

# SK COMPANY Analysis



Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

## Company Data

|   |           |
|---|-----------|
| 자본금                                     | 499 억원    |
| 발행주식수                                   | 9,970 만주  |
| 자사주                                     | 42 만주     |
| 액면가                                     | 500 원     |
| 시가총액                                    | 26,670 억원 |
| 주요주주                                    |           |
| 김상한(와40)<br>FIDELITY                    | 67.47%    |
| MANAGEMENT &<br>RESEARCH<br>COMPANY(외3) | 5.33%     |
| 외국인지분률                                  | 11.60%    |
| 배당수익률                                   | 2.50%     |

## Stock Data

|              |            |
|--------------|------------|
| 주가(16/11/23) | 26,750 원   |
| KOSPI        | 1983.47 pt |
| 52주 Beta     | 0.66       |
| 52주 최고가      | 36,900 원   |
| 52주 최저가      | 26,600 원   |

## 주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가   | 상대주가   |
|-------|--------|--------|
| 1개월   | 0.2%   | 2.7%   |
| 6개월   | -16.5% | -18.0% |
| 12개월  | -25.1% | -24.8% |

## 동서 (026960/KS | 매수(유지) | T.P 53,000 원(유지))

### 커피 원두가격 상승기 진입

올해 3월 이후 커피원두, 원당 등 믹스커피의 주요 원재료 가격이 상승세로 전환함에 따라 4Q16 이후 동서식품의 원가율도 점차 상승할 것으로 예상된다. 하지만 2014년 하반기 이후 커피제품 가격의 인상이 없었던 만큼 커피제품 가격 인상 가능성도 점차 높아지고 있다. 인스턴트 커피 시장에서 동서식품은 M/S 86%를 상회하고 있으며, 가격인상, M/S 상승을 통해 내년도 동서식품의 이익성장이 지속될 것으로 전망된다.

### 3Q16, 자회사 동서식품 실적 호조

3Q16 동서의 연결기준 실적은 매출 1,194 억원(-3.7% yoy), 영업이익 90 억원(-7.9% yoy)으로 전년 동기대비 다소 부진했다. 실적기여도가 높은 식품 부문 매출이 yoy 4.9% 감소한 것이 매출/영업이익 감소로 이어졌다. 본업의 영업이익 감소에도 불구하고 자회사 동서식품의 실적 호조로 지배주주순이익은 271 억원(-0.8% yoy)으로 소폭 감소에 그쳤다. 3Q16 동서식품의 연결실적은 매출 3,632 억원(-2.6% yoy), 영업이익 514 억원 (+18.2% yoy), 순이익 408 억원(+8.5% yoy)으로 호실적을 기록했다. 올 여름 무더위로 인한 믹스커피 소비 감소로 매출이 yoy 2.6% 감소했으나 저가 원재료 투입 및 비용 절감을 통해 영업이익/순이익이 성장한 것으로 보인다.

### 주요 원재료 가격 상승기 진입

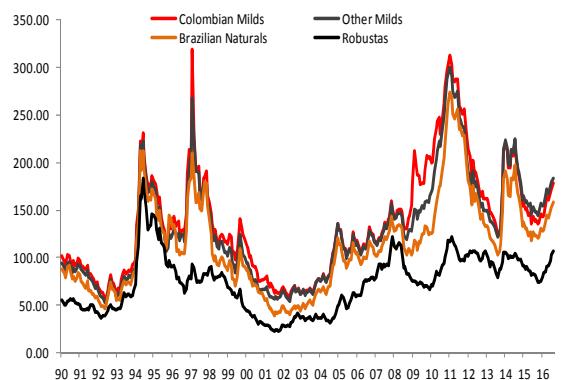
동서식품의 주요 원재료인 커피/원당 가격은 올해 초 이후 지속적인 상승세를 보이고 있다. 11월 22일 기준 ICO composite indicator는 146.79cents/lbs로 연초 대비 30% 이상 상승했다. 올해 초 브라질/콜롬비아 등 주요산지 환율 약세에 따른 커피수출 물량 급증 이후 재고 소진으로 수출물량이 감소하고 있으며, 생육기 강수량 부족으로 생산량 감소도 예상된다. 2017/18년이 원두 최대생산국인 브라질의 'off-year'에 해당되어 2016/17 시즌에 비해 수확량이 감소할 확률이 높다는 점도 원두가격 상승을 견인하고 있다. 원당 또한 올해 3월 저점 대비 30% 이상 상승해 현재 20.4cents/lbs 수준에 거래되고 있다. 원당 재배 면적 감소 및 주요 산지의 부진한 작황으로 향후 가격 강세가 지속될 것으로 예상된다.

