

CJ제일제당 (097950)

음식료

박은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	449,000원 (I)
현재주가 (11/29)	342,000원
상승여력	31%

시가총액	53,198억원
총발행주식수	16,381,619주
60일 평균 거래대금	117억원
60일 평균 거래량	34,939주
52주 고	404,000원
52주 저	312,000원
외인지분율	21.07%
주요주주	CJ 외 8 인 45.51%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	1.9	(0.3)	(15.3)
상대	(3.8)	8.9	0.6
절대(달러환산)	4.0	(1.1)	(18.6)

국내와 해외를 누비다

투자 의견 BUY, 목표주가 449,000원을 제시하며 커버리지 개시

CJ제일제당에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 449,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 종합식품 기업으로서 다양한 사업군을 보유하고 있어, 이익 비중과 Target P/E를 달리하여 각 사업 부문의 목표 주가를 산정 후 합산하였다. 12MF EPS 28,735원 감안 시 Target P/E는 16배 수준이다. 물류 부문을 제외한 2019년 매출액과 영업이익은 각각 10조 7,668억원(YoY+10%), 6,958억원을 전망하며, CJ대한통운의 경우 컨센서스를 반영했으며, 이제는 구조적 성장 모멘텀 확보와 이익 안정성의 두 가지 매력을 모두 확보한 기업으로 판단된다.

투자포인트: 국내와 해외에서 체력 강화

CJ제일제당은 소재에서 가공식품까지 식품 내 주요 밸류체인을 확보하고 있으며, 모든 사업부문이 글로벌 경쟁력을 지녔다. 2011년은 중국의 라이신 수요 확대로 바이오 사업부문이 이익 성장의 축이었다면, 이제는 가공식품 사업부문이 성장의 축이다. 1인 가구 확대라는 전세계 구조적 변화에 기반해 국내와 해외의 HMR(Home Meal Replacement, 간편식)부문이 확대될 것이 예견됨에 따라 식품기업들의 가공식품 포트폴리오 확대가 한창이다. 현재 '햇반', '비비고' 등의 대표 브랜드를 보유하고 있으며, 인지도를 바탕으로 내수 점유율을 탄탄히 확보했다. 2020년까지 5.4천억을 투자하여 진척 식품통합기지를 확보할 것이며, 지난 10월 1차 가동이 시작됨에 따라 가공식품 부문의 성장이 본격화될 것으로 판단한다. 신공장 감가상각비 상승으로 마진에 대한 부분이 우려 사항이었으나, 낮은 한자리 초반 이익률(가공식품 18년 추정 이익률 하이싱글) 수준으로 양호한 것으로 판단한다.

지난 15일 또 하나의 도약을 시도했고, 미국 냉동식품기업 쉬완스 지분 80%를 18.4억 달러(한화 2.1조원)에 인수 의사를 밝혔다. 쉬완스의 19년 예상 EBITDA가 2.5억 달러임을 감안시 EV/EBITDA 8.7배 가치(동종기업 15배 수준)로 인수한 셈이다. 쉬완스의 2018년 예상 매출은 2.4조원, 영업이익 1.8천억원, 순현금 구조이며 품목군별 매출액 비중은 냉동피자 48%, 피자 18%, 아시아인 에피타이저 11%, 기타 23%로 구성되어있다. 미국 냉동식품 시장은 과거 14-17년 기간 동안 연평균 1.6% 성장했으나, 쉬완스의 주력인 아시아인 에피타이저 카테고리 5.3% 성장했고, 향후 7년간 냉동식품 시장과 아시아인 에피타이저 카테고리는 각각 2.5%, 7.8%로 아시아인 에피타이저 부문에서 두각을 펼칠 전망이다. CJ제일제당은 미국에서 영업을 하고 있으나 국소 지역의 영업망을 보유하고 있었다. 쉬완스 인수를 통해 미국 전역의 물류 인프라와 17개 공장, 5개 R&D센터 확보하게 된 것으로 향후 CJ제일제당 브랜드의 세계화에 주력이 될 것이다. 인수금액 18.4억 달러 중 13.4억 달러는 CJ헬스케어 매각 대금과 자체 보유 자산을 통해 활용할 것으로 보이며, 3.4억 달러의 경우 인수금용을 통해서 확보할 예정이다. 쉬완스 인수로 CJ제일제당의 연결기준 순차입금 7.1조로 확대되어 이자비용의 부담에서 자유로울수 있으나, 영업이익 1.8천억원, 이자비용 430억원, 지배주주순이익 870억원 가정시 2019년 EPS는 20% 수준의 상향 여력이 있다고 판단한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	47,339	10.3	-4.3	46,491	1.8
영업이익	1,815	20.7	-31.6	1,801	0.8
세전계속사업이익	1,722	603.8	6.1	855	101.4
지배순이익	969	812.0	-10.3	448	116.4
영업이익률 (%)	3.8	+0.3 %pt	-1.6 %pt	3.9	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	2.0	+1.8 %pt	-0.2 %pt	1.0	+1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

