

음식료
[Neutral]

김정욱

음식료/담배
(02) 3215-7530
kvalue@bsfn.co.kr

CJ프레시웨이 (051500)

투자의견: Buy(Initiate)
목표주가: 55,000원
주가(12/5): 42,250원

롯데푸드 (002270)

투자의견: Buy(Initiate)
목표주가: 820,000원
주가(12/5): 679,000원

신세계푸드 (031440)

투자의견: Buy(Initiate)
목표주가: 130,000원
주가(12/5): 107,000원

식자재 유통산업의 Winner는?

미국 SYSCO 사례분석을 통한 국내 식자재 유통산업의 승자 찾기

식자재 유통산업 내 외식 시장 부문은 기업형 유통업체의 점유율 확대 예상

14F 국내 식자재 유통시장은 40.8조원으로 추산되며 세부시장은 외식 시장 21.8조원, 급식 시장 9.6조원, 원재료 시장 9.3조원으로 예상된다. 세분화된 시장에서 특히 주목해야 할 시장은 기업형 유통업체들의 비중이 10%로 낮은 외식시장이다. 향후 기업형 유통업체의 가격경쟁력 강화, 정부의 위생강화 정책, 자료화 거래 활성화로 기업형 업체들의 점유율 확대가 예상된다. 앞서 기업화 과정을 겪은 미국의 경우 연평균 1%pt의 기업형 시장의 점유율 상승을 경험했다.

SYSCO의 성공요인: M&A전략으로 시장 선점, PB 브랜드 확대, 토탈 서비스 제공

SYSCO는 미국 식자재 유통산업의 기업화를 주도한 세계 1위 업체다. 지난 40년간 200배에 가까운 외형성장으로 FY14 51조원의 매출액을 달성했으며 최근 10년간 4%이상의 영업이익률을 유지하고 있다. SYSCO의 성공요인은 5가지로 ① 중소 유통 업체의 인수 합병을 통한 외형성장 및 지역확장, ② 고객의 비즈니스 특성별로 시장을 세분화한 후 맞춤 서비스 제공, ③ PB제품 확대와 독점 브랜드로 수익성 개선, ④ MA(Marketing Associates)와 iCare System을 활용한 토탈 서비스 제공, ⑤ RDC를 활용한 물류시스템 효율화이다.

SYSCO 사례분석 결과 국내 식자재 유통 산업의 Winner는 CJ프레시웨이

SYSCO 사례분석 결과 국내 식자재 유통산업의 Winner의 조건은 ① 기업화가 예상되는 개인형 외식업체에 대한 타겟 고객 선정 여부, ② 기존 중소형 식자재 유통 업체에 대한 활발한 인수합병으로 인한 빠른 시장 선점, ③ PB 브랜드, 독점 브랜드 확대를 통한 수익성 향상, ④ 영업사원을 통한 토탈 서비스 제공 여부로 판단하며 향후 국내 식자재 유통시장의 기업화를 주도할 업체로서 CJ프레시웨이를 Top pick으로 제시한다.

CJ프레시웨이는 국내 1위 식자재 유통업체로 중소기업체와 JV를 설립, 비기업형 식자재 유통시장의 점유율을 확대시키고 있다는 점이 특징이다. 95년 단체급식, 01년 프랜차이즈, 05년 개인형 외식업체로 공급대상을 확대시켰고 약 3만개의 식품과 비식품 식자재를 취급하고 있다. C&D 방식의 사업모델, PB 브랜드와 독점 브랜드 보유, 영업사원을 활용한 토탈 서비스 공급이 가능하다는 측면에서 SYSCO에 가장 가까운 모델이며 식자재 유통시장 장기 성장 국면의 최대 수혜 업체로 판단한다.

I . Investment Summary

식자재 유통산업 내 외식 시장 부문은 기업형 유통업체의 점유율 확대 예상

14F 국내 식자재 유통시장은 40.8조원으로 추산되며 세부시장은 외식 시장 21.8조원, 급식 시장 9.6조원, 원재료 시장 9.3조원으로 예상된다. 세분화된 시장에서 특히 주목해야 할 시장은 기업형 유통업체들의 비중이 10%로 낮은 외식시장이다. 향후 기업형 유통업체의 가격경쟁력 강화, 정부의 위생강화 정책, 자료화 거래 활성화로 기업형 업체들의 점유율 확대가 예상된다. 앞서 기업화 과정을 겪은 미국의 경우 연평균 1%pt의 기업형 시장의 점유율 상승을 경험했다.

SYSCO의 성공요인: M&A전략으로 시장 선점, PB 브랜드 확대, 토탈 서비스 제공

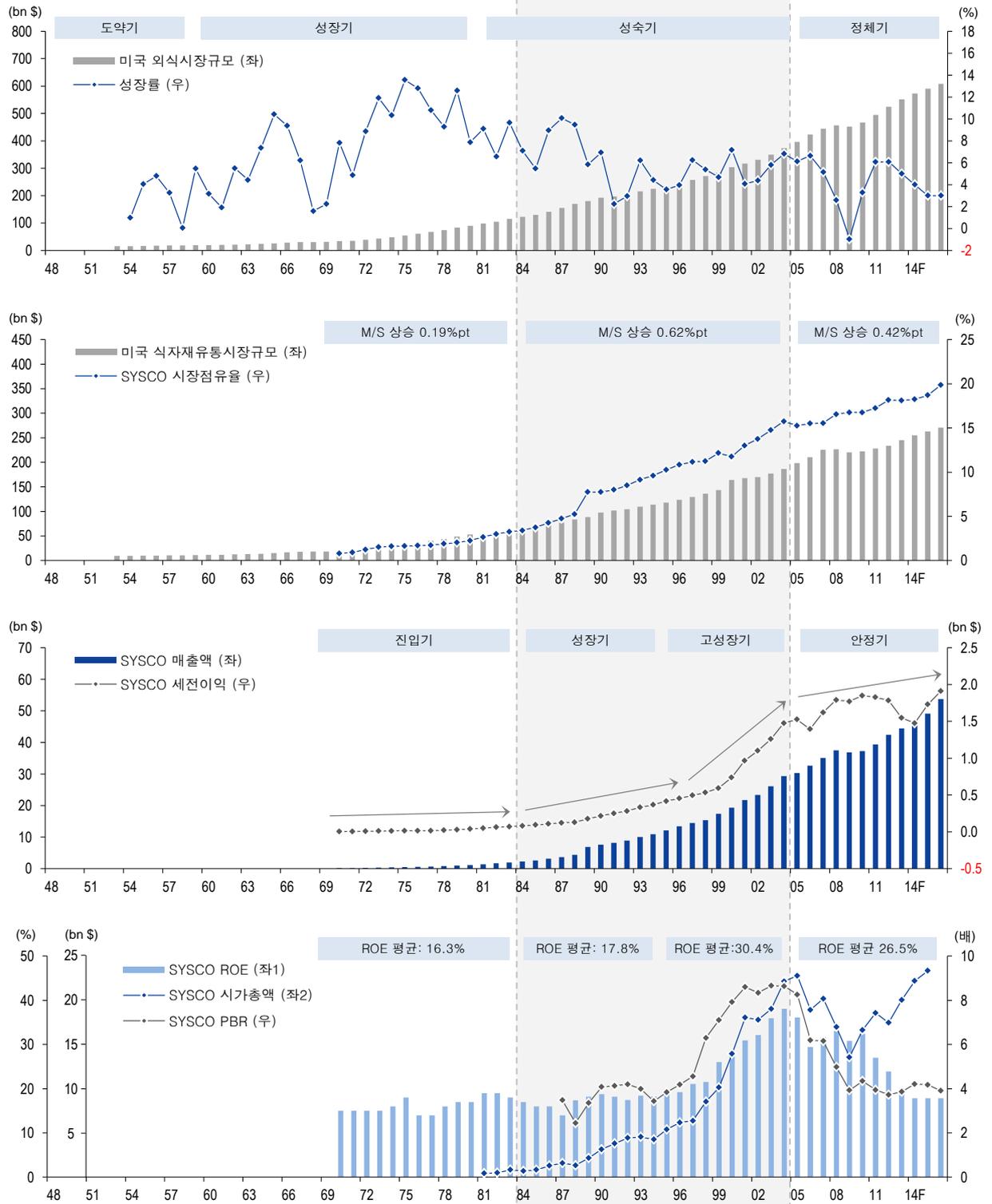
SYSCO는 미국 식자재 유통산업의 기업화를 주도한 세계 1위 업체다. 지난 40년간 200배에 가까운 외형성장으로 FY14 51조원의 매출액을 달성했으며 최근 10년간 4%이상의 영업이익률을 유지하고 있다. SYSCO의 성공요인은 5가지로 ① 중소 유통 업체의 인수 합병을 통한 외형성장 및 지역확장, ② 고객의 비즈니스 특성별로 시장을 세분화한 후 맞춤형 서비스 제공, ③ PB제품 확대와 독점 브랜드로 수익성 개선, ④ MA(Marketing Associates)와 iCare System을 활용한 토탈 서비스 제공, ⑤ RDC를 활용한 물류시스템 효율화이다.

SYSCO 사례분석 결과 국내 식자재 유통 산업의 Winner는 CJ프레시웨이

SYSCO 사례분석 결과 국내 식자재 유통산업의 Winner의 조건은 ① 기업화가 예상되는 개인형 외식업체에 대한 타겟 고객 선정 여부, ② 기존 중소형 식자재 유통 업체에 대한 활발한 인수합병으로 인한 빠른 시장 선점, ③ PB 브랜드, 독점 브랜드 확대를 통한 수익성 향상, ④ 영업사원을 통한 토탈 서비스 제공 여부로 판단하며 향후 국내 식자재 유통시장의 기업화를 주도할 업체로서 CJ프레시웨이를 Top pick으로 제시한다.

CJ프레시웨이는 국내 1위 식자재 유통업체로 중소기업체와 JV를 설립, 비기업형 식자재 유통 시장의 점유율을 확대시키고 있다는 점이 특징이다. 95년 단체급식, 01년 프랜차이즈, 05년 개인형 외식업체로 공급대상을 확대시켰고 약 3만개의 식품과 비식품 식자재를 취급하고 있다. C&D 방식의 사업모델, PB 브랜드와 독점 브랜드 보유, 영업사원을 활용한 토탈 서비스 공급이 가능하다는 측면에서 SYSCO에 가장 가까운 모델이며 식자재 유통시장 장기 성장 국면의 최대 수혜 업체로 판단한다.

[그림1] 미국 외식시장과 SYSCO 성장 역사



자료: US Sensus, SYSCO Annual Report, The SYSCO story...Thus Far!, Bloomberg, BS투자증권

II. SYSCO 사례분석

SYSCO 개요

SYSCO는 1969년 9개의 중소 식자재 유통업체의 연합으로 설립됐다. 동사의 매출 규모는 첫 해 \$0.2bn에서 FY14 \$46.5bn을 기록 40년간 200배에 가까운 성장을 달성했다. 15년은 40%의 추가적인 외형 성장(\$65bn)이 예상되는데 이는 US Foods의 인수가 4Q14에 마무리 될 전망이다. 북미 식자재 유통시장 규모는 약 220조원이며 이 중 상위 5개 업체가 전체 시장의 35%를 차지하고 있다(기업화 43%, 비기업화 57%). 업체별 점유율은 SYSCO 18%, US Foods 9%, PEGC 5%, Gorden's 4%, Reinhart 2%이다. SYSCO는 수익 측면에서도 최근 10년간 꾸준히 4% 이상의 영업이익률을 확보하며 세계 최고 수준을 유지하고 있다. SYSCO는 미국 및 캐나다 지역에 193개, 아일랜드에 1개의 물류기지(distribution facilities)를 가지고 있으며, 8,200여명의 영업사원(MA; Marketing Associate)을 포함한 45,000명의 직원이 약 40만명의 고객들을 관리하고 있다.

SYSCO의 성공요인: M&A전략으로 시장 선점, PB 브랜드 확대, 토탈 서비스 제공

① **중소 유통 업체의 인수 합병을 통한 외형성장 및 지역확장:** SYSCO는 1969년 설립 단계부터 합병을 통해 시작했으며 사업초기인 1970년대부터 현재에 이르기까지 지속적인 M&A로 외형성장과 지역확장을 이뤄냈다. 중소형 유통업체들을 인수하면서 초기부터 빠른 성장이 가능했고 점유율이 높은 업체들을 선별해 안정적인 지역확장이 지속됐다. SYSCO는 1969~78년까지 42건의 M&A를 성사시켰으며 매출은 \$163mn에서 \$826mn으로 5배가 넘는 성장을 달성했다. 동기간 시장점유율도 0.8%에서 1.9%로 1.1%pt 상승했고 산업 내 1위 업체로 자리잡았다.

