

# CJ제일제당

# BUY(유지)

097950 기업분석 | 음식료

목표주가(상향) 490,000원 | 현재주가(12/17) 345,000원 | Up/Downside +42.0%

2018. 12. 18

## 양호한 펀더멘탈 대비 저렴한 주가

### ▶ 탐방요약

**긍정적 펀더멘탈 유지, 4Q18실적 컨센서스 상회 전망:** 4Q18 가공식품 매출 성장세가 지속중이며, 3Q18 선반영된 추석관련 반품 비용(100억원 이상) 부담 축소로 전년대비 수익성이 개선될 전망이다. 쌀 등 원가부담이 가중된 가공식품의 경우 가격 인상에 대한 고민이 클 것으로 추정한다. 쌀 가격의 경우 분기별 원가 부담이 100억원 정도 추가 발생하고 있는 것으로 추정하며 평가 전가 가능성이 있다. 소재식품의 경우 원가 부담이 발생한 밀가루 가격 인상에 대한 검토가 진행중이지만 경쟁상황과 다른 소재식품의 가격 변동 등 복잡한 계산으로 결정이 쉽지 않을 것이다. 전분당은 옥수수 가격 안정과 평가 안정으로 양호한 수익성을 유지할 수 있을 것이다. 소맥가격 상승은 부담이지만 원당가격 안정세와 트레이딩 부문 매출 축소로 소재부문의 마진율은 안정화될 것으로 추정한다.

바이오의 경우 라이신 가격은 큰 변동이 없지만 제조원가 하락으로 수익성이 상당폭 개선되고 있다. 특히 핵산 가격이 상승하고(10%YoY추정), 판매물량도 증가하면서 바이오 전반의 수익성 개선을 견인할 것으로 추정한다. 트립토판, 쓰레오닌, MSG는 큰 변동 사항이 없고 성수기를 맞아 셀렉타의 매출과 수익성 개선이 양호할 것으로 추정한다. 생물자원의 경우 인도네시아, 베트남 등 주요국의 상품 가격 회복으로 전년동기 수준의 영업이익을 기록할 것으로 추정한다. 판촉비 경쟁은 김치 등 일부 품목에서 집행되고 있지만 4Q18 비용 절감 측면에서의 노력이 나타나고 있으며 이에 따라 매출액 대비 판촉비율은 전년동기 대비 하락할 것으로 추정한다. 대한통운 제외기준 4Q18 영업이익 컨센서스는 27%YoY증가한 1,241억원(최근 4개사 평균), 당사의 추정치는 23%YoY증가한 1,206억원 수준이다. 탐방을 통해 파악된 최근 영업 동향을 근거해서 볼 때 4Q18 동사의 영업이익은 시장의 예상치를 충분히 상회할 것으로 전망한다.

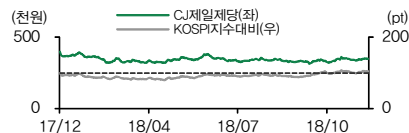
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	14,563	16,477	18,165	19,195	20,663
(증가율)	12.7	13.1	10.2	5.7	7.6
영업이익	844	777	846	963	1,061
(증가율)	12.3	-7.9	8.9	13.8	10.2
지배주주순이익	276	370	869	369	439
EPS	20,708	27,803	58,316	24,631	29,318
PER (H/L)	20.7/16.2	15.0/12.0	5.9	14.0	11.8
PBR (H/L)	1.8/1.4	1.8/1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (H/L)	10.3/9.4	11.1/10.2	9.2	8.1	7.4
영업이익률	5.8	4.7	4.7	5.0	5.1
ROE	8.4	10.9	22.9	8.5	9.3

#### Stock Data

52주 최저/최고	312,000/401,000원
KOSDAQ /KOSPI	662/2,071pt
시가총액	51,937억원
60일-평균거래량	35,871
외국인지분율	20.9%
60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p
주요주주	CJ 외 8인 45.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-1.7	5.3	-14.0
상대기준	-0.7	17.1	3.1

**Comment**

**긍정적 장기 성장성 대비 시장의 평가는 보수적:** 양호한 실적과 무리하지 않은 성공적 대규모 M&A에도 동사의 주가 반응이 크지 않은 상황이다. 진천 공장 가동에 따른 가공식품 판촉 증가에 대한 우려가 있지만 국내 음식료 업종의 낮아진 성장 가능성 대비 동사의 공격적 투자에 이은 매출 성장은 긍정적 요소가 더 많다. 단기적으로 대형 M&A에 따른 재무 부담이 있는 것은 사실이지만 장기적 시너지 가능성과 글로벌 성장 가능성에 대한 시장의 평가는 상당히 보수적이다.

**Action**

**다시 봐도 저렴한 주가:** 쉬완즈 인수후 실사 작업이 진행중이기 때문에 19년 추정 실적에 적극적으로 반영하지 않고 있다. 특별한 이슈가 발견되지 않는다면 쉬완즈 포함시 19년 동사의 연결기준 추정 EPS는 6.8%상승할 것으로 추정되며 이 경우 동사의 현재 주가는 19년 예상 실적 기준 P/E 13 배 수준으로 하락한다. 비교 대상 음식료업체 대비 양호한 펀더멘탈과 성장 가능성, R&D 능력, 글로벌 브랜드 확장 가능성 등을 감안시 현재 주가는 저렴한 수준이다. 목표주가 49만원과 투자의견 BUY를 그대로 유지한다.

