

# 삼립식품(005610/KS)

## 삼립 GFS 의 성장성에 주목!

### 매수(신규편입)

T.P 350,000 원(신규편입)

#### Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

#### Company Data

자본금	431 억원
발행주식수	863 만주
자사주	26 만주
액면가	5,000 원
시가총액	22,349 억원
주요주주	
(주)파리크라상(외3)	72.83%
외국인지분율	4.20%
배당수익률	0.30%

#### Stock Data

주가(16/02/25)	259,000 원
KOSPI	1918.57 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	411,500 원
52주 최저가	202,000 원
60일 평균 거래대금	59 억원

#### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-22.6%	-23.6%
6개월	-26.9%	-29.7%
12개월	27.0%	31.7%

삼립식품은 SPC 그룹의 핵심회사 중 하나이며 유일한 상장사이다. 제빵 외에 식품 소재, 식품유통 등의 사업을 영위하고 있다. 삼립 GFC, 밀다원, 그릭슈바인 등 자회사를 통한 외형/이익 성장이 이루어지고 있으며, 특히 삼립 GFS의 Captive 매출 증가와 함께 2016~20년까지 실적 고성장이 가능할 것으로 보인다. 투자의견 매수, 목표주가 350,000 원으로 커버리지에 신규 편입한다.

#### 제빵에서 식자재 유통까지 사업 확장

동사는 파리크라상, 비알코리아 등과 함께 SPC 그룹의 핵심회사 중 하나이며 유일한 상장사이다. 본업은 제빵사업이며, 식품소재, 식품유통, 프랜차이즈, 휴게소/기타 사업을 영위하고 있다. 2014년 삼립 GFS 설립을 통해 식자재 유통 사업에 본격 진출했으며, 그룹 Captive 물량을 통해 외형이 성장하고 있다.

#### 사업부문별 성장성에 주목

삼립 GFS는 그룹내 Captive 식자재 유통 및 물류통합을 통해 1조 원의 매출을 확보할 수 있을 전망이다. 상해삼립 GFS는 SPC 그룹 해외 가맹점 식자재 유통 및 양산빵을 판매하고 있으며, 해외 가맹점 증가와 함께 실적이 증가할 전망이다. 밀다원, 그릭슈바인, 에그팜 등의 자회사는 주요 원자재 내재화를 통해 이익 증가에 기여할 것으로 예상된다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 350,000 원으로 신규편입

삼립식품에 대해 투자의견 매수, 목표주가 350,000 원으로 커버리지에 편입한다. 삼립 GFS를 통한 외형성장, 상해법인을 통한 해외매출 성장, 밀다원 등을 통한 원자재 내재화 등 성장 모멘텀은 충분하며, 성장성을 감안해 벨류에이션 프리미엄을 충분히 부여할 수 있다고 판단된다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	8,334	10,662	11,076	13,813	17,270	20,057
yoY	%	32.9	27.9	3.9	24.7	25.0	16.1
영업이익	억원	114	359	469	588	790	1,027
yoY	%	63.3	215.0	30.7	25.4	34.3	30.0
EBITDA	억원	283	625	752	891	1,083	1,292
세전이익	억원	135	267	413	549	768	1,022
순이익(지배주주)	억원	106	220	333	429	582	774
영업이익률%	%	1.4	3.4	4.2	4.3	4.6	5.1
EBITDA%	%	3.4	5.9	6.8	6.5	6.3	6.4
순이익률%	%	1.3	2.1	3.0	3.1	3.4	3.9
EPS	원	1,197	2,455	3,855	4,966	6,741	8,967
PER	배	20.8	24.5	38.9	55.7	38.4	28.9
PBR	배	1.2	2.7	5.8	9.2	7.2	5.9
EV/EBITDA	배	14.7	11.5	19.6	28.6	21.6	17.5
ROE	%	6.3	11.8	15.9	17.7	20.4	22.4
순차입금	억원	1,938	1,896	1,713	1,510	964	138
부채비율	%	207.4	182.8	155.7	159.1	150.8	129.6

# 1. 제빵에서 식자재 유통까지 사업 확장

## 1) SPC 그룹 핵심회사

동사는 SPC 파리크라상, 비알코리아 등과 함께 SPC 그룹의 핵심 회사중 하나이며 유일하게 상장되어 있는 회사이다. 본업은 제빵 사업으로 2011년 4월 샤니의 영업권 양수 이후 양산빵 시장 M/S 70%를 차지하고 있으며, 밀다원(2012/12월), 그릭 슈바인(2013/7월) 등을 잇따라 자회사로 편입하며 사업을 확장하고 있다. 제빵, 식품소재, 식품유통, 프랜차이즈, 기타 휴게소 사업 등을 영위하고 있으며 SPC 그룹의 Captive 시장을 기반으로 빠르게 성장하고 있다.