1979년~1988년에는 65건의 대대적인 인수합병을 통해 전국적인 유통망을 확보했다. 동기간 매출은 \$4,385mn으로 4.4배 신장됐으며 시장점유율은 5.3%로 2.0%대비 대폭(3.3%pt) 상승했다. 당시 주요한 M&A로는 업계 3위였던 CFS continental의 인수 건이 있었다. \$725mn이 투입된 대규모 인수였고 이를 통해 연간 \$2,000mn의 외형이 확대됐다. CFS의 인수를 통해 전국적인 유통망 확보가 가능했는데 기존 미 중동부에서 Arizona, California, Oregon, Washington, 캐나다 서부까지 영업망을 확장할 수 있었다.

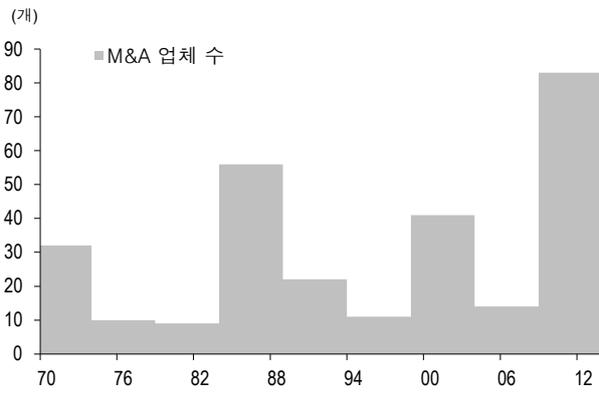
1990년대의 주요 M&A로는 Fresh Point, Serca Foodservice의 인수가 있었다. Fresh Point는 북미 최대의 농산물(과일/채소) 제조/공급업체로서 당시 연간 매출 규모가 \$750mn에 달했고 레스토랑, 호텔 등 20,000곳 이상의 고객을 확보하고 있었다. Fresh Point의 인수로 SYSCO는 농산물의 제조역량을 보유할 수 있게 됐으며 Fresh Point는 SYSCO의 유통망을 활용(Broadline) 미 전역에 공급이 가능해졌다. 2002년에는 캐나다 식자재 유통업체인 Serca Foodservice(매출규모 \$1.4bn, 고객 수 80,000개)를 인수하면서 캐나다 지역까지 영업을 확장했다.

2000년대는 포트폴리오 다각화 측면에서의 M&A가 주를 이뤘다. 2001년 숙박업소를 대상으로 소모품 등을 공급하는 Guest Supply를 인수함으로써 비식품 부문에 대한 유통을 확장했다. 더불어 육가공 및 유통 업체인 Buckhead beef, Trimpac Freedman meat, Ambriggs 등에 대한 인수가 있었고 이를 통해 육가공 설비를 보유하게 됐다.

2013년 12월 경쟁사인 US Foods의 인수 결정에 따라 M&A를 통한 사업확장은 최근까지도 이어졌다. 이를 통해 SYSCO는 북미 식자재 유통 시장 점유율을 17%에서 26%로 끌어올렸다. 인수금액은 \$3.5bn(약 3.7조원)이며 인수 절차가 끝나면 연간 매출액이 현재보다 46% 증가한 \$65bn으로 늘어날 전망이다. SYSCO의 US Foods 인수 건은 이미 두 회사의 이사회를 통과했으며 늦어도 4Q14까지 인수 절차를 모두 마무리할 계획이다.

SYSCO는 창립 이래 끊임없는 M&A 전략을 통해 5년 주기로 2배 이상의 외형 성장을 지속했다. 초기에는 상품 및 물류의 표준화와 규모의 경제를 확립했고, 80년대에는 미 전역의 유통망을 확보했으며, 90년대에는 농/축산물의 제조역량 확보 및 캐나다 지역으로의 영업확장이 있었다. 최근까지도 사업 다각화 및 외형 확장을 위한 기업 인수는 지속적으로 실행됐다. 효과적인 M&A는 지난 40년간 SYSCO의 지속적인 성장에 있어서 가장 중요한 핵심역량이었다.

[그림2] 40년간 총 280개(영업소기준)의 식자재 유통업체 인수



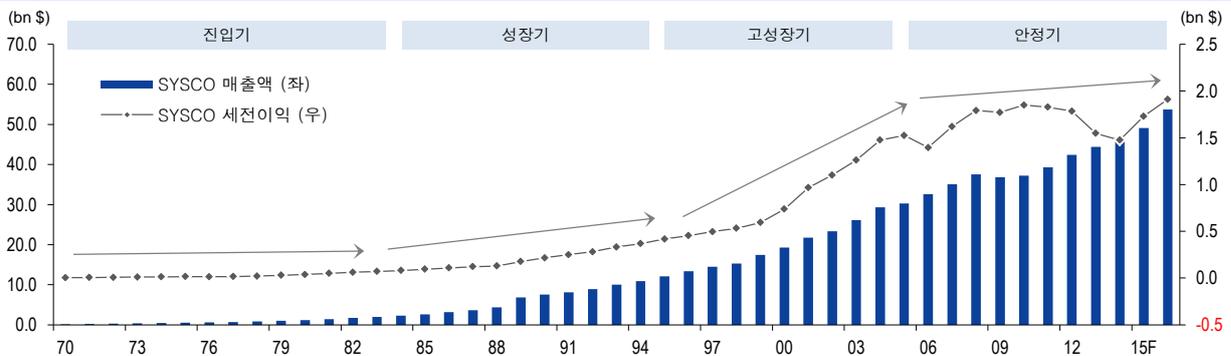
주: M&A 수는 유통 지점 수 기준, 자료: SYSCO, BS투자증권

[그림3] M&A 전략을 통해 80년대 이후 미 전역 유통망 확보



자료: SYSCO, Goolge Map, BS투자증권

[그림4] 85년대 이후 외형 성장세 지속, 97년이후 외형성장에 동반한 수익성 개선



자료: The SYSCO story...Thus Far!, Bloomberg, BS투자증권

② **고객의 비즈니스 특성 별로 시장을 세분화한 후 맞춤 서비스 제공:** SYSCO는 고객 유형에 따라 사업영역을 크게 세가지로 구분한다. 첫번째는 Broadline Distributor로 전국 95개의 DC(Distribution Center)를 이용해 고객을 관리하고 있다. Broadline은 동사 매출 비중의 81%, 이익 비중의 95%를 차지하는 캐쉬카우 사업부이다. 주요 고객은 개인 레스토랑 사업자이며 이를 Street Customer와 Chain Customer로 세분화 시켜 관리하고 있다. Broadline 사업부는 수익성이 높다는 점이 특징인데 6~7%의 영업이익률을 꾸준히 유지하고 있다.

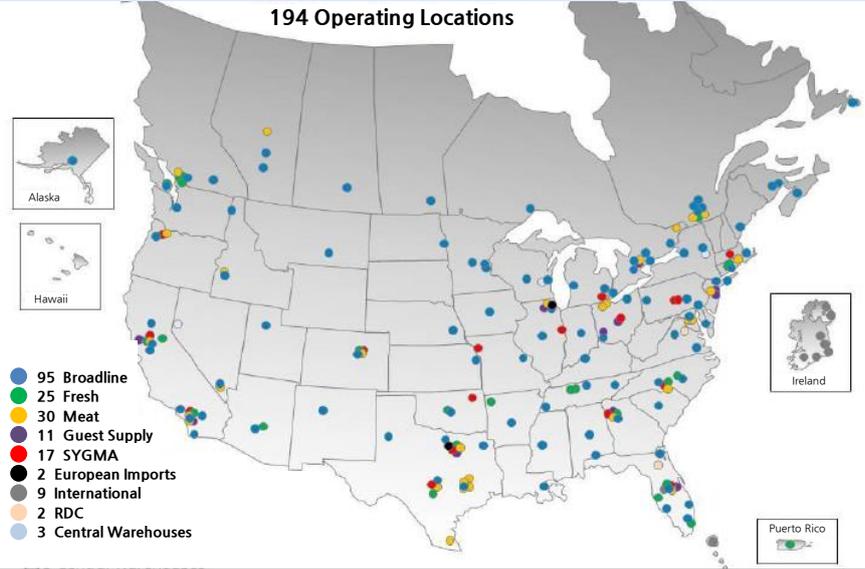
특히 1995년부터 시행된 Fold-out 전략은 해당 지역에 특화된 식품 공급 및 영업 활동으로 Broadline 사업부의 성장에 높은 기여를 했다. Fold out은 연매출이 \$100mn 이상 발생하는 지역에 타당한 매물이 없는 경우 기존 유통점을 독립시켜 법인을 설립(인적/물적 분할)하는 방식이다. 원거리 고객까지 담당해 과부하가 걸린 유통점의 부담을 덜어주었고 최신의 설비와 SYSCO의 경영시스템을 조합해 동일 지역의 타 유통업체 대비 경쟁 우위에 있었다. 지역마다 기존 지역 출신의 직원들을 유지시켜 본사의 효율적인 시스템을 도입하면서도 지역별로 특화될 수 있는 장점이 있었다. Fold out 전략의 성공으로 99년 매출액은 \$17.4bn을 기록 95년(\$12.1bn) 대비 43% 증가하며 기존 예상보다 빠른 성장을 이뤄냈다. 이후 5년 단위로 10~20개의 Fold out이 지속적으로 설립됐으며 현재까지 51개가 운영되고 있다.

두번째 사업영역은 대형 체인 레스토랑과 패스트푸드 기업을 고객으로 하는 SYGMA 사업부이다. 1985년에 도입된 SYGMA 사업부는 기업형 외식업체에 대해 맞춤형 식자재를 제공하는 점이 특징이다. 고객별 수요에 맞게 가공한 제품을 제공할 뿐만 아니라 주문량이 적은 특수한 재료까지도 독점적으로 공급한다. 고객사가 Wendy's, BURGER KING, ARAMARK, KFC 등 구매력이 높은 업체들이기 때문에 대규모 매출이 안정적으로 이뤄지지만 수익성을 높이는데 한계가 있는 사업부이다. 따라서 창고와 관련 자산들을 리스 계약을 통해 조달하여 재계약 실패 시 위험을 줄이고 있다. SYGMA 사업부의 매출비중은 13%이며 영업이익 비중은 1%이고 영업이익률은 1%대를 유지하고 있다.

마지막으로 기타 사업부는 소수 민족식당(아시아, 남미, 유럽 등)과 특정 고객을 대상으로 한 Specialty of Niche Distributors이다. 자회사 중 농산물(과일/채소) 제조/공급업체인 Fresh Point와 숙박업소를 대상으로 소모품 등을 공급하는 Guest Supply 등이 이에 해당한다. 전체 매출의 6%를 차지하고 있으며 이익비중은 4%, 영업이익률은 3~4%로 SYGMA 사업부 대비 양호한 실적을 달성하고 있다.

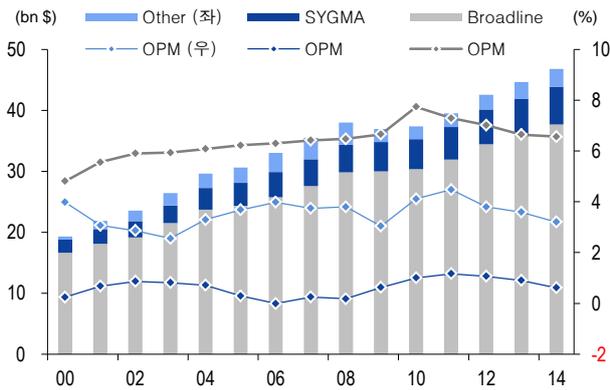
미국 외식시장은 체인점 비중이 높고 개인 레스토랑 비중이 낮다는 특징이 있지만 SYSCO의 경우 개인 레스토랑을 고객으로 하는 Broadline 사업부의 매출 및 영업이익 비중이 절대적인 상황이다. 국내 외식시장은 개인 음식점이 비중이 높다는 측면에서 미국 외식시장과 차이를 보이지만, 국내 업체도 개인 음식점 영업을 강화한다면 SYSCO의 Broadline 사업부와 같은 고성장이 가능하다고 판단한다.

