

2010년 4월 3일

신세계푸드 (031440)

BUY

1등 유통망이 있으니깐 장땡이구나!

✓ 싸고, 간편한 것이 트렌드! 안정적이며, 급격한 성장세가 시작되다.

할인점의 과다 출점이라는 구조적 문제 속에서, 최근 점차 강화되고 있는 브랜드 이미지는 PB/PL의 비중확대로 이어지고 있다. 또한, 맞벌이 부부, 싱글족이 지속적인 증가 트렌드로 인해 간편식 시장이 급격하게 성장하고 있다. 강력한 Captive 유통망이며, 할인업계의 1인자인 이마트가 PB/PL 및 간편식을 점점 확대하면 할수록 동사는 안정적이면서도 급격히 성장할 수 있는 기회를 얻게 되는 셈인 것이다.

✓ 또 다른 구조적 변화! 대기업 위주로 재편! + 해외직소싱이 뜨고 있다.

B2C 식자재 유통시장은 안정성, 신선도, 신속도, 가격경쟁력 등에 기인하여, 대기업 위주로 재편되고 있다. 현재 신세계에 공급하고 있는 식자재 제품수는 아직 전체 식자재 대비 비중이 낮기 때문에, 제품수 확대에 따른 지속적인 성장이 기대된다. 또한, 최근 급격하게 늘어나고 있는 해외 프리미엄 직소싱 제품들 역시 그 비중이 아직 현저하게 낮아, 이런 성장세를 견인할 것으로 판단된다.

✓ 외식과 급식도 성장은 예견되나, 보수적으로 가자!

외식과 급식은 과거 3년간 연평균 25.42%, 9.78% 성장해왔다. 외식부문은 보노보노의 출점을 통해 고성장세를 실현하였고, 클럽하우스 부문에서도 큰 폭의 성장이 기대되고 있다. 급식시장은 대기업위주 재편되고 있고, 지속적으로 수익성을 개선시키고 있다. 그럼에도 불구하고, 향후 성장전략이 식품가공 및 식자재유통에 초점이 맞춰져 있음을 감안하여, 안전마진을 확보하고자 각각의 부문에서 5%, 6%씩 성장할 것으로 가정하였다.

적정주가:

96,923원

현재주가:

80,500원 (4/2 기준)

상승여력: 20%

시가총액 2,736억원

ROE 20.81%

ROA 14.08%

영업이익률 6.61%

배당수익률 0.97%

P/E Ratio 10.91

P/B Ratio 2.08

주요주주:

신세계 (52.19%)

JF Asset Management

Limited (12.64%)

트러스트자산운용 (7.56%)

외국인지분율: 21.54%



SMIC 리서치 2팀

팀장 김은영

팀원 류희달

송종은

최홍민

1. 신세계푸드란 누구인가?

Overview

종합물류업체
시총은 2.7천억
매출은 4.9천억

동사는 종합식품유통기업이며 신세계의 대표적인 식품계열 자회사로, 신세계는 동사의 지분 52%을 소유하고 있다. 국내 유통기업의 강자인 신세계의 인프라와 노하우를 바탕으로 86년도 위탁급식사업에 진출하여 사업을 시작하였고, 지난 20여 년간 식자재 유통, 식품제조가공, 외식, 연회사업 등으로 영역을 확장하였다. 또한 09년에는 보광웨이리마트와 합작하여 만든 회사인 웨미리푸드를 흡수합병하였고, 현재는 기존 영업 외에 다른 사업을 영위하는 계열사는 존재하지 않는다.

동사의 시가총액은 4월 1일 기준으로 2,746억 원이며, 09년 매출액과 순이익은 각각 4,959억 원, 244억 원이다. 동사는 신규사업을 추진함으로써 급격한 외형성장을 하고 있는 기업으로써, 최근 3년간 연평균 매출액 성장률이 19.5%에 달하고 있다.

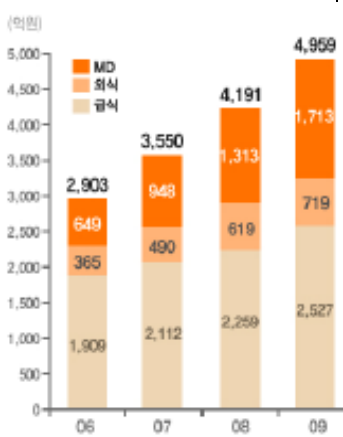
BM

전체적인 매출은 급격히 증가, 그 중 식자재 매출 비중이 증가함

동사의 사업부분은 네 가지 즉, 급식사업, 외식사업, 식품가공사업, 식품유통사업으로 나눌 수 있으며, 매출액 비중은 09년 기준으로 각각 50%, 14%, 27%, 8%이다. 주목할 점은 그림과 같이 급식의 매출비중이 점점 감소하고, 식자재유통 부분은 지속적으로 증가하고 있다는 것이다. 이는 동사가 성장가능성이 높은 식자재 시장으로 매출 비중 확대 전략을 취하고 있기 때문이다.

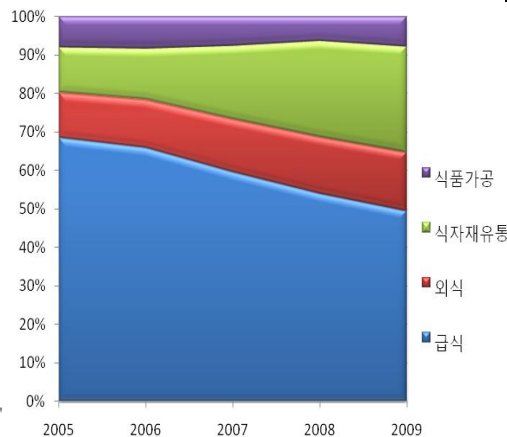
매출비중추이와 이익률 추이를 살펴보면, 그 동안 동사가 상당부분 급식부분을 통해 성장을 해왔고, 영업이익률도 가장 높다는 것을 알 수 있다. 그러나 매출비중과는 관계 없이 여전히 모든 부분에서 매출액이 급증하고 있는 모습을 확인할 수 있다. 이를 좀더 자세히 확인하기 전에 먼저 각 사업영역의 비즈니스 모델에 대해서 알아보려고 한다.

그림 1. 매출액 추이:



출처: 2010 IR자료

그림 2. 매출비중 추이



출처: 2010 IR자료

그림 3. 사업부분별 수익성 (단위: 백만원)

사업부분	구분	연도			
		2006	2007	2008	2009
급식	매출	190,944	211,175	225,904	252,683
	영업이익	16,029	17,644	19,184	22,191
	영업이익률	8.39%	8.36%	8.49%	8.78%
외식	매출	36,460	49,008	61,965	79,059
	영업이익	200	1,700	3,900	4,800
	영업이익률	-0.55%	3.47%	6.29%	6.07%
식자재유통	매출	38,372	67,453	104,263	130,405
	영업이익	2,117	2,489	3,369	4,784
	영업이익률	5.52%	3.69%	3.23%	3.67%
식품가공	매출	24,515	27,388	27,011	40,846
	영업이익	749	1,376	-88	994
	영업이익률	3.06%	5.02%	-0.33%	2.43%

출처: 2010 IR자료

각 사업별 BM는 간단

식품유통은 쉽게 말해 식자재를 구입해와서 공급해주는 것이다. 산지 직구매, 계약재배, 기획생산 등을 거치거나 해외로부터 직소싱을 하여, 외식사업장은 물론 Captive Market인 이마트, 신세계 백화점, 조선히otel, 웨미리마트, 스타벅스 등으로 공급하고 마진을 남기는 사업모델이다.

식품제조는 식품을 만들어서 공급하고 마진을 남기는 것이라고 할 수 있다. 주로, 육가공, 야채/수산 전처리, 면/떡 등 자체 생산하여 급/외식사업장으로 공급한다. 최근에는 면, 소스, 샐러드 등 다양한 상품을 개발하여, PB/PL제품 및 간편식 공급 확대를 위해 노력하고 있다.

급식사업은 기업체/산업체/관공서, 병원과 같은 특수시설, 학교/기숙사 등에 위탁 급식 서비스를 제공하고 매출을 창출한다. 마지막으로 외식사업에서는 보노보노와 같은 씨푸드 패밀리레스토랑이나, 대형매장의 푸드코트, 골프장의 클럽하우스 등에 동사가 직접 직영으로 들어가 서비스를 제공하면서 수익을 창출하는 구조이다.

