

CJ 프레시웨이(051500/KQ)

2016 년은 제 2 의 성장기

매수(신규편입)

T.P 100,000 원(신규편입)

Analyst

김승

seungeee@sk.com

02-3773-8919

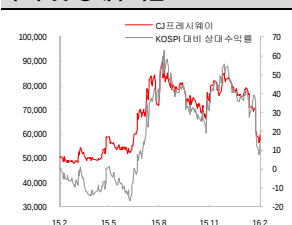
Company Data

자본금	118 억원
발행주식수	1,187 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	7,087 억원
주요주주	
씨제이(주)(외1)	47.69%
알리안츠글로벌인	11.24%
베스터스자산운용	
외국인지분율	12.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/02/25)	59,700 원
KOSDAQ	646.27 pt
52주 Beta	0.68
52주 최고가	90,400 원
52주 최저가	47,900 원
60일 평균 거래대금	25 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-21.5%	-17.2%
6개월	-18.0%	-18.1%
12개월	18.2%	12.8%

CJ 프레시웨이는 국내 1 위 식자재 유통 전문기업이다. 2000 년대 후반 국내 식자재 시장 성장과 함께 성장기에 진입했으며, 올해는 프레시원 유통사업 매출 성장/이익 개선, 용희마트와의 JV 사업 본격화 등에 힘입어 제 2 의 성장기에 진입할 것으로 전망된다. 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 커버리지에 신규 편입한다.

식자재유통/푸드서비스 전문기업

CJ 프레시웨이는 국내 1 위 식자재 유통 전문기업이다. 식자재유통이 84.5%의 매출비중을 차지하고 있으며 단체급식 및 해외유통 사업도 영위하고 있다. 2000 년대 후반 국내 식자재 시장 성장과 함께 성장기에 진입했으며 2010 년 프레시원 유통 사업을 시작하며 매출이 급성장했다. 올해는 중국 용희마트와의 JV 사업이 본격화로 해외부문 매출 성장도 기대된다.

프레시원, 용희마트 JV 등 성장동력 풍부

프레시원 유통 사업은 JV 법인을 주요 거점으로 넓혀가며 시장 지배력을 높이고 있다. 2015 년 사업구조개선을 통해 법인별 수익성이 개선되고 있으며, 지분 추가취득을 통해 연결 실적에 반영되는 법인이 증가하며 국내실적 성장에 크게 기여할 전망이다. 용희마트와의 JV 는 JV1/JV2 를 합쳐 올해 약 600 억원의 매출이 기대되며 2020 년까지 매출 8,000 억원을 목표로 하고 있다.

투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 신규편입

CJ 프레시웨이 대해 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 커버리지에 편입한다. 프레시원, 용희 JV 등의 매출 성장을 감안해 Target Multiple 40 배를 적용했으며, 성장성 감안시 밸류에이션 프리미엄이 부담스럽지 않다는 판단이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	18,727	18,769	17,953	20,724	24,025	27,539
yoy	%	16.9	0.2	-4.4	15.4	15.9	14.6
영업이익	억원	267	85	273	315	426	537
yoy	%	4.7	-68.2	221.3	15.6	35.2	26.1
EBITDA	억원	425	214	405	508	667	774
세전이익	억원	147	-72	107	120	357	488
순이익(지배주주)	억원	117	-140	106	109	298	392
영업이익률%	%	1.4	0.5	1.5	1.5	1.8	2.0
EBITDA%	%	2.3	1.1	2.3	2.5	2.8	2.8
순이익률	%	0.6	-0.8	0.5	0.3	1.1	1.3
EPS	원	1,079	-1,290	975	918	2,509	3,302
PER	배	34.0	N/A	47.3	90.5	23.8	18.1
PBR	배	2.8	1.7	2.6	4.9	3.1	2.7
EV/EBITDA	배	13.4	20.7	16.1	21.2	10.7	7.9
ROE	%	9.6	-8.6	5.6	5.5	13.9	16.0
순차입금	억원	1,596	1,088	1,260	717	-150	-1,097
부채비율	%	361.5	226.1	244.6	307.2	305.5	292.3

1. 식자재유통/푸드서비스 전문기업

1) 국내 1 위 식자재 유통 업체

CJ 프레시웨이는 국내 1 위 식자재 유통 전문기업이다. B2B 식자재 유통에 특화되어 있으며 CJ 그룹내 전후방 계열사의 인프라를 활용하여 시너지를 극대화하고 있다. 2015 년 기준 매출비중은 식자재유통 84.5%, 단체급식 13.0%, 해외/기타 2.5% 수준이다. 식자재유통 부문은 프레스원향 유통, 기업형 외식/급식 유통, 1 차상품 도매 및 원료유통 등 3 개 부문으로 이루어져 있다. 외식/급식유통 부문이 매출비중 42.8%로 가장 높으며, 프레스원 JV 법인 증가 및 연결실적 반영에 힘입어 프레스원 유통 매출비중이 23.8%로 차지하며 외식/급식 유통의 뒤를 잇고 있다.

