으로 보면 가장 저평가 된 종목은 매일유업, 푸드웰, CJ 프레시웨이 등이다. PSR이 낮다는 것은 주가가 저평가되어 있다는 뜻이지만 매출액의 성장없이 단순히 저평가되어 있는 종목은 의미가 반감된다. 매일유업은 유제품 소비 부진으로 이익이 일시 감소세를 보이고 있지만 중국 분유수출 증가와 함께 이익이 정상 수준으로 회복할 것으로 보인다. CJ 프레시웨이 또한 현재 마진율이 낮지만 사업 효율화, CJ 프레시원 사업 정착 등에 힘입어 마진이 점차 개선될 것으로 예상된다.

2015~2017년 이익성장 상위종목 현황								(단위: %)	
No.	종목명	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2012~2015E	2015E~2017E
1	신세계푸드	-14.0	-34.0	-64.0	138.0	47.1	18.1	6.5	67.7
2	삼양사	-375.4	28.8	78.2	84.8	29.4	40.1	-45.9	51.4
3	흥국에프엔비	35.0	54.4	189	20.0	29.6	37.8	32.0	29.1
4	팜스코	-19.9	-72.5	441.7	31.5	25.9	29.8	95.2	29.0
5	CJ프레시웨이	4.7	-68.2	221.3	30.3	32.5	22.6	47.0	28.5
6	농심	-4.6	-4.4	-20.6	59.8	8.6	11.2	7.5	26.5
7	삼립식품	63.3	215.0	30.7	24.3	25.9	29.0	83.3	26.4
8	롯데칠성	-14.4	14.9	-40.7	49.1	14.8	6.3	2.2	23.4
9	서울식품	-350.0	-6.4	-24.1	68.9	0.0	0.0	-77.9	23.0
10	CJ제일제당	33.8	-43.9	67.9	41.7	13.8	12.2	24.9	22.5
11	하이트진로	33.7	-3.7	-41.8	32.7	22.5	9.7	5.2	21.6
12	크라운제과	-4.7	-7.8	-9.9	49.7	7.0	6.5	6.8	21.1
13	풍국주정	-25.9	45.3	-17.1	12.9	26.8	17.9	3.8	19.2
14	매일유업	94.5	30.5	-17.3	5.6	32.0	19.0	28.3	18.9
15	이지바이오	-41.8	43.2	98.9	28.3	11.6	14.3	32.1	18.1

자료: Dataguide

음식료 주요종목 PSR 추이

(단위: 배)

종목명	2015년(15년말기준)	2016년(16.1월말기준)	2017년(16.1월말기준)
매일유업	0.39	0.35	0.33
푸드웰	0.41	0.36	0.32
CI프레시웨이	0.47	0.39	0.34
CI제일제당	0.40	0.41	0.38
대상	0.43	0.41	0.39
남양유업	0.48	0.48	0.47
팜스코	0.69	0.53	0.47
삼양식품	0.70	0.60	N/A
신세계푸드	0.74	0.62	0.58
동원F&B	0.79	0.69	0.65
크리운제과	0.68	0.69	0.67
롯데푸드	0.76	0.73	0.69
삼양사	0.46	0.74	0.72
풍국주정	0.83	0.76	0.73
창해에탄올	0.84	0.79	0.77
빙그레	0.82	0.82	0.84
서울식품	1.12	0.86	0.75
현대그린푸드	1.12	0.94	0.86
MH에탄올	1.25	1.09	1.07
하이트진로	0.88	1.11	1.08
국순당	1.05	1.14	N/A
롯데칠성	1.22	1.16	1.11
농심	1.23	1.23	1.17
보해양조	1.52	1.28	1.24
롯데제과	1.41	1.47	1.41
삼립식품	1.74	1.63	1.30
오뚜기	2.24	2.39	2.29
오리온	2.88	2.44	2.25
진로발효	2.84	2.47	2.39
한국맥널티	2.43	2.90	N/A
무학	3.89	2.98	2.92
KT&G	3.31	3.33	3.21
흥국에프엔비	6.38	4.41	3.47

자료: Dataguide

3) 음식료 유망종목 투자포인트

음식료 유망종목 투자포인트				(단위: 원)
종목명	종목코드	목표주가	투자포인트	
CI프레시웨이	051500	100,000원	프레시원 JV 사업구조 개선 및 연결대상 법인 증가로 외형성장, 이익 개선 용휘마트와의 JV를 통해 중국시장 진출 외식/급식유통, 단체급식도 거래처 꾸준히 증가	
삼립식품	005610	350,000원	그룹 Captive 식자재유통, 물류통합을 통한 삼립 GFS 외형 성장 SPC 해외 가맹점 증가에 따른 식자재 매출 증가 원재료 사업 내재화를 통한 마진 개선	

자료: SK 증권

Company Analysis

| 개별기업분석

CJ 프레시웨이(051500/KQ)

2016년은 제2의 성장기

매수(신규편입)

T.P 100,000 원(신규편입)

Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

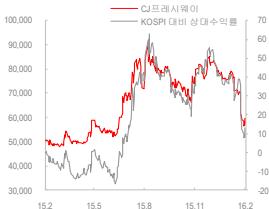
Company Data

자본금	118 억원
발행주식수	1,187 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	7,087 억원
주요주주	
씨제이(주)(외1)	47.69%
알리안츠글로벌인	11.24%
베스터스자산운용	
외국인자본률	12.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/02/25)	59,700 원
KOSDAQ	646.27 pt
52주 Beta	0.68
52주 최고가	90,400 원
52주 최저가	47,900 원
60일 평균 거래대금	25 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-21.5%	-17.2%
6개월	-18.0%	-18.1%
12개월	18.2%	12.8%

CJ 프레시웨이는 국내 1위 식자재 유통 전문기업이다. 2000년대 후반 국내 식자재 시장 성장과 함께 성장기에 진입했으며, 올해는 프레시원 유통사업 매출 성장/이익 개선, 용휘마트와의 JV 사업 본격화 등에 힘입어 제2의 성장기에 진입할 것으로 전망된다. 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 커버리지에 신규 편입 한다.

식자재유통/푸드서비스 전문기업

CJ 프레시웨이는 국내 1위 식자재 유통 전문기업이다. 식자재유통이 84.5%의 매출비중을 차지하고 있으며 단체급식 및 해외유통 사업도 영위하고 있다. 2000년대 후반 국내 식자재 시장 성장과 함께 성장기에 진입했으며 2010년 프레시원 유통 사업을 시작하며 매출이 급성장했다. 올해는 중국 용휘마트와의 JV 사업이 본격화로 해외부문 매출 성장도 기대된다.

프레시원, 용휘마트 JV 등 성장동력 풍부

프레시원 유통 사업은 JV 법인을 주요 거점으로 넓혀가며 시장 지배력을 높이고 있다. 2015년 사업구조개선을 통해 법인별 수익성이 개선되고 있으며, 지분 추가취득을 통해 연결 실적에 반영되는 법인이 증가하며 국내실적 성장에 크게 기여할 전망이다. 용휘마트와의 JV는 JV1/JV2를 합쳐 올해 약 600억 원의 매출이 기대되며 2020년까지 매출 8,000억 원을 목표로 하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 신규편입

CJ 프레시웨이 대해 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 커버리지에 편입 한다. 프레시원, 용휘 JV 등의 매출 성장을 감안해 Target Multiple 40 배를 적용했으며, 성장성 감안시 벤류에이션 프리미엄이 부담스럽지 않다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	18,727	18,769	17,953	20,724	24,025	27,539
yoY	%	16.9	0.2	-4.4	15.4	15.9	14.6
영업이익	억원	267	85	273	315	426	537
yoY	%	4.7	-68.2	221.3	15.6	352	26.1
EBITDA	억원	425	214	405	508	667	774
세전이익	억원	147	-72	107	120	357	488
순이익(지배주주)	억원	117	-140	106	109	298	392
영업이익률%	%	1.4	0.5	1.5	1.5	1.8	2.0
EBITDA%	%	2.3	1.1	2.3	2.5	2.8	2.8
순이익률%	%	0.6	-0.8	0.5	0.3	1.1	1.3
EPS	원	1,079	-1,290	975	918	2,509	3,302
PER	배	34.0	N/A	47.3	90.5	238	181
PBR	배	2.8	1.7	2.6	4.9	3.1	2.7
EV/EBITDA	배	13.4	20.7	16.1	21.2	10.7	7.9
ROE	%	9.6	-8.6	5.6	5.5	13.9	16.0
순차입금	억원	1,596	1,088	1,260	717	-150	-1,097
부채비율	%	361.5	226.1	244.6	307.2	305.5	292.3

1. 식자재유통/푸드서비스 전문기업

1) 국내 1 위 식자재 유통 업체

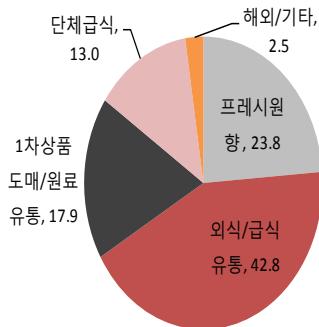
CJ 프레시웨이는 국내 1 위 식자재 유통 전문기업이다. B2B 식자재 유통에 특화되어 있으며 CJ 그룹내 전후방 계열사의 인프라를 활용하여 시너지를 극대화하고 있다. 2015년 기준 매출비중은 식자재유통 84.5%, 단체급식 13.0%, 해외/기타 2.5% 수준이다. 식자재유통 부문은 프레시원향 유통, 기업형 외식/급식 유통, 1 차상품 도매 및 원료유통 등 3 개 부문으로 이루어져 있다. 외식/급식유통 부문이 매출비중 42.8%로 가장 높으며, 프레시원 JV 법인 증가 및 연결실적 반영에 힘입어 프레시원 유통 매출 비중이 23.8%로 차지하며 외식/급식 유통의 뒤를 잇고 있다.

