

2019년 03월 26일

키움증권 리서치센터 | 기업분석

Buy [Maintain]

# CJ제일제당 (097950)

## 햇반, 쉬완스, 그리고 비비고

■ 현재주가(3/25) 321,000원 ■ 목표주가 480,000원

견실한 성장에는 결단력 있는 투자와 인내의 시간이 필요하다. 햇반은 20여년에 걸친 장기 투자에 힘입어 1등 브랜드로 탄생하였다. 쉬완스는 재무 구조 논란에도 불구하고, 결단력 있는 투자를 통해 새로운 성장 기회를 제공한다. 동사가 수년간 투자한 비비고 브랜드와 함께 미국에서 강한 시너지가 발생할 수 있기 때문이다. 이제 2015년 이후 주가 박스권에서 벗어날 수 있는, 최소 2년 간의 가공식품 증익 Cycle이 우리 앞에 기다리고 있다.

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA  
02-3787-4807  
sjpark@kiwoom.com

RA 이범근  
02-3787-0335  
bk.lee@kiwoom.com



## CJ제일제당 (097950)



### Stock Data

KOSPI (3/25)	2,144.86pt		
시가총액	50,123억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	381,500원	312,000원	
최고/최저가대비 등락율	-15.86%	2.88%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-2.9%	1.1%
	6M	-3.0%	5.8%
	1Y	-0.5%	12.2%

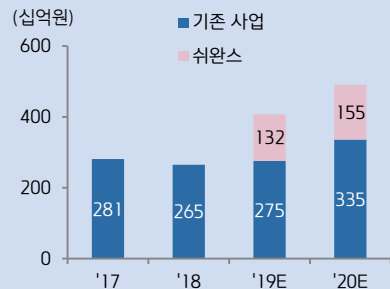
### Company Data

발행주식수(천주)	16,382천주	
일평균 거래량(3M)	36천주	
외국인 자본율	21.89%	
배당수익률(18,P)	1.09%	
BPS(18,P)	258,590원	
주주 주주	CJ주식회사 외	41.8%
	국민연금	11.8%
매출구성(19,E)	가공식품	25.8%
	바이오	13.0%

### Price Trend



### 가공식품 영업이익 추이 및 전망



## Contents

### Summary

- > 햇반 중심의 이익 성장 국면 전망 3
- > 쉬완스 인수로 미국 가공식품 Quantum Jump 기대 4
- > 투자의견 BUY, 목표주가 48만원 4

### I. 국내 가공식품: 매출에서 이익으로 4

- > 19년 고정비 부담 Peak Out 4
- > 햇반, 이익 상승 본격화 국면 진입 5
- > HMR 1등을 잡아라 9

### II. 쉬완스 인수효과: 한국에서 글로벌로 11

- > 가공식품 글로벌 비중 확대 지속 11
- > 미국 냉동식품 시장 동향 13
- > 美 쉬완스 인수: Ethnic에서 Mainstream으로 15

### III. 실적 전망 및 투자전략 21

#### Compliance Notice

- 당사는 3월 25일 현재 상기에 언급된 CJ제일제당(097950)의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

# Summary

## >>> 햇반 중심의 이익 성장 국면 전망

CJ제일제당의 국내 가공식품 사업은 햇반을 중심으로 이익 성장 국면에 진입할 것으로 전망된다. **19년에 고정비 부담이 Peak Out 하고, 2Q19부터 평가 인상효과가 반영되기 시작하며, 20년에는 진천공장 가동률도 상승 국면에 진입한다.** 특히, 햇반의 이익 성장세가 돋보일 전망이다. 햇반은 18년 매출 규모가 약 2,700억원 수준이고, 시장 점유율도 74%로 압도적인 1등 제품이다. 하지만, 쌀 단가의 급격한 상승으로 인해, 수익성 레벨이 동사의 가공식품 평균 마진 대비 낮아진 상황인데, 年 매출 규모와 시장 조직을 감안한다면 이러한 상황이 지속될 가능성은 매우 낮다. 오히려 Cost Push Inflation이 동사의 중장기적인 마진 성장 측면에서 긍정적으로 작용할 수 있다. 이에 따라 당사는 **두 차례의 가격 인상과 판매량 고성장세에 힘입어, 중기적으로 햇반의 폭발적인 영업이익률 상승을 기대**하고 있다.

## >>> 쉬완스 인수로 미국 가공식품 Quantum Jump 기대

CJ제일제당이 작년 11월에 인수하기로 결정한 미국 냉동식품 업체 쉬완스 컴퍼니는 올해 3월부터 연결 편입되어 실적에 반영된다. 재무구조 부담과 M&A 초기 비용이 있는 것은 사실이나, **채널/물류/제품 측면의 시너지**를 활용하여, 동사의 미국 가공식품 사업이 한 단계 Level-up 될 수 있을 것이다. 특히, 미국 냉동식품 시장은 **인종의 다양화, 건강/신선에 대한 관심, 이국적인 것에 대한 호기심 증가**로 에스닉 푸드에 대한 관심이 증가하고 있기 때문에, 아시안 냉동식품의 시장 규모가 확대될 가능성이 높다.

## >>> 투자의견 BUY, 목표주가 48만원

**CJ제일제당에 대해 음식료 대형주 Top Pick 의견을 제시한다.** 쌀 단가 상승과 진천공장 고정비 부담 등으로 인해, 1Q19는 가공식품 실적의 가시성이 낮은 편이다. 하지만, 2Q19부터 쉬완스 연결 편입과 햇반 중심의 이익 고성장세가 전망되기 때문에, **향후 2년간 가공식품 이익의 편안한 증익 Cycle이 기대**된다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액(억원)	145,633	164,772	186,701	225,621	245,432
보고영업이익(억원)	8,436	7,766	8,327	10,559	12,147
핵심영업이익(억원)	8,436	7,766	8,327	10,559	12,147
EBITDA(억원)	13,749	13,425	14,731	18,955	20,985
세전이익(억원)	5,284	5,843	12,942	6,600	8,247
순이익(억원)	3,535	4,128	9,254	4,686	5,855
지배주주지분순이익(억원)	2,759	3,702	8,752	3,649	4,504
EPS(원)	19,044	25,537	54,191	22,272	27,497
증감율(%YoY)	45.7	34.1	112.2	-58.9	23.5
PER(배)	18.8	14.3	5.9	14.4	11.7
PBR(배)	1.5	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.7	8.9	8.5	8.0	7.2
보고영업이익률(%)	5.8	4.7	4.5	4.7	4.9
핵심영업이익률(%)	5.8	4.7	4.5	4.7	4.9
ROE(%)	6.2	6.8	14.0	6.1	6.9
순부채비율(%)	93.1	103.4	103.0	105.7	97.0

# I. 국내 가공식품: 매출에서 이익으로

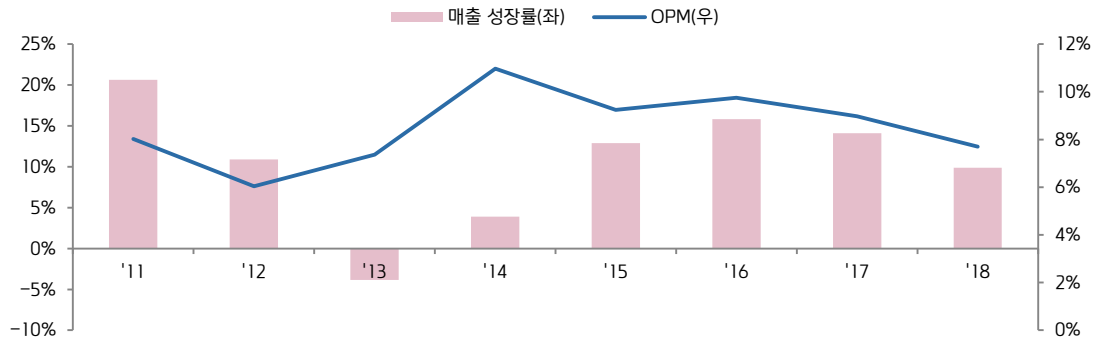
## >>> 19년 고정비 부담 Peak Out

CJ제일제당은 국내 1위 식품 업체로서 경쟁사 대비 가장 높은 매출 성장률을 보여주고 있다. 동사의 가공식품 사업은 맛 품질 개선을 통한 차별화 능력, 브랜드 파워와 막강한 자본력을 바탕으로, 수년간 고성장을 해왔고, 그 과정 속에서 헛반, 비비고 만두 등과 같은 대표 제품들이 대형화 되었다.

하지만, 동사의 주가는 Level-up 되지 못하였다. 왜 그랬을까? 1) 바이오 시황 변화, 2) 비핵심 사업 투자, 3) 가공식품 투자 부담 등으로 인해, 실적이 시장의 눈높이에 미치지 못했기 때문이다. 특히, 동사의 핵심 사업인 가공식품은 15년부터 고성장 하였으나, Capex 레벨 상승으로 인한 고정비와 판촉 프로모션 부담 증가로, 수익성은 부진한 모습을 보였다.

