SK COMPANY Analysis

SK securities

2016-11-13

사조산업 (007160/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(유지))

어닝 서프라이즈!

참치 어가 반등, 유가하락 지속, 엔화 강세 등 주요 이익결정변수가 모두 우호적인 흐름을 나타내며 3Q16 어닝 서프라이즈를 기록했다. 어가, 유가, 엔화환율 등 세 변수 모두 장기적으로 우호적인 흐름이 예상된다. 3Q15 주요 연결 자회사의 변동이 없어 실적 yoy 비교가 가능함에 따라 실적 예측 가시성도 높아졌다. 10 월말 지분이동으로 승계작업도 마무리 단계에 접어들었고, 배당 등 주주친화정책 도입을 예정하고 있는 점도 긍정적이다.

3Q16, 어닝 서프라이즈

3Q16 연결기준 실적은 매출 1,816 억원(+5.0% yoy), 영업이익 206 억원(+45.7% yoy)으로 당사 영업이익 추정치(164 억원)를 크게 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 선망참치 어가 반등, 유가 하락세 지속의 영향으로 사조산업의 별도기준 영업이익이 121 억원으로 yoy 49.5% 증가했다. 자회사 사조씨푸드 또한 엔화 강세에 힘입어 영업이익 45 억원(+57.5% yoy)의 호실적을 기록했다.

주요 이익결정변수 모두 우호적 움직임

사조산업의 이익결정변수 중 가장 중요한 것은 어가, 유가, 환율이며, 세 변수 모두 우호적인 흐름을 보여주고 있다. 선망참치 어가는 올해초 950$/ton 을 저점으로 현재 평균 1,400$/ton 수준에 거래되고 있다. 올해 4~5 월 미국선단의 입어료 협상 지연으로 어가가 1,600$/ton 까지 상승한 이후 1,400$/ton 수준에서 안정적으로 유지되고 있다. 올해초 가격이 비정상적으로 낮은 수준이었음을 감안하면 현 수준의 가격이 유지될 것으로 예상된다. 3Q16 사조산업의 유류원가는 447 원/리터이며, 국제유가의 하향 안정화 추세와 같이 안정적으로 유지되고 있다. 올해 초 이후 엔화(원엔 기준)는 약 12 .5% 절상되었으며, 2015 년 하반기 저점 대비 약 20% 절상되었다. 횟감참치를 가공해 일본에 수출하는 금액이 큰 만큼 엔화 강세는 사조산업 및 사조씨푸드의 실적에 긍정적이다.

Analyst
김승
seungeee@sk.com
02-3773-8919

Company Data	
자본금	250 억원
발행주식수	500 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,290 억원
주요주주	
주진우(외6)	51.71%
국민연금공단	10.23%
외국인지분률	3.00%
배당수익률	

Stock Data	
주가(16/11/11)	65,800 원
KOSPI	1984.43 pt
52주 Beta	0.69
52주 최고가	72,100 원
52주 최저가	56,200 원
60일 평균 거래대금	12 억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.1%	6.6%
6개월	7.9%	7.6%
12개월	9.7%	10.4%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	15,670	13,050	9,052	6,800	7,466	7,882
yoy	%	0.8	-16.7	-30.6	-24.9	9.8	5.6
영업이익	억원	286	578	341	517	537	577
yoy	%	-41.3	102.3	-41.0	51.8	3.9	7.4
EBITDA	억원	537	816	521	646	660	694
세전이익	억원	107	430	363	461	502	551
순이익(지배주주)	억원	-43	217	191	304	374	413
영업이익률%	%	1.8	4.4	3.8	7.6	7.2	7.3
EBITDA%	%	3.4	6.3	5.8	9.5	8.8	8.8
순이익률	%	-0.8	2.4	2.7	5.1	5.2	5.5
EPS	원	-855	4,348	3,821	6,075	7,485	8,255
PER	배	N/A	9.2	17.7	10.8	8.8	8.0
PBR	배	0.6	0.7	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	17.6	10.0	13.4	10.1	9.2	8.3
ROE	%	-1.7	8.1	6.4	9.3	10.3	10.2
순차입금	억원	5,976	4,577	2,849	2,536	2,238	2,018
부채비율	%	234.6	181.7	139.1	154.1	138.1	122.0

