IPO Comment

Korea / Consumer

20 December 2012

Not Rated

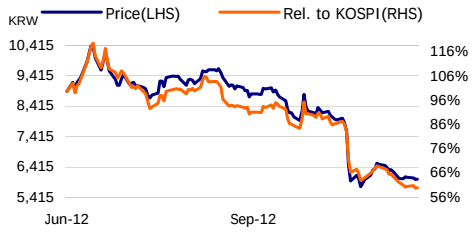
목표주가	**N/A**
현재주가 (18 Dec 12)	**6,010 원**

KOSPI	1993.09
시가총액 (십억원)	103.5
52 주 최저/최고	5,670 - 10,700
일평균거래대금 (십억원)	0.8
외국인 지분율 (%)	2.0

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-08	Dec-09	Dec-10	Dec-11
매출액 (십억원)	**164.2**	**198.5**	**219.6**	**280.8**
영업이익 (십억원)	14.7	16.3	16.6	28.0
당기순이익 (십억원)	**11.1**	**15.4**	**13.1**	**17.6**
수정순이익 (십억원)	11.1	15.4	13.1	17.6
EPS (원)	851	1,183	1,007	1,356
EPS 성장률 (%)	T/B	38.9	(14.9)	34.7
P/E (x)	**N/A**	**N/A**	**N/A**	**N/A**
EV/EBITDA (x)	N/A	N/A	N/A	N/A
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B (x)	N/A	N/A	N/A	N/A
ROE (%)	**29.2**	**23.7**	**14.1**	**17.4**
순차입금/자기자본 (%)	205.6	108.2	95.7	57.1

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	(2.1)	(34.0)	N/A
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	(8.2)	(33.3)	N/A

박유미, Analyst
3774 6818 yumi.park@miraeasset.com

사조씨푸드 (014710 KS)

종합 수산물 가공유통업체로 발돋움

사조씨푸드는 국내 최다 참치선단을 보유한 사조그룹 내 횟감용 참치 및 일반수산물 가공/유통 전문 기업임. 2011 년 매출 2,808 억원 중 64%가 횟감용 참치 가공/유통부문에서 발생하고 있으며, 그 외 일반수산물 가공/유통 16%, 조미김 생산 9%, 직접 어획 6%, 기타 3%로 사업이 구성되어 있음. 국내 횟감용 참치 사업에서 사조그룹이 국내 어획량의 38% 를 차지(이 중 사조씨푸드가 3% 기여)하고 있으며, 동사는 사조그룹의 안정적인 원어 공급을 바탕으로 국내 횟감용 참치 유통시장을 과점하고 있음. 향후 그룹 내 수산물 가공유통 비중 확대를 통해 추가적인 부가가치 창출 가능.

국내 1 위의 횟감용 참치 가공/유통업체

동사의 모기업인 사조그룹은 연승선 54 척을 갖춘 세계 최다 참치 연승선단 그룹으로, 동사는 사조그룹 관계사로부터 횟감용참치 취급물량의 55%를 공급받고 있음. 또한 나머지 물량 중 9%는 자체 선박 (4 척)으로부터 조달함으로써 안정적인 원어 확보능력을 갖추고 있음. 매출처는 국내(40%), 해외(60%)로, 국내에서는 점유율 1 위(38%)를 기록중이며 동원산업(22%), 유왕(동원수산 계열, 29%), 정필(일본계 상사, 11%) 등과 과점체제를 유지 중. 해외물량은 주로 일본으로 수출되며, 일본 횟감용 참치 유통시장에서 60% 이상의 점유율을 보유한 미쓰비시 상사, 이토추 상사와 장기 협력관계를 통해 거래선을 확보하고 있음.

사조그룹의 일반수산물 가공 비중 확대에 따른 성장동력 보유

사조그룹은 어획 – 가공 – 유통에 이르는 Value chain 을 갖추고 있으며, 동사는 2010 년부터 그룹 내 일반수산물(명태, 대구, 오징어 등)의 가공을 담당하고 있음. 수산물을 단순 유통하는 것보다 가공 후 유통을 하게 되면 영업이익률이 높기 때문에, 동사는 그룹사 차원의 가공물량을 점차 확대시킬 예정임. 동사의 일반수산물 부문 매출비중은 2009 년 7%에서 2011 년 18.3%까지 늘어났으나, 아직 그룹사 어획량의 30%정도만을 소화하는 수준으로, 향후 그룹사 물량 확대에 따른 성장이 기대됨.

