

사조산업(007160/KS)

변화는 많았지만 본질은 변함 없다

매수(유지)

T.P 120,000 원(유지)

Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

Company Data

자본금	250 억원
발행주식수	500 만주
자사주	6 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,015 억원

주요주주

주진우(외6)	51.71%
국민연금공단	8.64%
외국인지분률	5.60%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/04/01)	60,300 원
KOSPI	1973.57 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	114,000 원
52주 최저가	56,200 원
60일 평균 거래대금	19 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.5%	-2.4%
6개월	-24.6%	-24.4%
12개월	-37.0%	-35.2%

2015 년은 지분승계 관련 계열사별 빈번한 지분이동으로 실적 변동성이 컸다. 사조해표/사조대림 등의 실적이 연결실적에서 제외됨에 따라 매출/영업이익 절대금액이 감소하는 것처럼 보이나 이들 회사의 수익이 지분법을 통해 관계회사투자손익으로 반영되는 만큼 회사가 저평가 상태에 있다는 본질은 변함없다고 판단된다. 투자의견 매수, 목표주가 120,000 원을 유지한다.

2015 년, 변화의 시기 마무리

2015 년 연결기준 매출 9,052 억원(-30.6% yoy), 영업이익 341 억원(-41.0% yoy), 지배주주순이익 191 억원(-12.1% yoy)으로 한 해를 마감했다. 숫자만 보면 2014 년 대비 실적이 저조한 것으로 보이지만 사조해표, 사조대림의 연결법인 제외로 이 회사들의 실적이 연결에서 제외되었기 때문에 사실 매출/이익 감소는 큰 의미가 없다고 보인다. 지배주주순이익 또한 계열사 지분변동 과정에서 기타포괄손익에 반영되어 있던 관계회사투자손익이 일시에 반영됨에 따라 3 분기/4 분기 각각 380 억원/-233 억원으로 변동성이 크게 나타났다.

연결 제외 법인 실적은 기타손익으로 세전이익에 합산

사조해표/사조대림의 실적이 연결에서 제외됨에 따라 2016 년 연결 매출/영업이익 숫자는 2015 년 대비 감소할 수 밖에 없다. 하지만 연결 대상이던 두 회사의 실적이 지분법을 통해 관계회사투자손익으로 영업외 수익에 반영되고, 세전 이익에 더해져 사조산업의 순이익에도 반영되게 된다. 지분 변동으로 인해 사조산업의 지분율이 낮아진 만큼 순이익으로 계상되는 금액이 일부 작아질 수 있지만 연결로 반영될 때와 비교해 큰 차이는 없을 것으로 전망된다.

2016 년 순이익은 14 년 수준 회복 전망

해표/대림 연결 제외로 매출/영업이익은 전년과 비교가 쉽지 않은 상황이다. 사조대림이 지난해 3 분기부터 연결에서 제외되었음을 감안시 분기별 실적 성장 여부는 3Q16 부터 확인 가능할 것이다. 전술한대로, 순이익은 관계기업투자수익 반영효과로 2014 년 수준을 회복해 230 억원을 상회할 것으로 기대된다. 다만 사조그룹 컨소시엄이 동아원을 인수함에 따라 이에 따른 이익 변동 가능성이 있다는 점은 순이익 추정의 또 다른 변수이다. 현재 동아원 인수 건은 추정에 반영하지 않았다.