[그림5] SYSCO는 미 전역 194개의 유통망 확보 (US Foods 미포함)



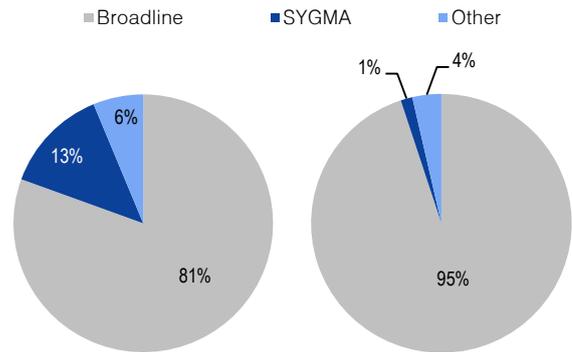
자료: SYSCO, BS투자증권

[그림6] Broadline 사업부는 6%의 이익률 꾸준히 유지



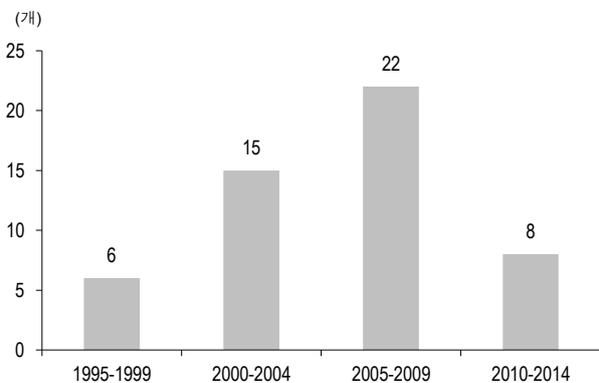
자료: SYSCO, BS투자증권

[그림7] Broadline 사업부의 매출액, 영업이익 비중 절대적



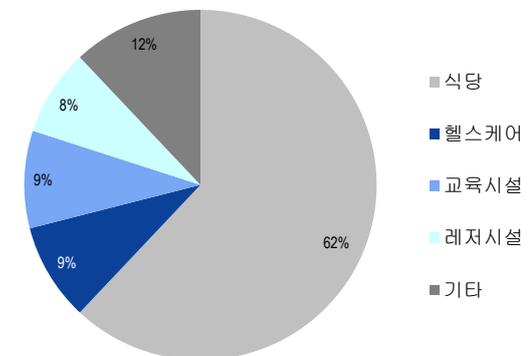
자료: SYSCO, BS투자증권

[그림8] Broadline의 확장 전략으로 Fold out 지속



자료: SYSCO, BS투자증권

[그림9] SYSCO의 고객 비중



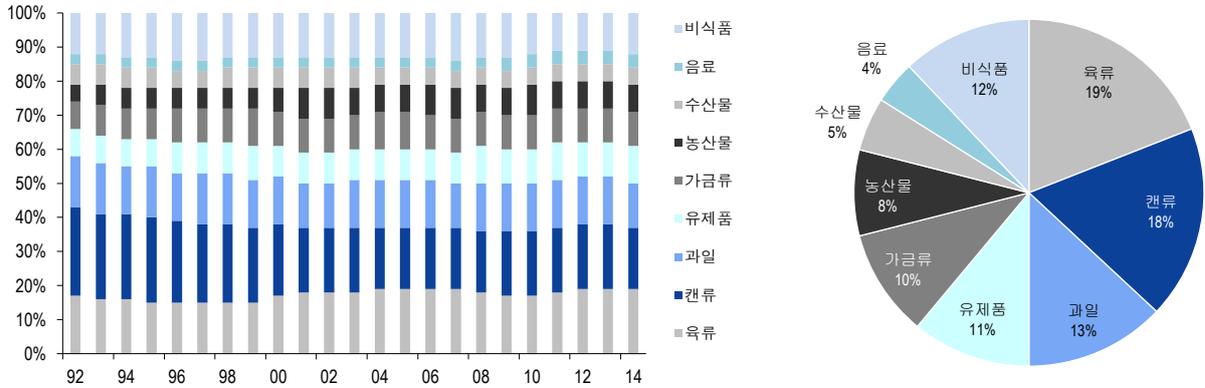
자료: SYSCO, BS투자증권

③ **PB제품 확대와 독점 브랜드로 고 수익성 달성:** SYSCO의 PB 브랜드와 독점 브랜드는 고 수익성을 유지할 수 있는 주요한 요인이다. PB상품의 경우 매출총이익률 22.6%, 세전이익률이 17.4%로 NB제품대비 각각 5.2%pt, 3.2%pt 우수하다. 1979년에 도입된 PB상품의 비중은 현재 60% 수준이며 매출비중이 30%를 초과한 시점부터 동사의 수익성 개선에 큰 기여를 하였다. PB상품은 수요자를 기반으로 제작되며 NB 상품과는 달리 외식업체의 조리가 용이한 품질과 규격으로 개발된다. 영업사원으로 하여금 PB상품에 한하여 10~15%의 가격 탄력성을 부여해 독자적인 프로모션이 가능하다.

SYSCO는 PB상품을 단순히 NB상품의 대체상품이 아닌 특색이 있는 상품으로 개발하고 이를 상업화하기 위해 포괄적인 서비스를 제공하고 있다. PB상품을 등급에 따라 Supreme(Unique and Exclusive), Imperial(USDA Top grade A), Classic(USDA grade A), Reliance(USDA grade B) 등 4개로 구분하여 운영하고 있다. 더불어 독점 브랜드 부문에서는 축/수산물, 프리미엄 농산물, 에스닉 푸드(멕시코, 이탈리아, 아시안), 맞춤형 고급 식자재 등 특색 있는 외식 브랜드를 전개하여 공급함으로써 고객들에게 식품공급의 안정성과 고부가가치를 제공하고 있다.

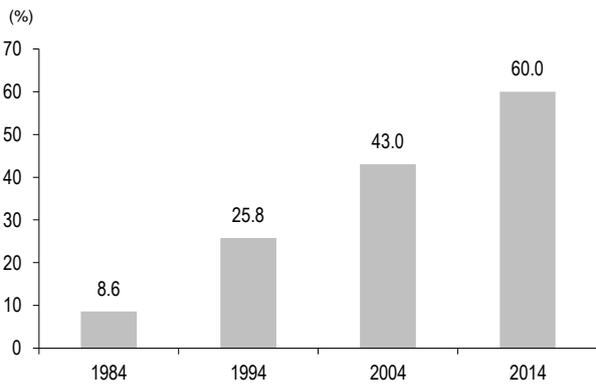
SYSCO의 PB상품은 제조업체와 직접적인 네트워킹을 통해 관리되고 있다. PB상품의 공급업체 선정은 원재료, 영양정보, 저장조건, 취급규정 등 25개 항목으로 이루어진 테스트를 거치고 최종적으로 경쟁사 제품과의 비교를 통해 결정된다. 안정적인 제품 공급을 위해 동일 제품에 대해서도 복수의 제조업체를 선정해 소싱을 받고 있다. 품질 관리를 위해 SYSCO의 직원을 공급업체에 상주시켜 생산과정을 감독하고 고객의 피드백을 제조과정에 반영시킨다. 가격 경쟁력 확보 및 철저한 품질관리로 SYSCO의 PB 브랜드와 독점 B 브랜드는 단순한 유통의 역할만 하는 저수익성의 식자재 유통사업을 고수익 사업으로 전환하게 되는 계기가 되었다.

[그림10] SYSCO의 상품 구성비



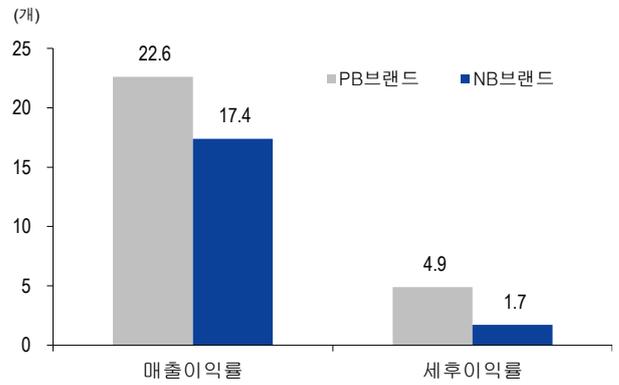
자료: SYSCO, BS투자증권

[그림11] PB상품 매출 비중은 04년 40%를 초과



자료: SYSCO, BS투자증권

[그림12] PB브랜드와 NB브랜드의 수익성 비교



자료: SYSCO, BS투자증권

[표1] SYSCO의 PB 브랜드와 독점 브랜드 현황

PB 브랜드		독점 브랜드			
	앵커스 소고기, 수입품, 콜롬비아 커피 등 최고의 품질을 보유한 브랜드로 희소성 지님		해산물 브랜드, raw seafood products 등을 씨푸드 레스토랑 을 대상으로 제공		빵, 롤, 머핀, 쿠키 등 베이커리류에 특화된 브랜드
	야채통조림, 유류 및 해산물 냉동 식품 등 고급 PB브랜드		프리미엄 이탈리아 브랜드 토마토 소스, 피자 토핑 등 이탈리아 레스토랑에 공급		커피, 음료 등에 특화된 브랜드
	PB제품중 가장 많은 상품군 보유(육류, 해산물, 주스, 과일 등) 경쟁사의 Top 브랜드와 경쟁,		멕시코 음식 브랜드, 할라피뇨, 토틸라, 아보카도등 멕시코 레스토랑에 공급		채소 및 과일에 특화된 브랜드
	과일통조림, 냉동식품 경제적인 상품들로 구성된 PB브랜드		낙농업품 브랜드 계란, 버터, 치즈 등에 특화된 브랜드		최고급 식재료 제공,

자료: SYSCO, BS투자증권

④ MA(Marketing Associates)와 iCare System을 활용한 토탈 서비스 제공: SYSCO는 8,000여명의 전문화된 영업사원(MA, Marketing Associates)을 활용해 고객 토탈 서비스를 제공하고 있다. 관리와 컨설팅을 주요 업무로 하며 신규 고객 창출 외에도 기존 고객 관리, 니즈 파악, 클레임 처리, 메뉴 개발 및 제안, 담당 지역 수요 예측, 재고 관리, 수익 분석 등의 다양한 서비스를 제공한다. 또한 고객을 외식업체, 병원, 호텔 등 업종별로 세분화하여 서비스를 제공하고 있다.

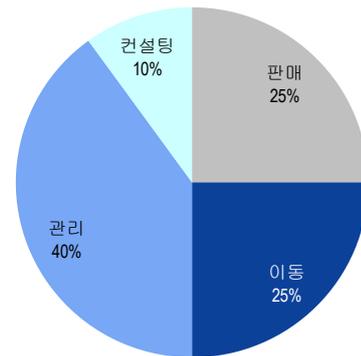
특히 영업사원을 통해 제공되는 iCare System은 고객과의 유대관계 확립에 중추적인 역할을 하고 있다. SYSCO는 iCare System을 통해 컨설팅(위생안전, 관리시스템, 신용카드 운영관리, 법률사고 해결 등), 각종 제작 지원(포스터, 배너, 명함, 메뉴판), 마케팅 지원, 간접 자금 지원, 식당 종업원 교육 등을 제공한다. 즉 식당 운영에 필요한 토탈 솔루션을 제공함으로써 선진화된 기업형 식자재 유통업체의 장점을 극대화 했다.

[그림13] SYSCO의 iCare System 중 POS 지원 서비스



자료: SYSCO, BS투자증권

[그림14] SYSCO MA의 업무비중의 50%는 관리와 컨설팅



자료: SYSCO, BS투자증권

⑤ RDC를 활용한 물류시스템 효율화: SYSCO는 사업 재정비의 일환으로 RDC를 구축해 물류의 효율성을 향상시키고 있다. RDC(Regional re-Distribution Center)는 미 전역의 유통망을 크게 9개의 지역으로 구분하여 구축된 물류센터를 말한다. 2005년 2월 버지니아 주 RDC 설립을 시작으로 현재 2개의 RDC가 운영되고 있으며 10년 후 총 9개의 RDC를 구축할 계획을 갖고 있다. RDC는 Walmart를 벤치마킹한 모델로써 거점 유통망이 가지고 있는 물류부담을 해소하고 사업 확장을 용이하게 하는데 목적이 있다.

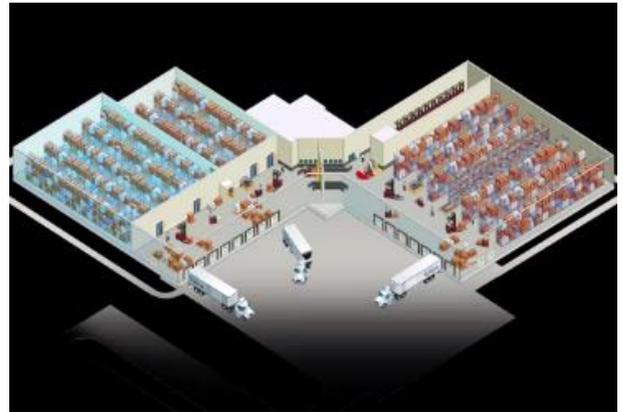
지난 40년간 대규모 M&A를 통해 급속한 성장을 이뤄낸 탓에 물류시스템이 완벽하게 통합되지 않았고 따라서 비용통제도 어려웠다. SYSCO는 RDC를 통해 혼재되어 있는 유통망의 재정비가 이뤄지고 있으며 제조업체 및 벤더 등 공급업체의 접근성 및 업무효율성을 증대시켰다.