실적 안정화 및 장기 성장성 주목

동사의 3 분기 매출액은 677 억원, 영업이익은 22 억원으로 전년동기대비 각각 4.4%, 69.5% 감소. 이는 1) 올해 2 분기 이후 인도양 어장으로부터의 일시적인 수산물 공급 증가에 따른 횟감용 참치가격 하락, 2) 자사 보유 선망선 1 척의 회항주기 도래로 인한 선박 수리비용 발생 및 조업일수 감소 등이 주요 원인임. 회사에 따르면, 일시적으로 하락했던 횟감용 참치가격은 11 월 이후 안정세를 보이고 있고 4 분기부터는 선망선의 정상 조업이 예상된다고 함. 또한 선망선이 어획하는 캔용 참치가격은 횟감용 참치에 비해 상대적으로 견조하게 유지되고 있어 4 분기 이후 실적 안정화에 기여할 것으로 기대됨.

밸류에이션 및 주주 구성

사조씨푸드 주가는 올해 2, 3 분기의 실적 부진 영향으로 IPO 이후 –42% 하락, KOSPI 를 –46% 언더퍼폼 하였음. 현 주가는 2012 년 컨센서스 기준 P/E 는 7.0 배, P/B 는 0.7 배 수준이며, 참고로 경쟁업체 평균은 P/E 8.0 배 수준으로 거래되고 있음. 3 분기 기준 주요 주주는 사조산업(65%), 기관투자가(9.8%), 우리사주(1.5%) 등이며, 사조산업 등이 보유한 지분 65%에 대해서는 12 월 29 일 보호예수 해제가 예정되어 있음.

Figure 1 사조씨푸드 연간 및 분기 실적 현황

(십억원)	2009	2010	2011	1Q12	2Q12	3Q12
매출액	198.5	219.6	280.8	74.4	70.8	67.7
매출총이익	25.6	26.3	38.0	11.9	6.5	4.5
영업이익	16.3	16.6	28.0	9.5	3.9	2.2
당기순이익	15.4	13.1	17.6	6.0	1.3	0.9
Growth (YoY, %)						
매출액	20.8	10.6	27.9	12.8	(4.7)	(4.4)
매출총이익	6.4	2.7	44.2	22.1	(25.8)	(51.6)
영업이익	10.8	1.8	69.3	41.6	(37.4)	(69.5)
당기순이익	38.8	(14.8)	34.7	23.6	(63.9)	(81.5)
Margin(%)						
매출총이익률	12.9	12.0	13.5	16.0	9.2	6.7
영업이익률	8.2	7.5	10.0	12.7	5.6	3.3
순이익률	7.7	6.0	6.3	8.0	1.8	1.3

자료: 사조씨푸드, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 사업부문별 연간 및 분기 실적 현황

(십억원)		2009	2010	2011	1Q12	2Q12	3Q12
수산물가공유통	매출액	172.1	177.5	228.6	54.4	57.6	52.3
	영업이익	14.3	13.3	19.2	2.9	0.9	1.4
	영업이익률(%)	8.3	7.5	8.4	5.3	1.6	2.7
식품(김)	매출액	19.3	21.2	26.5	7.9	4.3	10.1
	영업이익	0.7	0.5	(0.2)	0.4	(0.4)	0.4
	영업이익률(%)	3.6	2.4	(0.9)	4.6	(9.0)	3.6
원양어업	매출액	0.0	13.9	17.1	8.6	5.9	2.4
	영업이익	(0.0)	1.2	6.1	4.5	2.2	(0.3)
	영업이익률(%)	(206.5)	8.5	35.6	52.3	37.4	(12.0)
기타	매출액	7.0	7.0	8.6	3.6	3.0	2.8
	영업이익	1.4	1.5	2.8	1.7	1.1	0.7
	영업이익률(%)	19.4	21.9	32.7	48.8	37.6	24.4
계	매출액	198.5	219.6	280.8	74.4	70.8	67.7
	영업이익	16.3	16.6	27.9	9.4	3.9	2.1
	영업이익률(%)	8.2	7.5	9.9	12.7	5.5	3.2