### 영업실적 및 투자지표

| 구분        | 단위 | 2013   | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액       | 억원 | 4,704  | 5,027  | 5,094  | 5,090  | 5,228  | 5,337  |
| yoym      | %  | 2.3    | 6.9    | 1.3    | -0.1   | 2.7    | 2.1    |
| 영업이익      | 억원 | 510    | 541    | 488    | 463    | 485    | 501    |
| yoym      | %  | -0.7   | 6.3    | -9.8   | -5.2   | 4.8    | 3.3    |
| EBITDA    | 억원 | 574    | 602    | 550    | 532    | 558    | 568    |
| 세전이익      | 억원 | 1,604  | 1,636  | 1,560  | 1,736  | 1,689  | 1,726  |
| 순이익(지배주주) | 억원 | 1,237  | 1,275  | 1,216  | 1,363  | 1,319  | 1,347  |
| 영업이익률%    | %  | 10.8   | 10.8   | 9.6    | 9.1    | 9.3    | 9.4    |
| EBITDA%   | %  | 12.2   | 12.0   | 10.8   | 10.5   | 10.7   | 10.6   |
| 순이익률      | %  | 26.9   | 26.1   | 24.5   | 27.5   | 25.9   | 25.9   |
| EPS       | 원  | 1,240  | 1,279  | 1,220  | 1,367  | 1,323  | 1,351  |
| PER       | 배  | 13.6   | 17.7   | 25.5   | 19.5   | 20.2   | 19.8   |
| PBR       | 배  | 1.7    | 2.1    | 2.8    | 2.2    | 2.1    | 2.0    |
| EV/EBITDA | 배  | 21.6   | 29.5   | 47.1   | 39.9   | 38.9   | 38.7   |
| ROE       | %  | 13.0   | 12.5   | 11.2   | 11.8   | 10.8   | 10.5   |
| 순차입금      | 억원 | -4,587 | -4,986 | -5,363 | -5,601 | -5,233 | -4,964 |
| 부채비율      | %  | 10.9   | 9.5    | 10.2   | 9.0    | 11.0   | 13.1   |

**ICO 커피 인덱스 추이**

(단위 : cent/lbs)



자료 : ICO

**원당가격추이**

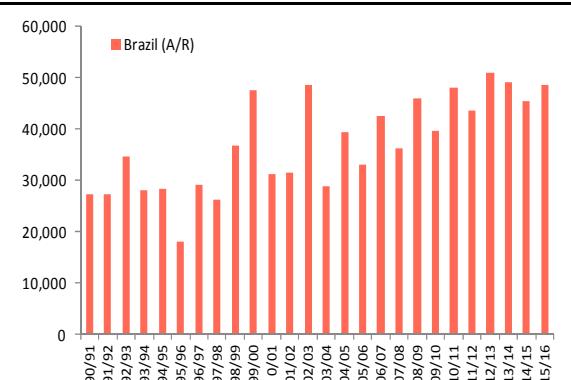
(단위 : cent/lbs)



자료 : 블룸버그

**브라질 커피 생산량 추이**

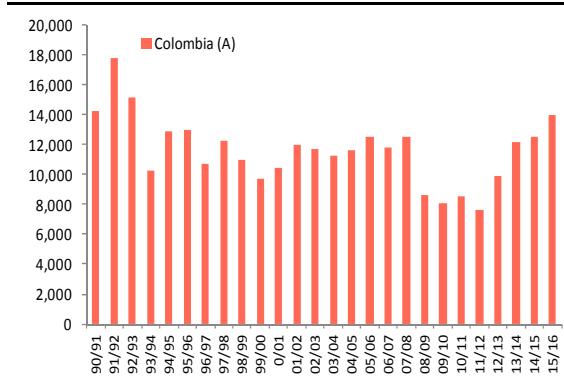
(단위 : thousand 60kg bags)