CJ 프레시웨이 사업구조



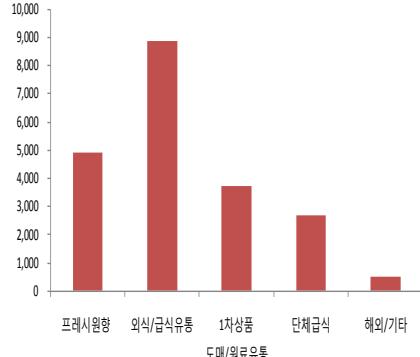
자료 : CJ 프레시웨이

2015년 기준 매출비중



(단위 : %)

2015년 기준 부문별 매출



(단위: 억원)

자료 : CJ 프레시웨이

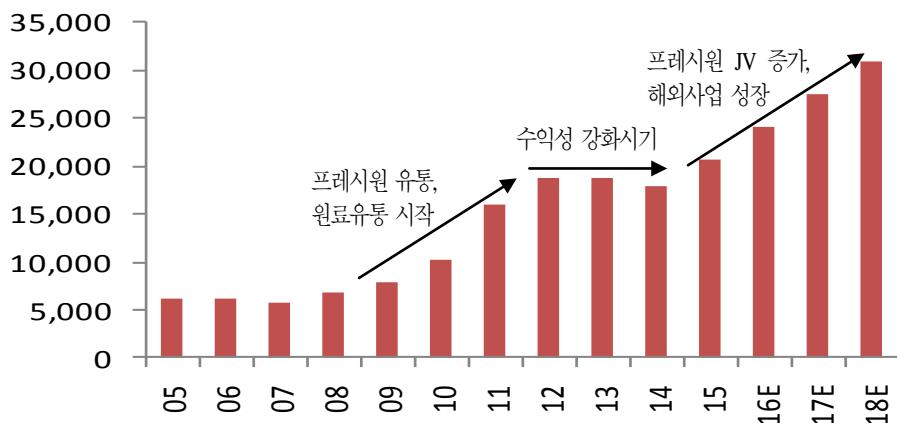
자료 : CJ 프레시웨이

2) 식자재 시장 성장과 함께 매출 급증

2000년대 후반 국내 식자재 시장 성장과 함께 매출이 증가하고 있다. 2000년대 중반 5,000억원대에 머물던 매출은 2010년 프레시원 유통 및 원료유통을 시작하며 1조원을 돌파한 이후 2012년 1.8조원까지 성장했다. 2013~2014년 수익성 개선에 집중하며 매출이 일시 정체를 보였으나 2015년 매출 2조원을 돌파하며 다시 성장에 포커스를 맞추고 있다. 2016년 이후는 프레시원 JV 법인 증가, 중국 용휘마트와의 JV 사업 본격화 등에 힘입어 큰 폭의 매출성장이 가능할 것으로 예상된다. 프레시원, 해외사업 외에 외식/급식 유통 또한 거래처를 꾸준히 늘려가며 올해 10% 이상 성장할 것으로 보인다. 사업부문 전반에 걸친 매출성장에 힘입어 2016년이 제2 성장기의 시발점이 될 것으로 전망된다.

연도별 매출액 추이

(단위: 억원)



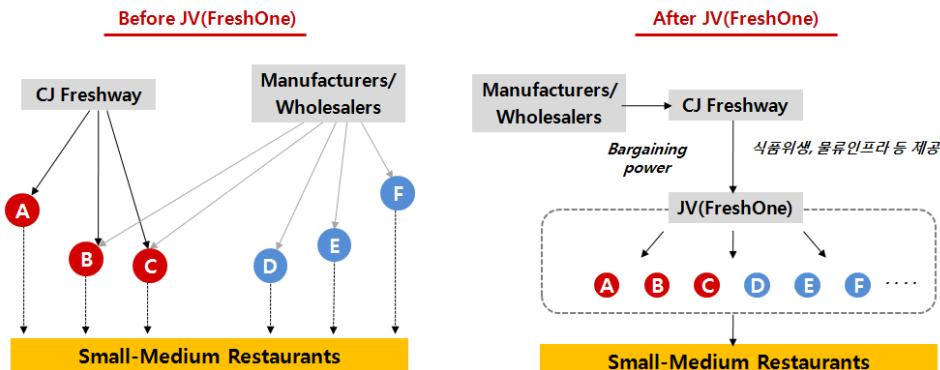
자료 : CJ 프레시웨이

2. 프레시원, 매출 성장의 핵심사업

1) 지역 식자재 업체와의 JV로 탄생하는 프레시원

CJ 프레시웨이는 지역 중소형 식자재 업체와 Joint Venture 계약을 체결하는 방식으로 ‘프레시원’ 사업을 운용하고 있다. 프레시웨이가 지역 식자재 업체의 지분을 일부 인수하며 프레시원 JV 가 만들어지고, 지역 식자재 업체는 프레시웨이 산하 프레시원 사업부에 편입되게 된다. JV를 통해 프레시웨이는 식자재 구매시 bargaining power를 가질 수 있고 지역 업체의 영업 노하우/네트워크를 흡수할 수 있으며, 지역 업체는 식품위생, 물류 등 중소형 업체가 구축하기 어려운 인프라를 제공받게 되는 win-win 사업 모델이다. 프레시원 사업을 통해 지역별 거점을 확보할 수 있으며, 개별 외식업체 침투율을 높일 수 있어 프레시원 사업이 향후 국내 매출 성장에 핵심이 될 것으로 전망된다.

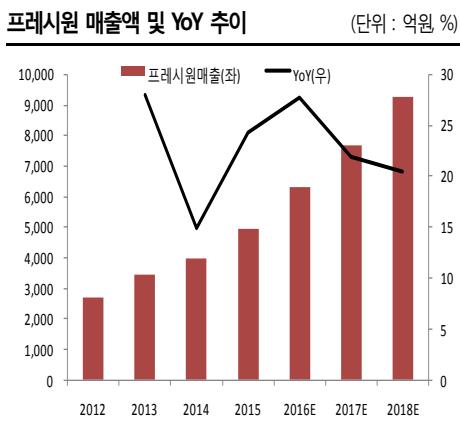
프레시원 사업구조



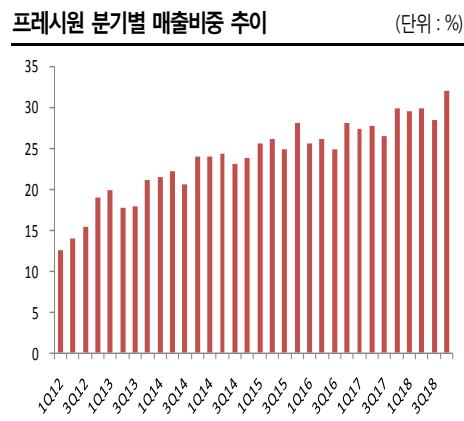
자료 : CJ 프레시웨이

2) 사업구조 개선, 국내실적 성장의 핵심

2010년 이후 프레시원 JV 숫자가 증가하며 외형이 큰 폭으로 성장했으나 2013~2014년은 JV 사업모델 안정화를 통한 수익성 강화가 화두였기에 프레시원 매출 성장은 이전보다 크지 않았다. 하지만 2015년 사업구조 개선과 함께 다시 외형 성장에 박차를 가하고 있다. 지난해 프레시원향 매출은 4,930 억원으로 전년대비 24.2% 성장했다. 동사는 현재 광주, 중부, 남서울, 인천, 강남, 동서울, 대구경북, 부산 등지에 8개의 JV를 보유하고 있으며, 부산을 제외한 7개의 법인은 연결실적에 반영되고 있다. 향후 지분 추가취득을 통해 부산법인도 연결 대상에 포함될 것으로 보인다. 2016년 프레시원 매출은 6,295 억원(+ 27.7% YoY)으로 성장이 지속될 것으로 예상된다. 동사는 2020년까지 프레시원 JV 모델을 통해 지역 거점을 15~20개로 늘려갈 예정이며, JV 법인 증가에 따른 매출증가, 사업구조 개선에 따른 이익개선 등에 힘입어 프레시원 사업이 국내 실적 성장의 핵심이 될 것으로 전망된다.



자료 : CJ 프레시웨이



자료 : CJ 프레시웨이

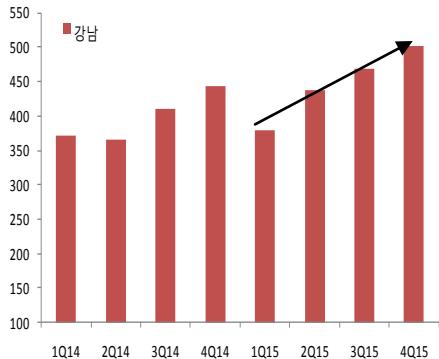
2015년 프레시원 법인 사업구조개선 내역

구분	세부내역
축육사업 수익성 개선	축육도매사업 구조정비
프레시웨이 역량전이	우수영업사원, MD인력 파견
1차상품 구매통합	농산물 5대 전략상품 선정하여 구매통합 진행
C&C 운영역량 확보	C&C 매장 파일럿테스트 통한 사업확대역량 확보
JV 확대기반 구축	JV전담조직 운영

자료: CJ 프레시웨이

프레시원 강남법인 매출액 추이

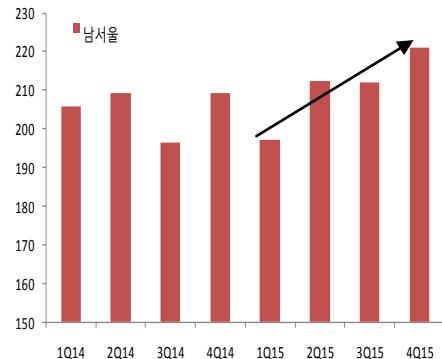
(단위 : 억원)