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

실적 예측 가시성 상승, 주주친화정책 도입도 긍정적

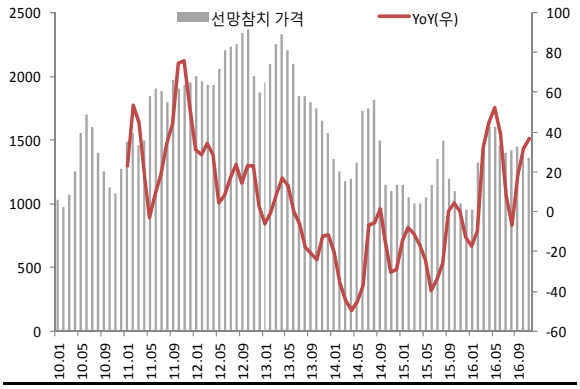
주요 이익결정변수(어가, 유가, 환율) 모두 3Q16 뿐만 아니라 향후 장기적으로도 우호적인 흐름이 예상되며, 사조산업의 실적은 분기별로 꾸준히 개선되는 모습을 보일 것으로 전망된다. 3Q15 이후 주요 연결대상 자회사의 큰 변동이 없었던 만큼 실적 yoy 비교가 가능해졌고, 이로 인한 실적 예측의 가시성도 높아졌다. 10 월 28 일에 있었던 사조산업 지분 이동을 마지막으로 지분승계작업도 마무리 수순에 접어든 것으로 판단되며, 회사도 배당지급을 검토하는 등 주주친화정책을 적극 도입할 예정이라고 밝힘에 따라 기업가치의 추가 상승도 기대된다. 사조산업에 대해 투자의견 매수, 목표주가 120,000 원을 유지한다.

분기별 실적 추이 (단위: 억원, %)

	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	1,730	1,753	1,512	1,626	1,816	5.0	11.7	1,887	1,887	-3.7
영업이익	141	45	87	114	206	45.7	79.8	144	164	25.4
세전이익	442	-203	77	77	213	-51.8	176.1	139	159	33.8
지배주주순이익	380	-233	53	35	148	-61.1	317.3	101	103	43.4
영업이익률	8.2	2.5	5.8	7.0	11.3	3.2	4.3	7.6	8.7	2.6
세전이익률	25.5	-11.6	5.1	4.7	11.7	-13.8	7.0	7.4	8.4	3.3
지배주주순이익률	22.0	-13.3	3.5	2.2	8.1	-13.8	6.0	5.4	5.5	2.7

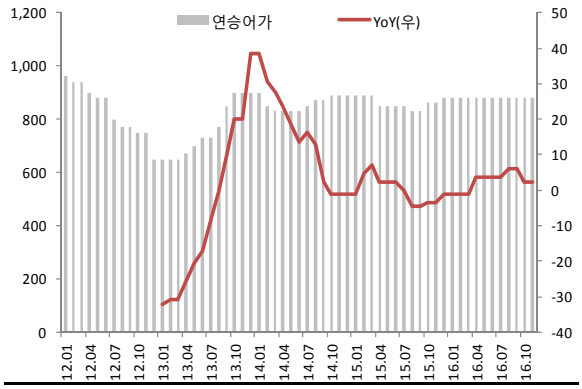
자료: SK 증권, FN 가이드

선망참치가격 추이 (단위 : $/ton, %)



