

## 15. CJ프레시웨이 (051500) / HOLD (유지) / TP 35,000원 (하향)

### 3Q18 Preview: 시장기대치를 하회하는 영업실적 예상

CJ프레시웨이의 3Q18 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 7,571억원 (+14.4% YoY), 126억원 (-15.2% YoY)으로, 영업이익은 외식경기 악화 및 인건비 부담 증가분이 반영됨에 따라 시장기대치 (146억원)을 하회하는 영업실적이 예상된다.

식자재유통은 급식유통 대형거래처와 외식 신규수주 및 기존거래처 점포확대 기조가 일부 유지되나, 회계기준 변경 및 외식경기 악화 영향에 따른 외식/급식항 영업실적이 축소될 가능성에 무게를 실는다. 폭염으로 인한 농수산물 수요하락 또한 실적에 (-)영향을 미치는 것으로 판단한다. 경기악화에 따라 2017년까지 확대된 내부 인력이 부담으로 작용하고 있어 효율적인 재배치가 필요한 시점이다.

단체급식의 경우 병원 및 레저경로 중심의 신규거래처 확대로 외형확대는 견조한 수준을 보일 것으로 판단하며, 중장기적으로 점당 매출액 개선 및 2016년 이후 높은 수준으로 유지되고 있는 수주잔고에 따른 고성장세가 유지될 것으로 예상한다. 최저임금 상승과 관련된 이슈의 경우 상대적으로 고수익의 신규 및 재계약이 연 내 순차적으로 진행됨에 따른 비용안정화가 예상된다.

프레시원 영업실적의 경우 높은 베이스효과로 성장속도는 다소 둔화될 가능성이 있으나, 신규오픈 및 영업커버리지 확대 등에 힘입어 안정성을 보이는 수익구조가 지속될 전망이다. 다만 일부 법인에 대한 이슈발생 가능성 등은 염두 할 필요가 있다. 송림푸드는 3공장 완공에 따른 초기 비용부담으로 2019년 이후 이익기여가 가능할 전망이다.

### 인건비부담 완화 및 영업외부문 불확실성 축소 필요

외식경기 악화가 온전히 영업실적 하락으로 이어지는 상황은 최저임금 상승 등을 감안할 때 2019년까지 이어질 공산이 크다. 인건비부담 또한 빠른 해소가 필요한 상황이다. 마진하락 흐름 지속가능성이 높은 상황에서 차입금성 비용반영이 지배순이익의 축소에 연결됨에 따른 밸류에이션 악화 우려 또한 여전히 과제인 상황으로, 과도한 외형 확장 집중으로 인한 재무구조 불안정성 지속 측면의 리스크는 해소될 필요가 있다는 판단이다. 영업실적 추정치 및 밸류에이션 조정에 따라 목표주가를 35,000원으로 하향조정, HOLD 의견을 유지한다. 향후 식자재유통시장이 자본력 높은 업체들로 재편될 경우 CJ프레시웨이의 경쟁력이 두각을 나타낼 가능성에 대해 긍정적으로 판단하나, 불확실성에 따른 우려가 높은 구간임을 염두할 필요가 있다.

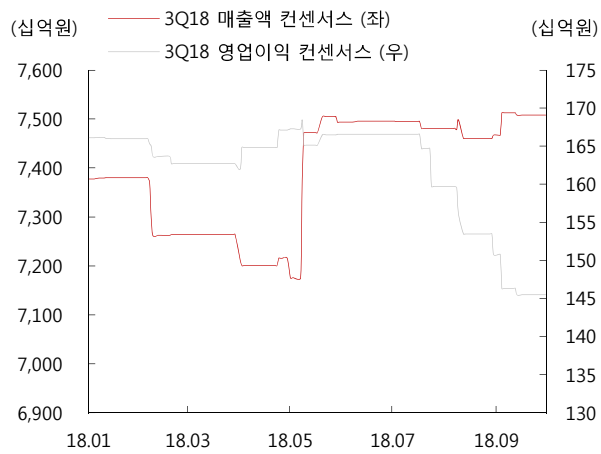
&lt;표1&gt; CJ프레시웨이 연결기준 영업실적 추정치 및 컨센서스 비교

|         | 3Q18E | 3Q17   | YoY (% , %p) | 3Q18C | diff (% , %p) |
|---------|-------|--------|--------------|-------|---------------|
| 매출액     | 757.1 | 662.0  | 14.4         | 750.8 | 0.8           |
| 영업이익    | 12.6  | 14.9   | (15.2)       | 14.6  | (13.4)        |
| 영업이익률 % | 1.7   | 2.2    | (0.6)        | 1.9   | (0.3)         |
| 세전이익    | 4.6   | (10.1) | (145.4)      | 9.1   | (49.4)        |
| 세전이익률 % | 0.6   | (1.5)  | 2.1          | 1.2   | (0.6)         |

