



BUY(Maintain)

목표주가: 480,000원

주가(12/14): 347,000원

시가총액: 53,944억원

음식료

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 이범근

02) 3787-0335 bk.lee@kiwoom.com

Stock Data

| | | |
|---------------|----------|------------|
| KOSPI (12/14) | | 2,069.38pt |
| 52 주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| 최고/최저가 대비 | 401,000원 | 312,000원 |
| 등락률 | -13.47% | 11.22% |
| 수익률 | 절대 | 상대 |
| 1M | 1.6% | 1.5% |
| 6M | -6.7% | 9.2% |
| 1Y | -8.3% | 9.4% |

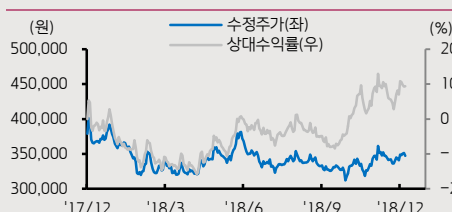
Company Data

| | | |
|-------------|----------|-------|
| 발행주식수 | 16,382천주 | |
| 일평균 거래량(3M) | 36천주 | |
| 외국인 지분율 | 21.62% | |
| 배당수익률(18E) | 0.86% | |
| BPS(18E) | 264,217원 | |
| 주요 주주 | CJ주식회사 외 | 41.8% |
| | 국민연금공단 | 11.8% |

투자지표

| (억원, IFRS **) | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 164,772 | 185,250 | 203,712 | 221,716 |
| 보고영업이익 | 7,766 | 8,349 | 9,638 | 11,080 |
| 핵심영업이익 | 7,766 | 8,349 | 9,638 | 11,080 |
| EBITDA | 13,425 | 14,645 | 16,819 | 18,688 |
| 세전이익 | 5,843 | 14,064 | 6,203 | 7,583 |
| 순이익 | 4,128 | 10,358 | 4,404 | 5,384 |
| 지배주주지분순이익 | 3,702 | 9,673 | 3,506 | 4,310 |
| EPS(원) | 25,537 | 59,899 | 21,402 | 26,310 |
| 증감률(%YoY) | 34.1 | 134.6 | -64.3 | 22.9 |
| PER(배) | 14.3 | 5.8 | 16.2 | 13.2 |
| PBR(배) | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA(배) | 8.9 | 8.7 | 8.4 | 7.7 |
| 보고영업이익률(%) | 4.7 | 4.5 | 4.7 | 5.0 |
| 핵심영업이익률(%) | 4.7 | 4.5 | 4.7 | 5.0 |
| ROE(%) | 6.8 | 15.6 | 6.0 | 6.9 |
| 순부채비율(%) | 103.4 | 97.7 | 97.5 | 94.3 |

Price Trend



CJ제일제당 (097950)

1Q19는 동사 실적의 Bottom을 확인하는 구간



CJ제일제당은 4분기에도 가공식품 보다 바이오 부문의 호조가 예상되는데, 진천공장 초기 고정비 부담과 경쟁사들의 라이신/메치오닌 Capa 증설로 인해, 중기적인 수익성 가시성은 낮은 편이다. 다만, 1Q19에 1) 진천공장 가동률 상승 속도, 2) 쌀 가격 협상 결과, 3) 아미노산 Spot 가격 등을 통해 동사 실적의 Bottom Level을 확인하고, 향후 주가 변곡점에 대응해야 할 것이다.

>>> 4Q18도 가공식품 보다 바이오 부문의 호조를 예상

CJ제일제당의 4분기 영업환경은 3분기와 유사한 흐름을 보이고 있다. **가공식품**은 선물세트 반품과 회계기준 변경 영향을 제외하면 +10% 이상의 매출 성장률이 전망된다. 다만, 식품 부문 영업이익의 기저효과는 예상보다 낮을 가능성이 높다. 소재식품은 선물세트 반품 비용이 줄어들면서 수익성이 개선될 가능성이 높지만, 가공식품은 진천공장의 초기 고정비 부담 및 낮은 매출 레벨(150~200억원 전망)과 주요 원재료인 쌀의 단가 상승으로 인해, 수익성 개선 폭이 제한적일 전망이다.

한편, **바이오**는 3분기 대비 개선된 영업이익이 기대된다. 1) 계절적 성수기 효과, 2) 핵산 판가 상승, 3) 메치오닌 증설 및 가동 재개 효과 때문이다. 동사는 내년에도 쓰레오닌, 트립토판, 핵산의 Capa 증설을 통해 판매량을 확대하고, 제품별 호환 생산을 통해 글로벌 시장 변동에 대응할 계획이다.

>>> 1Q19는 동사 실적의 Bottom을 확인하는 구간

CJ제일제당은 진천공장 증설에 따른 초기 고정비 부담과 라이신/메치오닌의 시장 악화 가능성으로 인해, 현재 수익성의 가시성이 비교적 낮은 편이다. 다만, 1Q19에 몇 가지 변수들의 확인을 통해, 동사의 수익성 개선 속도와 가시성을 판단하고, 향후 주가 변곡점에 대응해야 할 것이다.

첫째, 진천공장의 가동률 상승 속도가 중요하다. 동사는 내년에 진천공장에서 5,400억원의 매출을 기대하고 있다. 헛반, 조리육, 조리냉동, 냉동밥을 중심으로 매출이 늘어날 것으로 예상되는데, 수익성 측면에서는 MS가 높은 헛반의 매출 성장률이 가장 중요할 것으로 판단된다. **둘째, 내년 3월에 있을 쌀 가격 협상이다.** 쌀 가격 상승(+30~40% YoY)은 올해 가공식품 수익성에 가장 큰 부담을 주었던 요인이다. 정부의 공급량 조절과 농협/농민들의 협상 결과가 중요할 것으로 판단된다. **셋째, 1분기 아미노산 가격 레벨이 중요하다.** 신규 혹은 기존 업체들의 라이신/메치오닌 Capa 증설로 인해, 글로벌 라이신/메치오닌 시장의 불확실성이 높아진 상황이다. 올해 4분기는 계절적 성수기임에도 불구하고 중국 라이신 Spot 가격이 과거대비 다소 약한 흐름을 보이고 있기 때문에, 내년 초 춘절 이후 가격 흐름이 중요할 것으로 판단된다.