자료 : CJ 프레시웨이

프레시원 남서울법인 매출액 추이

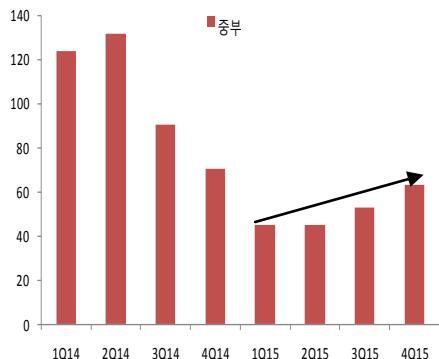
(단위 : 억원)



자료 : CJ 프레시웨이

프레시원 중부법인 매출액 추이

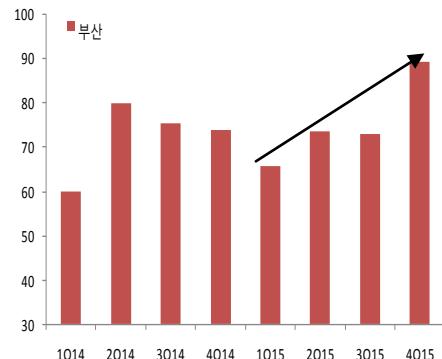
(단위 : 억원)



자료 : CJ 프레시웨이

프레시원 부산법인 매출액 추이

(단위 : 억원)



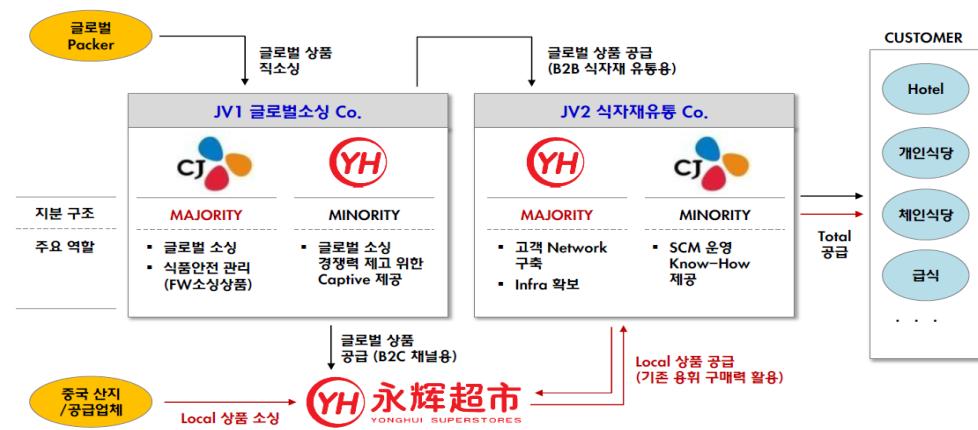
자료 : CJ 프레시웨이

3. 해외사업 2016년부터 본격화

1) 용휘마트와 JV를 통해 중국시장 진출

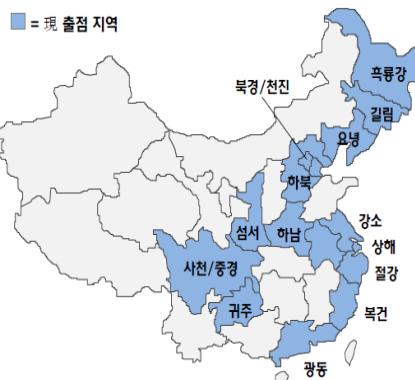
동사는 미국, 베트남에 해외법인을 보유하고 있으며 두 법인에서 연간 500 억원 규모의 매출이 발생하고 있었다. 하지만 지난해 11월 중국 용휘마트와 중국진출을 위한 JV 설립 계약을 체결하며 중국시장에도 진출하게 되었다. 파트너사인 용휘마트는 매출 8조원 규모의 중국 5위 종합 소매 유통업체이며, 14년 기준 매출 6.8조원을 기록했고, 중국 17개 지역에 500개가 넘는 점포를 보유하고 있다. 올해 4월부터 사업이 본격적으로 시작될 전망이며, JV1(프레시웨이 지분 70%)은 상해를 거점으로 글로벌 상품 소싱 사업을, JV2(용휘지분 70%)는 북경을 거점으로 글로벌 B2B 식자재 유통 사업을 영위할 예정이다. JV를 통해 프레시웨이는 글로벌 소싱 경쟁력 제고를 위한 Captive를 제공받을 수 있고 용휘마트는 SCM 운영 노하우를 제공받게 된다.

용휘마트와의 JV 사업구조



자료 : CJ 프레시웨이

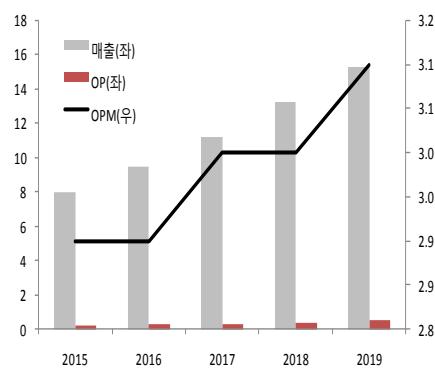
용휘마트 진출지역



자료 : CJ 프레시웨이

용휘마트 중장기 손익계획

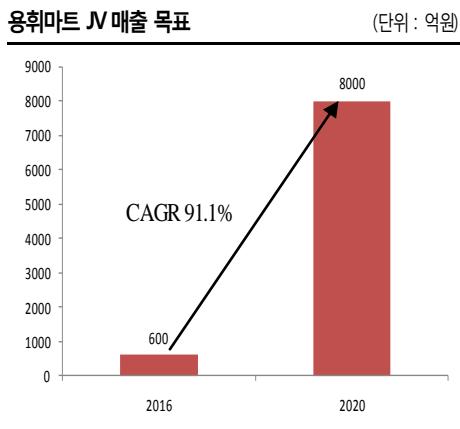
(단위: 조원 %)



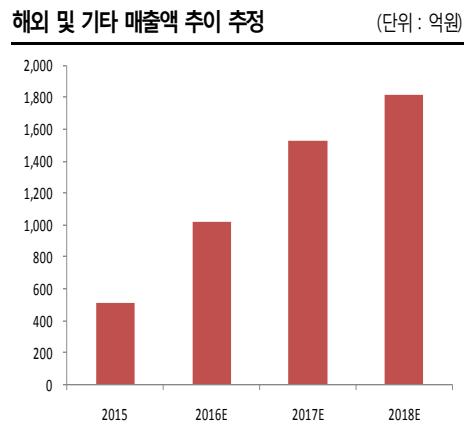
자료 : CJ 프레시웨이

2) 용휘마트 JV 매출 급성장 기대

올해 4월부터 사업이 시작되면 JV1은 프레시웨이의 소싱 능력을 활용해 용휘 및 용휘 관계사에 글로벌 상품을 납품할 예정이며 JV2는 로컬 상품 소싱을 통해 호텔, 개인식당, 체인식당, 급식 등의 경로에 식자재를 유통할 예정이다. 2016년 매출은 JV1/JV2를 합쳐 약 600억원 수준으로 예상되며, 프레시웨이는 2020년까지 연간 8,000억원의 매출을 목표로 하고 있다. JV 사업 본격화와 함께 해외 매출 급성장이 기대된다. 베트남/미국 등 기존 해외법인을 포함한 2016년 해외매출은 1,020억원으로 추정되며 2017년은 1,525억원으로 크게 성장할 것으로 예상된다.



자료 : CJ 프레시웨이

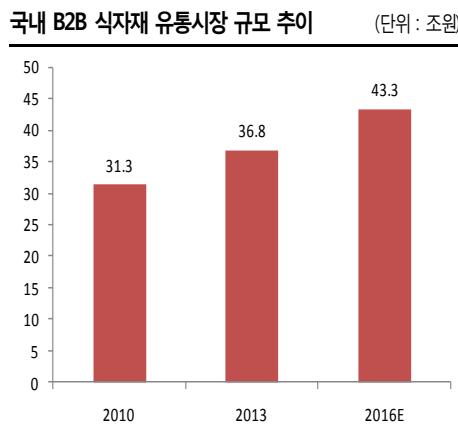


자료 : SK 증권 추정

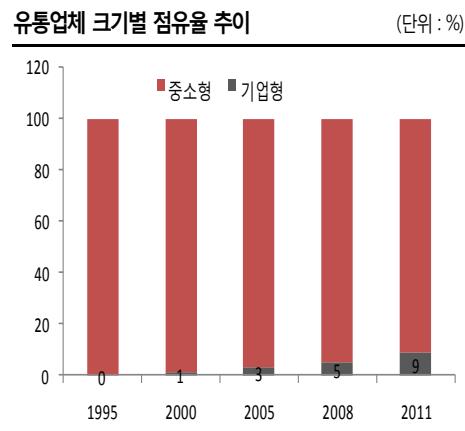
4. 외식/급식유통, 단체급식도 꾸준히 성장

1) 외식/급식유통, 거래처 수 증가

국내 B2B 식자재유통 시장 규모는 약 43 조원 수준이며, 여성의 사회진출 증가, 1인 가족 증가 등의 영향으로 지속적인 성장이 전망된다. 식자재유통 시장은 아직 중소형 유통업체가 시장의 90% 이상을 차지하고 있으나 식품위생기준 강화, 프랜차이즈 등 외식업체의 대형화와 함께 외식산업의 기업화가 진행되고 있어 기업형 유통업체의 점유율이 점차 확대되는 추세이다. 기업형 유통 확대에 힘입어 동사는 외식/급식유통 거래처 수가 증가하고 있다. 1Q13 체인(프랜차이즈)/외식(일반레스토랑) 거래처수는 각각 1,951/353 개였으나 4Q15 각각 5,600/980 개로 크게 늘었다. 경로별 거래처 수 증가에 힘입어 외식유통 매출은 YoY 10% 이상 성장하고 있으며 급식유통 또한 키즈/실버 경로를 중심으로 두 자릿수 성장을 지속하고 있다. 거래처 수 증가에 힘입어 2016년 외식/급식유통 매출은 전년 동기대비 약 12.9% 성장하며 매출 1조 20억원의 매출을 달성할 것으로 예상된다.



