

SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

Choongwoo.seo@sk.com

02-3773-9005

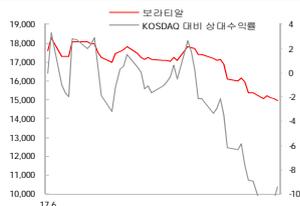
Company Data

자본금	25 억원
발행주식수	675 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,009 억원
주요주주	
김대영(외2)	73.51%
나현진	29.40%
외국인지분률	0.20%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/08/11)	14,950 원
KOSDAQ	628.34 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	18,300 원
52주 최저가	14,950 원
60일 평균 거래대금	38 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.6%	-8.7%
6개월	%	%
12개월	%	%

보라티알 (250000/KQ | 매수(신규편입) | T.P 25,000 원(신규편입))

독보적인 이태리 식자재 유통 기업을 사보라!

보라티알은 60 여개의 프리미엄 브랜드와 국내 독점 유통계약을 맺고 있는 이태리 프리미엄 식자재 유통의 절대 강자이다. 소비심리 개선, 치즈 및 신선식품 등 신규사업 확장에 힘입어 향후 수년간 큰 폭의 실적 성장이 기대된다. 장기적으로 글로벌 외식시장과 마찬가지로 한국도 이태리 음식점 비중이 높아질 것으로 추정되므로 동시에 수혜가 기대된다. 보라티알에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 25,000 원으로 커버리지를 개시한다.

이태리 식자재 유통 전문회사

보라티알은 이태리 프리미엄 식자재 유통에 특화된 회사이며, 데체코, 롱고바디, 메뉴/파로, 락탈리스, 이바라 등 60 여개의 프리미엄 브랜드와 국내 독점 유통 계약을 맺고 있다. 2000 년 5 월에 설립되었으며, 파스타면/올리브오일/토마토소스/휘핑크림/치즈 등 500 여종의 가공식품을 수입 및 유통하고 있다. 호텔/레스토랑/백화점/마트 등 국내 1,400 여개 업체에 제품을 공급하고 있으며 호텔 및 오너셰프 1,000 명 이상과 매일 직접 대면 거래를 하고 있어 이태리 음식점 업계에서 독보적인 영향력을 가지고 있다.

국내 외식업내 이태리식당 비중 지속 상승 전망

글로벌 외식 시장을 살펴보면 일반적으로 이태리 음식 시장 규모가 로컬식에 이어 2 위를 차지하고 있다. 이는 '간단하고 만들기 쉽다'는 이태리 음식의 특성에서 기인한다. 한국 외식시장 규모는 약 84 조원이며, 한식(일반음식점 포함)이 대부분을 차지하고 있으며 중식/일식/서양식 순서로 규모가 크다. 그리고 이 중에서 이태리 음식점의 비중은 3% 미만으로 추정된다. 하지만, 이태리 음식에 대한 선호도는 최근 소득 증가, 파인 다이닝 레스토랑의 증가와 함께 빠르게 성장하고 있다. 글로벌 외식 시장을 통해 확인할 수 있듯이 한국 외식시장에서도 장기적으로 이태리식이 한식에 이어 2 위로 올라설 것으로 예상되며, 현재 비중(3% 미만)을 감안하면 향후 성장폭이 클 것으로 예상된다.

