

신세계푸드 (031440)

BUY(Maintain)

주가(6/24) 152,500원
목표주가 220,000원

2016. 6. 27

이마트의 커클랜드

유통업체의 변화가 빠르게 진행되고 있다. 민간 소비 감소가 고착화됨에 따라 신 성장동력 확보를 위해 그룹 사와 연계한 전략에 집중하고 있다. 신세계푸드는 이마트 PB상품 제조를 통해 도약하려는 움직임을 보이고 있다. 그 동안 뚜렷한 변화가 감지되지 않았지만, 올해 들어 관련 역할증대 및 기존사업 개선이 이루어지고 있다. 이에 따라 따라 기업가치 상승도 기대된다.



유통

Analyst 남성현

02) 3787-4705

gone267@kiwoom.com

키움증권

신세계푸드 (031440)



Stock Data

KOSPI (6/24)	1,925.24pt	
시가총액	5,906억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	250,000원	116,000원
최고/최저가대비 등락율	-36.07%	30.00%
주가수익률	절대	상대
	1M	5.8%
	6M	-7.7%
	1Y	-21.0%
		4.1%
		-7.1%
		-17.3%

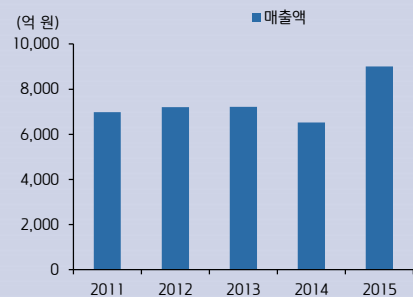
Company Data

발행주식수(천주)	3,872천주	
일평균 거래량(3M)	19천주	
외국인 지분율	4.94%	
배당수익률(16.E)	0.29%	
BPS(16.E)	78,075원	
주요 주주	이마트(외 4인)	55.49%
매출구성(16E)	식품사업	60.5%
	기타	17.0%

Price Trend



연결기준 매출액 추이



Contents

Summary 3

- > 투자이건 및 Valuation 3
- > 일본 Case를 감안할 때 국내 PB브랜드 성장기 진입 3
- > 구조적 성장기 돌입 3
- > 2분기 실적 전망 3

I. 투자이건 및 밸류에이션 4

- > 구조적 성장기 초입 = 밸류에이션 프리미엄 부여 시작 4

II. 국내 PB브랜드 성장기 진입 6

- > 저성장 시대에서 주목해야 하는 PB 시장 6

III. 올해부터 구조적인 성장기 돌입 8

- > Point 1: 단체급식 사업부 Cash Cow 역할 증대 8
- > Point 2: SKU 및 식품제조 가동률 증가 9
- > Point 3: 외식사업부 성장전략의 변화 10

IV. 2분기 실적 전망 12

- > 2분기 구조적으로 실적 증가 예상 12

- > 당사는 6월 24일 현재 '신세계푸드 (031440)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 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 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

Summary

>>> 투자 의견 및 Valuation

신세계푸드에 대한 투자 의견 BUY를 제시하고, 목표주가를 기존 18만원에서 22만원으로 상향. 목표주가 변경은 2017년 예상 EPS 7,155원에 Target PER 30배를 부여하여 산정. 동사의 비즈니스 모델은 상당히 매력적. 그러한 이유는 1) 우선 경쟁업체들이 모방하기 힘들고, 2) 일본의 PB브랜드 시장이 확대되는 시점과 상당히 유사하며, 3) 동사가 Market Leader로써 역할을 수행하고 있는 것으로 분석되기 때문. 이에 당사에서는 높은 성장성과 함께 차별화된 밸류에이션 부여가 가능할 것으로 판단

>>> 일본 Case를 감안할 때 국내 PB브랜드 성장기 진입

국내시장의 영업환경 일본과 유사. 그렇게 판단하는 근거는 1) 2012년 이후 GDP 성장률이 4% 이하를 기록하며 저성장 국면이 장기화, 2) 주요 유통업체들이 PB상품 브랜드화를 이끌고 있기 때문

동 시장은 현재 대형할인점그룹이 주도. 이마트는 'Peacock', 'No Brand', 'e-brand' 등의 다양한 브랜드를 통해 식품, 비식품 상품을 공급하고 있고, 롯데마트는 '요리하다', 홈플러스 'Single's Pride'를 통해 식품 HMR 및 PB상품 강화에 주력. 이외에도 BGF리테일의 'HEYROO', GS리테일 'YOU US' 등 전방위적으로 유통시장에서의 PB브랜드 증가가 이루어지고 있음

>>> 구조적 성장기 돌입

올해부터 구조적 성장기 돌입한 것으로 판단되며, 2분기부터 실적 개선 가능할 전망. 그렇게 예상하는 이유는 크게 3가지. 첫째, 단체급식 가격 인상에 따른 효과 지속. 둘째, 총복음성공장 라인 가동률 증가 및 SKU확대, 셋째, 외식사업부 효율화 및 그룹 내 유통망을 활용한 전략적 출점에 따른 성장이 예상되기 때문

>>> 2분기 실적 전망

신세계푸드의 2분기 실적은 시장 기대치를 상회할 전망. 2분기 실적은 매출액과 영업이익 각각 2,642억 원(+19.7%, YoY), 82억 원(+59.1%, YoY)으로 추정, 영업이익률은 3.1%에 달할 것으로 전망.

