



기업분석 | 음식료

Analyst

심지현

02 3779 8640

simjin@ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	45,000 원
현재주가	32,252 원

컨센서스 대비(2Q21E 영업이익 기준)

상회	부합	하회
●		

**Stock Data**

KOSDAQ(8/11)	1,051.92 pt
시가총액	4,197 억원
발행주식수	11,872 천주
52주 최고가/최저가	37,050 / 14,950 원
90일 일평균거래대금	43.33 억원
외국인 지분율	16.3%
배당수익률(21.12E)	0.0%
BPS(21.12E)	16,494 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 5.7%
	6개월 54.2%
	12개월 76.9%
주주구성	CJ (외 3인) 47.7%
	EFG PRIVATE BANK (외 1인) 11.0%

**Stock Price**

# CJ프레시웨이 (051500)

## 분기 GPM 및 OPM 모두 최대 달성

### 2Q21 Review: 이전과는 완전히 달라진 이익 구조

CJ프레시웨이(이하 동사)의 2Q21 실적은 매출액 5,757억원(YoY -7.8%), 영업이익 191억원(YoY +607.4%, OPM 3.3%)으로, 기존 당사 2분기 영업이익 추정치 135억 및 시장 컨센서스 110억 대비 대폭 서프라이즈를 시현했다. 이익 서프라이즈의 가장 큰 원인은 작년부터 오래 이어져온 사업구조 재편의 영향이 가장 컸다. 그 결과 GPM(매출총이익)의 구조적 상승 재확인에 이어 최고 분기 OPM(영업이익률)을 시현했으며 당기순이익 흑자전환 역시 성공했다. 지속해서 언급해왔듯 마진이 얇은 기업을 볼 때 GPM의 구조적 상승이 있는지 확인하는 것은 매우 중요하데, 회복기 초반에 OPM의 상승까지 확인했다는 것은 이전과는 상당히 다른 이익 구조를 갖추게 되었다는 의미로 판단해야 한다.

### 빠른 외식/급식 회복 & 경로 조정에 따른 효과

**1)외식/급식유통:** 먼저 학교 급식 경로에서 등교일수가 늘어남에 따라 점진적으로 계약이 늘어났다. 또한 유통/대리점 쪽으로 빠르게 회복했다. 해당 부문 하에서의 FC(프랜차이즈) 매출은 늘어나고 RS(일반식당) 경로는 다소 빠졌는데 이는 지난 분기와 마찬가지로 저수익처 정리 영향 및 이관에 따른 채널 변경 영향이다. **2)프레시원 및 도매/원료유통:** 지난 분기와 마찬가지로 저수익처를 줄여 매출액이 감소하되 마진은 좋아지는 흐름이 계속되었으며, 축육 도매사업 축소 영향 역시 마찬가지로 매출액 규모를 크게 줄이고 마진이 좋아지는 효과를 냈다. **3)단체급식:** 먼저 이전에 언급한대로 신규수주가 크게 늘어난 영향이 주효했으며(최근에 들어간 3개 대형 신규계약의 예상 합산 연간규모는 140~160억 가량), 두 번째로 6월까지 거리두기 완화에 따른 재택근무 규모 감소로 오피스 경로 매출이 상당 폭 회복되었고, 세 번째로 해외 여행 회복시점이 뒤로 밀림에 따라 국내 골프장 경로가 여전히 성행하며 매출 성장을 견인했다. 컨세션 부문은 디마케팅으로 매출이 일부 빠졌을 것임에도 불구하고 거둔 성장이다. **4)기타:** 송림, 제이팜스 역시 외식 및 HMR 수요가 모두 증가하는 모습을 보이며 전분기와 마찬가지로 성장을 이어갔다. 한편 비용 부문에서 인건비가 소폭 상승한 모습이 있으나 이는 계속 쌓아오던 인센티브를 6월에 20억 추가 반영한 영향이 크다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 45,000원 유지