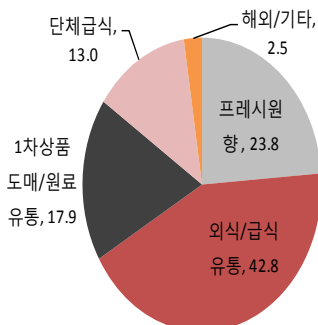
CJ 프레시웨이 사업구조



자료 : CJ 프레시웨이

2015 년 기준 매출비중

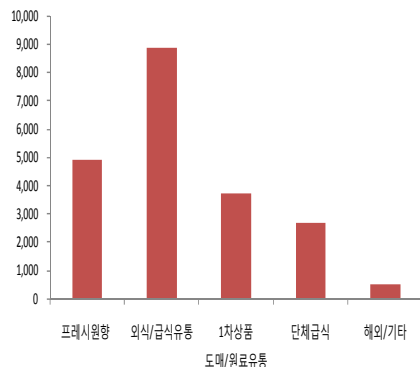
(단위 : %)



자료 : CJ 프레시웨이

2015 년 기준 부문별 매출

(단위: 억원)



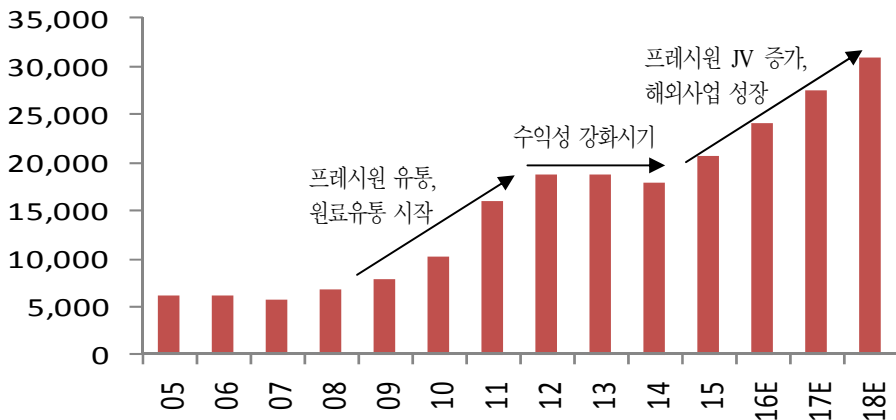
자료 : CJ 프레시웨이

2) 식자재 시장 성장과 함께 매출 급증

2000년대 후반 국내 식자재 시장 성장과 함께 매출이 증가하고 있다. 2000년대 중반 5,000 억원대에 머물던 매출은 2010년 프레시원 유통 및 원료유통을 시작하며 1조원을 돌파한 이후 2012년 1.8조원까지 성장했다. 2013~2014년 수익성 개선에 집중하며 매출이 일시 정체를 보였으나 2015년 매출 2조원을 돌파하며 다시 성장에 포커스를 맞추고 있다. 2016년 이후는 프레시원 JV 법인 증가, 중국 용희마트와의 JV 사업 본격화 등에 힘입어 큰 폭의 매출성장이 가능할 것으로 예상된다. 프레시원, 해외사업 외에 외식/급식 유통 또한 거래처를 꾸준히 늘려가며 올해 10% 이상 성장할 것으로 보인다. 사업부문 전반에 걸친 매출성장에 힘입어 2016년이 제2 성장기의 시발점이 될 것으로 전망된다.

연도별 매출액 추이

(단위 : 억원)