자료 : ICO

**콜롬비아 커피 생산량 추이**

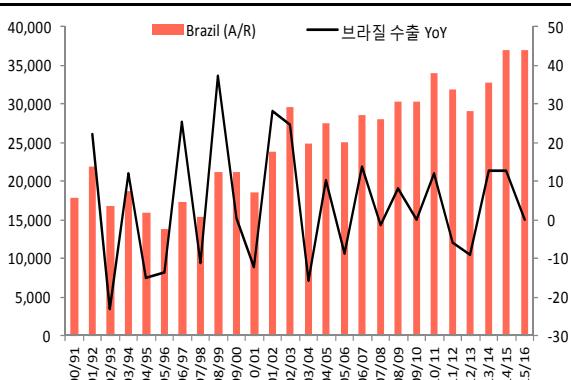
단위 : thousand 60kg bags



자료 : ICO

**브라질 커피 수출량 추이**

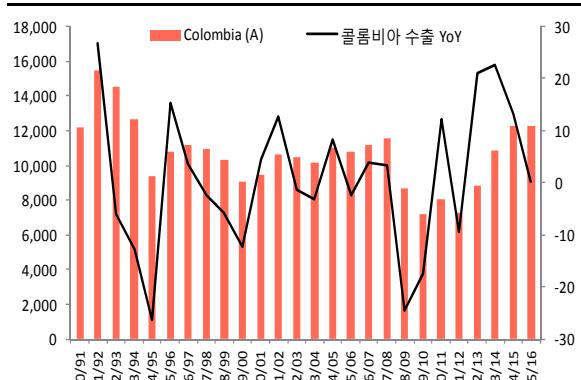
단위 : thousand 60kg bags, %



자료 : ICO

**콜롬비아 커피 수출량 추이**

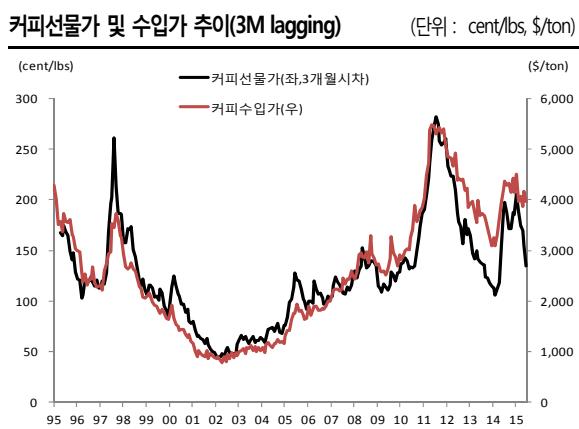
단위 : thousand 60kg bags, %



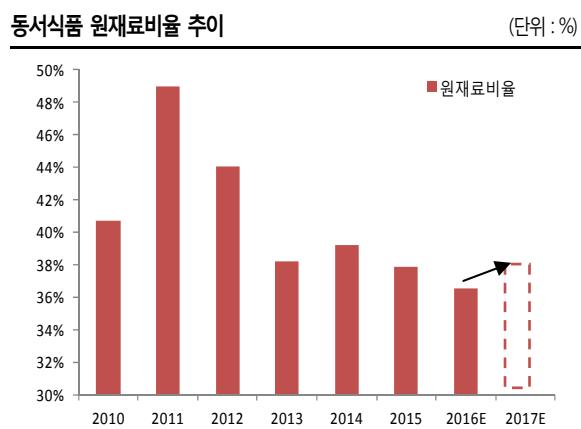
자료 : ICO

## 4Q16 이후 원가율 상승 전망

선물거래의 특성 및 운반 등에 시간이 소요됨을 감안하면 커피 수입가격은 선물가격을 약 3~6 개월 가량 lagging 해서 원가에 반영된다. 15년 하반기 이후 커피 가격이 하락하기 시작했고, 16년 초부터 저가 원재료가 생산에 투입되었을 것으로 추정된다. 2016년 동서식품 원재료비율은 2015년에 비해 하락할 것으로 예상되나, 올해 3월 이후 커피 원두가격이 상승함에 따라 4Q16 이후 고가의 원재료 투입으로 원가율이 점차 상승할 것으로 전망된다. 향후 커피 원두가격의 추가 상승이 예상되고 원당 또한 가격이 상승하고 있어 현 시점에서 원가율 상승폭을 추정하기는 어렵지만 내년 동서식품의 원가 상승은 피하기 어려울 것으로 예상된다.



