



CJ프레시웨이 (051500)

코로나를 이겨내는 체질개선

► Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

Buy (유지)

목표주가(유지): 27,000원

현재 주가(11/25)	18,750원
상승여력	▲44.%
시가총액	2,226억원
발행주식수	11,872천주
52 주 최고가 / 최저가	28,650 / 11,700원
90 일 일평균 거래대금	15.42억원
외국인 지분율	14.3%
주주 구성	
CJ (외 3인)	47.7%
EFGPRIVATEBANKSA (외 1인)	11.0%
박경철 (외 1인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	8.1	22.5	-6.5	-26.9
상대수익률(KOSDAQ)	1.0	19.1	-26.7	-60.5
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	3,055	2,598	2,850	3,088
영업이익	58	-3	34	47
EBITDA	112	58	92	104
지배주주순이익	5	-26	6	19
EPS	434	-2,226	483	1,585
순차입금	435	523	523	516
PER	66.1	-8.4	38.8	11.8
PBR	1.7	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.9	12.9	8.1	7.1
배당수익률	0.9	n/a	1.3	1.3
ROE	2.6	-14.2	3.3	10.2

주가 추이



3분기 실적이 주는 의미

CJ프레시웨이 3분기 실적은 당사 추정치에 부합하였다. 매출액은 6,513억 원(전년동기대비 -15.4%), 영업이익 118억 원(전년동기대비 -32.3%)을 달성하였다. 3분기 실적은 의미에 대해 생각해 볼 필요가 있다. 3분기 실적은 1) 비우호적인 영업환경에서도 강력한 펀더멘탈을 증명해주고 있고, 2) 구조적 노력을 통해 수익성이 개선되고 있는 것으로 평가하며, 3) 전방산업 업황을 고려할 때 상대적으로 안정적인 거래처를 확보한 것으로 판단한다. 부실채권에 대한 불확실성이 주는 리스크가 제한적이라는 의미이다.

‘20년 4분기 ~ ‘21년 2분기까지 실적 부진. 체질 개선 시작

2021년 2분기까지 실적 개선은 더딜 것으로 전망한다. 특히, 4분기의 경우 체질개선을 위한 구조적 노력으로, 실적감소는 불가피할 것으로 예상한다. 동사는 4분기 1) 효율적인 판관비 구조를 위한 사업구조 재편과, 2) 비수익 거래처 정리, 3) 부실자산 손상차손을 진행할 예정이다. 이는 코로나 19라는 위기를 겪으면서 조금 더 안정적인 사업구조 재편을 위한 작업을 진행하는 것으로 해석한다.

사업조정에 따라 일시적으로 실적 감소는 불가피할 전망이다. 당사에서는 4분기 매출액은 전년동기대비 -7.7% 감소한 7,200억 원, 영업적자 -50억 원(적자전환)을 기록할 것으로 추정한다.

투자의견 BUY, 목표주가 2.7만원 유지

CJ프레시웨이에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 2.7만원을 유지한다. 단기적으로 실적 감소는 불가피할 것으로 보이지만, 1) 사업구조 재편을 통해 펀더멘탈이 더욱 안정적으로 전환될 가능성이 높고, 2) 거래처 조정을 통해 수익성 개선이 기대되며, 3) 시장구조 재편에 따른 점유율 확대 가능성이 높다고 판단하기 때문이다.

시장재편은 식자재 및 단체급식 전반에서 이루어질 가능성이 높다. 현 시점이 어려운 영업환경임에는 분명하지만, 장기적으로 점유율 확대가 이루어질 수 있는 영업환경이라는 점을 유의해야 할 것이다.

[표1] CJ 프레시웨이 수익 추정치 변화

(단위: 십억 원, %, %p)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E
매출액	759.6	2,685.1	2,976.5	720.0	2,598.1	2,849.8	-5.2	-3.2	-4.3
영업이익	15.6	16.9	44.0	-5.0	-3.0	33.8	-132.1	-118.3	-23.2
영업이익률	2.1	0.6	1.5	-0.7	-0.1	1.2	-2.7	-0.7	-0.3

