



#### 이제는 현대 '급양관'이라 불러주세요

동사의 2023E EPS 2,511원에 PER 8.59x를 적용한 21,600원을 목표주가로 제시한다. '23년 4월 10일, 동사는 인적분할과 동시에 재상장하며 동사를 아쁘게 하던 계열사로부터 완전히 독립했다. 이로써 '푸드 사업'에 대해 온전한 평가가 가능해졌고, 가벼워진 몸집으로 동사는 기지개를 펼칠 예정이다. 현대 '급양관'으로 인정받게 된 동사의 스토리에 주목하여, 동사가 앞으로도 꾸준히 성장하며 이어달릴 수 있는 플레이어임을 주장한다.

#### 멈추지 않는 Food Chain - 투자 아이디어

끊임없는 이어달리기를 하며 성장 동력을 찾는 동사, 그 시작은 본업인 '점심' Q상승이다. 동사는 오피스, 공장, 해외를 가리지 않고 '현대'인의 점심을 제공하고 있다. 더불어 급식에 멈추지 않고 급식 너머 B2B, B2C시장 공략, 기존에는 접근이 어려웠던 군부대에도 식자재를 유통하며 외형을 확장해갈 준비를 하고 있다. 동사의 Food Chain은 멈추지 않는다.

#### 지배구조 개편, 주주가치 제고 - 촉매

지배구조 개편을 거치며 동사는 본연의 내재가치를 드러낼 기회를 확보했고, 좋은 기업 너머의 좋은 주식이 되기 위한 준비를 마쳤다. 현대백화점 그룹과 동사 간 지배구조 개편 과정을 확인하여, 그 뒤에 숨겨진 최대주주의 주가 부양지와 약속된 주주환원 정책을 낱알이 파헤쳐 보자.

최종 손익계산서 (단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	1,514,500	1,542,700	1,512,503	1,671,100	1,924,000	533,700	2,125,887	2,239,234	2,400,920
YoY (%)	2.51%	1.86%	-1.96%	10.49%	15.13%	-	10.49%	5.33%	7.22%
단체급식	608,500	626,200	611,400	668,400	762,100		888,353	931,929	967,060
% of Sales	40.18%	40.59%	40.42%	40.00%	39.61%		41.79%	41.62%	40.28%
식자재유통 (B2B)	349,700	377,200	396,300	479,900	585,700		633,670	674,007	768,965
% of Sales	23.09%	24.45%	26.20%	28.72%	30.44%		29.81%	30.10%	32.03%
HMR	0	0	0	29,000	46,000		52,244	59,624	68,518
% of Sales	0.00%	0.00%	0.00%	1.74%	2.39%		2.46%	2.66%	2.85%
백화점향 유통 및 외식사업	556,300	539,300	504,803	493,800	530,200		551,620	573,674	596,378
% of Sales	36.73%	34.96%	33.38%	29.55%	27.56%		25.95%	25.62%	24.84%
매출원가	1,258,763	1,278,248	1,263,356	1,400,560	1,593,751	429,100	1,742,622	1,831,650	1,952,912
매출총이익	255,737	264,452	249,148	270,540	330,249	104,600	383,265	407,584	448,008
GPM (%)	16.89%	17.14%	16.47%	16.19%	17.16%	19.60%	18.03%	18.20%	18.66%
판매비와관리비	186,384	197,433	204,027	227,393	255,678	71,900	277,099	290,062	309,700
영업이익	69,353	67,019	45,121	43,148	74,571	32,700	106,166	117,522	138,308
OPM (%)	4.58%	4.34%	2.98%	2.58%	3.88%	6.13%	4.99%	5.25%	5.76%
영업외손익	35,456	13,191	4,697	30,712	20,773	500	3,976	3,898	3,975
법인세비용차감전순이익	104,810	80,210	49,818	73,860	95,344	33,200	110,142	121,420	142,283
법인세비용	23,965	18,595	12,113	13,244	17,030	5,800	22,756	25,148	29,574
당기순이익	80,845	61,615	37,706	60,616	78,314	27,400	87,385	96,271	112,709
NPM (%)	5.34%	3.99%	2.49%	3.63%	4.07%	5.13%	4.11%	4.30%	4.69%
지배기업의 소유주 지분	80,845	61,615	37,706	60,616	78,314	26,800	84,985	93,743	109,999
비지배지분	0	0	0	0	0	600	2,400	2,528	2,710

#### Rating

**Buy**

목표주가: 21,600 원

현재주가: 11,910 원

상승여력: 81%

#### 2M 주가추이

(23/04/10~23/06/01)



시가총액 4,035 억 원

#### Balance sheet data

자산 총계 8,274 억원

부채 총계 2,172 억원

자본 총계 6,102 억원

#### Earning data

추정 EPS (2023) 2,511 원

Implied PER (2023) 4.74x

#### 주요 주주

정교선 23.80%

정지선 12.67%

정몽근 1.97%

(주)현대지에프홀딩스 10.11%

#### SMIC 4 팀

팀장 46 기 정진호

팀원 46 기 강민지

46 기 김종원

47 기 강승지

47 기 박주형

# CONTENTS

1. 마침내, 공을 끌고 나가기 시작하다 - Intro	03
2. 식자재/식품 유통 밸류체인 톺아보기 - 산업분석	04
3. 자신있는 급양관, 현대그린푸드 - 기업분석	06
4. 멈추지 않는 Food Chain, 현대그린푸드 - 투자 아이디어	10
Point1. 잘나가는 급식소: Office향 + Factory향	10
Point2. 동사의 이어달리기, 새로운 금광을 찾아서	14
5. 지배구조 개편, 주주가치 제고 - 촉매	19
6. 매출 추정	23
7. Issue & Risk	25
8. Valuation	27
9. Appendix	32

## 마침내, 공을 끌고 나가기 시작하다 - Intro

### Scene #1. 한숨 속 발견한 원석

“학식이나 먹자.” 주로 지갑이 가벼워지는 월말에 자주 듣고, 자주 하는 말이다. 그러나 최근 이 말이 더 이상 우리 대학생들 사이에서만 나오는 말이 아니라는 것을 알게 되었다. **구내식당을 찾는 직장인이 전년 대비 20%p 이상 증가했다는** 뉴스를 듣게 된 것이다. 그날 저녁, 우리는 현재 코스피는 좋지만, 우리 실생활은 그렇지 못함을 한탄하게 되었다. ‘22년부터 매섭게 올라온 인플레이션의 칼날이 아직 실물경제를 옥죄고 있는 것이다.

그날 우리는 숨겨진 수비형 미드필더, **현대그린푸드를 만날 수 있었다.**

### Scene #2. 수비형 미드필더의 입단 테스트, 성공적.

사실, 이 투자아이디어가 나왔을 때, 의구심을 갖는 이들도 많았다. 지금처럼 여기저기 투자 기회가 많이 보이는 때에 왜 걸보기에 매력적이지 않은 ‘단체급식’에 투자해야 하는지, 그 중 왜 대장주가 동사인지에 대한 의문이었다. 그렇다. 동사는 파격적인 수익률을 단기간에 발현할, 공격수로 돌종목은 아니다. 그러나 오랜 고민과 공부 끝에, 동사는 포트폴리오의 빌드업을 만들어낼 매우 매력적인 ‘수비형 미드필더’라는 결론에 이르렀다.

- 1) ‘수비형’: 동사는 줄곧 **바겐세일**을 외쳐 오고 있었다. 동사는 상장 Peer 중 가장 높은 마진을 보유, 특히 범현대가의 막대한 캐피탈이라는 안정적 본업을 영위해오고 있음에도 매년 Peer 대비 소외받기 일쑤였다. 특히 인적분할 후 상장한 현대그린푸드는 본 보고서 작성 시점 기준 실적 호조에도 불구하고 급격한 추가하락을 겪었다. 현재 투자자들의 무관심 속에 더 이상은 **추가 폭락이라는 불을 뺏기지 않을 ‘수비형’**인 것이다.
- 2) ‘미드필더’: 동사의 밸런스를 보았을 때, 동사는 이 식자재 유통과 단체급식 사업 내에서 강력한 진입장벽을 보유하고 있으며 **탄탄한 본업**이 좋은 업황을 맞이하기 시작했다. 특히 이어달리기 요소를 통해 동사의 내재가치를 꾸준히 변신시켜줄 미래를 눈 앞에 두고 있었다. 특히 이 이어달리기 요소는 한 곳에 국한된 것이 아닌, 동사 사업부 전반의 네러티브를 이끌어갈 요소들이며, **육각형 플레이**가 가능한 동사의 비결이 되어줄 것이다.
- 3) **오버래핑 능력까지** : 특히 동사는 수비를 마치고 오버래핑을 올라갈 때 빠르게 킬 패스를 넣어줄 주주환원과 지배구조에서의 촉매까지 갖추고 있다. 투자포인트 뒤에 후술할 그룹사 내 동사의 모습을 통해 생각보다 빠르게 들어올 수 있는 킬 패스 시점을 함께 모색해보자.

이 3 가지 능력으로 당당히 입단 테스트에 통과한 동사, 현재 동사는 인적분할 후 상장을 통해 과거 저평가의 요소들을 모두 떨쳐내었고 이제 킬 패스를 집어넣을 공간을 찾기 시작했다.

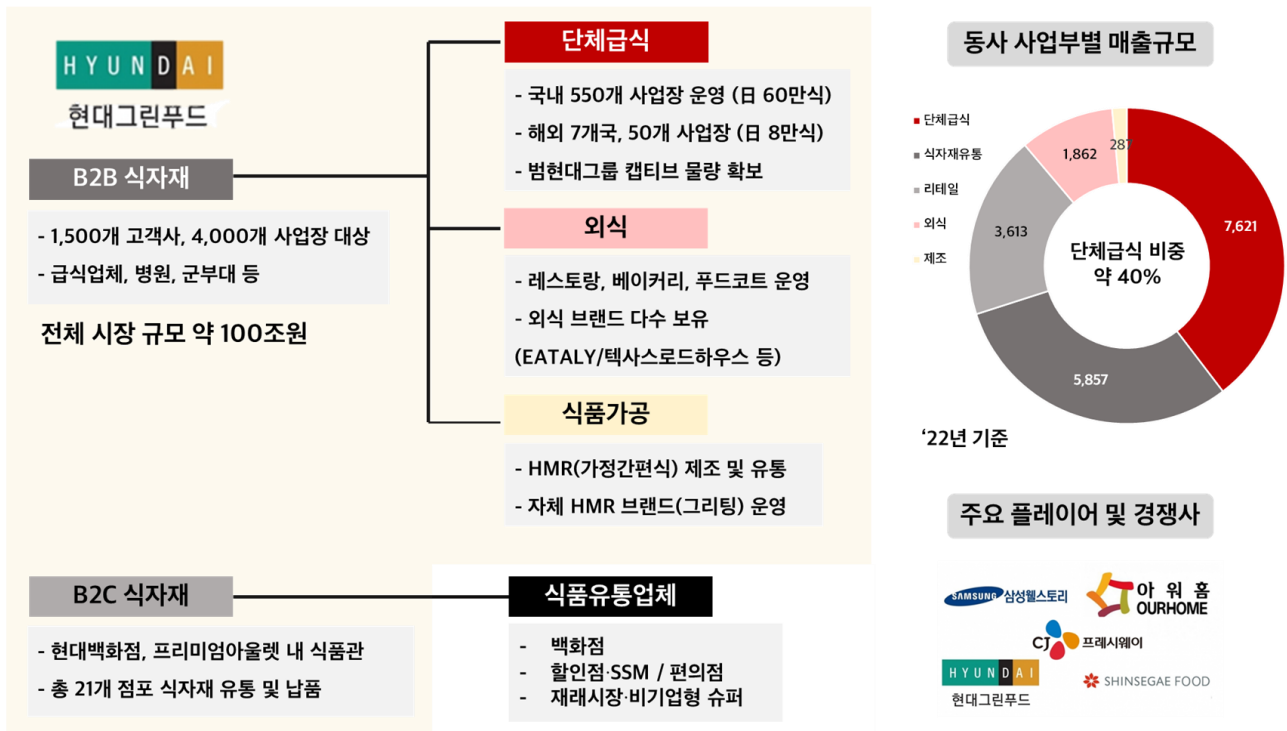
**안심하고 동사의 킬 패스를 받아 공을 넣고 싶은 자, 지금부터 현대그린푸드를 소개한다.**

## 식자재/식품 유통 밸류체인 톺아보기 - 산업분석

### 2.1. 우리가 먹는 밥, 어디에서 오는가 - 생각보다 복잡한 식품유통의 세계

그림 2-1. 식자재/식품 유통 밸류체인 및 동사 사업구조

#### 식자재 유통부터 푸드서비스까지 밸류체인 전반에 걸친 사업 영위 중



출처: SMIC 4팀

수없이도 많은 전방  
너무나도 복잡한  
밸류체인

Good Company 로서의 동사를 증명하기 앞서, 동사가 영위하는 BM 과 이를 둘러싼 밸류체인을 정확히 짚고 넘어가자. 동사는 [그림 2-1.]에서 보이듯 단체급식을 비롯한 각종 식품서비스와 그 앞단인 식자재 유통까지 모두 담당하고 있다. 동사의 Peer 인 밸류체인 내 주요 대형 Player 들 또한 식자재 유통부터 단체급식, 외식, HMR 사업까지 **방대한 범위의 사업**을 영위 중이며, 각 사업을 정의하는 사업변수들은 모두 제각각 상이하다. **즉, 복잡하다.**

가이드라인  
제시드립니다

이에 투자자들은 밸류체인 내 각 업체의 경쟁력을 판단할 명확한 기준을 찾기 어렵다. 각자가 주력하는 부문과 전방이 각각 다르기 때문이다. 특히 방대한 사업영역 대비 사업보고서상 구분이 명확치 않은 경우가 많기 때문에, 시장 내 각자의 지위와 정확한 메커니즘을 파악하기 까다롭다. 본 보고서가 이들의 연혁부터 방대한 시장자료를 종합해보았고, 선결하면 단체급식사업은 이 전체 밸류체인 중 가장 마진율이 좋은 **알짜배기 사업**이다. 이때, 이 사업을 가장 우직히 짚 쥐고 있는 곳은 바로 동사다.

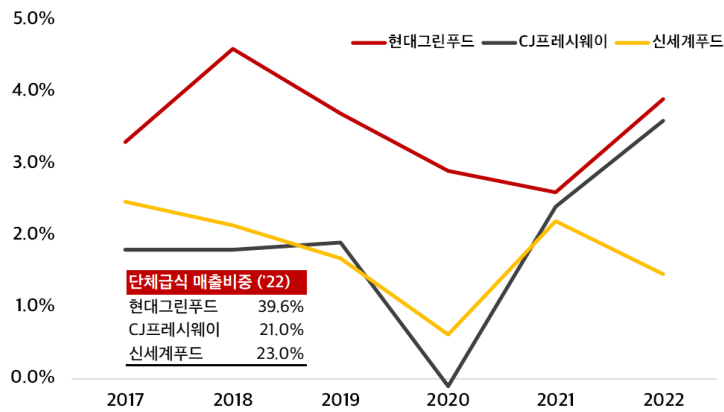
#### 2.2. 이 판의 알짜배기, 단체급식을 소개합니다

갑자기  
단체급식은 왜?

[그림 2-1.]을 다시 한번 살펴보자. 모두 대기업의 이름이 보이지 않는가? 이들 주요 대형업체들의 뿌리는 몇 십년 전 **대기업**이 태동하던 시기, **구내식당**에서 찾아볼 수 있다. 임직원들의 식사를 책임지던 작은 구내식당은 식수가 점차 방대해짐에 따라 그 사업규모 또한 함께 성장하였다. 또한,

이들을 먹일 식자재를 조달하는 과정에서 식자재를 유통하는 유통 및 제조사업까지 직접 영위하게 된 것이다. 그렇다면 사실 겉보기에 그리 대단해 보이지 않는 단체급식, 이곳이 이렇게도 방대한 식자재와 식품 사업에서 **알짜배기인 이유**는 무엇일까?

그림 2-2. 주요 상장사 단체급식사업 비중 및 영업이익률



출처: 각 사 사업보고서 및 언론사종합, SMIC 4팀

그림 2-3. 단체급식시장 점유율 현황

## 상위 5개 업체 시장 점유율 약 80% 육박

## 단체급식시장 점유율 추이

기업명	구분	2015	2016	2017	2018	2019
삼성웰스토리	매출액 (억 원)	11,115	11,209	11,336	11,547	12,197
	점유율 (%)	30.4	29.9	29.0	27.9	28.5
아워홈	매출액 (억 원)	6,705	6,519	7,134	7,656	7,658
	점유율 (%)	18.3	17.4	18.3	18.5	17.9
현대그린푸드	매출액 (억 원)	6,216	6,070	5,836	5,946	6,287
	점유율 (%)	17.0	16.2	14.9	14.4	14.7
CJ프레시웨이	매출액 (억 원)	2,701	3,164	3,478	4,116	4,678
	점유율 (%)	7.4	8.4	8.9	10.0	10.9
신세계푸드	매출액 (억 원)	2,415	2,979	3,144	3,390	3,009
	점유율 (%)	6.6	7.9	8.1	8.2	7.0
풀무원푸드앤컬처	매출액 (억 원)	1,943	1,940	1,970	2,144	2,179
	점유율 (%)	5.3	5.2	5.0	5.2	5.1
한화호텔앤리조트	매출액 (억 원)	1,495	1,680	1,873	2,083	2,095
	점유율 (%)	4.1	4.5	4.8	5.0	4.9

출처: 공정거래위원회, SMIC 4팀

**식품사업의 수익성, 결국은 비용효율! - 단체급식이 알짜배기인 이유**

수익성은  
비용효율로부터

식자재 유통과 푸드서비스, 이들을 아우르는 공통점은 결국 낮은 수익성이라는 한계다. 수산물부터 육류, 곡물, 설탕 등 수많은 식자재를 취급해야 하므로 원가 통제가 쉽지 않고, 식품이라는 재화의 특성과 높은 기술력을 요구하지 않고 대체가 쉽다는 점으로 인해 **가격 또한 높이기 어려운 구조**이기 때문이다. 결국 이들의 수익성을 높여줄 근거는 비용 효율인 것이다. **규모의 경제와 효과적인 원가 통제**가 가능한 단체급식은 이들의 마진율을 높여줄 수 있는 알짜배기 사업임에 분명하다.

**고마진 근거 ① 소품종 대량생산을 통한 규모의 경제**

소품종 초대량 주문  
규모의 경제 확보

단체급식은 식자재 조달 과정에서 다른 분야에선 갖기 어려운 규모의 경제를 만들어 낼 수 있다. 급식 식자재 물량은 **전체 식자재의 25%** 이상을 차지할 정도로 사업장당 구매규모가 막대할 뿐 아니라, 그 특성상 대량의 식재료를 지속적으로 사용할 수 있는 산업군이다. 특히, 일정 기간 단위로 미리 식단이 작성되고 계획되기 때문에 식자재 조달 및 관리 측면에서 일반 외식보다 예측가능성이 높다. **정해진 범위의 소품종**의 식자재를 대규모 외식 업체 규모를 훨씬 상회하는 **대규모 식수**로 조달해올 수 있는 만큼, 단체급식의 BM은 조달비용 차원에서 규모의 경제를 이룰 수 있는 구조를 만들어낼 수 있다.

**고마진 근거 ② 식자재 단가 통제 시너지**

자체 유통사업 운영  
= 급식 원가 통제  
= 수익성 ↑

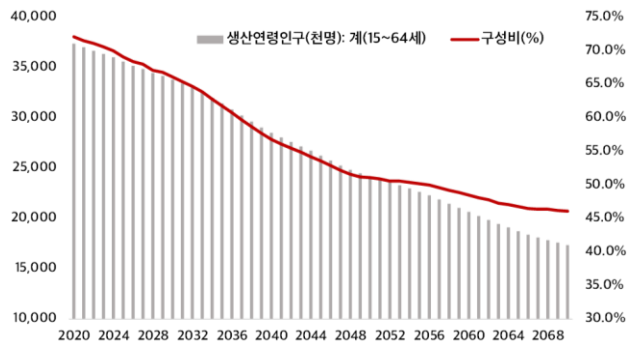
이러한 예측가능성에 기반해 동사를 비롯한 대형 위탁급식업체들은 앞서 말한 **식자재 유통 사업**을 **직접 운영**하기 시작, 단체급식에 필요한 식자재를 계약 재배를 통해 공급받을 수 있는 구조를 만들었다. 이는 단체급식 뿐 아니라 급식 식자재를 직접 조달하는 유통사업에서도 앞서 밝힌 바와 유사한 이유로 계약상 도매유통과 외식 식자재 대비 더 높은 마진율을 보일 수 있는 구조를 갖게 된다. 이는 실제로 식자재 사업의 마진율을 급격히 올려주기도 하는데, 일례로 식자재 유통 비중이 70% 이상인 CJ프레시웨이는 '20년 이후 **급식경로 식자재 유통** 매출액의 가파른 성장과 함께 '21년 흑전, '22년 **단체급식 대거 수주**와 함께 3.5%가 넘는 놀라운 수준의 영업이익률을 기록했다.

