



## BUY(Maintain)

목표주가: 64,000원

주가(9/6): 38,250원

시가총액: 4,541억원

## 음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 김승우

02) 3787-4705 seungwoo@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (9/6)		652.59pt
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	47,250원	30,800원
등락률	-19.05%	24.19%
수익률	절대	상대
1M	-9.6%	-11.1%
6M	23.6%	14.4%
1Y	-6.4%	-2.5%

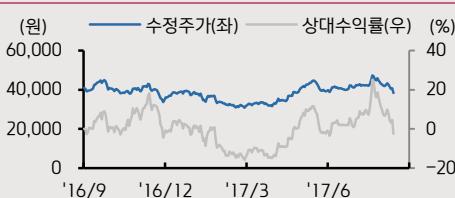
## Company Data

발행주식수	11,872천주
일평균 거래량(3M)	35천주
외국인 지분율	14.89%
배당수익률(17E)	0.52%
BPS(17E)	15,356원
주요 주주	CJ주식회사 외 국민연금공단
	58.7% 12.8%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016	2017E	2018E
매출액	20,724	23,279	25,754	28,813
보고영업이익	315	210	398	518
핵심영업이익	315	210	398	518
EBITDA	494	443	658	778
세전이익	120	-50	241	388
순이익	67	-58	188	294
지배주주지분순이익	109	-47	162	267
EPS(원)	915	-393	1,366	2,251
증감률(%YoY)	-6.1	N/A	N/A	64.8
PER(배)	90.8	-99.1	28.0	17.0
PBR(배)	4.8	2.4	2.5	2.2
EV/EBITDA(배)	16.1	17.9	11.1	8.8
보고영업이익률(%)	1.5	0.9	1.5	1.8
핵심영업이익률(%)	1.5	0.9	1.5	1.8
ROE(%)	3.3	-2.6	7.8	11.8
순부채비율(%)	93.8	87.4	87.1	69.6

## Price Trend



## 이슈 코멘트

## CJ프레시웨이 (051500)

## 단체급식 규제 우려 관련 Comment



CJ프레시웨이의 주가가 규제 우려로 하락하였으나, 단체급식 대기업 규제와 최저임금 인상이 동사의 실적에 미치는 부정적 영향은 제한적인 것으로 판단된다. 단체급식은 시장 집중도가 낮은 편이고, 동사는 공공기관 구내식당 경로가 거의 없으며, 오히려 최저임금이 인상되었을 때 수익성이 개선된 경우들도 많았기 때문이다. 따라서, 과도한 우려로 인한 주가 하락을 저가 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

## &gt;&gt;&gt; 단체급식 대기업 규제 우려에 따른 주가 하락은 과도

단체급식 대기업에 대한 규제와 내년도 최저임금 인상에 대한 우려로 인해, 동사의 주가는 고점 대비 약 -20% 정도 하락하였으나, 해당 우려가 실적에 미치는 부정적 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 1) 국내 단체급식 시장은 직영 비중이 70%이고, 2) 위탁시장 참여자 수가 많으며, 3) 상위 3개 사업자의 시장 집중도가 낮기 때문에, 특정 사업자의 수익성이 높지 않다. 또한, 4) 2012~16년처럼 대기업의 대형 공공기관 구내식당(1천명 이상) 입찰 참여를 금지했을 때도 동사의 매출 성장은 큰 문제가 없었으며, 5) 내부거래 비중(약 15%)도 경쟁사 대비 낮은 편이다. 현재, 동사는 주요 3개 경로인 산업체/병원/레저의 매출 비중이 70% 이상이고, 규제가 풀린 올해 1월 이후에도 대형 공공기관 구내식당 수주가 없었다.

