

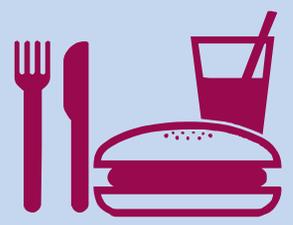
식자재 유통산업

Overweight
(Maintain)

2013. 7. 25

전방산업 부진 영향 지속

경기둔화와 영업규제에 따른 외식/급식(B2B), 대형마트(B2C) 등 전방산업의 부진으로 식자재 유통산업의 업황 부진 전망. 관련 업체들의 2분기 실적은 현대그린푸드를 제외하면 부진할 전망. 하반기 본격적인 실적 반등세를 위해서는 경기 회복과 전방산업의 업황 반등이 필요. 전방산업 영향이 제한적이고, 실적이 안정적인 개선세를 보일 것으로 예상되는 현대그린푸드를 소업종내 Top Pick 종목으로 제시. 업황 반등 시 레버리지 효과가 클 CJ프레시웨이는 관심종목



음식료

Analyst 우원성, CFA

02) 3787-5084

wswoo@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 식자재유통산업 업황	3
> 전방산업 경기부진에 따른 식자재유통업계 부진 이어짐	3
- 내수소비 위축과 제조업 조업부진으로 외식, 급식 경기 부진	3
- 경기둔화와 영업규제로 대형마트 판매액 성장세 둔화	3
> 업체별 사업구조 차이에 따라 전방산업 부진 영향 다름	5
- CJ프레시웨이는 외식경기, 신세계푸드는 대형마트 업황 영향이 크며, 현대그린푸드는 상대적으로 영향 제한적	5
II. 실적 전망 및 투자전략	6
> 현대그린푸드 제외한 업체들은 2Q 영업이익 감소 전망	6
- 전방산업(외식/급식, 대형마트) 부진으로 현대그린푸드 제외하면 2Q 이익 감소 전망	6
> 소업종내 Top pick으로 현대그린푸드 제시, CJ프레시웨이는 관심종목	6
- 현대그린푸드는 안정적인 실적개선 전망, 경기 반등 시 CJ프레시웨이 실적 개선 클 전망	6
기업분석	7

전방산업 부진 영향 지속

>>> 전방산업 부진이 식자재유통업계에 영향

내수소비 위축과 제조업 조업 감소로 외식/급식 경기 부진, 이에 따라 B2B 식자재유통 업체도 실적 부진 이어짐. B2C 식자재유통업체의 경우 소비심리 악화와 영업규제로 인한 대형마트 부진이 실적에 악영향. 사업 구조상의 차이로 CJ프레시웨이는 외식경기, 신세계푸드는 대형마트 부진 영향을 크게 받고 있음. 반면, 현대그린푸드는 사업 구조상 이러한 요인으로부터 자유로운 편이어서 상대적으로 실적 양호할 전망

>>> 현대그린푸드 제외하면 2Q 실적 부진

2Q 영업이익은 현대그린푸드(+9.5%)를 제외하면, CJ프레시웨이(-49%)와 신세계푸드는(-28%)는 전년동기비 감소할 전망.

- 1) CJ프레시웨이는 외식/급식 경기 부진과 중소형 식당들의 저가제품 선호, 축산물 등 상품 관련 손실 등이 요인.
- 2) 신세계푸드는 대형마트 규제와 소비 심리 악화에 따른 B2C식자재유통 실적 부진이 이익 감소의 주 요인, 이익 감소폭은 1분기대비 축소될 전망.
- 3) 현대그린푸드는 급식 부문의 신규거점 확대와 기존거래처의 단가인상 등으로 부진한 전망경기에도 불구하고, 이익이 증가할 전망.

>>> 식자재유통업체 투자전략

하반기 기저부담이 낮아지는 점은 주목할 만 하나 본격적인 실적 반등세를 위해서는 경기회복과 전방(외식/급식, 대형마트)산업의 업황 반등이 필요. 전방산업 부진요인의 영향이 제한적이고, 실적이 안정적인 개선세를 보일 것으로 예상되는 현대그린푸드를 소업종 내 Top Pick으로 제시. 업황 반등 시 레버리지 효과가 클 것으로 예상되는 CJ프레시웨이에 대해서는 장기적 관점에서 관심종목.

- > 당사는 7월 24일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 식자재유통산업 업황

>>> 전방산업 경기부진에 따른 식재유통업계 부진 이어짐

내수소비 위축과 제조업 조업부진으로 외식, 급식 경기 부진

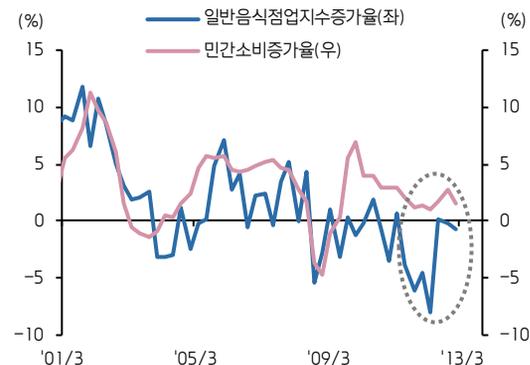
업소용(B2B) 식재유통 산업은 전방산업인 외식, 급식경기의 영향이 크다. 외식경기(일반음식점업 지수 증감률)와 급식경기(기관구내식당업 지수 증감률) 추이를 살펴보면 2012년 하반기 이후 부진이 이어지고 있다. 업종별 서비스업 생산지수(불변지수 기준)에서 2012년 일반음식점업 지수는 전년비 3.2% 감소했으며 2013년 1분기에도 0.7% 감소하는 모습이였다. 기관구내식당업 지수는 2012년 1.0% 하락했으며 1분기에 14.4%로 큰 폭의 감소를 보였다.

