



## BUY(Maintain)

목표주가: 45,000원

주가(8/9): 30,400원

시가총액: 3,609억원



음식료  
Analyst 박상준, CFA  
02) 3787-4807  
sjpark@kiwoom.com

## Stock Data

KOSDAQ (8/9)	789.48pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	47,250원	30,100원
등락률	-35.66%	1.00%
수익률	절대	상대
1M	-8.4%	-6.3%
6M	-17.5%	-12.0%
1Y	-29.1%	-42.2%

## Company Data

발행주식수	11,872천주
일평균 거래량(3M)	24천주
외국인 지분율	16.88%
배당수익률(18E)	0.66%
BPS(18E)	13,950원
주요 주주	CJ주식회사 외 국민연금공단
	58.7% 13.2%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	23,279	25,044	29,011	32,718
보고영업이익	210	439	422	538
핵심영업이익	210	439	422	538
EBITDA	443	708	704	832
세전이익	-50	12	196	306
순이익	-58	12	125	232
자체주주지분순이익	-47	-15	95	203
EPS(원)	-393	-129	796	1,706
증감률(%YoY)	N/A	N/A	N/A	114.2
PER(배)	-99.1	-307.7	38.2	17.8
PBR(배)	2.4	2.6	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	17.9	-1.9	10.5	8.2
보고영업이익률(%)	0.9	1.8	1.5	1.6
핵심영업이익률(%)	0.9	1.8	1.5	1.6
ROE(%)	-2.6	0.5	5.4	9.9
순부채비율(%)	87.4	101.7	117.1	110.1

## Price Trend



## 실적 Review

## CJ프레시웨이 (051500)

## 영업환경을 고려하면 선방한 실적



CJ프레시웨이의 2Q18 연결기준 영업이익은 138억원으로 낮아진 시장 기대치에 부합하였다. 단체급식 부문의 이익은 증가하였으나, 식자재유통 부문과 송림푸드의 이익이 감소한 것으로 추산된다. 다만, 최저임금 인상과 외식 경기 악화를 고려하면 선방한 실적으로 판단된다. 단기적으로 실적 모멘텀이 약해진 것은 사실이나, 급식 단가 교섭력 상승과 중장기적인 시장 입지 상승은 긍정적으로 평가된다.

## &gt;&gt;&gt; 2분기 영업이익 138억원으로 낮아진 시장 기대치에 부합

CJ프레시웨이의 2Q18 연결기준 영업이익은 138억원(-2억원 YoY)으로 낮아진 시장 기대치에 부합하였다. 최저임금 인상 부담에도 불구하고, 1) 신규 수주 호조, 2) 급식 단가 인상에 힘입어, 단체급식 부문의 영업이익은 증가한 것으로 추산된다. 다만, 1) 외식 경기 악화, 2) 송림푸드 매출 지연에 따른 고정비 부담 증가로 인해, 식자재유통 부문과 송림푸드의 영업이익은 감소한 것으로 추산된다.

## &gt;&gt;&gt; 영업환경을 고려하면 선방한 실적

동사의 2분기 실적은 어려운 영업환경을 고려하면 선방한 실적으로 판단된다. 최저임금 인상에 따른 부정적 영향을 급식 단가 인상으로 최소화하였고, 외식 거래처의 점포당 매출 부진에도 불구하고, 전사 실적이 전년동기와 유사한 흐름을 보였기 때문이다.

외식 경기 악화로 올해 수익성에 대한 우려가 있는 것은 사실이나, 중장기적인 시장 입지는 계속 상승하고 있는 것으로 판단된다. 단체급식 부문에서는 중소업체들의 경쟁력 하락으로 판가 교섭력이 상승하면서, 급식 단가 인상이 지속되고 있다. 식자재유통 부문에서는 외식 업체들의 수익성 악화로 마진에 대한 단기 우려가 있으나, 전방산업의 구조조정 이후 판가 인상 국면이 전개된다면, 수익성이 다시 상승할 것으로 기대된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 4.5만원 유지

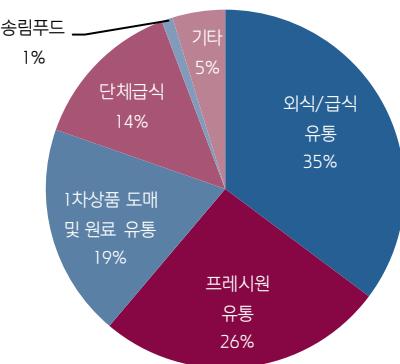
CJ프레시웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 4.5만원을 유지한다. 동사는 최저임금 인상과 외식 경기 악화로 인해, 올해 실적 모멘텀은 다소 둔화될 것으로 판단된다. 다만, 중장기적인 시장 입지가 계속 상승하고, 신규 고객사가 꾸준히 증가한다는 측면에서, 업계 리딩 업체로서의 가치는 여전히 유효하다.

