



## BUY(Maintain)

목표주가: 45,000원 (하향)

주가(2/8): 36,900원

시가총액: 4,381억원



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

## Stock Data

KOSDAQ (2/8)	최고가	최저가
52주 주가동향	71,300원	33,600원
최고/최저가 대비	-48.25%	9.82%
등락률	절대	상대
수익률		
1W	-5.5%	-0.1%
1M	-5.3%	8.4%
1Y	-48.2%	-42.0%

## Company Data

발행주식수	11,872천주
일평균 거래량(3M)	22천주
외국인 지분율	13.33%
배당수익률(15E)	0.54%
BPS(15E)	14,911원
주요 주주	CJ주식회사 외 국민연금공단
	58.65% 11.25%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	20,724	23,279	26,233	29,155
보고영업이익	315	210	308	411
핵심영업이익	315	210	308	411
EBITDA	494	430	568	653
세전이익	120	-50	187	295
순이익	67	-58	142	224
지배주주지분순이익	109	-47	148	227
EPS(원)	915	-393	1,243	1,909
증감률(%YoY)	-6.1	N/A	N/A	53.5
PER(배)	90.8	-93.8	29.7	19.3
PBR(배)	4.8	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	16.1	17.8	11.0	9.4
보고영업이익률(%)	1.5	0.9	1.2	1.4
핵심영업이익률(%)	1.5	0.9	1.2	1.4
ROE(%)	3.3	-3.1	7.8	11.4
순부채비율(%)	93.8	123.7	109.1	88.8

## Price Trend



## 실적리뷰

## CJ프레시웨이 (051500)

## 외풍(外風)에 흔들리며 나아가는 중



CJ프레시웨이의 4분기 영업이익은, 프레시원 부실 채권 관련 대손충당금 반영으로 인해, 시장 기대치를 하회하였다. 지속적인 대손 발생과 외식경기 부진은, 동사 실적의 수익성과 안정성 측면에서 우려를 야기할 수 있다. 다만, 올해 판관비 증가율이 전년 대비 둔화될 것으로 예상되고, 높은 외형 성장이 지속될 것으로 판단되기 때문에, 업종 내 밸류에이션 프리미엄이 지속될 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 4Q16 영업이익 4.6억원으로 컨센서스 하회

CJ프레시웨이의 4분기 영업이익은 4.6억원으로 시장 기대치를 하회하였다. 시장 기대치를 하회한 주요 요인은, 프레시원 부실 채권 관련 대손충당금 반영에 따른 영향으로 판단된다(약 30억원). 또한, 금융권發 육류담보대출 이슈 관련하여 영업외손실 76억원이 반영되며, 세전이익과 순이익은 적자를 기록하였다(재고 관련 일회성 손실).

육류담보대출 이슈 관련 영업외손실은 1) 경상적인 손실이 아니고, 2) 손실의 일부가 회수될 가능성이 높아서, 크게 우려할 만한 사항은 아닌 것으로 판단된다. 다만, 지속되는 부실 채권 관련 손실은 전사 실적 변동성 증가 측면에서, 주가에 부정적으로 작용할 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 고성장 기대감 vs 수익성 우려

동사는 업종 내에서 가장 높은 성장 잠재력을 보유한 회사 중에 하나다. 특히, 김영란법 영향 등에 따른 외식경기 부진에도 불구하고 4Q16 전사 매출이 전년동기 대비 12.5% 성장하였고(회계기준 변경 효과 제외), 올해에도 지방 거래처 중심의 외형 확대를 통해, 10% 이상의 매출 성장률이 기대되는 상황이다.