2분기 실적 긍정적으로 예상. 그 근거는 1) 외식사업부 적자 점포 정리에 따라 영업손실폭 완화, 2) 총복음성공장 가동률 증가에 따른 비용효율화 및 이익기여 증가, 3) 단체급식 가격 인상에 따른 외형성장 및 수익성 개선이 기대되기 때문. 또한, 4) 지난해 인수한 스무디킹 코리아 계절적 성수기 진입에 따른 효과와, 5) 지난해 메르스 여파에 따른 전방 유통채널 베이스 효과도 기대되어 긍정적

I. 투자의견 및 밸류에이션

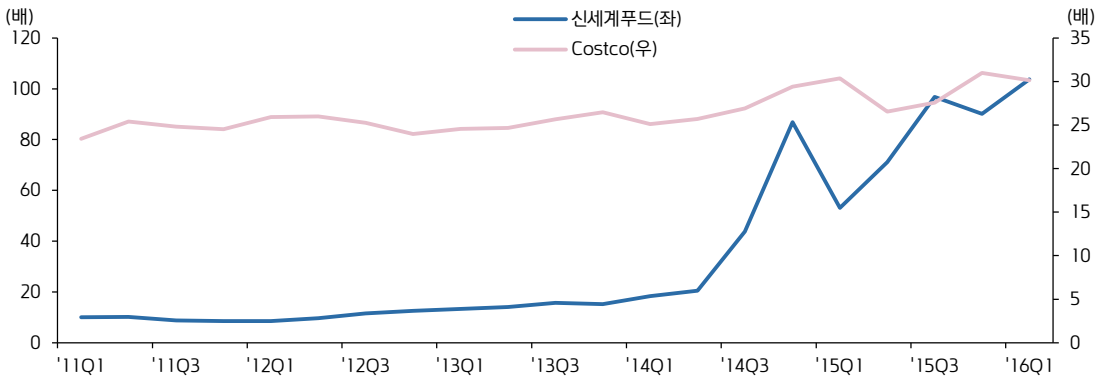
>>> 구조적 성장기 초입 = 밸류에이션 프리미엄 부여 시작

향후 기대치를 감안한 시장 프리미엄 부여

신세계푸드에 대한 투자의견 BUY를 제시하고, 목표주가를 기존 18만원에서 22만원으로 상향한다. 목표주가 변경은 2017년 예상 EPS 7,155원에 Target PER 30배를 부여하여 산정하였다. 당사에는 제시한 Target PER 30배는 1) 압도적인 Captive Sales를 바탕으로 향후 3년간 고 성장세를 이어갈 가능성이 높고, 2) 이마트라는 그룹 사를 활용해 식품시장에서 점유율을 빠르게 확보해 나갈 것으로 판단되며, 3) 그룹 사 매출을 기반으로 일반 사 시장에서도 차별화된 경쟁력을 보여줄 것으로 전망됨에 따라 우리가 있는 수준은 아니라 생각된다.

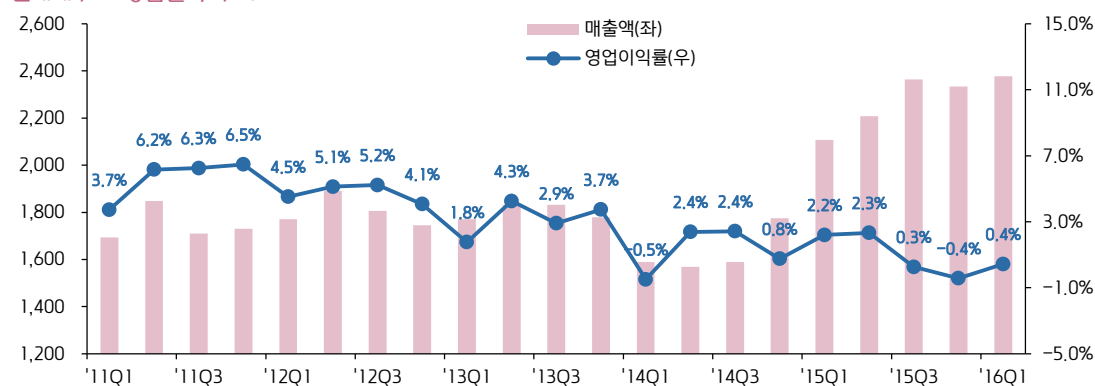
신세계푸드의 비즈니스 모델이 매력적인 이유는 1) 우선 경쟁업체들이 모방하기 힘들고, 2) 일본의 PB 브랜드 시장 확대되는 시점과 상당히 유사하며, 3) 동사가 Market Leader로써 역할을 수행하고 있는 것으로 분석되기 때문이다. 이에 당사에서는 높은 성장성과 함께 차별화된 밸류에이션 부여가 가능할 것으로 판단하고 있다.

신세계푸드 및 Costco PER 추이



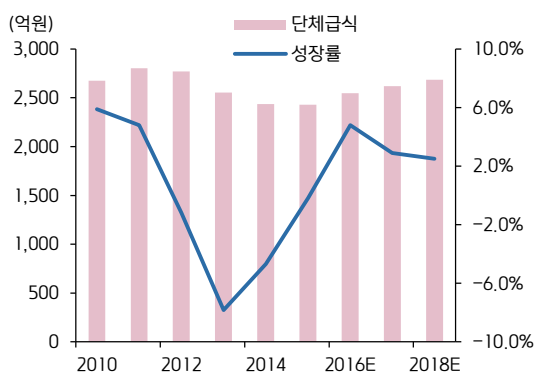
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

