

해태제과식품 (101530.KS)

바닥 다지기

허니버터칩 흥행 후 high base 효과로 2016년 실적 부진. 2017년에는 빙과 부문 정찰제와 판가 회복에 따른 마진 개선, 만두 제품 리뉴얼 및 마케팅을 통한 매출 성장이 실적 터어라운드의 계기가 될 수 있을 것

올해 이익 회복의 열쇠는?

해태제과는 2014년 출시한 '허니버터칩'이 크게 성공하면서, 2015년 큰 폭의 이익 성장을 경험. 하지만 2016년에는 역기저 효과에 더해서 '허니' 시리즈 후속 제품의 성공이 이어지지 못하면서 영업이익이 25% 감소하였음

매출 비중이 가장 큰 건과 부문은 2016년 외형 성장 부재. 제과 산업 전반의 수요 부진이 지속되고 있어 단기적으로 우호적인 환경이 조성되기는 쉽지 않아 보임. 다만 동사는 판관비 효율화 작업을 지속하고, 자회사 '해태가루비'를 통한 신제품 도입을 통해 실적 차별화를 꾀할 전망

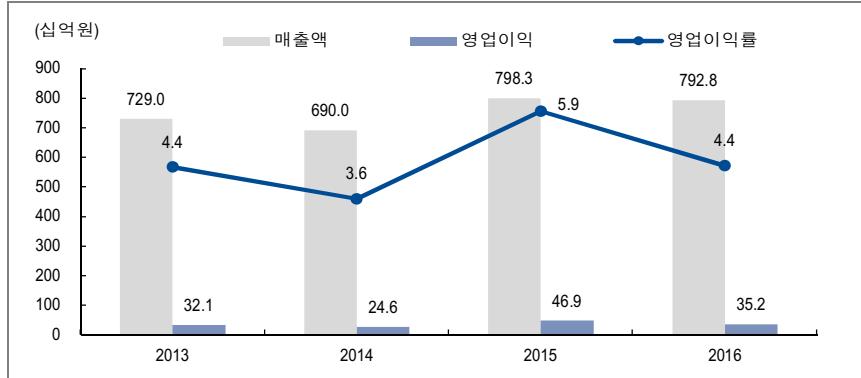
또 빙과 부문에서 1) 가격 정찰제 확대를 통한 할인율 개선, 2) 수익성 낮은 제품군의 판가 정상화를 통한 이익 개선 전망. 동 부문은 현재 적자 상태이기 때문에 소폭의 경쟁 완화나 가격 정상화만 이뤄져도 큰 폭의 마진 개선을 달성할 수 있음

최근에는 식품 부문에서 만두류(고향만두)의 시장 점유율 하락을 만회하기 위해 제품 리뉴얼 단행. 점유율 하락(약 40%에서 20% 수준으로 하락 추정)이 가팔랐던 만큼 회복 여력도 높음. 다만 CJ제일제당의 '비비고' 등 브랜드 간 경쟁 심화 가능성 존재하는 만큼 마케팅 비용 증가할 개연성 있음

재무구조 개선 지속될 것

동사는 공모자금을 차입금 상환에 활용하여 최근 순차입금비율이 178%에서 85%로 급격히 하락. 2015년 144억원에 달했던 순이자비용이 2016년 109억원까지 감소. 대규모 CAPEX 집행 후 잉여현금흐름 플러스 전환될 것이어서 재무구조 개선 이어질 것. 동사 주가는 지난 6개월간 17% 하락, trailing PER 21배에 거래되며 투자매력 회복 중