## 2) 삼립 GFS로 식자재 유통시장 본격 진입

2014년 7월 삼립GFS를 설립하며 식자재 유통시장에 본격 진입했다. 2015년에는 상해삼립GFS 무역법인을 설립해 상하이를 중심으로 베이커리 원료 소싱 및 유통업을 시작했으며, 그룹의 해외 가맹점 및 로컬 업체들에게 식자재를 공급하고 있다. SPC 그룹내 식자재 구매액이 크고, 외부 업체로 분산되어 있는 그룹 물류를 SPC로 통합하고 있어 향후 삼립 GFS가 그룹내 식자재 소싱/물류/유통까지 모두 담당하는 핵심회사가 될 것으로 전망된다.

### 삼립식품 주요 브랜드



빛 은



TAPIAU

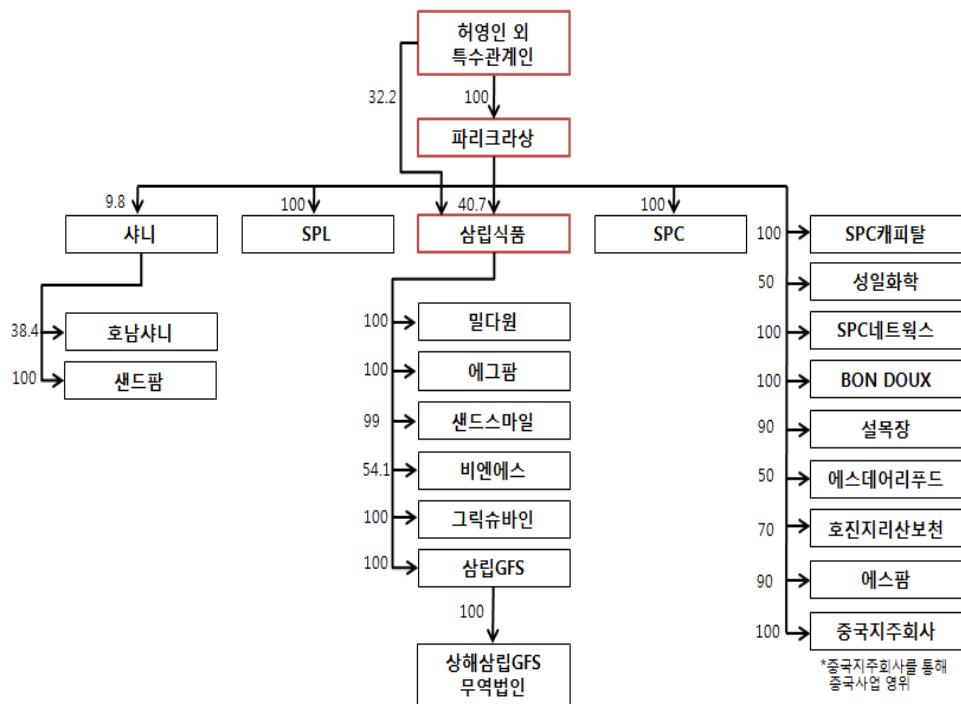


Sanuki Bore

자료 : 삼립식품

## SPC 그룹 지분도

(단위 : %)