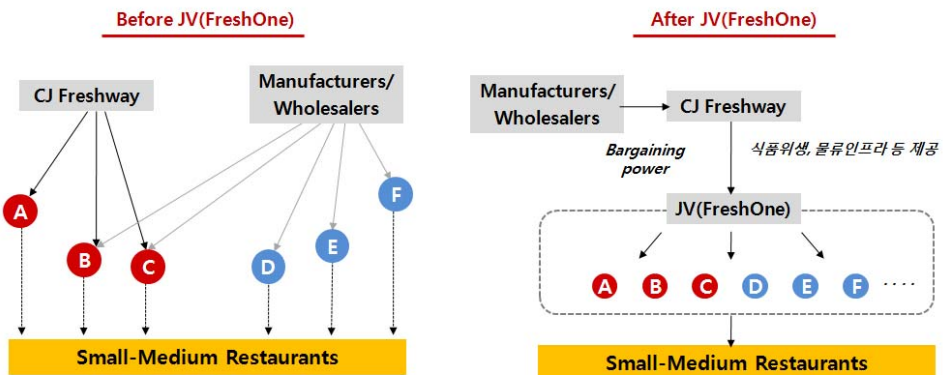
자료 : CJ 프레시웨이

2. 프레시원, 매출 성장의 핵심사업

1) 지역 식자재 업체와의 JV로 탄생하는 프레시원

CJ 프레시웨이는 지역 중소형 식자재 업체와 Joint Venture 계약을 체결하는 방식으로 ‘프레시원’ 사업을 운영하고 있다. 프레시웨이가 지역 식자재 업체의 지분을 일부 인수하며 프레시원 JV가 만들어지고, 지역 식자재 업체는 프레시웨이 산하 프레시원 사업부에 편입되게 된다. JV를 통해 프레시웨이는 식자재 구매시 bargaining power를 가질 수 있고 지역 업체의 영업 노하우/네트워크를 흡수할 수 있으며, 지역 업체는 식품위생, 물류 등 중소형 업체가 구축하기 어려운 인프라를 제공받게 되는 win-win 사업 모델이다. 프레시원 사업을 통해 지역별 거점을 확보할 수 있으며, 개별 외식업체 침투율을 높일 수 있어 프레시원 사업이 향후 국내 매출 성장에 핵심이 될 것으로 전망된다.

프레시원 사업구조

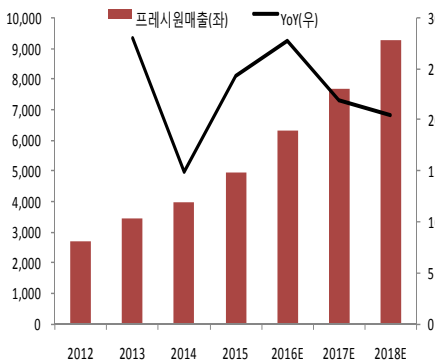


자료 : CJ 프레시웨이

2) 사업구조 개선, 국내실적 성장의 핵심

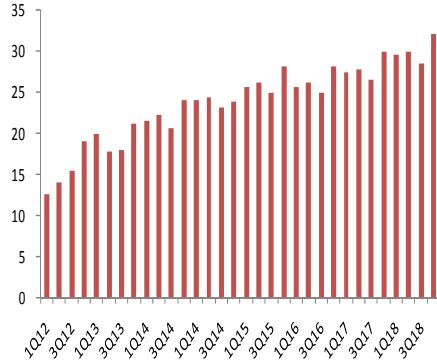
2010 년 이후 프레시원 JV 숫자가 증가하며 외형이 큰 폭으로 성장했으나 2013~2014 년은 JV 사업모델 안정화를 통한 수익성 강화가 화두였기에 프레시원 매출 성장은 이전보다 크지 않았다. 하지만 2015 년 사업구조 개선과 함께 다시 외형 성장에 박차를 가하고 있다. 지난해 프레시원향 매출은 4,930 억원으로 전년대비 24.2% 성장했다. 동사는 현재 광주, 중부, 남서울, 인천, 강남, 동서울, 대구경북, 부산 등지에 8 개의 JV 를 보유하고 있으며, 부산을 제외한 7 개의 법인은 연결실적에 반영되고 있다. 향후 지분 추가취득을 통해 부산법인도 연결 대상에 포함될 것으로 보인다. 2016 년 프레시원 매출은 6,295 억원(+ 27.7% yoy)으로 성장이 지속될 것으로 예상된다. 동사는 2020 년까지 프레시원 JV 모델을 통해 지역 거점을 15~20 개로 늘려갈 예정이며, JV 법인 증가에 따른 매출증가, 사업구조 개선에 따른 이익개선 등에 힘입어 프레시원 사업이 국내 실적 성장의 핵심이 될 것으로 전망된다.

프레시원 매출액 및 YoY 추이 (단위 : 억원 %)



자료 : CJ 프레시웨이

프레시원 분기별 매출비중 추이 (단위 : %)



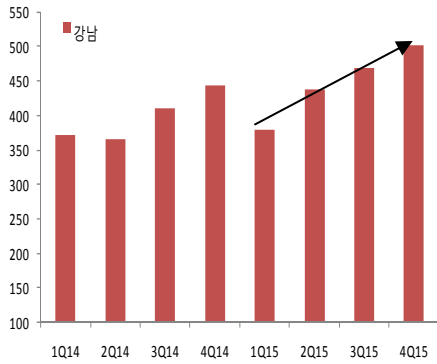
자료 : CJ 프레시웨이

2015 년 프레시원 법인 사업구조개선 내역

구분	세부내역
축육사업 수익성 개선	축육도매사업 구조정비
프레시웨이 역량전이	우수영업사원, MD인력 파견
1차상품 구매통합	농산물 5대 전략상품 선정하여 구매통합 진행
C&C 운영역량 확보	C&C 매장 파일럿테스트 통한 사업확대역량 확보
JV 확대기반 구축	JV전담조직 운영

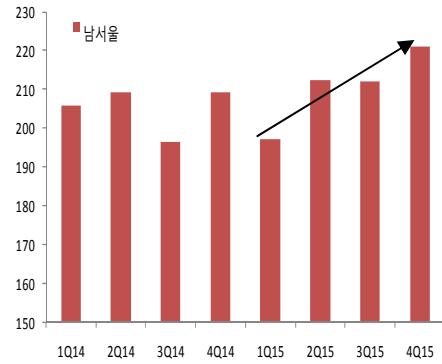
자료 : CJ 프레시웨이

프레시원 강남법인 매출액 추이 (단위 : 억원)