[그림15] RDC 개발 계획



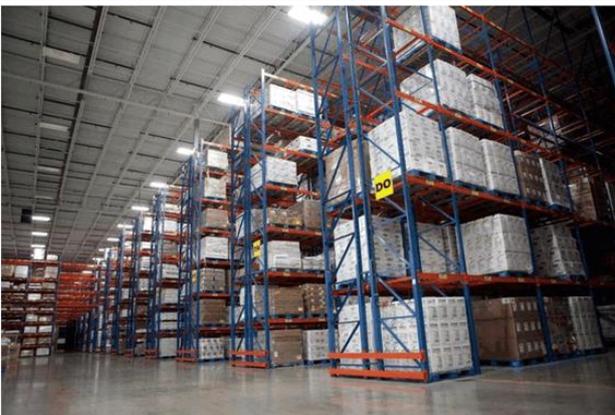
자료: SYSCO, BS투자증권

[그림16] RDC의 냉장창고(좌)와 상온창고(우)



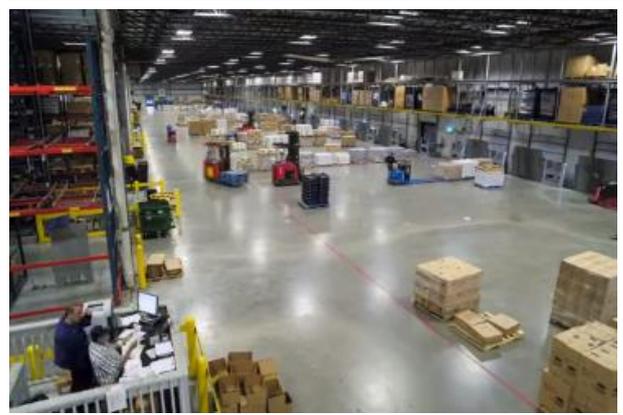
자료: SYSCO, BS투자증권

[그림17] RDC 내부 사진



자료: SYSCO, BS투자증권

[그림18] RDC 내부 사진



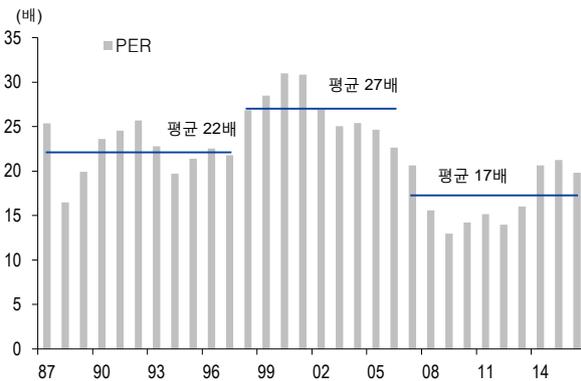
자료: SYSCO, BS투자증권

Ⅲ. 미국 외식시장 역사와 SYSCO의 성장 기간 비교

미 외식시장이 정체기를 겪는 시기에도 SYSCO는 외형 성장과 수익성 개선 지속

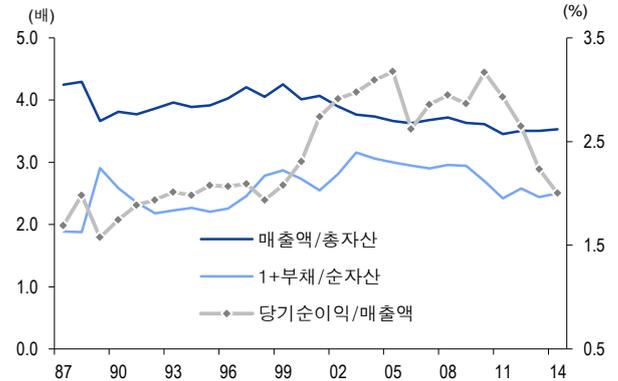
SYSCO의 밸류에이션 프리미엄 기간은 97~06년으로 당시 PER 평균은 27배로 시장대 비 큰 폭으로 할증 거래 되었다. 동기간 ROE 평균은 29.9%로 직전 10년 평균인 17.6% 대비 12.3%pt 상승했는데 ① 90년 이후 미 전역의 유통망 안정화로 규모의 경제 달성, ② 연평균 M/S 0.6%pt 순증으로 외형확대 지속, ③ PB상품 매출 비중의 확대(40%)에 따른 수익성 개선(매출원가율이 연평균 0.3%pt 하락)에 기인한다. 미국의 외식 산업이 1970년대 이후 성숙기를 지나 정체기를 겪는 과정에서도 SYSCO는 외형의 고성장을 달성했고 이후 수익성 개선을 통한 밸류에이션 프리미엄을 경험했다. 국내 시장의 경우 외식산업 자체는 정체된 흐름이 예상되지만 식자재 유통산업의 기업화를 주도하는 업체가 등장한다면 SYSCO와 같은 외형성장과 수익성 개선, 이를 통한 밸류에이션 할증이 가능하다고 판단한다.

[그림19] 90년대 평균 22배에서 00년대 평균 27배로 상승



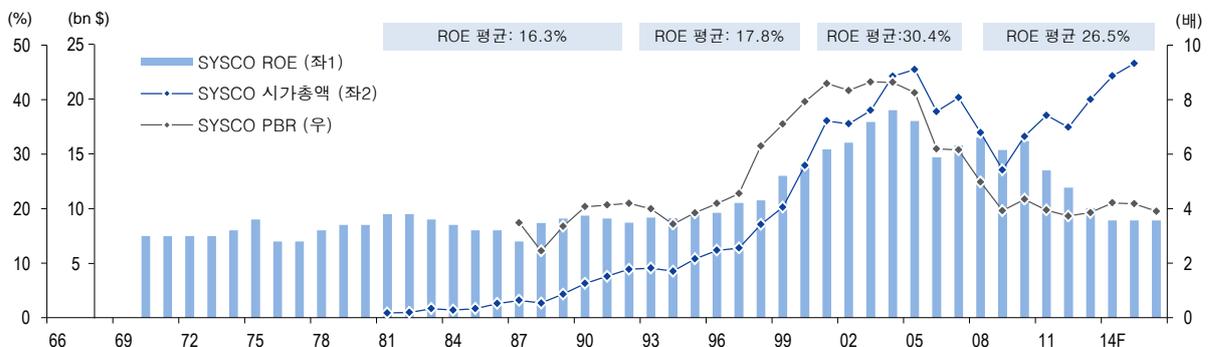
자료: Bloomberg, BS투자증권

[그림20] ROE상승을 이끈 주 요인은 수익성 개선



자료: Bloomberg, BS투자증권

[그림21] 02~06년 평균 ROE는 30.4%로 수익성 개선 극대화, 밸류에이션 프리미엄 경험



자료: Bloomberg, SYSCO, BS투자증권

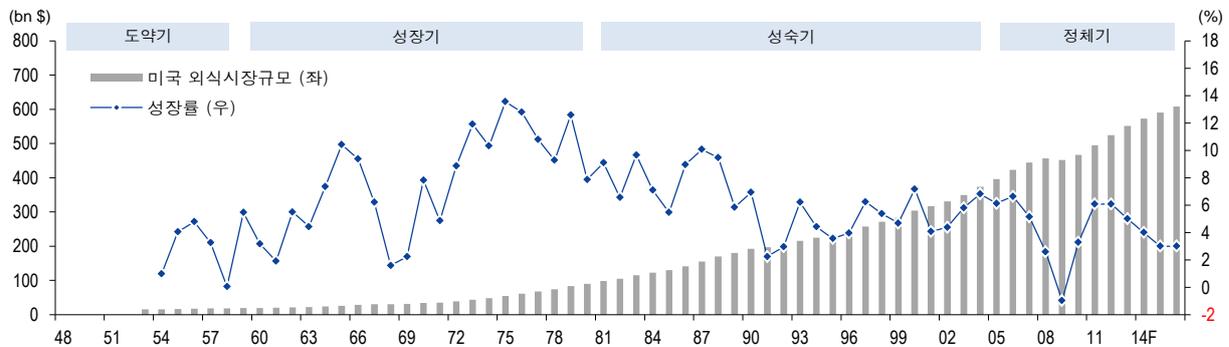
[표2] 미국 외식산업의 성숙기/정체기에도 SYSCO는 고성장을 경험

연도	국민소득	미국 외식산업의 특징
1920년대	-	- 음식업의 태동기 - 레스토랑, 열차식, 호텔식, 급식, 프랜차이즈, 센트럴 키친 (Central Kitchen) 출현 - 한정된 장소에서만 고객대상의 영업, 새로운 경영방식 등장 - 외식브랜드 런칭: 델모닉(1827), 하이베(1876), 톰슨(1893), 나센(1916) 등
1930년대	\$440	- 외식산업의 태동기 (음식점 → 외식산업) - 로드사이드 레스토랑, 커피숍, 기내식 출현 - 도심과 리조트 중심, 생산자 지향 - 외식브랜드 런칭: 하워드존슨(1935), 빅보이(1936), 메리어트(1937) 등
1940년대	\$750	- 외식산업의 전환기 - 아이스크림, 도넛의 출현 - 개인판매지향, 부분적인 합리화 추구 - 외식브랜드 런칭: 데이리퀸(1940), 던킨(1941) 등
1950년대	\$1,875	- 외식산업의 도약기 - 프라이드 치킨, 호텔업, 병원급식, 커피숍, 햄버거, 피자 출현 - 개인판매에서 대량판매지향, 테이크아웃, 퀵 서비스, 외식산업의 시스템화 출현 - 외식브랜드 런칭: KFC(1952), 홀레데이(1952), 맥도널드(1955), 피자헛(1958) 등
1960년대	\$2,800	- 외식산업의 성장기 - 스테이크, 로스트비프, 샌드위치, 시푸드, 패밀리레스토랑 출현, - 시스템화 상장기업화, 대량판매지향, 기업인수 및 합병(M&A) 등 - 외식브랜드 런칭: 아비스(1964), 레드랍스터(1968), 쇼니스(1968), 웬디스(1969) 등
1970년대	\$4,952	- 외식산업의 초기성숙기 - 신 콘셉트(concept) 및 신 업태의 출현 - 프랜차이즈의 직영화, 드라이브 스루(drive-through) 유행, 대기업 참여 등
1980년대	\$15,000	- 외식산업의 고도성숙기 - 자본력에 의한 경쟁가속, 내식과 외식 경쟁 치열 - 외식의 국제화, 민족/민속 요리의 활성화
1990년대	\$27,000	- 외식산업의 안정성숙기 - 특화시장, 틈새시장 공략, 감성형, 테마콘셉트형 등
2000년대	\$41,800	- 외식산업의 정체기 - 대량 개별화 현상 - 개성과 라이프스타일에 기인한 고감성 외식의 출현 - 품질과 서비스 측면의 극심한 양극화 초래
2010년대	\$54,678 (2014년)	- 외식산업의 정체기 - 금융위기로 인한 소비심리 위축 등으로 연평균 3.6% 내외의 성장을 기록 - 풀 서비스 레스토랑의 비중이 확대 - 리미티드 서비스 레스토랑, 호텔, 학교급식의 비중은 축소

주: 1970~90년대 음영 부분은 SYSCO의 설립 및 성장기

자료: 최신 외식산업의 창업 및 경영, 세계농업 2014.08, BS투자증권

[그림22] 미국 외식시장 역사



자료: US Sensus, BS투자증권

IV. 국내 식자재 유통시장 현황 및 전망

식자재 유통 산업 내 외식 시장 부문은 기업형 유통업체의 점유율 확대 예상

B2B 식자재 유통업은 식당, 단체급식, 프랜차이즈, 가공식품 제조업체 등을 대상으로 농축산물, 가공식품, 주방기구 등의 식자재를 공급하는 사업이다. 14년 기준 시장규모는 40.8조원으로 추산되며 외식 시장 21.8조원, 급식 시장 9.6조원, 원재료 시장 9.3조원으로 구성되어있다.