영업실적 및 투자지표

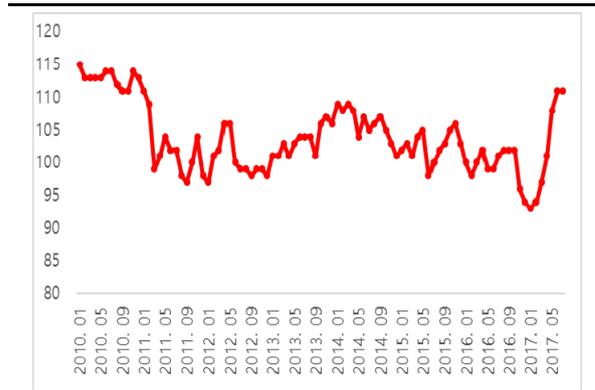
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	0	70	384	473	579	684
yoy	%		0.0	450.8	23.2	22.5	18.1
영업이익	억원	0	17	85	115	147	180
yoy	%		0.0	392.9	34.8	28.3	22.5
EBITDA	억원	0	18	88	118	150	183
세전이익	억원	0	13	93	117	153	187
순이익(지배주주)	억원	0	10	74	94	123	153
영업이익률%	%		24.8	22.2	24.2	25.4	26.3
EBITDA%	%		25.6	22.8	25.0	25.9	26.8
순이익률	%		15.0	19.3	19.9	21.3	22.4
EPS	원		223	1,544	1,653	2,045	2,543
PER	배		0.0	0.0	9.6	7.3	5.9
PBR	배		0.0	0.0	14.2	5.2	2.9
EV/EBITDA	배		0.0	0.0	9.2	6.5	4.6
ROE	%		18.4	70.2	83.4	93.0	56.6
순차입금	억원	0	152	35	78	-31	-168
부채비율	%		374.4	75.6	199.3	78.7	46.9

소비심리개선, 국내 외식경비 회복세

2017.7 월기준 소비자심리지수는 111pt로 17.1 월 93pt 대비 18pt 개선되며 소비심리가 빠르게 개선되고 있다. 세부적으로 보면 향후 경기전망 CSI 가 109pt 로 6 월대비 2pt 하락하긴 했으나 연초 67pt 에서 빠르게 상승했으며, 소비지출전망 CSI 가 108pt 로 연초 104pt 대비 4pt 상승했다. 보라티알과 밀접한 관계가 있는 외식비 지출 전망 CSI 는 7 월 기준 94pt 로 연초 87pt 대비 7pt 상승했으며, 2 월 이후 6 개월째 상승하는 모습을 보이고 있다. 소비심리 개선 및 소비자 지출 전망/외식비 지출 전망 CSI 지수는 실제 음식점 판매액 추이에 반영되기까지 몇 달의 lagging 이 발생한다. 하지만, 외식업의 최하단에 위치하고 있는 식자재 구매에는 빠르게 반영되는 경향이 있다. 신정부 출범 이후 식자재 주문이 빠르게 성장하고 있고 김영란법 등으로 인한 지난해 기저효과도 있어 2분기 및 하반기 큰 폭의 실적 개선이 예상된다.

소비자심리지수 추이

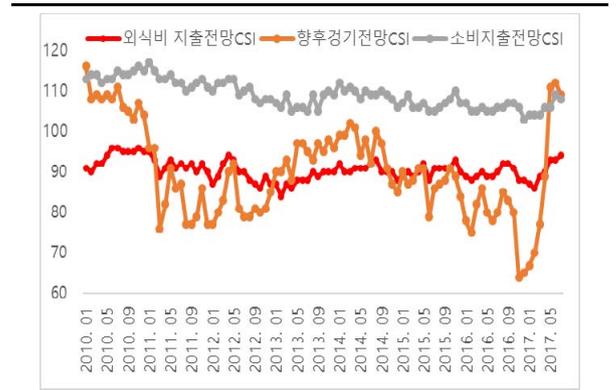
(단위 : pt)



자료 : 통계청

주요 CSI 추이

(단위 : pt)



자료 : 통계청

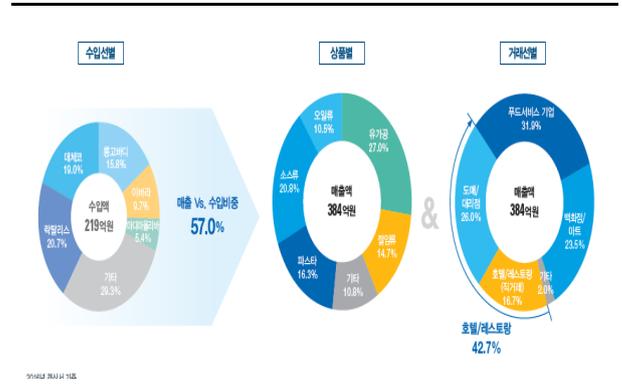
보라티알 주요 제품



자료 : 보라티알

수입선/상품별/거래선별 비중 추이

(단위 : %)