이는 경기 둔화에 따른 내수소비 위축(외식)과 제조업 조업 부진(급식) 때문으로 판단된다. 외식은 식품 소비 중 단가가 높아 경기에 연동되는 모습을 보인다. 외식경기(일반음식점업 지수증감률)와 내수소비(민간소비증감률)를 회귀분석 한 결과 결정계수가 0.4로 나타났다. 일반적으로 외식/숙박비는 물가불안과 경기침체시 가장 먼저 지출을 줄이는 항목(29.3%)로 꼽히고 있다. 급식 경기(기관구내식당업지수 증감률)는 제조업지수와의 회귀분석에서 결정계수가 0.48로 나타났다. 이는 공장 등 대규모 조업장의 급식 수요가 많기 때문으로 판단된다. 2분기에도 부진한 경기 요인이 이어지면서 외식, 급식 지수도 부진한 흐름이 이어졌을 것으로 예상된다.

경기둔화와 영업규제로 대형마트 판매액 성장세 둔화

가정용(B2C) 식재유통 산업은 대형마트 등 소매유통 채널의 영향이 큰데, 대형마트 판매액 지수 증감률은 경기둔화와 영업규제(강제휴무)에 따라 2012년 이후 둔화되는 모습을 보이고 있다. 2011년에 10.7%였던 대형마트 판매액 성장률은 2012년에는 5.1%로 둔화되었으며, 2013년 1분기에는 -1.8%로 역성장했다.

내수소비 부진에 따라 외식업 경기 부진 이어짐



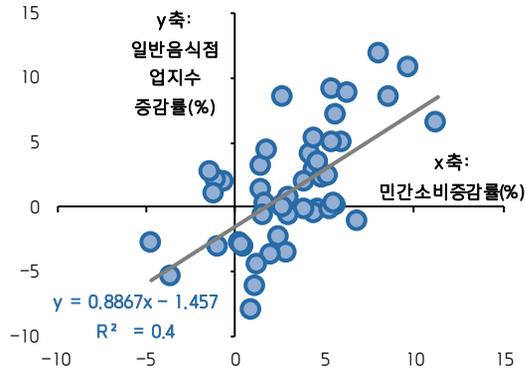
자료: 통계청, 키움증권

제조업 경기 부진으로 급식업도 부진한 상황



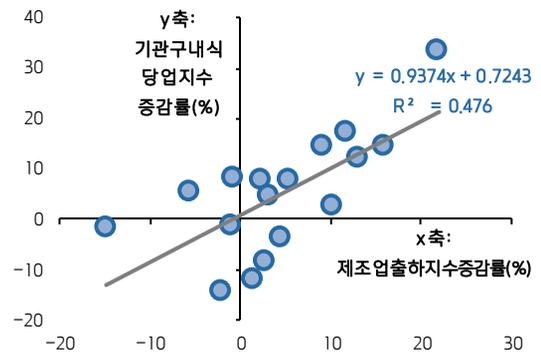
자료: 통계청, 키움증권

민간소비 증가가 외식경기를 40% 설명



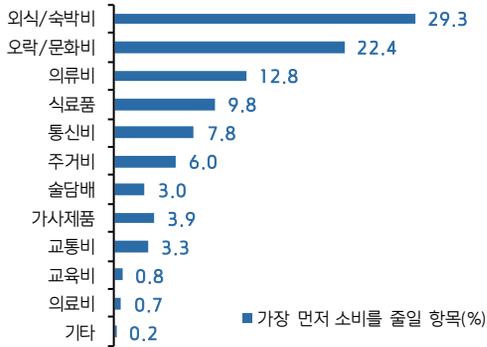
자료: 통계청, 키움증권
 주: 결정계수는 독립변수가 종속변수를 설명하는 정도를 의미

제조업출하지수 증가가 단체급식 경기를 48% 설명



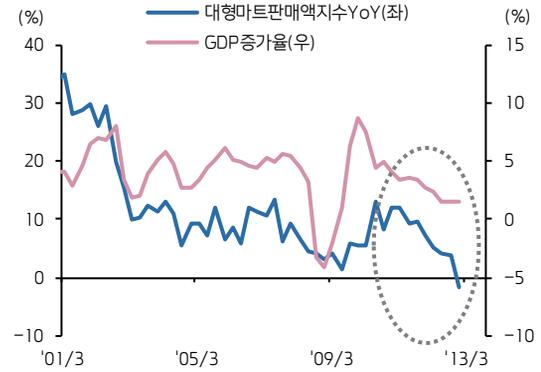
자료: 통계청, 키움증권
 주: 결정계수는 독립변수가 종속변수를 설명하는 정도를 의미