그림 4. 전체 사업부분 Flow



출처: 2010 IR자료

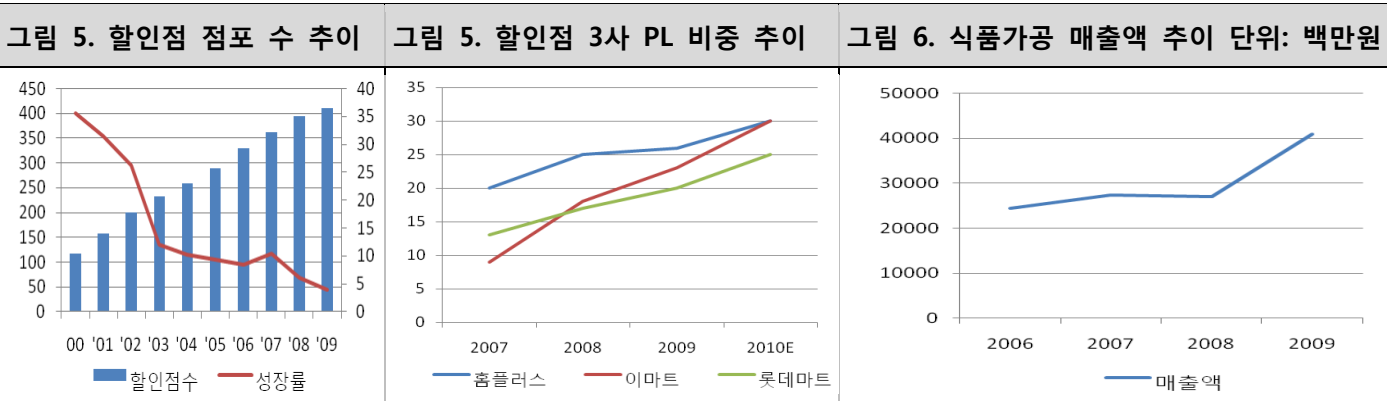
2. Investment Point

Point 1. 식품가공의 드라마틱한 성장 속에 돋보이는 안정감

1-1. 할인점의 구조적 문제 해결열쇠는 동사의 성장 Key Point

할인점 경쟁 과다
수익성 제고를 위한
전략 추구

지나친 출점 경쟁으로 전국의 총 할인점 수가 410여 개에 이른 할인점 시장은 이제 성숙기에 접어들고 있다. 새로운 할인점을 개설함으로써 외적인 성장을 기대하는 것이 어려워진 것이다. 또한 인터넷, 편의점, 백화점 등 다른 유통 채널과의 경쟁의 심화로 인해 시장에서의 영향력이 줄어든 것이 사실이다. 즉, 이제 대형 할인점들은 외형적인 성장이 매출을 창출했던 시대의 막바지에 이르게 된 것이다. 따라서 할인점들은 외형의 성장 보다는 수익을 극대화 하는 전략을 취할 수 밖에 없는 상황에 직면하게 되었고, 이는 자체 PB/PL제품 비중 확대로 이어지고 있다. 뿐만 아니라 이제는 PB/PL의 브랜드화와 간편식(HMR) 시장 중요성이 부각되면서, 이 부분의 성공이 할인점의 새로운 성공 공식이 되고 있다. 현재 동사가 왜 식자재 부분에 적극적인 투자를 하고 있는지 알 수 있게 되는 부분이다. 이런 구조적 상황과 새로운 시장의 형성은 동사의 추가적인 성장을 견인할 수 있는 강력한 Key Point가 되고 있다.



출처: 한국체인스토어협회

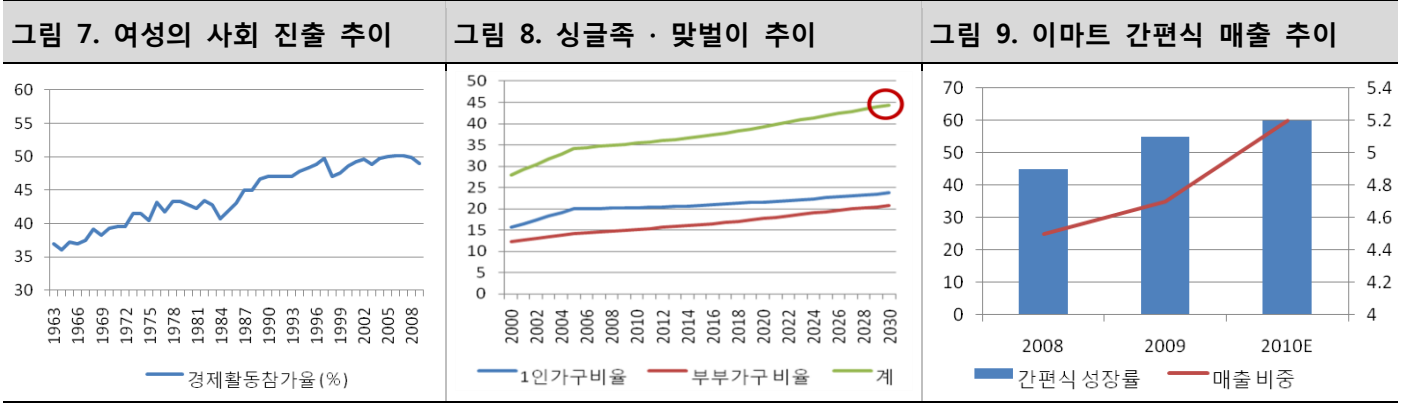
출처: 각 사, SMIC2팀 추정

출처: 2010 IR

1-2. 소비 트렌드 2가지 변화

인구 사회문화적 트렌드와 PB, 간편식의 증가

그렇다면, 왜 PB/PL의 브랜드화 및 간편식 시장이 중요해지고 있는 것인가? 그것은 바로 소비 트렌드의 변화와 맞물려 있다. 최근 부각되고 있는 첫 번째 변화는 1) 여성들의 사회 진출 증가와 함께 싱글족 · 맞벌이 부부가 증가하고 있다는 것이다. 이들은 편하고, 간단한 소규모 식사를 선호하는 경향성이 있다. 바로 이점이 최근 간편식의 급격한 성장을 잘 설명해주는 부분이라고 판단된다. 또한 두 번째 주요한 변화는 PB/PL에 대한 인식변화이다. 이전에는 싼 가격, 저품질이라고만 여겨졌던 PB/PL제품들이 점차 그 브랜드 이미지가 강화되면서, 소비자들은 이제 더 이상 PB/PL제품을 싼 맛에만 사는 제품으로 보지 않게 된 것이다. 바로 이 2가지의 변화가 간편식과 식자재부분 PB/PL제품의 수요의 급격한 성장을 가지고 온 것이다.



출처: 통계청

출처: 통계청

출처: 매일경제신문(2009)

1-3. 실제로 변화하고 있는 이마트와 신세계푸드

PL제품 비중 늘이고, 고급화전략 구축

실제로 이마트는 '가격혁명'을 모토로 2007년부터 PL산업에 본격적으로 뛰어들었다. PB(Private Brand)/PL(Private Label)은 제조업자 브랜드인 NB(National Brand)와 달리 유통업체가 자체 브랜드를 가지고 제품을 생산하여 판매하는 것을 말한다. 이마트는 NB보다 20~40%정도 저렴한 PL브랜드를 출시함으로써 매출에서 PL의 비중을 큰 폭으로 확대시키고 있다. 또한 2009년부터는 PB/PL 제품을 저가, 중가, 고가의 3단계로 분류하고 가격차별 및 브랜드화를 실시함으로써 PB/PL 제품은 저렴하고 실용적이지만 질이 낮다는 소비자의 인식을 개선하기 위해 고급화 전략을 추구하고 있다.

이마트의 경영전략 변화의 가장 큰 수혜는 동사가 될 것

뿐만 아니라, 이마트는 동사와 협력 하에 간편식과 PB/PL제품을 확대하기 위해서 제품개발과 관련된 연구 중에 있다. 다양한 니즈에 부합하여 고객만족도를 높이기 위해, 다품종의 간편식과 PB/PL을 만들고자 노력하고 있는 것이다. 앞서 말한 트렌드 변화 가운데 동사가 가장 부각되고 있는 이유가 바로 이런 Captive 관계에 있는 신세계그룹이 있기 때문이다. 강력한 Captive 유통망이며, 할인업계의 1인자인 이마트가 PB/PL 및 간편식을 점점 확대하면 할수록 동사는 안정적으로 성장할 수 있는 기회를 얻게 되는 셈인 것이다.

1-4. 동사의 대응전략?

동사는 식품가공 부문에 적극적으로 투자

동사는 현재 면, 떡, 양념육, 소스 등의 품목을 중심으로 이마트에 PL제품을 공급하고 있다. 동사는 더 신선하고 더 저렴하며 더 많은 PB/PL 제품을 공급하기 위해 핵심역량은 여기 집중하고 적극적으로 투자하고 있다. 동사는 2007년 이후 식자재 가공공장에만 500억 원을 투자하고 식품가공 부문에 200억 원을 투자함으로써 공격적인 성장 정책을 펼쳐왔다. 구체적으로 양념육/조각과일을 생산하는 제1센터, 야채/수산물/제면/떡 등 식품 전처리를 하는 제3센터, 삼각김밥과 샌드위치를 포함하여 소스 등 가공, 반가공 식품을 대량으로 생산하는 센트럴 키친의 역할을 담당하게 될 제5센터를 통해 생산을 하고 있다.

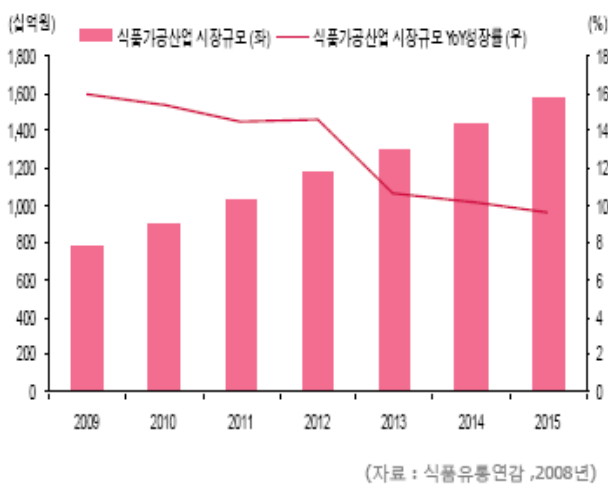
그룹 내 전반적인 PL 제품 공급을 담당하게 될 동사

급/외식부문에 반가공 원재료를 납품하여 효율을 증대시키고, 자체가공생산 상품을 늘려 식품유통사업을 보다 확대하면서 적극적으로 제조부문에까지 진출하고 있다. 제조업과의 경쟁이 있을 것이라고 생각 되지만, 동사는 식자재 유통 부분을 적극적으로 활용하여 원가경쟁력으로 타 제조 업체보다 PB/PL을 더 싼 가격에 제품을 공급하고 판매망을 독점적으로 활용할 수 있기 때문에 경쟁력 측면에서 우월하다고 판단된다.

