

2018. 5. 3



▲ 스몰캡

Analyst **윤주호**
02. 6098-6666
juho.yoon@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 3,100 원

현재주가 (5.2) 2,560 원

상승여력 21.1%

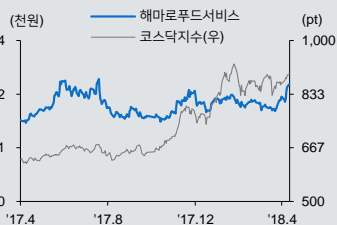
KOSDAQ	871.03pt
시가총액	2,404억원
발행주식수	9,390만주
유동주식비율	29.93%
외국인비중	9.37%
52주 최고/최저가	2,790원/1,785원
평균거래대금	22.8억원

주요주주(%)

정현식 외 5 인 70.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.3	27.7	24.0
상대주가	12.9	1.9	-10.8

주가그래프



(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,486.3	88.0	60.4	70	7.7	176	28.8	11.4	2.1	52.1	194.3
2016	2,019.3	169.0	89.5	101	44.7	473	19.0	4.1	9.0	30.5	73.5
2017	2,395.7	154.6	112.6	121	19.6	606	18.1	3.6	10.8	22.5	84.0
2018E	2,794.5	251.5	191.5	204	68.5	782	12.6	3.3	7.3	29.4	64.9
2019E	3,259.7	293.4	227.2	242	18.7	996	10.6	2.6	5.8	27.2	50.4

해마로푸드서비스 220630

꾸준한 성장, 회복되는 이익

- ✓ '맘스터치' 브랜드를 보유한 햄버거 및 치킨 프랜차이즈 업체
- ✓ 햄버거 프랜차이즈 업체는 소규모 매장, 외곽 및 골목상권 등 매장 확장전략 변화
- ✓ 2Q17 프랜차이즈 규제 및 갑질 논란에 따른 주가 부진 경험
- ✓ 1Q18 실적부터 일회성 비용이 없는 정상적인 실적으로 회귀
- ✓ '18E EPS 204 원, 적정 PER 15 배 적용하여 적정주가 3,100 원 유지

햄버거 프랜차이즈들의 굴욕에 굴하지 않는 '맘스터치'

서울 내 햄버거 매장은 '18.4 월말 기준 913 곳으로, '77 년 1 곳에서 시작하여 42 년간 매장수가 꾸준히 늘어났다. '17 년말부터 최고치(총 1,028 곳)를 찍은 이후 '18 년부터 급격히 감소 중이다. 이는 햄버거 프랜차이즈들이 1) 과거와 달리 서울 변화가에 대형 매장을 경쟁적으로 열던 방식 탈피, 2) 서울 외곽, 골목 상권으로의 확장 전략변화 등으로 대형점포 폐쇄에 따른 영향으로 분석된다. '17 년말 대비 '18 년 5 대 프랜차이즈 업체 L 사, M 사, K 사, P 사, 맘스터치의 점포수 성장률을 비교해 보면 '맘스터치'를 제외하고 모두 큰 폭으로 감소 중이다. '맘스터치'는 '17 년말 1,100 개, '18 년 추가적으로 80~100 개 매장을 추가로 오픈 예정이다.

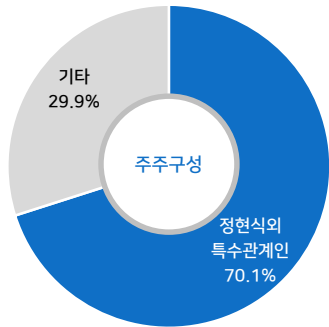
외부환경과 실적기저가 낮은 2Q18의 성장률에 주목

'17 년 프랜차이즈 갑질 논란 및 규제 등 어려운 외부환경은 2Q18 부터 낮은 기저로 작용한다. '17 년 상반기에 발생한 주식증여비용 15.6 억원, 주식매수선택권 3 억원 등 총 18.6 억원의 일회성 비용이 '18 년 상반기엔 없다. 이는 정상적인 실적 수준으로의 회귀를 의미한다. 1Q18 부터 YoY 실적 개선을 시작하여 2Q18 분기 최대실적을 예상한다. '18E EPS 204 원, 해외 Peer group 평균 PER 27 배 대비 40%를 할인, 적정 PER 15 배를 적용하여 적정주가 3,100 원 유지한다.

