

2020. 8. 10



▲ 스몰캡

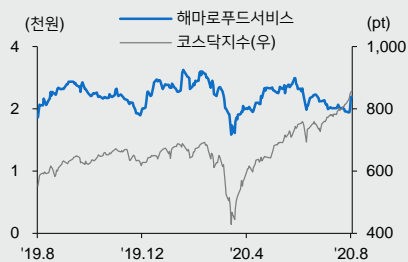
Analyst **윤주호**  
02. 6454-4876  
juho.yoon@meritz.co.kr

**Buy**

적정주가 (12개월)	3,600 원
현재주가 (8.10)	2,760 원
상승여력	30.4%
KOSDAQ	862.76pt
시가총액	2,810억원
발행주식수	10,182만주
유동주식비율	40.18%
외국인비중	8.93%
52주 최고/최저가	3,150원/1,900원
평균거래대금	19.5억원
<b>주요주주(%)</b>	
한국에프앤비홀딩스	59.82
KB자산운용	7.94

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	15.2	-6.3	11.7
상대주가	3.2	-26.6	-23.6

주가그래프



# 해마로푸드서비스 220630

## 오프라인 리바운드 + 구조조정 효과

- ✓ '맘스터치' 브랜드를 보유한 햄버거 및 치킨 프랜차이즈 업체
- ✓ 타 프랜차이즈보다 높은 점주 순이익률 ( '18년기준 18.9% vs 편의점 7.7%.)
- ✓ '맘스터치' 매장수 '12~' 19년 연평균성장률(CAGR) +27.7%
- ✓ '19년말 케이엘앤파트너스 인수로 구조조정 진행 중
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 3,600원 유지 ( '20E EPS 242원, 적정 PER 15배 적용)

### 2Q20 Review: 정상체력으로의 회복과 리바운드 기대

2Q20 잠정실적 매출액 710억원(-14% YoY), 영업이익 65억원(-15% YoY), 당기순이익 44억원(-27% YoY)을 시현했다. 1Q20 대비 COVID-19 영향이 온기 반영되면서 전년 동기 대비 매출액 역성장 폭 확대는 불가피했다. 온라인/모바일 배달 비중은 1Q20 25%에서 2Q20 40%(당사 추정)까지 올라온 점은 긍정적이다. 분기 영업이익 60억원대까지 회복되며 견조한 펀더멘털을 이어가고 있다. 회사의 본질 체력은 2Q19에 보여준 영업이익 76억원이기 때문에 정상화에 근접했다고 판단된다. COVID-19 영향이 무너지는 3Q20부터는 본질 체력의 이상의 실적을 예상된다.

### PEF 구조조정 효과는 3Q20부터 기대, 상저하고 패턴

1Q20 지급한 합병위로금 20억원, 주식매수선택권 비용 등이 반영되었기 때문에 추가적인 일회성 비용은 제한적이다. PEF 인수 이후 1) 기존 경영진 exit에 따른 급여 감소 2) 원재료 부문 원가절감, 3) 지역본부 지급 수수료 인하 등 경영효율화를 통해 연간 100억원 이상의 비용 감소가 가능하다. 1H20 낮아진 영업이익 110억원 대비 2H20에는 크게 반등할 것으로 예상된다. 구조조정 효과로 분기별 영업이익 100억원이 기대되는 시점이다. 주주 가치 제고를 위한 배당성향 확대도 기대된다.

### '맘스터치' 중심상권 진출 중

내수경기 부진으로 낮아진 오프라인 임대료 영향으로 고양 스타필드점 등 중심상권 진출도 진행 중이다. '맘스터치'는 '20.7월 기준 1,279개로 '19년 연말 1,243개 대비 +36개로 노사문제 등이 있으나 연간 출점 목표 70~80개 달성에는 무리가 없다. 투자의견 Buy 유지, 1H20 부진과 2H20 실적 개선을 반영하여 적정주가를 3,600원으로 유지한다.

