



재편되는 업계와 해외 진출 모멘텀

01/	부진한 주가는 매수 기회	09
02/	뒤집어진 급식판: 급식 업계의 구조적 변화	15
03/	한화의 아워홈 인수는 리레이팅의 트리거가 될 수 있을까?	39
04/	선별적 투자전략 필요	45
05/	기업분석 & 탐방 Note	49

Executive Summary

대외변수	• 경기 둔화 지속 • 외식 물가 상승 (런치플레이션) • 관세 불확실성 상존	
구조적 변화	해외 진출	• 캡티브 해외 증설 수혜 및 이를 기반으로 한 현지 확장 • K-Food 영향력 확대에 힘입은 직진출
	+	
	시장 규모 확대	• 학교, 관공서, 군부대 등 개방 • 사기업 직영 급식의 외주화 흐름 • 아파트, 실버 급식 수요 확대
	+	
	비용 혁신	• 중소·영세업체가 하기 어려운 Central Kitchen, 협동로봇 도입을 통한 수익성 개선
	↓	
	업계 재편	• 대기업 중심의 업계 재편 가능성 ↑
리레이팅 트리거	한화-아워홈 인수	• 성공적 인수 시 섹터 멀티플 재조정 기회
결론	• 기회요인별로 우위에 있는 기업이 다르며, 변화 시점과 실적에 미치는 영향 역시 상이 → Timeline별 선별적 투자 필요 → 꾸준한 실적 성장, 안정적 재무구조 및 주주환원 의지를 모두 갖춘 현대그린푸드를 섹터 내 최선호주로 제시	
최선호주	• 현대그린푸드 (BUY / 23,000원) - 구조적 변화에 따른 수혜 가능성 가장 높음 - 해외 진출과 환원을 통한 지속적인 주주가치 극대화가 기대되는 기업	

Key Chart

각 기회요인별 투자 판단

구조적 변화	기회요인	관련(선두) 기업		투자 전략			의견
				단기 (6개월~1년)	중기 (1~3년)	장기 (3~5년)	
해외 진출	캡티브 해외 진출을 통한 수주	현대그린푸드, 삼성웰스토리		Hold	Overweight	Overweight	- 계열사의 해외 진출은 초기 진입 리스크를 완화하고, 현지 노하우 축적 기회를 제공 - 그룹사 물량은 한정적이나, 현지 사업법인을 통해 외부 입찰 기반을 구축 가능 → 내수 캡티브 의존도를 탈피하는 전략적 토대 마련
시장규모 확대	위탁급식 수요 증가 (산업체/병원 등)	모든 업체		Overweight	Overweight	Overweight	- 위탁급식 도입 또는 직영 → 위탁급식 전환 - 한 번 위탁으로 전환되면 직영급식으로 다시 돌아오기 어려운 구조
	학교 위탁급식 전환	모든 업체		Hold	Hold	Overweight	- 위탁 전환 유인이 강해지는 중 - 그러나 단기간에 유의미한 전환이 나타나기는 어렵다고 판단
	공공기관 위탁급식 전환 (학교 외)	규제 지속 시	폴무원, 동원홀푸드	Overweight	Overweight	Hold	- 대형사 규제 지속 시 중견업체 수혜 유지 - 규제 완화 시 모든 업체의 단~중기 수혜 전망 - 공공 시장 규모의 한계로 장기 수혜는 어렵다고 판단
		규제 완화 시	모든 업체				
	군 급식 개방	모든 업체		Overweight	Overweight	Hold	- 대기업 입찰이 허용되며 기존 중견업체 → 대형업체까지 수혜 범위 확대 - 군부대 시장 규모의 한계로 장기 수혜는 어렵다고 판단
	아파트 급식 확대	신세계푸드		Overweight	Overweight	Hold	- 식수 감소 → 퀄리티 하락 → 식수 감소의 악순환에 빠지기 쉬운 구조적 리스크 존재 - 아직 시장 초기 단계로, 식음 서비스 선호도 지속 여부 불투명
수익성 개선	CK 역량 보유 및 확대	현대그린푸드, 삼성웰스토리		Overweight	Overweight	Overweight	- 초기 투자비용 부담과 운영 복잡도로 인해 영세업체에게는 진입장벽으로 작용 - CK 가동률이 높아질수록 단위식수당 조리비용 지속 감소
	협동로봇 도입	(계열사 보유) 대형 업체		Overweight	Overweight	Overweight	- 초기 투자비용 부담으로 인해 영세업체는 실행이 어려운 전략 - 그룹 내 협동로봇 업체 보유 시 시너지 창출 가능 (아워홈, 현대그린푸드)
업계 재편	대기업 중심의 업계 재편 가능성 확대	대형 업체 (관심: 현대그린푸드)		Hold	Overweight	Overweight	장기적으로 대형 업체들에게 유리한 환경이 조성될 전망

자료: 유진투자증권

Key Chart

상대주가 추이: KOSPI 대비 저평가



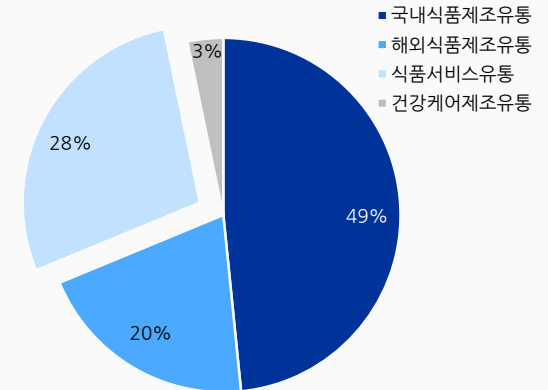
자료: Quantiwise, 유진투자증권
참고: 풀무원, CJ프레시웨이, 신세계푸드 3개사 합산

단체급식&식재유통 기업 탐방 Note

풀무원(017810)

현재주가(원) (2025.05.14.)	15,040	[국내식품서비스(단체급식)] - 런치플레이션 지속되며 호조 - 입찰 가능한 군대 위탁운영 급식장 중 약 50% 진입 완료 - 병원 의존도 낮아 파업 영향 적음
시가총액 (십억원)	573.3	[국내식품제조] - 온라인 B2C 성장세 견조. 채널전용상품 출시 예정 - 학교, 어린이집 이외의 B2B 저수익 채널은 속도를 조절하며 입찰 참여 중
연초 대비 주가수익률(%)	41.9	[해외식품제조] - 미국 - 두부 전량 현지 생산 & 냉장면도 Gilroy 공장을 통해 현지 생산 체계로 전환 중 - 동부 두부공장 라인증설 중(기존 CAPA 대비 40~50%↑)이며, 하반기 가동 계획 - 일본: 두부·유부 저수익제품 SKU 효율화 및 일부 하이엔드 제품 출시 중 - 중국: 회원제, 온라인 강화를 통한 채널다각화 계획

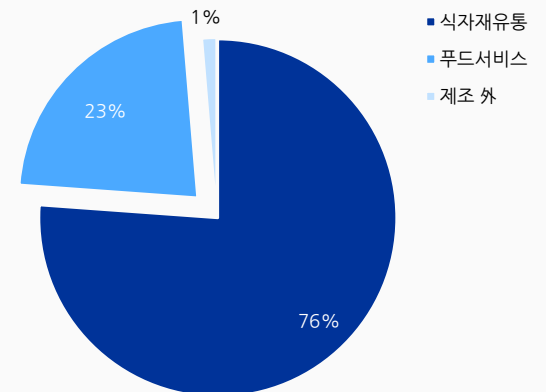
[매출액 비중]



CJ프레시웨이(051500)

현재주가(원) (2025.05.14.)	24,600	[식재유통] - M/S 5% 수준. 나머지는 영세업체 - 대기업 중 유일하게 온라인에 집중. '식봉'의 GMV 확대가 1차 목표 - 물류서비스 수수료 수취 구조 (입점수수료 X) - 현재는 초기 프로모션 및 가격경쟁 영향으로 BEP 수준 - 군부대 케이터링 업체에 식자재 공급 중. 향후에는 적극적인 입찰 참여 계획
시가총액 (십억원)	292.0	[푸드서비스(단체급식)] - 산업체/오피스 비중이 가장 큼. 그 다음으로 병원, 레저 등 - 대형병원 익스포저가 업계 평균 대비 높고, 중형병원은 낮은 편 - 키친리스(이동형 급식)를 통해 신시장(실버/아파트) 진출 계획 - 청량리 롯데캐슬을 키친리스로 운영 & 광고 아이파크 테스트 중 1천 세대 이상 대단지 위주로 추진 목표
연초 대비 주가수익률(%)	42.3	[기타] - 식재유통과 급식유통 조직을 푸드서비스로 일원화 및 비용 절감 계획 (1Q25~) - 해외 진출 계획은 현재로선 없음

[매출액 비중]

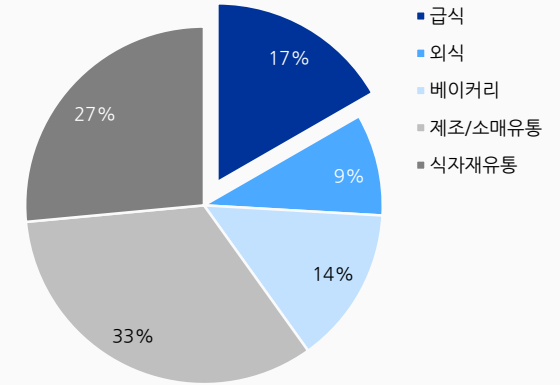


단체급식&식재유통 기업 탐방 Note

신세계푸드(031440)

현재주가(원) (2025.05.14.)	33,400	[급식] ▪ 병원 운영 X ▪ 프리미엄/대형 아파트 커뮤니티에 집중. 베이커리 등 부문과 접목하여 운영고도화 계획
시가총액 (십억원)	129.3	[식재유통] ▪ 과일은 할당관세 등 정부 지원으로 볼륨 증가 ▪ 군납매출 지속 성장 중 ▪ 적자 SKU 손익개선 지속 계획 (수입육 지속 축소 중)
연초 대비 주가수익률(%)	-1.2	[외식] ▪ NBB 직영점(본사 인건비+임차료 부담) 체제에서 직영점 철수 및 가맹점 전환 중 ▪ 향후 포장·배달 위주의 소형매장으로 가맹 추진 계획
		[베이커리] ▪ 이마트, 트레이더스, 신세계백화점에 입점한 in-store 베이커리 ▪ Captive 의존도 낮추기 위해 카페向 공급비중 늘리는 중 (프랜차이즈/개인 카페)
		[제조/소매유통] ▪ 고객사(스타벅스) 일부품목 경쟁입찰 도입 + 발주량 조절로 볼륨 감소 ▪ 카카오톡 선물하기 등 MD 확장을 통해 방어 계획

[매출액 비중]

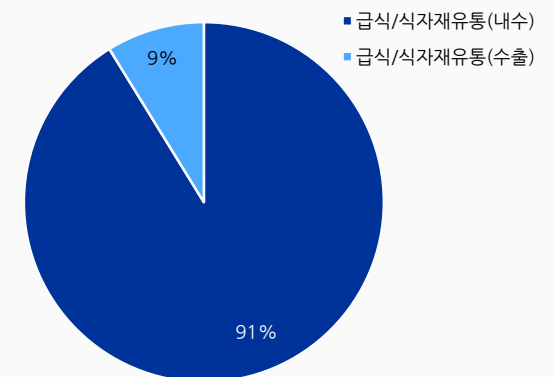


삼성웰스토리(비상장)

※삼성물산의 100% 자회사

현재주가(원) (2025.05.14.)	-	[급식] ▪ 경쟁 심화로 국내 시장은 포화상태가 되어가고 있다고 판단 → 해외 진출 확대 계획 ▪ 베트남 북부에서 급식 1위 사업자. '24년 5월 콜드체인 물류센터 오픈 ▪ '24년 말 헝가리에 진입. 이를 기반으로 유럽지역 확장하는 계획 보유 ▪ 아산 Central Kitchen을 통해 인근 계열사 사업장 및 수도권 대응
시가총액 (십억원)	-	[식재유통] ▪ 대형 프랜차이즈 중심으로 영업 ▪ 360솔루션 제공 - 상권평가, 인테리어, 메뉴, 원재료 등 올인원 컨설팅 수행 ▪ 글로벌 트레이딩 수행
연초 대비 주가수익률(%)	-	[중점전략] ▪ 기존과 큰 변화는 없음 ▪ 내수 급식 1위사업자 지위 유지 및 M/S 지속 확대 ▪ 급식/식자재 해외 비중 확대 ▪ 우수한 Operation 효율에 기반하여 신뢰도/인지도 지속 강화

[매출액 비중]



01

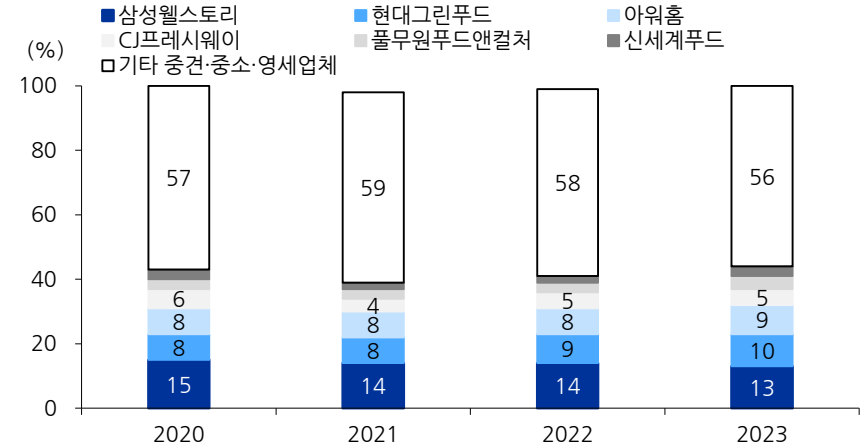
부진한 주가는 매수 기회

유사한 주가 흐름, Value Trap에 갇힌 듯 싶지만

단체급식 산업

- 국내 위탁 운영 단체급식 시장규모는 약 10조원으로, 상위 업체들의 순위 변동이 거의 없는 정적인 산업
- 국내 주요 플레이어는 삼성웰스토리(M/S 13%), 현대그린푸드(10%), 아워홈(9%), CJ프레시웨이(5%), 풀무원(4%), 신세계푸드(3%)
- 단체급식 점유율 상위 6개사 중 4개 업체(풀무원, 현대그린푸드, CJ프레시웨이, 신세계푸드)가 상장사이며, 합산 시가총액은 1.5조원 규모
- 상기 4개사 모두 단체급식과 함께 식자재유통&HMR 사업을 영위 중으로, 유사한 주가 흐름을 보여 옴

단체급식 시장 점유율 추이



자료: IMM, 유진투자증권

주요 단체급식 상장사 개별 시가총액 추이

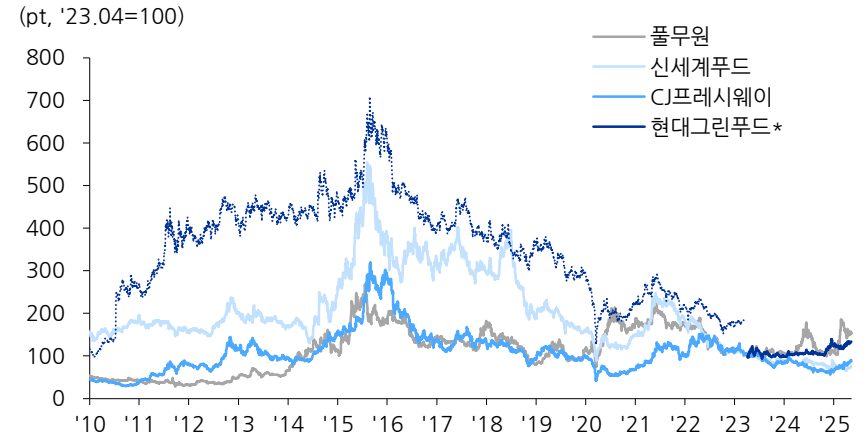


자료: 유진투자증권

참고: 풀무원, CJ프레시웨이, 신세계푸드 3개사 합산

참고: 현대그린푸드는 '23년 인적분할 재상장되어 제외

주요 단체급식 상장사 개별 시가총액 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

*: 점선은 분할 전 현대지에프홀딩스 주가

유사한 주가 흐름, Value Trap에 갇힌 듯 싶지만

변함 없는 주가

- 내수 업종의 한계로 매출액의 성장이 어려울 것이라는 기대가 만연하며 멀티플도 낮게 부여
- 단체급식과 식재유통은 수익성 또한 크게 늘어나기 어려운 사업
- 단체급식 사업은 현금창출 속도가 느려 외상매출 회수 전까지 자금 압박이 존재. 또한 식자재 유통은 마진이 낮고 회전율이 높아 대규모 운전자본 확보가 필요. 결과적으로 외부 차입 의존도가 높은 비즈니스
- HMR 사업 확장 시 대규모 설비투자도 필요 (추가적인 차입 유인)

성장 기대치 低 + 수익성 저조 + 높은 차입 의존도 → 주가 상승 제약

$$Enterprise\ Value = Sales \times \frac{EBITDA}{Sales} \times \frac{EV}{EBITDA}$$

$$Market\ Cap = Sales \times \frac{EBITDA}{Sales} \times \frac{EV}{EBITDA} - Net\ Debt$$

↓

[매출액]
성장 기대치 낮음

↓

[수익성]
제고 어려움

↓

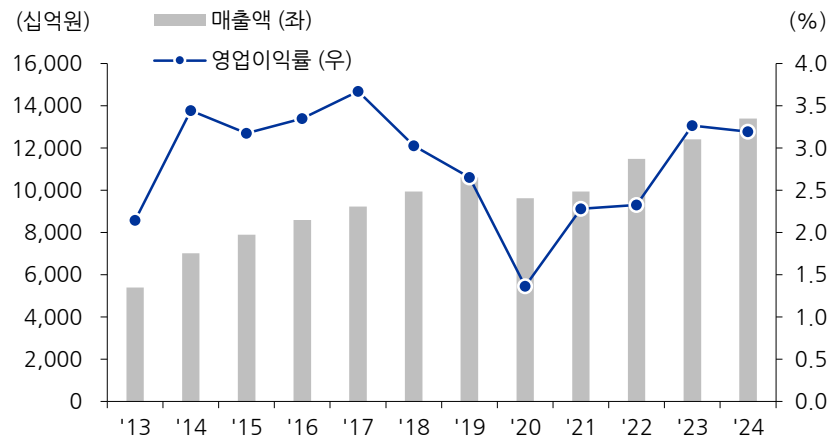
[멀티플]
성장 정체로 낮은 멀티플 부여

↓

[순차입금]
높은 차입 의존도

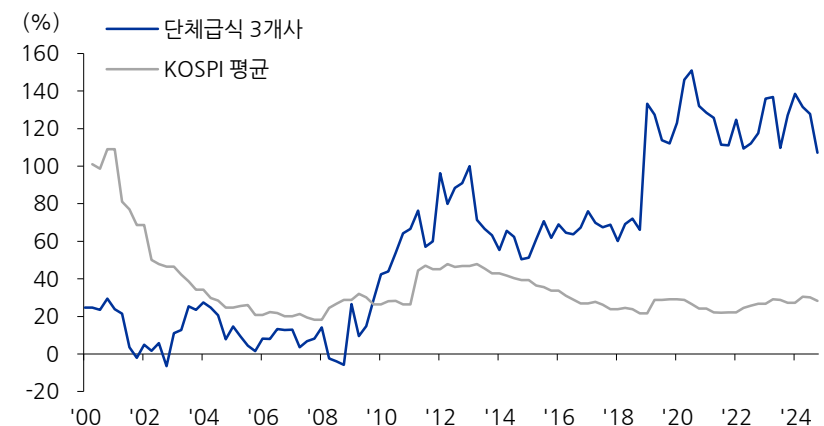
자료: 유진투자증권

단체급식 5개사 연간 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Quantiwis, 유진투자증권
참고: 풀무원, CJ프레시웨이, 신세계푸드, 삼성웰스토리, 아워홈 5개사

단체급식 3개 상장사 분기별 평균 순부채비율 추이



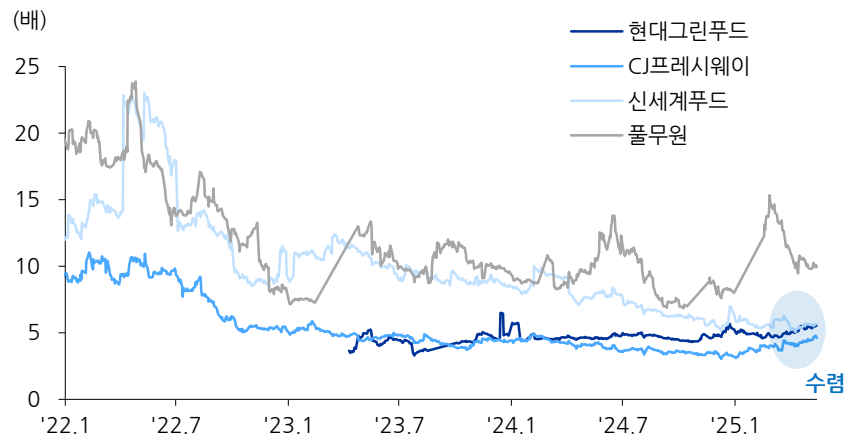
자료: Quantiwis, 유진투자증권
참고: 풀무원, CJ프레시웨이, 신세계푸드 3개사 평균