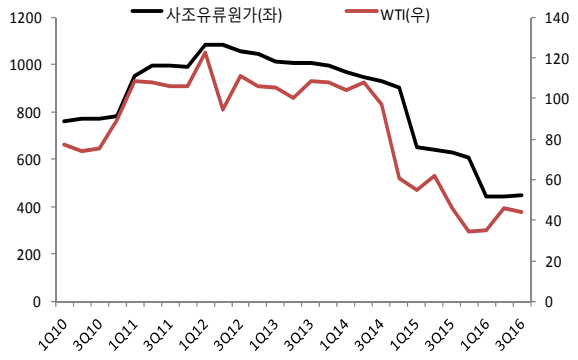
자료 : 사조산업

연승참치가격 추이 (단위 : 엔/kg)



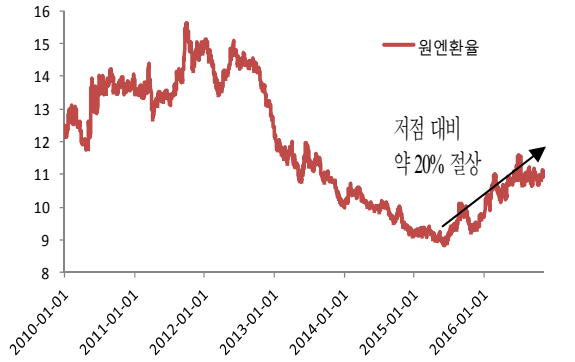
자료 : 사조산업
주 : B/E 40 上 기준

사조산업 유류원가 및 WTI 유가 추이 (단위 : 원/리터, $/배럴)



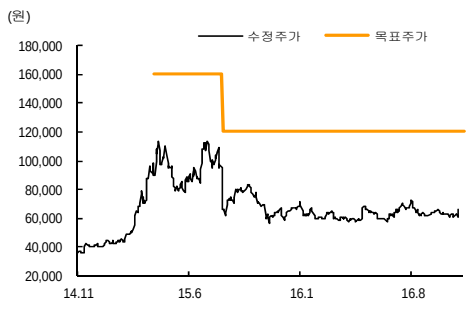
자료 : 사조산업 CEIC

원엔환율 추이 단위 : 원/엔



자료 : 블룸버그

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.14	매수	120,000원
	2016.10.31	매수	120,000원
	2016.07.25	매수	120,000원
	2016.04.04	매수	120,000원
	2015.11.17	매수	120,000원
	2015.08.27	매수	120,000원
	2015.08.19	매수	120,000원
	2015.08.18	매수	120,000원
	2015.07.07	적극매수	160,000원
	2015.06.01	적극매수	160,000원
	2015.05.18	적극매수	160,000원
	2015.04.14	적극매수	160,000원
	2015.04.10	적극매수	160,000원



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 (2016 년 11 월 14 일 기준)

매수	94.63%	중립	5.37%	매도	0%

Analyst 김승 seungeee@sk.com / 02-3773-8919

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,881	2,427	3,303	3,698	4,031
현금및현금성자산	121	95	1,140	1,438	1,658
매출채권및기타채권	984	520	369	389	413
재고자산	1,502	924	812	857	908
비유동자산	8,244	6,604	7,266	7,227	7,197
장기금융자산	234	118	254	254	254
유형자산	4,903	3,903	3,924	3,803	3,688
무형자산	592	51	50	49	48
자산총계	12,125	9,031	10,569	10,925	11,227
유동부채	5,910	4,131	5,017	5,123	5,245
단기금융부채	3,921	2,801	3,098	3,098	3,098
매입채무 및 기타채무	1,011	436	812	857	908
단기충당부채	33	0	0	0	0
비유동부채	1,910	1,123	1,393	1,213	925
장기금융부채	1,218	472	972	972	972
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,820	5,253	6,410	6,336	6,170
지배주주지분	2,844	3,096	3,434	3,843	4,291
자본금	250	250	250	250	250
자본잉여금	93	69	69	69	69
기타자본구성요소	-32	-2	-2	-2	-2
자기주식	-32	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	2,514	2,681	2,969	3,343	3,756
비지배주주지분	1,460	682	725	746	766
자본총계	4,304	3,778	4,160	4,589	5,057
부채와자본총계	12,125	9,031	10,569	10,925	11,227