투자의견 BUY, 목표주가 48만원

CJ제일제당에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 48만원을 유지한다. 중기적으로 가공식품과 바이오 부문의 실적 가시성이 높은 편은 아니지만, 1) 국내 HMR과 해외 바이오 사업에서 향상되고 있는 시장 지배력, 2) Schwan's Company 인수(2Q19부터 연결 편입 예상)를 통한 본격적인 미국 가공식품 사업 확대는 기업가치 상승 측면에서 긍정적이다. 당사 추정치 기준 2019년 예상 PER은 16배 수준이나, Schwan's Company 인수에 따른 EPS 상승 효과를 감안한다면, 실질적인 2019년 예상 PER은 14배 수준으로 판단된다.

CJ제일제당 분기별 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 3,866.5 | 3,908.9 | 4,410.7 | 4,291.1 | 4,348.6 | 4,453.7 | 4,945.6 | 4,777.1 | 4,909.1 | 4,982.6 | 5,302.9 | 5,176.6 |
| (YoY) | 9.4% | 8.3% | 19.9% | 14.7% | 12.5% | 13.9% | 12.1% | 11.3% | 12.9% | 11.9% | 7.2% | 8.4% |
| 식품 | 1,320.3 | 1,176.3 | 1,439.5 | 1,154.6 | 1,316.2 | 1,229.2 | 1,456.3 | 1,234.7 | 1,400.5 | 1,311.7 | 1,591.6 | 1,359.9 |
| (YoY) | 13.8% | 6.6% | 15.7% | 4.5% | -0.3% | 4.5% | 1.2% | 6.9% | 6.4% | 6.7% | 9.3% | 10.1% |
| 소재 | 539.6 | 465.5 | 536.3 | 419.9 | 462.7 | 459.7 | 484.2 | 403.9 | 449.1 | 446.2 | 480.3 | 401.2 |
| (YoY) | 13.0% | -1.6% | 12.2% | -4.9% | -14.3% | -1.2% | -9.7% | -3.8% | -2.9% | -2.9% | -0.8% | -0.7% |
| 가공 | 780.7 | 710.8 | 903.2 | 734.7 | 853.5 | 769.5 | 972.1 | 830.8 | 951.4 | 865.5 | 1,111.2 | 958.8 |
| (YoY) | 14.5% | 12.8% | 17.9% | 10.7% | 9.3% | 8.3% | 7.6% | 13.1% | 11.5% | 12.5% | 14.3% | 15.4% |
| 바이오 | 454.5 | 472.3 | 571.4 | 669.7 | 592.0 | 614.1 | 735.7 | 723.4 | 659.1 | 720.5 | 741.3 | 756.7 |
| (YoY) | 6.1% | 3.6% | 25.3% | 45.1% | 30.3% | 30.0% | 28.8% | 8.0% | 11.3% | 17.3% | 0.8% | 4.6% |
| 헬스케어 | 123.0 | 131.7 | 135.3 | 123.7 | 114.6 | | | | | | | |
| (YoY) | 4.5% | 4.9% | 4.2% | -12.4% | -6.8% | | | | | | | |
| 생물자원 | 501.7 | 546.6 | 528.4 | 536.1 | 489.4 | 524.2 | 553.0 | 517.7 | 507.6 | 544.1 | 529.1 | 536.7 |
| (YoY) | 2.6% | 4.8% | 10.4% | 2.4% | -2.5% | -4.1% | 4.7% | -3.4% | 3.7% | 3.8% | -4.3% | 3.7% |
| 물류 | 1,594.9 | 1,707.8 | 1,873.2 | 1,934.4 | 2,001.5 | 2,284.6 | 2,418.4 | 2,428.8 | 2,506.9 | 2,604.6 | 2,659.0 | 2,650.7 |
| (YoY) | 10.4% | 12.8% | 25.7% | 18.5% | 25.5% | 33.8% | 29.1% | 25.6% | 25.3% | 14.0% | 9.9% | 9.1% |
| 대통제외 기준 | 2,399.5 | 2,327.0 | 2,674.6 | 2,484.1 | 2,512.2 | 2,367.5 | 2,745.1 | 2,475.8 | 2,567.2 | 2,576.3 | 2,861.9 | 2,653.3 |
| (YoY) | 9.3% | 5.5% | 15.9% | 11.3% | 4.7% | 1.7% | 2.6% | -0.3% | 2.2% | 8.8% | 4.3% | 7.2% |
| 영업이익 | 192.5 | 164.4 | 269.3 | 150.4 | 210.3 | 184.6 | 265.2 | 174.8 | 251.5 | 215.7 | 302.0 | 194.7 |
| (YoY) | -17.3% | -21.9% | 10.7% | -4.2% | 9.2% | 12.3% | -1.5% | 16.2% | 19.6% | 16.8% | 13.9% | 11.3% |
| (OPM) | 5.0% | 4.2% | 6.1% | 3.5% | 4.8% | 4.1% | 5.4% | 3.7% | 5.1% | 4.3% | 5.7% | 3.8% |
| 식품 | 99.6 | 68.5 | 166.5 | 28.1 | 116.8 | 68.6 | 139.2 | 39.6 | 122.7 | 69.6 | 149.1 | 46.3 |
| (OPM) | 7.5% | 5.8% | 11.6% | 2.4% | 8.9% | 5.6% | 9.6% | 3.2% | 8.8% | 5.3% | 9.4% | 3.4% |
| 소재 | 18.3 | 14.9 | 45.6 | 0.0 | 28.7 | 20.0 | 41.2 | 9.0 | 29.2 | 20.5 | 41.7 | 9.5 |
| (OPM) | 3.4% | 3.2% | 8.5% | 0.0% | 6.2% | 4.4% | 8.5% | 2.2% | 6.5% | 4.6% | 8.7% | 2.4% |
| 가공 | 81.3 | 53.6 | 120.9 | 28.1 | 88.1 | 48.6 | 98.0 | 30.6 | 93.5 | 49.0 | 107.3 | 36.8 |
| (OPM) | 10.4% | 7.5% | 13.4% | 3.8% | 10.3% | 6.3% | 10.1% | 3.7% | 9.8% | 5.7% | 9.7% | 3.8% |
| 바이오 | 29.9 | 24.0 | 30.5 | 52.2 | 48.4 | 44.9 | 54.4 | 64.8 | 55.4 | 59.5 | 60.4 | 62.8 |
| (OPM) | 6.6% | 5.1% | 5.3% | 7.8% | 8.2% | 7.3% | 7.4% | 9.0% | 8.4% | 8.3% | 8.1% | 8.3% |
| 헬스케어 | 18.1 | 17.9 | 19.6 | 25.8 | 12.0 | | | | | | | |
| (OPM) | 14.7% | 13.6% | 14.5% | 20.9% | 10.5% | | | | | | | |
| 생물자원 | -3.4 | -6.3 | -6.4 | -8.3 | -6.5 | 17.7 | 17.5 | 12.0 | 13.5 | 16.0 | 16.0 | 13.5 |
| (OPM) | -0.7% | -1.2% | -1.2% | -1.5% | -1.3% | 3.4% | 3.2% | 2.3% | 2.7% | 2.9% | 3.0% | 2.5% |
| 물류 | 51.1 | 61.9 | 62.6 | 60.0 | 45.3 | 57.1 | 52.9 | 65.9 | 65.6 | 74.3 | 75.4 | 79.5 |
| (OPM) | 3.2% | 3.6% | 3.3% | 3.1% | 2.3% | 2.5% | 2.2% | 2.7% | 2.6% | 2.9% | 2.8% | 3.0% |
| 대통제외 기준 | 144.2 | 104.1 | 210.2 | 97.8 | 170.7 | 131.2 | 211.1 | 116.3 | 191.7 | 145.1 | 225.4 | 122.6 |
| (YoY) | -21.2% | -31.6% | 13.0% | -5.3% | 18.4% | 26.0% | 0.4% | 18.9% | 12.3% | 10.6% | 6.8% | 5.4% |
| (OPM) | 6.0% | 4.5% | 7.9% | 3.9% | 6.8% | 5.5% | 7.7% | 4.7% | 7.5% | 5.6% | 7.9% | 4.6% |
| 세전이익 | 125.2 | 70.2 | 364.5 | 24.5 | 112.2 | 1,048.1 | 162.4 | 83.7 | 172.2 | 128.9 | 212.6 | 106.6 |
| 당기순이익 | 91.0 | 43.1 | 263.5 | 15.2 | 72.1 | 783.4 | 120.8 | 59.5 | 122.3 | 91.5 | 150.9 | 75.7 |
| 지배주주순이익 | 82.0 | 21.1 | 256.4 | 10.6 | 62.5 | 758.5 | 108.0 | 38.4 | 99.6 | 67.8 | 130.6 | 52.5 |
| (YoY) | -33.1% | -50.0% | 130.9% | 흑전 | -23.8% | 3486.3% | -57.9% | 260.9% | 59.4% | -91.1% | 20.9% | 36.9% |