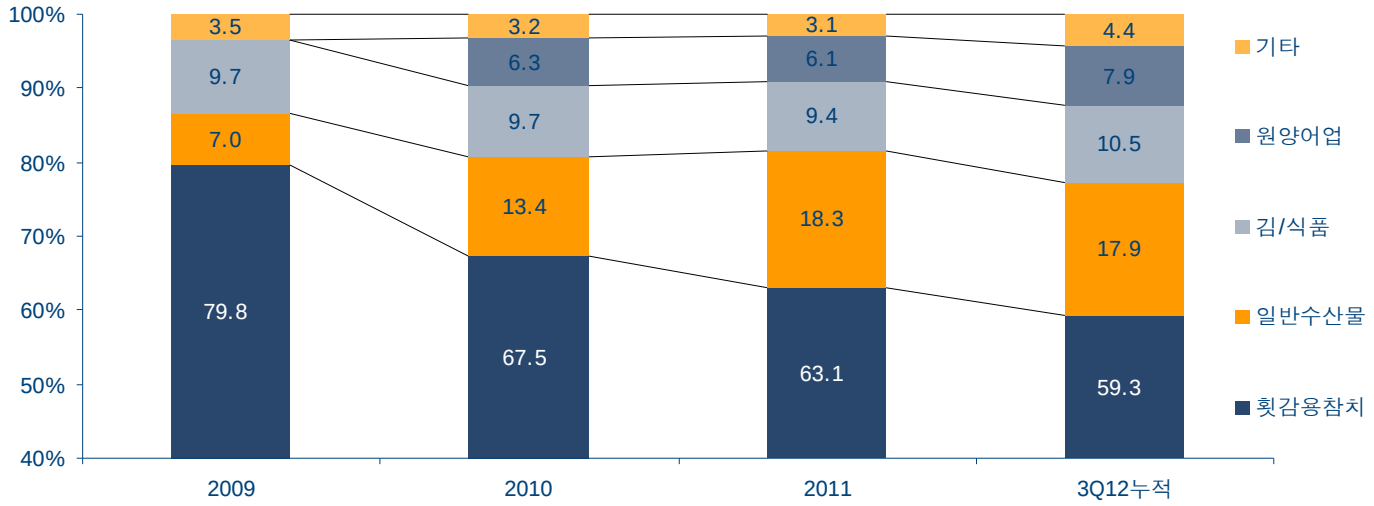
자료: 사조씨푸드, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 Peer group valuation

		사조씨푸드	동원산업	신라교역	동원F&B
종가(2012. 12. 18)	(원)	6,010	284,000	22,800	76,500
시가총액	(십억원)	103	955	365	295
매출액	(십억원)	287	791	420	1,188
영업이익	(십억원)	22	141	89	23
순이익	(십억원)	13	111	75	15
EPS	(원)	865	32,925	4,681	3,835
EPS growth	(YoY, %)	(36.2)	42.6	175.0	(57.7)
BPS	(원)	8,790	167,668	25,826	100,981
P/E	(x)	7.0	8.6	4.8	19.6
P/B	(x)	0.7	1.7	0.9	0.7
ROE	(%)	8.7	19.6	18.1	3.8