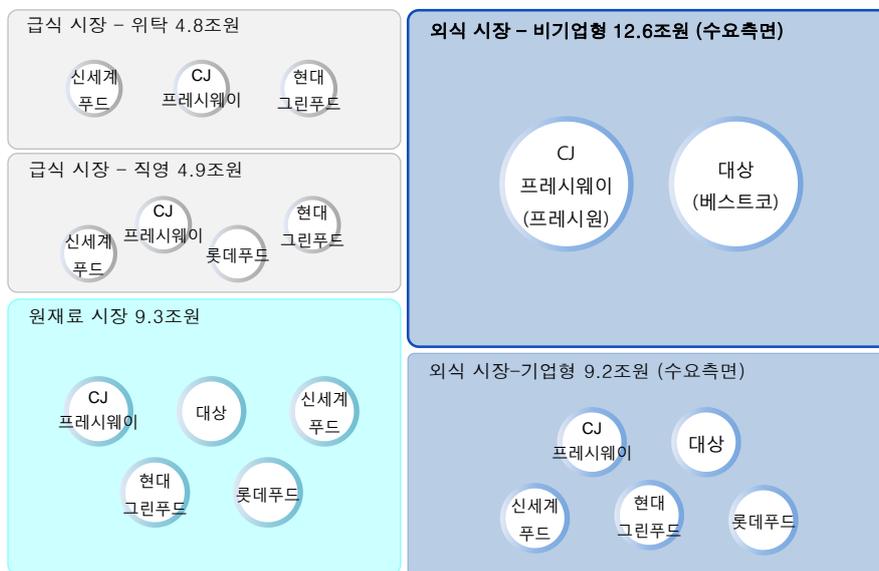
세분화된 시장에서 특히 주목해야 할 시장은 기업형 유통업체들의 비중이 10%로 낮은 외식시장이다. 기업형 점유율이 낮아 관련 업체들의 점유율 확대가 예상된다. 식자재 유통업의 기업화가 지속될 수 있는 이유는 ① 규모의 경제를 시현한 선두 기업형 업체를 중심으로 가격경쟁력 확보가 예상되고, ② 대형 외식업소와 프랜차이즈 식당의 증가는 메뉴의 공동개발과 같은 종합서비스에 대한 수요로 이어질 전망이며, ③ 정부의 위생 강화 정책에 따라 원산지 표시제와 이력 추적 제도 등 기업형 업체에 유리한 규제의 시행이 예상되고, ④ 외식업의 의제매입세액 공제 제도로 무자료 사업자보다 기업형 업체의 선호도가 증가가 예상되기 때문이다.

2015년, 2020년의 식자재 유통 시장은 각각 41.4조원, 43.5조원에 달할 전망이다. 연평균 성장률은 1.0%로 예상된다. 외식시장은 정체가 지속되는 가운데 외식업주의 퇴출과 진입의 반복될 전망이다 의미 있는 물량의 증가 없이 물가상승률만큼의 성장이 예상되기 때문이다. 전체 식자재 유통시장의 성장률은 제한되지만 기업화가 진행됨에 따라 기업형 식자재 유통업체들의 비중은 연평균 0.8%pt의 순증이 예상된다. 이는 매년 1%pt의 증가를 보였던 미국 식자재 유통 시장에서의 기업화 진행 과정을 참고하였다. 이에 따라 기업형 유통업(공급측면)의 성장은 연평균 8~10%로 높은 수준의 성장률이 유지될 전망이다.

기업형 식자재 유통시장은 업체별 영업방식에 따라 C&C(Cash&Carry, 매장형 식자재 유통)와 C&D(Cash&Delivery, 배달형 식자재 유통)로 나눌 수 있다. 수요 측면에서 반복적인 대량구매가 이뤄지는 기업형 외식업소의 경우 C&D 96%, C&C 4%로 C&D 비중이 절대적이며 개인 외식업소는 C&D 77%, C&C 23%로 기업형 외식업소 대비 상대적으로 C&C 비중이 높은 상황이다.

기업형/개인형 외식업소를 종합한 C&D 비중은 84%로 C&C 16% 대비 높은 상황이며 외식업소의 대형화, 유통의 편리성, 초기투자 선점효과, 종합 서비스 제공 여부 등을 고려한다면 향후 식자재 유통 시장을 주도할 모델은 C&D로 예상된다. C&C 모델이 상대적으로 높은 성장률을 기록하고 있지만 절대규모면에서 아직 C&D에 미치지 못하고 농수산물 마트, 창고형 마트(트레이더스, 빅마켓), 기존 식자재 마트 등과 경쟁이 치열할 수 있다는 측면에서도 C&D 모델을 갖춘 기업의 성장성이 더 높다고 판단한다.

[그림23] 향후 기업화가 예상되는 비기업형 외식시장은 12.6조원 규모



자료: 통계청, 케이시스코, BS투자증권

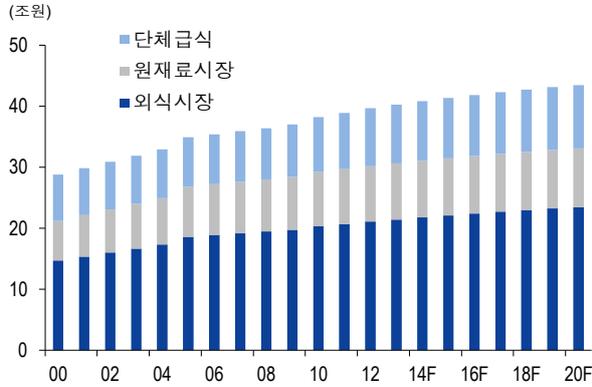
[표3] 국내 B2B식자재 유통 시장 전망

(단위: 조원, %, %p)

	05	06	07	08	09	10	11	12	13F	14F	15F	16F	17F	18F	19F	20F
식자재 시장 (a+b+c)	34.9	35.4	35.9	36.4	37.0	38.2	38.9	39.7	40.3	40.8	41.4	41.9	42.3	42.7	43.1	43.5
(yoy)	3.2%	6.0%	1.4%	1.4%	1.4%	1.6%	3.2%	1.8%	2.0%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%
외식 시장 (a)	18.6	18.9	19.2	19.5	19.7	20.3	20.7	21.1	21.4	21.8	22.1	22.4	22.7	23.0	23.2	23.5
(yoy)	7.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	2.9%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
수요측면																
기업형 식당(프랜차이즈)	7.4	7.6	7.7	7.9	8.0	8.3	8.5	8.7	9.0	9.2	9.4	9.6	9.8	9.9	10.1	10.3
(yoy)	8.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.4%	2.7%	2.6%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%
개인형 식당	11.2	11.3	11.4	11.6	11.7	12.0	12.2	12.3	12.5	12.6	12.7	12.8	12.9	13.0	13.1	13.2
(yoy)	7.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	2.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
공급측면																
기업형 유통업	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.3	3.5
(yoy)	32.5%	24.9%	19.9%	16.6%	14.2%	24.9%	13.8%	12.5%	11.3%	10.4%	9.6%	8.9%	8.3%	7.7%	7.2%	6.8%
(weight)	3.0%	2.6%	3.0%	3.5%	3.9%	6.8%	7.6%	8.4%	9.2%	10.0%	10.8%	11.6%	12.4%	13.2%	14.0%	14.8%
(weight_yoy %p)	1.3%	-0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	2.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
기존 유통업	18.0	18.2	18.3	18.5	18.6	18.9	19.1	19.3	19.4	19.6	19.7	19.8	19.9	19.9	20.0	20.0
(yoy)	6.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	1.6%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
급식 시장 (b)	8.0	8.1	8.2	8.3	8.4	8.6	9.0	9.2	9.5	9.6	9.8	9.9	10.0	10.1	10.2	10.3
(yoy)	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	2.4%	4.7%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%
위탁급식	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.3	4.4	4.6	4.8	4.9	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4
(yoy)	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	2.4%	4.7%	3.3%	4.3%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%
직영급식	4.2	4.2	4.3	4.3	4.4	4.5	4.7	4.8	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9	4.9
(yoy)	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	2.4%	4.7%	1.2%	2.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%
원재료 시장 (c)	8.2	8.3	8.4	8.6	8.7	8.9	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	9.4	9.5	9.5	9.6	9.6
(yoy)	7.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	2.7%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%

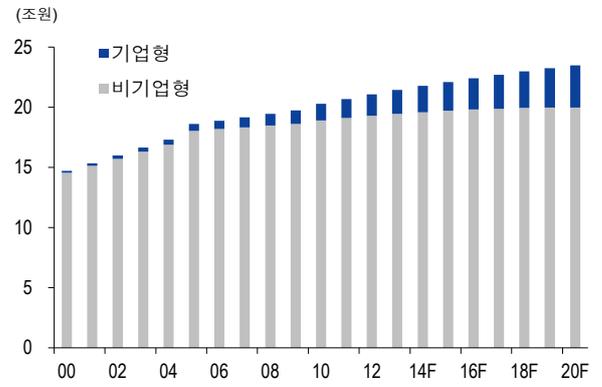
자료: 통계청, 케이시스코, BS투자증권

[그림24] 식자재 유통시장 전체로는 저성장 예상



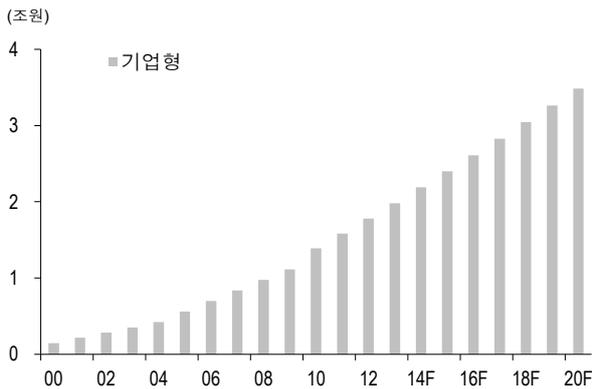
자료: 통계청, 케이시스코, BS투자증권

[그림25] 기업형 시장은 점유율 확대에 의한 고성장 예상



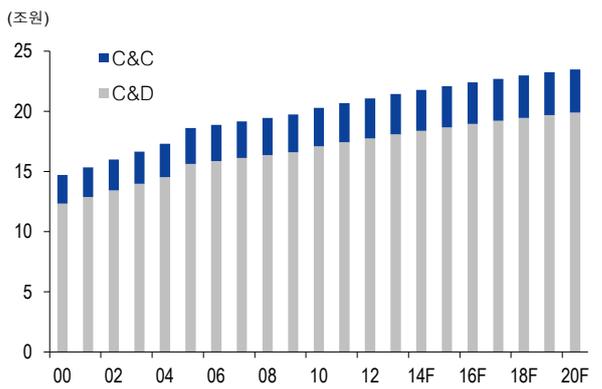
자료: 통계청, 케이시스코, BS투자증권

[그림26] 기업형 시장은 매년 0.8%pt 점유율 확대 전망



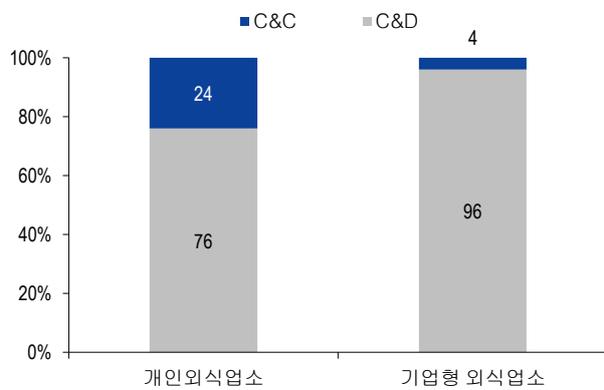
자료: 통계청, 케이시스코, BS투자증권

[그림27] C&D 시장의 비중은 80% 수준이 유지될 전망



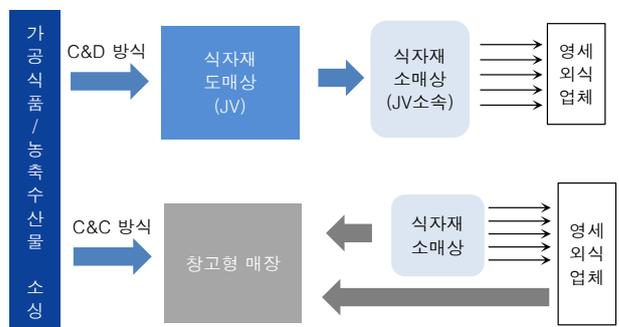
자료: 통계청, 케이시스코, BS투자증권

[그림28] 절대 규모면에서 C&D 시장의 선점이 중요



자료: 통계청, 케이시스코, BS투자증권

[그림29] C&D방식과 C&C방식의 비교



자료: 통계청, 케이시스코, BS투자증권

V. 국내 식자재 유통 시장의 Winner는?

SYSCO 사례분석 결과 국내 식자재 유통 산업의 Winner는 CJ프레시웨이

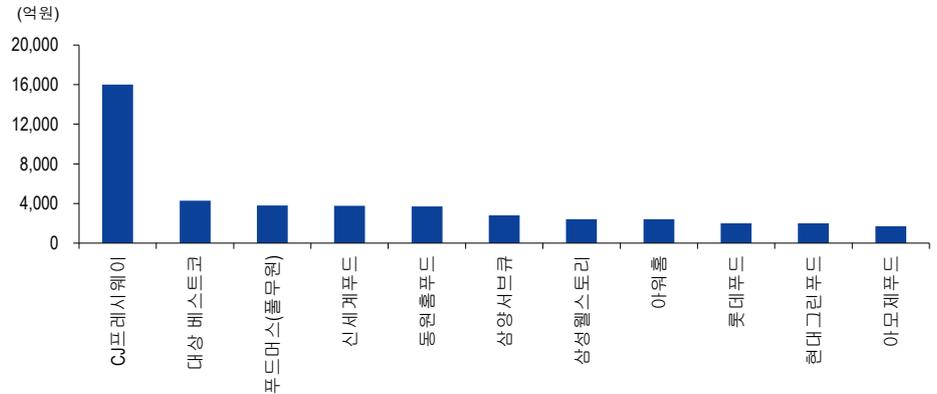
국내의 60만개의 외식업소 중 기업형 식자재 유통 업체의 거래 비중은 10%로 이를 제외한 90%는 중소 식자재 유통 업체들과 거래를 하고 있는 상황이다. 현재 안정적으로 영업활동을 유지하고 있는 중 소형 업체는 300여개로 파악되며(연매출 5억원이상, 10대 이상의 배송차량, 100평 규모의 창고 보유) 선도 기업의 경우 이들에 대한 선제적인 인수 합병이 필요하다. 인수 합병의 진행으로 통합구매에 따른 원가절감, 임차료 절감, 관리비 절감 등이 예상되기 때문이다.

