

SK COMPANY Analysis



Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

Company Data

자본금	431 억원
발행주식수	863 만주
자사주	26 만주
액면가	5,000 원
시가총액	14,669 억원
주요주주 (주)파리크라상(외3)	72.83%

외국인지분율	4.40%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(16/12/19)	170,000 원
KOSPI	2038.39 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	337,000 원
52주 최저가	152,000 원
60일 평균 거래대금	22 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.5%	-4.5%
6개월	-5.3%	-9.2%
12개월	-41.4%	-43.2%

SPC 삼립 (005610/KS | 매수(유지) | T.P 280,000 원(유지))

겨울, 실적 성수기 진입!

호빵/케익판매 호조 등 성수기 효과에 힘입어 4Q 호실적이 예상된다. 삼립 GFS 는 올해 9,763 억원으로 매출이 큰 폭 성장할 전망이며, 외부물류 증가/비용절감 등에 힘입어 영업이익률도 점차 개선될 전망이다. 상해삼립 GFS 도 해외매장 증가와 함께 사업이 안정적으로 성장하고 있다. 청주공장 완공 이후 소스류/음료베이스 내재화로 HMR 부문 아이템 확대도 기대된다. 성장 스토리가 여전히 유효한 만큼 투자 의견 매수를 유지한다.

4Q16 실적 호조 전망

4Q16 연결실적은 매출 5,320 억원(+36.1% yoy), 영업이익 230 억원(+17.2% yoy)의 호실적이 예상된다. 제빵 부문은 호빵 및 HMR 제품 판매 호조로 매출이 yoy 4.1% 성장할 전망이다. 신제품 효과에 힘입어 2016 겨울시즌 호빵 매출액은 약 550 억원(+15.7% yoy), 이 중 4Q 판매액은 약 400 억원(+18.3% yoy)에 달할 것으로 추정된다. 식품소재 부문은 크리스마스 시즌 도래와 함께 케익용 밀가루, 계란 등의 판매 증가로 매출이 yoy 24.5% 증가할 전망이다. 식품유통 부문 또한 삼립 GFS 물류통합 완료로 매출이 yoy 103.0% 증가할 것으로 전망되는 등 성수기 효과에 힘입어 전 부문에 걸쳐 고른 실적 성장이 예상된다.

GFS 매출 성장 이후 내년 이익률 개선 예상

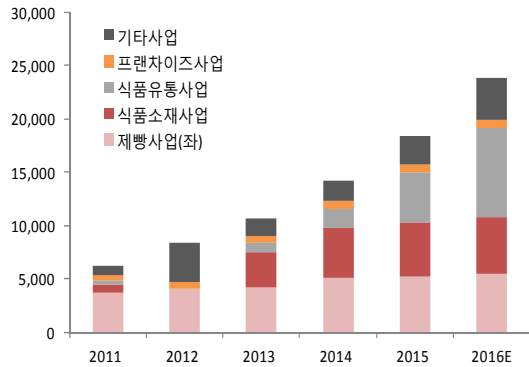
삼립 GFS 는 그룹내 식자재 유통 및 물류통합이 완료된 이후 실적이 급성장해 올해 9,763 억원(+76.5% yoy)의 매출을 기록할 전망이다. 영업이익 또한 98 억원(+70.9% yoy)으로 크게 성장하지만 아직 OPM 은 1% 수준으로 전사 평균(약 3.5%)에 비해 크게 낮은 수준이다. 하지만 외부물류 증가 및 그룹 물류통합 이후 비용절감/프로세스 개선 등에 힘입어 영업이익률이 점차 개선될 전망이다. 2016 년 기준 삼립 GFS 의 매출 기여도는 52.1%이나 영업이익 기여도는 14.8% 수준이다. 현재 1% 수준인 OPM 이 2% 까지 상승한다면 삼립 GFS 의 영업이익 기여도가 30% 수준까지 상승할 수 있어 삼립 GFS 가 내년 실적 성장의 핵심이 될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	10,662	11,076	13,738	18,723	20,057	23,315
yoy	%	27.9	3.9	24.0	36.3	7.1	16.2
영업이익	억원	359	469	569	662	907	1,160
yoy	%	215.0	30.7	21.4	16.4	36.9	27.9
EBITDA	억원	625	752	879	997	1,217	1,439
세전이익	억원	267	413	516	636	900	1,170
순이익(지배주주)	억원	220	333	376	494	682	887
영업이익률%	%	3.4	4.2	4.1	3.5	4.5	5.0
EBITDA%	%	5.9	6.8	6.4	5.3	6.1	6.2
순이익률	%	2.1	3.0	2.7	2.6	3.4	3.8
EPS	원	2,455	3,855	4,354	5,728	7,899	10,278
PER	배	24.5	38.9	63.5	29.7	21.5	16.5
PBR	배	2.7	5.8	9.4	5.0	4.1	3.4
EV/EBITDA	배	11.5	19.6	29.3	15.8	12.2	9.7
ROE	%	11.8	15.9	15.7	18.0	21.0	22.5
순차입금	억원	1,896	1,713	1,771	1,026	151	-844
부채비율	%	182.8	155.7	141.5	134.3	115.9	103.4