신세계푸드 영업실적 추이



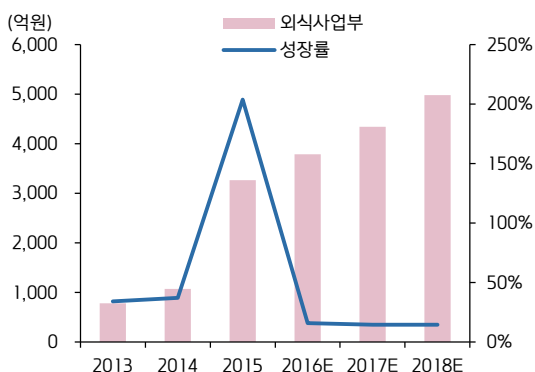
자료: 신세계푸드 키움증권 리서치센터

단체급식 매출액 추이 및 전망



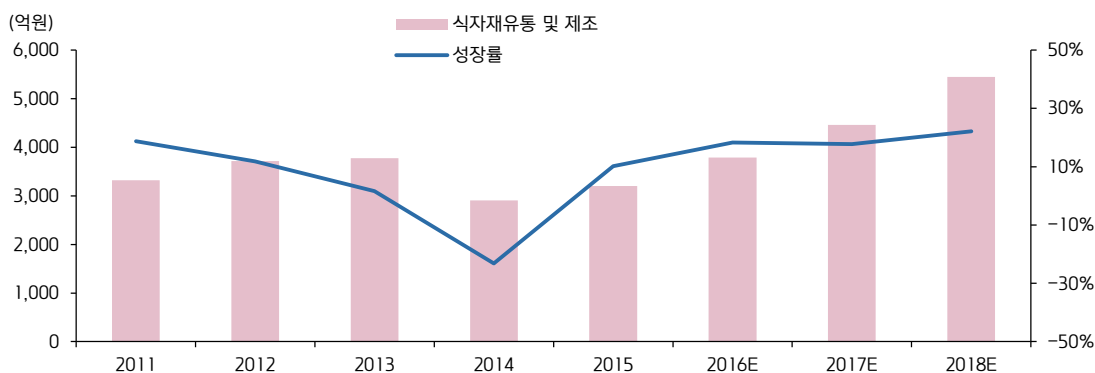
자료: 신세계푸드, 키움증권 리서치센터 추정

외식사업부 매출액 추이 및 전망



자료: 신세계푸드, 키움증권 리서치센터 추정

식자재유통 및 제조 매출액 추이



자료: 신세계푸드, 키움증권 리서치센터 추정

II. 국내 PB브랜드 성장기 진입

>>> 저성장 시대에서 주목해야 하는 PB 시장

일본의 PB상품 발달과정을 보면 국내시장도 멀지 않았다.

지난해 발간한 보고서(2015.05.31 '일본을 이해하고 국내유통산업의 변화를 감지하자')에서도 언급했듯이 일본의 PB시장은 저성장 국면에서 성장하였다. 제1기로 일컬어지는 1970년대에는 가격할인을 기반으로 한 브랜드를 출시하였으며, 소비자의 구매욕구를 단순 가격경쟁력으로 어필하였다. 당시 다이에는 일본 최초의 노브랜드 PB상품을 개발하였으며, SKU는 30개에 한정되었다. 이후 일용품까지 제품군을 확대하면서 최고 37개 품목에 적용하였다. 이때 종합양판점인 세이유가 자체 PB브랜드를 런칭하였으며 이는 향후 무인양품의 시초가 되었다.

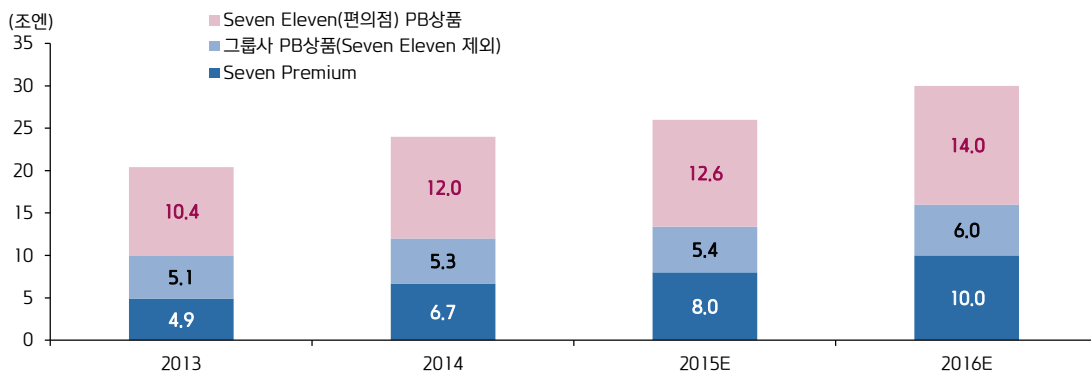
산업성장기 시절 다이에를 시작으로 자스코, 니치이, 유니 등의 업체가 PB상품 생산에 적극적으로 참여했지만, 주목할 만한 성과를 거두지는 못하였다. 그러한 이유는 1) 다수의 경쟁자 참여와, 2) 1980년에 접어들면서 일본 경제가 안정화됨에 따라 소비자들의 니즈가 감소하였기 때문이다.

이후 1990년대 초 중반 일본이 엔고시대로 접어들게 되면서 PB상품은 재차 등장하게 되었다. 동 시기에 다이에(PB브랜드 뉴세이빙)가 시장을 주도하였으며, 기존과는 다르게 낮은 가격을 지양하고 차별화된 컨셉을 시도하게 되었다. 이는 PB브랜드를 단순 저렴한 가격만을 제공하는 제품이 아닌 소비자에게 합리적인 가격을 제안하며, 하나의 브랜드로써 상품을 제안했던 시도로 평가된다.

