

식자재 유통산업 (Overweight)



저성장 저금리 시대에 주목해야 할 식자재 유통

남성현(유통담당 연구원)

6933-7194

gone267@heungkuksec.co.kr

■ 식자재 유통산업 성장성이 재차 부각되는 시점

2010년 이후 식자재 유통산업에 대한 기업들의 관심이 빠르게 증가. 그러한 이유는 1) 중소형 업체가 가지고 있던 가격 경쟁력 약화와, 2) 전방산업인 외식산업 구조가 기업형 업체들이 영위하기 좋은 환경으로 변화되고 있으며, 3) 소득 수준이 상승함에 따라 식재료의 품질을 중요시하는 소비자가 늘어나고 있고, 4) 유통구조 단순화를 통해 생산자와 소비자 모두에게 이득이 될 수 있는 사회적 필요가 대두되고 있기 때문. 또한, 국내 유통산업 중 중장기 성장성이 가장 높을 것으로 기대.

■ 식자재 유통은 '12년 기준 96.9조원에 달하는 거대시장

식자재 유통산업은 '12년 기준 96.9조원에 달하는 거대시장으로 유통경로는 크게 4가지로 분류. 1) 단체급식 유통경로(2.3조원), 2) 대규모 프랜차이즈 및 중소형 외식업체에 공급하는 채널(21.0조원), 3) 식품제조사에 원재료를 공급하는 유통망(18.6조원), 4) B2C 상품을 주로 공급하는 소매유통 시장으로(54.9조원) 나누어짐. 국내 주요 유통산업 시장규모가 약 10~30조원 사이라는 점에서 성장여력은 매우 큰 것으로 판단됨.

국내 주요 식자재 유통업체들은 각각의 채널을 기반으로 사업을 영위하고 있으며, 주요 유통경로에 따라 시장규모 및 중장기 성장 전망은 각각 상이함. 최근 기존 식자재 유통산업을 영위하던 업체와 함께 '롯데삼강', '대상', '사조' 등 식품제조 기업들의 참여가 이루어지고 있어 기업형 시장으로의 전환은 더욱 빠르게 나타날 것으로 전망.

■ 기업분석

CJ프레시웨이 : 투자의견 'BUY' 및 목표주가 46,000원

현대그린푸드 : 투자의견 'BUY' 및 목표주가 22,500원

신세계푸드 : 투자의견 'BUY' 및 목표주가 116,000원

- 당사는 보고서 작성일 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 남성현)

Contents

1. 식자재 유통산업에 대한 정확한 이해가 필요	3-4
<hr/>	
2. 식자재 경로는 크게 4가지 유통 채널로 구분	5-8
1) 단체급식 경로, 2) 외식업체 경로	
3) 원료유통 경로, 4) 소매유통 경로	
<hr/>	
3. 기업형 시장으로의 재편은 사회적 요구	9-13
1) 외식프랜차이즈 및 음식사업장 면적 증가	
2) 인구통계 구성비 변화	
3) 식재료에 대한 품질 안전 필요성 대두	
<hr/>	
4. 복잡한 유통구조 해결을 위해서는 기업형 업체가 대체하는 것이 합리적	14-16
<hr/>	
5. 위탁급식 시장의 성장 여력은 여전히 충분	17-19
<hr/>	
6. 수익성에 대한 정확한 View가 필요	20-21
<hr/>	
7. 마진을 개선이 가능한 3가지 이유	22-23
<hr/>	
8. 전략적 점검을 통한 중장기 성장주 찾기	24-32
<hr/>	
9. 기업분석(Top Pick)	33-43

식자재 유통산업에 대한 정확한 이해가 필요

기업형 업체에게 유리한
시장환경 조성 중

2010년 이후 식자재 유통산업에 대한 기업들의 관심은 빠르게 증가하고 있는 상황이다. 그러한 이유는 1) 중소형 업체가 가지고 있던 가격 경쟁력 약화와, 2) 전방산업인 외식 산업 구조가 기업형 업체들이 영위하기 좋은 환경으로 변화되고 있으며, 3) 소득 수준이 상승함에 따라 식재료의 품질을 중요시하는 소비자가 늘어나고 있고, 4) 유통구조 단순화를 통해 생산자와 소비자 모두에게 이득이 될 수 있는 사회적 필요가 대두되고 있기 때문이다.

식자재 유통산업은 음식점 및 식자재를 주요 원재료로 하는 제조업체에 식자재 및 필요한 물품을 제공하는 Business를 말한다. 또한, 산업화 관점에서 해석하면 규모의 경제 효과를 발생시킬 수 있는 유통업자가 소비자(요식업주) 생산자를 직접적으로 연결해주는 산업으로 바라볼 수 있다.

식자재 유통산업 96.9조원,
백화점 + 홈쇼핑 41.2조원

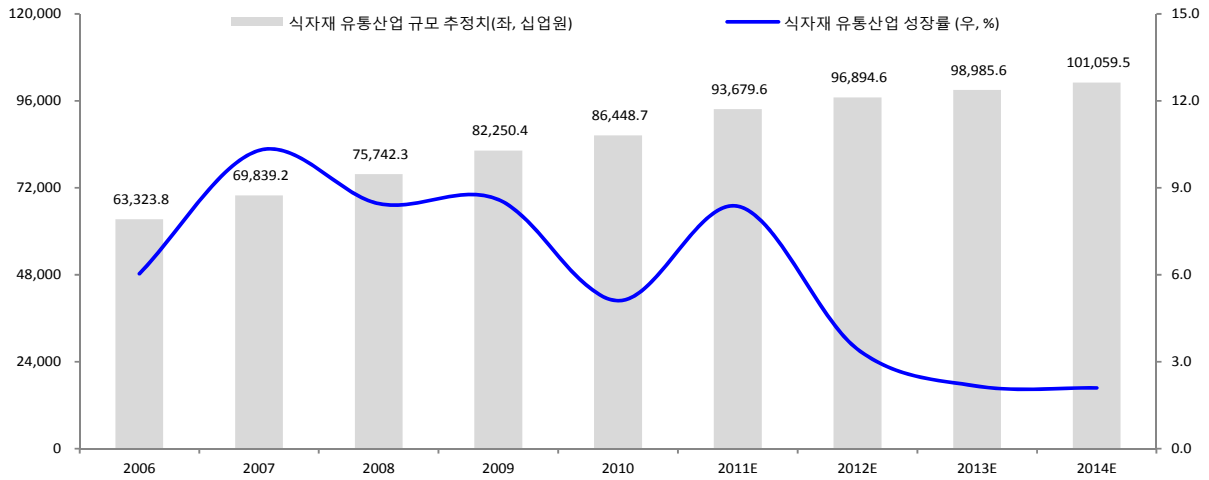
국내 식자재 유통시장 규모에 대한 의견은 상이하다. 바라보는 관점과 영위하는 유통채널에 따라서 그 규모를 추정하기가 쉽지 않기 때문이다. 하지만, 당 리서치센터에서는 크게 4가지의 유통 채널별 구분을 통해 전체 시장규모를 2012년 기준 약 96.9조원으로 추장하고 있다. 여기에는 기업형과 비기업형 시장을 합산한 시장으로 분류하였다. 국내 주요 유통업체인 백화점과 홈쇼핑을 합산한 시장규모는 약 41.2조원('13년 추정치 : 백화점 30조원, 홈쇼핑 11.2조원)으로, 이를 감안할 때 식자재 유통시장은 유통산업 내 가장 큰 규모를 형성하고 있는 것으로 판단된다. 또한, 기업형 식자재 유통업체 대부분이 위탁급식 사업을 영위하고 있다는 점에서 각 기업들의 Target 시장규모는 더욱 큰 것으로 추산된다.

중장기 기업가치 상승이
기대되는 기업을 점검

필자는 이번 보고서를 통해 식자재 유통산업에 대한 정확한 이해와 더불어 각 기업별로 추구하는 방향 및 Target Market에 대한 전략적 검증을 하려 한다. 이를 통해 시장에서 가지고 있는 오해를 해소하고 중장기적으로 기업가치 상승이 기대되는 기업을 추천하는데 그 목적이 있다. 또한, 최근 식자재 사업을 추가한 롯데삼강 및 대상의 자회사 '대상베스트코' 성공여부도 분석하려 한다.

도표 1. 식자재 유통산업 시장규모 추이 및 전망

(단위 : 십억원, %)



자료: 흥국증권 리서치센터 추정

도표 2. 국내 식품산업 시장규모

(단위 : 십억원)

구분	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
제조·외식(A+B)	66600.9	69543.8	70326.1	79416.6	83878.9	91895.9	89920.7	95273.8	107514.4	119923.6	130636.5	133012.0
(A)음식료품제조업(사료제조업포함)	33320.5	34071.6	36080.5	38939.4	39615.4	43526.3	43668.2	44381.4	48149.1	55211.7	60771.3	65446.2
(A)음식료품제조업(사료제조업 제외)	29483.5	30389.9	32081.3	34940.5	35459.3	38758.7	39058.7	39797.8	42414.2	47319.5	52598.6	57120.5
(B) 음식점업	33259.0	35472.2	34245.6	40491.0	44263.5	48369.6	46252.5	50892.3	59365.4	64711.9	69865.2	67565.8
제조·외식·유통(A+B+D+G)	0	0	0	0	0	0	180123.4	192356.9	215095.6	237025.4	249218.1	279702.4
(C) 음식료품및담배 도매업	32972.6	36380.2	42182.0	43795.9	47457.1	49185.6	50520.0	55088.3	61976.8	68337.4	70753.9	88527.0
(D) 음식료품 도매업(담배제외)	0	0	38793.6	0	0	0	47566.4	52023.8	58612.4	64748.4	69865.2	85386.9
(E) 음식료품 및 담배 소매업	9691.2	10623.0	9779.1	10618.6	10608.1	10775.6	8957.9	9547.6	10147.4	11169.1	12228.3	12674.1
(F) 음식료품 소매업(담배제외)	0	0	9650.4	0	0	0	8835.7	9416.1	10011.5	11086.2	12154.6	12593.0
(G) 식품소매업	0	0	0	0	0	0	42657.9	45145.9	49131.7	52666.1	56889.1	61303.5
농림어업	37497.8	37206.0	37821.2	37649.8	37787.1	42019.9	41322.2	41675.2	41589.1	46007.6	49919.3	50949.0

자료: 흥국증권 리서치센터

- 주 : 1) 음식료품제조업 : 통계청 제조업통계조사 출하액(10인이상 사업체 대상)
- 2) 음식점업 : 통계청 도소매업통계조사 매출액(음식점 및 주점업)
- 3) 도매업, 소매업 : 통계청 소매판매액통계조사(식품 : 가공식품+비가공식품+수산물)
- 4) 농림어업 : 농림수산물부 농림어업 생산액

식자재 경로는 크게 4가지 유통 채널로 구분

- 식자재 유통경로는 크게 4가지
- 1) 단체급식 유통경로,
 - 2) 외식업체 공급채널
 - 3) 식품제조사 원재료망
 - 4) 소매유통 시장

당 리서치센터에서는 식자재 유통경로를 크게 4가지로 구분해서 판단하고 있으며, 전체 시장 규모를 약 96.9조원으로 추정하고 있다. 여기에는 기업형과 비기업형 시장을 모두 포함한 수치이다. 식자재 유통산업은 크게 4가지 유통 경로를 포함하는데, 1) 단체급식 유통경로, 2) 대규모 프랜차이즈 및 중소형 외식업체에 공급하는 채널, 3) 식품제조사에 원재료를 공급하는 유통망, 4) B2C 상품을 주로 공급하는 소매유통시장으로 나누어진다. 국내 주요 식자재 유통업체들은 각각의 채널을 기반으로 사업을 영위하고 있으며, 주요 유통경로에 따라 시장규모 및 성장기 전망이 갈린다.

각각의 채널별로 산업규모를 살펴보면 다음과 같다.

1) 단체급식 경로 : 시장규모 2.3조원

- 단체급식 경로: 직영급식장에 식자재를 공급 (시장규모 약 2.3조원)

첫째, 단체급식 경로는 주로 직영급식장에 식자재를 공급하는 유통망으로 약 2.3조로 추산된다. '12년 기준으로 전체 단체급식 시장은 약 10조원으로 추정되지만, 국내 식자재 유통업체 대부분이 위탁급식 사업을 영위하고 있다는 점에서 관련 시장을 직영급식장에 식자재를 공급하는 유통망으로 한정하는 것이 바람직한 것으로 판단된다.

2) 외식업체 경로 : 시장규모 21.0조원

- 외식업체 경로: 대규모 프랜차이즈 및 중소형 외식업체 공급 (시장규모 약 21조원)

둘째, 대규모 프랜차이즈 및 중소형 외식업체를 대상으로 하는 유통망이다. '12년 기준 시장규모는 약 21.0조원으로 추산된다. 동 시장은 외식사업장과 대규모 프랜차이즈에 식자재를 공급하는 채널로써 기업형 식자재 업체들이 주요 타겟으로 하고 있다. 동 시장은 C&C(Cash and Carry)와 C&D(Cash and Delivery)로 구분되며, 기업형 유통업체 대부분은 C&D(Cash and Delivery) 시장선점에 주력하고 있다. 최근 국내 식자재 유통산업은 기업형 업체들이 사업을 영위하기에 유리한 환경으로 변모 중이며, 대상베스트코와 CJ프레시웨이를 필두로 중소형상인들을 합병 혹은 규합하는 방식으로 점유율을 빠르게 증가시키고 있다.

3) 원료유통 경로 : 시장규모 18.6조원

- 원료유통 경로: 식품제조사에 원재료 공급 (시장규모 약 18.6조원)

셋째, 식품제조사에 원재료를 공급하는 유통망으로 '12년 기준 시장규모는 18.6조원으로 추정된다. 대부분의 국내 식품제조사들은 자체 원재료 구매팀(MD)을 가지고 있으며, 이를 통해 원재료를 조달한다. 하지만, 최근 기업형 유통업체들이 이를 대행해주는 시장으로 진화하고 있다. 그러한 이유는 1) 그룹사 차원의 전략적 변화에 따라 유통업체가 담당할 수 있는 영역이 커지고 있고, 2) 기업형 업체들의 외형확대가 빠르게 진행되면서 구매 경쟁력이 제조사를 상회하기 시작했기 때문이다.

원료유통시장은 규모의 경제가 선행되어야 한다는 점에서 중소형업체들의 시장진입 가능성은 크지 않을 전망이다. 이에 기업형 업체들의 시장선점 가능성이 높은 것으로 판단되며, 그 중 식품제조를 기반으로 한 식자재 유통업체들에게 주목해야 할 것이다.

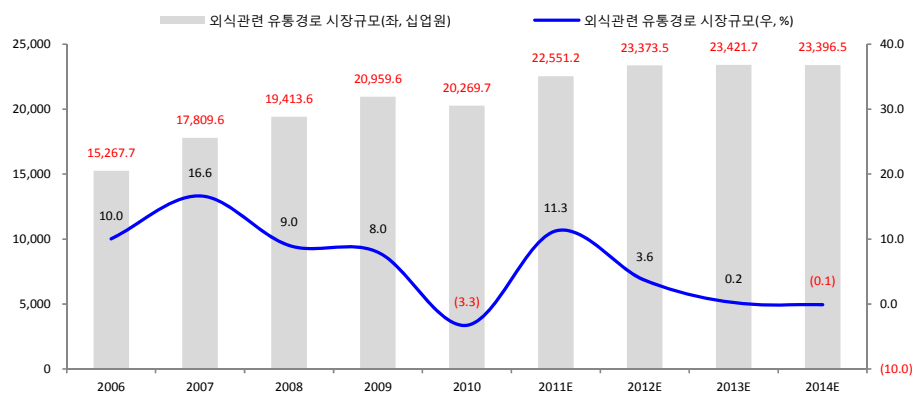
원료유통사업은 마진율이 미미한 사업임에도 불구하고 제조사와 유통사 모두에게 이점이 있어 관련시장 확대는 빠르게 이어질 전망이다. 그러한 이유는 제조사 입장에서 보면 1) 구매팀에 할애된 역량을 타 업무에 집중할 수 있어 식품제조 경쟁력 강화에 기여할 수 있고, 2) 원재료 조달에 있어 자체구입보다 낮은 가격에 안정적으로 상품을 조달할 수 있기 때문이다. 또한, 식자재 유통업체 입장에서는 기존 사업부에 비해 낮은 이익률에도 불구하고 단기간에 규모의 경제를 실현할 수 있다는 장점도 가지고 있다.

4) 소매유통 경로 : 시장규모 54.9조원

소매유통 경로: B2C상품을 주로 공급 (시장규모 약 54.9조원)

넷째, B2C 상품을 주로 공급하는 소매유통으로 시장규모는 약 54.9조원에 달하는 것으로 추정된다. 동 시장은 대형마트 및 지역 할인점, 대리점 등에 판매되는 가정용 식자재가 대부분을 차지하고 있다. 국내 가정용 시장은 신세계푸드, 롯데삼강, 현대그린푸드 등이 참여하고 있으며, 내부채널망(할인점) 보유한 업체들 위주로 사업을 영위하고 있다. 소매유통은 Mass Market을 형성하고 있음에도 불구하고 1) 각각의 유통채널망이 구매팀을 형성하고 있어 Captive를 제외한 신규시장 진입이 어렵고, 2) 제조사에서 직접적으로 공급하는 루트도 있어 기업형 업체들이 잠식할 수 있는 시장규모는 크지 않은 것으로 판단된다.

