



SPC 삼립

| Bloomberg Code (005610 KS) | Reuters Code (005610.KS)

2024년 1월 23일

[음식료]

조상훈 연구위원

☎ 02-3772-2578

✉ sanghoonpure.cho@shinhan.com

신사업보다는 본업 경쟁력 강화에 초점



매수
(유지)



현재주가 (1월 22일)

59,300 원



목표주가

88,000 원 (하향)



상승여력

48.3%

- ◆ 4Q23F 영업이익 280억(-4.2% YoY), 컨센서스 하회 전망
- ◆ Bakery 역대 최고 실적 달성 기대, Food는 선택과 집중
- ◆ 주가는 이미 최악을 반영, 신사업보다는 본업 경쟁력 강화에 초점



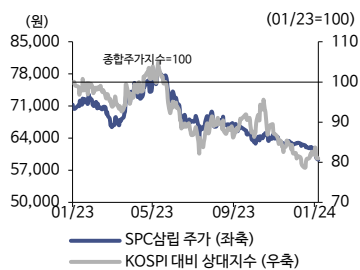
신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com



신한투자증권 기업분석부

시가총액	511.7십억원
발행주식수	8.6백만주
유동주식수	1.8백만주(20.4%)
52주 최고가/최저가	79,600원/59,300원
일평균 거래량 (60일)	6,297주
일평균 거래액 (60일)	396백만원
외국인 지분율	2.61%
주요주주	
파리크라상 외 5인	73.57%
국민연금공단	5.01%
절대수익률	
3개월	-6.5%
6개월	-13.8%
12개월	-15.9%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-9.9%
6개월	-8.7%
12개월	-18.2%

주가



4Q23F 영업이익 280억(-4.2% YoY), 컨센서스 하회 전망

4Q23F 매출과 영업이익은 9,254억원(+3.8% YoY), 280억원(-4.2% YoY)을 기록하며, 컨센서스를 7% 하회할 것으로 예상된다. Food 부문 부진과 일회성 비용 투입이 아쉽다.

1) Bakery는 높은 기저에도 불구하고 판매량 성장에 힘입어 매출이 3% 증가하고, 원가 부담 완화로 영업이익이 4% 증가할 것이다. 2) Food는 원가 부담과 판촉비 투입에 휴게소 부진까지 겹치며 영업이익은 85% 줄어든 것이다. 3) 유통 및 기타는 전방 산업 부진에도 불구하고 Non-Captive 채널이 늘어나며 매출과 영업이익이 4%, 17% 성장할 것으로 예상된다.

Bakery 역대 최고 실적 달성 기대, Food는 선택과 집중

지난 2년간 포켓몬빵 출시에 따른 높은 기저에도 불구하고, 올해 Bakery 매출은 6.5% 증가하며 양호할 것으로 판단한다. 장기화되는 경기 침체 속 상대적으로 가격대가 낮은 양산빵의 판매량 성장 기대감이 높다. 높은 가격 경쟁력과 오랜기간 구축해놓은 브랜드 파워는 불확실성이 높은 현재 큰 강점으로 부각된다. 이외에도 올해 말 완공 예정인 시화공장 증설 라인 내에 스마트공정을 통해 capa 확장과 원가 경쟁력 확보의 두 마리 토끼를 모두 잡을 수 있다.

Food는 올해 선택과 집중을 통한 이익 턴어라운드 초점이 맞춰져 있다. 외형 성장보다는 SKU(Stock Keeping Unit: 최소재고단위)를 유지하면서 채널 집점을 넓혀나가며 수익성 개선에 힘을 계획이다.