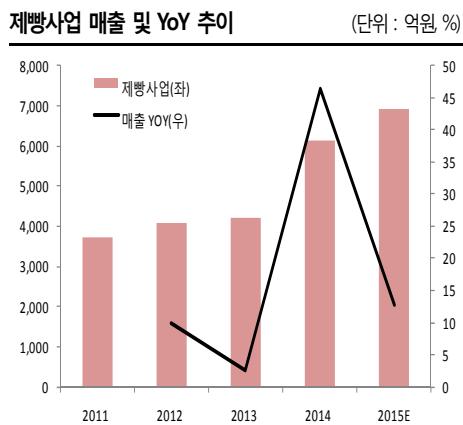


자료 : 삼립식품, SK증권

## 2. 계열사를 통한 사업 확장

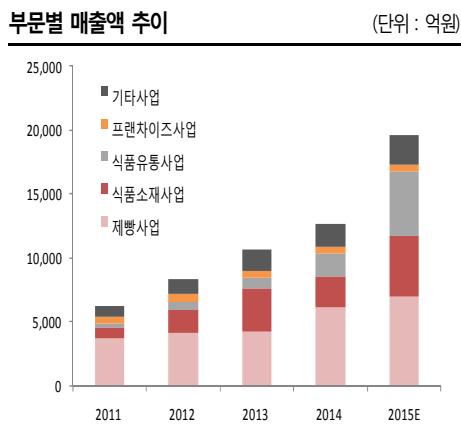
### 1) 계열사를 통한 성장스토리 지속

삼립식품은 본업인 제빵사업 외에 연결 자회사를 통해 다양한 사업을 영위하고 있다. 제빵 사업도 2011~15년 CAGR 13.3%를 기록하며 높은 성장률을 기록했지만 식품 소재, 식품유통, 프랜차이즈, 휴게소/기타 사업의 매출이 빠르게 늘어나며 전체 매출에서 차지하는 비중이 커지고 있다. 2011년 기준 제빵 이외 사업의 매출 비중은 40.8%에서 2015년 약 64.7%까지 비중이 크게 높아졌다. 밀다원, 에그팜, 그릭슈바인 등 계열사를 통한 매출/이익 성장 스토리가 지속되고 있다.

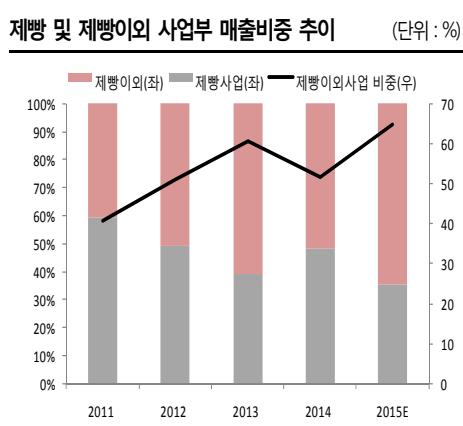


자료 : 삼립식품

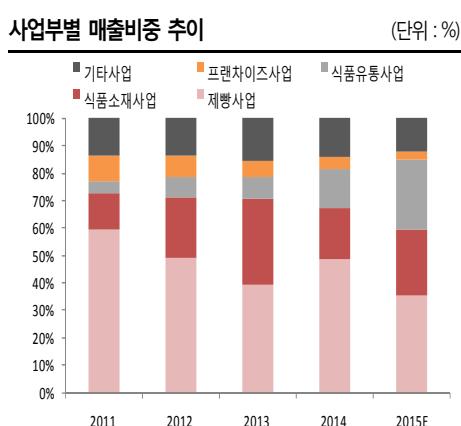
주 : 사업부 분류기준 개편으로 13, 14년 제빵매출 분류기준도 변경되었으며, 이로 인한 매출성장을 착시효과 발생