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 연도별 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 매출액 | 14,563.3 | 16,477.2 | 18,525.0 | 20,371.2 | 22,171.6 |
| (YoY) | 12.7% | 13.1% | 12.4% | 10.0% | 8.8% |
| 식품 | 4,612.5 | 5,090.7 | 5,236.4 | 5,663.7 | 6,046.2 |
| (YoY) | 11.1% | 10.4% | 2.9% | 8.2% | 6.8% |
| 소재 | 1,870.2 | 1,961.3 | 1,810.5 | 1,776.8 | 1,756.5 |
| (YoY) | 4.9% | 4.9% | -7.7% | -1.9% | -1.1% |
| 가공 | 2,742.3 | 3,129.4 | 3,425.9 | 3,886.9 | 4,289.7 |
| (YoY) | 15.8% | 14.1% | 9.5% | 13.5% | 10.4% |
| 바이오 | 1,801.6 | 2,167.9 | 2,665.2 | 2,877.6 | 3,177.6 |
| (YoY) | 3.6% | 20.3% | 22.9% | 8.0% | 10.4% |
| 헬스케어 | 514.3 | 513.7 | 114.6 | | |
| (YoY) | 12.6% | -0.1% | -77.7% | | |
| 생물자원 | 2,012.9 | 2,112.8 | 2,041.6 | 2,117.5 | 2,202.2 |
| (YoY) | 11.5% | 5.0% | -3.4% | 3.7% | 4.0% |
| 물류 | 6,081.9 | 7,110.4 | 9,133.3 | 10,421.2 | 11,454.4 |
| (YoY) | 20.3% | 16.9% | 28.5% | 14.1% | 9.9% |
| 대통제외 기준 | 8,941.3 | 9,885.2 | 10,057.8 | 10,658.8 | 11,426.0 |
| (YoY) | 9.7% | 10.6% | 1.7% | 6.0% | 7.2% |
| 영업이익 | 843.6 | 776.6 | 834.9 | 963.8 | 1,108.0 |
| (YoY) | 12.3% | -7.9% | 7.5% | 15.4% | 15.0% |
| (OPM) | 5.8% | 4.7% | 4.5% | 4.7% | 5.0% |
| 식품 | 351.9 | 362.7 | 364.2 | 387.6 | 454.5 |
| (OPM) | 7.6% | 7.1% | 7.0% | 6.8% | 7.5% |
| 소재 | 84.5 | 78.8 | 98.8 | 101.0 | 101.0 |
| (OPM) | 4.5% | 4.0% | 5.5% | 5.7% | 5.7% |
| 가공 | 267.4 | 283.9 | 265.3 | 286.7 | 353.5 |
| (OPM) | 9.8% | 9.1% | 7.7% | 7.4% | 8.2% |
| 바이오 | 142.0 | 136.6 | 212.5 | 238.1 | 252.9 |
| (OPM) | 7.9% | 6.3% | 8.0% | 8.3% | 8.0% |
| 헬스케어 | 67.9 | 81.4 | 12.0 | | |
| (OPM) | 13.2% | 15.8% | 10.5% | | |
| 생물자원 | 62.7 | -24.4 | 40.7 | 59.0 | 59.3 |
| (OPM) | 3.1% | -1.2% | 2.0% | 2.8% | 2.7% |
| 물류 | 228.4 | 235.7 | 221.2 | 294.7 | 356.9 |
| (OPM) | 3.8% | 3.3% | 2.4% | 2.8% | 3.1% |
| 대통제외 기준 | 624.5 | 556.3 | 629.3 | 684.8 | 766.7 |
| (YoY) | 6.5% | -10.9% | 13.1% | 8.8% | 12.0% |
| (OPM) | 7.0% | 5.6% | 6.3% | 6.4% | 6.7% |
| 세전이익 | 528.4 | 584.3 | 1,406.4 | 620.3 | 758.3 |
| 당기순이익 | 353.5 | 412.8 | 1,035.8 | 440.4 | 538.4 |
| 지배주주순이익 | 275.9 | 370.2 | 967.3 | 350.6 | 431.0 |
| (YoY) | 45.8% | 34.2% | 161.3% | -63.8% | 22.9% |