**대차대조표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	4,881	4,963	5,512	5,830	6,138
현금및현금성자산	644	591	919	971	967
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,462	2,624	2,827
재고자산	1,280	1,304	1,475	1,543	1,652
비유동자산	10,886	11,905	12,079	12,529	13,096
유형자산	7,281	8,179	8,452	8,995	9,648
무형자산	2,334	2,758	2,659	2,567	2,481
투자자산	817	454	454	454	454
자산총계	15,766	16,868	17,591	18,360	19,234
유동부채	4,699	5,497	5,269	5,666	6,091
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,532	2,869	3,254
단기차입금및단기차	1,801	1,914	1,614	1,664	1,694
유동성장기부채	773	915	765	775	785
비유동부채	5,007	5,227	5,227	5,227	5,227
사채및장기차입금	4,054	4,262	4,262	4,262	4,262
부채총계	9,706	10,724	10,496	10,894	11,318
자본금	72	73	82	82	82
자본잉여금	924	930	930	930	930
이익잉여금	2,567	2,903	3,724	4,045	4,436
비배주주지분	2,651	2,769	2,889	2,940	3,000
자본총계	6,060	6,144	7,094	7,466	7,916

**손익계산서**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	14,563	16,477	18,165	19,195	20,663
매출원가	11,275	12,922	14,223	15,011	16,138
매출총이익	3,288	3,555	3,942	4,185	4,525
판매비	2,444	2,778	3,096	3,222	3,464
영업이익	844	777	846	963	1,061
EBITDA	1,375	1,343	1,503	1,705	1,879
영업외손익	-315	-192	523	-388	-378
금융손익	-212	67	-216	-231	-234
투자손익	1	-5	0	0	0
기타영업외손익	-104	-254	739	-157	-144
세전이익	528	584	1,369	575	683
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	354	413	989	420	499
자배주주지분순이익	276	370	869	369	439
비배주주지분순이익	78	43	121	50	60
총포괄이익	384	-52	989	420	499
증감률(%YoY)					
매출액	12.7	13.1	10.2	5.7	7.6
영업이익	12.3	-7.9	8.9	13.8	10.2
EPS	46.5	34.3	109.7	-57.8	19.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

**현금흐름표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	800	1,181	1,848	1,436	1,544
당기순이익	354	413	989	420	499
현금유출이없는비용및수익	957	904	1,221	1,072	1,177
유형및무형자산상각비	531	566	657	742	818
영업관련자산부채변동	-359	-24	17	100	52
매출채권및기타채권의감소	-175	-273	-17	-162	-203
재고자산의감소	-171	8	-171	-68	-110
매입채무및기타채무의증가	75	401	233	337	384
투자활동현금흐름	-1,409	-1,464	-831	-1,197	-1,339
CAPEX	-845	-1,450	-831	-1,193	-1,385
투자자산의손증	-77	362	0	0	0
재무활동현금흐름	726	265	-688	-187	-209
사채및차입금의 증가	927	499	-450	60	40
자본금및자본잉여금의증가	2	6	9	0	0
배당금지급	-54	-50	-43	-48	-48
기타현금흐름	-3	-36	0	0	0
현금의증가	115	-54	328	52	-4
기초현금	530	644	591	919	971
기말현금	644	591	919	971	967

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당주요지표(원)					
EPS	20,708	27,803	58,316	24,631	29,318
BPS	235,302	232,686	256,697	276,301	300,146
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
Multiple(배)					
P/E	17.3	13.2	5.9	14.0	11.8
P/B	1.5	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.2	8.1	7.4
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.7	5.0	5.1
EBITDA마진	9.4	8.1	8.3	8.9	9.1
순이익률	2.4	2.5	5.4	2.2	2.4
ROE	8.4	10.9	22.9	8.5	9.3
ROA	2.4	2.5	5.7	2.3	2.7
ROIC	5.2	4.5	4.8	5.4	5.7
안정성및기타					
부채비율(%)	160.1	174.6	148.0	145.9	143.0
이자보상배율(배)	4.7	3.8	4.1	4.8	5.3
배당성향(배)	9.1	9.3	4.5	10.5	8.8

자료: CJ제일제당, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시, 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)**

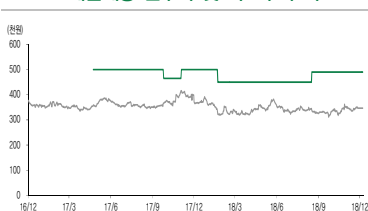
■ 기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**CJ제일제당 현재주 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/05/11	Buy	500,000	-27.7	-22.6					
17/10/13	Buy	465,000	-18.7	-10.8					
17/11/21	Buy	500,000	-24.5	-17.5					
18/02/09	Buy	450,000	-24.6	-15.2					
18/09/04	Buy	490,000	-	-					