

2019. 9. 3



▲ 스몰캡

Analyst **윤주호**
02. 6454-4876
juho.yoon@meritz.co.kr

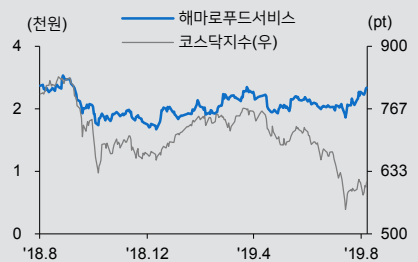
RA **이창석**
02. 6454-4889
changseok.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	3,600 원
현재주가 (9.2)	2,775 원
상승여력	29.7%
KOSDAQ 시가총액	619.81pt
발행주식수	2,628억원
유동주식비율	9,469만주
외국인비중	37.91%
52주 최고/최저가	9.50%
평균거래대금	3,040원/2,005원
12.8억원	
주요주주(%)	
정현식 외 5 인	62.09

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	13.7	21.2	-1.1
상대주가	13.0	43.0	30.4

주가그래프



(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,395.7	154.6	112.6	121	19.6	606	18.1	3.6	10.8	22.5	84.0
2018	2,845.0	230.8	169.6	181	47.9	767	11.7	2.8	7.2	26.3	75.7
2019E	3,198.6	289.6	225.4	240	32.9	977	11.6	2.8	7.3	27.5	51.8
2020E	3,582.4	341.3	260.8	278	15.7	1,225	10.0	2.3	5.7	25.2	40.3
2021E	4,012.3	382.2	292.2	311	12.0	1,506	8.9	1.8	4.1	22.8	33.0

해마로푸드서비스 220630

해외진출의 서막을 알리는 소리

- ✓ '맘스터치' 브랜드를 보유한 햄버거 및 치킨 프랜차이즈 업체
- ✓ '맘스터치' 매장 수 '19.8월말 1,212개 순항 중, 2H19 '봄바타' 확장 예상
- ✓ 필리핀 LT그룹과 마스터프랜차이즈 계약 체결, 브랜드 로열티 기대
- ✓ 2Q19 매출액 821억원(+10% YoY), 영업이익 76억원(+13% YoY) 호실적 시현
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 3,600원으로 상향 ('19E EPS 240원, 적정 PER 15배 적용)

필리핀 진출을 통한 동남아시아 진출, 해외확장의 시작

오랫동안 기다려온 해외확장이 본격적으로 시작된다. '19년 9월 루시오K(Lucio K)가 설립한 MOM's Touch Philippines INC와 마스터프랜차이즈 계약을 체결하였다. 목적은 필리핀 진출을 통한 동남아 확장이다. 루시오K는 Philippine National Bank, PAL Holdings(Airlines), MacroAsia(기내식 및 케이터링)를 계열사로 보유한 LT그룹 부회장이다. 향후 회사 수익에 기대되는 부분은 1) Territory Fee: US\$ 1,000,000 (계약체결 시 50%, 1년 뒤 50% 수취), 2) Brand Royalty: 필리핀 내 '맘스터치' 전체 매출액 대비 일정금액(%), 3) Initial Franchise Fee: 가맹점 오픈 시 받는 가맹금의 일정금액(%) 수취 3가지다. 졸리비(Jollibee)사례에서 보듯이 필리핀 뿐만 아니라 인근 국가인 인도네시아, 중국, 홍콩, 마카오까지 추가적인 확장을 예상한다.

밸류에이션 상승 가능한 구간, 2H19 기대

국내 1위 햄버거 프랜차이즈 달성과 해외진출을 통해 적정PER이 상승하는 구간을 기대한다. '20년 국내 햄버거 프랜차이즈 1위 업체인 L사(1,337개)와 비슷한 수준의 외형 달성이 예상되며 신규 브랜드인 '봄바타'의 확장 시작, 동남아 위주의 해외확장을 통한 브랜드인지도 제고 때문이다. 노사인보드홀딩스를 통해 '19년 싱가포르와 말레이시아에 마스터프랜차이즈 계약을 체결 이후 싱가포르 가맹 1호점을 '19.8월 개장했다. 마스터프랜차이즈란 계약을 체결한 현지법인에게 지정된 지역의 가맹점 모집 및 운영권한을 부여하고 운영방식, 레시피 등 노하우를 제공한 대가로 로열티를 받는 방식이다. 한국 내 '맘스터치' 브랜드 인지도를 통해 별도의 투자금 없이 자사 브랜드를 동남아시아로 확장할 수 있는 좋은 기회이다.

