

July, 2016



SK COMPANY ANALYSIS

사조산업(007160KS)

불확실성의 시기가 끝나간다!

김승 | 3773-8919, seungeee@sk.com


Analyst
김승

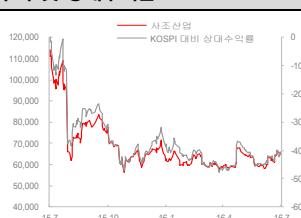
 seungeee@sk.com
02-3773-8919

Company Data

자본금	250 억원
발행주식수	500 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,275 억원
주요주주	
주진우(외6)	51.71%
국민연금공단	9.78%
외국인지분률	3.10%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/07/21)	65,500 원
KOSPI	2012.22 pt
52주 Beta	1.20
52주 최고가	111,500 원
52주 최저가	56,200 원
60일 평균 거래대금	16 억원

주가 및 상대수익률


주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

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

2016-07-25

불확실성의 시기가 끝나간다!

사조산업은 사조그룹의 핵심 회사임에도 불구하고 계열사간 지분이동으로 인한 불확실성, 참치가격 하락, 엔화약세 등의 영향으로 그 동안 주가가 저평가 상태에 있었다. 하지만 2015년 12월을 끝으로 계열사간 지분이동이 마무리 국면에 접어들었고, 사업 측면에서도 이익결정 변수가 우호적으로 움직이고 있어 사조산업을 둘러싼 불확실성이 제거되고 있다. 실적 개선과 함께 사조산업의 밸류에이션이 정상화될 것이다.

사조그룹의 실질적 지주회사

사조산업은 1971년 '시전사'로 설립되었으며 참치, 명태, 오징어채낚이 등 원양어업을 모태로 하고 있다. 연승참치에서 시작해 선망참치, 육가공 및 참치캔 사업에 잇달아 진출하며 사업영역을 확대했으며, 2000년대 들어서는 사조해표, 사조대림, 사조오양 등을 연이어 인수하며 공격적으로 외형을 확장했다. 사조그룹의 모태이자 수산업의 중심 회사이며, 주요 계열사를 지배하고 있어 사조그룹의 지주사 역할도 수행하고 있다.

불확실성의 시기가 끝나간다

다양한 사업 포트폴리오를 구축하고 안정적인 사업을 영위하고 있음에도 불구하고 참치가격 하락, 엔화약세, 계열사간 갖은 지분이동에 따른 불확실성 등으로 그 동안 주가는 저평가 상태에 있었다. 하지만 2015년 12월초를 끝으로 계열사간 지분 이동이 마무리 국면에 접어들었고, 사업 측면에서도 참치가격 반등, 엔화 강세, 유가하락 등 이익결정 변수가 긍정적으로 움직이고 있어 사조산업을 둘러싼 불확실성이 제거되고 있다고 판단된다.

2016년 실적 개선과 함께 밸류에이션 정상화

지난해 사조대림, 사조남부햄 등 주요 계열사가 연결 대상에서 제외됨에 따라 매출은 YoY 감소가 불가피하지만 주요 이익결정 변수의 우호적인 흐름에 힘입어 영업이익은 큰 폭 성장이 예상된다. 2Q16 및 2016년 영업이익이 큰 폭으로 성장할 것으로 전망되며, 3Q16부터는 실적의 YoY 비교가 가능해져 불확실성의 시기가 끝나고 있다고 판단된다. 실적 개선과 함께 사조산업의 밸류에이션도 정상화 될 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	15,670	13,050	9,052	7,022	7,466	7,882
yoY	%	0.8	-16.7	-30.6	-22.4	6.3	5.6
영업이익	억원	286	578	341	504	537	577
yoY	%	-41.3	102.3	-41.0	47.9	6.6	7.4
EBITDA	억원	537	816	521	645	672	705
세전이익	억원	107	430	363	479	522	575
순이익(자본주주)	억원	43	217	191	344	390	431
영업이익률%	%	1.8	4.4	3.8	7.2	7.2	7.3
EBITDA%	%	3.4	6.3	5.8	9.2	9.0	8.9
순이익률	%	-0.8	2.4	2.7	5.2	5.5	5.7
EPS	원	-855	4,348	3,821	6,881	7,804	8,623
PER	배	N/A	9.2	17.7	9.5	8.4	7.6
PBR	배	0.6	0.7	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	17.6	10.0	13.4	9.4	8.4	7.4
ROE	%	-	-1.7	8.1	6.4	10.4	10.2
순차입금	억원	5,976	4,577	2,849	2,132	1,836	1,506
부채비율	%	234.6	181.7	139.1	150.2	133.3	119.0

Contents

1. 회사개요	3
2. 투자포인트	9
(1) 불확실성의 시기가 끝나간다	9
(2) 수산부문: 참치어가 반등, 엔화강세 수혜	9
(3) 유가하락으로 원가 하락	13
(4) 식품부문 주요 사업부 실적 호조	15
(5) 기타 사업부문도 실적 개선세	18
3. 기타 이슈	20
4. 실적 및 밸류에이션	25

1. 회사개요

(1) 1971년 설립, 원양어업 기반으로 성장

원양어업을 모태로 성장

사조산업은 1971년 3월 '시전사'로 설립되어 1971.11 월 사조산업으로 사명을 변경했다. 참치, 명태, 오징어채낚이 등 원양어업을 모태로 하고 있으며 1973년 연승참치 사업을 시작한 이후 1987년 선망사업 개시, 1988년 육가공 및 참치캔 사업에 진출하며 사업 영역을 넓혀나갔다. 2000년대 들어서는 사조해표(2004년), 사조대림(2006), 사조오양(2007), 사조남부햄(2010년) 등을 연이어 인수하며 공격적으로 외형을 확장했다. 2010년 이후에는 순창공장 완공(2010년), 사조팜스(2011년), 사조화인코리아(2013년) 등을 인수했으며, 2015년 말에는 사조컨소시움을 통해 한국제분(동아원)을 인수하는 등 적극적인 인수합병을 통해 종합식품회사로 거듭나고 있다.

표 1. 사조산업 및 사조그룹 주요 연혁

사조산업	사조그룹
1971.03 시전사 설립	1980.03 사조씨푸드(주)(구:사조냉장) 설립
1971.11 사조산업 주식회사로 사명 변경	1985.09 사조식품(주) 인수
1973.03 참치 연승사업 개시	2002.11 (주)캐슬렉스서울(구:동서울 골프클럽) 인수
1987.01 참치 선망사업 개시	2004.03 (주)사조시스템즈(구:청태개발) 계열사 추가
1988.02 육가공사업 개시	2004.09 (주)사조해표(구:신동방) 계열사 추가
1988.07 참치캔사업 개시	2006.12 (주)사조대림(구:대림수산) 계열사 추가
1989.07 사조산업(주) 기업 공개	2007.06 (주)사조오양(구:오양수산) 계열사 추가
1991.05 오징어채낚이사업 개시	2010.07 (주)사조남부햄 계열사 추가
1992.05 장류 판매 사업 개시	2011.04 (주)사조팜스 계열사 추가
2000.05 동아제분(주) 수산사업부문 영업 양수	2012.06 사조씨푸드(주) 주권거래소 상장
2003.07 고성 참치캔 공장 완공	2013.09 (주)사조화인코리아 계열사 추가
2010.11 순창 장류공장 완공	2015.06 (주)사조오양 (주)사조남부햄 합병
	2016.02 (주)사조동아원 계열사 추가

자료: 사조산업

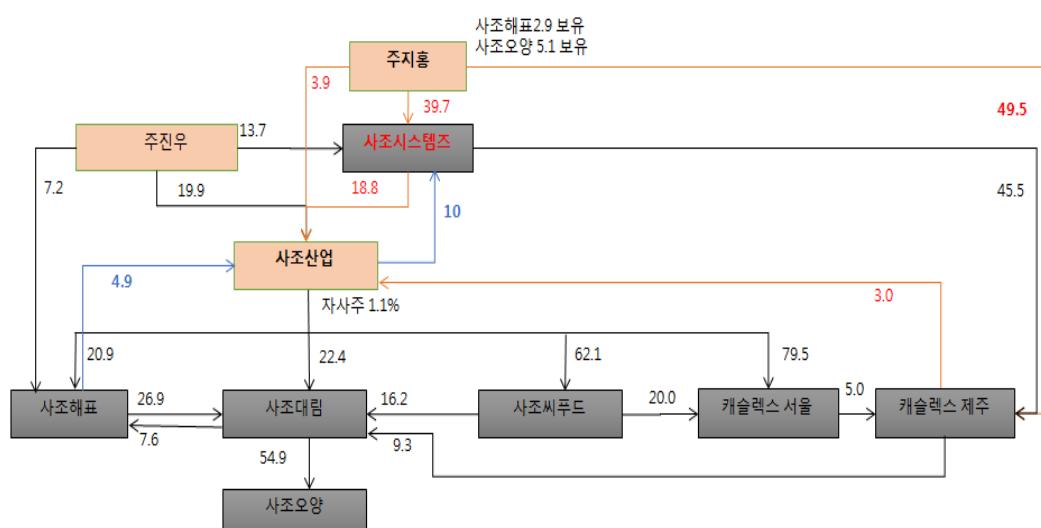
(2) 사조그룹의 실질적 지주사 역할 수행

사조그룹 사업/재배구조 핵심회사

사조해표, 사조대림, 사조오양 등을 인수해 자회사로 보유하게 됨에 따라 사조산업은 자체 사업뿐만 아니라 사조그룹의 실질적 지주사로서의 역할도 수행하고 있다. 지난해 계열사간 잦은 지분변동 및 12 월 1 일 사조시스템즈의 사조인터내셔널 합병으로 사조 산업의 최대주주가 사조시스템즈로 바뀌긴 했으나 특수관계인간의 거래였기 때문에 최 대주주 및 특수관계인 지분율은 51.72%로 변화가 없었고 그룹내 사조산업의 위상도 변화가 없었다. 2014년 사조해표, 2015년 사조대림 지분을 일부 매각하며 두 회사가 연결법인에서 제외되는 이슈가 있었으나 두 회사 모두 여전히 사조산업의 영향력 아래에 있다. 사조그룹 모태이자 선단관리/원양어업의 중심 회사로서 그룹내 사조산업의 역 할은 여전히 중요하며, 향후 기업승계 및 지배구조 변경시에도 사조산업 중심의 변화가 있을 것으로 예상된다.

그림 1. 사조그룹 지분구조

(단위 : %)



자료 : 사조산업, SK증권

(3) 원양어업, 식품, 축산, 레저사업 등 영위

원양, 식품, 축산, 레저 등을 영위하는 종합식품회사

사조산업은 원양어업, 식품, 축산, 레저 등 다양한 사업을 영위하고 있으며, 사조씨푸드, 캐슬렉스서울 골프장, 동화농산/청림축산/우리들 등 축산(양돈) 업체를 주요 관계사로 보유하고 있다. 사조산업은 원양어업(연승/선망참치), 참치캔 가공(고성공장), 장류(순창공장) 및 육가공(천안공장) 등을 운영하고 있다. 사조씨푸드는 수산물 가공/유통(횟감참치 가공), 김/팝콘 등 식품사업이 주된 사업이며, 보유하고 있는 연승선(2척)/선망선(1척)을 통해 수산 매출도 일부 발생하고 있다.