**역사적으로도 알짜배기 확인 가능, 그 중심에 동사!**

알짜배기 사업,  
단체급식

단체급식의 매력은 업체 간 역사적 마진을 차이에서도 확인할 수 있다. [그림 2-2.]에서 확인할 수 있듯 단체급식 사업의 비중이 높은 동사의 영업이익률은 그렇지 못한 식자재업체 대비 높은 수준을 보여왔다. 이때 동사는 [그림 2-3.]에서 확인할 수 있듯 삼성웰스토리, 아워홈과 함께 3 대 단체급식 대기업으로서 높은 시장 점유율을 보여주고 있고, 탑라인이 CJ 프레시웨이보다 낮음에도 불구하고 높은 마진을 바탕으로 '23년 1분기 기준 더 약 3 배에 육박하는 영업이익 규모를 자랑하고 있다. 동사는 상장사 중 이 단체급식사업에 가장 충실한, **알짜배기 회사인 것이다.**

그림 2-4. 국내 생산가능인구의 감소추세



출처: 통계청, SMIC 4팀

그림 2-5. 주요 단체급식업체 사업 다각화 현황

주요 업체 사업 다각화 현황	
기업명	내용
삼성웰스토리	- 골프장 급식사업 (사업장 약 66개) 확대, HMR 진출 시도 ('21년 사업 중단) - 베트남 급식시장 1위, 중국/베트남 중심으로 해외 급식사업 확대 중 - 중국, 베트남 식자재 유통 경쟁력 바탕으로 해외 유통사업 확대 (전체 매출 13%)
아워홈	- 해외단체급식사업 주력: '22년 해외사업 매출 비중 사상 최초 전체 매출 10% 초과 - 중국 40개점, 베트남 45개점, 미국 2개점(미국 우정청 등 수주), 폴란드 진출 - '22년에만 베트남에 13개의 점포 추가 개설, 미국 기내식 사업 등 확대
현대그린푸드	- 해외단체급식사업 진출 확대 (업계 최대 해외법인 보유, 중동/미국/중국 등 7개국) - 케어푸드 (그리팅) 및 HMR 사업 다각화 추진 중
CJ프레시웨이	- 소스 및 전처리 효율확대를 위해 송림푸드 및 제이팜스 인수, HMR사업 확대 중 - 레저 및 컨디션 부문 (골프장 급식 및 휴게소 등) 신규 수주 확대 (YoY 16% 성장)
신세계 푸드	- 이마트, 신세계백화점 등 캠퍼브 활용한 B2C 식자재유통 주력 - 프리미엄 아파트 조식시장, 실버타운 단체급식 사업 영역 확장

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

2.3. 뜨겁지만 지기 시작한 해에 대한 우려 - 성숙기에 접어든 산업, 동사의 운명은?

사양산업의 우려,  
새로 던져진 시장의 축

그러나 점차 내리막으로 들어갈 국내 단체급식시장, 눈물을 머금고 이 시장을 떠나 다른 대안을 찾는 업체들이 늘어나고 있다. '00년대 20%를 상회하던 성장률은 단체급식 산업이 성숙화 단계를 거치면서 현재 2~3% 내외의 연평균 성장률을 보이고 있고, 생산가능인구 감소 전망과 함께 점차 그 전체 파이가 줄어들 것이라는 우려가 생겨나기 시작했다. 이 우려는 후술할 동사의 역사적 주가에서도 확인할 수 있듯 동사가 성장 모멘텀을 잃어버리고 어려운 시기를 맞을 때 주가하락을 가속화하는 요인으로 작용하기도 했다.

이때, 투자포인트에서 자세히 후술하겠지만 동사는 이 산업 내 Q를 누구보다도 강력하게 방어할 진입장벽, 그리고 전방 그룹사의 가동률 상승과 식자재 시장의 새로운 전방 확대를 온전히 수혜로 받아낼 준비를 마쳤다. 기업분석에서 제시할 3 가지 키워드를 통해 설명할 동사의 경제적 해자를 바탕으로, 사양산업의 우려를 지워낼 동사의 이어달리기 요소를 하나씩 확인해보자.

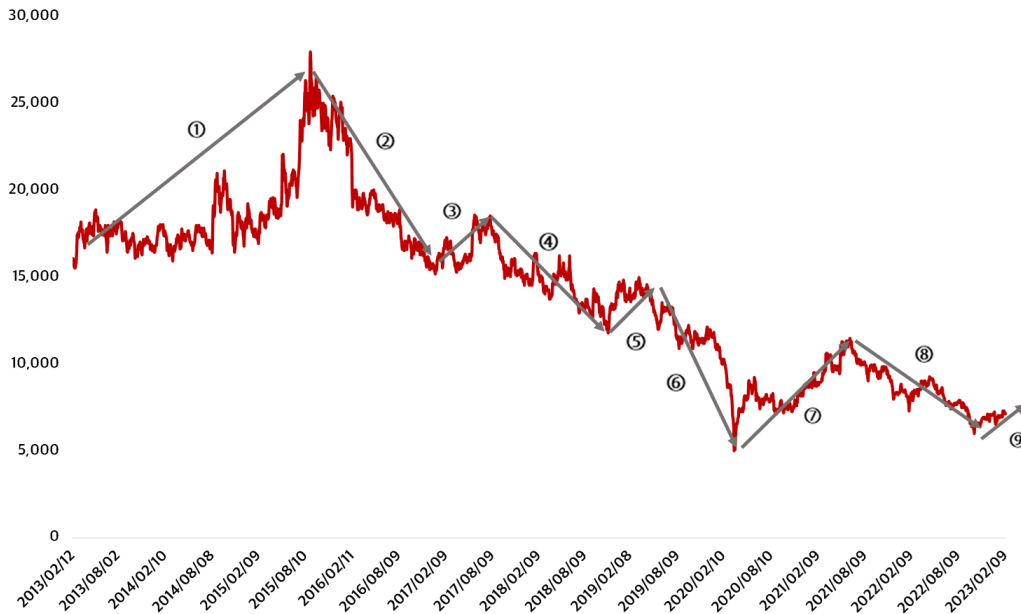
자신있는 급양관, 현대그린푸드 - 기업분석

우직한 플레이어,  
모래주머니를 털고  
달려나갈 차례

[그림 2-1.]과 산업분석에서 밝혔듯, 동사는 단체급식사업을 중심으로 다양한 전방의 식자재를 유통하는 사업을 영위 중이다. 동사는 막강한 캠퍼브 물량을 바탕으로, 대부분이 힘을 잃고 있는 단체급식시장 내 견고한 Q를 지켜낼 우직한 플레이어다. 특히 동사는 이전 사양산업, 종속기업의 적자라는 모래주머니를 안고 살아가야 했던 과거에서 벗어나 자신의 내재가치를 온전히 평가받기 시작할 시점에 놓여 있음을 제시하고자 한다. 이를 뒷받침하기 위해 과거의 동사부터 변화할 동사, 그리고 이를 통해 기존과 새로이 장착할 동사의 경제적 해자에 대해 자세히 알아보자.

3.1. 주가분석 - 동사의 과거 알아보기

동사는 '23년 3월 현대지에프홀딩스(구) 현대그린푸드)로부터 인적분할되어 설립된 기업으로, 동사의 과거를 알기 위해서는 현대지에프홀딩스의 주가추이를 살펴봐야 한다.



- ① **단체급식 사업 성장/수익성 기대:** 신규진출한 해외 단체급식 사업 호조 (사업장 본격 증가), 그룹사 제조업체 가동률 회복 및 현대백화점 본격 출점(구로, 김포아웃렛, 신도림점, 판교점, 문정아웃렛 등) 수혜로 인해 실적 상승을 이어갔다. 특히 식자재 물류센터 증설과 함께 본업 규모의 경제 확대로 수익성 개선과 식자재 유통사업 성장에 대한 기대로 주가가 지속적으로 큰 폭 상승하였다.
- ② **그룹사 파업 및 불확실성 가중:** 주요 종속회사인 현대 H&S, 드림투어 등의 실적 악화, 본업과 무관한 종속기업 인수가 이어지며 연결 실적 불확실성이 가중되었다. 특히 본업에서 '16년부터 이어진 현대차, 현대중공업 등의 높은 파업 강도로 인해 단체급식 사업 부진에 대한 실망감이 크게 작용하였고, 경쟁사 대비 사업확장계획 미비 등으로 인해 주가가 큰 폭 하락하였다.
- ③ **지배구조 및 턴어라운드 기대:** '17년 하반기부터 조선업군 구조조정 영향 악화, 단가인상과 마진관리로 단체급식 본업 실적 턴어라운드 가 기대되기 시작했고 특히 현대백화점 그룹 승계 과정에서 장남 정지선회장 지분 추가확보 가능성이 드러나며 주가가 상승하였다.
- ④ **최저임금인상 및 종속기업 부진 타격:** 문재인 정부 출범 이후 '00년 이후 역대 최대 최저임금 인상 단행 (약 16%) 등으로 인해 실적 타격 우려가 투자심리를 위축시키기 시작했다. 특히 종속기업인 현대에버다임 등이 국내 건설경기 장기 침체, 현대리바트 마케팅비용 부담 증가 등 부진에 따라 전사 실적 성장성이 꺾이면서 주가가 하락하였다.
- ⑤ **CK 설비확보 및 식수회복기대:** 스마트 식품센터 준공, '19년 하반기부터 구체화된 CK(센트럴 키친) 등 식품제조능력과 단체급식 효율성을 제고시켜줄 수 있는 제조설비 대거투자가 시작되면서 기존 R&D 및 신사업 투자에 대한 경쟁력 미비라는 투자자들의 우려가 해소되었고, 전방 그룹사 영업환경 개선에 따라 식수회복 기대감이 이어지며 주가가 일부 회복되었다.
- ⑥ **코로나 19로 인한 영업마비:** 코로나 19 발발과 함께 사업장 폐쇄, 이동제한 등으로 본업인 단체급식과 외식사업 등이 완전히 마비되면서 주가에 큰 타격이 가해졌다.
- ⑦ **기저효과:** 여의도 더현대 오픈 기인한 식자재 유통 및 외식 사업 호조 기대감 일부 회복, '20년 영업마비에 대한 단체급식 사업부 실적 기저효과가 기대되면서 주가가 다시 회복되었다.
- ⑧ ~ ⑨ **종속기업 부진지속, 지주회사 전환:** 본업 리오프닝 수혜 그러나 종속기업 부진으로 연결실적에 대한 시장의 주목은 받지 못하였다. 이때 '22년 하반기부터 구)현대그린푸드의 현대지에프홀딩스 지주회사 전환 이슈가 드러나기 시작하였다.

## 3.2. Good Company, Good Stock! - 범현대가의 '밥'을 쥔 수비형 미드필더의 재출격

범현대가의  
대표 급양관,  
재출격 완료

주가분석에서도 확인했듯, 동사는 범현대가의 단체급식을 책임지는 급양관이다. 급식산업의 성장세를 의심받는 시기에도 활발한 해외진출과 단체급식의 효율성 제고를 통해 동사는 타 식자재/식품 업체 대비 준수한 마진율을 이어왔다. 그러나, 동사는 Good Stock 이 되기 위한 마지막 관문이 있었으니, 이는 바로 본업과 무관한 종속기업 부진이었다. 완전히 분리된 동사, 자 이젠 사업지주사가 아닌 온전한 단체급식/식자재 유통사로서 동사를 다시 바라봐야 할 때이다. 달라질 동사가 지금껏 구축해온 경제적 해자와 주식 매력도를 확인해보자.

## 1) Good Company, 동사의 경제적 해자 3 가지

그림 3-1. 주요 업체 제조설비 관련 투자 내역

주요 업체 센트럴키친 관련 설비투자 내역	
기업명	내용
삼성웰스토리	'20년 평택 1만여 m <sup>2</sup> 규모 CK(센트럴키친) 신공장 준공
아워홈	3개의 CK제조설비 공장에 약 2,000억원 자금 투입
현대그린푸드	833억원 투입하여 CK제조설비 완공 (1.5만여 m <sup>2</sup> )
신세계푸드	총복 음성 CK제조설비 공장에 약 600억원 이상 투입
CJ프레시웨이	'19년 1,000억원 이상 공모채 발행, 식자재제조사 인수 및 설비투자
CK 사용시 장점	
- 조리시간 평균 20% 감소	
- 초과근무비용 및 인건비 절감효과	
- 음식물 쓰레기 비용 감소	
- 대형설비 구매 비용 및 연료비 절감	

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 3-2. 상위 5개 급식업체 수익계약 내역 ('19-'20년)

상위 5개 급식업체 수익계약 조사내역			
(단위: 억 원)		2019	2020
수익계약 내역			
삼성웰스토리	삼성전자 수익계약 금액	3,736	4,408
아워홈	LG그룹 계열사와의 수익계약 금액	2,038	1,824
	LS그룹 계열사와의 수익계약 금액	214	207
	합계	2,252	2,031
현대그린푸드	현대자동차그룹 계열사와의 수익계약 금액	3,481	3,425
	현대중공업그룹 계열사와의 수익계약 금액	949	981
	현대백화점그룹 계열사와의 수익계약 금액	318	297
	합계	4,748	4,703
CJ프레시웨이	CJ그룹 계열사와의 수익계약 금액	393	441
신세계푸드	신세계그룹 계열사와의 수익계약 금액	732	646
	합계	11,861	12,229

출처: 공정거래위원회, SMIC 4팀

## (1) Winner takes all - 오직 대기업만이 감당가능한 사업규모

동사의 본업인 단체급식 시장은 진입장벽이 낮은 편으로 알려져 있다. 그러나, **비용과 운영 측면**으로 들어가게 되면 이 생태계는 숨겨진 거대한 진입장벽이 그 모습을 드러낸다.

안 어려워 보이는데,  
과점시장  
다 이유가 있따구~

업계에 따르면 대형공장 기준 1,000 명 식수 수용당 필요한 인원은 최소 100 명으로, 주 5 일 8 시간 근로시간을 가정해도 공장 한 곳당 발생하는 순수 인건비만 연 약 24 억원에 육박한다. 특히 24 시간 가동이 필요한 제조공장의 경우엔 교대인력이 필요하고, 그 부담은 배로 불어나게 된다. 산업분석에서 밝힌 규모의 경제를 이루기 위해서는 사업장 확장이 필수인데, 반면 확장 자체에 필요한 자금력이나 자체 식자재 유통 시스템이 구축되지 않은 중소형 업체들의 사업 확장은 불가능한 구조인 것이다.

5 개 업체가  
전체 80% 독식

이러한 이유로 단체급식시장은 전형적 과점시장의 형태를 보인다. 전체 시장 내 삼성웰스토리, 아워홈, 동사 등 상위 5 개 기업의 점유율이 **80% 차지**, 나머지 20%의 소규모 시장에서 약 4,500 개의 영세업체들이 경쟁하고 있다. 즉, 동사의 파이는 거대한 자본이 만든 벽의 보호를 받고 있다.

## (2) CK(센트럴 키친) 라인이 만들어낸 급식 제조업화 - 진입장벽 강화/ 사업확장의 요량

당근부터 다 썰래  
아니면  
데우기만 할래?

단체급식은 제조 시장으로의 변화를 시작했고, 이는 동사의 게임이 더욱 유리해지는 유인을 제공했다. 현재 단체급식시장에서 공격적 도입이 완료된 CK(센트럴 키친) 때문이다. CK 라인은 급식 사업장이 아닌 제조공장에서 원재료 수급부터 손질과 조리 과정을 거친 후 반조리 혹은 완전 조리된 제품을 급식 사업소 및 각 공급처에 납품하는 제조설비다. [그림 3-1.]에서 확인할 수 있듯 이는 다른 중소형 업체가 만들어내기 어려운 막대한 **비용 절감**을 만들어내고 있고, 또한, 이는 특히 추후 동사가 타겟한 HMR 등 신사업 확장의 기반 시설의 역할 또한 수행 중이다.

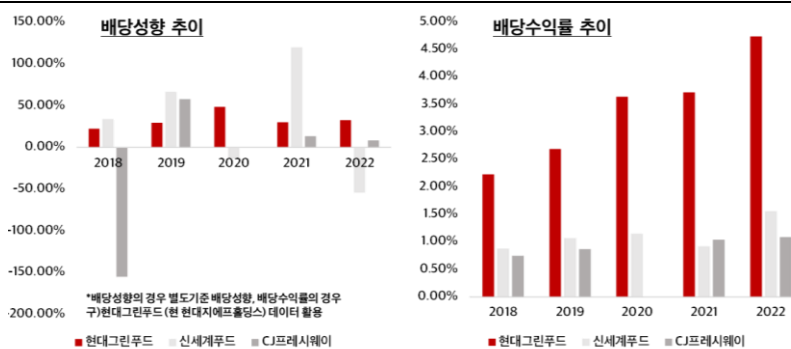
고마진의 고향,  
신사업의 요람답게  
C | K | E 비싸다

상위업체들의 CK(센트럴 키친) 제조설비에 투입된 투자규모는 최소 600 억원 이상에 육박, 대기업 단체급식업체 외 이 정도의 자본을 투입할 수 있는 급식업체는 거의 전무하다. 이 대규모 업체들을 그나마 대체할 수 있을 것으로 보이는 중견기업인 풀무원이 350 억원 규모의 단체급식사업 운영자금 투입 후 전사 재무건전성이 대거 악화, '23년부터 향후 투자에 대한 연기 및 축소를 밝힌 사례는 더욱 거대해진 진입장벽의 위엄을 방증한다. 동사의 과점이 견고한 이유다.

### (3) 그룹사 캡티브 - 범현대가의 '밥' 줄을 쥔 대표 급양관

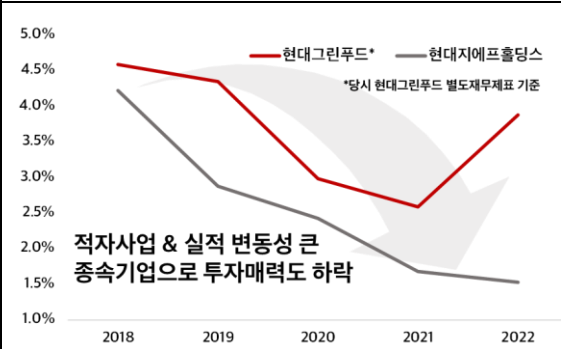
동사의 경제적 해자 중 가장 주목할 점은 동사의 그룹 내 지위다. 동사를 비롯한 각 그룹의 단체급식업체들은 각 그룹의 단체급식 물량을 캡티브로 확보하고 있고, 동사는 [그림 3-2.]에서도 확인할 수 있듯 범현대가에서만 약 4,700 억원 이상 규모의 수주를 보장받고 있다. 범현대가의 유일한 급양관, 그 지위만으로도 동사는 안정적 탑라인을 이어갈 강력한 경제적 해자를 보유 중이다.

그림 3-3. 주요 상장사 배당성향 및 배당수익률 추이



출처: 각 사, SMIC 4팀

그림 3-4. 과거 연결 및 별도 사업부 마진을 추이



출처: 현대지에프홀딩스 사업보고서, SMIC 4팀

## 2) Good Stock, 준수한 배당

탄탄한 실적을  
바탕으로 한  
주주환원

사실 Good Company 로만 논하기엔, 동사의 성장성을 넘어설 타 섹터 기업들은 너무나도 많다. 동사가 Good Stock 으로서 매력을 가질 요소는 탄탄한 실적을 바탕으로 한 주주환원이다. [그림 3-3.]와 같이 동사는 이미 섹터 내 가장 안정적인 배당성향과 고배당주에 가까운 배당수익률을 보여주고 있다. 또한, 후술하겠지만 앞으로 동사 지배구조 변화가 일으킬 촉매는 배당 및 주주환원을 더욱 강화, 투자매력도를 올릴 강력한 유인이 될 것이다.