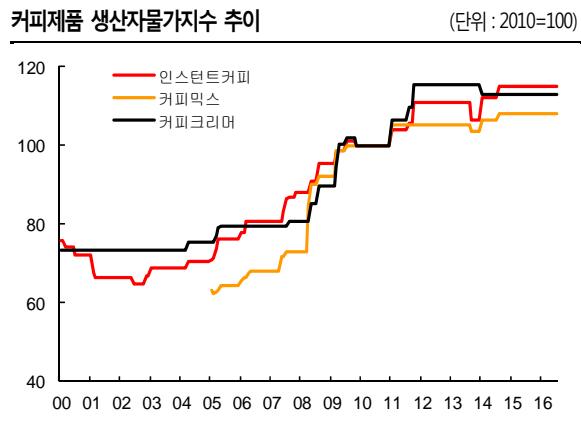
자료 : 블룸버그



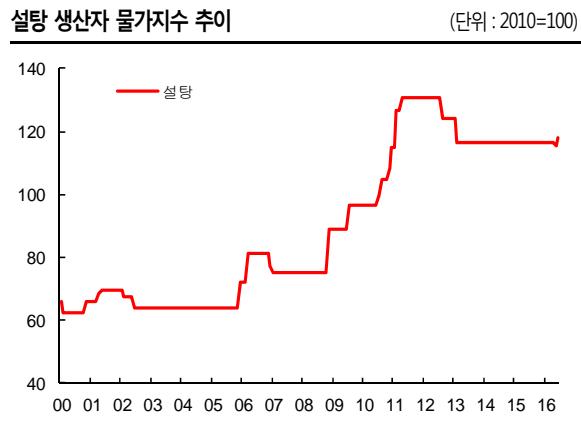
자료 : 동서식품

## 내년 커피제품 가격인상 가능성 기대

커피/원당 등 커피믹스의 주요 원재료 가격이 상승세로 전환함에 따라 동서식품 커피 제품의 가격인상 가능성도 점차 높아질 것으로 예상된다. 커피믹스, 인스턴트 커피 등 주요 커피제품의 생산자물가지수는 2014년 하반기 이후 변동 없이 유지되고 있다. 반면 설탕 생산자물가지수는 16년 하반기 이후 원당가격 상승을 반영해 점차 상승하는 모습을 보이고 있다. 동서식품은 2014년 초 브라질 가뭄으로 커피 가격이 급등함에 따라 2014년 8월 커피가격을 약 4.9% 인상했다. 그 이후 2년 이상 가격인상이 없었고, 올해 초부터 커피가격이 다시 상승세로 전환함에 따라 동서식품의 커피제품 가격인상을 위한 환경이 조성되고 있다고 판단된다.