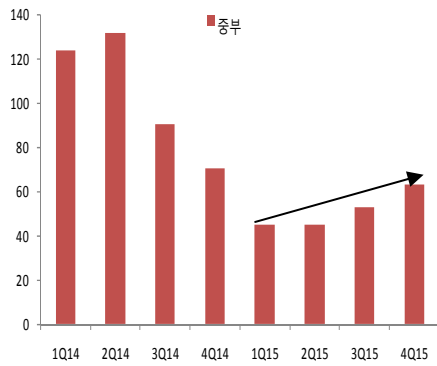
자료 : CJ 프레시웨이

프레시원 남서울법인 매출액 추이 (단위 : 억원)



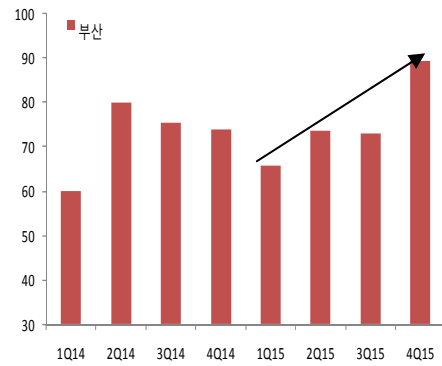
자료 : CJ 프레시웨이

프레시원 중부법인 매출액 추이 (단위 : 억원)



자료 : CJ 프레시웨이

프레시원 부산법인 매출액 추이 (단위 : 억원)



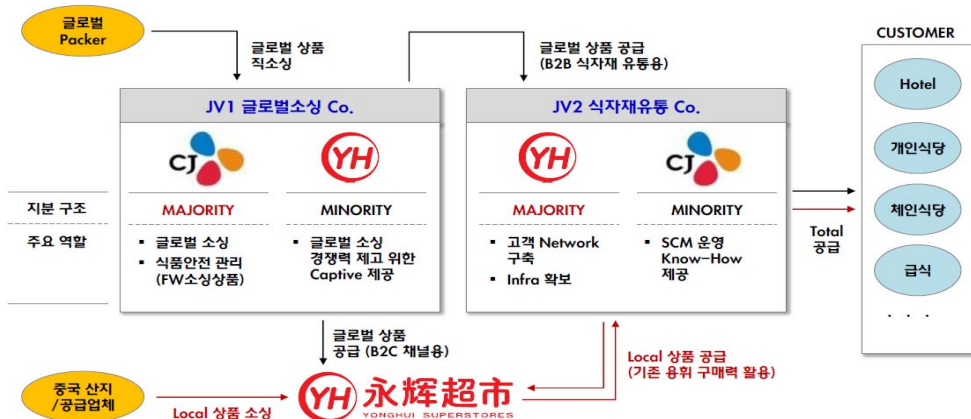
자료 : CJ 프레시웨이

3. 해외사업 2016 년부터 본격화

1) 용희마트와 JV 를 통해 중국시장 진출

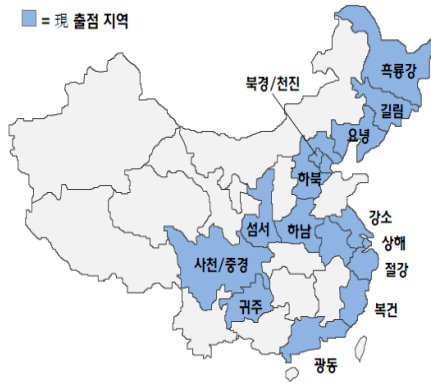
동사는 미국, 베트남에 해외법인을 보유하고 있으며 두 법인에서 연간 500 억원 규모의 매출이 발생하고 있었다. 하지만 지난해 11 월 중국 용희마트와 중국진출을 위한 JV 설립 계약을 체결하며 중국시장에도 진출하게 되었다. 파트너사인 용희마트는 매출 8 조원 규모의 중국 5 위 종합 소매 유통업체이며, 14 년 기준 매출 6.8 조원을 기록했고, 중국 17 개 지역에 500 개가 넘는 점포를 보유하고 있다. 올해 4 월부터 사업이 본격적으로 시작될 전망이며, JV1(프레시웨이 지분 70%)은 상해를 거점으로 글로벌 상품 소싱 사업을, JV2(용희지분 70%)는 북경을 거점으로 글로벌 B2B 식자재 유통 사업을 영위할 예정이다. JV 를 통해 프레시웨이는 글로벌 소싱 경쟁력 제고를 위한 Captive 를 제공받을 수 있고 용희마트는 SCM 운용 노하우를 제공받게 된다.