## 3) Better Stock Now, 저평가 요인 해소의 시점

종속기업에  
흔들리던 과거  
자유로워 지금~

분리 전 동사는 식품과 식자재 주식으로서 투자하기 매우 까다로운 종목이었다. 본업과 무관한 종속기업이 매년 동사 EPS 의 불확실성을 높였기 때문이다. [그림 3-4.]에서 보이듯 현대에버다임, 현대리바트 등 타 종속기업들의 저마진 사업부는 매년 동사의 영업이익률을 훼손시켰을 뿐 아니라, '22년 건설경기 업황 악화 등으로 인한 타 사업부의 적자 폭 확대는 동사의 당기순이익을 별도기준 783 억원에서 연결기준 420 억원으로 약 45% 이상 훼손하는 결과를 초래했다.

투자자들은 동사에 투자하기 위해 매년 흔들리는 건설경기와 가구업황까지 매년 불안한 눈빛으로 살펴봐야 했고, 이는 결국 주가추이에서 확인했듯 Good Stock 으로서 동사의 매력도가 깎일 수밖에 없는 요소였다. 그러나 이제 동사는 이들에게서 완전히 자유로울 수 있게 되었고, 이는 지금부터 동사가 수비형 미드필더로서 다시 필드 위에 올라설 수 있는 이유다. 자, 이제 투자포인트에서 보일 동사의 이어달리기 요소를 통해, 자유로워진 동사의 본업이 온전히 평가받을 때 얼마나 빛날 수 있는지 확인해볼 시간이다.

## 멈추지 않는 Food Chain, 현대그린푸드 - 투자 아이디어

무거운 모래주머니를 벗어 던진 동사는 이제 '식품' 기업이라는 **본연의 모습**으로 당당히 경기장에 들어섰다. '급양관' 현대그린푸드는 Q확장에서 오는 중장기적인 먹거리를 찾아 나서며 **이어달리기를 지속**하고 있다. 선결하자면, 동사가 건네받을 다음 바통은 많고, 이어서 달려갈 트랙은 길다. 이에 투자 아이디어에서는 동사의 성장성과 "바통"들을 조명하기 위해

**Point 1.** '23년은 단체급식 식수가 폭발적으로 증가하는 원년임을 밝히고,

**Point 2.** 국내 단체급식 너머 더 큰 시장으로 활로를 모색하는 동사의 모습을 살펴보고자 한다.

이를 통해 구조적인 변화를 도모하기 어려운 식품 산업에서도 **꾸준하게 변신을 지속**하는 동사의 성장 스토리를 확인할 수 있을 것이다.

### Point 1. 잘나가는 급식소: Office향 + Factory향

'23년,  
식수 증가의 원년

오피스와 공장의 급양관 역할을 담당하는 동사 급식 사업 성장의 핵심 동인은 '식수'이다. 동사는 국내에서 약 **500여개의 사업장**을 운영하고 있으나 투자자 입장에서 각 급식소 식수 증가를 일일이 확인하기란 여간 쉬운 일이 아니다. 이에 Point 1에서는 **오피스와 공장의 식수를 움직이는 핵심 동인**을 살펴보고, '23년이 식수 증가의 원년임을 확인하고자 한다.

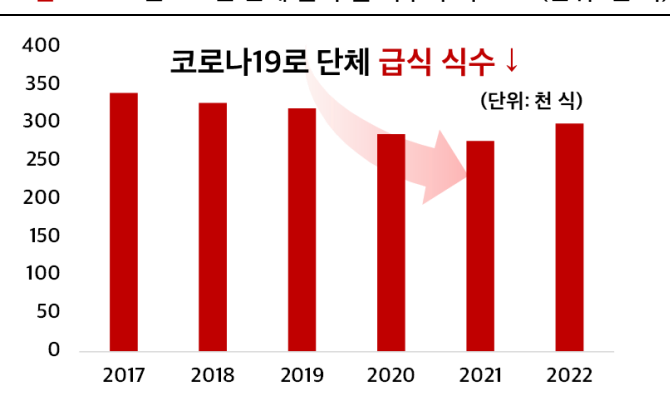
#### 4.1. Office | 밥이 사치가 된 시대, 불티나게 팔리는 구내식당

##### (1) 현황 살펴보기 | 외식물가 ↑ → 구내식당 식수 ↑

회사로 돌아온 직장인,  
붐비는 구내식당

'22년 하반기, 재택근무로 '집밥'을 먹던 직장인이 속속들이 회사로 복귀했다. '22년 2월까지만해도 코로나19의 재확산 영향으로 '20년부터 이어져오던 재택근무 기조가 유지되었다. 사육을 이용하지 않자 구내식당 이용률은 떨어졌고, [그림 4-1.]에서 확인할 수 있듯 '21년 국내 단체급식 일 식수는 27만식으로 '17년 이후 **최저수준**을 기록했다. 그러나 '22년 4월 거리두기 해제에 따라 구내식당은 다시 붐비기 시작했다. 동사의 주요 고객사인 현대차그룹과 현대중공업은 50%였던 **재택근무 비율을 30%이하** 조정하였고, 직장인은 다시 회사로 돌아오기 시작했다. 지지부진한 성적을 보였던 동사 급식부문 성장 또한 가시화되기 시작했다.

그림 4-1. '17년~'22년 단체 급식 일 식수 추이 (단위: 천 식)



출처: 대한민국 정책브리핑, SMIC 4팀

그림 4-2. '21년~'22년 동사 매출액 (단위: 백만 원)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

비싸진 점심값:  
2년 5개월동안 고공행진

반면 사육으로 복귀한 직장인은 만원으로 한끼조차 해결하기 어려운 점심시간을 맞이했다. 코로나 19를 겪으며 외식물가는 2년 5개월 동안 매달 상승하여 '20년 12월 대비 약 16.8%가량 올랐다. 러우 전쟁으로 국제 곡물가격이 상승하고, 계속된 최저임금 인상('22년 9,160원, '23년 9,620원)으로 인한 인건비 부담으로 외식업체가 가격을 인상하는 '메뉴판 같이'가 본격화된 결과이다. [그림 4-4.]에서 확인할 수 있듯 외식물가의 상승은 피부로도 체감할 수 있는 수준이다. 사람들이 자주 찾는 8대 품목의 가격은 평균 19.1%증가했다. 이와 달리 '23년 1월 실질임금은 전년동기 대비 5.5% 하락했다. 월급 빼고 모든 것이 비싸진 시대가 도래했다.

그림 4-3. 8대 외식품목 가격 변화

(단위: 원, %)

8대 외식품목 가격 변화			
품목	20년 12월	23년 4월	상승률(%)
냉면	9,000	10,923	21.4%
비빔밥	8,731	10,192	16.7%
김치찌개	6,731	7,769	15.4%
삼겹살(200g)	16,581	19,236	16.0%
자장면	5,269	6,915	31.2%
삼계탕	14,462	16,346	13.0%
칼국수	7,308	8,808	20.5%
김밥	2,638	3,123	18.4%

출처: 한국소비자원, SMIC 4팀

그림 4-4. 외식물가상승률 추이 (전년 동월 대비)

(단위: %)



출처: 통계청, SMIC 4팀

런치플레이션의  
가속화

직장인의 점심값 부담은 앞으로 더욱 가속화될 것이다. 정부는 '23년 5월 16일 전기/가스 요금을 인상했고, 공공요금발 물가상승 충격은 여름이 다가오는 8월 이후에 가시화될 것이다. 원 달러 환율과 국제유가 상승의 영향으로 수입물가는 '23년 1월~4월 내내 오르고 있으며, 약 3개월~8개월 가량의 시차를 두고 국내 소비자 물가에 반영될 것이다. 런치플레이션은 앞으로도 이어질 직장인의 현실이다.

가자, 급식 먹으려:  
급식 이용객 수↑  
월평균 식수↑

이제 직장인은 끼니를 해결하기 위해 회사 밖에 아닌, 회사 안의 '구내 식당'으로 발걸음을 돌리고 있다. [그림 4-5.]에서 확인할 수 있듯 직장인이 1회 지출하는 평균 시대 가격은 만원을 웃돈다. 비싸진 점심값에 허를 내두른 직장인은 구내식당을 찾아 나섰고, 외부 급식을 활용하는 구내식당 투어족이 등장하기도 했다. 이에 동사가 운영하고 있는 수도권 오피스 구내 식당의 3월 이용객 수는 전년 같은 달보다 20%, 월평균 식수는 25%가량 증가했다.

그림 4-5. 지역별 식대 가격 현황

(단위: 원)

그림 4-6. 구내식당 투어족의 등장

직장인 평균 식대 가격 9,864원 (수도권 10,421원)

지역	식대 가격	지역	식대 가격
서울	12,285	경기	9,400
부산	11,808	전라	9,102
판교	11,014	제주	9,037
대구	9,995	강원	9,011
경상	9,508	인천	8,983
대전	9,508	충청	8,718

출처: 식신e식권, SMIC 4팀

&lt; blind

🔍 📌 ...

블라블라 01.06  
KOTRA · dgsv

외부인도 이용가능한 구내식당?(주말)

서울 서초구나 강남구, 송파구 쪽에

외부인도 이용가능한 구내식당 있을까?

출처: 블라인드, SMIC 4팀

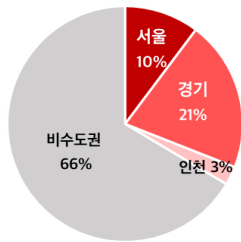
## (2) 숫자로 확인하기 | 급식 이용으로 직장인과 동사가 모두 Win Win

## 쓸쓸한 용돈벌이

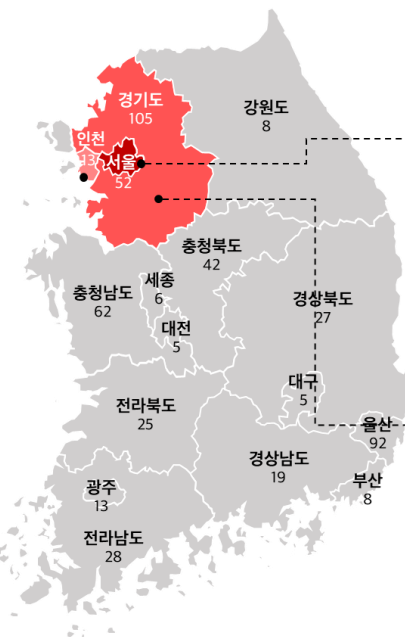
피부로 와닿는 직장인의 현실을 살펴보면, 구내식당 이용이 직장인에게 **쓸쓸한 용돈벌이**를 확인할 수 있다. 이를 실제로 확인해보기 위해, 수도권에 위치한 동사의 구내식당 10여곳에 **전화하여 식권 가격**을 알아보았다. 해당 식권 가격을 [그림4-7.]의 지역별 평균 외식 식대 가격과 비교한 결과, 직장인은 구내식당 이용 시 월 약 **5만원에서 12만원**을 절감함을 확인했다. 직장인은 구내식당을 이용해 평상시 식사에는 돈을 절약, 특별한 날을 위해 소비를 이연할 수 있다.

그림 4-7. 동사 사업장 현황 및 직장인 수혜 정도 추정

## ① 수도권/ 비수도권 사업장 비중



## ② 지역별 사업장 현황 (단위: 개)



## ③ 구내 식당 이용시 절감 가능한 비용

서울특별시 직장인의 비용 절감 효과	
항목	세부 금액
서울 외식 식대	12,285원
평균 식권 가격	5,000원 ~ 8,140원
구내식당 이용시 절감 비용	4,145원 ~ 7,285원
x 월 근무 일수	19일 ~ 22일
월 최대 절감 비용	108,680원 ~ 125,840원
월 평균 근로 소득	3,600,000원
월 평균 근로 소득의 3.02% ~ 3.50% 절감	

## ④ 수도권 사업장 식권 가격

수도권 사업장 식권 가격 (단위: 원)		
지역	사업장명	식권가격
서울특별시	(주)현대그린푸드 신한카드	5,000
	(주)현대그린푸드 KCC본사	6,400
	(주)현대그린푸드 문화일보지점	8,140
	(주)현대그린푸드 기아국내사업본부지점	6,700
	현대그린푸드신한금융투자점	7,000
경기도	(주)현대그린푸드 현대건설본사지점	7,000
	(주)현대그린푸드 킨텍스점	6,000
	(주)현대그린푸드 에이치엘만도(주)승용식당	6,500
서울특별시	평균 식권 가격	6,707
	경기도 평균 식권가격	6,500

경기도 직장인의 비용 절감 효과	
항목	세부 금액
경기 외식 식대	9,400원
평균 식권 가격	6,000원 ~ 7,000원
구내식당 이용시 절감 비용	3,400원 ~ 2,400원
x 월 근무 일수	19일 ~ 22일
월 최대 절감 비용	55,100원 ~ 74,800원
월 평균 근로 소득	3,200,000원
월 평균 근로 소득의 1.80% ~ 2.34% 절감	

출처: SMIC 4팀

국내 동사의 사업장:  
507개

이제 남은 과제는 '탈외식'을 외치며 구내식당으로 돌아오는 직장인을 통해 동사가 얻을 수혜의 정도를 가능해보는 것이다. 이를 위해서는 동사의 급식 사업장 중 **오피스향 사업장 비중**을 확인해 직장인 노출도를 파악해야 한다. 안타깝게도 동사는 오피스향 사업장 수와 지역별 사업자 현황을 제공하지 않는다. 이에 본 보고서는 위탁급식영업자는 **위탁급식영업 영업신고**를 해야 한다는 점에 착안, 행정안전부에서 공시하는 위탁급식영업 신고 현황 데이터에서 **(주)현대그린푸드**가 운영하는 사업장 507개를 확인했다.

탈외식 직장인 노출도  
33%

사업장 전수조사 결과, 동사의 **'오피스향' 사업장**은 수도권에 집중되어 있음을 확인했다. 507개의 사업장 중 **170개**에 해당하는 사업장이 수도권에 분포하고 있으며, 현대차, 기아, 현대중공업, 신한은행, 시티그룹 등의 오피스 직원에게 급식을 제공하고 있다. 수도권 외 지역에도 오피스향 사업장이 일부 분포되어 있는 점을 고려하면 전체 최소 **약 33%이상의 사업장**이 '오피스 탈외식'에 따른 식수 증가 수혜를 누릴 것이다.

*오피스향 사업장 Check, 이제 공장의 급식소를 확인해보자*

## 4.2. Factory: 멈췄던 공장의 가동, 더 많은 사람의 채용

공장향 사업장 비중 ↑:  
경상/울산/전라/충청

밥 짓는 소리가 들리는 또 다른 현장인 동사의 **공장향 사업장** 현장을 확인해볼 차례이다. 전술했듯 수도권은 동사의 오피스향 사업장이 대다수를 차지했다면 **충청도, 전라도, 울산, 경상도** 지역은 동사의 공장향 사업장이 다수 분포해 있다. 특히 공장향 사업장은 대다수가 현대 캡티브향 사업장으로, **현대차, HD한국조선해양, 현대제철, 현대건설** 등의 급식소로 들어섰다.

자동차와 조선에 주목!

급식 외 식사 선택지가 많지 않은 공장의 근무환경과 지리적 여건 상 공장 식수는 오피스와 달리 **공장 가동여부 및 가동률과 공장 인력 규모**로 결정된다. 그렇다면 해당 두 동인이 움직여 식수의 증가를 목격할 수 있는 공장향 사업장은 어디일까? 바로 반도체 수급 완화로 새로운 국면을 맞이한 **‘자동차’** 산업 공장과, 슈퍼사이클이 거론되는 **‘조선’** 공장이다.

## (1) Automobile: 현대차 및 관계사 공장 가동률↑ 인력↑ ⇒ 식수↑

반도체 수급난↑  
= 식수 ↓

코로나19로 인한 **반도체 수급난**으로 자동차 공장은 멈췄고, 공장의 향기로운 **밥 냄새는 희미**해졌다. ‘21년 현대차 아산공장이 가동을 중단하는 일은 번번히 발생했으며, 이는 자동차 벨류체인 내 관계사 생산까지 줄줄이 멈추게 하는 대참사를 불러왔다. ‘22년 러우 전쟁은 반도체 공급망 병목현상을 더욱 심화시켰고 [그림4-8.]에서 보이듯 동사 **공장 가동률은 감소**했다.

사상 최대 가동률  
= 식수↑

그러나 ‘23년은 공장 가동률 대거 상승, 더 많은 인원이 공장 급식을 이용하는 해이다. ‘23년 1분기 현대차와 기아는 사상 **최대 가동률**을 보여주었다. 현대차 국내공장의 경우 1분기 가동률은 112.9%로 분기 최대 생산능력보다 5만 5000대 많은 자동차를 생산했다. 이에 더 많은 공장 인부와 협력사 업체들이 공장을 드나들고 있고, 동사의 급식소를 이용하고 있다.

‘23년-‘24년  
700인분의 식수 증가

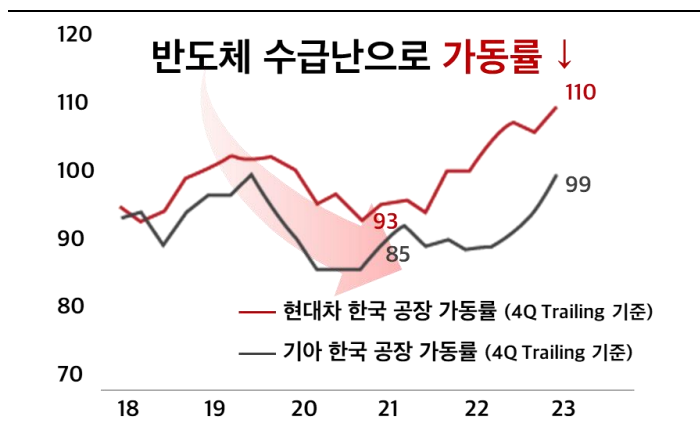
가동률이 증가하자 더 많은 인력이 공장에 필요해졌고, ‘23년-‘24년에는 공장 인력이 대거 증가할 예정이다. 현대차는 지난 ‘23년 3월, **10년만에 처음으로 생산직 채용 계획**을 알렸다. ‘23년에 400명, ‘24년에 300명을 고용해 총 700명의 생산직 인원이 추가될 예정이다. 해당 인력은 울산, 아산, 전주 공장으로 파견되어 동사 공장향 사업장 Q증가를 가져올 것이다.

그림 4-8. 현대차/기아차 주요 공장 가동률 추이

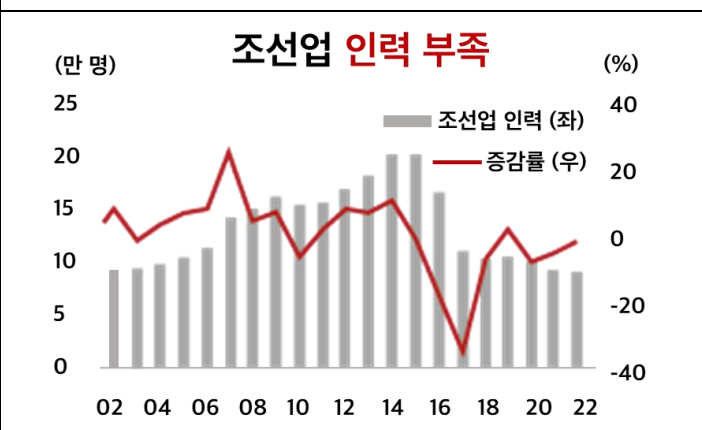
(단위: %)

그림 4-9. 국내 조선업 인력 추이

(단위: 만 명, %)



출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀



출처: 한국조선해양플랜트협회, SMIC 4팀

## (2) Shipbuilding: 조선업 인력 확보 움직임 ⇒ 동사 식수 ↑

‘조선업 슈퍼사이클  
= 식수 ↑

조선업은 **슈퍼사이클 진입**을 향한 단서를 목격하고 있으며, 조선업 호황에 따른 **인력 증가**는 동사 식수에 직접적인 영향을 줄 것이다. ‘21년-‘22년의 글로벌 병목현상으로 해운업 호조에 따른 대규모

모 발주가 이어졌고, 조선소에는 3년 이상의 수주잔고가 쌓여있다. 앞으로는 IMO의 친환경 규제 로 인한 친환경 선박의 교체 수요와 노후화된 교체 수요의 증가가 조선업 호황을 앞당길 것이다.