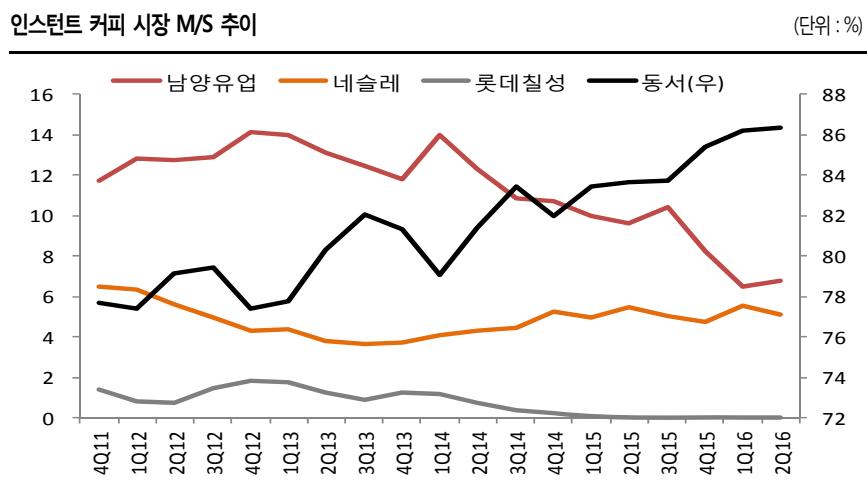
자료 : 통계청



자료 : 통계청

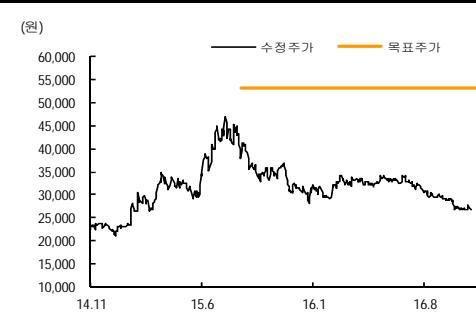
### 투자의견 매수, 목표주가 53,000 원 유지

커피/설탕 등 주요 원재료 가격 상승 여파로 원가 하락을 통한 동서식품의 이익성장 구간이 끝나간다는 점은 아쉽지만 반대로 제품가격 인상 가능성도 점차 높아지는 만큼 지나치게 비관적일 필요는 없다고 생각된다. 인스턴트 커피 시장에서 동서식품의 M/S 또한 86%를 상회하며 꾸준히 상승하고 있다. 커피원두 가격은 상승이 예상되지만 가격 인상 및 M/S 상승을 통해 동서식품의 이익은 내년에도 성장 기조를 이어갈 것으로 예상된다. 동서에 대해 투자의견 매수, 목표주가 53,000 원을 유지한다.



자료 : 식품산업통계정보

| 투자의견변경 | 일시         | 투자의견 | 목표주가    |
|--------|------------|------|---------|
|        | 2016.11.24 | 매수   | 53,000원 |
|        | 2016.06.24 | 매수   | 53,000원 |
|        | 2016.01.26 | 매수   | 53,000원 |
|        | 2015.11.17 | 매수   | 53,000원 |
|        | 2015.09.08 | 매수   | 53,000원 |

(원)

수정 주가      목표주가

14.11    15.6    16.1    16.8

### Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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.
- 증목별 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 (2016년 11월 24일 기준)

|    |        |    |       |    |    |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 94.59% | 중립 | 5.41% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

## 대차대조표

| 월 결산(억원)       | 2014   | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>유동자산</b>    | 5,821  | 6,262  | 6,446  | 6,340  | 6,378  |
| 현금및현금성자산       | 530    | 363    | 211    | 83     | 114    |
| 매출채권및기타채권      | 566    | 596    | 538    | 552    | 556    |
| 재고자산           | 267    | 302    | 304    | 312    | 315    |
| <b>비유동자산</b>   | 5,936  | 6,302  | 6,753  | 7,843  | 8,881  |
| 장기금융자산         | 6      | 6      | 6      | 6      | 6      |
| 유형자산           | 768    | 809    | 796    | 805    | 740    |
| 무형자산           | 24     | 21     | 20     | 20     | 20     |
| <b>자산총계</b>    | 11,758 | 12,564 | 13,199 | 14,183 | 15,260 |
| <b>유동부채</b>    | 420    | 513    | 376    | 375    | 378    |
| 단기금융부채         | 0      | 0      | 1      | 1      | 1      |
| 매입채무 및 기타채무    | 240    | 354    | 215    | 209    | 211    |
| 단기충당부채         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>비유동부채</b>   | 595    | 650    | 717    | 1,025  | 1,392  |
| 장기금융부채         | 0      | 0      | 0      | 240    | 541    |
| 장기매입채무 및 기타채무  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 장기충당부채         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>부채총계</b>    | 1,015  | 1,163  | 1,093  | 1,399  | 1,770  |
| <b>지배주주지분</b>  | 10,559 | 11,200 | 11,888 | 12,531 | 13,202 |
| 자본금            | 499    | 499    | 499    | 499    | 499    |
| 자본잉여금          | 61     | 61     | 61     | 61     | 61     |
| 기타자본구성요소       | -10    | -10    | -10    | -10    | -10    |
| 자기순자           | -10    | -10    | -10    | -10    | -10    |
| 이익잉여금          | 9,419  | 10,055 | 10,752 | 11,405 | 12,087 |
| 비자본주주지분        | 183    | 201    | 218    | 253    | 287    |
| <b>자본총계</b>    | 10,743 | 11,401 | 12,106 | 12,784 | 13,489 |
| <b>부채와자본총계</b> | 11,758 | 12,564 | 13,199 | 14,183 | 15,260 |