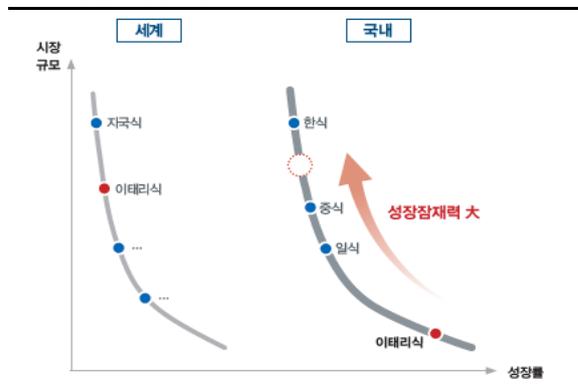
자료 : 보라티알

매출액 및 이익의 안정적 성장

식품 유통업은 일반적으로 사업이 안정적인 특성을 갖고 있으며, 특히 수입 식재료 시장은 한 업체가 독점하고 있는 경우가 많아 일반 식품 유통보다 사업이 더욱 안정적이다. 식품시장의 성장과 함께 수입식품 유통 시장도 커지고 있으며, 식생활의 서구화로 인해 성장 속도는 일반 식품시장보다 빠르다. 또한 독점 유통의 특성상 마진율이 높고, 고마진 상태가 꾸준히 유지되는 경우가 대부분이다. 국내 프리미엄 디저트 수입시장에서 1위를 차지하고 있는 제원인터내셔널을 보면 이를 확인할 수 있다. 제원인터내셔널은 김영란법 이슈로 지난해 국내 외식업 시장 경기가 좋지 않았음에도 불구하고 2016년 매출 475 억원, 영업이익 85 억원, OPM 17.9%를 기록했다. 제원인터내셔널의 2015년 OPM은 21.1%이고 2011년 이후 OPM 평균 17%를 상회하고 있다.

보라티알 또한 60 여개 업체의 이태리 식자재 국내 유통을 독점하고 있어 OPM이 20%를 상회하고 있다. 경기가 좋지 않았던 2016년에도 OPM 22.2%로 호실적을 기록했으며, 올해 소비심리 회복과 함께 영업이익 115 억원, OPM 24.3%로 실적 호조가 예상된다. 매출 또한 2011년 이후 매년 성장하고 있으며, 올해 분기별 매출 100 억원을 상회해 2017년 매출 473 억원으로 yoy 23.3% 성장할 것으로 추정된다. 2014-2016년에 세월호, 메르스, 김영란법, 국정농단 사태 등으로 소비심리가 부진했었고, 신정부 출범 이후 소비심리가 급격히 회복되고 있음을 감안하면 충분히 달성 가능한 실적이라고 판단된다.

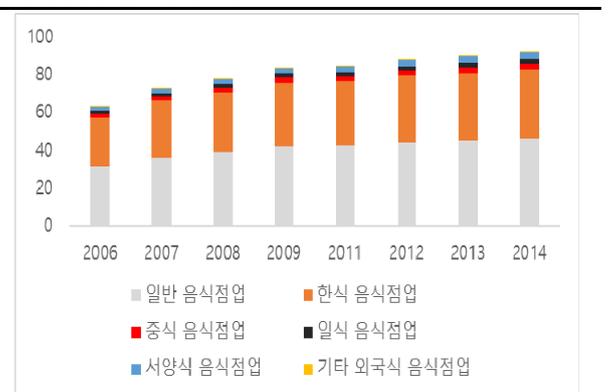
글로벌 외식업 시장 현황



자료 : 보라티알

국내 외식시장 규모 추이 (업종별)

(단위 : 조원)



