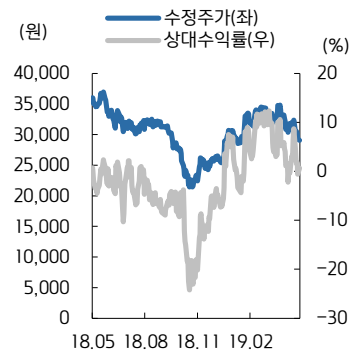


CJ프레시웨이(051500) 협상 테이블을 주도하다

BUY (Maintain)

주가(5/20): 29,100원/TP: 46,000원

KOSDAQ (5/20)	702.08pt		
시가총액	3,455억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	36,950원	21,450원	
최고/최저가대비	-21.2%	35.7%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-12.2%	-4.7%
	6M	24.9%	22.9%
	1Y	-19.6%	-0.4%
발행주식수	11,872천주		
일평균 거래량(3M)	39천주		
외국인 지분율	20.8%		
배당수익률(2019E)	0.6%		
BPS(2019E)	18,325원		
주요 주주	CJ 외 2인	47.7%	



◎ Cost Push: 평가 인상 및 Bargaining Power Shift 의 계기

- 최저임금 인상과 같은 Cost Push가 식자재유통/단체급식 평가 인상의 계기가 되고 있음
- 계약조건 개선 작업을 통해 평가 인상과 거래처 Mix 개선을 동시에 진행하고 있음
- 이러한 과정 속에서 동사가 계약조건 협상의 주도권을 가지고 있다는 것이 확인되는 중

◎ CK 역량 강화 및 Captive 통합 구매 물량 확보로 중장기 성장 동력 확보

- 농산물 전처리 업체 인수 및 CK 역량 강화로 중장기적으로 인건비 효율성 제고
- CJ제일제당 통합 구매 물량 확보(축육 중심)로 바잉 파워 레벨 업
- 송림푸드 가동률 정상화를 통해, 가공식품 내 킬러 카테고리 확보도 긍정적

◎ 투자의견 BUY, 목표주가 46,000원

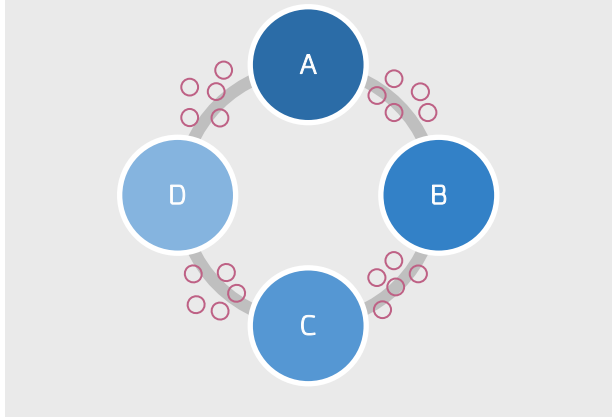
- Bargaining Power Shift로 MS 상승이 OPM 확대로 연결되기 시작
- 중장기적으로 국내 식자재유통 기업화의 최대 수혜주

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	2,504.4	2,828.1	3,194.9	3,440.4	3,702.3
영업이익	43.9	50.7	64.7	71.1	79.7
EBITDA	70.8	80.1	111.1	118.6	129.1
세전이익	1.2	26.8	36.8	41.0	47.6
순이익	1.2	16.7	27.2	31.1	36.1
지배주주지분순이익	-1.5	13.7	24.1	27.5	32.5
EPS(원)	-129	1,154	2,029	2,315	2,735
증감률(% YoY)	적지	흑전	75.7	14.1	18.2
PER(배)	-307.7	23.0	16.4	14.3	12.1
PBR(배)	2.62	1.61	1.81	1.62	1.45
EV/EBITDA(배)	10.9	7.8	6.5	5.9	5.2
영업이익률(%)	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2
ROE(%)	-0.8	7.3	11.7	11.9	12.6
순차입금비율(%)	102.6	101.2	91.1	75.5	59.4

