



BUY(Maintain)

목표주가: 46,000원

주가(8/7): 29,850원

시가총액: 3,544억원

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

Stock Data

KOSDAQ (8/7)	52주 주가동향	최고가	최저가	564.64pt
최고/최저가 대비	34,850원	21,450원		
등락률	-14.3%	39.2%		
수익률	절대	상대		
1M	-5.2%	16.5%		
6M	4.0%	34.2%		
1Y	-0.8%	37.8%		

Company Data

발행주식수	11,872천주
일평균 거래량(3M)	34천주
외국인 지분율	19.6%
배당수익률(19E)	0.7%
BPS(19E)	17,959원
주요 주주	CJ 외 2 인
	47.7%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	2,504.4	2,828.1	3,046.0	3,270.8
영업이익	43.9	50.7	64.0	74.8
EBITDA	70.8	80.1	112.8	123.9
세전이익	1.2	26.8	30.7	40.8
순이익	1.2	16.7	22.3	30.9
지배주주지분순이익	-1.5	13.7	19.7	28.1
EPS(원)	-129	1,154	1,663	2,367
증감률(% YoY)	적지	흑전	44.0	42.3
PER(배)	-307.7	23.0	18.0	12.6
PBR(배)	2.62	1.61	1.66	1.48
EV/EBITDA(배)	10.9	7.8	6.9	6.0
영업이익률(%)	1.8	1.8	2.1	2.3
ROE(%)	-0.8	7.3	9.7	12.4
순차입금비율(%)	102.6	101.2	135.8	112.6

Price Trend

 실적 Review

CJ프레시웨이 (051500)

실적 호조, 우연이 아닌 필연



CJ프레시웨이의 2Q19 연결기준 영업이익은 194억원(+41% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 시장에서는 동사의 협상력 개선 효과에 대해 의문을 품고 있었으나, 이번 실적 호조를 통해 작년 4분기 어닝 서프라이즈가 우연이 아니라 는 점이 증명되었다. 이러한 협상력 개선 효과는 여전히 현재진행형이기 때문에, 중기적으로 차별적인 이익 성장률을 시현할 것으로 판단된다.

>>> 2분기 영업이익 194억원으로 시장 컨센서스 상회

CJ프레시웨이의 2분기 연결기준 영업이익은 194억원(+41% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 영업이익이 전년동기 대비 증가한 이유는 1) 식자재유통/단체급식의 계약조건 개선을 통한 마진 스프레드 개선, 2) CJ제일제당향 통합 구매 물량 증가, 3) 송림푸드 매출 증가에 따른 가동률 상승 효과에 기인한다. 특히, 축육 상품의 마진 스프레드 부진에도 불구하고, 동사의 협상력 개선 효과가 크게 나타나면서, 식자재유통의 수익성이 상승한 점이 긍정적이다.

>>> 실적 호조, 우연이 아닌 필연

시장에서는 동사의 실적 개선 여부에 대해 여전히 의구심을 가지고 있었다. 작년 4분기 어닝 서프라이즈 이후, 올해 1분기에 비수기 영향이 확대되면서(컨센서스 비중 증가 영향 등), 전사 이익 증가율이 시장 기대치에 미치지 못했기 때문이다. 하지만, 이번 2분기 실적 호조로 작년 4분기 수익성 개선이 우연이 아니라라는 점이 증명된 것으로 판단된다.

동사는 올해 내내 주요 식자재유통/단체급식 거래처를 대상으로 계약조건 개선 작업을 진행하고 있기 때문에, 전 경로에서 취급고 대비 매출총이익률이 상승할 것으로 판단된다. 또한 인건비와 물류비 증가율이 과거 대비 안정화되고 있다. 이는 전반적으로 인당 효율성이 개선되고, 재고자산의 회전율이 상승하고 있음을 의미한다. 따라서, 중기적으로 전사 수익성 Level-up이 지속될 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 46,000원 유지

CJ프레시웨이에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 46,000원을 유지한다. 동사는 개선된 협상력을 바탕으로 거래처와의 계약조건이 개선되면서, 중기적으로 차별적인 이익 성장률을 시현할 것으로 판단된다. 동사에 대해 업종 Top Pick 관점을 유지한다.