앞으로의 관건은 3분기 현재 반영되고 있을 재확산에 대한 투자 판단이다. 3분기에 영향을 반영해야 하는 것은 불가피하다. 백신 물량부족, 지방권 거리두기 상향, 집합요건 강화 등 기준에 백신 보급과 함께 회복될 것으로 생각하던 시점이 뒤로 밀렸기 때문이다. 다만 코로나19로부터의 회복에 대해서 방향성 자체에 대해서는 여전히 확신을 가지고 있으며 이는 단지 턴어라운드 시점의 문제라는 입장 역시 유지한다. 또한 7월까지의 유의미한 하락 영향이 크지 않았다는 파악이다. 때문에 3분기 전반기 혼재된 상황에서는 이전과는 완전히 달라진 이익 구조의 모습에 보다 집중해야 한다는 판단이다. 하반기 매출 기초를 재차 소폭 하향했으나 향후 GPM 및 OPM 추정치를 재차 상향 조정했다. 다만 하반기 불확실성을 감안해 상향하더라도 보수적인 수준까지만 상향했다. 3분기 추정치는 소폭 하향했다. 기존 밸류에이션 기준 하에서 투자의견 Buy 및 목표주가 45,000원을 유지한다.

표1 CJ 프레시웨이 분기/연간 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출</b>	<b>602.5</b>	<b>624.5</b>	<b>651.3</b>	<b>600.3</b>	<b>546.1</b>	<b>575.7</b>	<b>619.8</b>	<b>622.2</b>	<b>2,478.6</b>	<b>2,363.8</b>	<b>2,562.3</b>
식자재유통	479.6	496.8	520.6	468.6	420.7	435.4	476.3	465.7	1,966	1,798	1,926
외식/급식유통	202.3	205.4	232.9	227.4	220.0	249.6	248.0	243.8	868	961	1,019
프레시원	139.9	153.5	145.9	115.5	125.0	106.2	116.0	109.0	555	456	473
도매/원료유통	137.4	137.8	141.8	125.7	75.7	79.6	112.3	112.9	543	380	434
단체급식	101.3	109.0	114.6	111.1	99.9	118.6	124.9	128.9	436	472	534
해외 및 기타	21.6	18.6	16.1	20.5	25.5	21.8	18.5	27.7	77	94	103
<b>매출 YoY (%)</b>	<b>-19.4</b>	<b>-17.5</b>	<b>-15.4</b>	<b>-23.1</b>	<b>-9.4</b>	<b>-7.8</b>	<b>-4.8</b>	<b>3.7</b>	<b>-18.9</b>	<b>-4.6</b>	<b>8.4</b>
식자재유통	-21.4	-18.8	-16.0	-23.8	-12.3	-12.4	-8.5	-0.6	-20.0	-8.5	7.1
외식/급식유통	-7.4	-15.3	-4.5	-10.8	8.7	21.5	6.5	7.2	-9.6	10.8	6.0
프레시원	-20.4	-18.1	-18.1	-25.1	-10.7	-30.8	-20.5	-5.6	-20.2	-17.8	3.6
도매/원료유통	-36.3	-24.2	-28.2	-38.9	-44.9	-42.2	-20.8	-10.2	-32.2	-29.9	14.1
단체급식	-1.7	-9.1	-8.0	-7.6	-1.4	8.8	9.0	16.0	-6.8	8.3	13.0
해외 및 기타	-37.6	-25.6	-37.6	-54.7	18.1	17.2	15.2	35.0	-41.2	21.8	10.0
<b>매출총이익</b>	<b>75.4</b>	<b>88.9</b>	<b>96.3</b>	<b>87.1</b>	<b>84.5</b>	<b>107.5</b>	<b>103.5</b>	<b>100.8</b>	<b>347.7</b>	<b>396.3</b>	<b>423.4</b>
GPM (%)	12.5	14.2	14.8	14.5	15.5	18.7	16.7	16.2	14.0	16.8	16.5
판관비	88.0	86.2	84.5	92.6	81.3	88.4	89.9	87.7	351.3	347.3	361.5
<b>영업이익</b>	<b>-12.6</b>	<b>2.7</b>	<b>11.8</b>	<b>-5.5</b>	<b>3.1</b>	<b>19.1</b>	<b>13.6</b>	<b>13.1</b>	<b>-3.6</b>	<b>48.9</b>	<b>61.9</b>
OP YoY (%)	적전	-86.0	-33.0	적전	흑전	607.4	15.6	흑전	적전	흑전	26.5
OPM (%)	-2.1	0.4	1.8	-0.9	0.6	3.3	2.2	2.1	-0.1	2.1	2.4