CJ프레시웨이(051500) Bargaining Power Shift의 시작

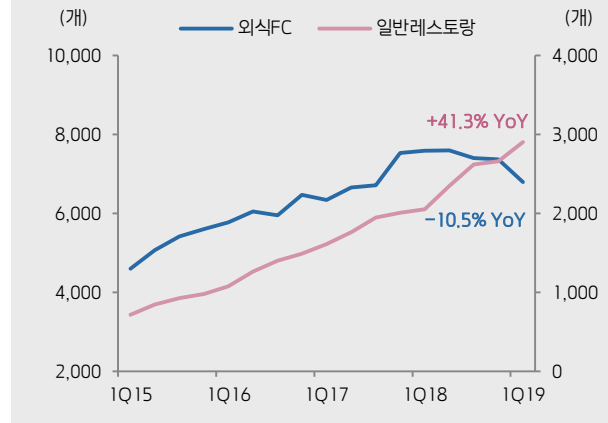
- ◎ 물류 관련 고정비 부담 완화로 주요 거래선에 대한 협상력 상승
 - CJ프레시웨이는 초기 물류 관련 고정비 부담 완화를 위해, 대형 거점 거래선(외식FC) 확보에 주력
 - 꾸준한 외형 확보로 물류 관련 고정비 부담 완화되면서 중소형 거래선(일반레스토랑) 비중 늘려왔음
 - 고정비 부담 완화와 함께 거래처 다각화 되면서 주요 거래선에 대한 협상력이 상승하였음
- ◎ Cost Push, 판가 인상의 계기 -> 거래처 계약조건 및 Mix 개선 가속화
 - 최저임금 인상으로 밸류체인 전반의 비용이 상승하면서, 단체급식과 식자재유통의 판가 인상이 지속되고 있음
 - 동사는 개선된 협상력을 바탕으로 거래처 계약조건 및 Mix 개선을 가속화하고 있음
 - 이에 따라, 몇 년간의 MS 상승 효과가 수익성 개선으로 연결되기 시작함

대형/중소형 거래선 Mix vs 물류 효율성



자료: 키움증권 리서치센터

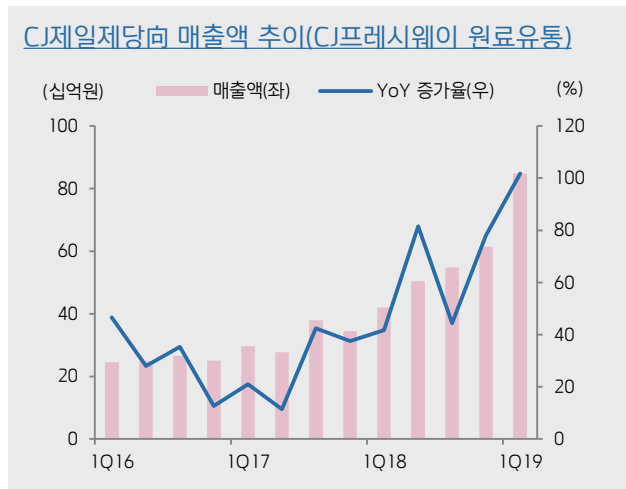
CJ프레시웨이 외식FC/일반레스토랑 거래처 수 추이



자료: CJ프레시웨이

CJ프레시웨이(051500) 통합구매 물량과 CK 확보로 성장 동력 마련

- ◎ CJ제일제당向 HMR 및 통합구매 물량 매출 증가 기대
 - CJ프레시웨이의 CJ제일제당向 1분기 매출액은 전년동기 대비 +102% 성장. 금액으로는 400~500억원 증가
 - CJ제일제당의 HMR 매출 성장과 축육 통합구매 물량(200억원 초반) 확보 덕분
 - 작년 CJ제일제당向 매출액은 2,000~2,100억원 수준. 올해는 통합구매 물량 덕분에 거의 두 배 수준으로 커질 것으로 기대
- ◎ 농산물 전처리 업체 인수로 CK 역량 확보 -> 중장기 성장 동력 마련
 - 3월에 농산물 전처리 업체 제이팜스/제이엔푸드 인수 발표. 5월 혹은 6월부터 연결 편입 예정(연간 OP 20억원 수준)
 - 농산물 전처리 업체 인수로 CK(Central Kitchen) 역량 확보하면서 인력 활용의 효율성 증대 가능
 - 최저임금의 가파른 상승으로 인해, 중장기 성장을 위해서는 인건비 효율화가 중요
 - M&A를 통한 CK 역량 확보로 중장기 성장 동력 마련