주요 사업부별 실적 리뷰 상세

부문	주요 내용
식자재유통	<ul style="list-style-type: none"> - 외식업경기지수 하락에도 불구하고, 외식/급식 경로 취급고 +20% 이상 성장. 전 경로 GPM 상승 지속 - CJ 제일제당^向 물량은 통합구매 포함하여, 분기 매출액 1천억원 돌파 - 취급고 증가율: 외식/급식 +22%, 프레시원 +12%, 1차상품 도매 및 원료 +33%
단체급식	<ul style="list-style-type: none"> - 산업체, 오피스, 컨세션 경로 위주로 점포 수 증가 - 최저임금 상승을 단가 인상, 부가 수익 창출, 인력 효율화를 통해 극복(GPM 전년동기 수준 유지)
해외 및 기타	<ul style="list-style-type: none"> - 해외법인 매출은 YoY -28% 감소하였으나, 송림푸드는 신규 수주 물량 증가로 매출 +24% 증가하였고, OPM은 10% 이상 상회
주요 이슈	<ul style="list-style-type: none"> - 일부 매출 계약 조건 변경으로 매출 기준이 총액에서 순액으로 조정된 부분이 있어서 취급고 증가율과 매출 증가율의 괴리가 있음

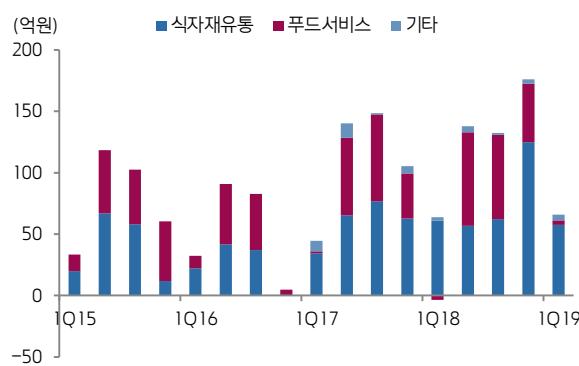
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 실억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	675.8	728.6	704.3	719.3	747.7	756.5	768.0	773.8	2,828.1	3,046.0	3,270.8
(YoY)	13.6%	14.8%	6.4%	17.4%	10.6%	3.8%	9.0%	7.6%	12.9%	7.7%	7.4%
식자재 유통	554.3	585.2	555.2	579.0	610.1	611.6	614.1	623.3	2,270.4	2,459.1	2,613.9
(YoY)	13.6%	15.0%	4.9%	19.0%	10.1%	4.5%	10.6%	7.7%	12.8%	8.3%	6.3%
외식/급식 유통	209.9	232.2	229.0	234.6	218.5	242.6	238.2	244.0	905.7	943.2	999.8
(YoY)	-11.3%	-8.4%	-6.7%	60.1%	4.1%	4.5%	4.0%	4.0%	2.7%	4.1%	6.0%
프레시원 유통	161.1	166.8	169.0	158.8	175.7	187.4	184.2	182.6	655.7	729.9	781.0
(YoY)	8.6%	6.0%	-2.1%	-7.4%	9.1%	12.4%	9.0%	15.0%	0.9%	11.3%	7.0%
1차상품 도매 및 원료 유통	183.3	186.4	153.7	185.6	215.8	181.7	191.7	196.7	709.0	785.9	833.1
(YoY)	78.1%	90.4%	38.0%	10.2%	17.7%	-2.5%	24.7%	6.0%	47.5%	10.8%	6.0%
단체급식	84.6	105.6	113.3	108.1	103.0	119.9	128.3	124.3	411.6	475.5	531.3
(YoY)	12.4%	16.8%	20.4%	22.8%	21.7%	13.5%	13.2%	15.0%	18.3%	15.5%	11.7%
기타	37.0	37.8	39.3	32.3	34.6	25.0	25.6	26.2	146.4	111.4	125.6
(YoY)	17.1%	6.5%	2.1%	-16.1%	-6.5%	-33.9%	-34.9%	-18.8%	1.6%	-23.9%	12.7%
매출총이익	76.6	93.1	94.3	94.6	83.5	102.3	103.3	100.5	358.6	389.6	427.6
(GPM)	11.3%	12.8%	13.4%	13.1%	11.2%	13.5%	13.4%	13.0%	12.7%	12.8%	13.1%
판관비	70.6	79.3	81.1	77.0	76.9	83.0	85.2	80.6	308.0	325.6	352.9
(판관비율)	10.4%	10.9%	11.5%	10.7%	10.3%	11.0%	11.1%	10.4%	10.9%	10.7%	10.8%
영업이익	6.0	13.8	13.3	17.6	6.6	19.4	18.1	20.0	50.7	64.0	74.8
(YoY)	35.1%	-1.7%	-10.8%	67.1%	9.2%	40.5%	36.6%	13.4%	15.5%	26.3%	16.8%
(OPM)	0.9%	1.9%	1.9%	2.4%	0.9%	2.6%	2.4%	2.6%	1.8%	2.1%	2.3%
세전이익	2.2	7.7	6.9	10.0	-1.3	10.7	9.6	11.7	26.8	30.7	40.8
당기순이익	1.7	3.3	5.0	6.7	-1.5	7.7	7.3	8.9	16.7	22.3	30.9
지배주주순이익	1.0	2.4	4.1	6.2	-2.0	7.0	6.6	8.2	13.7	19.7	28.1
(YoY)	흑전	-61.5%	흑전	1421.6%	적전	190.7%	59.0%	32.0%	흑전	44.0%	42.3%