표 2. 사조산업 영업부문별 분류

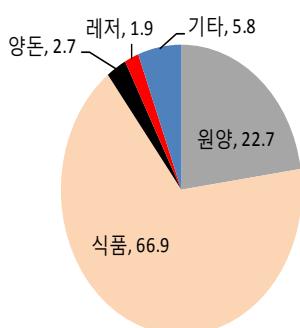
영업구분	해당 기업 및 사업내역
원양어업	사조산업(주), 사조씨푸드(주), 신사조
식 품	사조산업(주), 사조씨푸드(주)
축 산(양돈)	동화농산(주), 청림축산영농조합, (주)우리들
레 저	(주)캐슬렉스서울, 청도운산항촌구락부(유)
기 타	SAJO AMERICA INC

자료: 사조산업

연결실적에서 수산/수산가공의 기여도가 가장 높음

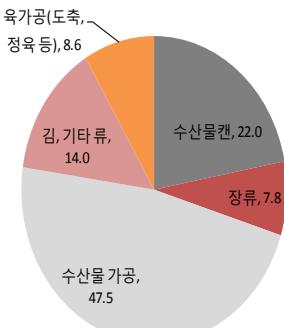
원양어업을 모태로 성장한 기업인 만큼 사조산업의 연결실적에서 수산 및 수산가공 부문의 기여도가 가장 높다. 2015년 매출 비중은 원양 22.7%, 식품 66.9%로 식품 부문의 매출 비중이 가장 높은 것으로 나타난다. 하지만 식품 부문의 상세 매출을 살펴보면 수산물캔이 22.0%, 수산물 가공(횟감참치 가공) 매출이 47.5%의 비중을 차지하고 있어 사조산업 전체로 보면 원양어업 및 수산물 가공관련 매출이 약 70%를 차지하고 있다. 장류, 양돈 등은 사업을 영위한지 얼마 되지 않아 아직 매출 비중이 높지 않다.

그림 2. 사조산업 영업부문별 매출 비중(2015) (단위 : %)



자료: 사조산업

그림 3. 식품부문내 상세 매출 비중(1Q16) (단위 : %)



자료: 사조산업

주: 2015년 사조대림의 연결제외로 식품부문 매출구성 변경이 있어
1Q16 식품부문 매출을 기준으로 비중 산출

그림 4. 사조그룹 주요 사업장 현황



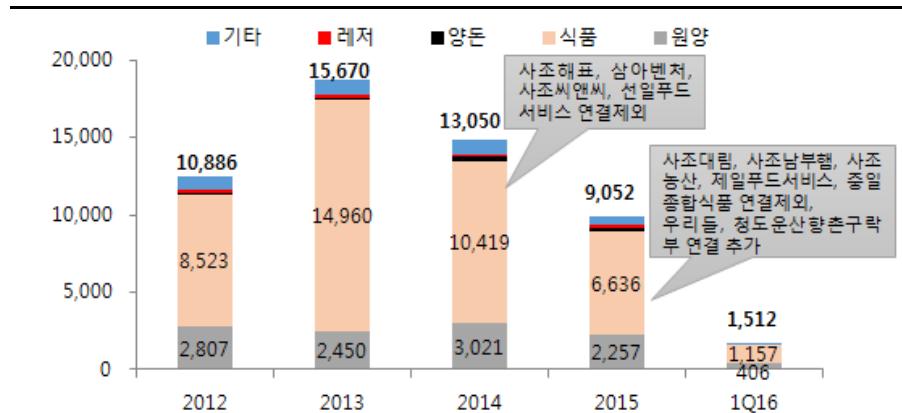
자료 : 사조산업

해표, 대림, 남부햄 연결제외로 연결 매출 감소

2014년 및 2015년 계열사간 지분이동으로 주요 계열사가 연결법인에서 제외됨에 따라 지난 2년간 매출 및 영업이익 절대액은 감소세를 보였다. 매출은 2014년 1조 3,050억원(-16.7% YoY), 2015년 9,052억원(-30.6% YoY)으로 감소했다. 영업이익은 2014년 578억원을 피크로 2015년 341억원(-41.0% YoY)으로 감소했다. 부문별로 보면 사조해표(식용유/대두반), 사조대림(어묵/맛살), 남부햄(햄/육가공) 등이 연결에서 제외됨에 따라 식품부문 매출이 2013년 1조 4,960억원에서 2015년 6,636억원으로 가장 크게 감소했다. 하지만 2015년 12월 초를 끝으로 계열사간 지분 변동이 어느 정도 마무리 되었다고 판단되며, 사조산업의 연결 매출/영업이익 변동성도 줄어들 것으로 보인다. 특히 연결 실적 기여도가 커던 사조대림이 3Q15부터 연결에서 제외되었다는 점을 감안시 3Q16부터는 실적의 YoY 비교가 가능할 전망이다.

그림 5. 사조산업 연결매출액 추이

(단위 : 억원)



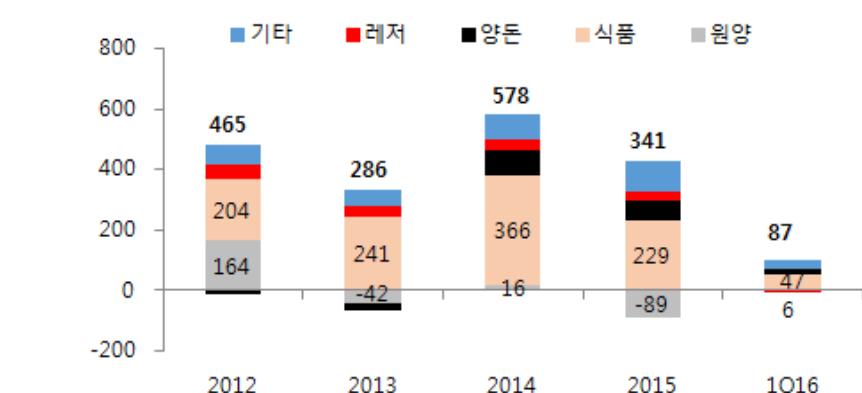
자료 : 사조산업

주 : 2014년 사조해표, 삼아벤처, 사조씨앤씨, 선일푸드서비스 연결 제외

2015년 사조대림, 사조남부햄, 사조농산, 제일푸드서비스, 중일종합식품 연결제외, 우리들, 청도운산향촌구락부 연결 추가

그림 6. 사조산업 연결영업이익 추이

(단위 : 억원)



자료 : 사조산업

표 3. 사조산업 부문별 매출, 영업이익 추이

(단위: 억원 %)

매출 구 분	주요제품	2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	
원 양	원양어업	참치, 명태 등	2,450	432	920	630	1,040	3,021	572	574	598	513	2,257	
식 품	수산물캔	987	249	195	274	202	920	239	201	264	225	929	255	
	장류	263	75	86	83	82	326	83	105	105	95	388	90	
	어묵, 맛살 류	1,167	301	268	267	327	1,162	294	296	0	0	590	0	
	식용류	2,234	543	0	0	0	543	0	0	0	0	0	0	
	대두박	1,572	439	0	0	0	439	0	0	0	0	0	0	
	햄, 만두 류	1,417	380	117	662	406	1,565	411	312	0	0	723	0	
	수산물 가공	1,870	441	491	515	493	1,940	443	457	530	546	1,976	550	
	김, 기타 류	494	127	100	139	95	462	142	120	147	146	554	162	
	육가공	582	116	138	131	122	507	113	111	114	124	462	100	
양 돈	상품	OEM, 명태 등	4,372	1,240	780	374	162	2,556	518	495	0	0	1,014	0
양 돈	양돈	생돈 등	158	62	86	81	88	317	66	101	48	54	268	51
레 쳐	골프장	입장 수입 등	177	29	51	57	36	173	30	51	58	44	185	34
기 타	용역, 임대	용역, 임대수입	973	175	75	49	589	888	167	170	51	190	578	52
단순합계		18,718	4,609	3,306	3,263	3,642	14,819	3,078	2,993	1,916	1,937	9,924	1,700	
연결조정		-3,049	-725	-379	-310	-355	-1,769	-302	-200	-186	-184	-873	-188	
매출 총 합 계		15,670	3,884	2,926	2,952	3,287	13,050	2,776	2,793	1,730	1,753	9,052	1,512	
OP 구 분		2013	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	
원양		-42	-50	-17	46	37	16	-26	-64	16	-15	-89	6	
식품		241	158	60	102	46	366	74	65	69	21	229	47	
양돈		-26	10	36	16	20	82	16	30	12	11	69	19	
레저		37	2	5	21	10	37	3	5	21	1	29	-6	
기타		54	24	19	19	21	83	24	18	24	32	98	25	
단순합계		264	144	102	203	135	584	91	54	143	49	336	91	
연결조정		22	5	-9	1	-3	-6	11	-1	-1	-4	5	-4	
합계		286	148	93	204	132	578	102	53	141	45	341	87	
OPM		1.82	3.82	3.19	6.93	4.01	4.43	3.68	1.89	8.16	2.55	3.76	5.76	

자료: 사조산업

2. 투자포인트

(1) 불확실성의 시기가 끝나간다

사조산업을 둘러싼 불확실성

완화국면 진입

참치가격 회복, 엔화강세, 유가하락 등 긍정적 이슈에 주목

사조산업은 원양어업 뿐만 아니라 식품, 양돈, 레저 등 다양한 사업 포트폴리오를 구축해 안정적인 사업을 영위하고 있었음에도 불구하고 주가는 그동안 저평가 상태를 벗어나지 못했다. 주가 저평가의 가장 주된 원인은 참치가격 하락 및 엔화 약세로 인한 수익성 악화, 주력 계열사 연결 제외로 인한 연결 매출/영업이익 감소, 계열사간 잦은 지분 이동으로 인한 불확실성 증가 등이다. 하지만 2015년 12월 초 지분 이동을 끝으로 계열사간 지분 이동이 마무리 국면에 접어들었고, 사업 측면에서도 안정성이 증가하고 있어 사조산업을 둘러싼 불확실성이 완화되고 있다고 판단된다. 무엇보다 ①참치가격 회복 및 엔화강세에 따른 원양어업 부문 수익성 회복, ②유가 하락에 따른 원가율 하락, ③수산/식품/양돈 등 주요 사업부 실적 호조에 따른 이익 성장 등 긍정적 이슈를 보유하고 있다. 사조산업에 대한 관심이 필요한 시점이라고 판단된다.

(2) 수산부문: 참치어가 반등, 엔화강세 수혜

국내 최대 선단 보유

수산부문은 사조산업의 모태이자 핵심사업이다. 사조산업은 연승선 31 척, 선망선 4 척을 보유하고 있으며 사조그룹 전체로는 합작선 포함 연승선 40 척, 선망선 10 척, 트롤선 12 척 등 총 62 척의 선박으로 국내 최대 선단을 보유하고 있다. 지속적인 신조를 통해 어획량을 늘려가고 있으며, 현재 건조중인 선망선도 내년부터 조업에 투입될 수 있어 향후 선망참치 부문 매출 증가도 기대된다.