다행스럽게도 이와 같은 **Capex 증가 국면은 18년에 마무리 된 것으로 판단된다.** 지난 해 진천공장 대규모 투자가 일단락 되면서, 올해는 Capex 레벨이 증가하기 어렵기 때문이다. 그렇다면 수익성의 흐름은 어떻게 될까? 지난 해 Capex 부담이 Peak였기 때문에, 고정비 부담은 올해 안에 Peak가 나올 가능성이 높다. 결과적으로 **가공식품의 OPM이 올해를 기점으로 Bottom-out 할 가능성이 높은 것이다.**

### CJ제일제당 가공식품 매출 성장률 및 OPM 추이



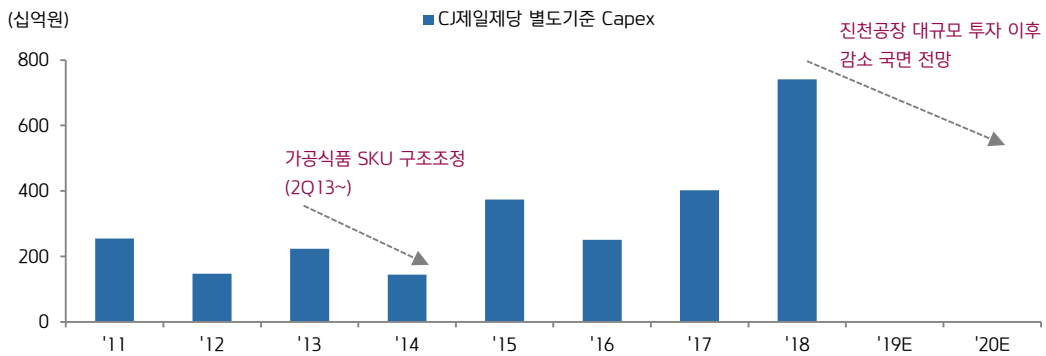
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치 / 주: 1) 2018년은 IFRS 1115 반영 영향으로 성장률이 5%p 내외 낮아 보이는 효과가 있음

### CJ제일제당 주가 추이



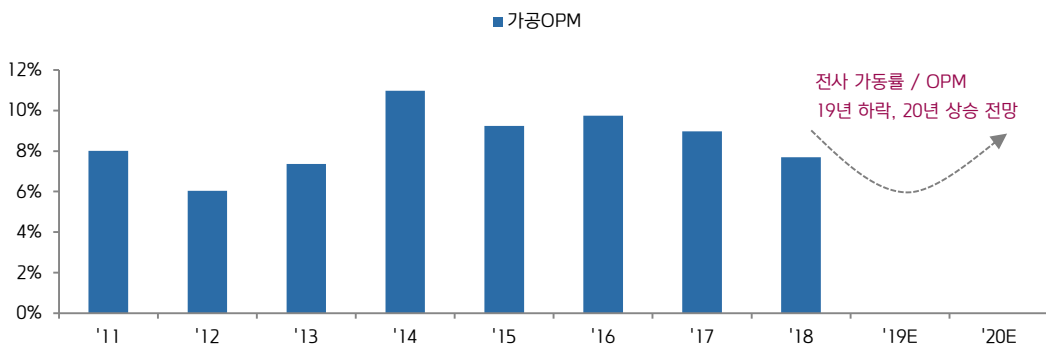
자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

CJ제일제당 별도기준 Capex 추이: 2018년 Capex Peak



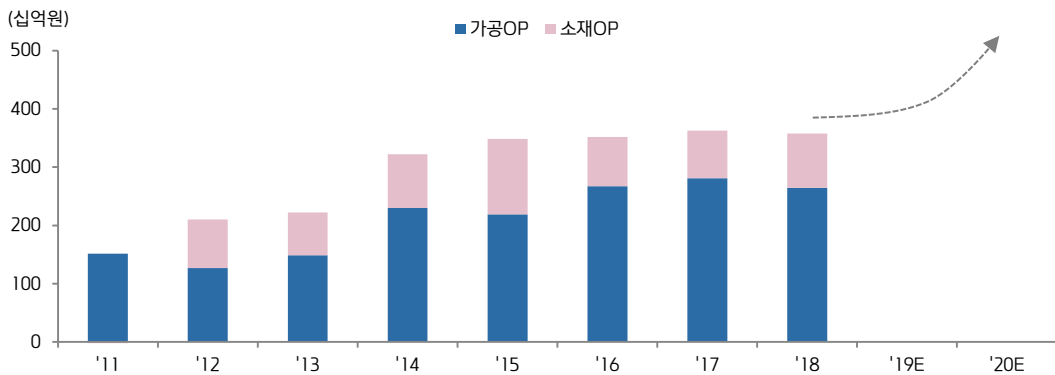
자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 가공식품 OPM 추이: 2019년 고정비 부담 Peak



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

CJ제일제당 식품 부문 영업이익 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

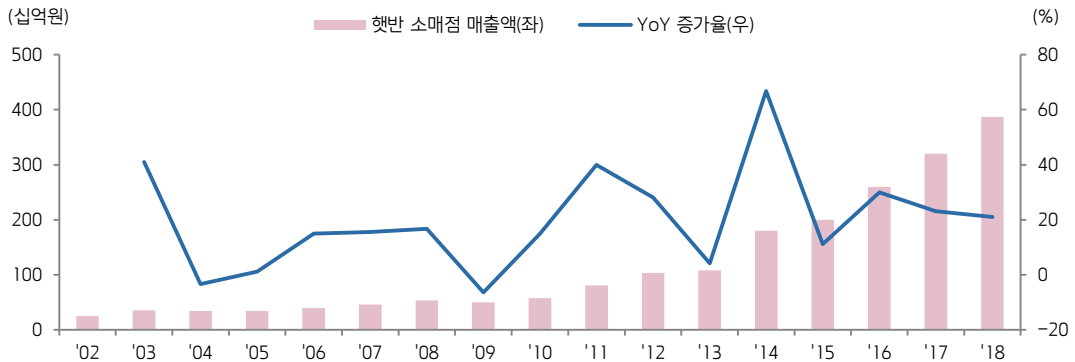
## >>> 햇반, 이익 상승 본격화 국면 진입

### CJ제일제당의 공든탑, 햇반

1996년 12월 12일에 첫 출시된 햇반은 기존에 전무했던 즉석밥이라는 새로운 카테고리를 만들어 낸 주역이다. 출시 첫 해 판매량은 1천만개 수준에 불과했으나, 최근에는 연간 판매량이 3억개를 넘어선 상황이다.

지금은 CJ제일제당의 대표 제품이 된 햇반이지만, 출시 후 3~4년 동안은 제품 알리기조차 쉽지 않았다. '사먹는 즉석밥'에 대한 소비자의 거부감과 불신이 있었기 때문이다. 맛별이 가구와 전자레인지 보급률 증가에도 불구하고, 소비자들의 식습관은 쉽게 바뀌지 않았다. 하지만, 동사는 지속적인 프로모션을 통한 소비자 인지도 확대, '비상식(非常食)'에서 '일상식(日常食)'으로의 접근 변화, 당일도정/무균포장/맛 품질 등의 차별화를 통해, '엄마가 정성스럽게 지어준 것처럼 맛있는 밥'이라는 이미지를 부각시켰다. 시간이 지나면서 햇반 이용 경험이 있는 세대가 주요 소비계층 대열에 합류하였고, 1인 가구의 증가로 햇반의 일상식화를 추진할 수 있는 기반이 조성되면서, 시장 규모가 급격히 성장하기 시작하였다.

### 햇반 매출액 추이



자료: CJ제일제당, 언론보도, 키움증권 리서치

### 햇반 변천사



자료: CJ제일제당, 언론보도, 키움증권 리서치

주: 1) 1번은 96년 출시 당시 햇반. 2번은 2000년대 초반 디자인. 3번은 현재 햇반의 모습

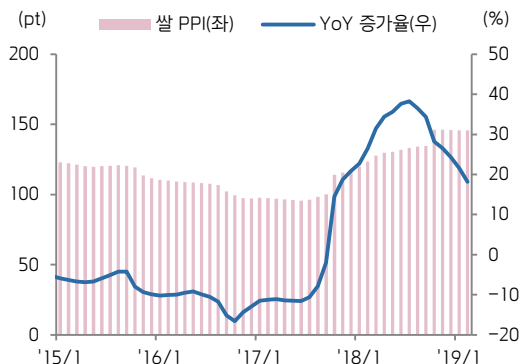
### 원재료 단가 상승 부담을 2번의 판가 인상으로 방어

꾸준한 매출 고성장과 원재료 단가 안정화에 힘입어, 2010년대 중반부터 헛반은 이익 측면에서도 동사의 효자 상품으로 자리매김 하였다. 하지만, 17년말부터 핵심 원재료인 쌀 가격이 급등하면서(최대 +40% YoY), 동사 가공식품 사업부의 영업이익이 2Q18부터 감소하기 시작하였다.

동사는 원재료 단가 상승 부담을 방어하기 위해, 18년 3월에 헛반의 가격을 +9% 인상하였다. 하지만, 쌀 값 상승률이 너무 높아서, 가공식품 부문의 이익 감소를 피하기는 어려웠다. 그 결과, **연 매출 2천억원과 MS 70% 이상을 자랑하는 헛반의 수익성이 가공식품 평균 마진을 하회하는 상황**에 이르렀다.

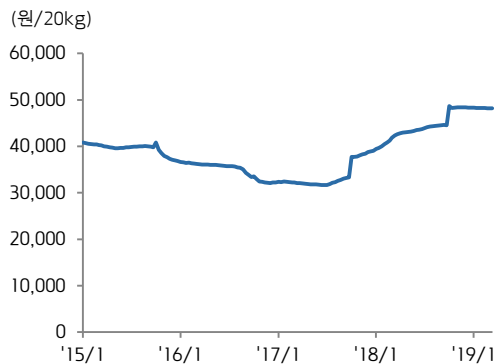
CJ제일제당은 올해 2월에도 헛반 가격을 재차 +9% 인상하였다. 18년말부터 쌀 값이 더욱 올랐기 때문이다. 하지만, 원재료 단가 상승률의 레벨은 18년 상반기 대비 낮은 편이다. 따라서, 19년에는 판가 인상을 통해, 어느 정도 수익성을 방어하고, 일정 부분 예년 수준의 수익성을 회복할 것으로 기대된다.