해태제과식품의 매출액, 영업이익 및 전사 영업이익률 추이



자료: 해태제과, NH투자증권 리서치본부

Company Comment | 2017. 3. 23

Not Rated

현재가 ('17/03/22)	18,150원
업종	음식료
KOSPI / KOSDAQ	2168.3 / 607.57
시가총액(보통주)	528.5십억원
발행주식수(보통주)	29.1백만주
52주 최고가('16/05/17)	60,000원
최저가('16/11/09)	16,950원
평균거래대금(60일)	1,272백만원
배당수익률(2016)	0.83%
외국인지분율	0.6%
주요주주	62.1%
크라운제과 외 15인	
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-2.7 -16.9 -
상대수익률 (%p)	-8.6 -21.5 -
	2013 2014 2015 2016
매출액	729 690 798 793
증감률	0.5 -5.4 15.7 -0.7
영업이익	32 25 47 35
영업이익률	4.4 3.6 5.9 4.4
(지배자분)순이익	9 4 17 25
EPS	662 327 1,117 869
증감률	-64.1 -50.5 241.4 -22.2
PER	- - - 20.7
PBR	- - - 1.8
EV/EBITDA	6.5 7.3 4.7 12.7
ROE	5.6 2.8 10.5 11.1
부채비율	356.8 351.4 323.0 170.2
순차입금	325 323 315 250

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배자분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

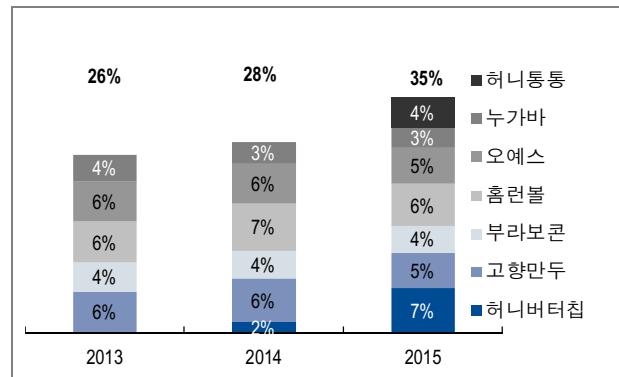
RA 0|효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

기업개요

- 해태제과는 70년 전통의 국내 제과업체로 부라보콘, 고향만두, 허니버터칩 등 히트브랜드 보유. 2015년 매출 기준 72% 가 건과 부문에서 창출
- 2014년 출시된 허니버터칩의 성공으로 2015년 높은 성장세를 기록. 2015년 동사의 매출 성장률은 16%(y-y), 영업이익 성장률은 86%(y-y), 순이익 성장률은 185%(y-y)에 달했으나 역기저 부담으로 2016년 매출은 전년 대비 1% 감소, 영업이익은 25% 감소하였음. 다만 IPO 자금을 부채 상환에 이용하면서 이자부담이 전년 대비 25% 감소한 110억원을 기록. 이에 따라 2016년 순이익은 영업이익 감소에도 불구하고 51%(y-y) 증가한 255억원을 기록함.

제품별 매출비중

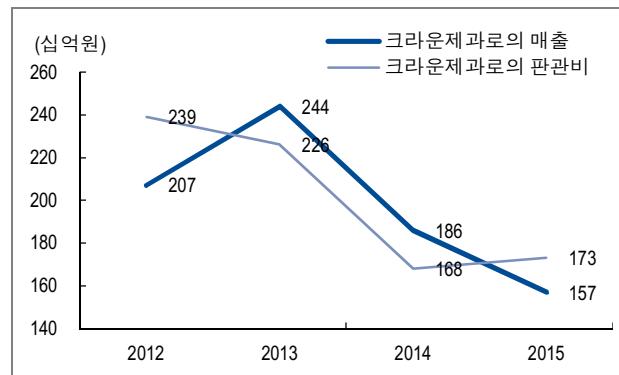
- 동사는 과자, 아이스크림, 식품(만두 등)의 사업을 영위. 허니버터칩 성공을 바탕으로 허니통통 등 허니시리즈를 출시, 2015년 허니버터칩과 허니통통의 매출 비중은 전체의 11% 수준
- 국내 제과 시장은 경쟁 강도가 높은 편이나 일부 업체가 과점 한 상태. 고령화 및 유아동 인구 감소로 시장은 정체된 상태로 성장 동력은 해외 수출 정도가 가능. 동사의 2015년 매출 기준 수출 비중은 5% 수준