표 4. 주요 수산업체별 선박보유 현황

(단위: 척)

	연승	선망	명태트롤	기지트롤	저연승	채낚기	봉수망	운반선	계
사조그룹	40	6	1	2	2				51
-사조산업	31	4							35
-사조씨푸드	2	1							3
-사조오양	4	1	1	2					8
-사조대림	3				2				5
동원산업	19	17	1				5	42	
신라교역	11	6							17
동원수산	15			3					18

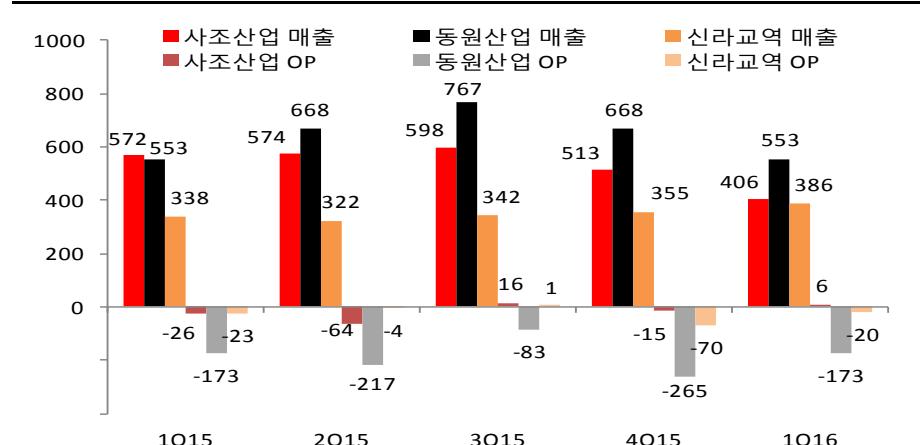
자료: 각사

수산부문: 참치어가 하락으로 적자폭 확대

참치어가 하락으로 그동안 국내 수산 3 사의 수산부문 실적은 좋지 못했다. 특히 선망 참치 가격이 톤당 1,000\$ 이하로 하락하면 BEP를 크게 하회함에 따라 선망참치 비중이 높은 회사들은 수산부문에서 큰 적자를 기록했다. 선망비중이 높은 동원산업은 수산부문 영업손실률이 30%를 넘었고, 신라교역도 적자폭이 확대되는 모습이었다. 사조산업은 전체 선망참치 어획량 중 약 30% 가량을 내부 참치캔 가공용으로 사용하기 때문에 매출액에 비해 적자폭이 크지는 않았지만 참치어가 하락의 영향을 벗어나기는 어려웠다. 하지만 올해 초부터 선망참치 가격이 반등하며 수산업체들의 실적도 점차 개선되고 있다. 사조산업은 1Q16 텐아라운드에 성공했으며, 동원산업, 신라교역도 수산부문 영업적자가 축소되는 모습이었다.

그림 7. 주요 업체 수산부문 매출, 영업이익 추이

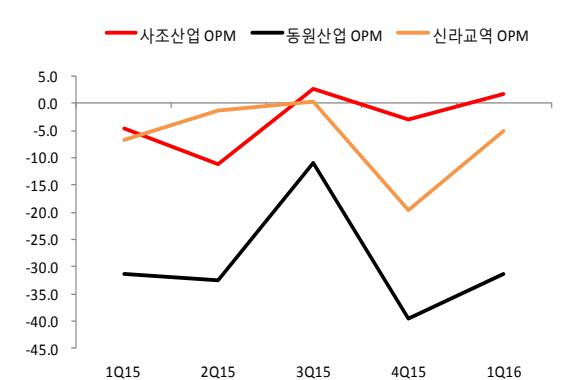
(단위 : 억원)



자료 : 각사

그림 8. 주요 업체 수산부문 OPM 추이

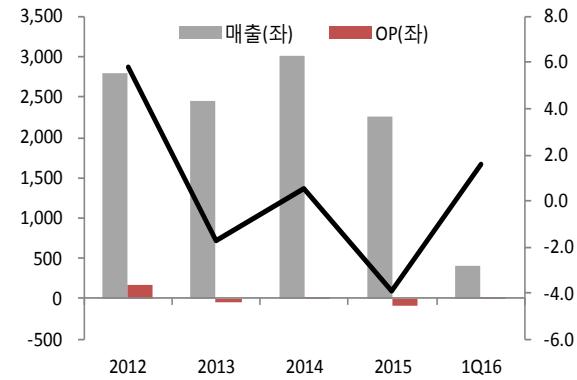
(단위 : %)



자료 : 각사

그림 9. 사조산업 원양어업 실적 추이

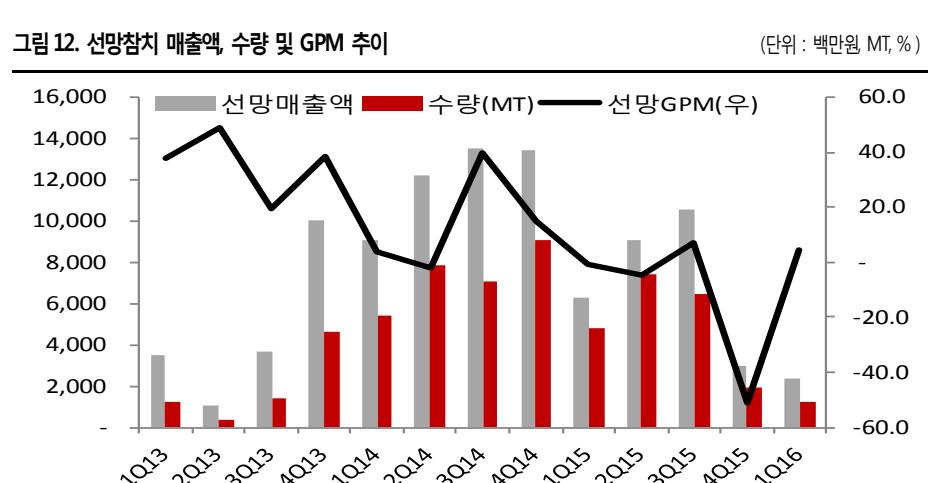
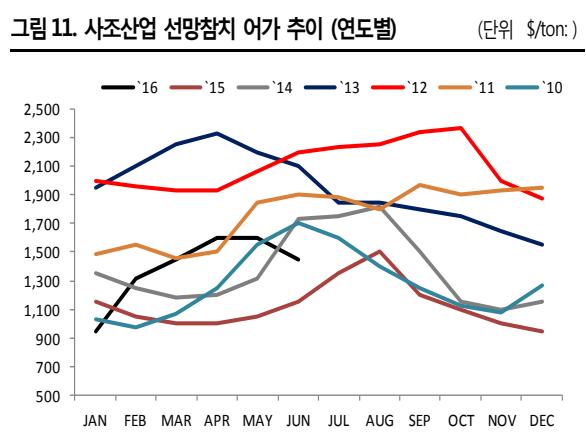
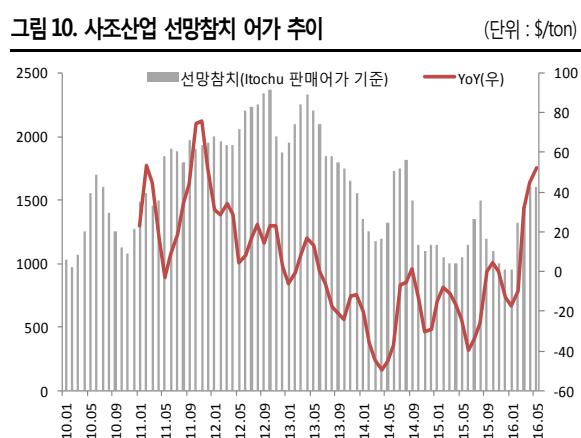
(단위 : 억원 %)



자료 : 사조산업

선망참치 어가 크게 반등
가격상승분 2Q16 실적에 반영 예상

수산부문 실적 악화의 주된 요인은 선망참치 가격 하락이다. 선망참치 가격은 보통 7~9 월 FAD(집어장치) 사용금지 기간을 앞두고 상승하는 모습을 보이는데, 올해는 미국 선박업체들의 입어료 협상 지연으로 인한 어획량 부족으로 강한 반등이 나타났다. 16년 1 월 톤당 950\$/선에서 거래되던 참치 가격은 3 월 1,450\$, 4 월 1,600\$로 상승했다. 7 월 현재 참치 가격은 약 1,350\$/ton 수준으로 고점 대비 다소 하락했으나 향후 추가 하락보다는 현재 수준에서 유지될 가능성이 높을 것으로 예상된다. 연초 950\$/ton 수준의 가격은 이례적으로 낮은 가격이었으며, 업체별로 다르기는 하나 조업 비용 등을 감안한 BEP 가격이 약 1,300\$/ton 수준이기 때문이다. 선망참치 가격 반등에 힘입어 사조산업의 1Q16 수산부문 실적이 턴어라운드 했으며, 참치 가격이 본격적으로 오르기 시작한 것이 3 월말~4 월초이기 때문에 참치가격 상승 효과는 2Q 실적에 본격적으로 반영될 것으로 전망된다. 선망참치 어획량의 약 25~30% 가량을 내부 가공용으로 사용하고 있어 안정적인 수요처를 확보하고 있는 점도 긍정적이다.

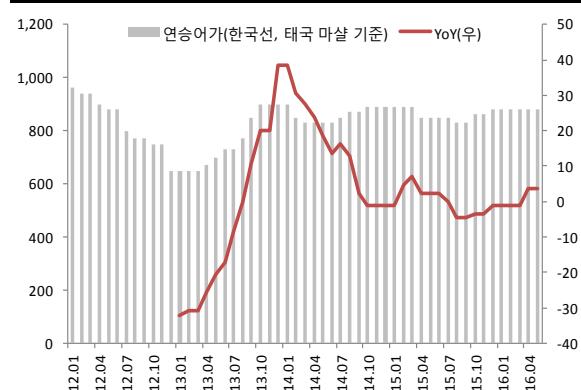


주 : 사조산업 별도 기준, 합작선 미포함

**횟감참치 가격은 꾸준히 높은 수준
유지. 엔화강세는 사조산업 연결
실적에 긍정적**

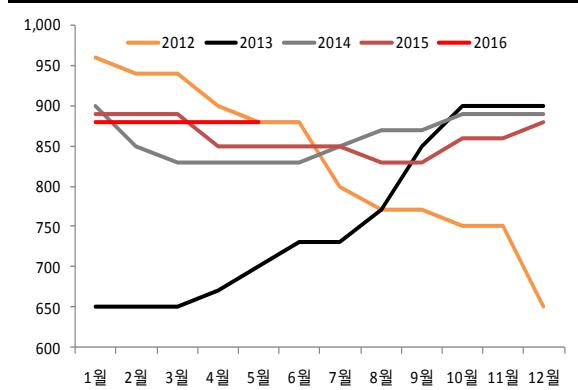
연승참치 어가는 일본 대지진의 여파를 벗어난 2014년 이후 800 엔대 중반 가격이 꾸준히 유지되고 있다. 수요가 꾸준하기 때문에 향후에도 큰 폭의 변동은 없을 것으로 예상된다. 연승참치 어획량의 상당 부분은 가공후 일본에 횟감으로 수출된다. 매출이 엔화로 발생하기 때문에 원화대비 엔화가 강세를 보일수록 매출 및 이익에 긍정적이다. 엔화는 아베노믹스의 영향으로 2012년 이후 지속적으로 약세를 보였으나 15년 하반기 이후 강세로 돌아섰다. 15년 6월말 환율은 약 9.1 원/엔 이었으며 16년 6월말 환율은 약 11.2 원으로 엔화가 전년 대비 약 22.6% 절상되었다. 최근 있었던 브렉시트의 영향으로 안전자산 선호현상이 두드러지고 있어 엔화 강세는 당분간 지속될 것으로 전망된다. 사조산업은 연승참치 어획뿐만 아니라 사조씨푸드를 통해 횟감참치 가공업도 영위하고 있어 엔화 강세가 사조산업 연결실적 개선에 크게 기여할 전망이다.