자료: CJ프레시웨이

농산물 전처리 업체 제이팜스/제이엔푸드 인수

제이팜스 실적 추이 (단위: 백만원)

연도	'15	'16	'17
매출액	25,102	41,800	35,100
당기순이익	678	797	947

제이엔푸드 실적 추이 (단위: 백만원)

연도	'15	'16	'17
매출액	7,055	12,381	14,212
당기순이익	199	465	498

자료: 금융감독원 전자공시시스템(DART)

CJ프레시웨이(051500) 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	675.8	728.6	704.3	719.3	747.7	819.5	809.0	818.7	2,828.1	3,194.9	3,440.4
(YoY)	13.6%	14.8%	6.4%	17.4%	10.6%	12.5%	14.9%	13.8%	12.9%	13.0%	7.7%
식자재 유통	554.3	585.2	555.2	579.0	610.1	656.7	636.6	650.0	2,270.4	2,553.2	2,710.3
(YoY)	13.6%	15.0%	4.9%	19.0%	10.1%	12.2%	14.7%	12.3%	12.8%	12.5%	6.2%
외식/급식 유통	209.9	232.2	229.0	234.6	218.5	251.9	249.6	254.5	905.7	974.6	1,033.1
(YoY)	-11.3%	-8.4%	-6.7%	60.1%	4.1%	8.5%	9.0%	8.5%	2.7%	7.6%	6.0%
프레시원 유통	161.1	166.8	169.0	158.8	175.7	178.5	175.8	163.6	655.7	693.5	721.2
(YoY)	8.6%	6.0%	-2.1%	-7.4%	9.1%	7.0%	4.0%	3.0%	0.9%	5.8%	4.0%
1차상품 도매 및 원료	183.3	186.4	153.7	185.6	215.8	226.3	211.3	231.9	709.0	885.2	956.0
(YoY)	78.1%	90.4%	38.0%	10.2%	17.7%	21.4%	37.4%	24.9%	47.5%	24.8%	8.0%
단체급식	84.6	105.6	113.3	108.1	103.0	127.7	136.7	132.4	411.6	499.8	573.0
(YoY)	12.4%	16.8%	20.4%	22.8%	21.7%	21.0%	20.6%	22.5%	18.3%	21.4%	14.6%
기타	37.0	37.8	39.3	32.3	34.6	35.1	35.7	36.3	146.4	141.7	157.1
(YoY)	17.1%	6.5%	2.1%	-16.1%	-6.5%	-7.1%	-9.2%	12.3%	1.6%	-3.2%	10.9%
매출총이익	76.6	93.1	94.3	94.6	83.5	108.2	109.7	104.8	358.6	406.2	440.8
(GPM)	11.3%	12.8%	13.4%	13.1%	11.2%	13.2%	13.6%	12.8%	12.7%	12.7%	12.8%
판매비	70.6	79.3	81.1	77.0	76.9	88.1	90.7	85.8	308.0	341.5	369.7
(판매비율)	10.4%	10.9%	11.5%	10.7%	10.3%	10.7%	11.2%	10.5%	10.9%	10.7%	10.7%
영업이익	6.0	13.8	13.3	17.6	6.6	20.1	19.0	19.0	50.7	64.7	71.1
(YoY)	35.1%	-1.7%	-10.8%	67.1%	9.2%	46.2%	43.4%	7.7%	15.5%	27.7%	9.9%
(OPM)	0.9%	1.9%	1.9%	2.4%	0.9%	2.5%	2.3%	2.3%	1.8%	2.0%	2.1%
세전이익	2.2	7.7	6.9	10.0	-1.3	13.2	12.0	12.9	26.8	36.8	41.0
당기순이익	1.7	3.3	5.0	6.7	-1.5	10.0	9.1	9.7	16.7	27.2	31.1
지배주주순이익	1.0	2.4	4.1	6.2	-2.0	9.1	8.2	8.8	13.7	24.1	27.5
(YoY)	흑전	-61.5%	흑전	1421.6%	적전	277.1%	98.7%	42.2%	흑전	75.7%	14.1%