영업실적 및 투자지표

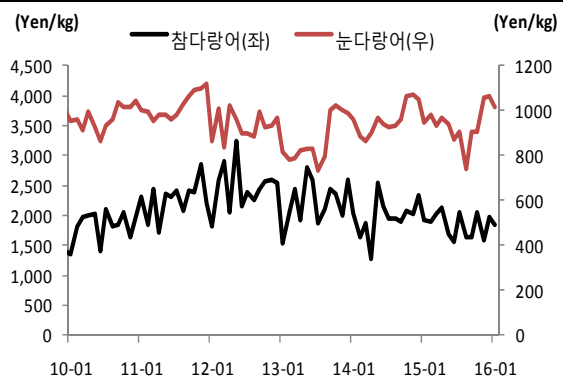
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	15,670	13,050	9,052	7,970	8,200	8,950
yoy	%	0.8	-16.7	-30.6	-12.0	2.9	9.2
영업이익	억원	286	578	341	388	408	650
yoy	%	-41.3	102.3	-41.0	13.9	5.2	59.3
EBITDA	억원	537	816	521	623	646	881
세전이익	억원	107	430	363	378	493	784
순이익(지배주주)	억원	-43	217	191	234	321	541
영업이익률%	%	1.8	4.4	3.8	4.9	5.0	7.3
EBITDA%	%	3.4	6.3	5.8	7.8	7.9	9.8
순이익률	%	-0.8	2.4	2.7	3.6	4.6	6.6
EPS	원	-855	4,348	3,821	4,679	6,412	10,824
PER	배	N/A	9.2	17.7	12.9	9.4	5.6
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	8.5	5.7
ROE	%	-1.7	8.1	6.4	7.2	8.9	13.2
순차입금	억원	5,976	4,577	2,849	2,035	1,647	1,109
부채비율	%	234.6	181.7	139.1	139.6	127.5	115.1

어가 점진적 회복, 유가는 하향 안정화 전망

참치어가, 원유가격 등 실적의 키가 되는 두 변수도 여전히 우호적이다. 횡감참치 가격은 일본을 중심으로 눈다랑어 등 주요 어종의 가격이 상승하고 있다. 캔용참치 가격은 아직 큰 폭의 반등세를 보이고 있진 않지만 집어장치(FAD) 사용금지 기간을 앞두고 점진적 상승이 기대된다. 현재 어가는 국내 수산 주요 3사가 모두 원양부문에서 적자를 기록할 정도로 지나치게 낮은 수준이기 때문에 어가 정상화에 대한 기대감은 유효하다고 판단된다. 국제유가 또한 35~40\$/배럴 수준에서 하향 안정화되고 있어 저유가로 인한 원가 하락 이슈도 지속될 것으로 예상된다.

횡감참치 가격 추이

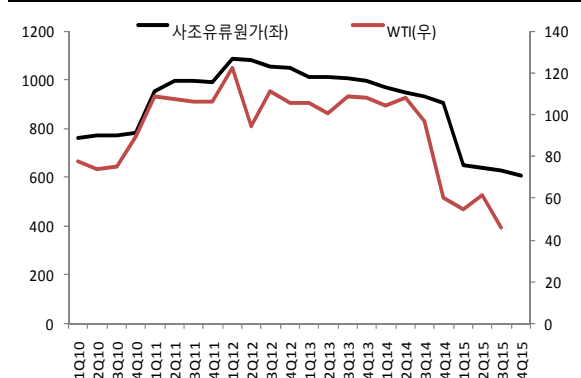
(단위: Yen/Kg)



자료: OPRT

사조산업유류원가 및 WTI 원유가격 추이

(단위: 원/리터, \$/배럴)



국내 수산 주요 3사 4Q 원양부문 실적현황

(단위: 억원 %)

	4Q15		4Q14		YoY	
	매출	영업이익	매출	영업이익	매출	비고
사조산업	513	-	15	1,040	37	-50.7 적자전환
동원산업	668	-	265	488	-	98 36.9 적자 큰 폭 확대
신라교역	355	-	70	339	-	3 4.6 적자 큰 폭 확대

자료: 각사

변화는 많았으나 본질은 변함 없다

2015 년은 지분승계 관련 계열사별 지분 이동이 빈번했고, 이로 인한 일시적 비용/수익 반영으로 실적 변동성도 증가했다. 하지만 이런 일회성 요인을 제거하고 볼 경우 사조산업은 여전히 저평가 상태에 있는 것으로 보인다. 2016 년은 지배주주순이익 관점에서 정상화가 기대되며, 어가, 유가 등 실적의 키가 되는 변수도 우호적인 움직임이 예상된다. 투자의견 매수, 목표주가 120,000 원을 유지한다.