표1 LT Group 지분보유현황

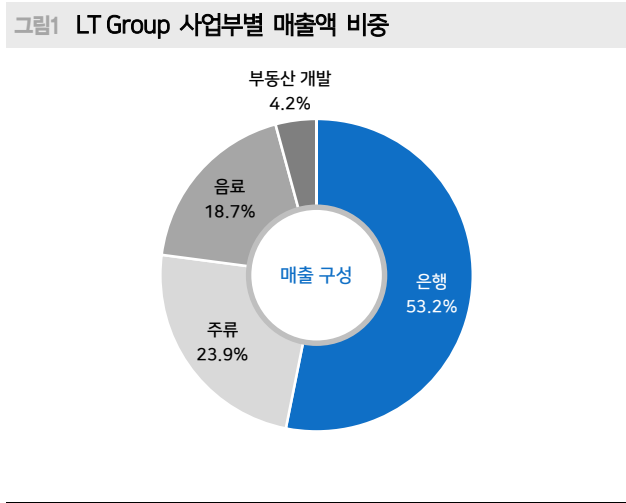
사명	사업	지분율(%)
Asia Brewery	하이네켄 브랜드를 보유한 맥주회사	99.9
Eton Properties Philippines	부동산 투자회사.	99.6
PNB (Philippine National Bank)	필리핀 최대 사금융	56.5
PMFTC	필립모리스와 합작회사	49.6
Tanduay Distillers	주류 회사	100.0
Victorias Milling Company	필리핀 최대 제당업체	30.9

자료: LT Group, 메리츠증권증권 리서치센터

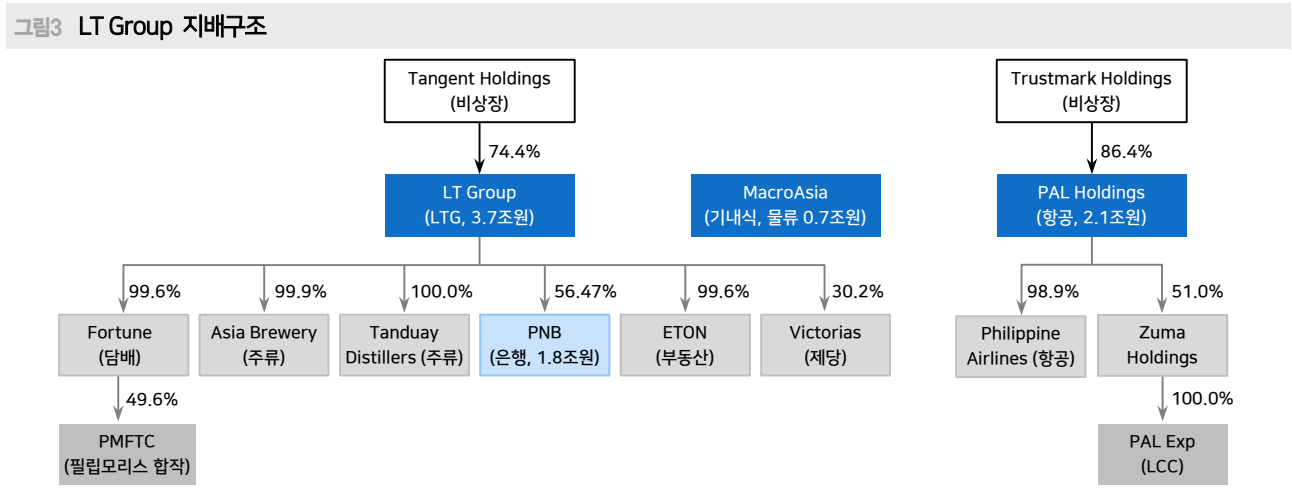
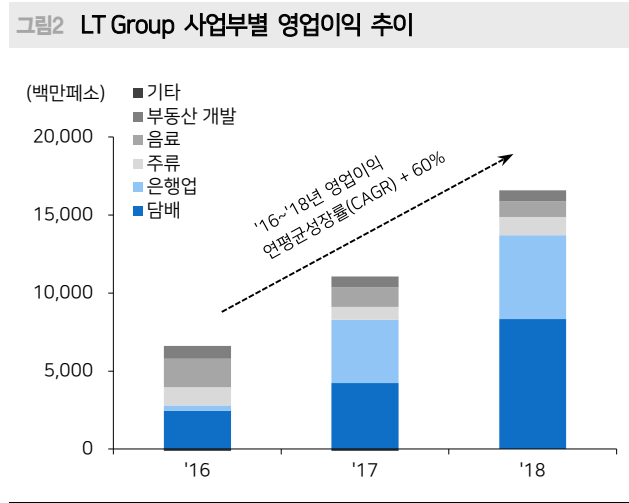
표2 MacroAsia 실적 추이

(백만페소)	'16	'17	'18
매출액	2,323	2,939	3,601
기내식	1,446	1,542	1,664
지상 화물	679	1,032	1,464
물 관련 사업	6	169	284
임대 및 관리	203	213	210
채굴	3	27	-
기타, 조정	-14	-43	-21
영업이익	1,207	1,754	1,886

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: LT Group, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: LT Group, PAL Holdings, MacroAsia, 메리츠증권증권 리서치센터

해마로푸드서비스 (220630)