(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	2,590.8	208.3	169.6	181	47.9	767	11.7	2.8	8.0	26.3	75.7
2019	2,888.5	189.7	139.4	148	-23.5	861	18.9	3.2	10.6	18.2	72.7
2020E	2,927.9	316.0	241.1	243	77.2	988	11.4	2.8	7.1	26.5	54.9
2021E	3,367.1	336.7	255.3	251	3.4	1,189	11.0	2.3	5.3	23.0	49.1
2022E	3,535.5	353.5	271.3	266	6.2	1,405	10.4	2.0	4.7	20.5	37.8

(억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E
매출액	722.9	821.3	786.5	557.9	682.8	710.5	865.1	669.5	2395.7	2845.0	2888.5	2927.9
영업이익	53.5	76.3	56.9	3.0	46.2	64.7	108.1	97.1	154.6	208.3	189.7	316.0
영업이익률(%)	7.4	9.3	7.2	0.5	6.8	9.1	12.5	14.5	6.5	7.3	6.6	10.8
순이익	37.6	60.1	43.0	-11.4	109.6	43.6	86.5	1.4	112.6	168.1	129.3	241.1
순이익률(%)	5.2	7.3	5.5	-5.0	16.1	6.1	10.0	0.2	4.7	5.9	4.5	8.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

주1) 1Q20 슈가버블 매각 이익 170억원 1회성 조정을 위해 4Q 영업외 손익 및 순이익을 조정함

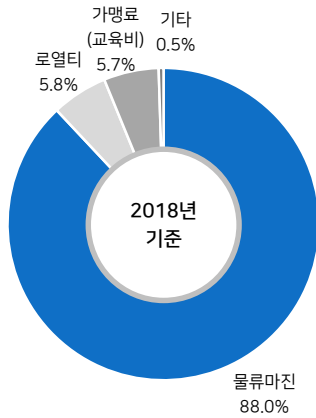
<b>History</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>설립 5년, PEF 8개 결성, 약 3,364억원 운용</li> </ul>
<b>Teamwork</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>다양한 출신 배경의 전문가</li> <li>경제관료, PEF 운용, Industry CFO, 회계사 등으로 구성</li> </ul>
<b>Ownership</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>파트너십의 독립계 운용사</li> <li>임직원들이 운용사 모든 지분을 보유</li> </ul>
<b>Returns</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>뛰어난 투자운용 실적</li> <li>총 3건의 투자건에 대해 약 122%의 IRR 달성</li> </ul>

자료: 케이엘엔파트너스, 메리츠증권 리서치센터

<b>양수도 양해각서 체결일</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019년 11월 05일</li> </ul>
<b>양수도 대상주식</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>해마로푸드서비스 주식회사</li> </ul>
<b>양수도 계약 당사자</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>양도인: 정현식(최대주주)</li> <li>양수인: 케이엘엔파트너스 주식회사</li> </ul>
<b>양수도 주식 종류</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>보통주: 54,782,134주</li> <li>전환사채권: 1,583,949(보통주 전환시)</li> <li>총 양도주식등의 수: 56,366,083주 (보통주전환 가정시)</li> </ul>
<b>1주당 매각단가</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>3,500원</li> </ul>

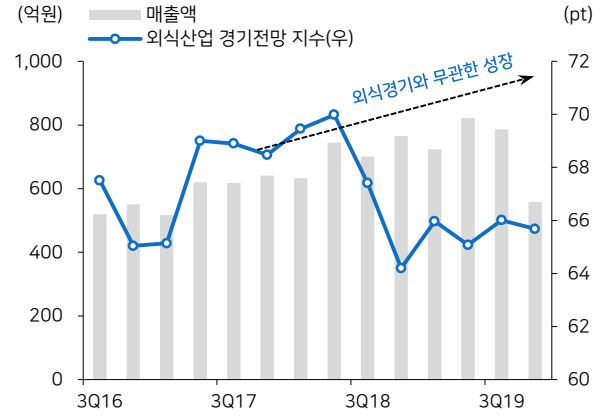
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림1 프랜차이즈 외식업 가맹본부 주요수입원