#### 쌀 PPI 추이



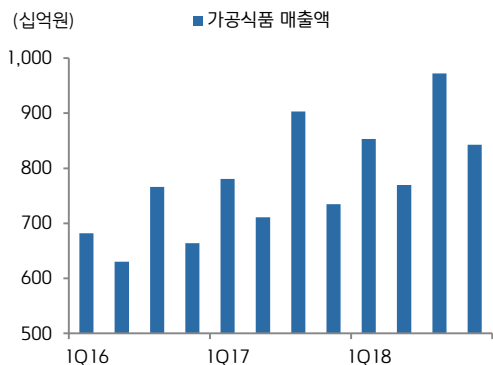
자료: 통계청, 키움증권 리서치

#### 산지 쌀 값 추이



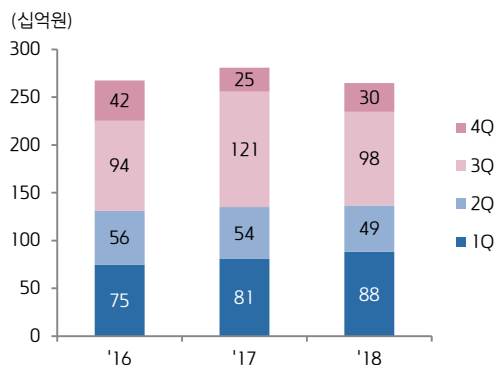
자료: 통계청, 키움증권 리서치

#### CJ제일제당 가공식품 매출액 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

#### CJ제일제당 가공식품 영업이익 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

### 햇반 예찬: 추수의 계절이 다가온다

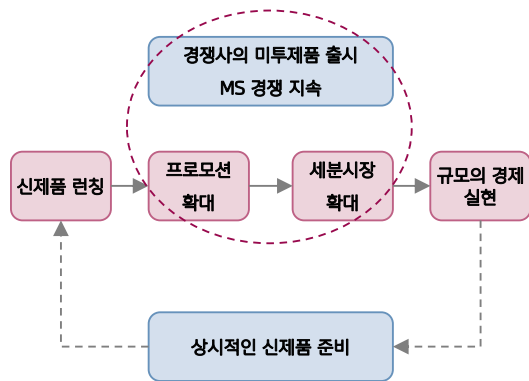
전술한 것처럼 햇반의 수익성은 19년에 일부 회복될 것으로 기대된다. 그러나 우리가 간과하지 말아야 하는 사실이 있다. 햇반은 고성장 품목이고, 18년 매출 규모가 약 2,700억원 수준으로, CJ제일제당의 다른 Cash Cow 못지 않은 규모를 자랑하고 있다. 게다가, 시장 점유율도 70% 이상으로 압도적인 1위 제품이다. **과연, 햇반의 수익성이 18년처럼 동사의 가공식품 평균 마진을 하회하는 것이 논리적으로 합당할까?**

CJ제일제당은 작년 말에 진천공장에 햇반 라인을 증설하였다. 동사는 19년에 진천공장에서 매출 3,000~3,500억원 수준을 기대하고 있는데, 여기서 햇반 매출이 무려 1/3을 차지한다. 1천억원 이상의 추가 매출을 기대하고 있는 것이다. 이에 따라, 올해 CJ제일제당은 쌀 구매량을 전년대비 +36% 정도 늘려 놓은 상태이다.

19년은 판가 인상에도 불구하고, 진천공장 고정비와 원재료 단가 상승 부담으로 수익성 회복의 폭이 크지 않을 수는 있다. **하지만, 20년은 어떨까? 당사는 햇반의 이익이 폭발할 것으로 기대한다. 햇반은 이미 CJ제일제당의 Cash Cow이자 Star Business이다.** 이미 CJ제일제당은 경쟁사 대비 압도적인 가격 경쟁력을 확보하였고, 세분시장이 충분히 커진 상태이며, 경쟁사의 미투 제품도 의미가 없는 상황이다. 동사가 쌓아 놓은 압도적인 인지도와 가격 경쟁력을 따라 잡을 수 없기 때문이다.

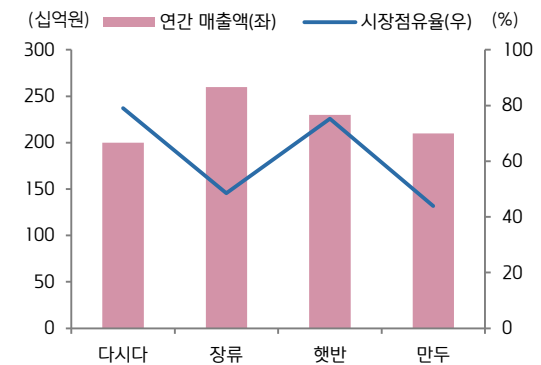
반면에, 출시한지 얼마 안된 신제품들은 수많은 마케팅 활동을 필요로 한다. 고객들에게 제품이 맛있다는 것을 알리기 위해 시식 행사도 하고, 경쟁사들의 미투 제품에 대항하기 위해, 제품 홍보와 판촉 활동을 적극적으로 할 수밖에 없다. 이러한 모든 활동은 회사의 영업비용이다. 영업레버리지가 크게 나타날 수 없는 것이다. **하지만, 햇반은 이미 규모의 경제가 달성된 품목이다.** 위의 활동들이 전혀 필요 없는 제품이다. 기다리고 기다렸던 추수의 계절이 다가오고 있는 것이다.

#### 가공식품 비즈니스 순환 도식도



자료: 키움증권 리서치

#### CJ제일제당 제품별 매출액과 MS 현황



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치(2017년 기준)

주: 1) 소매점이 아닌 제조사 매출액 기준임. 햇반에서 컵반 매출은 제외



## >>> HMR 1등을 잡아라

### 가공식품 주요 카테고리에서 압도적 MS 상승 시현 중

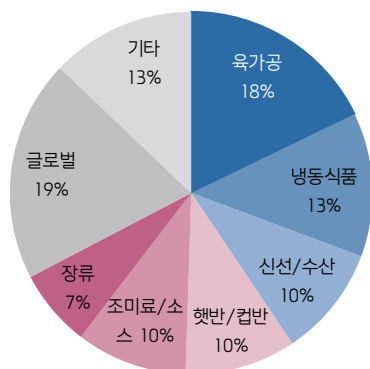
CJ제일제당은 맛 품질 개선을 통한 차별화 능력, 브랜드 파워와 막강한 자본력을 바탕으로 대부분의 가공식품 세부 카테고리에서 시장 점유율이 상승하고 있는 상황이다. 특히, 가공밥, 캔햄, 만두, 김치 등의 카테고리에서 구조적인 점유율 상승세를 보인 바 있다.

가공밥 메인 브랜드인 **햇반**의 점유율은 70%가 넘어간 상황이다. 캔햄 브랜드 **스팸**도 지속적인 점유율 상승으로 MS가 50%를 넘어섰다. 통상, 시장 규모가 커질 때 2~3위 업체들의 MS가 상승하는 것이 일반적이거나, **햇반**과 **스팸**은 그런 통념을 넘어선지 이미 오래다.

**냉동만두**는 해태, 동원과 비슷한 수준의 점유율을 가지고 있었으나, 13년 12월에 출시한 '비비고 왕교자'를 통해 시장 판도를 완전히 바꾸어 버렸다. **김치**는 증가집에 밀려 2위 브랜드였으나, 16년부터 '비비고 김치'를 앞세워 선두 업체와의 MS 격차를 급격히 축소하였고, 올해 10월에는 일시적으로 MS 1위를 기록한 바 있다.

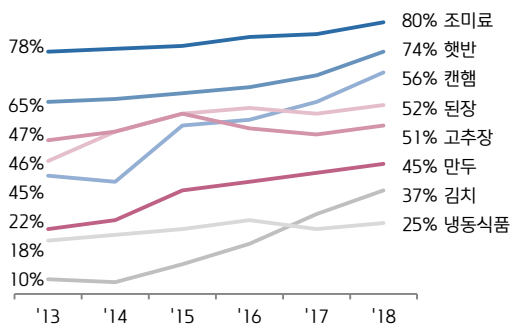
이처럼 다양한 카테고리에서 구조적인 MS 상승이 나오는 사례는 식품 업계에서 찾아보기 어려운 것이 사실이다. 통상 소비자들의 입맛이 쉽게 변하지 않기 때문에, MS가 급격히 변화하기는 어렵다. 따라서, 이러한 구조적 MS 상승세는 동사의 제품력과 브랜드력이 탁월함을 보여주는 사례로 판단되며, 경쟁사 대비 밸류에이션 프리미엄을 받을 수 있는 중요한 근거가 될 수 있다.

CJ제일제당 가공식품 매출 Mix



자료: CJ제일제당(2018년 기준)

CJ제일제당 주요 가공식품 MS 추이



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## 또 다른 대형 브랜드의 탄생을 기다리며

C제일제당은 국내 식품 1위 사업자이다. 단순히 MS 상승만으로는 영업이익이 성장하기 어렵다. 이익 성장의 가시성 확보를 위해서는 年 매출 2천억원 이상의 1등 브랜드의 탄생이 중요하다. **당사가 주목하는 새로운 대형 브랜드 후보는 햇반 컵반, 고메 냉동피자, 비비고 포장김치, 비비고 죽이다. 가장 큰 이유는 한국인의 입맛에 친숙해서 대형화 되기 용이한 제품 카테고리이기 때문이다.**

**햇반 컵반**의 18년 소매점 매출은 1,000~1,100억원 수준으로 추산된다. 시장 점유율도 70% 수준이다. 정형화 된 제품 형태로 규모의 경제 효과가 나오기 용이하고, 한국 사람들에게 친숙한 재료를 중심으로 국밥과 덮밥 제품이 출시되어 있다. 18년 매출 성장률은 28% 수준이었는데, 용기면 시장규모가 8천억원인 점을 감안한다면, 여전히 성장 잠재력이 높은 것으로 판단된다. 용기면 보다 단가가 높고, 건강에 좋다는 인식이 있기 때문이다.

**고메 냉동피자**의 18년 소매점 매출은 240억원 수준으로 추산된다. 시장 점유율은 24%로 오투기에 이어 2위를 기록 중이다. 외식 피자 시장은 2조원이 넘는 시장이고, 최저임금과 임대료 상승으로 가성비가 점차 떨어질 가능성이 높다. 맛 품질만 업그레이드 된다면, 동사가 충분히 키울 수 있는 잠재 시장으로 판단된다.

**비비고 포장김치**의 18년 소매점 매출은 800~900억원 수준이다. 시장 점유율은 31%로 대상 증가집에 이어 2위를 기록 중이다. 김치는 일평균 섭취량이 백미, 우유에 이어 3위에 해당될 정도로 소비량이 많은 다소비식품이다. 아직도 담금김치가 전체 소비의 70%를 차지하고 있기 때문에, 성장 잠재력이 매우 높은 카테고리이다. 특히, 베이비붐 세대와 달리, 40대 이하의 소비자들은 김치를 담그는 방법을 잘 모르고, 포장김치를 사먹는 것에 더 큰 편의를 느끼고 있어, 세대 변화에 따라 시장 규모가 급격히 커질 가능성이 높다.