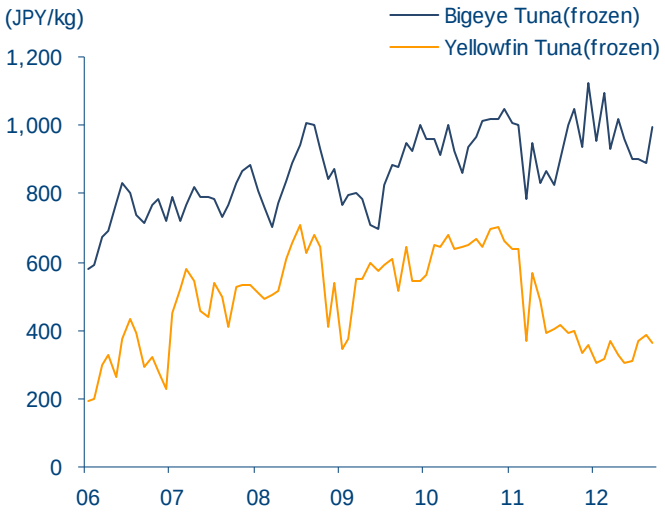
자료: Fnguide, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 사업부문별 매출비중 추이



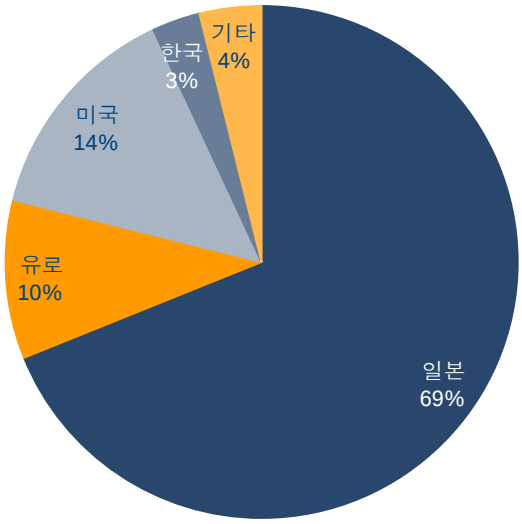
자료: 사조씨푸드, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 주요 횟감용참치 시세 추이



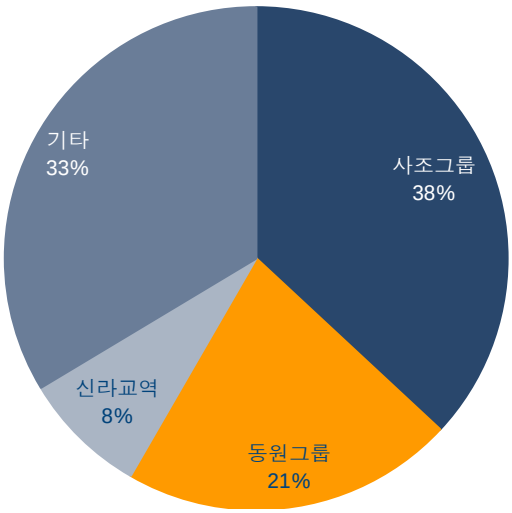
자료: OPRT, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 국가별 횟감용참치 소비 비중(2008 년 기준)



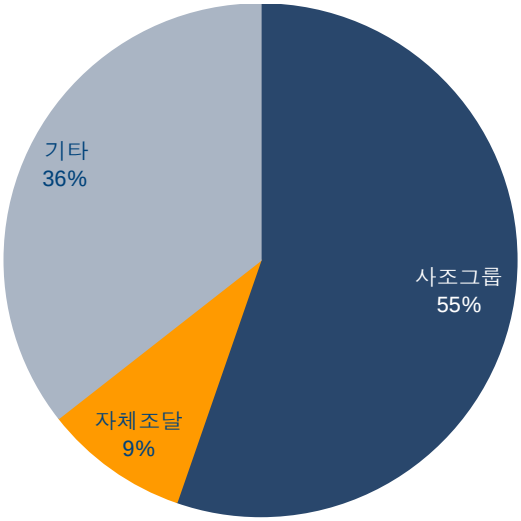
자료: OPRT, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 국내 수산업체의 횟감용참치 어획량 비중