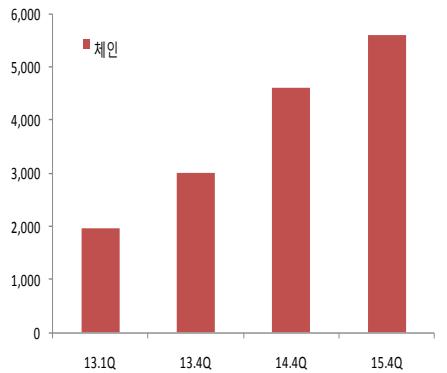
자료 : CJ 프레시웨이



자료 : CJ 프레시웨이

프랜차이즈 거래처 증감 추이

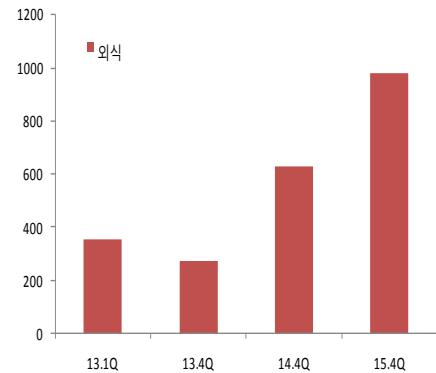
(단위 : 개)



자료 : CJ 프레시웨이.

외식 거래처 증감 추이

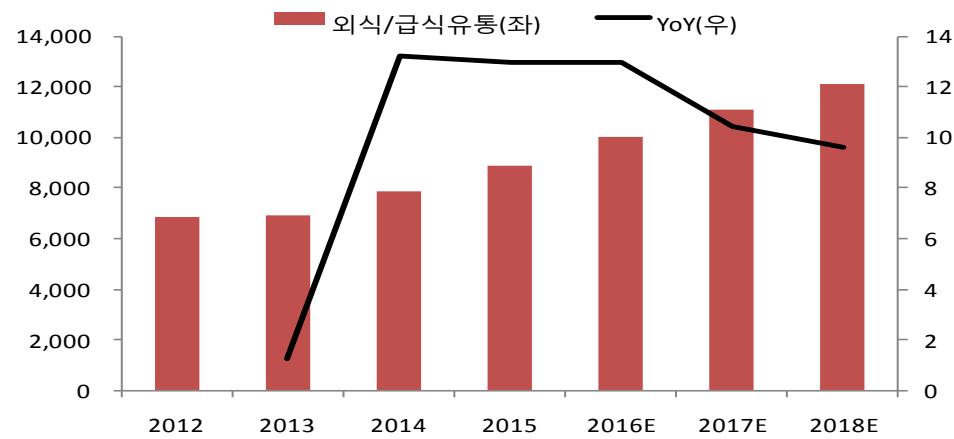
(단위 : 개)



자료 : CJ 프레시웨이

외식/급식유통 매출액 및 YoY 추이

(단위 : 억원 %)



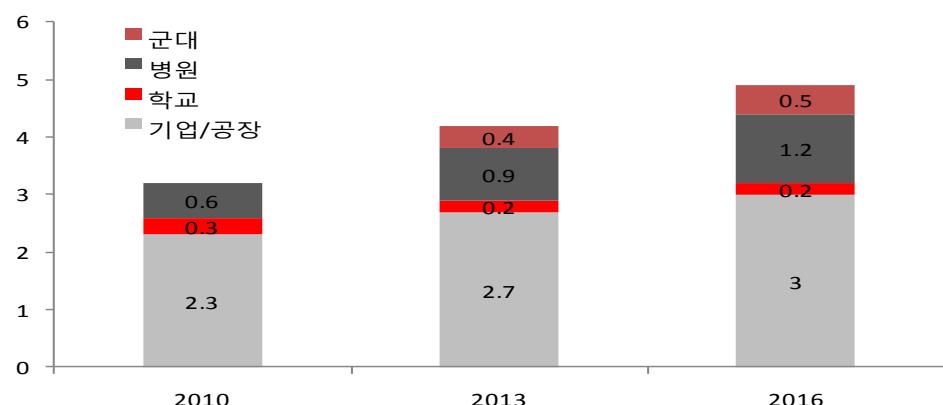
자료 : CJ 프레시웨이, SK증권 추정

2) 단체급식도 거래처 증가

단체급식 또한 꾸준히 매출이 성장하고 있다. 2015년말 기준 총 거래처 수는 485개로 2014년 말에 비해 32점 증가했으며, 병원 및 레저 경로가 각각 YoY 40%/25% 성장했다. 성장성이 높은 병원/레저경로를 중심으로 신규거래처가 지속적으로 증가하고 있다. 2015년 단체급식 매출은 2,701억원 이었으며, 거래처 증가에 힘입어 올해는 매출이 3,015억원으로 YoY 11.6% 성장할 것으로 예상된다.

단체급식 시장규모 추이

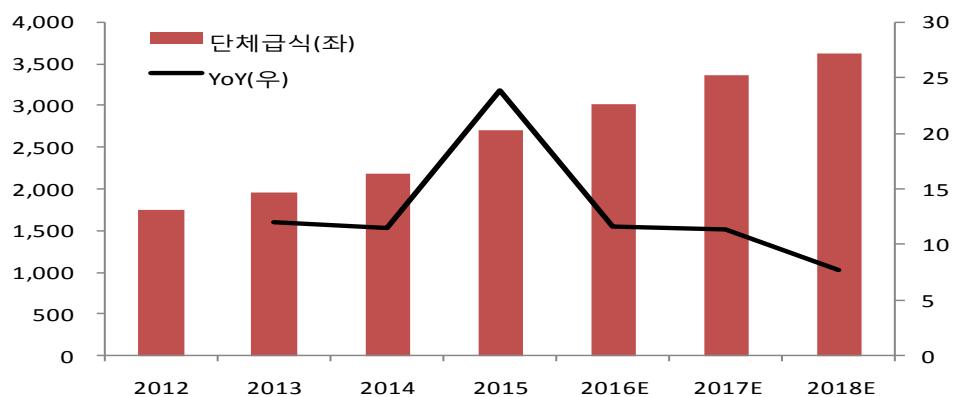
(단위 : 조원)



자료 : CJ 프레시웨이

단체급식 매출액 및 YoY 추이

(단위 : 억원, %)



자료 : CJ 프레시웨이

5. Valuation

1) 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 신규편입

CJ 프레시웨이에 대해 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 커버리지에 신규 편입한다. 목표주가는 2016E EPS 2,509 원에 Target Multiple 40 배를 곱해 산출했다. Target Multiple 은 오리온이 중국매출 성장과 함께 주가가 상승하던 시기 (2003~2015 년)의 평균 Multiple(40 배)을 참조했다. CJ 프레시웨이는 용휘마트와의 JV 를 통한 중국매출 성장 모멘텀에 프레시원을 통한 국내 매출성장 모멘텀도 보유하고 있어 오리온 주가 상승기의 Multiple 적용이 무리가 없다고 생각된다. Implied PSR 은 0.49 배 수준이며, 2016 년 기준 식자재 업체의 평균 PSR 이 0.67 배라는 점을 감안하면 매출 성장률을 감안한 PSR 밸류에이션 또한 부담되지 않는 수준으로 판단된다.

밸류에이션 테이블

(단위: 원 배)

구분	적정가치	비고
2016 EPS	2,509	
Target Multiple	40	2003~2015 오리온 평균 PER
Fair Price	100,360	
목표주가	100,000	
Implied PSR	0.49	

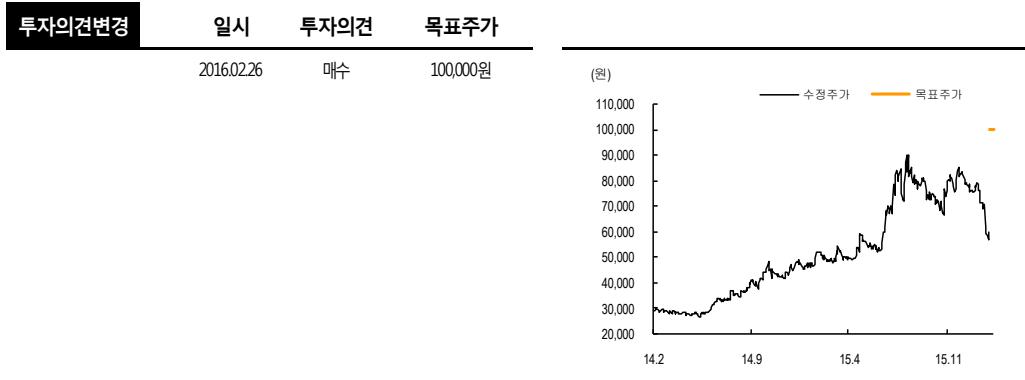
자료: SK 증권

2016년 기준 식자재업체 PSR 현황

(단위: 배)

회사명	PSR
CJ프레시웨이	0.39
신세계푸드	0.62
롯데푸드	0.73
현대그린푸드	0.94
평균	0.67

자료: SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~-+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 26일 기준)