용희마트와의 JV 사업구조



자료 : CJ 프레시웨이

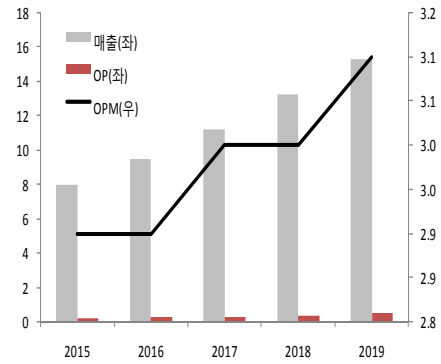
용휘마트 진출지역



자료 : CJ 프레시웨이

용휘마트 증장기 손익계획

(단위: 조원, %)



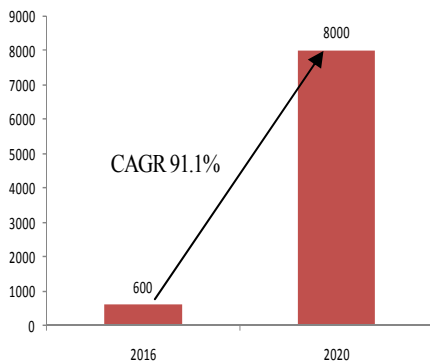
자료 : CJ 프레시웨이

2) 용희마트 JV 매출 급성장 기대

올해 4 월부터 사업이 시작되면 JV1 은 프레시웨이의 소싱 능력을 활용해 용희 및 용희 관계사에 글로벌 상품을 납품할 예정이며 JV2 는 로컬 상품 소싱을 통해 호텔, 개인식당, 체인식당, 급식 등의 경로에 식자재를 유통할 예정이다. 2016 년 매출은 JV1/JV2 를 합쳐 약 600 억원 수준으로 예상되며, 프레시웨이는 2020 년까지 연간 8,000 억원의 매출을 목표로 하고 있다. JV 사업 본격화와 함께 해외 매출 급성장이 기대된다. 베트남/미국 등 기존 해외법인을 포함한 2016 년 해외매출은 1,020 억원 으로 추정되며 2017 년은 1,525 억원으로 크게 성장할 것으로 예상된다.

용희마트 JV 매출 목표

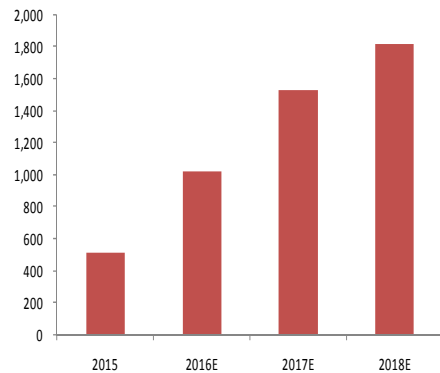
(단위 : 억원)



자료 : CJ 프레시웨이

해외 및 기타 매출액 추이 추정

(단위 : 억원)



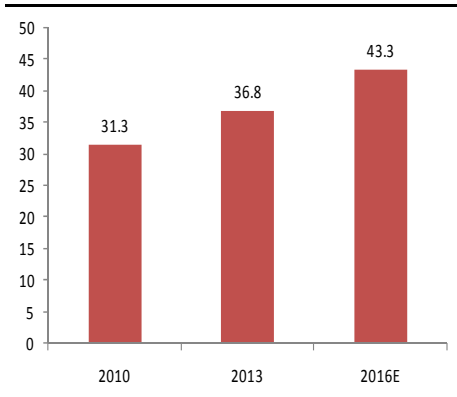
자료 : SK 증권 추정

4. 외식/급식유통, 단체급식도 꾸준히 성장

1) 외식/급식유통, 거래처 수 증가

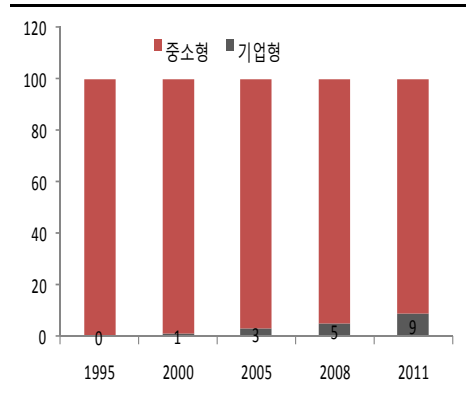
국내 B2B 식자재유통 시장 규모는 약 43 조원 수준이며, 여성의 사회진출 증가, 1인 가족 증가 등의 영향으로 지속적인 성장이 전망된다. 식자재유통 시장은 아직 중소형 유통업체가 시장의 90% 이상을 차지하고 있으나 식품위생기준 강화, 프랜차이즈 등 외식업체의 대형화와 함께 외식산업의 기업화가 진행되고 있어 기업형 유통업체의 점유율이 점차 확대되는 추세이다. 기업형 유통 확대에 힘입어 동사는 외식/급식유통 거래처 수가 증가하고 있다. 1Q13 체인(프랜차이즈)/외식(일반레스토랑) 거래처수는 각각 1,951/353 개였으나 4Q15 각각 5,600/980 개로 크게 늘었다. 경로별 거래처 수 증가에 힘입어 외식유통 매출은 YoY 10% 이상 성장하고 있으며 급식유통 또한 키즈/실버 경로를 중심으로 두 자릿수 성장을 지속하고 있다. 거래처 수 증가에 힘입어 2016 년 외식/급식유통 매출은 전년 동기대비 약 12.9% 성장하며 매출 1 조 20 억원의 매출을 달성할 것으로 예상된다.