CJ프레시웨이(051500) 재무제표

포괄손익계산서		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
매출액	2,504.4	2,828.1	3,194.9	3,440.4	3,702.3	
매출원가	2,151.4	2,469.5	2,788.6	2,999.6	3,224.4	
매출총이익	353.0	358.6	406.2	440.8	477.9	
판매비	309.1	308.0	341.5	369.7	398.2	
영업이익	43.9	50.7	64.7	71.1	79.7	
EBITDA	70.8	80.1	111.1	118.6	129.1	
영업외손익	-42.6	-23.8	-27.9	-30.1	-32.1	
이자수익	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	
이자비용	7.3	8.7	10.1	9.3	8.2	
외환관련이익	7.5	1.6	3.0	3.0	3.0	
외환관련손실	1.6	4.9	3.0	3.0	3.0	
총속 및 관계기업손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	
기타	-42.2	-12.8	-19.0	-22.0	-25.1	
법인세차감전이익	1.2	26.8	36.8	41.0	47.6	
법인세비용	0.0	10.1	9.6	9.9	11.5	
계속사업손익	1.2	16.7	27.2	31.1	36.1	
당기손익	1.2	16.7	27.2	31.1	36.1	
지배주주손익	-1.5	13.7	24.1	27.5	32.5	
증감률 및 수익성 (%)						
매출액 증감률	7.6	12.9	13.0	7.7	7.6	
영업이익 증감률	108.8	15.5	27.6	9.9	12.1	
EBITDA 증감률	59.9	13.1	38.7	6.8	8.9	
지배주주손익의 증감률	홀전	-1,013.3	75.9	14.1	18.2	
EPS 증감률	적외	홀전	75.7	14.1	18.2	
매출총이익률(%)	14.1	12.7	12.7	12.8	12.9	
영업이익률(%)	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2	
EBITDA Margin(%)	2.8	2.8	3.5	3.4	3.5	
지배주주손익률(%)	-0.1	0.5	0.8	0.8	0.9	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
영업활동 현금흐름	23.4	57.7	73.3	79.3	86.5	
당기손익	0.0	0.0	27.2	31.1	36.1	
비현금항목의 가감	66.9	37.2	64.8	65.5	68.0	
유형자산감가상각비	15.2	17.8	34.3	35.9	37.6	
무형자산감가상각비	11.7	11.6	12.1	11.6	11.8	
지분법평가손익	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	
기타	40.1	7.9	18.4	18.0	18.6	
영업활동자산부채증감	-41.8	6.0	-0.3	0.7	1.1	
매출채권및기타채권의감소	-44.2	60.7	-11.8	-10.7	-11.2	
재고자산의감소	29.3	-56.1	-9.9	-9.0	-9.5	
매입채무및기타채무의증가	-4.2	-14.0	22.2	20.4	21.7	
기타	-22.7	15.4	-0.8	0.0	0.1	
기타현금흐름	-1.7	14.5	-18.4	-18.0	-18.7	
투자활동 현금흐름	-33.5	-51.9	-74.6	-53.1	-53.1	
유형자산의 취득	-26.8	-36.6	-50.0	-50.0	-50.0	
유형자산의 처분	1.4	2.6	0.0	0.0	0.0	
무형자산의 취득	-3.5	-4.9	-20.8	-4.0	-4.0	
투자자산의감소(증가)	-6.0	-13.5	-4.7	0.0	0.0	
단기금융자산의감소(증가)	4.3	-0.4	0.0	0.0	0.0	
기타	-2.9	0.9	0.9	0.9	0.9	
재무활동 현금흐름	53.3	-34.6	-2.8	-35.3	-40.3	
차입금의 증가(감소)	66.5	-20.8	7.5	-25.0	-30.0	
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
배당금지급	-4.7	-5.2	-2.4	-2.4	-2.4	
기타	-8.5	-8.6	-7.9	-7.9	-7.9	
기타현금흐름	-0.9	0.1	8.5	7.0	7.0	
현금 및 현금성자산의 순증가	42.3	-28.8	4.4	-2.1	0.2	
기초현금 및 현금성자산	12.4	54.7	26.0	30.3	28.2	
기말현금 및 현금성자산	54.7	26.0	30.3	28.2	28.4	