새로운 성장 동력으로서의 간편식 시장

동사는 2009년부터 본격적으로 간편식 시장을 신성장 동력으로 추진하기 시작하였다. 간편식은 조리 된 정도에 따라 다양한 종류로 분류할 수 있지만, 공통적으로 식재료를 전처리 및 가공하여 소비자가 간편하게 활용할 수 있도록 제공하는 상품을 말한다. 거의 완전히 조리된 상태의 식품은 가정에서 따뜻하게 데워서 바로 먹을 수 있도록 제공되며, 반 조리상태의 식품은 깨끗한 재료와 요리법을 제공함으로써 소비자에게 패스트푸드와는 다른 차별적인 특성을 제공하고 있다. 간편식 시장은 1) 개인화 및 맛별이의 일반화로 인하여 빠르고 간편한 식사에 대한 니즈가 증대되고, 2) 서구적 식생활이 확산되어 면, 고기, 과일 및 샐러드의 수요가 증가하며, 3) 늘어나는 1~2인 가구에게는 소규모 구입으로 낭비를 줄이는 것이 경제적이기 때문에 한국 사회의 변화하는 소비 트렌드에 부합한다고 할 수 있다. 동사는 같은 계열사인 조선히otel의 레시피를 활용하여 다양한 간편식을 시장에 선보이기 위해 노력하고 있다

그림 10. 식품가공산업의 성장 전망



<p>육가공</p> <p>쇠고기, 돈육, 제육 등 다양한 양념육을 생산하여 이마트 및 급, 외식 사업장에 공급</p>	<p>면/떡</p> <p>소면, 중화면 등 면류 떡볶이떡 등 떡류를 생산하여 이마트 PL 및 급,외식 사업장에 공급</p>
<p>농수산물</p> <p>농, 수산물을 전처리 가공하여 급, 외식 사업장에 공급 샐러드 등의 상품은 이마트에 공급</p>	<p>F/F, HMR, 소스 등</p> <p>삼각김밥 등 F/F를 생산하여 이마트 및 편의점에 공급 HMR, 소스 등 즉석식품을 생산하여 이마트 및 급, 외식 사업장에 공급</p>

출처: 2010 IR자료

(4) 편의점을 통한 유통망 확장 가능성

신유통경로 확보를 통한 접근성 향상

동사는 Captive Market 이마트와 함께 2008년 편의점 웨미리마트를 인수 합병함으로써 소비자への 접근성 측면에서 강한 경쟁력을 가지고 있다. 식품가공은 기본적으로 실용성과 편리성을 중요시하기 때문에 가격 경쟁력이 중요하고 그로 인해 경쟁사와의 차별화가 어렵기 때문에 유통업체의 구매력을 활용하는 것은 핵심 경쟁력이 될 수 있다. 편의점 입장에서는 검증된 유명 외식업체의 제품을 판매해 리스크 감소를 피할 수 있으며 동사는 편의점의 유통망을 활용하면 브랜드 홍보와 함께 매출 증대로 피할 수 있다. 향후에는 식당, 단체급식회사, 외식회사, 호텔, 케이터링, 도시락 회사 등 식자재 공급을 요하는 모든 사업장에 대해 적극적인 영업을 전개해 성장할 전망이다.

Point 2. '식 자재 유통' 사업이 뜨고 있다

지속적인 시장규모 확대에 따른 공급물량 확대

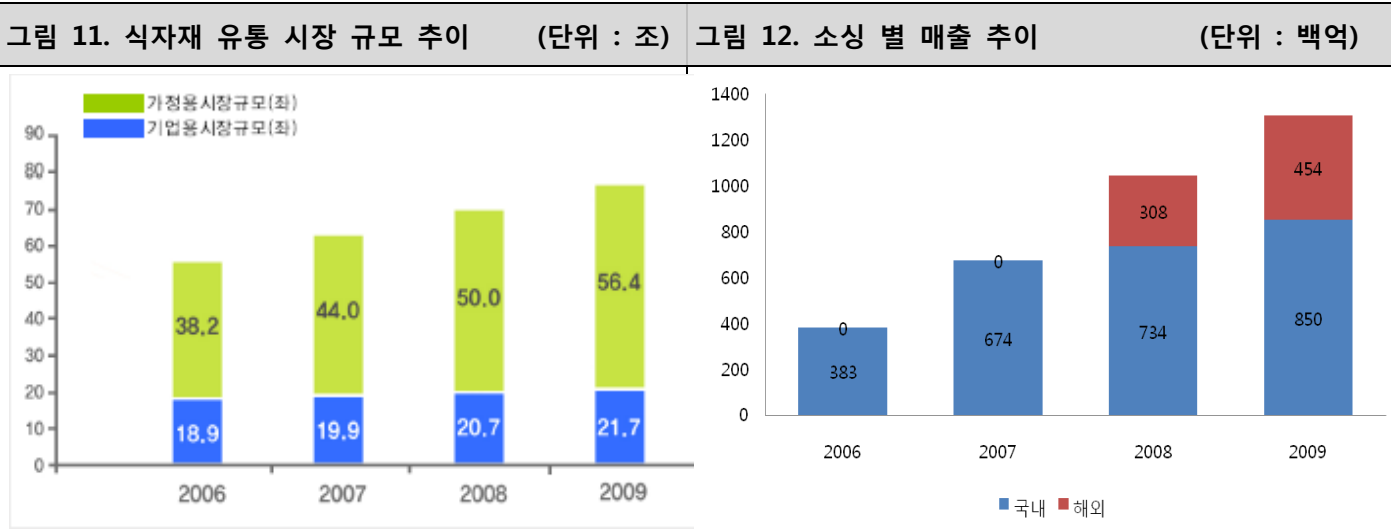
국내 식자재 유통 시장 확대

식자재 유통업은 식품제조사 중소단체급식회사 등에 식 자재 납품 및 수입과일 등 해외 식 자재 수입 유통시장에 판매하는 사업으로 시장규모 및 성장성이 높은 사업이다. 최근 현황을 살펴보면, 2006년 57조 원 에서, 2007년 64조, 2008년 71조, 2009년에 이르러 78조 원에 이르기 까지 지속적으로 시장 규모가 확대되고 있다.

B2C 시장 중심으로 성장하는 식자재 유통 시장

B2C 시장 규모 확대

식자재 유통시장은 크게 B2B사업과 B2C사업부분으로 나뉠 수 있다. B2B시장은 기업용으로써, 외식업체와 단체급식업체에 납품하는 것을 말하며, B2C시장은 가정용으로 대형마트와 슈퍼마켓에 납품하는 것을 뜻한다. 시장 규모 확대는 기업용 시장과 가정용시장에 함께 작용하고 있으며 기업용 시장보다 가정용시장 규모 확대가 더 큰 추세이다. 이는 할인점 업계의 점포 확장에 따른 공급처 확대에 따른 것으로 판단된다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

식품유통에 KSF는 4가지로 요약된다.

규모의 경제를 통한
가격 경쟁력

식자재 유통산업에서 성공하기 위한 KSF는 무엇이 있는가? 한 사업에서 성공하기 위해서는 정말 많은 요소가 필요하지만, 우리는 식자재 유통시장에서 가장 중요한 KSF는 5가지 정도로 요약할 수 있다고 본다. 1) 규모의 경제를 통한 경쟁력있는 원가 창출, 2) 물류관리 시스템을 통해 저비용으로 신속하게 공급할 수 있는 능력, 3) 식자재의 신선도와 안전성을 유지할 수 있는 품질관리, 4) 이를 통한 신뢰라는 브랜드 이미지 구축, 5) 강력한 Captive Market의 보유를 통한 안정적인 대량 공급처 확보가 바로 수익성 극대화 및 매출의 지속적인 증가를 견인할 수 있을 것이다.

사업 현황

꾸준한 매출 성장

동사의 식자재 유통은 2009년 매출 1304억원으로 전년 대비 25.1% 늘었다. 특히 해외 소싱은 2009년 439억원으로 전년 대비 42% 늘었다. 올해는 해외 소싱에서 두 배 이상 매출을 낼 전망이다. 이마트에 공급하는 바나나 점유율은 지난해 45%에서 올해 60%까지 오를 전망이다.

낮은 영업이익률?

영업이익률은 2006년 5.7% 에서 2008년 3.2%로 다소 낮아졌지만 2009년에는 3.7%를 달성하면서 평균 4% 대의 낮은 영업이익률을 유지하고 있지만 매출액 규모만 1300억 원에 달해 절대적 영업이익 액수는 크다고 볼 수 있으며 향후 78조 원 이상의 시장 규모 확대를 고려해 볼 때 영업이익률과 상관 없이 영업이익 액수는 꾸준히 증가할 것이다.

식자재 유통업 투자포인트 Two.