수익성 측면에서는, 올해 경력사원 채용이 줄어들고 인프라 투자가 일단락 되면서, 판관비 증가율은 '16년 대비 둔화될 것으로 추산된다. 다만, 1) 부실 채권 관련 일회성 비용의 지속, 2) 외식경기 부진에 따른 수익성 우려가 공존하고 있기 때문에, 중장기적인 투자 관점에서 접근이 필요하다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY 유지, 목표주가 45,000원으로 하향

CJ프레시웨이에 대해 투자의견 BUY를 유지하나, 실적 추정치 하향에 따라, 목표주가를 45,000원으로 하향한다. 빈번한 일회성 비용에 따른 실적 변동성은, 동사 주가의 변동성을 증가시킬 수 있는 요인이다. 다만, 업종 내 높은 성장 잠재력과 볼륨 경쟁력으로 인해, 업종 내 밸류에이션 프리미엄이 지속될 것으로 판단된다.

## CJ프레시웨이 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
<b>매출액</b>	<b>535.8</b>	<b>597.0</b>	<b>606.5</b>	<b>588.6</b>	<b>598.1</b>	<b>663.5</b>	<b>683.6</b>	<b>678.1</b>	<b>2,072.4</b>	<b>2,327.9</b>	<b>2,623.3</b>
(YoY)	14.7%	15.3%	12.1%	7.7%	11.6%	11.1%	12.7%	15.2%	15.4%	12.3%	12.7%
식자재 유통	451.9	493.4	507.2	484.2	497.0	542.3	562.9	561.9	1,751.3	1,936.6	2,164.0
(YoY)	13.3%	13.2%	10.6%	5.6%	10.0%	9.9%	11.0%	16.1%	14.3%	10.6%	11.7%
외식/급식 유통	215.3	240.4	237.4	235.6	232.6	259.7	261.2	259.2	887.2	928.8	1,012.6
(YoY)	9.4%	7.0%	-0.5%	3.8%	8.0%	8.0%	10.0%	10.0%	13.0%	4.7%	9.0%
프레시원 유통	131.9	146.7	153.9	155.9	149.6	165.9	173.8	171.5	493.0	588.4	660.8
(YoY)	17.8%	16.3%	23.4%	19.9%	13.4%	13.1%	12.9%	10.0%	24.2%	19.4%	12.3%
1차상품 도매 및 원료 유통	104.6	106.2	115.8	92.7	114.8	116.7	127.9	131.2	371.1	419.3	490.6
(YoY)	16.4%	25.3%	21.9%	-8.7%	9.7%	9.8%	10.4%	41.6%	6.2%	13.0%	17.0%
단체급식	67.8	82.2	83.9	82.6	77.4	90.5	94.9	84.8	270.1	316.5	347.7
(YoY)	14.9%	17.9%	19.2%	16.2%	14.2%	10.1%	13.2%	2.7%	23.8%	17.2%	9.9%
기타	16.2	21.5	15.4	21.8	23.6	30.8	25.8	31.4	50.9	74.8	111.6
(YoY)	72.1%	73.7%	26.9%	28.3%	46.2%	43.5%	67.5%	43.9%	12.4%	47.1%	49.2%
<b>매출총이익</b>	<b>65.7</b>	<b>79.4</b>	<b>78.1</b>	<b>76.3</b>	<b>73.4</b>	<b>87.5</b>	<b>87.7</b>	<b>83.9</b>	<b>271.0</b>	<b>299.5</b>	<b>332.5</b>
(GPM)	12.3%	13.3%	12.9%	13.0%	12.3%	13.2%	12.8%	12.4%	13.1%	12.9%	12.7%
<b>판관비</b>	<b>62.5</b>	<b>70.3</b>	<b>69.8</b>	<b>75.8</b>	<b>69.3</b>	<b>75.8</b>	<b>75.5</b>	<b>81.1</b>	<b>239.5</b>	<b>278.5</b>	<b>301.7</b>
(판관비율)	11.7%	11.8%	11.5%	12.9%	11.6%	11.4%	11.0%	12.0%	11.6%	12.0%	11.5%
<b>영업이익</b>	<b>3.2</b>	<b>9.1</b>	<b>8.3</b>	<b>0.5</b>	<b>4.1</b>	<b>11.8</b>	<b>12.1</b>	<b>2.8</b>	<b>31.5</b>	<b>21.0</b>	<b>30.8</b>
(OPM)	0.60%	1.52%	1.36%	0.08%	0.68%	1.77%	1.78%	0.41%	1.52%	0.90%	1.17%
세전이익	0.4	4.3	2.4	-12.1	1.1	8.7	9.0	-0.2	12.0	-5.0	18.7
당기순이익	0.4	2.8	1.3	-10.3	0.9	6.6	6.8	-0.1	6.7	-5.8	14.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>0.7</b>	<b>3.1</b>	<b>1.3</b>	<b>-9.8</b>	<b>1.0</b>	<b>6.7</b>	<b>7.0</b>	<b>0.0</b>	<b>10.9</b>	<b>-4.7</b>	<b>14.8</b>
(YoY)	-31.9%	-59.2%	-62.7%	적지	47.7%	116.9%	425.0%	흑전	2.7%	적전	흑전