자료 : 삼립식품



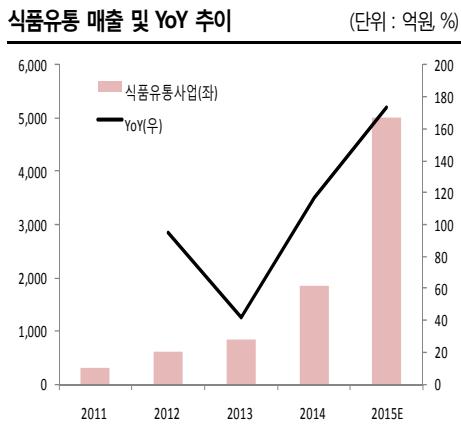
자료 : 삼립식품



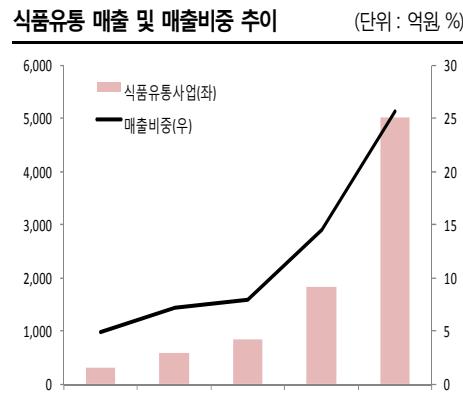
자료 : 삼립식품

## 2) 삼립 GFS 를 통한 식자재유통/물류사업 성장

삼립 GFS 가 식자재 유통 사업을 시작하며 그룹 식자재 구매물량을 삼립 GFS 쪽으로 집중하고 있다. SPC 그룹의 연간 식자재 구매액은 약 1.4 조원 규모이며, 식자재 구매 통합 및 물류 통합으로 삼립 GFS 가 장기적으로 약 1 조원의 Captive 매출을 확보할 수 있을 것으로 예상된다. 회사는 삼립 GFS 의 매출 목표를 2017 년까지 1 조원으로 잡고 있고, 2020 년까지 2 조원의 매출을 목표로 하고 있다. 밀다원, 에그팜, 그릭슈바인 등 여러 계열사를 보유하고 있지만 매출 성장 측면에서는 GFS 가 가장 크게 기여하고 있다. 2014 년 7 월 설립된 이후 GFS 는 2015 년 들어 분기 매출 1,000 억원을 돌파했으며, 2015 년 매출 5,000 억원을 넘어서며 매출비중이 25.6% 에 달할 것으로 예상된다. 사업 초기단계라 아직 매출에 비해 마진율은 낮은 편이지만 사업이 안정화 된 이후 마진도 개선될 것으로 보인다.



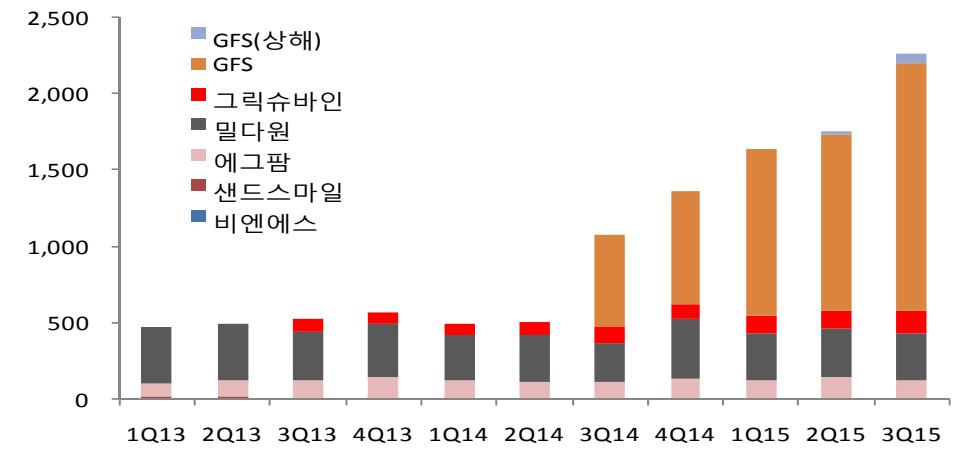
자료 : 삼립식품



자료 : 삼립식품

### 주요 자회사 분기별 매출 추이

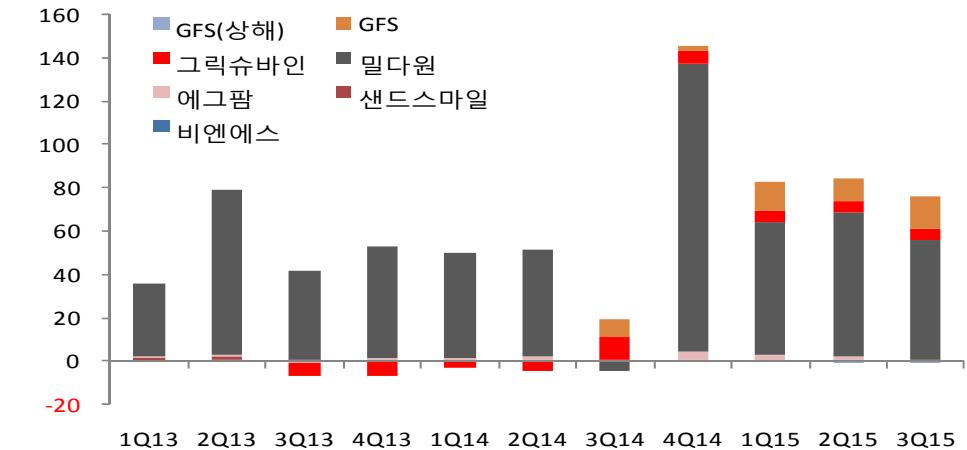
(단위 : 억원)