국내 B2B 식자재 유통시장 규모 추이 (단위 : 조원)



자료 : CJ 프레시웨이

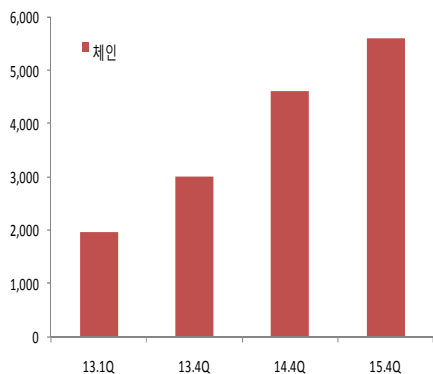
유통업체 크기별 점유율 추이 (단위 : %)



자료 : CJ 프레시웨이

프랜차이즈 거래처 증감 추이

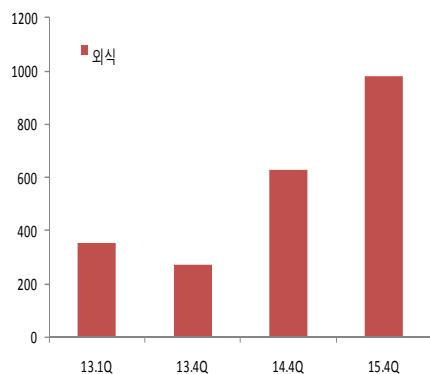
(단위 : 개)



자료 : CJ 프레시웨이.

외식 거래처 증감 추이

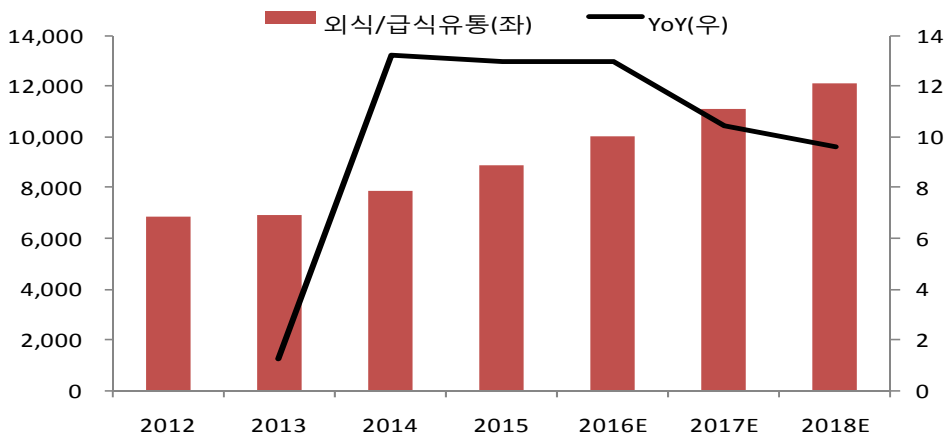
(단위 : 개)



자료 : CJ 프레시웨이

외식/급식유통 매출액 및 YoY 추이

(단위 : 억원 %)



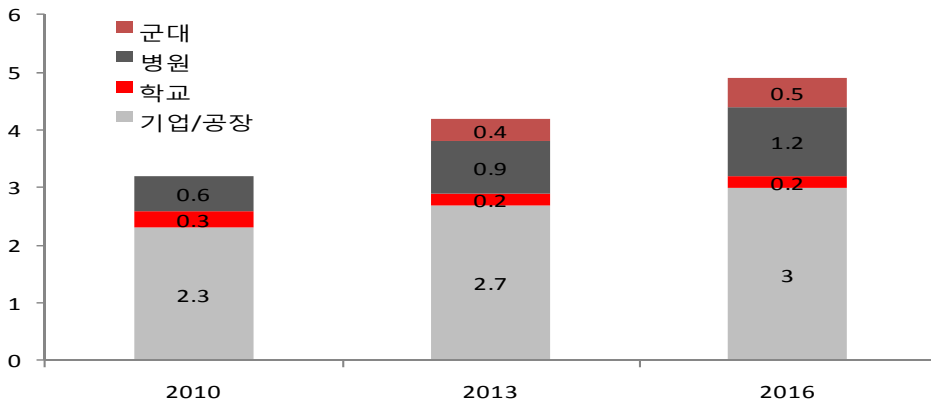
자료 : CJ 프레시웨이, SK 증권 추정

2) 단체급식도 거래처 증가

단체급식 또한 꾸준히 매출이 성장하고 있다. 2015 년말 기준 총 거래처 수는 485 개로 2014 년 말에 비해 32 점 증가했으며, 병원 및 레저 경로가 각각 YoY 40%/25% 성장했다. 성장성이 높은 병원/레저경로를 중심으로 신규거래처가 지속적으로 증가하고 있다. 2015 년 단체급식 매출은 2,701 억원 이었으며, 거래처 증가에 힘입어 올해는 매출이 3,015 억원으로 YoY 11.6% 성장할 것으로 예상된다.

