

사조대림 (003960)

종합식품회사로 도약, 냉동김밥은 덤

M&A로 외형성장과 수익성 확대

동사는 올해 사조CPK와 푸디스트를 인수하며 종합 식품 밸류체인을 완성했다. 전분당 소재 및 제품 생산 업체인 사조CPK는 국내 M/S 24%로 과점체제에서 우위를 점하고 있다. 동사의 사조CPK 인수 효과로 1) 로열티 및 수수료 절감 2) 식품시장 경쟁력 강화 3) 제품 라인업 확대가 기대된다. 특히 인수 전 사조CPK의 연간 영업이익률은 3%대였지만, 인수 후 10% 내외로 급증하여, 동사의 수익성 확대에 기여할 전망이다. 지난 6월 인수계약을 체결한 푸디스트는 식품 제조와 유통, 급식 사업을 영위하며, 매출 규모는 약 1조원이다. 동사는 이번 인수로 식자재 생산부터 유통, 소비에 이르기까지 효율적으로 관리할 수 있는 기반을 마련하며, 외형성장과 수익성 개선이 가능할 것으로 기대된다.

냉동김밥에서 HMR까지 美 진출

동사는 지난 6월부터 미국에 냉동김밥 3종을 한인 마트 H마트에 공급하기 시작했다. 냉동 김밥 OEM 업체를 통해 생산 중이며, 현재 월 10만줄 공급이 가능한 상황이다. 동사가 김, 참치, 맛살, 햄, 어묵, 식용유 등을 주력 생산하는 만큼, 냉동김밥 수출시장 확대에 따른 시너지가 기대된다. 하반기에는 미국 현지 시장의 선호도를 반영한 한식 HMR(육가공, 추어탕 등) 상품을 H마트에 공급할 예정이다. 한인 마트뿐만 아니라 로컬 대형 유통망으로 공급 확대도 예상된다. 현재 캐나다 코스트코에 고추참치 제품을 공급 중이며, 하반기부터는 가공식품업계 최초로 명절 선물세트가 미국 주요 리테일 매장에 입점될 것으로 기대한다.

2025년 매출액 4조원 육박

2024년 동사의 매출액은 2.8조원(YoY +36.2%), 영업이익 1,970억원(YoY +53.1%, OPM 7.0%)으로 전망된다. 인수한 사조CPK의 실적은 2월부터, 푸디스트는 9월부터 반영한 수치이다. 올해 원재료 가격 안정화와 더불어, 사조CPK 인수 효과에 따른 판관비 감소가 수익성 확대를 이끌 것으로 예상된다. 현재 주가는 24년 기준 PER 6.3배로, 현저한 저평가 구간으로 판단된다. 푸디스트 실적이 온기로 반영되는 2025년에는 동사의 매출액이 4조원에 육박하며, 큰 폭의 외형성장이 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	17,181	18,137	20,188	20,631
영업이익	494	1,023	977	1,286
지배순이익	338	627	712	913
PER	3.9	3.5	3.5	2.8
PBR	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	6.4	4.1	4.1	2.6
ROE	10.0	16.1	15.5	16.9



손현정 스몰캡
hyunjeong.son@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 원 (I)

현재주가 (7/11) 88,000원

상승여력 -

시가총액 8,065억원

총발행주식수 9,168,247주

60일 평균 거래대금 185억원

60일 평균 거래량 247,740주

52주 고/저 99,500원 / 23,900원

외인지분율 3.94%

배당수익률 0.00%

주요주주 사조산업 외 10인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 100.0 151.1 249.9

상대 87.1 135.1 210.1

절대 (달러환산) 99.9 148.4 228.3

기업개요

사조대림은 1964년에 설립된 종합 식품기업으로, 참치캔, 김, 햄, 어묵, 맛살, 식용유 등 다양한 식품을 제조 및 유통하고 있다. 주요 브랜드로는 사조, 해표, 대림선, 대림생, 오양, 맥션 등이 있다. 연결회사의 주요 사업부문은 식품사업, 축산사업, 수산사업으로 구분되고 있으며, 사조대림과 총 6개의 종속회사로 구성되어 있다. 1Q24 기준 동사의 매출 비중은 식품사업(사조대림, 사조오양, 사조 CPK) 83.9%, 축산사업(사조원) 12.8%, 수산사업(사조대림, 사조오양) 2.1%이다.