부문별 매출 추이

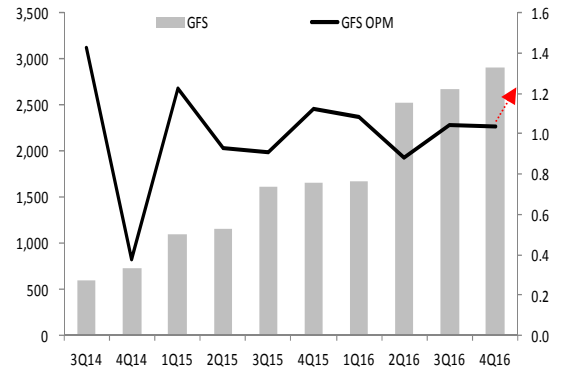
(단위: 억원)



자료: SPC 삼립 SK 증권 추정

삼립 GFS 실적 추이

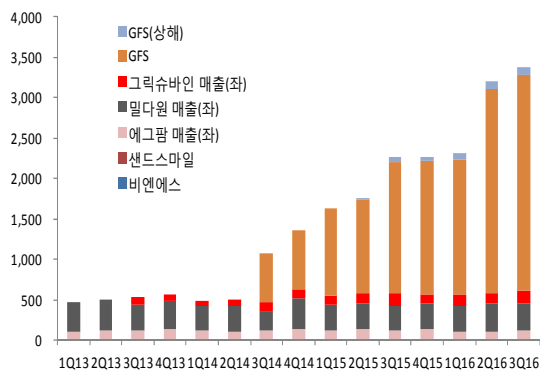
(단위: 억원 %)



자료: SPC 삼립 SK 증권 추정

주요 자회사별 매출 추이

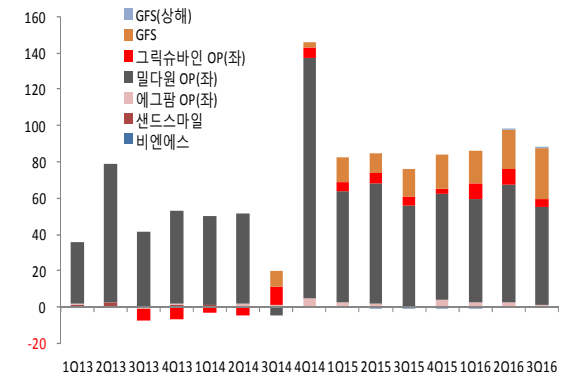
(단위: 억원)



자료: SPC 삼립

주요 자회사별 영업이익 추이

(단위: 억원)



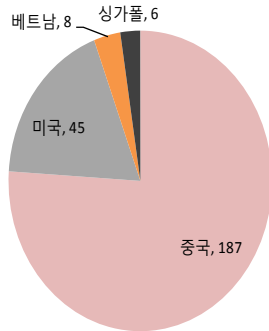
자료: SPC 삼립

해외 부문도 장기성장 동력

상해삼립 GFS는 SPC 그룹 해외매장에 물류 및 식자재 공급을 담당하고 있다. 아직 해외 매장수가 많지 않아 매출은 크지 않지만 해외 사업이 장기 성장동력이 될 것으로 전망된다. SPC 그룹은 현재 중국에 187개 매장을 보유하고 있으며, 2020년까지 매장수를 800개 이상으로 확대할 계획을 갖고 있다. 중국의 점당 매출액이 국내보다 높다는 점을 감안시 800개 매장에서 기대할 수 있는 식자재/물류 매출은 약 1,500억 원 ~ 1,600억 원에 달할 것으로 추정된다. 현재 분기 매출 100억 원을 돌파했으며, 1Q16 이후 흑자로 전환하는 등 사업이 안정적으로 성장하고 있다.