도표 3. 외식관련 유통경로 시장규모 (단위 : 십억원, %)

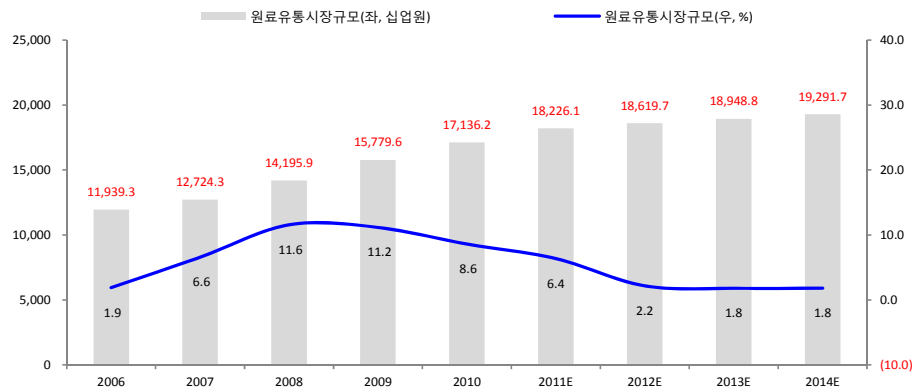


자료: 흥국증권 리서치센터 추정

주 : 단체급식 경로 포함

도표 4. 원료유통경로 시장규모

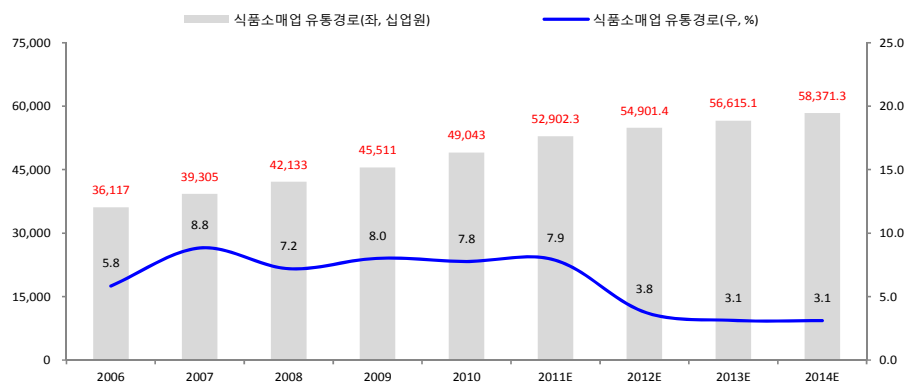
(단위 : 십억원, %)



자료: 흥국증권 리서치센터 추정

도표 5. 식품소매업 유통경로 시장규모

(단위 : 십억원, %)



자료: 흥국증권 리서치센터 추정

CJ프레시웨이 Target Market :
외식/단체급식/원료유통

국내 기업형 식자재 유통업체들은 이 4개의 시장을 중심으로 사업을 영위하고 있다. 국내 1위 업체인 CJ프레시웨이는 외식/프랜차이즈, 단체급식, 원료유통 시장에 참여하고 있으며 Target 시장규모는 이를 다 합산한 41.9조원으로 추정된다. 2012년 기준 시장점유율은 4.3%에 달하는 것으로 분석된다.

현대그린푸드Target Market :
단체급식/소매유통

현대그린푸드는 단체급식에 식자재를 공급하는 식자재 유통사업부와 로컬할인점 및 지방 백화점에 공급하는 F&G 사업부를 가지고 있다. 현대그린푸드가 영위하는 시장은 57.2조원으로 분석된다. 하지만, 앞서 언급했듯이 소매유통시장에서 영위할 수 있는 시장범위가 한정되어 있어 실질적인 시장규모는 이보다 훨씬 못 미칠 것으로 판단된다.

롯데삼강, 신세계푸드 Target Market :
소매유통

신세계푸드는 이마트에 식자재를 공급하는 유통망으로 소매유통시장에 포함된다. 동사는 이마트내 일부 해외식품 공급을 담당하고 있으며, 중장기적으로 국내 1차식품으로 확대될 가능성이 높다. 또한 BMR 제품을 공급하고 있어 시장확대는 가능할 전망이다.

하지만, 홈플러스 및 롯데마트 등 경쟁업체 공급이 불가능하다는 점에서 Target Market 을 소매유통시장 전체로 판단하기에는 무리가 있다. 롯데삼강도 신세계푸드와 유사한 유통망을 형성하고 있지만, 그룹사내 외식사업부가 존재하고 있어 타겟 시장 범위를 더 넓게 판단해야 할 것이다.

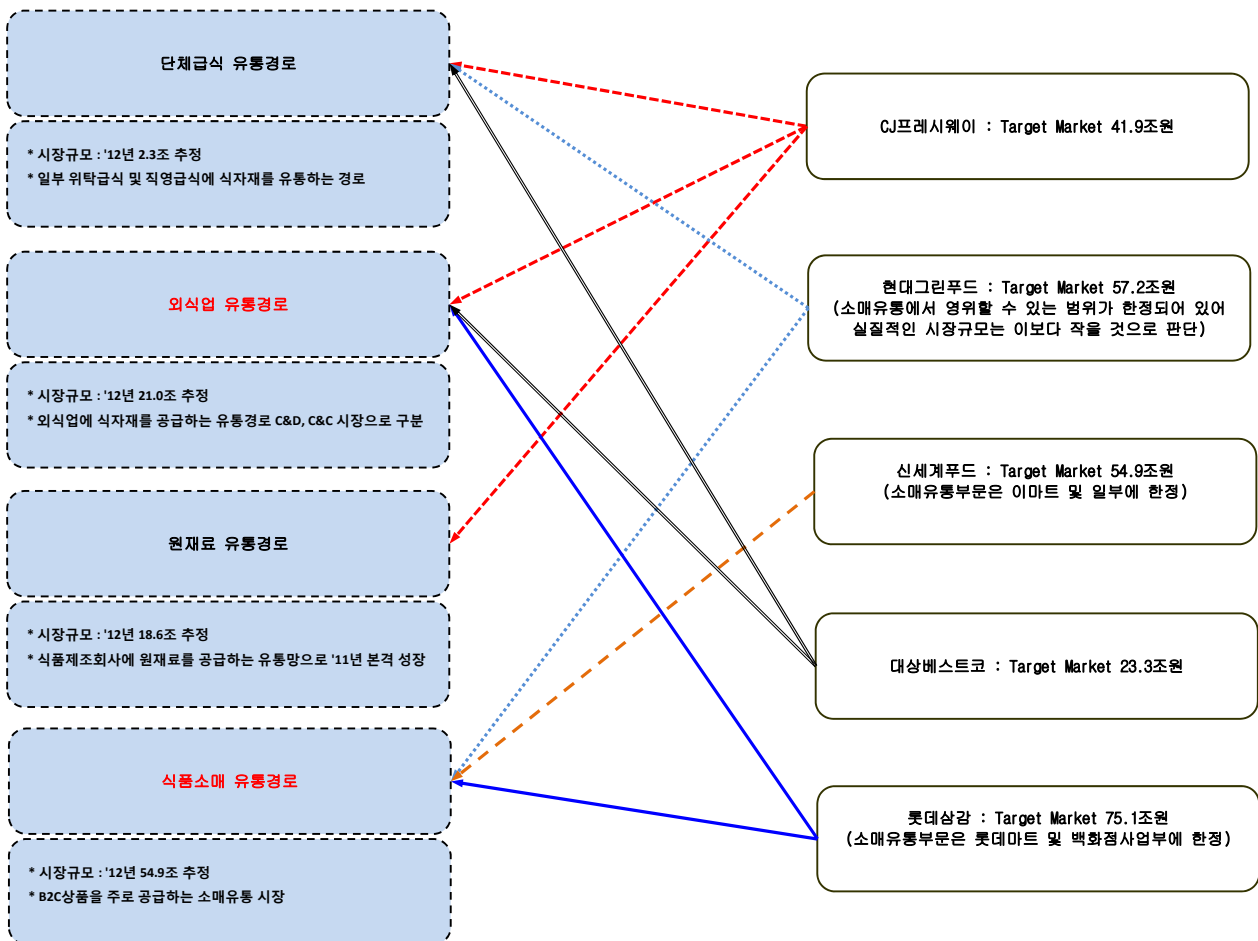
대상베스트코 Target Market : 외식(C&C 포함)/단체급식

대상의 자회사 대상베스트코는 외식과 급식 식자재 시장에 진출해 있으며 식자재 전문 마트를 통해 C&C 시장도 공략 중이다. 관련 시장규모는 23.3조원으로 추정된다.

이처럼 국내 식자재 유통업체들이 타겟으로 하는 시장범위가 상이해 이를 이해하는 것이 무엇보다 중요한 사항이다. 이 중 상대적으로 주목해야 할 시장은 중소형 유통상인이 시장 대부분을 지배하고 있는 외식유통경로이다. 외식유통경로는 과거 중소형업체들의 경쟁력이 높았던 시장이지만, 2010년을 기점으로 기업형 업체들에게 유리한 환경이 조성되고 있어 관련 업체들의 점유율 확대가 기대된다.

도표 6. 각 기업별 Target Market이 달라 각각이 추구하는 전략이 상이

(단위 : 조원)



자료: 흥국증권 리서치센터

주 : Target Market 중 식자재 유통업을 제외한 기타 사업부문 제외

기업형 시장으로의 재편은 사회적 요구

- 전방산업 변화에 따라 기업형 시장으로 진화 중
- 1) 프랜차이즈 시장 확대
 - 2) 1인 가구수 증가
 - 3) 품질 안전성 대두

식자재 유통산업은 빠르게 변화하고 있다. 과거 중소형 상인들이 지배하던 시장에서 최근에 대규모 자본을 가진 기업형 업체로의 시장 전환이 빠르게 진행되고 있다. 이는 단 순히 대규모 자본투입에 따른 변화가 아닌 식재료를 소비하는 전방산업의 니즈가 변화되면서 나타난 결과물이다.

식자재 유통산업 변화 배경은 크게 3가지로 1) 전방산업의 프랜차이즈 시장확대, 2) 인 구통계 구조 변화에 따른 1인 가구수 증가, 3) 식재료에 대한 품질 안전도 필요성 대두 등이다.

그럼에도 불구하고 기업형 업체들의 시장점유율은 10% 미만(업체추산) 상당히 미미한 수준으로 점유율 상승 가능성을 보더라도 중장기 성장 스토리는 유효한 것으로 판단된다. 그 동안 전방산업 특성상 점유율 확대가 제한되었지만, 위에 언급한 사회적 변화와 기업형 업체들의 전략적 변화 움직임에 따라 점유율 확대는 빠르게 이어질 전망이다.

1) 외식프랜차이즈 및 음식사업장 면적 증가

- 외식프랜차이즈 가맹본부
- '09년 947개에서
 - '11년 1,598개로 증가

외식프랜차이즈 시장확대는 식자재 유통산업을 성장시키는 요인이다. 공정거래위원회 자료에 따르면 국내 프랜차이즈 가맹본부는 '09년 1,505개에서 '11년 2,405개로('12년 2,678개) 증가하였다. 이 중 외식프랜차이즈 가맹본부는 947개에서 1,598개로 확대되면서 연간(CAGR) 29.9%의 성장률을 기록하였다. 서비스업과 도소매업 가맹본부수가 각각 338개에서 489개, 220개에서 318개로 증가한 점을 감안할 때 외식프랜차이즈 산업은 빠르게 성장 중이다.

- 외식프랜차이즈 성장은 지속
- 1) 상대적으로 낮은 진입장벽
 - 2) 베이비붐 세대 은퇴 본격화

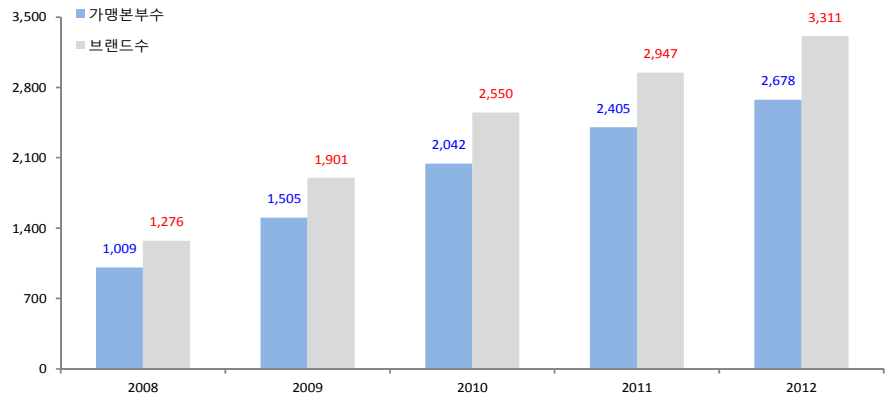
국내 외식프랜차이즈 성장 가능성은 높은 것으로 판단되는데, 그러한 이유는 1) 음식사업의 진입장벽이 상대적으로 낮은 것으로 인식되어 있고, 2) 베이비붐 세대 은퇴 본격화에 따라 외식프랜차이즈 창업인구 증가가 지속될 것으로 판단되기 때문이다. 1955년생들의 기업 정년이 시작된 시점은 2010년으로 동 시기에 베이비붐 세대의 대량 은퇴가 시작되었다. 이러한 베이비붐 세대 은퇴는 2018년까지 이어질 것으로 보이며, 전체 퇴직인구수가 714만명에(55세기준) 달한다는 점에서 외식프랜차이즈 창업수요는 이어질 전망이다. 국내 퇴직인구가 급격하게 증가하였던 IMF와 글로벌 금융위기 시절에도 외식창업은 빠르게 나타났다.

- 대형음식점 증가도 긍정적 우호적인 요소

대형음식점 증가도 긍정적인 요인이라 판단된다. 국내 음식업 사업장 면적은 증가추세로 300㎡~1,000㎡ 이상 사업장수는 2009년 24,657개에서 2011년 29,822개로 전년대비 20.9% 증가하였다. 사업장면적인 큰 음식점 증가는 종합식자재를 공급할 수 있는 기업형 업체들에게 유리한 시장으로 점유율 증가는 이어질 것으로 판단된다.

도표 7. 프랜차이즈 산업은 지속 확대 중

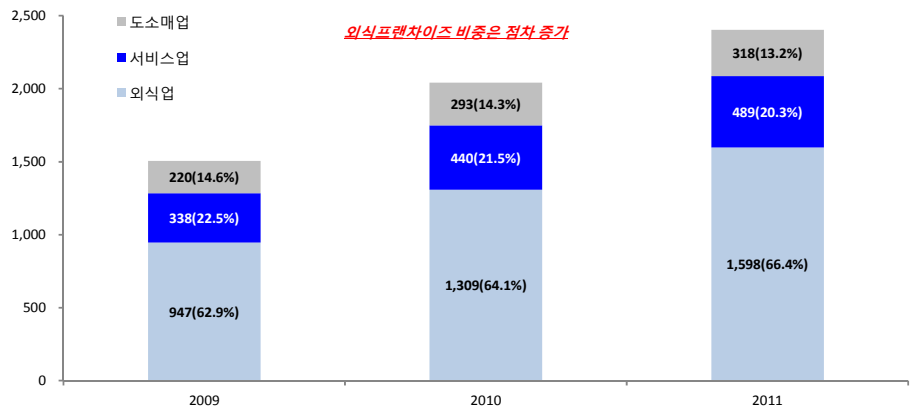
(단위 : 개)



자료: 공정거래위원회, 흥국증권 리서치센터

도표 8. 국내프랜차이즈 산업은 외식프랜차이즈 산업이 견인

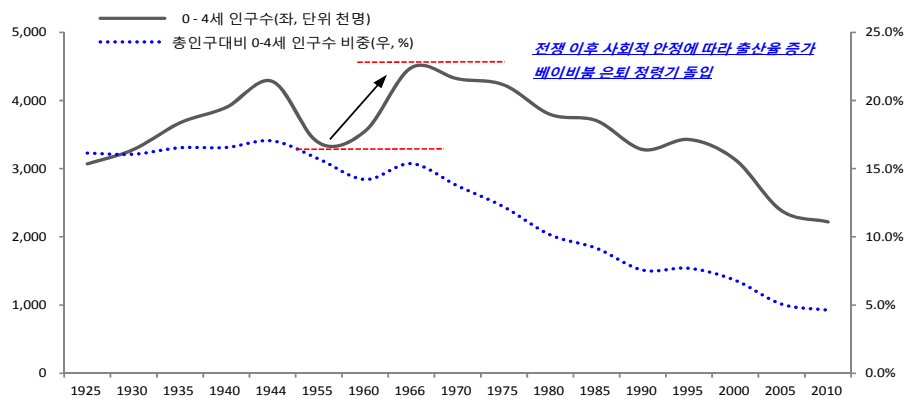
(단위 : 개, %)



자료: 공정거래위원회, 흥국증권 리서치센터

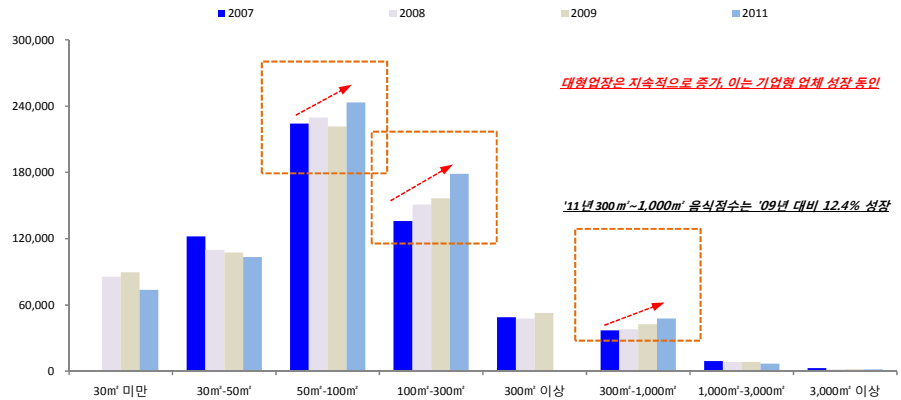
도표 9. 1955년~1963년 사이 출산인구 급격하게 증가

(단위 : 천명, %)



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

도표 10. 음식점 대형화에 따라 기업형 식자재 유통업체 환경 우호적으로 변모 (단위 : 개, m²)



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

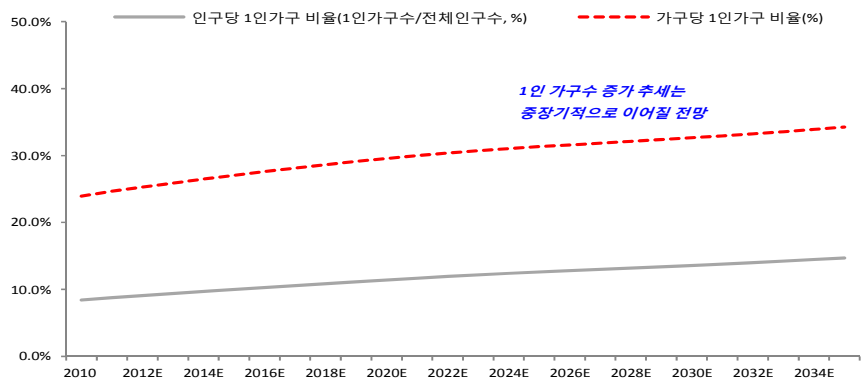
2) 인구통계 구성비 변화

1인 가구수 증가 -> 소비패턴 변화 -> 외식인구 증가 -> 식자재 유통산업 발전

1인 가구수 확대는 식자재 유통산업을 발전시키는 동인으로 판단되는데, 그러한 이유는 전방산업인 외식 인구수에 기반이 되기 때문이다. 1인 가구 증가는 전 산업에 걸쳐 많은 소비패턴 변화를 가져오고 있다. 이 중 식품문화도 해당되는데 과거 조리문화에서 외식 문화로 대체되고 있는 상황이다. 즉, 1인 가구수 증가 -> 소비패턴의 변화(식습관 문화의 변화) -> 외식인구 증가 -> 식자재 유통산업 발전이라는 패러다임을 형성시킨다. 또한 가공식품 산업을 성장시켜 HMR(Home Meal Replacement) 시장을 주요 타겟으로 하는 유통시장도 확대될 것으로 전망된다.