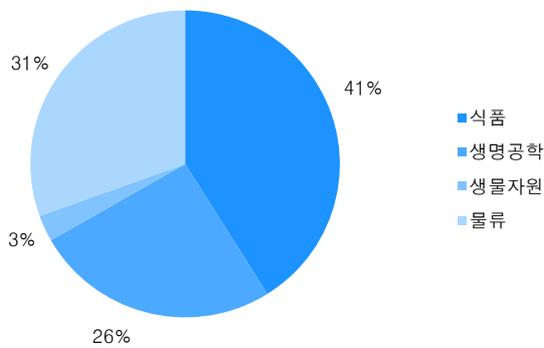
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	145,633	164,772	184,818	201,199
영업이익	8,436	7,766	8,415	10,014
지배순이익	2,759	3,702	10,259	3,861
PER	18.2	13.1	5.0	13.6
PBR	1.6	1.5	1.4	1.5
EV/EBITDA	9.8	10.5	10.0	9.2
ROE	8.4	10.9	28.2	10.1

자료: 유안타증권

바이오 사업부의 체력 강화, 소재 식품의 가격 인상 가능성 여부

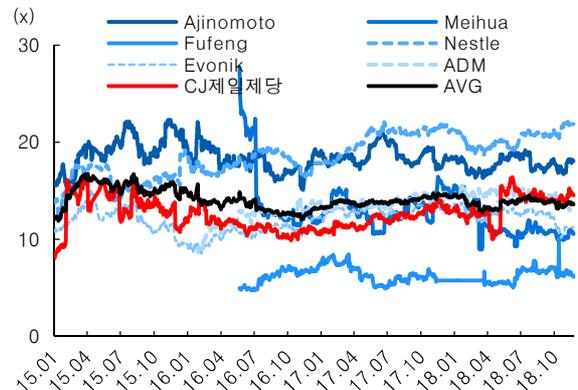
3분기 바이오 사업부문은 라이신과 메치오닌 판가가 낮은 수준에서 유지되었음에도 불구하고 견조한 이익 체력을 보여주었다. 이는 셀렉타 법인의 이익 개선과 고마진 품목의 판매량 증가에서 기인한다. 또한 원당 가격의 상승에도 원재료를 기 확보하여 곡물가 변동에도 마진 안정성이 높아진 것으로 판단한다. 과거 글로벌 경기에 취약했던 바이오 사업부문이 CJ제일제당의 관리 강화 및 믹스 개선으로 이익 안정성이 향상된 것은 기업 가치에 긍정적인 부분으로 판단한다. 원당 가격 외에 소맥가격의 상승세가 지난해 하반기부터 지속되고 있는데, 1분기에 경쟁사는 대다수 판가를 올렸으나, CJ제일제당은 판가인상을 하지 못했다. 여전히 소맥가격의 부담이 이어지는바 제분, 제당 품목의 판가 인상 가능성이 존재한다고 판단된다.

[그림 1] 2019년 기준 부문별 이익 비중



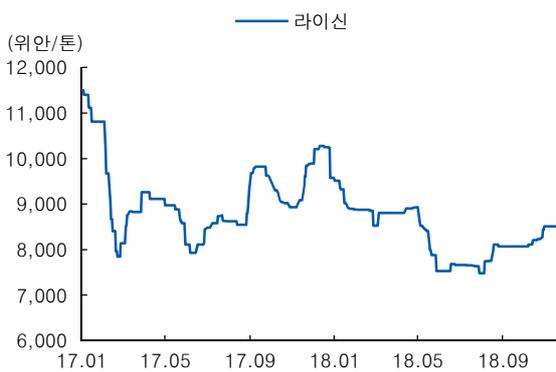
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] CJ제일제당 동종기업 12MF PE Chart