자료: CJ프레시웨이, 한화투자증권 리서치센터

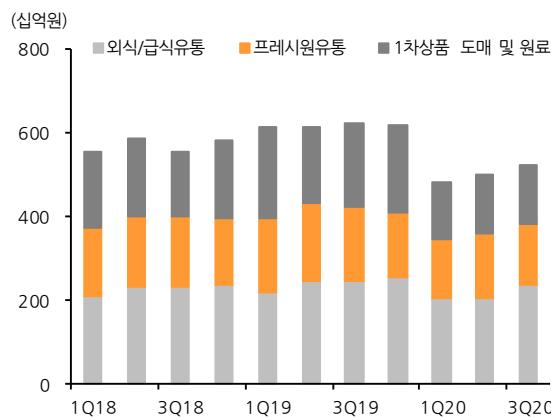
[표2] CJ 프레시웨이의 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출	747.7	756.6	770.1	780.4	602.5	624.3	651.3	720.0	3,054.8	2,598.1	2,849.8
YoY, %	10.6	3.8	9.3	8.5	-19.4	-17.5	-15.4	-7.7	8.0	-14.9	9.7
_식자재유통	610.1	611.7	619.7	614.8	479.6	496.7	520.6	568.8	2,456.3	2,065.7	2,278.9
①대리점+외식경로	218.5	242.6	244.0	254.9	202.3	205.4	232.9	252.6	960.0	893.2	970.1
②유통선진화(프레시원)	175.7	187.4	178.1	154.3	139.9	153.5	145.9	138.2	695.5	577.5	677.4
③도매/원료유통	215.8	181.7	197.6	205.6	137.4	137.8	141.8	178.0	800.7	595.0	631.4
_단체급식	103.0	119.9	124.6	120.3	101.3	109.0	114.6	109.3	467.8	434.2	462.8
_연결대상	34.6	25.0	25.8	45.3	21.6	18.6	16.1	41.9	130.7	98.2	108.1
매출원가	664.2	654.3	669.8	670.0	527.1	535.4	555.0	618.9	2,658.3	2,236.3	2,455.8
YoY, %	10.9	2.9	9.8	7.2	-20.6	-18.2	-17.1	-7.6	7.6	-15.9	9.8
매출총이익	83.5	102.3	100.3	110.4	75.4	88.9	96.3	101.1	396.5	361.8	394.1
YoY, %	8.9	9.9	6.3	16.7	-9.7	-13.1	-4.0	-8.4	10.5	-8.7	8.9
매출총이익률, %	11.2	13.5	13.0	14.1	12.5	14.2	14.8	14.0	13.0	13.9	13.8
판매 및 일반관리비	76.9	82.9	82.7	95.9	88.0	86.2	84.5	106.1	338.4	364.8	360.3
YoY, %	8.9	4.5	2.0	24.6	14.5	4.0	2.2	10.7	9.9	7.8	-1.2
_인건비	29.0	33.0	32.3	33.8	32.7	32.7	30.2	37.9	128.1	133.5	130.3
_유형자산상각비	6.7	7.2	6.7	14.8	9.5	10.9	10.6	10.6	35.4	36.5	37.6
_물류비	16.3	18.1	17.3	18.8	17.2	17.5	17.7	18.1	70.5	70.5	75.9
_기타	24.9	24.6	26.4	28.5	28.6	25.1	26.0	39.5	104.4	119.2	116.5
영업이익	6.6	19.4	17.6	14.5	-12.6	2.7	11.8	-5.0	58.1	-3.0	33.8
YoY, %	9.2	40.8	32.8	-17.7	적자전환	-86.0	-32.3	적자전환	14.7	적자전환	흑자전환
영업이익률, %	0.9	2.6	2.3	1.9	-2.1	0.4	1.8	-0.7	1.9	-0.1	1.2

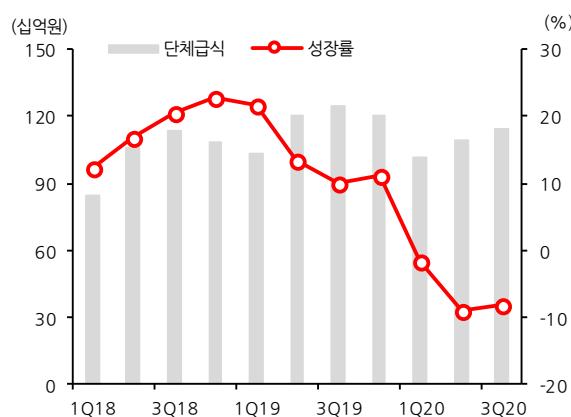
자료: CJ프레시웨이, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] CJ 프레시웨이 식자재유통 부문 실적 추이



