

Company Update

Analyst 김 장 원

02) 6915-5661

jwkim@ibks.com

매수 (신규)

목표주가 15,500원

현재가 (11/27) 11,250원

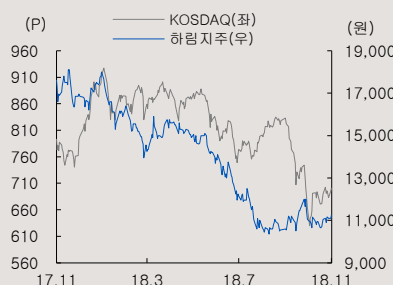
KOSDAQ (11/27) 700.67pt
시가총액 1,053십억원
발행주식수 93,584천주
액면가 100원
52주 최고가 18,100원
최저가 10,350원
60일 일평균거래대금 2십억원
외국인 지분율 2.4%
배당수익률 (2018F) 1.6%

주주구성
김홍국 외 19 인 50.82%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-6%	-28%
절대기준	2%	-24%	-36%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수		
목표주가	15,500		
EPS(18)	1,460		-
EPS(19)	1,424		-

하림지주 주가추이



이 보고서는 「코스닥 시장 활성화를 통한 자본시장 혁신 방안」의 일환으로 작성된 보고서입니다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

하림지주 (003380)

사업 확장으로 성장 기반 갖춰

시너지 중심의 사업 확장

육계사업을 가금사업으로 확장하고, 양돈사업도 양돈업체를 인수하면서 더욱 확장했으며, 육가공 사업을 추가함으로써 식품사업체로 발돋움했다. 가금류와 사육돼지의 먹이인 사료를 생산하고, 농장을 운영하며, 관련 식품을 가공하는 일관생산체제를 갖췄고, 소비자의 수요에 맞춘 다양한 가공제품을 출시하여 시너지를 극대화하는 전략이다. 뿐만 아니라 사료의 원재료인 곡물을 운송하는 목적으로 운송업과 소비자의 최종 단계에 있는 유통을 추가하는 등 사업 범위를 확대했다.

안정적인 수익 기반

지주 연결실적에서 기여도가 높은 순서는 운송, 사료, 유통, 양돈 순이다. 대형화와 장기계약에 의해 실적이 발생하는 운송은 비교적 안정적인 수익구조로 앞으로도 높은 기여도를 유지할 것이다. 사료는 그룹 내 수요와 식품회사로서의 닭, 오리, 돼지의 구매력을 감안할 때 수요처가 확대되어 지금 이상의 수익 기여도가 예상된다. 상대적으로 출발도 늦었고, 그만큼 시장 진입이 어려운 식품사업도 시간이 흐를수록 기여도가 높아질 것으로 예상된다. 내년부터 시행에 들어갈 양재동 물류센터 건립도 성장의 기대감을 높여줄 추가 요인이다.

약세에서 벗어나는 반전 시나리오

두 지주가 합병해 옥상옥 구조와 합병 시나리오라는 불확실성이 모두 해소됐고, 결과적인 얘기지만 금년 수익이 지난해보다 못한 것도 지금 주가의 약세 이유일 것이다. 그리고 공정거래위원회의 일감몰아주기 조사도 한 몫을 했을 텐데, 조사 결과가 언제 나올지 모르겠으나, 조사 결과 이상으로 불확실성 제거에 무게를 두고 싶다. 현재 상황을 주가는 반영했고, 앞으로 나올 결과는 약세의 반전 시나리오가 될 가능성이 높다. 계열사의 가치를 감안했을 때 지주는 낮은 평가를 받고 있다. 투자 의견 매수와 목표주가 15,500원을 제시한다.

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,196	6,934	7,457	7,798	8,133
영업이익	451	465	399	424	450
세전이익	447	410	289	320	349
지배주주순이익	175	155	120	133	145
EPS(원)	3,473	2,529	1,460	1,424	1,551
증가율(%)	176.6	-27.2	-42.3	-2.4	8.9
영업이익률(%)	7.3	6.7	5.4	5.4	5.5
순이익률(%)	6.0	4.8	3.2	3.3	3.4
ROE(%)	21.7	14.3	8.0	7.7	7.8
PER	0.0	6.7	7.6	7.8	7.2
PBR	0.0	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	0.0	7.3	8.1	7.8	7.5