#### 국내 조선업 인력 부족

문제는 확대된 수주물량을 온전히 소화하기에 국내 조선업 인력이 부족하다는 점이다. 조선업 종사자 수는 '14년 말 20만명으로 정점을 찍었으나, 구조조정을 겪으며 '22년 9.1만명까지 감소했다. 초호황기를 맞이하며 확보한 '22년 수주물량 168만 CGT(YoY+98.5%)에 대응하기 위해서는 향후 5년간 4만 3,000명의 인력을 추가로 확보해야 한다.

#### 조선업 인력 확보 노력

: HD한국조선해양, 정부

이에 HD한국조선해양 뿐만 아니라 정부까지 발벗고 나서 조선업 인력을 확보하기 위해 노력하고 있으며, 투입되는 인력은 동사 Q증가를 가져올 것이다. 정부는 조선업 인력난을 완화하기 위해 '23년 4월 조선업 전용 고용허가제(E-9)쿼터 신설, '25년까지 매년 5,000명 규모의 외국 인력 확보를 허용했다. 동사 핵심 고객사인 현대중공업 또한 외국인 근로자 최대 2,800명, 내국인 근로자 최대 300명 채용 계획을 내세웠다.

## Point 2. 동사의 이어달리기, 새로운 금광을 찾아서

#### Q 확장 이어달리기

멈출 줄 모르는 런치플레이션과 캡티브 공장의 가동률 증가는 동사의 Top-Line 증가로 이어지는 희소식임이 분명하다. 그럼에도 국내 단체급식 시장의 성장성에 대한 투자자들의 우려를 완벽히 지우기는 어렵다는 것을 알기에, 동사는 국내 단체급식 시장을 넘어서 중장기적인 먹거리를 무서운 속도로 늘려가고 있다. 본 장에서는 현대그룹 해외 공장 증설로 확보되는 ①든든한 해외 급식 수요, ②HMR과 외식사업을 필두로 한 B2C 사업의 성장성, 그리고 ③민간에 막 개방된 군납 시장을 조명한다. 동사의 Q확장 이어달리기 바통들을 하나씩 살펴보자.

### 4.3. 세계로 뻗어나가는 동사의 첫 바통 - 해외 단체급식

#### 남다른 출발선

해외 사업장 50 개  
진입 국가 수 1 위

산업분석에서 언급되었듯, 국내 단체급식 시장의 제한된 성장성에 동사를 포함한 단체급식 업체들은 해외를 바라보았다. 동사는 해외 각지에 있는 현대그룹 공장과 건설 현장을 바탕으로 빠르게 해외 법인을 확대, 현재는 미국, 중국, 멕시코, 중동 등 총 7개국에 진출하여 국내 대형 급식업체 중 가장 많은 국가에 진출해 있다. '22년 기준 50여 개의 해외 사업장을 운영하고 있는 동사는 해외 캡티브 공장 증설에 따라 사업 확장을 가속하고 있다.

#### 해외 캡티브 수요, 새로운 시장으로의 활로

동사는 '11년 UAE 바라카 원전 공사 현장 단체급식을 시작으로 해외에 진출하였다. 이후 '15년 멕시코에서 기아자동차에 단체급식을 제공하며 해외사업을 확장하였다. 이처럼 캡티브 공장으로부터 쏟아지는 해외 급식 수요는 동사가 안정적으로 해외 시장을 개척할 수 있는 활로이다. 동사는 현대그룹 계열사가 사업장을 가지고 있는 국가 위주로 해외 시장에 진출하는 전략을 선택, 리스크를 최소화하며 성공적으로 해외 급식 시장을 개척할 수 있었다.

#### CJ 프레시웨이는 캡티브 없어서 철수

동사의 경쟁사 CJ프레시웨이에서도 캡티브 수요의 중요성을 확인할 수 있다. CJ프레시웨이는 '12년부터 새로운 먹거리를 찾아 해외 시장에 도전하였으나 실패를 보고 '20년 중국 해외 급식 법인을 철수하고 국내에만 집중하고 있다. 반면 동사는 기아자동차 사업장을 바탕으로 정착한 멕시코 법인이 삼성엔지니어링의 정유공장 건설 현장에 급식을 제공하는 등 성공 가도를 달리고 있다. 캡티브 수요가 곧 해외 급식사업 성공의 핵심 Key인 것이다.

그림 4-10. 대형 급식업체 해외 진출 현황

## 해외 진출 국가 7개로 1위

## 대형 급식업체 해외 진출 현황

기업	진출 국가
현대그린푸드	미국, 중국, 멕시코, UAE, 사우디, 쿠웨이트, 이란
삼성웰스토리	베트남, 중국
CJ프레시웨이	중국 진출 후 철수
신세계푸드	해외 진출 내역 없음
아워홈	미국, 중국, 폴란드, 베트남

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 4-11. 현대차 그룹 전기차 시장점유율 추이 (단위: %)



출처: 언론사 종합, 현대차, 기아, SMIC 4팀

북미에 전기차 공장  
증설 시급

이러한 흐름 속에서 동사의 가려운 구석을 긁어주는 달콤한 소식이 있었으니, 바로 **현대차 그룹의 대규모 해외 공장 증설**이다. '23년부터 시행된 미국 IRA 정책에 따라 미국 자동차 시장에서는 북미에서 최종 조립된 전기차에 한하여 세액공제 혜택을 제공하기 시작하였다. 북미에 전기차 생산라인이 없는 현대차 그룹은 차량당 최대 7,500달러에 달하는 세액공제 혜택을 놓치며, 증가하던 글로벌 전기차 시장점유율이 꺾이는 아쉬운 '23년 1분기 성적표를 받았다. 미래 밥그릇이 절실한 현대차 그룹, 대규모 전기차 공장 증설을 발표 후 그 속도를 더욱 가속화하기 시작했다.

미국 Capa 135% 증설  
따라가는 동사

마음이 급해진 현대차 그룹은 당초 '30년으로 예정되어 있던 미국 조지아주 공장 증설을 앞당기며 **'24년 하반기까지 30만대 Capa 증설을 완료하고, '25년에 50만대까지 확장하는 증설 계획**을 발표했다. 조지아주 공장의 기존 Capa 37만대 대비 **135%** 증가하는 대규모 증설을 단행한 셈이다. 그리고 새롭게 나타난 이 거대한 먹거리를 손에 쥐기 위해 동사는 미국 급식시장에 뛰어 들었다.

해외 캡티브 수요,  
신규 시장 진입의  
든든한 뒷배

동사는 '22년 10월 미국 조지아주에 현대그린푸드 조지아법인을 설립하며 새로운 먹거리를 맞이할 준비를 하였다. **'23년 기준 5,920명, '25년 기준 13,920명**에 달하는 거대한 급식 수요를 겨냥한 것이다. 동사는 미국 진출과 동시에 기존 현대차 그룹 공장에 급식을 제공하고 있으며, 새로 짓고 있는 전기차 공장 건설 현장에도 급식을 제공 중이다. 동사가 현재 해외에서 일일 **8만식**의 급식을 제공 중인 점을 생각하면, 미국 캡티브 수요는 미국 급식시장에 새로 진입하는 동사의 든든한 뒷배로 작용할 것이다. 현대를 등에 업은 동사, 남들과는 출발선부터 다르다.

미국, 멕시코 증설  
→동사 신규 수요↑

동사가 단기적으로 노릴 수 있는 캡티브향 해외 신규 급식 수요는 여기서 끝이 아니다. **동사가 진출한 국가의 현대 그룹 공장 증설계획을 종합하여** 예상되는 고용 인원수를 계산한 결과, [그림 4-12.]와 같다. 기아에서 전기차 라인 증설을 위해 멕시코에서 **'24년까지 15만대의 Capa 확장**을 계획하고 있으며, 현대모비스에서 현대차 미국 조지아주 공장 증설에 맞추어 부품 생산시설 **5곳**을 추가로 건설 중이다. 이는 각각 **2,400명, 1,500명**의 신규 고용을 창출할 것으로 예상되며 동사의 **신규 수요**로 이어진다.

많아도 너무 많은  
신규 수주 가능한  
파이프라인

앞서 언급했듯이, **해외 건설 현장** 역시 동사의 주력 해외 시장이다. 건설 사업의 특성상 수주 단위로 급식 공급 계약이 이루어지고 수주의 양이 방대하여 동사가 납품 중/예정인 건설 현장을 전부 파악하는 것은 어렵다. 하지만 동사가 급식을 제공한 전적이 있는 건설 기업의 신규 수주, 그 중 동사가 해외 급식 사업을 영위하고 있는 국가에서 이루어지는 공사는 동사가 급식을 제공할 수 있는 **유력한 후보**이다. [그림 4-13.]은 동사가 과거 급식을 제공했던 삼성엔지니어링, 현대건설, 현대엔지니어링의 동사 사업 국가 내 수주내역이다. 동사가 노릴 수 있는 **파이프라인**만 보아도 해외 시장에서 동사가 보일 높은 성장세를 어느정도 가늠할 수 있다.

그림 4-12. 현대그룹 공장 증설 계획

총 채용 규모 10,300명		
현대차 그룹 공장 완공 후 채용 규모		
(단위: 명)	2024	2025
현대그룹	7,100	3,200
현대차그룹	5,600	3,200
미국	4,800	3,200
멕시코	800	
현대모비스	1,500	
미국	1,500	

출처: 언론사 종합, SMIC 4팀

그림 4-13. 동사 신규 수주 가능 건설현장 파이프라인

동사 신규수주 가능 파이프라인						
기업	국가	발주처	공사명	수주 일정	수주총액 (백만원)	
삼성엔지니어링	사우디아라비아	Advanced PolyOlefins	SAUDI APOC PDH/UTOS Project	21.04~24.06	1,558,400	
	사우디아라비아	Saudi Aramco HUGRS Project	Aramco Asia Japan	19.12~23.12	2,391,900	
	사우디아라비아	Saudi Aramco Jafurah GPF Project	SAUDI ARABIAN OIL COMPANY	21.11~26.02	1,607,400	
	UAE	ABU DHABI OIL REFINING COMPANY	UAE ADNOC Refining CFP	18.02~23.09	2,959,500	
	UAE	ABU DHABI OIL REFINING COMPANY	UAE ADNOC Refining WHRP	18.03~23.09	553,000	
현대건설	이라크	South Refineries Company	이라크 바스라 정유공장 고도화설비 공사	21.02~25.08	2,325,342	
	사우디아라비아	Saudi Aramco	사우디 마잔 오일처리 시설 신설 및 확장	19.05~24.07	1,942,774	
	사우디아라비아	Saudi Aramco	사우디 마잔 가스처리 공장 부대시설	19.05~24.12	1,619,249	
	사우디아라비아	Saudi Aramco	사우디 자푸라 유틸리티 및 부대시설 공사	21.11~25.08	965,906	
	사우디아라비아	NEOM Company	사우디 네움 런닝 터널 공사	22.06~25.12	623,678	
현대엔지니어링	사우디아라비아	Saudi Aramco	Jafurah Utilities	21.11~25.08	1,182,918	
	미국	Hyundai Motor Group Metaplant America,	미국 HMGMA 현대차공장 신축공사	22.04~24.12	872,197	
	미국	MOBIS North America electrified Powertrain	미국 HMGMA 모비스공장 신축공사	22.08~24.03	643,596	

출처: 각 사 사업보고서, SMIC 4팀

BTS, 봉준호, 손흥민,  
K-급식~

이처럼 동사의 K-급식은 현대그룹의 대규모 해외 공장 증설과 함께 세계로 뻗어나가는 중이며 캡티브 레퍼런스를 바탕으로 타 사업장까지 공격적으로 확대하고 있다. 이를 바탕으로 동사의 해외 급식 매출은 '12년 110억원에서 '22년 778억원으로 수직 상승하였으며 '22년 50개인 해외 사업장을 '24년까지 70개로 확장할 계획이다. K-급식의 세계화, 이제 시작이다.

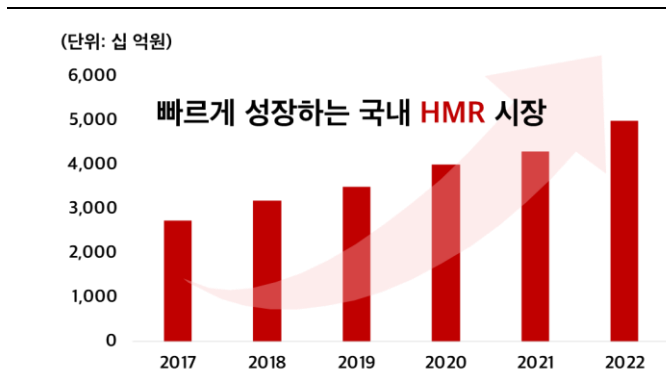
#### 4.4. 바통 이어받는 B2C - HMR과 외식사업

두 번째 이어달리기  
B2C

B2B 사업부인 단체급식의 성장은 동사에게 쏟아질 Q확장 이어달리기의 '시발점'에 불과하다. HMR(가정간편식) 시장 진입과 외식사업의 호조가 폭발적인 성장을 견인할 동사의 다음 주자 B2C 사업부를 알아보자.

그림 4-14. 국내 HMR 시장규모 추이

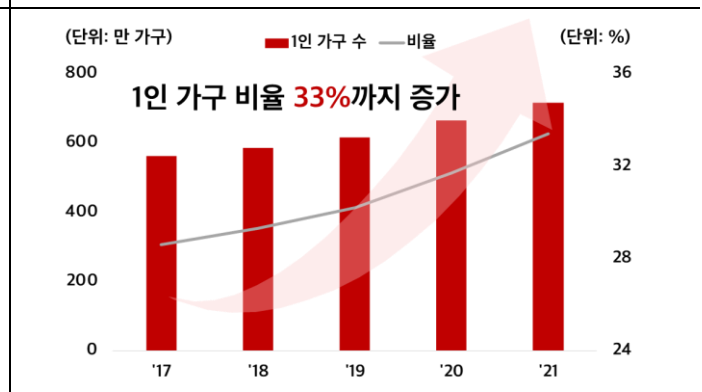
(단위: 십억 원)



출처: 한국농수산식품유통공사, SMIC 4팀

그림 4-15. 1인 가구 수 추이

(단위: 만 가구, %)



출처: 통계청, SMIC 4팀

HMR 시장  
'22년 기준 5조원

세 집 중 한 집은 혼자 사는 시대가 도래하면서 국내 HMR(가정간편식) 시장은 가파르게 성장하고 있다. 국내 1인 가구는 '15년 520만 가구에서 '21년 717만 가구로 증가하여 전체 가구 중 33.4%를 차지하고 있다. 이에 따라 조리와 식사가 간편한 HMR이 각광받고 있으며, [그림 4-14.]에서 볼 수 있듯, '22년 HMR 시장은 5조원 규모로 성장하였다. HMR을 필요로 하는 소비자층이 큰 폭으로 늘어난 결과이다.

스마트 푸드센터로  
경쟁력 강화

동사는 가파르게 성장중인 새로운 시장을 포착하고 '20년 HMR 시장에 처음 진입, 불과 2년만에 460억원의 매출을 기록하였다. 산업분석에서 언급했듯, 반조리와 완조리 제품을 제조하는 CK라인을 갖춘 점과 이로 인한 비용 절감이 동사의 경쟁력으로 작용한 덕이다. CK라인을 갖춘 동사의

스마트 푸드센터는 '22년 완공되었으며, 하루 20만명분의 Capa를 확보하며 Q성장의 바통을 이어 받을 준비를 마쳤다.

고령층 타겟 그리팅,  
2030 에게도 인기

동사가 가장 주력으로 판매하는 HMR은 고령층을 타게팅하는 케어푸드 전문 브랜드 “그리팅”이다. 고령층을 타게팅하여 건강식단으로 출시하였지만, 2030에게도 인기가 많아서 절반 가량이 30대 이하에게 판매되었다. 건강식을 선호하는 2030의 니즈에도 맞아떨어진 것이다. 그 결과, 그리팅 온라인 몰 이용 고객 수는 '22년 20만 명으로 전년 대비 두 배 이상 늘어났으며, 매출은 동기간 120%의 성장세를 기록하였다.

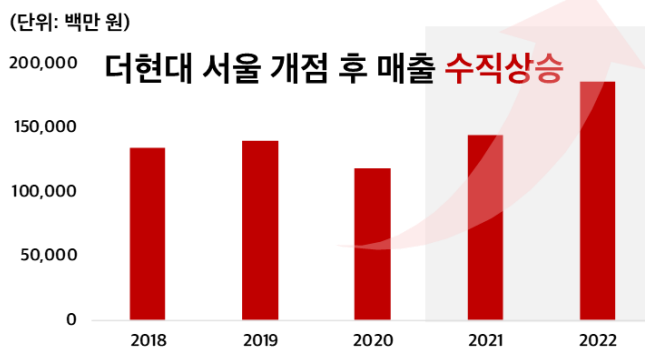
놀라운 재구매율  
“70%”

더불어 '21년 말에 지역 맛집의 메뉴를 간편식으로 제작하여 출시한 “모두의 맛집” 역시 매달 15% 이상 성장세를 보이고 있으며, 재구매율이 무려 70%에 달한다. 이처럼 출시하자마자 불티나게 팔리는 동사의 HMR 매출은 '21년 290억 원에서 '22년 460억 원으로 폭발적인 성장세를 보이고 있으며, 추가되는 새로운 Q로서 동사의 B2C 사업부 성장을 견인할 전망이다.

### 넘쳐나는 방문객, 백화점이 열어주는 전방

그림 4-16. 동사 외식사업 매출액 추이

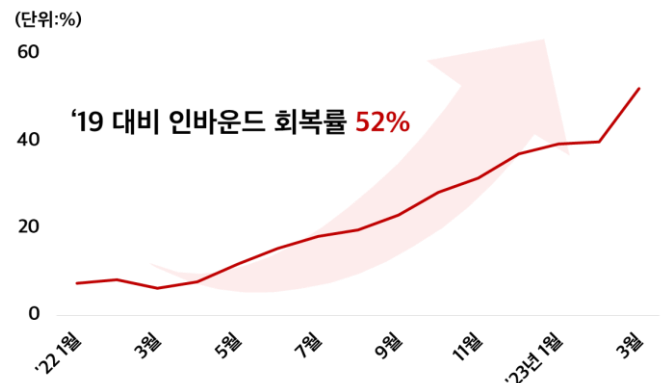
(단위: 백만 원)



출처: 현대그린푸드, SMIC 4팀

그림 4-17. 월별 인바운드 외국인 관광객 수 회복률

(단위: %)



출처: 문화체육관광부, SMIC 4팀

외식사업도  
날씨 맑음 ☉

'21년에 개점한 더현대 서울은 2년간 약 8,000만 명이 방문하며 여의도의 랜드마크로 거듭났다. 이에 따라 현대백화점 식품관을 중심으로 외식사업을 영위하는 동사의 외식사업 매출도 큰 폭으로 증가하여 '22년에 1,862억원을 기록, 역대 최대 실적을 달성하였다. [그림 4-16.]에서 확인할 수 있듯, 코로나19와 사회적 거리두기의 여파로 외식업 전반이 부진했던 '21년에도 동사는 '19년보다 높은 외식사업 매출을 기록하며 견조한 실적을 보였다.

중요한 것은  
백화점 방문객 수

동사의 외식사업이 이렇게 높은 성장세를 기록할 수 있었던 데는 “백화점 방문객 수”가 한 몫 했다. 백화점 매출 중 명품 매출이 20~30% 가량 차지하는데도 불구하고, 더현대 서울은 3대 명품기업인 에·루·샤 없이 2030이 선호하는 “핫”한 브랜드 팝업스토어와 포토존을 구성하여 방문객 수를 늘리는데 초점을 두었다. 그 결과, 더현대 서울은 '23년 3월 차량 도착 수 9만 6,000대를 기록, 전국 백화점 중 1위를 차지하였다. 현대백화점은 방문객 수를 늘리기 위해 올해 리모델링 비용으로 2,600억원을 투입할 계획이며, 동사는 지출 없이 현대백화점의 마케팅 수혜를 오롯이 입을 전망이다.