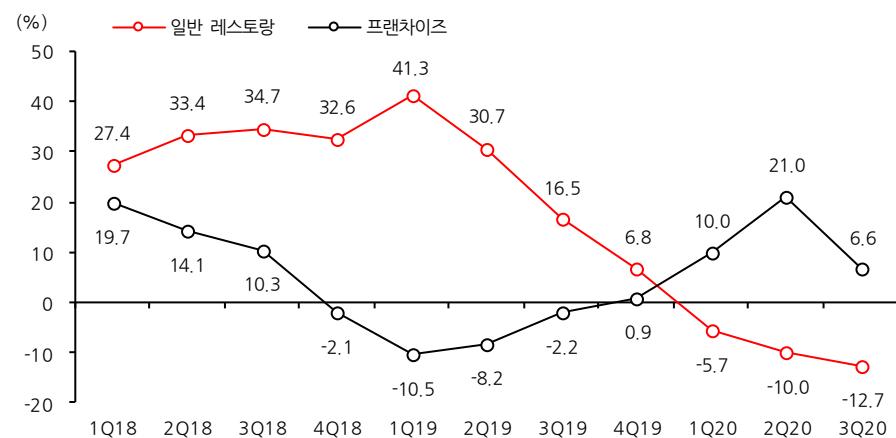
자료: CJ프레시웨이, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] CJ 프레시웨이 단체급식 부문 실적 추이



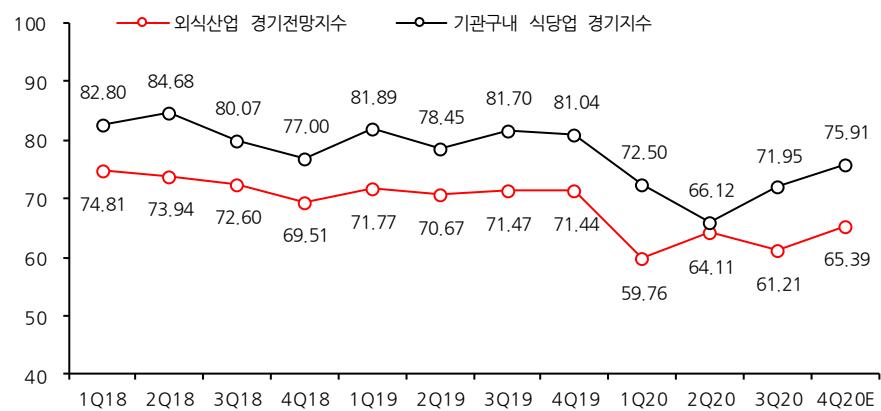
자료: CJ프레시웨이, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] CJ 프레시웨이 외식경로 거래처 수 증감률 추이



자료: CJ프레시웨이, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 외식업 경기지수 추이 및 전망