주가는 이미 최악을 반영, 신사업보다는 본업 경쟁력 강화에 초점

SPC삼립은 지난 5년동안 다양한 신사업을 통해 확장성에 집중해왔다. 이 과정에서 시행 착오가 발생하고, 기존 사업과의 시너지 역시 크지 않았다. 이에 실적 추정치를 하향하고, 피어 밸류에이션이 하락한 점도 반영해 목표주가를 88,000원으로 12% 하향 조정한다. 하지만 최악의 영업환경 속에서도 핵심 사업부의 호실적이 지속된 점을 감안해 투자 의견 '매수'를 유지한다. 올해도 핵심 사업의 순항 속, 원가(소맥, 팜유 등) 부담까지 완화되며 역대 최고 영업이익 달성이 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	2,946.7	66.2	40.4	4,687	38,826	15.1	7.1	1.8	12.7	153.4
2022	3,314.5	89.5	53.2	6,170	45,093	11.6	6.3	1.6	14.7	134.6
2023F	3,481.7	92.2	54.4	6,310	50,362	9.9	5.9	1.2	13.2	121.7
2024F	3,756.7	104.7	65.9	7,640	56,302	7.8	5.5	1.1	14.3	111.9
2025F	4,041.0	113.6	73.0	8,462	63,064	7.0	5.3	0.9	14.2	102.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

SPC삼립 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	4Q23F			2023F			2024F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	928	925	(0.3)	3,485	3,482	(0.1)	3,761	3,757	(0.1)
영업이익	29	28	(4.4)	93	92	(1.4)	111	105	(5.8)
순이익	18	17	(3.3)	55	54	(1.1)	73	66	(9.7)
영업이익률	3.2	3.0		2.7	2.6		3.0	2.8	
순이익률	1.9	1.9		1.6	1.6		1.9	1.8	

자료: 신한투자증권

SPC삼립 목표주가 산정내역

구분	적정가치 (십억원)	주당가치 (원)	비중 (%)	비고
유통사업	79.5	9,208	10.4	국내 식자재유통 업종 24F 평균 PER 6배 적용
Bakery 사업	626.6	72,615	82.3	국내외 제빵 및 베이커리 업종 24F 평균 PER 12배 적용
Food 사업	55.6	6,445	7.3	국내 식품 업종 24F 평균 PER 7배 적용
합계	761.7	88,268	100.0	
목표주가		88,000		
현재주가		59,300		
Upside (%)		48.3		

자료: 신한투자증권

SPC삼립 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	725	815	884	891	832	862	863	925	3,315	3,482	3,757
Bakery	175	204	212	240	225	232	211	247	831	915	975
Food	178	201	221	198	179	197	199	192	798	767	809
유통	347	394	439	442	424	435	453	477	1,622	1,790	1,933
기타	83	83	83	86	65	65	68	69	336	266	280
조정	(59)	(67)	(72)	(75)	(61)	(68)	(68)	(60)	(272)	(257)	(240)
전년대비 (%)	11.1	14.0	18.4	7.0	14.8	5.7	(2.4)	3.8	12.5	5.0	7.9
Bakery	8.7	26.8	35.3	18.9	28.7	13.5	(0.5)	3.0	22.1	10.1	6.5
Food	12.8	17.0	23.1	9.1	0.4	(1.6)	(9.8)	(3.3)	15.5	(3.8)	5.5
유통	9.9	7.5	2.5	17.6	22.3	10.5	3.2	8.0	9.1	10.4	8.0
기타	19.6	17.5	114.8	(35.3)	(22.6)	(21.6)	(18.7)	(20.0)	7.6	(20.7)	5.0
영업이익	14	24	23	29	17	26	21	28	90	92	105
Bakery	12	15	13	22	16	22	16	23	62	77	82
Food	1	5	6	3	(2)	(1)	(0)	0	14	(3)	12
유통	1	4	4	4	2	4	4	5	12	15	17
기타	1	1	0	0	1	1	1	1	2	3	4
영업이익률 (%)	1.9	2.9	2.6	3.3	2.0	3.1	2.4	3.0	2.7	2.6	2.8
Bakery	6.8	7.2	6.3	9.0	7.1	9.5	7.7	9.1	7.4	8.4	8.4
Food	0.4	2.4	2.5	1.5	(1.4)	(0.3)	(0.2)	0.2	1.7	(0.4)	1.5
유통	0.2	0.9	0.8	1.0	0.5	1.0	0.9	1.0	0.7	0.8	0.9
기타	0.6	0.6	0.6	0.4	1.5	1.5	1.2	0.7	0.5	1.3	1.3
세전이익	10	21	20	19	11	21	17	23	71	72	87
법인세	3	5	5	5	3	5	4	6	18	17	21
순이익	8	16	15	14	9	16	12	17	53	54	66
순이익률 (%)	1.1	2.0	1.7	1.6	1.0	1.9	1.4	1.9	1.6	1.6	1.8