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주: 1) 1차상품 도매 및 원료 유통 부문의 매출 일부의 인식 기준이 "총액"에서 "순액"으로 변화하여, 4Q16 매출액 260억 감소(1~3Q 누계 분을 소급하여 적용)

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
매출액	17,953	20,724	23,279	26,233	29,155
매출원가	15,856	18,014	20,284	22,908	25,449
매출총이익	2,097	2,710	2,995	3,325	3,705
판매비및일반관리비	1,824	2,395	2,785	3,017	3,294
영업이익(보고)	273	315	210	308	411
영업이익(핵심)	273	315	210	308	411
영업외손익	-166	-194	-260	-121	-116
이자수익	6	7	7	8	9
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	28	9	0	0	0
이자비용	46	52	60	60	57
외환손실	50	36	0	0	0
관계기업지분법손익	32	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-1	-3	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-7	15	0	0	0
기타	-128	-134	-208	-70	-69
법인세차감전이익	107	120	-50	187	295
법인세비용	13	54	9	45	71
유효법인세율 (%)	12.5%	44.8%	-17.3%	24.2%	24.2%
당기순이익	93	67	-58	142	224
지배주주지분순이익(억원)	106	109	-47	148	227
EBITDA	405	494	430	568	653
현금순이익(Cash Earnings)	226	246	161	402	465
수정당기순이익	100	60	-58	142	224
증감율(%), YoY					
매출액	-4.4	15.4	12.3	12.7	11.1
영업이익(보고)	221.3	15.5	-33.2	46.3	33.7
영업이익(핵심)	221.3	15.5	-33.2	46.3	33.7
EBITDA	89.6	22.0	-13.0	32.0	15.0
지배주주지분 당기순이익	N/A	2.7	N/A	N/A	53.5
EPS	N/A	-6.1	N/A	N/A	53.5
수정순이익	N/A	-40.0	N/A	N/A	57.9

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
유동자산	3,493	4,185	4,183	4,821	5,429
현금및현금성자산	73	110	106	227	323
유동금융자산	72	42	47	53	59
매출채권및유동채권	2,208	2,317	2,425	2,733	3,037
재고자산	1,139	1,717	1,605	1,809	2,011
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,238	3,403	3,711	3,635	3,584
장기매출채권및기타비유동채권	109	148	166	187	208
투자자산	201	204	222	227	232
유형자산	2,161	2,254	2,273	2,299	2,331
무형자산	768	798	1,050	921	813
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	6,731	7,588	7,894	8,456	9,013
유동부채	4,131	4,626	4,340	4,773	5,203
매입채무및기타유동채무	3,067	3,205	3,374	3,802	4,225
단기차입금	505	1,380	920	920	920
유동성장기차입금	500	0	0	0	0
기타유동부채	60	41	46	52	57
비유동부채	647	907	1,805	1,814	1,742
장기매입채무및비유동채무	46	10	12	13	15
사채및장기차입금	400	699	1,399	1,399	1,299
기타비유동부채	201	198	394	403	429
부채총계	4,778	5,533	6,144	6,588	6,945
자본금	109	119	119	119	119
주식발행초과금	505	906	906	906	906
이익잉여금	445	495	424	548	750
기타자본	261	321	321	321	321
지배주주지분자본총계	1,919	2,063	1,770	1,894	2,096
비지배주주지분자본총계	34	-8	-20	-26	-28
자본총계	1,953	2,055	1,750	1,868	2,068
순차입금	1,260	1,928	2,165	2,039	1,837
총차입금	1,405	2,079	2,319	2,319	2,219

