

CJ제일제당

BUY(유지)

097950 기업분석 | 음식료

목표주가(유지)	415,000원	현재주가(03/08)	322,500원	Up/Downside	+28.7%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 03. 11

저점을 고민해야 할 시점

▶ 탐방요약

부문별 영업동향 점검: 일부 가공식품 판매가격 인상이 단행됐지만 쌀/고추 등 원재료 가격 상승 부담에 따라 1Q19 식품 부문 이익 모멘텀은 약할 것으로 추정한다(식품 OP% 7.5%, -1.4%pYoY). 원가 부담에 따른 일시적 가공식품 마진율 하락에도 가공식품의 시장지배력 상승과 국내외 시장에서 강한 매출 성장이 지속 중이다. 식품부문의 이익 모멘텀은 판가 인상효과가 가시화되는 2Q19 후반부터 회복되기 시작해서 2020년까지 강화될 전망이다.

라이신 가격은 중국 판매 물량 축소와 유럽 판매가격 안정으로 하락폭이 제한적이다. 수율 개선과 원가 안정으로 라이신 영업이익률은 5%수준을 유지할 것으로 추정한다. 핵산은 중국 수요 강세로 1Q19 제품가격이 18년 평균대비 30%이상 상승할 것으로 전망한다. 19년 핵산 생산량 증가로(+15%YoY) 하반기 판가는 하향 안정될 수 있지만 전체 바이오 영업이익에서 핵산의 비중 증가가 기대된다(바이오 OP중 35% 추정). 핵산, 트립토판, 발린 등의 판매량 증가와 높은 마진율, 셀렉타/라이신 부문 실적 안정화에 따라 1Q19 바이오 영업이익은 26%YoY증가할 것으로 추정한다. 이를 근거로 추정한 1Q19 대한통운 제외기준 동사의 영업이익은 8%YoY증가한 1,843억원 수준이다.

▶ Comment

업종 평균대비 높은 성장성과 안정적 증익 전망: 부문별 실적 가이드선스와 탐방 내용을 종합해보면 19년 대한통운 제외기준 매출액은 6.2%YoY증가한 10.9조원, 영업이익은 10.4%YoY증가한 6,816억원 수준이 될 것으로 추정한다. 이를 상하반기로 분리해 보면 상반기(+7.2%YoY)보다 하반기(+13.5%YoY)의 영업이익 증가폭이 확대될 것으로 전망한다. 19년 대한통운을 포함한 연결기준 매출액은 9.6%YoY증가한 20.5조원, 영업이익은 16.3%YoY증가한 9,681억원을 기록할 것으로 추정한다

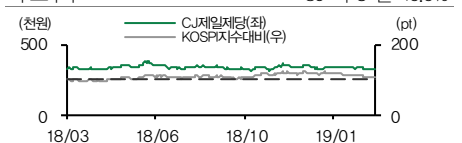
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	14,563	16,477	18,670	20,469	22,014
(증가율)	12.7	13.1	13.3	9.6	7.5
영업이익	844	777	833	968	1,095
(증가율)	12.3	-7.9	7.2	16.3	13.2
지배주주순이익	276	370	875	364	443
EPS	20,708	27,803	58,750	23,918	29,191
PER (H/L)	20.7/16.2	15.0/12.0	5.6	13.4	11.0
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	8.0	7.2
영업이익률	5.8	4.7	4.5	4.7	5.0
ROE	8.4	10.9	23.1	8.3	9.4

Stock Data

52주 최저/최고	312,000/381,500원
KOSDAQ /KOSPI	737/2,166pt
시가총액	48,324억원
60일-평균거래량	36,665
외국인지분율	20.6%
60일-외국인지분율변동추이	-0.5%p
주요주주	CJ 외 8인 45.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-5.6	-5.7	-0.5
상대기준	-3.9	-9.6	10.4

 Action

저점 매수를 고민할 시점: 동사의 주가는 19년 예상 실적 기준 P/E 13.4배, P/B 1.2배 수준에서 거래되고 있으며 ROE는 8.3%수준이다. 가공식품 부문의 국내외 시장에서의 높은 매출 성장과 지배력 강화 가능성(19년 매출 규모 3.9조원), 바이오 부문의 안정적 판매량 증가와 수익성 안정화를 감안시 이익대비 주가는 그렇게 비싸지는 않다. 이해하기 어렵고 복잡한 사업구조와 지속된 대규모 투자, 그에 따른 재무구조에 대한 걱정, 상반기 약화된 이익 개선 기대감이 주가의 발목을 잡고 있을 뿐이라고 판단한다.

