



하나금융그룹

2020년 2월 12일 | Equity Research

# SPC삼립(005610)

## 4Q19 Re: 올해는 기저효과 기대

### 4Q19 Re: 시장 기대치 소폭 하회

연결 매출액 및 영업이익 각각 6,575억원(YoY +11.0%), 182억원(YoY -13.8%)을 시현해 시장 기대치 소폭 하회했다. 세전이익 및 순이익은 시장 기대 큰 폭 하회했는데 GFS 축산물 사고 관련 비배스(148억원)가 반영되었기 때문이다.

① 본업(제빵) 매출액은 YoY 10.5% 증가했다. 호빵 및 신제품(미각제빵소, 카페메이트 등) 판매 호조에 기인한다. ② 식품 매출액은 YoY 15.0% 증가했다. 청주 및 충주 공장(샐러드, 소스, 음료 등) 가동률 상승으로 품목 수 및 거래처 확대가 주효했다. 다만, 수익성은 전년대비 4%p 하락했는데, 부정적 환율 영향에 따른 밀다원 마진 하락 및 '가평휴게소' 수주 관련 초기비용 반영에 기인한다. ③ 삼립GFS 매출액은 YoY 7.4% 증가했다. 프랜차이즈 식자재 수주 확대로 견조한 탑라인 성장세가 긍정적이다. 다만, 수입산 재고 관련 거래처 미수금 발생으로 영업외비용 148억원이 반영되었다.

### 올해 기저효과 기대

올해 연결 영업이익을 643억원(YoY +37.6%)으로 추정한다. 연간 실적흐름은 '가평 휴게소' 영업 정상화 시점 감안시 상저하고 흐름이 예상된다. 2H19 GFS의 일회성 비용 반영 감안시 하반기 갈수록 기저효과가 본격화될 것이다. 올해는, ① 본업인 제빵 부문의 믹스 개선에 따른 수익성 개선이 지속되는 가운데 ② 청주 및 충주 공장 가동률 상승에 따른 마진 개선세가 기대된다. ③ 삼립 GFS 관련된 수입 축산은 디마케팅이 예상된다. 이익 가시성은 과거대비 향상될 것으로 기대한다.

### 단기 실적 모멘텀은 제한적

목표주가는 조정된 실적 추정치를 반영하여 기존 14만원에서 11.5만원으로 하향 조정한다. 올해 실적 흐름은 상저하고 가 예상되는 만큼 단기 실적 모멘텀은 제한적이다. 조정시 긴 호흡에서 매수 전략이 유효하다는 판단이다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 115,000원(하향) | CP(2월 11일): 81,200원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,223.12		
52주 최고/최저(원)	142,500/73,200	2,442.2	2,622.1
시가총액(십억원)	700.7	52.2	70.3
시가총액비중(%)	0.06	33.7	50.4
발행주식수(천주)	8,629.0		
60일 평균 거래량(천주)	7.2		
60일 평균 거래대금(십억원)	0.6		
19년 배당금(예상, 원)	1,004		
19년 배당수익률(예상, %)	1.15		
외국인지분율(%)	3.48		
주요주주 지분율(%)			
파리크라상 외 3인	73.55		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(0.6) (6.6) (31.2)		
상대	(1.4) (18.6) (32.5)		

Stock Price	
(천원)	SPC삼립(자) 상대지수(우)

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	2,065.5	2,200.9	2,455.4	2,674.1	2,834.6
영업이익	십억원	54.7	59.9	46.8	64.3	73.9
세전이익	십억원	50.5	53.1	22.4	62.1	70.4
순이익	십억원	38.2	42.1	17.9	47.8	55.1
EPS	원	4,424	4,883	2,075	5,534	6,390
증감률	%	(22.9)	10.4	(57.5)	166.7	15.5
PER	배	35.38	26.11	42.02	14.67	12.71
PBR	배	4.08	3.02	2.00	1.68	1.51
EV/EBITDA	배	17.01	13.27	11.20	8.48	7.42
ROE	%	13.33	14.18	5.59	13.78	14.15
BPS	원	38,313	42,242	43,695	48,286	53,732
DPS	원	956	1,004	1,004	1,004	1,004