자료: FnGuide, 하이투자증권 추정

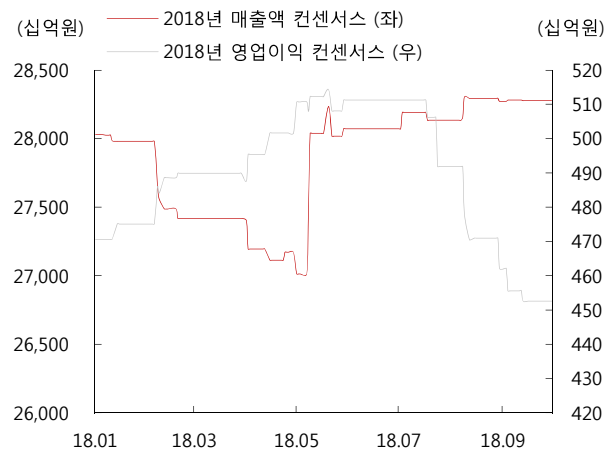
주: 컨센서스는 2018년 10월 05일 기준

&lt;그림1&gt; CJ프레시웨이 3Q18 영업실적 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 하이투자증권

&lt;그림2&gt; CJ프레시웨이 2018년 영업실적 컨센서스 추이



자료: FnGuide, 하이투자증권

&lt;표2&gt; CJ프레시웨이 연결기준 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

|           | 1Q17  | 2Q17  | 3Q17  | 4Q17    | 1Q18   | 2Q18  | 3Q18E  | 4Q18E  | 2017    | 2018E   | 2019E   |
|-----------|-------|-------|-------|---------|--------|-------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 연결 매출액    | 594.8 | 634.6 | 662.0 | 612.9   | 675.8  | 728.6 | 757.1  | 659.2  | 2,504.4 | 2,820.7 | 3,009.9 |
| 식자재유통     | 488.0 | 508.7 | 529.5 | 486.4   | 554.3  | 585.2 | 610.0  | 518.5  | 2,012.6 | 2,268.0 | 2,392.1 |
| 외식/급식유통   | 236.6 | 253.5 | 245.5 | 196.8   | 209.9  | 232.2 | 228.3  | 209.6  | 932.4   | 880.0   | 924.0   |
| 중소제휴(JV)  | 148.4 | 157.3 | 172.6 | 171.5   | 161.1  | 166.8 | 186.7  | 187.3  | 649.8   | 701.8   | 760.9   |
| 1차도매 및 원료 | 102.9 | 97.9  | 111.4 | 118.1   | 183.3  | 186.4 | 195.0  | 121.6  | 430.3   | 686.2   | 707.3   |
| 단체급식      | 75.3  | 90.4  | 94.1  | 88.0    | 84.6   | 105.6 | 105.4  | 95.0   | 347.8   | 390.6   | 421.9   |
| 해외 및 adj. | 31.6  | 35.5  | 38.4  | 38.5    | 36.9   | 37.8  | 41.8   | 45.6   | 144.1   | 162.1   | 195.9   |
| YoY %     | 11.0  | 6.3   | 9.2   | 4.1     | 13.6   | 14.8  | 14.4   | 7.5    | 7.6     | 12.6    | 6.7     |
| 식자재유통     | 8.0   | 3.1   | 4.4   | 0.5     | 13.6   | 15.0  | 15.2   | 6.6    | 3.9     | 12.7    | 5.5     |
| 외식/급식유통   | 9.9   | 5.4   | 3.4   | (16.5)  | (11.3) | (8.4) | (7.0)  | 6.5    | 0.4     | (5.6)   | 5.0     |
| 중소제휴(JV)  | 12.5  | 7.2   | 12.2  | 10.0    | 8.6    | 6.0   | 8.2    | 9.2    | 10.4    | 8.0     | 8.4     |
| 1차도매 및 원료 | (1.6) | (7.8) | (3.8) | 27.4    | 78.1   | 90.3  | 75.0   | 3.0    | 2.6     | 59.5    | 3.1     |
| 단체급식      | 11.1  | 10.0  | 12.2  | 6.5     | 12.4   | 16.8  | 12.0   | 8.0    | 9.9     | 12.3    | 8.0     |
| 해외 및 adj. | 95.9  | 65.8  | 150.2 | 75.9    | 16.7   | 6.5   | 8.7    | 18.4   | 92.6    | 12.5    | 20.8    |
| 연결 영업이익   | 4.5   | 14.0  | 14.9  | 10.5    | 6.0    | 13.8  | 12.6   | 8.4    | 43.9    | 40.9    | 47.2    |
| YoY %     | 38.5  | 54.4  | 79.9  | 2,181.5 | 35.1   | (1.7) | (15.2) | (19.8) | 108.7   | (6.9)   | 15.6    |
| OPM %     | 0.8   | 2.2   | 2.2   | 1.7     | 0.9    | 1.9   | 1.7    | 1.3    | 1.8     | 1.4     | 1.6     |