성장에 비해 너무 낮은 눈높이

단체급식 매출액은 연평균 7% 성장 중

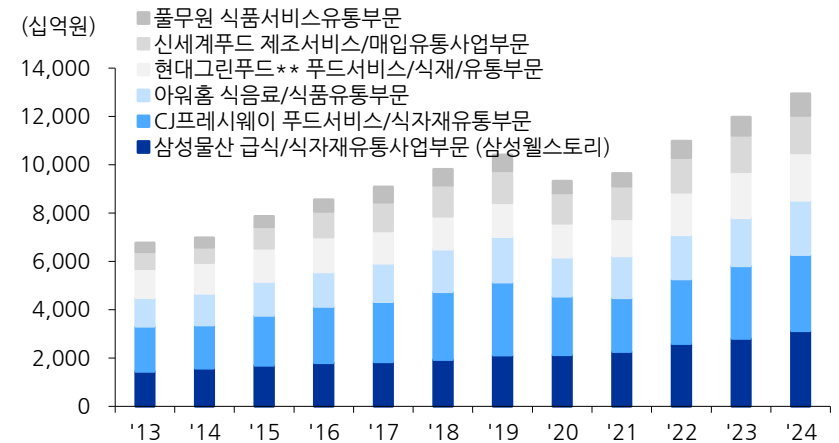
- 단체급식 업체들의 12MF PER은 4~5배로 수렴 중. 이는 해당 산업의 성장성에 대한 시장 눈높이가 낮기 때문
- 그러나 무성장·저성장 산업이라는 편견이 실제 성장세 대비 과도하게 작용해 있다고 판단
- 실제로, 업체들의 단체급식 매출액은 꾸준히 증가 중. 2013~2024년 동안 5개사 푸드서비스 관련 사업부문의 합산 매출액은 연평균 7% 성장하였으며, 이는 동기간 KOSPI 매출액 연평균 성장률인 5%를 상회 (풀무원, 현대그린푸드, CJ프레시웨이, 신세계푸드, 아워홈 합산)
- 마진은 코로나 시기를 제외하면 영업이익률 3%대를 유지 중

주요 단체급식 업체 평균 PER 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권
참고: 일부 결측 구간은 직선으로 연결

단체급식&식자재유통 매출액: 코로나 시기를 제외하고 꾸준히 성장



자료: Bigfinance, 유진투자증권
*: 1~2월 현대그린푸드 매출액은 추정치 (중단영업손익으로 분류되며 분기보고서상 미기재)
**: 2022년까지는 현대지에프홀딩스 각 부문별 실적 합산

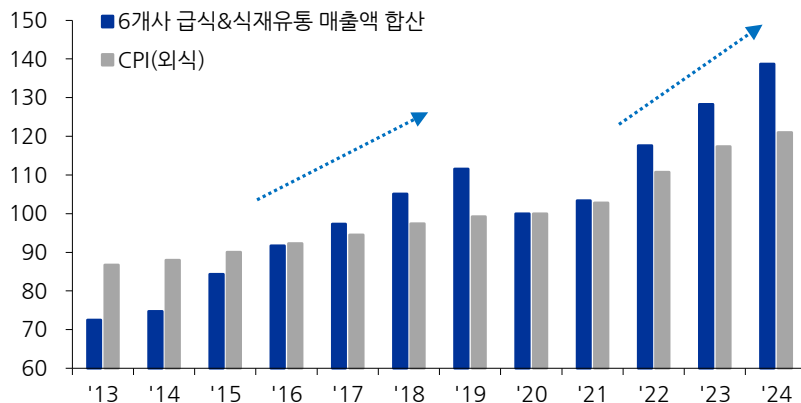
여기에 대내외 환경 개선이 더해진다면...

지금보다 더 좋아질 것

- 여기에 더해 국내 위탁급식 시장의 성장을 이끌 구조적인 변화가 감지되는 중
- 우선 군부대 급식사업이 민간에 개방되며 업계 주요 플레이어들의 수주 실적 개선이 나타날 것이라 판단
- 또한, 학교 등 공공기관 급식 외주화 확대가 중장기 성장 스토리로 작용할 전망
- 위생 이슈, 납품 구조의 투명성 강화 요구가 더해지며 대기업 위주의 업계 재편에 대한 기대감까지 커질 것이라 예상
- 특히 최근 경기를 비롯한 대외변수 악화 영향이 지속되는 가운데 관세 불확실성이 더해지며 변동성 확대 추세. 이러한 구간에서 하방이 튼튼한 산업/종목의 방어적 성격이 메리트로 부각될 전망

물가상승폭을 상회하는 매출액 성장세 시현 중

(pt, 2020=100)



자료: Bigfinance, 유진투자증권
*6개사: 11page 우하단 도표와 동일

단체급식 주요 플레이어들의 실적 성장 동인

식수 증가	• 학교, 관공서, 군부대 등 개방 • 사기업 직영 급식의 외주화 흐름 • 해외 진출 (캡티브 해외사업장 수주, 직진출 등)
식단가 상승	• 복리후생 강화를 위한 사기업의 자발적 식단가 인상 • 군 기본급식 기준액의 점진적 인상 전망
마진 개선	• Central Kitchen을 통한 조리비용 절감 • 협동로봇 도입으로 추가적인 인건비 절감 여지 有
M/S 확대	• 고객사 니즈 다변화, 위생·안전 규제 강화, 생산 효율성 격차 등으로 자본력 있는 대기업 위주의 업계 재편

자료: 유진투자증권

반면 상대주가는 KOSPI 대비 저평가



자료: Quantiwise, 유진투자증권
참고: 풀무원, CJ프레시웨이, 신세계푸드 3개사 합산

02

뒤집어진 급식판: 급식 업계의 구조적 변화

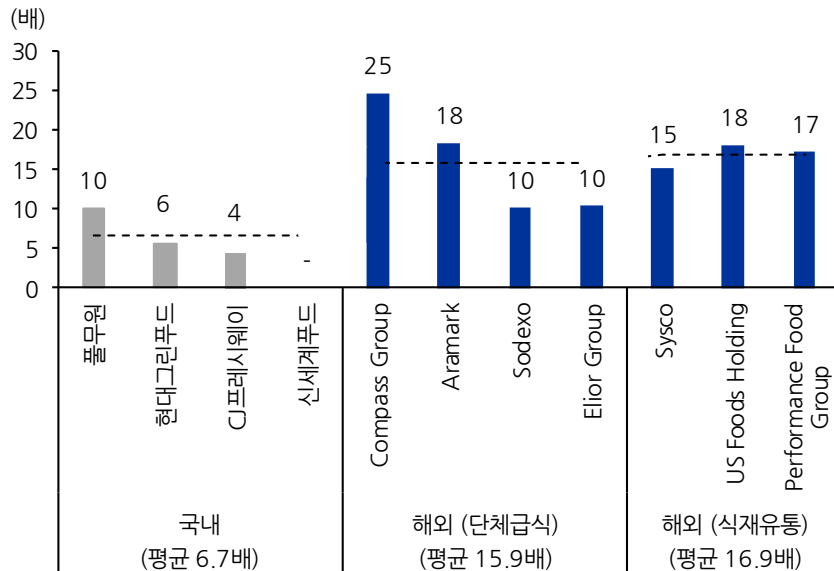
① 해외 진출 → 외형 성장 × 리레이팅

(단기:○, 중기:○, 장기:○)

해외 진출 → 밸류에이션 리레이팅

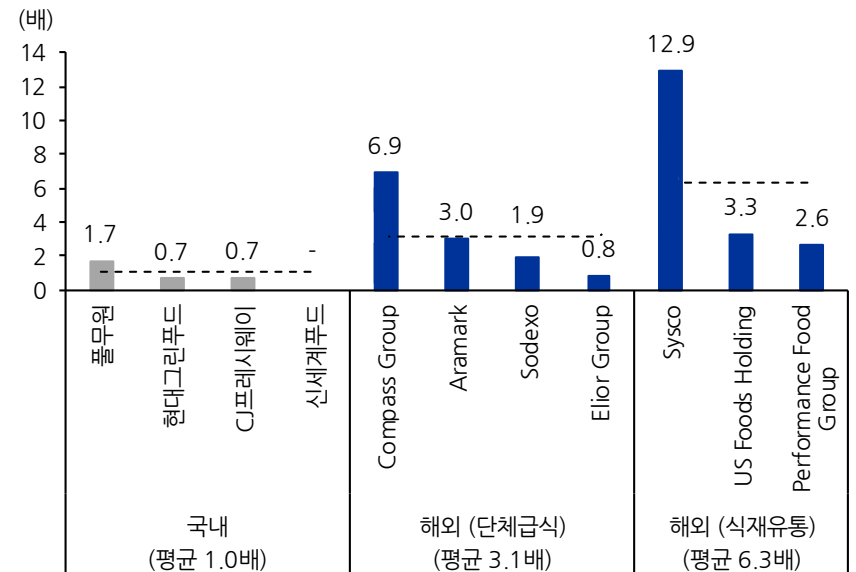
- 글로벌 급식·식재유통 업체들은 선진시장 중심의 안정적인 고객층을 기반으로 견조한 성장세를 지속 중
- 국내 업체들과 해외 업체들 간 멀티플에는 2배 이상의 격차 존재
- 이는 국내 푸드서비스 시장이 성숙 단계에 들어섰고, 입찰 경쟁 심화로 마진 압박이 발생하고 있기 때문이라 판단
- **해외 확장을 통한 안정적인 신성장 동력 발굴 + 믹스 개선이 가능한 업체는 이러한 멀티플 격차를 축소할 수 있을 전망** (리레이팅 정당화)

국내외 푸드서비스 기업 12MF PER



자료: Bloomberg, 유진투자증권

국내외 푸드서비스 기업 12MF PBR



자료: Bloomberg, 유진투자증권

① 해외 진출 → 외형 성장 × 리레이팅

(단기:○, 중기:○, 장기:○)

계열사의 해외 진출은 좋은 기회

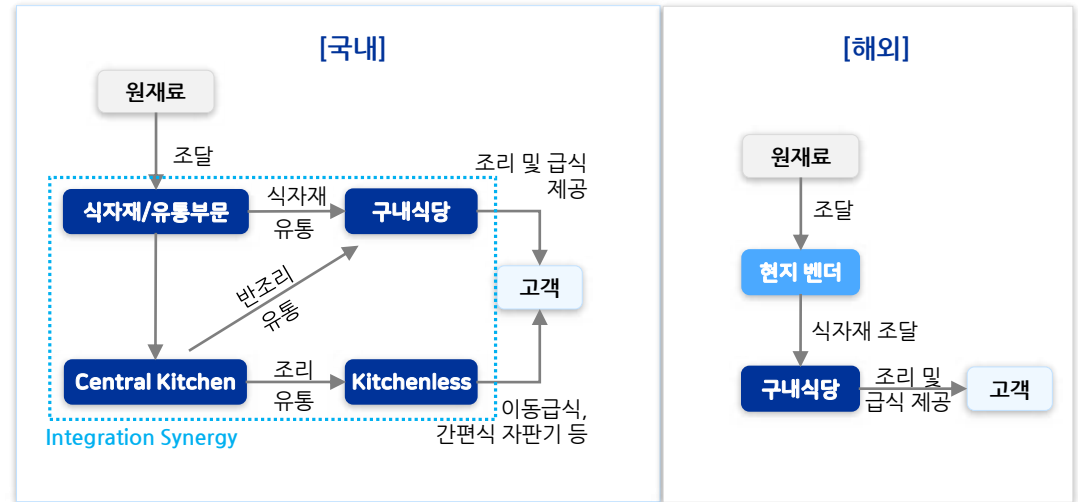
- 계열사의 대규모 해외 진출은 급식 업체의 초기 진입 리스크를 완화하고, 현지 노하우 축적 기회를 제공
- 그룹사 물량은 한정적이나, 현지 사업법인을 통해 외부 입찰 기반을 구축 가능
- 이를 통해 내수 시장 의존도를 탈피하는 전략적 토대 마련이 가능하다는 점에서 긍정적
- 다만, 해외에서는 외부 벤더사를 통해 식재를 매입해야 하므로 추가 비용 발생 가능. 따라서 장기적으로는 안정적인 현지 식자재 조달 역량 확보가 필요

캡티브 해외 진출에 따른 급식 수주 사례

그룹	캡티브 해외 진출 사례	관련업체
삼성	- 삼성전자/디스플레이 베트남 공장 - 삼성SDI 헝가리 공장	삼성웰스토리
현대	- 기아 조지아, 멕시코 공장 - 현대건설 UAE 바라카 원전 공사현장 - 현대차 미국 서배너 HMGMA - 현대차 중국 공장	현대그린푸드
LG	- LG디스플레이/전자/이노텍 베트남 공장 - LG화학/전자/이노텍 중국 공장 - LG에너지솔루션 폴란드 공장	아워홈
풀무원	- 풀무원 미국 공장 - 풀무원 중국 공장	풀무원푸드앤컬처

자료: 유진투자증권

해외에서는 외부 벤더 이용으로 식재 관련 추가 비용 부담 발생

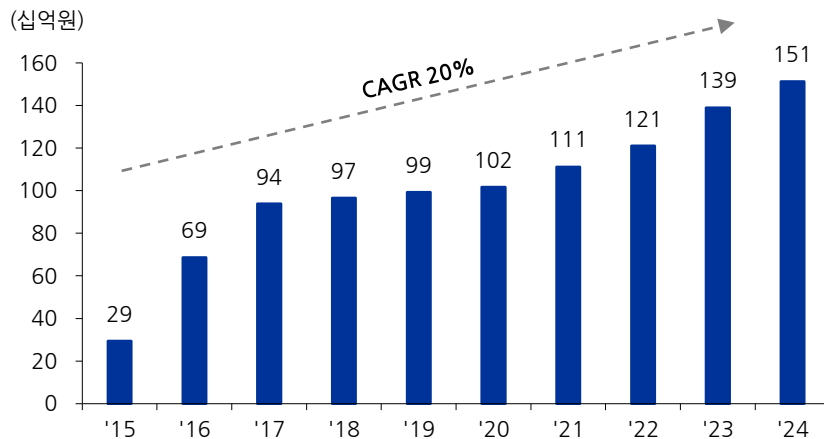


자료: 유진투자증권

(예시) 삼성그룹 베트남 진출 사례

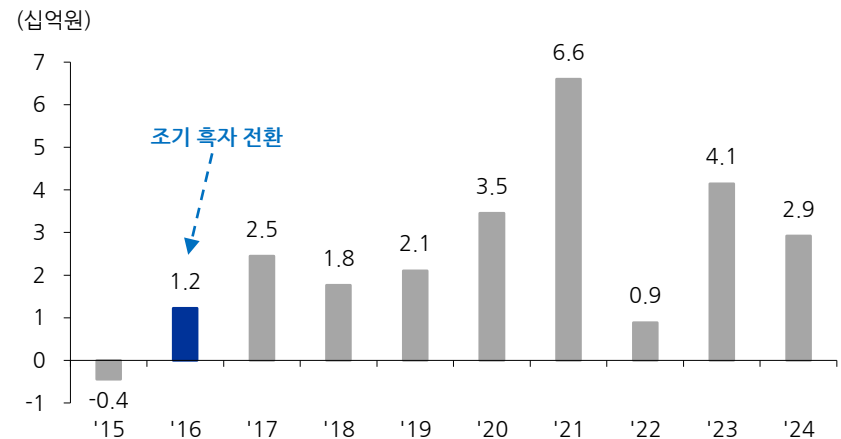
- 삼성웰스토리는 계열사를 따라 베트남에 진출해 현지 법인을 설립('24.12)하였으며, 계열사 초기 수요와 적극적 인수 전략을 통해 성장
- 이후, 회사는 2017년 박닌 지역에 5,600m² 규모 물류센터를 설립하고 콜드체인 유통 시스템을 일부 적용
- 2024년 5월에는 박닌에 26,700m² 규모 신규 콜드체인 물류센터를 오픈하며 물류 역량을 더욱 강화
- 이러한 현지 영업기반을 토대로 회사는 현재 베트남 북부에서 급식 1위 사업자 지위를 유지 중이며, FPT소프트웨어, 미쉐린, 리젠트 등 非삼성 계열 사업장 운영권을 다수 수주
- 2024년 말에는 삼성SDI를 따라 헝가리에 진출하였으며, 이는 올해부터 실적에 나타나는 중. 회사는 헝가리를 기반으로 유럽 지역에서 지속 확장 계획

삼성웰스토리 베트남 매출액 추이



자료: 삼성웰스토리, 유진투자증권

삼성웰스토리 베트남 순손익 추이:
초기 계열사 매출 발생이 보장되며 현지 투자 리스크를 크게 완화



자료: 삼성웰스토리, 유진투자증권

① 해외 진출 → 외형 성장 × 리레이팅

(단기:○, 중기:○, 장기:○)

(예시) 현대차그룹 미국 진출 사례

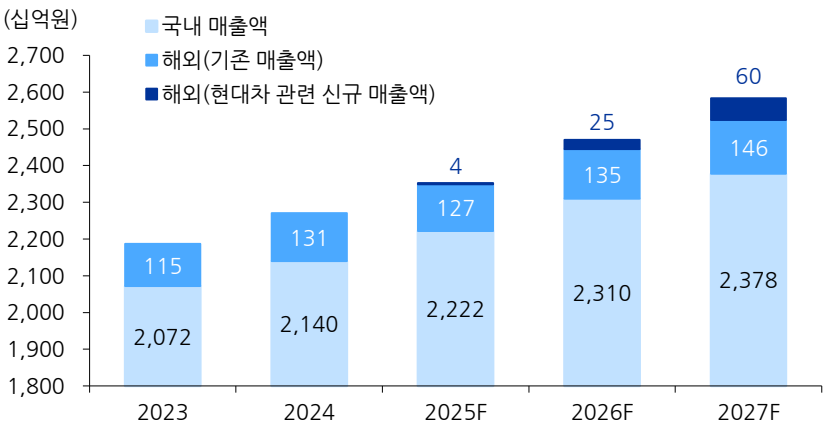
- 현대차그룹은 2028년까지 210억 달러 투자를 통해 미국에서 14,000개의 신규 정규직 일자리를 창출할 전망
- 정규직만을 대상으로 한 급식 사업 수주 시 예상 매출액은 식수 14,000명 기준 연간 693~1,294억원 수준
- 이를 계열사 현대그린푸드가 전량 수주 가정 시 동사의 2027년 매출액은 無수주 시나리오 대비 2~3% 증가
- 절대적으로 큰 규모라고 할 수는 없으나, 이를 시작으로 **미국 내 사업 확장 기반을 마련할 수 있다는 점이 핵심** (cf. 삼성웰스토리 베트남 진출 사례)
- **부품사나 간접 고용 인력 대상으로까지 서비스 범위를 확대할 수 있다면 수혜 규모는 더욱 커질 것**이라 판단

현대 미국 급식사업 수주 시 예상 매출액 기여도: Base Case 기준 993억원/연

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
매출액(백만달러)	0.5	0.8	1.5	2.4	3.7	5.2	6.7	8.3	10.4	12.4	13.4
영업일수(일)	63	64	62	61	63	64	62	61	63	64	61
당기 평균 직원 수(명)	355	593	1,141	1,846	2,727	3,784	4,998	6,320	7,681	9,003	10,216
인당 식단가(달러/일)	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5
조식(달러/일)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
중식(달러/일)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
석식(달러/일)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0

자료: 유진투자증권
가정: 채용규모는 로지스틱 함수에 따라 증가 ($L=14000$, $k=\ln(4)\approx 1.386\text{year}^{-1}$, $x_0=2$ (2026년 말))

