

7. SPC삼립 (005610) / BUY (유지) / TP 175,000원 (하향)

2Q18 Preview: 시장기대치에 부합하는 영업실적 예상

SPC삼립의 2Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,600억원 (+6.9% YoY), 166억원 (+4.8% YoY)으로, 제빵부문의 건조한 이익성장 및 밀다원 물량개선 등에 따라 시장기대치에 부합하는 영업실적이 예상된다.

제빵부문의 편의점향 외형확대 및 고수익제품 호조에 따른 이익개선 흐름이 지속되고 있다. 편의점의 경우 상대적으로 마케팅비용 투입이 필요한 채널이나, 성숙기인 제빵시장 상황 및 유통채널별 성장속도를 감안할 때 지배력 확대는 중장기적으로 긍정적이다. 식품소재부문은 밀다원의 외부매출 증가에 따라 일부 마진회색에도 불구하고, 최근까지 이어져온 계열사 판가인하에 따른 이익하락 흐름이 (+)전환될 것으로 예상된다. 향후 제분 계약가격 인상이 결정될 경우 내부매출부문의 마진정상화 가능성은 열어둘 필요가 있다. 또한 음료베이스, 소스, 가공야채, 빵부속물 관련 청주공장의 가동률이 확대됨에 따라 영업이익은 BEP를 넘어선 상황으로, 의미있는 이익개선은 성수기 도래에 따른 가동률 안정화 이후 가능할 전망이다.

식품유통부문의 경우 최근 외부매출 중심으로 성장하고 있어 외형 성장속도는 이전대비 다소 완만한 상황이다. 매출처 확대를 위한 외부매출분의 전략적인 마진흐름은 지속될 가능성이 높으나, 식자재유통업의 특성을 고려 시 외형증가는 중장기 효율개선 측면에서 긍정적이다.

중장기 경쟁력 강화 측면에서 유효

단기 소재 및 유통부문에서의 마진개선에 대한 기대는 어려우나, 2Q18부터 물량확대를 통한 이익 베이스부담 완화 및 식소재 투자부문에 대한 2018년 연내 정상화 가능성에 대해 긍정적으로 판단한다. 영업실적 추정치 및 밸류에이션 조정에 따라 목표주가를 기존 185,000원에서 175,000원으로 하향조정하나, 신사업 가동 등 자체 포트폴리오 개선의 중장기 경쟁력 강화 흐름이 가시화될 경우 밸류에이션 추가 확대가 가능할 전망이다.

〈표1〉 SPC삼립 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

					(단위: 십억원)
	2Q18E	2Q17	YoY (% , %p)	2Q18C	diff (% , %p)
매출액	560.0	524.1	6.9	562.8	(0.5)
영업이익	16.6	15.9	4.8	17.0	(2.4)
영업이익률 %	3.0	3.0	(0.1)	3.0	(0.1)
세전이익	16.4	15.6	4.9	16.7	(1.5)
세전이익률 %	2.9	3.0	(0.1)	3.0	(0.0)

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정 주: 컨센서스는 2018년 07월 03일 기준

〈표2〉 SPC삼립 연결기준 영업실적 추이 및 전망

										(단위: 십억원)	
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
연결 매출액	505.2	524.1	522.9	513.3	516.3	560.0	561.0	561.4	2,065.5	2,198.8	2,384.3
제빵	133.3	135.8	133.4	166.2	143.8	144.6	140.0	180.3	568.6	608.7	633.5
식품소재	136.1	133.0	128.7	122.5	126.3	133.3	138.6	132.8	520.2	531.0	568.0
식품유통	255.8	271.1	279.7	265.0	269.3	285.8	295.0	279.8	1,071.5	1,129.8	1,191.3
프랜차이즈	13.7	16.2	12.8	13.0	10.6	12.5	12.8	13.0	55.7	48.8	50.3
기타	100.0	104.0	108.5	117.3	110.9	110.5	114.4	122.1	429.8	457.9	476.3
Adj.	(133.6)	(136.0)	(140.1)	(170.6)	(144.5)	(126.7)	(139.9)	(166.5)	(580.3)	(577.5)	(535.0)
YoY %	32.0	10.2	8.5	(3.2)	2.2	6.9	7.3	9.4	10.4	6.5	8.4
제빵	4.6	1.9	4.9	1.6	7.9	6.5	5.0	8.5	3.1	7.0	4.1
식품소재	10.4	3.5	(5.0)	(10.5)	(7.2)	0.2	7.7	8.4	(0.7)	2.1	7.0
식품유통	103.1	26.0	23.1	8.3	5.3	5.5	5.5	5.6	31.8	5.4	5.4
프랜차이즈	(5.0)	1.1	(37.2)	(41.0)	(22.9)	(23.0)	0.0	0.0	(23.5)	(12.3)	3.0
기타	1.5	0.4	8.4	17.0	11.0	6.3	5.5	4.0	6.8	6.6	4.0
연결 영업이익	13.6	15.9	7.5	17.7	11.4	16.6	13.6	23.5	54.7	65.0	75.2
제빵	5.5	8.2	4.2	15.3	6.5	9.0	4.9	16.8	33.2	37.1	38.8
식품소재	6.1	5.7	2.3	1.4	3.5	5.0	5.8	4.9	15.5	19.2	23.7
식품유통	1.2	1.0	1.3	1.5	1.2	1.1	1.5	1.7	5.0	5.5	6.0
프랜차이즈	(0.7)	(1.0)	(1.1)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.5)	(3.5)	(2.6)	(1.0)
기타	1.4	1.9	1.4	0.2	1.0	2.2	2.1	0.6	4.9	5.9	7.7
Adj.	0.2	0.1	(0.5)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	(0.4)	(0.0)	0.0
YoY %	10.5	(11.7)	(41.9)	(20.6)	(16.3)	4.8	80.0	32.8	(16.5)	19.0	15.6
제빵	49.0	7.3	21.4	1.9	18.6	8.8	15.8	9.6	11.3	11.7	4.5
식품소재	(18.9)	(34.4)	(63.4)	(78.3)	(42.2)	(11.7)	156.3	238.4	(46.6)	24.0	23.4
식품유통	64.8	(16.5)	6.0	79.3	(1.7)	16.8	13.4	12.3	25.5	10.1	10.0
프랜차이즈	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축
기타	220.6	24.6	(36.7)	(71.7)	(26.4)	18.9	50.0	150.5	(1.4)	21.1	29.6
OPM %	2.7	3.0	1.4	3.4	2.2	3.0	2.4	4.2	2.6	3.0	3.2
제빵	4.1	6.1	3.2	9.2	4.5	6.2	3.5	9.3	5.8	6.1	6.1
식품소재	4.5	4.3	1.7	1.2	2.8	3.8	4.2	3.7	3.0	3.6	4.2
식품유통	0.5	0.4	0.5	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
프랜차이즈	(5.0)	(6.4)	(9.0)	(5.1)	(7.6)	(6.0)	(5.0)	(3.5)	(6.4)	(5.4)	(2.0)
기타	1.4	1.8	1.3	0.2	0.9	2.0	1.8	0.5	1.1	1.3	1.6