매수	95.39%	중립	4.61%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	3,537	3,335	3,493	5,430	6,956
현금및현금성자산	114	111	73	1,408	2,275
매출채권및기타채권	1,726	2,324	2,021	2,302	2,699
재고자산	1,440	581	1,139	1,298	1,522
비유동자산	2,968	2,635	3,238	2,748	2,072
장기금융자산	72	17	32	167	167
유형자산	918	702	2,252	2,120	1,960
무형자산	100	113	677	789	870
자산총계	6,505	5,970	6,731	8,178	9,028
유동부채	4,395	3,040	4,131	5,183	5,798
단기금융부채	1,278	512	1,005	1,623	1,623
매입채무 및 기타채무	2,690	2,339	2,820	3,211	3,766
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	701	1,099	647	987	1,003
장기금융부채	499	899	400	713	713
장기매입채무 및 기타채무	0	64	50	50	50
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,096	4,139	4,778	6,170	6,801
지배주주지분	1,409	1,830	1,919	2,015	2,275
자본금	108	108	109	118	118
자본잉여금	618	620	622	987	987
기타자본구성요소	1	0	0	248	248
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	533	355	445	532	806
비지배주주지분	1	0	34	-7	-49
자본총계	1,410	1,831	1,953	2,008	2,227
부채와자본총계	6,505	5,970	6,731	8,178	9,028

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
영업활동현금흐름	5	-19	316	371	493
당기순이익(손실)	147	-72	107	111	256
비현금성항목등	305	222	246	339	411
유형자산감가상각비	150	118	103	129	160
무형자산상각비	8	11	29	64	81
기타	85	30	86	11	7
운전자본감소증가)	-429	-79	-41	26	-48
매출채권및기타채권의 감소증가)	-327	-677	693	-342	-398
재고자산감소증가)	-507	841	-187	-159	-224
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	301	-102	-527	494	555
기타	105	-141	-20	32	19
법인세납부	-17	-90	5	-105	-126
투자활동현금흐름	-1,219	-138	-243	304	473
금융자산감소증가)	-105	-77	-25	-18	0
유형자산감소증가)	-211	-147	-118	-139	0
무형자산감소증가)	-7	-10	-15	-163	-163
기타	-895	96	-85	624	635
재무활동현금흐름	1,240	155	-112	658	-98
단기금융부채증가(감소)	424	-851	-74	37	0
장기금융부채증가(감소)	698	400	0	698	0
자본의증가(감소)	191	1	2	0	0
배당금의 지급	-20	-22	0	-22	-24
기타	-53	626	-40	-54	-75
현금의 증가(감소)	26	-3	-38	1,335	867
기초현금	88	114	111	73	1,408
기말현금	114	111	73	1,408	2,275
FCF	-58	-116	471	22	319

자료 : CJ프레시웨이, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	18,727	18,769	17,953	20,724	24,025
매출원가	17,317	17,334	15,856	18,014	20,919
매출총이익	1,410	1,435	2,097	2,710	3,106
매출총이익률 (%)	7.5	7.7	11.7	13.1	12.9
판매비와관리비	1,144	1,350	1,824	2,395	2,680
영업이익	267	85	273	315	426
영업이익률 (%)	14	0.5	1.5	1.5	1.8
비영업순익	-120	-157	-166	-195	-69
순금융비용	63	53	40	62	60
외환관련손익	43	-9	-22	-4	-4
관계기업투자등 관련손익	-15	-17	32	-5	1
세전계속사업이익	147	-72	107	120	357
세전계속사업이익률 (%)	0.8	-0.4	0.6	0.6	1.5
계속사업법인세	30	68	13	53	101
계속사업이익	117	-140	93	67	256
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	117	-140	93	67	256
순이익률 (%)	0.6	-0.8	0.5	0.3	1.1
지배주주	117	-140	106	109	298
지배주주구속 순이익률(%)	0.62	-0.74	0.59	0.53	1.24
비지배주주	0	0	-12	-42	-42
총포괄이익	241	-158	74	53	242
지배주주	241	-158	87	95	284
비지배주주	0	0	-12	-42	-42
EBITDA	425	214	405	508	667

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
성장성 (%)					
매출액	16.9	0.2	-44	15.4	15.9
영업이익	4.7	-68.2	221.3	15.6	35.2
세전계속사업이익	-35.2	적전	흑전	12.2	197.7
EBITDA	101	-49.7	89.6	25.4	31.3
EPS(계속사업)	-32.1	적전	흑전	-5.8	173.3
수익성 (%)					
ROE	9.6	-8.6	5.6	5.5	13.9
ROA	2.2	-2.2	1.5	0.9	3.0
EBITDA마진	2.3	11	2.3	2.5	2.8
안정성 (%)					
유동비율	80.5	109.7	84.6	104.8	120.0
부채비율	361.5	226.1	244.6	307.2	305.5
순차입금/자기자본	113.2	59.5	64.5	35.7	-6.7
EBITDA/이자비용(배)	5.9	3.3	8.8	7.4	8.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,079	-1,290	975	918	2,509
BPS	13,009	16,871	17,665	16,977	19,166
CFPS	2,540	-102	2,195	2,543	4,540
주당 현금배당금	200	0	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	41.4	N/A	49.4	98.5	32.1
PER(최저)	18.1	N/A	25.1	49.5	22.6
PBR(최고)	3.4	2.6	2.7	5.3	4.2
PBR(최저)	1.5	1.6	1.4	2.7	3.0
PCR	14.5	-288.7	21.0	32.7	13.2
EV/EBITDA(최고)	154	28.1	16.6	22.8	14.4
EV/EBITDA(최저)	9.0	19.8	10.2	11.5	10.1

삼립식품(005610/KS)

삼립 GFS 의 성장성에 주목!

매수(신규편입)

T.P 350,000 원(신규편입)

Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

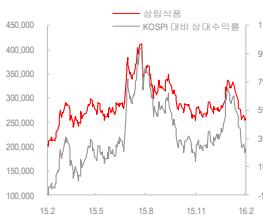
Company Data

자본금	431 억원
발행주식수	863 만주
자사주	26 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,349 억원
주요주주	
(주)파리크라상(외3)	72.83%
외국인지분율	4.20%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/02/25)	259,000 원
KOSPI	1918.57 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	411,500 원
52주 최저가	202,000 원
60일 평균 거래대금	59 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-22.6%	-23.6%
6개월	-26.9%	-29.7%
12개월	27.0%	31.7%

삼립식품은 SPC 그룹의 핵심회사 중 하나이며 유일한 상장사이다. 제빵외에 식품 소재, 식품유통 등의 사업을 영위하고 있다. 삼립 GFC, 밀다원, 그릭슈바인 등 자회사를 통한 외형/이익 성장이 이루어지고 있으며, 특히 삼립 GFS의 Captive 매출 증가와 함께 2016~20년까지 실적 고성장이 가능할 것으로 보인다. 투자의견 매수, 목표주가 350,000 원으로 커버리지에 신규 편입한다.

제빵에서 식자재 유통까지 사업 확장

동사는 파리크라상, 비알코리아 등과 함께 SPC 그룹의 핵심회사 중 하나이며 유일한 상장사이다. 본업은 제빵사업이며, 식품소재, 식품유통, 프랜차이즈, 휴게소/기타 사업을 영위하고 있다. 2014년 삼립 GFS 설립을 통해 식자재 유통 사업에 본격 진출했으며, 그룹 Captive 물량을 통해 외형이 성장하고 있다.

사업부문별 성장성에 주목

삼립 GFS는 그룹내 Captive 식자재 유통 및 물류통합을 통해 1조원의 매출을 확보할 수 있을 전망이다. 상해삼립 GFS는 SPC 그룹 해외 가맹점 식자재 유통 및 양산빵을 판매하고 있으며, 해외 가맹점 증가와 함께 실적이 증가할 전망이다. 밀다원, 그릭슈바인, 에그팜 등의 자회사는 주요 원자재 내재화를 통해 이익 증가에 기여할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 350,000 원으로 신규편입

삼립식품에 대해 투자의견 매수, 목표주가 350,000 원으로 커버리지에 편입한다. 삼립 GFS를 통한 외형성장, 상해법인을 통한 해외매출 성장, 밀다원 등을 통한 원자재 내재화 등 성장 모멘텀은 충분하며, 성장성을 감안시 벨류에이션 프리미엄을 충분히 부여할 수 있다고 판단된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	8,334	10,662	11,076	13,813	17,270	20,057
yoY	%	32.9	27.9	3.9	24.7	25.0	16.1
영업이익	억원	114	359	469	588	790	1,027
yoY	%	63.3	215.0	30.7	25.4	34.3	30.0
EBITDA	억원	283	625	752	891	1,083	1,292
세전이익	억원	135	267	413	549	768	1,022
순이익(지배주주)	억원	106	220	333	429	582	774
영업이익률%	%	1.4	3.4	4.2	4.3	4.6	5.1
EBITDA%	%	3.4	5.9	6.8	6.5	6.3	6.4
순이익률	%	1.3	2.1	3.0	3.1	3.4	3.9
EPS	원	1,197	2,455	3,855	4,966	6,741	8,967
PER	배	20.8	24.5	38.9	55.7	38.4	28.9
PBR	배	1.2	2.7	5.8	9.2	7.2	5.9
EV/EBITDA	배	14.7	11.5	19.6	28.6	21.6	17.5
ROE	%	6.3	11.8	15.9	17.7	20.4	22.4
순차입금	억원	1,938	1,896	1,713	1,510	964	138
부채비율	%	207.4	182.8	155.7	159.1	150.8	129.6

1. 제빵에서 식자재 유통까지 사업 확장

1) SPC 그룹 핵심회사

동사는 SPC 파리크라상, 비알코리아 등과 함께 SPC 그룹의 핵심 회사중 하나이며 유일하게 상장되어 있는 회사이다. 본업은 제빵 사업으로 2011년 4월 샤니의 영업권 양수 이후 양산빵 시장 M/S 70%를 차지하고 있으며, 밀다원(2012/12월), 그릭슈바인(2013/7월) 등을 잇따라 자회사로 편입하며 사업을 확장하고 있다. 제빵, 식품소재, 식품유통, 프랜차이즈, 기타 휴게소 사업 등을 영위하고 있으며 SPC 그룹의 Captive 시장을 기반으로 빠르게 성장하고 있다.