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 진천공장 투자 계획 (단위: 십억원)

| 진천공장 투자 계획 | 품목 | 투자규모 | 2019년 기대 매출액 |
|------------|------------------------|------|--------------|
| 1차 | 햇반, 조리육, 조리냉동, 냉동밥 | 540 | 410 |
| 2차 | HMR(국/탕/찌개류 등), 김치, 피자 | 360 | 130 |

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 아미노산 사업 투자 계획

| 제품명 | Capa(천톤) | 투자 규모(십억원) | 예상 매출(십억원) | 완공 시점 | 비고 |
|------|----------|------------|------------|-------|-------------------|
| 쓰레오닌 | 20 | 56 | 29 | 1H19 | 발린, 트립토판 호환 생산 가능 |
| 트립토판 | 8 | 120~130 | 85 | 2H19 | |
| 핵산 | 6 | | 67 | 2H19 | |
| 합계 | 34 | 176~186 | 181 | | |

자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당의 美 Schwan's Company 인수로 인한 손익 영향 분석 (단위: 십억원)

| | | |
|------------------------|---------|---|
| 쉬완스 총 인수가액(지분율 80% 기준) | 2,088.1 | 공시 기준 |
| CJ 제일제당 납입금액 | 1,521.9 | CJ 제일제당이 CJ Foods America Holdings Corp. 에 유상증자한 금액 |
| 인수금융 조달금액 | 566.2 | 쉬완스가 인수금융을 통해 일으키는 차입금(5 억 달러) |

| 쉬완스 손익(홍서비스 제외 기준) | 매출액 | 영업이익 | 영업이익률 |
|--------------------|---------|-------|-------|
| 2016년 | 2,155.6 | 184.4 | 8.6% |
| 2017년 | 2,172.5 | 172.9 | 8.0% |
| 2018년 예상 | 2,264.1 | 176.3 | 7.8% |
| 3년 평균 | 2,197.4 | 177.9 | 8.1% |

| CJ 제일제당 연결기준 손익 영향 분석 | CJ 제일제당 본사 | 쉬완스 | CJ 제일제당 연결(합계) |
|----------------------------|------------|-------|----------------|
| 영업이익 변화 | | 177.9 | 177.9 |
| 이자비용 변화 | -45.7 | -19.8 | -65.5 |
| 추가 차입금 | 1,521.9 | 566.2 | 2,088.1 |
| 차입금리 | 3.0% | 3.5% | 3.1% |
| 법인세비용 변화 | 11.0 | -42.7 | -31.6 |
| 법인세율 | 24.2% | 27.0% | |
| 순이익 변화 | -34.6 | 115.4 | 80.8 |
| 지분율 | 100% | 80% | |
| 지배주주순이익 변화 | -34.6 | 92.3 | 57.7 |
| 기존 '19년 지배주주순이익 전망치 | | | 350.6 |
| 기존 '19년 지배주주순이익 전망치 대비 증가율 | | | 16% |

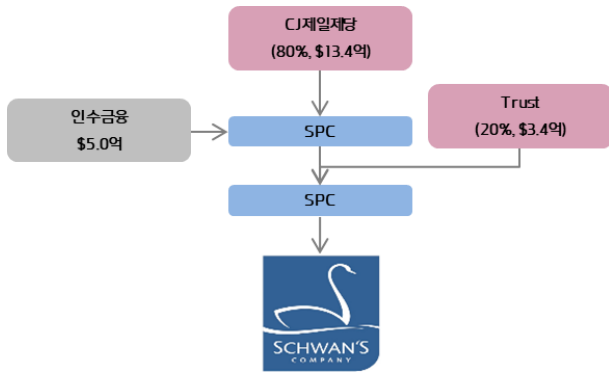
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

주: 1) 손익 항목에서 (-)는 비용의 증가/이익의 감소, (+)는 이익의 증가/비용의 감소를 의미

2) 손익 영향을 보수적으로 계산하기 위해, CJ제일제당의 납입금액을 전부 추가 차입한다고 가정(3Q18말 CJ제일제당 별도기준 현금은 1,898억원 수준)

3) 분기별/연도별 실적 전망치는 향후 실적 반영 시점과 계절성 등을 감안하여 변경할 계획

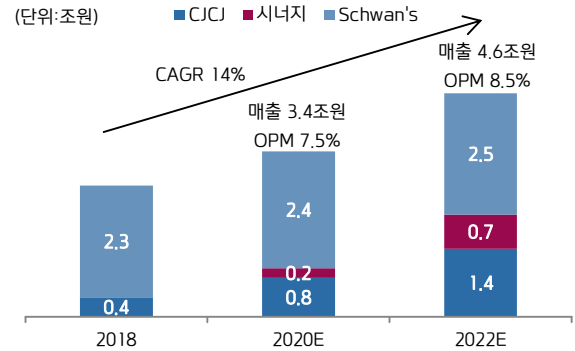
쉬완스 컴퍼니 인수 구조



자료: CJ제일제당

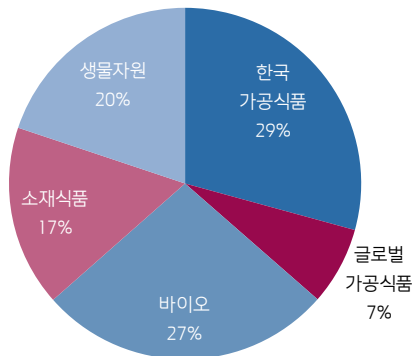
주: 1) Trust는 기존 쉬완스 컴퍼니의 구조주

인수 이후 쉬완스 컴퍼니 재무 목표



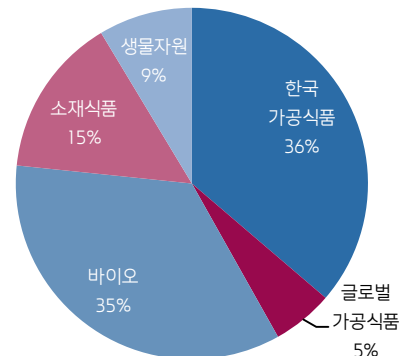
자료: CJ제일제당

“쉬완스 인수 전” 기준 매출 Mix 추정(‘19E 기준)