자료: 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,223.0	1,295.4	1,371.5	1,447.6	1,537.0
유동자산	445.1	539.5	561.6	599.4	638.5
현금및현금성자산	5.3	6.0	12.5	9.8	8.4
매출채권	277.8	273.1	284.2	307.0	331.7
재고자산	131.8	244.8	252.0	269.2	285.4
비유동자산	777.9	755.9	809.9	848.2	898.5
유형자산	680.8	624.2	581.4	542.7	506.8
무형자산	15.7	19.2	19.5	19.9	20.7
투자자산	37.8	52.5	51.1	53.7	56.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	888.0	906.3	937.0	961.8	992.8
유동부채	577.2	649.5	680.1	705.0	736.0
단기차입금	188.3	231.3	242.9	255.1	267.8
매입채무	196.6	216.0	228.7	246.8	263.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	310.8	256.8	256.8	256.8	256.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	296.7	249.3	249.3	249.3	249.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	335.0	389.1	434.6	485.8	544.2
자본금	43.1	43.1	43.1	43.1	43.1
자본잉여금	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
기타자본	(37.6)	(37.6)	(37.6)	(37.6)	(37.6)
기타포괄이익누계액	0.1	6.8	6.8	6.8	6.8
이익잉여금	316.8	364.3	409.7	461.0	519.3
지배주주지분	335.0	389.1	434.6	485.8	544.2
비지배주주지분	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	535.8	535.3	546.9	559.0	571.8
*순차입금(순현금)	513.9	523.8	528.9	543.8	558.0

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	96.9	47.8	137.4	131.9	134.2
당기순이익	40.5	53.2	54.4	65.9	73.0
유형자산상각비	90.0	90.1	89.1	87.5	86.0
무형자산상각비	1.4	1.4	1.5	1.4	1.4
외화환산손실(이익)	0.3	(4.9)	(1.3)	(1.8)	(2.4)
자산처분손실(이익)	(0.7)	6.6	1.7	2.5	3.6
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0
운전자본변동	(63.9)	(132.1)	(2.9)	(22.5)	(23.7)
(법인세납부)	(11.7)	(16.0)	(19.8)	(21.1)	(23.7)
기타	40.8	49.3	14.6	20.0	20.0
투자활동으로인한현금흐름	(47.3)	(35.4)	(51.7)	(54.7)	(57.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(38.9)	(43.3)	(47.9)	(50.7)	(52.3)
유형자산의감소	0.2	5.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.3)	(3.2)	(0.3)	(0.4)	(0.8)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(3.5)	(3.7)	(3.9)
기타	(8.3)	5.8	(0.0)	0.1	(0.1)
FCF	65.6	35.7	116.6	89.8	99.1
재무활동으로인한현금흐름	(56.4)	(12.3)	(79.2)	(79.9)	(78.5)
차입금의 증가(감소)	(2.7)	47.5	11.6	12.1	12.8
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(5.9)	(9.0)	(14.7)	(14.7)	(14.7)
기타	(47.8)	(50.8)	(76.1)	(77.3)	(76.6)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(6.6)	0.7	6.5	(2.7)	(1.4)
기초현금	11.9	5.3	6.0	12.5	9.8
기말현금	5.3	6.0	12.5	9.8	8.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