## 주요 사업부별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
식자재유통	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 취급고 기준 매출 성장을 외식/급식 +12%, 프레시원 +9%, 1차상품 도매 및 원료는 전년동기와 유사함</li> <li>- 외식/급식 경로 거래처 수: 프랜차이즈 +14% YoY, 일반레스토랑 +33% YoY 증가</li> <li>- 프레시원의 매출이익과 영업이익은 각각 181 억원(+29 억원), 20 억원(+0.3 억원) 기록</li> <li>- 영업이익은 외식 경기 악화로 인한 점포당 매출 부진으로 전년동기 대비 감소</li> </ul>
단체급식	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 경쟁사들의 수익성 악화로 인한 많은 매물이 대한 동사의 신규수주 호조로 이어지며 매출 +17% 성장</li> <li>- 영업이익은 신규 수주 호조와 급식 단가 인상(최저임금 부담 방어)으로 전년동기 대비 증가</li> </ul>
해외 및 기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 미국 수산물, 베트남 수입육 및 한국 향 해산물 중심으로 내수 유통 매출 확대</li> <li>- 송림푸드 매출 67 억, OP 5 억 기록. 대형 거래처 이탈과 신제품 출시 지역으로 매출 증가세 둔화. 고정비 부담 증가하면서 이익은 감소</li> </ul>
주요 이슈	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 판관비는 지급수수료 순액매출 조정(-48 억원 YoY)에도 인건비(+41 억원 YoY), 물류비(+20 억원 YoY) 상승 부담으로 증가</li> <li>- 일회성 법인세 비용 20 억원 발생하면서, 2 분기 법인세율이 일시적으로 높아짐</li> </ul>

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

## 2017년 기준 매출 Mix



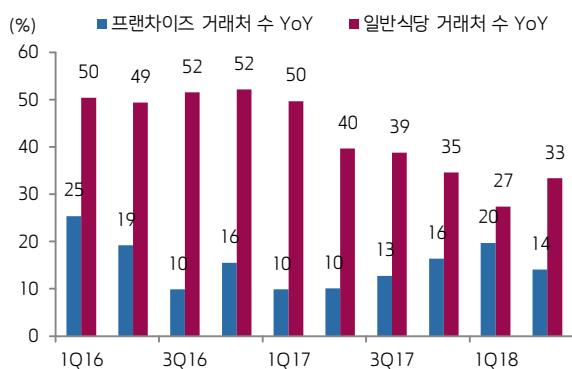
자료: CJ프레시웨이

## 음식점/주점업 소매판매액 지수 YoY 증가율 추이(3MA)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

## 식자재유통 거래처 수 증가율 추이



자료: CJ프레시웨이

## 재고자산 회전율 추이



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

주: 재고자산 회전율=(당분기 매출액)/(전분기말과 당분기말 재고자산의 평균)\*4

## 연결기준 판관비 항목별 추이



자료: CJ프레시웨이

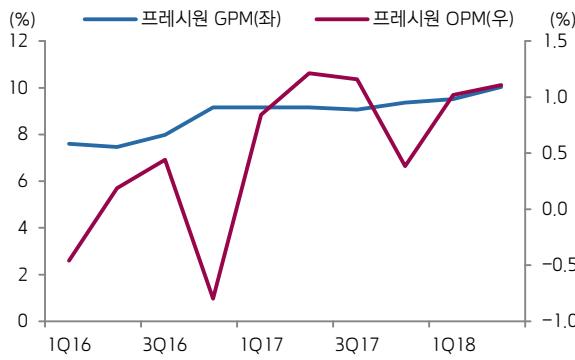
## 주요 판관비 항목별 YoY 증가율 추이



자료: CJ프레시웨이

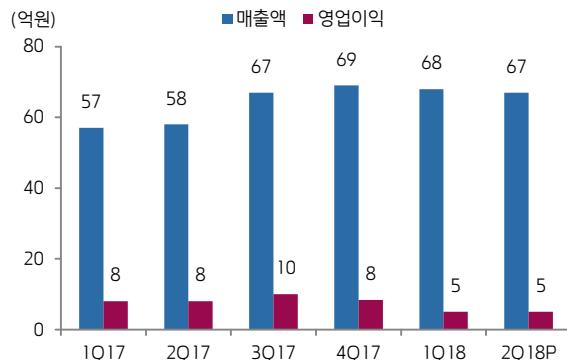
주: 1H18 지급수수료의 감소는 회계기준 변경 영향임. 실질증가율은 18% 수준