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
영업활동현금흐름	316	-201	99	305	369
당기순이익	107	120	-58	142	224
감가상각비	103	122	131	132	133
무형자산상각비	29	58	89	128	108
외환손익	19	1	0	0	0
자산처분손익	3	8	0	0	0
지분법손익	9	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-41	-541	160	-97	-96
기타	88	32	-223	0	0
투자활동현금흐름	-243	-374	-515	-169	-176
투자자산의 처분	-114	5	-24	-11	-11
유형자산의 처분	13	13	0	0	0
유형자산의 취득	-88	-189	-150	-158	-165
무형자산의 처분	-58	-205	-341	0	0
기타	4	2	0	0	0
재무활동현금흐름	-112	611	412	-16	-97
단기차입금의 증가	-74	-13	-460	0	0
장기차입금의 증가	0	698	700	0	-100
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-23	-24	-24	-24
기타	-38	-51	196	8	27
현금및현금성자산의순증가	-38	36	-3	121	96
기초현금및현금성자산	111	73	110	106	227
기말현금및현금성자산	73	110	106	227	323
Gross Cash Flow	358	340	-61	402	465
Op Free Cash Flow	183	-582	136	239	292

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

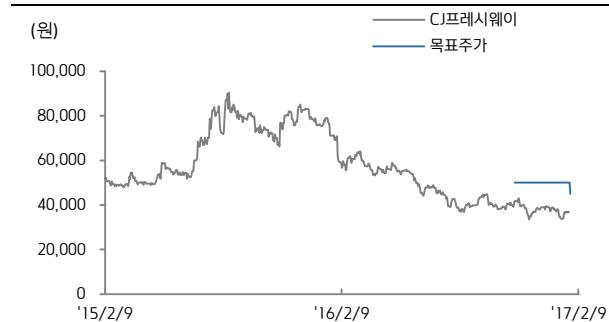
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016P	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	975	915	-393	1,243	1,909
BPS	17,665	17,380	14,911	15,952	17,658
주당EBITDA	3,731	4,162	3,623	4,784	5,501
CFPS	2,080	2,071	1,359	3,385	3,919
DPS	200	200	200	200	200
주가배수(배)					
PER	47.3	90.8	-93.8	29.7	19.3
PBR	2.6	4.8	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.0	16.1	17.8	11.0	9.4
PCFR	22.2	40.1	27.2	10.9	9.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	1.5	1.5	0.9	1.2	1.4
영업이익률(핵심)	1.5	1.5	0.9	1.2	1.4
EBITDA margin	2.3	2.4	1.8	2.2	2.2
순이익률	0.5	0.3	-0.3	0.5	0.8
자기자본이익률(ROE)	4.9	3.3	-3.1	7.8	11.4
투하자본이익률(ROIC)	11.3	5.2	6.5	6.0	8.1
안정성(%)					
부채비율	244.6	269.2	351.0	352.6	335.8
순차입금비율	64.5	93.8	123.7	109.1	88.8
이자보상배율(배)	5.9	6.1	3.5	5.2	7.2
활동성(배)					
매출채권회전율	7.7	9.2	9.8	10.2	10.1
재고자산회전율	20.9	14.5	14.0	15.4	15.3
매입채무회전율	6.4	6.6	7.1	7.3	7.3

- 당사는 2월 8일 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

### 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
CJ프레시웨이 (051500)	2016/11/16	BUY(Initiate)	50,000원
	2017/01/17	BUY(Maintain)	50,000원
	2017/02/09	BUY(Maintain)	45,000원

### 목표주가 추이(4.5X8)



### 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 (2016/01/01~2016/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175	95.15%
중립	7	3.85%
매도	0	0.00%