그림 13. 사조산업 연승참치 어가 추이 (단위 : Yen/BE 40 上)



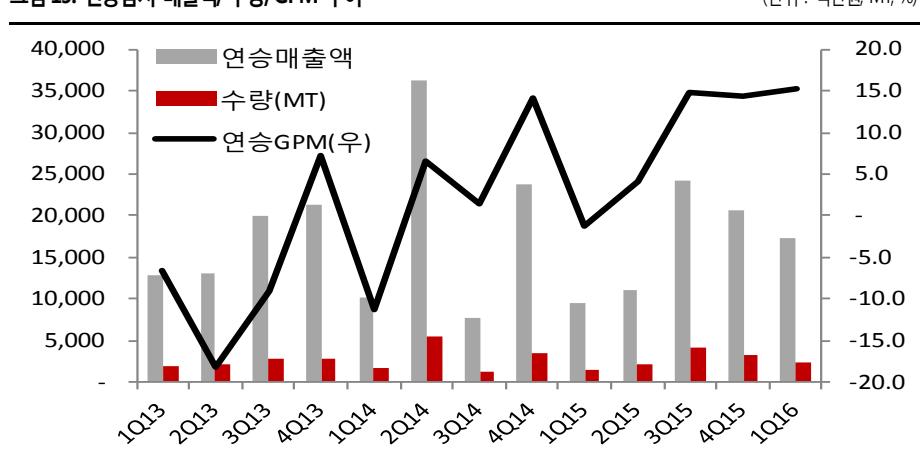
자료 : 사조산업

그림 14. 사조산업 연승참치 어가 추이(연도별) (단위 : Yen/BE 40 上)



자료 : 사조산업

그림 15. 연승참치 매출액, 수량, GPM 추이

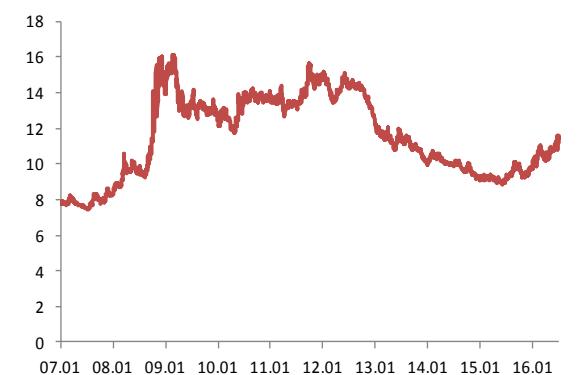


자료 : 사조산업

주 : 사조산업 별도 기준, 합작선 미포함

그림 16. 원엔 환율 추이

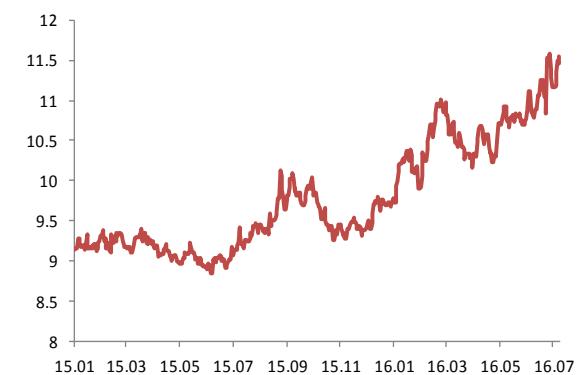
(단위 : 원/엔)



자료 : 블룸버그

그림 17. 원엔 환율 추이(2015년 이후)

(단위 : 원/엔)



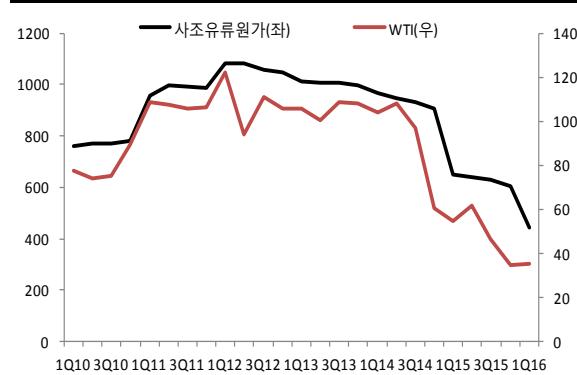
자료 : 블룸버그

(3) 유가하락으로 원가 하락

유가는 수산부문 원가의 30% 이상 차지

수산업의 특성상 유류 매입액이 원가에서 차지하는 비중이 높다. 일반적으로 유류대는 수산부문 매출원가의 약 30%를 차지하고, 연승선의 경우 유류대의 원가 비중이 40%에 육박할 정도로 높은 비중을 차지하고 있다. 사조산업의 유류원가는 국제 유가를 3~5개월 가량 lagging 하는 모습을 보인다. 3Q14까지 배럴당 100\$를 넘던 국제유가는 현재 50\$ 수준까지 하락해 사조산업 원가 절감에 기여할 것으로 예상된다. 국제유가는 4Q14부터 본격적으로 하락하기 시작해 사조산업의 2Q15 실적부터 일부 영향을 주기 시작했으나 지난해 계열사간 지분이동으로 원가하락 효과가 외부로 드러나지 않았다. 하지만 올해는 지분이동 이슈가 진정된 만큼 유가하락에 따른 원가절감 효과가 확연히 드러날 것으로 예상된다.

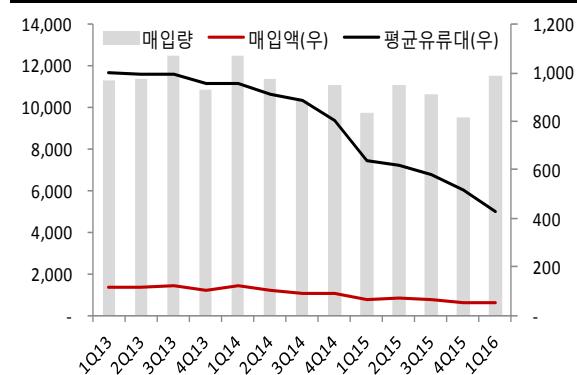
그림 18. 사조산업 유류원가, WTI 유가 추이 (단위 : 원/리터, 달러/배럴)



자료 : 블룸버그, 사조산업

그림 19. 사조산업 유류 매입량, 매입액 추이

(단위 : Kt, 억원, 원)

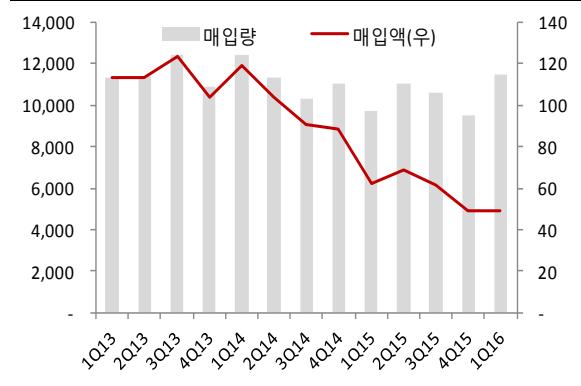


자료 : 사조산업

**유류 매입량은 변동 없으나 국제
유가 하락으로 연간 유류 매입액은
큰 폭 감소**

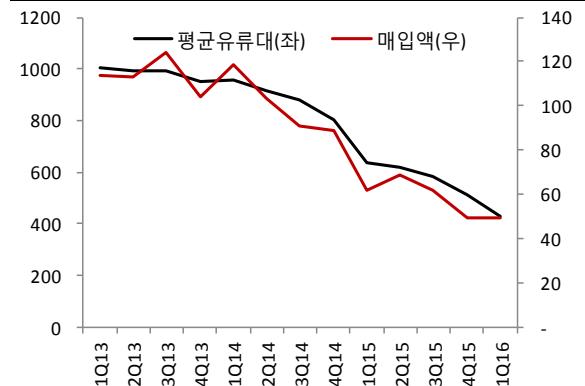
사조산업의 분기별 유류 매입량은 꾸준하게 유지되고 있으나 국제유가 하락에 따른 평균 유류대 하락으로 연간 유류 매입액은 크게 줄어들었다. 2013년 분기별 평균 유류 매입액은 100 억원을 초과했고, 연간 유류매입액도 2013년 450 억원에 달했다. 하지만 이후 유류 매입액은 2014년 417 억원, 2015년 254 억원으로 꾸준히 감소했다. 1Q16 유류원가는 리터당 평균 441 원으로 4Q15 606 원 대비 27.2% 하락했다. 2016년 유류 매입액은 약 200 억원 수준으로 전년 대비 약 50 억원 가량 절감될 것으로 전망된다. 유류매입액 감소분은 상당부분 영업이익으로 반영되기 때문에 유류대 절감을 통한 영업이익 증가 자체도 좋은 이슈다지만 국제유가가 장기 저유가 국면에 진입했다는 점이 더 긍정적이라 판단된다. 국제유가가 배럴당 50\$ 수준에서 머무른다고 가정시 사조산업의 연간 유류매입액은 약 200 억원 수준에서 안정적으로 관리될 것으로 예상된다.

그림 20. 사조산업 유류 매입량, 매입액 추이 (단위 : Kt, 억원)



자료 : 사조산업

그림 21. 사조산업 유류매입액 및 평균유류대 추이 (단위 : 억원, 원)



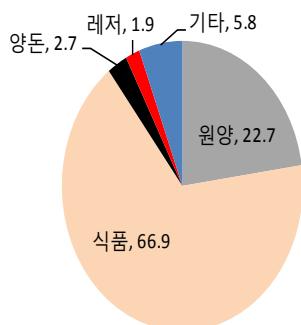
자료 : 사조산업

(4) 식품부문 주요 사업부 실적 호조

식품부문 매출비중이 가장 높음 부문별로는 수산가공, 수산물 캔 순서

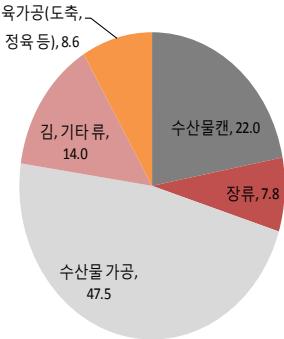
참치어가 반등, 유가 하락으로 인한 원양어업의 실적 호조 외에 식품 등 그 외 사업부도 실적 개선이 기대된다. 먼저, 식품 부문은 수산물 캔, 수산물 가공, 장류, 육가공 등의 사업이 해당되는데, 사조산업의 연결 매출, 영업이익에서 가장 큰 부분을 차지하고 있다. 2015년 기준 식품부문의 매출 비중은 66.9%로 원양어업(비중 22.7%)에 비해 월등히 높은 비중을 차지하고 있다. 식품부문 내에서는 수산물 가공(47.5%)의 비중이 가장 높고, 수산물 캔(22.0%), 김/기타(14.0%)의 매출 비중이 높다.