단체급식 시장규모 추이

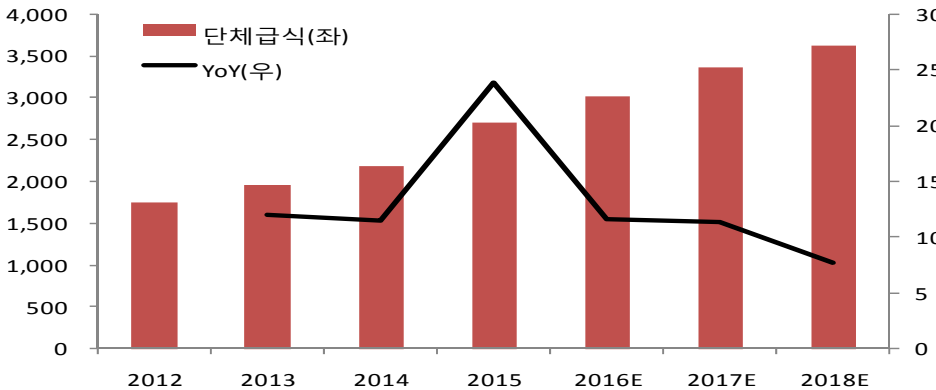
(단위 : 조원)



자료 : CJ 프레시웨이

단체급식 매출액 및 YoY 추이

(단위 : 억원 %)



자료 : CJ 프레시웨이

5. Valuation

1) 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 신규편입

CJ 프레시웨이에 대해 투자의견 매수, 목표주가 100,000 원으로 커버리지에 신규 편입한다. 목표주가는 2016E EPS 2,509 원에 Target Multiple 40 배를 곱해 산출했다. Target Multiple 은 오리온이 중국매출 성장과 함께 주가가 상승하던 시기 (2003~2015 년)의 평균 Multiple(40 배)을 참조했다. CJ 프레시웨이는 용희마트와의 JV 를 통한 중국매출 성장 모멘텀에 프레시원을 통한 국내 매출성장 모멘텀도 보유하고 있어 오리온 주가 상승기의 Multiple 적용이 무리가 없다고 생각된다. Implied PSR 은 0.49 배 수준이며, 2016 년 기준 식자재 업체의 평균 PSR 이 0.67 배라는 점을 감안하면 매출 성장률을 감안한 PSR 밸류에이션 또한 부담되지 않는 수준으로 판단된다.

밸류에이션 테이블

(단위: 원 배)

구분	적정가치	비고
2016 EPS	2,509	
Target Multiple	40	2003~2015 오리온 평균 PER
Fair Price	100,360	
목표주가	100,000	
Implied PSR	0.49	

자료: SK 증권

2016 년 기준 식자재업체 PSR 현황

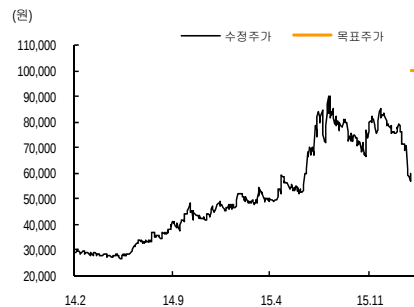
(단위: 배)

회사명	PSR
CJ프레시웨이	0.39
신세계푸드	0.62
롯데푸드	0.73
현대그린푸드	0.94
평균	0.67

자료: SK 증권

투자의견변경

일시 2016.02.26
투자의견 매수
목표주가 100,000원



Compliance Notice

- 작성자(감사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 2 월 26 일 기준)

매수	95.39%	중립	4.61%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
유동자산	3,537	3,335	3,493	5,430	6,956
현금및현금성자산	114	111	73	1,408	2,275
매출채권및기타채권	1,726	2,324	2,021	2,302	2,699
재고자산	1,440	581	1,139	1,298	1,522
비유동자산	2,968	2,635	3,238	2,748	2,072
장기금융자산	72	17	32	167	167
유형자산	918	702	2,252	2,120	1,960
무형자산	100	113	677	789	870
자산총계	6,505	5,970	6,731	8,178	9,028
유동부채	4,395	3,040	4,131	5,183	5,798
단기금융부채	1,278	512	1,005	1,623	1,623
매입채무 및 기타채무	2,690	2,339	2,820	3,211	3,766
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	701	1,099	647	987	1,003
장기금융부채	499	899	400	713	713
장기매입채무 및 기타채무	0	64	50	50	50
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,096	4,139	4,778	6,170	6,801
지배주주지분	1,409	1,830	1,919	2,015	2,275
자본금	108	108	109	118	118
자본잉여금	618	620	622	987	987
기타자본구성요소	1	0	0	248	248
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	533	355	445	532	806
비지배주주지분	1	0	34	-7	-49
자본총계	1,410	1,831	1,953	2,008	2,227
부채외자본총계	6,505	5,970	6,731	8,178	9,028