자료 : 삼립식품

### 주요 자회사 분기별 영업이익 추이

(단위 : 억원)

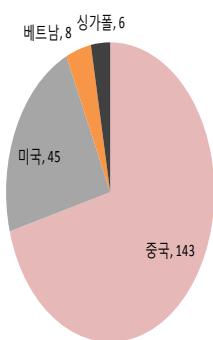


자료 : 삼립식품

### 3) 상해삼립 GFC 를 통한 해외매출 성장

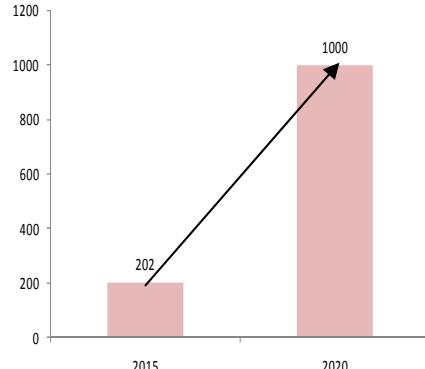
동사는 2015년 4월 상해삼립 GFC 무역법인을 설립해 해외 사업을 전개하고 있다. 상하이를 중심으로 SPC 해외 가맹점에 베이커리 원료소싱 및 식자재를 공급하고 있으며, 주력제품인 양산빵의 중국판매도 담당하고 있다. 15년말 기준 SPC 그룹의 해외 가맹점은 중국/미국/기타를 합쳐 약 202 개이며, SPC 는 2020년까지 파리바게트 해외 매장을 약 1,000 개까지 늘려나갈 계획이다. 상해법인은 2Q15 부터 매출이 발생하기 시작했고, 2015년 누적 매출 약 100 억원을 기록할 것으로 예상된다. 사업 초기라 아직 매출이 크지 않고 이익 측면에서도 소폭의 적자를 기록하고 있지만 파리바게트 해외매장 증가와 함께 빠른 실적 성장이 기대된다.

파리바게트 해외매장 숫자 (단위 : 개)



자료 : 삼립식품  
주 : 2015년 말기준

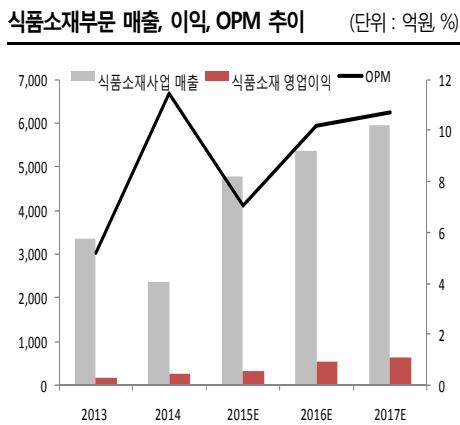
파리바게트 해외매장수 전망 (단위 : 개)



