

2017/02/09

# CJ프레시웨이 (051500)

음식료 이경신

(2122-9211) ks.lee@hi-ib.com

## 불확실성에 대한 시장 우려의 해소가 필요

### ■ 비용 반영에 따른 영업실적 불확실성 확대

4Q16 CJ프레시웨이의 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 5,886억원 (+7.7% YoY), 5억원 (-92.4% YoY)을 시현했다. 매출액은 컨센서스에 부합했으나, 영업이익은 시장기대치 (50억원)를 크게 하회했다.

매출액은 프레스원 법인 추가 및 신규 거점지역 확보, CJ제일제당의 가공식품 판매호조에 따른 납품확대, 단체급식 성장 등 기존의 긍정적인 흐름이 이어졌으나, 외식경기 침체에 따라 외형성장률은 한자리수로 하락했다. 시장 예상과 괴리가 높은 영업이익은 1) 원가부담이 높은 사업부문의 매출비중의 증가로 인한 매출총이익률 하락 및 2) 인건비, 감가상각비, 물류비 등 투자성 고정비용에 대한 부담이 지속되는 가운데 3) 프레스원 관련 대손상각비 (30억원) 발생에 따라 부담이 가중되었다. 추가적으로 축육재 고평가손실 76억원이 발생하면서 -103억원의 당기순손실이 발생했다.

2014~2016년 CAGR 13.9%의 매출액 성장률은 여타 동종업체대비 가장 높은 수준으로, 식자재유통업 특성상 규모의경제 효과를 위해 외형성장선이 선행되어야 한다는 측면에서는 긍정적이다. 그러나 초기투자 부담과 비용 발생이 지속되고 있어, 향후 안정적인 영업실적 가시화를 통해 불확실성에 대한 시장의 우려를 해소할 필요가 있다. 성장의 한 축으로 예상했던 중국 JV사업에 대한 눈높이가 조정됨에 따라 새로운 동력을 구축할 필요가 있다.

### ■ 투자의견 Hold, 목표주가 40,000원으로 하향

2017년 영업실적이 수익개선에 집중될 경우 레버리지 효과가 두드러질 수 있다는 측면은 긍정적이다. 그러나 외형 고성장이 이끄는 이익 레벨업의 선순환이 가시화 될 때까지 시간이 필요한 것으로 판단하며, 단기적으로 보수적 접근이 필요하다는 판단이다. 영업실적 추정치 및 가정 변경에 따라 목표주가를 기존 55,000원에서 40,000원으로 하향하며, 투자의견을 Hold로 조정한다.

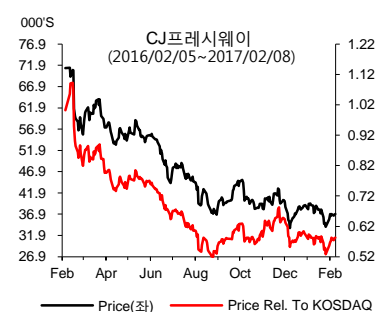
## Hold(downgrade)

목표주가(6M)	40,000원
종가 (2017/02/08)	36,900원

### Stock Indicator

자본금	12십억원
발행주식수	1,187만주
시가총액	438십억원
외국인지분율	13.3%
배당금(2015)	200원
EPS(2016E)	-432원
BPS(2016E)	16,472원
ROE(2016E)	-2.3%
52주 주가	33,600~71,300원
60일평균거래량	22,047주
60일평균거래대금	8억원

### Price Trend



&lt;표2&gt; CJ프레시웨이 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016P	2017E
<b>연결 매출액</b>	<b>535.8</b>	<b>597.0</b>	<b>606.5</b>	<b>588.6</b>	<b>601.4</b>	<b>660.5</b>	<b>674.0</b>	<b>672.6</b>	<b>2,072.4</b>	<b>2,327.9</b>	<b>2,608.5</b>
식자재유통	451.9	493.4	507.2	484.1	498.8	539.8	557.5	555.0	1,752.4	1,936.6	2,151.1
외식/급식유통	215.3	240.4	237.4	235.6	237.5	259.4	258.3	256.3	887.2	928.7	1,011.5
중소제휴(JV)	131.9	146.7	153.9	155.9	154.3	171.6	180.1	182.4	493.9	588.4	688.4
1차도매 및 원료	104.6	106.2	115.8	92.7	107.0	108.8	119.1	116.3	371.1	419.3	451.2
단체급식	67.8	82.2	83.9	82.6	78.0	90.4	92.3	90.9	270.2	316.5	351.5
해외 및 adj.	16.1	21.4	15.4	21.9	24.6	30.3	24.1	26.7	49.8	74.8	105.8
<b>YoY %</b>	<b>14.7</b>	<b>15.3</b>	<b>12.1</b>	<b>7.7</b>	<b>12.2</b>	<b>10.6</b>	<b>11.1</b>	<b>14.3</b>	<b>15.4</b>	<b>12.3</b>	<b>12.1</b>
식자재유통	13.0	13.2	10.6	5.6	10.4	9.4	9.9	14.6	14.4	10.5	11.1
외식/급식유통	9.3	7.0	(0.5)	3.8	10.3	7.9	8.8	8.8	12.9	4.7	8.9
중소제휴(JV)	17.8	16.2	23.4	19.0	17.0	17.0	17.0	17.0	24.5	19.1	17.0
1차도매 및 원료	16.4	25.2	21.9	(8.6)	2.3	2.4	2.9	25.5	6.2	13.0	7.6
단체급식	14.9	17.9	19.2	16.2	15.0	10.0	10.0	10.0	23.8	17.1	11.1
해외 및 adj.	92.1	73.5	27.3	29.3	52.7	41.4	57.2	22.1	9.9	50.4	41.4
<b>연결 영업이익</b>	<b>3.2</b>	<b>9.1</b>	<b>8.3</b>	<b>0.5</b>	<b>5.1</b>	<b>10.7</b>	<b>10.3</b>	<b>7.1</b>	<b>31.5</b>	<b>21.0</b>	<b>33.3</b>
YoY %	(3.7)	(23.4)	(19.3)	(92.4)	56.8	18.4	24.9	1,449.5	15.5	(33.2)	58.2
OPM %	0.6	1.5	1.4	0.1	0.8	1.6	1.5	1.1	1.5	0.9	1.3