18년 11월에 출시한 **비비고 죽**의 월 매출은 30~40억원 수준이다. 올해 1월 MS는 24%를 기록하였는데, 신규 시장 진입 이후 2개월 만에 MS 2위를 차지하였다. 이러한 MS 상승세는 동사의 우월한 제품력을 지지하는 중요한 근거로 판단된다. 더불어, 외식 채널에서 팔리는 죽 제품도 피자처럼 가성비가 떨어지고 있기 때문에, HMR 시장으로 소비가 이동할 가능성이 높다.

### C제일제당의 대형 브랜드 후보 군: 햇반 컵반, 냉동피자, 포장김치, 상품 죽



자료: C제일제당, 키움증권 리서치

## II. 슈완스 인수효과: 한국에서 글로벌로

### >>> 가공식품 글로벌 비중 확대 지속

CJ그룹은 전 계열사에 핵심 사업의 Globalization을 주문하고 있다. CJ제일제당도 핵심 사업인 가공식품 사업에서 크고 작은 M&A를 성사시키며 외형을 키워나가고 있는 상황이다. 특히, 미국과 중국은 동사 글로벌 가공식품 사업의 핵심 시장이다. 미국과 중국 식품 시장은 구매력이 높고 인구가 많아서 한국 식품 시장 규모의 약 17배 수준으로 알려져 있다.

2016년에 CJ제일제당의 ‘비비고 만두’ 제품이 미국 Costco에서 MS 1위를 달성하면서, 동사의 미국 사업에 탄력이 붙기 시작하였다. 그 이후로 한식 레디밀과 아시안 푸드 라인업 제품 라인업을 꾸준히 확대하고 있고, 작년에 미국 메이저 냉동식품 업체인 슈완스 컴퍼니(Schwan's Company)를 인수하면서, 올해 미국 시장에서 매출 및 이익의 퀀텀점프를 기대하고 있는 상황이다.

반면, 중국 사업은 2017년 상반기에 사드 이슈로 사업이 타격을 입으면서, 영업이익이 적자전환 하였다. 다만, 2018년에 핵심 제품인 ‘비비고 만두’를 앞세워 외형을 확대하였고, 수익성도 BEP 달성에 성공하였다. 중국은 중장기적으로 간편식 시장이 크게 확대될 수 있기 때문에, 향후 지속적인 투자 활동이 기대되는 시장이다.

그 외의 지역에서도 ‘비비고’ 브랜드를 앞세워 외형 확대를 지속하고 있다. 베트남은 웅킴스, 까우제, 민닷푸드와 같은 식품 업체들을 인수하였고, 독일과 러시아에서도 만두 제품을 중심으로 생산 기반을 확대하고 있다. 특히, 작년에는 동사의 만두 및 한식반찬 OEM 업체였던 마인프로스트를 인수하면서, 유럽 시장 진출의 기반까지 마련한 상황이다.

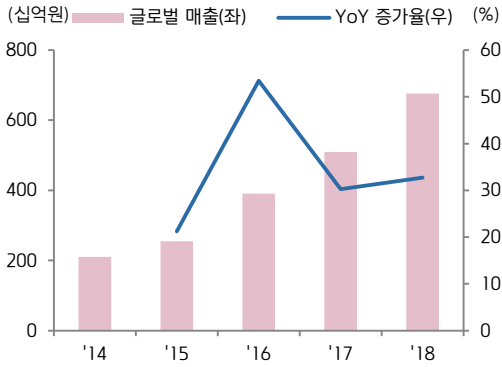
#### CJ제일제당 글로벌 가공식품 주요 법인 현황

국가	법인명	지분율(%)	주요 생산 제품	연간 매출 규모
미국	CJ FOODS(서부 거점)	100	B2C 중심: 만두, 레디밀	2,000억원 내외
	TMI(동부 거점)	100	B2B 중심: 만두, 면류	800~900억원
	Kahiki Foods(카히키 푸드)	100	아시안 푸드(냉동덮밥, 에그롤 및 스프링롤 등)	600억원 이상
	Schwan's Company(슈완스)	70	냉동피자, 냉동에피타이저	2조원 이상
중국	SICHUAN JIXIANGJU(지상쥐)	60	파오차이(절임류), 라장 <sup>1)</sup>	800~900억원
	CJ QINGDAO FOODS(청도식품)	100	다시다, 다담소스류, 만두	800~900억원
	BEIJING ERSHANG CJ FOOD(백옥)	49	두부	500~600억원(관계기업)
베트남	CJ FOODS VIETNAM(舊 웅킴스)	100	김치	100억원 내외
	CJ CAU TRE FOODS(까우제)	71.6	냉동식품: 스프링롤, 덩섬, 만두, 짜조	400억원 내외
	CJ MINH DAT FOODS(민닷푸드)	100	수산식품	100~200억원
독일	CJ Mainfrost Foods(마인프로스트)	74	비비고 만두/한식반찬(OEM)	100억원
러시아	CJ RAVIOLLO RUS(라비올로)	100	만두	200억원 내외

자료: CJ제일제당, 언론보도, 키움증권 리서치

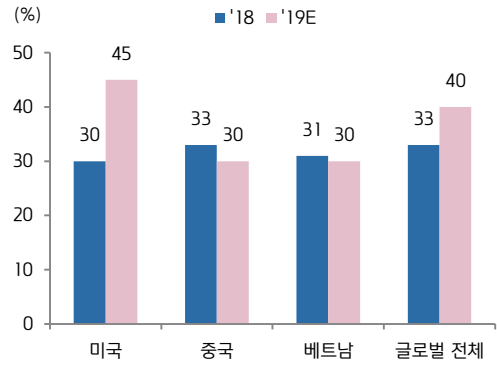
주: 1) 라장: 중국식 고추장으로 밥이나 면에 비벼먹기도 하고, 중국식 호빵에 발라먹기도 함

CJ제일제당 글로벌 가공식품 매출액 추이



자료: CJ제일제당

CJ제일제당 글로벌 가공식품 매출 성장률 추이 및 전망



자료: CJ제일제당

CJ제일제당 미국/중국 주요 가공식품 Line-up



자료: CJ제일제당, 키움증권 리서치

## >>> 미국 냉동식품 시장 동향

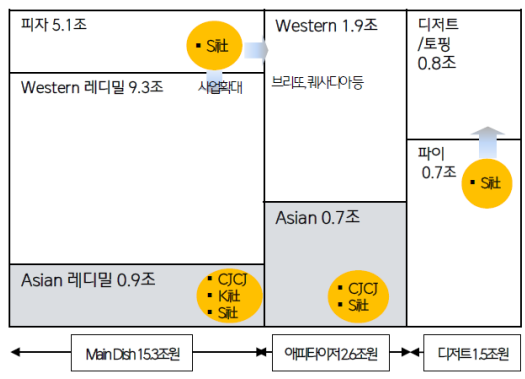
현재 미국 냉동식품 시장규모는 B2C 기준으로 19~20조원 수준으로 추산된다. 레디밀 중심의 Main Dish가 약 15.3조원, 에피타이저가 약 2.6조원 정도 규모로 알려져 있다. 건강/신선을 중시하는 트렌드로 인해, 전체 성장률은 낮지만, 아시안 냉동식품 시장 성장률 상대적으로 높은 상황이다. 현재 아시안 냉동식품 시장 규모는 B2C 1.6조원, B2B 3.1조원 수준의 규모를 가지고 있다.

Main Dish 냉동식품 시장은 크게 레디밀과 피자로 나뉘어져 있다. 그 외에 Tyson Food가 주력으로 하고 있는 육가공 제품 시장도 꽤 사이즈가 큰 편이지만, 엄격히 말해서 메인 제품들을 레디밀 컨셉으로 보긴 어렵다. 피자를 포함한 레디밀 카테고리에는 Nestle, ConAgra(18년 10월 Pinnacle 인수), Kraft Heinz, General Mills, Schwan's, Kellogg's 등이 메인 플레이어로 판단된다. Schwan's와 General Mills는 피자 매출 비중이 높고, 타 업체들은 레디밀 매출 비중이 높은 것으로 추산된다.

Nestle USA는 Stouffer's, Lean Cuisine, Buitoni 등의 브랜드를 보유하고 있고, Pinnacle을 인수한 ConAgra는 Marie Callender's, Banquet, Healthy Choice, Hungry-Man 등의 브랜드를 보유하고 있다. 앞으로 CJ제일제당이 메인으로 공략해야 할 시장이 Main Dish 시장임을 감안한다면, Nestle와 ConAgra와 일정 부분 경쟁이 불가피하다. 특히, ConAgra는 Asian Cuisine 전문 브랜드인 P.F.Chang's Home Menu를 라인업으로 가지고 있기 때문에, 중장기적으로 직접적인 경쟁이 예상된다.

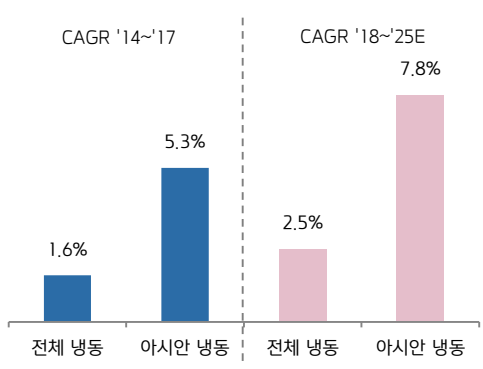
Asia 기반의 제조업체로는 일본의 Ajinomoto Windsor와 태국의 CP Bellisio가 직접적인 경쟁 상대로 판단된다. 일본의 Ajinomoto는 2014년에 현지 아시안 냉동식품 업체인 Windsor를 인수하였고(연 매출 1조원 수준), 태국의 CP 그룹은 2016년에 냉동식품 업체 Bellisio를 인수하면서(연 매출 7~8천 억원 수준), 미국 냉동식품 시장에 진출하였다.