동사는 2006년 사조그룹에 편입된 후, 2019년 사조해표와 합병을 통해 식품사업부문을 강화해 왔다. 올해에도 두 차례 인수합병이 진행되었으며, 약 6,400억원을 투자해 지난 2월 사조CPK를 인수했고, 6월에는 푸디스트 인수 계약을 통해 종합 식품 밸류체인을 완성했다.

사조대림 주요 연혁

1964 - 2009년	2010 - 2024년
1964.05 회사창립 연근해 어업	2010.07 사조남부햄/사조농산 계열사 편입
1966.06 동방유량 설립	2010.11 사조바이오피드 계열사 편입
1971.03 진해공장 준공	2011.07 삼아벤처 계열사 편입
1977.04 부산공장 준공	2016.02 사조동아원 계열사 편입
1985.09 인천공장 준공	2019.06 사조대림/사조해표 합병
1989.10 안산공장 준공	2019.10 사조원 화인코리아, 바이오피드 흡수합병
2004.09 (주)신동방 사조그룹 편입 (사조해표 사명변경)	2022.01 사조대림/에프에스 합병
2006.12 대림수산(주) 사조그룹 편입 (사조대림 사명변경)	2024.02 사조 CPK (구)인그리디언코리아 인수
2009.07 사조 C&C 계열사 편입	2024.06 푸디스트 인수 계약(CPK, 오양)
2009.09 사조오양 계열사 편입	

자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

사조대림 사업 영역



자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

투자 포인트

1. M&A 로 외형성장과 수익성 확대

동사는 최근 사조CPK와 푸디스트를 인수하며 종합 식품 밸류체인을 완성했다. 2024년 2월 미국계 전분당 업체인 인그리디언코리아를 3,840억 원에 인수하여 사조CPK로 재편했고, 6월에는 식자재 유통 및 위탁 급식 기업인 푸디스트 인수 계약을 체결했다. 푸디스트는 오늘 8월 이후 사조대립으로 편입될 예정이다. 동사는 이번 인수합병을 통해 외형성장과 수익성을 확대하며, 종합 식품기업으로서 시장 경쟁력을 강화할 것으로 기대된다.

사조 CPK, OPM 3% → 10%

사조 CPK는 전분당 소재 및 제품 생산 업체로, 주요 제품은 전분, 물엿 등을 제조한다. 국내 시장 점유율은 24%로 과점체제에서 우위를 점하고 있다.

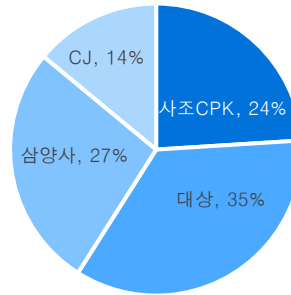
동사의 사조 CPK 인수 효과로 1) 로열티 및 수수료 절감 2) 식품시장 경쟁력 강화 3) 제품 라인업 확대가 기대된다.

로열티 및 수수료 절감: 사조 CPK는 기존 모기업에 지급하던 로열티와 IT 비용 등으로 매출 대비 6% 내외의 비용을 부담했었다. 동사가 인수 후 이 부담이 제거됨에 따라 영업이익이 크게 증가할 것으로 예상된다. 인수 전 사조 CPK의 연간 영업이익률은 3%대였지만, 인수 후 10% 내외로 급증하여, 동사의 수익성 확대에 기여할 전망이다.

식품시장 경쟁력 강화: 영업력 및 구매력 강화에 따른 외형성장과 원재료비 절감이 기대된다. 동사는 기존 소재사업 부문의 대두, 원맥 가공에 더해, 사조 CPK의 옥수수 가공 능력까지 확보하게 되면서, 세계 3대 곡물의 시장 경쟁력이 확대되었다. 주요 곡물의 직접 수입에 있어서도 구매 경쟁력이 강화될 것으로 예상되며, 사조 CPK는 기존 B2B 거래에서 동사를 통한 B2C 거래도 확대될 것으로 판단한다.