부문별 분기실적 현황

(단위: 억원)

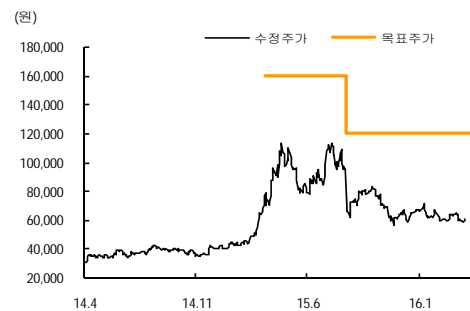
부 문	구 분	주요제품	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015
원 양	원양어업	참치, 명태 등	432	920	630	1,040	3,021	572	574	598	513	2,257
식 품	식품제조	수산물캔	249	195	274	202	920	239	201	264	225	929
		장류	75	86	83	82	326	83	105	105	95	388
		어묵, 맛살 류	301	268	267	327	1,162	294	296	0	0	590
		식용류	543	0	0	0	543	0	0	0	0	0
		대두박	439	0	0	0	439	0	0	0	0	0
		햄, 만두 류	380	117	662	406	1,565	411	312	0	0	723
		수산물 가공	441	491	515	493	1,940	443	457	530	546	1,976
		김, 기타 류	127	100	139	95	462	142	120	147	146	554
	육가공	도축, 정육 등	116	138	131	122	507	113	111	114	124	462
	상품	OEM, 명태 등	1,240	780	374	162	2,556	518	495	0	0	1,014
양 돈	양돈	생돈 등	62	86	81	88	317	66	101	48	54	268
레 저	골프장	입장 수입 등	29	51	57	36	173	30	51	58	44	185
기 타	용역 임대	용역, 임대수입	175	75	49	589	888	167	170	51	190	578
단순합계			4,609	3,306	3,263	3,642	14,819	3,078	2,993	1,916	1,937	9,924
연결조정			-725	-379	-310	-355	-1,769	-302	-200	-186	-184	-873
총 합 계			3,884	2,926	2,952	3,287	13,050	2,776	2,793	1,730	1,753	9,052
영업이익			1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015
	원양		-50	-17	46	37	16	-26	-64	16	-15	-89
	식품		158	60	102	46	366	74	65	69	21	229
	양돈		10	36	16	20	82	16	30	12	11	69
	레저		2	5	21	10	37	3	5	21	1	29
	기타		24	19	19	21	83	24	18	24	32	98
단순합계			144	102	203	135	584	91	54	143	49	336
연결조정			5	-9	1	-3	-6	11	-1	-1	-4	5
합계			148	93	204	132	578	102	53	141	45	341
OPM			3.82	3.19	6.93	4.01	4.43	3.68	1.89	8.16	2.55	3.76
지배주주순이익			1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	2014	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015
			-27	130	116	-2	217	78	-33	380	-233	191

자료: 사조산업 SK 증권 정리

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

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



Compliance Notice

- 작성자(김승)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 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 4 월 4 일 기준)

매수	95.86%	중립	4.14%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,881	2,427	3,286	3,732	4,464
현금및현금성자산	121	95	909	1,296	1,835
매출채권및기타채권	984	520	742	764	834
재고자산	1,502	924	813	837	913
비유동자산	8,244	6,604	6,603	6,652	6,768
장기금융자산	234	118	118	118	118
유형자산	4,903	3,903	3,771	3,656	3,579
무형자산	592	51	69	85	102
자산총계	12,125	9,031	9,889	10,384	11,231
유동부채	5,910	4,131	4,647	4,700	4,874
단기금융부채	3,921	2,801	2,801	2,801	2,801
매입채무 및 기타채무	1,011	436	1,059	1,089	1,189
단기충당부채	33	0	0	0	0
비유동부채	1,910	1,123	1,114	1,119	1,135
장기금융부채	1,218	472	472	472	472
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,820	5,253	5,761	5,819	6,009
지배주주지분	2,844	3,096	3,402	3,796	4,410
자본금	250	250	250	250	250
자본잉여금	93	69	69	69	69
기타자본구성요소	-32	-2	-2	-2	-2
자기주식	-32	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	2,514	2,681	2,915	3,235	3,777
비지배주주지분	1,460	682	725	769	812
자본총계	4,304	3,778	4,128	4,565	5,222
부채외자본총계	12,125	9,031	9,889	10,384	11,231