자료: CJ프레시웨이, 하이투자증권

&lt;표3&gt; CJ프레시웨이 목표주가 변경

(단위: 십억원)

|                | 2014  | 2015   | 2016    | 2017    | 2018E  | 2019E  |
|----------------|-------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 순이익            | 9.3   | 6.7    | (5.8)   | 1.2     | 8.4    | 14.0   |
| YoY %          | 흑전    | -28.7% | 적전      | 흑전      | 592.1% | 66.8%  |
| 지배주주순이익        | 10.6  | 10.9   | (4.7)   | (1.5)   | 5.3    | 11.2   |
| YoY %          | 흑전    | 2.7%   | 적전      | 적축      | 흑전     | 112.3% |
| EPS (원)        | 973.6 | 915.1  | (393.4) | (129.4) | 443.4  | 941.1  |
| EPSG (%)       | 흑전    | -6.0%  | 적전      | 적축      | 흑전     | 112.3% |
| PER (Avg)      | 47.3  | 90.8   | (99.1)  | (307.7) | 70.5   | 33.2   |
| Target PER (X) |       |        |         |         |        | 36.5   |
| Fair Price (원) |       |        |         |         |        | 34,349 |
| 목표주가 (원)       |       |        |         |         |        | 35,000 |

자료: 하이투자증권 추정

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

| 재무상태표      | (단위:십억원) |       |       |       |
|------------|----------|-------|-------|-------|
|            | 2017     | 2018E | 2019E | 2020E |
| 유동자산       | 507      | 503   | 527   | 557   |
| 현금 및 현금성자산 | 55       | 35    | 43    | 54    |
| 단기금융자산     | 8        | 5     | 3     | 2     |
| 매출채권       | 277      | 297   | 315   | 334   |
| 재고자산       | 154      | 154   | 154   | 154   |
| 비유동자산      | 396      | 394   | 396   | 399   |
| 유형자산       | 254      | 252   | 254   | 257   |
| 무형자산       | 96       | 96    | 96    | 96    |
| 자산총계       | 903      | 897   | 924   | 956   |
| 유동부채       | 513      | 481   | 497   | 514   |
| 매입채무       | 252      | 290   | 303   | 317   |
| 단기차입금      | -        | 100   | 100   | 100   |
| 유동성장기부채    | 172      | -     | -     | -     |
| 비유동부채      | 154      | 176   | 176   | 176   |
| 사채         | 120      | 140   | 140   | 140   |
| 장기차입금      | 5        | 6     | 6     | 6     |
| 부채총계       | 667      | 657   | 673   | 690   |
| 지배주주지분     | 180      | 182   | 190   | 202   |
| 자본금        | 12       | 12    | 12    | 12    |
| 자본잉여금      | 92       | 92    | 92    | 92    |
| 이익잉여금      | 34       | 37    | 46    | 59    |
| 기타자본항목     | 22       | 22    | 22    | 22    |
| 비지배주주지분    | 55       | 58    | 61    | 64    |
| 자본총계       | 235      | 240   | 251   | 266   |