이후, 1) 내셔널 업체들의 PB브랜드 대항 및 2) 잘못된 수요예측에 따른 과잉재고, 3) 엔저 회귀에 따른 가격이점 상실 등에 따라 PB브랜드 안착에는 실패하게 되었지만, 3저(저성장, 저물가, 엔저 등) 시대가 지속됨에 따라 저가격에 합리적인 제품군을 구매하려는 소비자 증가로 최근 일본은 다시 한번 PB비중이 확산되고 있다.

국내시장의 영업환경은 일본과 상당히 유사하다. 그렇게 판단하는 근거는 1) 2012년 이후 GDP 성장률이 4% 이하를 기록하며 저성장 국면이 장기화되고 있고, 2) 주요 유통업체들이 PB상품 브랜드화를 이끌고 있기 때문이다. 동 시장은 현재 대형할인점그룹이 주도하고 있는 것으로 판단된다. 이마트는 'Peacock', 'No Brand', 'e-brand' 등의 다양한 브랜드를 통해 식품, 비식품 상품을 공급하고 있고, 롯데마트는 '요리하다', '초이스 엘', 홈플러스 'Single's Pride'를 통해 식품 HMR 및 PB상품 강화에 주력하고 있다. 이외에도 BGF리테일의 'HEYROO', GS리테일 'YOU US' 등 전방위적으로 유통시장에서의 PB브랜드 증가가 이루어지고 추세이다.

일본 Seven & I-Holdings PB상품 매출액 추이



자료: Seven & I-holdings, 키움증권 리서치센터

이마트 PB브랜드



자료: 이마트, 키움증권 리서치센터

롯데마트 PB브랜드



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

GS리테일 PB브랜드



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

BGF리테일 PB브랜드



자료: 언론보도, 키움증권 리서치센터

III. 올해부터 구조적인 성장기 돌입

>>> Point 1: 단체급식 사업부 Cash Cow 역할 증대

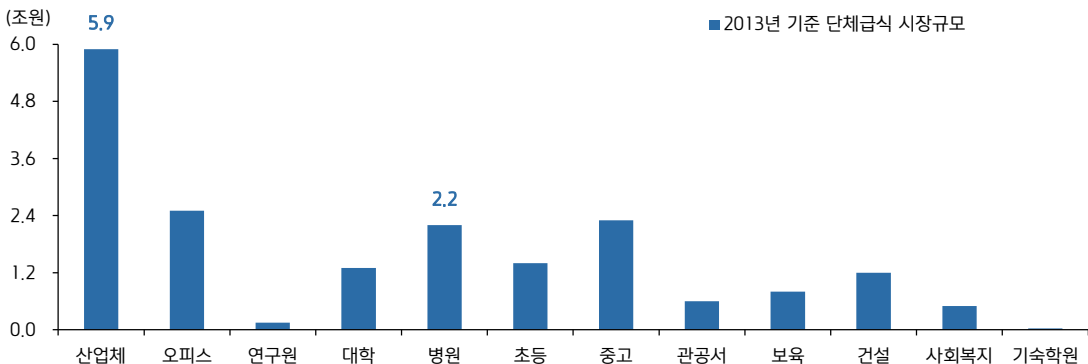
단가 인상에 따라 성장 동력 확보

2012년 이후 부진한 실적을 기록하였던 단체급식 사업부는 2분기부터 본격적인 성장세로 돌아서며 동사의 Cash Cow 사업부로 자리매김할 것으로 전망된다. 단체급식 사업부는 2011년 이후 클럽하우스 영업력 감소 및 적자사업장 정리에 따라 부진한 실적을 기록하였다. 이에 따른 전체적인 사업장 규모가 축소되면서 신규수주 경쟁력은 더욱 더 약화되었고, 2011년 2,884억원이었던 매출액 규모는 2015년 2,430억 원(추정치)으로 오히려 감소하는 모습을 보여주었다.

하지만, 올해부터 1) 단가 인상에 따른 효과와, 2) 신규사업장 수주, 3) 외형성장에 따른 규모의 경제 실현으로 인한 경쟁력 증가에 따라 성장세로 전환될 것으로 판단된다. 특히, 과거 단가인상이 제한됐던 시점에 증가했던 인건비와 판관비 부담은 단가인상으로 일시에 해소됨에 따라 영업이익 기여도는 외형 성장대비 높아질 전망이다.

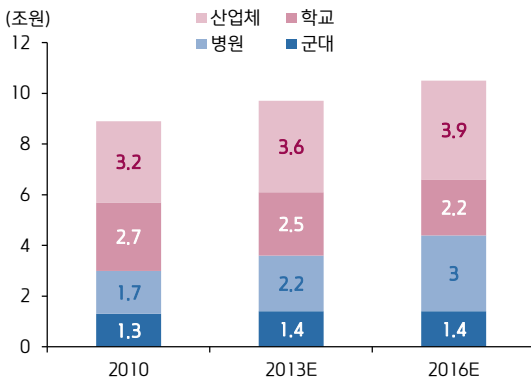
당사에서는 올해 단체급식 사업부 매출액을 전년대비 +4.8% 성장한 2,546억원으로 추정하고 있다.