현대 미국 급식사업 수주 시 현대그린푸드 예상 매출액 기여도



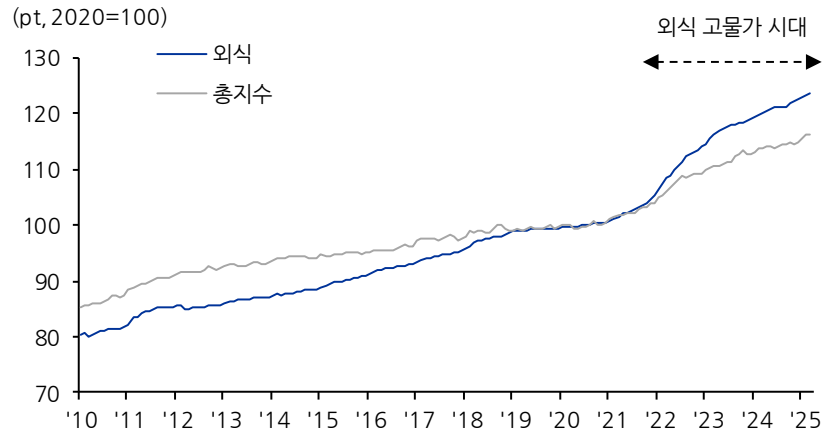
자료: 유진투자증권

② 내수 위탁급식 시장규모 확대

높은 물가 수준이 업계 성장의 촉매가 되는 중

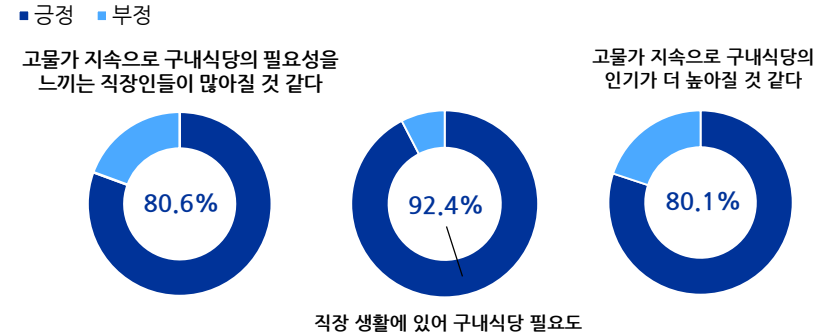
- 점심 물가가 높아지며 단체급식 수요 증가 (런치플레이션)
- 구내식당이 사내복지의 핵심으로 인식되며 단체 급식에 대한 직장인들의 니즈도 증가 중
- 구내식당의 ①직장과 가까운 거리, ②저렴한 가격, ③빨리 나오는 음식은 직장인 메뉴 선택의 핵심 기준을 충족
- 유명 외식 브랜드와의 협업 메뉴, 유명 셰프의 레시피 도입 등으로 구내식당 만족도가 높아지며 급식 수요 증대를 견인

소비자물가지수 추이



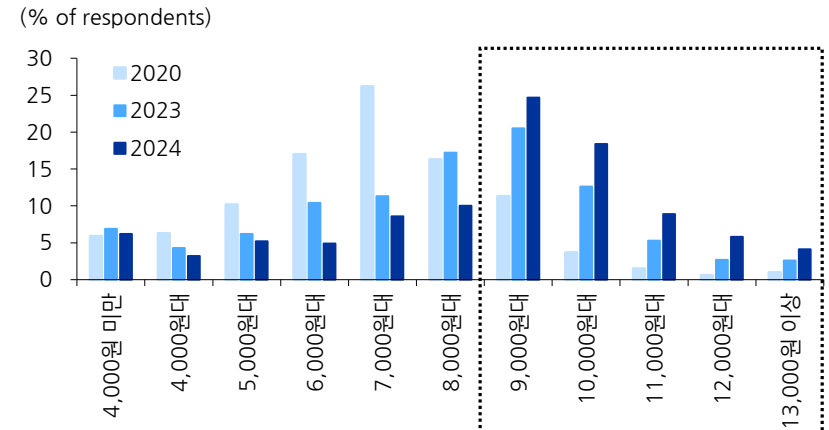
자료: 통계청, 유진투자증권

물가 상승으로 단체급식에 대한 니즈 증가 (n=1,000)



자료: 엠브레인 트렌드모니터, 유진투자증권

점심식사 평균 비용 (n=1,000)



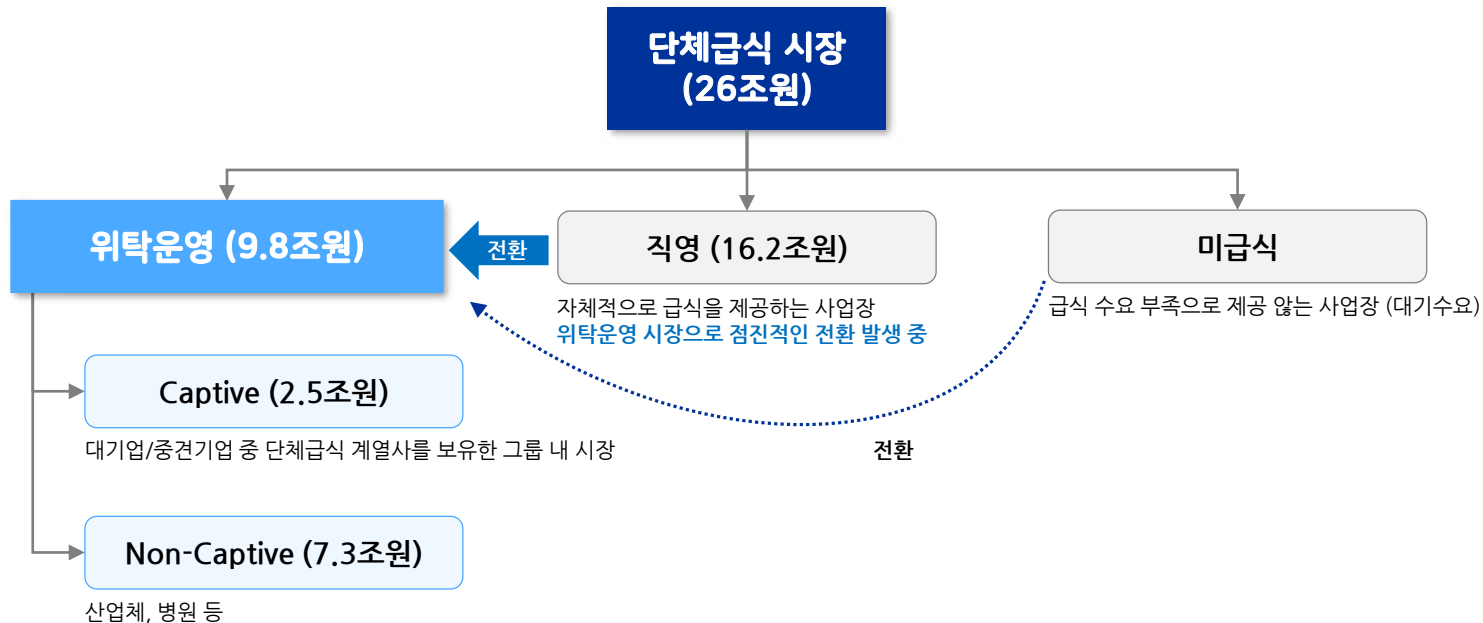
자료: 엠브레인 트렌드모니터, 유진투자증권

② 내수 위탁급식 시장규모 확대

위탁급식에 대한 선호도 역시 커져가는 중

- 소규모 사업장에서 자체적으로 운영하는 '직영 급식'은 대기업 전문수탁업체와 비교하여 품질 및 위생 관리가 어려움
- 식자재 구매에 소요되는 비용도 전문업체에서 대량으로 조달할 때보다 높을 수밖에 없고, 이는 경쟁력 약화 요인
- 높아진 인건비 부담 또한 직영 급식 품질 개선을 가로막는 요소
- 외식과 급식의 경계가 벌어지며 메뉴 다양성에 대한 니즈까지 커지는 중으로, 이러한 니즈에 대응이 가능한 위탁 급식에 대한 선호도가 높아지는 추세
- 기존 직영 사업장들이 위탁급식 형태로 전환되며 단체급식 업체들이 접근 가능한 시장 규모는 점차 확대될 전망

단체급식 시장 구조도: 직영에서 위탁으로 전환되며 위탁급식 시장규모 확대 전망



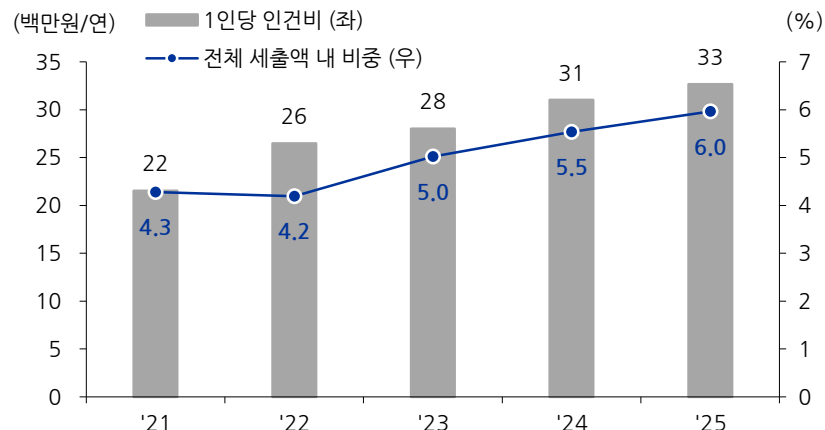
② 내수 위탁급식 시장규모 확대 (학교)

(단기:△, 중기:△, 장기:○)

학교에서도 강해지고 있는 위탁 전환 유인

- 2006년 학교급식법 개정으로 전국 모든 학교의 직영급식 원칙화. 직영 전환 이후 각 학교는 급식 인력을 직접 고용·관리
- 급식노동자들은 각 시·도교육청 소속의 교육공무직원으로, 정규 공무원과의 처우 격차, 과중한 업무량 등을 이유로 2012년 이후 거의 매년 파업을 진행
- 각 학교는 단축수업(급식 미 실시)이나 학부모 도시락 지참 독려, 빵·우유와 같은 대체식 공급 등 방식으로 대응해 왔으나, 파업이 거듭될수록 급식 중단 규모가 커지며 교육에 적잖은 영향을 미치는 중
- 학교 현장은 매년 반복되는 노조 파업에 따른 피로감을 호소 중이며, 인건비 부담까지 지속 증가하며 **위탁급식 전환 가능성이 점차 높아지는 중**이라 판단
- 실제로 지속된 투쟁에 따른 기본급 인상, 복리후생 수당 신설 등 영향으로 전국 시·도교육청의 교육공무직 인건비 지출은 2021년 총세출액의 4.3%에서 2025년 6%까지 증가

교육공무직원 평균 임금 추정 및 전체 교육청 세출액 내 비중

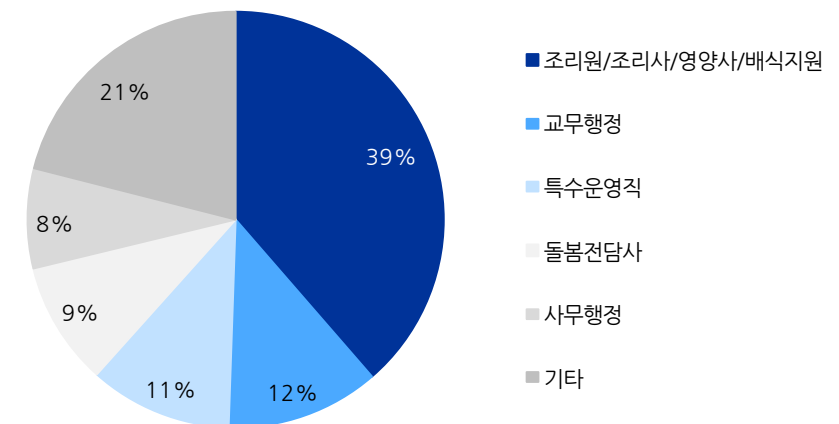


자료: 교육부, 행정안전부, 유진투자증권

참고: 2025년은 예산액 기준

가정: 2024~2025년 교육공무직원 수는 매년 0.42% 증가 (0.42% = 2021~2023 CAGR)

교육공무직원 구성비(2023): 상당수가 급식 관련 인력



자료: 행정안전부, 유진투자증권

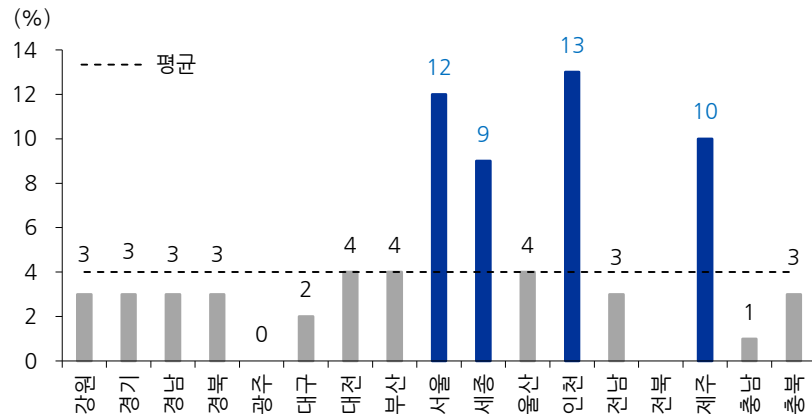
② 내수 위탁급식 시장규모 확대 (학교)

(단기:△, 중기:△, 장기:○)

학교에서도 강해지고 있는 위탁 전환 유인

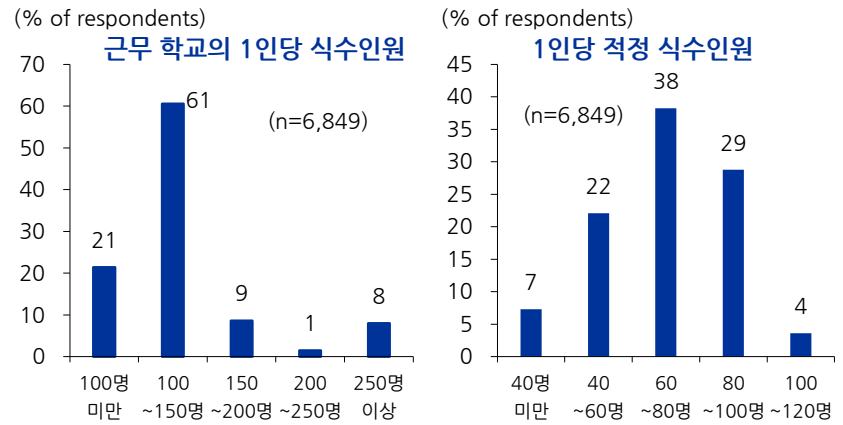
- 그럼에도 높은 노동 강도로 학교 급식실 신규채용이 미달하거나 조기 퇴사자가 속출하고 있으며, 특히 서울·인천 등 지역의 결원 문제가 심각. **현 직영급식 모델이 장기 지속하기 위해서는 결국 급여 인상 및 인원 보충이 이루어질 필요가 있다고 판단**
- 그러나, 이는 **위탁급식과의 식단가 격차를 좁히거나 역전시켜 버릴 수 있는 요인. 이러한 구조적 문제는 장기적으로 위탁급식 도입에 힘을 실어줄 전망**
- 전국학비노조의 설문조사에 따르면 조리실무사 1인당 평균 식수인원은 129명 수준으로 추정되며, 적정식수인원(69명) 도달을 위해서는 조리인력이 현재의 1.86배가 될 필요
- 2025년 기준, 급식 관련 교육공무직의 인건비를 전국 초·중·고 학생 1인당 급식비로 환산하면 끼니당 2,253원. 학생/학부모가 부담하는 급식단가가 끼니당 4,000~5,000원 수준임을 감안하면 실제 끼니당 지불되는 단가는 6,000~7,000원. 만일 조리인력을 현재의 1.8배로 늘린다면 실질 식단가는 8,000~9,000원+α(급여인상분)으로, 외주화 추진이 더 저렴할 수도 있게 되는 상황
- 실제로 경기도, 부산, 대전 등 교육청은 불가피하게 직영급식을 중단해야 하는 학교를 위해 위탁급식 지침을 발간하거나 관련 조항을 신설하여 위탁급식 운영을 제도화하는 중. 서울시교육청은 조리인력 결원율이 높은 일부 학교를 대상으로 민간 위탁을 검토했던 바 있음

조리실무사 지역별 결원현황



자료: 전국학교비정규직노동조합, 유진투자증권

1인당 적정 식수인원 도달을 위해서는 조리인력 86% 증가 필요



자료: 전국학교비정규직노동조합, 유진투자증권

군 급식 시장도 열린다

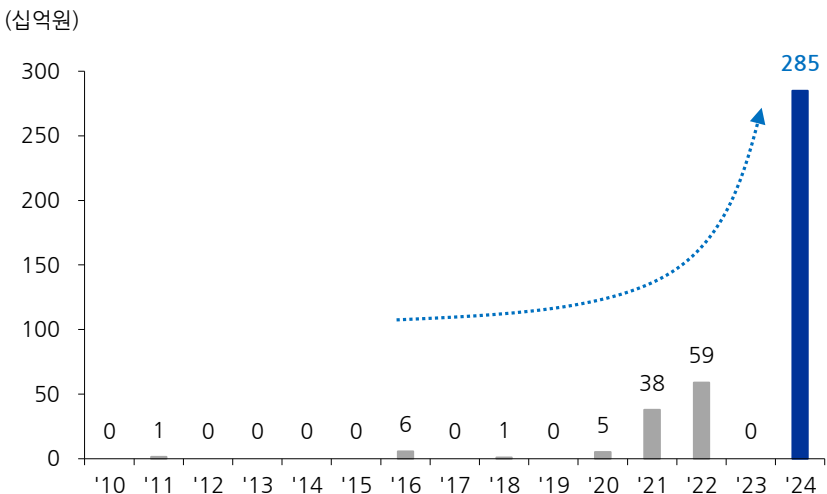
- 2021년 코로나19 격리 장병에 대한 부실급식 논란으로 민간 위탁급식 확대가 급물살을 탔으며, 이후에도 병력자원 감소와 복무기간 단축에 따른 조리 병 부족 문제에 대응하고자 국방부는 군 급식 위탁 사업을 점진 확대 중
- 또한, 2024년부터 국방부가 군 급식 민간위탁 사업의 참여 자격을 완화해 **대기업도 입찰에 참여 가능**하도록 방침을 변경
- 이에 따라 군 위탁급식 관련 발주금액(예산)은 2020년 52억원에서 2021년 379억원, 2022년 589억원, **2024년 2,849억원**으로 급증
- 올해 군 급식 민간 위탁사업 대상 부대가 기존 26개 부대에서 49개로 확대되고, 이후에도 지속 개방되며 관련 업체들의 수주 기회도 크게 늘어날 전망

군 급식 민간위탁 추진 Timeline

시기	내용
2004	급식업무 혁신과제로 병사식당 민간위탁을 추진했으나 급식 질 저하 등의 이유로 중단
2005	2단계 부대정비 과제로 병사식당 민간위탁을 재선정하여 추진하였으나 전·평시 연계성 미흡과 시행여건 미성숙, 예산 문제로 보류
2006	『국방개혁에 관한 법률』 공포 → 민간위탁의 법적 근거 마련
2007	추가예산 없이 현행 급식비 예산 범위 내에서 병사식당 민간위탁을 재추진 '07년도 군 책임운영기관 및 민간위탁 추진계획」 수립
2011	아웃소싱 T/F에서 병사식당 민간위탁을 민간위탁 추진계획에 통합하여 추진
2011	2개 부대의 군 식당을 민간 급식업체에 위탁하여 시범운영
2012	해군과 공군으로 군 식당 위탁운영을 확대
2013	서울대학교 산학협력단과 군 급식 및 민간급식체계 도입방안 연구사업 진행 육군으로 군 식당 위탁운영을 확대
2021	군 급식 민간위탁 시범사업 발표 (식자재 공급 일부 입찰제로 전환, 위탁계약 업체에서 조리·배식 등 급식 운영 허용)
2024	대기업의 군부대 민간급식 위탁운영 입찰 참여 허용

자료: 정부, 언론, 김정균(2015), 유진투자증권

방위사업청 민간위탁 급식용역 발주금액



자료: 방위사업청, 유진투자증권

② 내수 위탁급식 시장규모 확대 (군대)

(단기:○, 중기:○, 장기:△)

