

2017/08/16

# SPC삼립(005610)

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

단기 영업실적은 아쉬우나 경쟁력 확보 흐름은 긍정적

Buy (Maintain)

## ■ 2Q17 Review: 소재 이익하락에 따른 시장기대치 하회

2Q17 연결기준 매출액은 5,241억원 (+10.2% YoY), 영업이익 159억원 (-11.7% YoY, OPM 3.0%)으로, 시장기대치 (195억원)을 하회하는 영업실적을 기록했다. 식소재부문 이익하락이 주요 요인으로 작용했다.

1) Captive 및 외부매출 증가에 따른 삼립GFS 중심 식품유통 성장이 전사 외형증가를 견인하는 구조가 지속되었다. 단 2015~16년 전사 매출액 성장률을 30% 이상으로 이끌어낸 고성장세는 베이스효과에 따라 완화되었다. 향후 비계열사 물량확대 흐름이 전사 성장속도에 영향을 미칠 전망이다.

2) 제빵부문은 최근 냉장디저트류 등 고마진 신제품으로 통한 제품믹스 개선이 지속됨에 따라 6%대의 마진을 시현했다. 이는 기존의 동절기 중심 이익의 부침을 해소할 뿐만 아니라 연간 마진개선 측면에서 긍정적이다.

3) 식품소재부문은 2016년 밀다원의 capa 증설관련 고정비부담과 외부매출 증가 및 계열사 판가인하에 따른 이익률 하락으로 마진이 일부 악화되었다. 11~12월 제분 계약가격 결정시기에 인상이 결정될 경우 정상화 될 가능성이 존재하나, 단기 마진에 부담으로 작용할 전망이다. 단, 최근 설비투자가 마무리된 신사업부문 (음료베이스, 소스, 가공야채, 빵부속물) 관련 청주공장 생산가동이 시작됨에 따라 3Q17부터 영업실적에 기여할 것으로 판단한다. 가동을 안정화시 SPC삼립의 기존사업부문 및 그룹사 captive 기반의 안정적인 외형성장뿐 아니라 이익개선에 대한 기대가 가능하다.

## ■ 신사업 등 지속적인 경쟁력 확보흐름은 긍정적

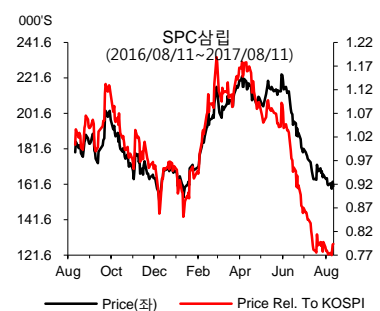
소재부문 마진악화 흐름 지속가능성에 대한 영업실적 추정치에 반영 및 식품유통 외형성장속도 둔화에 따른 프리미엄폭 조정에 따라 목표주가를 기존 23만원에서 19만원으로 하향조정한다. 그러나 고마진의 신사업 가동 등을 통해 자체 제품포트폴리오 개선이 진행되고 있어 수율안정화시 이익개선 가능성에 대해서는 열어둘 필요가 있다.

목표주가(12M)	190,000원
종가(2017/08/14)	158,000원

### Stock Indicator

자본금	43십억원
발행주식수	863만주
시가총액	1,385십억원
외국인지분율	5.6%
배당금(2016)	956원
EPS(2017E)	6,160원
BPS(2017E)	38,967원
ROE(2017E)	16.9%
52주 주가	152,000~223,500원
60일평균거래량	10,547주
60일평균거래대금	2.0십억원

### Price Trend



&lt;표1&gt; SPC삼립 2Q17 연결기준 잠정실적 및 컨센서스 비교

(단위: 십억원)							
	2Q17P	2Q16	YoY %	하이추정치	diff (% , %p)	Consensus	diff (% , %p)
매출액	524.1	475.5	10.2	550.6	(4.8)	554.6	(5.5)
영업이익	15.9	18.0	(11.7)	18.6	(14.9)	19.5	(18.7)
영업이익률 %	3.0	3.8	(0.8)	3.4	(0.4)	3.5	(0.5)
세전이익	15.6	17.1	(8.4)	17.8	(12.3)	18.7	(16.4)
세전이익률 %	3.0	3.6	(0.6)	3.2	(0.3)	3.4	(0.4)

