

사조산업 (007160/Not Rated)

Small Cap 강수연 02-768-3057 sooyeon.kang@dwsec.com

2012. 2. 17
이슈코멘트

[NDR 후기] V로 PQ를 넘어서다

- Value up 1. 수산과 축산 부문의 수직계열화
- Value up 2. 100% 자회사인 사조씨푸드의 상장
- Value up 3. 수산 어획량 증가 및 식품과 축산 부문 매출 확대에 실적 성장 지속

■ 기업의 가치가 올라간다

사조산업은 크게 참치원양어업 및 명태 어획의 수산사업부와 참치 통조림을 제조하는 식품사업부, 돈육의 국내 도축가공 및 수입유통을 담당하는 축산사업부, 고추장, 된장 등을 제조하는 장류사업부로 나뉘어져 있다. 수산사업부가 매출의 50%, 축산사업부 30%, 식품사업부 15%, 장류사업 5%를 차지한다.

현재 사조산업은 기업 가치가 증대되는 중요한 시점에 놓여있다. 수산물의 가격(Price)과 어획량(Quantity)으로만 설명되던 동사에게 가치(Value)가 상향되는 몇몇 요인들이 존재하기 때문이다.

첫째, 사조산업은 그룹 계열사와 함께 수산과 축산 부문의 수직계열화를 완성시켰다. 수산 부문에서는 사조산업이 주로 어획을 담당하고 어획된 수산품을 사조대림과 사조오양에서 제조 가공시켜 사조해표와 사조씨푸드에서 유통과 판매를 맡는다. 축산 부문은 비상장 사조농산과 동화농산에서 돼지를 사육해서 사조산업에서 도축해 사조대림과 사조남부햄에서 가공해 유통/판매하는 시스템이 마련되었다.

둘째, 토지, 선박에 이어 100% 자회사인 사조씨푸드의 상장이 예정되어 있다. 사조산업은 토지 가치만 641억원에 달하고 있으며 자회사 캐슬렉스 서울이 보유한 골프장 토지는 장부가로는 560억원이나 실제 가치는 몇 배 이상으로 추정되고 있다. 선박은 연승용 34척, 선망용 4척, 명태트롤용 3척으로 총 41척을 보유중으로 감가상각이 대부분 끝난 상태이다. 25년 이상 수명이 지난 선박은 합작사에 대당 평균 90~100억원에 매각하는데 지난해에 이어 올해도 1척의 선박 매각이 예정되어 있다.

또한 지난해 불발되었던 사조씨푸드의 상장이 올해 예정되어 있어 구주 매출시 현금 자산의 유입이 기대된다. 사조씨푸드는 참치 어획부터 가공, 유통사업을 전개하고 있으며 2010년 기준으로 매출 2,200억원, 영업이익 166억원의 영업이익률 7.5%의 알짜기업이다.

셋째, 실적은 계속 성장하고 있다. 산업특성상 P(가격)와 Q(수량)에 따른 실적 변동성이 존재하는데 예측이 힘든 P보다는 Q를 증가시킴으로써 실적을 개선하는 방향을 추구하고 있다. 쿼터는 축소되고 유가는 상승하면서 운영이 어려워진 중소형사들의 폐쇄와 불법선의 단속, 세계 수산협회들의 조업규제 강화로 인해 전세계적으로 공급이 감소하는 상황에서 동사는 선박 증가 및 명태 어획량 증대를 위한 러시아와의 합작사를 통해서 Q의 증가를 꾀하고 있다.