미국 냉동식품 시장 규모(B2C)



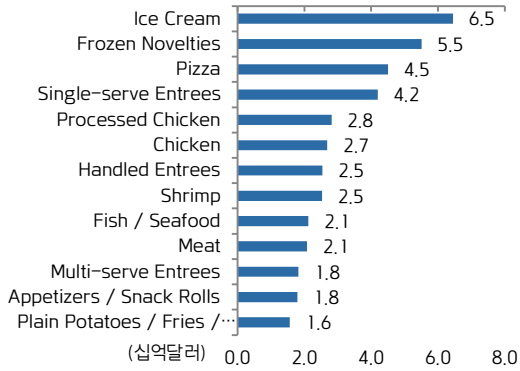
자료: Euromonitor, CJ제일제당

미국 냉동식품 시장 성장률 추이 및 전망



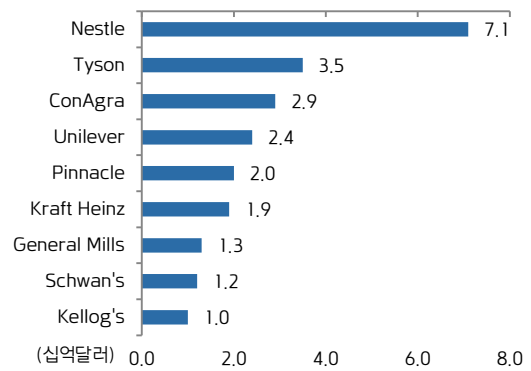
자료: Euromonitor, CJ제일제당

미국 냉동식품 카테고리별 시장 규모 추정



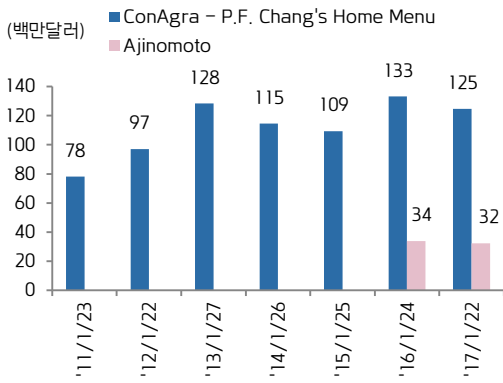
자료: Statista  
주: 1) 2018년 8월 12일에서 최근 12주 데이터를 연평균화한 기준임

미국 냉동식품 주요 업체 소매점 매출액 현황



자료: Statista  
주: 1) 2017년 4월 30일에서 최근 52주 데이터 기준임

미국 아시안 냉동식품 매출 추이



자료: Statista(Multi-serve frozen dinner brand 기준)  
주: 1) 자료는 각 기준일에서 최근 52주 데이터 기준임  
2) P.F. Chang's Home Menu는 ConAgra의 Asian Cuisine 전문 브랜드임

ConAgra의 P.F. Chang's Home Menu 주요 제품



자료: ConAgra

Ajinomoto 주요 제품



자료: Ajinomoto

CP Bellisio 주요 제품



자료: CP Group

## >>> 美 쉬완스 인수: Ethnic에서 Mainstream으로

### Ethnic Food의 Mainstream 진출 기대

미국은 지구상의 모든 인종과 민족이 뒤섞여 있는 세계 최대의 다민족국가이다. 이러한 민족 구성 때문에, 다양한 음식 문화가 혼재되어 있는 것이 사실이다. 그런데 이러한 다양성이 지속적으로 심화되고 있다. NHW(Non-Hispanic White, 히스패닉 인종이 아닌 백인) 인구의 미국 내 비중은 2000년에 69% 수준이었으나, 2015년에 62%까지 하락하였고, 2030년에 55%까지 하락할 것으로 추산된다. 대신에, 히스패닉, 흑인, 아시안계 인구가 증가하면서, 인종 다양성이 심화되고 있다.

미국의 인구 증가율도 1% 내외에 그치고 있기 때문에, 소비재를 파는 업체 입장에서 인구 구성의 변화가 매우 중요할 수밖에 없다. 특히, 젊은 세대일수록 인종 다양성이 더욱 심화되어 있고, NHW 외 인종들의 소득 수준이 상승하면서, 구매력도 가파르게 증가하고 있다. 인종별 구성 비중은, NHW 다음으로 히스패닉이 크고, 아시안계는 5~6% 수준의 비중을 차지할 것으로 보인다. 아시안계는 비중이 히스패닉 보다는 크지 않지만, 향후 15년간 인구 증가율이 41%로 다른 인종들에 비해 가장 높고, 구매력도 히스패닉 대비 높은 편이다. 아시안계 인구가 히스패닉의 1/3이 안 되지만, 구매력 측면에서는 거의 히스패닉의 절반 수준에 육박하기 때문이다.

인구 구조의 다양성이 심화되면서, 다양한 문화가 미국 사회에 노출될 가능성은 증가할 수밖에 없다. 식품 시장도 마찬가지이다. 채널별로 에스닉 슈퍼마켓이 상대적으로 높은 성장률을 보일 것으로 추산되고 있고, Mainstream 내에서도 Ethnic Food의 확대 가능성이 높을 것으로 판단된다.

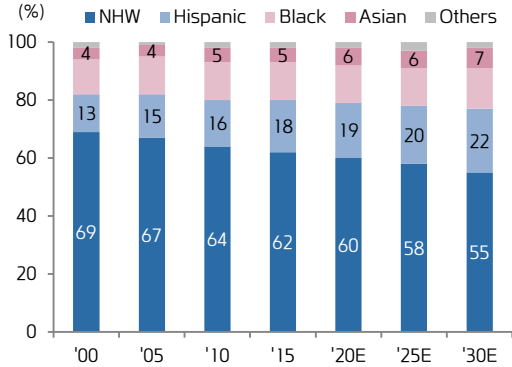
건강/신선과 이국적인 것에 대한 관심 증가도 아시안 푸드 등과 같은 Ethnic Food의 인지도 상승에 기여하고 있는 것으로 추산된다. 기존의 미국 주류 음식 대비 아시안 푸드 등이 조금 더 라이트한 이미지가 있고, 해외 여행 증가와 인터넷의 발달로 이국적인 것에 대한 호기심이 증가하고 거부감이 줄었기 때문이다. 이러한 미국 소비자들의 관심도 변화는 Ethnic Channel에 머물러 있던 Ethnic Food를 미국 Mainstream 시장으로 진출하는 데 도움을 줄 것으로 판단된다.

### 미국 에스닉 푸드(Ethnic Food) 시장 성장 요인 분석

인종의 다양성 심화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 히스패닉, 아시안계 인구 비중 확대에 따른 구매력 증가</li> <li>- 특히, 젊은 세대일수록 히스패닉, 아시안계 인구 비중 높음</li> </ul>
건강/신선에 대한 관심 증가	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 비만/당뇨 등이 사회 문제가 되면서, 건강/신선에 대한 관심 증가</li> <li>- 네슬레(Nestle), 콘아그라(ConAgra) 등 냉동식품 상위 업체들은, 건강/신선 Needs에 맞는 별도 브랜드 보유(Lean Cuisine, Healthy Choice)</li> </ul>
이국적인 것에 대한 관심 증가	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 해외 여행 증가, 인터넷 발달 등으로 이국적인 것에 대한 호기심 증가</li> <li>- 에스닉 레스토랑이 발달하면서, 에스닉 푸드와 요리를 찾는 수요가 늘어남</li> </ul>

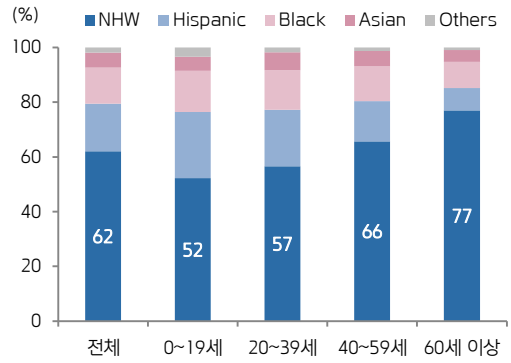
자료: 키움증권 리서치

미국 인구 구조는 多 인종화 추세 심화



자료: U.S. Census  
주: 1) NHW: Non-Hispanic White

젊은 세대(미래 소비 세력)일수록 인종 다양성 심화



자료: U.S. Census  
주: 1) NHW: Non-Hispanic White

Nestle의 레디밀 브랜드 Lean Cuisine



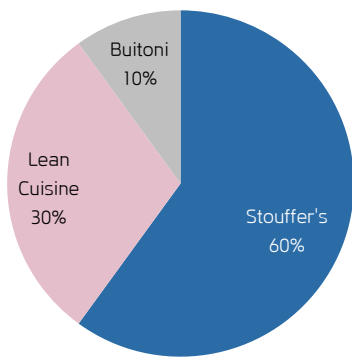
자료: Nestle

ConAgra의 레디밀 브랜드 Healthy Choice



자료: ConAgra

네슬레 미국법인 Ready Meal Brand 매출 Mix



자료: Nestle USA  
주: 1) 2016년 소매점 매출액 기준

미국에서 팔리고 있는 아시안 냉동식품



자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치



## 쉬완스 인수 이후 Quantum Jump 기대

CJ제일제당은 18년 11월에 쉬완스 컴퍼니 인수를 발표하였고, 19년 3월부터 연결편입 되어 실적에 반영된다. 당사는 쉬완스 인수를 통해 미국에서 전국적 사업 인프라를 신속히 확보하고, 고성장 중인 아시안 푸드 카테고리 내에서 새로운 도약을 기대하고 있다.