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 라이신 가격 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 메치오닌 가격 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

CJ제일제당 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
연결 매출	16,477.2	18,481.8	20,119.9	4,348.6	4,453.8	4,945.6	4,733.9	4,899.0	4,900.4	5,370.4	4,950.2
식품	5,090.8	5,235.4	5,565.8	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,233.7	1,426.5	1,295.9	1,541.6	1,301.7
- 소재	1,961.4	1,840.2	1,930.1	462.7	459.7	484.2	433.6	506.7	473.5	507.7	442.3
- 가공	3,129.4	3,395.2	3,635.6	853.5	769.5	972.1	800.1	919.8	822.5	1,033.9	859.4
생명공학	2,681.6	2,786.5	2,992.3	706.6	614.1	735.7	730.1	681.5	706.3	841.5	763.0
생물자원	2,112.8	2,116.5	2,208.8	489.4	524.2	553.0	549.9	500.6	552.4	582.2	573.6
물류	6,592.0	8,561.2	9,353.1	1,836.4	2,086.3	2,418.4	2,220.2	2,290.4	2,345.8	2,405.0	2,311.9
% YoY											
연결 매출	13%	12%	9%	12%	14%	12%	10%	13%	10%	9%	5%
식품	10%	3%	6%	0%	4%	1%	7%	8%	5%	6%	6%
- 가공	5%	-6%	5%	-14%	-1%	-10%	3%	10%	3%	5%	2%
- 소재	14%	8%	7%	9%	8%	8%	9%	8%	7%	6%	7%
생명공학	16%	4%	7%	22%	2%	4%	-8%	-4%	15%	14%	5%
- 바이오	20%	23%	12%	30%	30%	29%	9%	15%	15%	14%	5%
- 제약	0%	-78%	na	-7%	na						
생물자원	5%	0%	4%	-2%	-4%	5%	3%	2%	5%	5%	4%
물류	17%	30%	9%	25%	32%	39%	23%	25%	12%	-1%	4%
물류/제약 제외 매출	11%	5%	10%	5%	8%	0%	6%	9%	8%	17%	5%
매출총이익	3,554.7	3,653.6	4,100.4	917.3	833.5	989.5	913.4	1,067.1	931.6	1,109.0	992.6
판매관리비	2,778.1	2,812.1	3,099.0	707.0	648.9	724.3	731.9	816.4	705.9	797.3	779.3
연결 영업이익	776.6	841.5	1,001.4	210.3	184.6	265.2	181.5	250.7	225.7	311.7	213.3
식품	362.7	379.4	411.6	116.9	68.6	139.2	54.7	126.3	72.8	145.6	66.9
생명공학	218.0	220.3	256.5	60.4	44.9	54.4	60.6	62.5	58.7	70.6	64.6
- 바이오	136.6	208.3	256.5	48.4	44.9	54.4	60.6	62.5	58.7	70.6	64.6
- 제약	81.4	12.0	0.0	12.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
생물자원	-24.4	26.1	27.6	-6.5	17.7	17.5	-2.6	-6.6	18.7	18.4	-2.8
물류	220.3	214.8	305.6	39.6	53.4	52.9	68.9	68.5	75.5	77.0	84.6
% YoY											
영업이익	-8%	8%	19%	9%	12%	-2%	21%	19%	22%	18%	18%
식품	3%	5%	8%	17%	0%	-16%	95%	8%	6%	5%	22%
생명공학	4%	1%	16%	26%	7%	9%	-22%	4%	31%	30%	7%
생물자원	적전	흑전	6%	적지	흑전	흑전	적지	적지	5%	5%	적지
물류	1%	-3%	42%	-18%	-11%	-10%	31%	73%	41%	46%	23%
물류/제약 제외 영업이익	-15%	29%	13%	26%	52%	11%	56%	15%	14%	11%	14%
세전이익	567.3	1,494.9	658.2	112.2	1,048.1	162.4	172.3	176.7	127.1	217.9	136.4
지배주주 순이익	370.2	1,025.9	386.1	62.5	758.5	108.0	97.0	102.9	74.0	130.6	78.6
%											
매출총이익률	22%	20%	20%	21%	19%	20%	19%	22%	19%	21%	20%
영업이익률	5%	5%	5%	5%	4%	5%	4%	5%	5%	6%	4%
식품	7%	7%	7%	9%	6%	10%	4%	9%	6%	9%	5%
생명공학	11%	12%	13%	13%	10%	11%	14%	12%	12%	14%	15%
생물자원	8%	8%	10%	6%	9%	7%	9%	10%	11%	9%	11%
물류	3%	3%	3%	2%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	4%
순이익률	2%	6%	2%	1%	17%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
물류/제약 제외 매출	9,371.5	9,806.0	10,766.8	2,397.6	2,367.5	2,527.2	2,513.7	2,608.6	2,554.7	2,965.3	2,638.3
물류/제약 제외 영업	474.9	614.8	695.8	158.7	131.2	212.3	112.6	182.2	150.2	234.7	128.7

