



하나금융그룹

2018년 8월 24일 | Equity Research

CJ제일제당 (097950)

부담없는 주가, 증진된 체력

잃을 것이 없어 보이는 주가

현 주가는 과거 3년 밸류에이션 밴드(Fwd PER 14~18배) 하단에 위치한다. ① 국내 가공식품의 견조한 매출 성장, ② 바이오 부문의 제품 포트폴리오 다변화를 통한 이익 가시성 향상, ③ 생물자원 부문의 실적 회복세 감안시 체력은 과거 대비 Level-Up 되었다는 판단이다. 올해 및 내년 연간 영업 이익(CJ대한통운 제외)은 YoY 각각 13% 내외 증가 가능할 것으로 추정한다. ④ 만약, 해외 가공식품 업체 인수합병이 성사된다면 공격적인 해외 진출도 가능하게 될 것이다. 저가 매수가 유호한 시점으로 판단한다.

3분기 식품 판가 인상 효과 + 생물자원 실적 개선

2분기 실적 발표 이후 가공식품 부문의 마진 하락에 따른 우려가 크다. 주요 제품의 판가 인상 시점이 3월 이었음을 감안 시 판가 인상 효과는 3분기부터 가시화될 것이다. 판가 인상 기인해 하반기 가공식품 부문 매출액은 약 250억원 내외 증가하는 효과가 있을 것으로 추산된다. YoY 마진 개선도 가능할 것이다. 다만 추석선물세트 반품 시점 차이 기인해 실제 마진은 전년수준이 예상된다. 생물자원 부문은 베트남 돈육 시세 및 인니 육계 시세 회복 기인해 YoY 영업마진 개선세가 지속될 전망이다. 3분기 영업이익은 흑자전환(전년 -64억원 → 160억원)할 것으로 추정한다.

바이오 부문 분기 영업이익 500억원 내외로 Level-Up

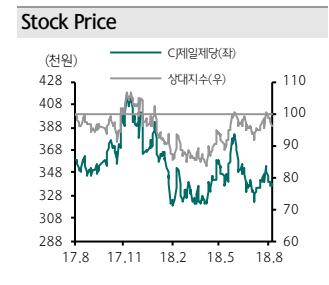
바이오 부문은 제품 포트폴리오 다각화 및 수율 개선에 힘입어 이익 체력이 Level-Up 되었다는 판단이다. '셀렉타'를 제외한 기존 바이오 부문 영업이익은 작년 300억원 내외에서 올해 400억원 내외로 유의미한 이익 증가를 시현했다. 바이오 부문 내 라이신 매출 비중은 2014년 약 55%를 차지했으나, 올해는 약 36%로 추정된다. 라이신 매출 비중이 하락하면서 판가에 따른 이익 변동성은 과거 대비 큰 폭 완화되었다. 3분기는 폐치오닌 공장 라인 정비 기인해 QoQ 매출액 및 영업이익 감소가 불가피하겠으나, '펀더멘탈 개선'이란 큰 그림은 변함없다.

Update

BUY

| TP(12M): 440,000원 | CP(8월 23일): 337,500원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,282.60		
52주 최고/최저(원)	416,000/319,500	17,928.6	19,562.3
시가총액(십억원)	5,080.5	836.1	966.6
시가총액비중(%)	0.42	1,029.2	462.5
발행주식수(천주)	15,053.2		
60일 평균 거래량(천주)	38.8		
60일 평균 거래대금(십억원)	13.6		
18년 배당금(예상,원)	3,000		
18년 배당수익률(예상,%)	0.89		
외국인지분율(%)	21.48		
주요주주 지분율(%)			
CJ 외 8 인	45.51		
국민연금	12.16		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	1.7 (4.4) (3.4)		
상대	1.1 2.7 0.1		



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	14,563.3	16,477.2	17,654.6	19,418.6	20,777.9
영업이익	십억원	843.6	776.6	850.7	1,005.5	1,117.5
세전이익	십억원	528.4	584.3	1,444.1	665.5	743.8
순이익	십억원	275.9	370.2	994.2	407.3	461.0
EPS	원	19,044	25,536	61,541	24,864	28,141
증감률	%	45.7	34.1	141.0	(59.6)	13.2
PER	배	18.77	14.33	5.48	13.57	11.99
PBR	배	1.48	1.53	1.25	1.16	1.06
EV/EBITDA	배	9.63	10.55	9.54	8.52	7.82
ROE	%	8.42	10.91	25.82	9.04	9.42
BPS	원	242,224	239,601	270,250	292,175	317,378
DPS	원	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000