SYSCO는 PB상품을 도입 초기 저가 브랜드(Reliance, Classic)를 통해 NB상품 대비 10~15% 할인된 가격으로 외식업체에 성공적으로 안착했다. 이후 프리미엄 브랜드(Supreme, Imperial)로 브랜드를 확장했으며 제품군, 가격, 특성 별로 브랜드 영역을 확고히 했다. PB상품과 더불어 식당 운영과 관련된 종합 서비스 제공 여부는 고객관계 유지의 핵심이다. 미국의 경우 식자재 유통 업체의 거래 이탈률은 10% 수준으로 국내 식자재 유통 업체는 업계 평균대비 낮은 수준이 유지된다. 이것은 미국 식자재 유통업체의 경우 종합 서비스 제공자로 비즈니스 파트너로서의 역할에 충실하다는 특징이 있기 때문이다.

SYSCO 사례분석 결과 국내 식자재 유통산업의 Winner의 조건은 ① 기업화가 예상되는 개인형 외식업체에 대한 타겟 고객 선정 여부, ② 기존 중 소형 식자재 유통 업체에 대한 활발한 인수합병으로 인한 빠른 시장 선점, ③ PB 브랜드, 독점 브랜드 확대를 통한 수익성 향상, ④ 영업사원을 통한 토달 서비스 제공 여부로 판단하며 향후 국내 식자재 유통 시장의 기업화를 주도할 업체로서 CJ프레시웨이를 Top pick으로 제시한다.

CJ프레시웨이는 국내 1위 식자재유통 업체로 중소기업체와 JV를 설립, 비기업형 식자재유통 시장의 점유율을 확대시키고 있다는 점이 특징이다. 95년 단체급식, 01년 프랜차이즈, 05년 개인형 외식업체로 공급대상을 확대시켰고 약 3만개의 식품과 비식품 식자재를 취급하고 있다. C&D 방식의 사업모델, PB 브랜드와 독점 브랜드 보유, 영업사원을 활용한 토달 서비스 공급이 가능하다는 측면에서 SYSCO에 가장 가까운 모델이며 식자재 유통 시장 장기 성장 국면의 최대 수혜 업체로 판단한다.

[그림30] 국내 식자재 유통업체 매출 규모 (식자재유통 부문)



자료: 각 사, BS투자증권

[표4] 국내 식자재 유통업체별 동향

분류	업체명	식자재유통 매출규모	타겟 고객	물류/가공센터	비고
외식업체 집중 (영세+프랜차이즈)	CJ프레시웨이	1조6,000억원	영세식당, 프랜차이즈 식당	물류센터 4개	15년 JV 지분을 확대 전망
	대상베스트코	4,276억원	영세식당, 프랜차이즈 식당	전국 42개 매장, 외식업중앙회 직판장 10개	외식업중앙회 협력매장확대
대형마트 집중	신세계푸드	3,778억원	대형마트, 프랜차이즈 식당	물류센터 3개, 공장 3개,	이마트 HMR 매출 집중 예상
	롯데푸드	2,000억원	대형마트, 프랜차이즈 식당	공장 11개(Central Kitchen 4개)	신규 HMR브랜드 런칭 예상
급식업체 집중	현대그린푸드	1,981억원	급식, 영세캐터링업체	물류센터 7개(1개 예정)	급식업체 공급에 집중
	삼성웰스토리	2,400억원	급식, 프랜차이즈 식당	물류센터 5개	대형 급식업체 식자재 공급
	아워홈	2,400억원	급식 프랜차이즈 식당	물류센터 3개, 공장 7개	HMR 제품 판매 확대 전략
	푸드머스(풀무원)	3,800억원	급식, 프랜차이즈 식당	6개 물류센터	영세식당 공급은 구조조정
	동원홈푸드	3,702억원	급식, 프랜차이즈 식당	물류센터 1개	프랜차이즈 공급 계약 확대
프랜차이즈 집중	삼양서브큐	2,800억원	프랜차이즈 식당	물류센터 1개	제과/중식/양식 업소 집중
	아모제푸드	1,700억원	프랜차이즈 식당	물류센터 4개	중소형 프랜차이즈 집중

자료: 각 사, BS투자증권

매수(신규)

- ▶ 현재 주가 (2014/12/05)
42,250원
- ▶ 목표주가 (12M)
55,000원

김정욱

음식료/담배
(02) 3215-7530
kvalue@bsfn.co.kr

Stock Indicator

시가총액	459십억원
자본금	11십억원
발행주식수	1,086만주
외국인지분율	13.9%
60일평균거래량	46천주
60일평균거래대금	1십억원
52주최고가	48,100원
52주최저가	24,500원

Price Trend



CJ프레시웨이 (051500)

식자재유통 시장 기업화 과정의 최대 수혜 업체

식자재 유통시장 1위 C&D업체로 가장 진화된 JV모델 보유

CJ프레시웨이는 국내 1위 식자재 유통업체로 중소기업체와 JV를 설립, 비기업형 식자재 유통 시장의 점유율을 확대시키고 있다는 점이 특징이다. 13년 기준 매출비중은 외식/급식유통 45%, 중소제휴(JV) 22%, 1차도매 및 원료 21%, 단체급식 12%이다. 95년 단체급식, 01년 프랜차이즈, 05년 개인형 외식업체로 공급대상을 확대시켰고 약 3만개의 식품과 비식품 식자재를 취급하고 있다. C&D방식의 식자재 유통업체로서 국내에서 SYSCO에 가장 가까운 모델이며 JV 설립을 통해 지속적인 고객 확장이 예상된다.

2015년 외형 성장과 수익성 개선 효과가 극대화될 실적예상

연결기준 15년 매출액은 1조9,672억원(+9.4% yoy), 영업이익은 377억원(+28.9% yoy)으로 수익성 개선 효과가 극대화될 실적이 예상된다. 13년 실적부진의 원인이었던 도매유통 재고손실은 거래조건 변경 및 해당 사업부의 외형 축소로 해소되었으며 14년 실적의 수익성 개선으로 이어졌다. 15년도에는 추가적인 JV설립과 대형 프랜차이즈 고객 확대로 외형 성장과 함께 수익성 개선 효과가 지속될 전망이다. JV는 현재 9개 업체를 보유하고 있으며 장기적으로 26개까지 확대할 계획을 갖고 있다. 대형 프랜차이즈 고객은 개선된 인센티브제도의 영향으로 고객 확대가 지속될 전망이다.

투자 의견 매수와 목표주가 55,000원을 제시하며 분석을 개시

15년 동사의 투자포인트는 ① 식자재 유통 시장의 기업화를 선도하는 C&D업체로 가장 진화된 JV모델을 보유, ② 15년 지분투자를 통해 JV의 지분율 확대(20% → 51%)가 예상, ③ 실적변동성이 높은 도매유통의 비중축소가 지속된다는 점이다. 목표주가 산출을 위한 영업가치 산정은 15F EPS 2,806원에 목표 PER 19.6배를 적용하였다. 적용배수는 SYSCO의 성장초기(87년~96년)평균 PER 21.5배를 10% 할인한 수치로 JV설립을 통한 개인형 외식시장의 선점 측면에서 SYSCO와 유사한 성장동력을 보유하고 있다고 판단하였으며 할인은 수익성 차이와 시장지배력 차이를 감안하였다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2012	1,872.7	26.7	14.7	11.7	1,079	-32.1	34.0	2.8	13.1	9.6	0.5
2013	1,876.9	8.5	-7.2	-14.0	-1,290	적전	N/A	1.7	19.9	-8.6	0.0
2014(F)	1,798.8	29.2	20.0	15.4	1,422	흑전	29.7	2.3	13.3	8.1	0.5
2015(F)	1,967.2	37.7	38.7	30.5	2,806	97.3	15.1	2.0	10.6	14.3	0.5
2016(F)	2,137.1	42.7	42.2	33.3	3,066	9.3	13.8	1.8	9.1	13.6	0.5

자료: BS투자증권

재무상태표		(단위: 십억원)				
(연결기준)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
유동자산	353.7	333.5	372.3	438.6	506.5	
현금성자산	11.4	11.1	34.0	68.7	104.7	
매출채권	166.5	227.7	238.9	261.3	283.8	
재고자산	144.0	58.1	61.0	66.7	72.5	
기타유동자산	31.8	36.6	38.4	41.9	45.5	
비유동자산	296.8	263.5	260.6	251.7	244.2	
투자자산	30.5	17.6	18.5	20.2	22.0	
유형자산	91.8	70.2	61.8	53.3	46.0	
무형자산	10.0	11.3	17.7	15.5	13.6	
기타비유동자산	164.5	164.4	162.6	162.7	162.6	
자산총계	650.5	597.0	632.9	690.3	750.8	
유동부채	439.5	304.0	367.6	392.5	417.7	
매입채무	219.5	206.1	216.2	236.4	256.9	
단기차입금	105.9	50.2	51.3	51.3	51.3	
기타유동부채	114.1	47.7	100.1	104.8	109.5	
비유동부채	70.1	109.9	66.5	68.5	70.4	
사채 및 장기차입금	49.9	89.9	40.1	40.1	40.1	
기타비유동부채	20.2	20.0	26.4	28.4	30.3	
부채총계	509.6	413.9	434.1	461.0	488.1	
지배주주지분(연결)	140.9	183.1	198.2	228.7	262.0	
자본금	10.8	10.8	10.9	10.9	10.9	
자본잉여금	61.8	62.0	62.0	62.0	62.0	
이익잉여금	53.3	35.5	50.9	81.4	114.7	
비지배주주지분(연결)	0.1	0.0	0.6	0.6	0.6	
자본총계	141.0	183.1	198.8	229.3	262.6	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
(연결기준)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
영업활동 현금흐름	2.8	-9.6	39.7	38.6	40.0	
당기순이익	11.7	-14.0	15.4	30.5	33.3	
감가상각비	15.8	12.9	11.9	10.6	9.2	
기타	15.9	7.1	5.3	0.1	0.1	
영업활동 자산부채 변동	-40.6	-15.6	7.1	-2.6	-2.6	
매출채권 증감	-32.7	-67.7	-9.2	-22.4	-22.6	
재고자산 증감	-50.7	84.1	0.8	-5.7	-5.8	
매입채무 증감	30.1	-10.2	0.7	20.2	20.4	
기타 자산부채 변동	12.7	-21.8	14.8	5.3	5.4	
법인세 납부	-1.7	-9.0	-3.3	-8.1	-8.8	
투자활동 현금흐름	-124.9	-16.4	-5.4	-4.4	-4.4	
유형자산 증가	-22.1	-15.8	-6.1	0.0	0.0	
유형자산 감소	1.0	1.1	0.4	0.0	0.0	
무형자산 순감	-0.7	-1.0	-0.7	0.0	0.0	
기타	-103.1	-0.7	1.0	-4.4	-4.4	
재무활동 현금흐름	124.8	25.7	-11.1	0.4	0.4	
장단기차입금 증감	126.9	-47.0	7.0	0.4	0.4	
자본 증가	9.9	0.2	0.0	0.0	0.0	
배당금	-2.0	-2.2	0.0	0.0	0.0	
기타	-10.0	74.7	-18.1	0.0	0.0	
현금의 증감	2.6	-0.3	23.0	34.6	36.0	
기말현금	11.4	11.1	34.0	68.7	104.7	
총현금흐름(GCF)	42.1	8.2	34.0	49.3	51.4	
잉여현금흐름(FCF)	-19.3	-25.4	33.7	38.6	40.0	