외식/숙박비는 경기침체 시 가장 먼저 소비를 줄이는 항목



자료: 대한상공회의소

경기둔화, 영업규제로 대형마트 판매 부진



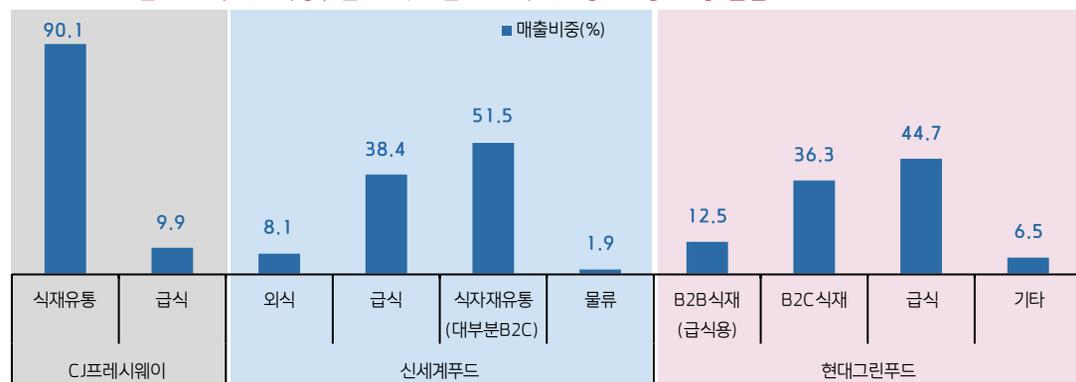
자료: 통계청, 유통연감

>>> 업체별 사업구조 차이에 따라 전방산업 부진 영향 다름

CJ프레시웨이는 외식경기, 신세계푸드는 대형마트 업황 영향이 크며, 현대그린푸드는 상대적으로 영향 제한적

이러한 전방산업의 부진은 각각의 exposure에 따라 식자재유통 업체들의 실적에 영향을 미치고 있다. CJ프레시웨이는 B2B식재유통 비중이 90%여서 외식 경기의 영향을 크게 받는다. 신세계푸드는 사업별 매출 비중이 급식 38%, 외식 8%, 식재유통 52%인데, 특히 식재유통의 80%를 캡티브형 B2C식재가 차지하고 있어 대형마트 업황의 영향을 많이 받고 있다. 현대그린푸드는 급식 45%, B2B식재 13%, B2C 식재 36%의 비중을 보이고 있는데, B2B 식재는 급식용이어서 외식경기의 영향을 받지 않는 구조이다. B2C식재 역시 지방 SSM 납품 비중이 높고 있어 대형마트 규제 영향으로부터 자유로운 편이다. 급식에 대한 exposure가 높은 편이나, 직영급식의 위탁전환 확대에 따른 신규 거점 확대로 급식 경기 부진에도 실적이 양호할 전망이다.

CJ프레시웨이는 B2B식재(외식형), 신세계푸드는 B2C식재(대형마트형) 비중 높음



자료: 각사 사업보고서

II. 실적 전망 및 투자전략

>>> 현대그린푸드 제외한 업체들은 2Q 영업이익 감소 전망

전방산업(외식/급식, 대형마트) 부진으로 현대그린푸드 제외하면 2Q 이익 감소 전망

전방산업 경기둔화에 따른 실적 부진이 대체로 2분기에도 이어질 전망이다. 2Q 영업이익은 현대그린푸드(+9.5%)를 제외하면, CJ프레시웨이(-49%)와 신세계푸드는(-28%)는 전년동기비 감소할 전망이다.

- 1) CJ프레시웨이는 외식/급식 경기 부진과 이에 따른 중소형 식당들의 저가제품 선호, 축산물과 감자 등 상품 관련 손실 등이 이익 감소 요인이다.
- 2) 신세계푸드는 외식부문 부진, 대형마트 규제와 소비 심리 악화에 따른 B2C식자재유통 실적 부진이 이익 감소의 주 요인이겠으나, 순차적인 급식사업장별 단가인상, 원가와 비용절감 노력 효과가 점진적으로 나타나며 이익 감소폭이 축소될 전망이다.
- 3) 현대그린푸드는 급식 부문의 신규거점 확대와 기존거래처의 단가인상 재계약 등으로 부진한 전방 경기에도 불구하고, 이익이 증가할 것으로 예상된다.

식자재유통 3사 2Q13 실적 추정 (단위: 억원, %)

기업명	구분	2Q13E		2Q12	1Q13	컨센서스 대비(%)	YoY(%)	QoQ(%)	2012	2013E	2014E
		당사예상	컨센서스								
CJ 프레시웨이	매출액	4,683	4,799	4,287	4,479	-2.4	9.2	4.5	17,598	19,303	22,309
	영업이익	43	77	83	39	-44.4	-48.6	9.9	227	248	395
	세전이익	67	57	57	8	16.7	17.7	734.6	120	196	300
	순이익	52	45	45	6	13.8	15.6	717.3	93	152	232
신세계 푸드	매출액	1,942	1,969	1,890	1,771	-1.4	2.7	9.7	7,211	7,476	8,035
	영업이익	70	83	98	31	-15.3	-28.0	125.3	343	300	396
	세전이익	77	92	106	30	-16.2	-27.6	160.9	359	309	407
	순이익	60	65	83	25	-8.2	-28.1	136.2	277	241	315
현대 그린푸드	매출액	3,010	3,059	2,707	3,122	-1.6	11.2	-3.6	11,681	12,968	14,551
	영업이익	165	166	151	118	-0.4	9.5	39.6	543	599	727
	세전이익	186	187	168	199	-0.4	11.0	-6.3	672	741	866
	순이익	144	137	128	155	5.2	12.7	-7.1	515	575	670

자료: 키움증권, 주 별도 기준

>>> 소업종내 Top pick으로 현대그린푸드 제시, CJ프레시웨이는 관심종목

현대그린푸드는 안정적인 실적개선 전망, 경기 반등 시 CJ프레시웨이 실적 개선 클 전망

하반기에는 경기 기저부담 완화(12년 GDP 성장률 1Q 2.8%, 2Q 2.4%→3Q 1.6%, 4Q 1.5%), 급식단가의 순차적 인상, 업체들의 원가/비용관리 효과 가시화, 낮은 전년동기 실적기저에 힘입어 업체들의 실적 회복을 예상한다. 하지만, 경기개선에 따른 외식(B2B)과 대형마트(B2C) 등 전방산업 경기 회복이 나타나지 않는 이상 실적 개선 폭은 제한적일 전망이다.