Income Statement

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,395.7	2,845.0	3,198.6	3,582.4	4,012.3
매출액증가율 (%)	18.6	18.8	12.4	12.0	12.0
매출원가	1,718.9	1,997.4	2,270.2	2,525.6	2,828.7
매출총이익	676.7	847.6	928.4	1,056.8	1,183.6
판매관리비	522.1	616.8	638.9	715.5	801.4
영업이익	154.6	230.8	289.6	341.3	382.2
영업이익률	6.5	8.1	9.1	9.5	9.5
금융손익	-10.8	6.1	-2.2	-1.0	2.5
종속/관계기업손익	0.4	1.8	4.8	0.3	0.0
기타영업외손익	0.7	-9.0	-1.2	0.0	0.0
세전계속사업이익	144.9	229.7	291.0	340.7	384.8
법인세비용	32.3	61.6	67.6	82.2	95.1
당기순이익	112.6	168.1	223.4	258.5	289.6
지배주주지분 순이익	112.6	169.6	225.4	260.8	292.2

Statement of Cash Flow

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-63.8	190.9	259.2	294.1	375.2
당기순이익(손실)	112.6	168.1	223.4	258.5	289.6
유형자산상각비	22.0	26.5	29.8	28.9	82.2
무형자산상각비	4.6	7.2	4.4	3.7	3.2
운전자본의 증감	-267.9	-51.5	2.2	2.4	2.7
투자활동 현금흐름	-151.1	-181.2	-73.4	-52.9	-176.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-53.8	-142.3	-80.0	-20.0	-140.0
투자자산의 감소(증가)	-51.6	-13.2	-2.3	-7.4	-8.6
재무활동 현금흐름	127.1	-0.4	-141.8	-82.6	-69.1
차입금의 증감	126.2	43.2	-104.1	-47.9	-36.0
자본의 증가	46.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-88.8	9.5	44.0	158.6	130.1
기초현금	219.2	130.3	139.8	183.7	342.4
기말현금	130.3	139.8	183.7	342.4	472.5

Balance Sheet

(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	556.9	609.1	711.4	933.3	1,134.3
현금및현금성자산	130.3	139.8	183.7	342.4	472.5
매출채권	74.4	74.1	83.3	93.3	104.4
재고자산	129.7	154.1	173.3	194.0	217.3
비유동자산	490.9	664.6	685.4	680.5	743.7
유형자산	352.5	459.6	509.9	501.0	558.8
무형자산	50.6	77.0	40.4	36.7	33.5
투자자산	85.2	100.2	107.3	115.0	123.6
자산총계	1,047.8	1,273.7	1,396.8	1,613.8	1,878.1
유동부채	211.0	483.4	425.4	427.1	443.8
매입채무	107.9	116.7	131.2	147.0	164.6
단기차입금	0.0	28.4	16.4	4.4	3.4
유동성장기부채	0.0	52.1	15.0	50.0	70.0
비유동부채	267.5	65.3	51.2	36.2	22.3
사채	142.6	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	94.8	45.9	30.9	15.0	0.0
부채총계	478.5	548.7	476.5	463.3	466.0
자본금	93.9	93.9	93.9	93.9	93.9
자본잉여금	167.6	167.6	167.6	167.6	167.6
기타포괄이익누계액	-1.3	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
이익잉여금	303.0	447.3	644.6	877.2	1,141.3
비지배주주지분	0.0	4.7	2.7	0.4	-2.2
자본총계	569.4	725.0	920.3	1,150.6	1,412.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	2,575	3,030	3,407	3,815	4,273
EPS(지배주주)	121	181	240	278	311
CFPS	203	245	346	398	498
EBITDAPS	195	282	345	398	498
BPS	606	767	977	1,225	1,506
DPS	28	30	30	30	30
배당수익률(%)	1.3	1.4	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	18.1	11.7	11.6	10.0	8.9
PCR	10.8	8.6	8.0	7.0	5.6
PSR	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6
PBR	3.6	2.8	2.8	2.3	1.8
EBITDA	181.2	264.4	323.7	373.9	467.7
EV/EBITDA	10.8	7.2	7.3	5.7	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.5	26.3	27.5	25.2	22.8
EBITDA 이익률	7.6	9.3	10.1	10.4	11.7
부채비율	84.0	75.7	51.8	40.3	33.0
금융비용부담률	0.3	0.5	0.3	0.2	0.1
이자보상배율(x)	22.3	17.3	30.1	52.0	78.2
매출채권회전율(x)	42.7	38.3	40.7	40.6	40.6
재고자산회전율(x)	19.2	20.1	19.5	19.5	19.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 9월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 9월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 9월 03일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 윤주호, 이창석)

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	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

해마로푸드서비스 (220630) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 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	-18.4	7.1	
2018.11.05	산업분석	Buy	3,100	윤주호	-18.8	7.1	
2018.11.21	1년 경과				-27.4	-21.3	
2019.01.23	기업브리프	Buy	3,400	윤주호	-26.8	-17.1	
2019.07.31	기업브리프	Buy	3,400	윤주호	-26.5	-17.1	
2019.09.03	기업브리프	Buy	3,600	윤주호	-	-	