▶ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/09	329	23	7.0	34	6,865	30	19	30.5	4.4	1.2	9.0
12/10	376	29	7.8	37	7,479	36	-3	25.4	5.9	1.4	10.4
12/11F	410	33	8.1	23	4,578	29	19	15.6	12.4	1.4	16.5
12/12F	445	39	8.8	27	5,481	30	23	16.3	10.6	1.3	16.3

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

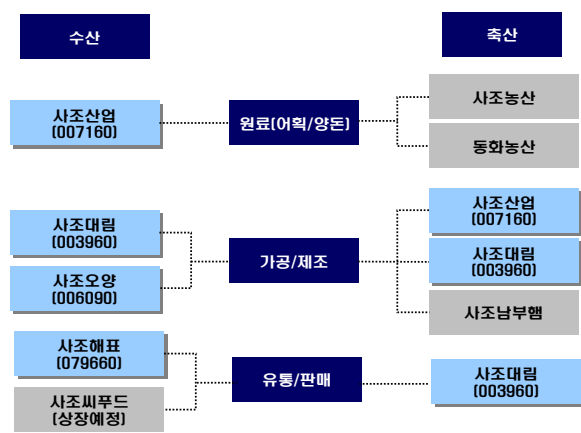
자료: 사조산업(회사 경영계획 참고), KDB대우증권 리서치센터

사조산업은 매출 비중이 가장 큰 참치의 어획량이 중요하다. 참치는 날씨가 따뜻해야 어획량이 증가하는데 라니냐(저수온)-

평년-엘니뇨(수온 상승)의 사이클에서 올해는 '평년'에 해당되어 수온이 전년보다 높아질 것으로 전망되어 어획량 회복을 기대한다. 또한 올해는 평년과 다르게 연승선 1척, 명태트롤선 2척의 신규 선박 투입이 예정되어 있기 때문에 생산량 확대가 예상된다. 궁극적으로 참치의 어획량이 증가하면 통조림을 가공하는 식품사업부의 매출도 동반 증가하기 때문에 전체적인 실적 향상에 도움이 될 것으로 판단된다.

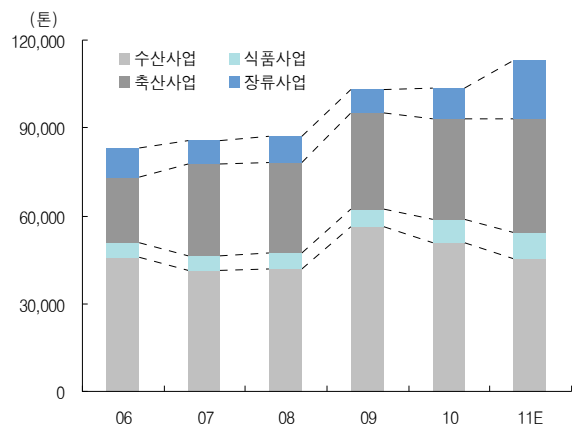
명태는 주로 러시아 인근 해역에서 잡히는데, 연간 국내 소비 26만톤 가운데 국내 5개사가 러시아에서 할당 받은 쿼터는 5만톤에 불과한 상황이다. 따라서 사조산업은 러시아 업체와 합작사를 통해서 보유 쿼터를 가져오는 전략을 추가했으며 현재 2개의 합작사를 보유하고 있다.

그림 1. 수산과 축산 부문의 수직계열화



자료: 사조산업, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 연간 생산실적 추이



자료: 사조산업, KDB대우증권 리서치센터

■ Cash Cow는 수산으로, 성장은 축산과 식품사업으로

사조그룹은 헛감용 참치를 잡는 연승에 대한 비중이 크다. 따라서 통조림의 전망을 주로 하는 경쟁사와는 주력 분야가 다르다. 2011년 9~10% 가격이 상승했던 연승용 참치는 2012년에는 전년만큼의 가격 수준을 유지할 것으로 예상된다. 따라서 어획량을 증가시키므로써 실적 성장을 이룰 계획이다.

사조산업은 외형 확대를 위해 식품과 축산사업부에 대한 빠른 성장을 기대하고 있다. 식품사업부는 크게 참치 통조림과 장류를 제조한다. 통조림은 선망선에서 잡은 참치를 직접 가공해서 2/3는 사조해표를 통해 판매되고 있는데 과거 CJ를 통한 위탁생산 대비 시장점유율은 8%에서 24%까지 크게 높아졌다. 장류 사업은 순창 공장 증설을 통해 시장점유율 1%에서 7%까지 증가했다.