식자재유통산업의 장기 성장성에 대한 긍정적 관점을 유지하나, 당장의 부진한 산업사이클을 감안해, 전방산업 부진요인의 영향이 제한적이고 실적의 안정적인 개선세가 예상되는 현대그린푸드를 소업종내 Top Pick 종목으로 제시한다.

CJ프레시웨이는 외식경기의 경기 탄력성이 높고 영업레버리지가 큰 사업구조여서 경기 회복시 실적 반등 폭이 클 전망이다. 또한, 사업 플랫폼에 참여하는 신규거래선들이 늘고 있으며, 점진적인 해외 네트워크 확대로 업종 대표주로서 장기적 관점에서 유망하다. 관심종목으로 제시한다.

신세계푸드는 B2C 식자재유통 시장에서 강력한 캡티브에 기반한 성장잠재력이 돋보이나 대형마트 실적 부진의 여파가 크고, 캡티브 비중 확대의 중요한 계기가 될 HMR 공장 투자가 지연되고 있어 당장 모멘텀을 크게 기대하기 어렵다는 판단이다.



기업분석

CJ프레시웨이
(051500)

BUY(Maintain)/목표주가 43,000원
경기회복시 레버리지 효과 기대

신세계푸드
(031440)

BUY(Maintain)/목표주가 120,000원
장기성장 스토리 지연될 전망

현대그린푸드
(005440)

BUY(Maintain)/목표주가 22,000원
외풍에 흔들리지 않는 사업구조

CJ프레시웨이(051500)



BUY(Maintain)

주가(7/24) 33,550원

목표주가 43,000원(하향)

전방산업외식(급식) 경기 부진과 축산물 가격 하락으로 2분기 이익 감소폭이 확대될 전망. 당장의 실적은 부진하나 동사의 사업 플랫폼에 참여하는 신규 거래처들이 늘면서 B2B경로내 입지가 확대되고 있음. 이는 경기 회복시 큰 폭의 실적 반등세를 기대할 수 있는 요인 또한, 해외진출을 통해 시장과 소싱 네트워크를 확대하고 있는 것도 장기적으로 경쟁력을 강화 시켜줄 전망

Stock Data

KOSDAQ (7/24)	543.60pt		
시가총액	3,635억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	44,700원	22,900원	
최고/최저가 대비 등락	-24.94%	46.51%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	5.3%	-1.4%
	6M	-2.0%	-8.3%
	1Y	38.4%	19.2%

Company Data

발행주식수	10,833천주
일평균 거래량(3M)	29천주
외국인 자본율	13.60%
배당수익률(13.E)	0.60%
BPS(13.E)	14,003원
주요 주주	씨제이(주) 52.4%

Price Trend



경기회복시 레버리지 효과 기대

>>> 2분기 영업이익 감소 폭 확대 전망

2Q13 매출은 4,683억원(YoY 9.2%), 영업이익 43억원(YoY -48.6%)을 전망. 매출은 회계기준 변경(일부 도매 유통 매출의 순액기표)을 반영. 유통선진화(프레시윌)의 고성장으로 매출이 증가하겠으나, 영업이익은 감소폭이 클 전망. 요인은, 1)신규 거래처 확대에도 불구하고, 외식/급식 경기 부진으로 기존거래처 매출이 감소하고 있으며, 2)중소형 식당들이 저가 제품을 선호하면서 고급, 정품인 동사의 상품 입지가 약화되었기 때문. 3)축산물 시세 하락과 감자 전염병에 의한 손실도 요인일 전망.

>>> 경기회복시 실적 반등세 클 전망

단기 실적은 다소 부진하지만, 기존거래처 매출 감소를 상쇄할 정도로 신규거래처가 확대되고 있음에 주목. 프레시윌 지분참여 업체 외에도 동사의 사업 플랫폼에 참여하는 식재료매상들이 늘고 있다는 점은 B2B 경로에서의 입지 확대를 방증. 외식의 경기에 대한 높은 탄력성, 영업레버리지가 큰 동사의 사업구조를 감안할 때, 경기회복시 큰 폭의 실적 반등세가 나타날 것으로 기대. 아울러, 그룹과 연계된 적극적인 해외진출을 통해 시장과 소싱 네트워크를 확대할 것이라는 점도 장기적으로 동사의 경쟁력을 높여줄 것으로 전망.

>>> 목표주가 하향하나 투자의견 Buy 유지

실적 추정 하향 조정에 따라 목표주가를 43,000원으로 하향조정한다. 연간실적 하향조정 폭이 크나, 경기 회복시에 이익 레버리지 효과가 예상되고, 식자재유통산업의 대표 기업으로서 영업 기반 확대가 순조롭다는 점에서 투자의견 Buy를 유지한다.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	15,116	17,598	19,303	22,309	24,834
보고영업이익(억원)	239	227	248	395	499
핵심영업이익(억원)	239	227	248	395	499
EBITDA(억원)	302	304	331	483	585
세전이익(억원)	204	120	196	300	412
순이익(억원)	151	93	152	232	319
지분법적용순이익(억원)	171	117	152	232	319
EPS(원)	1,590	1,079	1,402	2,143	2,947
증감율(%YoY)	82.6	-32.1	29.9	52.8	37.5
PER(배)	15.7	34.0	23.9	15.7	11.4
PBR(배)	2.7	2.9	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	10.9	18.5	17.0	11.0	7.9
보고영업이익률(%)	1.6	1.3	1.3	1.8	2.0
핵심영업이익률(%)	1.6	1.3	1.3	1.8	2.0
ROE(%)	15.8	7.7	10.5	14.3	17.0
순부채비율(%)	57.6	119.3	132.4	96.7	47.4