SPC 그룹 해외매장 현황

(단위: 개)

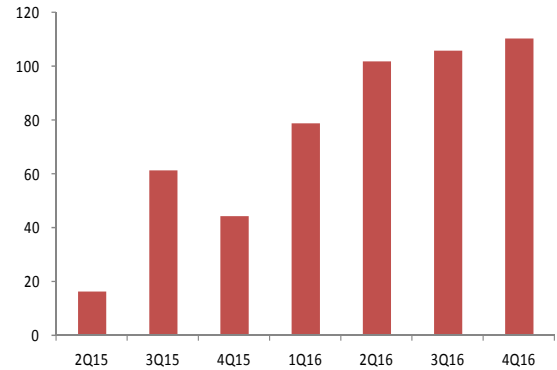


자료: SPC 삼립

주: 12월 매장 추가 오픈으로 매장 갯수 차이 발생할 수 있음

상해삼립 GFS 분기별 매출 추이

(단위: 억원)



자료: SPC 삼립 SK 증권 추정

성장 스토리 여전히 유효, 목표주가 280,000 원 유지

삼립 GFS 매출 성장/이익률 상승, 상해삼립 GFS 식자재 매출 증가 외에 기타 부문 실적 성장도 기대된다. 내년 초 청주공장 증설 완료 이후 증설된 capa를 활용해 조각야채, 소스류, 음료베이스 등 식품소재 부문을 강화할 예정이며, 소스사업 내재화와 함께 HMR 제품 아이템 확대도 가능할 전망이다. 프랜차이즈 부문은 적자가 나는 직영점포를 '그릭슈바인' 매장으로 전환하고 있어 점차 수익성이 개선되고 있다. SPC 그룹에서 운영하는 'Shake-Shack' 버거는 빵(삼립식품), 패티(그릭슈바인), 물류(삼립 GFS) 등을 삼립에서 담당하고 있어 매장수 증가와 함께 매출 성장에 일정부분 기여할 것으로 보인다. 최근 음식료 업종 투자심리 악화로 동사의 주가도 약세를 보였지만 성장 스토리는 여전히 유효하다. 2017E 실적 기준 PER 21.5 배에 거래되고 있어 밸류에이션이 싸지는 않지만 매출/이익 고성장세를 감안하면 프리미엄을 충분히 부여할 수 있다고 판단된다. SPC 삼립에 대해 투자의견 매수, 목표주가 280,000 원을 유지한다.

분기별 실적 추이

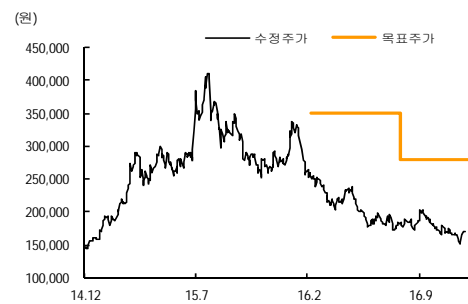
(단위: 억원 %)

	4Q15A	1Q16A	2Q16A	3Q16A	4Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	차이(a/b)
매출액	3,909	3,828	4,755	4,820	5,320	36.1	10.4	5,007	6.3
영업이익	196	123	180	130	230	17.2	77.2	229	0.5
세전이익	175	118	171	119	228	30.4	92.5	216	5.8
지배주주순이익	105	93	136	92	173	64.7	87.3	167	3.7
영업이익률	5.0	3.2	3.8	2.7	4.3	-0.7	1.6	4.6	-0.2
세전이익률	4.5	3.1	3.6	2.5	4.3	-0.2	1.8	4.3	0.0
지배주주순이익률	2.7	2.4	2.9	1.9	3.3	0.6	1.3	3.3	-0.1

자료: SK 증권 FN 가이드

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.12.21	매수	280,000원
2016.11.14	매수	280,000원
2016.10.14	매수	280,000원
2016.08.29	매수	280,000원
2016.08.17	매수	280,000원
2016.02.29	매수	350,000원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 12 월 21 일 기준)

매수	94.9%	중립	5.1%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,105	2,353	3,054	4,073	5,478
현금및현금성자산	117	109	622	1,498	2,493
매출채권및기타채권	1,278	1,413	1,299	1,376	1,595
재고자산	623	765	1,041	1,102	1,278
비유동자산	3,612	3,775	3,860	3,571	3,343
장기금융자산	17	22	153	153	153
유형자산	2,926	3,026	2,927	2,635	2,376
무형자산	141	139	137	140	143
자산총계	5,717	6,129	6,913	7,644	8,821
유동부채	3,178	2,896	3,719	3,850	4,221
단기금융부채	1,633	1,280	1,520	1,520	1,520
매입채무 및 기타채무	1,009	1,030	1,401	1,484	1,720
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	304	695	243	253	263
장기금융부채	200	600	129	129	129
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,482	3,591	3,963	4,103	4,484
지배주주지분	2,238	2,540	2,952	3,543	4,338
자본금	431	431	431	431	431
자본잉여금	125	125	125	125	125
기타자본구성요소	116	116	116	116	116
자기주식	-13	-13	-13	-13	-13
이익잉여금	1,566	1,867	2,312	2,935	3,763
비지배주주지분	-2	-2	-2	-1	-1
자본총계	2,236	2,538	2,951	3,541	4,337
부채외자본총계	5,717	6,129	6,913	7,644	8,821