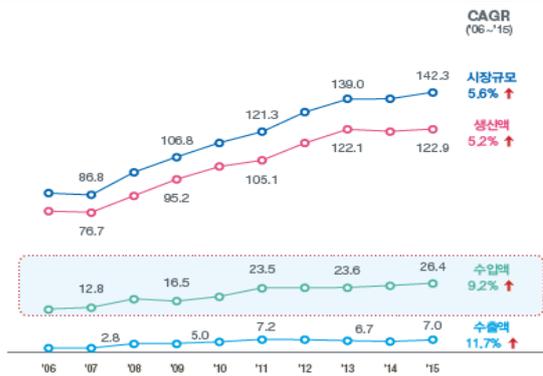
자료 : 통계청

2Q17 실적도 호조

2Q17 매출 103 억원, 영업이익 21 억원으로 호실적을 기록했다. 2분기 상장관련 일회성 비용이 약 3 억원 반영되었다는 점을 감안하면 매출액/영업이익 모두 예상치를 충족했다. 2분기 소비심리 회복과 함께 외식업 전반적으로 식자재 주문량이 증가한 것이 호실적을 견인한 것으로 판단된다. 다만 순이익은 원화 약세/유로화 강세의 영향으로 외화환산차손이 약 5 억원 가량 반영되어 기대에 다소 미치지 못했다. 그럼에도 불구하고, 크리스마스 등 행사가 많은 4분기가 성수기이며, '15년과 '16년 4분기에만 분기 100 억원 수준의 매출을 기록했다는 점을 감안하면 상대적으로 비수기인 2분기에 매출 100 억원을 상회한 것은 의미 있는 성과라고 판단된다. 하반기가 상반기보다 성수기임을 감안하면 올해는 전년대비 큰 폭의 실적성장이 기대된다.

국내 식품시장 추이

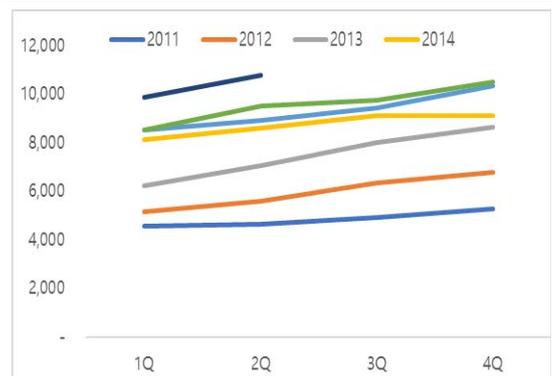
(단위 : 조원)



자료 : 식약처, 보라티알

보라티알 분기별 매출 추이

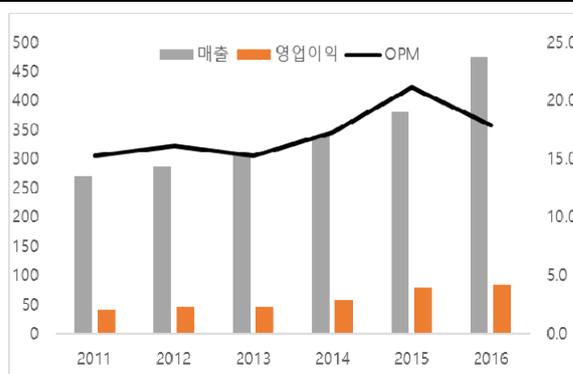
(단위 : 백만원)



자료 : 보라티알

제원인터내셔널 매출, 영업이익, OPM 추이

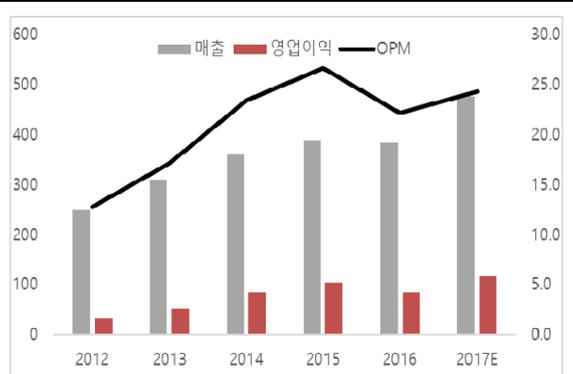
(단위 : 억원 %)



자료 : 한국가구, 제원인터내셔널

보라티알 매출액, 영업이익, OPM 추이

(단위 : 억원 %)