현재 주요 유통업체 HMR 비율은 편의점이 '11년 기준 약 6~7%, 할인점이 PB브랜드를 포함 약 15~20%를 차지하고 있다. 매출비중은 크지 않지만 성장속도가 빠르게 이어지고 있어 시장확대 가능성은 높은 것으로 판단된다. 또한, 기업형 유통업체들이 취급하는 식자재 중 가공식품 비중이 약 60~70%에 달한다는 점에서 전방산업 확대는 식자재 유통산업 성장 드라이브로 작용할 전망이다.

도표 11. 1인 가구는 점차적으로 증가, 이는 외식사업 성장 요인 (단위 : %)



자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

3) 식재료에 대한 품질 안전 필요성 대두

식자재 유통산업은 대규모
산업자본이 요구

식자재 유통산업은 대규모 산업자본이 요구된다. 물류센터 및 SCM(Supply Chain Management) 구축, 신선식품을 보관하기 위한 콜드체인시스템과 이를 운송할 수 있는 냉동탑차 등이 필요하다. 저출산 고령화로 건강과 질 높은 삶에 대한 요구가 증가하면서 먹거리 안전에 대한 관심도가 증가하고 있다.

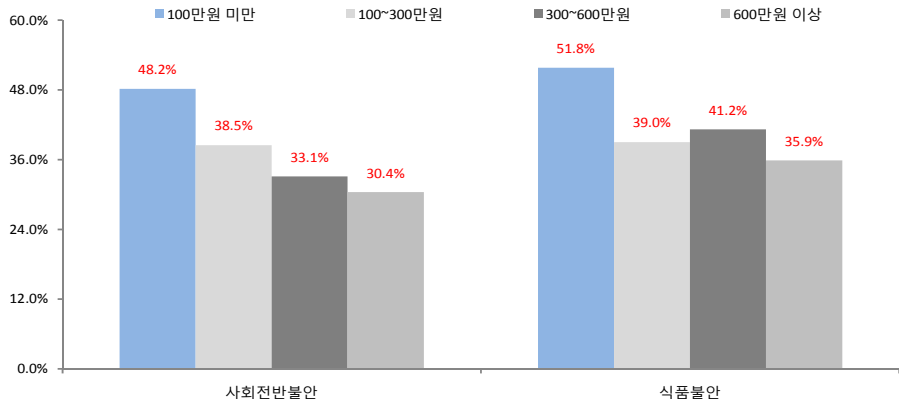
소득수준 향상이 건강한 삶에
대한 요구 증가에 따라 먹거리
안전에 대한 관심도 증가

경기개발연구원이 조사한 연구자료에 따르면, 사회불안이 높다고 응답한 비율은 34.5%, 식품불안이 높다고 응답한 비율은 39.1%를 기록하였다. 이처럼 사회 전반적으로 식품에 대한 불안감이 사회불안의 중요한 요인으로 자리매김 한 것으로 해석된다. 소득수준에 따른 식품불안 인식 조사에서는 저소득층(월 100만원 미만) 52%가 식품불안을 느꼈고 600만원 이상의 고소득층의 36%만이 식품불안을 밝혔다. 이는 저소득층일수록 경제적 능력이 낮아 상대적으로 품질이 낮은 식자재 노출빈도가 높은 것이 원인으로 분석된다.

식품불안감이 사회불안감보다
높은 수치를 기록

위 연구자료에서 나와있듯 식품불안감은 사회전반적으로 펼쳐지고 있는 현상이다. 중소기업체들은 대규모 자본력을 투입할 수 없어 상대적으로 식재료 보관 및 사후관리가 이루어지기에는 한계성을 가지고 있다. 결국 이러한 상황에서 상대적으로 식자재를 관리 및 보관할 수 있는 시설을 갖춘 대기업에 대한 선호도가 높아질 수밖에 없을 것으로 판단되며, 이에 따라 기업형 유통업체들의 점유율 확대는 구조적인 현상으로 보아야 할 것이다.

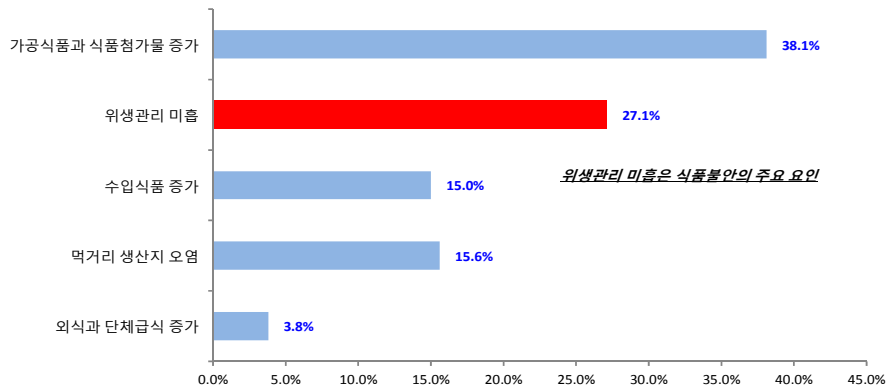
도표 12. 소득수준에 따른 사회 및 식품불안 인식 (단위 : 만원, %)



자료: 경기개발연구원 「안심 식탁을 위한 먹거리 정책방향」, 흥국증권 리서치센터

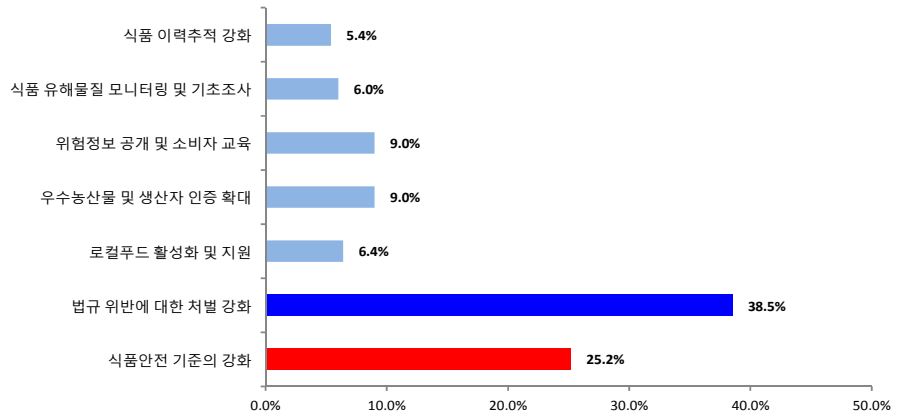
주 : 경기개발연구원 설문조사 결과

도표 13. 먹거리 불안요인 중 위생관리 미흡이 27.1%를 차지하며 주요 원인으로 인식 (단위 : %)



자료: 경기개발연구원 「안심 식탁을 위한 먹거리 정책방향」, 흥국증권 리서치센터

도표 14. 식품안전관리는 사전적 예방이 중요, 위해식품 적발 시 강력한 규제 필요성 대두 (단위 : %)



자료: 경기개발연구원 「안심 식탁을 위한 먹거리 정책방향」, 흥국증권 리서치센터

도표 15. 식품안전 사고 적발시 외국의 처벌 사례

국가	처벌 내용
미국	철저한 감시 및 예방을 중시하며, 문제 발생시 조기 리콜 및 대규모 벌금 부과
독일	소비자 안전문제에 비난을 받게 되면 기업이 생존하기 어렵다는 인식 정착
일본	일반 적발되면 경영진이 형사처벌을 받게 되어 재기가 어려운 정도의 타격 입음
프랑스	식품안전사고에 적발되면 2년 이하의 징역에 4만 유로의 벌금 부과 및 문제소지가 있는 식품 잔량 전부 수거

자료: 경기개발연구원 「안심 식탁을 위한 먹거리 정책방향」 재인용, 흥국증권 리서치센터

주 : 최숙희(2004). '소비자 피해보상제도의 동향과 과제', 삼성경제연구소 ISSUE Paper에서 요약

복잡한 유통구조 해결을 위해서는 기업형 업체가 대체하는 것이 합리적

유통단계 효율화를 위해서는 기업형 업체들의 역할이 필요

국내의 낙후된 식품 유통구조 해결을 위해서는 기업형 유통업체의 역할이 반드시 필요하다. 국내 식자재 유통산업은 복잡한 유통구조와 주요 유통상인들이 영세해 유통마진이 높은 구조를 가지고 있다. 이로 인해 생산자 출하가격과 소비자 구매가격간에 괴리율이 높게 형성되어 있고, 수많은 중간 유통업자들이 마진을 취하는 형태이다.

복잡한 유통경로는 생산자와 소비자의 이익을 침해

유통단계는 일반적으로 생산자 -> 대도매 -> 1차도매 -> 2차도매 -> 소매 -> 구매자(음식업자)로 이루어진다. 단순화 하더라도 생산자에서 구매자까지 이르는 유통단계는 총 5단계에 이르고 있다. 이러한 유통경로 때문에 생산자 가격이 폭락하더라도 구매자들이 구입하는 가격인하는 제한되고, 이를 소비하는 소비자들 또한 피해를 입게 된다. 반대로, 생산자 가격이 상승하는 구조에서는 중간도매업자들이 즉시 가격을 이전시키기 때문에 가격 상승은 구매자에게 즉각적으로 반영된다. 이처럼 복잡한 유통구조는 생산자와 구매자의 경쟁력을 점차 하락시키는 요인으로 작용한다.

음식점 경영난 심화 중, 이를 개선시키기 위한 구조적 시스템이 필요

국세청 자료 기준으로 국내 음식점수는 약 58만곳으로 알려져 있으며, 2012년 한국외식업중앙회에 등록되어 있는 음식점수는 41만 6천여개이다. 2011년 음식점 휴폐업률(휴업+폐업)은 약 54%였지만, 지난해에는 휴업 21만 7천개, 폐업 5만 4천여개로 약 65% 수준까지 증가한 것으로 추정된다. 국내 영세자영업자 600만 중 음식 자영업자가 약 10% 수준에 달한다는 점에서 심각한 문제가 아닐 수 없다. 동일 시점의 중상 식자재 유통업체 폐업율은 미미한 것으로 알려져 있다. 음식점 경영난의 근본 원인은 자영업자 중 식당업을 영위하는 비율이 높아 과다 경쟁이 불가피하다는 점이다. 따라서 비용절감을 통한 수익성 개선이 시급하고, 컨설팅 업무 등 식당자체 경쟁력을 키울 수 있는 노력이 필요한 상황이다.

구조적 개선이 이루어지지 않을 경우 음식점 수익성 개선은 쉽지 않을 전망

'12년 1월 '월간식당' 에서 400여 음식점 업주를 대상으로 한 설문조사에 따르면, 외식업 운영난의 근본적인 원인을 원재료비(27.5%) 상승으로 뽑고 있다. 불황타개를 위한 대책으로는 고객관리(17.5%) 다음으로 원재료비 축소에(16.3%) 중점을 두고 있다. 즉, 식자재 산업에 대한 유통구조 개선이 음식점 수익성을 향상시킬 수 있는 중요한 요소가 되는 것이다. 하지만, 현재 중간도매업자들이 시장점유율 대부분을 차지하고 있어 유통구조 개선에 따른 수익성 개선은 쉽지 않을 전망이다.

즉, 전방산업인 음식점과 같이 상생하는 구조로 형성되기 위해서는 복잡한 유통단계를 축소시킬 수 있는 업체들의 참여가 시급한 것으로 분석된다. 현재와 같은 구조로 지속될 경우 음식점 휴폐업률 증가 -> 부실채권 발생 -> 식자재 유통 및 제조업체 동반 부실 우려로 이어져 전체적인 위기상황도 도래할 가능성이 높다.

과거 사례를 볼 때 정부의 유통구조 효율화 작업의 실효성은 크지 않을 것으로 판단

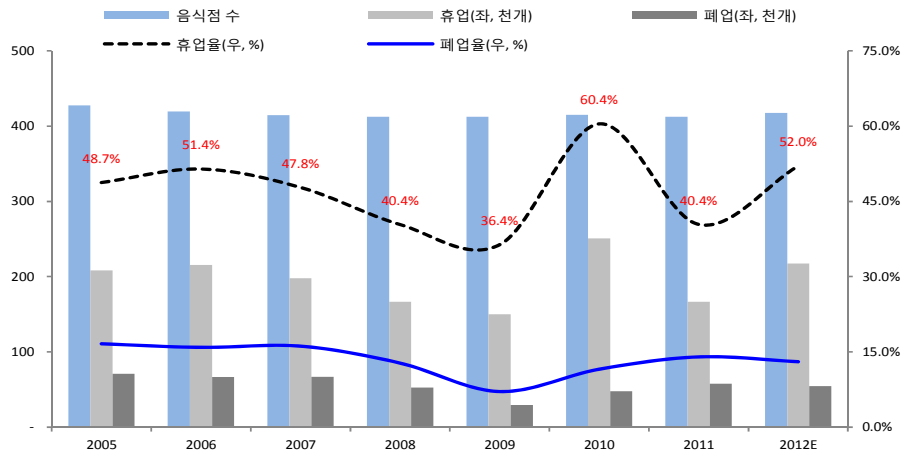
이에 정부는 물가안정 대책과 생산자 및 소비자 이익 보호를 위해 비효율적인 유통구조를 개선하기 위한 방안을 지속적으로 찾고 있다. 정부는 올해 유통계열화 확대 등을 통한 산지유통 조직화, 권역별 농산물 유통센터 개설, 중간 유통구조 효율화, 직거래 장터 등 소비자 유통구조 개선 등을 추진할 예정이다. 하지만, 국가 정책으로 커버할 수 있는 유통품목에 한계성이 존재하고, 생산자와 구매자를 연결할 수 있는 부분에는 제한될 것으로 보여 그 효과는 일정부분에 한정될 것으로 판단된다. 또한, 과거 지속적인 노력에도 불구하고 그 기능이 제대로 발현되지 못하고 있다는 점에서 그 실효성을 기대하기란 쉽지 않다.

유통단계 축소는 기업형 업체들의 참여가 가장 효과적인 대안

구조적으로 유통단계 축소는 규모의 경제를 실현할 수 있는 기업형 업체들의 참여가 가장 효과적인 대안이라 판단된다. 이에 정부 및 일부 단체들은 기업형 업체들의 시장 참여에 대한 시각을 전환시키는 것이 바람직할 것이다.

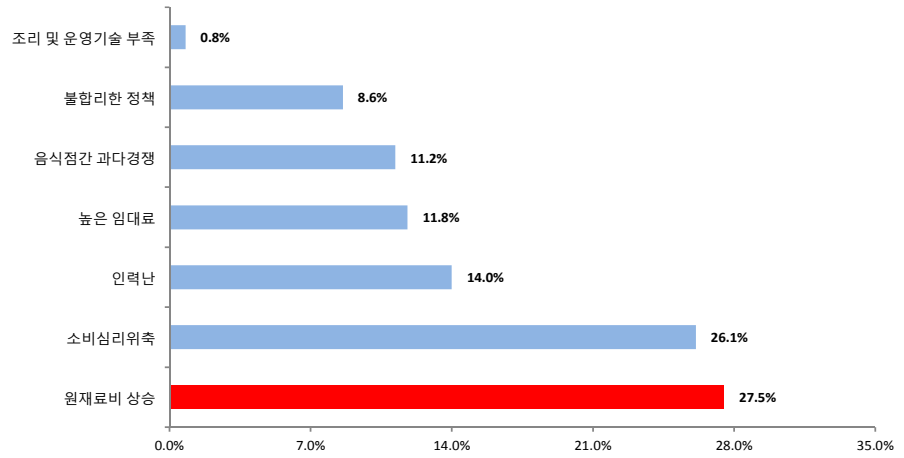
도표 16. 음식점수 휴폐업률 빠르게 증가

(단위 : 천개, %)



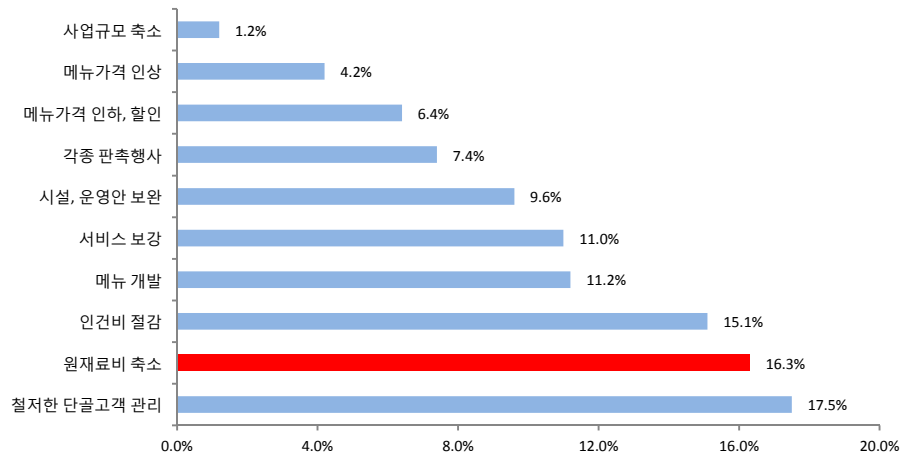
자료: 외식업중앙회, 흥국증권 리서치센터 추정

도표 17. 외식업 운영난의 주요 요인 식자재비 부담 (단위 : %)



자료: 월간식당 2012. 1월호, 흥국증권 리서치센터

도표 18. 외식업 운영난 해결방안은 식자재비 부담 축소 (단위 : %)



자료: 월간식당 2012. 1월호, 흥국증권 리서치센터

위탁급식 시장의 성장 여력은 여전히 충분

국내 단체급식 시장은 '12년 기준 약 10조원

단체급식 시장이 저성장 국면에 들어간 것은 분명하다. 국내산업화 마무리에 따라 가격 인상 효과를 제외한 전체적인 시장성장 요인은 제한된다. 그러나, 최근 직영급식에서 위탁급식 시장으로 확대되고 있어 관련 업체들의 성장 가능성은 높은 것으로 판단된다. 국내 단체급식 시장은 2012년 기준 약 10조원으로 추정된다. 이중 위탁급식 시장은 약 3.6조원을 형성하고 있는 것으로 파악되며, 직영급식 시장은 6.4조원에 이르는 것으로 전망된다. 위탁급식 시장은 크게 오피스, 산업체, 학교(대학교), 병원으로 구분되며, 직영급식은 초/중/고, 병원, 군대 시장으로 나누어 볼 수 있다. 물론, 일부 오피스나 산업체의 경우에도 직영급식을 운영하고 있어 정확한 구분을 나눌 수는 없다.