자료: 해태제과, NH투자증권 리서치본부

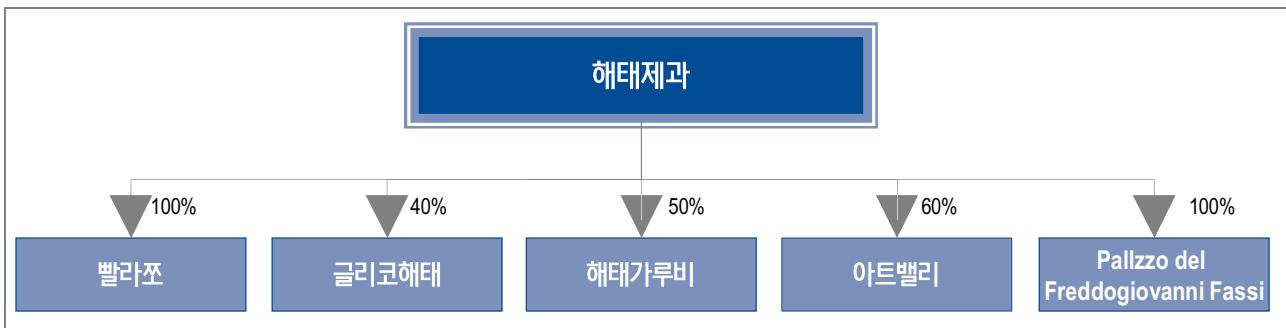
해태가루비 관련

- 허니버터칩은 가루비와의 합작사인 '해태가루비' 문막공장에서 생산. 해태가루비는 각 사가 50%씩 지분 보유하며 가루비가 연결회사로 인식, 당사는 관계기업 손익으로 인식
- 당사는 해태가루비로부터 제품을 매입(매출원가로 인식), 판매 관련 마진을 인식. 당사의 모든 제품은 크라운제과와의 영업망 공유를 통해 유통됨. 당사의 제품을 크라운제과가 매입/판매하며 당사는 위탁수수료(1.3%)를 지급하는 형태



자료: 해태제과 감사보고서

해태제과의 관계회사 지분구조도 (해태가루비 제외 전 관계회사 연결 대상)



자료: 해태제과

해태제과의 연간 손익지표 (연결)

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015	2016
매출액	729	690	798	793
y-y	0.5	-5.4	15.7	-0.7
매출원가	292	280	471	481
매출총이익	292	280	328	312
GPM	40.1	40.6	41.1	39.3
판관비	260	255	281	277
영업이익	32	25	47	35
OPM	4.4	3.6	5.9	4.4
y-y	-27.4	-23.3	90.4	-25.0
이자손익	-20	-18	-14	-11
기타손익	6	0	-11	8
관계기업 관련 손익	0	1	3	0
세전이익	18	6	24	32
법인세율	54.3	34.1	30.8	20.4
법인세	10	2	8	7
순이익	8	4	17	25
NPM	1.1	0.6	2.1	3.2

주: 2015년 기타손익은 전환우선주 관련하여 세금 98억원 발생했으며 2016년 환입

자료: NH투자증권 리서치본부

해태제과의 분기 및 연간 손익지표 (별도)

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2013	2014	2015	2016
매출액	181	211	211	180	720	680	788	783
y-y	2.1	-1.8	-0.4	-2.5	0.0	-5.5	15.9	-0.7
매출총이익	72	84	84	65	289	275	322	306
GPM	40.1	39.7	40.0	36.2	40.1	40.4	40.9	39.1
판관비	67	69	69	65	255	249	275	270
영업이익	5	14	16	0	34	25	47	35
OPM	2.9	6.9	7.4	0.0	4.7	3.7	6.0	4.5
y-y	-25.2	-30.4	-8.9	-99.1	-24.6	-24.7	85.9	-24.9
이자비용	3	3	2	2	20	19	15	11
기타손익	0	0	0	7	6	0	-12	6
세전이익	2	11	13	5	20	7	21	31
법인세율	22.4	23.2	22.6	-0.6	49.1	32.0	36.0	19.2
법인세	1	2	3	0	10	2	7	6
순이익	2	8	10	5	10	5	13	25
NPM	1.0	3.9	4.9	2.6	1.4	0.7	1.7	3.2