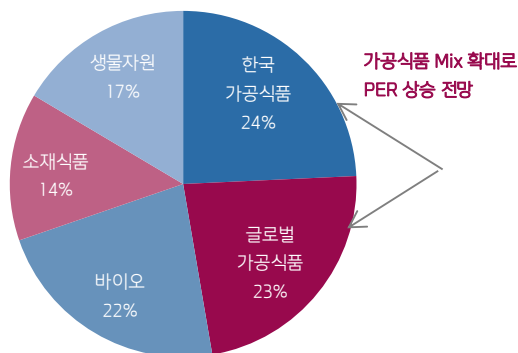
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(대한통운 제외 기준)

“쉬완스 인수 전” 기준 영업이익 Mix 추정(‘19E 기준)



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(대한통운 제외 기준)

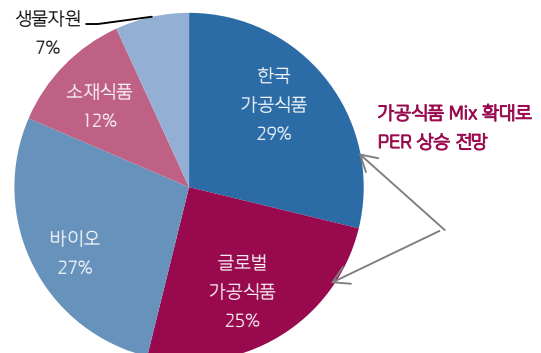
“쉬완스 인수 후” 기준 매출 Mix 추정(‘19E 기준)



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(대한통운 제외 기준)

주: 1) 실제 실적은 2Q19부터 반영될 것으로 추산되나, 매출 Mix 파악을 위해 연간 fully 반영됨을 가정

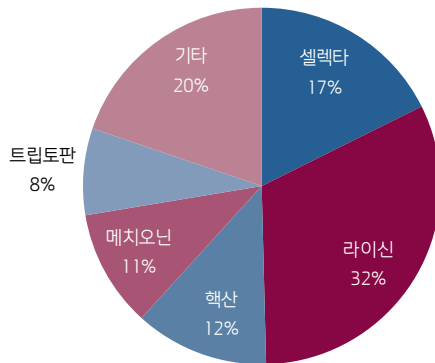
“쉬완스 인수 후” 기준 영업이익 Mix 추정(‘19E 기준)



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(대한통운 제외 기준)

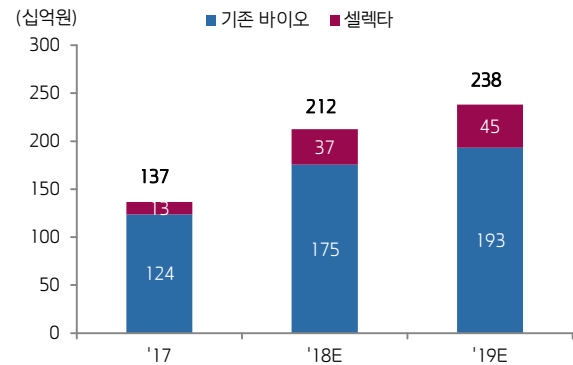
주: 1) 실제 실적은 2Q19부터 반영될 것으로 추산되나, 매출 Mix 파악을 위해 연간 fully 반영됨을 가정

바이오 부문 매출 Mix (2018E 기준)



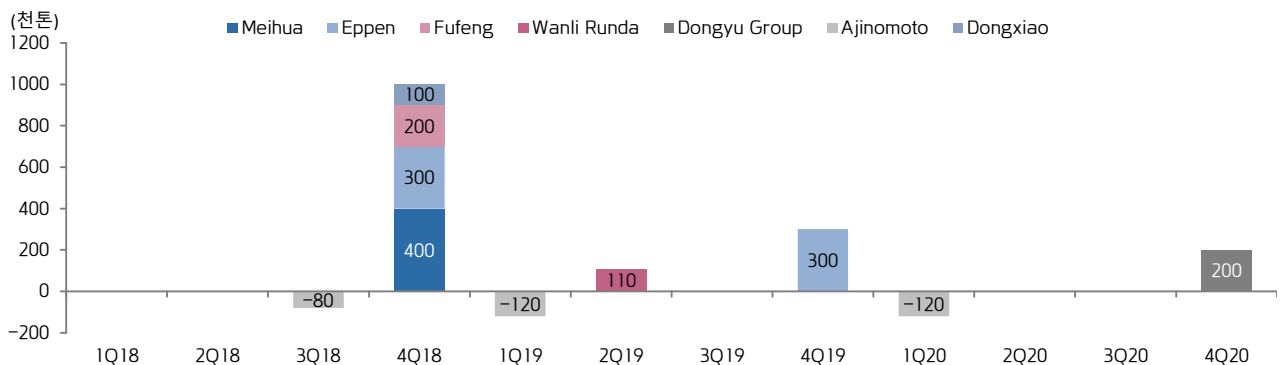
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