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	13,050	9,052	6,800	7,466	7,882
매출원가	11,015	7,751	5,812	6,387	6,743
매출총이익	2,035	1,300	987	1,079	1,139
매출총이익률 (%)	15.6	14.4	14.5	14.5	14.5
판매비와관리비	1,457	960	470	542	562
영업이익	578	341	517	537	577
영업이익률 (%)	4.4	3.8	7.6	7.2	7.3
비영업손익	-148	22	-56	-36	-26
순금융비용	180	104	83	67	58
외환관련손익	-5	18	-7	-7	-7
관계기업투자등 관련손익	114	7	54	68	73
세전계속사업이익	430	363	461	502	551
세전계속사업이익률 (%)	3.3	4.0	6.8	6.7	7.0
계속사업법인세	113	119	117	110	121
계속사업이익	317	244	344	391	430
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	317	244	344	391	430
순이익률 (%)	2.4	2.7	5.1	5.2	5.5
지배주주	217	191	304	374	413
지배주주귀속 순이익률(%)	1.67	2.11	4.47	5.01	5.24
비지배주주	100	53	40	17	17
총포괄이익	275	307	382	429	468
지배주주	182	264	338	409	448
비지배주주	93	44	44	20	20
EBITDA	816	521	646	660	694

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	974	506	1,125	364	277
당기순이익(손실)	317	244	344	391	430
비현금성항목등	592	326	326	269	264
유형자산감가상각비	236	178	127	121	115
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타	190	-45	39	30	35
운전자본감소(증가)	171	16	755	-16	-126
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-364	-272	140	-20	-23
재고자산감소(증가)	240	125	136	-45	-51
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	185	230	-355	45	51
기타	109	-66	833	4	-102
법인세납부	-106	-80	-300	-280	-291
투자활동현금흐름	-404	99	-757	48	53
금융자산감소(증가)	-16	-26	-118	0	0
유형자산감소(증가)	-191	-15	-163	0	0
무형자산감소(증가)	-10	-20	-1	-1	-1
기타	-187	160	-475	48	54
재무활동현금흐름	-949	-633	679	-114	-110
단기금융부채증가(감소)	-346	-776	271	0	0
장기금융부채증가(감소)	-348	14	525	0	0
자본의증가(감소)	0	74	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-256	55	-117	-114	-110
현금의 증가(감소)	-379	-26	1,046	297	220
기초현금	500	121	95	1,140	1,438
기말현금	121	95	1,140	1,438	1,658
FCF	1,341	1,494	1,232	659	574

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-16.7	-30.6	-24.9	9.8	5.6
영업이익	102.3	-41.0	51.8	3.9	7.4
세전계속사업이익	300.5	-15.7	27.2	8.8	9.8
EBITDA	51.8	-36.2	24.1	2.1	5.1
EPS(계속사업)	흑전	-12.1	59.0	23.2	10.3
수익성 (%)					
ROE	8.1	6.4	9.3	10.3	10.2
ROA	2.4	2.3	3.5	3.6	3.9
EBITDA마진	6.3	5.8	9.5	8.8	8.8
안정성 (%)					
유동비율	65.7	58.8	65.8	72.2	76.9
부채비율	181.7	139.1	154.1	138.1	122.0
순차입금/자기자본	106.3	75.4	61.0	48.8	39.9
EBITDA/이자비용(배)	3.3	3.3	5.4	5.8	6.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,348	3,821	6,075	7,485	8,255
BPS	56,890	61,915	68,685	76,865	85,815
CFPS	9,107	7,419	8,656	9,940	10,585
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.8	29.8	11.9	9.6	8.7
PER(최저)	6.1	10.6	9.5	7.7	7.0
PBR(최고)	0.8	1.8	1.1	0.9	0.8
PBR(최저)	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7
PCR	4.4	9.1	7.6	6.6	6.2
EV/EBITDA(최고)	10.2	17.9	10.5	9.7	8.8
EV/EBITDA(최저)	9.2	10.8	9.4	8.6	7.7

자료 : 사조산업 SK증권 추정