Analyst 심은주

02-3771-8538

yeseo01@hanafn.com

RA 권종하  
02-3771-3126  
shkon1215@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 4Q19 Re

	4Q19P	4Q18	YoY	Consen	%Diff
매출액	657.5	592.1	11.0	649.2	1.3
영업이익	18.2	21.2	(13.8)	22.1	(17.4)
세전이익	1.1	17.9	(94.1)	20.8	(94.9)
(지배)순이익	1.3	14.0	(90.7)	15.9	(91.8)
OPM %	2.8	3.6		3.4	
NPM %	0.2	2.4		2.4	

자료: 하나금융투자

표 2. SPC삼립 연결 실적 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
매출액	573.9	608.2	615.8	657.4	637.0	674.5	661.6	701.1	2,200.9	2,455.4	2,674.1
제빵	135.9	143.6	144.1	180.5	149.5	158.0	151.3	189.5	553.0	604.1	648.2
식품	124.4	130.1	138.7	145.6	144.4	150.1	153.7	155.6	494.8	538.8	603.8
식자재	345.1	383.7	375.8	368.8	375.5	417.1	400.6	394.6	1,393.3	1,473.4	1,587.8
YoY	11.2%	12.3%	11.8%	11.0%	11.0%	10.9%	7.4%	6.6%	6.6%	11.6%	8.9%
제빵	2.6%	9.4%	14.5%	10.5%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	-6.6%	9.2%	7.3%
식품	5.1%	5.9%	9.2%	15.0%	16.1%	15.4%	10.8%	6.9%	-7.1%	8.9%	12.1%
식자재	5.9%	10.2%	4.5%	2.6%	8.8%	8.7%	6.6%	7.0%	8.2%	5.7%	7.8%
영업이익	9.6	16.6	2.3	18.2	11.5	18.0	12.0	22.9	59.9	46.8	64.3
YoY	-15.8%	-0.7%	-78.2%	-13.8%	19.7%	8.4%	416.6%	25.2%	9.6%	-22.0%	37.6%
OPM	1.7%	2.7%	0.4%	2.8%	1.8%	2.7%	1.8%	3.3%	2.7%	1.9%	2.4%
제빵	6.8	10.6	6.5	16.1	8.2	12.6	7.1	17.1	35.6	40.0	45.0
소재	1.2	2.9	2.1	1.1	1.4	3.0	2.3	3.9	14.9	7.3	10.6
식자재	1.3	3.3	(6.3)	0.1	1.8	2.4	2.6	1.9	9.6	(1.6)	8.7
세전이익	7.6	14.5	(0.7)	1.1	10.9	17.5	11.5	22.3	53.1	22.4	62.1
YoY	-29.9%	-4.8%	-107.2%	-94.1%	44.4%	20.6% TB	2011.8%		5.0%	-57.8%	177.1%
(지배)순이익	5.8	11.4	(0.6)	1.3	8.3	13.6	8.9	16.9	42.1	17.9	47.8
YoY	-31.2%	-4.1%	-107.0%	-90.7%	43.2%	19.7% TB	1204.3%		10.4%	-57.5%	166.9%
NPM	1.0%	1.9%	-0.1%	0.2%	1.3%	2.0%	1.4%	2.4%	1.9%	0.7%	1.8%

자료: 하나금융투자

표 3. 목표주가 11.5만원 도출

	20F	21F	비고
(지배)EPS (원)	5,534	6,390	
Target PER	20.0	20.0	그룹사 프리미엄 반영
목표주가	110,000	127,000	
현재가치(시간가중)		115,000	