2013년 기준 분류별 단체급식 시장규모



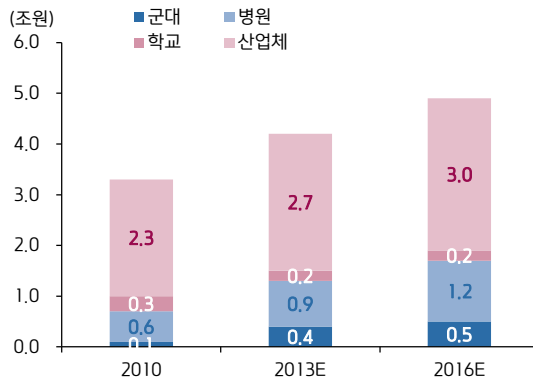
자료: 세종푸드서비스연구소, 키움증권 리서치센터

단체급식 시장규모



자료: 세종푸드서비스연구소, 키움증권 리서치센터

위탁급식 시장규모



자료: 세종푸드서비스연구소, 키움증권 리서치센터

>>> Point 2: SKU 및 식품제조 가동률 증가

식품제조 가동률 증가에 따른 성장 구간 진입

식품제조 공장 가동률 증가에 따라 영업실적은 더욱 개선될 것으로 전망된다. 동사는 지난해 약 640억 원을 들여 소스 및 HMR제품을 생산할 수 있는 기반 시설을 마련하였다. 지난해 8월 완공되어 약 3개월간 시범생산을 하였고, 올해부터 본격적인 생산이 이루어지고 있는 상황이다.

올 2분기부터는 가동률 증가 및 비용감소에 따라 실적 성장이 이루어질 것으로 전망된다. 충북음성공장 확대 이후 가동률이 기대치에 못 미치면서 1분기까지 이익 기여도는 미진하였다. 아니 오히려 음성공장과 오산공장 통합이 마무리되지 않으면서 비용만 증가하는 구조를 보여주었다. 하지만, 1분기 이후 1) 생산라인 통합에 따른 인건비 및 고정비 감소, 2) 가동률 증가에 따른 충북음성공장 BEP 달성에 따라 외형과 수익성이 동시에 개선되는 양상을 보이고 있다.

2분기 가장 의미 있는 변화는 이마트에 특정상품을 OEM방식으로 공급하기 시작했다는 점이다. 그 동안 (식품제조 라인업 확대 = 외형성장)이라는 생각에 한정되어 있었지만, 최근 OEM 방식을 통해 이마트에 공급할 수 있는 SKU 증가가 이루어짐에 따라 시장에서 예상했던 수준보다 더욱 높은 수준의 외형성장이 가능한 구조로 전환되었다. 즉, 그룹내 공급할 수 있는 제품군에 대한 스펙트럼이 확대되고 있는 현상으로 해석된다.

현 시점에서 OEM방식 및 식품제조를 통한 신세계푸드의 장기 매출액을 예상하기는 힘들다. 하지만, 이마트의 장기적인 목표를 가지고 산정해 보면 관련 매출액의 범주는 어느 정도 예측할 수 있다는 결론이 나온다. 이마트는 2023년까지 PB브랜드 제품 공급비율을 약 50% 수준으로 계획하고 있다. 이중 약 35%는 이마트 브랜드로, 나머지 15%는 단독상품 판매를 통해 PB비율을 50%로 맞춘다는 전략이다.

2015년 별도기준 이마트 총 매출액은 12.8조원이다. 지난해 트레이더스를 포함한 점포수는 156개이다. 이마트는 장기적으로 190개 출점을 계획하고 있으며, 연간 기존점 성장률이 1~2% 수준으로 성장한다는 가정을 할 때 보수적으로 2023년 총 매출액 규모는 17조원을 상회할 것으로 추정된다. 이중 신선식품을 포함한 식품 매출비중이 약 60~70%인 점을 감안하면, 약 10.6조원에서 ~ 12.4조원이 식품과 관련된 매출액으로 추정된다. 이중 이마트 PB 제조 및 OEM 비중인 35%를 감안하면, 동사가 Target 하고 있는 시장규모는 3.7조원에서 ~ 4.3조원 수준으로 전망된다. 향후 동사의 역량에 따라 이마트에 공급할 수 있는 MS가 결정될 것으로 보이지만, 10%면 약 4천억 원, 20%면 약 8천억 원, 30%면 1.2조원에 달하는 것으로 추정된다.

동사는 이마트 물량 확보만으로도 시장지배력을 견조히 할 수 있을 것으로 보이며, 이외 No-Brand SSM 및 위드미 등 다양한 채널 확대가 이루어지고 있다는 점에서 당사에서 제시하는 그룹 내 물량 규모는 보수적인 수치로 판단된다.

충북음성공장 개요 및 Category

구분	카테고리	유통	대표제품 및 공장 개요
개요			위치: 충북 음성 원남면 상노리 원남산단 128-14 면적: 대지 17,073평, 제조면적 6,897평
1층	RTC	냉장 냉동	부대찌개, 해물탕, 닭갈비, 불고기전골, 만두전골, 일본식라면, 순두부찌개
2층	패티류 튀김류	냉동	동그랑땡, 너비아니, 떡갈비, 소고기패티, 함박스테이크, 미트볼, 해물완자, 스테이크 치킨너겟, 치킨가라이게, 탕수육, 팝콘치킨, 치즈스틱, 고로케, 텐더스틱, 오징어링
3층	국/탕류	냉장	백탕, 홍탕, 갈비탕, 사골곰탕, 김치찌개, 미역국, 우거지탕, 육개장, 도가니탕, 된장찌개
	양념장/소스	냉동 상온	불고기양념장, 청국장찌개양념장, 제육덮밥소스, 불고기덮밥소스, 스파게티소스, 굴 소스, 돈까스소스, 스테이크소스, 칠리소스