'맘스터치' 보유한 프랜차이즈 지속적인 성장 기대

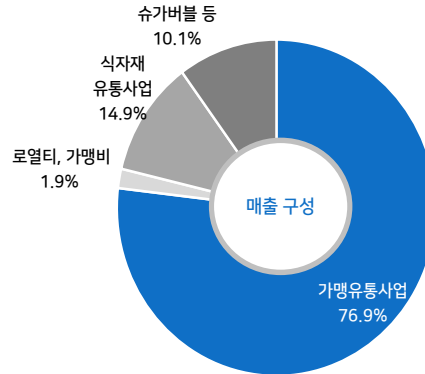
'04 년 설립, '16 년 상장, '93 년 대한제당 그룹 TS 푸드엔시스템에서 TS 맘스 터치 사업부로 이름 변경 후 법인을 분리하였다. 現 정현식 대표취임 후 독자경영, 햄버거 및 치킨 전문 브랜드인 '맘스터치' 프랜차이즈 사업 영위하고 있다.

그림1 주주구성



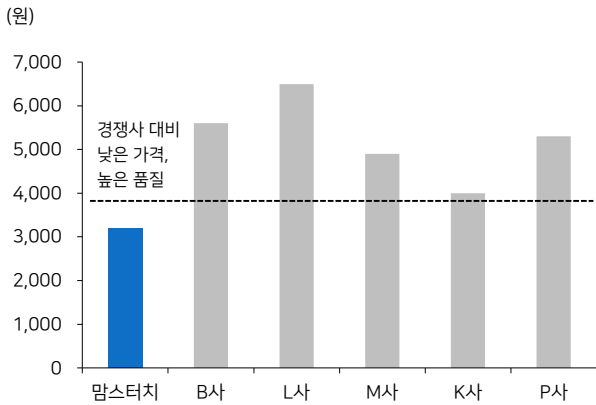
자료: 메리츠증권리서치센터

그림2 매출구성 (2017)



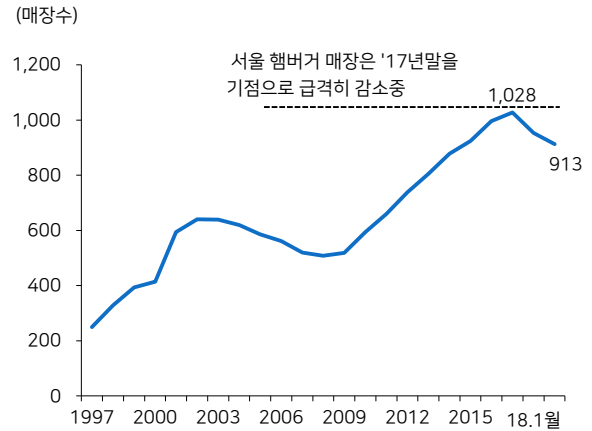
자료: 메리츠증권리서치센터

그림3 경쟁사 가격 비교 (시그니처 버거 기준)



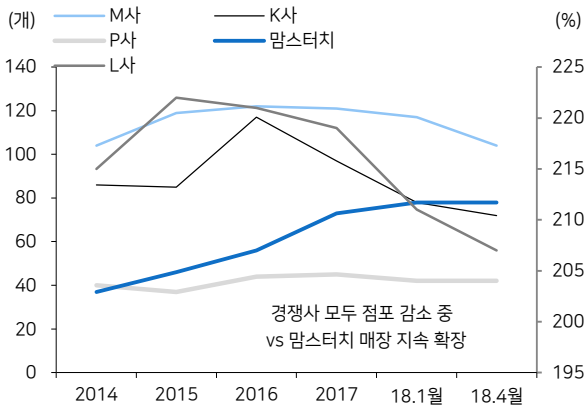
자료: 메리츠증권리서치센터

그림4 서울 햄버거 매장 수



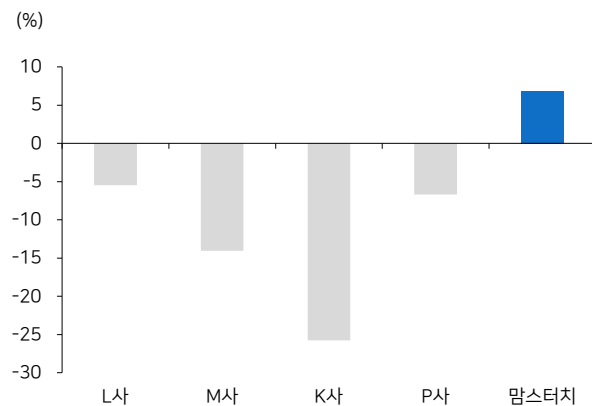
자료: 서울버거맵, 메리츠증권리서치센터

그림5 경쟁사 점포 현황 ('14~'18.4월 현재)