자료: 사업보고서, BS투자증권 리서치센터 예상

손익계산서		(단위: 십억원, %)				
(연결기준)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
매출액	1,872.7	1,876.9	1,798.8	1,967.2	2,137.1	
매출원가	1,731.7	1,733.4	1,592.7	1,734.4	1,882.1	
매출총이익	141.0	143.5	206.1	232.8	255.0	
매출총이익률	7.5	7.6	11.5	11.8	11.9	
판매비와관리비	114.4	135.0	176.8	195.2	212.4	
판매비율	6.1	7.2	9.8	9.9	9.9	
영업이익	26.7	8.5	29.2	37.7	42.7	
영업이익률	1.4	0.5	1.6	1.9	2.0	
영업외손익	-12.0	-15.7	-9.2	1.0	-0.5	
이자손익	-6.3	-5.3	-5.3	-4.1	-3.5	
외화거래손익	4.3	-0.9	4.3	2.8	1.5	
관계기업관련손익	-0.6	-1.8	-0.5	0.3	0.5	
기타영업외손익	-9.4	-7.7	-7.7	2.0	1.5	
세전이익	14.7	-7.2	20.0	38.7	42.2	
세전이익률	0.8	-0.4	1.1	2.0	2.0	
법인세	3.0	6.8	4.6	8.1	8.8	
법인세율	20.4	-94.4	23.0	20.9	20.9	
계속사업이익	11.7	-14.0	15.4	30.5	33.3	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	11.7	-14.0	15.4	30.5	33.3	
당기순이익률	0.6	-0.7	0.9	1.6	1.6	
지배주주순이익	11.7	-14.0	15.4	30.5	33.3	
지배주주순이익률	0.6	-0.7	0.9	1.6	1.6	
총포괄이익	24.1	-15.8	15.1	30.5	33.3	
총포괄이익률	1.3	-0.8	0.8	1.6	1.6	

주요투자지표		(연결기준)				
	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
EPS (원)	1,079.5	-1,290.3	1,422.0	2,805.7	3,065.6	
SPS	173,251	173,247	165,752	181,079	196,722	
BPS	13,009	16,871	18,244	21,049	24,115	
CFPS	3,899	756	3,135	4,538	4,729	
EBITDAPS	3,929	1,972	3,791	4,445	4,774	
DPS	200	0	200	200	200	
P/E (배)	34.0	N/A	29.7	15.1	13.8	
P/S	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	
P/B	2.8	1.7	2.3	2.0	1.8	
P/CF	9.4	38.8	13.5	9.3	8.9	
EV/EBITDA	13.1	19.9	13.3	10.6	9.1	
배당성향 (%)	18.6	0.0	18.6	18.6	18.6	
배당수익률	0.5	0.0	0.5	0.5	0.5	
매출액증가율	16.9	0.2	-4.2	9.4	8.6	
영업이익증가율	4.7	-68.2	243.5	29.1	13.3	
순이익증가율	-31.6	-219.7	-210.0	98.1	9.2	
EPS증가율	-32.1	적자전환	흑자전환	97.3	9.3	
부채비율 (%)	361.5	226.1	218.4	201.1	185.9	
차입금비율	135.7	78.8	76.1	66.1	57.9	
순차입금/자기자본	112.7	58.1	44.8	22.8	5.3	
영업이익/금융비용	3.7	1.3	N/A	N/A	N/A	
ROA (%)	2.2	-2.2	2.5	4.6	4.6	
ROE	9.6	-8.6	8.1	14.3	13.6	
ROIC	20.7	13.0	17.4	23.5	27.8	

주: 2014.12.5 증가 42,250원 기준

매수(신규)

- ▶ 현재 주가 (2014/12/05)
679,000원
- ▶ 목표주가 (12M)
820,000원

김정욱

음식료/담배
(02) 3215-7530
kvalue@bsfn.co.kr

Stock Indicator

시가총액	930십억원
자본금	7십억원
발행주식수	137만주
외국인지분율	19.4%
60일평균거래량	4천주
60일평균거래대금	3십억원
52주최고가	815,000원
52주최저가	631,000원

Price Trend



롯데푸드 (002270)

신규 HMR 브랜드 런칭으로 성장동력 확보

2015년 종합식품기업의 그림이 구체화되는 원년

롯데푸드는 기존 빙과/유지에서 11년 파스퇴르(유가공), 12년 웰가(유지), 롯데후레쉬텔리카(HMR), 13년 롯데햄(육가공)의 합병을 통해 제품 포트폴리오를 확대했으며 14년 롯데네슬레(지분율50%) JV설립을 통해 커피믹스와 원두커피 등이 신규 제품군으로 추가되었다. 13년 기준 매출 비중은 유지 19%, 빙과 13%, 유가공 12%, 육가공 31%, 식품 25%이다. 캐쉬카우 사업부인 빙과와 유지의 현금흐름을 활용 육가공 유가공에 지속적으로 투자를 진행하고 있으며 중장기적으로는 급식, 식자재유통, HMR 부문의 성장으로 종합식품기업으로의 도약이 예상된다.

2015년 실적은 유가공, 육가공과 HMR 부문이 이끌 전망

15년 개별기준 예상실적은 매출액 1조7,131억원(+4.0% yoy), 영업이익 810억원(+2.3% yoy)이다. 매출액은 ① 유가공 부문은 조제분유(중국 분유 수출 NB브랜드 중심으로 성장)와 발효유 성장, ② 육가공은 판촉 강화에 따른 판매호조와 가격인상(14.6월) 효과 지속 ③ 식품은 급식 사업장 계약 확대, 롯데마트向 HMR 브랜드 런칭으로 인한 성장이 예상된다. 이익 측면에서는 유지부문의 판가인하 압력 완화, 돈육 가격 급등세 진정, 원유 과잉 공급 해소로 전년비 개선이 예상된다. 롯데네슬레의 경우 계열사 유통채널을 통한 판촉 강화가 M/S확대로 이어지고 있으며 15년내 지분법손익 턴어라운드 가 예상된다.

투자 의견 매수와 목표주가 820,000원을 제시하며 분석을 개시

15년 동사의 투자포인트는 ① 계열사 유통채널의 HMR PB브랜드 런칭으로 인한 식품 부문의 성장, ② 계열사 급식 계약 확대(계열사 급식 매출 총 1,100억원, 현재 250억원) 지속, ③ 롯데네슬레 지분법손익 턴어라운드 전망이다. 목표주가 산출을 위한 영업가치 산정은 15F EPS 45,601원에 목표 PER 18.0배를 적용하였다. 적용배수는 15F 식자재 유통업체 평균 PER을 적용 하였다. 식자재 유통 부문의 성장성은 높지 않은 반면 신규 런칭하는 HMR PB브랜드를 통한 성장성 확보를 감안하였다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2012	1,007.2	59.4	70.7	61.4	48,326	26.5	13.6	1.4	9.6	10.8	0.2
2013	1,568.3	73.8	122.9	113.9	83,227	72.2	9.0	1.3	9.0	16.5	0.2
2014(F)	1,647.1	79.1	88.8	72.3	52,822	-36.5	12.9	1.1	7.7	9.0	0.2
2015(F)	1,713.1	81.0	76.1	62.4	45,601	-13.7	14.9	1.0	6.8	7.2	0.2
2016(F)	1,769.8	85.4	80.4	66.0	48,166	5.6	14.1	1.0	6.3	7.1	0.2

자료: BS투자증권

재무상태표		(단위: 십억원)				
(개별기준)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
유동자산	348.1	401.6	418.7	447.2	463.1	
현금성자산	55.0	67.3	68.4	82.9	86.8	
매출채권	141.7	165.8	173.7	180.6	186.6	
재고자산	122.9	136.3	142.8	148.5	153.4	
기타유동자산	28.5	32.2	33.8	35.2	36.3	
비유동자산	549.9	727.0	818.7	880.9	952.8	
투자자산	95.7	150.3	157.4	163.7	169.2	
유형자산	388.3	507.0	589.6	648.9	718.2	
무형자산	52.0	55.4	57.3	53.9	51.0	
기타비유동자산	13.9	14.3	14.4	14.4	14.4	
자산총계	897.9	1,128.6	1,237.4	1,328.1	1,415.9	
유동부채	174.2	205.0	204.8	231.9	253.0	
매입채무	73.5	88.5	92.7	96.4	99.6	
단기차입금	0.0	5.0	5.0	25.0	40.0	
기타유동부채	100.7	111.5	107.1	110.5	113.4	
비유동부채	114.3	151.2	189.5	192.7	195.5	
사채 및 장기차입금	63.2	64.3	90.6	90.6	90.6	
기타비유동부채	51.1	86.9	98.9	102.1	104.9	
부채총계	288.5	356.3	394.3	424.6	448.4	
자본금	6.5	6.8	6.8	6.8	6.8	
자본잉여금	29.8	72.5	72.5	72.5	72.5	
이익잉여금	530.2	642.7	711.7	772.1	836.0	
자본총계	609.4	772.4	843.1	903.5	967.4	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
(개별기준)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
영업활동 현금흐름	93.4	133.8	184.0	126.4	139.9	
당기순이익	61.4	113.9	72.3	62.4	66.0	
감가상각비	34.1	42.8	48.6	64.1	73.5	
기타	-7.3	-46.5	-5.1	3.0	3.0	
영업활동 자산부채 변동	5.2	23.6	68.2	-3.1	-2.6	
매출채권 증감	31.1	6.7	-9.8	-7.0	-6.0	
재고자산 증감	-6.7	28.9	-6.5	-5.7	-4.9	
매입채무 증감	-15.8	-8.6	4.2	3.7	3.2	
기타 자산부채 변동	-3.4	-3.4	80.3	5.9	5.1	
법인세 납부	-11.3	-13.3	-14.1	-13.7	-14.4	
투자활동 현금흐름	-0.8	-32.6	-125.0	-125.9	-144.8	
유형자산 증가	-23.5	-38.3	-135.2	-120.0	-140.0	
유형자산 감소	1.0	1.7	0.1	0.0	0.0	
무형자산 순감	-0.5	-1.8	-1.6	0.0	0.0	
기타	22.2	5.8	11.7	-5.9	-4.8	
재무활동 현금흐름	-50.5	-90.5	-57.9	14.0	8.7	
장단기차입금 증감	-42.8	3.9	26.3	20.0	15.0	
자본 증가	25.6	43.0	0.0	0.0	0.0	
배당금	-1.6	-1.6	-2.1	-2.1	-2.1	
기타	-31.7	-135.8	-82.1	-3.9	-4.2	
현금의 증감	42.1	10.7	1.1	14.5	3.8	
기말현금	51.8	65.7	68.4	82.9	86.8	
총현금흐름(GCF)	99.5	123.5	129.9	143.1	157.0	
잉여현금흐름(FCF)	69.8	95.5	48.8	6.4	-0.1	

자료: 사업보고서, BS투자증권 리서치센터 예상

손익계산서		(단위: 십억원, %)				
(개별기준)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
매출액	1,007.2	1,568.3	1,647.1	1,713.1	1,769.8	
매출원가	810.6	1,251.1	1,315.4	1,368.1	1,411.6	
매출총이익	196.6	317.2	331.7	345.0	358.2	
매출총이익률	19.5	20.2	20.1	20.1	20.2	
판매비와관리비	137.3	243.4	252.5	264.0	272.7	
판매비율	13.6	15.5	15.3	15.4	15.4	
영업이익	59.4	73.8	79.1	81.0	85.4	
영업이익률	5.9	4.7	4.8	4.7	4.8	
영업외손익	11.4	49.2	9.6	-4.9	-5.1	
이자손익	-4.6	-4.5	-2.2	-2.9	-3.1	
외화거래손익	2.7	5.5	1.1	1.1	1.1	
관계기업관련손익	-0.4	-0.4	12.8	-1.1	-1.1	
기타영업외손익	13.7	48.6	-2.1	-2.0	-2.0	
세전이익	70.7	122.9	88.8	76.1	80.4	
세전이익률	7.0	7.8	5.4	4.4	4.5	
법인세	9.4	9.0	16.4	13.7	14.4	
법인세율	13.3	7.3	18.5	18.0	17.9	
계속사업이익	61.4	113.9	72.3	62.4	66.0	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	61.4	113.9	72.3	62.4	66.0	
당기순이익률	6.1	7.3	4.4	3.6	3.7	
총포괄이익	62.2	121.6	72.8	62.4	66.0	
총포괄이익률	6.2	7.8	4.4	3.6	3.7	