## &gt;&gt;&gt; 내년도 최저임금 인상도 큰 부담 요인 아닐 것

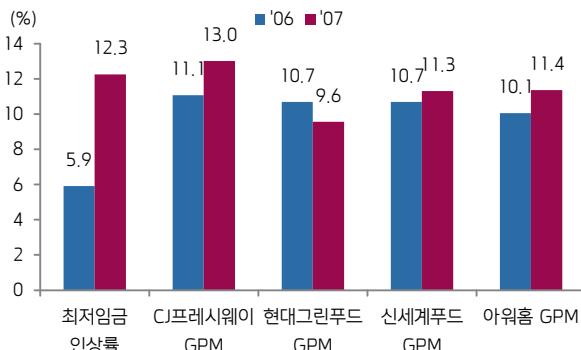
내년에 최저임금이 약 +16% 정도 인상될 예정이나 큰 부담 요인은 아닐 것으로 판단된다. 1) 이미 동사 급식 조리원들의 전체 급여가 최저임금 레벨 이상이고, 2) 영업장 수가 증가하고 있기 때문에 신규 채용 규모 조절을 통해 임금 인상에 대한 유연한 대응이 가능하기 때문이다. 2007년에 2006년 대비 최저임금 인상을 급격히 상승했을 때, 식자재유통 및 단체급식 업체들의 수익성은 오히려 상승하는 흐름을 보였었다. 또한, 방향성이 항상 일치했던 것은 아니지만, CJ프레시웨이의 과거 수익성 흐름을 보면, 오히려 최저임금 인상을 상승했을 때 이익 및 이익률이 상승하는 흐름을 보였었다.

단체급식은 가장 저렴한 식사 수단 중에 하나고, 통상 OPM이 5% 이하로 낮기 때문에, 원가 인상 요인을 충분히 판가에 전가 가능할 것으로 판단된다(Cost push inflation). 실제 동사는 2Q17부터 급식 단가를 인상해서 수주하고 있다. 매출액 대비 인건비 비율이 20%인 점을 감안한다면, 임금이 +5% 증가했을 때, 급식단가(ASP)를 +1% 인상하면 수익성 방어가 가능하다.

## &gt;&gt;&gt; 수익성 개선 흐름 지속 전망

따라서, 위의 우려들이 CJ프레시웨이의 수익성 개선 흐름에 영향을 주는 요인은 제한적이며, 이번 주가 하락은 동사에 대한 저가 매수 기회로 판단된다. 상반기 단체급식 수주 증가로 하반기 단체급식 매출 성장률이 상승할 것으로 전망되고, 외식경기 회복과 프레시원 직영 경로 확대로 인해 물류 운영 및 유통단계 효율화가 지속되고 있기 때문이다.

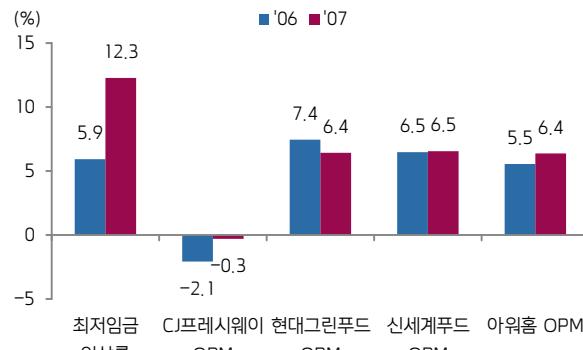
### 최저임금 인상률 vs 식자재유통 업체 GPM('06~'07)



자료: 각 사 자료, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

주: 1) 별도기준 GPM 기준. 현대그린푸드는 과거 현대푸드 별도 GPM 기준

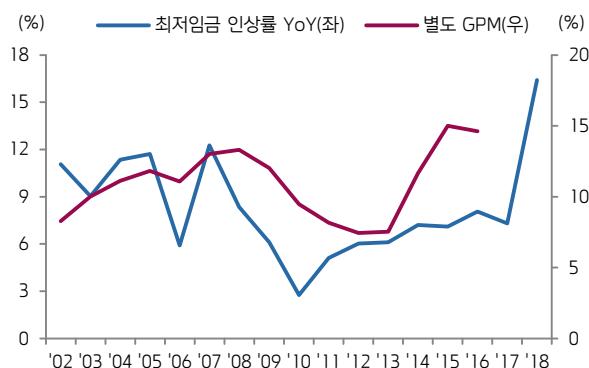
### 최저임금 인상률 vs 식자재유통 업체 OPM('06~'07)



자료: 각 사 자료, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

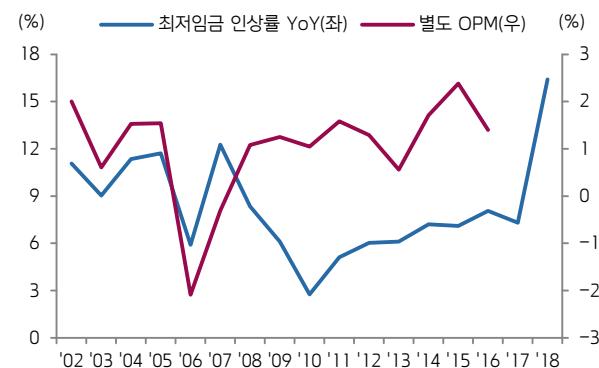
주: 1) 별도기준 OPM 기준. 현대그린푸드는 과거 현대푸드 별도 OPM 기준