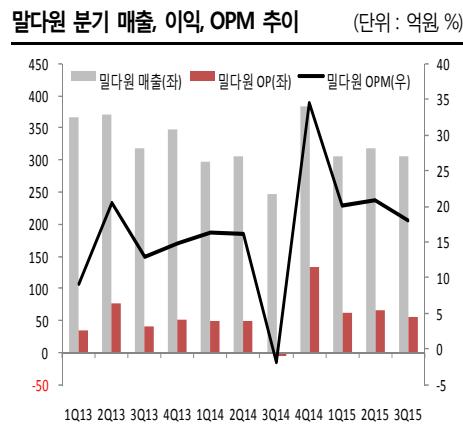
자료 : 삼립식품

## 4) 자회사를 통한 원재료 사업 내재화

식품소재사업부문은 SPC 향 식품소재 및 원료유통 사업을 통해 외형 및 이익이 지속적으로 성장하고 있다. 밀다원, 에그팜, 그릭슈바인 등이 식품소재사업과 관련된 계열사이며, 파리바게트/파스쿠치/BR 그룹에 밀가루, 햄, 계란, 유지 등을 공급하고 있다. 그룹내 필요한 주요 원재료를 내재화 함에 따라 매출 성장 및 전사 영업이익에 크게 기여하고 있다. 2016년 예상 매출은 5,375 억원(+ 12.8% yoy)을 기록하며 5,000 억원을 넘어설 것으로 보이며, 매출 성장과 함께 OPM도 10.2%로 10%대를 회복할 것으로 기대된다. 현재 그룹 내부매출 비중이 다소 높으나(밀다원 80%, 그릭슈바인 60% 수준) 신제품 출시 등을 통해 외부 매출 비중도 늘려가고 있어 장기적으로 푸드사업부문으로 발전해나갈 수 있을 것으로 전망된다.

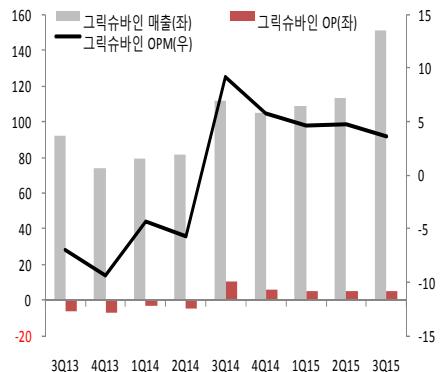


자료 : 삼립식품, SK증권 추정



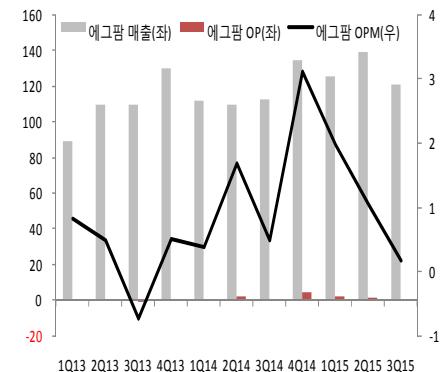
자료 : 삼립식품

그릭슈바인 분기 매출, 이익, OPM 추이 (단위 : 억원 %)



자료 : 삼립식품

에그팜 분기 매출, 이익, OPM 추이 (단위 : 억원 %)



자료 : 삼립식품

### 3. Valuation

#### 1) 투자의견 매수, 목표주가 350,000 원으로 신규편입

삼립식품에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 350,000 원을 제시하며 키버리지에 신규 편입한다. 목표주가는 2016E EPS 6,741 원에 Target Multiple 52 배를 적용해 산출했다. Target Multiple 52 배는 삼립식품의 2013~15년 평균 PER에 프리미엄 15%를 부여해 산출했다. 삼립 GFS 를 통한 식자재유통 매출 성장, SPC 그룹 해외 가맹점 증가에 따른 해외 식자재 유통 및 중국내 양산빵 판매, 주요 원재료 내재화를 통한 외형 및 이익성장 등 성장 모멘텀이 충분하고, 특히 2016~2020년까지 삼립연결 매출 성장이 지속될 수 있다는 점을 감안하면 프리미엄 15%는 충분히 부여할 수 있다고 생각된다. Implied PSR 은 1.7 배 수준으로 다소 높은 것처럼 보이나 오뚜기(2.39), 오리온(2.44), 무학(2.98), KT&G(3.33) 등 주요 음식료 업체와 비교시 부담스러운 수준은 아니라고 판단된다.

밸류에이션 테이블		(단위 원 배)
구분	적정가치비고	
2016 EPS	6,741	
Target Multiple	52	2013~15년 PER에 15% 프리미엄 부여
Fair Price	350,532	
목표주가	350,000	
Implied PSR	1.70	