주: 2015년 기타손익은 전환우선주 관련하여 세금 98억원 발생했으며 2016년 환입

자료: NH투자증권 리서치본부

최근 해태제과의 재무제표 및 투자지표 추이 (별도)

(단위: 십억원, %)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
매출액	613	669	701	720	720	680	788	783
y-y	11.0%	9.2%	4.9%	2.6%	0.0%	-5.5%	15.9%	-0.7%
매출총이익	244	280	274	287	289	275	322	306
GPM	39.9%	41.8%	39.0%	39.8%	40.1%	40.4%	40.9%	39.1
판관비	208	217	231	242	255	249	275	270
영업이익	36	62	43	45	34	25	47	35
OPM	5.9%	9.3%	6.1%	6.2%	4.7%	3.7%	6.0%	4.5%
y-y	120.8%	73.4%	-31.1%	3.8%	-24.6%	-24.7%	85.9%	-24.9%
이자손익	23	32	25	22	20	19	15	11
기타손익	0	-2	-1	6	6	0	-12	6
세전이익	12	29	17	29	20	7	21	31
법인세율	40.8%	28.4%	32.8%	25.2%	49.1%	32.0%	36.0%	19.2%
법인세	5	8	6	7	10	2	7	6
순이익	2	20	11	22	10	5	13	25
NPM	0.2%	3.1%	1.6%	3.0%	1.4%	0.7%	1.7%	3.2%
자산총계	675	648	686	684	707	709	733	780
부채총계	546	504	535	529	554	553	564	494
자본총계	128	144	151	155	153	156	169	286
영업현금흐름	73	-22	28	75	52	54	63	33
투자현금흐름	-16	-15	-28	-34	-28	-31	-39	-49
잉여현금흐름	56	-43	6	45	32	30	33	-13
ROE	1.0	15.0	7.5	14.2	6.5	3.0	8.2	11.0
ROIC	5.4	9.2	6.4	6.9	3.5	3.3	6.4	5.3
순차입금	214	291	323	312	325	321	313	248
Net debt/Equity	166.7	201.6	213.7	201.0	213.3	205.9	185.5	86.9

자료: NH투자증권 리서치본부

최근 해태가루비의 재무제표 및 투자지표 추이 (해태제과 지분보유율 50%): 관계기업 손익에 포함

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014	2015
매출액	10.7	26.3	27.4	29.9	57.5
y-y	N/A	146.3	3.9	9.2	92.2
매출총이익	1.4	2.4	2.8	3.2	10.0
GPM	12.8	9.0	10.3	10.8	17.4
판관비	1.2	2.6	2.5	2.3	3.4
영업이익	0.2	-0.3	0.4	0.9	6.6
OPM	1.9	-1.1	1.3	3.1	11.5
y-y	N/A	적전	흑전	157.9	604.1
세전이익	0.3	-0.2	0.4	0.9	6.6
법인세	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3
순이익	0.4	-0.2	0.4	1.0	5.3
NPM	3.4	-0.7	1.4	3.2	9.2
자산총계	28.9	28.6	29.3	33.3	57.9
부채총계	5.3	5.3	5.5	8.7	9.9
자본총계	23.6	23.3	23.7	24.7	48.0
영업현금흐름	-0.7	-2.8	2.2	0.4	0.4
투자현금흐름	-4.5	-2.3	-3.7	-0.2	-10.2
잉여현금흐름	-4.6	-5.2	-1.1	-0.1	18.0
ROE	1.5	-0.8	1.6	3.9	19.3
ROIC	N/A	-1.6	1.2	3.2	22.0
Net debt/Equity	-27.3	-5.5	1.1	0.0	0.0

자료: NH투자증권 리서치본부

종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 3월 17일 기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
76.4%	23.6%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해태제과식품의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 시장 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 최근 1년간 "해태제과식품"의 대표 상장 주관 업무를 수행한 사실이 있습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니라, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다..

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.