1) 대기업 위주 B2C시장 개편에서 경쟁력 확보

대기업 중심 시장 흐름이 개편에 따른 동사의 국내 식자재 유통 사업 성장

국내 B2C 식자재 유통 시장은, 기존의 규모의 경제를 내세운 식자재 유통 문화에서 가격 경쟁력은 물론 안정성과 신선도를 내세우는 새로운 식자재 유통 문화로의 변화가 진행 중이다. 식자재 유통 산업의 B2C 시장은 당일 배송 & 식품 안정성 & 가격 경쟁력을 모두 보유해야 하는 새로운 패러다임이 형성되었으며 이를 위해서는 투자자본이 많이 들기 때문에 대기업 중심으로 시장 흐름이 개편 되어 가고 있다. 동사는 가격뿐만 아니라 품질을 중요시 하는 대형 거래처 중심으로 한 식자재 유통업에 집중하여, 향후 대기업중심의 시장 개편에서 유리한 위치에 있다. 비록 점포 수 확대에는 한계가 있겠지만 이미 국내 대형마트 No1 E-마트를 보유하고 있는 동사는 이러한 시장 개편의 가장 큰 수혜자라 할 수 있겠다.

그림 15. 연도별 실적

(단위 : 백 만원, %)

	2006		2007		2008		2009	
	매출액	신장(%)	매출액	신장(%)	매출액	신장(%)	매출액	신장(%)
매출액	38,372	39.2	67,453	75.8	104,263	54.6	130,405	25.1
영업이익	2,177	30.6	2,489	14.3	3,369	35.4	4,784	42.0
영업 이익률(%)	5.7	-0.4	3.7	-2.0	3.2	-0.5	3.7	0.4

출처: 2010 IR

해외 직소싱 사업 활성화
를 통한 차별화된
경쟁력 확보

2-1) 해외 직 소싱이 성장을 견인

동사가 식자재 유통 사업에서 급격한 성장을 할 수 있었던 것은 07년부터 본격적으로 시작된 해외 직소싱 제품 유통 사업이 있었기 때문이다. 수입과일, 음료 등의 해외 수입상품의 국내유통을 본격적으로 시행하였으며 점진적으로 수입품목을 다변화하여 해외 직소싱 사업을 활성화를 통해 소비자에게 양질의 상품을 저렴하게 제공하게 되었으며, 이를 통해 높은 성장율을 기록하는 등 차별화된 경쟁력을 확보하였다. 또한 08년과 09년 역시 꾸준히 매출액이 신장하고 있는 가운데 각 연도별 해외 직소싱 제품 매출 비중이 30%(30800억)에서 35%(45400억)로 늘어난 것을 확인할 수 있으며 동사의 매출액 성장을 이끄는 원동력이 해외 직소싱 제품임을 확인 할 수 있다.

낮은 비중의 해외 직
소싱, 성장 가능성 커

2-2) 개척 분야라 성장성이 큰 해외 직소싱

해외 직소싱 사업은 이제 막 개척 단계인 사업 부문이다. 아직 해외 직소싱 산업 비중이 작은 수준이며 동사가 판매하고 있는 제품 군 역시 적은 상태이지만, 그렇기에 향후 시장 성장에 따른 동사의 식 자재 유통 사업 성장 견인에는 긍정적이다. 07년에 시작했음에도 불구하고, 08년, 09년에 급격한 성장을 하는 모습을 보여주고 있으며, 소득 증가와 다양한 상품 선호 경향에 따른 시장 트렌드에 맞춰 향후에 해당 사업이 성장할 가능성은 크다.

강력한 유통망 확보로
해외 사업자와의 거래
에서 유리한 입장

2-3) 해외 사업자와의 Contact 에 유리, 공급량 확보 및 상품 군 확대에도 용이

해외 직소싱 사업의 성공을 위해서는 상품군 확대와 공급량 확보에 용이해야 하고 이는 해외 사업자와의 Contact에 유리한 입장에 있어야 가능한 일이다. 그런데 이 부분에 있어서 역시 Captive Market이 있기 때문에 동사가 효과적일 수 있다고 판단한다. 해외 프리미엄 제품 공급 업체들이 국내로 해당 기업의 제품을 판매하려면 결국 국내 유통업자를 통해야 하는데, 그렇다면 가장 경쟁력이 있는 것은 E-마트, 신세계 백화점 등의 강력한 유통망을 Captive Market으로 갖고 있는 신세계 푸드이기 때문에, 글로벌 식품기업과의 제휴 및 네트워크를 형성할 때 경쟁력이 있다고 할 수 있겠다.

그림 13. 신세계그룹 비즈니스



출처: 2010 IR

그림 14. 계열사 그룹 매출 실적 (단위: 억 원, %)

회사명	08	09	신장률(%)
이마트	612	760	24.2
백화점	1	1	-
조선포털	18	306	1,600.0
스타벅스	1	14	1,300
조선포털 베이커리	31	36	16.1
총 계	663	1,117	68.5

출처: 2010 IR

Conclusion

동사는 안정적인 공급처인 신세계와의 지속적인 영업으로 잘 영위해 나갈 것이라고 생각된다. 특히 국내 식자재 유통업 시장의 흐름에 따라 대기업을 중심으로 새로이 시장이 재편 될 것으로 보이는 와중에 동사는 국내 No.1 대형 할인점인 E-Mart를 비롯해 신세계 백화점, 웨미리마트 등의 강력한 내부시장을 보유하고 있어 경쟁사에 비해 충분한 경쟁력을 지닌다. 주목할 부분은 아직 개척시작분야인 해외 직소싱 부분이다. 이는 동사가 식자재 부분에서 성장할 수 있는 원동력의 일환으로서 작용하게 될 것이다. 또한, 해외 프리미엄 직소싱 제품 산업에 집중하는 사업 전략은 앞으로의 기업 전망을 더욱 밝게 한다.

Point 3. 위탁급식 시장의 성장성 - 보수적으로 가자!

3-1. 매출의 50% 이상을 차지하는 위탁급식사업, 그 미래는?

신세계푸드의 중요한 CASH COW, 위탁급식 사업

동사는 새로운 성장 동력으로 식자재 유통업과 식품가공 사업을 꼽고 있지만 현재 신세계푸드 매출의 절반 가량은 급식 사업에서 발생하고 있다. 급식 사업은 동사의 안정적인 cash cow로서, 식자재 유통 사업과 식품가공 사업을 새로운 성장 동력으로 키워 나가는데 있어서 든든한 디딤돌 역할을 하고 있다. 따라서 동사를 분석할 때 우리는 급식 산업에 대해 반드시 살펴볼 필요가 있다.

3-2. 위탁 급식 산업은 생각보다 엄청나게 크고, 성장 가능성도 있다!

위탁 급식 산업의 규모와 성장 가능성

급식산업의 규모에 대한 정확한 통계 자료를 얻긴 어렵지만 현재 상장되어 있는 급식 업체들의 공시 자료 및 한국급식협회에 따르면 우리나라 전체 급식 시장은 현재 약 7.8조 원에 달한다. 급식 시장은 학교나 회사에서 직접 급식을 운영하는 직영급식 시장과 급식 전문 업체에 급식 서비스를 위탁하여 급식을 제공하는 위탁급식 시장으로 나뉘는데, 우리나라에서는 직영급식과 위탁급식이 시장을 50%씩 양분하여 각각 3조 9천억 원의 시장을 형성하고 있다. 위탁급식 시장만 놓고 생각해 볼 때, 한 끼당 식사가격을 3,000원으로 가정해 보면 사람들이 1년에 약 13억 끼 정도의 식사를 위탁급식을 통해 해결한다는 것을 알 수 있는데 이는 실로 어마어마한 크기이다.

전체 급식시장이 지속적으로 성장할 가능성은 희미하다. 급식 인구는 한정되어 있고 성장세도 점차 둔화되고 있기 때문이다. 그러나 동사의 입장에서 위탁급식 시장만 따로 떼어놓고 본다면 이야기는 달라진다.

3-3. 위탁 급식 시장은 대기업 주도의 시장으로 재편되고 있다

대기업 위주로 재편되는 위탁급식시장

위의 그림을 참고한다면, 위탁급식시장이 대기업 위주로 움직이고 있음을 확인할 수 있을 것이다. 그 결과 현재는 우리나라 위탁 급식 시장은 중소기업과 대기업이 각각 4:6의 비율로 영위하고 있다.(그림) 전통적으로 위탁 급식 시장은 진입장벽이 낮아 중소기업체들이 난립하던 시장이었다. 하지만 위탁 급식 시장은 구매 및 보관, 유통 등의 과정에서 규모의 경제가 발생할 수 있는 유통 특유의 강점을 가진 산업이다. 우리나라 위

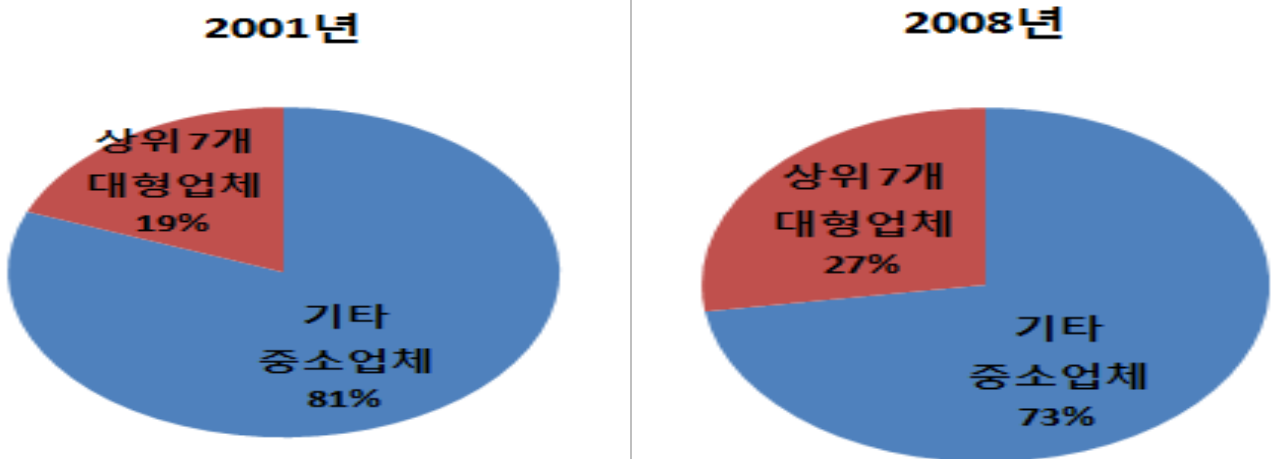
탁 급식의 경우에도 80년대 후반 아워홈을 시작으로 동사 및 CJ, 삼성에버랜드, 현대 등이 가세하면서 빠르게 대기업 중심의 시장으로 재편되고 있다.