자료: 유안타증권 리서치센터

CJ 제일제당 (097950) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	145,633	164,772	184,818	201,199	214,610
매출원가	112,752	129,225	148,282	160,196	170,279
매출충이익	32,881	35,547	36,536	41,004	44,331
판매비	24,445	27,781	28,121	30,990	33,315
영업이익	8,436	7,766	8,415	10,014	11,016
EBITDA	13,749	13,425	13,558	14,718	15,319
영업외손익	-3,153	-1,922	6,534	-3,432	-3,544
외환관련손익	-587	671	-337	-432	-403
이자손익	-1,610	-1,849	-1,620	-1,711	-1,777
관계기업관련손익	10	-46	-46	-46	-46
기타	-966	-698	8,536	-1,244	-1,318
법인세비용차감전순이익	5,284	5,843	14,949	6,582	7,472
법인세비용	1,748	1,715	4,015	2,024	2,336
계속사업순이익	3,535	4,128	10,934	4,558	5,136
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,535	4,128	10,934	4,558	5,136
지배지분순이익	2,759	3,702	10,259	3,861	4,405
포괄순이익	3,838	-523	6,283	-94	484
지배지분포괄이익	3,069	145	-1,194	18	-92

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	48,807	49,635	79,445	95,499	111,960
현금및현금성자산	6,444	5,909	32,000	44,516	58,082
매출채권 및 기타채권	22,006	24,452	27,157	29,398	31,233
재고자산	12,802	13,035	14,621	15,917	16,978
비유동자산	108,855	119,047	114,045	109,482	105,320
유형자산	72,805	81,794	77,544	73,681	70,168
관계기업등 지분관련자산	1,945	1,651	1,792	1,933	2,074
기타투자자산	6,221	2,891	2,891	2,891	2,891
자산총계	157,662	168,681	193,490	204,981	217,280
유동부채	46,992	54,969	58,206	60,922	63,456
매입채무 및 기타채무	19,387	22,989	24,894	26,085	27,093
단기차입금	18,015	19,137	20,663	22,188	23,714
유동성장기부채	7,733	9,146	9,146	9,146	9,146
비유동부채	50,065	52,274	64,240	76,206	88,173
장기차입금	11,552	9,499	13,168	16,836	20,505
사채	28,988	33,117	41,415	49,713	58,011
부채총계	97,058	107,243	122,446	137,129	151,628
지배지분	34,094	33,749	39,026	37,272	36,064
자본금	724	725	819	819	819
자본잉여금	9,245	9,299	9,299	9,299	9,299
이익잉여금	25,665	29,034	38,868	41,766	45,209
비지배지분	26,511	27,689	32,019	30,580	29,588
자본총계	60,605	61,439	71,044	67,852	65,652
순차입금	56,155	63,104	50,505	51,481	51,407
총차입금	66,690	71,459	84,951	98,442	111,934

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	8,001	11,808	13,930	7,287	7,894
당기순이익	3,535	4,128	10,934	4,558	5,136
감가상각비	4,366	4,674	4,250	3,863	3,512
외환손익	0	0	337	432	403
종속, 관계기업 관련손익	0	0	46	46	46
자산부채의 증감	-3,586	-238	-4,030	-3,953	-3,495
기타현금흐름	3,686	3,245	2,393	2,341	2,291
투자활동 현금흐름	-14,089	-14,639	-4,161	-4,161	-4,161
투자자산	-248	3,347	-141	-141	-141
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,454	-14,504	0	0	0
유형자산 감소	386	267	0	0	0
기타현금흐름	-5,772	-3,749	-4,020	-4,020	-4,020
재무활동 현금흐름	7,259	2,654	11,070	10,920	10,920
단기차입금	2,848	1,526	1,526	1,526	1,526
사채 및 장기차입금	5,174	3,572	11,966	11,966	11,966
자본	0	0	94	0	0
현금배당	-541	-505	-576	-632	-632
기타현금흐름	-222	-1,939	-1,939	-1,939	-1,939
연결범위변동 등 기타	-26	-358	5,252	-1,530	-1,087
현금의 증감	1,146	-535	26,091	12,516	13,566
기초 현금	5,298	6,444	5,909	32,000	44,516
기말 현금	6,444	5,909	32,000	44,516	58,082
NOPLAT	8,436	7,766	8,415	10,014	11,016
FCF	-1,082	-3,596	7,268	7,685	8,380