Analyst 심은주

02-3771-8538

yeseo1@hanafn.com

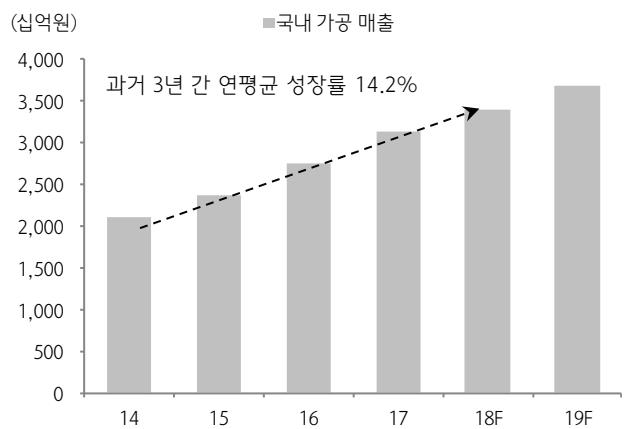
RA 윤승연

02-3771-8121

shyoon92@hanafn.com

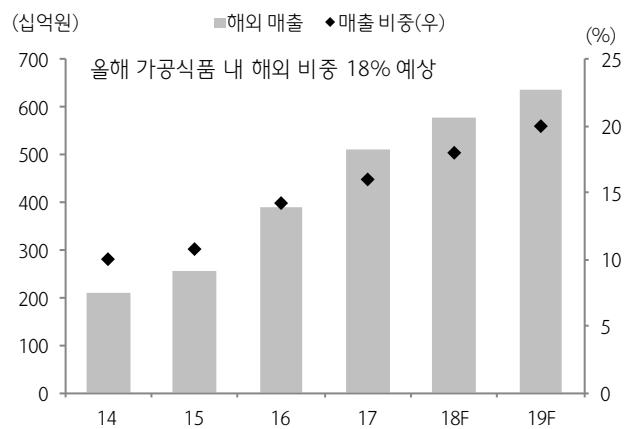


그림 1. 국내 가공 견조한 성장세 지속 전망



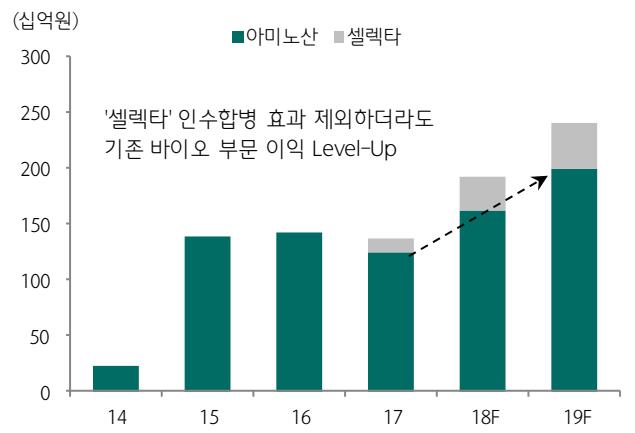
자료: 하나금융투자

그림 2. 해외 가공 매출 고성장 중



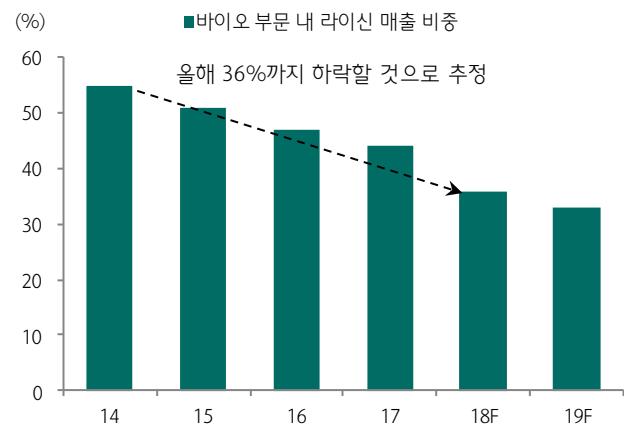
자료: 하나금융투자

그림 3. 바이오 부문 이익 가시성 높아져



자료: 하나금융투자

그림 4. 바이오 부문 내 라이신 매출 비중 추이



자료: 하나금융투자

표 1. CJ제일제당 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	16	17	18F
매출액	3,866.5	3,908.9	4,410.7	4,291.1	4,348.6	4,453.7	4,468.0	4,384.3	14,563.3	16,477.2	17,654.6
① 소재	539.6	465.6	536.3	419.9	462.7	459.7	455.9	432.5	1,870.2	1,961.4	1,810.8
② 가공	780.7	710.8	903.2	734.7	853.5	769.5	993.5	793.5	2,742.3	3,129.4	3,410.0
③ 바이오	454.5	472.3	571.4	669.7	592.0	614.1	582.1	578.6	1,801.6	2,167.9	2,366.8
④ 사료	501.7	546.6	528.4	536.1	489.4	524.2	528.4	562.9	2,012.9	2,112.8	2,104.9
⑤ 물류	1,594.9	1,707.8	1,873.2	1,934.4	2,001.5	2,284.6	2,059.0	2,157.0	6,081.9	6,617.0	7,491.0
YoY	9.4%	8.3%	19.9%	14.7%	12.5%	13.9%	1.3%	2.2%	12.7%	13.1%	7.1%
① 소재	13.0%	-1.6%	12.2%	-4.9%	-14.3%	-1.3%	-15.0%	3.0%	4.9%	4.9%	-7.7%
② 가공	14.5%	12.8%	17.9%	10.7%	9.3%	8.3%	10.0%	8.0%	15.8%	14.1%	9.0%
③ 바이오	6.1%	3.6%	25.3%	45.1%	30.3%	30.0%	1.9%	-13.6%	3.6%	20.3%	9.2%
④ 사료	2.6%	4.8%	10.4%	2.4%	-2.5%	-4.1%	0.0%	5.0%	11.5%	5.0%	-0.4%
⑤ 물류	10.4%	12.8%	25.7%	18.5%	25.5%	33.8%	9.9%	11.5%	20.3%	8.8%	13.2%
영업이익	192.5	164.4	269.3	150.4	210.3	184.6	268.0	187.8	843.6	776.6	850.7
① 소재	17.6	18.0	55.4	14.9	30.2	20.0	22.8	13.0	86.7	105.9	85.9
② 가공	82.0	50.5	111.1	13.2	86.6	48.6	119.2	39.7	265.1	256.8	294.1