단체급식의 시장변화

- 1) 위탁급식 3강체제 전환
- 2) 직영급식 -> 위탁급식

국내 위탁급식 업체들이 영위하고 있는 시장은 위에서 언급한 3.6조원 시장으로 주로 산업체에 치중되어 있다. 현재 단체급식 시장에서 변화되고 있는 부분은 크게 2가지로 1) 위탁급식 3강체제 전환으로의 구조적 변화와, 2) 직영급식을 영위하던 산업군의 위탁급식으로의 이전이다.

위탁급식은 삼성에버랜드, 아워홈, 현대그린푸드의 빅 3체제로 전환 중

첫째, 위탁급식 시장의 3강체제 전환이다. 위탁급식 시장은 상위업체들의 저가 수주에 따른 점유율 확대와 규모의 경제에 따른 경쟁력 증가로 후발 주자와의 격차는 더욱 커지고 있는 상황이다. 삼성에버랜드, 아워홈, 현대그린푸드의 빅 3체제로 전환 중이며, 이 중 에버랜드와 현대그린푸드의 실적 성장이 빠르게 나타나고 있는 것으로 파악된다. 아워홈은 과거 업계 1위로 군림해왔으나, 경쟁사의 공격적인 수주 확대와 식품사업부 역량 집중 전략으로 위탁급식 수주 증가는 크지 않은 것으로 분석된다.

직영급식이 지배하던 병원식 및 군대급식은 점진적으로 위탁급식 시장으로 이동

둘째, 직영급식을 영위하던 산업군의 이전이다. 위탁급식으로 이전되고 있는 부분은 병원과 군대급식 시장이다. 병원급식은 입원환자식대 세부산정기준에 의해서 보험수가를 적용 받는다. 환자식은 일반식, 치료식, 멸균식, 분유로 구분하여 보험을 적용받으며, 식사 서비스의 질에 영향을 미치는 요소를 고려하여 가산금액을 부가하는 방식으로 운영된다. 여기서 식사 서비스의 질을 결정하는 요소는 영양사가산, 조리사가산, 선택식단 가산 및 직영가산에 필요한 인력 산정 기준으로 나누어지며, 올해 2월 1일부터 동 규정이 강화되었다. 환자식 보험수가를 추가적으로 적용 받기 위해서는 인력 충원이 이루어져야 하기 때문에 수익성이 낮은 병원시설은 직영급식을 운영하기에 점차 부담스러워지고 있는 것으로 판단된다. 이에 병원급식 시장은 점차 직영에서 위탁급식 시장으로 전환 될 가능성이 높은 것으로 전망된다.

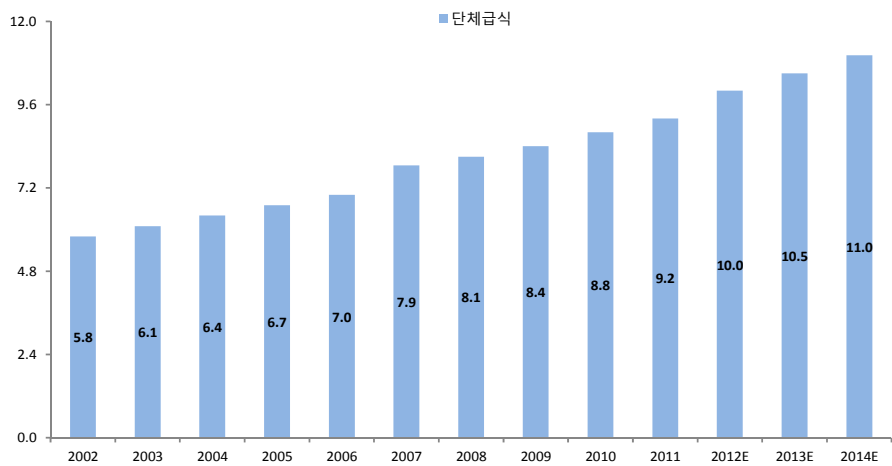
군대급식은 약 1.8조원 시장

군대급식 전환도 기대되는 부분이다. '11년 3월 삼성에버랜드는 군대급식 시범사업자로 선정되어 대구 공군 11전투비행단에 식자재 공급을 대행하였다. 이는 국방부의 군 급식에 대한 질 향상을 위해서 마련되었다. 국방부에 따르면 동일한 예산에도 불구하고 민간 업체의 노하우 활용에 따라 소속 장병의 74%가 식단에 만족하였고, 음식물 쓰레기 또한 전년 동기 대비 59% 감소한 것으로 나타났다. 현 시점에서 군대급식 개방 시점을 정확하게 언급할 수는 없지만 '군부대 운영 투명성 확보', '사병들의 먹거리 질 향상' 등 당면한 문제를 해결해야 한다는 점에서 위탁급식으로서의 전환 가능성은 높은 것으로 판단된다. 2010년 병력현황 기준을 근거로 관련 시장을 산정해보면 1.8조원으로 추정된다.

병원급식+군대급식 전환 시
‘현대그린푸드’ 수혜 예상

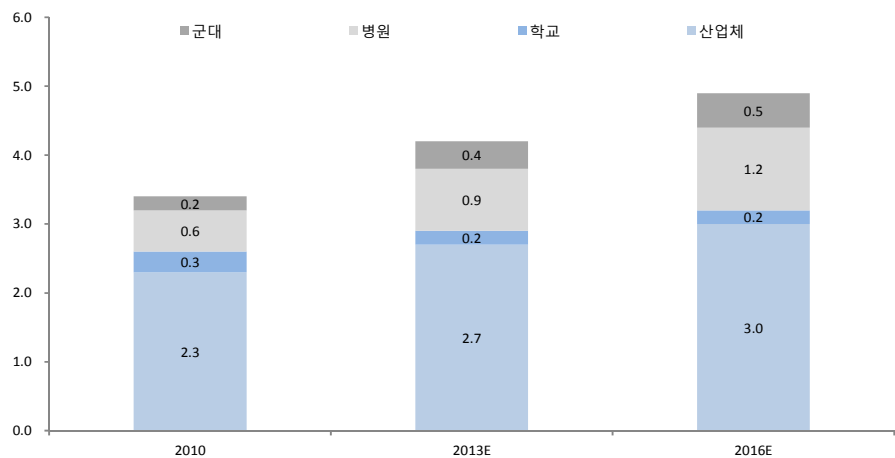
병원시장과 군대급식 시장 전환이 이루어질 경우 위탁급식 규모는 현재 2배 이상이 될 것으로 전망되어 관련업체들의 성장 가능성은 높은 것으로 판단된다. 위탁급식 성장에 가장 크게 수혜가 받을 것으로 예상되는 기업은 ‘현대그린푸드’이다. ‘12년 동사의 매출액 중 단체급식은 비중은 약 44.8%로 5,231억원(+15.3%, YoY) 기록하였다. 상장사 중 단체급식 매출액이 가장 크고 경쟁력 확대에 따라 업계 3위의 점유율을 견고히 지키고 있어, 산업확대에 따른 점유율 확보는 어렵지 않을 것으로 예상된다. ‘13년 현대그린푸드의 단체급식 매출액은 5,886억원(+12.5%, YoY)에 달할 것으로 보이며, 2020년에는 1조 1,102억원에 이를 전망이다.

도표 19. 단체급식 시장규모 추이 및 전망 (단위 : 조원)



자료: 업계자료, 언론, 흥국증권 리서치센터 추정

도표 20. 위탁급식 시장 추이 및 전망 (단위 : 조원)



자료: CJ프레시웨이, 흥국증권 리서치센터

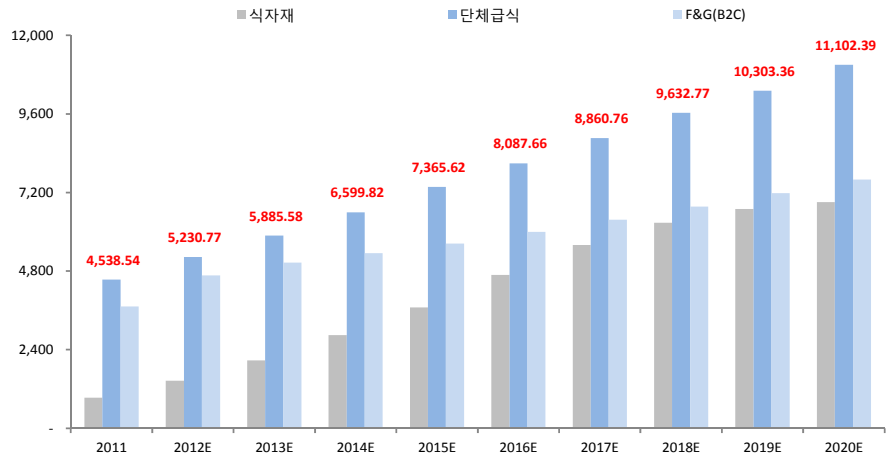
주 : 관련 시장규모 당 리서치센터와 차이 존재

도표 21. 보험수가 적용 기준이 점차 강화되고 있어 병원위탁급식 확대 가능성은 높은 것으로 판단

입원환자식대 세부산정기준	
일반식	* 일반식은 일반 상식(常食, general diet), 일반연식, 일반유동식 등이 해당, 한국인 영양섭취기준을 기본으로 하고, 1식당 4찬 이상(밥, 국 제외)을 제공하도록 함 * 1항의 규정에도 불구하고, 일반 상식에 해당하는 일품요리는 찬수를, 일반연식 및 일반유동식은 한국인 영양섭취기준 및 찬수를 예외로 할 수 있음
치료식질환	* 케톤식, 당뇨식, 신장질환식, 심장질환식, 간질환식, 체중조절식, 위궤제후식, 항응고제식, 저단백식, 연하보조식 등 기타 이에 준하는 식사
식사가산 기준	* 영양사가산, 조리사가산, 선택식단 가산 및 직영가산에 필요한 인력
식사가산 산정기준	(1) 환자식 제공업무를 주로 담당하는 인력 (2) 계약직의 경우 근무시간 등 근무 조건이 상근자와 동일하면서 3개월 이상 고용 계약을 체결한 경우에 1인으로 산정 (3) 시간제, 격일제 근무자 등의 경우 제외 (4) 영양사 및 조리사가 16일 이상 장기휴가시 동 기간 동안은 인력산정 대상에서 제외. 다만, 동 기간동안에 대체인력이 있을 경우는 산정 가능 (5) 영양사와 조리사의 2가지 면허를 가진 자는 한 가지 면허에 대해서만 산정 (6) 영양사 및 조리사 가산 등급 산정시 평균 인원수는 소숫점이하 절사 (7) 영양사, 조리사 가산은 환자에게 제공하는 식사규모와 관계없이 당해기관 소속 영양사, 조리사 수에 따라 산정가능

자료: 건강보험심사평가원, 흥국증권 리서치센터

도표 22. 현대그린푸드 단체급식 매출액은 지속적으로 성장할 전망 (단위 : 억원)



자료: 현대그린푸드, 흥국증권 리서치센터 추정

수익성에 대한 정확한 View가 필요

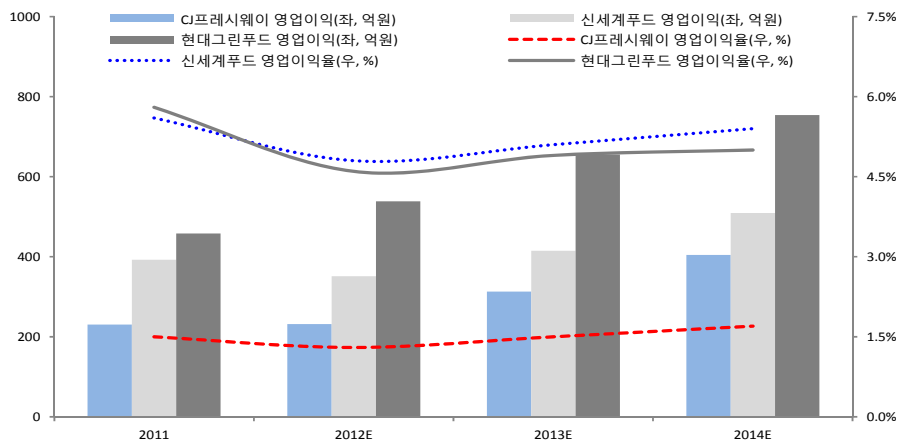
각 업체의 영업이익률 차이는 구조적 문제

Market Position에 따라서 마진을 차이 존재

식자재를 영위하는 유통회사들에서 가장 상이한 부분은 영업이익률 차이이다. 시장에서도 이러한 부분에 대해서 고민을 많이 하고 있으며, 단순 기업의 역량인지 아님 구조적인 차이에 의해서 나타나는 부분인지 이해하기란 쉽지 않다.

‘12년 상장사를 기준으로 영업이익률을 살펴보면, CJ프레시웨이 1.4%(잠정), 현대그린푸드 4.6%(잠정), 신세계푸드가 4.8%(추정), 대상베스트코 적자(추정)를 기록한 것으로 분석된다. 각 사의 영업이익률이 상이한 이유는 크게 3가지로, 1) 사업부문 매출비중 차이에 따른 영향, 2) SKU(Stock Keeping Unit) 차이, 3) Target Market의 차이 때문에 나타나는 것으로 분석된다. 업계에서는 식자재 유통경로에서 취득할 수 있는 상품마진율을 약 22~25% 수준으로 보고 있다. 그렇기에 영위하는 Market Position에 따라서 마진율 차이는 존재할 수 밖에 없다.

도표 23. 식자재 유통 3사(상장업체)의 영업이익률은 구조적 차이가 존재 (단위 : 억원, %)



자료: CJ프레시웨이, 현대그린푸드, 신세계푸드, 흥국증권 리서치센터 추정

CJ프레시웨이 : 낮은 영업이익률에도 불구하고 시장 포지션 긍정적

CJ프레시웨이는 업계 1위의 매출액에도 불구하고 가장 낮은 영업이익률을 기록하고 있다. 그러한 이유는, 1) 동사가 속해있는 시장 포지션이 대도매와 1차 도매 중간단계로 거래 규모가 큰 대신 상대적으로 마진율이 낮은 구조라는 점과, 2) 거래처가 빠르게 증가하는 가운데 SKU(Stock Keeping Unit)도 2만개에서 2.4만개로 증가하였기 때문이다. 동사의 식자재 유통 매출비중은 약 90%에 달하며, 그 중 마진율이 낮은 도매/원료유통 비중은 35.7%이다. 그리고 SKU도 경쟁업체(약 7~8천개)에 비해 압도적으로 많아 개별 상품 규모의 경제 실현에 이르기까지 다소 더딜 수 밖에 없는 구조이다.

현재 낮은 이익률에도 불구하고 동사의 Market Position은 긍정적이라 판단된다. 그러한 이유는 국내의 경우 한식/중식/일식 등 다수의 외식산업이 발달해 있어 다양한 SKU확보가 무엇보다 중요한 사항이 되고, 현재 동사가 영위하는 시장포지션이 기업간 거래를 하기에 규모 및 거래상대방 측면에서 가장 합리적이라 판단되기 때문이다. 또한, 외형매출에 대한 영업 효율성 측면에서도 기업형 업체가 영위하기에 효과적이라 생각된다.

현대그린푸드 : Target Market
유통경로 상대적으로 단순

현대그린푸드의 주요 매출액은 단체급식 부문과 단체급식에 식자재를 공급하는 부분이다. 단체급식은 통상적으로 영업이익률이 7% 수준으로 식자재 유통부문보다는 수익성이 높다. 또한 직영급식 및 일부 위탁급식장에 식자재를 공급하기 때문에 상대적으로 유통경로가 단순한 구조이다. 즉, 외식경로보다는 마진율이 좋은 유통경로이다. 중장기적으로 동 유통망이 시장규모가 크지 않아 외식경로 시장 진입에 대한 고민을 할 수 밖에 없다.

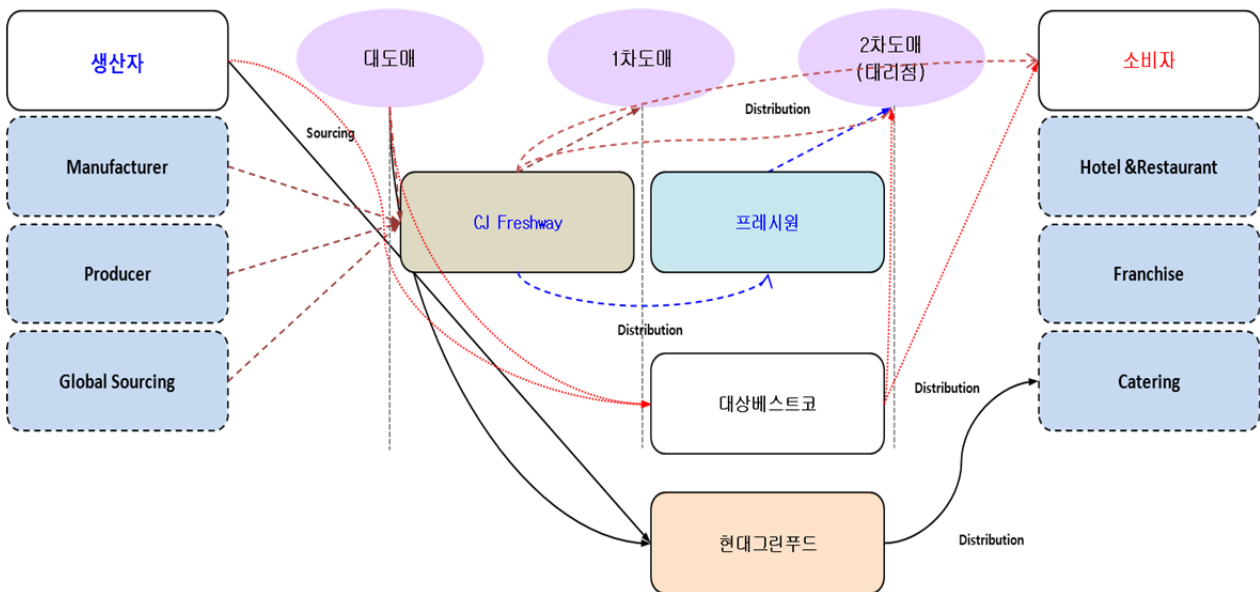
신세계푸드 : 소비자에게
직접적으로 연결되는 구조

신세계푸드의 주요 매출액은 단체급식과 이마트내 식자재를 공급하는 부분으로 상품소싱 후 소비자에게 직접적으로 연결되기 때문에 상대적으로 마진율이 높다. 또한, 외식사업장도 가지고 있어 전문 식자재 유통업체보다는 수익성이 좋은 것으로 분석된다.

