

CJ제일제당

BUY(유지)

097950 기업분석 | 음식료

목표주가(하향)	415,000원	현재주가(02/14)	339,500원	Up/Downside	+22.2%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 02. 15

일회성은 이제 좀 그만~

News

4Q18 영업이익 예상치 하회: 4Q18 대한통운 제외 기준 매출액은 6.7%YoY증가한 26,505억원, 영업이익은 6.5%YoY증가한 1,042억원을 기록했다. 영업이익은 컨센서스 수준인 당사의 추정치(1,206억원)를 13.6%하회했다. 가공식품 매출 성장세는 양호하게 나왔지만(+15%YoY), 전체 식품부문의 영업이익 328억원(영업이익률 2.6%) 수준에 그치면서 당사 추정치(518억원)를 하회했다. 식품부문 실적 부진의 원인은 쌀/건고추/연육 등 원재료비 부담이 늘어나고, 제분 사업 경쟁심화와 판가 인상 지연 등 때문이라는 설명이다. 바이오 영업이익도 11%YoY감소한 464억원에 그쳤는데 핵산 등의 호조에도 불구하고 연말 인센티브 지급이 원인이다. 연결기준 세전이익은 적자 전환했는데(-285억원), 원인은 기부금 증가(300억원)와 자산 손상차손(291억원) 등 때문이다.

Comment

19~20년 추정 실적 하향: 헛반 등 가공식품 가격인상을 통해 원가부담은 상당폭 완화될 것으로 추정한다. 바이오 부문의 이익도 원가하락과 수율 개선으로 안정적 수준을 유지할 것으로 판단한다. 4Q18 실적 부진의 원인에는 원가요인도 있었지만, 인센티브 지급, 인수실사 초기비용, 기부금 증가, 손상차손 등 일회성 비용이 크다. 자산매각에 따른 대규모 평가이익 발생과 무관치 않아 보인다. 4Q18 실적 부진과 예측 가능성 하락을 반영하여 19년, 20년 추정 EPS를 3%기량 하향 조정한다.

Action

반성과 함께 목표주가 하향: 일회성 손실로 연말 실적 쇼크를 기록한 이후 동사의 주가는 보통 반등해 왔다. 다만, 대규모 자산 매각후 반복되는 일회성 비용은 동사의 주가에 만성적인 할인 요소중 하나다. 실적 추정치 하향과 과도했던 Target P/E를 적용을 반성하면서(20배→17.5배) 목표주가를 현실적 수준인 415,000원으로 하향한다. 19년 대형 M&A후 실적 방향성이 중요할 것으로 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
(단위: 십억원 원 배 %)							
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	312,000/381,500원
매출액	14,563	16,477	18,670	19,320	20,793	KOSDAQ /KOSPI	742/2,226pt
(증가율)	12.7	13.1	13.3	3.5	7.6	시가총액	51,109억원
영업이익	844	777	832	943	1,037	60일-평균거래량	33,954
(증가율)	12.3	-7.9	7.2	13.3	10.0	외국인지분율	20.4%
지배주주순이익	276	370	875	358	425	60일-외국인지분율변동추이	-0.6%p
EPS	20,708	27,803	58,747	23,511	27,947	주요주주	CJ 외 8인 45.5%
PER (H/L)	20.7/16.2	15.0/12.0	5.6	14.4	12.1	(천원)	
PBR (H/L)	1.8/1.4	1.8/1.4	1.3	1.2	1.1	500	
EV/EBITDA (H/L)	10.3/9.4	11.1/10.2	9.2	8.2	7.5	0	
영업이익률	5.8	4.7	4.5	4.9	5.0	18/02	
ROE	8.4	10.9	23.1	8.2	9.0	18/06	
						18/09	
						18/12	
						주가상승률	
						절대기준	1M -1.0 3M -0.6 12M 6.3
						상대기준	-8.2 -7.6 15.6



도표 1. CJ제일제당 4Q18 실적 Review

(단위: 억원 %)

		4Q18P	4Q17	%YoY	DB추경	%차이	컨센서스	%차이
연결	매출액	49,221	42,911	14.7	46,006	7.0	47,081	4.5
	영업이익	1,727	1,504	14.8	1,826	-5.5	1,821	-5.2
	세전이익	-285	245	적자전환	934	적자전환	-	적자전환
	지배순이익	-538	106	적자전환	597	적자전환	500	적자전환
대한등운제외	매출액	26,505	24,841	6.7	24,359	8.8	-	-
	영업이익	1,042	978	6.5	1,206	-13.6	-	-