3-4. 기존 직영을 고수하던 업체들이 위탁의 매력에 빠진다.

직영급식, 위탁급식
으로 전환 중

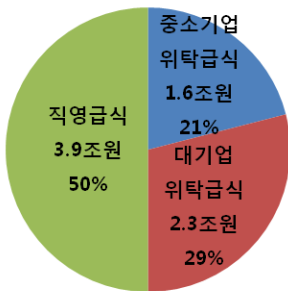
직영급식으로 급식 서비스를 운영하는 것이 위탁급식 전문 업체에 급식 서비스를 맡겨서 급식을 제공하는 것보다 더 비싸다. 왜냐하면 위탁급식 업체들, 특히 대기업 계열사의 위탁급식 업체들은 규모의 경제와 자신들의 유통망을 이용하여 원가를 낮춰 가격 경쟁력을 갖고 있기 때문이다. 게다가 품질이나 위생 상태에 있어서도 영세한 소형 직영급식보다는 식품 안전 기준 등을 만족한 대기업 위탁 급식이 더 안전하다. 따라서 직영급식을 하고 있는 기업들에게 있어 위탁 급식 전환은 매력적이지 않을 수 없다. 미국과 일본의 경우, 산업체의 위탁 급식률이 각각 87%, 94%에 달하지만, 2009년 우리나라 산업체 위탁 급식률은 58%에 불과해 앞으로 성장 가능성이 상당하다는 것을 알 수 있다. 이러한 사실들을 살펴볼 때 대규모 위탁 급식 업체의 매출 기반 확대 가능성은 여전하다고 할 수 있다.

그림 16. 대형 급식업체 점유율 현황



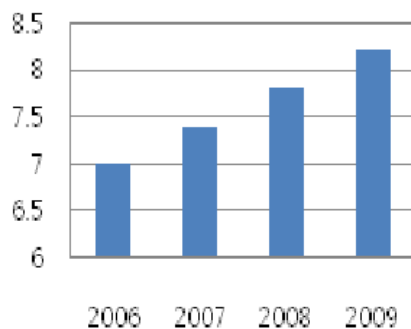
출처: 식품 연감

그림 17. 급식 시장규모



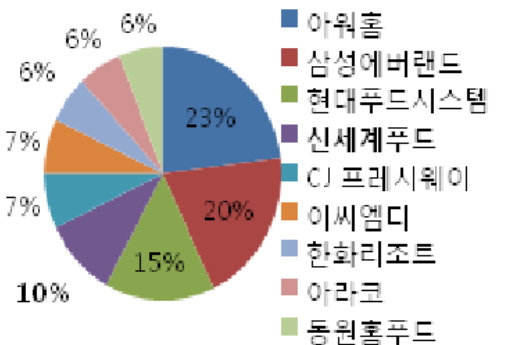
출처: 2010 IR

그림 18. 위탁급식시장 성장률 (단위: %)



출처: 2010 IR

그림 19. 대기업 간 위탁급식시장 점유율



출처: 2010 IR

3-5. 무리한 확장은 없다. 그러나 안정적인 수익성관리가 있다.

현재 동사는 아워홈, 삼성에버랜드, 현대푸드시스템에 이어 급식산업에서 업계 4위로, 대기업 위탁급식 시장에서 약 10%의 시장 점유율을 차지하고 있다. 동사는 새로운 성장 동력으로 식자재 유통업과 식품 가공업을 꼽고 있기 때문에 새로 급식사업 규모를 확장할 계획은 없다고 한다. 그렇다면 이러한 동사의 비전 아래에서 동사의 급식사업부문이 집중해야 할 점은 무엇일까?

수익성관리가 포인트

그것은 바로 수익성 관리이다. 동사는 현재 급식 사업부문의 모든 역량을 수익성 관리에 집중하고 있다. 동사는 약 420개의 업체 및 학교에 급식 서비스를 제공하고 있다. 이는 2008년, 2009년에 동사가 급식을 제공하던 고객들의 수와 비교해 봤을 때 큰 차이를 보이는 수는 아니므로 동사가 급식 사업의 외형적인 확장을 추진하고 있지 않음을 보여준다. 하지만 급식사업 부분의 매출액은 꾸준히 증가하고 있고, 이익률도 증가하고 있다. 동사는 어떻게 더 많은 고객과 거래하지 않고도 매출액과 이익률을 향상시킬 수 있었을까? 해답은 그들의 급식 사업부문에서의 경쟁력에서 찾을 수 있다.

식자재유통과의 시너지와 효율적인 급식 사업관리가 경쟁력

첫 번째 경쟁력은 동사의 식자재 유통 사업이다. 동사는 식자재 유통업을 하고 있기 때문에 저렴한 가격에 식자재를 구매할 수 있는 BUYING POWER를 가지고 있다. 저렴한 식자재 구매를 바탕으로 급식 원가를 낮출 수 있고 이는 가격 경쟁력으로 이어져 마진 증가와 신규 사업장 수주에 도움을 주고 있다. 두 번째, 효율적인 급식 사업장 관리에 있다. 동사는 지속적으로, 사업장마다 수익성을 관리한다. 그리고 자체적으로 구성된 심의 위원회를 거쳐 적자가 나는 사업장과는 더 이상 거래를 하지 않도록 하고 더 높은 수익을 가져다 줄 수 있는 사업장과 새롭게 거래를 맺는 정책을 추진하고 있다. 또한 작은 사업장 보다는 규모가 큰 사업장 위주로 새롭게 거래를 체결하고 있기 때문에 향후 5년간은 매출액은 보수적으로 5% 정도씩은 꾸준히 성장할 것으로 판단된다. 또한, 이런 안정적인 수익성과 CASH COW를 바탕으로 급식 사업은 동사가 식자재 유통업, 식품 가공업을 통해 발전할 수 있도록 하는 안정적인 발판이 될 것으로 기대된다.

그림 20. 위탁급식 사업부문 연도별 실적

(단위 : 백만 원, %)

	2006		2007		2008		2009	
	매출액	신장(%)	매출액	신장(%)	매출액	신장(%)	매출액	신장(%)
매출액	190,944	18.6	211,175	10.6	225,904	7	252,683	11.9
영업이익	16,029	23.1	17,644	10.1	19,184	8.7	22,191	15.7
영업 이익률(%)	8.4	0.3	8.4	0	8.5	0.1	8.8	0.3

출처: 2010 IR

3-6. 학교 급식 직영화, 신세계푸드에 RISK?

학교 급식 직영화?
RISK 아니다!

정부는 2008년에 2010년부터 학교 급식을 전면 직영화 하도록 학교급식법을 개정했다. 이 때문에 전국의 모든 초등학교, 중학교, 고등학교는 위탁급식업체를 통해서가 아니라 학교 스스로 급식을 운영하여 학생들에게 급식을 제공해야 한다. 이는 위탁급식업을 통해 수익의 상당부분을 벌어들이고 있는 동사에게 엄청난 RISK로 보인다. 하지만 사실, 동사는 학교 급식 시장에 거의 진출해 있지 않다. 동사 IR에 따르면 동사가 급식을 공급하고 있는 420개 고객 중 초등학교, 중학교, 고등학교는 총 10개 미만에 불과하며 매출의 소수만을 차지하고 있다. 때문에 정부의 이번 정책은 동사에게 큰 RISK라고 볼 수 없다.

Point 4. 신 성장 동력을 위한 또 다른 발판, 외식사업

안정적인 CASHCOW,
외식사업

외식산업은 경기에 민감한 산업으로 현재의 경기불황에 의해 중·단기 적으로 볼 때는 큰 성장이 어려워 보인다. 하지만 장기적으로 볼 때, 웰빙 열풍에 따른 소비자들의 프리미엄 식품에 대한 욕구가 증가하고 있어 직영화를 통한 브랜드 이미지 강화와 고급화에 힘쓰고 있는 동사의 외식사업 브랜드들은 좋은 반응을 얻을 것으로 기대 된다.

4-1. 지속적인 수익성 개선과 안정적인 확충!

외식 사업의 지속적인
수익성 개선과 안정적
확충

동사의 외식사업 정책을 한마디로 표현하자면 수익성 개선이다. 급식사업과 마찬가지로 동사는 외식사업을 식자재 유통과 식품가공 사업을 위한 발판으로 삼고 있다. 동사 IR에 따르면 동사는 더 이상 외식사업을 프랜차이즈 사업이나 신규 브랜드 론칭 등을 통해서 확장 시킬 계획은 없다고 밝히고 있다. 대신 지속적인 수익성 개선을 위해 신세계푸드의 식자재 유통망을 이용, 원가를 절감하고 이를 이용하여 가격경쟁력을 강화하며 브랜드 이미지를 고급화 하는 노력을 통해 매출액과 이익률을 높일 계획이라고 밝히고 있다. 또한 이마트의 영업망을 이용해 저가형 푸드코트 매장도 공략할 계획이다.