자료: CJ프레시웨이, 하이투자증권

&lt;표3&gt; CJ프레시웨이 목표주가 변경

(단위: 십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017E
지배주주순이익	(14.0)	10.6	10.9	(4.7)	18.1
EPS (원)	(1,288)	974	915	(393)	1,524
EPS Growth (%)	적전	흑전	(6.0)	적전	흑전
PER (X)					
High	n/a	49.3	98.0	n/a	
Avg	n/a	34.5	66.2	n/a	
Low	n/a	25.1	45.4	n/a	
End	n/a	47.3	90.8	n/a	25.6
Target PER (X)					26.0
Fair Price (원)					39,618
<b>목표주가 (원)</b>					<b>40,000</b>

자료: 하이투자증권 추정

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	418	430	485	538
현금 및 현금성자산	11	6	13	14
단기금융자산	8	4	2	1
매출채권	223	233	261	290
재고자산	172	182	203	226
비유동자산	340	359	352	354
유형자산	225	244	238	240
무형자산	80	80	80	80
자산총계	759	788	837	893
유동부채	463	504	543	581
매입채무	250	289	329	366
단기차입금	138	140	140	140
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	91	91	91	91
사채	70	70	70	70
장기차입금	0	-	-	-
부채총계	553	595	634	672
지배주주지분	206	196	207	229
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	101	101	101	101
이익잉여금	49	42	58	83
기타자본항목	22	22	22	22
비지배주주지분	-1	-2	-4	-8
자본총계	206	194	203	221

포괄손익계산서	(단위:십억원%)			
	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,072	2,328	2,608	2,901
증가율(%)	15.4	12.3	12.1	11.2
매출원가	1,801	2,028	2,256	2,474
매출총이익	271	300	352	426
판매비와관리비	240	278	319	382
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	31	21	33	45
증가율(%)	15.5	-33.2	58.2	34.6
영업이익률(%)	1.5	0.9	1.3	1.5
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	3	4	4
기타영업외손익	-14	-24	-14	-14
세전계속사업이익	12	-5	20	31
법인세비용	5	1	4	6
세전계속이익률(%)	0.6	-0.2	0.8	1.1
당기순이익	7	-6	16	25
순이익률(%)	0.3	-0.2	0.6	0.9
지배주주귀속 순이익	11	-5	18	29
기타포괄이익	3	-4	-4	-4
총포괄이익	10	-10	12	21
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	-18	52	49	54
당기순이익	7	-6	16	25
유형자산감가상각비	-	13	13	13
무형자산상각비	6	6	6	6
지분법관련손실(이익)	0	3	4	4
투자활동 현금흐름	-38	-16	-14	-15
유형자산의 처분(취득)	-19	-18	-15	-15
무형자산의 처분(취득)	-21	-	-	-
금융상품의 증감	7	4	2	1
재무활동 현금흐름	60	-5	-7	-8
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	70	0	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-2	-2	-2	-3
현금및현금성자산의증감	4	-5	7	2
기초현금및현금성자산	7	11	6	13
기말현금및현금성자산	11	6	13	14

주요투자지표	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)				
EPS	957	-432	1,524	2,416
BPS	17,380	16,472	17,431	19,282
CFPS	1,465	1,315	3,118	4,032
DPS	200	200	250	250
Valuation(배)				
PER	86.8		24.2	15.3
PBR	4.8	2.2	2.1	1.9
PCR	56.7	28.1	11.8	9.2
EV/EBITDA	31.6	16.0	12.1	9.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	5.5	-2.3	9.0	13.2
EBITDA 이익률	1.8	1.7	2.0	2.2
부채비율	269.2	307.2	312.9	304.1
순부채비율	92.0	103.2	96.3	88.0
매출채권회전율(x)	9.8	10.2	10.6	10.5
재고자산회전율(x)	14.5	13.2	13.5	13.5

자료 : CJ 프레시웨이, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-02-09	Hold	40,000
2016-08-05	Buy	55,000
2016-04-11	Buy	70,000
2016-02-22(담당자변경)	Buy	78,000

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자:이경신](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-