제품 라인업 확대: 사조CPK의 전분 부산물 취급을 통한 포트폴리오 확대가 기대된다. 전분, 물엿, 변성전분 등은 장류, 소스류의 원료로 사용될 수 있어, 동사의 식품제조사업과 시너지를 낼 것으로 예상된다. 다양한 제품군을 동사의 기존 유통망을 통해 효율적으로 판매 가능하므로, 추가적인 매출 증가도 가능할 전망이다.

국내 전분당 시장 점유율



자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

사조CPK 인수 후 수익 효과

(2023년 결산기준)

구분	인수 전	인수 후	판매관리비
매출액	4,244억	4,244억	Royalty 170억
매출원가	3,549억	3,549억	Corporate Fee 65억
매출총이익	695억	695억	Regional Fee/etc. 63억
판매비	564억	276억	※로열티 및 수수료 감소 반영
영업이익	131억	419억	IT대체 비용 등 年 10억 발생 고려

자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

매출 1조 푸디스트로 외형성장

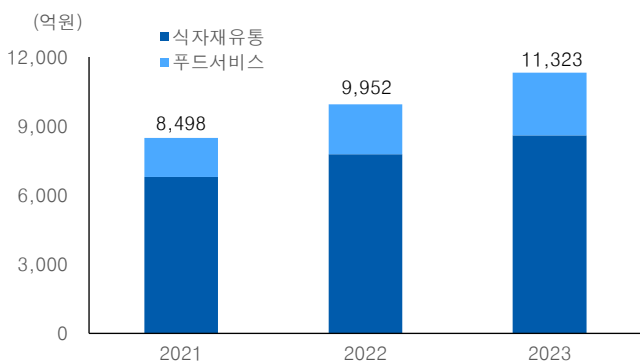
동사는 푸디스트 인수로, 식품 제조와 유통, 급식까지 아우르는 종합 식품 벨류체인을 완성하게 되었다. 푸디스트는 전국 6개 권역 물류센터와 13개 O2O 거점 물류센터를 운영하며, PB 브랜드 '식자재왕'을 보유하고 있다. 푸디스트의 기존 유통 네트워크와 동사의 식품 제조 역량이 결합됨으로써 수익성 및 수주 경쟁력이 확대될 전망이다.

사조그룹은 2024년 6월 푸디스트 지분 전체를 인수하는 계약을 체결했으며, 인수금액은 약 2,500억원 규모다. 사조대림의 종속회사인 사조 CPK, 사조오양이 인수자금을 부담할 예정이다. 사조오양과 사조 CPK 는 푸디스트의 전체 발행 주식 99.86%를 취득하기로 결정했다고 공시한 바 있다.

푸디스트는 지난해 매출 1조291억으로 최근 3년 연평균 15.4% 매출 성장률을 기록하고 있다. 주요 사업영역은 식자재 유통(매출 비중 75%)과 단체 급식(매출 비중 25%) 사업이다.

동사는 식자재 생산부터 유통, 소비에 이르기까지 효율적으로 관리할 수 있는 기반을 마련하며, 수익성 개선이 가능할 전망이다. 또한 기존 고객 데이터를 통합 구축을 통해 지역 외식 사업자로서 시장 점유율 확대가 가능할 것으로 판단한다.

푸디스트 매출 추이



자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

푸디스트 대표 브랜드



자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

2. 해외 수출 본격화

동사는 북미 시장을 중심으로 한 수출 성장 동력을 확보하고, 유럽 시장 진출을 통해 글로벌 경쟁력을 강화할 계획이다. K-푸드의 글로벌 인기가 지속되는 가운데, 신제품 출시 및 대형 유통망과의 협력을 통해 시장 점유율 확대가 기대된다.

북미 시장 K-푸드 수출 확대

1) 냉동김밥

동사는 지난 6월부터 미국에 냉동김밥 3종 수출을 시작했다. 현재까지 수출한 누적 물량은 약 15만5,000줄로, 미국 한인 마트 H 마트에 공급한다. H 마트는 미국 내 90여 개의 점포를 보유하고 있다. 냉동김밥 OEM 업체를 통해 생산 중이며, 현재 월 10만줄 공급이 가능한 상황이다. 동사는 김, 참치, 맛살, 햄, 어묵, 식용유 등을 주력 생산하는 만큼, 냉동김밥 수출시장 확대에 따른 시너지가 기대된다.