방위사업청 민간위탁 급식사업 발주내역

입찰/협상건명	발주기관	개찰/협상일시	결과	입찰업체수	예산금액(원)	낙찰업체	계약기간(년)	평균 식수인원(명)	평균 급식단가(1인당, 원/일)
00부대 민간위탁급식 용역 계약	제36보병사단	2025-05-16	입찰 중		9,855,000,000		3.0	600	15,000
공군 제8전투비행단 병사식당 급식 민간위탁 운영	공군 제8전투비행단	2025-04-29	순위확정	8	17,863,127,100	현대그린푸드	3.0	1,328	13,000
30연대 병영식당 민간위탁 급식	육군훈련소	2025-04-08	낙찰	10	31,236,000,000	삼성웰스토리	3.0	1,900	15,014
25~26년 사단 간부식당 민간위탁 이동급식	제5067부대	2025-04-01	유찰	1	175,200,000				
초동조치 급식	제3697부대	2025-02-24	유찰	0	88,128,000				
24~27년 신병교육대대 병영식당 급식 민간위탁	제32보병사단	2024-11-25	낙찰	5	9,855,000,000	풀무원푸드앤컬처	3.0	600	15,000
'24~27년 신병교육대대 민간위탁 이동급식 용역	제5708부대	2024-10-10	순위확정	6	8,410,680,000	푸드원	3.0	504	15,240
24~27년 신병교육대대 병영식당 급식 민간위탁 용역	제5019부대	2024-09-23	낙찰	7	11,497,500,000	동원홈푸드	3.0	700	15,014
초동조치급식 4분기	제3697부대	2024-09-13	유찰	0	23,184,000				
'24~27년 신병교육대대 병영식당 급식 민간위탁	제1989부대	2024-09-12	낙찰	8	10,676,250,000	아워홈	3.0	650	15,014
25~26년 아크부대 민간위탁 급식용역	종합보급창	2024-09-06	유찰	1	3,607,313,250				
9사단 사령부 병영식당 민간위탁 급식용역	제9보병사단사령부	2024-08-12	낙찰	7	5,219,500,000	동원홈푸드	2.0	550	13,000
제)24~27년 신병교육대대 병영식당 민간위탁 이동급식	제5067부대	2024-06-21	낙찰	2	9,855,000,000	푸드원	3.0	600	15,000
24년 3사관학교 생도식당 민간위탁급식 용역	육군3사관학교	2024-06-20	낙찰	7	10,164,000,000	삼성웰스토리	3.0	800	15,000
동명부대 민간위탁 급식용역	종합보급창	2024-06-14	유찰	1	7,552,561,800				
24년 00부대 신교대대 민간위탁 급식 2차 시범사업	제6755부대	2024-06-05	낙찰	6	13,140,000,000	풀무원푸드앤컬처	3.0	800	15,000
'24년 합동지속지원 훈련 민간위탁 이동급식	제 2167부대	2024-06-05	유찰	1	164,160,000				
'24~27년 신병교육대대 병영식당 급식 민간위탁(제)	제2632부대	2024-05-28	낙찰	5	13,140,000,000	풀무원푸드앤컬처	3.0	800	15,014
육군부사관학교 양성식당 민간위탁급식 용역	육군부사관학교	2024-05-17	낙찰	5	6,736,500,000	풀무원푸드앤컬처	3.0	450	13,684
기본군사훈련단 식당 급식 민간위탁 운영	공군교육사령부	2024-05-13	낙찰	3	34,818,750,000	푸드리스트	2.0	2,500	14,738
생도식당 민간위탁급식 용역	육군사관학교	2024-03-22	낙찰	11	12,720,000,000	삼성웰스토리	3.0	1,000	15,000
공군 제19전투비행단 병사식당 급식 민간위탁 운영	공군제19전투비행단	2024-03-21	낙찰	6	43,803,745,000	동원홈푸드	5.0	1,850	12,974
24-교-병영식당 민간위탁 급식 용역	제3283부대	2024-03-07	낙찰	2	33,689,500,000	풀무원푸드앤컬처	5.0	1,420	13,000
24-진 해상식당 민간위탁 급식 용역	제7001부대	2024-02-13	낙찰	5	19,557,257,600	풀무원푸드앤컬처	5.0	800	13,395
공군 제11전투비행단 병사식당 급식 민간위탁 운영	공군제11전투비행단	2024-01-08	낙찰	4	41,583,360,000	풀무원푸드앤컬처	5.0	1,920	11,861
23년 00학교 간부식당 민간위탁 급식용역	육군정보학교	2023-06-02	유찰	1	1,634,400,000				
00부대 간부급식(간부,총사식당) 민간위탁 용역	육군부사관학교	2022-09-15	낙찰	7	7,880,976,000	풀무원푸드앤컬처			
00부대 민간위탁 급식시설 용역계약	육군훈련소	2022-07-04	낙찰	8	19,122,350,000	동원홈푸드	2.0	2,015	13,000
육군학생군사학교 후보생식당 민간위탁급식 용역	육군학생군사학교	2022-05-23	낙찰	2	10,032,550,000	풀무원푸드앤컬처	2.0	1,250	10,995
훈련단 병사식당 급식 민간위탁 운영	공군교육사령부	2022-03-16	낙찰	3	21,867,221,000	푸드리스트	2.0	2,210	13,554
공군 제3훈련비행단 병사식당 급식 민간위탁 운영	제3훈련비행단	2021-11-19	낙찰	5	9,119,779,200	동원홈푸드	2.0	1,200	10,411
공군 제11전투비행단 병사식당 급식 민간위탁 용역	공군제11전투비행단	2021-11-08	낙찰	8	13,328,000,000	풀무원푸드앤컬처	2.0	1,904	10,000
00부대 민간위탁 급식용역	제9보병사단사령부	2021-09-27	낙찰	3	5,548,000,000	푸드리스트	2.0	760	10,014
민간위탁급식용역	특수전사령부	2021-09-10	낙찰	3	5,656,000,000	코주부프레쉬룩	2.2	700	10,025
00부대 신병교육대대 민간위탁급식 용역	제6128부대	2021-09-02	낙찰	2	4,226,700,000	풀무원푸드앤컬처	2.0	579	10,014
00부대 민간위탁급식 용역	육군군수사령부	2020-09-14	유찰	1	2,431,087,500				
00부대 민간위탁급식 용역	육군군수사령부	2020-08-31	유찰	0	2,431,087,500				
육군부사교 양성반식당 민간위탁급식 용역	육군부사관학교	2020-04-29	낙찰	7	5,190,072,300	풀무원푸드앤컬처			
육군부사교 양성반 식당 민간위탁 급식 용역	육군부사관학교	2020-04-10	유찰	5	5,188,239,000				
00부대 민간위탁급식 용역	육군부사관학교	2018-11-09	낙찰	2	926,640,000	한올에프앤에스			
00부대 민간위탁급식 용역	육군부사관학교	2016-09-09	낙찰	7	5,585,580,000	한올에프앤에스			
00부대 민간위탁급식 용역계약	육군부사관학교	2016-08-16	유찰	4	5,585,580,000				
00부대 예비군 일반훈련 급식 납품	제36보병사단	2015-02-12	유찰	2	102,000,000				
00부대 예비군 일반훈련 급식 납품	제36보병사단	2015-02-06	유찰	0	102,000,000				
UAE 민간 위탁급식 용역	특수전사령부	2011-02-23	낙찰	2	1,376,050,000	현대그린푸드			

자료: 방위사업청, 유진투자증권

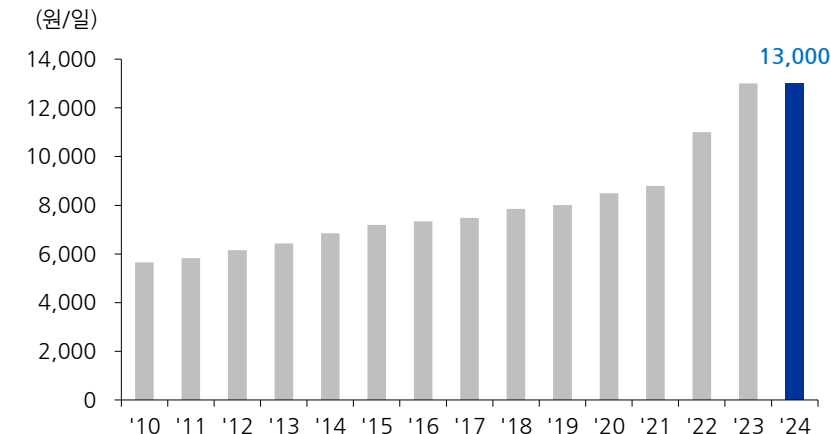
② 내수 위탁급식 시장규모 확대 (군대)

(단기:○, 중기:○, 장기:△)

군 급식도 돈이 될 것

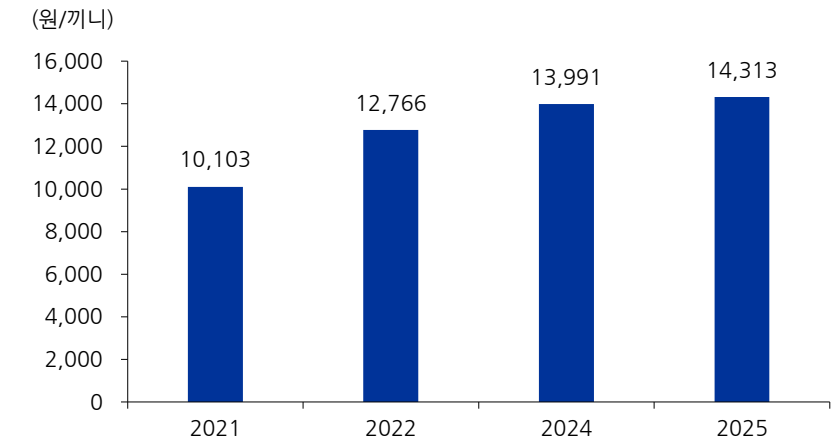
- 군부대는 안정적으로 식수를 확보할 수 있으며, 식수 변동에 대한 예측이 용이한 사업장
- 시설물에 대한 유지비, 전기, 수도, 가스, 유류비를 위탁자(군부대)가 부담하며, **급식 사업장에 연계한 식자재 공급을 통해 추가적인 마진 창출 가능**
- 식단가 역시 꾸준히 높아진 만큼 적정 마진 확보가 가능하다고 판단
- 인당 기본급식비 단가는 13,000원/일로 동결 상태이나, 방위사업청 민간위탁 급식용역사업의 실제 식단가를 역산하면 평균 14,300원/일 수준으로 이를 상회. 이는 훈련부대(입찰공고의 대부분을 차지)의 기초훈련증식비 2,000원이 더해졌기 때문
- 교통환경 등을 감안 시 모든 주둔지의 일괄적인 외주화 추진은 현실적으로 어렵겠으나, 위탁급식 시장의 저변이 확대된다는 점에서 긍정적

1인당 기본급식 기준액 추이



자료: 국방부, 유진투자증권

방위사업청 민간위탁 급식용역의 1인당 평균 식단가 역산



자료: 유진투자증권

참고: (1인당 평균 식단가) = (예산금액) ÷ (계약일수) ÷ (예상 급식병력 수 평균)

② 내수 위탁급식 시장규모 확대 (아파트)

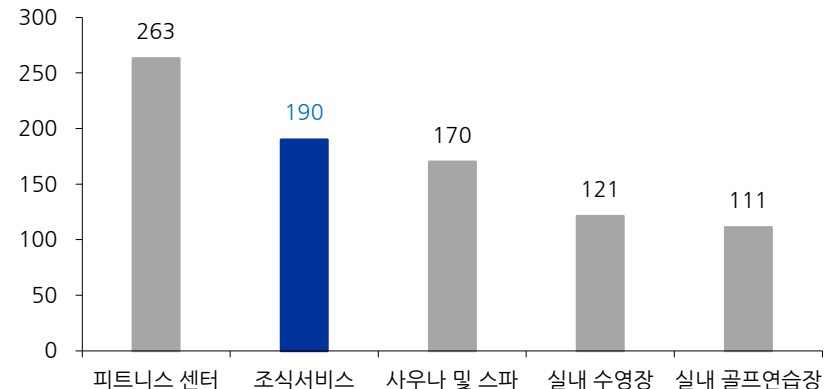
(단기:○, 중기:○, 장기:△)

요즘 아파트는 밥 안 해 먹는다던데

- 아파트 내 식사 서비스는 2017년 성수 트리마제가 최초로 도입한 후 지속 확산 중
- 맛별이와 1인 가구가 증가하며 바쁜 아침·점심시간을 효율적으로 활용할 수 있는 식사 서비스에 대한 호응이 높아지는 중
- 초기에는 프리미엄 아파트 위주에 국한되었던 식사 제공 서비스가 점차 대중화되어가며 최근에는 서울 전역을 비롯해 지방까지 확산되는 추세
- 아파트 식사 서비스는 분양 시장에서 아파트의 경쟁력을 높이는 요소로도 활용되는 중 (포항 힐스테이트 더샵, 과천 프레스티어자이 등)
- 특히 수도권외의 경우 신축 단지의 프리미엄이 부각되며 차별화된 커뮤니티시설에 대한 관심이 지속적으로 높아질 것이라 전망. 향후 정비사업 시에도 차별화를 위한 식음 서비스가 지속적으로 제안될 개연성이 충분하다고 판단

조합원 대상 단지 내 커뮤니티시설 선호도 설문조사 (n=434)

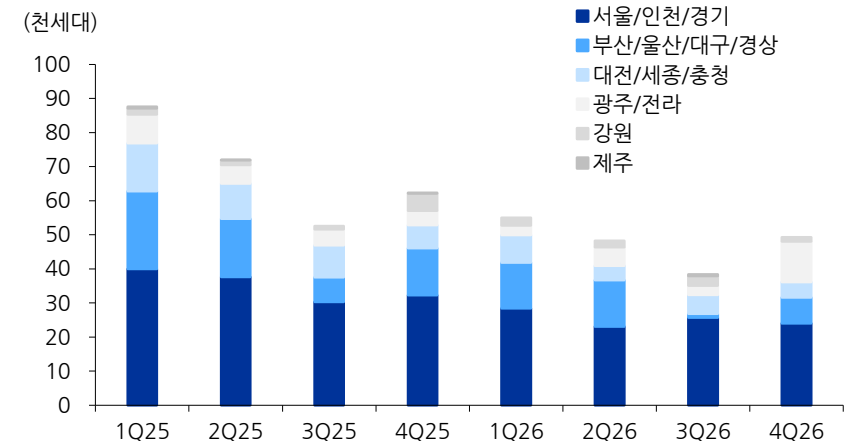
(명, 3가지 중복 선택)



자료: 성수전략정비구역 제1지구 주택재개발정비사업조합(언론 재인용), 유진투자증권

2025~2026년 공동주택 입주예정물량

(천세대)



자료: 한국부동산원, 유진투자증권

아파트 급식

- 대규모 산업체 대비 식수는 적으나 높은 식단가를 통해 4~5%의 마진 확보가 가능할 것이라 예상
- 식단가는 각 단지마다 상이하나 평균 10,000~11,000원 수준으로 추정
- 기존에는 위탁업체가 운영 비용을 청구하는 관리비제 계약이 많았으나, 대기업이 시장에 진입하며 식단가제 증가 추세
- 청량리역 한양수자인 그라시엘의 운영 중단 사례 등 참고 시, 향후 비용을 둘러싼 입주인 간 갈등의 소지가 있는 관리비 연동 구조는 점차 사장될 전망
- 단, 식단가제는 식수 감소로 발생한 손실을 업체가 떠안기 때문에, '식수 감소 → 퀄리티 하락 → 식수 감소'의 악순환에 빠지기 쉬운 구조적 리스크 존재
- 이를 막기 위해 베이커리·간편식 역량을 결합하거나 특식·어린이/시니어 식단·불거리를 제공하는 등 아파트에 최적화된 고객 이탈 방지 전략 구축 필요

아파트 카페테리아 운영방식 비교: 식단가제가 시장 표준으로 자리잡을 전망

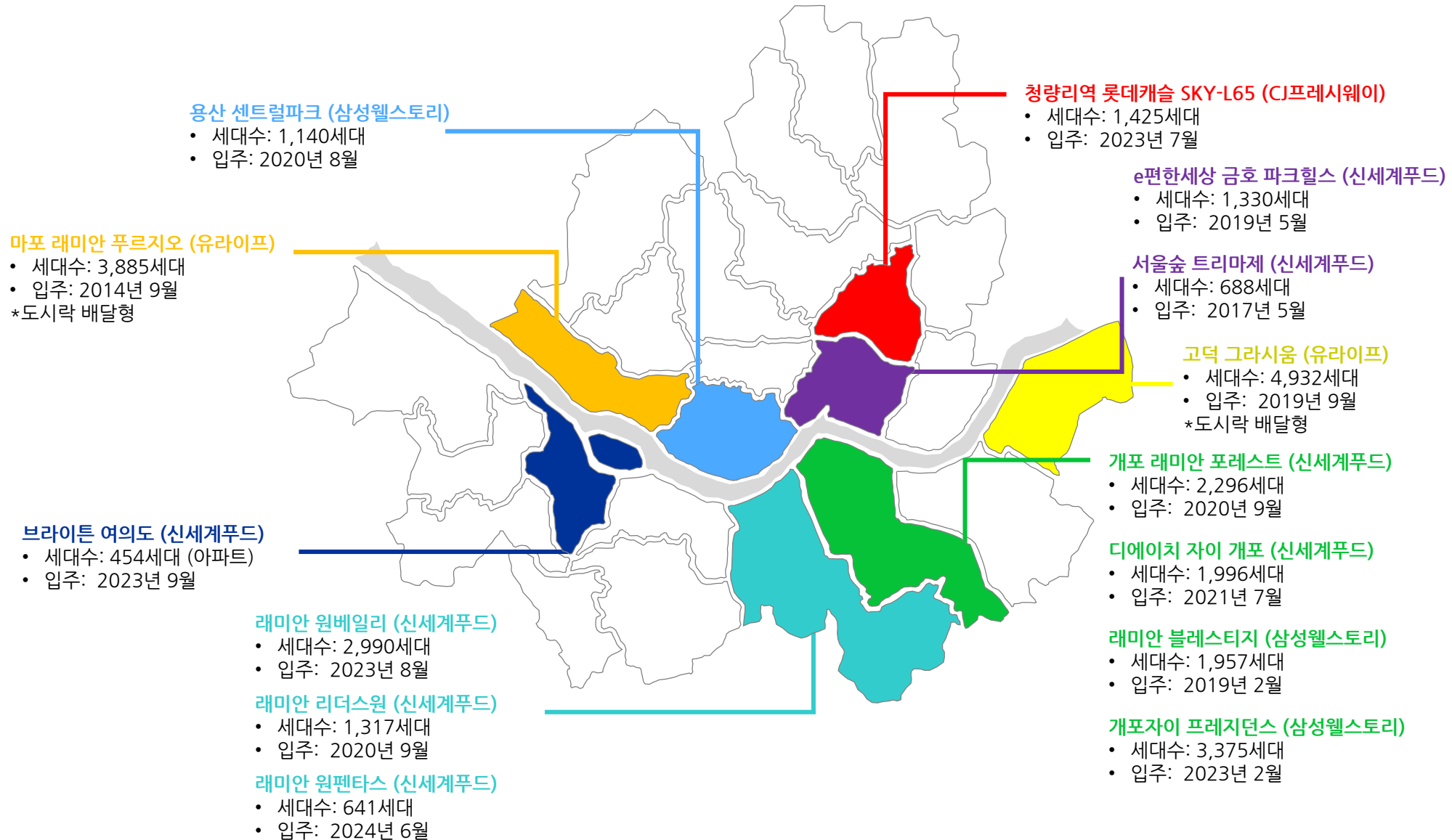
구분	식단가제	관리비제
가격 (예시)	• 11,000원 (VAT 포함)	• 8,000~10,000원 (VAT 별도)
내용	• 재료비, 인건비, 소모품비, 기업이윤 등 운영에 필요한 모든 비용이 식사비에 포함 • 실제 이용자가 비용을 부담 • 입주인이 지불한 전액을 업체에 지급	• 재료비, 인건비, 소모품비, 기업이윤 등 운영에 필요한 모든 비용을 아파트에 청구 • 추가 비용은 커뮤니티 관리비용으로 세대 균등 부과 (미이용 세대 불만 발생) • 판매금액보다 청구금액이 많을 경우 아파트에서 추가 비용 지급
운영사례	• 래미안 원베일리 • 개포자이 프레지던스	• 래미안 블레스티지 • 개포 래미안 포레스트
특징	• 높은 표시가격 • 각 세대 의무식수 가능성 有	• 착시효과로 인해 낮은 표시가격 • 업체에서 청구한 금액의 적정성 확인이 어려움

자료: 디에이치퍼스티어아이파크 입대의, 유진투자증권

② 내수 위탁급식 시장규모 확대 (아파트)

(단기:○, 중기:○, 장기:△)

서울 식사제공 아파트 주요 단지: 트리마제를 시작으로 한 선점 효과로 신세계푸드가 업계 선두를 달리는 중



자료: 각 사, 언론 종합, 유진투자증권

③ 수익성 개선까지 (CK)

(단기:○, 중기:○, 장기:○)

Central Kitchen

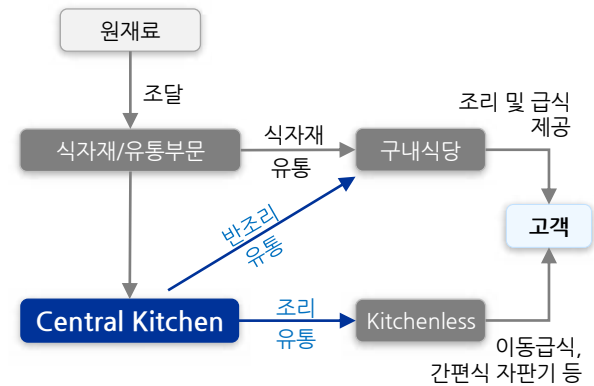
- Central Kitchen(CK)은 원물을 전처리 제품, 반제품, 완제품 등으로 규격화시켜 전 점포에 공급하는 중앙 집중형 시스템
- 대량구매와 대량생산을 통해 품질 균일화, 원가 절감 및 조리 시간 단축이 가능
- **중앙조리시설에서 전처리&(반)조리 후 최소한의 조리 또는 데우기만을 통해 상품을 공급하면 약 20%의 인건비를 절감 가능** (김은미, 2019)
- 실제 조사에서도 조리시간 단축, 조리 편리성 및 대량 조리 간편성에 대해 긍정적인 반응이 확인되었으며, 위생관리에도 효과적인 것으로 나타남