축산사업부는 천안에 도축장을 보유하고 있어 국내 돈육 육가공을 하고 있으며 서울 독산동에서는 수입산 돈육의 판매를 담당하고 있다. 식품과 축산 부문은 2014년까지 현재 대비 2배 이상의 매출 증대를 통한 이익률 개선을 목표로 하고 있다.

수산사업부와 축산사업부 2개의 축으로 이루어진 사조산업은 안정성 측면에서 단연 두드러진다. 수산에서는 수온이 따뜻할 때 잘 잡히는 참치와 저온일 때 유리한 명태, 축산에서도 국내 도축과 수입산 돈육 유통을 함께 하기 때문에 사업부별, 제품별 자연 헛지가 가능하다.

주요 변수로는 환율과 유가를 꼽을 수 있다. 선박용 원유는 벙커C유와 혼합유를 주로 사용하고 있는데 매출원가의 30%를 차지하고 있다. 연승선은 엔화, 선망선과 유가, 운임료는 달러 기준으로 거래되고 있기 때문에 동사에게 엔달러 환율 역시 주요 변수이다. 유가 수준이 낮을수록, 엔달러가 강세일수록 동사의 수익성에 유리하다.

■ 주요 Q&A

1. 수산물 가격의 현재 상황은?

- 연승(횡감용 참치)은 2010년 840~860엔, 지난해 평균 900엔대 중반, 현재 1,000엔을 나타내고 있으며 선망(통조림 용 참치)은 2010년 톤당 1,200달러에서 작년 1,600달러, 현재 2,000달러 이상을 기록하고 있다. 명태는 어가가 다소 하락하는 상황이다.

2. 원양어업의 진입 장벽은?

- 조업 실적과 선박 보유에 따른 쿼터 배분이 가장 큰 진입장벽이며 배 한척당 평균 10~30억원의 운영비용이 소요되는 점도 기업의 부담요인이 될 수 있다.

3. 수산사업의 향후 큰 그림은?

- 현재 참치의 주 수요처인 일본은 세계 시장내 점유율이 과거 82~3%에서 65%까지 하락했다. 참치는 고가 어종으로써 국가별 GDP가 7~8천만 달러부터는 참치캔에 대한 수요가 높아지고 1만 달러부터는 횡감용 참치에 대한 요구가 커진다. 따라서 향후 GDP 개선에 따른 참치 수요가 높아질 것으로 예상되는 중국과 인도 지역을 염두해 두고 있다.

4. 식품사업부의 2012년 턴어라운드 가능 이유는?

- 광고를 포함한 마케팅 비용을 대폭 줄이고 공장 자체적인 원가절감 노력을 통한 흑자전환이 가능할 것으로 예상된다.

5. 축산과 식품사업부의 매출 확대 계획은?

- 정부에서는 100여개의 도축장을 20개까지 구조조정해서 올해 상반기 중에 거점 도축장을 선발할 예정이다. 업계 9위인 사조산업이 선발될 가능성이 높다는 판단이며 선정되면 260억원의 투자로 2년래 2천억원 이상의 매출 발생이 가능할 것으로 보인다. 식품사업 중 장류 부문은 기존 순창 공장에 90억원을 추가로 투자해서 총 600억원의 Capa를 완성시켜 드라이브를 걸 예정이다.

6. 그룹사내 주요 역할분담은?

- 사조산업(007160)은 수산물 어획, 사조대림(003960)은 냉장유통, 사조해표(079660)는 상온유통을 주력으로 한다. 사조씨푸드(상장예정)는 냉동가공/유통을 전담으로 한다.

7. 사조씨푸드의 상장 이유 및 발생 현금 사용 내역 계획은?

- 사조씨푸드의 원활한 해외 수출 등의 목적으로 상장이 필요했으며, 구주 매출 등을 통해 발생한 현금금 차입금 상환 등에 사용될 가능성이 높으나 아직 구체적으로 결정된 것은 없다.

▶ Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