2) 신제품 입점 및 공급 채널 확대

동사는 미국 현지 시장의 선호도를 반영한 한식 HMR(육가공, 추어탕 등) 상품을 H 마트에 공급할 예정이다. 현재 다양한 HMR 제품들의 입점 확정이 진행되는 가운데, H 마트 외에도 한남체인, 갤러리아마켓, 시온마켓 등 현지 한인 마트를 중심으로 공급 채널을 확대하고 있다. 냉동식품은 김밥 외에도 라인업을 강화하며, 만두, 봉어빵, 떡볶이, 핫도그 등 K-푸드 스트리트제품들로 다각화 중이다.

한인 마트뿐만 아니라 로컬 대형 유통망으로 공급 확대도 기대된다. 현재 동사는 캐나다 코스트코에 고추참치 제품을 공급 중이며, 미국 코스트코로 확대될 전망이다. 또한 올해 하반기부터는 가공식품업계 최초로 명절 선물세트가 미국 주요 리테일 매장에 입점될 것으로 기대된다.

유럽 시장 직수출망 구축

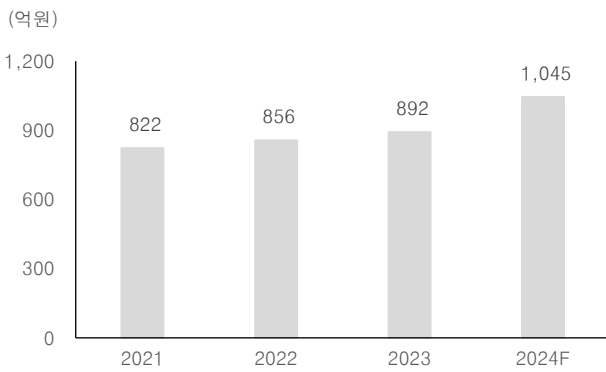
동사는 올해 영국과 네덜란드 시장을 중심으로 유럽 시장 직수출망에 성공했다. 유럽 최대 한인 마트인 KOREA FOODS(영국, 슬로바키아)에 자사 주력제품을 공급 중이며, 7월부터는 공급량을 대폭 늘릴 계획이다.

사조대림 냉동김밥 3종



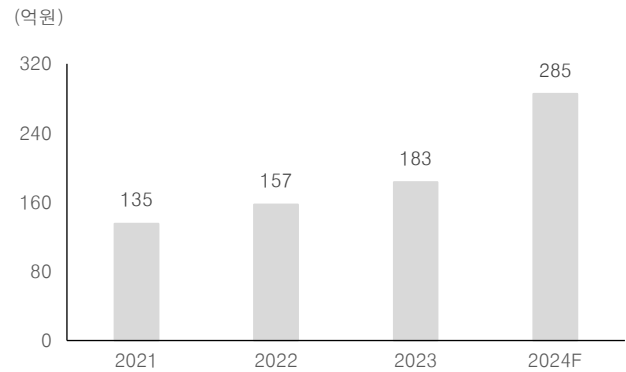
자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

사조대림 수출 추이 및 전망 (21-24 CAGR 8%)



자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

사조대림 북미 수출 추이 (21-24 CAGR 28%)