주요투자지표		(개별기준)				
	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
EPS (원)	48,326	83,227	52,822	45,601	48,166	
SPS	792,981	1,145,487	1,202,753	1,250,932	1,292,325	
BPS	467,329	564,019	615,691	659,792	706,458	
CFPS	78,302	90,203	94,828	104,506	114,644	
EBITDAPS	73,607	85,164	93,314	105,967	116,105	
DPS	1,250	1,500	1,500	1,500	1,500	
P/E (배)	13.6	9.0	12.9	14.9	14.1	
P/S	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	
P/B	1.4	1.3	1.1	1.0	1.0	
P/CF	8.4	8.3	7.2	6.5	5.9	
EV/EBITDA	9.6	9.0	7.7	6.8	6.3	
배당성향 (%)	2.7	1.8	2.8	3.3	3.1	
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
매출액증가율	6.4	55.7	5.0	4.0	3.3	
영업이익증가율	-11.7	24.2	7.2	2.4	5.4	
순이익증가율	27.7	85.5	-36.5	-13.7	5.8	
EPS증가율	26.5	72.2	-36.5	-13.7	5.6	
부채비율 (%)	47.3	46.1	46.8	47.0	46.4	
차입금비율	17.6	14.4	16.3	17.4	17.8	
순차입금/자기자본	6.2	3.6	6.2	6.3	7.0	
영업이익/금융비용	10.4	13.0	20.0	20.6	20.0	
ROA (%)	7.0	11.2	6.1	4.9	4.8	
ROE	10.8	16.5	9.0	7.2	7.1	
ROIC	8.8	10.5	8.5	7.9	7.8	

주: 2014.12.5 증가 679,000원 기준

매수(신규)

- ▶ 현재주가 (2014/12/05)
107,000원
- ▶ 목표주가 (12M)
130,000원

김정욱

음식료/담배
(02) 3215-7530
kvalue@bsfn.co.kr

Stock Indicator

시가총액	367십억원
자본금	17십억원
발행주식수	343만주
외국인지분율	8.2%
60일평균거래량	18천주
60일평균거래대금	2십억원
52주최고가	124,000원
52주최저가	64,500원

Price Trend



신세계푸드 (031440)

HMR 시장 성장의 선두 주자

HMR 매출 성장과 외식사업부 역량 강화 예상

신세계푸드는 제조가공 능력을 갖춘 식품유통업체로 주요 사업부는 식자재유통(대형마트/프랜차이즈向 공급), 위탁급식(계열사 40%), 외식(자니로켓, 올반)으로 구성되어있다. 13년 기준 매출 비중은 단채급식 39%, 외식 14%, 식자재유통 46%이다. 기존에는 급식사업이 캐쉬카우 역할을 담당하며 대형마트의 농수산물 공급 역할에 치중했다면 향후 성장동력으로는 이마트와 위드미向 HMR PB상품의 매출 확대가 예상된다. 또한 12월 이뤄진 SVN합병을 통해 베이커리 사업부가 추가됐으며 올해 신규로 런칭한 프리미엄 외식 브랜드 올반과 더불어 외식사업부의 역량 강화도 예상된다.

2015년 실적은 HMR 매출 확대, 신세계SVN 합병효과로 턴어라운드 전망

15년 개별기준 예상실적(신세계SVN합병 기준)은 매출액 9,115억원(+ 44.5% yoy), 영업이익 300억원(+ 117.1% yoy)이다. 매출액은 14년 실적부진의 원인인 급식부문 축소 저수익 거래선 구조조정이 진정되는 가운데 이마트向 HMR 매출확대, 신세계SVN(15F 매출액 2,450억원) 합병을 통한 성장이 예상된다. 영업이익은 HMR부문의 성장, 급식, 식자재 유통의 정상화, 신세계SVN 실적 순증 영향으로 턴어라운드가 예상된다. 15년 8월로 완공이 예상되는 음성 2공장 가동은 15년~16년에 걸쳐 중장기 실적 개선에 기여할 전망이다.

투자 의견 매수와 목표주가 130,000원을 제시하며 분석을 개시

15년 동사의 투자포인트는 ① 이마트와 위드미를 통한 HMR PB브랜드 피복의 매출확대, ② 급식 부문 부진 완화와 식자재 유통 부분 구조조정 마무리로 실적 턴어라운드, ③ 신세계SVN 합병을 통한 외형 성장 및 수익성 개선이다. 목표주가 산출을 위한 영업가치 산정은 15F EPS 7,235원에 목표 PER 18.0배를 적용하였다. 적용배수는 15F 식자재 유통업체 평균 PER을 적용 하였다. 식자재 유통 부문의 성장성은 높지 않은 반면 HMR PB브랜드를 통한 성장성과 신세계SVN합병 효과를 감안하였다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2012	721.1	34.3	35.9	27.7	8,077	-11.5	12.5	1.7	7.2	14.6	0.7
2013	721.4	22.7	24.6	19.3	5,630	-30.3	15.2	1.3	6.9	9.1	0.9
2014(F)	631.0	13.8	11.7	8.4	2,452	-56.4	43.6	1.6	11.4	3.8	0.7
2015(F)	911.5	30.0	31.4	24.8	7,235	195.1	14.8	1.5	7.3	10.5	0.7
2016(F)	959.2	32.4	34.1	26.6	7,755	7.2	13.8	1.4	6.9	10.3	0.7

자료: BS투자증권

재무상태표		(단위: 십억원)				
(개별기준)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
유동자산	128.4	140.5	139.0	200.5	220.1	
현금성자산	7.2	31.3	43.0	61.9	74.3	
매출채권	55.5	56.8	50.0	72.2	75.9	
재고자산	55.9	41.0	36.1	52.1	54.8	
기타유동자산	9.8	11.4	9.9	14.3	15.1	
비유동자산	135.8	146.2	145.3	142.4	151.3	
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
유형자산	115.7	115.1	116.7	115.3	125.4	
무형자산	1.4	8.3	7.0	5.4	4.2	
기타비유동자산	18.7	22.8	21.6	21.7	21.7	
자산총계	264.2	286.7	284.3	343.0	371.5	
유동부채	54.4	61.8	54.3	88.5	92.6	
매입채무	17.2	24.0	21.1	30.5	32.0	
단기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	10.0	
기타유동부채	37.2	37.8	33.2	48.0	50.6	
비유동부채	6.7	5.8	5.1	7.4	7.8	
사채 및 장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타비유동부채	6.7	5.8	5.1	7.4	7.8	
부채총계	61.2	67.6	59.4	95.9	100.4	
자본금	17.1	17.1	17.1	17.1	17.1	
자본잉여금	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0	
이익잉여금	180.9	196.9	202.7	224.9	248.9	
자본총계	203.1	219.0	224.8	247.1	271.1	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
(개별기준)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
영업활동 현금흐름	27.5	51.7	30.6	22.3	35.1	
당기순이익	27.7	19.3	8.4	24.8	26.6	
감가상각비	12.7	14.9	14.5	12.9	11.1	
기타	5.5	3.6	5.4	0.0	0.0	
영업활동 자산부채 변동	-18.4	13.9	2.3	-15.4	-2.6	
매출채권 증감	-1.5	-3.8	6.8	-22.2	-3.8	
재고자산 증감	-3.6	14.8	5.0	-16.0	-2.7	
매입채무 증감	-11.1	15.6	-2.4	9.4	1.6	
기타 자산부채 변동	-2.2	-12.7	-7.1	13.4	2.3	
법인세 납부	-8.3	-7.2	-3.9	-6.6	-7.5	
투자활동 현금흐름	-28.8	-25.0	-16.2	-10.8	-20.1	
유형자산 증가	-32.2	-15.6	-17.0	-10.0	-20.0	
유형자산 감소	1.8	1.1	0.9	0.0	0.0	
무형자산 손감	0.2	-8.6	-0.4	0.0	0.0	
기타	1.4	-1.9	0.3	-0.8	-0.1	
재무활동 현금흐름	-2.6	-2.6	-2.6	7.4	-2.6	
장단기차입금 증감	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0	
자본 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
현금의 증감	-3.8	24.1	11.7	18.9	12.4	
기말현금	7.2	31.3	43.0	61.9	74.3	
총현금흐름(GCF)	53.8	44.4	30.8	42.2	42.5	
잉여현금흐름(FCF)	-4.6	36.1	13.6	12.3	15.1	

자료: 사업보고서, BS투자증권 리서치센터 예상

손익계산서		(단위: 십억원, %)				
(개별기준)	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
매출액	721.1	721.4	631.0	911.5	959.2	
매출원가	609.4	626.7	547.0	770.2	809.6	
매출총이익	111.7	94.7	84.0	141.3	149.6	
매출총이익률	15.5	13.1	13.3	15.5	15.6	
판매비외관리비	77.4	72.0	70.1	111.3	117.2	
판매비용	10.7	10.0	11.1	12.2	12.2	
영업이익	34.3	22.7	13.8	30.0	32.4	
영업이익률	4.8	3.1	2.2	3.3	3.4	
영업외손익	1.6	2.0	-2.1	1.4	1.7	
이자손익	1.0	1.2	1.7	2.1	2.7	
외화거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	0.6	0.8	-3.8	-0.7	-1.0	
세전이익	35.9	24.6	11.7	31.4	34.1	
세전이익률	5.0	3.4	1.9	3.4	3.6	
법인세	8.2	5.3	3.3	6.6	7.5	
법인세율	22.8	21.5	28.2	21.0	22.0	
계속사업이익	27.7	19.3	8.4	24.8	26.6	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	27.7	19.3	8.4	24.8	26.6	
당기순이익률	3.8	2.7	1.3	2.7	2.8	
총포괄이익	29.4	18.5	8.4	24.8	26.6	
총포괄이익률	4.1	2.6	1.3	2.7	2.8	

주요투자지표		(개별기준)				
	2012	2013	2014F	2015F	2016F	
EPS (원)	8,077	5,630	2,452	7,235	7,755	
SPS	210,319	210,393	184,038	265,852	279,764	
BPS	59,225	63,886	65,580	72,064	79,069	
CFPS	15,682	12,954	8,982	12,304	12,406	
EBITDAPS	13,728	10,953	8,249	12,508	12,698	
DPS	750	750	750	750	750	
P/E (배)	12.5	15.2	43.6	14.8	13.8	
P/S	0.5	0.4	0.6	0.4	0.4	
P/B	1.7	1.3	1.6	1.5	1.4	
P/CF	6.4	6.6	11.9	8.7	8.6	
EV/EBITDA	7.2	6.9	11.4	7.3	6.9	
배당성향 (%)	9.3	13.3	30.6	10.4	9.7	
배당수익률	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7	
매출액증가율	3.3	0.0	-12.5	44.5	5.2	
영업이익증가율	-14.0	-33.8	-39.2	117.4	8.0	
순이익증가율	-11.5	-30.3	-56.5	195.2	7.3	
EPS증가율	-11.5	-30.3	-56.4	195.1	7.2	
부채비율 (%)	30.1	30.9	26.4	38.8	37.0	
차입금비율	0.0	0.0	0.0	4.0	3.7	
순차입금/자기자본	-3.6	-15.2	-20.0	-22.1	-24.7	
영업이익/금융비용	34.3	22.7	4.6	15	16.2	
ROA (%)	10.8	7.0	2.9	7.9	7.4	
ROE	14.6	9.1	3.8	10.5	10.3	
ROIC	14.2	9.1	5.3	12.4	12.4	

주: 2014.12.5 증가 107,000원 기준



투자등급 (기업투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상수익률을 의미함)
 기업: 6개월 수익률 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10 ~ +10%, 매도(Sell) -10% 이하
 산업: 6개월 투자 비중에 대한 의견 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(Underweight)

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

고객지원센터 1577-2601 www.bsfn.co.kr

<서울본사>

서울특별시 영등포구 여의도동 25-12번지 신승센터빌딩 16층 (우:150-977) ☎ 02-3215-1500 / Fax. 02-786-2998

<부산본점 · 영업부>

부산시 부산진구 부전1동 259-4 부산은행 부전동별관 3층,4층 (우:614-709) ☎ 051-669-8000 / Fax. 051-669-8009

<사상지점>

부산시 사상구 주례1동 693-10번지 부산은행 사상지점 1층 (우:617-839) ☎ 051-329-4300 / Fax. 051-329-4399

<해운대 PB센터>

부산시 해운대구 우동 1407번지 두산위브 더 제니스 스퀘어 2층 (우:612-020) ☎ 051-780-1000 / Fax. 051-780-1010