③ 바이오	29.9	24.0	30.5	52.2	48.4	44.9	50.2	49.2	142.0	136.6	192.7
④ 사료	(3.4)	(6.3)	(6.4)	(8.3)	(6.5)	17.7	15.9	16.9	62.7	(24.4)	43.9
⑤ 물류	51.1	61.9	62.6	60.0	45.3	57.1	64.0	74.0	228.4	235.6	240.4
YoY	-17.3%	-21.9%	10.7%	-4.2%	9.2%	12.3%	-0.5%	24.9%	12.3%	-7.9%	9.5%
① 소재	-59.0%	-36.5%	175.9%	T/B	71.2%	10.9%	-58.9%	-12.8%	-33.1%	22.1%	-18.9%
② 가공	9.3%	-9.9%	17.9%	-66.8%	5.7%	-3.7%	7.3%	200.0%	21.1%	-3.1%	14.6%
③ 바이오	-4.8%	-19.5%	-23.4%	27.3%	61.9%	87.1%	64.5%	-5.7%	2.3%	-3.8%	41.1%
④ 사료	T/R	T/R	T/R	T/R	N/A	T/B	T/B	T/B	33.7%	TR	TB
⑤ 물류	-3.9%	3.7%	3.9%	8.5%	-11.4%	-7.7%	2.2%	23.3%	22.8%	3.1%	2.0%
OPM	5.0%	4.2%	6.1%	3.5%	4.8%	4.1%	6.0%	4.3%	5.8%	4.7%	4.8%
① 소재	3.3%	3.9%	10.3%	3.5%	6.5%	4.4%	5.0%	3.0%	4.6%	5.4%	4.7%
② 가공	10.5%	7.1%	12.3%	1.8%	10.2%	6.3%	12.0%	5.0%	9.7%	8.2%	8.6%
③ 바이오	6.6%	5.1%	5.3%	7.8%	8.2%	7.3%	8.6%	8.5%	7.9%	6.3%	8.1%
④ 사료	-0.7%	-1.2%	-1.2%	-1.5%	-1.3%	3.4%	3.0%	3.0%	3.1%	-1.2%	2.1%
⑤ 물류	3.2%	3.6%	3.3%	3.1%	2.3%	2.5%	3.1%	3.4%	3.8%	3.6%	3.2%
세전이익	125.2	70.2	364.5	24.5	112.2	1,048.1	198.0	85.8	528.4	584.3	1,444.1
YoY	-38.6%	-47.0%	120.4%	-8.2%	-10.4%	1393.2%	-45.7%	250.1%	44.9%	10.6%	147.2%
(지배)순이익	82.0	21.1	256.4	10.6	62.5	758.5	124.8	48.5	275.9	370.2	994.2
YoY	-33.1%	-50.0%	130.9%	TB	-23.8%	3486.2%	-51.3%	356.1%	45.8%	34.2%	168.6%
NPM	2.1%	0.5%	5.8%	0.2%	1.4%	17.0%	2.8%	1.1%	1.9%	2.2%	5.6%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	14,563.3	16,477.2	17,654.6	19,418.6	20,777.9
매출원가	11,275.2	12,922.5	13,590.8	14,917.7	15,941.2
매출총이익	3,288.1	3,554.7	4,063.8	4,500.9	4,836.7
판관비	2,444.5	2,778.1	3,213.1	3,495.3	3,719.2
