2017년 11월 15일 I Equity Research

SPC삼립 (005610)

3Q17 Re: 쇼크는 끝났다, 편안하게 매수

3Q17 Re: 시장 기대치 큰 폭 하회

연결 매출액 및 영업이익은 각각 5,229억원(YoY +8.5%), 75억원(YoY −42.0%)을 시현했다. 영업이익은 시장 기대치에 큰 폭 하회했는데, 청주공장 시가동(8월) 기인한 일회성 비용 반영(3~40억원 추정) 및 밀다원 실적 부진에 기인한다.

① 본업(제빵)은 설탕 및 계란 등 주요 원재료 투입가 상승에 도불구하고 채널 및 믹스 개선 기인해 영업마진이 YoY 0.4%p 개선되었다. ② 식자재 매출액은 YoY +10.8% 증가해 견조한 성장세를 이어갔다. 중소형 FC 수주 확대를 통해 외부 매출 확대를 진행 중이다. ③ 상반기에 이어 소재 부문 실적이 부진했다. 밀다원은 그룹사 판가 인하 영향이 지속되었으며, 에그팜도 신규공장(청주공장) 가동에 기인해 큰 폭 적자를 시현했다. 청주공장은 매출액 약 53억원을 기록(8,9월 합산)한 것으로 파악된다. 내년 600억원 매출 시현 및 흑자전환 가능할 것으로 판단한다.

본업 기저효과 + GFS 이익 레버리지 본격화 전망

내년 실적 개선에 주목해야 할 시점이다. 내년은, ① 기저효과(계란 등 주요 원재료 4분기부터 안정세) 및 ② 청주공장의 턴어라운드, ③ SPC GFS의 규모의 경제 기인한 이익 레버리지가 기대된다. 참고로, GFS는 올해 매출액 기준으로 식자재 시장 내 2위 사업자로 자리 잡았다. 내년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 YoY +14.4%, +34.8% 증가할 것으로 추정한다.

목표주가 22만원으로 상향

SPC삼립에 대해 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 기존 18만원에서 22만원으로 상향한다. 목표주가 22만원은 2020년 예상 EPS에 Target PER 25배 적용 후, 현재가치로 할인(연 10%)한 값이다. Target PER 25배는 글로벌 식자재 Peer Sysco의 역사적 밴드 중단 값으로 기존 밸류에이션과 동일하다. SPC삼립은 향후 3년 간 연평균 매출 성장 11.7%, 이익 성장 21.0%가 예상된다. 중장기 높은 이익 성장 가시성 감안 시 저가 매수가 유효한 시점으로 판단한다.

Earnings Review

BUY

I TP(12M): 220,000원(상향) I CP(11월 14일): 156,500원

Key Data

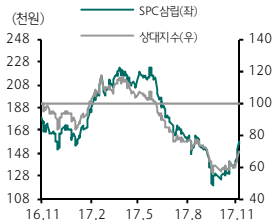
KOSPI 지수 (pt)	2,526.64
52주 최고/최저(원)	223,500/119,500
시가총액(십억원)	1,350.4
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	8,629.0
60일 평균 거래량(천주)	19.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.7
17년 배당금(예상,원)	956
17년 배당수익률(예상,%)	0.61
외국인지분율(%)	5.32
주요주주 지분율(%)	
파리크라상 외 3 인	72.83
	0.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	19.5	(27.5)	(8.2)
상대	17.0	(34.4)	(28.3)

Consensus Data

	2017	2018
매출액(십억원)	2,195.6	2,528.4
영업이익(십억원)	67.2	82.3
순이익(십억원)	50.7	62.4
EPS(원)	5,863	7,216
BPS(원)	39,559	46,176

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	1,373.8	1,870.3	2,147.9	2,456.6	2,725.6
영업이익	십억원	56.9	65.5	59.7	80.5	95.1
세전이익	십억원	51.6	61.8	57.5	78.4	93.5
순이익	십억원	37.6	49.5	45.8	61.8	73.0
EPS	원	4,354	5,737	5,311	7,161	8,464
증감률	%	12.8	31.8	(7.4)	34.8	18.2
PER	배	63.50	29.54	29.47	21.85	18.49
PBR	배	9.35	4.90	3.99	3.44	2.95
EV/EBITDA	배	29.15	16.20	15.71	12.53	10.72
ROE	%	15.73	18.12	14.65	17.16	17.40
BPS	원	29,583	34,561	39,250	45,513	53,078
DPS	원	869	956	956	956	956

Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 이동건
02-3771-8197
shawn1225@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 3분기 연결 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	3Q17	3Q16	YoY	Consen	%Diff
매출액	522.9	482.0	8.5	548.3	(4.6)
영업이익	7.5	13.0	(42.0)	12.9	(41.7)
세전이익	7.2	11.9	(39.2)	12.5	(42.4)
(지배)순이익	5.4	9.2	(41.0)	9.8	(44.6)
OPM %	1.4	2.7		2.4	
NPM %	1.0	1.9		1.8	

자료: 하나금융투자

표 2. SPC삼립 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	16	17F	18F
매출액	**382.8**	**475.5**	**482.0**	**530.0**	**505.2**	**524.1**	**522.9**	**595.7**	**1,870.3**	**2,147.9**	**2,456.6**
제빵	127.5	133.2	127.1	163.5	133.3	135.8	133.4	171.7	551.3	574.2	591.4
소재	123.3	128.5	135.4	136.9	136.1	133.0	128.7	141.0	524.0	538.7	603.3
식자재	125.9	215.1	227.2	244.7	255.8	299.1	251.7	318.1	812.9	1,124.6	1,327.0
FC	19.8	20.3	20.4	19.6	13.7	16.2	12.8	15.0	80.1	57.7	70.0
기타	93.1	99.3	100.1	102.5	100.0	76.0	136.5	100.0	395.1	412.4	424.8
YoY	33.0%	44.8%	31.5%	35.6%	32.0%	10.2%	8.5%	12.4%	36.1%	14.8%	14.4%
제빵	2.7%	2.2%	4.0%	7.7%	4.6%	2.0%	4.9%	5.0%	4.3%	4.1%	3.0%
소재	1.4%	-0.7%	5.6%	10.6%	10.4%	3.5%	-5.0%	3.0%	4.2%	6.0%	12.0%
식자재	20.9%	99.8%	79.3%	88.3%	103.1%	39.0%	10.8%	30.0%	73.5%	38.3%	18.0%
FC	4.7%	3.7%	17.1%	25.6%	-30.8%	-20.2%	-37.3%	-23.6%	12.0%	-28.0%	21.3%
기타	102.6%	91.0%	18.3%	22.1%	7.4%	-23.5%	36.4%	-2.5%	48.2%	4.4%	3.0%
영업이익	**12.3**	**16.9**	**13.0**	**23.3**	**13.6**	**15.9**	**7.5**	**22.7**	**65.5**	**59.7**	**80.5**
YoY	8.2%	11.3%	20.9%	18.8%	10.5%	-6.2%	-42.0%	-2.5%	15.1%	-8.9%	34.8%
OPM	3.2%	3.6%	2.7%	4.4%	2.7%	3.0%	1.4%	3.8%	3.5%	2.8%	3.3%
제빵	3.7	6.9	3.5	15.0	5.5	8.2	4.2	16.5	29.1	34.4	37.3
소재	7.5	8.3	6.2	6.6	6.1	5.7	2.3	2.8	28.6	16.9	19.3
식자재	0.7	1.1	1.2	0.8	1.2	1.0	1.3	1.9	3.9	5.4	15.9
FC	(0.8)	(0.5)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(1.0)	(1.1)	0.0	(2.8)	(2.9)	0.0
기타	0.9	1.1	2.2	1.3	1.4	1.9	1.4	1.5	5.6	6.1	7.0
세전이익	**11.8**	**17.1**	**11.8**	**21.1**	**12.9**	**15.6**	**7.2**	**21.8**	**61.8**	**57.5**	**78.4**
YoY	14.6%	21.1%	21.3%	20.6%	9.1%	-8.5%	-39.0%	0.0%	19.7%	-6.8%	36.2%
(지배)순이익	**9.3**	**13.6**	**9.2**	**17.4**	**10.2**	**12.1**	**5.4**	**18.1**	**49.5**	**49.6**	**61.8**
YoY	13.6%	21.9%	19.5%	65.5%	9.7%	-11.4%	-41.0%	4.2%	31.8%	0.2%	24.6%
NPM	2.4%	2.9%	1.9%	3.3%	2.0%	2.3%	1.0%	3.0%	2.6%	2.3%	2.5%