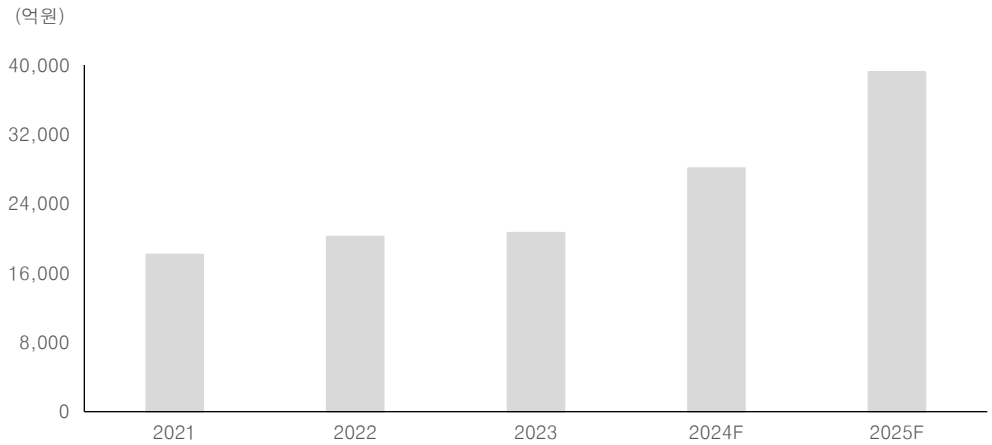


자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

실적

2024년 동사의 매출액은 2.8조원(YoY +36.2%), 영업이익 1,970억원(YoY +53.1%, OPM 7.0%)으로 전망된다. 인수한 사조CPK의 실적은 2월부터, 푸디스트는 9월부터 반영한 수치이다. 올해 옥수수, 대두 등 원재료 가격 안정화와 더불어, 사조CPK 인수 효과에 따른 판관비 감소가 수익성 확대를 이끌 것으로 예상된다. 현재 주가는 24년 기준 PER 6.3배로, 현저한 저평가 구간으로 판단된다. 푸디스트 실적이 온기로 반영되는 2025년에는 동사의 매출액이 4조원에 육박하며, 큰 폭의 외형성장이 기대된다.

사조대림 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 사조대림, 유안타증권 리서치센터

사조대림 (003960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액	13,297	17,181	18,137	20,188	20,631
매출원가	11,384	15,133	15,594	17,583	17,657
매출총이익	1,913	2,048	2,543	2,605	2,974
판매비	1,418	1,554	1,521	1,628	1,687
영업이익	496	494	1,023	977	1,286
EBITDA	749	801	1,351	1,289	1,593
영업외손익	479	27	-53	-125	37
외환관련손익	28	52	-56	-1	-6
이자손익	-88	-91	-94	-77	-74
관계기업관련손익	1	51	45	35	36
기타	539	14	52	-82	81
법인세비용차감전순손익	975	521	970	851	1,323
법인세비용	104	159	304	113	252
계속사업순손익	871	362	666	738	1,072
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	871	362	666	738	1,072
지배지분순이익	826	338	627	712	913
포괄순이익	795	350	694	811	983
지배지분포괄이익	762	329	663	775	844

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
영업활동 현금흐름	773	821	624	612	1,748
당기순이익	871	362	666	738	1,072
감가상각비	228	275	297	287	295
외환손익	-19	-41	29	-15	-2
중속, 관계기업관련손익	0	-51	-39	-34	-39
자산부채의 증감	22	167	-580	-392	264
기타현금흐름	-328	109	251	27	159
투자활동 현금흐름	-416	-156	-420	141	-157
투자자산	71	44	-14	-16	-91
유형자산 증가 (CAPEX)	-521	-396	-180	-213	-147
유형자산 감소	26	124	140	105	9
기타현금흐름	8	72	-367	264	71
재무활동 현금흐름	-269	-190	-395	-984	-162
단기차입금	-814	-374	33	-413	24
사채 및 장기차입금	641	255	-407	-596	-253
자본	0	0	0	67	0
현금배당	-11	-15	-20	-41	-30
기타현금흐름	-86	-56	0	0	98
연결범위변동 등 기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	87	475	-191	-231	1,429
기초 현금	165	252	727	535	305
기말 현금	252	727	535	305	1,734
NOPLAT	496	494	1,023	977	1,286
FCF	249	571	592	685	1,711