아워홈 센트럴키친의 대형 볶음솥



자료: 언론, 유진투자증권

센트럴키친 구조도



자료: 유진투자증권

③ 수익성 개선까지 (CK)

(단기:○, 중기:○, 장기:○)

센트럴 키친 생산 제품의 조리 업무 효율성 (Mean±SD) (1: 매우 부정적 ~ 5: 매우 긍정적)

변수		맛의 표준화	전처리 채소의 규격 및 용도의 적절성	숙련된 전문 조리사 없이도 조리가 가능한 조리 편리성	조리시간 단축 효과	대량 조리의 간편성
직책	영양사	3.32±0.79	3.17±1.10	3.45±1.13	3.64±1.02	3.23±0.98
	조리사	2.99±0.63	2.96±1.17	3.11±1.29	4.34±0.66	3.29±1.13
근무유형	학교/기숙사	3.11±0.58	3.44±1.09	3.19±1.00	3.85±0.91	3.15±0.99
	병원	3.00±0.71	2.89±1.17	3.22±1.48	3.89±0.60	3.56±0.53
	오피스/관공서	3.37±0.74	3.04±1.14	3.40±1.14	3.99±0.84	3.44±0.96
	연수원	2.91±0.90	3.26±0.81	3.48±1.16	4.17±0.78	3.00±0.85
	계열사	3.24±0.73	3.36±1.01	3.67±1.10	3.79±1.02	3.31±1.00
	공장	3.08±0.83	2.33±1.31	2.58±1.41	3.54±1.41	2.83±1.49
배식방식	대면배식	2.67±0.63	2.58±1.04	2.92±1.27	4.00±0.76	3.50±1.28
	자율배식	3.08±0.60	3.18±1.20	3.46±1.14	3.69±1.08	3.01±1.02
	부분 자율배식	3.51±0.77	3.23±1.05	3.38±1.18	4.00±0.93	3.34±0.91
식수 (명)	200 미만	3.27±0.78	2.93±1.04	3.45±1.12	3.86±0.73	3.26±0.97
	200~500	3.13±0.71	3.43±1.06	3.54±1.12	4.04±0.92	3.54±0.95
	500 이상	3.23±0.80	2.70±1.26	2.68±1.27	3.63±1.33	2.65±1.10
식단가 (원)	3,000 미만	3.14±0.36	2.14±1.39	2.29±1.52	3.57±1.33	3.00±1.45
	3,000~4,000	3.26±0.79	3.32±1.05	3.58±1.09	3.91±0.96	3.12±0.86
	4,000 이상	3.15±0.79	3.09±1.02	3.30±1.09	3.95±0.86	3.48±1.07
전체		3.20±0.75	3.10±1.13	3.33±1.20	3.89±0.97	3.25±1.04

자료: 송지영(2013), 유진투자증권

센트럴 키친 생산 제품 이용 시 위생·안전관리 효율성

변수		위생	안전관리
직책	영양사	3.86±0.96	2.90±0.95
	조리사	3.61±1.01	3.86±0.97
근무유형	학교/기숙사	4.19±0.83	3.15±0.91
	병원	3.78±0.83	3.11±1.05
	오피스/관공서	3.49±1.03	3.38±0.94
	연수원	3.83±0.94	3.39±0.94
	계열사	3.86±1.00	3.17±1.15
	공장	3.96±0.91	2.92±1.44
배식방식	대면배식	3.58±0.87	3.03±1.16
	자율배식	3.87±0.84	3.14±1.02
	부분 자율배식	3.77±1.12	3.40±1.03
식수 (명)	200 미만	3.68±0.98	3.08±1.03
	200~500	3.68±1.04	3.43±0.90
	500 이상	4.15±0.77	3.13±1.34
식단가 (원)	3,000 미만	4.29±0.90	2.95±1.60
	3,000~4,000	3.84±0.76	3.22±0.97
	4,000 이상	3.56±1.17	3.33±0.98
전체		3.77±0.98	3.24±1.06

자료: 송지영(2013), 유진투자증권

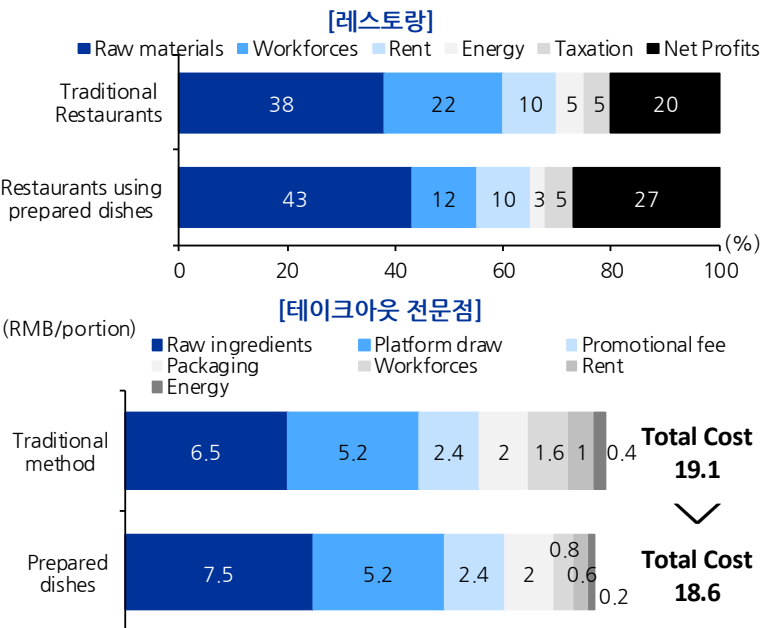
③ 수익성 개선까지 (CK)

(단기:○, 중기:○, 장기:○)

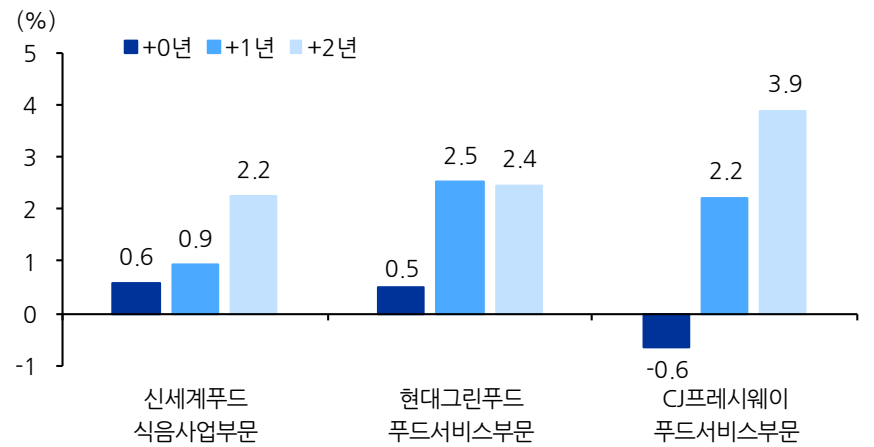
비용 부담을 덜어주는 효자이나 대형 업체들의 전유물

- 대기업들은 2020년 전후로 센트럴키친 투자를 본격화하며 원가 경쟁력을 획기적으로 개선
- 아워홈은 2009년 경기 안산시에 센트럴키친을 구축. 신세계푸드도 음성공장(2015)을 통해 비교적 이른 시기에 센트럴키친 체제를 도입
- 뒤이어 현대그린푸드(성남, 2020~), CJ프레시웨이(이천, 2020~)가 센트럴키친을 구축
- 삼성웰스토리 또한 지난 2024년 11월 아산 센트럴키친 운영을 개시하며 대형 사업장 중심으로 제품 공급 중
- 투자비용은 현대그린푸드가 859억원, 삼성웰스토리가 850억원을 집행한 사례가 있으나, 보완 투자까지 감안 시 1천억원 이상의 비용 소요 추정
- 투자비용 부담과 운영 규모의 한계로 인해 영세업체가 센트럴키친을 구축한 사례는 확인되지 않음

전처리된 음식 도입 시 비용구조 변화



센트럴키친 도입 후 연간 영업이익률 추이



③ 수익성 개선까지 (협동로봇)

(단기:○, 중기:○, 장기:○)

협동로봇 도입으로 인건비 절감

- 협동로봇 시장이 본격 개화하며 조리실 내 상당 부분의 업무를 대체 가능할 전망
- 현실적으로 조리원의 완전 대체는 어려우나, 계량·투입, 교반, 플레이팅, 용기 정렬·운반, 포장 등 경로와 동작이 정형화되었으며 반복주기가 명확한 작업은 최소한의 셋업 후 즉시 투입 가능하다고 판단
- AI비전, 센서 융합, SW 알고리즘 기술이 고도화되면 선별·분류, 손질, 조리 보조, 세척 등 현재는 사람의 손이 필요한 업무도 자동화 가능할 전망
- 협동로봇 1대가 평균 0.3명의 조리원 업무를 대체 가능하다고 가정 시, 협동로봇 도입 이후 0.2%p(2025년)~1.8%p(2027년)의 OPM 개선 가능

협동로봇 도입 시 현대그린푸드 예상 실적 기여도

(단위: 십억원)	협동로봇 미도입			협동로봇 도입														
	2025F	2026F	2027F	로봇 1대=0.20명 대체			로봇 1대=0.25명 대체			로봇 1대=0.30명 대체			로봇 1대=0.35명 대체			로봇 1대=0.40명 대체		
당기 도입대수 가정 (대)	0	0	0	931	1,455	1,589	931	1,455	1,589	931	1,455	1,373	931	1,455	836	931	1,455	433
기말 푸드서비스 인력 가정 (명)	3,222	3,222	3,222	3,042	2,757	2,444	2,997	2,641	2,250	2,952	2,524	2,094	2,907	2,408	2,094	2,862	2,292	2,094
매출액	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583
매출원가	1,927	2,018	2,107	1,929	2,017	2,100	1,927	2,010	2,088	1,926	2,004	2,075	1,924	1,997	2,064	1,923	1,991	2,056
매출원가율 (%)	81.9	81.7	81.6	81.9	81.7	81.3	81.9	81.4	80.8	81.8	81.1	80.3	81.7	80.9	79.9	81.7	80.6	79.6
급여	486	499	508	480	473	458	479	466	446	477	460	434	476	454	427	475	447	422
감가상각비	27	27	26	34	51	70	34	51	70	34	51	69	34	51	65	34	51	62
판매비	311	322	334	310	316	323	309	315	320	309	314	318	309	312	316	308	311	315
판매비율 (%)	13.2	13.1	12.9	13.2	12.8	12.5	13.1	12.8	12.4	13.1	12.7	12.3	13.1	12.6	12.2	13.1	12.6	12.2
급여	80	82	84	79	78	76	78	77	74	78	76	72	78	75	71	78	74	70
영업이익	112	129	142	112	136	160	114	144	175	115	152	190	117	160	203	119	168	212
영업이익률 (%)	4.8	5.2	5.5	4.8	5.5	6.2	4.8	5.8	6.8	4.9	6.2	7.4	5.0	6.5	7.9	5.1	6.8	8.2
미도입 시나리오 대비 변화율 (%)																		
매출액	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
매출원가	-	-	-	0.1	-0.1	-0.3	0.0	-0.4	-0.9	-0.1	-0.7	-1.5	-0.2	-1.0	-2.0	-0.2	-1.3	-2.4
매출원가율 (%p)	-	-	-	0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	-0.7	-0.1	-0.6	-1.2	-0.1	-0.8	-1.6	-0.2	-1.1	-2.0
급여	-	-	-	-1.2	-5.1	-9.6	-1.5	-6.4	-12.1	-1.8	-7.6	-14.4	-2.1	-9.1	-16.1	-2.4	-10.4	-16.9
감가상각비	-	-	-	26.7	89.6	161.7	26.7	89.6	161.7	26.7	89.6	160.0	26.3	91.4	147.8	26.3	91.4	133.4
판매비	-	-	-	-0.4	-1.8	-3.3	-0.5	-2.2	-4.1	-0.6	-2.6	-4.9	-0.7	-3.1	-5.5	-0.8	-3.5	-5.8
판매비율 (%p)	-	-	-	-0.1	-0.2	-0.4	-0.1	-0.3	-0.5	-0.1	-0.3	-0.6	-0.1	-0.4	-0.7	-0.1	-0.5	-0.7
급여	-	-	-	-1.2	-5.0	-9.6	-1.5	-6.3	-12.0	-1.8	-7.6	-14.3	-2.0	-9.0	-15.9	-2.3	-10.3	-16.9
영업이익	-	-	-	0.1	5.4	12.2	1.7	11.4	22.6	3.3	17.3	33.1	4.7	23.7	42.8	6.2	29.8	49.3
영업이익률 (%p)	-	-	-	0.0	0.3	0.7	0.1	0.6	1.2	0.2	0.9	1.8	0.2	1.2	2.4	0.3	1.6	2.7

자료: 유진투자증권

주요 가정: 협동로봇 단가 1억원(기기 5천만원+시스템 5천만원), 내용연수 8년(정액상각), 푸드서비스 인력의 최대 35%를 대체할 때까지 매 분기 EBITDA를 초과하지 않는 범위 내에서 기기 도입

계열사 제품까지 쓰는 큰 그림

- 대규모 조리가 이루어지는 급식실 특성상 가반하중 14~25kg급 모델이 적합하다고 판단 (대형 조리기구 및 다량의 식자재 핸들링)
- 기름, 수분 등에 노출되므로 안전하고 위생적인 운영을 위해 최소 IPX4의 방수등급이 필요하며, 고압 세척 시 IPX6~7등급까지 고려 가능
- 국내 주요 협동로봇 업체는 두산로보틱스, 한화로보틱스, 뉴로메카, 레인보우로보틱스가 존재하며, 필요한 성능을 대체로 만족
- 특히, **삼성, 한화, 현대는 그룹 내에 단체급식과 협동로봇 업체를 함께 보유 중인 데에 따른 시너지 창출이 가능**

업체별 협동로봇 Specification

	두산로보틱스			한화로보틱스	뉴로메카	레인보우로보틱스		JAKA Robotics	Dobot Robotics	Techman		Universal Robots	
	H2515	H2017	M1509	HCR-14	NURI20c	RB16-900	RB20-1900	Pro 16	CR20AP	TM14S	TM25S	UR16e	UR20
지역	한국							중국		대만		덴마크	
가반하중	15kg	20kg	25kg	14kg	20kg	16kg	20kg	16kg	20kg	14kg	25kg	16kg	20kg
작업반경	0.9m	1.7m	1.5m	1.4m	1.8m	0.9m	1.9m	1.7m	1.7m	1.1m	1.9m	0.9m	1.8m
무게	36kg	79kg	77kg	42kg	75kg	34kg	75kg	74kg	73kg	33kg	81kg	33kg	64kg
반복정밀도	±0.10mm	±0.10mm	±0.10mm	±0.04mm	±0.05mm	±0.05mm	±0.05mm	±0.02mm	±0.02mm	±0.03mm	±0.05mm	±0.05mm	±0.10mm
Degree of Freedom	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
방수·방진	IP54	IP54	IP54	IP54	IP67	IP66	IP66	IP68	IP68	IP54	IP54	IP54	IP65
Temp	0~45℃	0~45℃	0~45℃	-	0~50℃	0~50℃	0~50℃	0~50℃	0~50℃	0~50℃	0~50℃	0~50℃	0~50℃
계열 급식업체	-			아워홈(예정)	-	삼성웰스토리		-					

자료: 각 사, 유진투자증권

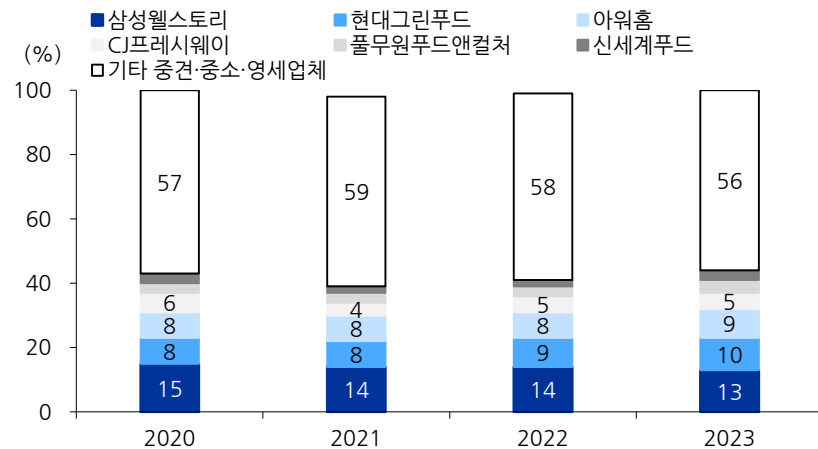
④ 대형 업체 중심으로 재편될 업계

(단기:△, 중기:○, 장기:○)

결국 중소규모 급식업체는 시장에서 점차 밀려날 전망

- 대기업들은 2020년대 들어 Central Kitchen 투자를 본격화하며 원가 경쟁력을 획기적으로 개선
- 협동로봇 기술 발전으로 추가적인 비용 절감의 가능성이 열렸으나, 영세업체들은 투자가 어려운 환경 (CAPEX 부담, 생산효율성의 질적 격차)
- 유행하는 아이템과 콘셉트를 메뉴 구성에 제때 반영하는 것 역시 소규모 업체가 해내기 어려운 작업 (트렌드 팔로업)
- 이러한 Key Buying Factor가 상대적으로 미흡한 영세업체는 점점 더 수주가 힘들어질 전망 → 기존 대형 업체들의 수혜로 연결
- 특히, 군 급식의 경우 ①입찰자격으로 대량 납품 이력(1끼 1천식 등), 전문자격증 보유자 상시 근무 등을 요구하며, ②긴급입찰공고가 잦아 공고일로부터 짧은 시간 안에 입찰등록, 제안서 제출 및 PT발표를 완료해야 하는 구조. 이는 행정력이 상대적으로 부족한 소규모 업체의 수주를 어렵게 하는 요인

단체급식 시장 점유율 추이



자료: IMM, 유진투자증권

단체급식 업체 선별 시 주요 고려요인: 대형업체들이 유리한 구조

	산업체	병원	기타
●: 기존 고려요인 ◆: 신규 고려요인 ■: 대형 고객 중시 요인			
공급관리 역량 (재료/품질/위생)	●	●	●
가격 대비 재료/식단 구성	●	●	●
메뉴 차별화 (절대적 맛, 유행 메뉴 등)	◆		
운영 차별화 (카페테리아/Take out 등)	◆		
Track Record/안정성	■	■	

자료: IMM, 유진투자증권

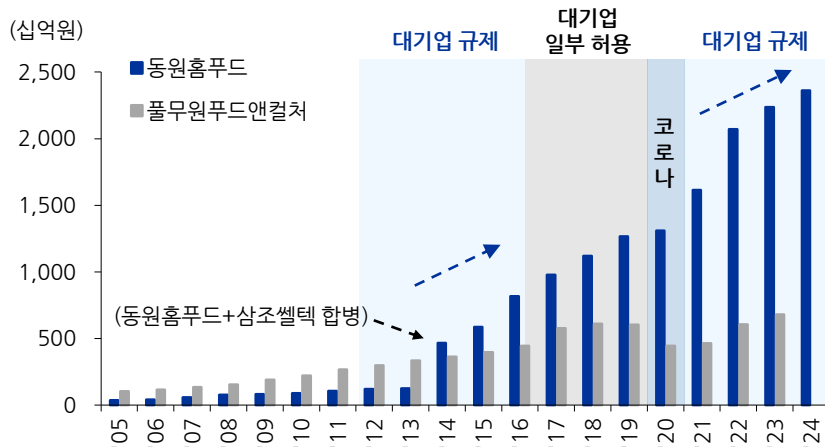
④ 대형 업체 중심으로 재편될 업계

(단기:△, 중기:○, 장기:○)

(사례) 공공기관 급식 몰아주기를 통한 ‘중소 급식업체 육성’의 허황된 꿈

- 정부는 2012년 대기업의 공공기관 구내식당 입찰을 제한하였으나, 동원푸드, 이씨엠디(現 풀무원푸드앤컬처), 아라코(現 아라마크) 등 일부 중견기업과 외국계 기업이 공공 급식시장을 과점하는 부작용 발생. 실제로, 대기업 규제 시기의 동원푸드 및 풀무원푸드앤컬처 2개사 실적은 빠르게 성장
- 공공기관 구내식당에서 대기업이 배제되며 일부 중견 업체들의 기회는 부각됐으나 **영세업체들에게는 여전히 진입장벽이 높으며, 이는 영세업체들이 대 규모 식수를 감당하기 어렵다는 근본적 문제에서 기인**
- 규제에 대한 재논의의 가능성이 높아지는 중이라 판단하며, 향후 정부가 대기업의 공공시장 진입 규제를 일정 부분 완화할 수밖에 없을 전망
- 논란은 있으나, 실제로 인천국제공항 직원식당은 집단급식소에서 일반음식점으로 업태를 전환하며 CJ프레시웨이 등 대기업의 입찰을 가능케 한 바 있음