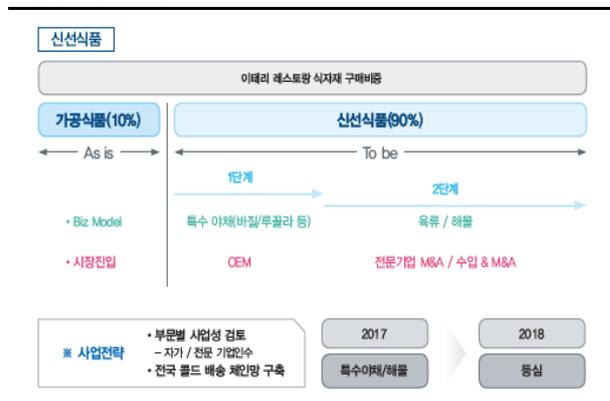


자료 : 보라티알, SK 증권 추정

신규사업 내년부터 본격화 예상

기존 사업의 성장 외에 신규사업도 내년부터 본격화 될 전망이다. 동사는 면류/소스류 등 가공식품 수입 외에 특수야채(바질, 루꼴라 등), 육류/해물 등 신선식품으로도 취급 품목을 확대할 계획을 가지고 있다. 이테리 식당 식자재 구매 비중에서 면류/소스류 등은 약 10%에 불과하며, 신선식품이 90%를 차지하기 때문에 육류/해물/특수야채 등으로 사업 확장시 매출이 급격히 성장할 것으로 예상된다. 동사는 또한 유럽의 'L'사와 함께 후레쉬 치즈 제조 및 판매도 계획하고 있다. 국내 생산된 제품의 신선함을 강점으로 국내 및 해외 수출을 계획하고 있으며, 제조 설비가 완비되는 내년 초부터 매출이 발생할 것으로 전망된다.

신규사업 추진 스케줄



자료 : 보라티알

치즈 제조 설비 도입



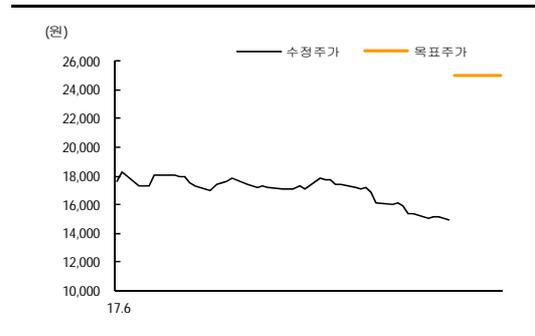
자료 : 보라티알

투자의견 매수, 목표주가 25,000 원으로 신규편입

보라티알에 대해 투자의견 매수, 목표주가 25,000 원으로 커버리지에 신규 편입한다. 목표주가는 2017E EPS 1,653 원에 Target Multiple 15 배를 적용해 산출했다. 음식료 산업의 안정성에 실적 성장성까지 보유하고 있어 업종 평균 수준인 Multiple 15 배 적용은 충분히 적용 가능하다고 판단된다. 소비심리 회복으로 올해 실적 호조가 예상되고, 내년 평창올림픽이라는 이벤트로 1Q18 식자재 매출 성장도 기대할 수 있으며, 신규사업을 통한 실적 성장도 기대된다. 특히 면류와 소스류보다 시장이 훨씬 큰 신선식품 시장 진출시 매출액 및 영업이익의 큰 폭 증가가 기대되는 만큼 향후 밸류에이션 프리미엄도 부여할 수 있을 것으로 판단한다.