그림 22. 사조산업 영업부문별 매출 비중(2015) (단위 : %)



자료 : 사조산업

그림 23. 식품부문내 상세 매출 비중(1Q16) (단위 : %)



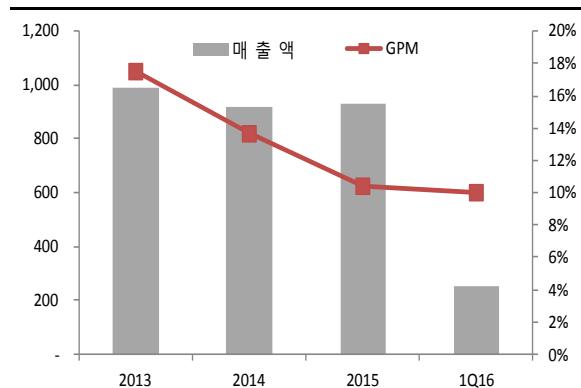
자료 : 사조산업

주. 2015년 사조대림의 연결제외로 식품부문 매출구성 변경이 있어
1Q16 식품부문 매출을 기준으로 비중 산출

**수산물 캔, 장류, 육가공 부문
안정적으로 이익 창출**

수산물 캔, 장류, 육가공은 사조산업이 영위하고 있으며, 수산물 가공, 김/기타류는 사조씨푸드를 통해 주로 매출이 발생하고 있다. 수산물 캔은 사조산업 고성공장이 담당하고 있으며 참치캔 등을 생산하고 있다. 매출 성장은 크지 않지만 GPM 10% 수준을 꾸준히 유지하고 있다. 장류는 사조산업 순창공장에서 생산되고 있으며, 아직 매출 비중이 높지는 않으나 매년 GPM 이 높아지고 있다. 육가공은 천안공장에서 담당하고 있다. 돼지/소 등에 대한 도축수수료가 매출의 대부분을 차지하고 있어 안정적인 수익이 발생하고 있으며, 돼지 사육두수 증가 등에 힘입어 GPM 이 상승하고 있다.

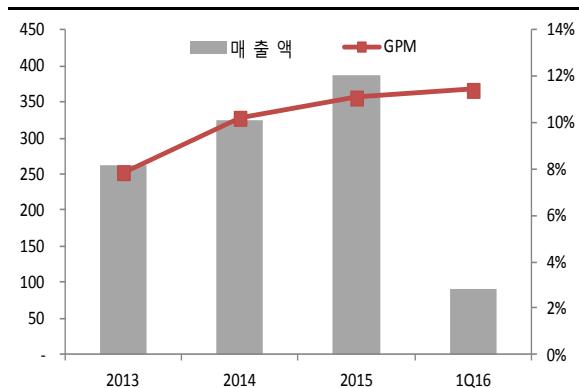
그림 24. 고성공장 매출 및 GPM 추이



자료 : 사조산업

(단위 : 억원 %)

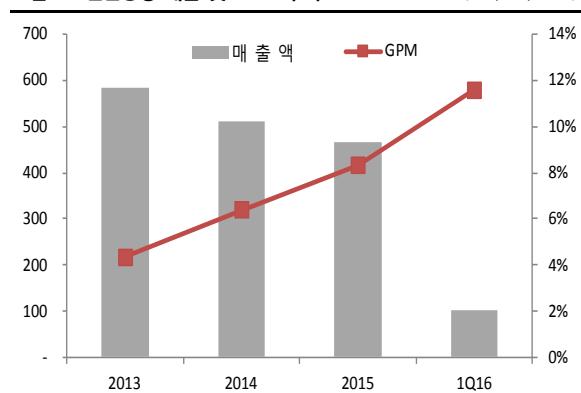
그림 25. 순창공장 매출 및 GPM 추이



자료 : 사조산업

(단위 : 억원 %)

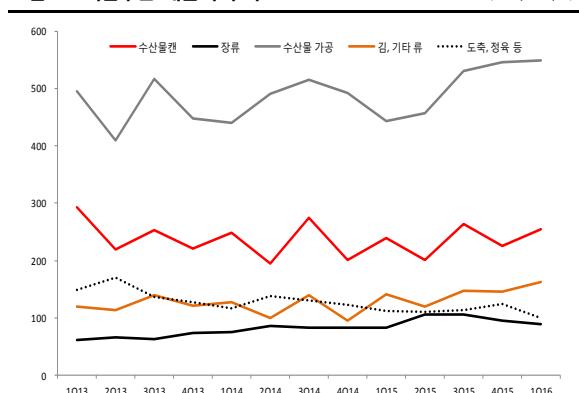
그림 26. 천안공장 매출 및 GPM 추이



자료 : 사조산업

(단위 : 억원 %)

그림 27. 식품부문 매출액 추이



자료 : 사조산업

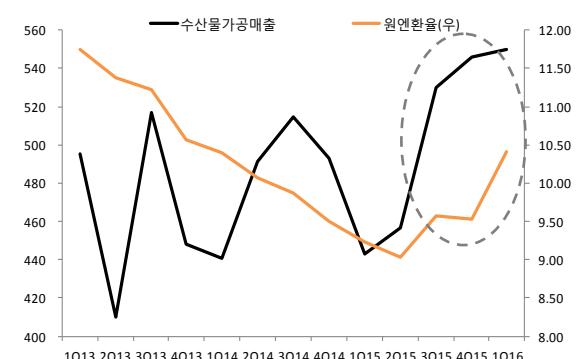
(단위 : 억원)

수산물가공 부문, 엔화 강세로 호실적 전망

김/기타류 이익 꾸준히 개선

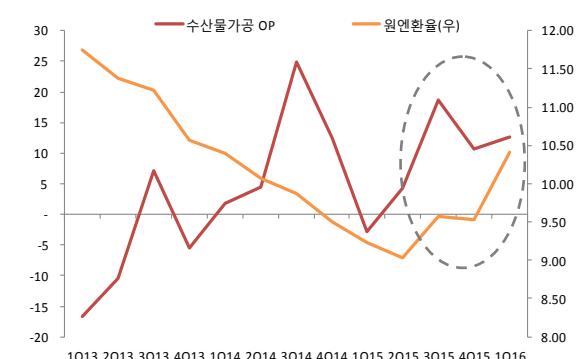
수산물 가공 및 김/기타류 부문은 사조씨푸드를 통해 매출이 발생하고 있다. 수산물 가공/유통은 횟감용 참치, 일반 수산물 가공으로 나누어진다. 일반 수산물 가공은 내수 매출이 대부분이나 횟감용 참치는 수출 비중이 높으며, 원어 가격은 일본 어가를 기준으로 엔화로 결정된다. 매출 및 이익이 원엔 환율에 따라 영향을 받으며, 엔화 강세가 매출/이익에 유리하다. 엔화는 아베노믹스의 영향으로 2012년 이후 줄곧 약세를 보였으나 2015년 하반기 이후 강세로 돌아섰으며, 브렉시트 이후 안전자산 선호현상이 두드러지고 있어 엔화 강세는 지속될 것으로 전망된다. 사조씨푸드의 수산물 가공부문 매출/영업이익 또한 긍정적인 흐름이 지속될 것으로 기대된다. 김/기타류는 사조씨푸드의 식품 부문의 실적이 연결로 반영되고 있다. 2015년 기준 매출 554 억원(+28.2% yoy) 영업이익 20 억원(+37.3% yoy)의 호실적을 기록했으며, 연도별로 꾸준히 매출 및 영업 이익이 개선되고 있다.

그림 28. 사조씨푸드 수산물 가공매출 및 원엔환율 (단위 : 억원 원/엔)



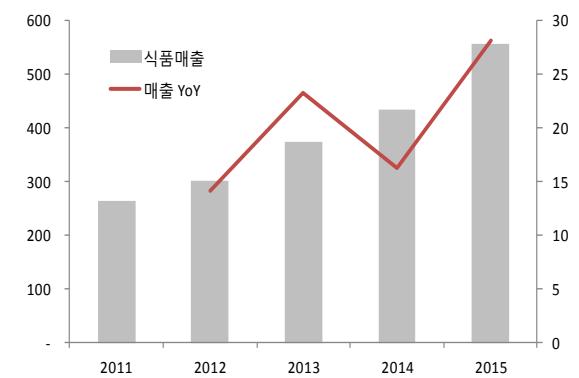
자료 : 사조씨푸드, 블룸버그

그림 29. 사조씨푸드 수산물 가공 OP 및 원엔환율 (단위 : 억원 원/엔)



자료 : 사조씨푸드, 블룸버그

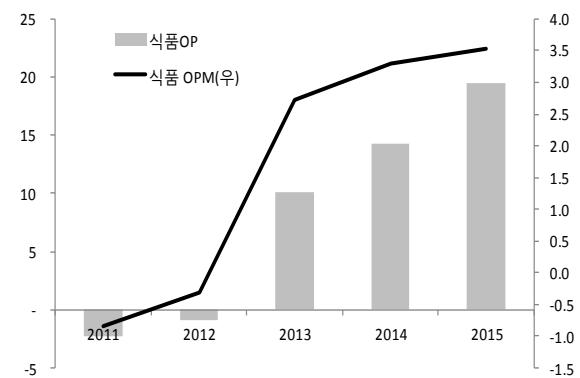
그림 30. 사조씨푸드 식품매출 및 매출 YOY 추이 (단위 : 억원 %)



자료 : 사조씨푸드

주 : 사조씨푸드의 식품실적이 사조산업의 김/기타류 실적으로 반영

그림 31. 사조씨푸드 식품부문 OP 및 OPM 추이 (단위 : 억원 %)

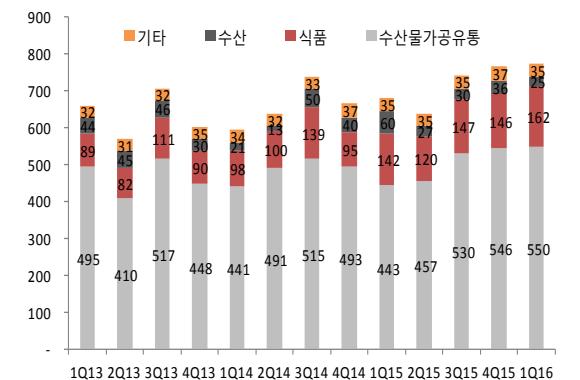


자료 : 사조씨푸드

주 : 사조씨푸드의 식품실적이 사조산업의 김/기타류 실적으로 반영

그림 32. 사조씨푸드 부문별 매출 추이

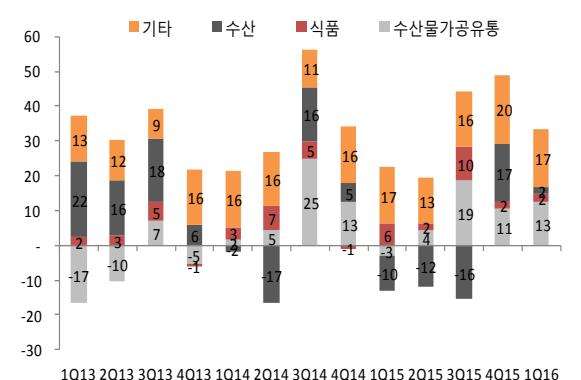
(단위 : 억원)



자료 : 사조씨푸드

그림 33. 사조씨푸드 부문별 OP 추이

(단위 : 억원)



자료 : 사조씨푸드

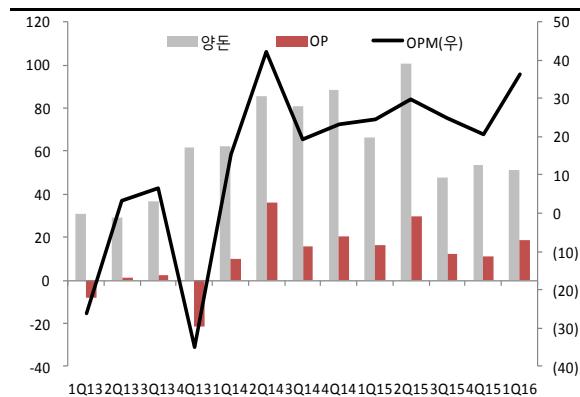
(5) 기타사업부문도 실적 개선세

양돈부문은 출하두수 증가세
사료-양돈-육가공까지 수직계열화
달성

양돈 부문은 동화농산, 청림축산, (주)우리들을 통해서 영위하고 있다. 사육두수는 약 4 만두이며 연간 출하두수는 약 8 만두에 달한다. 현재 사육두수를 늘려가고 있으며 사육두수 증가에 힘입어 올해 출하두수가 11 만두 수준으로 늘어날 것으로 전망된다. 생돈 가격과 구제역 등 질병발생 상황에 따라 실적의 변동이 있을 수 있으나 연간 매출 약 300 억원, 영업이익 70 억원 가량을 창출하는 캐시카우 사업이다. 사조바이오피드(사료), 동화농산 등 농장(양돈), 천안공장(도축/육가공)을 통해 수직계열화를 구축하고 있으며, 데지 사육두수가 증가함에 따라 사료부문 매출 증가도 기대된다. 돈육소비 성수기 진입에 따른 지육가격 강세로 2Q~3Q 양돈부문 실적 개선이 기대되며, 사육두수 증가로 연간 실적 성장 추이도 지속될 전망이다.