2) 삼립 GFS로 식자재 유통시장 본격 진입

2014년 7월 삼립GFS를 설립하며 식자재 유통시장에 본격 진입했다. 2015년에는 상해삼립 GFS 무역법인을 설립해 상하이를 중심으로 베이커리 원료 소싱 및 유통업을 시작했으며, 그룹의 해외 가맹점 및 로컬 업체들에게 식자재를 공급하고 있다. SPC 그룹내 식자재 구매액이 크고, 외부 업체로 분산되어 있는 그룹 물류를 SPC로 통합하고 있어 향후 삼립 GFS가 그룹내 식자재 소싱/물류/유통까지 모두 담당하는 핵심회사가 될 것으로 전망된다.

삼립식품 주요 브랜드



빛 은



TAPIAU

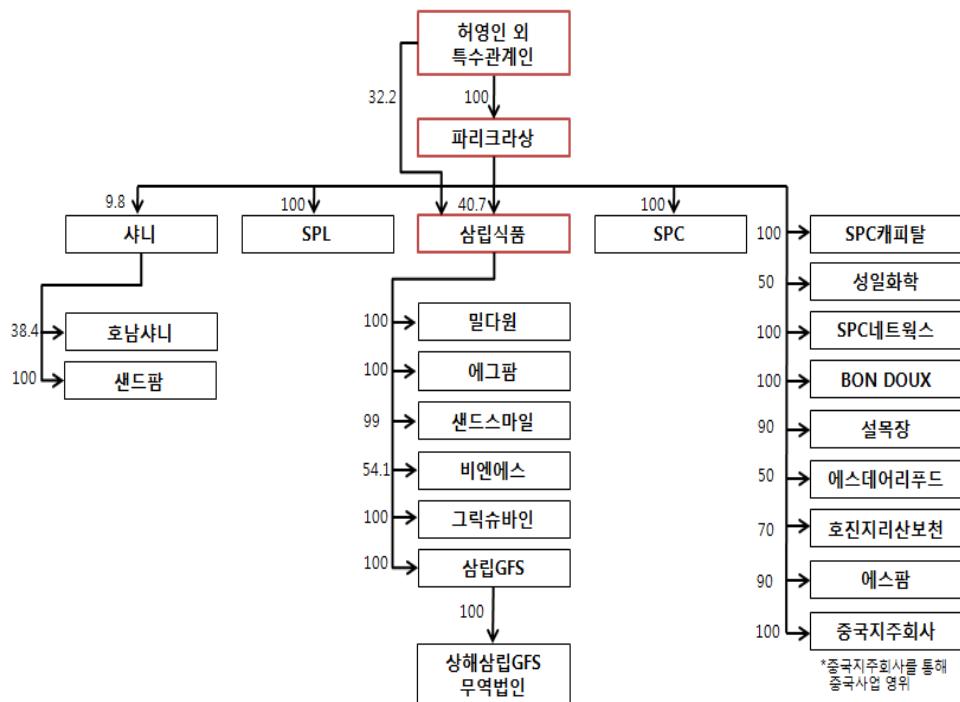


Sanuki Bore

자료 : 삼립식품

SPC 그룹 지분도

(단위 : %)

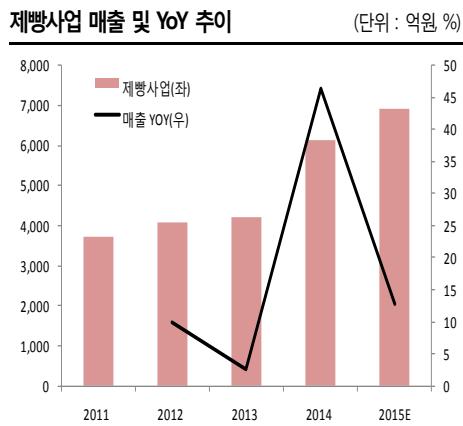


자료 : 삼립식품, SK 증권

2. 계열사를 통한 사업 확장

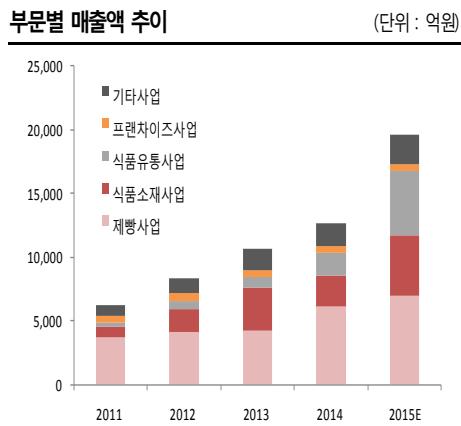
1) 계열사를 통한 성장스토리 지속

삼립식품은 본업인 제빵사업 외에 연결 자회사를 통해 다양한 사업을 영위하고 있다. 제빵 사업도 2011~15년 CAGR 13.3%를 기록하며 높은 성장률을 기록했지만 식품 소재, 식품유통, 프랜차이즈, 휴게소/기타 사업의 매출이 빠르게 늘어나며 전체 매출에서 차지하는 비중이 커지고 있다. 2011년 기준 제빵 이외 사업의 매출 비중은 40.8%에서 2015년 약 64.7%까지 크게 높아졌다. 밀다원, 에그팜, 그릭슈바인 등 계열사를 통한 매출/이익 성장 스토리가 지속되고 있다.

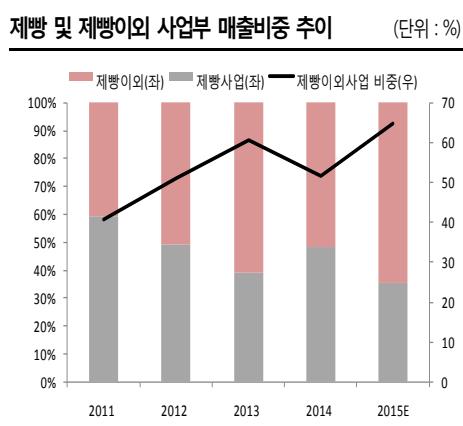


자료 : 삼립식품

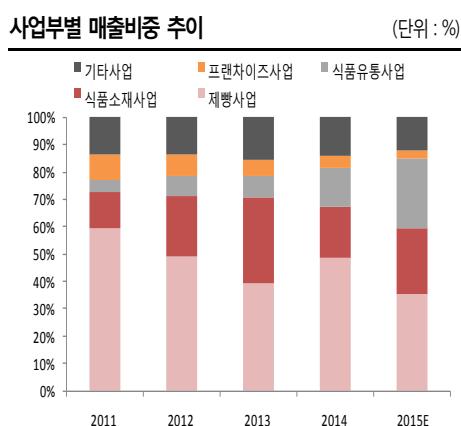
주 : 사업부 분류기준 개편으로 13, 14년 제빵매출 분류기준도 변경되었으며, 이로 인한 매출성장을 착시효과 발생



자료 : 삼립식품



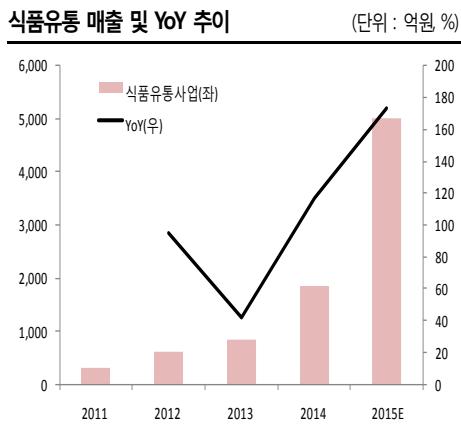
자료 : 삼립식품



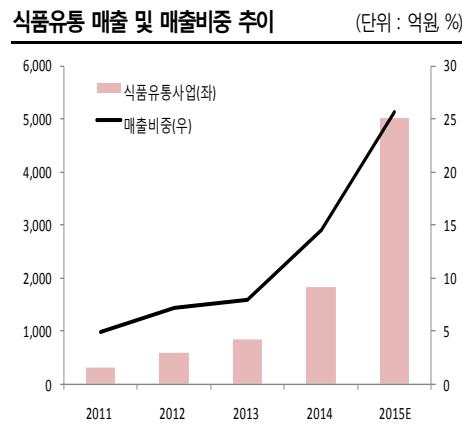
자료 : 삼립식품

2) 삼립 GFS 를 통한 식자재유통/물류사업 성장

삼립 GFS 가 식자재 유통 사업을 시작하며 그룹 식자재 구매물량을 삼립 GFS 쪽으로 집중하고 있다. SPC 그룹의 연간 식자재 구매액은 약 1.4 조원 규모이며, 식자재 구매 통합 및 물류 통합으로 삼립 GFS 가 장기적으로 약 1 조원의 Captive 매출을 확보할 수 있을 것으로 예상된다. 회사는 삼립 GFS 의 매출 목표를 2017 년까지 1 조원으로 잡고 있고, 2020 년까지 2 조원의 매출을 목표로 하고 있다. 밀다원, 에그팜, 그릭슈바인 등 여러 계열사를 보유하고 있지만 매출 성장 측면에서는 GFS 가 가장 크게 기여하고 있다. 2014 년 7 월 설립된 이후 GFS 는 2015 년 들어 분기 매출 1,000 억원을 돌파했으며, 2015 년 매출 5,000 억원을 넘어서며 매출비중이 25.6% 에 달할 것으로 예상된다. 사업 초기단계라 아직 매출에 비해 마진율은 낮은 편이지만 사업이 안정화 된 이후 마진도 개선될 것으로 보인다.