자료: 하나금융투자

표 3. 목표주가 22만원 도출

(단위: 십억원)

	17F	18F	19F	20F
지배순이익	49.6	61.8	72.2	90.5
(지배)EPS (원)	5,311.0	7,161.0	8,464.0	10,490.0
Target PER		25.0	25.0	25.0
목표주가		179,025	211,600	262,250
현재가치(D=10%)		**179,000**	**192,000**	**217,000**

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**1,373.8**	**1,870.3**	**2,147.9**	**2,456.6**	**2,725.6**
매출원가	1,065.0	1,513.0	1,759.9	2,000.2	2,216.2
매출총이익	308.8	357.3	388.0	456.4	509.4
판관비	251.8	291.9	328.3	375.9	414.3
영업이익	**56.9**	**65.5**	**59.7**	**80.5**	**95.1**
금융손익	(5.1)	(4.1)	(3.6)	(3.2)	(2.5)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	1.4	1.1	1.0
기타영업외손익	(0.2)	0.3	0.0	0.0	0.0
세전이익	**51.6**	**61.8**	**57.5**	**78.4**	**93.5**
법인세	14.0	12.2	11.7	16.6	20.5
계속사업이익	37.6	49.5	45.8	61.8	73.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**37.6**	**49.5**	**45.8**	**61.8**	**73.0**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**37.6**	**49.5**	**45.8**	**61.8**	**73.0**
지배주주지분포괄이익	34.4	47.9	45.8	61.8	73.0
NOPAT	41.5	52.5	47.6	63.4	74.2
EBITDA	87.9	99.6	94.2	115.7	131.1
성장성(%)					
매출액증가율	24.0	36.1	14.8	14.4	11.0
NOPAT증가율	9.8	26.5	(9.3)	33.2	17.0
EBITDA증가율	16.9	13.3	(5.4)	22.8	13.3
영업이익증가율	21.3	15.1	(8.9)	34.8	18.1
(지배주주)순익증가율	12.9	31.6	(7.5)	34.9	18.1
EPS증가율	12.8	31.8	(7.4)	34.8	18.2
수익성(%)					
매출총이익률	22.5	19.1	18.1	18.6	18.7
EBITDA이익률	6.4	5.3	4.4	4.7	4.8
영업이익률	4.1	3.5	2.8	3.3	3.5
계속사업이익률	2.7	2.6	2.1	2.5	2.7

대차대조표

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**235.3**	**281.3**	**342.6**	**418.8**	**501.2**
금융자산	11.4	11.1	32.3	63.9	107.5
현금성자산	10.9	5.2	25.5	56.1	98.9
매출채권 등	141.3	188.1	216.0	247.1	274.1
재고자산	76.5	75.5	86.8	99.2	110.1
기타유동자산	6.1	6.6	7.5	8.6	9.5
비유동자산	**377.5**	**393.3**	**404.1**	**416.9**	**430.2**
투자자산	21.8	36.0	41.4	47.3	52.5
금융자산	21.8	36.0	41.4	47.3	52.5
유형자산	302.6	307.9	314.7	322.7	331.6
무형자산	13.9	14.2	12.8	11.7	10.8
기타비유동자산	39.2	35.2	35.2	35.2	35.3
자산총계	**612.9**	**674.6**	**746.7**	**835.7**	**931.4**
유동부채	**289.6**	**334.2**	**364.9**	**399.1**	**428.9**
금융부채	128.0	119.8	119.8	119.8	119.8
매입채무 등	152.9	204.8	235.2	269.0	298.5
기타유동부채	8.7	9.6	9.9	10.3	10.6
비유동부채	**69.5**	**48.1**	**48.9**	**49.7**	**50.5**
금융부채	60.0	42.9	42.9	42.9	42.9
기타비유동부채	9.5	5.2	6.0	6.8	7.6
부채총계	**359.1**	**382.3**	**413.8**	**448.8**	**479.4**
지배주주지분	**254.0**	**292.5**	**333.0**	**387.1**	**452.3**
자본금	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1
자본잉여금	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
자본조정	11.6	7.2	7.2	7.2	7.2
기타포괄이익누계액	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
이익잉여금	186.7	229.7	270.2	324.2	389.5
비지배주주지분	**(0.2)**	**(0.2)**	**(0.2)**	**(0.2)**	**(0.2)**
자본총계	**253.8**	**292.3**	**332.8**	**386.9**	**452.1**
순금융부채	176.6	151.6	130.4	98.8	55.2