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

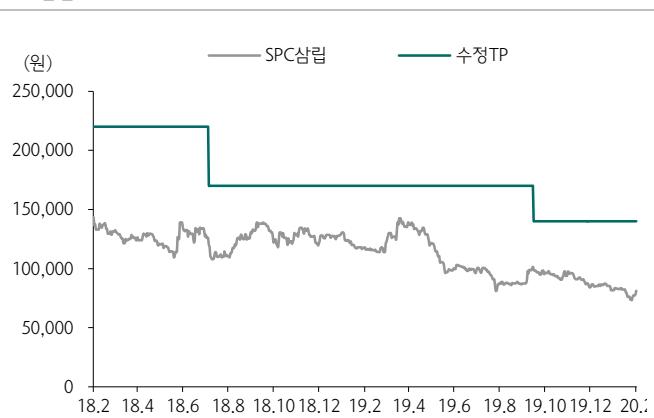
손익계산서		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>		<b>2,065.5</b>	<b>2,200.9</b>	<b>2,455.4</b>	<b>2,674.1</b>	<b>2,834.6</b>
매출원가		1,687.2	1,844.4	2,069.8	2,235.4	2,363.9
매출총이익		378.3	356.5	385.6	438.7	470.7
판관비		323.6	296.5	338.8	374.4	396.8
<b>영업이익</b>		<b>54.7</b>	<b>59.9</b>	<b>46.8</b>	<b>64.3</b>	<b>73.9</b>
금융손익		(4.5)	(4.2)	(4.1)	(2.2)	(3.5)
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		0.4	(2.6)	(20.3)	0.0	0.0
<b>세전이익</b>		<b>50.5</b>	<b>53.1</b>	<b>22.4</b>	<b>62.1</b>	<b>70.4</b>
법인세		12.3	10.9	4.5	14.3	15.2
계속사업이익		38.2	42.2	17.9	47.8	55.2
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>		<b>38.2</b>	<b>42.2</b>	<b>17.9</b>	<b>47.8</b>	<b>55.2</b>
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
순이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
<b>지배주주순이익</b>		<b>38.2</b>	<b>42.1</b>	<b>17.9</b>	<b>47.8</b>	<b>55.1</b>
지배주주지분포괄이익		37.7	40.5	17.9	47.8	55.2
NOPAT		41.3	47.6	37.4	49.5	57.9
EBITDA		90.1	96.2	83.7	101.5	111.4
<b>성장성(%)</b>						
매출액증가율		10.4	6.6	11.6	8.9	6.0
NOPAT증가율		(21.3)	15.3	(21.4)	32.4	17.0
EBITDA증가율		(9.5)	6.8	(13.0)	21.3	9.8
영업이익증가율		(16.5)	9.5	(21.9)	37.4	14.9
(지배주주)순익증가율		(22.8)	10.2	(57.5)	167.0	15.3
EPS증가율		(22.9)	10.4	(57.5)	166.7	15.5
<b>수익성(%)</b>						
매출총이익률		18.3	16.2	15.7	16.4	16.6
EBITDA이익률		4.4	4.4	3.4	3.8	3.9
영업이익률		2.6	2.7	1.9	2.4	2.6
계속사업이익률		1.8	1.9	0.7	1.8	1.9
<b>투자지표</b>						
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>						
EPS		4,424	4,883	2,075	5,534	6,390
BPS		38,313	42,242	43,695	48,286	53,732
CFPS		13,122	13,525	7,409	12,002	12,912
EBITDAPS		10,440	11,144	9,705	11,762	12,912
SPS		239,368	255,056	284,549	309,901	328,495
DPS		956	1,004	1,004	1,004	1,004
<b>주가지표(배)</b>						
PER		35.4	26.1	42.0	14.7	12.7
PBR		4.1	3.0	2.0	1.7	1.5
PCFR		11.9	9.4	11.8	6.8	6.3
EV/EBITDA		17.0	13.3	11.2	8.5	7.4
PSR		0.7	0.5	0.3	0.3	0.2
<b>재무비율(%)</b>						
ROE		13.3	14.2	5.6	13.8	14.1
ROA		5.4	5.7	2.3	5.5	5.9
ROIC		10.3	11.3	8.5	10.9	12.5
부채비율		162.3	139.6	156.0	145.9	133.7
순부채비율		64.9	56.0	56.7	43.8	30.6
이자보상배율(배)		11.7	12.0	8.4	12.7	13.0