## 프레시원 수익성 추이



자료: CJ프레시웨이

## 송림푸드 매출액 및 영업이익 추이



자료: CJ프레시웨이

## CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>594.8</b>	<b>634.6</b>	<b>662.0</b>	<b>612.9</b>	<b>675.8</b>	<b>728.6</b>	<b>758.9</b>	<b>737.8</b>	<b>2,504.4</b>	<b>2,901.1</b>	<b>3,271.8</b>
(YoY)	11.0%	6.3%	9.2%	4.1%	13.6%	14.8%	14.6%	20.4%	7.6%	15.8%	12.8%
<b>식자재 유통</b>	<b>488.0</b>	<b>508.7</b>	<b>529.5</b>	<b>486.4</b>	<b>554.3</b>	<b>585.2</b>	<b>611.9</b>	<b>587.1</b>	<b>2,012.5</b>	<b>2,338.7</b>	<b>2,615.8</b>
(YoY)	8.0%	3.1%	4.4%	0.5%	13.6%	15.0%	15.6%	20.7%	3.9%	16.2%	11.9%
외식/급식 유통	236.6	253.5	245.5	146.5	209.9	232.2	227.5	222.1	882.1	891.6	963.0
(YoY)	9.9%	5.4%	3.4%	-37.8%	-11.3%	-8.4%	-7.3%	51.6%	-5.0%	1.1%	8.0%
프레시원 유통	148.4	157.3	172.6	171.5	161.1	166.8	184.7	185.2	649.8	697.8	753.6
(YoY)	12.5%	7.2%	12.1%	10.0%	8.6%	6.0%	7.0%	8.0%	10.4%	7.4%	8.0%
1차상품 도매 및 원료 유통	102.9	97.9	111.4	168.4	183.3	186.4	199.8	179.8	480.6	749.3	899.3
(YoY)	-1.7%	-7.8%	-3.8%	81.7%	78.1%	90.4%	79.3%	6.8%	14.6%	55.9%	20.0%
<b>단체급식</b>	<b>75.3</b>	<b>90.4</b>	<b>94.1</b>	<b>88.0</b>	<b>84.6</b>	<b>105.6</b>	<b>107.2</b>	<b>108.3</b>	<b>347.8</b>	<b>405.7</b>	<b>467.5</b>
(YoY)	11.1%	10.0%	12.2%	6.5%	12.4%	16.8%	13.9%	23.1%	9.9%	16.6%	15.2%
기타	31.6	35.5	38.5	38.5	37.0	37.8	39.8	42.4	144.1	157.0	188.5
(YoY)	95.4%	65.3%	150.0%	76.6%	17.1%	6.5%	3.4%	10.2%	92.5%	9.0%	20.0%
<b>매출총이익</b>	<b>77.0</b>	<b>90.6</b>	<b>96.9</b>	<b>88.5</b>	<b>76.6</b>	<b>93.1</b>	<b>97.8</b>	<b>91.5</b>	<b>353.0</b>	<b>359.0</b>	<b>404.2</b>
(GPM)	12.9%	14.3%	14.6%	14.4%	11.3%	12.8%	12.9%	12.4%	14.1%	12.4%	12.4%
<b>판관비</b>	<b>72.5</b>	<b>76.6</b>	<b>82.0</b>	<b>78.0</b>	<b>70.6</b>	<b>79.3</b>	<b>85.2</b>	<b>81.7</b>	<b>309.1</b>	<b>316.8</b>	<b>350.4</b>
(판관비율)	12.2%	12.1%	12.4%	12.7%	10.4%	10.9%	11.2%	11.1%	12.3%	10.9%	10.7%
<b>영업이익</b>	<b>4.5</b>	<b>14.0</b>	<b>14.9</b>	<b>10.5</b>	<b>6.0</b>	<b>13.8</b>	<b>12.6</b>	<b>9.8</b>	<b>43.9</b>	<b>42.2</b>	<b>53.8</b>
(OPM)	0.8%	2.2%	2.2%	1.7%	0.9%	1.9%	1.7%	1.3%	1.8%	1.5%	1.6%
세전이익	0.7	8.7	-10.1	2.0	2.2	7.7	6.4	3.4	1.2	19.6	30.6
당기순이익	0.6	7.0	-7.2	0.9	1.7	3.3	4.8	2.7	1.2	12.5	23.2
<b>자체주주순이익</b>	<b>0.0</b>	<b>6.3</b>	<b>-8.2</b>	<b>0.4</b>	<b>1.0</b>	<b>2.4</b>	<b>4.1</b>	<b>2.0</b>	<b>-1.5</b>	<b>9.5</b>	<b>20.3</b>
(YoY)	직전	101.4%	직전	흑전	흑전	-62.0%	400.7%	직지	직지	흑전	114.2%