대상베스트코 : 유통경로가
단순하고 운영비에 대한
부담이 상대적으로 적음

대상베스트코는 CJ프레시웨이와 동일한 시장이지만, C&C(Cash and Carry)를 병행하고 있다는 점에서 마진율이 높은 것으로 판단된다. 대상베스트코는 창고형물류센터와 식자재전문마트를 동시에 운영 중으로 주요 거래처가 대리점 및 음식점에 한정되어 있고 대형물류센터가 없어 운영비에 대한 부담이 상대적으로 낮은 것으로 분석된다. 하지만, 이는 중장기적으로 구매통합을 제한하는 요인이기 때문에 향후에는 대규모 물류센터를 건립할 가능성이 높아 보인다.

도표 24. 식자재 업체들의 도매유통 경로는 각각 차이가 존재



자료: 흥국증권 리서치센터

마진을 개선이 가능한 3가지 이유

현재 업체들이 기록하고 있는 이익률 수준이 적정하다고 판단하지는 않는다. 그러한 이유는 향후 규모의 경제 실현, 유통경로 축소, 구매통합, 규모의 경제 실현, 영업레버리지를 통해 개선될 여지가 높은 것으로 분석되기 때문이다.

1) 규모의 경제효과

규모확대 -> 개별 상품군
회전을 상승 -> 마진율 상승

규모의 경제에 따라 이익률 개선은 가능할 전망이다. 최소 수천가지 이상의 상품을 취급한다는 점은 각 품목에 대한 구매력 파워를 갖추기 힘들어 중간 도매를 통한 상품공급이 높다는 것을 의미한다. 각 업체들의 외형이 성장함에 따라 일부 상품군에서 도매유통 시장이 아닌 Direct Sourcing을 통한 구매가 증가하고 있다. 이는 유통단계 축소를 통해 마진율 개선을 가져올 수 있는 요소이다.

2) PB브랜드를 이용한 구매통합 증가

PB브랜드 증가

CJ프레시웨이는 현재 이츠웰(가공식품)과 프레시웨이(신선식품)를 통해 자사 PB브랜드를 공급하고 있다. PB브랜드는 상대적으로 마진율이 높아 동 상품 비중 증가에 따른 이익률 개선은 가능할 전망이다. CJ프레시웨이가 공급하는 PB브랜드 비중은 10% 미만으로 미미한 상태이다.

PB브랜드 증가는 규모의 경제 실현을 위해서는 반드시 필요한 사항이다. 국내의 경우 지역별로 선호하는 상품이 상이해 외형 증가에 비해 구매통합비율 상승은 상대적으로 더딘 경향을 가지고 있다. 중장기적으로 PB브랜드 확대는 각 지역이 가지고 있는 상품통합을 이루는 하나의 방법이며, 이에 따라 수익성은 개선될 여지가 높다. 글로벌 식자재 유통업체인 Sysco의 PB브랜드 비중은 60%로 알려져 있으며, 과거 PB브랜드 확대를 통해 이익률 신장을 달성하였다.

3) 시스템 변경을 통한 개선 가능성

시스템 변경에 따른 효과는
매우 클 것으로 기대

구매결제 시스템 변경을 통해서도 이익률 향상이 기대된다. 그러한 이유는 일부 품목에 대한 상품소싱이 1차 도매유통(청량리, 남대문 도매시장, 가락시장 등) 시장에 의존할 수 밖에 없기 때문이다. 현재 기업형 식자재 유통업체들은 대기업 위주의 시스템 처리를 고수하고 있어, 동일 상품을 더 비싼 가격으로 구매하고 있다. 즉, 구매결제 시스템 차이만을 조정하더라도 원가율 향상이 가능한 부분이다.

산업 특성상 일부 상품에 대한 소싱이 도매유통시장에서 이루어질 수 밖에 없다. 이에 식자재 유통업체에서는 관련 시스템 정비를 통한 이익률 개선 가능성에 대한 부분을 고려해야 할 것이다.

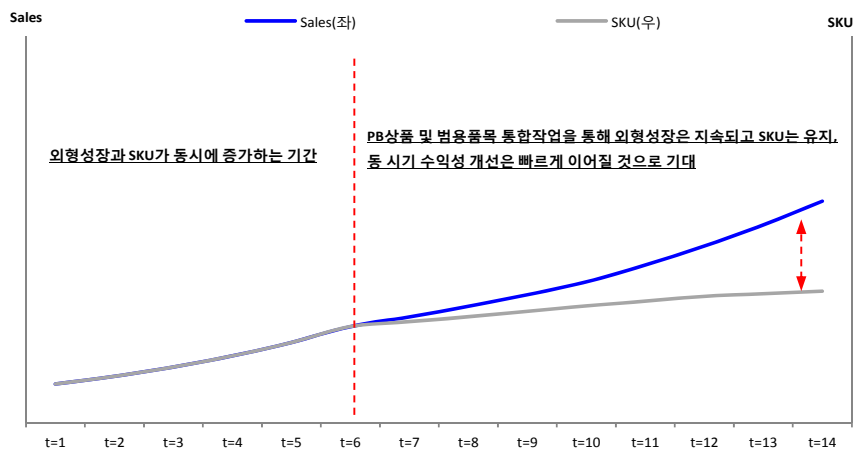
이외에도 외형성장에 따른 고정비 비중 감소(영업레버리지) 통해서도 이익률 개선은 가능할 것으로 판단된다.

도표 25. CJ프레시웨이의 이츠웰 PB브랜드, 현재는 10% 미만이지만 중장기적으로 동 비율은 점차 증가할 전망



자료: CJ프레시웨이, 흥국증권 리서치센터

도표 26. 구매통합비를 증가에 따라 SKU는 정제되고 외형은 성장, 동 시기 수익성 개선 기대



자료: 흥국증권 리서치센터

전략적 점검을 통한 중장기 성장주 찾기

서두에서 언급했듯이 각각의 기업들이 영위하는 시장은 상이해 전략적 방향을 검증하는 것이 무엇보다 중요한 사항이다. 이에 CJ프레시웨이, 현대그린푸드, 신세계푸드, 롯데삼강, 대상베스트코(대상 지분을 70% 보유)의 검증을 통해 중장기 성장 가능성에 대해서 판단할 것이다.

CJ프레시웨이의 유통망 확보는 지속

1) CJ프레시웨이 : 국내시장 안정화와 해외시장이라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있을 전망

CJ프레시웨이는 지난해 총 8개의 거점 유통망을 확보하면서 광역권을 커버할 수 있는 유통망 설립을 마무리하였다. '13년에는 로컬 유통망 안정화 작업과 동시에 소규모 유통망을 확보함으로써 전국을 아우를 수 있는 유통망 세밀화 작업에 주력할 방침이다. 동사는 2017년까지 소규모 유통망 18개 출점을 계획하고 있으며, 이를 통해 기존에 커버하지 못했던 지역까지 확보할 것으로 기대된다.

'13년 수익성 개선에 집중

수익성 개선에도 박차를 가할 전망이다. 우선적으로 1) 현지구매 확대를 통해 유통 구조를 단순화 시킬 예정이며, 2) 기존 거래선을 거치지 않고 공급할 수 있는 시장을 공략함으로써 마진을 개선을 모색할 방침이다. CJ프레시웨이는 해외시장 진출에서도 긍정적 효과를 가져올 것으로 기대된다. 동사는 지난해 중국 청도법인 설립과 중국 단체급식 업체 인수합병을 통해 해외시장에 진출하였다. 지난해 관련 매출액은 약 100억원 수준으로 파악되며, 올해에는 1,000억원 이상의 외형매출 달성이 가능할 것으로 전망된다. 뿐만 아니라 그룹사 해외시장 진출에 따른 안정적인 Captive 물량 확보도 가능할 것으로 보여 해외시장 진출은 한 단계 Level-Up 할 수 있는 기회가 될 것이다.

'13년 현대그린푸드 단체급식 역량강화에 집중

2) 현대그린푸드 : 기존사업 역량 강화와 해외시장 진출 가속화 기대

'13년에도 현대그린푸드는 단체급식 사업역량 강화에 집중할 것으로 보인다. 위탁급식 시장이 확대되고 있고, 빅 3체제로 전환되는 시기에 있는 만큼 신규산업 진입 시기는 다소 늦추어질 것으로 판단된다. 동사는 2014년까지 식품제조회사 인수를 통해 종합식품회사로 전환하려는 계획을 가지고 있었다. 약 2,000억원에 달하는 현금을 가지고 있다는 점에서 합병을 통한 시장진입 가능성을 점쳤다.

하지만, 주요 경쟁사인 아워홈이 시장 진출 이후 뚜렷한 성과를 보이지 못하고 있다는 점에서 시장진입 속도를 내기에는 어려울 것으로 보여진다. 다만, '13년 현대백화점그룹이 외형성장에 주력하려는 스탠스 변화가 있었던 만큼 연말을 기점으로 전략적 변화가 나타날 가능성을 배제할 수는 없다.

당 센터에서 생각하는 변화는, 1) 범현대 관계사를 통한 해외시장 진출 가속화 전략과, 2) 기존전략에 따라 식품제조회사를 인수하는 방안이다. 당사에서는 경쟁업체 사례에서와 같이 식품제조회사로의 전환에 따른 수익성 확보가 생각보다 쉽지 않다는 점에서 해외시장 진출을 가속화 시키는 것이 바람직할 것으로 판단하고 있다.

3) 신세계푸드 : 그룹내 매출 증가가 이루어지지 않는 한 성장성 확보 쉽지 않을 전망

매출경로의 다변화가 시급

신세계푸드의 식자재 유통사업부 주요 매출경로는 그룹사로 동 부문의 성장성 확보가 이루어지지 않는 한 경쟁력을 갖추기 힘든 구조이다. 또한, 공급하는 상품이 이마트 해외식품 및 HMR, PB상품(B2C)이라는 점에서, 외형성장이 경쟁력 상승으로 이어지는 선순환 구조는 아니었던 것으로 분석된다.

적자 사업부 정리에 따라 경쟁력 약화

동사는 이에 신규 외식브랜드의 적극적 출점과 이마트내 푸드홀 입점을 통해 전체적인 볼륨을 늘리자 노력하였다. 이를 통해 B2B 상품 경쟁력을 높여 일반사 부문에서 외형성장을 이루려 했던 것으로 판단된다. 또한, 이러한 과정에서 외식부문 적자 사업부 정리를 통해 이익률 개선에 주력하였다. 하지만, 이는 전 사업부문 외형성장을 저하시키는 요인으로 작용하여 전체적으로 부정적 효과를 가져온 것으로 분석된다.

수익성 관리보다는 외형확대가 시급한 시점

당사에서 판단하기에 신세계푸드는 수익성 관리보다 외형확대에 집중해야 할 시점으로 보고 있다. 그러한 이유는 동사가 영위하고 있는 Target Market 특성 상 외형확대가 경쟁력 확대로 이어지기란 쉽지 않은 구조이기 때문이다. 동사의 식자재 유통사업부는 할인점에 외식식품 및 일부의 가공품만을 납품하기 때문에 태생적인 한계가 있다. 이에 신세계푸드는 그룹사 유통망을 통한 성장전략과 더불어 일반사 경쟁력 확대에 집중하는 것이 필요하다. 단계적으로는 그룹사를 통한 성장이 선행되어야 하지만 취급품목 다변화 및 타 유통채널망 확대를 모색하는 것이 대안이 될 것이다.

4) 롯데삼강 : 매입규모 확대와 더불어 롯데햄 유통망을 이용하는 것이 바람직

롯데삼강 HMR 시장을 적극적으로 공략

롯데삼강은 후레쉬델리카를 이용한 HMR(Home Meal Replacement)시장을 적극적으로 공략할 예정이다. 중장기적으로 FS(Food Service)를 바탕으로 CK(Central Kitchen)를 연계한 전략적 모델 구축에 집중하는 것으로 판단된다. 현재 LFD(Lotte Fresh Delica)에서 생산하고 있는 SKU(Stock Keeping Unit)는 약 70여가지로 Capex 투자 및 품목 수 확대가 선행되어야 하는 부분을 가지고 있다. 롯데삼강은 내부적으로 HMR 시장규모를 약 5조원으로 추산하고 있으며, 이중 라면 및 기타 제조가공품목을 제외할 경우 약 2.8조원으로 추정하고 있다.

단기적으로 HMR을 통한 식자재 유통부문 성장은 제한될 전망

롯데삼강은 HMR제품을 중심으로 그룹사내 CVS(세븐일레븐), 롯데마트, 롯데백화점 등의 채널을 이용해 외형확대를 모색하려는 성장전략을 가지고 있다. 하지만, 현재 HMR 채널망이 그룹사를 제외할 경우 미미하고 기존 식자재 사업보다 대규모 Capex가(아워홈 3년, 3,000억원) 요구된다는 점에서 단기간의 실적 성장은 제한될 전망이다. 현재 1인 가구수 증가 및 음식점 반가공식품 사용빈도 증가에 따라 산업화 트렌드는 HMR Market으로 구조적 재편이 나타나고 있는 것은 사실이다. 하지만, 이 중 동사가 진입하기 어려운 이마트(신세계푸드) 및 홈플러스(삼성에버랜드) 등의 시장을 제외할 경우 시장규모가 크지 않아 성장성을 확보하기란 쉽지 않을 것으로 판단된다. 또한, 규모의 경제를 실현하기 위한 내부 매출액이 경쟁사 대비 크지 않다는 점에서 원가 경쟁력 확보도 단기간에 이루어내기는 쉽지 않을 전망이다.

그룹사 매출확대에 우선적으로 주력

롯데삼강은 롯데리아에 원재료를 공급하고 있는 것으로 알려져 있다. Captive Volume은 2,400 ~ 2,800억원에 달할 것으로 추정되며, 지난해 약 850억원에 매출이 발생하였다는 점에서 추가적인 여력은 남아 있는 것으로 분석된다. 롯데삼강은 우선적으로 그룹사 공급을 증가시키고 단체급식 사업확장을 통해 규모의 경제를 달성시키는 것에 주력해야 할 것이다. 또한, 롯데햄 유통경로를(B2C) 이용해 HMR 시장확대에 주력하는 전략을 선행하는 것이 바람직한 것으로 분석된다.

5) 대상베스트코 : C&C(Cash & Carry)와 C&D(Cash & Delivery)를 접합한 대상베스트코

추가적인 유통망 확대로 성장성 모색

대상베스트코는 대상그룹의 식자재 유통을 담당하고 있는 계열사로 (주대상이 지분 70%, 임창욱 회장을 포함한 직계가족 일가가 30%의 지분을 가지고 있다. 대상베스트코는 비기업형 식자재 유통시장 선점을 위해 적극적인 영업활동을 영위하고 있으며, 향후 추가적인 유통망 진출로 성장성을 모색할 예정이다.

비기업형 시장에 성공적 안착

대상베스트코는 기존 식자재 유통업체들과 달리 비기업형 식자재 유통시장에 진출한 성공하였다. 진출 시점은 전자세금계서서 의무화가 시행되었던 2011년으로 가격 경쟁력이 높아지는 시기를 적기로 판단하였다. 대상베스트코는 상대적으로 경쟁이 치열하고 유통구조가 복잡한 대도매시장 대신 유통구조를 단순화 시킬 수 있는 도매시장을 타겟으로 하였다. 또한, 원활한 현금창출과 비기업형 식자재 유통시장을 공략하기 위해 약 250평 규모의 마트형 모델을 채택하여, 기존 물류형에 추가적인 비즈니스 모델을 첨부하였다.

'12년 기준 42개 점포 확보

대상베스트코의 기본적인 모델은 점포 출점이다. 마트와 물류센터를 적절히 결합해 현지에서 적합한 방식으로 출점을 한다. '12년 기준 총 42개의 점포 및 물류센터를 가지고 있으며, 매출액은 약 4,200억원으로 파악된다. 마트형 모델은 소비자가 직접 구매하기 때문에 유통경로가 간소하고 물류센터의 경우에도 식자재를 음식점에 다이렉트로 공급하고 있어 수익성은 경쟁업체 대비 높은 편이다.

**'13년 매출액 6,800억원,
당기순이익 흑자 전환 예상**

대상베스트코는 중장기적으로 점포출점을 계획하고 있지만, 중상과의 마찰로 인해 출점 스케줄을 늦춘 상태이다. 하지만, 앞서 언급했듯이 외식자영업자들의 수익성을 올려주기 위해서는 유통경로를 간소화 시킬 수 있는 기업들의 역할이 절실하다. **일부 식자재 유통업자들과의 마찰은 공동구매를 통한 식자재 대행구매 및 대상베스트코와 연계한 사업모델 창출 등 상생할 수 있는 방법론을 모색하고 있어 출점 재개 가능성은 높은 것으로 판단된다.** 다만, 1분기 이후 출점 재개 여부를 보고 그 속도를 가늠하는 것이 맞을 것으로 분석된다. **'13년 대상베스트코 매출액은 6,800억원(+61.9%, YoY), 당기순이익 흑자 전환이 가능할 것으로 추정되며,** 지난해 월 매출액 수준을 감안할 때 충분히 달성 가능할 전망이다.