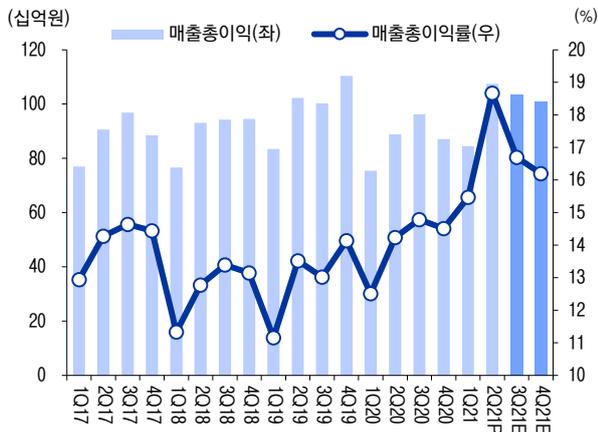
자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 밸류에이션 및 목표주가 산정

구분	추정치	비고
현재주가	35,350	21.08.11 종가 기준
Target P/B	2.2	-
21E BPS	16,493.7	기존 21E BPS 추정치에서 소폭 상향
적정주가	36,286	①
Target P/E	16.0	-
22E EPS	3,316.5	아직 올해 이익이 회복권에 있기 때문에 내년 기준 EPS 추정치 사용
적정주가	53,063	②
평균 적정주가	44,675	①, ② 평균
Target Price	45,000	기존 TP에서 유지
상승여력	27.3%	

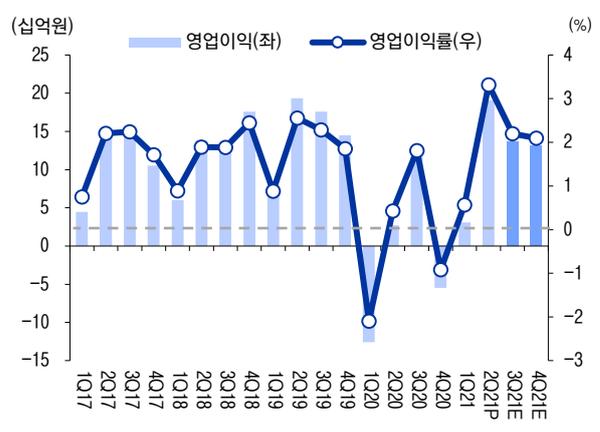
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 코로나 19 이전보다 올라온 매출총이익률(GPM)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 역대 최고 영업이익률(OPM)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## CJ프레시웨이 (051500)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	496	431	471	558	652
현금 및 현금성자산	21	86	88	143	199
매출채권 및 기타채권	264	210	230	250	273
재고자산	191	120	125	136	149
기타유동자산	19	16	28	29	30
<b>비유동자산</b>	686	692	656	636	622
관계기업투자등	0	0	0	0	0
유형자산	346	360	331	308	290
무형자산	109	86	77	71	65
<b>자산총계</b>	<b>1,182</b>	<b>1,123</b>	<b>1,127</b>	<b>1,193</b>	<b>1,274</b>
<b>유동부채</b>	580	442	540	567	598
매입채무 및 기타채무	312	275	294	319	350
단기금융부채	193	110	219	219	219
기타유동부채	75	58	27	29	30
<b>비유동부채</b>	312	394	293	294	295
장기금융부채	269	350	259	259	259
기타비유동부채	44	45	34	35	36
<b>부채총계</b>	<b>893</b>	<b>837</b>	<b>834</b>	<b>861</b>	<b>893</b>
<b>지배주주지분</b>	201	188	196	235	283
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	87	86	79	79	79
이익잉여금	37	-6	10	49	97
비지배주주지분(연결)	88	98	97	97	97
<b>자본총계</b>	<b>289</b>	<b>286</b>	<b>293</b>	<b>332</b>	<b>380</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>79</b>	<b>126</b>	<b>65</b>	<b>96</b>	<b>100</b>
당기순이익(손실)	16	-48	10	23	28
비현금수익비용가감	75	108	77	77	77
유형자산감가상각비	43	53	52	49	46
무형자산상각비	12	12	11	11	10
기타현금수익비용	0	-2	14	17	21
영업활동 자산부채변동	-4	74	-8	-4	-5
매출채권 감소(증가)	-49	42	-36	-20	-24
재고자산 감소(증가)	25	71	-26	-11	-13
매입채무 증가(감소)	18	-23	53	25	30
기타자산, 부채변동	3	-16	1	1	1
<b>투자활동 현금</b>	<b>-52</b>	<b>-53</b>	<b>-29</b>	<b>-41</b>	<b>-43</b>
유형자산처분(취득)	-36	-40	-20	-26	-28
무형자산 감소(증가)	-14	-2	-3	-4	-4
투자자산 감소(증가)	3	7	-2	-1	-1
기타투자활동	-5	-18	-4	-10	-10
<b>재무활동 현금</b>	<b>-32</b>	<b>-9</b>	<b>-10</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
차입금의 증가(감소)	-36	-48	-67	0	0
자본의 증가(감소)	-6	-7	0	0	0
배당금의 지급	6	7	0	0	0
기타재무활동	10	46	57	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-5</b>	<b>64</b>	<b>2</b>	<b>55</b>	<b>56</b>
기초현금	26	21	86	88	143
기말현금	21	86	88	143	199