자료: 메리츠증권리서치센터

그림6 '17년 말 대비 점포수 감소율



자료: 메리츠증권리서치센터

표1 Global Peer 현황

(백만달러)	RRGB US Equity 레드로빈 고메버거	DRI US Equity 다른 레스토랑	Jack US Equity 잭인더박스	MCD US Equity 맥도날드	HABT US Equity 해빗레스토랑	WEN US Equity 웬디스	YUMC US Equity 얌브랜드	JFC PM Equity 줄리비푸드	220630 KQ Equity 해마로푸드서비스
시가총액	810.1	11,011.1	2,628.1	127,055.3	236.8	4,141.9	15,471.8	316,856.8	246,481.7
매출액	2015 1,257.6	6,764.0	1,540.3	25,413.0	230.6	1,870.3	6,909.0	2,215.0	
	2016 1,296.4	6,933.5	1,599.3	24,621.9	283.8	1,435.4	6,752.0	2,399.7	174.1
	2017 1,380.9	7,170.2	1,553.9	22,820.4	331.7	1,223.4	7,144.0	2,610.9	212.0
매출원가	2015 962.5	5,341.5	937.0	15,623.8	180.1	1,184.1	6,001.0	1,821.9	
	2016 1,018.9	5,392.4	977.6	14,417.2	223.5	744.7	5,681.0	1,955.3	128.9
	2017 1,086.8	5,600.8	963.3	12,199.6	269.3	512.9	5,898.0	2,136.1	152.1
매출총이익	2015 295.1	1,422.5	603.3	9,789.2	50.5	686.2	908.0	393.2	
	2016 277.6	1,541.1	621.7	10,204.7	60.3	690.7	1,071.0	444.3	45.2
	2017 294.1	1,569.4	590.6	10,620.8	62.4	710.5	1,246.0	474.7	59.9
영업이익	2015 67.0	367.6	197.2	7,145.5	11.8	274.5	452.0	117.7	
	2016 11.6	622.2	229.9	7,744.5	13.6	314.8	589.0	136.2	14.6
	2017 39.0	677.5	266.1	9,552.7	8.0	214.8	785.0	140.4	13.7
EBITDA	2015 144.4	686.9	286.6	8,701.2	23.1	428.2	877.0	193.0	
	2016 98.3	912.4	322.8	9,261.0	28.5	439.1	991.0	220.4	15.8
	2017 131.6	950.4	355.1	10,916.1	26.7	340.4	1,194.0	234.1	16.0
순이익	2015 47.1	341.7	122.3	4,699.3	8.9	109.8	N/A	105.7	
	2016 37.4	456.7	131.8	4,908.5	8.0	106.1	472.5	129.9	
	2017 32.3	506.3	119.9	5,400.0	4.2	108.8	564.0	140.7	10.6
PER	2015 18.6	36.0	25.4	23.8	75.3	24.5	N/A	47.3	
	2016 21.6	19.0	24.4	21.4	59.4	34.2	19.8	33.8	17.9
	2017 22.7	22.7	25.5	25.8	N/A	38.8	26.7	38.6	18.1
EV/EBITDA	2015 7.1	13.6	12.4	14.2	27.3	11.8	N/A	26.6	
	2016 10.8	9.7	12.7	13.4	15.9	12.9	9.2	19.5	8.9
	2017 7.5	12.5	11.7	15.0	9.7	19.2	11.9	23.0	10.5
PBR	2015 2.3	3.6	178.8	15.1	8.2	3.9	N/A	7.7	1.0
	2016 2.1	4.4	N/A	N/A	3.9	6.3	4.2	6.2	4.1
	2017 1.9	5.2	N/A	N/A	2.1	6.9	5.5	6.9	3.6
ROE	2015 13.0	31.6	79.5	45.4	4.7	13.0	17.0	17.0	
	2016 3.2	17.5	N/A	N/A	4.8	20.2	23.4	19.2	31.9
	2017 8.2	23.6	N/A	N/A	-2.4	35.2	15.6	19.3	22.5
PSR	2015 0.7	1.2	1.9	4.4	1.3	1.9	N/A	2.3	
	2016 0.6	1.2	2.0	4.2	1.1	2.5	1.4	1.8	0.8
	2017 0.5	1.5	2.0	6.1	0.6	3.3	2.2	2.1	0.9
Performance	1M 7.5	-5.4	5.5	0.1	-3.8	1.3	-1.9	-5.5	25.0
	3M 21.2	-8.2	-4.0	-6.9	3.5	2.9	-9.8	3.4	15.1
	YTD 14.5	-6.9	-8.8	-5.6	-6.3	5.5	1.8	14.1	19.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 해마로푸드서비스 매출액 및 영업이익 전망

(억원)	'15	'16	'17	'18E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1486	2019	2396	2795	517	620	618	641	600	729	723	743
영업이익	88	169	155	252	37	29	49	39	54	66	65	67
영업이익률(%)	5.9	8.4	6.5	9.0	7.2	4.7	7.9	6.1	9.0	9.0	9.0	9.0

자료: 해마로푸드서비스, 메리츠증권증권 리서치센터

해마로푸드서비스 (220630)