아시아의 성장하는 글로벌 식품회사로써 장기 성장성에 대한 믿음은 변함이 없다. 바이오 부문에 대한 대규모 투자와 대형 M&A가 마무리 단계이며, 제약 사업 매각 차익 발생이후 우려됐던 일회성 손실은 4Q18에 반영했다. 가공식품 원가율이 안정화되고 판가인상 효과가 가시화되는 2Q19末을 앞두고 저점 매수를 고민할 시점이다. 목표주가를 415,000원으로 유지하며 이는 19년 예상 실적 기준 P/E 17.4배에 해당한다. 참고적으로 쉬원즈 인수대금은 3월 1일자 완료됐으며, 2Q19 실적 반영이 본격화될 전망이다. 스완즈에 대한 기존 대주주의 잔여 지분율이 20%에서 30%로 변경되면서 동사의 투자금액이 2,000억원 가량 축소된다(1.3조원 규모). 향후 중장기적으로 쉬원즈는 상장과 함께 구주매출이 진행될 가능성이 높다는 점에서 주가에 큰 영향을 줄 변수는 아닐 것으로 추정한다

도표 1. 1Q19 CJ제일제당 실적 Preview와 추정 근거

(단위: 억원, %)

		1Q19E	1Q18	%YoY	부문별 세부 실적 전망 근거
대통제외	매출액	26,140	25,122	4.1	바이오, 가공식품 P,Q측면에서 성장세 지속중
	식품부문	14,273	13,162	8.4	가수요 등으로 가공식품 가격 인상효과 2Q19 강화될 전망
	가공	9,576	8,535	12.2	HMR 고성장, 헛반 등 가격 인상, 글로벌 식품 20%대 성장
	소재	4,696	4,627	1.5	트레이딩 매출 축소 영향 감소, 매출 성장 제한적
	바이오부문	11,867	10,814	9.7	19년 트립토판/핵산 생산량 증산 전망
	바이오	6,875	5,920	16.1	핵산 10USD/kg, 라이신 1,250USD/톤 등 가정
	생물자원	4,992	4,894	2.0	베트남, 인니 등 판가 안정화
	제약	-	1,146	-	기매각
	영업이익	1,843	1,707	8.0	핵산가격 강세 등 바이오 안정적 이익, 식품 실적은 2Q末 개선
	식품부문	1,072	1,168	-8.2	식품부문 원가부담, 전천공장 초기 가동비용 부담
	바이오부문	771	419	84.1	핵산/트립토판/발린 고수익성 유지, 라이신 OP 5%추정
	바이오	612	484	26.4	연간 OP추정 2,217억(핵산 36%, 라이신 20%, 트립토판 25% 등 추정)
	생물자원	160	-65	-	매각 조회공시중, 연간 EBITDA 1,100억원 내외 가정시 평가가치는?
	제약	-	120	-	기매각
연결	영업이익률	7.1	6.8	0.3	핵산 가격 상승, 바이오 원가 안정, 생물자원 턴어라운드 지속
	매출액	48,700	43,486	12.0	대한통문 매출액 22.3%YoY증가 반영(컨센서스 적용)
	영업이익	2,437	2,103	15.9	대한통문 영업이익 46%YoY증가 반영(시장컨센서스 적용)

자료: DB금융투자, CJ제일제당, 감사보고서

도표 2. CJ제일제당 분기별 실적 전망

(단위: 억원, %)

대통제외 기준	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	25,122	23,675	27,450	26,505	26,140	25,672	29,355	28,004	98,852	102,752	109,170	115,860
식품부문	13,162	12,292	14,564	12,700	14,273	13,323	16,045	13,752	50,908	52,717	57,393	61,845
가공	8,535	7,695	9,721	8,430	9,576	8,657	11,131	9,418	31,294	34,381	38,782	43,048
소재	4,627	4,597	4,842	4,270	4,696	4,666	4,915	4,334	19,614	18,336	18,611	18,797
바이오부문	10,814	11,383	12,887	13,805	11,867	12,349	13,310	14,252	42,807	48,889	51,778	54,015
바이오	5,920	6,141	7,357	7,739	6,875	7,002	7,669	8,065	21,679	27,157	29,611	31,294
생물자원	4,894	5,242	5,530	6,066	4,992	5,347	5,641	6,187	21,128	21,732	22,167	22,721
제약	1,146	-	-	-	-	-	-	-	5,137	1,146	-	-
영업이익	1,707	1,312	2,111	1,042	1,843	1,394	2,441	1,138	5,563	6,173	6,816	7,601
식품부문	1,168	686	1,392	329	1,072	767	1,636	459	3,627	3,575	3,934	4,502
바이오부문	419	626	719	713	771	627	805	679	1,122	2,477	2,882	3,099
바이오	484	449	544	464	612	483	641	481	1,366	1,941	2,217	2,394
생물자원	-65	177	175	249	160	144	164	197	-244	536	665	704
제약	120	-	-	-	-	-	-	-	814	120	-	-
영업이익률	6.8	5.5	7.7	3.9	7.1	5.4	8.3	4.1	5.6	6.0	6.2	6.6
식품부문	8.9	5.6	9.6	2.6	7.5	5.8	10.2	3.3	7.1	6.8	6.9	7.3
바이오부문	3.9	5.5	5.6	5.2	6.5	5.1	6.0	4.8	2.6	5.1	5.6	5.7
바이오	8.2	7.3	7.4	6.0	8.9	6.9	8.4	6.0	6.3	7.1	7.5	7.7
생물자원	-1.3	3.4	3.2	4.1	3.2	2.7	2.9	3.2	-0.1	2.5	3.0	3.1
연결기준	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	43,486	44,537	49,456	49,221	48,700	49,846	53,932	52,212	164,772	186,701	204,690	220,135
영업이익	2,103	1,846	2,652	1,727	2,437	2,184	3,121	1,939	7,766	8,327	9,681	10,954
세전이익	1,122	10,481	1,624	-285	1,821	1,238	2,077	548	5,843	12,942	5,684	6,934
당기순이익	721	7,834	1,208	-509	1,329	904	1,516	400	4,128	9,254	4,149	5,062
지배주주 순이익	625	7,585	1,080	-538	1,143	777	1,304	344	3,702	8,752	3,568	4,353