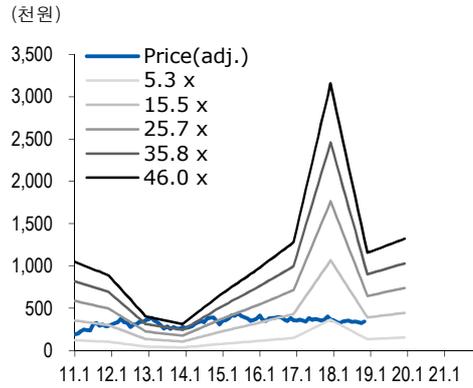
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

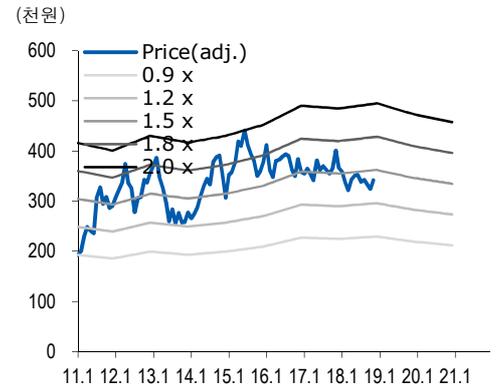
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	20,708	27,803	68,646	25,107	28,727
BPS	241,270	238,582	243,559	232,615	225,072
EBITDAPS	94,899	92,619	83,927	89,844	93,515
SPS	1,005,184	1,136,731	1,144,049	1,228,203	1,310,068
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
PER	18.2	13.1	5.0	13.6	11.9
PBR	1.6	1.5	1.4	1.5	1.5
EV/EBITDA	9.8	10.5	10.0	9.2	8.8
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	12.7	13.1	12.2	8.9	6.7
영업이익 증가율 (%)	12.3	-7.9	8.4	19.0	10.0
지배순이익 증가율 (%)	45.8	34.2	177.2	-62.4	14.1
매출총이익률 (%)	22.6	21.6	19.8	20.4	20.7
영업이익률 (%)	5.8	4.7	4.6	5.0	5.1
지배순이익률 (%)	1.9	2.2	5.6	1.9	2.1
EBITDA 마진 (%)	9.4	8.1	7.3	7.3	7.1
ROIC	5.3	4.6	5.0	5.8	6.4
ROA	1.9	2.3	5.7	1.9	2.1
ROE	8.4	10.9	28.2	10.1	12.0
부채비율 (%)	160.1	174.6	172.4	202.1	231.0
순차입금/자기자본 (%)	164.7	187.0	129.4	138.1	142.5
영업이익/금융비용 (배)	4.7	3.8	3.5	3.6	3.4

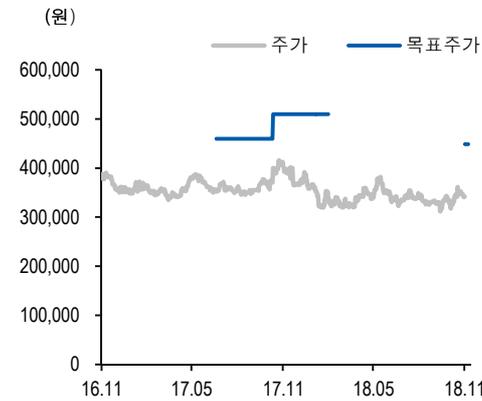
P/E band chart



P/B band chart



CJ제일제당 (097950) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-30	BUY	449,000	1년		
2018-11-09	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-31.89	-29.12
2017-11-09	BUY	510,000	1년	-31.77	-18.43
2017-07-18	BUY	460,000	1년	-22.61	-9.57

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	84.6
Hold(중립)	13.2
Sell(비중축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-28

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.