자료: SK 증권

삼립식품 연도별 PER 추이		(단위 배)
연도		PER
2013		23.6
2014		38.8
2015		71.6
평균		44.7

자료: SK 증권

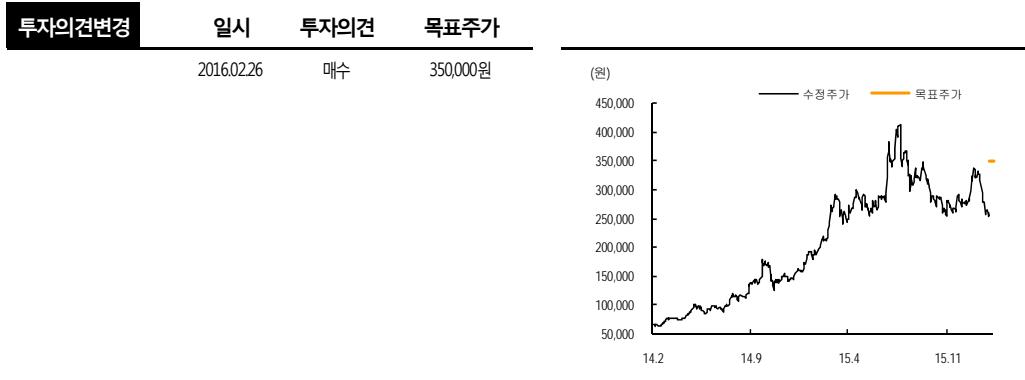
## 4. 참고

### 1) SPC 그룹 주요 관계사 현황

SPC 그룹 주요 관계사 현황(국내)

회사명	업종
(주)삼립식품	식품 제조 및 판매업
(주)사니	식품 제조 및 판매업
(주)파리크라상	식품 제조 및 판매업
비알코리아(주)	아이스크림 및 냉동디저트류 제조 및 판매업
(주)호남사니	식품 제조 및 판매업
SPL(주)	냉동 생자류 제조 및 판매업
SPC(주)	비주가용 건물 임대업
(주)비엔에스	위생용품 제조 및 판매
(주)SPC 캐피탈	여신금융업
(주)샌드팜	즉석 섭취 식품업
(주)밀다원	곡물 제분 및 임가공
(주)샌드스마일	샌드위치 생산 및 판매업
(주)SPC네트웍스	컴퓨터시스템 통합 자문 및 구축 서비스업
(주)성일화학	플라스틱 포대, 봉투 및 유사제품 제조업
(주)에그팜	액란, 계란 가공품 제조업
(주)호진지리산보천	생수 제조 및 도매업
(주)에스데어리푸드	우유 도매 및 소매업
(주)설목장	축산업 도소매 및 낙농 축산물 가공업
(주)에스팜	농산물 도소매업
(주)그릭슈바인	육류가공 및 저장 처리업
(주)SPC클라우드	인터넷 서비스, 포인트 서비스업
(주)삼립지에프에스	식자재 유통업
타이거인터넷내셔널(주)	수입주류전문 도매업
(주)에이에스피엔	소프트웨어 자문 및 개발업
(주)해피모바일	광고 대행 서비스업
(주)그린익스프레스파크	휴게시설 운영업

자료: 삼립식품



### 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 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 (2016년 2월 26일 기준)

매수	95.39%	중립	4.61%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

### 대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>유동자산</b>	1,991	1,862	2,105	3,097	4,367
현금및현금성자산	74	97	117	551	1,097
매출채권및기타채권	1,208	1,167	1,278	1,638	2,104
재고자산	680	560	623	799	1,027
<b>비유동자산</b>	3,467	3,683	3,612	3,650	3,431
장기금융자산	12	15	17	16	16
유형자산	2,870	3,011	2,926	2,922	2,648
무형자산	56	141	141	138	134
<b>자산총계</b>	5,458	5,545	5,717	6,747	7,798
<b>유동부채</b>	2,594	2,893	3,178	3,243	3,807
단기금융부채	1,015	1,394	1,633	1,262	1,262
매입채무 및 기타채무	1,196	1,111	1,009	1,293	1,662
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,089	691	304	900	882
장기금융부채	1,000	600	200	800	800
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	3,683	3,584	3,482	4,143	4,689
<b>지배주주지분</b>	1,778	1,964	2,238	2,606	3,110
자본금	431	431	431	431	431
자본잉여금	125	125	125	254	254
기타자본구성요소	118	118	116	-13	-13
자기주식	-13	-13	-13	-13	-13
이익잉여금	1,104	1,289	1,566	1,951	2,474
비지배주주지분	-3	-3	-2	-2	-1
<b>자본총계</b>	1,775	1,961	2,236	2,604	3,109
<b>부채와자본총계</b>	5,458	5,545	5,717	6,747	7,798