보노보노, 보노보노M - 럭셔리 뷔푸드 레스토랑

웰빙 바람을 탄 sea food 레스토랑의 인기에 힘입어 좋은 반응을 얻고 있는 브랜드이다. 웰빙 레스토랑이라는 이미지를 통해 두 자릿수의 매출 성장을 지속 중이며 2010년 대한민국 퍼스트 브랜드 대상을 수상하는 등 브랜드 이미지 강화에도 성공하고 있어 앞으로도 꾸준한 성장이 기대되는 브랜드이다.

칸소, 델리아 - 이마트 영업망을 겨냥한 푸드코트 브랜드

칸소와 델리아는 신세계푸드가 이마트와 같은 할인점의 푸드코트에 입점하기 위해 만든 브랜드이다. 현재 27개의 점포가 있으며 이마트의 영업망을 통해 지속적으로 확장할 계획이다.

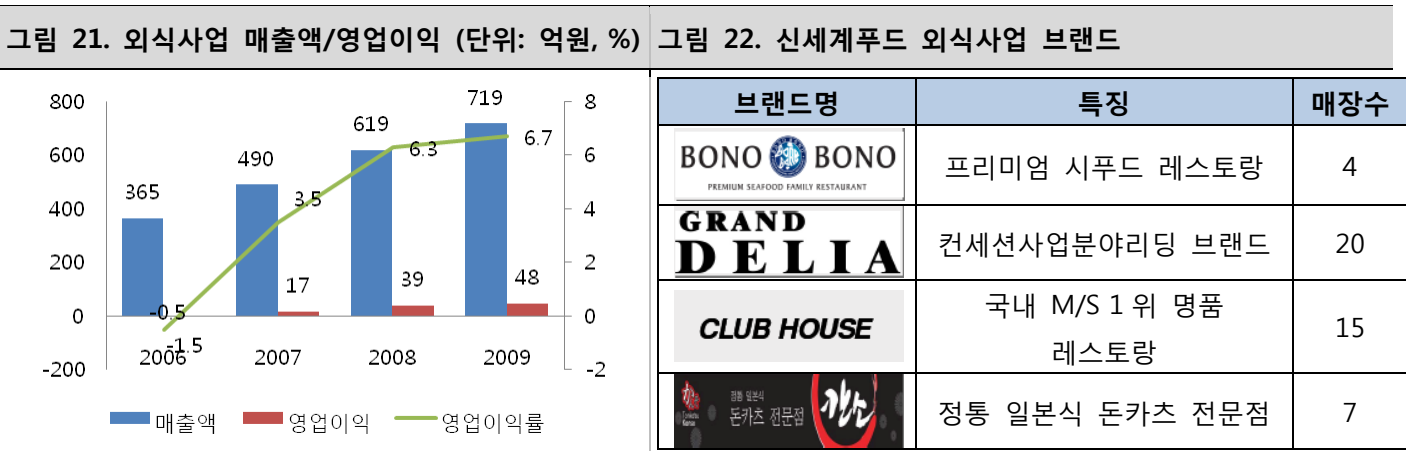
클럽하우스 - 국내 1위의 골프장 명품 레스토랑

동사의 외식사업 브랜드 중 가장 큰 매출 성장이 기대되고 있는 브랜드이다. 현재 대한민국에는 400여 개의 골프장이 있는데 이들 중 80% 가량의 골프장에서 자신들의 레스토랑을 직영으로 운영하고 있다. 골프장을 이용하는 고객들의 특성상 음식의 맛과 브랜드 이미지를 중시할 것으로 생각되는데 각각의 골프장에서 직접 운영하는 음식점은 전문적으로 외식사업을 하는 업체에 비해 전문성이 떨어지고 강력한 브랜드를 가지고 있지 않아 이 고객들의 욕구를 충족시켜 주기 어렵다. 앞으로 소득 수준이 증가하면서 골프장의 이용객이 증가할 것으로 보이며 이에 따라 앞으로 꾸준히 전국에 골프장이 많이 생겨날 것으로 예상 된다. 이러한 현상은 강력한 브랜드와 전문성을 가지고 있는 동사의 클럽하우스에 큰 도움이 될 것으로 전망된다.

성장을 위한 발판

식자재 유통사업과 식품 가공업을 위한 발판, 외식사업

동사는 무리한 확장 보다는 안정적인 확장과 지속적인 수익성 개선 노력을 기울였고 그 결과 2007년부터 외식사업 부문의 영업이익이 흑자로 돌아섰으며 이후에는 꾸준히 매출액, 영업이익, 영업이익률의 증가 추세를 보여주고 있다. 앞으로도 동사의 안정적이고 조심스러운 외식사업 정책은 꾸준히 유지될 것으로 보이며 이러한 안정적인 수입을 통해 신 성장 동력인 식자재 유통업과 식품 가공업을 위한 안정적인 재원을 마련할 수 있을 것으로 생각된다.



출처: 2010 IR

출처: 2010 IR

3. Finance

5. 1. 성장성

안정적이지만 급격한 성장과 축적되는 현금

동사는 든든한 Captive Market인 신세계를 통해 그 동안 안정적이면서도, 급격하게 성장할 수 있었다. 그 결과 09년 기준으로 동사의 매출액은 4,958억 원 규모이며, 연평균 매출액 성장률은 20.45%라는 거대한 성장률을 보여왔다. 이런 성장세는 단지 회계적인 수치만이 아닌, 지속적으로 축적되는 안정된 현금흐름에서도 잘 나타납니다. 그 결과, 동사는 새로 시작하는 신규 사업을 위해 필요한 자본을, 풍부하게 보유하고 있는 현금 내에서 해결할 수 있는 상황이다. 실제로, 새로운 사업을 위해 신규로 08년과 09년에 각각 200억과 220억 원의 투자현금흐름이 발생했음에도 불구하고, 08년에는 50억, 09년에는 94억의 순현금유입이 발생하였다. 이렇게 축적되는 현금의 향후 동사가 역량을 집중하고 있는 식자재 부분에서, 성장을 위해 타 업체들과 M&A이슈가 발생했을 때 충분한 자금원이 될 수 있을 것으로 판단된다.

5.2. 수익성

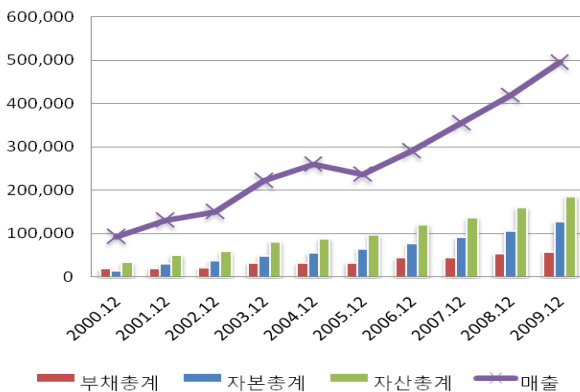
이익률도 안정적

동사는 같은 업계의 타 경쟁업체들과는 달리 안정적인 수익을 창출하고 있다. 09년 기준으로 영업이익률 6.61%, 순이익률 4.92%, ROE 22.95%, ROA 20.41%로써, 이익률은 꾸준히 유지되고 있으며, 자본 및 자산 대비 수익률은 소폭의 상승세가 유지되고 있다. 이는 Captive Market인 신세계를 활용하여, 규모의 경제를 달성할 수 있었고, 다시 원가경쟁력으로 이어질 수 있었기 때문이다. 실제로 타 경쟁업체들과 순이익률과 ROE를 비교해보면, 동사가 상대적으로 우월함을 알 수 있다.

영업외부분은 미미

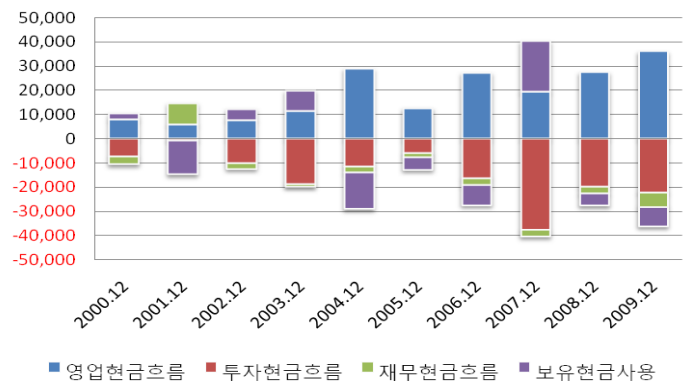
동사는 (주)웨미리마트를 09년 3월 31일자로 흡수합병하면서, 현재는 자회사를 보유하고 있지 않다. 따라서 영업외손익부분은 전체 순이익에 큰 영향을 주지 않을 것으로 판단되는데, 실제로 영업외수익과 비용은 영업대비 10%내외로 합산시 그 비중은 5%를 넘지 않는 상황이다. 다만, 최근 영업외비용이 증가한 이유는 유형자산처분손실에 기인한 것으로 일시적인 부분이라 크게 우려할 부분은 아니라고 사료된다.