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 8 사조씨푸드의 횟감용 참치 조달처 비중



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2008A	2009A	2010A	2011A
매출액	**164**	**199**	**220**	**281**
매출원가	(140)	(173)	(193)	(243)
매출총이익	**24**	**26**	**26**	**38**
판매비와관리비	(9)	(9)	(10)	(10)
영업이익 (조정)	**15**	**16**	**17**	**28**
영업이익	**15**	**16**	**17**	**28**
순이자손익	(6)	(5)	(5)	(5)
지분법손익	1	7	6	0
기타	5	0	(0)	1
세전계속사업손익	**15**	**19**	**17**	**23**
법인세비용	(4)	(3)	(4)	(6)
당기순이익	**11**	**15**	**13**	**18**
당기순이익 (지배주주지분)	**11**	**15**	**13**	**18**
EPS (지배주주지분, 원)	851	1,183	1,007	1,356

증가율 & 마진 (%)	2008A	2009A	2010A	2011A
매출액 증가율	38.4	20.8	10.6	27.9
매출총이익 증가율	44.4	6.4	2.7	44.2
영업이익 증가율	79.0	10.8	1.8	69.3
당기순이익 증가율	T/B	38.9	(14.9)	34.7
EPS 증가율	T/B	38.9	(14.9)	34.7
매출총이익율	14.7	12.9	12.0	13.5
영업이익률	8.9	8.2	7.5	10.0
당기순이익률	6.7	7.8	6.0	6.3

자료: 사조씨푸드, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2008A	2009A	2010A	2011A
유동자산	**47**	**54**	**58**	**69**
현금및현금성자산	5	4	2	1
단기금융자산	2	1	0	0
매출채권	8	9	10	16
재고자산	30	39	43	48
기타유동자산	2	2	3	4
비유동자산	**106**	**156**	**167**	**182**
유형자산	78	119	122	98
투자자산	28	37	45	82
기타비유동자산	0	0	0	2
자산총계	**153**	**210**	**225**	**250**
유동부채	**73**	**75**	**66**	**77**
매입채무	2	4	2	3
단기금융부채	56	66	53	57
기타유동부채	16	6	10	17
비유동부채	**36**	**48**	**61**	**70**
장기금융부채	30	32	42	51
기타비유동부채	6	16	19	20
부채총계	**110**	**123**	**126**	**147**
지배주주지분	110	123	126	147
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	**43**	**87**	**99**	**103**
BVPS (원)	16,619	33,342	38,097	7,944

자료: 사조씨푸드, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2008A	2009A	2010A	2011A
영업현금	**5**	**3**	**8**	**15**
당기순이익	11	15	13	18
유무형자산상각비	3	3	4	4
기타	(5)	(6)	(4)	3
운전자본증감	(4)	(9)	(5)	(8)
투자현금	**(4)**	**(9)**	**(9)**	**(19)**
자본적지출	5	10	7	3
기타	(9)	(19)	(16)	(23)
재무현금	**3**	**5**	**(1)**	**2**
배당금	0	0	0	0
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	0	(11)	(1)	(2)
기초현금	0	5	4	2
기말현금	5	4	2	1

자료: 사조씨푸드, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2008A	2009A	2010A	2011A
자기자본이익률 (%)	29.2	23.7	14.1	17.4
총자산이익률 (%)	7.6	8.5	6.0	7.4
재고자산 보유기간 (일)	58.8	62.9	67.7	58.8
매출채권 회수기간 (일)	16.7	15.4	15.4	16.5
매입채무 결재기간 (일)	5.4	5.6	4.7	3.5
순차입금/자기자본 (%)	205.6	108.2	95.7	57.1
이자보상배율 (x)	2.3	3.0	3.1	5.0

자료: 사조씨푸드, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
Hold : 현주가 대비 목표주가 ±10%이내
Reduce : 현주가 대비 목표주가 -10%초과
단, 업종 투자의견에 의한 ±10%내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

Overweight : 현 업종지수대비 +10% 초과
Neutral : 현 업종지수대비 ±10% 이내
Underweight : 현 업종지수 대비 -10%초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 미래에셋증권은 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 미래에셋증권은 사조씨푸드의 주권을 최초로 상장하기 위한 대표주관업무를 수행한 바 있습니다. 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작 성 자: 박유미

종목	담당자	담당자 보유주식수				1%이상 보유여부	유가증권 종목	계열사 담당자	자사주 종류
		종류	수량	취득가	취득일				

REMARK:Korean analyst is only responsible for Korean securities and relevant sectors only.