



2017/11/15

SPC삼립(005610)

경쟁력 확보흐름은 긍정적이나, 긴 호흡 필요

■ 3Q17 Review: 소재 이익하락에 따른 이익축소

3Q17 연결기준 매출액은 5,229억원 (+8.5% YoY), 영업이익 75억원 (-41.9% YoY, OPM 1.4%)으로, 시장기대치 (131억원)을 하회하는 영업실적을 기록했다. 식소재부문 이익하락이 주요 요인으로 작용했다.

1) 삼립GFS 중심 식품유통 성장이 전사 외형증가를 견인하는 구조가 지속되고 있으나, 2015~16년에 보인 고성장세는 베이스효과에 따라 완화되었다. 향후 비계열사 물량확대 흐름이 전사 외형 성장속도에 영향을 미칠 전망이며, 규모의 경제효과가 마진개선으로 이어질 경우 매출규모 및 비중 고려시 전사 이익레벨 증가가 가능하다. 2) 제빵부문은 냉장디저트류 등 고마진 신제품으로 통한 제품믹스 개선으로 비수기임에도 불구하고, 0.5%p의 이익률 개선을 시현했다. 기존의 동절기 중심 이익의 부침을 해소할 뿐만 아니라 연간 마진개선 측면에서 긍정적이다. 3) 식품소재부문은 밀다원과 에그팜 마진하락으로 영업이익이 축소되었다 (3Q16 62억원 → 3Q17 23억원). 2016년 밀다원의 capa 증설관련 고정비부담과 외부매출 증가 및 계열사 판가인하에 따른 이익률 하락으로 마진 악화 흐름이 지속되었다. 연말 제분 계약가격 결정시기에 인상이 결정될 경우 2018년 정상화 가능성성이 존재하나, 단기 마진에는 부담이다. 에그팜은 신사업부문 (음료베이스, 소스, 가공야채, 빵 부속물) 관련 청주공장 생산가동에 따라 고정비 및 시가동 비용이 투입되었고, 4Q17부터 영업실적에 본격적인 기여가 가능할 전망이다. 가동률 안정화시 SPC삼립의 기존사업부문 및 그룹사 captive 기반의 안정적인 외형성장뿐 아니라 이익개선에 기여할 전망이다.

■ 신사업 등 지속적인 경쟁력 확보흐름은 긍정적, 멀리 볼 필요

최근 소재부문 마진악화 흐름이 지속됨에 따른 영업실적 기대치 하회 및 식품유통 외형성장속도 둔화에 따라 SPC삼립에 대한 프리미엄폭이 조정된 바 있다. 단, 고마진 신사업 가동 등을 통한 자체 제품포트폴리오 개선 가능성이 존재해, 2018년 이후 수율안정화시 이익레벨 증가에 대해 열어둘 필요가 있다. 따라서 단기 내 급한 흐름보다는, 경쟁력 및 체질개선 확인과 동일한 호흡에서의 안정적인 주가 우상향 가능성에 무게를 둔다.

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

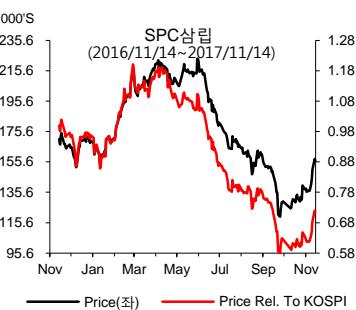
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	170,000원
종가(2017/11/14)	156,500원

Stock Indicator

자본금	43십억원
발행주식수	863만주
시가총액	1,350십억원
외국인지분율	5.3%
배당금(2016)	956원
EPS(2017E)	5,159원
BPS(2017E)	37,966원
ROE(2017E)	14.4%
52주 주가	119,500~223,500원
60일평균거래량	19,494주
60일평균거래대금	2.7십억원

Price Trend



<표1> SPC삼립 3Q17 연결기준 잠정실적 및 컨센서스 비교

	(단위: 십억원)						
	3Q17P	3Q16	YoY %	하이추정치	diff (% , %p)	Consensus	diff (% , %p)
매출액	522.9	482.0	8.5	553.8	(5.6)	548.3	(4.6)
영업이익	7.5	13.0	(41.9)	13.1	(42.6)	12.9	(41.7)
영업이익률 %	1.4	2.7	(1.3)	2.4	(0.9)	2.4	(0.9)
세전이익	7.2	11.9	(39.2)	12.6	(43.0)	12.2	(40.8)
세전이익률 %	1.4	2.5	(1.1)	2.3	(0.9)	2.2	(0.8)