자료: 유안타증권

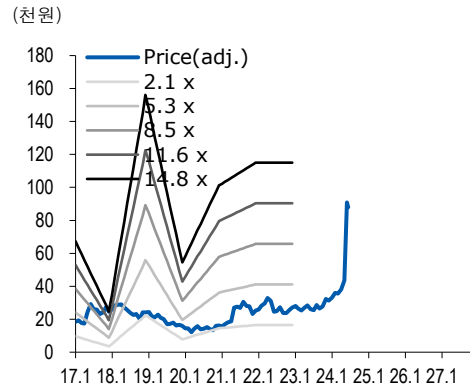
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
유동자산	4,331	4,848	5,251	5,784	6,738
현금및현금성자산	252	727	535	305	1,734
매출채권 및 기타채권	1,164	1,345	1,324	1,545	1,737
재고자산	2,431	2,387	2,629	3,278	2,830
비유동자산	6,378	6,394	6,107	5,899	5,892
유형자산	4,589	4,629	4,422	4,254	4,152
관계기업 등 지분관련 자산	706	718	726	761	781
기타투자자산	223	232	338	247	374
자산총계	10,709	11,241	11,357	11,683	12,630
유동부채	4,709	4,966	5,233	4,897	5,135
매입채무 및 기타채무	1,836	2,175	1,989	2,802	2,844
단기차입금	2,395	2,031	2,079	1,474	1,497
유동성장기부채	184	449	747	317	493
비유동부채	1,762	1,760	935	747	386
장기차입금	741	663	428	487	100
사채	345	425	0	0	0
부채총계	6,470	6,725	6,167	5,644	5,521
지배지분	3,176	3,576	4,232	4,974	5,852
자본금	458	458	458	458	458
자본잉여금	675	757	764	753	727
이익잉여금	2,450	2,765	3,404	4,164	4,977
비지배지분	1,063	940	958	1,064	1,257
자본총계	4,239	4,516	5,190	6,038	7,109
순차입금	3,380	2,840	2,346	1,770	282
총차입금	3,765	3,652	3,311	2,331	2,136

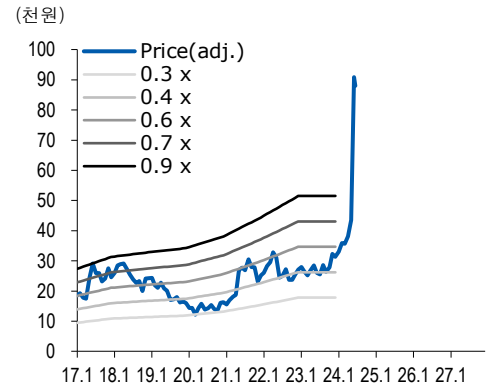
결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
EPS	10,558	3,692	6,842	7,774	9,966
BPS	43,195	48,631	57,550	67,652	75,466
EBITDAPS	9,566	8,732	14,734	14,064	17,380
SPS	169,925	187,397	197,824	220,190	225,024
DPS	150	200	300	350	350
PER	1.9	3.9	3.5	3.5	2.8
PBR	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	7.9	6.4	4.1	4.1	2.6
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

결산(12월)	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
매출액 증가율 (%)	41.9	29.2	5.6	11.3	2.2
영업이익 증가율 (%)	36.7	-0.3	106.9	-4.5	31.7
지배순이익 증가율 (%)	732.6	-59.0	85.3	13.6	28.2
매출총이익률 (%)	14.4	11.9	14.0	12.9	14.4
영업이익률 (%)	3.7	2.9	5.6	4.8	6.2
지배순이익률 (%)	6.2	2.0	3.5	3.5	4.4
EBITDA 마진 (%)	5.6	4.7	7.4	6.4	7.7
ROIC	9.3	7.6	16.0	15.2	20.9
ROA	9.2	3.1	5.5	6.2	7.5
ROE	30.6	10.0	16.1	15.5	16.9
부채비율 (%)	152.6	148.9	118.8	93.5	77.7
순차입금/자기자본 (%)	79.7	62.9	45.2	29.3	4.0
영업이익/금융비용 (배)	4.9	4.9	9.9	9.5	11.2

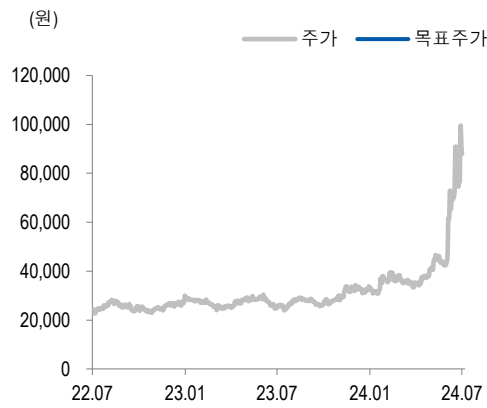
P/E band chart



P/B band chart



시조대일 (003960) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-07-12	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	83.8
Hold(중립)	16.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-07-12

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **손현정**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.