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>		334.5	340.2	411.4	469.4	527.6
금융자산		32.1	6.6	39.2	64.1	97.9
현금성자산		17.9	6.3	39.0	63.8	97.6
매출채권 등		191.2	197.0	219.8	239.4	253.7
재고자산		104.9	132.6	147.9	161.1	170.7
기타유동자산		6.3	4.0	4.5	4.8	5.3
<b>비유동자산</b>		399.9	412.1	424.4	430.9	438.0
투자자산		22.0	38.0	42.2	45.9	48.6
금융자산		22.0	36.8	41.1	44.7	47.4
유형자산		326.9	323.3	332.8	336.8	342.2
무형자산		13.8	14.7	13.2	12.0	11.1
기타비유동자산		37.2	36.1	36.2	36.2	36.1
<b>자산총계</b>		734.4	752.3	835.8	900.3	965.6
<b>유동부채</b>		408.6	407.7	435.7	459.8	477.5
금융부채		171.8	159.5	159.5	159.5	159.5
매입채무 등		226.3	236.0	263.2	286.7	303.9
기타유동부채		10.5	12.2	13.0	13.6	14.1
<b>비유동부채</b>		45.8	30.6	73.5	74.3	74.9
금융부채		42.0	22.9	64.9	64.9	64.9
기타비유동부채		3.8	7.7	8.6	9.4	10.0
<b>부채총계</b>		454.4	438.3	509.2	534.1	552.4
<b>지배주주지분</b>		280.1	314.1	326.6	366.3	413.2
자본금		43.1	43.1	43.1	43.1	43.1
자본잉여금		12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
자본조정		(37.5)	(37.5)	(37.5)	(37.5)	(37.5)
기타포괄이익누계액		(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금		262.1	296.0	308.6	348.2	395.2
<b>비지배주주지분</b>		(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.0
<b>자본총계</b>		280.0	314.0	326.5	366.2	413.2
순금융부채		181.8	175.9	185.2	160.4	126.5
<b>현금흐름표</b>						
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>		63.1	68.3	45.3	76.7	86.7
당기순이익		38.2	42.2	17.9	47.8	55.2
조정		58.1	57.3	37.0	37.2	37.6
감가상각비		35.4	36.2	37.0	37.2	37.5
외환거래손익		0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타		22.4	21.0	0.0	0.0	0.1
영업활동		(33.2)	(31.2)	(9.6)	(8.3)	(6.1)
<b>투자활동 현금흐름</b>		(50.9)	(43.7)	(49.3)	(43.7)	(44.7)
투자자산감소(증가)		14.0	(15.9)	(4.3)	(3.7)	(2.7)
유형자산감소(증가)		(55.8)	(40.1)	(45.0)	(40.0)	(42.0)
기타		(9.1)	12.3	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>		0.9	(36.4)	36.6	(8.1)	(8.1)
금융부채증가(감소)		51.1	(31.4)	42.0	0.0	0.0
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(44.8)	0.1	0.0	0.0	0.0
배당지급		(5.4)	(5.1)	(5.4)	(8.1)	(8.1)
<b>현금의 증감</b>		12.7	(11.5)	32.6	24.8	33.8
Unlevered CFO		113.2	116.7	63.9	103.6	111.4
Free Cash Flow		5.1	26.9	0.3	36.7	44.7

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### SPC삼립



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.9.27	BUY	140,000		
18.7.17	BUY	170,000	-31.71%	-16.18%
18.3.8	BUY	220,000	-42.72%	-36.82%
17.11.14	BUY	180,000	-17.90%	-9.44%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 02월 11일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 02월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2020년 02월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.