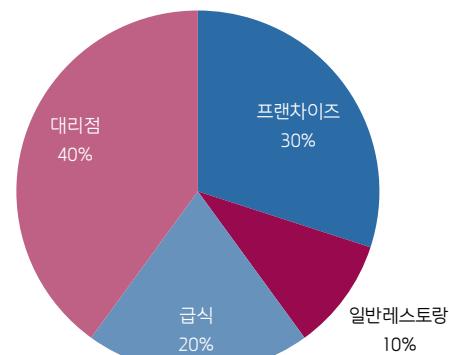
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 사업부별 영업이익 추이



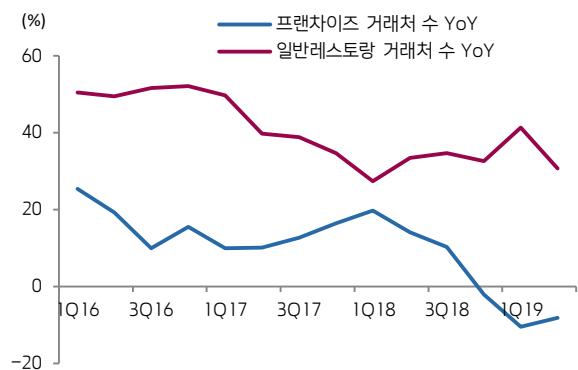
자료: CJ프레시웨이

외식/급식 경로별 취급고 Mix



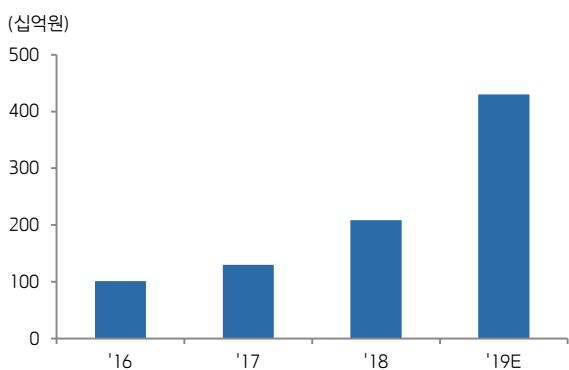
자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 식자재유통 거래처 수 YoY 증가율 추이