## 현금흐름표

| 월 결산(억원)          | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동현금흐름</b>   | 207   | 357   | 196   | 266   | 286   |
| 당기순이익(순실)         | 1,310 | 1,250 | 1,397 | 1,353 | 1,381 |
| 비현금성항목등           | -646  | -640  | -817  | -795  | -813  |
| 유형자산감가상각비         | 59    | 60    | 68    | 71    | 65    |
| 무형자산상각비           | 2     | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 기타                | 19    | 34    | 16    | -30   | -30   |
| 운전자본감소(증가)        | -196  | 23    | -95   | -23   | -4    |
| 매출채권및기타채권의 감소증가   | -18   | -34   | 1     | -14   | -4    |
| 재고자산감소(증가)        | -5    | -40   | -6    | -8    | -2    |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소 | -158  | 114   | -137  | -5    | 2     |
| 기타                | -15   | -17   | 47    | 5     | 1     |
| 법인세납부             | -262  | -276  | -289  | -269  | -278  |
| <b>투자활동현금흐름</b>   | -92   | 88    | 334   | 31    | 111   |
| 금융자산감소(증가)        | -815  | -544  | -391  | 0     | 0     |
| 유형자산감소(증가)        | -17   | -101  | -55   | -80   | 0     |
| 무형자산감소(증가)        | -1    | 4     | -2    | -2    | -2    |
| 기타                | 741   | 736   | 781   | 113   | 112   |
| <b>재무활동현금흐름</b>   | -561  | -613  | -682  | -425  | -364  |
| 단기금융부채증가(감소)      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기금융부채증가(감소)      | 0     | 0     | 0     | 240   | 301   |
| 자본의증가(감소)         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 배당금의 지급           | -561  | -613  | -665  | -665  | -665  |
| 기타                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>현금의 증가(감소)</b> | -447  | -167  | -152  | -128  | 32    |
| <b>기초현금</b>       | 977   | 530   | 363   | 211   | 83    |
| <b>기말현금</b>       | 530   | 363   | 211   | 83    | 114   |
| <b>FCF</b>        | 309   | 377   | 304   | 357   | 462   |