대기업 규제 시기의 중견 급식업체 매출액



자료: Quantiwise, 유진투자증권

위탁급식 규제 관련 Timeline

시기	내용
2012.05	상호출자제한기업집단 계열 소속 대기업 또는 이로부터 분리되고 친족이 50% 이상 지분을 보유한 중견기업에 대해 공공기관 구내식당 위탁사업자 입찰 제한
2013.06	동반성장위원회, 기타식사용조리식품(이동급식)을 중소기업 적합업종으로 지정 → 대기업에 대하여 3년간 정부조달시장, 학교급식, 군납시장에서 사업철수를 권고
2016.06	동반성장위원회, 대기업의 이동급식 사업철수 권고기간 3년 연장
2016.10	기획재정부, ‘공공기관 구내식당 중소·중견업체 참여확대 관련 특례 변경’ 공문 하달 → 3년간 대기업의 공공기관 구내식당 입찰 허용 (단, 상시 근로자 1,000명 이상 공공기관에 한정)
2020.01~	대기업의 공공기관 구내식당 위탁사업자 입찰 불가

자료: 정부, 언론, 유진투자증권

④ 대형 업체 중심으로 재편될 업계

(단기:△, 중기:○, 장기:○)

(참고) 2012년 대기업 규제 당시 주요 공공기관 입찰 결과: 대기업 사업장을 빼앗아 줘음에도 결국 중견·외국계 업체가 독식

기관명	식수(식/일)	연매출액(백만원)	기존 업체	선정 업체
국립중앙도서관	1,100	1,198	아워홈	동원홈푸드
한국전력공사	2,000	5,500	삼성에버랜드	
서울대학교치과병원	400	600	중소·개인	
정부청사관리소	2,000	1,836	신축	
한국수출입은행	350	500	아워홈	
한국농어촌공사	600	545	한화호텔&리조트	
한국전력남서울본부	200	300	삼성에버랜드	
서울시인재개발원	500	400	현대그린푸드	
대구경부과학기술원	300	335	한화호텔&리조트	
일산직업능력개발원	350	450	아워홈	
한국기초과학지원연구원	330	249	아워홈	이씨엠디
마포구청	600	600	CJ	
한국전력기술주식회사	740	604	아워홈	
한국조폐공사	450	600	삼성에버랜드	
한국전력서울본부	500	400	현대그린푸드	
정부과천청사	3,000	3,000	이씨엠디	
정부중앙청사	2,000	2,000	이씨엠디	
다산콜센터점	350	264	동원홈푸드	아라코
국립환경과학원	250	250	한화호텔&리조트	
신용보증기금	350	320	삼성에버랜드	
도로교통공단	200	300	삼주외식	
서울신용보증재단	250	300	한화호텔&리조트	
케이알앤씨 (舊 정리금융공사)	300	350	삼성에버랜드	
건강보험평가원	300	300	동원홈푸드	
전북테크노파크	300	300	신축	
한국광물자원공사	300	350	삼성에버랜드	이조캐터링
한국과학기술원	1,800	1,380	삼성에버랜드	
국민건강보험공단	500	500	이조캐터링	
근로복지공단	400	400	아워홈	
생산기술연구원*	300	243	아워홈	
한국가스공사	600	400	한화호텔&리조트	LSC푸드
한국전력서울개발처	200	250	삼성에버랜드	
한국예탁결제원	450	550	직영	
한국철도공사(대전)*	900	1,100	아워홈	삼주
충남도청(신청사)*	1,000	800	신축	한울
수도권철도차량정비단*	500	600	아워홈	가나다푸드

자료: 언론, 유진투자증권

03

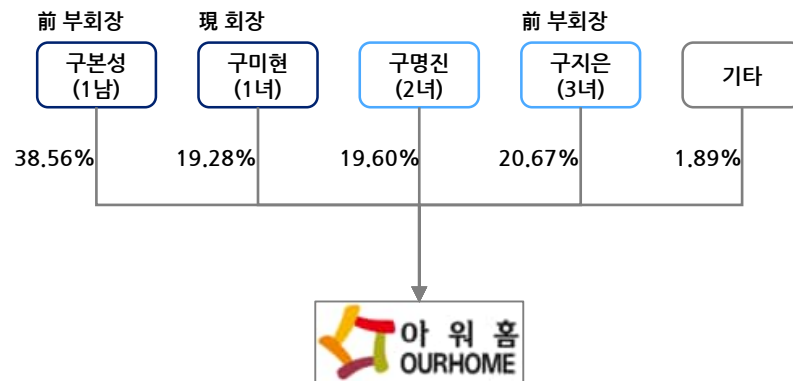
**한화의 아워홈 인수는
리레이팅의 트리거가 될 수 있을까?**

성공적 인수시 리레이팅 모멘텀 보유

한화, 5년 만에 단체급식 시장에 재진입

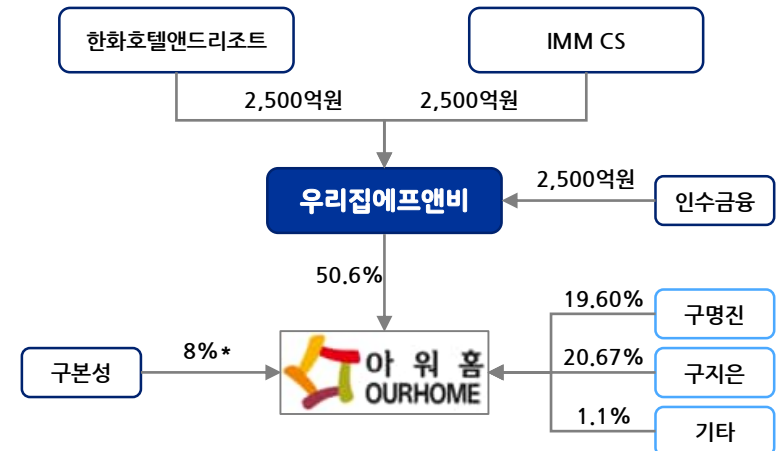
- 2/11, 한화호텔앤드리조트는 아워홈 지분 58.62%를 8,695억원에 인수하는 주식매매계약(SPA)을 체결하였다고 공시 (65,000원/주)
- 한화는 이를 위해 '우리집에프앤비 주식회사'를 설립하고 2,500억원을 출자할 계획 (5월 중하순 예정)
- 일차적으로 한화는 구본성 전 부회장, 구미현 회장 및 직계비속이 보유한 지분 50.62%를 7,508억원에 인수 계획
- 이후, 나머지 구본성 전 부회장 지분 8%가 24개월 내 제3자를 통해 1,187억원에 인수될 계획
- 한화는 지난 2020년 푸디스트를 VIG파트너스에 매각한 지 5년 만에 단체급식 시장에 재진입하는 것이며, 최근 한화푸드테크가 급식사업본부를 신설한 점을 고려 시 아워홈 인수는 단체급식 사업 재진입의 일환이라고 판단

아워홈 기존 지배구조



자료: Dart, 유진투자증권

아워홈 인수 후 지배구조(안)



자료: IMM, 유진투자증권

*: 최초 거래종결 후 24개월 내 매수 예정

멀티플 논란이 있지만

10.8배의 멀티플은 해외 진출과 그룹 시너지 고려 시 적정

- 한화그룹이 평가하는 아워홈의 기업가치는 약 1.6조원이며, 이는 아워홈 2024년 예상 EBITDA의 10.8배
- 포함된 경영권 프리미엄은 40~50% 수준으로 추정하며, 이를 제외한 Trading EV/EBITDA는 7.2~7.7배 수준
- 아워홈 인수는 그룹 내 승계 구도 속 김동선 부사장의 입지 강화뿐 아니라 **급식·식자재 진출을 통한 시너지 창출, 푸드테크 플랫폼 확보**와 같은 복합적인 유인이 작용한 결정. F&B 및 유통 역량 강화를 통해 외식뿐 아니라 호텔, 리조트, 골프장 등 국내 기보유 사업에서 시너지 창출 가능
- 또한, 항공, 조선, 방산, 에너지 등 그룹 내 계열사들은 활발히 해외 진출을 추진 중. 이를 기반으로 해외에 진출할 수 있다면, **글로벌 수준으로 멀티플이 확장되는 것도 가능**하다 판단
- 한화푸드테크와 한화로보틱스가 추진 중인 스마트급식 시스템과 주방 자동화 기술을 접목하면 아워홈의 자체적인 경쟁력 강화도 가능할 전망

한화호텔앤드리조트의 아워홈 Entry Valuation

(단위: 십억원, 배)	산식	가치
Equity Value	A	1,483
Net Debt (2024F)	B	150
Enterprise Value	C=A+B	1,633
EBITDA (2024F)	D	151
Implied Entry EV/EBITDA	E=C÷D	10.8

자료: IMM, 유진투자증권

한화로보틱스의 주방 조리 로봇



자료: 언론, 유진투자증권

리레이팅 모멘텀, 아직 유효

Peer 그룹 주가는 아워홈 인수 이벤트를 미반영

- 시장은 아워홈 인수 건을 일회성 프리미엄으로 간주하여 업계 전체 밸류에이션 상향의 근거로 삼지 않았다고 판단
- 그러나 이번 거래의 밸류에이션은 캡티브, 신사업 진출 등 전략적 시너지를 통해 차츰 정당화될 것이라 전망
- 게다가 업계 전반에 걸친 구조적 변화까지 관측되는 중
- 인수가 성공적으로 마무리될 경우 이는 **업계 전반의 밸류에이션 수준을 일부 재조정하는 계기가 될 수 있다고 판단**

아워홈 인수 공시 -3 ~ +3일 단체급식 상장사 주가 변화

(전일 종가 대비 %)	풀무원	현대그린푸드	CJ프레시웨이	신세계푸드
2/6(목) (공시 -3일)	▲0.7	▲2.3	▲5.0	▼0.9
2/7(금) (공시 -2일)	▼0.5	▼3.7	▼1.0	▼2.5
2/10(월) (공시 -1일)	▲1.7	▼1.1	▼1.2	▲0.0
2/11(화) (공시 당일)	▼1.3	▲0.5	▲6.9	▲0.3
2/12(수) (공시 +1일)	▼2.6	▲0.3	▼0.5	▼0.5
2/13(목) (공시 +2일)	▲0.9	▼1.3	▲0.2	▼0.2
2/14(금) (공시 +3일)	▼0.8	▼0.5	▼1.4	▲1.5

자료: Quantiwise, 유진투자증권
참고: 한화호텔앤드리프트는 아워홈 인수결정을 2/11(화) 16:46에 공시

구조적 변화의 실마리 감지

대외변수	• 경기 둔화 지속 • 외식 물가 상승 (런치플레이션) • 관세 불확실성 상존	
구조적 변화	시장 규모 확대	• 학교, 관공서, 군부대 등 개방 • 사기업 직영 급식의 외주화 흐름 • 아파트 급식 수요 확대
	해외 진출	• 캡티브 해외 증설 • K-Food 영향력 확대에 힘입은 직진출
	비용 혁신	• Central Kitchen, 협동로봇 도입을 통한 인건비 절감
	업계 재편	• 대기업 중심의 업계 재편 가능성 ↑

자료: 유진투자증권

리스크 점검

오너일가 간 지분다툼 및 향후 전개 방향 전망

- 구지은 전 부회장과 구명진 전 이사는 아워홈 지분 매각에 반대하며 공동전선을 형성. 언론에 따르면, 구지은 전 부회장은 3/27 정기주주총회에서 주식매매계약 체결이 이사회 승인을 받지 않았고, 기존 주주의 우선매수권 행사 절차를 거치지 않았다고 지적
- 자금 동원이 가능하다면 구지은 전 부회장측이 우선매수권을 이용해 지분을 선매입할 가능성이 존재했으나, 일단은 경영권 양수도 절차가 원활히 종료 될 가능성에 무게가 실리는 중
- 이번 없이 경영권 양수도 절차가 종료된다면, 구지은 전 부회장 측의 우선매수권 관련 소송 제기 여부가 사건 전개의 핵심이 될 전망
- 만일 한화의 인수가 확정되며 한 배를 탈 경우 한화 측의 지분율은 58.62%로, 구지은(20.67%), 구명진(19.60%)이 모두 주주총회에 출석하여 반대 표 행사 시 특별결의가 필요한 증/감자, 정관 변경, 이사 해임, 합병, 분할, 영업양수도 등이 불가능 (출석주주 ⅔ 이상, 발행주식총수 ⅓ 이상 찬성 필요)
- 따라서, 구지은 전 부회장 측과의 협상을 통한 지분 매각 유도가 현실적인 해결책이라 판단. 다만, 구지은 전 부회장이 지분 매각에 응할지 의문이며, 이를 매입하기 위해서는 한화호텔앤드리조트의 재무적 부담도 불가피

향후 전개 가능한 시나리오

시나리오		내용
인수 전 우선매수권 행사	① 전체 지분 우선매수권 행사	• 한화 측은 우선매수권 행사 기회를 제공하는 내용증명을 발송 및 1개월의 회신 기간을 부여하였다고 주장 • 반면, 구지은 측은 정식 통지를 받지 못하였으며, 절차가 미비되었다고 주장 • 법적 효력 있는 통지 여부가 분쟁의 핵심이 되며, 법원 판결 없이는 권리 행사가 사실상 어려울 전망
	② 일부 지분 우선매수권 행사	
우선매수권 행사 청구 소송 제기	③ 구지은 측 승소 → 전체 지분 우선매수권 행사	• 주식처분금지 가처분 신청을 통해 한화의 인수 절차를 일시 중단 • 이후 우선매수권 미행사로 인한 계약 무효 확인의 소 제기 • 쟁점: 지분 취득 과정에서 적법한 절차 위반 여부 • 법원이 우선매수권 유효 판결 시 한화의 지분 취득은 무효화되며 구지은 측은 우선매수권 행사 가능 • 단, 8,700억원을 감당할 만한 투자자 물색이 필요 → 자금 조달 부담으로 실제 행사 가능성은 낮음
	④ 구지은 측 승소 → 일부 지분 우선매수권 행사	• 법원이 우선매수권 유효 판결 시 한화의 지분 취득은 무효화되며 구지은 측은 우선매수권 행사 가능 • 50.1% 지분 달성을 위해 약 9.8%의 지분 인수 필요 • 이를 위해 1,454억원이 필요 → 전체 지분에 대한 우선매수권 행사보다는 가능성 높음
	⑤ 구지은 측 패소	• 한화의 인수 확정 • 구지은 측은 아워홈 매각 후 주력 주주 역할을 담당하며 경영상의 주요한 의사결정 과정에서 한화 측을 견제 및 기회 모색 • 특히, 구지은·구명진의 주주총회 출석 및 반대표 행사 시 한화는 특별결의의 요건 충족 불가 • 한화는 협상을 통해 구지은 측의 지분 매각을 유도하는 수밖에 없다고 판단
⑤ 우선매수권 행사 없음		

자료: 유진투자증권

04

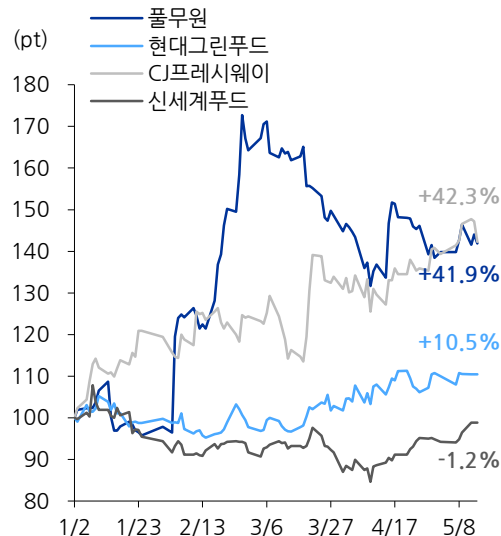
선별적 투자전략 필요

구조적 변화를 가장 잘 살릴 수 있는 업체는

최선호주: 현대그린푸드 (453340.KS)

- 구조적 변화로 인한 기회요인이 산재하여 있으나 변화의 속도가 각기 다르고, 실제 실적 성장으로 이어지는 정도 역시 상이할 전망
- 낮은 유동성 환경(거래량 低)에서 구조적 변화가 실적에 반영되는 시점과 시장이 이를 인식하는 시점 간의 괴리를 활용하는 전략도 유효
- 섹터 투자보다는 각 기업별 비교우위를 고려한 선별적 투자가 필요 (성장성, 재무구조, 중점 추진 전략 등)
- 당사는 ①시장 확대 프리미엄이 붙을 수 있는 해외 진출을 통해 성장 기회 모색이 가능하며 ②수익성 개선을 이끄는 Central Kitchen의 확장과 협동로봇 도입이 가능한 업체를 선호 → 최선호주로 **현대그린푸드**를 제시

연초 대비 주가수익률



자료: Quantwise, 유진투자증권

글로벌 푸드서비스 업체 수익률 및 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원)	주력부문	시가총액	수익률(%)			매출액	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
			1M	6M	1Y					
폴무원	식품제조유통	573	6.1	45.0	16.1	3,406	11.1	1.8	5.9	17.8
현대그린푸드	단체급식	514	4.7	20.1	29.7	2,380	5.8	0.7	3.3	12.7
CJ프레시웨이	식재유통	292	11.8	44.5	6.7	3,460	4.7	0.8	3.5	18.3
신세계푸드	제조/소매유통	129	10.8	5.4	-9.5	-	-	-	-	-
Compass Group	단체급식	81,283	2.0	-2.1	10.8	63,708	26.4	7.4	14.2	29.7
Sysco	식재유통	47,886	-1.4	-5.5	-6.7	113,528	16.2	18.0	10.8	112.3
US Foods Holding	식재유통	23,835	16.3	11.9	35.4	56,445	19.4	3.4	11.3	17.5
Performance Food Group	식재유통	19,043	14.6	2.0	24.2	89,798	20.0	3.0	11.6	13.4
Aramark	단체급식	14,378	20.3	1.7	16.7	26,390	20.3	3.3	10.5	15.3
Sodexo	단체급식	13,243	2.8	-30.6	-25.6	38,298	10.6	2.0	7.0	19.5

자료: Bloomberg, 유진투자증권

업체별 전략 비교

업체별, 사업부문별 중점 추진 전략 비교

	삼성웰스토리 (비상장)	풀무원 (017810)	★ 현대그린푸드 (453340)	CJ프레시웨이 (051500)	신세계푸드 (031440)	아워홈 (비상장)
푸드서비스 (단체급식)	• 캡티브 거점을 기반으로 한 인접국으로의 확장 • 내수 1위 사업자 지위 유지 및 M/S 지속 확대	• 아파트, 시니어 등 시장 진출 • 선도 채널 시장 지위 강화 • 수익성 기반 구조 개선 지속	• 해외 신규 수주 추진 • CK 사용 지속 확대 (간편식/양념육 중심) • 국내 신규 수주 추진	• 신규 수주 경쟁력 강화 • 신경로(중소형 병원, 아파트, 군급식) 확대 추진	• 타 분야 역량을 활용한 시너지 창출 (베이커리, 영화 등) • 신규 수주 강화 • 아파트 커뮤니티 확장	• 북미, 폴란드, 베트남 신규 수주 확대, 볼트온 전략 등을 통한 기진출 지역 내 확장 • 중소형 CK 도입
식자재 유통	• 360솔루션, 글로벌 트레이딩 사업 지속 확대 • 해외 비중 확대 • 대형 프랜차이즈 중심의 성장 지속	• 저수익채널 입찰 조절	• 외식/키즈/실버 등 경로로 영업 확대	• 온라인 플랫폼(식품)의 GMV 확장 (중기 M/S 20% 목표)	• 적자 SKU 손익개선작업 (원가개선 및 공급가 인상)	• 한화의 F&B 사업과 연계한 시너지 창출
기타	-	• 해외식품: 미국 B2B 시장 진출 및 델리/냉동 시장 확장, 일본 두부바 및 중국 파스타 제품 강화 • 국내식품(B2C): 실온사업 규모화, 지구식단 육성, Soy 라인업 확장 • 건강케어: 건기식, 녹즙, Meal 사업 등 추진	• 해외 외식사업 준비 • 그리팅(제조사업) 판촉	-	• 외식: NBB 수익성 개선 (가맹점포 확장 + 직영점의 가맹점 전환) • 베이커리: Captive 경쟁력 강화 + Non-Captive 카페 및 B2B 영업 확대 • 제조: 이커머스 라인업 확대	• 경영권 분쟁으로 비대해진 조직 및 기존 주주 관련 비용 효율화