자료: 신세계푸드, 키움증권 리서치센터

신세계푸드 제조부문 매출액 시나리오 분석 (단위: 조원)

		2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
이마트 총 매출액		12.8	13.5	14.3	15.1	15.6	16.1	16.6	17.1	17.7
식품비중	60% 가정	7.7	8.1	8.6	9.0	9.3	9.6	10.0	10.3	10.6
	70% 가정	9.0	9.4	10.0	10.5	10.9	11.3	11.6	12.0	12.4
Target PB 비중 평균	60% 가정	2.7	2.8	3.0	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7
	70% 가정	3.1	3.3	3.5	3.7	3.8	3.9	4.1	4.2	4.3
신세계푸드 MS	10%	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	20%	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
	30%	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
	40%	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6
	50%	1.5	1.5	1.6	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0

자료: 키움증권 리서치센터

>>> Point 3: 외식사업부 성장전략의 변화

단기 적자점포 정리에 따른 수익성 제고, 장기 효율적 출점

동사는 지난해와 올해 일부 외식사업장 정리를 단행하였다. 2014년 이후 외식사업 역량을 강화시키는 과정에서 상당히 공격적인 브랜드 런칭과 로드샵 매장을 오픈함에 따라 수익성이 악화되었기 때문이다. 특히, 지난해 SVN합병으로 포함된 브랜드들의 수익성 제고를 위해 일부 매장을 정리한 것으로 판단된다.

동사는 향후 기존 브랜드 수익성 개선에 집중할 것으로 전망된다. 단기적으로 적자점포 폐점을 이어가 기 보다는 리브랜딩 및 효율적인 비용통제를 통해 적자폭을 감소하는 것에 집중할 방침이며, 공격적인 외형확장은 자제할 계획이다. 신규점포 출점은 철저히 수익성을 기반으로 그룹사를 활용할 것으로 예상된다. 우선 올해의 경우에도 센트럴시티 리뉴얼, 복합쇼핑센터 김포점, 하남스타필드퍼스트원 등에 입점하는 형태로 진행될 예정이며, 장기적으로도 그룹 사 출점과 맞물리면서 외식브랜드 확장을 계획할 것으로 전망된다.

당사에서는 이러한 전략은 합리적인 것으로 평가하고 있다. 그러한 이유는 외식사업의 수익성이 과거와는 상당히 낮아 현재 상당히 어려운 시기를 겪고 있기 때문이다. 2010년까지만 하더라도 외식사업장의 영업이익률은 10%를 상회하였지만, 2015년 동일점포 수익성은 10%에 못 미치는 것으로 분석된다. 그러한 이유는 Prime Cost(인건비 + 원가) 및 고정비(감가상각비+임차료+기본관리비)는 증가한 반면, 1) 저성장에 따른 객단가 하락(물가상승률을 전혀 반영하지 못함), 2) 외식경기 침체에 따른 트래픽 감소에 따라 외형 성장세가 감소하고 있기 때문이다. 실제 업계 추정자료에 따르면 2010년 기준 영업이익률은 약 13%를 달성했던 포맷이, 2015년 7.1%로 하락하였던 것으로 나타나고 있다.

이에 현 시점에서는 로드샵을 통한 출점 전략보다는 안정적인 집객력을 확보할 수 있는 그룹 사 활용 전략이 합리적이라 판단된다. 동사는 장기적으로 신규점포 출점에 있어 그룹사 이용해 소형점포 형태로 활용할 전망이다. 이에 고정비 비중은 낮추고, 집객력을 높여 수익성을 극대화시킬 예정이다.

2010년 VS 2015년 외식사업 수익성 비교분석

2010 년		2015 년		GAP	
프라임 코스트		프라임 코스트		프라임 코스트	
원가	38.0%	원가	42.0%	원가	4.0%
인건비	19.5%	인건비	21.0%	인건비	1.5%
소계	57.5%	소계	63.0%	소계	5.5%
Fixed Cost (감가, 임차료, 기본관리비)	17.8%	Fixed Cost (감가, 임차료, 기본관리비)	18.1%	Fixed Cost (감가, 임차료, 기본관리비)	0.3%
점당 월평균 기준		점당 월평균 기준		점당 월평균 기준	
좌석수	230	좌석수	230	좌석수	Δ701
회전률	2.3	회전률	2.2	회전률	Δ0
객단가(VAT 제외)	15,727	객단가(VAT 제외)	15,455	객단가(VAT 제외)	Δ273
매출액(VAT 제외 기준)	100.0%	매출액(VAT 제외 기준)	100.0%	매출액(VAT 제외 기준)	100.0%
매출원가	38.0%	매출원가	42.0%	매출원가	4.0%
매출이익	62.0%	매출이익	58.0%	매출이익	-4.0%
판매비	49.0%	판매비	50.5%	판매비	1.5%
인건비	19.5%	인건비	21.0%	인건비	1.5%
수도광열비	3.0%	수도광열비	3.0%	수도광열비	0.0%
기본 관리비	0.8%	기본 관리비	1.0%	기본 관리비	0.2%
소모품/비품	2.0%	소모품/비품	2.0%	소모품/비품	0.0%
광고, 판촉	0.2%	광고, 판촉	0.2%	광고, 판촉	0.0%
감가상각비	5.0%	감가상각비	4.0%	감가상각비	-1.0%
임차료	12.0%	임차료	12.0%	임차료	0.0%
판매수수료	2.5%	판매수수료	2.5%	판매수수료	0.0%
기타 경비 (지급이자포함)	4.0%	기타 경비 (지급이자포함)	3.0%	기타 경비 (지급이자포함)	-1.0%
점포 이익	13.0%	점포 이익	7.1%	점포 이익	-5.9%

자료: 업계추산자료, 키움증권 리서치센터

IV. 2분기 실적 전망

>>> 2분기 구조적으로 실적 증가 예상

1분기 실적이 바닥

신세계푸드의 2분기 실적은 시장 기대치를 상회할 전망이다. 동사의 2분기 실적은 매출액과 영업이익 각각 2,642억 원(+19.7%, YoY), 영업이익 82억 원(+59.1%, YoY)으로 추정되며, 영업이익률은 3.1%에 달할 것으로 전망.