회복되는 인바운드  
방문객 수 ↑

빠른 속도로 회복되고 있는 외국인 인바운드도 백화점 방문객 수 증가에 박차를 가하고 있다. '23년 3월 한국방문 외국인 관광객 수는 80만명을 상회, 코로나19 이전인 '19년 동월 대비 52%까지

회복하였다. [그림 4-17.]에서 볼 수 있듯, 회복률의 증가세는 점점 가팔라지고 있으며, '23년 6월 기준으로 전 세계 항공운항 회복률이 90%로 예상되는 바, 외국인 인바운드 역시 성장세를 이어 나갈 것으로 보인다. 동사 외식사업의 수요가 국내와 해외 모두에서 쏟아지고 있다.

**매장 수도 늘어난다고? - 이어지는 BIG 이벤트들**

큰 거 하나 온다  
더현대 "광주"

현대백화점 식품관에 자리잡고 있는 동사 외식사업에 현대백화점의 신규 출점은 새로운 Q를 발생시키는 촉매이다. 현대백화점은 광주에 9만명 규모의 더현대 광주를 건립할 예정으로 이는 더현대 서울 면적의 1.5배에 달한다. 개점 일정은 확정되지 않았지만 동사의 브랜드로 식품관을 조성할 것임이 사업계획서에 명시되어 있는 만큼 동사의 수혜가 기대된다. 더불어 현대백화점의 **청주와 부산 아울렛 출점**이 진행 중이며, 각각 '25년과 '27년에 개점할 예정이다. 백화점 방문객 수와 매장 수 증가가 이끄는 **쌍두마차**를 타고 동사의 외식사업은 장기적 성장을 바라보고 있다.

**4.5. 더 멀리 달려갈 세번째 바통 - 군 급식 식자재 유통**

세 번째 Q 확장,  
군 급식 시장 진입

Q 확장의 세 번째 요소, 동사의 이어달리기를 이어갈 세 번째 "바통"은 군 급식으로의 식자재 유통이다. 국방부는 장병 복지 개선의 일환으로 국방 중기계획을 통해 장병 1인 급식비를 '23년 13,000 원으로 인상하였고, '25년 15,000원까지 추가 인상할 것임을 발표했다. '22년 기준 간부 20만명, 병사 30만명이 복무하고 있으며, 인력 정원을 '27년까지 유지하고자 하는 국방부 계획을 토대로 군 급식 식자재 시장의 규모를 [그림 4-19.]과 같이 계산한 결과, 군 급식 식자재 유통 시장 규모는 '25년 1.7조원에 달할 것으로 추산된다.

시장규모는 정책적으로 성장하는 반면, 군 급식 식자재 유통 시장은 과거 동사와 같은 대형 유통업체가 진입할 수 없던 **폐쇄적인 시장**이었다. 전체 계약의 70%가 수의계약으로 이루어져 접경지역 농축산물이 유통되었으며 나머지 30%마저도 일정이 예고되지 않은 추천제 방식으로 이루어졌기 때문이다. 하지만 국방부는 '22년 3월 군 급식 유통 체계를 수의계약체계에서 **경쟁조달체계**로 바꾸겠다고 선언하며 판도가 바뀌었다. 동사에게도 **초대장이** 날아온 것이다.

국방부는 '22년 전체 시장의 30%를 시작으로 민간 개방 규모를 순차적으로 확대해 나갈 것임을 발표했으며, '25년에는 50%를 개방하기로 확정하였다. 더군다나 '23년 정부의 주요 국정과제인 "선택형 급식체계" 도입, 정부는 군 급식 개선에 칼을 뽑아 들었다. 이러한 흐름 속에서 중장기적으로는 100%까지 경쟁조달체계가 확대될 예정이다. 기존에 먹을 수 없었던 새로운 파이, 그리고 정부 정책 속에서 그 파이가 점점 커지는 상황. 동사의 Top-Line은 바통을 이어받으며 꾸준히 성장할 전망이다.

그림 4-18. 국방부 2023 급식방침

**정부 주요 국정과제로 커지는 파이**

대한민국 국방부  
 보도 자료 *튼튼한 국방 과학기술 강군*

보도 일시	2023. 3. 6. (월) 08:00	배포 일시	2023. 3. 6. (월) 08:00
담당 부서	전력자원관리실 물자관리과	책임자	국 장 이갑수 (02-748-5700)
		담당자	과 장 배성준 (02-748-5720)

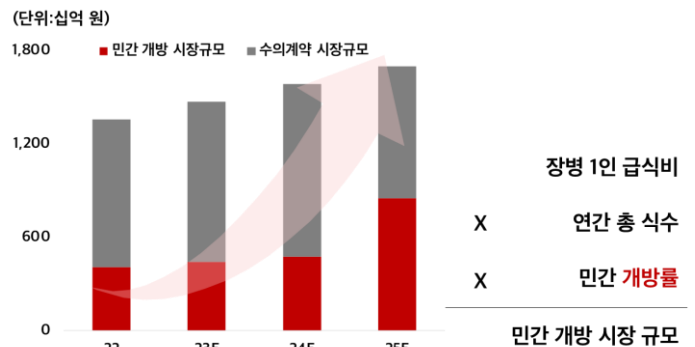
**국방부, 2023년도 급식방침 수립**

- **선택형 급식체계로의 개선** - 안정적 이행으로 급식만족도 향상 기대 -

출처: 국방부, SMIC 4팀

그림 4-19. 군 급식 시장 및 민간 개방 규모

(단위: 십억 원)



출처: 국방부, SMIC 4팀

## 지배구조 개편, 주주가치 제고 - 촉매

현대백화점 그룹은 주력 계열사인 현대백화점과 현대그린푸드를 중심으로 한 인적분할을 통해 지주사 체제로의 출범을 선언했다. 지주사체제 전환에 따른 지배구조 개편은 기업내재가치를 드러내어 주가상승을 가속화하는 촉매가 되었고, 이는 인적분할 이후 동사주가의 상승으로 이어졌다. 한편, 복잡하게 얽혀있는 지배구조를 개편하는 과정은 필연적으로 주식을 매개로 한 대규모 거래를 동반하고 이 과정에서 주가를 부양하기도, 주주가치를 제고하는 주주환원정책을 낳기도 한다.

- 1) 지주사 전환에 필요한 대규모거래에 뒤따른 주가부양
- 2) 인적분할 이후 약속된 주주환원책

위 두가지 요인에 따라 동사는 좋은 기업을 넘어 더욱 좋은 주식이 되기 위한 준비를 끝마쳤다. 지배구조 개편과정에서 어떻게 주가상승이 촉발될 수 있는지, 개편에 따른 효익이 주주들에게 어떻게 환원되는지 주목해보자.

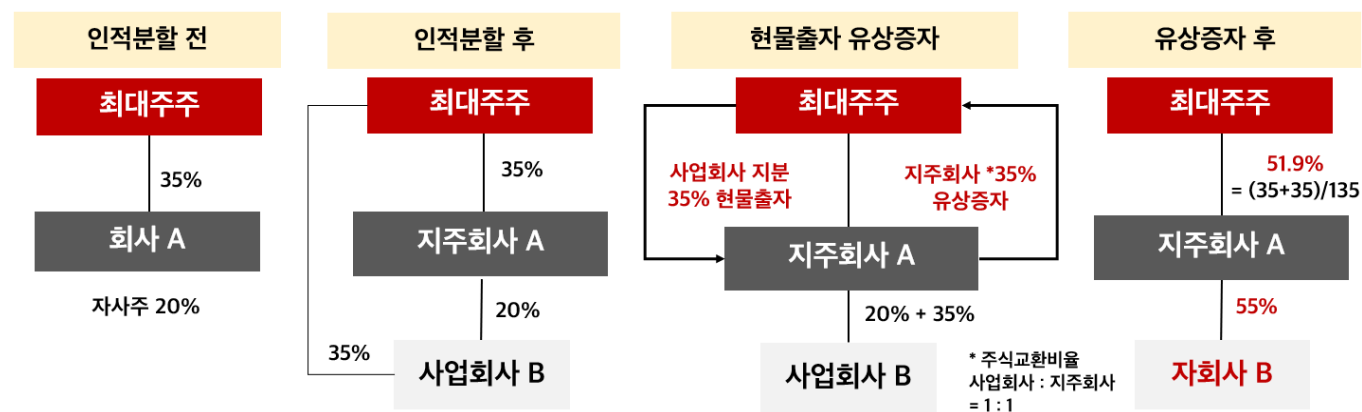
### 5.1. 효과적인 지배구조 안정화를 위한 주가부양

#### 1) 현물출자 유상증자에 숨은 속사정 - 최대주주와 지주사의 주식거래

인적분할 이후  
동사지분 20% 이상  
취득 필요

인적분할은 기존 주주들이 지분율대로 신설법인의 주식을 나눠갖는 방식의 기업분할로, 이후 (구) 현대그린푸드의 주주들은 65:35의 비율로 현대지에프홀딩스와 현대그린푸드의 주식을 갖게 되었다. 지주사 현대지에프홀딩스는 동사를 자회사로 편입시키기 위해서 2년 내에 상장 자회사인 동사에 대한 지분을 30% 이상 보유해야만 한다. 현재 동사의 지분 10.1%를 보유하고 있는 지주사 현대지에프홀딩스는 2년 내에 동사의 지분을 약 20% 이상 취득해야 하는 것이다. 이로써 동사는 현대지에프홀딩스의 자회사로 편입되며 지주사 체제로의 전환이 마무리된다.

그림 5-1. 인적분할 및 현물출자 유상증자 과정



현물출자 유상증자  
= 지주사 주식과  
자회사 주식 교환

이에 현대지에프홀딩스는 동사의 지분을 현물출자 유상증자 방식으로 취득하기로 공시했다. 현물출자 유상증자란 기업이 주식을 발행하여 이를 현금이 아닌 자산과 교환하는 것이다. 통상 자회사 지분취득을 위한 현물출자 유상증자는 모회사의 주식을 발행하여 이를 자회사의 주식과 교환하는 방식으로 진행된다. 이에 지주사 현대지에프홀딩스는 2년 내에 동사의 주식과 새로 발행된 현대지에프홀딩스의 주식을 교환하는 주식스왑을 통해 동사의 지분을 취득할 예정이다.

그렇다면 이 경우, 누가 지주사와의 대규모의 거래에 주요하게 참여할까? 자회사의 지분을 가장 많

지주사 <-> 최대주주  
주식교환

이 소유하고 있으며 동시에 대규모의 지주사의 지분을 가장 원하는 대상이 누구일지 생각해보면 답은 명확하다. 바로 그룹 내 최대주주, 오너일가이다. 물론 일반주주들도 이 거래에 참여할 수 있으나, 대규모의 자회사 지분을 보유하고 있는 최대주주가 해당 거래에 주요하게 참여함으로써 지주사는 안정적으로 의무지분율을 충족시킬 수 있다.

그림 5-2. 현대그린푸드 지배구조 변화



출처: SMIC 4팀

그림 5-3. 유상증자시까지의 교환비율 변화양상

**지주사 대비 자회사 주가 상승으로 유상증자시까지 급격하게 증가하는 교환비율**

**현물출자 유상증자시까지의 교환비율 변화양상**

인적분할 사례	거래재개시	유상증자시
DL - DL 이앤씨	0.60	0.64
솔브레인홀딩스 - 솔브레인	3.76	5.38
한일홀딩스 - 한일시멘트	1.15	2.17
HDC - HDC현대산업개발	1.62	2.03
이지홀딩스 - 이지바이오	0.24	1.43

(\*교환비율 = 자회사 주가 / 지주사 주가)

출처: SMIC 4팀

자회사보다는  
지주회사 지분이  
필요한 최대주주

최대주주 입장에서는 지주사에 대한 지분으로 계열사에 대한 지배력을 발휘할 수 있기 때문에 본인이나 자회사의 지분보다는 지주사의 지분을 많이 확보하는 것이 유리하다. 따라서 현물출자 유상증자를 통해 자회사지분을 지주사 지분과 맞바꿈으로써 지배구조를 안정화시키는 전략을 취한다. 동사의 경우에도, 최대주주인 정교선 현대백화점그룹 부회장이 들고 있는 동사의 주식을 지주사 현대지에프홀딩스의 주식과 교환함으로써 핵심계열사에 대한 지배력을 강화함과 동시에 공정거래법의 의무지분율을 충족시킬 수 있다.

자회사주가가 높아  
교환비율이 높을수록  
유리한 최대주주

한편, 현물출자 유상증자를 통해 지배력을 강화할 수 있는 기회를 얻은 상황에서 보다 지주사에 대해 많은 지분 확보하기 위해서는 어떻게 해야할까? 바로 자회사의 지분과 모회사인 지주회사의 지분의 교환비율을 높여서 지주사의 주식을 많이 가져가는 것이다. 자회사의 주식을 취득하기 위해 필요로 하는 지주회사의 주식이 보다 더 많을수록 최대주주는 적은 자회사 지분으로도 많은 지주회사의 주식을 얻을 수 있다. 따라서 자회사의 주식가치가 높고 지주회사의 주식가치가 낮을수록 최대주주에게 유리한 환경이 조성된다.

자회사 주가를  
부양할 유인 존재

이에 최대주주는 지주회사의 주가를 끌어내리고 자회사의 주가를 부양할 유인이 존재한다. 그리고 마치 장난처럼, 거래재개 이후 지주회사와 자회사간 주가의 차이는 지속적으로 벌어지는 양상을 보인다. [그림 5-3]을 살펴보면, 인적분할 이후 현물출자 유상증자시까지 지주사 대비 자회사 주가 상승으로 지주사와 자회사의 교환비율이 현저하게 상승한 것을 알 수 있다. 실제로 이러한 이해관계를 이해하는 주주들은 인적분할 이후 보유하고 있는 현대지에프홀딩스의 주식을 팔고 현대그린푸드의 주식을 사는 양상을 보이며, 이러한 수급에 따라 동사에게 유리한 환경이 조성될 가능성이 높다.

## 2) 현대백화점과 동사의 엇갈린 운명 - 반쪽짜리 지배구조 개편으로 급해진 계열분리

현대그린푸드만  
성공한 지주사전환

지금부터는 시야를 넓혀 현대지에프홀딩스 뿐만 아니라 현대백화점 그룹 전반의 지배구조 개편에 대해 살펴보자. 현대백화점 그룹은 주력 계열사인 현대백화점과 현대그린푸드를 중심으로 한 인적분할을 통해 지주사 체제로의 출범을 선언했다. 이는 [그림 5-4.]와 같이 현대백화점홀딩스, 현대지에프홀딩스를 각각 지주회사로 두는 지배구조 개편을 통해 이루어질 계획이었다. 그러나 현재,

현대그린푸드만 인적분할에 성공하면서 현대백화점 그룹의 지배구조 개편은 절반의 성공에 그친 상황이다. 정교선 현대백화점그룹 부회장이 최대주주로 있는 현대그린푸드의 인적분할은 주주총회를 통과한 반면, 정지선 현대백화점그룹 회장이 최대주주로 있는 현대백화점의 인적분할은 부결되었기 때문이다.

그림 5-4. 무산된 현대백화점그룹 지주사전환 계획



출처: SMIC 4팀

계열분리  
-> 지분확대 필요한  
최대주주

이에 일찌감치 장남 정지선 회장이 이끄는 백화점 부문, 차남 정교선 부회장이 이끄는 식품 부문으로 경영구도가 분리된 상황에서 현대백화점 그룹은 반쪽짜리 지주사전환을 진행하게 되었다. 현대백화점의 지주사 전환이 좌초된 상황에서 정지선 회장의 현대백화점 지분율은 17.1%에 그칠 수밖에 없다. 현대백화점-현대그린푸드로의 계열분리 가능성이 높게 점쳐지는 상황에서 정지선 회장이 자신의 계열사에 대한 지배력을 높이기 위해서 현대백화점에 대한 자신의 지분을 확대하는 수밖에 없다.

현대백화점 회장 <->  
현대지에프홀딩스  
지분 교환 가능성

그리고 마침, 현대지에프홀딩스는 지주사로 전환됨으로써 기존에 보유하고 있던 현대백화점의 지분 12.1%를 2년 내에 처분해야하는 상황이다. 지주사는 자회사가 아닌 회사의 지분을 보유할 수 없기 때문이다. 이에 현대지에프홀딩스가 처분해야하는 현대백화점 지분 12.1%를 정지선 회장이 보유한 현대지에프홀딩스&현대그린푸드의 지분 각 12.7%와 맞바꿀 가능성이 높다. 현대백화점을 지분을 처분해야하는 현대지에프홀딩스와 현대그린푸드계열 지분보다는 현대백화점의 지분이 조금이라도 더 필요한 정지선 회장의 이해관계가 맞아떨어지는 완벽한 거래인 셈이다.

현대백화점  
- 동사&홀딩스  
= 약 643 억원

여기서 문제는 정지선 회장이 보유한 현대지에프홀딩스와 현대그린푸드의 지분가치가 현대지에프홀딩스가 보유한 현대백화점 지분가치보다 훨씬 낮다는 점이다. 정지선 회장이 보유중인 현대지에프홀딩스 8,087,172주와 현대그린푸드 4,293,097주의 가치는 약 797억원(5/31 종가기준)으로 현대지에프홀딩스가 가진 현대백화점 주식 282만주의 가치 1441억원(5/31 종가기준)보다 643억원 낮아 해당금액을 정지선 회장이 추가로 부담해야 한다. 이에 현대백화점 그룹 내에서 장남 정지선 회장과 차남 정교선 부회장, 두 형제의 계열분리가 원만하게 이루어지기 위해서는 동사와 현대지에프홀딩스의 주가를 장기적으로 부양해야할 유인이 존재한다.

장기적으로  
동사 주가부양 필요

실제로 재계에서는 그 동안 두 계열사가 계열분리를 하지 못한 원인을 주가 차이에 따른 정지선 회장의 비용부담 때문으로 해석하고 있다. 반쪽짜리 지주사 전환으로 현대지에프홀딩스와 정지선 회장의 지분거래가 시급해진 상황에서, 이제 현대백화점 그룹에게 남은 것은 동사와 현대지에프홀딩

스의 주가를 부양하는 방법 뿐이다. 동사의 주가가 현대백화점 그룹의 계열분리에 필요한 핵심 key가 된 상황에서, 동사의 주가는 장기적으로 부양될 가능성이 높다.

## 5.2. 지주사전환을 위한 주주달래기 - 주주가치 제고

### 인적분할 이후 주주환원정책

한편, 기업의 인적분할이 주주총회에서 통과하기 위해서는 일반투자자들의 동의가 필요하다. 최대 주주가 인적분할로 지배구조 안정화라는 결과를 얻는다면, 투자자도 주주로서 얻는 것이 있어야 하는 법이다. 동사 또한 **인적분할 이후 주주가치 제고를 위한 주주환원정책**을 제시하였고 이에 동사 주식의 가치는 더욱 높아질 전망이다.

#### ① 자사주 10.6% 소각

동사는 인적분할 이후 주주가치 제고를 위해 **향후 6년 이내 자사주 10.6%를 매입 후 소각**하겠다는 주주환원책을 제시하였다. 회사가 자사주를 사들여 소각한다는 것은 유통되는 주식 총수를 줄인다는 의미이다. 이 경우 주식수가 줄어들면서 주주들의 지분이 상승함에 따라 주당가치 및 주당순이익을 증진함으로써 주주이익을 꾀할 수 있다. [그림 5-5.]를 보면, '19-'22년 동안 자사주 소각을 진행한 기업은 36곳에 불과하다. 아울러 해당 3년의 기간동안 5.3% 이상의 자사주를 소각한 기업은 12곳 뿐으로 동사가 약속한 자사주 소각규모가 한국주식시장에서 매우 큰 규모라는 점을 알 수 있다.

#### ② 분할 전 대비 배당확대

아울러 동사의 배당금 또한 확대될 가능성이 높게 점쳐지고 있다. 현대지에프홀딩스는 인적분할 이후 배당금 총액을 150억원 이상으로 책정하였고 신설법인인 **현대그린푸드에 대해서도 분할 전**에 비해 **총합 배당금이 증가할 수 있도록 배당정책을 수립**하겠다고 밝혔다. 이에 현대그린푸드의 분할 이전 배당금 총액 180억원 중 현대지에프홀딩스의 배당금을 제하면 최소 30억원 이상의 배당금 총액이 보장된 상황이다. 아울러 현대지에프홀딩스와 인적분할 비율에 따라 같은 비율로 배당금 총액을 책정한다고 가정하면 배당금 총액 80억원, 이를 주당 배당금으로 약 236원에 달한다.