2Q13 실적 Preview(단위: 억원%)

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E		차이 (%,%p)	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)
					당사추정치	컨센서스			
매출액	4,287	4,480	4,620	4,479	4,683	4,799	-2.4	9.2	4.5
영업이익	83	41	63	39	43	77	-44.4	-48.6	9.9
세전이익	57	18	18	8	67	57	16.9	17.7	734.6
순이익	45	15	11	6	52	45	14.6	15.6	717.3
영업이익률	1.9	0.9	1.4	0.9	0.9	1.6	-0.7	-1.0	0.0
세전이익률	1.3	0.4	0.4	0.2	1.4	1.2	0.2	0.1	1.2
순이익률	1.0	0.3	0.2	0.1	1.1	0.9	0.2	0.1	1.0

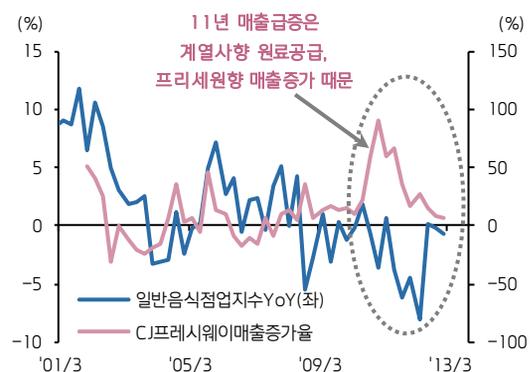
자료: CJ프레시웨이, 키움증권

실적 추정치 변경(IFRS별도) (단위: 억원, %, %p)

	변경전			변경후		변경률(%,%p)		YoY(%,%p)	
	2012	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	17,598	19,201	22,180	19,303	22,309	0.5	0.6	9.7	15.6
영업이익	227	322	439	248	395	-23.0	-10.1	9.3	59.2
세전이익	120	207	327	196	300	-5.3	-8.3	63.4	53.0
순이익	93	161	253	152	232	-5.7	-8.2	63.3	52.9
영업이익률(%)	1.3	1.7	2.0	1.3	1.8	-0.4	-0.2	0.0	0.5
세전이익률(%)	0.7	1.1	1.5	1.0	1.3	-0.1	-0.1	0.3	0.3
순이익률(%)	0.5	0.8	1.1	0.8	1.0	-0.1	-0.1	0.3	0.3

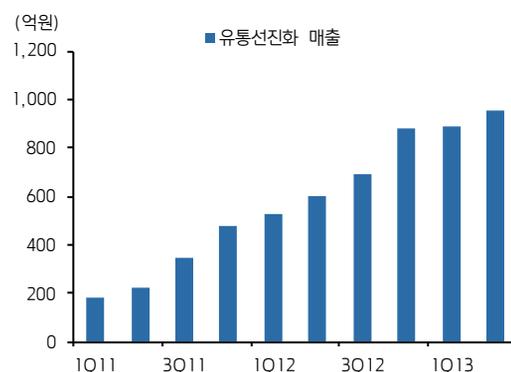
자료: CJ프레시웨이, 키움증권

전방(외식)경기 부진이 실적 증가 폭을 제한



자료: 통계청, CJ프레시웨이

프레시원향 매출 성장세는 신규거래처 확대를 방증



자료: CJ프레시웨이, 키움증권

CJ프레시웨이 Valuation

	적용치	비고
EPS(원)	1,834	12개월 forward 추정치
EPS 성장률(%)	39.8%	'12~'15년 평균, SYSCO의 실적고성장기('99~'02) EPS 성장률은 연평균 23.4%
Target P/E(배)	23.5	SYSCO의 실적고성장기('99~'02)의 P/E 26.1 배를 10% 할인
Target Price	43,042	

자료: 키움증권

신세계푸드 (031440)



BUY(Maintain)

주가(7/24) 90,100원

목표주가 120,000원(하향)

외식, 급식경기 둔화와 대형마트 부진 영향으로 이익 감소세가 2분기에도 이어질 전망이다. 하반기 이후 악화된 사업환경에 대해 외식단가 인상과 원가/비용 절감 등 대응책이 실행되면서 실적 회복이 예상되나, 전방산업 경기 개선 없이는 실적 확대를 크게 기대하기는 힘들다. HMR공장 투자 지연으로 장기 성장성의 실현이 늦어질 것으로 예상되어 당장의 모멘텀을 찾기 어렵다는 판단이다.