도표 27. 2011년 대상베스트코 결합 대상 기업 및 2013년 가이던스

(단위 : 백만원)

종속기업	자산	부채	자본	매출액	당기순이익 (손실)	총포괄이익 (손실)
PT JICO AGUNG	30,292	19,004	11,288	131,186	1,950	2,121
MIWON VIETNAM CO.LTD.	67,300	39,816	27,484	94,147	-4,025	-4,025
DAESANG AMERICA,INC	10,017	8,876	1,141	32,902	21	21
DAESANG H.K LTD	17,314	25,078	-7,764	103,222	906	906
(주)복음자리	17,016	6,402	10,614	26,134	1,845	1,836
대상에프앤에프(주)	156,618	98,374	58,244	259,069	-7,624	-7,217
PT MIWON INDONESIA	87,194	63,377	23,817	145,930	7,878	7,137
CHLORELLA SUPPLY CO.,LTD	6,440	1,513	4,927	15,392	90	90
DAESANG JAPAN INC	41,433	38,029	3,404	99,338	1,851	1,851
대상베스트코(주)	105,458	25,968	79,490	8,156	-613	682
신안천일염(주)	9,102	7,919	1,183	5,012	-167	-167
PT ANEKA BOGA NUSANTARA	5,775	1,334	4,441	15,321	751	755
DAESANG EUROPE B.V	7,456	6,119	1,337	35,522	292	292
대상(북경)식품유한공사	5,966	1,774	4,192	7,556	172	172
전진덕풍식품유한공사	9,019	3,471	5,548	10,461	18	18
MAMIWON(M)SDN BHD	209	20	189	-	-15	-15
(주)신다물유통	3,731	2,977	754	18,083	547	547
(주)우덕식품	7,594	8,042	-448	17,688	-545	-545
(주)에이메스푸드서비스	8,934	8,775	159	18,427	-30	-30
(주)푸드앤푸드시스템	2,676	2,695	-19	5,847	3	4
정정식품(주)(구·정정물류시스템(주))	10,973	11,668	-695	24,458	-694	-693
한일마트(주)	1,951	2,091	-140	6,147	-113	-111
극동물류푸드(주)	5,386	6,256	-870	27,141	-914	-914
쌍타중합유통(주)	9,017	9,290	-273	21,493	-471	-464
정정식품(주)	3,844	3,726	118	8,726	71	71
한미중합식품(주)	1,997	1,903	94	3,265	46	46
중부식자재(주)	2,752	2,916	-164	3,835	-213	-213
배추벌레(주)	4,334	4,601	-267	5,422	-316	-316
송정유통(주)	2,241	2,382	-141	5,327	-189	-189
대한식자재(주)	867	730	137	5,379	88	88
만세중합유통(주)	2,815	3,031	-216	3,291	-265	-265
(주)에프에프에스	5,661	5,458	203	17,518	153	153
한려중합식품(주)	1,757	1,836	-79	1,802	-128	-128
2011년 대상베스트코				매출액	당기순이익	
2012년 대상베스트코				202,005	(3,583)	
2013년 대상베스트코 가이던스				420,000	(5,000)	
				680,000	8,000	

자료: 대상, 흥국증권 리서치센터

주 : 2012년 청정식품을 제외하고 합병 마무리

도표 28. CJ프레시웨이 실적추정 Table

(단위 : 백만원, %)

CJ freshway	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12P	2011	2012E	2013E	2014E
Total Sales	365,995	337,917	385,968	425,635	420,994	428,724	448,009	462,045	1,515,515	1,759,772	2,072,257	2,359,334
YoY, %	92.4	60.1	67.0	36.7	15.0	26.9	16.1	8.6	60.6	16.1	17.8	13.9
_ (식자재 유통)	328,655	297,180	346,700	381,051	380,957	384,739	403,450	415,906	1,353,586	1,585,052	1,870,265	2,125,160
① 외식/급식	160,802	170,622	167,521	174,434	164,118	179,210	172,685	171,004	673,379	687,017	740,926	811,822
② 유통선진화	18,505	22,178	34,671	48,129	53,066	59,934	68,807	87,879	123,483	269,686	418,039	503,812
③ 특판/원료유통	149,348	104,380	144,509	158,488	163,773	145,595	161,958	157,023	556,725	628,349	711,301	809,526
_ (단체급식)	37,340	40,737	39,268	44,584	40,037	43,985	44,559	46,139	161,928	174,720	201,992	234,174
COGS	337,666	309,830	359,228	391,667	391,908	394,786	415,858	426,259	1,398,391	1,628,811	1,923,858	2,191,628
매출총이익	28,329	28,087	26,740	33,968	29,086	33,938	32,151	35,786	117,123	130,961	148,399	167,707
영업이익	4,111	5,537	5,634	7,750	4,123	8,101	4,593	6,339	23,032	23,156	31,303	40,451
영업이익률(YoY, %)	1.1%	1.6%	1.5%	1.8%	1.0%	1.9%	1.0%	1.4%	1.5%	1.3%	1.5%	1.7%

자료: CJ프레시웨이, 흥국증권 리서치센터 추정

도표 29. 현대그린푸드 실적추정 Table

(단위 : 백만원, %)

Hyundai GreenFood	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12P	2011	2012E	2013E	2014E
Sales	125,939	141,689	271,276	256,600	286,853	270,724	316,900	293,589	795,504	1,168,066	1,324,889	1,509,981
YoY, %	22.3	11.4	18.3	15.5	127.8	91.1	16.8	14.4	16.5	46.8	13.4	14.0
_ (식자재 유통)	20,055	23,238	23,900	26,500	30,140	34,921	37,400	43,089	93,693	145,550	207,717	284,907
_ (단체급식)	99,284	109,651	119,019	125,900	120,453	123,597	138,900	140,127	453,854	523,077	588,558	659,982
_ (F&G B2C)	-	-	105,751	94,800	131,060	106,006	134,700	104,470	200,551	476,236	505,601	534,814
_ (IT사업)	6,600	8,800	22,606	9,400	5,200	6,200	5,900	5,903	47,406	23,203	23,014	30,277
COGS	108,852	118,724	121,500	132,500	108,852	118,991	232,866	220,896	481,576	681,604	1,136,172	1,299,839
매출총이익	17,087	22,965	38,410	35,705	44,984	41,157	43,704	40,200	114,167	170,044	188,717	210,142
영업이익	9,103	15,190	10,906	10,600	16,291	14,709	12,224	10,648	45,800	53,872	65,517	75,404
영업이익률(YoY, %)	7.2%	10.7%	4.0%	4.1%	5.7%	5.4%	3.9%	3.6%	5.8%	4.6%	4.9%	5.0%

자료: 현대그린푸드, 흥국증권 리서치센터 추정

도표 30. 신세계푸드 실적추정 Table

(단위 : 백만원, %)

ShinsegaeFood	1Q 11	2Q 11	3Q 11	4Q 11	1Q 12	2Q 12	3Q 12	4Q 12E	2011	2012E	2013E	2014E
Total Sales	169,416	184,866	170,918	173,013	177,024	188,999	180,627	178,350	698,213	725,000	812,599	950,891
YoY, %	23.4	11.0	8.7	9.8	4.5	2.2	5.7	3.1	12.9	3.8	12.1	17.0
_ (식자재 유통)	86,777	91,765	83,131	70,758	94,537	99,623	93,255	87,585	332,431	375,000	445,358	544,287
_ (단체급식)	64,071	71,317	66,625	86,348	66,564	71,939	68,674	67,823	288,361	275,000	755,507	817,606
_ (외식사업부)	15,983	19,090	18,233	13,024	13,341	14,746	14,977	31,936	66,330	75,000	80,603	106,134
_ (물류유통)	2,585	2,694	2,929	2,883	2,582	2,691	3,721	2,481	11,091	11,475	10,409	12,852
COGS	147,251	156,762	143,268	145,735	150,349	158,497	150,492	150,527	593,017	609,866	683,571	799,900
매출총이익	22,165	28,104	27,650	27,278	26,675	30,502	30,135	27,823	105,196	115,134	129,028	150,991
영업이익	6,929	11,406	9,983	10,933	7,821	10,577	8,903	7,846	39,252	35,147	41,492	50,928
영업이익률(YoY, %)	4.1%	6.2%	5.8%	6.3%	4.4%	5.6%	4.9%	4.4%	5.6%	4.8%	5.1%	5.4%

자료: 신세계푸드, 흥국증권 리서치센터 추정

도표 31. ㈜프레시원 : B2B상품만을 취급



자료: 흥국증권 리서치센터

도표 32. ㈜프레시원 : 약 2,000평 규모로 약 7~8천개의 SKU 취급



자료: 흥국증권 리서치센터

도표 33. ㈜프레시원 : 냉동 및 냉장시스템 구비



자료: 흥국증권 리서치센터

도표 34. ㈜프레시원 : 다수의 차들이 한꺼번에 이용할 수 있는 공간 마련



자료: 흥국증권 리서치센터

도표 35. C&C 시장을 공략하기 위한 대상베스트코 식자재 전문마트



자료: 대상베스트코 대전 오정점, 흥국증권 리서치센터

도표 36. 주변지역 음식점을 Target으로 B2B용 상품을 취급



자료: 대상베스트코 대전 오정점, 흥국증권 리서치센터

도표 37. C&C 시장을 공략하기 위한 대상베스트코 식자재 전문마트



자료: 대상베스트코 대전 오정점, 흥국증권 리서치센터

도표 38. 마트 뒷편에 식자재를 보관할 수 있는 공간 확보



자료: 대상베스트코 대전 오정점, 흥국증권 리서치센터

도표 39. 대상베스트코 건어물 코너



자료: 대상베스트코 대전 오정점, 흥국증권 리서치센터

도표 40. 대상베스트코 해외소싱 상품



자료: 대상베스트코 대전 오정점, 흥국증권 리서치센터

도표 41. 수산물 코너



자료: 대상베스트코 대전 오정점, 흥국증권 리서치센터

도표 42. 마트내 1차 식품판매 공간 확보



자료: 대상베스트코 대전 오정점, 흥국증권 리서치센터

CJ프레시웨이(051500)

BUY(유지)

남성현(유통)

6933-7194

gone267@heungkuksec.co.kr

목표주가	46,000원(유지)
현재주가(03/08)	34,300원
액면가	1,000원
52주 최고가(보통주)	44,700원
최저가(보통주)	19,500원
KOSPI(03/08)	2,006.0p
KOSDAQ(03/08)	543.1p
자본금	108억원
시가총액	3,715억원
발행주식수(보통주)	1,083만주
(우선주)	0만주
60D 일평균 거래량	2만주
60D 일평균 거래대금	6억원
유통주식비율(보통주)	47.6%
외국인 보유비중(보통주)	14.1%
주요주주 : 씨제이(주) 외	52.4%
EFG PRIVATE BANK SA	12.0%

'13년 성장과 더불어 수익성 개선도 기대

■ '13년 외형성장세 이어질 전망

CJ프레시웨이는 지난해 전방산업 둔화에도 불구하고 신 유통사업부 성장에 힘입어 +16.1%의 성장세를 기록하였고, 4분기 회계기준 변경에 따른 부분을 감안할 때 실질 성장률은 +17.4%에 달하는 것으로 분석된다.

이러한 성장세는 '13년에도 이어질 전망이다. 그러한 이유는 1) 로컬지역과 연계한 유통만 확보가 마무리 됨에 따라 기존에 커버할 수 없었던 유통망까지 영역확대가 이루어졌고, 2) 해외사업 진출에 따른 성장 가능성이 높은 것으로 기대되며, 3) 유통선진화 사업부 효율화 작업을 진행할 예정이며, 4) 수익성 개선 작업에 따라 이익성장이 가능할 것으로 예상되기 때문이다.

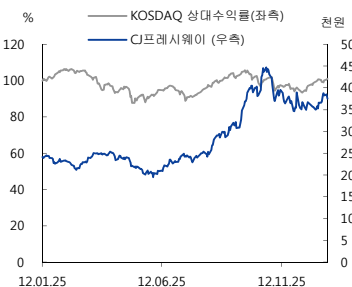
■ 전방산업 둔화에도 시장환경 변화는 우호적인 요소

지난해부터 이어져오고 있는 전방산업 둔화흐름은 1분기에도 이어질 전망이다. 단기적으로 기존 경로 매출 둔화로 이익성장이 제한될 것으로 판단되고, 인력충원에 따른 관공비 증가로 고정비 비중이 높아질 것으로 예상되기 때문이다. '12년 4분기 외식업경기지수는 68.84로 가장 낮은 수치를 기록하였다. 또한, '13년 1분기 미래외식업경기지수도 72.64를 기록하고 있어 외식산업 회복을 낙관하기란 쉽지 않다. 하지만, 외식업장의 대형화 추세와 베이비붐 세대 은퇴에 따른 외식프랜차이즈 산업성장 가능성이 높다는 점에서 시장환경은 우호적으로 변화하고 있어 긍정적이라 판단된다.

■ 식자재 유통 최선호주, 투자의견 BUY, 목표주가 46,000원 유지

CJ프레시웨이를 식자재 유통 최선호주로 제시하면, 투자의견 및 목표주가는 기존 의견을 유지한다. 동사는 국내사업부 성장과 함께 해외사업 성공 가능성이 높은 만큼 중장기적으로 상승여력은 가장 높은 것으로 판단된다.

KOSPI대비 상대수익률 (1년)



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.2%	19.7%	61.8%
상대주가	1.6%	12.6%	59.6%

표1. CJ프레시웨이- 영업실적 및 투자지표 요약

결산월	매출액 (십억원)	증가율 (%)	영업이익 (십억원)	발표영업이익마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS원 (원)	증가율 (%)	P/E (배)	P/CF (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010.12	944	27.2	11	1.1	9	871	20.3	13.4	8.4	1.3	11.3	11.0
2011.12	1,512	60.2	23	1.6	15	1,398	60.6	17.9	12.4	2.5	10.9	15.8
2012.12(E)	1,760	16.4	25	1.3	9	857	-38.7	42.8	19.5	2.8	16.9	7.7
2013.12(E)	2,072	17.8	31	1.5	23	2,110	146.3	16.3	9.8	2.1	11.4	14.4
2014.12(E)	2,359	13.9	40	1.7	30	2,783	31.9	12.3	8.0	1.7	9.2	15.2

자료: CJ프레시웨이, 흥국증권 리서치센터 추정

- 당사는 보고서 작성일 현재 상기 종목에 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 남성현)

도표 2. CJ프레시웨이 실적 추정 Table

(단위 : 백만원, %)

CJ Freshway Forecasting	2011 1Q	2011 2Q	2011 3Q	2011 4Q	2011	2012 1Q	2012 2Q	2012 3Q	2012 4Q	2012E	2013E	2014E
Total Sales	365,995	337,917	385,968	425,635	1,515,515	420,994	428,724	448,009	462,045	1,759,772	2,072,257	2,359,334
% YoY	92.4	60.1	67.0	36.7	60.6	15.0	26.9	16.1	8.6	16.1	17.8	13.9
-(식자재 유통)	328,655	297,180	346,700	381,051	1,353,586	380,957	384,739	403,450	415,906	1,585,052	1,870,265	2,125,160
% YoY	113.1	69.9	78.5	39.9	70.1	15.9	29.5	16.4	9.1	17.1	18.0	13.6
-대리점+외식사업부(①+②)	160,802	170,622	167,521	174,434	673,379	164,118	179,210	172,685	171,004	687,017	740,926	811,822
% YoY	51.5	47.2	42.6	38.5	44.7	2.1	5.0	3.1	(2.0)	2.0	7.8	9.6
-유통선진화(프레시원)	18,505	22,178	34,671	48,129	123,483	53,066	59,934	68,807	87,879	269,686	418,039	503,812
% YoY	267.7	304.5	321.6	277.3	292.1	186.8	170.2	98.5	82.6	118.4	55.0	20.5
-도매+원료유통(③+④)	149,348	104,380	144,509	158,488	556,725	163,773	145,595	161,958	157,023	628,349	711,301	809,526
% YoY	247.1	95.2	111.0	18.6	86.4	9.7	39.5	12.1	(0.9)	12.9	13.2	13.8
-(단체급식)	33,425	36,322	39,268	41,375	150,389	40,037	43,985	44,559	46,139	174,720	201,992	234,174
% YoY	9.0	13.6	21.7	16.6	15.3	19.8	21.1	13.5	11.5	16.2	15.6	15.9
⑤ 단체급식	33,425	36,322	39,267.5	41,374.6	150,389	40,037	43,985	44,559.0	46,139.0	174,720	201,992	234,174
% YoY	9.0	13.6	21.7	16.6	15.3	19.8	21.1	13.5	11.5	16.2	15.6	15.9
매출원가	337,665.6	309,830.5	359,228.3	391,666.8	1,398,391.1	391,908.0	394,786.2	415,858.0	426,259.0	1,628,811.2	1,923,858.1	2,191,627.7
매출총이익	27,667.9	31,535.7	30,249.7	33,967.8	123,421.1	29,086.0	33,937.8	32,151.0	35,786.0	123,720.0	148,399.0	167,706.5
판매 및 일반관리비	23,709.6	24,244.9	24,480.9	27,113.6	99,548.9	25,141.0	25,602.3	28,000.0	29,447.0	108,190.3	117,095.6	127,255.9
영업이익(K-IFRS)	4,110.5	5,537.1	5,634.1	7,750.0	23,032	4,122.6	8,101.3	4,593.0	7,839.0	24,656	35,318	44,674
영업이익(K-GAPP)	3,958.4	7,290.8	5,768.8	6,854.2	23,872	3,945.0	8,335.5	4,151.0	6,339.0	22,770	31,303	40,451
영업이익률(%)	1.1%	1.6%	1.5%	1.8%	1.5%	1.0%	1.9%	1.0%	1.4%	1.4%	1.5%	1.7%
금융수익	189	867	243	241	1,540	428	1,038	1,316	927	3,708	4,208	4,308
금융원가	(752)	(563)	(777)	(1279)	(3,371)	(1,509)	(3,276)	(3,992)	(3,516)	(12,292)	(9,292)	(9,240)
기타영업외손익	(0.9)	(137.0)	(0.3)	(672.2)	(810.4)	(280.7)	(202.3)	(127.7)	(148.5)	(759.2)	(184.3)	(184.3)
법인세비용차감전순이익	3,546	5,704	5,100	6,040	20,390	2,761	5,661	1,790	1,817	12,028	30,049	39,558
법인세비용	(861)	(1,426)	(1,205)	(1,830)	(5,322)	(500)	(1,201)	(288)	(735)	(2,723)	(7,212)	(9,494)
법인세율(Tax Rate, %)	24.3%	25.0%	23.6%	30.3%	26.1%	18.1%	21.2%	16.1%	40.5%	22.6%	24.0%	24.0%
당기순이익	2,685	4,278	3,895	4,210	15,068	2,261	4,460	1,502	1,082	9,305	22,837	30,064