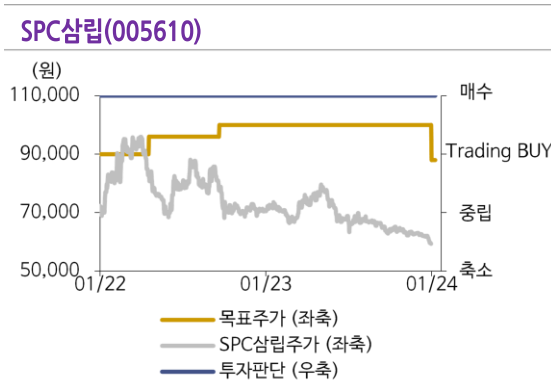
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,946.7	3,314.5	3,481.7	3,756.7	4,041.0
증감률 (%)	15.9	12.5	5.0	7.9	7.6
매출원가	2,473.9	2,794.2	2,949.4	3,159.7	3,395.0
매출총이익	472.8	520.4	532.2	597.0	646.0
매출총이익률 (%)	16.0	15.7	15.3	15.9	16.0
판매관리비	406.6	430.9	440.1	492.2	532.4
영업이익	66.2	89.5	92.2	104.7	113.6
증감률 (%)	29.4	35.3	3.0	13.6	8.5
영업이익률 (%)	2.2	2.7	2.6	2.8	2.8
영업외손익	(13.5)	(18.7)	(20.4)	(18.0)	(17.5)
금융손익	(8.0)	(14.0)	(16.1)	(13.2)	(11.1)
기타영업외손익	(5.2)	(4.5)	(4.2)	(4.8)	(6.4)
중속 및 관계기업관련손익	(0.2)	(0.2)	(0.1)	0.0	0.0
세전계속사업이익	52.7	70.8	71.7	86.7	96.1
법인세비용	12.2	17.5	17.3	20.8	23.1
계속사업이익	40.5	53.2	54.4	65.9	73.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	40.5	53.2	54.4	65.9	73.0
증감률 (%)	흑전	31.5	2.3	21.1	10.8
순이익률 (%)	1.4	1.6	1.6	1.8	1.8
(지배주주)당기순이익	40.4	53.2	54.4	65.9	73.0
(비지배주주)당기순이익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	38.1	63.1	53.9	65.9	73.0
(지배주주)총포괄이익	38.1	63.1	54.4	65.9	73.0
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	157.6	181.0	182.7	193.7	201.0
증감률 (%)	10.4	14.8	0.9	6.0	3.8
EBITDA 이익률 (%)	5.3	5.5	5.2	5.2	5.0

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	4,690	6,170	6,310	7,640	8,462
EPS (지배순이익, 원)	4,687	6,170	6,310	7,640	8,462
BPS (자본총계, 원)	38,826	45,093	50,362	56,302	63,064
BPS (지배지분, 원)	38,826	45,093	50,362	56,302	63,064
DPS (원)	1,500	1,700	1,700	1,700	1,700
PER (당기순이익, 배)	15.1	11.6	9.9	7.8	7.0
PER (지배순이익, 배)	15.1	11.6	9.9	7.8	7.0
PBR (자본총계, 배)	1.8	1.6	1.2	1.1	0.9
PBR (지배지분, 배)	1.8	1.6	1.2	1.1	0.9
EV/EBITDA (배)	7.1	6.3	5.9	5.5	5.3
배당성향 (%)	22.2	25.9	25.3	20.9	18.9
배당수익률 (%)	2.1	2.4	2.7	2.9	2.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	5.3	5.5	5.2	5.2	5.0
영업이익률 (%)	2.2	2.7	2.6	2.8	2.8
순이익률 (%)	1.4	1.6	1.6	1.8	1.8
ROA (%)	3.4	4.2	4.1	4.7	4.9
ROE (지배순이익, %)	12.7	14.7	13.2	14.3	14.2
ROIC (%)	6.3	8.5	8.8	10.4	11.4
안정성					
부채비율 (%)	265.0	232.9	215.6	198.0	182.4
순차입금비율 (%)	153.4	134.6	121.7	111.9	102.5
현금비율 (%)	0.9	0.9	1.8	1.4	1.1
이자보상배율 (배)	7.1	7.0	4.4	7.3	7.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	43.6	26.2	21.2	21.3	20.0
재고자산회수기간 (일)	14.2	20.7	26.0	25.3	25.0
매출채권회수기간 (일)	32.3	30.3	29.2	28.7	28.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 01월 13일	매수	90,000	(4.7)	6.6
2022년 05월 11일	매수	96,000	(17.7)	(8.3)
2022년 10월 13일	매수	100,000	(29.1)	(21.2)
2023년 04월 14일		6개월경과	(29.8)	(20.4)
2023년 10월 15일		6개월경과	(37.0)	(34.9)
2024년 01월 23일	매수	88,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 조상훈)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 19일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.33%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------