Income Statement

(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,486.3	2,019.3	2,395.7	2,794.5	3,259.7
매출액증가율 (%)	87.1	35.9	18.6	16.6	16.6
매출원가	1,090.4	1,494.7	1,718.9	1,956.2	2,281.8
매출총이익	395.9	524.6	676.7	838.4	977.9
판매관리비	307.9	355.6	522.1	586.8	684.5
영업이익	88.0	169.0	154.6	251.5	293.4
영업이익률	5.9	8.4	6.5	9.0	9.0
금융손익	-2.6	-2.0	-10.8	-3.0	-0.8
중속/관계기업손익	0.3	0.2	0.4	0.0	0.0
기타영업외손익	-5.7	-48.2	0.7	-2.0	0.0
세전계속사업이익	80.1	118.9	144.9	246.5	292.5
법인세비용	19.7	29.5	32.3	55.0	65.3
당기순이익	60.4	89.5	112.6	191.5	227.2
지배주주지분 순이익	60.4	89.5	112.6	191.5	227.2

Statement of Cash Flow

(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	18.0	193.4	-63.8	240.4	269.7
당기순이익(손실)	60.4	89.5	112.6	191.5	227.2
유형자산상각비	8.8	14.2	22.0	28.9	30.9
무형자산상각비	0.2	0.3	4.6	13.9	7.0
운전자본의 증감	-58.1	42.1	-267.9	3.1	3.6
투자활동 현금흐름	-75.3	-140.1	-151.1	-64.6	-72.5
유형자산의증가(CAPEX)	-39.8	-143.9	-53.8	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-10.9	-10.0	-51.6	-14.2	-16.5
재무활동 현금흐름	52.5	146.6	127.1	-74.8	-83.1
차입금의 증감	37.8	6.7	126.2	-40.0	-50.0
자본의 증가	20.0	189.9	46.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.6	199.9	-88.8	100.9	114.0
기초현금	23.9	19.2	219.2	130.3	231.2
기말현금	19.2	219.2	130.3	231.2	345.3

Balance Sheet

(억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	257.6	405.0	556.9	728.9	925.7
현금및현금성자산	19.2	219.2	130.3	231.2	345.3
매출채권	44.3	37.9	74.4	86.7	101.2
재고자산	159.9	120.3	129.7	151.2	176.4
비유동자산	196.5	343.7	490.9	482.3	481.0
유형자산	169.9	291.7	352.5	343.7	332.8
무형자산	0.9	9.3	50.6	36.7	29.7
투자자산	23.0	33.2	85.2	99.3	115.9
자산총계	454.0	748.7	1,047.8	1,211.2	1,406.7
유동부채	219.0	240.7	211.0	296.1	347.1
매입채무	89.3	94.5	107.9	125.8	146.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	2.2	53.2	0.0	30.0	40.0
비유동부채	80.8	76.5	267.5	180.6	124.2
사채	0.0	18.2	142.6	92.6	52.6
장기차입금	66.2	42.3	94.8	54.8	34.8
부채총계	299.8	317.2	478.5	476.7	471.2
자본금	18.7	91.2	93.9	93.9	93.9
자본잉여금	6.8	124.1	167.6	167.6	167.6
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	-1.3	-1.3	-1.3
이익잉여금	128.7	216.0	303.0	468.2	669.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	154.3	431.5	569.4	734.5	935.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	1,721	2,284	2,575	2,976	3,472
EPS(지배주주)	70	101	121	204	242
CFPS	84	172	203	311	353
EBITDAPS	112	207	195	313	353
BPS	176	473	606	782	996
DPS	0	25	28	28	28
배당수익률(%)	0.0	1.3	1.3	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	28.8	19.0	18.1	12.6	10.6
PCR	23.9	11.2	10.8	8.2	7.3
PSR	1.2	0.8	0.9	0.9	0.7
PBR	11.4	4.1	3.6	3.3	2.6
EBITDA	96.9	183.4	181.2	294.2	331.3
EV/EBITDA	2.1	9.0	10.8	7.3	5.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	52.1	30.5	22.5	29.4	27.2
EBITDA 이익률	6.5	9.1	7.6	10.5	10.2
부채비율	194.3	73.5	84.0	64.9	50.4
금융비용부담률	0.2	0.1	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	29.4	72.1	22.3	29.5	42.8
매출채권회전율(x)	40.8	49.1	42.7	34.7	34.7
재고자산회전율(x)	14.1	14.4	19.2	19.9	19.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 5월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 5월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 5월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 윤주호)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

해마로푸드서비스 (220630) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.21	산업분석	Buy	3,100	윤주호	-26.6	-10.0	
2018.05.03	기업브리프	Buy	3,100	윤주호	-	-	