그림 34. 양돈부문 실적 추이

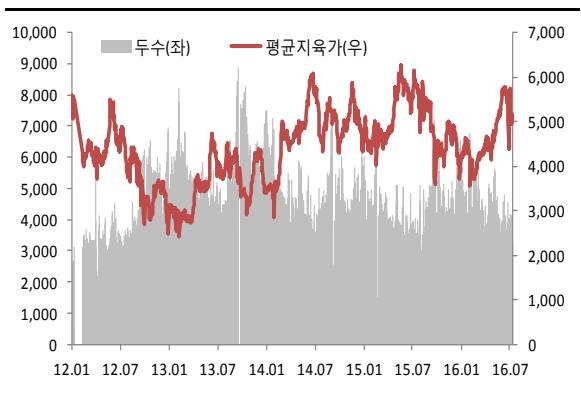
(단위 : 억원 %)



자료 : 사조산업

그림 35. 지육가 추이

(단위 : 두, 원)

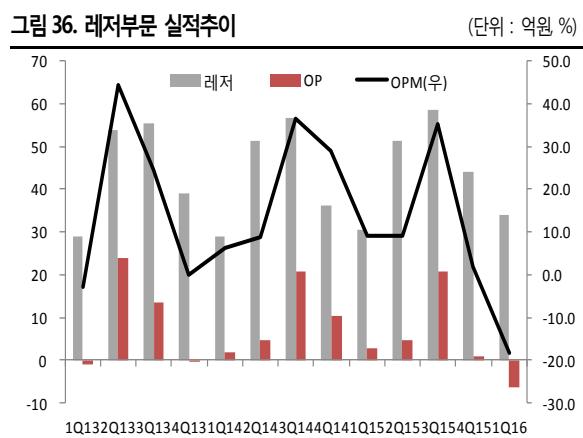


자료 : 대한한돈협회

성수기 효과로 2Q 레저부문 실적 호조 전망

레저 부문은 캐슬레스 서울 골프장 실적이 연결로 반영된다. 캐슬레스서울은 경기도 하남시에 소재하고 있는 회원제 18 훌, 페블릭 9 훌 골프장이다. 1Q16 기준 내장객(18 훌) 13,784 명으로 경기권 주요 업체 중 1위를 기록하고 있다. 연간 매출 170~180 억 원, 영업이익 30~40 억원 수준의 실적을 기록하고 있으며, 골프업의 특성상 2~3Q 가 성수기에 해당한다. 1Q 는 6 억원의 영업적자를 기록했으나 성수기 효과로 2Q 는 약 20 억원의 영업이익이 발생할 것으로 예상된다.

그림 36. 레저부문 실적추이



자료 : 사조산업

(단위 : 억원 %)

그림 37. 캐슬레스 서울 골프장 전경



자료 : 사조산업

3. 기타 이슈

(1) 계열사간 지분이동 마무리 단계, 불확실성 해소 국면

계열사간 지분이동 마무리 단계 진입

지난해 계열사간 잦은 지분이동으로 인한 지배구조 불확실성 및 실적 변동성 증가로 사조산업 주가는 15년 하반기부터 약세를 보여왔다. 하지만 15년 8월말에 있었던 사조해표(사조산업 지분 5%) 및 주진우 회장의 지분이동(사조산업 지분 10%), 12월 초에 있었던 사조시스템즈의 사조인터내셔널 합병을 끝으로 계열사간 지분 변동은 마무리 단계에 접어들었다고 판단되며, 이와 관련된 불확실성은 해소된 것으로 보인다. 향후 사조산업의 주주 현황 및 지분율이 일부 바뀔 수는 있으나 큰 틀에서 보면 사조시스템즈가 사조산업을 실질적으로 지배하는 구조로 있기 때문에 큰 이슈는 아니라고 판단된다.

표 5. 사조그룹 주요 지분변동내역 정리

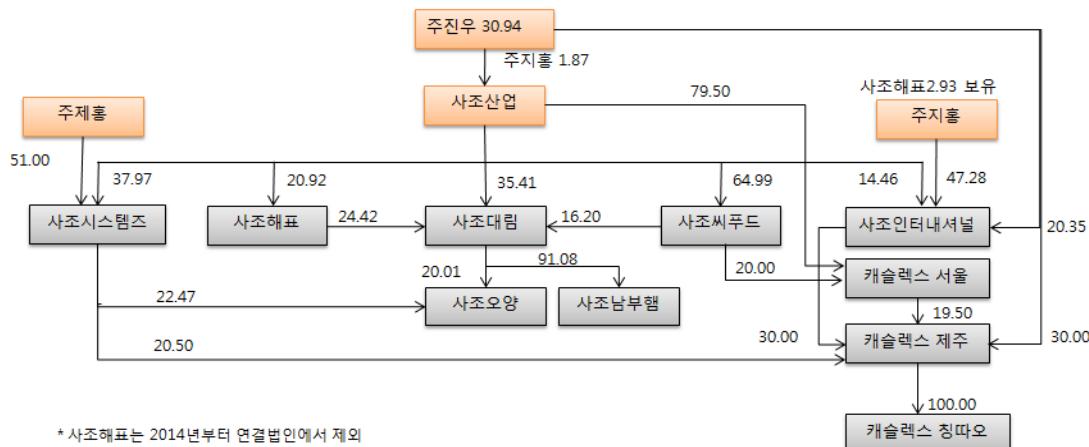
(단위: 주, %, 원)

주체	공시일	해당회사	이벤트	주식수	지분율	지분율 변동	변경사유	단가	비고
사조해표	15-08-19	사조산업	매도	245,000	5.0%	9.9% -> 4.9%	시간외매매	66,000원	
주진우	15-08-26	사조산업	매도	500,000	10.0%	29.9% -> 19.9%	시간외매매	66,000원	
주지홍	15-08-26	사조산업	매수	100,000	2.0%	1.87% -> 2.87%	시간외매매	66,000원	
사조시스템즈	15-08-26	사조산업	매수	500,000	10.0%	1.97% -> 11.97%	시간외매매	66,000원	
캐슬렉스제주	15-08-26	사조산업	매수	150,000	3.0%	0% -> 3%	시간외매매	66,000원	
사조시스템즈	15-12-07	사조산업	합병 +	339,000	6.8%	합병비율 1:0.8	합병 지분 변경		지분율 18.8% (937,330주)
사조인터내셔널	15-12-07	사조산업	합병 -	339,000	6.8%	합병비율 1:0.8	합병 지분 변경		
사조인터내셔널	15-12-07	사조대림	합병 -	229,120	3.8%	3.84% -> 0%	합병 지분 변경		시스템즈의 인터내셔널 합병
사조시스템즈	15-12-07	사조대림	합병 +	229,120	3.8%	0% -> 3.84%			
사조인터내셔널	15-12-07	사조해표	합병 -	100,000	1.4%	1.4% -> 0%			
사조시스템즈	15-12-07	사조해표	합병 +	100,000	1.4%	0% -> 1.4%			
사조인터내셔널	15-12-07	사조씨푸드	합병 -	1,645	0.0%	0.01% -> 0%			
사조시스템즈	15-12-07	사조씨푸드	합병 +	1,645	0.0%	0% -> 0.01%			

자료: 각사, SK 증권 정리

그림 38. 사조산업 지분구조(2014년 사업보고서 기준)

(단위 : %)

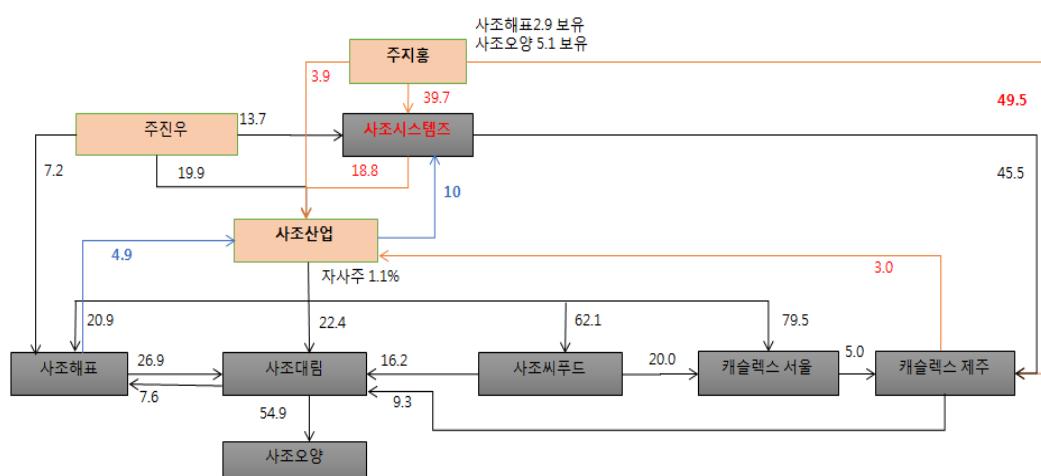


자료 : 사조산업, SK 증권 정리

주 : 사조해표는 2Q14부터 연결 법인에서 제외

그림 39. 사조그룹 지분구조(1Q16 분기보고서 기준)

(단위 : %)

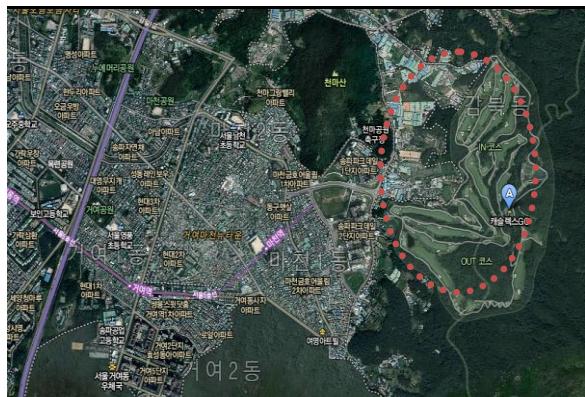


(2) 자산가치 감안 주가 재평가 필요

**캐슬렉스 서울 등 주요 자산 저평가
상태. 자산가치를 반영해 주가
재평가 필요**

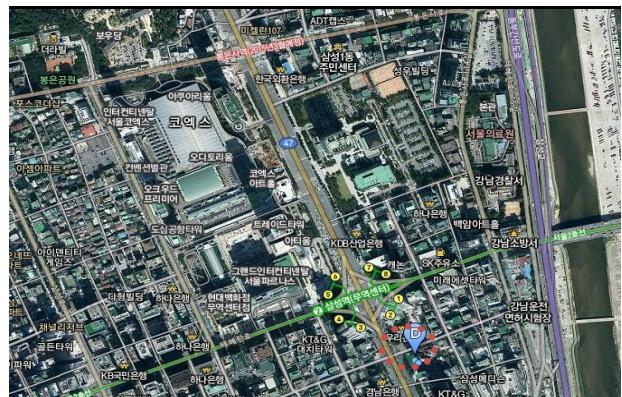
사조그룹은 캐슬렉스 골프장, 창고/물류센터, 사옥(서대문, 대치동) 등 자산을 많이 보유하고 있으나 사조산업, 사조씨푸드 등 주요 계열사들의 시가총액은 자산가치를 반영하지 못하고 있다. 실제로 2011년 캐슬렉스 서울 골프장(184만 m²) 중 일부인 약 8,000평이 보금자리 주택용으로 평당 800만원/총액 160억원에 수용된 적이 있으나 사조산업의 장부가로는 41억원만 반영되어 있다. 삼성동 사조빌딩 또한 시세가 1,200억원 수준에 형성되어 있으나 사조씨푸드의 시총은 약 1,100억원으로 빌딩 가치만 하더라도 사조씨푸드의 시가총액을 넘어선다. 사조그룹이 보유하고 있는 부동산 중 상당부분은 재평가가 필요한 상황이며, 자산가치를 반영해 사조그룹 및 사조산업의 주가도 재평가되어야 한다고 판단된다.