자료: 각 사, IMM, 유진투자증권

투자전략

각 기회요인별 투자 판단

구조적 변화	기회요인	관련(선두) 기업		투자 전략			의견
				단기 (6개월~1년)	중기 (1~3년)	장기 (3~5년)	
해외 진출	캡티브 해외 진출을 통한 수주	현대그린푸드, 삼성웰스토리		Hold	Overweight	Overweight	- 계열사의 해외 진출은 초기 진입 리스크를 완화하고, 현지 노하우 축적 기회를 제공 - 그룹사 물량은 한정적이나, 현지 사업법인을 통해 외부 입찰 기반을 구축 가능 → 내수 캡티브 의존도를 탈피하는 전략적 토대 마련
시장규모 확대	위탁급식 수요 증가 (산업체/병원 등)	모든 업체		Overweight	Overweight	Overweight	- 위탁급식 도입 또는 직영 → 위탁급식 전환 - 한 번 위탁으로 전환되면 직영급식으로 다시 돌아오기 어려운 구조
	학교 위탁급식 전환	모든 업체		Hold	Hold	Overweight	- 위탁 전환 유인이 강해지는 중 - 그러나 단기간에 유의미한 전환이 나타나기는 어렵다고 판단
	공공기관 위탁급식 전환 (학교 외)	규제 지속 시	폴무원, 동원홀푸드	Overweight	Overweight	Hold	- 대형사 규제 지속 시 중견업체 수혜 유지 - 규제 완화 시 모든 업체의 단~중기 수혜 전망 - 공공 시장 규모의 한계로 장기 수혜는 어렵다고 판단
		규제 완화 시	모든 업체				
	군 급식 개방	모든 업체		Overweight	Overweight	Hold	- 대기업 입찰이 허용되며 기존 중견업체 → 대형업체까지 수혜 범위 확대 - 군부대 시장 규모의 한계로 장기 수혜는 어렵다고 판단
	아파트 급식 확대	신세계푸드		Overweight	Overweight	Hold	- 식수 감소 → 퀄리티 하락 → 식수 감소의 악순환에 빠지기 쉬운 구조적 리스크 존재 - 아직 시장 초기 단계로, 식음 서비스 선호도 지속 여부 불투명
수익성 개선	CK 역량 보유 및 확대	현대그린푸드, 삼성웰스토리		Overweight	Overweight	Overweight	- 초기 투자비용 부담과 운영 복잡도로 인해 영세업체에게는 진입장벽으로 작용 - CK 가동률이 높아질수록 단위식수당 조리비용 지속 감소
	협동로봇 도입	(계열사 보유) 대형 업체		Overweight	Overweight	Overweight	- 초기 투자비용 부담으로 인해 영세업체는 실행이 어려운 전략 - 그룹 내 협동로봇 업체 보유 시 시너지 창출 가능 (아워홈, 현대그린푸드)
업계 재편	대기업 중심의 업계 재편 가능성 확대	대형 업체 (관심: 현대그린푸드)		Hold	Overweight	Overweight	장기적으로 대형 업체들에게 유리한 환경이 조성될 전망

[48] 자료: 유진투자증권

05

기업분석 & 탐방 Note

현대그린푸드 (453340)

투자의견
BUY
(신규)

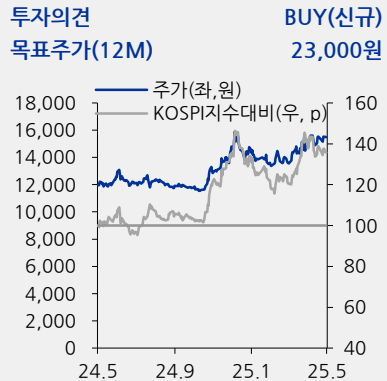
목표주가
23,000원
(신규)

주가상승	1M	6M	12M
상대기준(%)	-2.9	10.9	33.0
절대기준(%)	4.7	20.1	29.7

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	-	신규
목표주가(원)	23,000	-	신규
영업이익(25)	112	-	신규
영업이익(26)	129	-	신규

음식료 김진우_02)368-6195_jinwookim@eugenefn.comgenefn.com

현재주가(25.05.14.)	15,500원
시가총액(십억원)	514
발행주식수(천주)	33,136
52주 최고가(원)	16,110
최저가(원)	10,050
52주 일간 Beta	0.15
60일 일평균거래대금(억원)	6
외국인 지분율(%)	14.1
배당수익률(2025F)(%)	4.3
주주구성(%)	
현대이에프홀딩스(외 7인)	51.9
브이아이피자산운용(외 1인)	12.4



결산기(12월)(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,827	2,270	2,354	2,470	2,583
영업이익	65	97	112	129	142
세전손익	53	99	114	133	146
당기순이익	39	74	88	102	112
EPS(원)	1,159	2,185	2,611	3,120	3,533
증감률(%)	-	88.5	19.5	19.5	13.2
PER(배)	9.9	6.6	5.9	5.0	4.4
ROE(%)	-	11.4	12.3	13.1	13.0
PBR(배)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA(배)	4.0	3.3	3.0	2.2	1.6

자료: 유진투자증권

단체급식 중 그린라이트

Investment Point

- **캡티브 확장 수혜:** 현대차그룹은 2028년까지 미국에서 210억달러 투자 및 14,000개의 신규 정규직 일자리를 창출할 전망. 이를 수주 시 '27년 기준 3~5%p의 매출액 기여가 가능할 전망이며, 미국 내 사업 확장 기반을 마련할 수 있다는 점에서도 긍정적으로 평가
- **비용 절감:** Central Kitchen을 보유하고 있을 뿐만 아니라, 지속적인 보완 투자를 통해 CAPA를 확장 중인 업체. 성남 스마트푸드센터는 기존 CAPA의 30~50%에 달하는 추가 증축 여력을 보유 중일 것으로 추정. 향후 HD현대로보틱스와의 협동로봇 시너지 창출도 가능
- **동종업계 중 차별화된 주주환원:** 2028년까지 자기주식 10.6%를 매입 및 소각 계획. 또한, 2027년 중간배당 시기까지 연간 200억원 이상 배당 지향. 자본차익 없이도 연간 6% 이상의 주주환원 기대 가능

최근 실적 및 이슈

- **What's New:** 1Q25 매출액 5,706억원(+1%qoq, +2%yoy), 영업이익 322억원(흑전qoq, +3%yoy)으로 전년비 영업일수 감소(4~5일)에도 불구하고 성장세 시현. 1Q 신규 급식 수주 매출 97억원 인식
- **식수 증가 지속:** 1Q25 식수는 365천식(+4.6%yoy)으로 증가. 구내 식당 수요 증가는 지속 추세. 간편식 식수도 확대되는 중
- **군 급식 진출:** 4/29 개찰을 통해 공군 제8전투비행단 병사식당 급식 위탁용역을 수주('25.6~'28.5). 연간 매출액 60억원 수준

현대그린푸드 (BUY / TP 23,000원)

밸류에이션

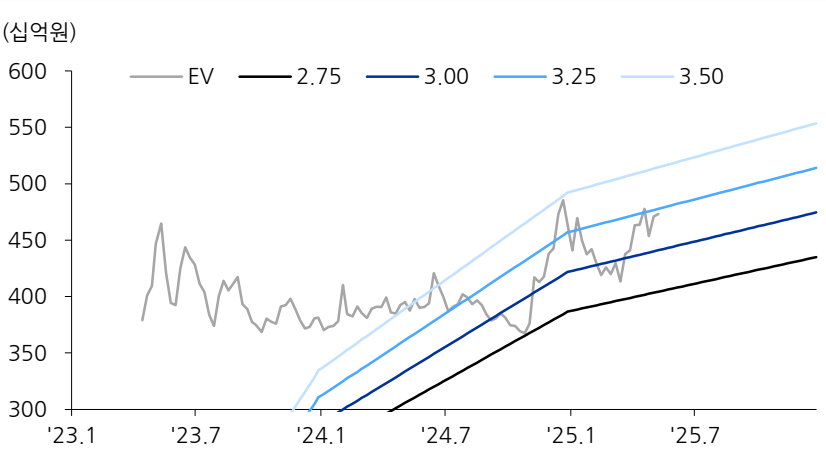
- 회사는 차입금 의존도가 매우 낮아 순현금 상태. 이러한 차별화된 재무건전성을 반영하여 EV/EBITDA 지표 사용
- 또한, 회사는 보증금 765억원, 대여금 142억원 등의 다량의 금융자산을 보유 중 (2024년 말 기준 자산총액의 14%)
- 이는 영업가치와 별도로 실현 가능한 비영업자산이므로 가치 산정 시 합산 (각 자산유형별 회수가능성을 고려한 가중평균 할인율 20% 적용)
- 이를 통해 산출한 적정주가는 **주당 23,000원으로 48%의 Upside 보유**

목표주가 산정 내역

구분	산식		비고
영업가치	㉑ = ㉒ × ㉓	517	
EBITDA(십억원)	㉒	161	12MF
Target EV/EBITDA(배)	㉓	3.2	글로벌 Peer 12MF (30% 할인)
투자자산가치(십억원)	㉔	110	12MF (20% 할인)
기업가치(십억원)	㉕ = ㉑ + ㉔	627	
순차입금(십억원)	㉖	-104	12MF
주식수(천주)	㉗	32,422	12MF
주당가치(원)	㉘ = (㉕ - ㉖) ÷ ㉗	22,557	
목표주가(원)		23,000	
현재주가(원)		15,500	2025년 5월 14일 기준
상승여력(%)		48	

자료: 유진투자증권

EV/EBITDA Band Chart



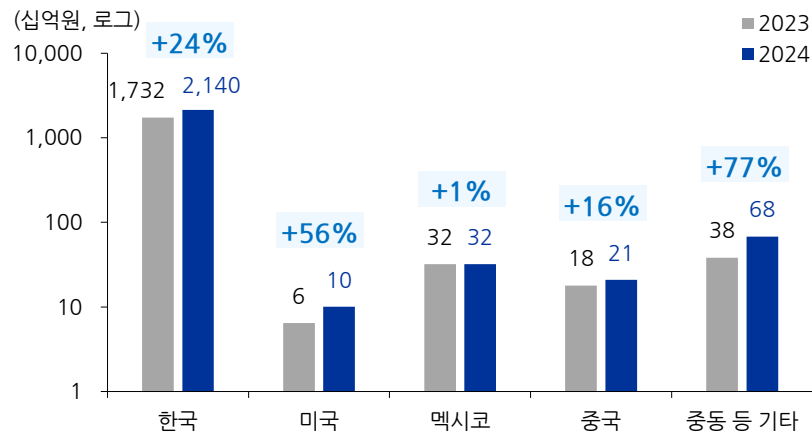
자료: 유진투자증권

현대그린푸드 (BUY / TP 23,000원)

2025년 매출액 2.4조원(+4%yoy), 영업이익 1,119억원(+16%yoy) 전망

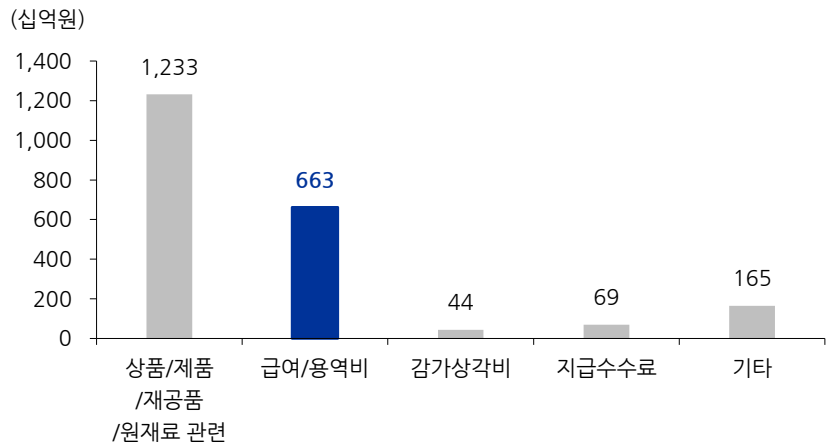
- 2Q25 매출액 5,660억원(-1%qoq, +4%yoy), 영업이익 408억원(+27%qoq, +25%yoy) 전망
- 고물가 기조로 신규 급식 수요가 지속 창출되는 중이며, 2분기 외식사업 성수기 진입(웨딩뷔페) 및 제조사업 광고비 감소로 본격적인 실적 개선 전망
- 영업일수 감소 영향이 1분기에 집중되며 1Q25 실적은 부진하였으나, 연내 이를 만회하며 연간 매출액 4%, 영업이익 16%의 성장세를 시현할 전망
- 급식 산업은 노동집약적인 산업. 동사 수익성은 운영효율화(CK 확대, 협동로봇, 키오스크 도입 등)를 통해 **통상임금 판결 영향을 얼마나 효과적으로 통제하는지에 따라** 추가적인 개선이 가능할 전망

현대그린푸드 국가별 연간 매출액 성장



자료: 유진투자증권
참고: 2023년 1분기는 1~2월이 제외된 실적 (분할 영향)

현대그린푸드 비용의 성격별 분류(2024): 인건비 통제가 관건



자료: 유진투자증권

현대그린푸드 (BUY / TP 23,000원)

현대그린푸드 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24A	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024A	2025F	2026F
매출액	559	542	602	567	571	566	627	591	2,270	2,354	2,470
QoQ	0.4	(3.1)	10.9	(5.8)	0.6	(0.8)	10.7	(5.7)			
YoY	220.6	4.2	4.7	1.7	2.0	4.4	4.1	4.2	24.3	3.7	4.9
별도	544	524	587	553	557	549	612	574	2,208	2,291	2,382
QoQ	0.9	(3.6)	12.0	(5.9)	0.7	(1.3)	11.4	(6.2)			
YoY	4.2	3.8	5.4	2.5	2.4	4.8	4.2	3.9	4.0	3.8	4.0
중국법인	5	5	5	5	5	5	5	6	21	21	21
QoQ	(5.6)	2.0	(1.9)	5.9	(14.8)	18.8	0.1	0.8			
YoY	6.3	(1.9)	(7.3)	0.0	(9.8)	5.1	7.2	2.1	(1.0)	1.2	(0.1)
미국법인	2	3	2	3	3	4	4	6	10	16	39
QoQ	(8.0)	8.7	(4.0)	20.8	3.4	21.6	11.0	36.0			
YoY	91.7	66.7	20.0	16.0	30.4	45.9	68.7	90.0	40.3	60.5	140.4
멕시코법인	8	10	7	6	5	8	5	6	32	24	28
QoQ	(20.8)	23.8	(30.8)	(15.3)	(14.8)	50.0	(30.8)	7.3			
YoY	16.7	22.4	(29.4)	(42.5)	(38.1)	(25.0)	(25.0)	(5.0)	(12.1)	(24.6)	14.4
현대캐터링시스템	45	52	51	56	51	55	55	60	204	221	235
QoQ	(17.1)	14.6	(1.2)	9.6	(8.4)	7.4	(1.2)	9.6			
YoY	5.6	24.2	15.1	2.9	13.7	6.6	6.6	6.6	11.3	8.2	6.2
연결조정 등	(45)	(52)	(51)	(56)	(52)	(55)	(55)	(60)	(204)	(221)	(235)
영업이익	31	33	38	(5)	32	41	44	(5)	97	112	129
QoQ	흑전	4.3	17.8	적전	흑전	26.7	6.7	적전			
YoY	196.8	16.4	35.3	적지	3.3	25.4	13.7	적지	49.1	15.8	15.6
OPM	5.6	6.0	6.4	(0.9)	5.6	7.2	7.0	(0.8)	4.3	4.8	5.2
당기순이익	24	24	31	(4)	23	33	35	(4)	74	88	102
QoQ	흑전	(3.5)	29.6	적전	흑전	39.4	7.8	적전			
YoY	158.6	13.5	39.0	적지	(4.0)	38.6	15.3	적지	89.3	17.7	16.6
OPM	4.4	4.3	5.1	(0.7)	4.1	5.8	5.6	(0.6)	3.3	3.7	4.1

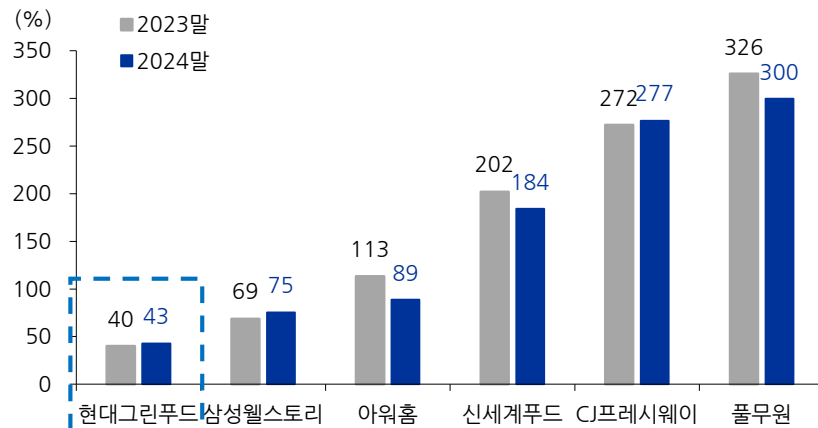
자료: 유진투자증권

현대그린푸드 (BUY / TP 23,000원)

투자포인트

- **다양한 구조적 변화에 대응 가능한 플레이어로, 향후 업계 재편 시 수혜 기대**
 - 해외 진출: 캡티브 북미 확장에 따른 수혜 가능 (거점 마련 및 확장 전략)
 - 시장 규모 확대: 외식물가 상승으로 국내의 단체급식 수요 증가, 약 2조원 규모의 군부대 급식 시장이 전면 개방되며 진입가능한 시장 규모 확대 등
 - 비용 혁신: 중소·영세업체가 하기 어려운 Central Kitchen CAPA 지속 확장, 협동로봇 도입을 통한 비용 절감 기대
→ 업계 재편: 대기업 중심의 업계 재편 가능성 상승
- **차별화된 재무건전성:** 경쟁 업체 대비 낮은 부채비율 및 차입금 의존도. 특히, 상장사들과 비교 시에는 압도적으로 낮은 수준
- **주주환원**
 - 2024년부터 2028년까지 자기주식 10.6%를 매입하고 매입한 자기주식은 매입연도 내 소각 계획
 - 또한, 2024년 11월 기업가치 제고 계획 발표. 2027년 중간배당 시기까지 연간 200억원 이상 배당 지향
 - 이를 DPS 환산 시 약 590원 (5/14 종가 기준 연간 배당수익률 3.8%)
 - 자본차익 없이도 **연간 6% 이상의 주주환원을 기대할 수 있다는 점에서 매력적**

주요 푸드서비스(위탁급식) 업체 부채비율 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

현대그린푸드 주주환원계획

중장기 주주환원 정책 (‘24년 2월)	- 최저 현금배당 제시 : 주당 325원, 배당총액 110억원 - 적용 기간 : 2023년 ~ 2026년 사업연도 결산배당 - 자기주식 10.6%(약 3.6백만주)를 ‘24년부터 ‘28년까지 매입하고, 매입한 자기주식은 매입 시기가 속하는 사업연도 내 소각
기업가치 제고 계획 (‘24년 11월)	- 배당제도 개선 : 2025년부터 중간배당 도입 - 배당제도 수준 확대 : 연간 배당총액 200억원 이상 지급 지향 - 결산배당 / 중간배당 각 100억원 이상 지급 지향 - 적용 기간 : 2024년 결산배당 ~ 2027년 중간배당 - 자기주식 매입/소각은 종전 주주환원 정책 내용과 동일하며, 2028년까지 지속 진행 ‘24년 11월부터 ‘25년 1월까지 자기주식 745,374주를 매입 및 소각 완료하였음

자료: 현대그린푸드, 유진투자증권

현대그린푸드 (BUY / TP 23,000원)

계열사 해외 진출에 따른 수혜 가능성

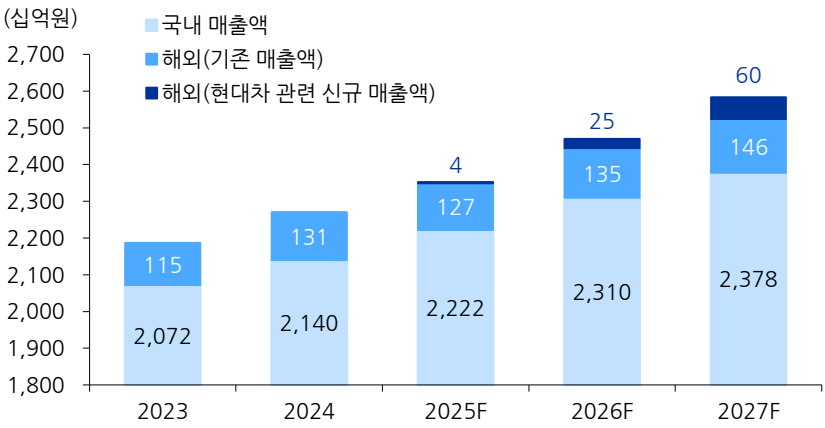
- 현대차그룹은 2028년까지 210억 달러 투자를 통해 미국에서 14,000개의 신규 정규직 일자리를 창출할 전망
- 정규직만을 대상으로 한 급식 사업 수주 시 예상 매출액은 식수 14,000명 기준 연간 693~1,294억원 수준
- 이를 계열사 현대그린푸드가 전량 수주 가정 시 동사의 2027년 매출액은 無수주 시나리오 대비 2~3% 증가
- 절대적으로 큰 규모라고 할 수는 없으나, 이를 시작으로 **미국 내 사업 확장 기반을 마련할 수 있다는 점이 핵심** (cf. 삼성웰스토리 베트남 진출 사례)
- **부품사나 간접 고용 인력 대상으로까지 서비스 범위를 확대할 수 있다면 수혜 규모는 더욱 커질 것**이라 판단

