



하림홀딩스 (024660)

BUY (유지)



스몰캡총괄/복합기업 Analyst **전용기**
02-6114-2916 yong.jun@hdsr.com

사료부문 수익성 개선 전망

- 하림홀딩스의 연결 매출중 사료 부문의 비중은 2013년 27%인 2,200억원
- 2014년 사료부문에서 사상최대의 매출과 영업이익 예상되어 하반기 실적 개선에 기여 가능
- 세일가스발전확대, 석탄가격 하락 등 에너지 가격의 안정과 캘리포니아주의 바이오에탄올 관련 판결 등의 영향으로 옥수수 가격 하락은 다른 곡물에 비해 장기적으로 진행될 가능성 높아짐
- 한중 FTA가 체결되면 하림그룹의 생산하는 닭, 돼지, 오리의 중국 수출 길이 열림으로써 장기적으로도 기업가치는 증가 예상
- 투자자의 매수에 적정주가 8,800원으로 10% 상향조정. EPS 상향 조정 가능성이 높아짐에 따라 밸류에이션 낮아질 전망

주가(7/9)	5,690원
목표주가	8,800원(중전 8,000원)
업종명/산업명	복합기업
업종 투자 의견	Overweight
시가총액	5,073.0억원
발행주식수 (보통주)	89,157,190주
유동주식비율	26.7%
KOSPI 지수	2,000.50
KOSDAQ 지수	555.84
60일 평균 거래량	957,996주
60일 평균 거래대금	51억원
외국인보유비중	3.4%
수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	31.90%
시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.36%
52주 최고/최저가 (보통주)	5,690원 2,105원
베타(12M, 일간수익률)	0.2
주요주주	제일홀딩스 외 2인 69.7%
주가상승률	1개월 3개월 6개월
절대	7.2% 14.0% 29.2%
상대	1.0% 13.3% 18.9%



리서치센터 트위터 @QnA_Research

하림홀딩스의 연결 매출중 사료 부문의 비중은 2013년 27%인 2,200억원

2013년 하림홀딩스의 연결매출 8290억원 중 사료 부문은 2200억원을 차지할 정도로 하림홀딩스에서 유통부문 다음으로 매출 비중이 높다. 베트남, 중국, 필리핀의 연결법인에서 사료를 생산하여 국내로 선진, 팜스코, 하림에 판매 됨으로써 실적개선의 선순화 효과가 나타날 것으로 기대된다. 사료부문은 옥수수 가격과 환율에 영향을 크게 받으며 3~6개월 실적에 후행하여 반영됨으로서 최근의 국제 옥수수가격 급락과 원환강세가 하반기 하림홀딩스의 실적 개선에 긍정적으로 영향을 미칠 것으로 기대된다.

계산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	202.8	829.0	889.3	998.6	1,105.7
영업이익 (십억원)	(3.0)	80.6	105.8	129.0	143.2
순이익 (십억원)	(41.4)	65.9	86.9	103.4	117.4
자배기업순이익 (십억원)	(40.2)	29.4	49.9	57.7	66.2
EPS (원)	(974)	336	581	671	770
수정EPS (원)	(974)	336	581	671	770
PER* (배)	NA-NA	15.1-4.9	9.8	8.5	7.4
PBR (배)	0.6	1.5	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (배)	103.8	5.8	5.0	3.9	3.2
배당수익률 (%)	NA	NA	1.8	2.1	2.6
ROE (%)	(19.4)	11.3	16.7	16.3	15.9
ROIC (%)	(9.8)	15.0	21.3	25.6	28.6

적용기준: IFRS-C = 연결재무제표, IFRS-P = 개별재무제표

자료: 하림홀딩스, 현대증권

**2014년 사료부문에서
사상최대의 매출과 영업이익
예상되어 하반기 실적
개선에 기여 가능**

사료부문은 2012년 영업적자, 2013년 매출 2,200억원, 영업이익 44억원, 순손실 8억원을 기록하였다. 2014년 1분기에만 매출 532억원, 영업이익 25억원, 순이익 14억으로 수익성이 크게 개선되었다. 2013년 3분기 옥수수 가격하락의 영향이 크다. 2분기에도 작년 4분기 옥수수가격의 하락추세가 지속되었고, 원달러 환율도 강세가 추가 진행됨으로써 사료부문은 1분기보다 개선된 실적이 기대된다. 3분기 실적은 2014년 1분기 옥수수 가격이 강세로 전환되면서 원달러 환율이 강세로 진행됨으로서 실적 개선은 다소 주춤할 전망이다. 그러나 최근 두달간 진행된 옥수수 가격의 급락영향으로 4분기에 사료 부문은 사상최대의 실적이 기대된다. 사료부문의 매출 성장율 10%인 2420억원, 영업이익률은 8%까지 개선될 것으로 예상된다.