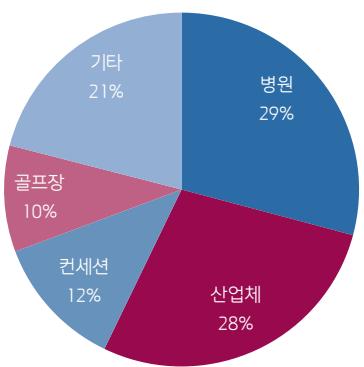
자료: CJ프레시웨이

CJ제일제당 매출액 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

단체급식 경로별 취급고 Mix



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

CJ프레시웨이 판관비 추이



자료: CJ프레시웨이, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	2,504.4	2,828.1	3,046.0	3,270.8	3,499.8
매출원가	2,151.4	2,469.5	2,656.4	2,843.2	3,040.3
매출총이익	353.0	358.6	389.6	427.6	459.5
판관비	309.1	308.0	325.6	352.9	379.1
영업이익	43.9	50.7	64.0	74.8	80.4
EBITDA	70.8	80.1	112.8	123.9	130.6
영업외손익	-42.6	-23.8	-33.3	-34.0	-34.4
이자수익	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4
이자비용	7.3	8.7	18.6	17.3	15.8
외환관련이익	7.5	1.6	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	1.6	4.9	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	-42.2	-12.8	-15.9	-18.0	-20.0
법인세차감전이익	1.2	26.8	30.7	40.8	46.0
법인세비용	0.0	10.1	8.3	9.9	11.1
계속사업순손익	1.2	16.7	22.3	30.9	34.9
당기순이익	1.2	16.7	22.3	30.9	34.9
지배주주순이익	-1.5	13.7	19.7	28.1	32.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	7.6	12.9	7.7	7.4	7.0
영업이익 증감율	108.8	15.5	26.2	16.9	7.5
EBITDA 증감율	59.9	13.1	40.8	9.8	5.4
지배주주순이익 증감율	흑전	-1,013.3	43.8	42.6	14.2
EPS 증감율	정지	흑전	44.0	42.3	14.1
매출총이익율(%)	14.1	12.7	12.8	13.1	13.1
영업이익률(%)	1.8	1.8	2.1	2.3	2.3
EBITDA Margin(%)	2.8	2.8	3.7	3.8	3.7
지배주주순이익률(%)	-0.1	0.5	0.6	0.9	0.9

현금흐름표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	23.4	57.7	79.9	81.2	87.0
당기순이익	0.0	0.0	22.3	30.9	34.9
비현금항목의 가감	66.9	37.2	74.5	75.1	75.8
유형자산감가상각비	15.2	17.8	36.8	39.1	41.5
무형자산감가상각비	11.7	11.6	11.9	10.1	8.7
지분법평가손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타	40.1	7.9	25.8	25.9	25.6
영업활동자산부채증감	-41.8	6.0	8.8	1.2	2.0
매출채권및기타채권의감소	-44.2	60.7	-1.3	-9.5	-9.3
재고자산의감소	29.3	-56.1	0.3	-8.0	-7.7
매입채무및기타채무의증가	-4.2	-14.0	9.8	18.7	19.0
기타	-22.7	15.4	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-1.7	14.5	-25.7	-26.0	-25.7
투자활동 현금흐름	-33.5	-51.9	-74.6	-53.1	-53.1
유형자산의 취득	-26.8	-36.6	-50.0	-50.0	-50.0
유형자산의 처분	1.4	2.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.5	-4.9	-20.8	-4.0	-4.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	-13.5	-4.7	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	4.3	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타	-2.9	0.9	0.9	0.9	0.9
재무활동 현금흐름	53.3	-34.6	-0.4	-39.9	-44.9
차입금의 증가(감소)	66.5	-20.8	29.5	-10.0	-15.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-4.7	-5.2	-2.4	-2.4	-2.4
기타	-8.5	-8.6	-27.5	-27.5	-27.5
기타현금흐름	-0.9	0.1	13.8	14.7	14.7
현금 및 현금성자산의 순증가	42.3	-28.8	18.7	3.0	3.8
기초현금 및 현금성자산	12.4	54.7	26.0	44.6	47.6
기말현금 및 현금성자산	54.7	26.0	44.6	47.6	51.4