자료: DB금융투자, 공정공시

대차대조표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
유동자산	4,881	4,963	5,485	5,771	6,077
현금및현금성자산	644	591	788	886	879
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,525	2,639	2,844
재고자산	1,280	1,304	1,516	1,553	1,663
비유동자산	10,886	11,905	12,079	12,521	13,074
유형자산	7,281	8,179	8,452	8,987	9,626
무형자산	2,334	2,758	2,659	2,567	2,481
투자자산	817	454	454	454	454
자산총계	15,766	16,868	17,564	18,292	19,152
유동부채	4,699	5,497	5,306	5,676	6,101
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,569	2,879	3,263
단기차입금및단기차채	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	10,533	10,903	11,328
자본금	72	73	82	82	82
자본잉여금	924	930	930	930	930
이익잉여금	2,567	2,903	3,730	4,040	4,417
비자배주주지분	2,651	2,769	2,819	2,868	2,926
자본총계	6,060	6,144	7,030	7,389	7,824

손익계산서

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
매출액	14,563	16,477	18,670	19,320	20,793
매출원가	11,275	12,922	15,127	15,108	16,240
매출총이익	3,288	3,555	3,543	4,212	4,554
판매비	2,444	2,778	2,711	3,269	3,516
영업이익	844	777	832	943	1,037
EBITDA	1,375	1,343	1,490	1,685	1,853
영업외손익	-315	-192	462	-386	-376
금융손익	-212	67	-216	-231	-234
투자손익	1	-5	0	0	0
기타영업외손익	-104	-254	678	-155	-142
세전이익	528	584	1,294	557	661
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	354	413	925	407	483
자배주주지분순이익	276	370	875	358	425
비자배주주지분순이익	78	43	50	49	58
총포괄이익	384	-52	925	407	483
증감률(%YoY)					
매출액	12.7	13.1	13.3	3.5	7.6
영업이익	12.3	-7.9	7.2	13.3	10.0
EPS	46.5	34.3	111.3	-60.0	18.9

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

현금흐름표

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	800	1,181	1,717	1,476	1,527
당기순이익	354	413	925	407	483
현금유출이없는비용및수익	957	904	1,212	1,068	1,171
유형및무형자산상각비	531	566	657	741	816
영업관련자산부채변동	-359	-24	-51	151	51
매출채권및기타채권의감소	-175	-273	-80	-114	-204
재고자산의감소	-171	8	-212	-37	-110
매입채무및기타채무의증가	75	401	270	310	385
투자활동현금흐름	-1,409	-1,464	-833	-1,190	-1,325
CAPEX	-845	-1,450	-831	-1,184	-1,369
투자자산의순증	-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	197	98	-7
기초현금	530	644	591	788	886
기말현금	644	591	788	886	879

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)	20,708	27,803	58,747	23,511	27,947
BPS	235,302	232,686	257,073	275,987	298,978
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
Multiple(배)					
P/E	17.3	13.2	5.6	14.4	12.1
P/B	1.5	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.2	8.2	7.5
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.5	4.9	5.0
EBITDA마진	9.4	8.1	8.0	8.7	8.9
순이익률	2.4	2.5	5.0	2.1	2.3
ROE	8.4	10.9	23.1	8.2	9.0
ROA	2.4	2.5	5.4	2.3	2.6
ROC	5.2	4.5	4.6	5.2	5.6
안정성및기타					
부채비율(%)	160.1	174.6	149.8	147.6	144.8
이자보상배율(배)	4.7	3.8	4.1	4.7	5.2
배당성향(배)	9.1	9.3	4.8	10.8	9.1

자료: CJ 제일제당, 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 언급한 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 기재된 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 것이거나 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 투자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

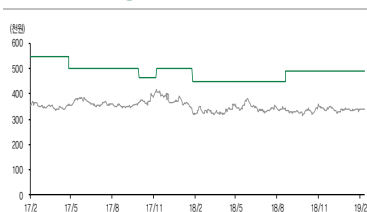
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

■ 업종 투자의견은 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 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/05/10	Buy	550,000	-32.8	-26.1	19/02/15	Buy	415,000	-	-
17/05/10		1년경과	-35.6	-35.6					
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	-31.4	-26.2					

주: *표는 담당자 변경