그림 5-5. 자사주 소각 규모 비교 & 동사 주주환원정책 계획

'19-'22 3년간 자사주 소각 규모 순위					
기업	소각횟수	소각지분율	기업	소각횟수	소각지분율
한미반도체	2	14.0%	한국철강	1	7.8%
KISCO홀딩스	1	12.4%	아이마켓코리아	2	7.1%
SK텔레콤	1	10.8%	메리츠금융지주	2	6.6%
경농	1	10.0%	두산중공업	1	6.4%
풍산홀딩스	1	8.6%	현대엘리베이터	1	5.4%
KTB투자증권	2	8.0%	기업은행	1	5.4%

동사의 주주환원 정책 계획	
항목	내용
배당	- 분할 후 존속회사와 신설회사의 합산 배당금 총액이 분할 전 대비 증가할 수 있도록 배당정책 수립
자사주 소각	- 신설회사 현대그린푸드는 분할 이후 6년 내 자사주 10.6%를 매입하여 소각

출처: DART, SMIC 4팀

그림 5-6. 식품주 주주환원성향 비교

식품주 주주환원성향 비교			
기업	배당성향	자사주 소각액 (단위: 백만 원)	주주환원성향
신세계푸드	-53.94%	0	-53.94%
팜스토리	-50.54%	0	-50.54%
풀무원	-20.16%	0	-20.16%
CJ프레시웨이	8.46%	0	8.46%
오리온	9.57%	0	9.57%
삼양식품	13.10%	7,000	21.87%
농심	24.90%	0	24.90%
(구) 현대그린푸드	32.82%	0	32.82%
현대그린푸드	32.82%	7,019	40.62%

출처: SMIC 4팀

### 40.62%의 압도적인 주주환원율

위의 상황을 종합하여 동사의 1년치 자사주 소각액을 반영한 주주환원성향을 산출하면 40.62%로, 이는 분할 이전 대비 가량 높은 수치이다. 타 식품주들과 주주환원성향을 비교한 결과, 평균 7.8%p 만큼 높은 수치로 주주환원 측면에서 식품주 중에서 가장 매력적인 주식 중 하나라고 판단된다. 더불어 주주환원정책 또한 촉매가 되어 주가에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높은 만큼, 인적분할 이후 동사주식의 가치제고를 충분히 기대해볼만 하다.

**주가부양과 주주가치 제고, 좋은 주식이 되기 위한 동사의 여정은 닳을 울리기 시작했다.**

## 매출 추정

동사의 최종 매출추정 테이블은 다음과 같다. 상기 논의된 투자포인트들에 따라 동사 사업부를 재구성 후 매출추정을 진행하였다.

최종 매출추정테이블								
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024E	2025E
전체 매출	1,514,500	1,542,700	1,512,503	1,671,100	1,924,000	2,125,887	2,239,234	2,400,920
YoY(%)		1.86%	-1.96%	10.49%	15.13%	10.49%	5.33%	7.22%
단체급식	608,500	626,200	611,400	668,400	762,100	888,353	931,929	967,060
YoY(%)		2.9%	-2.4%	9.3%	14.0%	16.6%	4.9%	3.8%
국내	544,900	585,200	585,077	647,578	732,843	798,253	839,906	866,937
YoY(%)		7.4%	0.0%	10.7%	13.2%	8.9%	5.2%	3.2%
국내 오피스	179,817	193,116	193,075	213,701	241,838	269,052	285,643	288,998
1) ASP(식단가)	4,283	4,502	4,704	5,284	5,709	5,998	6,223	6,372
YoY (%)		5.1%	4.5%	12.3%	8.0%	5.1%	3.7%	2.4%
전체 식자재물가지수 상승률		0.0%	4.4%	5.9%	5.9%	3.4%	2.5%	1.6%
비율 (YoY/식자재물가지수상승률)			1.02	2.09	1.36	1.49	1.49	1.49
2) Q (연간 누적 식수)	42	43	41	40	42	45	46	45
YoY (%)		2.2%	-4.3%	-1.5%	4.7%	5.9%	2.3%	-1.2%
국내 공장	365,083	392,084	392,002	433,877	491,005	529,201	554,263	577,938
YoY (%)		7.4%	-3.2%	10.2%	10.7%	7.8%	4.7%	4.3%
주요기업 인건비 총액	13,627,821	14,098,411	13,647,512	15,045,361	16,660,366	17,956,404	18,806,804	19,610,126
해외	63,600	41,000	26,323	20,822	29,257	90,101	92,023	100,123
YoY(%)		-35.5%	-35.8%	-20.9%	40.5%	208.0%	2.1%	8.8%
식자재유통 (B2B)	349,700	377,200	396,300	479,900	585,700	633,670	674,007	768,965
YoY(%)		7.9%	5.1%	21.1%	22.0%	8.2%	6.4%	14.1%
급식 및 외식향 식자재	349,700	377,200	396,300	479,900	535,700	568,679	604,017	643,982
YoY(%)		7.9%	5.1%	21.1%	11.6%	6.2%	6.2%	6.6%
군대향 식자재	0	0	0	0	44,994	64,991	69,990	124,983
YoY(%)						44.4%	7.7%	78.6%
(1) 군 급식 식자재 시장규모					1,360,356	1,473,718	1,587,081	1,700,444
인당 급식비(원)					12,000	13,000	14,000	15,000
(2) 민간 개방률					30.0%	30.0%	30.0%	50.0%
(3) 동사 침투율					14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
HMR	0	0	0	29,000	46,000	52,244	59,624	68,518
YoY(%)					58.6%	13.6%	14.1%	14.9%
a) HMR 시장 규모				4,300,000	5,000,000	5,615,000	6,305,645	7,081,239
b) 동사 점유율				0.7%	0.9%	0.93%	0.95%	0.97%
점유율 증가율				0.0%	36.41%	1.13%	1.63%	2.33%
백화점향 유통 및 외식사업	556,300	539,300	504,803	493,800	530,200	551,620	573,674	596,378
YoY(%)		-3.1%	-6.4%	-2.2%	7.4%	4.0%	4.0%	4.0%
일반유통	422,300	399,600	386,703	349,700	344,000	355,662	367,719	380,184
외식사업	134,000	139,700	118,100	144,100	186,200	195,958	205,956	216,194

### 6.1. 단체급식 사업부

동사의 가장 큰 매출비중을 차지하는 단체급식 사업의 경우 국내와 해외로 나누어 추정, 국내 단체급식 사업은 앞서 설명한 오피스 단체급식과 공장 단체급식으로 각각 나누어 매출 추정하였다.

1) 국내 오피스 단체급식 매출: 오피스 단체급식은 단체급식 평균 식단가를 바탕으로 연간식수인 Q 를 역산한 뒤, PxQ 논리로 추정을 진행하였다. 연간 식수의 경우, 인플레이션이 극심했던 시기 BGF 의 매출성장률을 활용하여 '23 년 Q 성장률을 추정하였다. '10 년 이후로 현재와 같이 한국은행의 목표 인플레이션율을 상회하는 물가 상승을 보인 때는 '11 년이 유일했는데, 이때 당사는 편의점 도시락이 대두될 때였다. 당시 수혜를 기록한 BGF 성장률에, 유통사업 성숙기를 나타내는 당시와 현재 BGF 점포 수 차이를 기준으로 성장률을 조정하여 적용해주었다. 이후로 '25 년까지

최근 5개년 연평균 성장률(팬데믹 제외)로 회귀할 것으로 추정하였다. 물가상승률 관련 내용은 [Appendix 9.8.]에 첨부하였다.

**2) 국내 공장 단체급식 매출:** 동사의 공장 단체급식 매출을 결정짓는 요소는 결국 현대차를 비롯한 각 범현대가 그룹의 **업황**이며 동사의 서비스는 **직원복지 차원**에서 제공되는 재화이다. 이러한 점에 착안하여, 범현대가의 각 그룹을 대표하는 기업들의 인건비 추정에 해당 매출 성장률을 연동하였다. 각 기업별 인건비 추정논리는 [Appendix 9.7.]에 첨부해 두었다.

**3) 해외 공장 단체급식 매출:** '23 ~ '25 현대차그룹 공장 증설과 현대건설 수주 타임라인을 종합, '22년 일일 식수 8만회에 증분으로 추정했다. 평균 ASP는 보수적 추정으로 '22년 가격을 flat 처리하였다. '22년까지의 해외급식 매출은 별도 기준으로 국내와 중동 법인의 매출만 인식되었으나, '23년 후부터는 연결 기준으로 모든 해외 사업부 매출이 인식되어 208%의 성장률이 나타났다.

해외 단체급식 매출추정 논리												
(단위: 백만원)	2022	2023F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024F	2025F
해외 급식 매출	77,841	90,101	22,525	22,525	22,720	24,252	25,031	25,031	25,031	25,031	92,023	100,123
YoY (%)		15.8%					11.1%	11.1%	10.2%	3.2%	2.1%	8.8%
1) 해외 급식 일일 식수	80,000	92,600	92,600	92,600	93,400	99,700	102,900	102,900	102,900	102,900	99,700	102,900
해외 급식 일일 식수 증분		12,600	0	0	800	6,300	3,200	0	0	0	7,100	3,200
(a) 중동		6,680	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(b) 미국		5,920	0	0	0	6,300	3,200	0	0	0	6,300	3,200
(c) 중국											0	0
(d) 멕시코					800	0	0	0	0	0	800	0
2) 평균 ASP(원)	3,939	3,939	3,939	3,939	3,939	3,939	3,939	3,939	3,939	3,939	3,939	3,939

## 6.2. 식자재 유통 (B2B)

**1) 급식 및 외식업체 향 식자재 매출:** 식품주들의 과거 5개년치 유통식자재 부문 매출을 구한 이후 합산하여 YoY 성장률을 산출하였다. 해당 결과, 코로나가 발발한 '20년을 제외하고는 YoY 성장률이 5~7% 범위 내에서 일정한 수준을 유지하였다. 이에 과거성장률의 평균값을 '23-'25 YoY 성장률로 적용하였다. 동사가 신규수주 및 Capa 증설로 이보다 더 높은 성장률을 보였던 것을 감안할 때 충분히 보수적인 수치라고 판단한다.

**2) 군대향 식자재:** 장병 인당 급식비와 연간 총 식수를 곱하여 군 급식 식자재 시장 규모를 추정했다. 민간 개방률은 국방부 지침인 '22~'24년 30%, '25년 50%를 적용, 동사 침투율은 국내 단체급식 시장에서의 동사 점유율을 적용하였다. 대형급식업체인 만큼 대규모 식자재 유통이 필요한 군 식자재 부문에서 최소 국내단체급식 점유율 이상을 확보할 것이라고 판단했다.

## 6.3. HMR

HMR 사업은 '21년부터 가시화, 본업에서 축적된 노하우를 바탕으로 높은 YoY 증가세를 보이고 있음을 고려해 시장점유율 논리로 매출추정을 진행했다. 동사 점유율 증가율은 본업에서 확장된 HMR 사업을 보유하면서도, CJ 제일제당, 오뚜기와 같은 HMR 시장의 대어에 비해서는 후발주자인 롯데웰푸드의 사업 초기 시장점유율 증가율을 벤치마킹했다.

## 6.4. 백화점향 유통 및 신사업

외식사업 매출은 백화점 방문객 수와 매장수에 영향을 받는다고 판단, 인바운드 관광객 수 회복 추이와 현대백화점 개점 타임라인을 반영하여 추정하였다. 일반유통 부문은 엔데믹이 예상되는 만큼 코로나 19 이전 '16~'19년 식품유통시장 성장률의 4개년 평균치를 성장률로 적용하였다.

## Issue & Risk

### 7.1. 공정위가 무너뜨린 진입장벽?

일각에서는 **공정거래위원회(공정위) 일감몰아주기 규제**로 범현대가로 향하는 동사의 단체급식매출이 타격을 받을 수 있다는 우려를 제시한다. '21년 4월, 공정위는 삼성, LG, 현대, 신세계 등의 대기업을 대상으로 단체급식 일감 개방 선포식을 진행한 바 있다. 실제로 동사의 경쟁사인 중견기업 풀무원이 이의 수혜를 받고 '22년 급식매출액 규모가 6,864억원으로 가파르게 성장하였다.

그러나 이러한 움직임이 동사에 끼칠 실질적 영향은 미미할 것으로 전망된다. 앞서 3.2.에서 선술하였듯 **단체급식은 규모의 경제가 크게 작용하고 있다**. 그리고 **대기업에서 요구하는 급식규모는 중소형 업체들이 감당하기 어려운 정도의 규모인 경우가 많아**, 실제로 그룹에서 단체급식 일감 개방을 한다고 해도 동사의 주요 물량인 대기업 단체급식 수주 진입이 어려운 상황이다. 실제로 대기업 단체급식 일감개방 이후, **대기업 일감을 수주한 중소기업은 한 곳 뿐**이며 업계에 따르면 사업규모 자체를 수주참여요건으로 내세운 사례도 발견되고 있다.

특히 동사와 다르게 현재 캡티브 물량을 상당 부분 반납 중인 삼성웰스토리는 그룹사 내 사익편취 문제로 실제 위법행위가 발견된 사례에 해당된다. 반면, 동사의 경우 공정위가 규제하는 계열사에 해당하는 고객사는 같은 현대백화점 그룹 내에 속한 현대백화점 뿐이며 **현대백화점 향 매출비중은 4.7%** 정도로 제재대상이 되기 어렵다. 그 외 범현대가의 경우 거래조건 중 명백한 부당지원이 있지 않는 한 거래 자체가 직접적 규제대상에 해당되지 않는다. 특히, 5.1.에서 언급된 현대백화점과 현대그린푸드 계열분리가 만일 이뤄진다면 동사는 공정위의 규제대상 자체에서 완전히 벗어나게 된다. 실질적으로 이 리스크를 안심해도 되는 이유다.

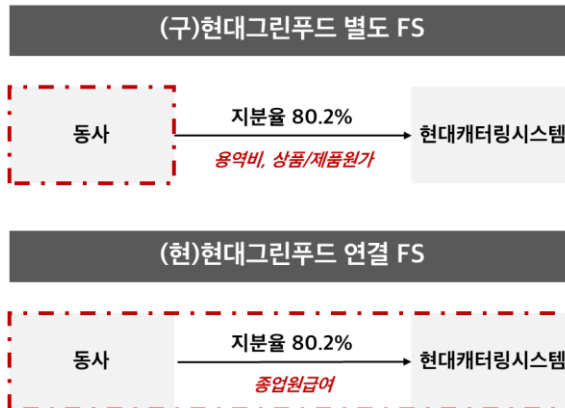
### 7.2. 연결재무제표 작성시 현대캐터링시스템 편입의 GPM 개선 효과

선결하자면, 추후 이어질 비용 추정에서는 동사의 종속회사 **현대캐터링시스템(지분율 80.2%)이 연결실체로 편입되면서 회계적으로 GPM이 증가하는 효과를 반영하지 않았음**을 밝힌다. 현대캐터링시스템은 단체급식 조리인력 도급 업체로 '22년 매출 1,487억 원 모두 동사향이다. 과거 실적 추정에 참고한 (구)현대그린푸드의 **별도재무제표**는 지배회사의 실적만 반영하기에, 현대캐터링시스템에 지급한 금액은 내부 종업원급여가 아닌 **상품 및 제품원가 또는 용역비로 인식**되었을 가능성이 높다.

(\*) 추후 공시될 **연결재무제표**에서는  
현대캐터링시스템이 **연결실체로 편입**



1. 현대캐터링시스템 지급액도 **종업원급여로 인식**
2. 기존 용역비, 상품 및 제품원가에서 제외
3. 현대캐터링시스템에 보장한 **Mark-Up**  
동사 OPM으로 편입



과거 투자자들은 동사의 OPM을 확인할 때 회계정보의 한계로 인해 **별도기준 실적만을 참고할 수 밖에** 없었지만, 인적분할 후 상장한 올해부터는 연결기준 실적을 Tracking할 수 있게 되었다. 동사의 **연결재무제표에서는** 두 기업을 같은 연결실체로 가정하기 때문에 **현대캐터링시스템의 종업원도 동사의 종업원으로 가정**, 관련 비용은 급어로 인식될 예정이고 실제로 1Q23 분기보고서에서도 이러한 변화가 나타났다.

주요 매출원가 항목 분기별 추이											
(단위: 백만 원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	22년 3월	21년 대비	22년 대비
매출액	403,134	397,275	444,589	426,203	444,060	444,769	524,965	510,234	174,483		
매출원가	337,286	329,081	374,251	361,378	368,360	363,496	433,694	428,335	141,463		
매출원가율 (%)	83.7%	82.8%	84.2%	84.8%	83.0%	81.7%	82.6%	83.9%	81.1%	-2.79%p	-1.74%p
상품매출원가	146,653	145,954	158,607	155,599	157,769	158,417	185,680	187,118	55,150		
% of Sales	36.38%	36.74%	35.67%	36.51%	35.53%	35.62%	35.37%	36.67%	31.61%	-4.72%p	-4.19%p
제품매출원가	87,128	83,526	94,194	92,553	96,217	97,911	115,148	114,933	24,389		
% of Sales	21.61%	21.02%	21.19%	21.72%	21.67%	22.01%	21.93%	22.53%	13.98%	-7.41%p	-8.06%p
종업원급여	47,793	45,953	60,582	57,847	55,949	53,726	68,166	63,078	35,286		
% of Sales	11.86%	11.57%	13.63%	13.57%	12.60%	12.08%	12.98%	12.36%	20.22%	+7.57%p	+7.72%p

이것이 주는 시사점이 무엇일까? 그동안 동사가 종속회사인 **현대캐터링시스템에 확보해준 Mark-Up(마진)도 동사의 이익단으로 넘어온다**는 점에서 큰 의미가 있다. 실제로 1Q23 연결기준 영업이익률이 **별도기준 대비 1%p** 높은 것도 현대캐터링시스템이 회계적으로 연결 재무제표에 편입되면서 발생하는 비용 절감 효과 때문이라고 판단한다. **Low-Single OPM**을 보이는 식품업은 과거대비 1%p의 마진만 증가해도 큰 폭의 EPS 증가를 가져올 수 있다. 따라서 동사의 미래이익창출능력을 판단하는 데 충분히 유의적인 부분이라고 생각되지만, 본 보고서에서는 **보수적인 추정을 위해** 상술한 효과를 전부 배제한 채 비용을 추정했다.

4Q22 동사 별도 및 연결 기준 실적 차이				1Q23 동사 별도 및 연결 기준 실적 차이			
4Q22	별도	연결	차이 분석	1Q23	별도	연결	차이 분석
매출액	4,440	4,532	+92	매출액	5,215	5,337	+122
매출총이익	759	795	+36	매출총이익	928	1,046	+118
GPM (%)	17.1%	17.5%	+0.45%p	GPM (%)	17.8%	19.6%	+1.80%p
영업이익	161	183	+22	영업이익	265	327	+62
OPM (%)	3.6%	4.0%	+0.41%p	OPM (%)	5.1%	6.1%	+1.05%p

**연결 기준 OPM은 별도 기준 OPM보다 소폭 개선 (4Q22 +0.41%p, 1Q23 +1.05%p)**  
: 현대캐터링시스템 연결실체 편입에 따른 효과로 추정됨

## Valuation - Peer PER Valuation

## 8.1. 매출원가 추정

매출원가 추정 (단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	1,514,500	1,542,700	1,512,503	1,671,100	1,924,000	533,700	2,125,887	2,239,234	2,400,920
YoY (%)	2.51%	1.86%	-1.96%	10.49%	15.13%	-	10.49%	5.33%	7.22%
매출원가	1,258,763	1,278,248	1,263,356	1,400,560	1,593,751	429,100	1,742,622	1,831,650	1,952,912
매출원가율 (%)	83.11%	82.86%	83.53%	83.81%	82.84%	80.40%	81.97%	81.80%	81.34%
상품매출원가	519,817	537,575	535,432	606,812	688,984		752,572	780,292	824,059
% of Sales	34.32%	34.85%	35.40%	36.31%	35.81%		35.40%	34.85%	34.32%
제품제조원가	331,692	330,459	325,855	357,401	424,209		460,473	485,025	520,046
% of Sales	21.90%	21.42%	21.54%	21.39%	22.05%		21.66%	21.66%	21.66%
제품 및 재공품의 변동	-1,266	-1,301	661	-1,977	-4,213				
원재료 및 저장품의 사용액	332,957	331,760	325,194	359,379	428,422				
종업원급여	202,998	200,685	198,336	212,176	240,918		262,210	283,501	304,792
% of Sales	13.40%	13.01%	13.11%	12.70%	12.52%		12.33%	12.66%	12.69%
감가상각비	10,013	9,626	12,400	14,538	16,638		18,102	19,067	20,444
% of Sales	0.66%	0.62%	0.82%	0.87%	0.86%		0.85%	0.85%	0.85%
무형자산상각비	70	79	57	65	54		65	65	65
% of Sales	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%		0.00%	0.00%	0.00%
사용권자산 감가상각비	0	1,324	1,757	1,231	1,289		1,400	1,419	1,335
% of Sales	0.00%	0.09%	0.12%	0.07%	0.07%		0.07%	0.06%	0.06%
용역비	147,796	152,527	157,154	170,749	186,357		207,853	218,935	234,743
% of Sales	9.76%	9.89%	10.39%	10.22%	9.69%		9.78%	9.78%	9.78%
지급수수료	4,757	5,860	4,608	6,334	8,216		10,020	11,824	13,629
% of Sales	0.31%	0.38%	0.30%	0.38%	0.43%		0.47%	0.53%	0.57%
기타	41,621	40,114	27,757	31,254	27,085		29,927	31,522	33,799
% of Sales	2.75%	2.60%	1.84%	1.87%	1.41%		1.41%	1.41%	1.41%

동사가 '23년 3월 1일 인적분할로 신설되기 이전, (구)현대그린푸드(현대지에프홀딩스)는 식품 부문 이외에도 현대에버다임, 현대리바트 등 다양한 기업들을 종속회사로 소유하고 있었다. 이에 현재 동사가 영위하는 식품 사업부의 과거 비용 구조만 분리하기 위해 '22년까지는 (구)현대그린푸드의 별도재무제표를 참고하였다. 더불어 1Q23에 발표된 동사의 연결기준 분기보고서는 분할기 일인 '22년 3월 1일부터의 실적만 기록되어 있어 3개월간의 실적은 동사 IR 자료를 참고했다.