자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	23,279	25,044	29,011	32,718	35,090
매출원가	20,284	21,514	25,421	28,676	30,677
매출총이익	2,995	3,530	3,590	4,042	4,413
판매비및일반관리비	2,785	3,091	3,168	3,504	3,796
영업이익(보고)	210	439	422	538	617
영업이익(핵심)	210	439	422	538	617
영업외손익	-260	-426	-225	-232	-237
이자수익	5	11	11	12	13
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	24	75	0	0	0
이자비용	57	73	85	87	87
외환손실	41	16	0	0	0
관계기업지분법손익	0	-1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-7	-4	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	3	-266	0	0	0
기타	-188	-153	-151	-157	-163
법인세차감전이익	-50	12	196	306	380
법인세비용	9	0	71	74	92
유효법인세율 (%)	-17.4%	2.0%	36.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	-58	12	125	232	288
지배주주지분순이익(억원)	-47	-15	95	203	248
EBITDA	443	708	704	832	929
현금순이익(Cash Earnings)	174	281	407	527	600
수정당기순이익	-53	277	125	232	288
증감율(%), YoY					
매출액	12.3	7.6	15.8	12.8	7.3
영업이익(보고)	-33.2	108.7	-3.9	27.6	14.7
영업이익(핵심)	-33.2	108.7	-3.9	27.6	14.7
EBITDA	-10.4	59.8	-0.6	18.3	11.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	N/A	114.2	22.6
EPS	N/A	N/A	N/A	114.2	22.6
수정순이익	N/A	N/A	-54.8	85.7	24.1

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,691	5,066	5,110	5,662	6,042
현금및현금성자산	124	547	152	126	160
유동금융자산	77	24	28	32	34
매출채권및유동채권	2,645	2,953	3,223	3,635	3,899
재고자산	1,845	1,542	1,707	1,870	1,949
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,814	3,960	4,172	4,391	4,601
장기매출채권및기타비유동채권	183	239	276	312	334
투자자산	161	166	172	177	181
유형자산	2,419	2,543	2,836	3,138	3,445
무형자산	1,050	956	832	708	585
기타비유동자산	0	56	56	56	56
자산총계	8,505	9,026	9,282	10,053	10,643
유동부채	4,335	5,128	5,496	6,050	6,373
매입채무및기타유동채무	3,458	3,250	3,764	4,245	4,553
단기차입금	0	0	1,250	1,300	1,300
유동성장기차입금	862	1,722	299	299	299
기타유동부채	15	157	182	205	220
비유동부채	1,750	1,543	1,553	1,561	1,564
장기매입채무및비유동채무	105	104	121	136	146
사채및장기차입금	1,455	1,246	1,246	1,246	1,246
기타비유동부채	190	193	186	180	172
부채총계	6,085	6,672	7,049	7,612	7,937
자본금	119	119	119	119	119
주식발행초과금	906	906	906	906	906
이익잉여금	380	341	417	602	833
기타자본	274	214	214	214	214
지배주주지분자본총계	1,902	1,802	1,656	1,841	2,071
비지배주주지분자본총계	518	552	577	601	635
자본총계	2,420	2,355	2,233	2,442	2,706
순차입금	2,116	2,396	2,615	2,688	2,651
총차입금	2,316	2,967	2,795	2,845	2,845

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	-132	360	267	436	567
당기순이익	-50	12	125	232	288
감가상각비	133	152	158	171	189
무형자산상각비	100	117	124	124	124
외환손익	24	-20	0	0	0
자산처분손익	19	11	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-484	-293	83	-91	-33
기타	125	380	-223	0	0
투자활동현금흐름	-502	-354	-460	-482	-502
투자자산의 처분	-255	-73	-10	-9	-6
유형자산의 처분	15	14	0	0	0
유형자산의 취득	-141	-268	-450	-473	-496
무형자산의 처분	-123	-35	0	0	0
기타	2	8	0	0	0
재무활동현금흐름	648	426	-203	20	-31
단기차입금의 증가	-502	60	1,250	50	0
장기차입금의 증가	734	498	-1,422	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-24	-47	-24	-24	-24
기타	441	-85	-7	-7	-7
현금및현금성자산의순증가	15	423	-395	-26	34
기초현금및현금성자산	110	124	547	152	126
기말현금및현금성자산	124	547	152	126	160
Gross Cash Flow	351	652	184	527	600
Op Free Cash Flow	-268	103	184	139	251