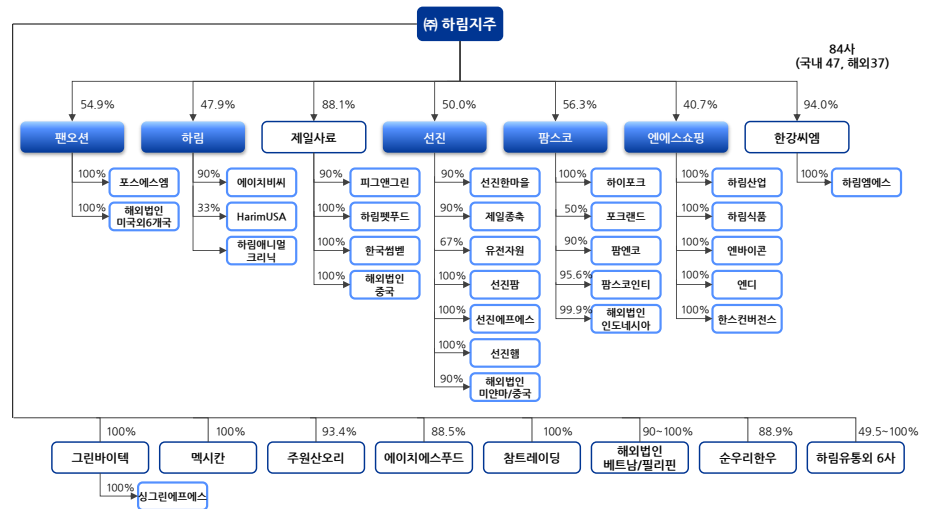
자료: Company data, IBK투자증권 예상

주력사업의 전후방으로 사업 확장

전후방 사업 확장으로
시너지 효과를 갖춘 구조

육계와 양돈을 중심으로 사업을 확장했다. 오리사업을 추가하여 가금사업을 확장했고, 사료와 육가공을 추가해 식품사업자로 발돋움하였다. 뿐만 아니라 사료의 원재료를 운송하는 수단과 유통으로 사업 범위를 넓혔다. 2016년 확보한 양재동 부지는 여러 승인 절차를 거쳐 내년에 개발을 시작할 것으로 예상된다.

그림 1. 하림지주 계열사



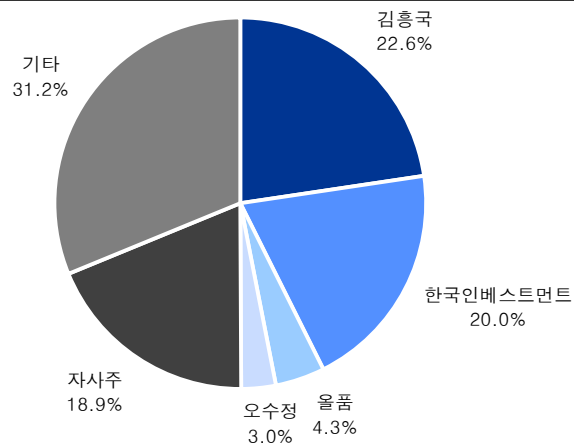
주: 음영처리는 상장기업 자료: 사업보고서, IBK투자증권

안정적인 지배력 구축

확고한 지배력

제일홀딩스가 하림홀딩스를 흡수 합병하여 옥상옥 지배구조를 해소하고 사명을 하림지주로 변경해 완전한 지배형태를 구축했다. 최대주주는 김홍국 회장으로 특수관계자 포함해 50%를 지배하고, 자사주를 포함할 경우 69%로 확고한 지배력을 구축했다.