### 최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 GPM



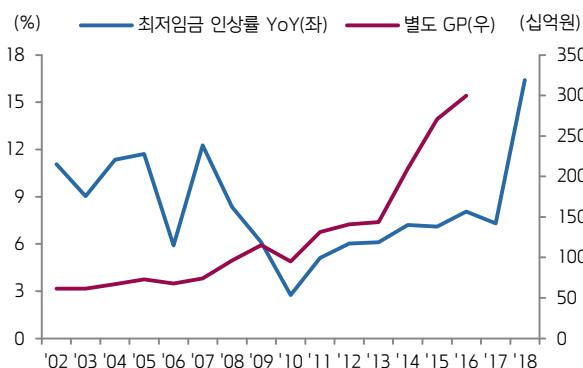
자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

### 최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 OPM



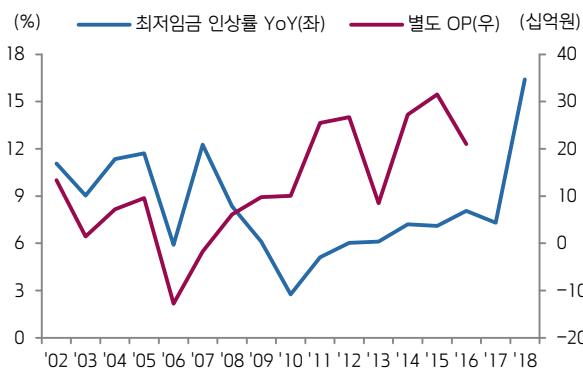
자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

### 최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 매출총이익



자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

### 최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 영업이익



자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	20,724	23,279	25,754	28,813	31,794
매출원가	18,014	20,284	22,244	24,815	27,340
매출총이익	2,710	2,995	3,510	3,998	4,454
판매비및일반관리비	2,395	2,785	3,112	3,480	3,847
영업이익(보고)	315	210	398	518	607
영업이익(핵심)	315	210	398	518	607
영업외손익	-194	-260	-157	-130	-122
이자수익	7	5	6	7	7
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	9	24	0	0	0
이자비용	52	57	71	65	56
외환손실	36	41	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-3	-7	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	15	3	0	0	0
기타	-134	-188	-93	-72	-73
법인세차감전이익	120	-50	241	388	485
법인세비용	54	9	53	94	117
유효법인세율 (%)	44.8%	-17.4%	22.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	67	-58	188	294	368
지배주주지분순이익(억원)	109	-47	162	267	335
EBITDA	494	443	658	778	869
현금순이익(Cash Earnings)	246	174	447	554	630
수정당기순이익	60	-53	188	294	368
증감율(%), YoY					
매출액	15.4	12.3	10.6	11.9	10.3
영업이익(보고)	15.5	-33.2	89.4	30.1	17.2
영업이익(핵심)	15.5	-33.2	89.4	30.1	17.2
EBITDA	22.0	-10.4	48.5	18.4	11.7
지배주주지분 당기순이익	2.7	N/A	N/A	64.8	25.2
EPS	-6.1	N/A	N/A	64.8	25.2
수정순이익	-40.0	N/A	N/A	57.0	24.9

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,185	4,691	5,225	5,841	6,463
현금및현금성자산	110	124	173	189	225
유동금융자산	42	77	85	95	105
매출채권및유동채권	2,317	2,645	2,926	3,274	3,612
재고자산	1,717	1,845	2,041	2,284	2,520
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,403	3,814	3,903	3,922	3,938
장기매출채권및기타비유동채권	148	183	202	226	250
투자자산	204	161	165	170	175
유형자산	2,254	2,419	2,585	2,675	2,764
무형자산	798	1,050	950	851	749
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	7,588	8,505	9,128	9,763	10,400
유동부채	4,626	4,335	4,703	5,060	5,230
매입채무및기타유동채무	3,205	3,458	3,825	4,280	4,723
단기차입금	1,380	862	862	762	462
유동성장기차입금	0	0	-1	-1	24
기타유동부채	41	15	17	19	21
비유동부채	907	1,750	2,063	2,071	2,194
장기매입채무및비유동채무	10	105	116	130	143
사채및장기차입금	699	1,455	1,455	1,355	1,355
기타비유동부채	198	190	492	586	696
부채총계	5,533	6,085	6,767	7,131	7,424
자본금	119	119	119	119	119
주식발행초과금	906	906	906	906	906
이익잉여금	495	380	524	772	1,088
기타자본	321	274	274	274	274
지배주주지분자본총계	2,063	1,902	1,823	2,072	2,388
비지배주주지분자본총계	-8	518	539	560	588
자본총계	2,055	2,420	2,362	2,632	2,976
순차입금	1,928	2,116	2,058	1,832	1,511
총차입금	2,079	2,316	2,316	2,116	1,841