18년 기준 동사의 미국 가공식품 매출액은 약 3,600억원, 영업이익률은 5~6% 정도 수준이다. 비비고 만두가 전체 매출의 50% 정도를 차지하고 있고, Costco에 대한 채널 의존도가 높은 편이다(1/3 정도 차지). 총 4개의 제조공장과 3개의 물류센터를 이용하고 있으나 미국 전역을 커버하기에는 인프라가 부족한 상황이다. **하지만, 이번 쉬완스 인수를 통해 동사의 다양한 영업 경로를 확보하였고, 전국적인 제조/물류 인프라를 보유하게 되었으며, 경쟁력 있는 제품 포트폴리오(피자/파이/아시안 에피타이저 등)를 확보하게 되었다.** 특히, 쉬완스는 미국에서 냉동 피자 2위, 냉동 파이 1위, 냉동 아시안 에피타이저 1위의 시장 지위를 가지고 있기 때문에, 동사의 영업 교섭력 상승에도 긍정적으로 작용할 것이다. 국내에서는 1위 식품 사업자이지만, 미국 시장에서는 마이너 업체였기 때문에, 위와 같은 영업 교섭력 상승은 큰 의미가 있다.

위와 같은 시너지를 활용하여 Costco에서 경쟁력이 검증된 제품인 비비고 만두를 쉬완스의 영업 경로와 물류 인프라를 활용하여 좀 더 효율적으로 그로서리, 매스 채널을 공략할 수 있다. 또한, 쉬완스 주요 제품의 플레이버를 한식 레디밀과 에피타이저에 접목하여 기존 제품을 현지화하거나, 한식을 비롯한 아시안 음식의 플레이버를 쉬완스 제품에 접목하여 플레이버 차별화를 시도할 것으로 기대된다.

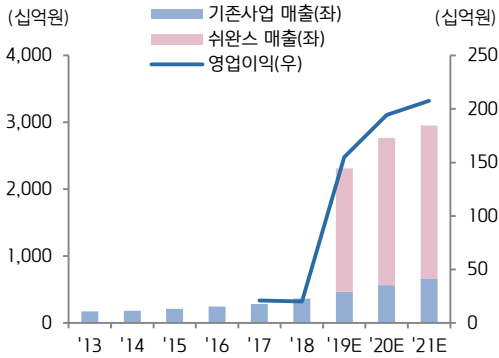
**CJ제일제당은 올해 추가 투자보다는 기존 인프라를 활용하여 미국 사업을 확대해 나갈 계획**이다. 작년에 준공한 미국 동부 공장에서 비비고 만두 중심으로 생산을 확대하고, Costco 채널 침투율 확대 및 신규 채널 확보에 집중할 계획이다. 쉬완스 인수 이후 Capex도 1천억원 수준으로 제한하고, M&A 이후 조직 안정화와 물류 인프라 효율성 제고에 주력할 예정이다.

### CJ제일제당의 쉬완스 인수 시너지 정리

시너지 효과	내용
채널 측면	- CJ의 한식 레디밀/에피타이저 등을 메인스트림 채널로 판로 확대 - 예를 들어, 비비고 만두를 크로거, 퍼블릭스 등 그로서리 경로에 판매
물류 측면	- 쉬완스의 물류 인프라를 활용하여 대형 유통업체 외의 중소형 매장 커버 가능 - 직접 영업 통한 매장 관리, 점포별 재고 관리, 고객사 클레임에 대한 빠른 대응이 용이해짐
제품 측면	- 쉬완스 제품의 주요 플레이버와 한식을 비롯한 아시안 음식의 플레이버를 각각의 제품에 접목 - 피자에 한식 불고기 소스 등을 접목하거나, 피자에 사용하는 소스를 한식 레디밀에 접목

자료: 키움증권 리서치

### C제일제당 미국 가공식품 사업 실적 추이 및 전망



자료: C제일제당, 키움증권 리서치

### 미국에서 판매되고 있는 한식 베이스의 냉동식품



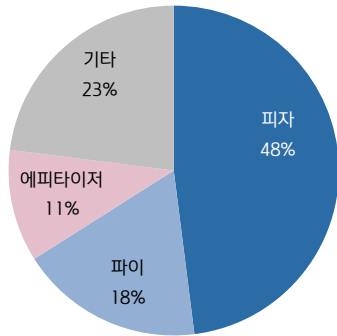
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

### Schwan's Company 사업 부문별 개요

Consumer Brands	Food Service	Strategic Partner Solutions	Home Service
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 약 3만개의 그로서리 및 클럽 채널 등을 통해 소비자에게 직접 판매</li> <li>■ 오랜 업력과 다양한 제품 라인업으로 높은 소비자 브랜드 인지도 보유</li> <li>■ 17년 매출: 1.1조원 (41%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 피자도우에서 완제품, 디저트, 애플타이저에 이르는 다양한 제품 라인업 보유</li> <li>■ 학교, 병원, 레스토랑 체인, 편의점 등 폭넓은 B2B 거래처</li> <li>■ 평균 10년 이상 장기 계약 기반 안정적인 거래관계</li> <li>■ 17년 매출: 0.6조원 (21%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Conagra, Nestle, Costco 등 F&amp;B/리테일 업체 대상 제품 제조(PB) 및 패키징</li> <li>■ 보유 설비 효율성 높이며 '13년 이후 90% 성장</li> <li>■ 17년 매출: 0.2조원 (7%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 직접 고객 접점 냉동식품 네트워크</li> <li>■ 홈서비스 전용 ~ 375개 SKU</li> <li>■ 자사(25%), 타사(75%) 제품 라스트마일 배송</li> <li>■ 미국 48개주, 190만명 고객 378개 전국분포 창고운영</li> <li>■ 17년 매출: 0.8조원 (31%)</li> </ul>
<p><b>9개 브랜드</b></p>	<p><b>9개 브랜드</b></p>	<p><b>PB</b></p> <p>음료, 스낵, 애플타이저, 파이스스, 패키징</p>	<p><b>2개 브랜드</b></p>

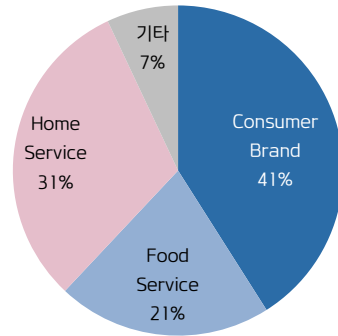
자료: C제일제당

쉬완스 컴퍼니 품목별 매출 비중(2017년 기준)



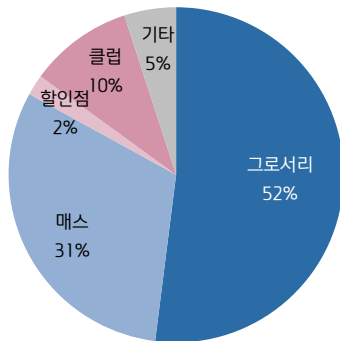
자료: C제일제당

쉬완스 컴퍼니 사업부별 매출 비중(2017년 기준)



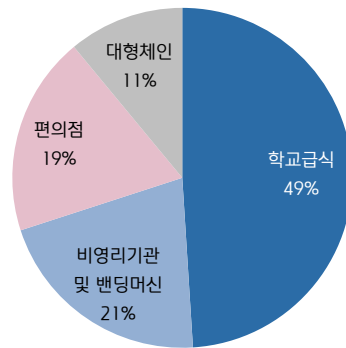
자료: C제일제당

Consumer Brand 채널별 매출 비중(2017년 기준)



자료: C제일제당  
 주: 1) 그로스리: Kroger, Publix 등  
 2) 매스: Walmart, Target 등,

Food Service 채널별 매출 비중(2017년 기준)



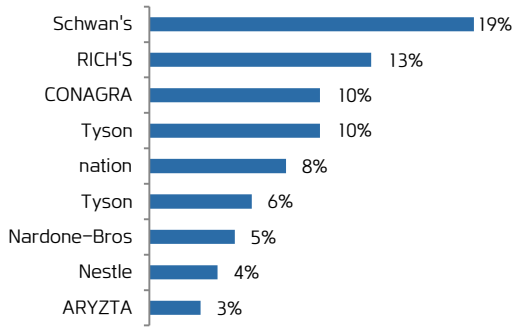
자료: C제일제당

미국 B2C 주요 카테고리 시장 점유율

제품	마켓 순위('17년)	No.1 (M/S)	No.2 (M/S)	No.3 (M/S)
냉동피자	No.2	Nestle (42%)	Schwan's (18%)	General Mills (8%)
냉동파이	No.1	Schwan's (47%)	CONAGRA (41%)	Tyson (6%)
냉동 아시안 에피타이저	No.1	Schwan's (42%)	Ajinomoto WINDSOR (30%)	CONAGRA (9%)

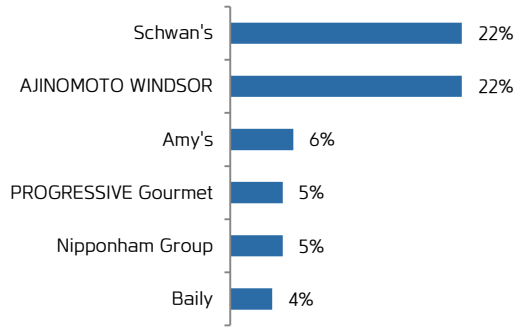
자료: C제일제당

미국 B2B 냉동피자 점유율



자료: CJ제일제당

미국 B2B 냉동 아시안 에피타이저 점유율



자료: CJ제일제당

### Ⅲ. 실적 전망 및 투자전략

**CJ제일제당의 올해 영업이익은 7,763억원으로 전년대비 +26% 증가할 것으로 기대된다**(대한통운 제외, 쉬완스 포함 기준). 특히, **올해부터 가공식품 영업이익이 연간 4천억원 레벨로 급격히 확대될** 것이다.

CJ제일제당의 실적 측면의 저점은 19년 1분기로 판단된다. 가공식품 사업의 주요 원재료 중 하나인 쌀 가격이 작년 2분기부터 단가가 +40% 정도 상승하면서 수익성에 부담을 주었는데, 작년말부터 진천공장 고정비 부담(연간 감가비 400억원 내외)이 가중되면서, 1Q19가 가공식품 이익의 가시성이 가장 낮기 때문이다.