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	501	497	1,205	953	1,054
당기순이익(손실)	334	376	495	682	887
비현금성항목등	640	714	667	535	552
유형자산감가상각비	265	290	315	291	259
무형자산감가상각비	18	20	19	19	20
기타	205	214	150	-16	-16
운전자본감소(증가)	-440	-459	213	-34	-89
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-128	-161	98	-77	-219
재고자산감소(증가)	-189	-257	-356	-62	-175
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-107	9	392	83	236
기타	-16	-51	79	21	69
법인세납부	-33	-134	-170	-230	-296
투자활동현금흐름	-205	-456	-365	24	42
금융자산감소(증가)	-4	6	-139	0	0
유형자산감소(증가)	-182	-397	-212	0	0
무형자산감소(증가)	-14	-10	-22	-22	-22
기타	-5	-55	9	46	64
재무활동현금흐름	-276	-51	-325	-101	-101
단기금융부채증가(감소)	-361	-553	-260	0	0
장기금융부채증가(감소)	200	600	29	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-37	-43	-49	-59	-59
기타	-77	-55	-45	-42	-42
현금의 증가(감소)	20	-9	514	876	995
기초현금	97	117	109	622	1,498
기말현금	117	109	622	1,498	2,493
FCF	291	79	941	946	1,052

자료 : SPC삼립 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	11,076	13,738	18,723	20,057	23,315
매출원가	8,402	10,650	15,104	15,400	17,990
매출총이익	2,674	3,088	3,619	4,657	5,325
매출총이익률 (%)	24.1	22.5	19.3	23.2	22.8
판매비와관리비	2,205	2,518	2,957	3,750	4,165
영업이익	469	569	662	907	1,160
영업이익률 (%)	4.2	4.1	3.5	4.5	5.0
비영업손익	-56	-53	-27	-7	10
순금융비용	73	52	41	25	7
외환관련손익	-1	2	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	413	516	636	900	1,170
세전계속사업이익률 (%)	3.7	3.8	3.4	4.5	5.0
계속사업법인세	80	140	141	218	283
계속사업이익	333	376	495	682	887
중단사업이익	1	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	334	376	495	682	887
순이익률 (%)	3.0	2.7	2.6	3.4	3.8
지배주주	333	376	494	682	887
지배주주귀속 순이익률(%)	3.01	2.74	2.64	3.4	3.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	315	345	462	649	855
지배주주	314	344	462	649	854
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	752	879	997	1,217	1,439

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	3.9	24.0	36.3	7.1	16.2
영업이익	30.7	21.4	16.4	36.9	27.9
세전계속사업이익	54.8	24.9	23.2	41.6	30.1
EBITDA	20.4	17.0	13.4	22.2	18.2
EPS(계속사업)	57.0	13.0	31.6	37.9	30.1
수익성 (%)					
ROE	15.9	15.7	18.0	21.0	22.5
ROA	5.9	6.4	7.6	9.4	10.8
EBITDA마진	6.8	6.4	5.3	6.1	6.2
안정성 (%)					
유동비율	66.2	81.3	82.1	105.8	129.8
부채비율	155.7	141.5	134.3	115.9	103.4
순차입금/자기자본	76.6	69.8	34.8	4.3	-19.5
EBITDA/이자비용(배)	9.9	16.2	22.4	28.9	34.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,855	4,354	5,728	7,899	10,278
BPS	25,936	29,430	34,213	41,055	50,276
CFPS	7,136	7,946	9,601	11,495	13,512
주당 현금배당금	762	869	700	700	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	46.3	94.5	58.8	42.7	32.8
PER(최저)	14.4	35.6	26.5	19.2	14.8
PBR(최고)	6.9	14.0	9.9	8.2	6.7
PBR(최저)	2.1	5.3	4.4	3.7	3.0
PCR	21.0	34.8	17.7	14.8	12.6
EV/EBITDA(최고)	22.9	42.5	30.3	24.1	19.7
EV/EBITDA(최저)	8.8	17.3	14.3	11.0	8.6