자료: FnGuide, 하이투자증권

주: 컨센서스는 2017년 08월 14일 기준

&lt;표2&gt; SPC삼립 목표주가 변경

(단위: 십억원)						
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
지배주주순이익	22.0	33.3	37.6	49.5	53.2	63.0
EPS (원)	2,555	3,861	4,354	5,737	6,160	7,295
EPS Growth (%)	108.3	51.1	12.8	31.8	7.4	18.4
PER (X)						
High	25.3	46.2	94.5	58.7		
Avg	14.7	26.2	63.1	36.5		
Low	7.5	14.4	35.6	26.5		
End	23.6	38.8	63.5	29.5	27.5	23.2
target PER (X)						25.0
Fair Price (원)						182,384
<b>목표주가 (원)</b>						<b>190,000</b>

자료: 하이투자증권

&lt;표3&gt; SPC삼립 연결기준 영업실적 추이 및 전망

									(단위: 십억원)		
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
연결 매출액	382.8	475.5	482.0	530.0	505.2	524.1	550.9	613.4	1,870.3	2,193.5	2,600.3
제빵	127.5	133.2	127.1	163.5	133.3	135.8	132.8	171.7	551.3	573.6	596.9
식품소재	123.3	128.5	135.4	136.8	136.1	133.0	150.3	154.4	524.0	573.8	618.2
식품유통	125.9	215.1	227.2	244.6	255.8	299.1	284.6	305.1	812.9	1,144.5	1,425.4
프렌차이즈	14.4	16.0	20.4	21.9	13.7	16.2	20.8	22.4	72.8	73.1	75.3
기타	98.5	103.6	100.1	100.3	100.0	76.0	107.7	115.2	402.4	398.9	426.2
Adj.	(106.8)	(120.9)	(128.3)	(137.1)	(133.6)	(136.0)	(145.3)	(155.5)	(493.0)	(570.4)	(541.6)
YoY %	33.0	44.8	31.5	35.6	32.0	10.2	14.3	15.7	36.1	17.3	18.5
제빵	2.7	2.3	4.0	7.7	4.6	1.9	4.5	5.0	4.3	4.0	4.1
식품소재	1.4	(0.7)	5.6	10.6	10.4	3.5	11.0	12.9	4.2	9.5	7.7
식품유통	20.9	90.0	82.5	93.2	103.1	39.0	25.2	24.8	73.5	40.8	24.5
프렌차이즈	(23.7)	(18.1)	16.9	40.4	(5.0)	1.1	2.0	2.0	1.7	0.4	3.0
기타	114.3	123.0	15.3	14.8	1.5	(26.6)	7.6	14.9	51.0	(0.9)	6.8
연결 영업이익	12.3	18.0	13.0	22.3	13.6	15.9	13.7	27.0	65.5	70.2	82.8
제빵	3.7	7.7	3.5	15.0	5.5	8.2	4.6	16.7	29.9	35.0	37.2
식품소재	7.5	8.7	6.2	6.6	6.1	5.7	6.5	7.9	29.0	26.1	31.4
식품유통	0.7	1.2	1.2	0.8	1.2	1.0	1.0	1.2	4.0	4.4	6.5
프렌차이즈	(0.3)	(0.6)	(0.8)	(0.3)	(0.7)	(1.0)	(1.0)	(0.2)	(1.9)	(3.0)	(1.1)
기타	0.4	1.5	2.2	0.9	1.4	1.9	2.4	1.2	5.0	6.8	6.8
Adj.	0.3	(0.5)	0.7	(0.9)	0.2	0.1	0.3	0.3	(0.4)	0.9	2.0
YoY %	8.2	18.3	20.7	13.4	10.5	(11.7)	5.9	21.2	15.1	7.1	18.0
제빵	(10.8)	31.5	287.2	38.2	49.0	7.3	33.5	10.9	37.4	17.2	6.4
식품소재	1.0	5.0	(18.2)	(21.1)	(18.9)	(34.4)	5.0	18.5	(8.4)	(9.9)	20.1
식품유통	(37.8)	44.5	5.5	(986.6)	64.8	(16.5)	(18.8)	46.5	30.0	10.9	49.2
프렌차이즈	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축	적축
기타	222.6	흑전	160.3	(61.4)	220.6	24.6	9.3	33.6	79.7	36.9	(0.6)
OPM %	3.2	3.8	2.7	4.2	2.7	3.0	2.5	4.4	3.5	3.2	3.2
제빵	2.9	5.8	2.7	9.2	4.1	6.1	3.5	9.7	5.4	6.1	6.2
식품소재	6.08	6.8	4.5	4.9	4.5	4.3	4.3	5.1	5.5	4.6	5.1
식품유통	0.6	0.5	0.5	0.3	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5
프렌차이즈	(2.0)	(3.7)	(3.7)	(1.1)	(5.0)	(6.4)	(5.0)	(1.0)	(2.6)	(4.1)	(1.4)
기타	0.4	1.4	2.2	0.9	1.4	2.4	2.2	1.0	1.2	1.7	1.6