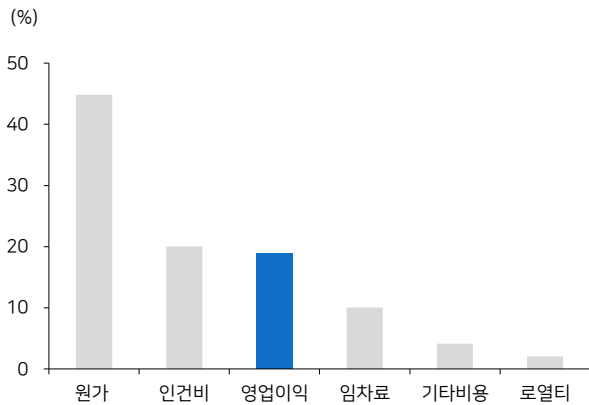
자료: 업계자료, 메리츠증권 리서치센터

그림2 외식산업 경기전망 지수와 매출액 비교



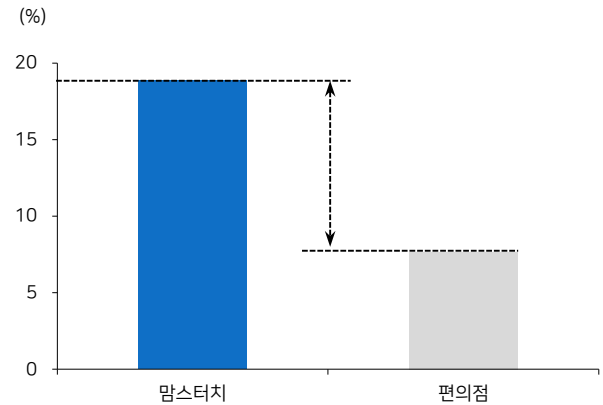
자료: 농림축산식품부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 맘스터치 점주수익률



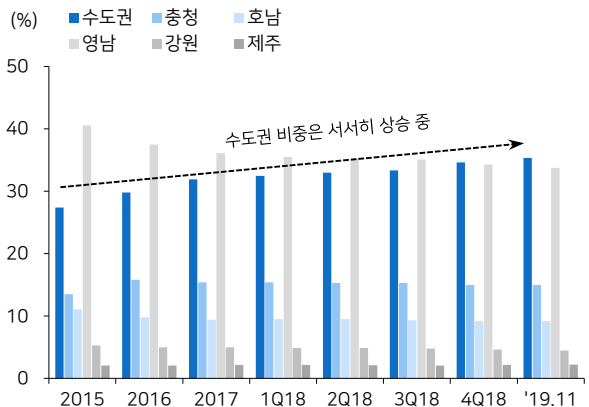
자료: 해마로푸드서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림4 점주 순이익률 비교



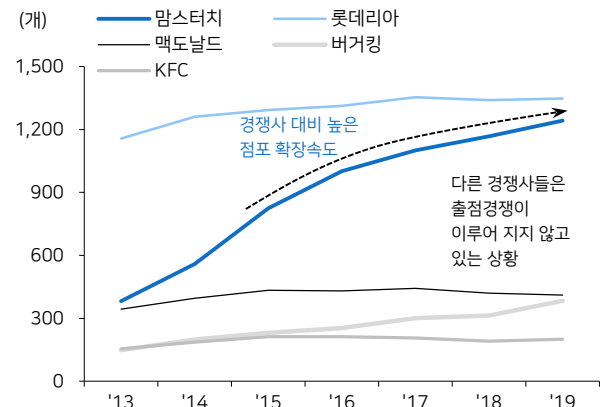
자료: 해마로푸드서비스, 메리츠증권 리서치센터

그림5 높아지는 맘스터치 수도권 비중



자료: 맘스터치, 메리츠증권 리서치센터

그림6 경쟁사 매장수 트렌드



자료: 언론보도, 메리츠증권 리서치센터

## 해마로푸드서비스 (220630)

### Income Statement

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>2,590.8</b>	<b>2,888.5</b>	<b>2,927.9</b>	<b>3,367.1</b>	<b>3,535.5</b>
매출액증가율 (%)	8.1	11.5	1.4	15.0	5.0
매출원가	1,830.1	2,061.7	2,035.9	2,289.6	2,404.1
매출총이익	760.6	826.8	892.0	1,077.5	1,131.4
판매관리비	552.3	637.1	576.0	740.8	777.8
<b>영업이익</b>	<b>208.3</b>	<b>189.7</b>	<b>316.0</b>	<b>336.7</b>	<b>353.5</b>
영업이익률	8.0	6.6	10.8	10.0	10.0
금융손익	6.3	-1.3	4.2	6.5	9.2
종속/관계기업손익	1.8	1.5	0.3	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.4	-33.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	207.0	156.3	320.6	343.2	362.7
법인세비용	61.4	43.7	79.4	87.8	91.5
<b>당기순이익</b>	<b>168.1</b>	<b>129.3</b>	<b>241.1</b>	<b>255.3</b>	<b>271.3</b>
지배주주지분 손이익	169.6	139.4	241.1	255.3	271.3