주: 지수는 50~150을 가지며, 기준치는 100. 100 초과는 성장, 100 미만은 위축을 의미

자료: 한국농수산식품유통공사, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표					
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,828	3,055	2,598	2,850	3,088	유동자산	468	496	592	634	681
매출총이익	359	396	362	394	419	현금성자산	29	26	140	139	147
영업이익	51	58	-3	34	47	매출채권	213	264	237	259	280
EBITDA	80	112	58	92	104	재고자산	210	191	206	226	244
순이자순익	-8	-16	-17	-15	-14	비유동자산	449	686	710	707	707
외화관련손익	-3	-6	-5	-3	-2	투자자산	55	231	261	272	283
지분법손익	-1	0	-1	-1	-1	유형자산	301	346	351	346	343
세전계속사업손익	27	16	-34	8	25	무형자산	93	109	98	89	82
당기순이익	17	10	-27	6	19	자산총계	917	1,182	1,303	1,341	1,387
지배주주순이익	14	5	-26	6	19	유동부채	567	580	638	618	597
증가율(%)						매입채무	291	312	316	345	373
매출액	12.9	8.0	-15.0	9.7	8.4	유동성이자부채	224	193	296	246	196
영업이익	15.4	14.6	적전	흑전	39.8	비유동부채	97	312	407	459	511
EBITDA	13.2	40.3	-48.5	58.1	13.1	비유동이자부채	53	269	367	417	467
순이익	1,280.3	-42.6	적전	흑전	228.2	부채총계	664	893	1,045	1,077	1,108
이익률(%)						자본금	12	12	12	12	12
매출총이익률	12.7	13.0	13.9	13.8	13.6	자본잉여금	89	87	87	87	87
영업이익률	1.8	1.9	-0.1	1.2	1.5	이익잉여금	39	37	7	13	28
EBITDA 이익률	2.8	3.7	2.2	3.2	3.4	자본조정	34	43	43	43	43
세전이익률	0.9	0.5	-1.3	0.3	0.8	자기주식	0	0	0	0	0
순이익률	0.6	0.3	-1.1	0.2	0.6	자본총계	253	289	258	263	279
현금흐름표						주요지표					
12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E	12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	58	79	40	55	68	주당지표					
당기순이익	27	16	-33	6	19	EPS	1,154	434	-2,226	483	1,585
자산상각비	29	54	61	58	56	BPS	16,496	16,967	14,424	14,907	16,240
운전자본증감	6	-4	6	-11	-11	DPS	200	250	0	250	250
매출채권 감소(증가)	61	-49	14	-22	-21	CFPS	5,396	7,700	3,355	5,614	6,600
재고자산 감소(증가)	-56	25	-17	-19	-18	ROA(%)	1.5	0.5	-2.1	0.4	1.4
매입채무 증가(감소)	-11	18	2	30	28	ROE(%)	7.3	2.6	-14.2	3.3	10.2
투자현금흐름	-52	-52	-56	-57	-58	ROIC(%)	6.5	5.6	-0.3	3.3	4.5
유형자산처분(취득)	-34	-36	-40	-42	-44	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-5	-14	-1	-1	-2	PER	23.0	66.1	-8.6	39.5	12.0
투자자산 감소(증가)	10	3	4	-1	-1	PBR	1.6	1.7	1.3	1.3	1.2
재무현금흐름	-35	-32	114	0	-3	PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
차입금의 증가(감소)	-23	-37	136	0	0	PCR	4.9	3.7	5.7	3.4	2.9
자본의 증가(감소)	-5	-6	0	0	-3	EV/EBITDA	7.0	6.9	12.9	8.2	7.2
배당금의 지급	-5	-6	0	0	-3	배당수익률	0.8	0.9	n/a	1.3	1.3
총현금흐름	64	91	40	67	78	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	-15	-13	28	11	11	부채비율	262.8	308.7	405.4	408.9	396.7
(-)설비투자	37	37	41	42	44	Net debt/Equity	97.9	150.6	202.7	198.5	184.7
(+)자산매각	-2	-13	0	-1	-2	Net debt/EBITDA	308.9	387.2	901.7	570.8	497.8
Free Cash Flow	40	55	-29	12	23	유동비율	82.5	85.4	92.9	102.5	113.9
(-)기타투자	32	22	-15	12	12	이자보상배율(배)	5.8	3.3	n/a	1.9	2.9
잉여현금	8	33	-14	0	10	자산구조(%)					
NOPLAT	32	34	-2	26	36	투하자본	85.6	73.8	66.1	65.7	64.9
(+) Dep	29	54	61	58	56	현금+투자자산	14.4	26.2	33.9	34.3	35.1
(-)운전자본투자	-15	-13	28	11	11	자본구조(%)					
(-)Capex	37	37	41	42	44	차입금	52.2	61.5	72.0	71.5	70.3
OpFCF	40	65	-11	30	38	자기자본	47.8	38.5	28.0	28.5	29.7

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 11월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (남성현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[CJ프레시웨이 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2019.01.21 Buy 44,000	2019.01.31 Buy 44,000	2019.02.12 Buy 50,000	2019.03.20 Buy 50,000	2019.05.10 Buy 50,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.07.12 Buy 50,000	2019.08.05 Buy 50,000	2019.08.08 Buy 50,000	2019.08.23 Buy 50,000	2019.10.18 Buy 50,000	2019.11.07 Buy 50,000
일 시 투자의견 목표가격	2019.12.17 Buy 50,000	2020.01.08 Buy 50,000	2020.02.11 Buy 50,000	2020.03.20 Buy 27,000	2020.05.26 Buy 27,000	2020.08.13 Buy 27,000
일 시 투자의견 목표가격	2020.09.17 Buy 27,000	2020.11.12 Buy 27,000	2020.11.26 Buy 27,000			

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리율을 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.02.12	Buy	50,000	-42.21	-30.30
2020.03.20	Buy	27,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%