그림 2. 하림지주 주주 분포도



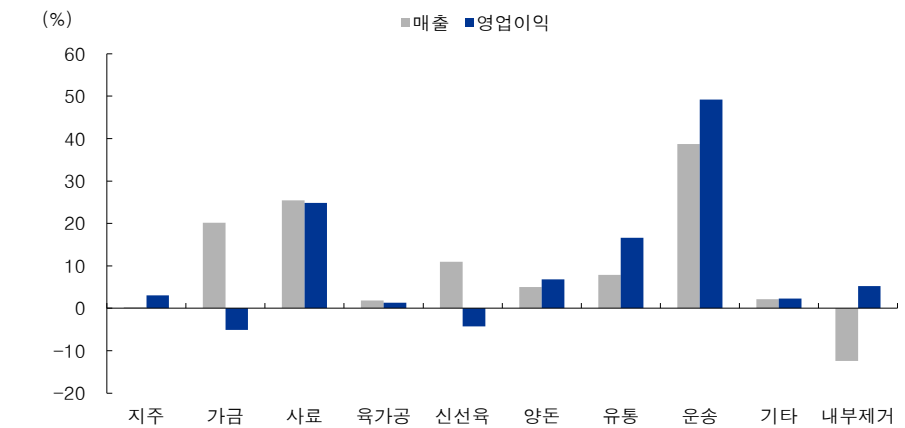
자료: 사업보고서, IBK투자증권

사업 확장의 효과

운송, 사료, 유통, 양돈
중심의 수익 기반

지주 연결 매출에서 가장 높은 비중은 운송, 사료, 가금, 신선육 순이고, 영업이익에서는 운송, 사료, 유통, 양돈 순이다. 운송은 팬오션의 실적으로 지주의 연결 실적 관점에서 팬오션의 인수는 매우 잘한 결정이다. 두번째로 기여도가 높은 사료는 그룹 내 수요를 기반으로 영업형태가 안정적이다.

그림 3. 사업부문별 매출과 영업이익에서의 비중



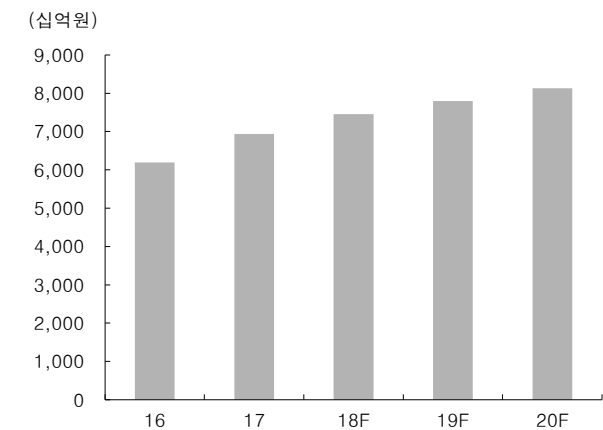
주: 지주는 지주업 및 투자부문 의미. 자료: 사업보고서, IBK투자증권

수익 규모 확대

점차 개선될 수익구조

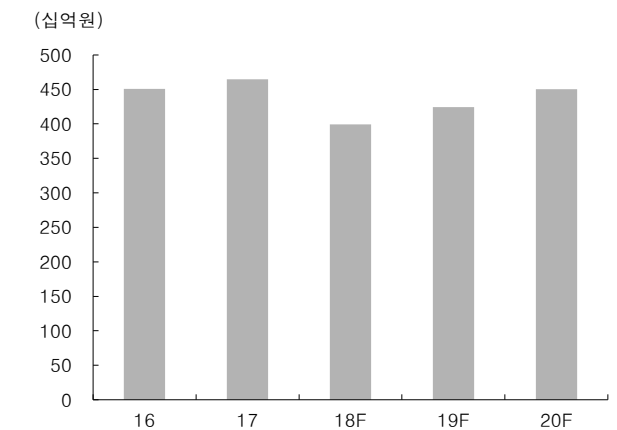
2018년 3분기까지 누적 연결 매출액과 영업이익은 5조 5,265억, 3,103억원으로 전년 동기누적대비 매출액은 5.7% 증가했으나, 영업이익은 19.5% 감소했다. 팬오션은 개선된 반면 나머지 계열사는 미흡했다. 비상장계열사로 주목 받는 제일사료는 매출과 영업이익이 전년동기누적대비 4.2%, 2.0% 증가했다. 수익은 올해를 기점으로 점차 개선될 전망이다.