자료: SPC삼립, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

## 재무상태표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	281	402	479	574
현금 및 현금성자산	5	89	119	171
단기금융자산	6	7	8	9
매출채권	188	219	260	301
재고자산	76	79	83	84
비유동자산	393	362	371	364
유형자산	308	276	285	279
무형자산	14	14	14	14
자산총계	675	764	850	939
유동부채	334	373	405	432
매입채무	123	152	183	211
단기차입금	90	100	100	100
유동성장기부채	30	30	30	30
비유동부채	48	55	55	55
사채	-	-	-	-
장기차입금	43	50	50	50
부채총계	382	428	460	488
지배주주지분	293	336	390	451
자본금	43	43	43	43
자본잉여금	13	13	13	13
이익잉여금	230	275	330	393
기타자본항목	7	7	7	7
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	292	336	390	451

## 포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,870	2,194	2,600	3,008
증가율(%)	36.1	17.3	18.5	15.7
매출원가	1,513	1,789	2,115	2,433
매출총이익	357	404	486	575
판매비와관리비	292	334	403	482
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	66	70	83	93
증가율(%)	15.1	7.1	18.0	12.2
영업이익률(%)	3.5	3.2	3.2	3.1
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	0	2	2	2
세전계속사업이익	62	68	81	91
법인세비용	12	15	18	20
세전계속이익률(%)	3.3	3.1	3.1	3.0
당기순이익	50	53	63	71
순이익률(%)	2.6	2.4	2.4	2.4
지배주주귀속 순이익	50	53	63	71
기타포괄이익	-2	-2	-2	-2
총포괄이익	48	52	61	69
지배주주귀속총포괄이익	48	52	61	69

## 현금흐름표

(단위:십억원)

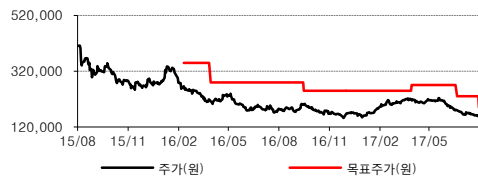
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	80	129	143	156
당기순이익	50	53	63	71
유형자산감가상각비	-	33	35	36
무형자산상각비	2	2	2	2
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-55	-43	-39	-36
유형자산의 처분(취득)	-28	-37	-33	-30
무형자산의 처분(취득)	-3	-	-	-
금융상품의 증감	-5	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-30	12	-8	-8
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-5	-5	-8	-8
현금및현금성자산의증감	-6	84	30	52
기초현금및현금성자산	11	5	89	119
기말현금및현금성자산	5	89	119	171

## 주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	5,737	6,160	7,295	8,209
BPS	33,899	38,967	45,171	52,289
CFPS	5,946	10,194	11,503	12,590
DPS	956	956	956	956
Valuation(배)				
PER	29.5	26.1	22.0	19.6
PBR	5.0	4.1	3.6	3.1
PCR	28.5	15.7	14.0	12.7
EV/EBITDA	24.0	14.0	12.1	10.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	18.1	16.9	17.3	16.8
EBITDA 이익률	3.6	4.8	4.6	4.3
부채비율	130.8	127.4	118.0	108.1
순부채비율	51.9	25.0	13.6	0.0
매출채권회전율(x)	11.4	10.8	10.8	10.7
재고자산회전율(x)	24.6	28.4	32.1	35.9

자료 : SPC 삼립, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 차이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 차이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-08-17	Buy	190,000
2017-07-03	Buy	230,000
2017-04-11	Buy	270,000
2016-09-27	Buy	250,000
2016-04-11	Buy	280,000
2016-02-22(담당자변경)	Buy	350,000

### Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자:이경신\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

### 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-