2분기 실적을 긍정적으로 예상하는 이유는 1) 외식사업부 적자 점포 정리에 따라 영업손실폭이 완화될 것으로 보이고, 2) 충북음성공장 가동을 증가에 따른 비용 효율화 및 이익기여가 높아지고, 3) 단체급식 가격 인상에 따른 외형성장과 수익성 개선이 기대되기 때문이다. 또한, 4) 지난해 인수한 스무디킹 코리아 계절적 성수기 진입에 따른 효과와, 5) 지난해 메르스 여파에 따른 전방 유통채널 베이스 효과도 기대된다.

하반기는 2분기 실적 흐름이 이어질 것으로 보인다. 그러한 이유는 1) 지난해 전방채널 부진에 따른 베이스가 낮고, 2) SKU추가에 따른 제조라인 가동률 증가 및 OEM 매출 성장이 기대되며, 3) 그룹 내 유통망 확장에 따른 외식사업부 영업력 확장이 예상되기 때문이다. 동사의 하반기 매출액과 영업이익은 각각 5,243억 원(+10.4%, YoY), 137억 원(흑자전환)을 기록할 것으로 추정된다.

신세계푸드 실적추정 Table (단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2016E	2017E
Total Sales	210,701	220,755	236,442	238,506	906,404	245,582	264,191	260,784	263,534	1,034,091	1,192,342
YoY, %	32.6	40.7	48.8	34.4	39.0	16.6	19.7	10.3	10.5	14.1	15.3
식음사업(2015년 4분기 통합_단체급식+외식+SVN)	133,218	141,589	143,193	151,388	569,388	142,258	164,831	156,233	162,501	625,823	730,858
YoY, %	69.6	68.1	75.4	42.2	62.3	6.8	16.4	9.1	7.3	9.9	16.8
식자재 유통(2016년 3Q 식품)	74,786	76,224	87,070	82,070	320,150	92,503	87,542	101,158	97,573	378,776	446,005
YoY, %	(4.1)	9.1	16.9	20.6	10.2	23.7	6.8	7.1	7.2	18.3	17.7
물류	2,697	2,942	3,035	3,106	11,780	2,950	3,409	3,393	3,460	13,211	15,479
YoY, %	13.8	5.0	9.5	5.8	8.3	9.4	15.9	11.8	11.4	12.2	17.2
매출원가	185,937	194,816	213,718	212,361	806,832	217,378	230,507	227,534	230,065	905,483	1,039,084
YoY, %	33.4	44.8	55.1	36.9	42.3	16.9	18.3	6.5	8.3	12.2	14.8
매출총이익(Gross profit margin)	24,764	25,939	22,724	26,145	99,571	28,204	33,684	33,250	33,469	128,607	153,258
매출총이익률, %	11.8%	11.7%	9.6%	11.0%	11.0%	11.5%	12.7%	12.7%	12.7%	12.4%	12.9%
판매 및 일반관리비	20,124	20,799	22,093	27,826	90,842	27,540	25,506	25,221	27,805	106,072	114,940
인건비	6,048	5,750	6,356	7,552	25,706	8,591	7,451	7,815	9,110	15,970	33,180
감가상각비	684	708	790	905	3,087	1,135	1,221	1,205	1,218	4,780	3,754
무형자산상각비	564.1	566	570	636	2,336.1	720.8	348.0	343.5	347.2	1,362.2	1,321.2
기타판관비	12,827	13,775	14,377	18,733	59,713	17,093	16,486	15,858	17,130	66,566	76,685
영업이익	4,640	5,140	631	-1,681	8,730	664	8,178	8,028	5,664	22,535	38,318