그림 4. 하림지주 연결 매출



자료: 사업보고서, IBK투자증권

그림 5. 하림지주 연결 영업이익



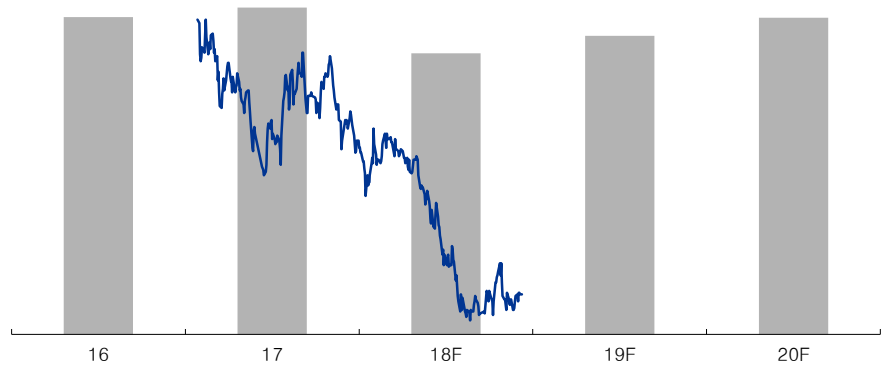
자료: 사업보고서, IBK투자증권

불확실성 해소 등 주가
약세 요인 희석. 시간이
흐를수록 자산가치 부각

약세 요인 주가에 반영

2017년 6월 30일 상장한 하림홀딩스는 제일홀딩스와 합병 가능성과 일감몰아주기 관련 공정거래위원회의 조사까지 겹쳐 상장 이후 약세였다. 2018년 실적도 지난해보다 못한 분위기여서 하락 폭은 더욱 확대되었다. 이제 제일홀딩스와 합병했고, 조사 결과가 아직 나오지 않았지만, 시간이 길어진 만큼 리스크 요인은 둔화되어 주가에 반영됐다는 판단이다. 2019년에는 투자 변수가 긍정적일 가능성이 높다. 수익은 올해보다 개선될 전망이고, 양재동 부지도 개발에 착수해 성장 기대감이 높아질 것으로 예상하기 때문이다.

그림 6. 하림지주 주가와 연결 영업이익



주: 선은 지주 주가 자료: Quantiwise, 사업보고서, IBK투자증권

추후 재평가가 될 만큼
계열사 및 자산가치 보유

내재가치대비 저평가

주식이 상장된 5개 계열사는 시가총액을 기준하고, 비상장기업은 장부가액을 적용했을 때 15,500원이 산출된다. 자사주는 배당에서 제외되고, 출회될 가능성도 없다고 판단해 주식수에서 제외했는데, 이를 포함해도 현 주가보다 12% 높은 가치가 나온다. 비상장기업 제일사료의 가치를 장부가액 837억원과 할인율 50%까지 적용했으나, 실적 규모를 감안할 때 상당히 낮게 평가한 셈이다. 상장할 생각은 있으나, 아직은 시기를 가늠할 수 없어 이렇게 평가한 것으로 상장을 결정한다면 재평가를 해야 하고, 이는 지주 가치를 상향하는 계기가 될 것이다.

표 1. Valuation

(단위: 억원, 백만주, %, 원)

구분	가치측정	내용
투자자산가치	22,102	
상장기업	19,062	선진, 팜스코, 하림, 팬오션, 엔에스쇼핑
비상장기업	3,040	제일사료, 한강씨엠, 그린바이텍 등의 장부가액
상표 사용료	54	하림홀딩스와 제일홀딩스의 상표 사용료 수취권 합병전 수취한 금액 기준
순차입금	4,100	별도기준(2018년 3분기)
주식수	76	자사주 제외
적정가치	15,500	상장기업 25%, 비상장기업 50%의 할인율 적용

자료: 사업보고서, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	6,196	6,934	7,457	7,798	8,133
증가율(%)	21.2	11.9	7.5	4.6	4.3
매출원가	4,881	5,538	6,108	6,403	6,681
매출총이익	1,316	1,397	1,349	1,396	1,452
매출총이익률 (%)	21.2	20.1	18.1	17.9	17.9
판매비	865	932	950	972	1,002
판매비율(%)	14.0	13.4	12.7	12.5	12.3
영업이익	451	465	399	424	450
증가율(%)	28.4	3.1	-14.0	6.2	6.1
영업이익률(%)	7.3	6.7	5.4	5.4	5.5
순금융손익	-3	-48	-112	-100	-98
이자손익	-93	-99	-94	-78	-75
기타	90	51	-19	-22	-23
기타영업외손익	-8	-9	1	-5	-4
종속/관계기업손익	8	2	1	1	1
세전이익	447	410	289	320	349
법인세	76	76	53	64	70
법인세율	16.9	18.5	18.2	20.0	20.0
계속사업이익	372	334	236	256	279
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	372	334	236	256	279
증가율(%)	113.2	-10.2	-29.1	8.4	8.9
당기순이익률 (%)	6.0	4.8	3.2	3.3	3.4
지배주주당기순이익	175	155	120	133	145
기타포괄이익	43	-194	53	0	0
총포괄이익	415	140	290	256	279
EBITDA	680	736	661	691	725
증가율(%)	35.5	8.3	-10.1	4.5	4.9
EBITDA마진율(%)	11.0	10.6	8.9	8.9	8.9