그림 40. 캐슬렉스서울 골프장 위치



자료 : 네이버

그림 41. 사조빌딩 위치



자료 : 네이버

(3) 한국제분 인수는 긍정적 이슈로 판단

사조그룹 컨소시움이 한국제분 인수 종합식품회사로 도약

사조그룹 컨소시움(대림, 해표, 씨푸드)이 1,000 억원을 투자해 한국제분 지분 82.6%를 인수하며 올해 2월 25 일자로 한국제분/동아원이 사조그룹에 편입되었다. 사조대림, 사조해표가 각각 300 억원을 투자했으며 사조씨푸드는 400 억원을 투자해 제 3 자 배정 유상증자 방식으로 지분을 확보했다. 한국제분/동아원 인수를 통해 사조산업은 종합식품회사에 한발 더 다가가는 계기가 되었으며, 기존에 사료 사업을 영위하고 있고 내부적으로 제분 수요도 많아 시너지를 기대할 수 있을 것으로 전망된다.

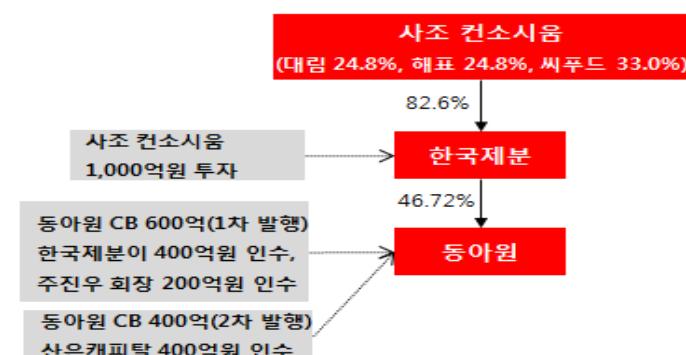
유산스 및 사조그룹 투입자금 감안시 실제 차입금은 1,700 억원 수준

한국제분의 높은 부채비율 등 재무 상태에 대한 이슈가 있었으나 이 또한 큰 문제는 되지 않을 것으로 보인다. 2014년말 한국제분의 연결기준 단기차입금 4,461 억원중 유산스가 2,186 억원이며, 장기차입금 1,112 억원중 유산스가 480 억원을 차지하고 있다. 장/단기차입금 5,573 억원중 유산스가 2,666 억원이다. 유산스는 사료용 원재료 매입을 위해 사용하고 있으며, 큰 문제가 되지 않는 금액이다. 유산스를 제외한 차입금은 2,907 억원으로 볼 수 있는데, 사조 컨소시움 및 주진우 회장의 동아원 CB 인수로 1,200 억원의 자금이 투입되었기 때문에 실제 부채는 약 1,700 억원 수준으로 볼 수 있다. 동아원이 보유중인 자산 중 매각을 검토하고 있는 것도 있어 자산 매각시 실제 부채액은 사조그룹 및 한국제분이 충분히 감당할 수 있는 수준이라고 판단된다.

경영효율화 진행중, 유동성 위기 극복 이후 빠르게 정상화

또한 한국제분 본사를 63 빌딩에서 방배동 사조빌딩으로 이전하는 등 비용절감 및 자산매각 등을 통해 경영효율화를 진행 중이며, 이를 통해 한국제분은 유동성 위기 극복 이후 빠르게 정상화되고 있다. 실제로 1Q16 한국제분과 동아원 합산 영업이익은 73 억원(1Q15 28 억원, +160.7% yoy)으로 전년 동기대비 큰 폭 성장했으며, M/S 23%의 안정적인 제분사업을 바탕으로 2Q 실적은 1Q 보다 개선될 것으로 예상된다.

그림 42. 사조 컨소시움의 한국제분 인수 구조



자료 : SK 증권

표 6. 동아원 타법인 출자현황

(단위: 백만원 주, %)

법인명	최초취득 일자	출자 목적	최초취득 금액	기초잔액			증가(감소)			기말잔액			최근사업연도 재무현황	
				수량	지분율	장부 가액	취득(처분) 수량	금액	평가 순익	수량	지분율	장부 가액	총자산	당기 순손익
㈜하나에너지	04.07.14	계열회사	8,049	923,035	84	-	-	-	-	923,035	84	-	2	-186
KODO, Inc.	05.07.26	계열회사	72,616	148,000	93	78,235	-	-	-	148,000	93	78,235	136,402	-2,083
㈜해가온	05.07.26	계열회사	3,812	4,984,000	42	-	-	-	-	4,984,000	42	-	24	-2,062
한국산업㈜	07.05.23	계열회사	2,404	204,941	73	5,618	-	-	-	204,941	73	5,618	20,526	-661
㈜코지드	08.06.02	계열회사	8,370	1,674,000	86	-	-	-	-	1,674,000	86	-	7,337	-898
백초바이오연구소㈜	09.08.12	계열회사	801	39,400	49	-	-	-	-	39,400	49	-	2,862	19
농업회사법인천안팜	10.10.07	계열회사	2,297	459,432	85	-	-	-	-	459,432	85	-	16,335	-2,918
광동KODO사료	11.03.31	계열회사	6,036	-	100	1,981	-	-	-	-	100	1,981	7,368	-658
피디피㈜	15.06.25	계열회사	3,580	716,000	27	-	-	-	-	716,000	27	-	6,298	1,612
제분회관	95.04.24	단순투자	215	40,285	19	215	-	-	-	40,285	19	215	7,585	253
에이치비아이㈜	04.09.13	단순투자	750	375,000	9	306	-	-	-	375,000	9	306	4,240	164
해태제과식품㈜	04.12.30	단순투자	2,500	202,500	2	2,500	-	-	-	202,500	2	2,500	732,849	13,305
㈜화요	05.03.30	단순투자	786	52,426	6	198	-	-	-	52,426	6	198	7,495	317
㈜신촌피엔에프	06.08.11	단순투자	700	20,000	50	-	-	-	-	20,000	50	-	1,999	-6
㈜성보사이언스텍	06.08.16	단순투자	913	268,520	10	-	-	-	-	268,520	10	-	972	-36
㈜힐리언스	07.04.23	단순투자	1,000	100,000	7	735	-	-	-	100,000	7	735	23,703	-1,521
㈜중앙일보종합편성 채널투자	11.02.23	단순투자	1,500	300,000	-	392	-	-	-	300,000	-	392	148,484	-55,838
합 계				-	-	90,180	-	-	-	-	90,180	-	-	-

자료: 사조동아원

주: 2016년 3월말 기준

4. 실적 및 밸류에이션

(1) 2Q16 및 2016년 어닝 서프라이즈 전망

**선망참치는 이익 개선세 유지,
연승참치는 높은 참치가격 및
유가하락으로 인한 원가절감효과
반영 예상**

참치어가 반등, 유가하락, 엔화 강세 등 사조산업의 주요 이익 결정 변수가 모두 우호적인 흐름을 보이고 있어 사조대림, 남부햄 등의 연결실적 제외에도 불구하고 2Q16 및 2016년 실적 호조가 기대된다. 선망참치 가격은 현재 톤당 1,350\$ 수준이며, 6월 초 고점(1,650\$) 대비 다소 하락했으나 올해초 950\$에 비해서는 가격이 높고, 내부 가공용으로 어획량의 25% 가량을 사용하고 있어 1Q 대비 실적 개선이 가능할 전망이다. 이익개선 효과가 가장 클 것으로 예상되는 것은 연승참치 부문이다. 횟감참치 가격은 880 엔/kg 수준에서 꾸준히 유지되고 있어 마진을 충분히 확보할 수 있으며, 유가하락으로 인한 원가절감 효과도 클 것으로 전망된다. 연승참치의 원가에서 유류대가 차지하는 비중은 40%에 육박한다.

**엔화 강세의 영향으로 사조씨푸드의
횟감참치 가공/유통 부문 이익
성장도 기대**

연결법인 중에서는 사조씨푸드의 횟감참치 가공/유통 부문 매출/이익 성장이 기대된다. 사조산업, 사조오양 등에서 어획한 참치를 매입해 이를 가공/유통하는 사업인데, 이익의 상당부분은 엔화 베이스의 임가공비에서 창출된다. 즉, 참치를 가공해 판매하는 금액이 매출, 참치원어 매입가는 원가에 해당되며, 판관비를 제외한 나머지가 이익으로 반영되는 것이다. 가공량이 늘어나면 이익이 늘어날 수 있으며, 엔화 강세의 영향으로 가공량의 증가 없이도 이익이 증가할 수 있는 상황이다.

**사조대림 연결 제외로 매출은 감소,
수산부문 실적 호조로 영업이익은
큰 폭 성장 전망**

원양어업, 수산물 가공 등 주력사업의 실적 개선뿐만 아니라 장류, 육가공, 양돈, 레저 등 기타 사업도 호조세를 보임에 따라 2Q16 실적은 대폭 개선될 것으로 전망된다. 2Q16 사조산업의 연결실적은 매출 1,778 억원(-36.3% yoy), 영업이익 163 억원(+208.5% yoy)로 어닝 서프라이즈가 예상된다. 사조대림 및 남부햄의 연결제외로 매출은 36.3% 감소하지만, 수산부문 주요 지표의 긍정적인 움직임에 힘입어 영업이익이 큰 폭 성장하고 OPM도 9.2%로 YoY 7.3%p 상승할 것으로 예상된다.