자료: CJ프레시웨이, 흥국증권 리서치센터 추정

도표 3. CJ프레시웨이- 재무상태표 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	199.1	248.9	299.7	356.4	408.3
현금 및 현금성자산	2.3	2.9	3.3	21.1	29.2
매출채권 및 기타채권	127.4	137.6	156.0	173.4	197.4
재고자산	55.0	92.0	114.4	134.7	153.4
기타유동자산	12.8	13.5	11.9	13.2	14.3
비유동자산	105.3	155.5	359.7	420.5	468.4
관계기업투자등	1.5	6.0	41.0	41.0	41.0
유형자산	37.5	55.3	177.6	192.9	217.1
무형자산	5.4	5.5	5.5	5.6	5.6
자산총계	304.4	404.4	659.3	776.9	876.7
유동부채	165.1	267.7	442.1	521.0	577.2
매입채무 및 기타채무	145.0	212.2	299.2	373.0	424.7
단기금융부채	2.5	34.4	114.8	114.8	114.8
기타유동부채	17.6	21.0	28.2	33.2	37.7
비유동부채	50.2	35.2	76.9	79.8	80.2
장기금융부채	46.9	30.0	69.8	73.0	73.0
기타비유동부채	0.4	0.4	1.2	0.4	0.4
부채총계	215.4	302.8	519.0	600.7	657.4
자배주주지분	89.0	101.6	140.3	176.2	219.3
자본금	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
자본잉여금	51.7	52.0	50.0	50.0	50.0
이익잉여금	32.9	45.3	52.5	73.2	101.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	89.0	101.6	140.3	176.2	219.3

도표 4. CJ프레시웨이- 포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	943.9	1,511.6	1,759.8	2,072.3	2,359.3
매출원가	854.4	1,388.2	1,628.8	1,923.9	2,191.6
매출총이익	89.5	123.4	131.0	148.4	167.7
매출총이익률(%)	9.5	8.2	7.4	7.2	7.1
판매비와관리비	79.6	99.5	108.2	117.1	127.3
조정영업이익	9.9	23.9	22.8	31.3	40.5
조정영업이익률(%)	1.1	1.6	1.3	1.5	1.7
발표영업이익	10.6	23.0	24.7	31.3	40.5
비영업손익	-0.1	-2.6	-12.7	-1.3	-0.8
순금융손익	-0.9	-1.4	-4.8	-2.9	-0.5
외환관련손익	3.6	-0.2	0.1	0.2	0.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	9.8	20.4	12.0	30.0	39.6
세전계속사업이익률(%)	1.0	1.4	0.7	1.5	1.7
계속사업법인세	-0.4	-5.3	-2.7	-7.2	-9.5
계속사업이익	9.4	15.1	9.3	22.8	30.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	9.4	15.1	9.3	22.8	30.1
순이익률(%)	1.0	1.0	0.5	1.1	1.3
지배주주	9.4	15.1	9.3	22.8	30.1
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	8.4	13.4	24.5	38.0	45.3
지배주주	8.4	13.4	24.5	38.0	45.3
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

도표 5. CJ프레시웨이- 현금흐름표 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동으로 인한 현금흐름	-45.8	44.7	77.7	70.2	56.4
당기순이익(손실)	9.4	15.1	9.3	22.8	30.1
비현금수익비용가감	10.2	18.3	-2.1	23.6	26.6
유형자산감가상각비	5.0	6.3	11.0	14.6	15.8
무형자산상각비	0.5	0.4	0.1	0.5	0.5
기타	-3.3	-4.9	17.3	1.4	-0.5
영업활동으로 인한 변동	-65.4	11.3	78.3	31.0	9.1
매출채권 및 기타채권	-56.0	-11.6	12.5	-17.3	-24.0
재고자산	-25.4	-37.1	38.0	-20.3	-18.7
매입채무 및 기타채무	21.0	67.1	30.7	73.8	51.7
법인세납부	0.0	0.0	-7.7	-7.2	-9.5
투자활동으로 인한 현금흐름	-18.1	-58.4	-207.6	-48.8	-41.4
유형자산처분(취득)	-13.2	-14.0	-119.5	-30.0	-40.0
무형자산감소(증가)	-1.2	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
장단기금융자산	8.9	-2.8	-10.1	0.0	0.0
기타투자활동	-12.5	-41.2	-77.5	-18.3	-0.9
FCF	-55.5	30.4	-30.1	38.9	15.2
재무활동으로 인한 현금흐름	36.9	14.4	130.2	-3.6	-6.9
장단기금융부채감소(증가)	38.7	17.6	121.9	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.2	19.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-1.0	-2.0	-2.2	-2.2
기타재무활동	-1.8	-2.4	-8.7	-4.6	-4.7
현금의 증가	-26.9	0.6	0.4	17.8	8.1
기초현금	29.2	2.3	2.9	3.3	21.1
기말현금	2.3	2.9	3.3	21.1	29.2

도표 6. CJ프레시웨이- 주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
성장성(%)					
매출액	27.2	60.2	16.4	17.8	13.9
조정영업이익	6.3	141.4	-4.6	37.5	29.2
세전계속사업이익	5.1	107.4	-41.4	151.0	31.9
EBITDA	-10.1	98.1	10.8	36.9	22.2
EPS	20.3	60.6	-38.7	146.3	31.9
수익성(%)					
ROA(%)	3.5	4.3	1.7	3.2	3.6
ROE(%)	11.0	15.8	7.7	14.4	15.2
EBITDA마진(%)	1.6	2.0	1.9	2.2	2.4
안전성(%)					
유동비율(%)	120.6	93.0	67.8	68.4	70.7
부채비율(%)	242.0	298.2	369.9	341.0	299.8
순차입금/자기자본(%)	51.1	57.6	119.2	86.7	65.9
EBITDA/이자비용(x)	8.3	12.4	5.9	10.1	12.1
주당지표					
EPS(원)	871	1,398	857	2,110	2,783
BPS(원)	8,876	10,017	12,977	16,291	20,279
CFPS(원)	1,387	2,022	1,886	3,507	4,287
DPS(원)	100	200	200	200	200
Valuation지표(배)					
P/E(x)	13.4	17.9	42.8	16.3	12.3
PBR(x)	1.3	2.5	2.8	2.1	1.7
P/CF(x)	8.4	12.4	19.5	9.8	8.0
EV/EBITDA(x)	11.3	10.9	16.9	11.4	9.2

현대그린푸드(005440)

BUY(유지)

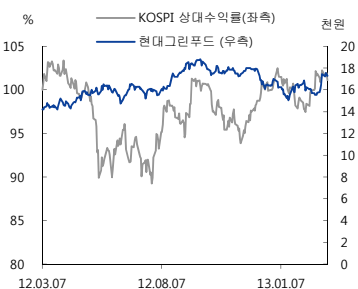
남성현(유통)

6933-7194

gone267@heungkuksec.co.kr

목표주가	22,500원(유지)
현재주가(03/08)	17,650원
액면가	500원
52주 최고가(보통주)	18,800원
최저가(보통주)	14,200원
KOSPI(03/08)	2,006.0p
KOSDAQ(03/08)	543.1p
자본금	489억원
시가총액	17,245억원
발행주식수(보통주)	9,770만주
(우선주)	0만주
60D 일평균 거래량	52만주
60D 일평균 거래대금	85억원
유동주식비율(보통주)	50.9%
외국인 보유비중(보통주)	10.4%
주요주주 : 정교선 외 6인	38.4%
국민연금관리공단	9.8%
현대그린푸드 자사주	9.5%

KOSPI대비 상대수익률 (1년)



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.6%	-4.1%	24.3%
상대주가	5.6%	-7.7%	24.0%

위탁급식 재편에 최대 수혜주 현대그린푸드

■ 구조적 재편에 따라 단체급식 매출액 2배 이상 성장 가능

단체급식 시장 재편에 따라 현대그린푸드의 성장 가능성은 높은 것으로 판단된다. 국내 산업화가 일정부분 마무리되면서 단체급식 시장이 저성장 국면으로 접어들었지만, 직영급식에서 위탁급식으로의 산업군 이동이 가속화되고 있어 위탁급식 업체들의 성장 가능성은 높은 것으로 전망된다. 또한, 위탁급식 시장 빅 3체제 전환에 따라 동사의 점유율 확대가 지속되고 있다는 점도 긍정적이다. 현재 위탁급식 시장규모는 약 3.6조원에 달하는 것으로 추정된다. 병원 및 군대급식 시장 전환이 마무리 될 경우 관련 시장규모는 2배 이상 커질 것으로 기대된다. 이에 점유율 유지만으로도 동사의 단체급식 매출액은 중장기적으로 2배 이상 성장할 전망이다.

■ 식자재 사업부 신규 유통망 진출도 긍정적

식자재 유통부문을서 도매 사업부 성장에 주목해야 할 것이다. 동사는 단체급식 경쟁력을 바탕으로 직영급식에 식자재를 공급하는 유통망 위주로 외형확대를 모색하였다. 하지만, 지난해부터 도매유통 사업을 추가하면서 신규 유통망에 대한 영역을 확장하고 있다. 현재 매출액 수준은 미미하지만, 도매유통 사업을 통해 축산물 및 농산물 경쟁력 확대를 모색하고, 이를 통해 추가적인 유통망 진입이 수월해진다는 점에서 긍정적이라 판단된다. 또한, 약 52만식에 달하는 단체급식 소비처가 존재해 도매유통 사업부 성장속도는 가파르게 이루어질 전망이다.

■ 투자이견 'Buy' 및 목표주가 22,500원 유지

동사는 3사 합병에 따른 기업가치 상승이 온전히 반영되지 못하고 있으며, 자산가치를 고려할 경우 저평가 영역에 머무르고 있는 것으로 분석된다. 저평가 매력에 따라 투자이견 'Buy' 및 목표주가 22,500원을 유지한다.

표1. 현대그린푸드- 영업실적 및 투자지표 요약

결산월	매출액 (십억원)	증가율 (%)	영업이익 (십억원)	발표영업이익마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS원 (원)	증가율 (%)	P/E (배)	P/CF (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010.12	395	34.2	33	6.3	40	553	-31.1	20.4	17.4	1.0	26.4	5.0
2011.12	796	101.3	46	5.8	43	458	-17.2	35.3	29.3	1.3	25.7	4.0
2012.12(E)	1,168	46.8	54	4.7	52	527	15.2	32.2	26.7	1.3	23.1	4.3
2013.12(E)	1,325	13.4	66	5.0	60	616	16.8	28.7	22.4	1.2	18.6	4.6
2014.12(E)	1,510	14.0	75	5.0	68	694	12.8	25.4	19.8	1.1	15.8	4.8

자료: 현대그린푸드, 흥국증권 리서치센터 추정

- 당사는 보고서 작성일 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 남성현)

도표 2. 현대그린푸드 실적 추정 Table

(단위 : 백만원, %)

(단위 : 백만원)	2011 1Q	2011 2Q	2011 3Q	2011 4Q	2011	2012 1Q	2012 2Q	2012 3Q	2012 4QP	2012E	2013E	2014E
총매출액	125,939	141,956	271,276	256,600	795,771	286,853	270,724	316,900	293,589	1,168,066	1,324,889	1,509,981
식자재	20,055	23,238	23,900	26,500	93,693	30,140	34,921	37,400	43,089	145,550	207,717	284,907
YoY, %	55.5	43.4	50.3	51.4	49.9	50.3	50.3	56.5	62.6	55.3	42.7	37.2
IT사업/임대	6,600	8,800	22,606	9,400	47,406	5,200	6,200	5,900	5,903	23,203	23,014	30,277
YoY, %	(27.5)	(24.1)	222.9	20.5	33.5	(21.2)	(29.5)	(73.9)	(37.2)	(51.1)	(0.8)	31.6
단체급식	99,284	109,651	119,019	125,900	453,854	120,453	123,597	138,900	140,127	523,077	588,558	659,982
YoY, %	11.7	17.0	19.4	16.7	16.3	21.3	12.7	16.7	11.3	15.3	12.5	12.1
F&G B2C(2011 2Q 반영)	107,300	95,500	105,751	94,800	371,919	131,060	106,006	134,700	104,470	476,236	505,601	534,814
매출총이익	17,087	22,965	38,410	35,705	114,167	44,984	41,157	43,704	40,200	170,044	188,717	210,142
판매 및 일반관리비(단위 : 백만원)	8,063.9	7,831.2	27,161.8	24,716.5	67,773.4	28,438.0	26,070.1	31,543.4	29,700.0	115,751.6	123,176.4	134,695.6
_% YoY	68.5	56.7	145.6	89.0	99.8	252.7	232.9	16.1	20.2	70.8	6.4	9.4
_ 인건비(급여+복리후생비+퇴직급여)	4,178.7	3,729.3	7,068	7,754	22,730.1	6,963	6,818	7,465	7,920	29,165.9	30,375.1	31,513.3
_ 유형자산상각비	251.4	263.5	599.0	541.0	1,654.9	606	721	872	872	3,072.0	3,109.2	3,429.6
_ 무형자산상각비	910.5	834.4	641.3	508.9	2,895.0	76	83	83	83	324.0	333.3	357.2
_ 지급수수료	0	0	10,630	9,630	20,259.7	7,364	6,290	8,149	6,320	28,124.0	29,857.1	31,581.2
_ 기타비용	2,723	3,004	8,224	6,282	20,233.6	13,430	12,158	14,973	14,504	55,065.7	59,501.7	67,814.3
_% YoY	(15.6)	(11.4)	362.2	182.5	90.5	393.1	304.7	82.1	130.9	172.1	8.1	14.0
영업이익(2013년 이후 기타영업 제외)	9,023	15,134	11,248	10,988	46,394	16,546	15,087	12,161	10,500	54,293	65,517	75,404
영업이익률 %	7.2%	10.7%	4.1%	4.3%	5.8%	5.8%	5.6%	3.8%	3.6%	4.6%	4.9%	5.0%
금융수익	7,159	2,028	2,422	2,463	14,072	7,920	2,158	2,092	2,092	14,261	14,787	15,083
금융원가	(91)	(177)	(174)	(157)	(599)	(119)	(87)	(114)	(114)	(435)	(518)	(533)
법인세비용차감전순이익	16,363	17,041	13,154	12,906	59,464	24,091	16,780	14,201	12,100	67,173	79,306	89,400
법인세비용	(4,203)	(3,971)	(3,553)	(4,780)	(16,508)	(5,407)	(3,971)	(3,376)	(2,900)	(15,654)	(19,113)	(21,545)
Tax Rate, %	25.7%	23.3%	27.0%	37.0%	27.8%	22.4%	23.7%	23.8%	24.0%	23.3%	24.1%	24.1%
당기순이익	12,159.3	13,070.1	9,600.7	8,126.0	42,956.2	18,684.9	12,808.4	10,825.0	9,200.0	51,518.3	60,193.3	67,854.9

자료: 현대그린푸드, 흥국증권 리서치센터 추정

도표 3. 현대그린푸드- 재무상태표 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	259.3	350.8	389.0	447.6	516.8
현금 및 현금성자산	10.2	4.7	9.4	41.9	80.2
매출채권 및 기타채권	57.3	112.9	136.7	155.0	176.7
재고자산	5.1	39.0	39.7	45.0	51.3
기타유동자산	6.7	4.2	8.2	10.6	13.6
비유동자산	958.6	1,121.4	1,254.0	1,362.3	1,468.0
관계기업투자등	187.8	188.5	195.2	195.2	195.2
유형자산	49.7	113.2	185.8	230.2	273.2
무형자산	118.2	115.5	115.9	116.5	117.3
자산총계	1,217.9	1,472.2	1,643.0	1,809.8	1,984.8
유동부채	55.0	124.5	162.7	182.9	206.8
매입채무 및 기타채무	35.6	95.6	123.8	140.4	160.1
단기금융부채	0.0	8.0	12.0	12.0	12.0
기타유동부채	19.4	20.9	26.9	30.5	34.7
비유동부채	152.9	204.8	241.1	271.9	299.5
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	141.8	182.9	211.6	238.4	264.1
부채총계	207.9	329.3	403.8	454.8	506.3
자본주주지분	1,009.9	1,143.0	1,239.2	1,355.0	1,478.5
자본금	45.1	48.9	48.9	48.9	48.9
자본잉여금	322.6	403.7	405.2	405.2	405.2
이익잉여금	368.3	401.9	449.2	505.0	568.5
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,009.9	1,143.0	1,239.2	1,355.0	1,478.5

도표 4. 현대그린푸드- 포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	395.2	795.5	1,168.1	1,324.9	1,510.0
매출원가	343.2	681.6	998.0	1,136.2	1,299.8
매출총이익	52.0	113.9	170.0	188.7	210.1
매출총이익률(%)	13.2	14.3	14.6	14.2	13.9
판매비와관리비	27.1	67.8	115.8	123.2	134.7
조정영업이익	24.9	46.2	54.3	65.5	75.4
조정영업이익률(%)	6.3	5.8	4.7	5.0	5.0
발표영업이익	33.0	46.0	53.9	65.5	75.4
비영업손익	30.5	13.5	13.3	13.7	13.9
순금융손익	6.2	8.3	7.8	7.6	9.1
외환관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	10.3	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	55.4	59.5	67.2	79.3	89.4
세전계속사업이익률(%)	14.0	7.5	5.8	6.0	5.9
계속사업법인세	-14.9	-16.5	-15.7	-19.1	-21.5
계속사업이익	40.5	43.0	51.5	60.2	67.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	40.5	43.0	51.5	60.2	67.8
순이익률(%)	10.2	5.4	4.4	4.5	4.5
지배주주	40.5	43.0	51.5	60.2	67.8
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	111.4	102.5	101.5	120.2	127.8
지배주주	111.4	102.5	101.5	120.2	127.8
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