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,473	2,529	1,460	1,424	1,551
BPS	16,058	19,050	17,824	19,102	20,508
DPS	0	180	180	180	180
밸류에이션(배)					
PER	0.0	6.7	7.6	7.8	7.2
PBR	0.0	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	0.0	7.3	8.1	7.8	7.5
성장성지표(%)					
매출증가율	21.2	11.9	7.5	4.6	4.3
EPS증가율	176.6	-27.2	-42.3	-2.4	8.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	1.1	1.6	1.6	1.6
ROE	21.7	14.3	8.0	7.7	7.8
ROA	5.3	4.7	3.2	3.2	3.4
ROIC	7.8	6.8	4.9	5.0	5.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	205.4	133.3	139.6	128.0	117.5
순차입금 비율(%)	141.9	83.7	80.5	73.0	66.1
이자보상배율(배)	3.8	3.9	3.3	3.7	4.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	15.1	16.0	15.5	15.4	16.3
재고자산회전율	14.2	15.5	14.5	13.8	15.0
총자산회전율	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,951	2,046	2,780	2,745	2,738
현금및현금성자산	517	462	739	742	753
유가증권	102	125	222	221	219
매출채권	417	452	512	502	494
재고자산	448	449	579	547	533
비유동자산	5,117	4,988	5,161	5,365	5,574
유형자산	4,340	3,812	3,930	4,123	4,319
무형자산	394	382	374	374	374
투자자산	168	182	238	246	258
자산총계	7,068	7,034	7,940	8,110	8,312
유동부채	2,770	2,528	3,077	3,045	3,020
매입채무및기타채무	217	227	0	0	0
단기차입금	1,599	1,258	1,752	1,732	1,729
유동성장기부채	485	512	487	477	457
비유동부채	1,984	1,491	1,550	1,509	1,470
사채	175	108	155	155	155
장기차입금	592	430	530	490	450
부채총계	4,754	4,019	4,627	4,554	4,490
자배주주지분	808	1,347	1,668	1,788	1,919
자본금	5	7	9	9	9
자본잉여금	455	846	930	930	930
자본조정등	-419	-346	-244	-244	-244
기타포괄이익누계액	60	-23	2	2	2
이익잉여금	708	863	970	1,089	1,221
비자배주주지분	1,506	1,668	1,646	1,769	1,903
자본총계	2,314	3,015	3,314	3,556	3,822
비이자부채	851	909	997	994	993
총차입금	3,903	3,110	3,630	3,559	3,497
순차입금	3,284	2,523	2,669	2,596	2,525

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	498	471	463	593	605
당기순이익	372	334	236	256	279
비현금성 비용 및 수익	370	456	395	371	376
유형자산감가상각비	214	255	262	267	274
무형자산상각비	15	16	0	0	0
운전자본변동	-101	-157	-14	44	25
매출채권등의 감소	-51	-73	-1	10	8
재고자산의 감소	-20	-1	-12	32	14
매입채무등의 증가	44	45	0	0	0
기타 영업현금흐름	-142	-163	-155	-78	-75
투자활동 현금흐름	-376	-424	-626	-472	-482
유형자산의 증가(CAPEX)	-733	-368	-458	-460	-470
유형자산의 감소	28	30	17	0	0
무형자산의 감소(증가)	-12	-4	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-36	-48	-112	-7	-11
기타	375	-35	-70	-5	-2
재무활동 현금흐름	-400	-73	436	-118	-112
차입금의 증가(감소)	-101	209	312	-40	-40
자본의 증가	4	417	0	0	0
기타	-303	-698	124	-78	-72
기타 및 조정	7	-29	5	0	0
현금의 증가	-271	-55	277	3	11
기초현금	787	517	462	739	742
기말현금	517	462	739	742	753

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

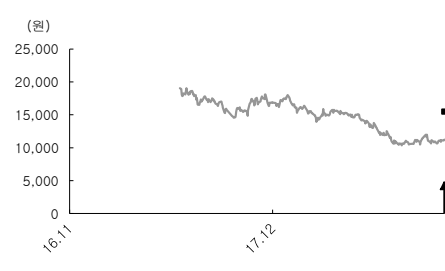
종목 투자익전 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	84.1
중립	24	15.9
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

하림지주 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.11.27	매수	15,500							