표 7. 사조산업 분기별 연결실적 추이

	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A	2Q16E(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스(b)	(단위: 억원 %) 차이(a/b)
매출액	2,793	1,730	1,753	1,512	1,778	-36.3	17.6	1,940	-8.4
영업이익	53	141	45	87	163	208.5	87.2	81	101.2
세전이익	11	442	-203	77	158	1,342.4	105.9	82	91.9
지배주주순이익	-33	380	-233	53	114	흑전	115.9	49	131.6
영업이익률	1.9	8.2	2.5	5.8	9.2	7.3	3.4	4.2	5.0
세전이익률	0.4	25.5	-11.6	5.1	8.9	8.5	3.8	4.2	4.6
지배주주순이익률	-1.2	22.0	-13.3	3.5	6.4	7.6	2.9	2.5	3.9

자료: SK 증권 FN 가이드

주: 3Q15 부터 사조대림, 사조남부행 등 연결 실적에서 제외

**2016년 연간실적 또한 연결 매출은
감소, 영업이익은 큰 폭 성장 트렌드
지속될 전망**

2016년 연간으로 보더라도 2Q16과 비슷한 실적 흐름이 나타날 것으로 전망된다. 사조대림 및 남부행 연결 제외로 매출은 전년 대비 약 22.4% 감소한 7,022 억원으로 추정된다. 현재와 같은 이익결정 변수의 움직임이 하반기에도 지속될 것으로 전망되는 만큼 2Q 실적에 이어 연간 영업이익도 셔프라이즈를 기록할 수 있을 것으로 기대된다. 2016년 사조산업의 연결 영업이익은 504 억원으로 전년 대비 47.9% 증가할 것으로 예상된다.

표 8. 사조산업 연결실적 추이

구분	2013	2014	2015	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E	(단위: 억원 %)
매출액	15,670	13,050	9,052	1,512	1,778	1,887	1,845	7,022	
사조산업	3,761	4,047	3,642	842	970	1,110	1,010	3,932	
사조씨푸드	2,537	2,632	2,808	773	860	840	790	3,263	
캐슬렉스서울	177	173	180	31	50	55	35	171	
동화농산	63	98	81	21	28	20	23	92	
청림축산	25	122	137	30	55	47	42	174	
청도운산	-	-	5	4	5	5	5	19	
신사조	-	-	17	-	-	-	-	-	
사조아메리카	114	120	136	-			130	130	
매출총이익	1,935	2,035	1,300	1,300	197	304	292	245	
GPM	12.3	15.6	14.4	13.0	17.1	15.5	13.3	14.8	
판매관리비	1,649	1,457	960	960	110	141	148	135	
판관비율	10.5	11.2	10.6	7.3	7.9	7.8	7.3	7.6	
영업이익	286	578	341	87	163	144	110	504	
OPM	1.8%	4.4%	3.8%	5.8%	9.2%	7.6%	6.0%	7.2%	

자료: 사조산업, SK 증권 추정

주: 사조대림, 사조해표, 사조남부행 등 2014~2015년연 연결에서 제외된 회사들이 있어 개별회사의 매출 단순합계와 실제 연결 매출액은 일치하지 않을 수 있음

(2) 투자의견 매수, 목표주가 120,000 원

계열사간 지분이동 마무리 단계
진입

사조산업에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 120,000 원을 유지한다. 이익결정변수의 우호적 흐름에 따른 이익 추정치 상향으로 목표주가 상향의 여지가 있으나 현재 주가 와의 괴리도 및 소극적인 IR 등을 감안해 보수적으로 산정했다. 현재 주가는 2016년 예상 실적 기준 PER 9.5 배 수준에 거래되고 있어 상대 밸류에이션으로 보더라도 충분히 저평가되어 있다고 판단되며, 실적 성장과 함께 주가도 한단계 레벨업 될 것으로 예상된다.

표 9. Valuation Table

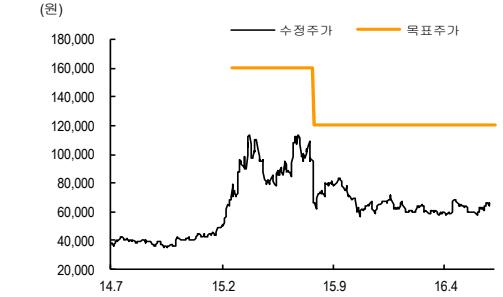
(단위: 억원 원 주 %)

비고	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Noplat	380.7	419.0	450.1	472.6	496.2	521.0	547.1	574.4	603.1	633.3	664.9
NCC	상각비 및 비현금	141.0	134.3	127.6	132.7	138.0	143.5	149.3	155.2	161.4	167.9
-WC	운전자본증감	-771.9	109.1	108.9	111.1	113.3	115.5	117.9	120.2	122.6	125.1
-FC	투자금액	426.1	-46.6	-55.4	56.5	-57.6	58.8	-59.9	61.1	-62.4	63.6
FCFF(t)	현금흐름	867.5	490.8	524.1	437.7	578.5	490.2	638.4	548.3	704.3	612.5
FCFF(PV) (가)	현금흐름현가	3,680.7									T/V = 6956.8
CV(PV) (나)	영속가치현가	3,771.7									
FV (가)+(나)	기업가치	7,452.4									
Net Debt	순부채	2,131.7									
Equity Value		5,320.7									
Add: 자산, 지분	캐슬레스 지회사지분	2,007.0									
Enterprise Value		7,327.7									
# Stock	주식수	4,945,000	자사주	55,000							
Fair Value		148,184									
discount factor	IR 소극적	20%									
Target Price	할인요소 반영	118,547									
목표주가		120,000									
g	영구성장률	1%									
Rf	무위험수익률	1.7%									
Beta	52주 베타	0.50									
Risk Premium	리스크프리미엄	7.0%									
COE	CAPM 적용	5.2%									
COD		7%									
WACC	가중평균자본조달비용	6.0%									
Debt Capital	부채비중	80%									
Equity Capital	자본비중	20%									

자료: SK 증권

주 : 회사가치에 Add 된 부분은 캐슬레스서울 회원권 가치, 사조해표/사조대림 등 관계사 지분가치

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2015.03.16	적극매수	160,000원



The chart shows the price movement of SK Bus from July 2015 to July 2016. The x-axis represents time from 14.7 to 16.4, and the y-axis represents price in won from 20,000 to 180,000. A black line represents the current price, which starts around 40,000 won, rises to about 100,000 won by July 2015, and then fluctuates between 60,000 and 120,000 won until July 2016. An orange line represents the target price, which is constant at 160,000 won throughout the period.

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 (2016년 7월 25일 기준)

매수	95.42%	중립	4.58%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	5,632	3,881	2,427	3,501	3,894
현금및현금성자산	500	121	95	1,358	1,654
매출채권및기타채권	1,242	984	520	369	389
재고자산	2,511	1,502	924	812	857
비유동자산	8,956	8,244	6,604	7,016	7,014
장기금융자산	281	234	118	116	116
유형자산	5,661	4,903	3,903	3,779	3,647
무형자산	633	592	51	65	78
자산총계	14,588	12,125	9,031	10,517	10,908
유동부채	7,514	5,910	4,131	5,286	5,392
단기금융부채	4,982	3,921	2,801	3,367	3,367
매입채무 및 기타채무	2,190	1,011	436	812	857
단기충당부채	29	33	0	0	0
비유동부채	2,713	1,910	1,123	1,028	841
장기금융부채	1,972	1,218	472	496	496
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	10,227	7,820	5,253	6,313	6,233
지배주주지분	2,533	2,844	3,096	3,511	3,973
자본금	250	250	250	250	250
자본잉여금	5	93	69	69	69
기타자본구성요소	-74	-32	-2	-2	-2
자기주식	-74	-32	-2	-2	-2
이익잉여금	2,313	2,514	2,681	3,015	3,405
비자매주주지분	1,827	1,460	682	692	702
자본총계	4,360	4,304	3,778	4,203	4,675
부채와자본총계	14,588	12,125	9,031	10,517	10,908

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	320	974	506	1,205	358
당기순이익(순실)	-118	317	244	362	407
비현금성항목등	789	592	326	292	264
유형자산감가상각비	250	236	178	139	132
무형자산상각비	2	2	2	2	3
기타	71	190	-45	26	30
운전자본감소(증가)	-104	171	16	772	-109
매출채권및기타채권의 감소증가)	16	-364	-272	144	-20
재고자산감소(증가)	160	240	125	120	-45
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-114	185	230	396	45
기타	-166	109	-66	113	-89
법인세납부	-247	-106	-80	-221	-205
투자활동현금흐름	-267	-404	99	-426	47
금융자산감소(증가)	124	-16	-26	3	0
유형자산감소(증가)	-192	-191	-15	-13	0
무형자산감소(증가)	-12	-10	-20	-16	-16
기타	-187	-187	160	-400	62
재무활동현금흐름	-46	-949	-633	485	-108
단기금융부채증가(감소)	-27	-346	-776	564	0
장기금융부채증가(감소)	274	-348	14	30	0
자본의증가(감소)	0	0	74	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-293	-256	55	-108	-108
현금의 증가(감소)	15	-379	-26	1,263	296
기초현금	485	500	121	95	1,358
기말현금	500	121	95	1,358	1,654
FCF	-380	1,341	1,494	1,378	539

자료 : 사조산업, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	15,670	13,050	9,052	7,022	7,466
매출원가	13,735	11,015	7,751	5,984	6,387
매출총이익	1,935	2,035	1,300	1,038	1,079
매출총이익률 (%)	12.4	15.6	14.4	14.8	14.5
판매비와관리비	1,649	1,457	960	534	542
영업이익	286	578	341	504	537
영업이익률 (%)	1.8	4.4	3.8	7.2	7.2
비영업손익	-178	-148	22	-25	-15
순금융비용	217	180	104	60	47
외환관련손익	-22	-5	18	-7	-7
관계기업투자등 관련손익	-51	114	7	59	68
세전계속사업이익	107	430	363	479	522
세전계속사업이익률 (%)	0.7	3.3	4.0	6.8	7.0
계속사업법인세	226	113	119	118	115
계속사업이익	-118	317	244	362	407
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-118	317	244	362	407
순이익률 (%)	-0.8	2.4	2.7	5.2	5.5
지배주주	-43	217	191	344	390
지배주주구속 순이익률(%)	-0.27	1.67	2.11	4.9	5.23
비자매주주	-75	100	53	18	17
총포괄이익	-105	275	307	426	471
지배주주	-34	182	264	416	462
비자매주주	-71	93	44	10	10
EBITDA	537	816	521	645	672

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	0.8	-16.7	-30.6	-22.4	6.3
영업이익	-41.3	102.3	-41.0	47.9	6.6
세전계속사업이익	-64.5	300.5	-15.7	32.2	8.9
EBITDA	-26.3	51.8	-36.2	23.9	4.1
EPS(계속사업)	적전	흑전	-12.1	80.1	13.4
수익성 (%)					
ROE	-1.7	8.1	6.4	10.4	10.4
ROA	-0.8	2.4	2.3	3.7	3.8
EBITDA마진	3.4	6.3	5.8	9.2	9.0
안정성 (%)					
유동비율	75.0	65.7	58.8	66.2	72.2
부채비율	234.6	181.7	139.1	150.2	133.3
순차입금/자기자본	137.1	106.3	75.4	50.7	39.3
EBITDA/이자비용(배)	1.9	3.3	3.3	5.7	6.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-855	4,348	3,821	6,881	7,804
BPS	50,664	56,890	61,915	70,229	79,466
CFPS	4,180	9,107	7,419	9,702	10,490
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	9.8	29.8	10.4	9.2
PER(최저)	N/A	6.1	10.6	8.4	7.4
PBR(최고)	1.1	0.8	1.8	1.0	0.9
PBR(최저)	0.5	0.5	0.7	0.8	0.7
PCR	7.0	4.4	9.1	6.8	6.2
EV/EBITDA(최고)	20.1	10.2	17.9	9.9	8.9
EV/EBITDA(최저)	17.2	9.2	10.8	8.8	7.9

memo