자료 : 동서, SK증권 추정

## 손익계산서

| 월 결산(억원)              | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>매출액</b>            | 5,027 | 5,094 | 5,090 | 5,228 | 5,337 |
| <b>매출원가</b>           | 4,098 | 4,204 | 4,221 | 4,325 | 4,408 |
| <b>매출총이익</b>          | 929   | 890   | 869   | 903   | 929   |
| 매출총이익률 (%)            | 18.5  | 17.5  | 17.1  | 17.3  | 17.4  |
| <b>판매비와관리비</b>        | 387   | 402   | 406   | 418   | 428   |
| 영업이익                  | 541   | 488   | 463   | 485   | 501   |
| 영업이익률 (%)             | 10.8  | 9.6   | 9.1   | 9.3   | 9.4   |
| 비영업손익                 | 1,095 | 1,072 | 1,273 | 1,204 | 1,225 |
| <b>순이용비용</b>          | -131  | -109  | -112  | -111  | -111  |
| 외환관련손익                | -3    | -5    | -5    | -5    | -5    |
| <b>관계기업투자등 관련손익</b>   | 920   | 937   | 1,133 | 1,066 | 1,088 |
| 세전계속사업이익              | 1,636 | 1,560 | 1,736 | 1,689 | 1,726 |
| 세전계속사업이익률 (%)         | 32.6  | 30.6  | 34.1  | 32.3  | 32.3  |
| 계속사업법인세               | 326   | 310   | 338   | 336   | 345   |
| <b>계속사업이익</b>         | 1,310 | 1,250 | 1,397 | 1,353 | 1,381 |
| 중단사업이익                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| *법인세효과                | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익                 | 1,310 | 1,250 | 1,397 | 1,353 | 1,381 |
| 순이익률 (%)              | 26.1  | 24.5  | 27.5  | 25.9  | 25.9  |
| 지배주주                  | 1,275 | 1,216 | 1,363 | 1,319 | 1,347 |
| <b>지배주주구속 순이익률(%)</b> | 25.37 | 23.87 | 26.77 | 25.23 | 25.24 |
| <b>비지배주주</b>          | 35    | 34    | 35    | 34    | 34    |
| <b>총포괄이익</b>          | 1,266 | 1,271 | 1,387 | 1,343 | 1,371 |
| <b>지배주주</b>           | 1,231 | 1,237 | 1,352 | 1,309 | 1,337 |
| <b>비지배주주</b>          | 35    | 34    | 35    | 34    | 34    |
| EBITDA                | 602   | 550   | 532   | 558   | 568   |

## 주요투자지표

| 월 결산(억원)               | 2014    | 2015     | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|------------------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| <b>성장성 (%)</b>         |         |          |         |         |         |
| 매출액                    | 6.9     | 1.3      | -0.1    | 2.7     | 2.1     |
| 영업이익                   | 6.3     | -9.8     | -5.2    | 4.8     | 3.3     |
| 세전계속사업이익               | 2.0     | -4.7     | 11.3    | -2.7    | 2.2     |
| EBITDA                 | 4.9     | -8.6     | -3.3    | 4.7     | 1.8     |
| EPS(계속사업)              | 3.1     | -4.7     | 12.1    | -3.2    | 2.1     |
| <b>수익성 (%)</b>         |         |          |         |         |         |
| ROE                    | 12.5    | 11.2     | 11.8    | 10.8    | 10.5    |
| ROA                    | 11.5    | 10.3     | 10.9    | 9.9     | 9.4     |
| EBITDA/마진              | 12.0    | 10.8     | 10.5    | 10.7    | 10.6    |
| <b>안정성 (%)</b>         |         |          |         |         |         |
| 유동비율                   | 1,384.6 | 1,220.3  | 1,713.8 | 1,691.1 | 1,688.1 |
| 부채비율                   | 9.5     | 10.2     | 9.0     | 11.0    | 13.1    |
| 순자금/자기자본               | -46.4   | -47.0    | -46.3   | -40.9   | -36.8   |
| EBITDA/이자비용(배)         | 0.0     | 64,285.9 | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>주당지표 (원)</b>        |         |          |         |         |         |
| EPS(계속사업)              | 1,279   | 1,220    | 1,367   | 1,323   | 1,351   |
| BPS                    | 10,591  | 11,234   | 11,923  | 12,569  | 13,242  |
| CFPS                   | 1,340   | 1,282    | 1,437   | 1,396   | 1,418   |
| 주당 현금배당금               | 600     | 670      | 670     | 670     | 670     |
| <b>Valuation지표 (배)</b> |         |          |         |         |         |
| PER(최고)                | 19.2    | 38.5     | 25.1    | 25.9    | 25.4    |
| PER(최저)                | 11.9    | 17.2     | 19.5    | 20.1    | 19.7    |
| PBR(최고)                | 2.3     | 4.2      | 2.9     | 2.7     | 2.6     |
| PBR(최저)                | 1.4     | 1.9      | 2.2     | 2.1     | 2.0     |
| PCR                    | 16.9    | 24.3     | 18.6    | 19.1    | 18.8    |
| EV/EBITDA(최고)          | 32.6    | 75.8     | 54.1    | 52.4    | 52.0    |
| EV/EBITDA(최저)          | 17.2    | 28.7     | 39.7    | 38.7    | 38.5    |