### 현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>영업활동현금흐름</b>	178	791	501	683	670
당기순이익(손실)	106	221	334	429	582
비현금상황변동	404	576	640	606	501
유형자산감가상각비	158	251	265	283	274
무형자산상각비	11	15	18	20	19
기타	181	168	205	129	-27
운전자본감소(증가)	-297	26	-440	-183	-225
매출채권및기타채권의 감소증가 <sup>¶</sup>	71	77	-128	-374	-467
재고자산감소(증가)	-132	38	-189	-245	-228
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-176	-1	-107	304	368
기타	-61	-88	-16	133	101
법인세납부	-35	-33	-33	-170	-188
<b>투자활동현금흐름</b>	-297	-523	-205	-376	-4
금융자산감소(증가)	2	0	-4	2	0
유형자산감소(증가)	-306	-407	-182	-315	0
무형자산감소(증가)	-14	-9	-14	-15	-15
기타	22	-108	-5	-47	12
<b>재무활동현금흐름</b>	152	-243	-276	126	-121
단기금융부채증가(감소)	-289	-122	-361	-371	0
장기금융부채증가(감소)	500	0	200	600	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-31	-31	-37	-43	-59
기타	-28	-89	-77	-60	-62
현금의 증가(감소)	33	23	20	434	546
기초현금	41	74	97	117	551
기말현금	74	97	117	551	1,097
FCF	-649	196	291	267	663

자료 : 삼립식품, SK증권 추정

### 손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>매출액</b>	8,334	10,662	11,076	13,813	17,270
<b>매출원가</b>	6,208	8,204	8,402	10,734	13,340
<b>매출총이익</b>	2,125	2,459	2,674	3,080	3,930
매출총이익률 (%)	25.5	23.1	24.1	22.3	22.8
<b>판매비와관리비</b>	2,012	2,100	2,205	2,492	3,140
영업이익	114	359	469	588	790
영업이익률 (%)	14	3.4	4.2	4.3	4.6
비영업손익	21	-92	-56	-39	-22
<b>순금융비용</b>	22	89	73	57	47
외환관련손익	-1	-1	-1	-2	-2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	135	267	413	549	768
세전계속사업이익률 (%)	1.6	2.5	3.7	4.0	4.5
계속사업법인세	32	55	80	120	186
<b>계속사업이익</b>	103	212	333	429	582
중단사업이익	3	9	1	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	106	221	334	429	582
<b>순이익률 (%)</b>	1.3	2.1	3.0	3.1	3.4
지배주주	106	220	333	429	582
<b>지배주주속 순이익률(%)</b>	1.27	2.07	3.01	3.1	3.37
<b>비지배주주</b>	0	0	0	1	1
<b>총포괄이익</b>	97	217	315	411	564
<b>지배주주</b>	97	217	314	410	564
<b>비지배주주</b>	0	0	0	1	1
EBITDA	283	625	752	891	1,083

### 주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	32.9	27.9	3.9	24.7	25.0
영업이익	63.3	215.0	30.7	25.4	34.3
세전계속사업이익	68.9	98.0	54.8	33.0	39.8
EBITDA	31.7	120.5	20.4	18.5	21.6
EPS(계속사업)	66.6	105.1	57.0	28.8	35.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.3	11.8	15.9	17.7	20.4
ROA	2.3	4.0	5.9	6.9	8.0
EBITDA/이자비용(배)	34	5.9	6.8	6.5	6.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	76.8	64.4	66.2	95.5	114.7
부채비율	207.4	182.8	155.7	159.1	150.8
순자본금/자기자본	109.2	96.7	76.6	58.0	31.0
EBITDA/이자비용(배)	10.5	6.8	9.9	15.1	17.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,197	2,455	3,855	4,966	6,741
BPS	20,609	22,758	25,936	30,195	36,047
CFPS	3,188	5,632	7,136	8,474	10,133
주당 현금배당금	375	663	762	700	700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.1	26.3	46.3	82.9	50.0
PER(최저)	9.3	7.8	14.4	31.2	37.6
PBR(최고)	1.3	2.8	6.9	13.6	9.4
PBR(최저)	0.5	0.8	2.1	5.1	7.0
PCR	7.8	10.7	21.0	32.6	25.6
EV/EBITDA(최고)	15.6	12.1	22.9	41.7	27.8
EV/EBITDA(최저)	10.5	5.8	8.8	16.8	21.2