바이오 부문 OP: 기존 바이오 vs Selecta



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

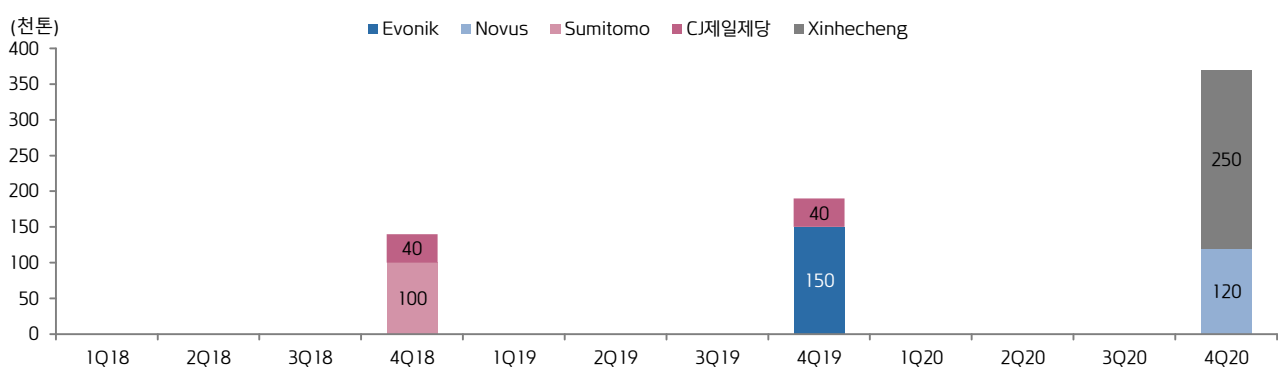
글로벌 라이신 Capa 증설 스케줄



자료: 각 사 자료, Feedtrade, 키움증권 리서치 ('18년 글로벌 라이신 수요: 240~250만톤 수준)

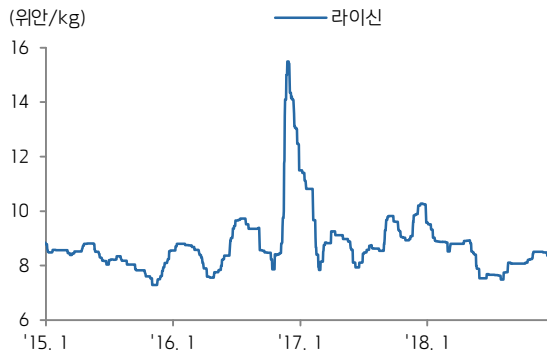
주: 1) Meihua와 Eppen 등 일부 업체의 기존 Capa 품목 전환 혹은 Capa 이전은 정확히 알려져 있지 않아서, 위의 데이터에 빠져 있음.
따라서, 실제 순증은 위의 수치보다 낮을 가능성이 높음

글로벌 메치오닌 Capa 증설 스케줄



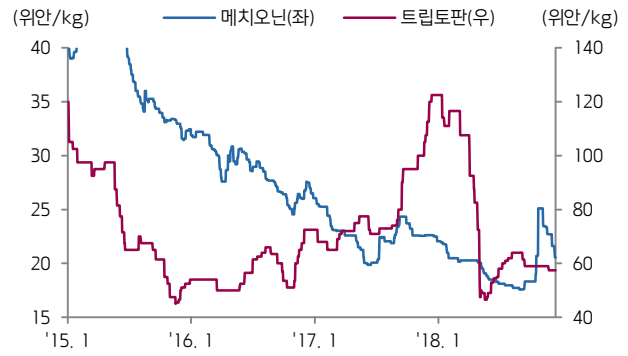
자료: 각 사 자료, Feedtrade, 키움증권 리서치('18년 글로벌 메치오닌 수요: 120~130만톤 수준)