한편, **19년 2분기부터 실적 레벨이 반등할 것으로 기대된다.** 1) 쉬완스 인수 효과, 2) 주력 제품의 가격 인상으로 인해, **가공식품의 이익이 반등할 가능성이 높기 때문이다.** 쉬완스는 올해 3월부터 연결 편입될 예정이기 때문에, 2Q19부터 온기로 실적이 반영되기 시작한다. 다만, 쉬완스가 회사 매각을 전제로 영업활동을 해왔던 점을 감안하여, 쉬완스 영업이익은 기존 실적 대비 보수적으로 추정하였다. 햇반/다시다/장류 등의 가격인상도 2/21에 단행되었기 때문에, 본격적인 가격인상 효과는 2분기부터 반영된다. 작년에는 판가 인상에도 불구하고, 원재료 단가의 급격한 상승으로 실적 개선 효과가 거의 없었다. 하지만, 올해는 쌀 단가 상승률이 전년대비 +20% 수준에 그치고 있는 상황이다. 아직 쌀 단가 협상이 끝나지 않았지만, 작년처럼 기존 가공식품 사업의 이익이 감소하진 않을 것이다. 음식료 업종에서 판가 전가력이 있는 품목이, 원재료 단가 상승으로 인해 2년 연속 수익성이 나빠지는 경우는 매우 드물기 때문이다.

19년에는 쉬완스 인수 효과가 가장 큰 실적 개선 요인인데, **20년에는 기존 가공식품 사업에서 큰 실적 개선이 가능할** 것이다. 1) **진천공장과 미국 동부 공장의 고정비 부담이 19년에 Peak Out하고, 20년부터 가동률 상승이 기대되며,** 2) **햇반의 이익 성장 국면이 본격화 되기 때문이다.** 햇반은 18년에 원재료 단가 상승으로 인해, 가공식품 부문의 평균 수익성을 하회할 정도로 수익성이 훼손된 상황이다. 하지만, 연간 매출 규모나 시장 점유율을 감안한다면, 동사의 다른 Cash Cow 못지 않은 수익성, 혹은 그 이상으로 개선될 가능성이 높다. 더불어, 해당 품목의 판매량도 고성장세를 보이고 있기 때문에, 이익이 추가적으로 상승할 여지도 매우 높은 것으로 판단된다.

가장 큰 리스크 요인은 바이오 부문의 실적 전망치 하향 가능성이다. 특히, 중국에서 라이신 Capa 증설이 크게 이루어지면서, 판가 하락 리스크가 높은 편이다. 다만, 1) 춘절 이후 비수기에도 중국 라이신 Spot 가격이 7위안/kg 이상을 지지하고 있고, 2) 하반기에는 트립토판, 핵산 증설로 Product Mix가 개선될 수 있기 때문에, 실적 측면에서 우려가 가장 높은 국면은 어느 정도 마무리 된 것으로 판단된다.

주가 측면의 저점은 2Q19에 형성될 가능성이 높다. 1Q19 실적 우려만 통과하면, **향후 최소 2년 동안 가공식품 이익의 편안한 증익 Cycle이 전개될 수 있기 때문이다.** 따라서, 1Q19 실적 부진에 대한 우려를 뒤로 하고, CJ제일제당에 대해 비중 확대를 해야 할 시점으로 판단된다.

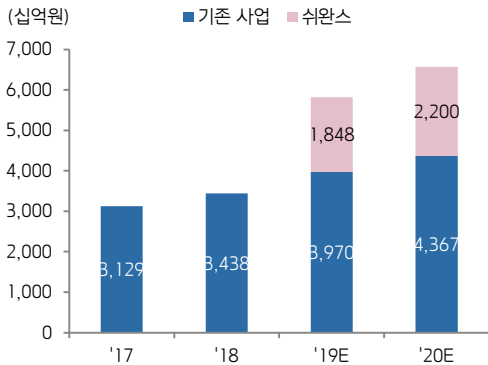
C제일제당 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>4,348.6</b>	<b>4,453.7</b>	<b>4,945.6</b>	<b>4,922.1</b>	<b>5,054.3</b>	<b>5,570.8</b>	<b>5,946.7</b>	<b>5,990.2</b>	<b>18,670.1</b>	<b>22,562.1</b>	<b>24,543.2</b>
(YoY)	12.5%	13.9%	12.1%	14.7%	16.2%	25.1%	20.2%	21.7%	13.3%	20.8%	8.8%
식품	1,316.2	1,229.2	1,456.3	1,270.0	1,603.1	1,860.0	2,128.0	2,026.9	5,271.7	7,618.0	8,345.8
(YoY)	-0.3%	4.5%	1.2%	10.0%	21.8%	51.3%	46.1%	59.6%	3.6%	44.5%	9.6%
소재	462.7	459.7	484.2	427.0	449.1	446.2	480.3	423.9	1,833.6	1,799.6	1,779.0
(YoY)	-14.3%	-1.2%	-9.7%	1.7%	-2.9%	-2.9%	-0.8%	-0.7%	-6.5%	-1.9%	-1.1%
가공	853.5	769.5	972.1	843.0	1,154.0	1,413.8	1,647.7	1,603.0	3,438.1	5,818.4	6,566.9
(YoY)	9.3%	8.3%	7.6%	14.7%	35.2%	83.7%	69.5%	90.2%	9.9%	69.2%	12.9%
바이오	592.0	614.1	735.7	773.9	663.9	722.0	744.4	793.2	2,715.7	2,923.5	3,228.1
(YoY)	30.3%	30.0%	28.8%	15.6%	12.1%	17.6%	1.2%	2.5%	25.3%	7.7%	10.4%
헬스케어	114.6								114.6		
(YoY)	-6.8%								-77.7%		
생물자원	489.4	524.2	553.0	606.6	504.1	540.3	569.9	625.5	2,173.2	2,239.8	2,329.4
(YoY)	-2.5%	-4.1%	4.7%	13.2%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%	2.9%	3.1%	4.0%
물류	2,001.5	2,284.6	2,418.4	2,515.2	2,448.3	2,646.9	2,722.5	2,788.1	9,219.7	10,605.7	11,464.8
(YoY)	25.5%	33.8%	29.1%	30.0%	22.3%	15.9%	12.6%	10.9%	29.7%	15.0%	8.1%
<b>대동제외 기준</b>	<b>2,512.2</b>	<b>2,367.5</b>	<b>2,745.1</b>	<b>2,650.5</b>	<b>2,771.1</b>	<b>3,122.3</b>	<b>3,442.3</b>	<b>3,445.6</b>	<b>10,275.2</b>	<b>12,781.3</b>	<b>13,903.3</b>
(YoY)	4.7%	1.7%	2.6%	6.7%	10.3%	31.9%	25.4%	30.0%	3.9%	24.4%	8.8%
<b>영업이익</b>	<b>210.3</b>	<b>184.6</b>	<b>265.2</b>	<b>172.7</b>	<b>236.9</b>	<b>249.6</b>	<b>334.6</b>	<b>234.8</b>	<b>832.7</b>	<b>1,055.9</b>	<b>1,214.7</b>
(YoY)	9.2%	12.3%	-1.5%	14.8%	12.7%	35.2%	26.2%	36.0%	7.2%	26.8%	15.0%
(OPM)	4.8%	4.1%	5.4%	3.5%	4.7%	4.5%	5.6%	3.9%	4.5%	4.7%	4.9%
식품	116.8	68.6	139.2	32.9	120.4	105.8	179.0	92.8	357.5	498.1	580.6
(OPM)	8.9%	5.6%	9.6%	2.6%	7.5%	5.7%	8.4%	4.6%	6.8%	6.5%	7.0%
소재	28.7	20.0	41.2	3.0	28.3	19.6	40.7	2.6	92.8	91.3	90.3
(OPM)	6.2%	4.4%	8.5%	0.7%	6.3%	4.4%	8.5%	0.6%	5.1%	5.1%	5.1%
가공	88.1	48.6	98.0	29.9	92.1	86.2	138.3	90.2	264.7	406.8	490.3
(OPM)	10.3%	6.3%	10.1%	3.5%	8.0%	6.1%	8.4%	5.6%	7.7%	7.0%	7.5%
바이오	48.4	44.9	54.4	46.4	50.0	56.9	56.6	58.7	194.1	222.2	236.3
(OPM)	8.2%	7.3%	7.4%	6.0%	7.5%	7.9%	7.6%	7.4%	7.1%	7.6%	7.3%
헬스케어	12.0								12.0		
(OPM)	10.5%								10.5%		
생물자원	-6.5	17.7	17.5	24.9	12.5	15.5	15.5	12.5	53.6	56.0	58.2
(OPM)	-1.3%	3.4%	3.2%	4.1%	2.5%	2.9%	2.7%	2.0%	2.5%	2.5%	2.5%
물류	45.3	57.1	52.9	87.4	59.7	75.1	82.2	89.8	242.7	306.8	366.8
(OPM)	2.3%	2.5%	2.2%	3.5%	2.4%	2.8%	3.0%	3.2%	2.6%	2.9%	3.2%
<b>대동제외 기준</b>	<b>170.7</b>	<b>131.2</b>	<b>211.1</b>	<b>104.2</b>	<b>183.0</b>	<b>178.2</b>	<b>251.2</b>	<b>163.9</b>	<b>617.2</b>	<b>776.3</b>	<b>875.1</b>
(YoY)	18.4%	26.0%	0.4%	6.5%	7.2%	35.9%	19.0%	57.3%	10.9%	25.8%	12.7%
(OPM)	6.8%	5.5%	7.7%	3.9%	6.6%	5.7%	7.3%	4.8%	6.0%	6.1%	6.3%
세전이익	112.2	1,048.1	162.4	-28.5	150.4	146.3	225.7	137.6	1,294.2	660.0	824.7
당기순이익	72.1	783.4	120.8	-50.9	106.8	103.9	160.3	97.7	925.4	468.6	585.5
<b>지배주주순이익</b>	<b>62.5</b>	<b>758.5</b>	<b>108.0</b>	<b>-53.8</b>	<b>88.6</b>	<b>79.1</b>	<b>133.0</b>	<b>64.1</b>	<b>875.2</b>	<b>364.9</b>	<b>450.4</b>
(YoY)	-23.8%	3486.3%	-57.9%	적전	41.8%	-89.6%	23.1%	흑전	136.4%	-58.3%	23.5%