영업이익	843.6	776.6	850.7	1,005.5	1,117.5
금융순익	(212.1)	66.8	(50.0)	(48.8)	(48.4)
종속/관계기업손익	1.0	(4.6)	135.5	(28.3)	(75.5)
기타영업외손익	(104.1)	(254.4)	507.9	(262.9)	(249.8)
세전이익	528.4	584.3	1,444.1	665.5	743.8
법인세	174.8	171.5	395.4	213.0	220.0
계속사업이익	353.5	412.8	1,048.7	452.5	523.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	353.5	412.8	1,048.7	452.5	523.8
비지배주주지분 순이익	77.6	42.6	54.5	45.3	62.9
지배주주순이익	275.9	370.2	994.2	407.3	461.0
지배주주지분포괄이익	306.9	14.5	818.0	353.0	408.6
NOPAT	564.5	548.6	617.8	683.7	786.9
EBITDA	1,374.9	1,342.5	1,477.3	1,690.2	1,815.2
성장성(%)					
매출액증가율	12.7	13.1	7.1	10.0	7.0
NOPAT증가율	8.0	(2.8)	12.6	10.7	15.1
EBITDA증가율	11.3	(2.4)	10.0	14.4	7.4
영업이익증가율	12.3	(7.9)	9.5	18.2	11.1
(지배주주)순익증가율	45.7	34.2	168.6	(59.0)	13.2
EPS증가율	45.7	34.1	141.0	(59.6)	13.2
수익성(%)					
매출총이익률	22.6	21.6	23.0	23.2	23.3
EBITDA이익률	9.4	8.1	8.4	8.7	8.7
영업이익률	5.8	4.7	4.8	5.2	5.4
계속사업이익률	2.4	2.5	5.9	2.3	2.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	19,044	25,536	61,541	24,864	28,141
BPS	242,224	239,601	270,250	292,175	317,378
CFPS	90,425	90,821	81,356	85,019	90,574
EBITDAPS	94,899	92,619	91,447	103,183	110,816
SPS	1,005,184	1,136,731	1,092,872	1,185,462	1,268,445
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	18.8	14.3	5.5	13.6	12.0
PBR	1.5	1.5	1.2	1.2	1.1
PCFR	4.0	4.0	4.1	4.0	3.7
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.5	8.5	7.8
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	8.4	10.9	25.8	9.0	9.4
ROA	1.9	2.3	5.7	2.2	2.4
ROIC	5.2	4.5	4.7	4.9	5.5
부채비율	160.1	174.6	152.8	148.9	143.1
순부채비율	93.3	103.7	84.2	83.4	75.0
이자보상배율(배)	4.7	3.8	4.0	4.8	5.4