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2017년 11월 14일 기준

<표2> 삼립식품 자회사별 매출액 추정

	(단위: 십억원)										
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액											
삼립식품 (개별)	245.1	261.0	258.0	289.4	258.3	264.6	247.6	304.3	1,053.6	1,074.8	1,118.3
비엔에스	0.3	0.3	0.4	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	1.2	1.2	1.2
에그팜	10.1	10.8	11.9	15.0	15.7	14.2	17.0	24.0	47.8	70.9	117.7
밀다원	32.2	33.9	33.0	35.1	32.1	32.4	31.9	34.2	134.2	130.6	132.6
그릭슈바인	13.5	12.5	15.6	11.2	12.7	12.7	16.9	11.8	52.8	54.1	57.9
삼립GFS	167.0	252.5	266.8	287.7	294.4	307.5	320.6	338.6	974.0	1,261.0	1,465.9
상해SPC	7.9	10.2	10.6	12.1	11.8	12.3	12.9	14.8	40.8	51.8	59.5
adj.	(93.4)	(105.7)	(114.3)	(120.8)	(120.0)	(119.9)	(124.3)	(136.9)	(434.1)	(501.2)	(480.9)
YoY %											
삼립식품 (개별)	3.3	4.9	8.2	10.8	5.4	1.4	(4.0)	5.1	6.9	2.0	4.1
비엔에스	n/a	(49.5)	19.9	11.1	(2.7)	(7.2)	(2.5)	0.0	5.7	(3.1)	0.0
에그팜	(19.7)	(22.0)	(1.8)	17.6	55.8	30.6	43.7	60.0	(6.8)	48.4	66.0
밀다원	5.3	6.2	7.6	8.7	(0.3)	(4.3)	(3.3)	(2.7)	7.0	(2.7)	1.5
그릭슈바인	24.7	10.8	3.2	(1.7)	(6.1)	1.1	8.3	6.0	8.6	2.4	7.0
삼립GFS	52.6	117.3	64.7	73.8	76.2	21.8	20.2	17.7	76.1	29.5	16.2
상해SPC	n/a	537.7	73.5	174.6	49.6	21.1	21.7	22.0	236.6	27.0	15.0

자료: 삼립식품, 하이투자증권

<표3> SPC삼립 연결기준 영업실적 추이 및 전망

									(단위: 십억원)		
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	382.8	475.5	482.0	530.0	505.2	524.1	522.9	591.0	1,870.3	2,143.2	2,472.2
제빵	127.5	133.2	127.1	163.5	133.3	135.8	133.4	172.5	551.3	575.0	597.7
식품소재	123.3	128.5	135.4	136.8	136.1	133.0	128.7	150.9	524.0	548.6	615.8
식품유통	125.9	215.1	227.2	244.6	255.8	271.1	279.7	293.8	812.9	1,100.3	1,289.4
프렌차이즈	14.4	16.0	20.4	21.9	13.7	16.2	12.8	22.4	72.8	65.1	67.0
기타	98.5	103.6	100.1	100.3	100.0	104.0	108.5	105.5	402.4	418.0	447.5
Adj.	(106.8)	(120.9)	(128.3)	(137.1)	(133.6)	(136.0)	(140.1)	(154.0)	(493.0)	(563.7)	(545.2)
YoY %	33.0	44.8	31.5	35.6	32.0	10.2	8.5	11.5	36.1	14.6	15.4
제빵	2.7	2.3	4.0	7.7	4.6	1.9	4.9	5.5	4.3	4.3	3.9
식품소재	1.4	(0.7)	5.6	10.6	10.4	3.5	(5.0)	10.2	4.2	4.7	12.2
식품유통	20.9	90.0	82.5	93.2	103.1	26.0	23.1	20.1	73.5	35.4	17.2
프렌차이즈	(23.7)	(18.1)	16.9	40.4	(5.0)	1.1	(37.2)	2.0	1.7	(10.6)	3.0
기타	114.3	123.0	15.3	14.8	1.5	0.4	8.4	5.2	51.0	3.9	7.1
연결 영업이익	12.3	18.0	13.0	22.3	13.6	15.9	7.5	22.4	65.5	59.4	79.0
제빵	3.7	7.7	3.5	15.0	5.5	8.2	4.2	16.4	29.9	34.3	37.2
식품소재	7.5	8.7	6.2	6.6	6.1	5.7	2.3	3.8	29.0	17.8	29.6
식품유통	0.7	1.2	1.2	0.8	1.2	1.0	1.3	1.2	4.0	4.6	5.9
프렌차이즈	(0.3)	(0.6)	(0.8)	(0.3)	(0.7)	(1.0)	(1.1)	(0.2)	(1.9)	(3.1)	(1.0)
기타	0.4	1.5	2.2	0.9	1.4	1.9	1.4	1.1	5.0	5.7	7.3
Adj.	0.3	(0.5)	0.7	(0.9)	0.2	0.1	(0.5)	0.2	(0.4)	(0.0)	0.0
YoY %	8.2	18.3	20.7	13.4	10.5	(11.7)	(41.9)	0.5	15.1	(9.4)	33.1
제빵	(10.8)	31.5	287.2	38.2	49.0	7.3	21.4	9.1	37.4	15.0	8.3
식품소재	1.0	5.0	(18.2)	(21.1)	(18.9)	(34.4)	(63.4)	(43.3)	(8.4)	(38.6)	66.2
식품유통	(37.8)	44.5	5.5	(986.6)	64.8	(16.5)	6.0	41.0	30.0	17.5	27.7
프렌차이즈	적축	적축	적축	적축	적확	적확	적확	적축	적축	적확	적축
기타	222.6	흑전	160.3	(61.4)	220.6	24.6	(36.7)	22.4	79.7	14.9	27.5
OPM %	3.2	3.8	2.7	4.2	2.7	3.0	1.4	3.8	3.5	2.8	3.2
제빵	2.9	5.8	2.7	9.2	4.1	6.1	3.2	9.5	5.4	6.0	6.2
식품소재	6.08	6.8	4.5	4.9	4.5	4.3	1.7	2.5	5.5	3.2	4.8
식품유통	0.6	0.5	0.5	0.3	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5
프렌차이즈	(2.0)	(3.7)	(3.7)	(1.1)	(5.0)	(6.4)	(9.0)	(1.0)	(2.6)	(4.8)	(1.4)
기타	0.4	1.4	2.2	0.9	1.4	1.8	1.3	1.0	1.2	1.4	1.6