## 1) 상품매출원가 및 제품제조원가 추정

매출원가에서 금액적 중요성이 가장 큰 항목은 상품 및 제품제조원가이다. 상품원가는 유통 및 식자재 사업부에서 매입해오는 완제품 관련 원가이며, 제품원가는 동사가 직접 음식을 제조 및 판매하는 급식 사업부에서 발생하는 원가로 추정된다. 기업분석에서 상술하였듯이 (1) 급식 사업은 식수의 예측가능성이 높고, 소품종 식자재를 대규모로 조달하는 과정에서 규모의 경제를 이룰 수 있다. 또한 (2) 급식, 식자재, 유통 사업부의 통합 구매를 통해 후방 교섭력을 강화하여 상품 및 제품 원가를 효과적으로 통제할 수 있는 것이 동사의 BM상 강점이다.

동사는 1,600여개의 협력사로부터 식자재를 안정적으로 매입하고 있으며, 지정농장과 제조사 직거래 등을 통해 유통 단계를 축소했다. 더불어, [Appendix 9.3.]의 원재료 종류별 단가 추이를 보면 곡물가 상승으로 인해 식자재 가격이 급등한 '22년에도 동사는 식수(Q) 회복 및 고객사 식단가(P) 인상을 통해 원가율을 효과적으로 방어한 것을 알 수 있다. 상품원가는 코로나19로 식수가 급감했던 '20~'21년 매출액 대비 비중이 소폭 증가 후 '22년부터 하향 안정화되기 시작했다. 상술한 동사의 강점들을 고려하여 '23, '24, '25년에는 각각 코로나19 이전인 '20, '19, '18년의 비중을 부여해 GPM 개선 효과를 반영했다. 제품원가는 최근 5개년간 매출액 대비 비중이 ±0.66%p내에서 움직일 정도로 매우 안정적인 모습을 보이는 바, 5년간 비중의 평균을 flat 처리 후 연동했다.

## 2) 종업원급여 추정

매출원가상 종업원급여는 급식 및 HMR 사업부의 식품 제조 및 배식 과정에 투입되는 인력에 지급되는 급여로 추정된다. IR 자료에서도 동사의 종업원급여가 준고정비적 성격을 지니고 있다고 언급한 바 있으며, 실제로도 매출액이 역성장한 '20년을 제외하고 꾸준히 매출액 대비 비중이 감소하고 있다. 이에 '20년~'22년의 연평균 종업원급여의 증가액을 가산해 종업원급여를 추정했다.

## 3) 용역비 추정

동사가 영위하는 급식 및 식자재 납품 사업은 대단히 노동집약적이고 전국 각지에 인력을 파견 및 관리해야 하는 사업이다. 해당 인력을 직접 채용하기도 하지만 상당 부분 외주 용역을 활용하는 것으로 파악된다. 코로나19로 조업일수가 감소한 '20, '21년을 제외하고는 매출액 대비 비중이 비교적 일정(평균 9.78%)하게 유지되는 것을 파악할 수 있기에 해당 비중을 flat 적용했다.

## 8.2. 판매비와관리비 추정

판매비와관리비 추정									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	1,514,500	1,542,700	1,512,503	1,671,100	1,924,000	533,700	2,125,887	2,239,234	2,400,920
YoY (%)	2.51%	1.86%	-1.96%	10.49%	15.13%	-	10.49%	5.33%	7.22%
판매비와관리비	186,384	197,433	204,027	227,393	255,678	71,900	277,099	290,062	309,700
판매비와관리비율 (%)	12.31%	12.80%	13.49%	13.61%	13.29%	13.47%	13.03%	12.95%	12.90%
종업원급여	62,490	67,847	71,236	76,332	81,966		86,835	91,704	96,574
% of Sales	4.13%	4.40%	4.71%	4.57%	4.26%		4.08%	4.10%	4.02%
지급임차료	30,099	29,972	26,969	31,401	35,288		40,079	42,216	45,264
% of Sales	1.99%	1.94%	1.78%	1.88%	1.83%		1.89%	1.89%	1.89%
지급수수료	42,190	41,918	42,900	45,966	50,093		58,222	61,326	65,754
% of Sales	2.79%	2.72%	2.84%	2.75%	2.60%		2.74%	2.74%	2.74%
감가상각비	4,383	4,043	3,240	2,786	2,489		2,193	1,897	1,601
% of Sales	0.29%	0.26%	0.21%	0.17%	0.13%		0.10%	0.08%	0.07%
무형자산상각비	264	259	668	840	884		995	1,048	1,124
% of Sales	0.02%	0.02%	0.04%	0.05%	0.05%		0.05%	0.05%	0.05%
사용권자산감가상각비	0	825	934	985	1,386		1,309	1,379	1,478
% of Sales	0.00%	0.05%	0.06%	0.06%	0.07%		0.06%	0.06%	0.06%
물류운반비	21,021	23,586	26,114	30,874	41,533		39,277	38,662	41,454
% of Sales	1.39%	1.53%	1.73%	1.85%	2.16%		1.85%	1.73%	1.73%
용역비	11,168	13,241	15,387	17,127	19,635		21,696	22,853	24,503
% of Sales	0.74%	0.86%	1.02%	1.02%	1.02%		1.02%	1.02%	1.02%
광고선전비	3	186	874	1,834	3,557		4,898	6,239	7,581
% of Sales	0.00%	0.01%	0.06%	0.11%	0.18%		0.23%	0.28%	0.32%
매출채권 및 기타채권 손상차손	123	-67	220	1,437	134		159	159	159
% of Sales	0.01%	0.00%	0.01%	0.09%	0.01%		0.01%	0.01%	0.01%
부서 운영비용	14,643	15,623	15,486	17,810	18,712		21,436	22,579	24,210
% of Sales	0.97%	1.01%	1.02%	1.07%	0.97%		1.01%	1.01%	1.01%

### 1) 종업원급여 및 지급임차료/수수료 추정

판매비와관리비에서 가장 중요한 부분을 차지하는 종업원 급여는 과거 5년간 매출액 성장률과 관계없이 연평균 약 50억씩 고정적으로 증가해왔다. 마찬가지로 준고정비적 성격으로 판단, 해당 금액의 증가세를 그대로 '23~'25년에도 반영했다. 동사에 문의한 결과, 지급임차료 및 지급수수료는 매출액에 연동되는 변동비적 성격으로 매출액 대비 비중이 일정한 편이다. 이에 과거 5년간 매출액 대비 비중의 평균에 연동했다.

### 2) 물류운반비

동사는 식자재 및 HMR을 전국 각지로 효율적으로 유통하기 위해 대규모 CK라인 및 7개의 물류센터(수지, 경인, 평택, 울산, 호남, 영남)를 구축했다. 그 덕분에 물류운반비 비중은 1% 대로 매우 낮

은데, '21년부터 유류비 상승으로 인해 소폭 증가해왔다. 그러나 물류운반비 수준을 결정하는 자동차용 경유가격(상관관계 0.923)은 (1) 국제 경유가격 하락 및 (2) 정부의 유류세 인하 정책에 힘입어 '22년 하반기부터 안정화되기 시작했다. 이에 과거 매출액 대비 비중 수준으로 점차 회귀할 것이라고 판단했으며, 자세한 내용은 [Appendix 9.4.]에 첨부했다.

### 8.3. 영업외손익 추정

영업외손익 추정									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
영업외손익	35,456	13,191	4,697	30,712	20,773	500	3,976	3,898	3,975
금융수익	16,087	21,471	19,379	60,291	20,804	1,300	4,765	5,068	5,370
이자수익	4,711	5,573	4,664	3,976	3,748		4,765	5,068	5,370
배당금수익	10,794	15,735	13,813	56,165	16,897		0	0	0
당기손익-공정가치측정금융자산평가이익	582	163	903	150	159		0	0	0
금융원가	1,012	853	811	1,464	2,164	400	1,140	1,328	1,515
이자비용	740	391	564	787	953		1,140	1,328	1,515
파생상품거래손실	52	0	0	0	0		0	0	0
당기손익-공정가치측정금융자산평가손실	220	462	247	678	1,211		0	0	0
기타수익	29,400	4,281	1,984	5,488	23,947	600	3,118	3,108	3,179
외환차익	113	23	84	32	105		0	0	0
외환환산이익	970	58	24	371	512		0	0	0
유형자산처분이익	33	1,628	104	249	86		420	420	420
투자부동산처분이익	24,594	0	0	0	0		0	0	0
사용권자산처분이익	0	0	43	2	1		0	0	0
종속기업투자처분이익	939	0	0	0	21,398		0	0	0
관계기업투자처분이익	0	237	0	0	0		0	0	0
기타의대손상각비환입	6	0	0	0	0		0	0	0
잡이익	2,745	2,334	1,730	4,834	1,845		2,698	2,688	2,759
기타비용	9,019	11,708	15,855	33,602	21,813	1,000	2,766	2,950	3,059
외환차손	33	40	67	26	117		0	0	0
외환환산손실	442	9	452	12	170		0	0	0
유형자산처분손실	201	623	302	82	1,251		492	492	492
투자부동산처분손실	336	0	0	0	0		0	0	0
무형자산상차손	111	49	0	2,041	0		0	0	0
무형자산처분손실	0	0	0	3	0		0	0	0
재고자산감모및폐기손실	0	370	20	0	13		81	81	81
사용권자산처분손실	0	0	0	4	0		0	0	0
종속기업투자손상차손	1,898	8,785	12,359	30,049	227		0	0	0
관계기업투자손상차손	750	0	0	0	15,787		0	0	0
공동기업투자손상차손	1,879	0	425	0	0		0	0	0
종속기업투자처분손실	2,096	0	0	0	0		0	0	0
기부금	484	782	1,067	649	796		756	810	816
잡손실	789	1,051	1,163	737	3,451		1,438	1,568	1,671

영업외손익은 서로 상계될 가능성이 높거나 추정이 어려운 계정은 0/flat/과거 평균값을 적용했다. (구)현대그린푸드 별도재무제표는 연결조정을 거치지 않으므로 특수관계자로부터 수령한 배당을 포함하여 배당금수익을 인식해왔다. 그러나 1Q23 동사 분기보고서의 '타법인출자 현황'에 의하면 인적분할 후 상장된 동사는 연결대상 종속회사 6개사의 지분만 가져왔으며 그 외 지분은 모두 현대지에프홀딩스에 귀속되었다. 추후 동사의 연결재무제표상 배당금수익은 전액 연결조정으로 제거될 예정이므로 0 flat 처리하였다.

더불어 (구)현대그린푸드 별도재무제표상에서 인식되었던 종속기업투자주식 또한 동사 연결재무제표상 제거되기 때문에 관련 손익은 전부 0 flat 처리했다. 이자수익은 당기손익-공정가치측정 금융자산(표시이자 인식)과, 상각후원가측정 금융자산(유효이자 인식)을 구분하여 추정했으며 세부 논리는 [Appendix 9.6.]에 첨부하였다.

### 8.4. 법인세비용 추정

법인세비용 추정									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
법인세비용차감전순이익	104,810	80,210	49,818	73,860	95,344	33,200	110,142	121,420	142,283
법인세비용	23,965	18,595	12,113	13,244	17,030	5,800	22,756	25,148	29,574
유효법인세율 (%)	22.9%	23.2%	24.3%	17.9%	17.9%	17.5%	20.7%	20.7%	20.8%
유효법인세율 과거 백테스팅									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	AVG			
A) 법인세비용차감전순이익 과세표준 가정 법인세비용	24,704	18,751	11,396	17,214	21,365				
B) 실제 법인세비용	23,965	18,595	12,113	13,244	17,030				
B/A (%)	97%	99%	106%	77%	80%		92%		

동사의 유효법인세율은 '21년 17.9%로 감소한 뒤 일정하게 유지되었지만 해당 원인에 대한 파악이 어려운 상황이다. 법인세비용차감전순이익을 과세표준으로 가정하고 계산한 (1) '이론적 법인세비용'과 (2) '실제 법인세비용'을 비교한 결과, '20년까지는 매우 유사했으나 이후에는 다소 차이가 발생했다. 그러나 보수적으로 법인세비용 감소분이 일시적인 현상으로 판단, 과거 5개년 괴리율 평균을 이론적 법인세비용에 곱하는 방식으로 법인세비용을 추정했다.

## 8.5. 최종 손익계산서 Table

상기 논의를 종합한 최종 손익계산서는 다음과 같다.

최종 손익계산서									
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022	1Q23	2023E	2024E	2025E
매출액	1,514,500	1,542,700	1,512,503	1,671,100	1,924,000	533,700	2,125,887	2,239,234	2,400,920
YoY (%)	2.51%	1.86%	-1.96%	10.49%	15.13%	-	10.49%	5.33%	7.22%
단체급식	608,500	626,200	611,400	668,400	762,100		888,353	931,929	967,060
% of Sales	40.18%	40.59%	40.42%	40.00%	39.61%		41.79%	41.62%	40.28%
식자재유통 (B2B)	349,700	377,200	396,300	479,900	585,700		633,670	674,007	768,965
% of Sales	23.09%	24.45%	26.20%	28.72%	30.44%		29.81%	30.10%	32.03%
HMR	0	0	0	29,000	46,000		52,244	59,624	68,518
% of Sales	0.00%	0.00%	0.00%	1.74%	2.39%		2.46%	2.66%	2.85%
백화점형 유통 및 외식사업	556,300	539,300	504,803	493,800	530,200		551,620	573,674	596,378
% of Sales	36.73%	34.96%	33.38%	29.55%	27.56%		25.95%	25.62%	24.84%
매출원가	1,258,763	1,278,248	1,263,356	1,400,560	1,593,751	429,100	1,742,622	1,831,650	1,952,912
매출총이익	255,737	264,452	249,148	270,540	330,249	104,600	383,265	407,584	448,008
GPM (%)	16.89%	17.14%	16.47%	16.19%	17.16%	19.60%	18.03%	18.20%	18.66%
판매비와관리비	186,384	197,433	204,027	227,393	255,678	71,900	277,099	290,062	309,700
영업이익	69,353	67,019	45,121	43,148	74,571	32,700	106,166	117,522	138,308
OPM (%)	4.58%	4.34%	2.98%	2.58%	3.88%	6.13%	4.99%	5.25%	5.76%
영업외손익	35,456	13,191	4,697	30,712	20,773	500	3,976	3,898	3,975
법인세비용차감전순이익	104,810	80,210	49,818	73,860	95,344	33,200	110,142	121,420	142,283
법인세비용	23,965	18,595	12,113	13,244	17,030	5,800	22,756	25,148	29,574
당기순이익	80,845	61,615	37,706	60,616	78,314	27,400	87,385	96,271	112,709
NPM (%)	5.34%	3.99%	2.49%	3.63%	4.07%	5.13%	4.11%	4.30%	4.69%
지배기업의 소유주 지분	80,845	61,615	37,706	60,616	78,314	26,800	84,985	93,743	109,999
비지배지분	0	0	0	0	0	600	2,400	2,528	2,710

(\*) '22년까지는 (구)현대그린푸드의 별도 재무제표를 차용하여 추정함.

(\*) 인적분할 후 상장된 (현)현대그린푸드의 1Q23 연결재무제표에는 3월 한 달 간 실적만 공시되는 바, IR 자료에서 공시한 비교목적 1Q23 연결재무제표 실적을 참고함.

## 8.6. Valuation - Peer PER Method

본 보고서는 동사의 Valuation을 위해 Peer PER Method를 사용하여, 2023E EPS 2,511원에 경쟁사 CJ프레시웨이, 신세계푸드, 풀무원 3사가 올해 상반기('23년 1월부터 5월까지)에 받았던 12MF PER 평균 8.59x를 적용하고자 한다. 세부 논의에 앞서, 본 보고서의 투자포인트를 다시 한번 복기한 후 Target Multiple에 대한 근거를 제시한다.

### (1) Main Idea?

동사는 1) 엔데믹과 고물가로 인해 반등하기 시작한 오피스 식수 증가와 주요 캠퍼스 고객사의 공장 가동률 증가와 함께 주력 사업부인 급식 매출의 증가하기 시작했다. 더불어 2) '25년까지 이어질 3가지 이어달리기 요소인 ① 해외 급식 시장 진출 가속화, ② HMR 및 외식 산업 진출을 통한 B2C 비즈니스 확대, ③ 군 식자재 민간 납품 시장의 확대를 통해 성숙기 시장의 한계를 딛고 도약할 발판이 마련된 상태이다. 동사의 Top-Line은 매년 꾸준한 성장세를 기록할 것이며, 규모의 경제 효과와 비용 통제 능력을 바탕으로 Bottom-Line의 개선도 함께 이루어 낼 것으로 예측된다.

### (2) Why Peer PER Method?

동사의 이익단의 지속가능한 성장 내러티브를 반영하기 위해서는 PER Method가 적합하다고 판단했다. 그러나, 동사는 인적분할 후 상장한 지 두 달이 채 지나지 않아 Historical PER Method를 적용할 수 없고, (구)현대그린푸드는 식품 사업부뿐만 아니라 다른 종속회사를 거느리고 있던 **지주 사격 회사**였기 때문에 식품 사업부의 가치를 온전히 반영한 Multiple이 아니라고 판단했다. 이에 같은 급식 및 식자재 유통 사업을 영위하는 **Peer들의 12MF PER**을 참고했다.

산업분석에서 상술했듯이 각 Peer들은 방대한 Value-chain 내에서 주력으로 수행하고 있는 사업분야가 다르고 단점도 명확하다. 가령, **CJ프레시웨이**는 식자재 분야에서 강점을 지니고 있지만 캡티브 고객사가 적고 해외 사업 진출 결과가 좋지 않아 전면 철수한 바 있으며, **신세계푸드**는 고객사 유통망과 HMR 사업에 강점을 지니고 있으나 급식 사업부 순위가 5위로 낮은 편이다. **각기 다른 사업 경쟁력이 Multiple에 미치는 영향을 평탄화하기 위해 3사 12MF PER의 평균**을 적용한다.

### (3) Why Good Company & Good Stock?

상술한 경쟁사들과 달리, 동사는 현재 전 사업부문에서 경쟁사 대비 두각을 드러내고 있다. 상술했듯이 수익성이 가장 좋은 **급식 사업부**에서는 **상장사 중 1위** 자리를 유지하고 있으며, 현대그림이라는 **튼튼한 캡티브 고객사의 업황 반등의 수혜**를 입을 예정이다. 더불어 동사는 **해외 진출국이 7개** 국으로 가장 많아 내수 시장의 Cap을 극복할 수 있는 모멘텀이 가장 강한 기업이다. **좋은 '기업'**인 동시에 **지배구조 전환에 따른 수급 이슈와 주주환원 측면에 있어서도 매력적인 좋은 '주식'**이라고도 할 수 있다.