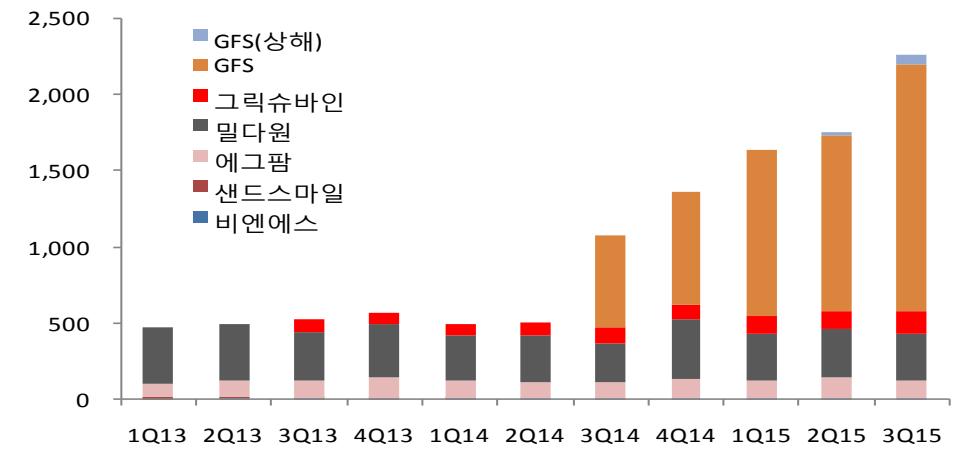
자료 : 삼립식품



자료 : 삼립식품

주요 자회사 분기별 매출 추이

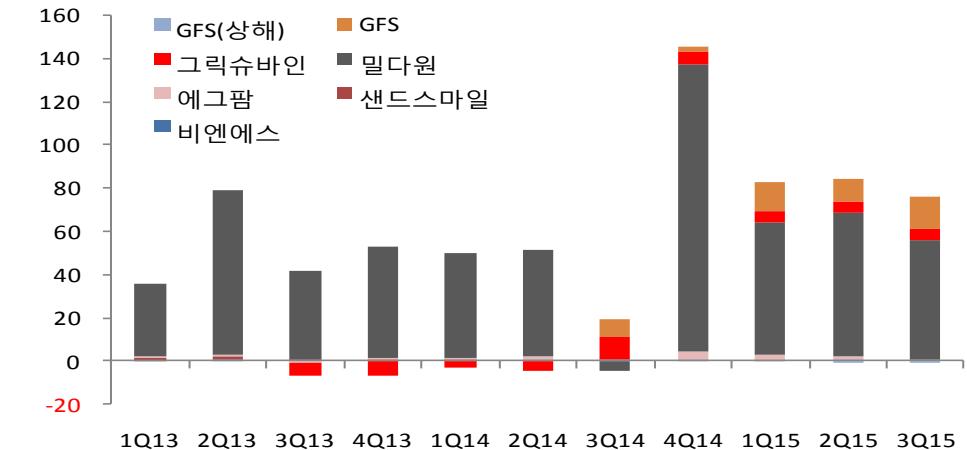
(단위 : 억원)



자료 : 삼립식품

주요 자회사 분기별 영업이익 추이

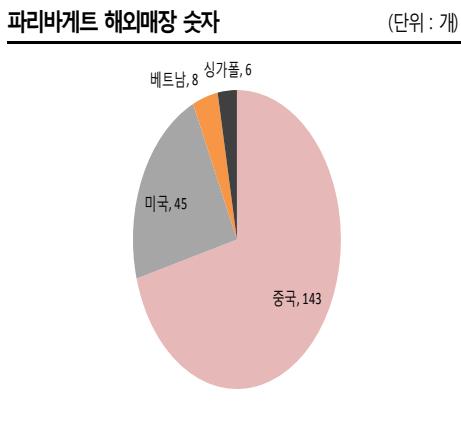
(단위 : 억원)



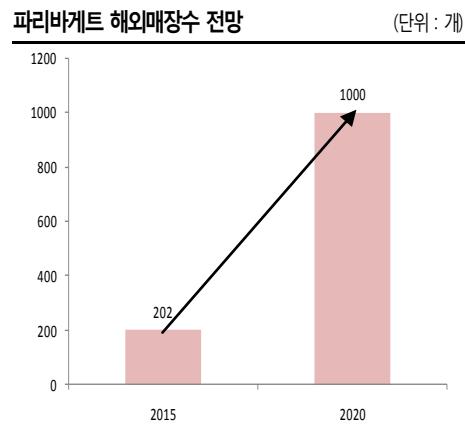
자료 : 삼립식품

3) 상해삼립 GFC 를 통한 해외매출 성장

동사는 2015년 4월 상해삼립 GFC 무역법인을 설립해 해외 사업을 전개하고 있다. 상하이를 중심으로 SPC 해외 가맹점에 베이커리 원료소싱 및 식자재를 공급하고 있으며, 주력제품인 양산빵의 중국판매도 담당하고 있다. 15년말 기준 SPC 그룹의 해외 가맹점은 중국/미국/기타를 합쳐 약 202 개이며, SPC는 2020년까지 파리바게트 해외 매장을 약 1,000 개까지 늘려나갈 계획이다. 상해법인은 2Q15부터 매출이 발생하기 시작했고, 2015년 누적 매출 약 100 억원을 기록할 것으로 예상된다. 사업 초기라 아직 매출이 크지 않고 이익 측면에서도 소폭의 적자를 기록하고 있지만 파리바게트 해외매장 증가와 함께 빠른 실적 성장이 기대된다.



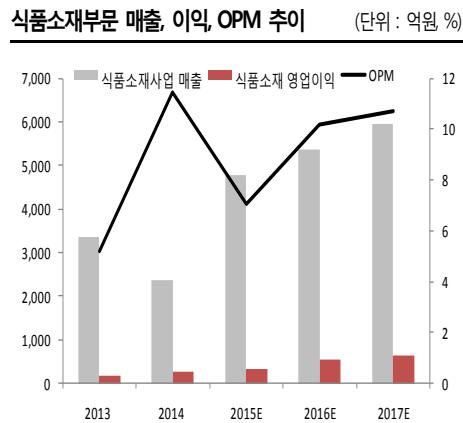
자료 : 삼립식품
주 : 2015년 말기준



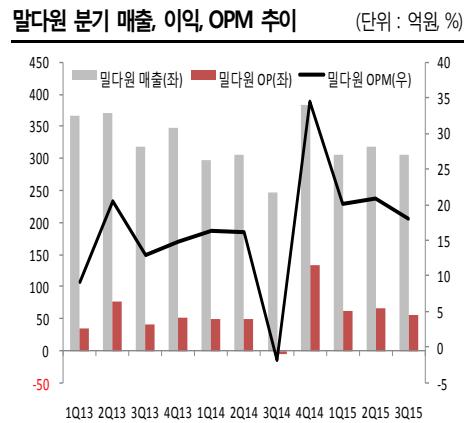
자료 : 삼립식품

4) 자회사를 통한 원재료 사업 내재화

식품소재사업부문은 SPC 향 식품소재 및 원료유통 사업을 통해 외형 및 이익이 지속적으로 성장하고 있다. 밀다원, 에그팜, 그릭슈바인 등이 식품소재사업과 관련된 계열사이며, 파리바게트/파스쿠치/BR 그룹에 밀가루, 햄, 계란, 유지 등을 공급하고 있다. 그룹내 필요한 주요 원재료를 내재화 함에 따라 매출 성장 및 전사 영업이익에 크게 기여하고 있다. 2016년 예상 매출은 5,375 억원(+ 12.8% yoy)을 기록하며 5,000 억 원을 넘어설 것으로 보이며, 매출 성장과 함께 OPM도 10.2%로 10%대를 회복할 것으로 기대된다. 현재 그룹 내부매출 비중이 다소 높으나(밀다원 80%, 그릭슈바인 60% 수준) 신제품 출시 등을 통해 외부 매출 비중도 늘려가고 있어 장기적으로 푸드 사업부문으로 발전해나갈 수 있을 것으로 전망된다.

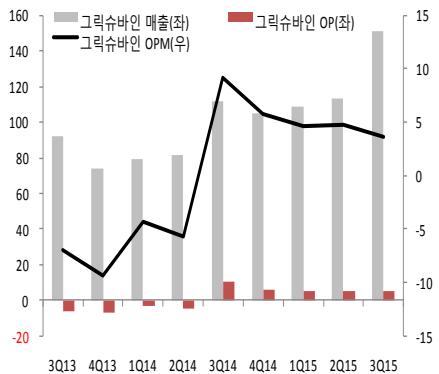


자료 : 삼립식품, SK 증권 추정



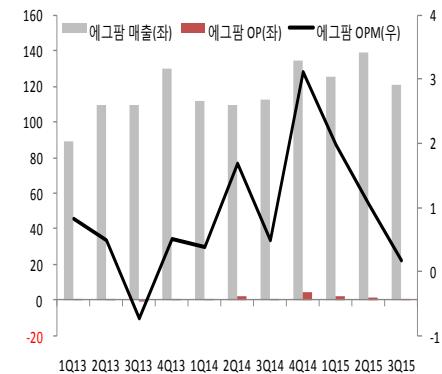
자료 : 삼립식품

그릭슈바인 분기 매출, 이익, OPM 추이 (단위 : 억원 %)



자료 : 삼립식품

에그팜 분기 매출, 이익, OPM 추이 (단위 : 억원 %)



자료 : 삼립식품

3. Valuation

1) 투자의견 매수, 목표주가 350,000 원으로 신규편입

삼립식품에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 350,000 원을 제시하며 커버리지에 신규 편입한다. 목표주가는 2016E EPS 6,741 원에 Target Multiple 52 배를 적용해 산출했다. Target Multiple 52 배는 삼립식품의 2013~15년 평균 PER에 프리미엄 15%를 부여해 산출했다. 삼립GFS를 통한 식자재유통 매출 성장, SPC 그룹 해외 가맹점 증가에 따른 해외 식자재 유통 및 중국내 양산빵 판매, 주요 원재료 내재화를 통한 외형 및 이익성장 등 성장 모멘텀이 충분하고, 특히 2016~2020년까지 삼립연결 매출 성장이 지속될 수 있다는 점을 감안하면 프리미엄 15%는 충분히 부여할 수 있다고 생각된다. Implied PSR은 1.7 배 수준으로 다소 높은 것처럼 보이나 오뚜기(2.39), 오리온(2.44), 무학(2.98), KT&G(3.33) 등 주요 음식료 업체와 비교시 부담스러운 수준은 아니라고 판단된다.