그림 23. 매출, 자산, 자본, 부채 증가 추이 (단위: 백만원)



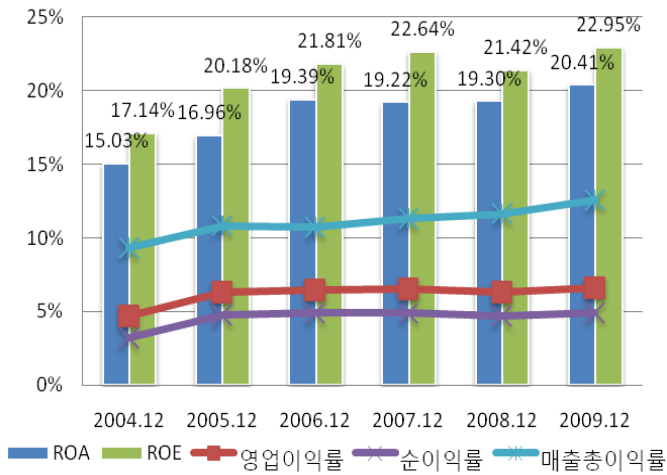
출처: 2010 IR

그림 24. 현금흐름 추이



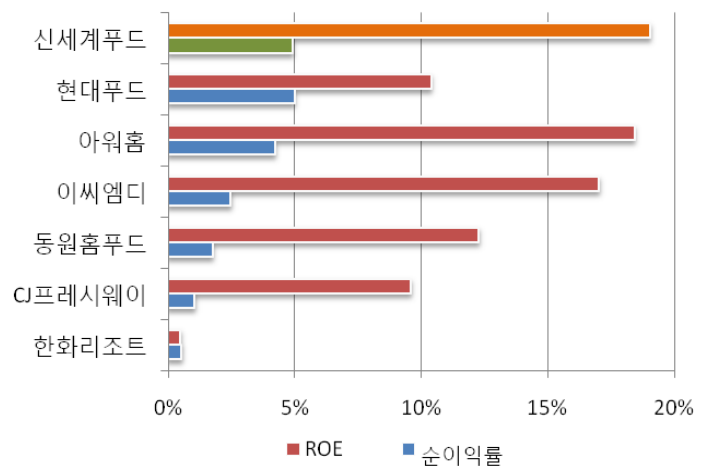
출처: 2010 IR

그림 25. 최근 5년간 수익성 추이



출처: 2010 IR

그림 26. 경쟁업체와 수익률 비교 분석



출처: 2010 IR

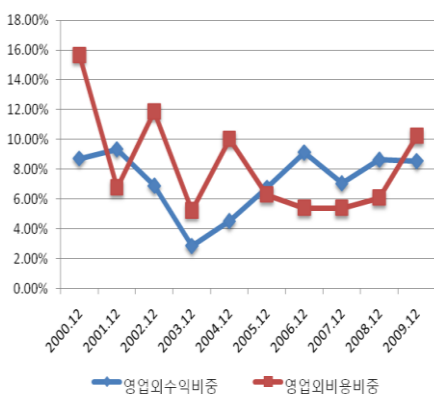
5.3. 안정성

재무나 영업에서의 건전성은 문제 없음

동사는 우수한 현금흐름 창출을 통해서 안정적인 재무비율을 유지할 수 있다. 근거로 유동비율과 부채비율은 09년 기준으로 각각 150%, 45% 수준으로 유동비율은 증가, 부채비율은 감소하는 추세이다. 뿐만 아니라, 동사는 성장을 위해 자본을 크게 투자 했음에도 불구하고 고정비율이 크게 변하지 않을 정도로, 안정적이고 신중하게 사업을 확장하고 있음을 확인할 수 있다.

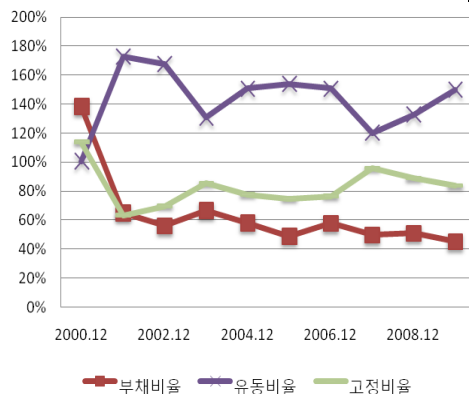
또한, 동사의 CCC변화 추이는 다소 변동폭이 있으나, 아직 25일 이내로 우려할 수준은 아니라고 판단된다. 다만, 재고자산처리기간이 증가한 것은 재고자산의 증가가 주 이유로, 동사가 유통 및 제조 사업으로 그 영역을 확대하면서 자연스럽게 증가한 것이다.

그림 27. 영업이익 대비 영업외손익



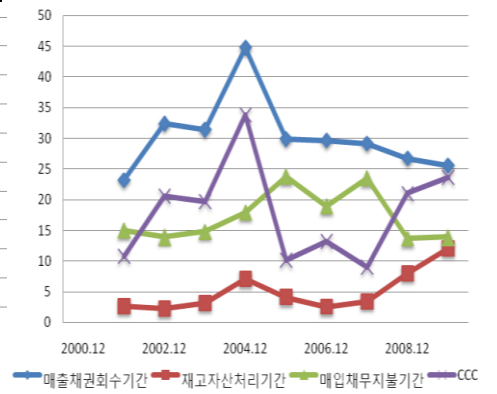
출처: 2010 IR

그림 28. 재무건정성 지표 추이



출처: 2010 IR

그림 29. CCC변화 추이



출처: 2010 IR

4. Issue

유가증권시장 상장예심청구

한국거래소는 동사가 제출한 유가증권시장 상장예비심사 청구서를 접수했다고 3월 16일 밝혔다. 즉, 기존에 코스닥에 상장되어 있던 동사가 유가증권시장에서 상장하기 위해 움직인 것이다. 사실, 이론상으로는 코스닥에 상장되어 있던 기업이 코스피에 상장된다고 해서 큰 변화가 있는 것은 아니다.

그러나 코스피로 상장된다는 것은 1) 코스피에 편입될 만한 기업수준 증명, 2) 기관과 외국인들의 매수세가 더 이어질 가능성, 3) 코스피 대비 인덱스펀드 구성시 포트폴리오 편입가능성 증대, 4) 거래량 부진에 대한 우려를 어느 정도 해소할 수 있을 것이라는 점에서 우리는 동사의 이러한 변화를 긍정적이라고 판단한다.

5. Valuation

DCF를 이용한 Valuation

동사의 2009년 실적은 최근 공시자료를 바탕으로 반영하였다. 먼저, 향후 매출액 추이를 추정하기 위해 각 사업부 별로 성장성을 예측해보기로 한다.

급식부분 : 급식시장은 이미 포화상태이고 더 이상의 성장이 우려된다는 일반적인 관점과는 달리 동사의 급식부분은 최근 3년 평균치로 9.78%씩 증가해왔다. 이는 사업을 확장하기보다는, 지속적으로 수익성을 극대화시키는 전략과 위탁시장의 매력도가 부각되어 우려져 가능했다고 판단된다. 그러나, 우리는 동사가 향후 수익성 개선을 위해 지속적으로, 거래상대방을 바꿔나갈 수 있을지에 관해서는 완전한 확신을 할 수 없었다. 따라서 향후 성장성을 보수적으로 추정하기로 하였다. 향후 성장률은 6%에서 지속적으로 차감, 적용하였다.

외식사업 : 외식사업도 최근 3년간 평균 매출액 증가율 25.42%에 해당할 만큼 고성장 구도를 이어오고 있다. 클럽하우스 부분에서 성장성이 예상되지만, 우리는 이 외식사업에 대해서 큰 성장성을 예상하지 않는다. 그 이유는 사업 자체가 경기에 민감하다는 점과 현재 동사의 모든 역량을 식자재에 집중하고 있어 이 부분에서의 성장 전략에 대해서는 아직 조심스러운 상황이라는 점에서, 향후 특별한 무리가 없는 한 매년 안정적인 수준을 유지할 것이라고 판단된다. 여전히 보수적인 관점에서 판단해 향후 5년간 최소 약 5%의 성장률을 기록할 것이라고 가정한다.

식품유통 : 동사는 해외 직소싱 부분에서의 성장성이 부각되었고, 기존 신세계 계열사로 공급하는 제품군의 확대되면서, 최근 3년 평균 50.34%씩 성장해왔다. 동사의 주요 유통 공급처인 이마트의 추가적인 외형성장에는 어느 정도 한계가 있다라고 생각되지만, 공급하는 제품의 절대적인 양은 견실하게 증가할 것이라고 판단된다. 반면, 해외 직소싱 부분의 성장성은 아직 크다고 생각한다. 이는 이제 시작하는 개척지와도 같기 때

문이다. 다만, 아직 거래처가 추가적으로 늘어나지 않았고, 기존 거래처로부터 공급하는 양만 늘었다는 점에서, 불확실성이 아직 존재한다고 판단된다. 따라서, 이전의 급격한 성장세와는 달리 매우 보수적으로 생각한다고 해도, 향후 5년간 최소 15% 이상은 꾸준히 성장할 것으로 판단된다.

식품제조 : 물론 기저효과가 있지만, 09년에만 매출이 50%가량 증가할 정도로, 최근 가장 크게 부각되고 있는 사업이다. 이제 본격적으로 시작되고 있는 사업이라고도 할 수 있는 간편식과 점차 브랜드 이미지가 강화되는 PL 제품의 성장성은 이마트 뿐만 아니라 동사의 실적을 견인할 것으로 판단된다. 특히, 이마트와 협력하여, 지속적으로 제품 개발에 힘쓰고 있다는 점과 수요가 증가하는 이유도 사회문화적인 장기트렌드에 기인한다는 점을 감안할 때, 향후 급격한 성장이 예상된다. 그리고 간편식 사업도 이제 막 시작해 다양하게 제품군을 늘려나가는 단계이기 때문에 매출은 점진적으로 증가할 것이라고 예상됨에도 불구하고 우리는 안전마진을 좀더 확보하고자 하는 마음에 5년간 최소 20% 수준에서 지속적으로 차감, 적용하였다.