자료: 신세계푸드, 키움증권 리서치센터

손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	6,521	9,064	10,341	11,923	13,648
매출원가	5,668	8,068	9,055	10,391	11,894
매출총이익	853	996	1,286	1,533	1,754
판매비및일반관리비	772	908	1,061	1,149	1,277
영업이익(보고)	82	87	225	383	477
영업이익(핵심)	82	87	225	383	477
영업외손익	-9	-8	0	-18	-17
이자수익	15	9	0	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	4	4	6	7	8
이자비용	0	11	13	23	25
외환손실	4	9	4	4	4
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-31	-16	-10	-10	-10
금융상품평가및기타	-1	2	0	0	0
기타	8	13	21	12	14
법인세차감전이익	72	79	226	365	460
법인세비용	30	13	54	88	111
유효법인세율 (%)	41.9%	15.8%	24.1%	24.1%	24.1%
당기순이익	42	67	171	277	349
지배주주지분손이익(억원)	42	67	171	277	349
EBITDA	237	361	473	653	818
현금순이익(Cash Earnings)	197	341	419	547	690
수정당기순이익	60	79	179	285	356
증감율(% YoY)					
매출액	-9.6	39.0	14.1	15.3	14.5
영업이익(보고)	-64.0	7.0	158.1	70.0	24.4
영업이익(핵심)	-64.0	7.0	158.1	70.0	24.4
EBITDA	-37.0	52.5	31.0	38.1	25.4
지배주주 당기순이익	-78.2	59.1	156.3	61.7	25.9
EPS	-78.5	42.4	156.3	61.7	25.9
수정순이익	-70.9	30.4	127.5	59.5	25.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	407	130	200	402	569
당기순이익	42	67	171	277	349
감가상각비	136	250	226	247	318
무형자산상각비	19	24	21	22	23
외환손익	0	0	-2	-3	-4
자산처분손익	31	20	10	10	10
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	117	-313	-230	-156	-132
기타	62	82	3	4	5
투자활동현금흐름	-315	-1,128	-545	-1,131	-1,162
투자자산의 처분	-83	-215	-15	-18	-20
유형자산의 처분	12	20	0	0	0
유형자산의 취득	-236	-929	-450	-1,000	-1,000
무형자산의 처분	-7	-4	-30	-30	0
기타	0	0	-50	-83	-142
재무활동현금흐름	-305	964	303	1,066	620
단기차입금의 증가	-279	-7	0	0	0
장기차입금의 증가	0	1,000	200	800	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-26	-29	-19	-19	-19
기타	0	0	122	285	639
현금및현금성자산의순증가	-213	-34	-42	337	27
기초현금및현금성자산	313	100	66	24	360
기말현금및현금성자산	100	66	24	360	388
Gross Cash Flow	291	443	430	558	701
Op Free Cash Flow	76	-899	-292	-626	-429

대차대조표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,235	1,408	1,666	2,246	2,501
현금및현금성자산	100	66	24	360	388
유동금융자산	104	104	119	137	157
매출채권및유동채권	666	751	945	1,091	1,207
재고자산	355	473	563	639	729
기타유동비금융자산	10	14	16	18	21
비유동자산	2,590	3,624	3,966	4,885	5,768
장기매출채권및기타	304	496	566	653	747
투자자산	0	0	-1	-2	-3
유형자산	1,737	2,398	2,622	3,375	4,056
무형자산	522	681	690	698	675
기타비유동자산	27	49	89	161	293
자산총계	3,825	5,033	5,632	7,131	8,269
유동부채	811	930	1,054	1,208	1,376
매입채무및기타유동채무	793	874	997	1,150	1,316
단기차입금	0	44	44	44	44
유동성장기차입금	0	3	3	3	3
기타유동부채	18	8	10	11	13
비유동부채	159	1,231	1,555	2,641	3,282
장기매입채무및비유동채무	2	8	9	11	12
사채및장기차입금	0	1,019	1,219	2,019	2,019
기타비유동부채	158	204	326	611	1,251
부채총계	970	2,161	2,609	3,849	4,658
자본금	194	194	194	194	194
주식발행초과금	444	444	444	444	444
이익잉여금	1,978	1,995	2,147	2,405	2,734
기타자본	239	239	239	239	239
지배주주지분자본총계	2,855	2,871	3,023	3,281	3,611
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	2,855	2,871	3,023	3,281	3,611
순차입금	-204	896	1,124	1,569	1,522
총차입금	0	1,066	1,266	2,066	2,066

투자지표

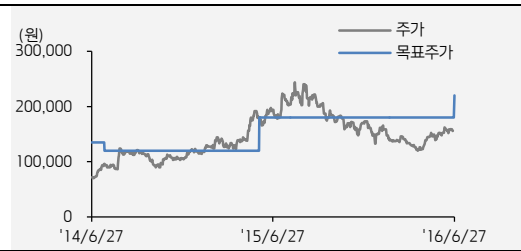
(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,212	1,727	4,425	7,155	9,009
BPS	73,718	74,150	78,075	84,731	93,240
주당EBITDA	6,829	9,321	12,206	16,854	21,128
CFPS	5,688	8,793	10,813	14,114	17,825
DPS	750	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	87.8	100.2	39.1	24.2	19.2
PBR	1.4	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	16.6	21.0	16.6	12.7	10.0
PCFR	18.7	19.7	16.0	12.3	9.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.3	1.0	2.2	3.2	3.5
영업이익률(핵심)	1.3	1.0	2.2	3.2	3.5
EBITDA margin	3.6	4.0	4.6	5.5	6.0
순이익률	0.6	0.7	1.7	2.3	2.6
자기자본이익률(ROE)	1.7	2.3	5.8	8.8	10.1
투자자본이익률(ROIC)	2.2	2.5	4.7	6.7	7.0
안정성(%)					
부채비율	34.0	75.3	86.3	117.3	129.0
순차입금비율	-7.1	31.2	37.2	47.8	42.2
이자보상배율(배)	N/A	8.0	17.8	16.9	19.2
활동성(배)					
매출채권회전율	9.9	12.8	12.2	11.7	11.9
재고자산회전율	17.1	21.9	20.0	19.8	20.0
매입채무회전율	9.4	10.9	11.1	11.1	11.1

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
신세계푸드	2014/01/27	BUY(Maintain)	110,000원
(031440)	2014/07/23	BUY(Maintain)	120,000원
담당자 변경	2015/05/31	Marketperform(Reinitiate)	180,000원
	2015/07/01	Marketperform(Maintain)	180,000원
	2015/10/20	Marketperform(Maintain)	180,000원
	2015/12/01	Marketperform(Maintain)	180,000원
	2016/05/03	BUY(Upgrade)	180,000원
	2016/06/27	BUY(Maintain)	220,000원

목표주가 추이 (2개년)



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 초과이익 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		

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%