자료: SPC삼립, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
	(단위:십억원)					(단위:십억원, %)			
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	281	389	457	544	매출액	1,870	2,143	2,472	2,801
현금 및 현금성자산	5	83	114	167	증가율(%)	36.1	14.6	15.4	13.3
단기금융자산	6	7	8	9	매출원가	1,513	1,753	2,027	2,292
매출채권	188	214	247	280	매출총이익	357	390	445	509
재고자산	76	77	79	78	판매비와관리비	292	331	366	418
비유동자산	393	362	371	364	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	308	276	285	279	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	14	14	14	14	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	675	751	827	908	영업이익	66	59	79	90
유동부채	334	368	394	416	증가율(%)	15.1	-9.4	33.1	14.5
매입채무	123	147	173	194	영업이익률(%)	3.5	2.8	3.2	3.2
단기차입금	90	100	100	100	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	30	30	30	30	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	48	55	55	55	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	2	2	2
장기차입금	43	50	50	50	세전계속사업이익	62	57	77	88
부채총계	382	423	449	471	법인세비용	12	13	17	19
지배주주지분	293	328	378	438	세전계속이익률(%)	3.3	2.7	3.1	3.2
자본금	43	43	43	43	당기순이익	50	45	60	69
자본잉여금	13	13	13	13	순이익률(%)	2.6	2.1	2.4	2.5
이익잉여금	230	267	319	380	지배주주귀속 순이익	50	45	60	69
기타자본항목	7	7	7	7	기타포괄이익	-2	-2	-2	-2
비지배주주지분	0	0	0	0	총포괄이익	48	43	58	67
자본총계	292	328	378	438	지배주주귀속총포괄이익	48	43	58	67

현금흐름표					주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	80	119	139	151	주당지표(원)				
당기순이익	50	45	60	69	EPS	5,737	5,178	6,952	7,984
유형자산감가상각비	-	33	35	36	BPS	33,899	37,985	43,845	50,738
무형자산상각비	2	2	2	2	CFPS	5,946	9,211	11,159	12,365
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	956	956	956	956
투자활동 현금흐름	-55	-43	-39	-36	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-28	-37	-33	-30	PER	29.5	30.2	22.5	19.6
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-	PBR	5.0	4.1	3.6	3.1
금융상품의 증감	-5	-1	-1	-1	PCR	28.5	17.0	14.0	12.7
재무활동 현금흐름	-30	12	-8	-8	EV/EBITDA	24.0	15.3	12.2	10.6
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	18.1	14.4	17.0	16.9
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA 이익률	3.6	4.4	4.7	4.6
배당금지급	-5	-5	-8	-8	부채비율	130.8	129.2	118.7	107.6
현금및현금성자산의증감	-6	78	31	53	순부채비율	51.9	27.5	15.4	0.9
기초현금및현금성자산	11	5	83	114	매출채권회전율(x)	11.4	10.7	10.7	10.6
기말현금및현금성자산	5	83	114	167	재고자산회전율(x)	24.6	28.1	31.6	35.6

자료 : SPC 삼립, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(SPC삼립)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	고리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-02-22(담당자변경)	Buy	350,000	6개월	-31.9%	-26.0%
2016-04-11	Buy	280,000	6개월	-30.0%	-14.5%
2016-09-27	Buy	250,000	6개월	-27.8%	-13.2%
2017-04-11	Buy	270,000	6개월	-23.1%	-17.2%
2017-07-03	Buy	230,000	1년	-27.3%	-22.4%
2017-08-16	Buy	190,000	1년	-21.5%	-14.2%
2017-09-27	Buy	170,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자:이경신](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-