영업이익률

동사는 강력한 Captive Market의 존재를 통해 이미 규모의 경제를 달성하였고, 영업이익률 측면에서 09년 6.61%로써 타 경쟁업체와 비교했을 때 상대적으로 높은 것으로 파악된다. 동사의 이러한 수익성은 어떤 요소보다도 Captive Market을 통한 규모의 경제의 달성이 있었기 때문에 가능했다고 판단된다. 다만, 이후 Product Mix 효과에 의해 영업이익률은 감소할 것으로 예상된다. 향후, 증가할 매출 및 영업이익을 산출한 후 그에 따른 영업이익률 변동분을 각 연도에 반영하였다.

유,무형자산 상각비/영업용운전자본/순유형고정자산

동사의 매출 비중은 최근 식자재부분에서 지속적으로 증가하고 있다. 이는 동사의 경영 전략과 관련돼 있는 것으로, 실제 이를 위해서 지속적인 투자하고 있다. 이런 최근 공격적인 투자의 증대는 단연, 유, 무형자산 상각비, 영업용운전자본, 순유형고정자산의 증대로 이어질 것이라고 판단된다. 따라서, 가장 변화가 많았던 최근 3년에서의 비율을 가중평균하여, 향후 5년간 적용하였다.

순무형고정자산과 기타영업용순자산

매년 경향성이 없을뿐더러 일정했으므로 10년 평균치를 사용하였다.

일별 Beta

작년과 재작년은 금융위기라는 특수적 상황과 연결되기 때문에, 3년치 평균이 동사의 Beta를 가장 잘 설명해 줄 것이라고 판단하여 이를 적용하였다.

매출액대비비율	2009	2010	2011	2012	2013	2014	10년 평균치
영업이익률	6.61%	6.25%	6.15%	6.04%	5.94%	5.83%	6.54%
유,무형자산 상각비	2.13%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.20%	2.07%
영업용운전자본	0.40%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	0.36%	-0.40%
순유형고정자산	17.85%	17.43%	17.43%	17.43%	17.43%	17.43%	14.45%
순무형고정자산	0.06%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.14%	0.24%
기타영업용순자산	2.65%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.20%	3.89%

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
예상매출액	495,882,606	542,371,025	592,197,351	644,837,073	701,414,599	762,258,721
급식 매출액성장률		6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%
급식 매출액	252,683,656	267,844,675	282,576,133	296,704,939	310,056,661	322,458,928
외식 매출액성장률		5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
매출액	71,948,000	75,545,400	79,322,670	83,288,804	87,453,244	91,825,906
식품가공 매출액성장률		20.0%	18.0%	15.0%	14.0%	13.0%
매출액	40,846,000	49,015,200	57,837,936	66,513,626	75,825,534	85,682,854
식품유통매출액성장률		15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
매출액	130,405,000	149,965,750	172,460,613	198,329,704	228,079,160	262,291,034
가중평균성장률		9.4%	9.2%	8.9%	8.8%	8.7%
예상EBIT	32,772,747	33,890,596	36,394,673	38,969,439	41,639,478	44,409,193
NOPLAT	23,760,242	25,689,072	28,205,871	30,396,162	32,478,793	34,639,171
(+)유,무형자산 상각비	10,580,130	11,932,163	13,028,342	14,186,416	15,431,121	16,769,692
출현금유입	34,340,372	37,621,234	41,234,213	44,582,578	47,909,914	51,408,862

WACC	9.78%
영구성장률	1.00%
예상 ROIC(2단계)	22.55%
FCFF추정(2단계)	33,103,045
Terminal Value	377,216,261
현재가치의 합	71,343,159
PV of TV	236,625,214
현금 + 시장성유가증권	24,337,638
비영업용자산	2,500
Value of the Firm	332,308,510
(-)Value of the Debt	0
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stock	0
Value of the Equity	332,308,510
발행주식수	3,428,600
희석주식수	
목표주가	₩ 96,923
현재주가	₩ 80,500
기대수익률	20%

자기자본비용	9.78%
3년치주별베타	0.8079
Adj.한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률(2009년 평균)	4.12%
WACC	9.78%
차입금가치(이자발생부채)	0
주주지분가치(시가총액)	276,002,300
한계조달금리	

결론

위와 같은 가정을 적용하여 보수적인 관점에서 Valuation한 결과 목표주가는 96,923원이 도출되었고, 이는 현재주가 80,500원 대비 20%의 안전마진을 확보할 수 있을 것이라고 전망한다. 분명 우리는 이전의 성장속도와는 달리 보수적인 성장을 가정했다는 점에서, 지금의 주가가 높은 것이 아니냐는 우려는, 향후의 성장성에 대한 지나친 과소평가 때문에 발생한 것이라고 판단됩니다. 투자의견은 Buy!

*** Appendix**

손익계산서

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
매출액	2,903	3,550	4,191	4,959
매출원가	2,592	3,149	3,704	4,335
매출총이익	311	401	488	624
판매비 및 일반관리비	123	169	224	296
인건비	46	52	62	75
광고상각비	8	9	11	13
무형자산상각비	1	1	1	2
기타판매비 및 일반관리비	17	33	45	64
영업이익	188	232	264	328
영업외손익	7	4	7	-5
이자수익	12	9	10	9
이자비용	0	0	0	0
외환차손익	0	0	-0	2
외화환산손익	-0	-0	0	0
지분법이익	2	0	0	1
기타영업외손익	-2	1	8	-16
세전계속사업이익	195	236	271	322
법인세비용	53	63	75	78
계속사업이익	142	173	196	244
종단사업이익				
당기순이익	142	173	196	244
EPS (원)	4,131	5,054	5,704	7,121
수정EPS				
(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
영업활동으로인한 현금흐름:	272	193	274	360
당기순이익	142	173	196	244
비현금수익비용가량	99	119	148	148
유형자산상각가상각비	55	72	84	96
무형자산상각비	7	10	10	10
회계적여	32	31	37	35
외화환산손익	0	0	-0	-0
지분법평가손익	-2	193	274	360
기타	7	-187	-258	-352
영업활동으로인한 자산부채	32	-99	-69	-33
투자활동으로인한 현금흐름:	-164	-376	-199	-220
유형자산 투자	-146	-342	-128	-256
유형자산 처분	9	10	8	17
무형자산 종량	-10	-6	-1	-2
투자자산 종량	0	-0	-50	0
기타	-18	-38	-28	21
재무활동으로인한 현금흐름:	-26	-26	-26	-59
장단기차입금증가	0	0	0	-33
사채종량	0	0	0	0
자본종량	0	0	0	0
배당금의지급	-26	-26	-26	-26
기타	0	0	0	0
영업투자재무활동기타량:	0	0	0	13
순현금흐름	82	-209	50	94
기초현금	215	297	89	138
기말현금	297	89	138	233

대차대조표

(100Mn.)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
유동자산	623	494	662	789
현금및 현금자산	297	89	138	233
시장성유가증권	0	0	0	11
매출채권	284	307	347	381
재고자산	30	81	143	118
비유동자산	585	873	944	1,073
투자자산	27	28	54	0
유형자산	406	658	681	885
무형자산	15	13	6	3
자산총계	1,207	1,367	1,606	1,862
유동부채	413	411	499	526
매입채무	203	139	166	214
단기차입금				
유동성장기차입금				
비유동부채	29	43	43	53
사채	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0
부채총계	442	454	542	579
자본금	171	171	171	171
자본잉여금	70	70	70	70
이익잉여금	524	672	842	1,060
자본조정			-19	-19
자본총계	765	913	1,064	1,283
(%, %)	2006.12	2007.12	2008.12	2009.12
Growth Ratios				
매출액성장률 %	23.3%	22.3%	18.1%	18.3%
EBITDA성장률 %	26.0%	25.5%	14.2%	20.9%
EBIT성장률 %	26.2%	23.6%	13.7%	24.2%
총자산성장률 %	24.8%	13.2%	17.5%	15.9%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	10.7%	11.3%	11.6%	12.6%
EBITDA마진률 %	8.6%	8.8%	8.6%	8.7%
EBIT마진률 %	6.5%	6.5%	6.3%	6.6%
세전계속사업이익률 %	6.7%	6.6%	6.5%	6.5%
당기순이익률 %	4.9%	4.9%	4.7%	4.9%
Stability Ratios				
부채비율 %	57.8%	49.7%	50.9%	45.1%
순부채비율 %	-38.8%	-9.7%	-13.0%	-19.0%
유동비율 %	150.8%	120.1%	132.7%	150.0%
당좌비율 %	143.6%	100.5%	104.1%	127.6%
이자보상배율	25996.6	20484.0	1134.4	1693.5
Performance Ratios				
ROE %	20.0%	20.6%	19.8%	20.8%
ROA %	13.0%	13.5%	13.2%	14.1%
ROIC %	44.0%	33.4%	27.9%	30.7%
Per Share Ratios				
수정EPS	4,131	5,054	5,704	7,121
주당순자산	22,324	26,628	31,033	37,413
주당현금흐름	5,948	7,437	8,465	10,207
주당배당금	750	750	750	750