| 포괄손익계산서     | (단위:십억원%) |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|
|             | 2017      | 2018E | 2019E | 2020E |
| 매출액         | 2,504     | 2,821 | 3,010 | 3,189 |
| 증가율(%)      | 7.6       | 12.6  | 6.7   | 5.9   |
| 매출원가        | 2,151     | 2,428 | 2,536 | 2,654 |
| 매출총이익       | 353       | 392   | 474   | 535   |
| 판매비와관리비     | 309       | 352   | 427   | 482   |
| 연구개발비       | -         | -     | -     | -     |
| 기타영업수익      | -         | -     | -     | -     |
| 기타영업비용      | -         | -     | -     | -     |
| 영업이익        | 44        | 41    | 47    | 53    |
| 증가율(%)      | 108.7     | -6.9  | 15.6  | 11.3  |
| 영업이익률(%)    | 1.8       | 1.4   | 1.6   | 1.6   |
| 이자수익        | -         | -     | -     | -     |
| 이자비용        | -         | -     | -     | -     |
| 지분법이익(손실)   | 0         | 3     | 4     | 4     |
| 기타영업외손익     | -36       | -21   | -28   | -28   |
| 세전계속사업이익    | 1         | 14    | 18    | 23    |
| 법인세비용       | 0         | 6     | 4     | 5     |
| 세전계속이익률(%)  | 0.0       | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 당기순이익       | 1         | 8     | 14    | 18    |
| 순이익률(%)     | 0.0       | 0.3   | 0.5   | 0.6   |
| 지배주주귀속 순이익  | -2        | 5     | 11    | 15    |
| 기타포괄이익      | -1        | -1    | -1    | -1    |
| 총포괄이익       | 0         | 7     | 13    | 17    |
| 지배주주귀속총포괄이익 | 0         | 7     | 13    | 17    |

| 현금흐름표        | (단위:십억원) |       |       |       |
|--------------|----------|-------|-------|-------|
|              | 2017     | 2018E | 2019E | 2020E |
| 영업활동 현금흐름    | 23       | 91    | 74    | 79    |
| 당기순이익        | 1        | 8     | 14    | 18    |
| 유형자산감가상각비    | -        | 15    | 16    | 16    |
| 무형자산상각비      | 12       | 12    | 12    | 12    |
| 지분법관련손실(이익)  | 0        | 3     | 4     | 4     |
| 투자활동 현금흐름    | -34      | -20   | -19   | -20   |
| 유형자산의 처분(취득) | -27      | -20   | -18   | -18   |
| 무형자산의 처분(취득) | -4       | -     | -     | -     |
| 금융상품의 증감     | 4        | 3     | 2     | 1     |
| 재무활동 현금흐름    | 53       | -62   | -11   | -11   |
| 단기금융부채의증감    | -        | -     | -     | -     |
| 장기금융부채의증감    | 50       | 20    | -     | -     |
| 자본의증감        | -        | -     | -     | -     |
| 배당금지급        | -5       | -2    | -2    | -2    |
| 현금및현금성자산의증감  | 42       | -20   | 8     | 11    |
| 기초현금및현금성자산   | 12       | 55    | 35    | 43    |
| 기말현금및현금성자산   | 55       | 35    | 43    | 54    |

| 주요투자지표                 | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원)                |        |        |        |        |
| EPS                    | -129   | 443    | 941    | 1,291  |
| BPS                    | 15,181 | 15,332 | 15,979 | 16,977 |
| CFPS                   | 858    | 2,723  | 3,248  | 3,616  |
| DPS                    | 200    | 200    | 200    | 200    |
| Valuation(배)           |        |        |        |        |
| PER                    |        | 68.2   | 32.1   | 23.4   |
| PBR                    | 26     | 20     | 1.9    | 1.8    |
| PCR                    | 46.4   | 11.1   | 9.3    | 8.4    |
| EV/EBITDA              | 12.7   | 8.3    | 7.5    | 6.9    |
| Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| ROE                    | -0.8   | 2.9    | 6.0    | 7.8    |
| EBITDA 이익률             | 2.2    | 2.4    | 2.5    | 2.5    |
| 부채비율                   | 283.3  | 273.3  | 268.2  | 259.9  |
| 순부채비율                  | 99.5   | 85.8   | 79.7   | 71.5   |
| 매출채권회전율(x)             | 9.4    | 9.8    | 9.8    | 9.8    |
| 재고자산회전율(x)             | 14.8   | 18.3   | 19.5   | 20.7   |

자료: CJ 프레시웨이, 하이투자증권 리서치센터