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	974	506	1,011	516	655
당기순이익(손실)	317	244	287	373	594
비현금성항목등	592	326	336	273	287
유형자산감가상각비	236	178	233	235	227
무형자산감가상각비	2	2	2	3	4
기타	190	-45	-75	-75	-75
운전자본감소(증가)	171	16	480	-11	-36
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-364	-272	-222	-21	-70
재고자산감소(증가)	240	125	110	-23	-77
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	185	230	623	31	100
기타	109	-66	-31	4	11
법인세납부	-106	-80	-92	-119	-190
투자활동현금흐름	-404	99	-74	-6	6
금융자산감소(증가)	-16	-26	0	0	0
유형자산감소(증가)	-191	-15	-100	-120	-150
무형자산감소(증가)	-10	-20	-20	-20	-20
기타	-187	160	46	134	176
재무활동현금흐름	-949	-633	-123	-123	-123
단기금융부채증가(감소)	-346	-776	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-348	14	0	0	0
자본의증가(감소)	0	74	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-256	55	-123	-123	-123
현금의 증가(감소)	-379	-26	814	387	539
기초현금	500	121	95	909	1,296
기말현금	121	95	909	1,296	1,835
FCF	1,341	1,494	889	396	518

자료 : 사조산업 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	13,050	9,052	7,970	8,200	8,950
매출원가	11,015	7,751	6,587	6,742	7,170
매출총이익	2,035	1,300	1,383	1,458	1,780
매출총이익률 (%)	15.6	14.4	17.4	17.8	19.9
판매비와관리비	1,457	960	995	1,050	1,130
영업이익	578	341	388	408	650
영업이익률 (%)	4.4	3.8	4.9	5.0	7.3
비영업손익	-148	22	-10	85	134
순금융비용	180	104	77	-11	-53
외환관련손익	-5	18	-90	-90	-90
관계기업투자등 관련손익	114	7	82	88	95
세전계속사업이익	430	363	378	493	784
세전계속사업이익률 (%)	3.3	4.0	4.8	6.0	8.8
계속사업법인세	113	119	92	119	190
계속사업이익	317	244	287	373	594
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	317	244	287	373	594
순이익률 (%)	2.4	2.7	3.6	4.6	6.6
지배주주	217	191	234	321	541
지배주주귀속 순이익률(%)	1.67	2.11	2.94	3.91	6.05
비지배주주	100	53	53	53	53
총포괄이익	275	307	350	437	658
지배주주	182	264	307	393	614
비지배주주	93	44	44	44	44
EBITDA	816	521	623	646	881

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-16.7	-30.6	-12.0	2.9	9.2
영업이익	102.3	-41.0	13.9	5.2	59.3
세전계속사업이익	300.5	-15.7	4.3	30.2	59.1
EBITDA	51.8	-36.2	19.6	3.7	36.3
EPS(계속사업)	흑전	-12.1	22.5	37.0	68.8
수익성 (%)					
ROE	8.1	6.4	7.2	8.9	13.2
ROA	2.4	2.3	3.0	3.7	5.5
EBITDA마진	6.3	5.8	7.8	7.9	9.8
안정성 (%)					
유동비율	65.7	58.8	70.7	79.4	91.6
부채비율	181.7	139.1	139.6	127.5	115.1
순차입금/자기자본	106.3	75.4	49.3	36.1	21.2
EBITDA/이자비용(배)	3.3	3.3	5.1	5.3	7.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,348	3,821	4,679	6,412	10,824
BPS	56,890	61,915	68,049	75,917	88,196
CFPS	9,107	7,419	9,377	11,172	15,440
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	9.8	29.8	15.3	11.2	6.6
PER(최저)	6.1	10.6	12.5	9.1	5.4
PBR(최고)	0.8	1.8	1.1	0.9	0.8
PBR(최저)	0.5	0.7	0.9	0.8	0.7
PCR	4.4	9.1	6.4	5.4	3.9
EV/EBITDA(최고)	10.2	17.9	10.3	9.4	6.3
EV/EBITDA(최저)	9.2	10.8	9.3	8.4	5.6