밸류에이션	(단위: 원 배)
2017E EPS	1,653
Target Multiple	15
Fair Value	24,795
목표주가	25,000

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.14	매수	25,000원
	2017.06.29	Not Rated	



Compliance Notice

- 작성자(서중우)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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 14일 기준)

매수	91.5%	중립	8.5%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	156	170	161	281	431
현금및현금성자산	3	2	0	109	246
매출채권및기타채권	55	48	52	58	62
재고자산	75	84	95	96	103
비유동자산	113	101	51	66	79
장기금융자산	6	3	0	0	0
유형자산	100	94	46	54	60
무형자산	3	3	0	0	0
자산총계	269	271	212	347	510
유동부채	150	68	63	75	85
단기금융부채	103	13	0	0	0
매입채무 및 기타채무	40	34	38	43	48
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	62	49	78	78	78
장기금융부채	62	49	78	78	78
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	212	117	141	153	163
지배주주지분	57	154	71	194	347
자본금	2	25	0	0	0
자본잉여금	43	43	0	0	0
기타자본구성요소	2	2	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	10	85	71	194	347
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	57	154	71	194	347
부채외자본총계	269	271	212	347	510

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	7	90	-27	121	145
당기순이익(손실)	10	74	71	123	153
비현금성항목등	7	30	24	27	30
유형자산감가상각비	1	3	4	3	3
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	0	5	-2	-7	-8
운전자본감소(증가)	-11	-4	-98	1	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-6	4	-52	-6	-4
재고자산감소(증가)	-13	-9	-95	-1	-7
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	20	1	38	6	4
기타	-12	0	11	2	2
법인세납부	0	-11	-24	-30	-34
투자활동현금흐름	-6	-7	-49	-10	-7
금융자산감소(증가)	-3	-10	0	0	0
유형자산감소(증가)	0	0	-50	-10	-10
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-3	3	1	0	4
재무활동현금흐름	-32	-84	76	-2	-2
단기금융부채증가(감소)	-4	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-27	0	78	0	0
자본의증가(감소)	0	24	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-1	-3	-2	-2	-2
현금의 증가(감소)	-31	-1	-2	109	137
기초현금	34	3	2	0	109
기말현금	3	2	0	109	246
FCF	-85	80	37	112	136

자료 : 보라티알 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	70	384	473	579	684
매출원가	39	222	265	323	379
매출총이익	31	162	208	256	305
매출총이익률 (%)	44.7	42.2	43.9	44.2	44.6
판매비와관리비	14	77	93	109	125
영업이익	17	85	115	147	180
영업이익률 (%)	24.8	22.2	24.2	25.4	26.3
비영업손익	-4	8	2	6	7
순금융비용	0	2	1	2	-1
외환관련손익	-2	4	1	1	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	13	93	117	153	187
세전계속사업이익률 (%)	19.0	24.3	24.7	26.4	27.4
계속사업법인세	3	19	23	30	34
계속사업이익	10	74	94	123	153
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	10	74	94	123	153
순이익률 (%)	15.0	19.3	19.9	21.3	22.4
지배주주	10	74	94	123	153
지배주주귀속 순이익률(%)	15.01	19.31	19.88	21.28	22.41
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	10	74	94	123	153
지배주주	10	74	94	123	153
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	18	88	118	150	183

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	0.0	450.8	23.2	22.5	18.1
영업이익	0.0	392.9	34.8	28.3	22.5
세전계속사업이익	0.0	603.5	25.1	31.0	22.6
EBITDA	0.0	391.7	34.8	26.9	22.3
EPS(계속사업)	0.0	591.9	0.9	31.2	24.4
수익성 (%)					
ROE	18.4	70.2	83.4	93.0	56.6
ROA	3.9	27.4	38.9	44.1	35.8
EBITDA마진	25.6	22.8	25.0	25.9	26.8
안정성 (%)					
유동비율	104.0	250.6	254.4	375.5	508.2
부채비율	374.4	75.6	199.3	78.7	46.9
순차입금/자기자본	267.7	22.9	109.6	-16.2	-48.4
EBITDA/이자비용(배)	30.6	28.4	70.5	70.7	86.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	223	1,544	1,558	2,045	2,543
BPS	1,210	3,078	1,051	2,876	5,146
CFPS	235	1,598	1,617	2,092	2,596
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	0.0	11.7	9.0	7.2
PER(최저)	0.0	0.0	9.6	7.3	5.9
PBR(최고)	0.0	0.0	17.4	6.4	3.6
PBR(최저)	0.0	0.0	14.2	5.2	2.9
PCR	0.0	0.0	9.3	7.2	5.8
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	11.1	8.0	5.8
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	9.2	6.5	4.6