중국 라이신 Spot 가격 추이



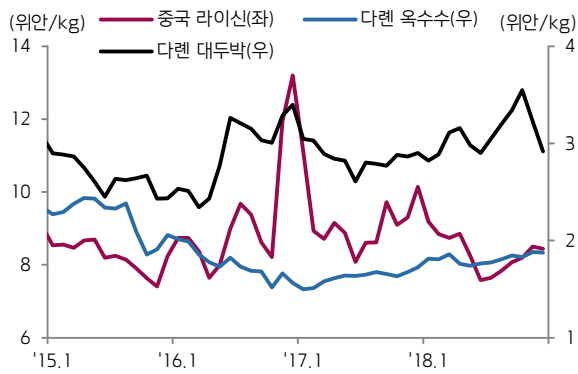
자료: Wind

중국 메치오닌/트립토판 Spot 가격 추이



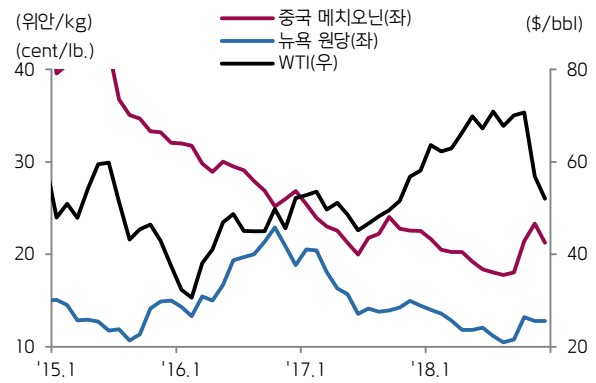
자료: Wind

월평균 중국 라이신/옥수수/대두박 추이



자료: Wind, Bloomberg

월평균 중국 메치오닌/뉴욕 원당/WTI 추이



자료: Wind, Bloomberg

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 145,633 | 164,772 | 185,250 | 203,712 | 221,716 |
| 매출원가 | 112,752 | 129,225 | 148,685 | 163,734 | 177,309 |
| 매출총이익 | 32,881 | 35,547 | 36,566 | 39,978 | 44,407 |
| 판매비및일반관리비 | 24,445 | 27,781 | 28,217 | 30,340 | 33,328 |
| 영업이익(보고) | 8,436 | 7,766 | 8,349 | 9,638 | 11,080 |
| 영업이익(핵심) | 8,436 | 7,766 | 8,349 | 9,638 | 11,080 |
| 영업외손익 | -3,153 | -1,922 | 5,715 | -3,435 | -3,497 |
| 이자수익 | 180 | 192 | 247 | 249 | 252 |
| 배당금수익 | 66 | 46 | 64 | 64 | 65 |
| 외환이익 | 1,330 | 2,159 | 1,500 | 1,500 | 1,500 |
| 이자비용 | 1,790 | 2,042 | 2,479 | 2,598 | 2,661 |
| 외환손실 | 1,917 | 1,488 | 1,600 | 1,500 | 1,500 |
| 관계기업지분법손익 | 10 | -186 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | -139 | 2,118 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 324 | -697 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1,216 | -2,025 | 7,984 | -1,151 | -1,153 |
| 법인세차감전이익 | 5,284 | 5,843 | 14,064 | 6,203 | 7,583 |
| 법인세비용 | 1,748 | 1,715 | 3,706 | 1,799 | 2,199 |
| 유효법인세율 (%) | 33.1% | 29.4% | 26.4% | 29.0% | 29.0% |
| 당기순이익 | 3,535 | 4,128 | 10,358 | 4,404 | 5,384 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 2,759 | 3,702 | 9,673 | 3,506 | 4,310 |
| EBITDA | 13,749 | 13,425 | 14,645 | 16,819 | 18,688 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 8,848 | 9,788 | 16,654 | 11,585 | 12,992 |
| 수정당기순이익 | 3,412 | 3,124 | 10,358 | 4,404 | 5,384 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 12.7 | 13.1 | 12.4 | 10.0 | 8.8 |
| 영업이익(보고) | 12.3 | -7.9 | 7.5 | 15.4 | 15.0 |
| 영업이익(핵심) | 12.3 | -7.9 | 7.5 | 15.4 | 15.0 |
| EBITDA | 11.3 | -2.4 | 9.1 | 14.8 | 11.1 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 45.8 | 34.2 | 161.3 | -63.8 | 22.9 |
| EPS | 45.7 | 34.1 | 134.6 | -64.3 | 22.9 |
| 수정순이익 | 40.3 | -8.4 | 231.6 | -57.5 | 22.3 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름 | 8,001 | 11,808 | -796 | 9,221 | 10,685 |
| 당기순이익 | 3,535 | 4,128 | 10,358 | 4,404 | 5,384 |
| 감가상각비 | 4,366 | 4,674 | 5,071 | 5,730 | 6,150 |
| 무형자산상각비 | 947 | 986 | 1,225 | 1,451 | 1,459 |
| 외환손익 | 602 | 472 | 100 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | -1,862 | 166 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 347 | -23 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | -3,586 | -238 | -5,199 | -2,300 | -2,243 |
| 기타 | 2,177 | 1,377 | -12,352 | -64 | -64 |
| 투자활동현금흐름 | -14,089 | -14,639 | -6,952 | -12,564 | -12,588 |
| 투자자산의 처분 | -5,904 | 619 | -2,533 | -45 | -68 |
| 유형자산의 처분 | 386 | 267 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -8,454 | -14,504 | -15,700 | -12,500 | -12,500 |
| 무형자산의 처분 | -606 | -795 | -1,000 | 0 | 0 |
| 기타 | 489 | -227 | 12,281 | -20 | -20 |
| 재무활동현금흐름 | 7,259 | 2,654 | 8,018 | 3,365 | 1,646 |
| 단기차입금의 증가 | -8,579 | -5,600 | 8,000 | 100 | 1,000 |
| 장기차입금의 증가 | 16,602 | 10,698 | -1,381 | 3,625 | 1,000 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -541 | -505 | -425 | -481 | -481 |
| 기타 | -222 | -1,939 | 1,824 | 121 | 127 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 1,146 | -535 | 270 | 22 | -257 |
| 기초현금및현금성자산 | 5,298 | 6,444 | 5,909 | 6,179 | 6,201 |
| 기말현금및현금성자산 | 6,444 | 5,909 | 6,179 | 6,201 | 5,944 |
| Gross Cash Flow | 11,587 | 12,046 | 4,402 | 11,521 | 12,928 |
| Op Free Cash Flow | -1,689 | -4,391 | -9,454 | -776 | 732 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 48,807 | 49,635 | 57,493 | 62,446 | 67,004 |
| 현금및현금성자산 | 6,444 | 5,909 | 6,179 | 6,201 | 5,944 |
| 유동금융자산 | 3,767 | 1,913 | 1,964 | 1,976 | 1,995 |
| 매출채권및유동채권 | 25,171 | 27,971 | 29,879 | 32,857 | 35,761 |
| 재고자산 | 12,802 | 13,035 | 14,655 | 16,116 | 17,540 |
| 기타유동비금융자산 | 624 | 807 | 4,817 | 5,297 | 5,765 |
| 비유동자산 | 108,855 | 119,047 | 132,788 | 138,684 | 144,159 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 3,052 | 3,840 | 4,631 | 5,093 | 5,543 |
| 투자자산 | 8,781 | 4,871 | 7,399 | 7,495 | 7,608 |
| 유형자산 | 72,805 | 81,794 | 92,423 | 99,192 | 105,542 |
| 무형자산 | 23,338 | 27,581 | 27,356 | 25,905 | 24,446 |
| 기타비유동자산 | 879 | 960 | 979 | 999 | 1,019 |
| 자산총계 | 157,662 | 168,681 | 190,281 | 201,130 | 211,163 |
| 유동부채 | 46,992 | 54,969 | 64,080 | 70,759 | 74,641 |
| 매입채무및기타유동채무 | 20,314 | 23,995 | 24,058 | 26,456 | 28,794 |
| 단기차입금 | 18,015 | 19,137 | 27,137 | 27,237 | 28,237 |
| 유동성장기차입금 | 7,733 | 9,146 | 7,265 | 10,890 | 10,890 |
| 기타유동부채 | 931 | 2,690 | 5,619 | 6,175 | 6,719 |
| 비유동부채 | 50,065 | 52,274 | 54,736 | 54,983 | 56,232 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 853 | 1,117 | 1,255 | 1,380 | 1,502 |
| 사채및장기차입금 | 40,875 | 43,061 | 43,561 | 43,561 | 44,561 |
| 기타비유동부채 | 8,337 | 8,096 | 9,920 | 10,042 | 10,169 |
| 부채총계 | 97,058 | 107,243 | 118,816 | 125,742 | 130,873 |
| 자본금 | 724 | 725 | 819 | 819 | 819 |
| 주식발행초과금 | 9,199 | 9,251 | 9,251 | 9,251 | 9,251 |
| 이익잉여금 | 25,665 | 29,034 | 38,474 | 41,689 | 45,702 |
| 기타자본 | -1,495 | -5,262 | -5,262 | -5,262 | -5,262 |
| 지배주주지분자본총계 | 34,094 | 33,749 | 43,283 | 46,498 | 50,511 |
| 비지배주주지분자본총계 | 26,511 | 27,689 | 28,182 | 28,890 | 29,780 |
| 자본총계 | 60,605 | 61,439 | 71,465 | 75,388 | 80,291 |
| 순차입금 | 56,411 | 63,522 | 69,821 | 73,512 | 75,749 |
| 총차입금 | 66,622 | 71,344 | 77,963 | 81,688 | 83,688 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 19,044 | 25,537 | 59,899 | 21,402 | 26,310 |
| BPS | 235,302 | 232,686 | 264,217 | 283,840 | 308,337 |
| 주당EBITDA | 94,899 | 92,620 | 90,684 | 102,672 | 114,080 |
| CFPS | 61,072 | 67,523 | 103,125 | 70,720 | 79,311 |
| DPS | 2,500 | 3,000 | 3,000 | 3,000 | 3,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 18.8 | 14.3 | 5.8 | 16.2 | 13.2 |
| PBR | 1.5 | 1.6 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |
| EV/EBITDA | 8.7 | 8.9 | 8.7 | 8.4 | 7.7 |
| PCFR | 5.9 | 5.4 | 3.4 | 4.9 | 4.4 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 5.8 | 4.7 | 4.5 | 4.7 | 5.0 |
| 영업이익률(핵심) | 5.8 | 4.7 | 4.5 | 4.7 | 5.0 |
| EBITDA margin | 9.4 | 8.1 | 7.9 | 8.3 | 8.4 |
| 순이익률 | 2.4 | 2.5 | 5.6 | 2.2 | 2.4 |
| 자기자본이익률(ROE) | 6.2 | 6.8 | 15.6 | 6.0 | 6.9 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 5.5 | 4.9 | 5.0 | 5.1 | 5.6 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 160.1 | 174.6 | 166.3 | 166.8 | 163.0 |
| 순차입금비율 | 93.1 | 103.4 | 97.7 | 97.5 | 94.3 |
| 이자보상배율(배) | 4.7 | 3.8 | 3.4 | 3.7 | 4.2 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 6.3 | 6.2 | 6.4 | 6.5 | 6.5 |
| 재고자산회전율 | 12.2 | 12.8 | 13.4 | 13.2 | 13.2 |
| 매입채무회전율 | 7.9 | 7.4 | 7.7 | 8.1 | 8.0 |