### Statement of Cash Flow

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>165.7</b>	<b>249.2</b>	<b>270.7</b>	<b>325.0</b>	<b>333.9</b>
당기순이익(손실)	168.1	129.3	241.1	255.3	271.3
유형자산상각비	24.4	41.8	34.3	90.9	75.6
무형자산상각비	3.2	5.4	3.5	3.3	3.0
운전자본의 증감	-46.5	60.6	-3.8	-18.0	-6.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-136.7</b>	<b>-61.3</b>	<b>-34.7</b>	<b>-99.7</b>	<b>-29.8</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-97.1	-38.7	-40.0	-80.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-13.2	22.7	-0.2	-5.6	-2.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-28.5</b>	<b>-114.3</b>	<b>-96.8</b>	<b>-66.8</b>	<b>-127.3</b>
차입금의 증감	30.9	-53.5	-44.7	-13.0	-74.2
자본의 증가	0.0	15.6	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	9.5	53.3	139.2	158.5	176.8
기초현금	130.3	139.8	193.1	332.3	490.8
기말현금	139.8	193.1	332.3	490.8	667.5

### Balance Sheet

(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>609.1</b>	<b>829.3</b>	<b>977.1</b>	<b>1,232.3</b>	<b>1,446.2</b>
현금및현금성자산	139.8	193.1	332.3	490.8	667.5
매출채권	74.1	53.8	54.5	62.7	65.8
재고자산	154.1	219.9	222.9	256.4	269.2
<b>비유동자산</b>	<b>664.6</b>	<b>570.1</b>	<b>572.8</b>	<b>564.2</b>	<b>517.6</b>
유형자산	459.6	429.0	434.6	423.8	378.1
무형자산	77.0	52.0	48.5	45.2	42.1
투자자산	100.2	78.9	79.4	85.0	87.1
<b>자산총계</b>	<b>1,273.7</b>	<b>1,399.4</b>	<b>1,549.9</b>	<b>1,796.5</b>	<b>1,963.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>483.4</b>	<b>542.9</b>	<b>502.9</b>	<b>542.5</b>	<b>488.4</b>
매입채무	116.7	153.9	156.0	179.3	188.3
단기차입금	28.4	0.0	5.0	10.0	15.0
유동성장기부채	52.1	44.9	50.0	70.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>65.3</b>	<b>46.4</b>	<b>46.6</b>	<b>49.2</b>	<b>50.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	45.9	1.1	1.1	1.1	1.1
<b>부채총계</b>	<b>548.7</b>	<b>589.2</b>	<b>549.5</b>	<b>591.7</b>	<b>538.7</b>
자본금	93.9	94.7	94.7	94.7	94.7
자본잉여금	167.6	182.5	182.5	182.5	182.5
기타포괄이익누계액	-1.6	1.0	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	447.3	537.4	727.6	932.0	1,152.4
비지배주주지분	4.7	-5.4	-5.4	-5.4	-5.4
<b>자본총계</b>	<b>725.0</b>	<b>810.2</b>	<b>1,000.4</b>	<b>1,204.8</b>	<b>1,425.2</b>

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	2,759	3,059	2,945	3,307	3,472
EPS(지배주주)	181	148	243	251	266
CFPS	236	240	356	423	425
EBITDAPS	251	251	356	423	425
BPS	767	861	988	1,189	1,405
DPS	30	50	50	50	50
배당수익률(%)	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	11.7	18.9	11.4	11.0	10.4
PCR	9.0	11.6	7.8	6.5	6.5
PSR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR	2.8	3.2	2.8	2.3	2.0
EBITDA	235.9	236.9	353.9	430.8	432.2
EV/EBITDA	8.0	10.6	7.1	5.3	4.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	26.3	18.2	26.5	23.0	20.5
EBITDA 이익률	9.1	8.2	12.1	12.8	12.2
부채비율	75.7	72.7	54.9	49.1	37.8
금융비용부담률	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	16.0	45.3	93.6	116.1	162.3
매출채권회전율(x)	34.9	45.2	54.1	57.4	55.0
재고자산회전율(x)	18.3	15.4	13.2	14.0	13.5

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**해마로푸드서비스 (220630) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