자료: DB금융투자, CJ제일제당, 감사보고서

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,881	4,963	5,485	5,865	6,178
현금및현금성자산	644	591	788	742	727
매출채권및기타채권	2,201	2,445	2,525	2,785	2,999
재고자산	1,280	1,304	1,516	1,645	1,760
비유동자산	10,886	11,905	12,079	12,521	13,094
유형자산	7,281	8,179	8,452	8,987	9,646
무형자산	2,334	2,758	2,659	2,567	2,481
투자자산	817	454	454	454	454
자산총계	15,766	16,868	17,564	18,387	19,273
유동부채	4,699	5,497	5,306	5,763	6,193
매입채무및기타채무	1,939	2,299	2,569	2,966	3,356
단기차입금및단기차대	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	10,991	11,421
자본금	72	73	82	82	82
자본잉여금	924	930	930	930	930
이익잉여금	2,567	2,903	3,730	4,046	4,442
비지배주주지분	2,651	2,769	2,819	2,869	2,929
자본총계	6,060	6,144	7,030	7,396	7,852

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	800	1,181	1,725	1,341	1,550
당기순이익	354	413	925	414	504
현금유출이없는비용및수익	957	904	1,219	1,079	1,191
유형및무형자산상각비	531	566	657	741	818
영업관련자산부채변동	-359	-24	-51	1	42
매출채권및기타채권의감소	-175	-273	-80	-260	-214
재고자산의감소	-171	8	-212	-130	-115
매입채무및기타채무의증가	75	401	270	397	390
투자활동현금흐름	-1,409	-1,464	-840	-1,199	-1,357
CAPEX	-845	-1,450	-831	-1,184	-1,390
투자자산의순증	-77	362	-7	-7	-7
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	-46	-15
기초현금	530	644	591	788	742
기말현금	644	591	788	742	727

자료: CJ 제일제당, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,563	16,477	18,670	20,469	22,014
매출원가	11,275	12,922	15,127	16,584	17,868
매출총이익	3,288	3,555	3,544	3,885	4,146
판매비	2,444	2,778	2,711	2,917	3,051
영업이익	844	777	833	968	1,095
EBITDA	1,375	1,343	1,490	1,710	1,913
영업외손익	-315	-192	461	-402	-404
금융손익	-212	67	-300	-342	-346
투자손익	1	-5	-9	-7	-7
기타영업외손익	-104	-254	770	-53	-51
세전이익	528	584	1,294	567	690
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	354	413	925	414	504
자배주주지분순이익	276	370	875	364	443
비지배주주지분순이익	78	43	50	50	60
총포괄이익	384	-52	925	414	504
증감률(%YoY)					
매출액	12.7	13.1	13.3	9.6	7.5
영업이익	12.3	-7.9	7.2	16.3	13.2
EPS	46.5	34.3	111.3	-59.3	22.0

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

주요 투자지표

주당지표(원)					
EPS	20,708	27,803	58,750	23,918	29,191
BPS	235,302	232,686	257,076	276,365	300,499
DPS	2,500	3,000	3,000	3,000	3,000
Multiple(배)					
P/E	17.3	13.2	5.6	13.4	11.0
P/B	1.5	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.6	10.5	9.2	8.0	7.2
수익성(%)					
영업이익률	5.8	4.7	4.5	4.7	5.0
EBITDA마진	9.4	8.1	8.0	8.4	8.7
순이익률	2.4	2.5	5.0	2.0	2.3
ROE	8.4	10.9	23.1	8.3	9.4
ROA	2.4	2.5	5.4	2.3	2.7
ROIC	5.2	4.5	4.6	5.4	5.8
안정성및기타					
부채비율(%)	160.1	174.6	149.8	148.6	145.5
이자보상배율(배)	4.7	3.8	4.1	4.9	5.5
배당성향(배)	9.1	9.3	4.8	10.7	8.7

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 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 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 투자자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

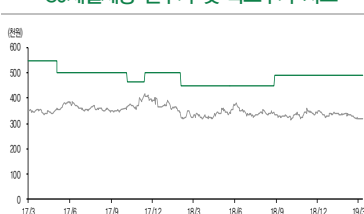
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자자의견은 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 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 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	-31.6 -26.2				

주: *표는 담당자 변경