Compliance Notice

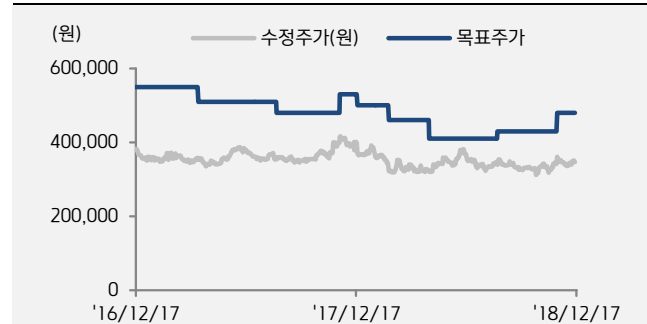
- 당사는 12월 14일 현재 'CJ제일제당 (097950)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견변동내역(2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) | |
|--------------------|------------|---------------|----------|----------------------|------------|------------|
| | | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 |
| CJ제일제당 (097950) | 2016/11/23 | BUY(Maintain) | 550,000원 | 6개월 | -32.02 | -29.00 |
| | 2017/01/02 | BUY(Maintain) | 550,000원 | 6개월 | -32.75 | -29.00 |
| | 2017/01/17 | BUY(Maintain) | 550,000원 | 6개월 | -33.52 | -29.00 |
| | 2017/02/10 | BUY(Maintain) | 550,000원 | 6개월 | -33.56 | -29.00 |
| | 2017/02/21 | BUY(Maintain) | 550,000원 | 6개월 | -34.11 | -29.00 |
| | 2017/03/30 | BUY(Maintain) | 510,000원 | 6개월 | -32.08 | -29.71 |
| | 2017/05/12 | BUY(Maintain) | 510,000원 | 6개월 | -31.59 | -28.14 |
| | 2017/05/23 | BUY(Maintain) | 510,000원 | 6개월 | -29.86 | -24.12 |
| | 2017/06/13 | BUY(Maintain) | 510,000원 | 6개월 | -29.30 | -24.12 |
| | 2017/06/29 | BUY(Maintain) | 510,000원 | 6개월 | -29.37 | -24.12 |
| | 2017/07/12 | BUY(Maintain) | 510,000원 | 6개월 | -29.39 | -24.12 |
| | 2017/08/07 | BUY(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | -26.06 | -24.48 |
| | 2017/09/13 | BUY(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | -26.30 | -24.48 |
| | 2017/10/10 | BUY(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | -26.08 | -22.81 |
| | 2017/10/17 | BUY(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | -25.30 | -21.46 |
| | 2017/11/09 | BUY(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | -24.48 | -16.67 |
| | 2017/11/20 | BUY(Maintain) | 530,000원 | 6개월 | -20.10 | -16.80 |
| | 2017/12/19 | BUY(Maintain) | 500,000원 | 6개월 | -22.38 | -16.80 |
| | 2018/01/04 | BUY(Maintain) | 500,000원 | 6개월 | -22.74 | -16.80 |
| | 2018/01/16 | BUY(Maintain) | 500,000원 | 6개월 | -24.38 | -16.80 |
| | 2018/02/09 | BUY(Maintain) | 460,000원 | 6개월 | -28.54 | -23.26 |
| | 2018/02/26 | BUY(Maintain) | 460,000원 | 6개월 | -28.52 | -23.26 |
| | 2018/04/17 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월 | -18.06 | -12.32 |
| | 2018/05/11 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월 | -16.24 | -11.22 |
| | 2018/06/07 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월 | -15.03 | -6.95 |
| | 2018/07/10 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월 | -15.56 | -6.95 |
| | 2018/07/25 | BUY(Maintain) | 410,000원 | 6개월 | -15.79 | -6.95 |
| | 2018/08/09 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -20.30 | -17.67 |
| | 2018/08/31 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -22.35 | -17.67 |
| | 2018/10/18 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -22.43 | -17.67 |
| | 2018/11/05 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -22.45 | -17.67 |
| | 2018/11/09 | BUY(Maintain) | 430,000원 | 6개월 | -22.24 | -15.93 |
| | 2018/11/16 | BUY(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | -28.15 | -26.56 |
| | 2018/12/17 | BUY(Maintain) | 480,000원 | 6개월 | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2017/10/01~2018/09/30)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 164 | 95.91% |
| 중립 | 5 | 2.92% |
| 매도 | 2 | 1.17% |