

해태제과식품 (101530.KS)

바닥 다지기

Company Comment | 2017. 3. 23

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

올해 이익 회복의 열쇠는?

해태제과는 2014년 출시한 ‘허니버터칩’이 크게 성공하면서, 2015년 큰 폭
의 이익 성장을 경험. 하지만 2016년에는 역기지 효과에 더해서 ‘허니’ 시
리즈 후속 제품의 성공이 이어지지 못하면서 영업이익이 25% 감소하였음

매출 비중이 가장 큰 건과 부문은 2016년 외형 성장 부재. 제과 산업 전반
의 수요 부진이 지속되고 있어 단기적으로 우호적인 환경이 조성되기는 쉽
지 않아 보임. 다만 동사는 판관비 효율화 작업을 지속하고, 자회사 ‘해태
가루비’를 통한 신제품 도입을 통해 실적 차별화를 꾀할 전망

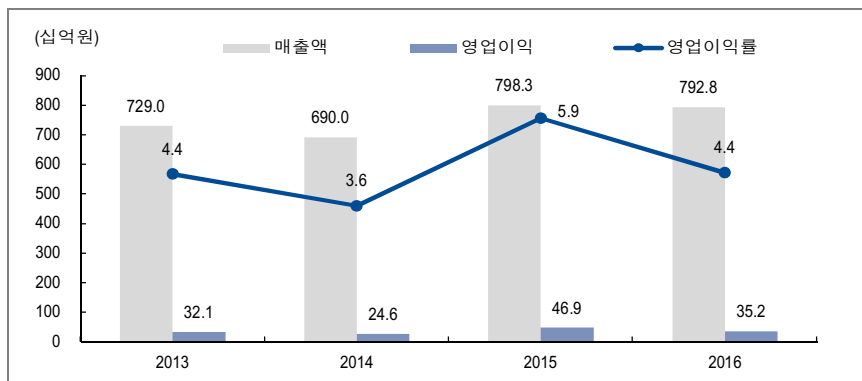
또 빙과 부문에서 1) 가격 정착제 확대를 통한 할인을 개선, 2) 수익성 낮
은 제품군의 판가 정상화를 통한 이익 개선 전망. 동 부문은 현재 적자 상
태이기 때문에 소폭의 경쟁 완화나 가격 정상화만 이뤄져도 큰 폭의 마진
개선을 달성할 수 있음

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

재무구조 개선 지속될 것

동사는 공모자금을 차입금 상환에 활용하여 최근 순차입금비율이 178%에
서 85%로 급격히 하락. 2015년 144억원에 달했던 순이자비용이 2016년
109억원까지 감소. 대규모 CAPEX 집행 후 잉여현금흐름 플러스 전환될
것으로서 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

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

크라운제과 외 15인

62.1%

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
(지배지분)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 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진

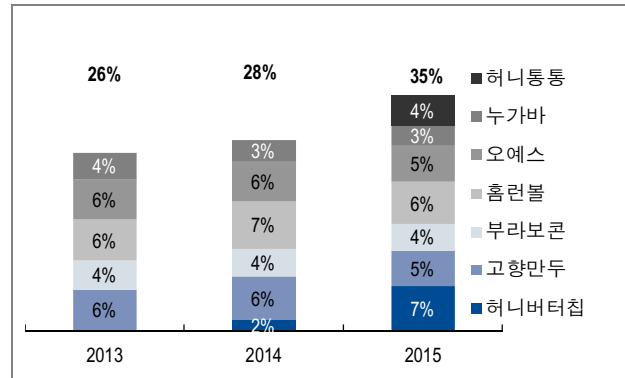
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

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 역기지 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

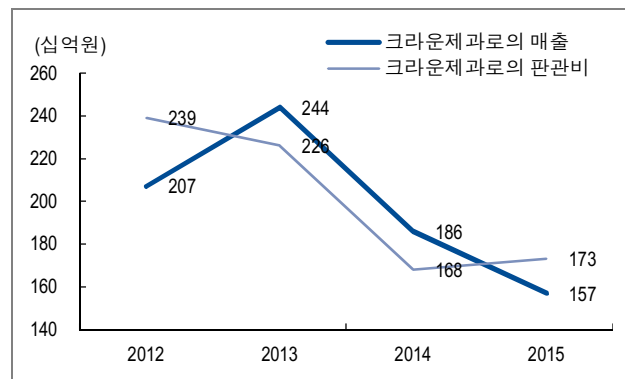
- 동사는 과자, 아이스크림, 식품(만두 등)의 사업을 영위. 허니버터칩 성공을 바탕으로 허니통통 등 허니시리즈를 출시, 2015년 허니버터칩과 허니통통의 매출 비중은 전체의 11% 수준
- 국내 제과 시장은 경쟁 강도가 높은 편이나 일부 업체가 과점한 상태. 고령화 및 유아동 인구 감소로 시장은 정체된 상태로 성장 동력은 해외 수출 정도가 가능. 동사의 2015년 매출 기준 수출 비중은 5% 수준



자료: 해태제과, NH투자증권 리서치본부

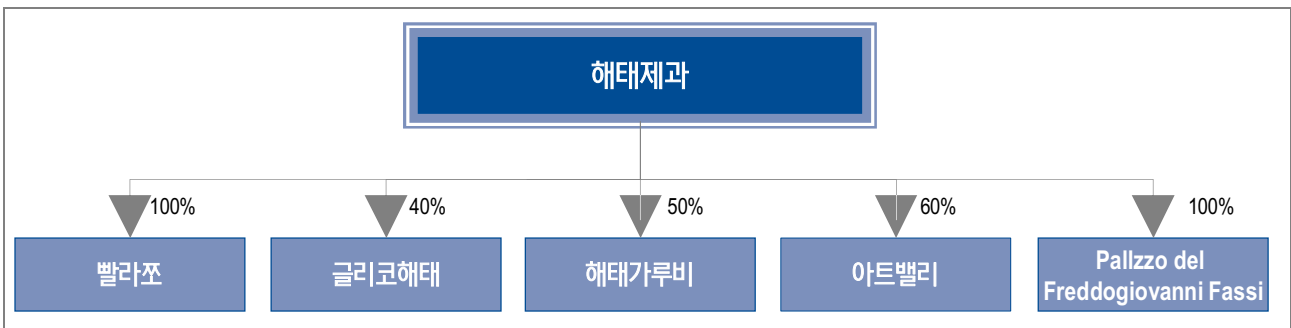
해태가루비 관련

- 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
판매비	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
판매비	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
판매비	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
판매비	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): 목표주가 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 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 최근 1년간 "해태제과식품"의 대표 상장 주관 업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 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 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.