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-201	-132	108	411	490
당기순이익	120	-50	188	294	368
감가상각비	122	133	159	160	161
무형자산상각비	58	100	100	100	101
외환손익	1	24	0	0	0
자산처분순익	8	19	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-541	-484	-116	-144	-140
기타	32	125	-223	0	0
투자활동현금흐름	-374	-502	-337	-265	-264
투자자산의 처분	5	-255	-12	-15	-14
유형자산의 처분	13	15	0	0	0
유형자산의 취득	-189	-141	-325	-250	-250
무형자산의 처분	-205	-123	0	0	0
기타	2	2	0	0	0
재무활동현금흐름	611	648	278	-130	-189
단기차입금의 증가	-13	-502	0	-100	-300
장기차입금의 증가	698	734	-1	-100	25
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-23	-24	-24	-24	-24
기타	-51	441	302	94	110
현금및현금성자산의순증가	36	15	49	16	37
기초현금및현금성자산	73	110	124	173	189
기말현금및현금성자산	110	124	173	189	225
Gross Cash Flow	340	351	224	554	630
Op Free Cash Flow	-582	-268	128	259	332

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	915	-393	1,366	2,251	2,819
BPS	17,380	16,021	15,356	17,452	20,114
주당EBITDA	4,162	3,730	5,539	6,555	7,323
CFPS	2,071	1,466	3,763	4,670	5,307
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	90.8	-99.1	28.0	17.0	13.6
PBR	4.8	2.4	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	16.1	17.9	11.1	8.8	7.5
PCFR	40.1	26.6	10.2	8.2	7.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.5	0.9	1.5	1.8	1.9
영업이익률(핵심)	1.5	0.9	1.5	1.8	1.9
EBITDA margin	2.4	1.9	2.6	2.7	2.7
순이익률	0.3	-0.3	0.7	1.0	1.2
자기자본이익률(ROE)	3.3	-2.6	7.8	11.8	13.1
투하자본이익률(ROIC)	5.2	6.3	7.4	9.1	10.3
안정성(%)					
부채비율	269.2	251.4	286.5	270.9	249.4
순차입금비율	93.8	87.4	87.1	69.6	50.8
이자보상배율(배)	6.1	3.7	5.6	8.0	10.8
활동성(배)					
매출채권회전율	9.2	9.4	9.2	9.3	9.2
재고자산회전율	14.5	13.1	13.3	13.3	13.2
매입채무회전율	6.6	7.0	7.1	7.1	7.1

## Compliance Notice

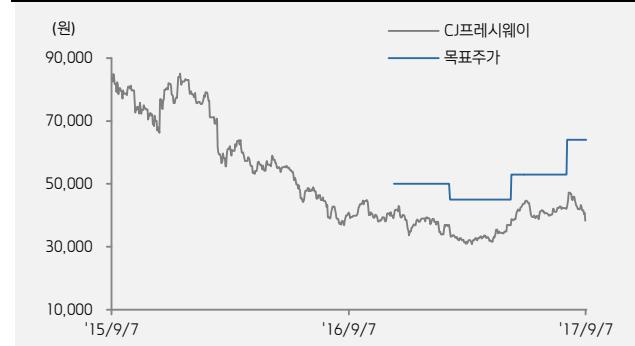
- 당사는 9월 6일 현재 'CJ프레시웨이 (051500)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
CJ프레시웨이 (051500)	2016/11/16	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-24.98	-19.60	
	2017/01/17	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-30.69	-26.10	
	2017/02/09	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-28.41	-26.00	
	2017/03/21	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-21.05	-7.00	
	2017/05/15	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-18.93	-17.64	
	2017/05/23	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.55	-15.66	
	2017/07/03	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.27	-20.57	
	2017/07/12	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-17.04	-10.85	
	2017/08/09	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-34.61	-31.48	
	2017/09/07	BUY(Maintain)	64,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/7/1~2017/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%