그러나 동사의 12MF PER은 경쟁사 대비 항상 저평가되어(5년 평균 56.9%) 왔는데, 그 이유는 1) 과거 이익변동성이 큰 종속회사를 거느리고 있는 **지배회사**로서 식품 사업의 가치를 온전히 평가받지 못했고, 2) '15년부터 **계열사들의 업황 악화의 직격탄**(현대기아차 노조 파업, 조선업 침체)을 받았기 때문이라고 판단한다. 투자포인트에서 상술했듯이 해당 Risk들은 **전부 제거된 상태**이며, 이제는 동사의 가치를 온전히 평가받을 시점이라고 판단한다.

이에 본 보고서는 상술한 논의를 종합하여 2023E EPS 2,511원에 Target PER 8.59x를 곱한 **목표주가 21,600원, 상승여력 81%**로 투자의견 Buy를 제시한다.

Valuation - PER Method (2023E)	
2023E 당기순이익 (단위: 백만 원)	84,985
유통가능주식수 (단위: 주)	33,850,585
<b>2023E EPS (단위: 원)</b>	<b>2,511</b>
Target PER	8.59x
<b>2023E 목표주가 (단위: 원)</b>	<b>21,600</b>
현재주가 (단위: 원)	11,910
<b>상승여력</b>	<b>81%</b>

Peer 12MF PER ('22년 1월~5월)	
기업	12MF PER
<b>CJ프레시웨이</b>	4.95x
<b>풀무원</b>	9.84x
<b>신세계푸드</b>	10.97x
<b>평균</b>	<b>8.59x</b>

## Appendix

## 9.1. 재무상태표

(구)현대그린푸드 별도 재무상태표					
(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022
<b>자산</b>					
<b>유동자산</b>	<b>396,238</b>	<b>416,472</b>	<b>453,945</b>	<b>297,317</b>	<b>308,557</b>
현금및현금성자산	14,533	9,033	11,059	22,243	27,356
매출채권및기타채권	130,657	140,002	141,570	163,027	183,881
유동금융자산	0	216,091	241,765	48,436	25,384
재고자산	59,472	48,921	56,758	61,282	68,756
기타유동자산	2,534	2,425	2,793	2,329	3,180
기타유동금융자산	189,043	0	0	0	0
당기법인세자산	0	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	<b>1,246,104</b>	<b>1,279,049</b>	<b>1,306,296</b>	<b>1,474,329</b>	<b>1,501,917</b>
유형자산	169,981	211,501	212,531	212,080	229,978
투자부동산	38,472	34,189	35,422	38,976	38,526
무형자산	116,987	116,665	118,618	117,016	116,128
사용권자산	0	5,033	3,707	3,871	4,032
종속기업투자	276,754	273,079	260,720	279,599	302,180
관계기업및공동기업투자	224,778	224,509	224,098	349,098	388,555
비유동금융자산	391,458	376,885	397,168	426,360	324,929
기타비유동자산	63	79	12,609	53	63
기타비유동금융자산	27,611	37,108	41,423	47,277	54,813
순확정급여자산	0	0	0	0	42,713
<b>자산총계</b>	<b>1,642,342</b>	<b>1,695,521</b>	<b>1,760,241</b>	<b>1,771,646</b>	<b>1,810,474</b>
<b>부채</b>					
<b>유동부채</b>	<b>150,642</b>	<b>172,309</b>	<b>202,241</b>	<b>164,572</b>	<b>233,695</b>
매입채무및기타채무	105,999	140,905	118,572	131,565	172,637
단기차입금	5,000	0	59,000	0	20,000
기타유동부채	13,668	14,052	15,241	17,661	17,460
기타유동금융부채	8,226	8,513	7,022	9,231	7,124
당기법인세부채	17,750	7,230	1,176	4,652	15,327
유동리스부채	0	1,608	1,230	1,462	1,146
<b>비유동부채</b>	<b>149,840</b>	<b>157,142</b>	<b>159,369</b>	<b>145,391</b>	<b>107,467</b>
확정급여부채	10,091	19,237	11,550	938	0
기타비유동부채	1,706	3,141	3,428	4,368	3,901
기타비유동금융부채	6,690	5,368	7,300	5,425	7,313
총당부채	22,142	26,047	28,627	15,671	2,637
이연법인세부채	109,211	100,759	106,663	117,517	92,333
비유동리스부채	0	2,592	1,802	1,473	1,282
<b>부채총계</b>	<b>300,482</b>	<b>329,451</b>	<b>361,610</b>	<b>309,963</b>	<b>341,162</b>
<b>자본</b>					
자본금	48,852	48,852	48,852	48,852	48,852
자본잉여금	409,224	410,342	410,342	410,342	410,342
이익잉여금	802,758	836,631	855,193	897,339	971,701
기타포괄손익누계액	156,559	145,778	159,777	180,683	113,950
자기주식	-73,361	-73,361	-73,361	-73,361	-73,361
기타자본조정	-2,172	-2,172	-2,172	-2,172	-2,172
지배기업의 소유주에게 귀속되는 자본	0	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>1,341,860</b>	<b>1,366,070</b>	<b>1,398,631</b>	<b>1,461,683</b>	<b>1,469,312</b>
<b>자본과부채총계</b>	<b>1,642,342</b>	<b>1,695,521</b>	<b>1,760,241</b>	<b>1,771,646</b>	<b>1,810,474</b>

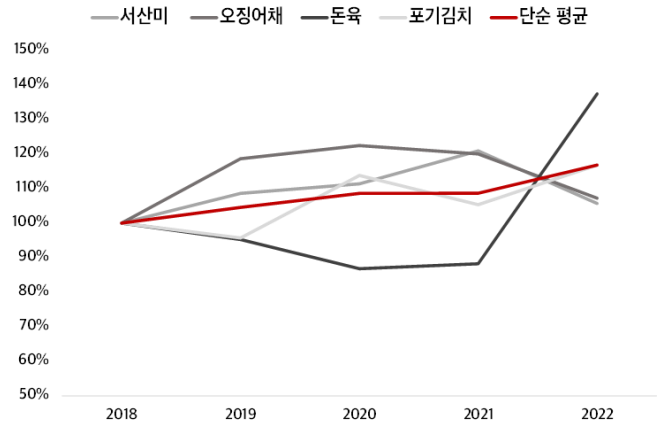
## 9.2. 현금흐름표

<b>(구)현대그린푸드 별도 현금흐름표</b>					
<b>(단위: 백만 원)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>영업활동으로 인한 현금흐름</b>	<b>68,033</b>	<b>78,397</b>	<b>42,790</b>	<b>87,456</b>	<b>69,369</b>
영업으로부터 창출된 현금흐름	70,701	87,103	41,080	33,955	62,560
당기순이익(손실)	80,960	61,646	37,706	60,716	78,342
순이익 조정사항	23,397	40,221	46,788	29,028	38,654
순운전자본의 변동	-33,656	-14,764	-43,414	-55,789	-54,437
이자의 수취	4,711	5,716	4,966	3,222	2,451
배당금의 수령	10,794	15,735	13,813	56,165	16,897
이자의 지급	-550	-204	-362	-562	-813
법인세납부(환급)	-17,623	-29,953	-16,708	-5,323	-11,726
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-62,423</b>	<b>-59,063</b>	<b>-78,981</b>	<b>2,218</b>	<b>-64,627</b>
투자활동으로 인한 현금유입액	113,036	13,028	3,210	204,499	33,762
기타채권의 감소	0	0	1,426	0	0
유동금융자산의 감소	72,623	0	0	192,993	22,136
비유동금융자산의 감소	20	0	0	0	0
장기대여금의 회수	519	595	1,350	2,283	2,280
유형자산의 처분	349	11,927	403	1,150	612
임차보증금의 감소	0	0	0	7,782	8,461
관계기업투자의 처분	0	506	0	0	0
공동기업투자의 처분	0	0	31	0	0
정부보증금의 수취	0	0	0	140	274
투자부동산의 처분	29,786	0	0	0	0
종속기업투자의 처분	6,518	0	0	0	0
합병에 따른 순현금흐름	3,221	0	0	0	0
무형자산의 처분	0	0	0	150	0
투자활동으로 인한 현금유출액	-175,459	-72,091	-82,191	-202,281	-98,390
유동금융자산의 증가	0	-27,084	-25,248	0	0
통화선도의 현금유출	-52	0	0	0	0
유형자산의 취득	-39,774	-39,194	-42,188	-21,048	-32,380
무형자산의 취득	-26	-25	-243	-1,034	-20
장기대여금의 증가	-717	-678	-1,967	-4,866	-4,017
임차보증금의 증가	0	0	0	-13,904	-16,641
종속기업투자의 취득	-1,008	-5,110	0	-48,928	-1,410
관계기업투자의 취득	-121,124	0	-12,500	-112,500	-43,923
공동기업투자의 취득	0	0	-45	0	0
물적분할에 따른 순현금흐름	-12,758	0	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-1,985</b>	<b>-24,866</b>	<b>38,665</b>	<b>-78,861</b>	<b>31</b>
재무활동으로 인한 현금유입액	5,000	0	59,000	932	20,449
단기차입금의 차입	5,000	0	59,000	0	20,000
임대보증금의 증가	0	0	0	932	449
재무활동으로 인한 현금유출액	-6,985	-24,866	-20,335	-79,793	-20,418
배당금지급	-6,985	-18,334	-18,334	-18,334	-18,334
단기차입금의 상환	0	-5,000	0	-59,000	0
리스부채의 상환	0	-1,532	-2,000	-1,471	-1,588
임대보증금의 감소	0	0	0	-988	-496
<b>외화표시 현금및현금성자산에 대한 환율변동효과</b>	<b>13</b>	<b>33</b>	<b>-449</b>	<b>371</b>	<b>341</b>
<b>현금및현금성자산의 증가(감소)</b>	<b>3,638</b>	<b>-5,499</b>	<b>2,025</b>	<b>11,184</b>	<b>5,113</b>
기초현금및현금성자산	10,894	14,533	9,033	11,059	22,243
기말현금및현금성자산	14,533	9,033	11,059	22,243	27,356

## 9.3. 원재료 종류별 단가 추이

원재료 종류별 단가 추이

(단위: 원)	2018	2019	2020	2021	2022
서산미	42,625	46,286	47,478	51,549	45,058
오징어채	8,494	10,077	10,402	10,193	9,107
돈육	4,265	4,062	3,702	3,763	5,860
포기김치	2,709	2,592	3,083	2,854	3,165



## 9.4. 물류운반비 추정 논리

분기별 유류비 추이

(단위: 원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	상관관계
자동차용 경유 가격	1,273	1,349	1,434	1,509	1,606	1,987	1,941	1,834	
물류운반비	7,222	7,272	7,747	8,633	9,250	10,037	10,857	11,389	<b>0.923</b>
% of Sales	1.79%	1.83%	1.74%	2.03%	2.08%	2.26%	2.07%	2.23%	<b>0.871</b>



## 9.5. 과거 배당금수익 세부재원 추정

(구)현대그린푸드 별도재무제표상 배당금수익 세부재원 추정

(단위: 백만 원)	2018	2019	2020	2021	2022
전체 배당금수익	10,794	15,735	13,813	56,165	16,897
일반 배당금수익	5,596	6,330	5,777	6,561	7,678
% of 전체 배당금수익	51.8%	40.2%	41.8%	11.7%	45.4%
특수관계자 배당금수익	5,198	9,405	8,036	49,604	9,219
% of 전체 배당금수익	48.2%	59.8%	58.2%	88.3%	54.6%
(주)현대에버다임 - 종속기업	621	701	240	153	0
(주)현대리바트 - 종속기업	571	1,871	939	1,600	633
(주)현대드림투어 - 종속기업	0	0	0	37,849	0
(주)현대홈쇼핑 - 관계기업	2,205	4,491	4,444	6,248	5,390
(주)현대퓨처넷 - 관계기업	0	309	290	495	440
한무쇼핑(주) - 관계기업	0	35	37	49	41
(주)현대에이앤아이 - 관계기업	228	0	0	543	43
(주)현대이지웰 - 관계기업	0	0	0	0	352
(주)현대백화점 - 기타 대규모기업집단	1,573	1,998	2,087	2,668	2,321

(\*) (구)현대그린푸드 별도재무제표는 연결조정을 거치지 않으므로 특수관계자 관련 배당이 포함되어 계산됨.

(\*) 인적분할 후 상장된 (현)현대그린푸드에는 연결대상 종속기업 6개사의 지분만 보유, 과거 발생한 배당금수익은 전액 현대지에프홀딩스에 귀속될 예정임.

## 9.6. 이자수의 추정 논리

이자수의 추정								
(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
상각후원가측정 금융자산 유효이자수익	2,656	2,419	1,141	845	1,425	1,928	2,231	2,533
상각후원가측정 금융자산 장부가액	94,849	100,393	45,324	54,451	72,224	85,674	99,124	112,575
유효이자율 (%)	2.8%	2.4%	2.5%	1.6%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
당기손익-공정가치측정 금융자산 표시이자수익	2,056	3,154	3,523	3,131	2,323	2,837	2,837	2,837
당기손익-공정가치측정 금융자산 장부가액	125,039	155,862	241,766	47,555	15,867	(*) 회계적으로 당기손익-공정가치측정 금융자산은 표시이자를 인식함		
유효이자율 (%)	1.6%	2.0%	1.5%	6.6%	14.6%			
총 이자수익	4,711	5,573	4,664	3,976	3,748	4,765	5,068	5,370

(\*) 상각후원가측정금융자산의 유효이자율은 비교적 일정하게 유지되는 바, 5개년 비율 평균에 연동함.

(\*) 당기손익-공정가치측정 금융자산은 회계적으로 표시이자를 인식하기 때문에 유효이자율이 일정하지 않음. 이에 과거 5개년 금액의 평균을 적용함.

## 9.7. 범현대가 주요그룹 인건비 추정논리

현대차 인건비 추이 (연결)								
(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F
인건비	8,893,878	9,396,921	9,098,752	9,613,599	10,667,028	11,611,470	12,042,454	12,592,886
매출액	96,812,609	105,746,422	103,997,601	117,610,626	142,527,535	155,146,700	160,905,300	168,259,900
(% of Sales)	9.2%	8.9%	8.7%	8.2%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%

\*주요종속기업: 현대캐피탈, 현대카드, 현대로템, 현대캐피코 등 < 매출 컨센서스 활용 < 최근 4년 최저치 적용

HD한국조선해양 인건비 추정								
(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F
인건비	1,786,166	1,771,706	1,619,508	2,057,991	1,796,809	2,281,432	2,637,563	2,834,078
매출액	13,161,046	15,182,553	14,903,658	15,493,382	17,302,020	21,968,600	25,397,900	27,290,200
(% of Sales)	13.6%	11.7%	10.9%	13.3%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%

\* 주요종속기업: 현대중공업, 현대삼호중공업, 현대미포조선 등 < 매출 컨센서스 활용 < '21년의 경우, 통상임금 소송 패소로 인한 추가부담액 포함

현대제철 인건비 추이								
(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F
인건비	1,118,928	1,125,239	1,129,803	1,413,647	1,818,017	1,445,292	1,454,601	1,452,431
매출액	20,780,382	20,512,590	18,023,398	22,849,921	27,340,601	26,841,500	27,014,400	26,974,100
(% of Sales)	5.4%	5.5%	6.3%	6.2%	6.6%	5.4%	5.4%	5.4%

< 매출 컨센서스 활용 < 최근 5년 최저치 활용

현대건설 인건비 추이								
(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F
인건비	1,562,333	1,523,630	1,502,935	1,645,990	1,979,028	2,199,974	2,202,575	2,231,833
매출액	16,730,894	17,278,792	16,970,859	18,065,534	21,239,082	24,948,900	24,978,400	25,310,200
(% of Sales)	9.3%	8.8%	8.9%	9.1%	9.3%	8.8%	8.8%	8.8%

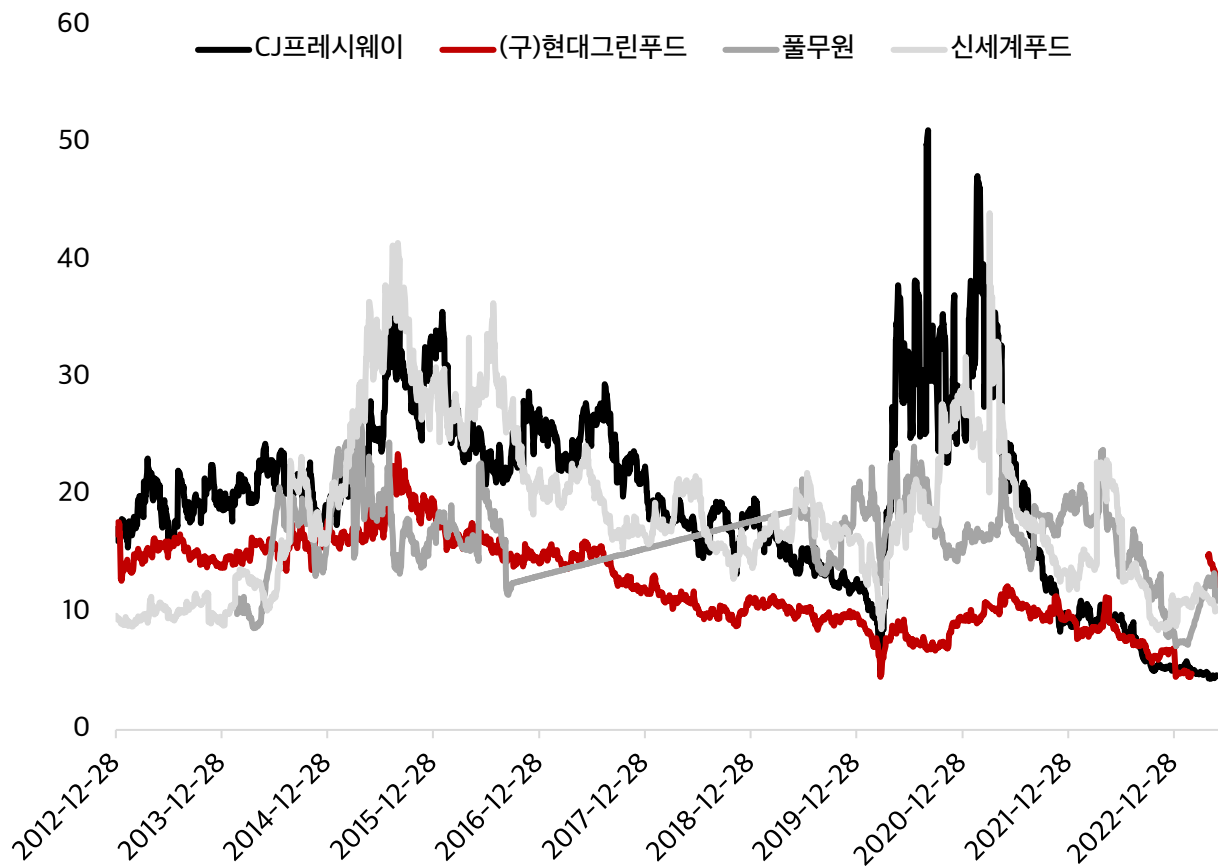
현대백화점 인건비 추이								
(단위: 백만원)	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024F	2025F
인건비	266,516	280,915	296,514	314,134	399,484	418,237	469,609	498,897
매출액	2,273,152	2,198,950	2,273,152	3,572,433	5,014,124	5,249,500	5,894,300	6,261,900
(% of Sales)	11.7%	12.8%	13.0%	8.8%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%

< 지누스 인수 후 비용구조 변화, 반영 후 실질적인 '22년 기준으로

## 9.8. '10-'22년 연간 물가상승률 추이

'10~'22년 국내 연간 물가상승률 추이													
(단위: %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
연간 물가상승률	2.9%	4.0%	2.2%	1.3%	1.3%	0.7%	1.0%	1.9%	1.5%	0.4%	0.5%	2.5%	5.1%
한국은행 목표물가상승률	3.00% ± 1.0%			3.0% ± 0.5%			2.5% ± 0.5%			2%			

## 9.9. Peer 12MF PER 추이

**Notice.**

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자 시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 그리고 이 분석 보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.