자료: 하나금융투자

대차대조표

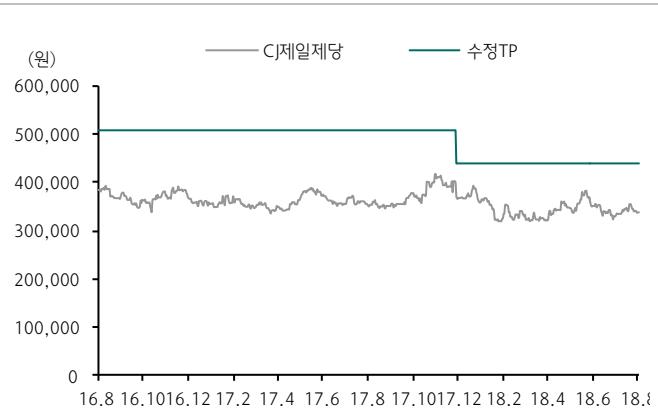
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,880.7	4,963.5	5,560.2	5,684.9	6,255.7
금융자산	1,053.4	835.4	1,137.4	820.5	1,051.1
현금성자산	644.4	590.9	875.4	532.3	742.7
매출채권 등	2,200.6	2,445.2	2,619.9	2,881.7	3,083.4
재고자산	1,280.2	1,303.5	1,396.7	1,536.2	1,643.7
기타유동자산	346.5	379.4	406.2	446.5	477.5
비유동자산	10,885.5	11,904.7	12,510.6	13,110.5	13,250.2
투자자산	816.6	454.1	486.6	535.2	572.7
금융자산	622.1	289.1	309.7	340.7	364.5
유형자산	7,280.5	8,179.4	8,845.4	9,483.7	9,667.6
무형자산	2,333.8	2,758.1	2,665.5	2,578.5	2,496.9
기타비유동자산	454.6	513.1	513.1	513.0	513.0
자산총계	15,766.2	16,868.1	18,070.8	18,795.4	19,505.9
유동부채	4,699.2	5,496.9	5,630.3	5,855.2	6,016.9
금융부채	2,611.7	2,887.0	2,841.2	2,797.4	2,752.3
매입채무 등	1,938.7	2,298.9	2,463.2	2,709.3	2,898.9
기타유동부채	148.8	311.0	325.9	348.5	365.7
비유동부채	5,006.5	5,227.4	5,292.4	5,389.8	5,464.8
금융부채	4,094.2	4,317.5	4,317.5	4,317.5	4,317.5
기타비유동부채	912.3	909.9	974.9	1,072.3	1,147.3
부채총계	9,705.8	10,724.3	10,922.7	11,244.9	11,481.7
지배주주지분	3,409.4	3,375.0	4,326.5	4,685.7	5,098.5
자본금	72.4	72.5	72.5	72.5	72.5
자본잉여금	924.5	929.9	929.9	929.9	929.9
자본조정	(301.9)	(320.9)	(320.9)	(320.9)	(320.9)
기타포괄이익누계액	147.8	(210.1)	(210.1)	(210.1)	(210.1)
이익잉여금	2,566.5	2,903.4	3,855.1	4,214.2	4,627.0
비지배주주지분	2,651.1	2,768.9	2,821.5	2,864.7	2,925.6
자본총계	6,060.5	6,143.9	7,148.0	7,550.4	8,024.1
순금융부채	5,652.4	6,369.1	6,021.3	6,294.4	6,018.7

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	800.1	1,180.8	868.4	1,104.1	1,205.4
당기순이익	353.5	412.8	1,048.7	452.5	523.8
조정	805.2	791.8	(129.8)	727.2	739.9
감가상각비	531.3	566.0	626.5	684.7	697.8
외환거래손익	0.0	0.0	(136.1)	(136.1)	(136.1)
지분법손익	(1.0)	18.6	0.0	0.0	0.0
기타	274.9	207.2	(620.2)	178.6	178.2
영업활동 자산부채 변동	(358.6)	(23.8)	(50.5)	(75.6)	(58.3)
투자활동 현금흐름	(1,408.9)	(1,463.9)	(1,084.8)	(1,145.8)	(693.5)
투자자산감소(증가)	(77.0)	362.4	(34.4)	(50.6)	(39.5)
유형자산감소(증가)	(806.8)	(1,423.7)	(1,200.0)	(1,236.0)	(800.0)
기타	(525.1)	(402.6)	149.6	140.8	146.0
재무활동 현금흐름	725.9	265.4	(299.1)	(301.3)	(301.5)
금융부채증가(감소)	926.8	498.6	(45.8)	(43.7)	(45.2)
자본증가(감소)	1.7	5.6	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(148.5)	(188.3)	(210.8)	(209.5)	(208.2)
배당지급	(54.1)	(50.5)	(42.5)	(48.1)	(48.1)
현금의 증감	114.6	(53.5)	284.5	(343.0)	210.4
Unlevered CFO	1,310.1	1,316.5	1,314.2	1,392.7	1,483.7
Free Cash Flow	(45.3)	(269.5)	(331.6)	(131.9)	405.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

CJ제일제당



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
17.12.20	BUY	440,000		
17.8.30	1년 경과		-26.61%	-18.43%
16.8.29	BUY	510,000	-29.00%	-23.24%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.9%	5.2%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 8월 23일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 08월 24일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주)는 2018년 08월 24일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.