밸류에이션 테이블

(단위: 원 배)

구분	적정가치비고
2016 EPS	6,741
Target Multiple	52 2013~15년 PER에 15% 프리미엄 부여
Fair Price	350,532
목표주가	350,000
Implied PSR	1.70

자료: SK 증권

삼립식품 연도별 PER 추이

(단위: 배)

연도	PER
2013	23.6
2014	38.8
2015	71.6
평균	44.7

자료: SK 증권

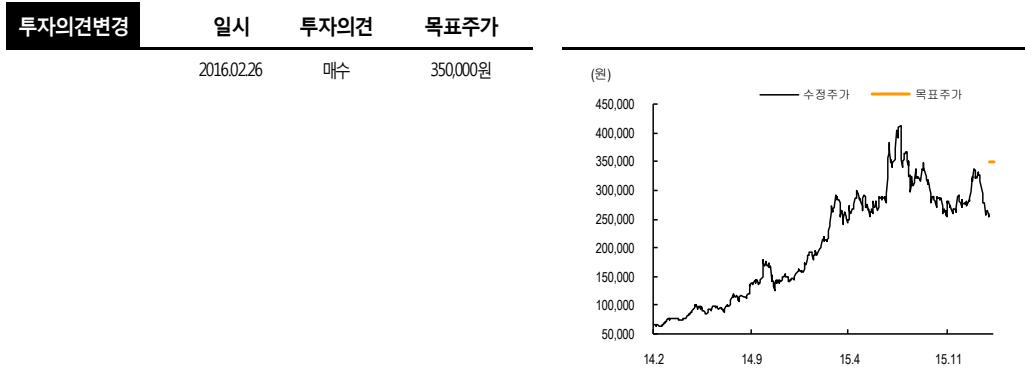
4. 참고

1) SPC 그룹 주요 관계사 현황

SPC 그룹 주요 관계사 현황(국내)

회사명	업종
(주)삼립식품	식품 제조 및 판매업
(주)사니	식품 제조 및 판매업
(주)파리크라상	식품 제조 및 판매업
비알코리아(주)	아이스크림 및 냉동디저트류 제조 및 판매업
(주)호남사니	식품 제조 및 판매업
SPL(주)	냉동 생자류 제조 및 판매업
SPC(주)	비주가용 건물 임대업
(주)비엔에스	위생용품 제조 및 판매
(주)SPC 캐피탈	여신금융업
(주)샌드팜	즉석 섭취 식품업
(주)밀다원	곡물 제분 및 임가공
(주)샌드스마일	샌드위치 생산 및 판매업
(주)SPC네트웍스	컴퓨터시스템 통합 자문 및 구축 서비스업
(주)성일화학	플라스틱 포대, 봉투 및 유사제품 제조업
(주)에그팜	액란, 계란 가공품 제조업
(주)호진지리산보천	생수 제조 및 도매업
(주)에스데어리푸드	우유 도매 및 소매업
(주)설목장	축산업 도소매 및 낙농 축산물 가공업
(주)에스팜	농산물 도소매업
(주)그릭슈바인	육류가공 및 저장 처리업
(주)SPC클라우드	인터넷 서비스, 포인트 서비스업
(주)삼립지에프에스	식자재 유통업
타이거인터넷서낼(주)	수입주류전문 도매업
(주)에이에스피엔	소프트웨어 자문 및 개발업
(주)해피모바일	광고 대행 서비스업
(주)그린익스프레스파크	휴게시설 운영업

자료: 삼립식품



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 26일 기준)

매수	95.39%	중립	4.61%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	1,991	1,862	2,105	3,097	4,367
현금및현금성자산	74	97	117	551	1,097
매출채권및기타채권	1,208	1,167	1,278	1,638	2,104
재고자산	680	560	623	799	1,027
비유동자산	3,467	3,683	3,612	3,650	3,431
장기금융자산	12	15	17	16	16
유형자산	2,870	3,011	2,926	2,922	2,648
무형자산	56	141	141	138	134
자산총계	5,458	5,545	5,717	6,747	7,798
유동부채	2,594	2,893	3,178	3,243	3,807
단기금융부채	1,015	1,394	1,633	1,262	1,262
매입채무 및 기타채무	1,196	1,111	1,009	1,293	1,662
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,089	691	304	900	882
장기금융부채	1,000	600	200	800	800
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,683	3,584	3,482	4,143	4,689
지배주주지분	1,778	1,964	2,238	2,606	3,110
자본금	431	431	431	431	431
자본잉여금	125	125	125	254	254
기타자본구성요소	118	118	116	-13	-13
자기주식	-13	-13	-13	-13	-13
이익잉여금	1,104	1,289	1,566	1,951	2,474
비지배주주지분	-3	-3	-2	-2	-1
자본총계	1,775	1,961	2,236	2,604	3,109
부채와자본총계	5,458	5,545	5,717	6,747	7,798

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
영업활동현금흐름	178	791	501	683	670
당기순이익(손실)	106	221	334	429	582
비현금성항목등	404	576	640	606	501
유형자산감가상각비	158	251	265	283	274
무형자산상각비	11	15	18	20	19
기타	181	168	205	129	-27
운전자본감소증가)	-297	26	-440	-183	-225
매출채권및기타채권의 감소증가)	71	77	-128	-374	-467
재고자산감소증가)	-132	38	-189	-245	-228
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-176	-1	-107	304	368
기타	-61	-88	-16	133	101
법인세납부	-35	-33	-33	-170	-188
투자활동현금흐름	-297	-523	-205	-376	-4
금융자산감소증가)	2	0	-4	2	0
유형자산감소증가)	-306	-407	-182	-315	0
무형자산감소증가)	-14	-9	-14	-15	-15
기타	22	-108	-5	-47	12
재무활동현금흐름	152	-243	-276	126	-121
단기금융부채증가(감소)	-289	-122	-361	-371	0
장기금융부채증가(감소)	500	0	200	600	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-31	-31	-37	-43	-59
기타	-28	-89	-77	-60	-62
현금의 증가(감소)	33	23	20	434	546
기초현금	41	74	97	117	551
기말현금	74	97	117	551	1,097
FCF	-649	196	291	267	663

자료 : 삼립식품 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	8,334	10,662	11,076	13,813	17,270
매출원가	6,208	8,204	8,402	10,734	13,340
매출총이익	2,125	2,459	2,674	3,080	3,930
매출총이익률 (%)	25.5	23.1	24.1	22.3	22.8
판매비와관리비	2,012	2,100	2,205	2,492	3,140
영업이익	114	359	469	588	790
영업이익률 (%)	14	3.4	4.2	4.3	4.6
비영업순익	21	-92	-56	-39	-22
순금융비용	22	89	73	57	47
외환관련손익	-1	-1	-1	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	135	267	413	549	768
세전계속사업이익률 (%)	1.6	2.5	3.7	4.0	4.5
계속사업법인세	32	55	80	120	186
계속사업이익	103	212	333	429	582
중단사업이익	3	9	1	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	106	221	334	429	582
순이익률 (%)	1.3	2.1	3.0	3.1	3.4
지배주주	106	220	333	429	582
지배주주구속 순이익률(%)	1.27	2.07	3.01	3.1	3.37
비지배주주	0	0	0	1	1
총포괄이익	97	217	315	411	564
지배주주	97	217	314	410	564
비지배주주	0	0	0	1	1
EBITDA	283	625	752	891	1,083

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
성장성 (%)					
매출액	32.9	27.9	3.9	24.7	25.0
영업이익	63.3	215.0	30.7	25.4	34.3
세전계속사업이익	68.9	98.0	54.8	33.0	39.8
EBITDA	31.7	120.5	20.4	18.5	21.6
EPS(계속사업)	66.6	105.1	57.0	28.8	35.7
수익성 (%)					
ROE	6.3	11.8	15.9	17.7	20.4
ROA	2.3	4.0	5.9	6.9	8.0
EBITDA마진	3.4	5.9	6.8	6.5	6.3
안정성 (%)					
유동비율	76.8	64.4	66.2	95.5	114.7
부채비율	207.4	182.8	155.7	159.1	150.8
순차입금/자기자본	109.2	96.7	76.6	58.0	31.0
EBITDA/이자비용(배)	10.5	6.8	9.9	15.1	17.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,197	2,455	3,855	4,966	6,741
BPS	20,609	22,758	25,936	30,195	36,047
CFPS	3,188	5,632	7,136	8,474	10,133
주당 현금배당금	375	663	762	700	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.1	26.3	46.3	82.9	50.0
PER(최저)	9.3	7.8	14.4	31.2	37.6
PBR(최고)	1.3	2.8	6.9	13.6	9.4
PBR(최저)	0.5	0.8	2.1	5.1	7.0
PCR	7.8	10.7	21.0	32.6	25.6
EV/EBITDA(최고)	15.6	12.1	22.9	41.7	27.8
EV/EBITDA(최저)	10.5	5.8	8.8	16.8	21.2

memo