자료: SPC삼립, 하이투자증권

〈표3〉 SPC삼립 목표주가 변경

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
지배주주순이익	33.3	37.6	49.5	38.2	48.7	56.7
EPS (원)	3,861	4,354	5,737	4,424	5,644	6,569
EPS Growth (%)	51.1	12.8	31.8	(22.9)	27.6	16.4
PER (X)						
High	46.2	94.5	58.7	0.0	0.0	0.0
Avg	26.2	63.1	36.5	0.0	23.5	0.0
Low	14.4	35.6	26.5	0.0	0.0	0.0
End	38.8	63.5	29.5	38.3	30.0	25.8
target PER (X)						25.0
Fair Price (원)						164,215
목표주가 (원)						175,000

자료: 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)				포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	334	353	416	484	매출액	2,066	2,199	2,384	2,562
현금 및 현금성자산	18	12	45	97	증가율(%)	10.4	6.5	8.4	7.5
단기금융자산	14	11	23	23	매출원가	1,687	1,806	1,940	2,084
매출채권	191	220	238	256	매출총이익	378	393	444	478
재고자산	105	103	102	99	판매비와관리비	324	328	369	398
비유동자산	400	396	389	381	연구개발비	-	-	-	-
유형자산	327	322	316	308	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	14	14	14	14	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	734	748	804	864	영업이익	55	65	75	80
유동부채	409	374	381	389	증가율(%)	-16.5	19.0	15.6	6.8
매입채무	142	146	150	155	영업이익률(%)	2.6	3.0	3.2	3.1
단기차입금	129	100	100	100	이자수익	-	-	-	-
유동성장기부채	43	30	30	30	이자비용	-	-	-	-
비유동부채	46	54	54	54	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	2	2	2
장기차입금	42	50	50	50	세전계속사업이익	51	62	73	78
부채총계	454	428	435	443	법인세비용	12	14	16	17
지배주주지분	280	321	369	422	세전계속이익률(%)	2.4	2.8	3.0	3.0
자본금	43	43	43	43	당기순이익	38	49	57	61
자본잉여금	13	13	13	13	순이익률(%)	1.8	2.2	2.4	2.4
이익잉여금	262	303	352	405	지배주주귀속 순이익	38	49	57	61
기타자본항목	-38	-38	-38	-38	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배주주지분	0	0	0	0	총포괄이익	38	48	56	60
자본총계	280	321	369	422	지배주주귀속총포괄이익	38	48	56	60

현금흐름표	(단위:십억원)				주요투자지표	(단위:십억원,%)			
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	63	115	126	134	주당지표(원)				
당기순이익	38	49	57	61	EPS	4,424	5,644	6,569	7,030
유형자산감가상각비	-	35	37	38	BPS	32,469	37,166	42,787	48,869
무형자산상각비	2	2	2	2	CFPS	4,636	9,923	11,021	11,657
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-	DPS	956	956	956	956
투자활동 현금흐름	-51	-30	-41	-30	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-58	-33	-30	-30	PER	35.4	23.7	20.3	19.0
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-	PBR	4.8	3.6	3.1	2.7
금융상품의 증감	-8	3	-11	-	PCR	33.8	13.5	12.1	11.5
재무활동 현금흐름	1	-39	-8	-8	EV/EBITDA	27.1	12.8	11.1	10.1
단기금융부채의증감	-	-	-	-	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-	-	-	-	ROE	13.3	16.2	16.4	15.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	2.7	4.6	4.8	4.7
배당금지급	-5	-5	-8	-8	부채비율	162.3	133.4	117.9	105.0
현금및현금성자산의증감	13	-6	33	52	순부채비율	64.9	49.0	30.5	14.3
기초현금및현금성자산	5	18	12	45	매출채권회전율(x)	10.9	10.7	10.4	10.4
기말현금및현금성자산	18	12	45	97	재고자산회전율(x)	22.9	21.2	23.3	25.5

자료 : SPC삼립, 하이투자증권 리서치센터