현대 미국 급식사업 수주 시 예상 매출액 기여도: Base Case 기준 993억원/연

	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
매출액(백만달러)	0.5	0.8	1.5	2.4	3.7	5.2	6.7	8.3	10.4	12.4	13.4
영업일수(일)	63	64	62	61	63	64	62	61	63	64	61
당기 평균 직원 수(명)	355	593	1,141	1,846	2,727	3,784	4,998	6,320	7,681	9,003	10,216
인당 식단가(달러/일)	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5	21.5
조식(달러/일)	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
중식(달러/일)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
석식(달러/일)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0

자료: 유진투자증권
가정: 채용규모는 로지스틱 함수에 따라 증가 ($L=14000$, $k=\ln(4)\approx 1.386\text{year}^{-1}$, $x_0=2$ (2026년 말))

현대 미국 급식사업 수주 시 현대그린푸드 예상 매출액 기여도



자료: 유진투자증권

현대그린푸드 (BUY / TP 23,000원)

협동로봇 도입으로 인건비 절감

- 협동로봇 시장이 본격 개화하며 조리실 내 상당 부분의 업무를 대체 가능할 전망. 현실적으로 조리원의 완전 대체는 어려우나, 계량·투입, 교반, 플레이팅, 용기 정렬·운반, 포장 등 경로와 동작이 정형화되었으며 반복주기가 명확한 작업은 최소한의 셋업 후 즉시 투입 가능하다고 판단
- AI비전, 센서 융합, SW 알고리즘 기술이 고도화되면 선별·분류, 손질, 조리 보조, 세척 등 현재는 사람의 손이 필요한 업무도 자동화 가능할 전망
- 협동로봇 1대가 평균 0.3명의 조리원 업무를 대체 가능하다고 가정 시, 협동로봇 도입 이후 0.2%p(2025년)~1.8%p(2027년)의 OPM 개선 가능
- 계열사인 HD현대로보틱스는 협동로봇 개발에 박차를 가하는 중. 가반하중 25~50kg급 협동로봇이 출시될 계획이며, 이 경우 그룹 내 시너지 창출도 가능

협동로봇 도입 시 현대그린푸드 예상 실적 기여도

(단위: 십억원)	협동로봇 미도입			협동로봇 도입														
	2025F	2026F	2027F	로봇 1대=0.20명 대체			로봇 1대=0.25명 대체			로봇 1대=0.30명 대체			로봇 1대=0.35명 대체			로봇 1대=0.40명 대체		
당기 도입대수 가정 (대)	0	0	0	931	1,455	1,589	931	1,455	1,589	931	1,455	1,373	931	1,455	836	931	1,455	433
기말 푸드서비스 인력 가정 (명)	3,222	3,222	3,222	3,042	2,757	2,444	2,997	2,641	2,250	2,952	2,524	2,094	2,907	2,408	2,094	2,862	2,292	2,094
매출액	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583	2,354	2,470	2,583
매출원가	1,927	2,018	2,107	1,929	2,017	2,100	1,927	2,010	2,088	1,926	2,004	2,075	1,924	1,997	2,064	1,923	1,991	2,056
매출원가율 (%)	81.9	81.7	81.6	81.9	81.7	81.3	81.9	81.4	80.8	81.8	81.1	80.3	81.7	80.9	79.9	81.7	80.6	79.6
급여	486	499	508	480	473	458	479	466	446	477	460	434	476	454	427	475	447	422
감가상각비	27	27	26	34	51	70	34	51	70	34	51	69	34	51	65	34	51	62
판매비	311	322	334	310	316	323	309	315	320	309	314	318	309	312	316	308	311	315
판매비율 (%)	13.2	13.1	12.9	13.2	12.8	12.5	13.1	12.8	12.4	13.1	12.7	12.3	13.1	12.6	12.2	13.1	12.6	12.2
급여	80	82	84	79	78	76	78	77	74	78	76	72	78	75	71	78	74	70
영업이익	112	129	142	112	136	160	114	144	175	115	152	190	117	160	203	119	168	212
영업이익률 (%)	4.8	5.2	5.5	4.8	5.5	6.2	4.8	5.8	6.8	4.9	6.2	7.4	5.0	6.5	7.9	5.1	6.8	8.2
미도입 시나리오 대비 변화율 (%)																		
매출액	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
매출원가	-	-	-	0.1	-0.1	-0.3	0.0	-0.4	-0.9	-0.1	-0.7	-1.5	-0.2	-1.0	-2.0	-0.2	-1.3	-2.4
매출원가율 (%p)	-	-	-	0.1	-0.1	-0.2	0.0	-0.3	-0.7	-0.1	-0.6	-1.2	-0.1	-0.8	-1.6	-0.2	-1.1	-2.0
급여	-	-	-	-1.2	-5.1	-9.6	-1.5	-6.4	-12.1	-1.8	-7.6	-14.4	-2.1	-9.1	-16.1	-2.4	-10.4	-16.9
감가상각비	-	-	-	26.7	89.6	161.7	26.7	89.6	161.7	26.7	89.6	160.0	26.3	91.4	147.8	26.3	91.4	133.4
판매비	-	-	-	-0.4	-1.8	-3.3	-0.5	-2.2	-4.1	-0.6	-2.6	-4.9	-0.7	-3.1	-5.5	-0.8	-3.5	-5.8
판매비율 (%p)	-	-	-	-0.1	-0.2	-0.4	-0.1	-0.3	-0.5	-0.1	-0.3	-0.6	-0.1	-0.4	-0.7	-0.1	-0.5	-0.7
급여	-	-	-	-1.2	-5.0	-9.6	-1.5	-6.3	-12.0	-1.8	-7.6	-14.3	-2.0	-9.0	-15.9	-2.3	-10.3	-16.9
영업이익	-	-	-	0.1	5.4	12.2	1.7	11.4	22.6	3.3	17.3	33.1	4.7	23.7	42.8	6.2	29.8	49.3
영업이익률 (%p)	-	-	-	0.0	0.3	0.7	0.1	0.6	1.2	0.2	0.9	1.8	0.2	1.2	2.4	0.3	1.6	2.7

자료: 유진투자증권

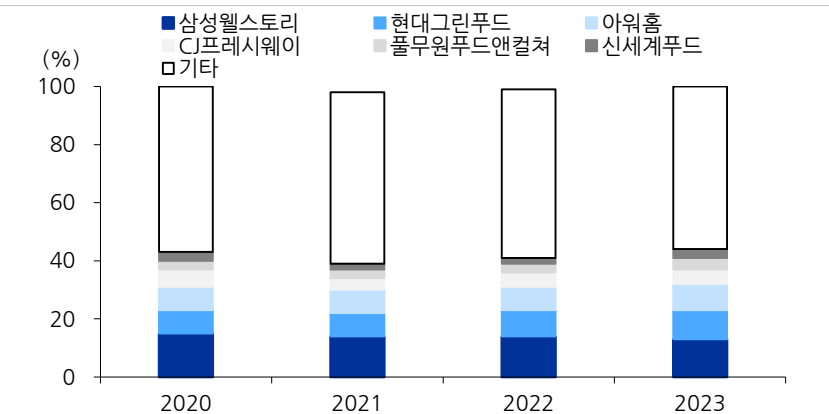
주요 가정: 협동로봇 단가 1억원(기기 5천만원+시스템 5천만원), 내용연수 8년(정액상각), 푸드서비스 인력의 최대 35%를 대체할 때까지 매 분기 EBITDA를 초과하지 않는 범위 내에서 기기 도입

현대그린푸드 (BUY / TP 23,000원)

리스크 점검

- Captive 시장 개방에 따른 업계 재편 가능성
 - 수의계약/자동연장을 통한 계열사 일감 몰아주기는 공정위에서 감시 중인 사안으로, 경쟁입찰 체제가 점차 자리잡는 중
 - 실제로 공정위는 지난 2021년 삼성웰스토리에 계열사 일감 몰아주기 및 특혜성 부당이익 지급 혐의로 과징금 2,349억원 부과
 - 그러나, Captive 시장이 개방되어도 **중소 급식업체들의 신규 진입은 어려울 전망** (공급능력/가격경쟁력과 같은 Key Buying Factor 미비)
 - 따라서 기존 상위 플레이어들의 Captive 시장 점유율에는 큰 차이가 없을 전망
 - Non-Captive 경쟁 심화
 - 상위 급식업체들은 공통적으로 Non-Captive 영역의 사업장을 지속 확대하여 성장하는 전략을 보유
 - 그동안 고수익 사업장을 선별 수주해 온 업체들의 특성을 감안할 때, **대규모 Non-Captive 사업장에서의 수주 경쟁은 지속 심화될 전망**
 - 단, 중소규모 사업장 진출을 통해 일부 상쇄가 가능할 것이라 판단
 - 중소형 사업장은 마진 압박이 심하고, 식수 변동에 따른 부담이 커 그동안 소외되었던 고객층. 그러나, 관리비 방식의 과금구조 도입 및 Central Kitchen/자동화 투자를 통하면 입찰이 가능해진다고 판단
- 투자여력이 부족한 중소형 급식업체의 점유율 지속 하락. 대형 급식업체 중심의 Hegemony 전환

단체급식 시장 점유율 추이



단체급식 업체 선별 시 주요 고려요인 (Key Buying Factor)

	산업체	병원	기타
●: 기존 고려요인 ◆: 신규 고려요인 ■: 대형 고객 중시 요인			
공급관리 역량 (재료/품질/위생)	●	●	●
가격 대비 재료/식단 구성	●	●	●
메뉴 차별화 (절대적 맛, 유행 메뉴 등)	◆		
운영 차별화 (카페테리아/Take out 등)	◆		
Track Record/안정성	■	■	

자료: IMM, 유진투자증권

현대그린푸드(453340.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	880	956	983	1,072	1,170
유동자산	379	475	513	611	718
현금성자산	36	60	89	168	258
매출채권	224	249	259	274	286
재고자산	74	75	72	76	79
비유동자산	502	480	470	461	452
투자자산	141	131	136	141	147
유형자산	219	214	205	196	187
기타	142	135	129	123	118
부채총계	252	285	260	272	282
유동부채	225	247	221	231	240
매입채무	197	212	185	196	205
유동성이자부채	12	11	11	11	11
기타	15	24	24	24	24
비유동부채	27	39	39	40	41
비유동이자부채	17	19	19	19	19
기타	11	19	20	21	22
자본총계	629	670	723	800	888
자배지분	628	670	723	800	888
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	577	577	577	577	577
이익잉여금	26	73	136	214	302
기타	8	3	(8)	(8)	(8)
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	629	670	723	800	888
총차입금	29	31	31	31	31
순차입금	(8)	(29)	(58)	(137)	(227)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	102	132	92	146	159
당기순이익	39	74	88	102	112
자산상각비	31	44	42	42	42
기타비현금성손익	43	55	(3)	11	13
운전자본증감	(4)	(24)	(35)	(9)	(8)
매출채권감소(증가)	(33)	(11)	(11)	(14)	(13)
재고자산감소(증가)	(12)	2	3	(4)	(3)
매입채무증가(감소)	8	6	(26)	10	9
기타	33	(21)	(1)	(1)	(1)
투자현금	(72)	(85)	(32)	(33)	(33)
단기투자자산감소	(20)	(50)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	41	27	27	27	27
유형자산처분	0	1	0	0	0
무형자산처분	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
재무현금	(30)	(26)	(31)	(34)	(36)
차입금증가	(30)	(8)	0	0	0
자본증가	(0)	(18)	(31)	(34)	(36)
배당금지급	0	11	22	22	21
현금증감	(1)	22	28	79	90
기초현금	37	36	58	86	165
기말현금	36	58	86	165	255
Gross Cash flow	113	173	127	155	167
Gross Investment	56	59	67	41	41
Free Cash Flow	57	114	60	114	127

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,827	2,270	2,354	2,470	2,583
증가율(%)	-	24.3	3.7	4.9	4.6
매출원가	1,527	1,871	1,929	2,018	2,107
매출총이익	300	400	425	452	476
판매 및 일반관리비	236	303	313	322	334
기타영업손익	-	29	3	3	4
영업이익	65	97	112	129	142
증가율(%)	-	49.1	15.8	15.6	9.8
EBITDA	96	141	154	172	184
증가율(%)	-	47.1	9.8	11.2	7.2
영업외손익	(12)	2	2	3	4
이자수익	4	7	8	10	10
이자비용	1	2	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(15)	(3)	(5)	(5)	(5)
세전순이익	53	99	114	133	146
증가율(%)	-	87.5	14.9	16.6	9.9
법인세비용	14	25	26	31	34
당기순이익	39	74	88	102	112
증가율(%)	-	89.3	17.7	16.6	9.9
지배주주지분	39	74	86	100	110
증가율(%)	-	88.5	15.7	16.6	9.9
비지배지분	0	0	2	2	3
EPS(원)	1,159	2,185	2,611	3,120	3,533
증가율(%)	-	88.5	19.5	19.5	13.2
수정EPS(원)	1,159	2,185	2,611	3,120	3,533
증가율(%)	-	88.5	19.5	19.5	13.2

주요투자지표

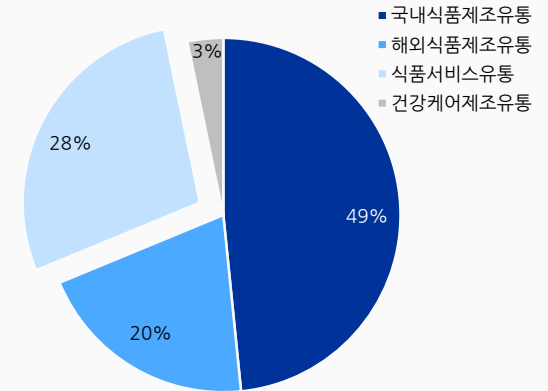
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,159	2,185	2,611	3,120	3,533
BPS	18,545	19,778	22,029	24,996	28,587
DPS	325	335	670	670	680
밸류에이션(배, %)					
PER	9.9	6.6	5.9	5.0	4.4
PBR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
EV/ EBITDA	4.0	3.3	3.0	2.2	1.6
배당수익률	2.8	2.3	4.3	4.3	4.4
PCR	3.4	2.8	4.0	3.2	2.9
수익성(%)					
영업이익률	3.5	4.3	4.8	5.2	5.5
EBITDA이익률	5.2	6.2	6.6	6.9	7.1
순이익률	2.2	3.3	3.7	4.1	4.3
ROE	n/a	11.4	12.3	13.1	13.0
ROIC	n/a	11.5	13.2	15.0	16.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(1.2)	(4.4)	(8.0)	(17.1)	(25.6)
유동비율	168.5	192.6	232.3	264.3	298.7
이자보상배율	65.5	56.6	80.2	92.7	101.8
활동성 (회)					
총자산회전율	n/a	2.5	2.4	2.4	2.3
매출채권회전율	n/a	9.6	9.3	9.3	9.2
재고자산회전율	n/a	30.5	32.2	33.5	33.3
매입채무회전율	n/a	11.1	11.9	13.0	12.9

단체급식&식재유통 기업 탐방 Note

풀무원(017810)

현재주가(원) (2025.05.14.)	15,040	[국내식품서비스(단체급식)] - 런치플레이션 지속되며 호조 - 입찰 가능한 군대 위탁운영 급식장 중 약 50% 진입 완료 - 병원 의존도 낮아 파업 영향 적음
시가총액 (십억원)	573.3	[국내식품제조] - 온라인 B2C 성장세 견조. 채널전용상품 출시 예정 - 학교, 어린이집 이외의 B2B 저수익 채널은 속도를 조절하며 입찰 참여 중
연초 대비 주가수익률(%)	41.9	[해외식품제조] - 미국 - 두부 전량 현지 생산 & 냉장면도 Gilroy 공장을 통해 현지 생산 체계로 전환 중 - 동부 두부공장 라인증설 중(기존 CAPA 대비 40~50%↑)이며, 하반기 가동 계획 - 일본: 두부·유부 저수익제품 SKU 효율화 및 일부 하이엔드 제품 출시 중 - 중국: 회원제, 온라인 강화를 통한 채널다각화 계획

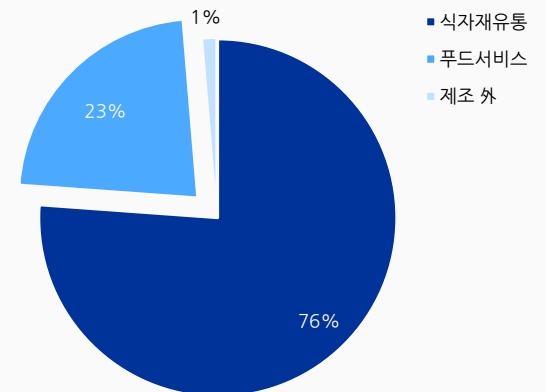
[매출액 비중]



CJ프레시웨이(051500)

현재주가(원) (2025.05.14.)	24,600	[식재유통] - M/S 5% 수준. 나머지는 영세업체 - 대기업 중 유일하게 온라인에 집중. '식봉'의 GMV 확대가 1차 목표 - 물류서비스 수수료 수취 구조 (입점수수료 X) - 현재는 초기 프로모션 및 가격경쟁 영향으로 BEP 수준 - 군부대 케이터링 업체에 식자재 공급 중. 향후에는 적극적인 입찰 참여 계획
시가총액 (십억원)	292.0	[푸드서비스(단체급식)] - 산업체/오피스 비중이 가장 큼. 그 다음으로 병원, 레저 등 - 대형병원 익스포저가 업계 평균 대비 높고, 중형병원은 낮은 편 - 키친리스(이동형 급식)를 통해 신시장(실버/아파트) 진출 계획 - 청량리 롯데캐슬을 키친리스로 운영 & 광고 아이파크 테스트 중 1천 세대 이상 대단지 위주로 추진 목표
연초 대비 주가수익률(%)	42.3	[기타] - 식재유통과 급식유통 조직을 푸드서비스로 일원화 및 비용 절감 계획 (1Q25~) - 해외 진출 계획은 현재로선 없음

[매출액 비중]



단체급식&식재유통 기업 탐방 Note

신세계푸드(031440)

현재주가(원) (2025.05.14.)	33,400	[급식] ▪ 병원 운영 X ▪ 프리미엄/대형 아파트 커뮤니티에 집중. 베이커리 등 부문과 접목하여 운영고도화 계획	[매출액 비중]
시가총액 (십억원)	129.3	[식재유통] ▪ 과일은 할당관세 등 정부 지원으로 볼륨 증가 ▪ 군납매출 지속 성장 중 ▪ 적자 SKU 손익개선 지속 계획 (수입육 지속 축소 중)	
연초 대비 주가수익률(%)	-1.2	[외식] ▪ NBB 직영점(본사 인건비+임차료 부담) 체제에서 직영점 철수 및 가맹점 전환 중 ▪ 향후 포장·배달 위주의 소형매장으로 가맹 추진 계획 [베이커리] ▪ 이마트, 트레이더스, 신세계백화점에 입점한 in-store 베이커리 ▪ Captive 의존도 낮추기 위해 카페向 공급비중 늘리는 중 (프랜차이즈/개인 카페) [제조/소매유통] ▪ 고객사(스타벅스) 일부품목 경쟁입찰 도입 + 발주량 조절로 볼륨 감소 ▪ 카카오톡 선물하기 등 MD 확장을 통해 방어 계획	

삼성웰스토리(비상장)

※삼성물산의 100% 자회사

현재주가(원) (2025.05.14.)	-	[급식] ▪ 경쟁 심화로 국내 시장은 포화상태가 되어가고 있다고 판단 → 해외 진출 확대 계획 ▪ 베트남 북부에서 급식 1위 사업자. '24년 5월 콜드체인 물류센터 오픈 ▪ '24년 말 헝가리에 진입. 이를 기반으로 유럽지역 확장하는 계획 보유 ▪ 아산 Central Kitchen을 통해 인근 계열사 사업장 및 수도권 대응	[매출액 비중]
시가총액 (십억원)	-	[식재유통] ▪ 대형 프랜차이즈 중심으로 영업 ▪ 360솔루션 제공 - 상권평가, 인테리어, 메뉴, 원재료 등 올인원 컨설팅 수행 ▪ 글로벌 트레이딩 수행	
연초 대비 주가수익률(%)	-	[중점전략] ▪ 기존과 큰 변화는 없음 ▪ 내수 급식 1위사업자 지위 유지 및 M/S 지속 확대 ▪ 급식/식자재 해외 비중 확대 ▪ 우수한 Operation 효율에 기반하여 신뢰도/인지도 지속 강화	

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 조사 분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. . 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율 (%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%
(2025.03.31 기준)		