재무상태표		(단위: 십억원)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
유동자산	506.6	467.9	494.0	511.6	532.5	
현금 및 현금성자산	54.7	26.0	30.4	28.3	28.5	
단기금융자산	7.6	8.0	8.0	8.0	8.0	
매출채권 및 기타채권	277.5	213.2	225.0	235.6	246.8	
재고자산	154.2	210.4	220.3	229.4	238.9	
기타유동자산	20.2	18.3	18.3	18.3	18.3	
비유동자산	396.0	449.4	619.4	626.0	630.5	
투자자산	26.7	40.1	44.8	44.8	44.8	
유형자산	254.3	301.1	457.6	471.7	484.1	
무형자산	95.6	93.1	101.9	94.3	86.5	
기타비유동자산	19.4	15.1	15.1	15.2	15.1	
자산총계	902.6	917.3	1,113.5	1,137.6	1,163.0	
유동부채	512.8	567.3	496.9	492.3	499.0	
매입채무 및 기타채무	315.4	313.2	335.4	355.8	377.5	
단기금융부채	179.3	228.2	135.7	110.7	95.7	
기타유동부채	18.1	25.9	25.8	25.8	25.8	
비유동부채	154.3	97.2	332.3	332.3	317.3	
장기금융부채	124.6	61.7	161.7	161.7	146.7	
기타비유동부채	29.7	35.5	170.6	170.6	170.6	
자본총계	667.2	664.5	829.2	824.6	816.4	
지배자본	180.2	195.8	217.5	242.7	272.7	
자본금	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9	
지분잉여금	91.9	89.4	89.4	89.4	89.4	
기타자본	22.3	22.0	22.0	22.0	22.0	
기타포괄손익누계액	20.1	34.1	34.1	34.1	34.1	
이익잉여금	34.1	38.5	60.2	85.3	115.4	
비지배자본	55.2	57.0	66.6	70.2	73.8	
자본총계	235.5	252.9	284.2	312.9	346.6	

투자지표		(단위: 원, 백, %)				
12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F	
주당지표(원)						
BPS	15,181	16,496	18,325	20,440	22,975	
CFPS	5,736	4,544	7,754	8,135	8,766	
DPS	200	200	200	200	200	
주당배수(배)						
PER	-307.7	23.0	16.4	14.3	12.1	
PER(최고)	-372.6	34.6	17.7			
PER(최저)	-235.4	18.3	12.0			
PBR	2.62	1.61	1.81	1.62	1.45	
PBR(최고)	3.17	2.42	1.96			
PBR(최저)	2.01	1.28	1.33			
PSR	0.19	0.11	0.12	0.11	0.11	
PCFR	6.9	5.8	4.3	4.1	3.8	
EV/EBITDA	10.9	7.8	6.5	5.9	5.2	
주요비율(%)						
배당성향(%), 보통주, 현금	196.2	14.2	8.7	7.6	6.6	
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.5	0.8	0.6	0.6	0.6	
ROA	0.1	1.8	2.7	2.8	3.1	
ROE	-0.8	7.3	11.7	11.9	12.6	
ROIC	8.4	6.5	8.3	8.1	9.0	
매출채권회전율	9.4	11.5	14.6	14.9	15.3	
재고자산회전율	14.8	15.5	14.8	15.3	15.8	
부채비율	283.3	262.8	291.8	263.5	235.5	
순차입금비율	102.6	101.2	91.1	75.5	59.4	
이자보상배율, 현금	6.0	5.8	6.4	7.7	9.7	
총차입금	303.9	289.9	297.4	272.4	242.4	
순차입금	241.6	255.9	259.0	236.1	205.9	
NOPLAT	70.8	80.1	111.1	118.6	129.1	
FCF	-5.1	27.7	23.2	48.1	56.9	