



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 |
| 52 주 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 경우도 많았기 때문이다. 따라서, 과도한 우려로 인한 주가 하락을 저가 매수 기회로 활용할 필요가 있다.

>>> 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.

>>> 내년도 최저임금 인상도 큰 부담 요인 아닐 것

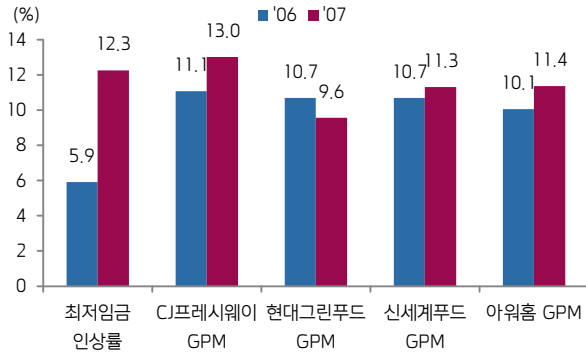
내년에 최저임금이 약 +16% 정도 인상될 예정이나 큰 부담 요인은 아닐 것으로 판단된다. 1) 이미 동사 급식 조리원들의 전체 급여가 최저임금 레벨 이상이고, 2) 영업장 수가 증가하고 있기 때문에 신규 채용 규모 조절을 통해 임금 인상에 대한 유연한 대응이 가능하기 때문이다. 2007년에 2006년 대비 최저임금 인상률이 급격히 상승했을 때, 식자재유통 및 단체급식 업체들의 수익성은 오히려 상승하는 흐름을 보였었다. 또한, 방향성이 항상 일치했던 것은 아니지만, **CJ프레시웨이의 과거 수익성 흐름을 보면, 오히려 최저임금 인상률이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

>>> 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 프레스원 직영 경로 확대에 의해 물류 운영 및 유통단계 효율화가 지속되고 있기 때문이다.

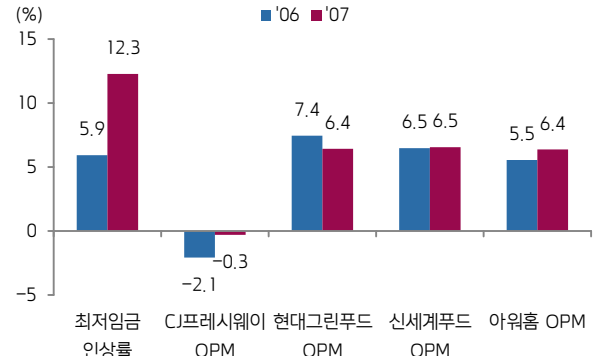
최저임금 인상률 vs 식자재유통 업체 GPM('06~'07)



자료: 각 사 자료, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

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

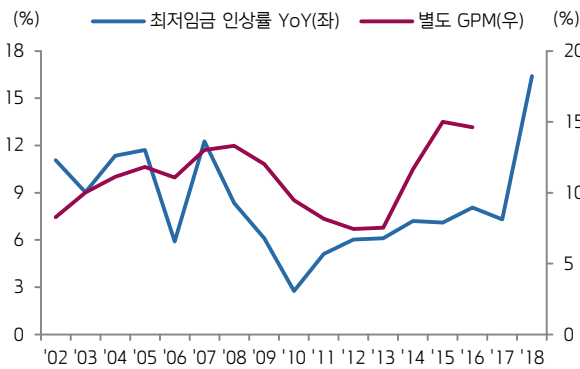
최저임금 인상률 vs 식자재유통 업체 OPM('06~'07)



자료: 각 사 자료, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

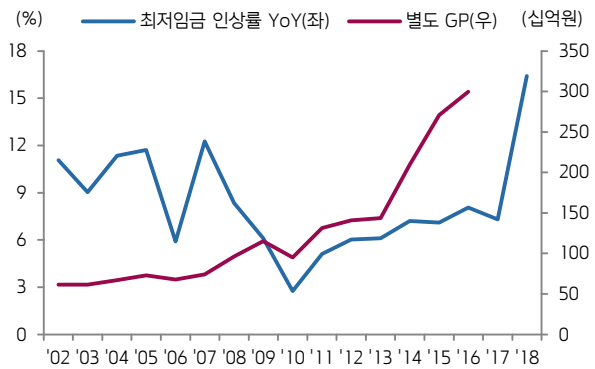
주: 1) 별도기준 OPM 기준. 현대그린푸드는 과거 현대푸드 별도 OPM 기준

최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 GPM



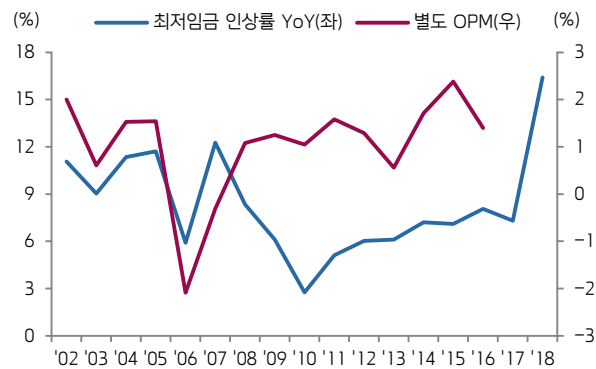
자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 매출총이익



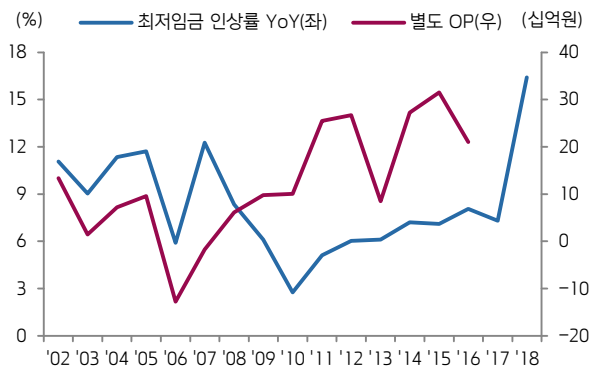
자료: CJ프레시웨이, 최저임금위원회, 키움증권 리서치

최저임금 인상률 vs CJ프레시웨이 OPM



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 |

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 |
| 자산처분손익 | 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 |

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 |

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 |
| 투자자본이익률(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

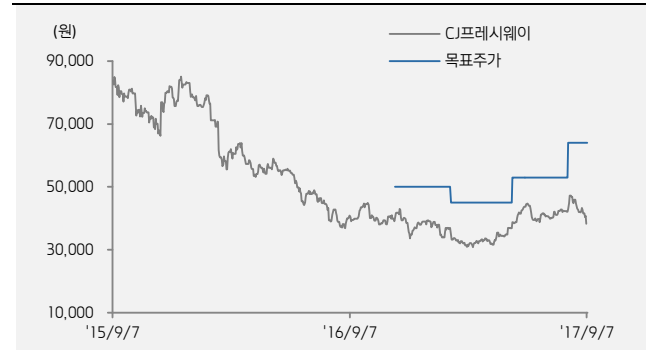
- 당사는 9월 6일 현재 'CJ프레시웨이 (051500)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) | |
|---------------------|------------|---------------|---------|----------------------|------------|------------|
| | | | | | 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 과리율을 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% |