도표 5. 현대그린푸드- 현금흐름표 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동으로 인한 현금흐름	8.8	42.6	87.9	85.8	91.2
당기순이익(손실)	40.5	43.0	51.5	60.2	67.8
비현금수익비용가감	-5.3	21.8	21.9	22.3	27.0
유형자산감가상각비	2.0	5.9	10.2	16.6	19.0
무형자산상각비	4.8	2.9	0.4	0.4	0.4
기타	7.6	-9.9	-13.2	0.2	-1.3
영업활동으로 인한 변동	-35.2	-36.6	11.1	12.4	12.9
매출채권 및 기타채권	-7.0	-14.5	-23.8	-18.3	-21.7
재고자산	-4.1	-8.8	-0.7	-5.3	-6.3
매입채무 및 기타채무	7.7	24.4	28.2	16.6	19.6
법인세납부	8.9	14.4	3.3	-9.1	-16.5
투자활동으로 인한 현금흐름	-25.2	-41.5	-81.6	-47.2	-46.7
유형자산처분(취득)	-7.7	-30.5	-82.5	-61.0	-62.0
무형자산감소(증가)	-0.1	0.0	-0.8	-1.0	-1.2
장단기금융자산	-1.3	-0.1	-5.6	0.0	0.0
기타투자활동	-16.0	-10.9	7.4	14.8	16.5
FCF	25.2	-17.3	-22.4	13.1	24.3
재무활동으로 인한 현금흐름	-1.2	-6.7	-1.6	-6.2	-6.2
장단기금융부채감소(증가)	0.0	-2.5	4.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.6	-4.2	-4.3	-4.4	-4.4
기타재무활동	0.0	0.0	-1.2	-1.8	-1.8
현금의 증가	-2.4	-5.5	4.7	32.5	38.3
기초현금	12.7	10.2	4.7	9.4	41.9
기말현금	10.2	4.7	9.4	41.9	80.2

도표 6. 현대그린푸드- 주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
성장성(%)					
매출액	34.2	101.3	46.8	13.4	14.0
조정영업이익	57.5	85.4	17.6	20.7	15.1
세전계속사업이익	6.2	7.4	13.0	17.9	12.8
EBITDA	88.2	73.6	18.0	27.2	15.0
EPS	-31.1	-17.2	15.2	16.8	12.8
수익성(%)					
ROA(%)	4.1	3.2	3.3	3.5	3.6
ROE(%)	5.0	4.0	4.3	4.6	4.8
EBITDA마진(%)	8.0	6.9	5.6	6.2	6.3
안전성(%)					
유동비율(%)	471.1	281.8	239.1	244.7	249.9
부채비율(%)	20.6	28.8	32.6	33.6	34.3
순차입금/자기자본(%)	-18.8	-16.3	-15.5	-16.6	-17.8
EBITDA/이자비용(x)	59.8	91.9	54.2	46.0	52.8
주당지표					
EPS(원)	553	458	527	616	694
BPS(원)	11,592	12,543	13,553	14,738	16,002
CFPS(원)	646	552	636	790	893
DPS(원)	50	50	50	50	50
Valuation지표(배)					
P/E(x)	20.4	35.3	32.2	28.7	25.4
PBR(x)	1.0	1.3	1.3	1.2	1.1
P/CF(x)	17.4	29.3	26.7	22.4	19.8
EV/EBITDA(x)	26.4	25.7	23.1	18.6	15.8

신세계푸드(031440)

BUY(유지)

남성현(유통)

6933-7194

gone267@heungkuksec.co.kr

목표주가	116,000원(유지)
현재주가(03/08)	93,800원
액면가	5,000원
52주 최고가(보통주)	118,000원
최저가(보통주)	72,600원
KOSPI(03/08)	2,006.0p
KOSDAQ(03/08)	543.1p
자본금	171억원
시가총액	3,216억원
발행주식수(보통주)	343만주
(우선주)	0만주
60D 일평균 거래량	1만주
60D 일평균 거래대금	7억원
유동주식비율(보통주)	47.8%
외국인 보유비중(보통주)	14.9%
주요주주 : 이마트 외 3인	52.2%
국민연금관리공단	5.8%
KB자산운용	5.4%

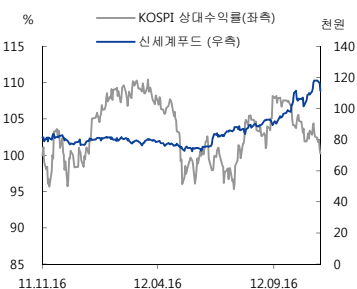
모멘텀보다는 구조적 문제를 봐야할 때

■ 4분기 매출액 1,745억원, 영업이익 72억원 부진한 실적

신세계푸드의 4분기 실적이 공표되었다. 4분기 매출액과 영업이익은 각각 1,745억원(+0.8%, YoY), 72억원(-36.1%, YoY)을 기록하며, 역 신장폭이 확대되었다. 당사 추정치는 매출액 1,780억원, 영업이익 78억원 수준이었다는 점에서 기대치에 부합하는 실적이라 판단된다.

4분기 실적에서 체크해야 할 부분은 수익성 하락이 발생하였다는 점이다. 지난해 외식사업부 및 일부 단체급식 적자 사업부 정리에 따라 개선되었던 수익성이 4분기 재차 하락하였다는 점이다. 적자 사업부를 정리하는 과정에서 단발성 비용이 발생한 것으로 파악되지만, 외형축소에 따른 매입력 감소도 영향을 미친 것으로 판단된다. 또한, 수익성이 높은 단체급식 비중 축소도 수익성에 부정적인 영향을 미친 것으로 분석된다. 사업부문별로 살펴보면 사업부 조정에 따라 단체급식이 -19.1% 역 신장, 외식사업부가 +17.1% 성장하였다. 하지만, 기존경로 기준으로 보았을 때 외식사업부는 역 신장, 단체급식부문은 소폭 성장한 것으로 판단된다.

KOSPI대비 상대수익률 (1년)



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1%	1.2%	16.5%
상대주가	0.3%	-2.7%	16.2%

■ 투자의견 Buy 및 목표주가 116,000원 유지

신세계푸드에 대한 투자의견 'Buy' 및 목표주가 116,000원을 유지한다. 그러한 이유는 1) 식자재 유통사업부 성장이 기대치를 충족하는 가운데 올해 4분기 추가적인 성장 가능성이 높고, 2) 이마트내 푸드홀 전환을 계기로 외식사업부 턴 어라운드 전망되며, 3) 최근 주가하락에 따라 밸류에이션 매력력이 높아진 것으로 분석되기 때문이다.

다만, 당사에서는 동사에 대한 전략적 변화가 수반되지 않는 한 식자재 유통시장에서 경쟁력을 확보하기란 쉽지 않을 것으로 판단하고 있다.

표1. 신세계푸드- 영업실적 및 투자지표 요약

결산월	매출액 (십억원)	증가율 (%)	영업이익 (십억원)	발표영업이익마진 (%)	순이익 (십억원)	EPS원 (원)	증가율 (%)	P/E (배)	P/CF (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010.12	628	26.7	37	6.3	28	8,303	16.6	11.7	8.3	2.2	6.0	20.6
2011.12	698	11.1	39	5.7	31	9,128	9.9	8.6	6.2	1.5	5.2	19.3
2012.12(E)	721	3.3	34	4.8	28	8,068	-11.6	12.5	8.3	1.7	7.1	14.7
2013.12(E)	786	8.9	38	4.8	30	8,716	8.0	10.8	5.8	1.4	4.8	13.9
2014.12(E)	880	12.1	44	5.0	36	10,416	19.5	9.0	5.1	1.2	4.0	14.6

자료: 신세계푸드, 홍콩증권 리서치센터 추정

- 당사는 보고서 작성일 현재 상기 종목에 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성: 남성현)

도표 2. 신세계푸드 실적 추정 Table

(단위 : 백만원, %)

(Shinsegae Food Valuation Forecasting Sheet)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	2013E	2014E
(단위 : 백만원)												
Total Sales	169,416	184,866	170,918	173,013	698,213	177,024	188,999	180,627	174,451	721,101	785,548	880,299
YoY, %	23.4	11.0	8.7	9.8	12.9	4.5	2.2	5.7	0.8	3.3	8.9	12.1
FS(Food System : 단체급식)	64,071	71,317	66,625	86,348	288,361	66,564	71,939	68,674	69,871	277,048	270,502	273,990
YoY, %	5.9	3.5	1.1	19.6	7.8	3.9	0.9	3.1	(19.1)	(3.9)	(2.4)	
Total Sales 외식사업부	15,983	19,090	18,233	13,024	66,330	13,341	14,746	14,977	15,253	58,317	80,452	105,612
YoY, %	11.4	1.0	(2.4)	(32.9)	(7.0)	(16.5)	(22.8)	(17.9)	17.1	(12.1)	38.0	31.3
식자재 유통	86,777	91,765	83,131	70,758	332,431	94,537	99,623	93,255	84,296	371,711	424,574	488,799
YoY, %	39.0	16.5	14.4	7.3	18.8	8.9	8.6	12.2	19.1	11.8	14.2	15.1
물류	2,585	2,694	2,929	2,883	11,091	2,582	2,691	3,721	5,031	14,025	10,020	11,898
YoY, %						(0.1)	(0.1)	27.0	74.5	26.5	(28.6)	18.7
매출원가	147,251	156,762	143,268	145,735	593,017	150,349	158,497	150,492	150,055	609,393	664,916	745,510
YoY, %	21.0	10.0	5.5	6.6	10.5	2.1	1.1	5.0	3.0	2.8	9.1	12.1
매출총이익(Gross profit margin)	22,165	28,104	27,650	27,278	105,196	26,675	30,502	30,135	24,396	111,708	120,632	134,789
매출총이익률, %	13.1%	15.2%	16.2%	15.8%	15.1%	15.1%	16.1%	16.7%	14.0%	15.5%	15.4%	15.3%
판매 및 일반관리비	15,844	16,705	16,956	16,031	65,536	18,678	20,812	20,690	17,209	77,389	82,642	91,239
인건비	3,229	2,659	3,371	2,798	12,057	3,819	3,337	4,044	3,454	14,654	15,590	16,270
감가상각비	447	493	538	532	2,009	497	504	562	681	2,245	2,925	3,114
무형자산상각비	56.3	44.8	39.3	35.9	176.2	37.2	39.4	40.3	44.1	160.9	197	223
광고선전비	8.2	0.0	8.5	8.8	25.5	0.0	0.0	0.0	5.2	5.2	17	0
기타판관비	12,104	13,509	13,000	12,657	51,269	14,325	16,932	16,043	13,024	60,324	63,912	71,631
기타영업이익	1,120	855	542	664	3,180	839	1,364	906	904	4,012	4,589	4,757
기타영업비용	(511)	(848)	(1,252)	(977)	(3,588)	(1,015)	(476)	(1,448)	(465)	(3,404)	(3,806)	(4,265)
영업이익	6,321	11,398	10,693	11,247	39,659	7,997	9,689	9,445	7,187	34,319	37,991	43,551
금융수익	258.0	54.3	284.7	623.8	1,221	224.3	73.4	75.0	622.6	995	315	2,299
금융비용	0.0	(1.2)	(0.9)	0.9	(1.2)	(1.8)	(3.7)	0.0	3.7	(1.8)	(1.8)	(2.0)
법인세비용차감전순이익	7,187.3	11,458.7	10,267.3	11,558.2	40,472	8,043.3	10,646.8	8,978.5	8,252.6	35,921.1	39,087.7	46,339.4
법인세비용	(1,846.2)	(850)	(2,188)	(4,289.0)	(9,173)	(1,940)	(2,344)	(2,069)	(1,874)	(8,226.9)	(8,959.1)	(10,624.6)
Tax Rate, %	25.7%	7.4%	21.3%	37.1%	22.7%	24.1%	22.0%	23.0%	22.7%	22.9%	22.9%	22.9%
당기순이익	5,341.1	10,608.5	8,079.4	7,269.1	31,298.1	6,103.0	8,303.1	6,909.3	6,378.9	27,694.2	30,128.6	35,714.8

자료: 신세계푸드, 흥국증권 리서치센터 추정

도표 3. 신세계푸드- 재무상태표 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	116.3	126.8	136.0	164.2	200.4
현금 및 현금성자산	37.1	11.0	15.2	31.1	51.2
매출채권 및 기타채권	46.1	54.9	56.7	61.8	69.2
재고자산	29.0	52.9	54.6	59.5	66.7
기타유동자산	4.2	7.9	9.4	11.8	13.2
비유동자산	107.5	122.0	143.7	150.6	158.0
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	89.1	98.2	118.9	123.9	126.9
무형자산	1.7	1.8	2.0	2.2	2.3
자산총계	223.8	248.7	279.7	314.8	358.4
유동부채	64.3	63.8	66.6	72.6	81.3
매입채무 및 기타채무	41.0	41.1	43.2	47.1	52.7
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	23.3	22.7	23.4	25.5	28.6
비유동부채	10.9	8.7	11.7	13.7	15.7
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	2.1	2.4	2.4	2.4	2.4
부채총계	75.2	72.5	78.3	86.3	97.1
지배주주지분	148.6	176.3	201.4	228.5	261.3
자본금	17.1	17.1	17.1	17.1	17.1
자본잉여금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
이익잉여금	126.4	154.1	179.2	206.3	239.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	148.6	176.3	201.4	228.5	261.3

도표 4. 신세계푸드- 포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	628.4	698.2	721.1	785.5	880.3
매출원가	536.8	593.0	609.4	664.9	745.5
매출총이익	91.7	105.2	111.7	120.6	134.8
매출총이익률(%)	14.6	15.1	15.5	15.4	15.3
판매비와관리비	52.0	65.5	77.4	82.6	91.2
조정영업이익	39.7	39.7	34.3	38.0	43.5
조정영업이익률(%)	6.3	5.7	4.8	4.8	5.0
발표영업이익	36.6	39.3	34.5	38.0	43.6
비영업손익	-1.8	1.2	1.4	0.8	2.8
순금융손익	1.3	1.2	0.6	0.8	1.6
외환관련손익	-0.2	0.0	-0.1	0.0	0.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	37.9	40.5	35.9	38.8	46.3
세전계속사업이익률(%)	6.0	5.8	5.0	4.9	5.3
계속사업법인세	-9.4	-9.2	-8.2	-8.9	-10.6
계속사업이익	28.5	31.3	27.7	29.9	35.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	28.5	31.3	27.7	29.9	35.7
순이익률(%)	4.5	4.5	3.8	3.8	4.1
지배주주	28.5	31.3	27.7	29.9	35.7
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	25.1	30.2	27.7	29.9	35.7
지배주주	25.1	30.2	27.7	29.9	35.7
비지배주주	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

도표 5. 신세계푸드- 현금흐름표 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
영업활동으로 인한 현금흐름	26.4	0.9	47.0	48.1	51.9
당기순이익(손실)	28.5	31.3	27.7	29.9	35.7
비현금수익비용가감	25.8	24.8	33.7	33.4	35.0
유형자산감가상각비	11.3	11.7	13.8	25.0	26.9
무형자산상각비	0.2	0.2	0.0	0.2	0.3
기타	-6.1	-4.9	-18.1	0.0	1.0
영업활동으로 인한 변동	-19.1	-45.1	-3.6	-6.1	-8.0
매출채권 및 기타채권	-8.0	-9.2	7.9	-5.1	-7.5
재고자산	-17.2	-23.9	-9.2	-4.9	-7.2
매입채무 및 기타채무	9.4	0.1	2.7	3.9	5.7
법인세납부	-8.7	-10.1	-10.7	-9.1	-10.8
투자활동으로 인한 현금흐름	-10.0	-24.3	-40.3	-29.4	-28.8
유형자산처분(취득)	-11.5	-21.7	-43.7	-29.8	-30.0
무형자산감소(증가)	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
장단기금융자산	1.0	-0.8	1.4	0.0	0.0
기타투자활동	1.0	-1.5	2.4	0.8	1.6
FCF	18.0	-19.3	-7.6	16.3	20.3
재무활동으로 인한 현금흐름	-2.6	-2.6	-2.6	-2.7	-2.9
장단기금융부채감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-2.6	-2.6	-2.6	-2.7	-2.9
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	13.8	-26.0	4.2	15.9	20.1
기초현금	23.3	37.1	11.0	15.2	31.1
기말현금	37.1	11.0	15.2	31.1	51.2

도표 6. 신세계푸드- 주요투자지표

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
성장성(%)					
매출액	26.7	11.1	3.3	8.9	12.1
조정영업이익	21.0	0.0	-13.5	10.7	14.6
세전계속사업이익	17.5	6.9	-11.4	8.1	19.5
EBITDA	18.2	0.7	-6.6	31.3	11.9
EPS	16.6	9.9	-11.6	8.0	19.5
수익성(%)					
ROA(%)	13.9	13.3	10.5	10.1	10.6
ROE(%)	20.6	19.3	14.7	13.9	14.6
EBITDA마진(%)	8.2	7.4	6.7	8.1	8.0
안전성(%)					
유동비율(%)	181.0	198.8	204.1	226.3	246.4
부채비율(%)	50.6	41.1	38.9	37.8	37.2
순차입금/자기자본(%)	-24.9	-6.3	-7.6	-13.7	-19.6
EBITDA/이자비용(x)	0.0	43,951.2	0.0	0.0	0.0
주당지표					
EPS(원)	8,303	9,128	8,068	8,716	10,416
BPS(원)	43,351	51,409	58,731	66,651	76,221
CFPS(원)	11,676	12,611	12,109	16,084	18,347
DPS(원)	750	750	800	850	1,000
Valuation지표(배)					
P/E(x)	11.7	8.6	12.5	10.8	9.0
PBR(x)	2.2	1.5	1.7	1.4	1.2
P/CF(x)	8.3	6.2	8.3	5.8	5.1
EV/EBITDA(x)	6.0	5.2	7.1	4.8	4.0

CJ프레시웨이- 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격	날짜	투자의견	적정가격
2012/07/23	BUY(신규)	32,100원	2013/02/12	BUY	46,000원
2012/07/26	BUY	32,100원	2013/03/11	BUY	46,000원
2012/09/12	BUY	32,100원			
2012/10/24	BUY	46,000원(상향)			
2012/11/26	BUY	46,000원			
2013/01/07	BUY	46,000원			
2013/01/28	BUY	46,000원			

현대그린푸드- 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격	날짜	투자의견	적정가격
2012/06/25	BUY(신규)	22,000원	2013/03/11	BUY	22,500원
2012/08/02	BUY	21,000원(하향)			
2012/09/03	BUY	21,000원			
2012/11/06	BUY	22,500원(상향)			
2012/11/26	BUY	22,500원			
2013/01/09	BUY	22,500원			
2013/02/05	BUY	22,500원			

신세계푸드- 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격	날짜	투자의견	적정가격
2012/07/31	Not Rated	N/A			
2012/08/14	BUY(신규)	120,000원			
2012/11/26	BUY	153,000원			
2013/02/04	BUY	116,000원			
2013/03/11	BUY	116,000원			

기업 투자의견 (향후 12개월 기준)

- Strong Buy(적극매수): Buy 등급 중 High Conviction 종목
- Buy(매수): 20% 초과
- Trading Buy: 10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우
- Hold(중립): ± 10% 등락
- Reduce(매도): -10% 미만

산업 투자의견 (향후 12개월 기준)

- OVERWEIGHT(비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 남성현)