자료: C제일제당, 키움증권 리서치

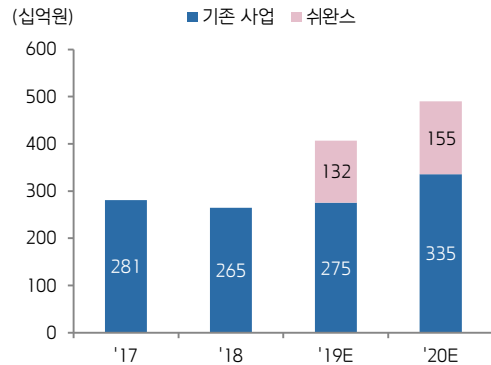
주: 1) 2Q18에 C헬스케어 매각처분이익 9,957억원이 세전이익에 반영되어 있음

C제일제당 가공식품 매출액 추이 및 전망



자료: C제일제당

C제일제당 가공식품 영업이익 추이 및 전망



자료: C제일제당

쉬완스 인수 전후 CJ제일제당의 손익 변화 비교 (단위: 십억원, %)

구분	CJC		CJC + 쉬완스	
	'19E	'20E	'19E	'20E
매출액	10,933	11,703	12,781	13,903
가공식품	3,970	4,367	5,818	6,567
국내	3,025	3,251	3,025	3,251
해외	946	1,116	2,794	3,316
소재식품	1,800	1,779	1,800	1,779
바이오	2,923	3,228	2,923	3,228
생물자원	2,240	2,329	2,240	2,329
영업이익	645	720	776	875
가공식품	275	335	407	490
국내	251	302	251	302
해외	24	34	155	189
소재식품	91	90	91	90
바이오	222	236	222	236
생물자원	56	58	56	58
OPM	5.9	6.2	6.1	6.3
가공식품	6.9	7.7	7.0	7.5
국내	8.3	9.3	8.3	9.3
해외	2.5	3.0	5.6	5.7
소재식품	5.1	5.1	5.1	5.1
바이오	7.6	7.3	7.6	7.3
생물자원	2.5	2.5	2.5	2.5
매출 Mix				
가공식품	36	37	46	47
국내	28	28	24	23
해외	9	10	22	24
소재식품	16	15	14	13
바이오	27	28	23	23
생물자원	20	20	18	17
OP Mix				
가공식품	43	47	52	56
국내	39	42	32	34
해외	4	5	20	22
소재식품	14	13	12	10
바이오	34	33	29	27
생물자원	9	8	7	7

자료: 키움증권 리서치

### 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	145,633	164,772	186,701	225,621	245,432
매출원가	112,752	129,225	151,265	180,976	194,924
매출총이익	32,881	35,547	35,436	44,644	50,508
판매비및일반관리비	24,445	27,781	27,109	34,085	38,361
영업이익(보고)	8,436	7,766	8,327	10,559	12,147
영업이익(핵심)	8,436	7,766	8,327	10,559	12,147
영업외손익	-3,153	-1,922	4,615	-3,959	-3,900
이자수익	180	192	200	200	200
배당금수익	66	46	49	49	49
외환이익	1,330	2,159	1,500	1,500	1,500
이자비용	1,790	2,042	2,461	2,906	2,846
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	6,927	-1,302	-1,303
법인세차감전이익	5,284	5,843	12,942	6,600	8,247
법인세비용	1,748	1,715	3,688	1,914	2,392
유효법인세율 (%)	33.1%	29.4%	28.5%	29.0%	29.0%
당기순이익	3,535	4,128	9,254	4,686	5,855
지배주주지분손이익(억원)	2,759	3,702	8,752	3,649	4,504
EBITDA	13,749	13,425	14,731	18,955	20,985
현금순이익(Cash Earnings)	8,848	9,788	15,658	13,082	14,693
수정당기순이익	3,412	3,124	9,254	4,686	5,855
증감율(% YoY)					
매출액	12.7	13.1	13.3	20.8	8.8
영업이익(보고)	12.3	-7.9	7.2	26.8	15.0
영업이익(핵심)	12.3	-7.9	7.2	26.8	15.0
EBITDA	11.3	-2.4	9.7	28.7	10.7
지배주주지분 당기순이익	45.8	34.2	136.4	-58.3	23.5
EPS	45.7	34.1	112.2	-58.9	23.5
수정순이익	40.3	-8.4	196.2	-49.4	25.0

### 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업활동현금흐름	8,001	11,808	-4,431	10,264	14,980
당기순이익	3,535	4,128	9,254	4,686	5,855
감가상각비	4,366	4,674	5,231	7,209	7,637
무형자산상각비	947	986	1,174	1,187	1,201
외환손익	602	472	100	0	0
자산처분손익	-1,862	166	0	0	0
지분법손익	347	-23	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-3,586	-238	-1,268	3,130	335
기타	2,177	1,377	-18,921	-5,949	-49
투자활동현금흐름	-14,089	-14,639	-7,531	-24,578	-12,500
투자자산의 처분	-5,904	619	-573	-12,235	0
유형자산의 처분	386	267	0	0	0
유형자산의 취득	-8,454	-14,504	-16,754	-13,000	-12,500
무형자산의 처분	-606	-795	-1,823	0	0
기타	489	-227	11,618	657	0
재무활동현금흐름	7,259	2,654	11,530	13,867	-2,395
단기차입금의 증가	-8,579	-5,600	7,111	0	-3,200
장기차입금의 증가	16,602	10,698	898	14,357	1,265
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-541	-505	-425	-561	-561
기타	-222	-1,939	3,946	71	102
현금및현금성자산의순증가	1,146	-535	-433	-447	85
기초현금및현금성자산	5,298	6,444	5,909	5,476	5,028
기말현금및현금성자산	6,444	5,909	5,476	5,028	5,114
Gross Cash Flow	11,587	12,046	-3,163	7,134	14,645
Op Free Cash Flow	-1,689	-4,391	-7,487	6,023	5,298

### 재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	48,807	49,635	52,504	54,411	56,925
현금및현금성자산	6,444	5,909	5,476	5,028	5,114
유동금융자산	3,767	1,913	1,377	1,377	1,377
매출채권및유동채권	25,171	27,971	29,368	30,697	32,083
재고자산	12,802	13,035	14,976	16,001	17,044
기타유동비금융자산	624	807	1,307	1,307	1,307
비유동자산	108,855	119,047	139,746	170,075	173,897
장기매출채권및기타비유동채권	3,052	3,840	3,962	4,061	4,172
투자자산	8,781	4,871	6,025	18,309	18,357
유형자산	72,805	81,794	97,417	103,208	108,071
무형자산	23,338	27,581	30,699	43,512	42,311
기타비유동자산	879	960	1,642	985	985
자산총계	157,662	168,681	192,249	224,486	230,822
유동부채	46,992	54,969	66,804	73,680	74,616
매입채무및기타유동채무	20,314	23,995	26,521	32,049	34,864
단기차입금	18,015	19,137	26,248	26,248	23,048
유동성장기차입금	7,733	9,146	11,183	12,480	13,745
기타유동부채	931	2,690	2,852	2,902	2,959
비유동부채	50,065	52,274	55,084	68,221	68,326
장기매입채무및비유동채무	853	1,117	1,120	1,126	1,129
사채및장기차입금	40,875	43,061	41,922	54,982	54,982
기타비유동부채	8,337	8,096	12,042	12,113	12,215
부채총계	97,057	107,243	121,888	141,901	142,942
자본금	724	725	819	819	819
주식발행초과금	9,199	9,251	9,251	9,251	9,251
이익잉여금	25,665	29,034	37,552	40,863	45,057
기타자본	-1,495	-5,262	-5,262	-5,262	-5,262
지배주주지분자본총계	34,094	33,749	42,361	45,672	49,866
비지배주주지분자본총계	26,511	27,689	28,000	36,914	38,014
자본총계	60,605	61,439	70,361	82,586	87,880
순차입금	56,411	63,522	72,500	87,305	85,284
총차입금	66,622	71,344	79,353	93,711	91,776

### 투자지표

(단위: 원, 배, %)

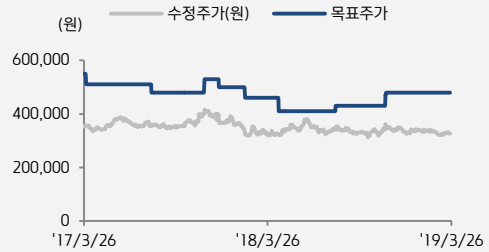
12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018P	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	19,044	25,537	54,191	22,272	27,497
BPS	235,302	232,686	258,590	278,798	304,400
주당EBITDA	94,899	92,620	91,218	115,709	128,102
CFPS	61,072	67,523	96,957	79,859	89,694
DPS	2,500	3,000	3,500	3,500	3,500
주가배수(배)					
PER	18.8	14.3	5.9	14.4	11.7
PBR	1.5	1.6	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.7	8.9	8.5	8.0	7.2
PCFR	5.9	5.4	3.3	4.0	3.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.8	4.7	4.5	4.7	4.9
영업이익률(핵심)	5.8	4.7	4.5	4.7	4.9
EBITDA margin	9.4	8.1	7.9	8.4	8.6
순이익률	2.4	2.5	5.0	2.1	2.4
자기자본이익률(ROE)	6.2	6.8	14.0	6.1	6.9
투자자본이익률(ROIC)	5.5	4.9	4.8	5.6	6.4
안정성(%)					
부채비율	160.1	174.6	173.2	171.8	162.7
순차입금비율	93.1	103.4	103.0	105.7	97.0
이자보상배율(배)	4.7	3.8	3.4	3.6	4.3
활동성(배)					
매출채권회전율	6.3	6.2	6.5	7.5	7.8
재고자산회전율	12.2	12.8	13.3	14.6	14.9
매입채무회전율	7.9	7.4	7.4	7.7	7.3



투자 의견 변동내역 (2개년)

목표주가 추이 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				목표 가격 대상 시점	평균 주가 대비 / 최고 주가 대비
CJ제일제당 (097950)	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	-24.62 -21.51
	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	-28.13 -26.56
	2018-12-17	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.32 -26.56
	2019-02-15	BUY(Maintain)	480,000원	6개월	-29.98 -26.56
2019-03-26	BUY(Maintain)	480,000원	6개월		



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%