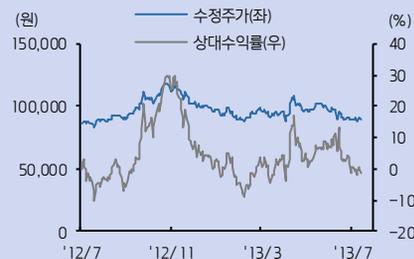
Stock Data

KOSPI (7/24)	1,912.08pt		
시가총액	3,089억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	118,000원	83,600원	
최고/최저가 대비 등락	-23.64%	7.78%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-5.9%	-11.4%
	6M	-2.6%	0.1%
	1Y	4.9%	-1.6%

Company Data

발행주식수	3,429천주
일평균 거래량(3M)	12천주
외국인 지분율	14.98%
배당수익률(13.E)	0.83%
BPS (13.E)	65,514원
주요 주주	이마트 52.1%

Price Trend



장기성장 스토리 지연될 전망

>>> 2Q에는 이익감소 폭 축소 전망

2Q13 매출은 1,942억원(YoY 2.7%), 영업이익 70억원(YoY -28.0%)으로 영업이익 감소세가 이어질 전망이다. 경기 요인에 따른 외식부진 부진, 대형마트 규제와 소비심리 악화로 B2C식자재유통 실적도 부진할 전망이다. 급식 사업장의 순차적인 단가인상 요인 반영, 변화된 환경(원재료비 상승, 마트 휴무 등)에 대한 대응책이 실행되면서 이익감소 폭은 1분기에 비해 축소 예상.

>>> HMR공장 투자 지연

실적 확대의 계기가 될 것으로 기대되고 있던 제4공장(HMR, PB)투자가 지연됨. 방향성 보다는 시기의 문제로 성장 스토리의 훼손은 아니라는 판단. 하지만, 빨라도 '15년에야 가동을 시작할 수 있을 전망이다. 당초 예상보다 실적 성장에 대한 눈높이를 낮춰야 할 것임.

>>> 웅진식품 인수시 긍정적 효과 기대

한편 동사는 웅진식품 인수 관련, 예비인수후보로 선정되어 본 입찰에 참여할 것이라고 공시. 인수를 하게 될 경우, 동사의 수입음료를 웅진식품의 유통채널을 통해 확대할 수 있으며, 이마트 등 캡티브 유통채널에 PB 등 제품 공급이 가능하다는 측면에서 긍정적이라는 판단.

>>> 당장의 모멘텀은 기대난

HMR 공장 투자가 지연된 현 상황에서 당분간 전방산업(외식, 마트)이 실적을 좌우할 전망이다. 하반기 기저효과와 원가/비용 효율화 노력으로 실적 회복이 예상되나 전방산업 경기 개선이 나타나지 않는 이상 큰 폭의 실적 증가는 기대하기 어려움. 실적추정 하향조정에 따라 목표주가를 120,000원으로 하향하고 투자 의견 Buy 유지.

투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	6,982	7,211	7,476	8,035	9,149
보고영업이익(억원)	399	343	300	396	461
핵심영업이익(억원)	399	343	300	396	461
EBITDA(억원)	519	471	442	545	612
세전이익(억원)	405	359	309	407	474
순이익(억원)	313	277	241	315	367
지분법적용순이익(억원)	313	277	241	315	367
EPS(원)	9,128	8,077	7,039	9,184	10,698
증감율(%YoY)	9.9	-11.5	-12.9	30.5	16.5
PER(배)	8.6	12.5	12.8	9.8	8.4
PBR(배)	1.5	1.7	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	5.0	7.2	7.4	5.6	4.6
보고영업이익률(%)	5.7	4.8	4.0	4.9	5.0
핵심영업이익률(%)	5.7	4.8	4.0	4.9	5.0
ROE(%)	19.3	14.6	11.3	13.2	13.6
순부채비율(%)	-6.3	-3.6	7.2	-1.9	-8.5

2Q13 실적 Preview(단위: 억원 %)

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E		차이 (%,%p)	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)
					당사추정치	컨센서스			
매출액	1,890	1,806	1,745	1,771	1,942	1,969	-1.4	2.7	9.7
영업이익	98	94	71	31	70	83	-15.3	-28.0	125.3
세전이익	106	90	83	30	77	92	-16.2	-27.6	160.9
순이익	83	69	64	25	60	65	-8.2	-28.1	136.2
영업이익률	5.2	5.2	4.1	1.8	3.6	4.2	-0.6	-1.5	1.9
세전이익률	5.6	5.0	4.7	1.7	4.0	4.7	-0.7	-1.7	2.3
순이익률	4.4	3.8	3.7	1.4	3.1	3.3	-0.2	-1.3	1.6

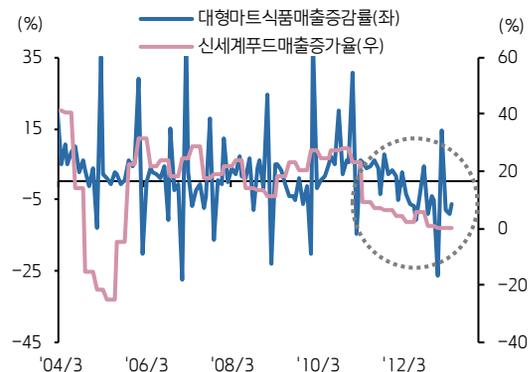
자료: 신세계푸드, 키움증권

실적 추정치 변경(IFRS별도) (단위: 억원, %, %p)

	변경전			변경후		변경률(%,%p)		YoY(%,%p)	
	2012	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	7,211	7,604	8,518	7,476	8,035	-1.7	-5.7	3.7	7.5
영업이익	343	356	422	300	396	-15.7	-6.2	-12.6	31.9
세전이익	359	364	434	309	407	-15.2	-6.3	-14.1	31.8
순이익	277	284	336	241	315	-15.0	-6.3	-12.9	30.5
영업이익률(%)	4.8	4.7	5.0	4.0	4.9	-0.7	0.0	-0.7	0.9
세전이익률(%)	5.0	4.8	5.1	4.1	5.1	-0.7	0.0	-0.9	0.9
순이익률(%)	3.8	3.7	3.9	3.2	3.9	-0.5	0.0	-0.6	0.7