현금흐름표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
영업활동현금흐름	5	-19	316	371	493
당기순이익(손실)	147	-72	107	111	256
비현금성항목	305	222	246	339	411
유형자산감가상각비	150	118	103	129	160
무형자산감가상각비	8	11	29	64	81
기타	85	30	86	11	7
운전자본감소(증가)	-429	-79	-41	26	-48
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-327	-677	693	-342	-398
재고자산감소(증가)	-507	841	-187	-159	-224
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	301	-102	-527	494	555
기타	105	-141	-20	32	19
법인세납부	-17	-90	5	-105	-126
투자활동현금흐름	-1,219	-138	-243	304	473
금융자산감소(증가)	-105	-77	-25	-18	0
유형자산감소(증가)	-211	-147	-118	-139	0
무형자산감소(증가)	-7	-10	-15	-163	-163
기타	-895	96	-85	624	635
재무활동현금흐름	1,240	155	-112	658	-98
단기금융부채증가(감소)	424	-851	-74	37	0
장기금융부채증가(감소)	698	400	0	698	0
자본의증가(감소)	191	1	2	0	0
배당금의 지급	-20	-22	0	-22	-24
기타	-53	626	-40	-54	-75
현금의 증가(감소)	26	-3	-38	1,335	867
기초현금	88	114	111	73	1,408
기말현금	114	111	73	1,408	2,275
FCF	-58	-116	471	22	319

자료 : CJ프레시웨이, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	18,727	18,769	17,953	20,724	24,025
매출원가	17,317	17,334	15,856	18,014	20,919
매출총이익	1,410	1,435	2,097	2,710	3,106
매출총이익률 (%)	7.5	7.7	11.7	13.1	12.9
판매비와관리비	1,144	1,350	1,824	2,395	2,680
영업이익	267	85	273	315	426
영업이익률 (%)	1.4	0.5	1.5	1.5	1.8
비영업손익	-120	-157	-166	-195	-69
순금융비용	63	53	40	62	60
외환관련손익	43	-9	-22	-4	-4
관계기업투자등 관련손익	-15	-17	32	-5	1
세전계속사업이익	147	-72	107	120	357
세전계속사업이익률 (%)	0.8	-0.4	0.6	0.6	1.5
계속사업법인세	30	68	13	53	101
계속사업이익	117	-140	93	67	256
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	117	-140	93	67	256
순이익률 (%)	0.6	-0.8	0.5	0.3	1.1
지배주주	117	-140	106	109	298
지배주주귀속 순이익률(%)	0.62	-0.74	0.59	0.53	1.24
비지배주주	0	0	-12	-42	-42
총포괄이익	241	-158	74	53	242
지배주주	241	-158	87	95	284
비지배주주	0	0	-12	-42	-42
EBITDA	425	214	405	508	667

주요투자지표

월 결산(억원)	2012	2013	2014	2015E	2016E
성장성 (%)					
매출액	16.9	0.2	-4.4	15.4	15.9
영업이익	4.7	-68.2	221.3	15.6	35.2
세전계속사업이익	-35.2	적전	흑전	12.2	197.7
EBITDA	10.1	-49.7	89.6	25.4	31.3
EPS(계속사업)	-32.1	적전	흑전	-5.8	173.3
수익성 (%)					
ROE	9.6	-8.6	5.6	5.5	13.9
ROA	2.2	-2.2	1.5	0.9	3.0
EBITDA마진	2.3	1.1	2.3	2.5	2.8
안정성 (%)					
유동비율	80.5	109.7	84.6	104.8	120.0
부채비율	361.5	226.1	244.6	307.2	305.5
순차입금/자기자본	113.2	59.5	64.5	35.7	-6.7
EBITDA/이자비용(배)	5.9	3.3	8.8	7.4	8.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,079	-1,290	975	918	2,509
BPS	13,009	16,871	17,665	16,977	19,166
CFPS	2,540	-102	2,195	2,543	4,540
주당 현금배당금	200	0	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	41.4	N/A	49.4	98.5	32.1
PER(최저)	18.1	N/A	25.1	49.5	22.6
PBR(최고)	3.4	2.6	2.7	5.3	4.2
PBR(최저)	1.5	1.6	1.4	2.7	3.0
PCR	14.5	-288.7	21.0	32.7	13.2
EV/EBITDA(최고)	15.4	28.1	16.6	22.8	14.4
EV/EBITDA(최저)	9.0	19.8	10.2	11.5	10.1