재무상태표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	506.6	467.9	487.5	508.0	528.8
현금 및 현금성자산	54.7	26.0	44.6	47.6	51.4
단기금융자산	7.6	8.0	8.0	8.0	8.0
매출채권 및 기타채권	277.5	213.2	214.5	224.0	233.3
재고자산	154.2	210.4	210.1	218.1	225.8
기타유동자산	20.2	18.3	18.3	18.3	18.3
비유동자산	396.0	449.4	607.9	605.1	601.2
투자자산	26.7	40.1	44.8	44.8	44.8
유형자산	254.3	301.1	335.8	346.7	355.3
무형자산	95.6	93.1	102.0	95.9	91.2
기타비유동자산	19.4	15.1	125.3	117.7	109.9
자산총계	902.6	917.3	1,095.5	1,113.1	1,130.0
유동부채	512.8	567.3	516.0	523.0	540.4
매입채무 및 기타채무	315.4	313.2	323.0	341.7	360.7
단기금융부채	179.3	228.2	167.0	155.4	153.8
기타유동부채	18.1	25.9	26.0	25.9	25.9
비유동부채	154.3	97.2	300.2	282.3	249.4
장기금융부채	124.6	61.7	264.7	246.8	213.9
기타비유동부채	29.7	35.5	35.5	35.5	35.5
부채총계	667.2	664.5	816.2	805.3	789.8
자본지분	180.2	195.8	213.2	238.9	268.6
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
자본잉여금	91.9	89.4	89.4	89.4	89.4
기타자본	22.3	22.0	22.0	22.0	22.0
기타포괄손익누계액	20.1	34.1	34.1	34.1	34.1
이익잉여금	34.1	38.5	55.9	81.6	111.3
비자본지분	55.2	57.0	66.1	68.9	71.7
자본총계	235.5	252.9	279.3	307.8	340.3

투자지표

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	-129	1,154	1,663	2,367	2,700
BPS	15,181	16,496	17,959	20,125	22,625
CFPS	5,736	4,544	8,152	8,925	9,318
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	-307.7	23.0	18.0	12.6	11.1
PER(최고)	-372.6	34.6	21.6		
PER(최저)	-235.4	18.3	14.6		
PBR	2.62	1.61	1.66	1.48	1.32
PBR(최고)	3.17	2.42	2.00		
PBR(최저)	2.01	1.28	1.35		
PSR	0.19	0.11	0.12	0.11	0.10
PCFR	6.9	5.8	3.7	3.3	3.2
EV/EBITDA	10.9	7.8	6.9	6.0	5.5
주요비율(%)					
배당성향(%),보통주,현금)	196.2	14.2	10.6	7.7	6.8
배당수익률(%),보통주,현금)	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
ROA	0.1	1.8	2.2	2.8	3.1
ROE	-0.8	7.3	9.7	12.4	12.6
ROIC	8.4	6.5	9.1	10.6	11.4
매출채권회전율	9.4	11.5	14.2	14.9	15.3
재고자산회전율	14.8	15.5	14.5	15.3	15.8
부채비율	283.3	262.8	292.3	261.7	232.1
순차입금비율	102.6	101.2	135.8	112.6	90.6
이자보상배율	6.0	5.8	3.4	4.3	5.1
총차입금	303.9	289.9	431.8	402.2	367.7
순차입금	241.6	255.9	379.2	346.6	308.3
NOPLAT	70.8	80.1	112.8	123.9	130.6
FCF	-5.1	27.7	33.4	53.0	59.1

Compliance Notice

- 당사는 8월 7일 현재 'CJ프레시웨이' 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.

고지사항

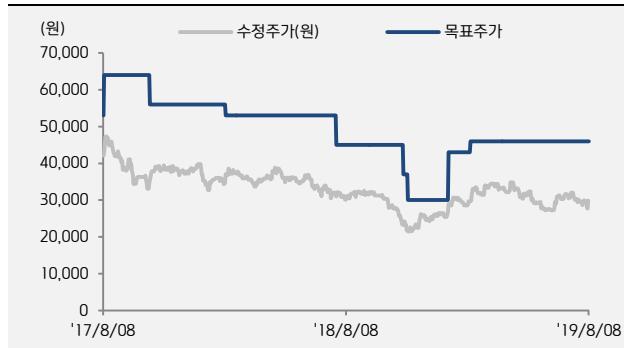
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		과리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
CJ프레시웨이 (051500)	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	-32.82	-27.67	
	2018/11/05	BUY(Maintain)	37,000원	6개월	-40.33	-36.89	
	2018/11/12	BUY(Maintain)	30,000원	6개월	-16.96	-3.33	
	2019/01/10	BUY(Maintain)	43,000원	6개월	-31.32	-28.60	
	2019/02/12	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.01	-24.35	
	2019/04/16	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.37	-24.24	
	2019/05/02	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-28.63	-24.24	
	2019/05/09	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-29.24	-24.24	
	2019/05/21	BUY(Maintain)	46,000원	6개월	-32.20	-24.24	
	2019/08/08	BUY(Maintain)	46,000원	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 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%