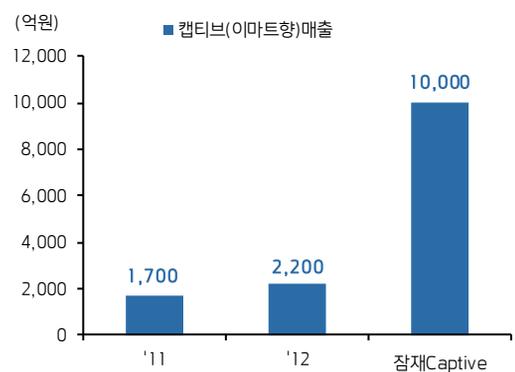
자료: 신세계푸드, 키움증권

대형마트 판매 부진의 영향 이어짐



자료: 신세계푸드, 유통연감

캡티브 여력 크나 HMR투자 지연으로 속도 완화 전망



자료: 신세계푸드, 키움증권

신세계푸드 Valuation

	적용치	비고
적용 EPS(원)	8,299	12개월 forward 추정치
Target P/E(배)	14.5	historical ('05~'12) P/E를 20% 할인, 1st-tier(CJ 프레시웨이)의 P/E를 20% 할인
Target Price(원)	120,010	

자료: 키움증권

현대그린푸드 (005440)



BUY(Maintain)

주가(7/24) 17,800원

목표주가 22,000원

식재유통업체 중 2분기 실적이 가장 양호할 것으로 전망되는데, 타 식재유통업체 대비 급식실적이 좋고 외식경기 부진과 대형마트 규제 영향이 제한적이기 때문이다. 이는 어려운 식재유통 업황 하에서 동사를 돋보이게 하는 요인이다. 향후에도 안정적인 실적개선이 이어질 전망이다.

Stock Data

KOSPI(7/24)	1,912.08pt		
시가총액	17,391억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	18,900원	15,050원	
최고/최저가 대비 등락	-5.82%	18.27%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	5.3%	-0.9%
	6M	12.7%	15.7%
	1Y	11.9%	5.0%

Company Data

발행주식수	97,704천주
일평균 거래량(3M)	163천주
외국인 자본율	10.99%
배당수익률(13.E)	0.28%
BPS(13.E)	12,661원
주요 주주	정교선 38.4%

Price Trend



외풍에 흔들리지 않는 사업구조

>>> 급식 실적개선으로 2Q실적 양호 전망

2Q13 별도기준 매출은 3,010억원(YoY 11.2%), 영업이익 165억원(YoY 9.5%)을 전망. 급식용 식재 전문화, 시장 내 기업화 비중 확대로 식재부문은 30%대 후반의 고성장세를 이어갔을 것으로 예상. 급식부문은 급식사업은 기존 거래처와의 단가인상 재계약, 신규 거점 확대 등으로 두 자리 성장세를 기록했을 것으로 추정. 타사 대비 단체급식 사업이 비중이 높고 안정적인 실적 확대를 보이고 있는 것이 양호한 실적의 요인으로 판단.

>>> 외식, 대형마트 규제 영향 적음

당분간 타사 대비 양호한 실적을 이어갈 것으로 전망하는데, 외식 경기 침체와 대형마트 규제 영향이 적기 때문. 매출 비중 45%인 급식부문은 직영급식의 위탁 전환에 따른 지속적인 신규 거점 확대가 실적 개선의 동인. 위탁급식 상위업체(3위)로서 식품위생관리와 메뉴개발, 규모의 경제 등 경쟁력 높음. B2C식재유통(비중 36%)은 신세계푸드와 달리 주요 전방업체인 지방 SSM들이 영업규제를 받지 않아 꾸준한 성장세를 이어갈 전망.

>>> 어려운 업계 상황 하에서 실적 돋보임

식재유통업계의 장기 성장 포인트인 중소외식채널 점유율 확대(B2B), 대형 캡티브 보유(B2C) 측면에서는 열위에 있으나, 어려운 업계 상황 하에서 안정적인 실적 개선이 예상된다는 점은 동사를 돋보이게 하는 요인. 업계 부진 요인을 반영하여 실적 추정을 하향조정 했으나 타사 대비 조정 폭이 낮으며, 순부채 개선, 매도가능증권 지분가치 상승 등으로 목표주가 조정요인은 제한적. 기존 목표주가 22,000원과 투자 의견 Buy를 유지.

투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액(억원)	7,955	11,681	12,968	14,551	16,160
보고영업이익(억원)	462	543	599	727	865
핵심영업이익(억원)	462	543	599	727	865
EBITDA(억원)	550	649	742	877	1,017
세전이익(억원)	595	672	741	866	1,010
순이익(억원)	430	515	575	670	782
지분법적용순이익(억원)	846	800	965	1,085	1,231
EPS(원)	901	818	988	1,111	1,260
증감률(%YoY)	63.0	-9.2	20.7	12.5	13.4
PER(배)	17.9	20.8	18.0	16.0	14.1
PBR(배)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA(배)	25.3	22.7	20.5	17.1	14.1
보고영업이익률(%)	5.8	4.6	4.6	5.0	5.4
핵심영업이익률(%)	5.8	4.6	4.6	5.0	5.4
ROE(%)	4.0	4.4	4.7	5.3	5.9
순부채비율(%)	-16.3	-15.9	-17.5	-18.2	-22.3

2Q13 실적 Preview (단위 억원,%)