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	4,354	5,737	5,311	7,161	8,464
BPS	29,583	34,561	39,250	45,513	53,078
CFPS	12,639	14,253	11,084	13,532	15,307
EBITDAPS	10,189	11,543	10,921	13,405	15,191
SPS	159,203	216,750	248,920	284,690	315,865
DPS	869	956	956	956	956
주가지표(배)					
PER	63.5	29.5	29.5	21.9	18.5
PBR	9.3	4.9	4.0	3.4	2.9
PCFR	21.9	11.9	14.1	11.6	10.2
EV/EBITDA	29.1	16.2	15.7	12.5	10.7
PSR	1.7	0.8	0.6	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	15.7	18.1	14.7	17.2	17.4
ROA	6.3	7.7	6.4	7.8	8.3
ROIC	11.2	13.6	12.1	15.5	17.4
부채비율	141.5	130.8	124.3	116.0	106.0
순부채비율	69.6	51.9	39.2	25.5	12.2
이자보상배율(배)	10.5	15.4	15.1	20.3	24.0

현금흐름표

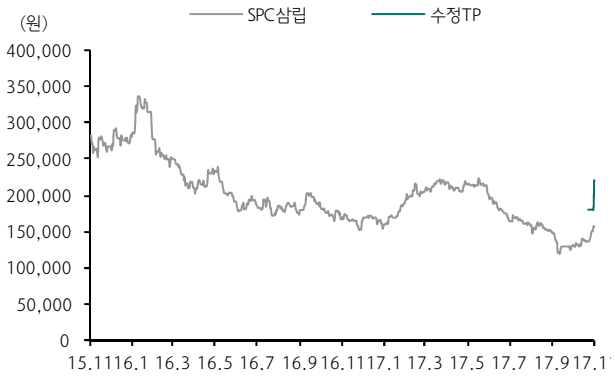
(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**44.3**	**79.6**	**71.8**	**87.4**	**100.7**
당기순이익	37.6	49.5	45.8	61.8	73.0
조정	52.6	59.5	34.6	35.2	36.0
감가상각비	31.0	34.1	34.5	35.2	36.0
외환거래손익	(0.1)	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	21.7	25.3	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(45.9)	(29.4)	(8.6)	(9.6)	(8.3)
투자활동 현금흐름	**(45.7)**	**(55.0)**	**(46.2)**	**(48.9)**	**(50.1)**
투자자산감소(증가)	(5.6)	(14.2)	(5.3)	(5.9)	(5.2)
유형자산감소(증가)	(39.7)	(27.8)	(40.0)	(42.0)	(44.1)
기타	(0.4)	(13.0)	(0.9)	(1.0)	(0.8)
재무활동 현금흐름	**0.4**	**(30.2)**	**(5.4)**	**(7.7)**	**(7.7)**
금융부채증가(감소)	4.7	(25.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당지급	(4.3)	(4.9)	(5.4)	(7.7)	(7.7)
현금의 증감	**(0.9)**	**(5.7)**	**20.2**	**30.8**	**42.8**
Unlevered CFO	109.1	123.0	95.6	116.8	132.1
Free Cash Flow	3.0	51.7	31.8	45.4	56.6

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

SPC삼립



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.11.15	BUY	220,000		
17.11.7	BUY	180,000	-18.78%	-12.50%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.1%	8.2%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 11월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 11월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2017년 11월 15일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.