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	-393	-129	796	1,706	2,092
BPS	16,021	15,181	13,950	15,507	17,448
주당EBITDA	3,730	5,961	5,927	7,012	7,829
CFPS	1,466	2,367	3,428	4,435	5,057
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	-99.1	-307.7	38.2	17.8	14.5
PBR	2.4	2.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	17.9	-1.9	10.5	8.2	7.4
PCFR	26.6	16.8	8.9	6.9	6.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	0.9	1.8	1.5	1.6	1.8
영업이익률(핵심)	0.9	1.8	1.5	1.6	1.8
EBITDA margin	1.9	2.8	2.4	2.5	2.6
순이익률	-0.3	0.0	0.4	0.7	0.8
자기자본이익률(ROE)	-2.6	0.5	5.4	9.9	11.2
투하자본이익률(ROIC)	6.3	10.2	6.1	9.0	9.8
안정성(%)					
부채비율	251.4	283.3	315.6	311.7	293.3
순차입금비율	87.4	101.7	117.1	110.1	98.0
이자보상배율(배)	3.7	6.0	4.9	6.2	7.1
활동성(배)					
매출채권회전율	9.4	8.9	9.4	9.5	9.3
재고산회전율	13.1	14.8	17.9	18.3	18.4
매입채무회전율	7.0	7.5	8.3	8.2	8.0

## Compliance Notice

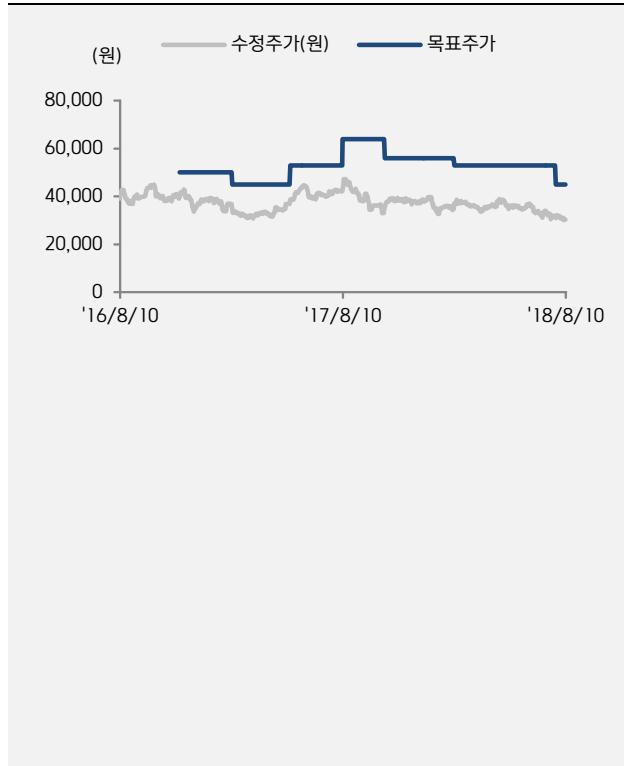
- 당사는 8월 9일 현재 'CJ프레시웨이 (051500)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	괴리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
CJ프레시웨이 (051500)	2016/11/16	BUY (Initiate)	50,000원	6개월	-22.86	-14.10
	2017/01/17	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-24.15	-14.10
	2017/02/09	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-28.06	-22.89
	2017/03/21	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-26.14	-18.00
	2017/05/15	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-26.64	-24.43
	2017/05/23	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.28	-15.66
	2017/07/03	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.42	-15.66
	2017/07/12	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-22.09	-15.66
	2017/08/09	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-31.83	-26.17
	2017/09/07	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-33.20	-26.17
	2017/09/13	BUY(Maintain)	64,000원	6개월	-38.05	-26.17
	2017/10/17	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.79	-29.55
	2017/11/08	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-31.68	-29.55
	2017/11/20	BUY(Maintain)	56,000원	6개월	-33.39	-28.93
	2018/02/08	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-31.27	-26.70
	2018/05/10	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-31.46	-26.70
	2018/05/28	BUY(Maintain)	53,000원	6개월	-33.12	-26.70
	2018/07/25	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-30.83	-28.44
	2018/08/10	BUY(Maintain)	45,000원	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 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%