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13E		차이 (%,%p)	YoY (%,%p)	QoQ (%,%p)
					당사추정치	컨센서스			
매출액	2,707	3,169	2,936	3,122	3,010	3,059	-1.6	11.2	-3.6
영업이익	151	122	105	118	165	166	-0.5	9.5	39.6
세전이익	168	142	121	199	186	187	-0.4	11.0	-6.3
순이익	128	108	92	155	144	137	5.2	12.7	-7.1
영업이익률	5.6	3.8	3.6	3.8	5.5	5.4	0.1	-0.1	1.7
세전이익률	6.2	4.5	4.1	6.4	6.2	6.1	0.1	0.0	-0.2
순이익률	4.7	3.4	3.1	5.0	4.8	4.5	0.3	0.1	-0.2

자료: 현대그린푸드, 키움증권

실적 추정치 변경(IFRS별도) (단위 억원, %, %p)

	변경전			변경후		변경률(%,%p)		YoY(%,%p)	
	2012	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	11,681	13,368	14,990	12,968	14,551	-3.0	-2.9	11.0	12.2
영업이익	543	647	789	599	727	-7.4	-7.9	10.4	21.3
세전이익	672	785	932	741	866	-5.6	-7.1	10.3	16.8
순이익	515	595	706	575	670	-3.4	-5.1	11.6	16.5
영업이익률(%)	4.6	4.8	5.3	4.6	5.0	-0.2	-0.3	0.0	0.4
세전이익률(%)	5.8	5.9	6.2	5.7	5.9	-0.2	-0.3	0.0	0.2
순이익률(%)	4.4	4.5	4.7	4.4	4.6	0.0	-0.1	0.0	0.2

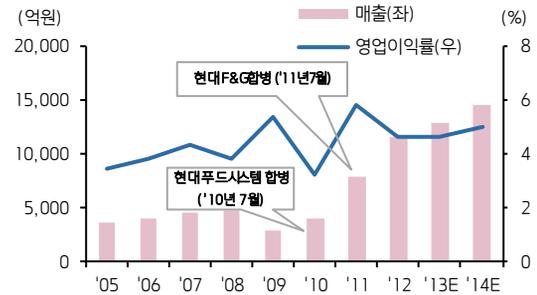
자료: 현대그린푸드, 키움증권

유통급식 확대, 높은 경쟁력으로 급식실적 안정적 성장



자료: 현대그린푸드, 키움증권

어려운 업황 하에서도 안정적인 실적개선 돋보임



자료: 현대그린푸드, 키움증권

Valuation

	추정가치(억원)	주당가치(원)	비중	추정방법
(A) 영업가치	8,945	9,156	41.3%	12m fwd EBITDA에 Tagret multiple 10.9배 (유통업 평균을 35%할증)
(B) 비영업자산가치	10,778	11,031	49.8%	
관계회사 지분 및 매도가능증권	9,242	9,459	42.7%	
상장사	8,098	8,288	37.4%	시장가치를 20% 할인
비상장사	1,135	1,162	5.2%	장부가를 40% 할인
국공채 등	10	10	0.0%	
자사주	1,535	1,571	7.1%	7/24 증가 기준(할인을 20%)
(C) 총기업가치 (A+B)	19,723	20,186	91.0%	
(D) 순부채	-1,940	-1,985	-9.0%	
이자지급부채(IBD)	43	44	0.2%	2013년 3월 기준
현금성자산	1,983	2,029	9.2%	2013년 3월 기준
(E) 주주지분가치(C-D)	21,663	22,171	100.0%	

자료: 키움증권

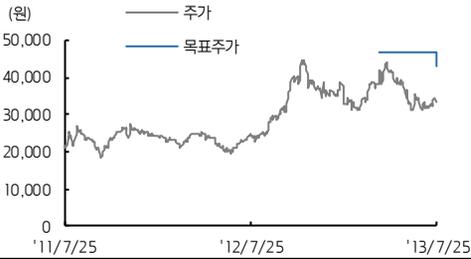
투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
CJ프레시웨이 (051500)	2013/04/03	Buy(Initiate)	47,000원
	2013/05/08	Buy(Maintain)	47,000원
	2013/07/25	Buy(Maintain)	43,000원
현대그린푸드 (005440)	2013/04/03	Buy(Initiate)	22,000원
	2013/07/25	Buy(Maintain)	22,000원

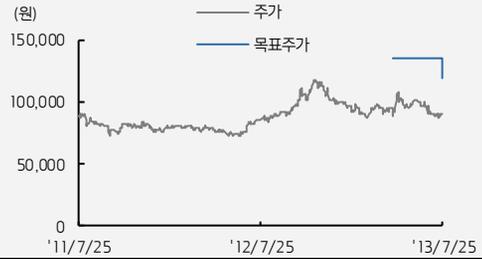
종목명	일자	투자 의견	목표주가
신세계푸드 (031440)	2013/04/03	Buy(Initiate)	135,000원
	2013/05/16	Buy(Maintain)	135,000원
	2013/07/25	Buy(Maintain)	120,000원

목표주가 추이 (2개년)

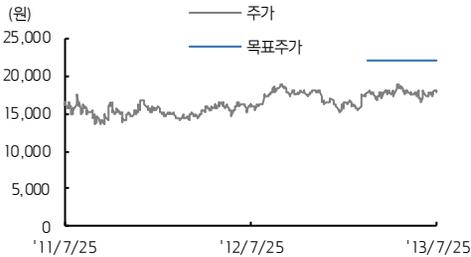
CJ프레시웨이



신세계푸드



현대그린푸드



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		