자료: CJ프레시웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>3,055</b>	<b>2,479</b>	<b>2,364</b>	<b>2,562</b>	<b>2,758</b>
매출원가	2,659	2,131	1,968	2,139	2,305
<b>매출총이익</b>	<b>396</b>	<b>348</b>	<b>396</b>	<b>423</b>	<b>453</b>
판매비 및 관리비	338	351	347	362	382
<b>영업이익</b>	<b>58</b>	<b>-4</b>	<b>49</b>	<b>62</b>	<b>72</b>
(EBITDA)	112	62	112	122	128
금융손익	-22	-11	-15	-15	-15
이자비용	17	18	17	17	17
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0	0
기타영업외손익	-20	-33	-21	-10	-12
<b>세전계속사업이익</b>	<b>16</b>	<b>-48</b>	<b>13</b>	<b>37</b>	<b>46</b>
계속사업법인세비용	7	-6	3	14	17
계속사업이익	10	-43	9	23	28
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>10</b>	<b>-43</b>	<b>9</b>	<b>23</b>	<b>28</b>
지배주주	5	-39	16	39	48
<b>총포괄이익</b>	<b>19</b>	<b>-42</b>	<b>9</b>	<b>23</b>	<b>28</b>
매출총이익률 (%)	13.0	14.0	16.8	16.5	16.4
영업이익률 (%)	1.9	-0.1	2.1	2.4	2.6
EBITDA마진률 (%)	3.7	2.5	4.7	4.8	4.6
당기순이익률 (%)	0.3	-1.7	0.4	0.9	1.0
ROA (%)	0.5	-3.4	1.4	3.4	3.9
ROE (%)	2.6	-20.2	8.3	18.3	18.5
ROIC (%)	5.6	-0.4	5.5	5.9	6.9

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	66.1	-5.8	26.3	10.7	8.7
P/B	1.7	1.2	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	6.9	9.7	7.1	6.0	5.3
P/CF	3.7	3.8	4.8	4.2	4.0
배당수익률 (%)	0.9	0	0	0.9	0.9
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	8.0	-18.9	-4.6	8.4	7.6
영업이익	14.6	적전	흑전	26.4	16.0
세전이익	-39.2	적전	흑전	194.8	21.8
당기순이익	-42.6	적전	흑전	147.2	21.8
EPS	-62.4	적전	흑전	147.2	21.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	308.7	292.3	284.4	259.0	234.8
유동비율	85.4	97.5	87.2	98.4	109.0
순차입금/자기자본(x)	150.6	128.9	126.7	94.9	67.9
영업이익/금융비용(x)	3.3	-0.2	2.9	3.6	4.2
총차입금 (십억원)	461	460	478	478	478
순차입금 (십억원)	435	369	371	316	258
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	434	-3,307	1,342	3,316	4,040
BPS	16,967	15,839	16,494	19,810	23,850
CFPS	7,700	4,985	7,348	8,461	8,847
DPS	250	0	0	250	250



### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 심지현)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

### 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
<b>Sector</b> (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
<b>Company</b> (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) <b>합계</b>	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				<b>100.0%</b>	투자 의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)