**옥수수 가격의 레벨 다운은
작황외에도 에너지 가격의
안정과 작년 바이오에탄올
관련 미국 캘리포니아주의
판결 효과가 영향을 미치고
있는 중**

작황이라는 변수를 제외하면 옥수수가격의 하락은 구조적으로 다른 곡물에비해 길게 진행될 가능성이 높다. 미국의 셰일가스 발전의 확대와 석탄 가격 하락에 따른 석탄발전단가 하락 등 에너지 가격의 하락으로 옥수수가 가장 높은 비중을 차지하는 바이오에탄올의 가격 경쟁력이 낮아지고 있기 때문이다. 미국의 경우 비석유 연료중 옥수수에탄올이 공급량 1위를 차지하고 있어 가격 경쟁력 하락에 따른 옥수수에탄올 제조용 옥수수 수요가 감소할 것임을 예상할 수 있다.

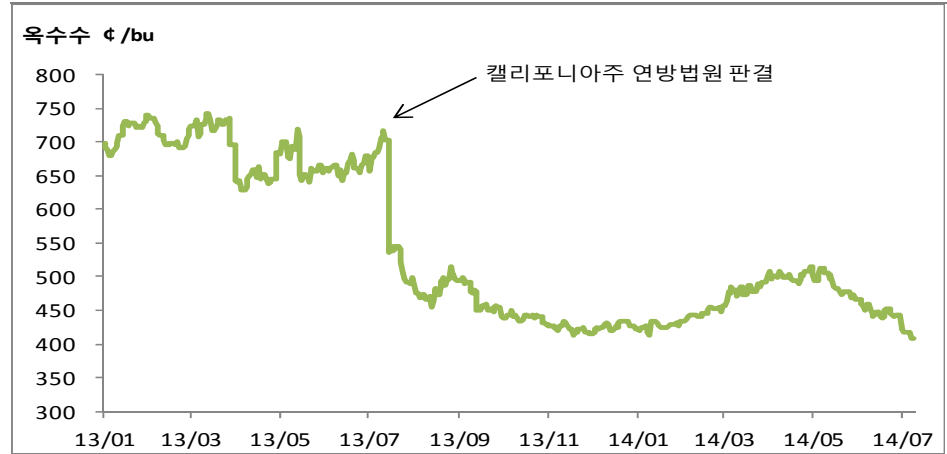
실제로 미국 캘리포니아주는 고유가 시절인 2007년 저탄소연료기준법을 발효하였고, 이 법안의 목적중 하나는 너무 많은 옥수수가 에탄올로 사용되는 것을 억제하기 위함이었다. 바이오에탄올 회사들의 이 법안이 풀발이나 목초지 등을 옥수수 밭으로 경작할 때 증가되는 CO2 까지 포함하고 있는 등 과도한 규제라고 반대하여 오랜 소송전이 진행되었다. 2013년 6월 기준법안을 유지하라는 잠정 판결이 있었고, 이는 옥수수에탄올의 입지가 향후 악화될 것임을 시사했다. 이 법안 판결의 효과가 에너지 소비가 많은 이번 여름에 극대화될 것이라는 전망이 힘을 얻으며 옥수수 가격 급락을 불러온 주요인 요인이 되고 있다. 이러한 이유 등으로 옥수수 가격은 곡물 가격중에서 약세 국면에 가장 오래 진행될 가능성이 높아지고 있다.

반면에 향후 에너지 가격이 다시 상승할 것이라는 전망이 우세해진다면 급락한 옥수수 가격은 바이오에탄올 업체에게는 낮은 원가를 확보할 수 있는 좋은 기회로 급격한 재고 확충으로 옥수수 가격 급등을 가져올 수 있다. 그러나 전통가스, 셰일가스, 석탄, 원전 발전 시장 등의 동향으로 볼 때 단기간에 이러한 일이 발생할 가능성은 낮아 보이나 옥수수선물 미결제 약정이 13만계약 이상으로 급증하고 있어 주시할 필요는 있다.

**한중 FTA 체결되면
장기적으로 하림그룹의
기업가치 증가 가능**

30%를 넘는 관세의 영향으로 현재 한국에서 생산되는 가축류의 중국 수출은 현실적으로 길이 막혀있다. 한중 FTA 체결로 이 관세가 철폐되는 단계에 이르면 지리적으로 가까운 한국의 육류 수출길이 열리게 된다. 한국산 닭, 오리, 돼지의 중국 수출 가능성은 충분히 열려 있다. 중국의 수요도 소득증가의 영향으로 증가 중에 있고, 환경규제 강화로 자국내 공급증가는 제한되고 있다. 이는 하림홀딩스의 실적개선 및 로열티 수입의 증가, 사료부문의 매출증가로 연결될 수 있을 전망이다.

그림 1> 국제옥수수 가격시세



자료: Bloomberg, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
하림홀딩스	13/04/23	BUY	4,800
	13/11/05	BUY	5,200
	13/11/20	BUY	5,900
	13/12/02	BUY	7,500
	14/02/24	BUY	8,000
	14/07/10	BUY	8,800

■ 당사는 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함

■ 투자의견 분류: 신장: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기압: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 목표주가 —)

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.